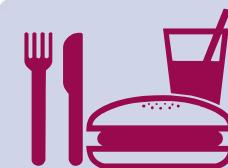


음식료

원화강세 vs 라니냐 우려
(4Q17 Preview)

2018. 1. 16

키움증권 



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

Contents

Summary

Part I 4Q17 실적 Preview

Part II 원화강세 vs 라니냐 우려

Part III 업체별 투자전략



>>> 4Q17 실적 Preview

- 주요 14社 합산 OP는 YoY +4% 증가 전망. 1) 원재료 투입단가 하락, 2) 주요 제품의 판가 인상 덕분
- 업종 실적 모멘텀은 올해 상반기까지 양호한 흐름 전망. 1) 사드 영향, 2) 원재료 투입단가 부담으로 기저가 낮기 때문
- 4Q17 실적: 대형주는 CJ제일제당과 오뚜기, 중소형주는 CJ프레시웨이와 동원산업의 실적 양호

>>> 원화강세 vs 라니냐 우려

- 원화강세는 소재식품/사료 업종에 유리. 다만, 라니냐 강도 강해지면, 곡물가 민감도 낮은 가공식품 업종이 유리
- 기업 고유 요인과 민감도 감안 시, 소재식품/사료 업종에서는 CJ제일제당, 대상, 롯데푸드가 매력적
- 한편, 가공식품 업종에서는 오리온, 오뚜기, 하이트진로의 실적 모멘텀이 돋보일 것으로 판단

>>> Top Picks: CJ제일제당, 오리온, 롯데푸드

- CJ제일제당 최선호. 1) 식품/바이오 수익성 개선으로 실적 흐름 견조, 2) 원화강세로 영업외손실 우려 축소
- 오리온 차선호. 1) 사드 기저 효과로 상반기 실적 모멘텀 높음, 2) 베트남 중심의 구조적 성장도 매력적
- 롯데푸드 차선호. 1) 높은 밸류에이션 매력도, 2) 원재료 투입단가 하락으로 인한 유지/육가공 수익성 개선 기대

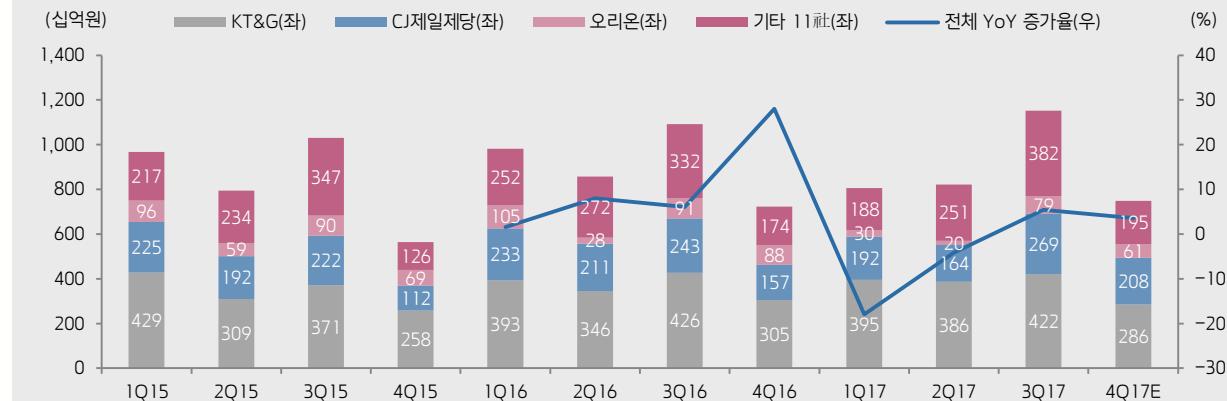
Part I 4Q17 실적 Preview



4Q17 실적 Preview 요약

- ◎ 음식료 주요 기업 14社의 4분기 합산 영업이익은 전년동기 대비 +4% 증가 전망
 - 추석 시차 영향에도 불구하고, 1) 원재료 투입단가 하락, 2) 주요 제품의 판가 인상에 힘입어 합산 OP 증익 전망
 - 업종 실적 모멘텀은 올해 상반기까지 양호한 흐름 전망. 1) 사드 영향, 2) 원재료 투입단가 부담으로 기저 낮기 때문
- ◎ 대형주는 CJ제일제당과 오뚜기의 실적이 양호할 것으로 판단
 - CJ제일제당은 1) 원당 투입단가 하락, 2) 바이오 수익성 개선으로 실적 양호(OP +33% YoY)
 - 오뚜기는 1) 라면 프로모션 기저 효과, 2) 주력 제품 ASP 상승(라면/참치캔/즉석밥)으로 실적 양호(OP +20% YoY)
 - KT&G, 오리온, 하이트진로는 부진한 실적 전망. 다만, 오리온과 하이트진로의 올해 상반기 실적 모멘텀은 높은 편
 - 중소형주는 동원산업과 CJ프레시웨이의 실적이 양호할 것으로 판단

음식료 주요 기업 영업이익 추이



자료: 키움증권 리서치

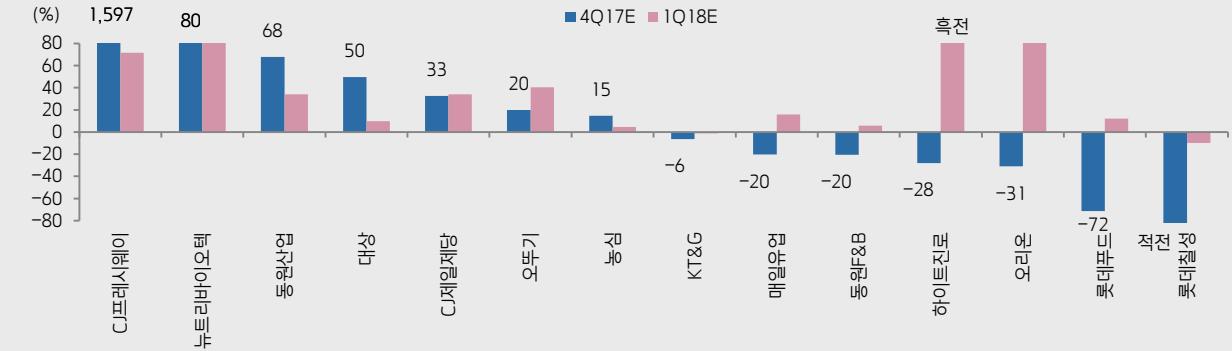
주요 기업 영업이익 증가율 비교

주요 기업 영업이익 증가율 비교: 3Q17 vs 4Q17E



자료: 키움증권 리서치

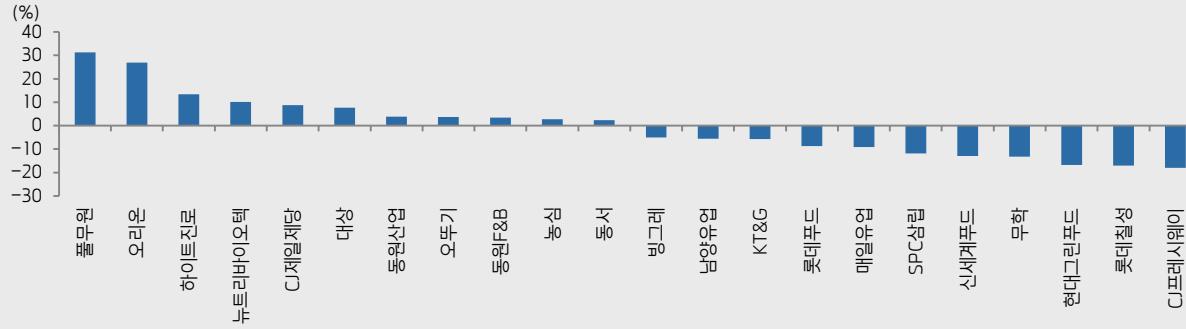
주요 기업 영업이익 증가율 비교: 4Q17E vs 1Q18E



자료: 키움증권 리서치

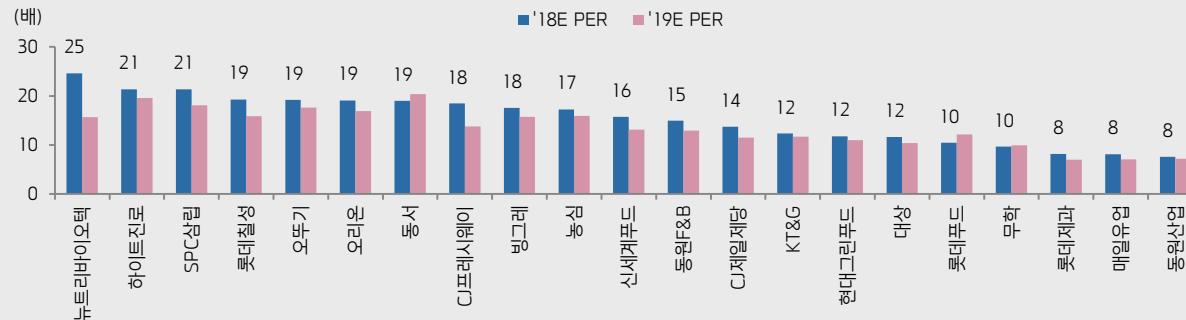
주요 기업 주가수익률 및 PER 현황

주요 기업 6개월 주가수익률 현황



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황



자료: Fn Guide (컨센서스 기준)

4Q17 실적 Preview (1)

(단위: 억원)

회사명	구분	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	YoY	1Q18E	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
KT&G	매출액	11,036	11,787	11,617	12,789	11,132	0.9%	12,054	2.3%	47,325	5.1%	49,269	4.1%
	영업이익	3,049	3,955	3,865	4,217	2,856	-6.3%	3,904	-1.3%	14,892	1.3%	15,399	3.4%
	OPM	27.6%	33.5%	33.3%	33.0%	25.7%	-2.0%p	32.4%	-1.2%p	31.5%	-1.2%p	31.3%	-0.2%p
	순이익	4,118	2,345	2,743	3,079	2,105	-48.9%	2,988	27.4%	10,271	-16.6%	11,664	13.6%
CJ제일제당	매출액	37,406	38,665	39,089	44,107	42,707	14.2%	43,613	12.8%	164,568	13.0%	179,552	9.1%
	영업이익	1,569	1,925	1,644	2,693	2,080	32.6%	2,579	34.0%	8,342	-1.1%	10,222	22.5%
	OPM	4.2%	5.0%	4.2%	6.1%	4.9%	0.7%p	5.9%	0.9%p	5.1%	-0.7%p	5.7%	0.6%p
	순이익	-1	820	211	2,564	715	흑전	1,136	38.5%	4,310	56.2%	4,256	-1.2%
오리온	매출액	6,019	4,877	3,831	5,221	5,079	-15.6%	5,598	14.8%	19,009	-17.0%	21,594	13.6%
	영업이익	878	297	196	787	607	-30.9%	889	199.4%	1,886	-39.4%	3,082	63.4%
	OPM	14.6%	6.1%	5.1%	15.1%	11.9%	-2.6%p	15.9%	9.8%p	9.9%	-3.7%p	14.3%	4.3%p
	순이익				591	429		643				2,241	
CJ프레시웨이	매출액	5,886	5,948	6,346	6,620	6,324	7.4%	6,479	8.9%	25,238	8.4%	28,278	12.0%
	영업이익	5	45	140	149	78	1596.9%	77	71.7%	412	95.8%	527	28.1%
	OPM	0.1%	0.8%	2.2%	2.2%	1.2%	1.2%p	1.2%	0.4%p	1.6%	0.7%p	1.9%	0.2%p
	순이익	-98	0	63	-82	32	흑전	22	흑전	13	흑전	245	1790.0%

회사명	종목별 Comment
KT&G	<ul style="list-style-type: none"> 1) iQOS MS 확대, 2) 수출단배 부진, 3) 추석 시차 영향으로 4분기 실적 역성장 전망 수출단배 부진은 1) 10월 영업일 수 축소, 2) 신사장 확대를 위한 프로모션(ASP 하락) 확대에 기인 전자담배 '릴'은 출시 후 1달 동안 5만대 판매, 연초에 전국 유통 가시화 된다면, 2Q18 MS 5% 전망 다만, 1) iQOS의 사장 선정, 2) 원화 강세로 1H18 실적 모멘텀은 다소 둔화되는 분위기 가공식품 판촉 효율화, 원당투입단가 하락, Selecta 편입 효과로 4분기 식품 부문 OPM은 전년동기 대비 두 배 이상 전망
CJ제일제당	<ul style="list-style-type: none"> 생물자원 시황 개선 더디나, 바이오는 제품 믹스 및 시황 개선에 힘입어 OPM 10% 이상 달성 전망 최근 유상증자와 그룹의 투자 확대로 투자 센티먼트 악화되었으나, 실적 모멘텀은 좋은 편 특히, 원화강세와 바이오 수익성 개선으로 인해, 실적이 시장 기대치를 상회할 가능성 있음
오리온	<ul style="list-style-type: none"> 1) 사드 영향, 2) 충절 시차로 4분기 중국 매출은 -30% 이상 역성장 전망, OPM 10% 달성을 어려움 중국 외 법인은 호조, 한국은 꼬북칩 호조, 베트남은 파이/스낵 호조, 러시아는 초코파이 고성장 중 2H17 중국 OPM가 600억 후반이고, 올해 충절 매출이 두 번 반영되기 때문에, 중국 OPM 1400~1500억은 가시성 높음 꼬북칩을 비롯한 중국 신제품 출시는 올해 2분기에 집중될 예정
CJ프레시웨이	<ul style="list-style-type: none"> 1) 외식 경기 반등, 2) 프레시원 수익성 개선, 3) 송림푸드 인수 효과 등에 힘입어 이익 성장세 이어갈 전망 Captive 파일럿 테스트 이후, 송림푸드 매출 확대 본격화 전망, Capa도 약 +60% 정도 증가 예상 단체급식 대기업 규제 우려는 해소되었고, 최저임금 인상은 2분기 수주부터 급식 단가를 올려서 대응 중 업종 내 실적 모멘텀은 둑보이나, CK 및 해외 투자 확대가 우려 요인

4Q17 실적 Preview (2)

(단위: 억원)

회사명	구분	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	YoY	1Q18E	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
뉴트리바이오텍	매출액	262	275	316	387	351	33.9%	402	46.4%	1,329	10.0%	1,756	32.1%
	영업이익	22	20	15	46	39	80.5%	47	136.7%	120	-36.0%	229	90.4%
	OPM	8.2%	7.2%	4.7%	12.0%	11.1%	2.9%p	11.6%	4.4%p	9.0%	-6.5%p	13.0%	4.0%p
	순이익	51	7	7	36	22	-56.4%	33	388.4%	72	-58.2%	164	127.8%
농심	매출액	5,739	5,554	5,363	5,717	5,795	1.0%	5,599	0.8%	22,429	1.2%	23,110	3.0%
	영업이익	221	325	182	313	254	14.8%	340	4.6%	1,074	19.8%	1,205	12.2%
	OPM	3.9%	5.8%	3.4%	5.5%	4.4%	0.5%p	6.1%	0.2%p	4.8%	0.7%p	5.2%	0.4%p
	순이익	178	297	159	290	241	35.8%	307	3.2%	988	-50.4%	1,106	11.9%
대상	매출액	7,093	7,142	7,241	8,193	7,462	5.2%	7,472	4.6%	30,038	5.2%	31,122	3.6%
	영업이익	91	289	239	387	137	49.6%	318	9.9%	1,052	-5.3%	1,210	15.0%
	OPM	1.3%	4.0%	3.3%	4.7%	1.8%	0.5%p	4.3%	0.2%p	3.5%	-0.4%p	3.9%	0.4%p
	순이익	-75	243	125	245	56	흑전	214	-12.2%	669	3.5%	806	20.5%
동원F&B	매출액	5,322	6,327	5,888	7,323	6,190	16.3%	7,137	12.8%	25,728	14.8%	28,414	10.4%
	영업이익	56	301	87	298	45	-20.5%	318	5.9%	731	-0.3%	799	9.2%
	OPM	1.1%	4.8%	1.5%	4.1%	0.7%	-0.3%p	4.5%	-0.3%p	2.8%	-0.4%p	2.8%	0.0%p
	순이익	29	237	25	209	15	-49.8%	227	-4.3%	487	-9.3%	528	8.5%

회사명	종목별 Comment
뉴트리바이오텍	<ul style="list-style-type: none"> 4분기는 톱상 MLM 재고조정으로 매출이 부진하나, 올해는 상반기에 못 나간 물량이 나가면서, 예년보다 영향 작을 것 중국 수출 3분기와 유사한 흐름 전망. 올해 하반기에 다이어트 보조식품 런칭 예정 미국은 현재 5개 MLM 업체와 거래 중. 올해 1분기에 액상(2공장) 신제품 런칭 예정 호주 유산균 라인 증설 외에 추가 증설 없음. 올해는 매출 회복으로 수익성 턴어라운드 전망 라면 가격인상과 판촉비 감소로 수익성 개선 지속되면서, 국내 법인 수익성 정상화 지속 해외는 중국 사드 영향으로 매출 주춤하나, 미국 법인 호조와 중국 법인 가격조정으로 이익은 견조할 듯 올해 국내 라면 ASP 상승 모멘텀은 둔화되나, 미국 법인 중심의 성장세는 유지될 전망 다만, 중국 법인 매출 성장률은 확인 후 대응해야 할 듯. Tingyi, UPCH의 매출이 예년보다 견조한 흐름이기 때문
농심	<ul style="list-style-type: none"> 1) 식품 BI 교체비용 기자, 2) 라이신 시황 개선으로, 4분기 영업이익은 YoY 증가 전망 PT미월은 전분당 공장 초기 고정비 부담으로 전년동기 대비 실적 악화되는 흐름 다만, 인도네시아 전분당 매출은 꾸준히 증가세. 10월부터 full capa 가동 중 올해 상반기까지 실적 기저 낮고, 원화 강세 흐름이 유지되고 있어, 추가 모멘텀 양호할 것으로 판단 참치캔 판가 인상에도 불구하고, 1) 원어투입단가 상승, 2) 추석 시차 영향으로, 4분기 실적 역성장 전망 유음료와 냉동식품 중심의 고성장세는 지속. 식품 부문 매출 성장률 +high single 전망 최근 참치어가 하락으로 투자 센티먼트 개선되었으나, 추세적 하락으로 보기엔 아직 이르다고 판단 원화강세 수혜에도 불구하고, 원재료 단가 불확실성으로 인해, 올해 상반기 실적 가시성은 낮은 편
대상	<ul style="list-style-type: none"> 1) 식품 BI 교체비용 기자, 2) 라이신 시황 개선으로, 4분기 영업이익은 YoY 증가 전망 PT미월은 전분당 공장 초기 고정비 부담으로 전년동기 대비 실적 악화되는 흐름 다만, 인도네시아 전분당 매출은 꾸준히 증가세. 10월부터 full capa 가동 중 올해 상반기까지 실적 기저 낮고, 원화 강세 흐름이 유지되고 있어, 추가 모멘텀 양호할 것으로 판단 참치캔 판가 인상에도 불구하고, 1) 원어투입단가 상승, 2) 추석 시차 영향으로, 4분기 실적 역성장 전망 유음료와 냉동식품 중심의 고성장세는 지속. 식품 부문 매출 성장률 +high single 전망 최근 참치어가 하락으로 투자 센티먼트 개선되었으나, 추세적 하락으로 보기엔 아직 이르다고 판단 원화강세 수혜에도 불구하고, 원재료 단가 불확실성으로 인해, 올해 상반기 실적 가시성은 낮은 편
동원F&B	<ul style="list-style-type: none"> 1) 식품 BI 교체비용 기자, 2) 라이신 시황 개선으로, 4분기 영업이익은 YoY 증가 전망 PT미월은 전분당 공장 초기 고정비 부담으로 전년동기 대비 실적 악화되는 흐름 다만, 인도네시아 전분당 매출은 꾸준히 증가세. 10월부터 full capa 가동 중 올해 상반기까지 실적 기저 낮고, 원화 강세 흐름이 유지되고 있어, 추가 모멘텀 양호할 것으로 판단 참치캔 판가 인상에도 불구하고, 1) 원어투입단가 상승, 2) 추석 시차 영향으로, 4분기 실적 역성장 전망 유음료와 냉동식품 중심의 고성장세는 지속. 식품 부문 매출 성장률 +high single 전망 최근 참치어가 하락으로 투자 센티먼트 개선되었으나, 추세적 하락으로 보기엔 아직 이르다고 판단 원화강세 수혜에도 불구하고, 원재료 단가 불확실성으로 인해, 올해 상반기 실적 가시성은 낮은 편

4Q17 실적 Preview (3)

회사명	구분	(단위: 억원)									
		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	YoY	1Q18E	YoY	2017E	YoY
동원산업	매출액	3,986	5,546	5,872	6,176	6,165	54.6%	6,361	14.7%	23,758	50.7%
	영업이익	424	349	471	759	713	67.9%	468	34.2%	2,291	51.3%
	OPM	10.6%	6.3%	8.0%	12.3%	11.6%	0.9%p	7.4%	1.1%p	9.6%	0.0%p
	순이익	106	287	267	629	507	376.3%	343	19.7%	1,690	125.3%
롯데칠성	매출액	5,322	5,465	6,422	6,684	5,377	1.0%	5,546	1.5%	23,948	1.1%
	영업이익	37	267	230	365	-59	적전	241	-9.7%	804	-46.0%
	OPM	0.7%	4.9%	3.6%	5.5%	-1.1%	-1.8%p	4.3%	-0.5%p	3.4%	-2.9%p
	순이익	-252	83	-110	-2,153	3,003	흑전	139	67.3%	1,010	45.6%
롯데푸드	매출액	4,078	4,372	4,762	5,176	4,227	3.7%	4,652	6.4%	18,536	5.2%
	영업이익	24	141	196	275	7	-71.5%	158	12.0%	619	-22.5%
	OPM	0.6%	3.2%	4.1%	5.3%	0.2%	-0.4%p	3.4%	0.2%p	3.3%	-1.2%p
	순이익	44	107	112	75	-8	적전	141	31.3%	287	-50.6%

회사명	종목별 Comment
동원산업	<ul style="list-style-type: none"> 1) 참치어가 강세, 2) 어획량 호조로 인해, 전분기와 유사한 실적 흐름 가능할 것 미국 법인세 인하 효과는 올해부터 나타날 전망. 연간 유효법인세율 22% 후반 전망 다만, 원화강세와 최근 참치어가 하락은 중장기 실적 전망에 부담스러운 요인 단기적으로는 1) 유가 상승, 2) 계절적 성수기 진입으로 참치어가 반등 가능성 상존
롯데칠성	<ul style="list-style-type: none"> 1) 맥주 고정비 부담, 2) 마케팅 비용 증가로, 4분기 영업적자 불가피 4분기 맥주 매출은 300억 중반 수준 추산. 클라우드 소폭 감소하나, 피자 신제품 효과 있기 때문(월 매출 60억 언더) 17년 실적 부진으로 18년은 수익성 관리에 치중할 것으로 판단 향후 관전포인트는 1) 맥주 신제품 매출 흐름, 2) 가격인상 여부(탄산음료/커피)
롯데푸드	<ul style="list-style-type: none"> 1) 분유 매출 역성장, 2) 멜리카 신공장 고정비 부담으로, 4분기 영업이익 감소 전망 멜리카 매출은 두 자릿수 성장을 지속. 수익성은 2Q18부터 개선 전망 올해는 원재료 투입단가 하락 효과 가능할 전망. 원화강세, 돈가 하락 수혜 가능 작년 상반기 중국 분유 수출 레벨이 낮았기 때문에, 올해 상반기에 기저효과 누릴 수 있을 것

4Q17 실적 Preview (4)

회사명	구분	(단위: 억원)									
		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	YoY	1Q18E	YoY	2017E	YoY
매일유업	매출액	3,361	3,276	3,253	3,383	3,295	-2.0%	3,341	2.0%	13,208	-0.6%
	영업이익	229	118	185	214	182	-20.4%	136	15.8%	699	1.1%
	OPM	6.8%	3.6%	5.7%	6.3%	5.5%	-1.3%p	4.1%	0.5%p	5.3%	0.1%p
	순이익	193	57	1,900	160	130	-32.6%	95	65.6%	2,247	353.9%
오뚜기	매출액	4,905	5,318	5,134	5,643	5,083	3.6%	5,606	5.4%	21,179	5.3%
	영업이익	212	300	415	443	254	20.0%	421	40.5%	1,413	-0.9%
	OPM	4.3%	5.6%	8.1%	7.9%	5.0%	0.7%p	7.5%	1.9%p	6.7%	-0.4%p
	순이익	272	324	357	467	228	-16.1%	368	13.6%	1,377	0.1%
하이트진로	매출액	4,910	4,134	4,914	5,283	4,759	-3.1%	4,421	6.9%	19,676	4.1%
	영업이익	415	-274	350	566	298	-28.0%	292	흑전	940	-24.2%
	OPM	8.4%	-6.6%	7.1%	10.7%	6.3%	-2.2%p	6.6%	13.2%p	4.8%	-1.8%p
	순이익	138	-212	139	306	128	-7.2%	128	-160.6%	815	112.3%

회사명	종목별 Comment
매일유업	<ul style="list-style-type: none"> 커피음료 가격인상에도 불구하고, 조제분유 매출 부진으로 4분기 실적 역성장 불가피 조제분유 매출 부진으로, 전사 매출도 역성장 할 것으로 판단 그 외에 밀효유, 커피음료 품목은 매출과 수익성이 비교적 양호한 편 향후 관전포인트는 중국 조제분유 수출 회복 여부. 사드 영향으로 기저가 낮아서, 회복 국면 진입 가능할 듯
	<ul style="list-style-type: none"> 1) 주요 제품 가격인상(참치캔/즉석밥), 2) 라면 수익성 기저효과(진짬뽕 영향)로, 4분기 OP 증익 전망
	<ul style="list-style-type: none"> 주요 경쟁사의 판촉 완화, 동사의 판가 인상으로 수익성 상승의 가능성이 높은 편 특히, 라면과 즉석밥의 수익성 개선으로 올해 상반기까지 실적 모멘텀 강할 듯
	<ul style="list-style-type: none"> 원화강세로 수입 원재료의 단가가 내려가는 점도 긍정적(대두유/밀유 등)
하이트진로	<ul style="list-style-type: none"> 1) 지난 해 맥주 가수요 기저, 2) 추석 시차 및 파업에 따른 영업일 수 감소 영향으로, 4분기 실적 역성장 전망 4분기 필라이트 매출 250억원 전망. 17년과 18년 매출은 각각 613억, 1200억 수준 전망 소주 매출 증가율 둔화는 파업 영향으로 판단. 올해도 +low single 수준의 성장은 가능할 듯 필라이트 효과와 명예퇴직에 따른 인건비 감소로 올해 상반기까지 실적 모멘텀 양호할 것으로 판단

Part II 원화강세 vs 라니냐 우려



원재료 투입단가 점검

◎ 곡물가격 안정 속에 원화강세 가속화

- 글로벌 곡물가격은 전체적으로 안정적인 흐름을 유지되고 있음
- 매입/투입 래깅 감안시 원당 단가의 YoY 하락 효과는 올해 상반기까지 나타날 전망
- 다만, 최근 들어 원/달러 환율 1,060원대까지 하락하면서 원화강세 가속화
- 이러한 원화강세 흐름은 1) 원재료 수입 단가 하락, 2) 순외화부채에 따른 평가이익 발생 측면에서 음식료 업종에 긍정적

◎ 최근 원화강세 효과의 반영 시점은?

- 매입/투입 래깅 감안시, 빠르면 1Q18부터 수입 단가 하락 효과 나타날 전망
- 순외화부채에 따른 평가이익도 기말환율 하락에 따라 4Q17부터 나타날 전망(-7% QoQ)

분기 평균 환율 및 곡물가 추이 및 가정

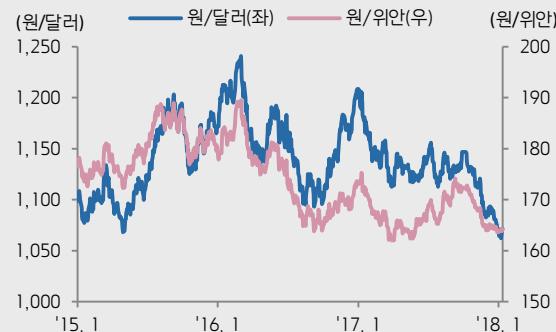
구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,068	1,066	1,066	1,066
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-8%	-6%	-6%	-4%
환율(원/위안)	168	165	170	168	164	164	164	164
(YoY)	-8%	-7%	1%	-1%	-3%	-1%	-3%	-2%
옥수수(\$/Ton)	143	145	141	136	139	138	138	138
(YoY)	0%	-6%	8%	-0%	-3%	-4%	-2%	1%
소맥(\$/Ton)	158	160	168	156	159	158	158	158
(YoY)	-8%	-8%	12%	5%	1%	-1%	-6%	2%
대두(\$/Ton)	375	346	355	359	352	353	353	353
(YoY)	16%	-11%	-5%	-2%	-6%	2%	-0%	-2%
원당(\$/Ton)	433	335	307	321	335	332	332	332
(YoY)	36%	-11%	-31%	-30%	-22%	-1%	8%	4%

자료: 키움증권 리서치

주: 1) 1Q18E는 1/5까지의 평균 시세, 2Q18E 이후는 1/5 시세가 유지된다고 가정

원자료 투입단가 점검

주요 환율 추이



월평균 주요 환율 YoY 추이



주요 곡물시세 추이



월평균 주요 곡물시세 YoY 추이



ONI 지수 점검

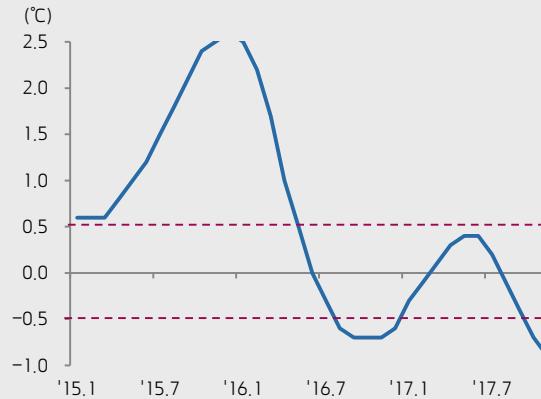
◎ ONI 지수는 하락 추세

- 주간/월간 ONI 지수는 -1°C 수준까지 하락하였음. 월간 ONI 지수는 2017년 10월부터 -0.5°C 하회
- 미국 NOAA 기준으로 월간 ONI 지수가 5개월 이상 -0.5°C 를 하회하면 라니냐 발생
- 현재 미국 NOAA는 올해 여름에 라니냐가 발생할 가능성을 80% 이상으로 보고 있음
- 라니냐 발생으로 기상 이변이 우려되면, 글로벌 곡물시세가 급변할 수 있음

◎ 라니냐 강도, 미국 작황이 곡물가 방향성에 중요한 변수가 될 것

- 향후 관전포인트는 ONI 지수의 추가 하락 여부로 판단. 라니냐의 발생 여부 보다 강도가 중요
- 현재, 재고비율이 높은 수준이지만, 라니냐의 강도가 강해지면, 곡물 수급이 타이트해지고 가격이 상승할 가능성 높아짐
- 주요 곡물의 미국 작황 데이터는 4월부터 나오기 시작. 작황에 대한 라니냐의 영향이 파악되기 시작하는 시점
- 곡물가격 상승은 대체로 음식료 업체에 부정적. 올해 2분기에 중요한 이벤트가 몰릴 가능성이 높음

월간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

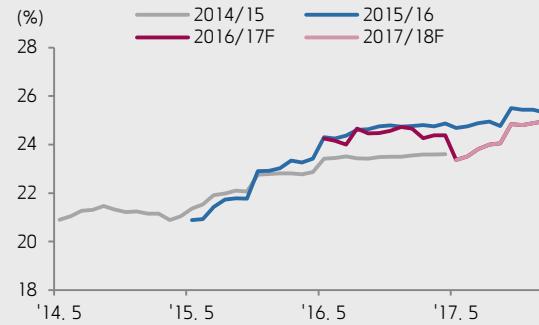
주간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

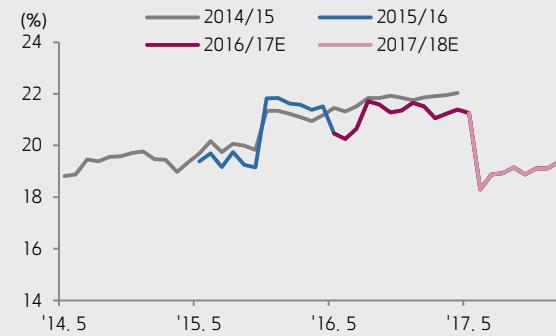
글로벌 곡물 재고비율 추이

글로벌 곡물전체 재고비율 추이



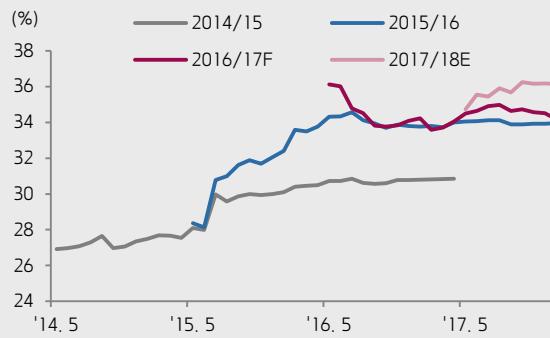
자료: USDA

글로벌 옥수수 재고비율 추이



자료: USDA

글로벌 소맥 재고비율 추이



자료: USDA

글로벌 대두 재고비율 추이



자료: USDA

원화강세 vs 라니냐 우려

◎ 원화강세와 라니냐 우려는 상반된 대응 전략 필요

- 원화강세는 곡물 직접 수입으로 환율 민감도가 높은 소재식품, 사료 업체 중심의 비중확대가 유리
- 특히, 소재식품/사료 업체는 밸류에이션 레벨이 낮기 때문에, 주가가 더 탄력적으로 움직일 가능성이 높음
- 한편, 라니냐 우려는 곡물가격 민감도가 낮은 가공식품 업체 중심의 비중확대가 유리
- 현재 라니냐 강도는 약한 편이나, 강도가 강해지거나 작황이 나빠지면, 2분기 중에 곡물가격의 변곡점 발생 가능
- 따라서, 단기적으로 소재식품/사료 업체의 모멘텀이 양호. 2분기 중에는 가공식품 중심의 비중확대 고려 필요

원화강세와 라니냐 우려 대응 전략

Macro 변수

원화강세

실적 모멘텀 ↑

환율 민감도가
높은 업체

소업종

소재식품/사료

대표기업

CJ제일제당

라니냐 우려

곡물가 민감도가
낮은 업체

가공식품

오리온

자료: 키움증권 리서치

17

주요 기업 환율/곡물가 Exposure: 매입액 및 BS 잔액 기준

(단위: 십억원, 배, %)

구분	회사명	시가총액	PBR	PER	'17E			원/달러 Exposure		곡물 원재료 Exposure				곡물 가공품 Exposure			
					매출액	영업이익	OPM	수입액	외화부채	옥수수	소맥	대두/유/빅	원당	전분/당	밀가루	유자류	설탕
소재+a	CJ제일제당	5,093	1.5	14.7	9,934	607	6.1	1,243	576	636	174	325	506				
	대상	904	1.0	11.7	2,999	106	3.5	217	126	168			78				
	* 삼양사	936	0.9	11.8	2,040	97	4.7	407	116	146	81		179				
	롯데푸드	617	1.0	11.8	1,854	62	3.3	350					74				
	* SPC삼립	1,286	4.8	21.3	2,082	59	2.8	76		76							
사료/축산	* 팜스코	472	1.5	9.6	1,029	44	4.3	132	143	62	24	70					
	* 선진	384	1.7	5.2	774	60	7.8	197	140	78	30	89					
가공식품	오리온	4,191	3.1	18.7	1,934	211	10.9	50					9	25	29		
	오뚜기	2,676	2.5	18.4	2,118	141	6.7	97	54				52				
	농심	1,962	1.1	18.8	2,243	108	4.8	200					162				
	하이트진로	1,718	1.4	21.4	1,909	94	4.9	73									
	롯데칠성	1,064	0.8	22.7	2,395	80	3.4	113					59		59		
	* 동원F&B	880	1.5	14.9	2,486	74	3.0	138									
	* 롯데제과	623	0.8	8.2	1,767	102	5.8	156					11	23	28		

자료: 각 사 자료, Fn Guide, 키움증권 리서치 (1/12 종가 기준)

주: 1) PBR은 3Q17말 기준. PER은 '18E 기준. 외화부채는 별도재무제표 기준

2) * 표시한 기업의 '17E 실적은 4Q16~3Q17 누계 기준 실적. PER은 '18E 컨센서스 기준

3) CJ제일제당의 '17E 실적은 대한통운 제외 기준. 롯데푸드는 별도재무제표 기준, 나머지 기업은 연결기준

4) 곡물 가공품 Exposure에서 유지류는 대두 관련 Exposure만 감안하였음(땀유 등 제외)

주요 기업 환율/곡물가 Exposure: 실적 민감도 기준

(단위: 십억원, 배, %)

구분	회사명	시가총액	PBR	PER	'17E			원/달러 민감도		곡물 원재료 민감도				곡물 가공품 민감도			
					매출액	영업이익	OPM	수입액	외화부채	옥수수	소맥	다누/유박	원당	전분/당	밀가루	유지류	설탕
소재+a	CJ제일제당	5,093	1.5	14.7	9,934	607	6.1	2.0	5.8	1.0	0.3	0.5	0.8				
	대상	904	1.0	11.7	2,999	106	3.5	2.0	1.3	1.6			0.7				
	* 삼양사	936	0.9	11.8	2,040	97	4.7	4.2	1.2	1.5	0.8		1.9				
	롯데푸드	617	1.0	11.8	1,854	62	3.3	5.5					1.1				
	* SPC삼립	1,286	4.8	21.3	2,082	59	2.8	1.3		1.3							
사료/축산	* 팜스코	472	1.5	9.6	1,029	44	4.3	3.0	1.4	1.4	0.5	1.6					
	* 선진	384	1.7	5.2	774	60	7.8	3.3	1.4	1.3	0.5	1.5					
가공식품	오리온	4,191	3.1	18.7	1,934	211	10.9	0.2					0.0	0.1	0.1		
	오뚜기	2,676	2.5	18.4	2,118	141	6.7	0.7	0.5				0.4				
	농심	1,962	1.1	18.8	2,243	108	4.8	1.9					1.6				
	하이트진로	1,718	1.4	21.4	1,909	94	4.9	0.7									
	롯데칠성	1,064	0.8	22.7	2,395	80	3.4	1.2					0.6		0.6		
	* 동원F&B	880	1.5	14.9	2,486	74	3.0	1.9									
	* 롯데제과	623	0.8	8.2	1,767	102	5.8	1.5					0.1	0.2	0.3		

자료: 각 사 자료, Fn Guide, 키움증권 리서치 (1/12 종가 기준)

주: 1) 민감도 설명: 외화부채 외 – 민감도가 2.0이면, 평균 원/달러 환율 or 곡물가격이 10% 하락 시, 영업이익이 20% 증가한다는 의미
 외화부채 – 민감도가 5.8이면, 기말 원/달러 환율 10% 하락 시, 세전이익이 580억원 증가함을 의미

2) PBR은 3Q17말 기준, PER은 '18E 기준. 외화부채는 별도재무제표 기준 / 3) * 표시한 기업의 '17E 실적은 4Q16~3Q17 누계 기준 실적. PER은 '18E 컨센서스 기준

4) CJ제일제당의 '17E 실적은 대한통운 제외 기준. 롯데푸드는 별도재무제표 기준, 나머지 기업은 연결기준 / 5) 곡물 가공품 Exposure에서 유지류는 대두 관련 Exposure만 감안하였음(팜유 등 제외)

원화강세 vs 라니냐 우려: 종목별 대응 전략은?

◎ 소재식품/사료: CJ제일제당, 대상, 롯데푸드에 주목

- CJ제일제당은 가공식품의 구조적 성장성과 바이오 부문의 수익성 개선이 매력적
- 대상은 인도네시아 전분당 가동률 개선, 라이신 시황 개선이 매력적
- 롯데푸드는 멜리카 고성장에 따른 신공장 가동률 개선, 돈육가격 하락이 수익성 측면에서 매력적

◎ 가공식품: 오리온, 오뚜기, 하이트진로에 주목

- 오리온은 사드 기저 효과, 중국 신제품 출시, 베트남의 구조적 성장이 매력적
- 오뚜기는 가격 경쟁력에 기반한 이익 안정성, 주요 제품 판가 인상이 매력적
- 하이트진로는 필라이트 고성장에 따른 높은 영업레버리지가 매력적

2018년 주요 기업 Firm-Specific 요인 정리

(단위: 십억원)

소업종	종목코드	회사명	시가총액	기대 요인	우려 요인
담배	A033780	KT&G	14,622	전자담배 성장, 수출담배 신시장 확대	내수담배 MS 하락, 원화강세
소재+a	A097950	CJ제일제당	5,093	원당 투입단가 하락, 가공식품/바이오 수익성 개선	CJ그룹의 글로벌 확장에 따른 투자 부담
	A001680	대상	904	인니 전분당 가동률 개선, 라이신 시황 개선	주력 제품 MS 하락에 따른 식품 OPM 변동성 심화
	A002270	롯데푸드	617	HMR 매출 성장, 돈육가격 하락	조제분유 매출 부진
	A005610	SPC삼립	1,286	제빵 믹스 개선, GFS의 구조적 성장	최저임금 인상, 정부 규제
식자재유통	A051500	CJ프레시웨이	388	외식 경기 기저, 프레시원 턴어라운드, 송림푸드 확대	최저임금 인상, 글로벌 투자 확대
사료/축산	A036580	팜스코	472	양돈업 계열화, AI 관련 양계사료 매출 기저	돈육가격 하락
	A136490	선진	384	양돈업 계열화	돈육가격 하락
주산업	A006040	동원산업	1,083	견조한 어가, 어획량 회복, 미국 범인세 감세	원화강세
가공식품	A271560	오리온	4,191	사드 기저, 고복침 효과, 베트남/러시아 고성장	중국 제과 시장 정체
	A007310	오뚜기	2,674	주력 제품 ASP 상승(라면/즉석밥/참치캔)	라면 MS 상승 둔화
	A004370	농심	1,962	미국 사업 고성장	국내 라면 ASP 상승 모멘텀 약화
	A000080	하이트진로	1,718	필라이트 고성장, 영남권 소주 MS 상승	수입맥주 증가로 레귤러 맥주 매출 감소
	A005300	롯데칠성	1,064	음료 수익성 관리	시장 기대치를 하회하는 맥주 매출
	A049770	동원F&B	880	HMR/유가공 매출 성장, 돈육가격 하락	원어투입단가 상승
	A280360	롯데제과	623	국내 사업 수익성 관리	해외제과 사업 재인수 관련 불확실성
	A267980	매일유업	508	커피음료, 유기농우유 고성장	조제분유 매출 부진

자료: 키움증권 리서치

Part III 업체별 투자전략



CJ제일제당(097950)

BUY (Maintain)

주가(1/15): 378,500원/TP: 500,000원

KOSPI(1/15)	2,503.73pt
시가총액	51,971억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	416,000원 335,000원
최고/최저가 대비 등락률	-9.01% 12.99%
상대수익률	절대 상대
1M	-5.6%
6M	6.3%
12M	5.0% -12.9%
발행주식수	14,504천주
일평균거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	27.9%
배당수익률(17.E)	0.66%
BPS(17.E)	263,407원



◎ 4Q17 OP 연결기준 2,080억원(+33% YoY), 대한통운 제외기준 1,476억원(+43% YoY) 전망

- 식품: 1) 원당투입단가 하락, 2) 셀렉타 편입 효과, 3) 가공식품 매출 고성장(+16% YoY) 및 수익성 관리
- 바이오: 1) 아미노산 ASP 개선(라이신 +2% QoQ, 트립토판 +7% QoQ), 2) 고수익성 제품 비중 확대
- 식품 OP는 전년동기 두 배 이상으로 증가, 바이오는 OPM 두 자릿수 달성 전망

◎ 원화강세와 바이오 수익성 개선 긍정적

- 매입/투입 시점의 래깅을 감안한다면, 1Q18부터 소재 부문의 마진 스프레드에 긍정적
- 외환 관련 영업외손실에 대한 우려도 사라질 것으로 판단
- 바이오는 제품 Mix 개선과 시황 회복으로 올해 분기별 OPM 8~10% 달성 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 50만원

- 올해 식품과 바이오 부문의 수익성 개선 모멘텀 강한 편
- 원화강세 흐름까지 더해지면서, 업종 내에서 실적 개선 폭이 돋보일 것으로 판단

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	129,245	145,633	164,568	179,552	196,261
보고영업이익(억원)	7,514	8,436	8,342	10,222	11,366
핵심영업이익(억원)	7,514	8,436	8,342	10,222	11,366
EBITDA(억원)	12,350	13,749	13,990	16,200	17,635
세전이익(억원)	3,648	5,284	6,974	7,453	8,603
순이익(억원)	2,537	3,535	4,910	5,068	5,850
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	4,310	4,256	4,853
EPS(원)	13,073	19,044	29,733	26,353	29,632
증감율(%)	105.3	45.7	56.1	-11.4	12.4
PER(배)	28.9	18.8	12.7	14.4	12.8
PBR(배)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	9.8	8.7	8.5	7.5	6.8
보고영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.8
핵심영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.8
ROE(%)	4.9	6.2	7.8	7.1	7.3
순부채비율(%)	92.9	93.1	90.8	76.2	70.3

CJ제일제당(097950)

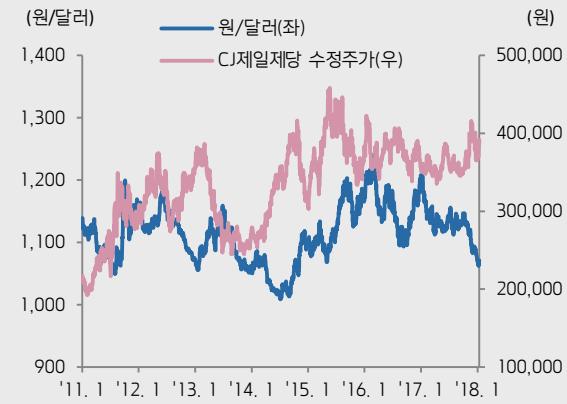
◎ 원화강세, 원당투입단가 하락으로 소재부문 수익성 개선 지속

- CJ제일제당의 연간 곡물 수입액은 약 11억 달러 수준. 최근 원화강세로 투입단가 하락 효과 기대
- 원당의 분기별 투입단가는 약 -30% 정도 하락하는 흐름. 설탕 수익성 개선 흐름 지속
- 셀렉타 편입 효과(연간 OP 400억) 감안하면, 올해 소재 OP는 전년대비 2배로 성장 가능

◎ 가공식품 견조한 수익성 지속 전망

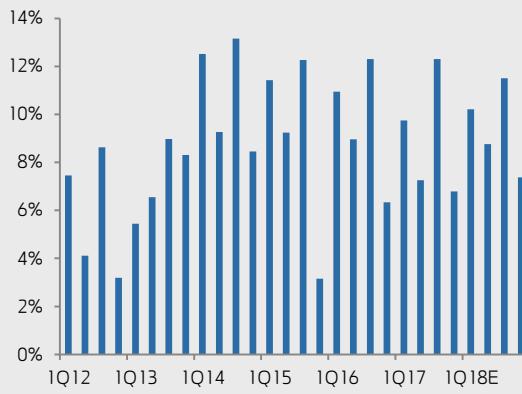
- 작년 하반기부터 1) 판관비 통제, 2) 부진한 SKU 정리 작업 시작
- 올해 상반기는 작년 사드 영향으로 해외부문 수익성의 기저가 낮은 편
- HMR 신제품 중심의 매출 성장 속에, 견조한 수익성 지속할 것으로 판단

원/달러 환율 vs CJ제일제당 주가



자료: Fn Guide

가공식품 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당(097950)

◎ 주요 아미노산 판가 방향성 양호

- 라이신: 수요 계절성 회복, 판가 인상 성공으로 가격 밴드 우상향 중
- 메치오닌: 공급 과잉으로 인한 구조적 판가 하락 마무리
- 트립토판: 수요 강세, 경쟁사 생산 일정 지연으로 판가 강세 시현

◎ 바이오 제품 믹스 개선 지속

- 핵산, 트립토판, 스페셜티 아미노산 등 고수익성 제품 비중 확대 지속
- 핵산은 중국 소비 경기 회복에 힘입어 판매량 두 자릿수 성장을 지속
- 트립토판은 증설 효과로 판매량 확대 중. 발린/알지닌/히스티딘 등 고수익성 신제품 출시 지속 계획

중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind

중국 메치오닌/트립토판 Spot 가격 추이



자료: Wind

CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	3,887	3,909	4,411	4,251	4,361	4,330	4,667	4,597	14,563	16,457	17,955
(YoY)	10.0%	8.3%	19.9%	13.6%	12.2%	10.8%	5.8%	8.2%	12.7%	13.0%	9.1%
식품	1,324	1,182	1,502	1,326	1,547	1,369	1,650	1,406	4,613	5,333	5,972
(YoY)	14.1%	7.1%	20.7%	20.0%	16.8%	15.9%	9.9%	6.0%	11.1%	15.6%	12.0%
소재	541	468	596	555	658	568	644	555	1,870	2,160	2,425
(YoY)	13.3%	-1.0%	24.6%	25.7%	21.5%	21.4%	8.1%	0.0%	4.9%	15.5%	12.3%
가공	782	713	906	771	889	801	1,006	851	2,742	3,173	3,547
(YoY)	14.7%	13.1%	18.3%	16.2%	13.6%	12.3%	11.0%	10.4%	15.8%	15.7%	11.8%
바이오	452	469	511	508	476	467	493	515	1,802	1,940	1,951
(YoY)	5.6%	2.9%	12.0%	10.0%	5.3%	-0.5%	-3.6%	1.4%	3.6%	7.7%	0.5%
헬스케어	123	132	135	148	129	138	142	156	514	538	565
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	12.6%	4.7%	5.0%
생물자원	500	545	527	557	535	583	563	595	2,013	2,128	2,276
(YoY)	2.3%	4.4%	10.1%	6.3%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%	11.5%	5.7%	6.9%
물류	1,595	1,708	1,873	1,836	1,782	1,899	1,956	2,050	6,082	7,012	7,686
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	12.4%	11.7%	11.2%	4.4%	11.6%	20.3%	15.3%	9.6%
대통제외 기준	2,400	2,327	2,675	2,539	2,687	2,557	2,848	2,672	8,941	9,940	10,764
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	13.7%	12.0%	9.9%	6.5%	5.2%	9.7%	11.2%	8.3%
매출총이익	858	813	986	906	997	951	1,089	999	3,288	3,564	4,037
(GPM)	22.1%	20.8%	22.4%	21.3%	22.9%	22.0%	23.3%	21.7%	22.6%	21.7%	22.5%
대통제외 기준	686	627	788	718	808	747	871	793	2,619	2,819	3,220
(GPM)	28.6%	27.0%	29.5%	28.3%	30.1%	29.2%	30.6%	29.7%	29.3%	28.4%	29.9%
판관비	666	649	717	698	739	722	784	770	2,444	2,730	3,015
(판관비율)	17.1%	16.6%	16.3%	16.4%	16.9%	16.7%	16.8%	16.8%	16.8%	16.6%	16.8%
대통제외 기준	542	523	578	570	604	580	632	637	1,994	2,212	2,453
(판관비율)	22.6%	22.5%	21.6%	22.5%	22.5%	22.7%	22.2%	23.8%	22.3%	22.3%	22.8%
영업이익	192	164	269	208	258	230	306	229	844	834	1,022
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	32.6%	34.0%	39.7%	13.5%	10.1%	12.3%	-1.1%	22.5%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	4.9%	5.9%	5.3%	6.6%	5.0%	5.8%	5.1%	5.7%
식품	87	54	150	72	136	103	166	77	352	363	482
(OPM)	6.6%	4.6%	10.0%	5.5%	8.8%	7.5%	10.1%	5.5%	7.6%	6.8%	8.1%
바이오	38	33	42	53	43	37	47	52	142	166	179
(OPM)	8.4%	7.0%	8.2%	10.4%	9.1%	7.9%	9.5%	10.0%	7.9%	8.5%	9.2%
헬스케어	18	18	20	20	19	19	19	21	68	76	78
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	13.5%	14.4%	13.5%	13.6%	13.6%	13.2%	14.1%	13.8%
생물자원	1	-1	-1	2	6	9	7	6	63	1	28
(OPM)	0.3%	-0.2%	-0.2%	0.4%	1.0%	1.5%	1.3%	1.1%	3.1%	0.1%	1.2%
물류	51	62	63	62	57	64	70	75	228	238	265
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.4%	3.2%	3.4%	3.6%	3.6%	3.8%	3.4%	3.4%
대통제외 기준	144	104	210	148	204	167	240	156	625	606	767
(YoY)	-21.2%	-31.6%	13.0%	42.9%	41.4%	60.7%	14.0%	5.7%	6.5%	-2.9%	26.5%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	5.8%	7.6%	6.5%	8.4%	5.8%	7.0%	6.1%	7.1%
세전이익	125	70	364	138	195	160	234	158	528	697	745
당기순이익	91	43	263	93	132	108	159	107	354	491	507
지배주주순이익	82	21	256	71	114	89	138	85	276	431	426
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	38.5%	321.8%	-46.2%	18.7%	45.8%	56.2%	-1.2%

CJ제일제당(097950) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	145,633	164,568	179,552	196,261
매출원가	100,384	112,752	128,929	139,184	151,609
매출총이익	28,860	32,881	35,639	40,369	44,652
판매비율(반관리비)	21,346	24,445	27,297	30,147	33,286
영업이익(보고)	7,514	8,436	8,342	10,222	11,366
영업이익(핵심)	7,514	8,436	8,342	10,222	11,366
영업외이익	-3,866	-3,153	-1,368	-2,769	-2,763
이자수익	146	180	185	185	188
배당금수익	62	66	68	68	69
외화이익	1,202	1,330	1,197	1,197	1,197
이자비용	1,805	1,790	1,907	1,883	1,883
외환손실	2,466	1,917	1,725	1,725	1,725
판계기업지분법손익	213	10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-58	-139	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	209	324	1,143	0	0
기타	-1,369	-1,216	-329	-610	-608
법인세차감전이익	3,648	5,284	6,974	7,453	8,603
법인세비용	1,111	1,748	2,064	2,385	2,753
유조법인세율(%)	30.5%	33.1%	29.6%	32.0%	32.0%
당기순이익	2,537	3,535	4,910	5,068	5,850
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	4,310	4,256	4,853
EBITDA	12,350	13,749	13,990	16,200	17,635
현금수익(Cash Earnings)	7,373	8,848	10,557	11,046	12,119
수정당기순이익	2,431	3,412	4,105	5,068	5,850
증감율(% YoY)					
매출액	10.4	12.7	13.0	9.1	9.3
영업이익(보고)	29.6	12.3	-1.1	22.5	11.2
영업이익(핵심)	29.6	12.3	-1.1	22.5	11.2
EBITDA	20.2	11.3	1.7	15.8	8.9
지배주주지분 당기순이익	105.8	45.8	56.2	-1.2	14.0
EPS	105.3	45.7	56.1	-11.4	12.4
수정순이익	46.1	40.3	20.3	23.5	15.4

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,546	8,001	7,957	8,978	9,824
당기순이익	2,537	3,535	4,910	5,068	5,850
기타상각비	3,945	4,366	4,660	4,953	5,213
무형자산상각비	891	947	988	1,025	1,057
외환손익	602	472	528	528	528
자산처분손익	-1,862	166	0	0	0
지분분수익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	774	-3,586	-2,535	-2,000	-2,228
기타	2,572	2,177	-593	-596	-596
투자활동현금흐름	-6,930	-14,089	-11,325	-16,352	-9,582
투자자산의 처분	813	282	-2,325	-7,352	-132
유형자산의 처분	293	386	0	0	0
유형자산의 취득	-6,735	-8,454	-9,000	-9,000	-9,450
무형자산의 처분	-641	-606	0	0	0
기타	-660	-5,696	0	0	0
재무활동현금흐름	-3,645	7,259	2,990	7,717	425
단기차입금의 증가	-11,962	-8,579	0	0	0
장기차입금의 증가	7,568	16,602	2,486	0	0
자본의 증가	0	0	0	7,358	0
배당금지급	-422	-541	-354	-354	-401
기타	1,171	-222	858	714	827
현금및현금성자산의 순증가	938	1,146	-379	343	667
기초현금및현금성자산	4,360	5,298	6,444	6,065	6,408
기말현금및현금성자산	5,298	6,444	6,065	6,408	7,075
Gross Cash Flow	10,772	11,587	10,492	10,978	12,052
Op Free Cash Flow	3,459	-1,689	-15	1,928	2,320

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40,185	48,807	53,547	57,854	63,014
현금및현금성자산	5,298	6,444	6,065	6,408	7,075
유동금융자산	2,147	3,767	3,867	3,860	3,925
매출채권및유동채권	21,387	25,171	28,443	31,033	33,921
재고자산	10,976	12,802	14,466	15,783	17,252
기타유동금융자산	377	624	705	769	841
비유동자산	97,328	108,855	114,896	125,658	129,323
장기매출채권및기타비유동채권	2,963	3,052	3,449	3,763	4,113
투자자산	8,814	8,781	11,072	18,498	18,633
유형자산	66,902	72,805	77,146	81,193	85,430
무형자산	17,373	23,338	22,350	21,325	20,269
기타비유동자산	1,275	879	879	879	879
자산총계	137,513	157,662	168,442	183,512	192,338
유동부채	43,357	46,992	52,247	54,444	56,897
매입채무및기타유동채무	16,710	20,314	22,955	25,045	27,376
단기차입금	14,407	18,015	18,015	18,015	18,015
유동성장기차입금	11,483	7,733	10,219	10,219	10,219
기타유동부채	758	931	1,059	1,166	1,288
비유동부채	40,303	50,065	51,034	51,835	52,760
장기매입채무및비유동채무	767	853	964	1,052	1,150
사채및장기차입금	31,572	40,875	40,875	40,875	40,875
기타비유동부채	7,964	8,337	9,195	9,909	10,735
부채총계	83,660	97,058	103,281	106,279	109,657
자본금	724	724	725	819	819
주식발행초과금	9,183	9,199	9,199	16,462	16,462
이익잉여금	23,342	25,665	29,776	33,824	38,419
기타자본	-1,819	-1,495	-1,495	-1,495	-1,495
지배주주지분차본총계	31,431	34,094	38,205	49,611	54,206
비자본차본총계	22,421	26,511	26,956	27,621	28,475
자본차본총계	53,852	60,605	65,161	77,232	82,681
순자본금	50,017	56,411	59,175	58,840	58,107
총차입금	57,462	66,622	69,108	69,108	69,108

투자지표

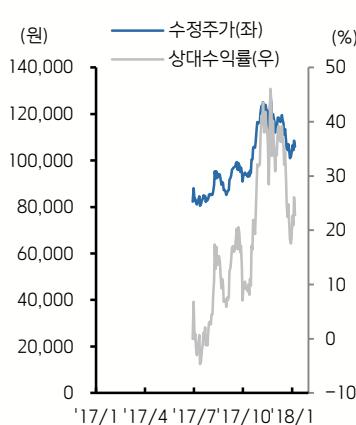
	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당EPS(원)					
EPS	13,073	19,044	29,733	26,353	29,632
BPS	216,981	235,302	263,407	302,944	331,003
주당EBITDA					
85,310	94,899	96,512	100,304	107,688	
CFPS	50,928	61,072	72,833	68,391	74,004
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	28.9	18.8	12.7	14.4	12.8
PBR	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.8	8.7	8.5	7.5	6.8
PCFR	7.4	5.9	5.2	5.5	5.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.8
영업이익률(핵심)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.8
EBITDA margin	9.6	9.4	8.5	9.0	9.0
순이익률	2.0	2.4	3.0	2.8	3.0
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.2	7.8	7.1	7.3
토하자본이익률(ROIC)	5.4	5.5	5.3	6.0	6.4
안정성(%)					
부채비율	155.4	160.1	158.5	137.6	132.6
순자본금비율	92.9	93.1	90.8	76.2	70.3
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.4	5.4	6.0
활동성(%)					
매출채권회전율	6.0	6.3	6.1	6.0	6.0
재고자산회전율	11.9	12.2	12.1	11.9	11.9
매입채무회전율	8.2	7.9	7.6	7.5	7.5

오리온(271560)

BUY (Maintain)

주가(1/15): 109,500원 / TP: 128,000원

KOSPI(1/15)	2,503.73pt
시가총액	43,289억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	127,000원 80,500원
최고/최저가 대비 등락률	-13.78% 36.02%
상대수익률	절대 상대
1M	-6.4% -7.2%
6M	35.2% 30.4%
12M	N/A N/A
발행주식수	39,534천주
일평균거래량(3M)	115천주
외국인 지분율	39.63%
배당수익률(17.E)	0.75%
BPS(17.E)	35,181원



◎ 4Q17 연결기준 OP 607억원(-31% YoY) 전망

- 중국: 1) 사드 영향, 2) 춘절 시차로 매출 -30% 이상 역성장하며, OPM 10% 하회할 것으로 판단
- 한국: 브랜드 로열티 감소에도 불구하고 꼬북칩 신제품 효과로 양호(OPM 13% 전망)
- 베트남: 1) 파이/스낵 신제품, 2) 기존 매대 회전율 증가로, 매출 +15% 성장 전망(현지통화 기준)
- 러시아: 1) 유통법 개정, 2) 초코파이 호조로, 매출 +30% 성장, OPM 20% 이상 달성 전망

◎ 중국 법인 회복 속에 베트남 성장세 돋보일 것

- 중국은 제과 시장 성장을 부진하나, 1) 꼬북칩 등 신제품 출시, 2) 춘절 시차로 올해 매출 1.12조원 달성 전망
- 베트남은 파이/스낵 신제품 출시, 양산빵 시장 침투를 통해, 올해 OP 레벨이 한국 법인의 절반 수준으로 커질 것

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 12.8만원

- 사드 이슈에 따른 중국 사업 부진 마무리. 중국 외 지역의 성장세 점차 주목
- 4분기 중국 실적 우려가 강할 때를 매수 기회로 활용할 필요

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	-	-	11,741	21,594	22,460
보고영업이익(억원)	-	-	1,478	3,082	3,282
핵심영업이익(억원)	-	-	1,478	3,082	3,282
EBITDA(억원)	-	-	2,132	4,161	4,361
세전이익(억원)	-	-	1,439	2,957	3,160
순이익(억원)	-	-	1,088	2,241	2,395
지배주주지분순이익(억원)	-	-	1,072	2,241	2,395
EPS(원)	-	-	2,711	5,670	6,059
증감율(%YoY)	-	-	N/A	109.1	6.9
PER(배)	-	-	38.5	19.3	18.1
PBR(배)	-	-	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	-	-	21.7	11.1	10.2
보고영업이익률(%)	-	-	12.6	14.3	14.6
핵심영업이익률(%)	-	-	12.6	14.3	14.6
ROE(%)	-	-	7.6	14.7	13.9
순부채비율(%)	-	-	29.8	16.8	6.4

오리온(271560)

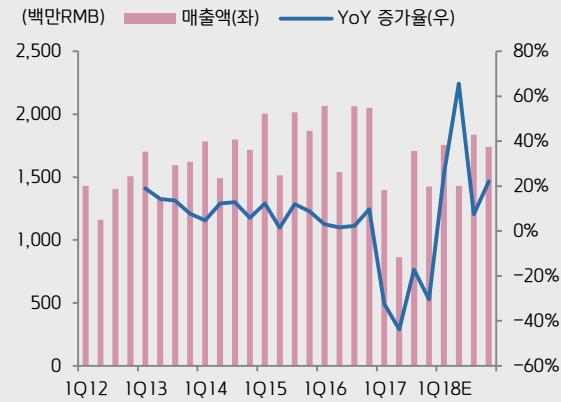
◎ 중국 실적 우려는 대부분 주가에 반영

- 1) 사드 영향, 2) 춘절 시차로 인해 4분기 매출 -30% 이상 예상장 전망. OPM 10% 하회 예상
- 작년 하반기 매출액과 영업이익은 각각 5,278억원, 681억원 수준으로 추산
- 올해 춘절 관련 매출이 두 번 반영되는 점을 감안한다면, OP 1,400~1,500억원은 가시성 높음

◎ 중국 법인의 향후 관전포인트는 신제품 성과

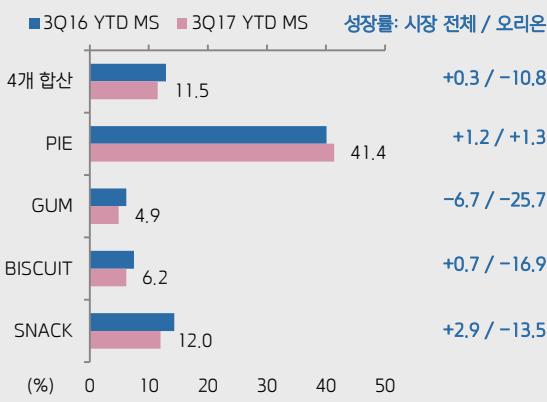
- 중국 제과 시장의 성장률은 여전히 정체
- 오리온은 1) 꼬북칩 등 신제품 20개 출시, 2) TT 채널 확대, 3) 견과류 카테고리 진입을 통해 성장을 꾀하고 있음
- 꼬북칩(연 600억 매출 목표)의 성공 기대감은 비교적 높은 편. 견과류는 시장 성장을 높아서 긍정적(+10% 이상)

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 카테고리별 MS 비교



자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

오리온(271560)

◎ 베트남 법인의 고성장에 주목

- 젊은 인구 비중이 높은 베트남은 제과 시장이 연평균 +7~8% 정도 성장하고 있음
- 오리온은 파이와 스낵을 중심으로 시장 성장률의 두 배 수준 달성 중
- 다크초코파이와 같은 신제품 출시를 통해, 매대 점유율을 끌어 올리고 있는 상황

◎ 한국은 꼬북칩 효과, 러시아는 파이 카테고리 고성장

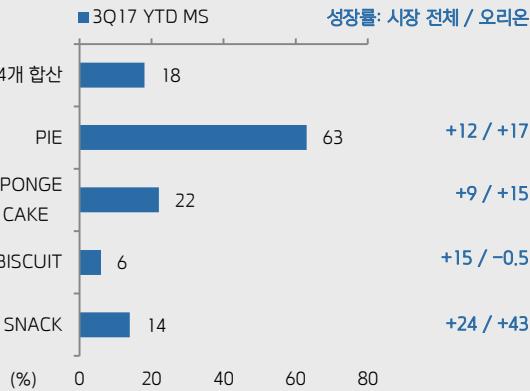
- 한국 법인은 지주회사 전환으로 로열티가 100억원 이상 감소하나, 꼬북칩 신제품 효과로 상쇄 중
- 러시아는 유통법 개정(판매수수료 상한 설정)으로 수익성 개선된 가운데, 초코파이 브랜드 고성장 중
- 현재 뜨베리 지역에 초코파이 공장 증설 계획 중. 2020년 완공 목표

베트남 내수 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 카테고리별 MS 비교



자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

오리온(271560) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	487.7	383.1	522.1	507.9	559.8	485.2	545.8	568.6	2,291.2	1,900.9	2,159.4
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-15.6%	14.8%	26.6%	4.5%	11.9%	1.2%	-17.0%	13.6%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	182.7	182.6	175.8	172.4	186.1	679.4	699.0	716.8
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	2.2%	5.4%	1.2%	1.8%	1.8%	-4.0%	2.9%	2.6%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	239.1	289.7	236.1	303.0	287.2	1,346.0	904.2	1,116.1
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-31.1%	23.3%	66.8%	4.9%	20.1%	1.0%	-32.8%	23.4%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	62.5	67.9	52.6	54.2	68.4	204.5	223.7	243.1
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	8.1%	9.8%	7.3%	7.6%	9.5%	24.1%	9.4%	8.7%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	23.5	19.5	20.7	22.3	26.8	61.2	80.0	89.4
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	30.0%	10.2%	9.6%	12.6%	14.0%	5.4%	30.6%	11.8%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	0.0	0.0	0.0	-6.0	0.0	0.0	-6.0	-6.0
매출총이익	219.6	180.9	254.3	242.3	275.6	229.6	270.7	280.6	1,145.4	897.1	1,056.5
(GPM)	45.0%	47.2%	48.7%	47.7%	49.2%	47.3%	49.6%	49.3%	50.0%	47.2%	48.9%
판관비	189.9	161.3	175.6	181.6	186.7	176.2	185.4	200.0	834.0	708.5	748.3
(판관비율)	38.9%	42.1%	33.6%	35.8%	33.4%	36.3%	34.0%	35.2%	36.4%	37.3%	34.7%
영업이익	29.7	19.6	78.7	60.7	88.9	53.5	85.3	80.5	311.5	188.6	308.2
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-30.9%	199.4%	173.3%	8.4%	32.7%	-0.8%	-39.4%	63.4%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	11.9%	15.9%	11.0%	15.6%	14.2%	13.6%	9.9%	14.3%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	23.3	23.3	21.2	20.5	24.4	78.7	84.3	89.4
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	12.8%	12.7%	12.1%	11.9%	13.1%	11.6%	12.1%	12.5%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	21.3	47.0	20.4	50.7	37.4	198.6	49.0	155.5
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	8.9%	16.2%	8.7%	16.7%	13.0%	14.8%	5.4%	13.9%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	10.8	14.0	7.3	10.2	12.5	26.5	38.5	44.0
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	17.3%	20.6%	13.9%	18.8%	18.3%	13.0%	17.2%	18.1%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	5.3	4.6	4.5	4.7	6.2	7.7	17.4	19.9
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	22.3%	23.5%	21.6%	20.8%	23.0%	12.6%	21.7%	22.2%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	-0.6	-0.6
세전이익			79.6	56.6	84.8	49.3	81.2	76.4			295.7
당기순이익			60.7	42.9	64.3	37.4	61.5	57.9			224.1
지배주주순이익			59.1	42.9	64.3	37.4	61.5	57.9			224.1
(YoY)								4.1%	35.1%		
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-30.4%	25.6%	65.6%	7.5%	22.1%	4.3%	-30.1%	25.4%
베트남(OFV)	12.4%	33.1%	20.3%	15.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	21.5%	18.8%	16.4%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	25.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	12.8%	17.4%	17.0%

오리온(271560) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	-	-	11,741	21,594	22,460
매출원가	-	-	6,102	11,028	11,349
매출총이익	-	-	5,639	10,565	11,111
판매비율(부문별)	-	-	4,161	7,483	7,829
영업이익(보고)	-	-	1,478	3,082	3,282
영업이익(핵심)	-	-	1,478	3,082	3,282
영업외수익	-	-	-39	-125	-122
이자수익	-	-	43	75	78
배당금수익	-	-	0	0	0
외화이익	-	-	40	0	0
이자비용	-	-	118	200	200
외환손실	-	-	21	0	0
판계기업지분법손익	-	-	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	-	-	35	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-	-3	0	0
기타	-	-	-13	0	0
법인세차감전이익	-	-	1,439	2,957	3,160
법인세비용	-	-	350	716	765
유로법인세율(%)	-	-	24.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	-	1,088	2,241	2,395
지배주주지분순이익(억원)	-	-	1,072	2,241	2,395
EBITDA	-	-	2,132	4,161	4,361
현금순이익(Cash Earnings)	-	-	1,742	3,320	3,474
수정당기순이익	-	-	1,065	2,241	2,395
증감율(% YoY)	-	-			
매출액	-	-	N/A	83.9	4.0
영업이익(보고)	-	-	N/A	108.5	6.5
영업이익(핵심)	-	-	N/A	108.5	6.5
EBITDA	-	-	N/A	95.2	4.8
지배주주지분 당기순이익	-	-	N/A	109.1	6.9
EPS	-	-	N/A	109.1	6.9
수정순이익	-	-	N/A	110.5	6.9

현금흐름표

(단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-	-	-	3,317	3,414
당기순이익	-	-	-	2,241	2,395
기타상각비	-	-	-	1,052	1,052
무형자산상각비	-	-	-	27	27
외환손익	-	-	-	0	0
자산처분손익	-	-	-	0	0
지분법손익	-	-	-	0	0
영업활동자산부채 증감	-	-	-	-4	-60
기타	-	-	-	0	0
투자활동현금흐름	-	-	-	-1,598	-1,732
투자자산의 처분	-	-	-	4	-50
유형자산의 처분	-	-	-	0	0
유형자산의 취득	-	-	-	-1,600	-1,680
무형자산의 처분	-	-	-	0	0
기타	-	-	-	-2	-2
재무활동현금흐름	-	-	-	-1,910	-172
단기차입금의 증가	-	-	-	0	0
장기차입금의 증가	-	-	-	-1,723	0
자본의 증가	-	-	-	0	0
배당금지급	-	-	-	-316	-316
기타	-	-	-	130	144
현금및현금성자산의 순증가	-	-	-	-191	1,510
기초현금및현금성자산	-	-	-	1,476	1,285
기말현금및현금성자산	-	-	-	1,285	2,795
Gross Cash Flow	-	-	-	3,320	3,474
Op Free Cash Flow	-	-	-	1,812	1,827

재무상태표

(단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	-	-	6,041	5,876	7,570
현금및현금성자산	-	-	1,476	1,285	2,795
유동금융자산	-	-	1,256	1,252	1,303
매출채권및유동채권	-	-	1,894	1,911	1,988
재고자산	-	-	1,381	1,393	1,449
기타유동비금융자산	-	-	33	35	36
비유동자산	-	-	18,269	18,796	19,419
장기매출채권및기타비유동채권	-	-	493	497	517
투자자산	-	-	218	218	218
유형자산	-	-	17,227	17,775	18,403
무형자산	-	-	289	262	235
기타비유동자산	-	-	41	43	45
자산총계	-	-	24,310	24,672	26,989
유동부채	-	-	6,375	4,682	4,775
매입채무및기타유동채무	-	-	2,135	2,159	2,246
단기차입금	-	-	1,348	1,348	1,348
유동성장기차입금	-	-	2,725	1,002	1,002
기타유동부채	-	-	167	173	180
비유동부채	-	-	3,626	3,756	3,900
장기매입채무및비유동채무	-	-	0	0	0
사채및장기차입금	-	-	2,921	2,921	2,921
기타비유동부채	-	-	704	834	978
부채총계	-	-	10,000	8,437	8,675
자본금	-	-	198	198	198
주식발행초과금	-	-	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	-	1,083	3,017	5,104
기타자본	-	-	6,646	6,646	6,646
지배주주지분차본총계	-	-	13,908	15,842	17,929
비지배주주지분차본총계	-	-	401	392	384
자본총계	-	-	14,309	16,235	18,314
순자본금	-	-	4,262	2,734	1,173
총차입금	-	-	6,994	5,271	5,271

투자지표

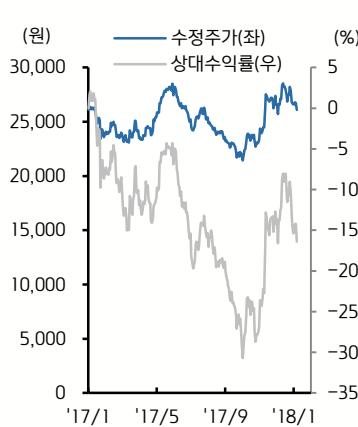
(단위: 원, 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당기포(원)					
EPS	-	-	2,711	5,670	6,059
BPS	-	-	35,181	40,074	45,352
주당EBITDA	-	-	5,394	10,526	11,032
CFPS	-	-	4,408	8,399	8,789
DPS	-	-	800	800	800
주가배수(배)					
PER	-	-	38.5	19.3	18.1
PBR	-	-	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	-	-	21.7	11.1	10.2
PCFR	-	-	23.7	13.0	12.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-	-	12.6	14.3	14.6
영업이익률(핵심)	-	-	12.6	14.3	14.6
EBITDA margin	-	-	18.2	19.3	19.4
순이익률	-	-	9.3	10.4	10.7
자기자본이익률(ROE)	-	-	7.6	14.7	13.9
투하자본이익률(ROIC)	-	-	5.9	12.1	12.5
안정성(%)					
부채비율	-	-	69.9	52.0	47.4
순자본금비율	-	-	29.8	16.8	6.4
이자보상배율(배)	-	-	12.5	15.4	16.4
활동성(배)	-	-			
매출채권회전율	-	-	6.2	11.4	11.5
재고자산회전율	-	-	8.5	15.6	15.8
매입채무회전율	-	-	5.5	10.1	10.2

대상(001680)

BUY (Maintain)

주가(1/15): 25,450원/TP: 31,000원

KOSPI(1/15)	2,503.73pt
시가총액	8,994억원
52주 주가동향	최고가 28,550원 최저가 21,450원 최고/최저가 대비 등락률 -10.86% 18.65%
상대수익률	절대 상대 1M -10.2% -11.0% 6M 4.5% 0.8% 12M -3.6% -20.0%
발행주식수	36,018천주
일평균거래량(3M)	219천주
외국인 지분율	10.34%
배당수익률(17.E)	1.57%
BPS(17.E)	25,014원



◎ 4Q17 연결기준 OP 137억원(+50% YoY) 전망

- 1) 증가집 BI 교체비용 기저, 2) 라이신 시황 개선으로 별도기준 OP +58억원 증익 전망
- 자회사는 PT미원 인도네시아 전분당 공장의 초기 고정비 부담으로 전년동기 대비 소폭 감익 전망

◎ 소재 부문 중심의 실적 개선 전망

- 최근 중국 라이신 시황 개선 흐름. 별도기준 소재 부문의 수익성 개선에 긍정적
- 인도네시아 전분당은 10월부터 full 가동 중. 올해 중에 분기별 흑자전환도 가능할 것으로 판단

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 3.1만원

- 올해 라이신과 인도네시아 전분당 사업 중심으로 수익성 개선 전망
- 추가적인 원화강세 흐름 지속 시, 동사의 실적 개선 모멘텀 부각될 것으로 판단

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	26,350	28,550	30,038	31,122	32,183
보고영업이익(억원)	1,099	1,111	1,052	1,210	1,353
핵심영업이익(억원)	1,099	1,111	1,052	1,210	1,353
EBITDA(억원)	1,775	1,875	1,839	1,998	2,144
세전이익(억원)	777	819	871	1,031	1,144
순이익(억원)	472	601	650	782	867
지배주주지분순이익(억원)	583	646	669	806	891
EPS(원)	1,694	1,878	1,857	2,237	2,474
증감율(%YoY)	-37.2	10.9	-1.1	20.5	10.6
PER(배)	19.2	14.1	13.7	11.4	10.3
PBR(배)	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	7.4	7.3	7.3	6.4	5.7
보고영업이익률(%)	4.2	3.9	3.5	3.9	4.2
핵심영업이익률(%)	4.2	3.9	3.5	3.9	4.2
ROE(%)	5.9	7.1	7.3	8.2	8.5
순부채비율(%)	46.4	58.1	50.9	42.1	33.5

대상(001680)

◎ 중국 라이신 시황 개선 흐름은 동사의 소재 사업부에 긍정적

- 동사의 연간 라이신 매출액은 약 2,000억원 수준. 주로 유럽과 동남아시아로 수출 중
- 중국 라이신 시황은 개선 흐름. 수요 계절성 회복하고, 판가 인상 성공하고 있음
- 중국 시황과 유럽 시황은 비교적 밀접한 편. 중국 생산량의 12~15%가 유럽으로 수출되기 때문
- 따라서, 동사의 소재 사업부도 올해 수익성 개선 흐름 보일 전망

중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind

대상 별도기준 소재 OP 추이 및 전망



자료: 대상, 키움증권 리서치

대상(001680)

◎ 인도네시아 전분당 Capa 조기 안정화 기대

- 대상 자회사 PT미원 인도네시아의 전분당 매출은 예상 보다 빠르게 증가하고 있음
- 기존 PT미원 법인의 영업력 기반으로 조기에 안정화 될 것으로 기대
- 10월부터 실질적으로 full capa 가동 중. 수율 안정화 되면, 수익성이 더욱 개선될 전망
- 올해부터 분기별로 일부 흑자 가능할 것으로 판단. 2019년에 OPM 10% 달성 기대

PT미원 인도네시아 전분당 매출액 추이 및 전망



자료: 대상, 키움증권 리서치

대상 영업이익 추이 및 전망



자료: 대상, 키움증권 리서치

대상(001680) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	714.2	724.1	819.3	746.2	747.2	754.4	839.6	771.0	2,855.0	3,003.8	3,112.2
(YoY)	4.4%	1.9%	9.1%	5.2%	4.6%	4.2%	2.5%	3.3%	8.3%	5.2%	3.6%
별도기준	531.0	532.0	609.1	524.3	543.8	544.6	626.4	540.5	1,852.7	2,196.4	2,255.2
(YoY)	19.0%	16.5%	22.7%	15.6%	2.4%	2.4%	2.8%	3.1%	12.4%	18.6%	2.7%
식품	365.4	360.4	437.5	353.7	379.5	376.0	454.5	367.4	1,185.6	1,516.9	1,577.4
(YoY)	24.8%	27.6%	33.9%	24.6%	3.9%	4.3%	3.9%	3.9%	2.1%	27.9%	4.0%
소재	165.6	171.6	171.7	170.6	164.2	168.5	171.9	173.1	667.1	679.5	677.8
(YoY)	7.9%	-1.6%	1.2%	0.6%	-0.8%	-1.8%	0.1%	1.5%	36.9%	1.8%	-0.2%
대상F&F									281.2		
(YoY)									14.2%		
대상베스트코	131.5	145.4	156.4	137.2	139.3	154.1	165.8	145.5	488.0	570.4	604.7
(YoY)	15.3%	13.0%	29.0%	10.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-4.4%	16.9%	6.0%
PT미원 인도네시아	35.9	36.9	43.9	48.5	53.8	51.5	52.9	52.5	125.4	165.2	210.7
(YoY)	9.9%	14.8%	45.3%	59.5%	50.0%	39.5%	20.5%	8.3%	-4.8%	31.7%	27.6%
MSG 및 기타	34.3	29.8	29.5	28.5	31.3	27.7	27.9	27.5	125.4	122.0	114.4
(YoY)	5.0%	-7.4%	-2.4%	-6.3%	-8.6%	-6.8%	-5.4%	-3.5%	-4.8%	-2.7%	-6.2%
전분당	1.6	7.1	14.4	20.0	22.5	23.8	25.0	25.0	43.2	96.3	
(YoY)					1301.0%	232.7%	73.3%	25.0%		123.0%	
미원 베트남	19.9	19.8	15.9	17.2	18.4	18.7	15.0	16.5	78.9	72.8	68.7
(YoY)	-10.7%	-4.5%	-5.8%	-9.9%	-7.5%	-5.4%	-5.6%	-3.6%	-9.1%	-7.8%	-5.6%
매출총이익	190.8	195.2	221.5	198.1	198.1	207.0	229.5	210.3	775.7	805.6	844.9
(GPM)	26.7%	27.0%	27.0%	26.5%	26.5%	27.4%	27.3%	27.3%	27.2%	26.8%	27.1%
판관비	161.9	171.3	182.8	184.4	166.3	179.3	188.3	190.0	664.6	700.4	723.9
(판관비율)	22.7%	23.7%	22.3%	24.7%	22.3%	23.8%	22.4%	24.6%	23.3%	23.3%	23.3%
영업이익	28.9	23.9	38.7	13.7	31.8	27.7	41.2	20.3	111.1	105.2	121.0
(YoY)	-10.7%	-27.6%	6.1%	49.6%	9.9%	15.8%	6.4%	48.6%	1.1%	-5.3%	15.0%
(OPM)	4.0%	3.3%	4.7%	1.8%	4.3%	3.7%	4.9%	2.6%	3.9%	3.5%	3.9%
별도기준	27.1	24.7	38.9	16.1	30.7	26.0	40.0	18.1	100.3	106.7	114.7
(OPM)	5.1%	4.6%	6.4%	3.1%	5.6%	4.8%	6.4%	3.4%	5.4%	4.9%	5.1%
식품	15.0	8.7	25.8	2.3	17.3	8.5	25.7	3.1	46.4	51.8	54.7
(OPM)	4.1%	2.4%	5.9%	0.6%	4.6%	2.3%	5.7%	0.8%	3.9%	3.4%	3.5%
소재	12.1	15.9	13.0	13.8	13.4	17.5	14.2	15.0	53.9	54.9	60.1
(OPM)	7.3%	9.3%	7.6%	8.1%	8.1%	10.4%	8.3%	8.7%	8.1%	8.1%	8.9%
세전이익	30.3	17.8	32.5	6.5	27.4	23.2	36.8	15.7	81.9	87.1	103.1
당기순이익	23.5	12.1	24.4	5.0	20.8	17.6	27.9	11.9	60.1	65.0	78.2
지배주주순이익	24.3	12.5	24.5	5.6	21.4	18.2	28.5	12.5	64.6	66.9	80.6
(YoY)	8.9%	-37.6%	-17.6%	흑전	-12.2%	45.7%	16.4%	123.7%	10.9%	3.5%	20.5%

대상(001680) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,350	28,550	30,038	31,122	32,183
매출원가	18,953	20,793	21,982	22,673	23,289
매출총이익	7,397	7,757	8,056	8,449	8,894
판매비율(반관리비)	6,299	6,646	7,004	7,239	7,541
영업이익(보고)	1,099	1,111	1,052	1,210	1,353
영업이익(핵심)	1,099	1,111	1,052	1,210	1,353
영업외이익	-322	-292	-181	-178	-209
이자수익	99	93	76	76	79
법인세비용	2	2	2	2	2
외화이익	170	225	0	0	0
이자비용	252	292	293	290	322
외환손실	242	265	0	0	0
판계기업지분법손익	43	69	65	65	65
투자및기타자산처분손익	-17	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-73	-35	0	0	0
기타	-52	-83	-30	-31	-32
법인세차감전이익	777	819	871	1,031	1,144
법인세비용	305	218	221	250	277
유조법인세율 (%)	39.3%	26.6%	25.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	472	601	650	782	867
지배주주지분순이익(억원)	583	646	669	806	891
EBITDA	1,775	1,875	1,839	1,998	2,144
현금수익(Cash Earnings)	1,148	1,365	1,438	1,570	1,658
수정당기순이익	526	630	650	782	867
증감율(% YoY)					
매출액	1.8	8.3	5.2	3.6	3.4
영업이익(보고)	-21.7	1.1	-5.3	15.0	11.8
영업이익(핵심)	-21.7	1.1	-5.3	15.0	11.8
EBITDA	-12.7	5.6	-1.9	8.6	7.3
지배주주지분 당기순이익	-37.2	10.9	3.5	20.5	10.6
EPS	-37.2	10.9	-1.1	20.5	10.6
수정순이익	-44.0	19.8	3.2	20.2	10.9

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	924	548	1,206	1,388	1,481
당기순이익	472	601	650	782	867
기타상각비	624	712	735	736	739
무형자산상각비	52	52	53	53	52
외환손익	-35	67	0	0	0
자산처분손익	25	22	0	0	0
지분법손익	-43	-28	-65	-65	-65
영업활동자산부채 증감	-608	-988	-165	-115	-110
기타	436	109	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-1,875	-2,203	-908	-888	-909
투자자산의 처분	8	-1,034	-158	-115	-113
유형자산의 처분	8	34	0	0	0
유형자산의 취득	-1,849	-1,172	-750	-773	-796
무형자산의 처분	-42	-29	0	0	0
기타	0	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	1,946	967	-665	-769	839
단기차입금의 증가	20	-1,655	-500	0	-259
장기차입금의 증가	1,974	2,760	-101	-700	1,169
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-108	-144	-144	-144	-144
기타	60	6	80	76	73
현금및현금성자산의 순증가	976	-695	-367	-269	1,411
기초현금및현금성자산	1,560	2,537	1,842	1,475	1,206
기말현금및현금성자산	2,537	1,842	1,475	1,206	2,617
Gross Cash Flow	1,532	1,536	1,371	1,503	1,591
Op Free Cash Flow	-1,155	-610	658	817	910

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,019	10,865	10,967	11,041	12,788
현금및현금성자산	2,537	1,842	1,475	1,206	2,617
유동금융자산	1,908	2,692	2,832	2,934	3,034
매출채권및유동채권	2,726	3,392	3,569	3,698	3,824
재고자산	2,849	2,939	3,092	3,203	3,313
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,027	12,220	12,293	12,375	12,477
장기매출채권및기타비유동채권	268	478	503	521	538
투자자산	1,361	1,419	1,504	1,584	1,664
유형자산	8,016	8,541	8,556	8,593	8,650
무형자산	1,131	1,395	1,342	1,289	1,237
기타비유동자산	251	388	388	388	388
자산총계	21,046	23,085	23,260	23,416	25,265
유동부채	7,985	7,147	6,732	6,871	7,920
매입채무및기타유동채무	3,032	3,192	3,358	3,480	3,598
단기차입금	2,742	3,090	2,590	2,590	2,331
유동성장기차입금	1,950	633	532	532	1,701
기타유동부채	261	233	252	270	290
비유동부채	4,875	7,264	7,349	6,729	6,805
장기매입채무및비유동채무	94	95	100	104	107
사채및장기차입금	3,549	5,854	5,854	5,154	5,154
기타비유동부채	1,232	1,316	1,396	1,471	1,544
부채총계	12,861	14,412	14,081	13,600	14,725
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	5,087	5,556	6,084	6,748	7,497
기타자본	1,751	1,831	1,831	1,831	1,831
지배주주지분차본총계	7,934	8,482	9,010	9,674	10,423
지배주주지분차본총계	252	191	169	143	116
자본총계	8,185	8,673	9,179	9,816	10,539
순자입금	3,797	5,043	4,669	4,135	3,534
총자입금	8,242	9,576	8,975	8,275	9,185

투자지표

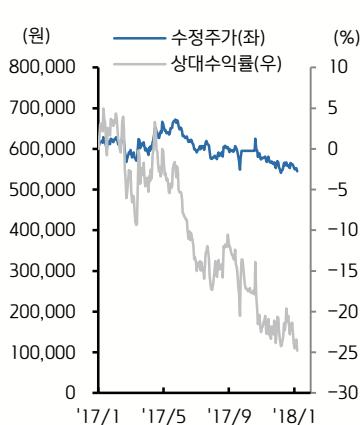
	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당기포(원)					
EPS	1,694	1,878	1,857	2,237	2,474
BPS	22,027	23,549	25,014	26,858	28,938
주당EBITDA	5,158	5,449	5,106	5,547	5,952
CFPS	3,337	3,967	3,991	4,360	4,604
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	19.2	14.1	13.7	11.4	10.3
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.4	7.3	7.3	6.4	5.7
PCFR	9.8	6.7	6.4	5.8	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	3.9	3.5	3.9	4.2
영업이익률(핵심)	4.2	3.9	3.5	3.9	4.2
EBITDA margin	6.7	6.6	6.1	6.4	6.7
순이익률	1.8	2.1	2.2	2.5	2.7
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.1	7.3	8.2	8.5
토하자본이익률(ROIC)	6.7	7.2	6.5	7.5	8.3
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.2	153.4	138.5	139.7
순자자금비율	46.4	58.1	50.9	42.1	33.5
이자보상배율(배)	4.4	3.8	3.6	4.2	4.2
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.3	8.6	8.6	8.6
재고자산회전율	10.0	9.9	10.0	9.9	9.9
매입채무회전율	9.3	9.2	9.2	9.1	9.1

롯데푸드(002270)

BUY (Maintain)

주가(1/15): 549,000원/TP: 740,000원

KOSPI(1/15)	2,503.73pt
시가총액	6,214억원
52주 주가동향	최고가 672,311원 최저가 541,000원
최고/최저가 대비 등락률	-18.34% 1.48%
상대수익률	절대 상대
1M	-0.9% -1.8%
6M	-8.8% -12.0%
12M	-10.5% -25.8%
발행주식수	1,132천주
일평균거래량(3M)	2천주
외국인 지분율	9.40%
배당수익률(17.E)	1.08%
BPS(17.E)	849,869원



◎ 4Q17 별도기준 OP 7억원 전망(-17억 YoY)

- 1) 조제분유 매출 역성장, 2) 델리카 고정비 부담, 3) 육가공 원가 부담으로 수익성 하락 전망
- 다만, 델리카 신공장 가동률은 전분기 대비 개선되는 흐름 가능할 것

◎ 원자료 투입단가 하락과 델리카 수익성 개선 기대

- 원화강세 및 돈육가격 하락으로 유지와 육가공 부문 수익성 개선 기대
- 델리카는 비계열사 편의점 중심으로 외형 성장 목표. 고정비 부담 완화되며 수익성 개선 가능

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 74만원

- 조제분유 매출 부진으로 작년 매분기 OP 역성장 하였으나, 올해 추가적인 악화 가능성은 제한적
- HMR 매출 고성장과 원자료 투입단가 하락으로 실적 및 밸류에이션 정상화 전망
- '18E PER과 PBR은 각각 11.9x, 0.6x로 밸류에이션 레벨도 매력적

투자지표, IFRS별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	17,062	17,624	18,536	19,457	20,443
보고영업이익(억원)	692	798	619	734	820
핵심영업이익(억원)	692	798	619	734	820
EBITDA(억원)	1,170	1,290	1,132	1,255	1,327
세전이익(억원)	626	759	440	690	776
순이익(억원)	503	582	287	523	588
지분법적용순이익(억원)	503	582	287	523	588
EPS(원)	36,711	42,479	21,807	46,191	51,936
증감률(%)	-16.0	15.7	-48.7	111.8	12.4
PER(배)	25.3	15.0	25.4	11.9	10.6
PBR(배)	1.4	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	11.3	7.5	6.2	5.2	4.7
보고영업이익률(%)	4.1	4.5	3.3	3.8	4.0
핵심영업이익률(%)	4.1	4.5	3.3	3.8	4.0
ROE(%)	5.8	6.3	3.0	5.3	5.7
순부채비율(%)	3.0	7.7	8.0	3.6	-0.1

롯데푸드(002270)

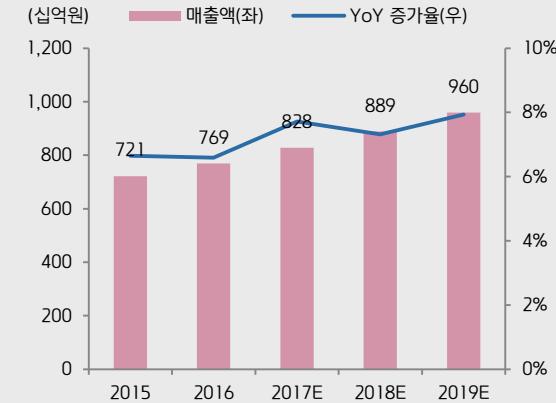
◎ 델리카 중심의 HMR 매출 성장 전망

- 작년 평택 공장 증설 영향으로 매출 고성장에도 수익성 부진
- CVS형 HMR 매출은 분기별로 20% 이상의 성장세 보여주고 있음. 올해부터 고정비 부담 완화 국면 진입
- 델리카 매출 전망: '16년 1,250억 → '17년 1,600억 → '18년 2,000억

◎ 조제분유 매출은 최악의 구간을 지나는 중

- 중국 사드 이슈로 롯데푸드의 중국 분유 수출은 작년에 절반 가까이 감소(작년 매출 200억 언더 추산)
- 2016년 4분기부터 국내 신생아 수 -10% 이상 감소하면서, 내수분유 매출도 작년에 급감
- 다만, 중국 분유 수출은 작년 상반기에 크게 부진하고, 하반기부터 다소 회복되는 흐름
- 국내 월평균 신생아 수도 3만명 수준에서 안정화되고 있어, 올해 내수분유 시장에 추가적인 충격을 줄 가능성은 제한적

유자식품 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

중국향 조제분유 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

롯데푸드(002270)

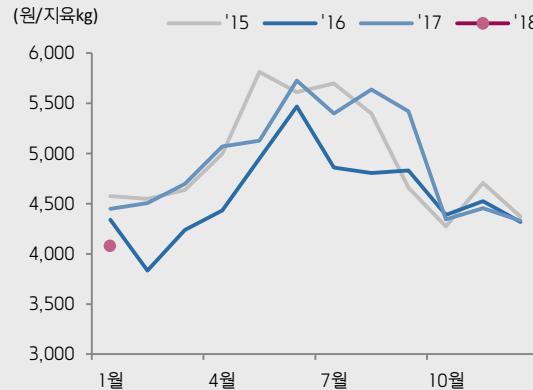
◎ 원재료 투입단가 하락 효과 기대

- 롯데푸드의 연간 유지원유, 돈육 매입액은 각각 2천억원 이상 수준
- 유지원유는 대부분 수입, 돈육은 절반 정도 수입(주로 전자)
- 따라서, 원화강세는 동사의 수익성 개선에 긍정적

◎ 국내 돈육가격도 작년보다 하락할 가능성 높음

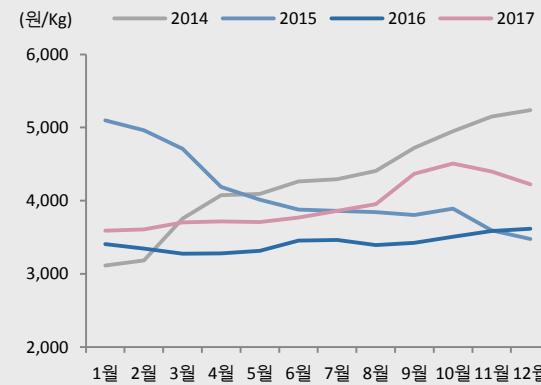
- '16년에 폭염으로 모든 폐사가 많았음. 이로 인해, '17년 도축두수 YoY 증가율 둔화('16년 +4.0%, '17년 +1.7%)
- 그 결과 작년도 돈육 시세가 '16년 대비 강세를 보였음. 탕박, 후지 연평균 가격은 각각 +6%, +15% 상승
- 반면에, 올해는 모든 폐사 영향 해소되고, 돼지사육두수도 전년대비 약 +3~4% 정도 증가하는 흐름
- 따라서, 올해 돈가는 작년보다 하향 안정화 될 가능성이 높음. 롯데푸드의 수익성에 긍정적

국내 탕박 가격 추이



자료: 축산유통종합정보센터(월평균, 등외제외 기준)

국내산 후지 가격 추이



자료: 한국육류유통수출협회(월평균, 일반/냉장 기준)

롯데푸드(002270) 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 실액원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	437.2	476.2	517.6	422.7	465.2	503.4	533.2	443.9	1,762.4	1,853.6	1,945.7
(YoY)	3.4%	5.3%	7.9%	3.7%	6.4%	5.7%	3.0%	5.0%	3.3%	5.2%	5.0%
유지식품	196.5	207.4	218.9	205.5	213.9	225.6	231.7	217.9	769.0	828.3	888.9
(YoY)	5.5%	6.4%	11.8%	7.0%	8.9%	8.7%	5.8%	6.0%	6.6%	7.7%	7.3%
빙과 등	98.5	131.3	144.4	90.7	101.3	135.7	145.4	91.9	458.7	464.9	474.3
(YoY)	0.4%	1.3%	1.8%	1.7%	2.9%	3.3%	0.7%	1.4%	0.3%	1.3%	2.0%
육가공 등	142.2	137.4	154.5	126.5	150.0	142.2	156.1	134.1	534.7	560.7	582.4
(YoY)	2.7%	7.6%	8.8%	0.0%	5.5%	3.5%	1.0%	6.0%	1.4%	4.8%	3.9%
매출총이익	80.1	93.5	109.0	71.2	86.2	102.7	114.3	78.3	360.0	353.8	381.4
(GPM)	18.3%	19.6%	21.1%	16.8%	18.5%	20.4%	21.4%	17.6%	20.4%	19.1%	19.6%
판관비	66.0	73.9	81.5	70.5	70.4	78.3	84.9	74.5	280.2	292.0	308.1
(판관비율)	15.1%	15.5%	15.7%	16.7%	15.1%	15.6%	15.9%	16.8%	15.9%	15.8%	15.8%
영업이익	14.1	19.6	27.5	0.7	15.8	24.4	29.3	3.8	79.8	61.9	73.4
(YoY)	-28.4%	-19.0%	-18.0%	-71.5%	12.0%	24.6%	6.8%	448.2%	15.3%	-22.5%	18.6%
(OPM)	3.2%	4.1%	5.3%	0.2%	3.4%	4.8%	5.5%	0.9%	4.5%	3.3%	3.8%
유지식품	6.7	9.1	11.6	9.1	6.8	13.4	13.7	11.0	40.7	36.5	44.9
(OPM)	3.4%	4.4%	5.3%	4.4%	3.2%	5.9%	5.9%	5.1%	5.3%	4.4%	5.0%
빙과 등	4.0	11.1	13.1	-4.5	3.6	10.6	12.6	-5.0	32.9	23.7	21.8
(OPM)	4.1%	8.4%	9.1%	-5.0%	3.5%	7.8%	8.7%	-5.4%	7.2%	5.1%	4.6%
육가공 등	3.3	-0.5	2.7	-3.9	5.4	0.5	3.0	-2.3	6.3	1.7	6.7
(OPM)	2.3%	-0.4%	1.8%	-3.1%	3.6%	0.3%	1.9%	-1.7%	1.2%	0.3%	1.1%
세전이익	15.3	14.8	14.9	-1.1	18.6	24.9	29.8	-4.3	75.9	44.0	69.0
당기순이익	10.7	11.2	7.5	-0.8	14.1	18.9	22.6	-3.2	58.2	28.7	52.3
(YoY)	-30.1%	-28.0%	-66.9%	-118.2%	31.3%	67.6%	199.6%	305.6%	15.7%	-50.6%	82.1%

롯데푸드 목표주가 변경 내역

EPS(원)	49,063	2018E~19E 평균
Target PER(배)	15	동상 음식료 입증 Target PER 15배 부여
목표주가(원)	740,000	만원 이하 반올림

롯데푸드(002270) 별도기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,062	17,624	18,536	19,457	20,443
매출원가	13,576	14,024	14,998	15,643	16,373
매출총이익	3,486	3,600	3,538	3,814	4,070
판매비밀인반관리비	2,794	2,802	2,920	3,081	3,250
영업이익(보고)	692	798	619	734	820
영업이익(핵심)	692	798	619	734	820
영업외이익	-66	-40	-179	-44	-45
이자수익	10	11	11	11	12
배당금수익	43	27	23	24	25
외화이익	8	34	32	30	29
이자비용	35	23	34	29	29
외환손실	45	10	10	9	9
판계기업지분법손익	-64	-21	-172	-40	-40
투자및기타자산처분손익	-4	-9	0	0	0
금융상품평가및기금이익	38	-22	0	0	0
기타	-17	-27	-30	-31	-33
법인세차감전이익	626	759	440	690	776
법인세비용	124	177	153	167	188
유조법인세율 (%)	19.7%	23.3%	34.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	503	582	287	523	588
지분법적용순이익(억원)	503	582	287	523	588
EBITDA	1,170	1,290	1,132	1,255	1,327
현금순이익(Cash Earnings)	981	1,074	800	1,044	1,095
수정당기순이익	476	605	287	523	588
증감률(%, YoY)					
매출액	4.5	3.3	5.2	5.0	5.1
영업이익(보고)	5.0	15.3	-22.5	18.6	11.8
영업이익(핵심)	5.0	15.3	-22.5	18.6	11.8
EBITDA	4.7	10.2	-12.3	10.9	5.8
지배주주지분 당기순이익	-16.0	15.7	-50.6	82.1	12.4
EPS	-16.0	15.7	-48.7	111.8	12.4
수정순이익	-20.2	27.3	-52.6	82.1	12.4

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,246	898	820	947	990
당기순이익	503	582	287	523	588
기타상각비	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	172	40	40
영업활동자산부채 증감	170	-330	-113	-114	-122
기타	-12	148	-17	-2	-3
투자활동현금흐름	-422	-1,277	-817	-517	-596
투자자산의 처분	-44	-286	283	-17	-81
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	-162	-210	-31
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	-68	-68
기타	-33	-23	33	34	37
현금및현금성자산의 순증가	960	-776	-159	221	362
기초현금및현금성자산	184	1,143	367	208	429
기말현금및현금성자산	1,143	367	208	429	791
Gross Cash Flow	1,076	1,228	933	1,061	1,111
Op Free Cash Flow	765	-263	-296	464	492

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,937	4,633	4,695	5,139	5,740
현금및현금성자산	1,143	367	208	429	791
유동금융자산	134	119	125	132	138
매출채권및유동채권	2,081	2,470	2,598	2,727	2,865
재고자산	1,578	1,678	1,765	1,852	1,946
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,939	8,728	8,885	8,862	8,932
장기매출채권및기타비유동채권	131	76	80	84	88
투자자산	2,227	2,476	2,041	2,035	2,093
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	13,581	14,001	14,672
유동부채	2,293	2,826	2,715	2,642	2,752
매입채무및기타유동채무	1,525	1,832	1,927	2,023	2,126
단기차입금	340	350	350	350	350
유동성장기차입금	352	500	287	111	111
기타유동부채	77	144	151	158	165
비유동부채	1,657	1,109	1,246	1,285	1,326
장기매입채무및비유동채무	101	82	86	90	95
사채및장기차입금	851	362	462	462	462
기타비유동부채	705	665	698	732	769
부채총계	3,950	3,935	3,961	3,926	4,078
자본금	68	68	57	57	57
주식발행초과금	725	725	725	725	725
이익잉여금	7,455	7,971	8,176	8,631	9,151
기타자본	677	661	661	661	661
자본총계	8,926	9,426	9,619	10,074	10,594
지분법적용자본총계	8,926	9,426	9,619	10,074	10,594
순자금	265	726	766	363	-6
총차입금	1,543	1,212	1,099	923	923

투자지표

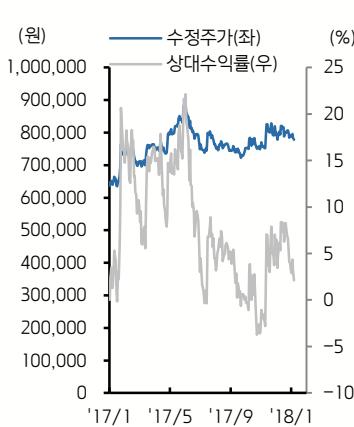
	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당기포(원)					
EPS	36,711	42,479	21,807	46,191	51,936
BPS	651,806	688,335	849,869	890,060	935,996
주당EBITDA	85,472	94,223	85,948	110,862	117,274
CFPS	71,632	78,408	60,763	92,246	96,747
DPS	4,780	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	25.3	15.0	25.4	11.9	10.6
PBR	1.4	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.3	7.5	6.2	5.2	4.7
PCFR	13.0	8.1	9.1	6.0	5.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	4.5	3.3	3.8	4.0
영업이익률(핵심)	4.1	4.5	3.3	3.8	4.0
EBITDA margin	6.9	7.3	6.1	6.4	6.5
순이익률	2.9	3.3	1.5	2.7	2.9
자기자본이익률(ROE)	5.8	6.34	3.0	5.3	5.7
투하자본이익률(ROIC)	7.5	8.0	4.8	6.4	7.0
안정성(%)					
부채비율	44.3	41.7	41.2	39.0	38.5
순자금비율	3.0	7.7	8.0	3.6	-0.1
이자보상배율(배)	19.5	35.4	18.2	25.6	28.7
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	7.7	7.3	7.3	7.3
재고자산회전율	9.9	10.8	10.8	10.8	10.8
매입채무회전율	11.4	10.5	9.9	9.9	9.9

오뚜기(007310)

BUY(Maintain)

주가(1/15): 778,000원/TP: 950,000원

KOSPI(1/15)	2,503.73pt
시가총액	26,763억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	885,000원 635,000원
최고/최저가 대비 등락률	-12.09% 22.52%
상대수익률	절대 상대
1M	-5.2%
6M	4.1%
12M	19.9% -0.6%
발행주식수	3,440천주
일평균거래량(3M)	5천주
외국인 지분율	18.14%
배당수익률(17.E)	0.87%
BPS(17.E)	332,598원



◎ 4Q17 연결기준 OP 254억원 전망(+20% YoY)

- 1) 주요 제품 가격인상(참치캔/즉석밥), 2) 라면 수익성 기저효과(진짬뽕 영향)로 OPM 개선 전망
- 진라면 등 주요 제품의 할인 판매도 전체적으로 완화되는 흐름

◎ 가격경쟁력 바탕으로 안정적 성장 지속

- 다양한 1등 품목(레토르트, 소스류 등) 바탕으로, 식품 시장 내 가격경쟁력 확보
- 최근 주요 제품 판가 인상을 통해, 전사 수익성 제고하는 중
- 라면에 이어 냉동식품과 같은 HMR 매출 확대로 안정적 성장 전망(냉동피자, 오뚜기밥 등)

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 95만원

- 라면/참치캔/즉석밥 등 주요 카테고리의 수익성 개선 도모 중
- 주요 경쟁사의 강한 판촉과 동사의 공격적인 가격 정책이 완화되고 있는 점이 긍정적

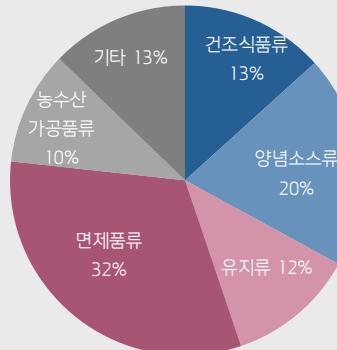
투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	18,831	20,107	21,179	22,252	23,250
보고영업이익(억원)	1,334	1,425	1,413	1,683	1,823
핵심영업이익(억원)	1,334	1,425	1,413	1,683	1,823
EBITDA(억원)	1,692	1,848	1,883	2,193	2,373
세전이익(억원)	1,429	1,834	1,801	1,921	2,063
순이익(억원)	1,049	1,380	1,385	1,456	1,564
지배주주지분순이익(억원)	1,045	1,375	1,377	1,456	1,564
EPS(원)	30.365	39.977	40.018	42.325	45.454
증감율(%YoY)	11.4	31.7	0.1	5.8	7.4
PER(배)	40.3	16.6	19.4	18.4	17.1
PBR(배)	4.5	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	24.1	11.3	12.9	10.7	9.6
보고영업이익률(%)	7.1	7.1	6.7	7.6	7.8
핵심영업이익률(%)	7.1	7.1	6.7	7.6	7.8
ROE(%)	11.8	13.9	12.7	12.0	11.7
순부채비율(%)	-17.0	-19.5	-22.6	-25.7	-28.9

오뚜기(007310)

◎ 주요 품목 판가 인상을 통한 수익성 제고 기대

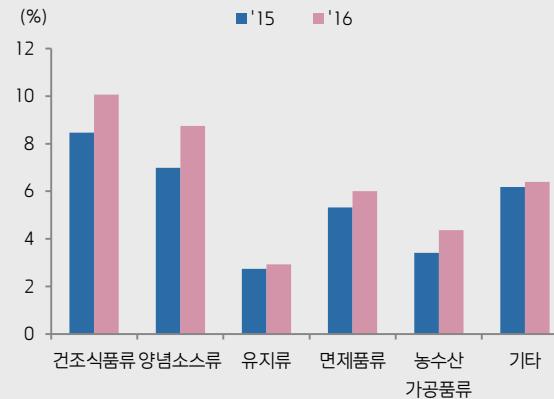
- 오뚜기는 레토르트, 소스류 등의 시장 지위 바탕으로 식품 부문 가격 경쟁력 확보한 업체
- 이를 바탕으로 라면, 냉동식품, 즉석밥 등에서 외형 성장을 지속하고 있음
- 작년 3분기부터 참치캔, 즉석밥 판가 인상을 통해 적극적으로 수익성 제고에 나서고 있음
- 또한, 대두유 등의 원재료 투입단가 부담도 원화강세가 진행되면서 점차 줄어드는 추세

품목별 매출 비중



자료: 오뚜기(2016년 연결기준)

품목별 매출액 대비 순이익률 비교



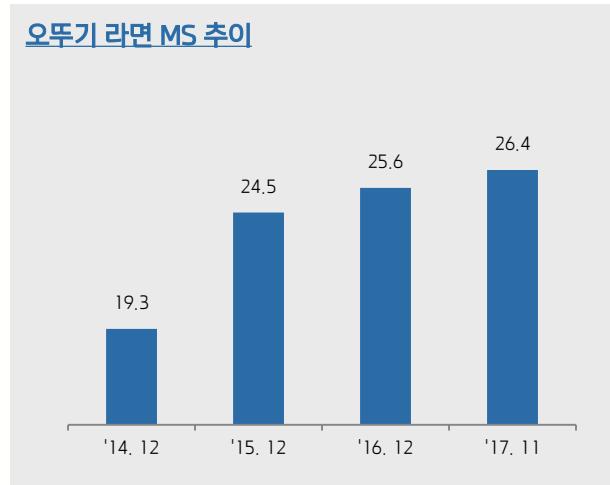
자료: 오뚜기(연결조정 제거 전 기준)

오뚜기(007310)

◎ 라면 카테고리도 점유율 보다 수익성을 중시하고 있는 것으로 판단

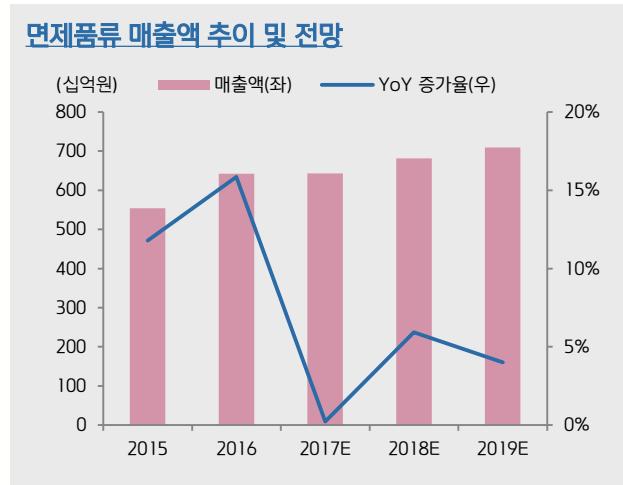
- 2014~15년: 적극적인 가격 전략을 통한 점유율 확대(진라면 중심)
- 2015년말~16년: 신제품 히트를 통한 점유율 확대(진짬뽕 중심)
- 2017~18년: 할인 판매 축소를 통한 원가율 정상화 구간(Q 성장 둔화 / ASP 개선 기대)
- 2017년 수익성 부진 감안 시, 올해도 적극적인 가격 전략 보다는 수익성 정상화에 초점을 맞출 가능성이 높음

오뚜기 라면 MS 추이



자료: 오뚜기 (단위: %, 중량기준)

면제품류 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg

오뚜기(007310) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	531.8	513.4	564.3	508.3	560.6	540.6	586.2	537.7	2,010.7	2,117.9	2,225.2
(YoY)	3.1%	5.2%	9.3%	3.6%	5.4%	5.3%	3.9%	5.8%	6.8%	5.3%	5.1%
건조식품류(카레 및 3분류)	72.1	69.0	69.0	67.9	72.8	69.7	69.7	68.5	267.3	278.0	280.8
(YoY)	8.5%	1.9%	4.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-3.0%	4.0%	1.0%
양념소스류(마요네스 및 케찹소스)	96.5	105.0	107.3	98.9	99.0	107.6	110.0	101.3	395.1	407.7	417.9
(YoY)	4.9%	-0.4%	6.5%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	3.2%	2.5%
유자류(참기름 및 식용유자)	63.0	60.0	65.3	55.2	63.6	60.6	65.3	56.3	238.4	243.5	245.9
(YoY)	3.1%	1.8%	3.4%	0.0%	1.0%	1.0%	0.0%	2.0%	-9.9%	2.1%	1.0%
면제품류(라면 및 당면)	158.4	154.4	171.7	158.9	169.5	165.3	176.8	170.1	642.0	643.4	681.6
(YoY)	-10.7%	1.8%	10.5%	1.0%	7.0%	7.0%	3.0%	7.0%	15.8%	0.2%	5.9%
농수산 가공품류(밥 및 참치)	65.0	61.7	63.8	64.0	72.8	69.1	70.2	73.0	211.1	254.5	285.0
(YoY)	34.2%	15.4%	19.1%	15.0%	12.0%	12.0%	10.0%	14.0%	-4.7%	20.5%	12.0%
기타	76.9	63.3	87.2	63.4	83.0	68.4	94.2	68.5	256.8	290.7	314.0
(YoY)	9.4%	24.7%	12.3%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	41.1%	13.2%	8.0%
매출총이익	114.2	122.5	135.2	124.5	130.9	132.1	142.7	133.3	486.9	496.4	538.9
(GPM)	21.5%	23.9%	24.0%	24.5%	23.4%	24.4%	24.3%	24.8%	24.2%	23.4%	24.2%
판관비	84.2	81.0	90.9	99.1	88.8	84.4	93.1	104.3	344.4	355.2	370.6
(판관비율)	15.8%	15.8%	16.1%	19.5%	15.8%	15.6%	15.9%	19.4%	17.1%	16.8%	16.7%
영입이익	30.0	41.5	44.3	25.4	42.1	47.6	49.5	29.0	142.5	141.3	168.3
(YoY)	-15.7%	2.6%	-2.1%	20.0%	40.5%	14.7%	11.7%	14.3%	6.8%	-0.9%	19.2%
(OPM)	5.6%	8.1%	7.9%	5.0%	7.5%	8.8%	8.5%	5.4%	7.1%	6.7%	7.6%
세전이익	41.2	45.8	62.9	30.1	48.6	53.4	55.3	34.8	183.4	180.1	192.1
당기순이익	32.8	35.7	47.2	22.8	36.8	40.5	41.9	26.4	138.0	138.5	145.6
지배주주순이익	32.4	35.7	46.7	22.8	36.8	40.5	41.9	26.4	137.5	137.7	145.6
(YoY)	-33.8%	38.8%	31.2%	-16.1%	13.6%	13.3%	-10.3%	15.6%	31.7%	0.1%	5.8%

오뚜기(007310) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,831	20,107	21,179	22,252	23,250
매출원가	14,252	15,238	16,215	16,863	17,563
매출총이익	4,579	4,869	4,964	5,389	5,687
판매비율(반관리비)	3,245	3,444	3,552	3,706	3,865
영업이익(보고)	1,334	1,425	1,413	1,683	1,823
영업이익(핵심)	1,334	1,425	1,413	1,683	1,823
영업외이익	94	409	388	238	240
이자수익	53	45	45	48	50
법인세비용	0	0	7	7	7
외화이익	31	38	36	34	32
이자비용	39	33	28	23	23
외환손실	31	32	30	29	27
판계기업지분법손익	85	170	200	200	200
투자및기타자산처분손익	28	161	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-33	60	159	0	0
법인세차감전이익	1,429	1,834	1,801	1,921	2,063
법인세비용	379	454	416	465	499
유조법인세율(%)	26.5%	24.8%	23.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,049	1,380	1,385	1,456	1,564
지배주지분순이익(억원)	1,045	1,375	1,377	1,456	1,564
EBITDA	1,692	1,848	1,883	2,193	2,373
현금순이익(Cash Earnings)	1,407	1,803	1,856	1,966	2,114
수정당기순이익	1,029	1,259	1,385	1,456	1,564
증감율(% YoY)					
매출액	5.7	6.8	5.3	5.1	4.5
영업이익(보고)	15.1	6.8	-0.9	19.2	8.3
영업이익(핵심)	15.1	6.8	-0.9	19.2	8.3
EBITDA	15.4	9.3	1.9	16.4	8.2
지배주지분 당기순이익	11.4	31.7	0.1	5.8	7.4
EPS	11.4	31.7	0.1	5.8	7.4
수정순이익	9.3	22.4	10.0	5.1	7.4

현금흐름표

(단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,115	1,489	1,654	1,760	1,910
당기순이익	1,049	1,380	1,385	1,456	1,564
기타상각비	348	413	459	498	539
무형자산상각비	10	11	12	12	12
외환손익	7	13	-6	-5	-5
자산처분손익	32	175	0	0	0
지분법손익	0	0	-200	-200	-200
영업활동자산부채 증감	-399	-237	-2	2	3
기타	68	-266	5	-1	-2
투자활동현금흐름	-814	-1,334	-983	-1,009	-1,028
투자자산의 처분	-135	-730	-114	-114	-107
유형자산의 처분	51	214	0	0	0
유형자산의 취득	-812	-843	-869	-895	-922
무형자산의 처분	-2	-52	0	0	0
기타	86	77	0	0	0
재무활동현금흐름	-372	-402	-105	-547	-186
단기차입금의 증가	-778	-93	0	0	0
장기차입금의 증가	564	-17	82	-363	0
자본의 증가	0	-3	0	0	0
배당금지급	-135	-177	-229	-229	-229
기타	-22	-112	42	45	43
현금및현금성자산의 순증가	-68	-248	565	204	695
기초현금및현금성자산	1,767	1,699	1,452	2,017	2,221
기말현금및현금성자산	1,699	1,452	2,017	2,221	2,916
Gross Cash Flow	1,513	1,725	1,655	1,759	1,907
Op Free Cash Flow	125	363	687	892	1,014

재무상태표

(단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,784	6,410	7,240	7,708	8,650
현금및현금성자산	1,699	1,452	2,017	2,221	2,916
유동금융자산	1,346	1,924	2,027	2,130	2,225
매출채권및유동채권	1,326	1,483	1,562	1,642	1,715
재고자산	1,404	1,546	1,628	1,711	1,787
기타유동금융자산	9	5	5	5	6
비유동자산	9,059	9,517	10,128	10,732	11,322
장기매출채권및기타비유동채권	10	9	10	10	11
투자자산	2,725	2,749	2,961	3,180	3,398
유형자산	6,150	6,533	6,943	7,340	7,723
무형자산	169	220	208	196	184
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	14,843	15,927	17,368	18,440	19,972
유동부채	3,373	3,761	3,997	4,054	4,202
매입채무및기타유동채무	2,608	2,933	3,089	3,246	3,392
단기차입금	477	479	479	479	479
유동성장기차입금	4	18	100	0	0
기타유동부채	283	331	328	329	331
비유동부채	1,979	1,814	1,863	1,651	1,700
장기매입채무및비유동채무	119	127	134	141	147
사채및장기차입금	951	862	862	599	599
기타비유동부채	909	825	867	912	954
부채총계	5,352	5,575	5,860	5,705	5,902
자본금	172	172	172	172	172
주식발행초과금	78	78	78	78	78
이익잉여금	8,583	9,725	10,874	12,102	13,438
기타자본	601	318	318	318	318
지배주주지분차본총계	9,434	10,292	11,441	12,670	14,005
비자본차본총계	57	60	67	65	64
자본총계	9,491	10,352	11,508	12,735	14,070
순자입금	-1,612	-2,017	-2,603	-3,273	-4,064
순차입금	1,433	1,359	1,441	1,078	1,078

투자지표

(단위: 원, 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당EPS(원)					
EPS	30,365	39,977	40,018	42,325	45,454
BPS	274,241	299,198	332,598	368,305	407,136
주당EBITDA	49,178	53,727	54,744	63,740	68,997
CFPS	40,900	52,416	53,949	57,137	61,460
DPS	5,200	6,800	6,800	6,800	6,800
주가배수(배)					
PER	40.3	16.6	19.4	18.4	17.1
PBR	4.5	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.1	11.3	12.9	10.7	9.6
PCFR	30.0	12.6	14.4	13.6	12.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	7.1	6.7	7.6	7.8
영업이익률(핵심)	7.1	7.1	6.7	7.6	7.8
EBITDA margin	9.0	9.2	8.9	9.9	10.2
순이익률	5.6	6.9	6.5	6.5	6.7
자기자본이익률(ROE)	11.8	13.9	12.7	12.0	11.7
투하자본이익률(ROIC)	17.2	17.4	16.6	18.4	18.9
안정성(%)					
부채비율	56.4	53.9	50.9	44.8	41.9
순자자금비율	-17.0	-19.5	-22.6	-25.7	-28.9
이자보상배율(배)	34.0	43.7	50.3	74.4	80.5
활동성(배)					
매출채권회전율	14.7	14.3	13.9	13.9	13.9
재고자산회전율	14.3	13.6	13.3	13.3	13.3
매입채무회전율	7.3	7.3	7.0	7.0	7.0

하이트진로(000080)

BUY(Initiate)

주가(1/15): 22,900원/TP: 29,000원

KOSPI(1/15)	2,503.73pt
시가총액	16,263억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	27,150원 19,900원
최고/최저가 대비 등락률	-15.65% 15.08%
상대수익률	절대 상대
1M	-4.6% -5.4%
6M	2.9% -0.7%
12M	9.3% -9.3%
발행주식수	71,268천주
일평균거래량(3M)	211천주
외국인 지분율	18.96%
배당수익률(17.E)	3.93%
BPS(17.E)	17,742원



◎ 4Q17 연결기준 OP 298억원 전망(-28% YoY)

- 1) 맥주 가수요 기저, 2) 추석 시차 및 파업 영향으로 매출 및 OP 감소 불가피
- 4분기 필라이트 매출은 250억원 수준 전망. 2017년 연간 매출 613억원 달성 전망

◎ 필라이트 고성장과 생산 합리화 효과 기대

- 작년 4월에 출시한 필라이트의 매출 흐름 긍정적. 올해 매출 1,200억원 수준 전망
- 인력 명예퇴직, 맥주 병라인 축소로 가동률 개선 흐름 기대. 올해 OPM 8% 이상 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 2.9만원

- 필라이트 중심의 발포주 시장 성장, 생산 합리화에 따른 가동률 개선, 영남권 소주 MS 확대 긍정적
- 4분기 감익은 일시적. 올해 상반기 실적 모멘텀은 업종 내에서 돋보일 것으로 판단
- 배당수익률은 3.9% 수준으로 음식료 업종 내에서 상대적으로 높은 편

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	19,075	18,902	19,089	19,676	19,806
보고영업이익(억원)	1,340	1,240	940	1,633	1,650
핵심영업이익(억원)	1,340	1,240	940	1,633	1,650
EBITDA(억원)	2,539	2,427	2,078	2,778	2,800
세전이익(억원)	798	612	584	1,235	1,248
순이익(억원)	534	384	361	815	824
지배주주지분순이익(억원)	533	384	360	815	824
EPS(원)	748	539	506	1,143	1,156
증감율(%YoY)	151.9	-28.0	-6.1	126.1	1.1
PER(배)	31.3	39.2	45.3	20.0	19.8
PBR(배)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	10.3	10.0	12.4	9.2	9.1
보고영업이익률(%)	7.0	6.6	4.9	8.3	8.3
핵심영업이익률(%)	7.0	6.6	4.9	8.3	8.3
ROE(%)	4.0	2.9	2.8	6.4	6.4
순부채비율(%)	72.6	70.9	75.0	73.1	71.4

하이트진로(000080)

◎ 필라이트 신제품 효과로 맥주 매출 반등 전망

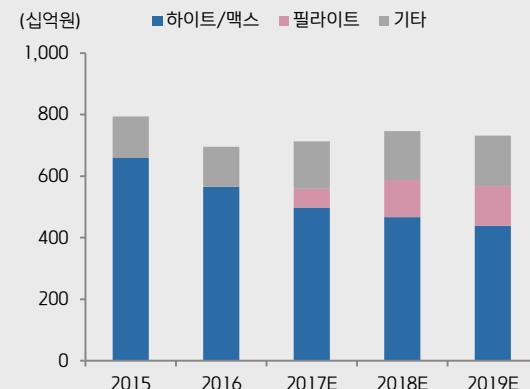
- 작년 4월에 출시한 필라이트 매출 흐름 긍정적. 가격 경쟁력 바탕으로 20대 젊은 세대들에게 어필 중
- 파업 및 비수기 영향에도 불구하고, 4Q17 필라이트 매출액 250억원 전망.
- 레귤러 맥주 -10% 수준의 역성장을 보이고 있으나, 필라이트 신제품 효과를 통해 상쇄 가능(올해 1,200억원 매출 전망)
- 이에 따라, 올해 맥주 매출은 전년대비 +2.6% 증가할 것으로 기대. 레귤러 맥주의 매출 비중도 62%로 축소 전망

필라이트 매출액 추이 및 전망



자료: 하이트진로, 키움증권 리서치

맥주 매출액 추이 및 전망



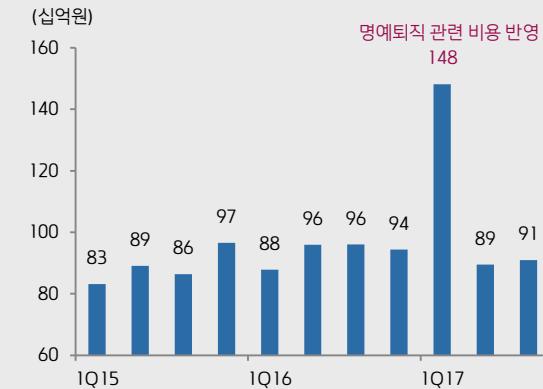
자료: 하이트진로, 키움증권 리서치

하이트진로(000080)

◎ 생산합리화를 통한 전사 수익성 개선 전망

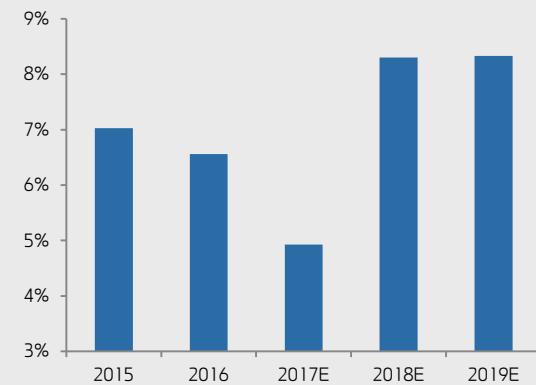
- 작년 1분기 전사적인 인력 명예퇴직 및 맥주 병라인 축소 이후 고정비 부담 축소
- 4Q17은 추석 시차와 파업에 따른 영업일 수 감소로 영업이익 일시적으로 감소할 것
- 다만, 올해 상반기는 1) 인건비 감소, 2) 맥주 가동률 개선을 통해 수익성 개선 폭 커질 전망
- 따라서, 업종 내 실적 개선 모멘텀 돌보일 전망. 배당수익률도 3.9% 수준으로 높은 편

연결기준 인건비 추이



자료: 하이트진로

연결기준 영업이익률 추이 및 전망



자료: 하이트진로, 키움증권 리서치

하이트진로(000080) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	413.4	491.4	528.3	475.9	442.1	513.2	517.0	495.3	1,890.2	1,908.9	1,967.6
(YoY)	1.0%	-1.8%	7.9%	-3.1%	6.9%	4.4%	-2.1%	4.1%	-0.9%	1.0%	3.1%
별도기준	362.3	431.4	469.4	421.3	390.6	453.0	457.9	440.4	1,637.2	1,684.4	1,741.8
(YoY)	2.5%	-0.8%	11.3%	-1.4%	7.8%	5.0%	-2.5%	4.5%	-1.6%	2.9%	3.4%
맥주	126.2	186.1	220.7	180.3	148.5	201.3	214.2	181.8	695.0	713.2	745.8
(YoY)	-4.1%	-2.3%	17.4%	-2.5%	17.7%	8.1%	-2.9%	0.8%	-12.4%	2.6%	4.6%
소주	214.2	225.6	227.3	219.3	220.7	232.4	222.8	237.3	842.3	886.4	913.2
(YoY)	6.0%	4.6%	10.7%	0.0%	3.0%	3.0%	-2.0%	8.2%	5.6%	5.2%	3.0%
기타	21.9	19.8	21.5	21.7	21.5	19.3	20.8	21.3	99.9	84.8	82.8
(YoY)	11.2%	-31.0%	-24.5%	-6.0%	-2.1%	-2.4%	-3.1%	-1.9%	39.0%	-15.0%	-2.4%
매출총이익	159.7	212.8	239.3	192.7	185.0	226.6	232.8	205.3	823.8	804.6	849.7
(GPM)	38.6%	43.3%	45.3%	40.5%	41.9%	44.2%	45.0%	41.5%	43.6%	42.1%	43.2%
판관비	187.1	177.8	182.8	162.9	155.8	183.5	180.6	166.5	699.8	710.5	686.4
(판관비율)	45.3%	36.2%	34.6%	34.2%	35.2%	35.8%	34.9%	33.6%	37.0%	37.2%	34.9%
영업이익	-27.4	35.0	56.6	29.8	29.2	43.1	52.2	38.8	124.0	94.0	163.3
(YoY)	적전	26.7%	103.9%	-28.0%	흑전	23.1%	-7.8%	30.2%	-7.4%	-24.2%	73.7%
(OPM)	-6.6%	7.1%	10.7%	6.3%	6.6%	8.4%	10.1%	7.8%	6.6%	4.9%	8.3%
별도기준	-30.0	34.1	53.9	28.1	26.4	44.0	48.2	38.6	117.9	86.1	157.2
(YoY)	적전	24.7%	115.4%	-29.4%	흑전	29.3%	-10.6%	37.3%	-4.7%	-27.0%	82.6%
(OPM)	-8.3%	7.9%	11.5%	6.7%	6.8%	9.7%	10.5%	8.8%	7.2%	5.1%	9.0%
세전이익	-27.4	22.9	43.5	19.5	19.5	33.0	42.0	29.0	61.2	58.4	123.5
당기순이익	-21.2	13.9	30.6	12.8	12.8	21.8	27.7	19.1	38.4	36.1	81.5
지배주주순이익	-21.2	13.9	30.6	12.8	12.8	21.8	27.7	19.1	38.4	36.0	81.5
(YoY)	-447.2%	37.0%	267.0%	-7.2%	흑전	57.1%	-9.2%	49.0%	-28.0%	-6.1%	126.1%

하이트진로 목표주가 산출 내역

EBITDA(십억원)	279	2018E~19E 평균
Target EV/EBITDA(배)	10.8	글로벌 Peer 대비 15% 할인 적용(AB Inbev, Heineken, Asahi, Kirin)
순차입금(십억원)	935	2018E~19E 평균
목표 시가총액(십억원)	2,077	
총 발행주식수(백만주)	71	
목표주가(원)	29,000	천원 이하 반올림

하이트진로(000080) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	19,075	18,902	19,089	19,676	19,806
매출원가	10,871	10,664	11,043	11,179	11,224
매출총이익	8,204	8,238	8,046	8,497	8,582
판매비율(반관리비)	6,864	6,998	7,105	6,864	6,932
영업이익(보고)	1,340	1,240	940	1,633	1,650
영업이익(핵심)	1,340	1,240	940	1,633	1,650
영업외이익	-542	-628	-356	-398	-402
이자수익	16	12	9	10	10
법인세비용	2	2	2	2	2
외화이익	41	45	0	0	0
이자비용	462	413	406	410	414
외환손실	42	42	0	0	0
판계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-99	-79	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	-5	0	0	0
기타	5	-150	38	0	0
법인세차감전이익	798	612	584	1,235	1,248
법인세비용	264	227	224	420	424
유동법인세율(%)	33.1%	37.2%	38.3%	34.0%	34.0%
당기순이익	534	384	361	815	824
지배주지분순이익(억원)	533	384	360	815	824
EBITDA	2,539	2,427	2,078	2,778	2,800
현금순이익(Cash Earnings)	1,733	1,572	1,499	1,960	1,974
수정당기순이익	601	437	361	815	824
증감율(% YoY)					
매출액	1.9	-0.9	1.0	3.1	0.7
영업이익(보고)	43.0	-7.4	-24.2	73.7	1.1
영업이익(핵심)	43.0	-7.4	-24.2	73.7	1.1
EBITDA	17.3	-4.4	-14.4	33.7	0.8
지배주지분 당기순이익	151.9	-28.0	-6.1	126.1	1.1
EPS	151.9	-28.0	-6.1	126.1	1.1
수정순이익	136.1	-27.3	-17.5	125.8	1.1

(단위: 억원)

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,041	1,921	1,495	1,954	1,971
당기순이익	534	384	361	815	824
기타상각비	1,102	1,101	1,040	1,046	1,057
무형자산상각비	97	86	98	98	93
외환손익	-4	-1	0	0	0
자산처분손익	266	252	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채증감	544	-331	-1	-4	-1
기타	502	430	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-781	-859	-1,248	-1,271	-1,273
투자자산의처분	116	-63	-5	-15	-3
유형자산의처분	300	426	0	0	0
유형자산의취득	-1,177	-1,239	-1,251	-1,264	-1,277
무형자산의처분	-13	-10	0	0	0
기타	-7	26	8	7	7
재무활동현금흐름	-1,234	-1,098	-505	-157	-523
단기차입금의증가	-1,734	-1,946	0	0	0
장기차입금의증가	1,195	1,543	66	432	99
자본의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-696	-696	-629	-629	-629
기타	1	0	58	40	6
현금및현금성자산의순증가	1,042	1	-258	526	174
기초현금및현금성자산	542	1,584	1,585	1,328	1,853
기말현금및현금성자산	1,584	1,585	1,328	1,853	2,028
Gross Cash Flow	2,497	2,252	1,497	1,958	1,972
Op Free Cash Flow	1,450	386	466	955	962

(단위: 억원)

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,519	9,577	9,398	10,172	10,401
현금및현금성자산	1,584	1,585	1,328	1,853	2,028
유동금융자산	23	152	154	159	160
매출채권및유동채권	5,527	5,620	5,675	5,850	5,888
재고자산	1,381	1,303	1,316	1,356	1,365
기타유동비금융자산	5	916	925	954	960
비유동자산	26,085	24,434	24,552	24,695	24,824
장기매출채권및기타비유동채권	806	639	645	665	669
투자자산	616	594	599	611	616
유형자산	22,415	21,036	21,247	21,465	21,684
무형자산	2,129	2,055	1,957	1,859	1,766
기타비유동자산	119	111	103	96	89
자산총계	34,605	34,011	33,949	34,867	35,225
유동부채	14,358	14,098	13,840	14,209	14,360
매입채무및기타유동채무	7,784	7,559	7,633	7,868	7,920
단기차입금	4,531	4,660	4,660	4,660	4,660
유동성장기차입금	1,999	1,799	1,465	1,597	1,696
기타유동부채	43	81	81	84	84
비유동부채	7,001	6,994	7,459	7,821	7,832
장기매입채무및비유동채무	680	724	732	754	759
사채및장기차입금	4,689	4,440	4,840	5,140	5,140
기타비유동부채	1,631	1,829	1,887	1,927	1,933
부채총계	21,359	21,092	21,298	22,030	22,193
자본금	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
주식발행초과금	7,240	7,240	7,240	7,240	7,240
이익잉여금	3,361	2,939	2,671	2,858	3,053
기타자본	-1,048	-955	-955	-955	-955
지배주주지분차본총계	13,241	12,912	12,644	12,831	13,027
비자본총계	5	7	7	6	6
자본총계	13,246	12,919	12,651	12,837	13,033
순자본금	9,612	9,161	9,483	9,385	9,308
총차입금	11,220	10,899	10,965	11,397	11,496

(단위: 원, 배, %)

투자 의견 변동 내역 및

목표주가 그래프

- ▶ 당사는 1월 15일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자 의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2017/1/1~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-36.73	-35.56
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-33.48	-27.50
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-30.44	-30.44
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.19	-25.88
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.67	-25.88
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.48	-29.43
	2016/09/19	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.38	-26.98
	2016/10/04	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.20	-27.36
	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.53	-26.09
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.74	-26.09
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.06	-26.09
	2016/11/23	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.97	-26.09
	2017/01/02	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2017/01/17	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.59	-31.27
	2017/02/10	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.52	-30.91
	2017/02/21	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-32.02	-29.00
	2017/03/30	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-32.75	-29.00
	2017/05/12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-33.52	-29.00
	2017/05/23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-33.56	-29.00
	2017/06/13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-34.11	-29.00
	2017/06/29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-32.08	-29.71
	2017/07/12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14
	2017/08/07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.86	-24.12
	2017/09/13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.30	-24.12
	2017/10/10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.37	-24.12
	2017/11/09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.39	-24.12
	2017/11/20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-26.06	-24.48
	2017/12/19	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.30	-24.48
오리온 (271560)	2018/01/04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.30	-21.46
	2018/01/16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-16.99	-14.45

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대상 (001680)	2016/07/07	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-20.23	-11.71
	2016/08/17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-24.14	-17.63
	2016/10/04	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.73	-17.63
	2016/11/15	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.75	-17.63
	2016/11/18	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-28.69	-17.63
	2017/01/17	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.92	-26.94
	2017/02/03	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.93	-8.06
	2017/07/12	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.86	-8.06
	2017/08/14	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-23.06	-20.65
	2017/09/13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-25.15	-20.65
롯데푸드 (002270)	2017/11/15	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.35	-7.90
	2018/01/16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-35.26	-29.71
	2016/01/18	BUY (Maintain)	1,370,000원	6개월	-35.66	-29.71
	2016/03/03	BUY (Maintain)	1,370,000원	6개월	-34.72	-32.21
	2016/04/05	BUY (Maintain)	1,240,000원	6개월	-33.80	-26.37
	2016/05/17	BUY (Maintain)	1,240,000원	6개월	-39.30	-30.62
	2016/08/17	BUY (Maintain)	1,100,000원	6개월	-32.76	-28.82
	2016/12/05	BUY (Maintain)	950,000원	6개월	-24.44	-22.31
	2017/01/17	BUY (Maintain)	810,000원	6개월	-20.19	-13.45
	2017/03/10	BUY (Maintain)	770,000원	6개월	-18.81	-12.69
오뚜기 (007310)	2017/05/16	BUY (Maintain)	770,000원	6개월	-19.15	-12.69
	2017/07/12	BUY (Maintain)	770,000원	6개월	-20.10	-12.69
	2017/08/01	BUY (Maintain)	770,000원	6개월	-22.02	-20.95
	2018/01/16	BUY (Maintain)	740,000원	6개월	-22.13	-20.74
	2017/09/13	BUY(Initiate)	950,000원	6개월	-20.92	-17.47
하이트진로 (000080)	2017/10/17	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-18.52	-12.84
	2018/01/16	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-20.44	-17.47
하이트진로 (000080)	2018/01/16	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-20.44	-17.47

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

