

Overweight  
(Maintain)

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 이범근

02) 3787-0335 bk.lee@kiwoom.com

## 음식료

## 2Q18 실적 Review



8/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 2Q 실적은 대체로 시장 기대치에 부합하지 못했다. 전반적으로 시장의 기대가 높았던 것으로 판단되는 가운데, 일부 품목들은 예상 못했던 원재료 단가 부담도 있었다. 단기적으로는 호실적을 기록한 빙과 업체들의 실적 모멘텀이 부각될 수 있으나, 중장기적으로는 HMR과 중국 소비 관련 업체에 관심을 가져야 할 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 시장의 기대가 높았던 2분기

8/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 2분기 실적을 살펴보면, 영업이익 기준으로 대상/빙그레는 시장 컨센서스를 상회하였고, 오리온/농심/매일유업/오뚜기/하이트진로는 시장 컨센서스를 하회하였다. 이외에 SPC삼립/롯데칠성/롯데푸드는 시장 컨센서스에 부합하는 무난한 실적으로 기록한 것으로 판단된다. 특히, 대상은 소재 부문의 질적 성장으로 인해, 주가가 Level-up 될 것으로 기대된다.

먼저, 중국 소비 관련 업체들은 사드 영향에서 회복되는 기조는 유효하나, 시장의 기대감이 다소 앞섰던 것으로 판단된다(오리온/농심/매일유업). 식자재 유통은 전반적으로 전방산업 악화에 따라 부진한 실적을 기록하였고, 가공식품은 전반적으로 양호한 실적을 보였으나, 쌀 가공품 업체들이 원재료 단가 부담으로 수익성이 하락하는 모습을 보였다(CJ제일제당/오뚜기). 주류와 담배는 각각 수입맥주 MS 확대와 수출 부진으로 고전하는 모습을 보였고, 라면은 MS가 증가하는 오뚜기/삼양식품은 양호하였으나, MS가 하락하는 농심은 부진한 모습을 보였다. 한편, 빙과는 가격 정찰제 정착과 폭염 영향으로 오랜만에 호실적을 시현하였다.

## &gt;&gt;&gt; 단기는 빙과, 중장기는 HMR

단기적으로는 날씨 영향으로 빙과/음료 업체들의 실적 모멘텀이 주목 받을 수 있다. 다만, 해당 카테고리의 중장기 성장성은 높은 편이 아니기 때문에, 전반적인 주가 상승 폭은 올해 EPS 개선 수준에 그칠 가능성이 높다.

중장기적인 측면에서는 HMR 업체 주목해야 할 것이다. 추석 시차로 인해, 가공식품 업체들의 실적은 3분기보다 4분기에 모멘텀이 강할 가능성이 높으나, 외식의 가성비 하락과 저녁 있는 삶의 확대로 인해, 중기적으로 HMR 소비 확대가 가팔라질 수 있다. 당사는 HMR 소비 확대 모멘텀과 함께, 글로벌 M&A 기대감이 있는 CJ제일제당, 어가 하락 모멘텀이 강한 동원F&B, 전사 수익성이 턴어라운드 되고 있는 SPC삼립을 Top Picks로 추천한다. 또한, 중국 소비 관련 업체는 신제품 효과가 유효하고, 재고조정 영향이 해소될 수 있기 때문에, Bottom-out 기회를 노려야 할 것으로 판단된다(오리온/삼양식품).

## Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 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.

## 주요 기업 2Q18 실적 결과 (1) (단위: 억원)

| (단위: 억원) | 구분   | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18   | 2Q18   | YoY     |
|----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| KT&G     | 매출액  | 11,617 | 12,789 | 10,479 | 10,676 | 11,181 | -3.7%   |
|          | 영업이익 | 3,865  | 4,217  | 2,226  | 3,114  | 3,258  | -15.7%  |
|          | OPM  | 33.3%  | 33.0%  | 21.2%  | 29.2%  | 29.1%  | -4.1%p  |
|          | 순이익  | 2,743  | 3,079  | 3,472  | 2,489  | 2,689  | -2.0%   |
| CJ 제일제당  | 매출액  | 39,089 | 44,107 | 42,911 | 43,486 | 44,537 | 13.9%   |
|          | 영업이익 | 1,644  | 2,693  | 1,504  | 2,103  | 1,846  | 12.3%   |
|          | OPM  | 4.2%   | 6.1%   | 3.5%   | 4.8%   | 4.1%   | -0.1%p  |
|          | 순이익  | 211    | 2,564  | 106    | 625    | 7,584  | 3486.1% |
| 오리온      | 매출액  | 3,831  | 5,221  | 4,510  | 5,163  | 4,238  | 10.6%   |
|          | 영업이익 | 196    | 787    | 203    | 936    | 396    | 102.4%  |
|          | OPM  | 5.1%   | 15.1%  | 4.5%   | 18.1%  | 9.3%   | 4.2%p   |
|          | 순이익  | 591    | 112    | 659    | 283    |        |         |
| CJ 프레시웨이 | 매출액  | 6,346  | 6,620  | 6,129  | 6,758  | 7,286  | 14.8%   |
|          | 영업이익 | 140    | 149    | 105    | 60     | 138    | -1.8%   |
|          | OPM  | 2.2%   | 2.2%   | 1.7%   | 0.9%   | 1.9%   | -0.3%p  |
|          | 순이익  | 63     | -82    | 4      | 10     | 24     | -62.0%  |
| SPC 삼립   | 매출액  | 5,241  | 5,229  | 5,133  | 5,163  | 5,416  | 3.3%    |
|          | 영업이익 | 159    | 75     | 177    | 114    | 167    | 5.5%    |
|          | OPM  | 3.0%   | 1.4%   | 3.4%   | 2.2%   | 3.1%   | 0.1%p   |
|          | 순이익  | 121    | 54     | 105    | 84     | 118    | -1.7%   |
| 남양유업     | 매출액  | 2,993  | 3,078  | 2,886  | 2,561  | 2,672  | -10.7%  |
|          | 영업이익 | 13     | 10     | 18     | 12     | 15     | 12.1%   |
|          | OPM  | 0.5%   | 0.3%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.6%   | 0.1%p   |
|          | 순이익  | 33     | 0      | 8      | 3      | 12     | -63.2%  |
| 농심       | 매출액  | 5,363  | 5,717  | 5,449  | 5,631  | 5,328  | -0.7%   |
|          | 영업이익 | 182    | 313    | 143    | 344    | 65     | -64.6%  |
|          | OPM  | 3.4%   | 5.5%   | 2.6%   | 6.1%   | 1.2%   | -2.2%p  |
|          | 순이익  | 159    | 290    | 160    | 321    | 88     | -45.1%  |
| 대상       | 매출액  | 7,241  | 8,193  | 7,112  | 7,400  | 7,243  | 0.0%    |
|          | 영업이익 | 239    | 387    | 52     | 302    | 354    | 47.9%   |
|          | OPM  | 3.3%   | 4.7%   | 0.7%   | 4.1%   | 4.9%   | 1.6%p   |
|          | 순이익  | 125    | 245    | -86    | 190    | 248    | 98.6%   |
| 동원 F&B   | 매출액  | 5,888  | 7,323  | 5,988  | 7,049  | 6,466  | 9.8%    |
|          | 영업이익 | 87     | 298    | 37     | 229    | 132    | 51.2%   |
|          | OPM  | 1.5%   | 4.1%   | 0.6%   | 3.2%   | 2.0%   | 0.6%p   |
|          | 순이익  | 25     | 209    | 42     | 157    | 63     | 148.2%  |
| 동원산업     | 매출액  | 5,872  | 6,176  | 6,217  | 6,052  | 5,972  | 1.7%    |
|          | 영업이익 | 471    | 759    | 667    | 496    | 503    | 6.8%    |
|          | OPM  | 8.0%   | 12.3%  | 10.7%  | 8.2%   | 8.4%   | 0.4%p   |
|          | 순이익  | 267    | 629    | 485    | 352    | 360    | 34.5%   |
| 롯데제과     | 매출액  | 4,450  | 4,746  | 4,048  | 4,013  | 4,379  | -1.5%   |
|          | 영업이익 | 220    | 332    | 84     | 113    | 200    | -8.9%   |
|          | OPM  | 4.9%   | 7.0%   | 2.1%   | 2.8%   | 4.6%   | -0.3%p  |
|          | 순이익  |        |        | 20     | 20     | 126    |         |
| 롯데칠성     | 매출액  | 6,422  | 6,684  | 4,422  | 5,226  | 5,995  | -6.6%   |
|          | 영업이익 | 230    | 365    | -114   | 86     | 235    | 2.2%    |
|          | OPM  | 3.6%   | 5.5%   | -2.6%  | 1.6%   | 3.9%   | 0.3%p   |
|          | 순이익  | -296   | -1,967 | 3,526  | -19    | 64     | 흑전      |
| 롯데푸드     | 매출액  | 4,762  | 5,176  | 3,876  | 4,308  | 4,702  | -1.2%   |
|          | 영업이익 | 196    | 275    | 50     | 159    | 228    | 16.6%   |
|          | OPM  | 4.1%   | 5.3%   | 1.3%   | 3.7%   | 4.9%   | 0.7%p   |
|          | 순이익  | 112    | 75     | 656    | 106    | 152    | 34.9%   |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드는 별도기준, 나머지는 연결기준

2) 오리온은 분할 전 제과부문과 비교하였고, 롯데제과는 분할 전 별도기준과 비교

## 주요 기업 2Q18 실적 결과 (2) (단위: 억원)

| (단위: 억원) | 구분   | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | 2Q18  | YoY     |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매일유업     | 매출액  | 3,253 | 3,383 | 3,265 | 3,210 | 3,192 | -1.9%   |
|          | 영업이익 | 185   | 214   | 162   | 164   | 189   | 2.2%    |
|          | OPM  | 5.7%  | 6.3%  | 5.0%  | 5.1%  | 5.9%  | 0.2%p   |
|          | 순이익  | 1,900 | 160   | 88    | 122   | 183   | -90.3%  |
| 무학       | 매출액  | 658   | 608   | 534   | 511   | 503   | -23.6%  |
|          | 영업이익 | 75    | 63    | 1     | -7    | -18   | 적전      |
|          | OPM  | 11.5% | 10.4% | 0.2%  | -1.4% | -3.7% | -15.1%p |
|          | 순이익  | 162   | 100   | -64   | -7    | 45    | -72.2%  |
| 빙그레      | 매출액  | 2,459 | 2,684 | 1,684 | 1,698 | 2,420 | -1.6%   |
|          | 영업이익 | 121   | 204   | -15   | 28    | 219   | 81.1%   |
|          | OPM  | 4.9%  | 7.6%  | -0.9% | 1.7%  | 9.0%  | 4.1%p   |
|          | 순이익  | 24    | 163   | 68    | 38    | 178   | 636.2%  |
| 삼양식품     | 매출액  | 1,016 | 1,120 | 1,281 | 1,259 | 1,235 | 21.6%   |
|          | 영업이익 | 73    | 109   | 120   | 180   | 130   | 78.1%   |
|          | OPM  | 7.2%  | 9.7%  | 9.4%  | 14.3% | 10.5% | 3.3%p   |
|          | 순이익  | 66    | 85    | 38    | 144   | 113   | 71.2%   |
| 신세계푸드    | 매출액  | 3,030 | 3,211 | 2,987 | 3,179 | 3,103 | 2.4%    |
|          | 영업이익 | 85    | 93    | 72    | 100   | 69    | -19.2%  |
|          | OPM  | 2.8%  | 2.9%  | 2.4%  | 3.1%  | 2.2%  | -0.6%p  |
|          | 순이익  | 65    | 70    | 36    | 69    | 37    | -43.2%  |
| 오뚜기      | 매출액  | 5,134 | 5,643 | 5,165 | 5,773 | 5,371 | 4.6%    |
|          | 영업이익 | 415   | 443   | 302   | 385   | 385   | -7.2%   |
|          | OPM  | 8.1%  | 7.9%  | 5.8%  | 6.7%  | 7.2%  | -0.9%p  |
|          | 순이익  | 357   | 467   | 164   | 303   | 331   | -7.2%   |
| 풀무원      | 매출액  | 5,605 | 5,849 | 5,746 | 5,452 | 5,729 | 2.2%    |
|          | 영업이익 | 133   | 217   | 142   | 5     | 133   | -0.0%   |
|          | OPM  | 2.4%  | 3.7%  | 2.5%  | 0.1%  | 2.3%  | -0.1%p  |
|          | 순이익  | 154   | 159   | 61    | -14   | 96    | -86.9%  |
| 하이트진로    | 매출액  | 4,914 | 5,283 | 4,569 | 4,207 | 4,932 | 0.4%    |
|          | 영업이익 | 350   | 566   | 231   | 167   | 268   | -23.3%  |
|          | OPM  | 7.1%  | 10.7% | 5.0%  | 4.0%  | 5.4%  | -1.7%p  |
|          | 순이익  | 139   | 306   | -105  | 26    | 113   | -18.3%  |
| 현대그린푸드   | 매출액  | 6,175 | 6,079 | 6,948 | 8,317 | 7,910 | 28.1%   |
|          | 영업이익 | 357   | 269   | -45   | 387   | 428   | 19.8%   |
|          | OPM  | 5.8%  | 4.4%  | -0.6% | 4.7%  | 5.4%  | -0.4%p  |
|          | 순이익  | 285   | 266   | 224   | 317   | 337   | 18.0%   |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 매일유업은 별도기준. 나머지는 연결기준

## &gt;&gt;&gt; 오리온(271560)

## 투자의견 BUY

목표주가 160,000원

(하향)

오리온의 2분기 연결기준 영업이익은 396억원(+95% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 영업이익이 시장 기대치를 하회한 이유는, 1) 중국 신제품(꼬북칩/혼다칩) 출시에 따른 판촉비가 예상 보다 높았고(점포 입점 비용/프로모션 매대 확보 비용/판촉물비 등), 2) 베트남 법인은 중동 수출 감소와 1분기 춘절 재고 영향으로 이익이 전년동기 대비 감소하였기 때문이다. 한국 법인은 신제품 호조로 예상대로 1분기 유사한 이익을 보였고, 러시아는 딜러 구조조정에 따른 부정적 영향이 1분기 대비 완화된 모습을 보였다.

중국 실적 부진에 따라 전사 실적 추정치와 목표주가를 하향 조정하였으나(2019E EPS에 Target PER 26배 적용), 해당 우려는 대체로 주가에 반영된 것으로 판단된다(밸류에이션이 선행적으로 하락). 동사는 중국에서 꼬북칩/혼다칩의 매대를 지속 확대하고, 견과류/액상 감자칩/미니 케잌/오감자 3종 등의 신제품을 하반기에 출시할 예정이어서, 신제품 효과에 대한 기대는 여전히 유효한 것으로 판단된다. 2분기 신제품 출시 관련 비용도 대부분 고정비이기 때문에, 성수기인 3분기에는 부담이 완화될 것으로 판단된다. 베트남 법인은 춘절 재고 조정 영향으로, 2분기 실적이 다소 부진하였으나, 제과 시장 성장률이 양호하기 때문에 3분기부터는 정상적인 이익 증가가 가능할 전망이다.

## 주요 지역별 실적 리뷰 상세

| 부문  | 주요 내용  |
|-----|--|
| 한국  | <ul style="list-style-type: none"> <li>꼬북칩, 태양의 씬, 생크림파이, 마이구미 복숭아 호출 내수제과 매출 +4.7% YoY(사업회사 분할 후 동일기준)</li> <li>전년도 브랜드 로열티 등 하이베이스 영향으로 OP는 +0.5 억원 YoY로 소폭 증가</li> </ul>  |
| 중국  | <ul style="list-style-type: none"> <li>꼬북칩, 혼다칩 등 신제품 스팸 판매 호조로 RMB 매출 +43% YoY 성장(사업회사 분할 후 동일기준)</li> <li>매대 입점비 39 억, 프로모션 매대 확보 비용 51 억, 기타 판촉물비 31 억 등 일회성 판촉 비용으로 OPM 5.6% 기록</li> <li>꼬북칩, 혼다칩 북경 라인 가동으로 7 월 판매 호조. 7 월 매출 추세를 보면 사드 이전의 80% 수준 회복</li> <li>현지통화 기준 파이 +14%, 비스켓 +46%, 스팸 -9.1%(사업회사 분할 후 동일기준)</li> </ul> |
| 베트남 | <ul style="list-style-type: none"> <li>이란 등 중동 관세율 상승으로 수출 감소(-42 억원 YoY)</li> <li>춘절 이후 생산량 하락에 따른 고정비 부담, 반기 인센티브 지급으로 인건비 증가로 수익성 하락 (1 분기와 3 분기에 인식했던 인센티브를 매 분기에 월할해서 인식하기 시작)</li> </ul>   |
| 러시아 | <ul style="list-style-type: none"> <li>딜러 구조조정으로 인해, 현지 통화 기준 매출 -12% YoY 역성장 (전분기 -36% 대비 개선), OP -19 억원 YoY 감소</li> </ul>  |

자료: 오리온, 키움증권 리서치

## 오리온 사업회사 분할 후 동일기준 실적 비교

| 연결기준      | 2Q18  | 2Q17   | YoY    | 1Q18  | QoQ     | 1H18  | 1H17  | YoY     |
|-----------|-------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 매출액(십억원)  | 423.8 | 359.6  | 17.9%  | 516.3 | -17.9%  | 940.0 | 813.5 | 15.6%   |
| 한국        | 175.5 | 170.9  | 2.7%   | 177.6 | -1.2%   | 353.1 | 339.1 | 4.1%    |
| 중국        | 191.5 | 129.2  | 48.2%  | 266.3 | -28.1%  | 457.7 | 341.6 | 34.0%   |
| 베트남       | 46.3  | 48.7   | -4.9%  | 67.4  | -31.3%  | 113.7 | 110.0 | 3.4%    |
| 러시아       | 14.9  | 18.8   | -20.7% | 10.8  | 38.0%   | 25.7  | 36.5  | -29.6%  |
| 연결조정      | -4.4  | -8.0   | N/A    | -5.8  | N/A     | -10.2 | -13.7 | N/A     |
| 영업이익(십억원) | 39.6  | 20.3   | 95.1%  | 93.6  | -57.7%  | 133.2 | 60.4  | 120.5%  |
| 한국        | 23.2  | 23.1   | 0.4%   | 24.0  | -3.3%   | 47.2  | 41.6  | 13.5%   |
| 중국        | 10.7  | -14.1  | N/A    | 48.9  | -78.1%  | 59.6  | -19.0 | N/A     |
| 베트남       | 3.9   | 6.6    | -40.9% | 17.1  | -77.2%  | 21.0  | 18.6  | 12.9%   |
| 러시아       | 2.1   | 4.0    | -47.5% | 0.4   | 425.0%  | 2.6   | 8.1   | -67.9%  |
| 연결조정      | -0.3  | 0.7    | N/A    | 3.2   | N/A     | 2.8   | 11.1  | -74.8%  |
| OPM(%)    | 9.3%  | 5.6%   | 3.7%p  | 18.1% | -8.8%p  | 14.2% | 7.4%  | 6.7%p   |
| 한국        | 13.2% | 13.5%  | -0.3%p | 13.5% | -0.3%p  | 13.4% | 12.3% | 1.1%p   |
| 중국        | 5.6%  | -10.9% | 16.5%p | 18.4% | -12.8%p | 13.0% | -5.6% | 18.6%p  |
| 베트남       | 8.4%  | 13.6%  | -5.1%p | 25.4% | -16.9%p | 18.5% | 16.9% | 1.6%p   |
| 러시아       | 14.1% | 21.3%  | -7.2%p | 3.7%  | 10.4%p  | 10.1% | 22.2% | -12.1%p |

자료: 오리온, 키움증권 리서치

## 오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)              | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18E        | 4Q18E        | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>             | <b>487.7</b> | <b>383.1</b> | <b>522.1</b> | <b>451.0</b> | <b>516.3</b> | <b>423.8</b> | <b>489.6</b> | <b>496.4</b> | <b>1,854.5</b> | <b>1,926.0</b> | <b>2,052.2</b> |
| (YoY)                  | -21.9%       | -22.6%       | -8.3%        | -25.1%       | 5.8%         | 10.6%        | -6.2%        | 10.1%        | -19.1%         | 3.9%           | 6.5%           |
| <b>한국(오리온 별도)</b>      | <b>173.3</b> | <b>173.7</b> | <b>169.3</b> | <b>175.3</b> | <b>177.6</b> | <b>175.5</b> | <b>174.6</b> | <b>180.8</b> | <b>691.5</b>   | <b>708.5</b>   | <b>722.4</b>   |
| (YoY)                  | -0.3%        | 4.2%         | 5.6%         | -1.9%        | 2.5%         | 1.0%         | 3.1%         | 3.2%         | 1.8%           | 2.5%           | 2.0%           |
| <b>중국(Pan Orion)</b>   | <b>234.9</b> | <b>141.5</b> | <b>288.7</b> | <b>198.1</b> | <b>266.3</b> | <b>191.5</b> | <b>252.5</b> | <b>236.0</b> | <b>863.2</b>   | <b>946.1</b>   | <b>1,016.3</b> |
| (YoY)                  | -37.9%       | -48.0%       | -17.1%       | -43.0%       | 13.4%        | 35.3%        | -12.6%       | 19.1%        | -35.9%         | 9.6%           | 7.4%           |
| <b>베트남(OFV)</b>        | <b>61.8</b>  | <b>49.0</b>  | <b>50.4</b>  | <b>61.2</b>  | <b>67.4</b>  | <b>46.3</b>  | <b>51.4</b>  | <b>63.9</b>  | <b>222.4</b>   | <b>229.0</b>   | <b>262.4</b>   |
| (YoY)                  | 5.1%         | 15.6%        | 10.8%        | 5.8%         | 9.0%         | -5.5%        | 2.2%         | 4.4%         | 8.7%           | 3.0%           | 14.6%          |
| <b>러시아(OIE)</b>        | <b>17.7</b>  | <b>18.9</b>  | <b>19.8</b>  | <b>20.9</b>  | <b>10.8</b>  | <b>14.9</b>  | <b>17.1</b>  | <b>20.2</b>  | <b>77.4</b>    | <b>63.1</b>    | <b>71.8</b>    |
| (YoY)                  | 29.6%        | 35.3%        | 28.0%        | 15.5%        | -38.8%       | -21.2%       | -13.5%       | -3.2%        | 26.4%          | -18.4%         | 13.7%          |
| 연결조정                   | 0.0          | 0.0          | -6.0         | -4.5         | -5.9         | -4.4         | -6.0         | -4.5         | 0.0            | -20.8          | -20.8          |
| <b>영업이익</b>            | <b>29.7</b>  | <b>19.6</b>  | <b>78.7</b>  | <b>20.3</b>  | <b>93.6</b>  | <b>39.6</b>  | <b>79.7</b>  | <b>66.0</b>  | <b>151.3</b>   | <b>278.9</b>   | <b>328.6</b>   |
| (YoY)                  | -71.6%       | -31.0%       | -13.2%       | -76.9%       | 215.3%       | 102.4%       | 1.3%         | 225.1%       | -51.4%         | 84.3%          | 17.8%          |
| (OPM)                  | 6.1%         | 5.1%         | 15.1%        | 4.5%         | 18.1%        | 9.3%         | 16.3%        | 13.3%        | 8.2%           | 14.5%          | 16.0%          |
| <b>한국(오리온 별도)</b>      | <b>18.4</b>  | <b>23.1</b>  | <b>19.4</b>  | <b>20.6</b>  | <b>24.0</b>  | <b>23.2</b>  | <b>25.5</b>  | <b>24.8</b>  | <b>81.6</b>    | <b>97.5</b>    | <b>101.2</b>   |
| (OPM)                  | 10.6%        | 13.3%        | 11.5%        | 11.8%        | 13.5%        | 13.2%        | 14.6%        | 13.7%        | 11.8%          | 13.8%          | 14.0%          |
| <b>중국(Pan Orion)</b>   | <b>-4.9</b>  | <b>-14.1</b> | <b>46.8</b>  | <b>-8.5</b>  | <b>48.9</b>  | <b>10.7</b>  | <b>40.2</b>  | <b>30.8</b>  | <b>19.2</b>    | <b>130.6</b>   | <b>160.4</b>   |
| (OPM)                  | -2.1%        | -10.0%       | 16.2%        | -4.3%        | 18.4%        | 5.6%         | 15.9%        | 13.0%        | 2.2%           | 13.8%          | 15.8%          |
| <b>베트남(OFV)</b>        | <b>12.0</b>  | <b>6.6</b>   | <b>9.1</b>   | <b>8.6</b>   | <b>17.1</b>  | <b>3.9</b>   | <b>11.7</b>  | <b>10.0</b>  | <b>36.3</b>    | <b>42.6</b>    | <b>53.7</b>    |
| (OPM)                  | 19.5%        | 13.4%        | 18.1%        | 14.0%        | 25.4%        | 8.4%         | 22.6%        | 15.6%        | 16.3%          | 18.6%          | 20.4%          |
| <b>러시아(OIE)</b>        | <b>4.1</b>   | <b>4.0</b>   | <b>4.0</b>   | <b>2.1</b>   | <b>0.4</b>   | <b>2.1</b>   | <b>3.0</b>   | <b>2.9</b>   | <b>14.2</b>    | <b>8.4</b>     | <b>13.5</b>    |
| (OPM)                  | 23.2%        | 21.2%        | 20.3%        | 9.9%         | 4.0%         | 14.3%        | 17.3%        | 14.1%        | 18.4%          | 13.3%          | 18.8%          |
| 연결조정                   | 0.0          | 0.0          | -0.6         | -2.4         | 3.2          | -0.3         | -0.6         | -2.4         | 0.0            | -0.2           | -0.2           |
| 세전이익                   |              |              | 79.6         | 17.7         | 87.5         | 35.9         | 77.5         | 63.8         |                | 264.7          | 320.0          |
| 당기순이익                  |              |              | 60.7         | 10.7         | 67.5         | 27.6         | 58.8         | 48.4         |                | 202.3          | 242.6          |
| <b>지배주주순이익</b>         |              |              | <b>59.1</b>  | <b>11.2</b>  | <b>65.9</b>  | <b>27.4</b>  | <b>58.8</b>  | <b>48.4</b>  |                | <b>200.5</b>   | <b>242.6</b>   |
| (YoY)                  |              |              |              |              |              |              | -0.6%        | 330.6%       |                |                | 21.0%          |
| <b>현지 통화 기준 매출 성장률</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |
| 중국(Pan Orion)          | -32.3%       | -43.9%       | -17.2%       | -42.2%       | 13.0%        | 30.8%        | -10.4%       | 20.7%        | -33.2%         | 10.0%          | 8.6%           |
| 베트남 내수(OFV 내수)         | 12.4%        | 33.1%        | 20.3%        | 14.7%        | 22.2%        | 8.5%         | 10.9%        | 10.9%        | 18.7%          | 13.5%          | 13.0%          |
| 러시아(OIE)               | 6.7%         | 21.6%        | 15.6%        | 11.1%        | -36.2%       | -11.9%       | -5.0%        | 5.0%         | 13.5%          | -10.9%         | 15.4%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 1Q17~2Q17은 분할전 오리온의 제과부문 실적임

## 오리온 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 연결      | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|----------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                      | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 매출액                  | -        | 11,172 | 19,260 | 20,522 | 21,607 |
| 매출원가                 | -        | 5,935  | 10,660 | 11,127 | 11,528 |
| 매출총이익                | -        | 5,237  | 8,600  | 9,395  | 10,079 |
| 판매비 및 일반관리비          | -        | 4,163  | 5,812  | 6,110  | 6,512  |
| 영업이익(보고)             | -        | 1,074  | 2,789  | 3,286  | 3,567  |
| 영업이익(핵심)             | -        | 1,074  | 2,789  | 3,286  | 3,567  |
| 영업외손익                | -        | -24    | -141   | -86    | -83    |
| 이자수익                 | -        | 44     | 68     | 72     | 76     |
| 배당금수익                | -        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환이익                 | -        | 65     | 0      | 0      | 0      |
| 이자비용                 | -        | 116    | 170    | 137    | 137    |
| 외환손실                 | -        | 41     | 0      | 0      | 0      |
| 관계기업지분법손익            | -        | -3     | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | -        | 42     | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -        | -6     | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -        | -9     | -39    | -21    | -22    |
| 법인세차감전이익             | -        | 1,051  | 2,647  | 3,200  | 3,484  |
| 법인세비용                | -        | 284    | 624    | 774    | 843    |
| 유효법인세율 (%)           | -        | 27.0%  | 23.6%  | 24.2%  | 24.2%  |
| 당기순이익                | -        | 767    | 2,023  | 2,426  | 2,641  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | -        | 756    | 2,005  | 2,426  | 2,641  |
| EBITDA               | -        | 1,732  | 3,903  | 4,430  | 4,748  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | -        | 1,425  | 3,137  | 3,570  | 3,822  |
| 수정당기순이익              | -        | 740    | 2,023  | 2,426  | 2,641  |
| 증감율(% YoY)           | -        |        |        |        |        |
| 매출액                  | -        | N/A    | 72.4   | 6.5    | 5.3    |
| 영업이익(보고)             | -        | N/A    | 159.6  | 17.8   | 8.6    |
| 영업이익(핵심)             | -        | N/A    | 159.6  | 17.8   | 8.6    |
| EBITDA               | -        | N/A    | 125.3  | 13.5   | 7.2    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -        | N/A    | 165.2  | 21.0   | 8.9    |
| EPS                  | -        | N/A    | 165.2  | 21.0   | 8.9    |
| 수정순이익                | -        | N/A    | 173.2  | 19.9   | 8.9    |

## 현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 연결   | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                   | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 영업활동현금흐름          | -        | 1,932  | 3,153  | 3,505  | 3,766  |
| 당기순이익             | -        | 767    | 2,023  | 2,426  | 2,641  |
| 감가상각비             | -        | 642    | 1,087  | 1,121  | 1,157  |
| 무형자산상각비           | -        | 16     | 27     | 24     | 25     |
| 외환손익              | -        | -29    | 0      | 0      | 0      |
| 자산처분손익            | -        | 89     | 0      | 0      | 0      |
| 지분법손익             | -        | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 영업활동자산부채 증감       | -        | 281    | 16     | -66    | -56    |
| 기타                | -        | 163    | 0      | 0      | 0      |
| 투자활동현금흐름          | -        | -170   | -1,608 | -1,714 | -1,793 |
| 투자자산의 처분          | -        | 549    | -8     | -34    | -29    |
| 유형자산의 처분          | -        | 148    | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산의 취득          | -        | -898   | -1,600 | -1,680 | -1,764 |
| 무형자산의 처분          | -        | -11    | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | -        | 41     | 0      | 0      | 0      |
| 재무활동현금흐름          | -        | -1,553 | -854   | -1,235 | -200   |
| 단기차입금의 증가         | -        | -2,541 | 0      | -1,044 | 0      |
| 장기차입금의 증가         | -        | 997    | -670   | 0      | 0      |
| 자본의 증가            | -        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -        | 0      | -237   | -237   | -237   |
| 기타                | -        | -9     | 53     | 46     | 37     |
| 현금및현금성자산의증가       | -        | 183    | 690    | 555    | 1,772  |
| 기초현금및현금성자산        | -        | 833    | 1,016  | 1,706  | 2,262  |
| 기말현금및현금성자산        | -        | 1,016  | 1,706  | 2,262  | 4,034  |
| Gross Cash Flow   | -        | 1,651  | 3,137  | 3,570  | 3,822  |
| Op Free Cash Flow | -        | 815    | 1,661  | 1,890  | 2,065  |

## 재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결 | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 유동자산            | -        | 4,575  | 5,280  | 6,069  | 8,043  |
| 현금및현금성자산        | -        | 1,016  | 1,706  | 2,262  | 4,034  |
| 유동금융자산          | -        | 509    | 520    | 554    | 583    |
| 매출채권및유동채권       | -        | 1,457  | 1,482  | 1,579  | 1,662  |
| 재고자산            | -        | 1,507  | 1,541  | 1,642  | 1,729  |
| 기타유동비금융자산       | -        | 85     | 31     | 33     | 35     |
| 비유동자산           | -        | 18,005 | 18,503 | 19,070 | 19,680 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | -        | 467    | 482    | 513    | 540    |
| 투자자산            | -        | 242    | 239    | 239    | 239    |
| 유형자산            | -        | 16,728 | 17,240 | 17,800 | 18,407 |
| 무형자산            | -        | 524    | 497    | 473    | 448    |
| 기타비유동자산         | -        | 45     | 45     | 45     | 45     |
| 자산총계            | -        | 22,580 | 23,783 | 25,139 | 27,722 |
| 유동부채            | -        | 5,230  | 4,594  | 3,716  | 3,859  |
| 매입채무및기타유동채무     | -        | 2,316  | 2,408  | 2,565  | 2,701  |
| 단기차입금           | -        | 1,044  | 1,044  | 0      | 0      |
| 유동성장기차입금        | -        | 1,659  | 989    | 989    | 989    |
| 기타유동부채          | -        | 210    | 154    | 162    | 169    |
| 비유동부채           | -        | 3,901  | 3,953  | 4,000  | 4,036  |
| 장기매입채무및비유동채무    | -        | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 사채및장기차입금        | -        | 3,294  | 3,294  | 3,294  | 3,294  |
| 기타비유동부채         | -        | 606    | 659    | 705    | 742    |
| 부채총계            | -        | 9,131  | 8,548  | 7,716  | 7,895  |
| 자본금             | -        | 198    | 198    | 198    | 198    |
| 주식발행초과금         | -        | 5,981  | 5,981  | 5,981  | 5,981  |
| 이익잉여금           | -        | 762    | 2,536  | 4,730  | 7,139  |
| 기타자본            | -        | 6,141  | 6,141  | 6,141  | 6,141  |
| 지배주주지분자본총계      | -        | 13,082 | 14,856 | 17,050 | 19,459 |
| 비지배주주지분자본총계     | -        | 367    | 379    | 373    | 368    |
| 자본총계            | -        | 13,449 | 15,235 | 17,423 | 19,827 |
| 순차입금            | -        | 4,472  | 3,101  | 1,467  | -334   |
| 총차입금            | -        | 5,997  | 5,327  | 4,283  | 4,283  |

## 투자지표

| 12월 결산, IFRS 연결 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2016          | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 주당지표(원)         |               |        |        |        |        |
| EPS             | -             | 1,912  | 5,071  | 6,135  | 6,680  |
| BPS             | -             | 33,092 | 37,579 | 43,129 | 49,222 |
| 주당EBITDA        | -             | 4,382  | 9,871  | 11,207 | 12,011 |
| CFPS            | -             | 3,604  | 7,936  | 9,031  | 9,669  |
| DPS             | -             | 600    | 600    | 600    | 600    |
| 주가배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | -             | 54.7   | 23.3   | 19.2   | 17.7   |
| PBR             | -             | 3.2    | 3.1    | 2.7    | 2.4    |
| EV/EBITDA       | -             | 26.8   | 12.9   | 10.9   | 9.8    |
| PCFR            | -             | 29.0   | 14.9   | 13.1   | 12.2   |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | -             | 9.6    | 14.5   | 16.0   | 16.5   |
| 영업이익률(핵심)       | -             | 9.6    | 14.5   | 16.0   | 16.5   |
| EBITDA margin   | -             | 15.5   | 20.3   | 21.6   | 22.0   |
| 순이익률            | -             | 6.9    | 10.5   | 11.8   | 12.2   |
| 자기자본이익률(ROE)    | -             | 5.7    | 14.1   | 14.9   | 14.2   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | -             | 4.4    | 11.7   | 13.3   | 13.9   |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | -             | 67.9   | 56.1   | 44.3   | 39.8   |
| 순차입금비율          | -             | 33.3   | 20.4   | 8.4    | -1.7   |
| 이자보상배율(배)       | -             | 9.3    | 16.4   | 24.0   | 26.0   |
| 활동성(배)          | -             |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | -             | 7.7    | 13.1   | 13.4   | 13.3   |
| 재고자산회전율         | -             | 7.4    | 12.6   | 12.9   | 12.8   |
| 매입채무회전율         | -             | 4.8    | 8.2    | 8.3    | 8.2    |

## &gt;&gt;&gt; 대상(001680)

투자의견 BUY

목표주가 37,000원

(상향)

대상의 2분기 연결기준 영업이익은 354억원(+48% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 장류 경쟁강도 완화로 판촉비가 축소되면서 본사 식품 부문의 이익이 개선되었고, 2) 전분당/라이신/기타 바이오 품목의 판매량 호조로 본사 소재 부문의 이익이 Level-up 되었으며, 3) 인도네시아 전분당 공장의 가동률 개선으로 PT미원 인도네시아의 영업이익이 개선되었기 때문이다(+27억원 YoY).

라이신을 중심으로 소재 매출이 예상 보다 고성장 하면서, 본사 소재 부문의 분기 OPM 레벨이 200억대로 상향된 점이 긍정적이다. 또한, 장류 경쟁강도가 완화되면서 본사 판관비율이 내려가고 있고, PT미원 인도네시아의 수익성 개선도 예상 보다 빠른 편이다. 이에 따라, 전사 실적 추정치를 상향 조정하고, 목표주가를 3.7만원으로 상향한다 (2019E EPS에 Target PER 13.5배 적용).

## 대상 연결기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 연결기준 (십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY   |
|---------------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 746.5 | 724.1 | 3.1%  |
| 영업이익          | 35.6  | 23.9  | 48.9% |
| OPM           | 4.8%  | 3.3%  | 1.5%p |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## 대상 별도기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 별도기준 (십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY   |
|---------------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 551.9 | 523.0 | 5.5%  |
| 영업이익          | 34.4  | 24.7  | 39.6% |
| OPM           | 6.2%  | 4.7%  | 1.5%p |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## 대상 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)          | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18E        | 4Q18E        | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>         | <b>714.2</b> | <b>724.1</b> | <b>819.3</b> | <b>711.2</b> | <b>740.0</b> | <b>724.3</b> | <b>811.5</b> | <b>711.3</b> | <b>2,968.8</b> | <b>2,987.1</b> | <b>3,083.9</b> |
| (YoY)              | 4.4%         | 1.9%         | 9.1%         | 0.3%         | 3.6%         | 0.0%         | -0.9%        | 0.0%         | 4.0%           | 0.6%           | 3.2%           |
| <b>별도기준</b>        | <b>531.0</b> | <b>532.0</b> | <b>609.1</b> | <b>518.0</b> | <b>562.6</b> | <b>541.8</b> | <b>624.2</b> | <b>524.0</b> | <b>2,190.1</b> | <b>2,252.7</b> | <b>2,326.3</b> |
| (YoY)              | 19.0%        | 16.5%        | 22.7%        | 14.2%        | 6.0%         | 1.8%         | 2.5%         | 1.2%         | 18.2%          | 2.9%           | 3.3%           |
| 식품                 | 365.4        | 360.4        | 437.5        | 336.7        | 379.8        | 346.4        | 434.2        | 334.8        | 1,500.0        | 1,495.2        | 1,542.3        |
| (YoY)              | 24.8%        | 27.6%        | 33.9%        | 18.6%        | 3.9%         | -3.9%        | -0.7%        | -0.6%        | 26.5%          | -0.3%          | 3.1%           |
| 소재                 | 165.6        | 171.6        | 171.7        | 181.3        | 182.8        | 195.4        | 190.0        | 189.2        | 690.1          | 757.5          | 784.0          |
| (YoY)              | 7.9%         | -1.6%        | 1.2%         | 6.9%         | 10.4%        | 13.9%        | 10.7%        | 4.4%         | 3.4%           | 9.8%           | 3.5%           |
| <b>대상ベスト코</b>      | <b>131.5</b> | <b>145.4</b> | <b>156.4</b> | <b>138.3</b> | <b>120.7</b> | <b>129.8</b> | <b>131.8</b> | <b>130.8</b> | <b>571.5</b>   | <b>513.2</b>   | <b>513.2</b>   |
| (YoY)              | 15.3%        | 13.0%        | 29.0%        | 11.4%        | -8.2%        | -10.7%       | -15.7%       | -5.4%        | 17.1%          | -10.2%         | 0.0%           |
| <b>PT 미원 인도네시아</b> | <b>35.9</b>  | <b>36.9</b>  | <b>43.9</b>  | <b>43.0</b>  | <b>46.8</b>  | <b>47.5</b>  | <b>49.0</b>  | <b>50.0</b>  | <b>159.7</b>   | <b>193.3</b>   | <b>216.0</b>   |
| (YoY)              | 9.9%         | 14.8%        | 45.3%        | 41.4%        | 30.5%        | 28.7%        | 11.6%        | 16.3%        | 27.3%          | 21.1%          | 11.7%          |
| <b>미원 베트남</b>      | <b>19.9</b>  | <b>19.8</b>  | <b>19.6</b>  | <b>20.5</b>  | <b>21.0</b>  | <b>22.2</b>  | <b>22.5</b>  | <b>22.5</b>  | <b>79.7</b>    | <b>88.3</b>    | <b>91.7</b>    |
| (YoY)              | -10.7%       | -4.5%        | 15.7%        | 7.6%         | 5.9%         | 12.0%        | 15.3%        | 10.0%        | 1.0%           | 10.8%          | 3.8%           |
| 기타 및 연결조정          | -4.0         | -10.0        | -9.6         | -8.6         | -11.2        | -17.1        | -16.1        | -16.1        | -32.3          | -60.5          | -63.4          |
| <b>매출총이익</b>       | <b>190.8</b> | <b>195.2</b> | <b>221.5</b> | <b>186.7</b> | <b>192.4</b> | <b>190.6</b> | <b>215.1</b> | <b>183.0</b> | <b>794.3</b>   | <b>781.1</b>   | <b>816.3</b>   |
| (GPM)              | 26.7%        | 27.0%        | 27.0%        | 26.3%        | 26.0%        | 26.3%        | 26.5%        | 25.7%        | 26.8%          | 26.1%          | 26.5%          |
| <b>판관비</b>         | <b>161.9</b> | <b>171.3</b> | <b>182.8</b> | <b>181.6</b> | <b>162.2</b> | <b>155.3</b> | <b>170.4</b> | <b>167.8</b> | <b>697.6</b>   | <b>655.7</b>   | <b>677.4</b>   |
| (판관비율)             | 22.7%        | 23.7%        | 22.3%        | 25.5%        | 21.9%        | 21.4%        | 21.0%        | 23.6%        | 23.5%          | 21.9%          | 22.0%          |
| <b>영업이익</b>        | <b>28.9</b>  | <b>23.9</b>  | <b>38.7</b>  | <b>5.2</b>   | <b>30.2</b>  | <b>35.4</b>  | <b>44.7</b>  | <b>15.2</b>  | <b>96.7</b>    | <b>125.5</b>   | <b>138.9</b>   |
| (YoY)              | -10.7%       | -27.6%       | 6.1%         | -43.3%       | 4.5%         | 47.9%        | 15.4%        | 193.4%       | -12.9%         | 29.7%          | 10.7%          |
| (OPM)              | 4.0%         | 3.3%         | 4.7%         | 0.7%         | 4.1%         | 4.9%         | 5.5%         | 2.1%         | 3.3%           | 4.2%           | 4.5%           |
| <b>별도기준</b>        | <b>27.1</b>  | <b>24.7</b>  | <b>38.9</b>  | <b>12.6</b>  | <b>29.8</b>  | <b>34.2</b>  | <b>43.1</b>  | <b>18.4</b>  | <b>103.1</b>   | <b>125.5</b>   | <b>129.0</b>   |
| (OPM)              | 5.1%         | 4.6%         | 6.4%         | 2.4%         | 5.3%         | 6.3%         | 6.9%         | 3.5%         | 4.7%           | 5.6%           | 5.5%           |
| 식품                 | 15.0         | 8.7          | 26.0         | -7.0         | 12.8         | 11.9         | 23.0         | -1.5         | 42.6           | 46.2           | 48.8           |
| (OPM)              | 4.1%         | 2.4%         | 5.9%         | -2.1%        | 3.4%         | 3.4%         | 5.3%         | -0.5%        | 2.8%           | 3.1%           | 3.2%           |
| 소재                 | 12.1         | 15.9         | 12.9         | 19.6         | 17.0         | 22.3         | 20.1         | 20.0         | 60.5           | 79.3           | 80.2           |
| (OPM)              | 7.3%         | 9.3%         | 7.5%         | 10.8%        | 9.3%         | 11.4%        | 10.6%        | 10.6%        | 8.8%           | 10.5%          | 10.2%          |
| 세전이익               | 30.3         | 17.8         | 32.5         | 2.9          | 26.5         | 54.6         | 39.2         | 9.6          | 83.5           | 130.0          | 125.6          |
| 당기순이익              | 23.5         | 12.1         | 24.4         | -8.3         | 19.0         | 40.6         | 29.7         | 7.3          | 51.8           | 96.6           | 95.2           |
| <b>지배주주순이익</b>     | <b>24.3</b>  | <b>12.5</b>  | <b>24.5</b>  | <b>-8.6</b>  | <b>19.0</b>  | <b>40.7</b>  | <b>30.3</b>  | <b>7.9</b>   | <b>52.7</b>    | <b>97.9</b>    | <b>97.6</b>    |
| (YoY)              | 8.9%         | -37.6%       | -17.6%       | 적지           | -21.9%       | 225.3%       | 23.9%        | 흑전           | -18.4%         | 85.7%          | -0.3%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 대상 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 연결      | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|----------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                      | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 매출액                  | 28,550   | 29,688 | 29,871 | 30,839 | 31,707 |
| 매출원가                 | 20,793   | 21,745 | 22,060 | 22,676 | 23,242 |
| 매출총이익                | 7,757    | 7,943  | 7,811  | 8,163  | 8,465  |
| 판매비및일반관리비            | 6,646    | 6,976  | 6,557  | 6,774  | 6,981  |
| 영업이익(보고)             | 1,111    | 967    | 1,255  | 1,389  | 1,484  |
| 영업이익(핵심)             | 1,111    | 967    | 1,255  | 1,389  | 1,484  |
| 영업외손익                | -292     | -132   | 45     | -132   | -116   |
| 이자수익                 | 93       | 74     | 42     | 43     | 44     |
| 배당금수익                | 2        | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 외환이익                 | 225      | 282    | 226    | 214    | 204    |
| 이자비용                 | 292      | 293    | 231    | 223    | 212    |
| 외환손실                 | 265      | 290    | 266    | 252    | 240    |
| 관계기업지분법손익            | 69       | 29     | 20     | 20     | 20     |
| 투자및기타자산처분손익          | -5       | -3     | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -35      | -2     | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -83      | 67     | 251    | 62     | 63     |
| 법인세차감전이익             | 819      | 835    | 1,300  | 1,256  | 1,368  |
| 법인세비용                | 218      | 318    | 334    | 304    | 331    |
| 유효법인세율 (%)           | 26.6%    | 38.0%  | 25.7%  | 24.2%  | 24.2%  |
| 당기순이익                | 601      | 518    | 966    | 952    | 1,037  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 646      | 527    | 979    | 976    | 1,061  |
| EBITDA               | 1,875    | 1,766  | 2,121  | 2,271  | 2,385  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,365    | 1,316  | 1,832  | 1,835  | 1,937  |
| 수정당기순이익              | 630      | 521    | 966    | 952    | 1,037  |
| 증감율(% YoY)           |          |        |        |        |        |
| 매출액                  | 8.3      | 4.0    | 0.6    | 3.2    | 2.8    |
| 영업이익(보고)             | 1.1      | -12.9  | 29.7   | 10.7   | 6.8    |
| 영업이익(핵심)             | 1.1      | -12.9  | 29.7   | 10.7   | 6.8    |
| EBITDA               | 5.6      | -5.8   | 20.1   | 7.1    | 5.0    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 10.9     | -18.4  | 85.7   | -0.3   | 8.6    |
| EPS                  | 10.9     | -18.4  | 85.7   | -0.3   | 8.6    |
| 수정순이익                | 19.8     | -17.4  | 85.6   | -1.4   | 8.8    |

## 현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 연결   | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                   | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 영업활동현금흐름          | 548      | 1,662  | 1,799  | 1,719  | 1,835  |
| 당기순이익             | 601      | 518    | 966    | 952    | 1,037  |
| 감가상각비             | 712      | 744    | 814    | 831    | 849    |
| 무형자산상각비           | 52       | 54     | 52     | 52     | 52     |
| 외환손익              | 67       | 111    | 40     | 38     | 36     |
| 자산처분손익            | 22       | 7      | 0      | 0      | 0      |
| 지분법손익             | -28      | -29    | -20    | -20    | -20    |
| 영업활동자산부채 증감       | -988     | -55    | -9     | -92    | -79    |
| 기타                | 109      | 312    | -44    | -42    | -40    |
|                   |          |        |        |        |        |
| 투자활동현금흐름          | -2,203   | -677   | -1,014 | -1,105 | -1,128 |
| 투자자산의 처분          | -1,034   | 746    | -14    | -75    | -67    |
| 유형자산의 처분          | 34       | 2      | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산의 취득          | -1,172   | -1,390 | -1,000 | -1,030 | -1,061 |
| 무형자산의 처분          | -29      | -35    | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | -2       | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                   |          |        |        |        |        |
| 재무활동현금흐름          | 967      | -1,094 | -360   | -406   | -502   |
| 단기차입금의 증가         | -1,655   | -1,563 | 500    | -1,700 | -400   |
| 장기차입금의 증가         | 2,760    | 614    | -748   | 1,400  | 0      |
| 자본의 증가            | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -144     | -144   | -180   | -180   | -180   |
| 기타                | 6        | 0      | 68     | 74     | 78     |
|                   |          |        |        |        |        |
| 현금및현금성자산의순증가      | -695     | -363   | 425    | 207    | 204    |
| 기초현금및현금성자산        | 2,537    | 1,842  | 1,479  | 1,903  | 2,111  |
| 기말현금및현금성자산        | 1,842    | 1,479  | 1,903  | 2,111  | 2,315  |
| Gross Cash Flow   | 1,536    | 1,717  | 1,808  | 1,811  | 1,913  |
| Op Free Cash Flow | -610     | -82    | 789    | 813    | 886    |

## 재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결 | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 유동자산            | 10,865   | 9,985  | 10,462 | 10,947 | 11,400 |
| 현금및현금성자산        | 1,842    | 1,479  | 1,903  | 2,111  | 2,315  |
| 유동금융자산          | 2,692    | 1,969  | 1,981  | 2,045  | 2,103  |
| 매출채권및유동채권       | 3,392    | 3,261  | 3,281  | 3,387  | 3,483  |
| 재고자산            | 2,939    | 3,179  | 3,198  | 3,302  | 3,395  |
| 기타유동비금융자산       | 0        | 98     | 98     | 101    | 104    |
| 비유동자산           | 12,220   | 12,539 | 12,702 | 12,898 | 13,104 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 478      | 428    | 431    | 445    | 457    |
| 투자자산            | 1,419    | 1,427  | 1,453  | 1,488  | 1,521  |
| 유형자산            | 8,541    | 8,943  | 9,129  | 9,328  | 9,540  |
| 무형자산            | 1,395    | 1,374  | 1,322  | 1,270  | 1,218  |
| 기타비유동자산         | 388      | 367    | 367    | 367    | 367    |
| 자산총계            | 23,085   | 22,524 | 23,164 | 23,845 | 24,504 |
| 유동부채            | 7,147    | 6,882  | 6,668  | 6,501  | 6,224  |
| 매입채무및기타유동채무     | 3,192    | 3,513  | 3,535  | 3,649  | 3,752  |
| 단기차입금           | 3,090    | 2,040  | 2,540  | 840    | 440    |
| 유동성장기차입금        | 633      | 1,115  | 367    | 1,767  | 1,767  |
| 기타유동부채          | 233      | 214    | 226    | 244    | 265    |
| 비유동부채           | 7,264    | 6,798  | 6,866  | 6,941  | 7,021  |
| 장기매입채무및비유동채무    | 95       | 58     | 58     | 60     | 62     |
| 사채및장기차입금        | 5,854    | 5,356  | 5,356  | 5,356  | 5,356  |
| 기타비유동부채         | 1,316    | 1,385  | 1,452  | 1,526  | 1,604  |
| 부채총계            | 14,412   | 13,680 | 13,534 | 13,442 | 13,245 |
| 자본금             | 360      | 360    | 360    | 360    | 360    |
| 주식발행초과금         | 735      | 735    | 735    | 735    | 735    |
| 이익잉여금           | 5,556    | 5,966  | 6,768  | 7,566  | 8,448  |
| 기타자본            | 1,831    | 1,648  | 1,648  | 1,648  | 1,648  |
| 지배주주지분자본총계      | 8,482    | 8,710  | 9,511  | 10,310 | 11,192 |
| 비지배주주지분자본총계     | 191      | 135    | 119    | 93     | 67     |
| 자본총계            | 8,673    | 8,844  | 9,630  | 10,402 | 11,259 |
| 순차입금            | 5,043    | 5,063  | 4,378  | 3,807  | 3,145  |
| 총차입금            | 9,576    | 8,511  | 8,263  | 7,963  | 7,563  |

## 투자지표

| 12월 결산, IFRS 연결 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2016          | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 주당지표(원)         |               |        |        |        |        |
| EPS             | 1,794         | 1,464  | 2,718  | 2,711  | 2,945  |
| BPS             | 23,549        | 24,181 | 26,407 | 28,624 | 31,072 |
| 주당EBITDA        | 5,206         | 4,902  | 5,887  | 6,306  | 6,621  |
| CFPS            | 3,790         | 3,654  | 5,086  | 5,094  | 5,379  |
| DPS             | 400           | 500    | 500    | 500    | 500    |
| 주가배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | 14.7          | 18.8   | 9.0    | 9.0    | 8.3    |
| PBR             | 1.1           | 1.1    | 0.9    | 0.9    | 0.8    |
| EV/EBITDA       | 7.3           | 8.3    | 6.1    | 5.4    | 4.9    |
| PCFR            | 7.0           | 7.5    | 4.8    | 4.8    | 4.6    |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 3.9           | 3.3    | 4.2    | 4.5    | 4.7    |
| 영업이익률(핵심)       | 3.9           | 3.3    | 4.2    | 4.5    | 4.7    |
| EBITDA margin   | 6.6           | 5.9    | 7.1    | 7.4    | 7.5    |
| 순이익률            | 2.1           | 1.7    | 3.2    | 3.1    | 3.3    |
| 자기자본이익률(ROE)    | 7.1           | 5.9    | 10.5   | 9.5    | 9.6    |
| 투하자본이익률(ROIC)   | 7.2           | 4.9    | 7.5    | 8.3    | 8.7    |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | 166.2         | 154.7  | 140.5  | 129.2  | 117.6  |
| 순차입금비율          | 58.1          | 57.2   | 45.5   | 36.6   | 27.9   |
| 이자보상배율(배)       | 3.8           | 3.3    | 5.4    | 6.2    | 7.0    |
| 활동성(%)          |               |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 9.3           | 8.9    | 9.1    | 9.2    | 9.2    |
| 재고자산회전율         | 9.9           | 9.7    | 9.4    | 9.5    | 9.5    |
| 매입채무회전율         | 9.2           | 8.9    | 8.5    | 8.6    | 8.6    |

## &gt;&gt;&gt; 롯데푸드(002270)

투자의견 BUY

목표주가 1,050,000원

롯데푸드의 2분기 별도기준 영업이익은 228억원(+17% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는, 1) 날씨 영향과 신제품 효과로 인한 빙과 판매량 호조(매출 +10% YoY), 2) 중국 분유 수출 회복(60~70억) 및 내수분유 Mix 개선, 3) 델리카 판매량 성장(+high single)에 따른 평택공장 가동률 개선, 4) 고수익성 HMR 제품 비중 확대에 따른 육가공 부문의 Mix 개선에 기인한다.

3분기에도 폭염 및 신제품 효과와 가격 정찰제 정착으로 빙과 부문의 호조세가 지속될 전망이다. 델리카 사업부의 성장률이 다소 둔화된 점은 아쉬우나, HMR 매출 확대로 육가공 부문의 Product Mix가 개선되고 있는 점은 긍정적으로 판단된다. 따라서, 상반기의 전사 수익성 개선 흐름이 하반기에도 이어질 것으로 기대된다.

## 롯데푸드 별도기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 별도기준(십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY    |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 482.7 | 476.2 | 1.4%   |
| 매출원가         | 387.7 | 382.7 | 1.3%   |
| 매출총이익        | 95.0  | 93.5  | 1.7%   |
| 판관비          | 72.0  | 74.0  | -2.8%  |
| 영업이익         | 22.9  | 19.6  | 16.6%  |
| GPM          | 19.7% | 19.6% | 0.1%p  |
| 판관비율         | 14.9% | 15.5% | -0.6%p |
| OPM          | 4.7%  | 4.1%  | 0.6%p  |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## 롯데푸드 별도기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)    | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18E        | 4Q18E        | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>437.2</b> | <b>476.2</b> | <b>517.6</b> | <b>387.6</b> | <b>430.8</b> | <b>470.2</b> | <b>512.2</b> | <b>442.2</b> | <b>1,818.6</b> | <b>1,855.5</b> | <b>1,931.8</b> |
| (YoY)        | 3.4%         | 5.3%         | 7.9%         | -4.9%        | -1.5%        | -1.2%        | -1.0%        | 14.1%        | 3.2%           | 2.0%           | 4.1%           |
| 유자식품         | 196.5        | 207.4        | 218.8        | 195.6        | 205.1        | 209.9        | 222.6        | 218.6        | 819.0          | 856.2          | 905.9          |
| (YoY)        | 5.5%         | 6.4%         | 11.8%        | 1.9%         | 4.4%         | 1.2%         | 1.8%         | 11.7%        | 6.5%           | 4.5%           | 5.8%           |
| 빙과 등         | 98.5         | 131.3        | 144.4        | 74.9         | 91.5         | 128.6        | 142.3        | 92.3         | 449.0          | 454.6          | 464.9          |
| (YoY)        | 0.4%         | 1.3%         | 1.8%         | -16.1%       | -7.1%        | -2.1%        | -1.5%        | 23.2%        | -2.1%          | 1.2%           | 2.3%           |
| 육가공 등        | 142.2        | 137.4        | 154.5        | 117.1        | 134.3        | 131.7        | 147.4        | 131.4        | 551.3          | 544.7          | 561.1          |
| (YoY)        | 2.7%         | 7.6%         | 8.8%         | -7.4%        | -5.6%        | -4.2%        | -4.6%        | 12.2%        | 3.1%           | -1.2%          | 3.0%           |
| <b>매출총이익</b> | <b>80.1</b>  | <b>93.5</b>  | <b>109.0</b> | <b>43.3</b>  | <b>71.6</b>  | <b>84.4</b>  | <b>101.2</b> | <b>73.8</b>  | <b>325.9</b>   | <b>331.0</b>   | <b>354.0</b>   |
| (GPM)        | 18.3%        | 19.6%        | 21.1%        | 11.2%        | 16.6%        | 18.0%        | 19.8%        | 16.7%        | 17.9%          | 17.8%          | 18.3%          |
| <b>판관비</b>   | <b>66.0</b>  | <b>73.9</b>  | <b>81.5</b>  | <b>38.2</b>  | <b>55.6</b>  | <b>61.6</b>  | <b>70.5</b>  | <b>65.6</b>  | <b>259.7</b>   | <b>253.3</b>   | <b>264.9</b>   |
| (판관비율)       | 15.1%        | 15.5%        | 15.7%        | 9.9%         | 12.9%        | 13.1%        | 13.8%        | 14.8%        | 14.3%          | 13.7%          | 13.7%          |
| <b>영업이익</b>  | <b>14.1</b>  | <b>19.6</b>  | <b>27.5</b>  | <b>5.0</b>   | <b>15.9</b>  | <b>22.8</b>  | <b>30.7</b>  | <b>8.2</b>   | <b>66.2</b>    | <b>77.7</b>    | <b>89.1</b>    |
| (YoY)        | -28.4%       | -19.0%       | -18.0%       | 108.3%       | 12.8%        | 16.6%        | 11.7%        | 62.3%        | -17.0%         | 17.3%          | 14.8%          |
| (OPM)        | 3.2%         | 4.1%         | 5.3%         | 1.3%         | 3.7%         | 4.9%         | 6.0%         | 1.9%         | 3.6%           | 4.2%           | 4.6%           |
| 유자식품         | 6.7          | 9.1          | 11.6         | 8.3          | 9.6          | 9.5          | 12.4         | 10.2         | 35.7           | 41.8           | 48.6           |
| (OPM)        | 3.4%         | 4.4%         | 5.3%         | 4.2%         | 4.7%         | 4.5%         | 5.6%         | 4.7%         | 4.4%           | 4.9%           | 5.4%           |
| 빙과 등         | 4.0          | 11.1         | 13.1         | -1.1         | 3.6          | 13.0         | 15.3         | -0.9         | 27.1           | 31.0           | 34.4           |
| (OPM)        | 4.1%         | 8.4%         | 9.1%         | -1.5%        | 4.0%         | 10.1%        | 10.8%        | -1.0%        | 6.0%           | 6.8%           | 7.4%           |
| 육가공 등        | 3.3          | -0.5         | 2.7          | -2.1         | 2.7          | 0.3          | 3.0          | -1.1         | 3.4            | 4.9            | 6.1            |
| (OPM)        | 2.3%         | -0.4%        | 1.8%         | -1.8%        | 2.0%         | 0.3%         | 2.0%         | -0.9%        | 0.6%           | 0.9%           | 1.1%           |
| 세전이익         | 15.3         | 14.8         | 14.9         | 66.4         | 14.0         | 20.0         | 30.5         | 8.0          | 111.4          | 72.5           | 84.0           |
| <b>당기순이익</b> | <b>10.7</b>  | <b>11.2</b>  | <b>7.5</b>   | <b>65.6</b>  | <b>10.6</b>  | <b>15.2</b>  | <b>23.1</b>  | <b>6.1</b>   | <b>95.1</b>    | <b>55.0</b>    | <b>63.7</b>    |
| (YoY)        | -30.1%       | -28.0%       | -66.9%       | 1388.3%      | -0.8%        | 34.9%        | 206.8%       | -90.7%       | 63.4%          | -42.1%         | 15.8%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 롯데푸드 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 별도      | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 17,624 | 18,186 | 18,555 | 19,318 | 20,116 |
| 매출원가                 | 14,024 | 14,926 | 15,246 | 15,778 | 16,374 |
| 매출총이익                | 3,600  | 3,259  | 3,310  | 3,540  | 3,742  |
| 판매비및일반관리비            | 2,802  | 2,597  | 2,533  | 2,649  | 2,768  |
| 영업이익(보고)             | 798    | 662    | 777    | 891    | 973    |
| 영업이익(핵심)             | 798    | 662    | 777    | 891    | 973    |
| 영업외손익                | -40    | 452    | -51    | -51    | -51    |
| 이자수익                 | 11     | 11     | 5      | 6      | 6      |
| 배당금수익                | 27     | 23     | 24     | 25     | 26     |
| 외환이익                 | 34     | 47     | 30     | 30     | 30     |
| 이자비용                 | 23     | 39     | 60     | 60     | 60     |
| 외환손실                 | 10     | 7      | 21     | 21     | 21     |
| 관계기업지분법손익            | -21    | -173   | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | -9     | -25    | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -22    | -188   | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -27    | 803    | -30    | -31    | -32    |
| 법인세차감전이익             | 759    | 1,114  | 725    | 840    | 922    |
| 법인세비용                | 177    | 164    | 175    | 203    | 223    |
| 유효법인세율 (%)           | 23.3%  | 14.7%  | 24.2%  | 24.2%  | 24.2%  |
| 당기순이익                | 582    | 951    | 550    | 637    | 699    |
| 지분법적용순이익(억원)         | 582    | 951    | 550    | 637    | 699    |
| EBITDA               | 1,290  | 1,139  | 1,259  | 1,378  | 1,462  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,074  | 1,427  | 1,033  | 1,124  | 1,188  |
| 수정당기순이익              | 605    | 1,133  | 550    | 637    | 699    |
| 증감율(%), YoY          |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 3.3    | 3.2    | 2.0    | 4.1    | 4.1    |
| 영업이익(보고)             | 15.3   | -17.0  | 17.3   | 14.8   | 9.2    |
| 영업이익(핵심)             | 15.3   | -17.0  | 17.3   | 14.8   | 9.2    |
| EBITDA               | 10.2   | -11.7  | 10.5   | 9.5    | 6.1    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 15.7   | 63.4   | -42.1  | 15.8   | 9.7    |
| EPS                  | 15.7   | 70.0   | -32.7  | 15.8   | 9.7    |
| 수정순이익                | 27.3   | 87.1   | -51.4  | 15.8   | 9.7    |

## 재무상태표

| 12월 결산, IFRS 별도 | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산            | 4,633  | 5,152  | 4,986  | 5,128  | 5,313  |
| 현금및현금성자산        | 367    | 984    | 672    | 636    | 636    |
| 유동금융자산          | 119    | 105    | 111    | 116    | 121    |
| 매출채권및유동채권       | 2,470  | 2,275  | 2,379  | 2,477  | 2,579  |
| 재고자산            | 1,678  | 1,788  | 1,824  | 1,899  | 1,977  |
| 기타유동비금융자산       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 8,728  | 7,066  | 7,607  | 7,961  | 8,340  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 76     | 141    | 46     | 48     | 50     |
| 투자자산            | 2,476  | 1,047  | 1,164  | 1,204  | 1,245  |
| 유형자산            | 5,651  | 5,374  | 5,934  | 6,289  | 6,666  |
| 무형자산            | 526    | 504    | 462    | 420    | 378    |
| 기타비유동자산         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자산총계            | 13,362 | 12,218 | 12,593 | 13,089 | 13,652 |
| 유동부채            | 2,826  | 3,301  | 3,361  | 3,437  | 3,517  |
| 매입채무및기타유동채무     | 1,832  | 1,732  | 1,767  | 1,840  | 1,916  |
| 단기차입금           | 350    | 1,140  | 1,140  | 1,140  | 1,140  |
| 유동성장기차입금        | 500    | 321    | 359    | 359    | 359    |
| 기타유동부채          | 144    | 108    | 94     | 98     | 102    |
| 비유동부채           | 1,109  | 2,262  | 2,277  | 2,309  | 2,342  |
| 장기매입채무및비유동채무    | 82     | 346    | 353    | 367    | 383    |
| 사채및장기차입금        | 362    | 1,497  | 1,497  | 1,497  | 1,497  |
| 기타비유동부채         | 665    | 419    | 427    | 444    | 463    |
| 부채총계            | 3,935  | 5,563  | 5,637  | 5,746  | 5,859  |
| 자본금             | 68     | 57     | 57     | 57     | 57     |
| 주식발행초과금         | 725    | 599    | 599    | 599    | 599    |
| 이익잉여금           | 7,971  | 8,831  | 9,132  | 9,520  | 9,970  |
| 기타자본            | 661    | -2,832 | -2,832 | -2,832 | -2,832 |
| 자본총계            | 9,426  | 6,654  | 6,956  | 7,343  | 7,793  |
| 지분법적용자본총계       | 9,426  | 6,654  | 6,956  | 7,343  | 7,793  |
| 순차입금            | 726    | 1,869  | 2,213  | 2,244  | 2,240  |
| 총차입금            | 1,212  | 2,958  | 2,996  | 2,996  | 2,996  |

## 현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 별도   | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 898    | 908    | 992    | 1,016 | 1,075 |
| 당기순이익             | 582    | 951    | 550    | 637   | 699   |
| 감가상각비             | 449    | 433    | 441    | 445   | 446   |
| 무형자산상각비           | 43     | 43     | 42     | 42    | 42    |
| 외환손익              | -23    | -39    | -9     | -9    | -9    |
| 자산처분손익            | 9      | 33     | 0      | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 21     | 41     | 0      | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -330   | -122   | -17    | -84   | -88   |
| 기타                | 148    | -432   | -15    | -15   | -16   |
| 영업활동자산부채 증감       | -1,277 | -558   | -1,101 | -820  | -845  |
| 투자활동현금흐름          |        |        |        |       |       |
| 투자자산의 처분          | -286   | -240   | -101   | -20   | -21   |
| 유형자산의 처분          | 10     | 6      | 0      | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -1,035 | -851   | -1,000 | -800  | -824  |
| 무형자산의 처분          | -2     | -16    | 0      | 0     | 0     |
| 기타                | 36     | 541    | 0      | 0     | 0     |
| 재무활동현금흐름          | -397   | 269    | -204   | -231  | -231  |
| 단기차입금의 증가         | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | -309   | 1,786  | 38     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -65    | -82    | -249   | -249  | -249  |
| 기타                | -23    | -1,435 | 7      | 18    | 18    |
| 현금및현금성자산의순증가      | -776   | 618    | -312   | -36   | -1    |
| 기초현금및현금성자산        | 1,143  | 367    | 984    | 672   | 636   |
| 기말현금및현금성자산        | 367    | 984    | 672    | 636   | 636   |
| Gross Cash Flow   | 1,228  | 1,030  | 1,009  | 1,100 | 1,162 |
| Op Free Cash Flow | -263   | 54     | 54     | 279   | 315   |

## 투자지표

| 12월 결산, IFRS 별도 | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)         |         |         |         |         |         |
| EPS             | 42,479  | 72,204  | 48,608  | 56,267  | 61,752  |
| BPS             | 688,335 | 587,907 | 614,516 | 648,783 | 688,536 |
| 주당EBITDA        | 94,223  | 86,502  | 111,232 | 121,775 | 129,169 |
| CFPS            | 78,408  | 108,406 | 91,227  | 99,281  | 104,923 |
| DPS             | 6,000   | 22,000  | 22,000  | 22,000  | 22,000  |
| 주가배수(배)         |         |         |         |         |         |
| PER             | 15.0    | 7.7     | 17.7    | 15.3    | 13.9    |
| PBR             | 0.9     | 0.9     | 1.4     | 1.3     | 1.3     |
| EV/EBITDA       | 7.5     | 7.1     | 9.5     | 8.7     | 8.2     |
| PCFR            | 8.1     | 5.1     | 9.4     | 8.7     | 8.2     |
| 수익성(%)          |         |         |         |         |         |
| 영업이익률(보고)       | 4.5     | 3.6     | 4.2     | 4.6     | 4.8     |
| 영업이익률(핵심)       | 4.5     | 3.6     | 4.2     | 4.6     | 4.8     |
| EBITDA margin   | 7.3     | 6.3     | 6.8     | 7.1     | 7.3     |
| 순이익률            | 3.3     | 5.2     | 3.0     | 3.3     | 3.5     |
| 자기자본이익률(ROE)    | 6.3     | 11.82   | 8.1     | 8.9     | 9.2     |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 8.0     | 7.3     | 7.5     | 8.2     | 8.5     |
| 안정성(%)          |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 41.7    | 83.6    | 81.1    | 78.2    | 75.2    |
| 순차입금비율          | 7.7     | 28.1    | 31.8    | 30.6    | 28.7    |
| 이자보상배율(배)       | 35.4    | 17.0    | 13.0    | 14.9    | 16.2    |
| 활동성(배)          |         |         |         |         |         |
| 매출채권회전율         | 7.7     | 7.7     | 8.0     | 8.0     | 8.0     |
| 재고자산회전율         | 10.8    | 10.5    | 10.3    | 10.4    | 10.4    |
| 매입채무회전율         | 10.5    | 10.2    | 10.6    | 10.7    | 10.7    |

## &gt;&gt;&gt; 오뚜기(007310)

투자의견 BUY

목표주가 1,040,000원

오뚜기의 2분기 연결기준 영업이익은 385억원(-7% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 1) 쌀류 원재료 단가 부담으로 농수산 가공품류의 수익성이 하락하였고, 2) 양념소스류의 DC 증가와 건조식품류 판매량 감소도 수익성에 부정적으로 작용하였다. 라면은 신제품과 기존 제품이 호조를 보이며 10% 이상의 매출 성장세가 지속되었고, 이에 따라 본사와 자회사의 이익이 모두 개선된 것으로 추산된다.

주요 품목 판가 인상에도 불구하고, 원재료 단가 상승 부담과 기존 제품의 판매량 부진으로 실적 개선 모멘텀이 다소 둔화된 것으로 판단된다. 다만, 라면이 10% 이상의 성장률을 보이며, 점유율을 늘려나가고 있고, 냉동피자/가공밥 중심으로 HMR 매출의 꾸준히 성장하고 있기 때문에, 중장기적인 이익 전망은 여전히 긍정적인 것으로 판단된다.

## 오뚜기 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)          | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18E        | 4Q18E        | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>         | <b>531.8</b> | <b>513.4</b> | <b>564.3</b> | <b>516.5</b> | <b>577.3</b> | <b>537.1</b> | <b>585.0</b> | <b>580.6</b> | <b>2,126.2</b> | <b>2,280.0</b> | <b>2,476.2</b> |
| (YoY)              | 3.1%         | 5.2%         | 9.3%         | 5.3%         | 8.5%         | 4.6%         | 3.7%         | 12.4%        | 5.7%           | 7.2%           | 8.6%           |
| 건조식품류(카레 및 3분류)    | 72.0         | 69.0         | 69.0         | 63.3         | 67.7         | 66.0         | 66.0         | 67.0         | 273.3          | 266.7          | 269.4          |
| (YoY)              | 8.4%         | 1.9%         | 4.6%         | -5.8%        | -6.0%        | -4.3%        | -4.4%        | 5.9%         | 2.2%           | -2.4%          | 1.0%           |
| 양념소스류(마요네스 및 케찹소스) | 96.5         | 105.0        | 107.3        | 90.3         | 95.6         | 102.4        | 100.4        | 95.4         | 399.1          | 393.9          | 397.9          |
| (YoY)              | 4.9%         | -0.4%        | 6.5%         | -6.9%        | -1.0%        | -2.4%        | -6.4%        | 5.7%         | 1.0%           | -1.3%          | 1.0%           |
| 유자류(참기름 및 식용유자)    | 63.0         | 60.0         | 65.3         | 55.8         | 61.9         | 60.9         | 64.7         | 56.3         | 244.1          | 243.8          | 243.8          |
| (YoY)              | 3.1%         | 1.8%         | 3.4%         | 1.0%         | -1.7%        | 1.4%         | -1.0%        | 1.0%         | 2.4%           | -0.1%          | 0.0%           |
| 면제품류(라면 및 당면)      | 158.4        | 154.4        | 171.7        | 151.5        | 173.9        | 166.0        | 172.0        | 172.0        | 635.1          | 684.0          | 731.8          |
| (YoY)              | -10.7%       | 1.8%         | 10.5%        | -3.7%        | 9.8%         | 7.5%         | 0.2%         | 13.5%        | -1.1%          | 7.7%           | 7.0%           |
| 농수산 가공품류(밥 및 참치)   | 65.0         | 61.7         | 63.8         | 62.5         | 65.1         | 67.8         | 68.8         | 67.8         | 252.9          | 269.5          | 296.5          |
| (YoY)              | 34.2%        | 15.4%        | 19.1%        | 12.2%        | 0.2%         | 9.9%         | 7.9%         | 8.5%         | 19.8%          | 6.6%           | 10.0%          |
| 기타                 | 76.9         | 63.3         | 87.2         | 93.3         | 113.1        | 74.0         | 113.1        | 122.0        | 320.6          | 422.1          | 536.8          |
| (YoY)              | 9.4%         | 24.7%        | 12.3%        | 60.4%        | 47.1%        | 16.9%        | 29.7%        | 30.8%        | 24.9%          | 31.7%          | 27.2%          |
| <b>매출총이익</b>       | <b>114.2</b> | <b>122.5</b> | <b>135.2</b> | <b>105.0</b> | <b>111.5</b> | <b>100.8</b> | <b>111.9</b> | <b>115.5</b> | <b>476.9</b>   | <b>439.7</b>   | <b>479.8</b>   |
| (GPM)              | 21.5%        | 23.9%        | 24.0%        | 20.3%        | 19.3%        | 18.8%        | 19.1%        | 19.9%        | 22.4%          | 19.3%          | 19.4%          |
| <b>판관비</b>         | <b>84.2</b>  | <b>81.0</b>  | <b>90.9</b>  | <b>74.8</b>  | <b>73.0</b>  | <b>62.3</b>  | <b>66.8</b>  | <b>81.9</b>  | <b>330.9</b>   | <b>284.0</b>   | <b>303.2</b>   |
| (판관비율)             | 15.8%        | 15.8%        | 16.1%        | 14.5%        | 12.6%        | 11.6%        | 11.4%        | 14.1%        | 15.6%          | 12.5%          | 12.2%          |
| <b>영업이익</b>        | <b>30.0</b>  | <b>41.5</b>  | <b>44.3</b>  | <b>30.2</b>  | <b>38.5</b>  | <b>38.5</b>  | <b>45.1</b>  | <b>33.6</b>  | <b>146.1</b>   | <b>155.7</b>   | <b>176.6</b>   |
| (YoY)              | -15.7%       | 2.6%         | -2.1%        | 42.7%        | 28.5%        | -7.2%        | 1.7%         | 11.2%        | 2.5%           | 6.6%           | 13.4%          |
| (OPM)              | 5.6%         | 8.1%         | 7.9%         | 5.8%         | 6.7%         | 7.2%         | 7.7%         | 5.8%         | 6.9%           | 6.8%           | 7.1%           |
| 세전이익               | 41.2         | 45.8         | 62.9         | 30.4         | 41.6         | 46.1         | 48.9         | 39.8         | 180.3          | 176.4          | 199.3          |
| 당기순이익              | 32.8         | 35.7         | 47.2         | 16.7         | 30.7         | 33.7         | 37.1         | 30.1         | 132.4          | 131.6          | 151.0          |
| <b>지배주주순이익</b>     | <b>32.4</b>  | <b>35.7</b>  | <b>46.7</b>  | <b>16.4</b>  | <b>30.3</b>  | <b>33.1</b>  | <b>37.1</b>  | <b>30.1</b>  | <b>131.3</b>   | <b>130.7</b>   | <b>151.0</b>   |
| (YoY)              | -33.8%       | 38.8%        | 31.2%        | -39.6%       | -6.4%        | -7.2%        | -20.6%       | 83.2%        | -4.5%          | -0.5%          | 15.6%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 오뚜기 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 20,107 | 21,262 | 22,800 | 24,762 | 26,101 |
| 매출원가                 | 15,238 | 16,492 | 18,404 | 19,964 | 20,955 |
| 매출총이익                | 4,869  | 4,769  | 4,397  | 4,798  | 5,146  |
| 판매비 및 일반관리비          | 3,444  | 3,309  | 2,840  | 3,032  | 3,201  |
| 영업이익(보고)             | 1,425  | 1,461  | 1,557  | 1,766  | 1,945  |
| 영업이익(핵심)             | 1,425  | 1,461  | 1,557  | 1,766  | 1,945  |
| 영업외손익                | 409    | 343    | 207    | 226    | 242    |
| 이자수익                 | 45     | 44     | 43     | 47     | 50     |
| 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    | 131    | 140    | 150    |
| 투자및기타자산처분손익          | 161    | 6      | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | 60     | 46     | 55     | 59     | 63     |
| 법인세차감전이익             | 1,834  | 1,803  | 1,764  | 1,993  | 2,187  |
| 법인세비용                | 454    | 479    | 449    | 482    | 529    |
| 유효법인세율 (%)           | 24.8%  | 26.6%  | 25.4%  | 24.2%  | 24.2%  |
| 당기순이익                | 1,380  | 1,324  | 1,316  | 1,510  | 1,658  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 1,375  | 1,313  | 1,307  | 1,510  | 1,658  |
| EBITDA               | 1,848  | 1,936  | 2,070  | 2,289  | 2,477  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,803  | 1,799  | 1,828  | 2,033  | 2,190  |
| 수정당기순이익              | 1,259  | 1,320  | 1,316  | 1,510  | 1,658  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 6.8    | 5.7    | 7.2    | 8.6    | 5.4    |
| 영업이익(보고)             | 6.8    | 2.5    | 6.6    | 13.4   | 10.1   |
| 영업이익(핵심)             | 6.8    | 2.5    | 6.6    | 13.4   | 10.1   |
| EBITDA               | 9.3    | 4.7    | 6.9    | 10.6   | 8.2    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 31.7   | -4.5   | -0.5   | 15.6   | 9.7    |
| EPS                  | 31.7   | -4.5   | -0.5   | 15.6   | 9.7    |
| 수정순이익                | 22.4   | 4.8    | -0.3   | 14.8   | 9.7    |

## 현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016   | 2017  | 2018E | 2019E  | 2020E |
|-------------------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 1,489  | 1,086 | 1,700 | 1,897  | 2,042 |
| 당기순이익             | 1,380  | 1,324 | 1,316 | 1,510  | 1,658 |
| 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     | -131  | -140   | -150  |
| 영업활동자산부채 증감       | -237   | -445  | 5     | 6      | 4     |
| 기타                | -266   | -292  | 3     | 3      | 2     |
| 투자활동현금흐름          | -1,334 | -846  | -950  | -1,015 | -979  |
| 투자자산의 처분          | -730   | -165  | -150  | -191   | -130  |
| 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  | -990  | -146   | -175  |
| 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   | 70    | 89     | 61    |
| 현금 및 현금성자산의 순증가   | -248   | -87   | -239  | 736    | 889   |
| 기초현금 및 현금성자산      | 1,699  | 1,452 | 1,365 | 1,125  | 1,861 |
| 기말현금 및 현금성자산      | 1,452  | 1,365 | 1,125 | 1,861  | 2,750 |
| Gross Cash Flow   | 1,725  | 1,531 | 1,696 | 1,891  | 2,038 |
| Op Free Cash Flow | 363    | 329   | 878   | 1,043  | 1,162 |

## 재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산               | 6,410  | 6,760  | 6,911  | 8,145  | 9,373  |
| 현금 및 현금성자산         | 1,452  | 1,365  | 1,125  | 1,861  | 2,750  |
| 유동금융자산             | 1,924  | 2,032  | 2,179  | 2,367  | 2,495  |
| 매출채권 및 유동채권        | 1,483  | 1,855  | 1,989  | 2,160  | 2,277  |
| 재고자산               | 1,546  | 1,502  | 1,611  | 1,750  | 1,844  |
| 기타 유동비금융자산         | 5      | 6      | 7      | 7      | 8      |
| 비유동자산              | 9,517  | 10,457 | 10,882 | 11,331 | 11,802 |
| 장기 매출채권 및 기타 비유동채권 | 9      | 23     | 24     | 27     | 28     |
| 투자자산               | 2,749  | 2,321  | 2,456  | 2,601  | 2,755  |
| 유형자산               | 6,533  | 7,676  | 7,976  | 8,290  | 8,618  |
| 무형자산               | 220    | 431    | 419    | 407    | 395    |
| 기타 비유동자산           | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 자산 총계              | 15,927 | 17,217 | 17,793 | 19,476 | 21,176 |
| 유동부채               | 3,761  | 4,338  | 3,753  | 4,059  | 4,267  |
| 매입채무 및 기타 유동채무     | 2,933  | 3,046  | 3,266  | 3,547  | 3,739  |
| 단기 차입금             | 479    | 306    | 0      | 0      | 0      |
| 유동 성장기차입금          | 18     | 643    | 125    | 125    | 125    |
| 기타 유동부채            | 331    | 343    | 362    | 387    | 403    |
| 비유동부채              | 1,814  | 1,363  | 1,444  | 1,546  | 1,617  |
| 장기 매입채무 및 비유동채무    | 127    | 143    | 153    | 166    | 175    |
| 사채 및 장기 차입금        | 862    | 250    | 250    | 250    | 250    |
| 기타 비유동부채           | 825    | 970    | 1,040  | 1,130  | 1,191  |
| 부채 총계              | 5,575  | 5,701  | 5,197  | 5,605  | 5,884  |
| 자본금                | 172    | 172    | 172    | 172    | 172    |
| 주식 발행초과금           | 78     | 78     | 78     | 78     | 78     |
| 이익 잉여금             | 9,725  | 11,039 | 12,121 | 13,406 | 14,836 |
| 기타 자본              | 318    | -309   | -309   | -309   | -309   |
| 지배주주지분자본총계         | 10,292 | 10,980 | 12,062 | 13,346 | 14,777 |
| 비지배주주지분자본총계        | 60     | 536    | 534    | 524    | 515    |
| 자본 총계              | 10,352 | 11,516 | 12,596 | 13,870 | 15,292 |
| 순 차입금              | -2,017 | -2,197 | -2,929 | -3,852 | -4,869 |
| 총 차입금              | 1,359  | 1,200  | 375    | 375    | 375    |

## 투자지표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당 지표(원)        |         |         |         |         |         |
| EPS             | 39,977  | 38,161  | 37,989  | 43,905  | 48,185  |
| BPS             | 299,198 | 319,178 | 350,633 | 387,977 | 429,568 |
| 주당 EBITDA       | 53,727  | 56,275  | 60,162  | 66,536  | 72,018  |
| CFPS            | 52,416  | 52,300  | 53,138  | 59,092  | 63,662  |
| DPS             | 6,800   | 7,000   | 7,000   | 7,000   | 7,000   |
| 주가 배수(배)        |         |         |         |         |         |
| PER             | 16.6    | 21.1    | 21.5    | 18.6    | 16.9    |
| PBR             | 2.2     | 2.5     | 2.3     | 2.1     | 1.9     |
| EV/EBITDA       | 11.3    | 13.3    | 12.2    | 10.6    | 9.4     |
| PCFR            | 12.6    | 15.4    | 15.3    | 13.8    | 12.8    |
| 수익성(%)          |         |         |         |         |         |
| 영업이익률(보고)       | 7.1     | 6.9     | 6.8     | 7.1     | 7.5     |
| 영업이익률(핵심)       | 7.1     | 6.9     | 6.8     | 7.1     | 7.5     |
| EBITDA margin   | 9.2     | 9.1     | 9.1     | 9.2     | 9.5     |
| 순이익률            | 6.9     | 6.2     | 5.8     | 6.1     | 6.4     |
| 자기자본이익률(ROE)    | 13.9    | 12.1    | 10.9    | 11.4    | 11.4    |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 17.4    | 15.3    | 14.9    | 16.5    | 17.6    |
| 안정성(%)          |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 53.9    | 49.5    | 41.3    | 40.4    | 38.5    |
| 순 차입금 비율        | -19.5   | -19.1   | -23.3   | -27.8   | -31.8   |
| 이자 보상 배율(배)     | 43.7    | 46.1    | 55.3    | 67.2    | 74.0    |
| 활동성(배)          |         |         |         |         |         |
| 매출 채권 회전율       | 14.3    | 12.7    | 11.9    | 11.9    | 11.8    |
| 재고 자산 회전율       | 13.6    | 14.0    | 14.6    | 14.7    | 14.5    |
| 매입 채무 회전율       | 7.3     | 7.1     | 7.2     | 7.3     | 7.2     |

## &gt;&gt;&gt; 하이트진로(000080)

투자의견 BUY

목표주가 24,000원

(하향)

하이트진로의 2분기 연결기준 영업이익은 268억원(-23% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 감소한 이유는 1) 공장 라인 이전 문제(맥주→소주)로 기말재고가 일시적으로 감소해 매출원가가 늘어났고(70억원 수준), 2) 필라이트와 수입맥주 매출 호조에도 레귤러 맥주(하이트/맥스) 매출이 부진했기 때문이다(-double digit).

소주 매출 성장을 반등과 수입맥주(기린/크로넨버그/서머스비) 매출 확대는 긍정적인 요인으로 판단된다. 다만, 필라이트 매출액은 증가했으나(2분기 375억원), 레귤러 맥주 매출이 감소하고 있어, 맥주 제품 매출이 개선되고 있지 못한 점이 아쉬운 부분이다. 목표주가는 실적 추정치 하향에 따라, 2.4만원으로 하향 조정하였다.

## 하이트진로 연결기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 연결기준(십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY    |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 496.5 | 491.4 | 1.0%   |
| 매출원가         | 285.4 | 278.6 | 2.5%   |
| 매출총이익        | 211.0 | 212.8 | -0.8%  |
| 판관비          | 184.2 | 177.8 | 3.6%   |
| 영업이익         | 26.8  | 35.0  | -23.3% |
| GPM          | 42.5% | 43.3% | -0.8%p |
| 판관비율         | 37.1% | 36.2% | 0.9%p  |
| OPM          | 5.4%  | 7.1%  | -1.7%p |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## 하이트진로 별도기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 별도기준(십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY    |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 437.4 | 431.4 | 1.4%   |
| 매출원가         | 250.5 | 241.6 | 3.7%   |
| 매출총이익        | 186.9 | 189.8 | -1.5%  |
| 판관비          | 162.5 | 155.7 | 4.4%   |
| 영업이익         | 24.4  | 34.1  | -28.4% |
| GPM          | 42.7% | 44.0% | -1.3%p |
| 판관비율         | 37.2% | 36.1% | 1.1%p  |
| OPM          | 5.6%  | 7.9%  | -2.3%p |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## 하이트진로 목표주가 변경 내역

|                     |        |   |
|---------------------|--------|---|
| EBITDA(십억원)         | 241    | '19년 예상치  |
| Target EV/EBITDA(배) | 9.6    | 글로벌 Peer 대비 15% 할인 적용(AB Inbev, Heineken, Asahi, Kirin) |
| 순차입금(십억원)           | 622    | '19년 예상치  |
| 목표 시가총액(십억원)        | 1,686  |   |
| 총 발행주식수(백만주)        | 71     |   |
| 목표주가(원)             | 24,000 | 천원 이하 반올림   |

자료: 키움증권 리서치

## 하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18E        | 4Q18E        | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>413.4</b> | <b>491.4</b> | <b>528.3</b> | <b>456.9</b> | <b>420.7</b> | <b>493.2</b> | <b>505.3</b> | <b>471.1</b> | <b>1,889.9</b> | <b>1,890.3</b> | <b>1,918.9</b> |
| (YoY)          | 1.0%         | -1.8%        | 7.9%         | -6.9%        | 1.8%         | 0.4%         | -4.3%        | 3.1%         | 0.0%           | 0.0%           | 1.5%           |
| <b>별도기준</b>    | <b>362.3</b> | <b>431.4</b> | <b>469.4</b> | <b>401.8</b> | <b>370.4</b> | <b>434.4</b> | <b>448.1</b> | <b>417.3</b> | <b>1,664.9</b> | <b>1,670.3</b> | <b>1,697.5</b> |
| (YoY)          | 2.5%         | -0.8%        | 11.3%        | -6.0%        | 2.3%         | 0.7%         | -4.5%        | 3.9%         | 1.7%           | 0.3%           | 1.6%           |
| 맥주             | 126.2        | 186.1        | 220.7        | 188.9        | 117.4        | 217.3        | 206.0        | 192.9        | 721.9          | 733.6          | 733.6          |
| (YoY)          | -4.1%        | -2.3%        | 17.4%        | 2.2%         | -7.0%        | 16.7%        | -6.7%        | 2.1%         | 3.9%           | 1.6%           | 0.0%           |
| 소주             | 214.2        | 225.6        | 227.3        | 221.5        | 210.8        | 231.8        | 221.4        | 233.6        | 888.5          | 897.5          | 924.8          |
| (YoY)          | 6.0%         | 4.6%         | 10.7%        | 0.9%         | -1.6%        | 2.8%         | -2.6%        | 5.5%         | 5.5%           | 1.0%           | 3.0%           |
| <b>매출총이익</b>   | <b>159.7</b> | <b>212.8</b> | <b>239.3</b> | <b>192.0</b> | <b>167.9</b> | <b>206.1</b> | <b>221.2</b> | <b>197.2</b> | <b>803.8</b>   | <b>792.4</b>   | <b>805.5</b>   |
| (GPM)          | 38.6%        | 43.3%        | 45.3%        | 42.0%        | 39.9%        | 41.8%        | 43.8%        | 41.9%        | 42.5%          | 41.9%          | 42.0%          |
| <b>판관비</b>     | <b>187.1</b> | <b>177.8</b> | <b>182.8</b> | <b>168.9</b> | <b>151.2</b> | <b>179.3</b> | <b>178.1</b> | <b>167.8</b> | <b>716.6</b>   | <b>676.4</b>   | <b>684.0</b>   |
| (판관비율)         | 45.3%        | 36.2%        | 34.6%        | 37.0%        | 35.9%        | 36.4%        | 35.2%        | 35.6%        | 37.9%          | 35.8%          | 35.6%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>-27.4</b> | <b>35.0</b>  | <b>56.6</b>  | <b>23.1</b>  | <b>16.7</b>  | <b>26.8</b>  | <b>43.1</b>  | <b>29.4</b>  | <b>87.2</b>    | <b>116.0</b>   | <b>121.5</b>   |
| (YoY)          | 적전           | 26.7%        | 103.9%       | -44.4%       | 흑전           | -23.3%       | -23.8%       | 27.3%        | -29.6%         | 33.0%          | 4.7%           |
| (OPM)          | -6.6%        | 7.1%         | 10.7%        | 5.0%         | 4.0%         | 5.4%         | 8.5%         | 6.2%         | 4.6%           | 6.1%           | 6.3%           |
| <b>별도기준</b>    | <b>-30.0</b> | <b>34.1</b>  | <b>53.9</b>  | <b>25.5</b>  | <b>18.7</b>  | <b>24.4</b>  | <b>39.5</b>  | <b>31.1</b>  | <b>83.5</b>    | <b>113.6</b>   | <b>118.8</b>   |
| (YoY)          | 적전           | 24.7%        | 115.4%       | -36.0%       | 흑전           | -28.4%       | -26.8%       | 21.9%        | -29.2%         | 36.1%          | 4.6%           |
| (OPM)          | -8.3%        | 7.9%         | 11.5%        | 6.4%         | 5.0%         | 5.6%         | 8.8%         | 7.5%         | 5.0%           | 6.8%           | 7.0%           |
| 세전이익           | -27.4        | 22.9         | 43.5         | 0.8          | 5.5          | 16.0         | 34.0         | 20.3         | 39.7           | 75.8           | 82.2           |
| 당기순이익          | -21.2        | 13.9         | 30.6         | -10.5        | 2.6          | 9.6          | 22.5         | 13.2         | 12.7           | 47.9           | 54.3           |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>-21.2</b> | <b>13.9</b>  | <b>30.6</b>  | <b>-10.5</b> | <b>2.6</b>   | <b>9.6</b>   | <b>22.5</b>  | <b>13.2</b>  | <b>12.7</b>    | <b>47.9</b>    | <b>54.3</b>    |
| (YoY)          | 적전           | 37.0%        | 267.0%       | 적전           | 흑전           | -30.8%       | -26.5%       | 흑전           | -67.0%         | 277.8%         | 13.2%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 하이트진로 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

|                      | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|----------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 매출액                  | 18,902   | 18,899 | 18,903 | 19,189 | 19,498 |
| 매출원가                 | 10,664   | 10,861 | 10,978 | 11,133 | 11,297 |
| 매출총이익                | 8,238    | 8,038  | 7,924  | 8,055  | 8,201  |
| 판매비 및 일반관리비          | 6,998    | 7,166  | 6,764  | 6,840  | 6,919  |
| 영업이익(보고)             | 1,240    | 872    | 1,160  | 1,215  | 1,283  |
| 영업이익(핵심)             | 1,240    | 872    | 1,160  | 1,215  | 1,283  |
| 영업외손익                | -628     | -476   | -403   | -393   | -378   |
| 이자수익                 | 12       | 14     | 23     | 23     | 23     |
| 배당금수익                | 2        | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 외환이익                 | 45       | 23     | 0      | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 413      | 396    | 420    | 410    | 395    |
| 외환손실                 | 42       | 59     | 0      | 0      | 0      |
| 관계기업지분법손익            | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | -79      | -90    | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -5       | -5     | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -150     | 32     | -10    | -11    | -11    |
| 법인세차감점이익             | 612      | 397    | 758    | 822    | 905    |
| 법인세비용                | 227      | 270    | 278    | 280    | 308    |
| 유효법인세율 (%)           | 37.2%    | 67.9%  | 36.7%  | 34.0%  | 34.0%  |
| 당기순이익                | 384      | 127    | 479    | 543    | 597    |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 384      | 127    | 479    | 543    | 597    |
| EBITDA               | 2,427    | 2,069  | 2,363  | 2,407  | 2,465  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,572    | 1,324  | 1,682  | 1,735  | 1,780  |
| 수정당기순이익              | 437      | 158    | 479    | 543    | 597    |
| 증감율(% YoY)           |          |        |        |        |        |
| 매출액                  | -0.9     | 0.0    | 0.0    | 1.5    | 1.6    |
| 영업이익(보고)             | -7.4     | -29.6  | 33.0   | 4.7    | 5.6    |
| 영업이익(핵심)             | -7.4     | -29.6  | 33.0   | 4.7    | 5.6    |
| EBITDA               | -4.4     | -14.8  | 14.2   | 1.9    | 2.4    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -28.0    | -67.0  | 277.8  | 13.2   | 10.0   |
| EPS                  | -28.0    | -67.0  | 277.8  | 13.2   | 10.0   |
| 수정순이익                | -27.3    | -63.9  | 203.8  | 13.2   | 10.0   |

## 현금흐름표

|                   | (단위: 억원) |        |        |       |       |
|-------------------|----------|--------|--------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E | 2020E |
| 영업활동현금흐름          | 1,921    | 3,597  | 1,678  | 1,781 | 1,830 |
| 당기순이익             | 384      | 127    | 479    | 543   | 597   |
| 감가상각비             | 1,101    | 1,120  | 1,127  | 1,117 | 1,107 |
| 무형자산상각비           | 86       | 76     | 76     | 76    | 76    |
| 외환손익              | -1       | 22     | 0      | 0     | 0     |
| 자산처분손익            | 252      | 150    | 0      | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0        | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -331     | 1,102  | 1      | 51    | 55    |
| 기타                | 430      | 999    | -5     | -5    | -5    |
| 투자활동현금흐름          | -859     | -1,042 | -931   | -962  | -973  |
| 투자자산의 처분          | -63      | -997   | 0      | -21   | -23   |
| 유형자산의 처분          | 453      | 71     | 0      | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -1,239   | -923   | -931   | -940  | -950  |
| 무형자산의 처분          | -10      | -8     | 0      | 0     | 0     |
| 기타                | 0        | 815    | 0      | 0     | 0     |
| 재무활동현금흐름          | -1,098   | -1,206 | -2,514 | -830  | -888  |
| 단기차입금의 증가         | -1,946   | -2,006 | -800   | -200  | -300  |
| 장기차입금의 증가         | 1,543    | 1,426  | -988   | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0        | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -696     | -626   | -559   | -559  | -559  |
| 기타                | 0        | 0      | -168   | -71   | -29   |
| 현금 및 현금성자산의 순증가   | 1        | 1,289  | -1,767 | -10   | -31   |
| 기초현금 및 현금성자산      | 1,584    | 1,585  | 2,874  | 1,107 | 1,097 |
| 기말현금 및 현금성자산      | 1,585    | 2,874  | 1,107  | 1,097 | 1,066 |
| Gross Cash Flow   | 2,252    | 2,495  | 1,678  | 1,730 | 1,775 |
| Op Free Cash Flow | 386      | 1,647  | 1,007  | 1,105 | 1,134 |

## 재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산               | 9,577  | 11,110 | 9,344  | 9,458  | 9,562  |
| 현금 및 현금성자산         | 1,585  | 2,874  | 1,107  | 1,097  | 1,066  |
| 유동금융자산             | 152    | 1,157  | 1,157  | 1,175  | 1,193  |
| 매출채권 및 유동채권        | 5,620  | 5,691  | 5,692  | 5,778  | 5,871  |
| 재고자산               | 1,303  | 1,378  | 1,379  | 1,400  | 1,422  |
| 기타 유동금융자산          | 916    | 10     | 10     | 10     | 10     |
| 비유동자산              | 24,434 | 23,966 | 23,699 | 23,466 | 23,254 |
| 장기 매출채권 및 기타 비유동채권 | 639    | 716    | 716    | 727    | 738    |
| 투자자산               | 594    | 503    | 507    | 516    | 525    |
| 유형자산               | 21,036 | 20,683 | 20,487 | 20,311 | 20,153 |
| 무형자산               | 2,055  | 1,990  | 1,914  | 1,838  | 1,762  |
| 기타 비유동자산           | 111    | 74     | 74     | 74     | 74     |
| 자산 총계              | 34,011 | 35,076 | 33,043 | 32,924 | 32,816 |
| 유동부채               | 14,098 | 17,166 | 15,381 | 15,338 | 15,207 |
| 매입채무 및 기타 유동채무     | 7,559  | 10,099 | 10,101 | 10,254 | 10,419 |
| 단기 차입금             | 4,660  | 4,602  | 3,802  | 3,602  | 3,302  |
| 유동 성장기차입금          | 1,799  | 2,199  | 1,212  | 1,212  | 1,212  |
| 기타 유동부채            | 81     | 266    | 266    | 270    | 275    |
| 비유동부채              | 6,994  | 5,735  | 5,567  | 5,507  | 5,491  |
| 장기 차입채무 및 비유동채무    | 724    | 771    | 771    | 783    | 795    |
| 사채 및 장기 차입금        | 4,440  | 3,674  | 3,674  | 3,674  | 3,674  |
| 기타 비유동부채           | 1,829  | 1,290  | 1,122  | 1,051  | 1,022  |
| 부채 총계              | 21,092 | 22,901 | 20,947 | 20,845 | 20,698 |
| 자본금                | 3,688  | 3,688  | 3,688  | 3,688  | 3,688  |
| 주식 발행초과금           | 7,240  | 7,240  | 7,240  | 7,240  | 7,240  |
| 이익 잉여금             | 2,939  | 2,300  | 2,221  | 2,205  | 2,244  |
| 기타 자본              | -955   | -1,061 | -1,061 | -1,061 | -1,061 |
| 지배주주지분자본총계         | 12,912 | 12,168 | 12,089 | 12,073 | 12,112 |
| 비지배주주지분자본총계        | 7      | 7      | 7      | 6      | 6      |
| 자본 총계              | 12,919 | 12,175 | 12,096 | 12,079 | 12,118 |
| 순차입금               | 9,161  | 6,443  | 6,423  | 6,216  | 5,928  |
| 총차입금               | 10,899 | 10,475 | 8,687  | 8,487  | 8,187  |

## 투자지표

|                 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016          | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 주당 지표(원)        |               |        |        |        |        |
| EPS             | 538           | 178    | 672    | 761    | 838    |
| BPS             | 18,118        | 17,074 | 16,962 | 16,940 | 16,994 |
| 주당 EBITDA       | 3,406         | 2,903  | 3,316  | 3,378  | 3,459  |
| CFPS            | 2,205         | 1,858  | 2,361  | 2,435  | 2,497  |
| DPS             | 900           | 800    | 800    | 800    | 800    |
| 주가 배수(배)        |               |        |        |        |        |
| PER             | 39.2          | 135.4  | 35.8   | 31.7   | 28.8   |
| PBR             | 1.2           | 1.4    | 1.4    | 1.4    | 1.4    |
| EV/EBITDA       | 10.0          | 11.4   | 10.0   | 9.7    | 9.3    |
| PCFR            | 9.6           | 13.0   | 10.2   | 9.9    | 9.7    |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 6.6           | 4.6    | 6.1    | 6.3    | 6.6    |
| 영업이익률(핵심)       | 6.6           | 4.6    | 6.1    | 6.3    | 6.6    |
| EBITDA margin   | 12.8          | 10.9   | 12.5   | 12.5   | 12.6   |
| 순이익률            | 2.0           | 0.7    | 2.5    | 2.8    | 3.1    |
| 자기자본이익률(ROE)    | 2.9           | 1.0    | 3.9    | 4.5    | 4.9    |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 3.4           | 1.3    | 3.9    | 4.3    | 4.6    |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | 163.3         | 188.1  | 173.2  | 172.6  | 170.8  |
| 순차입금비율          | 70.9          | 52.9   | 53.1   | 51.5   | 48.9   |
| 이자 보상 배율(배)     | 3.0           | 2.2    | 2.8    | 3.0    | 3.2    |
| 활동성(배)          |               |        |        |        |        |
| 매출채권 회전율        | 3.4           | 3.3    | 3.3    | 3.3    | 3.3    |
| 재고자산 회전율        | 14.1          | 14.1   | 13.7   | 13.8   | 13.8   |
| 매입채무 회전율        | 2.5           | 2.1    | 1.9    | 1.9    | 1.9    |

## &gt;&gt;&gt; SPC삼립(005610)

투자의견 BUY

목표주가 152,000원

(상향)

SPC삼립의 2분기 연결기준 영업이익은 167억원(+6% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 제빵은 냉장 디저트를 포함한 케이류(+21% YoY)와 샌드위치(+17% YoY)의 판매 호조로, 식품유통은 신규 거래처 확대 효과로 각각 이익이 증가하였다. 소재는 전년 동기 대비 이익이 소폭 감소하였으나, 밀다원의 판매량 증가(+10% 초반 YoY)와 에그팜 청주공장의 가동률 개선으로 인해, 제분의 마진 스프레드 악화를 커버하면서 전분기 대비 개선된 모습을 보였다.

이번 2분기 실적발표를 통해, 전사 감익 기조가 일단락 되고, 이익이 성장 기조로 전환되는 모습을 확인할 수 있었다. 특히, 밀다원의 판매량 호조로 판가 인하 및 원재료 단가 상승 부담을 극복한 모습을 보였고, 에그팜 청주공장도 조기에 BEP를 통과한 것으로 추산된다. 식품유통 부문은 전방산업 악화 우려에도 불구하고, 신규 거래처 확대를 통해 이익이 증가하고 있으며, 제빵 부문은 확고한 시장 지배력을 바탕으로, 샌드위치, 냉장 디저트 판매량이 호조를 보이며, Product Mix 개선 효과가 나타나고 있다. 이에 따라, 전사 실적 추정치를 상향하고, 목표주가를 15.2만원으로 상향한다(2019E EPS에 Target PER 23배 적용).

## SPC삼립 연결기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 연결기준(십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY    |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 551.9 | 524.1 | 5.3%   |
| 매출원가         | 453.6 | 426.9 | 6.3%   |
| 매출총이익        | 98.3  | 97.2  | 1.2%   |
| 판관비          | 80.0  | 81.4  | -1.7%  |
| 영업이익         | 18.4  | 15.9  | 16.0%  |
| GPM          | 17.8% | 18.6% | -0.7%p |
| 판관비율         | 14.5% | 15.5% | -1.0%p |
| OPM          | 3.3%  | 3.0%  | 0.3%p  |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## SPC삼립 별도기준 실적 비교 – IFRS 1115호 적용전 기준

| 별도기준(십억원, %) | 2Q18  | 2Q17  | YoY    |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 247.2 | 264.6 | -6.6%  |
| 매출원가         | 183.8 | 198.3 | -7.3%  |
| 매출총이익        | 63.4  | 66.3  | -4.4%  |
| 판관비          | 53.1  | 57.7  | -7.9%  |
| 영업이익         | 10.3  | 8.6   | 19.0%  |
| GPM          | 25.6% | 25.1% | 0.6%p  |
| 판관비율         | 21.5% | 21.8% | -0.3%p |
| OPM          | 4.2%  | 3.3%  | 0.9%p  |

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## SPC삼립 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18E        | 4Q18E        | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>505.2</b> | <b>524.1</b> | <b>522.9</b> | <b>513.3</b> | <b>516.3</b> | <b>541.6</b> | <b>544.8</b> | <b>538.5</b> | <b>2,065.5</b> | <b>2,141.3</b> | <b>2,277.9</b> |
| (YoY)          | 32.0%        | 10.2%        | 8.5%         | -3.2%        | 2.2%         | 3.3%         | 4.2%         | 4.9%         | 10.4%          | 3.7%           | 6.4%           |
| 제빵             | 133.3        | 138.3        | 133.4        | 166.2        | 143.8        | 143.6        | 138.7        | 174.5        | 568.6          | 600.5          | 624.5          |
| (YoY)          | 4.6%         | 3.8%         | 4.9%         | 1.6%         | 7.9%         | 3.8%         | 4.0%         | 5.0%         | 3.1%           | 5.6%           | 4.0%           |
| 식품소재           | 136.1        | 135.5        | 128.7        | 122.5        | 126.3        | 131.9        | 136.0        | 131.8        | 520.2          | 526.0          | 567.8          |
| (YoY)          | 10.4%        | 5.5%         | -5.0%        | -10.5%       | -7.2%        | -2.7%        | 5.7%         | 7.6%         | -0.7%          | 1.1%           | 7.9%           |
| 식품유통           | 255.8        | 299.0        | 251.7        | 265.0        | 269.3        | 291.1        | 266.8        | 280.9        | 1,071.5        | 1,108.1        | 1,218.9        |
| (YoY)          | 103.1%       | 39.0%        | 10.8%        | 8.3%         | 5.3%         | -2.6%        | 6.0%         | 6.0%         | 31.8%          | 3.4%           | 10.0%          |
| 프랜차이즈          | 13.7         | 10.7         | 12.8         | 13.0         | 10.6         | 11.7         | 12.8         | 13.0         | 55.7           | 48.0           | 48.0           |
| (YoY)          | -5.0%        | -33.5%       | -8.8%        | -11.7%       | -22.9%       | 9.9%         | 0.0%         | 0.0%         | -5.9%          | -13.7%         | 0.0%           |
| 기타             | 100.0        | 76.5         | 136.5        | 117.3        | 110.9        | 119.4        | 136.5        | 117.3        | 429.8          | 484.1          | 484.1          |
| (YoY)          | 1.5%         | -26.1%       | 28.3%        | 9.1%         | 11.0%        | 56.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 3.3%           | 12.6%          | 0.0%           |
| 연결조정           | -133.6       | -136.0       | -140.1       | -170.6       | -144.5       | -156.1       | -146.0       | -178.9       | -580.3         | -625.5         | -665.4         |
| <b>매출총이익</b>   | <b>87.4</b>  | <b>97.2</b>  | <b>88.4</b>  | <b>105.3</b> | <b>84.0</b>  | <b>88.7</b>  | <b>86.1</b>  | <b>105.8</b> | <b>378.3</b>   | <b>364.6</b>   | <b>386.1</b>   |
| (GPM)          | 17.3%        | 18.6%        | 16.9%        | 20.5%        | 16.3%        | 16.4%        | 15.8%        | 19.6%        | 18.3%          | 17.0%          | 16.9%          |
| <b>판관비</b>     | <b>73.8</b>  | <b>81.4</b>  | <b>80.8</b>  | <b>87.6</b>  | <b>72.6</b>  | <b>72.0</b>  | <b>74.1</b>  | <b>81.2</b>  | <b>323.6</b>   | <b>299.9</b>   | <b>310.8</b>   |
| (판관비율)         | 14.6%        | 15.5%        | 15.5%        | 17.1%        | 14.1%        | 13.3%        | 13.6%        | 15.1%        | 15.7%          | 14.0%          | 13.6%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>13.6</b>  | <b>15.9</b>  | <b>7.5</b>   | <b>17.7</b>  | <b>11.4</b>  | <b>16.7</b>  | <b>12.0</b>  | <b>24.5</b>  | <b>54.7</b>    | <b>64.7</b>    | <b>75.3</b>    |
| (YoY)          | 10.5%        | -11.7%       | -41.9%       | -20.6%       | -16.3%       | 5.5%         | 59.4%        | 38.8%        | -16.5%         | 18.3%          | 16.5%          |
| (OPM)          | 2.7%         | 3.0%         | 1.4%         | 3.4%         | 2.2%         | 3.1%         | 2.2%         | 4.6%         | 2.6%           | 3.0%           | 3.3%           |
| 제빵             | 5.5          | 8.3          | 4.2          | 15.3         | 6.5          | 10.4         | 5.3          | 17.4         | 33.2           | 39.6           | 46.6           |
| (OPM)          | 4.1%         | 6.0%         | 3.2%         | 9.2%         | 4.5%         | 7.2%         | 3.8%         | 10.0%        | 5.8%           | 6.6%           | 7.5%           |
| 식품소재           | 6.1          | 5.2          | 2.3          | 1.4          | 3.5          | 4.8          | 5.3          | 5.9          | 15.5           | 19.6           | 22.3           |
| (OPM)          | 4.5%         | 3.8%         | 1.7%         | 1.2%         | 2.8%         | 3.7%         | 3.9%         | 4.5%         | 3.0%           | 3.7%           | 3.9%           |
| 식품유통           | 1.2          | 1.0          | 1.3          | 1.5          | 1.2          | 1.9          | 1.6          | 1.8          | 5.0            | 6.5            | 7.5            |
| (OPM)          | 0.5%         | 0.3%         | 0.5%         | 0.6%         | 0.4%         | 0.7%         | 0.6%         | 0.6%         | 0.5%           | 0.6%           | 0.6%           |
| 프랜차이즈          | -0.7         | -0.7         | -1.1         | -0.7         | -0.8         | -0.7         | -1.1         | -0.7         | -3.5           | -3.3           | -3.3           |
| (OPM)          | -5.0%        | -7.0%        | -9.0%        | -5.1%        | -7.6%        | -6.2%        | -9.0%        | -5.1%        | -6.4%          | -6.9%          | -6.9%          |
| 기타             | 1.4          | 2.0          | 1.4          | 0.2          | 1.0          | 0.3          | 1.4          | 0.2          | 4.9            | 3.0            | 3.0            |
| (OPM)          | 1.4%         | 2.6%         | 1.0%         | 0.2%         | 0.9%         | 0.3%         | 1.0%         | 0.2%         | 1.1%           | 0.6%           | 0.6%           |
| 연결조정           | 0.2          | 0.1          | -0.5         | -0.1         | 0.0          | 0.0          | -0.5         | -0.1         | -0.4           | -0.7           | -0.7           |
| 세전이익           | 12.9         | 15.6         | 7.2          | 14.8         | 10.8         | 15.2         | 11.5         | 25.3         | 50.5           | 62.8           | 75.0           |
| 당기순이익          | 10.2         | 12.1         | 5.5          | 10.5         | 8.4          | 11.9         | 8.7          | 19.2         | 38.2           | 48.2           | 56.8           |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>10.2</b>  | <b>12.1</b>  | <b>5.4</b>   | <b>10.5</b>  | <b>8.4</b>   | <b>11.8</b>  | <b>8.7</b>   | <b>19.2</b>  | <b>38.2</b>    | <b>48.2</b>    | <b>56.8</b>    |
| (YoY)          | 9.7%         | -11.4%       | -41.0%       | -39.7%       | -17.6%       | -1.7%        | 60.2%        | 83.7%        | -22.9%         | 26.3%          | 17.9%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## SPC삼립 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

|                      | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|----------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 매출액                  | 18,703   | 20,655 | 21,413 | 22,779 | 23,987 |
| 매출원가                 | 15,130   | 16,872 | 17,767 | 18,919 | 19,916 |
| 매출총이익                | 3,574    | 3,783  | 3,646  | 3,861  | 4,072  |
| 판매비 및 일반관리비          | 2,919    | 3,236  | 2,999  | 3,108  | 3,205  |
| 영업이익(보고)             | 655      | 547    | 647    | 753    | 867    |
| 영업이익(핵심)             | 655      | 547    | 647    | 753    | 867    |
| 영업외손익                | -37      | -41    | -18    | -3     | 14     |
| 이자수익                 | 2        | 3      | 2      | 2      | 2      |
| 배당금수익                | 0        | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 외환이익                 | 1        | 3      | 2      | 2      | 2      |
| 이자비용                 | 43       | 47     | 47     | 34     | 18     |
| 외환손실                 | 1        | 3      | 2      | 2      | 1      |
| 관계기업지분법손익            | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | -13      | -7     | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0        | -1     | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | 17       | 10     | 26     | 27     | 29     |
| 법인세차감전이익             | 618      | 505    | 628    | 750    | 881    |
| 법인세비용                | 122      | 123    | 146    | 181    | 213    |
| 유효법인세율 (%)           | 19.8%    | 24.4%  | 23.3%  | 24.2%  | 24.2%  |
| 당기순이익                | 495      | 382    | 482    | 568    | 668    |
| 지배주주지분이익(억원)         | 495      | 382    | 482    | 568    | 668    |
| EBITDA               | 996      | 901    | 1,010  | 1,122  | 1,227  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 836      | 736    | 846    | 937    | 1,028  |
| 수정당기순이익              | 506      | 388    | 482    | 568    | 668    |
| 증감율(% YoY)           |          |        |        |        |        |
| 매출액                  | 36.1     | 10.4   | 3.7    | 6.4    | 5.3    |
| 영업이익(보고)             | 15.1     | -16.5  | 18.3   | 16.5   | 15.1   |
| 영업이익(핵심)             | 15.1     | -16.5  | 18.3   | 16.5   | 15.1   |
| EBITDA               | 13.3     | -9.6   | 12.1   | 11.1   | 9.4    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 31.8     | -22.9  | 26.3   | 17.9   | 17.4   |
| EPS                  | 31.8     | -22.9  | 26.3   | 17.9   | 17.4   |
| 수정순이익                | 33.6     | -23.3  | 24.4   | 17.9   | 17.4   |

## 현금흐름표

|                   | (단위: 억원) |      |       |       |       |
|-------------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016     | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동현금흐름          | 796      | 631  | 814   | 879   | 977   |
| 당기순이익             | 495      | 382  | 482   | 568   | 668   |
| 감가상각비             | 323      | 336  | 345   | 351   | 345   |
| 무형자산상각비           | 18       | 18   | 18    | 18    | 15    |
| 외환손익              | 1        | 3    | -1    | -1    | 0     |
| 자산처분손익            | 13       | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -294     | -332 | -32   | -57   | -51   |
| 기타                | 240      | 217  | 1     | 0     | 0     |
| 투자활동현금흐름          | -506     | -509 | -403  | -308  | -316  |
| 투자자산의 처분          | -195     | 57   | -6    | -10   | -9    |
| 유형자산의 처분          | 2        | 21   | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -280     | -580 | -400  | -300  | -309  |
| 무형자산의 처분          | -25      | -10  | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -8       | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 재무활동현금흐름          | -346     | 9    | -419  | -576  | -675  |
| 단기차입금의 증가         | -182     | 90   | -50   | -500  | -600  |
| 장기차입금의 증가         | -71      | 420  | -290  | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -49      | -54  | -77   | -77   | -77   |
| 기타                | -44      | -447 | -2    | 2     | 3     |
| 현금및현금성자산의순증가      | -57      | 127  | -9    | -4    | -14   |
| 기초현금및현금성자산        | 109      | 52   | 179   | 170   | 165   |
| 기말현금및현금성자산        | 52       | 179  | 170   | 165   | 152   |
| Gross Cash Flow   | 1,091    | 963  | 846   | 936   | 1,027 |
| Op Free Cash Flow | 267      | -155 | 428   | 583   | 658   |

## 재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산            | 2,813 | 3,345 | 3,452 | 3,657 | 3,829 |
| 현금및현금성자산        | 52    | 179   | 170   | 165   | 152   |
| 유동금융자산          | 56    | 140   | 145   | 154   | 163   |
| 매출채권및유동채권       | 1,949 | 1,978 | 2,050 | 2,181 | 2,297 |
| 재고자산            | 755   | 1,049 | 1,087 | 1,156 | 1,218 |
| 기타유동비금융자산       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산           | 3,933 | 3,999 | 4,042 | 3,986 | 3,946 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 207   | 208   | 215   | 229   | 241   |
| 투자자산            | 424   | 305   | 306   | 307   | 309   |
| 유형자산            | 3,079 | 3,269 | 3,324 | 3,273 | 3,237 |
| 무형자산            | 142   | 138   | 120   | 102   | 87    |
| 기타비유동자산         | 82    | 79    | 77    | 75    | 73    |
| 자산총계            | 6,746 | 7,344 | 7,494 | 7,644 | 7,775 |
| 유동부채            | 3,342 | 4,086 | 3,833 | 3,489 | 3,028 |
| 매입채무및기타유동채무     | 2,070 | 2,297 | 2,381 | 2,533 | 2,667 |
| 단기차입금           | 898   | 1,288 | 1,238 | 738   | 138   |
| 유동성장기차입금        | 300   | 429   | 139   | 139   | 139   |
| 기타유동부채          | 74    | 72    | 75    | 80    | 84    |
| 비유동부채           | 481   | 458   | 456   | 458   | 461   |
| 장기매입채무및비유동채무    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채및장기차입금        | 429   | 420   | 420   | 420   | 420   |
| 기타비유동부채         | 52    | 38    | 36    | 38    | 41    |
| 부채총계            | 3,823 | 4,544 | 4,289 | 3,947 | 3,489 |
| 자본금             | 431   | 431   | 431   | 431   | 431   |
| 주식발행초과금         | 67    | 67    | 67    | 67    | 67    |
| 이익잉여금           | 2,297 | 2,621 | 3,026 | 3,517 | 4,107 |
| 기타자본            | 130   | -318  | -318  | -318  | -318  |
| 지배주주지분자본총계      | 2,925 | 2,802 | 3,206 | 3,697 | 4,287 |
| 비지배주주지분자본총계     | -2    | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 자본총계            | 2,923 | 2,800 | 3,205 | 3,696 | 4,286 |
| 순차입금            | 1,519 | 1,819 | 1,482 | 977   | 383   |
| 총차입금            | 1,627 | 2,137 | 1,797 | 1,297 | 697   |

## 투자지표

|                 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016          | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 주당지표(원)         |               |        |        |        |        |
| EPS             | 5,737         | 4,424  | 5,588  | 6,588  | 7,737  |
| BPS             | 33,899        | 32,469 | 37,159 | 42,848 | 49,687 |
| 주당EBITDA        | 11,543        | 10,440 | 11,703 | 13,003 | 14,223 |
| CFPS            | 9,692         | 8,532  | 9,800  | 10,861 | 11,913 |
| DPS             | 956           | 956    | 956    | 956    | 956    |
| 주가배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | 29.5          | 35.4   | 20.2   | 17.2   | 14.6   |
| PBR             | 5.0           | 4.8    | 3.0    | 2.6    | 2.3    |
| EV/EBITDA       | 16.2          | 17.0   | 11.1   | 9.6    | 8.3    |
| PCFR            | 17.5          | 18.3   | 11.5   | 10.4   | 9.5    |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 3.5           | 2.6    | 3.0    | 3.3    | 3.6    |
| 영업이익률(핵심)       | 3.5           | 2.6    | 3.0    | 3.3    | 3.6    |
| EBITDA margin   | 5.3           | 4.4    | 4.7    | 4.9    | 5.1    |
| 순이익률            | 2.6           | 1.8    | 2.3    | 2.5    | 2.8    |
| 자기자본이익률(ROE)    | 18.1          | 13.3   | 16.1   | 16.5   | 16.7   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 13.4          | 10.2   | 11.7   | 13.4   | 15.5   |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | 130.8         | 162.3  | 133.8  | 106.8  | 81.4   |
| 순차입금비율          | 52.0          | 64.9   | 46.2   | 26.4   | 8.9    |
| 이자보상배율(배)       | 15.4          | 11.7   | 13.8   | 22.3   | 47.9   |
| 활동성(배)          |               |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 10.9          | 10.5   | 10.6   | 10.8   | 10.7   |
| 재고자산회전율         | 24.6          | 22.9   | 20.1   | 20.3   | 20.2   |
| 매입채무회전율         | 10.3          | 9.5    | 9.2    | 9.3    | 9.2    |

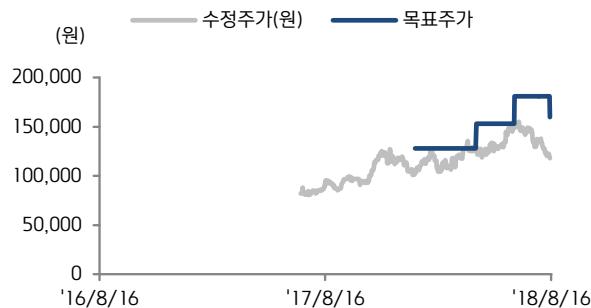
## 투자의견변동내역(2개년)

| 종목명                             | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표가격 대상 시점 | 괴리율(%)   |          | 종목명                             | 일자         | 투자의견          | 목표주가       | 목표가격 대상 시점 | 괴리율(%)   |          |
|---------------------------------|------------|---------------|----------|------------|----------|----------|---------------------------------|------------|---------------|------------|------------|----------|----------|
|                                 |            |               |          |            | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |                                 |            |               |            |            | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| <b>오리온</b><br><b>(271560)</b>   | 2018-01-08 | BUY(Initiate) | 128,000원 | 6개월        | -16.99   | -14.45   | <b>롯데푸드</b><br><b>(002270)</b>  | 2016-05-17 | BUY(Maintain) | 1,240,000원 | 6개월        | -33.80   | -26.37   |
|                                 | 2018-01-16 | BUY(Maintain) | 128,000원 | 6개월        | -10.72   | -2.34    |                                 | 2016-08-17 | BUY(Maintain) | 1,110,000원 | 6개월        | -39.30   | -30.62   |
|                                 | 2018-02-14 | BUY(Maintain) | 128,000원 | 6개월        | -8.90    | 5.86     |                                 | 2016-12-05 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -32.76   | -28.82   |
|                                 | 2018-04-17 | BUY(Maintain) | 153,000원 | 6개월        | -17.49   | -12.75   |                                 | 2017-01-17 | BUY(Maintain) | 810,000원   | 6개월        | -24.44   | -22.31   |
|                                 | 2018-05-16 | BUY(Maintain) | 153,000원 | 6개월        | -16.86   | -12.75   |                                 | 2017-03-10 | BUY(Maintain) | 770,000원   | 6개월        | -20.19   | -13.45   |
|                                 | 2018-05-28 | BUY(Maintain) | 153,000원 | 6개월        | -13.58   | -2.61    |                                 | 2017-05-16 | BUY(Maintain) | 770,000원   | 6개월        | -18.81   | -12.69   |
|                                 | 2018-06-18 | BUY(Maintain) | 181,000원 | 6개월        | -17.87   | -14.36   |                                 | 2017-07-12 | BUY(Maintain) | 770,000원   | 6개월        | -19.15   | -12.69   |
|                                 | 2018-07-13 | BUY(Maintain) | 181,000원 | 6개월        | -19.90   | -14.36   |                                 | 2017-08-01 | BUY(Maintain) | 770,000원   | 6개월        | -20.10   | -12.69   |
|                                 | 2018-07-25 | BUY(Maintain) | 181,000원 | 6개월        | -23.24   | -14.36   |                                 | 2018-01-16 | BUY(Maintain) | 740,000원   | 6개월        | -19.03   | -12.57   |
|                                 | 2018-08-16 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월        |          |          |                                 | 2018-02-26 | BUY(Maintain) | 740,000원   | 6개월        | -19.25   | -12.57   |
| <b>대상</b><br><b>(001680)</b>    | 2016-07-07 | BUY(Maintain) | 38,000원  | 6개월        | -20.23   | -11.71   | <b>오뚜기</b><br><b>(007310)</b>   | 2018-03-16 | BUY(Maintain) | 740,000원   | 6개월        | -16.42   | -5.27    |
|                                 | 2016-08-17 | BUY(Maintain) | 40,000원  | 6개월        | -24.14   | -17.63   |                                 | 2018-04-17 | BUY(Maintain) | 820,000원   | 6개월        | -10.62   | -5.85    |
|                                 | 2016-10-04 | BUY(Maintain) | 40,000원  | 6개월        | -26.73   | -17.63   |                                 | 2018-05-16 | BUY(Maintain) | 850,000원   | 6개월        | -6.85    | 5.41     |
|                                 | 2016-11-15 | BUY(Maintain) | 40,000원  | 6개월        | -26.75   | -17.63   |                                 | 2018-07-25 | BUY(Maintain) | 1,050,000원 | 6개월        | -17.13   | -14.67   |
|                                 | 2016-11-18 | BUY(Maintain) | 40,000원  | 6개월        | -28.69   | -17.63   |                                 | 2018-08-16 | BUY(Maintain) | 1,050,000원 | 6개월        |          |          |
|                                 | 2017-01-17 | BUY(Maintain) | 36,000원  | 6개월        | -28.92   | -26.94   |                                 | 2017-09-13 | BUY(Initiate) | 950,000원   | 6개월        | -22.02   | -20.95   |
|                                 | 2017-02-03 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -18.93   | -8.06    |                                 | 2017-09-26 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -22.13   | -20.74   |
|                                 | 2017-07-12 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -18.86   | -8.06    |                                 | 2017-10-17 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -20.92   | -17.47   |
|                                 | 2017-08-14 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -23.06   | -20.65   |                                 | 2017-11-15 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -18.52   | -12.84   |
|                                 | 2017-09-13 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -25.15   | -20.65   |                                 | 2018-01-16 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -19.39   | -12.84   |
|                                 | 2017-11-15 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -20.35   | -7.90    |                                 | 2018-02-26 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -19.84   | -12.84   |
|                                 | 2018-01-16 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -19.66   | -7.90    |                                 | 2018-05-16 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -12.41   | -6.32    |
|                                 | 2018-02-26 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -21.94   | -19.19   |                                 | 2018-07-18 | BUY(Maintain) | 950,000원   | 6개월        | -12.26   | -6.32    |
|                                 | 2018-03-28 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -20.17   | -14.84   |                                 | 2018-07-25 | BUY(Maintain) | 1,040,000원 | 6개월        | -16.31   | -14.62   |
|                                 | 2018-04-17 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월        | -18.75   | -12.58   |                                 | 2018-08-16 | BUY(Maintain) | 1,040,000원 | 6개월        |          |          |
|                                 | 2018-05-16 | BUY(Maintain) | 33,000원  | 6개월        | -19.52   | -12.12   |                                 | 2018-01-16 | BUY(Initiate) | 29,000원    | 6개월        | -24.54   | -18.79   |
|                                 | 2018-07-25 | BUY(Maintain) | 33,000원  | 6개월        | -20.62   | -12.12   |                                 | 2018-05-16 | BUY(Maintain) | 29,000원    | 6개월        | -26.86   | -18.79   |
|                                 | 2018-08-16 | BUY(Maintain) | 37,000원  | 6개월        |          |          |                                 | 2018-08-16 | BUY(Maintain) | 24,000원    | 6개월        |          |          |
| <b>하이트진로</b><br><b>(000080)</b> | 2018-01-16 | BUY(Initiate) | 29,000원  | 6개월        |          |          | <b>SPC삼립</b><br><b>(005610)</b> | 2018-07-25 | BUY(Initiate) | 142,000원   | 6개월        | -21.78   | -19.37   |
|                                 | 2018-05-16 | BUY(Maintain) | 29,000원  | 6개월        |          |          |                                 | 2018-08-16 | BUY(Maintain) | 152,000원   | 6개월        |          |          |

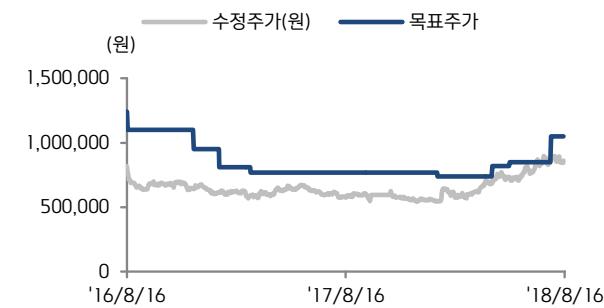
\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

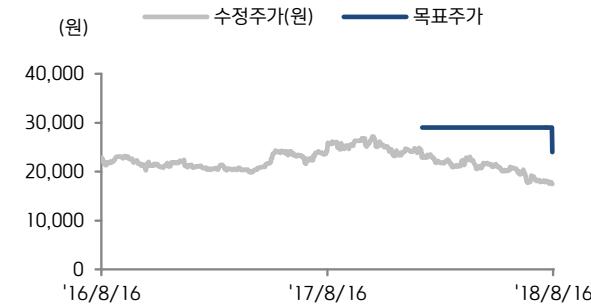
오리온(271560)



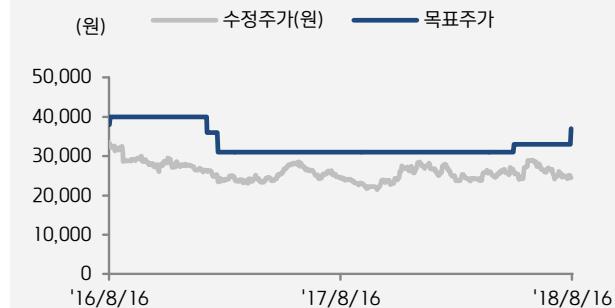
롯데푸드(002270)



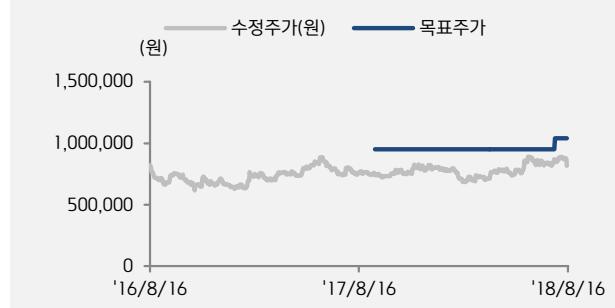
하이트진로(000080)



대상(001680)



오뚜기(007310)



SPC삼립(005610)



## 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%  |