



Overweight (Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 이범근

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

음식료

3Q18 실적 Review



11/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 3분기 실적은 대체로 시장 기대치에 부합하지 못했다. 하지만, 대부분 영업일 수 감소에 따른 영향이 컸기 때문에, 4분기에 대체로 만회될 수 있으며, 연간 실적 전망치에 크게 영향을 줄 요소는 아닌 것으로 판단된다. 3분기 실적에서 기존 View를 크게 바꿀만한 중요한 단서는 없었기 때문에, 기존 업종 Top Pick을 그대로 유지한다(KT&G, 오리온, 동원F&B).

>>> 영업일 수 감소 영향을 받았던 3분기

11/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 3분기 실적을 살펴보면, 영업이익 기준으로 오리온/롯데칠성은 시장 컨센서스를 상회하였고, 농심/대상/롯데푸드/매일유업/오뚜기/하이트진로/SPC삼립은 시장 컨센서스를 하회하였다. 하지만, 3분기 실적의 기대치 하회는 대체로 연간 실적 전망치에 큰 영향이 없을 것이다. 추석 시점 차이에 따른 영업일 수 감소로 인해, 전년동기와 비교했을 때 3Q 실적이 낮게 잡히고, 4Q 실적이 높게 잡히는 효과가 있기 때문이다.

소업종별로 보면 음료와 빙과의 실적이 좋은 편이었다. 더운 날씨 영향으로 수요가 호조를 보였기 때문이다. 롯데칠성은 탄산음료 매출이 +high single 정도 성장하였고, 대부분의 빙과 업체들도 매출 성장률이 +10% 이상이었다. 중국 소비 관련 업체들의 중국 매출과 수익성이 대체로 양호한 모습을 보인 점도 의미가 있었다(오리온/농심/매일유업). 오리온은 중국 영업이익률이 19%까지 상승하였고, 농심도 중국 매출과 수익성이 모두 회복되는 모습을 보였으며, 매일유업의 중국 분유 수출(3Q 110억원)도 2분기에 이어 견조한 모습을 이어나갔다. 반면에, 주류와 담배는 2분기에 이어 3분기에도 부진한 모습을 보였는데, 담배는 최근 중동 수출이 3분기 대비 회복되고 있어서, 4분기에는 다소 개선된 모습을 보여줄 것으로 판단된다.

>>> 업종 Top Pick: KT&G, 오리온, 동원F&B 유지

음식료 업종 Top Picks로 KT&G, 오리온, 동원F&B를 유지한다. 3분기 실적에서 우리의 기존 View를 크게 바꿀만한 중요한 단서는 없었다. KT&G는 전자담배 수익성 개선과 수출담배 매출 회복이 기대되고, 오리온은 중국과 베트남을 중심으로 구조적 성장세가 여전히 유효하다. 동원F&B는 참치어가 하락과 참치 신수요 창출 효과에 따른 판매량 성장으로 인해, 이익 성장률이 업종 내에서 돋보일 전망이다.

한편, C제일제당은 미국에서 대형 M&A가 성사된다면 주가 상승이 가속화 될 가능성이 있다(Schwan's Company). 농심은 최근 스낵 판가 인상과 국내 4분기 실적 개선 모멘텀(영업일 수 영향), 해외 실적 회복(미국/중국)으로 인해, 단기 트레이딩이 가능한 주가 레벨로 판단된다.

Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

주요 기업 3Q18 실적 결과 (1) (단위: 억원)

(단위: 억원)	구분	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	YoY
KT&G	매출액	12,789	10,479	10,676	11,197	11,825	-7.5%
	영업이익	4,217	2,227	3,114	3,230	3,569	-15.4%
	OPM	33.0%	21.3%	29.2%	28.8%	30.2%	-2.8%p
	순이익	3,079	3,473	2,489	2,666	2,589	-15.9%
CJ 제일제당	매출액	44,107	42,911	43,486	44,537	49,456	12.1%
	영업이익	2,693	1,504	2,103	1,846	2,652	-1.5%
	OPM	6.1%	3.5%	4.8%	4.1%	5.4%	-0.7%p
	순이익	2,564	106	625	7,585	1,080	-57.9%
오리온	매출액	5,221	4,554	5,163	4,238	4,937	-5.4%
	영업이익	787	203	936	396	787	0.0%
	OPM	15.1%	4.5%	18.1%	9.3%	15.9%	0.9%p
	순이익	591	112	659	274	326	-44.8%
CJ 프레시웨이	매출액	6,620	6,129	6,758	7,286	7,043	6.4%
	영업이익	149	105	60	138	133	-10.8%
	OPM	2.2%	1.7%	0.9%	1.9%	1.9%	-0.4%p
	순이익	-82	4	10	24	41	흑전
SPC 삼립	매출액	5,229	5,133	5,163	5,416	5,509	5.3%
	영업이익	75	177	114	167	107	41.3%
	OPM	1.4%	3.4%	2.2%	3.1%	1.9%	0.5%p
	순이익	54	105	84	118	79	45.4%
남양유업	매출액	3,078	2,886	2,561	2,672	2,816	-8.5%
	영업이익	10	18	12	15	22	128.5%
	OPM	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.5%p
	순이익	0	8	3	12	32	6364.3%
농심	매출액	5,717	5,449	5,631	5,328	5,660	-1.0%
	영업이익	313	143	344	65	217	-30.7%
	OPM	5.5%	2.6%	6.1%	1.2%	3.8%	-1.6%p
	순이익	290	160	321	77	195	-32.8%
대상	매출액	8,193	7,112	7,400	7,243	7,853	-4.2%
	영업이익	387	52	302	354	414	6.8%
	OPM	4.7%	0.7%	4.1%	4.9%	5.3%	0.5%p
	순이익	245	-86	190	407	209	-14.9%
동원 F&B	매출액	7,323	5,988	7,049	6,466	7,894	7.8%
	영업이익	298	37	229	132	383	28.4%
	OPM	4.1%	0.6%	3.2%	2.0%	4.9%	0.8%p
	순이익	209	47	157	63	265	26.8%
동원산업	매출액	6,176	6,217	6,052	5,972	6,165	-0.2%
	영업이익	759	667	496	503	337	-55.6%
	OPM	12.3%	10.7%	8.2%	8.4%	5.5%	-6.8%p
	순이익	629	485	352	262	-76	적전
롯데제과	매출액	4,746	4,048	4,013	4,380	4,583	-3.4%
	영업이익	332	84	113	200	313	-5.9%
	OPM	7.0%	2.1%	2.8%	4.6%	6.8%	-0.2%p
	순이익		20	20	126	110	
롯데칠성	매출액	6,684	4,635	5,226	5,995	6,699	0.2%
	영업이익	365	-123	86	235	512	40.0%
	OPM	5.5%	-2.7%	1.6%	3.9%	7.6%	2.2%p
	순이익	-1,967	3,526	-19	65	259	-113.2%
롯데푸드	매출액	5,176	3,876	4,308	4,702	4,965	-4.1%
	영업이익	275	50	159	228	275	0.1%
	OPM	5.3%	1.3%	3.7%	4.9%	5.5%	0.2%p
	순이익	75	656	106	152	179	136.8%

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 3Q18 실적 결과 (2) (단위: 억원)

(단위: 억원)	구분	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	YoY
매일유업	매출액	3,383	3,265	3,210	3,192	3,335	-1.4%
	영업이익	214	162	164	189	212	-4.5%
	OPM	6.3%	5.0%	5.1%	5.9%	6.4%	0.1%p
	순이익	160	88	122	183	174	8.8%
무학	매출액	608	534	511	503	433	-28.8%
	영업이익	63	1	-7	-18	-43	적전
	OPM	10.4%	0.2%	-1.4%	-3.7%	-10.0%	-20.3%p
	순이익	100	-64	-7	45	19	-81.3%
빙그레	매출액	2,684	1,889	1,698	2,420	2,711	1.0%
	영업이익	204	-15	28	219	252	23.6%
	OPM	7.6%	-0.8%	1.7%	9.0%	9.3%	1.7%p
	순이익	163	68	38	178	203	24.2%
삼양식품	매출액	1,120	1,281	1,259	1,235	1,102	-1.7%
	영업이익	109	120	180	130	127	16.8%
	OPM	9.7%	9.4%	14.3%	10.5%	11.5%	1.8%p
	순이익	85	38	144	111	101	18.1%
신세계푸드	매출액	3,211	2,987	3,179	3,103	3,370	5.0%
	영업이익	93	72	100	69	56	-39.5%
	OPM	2.9%	2.4%	3.1%	2.2%	1.7%	-1.2%p
	순이익	70	36	69	37	29	-59.2%
오뚜기	매출액	5,643	5,165	5,773	5,371	5,796	2.7%
	영업이익	443	302	385	385	404	-9.0%
	OPM	7.9%	5.8%	6.7%	7.2%	7.0%	-0.9%p
	순이익	467	164	303	331	787	68.3%
풀무원	매출액	5,849	5,851	5,452	5,723	5,862	0.2%
	영업이익	217	144	5	133	161	-26.1%
	OPM	3.7%	2.5%	0.1%	2.3%	2.7%	-1.0%p
	순이익	159	61	-14	96	117	-26.2%
하이트진로	매출액	5,283	4,569	4,207	4,932	5,006	-5.2%
	영업이익	566	231	167	268	293	-48.3%
	OPM	10.7%	5.0%	4.0%	5.4%	5.8%	-4.9%p
	순이익	306	-105	26	96	94	-69.2%
현대그린푸드	매출액	6,079	6,948	8,317	7,910	8,094	33.1%
	영업이익	269	-45	387	428	331	22.9%
	OPM	4.4%	-0.6%	4.7%	5.4%	4.1%	-0.3%p
	순이익	266	224	317	337	255	-4.1%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 매일유업은 별도기준, 나머지는 연결기준

>>> **오리온(271560)**

투자이견 BUY
 목표주가 160,000원

오리온의 3분기 연결기준 영업이익은 787억원으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하였다. 영업이익이 시장 기대치를 상회한 이유는 **중국 법인**의 호조 덕분이다. 1) 중국 신제품(꼬북칩/혼다칩/파이류) 호조와 2) 신제품 관련 고정비 부담 축소로 인해, 3분기 영업이익률은 19% 수준을 기록하였다. **한국 법인**은 그레놀라 매체 광고비 집행에도 불구하고, 그레놀라/태양의 맛 썬/생크림파이/마이구미 등의 매출 호조로 인해, 내수제과 매출이 YoY +4% 성장하였고, 영업이익도 YoY +6.5% 성장하였다. **베트남**은 춘절 재고 소진이 7월까지 지속되고, 중동 수출이 부진하면서(관세율 상승 영향), 이익이 전년동기 대비 감소하였다. **러시아**는 7월까지 지속된 달러 구조조정 영향에 따른 매출 감소로 영업이익이 전년동기 대비 역성장 하였다.

4분기도 중국 법인을 중심으로 실적 호조세가 전망된다. 1) 중국 제과 시장 성장률이 양호하고(스낵 +9.5%, 파이 +4%), 2) 신제품 출시가 예정되어 있으며(감자엔 소스당, 미니 케이크 등), 3) 이른 춘절 효과도 기대되기 때문이다. 베트남과 러시아도 3분기말부터 매출 성장률이 정상화 되었기 때문에, 4분기는 3분기 대비 개선된 흐름이 기대된다. 동사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 16만원을 유지한다(업종 Top Pick 관점 유지).

오리온 3Q18 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	3Q18P	3Q17	(YoY)	2Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	493.7	522.1	-5.4%	423.8	16.5%	509.0	-3.0%	487.8	1.2%
영업이익	78.7	78.7	0.0%	39.6	98.7%	74.4	5.7%	74.3	5.9%
(OPM)	15.9%	15.1%	0.9%p	9.3%	6.6%p	14.6%	1.3%p	15.2%	0.7%p
지배주주순이익	33.1	60.7	-45.5%	27.6	19.6%	53.5	-38.2%	54.6	-39.4%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

오리온 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	495.2	1,923.0	2,051.8	500.5	1,934.3	2,055.4	1.1%	0.6%	0.2%
영업이익	68.9	276.4	326.1	71.8	283.6	328.7	4.2%	2.6%	0.8%
(OPM)	13.9%	14.4%	15.9%	14.3%	14.7%	16.0%	0.4%p	0.3%p	0.1%p
지배주주순이익	50.7	198.6	240.7	52.5	178.4	242.5	3.5%	-10.2%	0.7%

자료: 키움증권 리서치

주요 지역별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
한국	- 내수제과 매출 YoY +4% 성장(동일기준). 그레놀라, 태양의 맛 썬, 생크림파이, 마이구미 호조 덕분 - 그레놀라 매체 광고비 30억 집행에도 불구하고, 영업이익은 YoY +6.5% 성장
중국	- RMB 매출 YoY -5.2% 역성장(동일기준). 작년 사드 이슈 이후, 달러 유통 재고 소진을 위한 행사 과다 영향으로 매출 역기회 존재했음 - 2분기에 출시된 신제품 매출 확대(매출 Mix 12%) 기존 제품 매대 회복으로 인해, 매출 QoQ +37% 성장 - 꼬북칩 매체 광고비(40억) 집행에도 불구하고, 매출 성장과 신제품 초기 고정비 부담 축소로 인해 OPM 19% 기록 - 4분기 이른 춘절 영향과 신제품 라인업 확대에 의해, 매출 2400~2500억원, OP 400억원 내외 전망
베트남	- VND 매출 YoY +3.1% 성장(동일기준). 내수 매출 +12% 성장했으나, 중동 수출 감소로 인해, 법인 전체 성장률은 다소 낮았음 - 춘절 재고 소진이 7월까지 지속되면서, 7월 수익성은 BEP 수준 기록. 8월부터 매출 성장률 +18~20% 수준으로 회귀 중
러시아	- 7월까지 지속된 달러 구조조정 영향으로 RUB 매출 YoY -5% 역성장 - 9월부터 매출이 +7% 성장으로 전환하고 있어, 4분기부터 매출 성장을 정상화 기대
기타	- 유효법인세율이 높았던 이유는 OFC 법인에서 지주사 팬오리온에 배당하면서, 배당세가 99억 정도 발생했기 때문(Cash Out) - 추가로 OFC에 남아 있는 잔여 이익잉여금을 배당 가능이익으로 간주하면서 이연법인세가 154억 정도 발생(Cash Out 없음)

자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 사업회사 분할 후 동일기준 실적 비교

연결기준	3Q18	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액(십억원)	493.7	506.6	-2.5%	423.8	16.5%
한국	175.0	167.3	4.6%	175.5	-0.3%
중국	255.2	275.3	-7.3%	191.5	33.3%
베트남	50.3	50.0	0.6%	46.3	8.6%
러시아	17.0	19.8	-14.1%	14.9	14.1%
연결조정	-3.8	-5.8	N/A	-4.4	N/A
영업이익(십억원)	78.7	78.7	0.0%	39.6	98.7%
한국	20.7	19.4	6.7%	23.2	-10.8%
중국	49.1	46.8	4.9%	10.7	358.9%
베트남	6.5	9.1	-28.6%	3.9	66.7%
러시아	2.2	4.0	-45.0%	2.1	4.8%
연결조정	0.2	-0.6	N/A	-0.3	N/A
OPM(%)	15.9%	15.5%	0.4%p	9.3%	6.6%p
한국	11.8%	11.6%	0.2%p	13.2%	-1.4%p
중국	19.2%	17.0%	2.2%p	5.6%	13.7%p
베트남	12.9%	18.2%	-5.3%p	8.4%	4.5%p
러시아	12.9%	20.2%	-7.3%p	14.1%	-1.2%p

자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	423.8	493.7	500.5	528.3	451.1	529.6	546.4
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	10.6%	-5.4%	11.0%	2.3%	6.4%	7.3%	9.2%
한국(오리온 별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	175.5	175.0	178.4	180.3	178.4	177.0	181.3
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	1.0%	3.4%	1.8%	1.5%	1.7%	1.2%	1.6%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	191.5	255.2	240.8	266.0	209.8	279.1	273.5
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	35.3%	-11.6%	21.6%	-0.1%	9.6%	9.4%	13.6%
베트남(OVF)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	46.3	50.3	66.1	73.3	51.3	59.4	75.5
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	-5.5%	0.0%	8.0%	8.8%	10.7%	17.9%	14.3%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	19.7	14.5	16.0	17.9	20.7
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-21.2%	-14.1%	-6.0%	33.2%	7.3%	5.1%	5.0%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	-4.4	-3.8	-4.5	-5.9	-4.4	-3.8	-4.5
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	39.6	78.7	71.8	96.1	53.3	90.4	88.9
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	102.4%	0.0%	253.7%	2.6%	34.6%	14.9%	23.9%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	18.2%	11.8%	17.1%	16.3%
한국(오리온 별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.2	20.7	23.0	24.5	24.2	20.9	23.8
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	13.2%	11.8%	12.9%	13.6%	13.5%	11.8%	13.1%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	10.7	49.1	36.9	48.5	21.0	57.5	49.6
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	5.6%	19.2%	15.3%	18.2%	10.0%	20.6%	18.1%
베트남(OVF)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	6.5	11.5	17.4	5.5	9.2	13.7
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	8.4%	12.9%	17.4%	23.8%	10.8%	15.5%	18.2%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.2	2.8	2.4	2.9	2.6	4.2
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	14.3%	13.1%	14.2%	16.7%	18.3%	14.3%	20.1%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	-0.3	0.2	-2.4	3.2	-0.3	0.2	-2.4
세리아익			79.6	17.7	87.5	35.9	77.4	69.4	93.4	50.8	88.1	87.6
당기순이익			60.7	10.7	67.5	27.6	33.1	52.5	70.8	38.5	66.8	66.4
자비주순이익			59.1	11.2	65.9	27.4	32.6	52.5	70.8	38.5	66.8	66.4
(YoY)							-44.8%	366.9%	7.4%	40.7%	104.5%	26.5%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	30.8%	-9.6%	23.2%	2.1%	12.5%	9.5%	13.6%
베트남 내수(OVF 내수)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	8.5%	12.0%	15.8%	10.0%	13.0%	20.0%	15.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-11.9%	-4.6%	5.0%	47.7%	11.5%	7.0%	5.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 1Q17~2Q17은 분할전 오리온의 제과부문 실적임

오리온 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,291.2	1,854.5	1,934.3	2,055.4	2,164.5
(YoY)	1.2%	-19.1%	4.3%	6.3%	5.3%
한국(오리온 별도)	679.4	691.5	706.5	717.1	730.9
(YoY)	-4.0%	1.8%	2.2%	1.5%	1.9%
중국(Pan Orion)	1,346.0	863.2	953.7	1,028.4	1,079.8
(YoY)	1.0%	-35.9%	10.5%	7.8%	5.0%
베트남(OFV)	204.5	222.4	230.1	259.5	293.1
(YoY)	24.1%	8.7%	3.5%	12.8%	13.0%
러시아(OIE)	61.2	77.4	62.4	69.0	79.3
(YoY)	5.4%	26.4%	-19.3%	10.5%	15.0%
연결조정		0.0	-18.5	-18.5	-18.5
영업이익	311.5	151.3	283.6	328.7	356.9
(YoY)	-0.8%	-51.4%	87.5%	15.9%	8.6%
(OPM)	13.6%	8.2%	14.7%	16.0%	16.5%
한국(오리온 별도)	78.7	81.6	90.9	93.4	95.9
(OPM)	11.6%	11.8%	12.9%	13.0%	13.1%
중국(Pan Orion)	198.6	19.2	145.6	176.7	191.1
(OPM)	14.8%	2.2%	15.3%	17.2%	17.7%
베트남(OFV)	26.5	36.3	39.0	45.9	55.1
(OPM)	13.0%	16.3%	16.9%	17.7%	18.8%
러시아(OIE)	7.7	14.2	7.6	12.1	14.2
(OPM)	12.6%	18.4%	12.1%	17.5%	17.9%
연결조정		0.0	0.6	0.6	0.6
세전이익			270.1	319.9	348.4
당기순이익			180.7	242.5	264.1
지배주주순이익			178.4	242.5	264.1
(YoY)				35.9%	8.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 1Q17~2Q17은 분할전 오리온의 제과부문 실적임

오리온 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	19,343	20,554	21,645
매출원가	-	5,935	10,678	11,083	11,487
매출총이익	-	5,237	8,665	9,471	10,158
판매비및일반관리비	-	4,163	5,828	6,184	6,590
영업이익(보고)	-	1,074	2,836	3,287	3,569
영업이익(핵심)	-	1,074	2,836	3,287	3,569
영업외손익	-	-24	-135	-88	-85
이자수익	-	44	69	74	78
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	176	141	141
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	-29	-21	-22
법인세차감전이익	-	1,051	2,701	3,199	3,484
법인세비용	-	284	894	774	843
유효법인세율 (%)	-	27.0%	33.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	1,807	2,425	2,641
지배주주지분순이익(억원)	-	756	1,784	2,425	2,641
EBITDA	-	1,732	3,950	4,419	4,733
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	2,921	3,556	3,805
수정당기순이익	-	740	1,807	2,425	2,641
증감율(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	73.1	6.3	5.3
영업이익(보고)	-	N/A	164.0	15.9	8.6
영업이익(핵심)	-	N/A	164.0	15.9	8.6
EBITDA	-	N/A	128.0	11.9	7.1
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	136.1	35.9	8.9
EPS	-	N/A	136.1	35.9	8.9
수정순이익	-	N/A	144.0	34.2	8.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	2,932	3,493	3,748
당기순이익	-	767	1,807	2,425	2,641
감가상각비	-	642	1,087	1,108	1,140
무형자산상각비	-	16	27	24	25
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	11	-63	-57
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-1,411	-1,633	-1,709
투자자산의 처분	-	549	-11	-33	-29
유형자산의 처분	-	148	0	0	0
유형자산의 취득	-	-898	-1,400	-1,600	-1,680
무형자산의 처분	-	-11	0	0	0
기타	-	41	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-1,553	-851	-1,395	-358
단기차입금의 증가	-	-2,541	0	-1,044	0
장기차입금의 증가	-	997	-670	0	0
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-395	-395
기타	-	-9	56	45	37
현금및현금성자산의순증가	-	183	670	466	1,680
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	1,686	2,152
기말현금및현금성자산	-	1,016	1,686	2,152	3,832
Gross Cash Flow	-	1,651	2,921	3,556	3,805
Op Free Cash Flow	-	815	1,623	1,960	2,133

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,275	5,965	7,848
현금및현금성자산	-	1,016	1,686	2,152	3,832
유동금융자산	-	509	522	555	584
매출채권및유동채권	-	1,457	1,488	1,581	1,665
재고자산	-	1,507	1,547	1,644	1,732
기타유동비금융자산	-	85	31	33	35
비유동자산	-	18,005	18,305	18,804	19,347
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	484	514	541
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,040	17,533	18,073
무형자산	-	524	497	473	448
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,580	24,769	27,195
유동부채	-	5,230	4,605	3,720	3,864
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,418	2,569	2,706
단기차입금	-	1,044	1,044	0	0
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	154	162	169
비유동부채	-	3,901	3,956	4,001	4,038
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	662	706	743
부채총계	-	9,131	8,561	7,721	7,901
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,315	4,355	6,608
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	14,636	16,675	18,929
비지배주주지분자본총계	-	367	383	373	364
자본총계	-	13,449	15,019	17,048	19,293
순차입금	-	4,472	3,119	1,576	-133
총차입금	-	5,997	5,327	4,283	4,283

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-	1,912	4,513	6,133	6,679
BPS	-	33,092	37,021	42,179	47,880
주당EBITDA	-	4,382	9,992	11,177	11,972
CFPS	-	3,604	7,389	8,996	9,624
DPS	-	600	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	-	54.7	21.3	15.7	14.4
PBR	-	3.2	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	-	26.8	10.5	9.0	8.0
PCFR	-	29.0	13.0	10.7	10.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-	9.6	14.7	16.0	16.5
영업이익률(핵심)	-	9.6	14.7	16.0	16.5
EBITDA margin	-	15.5	20.4	21.5	21.9
순이익률	-	6.9	9.3	11.8	12.2
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	12.7	15.1	14.5
투자자본이익률(ROIC)	-	4.4	10.5	13.4	14.2
안정성(%)					
부채비율	-	67.9	57.0	45.3	41.0
순차입금비율	-	33.3	20.8	9.2	-0.7
이자보상배율(배)	-	9.3	16.1	23.3	25.2
활동성(배)					
매출채권회전율	-	7.7	13.1	13.4	13.3
재고자산회전율	-	7.4	12.7	12.9	12.8
매입채무회전율	-	4.8	8.2	8.2	8.2

>>> 매일유업(267980)

투자 의견 BUY
 목표주가 94,000원

매일유업의 3분기 별도기준 영업이익은 212억원(-1% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하였다. 한편, 3분기 연결기준 영업이익은 204억원을 기록하며 별도기준 영업이익 보다 소폭 낮았다. 그 이유는 커피음료 등의 수출을 위해 북경에 설립한 자회사가 초기 고정비 부담으로 영업적자가 발생하였기 때문이다. 1) 중국 분유 수출 확대(3Q18 110억), 2) 백색시유 적자 축소, 3) 커피음료/상하목장 매출 성장은 영업이익에 긍정적으로 기여하였다. 하지만, 1) 국내 분유 매출 감소(-9 ~ -10% YoY), 2) 원유기본가격 상승에 따른 원가부담은 영업이익에 부정적으로 작용하였다.

조제분유 매출은 국내 감소분을 중국 성장으로 일부 만회가 가능할 전망이다. 한편, 수익성은 올해 치즈와 원유(Raw Milk)의 원가 상승 부담으로 실적 개선에 어려움을 겪었다. 다만, 경쟁사들이 수익성이 낮아지면서 판가 인상을 하고 있기 때문에, 동사도 시차를 두고 가격을 인상할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 이와 같은 가격 인상 모멘텀이 유효한 가운데, 최근 주가 하락으로 밸류에이션 매력도도 확대되었기 때문에, 투자 의견 BUY를 유지한다.

매일유업 3Q18 별도기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	3Q18P	3Q17	(YoY)	2Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	333.5	338.3	-1.4%	319.2	4.5%	339.0	-1.6%	333.7	-0.1%
영업이익 (OPM)	21.2	21.4	-1.0%	18.9	12.1%	22.1	-4.2%	22.5	-5.9%
당기순이익	6.4%	6.3%	0.0%p	5.9%	0.4%p	6.5%	-0.2%p	6.7%	-0.4%p
	17.4	16.0	8.9%	18.3	-4.8%	15.7	11.0%	16.8	3.7%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	320.3	1,294.2	1,312.2	322.5	1,296.2	1,321.4	0.7%	0.2%	0.7%
영업이익 (OPM)	17.9	75.7	79.4	17.5	74.1	78.8	-2.0%	-2.2%	-0.8%
당기순이익	5.6%	5.8%	6.1%	5.4%	5.7%	6.0%	-0.1%p	-0.1%p	-0.1%p
	13.4	60.6	59.2	13.2	61.1	58.9	-1.7%	0.8%	-0.5%

자료: 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 실적 비교 - IFRS 1115호 적용전 기준

별도기준(십억원, %)	3Q18	3Q17	YoY
매출액	343.7	338.3	1.6%
매출원가	236.5	230.3	2.7%
매출총이익	107.3	108.0	-0.7%
판관비	86.5	86.6	-0.2%
영업이익	20.8	21.4	-2.8%
GPM	31.2%	31.9%	-0.7%p
판관비율	25.2%	25.6%	-0.4%p
OPM	6.0%	6.3%	-0.3%p

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

매일유업 분기별 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	321.0	319.2	333.5	322.5	328.0	325.3	340.0	328.1
(YoY)	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	-2.0%	-1.9%	-1.4%	-1.2%	2.2%	1.9%	1.9%	1.8%
매출총이익	101.5	106.9	108.0	99.4	85.8	93.2	97.4	90.8	88.6	95.6	100.0	93.1
(GPM)	31.0%	32.9%	31.9%	30.5%	26.7%	29.2%	29.2%	28.2%	27.0%	29.4%	29.4%	28.4%
판매비	89.7	88.4	86.6	83.2	69.4	74.2	76.3	73.3	70.8	75.6	77.7	74.6
(판매비율)	27.4%	27.2%	25.6%	25.5%	21.6%	23.3%	22.9%	22.7%	21.6%	23.2%	22.8%	22.7%
영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	16.4	18.9	21.2	17.5	17.9	20.0	22.4	18.5
(YoY)	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	39.4%	2.2%	-1.0%	8.0%	8.8%	5.8%	5.7%	5.6%
(OPM)	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	5.9%	6.4%	5.4%	5.4%	6.2%	6.6%	5.6%
세전이익	8.5	193.4	20.2	10.5	15.8	24.2	18.6	17.4	17.6	19.8	22.1	18.2
당기순이익	5.7	190.0	16.0	8.8	12.2	18.3	17.4	13.2	13.3	15.0	16.8	13.8
(YoY)	-46.9%	2702.1%	26.4%	-54.1%	112.1%	-90.3%	8.8%	49.2%	9.7%	-18.2%	-3.7%	4.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

매일유업 연도별 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,328.1	1,317.8	1,296.2	1,321.4	1,339.9
(YoY)	5.9%	-0.8%	-1.6%	2.0%	1.4%
매출총이익	416.7	415.9	367.2	377.4	386.3
(GPM)	31.4%	31.6%	28.3%	28.6%	28.8%
판매비	347.5	347.9	293.2	298.6	304.4
(판매비율)	26.2%	26.4%	22.6%	22.6%	22.7%
영업이익	69.1	68.0	74.1	78.8	81.8
(YoY)	73.3%	-1.7%	9.0%	6.4%	3.9%
(OPM)	5.2%	5.2%	5.7%	6.0%	6.1%
세전이익	68.0	232.6	75.9	77.7	80.7
당기순이익	49.5	220.5	61.1	58.9	61.2
(YoY)	60.8%	345.5%	-72.3%	-3.6%	3.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

매일유업 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	8,812	12,962	13,214	13,399
매출원가	-	6,023	9,289	9,441	9,537
매출총이익	-	2,789	3,672	3,774	3,863
판매비및일반관리비	-	2,277	2,932	2,986	3,044
영업이익(보고)	-	512	741	788	818
영업이익(핵심)	-	512	741	788	818
영업외손익	-	-73	18	-11	-11
이자수익	-	13	18	19	19
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	14	0	0	0
이자비용	-	26	30	30	30
외환손실	-	23	0	0	0
관계기업지분법손익	-	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-33	0	0	0
기타	-	-11	30	0	0
법인세차감전이익	-	439	759	777	807
법인세비용	-	91	148	188	195
유효법인세율 (%)	-	20.8%	19.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	347	611	589	612
지분법적용순이익(억원)	-	347	611	589	612
EBITDA	-	671	986	1,040	1,076
현금순이익(Cash Earnings)	-	507	857	841	870
수정당기순이익	-	379	611	589	612
증감률(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	47.1	2.0	1.4
영업이익(보고)	-	N/A	44.8	6.4	3.9
영업이익(핵심)	-	N/A	44.8	6.4	3.9
EBITDA	-	N/A	46.9	5.4	3.5
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	75.8	-3.6	3.9
EPS	-	N/A	67.4	-4.8	3.9
수정순이익	-	N/A	61.0	-3.6	3.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	975	874	822	856
당기순이익	-	347	611	589	612
감가상각비	-	150	231	237	242
무형자산상각비	-	10	15	15	15
외환손익	-	5	0	0	0
자산처분손익	-	9	0	0	0
지분법손익	-	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	363	17	-19	-14
기타	-	91	1	0	0
투자활동현금흐름	-	-575	-282	-294	-296
투자자산의 처분	-	-135	4	-5	-4
유형자산의 처분	-	2	0	0	0
유형자산의 취득	-	-436	-286	-289	-292
무형자산의 처분	-	-13	0	0	0
기타	-	7	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-486	-135	-36	-36
단기차입금의 증가	-	-616	0	0	0
장기차입금의 증가	-	-10	-98	0	0
자본의 증가	-	142	0	0	0
배당금지급	-	0	-34	-35	-35
기타	-	-3	-3	-1	-1
현금및현금성자산의순증가	-	-93	457	492	524
기초현금및현금성자산	-	461	368	824	1,316
기말현금및현금성자산	-	368	824	1,316	1,840
Gross Cash Flow	-	612	858	841	870
Op Free Cash Flow	-	479	572	541	572

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	3,312	3,717	4,266	4,831
현금및현금성자산	-	368	824	1,316	1,840
유동금융자산	-	172	168	172	174
매출채권및유동채권	-	1,683	1,620	1,652	1,675
채고자산	-	1,021	1,037	1,057	1,072
기타유동비금융자산	-	69	67	69	70
비유동자산	-	2,598	2,631	2,673	2,711
장기매출채권및기타비유동채권	-	188	181	185	188
투자자산	-	99	99	100	102
유형자산	-	2,199	2,254	2,306	2,355
무형자산	-	81	67	51	36
기타비유동자산	-	31	31	31	31
자산총계	-	5,910	6,348	6,939	7,542
유동부채	-	2,330	2,195	2,232	2,259
매입채무및기타유동채무	-	1,768	1,728	1,762	1,787
단기차입금	-	0	0	0	0
유동성장기차입금	-	398	300	300	300
기타유동부채	-	164	167	170	172
비유동부채	-	705	701	701	701
장기매입채무및비유동채무	-	41	39	40	40
사채및장기차입금	-	600	600	600	600
기타비유동부채	-	64	61	61	60
부채총계	-	3,035	2,896	2,933	2,959
자본금	-	38	39	39	39
주식발행초과금	-	2,487	2,487	2,487	2,487
이익잉여금	-	347	924	1,478	2,054
기타자본	-	2	2	2	2
자본총계	-	2,875	3,453	4,006	4,583
지분법적용자본총계	-	2,875	3,453	4,006	4,583
순차입금	-	459	-93	-588	-1,114
총차입금	-	998	900	900	900

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)	-				
EPS	-	4,710	7,886	7,507	7,803
BPS	-	37,786	44,019	51,076	58,429
주당EBITDA	-	9,100	12,733	13,261	13,719
CFPS	-	6,877	11,057	10,722	11,089
DPS	-	450	450	450	450
주가배수(배)	-				
PER	-	14.1	9.2	9.7	9.3
PBR	-	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	-	8.2	5.7	4.9	4.2
PCFR	-	9.6	6.6	6.8	6.5
수익성(%)	-				
영업이익률(보고)	-	5.8	5.7	6.0	6.1
영업이익률(핵심)	-	5.8	5.7	6.0	6.1
EBITDA margin	-	7.6	7.6	7.9	8.0
순이익률	-	3.9	4.7	4.5	4.6
자기자본이익률(ROE)	-	12.1	19.3	15.8	14.3
투자자본이익률(ROIC)	-	12.4	18.2	18.0	18.4
안정성(%)	-				
부채비율	-	105.6	83.9	73.2	64.6
순차입금비율	-	16.0	-2.7	-14.7	-24.3
이자보상배율(배)	-	19.8	24.9	26.5	27.5
활동성(배)	-				
매출채권회전율	-	5.2	7.8	8.1	8.1
채고자산회전율	-	8.6	12.6	12.6	12.6
매입채무회전율	-	5.0	7.4	7.6	7.6

>>> 오뚜기(007310)

투자의견 BUY
 목표주가 910,000원
 (하향)

오뚜기의 3분기 연결기준 영업이익은 404억원(-9% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 한편, 지배주주순이익은 787억원으로 시장 컨센서스를 상회하였는데, 이는 상미식품지주와 풀림피앤피지주를 합병하면서 염가매수차익이 300억원 이상 발생하였기 때문이다. 영업이익이 전년동기 대비 감소한 이유는 대체로 쌀류 원재료 단가 부담에 기인한다. 2분기 대비 매출액은 증가하였으나, 수익성이 하락한 이유는 원가율이 높은 라면의 매출 비중이 확대되었기 때문이다.

3분기 실적 부진에 따라 실적 추정치와 목표주가를 하향 조정하였다. 하지만, 4분기부터 자회사의 흡수합병 혹은 연결편입 효과가 더해지면서, 실적 개선 모멘텀은 여전히 유효할 것으로 판단된다. 라면의 점유율이 안정적으로 상승하고 HMR 중심으로 매출이 성장하는 가운데, 상미식품지주/풀림피앤피지주/오뚜기제유의 실적이 연결로 반영되면서 분기별로 40억 내외의 영업이익이 추가로 발생할 수 있기 때문이다.

오뚜기 3Q18 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	3Q18P	3Q17	(YoY)	2Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	579.6	564.3	2.7%	537.1	7.9%	594.0	-2.4%	578.2	0.2%
영업이익	40.4	44.3	-8.9%	38.5	4.9%	46.9	-13.9%	47.8	-15.5%
(OPM)	7.0%	7.9%	-0.9%p	7.2%	-0.2%p	7.9%	-0.9%p	8.3%	-1.3%p
지배주주순이익	78.7	46.7	68.4%	33.1	137.7%	44.7	76.0%	38.5	104.3%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

오뚜기 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	578.4	2,271.0	2,445.2	589.1	2,283.2	2,466.9	1.9%	0.5%	0.9%
영업이익	31.5	156.3	178.1	32.2	149.7	172.9	2.3%	-4.2%	-2.9%
(OPM)	5.4%	6.9%	7.3%	5.5%	6.6%	7.0%	0.0%p	-0.3%p	-0.3%p
지배주주순이익	26.2	128.2	151.2	24.7	166.9	147.4	-5.7%	30.2%	-2.5%

자료: 키움증권 리서치

오뚜기 목표주가 변경 내역

EPS(원)	41,528	'19E EPS * 75% + '20E EPS * 25%
Target PER(배)	22	최근 1년 PER 상단
목표주가(원)	910,000	

자료: 키움증권 리서치

오뚜기 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	531.8	513.4	564.3	516.5	577.3	537.1	579.6	589.1	631.0	589.2	636.1	610.7
(YoY)	3.1%	5.2%	9.3%	5.3%	8.5%	4.6%	2.7%	14.1%	9.3%	9.7%	9.7%	3.7%
건조식품류(카레 및 3분류)	72.0	69.0	69.0	63.3	67.7	66.0	67.3	68.3	67.7	66.0	67.3	68.3
(YoY)	8.4%	1.9%	4.6%	-5.8%	-6.0%	-4.3%	-2.4%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
양념소스류(마요네스 및 케첩소스)	96.5	105.0	107.3	90.3	95.6	102.4	101.3	96.3	96.6	103.5	102.3	97.2
(YoY)	4.9%	-0.4%	6.5%	-6.9%	-1.0%	-2.4%	-5.7%	6.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
유지류(참기름 및 식용유지)	63.0	60.0	65.3	55.8	61.9	60.9	63.2	57.7	64.9	63.9	66.2	57.7
(YoY)	3.1%	1.8%	3.4%	1.0%	-1.7%	1.4%	-3.3%	3.4%	4.8%	4.9%	4.7%	0.0%
면제식품류(라면 및 당면)	158.4	154.4	171.7	151.5	173.9	166.0	184.8	174.8	184.4	179.3	201.5	183.6
(YoY)	-10.7%	1.8%	10.5%	-3.7%	9.8%	7.5%	7.7%	15.4%	6.0%	8.0%	9.0%	5.0%
농수산 가공식품류(밥 및 참치)	65.0	61.7	63.8	62.5	65.1	67.8	71.0	70.0	74.9	74.6	78.1	77.0
(YoY)	34.2%	15.4%	19.1%	12.2%	0.2%	9.9%	11.3%	12.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
기타	76.9	63.3	87.2	93.3	113.1	74.0	92.0	122.0	142.6	102.0	120.7	126.9
(YoY)	9.4%	24.7%	12.3%	60.4%	47.1%	16.9%	5.5%	30.8%	26.1%	37.8%	31.2%	4.0%
매출총이익	114.2	122.5	135.2	105.0	111.5	100.8	101.8	112.4	122.7	117.1	115.2	116.6
(GPM)	21.5%	23.9%	24.0%	20.3%	19.3%	18.8%	17.6%	19.1%	19.4%	19.9%	18.1%	19.1%
판매비	84.2	81.0	90.9	74.8	73.0	62.3	61.5	80.1	79.1	67.8	67.7	84.0
(판매비율)	15.8%	15.8%	16.1%	14.5%	12.6%	11.6%	10.6%	13.6%	12.5%	11.5%	10.6%	13.8%
영업이익	30.0	41.5	44.3	30.2	38.5	38.5	40.4	32.2	43.6	49.3	47.5	32.5
(YoY)	-15.7%	2.6%	-2.1%	42.7%	28.5%	-7.2%	-9.0%	6.8%	13.1%	28.0%	17.6%	0.9%
(OPM)	5.6%	8.1%	7.9%	5.8%	6.7%	7.2%	7.0%	5.5%	6.9%	8.4%	7.5%	5.3%
세전이익	41.2	45.8	62.9	30.4	41.6	46.1	78.8	32.9	49.1	54.7	53.0	37.7
당기순이익	32.8	35.7	47.2	16.7	30.7	33.7	79.5	24.7	37.2	41.4	40.2	28.6
지배주주순이익	32.4	35.7	46.7	16.4	30.3	33.1	78.7	24.7	37.2	41.4	40.2	28.6
(YoY)	-33.8%	38.8%	31.2%	-39.6%	-6.4%	-7.2%	68.4%	50.2%	22.6%	25.0%	-49.0%	15.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오뚜기 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,010.7	2,126.2	2,283.2	2,466.9	2,620.1
(YoY)	6.8%	5.7%	7.4%	8.0%	6.2%
건조식품류(카레 및 3분류)	267.3	273.3	269.4	269.4	269.4
(YoY)	-3.0%	2.2%	-1.4%	0.0%	0.0%
양념소스류(마요네스 및 케첩소스)	395.1	399.1	395.6	399.5	403.5
(YoY)	2.6%	1.0%	-0.9%	1.0%	1.0%
유지류(참기름 및 식용유지)	238.4	244.1	243.6	252.6	252.6
(YoY)	-9.9%	2.4%	-0.2%	3.7%	0.0%
면제식품류(라면 및 당면)	642.0	635.1	699.6	748.7	793.6
(YoY)	15.8%	-1.1%	10.2%	7.0%	6.0%
농수산 가공식품류(밥 및 참치)	211.1	252.9	273.9	304.6	335.0
(YoY)	-4.7%	19.8%	8.3%	11.2%	10.0%
기타	256.8	320.6	401.1	492.1	566.0
(YoY)	41.1%	24.9%	25.1%	22.7%	15.0%
매출총이익	486.9	476.9	426.5	471.5	501.4
(GPM)	24.2%	22.4%	18.7%	19.1%	19.1%
판매비	344.4	330.9	276.8	298.6	317.7
(판매비율)	17.1%	15.6%	12.1%	12.1%	12.1%
영업이익	142.5	146.1	149.7	172.9	183.7
(YoY)	6.8%	2.5%	2.5%	15.5%	6.2%
(OPM)	7.1%	6.9%	6.6%	7.0%	7.0%
세전이익	183.4	180.3	199.4	194.4	206.9
당기순이익	138.0	132.4	168.6	147.4	156.8
지배주주순이익	137.5	131.3	166.9	147.4	156.8
(YoY)	31.7%	-4.5%	27.1%	-11.7%	6.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오뚜기 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,107	21,262	22,832	24,669	26,201
매출원가	15,238	16,492	18,567	19,954	21,187
매출총이익	4,869	4,769	4,265	4,715	5,014
판매비및일반관리비	3,444	3,309	2,768	2,986	3,177
영업이익(보고)	1,425	1,461	1,497	1,729	1,837
영업이익(핵심)	1,425	1,461	1,497	1,729	1,837
영업외손익	409	343	498	215	232
이자수익	45	44	43	47	50
배당금수익	0	1	5	6	6
외환이익	38	41	40	50	50
이자비용	33	32	37	37	37
외환손실	32	37	70	50	50
관계기업지분손익	170	272	162	140	150
투자및기타자산처분손익	161	6	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	60	46	354	59	63
법인세차감전이익	1,834	1,803	1,994	1,944	2,069
법인세비용	454	479	308	470	501
유효법인세율 (%)	24.8%	26.6%	15.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,380	1,324	1,686	1,474	1,568
지배주주지분순이익(억원)	1,375	1,313	1,669	1,474	1,568
EBITDA	1,848	1,936	2,041	2,294	2,418
현금순이익(Cash Earnings)	1,803	1,799	2,231	2,039	2,149
수정당기순이익	1,259	1,320	1,686	1,474	1,568
증감율(% YoY)					
매출액	6.8	5.7	7.4	8.0	6.2
영업이익(보고)	6.8	2.5	2.5	15.5	6.2
영업이익(핵심)	6.8	2.5	2.5	15.5	6.2
EBITDA	9.3	4.7	5.4	12.4	5.4
지배주주지분 당기순이익	31.7	-4.5	27.1	-11.7	6.4
EPS	31.7	-4.5	25.5	-14.7	6.4
수정순이익	22.4	4.8	27.8	-12.6	6.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,489	1,086	2,143	1,980	2,081
당기순이익	1,380	1,324	1,686	1,474	1,568
감가상각비	413	463	533	553	569
무형자산상각비	11	12	12	12	12
외환손익	13	16	30	0	0
자산처분손익	175	8	0	0	0
지분법손익	0	0	-162	-140	-150
영업활동자산부채 증감	-237	-445	76	87	87
기타	-266	-292	-31	-5	-6
투자활동현금흐름	-1,334	-846	-3,036	-979	-973
투자자산의 처분	-730	-165	-1,536	-179	-149
유형자산의 처분	214	8	0	0	0
유형자산의 취득	-843	-777	-1,500	-800	-824
무형자산의 처분	-52	3	0	0	0
기타	77	70	0	0	0
재무활동현금흐름	-402	-499	1,141	-168	-188
단기차입금의 증가	-93	-228	500	0	0
장기차입금의 증가	-17	35	-518	0	0
자본의 증가	-3	0	1,383	0	0
배당금지급	-177	-216	-236	-247	-254
기타	-112	-91	12	79	66
현금및현금성자산의순증가	-248	-87	248	833	919
기초현금및현금성자산	1,699	1,452	1,365	1,612	2,445
기말현금및현금성자산	1,452	1,365	1,612	2,445	3,364
Gross Cash Flow	1,725	1,531	2,067	1,894	1,993
Op Free Cash Flow	363	329	385	1,162	1,236

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,410	6,760	7,335	8,554	9,779
현금및현금성자산	1,452	1,365	1,612	2,445	3,364
유동금융자산	1,924	2,032	2,182	2,358	2,504
매출채권및유동채권	1,483	1,855	1,992	2,152	2,286
재고자산	1,546	1,502	1,543	1,592	1,617
기타유동비금융자산	5	6	7	7	8
비유동자산	9,517	10,457	12,963	13,349	13,752
장기매출채권및기타비유동채권	9	23	24	26	28
투자자산	2,749	2,321	3,870	4,019	4,177
유형자산	6,533	7,676	8,643	8,890	9,145
무형자산	220	431	419	407	395
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	15,927	17,217	20,299	21,902	23,531
유동부채	3,761	4,338	4,564	4,850	5,089
매입채무및기타유동채무	2,933	3,046	3,271	3,534	3,753
단기차입금	479	306	806	806	806
유동성장기차입금	18	643	125	125	125
기타유동부채	331	343	363	385	404
비유동부채	1,814	1,363	1,386	1,477	1,553
장기매입채무및비유동채무	127	143	153	166	176
사채및장기차입금	862	250	250	250	250
기타비유동부채	825	970	982	1,061	1,127
부채총계	5,575	5,701	5,950	6,327	6,642
자본금	172	172	180	180	180
주식발행초과금	78	78	1,453	1,453	1,453
이익잉여금	9,725	11,039	12,483	13,718	15,041
기타자본	318	-309	-309	-309	-309
지배주주지분자본총계	10,292	10,980	13,806	15,042	16,364
비지배주주지분자본총계	60	536	542	533	524
자본총계	10,352	11,516	14,349	15,575	16,889
순차입금	-2,017	-2,197	-2,613	-3,622	-4,687
총차입금	2016	2017	2018E	2019E	2020E

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	39,977	38,161	47,901	40,873	43,492
BPS	299,198	319,178	382,956	417,229	453,907
주당EBITDA	53,727	56,275	58,599	63,636	67,056
CFPS	52,416	52,300	64,033	56,549	59,602
DPS	6,800	7,000	7,000	7,200	7,200
주배수(배)					
PER	16.6	21.1	14.4	17.4	16.3
PBR	2.2	2.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.3	13.3	10.8	9.1	8.2
PCFR	12.6	15.4	10.7	12.6	11.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	6.9	6.6	7.0	7.0
영업이익률(핵심)	7.1	6.9	6.6	7.0	7.0
EBITDA margin	9.2	9.1	8.9	9.3	9.2
순이익률	6.9	6.2	7.4	6.0	6.0
자기자본이익률(ROE)	13.9	12.1	13.0	9.8	9.7
투자자본이익률(ROIC)	17.4	15.3	15.6	15.2	15.9
안정성(%)					
부채비율	53.9	49.5	41.4	40.6	39.4
순차입금비율	-19.5	-19.1	-18.2	-23.3	-27.8
이자보상배율(배)	43.7	46.1	40.9	47.2	50.1
활동성(배)					
매출채권회전율	14.3	12.7	11.9	11.9	11.8
재고자산회전율	13.6	14.0	15.0	15.7	16.3
매입채무회전율	7.3	7.1	7.2	7.3	7.2

>>> SPC삼립(005610)

투자의견 **BUY**
 목표주가 **152,000원**

SPC삼립의 3분기 연결기준 영업이익은 107억원(+41% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 베이커리 사업부의 호조(과거 제빵 부문), 2) 舊 에그팜 청주공장의 가동률 상승에 따른 수익성 개선 덕분이다(현재 식품 부문에 속함). 베이커리 사업부는 샌드위치(+14% YoY), 냉장 디저트(+100% YoY)의 고성장 덕분에 매출과 영업이익이 전년동기 대비 각각 +4%, +41% 성장하였다. 다만, 제분은 추석 시점 차이에 따른 영업일 수 감소와 원재료 단가 상승 영향으로 2분기 대비 영업이익이 -13억원 정도 감소하면서, 전사 영업이익이 당사 기대치를 하회하였다.

4분기에도 고수익성 제품인 샌드위치와 냉장 디저트의 견조한 성장세와 호빵 매출의 호조에 힘입어 베이커리 사업부의 실적 개선이 돋보일 것으로 판단된다. 제분 사업부는 4분기에 영업일 수가 증가하면서 판매량이 늘어나기 때문에, 3분기 대비 개선된 이익이 기대된다. 더불어, 대부분의 제분 업체들의 수익성이 하락하였기 때문에, 내년에 판가 인상 가능성도 높은 편이다.

SPC삼립 3Q18 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	3Q18P	3Q17	(YoY)	2Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	550.9	522.9	5.3%	541.6	1.7%	545.4	1.0%	542.9	1.5%
영업이익 (OPM)	10.7	7.5	42.0%	16.7	-36.2%	12.6	-15.5%	11.0	-3.2%
지배주주순이익	1.9%	1.4%	0.5%p	3.1%	-1.1%p	2.3%	-0.4%p	2.0%	-0.1%p
	7.9	5.4	46.6%	11.8	-32.9%	9.0	-12.0%	8.6	-7.9%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

SPC삼립 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	540.1	2,140.9	2,230.9	543.1	2,151.8	2,245.7	0.5%	0.5%	0.7%
영업이익 (OPM)	23.2	62.3	75.8	22.5	61.3	75.1	-2.8%	-1.6%	-0.9%
지배주주순이익	4.3%	2.9%	3.4%	4.2%	2.8%	3.3%	-0.1%p	-0.1%p	-0.1%p
	17.5	46.3	57.1	17.2	45.4	56.6	-1.6%	-1.9%	-1.0%

자료: 키움증권 리서치

SPC삼립 연결기준 실적 비교 - IFRS 1115호 적용전 기준

연결기준(십억원, %)	3Q18	3Q17	YoY
매출액	566.3	522.9	8.3%
매출원가	466.0	434.5	7.2%
매출총이익	100.2	88.4	13.4%
판매비	89.8	80.8	11.0%
영업이익	10.5	7.5	39.1%
GPM	17.7%	16.9%	0.8%p
판매비율	15.8%	15.5%	0.4%p
OPM	1.9%	1.4%	0.4%p

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

SPC삼립 별도기준 실적 비교 - IFRS 1115호 적용전 기준

별도기준(십억원, %)	3Q18	3Q17	YoY
매출액	266.9	247.6	7.8%
매출원가	191.9	187.3	2.4%
매출총이익	75.0	60.3	24.4%
판매비	67.8	57.8	17.2%
영업이익	7.2	2.5	193.6%
GPM	28.1%	24.3%	3.8%p
판매비율	25.4%	23.4%	2.0%p
OPM	2.7%	1.0%	1.7%p

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

SPC삼립 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	505.2	524.1	522.9	513.3	516.3	541.6	550.9	543.1	543.4	561.5	574.9	566.0
(YoY)	32.0%	10.2%	8.5%	-3.2%	2.2%	3.3%	5.3%	5.8%	5.2%	3.7%	4.4%	4.2%
베이커리	139.8	142.7	138.3	171.5	148.9	149.5	144.4	186.9	156.4	154.8	149.5	196.3
(YoY)					6.5%	4.7%	4.4%	9.0%	5.0%	3.5%	3.5%	5.0%
식품	132.1	138.0	128.9	133.6	133.2	145.4	146.5	142.6	144.2	149.0	155.8	147.7
(YoY)					0.9%	5.4%	13.6%	6.8%	8.2%	2.4%	6.4%	3.5%
유통	229.1	242.4	253.1	237.2	239.5	261.3	271.4	249.3	251.9	275.0	284.3	262.1
(YoY)					4.5%	7.8%	7.2%	5.1%	5.2%	5.3%	4.8%	5.1%
상해 GFS	11.8	12.3	12.9	15.1	15.7	15.4	15.1	15.1	16.8	16.5	16.2	16.2
(YoY)					33.1%	24.8%	17.4%	0.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
물류	65.5	65.4	67.9	74.9	71.1	71.5	73.2	74.9	71.1	71.5	73.2	74.9
(YoY)					8.7%	9.4%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
연결조정	-73.1	-76.7	-78.2	-118.9	-92.1	-101.5	-99.7	-125.8	-97.0	-105.2	-104.1	-131.1
(YoY)					26.1%	32.3%	27.5%	5.8%	5.2%	3.7%	4.4%	4.2%
매출총이익	87.4	97.2	88.4	105.3	84.0	88.7	83.4	102.3	90.5	92.4	89.1	108.6
(GPM)	17.3%	18.6%	16.9%	20.5%	16.3%	16.4%	15.1%	18.8%	16.7%	16.5%	15.5%	19.2%
판매비	73.8	81.4	80.8	87.6	72.6	72.0	72.8	79.8	75.2	73.6	74.9	81.8
(판매비율)	14.6%	15.5%	15.5%	17.1%	14.1%	13.3%	13.2%	14.7%	13.8%	13.1%	13.0%	14.5%
영업이익	13.6	15.9	7.5	17.7	11.4	16.7	10.7	22.5	15.3	18.8	14.2	26.8
(YoY)	10.5%	-11.7%	-41.9%	-20.6%	-16.3%	5.5%	41.3%	27.5%	34.7%	12.3%	33.2%	19.0%
(OPM)	2.7%	3.0%	1.4%	3.4%	2.2%	3.1%	1.9%	4.2%	2.8%	3.3%	2.5%	4.7%
베이커리	4.4	7.2	3.4	15.9	5.5	10.4	5.3	18.4	6.8	11.5	7.3	20.7
(OPM)	3.1%	5.0%	2.5%	9.3%	3.7%	6.9%	3.7%	9.9%	4.4%	7.4%	4.9%	10.6%
식품	4.0	3.6	0.6	0.7	1.5	3.0	2.7	2.6	3.6	3.5	4.0	4.3
(OPM)	3.0%	2.6%	0.4%	0.5%	1.1%	2.1%	1.8%	1.8%	2.5%	2.4%	2.6%	2.9%
유통	1.1	1.1	1.5	1.5	1.1	1.8	1.8	1.7	1.3	2.1	2.0	1.9
(OPM)	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%
상해 GFS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(OPM)	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
물류	1.0	1.0	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
(OPM)	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
연결조정	3.1	2.9	0.9	-1.6	2.1	0.2	-0.7	-1.6	2.1	0.2	-0.7	-1.6
세전이익	12.9	15.6	7.2	14.8	10.8	15.2	9.2	22.7	15.0	18.6	14.1	27.0
당기순이익	10.2	12.1	5.5	10.5	8.4	11.9	7.9	17.2	11.4	14.1	10.7	20.5
지배주주순이익	10.2	12.1	5.4	10.5	8.4	11.8	7.9	17.2	11.4	14.1	10.7	20.5
(YoY)	9.7%	-11.4%	-41.0%	-39.7%	-17.6%	-1.7%	45.4%	64.5%	35.2%	18.7%	34.5%	18.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

SPC삼립 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,870.3	2,065.5	2,151.8	2,245.7	2,350.8
(YoY)	36.1%	10.4%	4.2%	4.4%	4.7%
베이커리		592.3	629.8	656.8	683.1
(YoY)			6.3%	4.3%	4.0%
식품		532.6	567.8	596.6	617.8
(YoY)			6.6%	5.1%	3.6%
유통		961.8	1,021.4	1,073.4	1,146.9
(YoY)			6.2%	5.1%	6.8%
상해 GFS		52.1	61.3	65.6	70.2
(YoY)			17.7%	7.0%	7.0%
물류		273.7	290.8	290.8	290.8
(YoY)			6.2%	0.0%	0.0%
연결조정		-347.0	-419.2	-437.4	-457.9
(YoY)			20.8%	4.3%	4.7%
매출총이익	357.4	378.3	358.5	380.7	398.5
(GPM)	19.1%	18.3%	16.7%	17.0%	16.9%
판매비	291.9	323.6	297.2	305.5	313.9
(판매비율)	15.6%	15.7%	13.8%	13.6%	13.4%
영업이익	65.5	54.7	61.3	75.1	84.6
(YoY)	15.1%	-16.5%	12.1%	22.5%	12.6%
(OPM)	3.5%	2.6%	2.8%	3.3%	3.6%
베이커리		30.8	39.6	46.4	52.3
(OPM)		5.2%	6.3%	7.1%	7.7%
식품		8.9	9.7	15.4	18.0
(OPM)		1.7%	1.7%	2.6%	2.9%
유통		5.2	6.4	7.3	8.4
(OPM)		0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
상해 GFS		0.0	0.2	0.2	0.2
(OPM)		0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
물류		4.4	5.4	5.9	5.9
(OPM)		1.6%	1.9%	2.0%	2.0%
연결조정		5.3	-0.1	-0.1	-0.1
세전이익	61.8	50.5	57.8	74.6	85.8
당기순이익	49.5	38.2	45.4	56.6	65.1
지배주주순이익	49.5	38.2	45.4	56.6	65.1
(YoY)	31.8%	-22.9%	18.9%	24.6%	15.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

SPC삼립 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,703	20,655	21,518	22,457	23,508
매출원가	15,130	16,872	17,933	18,651	19,524
매출총이익	3,574	3,783	3,585	3,807	3,985
판매비및일반관리비	2,919	3,236	2,972	3,055	3,139
영업이익(보고)	655	547	613	751	846
영업이익(핵심)	655	547	613	751	846
영업외손익	-37	-41	-35	-5	12
이자수익	2	3	2	2	2
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	1	3	2	2	2
이자비용	43	47	49	35	19
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	11	27	28
법인세차감전이익	618	505	578	746	858
법인세비용	122	123	124	181	208
유효법인세율 (%)	19.8%	24.4%	21.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	495	382	454	566	651
지배주주지분순이익(억원)	495	382	454	566	651
EBITDA	996	901	976	1,120	1,206
현금순이익(Cash Earnings)	836	736	818	934	1,011
수정당기순이익	506	388	454	566	651
증감율(% YoY)					
매출액	36.1	10.4	4.2	4.4	4.7
영업이익(보고)	15.1	-16.5	12.1	22.5	12.6
영업이익(핵심)	15.1	-16.5	12.1	22.5	12.6
EBITDA	13.3	-9.6	8.4	14.7	7.7
지배주주지분 당기순이익	31.8	-22.9	18.9	24.6	15.1
EPS	31.8	-22.9	18.9	24.6	15.1
수정순이익	33.6	-23.3	17.1	24.5	15.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	796	631	781	894	966
당기순이익	495	382	454	566	651
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	-36	-39	-44
기타	240	217	1	0	0
투자활동현금흐름	-506	-509	-404	-305	-315
투자자산의 처분	-195	57	-6	-7	-8
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	-42	14	-23
기초현금및현금성자산	109	52	179	137	150
기말현금및현금성자산	52	179	137	150	127
Gross Cash Flow	1,091	963	818	933	1,010
Op Free Cash Flow	267	-155	409	599	649

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,813	3,345	3,435	3,593	3,731
현금및현금성자산	52	179	137	150	127
유동금융자산	56	140	146	152	159
매출채권및유동채권	1,949	1,978	2,060	2,150	2,251
재고자산	755	1,049	1,092	1,140	1,193
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,933	3,999	4,043	3,983	3,941
장기매출채권및기타비유동채권	207	208	217	226	237
투자자산	424	305	306	307	308
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	7,478	7,576	7,672
유동부채	3,342	4,086	3,845	3,453	2,973
매입채무및기타유동채무	2,070	2,297	2,393	2,497	2,614
단기차입금	898	1,288	1,238	738	138
유동성장기차입금	300	429	139	139	139
기타유동부채	74	72	75	79	82
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	4,301	3,911	3,434
자본금	431	431	431	431	431
주식발행초과금	67	67	67	67	67
이익잉여금	2,297	2,621	2,998	3,486	4,059
기타자본	130	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	2,925	2,802	3,178	3,666	4,239
비지배주주지분자본총계	-2	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,923	2,800	3,177	3,665	4,238
순차입금	1,519	1,819	1,514	994	410
총차입금	1,627	2,137	1,797	1,297	697

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,737	4,424	5,261	6,554	7,541
BPS	33,899	32,469	36,832	42,487	49,130
주당EBITDA	11,543	10,440	11,314	12,979	13,980
CFPS	9,692	8,532	9,474	10,828	11,717
DPS	956	956	956	956	956
주가배수(배)					
PER	29.5	35.4	24.9	20.0	17.4
PBR	5.0	4.8	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	16.2	17.0	13.1	11.0	9.7
PCFR	17.5	18.3	13.8	12.1	11.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.5	2.6	2.8	3.3	3.6
영업이익률(핵심)	3.5	2.6	2.8	3.3	3.6
EBITDA margin	5.3	4.4	4.5	5.0	5.1
순이익률	2.6	1.8	2.1	2.5	2.8
자기자본이익률(ROE)	18.1	13.3	15.2	16.5	16.5
투자자본이익률(ROIC)	13.4	10.2	11.4	13.4	15.1
안정성(%)					
부채비율	130.8	162.3	135.4	106.7	81.0
순차입금비율	52.0	64.9	47.7	27.1	9.7
이자보상배율(배)	15.4	11.7	12.6	21.5	45.0
활동성(배)					
매출채권회전율	10.9	10.5	10.7	10.7	10.7
재고자산회전율	24.6	22.9	20.1	20.1	20.1
매입채무회전율	10.3	9.5	9.2	9.2	9.2

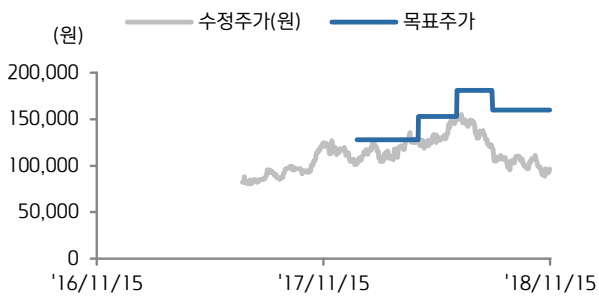
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
오리온 (271560)	2018-01-08	BUY(Initiate)	128,000원	6개월	-16.99	-14.45	오뚜기 (007310)	2017-09-13	BUY(Initiate)	950,000원	6개월	-22.02	-20.95
	2018-01-16	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-10.72	-2.34		2017-09-26	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-22.13	-20.74
	2018-02-14	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-8.90	5.86		2017-10-17	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-20.92	-17.47
	2018-04-17	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-17.49	-12.75		2017-11-15	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-18.52	-12.84
	2018-05-16	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-16.86	-12.75		2018-01-16	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-19.39	-12.84
	2018-05-28	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-13.58	-2.61		2018-02-26	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-19.84	-12.84
	2018-06-18	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-17.87	-14.36		2018-05-16	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-12.41	-6.32
	2018-07-13	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-19.90	-14.36		2018-07-18	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-12.26	-6.32
	2018-07-25	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-23.43	-14.36		2018-07-25	BUY(Maintain)	1,040,000원	6개월	-16.56	-14.62
	2018-08-16	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.32	-30.63		2018-08-16	BUY(Maintain)	1,040,000원	6개월	-25.17	-14.62
	2018-09-19	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.55	-30.63		2018-09-27	BUY(Maintain)	1,040,000원	6개월	-28.46	-14.62
	2018-10-12	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.11	-30.63		2018-11-05	BUY(Maintain)	1,040,000원	6개월	-29.13	-14.62
	2018-11-05	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.84	-30.63		2018-11-15	BUY(Maintain)	910,000원	6개월		
2018-11-15	BUY(Maintain)	160,000원	6개월			SPC삼립 (005610)	2018-07-25	BUY(Initiate)	142,000원	6개월	-21.72	-19.37	
매일유업 (267980)	2017-06-05	BUY (Initiate)	110,000원	6개월	-27.69	-22.55	2018-08-16	BUY(Maintain)	152,000원	6개월	-14.56	-8.55	
	2017-07-12	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-19.05	-16.17	2018-10-11	BUY(Maintain)	152,000원	6개월	-15.59	-8.55	
	2017-08-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-23.42	-16.17	2018-11-05	BUY(Maintain)	152,000원	6개월	-15.67	-8.55	
	2017-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.68	-16.17	2018-11-15	BUY(Maintain)	152,000원	6개월			
	2018-01-26	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.01	-12.34							
	2018-05-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-16.35	7.98							
2018-11-05	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-21.44	-20.74								
2018-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월										

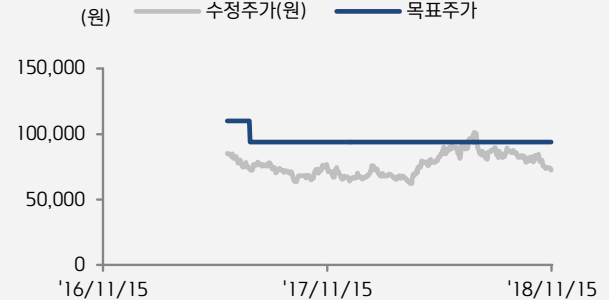
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

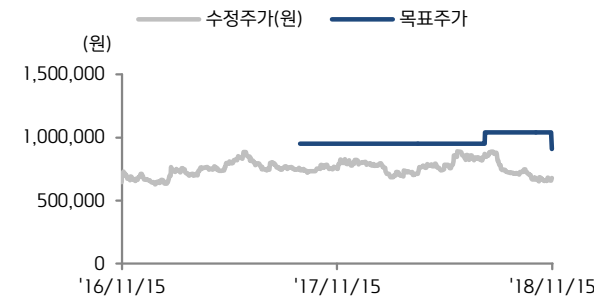
오리온(271560)



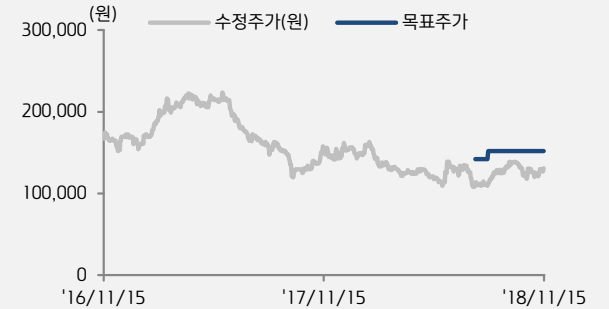
매일유업(267980)



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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%