



Overweight (Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

음식료

1Q17 실적 Review



5/15에 발표된 음식료 업체들의 1Q17 실적은 대체로 컨센서스 대비 부진한 모습을 보였다. 부진의 주요 요인은 중국 사드 이슈와 원재료 투입단가 상승으로 판단된다. 다만, 원재료 투입단가 상승 영향은 가격 인상으로 인해 점차 완화될 것으로 기대된다. 한편, 라면 시장의 경쟁강도 변화에 관심을 가져야 한다. 삼양식품이 뒤늦게 가격인상에 나선 가운데, 오투기의 수익성이 악화되는 모습이 나타났기 때문이다.

>>> 중국 사드 이슈로 인해, 대체로 컨센서스 대비 부진

5/15에 발표된 주요 음식료 업체들의 1분기 실적은 대체로 부진한 편이었다. 실적 부진의 주요 요인은 1) 중국 사드 이슈, 2) 원재료 투입단가 상승에 따른 원가율 악화로 요약된다. 특히, 3월 이후 국내 업체들의 중국 시장 내 매출이 급락하면서, 오리온과 농심의 해외 실적이 부진하였고, 조제분유 업체들은 수출 부진으로 수익성이 악화되었다. 이러한 중국 지역 매출 감소는 최소 2분기까지 악재로 작용할 전망이다. 따라서, 관련 업체들에 대한 실적 추정치를 하향 조정하였다.

다만, 원재료 투입단가 상승에 따른 영향은 점차 완화될 것으로 판단된다. 1) 곡물가격과 환율이 안정세를 찾고 있고, 2) 업체들의 가격 인상이 지속되고 있기 때문이다. 따라서, 하반기로 갈수록 원가율에 대한 우려는 완화될 것으로 기대된다.

>>> 라면 시장의 경쟁강도 변화에 관심

1분기 실적발표에서 흥미로운 점은 라면 업체들의 수익성 변화이다. 삼양식품이 뒤늦게 가격인상에 나선 가운데, 오투기의 원가율과 영업이익률이 악화되는 모습이 나타났다. 더불어, 라면 시장의 점유율 변화가 주춤하면서, 시장 구도가 다소 안정을 찾는 모습이다.

따라서, 하반기로 갈수록 라면 시장의 경쟁강도가 내려갈 가능성에 주목해야 한다. 경쟁강도의 하락은 관련 업체들의 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 수 있으며, 특히 라면 매출 비중이 높은 농심의 실적 민감도가 높을 것으로 판단된다.

- 당사는 5월 15일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다(롯데푸드 제외).
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

주요 기업 1Q17 실적 결과 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY
오리온	매출액	6,606	4,962	5,972	6,324	4,907	-25.7%
	영업이익	1,189	279	944	850	358	-69.9%
	OPM	18.0%	5.6%	15.8%	13.4%	7.3%	-10.7%p
	순이익	690	69	851	757	246	-64.4%
남양유업	매출액	2,923	3,213	3,113	3,142	2,713	-7.2%
	영업이익	52	140	120	106	10	-81.1%
	OPM	1.8%	4.4%	3.9%	3.4%	0.4%	-1.4%p
	순이익	50	115	90	116	9	-82.2%
농심	매출액	5,681	5,272	5,477	5,739	5,554	-2.2%
	영업이익	324	124	228	221	325	0.2%
	OPM	5.7%	2.4%	4.2%	3.9%	5.8%	0.1%p
	순이익	1,438	147	231	178	297	-79.3%
대상	매출액	6,843	7,106	7,508	7,093	7,142	4.4%
	영업이익	324	330	365	91	289	-10.7%
	OPM	4.7%	4.6%	4.9%	1.3%	4.0%	-0.7%p
	순이익	223	200	297	-75	243	8.9%
롯데제과	매출액	5,316	5,495	5,933	5,738	5,515	3.7%
	영업이익	278	292	519	189	300	8.0%
	OPM	5.2%	5.3%	8.8%	3.3%	5.4%	0.2%p
	순이익	298	79	413	-92	315	5.8%
롯데칠성	매출액	5,428	6,285	6,659	5,322	5,465	0.7%
	영업이익	380	507	564	37	267	-29.6%
	OPM	7.0%	8.1%	8.5%	0.7%	4.9%	-2.1%p
	순이익	264	289	392	-252	87	-66.9%
롯데푸드	매출액	4,229	4,522	4,796	4,078	4,372	3.4%
	영업이익	197	242	335	24	141	-28.4%
	OPM	4.7%	5.4%	7.0%	0.6%	3.2%	-1.4%p
	순이익	153	156	228	44	107	-30.0%
매일유업	매출액	3,932	4,071	4,169	4,176	4,002	1.8%
	영업이익	88	83	191	164	70	-20.9%
	OPM	2.2%	2.0%	4.6%	3.9%	1.7%	-0.5%p
	순이익	81	35	112	174	22	-72.9%
무화	매출액	660	699	642	700	705	6.8%
	영업이익	114	149	124	133	148	29.7%
	OPM	17.3%	21.2%	19.3%	19.0%	21.0%	3.7%p
	순이익	64	135	349	67	316	395.4%
빙그레	매출액	1,676	2,328	2,486	1,642	1,748	4.3%
	영업이익	21	126	248	-23	37	74.2%
	OPM	1.3%	5.4%	10.0%	-1.4%	2.1%	0.9%p
	순이익	27	100	189	-28	41	51.3%
오뚜기	매출액	5,156	4,880	5,164	4,905	5,318	3.1%
	영업이익	356	405	453	212	300	-15.7%
	OPM	6.9%	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	-1.3%p
	순이익	490	257	356	272	324	-33.8%
풀무원	매출액	4,597	5,049	5,260	5,401	5,292	15.1%
	영업이익	9	96	87	187	44	383.7%
	OPM	0.2%	1.9%	1.7%	3.5%	0.8%	0.6%p
	순이익	-7	-10	106	97	11	흑전
하이트진로	매출액	4,093	5,005	4,894	4,910	4,134	1.0%
	영업이익	272	276	277	415	-274	적전
	OPM	6.6%	5.5%	5.7%	8.4%	-6.6%	-13.3%p
	순이익	61	101	83	138	-212	적전

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드는 별도기준, 나머지는 연결기준

오리온 IQ17 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	660.6	496.2	597.2	632.4	490.0	456.9	581.8	586.1	2,386.3	2,114.9	2,260.5
(YoY)	5.5%	-3.2%	-6.6%	4.7%	-25.8%	-7.9%	-2.6%	-7.3%	0.2%	-11.4%	6.9%
제과	616.4	487.0	562.7	592.3	481.6	432.9	533.8	562.1	2,258.4	2,010.4	2,156.1
(YoY)	2.4%	-2.4%	-1.8%	4.9%	-21.9%	-11.1%	-5.1%	-5.1%	0.9%	-11.0%	7.2%
한국(별도기준)	173.8	166.6	160.2	178.7	173.3	172.7	163.1	181.9	679.4	691.0	703.6
(YoY)	-8.0%	-6.3%	-4.1%	3.0%	-0.3%	3.7%	1.8%	1.8%	-4.0%	1.7%	1.8%
중국(Pan Orion)	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	200.7	302.7	300.7	1,346.0	1,038.9	1,124.0
(YoY)	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-37.9%	-26.2%	-13.1%	-13.4%	1.0%	-22.8%	8.2%
베트남(OFV)	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	49.4	54.3	66.1	204.5	231.7	270.3
(YoY)	18.0%	24.1%	25.2%	29.8%	5.1%	16.5%	19.5%	14.4%	24.1%	13.3%	16.6%
러시아(OIE)	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	18.1	20.6	22.9	61.2	79.3	88.8
(YoY)	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	29.6%	29.8%	32.8%	26.2%	5.4%	29.5%	12.0%
영상	43.8	9.1	34.3	38.7	8.5	24.0	48.0	24.0	125.9	104.5	104.5
매출총이익	324.9	235.1	287.6	303.1	224.1	200.1	265.1	276.9	1,150.7	966.1	1,059.0
(GPM)	49.2%	47.4%	48.2%	47.9%	45.7%	43.8%	45.6%	47.2%	48.2%	45.7%	46.8%
판매비	205.9	207.2	193.2	218.1	188.3	173.7	189.0	202.8	824.4	753.9	791.0
(판매비율)	31.2%	41.8%	32.3%	34.5%	38.4%	38.0%	32.5%	34.6%	34.5%	35.6%	35.0%
영업이익	118.9	27.9	94.4	85.0	35.8	26.4	76.0	74.0	326.2	212.2	267.9
(YoY)	11.3%	-41.3%	20.1%	28.1%	-69.9%	-5.4%	-19.5%	-12.9%	9.0%	-34.9%	26.2%
(OPM)	18.0%	5.6%	15.8%	13.4%	7.3%	5.8%	13.1%	12.6%	13.7%	10.0%	11.9%
제과	104.7	28.3	90.7	87.8	29.7	24.6	73.3	78.4	311.5	205.9	263.5
(OPM)	17.0%	5.8%	16.1%	14.8%	6.2%	5.7%	13.7%	13.9%	13.8%	10.2%	12.2%
한국(별도기준)	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	17.3	11.1	25.5	78.7	72.2	75.6
(OPM)	13.7%	10.0%	7.5%	14.6%	10.6%	10.0%	6.8%	14.0%	11.6%	10.5%	10.7%
중국(Pan Orion)	68.1	7.1	70.7	52.7	-4.9	-2.7	49.3	37.7	198.6	79.4	115.8
(OPM)	18.0%	2.6%	20.3%	15.2%	-2.1%	-1.4%	16.3%	12.5%	14.8%	7.6%	10.3%
베트남(OFV)	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	6.7	9.1	10.5	26.5	38.4	53.3
(OPM)	19.3%	8.1%	12.5%	10.4%	19.5%	13.5%	16.8%	15.9%	13.0%	16.6%	19.7%
러시아(OIE)	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	3.4	3.8	4.7	7.7	16.0	18.9
(OPM)	9.7%	8.8%	14.4%	16.2%	23.2%	18.7%	18.4%	20.5%	12.6%	20.1%	21.2%
영상	6.8	0.2	5.3	3.0	-1.0	2.5	4.5	2.5	15.3	8.5	8.5
세전이익	99.2	19.9	90.1	98.3	33.3	24.0	73.4	71.4	307.4	202.2	258.5
당기순이익	74.2	7.4	84.9	66.2	24.6	18.2	55.7	54.1	232.6	152.6	195.9
지배주주순이익	69.0	6.9	85.1	75.7	24.6	18.2	55.7	54.1	236.7	152.6	195.9
(YoY)	-10.5%	-63.8%	140.2%	145.2%	-64.4%	165.0%	-34.6%	-28.5%	45.8%	-35.5%	28.4%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	3.0%	1.6%	2.3%	9.8%	-32.3%	-20.0%	-10.0%	-10.0%	4.3%	-18.0%	8.2%
베트남(OFV)	11.3%	16.0%	29.4%	31.3%	12.4%	18.0%	18.0%	15.0%	21.5%	15.5%	15.0%
러시아(OIE)	19.7%	0.1%	3.7%	29.8%	6.7%	15.0%	15.0%	15.0%	12.8%	13.0%	12.0%

1) 실적: 연결 OP 358 억, 컨센서스 대폭 하회

2) Fact

- 인적분할 이후 사업회사의 영업이익은 402 억 수준으로 추산(인건비 등 일부 비용이 지주회사에 반영된 영향으로 추산)
- 사드 이슈로 3월 매출 급감(프로모션 매대 철수 영향)하면서, 중국 매출 YoY -32% 감소(위안화 기준), OP -49 억으로 적자전환
- 한국 법인은 매출이 성장세로 전환되었으나, 중국 매출 감소에 따른 로열티 수익 감소와 원재료 단가 상승으로 수익성 부진
- 베트남/러시아의 외형과 수익성은 전반적으로 양호. 베트남은 스낵, 러시아는 파이 카테고리 매출 호조

3) Implication & Update

- 단기적으로 중국 매출은 보수적인 접근 필요. 기존에 축적한 브랜드력을 바탕으로 역성장 폭 완화 가능하겠으나, 시간이 필요할 것
- 한국/베트남/러시아 지역의 매출은 비교적 양호한 흐름. 특히, 베트남/러시아 성장세 확대되며, 중국 의존도 축소 기대

4) 투자전략

- 단기적으로 중국 사드 영향에 따른 매출 역성장 불가피. 회복되는 시그널 확인할 필요 있음
- 중국 외 지역에서 수익성 중심의 운영으로 역성장 폭을 완화할 것으로 판단되나, 올해 전사 실적 감익 추세 전망
- 투자요건 Marketperform, 목표주가 73 만원으로 하향

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	23,824	23,863	21,149	22,605	23,653
매출원가	12,677	12,356	11,507	12,016	12,403
매출총이익	11,147	11,507	9,642	10,590	11,249
판매비및일반관리비	8,154	8,244	7,520	7,910	8,227
영업이익(보고)	2,993	3,262	2,122	2,679	3,022
영업이익(핵심)	2,993	3,262	2,122	2,679	3,022
영업외손익	-475	-188	-100	-95	-91
이자수익	90	106	79	84	88
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	179	126	0	0	0
이자비용	296	252	204	204	204
외환손실	405	241	0	0	0
관계기업지분손익	-3	16	25	25	25
투자및기타자산처분손익	-25	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-10	2	0	0	0
기타	-5	62	0	0	0
법인세차감전이익	2,518	3,074	2,022	2,585	2,932
법인세비용	753	748	496	625	709
유효법인세율 (%)	29.9%	24.3%	24.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,771	2,490	1,526	1,959	2,222
지배주주지분순이익(억원)	1,623	2,367	1,526	1,959	2,222
EBITDA	4,816	4,875	3,712	4,441	4,777
현금순이익(Cash Earnings)	3,594	4,103	3,116	3,721	3,976
수정당기순이익	1,795	2,495	1,526	1,959	2,222
증감율(% YoY)					
매출액	8.3	0.2	-11.4	6.9	4.6
영업이익(보고)	20.3	9.0	-34.9	26.2	12.8
영업이익(핵심)	20.3	9.0	-34.9	26.2	12.8
EBITDA	21.8	1.2	-23.9	19.6	7.6
지배주주지분 당기순이익	-0.7	45.8	-35.5	28.4	13.4
EPS	-0.7	45.5	-35.7	28.4	13.4
수정순이익	1.5	39.0	-38.8	28.4	13.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,962	3,406	3,254	3,609	3,889
당기순이익	1,771	2,490	1,526	1,959	2,222
감가상각비	1,044	1,083	1,022	1,197	1,194
무형자산상각비	779	530	568	565	560
외환손익	170	115	0	0	0
자산처분손익	111	65	0	0	0
지분법손익	3	-16	-25	-25	-25
영업활동자산부채 증감	-371	-922	163	-87	-63
기타	454	62	0	0	0
투자활동현금흐름	-2,163	-430	-1,410	-1,734	-1,738
투자자산의 처분	-825	1,988	190	-102	-73
유형자산의 처분	69	33	0	0	0
유형자산의 취득	-1,350	-2,371	-1,120	-1,152	-1,185
무형자산의 처분	-50	-32	-480	-480	-480
기타	-17	-54	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,439	-3,089	-2,999	-285	-293
단기차입금의 증가	-2,300	-2,202	0	0	0
장기차입금의 증가	1,394	-447	-2,621	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-363	-328	-318	-318	-318
기타	-170	-112	-60	33	24
현금및현금성자산의순증가	363	-143	-1,155	1,590	1,857
기초현금및현금성자산	2,165	2,539	2,395	1,240	2,830
기말현금및현금성자산	2,528	2,395	1,240	2,830	4,687
Gross Cash Flow	4,332	4,328	3,091	3,696	3,951
Op Free Cash Flow	2,151	757	1,754	2,074	2,318

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,617	7,803	6,033	7,953	10,047
현금및현금성자산	2,528	2,395	1,240	2,830	4,687
유동금융자산	2,586	572	507	542	567
매출채권및유동채권	2,335	2,599	2,303	2,462	2,576
재고자산	1,881	1,944	1,723	1,841	1,927
기타유동비금융자산	287	293	260	278	291
비유동자산	20,372	21,285	21,128	21,126	21,136
장기매출채권및기타비유동채권	560	594	526	562	589
투자자산	1,548	1,829	1,729	1,821	1,895
유형자산	17,575	18,175	18,273	18,228	18,219
무형자산	530	533	445	360	280
기타비유동자산	159	154	154	154	154
자산총계	29,988	29,089	27,160	29,079	31,183
유동부채	7,423	8,724	5,649	5,893	6,068
매입채무및기타유동채무	3,539	3,715	3,292	3,519	3,682
단기차입금	1,772	939	939	939	939
유동성장기차입금	1,766	3,764	1,143	1,143	1,143
기타유동부채	346	306	274	291	303
비유동부채	7,304	3,316	3,254	3,288	3,313
장기매입채무및비유동채무	13	12	10	11	12
사채및장기차입금	6,532	2,766	2,766	2,766	2,766
기타비유동부채	759	538	478	511	536
부채총계	14,727	12,040	8,903	9,181	9,381
자본금	299	300	300	300	300
주식발행초과금	669	669	669	669	669
이익잉여금	13,298	15,365	16,593	18,252	20,173
기타자본	-479	-339	-339	-339	-339
자배주주지분자본총계	13,787	15,995	17,223	18,882	20,803
비지배주주지분자본총계	1,475	1,054	1,034	1,016	1,000
자본총계	15,262	17,049	18,257	19,898	21,803
순차입금	4,956	4,502	3,101	1,477	-405
총차입금	10,070	7,469	4,848	4,848	4,848

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	27,164	39,522	25,401	32,606	36,986
BPS	230,704	266,213	286,649	314,262	346,226
주당EBITDA	80,595	81,413	61,783	73,914	79,499
CFPS	60,143	68,521	51,861	61,930	66,182
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	42.9	16.6	28.4	22.1	19.5
PBR	5.1	2.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.8	9.4	12.5	10.1	9.0
PCFR	19.4	9.6	13.9	11.7	10.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.6	13.7	10.0	11.9	12.8
영업이익률(핵심)	12.6	13.7	10.0	11.9	12.8
EBITDA margin	20.2	20.4	17.6	19.6	20.2
순이익률	7.4	10.4	7.2	8.7	9.4
자기자본이익률(ROE)	12.1	15.4	8.6	10.3	10.7
투자자본이익률(ROIC)	10.9	12.7	8.1	10.3	11.7
안정성(%)					
부채비율	96.5	70.6	48.8	46.1	43.0
순차입금비율	32.5	26.4	17.0	7.4	-1.9
이자보상배율(배)	10.1	13.0	10.4	13.2	14.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	9.7	8.6	9.5	9.4
재고자산회전율	11.8	12.5	11.5	12.7	12.6
매입채무회전율	6.4	6.6	6.0	6.6	6.6

남양유업 1Q17 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	292.3	321.3	311.3	314.2	271.3	328.2	331.6	319.5	1,239.2	1,250.6	1,298.8
(YoY)	3.3%	0.2%	0.7%	3.9%	-7.2%	2.1%	6.5%	1.7%	2.0%	0.9%	3.9%
우유류	137.6	153.1	157.7	145.0	136.7	154.6	159.2	146.5	593.4	597.0	606.0
(YoY)	-1.3%	-2.2%	3.0%	2.4%	-0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.6%	1.5%
분유류	72.8	77.1	64.1	89.1	61.7	82.3	76.2	99.7	303.2	319.9	349.1
(YoY)	-4.5%	6.8%	-12.5%	11.1%	-15.3%	6.7%	18.8%	11.8%	0.4%	5.5%	9.1%
내수	67.4	65.6	58.4	60.7	59.7	74.3	70.5	75.7	252.1	280.2	307.5
(YoY)	2.2%	3.1%	-12.0%	-2.4%	-11.4%	13.3%	20.7%	24.7%	-2.3%	11.1%	9.7%
수출	5.4	11.6	5.7	28.4	2.0	8.0	5.7	24.0	51.1	39.7	41.7
(YoY)	-47.3%	33.8%	-17.1%	57.8%	-63.4%	-30.7%	0.0%	-15.5%	16.6%	-22.3%	5.0%
기타	81.9	90.5	90.1	80.1	72.9	91.2	96.2	73.4	342.6	333.7	343.7
(YoY)	21.9%	-1.6%	9.0%	-0.6%	-11.0%	0.8%	6.8%	-8.4%	6.3%	-2.6%	3.0%
매출총이익	78.3	90.3	84.5	83.9	67.9	94.4	93.8	87.5	337.0	343.6	370.0
(GPM)	26.8%	28.1%	27.1%	26.7%	25.0%	28.8%	28.3%	27.4%	27.2%	27.5%	28.5%
판매비	73.1	76.3	72.5	73.3	66.9	79.6	77.1	75.9	295.2	299.5	319.7
(판매비율)	25.0%	23.7%	23.3%	23.3%	24.7%	24.2%	23.3%	23.8%	23.8%	23.9%	24.6%
영업이익	5.2	14.0	12.0	10.6	1.0	14.8	16.7	11.6	41.8	44.1	50.3
(OPM)	1.8%	4.4%	3.9%	3.4%	0.4%	4.5%	5.0%	3.6%	3.4%	3.5%	3.9%
세전이익	6.4	15.0	12.0	12.6	1.1	16.1	17.9	12.7	46.0	47.8	54.2
당기순이익	5.0	11.5	9.0	11.6	0.9	12.2	13.6	9.7	37.2	36.3	41.1
지배주주순이익	5.0	11.5	9.0	11.6	0.9	12.2	13.6	9.7	37.2	36.3	41.1
(YoY)	853.9%	68.2%	200.4%	-28.6%	-82.2%	5.6%	50.5%	-16.8%	39.5%	-2.3%	13.0%

1) 실적: 연결 OP 10 억, 당사 기대치 하회

2) Fact

- 작년까지 연결로 반영되었던 사모펀드 손익이 연결 순이익에는 반영되었으나, 매출과 OP에서 제외된 것으로 추산(1Q16 OP 12 억 내외 반영 추산)
- 조제분유 매출 부진으로 수익성 악화, 내수는 온라인 채널 매출 하락, 수출은 사드 영향으로 추산
- 커피믹스 매출이 신제품(루카스나인 라떼) 효과로 호조를 보인 점은 긍정적

3) Implication & Update

- 커피믹스 매출은 예상대로 호조를 보이고 있으나, 내수 조제분유 부진이 예상 외의 요인
- 커피믹스 신제품의 단가가 기존 제품보다 현저히 높기 때문에, 커피믹스 수익성 개선세는 다소 가팔라 질 수 있을 것으로 기대

4) 투자전략

- 단기적으로 1 분기 실적부진과 조제분유 매출에 대한 불확실성으로 주가 변동성 상승 가능성 있음
- 다만, 커피믹스 신제품 매출(1 분기 70 억 수준 추산) 회복에 따른 수익성 개선 효과는 하반기로 갈 수록 두드러질 전망

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

남양유업 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,150	12,392	12,506	12,988	13,476
매출원가	8,740	9,022	9,070	9,288	9,508
매출총이익	3,410	3,370	3,436	3,700	3,968
판매비및일반관리비	3,209	2,952	2,995	3,197	3,402
영업이익(보고)	201	418	441	503	565
영업이익(핵심)	201	418	441	503	565
영업외손익	179	41	37	39	40
이자수익	51	44	37	39	40
배당금수익	0	1	0	0	0
외환이익	14	20	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	2	13	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	5	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	111	-19	0	0	0
법인세차감전이익	380	460	478	542	605
법인세비용	114	88	115	131	147
유효법인세율 (%)	29.9%	19.1%	24.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	267	372	363	411	459
지배주주지분순이익(억원)	267	372	363	411	459
EBITDA	611	792	814	873	934
현금순이익(Cash Earnings)	676	746	736	781	828
수정당기순이익	263	365	363	411	459
증감율(% YoY)					
매출액	5.5	2.0	0.9	3.9	3.8
영업이익(보고)	N/A	107.8	5.4	14.1	12.4
영업이익(핵심)	N/A	107.8	5.4	14.1	12.4
EBITDA	306.1	29.7	2.7	7.3	7.0
지배주주지분 당기순이익	16,125.1	39.5	-2.3	13.0	11.8
EPS	16,125.1	39.5	-2.3	13.0	11.8
수정순이익	N/A	38.8	-0.5	13.0	11.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	794	1,221	719	715	761
당기순이익	267	372	363	411	459
감가상각비	407	372	371	368	367
무형자산상각비	2	2	2	2	2
외환손익	-4	-5	0	0	0
자산처분손익	4	5	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-80	379	-16	-66	-67
기타	198	97	-1	0	0
투자활동현금흐름	-842	-794	-376	-467	-476
투자자산의 처분	-594	-426	-26	-110	-112
유형자산의 처분	4	11	0	0	0
유형자산의 취득	-257	-392	-350	-357	-364
무형자산의 처분	-2	12	0	0	0
기타	7	1	0	0	0
재무활동현금흐름	7	-9	-48	-25	-16
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-9	-9	-9	-9	-9
기타	15	0	-39	-16	-7
현금및현금성자산의순증가	-40	419	295	223	269
기초현금및현금성자산	586	546	965	1,260	1,483
기말현금및현금성자산	546	965	1,260	1,483	1,752
Gross Cash Flow	874	843	735	781	828
Op Free Cash Flow	212	711	342	328	366

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,090	6,192	6,535	6,961	7,437
현금및현금성자산	546	965	1,260	1,483	1,752
유동금융자산	1,268	2,322	2,343	2,434	2,525
매출채권및유동채권	1,630	1,686	1,702	1,767	1,834
재고자산	1,645	1,219	1,230	1,277	1,325
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,852	4,223	4,208	4,222	4,244
장기매출채권및기타비유동채권	182	182	184	191	198
투자자산	1,367	752	758	778	798
유형자산	3,177	3,196	3,175	3,164	3,161
무형자산	73	56	54	52	50
기타비유동자산	53	37	37	37	37
자산총계	9,941	10,415	10,743	11,183	11,681
유동부채	1,133	1,390	1,403	1,456	1,511
매입채무및기타유동채무	1,071	1,299	1,311	1,362	1,413
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	62	91	92	95	98
비유동부채	317	132	93	77	70
장기매입채무및비유동채무	94	9	9	10	10
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	223	123	83	67	60
부채총계	1,450	1,522	1,496	1,533	1,581
자본금	44	44	44	44	44
주식발행초과금	13	13	13	13	13
이익잉여금	8,661	9,062	9,417	9,819	10,270
기타자본	-227	-227	-227	-227	-227
지배주주지분자본총계	8,491	8,893	9,248	9,650	10,100
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	8,491	8,893	9,248	9,650	10,100
순차입금	-1,815	-3,287	-3,604	-3,917	-4,277
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,064	41,928	40,966	46,312	51,755
BPS	957,691	1,002,965	1,042,967	1,088,314	1,139,105
주당EBITDA	68,869	89,355	91,784	98,510	105,370
CFPS	76,229	84,108	83,021	88,086	93,372
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	24.5	17.5	22.1	19.5	17.5
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.5	3.0	4.2	3.5	2.9
PCFR	9.7	8.7	10.9	10.3	9.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	3.4	3.5	3.9	4.2
영업이익률(핵심)	1.7	3.4	3.5	3.9	4.2
EBITDA margin	5.0	6.4	6.5	6.7	6.9
순이익률	2.2	3.0	2.9	3.2	3.4
자기자본이익률(ROE)	3.2	4.3	4.0	4.3	4.6
투자자본이익률(ROIC)	2.5	6.5	6.8	7.7	8.5
안정성(%)					
부채비율	17.1	17.1	16.2	15.9	15.7
순차입금비율	-21.4	-37.0	-39.0	-40.6	-42.4
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.9	7.5	7.4	7.5	7.5
재고자산회전율	6.9	8.7	10.2	10.4	10.4
매입채무회전율	11.4	10.5	9.6	9.7	9.7

농심 IQ17 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	568.1	527.2	547.7	573.9	555.4	536.9	563.2	587.9	2,217.0	2,243.4	2,331.6
(YoY)	5.2%	-0.4%	0.3%	1.4%	-2.2%	1.8%	2.8%	2.4%	1.6%	1.2%	3.9%
국내	458.4	424.3	443.3	468.1	442.3	430.9	451.1	473.4	1,794.0	1,797.6	1,839.1
(YoY)	1.5%	-4.3%	-2.7%	-0.5%	-3.5%	1.6%	1.8%	1.1%	-1.5%	0.2%	2.3%
면류	308.0	285.9	301.6	335.4	287.5	289.5	308.6	343.2	1,230.9	1,228.8	1,241.0
(YoY)	2.8%	-5.6%	-5.4%	-1.1%	-6.7%	1.3%	2.3%	2.3%	-2.3%	-0.2%	1.0%
스낵	76.3	73.9	77.1	76.7	82.9	77.6	79.4	79.0	304.0	318.9	325.3
(YoY)	-13.0%	-4.9%	8.0%	2.4%	8.7%	5.0%	3.0%	3.0%	-2.5%	4.9%	2.0%
음료	25.2	35.7	42.5	28.2	27.8	39.8	47.6	31.1	131.6	146.3	161.0
(YoY)	29.2%	24.0%	32.4%	22.1%	10.3%	11.5%	12.0%	10.4%	27.1%	11.2%	10.0%
수출/상품/기타	104.4	83.6	77.6	84.5	100.3	81.1	75.3	82.8	350.1	339.5	353.1
(YoY)	13.2%	3.1%	-5.0%	-1.5%	-3.9%	-3.0%	-3.0%	-2.0%	2.7%	-3.0%	4.0%
차이	-55.5	-54.9	-55.5	-56.7	-56.2	-57.1	-59.8	-62.7	-222.6	-235.8	-241.3
해외	109.8	103.0	104.4	105.9	113.1	105.9	112.1	114.6	423.0	445.8	492.6
(YoY)	24.1%	19.5%	15.4%	10.5%	3.1%	2.9%	7.4%	8.2%	17.2%	5.4%	10.5%
중국	46.3	41.3	42.9	38.9	44.5	37.9	43.7	40.1	169.3	166.2	179.2
(YoY)	27.1%	15.5%	13.2%	10.6%	-3.8%	-8.0%	1.9%	3.0%	16.6%	-1.8%	7.8%
RMB 기준(백만 RMB)	253	232	255	230	265	233	268	246	970	1,011	1,091
(YoY)	22.4%	14.9%	25.0%	18.0%	4.8%	0.3%	5.0%	6.9%	20.2%	4.3%	7.8%
원/위안	183	178	168	169	168	163	163	163	175	164	164
(YoY)	3.8%	0.5%	-9.4%	-6.3%	-8.3%	-8.3%	-3.0%	-3.6%	-8.3%	-5.9%	0.0%
미국	51.6	47.9	49.3	55.6	55.7	53.4	55.5	62.3	204.5	226.9	256.4
(YoY)	22.1%	19.5%	17.6%	11.2%	7.8%	11.5%	12.6%	12.0%	17.3%	11.0%	13.0%
USD 기준(백만 USD)	43	41	44	48	48	47	49	55	176	199	225
(YoY)	11.8%	12.8%	22.4%	11.2%	12.2%	14.5%	11.5%	14.5%	14.3%	13.2%	13.0%
원/달러	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,133	1,133	1,133	1,161	1,138	1,138
(YoY)	9.2%	6.0%	-4.0%	0.0%	-3.9%	-2.6%	1.0%	-2.1%	2.6%	-2.0%	0.0%
일본	8.3	9.2	8.1	9.1	9.0	9.7	8.6	9.9	34.8	37.2	40.6
(YoY)	31.3%	37.8%	19.3%	25.7%	8.8%	6.0%	6.0%	7.7%	28.4%	7.1%	9.0%
호주	3.6	4.6	4.1	2.2	3.9	4.8	4.3	2.3	14.5	15.4	16.3
(YoY)	4.9%	26.6%	5.5%	-32.9%	10.1%	5.3%	5.4%	5.4%	1.8%	6.5%	6.0%
매출총이익	180.9	168.5	179.1	184.8	187.1	181.7	194.0	199.9	713.3	762.9	808.8
(GPM)	31.8%	32.0%	32.7%	32.2%	33.7%	33.9%	34.5%	34.0%	32.2%	34.0%	34.7%
판매비	148.5	156.1	156.4	162.7	154.7	160.2	164.7	170.4	623.6	650.0	684.5
(판매비율)	26.1%	29.6%	28.5%	28.3%	27.9%	29.8%	29.2%	29.0%	28.1%	29.0%	29.4%
영업이익	32.4	12.4	22.8	22.1	32.5	21.5	29.4	29.5	89.7	112.8	124.4
(YoY)	17.1%	-48.7%	-39.4%	-23.4%	0.2%	73.3%	29.0%	33.4%	-24.2%	25.8%	10.2%
(OPM)	5.7%	2.4%	4.2%	3.9%	5.8%	4.0%	5.2%	5.0%	4.0%	5.0%	5.3%
국내	28.6	5.4	16.0	19.3	26.1	15.8	23.1	26.0	69.2	91.1	95.2
(YoY)	8.6%	-72.5%	-49.6%	-27.1%	-8.6%	191.0%	44.6%	35.2%	-33.5%	31.5%	4.5%
(OPM)	6.2%	1.3%	3.6%	4.1%	5.9%	3.7%	5.1%	5.5%	3.9%	5.1%	5.2%
해외	4.6	5.7	5.7	0.8	4.5	4.4	5.2	1.5	16.9	15.6	23.0
(YoY)	165.0%	227.1%	72.7%	-54.5%	-1.6%	-22.5%	-9.2%	73.8%	95.7%	-7.6%	47.6%
(OPM)	4.2%	5.6%	5.4%	0.8%	4.0%	4.2%	4.6%	1.3%	4.0%	3.5%	4.7%
연결조정	-0.8	1.2	1.1	2.0	1.8	1.2	1.1	2.0	3.6	6.2	6.2
세전이익	156.2	20.5	31.1	25.4	40.2	27.3	35.3	35.2	233.3	138.0	150.7
당기순이익	143.7	14.8	23.1	17.6	30.5	20.7	26.8	26.7	199.2	103.9	114.2
지배주주순이익	143.8	14.7	23.1	17.8	30.4	20.7	26.8	26.6	199.3	103.8	114.2
(YoY)	514.5%	-59.7%	-20.9%	-37.5%	-78.8%	41.0%	16.1%	49.7%	69.8%	-47.9%	10.1%

1) 실적: 연결 OP 325 억, 컨센서스 소폭 상회

2) Fact

- 판매비 증가에도 불구하고, 라면/스낵 가격인상 효과로 별도기준 원가율 1.9%p 개선(내수라면 ASP +2.8%, Q -9.3%)
- 스낵은 가격인상효과 바나나킥(녹차/초코 등) 호조로 내수 ASP와 Q가 각각 +5.7%, +2.8% 증가. 백산수는 YoY +12% 성장
- 해외는 3월 이후 사드 이슈로 중국 매출 역성장하였으나, 미국 OPM 7.6% 기록하며, OP는 YoY flat

3) Implication & Update

- 국내 라면시장은 경쟁사들의 가격인상 추세와 수익성 감안시(오투기 IQ 실적 부진), 경쟁강도 완화될 가능성 높음
- 스낵은 가격 인상에도 불구하고, 신제품(녹차/초코 바나나킥 등)의 호조로 매출과 이익 모두 증가 기대
- 해외는 미국의 매출과 이익 개선으로, 사드 이슈에 따른 중국 부진을 cover 하는 형태가 될 것으로 판단

4) 투자전략

- 중국 사드 영향에 대한 우려 있으나, 내수 라면 수익성 개선 추세 긍정적
- 북음너구리 등 신제품 매출 호조 보이며, 점유율도 반등할 것으로 기대
- 국내 경쟁사들의 라면 가격 인상이 단행될 때, 주가 모멘텀 커질 것으로 판단

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	21,816	22,170	22,434	23,316	24,207
매출원가	15,096	15,037	14,806	15,228	15,654
매출총이익	6,720	7,133	7,629	8,088	8,553
판매비및일반관리비	5,537	6,236	6,500	6,845	7,194
영업이익(보고)	1,183	897	1,128	1,244	1,359
영업이익(핵심)	1,183	897	1,128	1,244	1,359
영업외손익	352	1,436	252	263	274
이자수익	99	102	103	107	111
배당금수익	1	3	3	3	3
외환이익	58	105	0	0	0
이자비용	19	33	33	33	33
외환손실	106	99	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	204	28	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	117	1,332	179	187	194
법인세차감전이익	1,535	2,333	1,380	1,507	1,633
법인세비용	361	341	341	365	395
유효법인세율 (%)	23.5%	14.6%	24.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,174	1,992	1,039	1,142	1,238
지배주주지분순이익(억원)	1,173	1,993	1,038	1,142	1,238
EBITDA	1,982	1,752	1,992	2,175	2,296
현금순이익(Cash Earnings)	1,973	2,847	1,903	2,074	2,175
수정당기순이익	1,018	1,969	1,039	1,142	1,238
증감율(% YoY)					
매출액	6.9	1.6	1.2	3.9	3.8
영업이익(보고)	60.8	-24.2	25.8	10.2	9.2
영업이익(핵심)	60.8	-24.2	25.8	10.2	9.2
EBITDA	28.2	-11.6	13.8	9.2	5.5
지배주주지분 당기순이익	80.5	69.8	-47.9	10.1	8.4
EPS	80.5	69.8	-47.9	10.1	8.4
수정순이익	65.6	93.3	-47.2	9.9	8.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,019	2,210	1,915	2,102	2,204
당기순이익	1,174	1,992	1,039	1,142	1,238
감가상각비	791	842	852	920	926
무형자산상각비	8	12	12	12	11
외환손익	46	20	0	0	0
자산처분손익	225	36	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-132	-800	15	31	32
기타	-94	106	-3	-3	-3
투자활동현금흐름	-1,677	-1,345	-813	-1,460	-962
투자자산의 처분	-559	-826	-63	-210	-212
유형자산의 처분	321	91	0	0	0
유형자산의 취득	-1,215	-574	-750	-1,250	-750
무형자산의 처분	-228	-37	0	0	0
기타	6	1	0	0	0
재무활동현금흐름	183	-772	-227	-203	-202
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	500	-549	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-232	-231	-231	-231	-231
기타	-85	8	5	28	29
현금및현금성자산의순증가	535	105	876	439	1,040
기초현금및현금성자산	1,154	1,688	1,794	2,670	3,109
기말현금및현금성자산	1,688	1,794	2,670	3,109	4,149
Gross Cash Flow	2,151	3,009	1,900	2,071	2,172
Op Free Cash Flow	128	210	979	656	1,249

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,978	10,570	11,550	12,338	13,730
현금및현금성자산	1,688	1,794	2,670	3,109	4,149
유동금융자산	4,049	4,430	4,483	4,659	4,837
매출채권및유동채권	2,289	2,439	2,468	2,566	2,663
채고자산	1,730	1,692	1,712	1,779	1,847
기타유동비금융자산	222	214	217	225	234
비유동자산	14,209	14,243	14,144	14,504	14,359
장기매출채권및기타비유동채권	126	126	127	132	137
투자자산	2,181	2,603	2,616	2,652	2,689
유형자산	11,330	10,925	10,823	11,153	10,977
무형자산	568	587	576	564	553
기타비유동자산	4	3	3	3	3
자산총계	24,187	24,813	25,694	26,842	28,089
유동부채	6,344	5,494	5,562	5,771	5,983
매입채무및기타유동채무	4,998	2,789	2,822	2,933	3,045
단기차입금	966	399	399	399	399
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	379	2,305	2,341	2,439	2,538
비유동부채	1,379	1,295	1,300	1,329	1,358
장기매입채무및비유동채무	0	4	4	4	4
사채및장기차입금	554	592	592	592	592
기타비유동부채	824	699	704	732	761
부채총계	7,722	6,789	6,862	7,099	7,340
자본금	304	304	304	304	304
주식발행초과금	1,237	1,237	1,237	1,237	1,237
이익잉여금	15,536	17,212	18,020	18,932	19,940
기타자본	-728	-854	-854	-854	-854
자배주주지분자본총계	16,350	17,899	18,707	19,619	20,627
비지배주주지분자본총계	115	125	125	123	122
자본총계	16,465	18,024	18,831	19,742	20,749
순차입금	-4,216	-5,233	-6,162	-6,777	-7,995
총차입금	1,521	991	991	991	991

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	19,291	32,764	17,062	18,777	20,352
BPS	268,798	294,260	307,546	322,546	339,118
주당EBITDA	32,587	28,796	32,756	35,765	37,746
CFPS	32,443	46,802	31,284	34,092	35,757
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	22.8	10.1	19.4	17.7	16.3
PBR	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.4	8.6	7.0	6.2	5.3
PCFR	13.5	7.1	10.6	9.7	9.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.4	4.0	5.0	5.3	5.6
영업이익률(핵심)	5.4	4.0	5.0	5.3	5.6
EBITDA margin	9.1	7.9	8.9	9.3	9.5
순이익률	5.4	9.0	4.6	4.9	5.1
자기자본이익률(ROE)	7.3	11.6	5.6	5.9	6.1
투자자본이익률(ROIC)	8.5	7.1	7.9	8.7	9.5
안정성(%)					
부채비율	46.9	37.7	36.4	36.0	35.4
순차입금비율	-25.6	-29.0	-32.7	-34.3	-38.5
이자보상배율(배)	61.6	26.9	33.8	37.3	40.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	9.4	9.1	9.3	9.3
채고자산회전율	12.6	13.0	13.2	13.4	13.4
매입채무회전율	4.6	5.7	8.0	8.1	8.1

롯데칠성 1Q17 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	542.8	628.5	665.9	532.2	546.5	648.2	710.8	559.7	2,369.5	2,468.5	2,625.9
(YoY)	4.7%	1.2%	3.2%	3.5%	0.7%	3.1%	6.7%	5.2%	3.1%	4.2%	6.4%
본사(별도기준)	519.6	596.9	641.7	506.1	526.5	616.6	686.6	533.6	2,264.2	2,363.2	2,520.6
(YoY)	4.7%	0.5%	4.2%	3.5%	1.3%	3.3%	7.0%	5.4%	3.2%	4.4%	6.7%
음료	329.0	418.5	454.1	329.6	338.1	435.8	471.4	339.7	1,531.2	1,585.1	1,651.9
(YoY)	6.3%	5.7%	8.2%	6.2%	2.8%	4.1%	3.8%	3.1%	6.6%	3.5%	4.2%
내수	317.8	397.6	439.2	319.2	326.1	413.9	455.8	328.8	1,473.8	1,524.6	1,588.4
(YoY)	5.7%	5.3%	8.2%	6.1%	2.6%	4.1%	3.8%	3.0%	6.4%	3.4%	4.2%
수출	11.2	20.9	14.9	10.5	12.0	21.9	15.6	11.0	57.4	60.5	63.5
(YoY)	24.8%	14.8%	5.7%	10.6%	7.5%	5.0%	5.0%	5.0%	13.3%	5.5%	5.0%
주류	190.6	178.4	187.6	176.5	188.4	180.8	215.1	193.8	733.1	778.2	868.7
(YoY)	2.0%	-9.9%	-4.2%	-1.1%	-1.2%	1.3%	14.7%	9.8%	-3.4%	6.2%	11.6%
내수	169.2	158.7	170.9	158.7	169.1	161.1	198.4	176.1	657.5	704.7	795.2
(YoY)	2.5%	-10.3%	-5.2%	-1.7%	-0.1%	1.5%	16.1%	11.0%	-3.8%	7.2%	12.9%
수출	21.4	19.7	16.7	17.8	19.3	19.7	16.7	17.8	75.6	73.5	73.5
(YoY)	-2.0%	-6.8%	7.0%	4.3%	-9.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-2.8%	0.0%
매출총이익	235.2	279.6	295.0	225.5	232.8	289.9	312.5	233.6	1,035.3	1,068.8	1,142.8
(GPM)	43.3%	44.5%	44.3%	42.4%	42.6%	44.7%	44.0%	41.7%	43.7%	43.3%	43.5%
판매비	197.3	228.9	238.6	221.8	206.1	243.4	261.2	232.7	886.5	943.3	997.2
(판매비율)	36.3%	36.4%	35.8%	41.7%	37.7%	37.5%	36.7%	41.6%	37.4%	38.2%	38.0%
영업이익	38.0	50.7	56.4	3.7	26.7	46.5	51.4	0.9	148.8	125.6	145.6
(YoY)	5.3%	3.2%	4.6%	0.0%	-29.6%	-8.2%	-8.9%	-75.4%	4.1%	-15.6%	16.0%
(OPM)	7.0%	8.1%	8.5%	0.7%	4.9%	7.2%	7.2%	0.2%	6.3%	5.1%	5.5%
본사(별도기준)	39.9	47.4	53.7	5.2	27.3	42.4	48.0	1.9	146.2	119.6	139.6
(YoY)	5.3%	-5.8%	3.5%	-24.9%	-31.7%	-10.4%	-10.6%	적전	-0.6%	-18.2%	16.8%
(OPM)	7.7%	7.9%	8.4%	1.0%	5.2%	6.9%	7.0%	0.4%	6.5%	5.1%	5.5%
세전이익	37.7	39.8	48.9	-17.6	17.6	41.8	46.7	-3.0	108.8	103.1	124.6
당기순이익	26.3	29.0	39.3	-25.4	8.7	29.2	32.7	-1.8	69.1	68.9	87.2
지배주주순이익	26.4	28.9	39.2	-25.2	8.7	29.2	32.7	-1.8	69.3	68.9	87.2
(YoY)	19.8%	6.7%	14.9%	적지	-66.9%	1.1%	-16.6%	적지	-30.4%	-0.6%	26.6%

1) 실적: 연결 OP 267억, 컨센서스 대비 100억 이상 하회

2) Fact

- 탄산음료 매출 부진으로 음료 매출 성장세 둔화. 원재료(설탕) 단가 상승으로 원가율도 악화
- 맥주 capa 증설에도 불구하고, 매출이 정체하면서, 주류 부문 수익성 하락(고정비 부담)
- 위스키/청주/와인 등은 매출이 부진하였으나, 소주 매출이 +mid single 수준으로 회복한 점은 긍정적

3) Implication & Update

- 단기적으로는 맥주 신제품 출시에 따른 마케팅비용 증가가 수익성 악화 요인으로 작용
- 다만, 1) 음료 가격인상 효과(ASP +1% 수준), 2) 소주 매출 성장을 통한 수익성 방어 시도 전망

4) 투자전략

- 탄산음료/커피음료 가격인상 효과가 2분기부터 나타나고, 소주 매출이 증가세로 전환하면서, 실적 악화 폭을 축소할 것으로 판단
- 맥주 마케팅 비용에 따른 실적 부담보다는, 맥주 신제품의 점유율이 주가에 영향을 줄 가능성이 높을 것으로 판단
- 동사의 유통망 감안 시, 맥주 신제품의 초기 매출은 클라우드 첫 해와 비슷한 흐름을 보일 것으로 전망

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	22,992	23,695	24,685	26,259	27,788
매출원가	13,183	13,342	13,996	14,831	15,520
매출총이익	9,808	10,353	10,688	11,428	12,268
판매비및일반관리비	8,380	8,865	9,433	9,972	10,409
영업이익(보고)	1,429	1,488	1,256	1,456	1,859
영업이익(핵심)	1,429	1,488	1,256	1,456	1,859
영업외손익	-449	-400	-225	-210	-207
이자수익	42	44	52	56	59
배당금수익	35	39	40	43	45
외환이익	33	46	0	0	0
이자비용	254	257	248	240	239
외환손실	122	99	0	0	0
관계기업지분법손익	-10	58	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-42	-60	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	60	-7	0	0	0
기타	-192	-164	-69	-69	-73
법인세차감전이익	979	1,088	1,031	1,246	1,652
법인세비용	370	397	342	374	496
유효법인세율 (%)	37.8%	36.4%	33.2%	30.0%	30.0%
당기순이익	1,003	691	689	872	1,157
지배주주지분순이익(억원)	996	693	689	872	1,157
EBITDA	2,761	2,862	2,741	3,059	3,427
현금순이익(Cash Earnings)	2,335	2,065	2,174	2,475	2,724
수정당기순이익	992	734	689	872	1,157
증감율(% YoY)					
매출액	5.3	3.1	4.2	6.4	5.8
영업이익(보고)	53.6	4.1	-15.6	16.0	27.7
영업이익(핵심)	53.6	4.1	-15.6	16.0	27.7
EBITDA	28.1	3.7	-4.2	11.6	12.0
지배주주지분 당기순이익	433.3	-30.4	-0.6	26.6	32.6
EPS	433.3	-30.4	-0.6	26.6	32.6
수정순이익	238.2	-26.0	-6.1	26.6	32.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,739	1,913	2,114	2,400	2,649
당기순이익	1,003	691	689	872	1,157
감가상각비	1,098	1,162	1,247	1,364	1,372
무형자산상각비	234	212	238	239	196
외환손익	67	39	0	0	0
자산처분손익	58	96	0	0	0
지분법손익	10	-58	0	0	0
영업활동자산부채 증감	35	-588	-21	-34	-33
기타	234	357	-39	-40	-43
투자활동현금흐름	-3,215	-3,413	-4,328	-2,022	-2,037
투자자산의 처분	-669	74	-328	-522	-507
유형자산의 처분	52	40	0	0	0
유형자산의 취득	-2,593	-3,519	-4,000	-1,500	-1,530
무형자산의 처분	-5	-7	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	1,504	2,656	2,029	-473	-17
단기차입금의 증가	427	2,289	0	0	0
장기차입금의 증가	1,126	492	2,037	-540	-81
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-78	-125	-136	-136	-136
기타	29	0	128	203	200
현금및현금성자산의순증가	952	1,163	-185	-94	594
기초현금및현금성자산	1,082	2,034	3,197	3,012	2,918
기말현금및현금성자산	2,034	3,197	3,012	2,918	3,512
Gross Cash Flow	2,705	2,501	2,135	2,435	2,681
Op Free Cash Flow	-342	-1,795	-1,697	1,088	1,306

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,547	10,379	10,494	10,877	11,935
현금및현금성자산	2,034	3,197	3,012	2,918	3,512
유동금융자산	1,932	1,484	1,546	1,644	1,740
매출채권및유동채권	3,023	3,153	3,284	3,494	3,697
재고자산	2,407	2,449	2,551	2,714	2,872
기타유동비금융자산	151	97	101	107	114
비유동자산	34,273	36,126	38,963	39,351	39,793
장기매출채권및기타비유동채권	371	407	424	451	477
투자자산	10,231	9,996	10,301	10,764	11,218
유형자산	19,881	22,186	24,939	25,075	25,233
무형자산	3,776	3,515	3,277	3,039	2,843
기타비유동자산	14	22	22	22	22
자산총계	43,820	46,505	49,457	50,228	51,728
유동부채	8,370	12,074	12,339	12,161	14,695
매입채무및기타유동채무	5,128	5,134	5,349	5,690	6,021
단기차입금	1,793	4,187	4,187	4,187	4,187
유동성장기차입금	1,063	2,466	2,503	1,963	4,144
기타유동부채	386	287	300	321	342
비유동부채	11,823	10,704	12,838	13,050	10,996
장기매입채무및비유동채무	153	142	148	157	166
사채및장기차입금	8,567	7,584	9,584	9,584	7,321
기타비유동부채	3,103	2,978	3,106	3,308	3,508
부채총계	20,194	22,778	25,177	25,211	25,691
자본금	68	68	68	68	68
주식발행초과금	42	42	42	42	42
이익잉여금	19,641	20,199	20,753	21,491	22,513
기타자본	3,611	3,159	3,159	3,159	3,159
지배주주지분자본총계	23,361	23,467	24,022	24,760	25,782
비지배주주지분자본총계	265	260	258	257	256
자본총계	23,626	23,727	24,281	25,017	26,038
순차입금	7,457	9,557	11,716	11,172	10,401
총차입금	11,423	14,237	16,274	15,734	15,653

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	73,398	51,074	50,757	64,261	85,220
BPS	1,721,282	1,729,103	1,769,965	1,824,328	1,899,647
주당EBITDA	203,435	210,868	201,929	225,377	252,492
CFPS	172,061	152,182	160,180	182,352	200,704
DPS	9,200	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	30.2	28.6	35.2	27.8	20.9
PBR	1.3	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.1	9.9	12.7	11.2	9.8
PCFR	12.9	9.6	11.1	9.8	8.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.2	6.3	5.1	5.5	6.7
영업이익률(핵심)	6.2	6.3	5.1	5.5	6.7
EBITDA margin	12.0	12.1	11.1	11.6	12.3
순이익률	4.4	2.9	2.8	3.3	4.2
자기자본이익률(ROE)	4.3	2.9	2.9	3.5	4.5
투하자본이익률(ROIC)	4.1	4.1	3.3	3.8	4.9
안정성(%)					
부채비율	85.5	96.0	103.7	100.8	98.7
순차입금비율	31.6	40.3	48.3	44.7	39.9
이자보상배율(배)	5.6	5.8	5.1	6.1	7.8
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	7.7	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율	9.2	9.8	9.9	10.0	10.0
매입채무회전율	4.6	4.6	4.7	4.8	4.7

롯데푸드 1Q17 별도기준 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	422.9	452.2	479.6	407.8	437.2	469.5	497.0	424.1	1,762.4	1,827.8	1,894.5
(YoY)	4.5%	2.0%	2.1%	4.9%	3.4%	3.8%	3.6%	4.0%	3.3%	3.7%	3.6%
유지식품	186.3	194.9	195.8	192.1	196.5	207.5	211.6	205.5	769.0	821.0	869.4
(YoY)	6.7%	6.0%	6.4%	7.2%	5.5%	6.5%	8.1%	7.0%	6.6%	6.8%	5.9%
빙과 등	98.1	129.6	141.8	89.2	98.5	131.1	137.0	89.0	458.7	455.6	460.1
(YoY)	1.0%	-3.5%	4.2%	-0.8%	0.4%	1.1%	-3.4%	-0.2%	0.3%	-0.7%	1.0%
육가공 등	138.5	127.7	142.0	126.5	142.2	130.9	148.4	129.6	534.7	551.2	564.9
(YoY)	4.1%	2.1%	-5.0%	5.7%	2.7%	2.5%	4.5%	2.5%	1.4%	3.1%	2.5%
매출총이익	85.4	94.7	108.0	72.1	80.1	95.8	112.1	75.4	360.0	363.5	379.1
(GPM)	20.2%	20.9%	22.5%	17.7%	18.3%	20.4%	22.6%	17.8%	20.4%	19.9%	20.0%
판매비	65.6	70.5	74.5	69.6	66.0	70.0	74.5	70.7	280.2	281.1	288.8
(판매비율)	15.5%	15.6%	15.5%	17.1%	15.1%	14.9%	15.0%	16.7%	15.9%	15.4%	15.2%
영업이익	19.7	24.2	33.5	2.4	14.1	25.8	37.6	4.8	79.8	82.3	90.4
(YoY)	52.6%	-1.9%	11.3%	58.4%	-28.4%	6.7%	12.4%	96.5%	15.3%	3.1%	9.8%
(OPM)	4.7%	5.4%	7.0%	0.6%	3.2%	5.5%	7.6%	1.1%	4.5%	4.5%	4.8%
유지식품	9.7	9.7	12.9	8.4	6.7	10.4	16.0	10.8	40.7	43.9	50.4
(OPM)	5.2%	5.0%	6.6%	4.4%	3.4%	5.0%	7.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.8%
빙과 등	7.7	13.4	15.6	-3.8	4.0	13.6	16.1	-3.9	32.9	29.9	30.9
(OPM)	7.9%	10.3%	11.0%	-4.3%	4.1%	10.4%	11.8%	-4.4%	7.2%	6.6%	6.7%
육가공 등	2.3	1.1	5.0	-2.1	3.3	1.8	5.5	-2.1	6.3	8.6	9.1
(OPM)	1.6%	0.9%	3.5%	-1.7%	2.3%	1.4%	3.7%	-1.7%	1.2%	1.6%	1.6%
세전이익	20.1	20.8	30.3	4.7	15.3	26.1	37.9	4.9	75.9	84.2	92.4
당기순이익	15.3	15.6	22.8	4.4	10.7	19.8	28.7	3.7	58.2	62.9	70.0
(YoY)	39.9%	-13.7%	20.5%	91.4%	-30.0%	26.5%	25.9%	-16.1%	15.7%	8.2%	11.3%

1) 실적: 별도 OP 141억, 컨센서스 대비 50억 이상 하회

2) Fact

- 실적 부진의 주요 원인은 1) 조제분유 매출 부진, 2) 평택공장(델리카) 재건에 따른 초기 가동률 부진으로 판단
- 조제분유는 1) 내수 온라인 채널 부진으로 매출과 수익성 하락, 2) 수출은 중국 사드영향으로 부진
- 육가공은 수입 원료육 재고 활용과 프로모션 비용 감소로 수익성 개선

3) Implication & Update

- 델리카(유지식품)는 CVS 채널의 HMR 매출이 계속 늘어나고 있기 때문에, 가동률 상승하면서 수익성 개선 전망
- 조제분유 수출은 당분간 보수적 접근이 필요하나, 내수는 프리미엄 라인업 강화를 통한 회복 기대(2분기부터는 역성장 탈피 전망)
- 빙과는 가격정찰제 도입, 육가공은 수입 원료육 재고 활용을 통해 수익성 개선 기대

4) 투자전략

- 2분기부터 평택공장 가동률 상승하고, 실적 기저 낮아지면서, 수익성 회복 가능할 것으로 기대
- 롯데그룹 분할에 따라, 롯데푸드 주주가 롯데지주 지분을 확보할 수 있는 점도 긍정적(롯데푸드 100% 보유시, 롯데지주 3% 보유 가능)
- 이러한 지분가치 감안한다면, 업종 내 밸류에이션 매력도는 상대적으로 높은 편으로 판단

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데푸드 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,062	17,624	18,278	18,945	19,586
매출원가	13,576	14,024	14,643	15,153	15,656
매출총이익	3,486	3,600	3,635	3,791	3,930
판매비및일반관리비	2,794	2,802	2,811	2,888	2,962
영업이익(보고)	692	798	823	904	968
영업이익(핵심)	692	798	823	904	968
영업외손익	-66	-40	19	20	19
이자수익	10	11	7	7	7
배당금수익	43	27	23	23	24
외환이익	8	34	32	30	29
이자비용	35	23	18	15	15
외환손실	45	10	10	9	9
관계기업지분법손익	-64	-21	14	14	14
투자및기타자산처분손익	-4	-9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	38	-22	0	0	0
기타	-17	-27	-30	-30	-31
법인세차감전이익	626	759	842	924	987
법인세비용	124	177	213	224	239
유효법인세율 (%)	19.7%	23.3%	25.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	503	582	629	700	748
EBITDA	1,170	1,290	1,336	1,425	1,476
현금순이익(Cash Earnings)	981	1,074	1,142	1,221	1,256
수정당기순이익	476	605	629	700	748
증감율(% YoY)					
매출액	4.5	3.3	3.7	3.6	3.4
영업이익(보고)	5.0	15.3	3.1	9.8	7.2
영업이익(핵심)	5.0	15.3	3.1	9.8	7.2
EBITDA	4.7	10.2	3.6	6.6	3.6
당기순이익	-16.0	15.7	8.2	11.3	6.9
EPS	-16.0	15.7	8.2	11.3	6.9
수정순이익	-20.2	27.3	3.9	11.3	6.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,937	4,633	4,845	5,378	6,047
현금및현금성자산	1,143	367	420	792	1,305
유동금융자산	134	119	124	128	132
매출채권및유동채권	2,081	2,470	2,561	2,655	2,745
채고자산	1,578	1,678	1,740	1,803	1,864
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,939	8,728	9,050	9,060	9,156
장기매출채권및기타비유동채권	131	76	79	82	85
투자자산	2,227	2,476	2,207	2,236	2,322
유형자산	5,016	5,651	6,282	6,304	6,340
무형자산	565	526	482	438	410
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,876	13,362	13,895	14,439	15,203
유동부채	2,293	2,826	2,686	2,584	2,656
매입채무및기타유동채무	1,525	1,832	1,900	1,970	2,036
단기차입금	340	350	350	350	350
유동성장기차입금	352	500	287	111	111
기타유동부채	77	144	149	154	158
비유동부채	1,657	1,109	1,235	1,263	1,290
장기매입채무및비유동채무	101	82	85	88	91
사채및장기차입금	851	362	462	462	462
기타비유동부채	705	665	688	713	737
부채총계	3,950	3,935	3,921	3,847	3,946
자본금	68	68	68	68	68
주식발행초과금	725	725	725	725	725
이익잉여금	7,455	7,971	8,518	9,136	9,803
기타자본	677	661	661	661	661
자본총계	8,926	9,426	9,973	10,591	11,258
순차입금	265	726	556	3	-514
총차입금	1,543	1,212	1,099	923	923

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,246	898	1,020	1,102	1,139
당기순이익	503	582	629	700	748
감가상각비	435	449	469	477	479
무형자산상각비	43	43	44	44	28
외환손익	38	-23	-22	-21	-20
자산처분손익	4	9	0	0	0
지분법손익	64	21	-14	-14	-14
영업활동자산부채 증감	170	-330	-81	-83	-79
기타	-12	148	-5	-2	-3
투자활동현금흐름	-422	-1,277	-794	-497	-568
투자자산의 처분	-44	-286	306	3	-53
유형자산의 처분	11	10	0	0	0
유형자산의 취득	-438	-1,035	-1,100	-500	-515
무형자산의 처분	-1	-2	0	0	0
기타	50	36	0	0	0
재무활동현금흐름	135	-397	-172	-233	-58
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	203	-309	-113	-176	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-34	-65	-82	-82	-82
기타	-33	-23	23	25	24
현금및현금성자산의순증가	960	-776	54	372	513
기초현금및현금성자산	184	1,143	367	420	792
기말현금및현금성자산	1,143	367	420	792	1,305
Gross Cash Flow	1,076	1,228	1,101	1,184	1,219
Op Free Cash Flow	765	-263	-53	624	647

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	36,711	42,479	45,946	51,126	54,649
BPS	651,806	688,335	728,281	773,408	822,057
주당EBITDA	85,472	94,223	97,571	104,050	107,748
CFPS	71,632	78,408	83,402	89,191	91,687
DPS	4,780	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	25.9	15.3	14.1	12.7	11.9
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.3	7.5	7.1	6.2	5.7
PCFR	13.2	8.3	7.8	7.3	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	4.5	4.5	4.8	4.9
영업이익률(핵심)	4.1	4.5	4.5	4.8	4.9
EBITDA margin	6.9	7.3	7.3	7.5	7.5
순이익률	2.9	3.3	3.4	3.7	3.8
자기자본이익률(ROE)	5.8	6.34	6.5	6.8	6.9
투자자본이익률(ROIC)	7.5	8.0	7.4	7.9	8.4
안정성(%)					
부채비율	44.3	41.7	39.3	36.3	35.0
순차입금비율	3.0	7.7	5.6	0.0	-4.6
이자보상배율(배)	19.5	35.4	46.8	61.2	65.5
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	7.7	7.3	7.3	7.3
채고자산회전율	9.9	10.8	10.7	10.7	10.7
매입채무회전율	11.4	10.5	9.8	9.8	9.8

매일유업 1Q17 연결기준 실적 Review (인적분할 이전 기준)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	393.2	407.1	416.9	417.6	400.2	421.5	434.6	435.4	1,634.7	1,691.8	1,775.6
(YoY)	6.1%	9.6%	6.2%	2.4%	1.8%	3.5%	4.3%	4.3%	6.0%	3.5%	5.0%
별도기준	321.4	331.2	339.4	336.1	327.6	341.7	352.9	350.0	1,328.1	1,372.2	1,438.6
(YoY)	5.0%	7.5%	7.1%	3.9%	1.9%	3.2%	4.0%	4.1%	5.9%	3.3%	4.8%
제로투세븐	64.9	54.5	50.6	59.8	49.0	54.5	50.6	59.8	229.8	213.9	220.3
기타 및 연결조정	6.8	21.5	26.8	21.7	23.6	25.4	31.1	25.6	76.9	105.7	116.7
매출총이익	130.8	144.1	150.4	146.1	138.5	151.7	158.6	153.7	571.4	602.5	639.3
(GPM)	33.3%	35.4%	36.1%	35.0%	34.6%	36.0%	36.5%	35.3%	35.0%	35.6%	36.0%
별도기준	91.9	104.0	109.8	110.9	101.5	110.0	116.2	115.8	416.7	443.5	470.0
(GPM)	28.6%	31.4%	32.3%	33.0%	31.0%	32.2%	32.9%	33.1%	31.4%	32.3%	32.7%
판매비	122.0	135.8	131.3	129.8	131.6	139.6	136.8	136.8	518.8	544.9	572.8
(판매비율)	31.0%	33.4%	31.5%	31.1%	32.9%	33.1%	31.5%	31.4%	31.7%	32.2%	32.3%
별도기준	79.7	91.8	88.0	88.1	89.7	95.5	92.5	92.1	347.5	369.9	391.6
(판매비율)	24.8%	27.7%	25.9%	26.2%	27.4%	28.0%	26.2%	26.3%	26.2%	27.0%	27.2%
영업이익	8.8	8.3	19.1	16.4	7.0	12.1	21.7	16.9	52.6	57.6	66.5
(YoY)	120.3%	132.4%	37.6%	9.6%	-20.9%	45.6%	13.6%	3.0%	44.5%	9.6%	15.4%
(OPM)	2.2%	2.0%	4.6%	3.9%	1.7%	2.9%	5.0%	3.9%	3.2%	3.4%	3.7%
별도기준	12.3	12.2	21.7	22.9	11.8	14.5	23.6	23.7	69.1	73.6	78.5
(YoY)	183.9%	182.7%	55.7%	32.4%	-4.2%	18.3%	8.8%	3.7%	73.3%	6.5%	6.6%
(OPM)	3.8%	3.7%	6.4%	6.8%	3.6%	4.2%	6.7%	6.8%	5.2%	5.4%	5.5%
제로투세븐	-1.5	-3.0	-2.0	-5.7	-2.5	-1.9	-1.4	-5.6	-12.2	-11.5	-11.2
기타 및 연결조정	-2.0	-0.9	-0.6	-0.9	-2.3	-0.5	-0.5	-1.3	-4.4	-4.5	-0.8
세전이익	8.7	6.7	14.4	18.6	2.6	12.8	22.5	17.1	48.4	55.0	65.4
당기순이익	7.2	2.0	10.1	14.4	0.7	9.7	17.1	12.9	33.7	40.3	49.6
지배주주순이익	8.1	3.5	11.2	17.4	2.2	10.6	17.8	15.4	40.2	46.0	55.0
(YoY)	152.4%	34.1%	3.3%	71.0%	-72.9%	200.6%	58.8%	-11.2%	49.7%	14.6%	19.6%

1) 실적: 연결 OP 70억, 별도 OP 118억 기록. 컨센서스 하회

2) Fact

- 인적분할 이후 사업회사의 영업이익은 130억 수준으로 추산(인건비 등 일부 비용이 지주회사에 반영된 영향으로 추산)
- 본사 마케팅비용 증가와 제로투세븐(OP -25억) 등 자회사 적자로 실적 부진
- 조제분유 매출 성장이 정체되며, 별도기준 매출 성장을 하락. 수출은 증가하였으나, 내수 온라인 채널 매출 부진
- 커피음료와 상하목장 매출 증가세와 원가를 개선세는 긍정적(YoY 2.4%p 개선)

3) Implication & Update

- 경쟁사와 달리 중국 조제분유 수출은 증가하였으나, 사드 영향에서 자유로운 상황은 아닌 것으로 판단
- 커피음료와 상하목장 매출 비중 확대로 Product mix 개선은 지속될 것으로 기대(커피음료: +high single, 상하목장 +20% 내외)

4) 투자전략

- Product mix 개선에 따른 원가를 개선세는 이어질 전망. 특히, 상하목장 매출 비중 확대 긍정적
- 연결기준 손익 보다는 별도기준 손익의 흐름이 중요할 것. 자회사 실적의 대부분이 지주회사로 올라가기 때문
- 향후 신규 상장되는 사업회사의 투자이견과 목표주가를 다시 제시할 예정

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

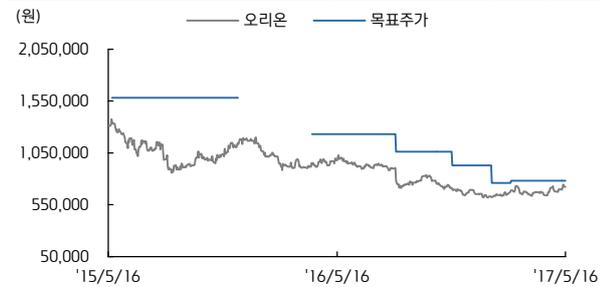
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
오리온 (001800)	2014/10/13	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	1,100,000원
	담당자변경	BUY(Reinitiate)	1,580,000원
	2016/04/05	BUY(Reinitiate)	1,230,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	1,230,000원
	2016/08/17	BUY(Maintain)	1,060,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	1,060,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	930,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	930,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	760,000원
2017/02/17	BUY(Maintain)	780,000원	
2017/05/16	Marketperform(Downgrade)	730,000원	
남양유업 (003920)	2015/11/05	Outperform (Initiate)	970,000원
	2016/06/03	BUY (Reinitiate)	880,000원
	2017/03/02	BUY (Reinitiate)	1,040,000원
	2017/05/16	BUY (Maintain)	1,040,000원
농심 (004370)	2014/07/17	Outperform (Maintain)	310,000원
	2014/11/06	Outperform (Maintain)	310,000원
	담당자변경	BUY(Reinitiate)	450,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/08/17	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/12/19	BUY(Maintain)	450,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	450,000원
	2017/02/10	BUY(Maintain)	450,000원
2017/04/03	BUY(Maintain)	410,000원	
2017/05/16	BUY(Maintain)	410,000원	

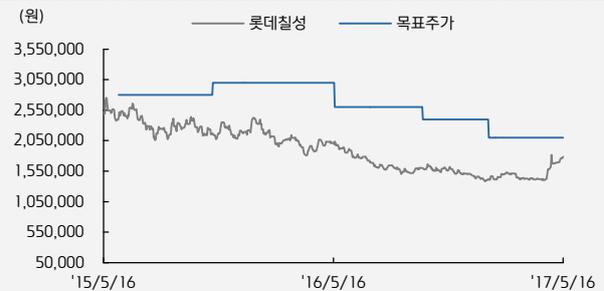
종목명	일자	투자 의견	목표주가
롯데칠성 (005300)	2014/08/18	Outperform(Downgrade)	2,400,000원
	2014/11/06	BUY(Upgrade)	2,400,000원
	담당자변경	Outperform(Reinitiate)	2,800,000원
	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	3,000,000원
	2015/11/05	BUY(Reinitiate)	3,000,000원
	2015/11/17	BUY(Maintain)	3,000,000원
	2015/12/24	BUY(Maintain)	3,000,000원
	2016/05/17	BUY(Maintain)	2,600,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	2,400,000원
	2016/11/16	BUY(Maintain)	2,400,000원
2016/11/23	BUY(Maintain)	2,400,000원	
2017/01/17	BUY(Maintain)	2,100,000원	
2017/05/16	BUY(Maintain)	2,100,000원	
롯데푸드 (002270)	2014/07/17	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/11/06	BUY (Maintain)	950,000원
	담당자변경	Outperform (Reinitiate)	970,000원
	2015/06/08	BUY (Reinitiate)	1,370,000원
	2015/09/08	BUY (Reinitiate)	1,370,000원
	2015/11/17	BUY (Maintain)	1,370,000원
	2016/01/18	BUY (Maintain)	1,370,000원
	2016/03/03	BUY (Maintain)	1,370,000원
	2016/04/05	BUY (Maintain)	1,240,000원
	2016/05/17	BUY (Maintain)	1,240,000원
2016/08/17	BUY (Maintain)	1,100,000원	
2016/12/05	BUY (Maintain)	950,000원	
2017/01/17	BUY (Maintain)	810,000원	
2017/03/10	BUY (Maintain)	770,000원	
2017/05/16	BUY (Maintain)	770,000원	

목표주가 추이 (2개년)

오리온(001800)



롯데칠성(005300)



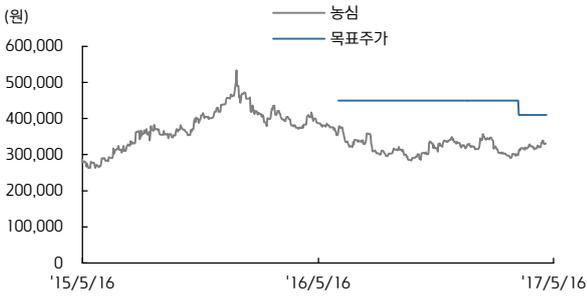
남양유업(003920)



롯데푸드(002270)



농심(004370)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%