



BUY(Maintain)

목표주가: 950,000원

주가(7/17): 820,000원

시가총액: 28,208억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/17)		2,297.92pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	890,000원	684,000원
등락률	-7.87%	19.88%
수익률	절대	상대
1M	-4.5%	-0.1%
6M	5.4%	15.4%
1Y	10.1%	16.2%

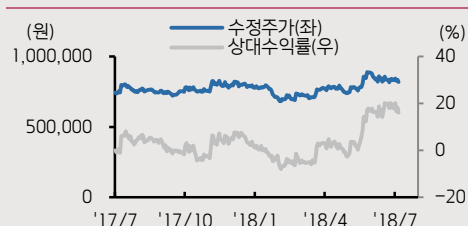
Company Data

발행주식수	3,440천주
일평균 거래량(3M)	5천주
외국인 지분율	17.17%
배당수익률(17E)	0.85%
BPS(17E)	353,287원
주요 주주	합영준 외 62.4%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	20,107	21,262	22,851	24,750
보고영업이익	1,425	1,461	1,670	1,862
핵심영업이익	1,425	1,461	1,670	1,862
EBITDA	1,848	1,936	2,182	2,385
세전이익	1,834	1,803	1,861	2,046
순이익	1,380	1,324	1,401	1,551
지배주주지분순이익	1,375	1,313	1,398	1,551
EPS(원)	39,977	38,161	40,642	45,083
증감률(% YoY)	31.7	-4.5	6.5	10.9
PER(배)	16.6	21.1	20.2	18.2
PBR(배)	2.2	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	11.3	13.3	11.6	10.1
보고영업이익률(%)	7.1	6.9	7.3	7.5
핵심영업이익률(%)	7.1	6.9	7.3	7.5
ROE(%)	13.9	12.1	11.6	11.6
순부채비율(%)	-19.5	-19.1	-23.9	-28.8

Price Trend



이슈 코멘트

오뚜기 (007310)

지배구조 개편 관련 Comment



7/17에 오뚜기는 관계기업 상미식품주주와 풀림피앤피주주의 흡수합병을 공시하였다. 이번 흡수합병에 따른 EPS 하락은 제한적인 가운데, 잔여 관계기업 지분에 대한 추가 취득 기대감이 형성될 수 있다. 만약 관계기업 지분이 추가 취득된다면, 지배구조 단순화 및 투명성 개선, 경영관리 효율화 및 수익성 개선 측면에서 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

>>> 관계기업 상미식품주주, 풀림피앤피주주 흡수합병 공시

7/17에 오뚜기는 관계기업 상미식품주주와 풀림피앤피주주의 흡수합병을 공시하였다. 관계기업에 대한 지분을 확대에 따라, 합병대가로 오뚜기의 신주를 발행하면서, 총 발행주식 수는 4.8% 증가하는 것으로 추산된다. 다만, 지분을 확대하여 지배주주순이익은 약 4% 증가하기 때문에(연결조정 전 기준), 흡수합병에 따른 EPS 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

이번 흡수합병의 합병기일은 2018년 9월 27일이고, 합병대가로 교부되는 신주의 상장예정일은 2018년 10월 22일이다.

>>> 지배구조 개편 기대감 상승할 듯

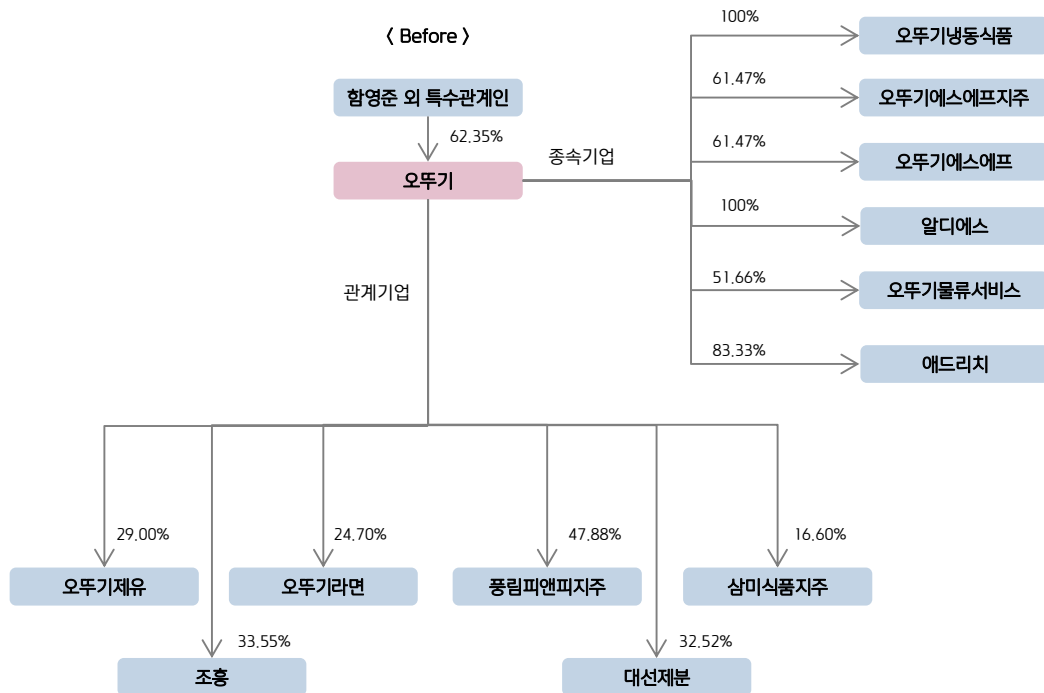
이번 관계기업 흡수합병으로 인해, 동사의 지배구조 개편에 대한 기대감이 상승할 것으로 추산된다. 동사는 지난 해, 관계기업 4사의 지분을 취득하여 종속기업으로 편입하였고(오뚜기물류서비스/오뚜기SF/애드리치/알디에스), 올해 상미식품주주와 풀림피앤피주주를 흡수합병 하였다.

더불어, 상미식품주주와 풀림피앤피주주가 보유한 오뚜기제유(29%~39%)와 조흥(33.55%~41.55%)의 지분을 확보하면서, 잔여 관계기업에 대한 지분을 끌어올렸다. 현재 남아있는 관계기업 중에 대선제분을 제외한 나머지 3사는 오뚜기가 실질적인 지배력을 가지고 있기 때문에, 지배구조 단순화와 투명성 개선 측면에서 추가적인 지분 취득에 대한 기대감이 형성될 수 있다. 이러한 관계기업의 추가적인 지분 취득은 경영관리 효율성과 수익성 개선 측면에서도 긍정적으로 판단된다.

>>> 안정적인 이익 성장 지속 전망

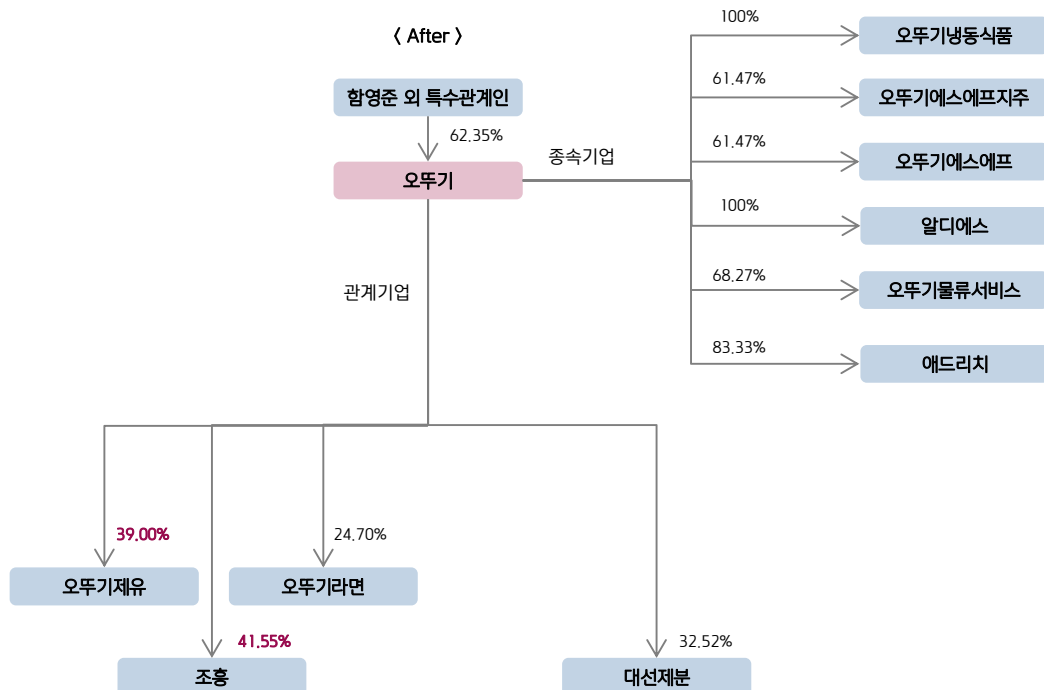
동사의 2분기 연결기준 영업이익은 460억원(+11% YoY)으로 전망된다. 1) 라면을 비롯한 주력 제품의 ASP 개선, 2) 라면/쌀가공품/냉동식품 중심의 판매량 성장, 3) 관계기업 연결 편입 효과로 안정적인 이익 성장 흐름이 지속될 것으로 판단된다.

상미식품지주/풍림피앤피지주 흡수합병 전 오뚜기의 지배구조 현황



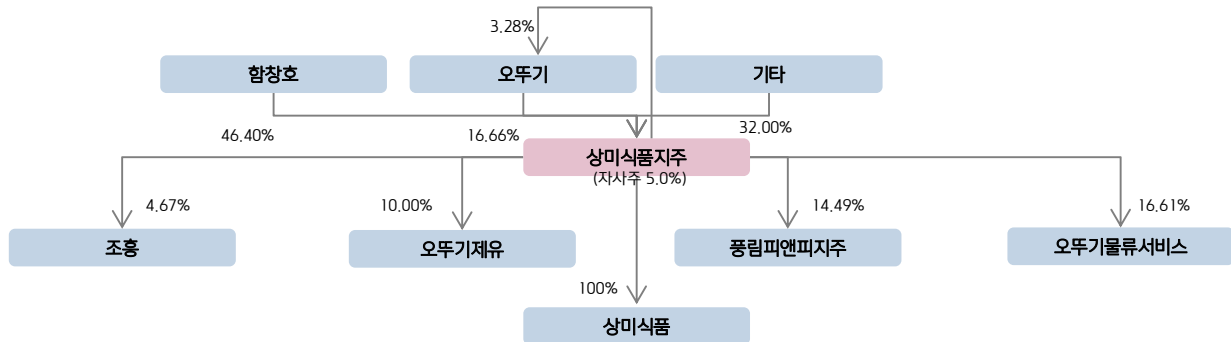
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치 (국내 계열사만 표시)

상미식품지주/풍림피앤피지주 흡수합병 후 오뚜기의 지배구조 현황



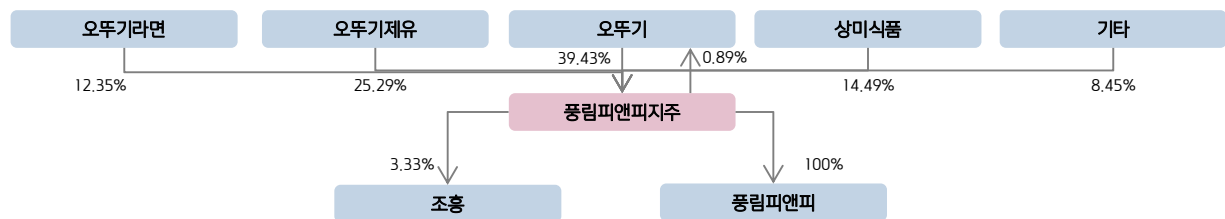
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치 (국내 계열사만 표시)

상미식품지주의 지분구도 현황



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치 (국내 계열사만 표시)

풍림피앤피지주의 지분구도 현황



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치 (국내 계열사만 표시)

주: 1) 기타는 오뚜기의 종속기업으로 추산됨

상미식품지주/풍림피앤피지주 흡수합병에 따른 오뚜기의 총 발행주식 수 변화 내역 (단위: 주)

흡수합병 이전 총 발행주식 수	3,440,000	1Q18 말 기준
흡수합병대가 신주	136,256	상미식품지주 흡수합병 대가
	28,981	풍림피앤피지주 흡수합병 대가
흡수합병 이후 총 발행주식 수	3,605,237	오뚜기 총 발행주식 수 4.8% 증가

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

오뚜기의 관계기업 현황 (단위: %, 십억원)

관계기업명	오뚜기의 보유 자본율		매출액	영업이익	순이익	자산총계	부채총계	자본총계
	Before	After						
상미식품지주	16.6	N/A	105.8	3.7	4.5	212.6	60.0	152.6
풍림피앤피지주	47.9	N/A	57.0	3.7	3.5	87.7	20.4	67.3
오뚜기라면	24.7	24.7	614.3	26.4	20.4	689.3	389.8	299.5
오뚜기제유	29.0	39.0	76.9	6.7	6.1	128.4	39.1	89.2
조흥	33.6	41.6	162.1	14.1	11.3	168.5	48.1	120.4
대선제분	32.5	32.5	66.8	2.4	5.1	89.1	42.1	47.0

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) Before는 2018년 1분기말 자본율. After는 상미식품지주와 풍림피앤피지주 흡수합병 이후 자본율(합병일 2018. 9. 27)

오뚜기 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	531.8	513.4	564.3	516.5	577.3	549.5	597.7	560.6	2,126.2	2,285.1	2,475.0
(YoY)	3.1%	5.2%	9.3%	5.3%	8.5%	7.0%	5.9%	8.5%	5.7%	7.5%	8.3%
건조식품류(카레 및 3분류)	72.1	69.0	69.0	63.2	67.7	66.9	64.9	63.2	273.3	262.7	265.3
(YoY)	8.5%	1.9%	4.6%	-6.0%	-6.2%	-3.0%	-6.0%	0.0%	2.2%	-3.9%	1.0%
양념소스류(마요네스 및 케첩소스)	96.5	105.0	107.3	90.3	95.6	106.0	106.3	91.2	399.1	399.1	403.1
(YoY)	4.9%	-0.4%	6.5%	-6.9%	-1.0%	1.0%	-1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	1.0%
유지류(참기름 및 식용유지)	63.0	60.0	65.3	55.8	61.9	60.6	65.3	56.9	244.1	244.8	244.8
(YoY)	3.1%	1.8%	3.4%	1.0%	-1.7%	1.0%	0.0%	2.0%	2.4%	0.3%	0.0%
면제식품류(라면 및 당면)	158.4	154.4	171.7	150.5	173.9	163.7	176.8	161.1	635.1	675.5	716.1
(YoY)	-10.7%	1.8%	10.5%	-4.3%	9.8%	6.0%	3.0%	7.0%	-1.1%	6.4%	6.0%
농수산 가공품류(밥 및 참치)	65.0	61.7	63.8	62.5	65.1	64.2	66.3	66.2	252.9	261.8	288.0
(YoY)	34.2%	15.4%	19.1%	12.2%	0.2%	4.0%	4.0%	6.0%	19.8%	3.5%	10.0%
기타	76.9	63.3	87.2	93.3	113.1	88.1	118.1	122.0	320.6	441.2	557.8
(YoY)	9.4%	24.7%	12.3%	60.4%	47.1%	39.1%	35.4%	30.8%	24.9%	37.6%	26.4%
매출총이익	114.2	122.5	135.2	105.0	111.5	114.5	125.0	115.0	476.9	465.9	504.4
(GPM)	21.5%	23.9%	24.0%	20.3%	19.3%	20.8%	20.9%	20.5%	22.4%	20.4%	20.4%
판매비	84.2	81.0	90.9	74.8	73.0	68.5	77.4	80.0	330.9	298.9	318.2
(판매비율)	15.8%	15.8%	16.1%	14.5%	12.6%	12.5%	12.9%	14.3%	15.6%	13.1%	12.9%
영업이익	30.0	41.5	44.3	30.2	38.5	46.0	47.6	34.9	146.1	167.0	186.2
(YoY)	-15.7%	2.6%	-2.1%	42.7%	28.5%	10.7%	7.3%	15.7%	2.5%	14.3%	11.5%
(OPM)	5.6%	8.1%	7.9%	5.8%	6.7%	8.4%	8.0%	6.2%	6.9%	7.3%	7.5%
영업외손익	11.2	4.3	18.6	0.2	3.1	5.7	6.1	4.3	34.3	19.1	18.4
세전이익	41.2	45.8	62.9	30.4	41.6	51.6	53.6	39.2	180.3	186.1	204.6
당기순이익	32.8	35.7	47.2	16.7	30.7	39.1	40.7	29.7	132.4	140.1	155.1
지배주주순이익	32.4	35.7	46.7	16.4	30.3	39.1	40.7	29.7	131.3	139.8	155.1
(YoY)	-33.8%	38.8%	31.2%	-39.6%	-6.4%	9.7%	-13.0%	80.4%	-4.5%	6.5%	10.9%

자료: 오뚜기, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,107	21,262	22,851	24,750	26,093
매출원가	15,238	16,492	18,192	19,706	20,699
매출총이익	4,869	4,769	4,659	5,044	5,393
판매비및일반관리비	3,444	3,309	2,989	3,182	3,357
영업이익(보고)	1,425	1,461	1,670	1,862	2,036
영업이익(핵심)	1,425	1,461	1,670	1,862	2,036
영업외손익	409	343	191	184	189
이자수익	45	44	41	45	47
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	38	41	39	37	36
이자비용	33	32	28	26	26
외환손실	32	37	35	33	31
관계기업지분법손익	170	272	117	100	100
투자및기타자산처분손익	161	6	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	60	46	55	59	63
법인세차감전이익	1,834	1,803	1,861	2,046	2,225
법인세비용	454	479	460	495	539
유효법인세율 (%)	24.8%	26.6%	24.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,380	1,324	1,401	1,551	1,687
지배주주지분순이익(억원)	1,375	1,313	1,398	1,551	1,687
EBITDA	1,848	1,936	2,182	2,385	2,569
현금순이익(Cash Earnings)	1,803	1,799	1,914	2,073	2,219
수정당기순이익	1,259	1,320	1,401	1,551	1,687
증감율(% YoY)					
매출액	6.8	5.7	7.5	8.3	5.4
영업이익(보고)	6.8	2.5	14.3	11.5	9.3
영업이익(핵심)	6.8	2.5	14.3	11.5	9.3
EBITDA	9.3	4.7	12.7	9.3	7.7
지배주주지분 당기순이익	31.7	-4.5	6.5	10.9	8.8
EPS	31.7	-4.5	6.5	10.9	8.8
수정순이익	22.4	4.8	6.2	10.7	8.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,489	1,086	1,800	1,978	2,122
당기순이익	1,380	1,324	1,401	1,551	1,687
감가상각비	413	463	500	510	521
무형자산상각비	11	12	12	12	12
외환손익	13	16	-5	-4	-4
자산처분손익	175	8	0	0	0
지분법손익	0	0	-117	-100	-100
영업활동자산부채 증감	-237	-445	5	6	4
기타	-266	-292	3	3	2
투자활동현금흐름	-1,334	-846	-955	-1,009	-980
투자자산의 처분	-730	-165	-155	-185	-131
유형자산의 처분	214	8	0	0	0
유형자산의 취득	-843	-777	-800	-824	-849
무형자산의 처분	-52	3	0	0	0
기타	77	70	0	0	0
재무활동현금흐름	-402	-499	-987	-149	-174
단기차입금의 증가	-93	-228	-306	0	0
장기차입금의 증가	-17	35	-518	0	0
자본의 증가	-3	0	0	0	0
배당금지급	-177	-216	-236	-236	-236
기타	-112	-91	73	87	61
현금및현금성자산의순증가	-248	-87	-142	819	968
기초현금및현금성자산	1,699	1,452	1,365	1,223	2,042
기말현금및현금성자산	1,452	1,365	1,223	2,042	3,010
Gross Cash Flow	1,725	1,531	1,795	1,972	2,118
Op Free Cash Flow	363	329	975	1,116	1,231

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,410	6,760	7,021	8,323	9,631
현금및현금성자산	1,452	1,365	1,223	2,042	3,010
유동금융자산	1,924	2,032	2,184	2,365	2,494
매출채권및유동채권	1,483	1,855	1,994	2,159	2,276
재고자산	1,546	1,502	1,615	1,749	1,844
기타유동비금융자산	5	6	7	7	8
비유동자산	9,517	10,457	10,868	11,276	11,698
장기매출채권및기타비유동채권	9	23	25	27	28
투자자산	2,749	2,321	2,442	2,547	2,651
유형자산	6,533	7,676	7,976	8,290	8,618
무형자산	220	431	419	407	395
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	15,927	17,217	17,889	19,599	21,330
유동부채	3,761	4,338	3,761	4,057	4,266
매입채무및기타유동채무	2,933	3,046	3,273	3,545	3,738
단기차입금	479	306	0	0	0
유동성장기차입금	18	643	125	125	125
기타유동부채	331	343	363	386	403
비유동부채	1,814	1,363	1,446	1,546	1,616
장기매입채무및기타유동채무	127	143	154	166	175
사채및장기차입금	862	250	250	250	250
기타비유동부채	825	970	1,043	1,129	1,190
부채총계	5,575	5,701	5,208	5,603	5,882
자본금	172	172	172	172	172
주식발행초과금	78	78	78	78	78
이익잉여금	9,725	11,039	12,212	13,537	14,997
기타자본	318	-309	-309	-309	-309
지배주주지분자본총계	10,292	10,980	12,153	13,478	14,938
비지배주주지분자본총계	60	536	528	519	510
자본총계	10,352	11,516	12,681	13,997	15,448
순차입금	-2,017	-2,197	-3,031	-4,032	-5,128
총차입금	1,359	1,200	375	375	375

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	39,977	38,161	40,642	45,083	49,036
BPS	299,198	319,178	353,287	391,803	434,240
주당EBITDA	53,727	56,275	63,440	69,323	74,669
CFPS	52,416	52,300	55,631	60,269	64,513
DPS	6,800	7,000	7,000	7,000	7,000
주가배수(배)					
PER	16.6	21.1	20.2	18.2	16.7
PBR	2.2	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.3	13.3	11.6	10.1	9.0
PCFR	12.6	15.4	14.7	13.6	12.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	6.9	7.3	7.5	7.8
영업이익률(핵심)	7.1	6.9	7.3	7.5	7.8
EBITDA margin	9.2	9.1	9.6	9.6	9.8
순이익률	6.9	6.2	6.1	6.3	6.5
자기자본이익률(ROE)	13.9	12.1	11.6	11.6	11.5
투자자본이익률(ROIC)	17.4	15.3	16.1	17.4	18.4
안정성(%)					
부채비율	53.9	49.5	41.1	40.0	38.1
순차입금비율	-19.5	-19.1	-23.9	-28.8	-33.2
이자보상배율(배)	43.7	46.1	59.3	70.9	77.5
활동성(배)					
매출채권회전율	14.3	12.7	11.9	11.9	11.8
재고자산회전율	13.6	14.0	14.7	14.7	14.5
매입채무회전율	7.3	7.1	7.2	7.3	7.2

Compliance Notice

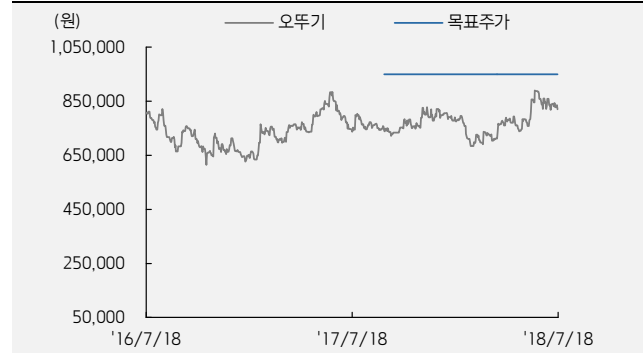
- 당사는 7월 17일 현재 '오뚜기 (007310)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
오뚜기 (007310)	2017-09-13	BUY(Initiate)	950,000원	6개월	-22.02	-20.95
	2017-09-26	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-22.13	-20.74
	2017-10-17	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-20.92	-17.47
	2017-11-15	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-18.52	-12.84
	2018-01-16	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-19.39	-12.84
	2018-02-26	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-19.84	-12.84
	2018-05-16	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-12.41	-6.32
	2018-07-18	BUY(Maintain)	950,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%