

이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

[음식료·담배]

# 4Q18 Preview: 부담없는 눈높이



## Overweight (Maintain)

커버리지종목		
종목명	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	Buy	125,000(유지)
CJ제일제당(097950)	Buy	460,000(유지)
오리온(271560)	Buy	150,000(유지)
오뚜기(007310)	Buy	900,000(유지)
농심(004370)	Buy	310,000(유지)
동원F&B(049770)	Buy	340,000(유지)
SPC삼립(005610)	Buy	175,000(유지)
하이트진로(000080)	Buy	21,000(유지)
롯데칠성(005300)	Buy	1,750,000(유지)
대상(001680)	Buy	32,000(유지)
롯데푸드(002270)	Buy	900,000(하향)
빙그레(005180)	Buy	80,000(유지)
매일유업(267980)	Buy	110,000(유지)
신세계푸드(031440)	Buy	110,000(하향)
CJ프레시웨이(051500)	Hold	30,000(하향)

# CONTENTS

## 음식료·담배 4Q18 Preview

### [산업분석]

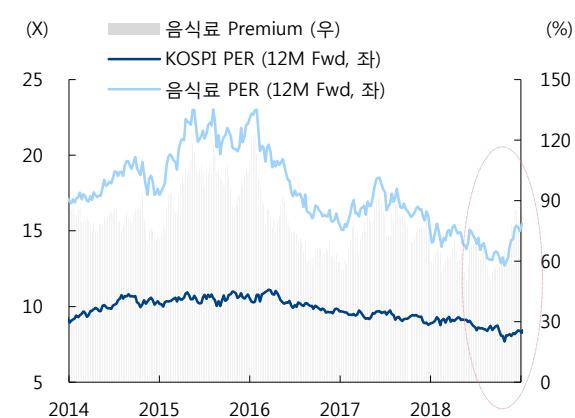
- 3 I. Key Charts
- 4 II. 음식료·담배 4Q18 Preview

### [기업분석]

- 8 KT&G (033780) / BUY (유지) / TP 125,000 원 (유지)
- 12 CJ 제일제당(097950) / BUY(유지) / TP 460,000 원 (유지)
- 16 오리온(271560) / BUY(유지) / TP 150,000 원 (유지)
- 20 오뚜기(007310) / BUY(유지) / TP 900,000 원 (유지)
- 24 농심(004370) / BUY(유지) / TP 310,000 원 (유지)
- 28 동원 F&B(049770) / BUY(유지) / TP 340,000 원 (유지)
- 32 SPC 삼립(005610) / BUY(유지) / TP 175,000 원 (유지)
- 36 하이트진로(000080) / BUY(유지) / TP 21,000 원 (유지)
- 40 롯데칠성(005300) / BUY(유지) / TP 1,750,000 원 (유지)
- 44 대상(001680) / BUY(유지) / TP 32,000 원 (유지)
- 48 롯데푸드(002270) / BUY(유지) / TP 900,000 원 (하향)
- 52 빙그레(005180) / BUY(유지) / TP 80,000 원 (유지)
- 56 매일유업(267980) / BUY(유지) / TP 110,000 원 (유지)
- 60 신세계푸드(031440) / BUY(유지) / TP 110,000 원 (하향)
- 64 CJ 프레시웨이(051500) / HOLD(유지) / TP 30,000 원 (하향)

## I. Key Charts

### 2019, 음식료 업종 밸류에이션 프리미엄 확대 가능성에 무게



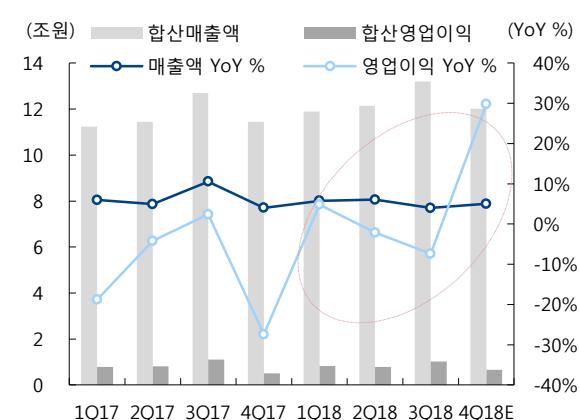
자료: Quantwise, 하이투자증권

카테고리별 경쟁강도 심화 및 최저임금 인상, 52 시간근무제 영향에 따른 비용확대, 음식료 대형주의 bottom-up risk 등에서 비롯되었던 음식료 업체의 영업실적 부진은 3Q18을 끝으로 긴 하향조정 마무리

영업실적 개선구간으로 진입한 시점으로, 대외적으로 높은 불확실성에 따른 방어주 선호도 확대 가능성까지 고려한다면 음식료 업종에 대한 프리미엄 할증폭은 현수준대비 확대될 가능성에 무게

또한 2019년 해외매출 비중이 재차 확대되는 시기라는 점과, 투자 화수단계로 업체 중심으로 영업실적 확대 가능성이 높다는 점을 고려한다면 업종에 대한 re-rating 가능성 또한 긍정적으로 판단

### 4Q18, 시장기대치에 부합하는 영업실적 시현 가능성



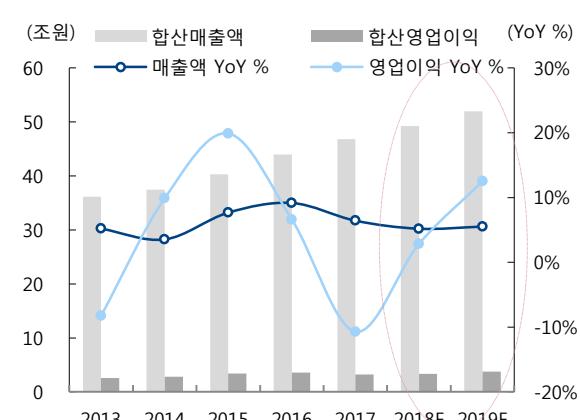
자료: 하이투자증권

하이투자증권 음식료/담배 커버리지 15개 기업의 영업실적을 종합할 때, 4Q18 합산 매출액 및 영업이익 성장률은 각각 +5.0% YoY, +29.8% YoY 수준을 시현할 것으로 예상

계절적 비수기임에도 불구하고, 1) 추석 영업일수 이연효과 (4~5일), 2) 대형주 중심 전년동기 비용부담에 대한 기저효과, 3) 카테고리별 경쟁 일부완화, 4) 충분히 낮아진 시장기대감 등이 반영될 전망

추정치 하향조정이 제한적인 상황임을 감안한다면 업종 모멘텀은 일부 bottom-up risk 잔존에도 불구하고, 긍정적인 흐름을 지속할 가능성에 무게

### 영업실적 개선 사이클, 2019까지 높은 실적개선 가능성이 확보



자료: 하이투자증권

최근 진행되는 가격인상의 안착 및 해외비중 확대, cash cow 의 이익 선순환에 기대됨에 따라 2019년 음식료·담배산업 영업실적은 전년동기대비 외형 및 영업이익의 증가 가능성에 무게

2019년 음식료업체의 해외비중 확대 가능성은 이전대비 높은 상황. 또한 HMR 등 신규투자가 지속되는 가운데 SKU 가 확대되는 신규 제품보다 Cash cow 의 유무 및 기존제품의 시장지배력 지속성이 영업실적에 영향을 미칠 전망

이익추정치 조정의 마무리 국면으로, 음식료 섹터의 낮은 밸류에이션과 향후 실적 안정성 등을 감안, 음식료 섹터에 대한 접근이 모색될 가능성

음식료 업종에 대한 비중확대 의견 제시, 영업실적 및 주가레벨, 밸류에이션 매력도를 감안, 대형주에서는 오리온을, 중소형주의 경우 동원 F&B, 대상 및 매일유업을 관심종목으로 제시

## II. 음식료·담배 4Q18 Earnings Preview

표1. 음식료·담배 커버리지 15개 종목 Preview 요약 - 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교 1

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (%, %p)	4Q18C	Diff (%, %p)	Preview 요약
KT&G	매출액	1,007.8	1,047.9	(3.8)	1,064.5	(5.3) 일반담배 총수요 -6.6%, KT&G -3.5% YoY (M/S 61.3%) 추정
	영업이익	238.7	222.5	7.3	241.4	(1.1) 4Q18 핏+믹스 3.5억원 추정, 궤련형전자담배 내 점유율 18%대 예상
	OPM %	23.7	21.2	2.5	22.7	1.0 수출담배 선적지연으로 -27.0% YoY 예상, 수원 부동산관련 매출액 690억원
CJ 제일제당	매출액	4,621.4	4,291.1	7.7	4,652.1	(0.7) 가공 국내외 견조, 전천 1공장 180억원 예상, 원가상승으로 마진부담 지속
	영업이익	174.0	150.4	15.7	180.3	(3.5) 소재 저마진부문 디미케팅, 원가개선으로 spread 확대흐름 지속
	OPM %	3.8	3.5	0.3	3.9	(0.1) 바이오 Selecta 효과, 메티오닌 적자축소로 QoQ 이익개선, 생물자원 마진하락
오리온	매출액	498.7	470.9	5.9	516.8	(3.5) 중국 매출액 현지성장을 +21.0% YoY 예상, 레버리지효과로 영업이익 452억원 전망
	영업이익	83.9	20.3	313.7	75.2	11.6 국내 꾸준한 성장 지속, +5.1% YoY, 2019년에도 성장세 유지 가능성 염두
	OPM %	16.8	4.3	12.5	14.5	2.3 베트남 및 러시아 현지성장을 견조
오뚜기	매출액	549.2	516.5	6.3	550.8	(0.3) 라면 기존제품 ASP 개선, 물량확대 흐름 견조, 10% 이상 성장세 유지
	영업이익	31.8	30.2	5.3	32.6	(2.4) Cash cow 고른성장, 냉동 및 쌀가공품 지배력 확대흐름 지속
	OPM %	5.8	5.8	(0.1)	5.9	(0.1) 계열사 합병 및 연결편입, 영업일수 증가 등으로 견조한 영업실적 시현 예상
농심	매출액	560.1	544.9	2.8	570.8	(1.9) 내수라면 매출액 성장률은 +4.3% YoY, M/S 56.8%. 단 판관비율 높은수준 지속 예상
	영업이익	24.5	14.3	71.1	23.4	4.9 스낵 가격인상에 따른 물량저항 가능하나, 영업일수 증가효과로 상쇄 전망
	OPM %	4.4	2.6	1.7	4.1	0.3 중국 미국 성장을 각각 15.6%, 9.7% 예상, 개선세 지속가능성에 무게
롯데칠성	매출액	517.2	463.5	11.6	489.9	5.6 음료 비수기임에도 불구하고 고성장세 지속, 탄산 및 생수 시장지배력 확대
	영업이익	6.6	(12.3)	n/a	(1.6)	n/a 비용반영분기임에도 불구하고 음료 매출성장으로 영업이익 (+)전환 예상
	OPM %	1.3	(2.7)	3.9	(0.3)	1.6 소주성장은 견조하나 맥주 역성장, 비용축소 중. 맥주 시장안착 가시화 필요
SPC 삼립	매출액	551.0	513.3	7.3	549.6	0.3 제빵부문의 편의점향 외형확대 및 고수익제품 호조에 따른 이익개선 흐름 지속
	영업이익	19.7	17.7	11.2	23.0	(14.4) 단 맥분부문 외부매출 증가에 따른 마진감소 및 고원가 투입 지속 가능성
	OPM %	3.6	3.4	0.1	4.2	(0.6) 청주공장 신사업부문 분기마진 (-) 고려할 필요
하이트진로	매출액	458.8	456.9	0.4	478.7	(4.2) 소주 견조한 상황 지속, 매출액 +4.5% YoY, 단 미산공장 설비변경으로 고정비 확대
	영업이익	21.7	23.1	(5.9)	30.3	(28.4) 맥주 내 필리아트 386억원 (+40.0% YoY), 수입맥주 +13.0% YoY ↔ 레귤러 잠식
	OPM %	4.7	5.0	(0.3)	6.3	(1.6) 가정용시장 내 잠식효과로 필리아트와 레귤러맥주의 합산매출액 -6.8% YoY

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정

주: 컨센서스는 2019년 1월 8일 기준

표2. 음식료·담배 커버리지 15개 종목 Preview 요약 - 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교 2

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (%, %p)	4Q18C	Diff (%, %p)	Preview 요약
동원 F&B	매출액	650.4	598.8	8.6	650.1	0.0
	영업이익	9.2	3.7	147.3	9.5	(2.5) 유가공 베이스효과로 매출 성장속도는 둔화되었으나 시장지위 및 마진수준 유지
	OPM %	1.4	0.6	0.8	1.5	(0.0) 조미유통 내 식자재부문의 인건비 상승이슈는 지속되나, 조미부문 영업실적 견조
대상	매출액	697.9	711.2	(1.9)	720.1	(3.1) 식품부문 서구, 편의식품에 집중된 신제품 중심 외형성장 + 판관비 효율화
	영업이익	16.7	5.2	222.4	15.2	9.5 소재 전분당 견조, 바이오 및 라이선 성장으로 이익개선 예상
	OPM %	2.4	0.7	1.7	2.1	0.3 인니 전분당공장 수율개선, 베스트코 적자폭 축소로 전사이익에 (+)효과 전망
롯데푸드	매출액	405.7	387.6	4.7	407.5	(0.4) 외형확대는 식품 내 편의식 관련 제품수요 증가로부터 기인, 유지부문 영업일수 확대효과
	영업이익	4.8	5.0	(4.3)	7.0	(30.9) 조제분유는 내수 시장축소 영향 및 제한적인 중국 수출 등 이쉬운 영업실적 예상
	OPM %	1.2	1.3	(0.1)	1.7	(0.5) 육가공의 돈육가 부담완화는 긍정적이나, 브랜드 인지력 제고를 위한 비용 투입 가능성
빙그레	매출액	205.6	202.2	1.7	175.3	17.3 4분기 비수기구간 및 판관비용 확대 예상
	영업이익	(2.2)	(1.5)	n/a	(0.7)	n/a 가공유 및 호상제품 중심 외형흐름 지속, 바나나우유 가격인상 19년 2월 반영
	OPM %	(1.1)	(0.7)	(0.3)	(0.4)	(0.6) 빙과 비수기, 2019년 전년대비 동일한 영업 환경시 cash cow 역할 지속예상
매일유업	매출액	321.9	326.5	(1.4)	327.8	(1.8) 국내 시장악화에 따른 조제분유 매출감소에도 이익견조, 2019년 P, Q 전략 가능
	영업이익	19.5	16.2	20.0	19.1	2.0 중국 조제분유 수출액 109억원 추정, 2018년 연간 407억원 (+36.2% YoY)
	OPM %	6.1	5.0	1.1	5.8	0.2 상하목장 등 고마진제품 외형 및 이익레벨이 전사 영업실적 견인
신세계푸드	매출액	315.1	298.7	5.5	319.6	(1.4) 급식 외형성장 지속에도 인건비 부담으로 이익하락 예상, 2019년 추가 부담 가능성
	영업이익	5.9	7.2	(18.3)	6.5	(10.3) 제조부문 매출 고성장세 지속, 2019년 오산 2공장 완공시 추가성장 예상
	OPM %	1.9	2.4	(0.5)	2.0	(0.2) 향후 그룹사 연계 영업실적 및 추가효율화에 대한 중장기 기대 가능
CJ 프레시웨이	매출액	659.2	612.9	7.5	691.6	(4.7) 단체급식은 신규거래처 확대로 견조한 외형증기를 지속
	영업이익	10.3	10.5	(1.8)	10.7	(3.7) 12월 연말 식자재 매출확대효과에도 인건비 부담은 유지되고 있는 상황
	OPM %	1.6	1.7	(0.1)	1.6	0.0 프레시원 청주법인 청산과정에서 발생하는 손실 (30억원) 비용발생
합산	매출액	12,019.9	11,443.1	5.0	12,165.3	(1.2) 전반적으로 시장기대치에 부합하는 영업실적 시현 예상
	영업이익	665.2	512.5	29.8	671.8	(1.0) 이익추정치 조정 마무리 국면, 음식료의 안정성 등 감안시 섹터에 대한 접근 모색 가능성
	OPM %	5.5	4.5	1.1	5.5	0.0 업종 내 영업실적 및 주가레벨, 벌류에이션 매력도를 고려한 종목선별 필요

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정

주: 컨센서스는 2019년 1월 8일 기준



---

## 기업분석

- 8 KT&G (033780) / BUY (유지) / TP 125,000 원 (유지)
- 12 CJ 제일제당(097950) / BUY(유지) / TP 460,000 원 (유지)
- 16 오리온(271560) / BUY(유지) / TP 150,000 원 (유지)
- 20 오뚜기(007310) / BUY(유지) / TP 900,000 원 (유지)
- 24 농심(004370) / BUY(유지) / TP 310,000 원 (유지)
- 28 동원 F&B(049770) / BUY(유지) / TP 340,000 원 (유지)
- 32 SPC 삼립(005610) / BUY(유지) / TP 175,000 원 (유지)
- 36 하이트진로(000080) / BUY(유지) / TP 21,000 원 (유지)
- 40 롯데칠성(005300) / BUY(유지) / TP 1,750,000 원 (유지)
- 44 대상(001680) / BUY(유지) / TP 32,000 원 (유지)
- 48 롯데푸드(002270) / BUY(유지) / TP 900,000 원 (하향)
- 52 빙그레(005180) / BUY(유지) / TP 80,000 원 (유지)
- 56 매일유업(267980) / BUY(유지) / TP 110,000 원 (유지)
- 60 신세계푸드(031440) / BUY(유지) / TP 110,000 원 (하향)
- 64 CJ 프레시웨이(051500) / HOLD(유지) / TP 30,000 원 (하향)

# KT&G (033780)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	125,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	100,000 원

Stock Indicator	
자본금	955십억원
발행주식수	13,729만주
시가총액	13,729십억원
외국인지분율	51.7%
52주 주가	96,000~111,000 원
60일평균거래량	315,238주
60일평균거래대금	32.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	-0.5	-7.0	-7.8
상대수익률	-5.6	11.8	9.8	12.0



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	4,667	4,378	4,653	4,885
영업이익(십억원)	1,426	1,230	1,423	1,541
순이익(십억원)	1,164	958	1,075	1,160
EPS(원)	8,476	6,974	7,829	8,452
BPS(원)	56,609	60,251	64,563	69,497
PER(배)	13.6	14.3	12.8	11.8
PBR(배)	2.0	1.7	1.5	1.4
ROE(%)	15.7	11.9	12.5	12.6
배당수익률(%)	3.5	4.0	4.2	4.2
EV/EBITDA(배)	9.3	7.5	6.5	5.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 핵심사업부의 불확실성 해소 기대

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

KT&G 의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1 조 78 억원 (-3.8% YoY), 2,387 억원 (+7.3% YoY)으로, 해외수출 불확실성 지속에도 수원 분양실적 반영으로 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

내수 일반담배는 전년동기 낮은 베이스 및 추석 시점효과에 따라 역성장 폭이 축소될 것으로 판단한다. 물량은 -3.5% YoY 로 추정하며, 4 분기 M/S 일시 하락효과에도 불구하고, 61.3% (+1.9%p YoY) 시현이 가능할 것으로 판단한다. 궤련형 전자담배 (핏+믹스) 판매량은 3.5 억본으로 예상하며, 시장 내 KT&G 점유율은 18%대로 추정한다. 최근 궤련형 전자담배 시장이 제한적인 성장을 보이고 있음을 감안할 때 2019년은 일반담배 물량 하락폭이 축소되는 흐름이 예상된다 (-1.6% YoY).

수출담배의 경우 신시장 중심의 저변확대가 지속됨에도 불구하고 12 월 중동향 선적지연이 재발함에 따른 리스크가 반영될 전망이다. 2019년 관건은 빠른 정상화이나, 시점 및 회복 정도에 대해서는 여전히 불확실성이 잔존한다.

수출부지 4Q18 분양매출액은 690 억원 수준으로, 수출담배에서의 이익감소를 상쇄할 것으로 판단한다. 진행률 감안시 2019~2021년의 매출액은 3,000 억원, 5,000 억원, 5,500 억원으로 예상되는 등 높은 실적기여가 가능하다.

인삼의 경우 내수 및 수출 성장흐름이 지속될 가능성에 무게를 두며, 여타 건기식 및 화장품 등 제품 카테고리 다양화가 더해져 중장기 매출성장 및 시장지배력 확대 흐름이 예상된다. 다만 일부 비용반영 가능성에 따라 4Q18 영업이익 추정치는 다소 보수적으로 추정한다.

### 핵심사업부의 불확실성 해소 기대

Cash cow 인 일반담배의 감소세가 지속되는 상황에서 궤련형 전자담배의 성장 및 지배력 확인 이전까지 영업실적 불투명성은 지속될 가능성이 높다. 다만 이에 대한 리스크가 주가에 선반영되었음에도 불구하고, 수출담배의 선적지연 리스크가 지속되고 있다는 점은 부담이다. 분양이익으로 전사 영업이익에의 (-)영향은 상쇄되고, 이에 따라 주가의 downside risk 또한 제한적이나, 국내외 담배사업이 KT&G 의 핵심사업부임을 감안한다면 리스크 해소가 시급한 것으로 판단한다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	1,007.8	1,047.9	(3.8)	1,064.5	(5.3)
영업이익	238.7	222.5	7.3	241.4	(1.1)
영업이익률 %	23.7	21.2	2.5	22.7	1.0
세전이익	254.5	186.8	36.3	276.9	(8.1)
세전이익률 %	25.3	17.8	7.4	26.0	(0.8)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. KT&amp;G 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	1,067.6	1,119.7	1,182.5	1,007.8	1,151.6	1,132.9	1,260.7	1,108.4	4,667.2	4,377.7	4,653.6
KT&G 개별	572.3	705.5	663.9	628.2	622.8	709.5	711.3	709.7	3,000.1	2,569.9	2,753.3
담배 내수	405.1	476.5	495.8	420.6	404.7	464.9	500.8	416.4	1,793.8	1,797.9	1,786.7
담배 수출	132.3	184.2	93.4	151.1	166.2	165.6	165.1	173.0	878.5	561.0	669.8
부동산 / 기타	34.9	44.8	74.7	101.7	93.2	124.3	90.5	168.1	327.8	256.1	476.1
KGC	393.4	291.7	404.5	251.0	420.9	304.1	431.0	265.3	1,200.0	1,340.7	1,421.4
인삼 내수	361.9	267.4	374.3	219.1	387.2	278.1	398.6	231.1	1,113.8	1,222.7	1,295.1
인삼 수출	31.5	24.3	30.2	32.0	33.7	26.0	32.4	34.2	86.2	118.0	126.3
기타 및 조정	101.9	122.5	114.1	128.6	107.9	119.3	118.4	133.3	467.1	467.1	478.9
YoY %	(9.4)	(3.6)	(7.5)	(3.8)	7.9	1.2	6.6	10.0	3.6	(6.2)	6.3
KT&G 개별	(21.2)	(11.9)	(15.9)	(8.1)	8.8	0.6	7.1	13.0	1.1	(14.3)	7.1
담배 내수	(5.0)	2.6	(2.3)	6.2	(0.1)	(2.4)	1.0	(1.0)	(2.5)	0.2	(0.6)
담배 수출	(44.1)	(19.5)	(54.7)	(27.0)	25.6	(10.1)	76.8	14.5	5.7	(36.1)	19.4
부동산 / 기타	(44.8)	(58.4)	(1.9)	26.3	167.0	177.1	21.1	65.3	10.1	(21.9)	85.9
KGC	15.1	14.7	10.2	6.0	7.0	4.3	6.5	5.7	8.3	11.7	6.0
인삼 내수	12.9	11.1	7.9	6.5	7.0	4.0	6.5	5.5	6.0	9.8	5.9
인삼 수출	47.9	78.3	49.5	3.0	7.0	7.0	7.0	7.0	51.6	36.9	7.0
기타 및 조정	(8.2)	15.3	(6.6)	0.6	5.9	(2.6)	3.7	3.7	9.3	0.0	2.5
연결 영업이익	311.4	323.0	356.9	238.7	364.8	373.2	391.8	293.5	1,426.1	1,229.9	1,423.4
KT&G 개별	213.3	275.7	275.3	240.8	262.0	329.3	293.9	293.2	1,244.8	1,005.2	1,178.5
KGC	91.9	40.6	82.0	0.5	101.9	43.2	86.2	3.2	185.4	214.9	234.4
기타 및 조정	6.2	6.7	(0.4)	(2.6)	0.9	0.8	11.6	(2.9)	(4.2)	9.8	10.5
YoY %	(21.3)	(16.4)	(15.4)	7.3	17.2	15.6	9.8	23.0	(3.0)	(13.8)	15.7
KT&G 개별	(33.3)	(19.6)	(18.7)	(1.1)	22.8	19.4	6.8	21.8	(4.6)	(19.3)	17.2
KGC	16.1	5.1	6.5	(105.4)	10.9	6.4	5.1	534.1	6.0	15.9	9.1
OPM %	29.2	28.8	30.2	23.7	31.7	32.9	31.1	26.5	30.6	28.1	30.6
KT&G 개별	37.3	39.1	41.5	38.3	42.1	46.4	41.3	41.3	41.5	39.1	42.8
KGC	23.4	13.9	20.3	0.2	24.2	14.2	20.0	1.2	15.5	16.0	16.5

자료: KT&amp;G, 하이투자증권

표 2. KT&amp;G 담배부문 실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
내수담배 매출액 (일반+핏)	405.1	476.5	495.8	420.6	404.7	464.9	500.8	416.4	1,793.8	1,797.9	1,786.7
YoY %	-5.0%	2.6%	-2.3%	6.2%	-0.1%	-2.4%	1.0%	-1.0%	-2.5%	0.2%	-0.6%
내수담배 순매출액	377.4	424.0	448.9	375.4	363.4	419.7	455.6	368.6	1,790.3	1,625.7	1,607.4
YoY %	-11.4%	-8.7%	-11.5%	-4.3%	-3.7%	-1.0%	1.5%	-1.8%	-2.7%	-9.2%	-1.1%
내수담배시장 (억본)	149.8	168.4	175.6	149.7	142.9	164.9	176.7	145.7	717.8	643.5	630.2
YoY %	-11.1%	-10.9%	-12.3%	-6.6%	-4.6%	-2.1%	0.6%	-2.7%	-5.9%	-10.4%	-2.1%
KT&G (억본)	92.4	104.3	109.8	92.1	88.7	102.6	110.9	90.1	435.0	398.6	392.3
YoY %	-10.3%	-8.1%	-10.8%	-3.5%	-4.0%	-1.6%	1.0%	-2.2%	-3.8%	-8.4%	-1.6%
KT&G QM/S %	61.7%	61.9%	62.6%	61.5%	62.0%	62.3%	62.8%	61.9%	60.6%	61.9%	62.3%
순매출단가 (갑, 원)	817.3	813.0	817.4	814.9	819.7	817.9	821.5	818.1	823.1	815.6	819.4
YoY %	-1.2%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	1.2%	-0.9%	0.5%
KT&G 핏 순매출액	16.1	31.5	38.7	45.2	41.3	45.2	45.2	47.7	3.5	131.5	179.3
YoY %	n/a	n/a	n/a	1190.0%	156.1%	43.3%	16.7%	5.7%	n/a	3656.6%	36.4%
핏 (Fit, 억본)	1.4	2.3	3.0	3.5	3.2	3.5	3.5	3.7	0.4	10.2	13.9
YoY %	n/a	n/a	n/a	900.0%	123.8%	52.2%	16.7%	5.7%	n/a	2822.9%	35.9%
수출담배 매출액	132.3	184.2	93.4	151.1	166.2	165.6	165.1	173.0	878.5	561.0	669.8
YoY %	-44.1%	-19.5%	-54.7%	-27.0%	25.6%	-10.1%	76.8%	14.5%	5.7%	-36.1%	19.4%
FX YoY %	-7.1%	-4.5%	-0.9%	1.4%	4.6%	4.0%	0.0%	0.1%	-2.6%	-3.2%	0.0%
해외매출수량 (억본)	73.6	119.0	53.9	88.1	88.3	95.2	94.3	96.9	454.3	334.6	374.8
YoY %	-42.1%	11.6%	-51.2%	-20.0%	20.0%	-20.0%	75.0%	10.0%	4.6%	-26.3%	12.0%
순매출단가 (갑, 달러)	0.34	0.29	0.31	0.31	0.34	0.31	0.31	0.32	0.34	0.31	0.32
YoY %	4.0%	-24.5%	-6.2%	-10.0%	0.0%	8.0%	1.0%	4.0%	4.1%	-9.8%	3.1%

자료: KT&amp;G, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,585	6,962	7,441	8,096
현금 및 현금성자산	1,230	2,028	1,811	1,938
단기금융자산	1,582	1,493	1,866	2,239
매출채권	1,109	990	1,256	1,343
재고자산	2,317	2,232	2,373	2,491
비유동자산	3,391	3,439	3,569	3,629
유형자산	1,757	1,713	1,745	1,760
무형자산	85	85	85	85
자산총계	9,976	10,401	11,010	11,725
유동부채	1,803	1,685	1,702	1,739
매입채무	63	199	421	626
단기차입금	175	150	150	150
유동성장기부채	4	25	25	25
비유동부채	343	386	386	386
사채	-	9	9	9
장기차입금	65	100	100	100
부채총계	2,146	2,071	2,088	2,125
지배주주지분	7,772	8,272	8,864	9,541
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	484	484	484	484
이익잉여금	6,745	7,198	7,742	8,372
기타자본항목	-328	-328	-328	-328
비지배주주지분	58	58	58	58
자본총계	7,830	8,330	8,922	9,599

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,667	4,378	4,653	4,885
증가율(%)	3.6	-6.2	6.3	5.0
매출원가	1,909	1,787	1,808	1,858
매출총이익	2,758	2,591	2,845	3,027
판매비와관리비	1,332	1,361	1,422	1,486
연구개발비	44	41	43	46
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,426	1,230	1,423	1,541
증가율(%)	-3.0	-13.8	15.7	8.3
영업이익률(%)	30.6	28.1	30.6	31.5
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(소실)	6	4	10	10
기타영업외손익	-128	30	12	12
세전계속사업이익	1,346	1,350	1,493	1,612
법인세비용	181	395	418	451
세전계속이익률(%)	28.8	30.8	32.1	33.0
당기순이익	1,164	955	1,075	1,160
순이익률(%)	24.9	21.8	23.1	23.8
지배주주기속 순이익	1,164	958	1,075	1,160
기타포괄이익	47	47	47	47
총포괄이익	1,212	1,005	1,122	1,208
지배주주기속총포괄이익	1,212	1,005	1,122	1,208

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,140	1,412	975	1,280
당기순이익	1,164	955	1,075	1,160
유형자산감가상각비	-	156	156	156
무형자산상각비	5	5	5	5
지분법관련손실(이익)	6	4	10	10
투자활동 현금흐름	-330	-187	-654	-602
유형자산의 처분(취득)	-318	-170	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	94	89	-373	-373
재무활동 현금흐름	-434	-483	-523	-549
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	9	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-460	-505	-505	-530
현금및현금성자산의증감	379	798	-220	127
기초현금및현금성자산	851	1,230	2,030	1,811
기말현금및현금성자산	1,230	2,028	1,811	1,938

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	8,476	6,974	7,829	8,452
BPS	56,609	60,251	64,563	69,497
CFPS	8,515	8,147	9,002	9,625
DPS	4,000	4,000	4,200	4,200
Valuation(배)				
PER	13.6	14.3	12.8	11.8
PBR	2.0	1.7	1.5	1.4
PCR	13.6	12.3	11.1	10.4
EV/EBITDA	9.3	7.5	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.7	11.9	12.5	12.6
EBITDA 이익률	30.7	31.8	34.0	34.8
부채비율	27.4	24.9	23.4	22.1
순부채비율	-32.8	-38.9	-38.0	-40.6
매출채권회전율(x)	3.9	4.2	4.1	3.8
재고자산회전율(x)	2.0	1.9	2.0	2.0

자료 : KT&amp;G, 하이투자증권 리서치센터

## CJ 제일제당 (097950)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	460,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	340,500 원

Stock Indicator	
자본금	73십억원
발행주식수	1,638만주
시가총액	5,293십억원
외국인지분율	20.6%
52주 주가	312,000~392,000 원
60일평균거래량	35,693주
60일평균거래대금	12.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	3.2	0.3	-8.5
상대수익률	1.9	12.8	10.7	10.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	16,477	18,369	19,707	20,907
영업이익(십억원)	777	834	927	996
순이익(십억원)	370	972	416	465
EPS(원)	28,111	65,530	27,639	30,888
BPS(원)	256,127	255,256	248,799	245,592
PER(배)	13.0	5.2	12.3	11.0
PBR(배)	1.4	1.3	1.4	1.4
ROE(%)	10.9	26.9	11.0	12.5
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	12.9	4.6	4.5	4.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 가공식품의 본격적인 변화 시작

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

CJ 제일제당의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4조 6,214 억원 (+10.9% YoY), 1,740 억원 (+39.6% YoY)을 시현할 전망이다. CJ 대한통운 제외시 각각 2조 5,151 억원 (+6.6% YoY), 1,169 억원 (+62.3% YoY)으로 예상하며, 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

가공식품 매출액은 국내외 호조세 및 진천 1 공장 매출액이 반영될 전망이다. 국내의 경우 4 분기 비수기임에도 불구하고, 주요제품 중심의 견조한 외형성장이 이어지고 있다. 다만 2Q18 부터 지속되는 원가부담으로 다소 제한적인 이익개선이 예상된다. 진천 1 공장관련 매출액은 180 억원으로 추정하며, 가동 안정화 이후 의미있는 영업실적 기여가 예상된다. 초기가동을 감안해 가공식품 마진회복 지속 가능성이 높다. 소재식품은 트레이딩부문 디마케팅에 따른 매출감소 및 이익개선세가 유지될 전망이다. 2019년 판가인상은 경쟁강도 등을 고려할 때 다소 보수적으로 접근할 필요가 있으나, 원가변동이 제한적일 경우 현수준의 이익률이 지속될 공산이 크다.

바이오는 4 분기 Selecta 성수기효과 및 메티오닌 적자축소, 핵산 호실적 지속에 따라 전분기대비 이익개선이 예상된다 (3Q18 544 억원 → 4Q18E 591 억원). 1H19 전년동기 트립토판 판가상승에 따른 역기저효과가 일부 부담이나, 판매량 확대 및 Selecta 영업실적 기여도 개선, 주요제품 판가인상으로 일부 부담완화가 가능할 전망이다. 생물자원은 국내사료 원가상승에도 불구하고 판가지속 영향으로 전분기대비 이익축소가 예상된다. 베트남 등 해외 capa 확대로 일부 고정비가 증가하고 있어, 2019년 영업단에서의 개선정도에 따라 사업부문의 이익증가폭이 결정될 전망이다.

### 2019년, 가공식품의 본격적인 변화 시작

진천공장 가동, 해외업체 인수 등 2019년은 가공식품 중심의 본격적인 사업확대가 이루어지는 시기로, 신성장동력 마련에 따른 중장기적 측면에서의 CJ 제일제당 영업실적 및 벨류에이션 매력 확대 가능성성이 높다. 다만 장치산업의 영업레버리지 가시화 시기를 감안한다면 초기부담이 일정기간 이어질 공산이 크고, 인수의 경우 리스크가 최소화된 인수자금 확보뿐 아니라 실질적으로 피인수회사의 이익이 더해지는 시기에 전사 영업실적 개선정도 및 벨류에이션이 고려된 주가레벨업 가능성이 높다. 따라서 가시성을 확보한 이후 주가반영에 무게를 둔다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	4,621.4	4,291.1	7.7	4,652.1	(0.7)
영업이익	174.0	150.4	15.7	180.3	(3.5)
영업이익률 %	3.8	3.5	0.3	3.9	(0.1)
세전이익	71.1	24.5	190.5	94.0	(24.3)
세전이익률 %	1.5	0.6	1.0	2.0	(0.5)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. CJ 제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결매출액	4,234.0	4,453.7	4,945.6	4,621.4	4,663.0	4,777.7	5,274.6	4,992.1	15,963.5	18,254.7	19,707.4
CJ 제일제당	2,397.6	2,367.5	2,745.0	2,515.1	2,556.9	2,541.0	2,919.8	2,612.0	9,371.5	10,025.2	10,629.7
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,215.3	1,429.1	1,339.6	1,629.3	1,315.3	5,090.8	5,217.0	5,713.3
가공	853.5	769.5	972.1	805.9	961.8	875.3	1,140.2	901.8	3,129.4	3,401.0	3,879.1
소재	462.7	459.7	484.2	409.4	467.3	464.3	489.0	413.5	1,961.4	1,816.0	1,834.2
바이오	592.0	614.1	735.7	747.6	611.5	648.4	712.6	722.4	2,167.9	2,689.4	2,694.9
생물자원	489.4	524.2	553.0	552.2	516.3	553.0	577.9	574.3	2,112.8	2,118.8	2,221.5
대한통운	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,302.0	2,301.7	2,444.5	2,587.7	2,601.2	7,110.4	9,006.5	9,935.2
YoY%	13.1%	17.9%	15.7%	10.9%	10.1%	7.3%	6.7%	8.0%	13.6%	14.4%	8.0%
CJ 제일제당	5.3%	7.8%	8.1%	6.6%	6.6%	7.3%	6.4%	3.8%	11.2%	7.0%	6.0%
식품	-0.3%	4.5%	1.2%	5.3%	8.6%	9.0%	11.9%	8.2%	10.4%	2.5%	9.5%
가공	9.3%	8.3%	7.6%	9.7%	12.7%	13.8%	17.3%	11.9%	14.1%	8.7%	14.1%
소재	-14.3%	-1.3%	-9.7%	-2.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	4.9%	-7.4%	1.0%
바이오	30.3%	30.0%	28.8%	11.6%	3.3%	5.6%	-3.1%	-3.4%	20.3%	24.1%	0.2%
생물자원	-2.5%	-4.1%	4.7%	3.0%	5.5%	5.5%	4.5%	4.0%	5.0%	0.3%	4.8%
대한통운	25.5%	33.8%	29.1%	19.0%	15.0%	7.0%	7.0%	13.0%	16.9%	26.7%	10.3%
연결영업이익	198.3	184.6	265.2	174.0	235.7	209.9	285.2	196.1	695.2	822.0	926.9
CJ 제일제당	158.7	131.2	211.1	116.9	172.3	142.6	212.4	124.4	474.9	617.9	651.7
식품	116.8	68.6	139.2	46.8	111.3	75.7	140.5	49.8	362.7	371.4	377.3
바이오	48.4	44.9	54.4	59.1	44.0	48.6	53.4	55.6	136.6	206.8	201.7
생물자원	(6.5)	17.7	17.5	11.0	17.0	18.3	18.5	19.0	(24.4)	39.7	72.7
대한통운	45.3	57.1	52.9	60.1	66.7	70.9	75.0	75.4	235.7	215.4	288.1
YoY%	13.7%	26.0%	6.2%	39.6%	18.9%	13.7%	7.6%	12.7%	-10.4%	18.2%	12.8%
CJ 제일제당	25.9%	52.2%	10.8%	62.3%	8.6%	8.7%	0.6%	6.4%	-14.7%	30.1%	5.5%
식품	17.3%	0.1%	-16.4%	66.5%	-4.7%	10.4%	0.9%	6.5%	3.1%	2.4%	1.6%
바이오	61.9%	87.1%	78.4%	13.1%	-9.0%	8.3%	-1.8%	-5.8%	-3.8%	51.4%	-2.4%
생물자원	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	3.1%	5.7%	71.6%	적전	흑전	83.0%
대한통운	-11.4%	-7.7%	-15.6%	0.1%	47.3%	24.1%	42.0%	25.6%	3.2%	-8.6%	33.8%
OPM %	4.7%	4.1%	5.4%	3.8%	5.1%	4.4%	5.4%	3.9%	4.4%	4.5%	4.7%
CJ 제일제당	6.6%	5.5%	7.7%	4.6%	6.7%	5.6%	7.3%	4.8%	5.1%	6.2%	6.1%
식품	8.9%	5.6%	9.6%	3.8%	7.8%	5.7%	8.6%	3.8%	7.1%	7.1%	6.6%
바이오	8.2%	7.3%	7.4%	7.9%	7.2%	7.5%	7.5%	7.7%	6.3%	7.7%	7.5%
생물자원	-1.3%	3.4%	3.2%	2.0%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	-1.2%	1.9%	3.3%
대한통운	2.3%	2.5%	2.2%	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	3.3%	2.4%	2.9%

자료: CJ 제일제당, 하이투자증권

주 1: CJ 헬스케어 (계약)은 매각에 따라 2Q18 이후 영업실적에서 제외함

주 2: 미국 쉬완스는 인수확정 이후 영업실적 반영 예정

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,963	8,809	8,579	9,130
현금 및 현금성자산	591	4,143	3,497	3,545
단기금융자산	245	122	245	489
매출채권	2,445	2,722	2,920	3,098
재고자산	1,304	1,443	1,537	1,620
비유동자산	11,905	9,044	9,331	8,906
유형자산	8,179	5,292	5,551	5,099
무형자산	2,758	2,771	2,785	2,798
자산총계	16,868	17,853	17,910	18,037
유동부채	5,497	5,718	5,850	5,999
매입채무	1,292	1,119	979	794
단기차입금	1,914	-	-	1
유동성장기부채	915	1,000	1,000	1,001
비유동부채	5,227	5,466	5,466	5,468
사채	3,312	3,300	3,300	3,301
장기차입금	950	1,200	1,200	1,201
부채총계	10,724	11,184	11,315	11,466
지배주주지분	3,375	3,843	3,745	3,697
자본금	73	82	82	82
자본잉여금	930	930	930	930
이익잉여금	2,903	3,827	4,195	4,612
기타자본항목	-321	-321	-321	-321
비지배주주지분	2,769	2,827	2,849	2,873
자본총계	6,144	6,670	6,594	6,570

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,477	18,369	19,707	20,907
증가율(%)	13.1	11.5	7.3	6.1
매출원가	12,922	14,732	15,557	16,473
매출총이익	3,555	3,637	4,150	4,434
판매비와관리비	2,778	2,803	3,223	3,438
연구개발비	43	48	52	55
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	777	834	927	996
증가율(%)	-7.9	7.4	11.1	7.4
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.7	4.8
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-5	-4	-	-
기타영업외손익	-254	847	-144	-144
세전계속사업이익	584	1,394	584	653
법인세비용	172	364	146	163
세전계속이익률(%)	3.5	7.6	3.0	3.1
당기순이익	413	1,030	438	489
순이익률(%)	2.5	5.6	2.2	2.3
지배주주귀속 순이익	370	972	416	465
기타포괄이익	-465	-465	-465	-465
총포괄이익	-52	564	-27	24
지배주주귀속총포괄이익	-52	564	-27	24

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,181	1,415	977	1,180
당기순이익	413	1,030	438	489
유형자산감가상각비	-	500	535	562
무형자산상각비	99	100	100	101
지분법관련손실(이익)	-5	-4	-	-
투자활동 현금흐름	-1,464	-548	-767	-891
유형자산의 처분(취득)	-1,450	-155	-130	-131
무형자산의 처분(취득)	-87	-13	-13	-14
금융상품의 증감	164	122	-122	-245
재무활동 현금흐름	265	183	-242	-237
단기금융부채의증감	-	2,000	-	1
장기금융부채의증감	830	-12	-	1
자본의증감	-	9	-	-
배당금지급	-50	-43	-48	-48
현금및현금성자산의증감	-54	3,552	-645	47
기초현금및현금성자산	644	591	4,143	3,497
기말현금및현금성자산	591	4,143	3,497	3,545

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	28,111	65,530	27,639	30,888
BPS	256,127	255,256	248,799	245,592
CFPS	35,599	105,967	69,847	74,934
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)				
PER	13.0	5.2	12.3	11.0
PBR	1.4	1.3	1.4	1.4
PCR	10.3	3.2	4.9	4.5
EV/EBITDA	12.9	4.6	4.5	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.9	26.9	11.0	12.5
EBITDA 이익률	5.3	7.8	7.9	7.9
부채비율	174.6	167.7	171.6	174.5
순부채비율	101.8	18.5	26.7	22.4
매출채권회전율(x)	7.1	7.1	7.0	6.9
재고자산회전율(x)	12.8	13.4	13.2	13.2

자료 : CJ 제일제당, 하이투자증권 리서치센터



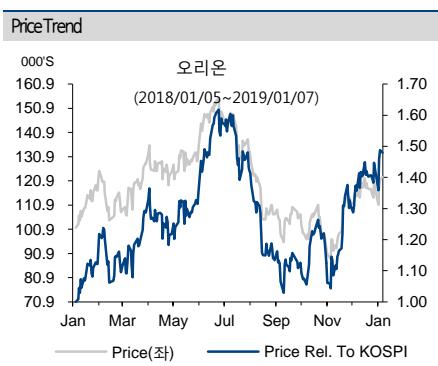
## 오리온 (271560)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	150,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	122,500 원

Stock Indicator	
자본금	20십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	4,843십억원
외국인지분율	37.8%
52주 주가	88,600~155,000 원
60일평균거래량	158,521주
60일평균거래대금	16.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.0	26.7	-15.8	18.9
상대수익률	8.8	36.3	-5.4	37.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,117	1,932	2,060	2,181
영업이익(십억원)	107	296	314	335
순이익(십억원)	76	187	230	246
EPS(원)	3,261	4,735	5,815	6,226
BPS(원)	33,092	36,794	41,378	46,172
PER(배)	32.0	25.9	21.1	19.7
PBR(배)	3.2	3.3	3.0	2.7
ROE(%)	11.6	13.5	14.9	14.2
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.8	1.0
EV/EBITDA(배)	42.0	7.4	9.0	8.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 2019년, 오리온의 성장은 지속된다

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 상회하는 영업실적 예상

오리온의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4,987 억원 (+5.9% YoY), 839 억원 (+313.7% YoY)으로, 한국 및 중국의 견조한 성장이 반영됨에 따라 시장기대치 (752 억원)를 상회하는 영업실적이 예상된다.

중국 매출액 현지성장률은 전년동기 베이스효과 및 2019년 춘절효과 일부반영에 따라 +21.0% YoY로 추정한다. 매출액 성장에 의한 레버리지효과로 영업이익은 452 억원으로 예상하며, 2Q18 비용반영에도 불구하고 연간 16% 수준의 이익률 시현이 가능할 전망이다. 2019년의 경우 SKU 확대, 기존 생산라인 가동률 개선, 견과류 등 신규카테고리 제품출시를 통한 외형성장세가 유지될 가능성에 무게를 싣는다. 다만 2019년은 수익성보다 외형회복에 초점을 둘 전망으로 추가 매출액 성장가능성은 열어두되, 이익성장은 기대치에 완만하게 접근할 필요가 있다.

국내 내수시장에서의 제과성장은 꾸준한 상황으로, 4Q18 +5.1% YoY 수준의 외형확대가 가능할 것으로 판단한다. 높은 베이스가 지속됨에도 불구하고 변동성이 낮은 국내 제과시장에서의 점유율 확대를 통한 신제품 및 주요제품 성장세가 주효하며, 최근 기조는 2019년에도 지속될 공산이 크다.

베트남은 일부 수출지연효과가 지속됨에도 불구하고 견조한 현지성장이 유지될 것으로 판단한다. 2019년은 전년도 기저효과 (2Q~3Q19)와 신규카테고리 제품출시 등으로 시장 내 지배력을 확대하는 동시에 이익개선을 시현할 것으로 예상한다.

러시아의 경우 딜러 구조조정 마무리 및 제품가격 할인축소에 따른 역성장 마무리 이후 빠른 볼륨회복이 가능할 전망이다. 2 공장은 2019년 연말 완공예정으로, 기존공장대비 3 배 수준의 capa를 감안할 때 비스킷, 스낵 등 카테고리 확장뿐 아니라 CIS 국가 및 동유럽지역으로의 확대 또한 가능할 것으로 판단한다.

### 2019년, 오리온의 성장은 지속된다

중국중심의 사업포트폴리오에 따라 매크로변수 불확실성이 최근 주가변동성에 영향을 미치는 상황이다. 다만 추가적인 영업실적 하향조정 가능성성이 낮은 상황에서 동종업체대비 높은 외형성장 시현에도 프리미엄 폭은 제한적임을 감안시 주가는 추가하락이 제한적인, 매수기회라는 판단이다. 지배력회복이 더해진다면 추가 레버리지 효과까지 기대할 수 있음을 고려한 견조한 주가 우상향 흐름이 예상된다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	498.7	470.9	5.9	516.8	(3.5)
영업이익	83.9	20.3	313.7	75.2	11.6
영업이익률 %	16.8	4.3	12.5	14.5	2.3
세전이익	79.9	15.9	403.4	70.0	14.3
세전이익률 %	16.0	3.4	12.7	13.5	2.5

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	266.3	191.5	254.6	233.6	256.0	215.9	270.2	261.3	865.1	945.9	1,003.4
YoY %	13.4%	34.5%	-12.2%	17.9%	-3.9%	12.7%	6.1%	11.9%	-35.7%	9.3%	6.1%
매출액 (백만위안)	1,579.6	1,129.0	1,544.0	1,433.5	1,579.6	1,332.2	1,667.5	1,612.7	5,154.7	5,686.1	6,192.0
YoY %	13.0%	30.7%	-9.6%	21.0%	0.0%	18.0%	8.0%	12.5%	-33.2%	10.3%	8.9%
환율 (원/위안)	168.6	169.4	164.9	163.0	162.0	162.0	162.0	162.0	167.8	166.4	162.0
YoY %	0.3%	2.8%	-2.8%	-2.5%	-3.9%	-4.3%	-1.7%	-0.6%	-3.8%	-0.9%	-2.6%
베트남 매출액	67.4	46.3	50.3	65.8	76.8	52.2	55.8	72.6	222.4	229.9	257.4
YoY %	9.0%	-5.5%	0.0%	7.6%	14.0%	12.6%	10.8%	10.2%	8.7%	3.4%	11.9%
내수	62.7	41.9	47.3	61.9	72.1	47.3	52.5	68.2	194.5	213.8	240.1
YoY %	13.6%	3.2%	9.5%	11.5%	15.0%	13.0%	11.0%	10.2%	13.9%	9.9%	12.3%
매출액 (십억동)	1,328.2	887.0	975.0	1,278.0	1,514.1	993.4	1,101.8	1,431.4	3,906.0	4,468.2	5,040.7
YoY %	22.2%	8.6%	11.9%	13.0%	14.0%	12.0%	13.0%	12.0%	18.7%	14.4%	12.8%
환율 (1,000원/동)	47.2	47.3	48.3	48.4	47.6	47.6	47.6	47.6	49.8	47.8	47.6
YoY %	-7.0%	-4.8%	-2.6%	-1.4%	0.9%	0.7%	-1.4%	-1.6%	-4.0%	-3.9%	-0.4%
수출 (동남아,이란 등)	4.7	4.4	3.0	4.0	4.7	4.8	3.3	4.4	27.9	16.1	17.2
YoY %	-28.8%	-47.6%	-58.3%	-30.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-17.5%	-42.3%	7.1%
러시아 매출액	10.8	14.9	17.0	19.6	11.4	17.5	19.9	22.0	77.4	62.4	70.8
YoY %	-38.7%	-20.8%	-14.1%	-6.3%	5.4%	17.4%	16.7%	12.1%	26.4%	-19.4%	13.5%
매출액 (백만루블)	575.4	843.0	982.0	1,157.1	650.2	994.7	1,129.3	1,249.7	3,991.7	3,557.5	4,023.9
YoY %	-36.2%	-11.9%	-4.7%	5.0%	13.0%	18.0%	15.0%	8.0%	13.5%	-10.9%	13.1%
환율 (원/루블)	18.9	17.4	17.1	17.0	17.6	17.6	17.6	17.6	19.4	17.5	17.6
YoY %	-4.1%	-11.7%	-10.8%	-10.7%	-6.7%	0.9%	2.6%	3.8%	11.3%	-9.5%	0.3%

자료: 오리온, 하이투자증권

표 2. 오리온 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	516.3	423.8	493.7	498.7	525.9	464.0	526.9	542.7	1,848.4	1,932.5	2,059.5
한국	177.6	175.5	175.0	183.7	184.7	181.4	184.0	189.9	699.3	711.7	740.0
국내	164.0	162.3	159.7	169.8	171.4	168.0	168.5	175.8	630.8	655.8	683.6
수출	8.1	8.2	7.8	8.8	8.3	8.4	8.0	9.1	29.9	32.9	33.9
중국	266.3	191.5	255.2	233.6	256.0	215.9	270.2	261.3	863.2	946.5	1,003.4
베트남	67.4	46.3	50.3	65.8	76.8	52.2	55.8	72.6	222.4	229.9	257.4
내수	62.7	41.9	47.3	61.9	72.1	47.3	52.5	68.2	194.5	213.8	240.1
수출	4.7	4.4	3.0	4.0	4.7	4.8	3.3	4.4	27.9	16.1	17.2
러시아	10.8	14.9	17.0	19.6	11.4	17.5	19.9	22.0	77.4	62.4	70.8
YoY%	5.8	10.6	(2.5)	5.9	1.9	9.5	6.7	8.8	(19.3)	4.6	6.6
한국	2.5	1.0	0.9	2.6	4.0	3.4	5.2	3.4	2.9	1.8	4.0
국내	5.1	3.0	2.6	5.1	4.5	3.5	5.5	3.5	2.9	4.0	4.2
수출	8.3	12.8	15.5	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	(0.5)	10.1	3.0
중국	13.4	35.3	(11.6)	17.9	(3.9)	12.7	5.9	11.9	(35.9)	9.6	6.0
베트남	9.0	(5.5)	(0.0)	7.6	14.0	12.6	10.8	10.2	8.7	3.4	11.9
내수	13.6	3.2	9.5	11.5	15.0	13.0	11.0	10.2	13.9	9.9	12.3
수출	(28.8)	(47.6)	(58.3)	(30.0)	0.0	10.0	10.0	10.0	(17.5)	(42.3)	7.1
러시아	(38.8)	(21.2)	(14.1)	(6.3)	5.4	17.4	16.7	12.1	26.4	(19.4)	13.5
<b>영업이익</b>	93.6	39.6	78.7	83.9	91.9	51.8	83.6	86.4	148.2	295.8	313.6
한국	24.0	23.2	20.7	23.7	25.1	23.9	23.2	21.7	82.6	91.5	94.0
중국	48.9	10.7	49.1	45.2	44.7	16.4	49.1	49.9	19.2	153.9	160.1
베트남	17.1	3.9	6.5	10.4	18.5	7.7	7.4	10.4	36.3	37.9	44.0
러시아	0.4	2.1	2.2	3.1	2.5	3.3	3.3	3.4	14.2	7.9	12.5
YoY%	215.3	102.4	(0.0)	313.7	(1.9)	30.7	6.3	3.0	(52.4)	99.5	6.0
한국	30.1	0.2	(0.1)	16.4	4.8	2.9	12.3	(8.1)	5.0	10.8	2.7
중국	흑전	흑전	4.9	흑전	(8.7)	53.1	0.1	10.3	(90.3)	702.3	4.0
베트남	42.0	(40.9)	(28.7)	21.7	8.0	98.9	14.3	(0.1)	36.8	4.5	16.2
러시아	(89.5)	(46.9)	(44.8)	49.2	491.0	54.7	50.2	8.6	84.3	(44.6)	59.1
<b>OPM %</b>	18.1	9.3	15.9	16.8	17.5	11.2	15.9	15.9	8.0	15.3	15.2
한국	13.5	13.2	11.8	12.9	13.6	13.2	12.6	11.4	11.8	12.9	12.7
중국	18.4	5.6	19.2	19.4	17.5	7.6	18.2	19.1	2.2	16.3	16.0
베트남	25.4	8.4	12.9	15.8	24.1	14.8	13.3	14.3	16.3	16.5	17.1
러시아	4.0	14.3	13.1	15.8	22.2	18.8	16.8	15.3	18.4	12.6	17.7

자료: 오리온, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	457	2,690	1,838	2,050
현금 및 현금성자산	102	2,333	1,466	1,665
단기금융자산	51	51	51	51
매출채권	131	127	133	138
재고자산	151	156	165	173
비유동자산	1,801	-329	715	703
유형자산	1,673	-433	602	582
무형자산	52	20	20	20
자산총계	2,258	2,361	2,552	2,754
유동부채	523	496	505	516
매입채무	68	41	51	61
단기차입금	104	104	104	104
유동성장기부채	166	166	166	166
비유동부채	390	371	371	371
사채	329	310	310	310
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	913	867	876	887
지배주주지분	1,308	1,455	1,636	1,825
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	76	232	422	621
기타자본항목	624	624	624	624
비지배주주지분	37	39	40	42
자본총계	1,345	1,494	1,676	1,867

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,117	1,932	2,060	2,181
증가율(%)	-	73.0	6.6	5.9
매출원가	593	1,047	1,107	1,173
매출총이익	524	885	953	1,008
판매비와관리비	416	589	639	673
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	107	296	314	335
증가율(%)	-	175.4	6.0	6.8
영업이익률(%)	9.6	15.3	15.2	15.4
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	4	20	20
기타영업외손익	1	-6	-12	-12
세전계속사업이익	105	281	300	321
법인세비용	28	91	69	74
세전계속이익률(%)	9.4	14.5	14.6	14.7
당기순이익	77	190	231	247
순이익률(%)	6.9	9.8	11.2	11.3
지배주주귀속 순이익	76	187	230	246
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	68	181	222	238
지배주주귀속총포괄이익	68	181	222	238

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193	267	334	355
당기순이익	77	190	231	247
유형자산감가상각비	-	115	117	120
무형자산상각비	2	3	3	3
지분법관련손실(이익)	0	4	20	20
투자활동 현금흐름	-17	13	-10	10
유형자산의 처분(취득)	-90	-145	-135	-115
무형자산의 처분(취득)	-2	32	-	-
금융상품의 증감	-51	-	-	-
재무활동 현금흐름	-155	-43	-32	-40
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	100	-19	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-	-24	-32	-40
현금및현금성자산의증감	18	2,231	-867	199
기초현금및현금성자산	83	102	2,333	1,466
기말현금및현금성자산	102	2,333	1,466	1,665

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,261	4,735	5,815	6,226
BPS	33,092	36,794	41,378	46,172
CFPS	3,331	7,707	8,845	9,315
DPS	600	800	1,000	1,200
Valuation(배)				
PER	32.0	25.9	21.1	19.7
PBR	3.2	3.3	3.0	2.7
PCR	31.4	15.9	13.8	13.2
EV/EBITDA	42.0	7.4	9.0	8.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.6	13.5	14.9	14.2
EBITDA 이익률	9.8	21.4	21.0	21.0
부채비율	67.9	58.0	52.3	47.5
순부채비율	33.3	-120.7	-55.9	-60.8
매출채권회전율(x)	17.0	15.0	15.9	16.1
재고자산회전율(x)	14.8	12.6	12.8	12.9

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

## 오뚜기 (007310)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	900,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	760,000 원

Stock Indicator	
자본금	17십억원
발행주식수	361만주
시가총액	2,740십억원
외국인지분율	16.4%
52주 주가	653,000~890,000 원
60일평균거래량	4,417주
60일평균거래대금	3.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	8.3	-9.4	-4.0
상대수익률	5.8	17.9	1.0	14.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,126	2,243	2,366	2,429
영업이익(십억원)	146	149	159	167
순이익(십억원)	131	170	132	139
EPS(원)	38,161	48,871	36,689	38,479
BPS(원)	319,178	345,089	374,685	405,884
PER(배)	21.1	15.6	20.7	19.8
PBR(배)	2.5	2.2	2.0	1.9
ROE(%)	12.3	14.5	10.2	9.9
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	17.3	12.0	10.8	10.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 장기성장에 대한 기대 유효

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

오뚜기의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,492 억원 (+6.3% YoY), 318 억원 (+5.3% YoY)으로, 계열사 합병과 연결편입, 영업일수 증가 및 라면, 쌀가공품, 냉동식품 등 성장이 더해져 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

라면 성장에 따른 면류의 외형 성장세가 높다. 가격인상 진행없이 에너리 축소 및 물량점유율 확대가 동시에 이루어지고 있어 시장지배력 또한 견조하다. 특히 기존제품 및 신제품을 통한 가동률 개선은 영업 레버리지효과 뿐만 아니라 성수기와 비수기간 영업실적 변화폭 최소화로 이어지고 있다. 실질적으로 2018년은 계절적 영향에 따른 영업실적 등락이 제한적이었다는 점을 고무적으로 평가할 필요가 있다.

면류 이외 사업부문의 경우 cash cow 의 견조한 성장에 냉동식품, 쌀가공제품의 지배력확대가 더해지고 있으며, 추석 시점관련 영업일수 확대효과도 일부 (+)효과를 시현한 것으로 판단한다. 추가적으로 포장재, 쌀 등에서 비롯된 원재료부담 확대의 경우 시장지배력 높은 고마진제품의 볼륨증가로 고정비부담을 일부 완화할 전망이다.

### 장기성장에 대한 기대 유효

영업일수 및 비용집행 시점차이, 자회사 편입 등이 영업실적 가시성을 일부 상쇄하는 측면에서의 리스크가 분기영업실적 추정에 있어 불확실성을 높인다는 측면에서는 일부 아쉬움이 존재한다. 그러나 대부분의 세부 카테고리별 매출액 흐름이 견조한 상황임을 감안한다면 전사 수준에서 비용 조절능력이 두드러지는 사업구조 및 이에 따른 연간기준의 안정적인 이익개선 흐름이 지속될 가능성에 무게를 싣는다.

포트폴리오 내 높은 cash cow 비중을 고려할 때 중장기적으로 고마진 제품의 이익이 HMR, 냉동식품 등 고성장 제품군의 기반으로 이어지는 사업부문간 이익 선순환 구조가 유지될 수 있으며, 따라서 추가하락폭과 밸류에이션 조정분을 감안시 매수에 부담 없는 시점이라는 판단이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	549.2	516.5	6.3	550.8	(0.3)
영업이익	31.8	30.2	5.3	32.6	(2.4)
영업이익률 %	5.8	5.8	(0.1)	5.9	(0.1)
세전이익	37.0	30.4	21.8	36.5	1.6
세전이익률 %	6.7	5.9	0.9	6.6	0.1

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 오뚜기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	577.3	537.1	579.6	549.2	610.3	577.1	614.2	564.4	2,126.2	2,243.2	2,366.0
건조식품류	67.7	66.0	67.3	65.9	74.7	71.5	71.9	77.9	273.3	266.9	296.1
양념소스류	95.6	102.4	101.3	94.3	94.8	110.7	105.9	94.6	399.1	393.6	405.9
유지류	61.9	60.9	63.2	55.8	61.9	60.9	63.2	55.8	244.1	241.7	241.7
면제품류	173.9	166.0	184.8	177.4	191.0	162.1	184.9	185.8	636.1	702.2	723.8
농수산 가공품류	65.1	67.8	71.0	67.3	63.1	82.0	67.8	69.6	252.9	271.2	282.5
기타	113.1	74.0	92.0	88.6	124.8	89.9	120.6	80.7	320.6	367.7	416.0
YoY %	8.5	4.6	2.7	6.3	5.7	7.4	6.0	2.8	5.7	5.5	5.5
건조식품류	(6.2)	(4.3)	(2.4)	4.2	10.5	8.4	6.8	18.2	(1.5)	(2.3)	10.9
양념소스류	(1.0)	(2.4)	(5.7)	4.5	(0.9)	8.1	4.5	0.3	3.1	(1.4)	3.1
유지류	(1.7)	1.4	(3.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	(1.0)	0.0
면제품류	9.8	7.5	7.7	17.1	9.8	(2.4)	0.0	4.8	(2.6)	10.4	3.1
농수산 가공품류	0.2	9.9	11.3	7.7	(3.1)	20.9	(4.5)	3.5	20.8	7.2	4.2
기타	47.1	16.9	5.5	(5.0)	10.4	21.5	31.0	(8.8)	29.7	14.7	13.2
연결 영업이익	38.5	38.5	40.4	31.8	41.5	40.2	44.5	32.9	146.1	149.2	159.1
YoY %	28.5	(7.2)	(9.0)	5.3	7.6	4.5	10.2	3.4	2.5	2.2	6.6
OPM %	6.7	7.2	7.0	5.8	6.8	7.0	7.2	5.8	6.9	6.7	6.7

자료: 오뚜기, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	676	805	909	948
현금 및 현금성자산	136	218	261	244
단기금융자산	203	213	224	235
매출채권	176	168	189	206
재고자산	150	191	213	231
비유동자산	1,046	1,116	1,133	1,215
유형자산	768	783	746	773
무형자산	43	43	43	43
자산총계	1,722	1,921	2,042	2,163
유동부채	434	471	485	493
매입채무	215	240	247	248
단기차입금	31	50	50	50
유동성장기부채	64	50	50	50
비유동부채	136	151	151	151
사채	-	-	-	-
장기차입금	25	40	40	40
부채총계	570	622	636	644
지배주주지분	1,098	1,244	1,351	1,463
자본금	17	18	18	18
자본잉여금	10	10	10	10
이익잉여금	1,104	1,249	1,356	1,469
기타자본항목	-71	-71	-71	-71
비지배주주지분	54	55	55	56
자본총계	1,152	1,299	1,406	1,519

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,126	2,243	2,366	2,429
증가율(%)	5.7	5.5	5.5	2.7
매출원가	1,649	1,820	1,899	1,946
매출총이익	477	423	467	483
판매비와관리비	331	274	308	317
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	146	149	159	167
증가율(%)	2.5	2.2	6.6	4.9
영업이익률(%)	6.9	6.7	6.7	6.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(소실)	17	12	6	7
기타영업외손익	15	4	8	8
세전계속사업이익	180	204	174	183
법인세비용	48	32	42	44
세전계속이익률(%)	8.5	9.1	7.4	7.5
당기순이익	132	172	133	139
순이익률(%)	6.2	7.7	5.6	5.7
지배주주귀속 순이익	131	170	132	139
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	132	172	132	139
지배주주귀속총포괄이익	132	172	132	139

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	109	220	156	161
당기순이익	132	172	133	139
유형자산감가상각비	-	54	62	61
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	17	12	6	7
투자활동 현금흐름	-85	-208	-173	-164
유형자산의 처분(취득)	-78	-120	-85	-75
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-11	-10	-11	-11
재무활동 현금흐름	-50	-12	-34	-35
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	1	-	-
배당금지급	-22	-24	-25	-25
현금및현금성자산의증감	-9	82	44	-17
기초현금및현금성자산	145	136	218	261
기말현금및현금성자산	136	218	261	244

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	38,161	48,871	36,689	38,479
BPS	319,178	345,089	374,685	405,884
CFPS	38,519	64,777	54,093	55,805
DPS	7,000	7,300	7,500	7,700
Valuation(배)				
PER	21.1	15.6	20.7	19.8
PBR	2.5	2.2	2.0	1.9
PCR	20.9	11.7	14.0	13.6
EV/EBITDA	17.3	12.0	10.8	10.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.3	14.5	10.2	9.9
EBITDA 이익률	6.9	9.1	9.4	9.4
부채비율	49.5	47.9	45.2	42.4
순부채비율	-19.1	-22.4	-24.6	-22.4
매출채권회전율(x)	13.4	13.0	13.2	12.3
재고자산회전율(x)	14.0	13.2	11.7	10.9

자료 : 오뚜기, 하이투자증권 리서치센터



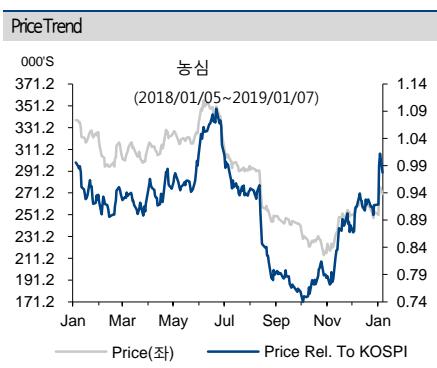
# 농심 (004370)

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	310,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	270,500 원

Stock Indicator	
자본금	30십억원
발행주식수	608만주
시가총액	1,645십억원
외국인지분율	20.4%
52주 주가	214,000~356,000 원
60일평균거래량	19,851주
60일평균거래대금	4.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	17.9	-11.7	-19.9
상대수익률	6.7	27.5	-1.4	-0.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,208	2,222	2,333	2,394
영업이익(십억원)	96	87	112	119
순이익(십억원)	91	80	107	112
EPS(원)	14,905	13,167	17,661	18,486
BPS(원)	300,600	305,222	314,339	324,279
PER(배)	23.8	20.5	15.3	14.6
PBR(배)	1.2	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	5.0	4.3	5.7	5.8
배당수익률(%)	1.1	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	17.1	6.6	5.4	4.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 내수라면의 시장지배력 회복 기대

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

농심의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,601 억원 (+2.8% YoY), 245 억원 (+71.1% YoY)으로, 영업일수 증가 및 전년동기 베이스효과에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

내수라면 매출액 성장률은 +4.3% YoY 가 예상된다. 전분기의 이전매출액 및 시장지배력의 일부 회복 흐름이 시현됨에 따른 결과이며, M/S는 56.8%로 추정한다. 다만 경쟁사의 신제품 확대기조가 이어지면서 판관비율은 예상대비 높은 수준이 지속될 가능성에 무게를 싣는다. 점유율 회복기조가 시장축소에 의한 부분이라는 점과 경쟁사 대응비용이 지속된다는 측면에서의 아쉬움은 존재하나, 최근 시장상황을 감안할 때 2019년 예상보다 높은 비용지출 가능성은 낮은 것으로 판단한다.

스낵은 가격인상에 따른 물량저항이 가능하나, 영업일수 증가효과가 이를 상쇄할 전망이며, 인상분이 안착되는 2019년에 인상효과에 대한 기대가 가능하다.

2019년 하반기 아지노모토 JV 관련 공장 완공시 보노스프, HMR 등 신규 카테고리 추가가 가능하며 이 경우 라면, 스낵에 집중된 사업포트폴리오를 다변화하면서 기존제품의 영업력을 이용한 빠른 저변확대가 가능할 전망이다.

중국은 사드이슈에서 회복되는 상황으로, 2019년은 서부 영업확대 등을 통해 2016년을 상회하는 매출액 시현이 가능할 것으로 판단한다. 미국 또한 10월에 진행한 가격인상 (ASP 5% 수준)이 반영되면서 영업실적 개선세가 지속될 가능성에 무게를 둔다.

### 내수 라면의 시장지배력 회복에 대한 기대

최근 라면시장 내 경쟁강도가 일부 완화되었음에도 불구하고 시장점유율의 제한적인 개선 및 경쟁대응관련 비용 지출이 지속되고 있다는 아쉬움이 존재한다. 향후 주요제품으로의 회귀속도가 확대되거나 적극적인 신제품이 출시되는 등 외형확대를 통한 레버리지효과가 가시화된다면 유의미한 이익증가의 가능성성이 높아질 것으로 판단한다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	560.1	544.9	2.8	570.8	(1.9)
영업이익	24.5	14.3	71.1	23.4	4.9
영업이익률 %	4.4	2.6	1.7	4.1	0.3
세전이익	27.8	18.9	47.0	28.0	(0.7)
세전이익률 %	5.0	3.5	1.5	4.9	0.1

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 농심 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	563.1	532.8	566.0	560.1	586.0	563.9	596.4	586.5	2,208.3	2,222.0	2,332.8
개별 매출액	469.3	444.2	444.2	464.6	483.5	469.7	488.5	483.2	1,855.4	1,822.2	1,924.9
라면	333.6	322.8	334.3	355.1	342.2	328.4	341.4	358.2	1,329.3	1,345.8	1,370.2
내수	294.6	286.4	296.7	320.4	302.0	290.9	302.7	322.5	1,197.3	1,198.1	1,218.1
해외	39.0	36.4	37.6	34.7	40.2	37.5	38.7	35.7	132.1	147.7	152.1
스낵	87.5	86.2	86.9	82.5	88.9	89.6	91.6	85.9	341.0	343.1	355.9
내수	82.1	81.4	81.6	77.5	83.3	84.6	86.1	80.7	320.6	322.6	334.7
해외	5.4	4.8	5.3	5.0	5.6	5.0	5.5	5.2	20.4	20.4	21.2
기타	96.6	93.1	100.8	84.3	100.4	98.5	104.3	87.7	353.3	374.7	390.9
매출액누리	(48.5)	(57.9)	(77.7)	(57.3)	(48.0)	(46.8)	(48.7)	(48.6)	(168.2)	(241.4)	(192.0)
중국	43.6	35.5	41.9	36.3	47.3	38.3	45.6	39.1	146.5	157.3	170.3
미국	57.9	57.5	62.5	64.8	64.1	62.7	67.5	70.0	223.9	242.7	264.3
일본	11.1	11.9	11.5	10.9	11.4	12.5	12.3	11.4	38.9	45.4	47.7
YoY %	1.4	(0.7)	(1.0)	2.8	4.1	5.8	5.4	4.7	(0.1)	0.6	5.0
개별 매출액	2.2	(2.1)	(7.7)	0.7	3.0	5.7	10.0	4.0	(0.4)	(1.8)	5.6
라면	4.7	(0.4)	(3.5)	4.4	2.6	1.7	2.1	0.9	(1.5)	1.2	1.8
내수	3.6	(2.6)	(4.8)	4.3	2.5	1.6	2.0	0.7	(1.8)	0.1	1.7
해외	14.5	21.3	7.5	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	1.5	11.8	3.0
스낵	(0.7)	3.4	(3.0)	3.2	1.6	4.0	5.4	4.0	4.3	0.6	3.7
내수	(0.9)	3.8	(3.0)	3.2	1.4	4.0	5.6	4.0	5.5	0.6	3.7
해외	3.6	(2.1)	(2.9)	2.0	3.5	3.5	3.5	3.5	(10.7)	0.1	3.5
기타	5.1	5.9	9.2	3.8	3.9	5.8	3.5	4.0	3.8	6.1	4.3
중국	(2.0)	13.8	6.4	15.6	8.4	7.9	8.8	7.6	(13.5)	7.4	8.2
미국	3.9	9.2	10.7	9.7	10.7	9.1	8.0	8.0	9.5	8.4	8.9
일본	23.9	22.3	18.0	3.5	2.5	5.9	6.8	5.0	12.1	16.5	5.1
연결 영업이익	34.4	6.5	21.7	24.5	35.4	20.8	26.5	29.2	96.4	87.1	111.8
개별	28.3	2.9	3.9	17.5	28.5	16.4	19.5	23.7	76.1	52.7	88.2
중국	1.6	0.9	4.3	1.1	2.3	1.8	3.0	1.4	(2.6)	8.0	8.4
미국	1.5	1.5	2.1	2.8	2.2	2.1	3.0	2.8	12.5	8.0	10.1
일본	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.7	0.9	1.0
YoY %	6.0	(64.6)	(30.7)	71.1	2.9	221.2	22.1	18.8	7.4	(9.6)	28.4
OPM %	6.1	1.2	3.8	4.4	6.0	3.7	4.4	5.0	4.4	3.9	4.8
개별	6.0	0.7	0.9	3.8	5.9	3.5	4.0	4.9	7.4	5.0	5.2
중국	3.7	2.6	10.3	2.9	4.8	4.7	6.6	3.5	(1.8)	5.1	4.9
미국	2.7	2.6	3.4	4.3	3.5	3.3	4.5	4.0	5.6	3.3	3.8
일본	1.8	2.3	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0

자료: 농심, 하이투자증권

표 2. 농심 라면 · 스낵 내수 매출액 추정 기본가정

(단위: 심억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
라면 매출액	333.6	322.8	334.3	355.1	342.2	328.4	341.4	358.2	1,329.3	1,345.8	1,370.2
YoY %	4.7%	-0.4%	-3.5%	4.4%	2.6%	1.7%	2.1%	0.9%	-1.5%	1.2%	1.8%
내수	294.6	286.4	296.7	320.4	302.0	290.9	302.7	322.5	1,197.3	1,198.1	1,218.1
YoY %	3.6%	-2.6%	-4.8%	4.3%	2.5%	1.6%	2.0%	0.7%	-1.8%	0.1%	1.7%
내수 라면시장	549.5	541.7	538.3	564.5	538.5	547.1	551.8	570.1	2,130.7	2,194.0	2,207.6
YoY %	9.0%	1.6%	-3.6%	5.5%	-2.0%	1.0%	2.5%	1.0%	-3.4%	3.0%	0.6%
농심 M/S	53.6%	52.9%	55.1%	56.8%	56.1%	53.2%	54.9%	56.6%	56.2%	54.6%	55.2%
농심 Q (백만식)	481.9	460.4	487.1	529.1	493.9	467.4	496.8	532.3	1,960.1	1,958.4	1,990.5
YoY %	3.5%	-3.6%	-4.5%	4.3%	2.5%	1.5%	2.0%	0.6%	-5.5%	-0.1%	1.6%
ASP (원)	611.4	622.1	609.1	605.6	611.5	622.3	609.2	605.9	610.8	611.8	612.0
YoY %	0.0%	1.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	0.2%	0.0%
스낵 매출액	87.5	86.2	86.9	82.5	88.9	89.6	91.6	85.9	341.0	343.1	355.9
YoY %	-0.7%	3.4%	-3.0%	3.2%	1.6%	4.0%	5.4%	4.0%	4.3%	0.6%	3.7%
내수	82.1	81.4	81.6	77.5	83.3	84.6	86.1	80.7	320.6	322.6	334.7
YoY %	-0.9%	3.8%	-3.0%	3.2%	1.4%	4.0%	5.6%	4.0%	5.5%	0.6%	3.7%
내수 스낵시장	260.7	256.7	261.6	254.6	263.3	259.2	264.2	257.2	1,018.1	1,033.5	1,043.8
YoY %	4.0%	3.4%	-4.3%	3.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.4%	1.5%	1.0%
농심 M/S	31.5%	31.7%	31.2%	30.5%	31.6%	32.6%	32.6%	31.4%	31.5%	31.2%	32.1%
농심 Q (백만식)	95.9	95.6	96.4	89.3	94.0	95.6	97.8	90.2	371.0	377.3	377.7
YoY %	2.2%	4.1%	-0.9%	1.5%	-2.0%	0.0%	1.5%	1.0%	3.7%	1.7%	0.1%
ASP (원)	856.2	851.2	846.5	868.1	886.2	885.2	880.3	894.1	864.2	855.2	886.3
YoY %	-3.0%	-0.4%	-2.1%	1.7%	3.5%	4.0%	4.0%	3.0%	1.7%	-1.0%	3.6%

자료: 농심, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	986	1,021	1,115	1,193
현금 및 현금성자산	155	136	166	184
단기금융자산	396	456	501	551
매출채권	239	233	245	251
재고자산	172	176	184	189
비유동자산	1,464	1,465	1,424	1,402
유형자산	1,122	1,123	1,082	1,060
무형자산	61	61	61	61
자산총계	2,450	2,486	2,539	2,595
유동부채	489	493	491	487
매입채무	236	234	225	213
단기차입금	12	12	12	12
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	120	123	123	123
사채	-	-	-	-
장기차입금	56	60	60	60
부채총계	609	617	614	610
지배주주지분	1,828	1,857	1,912	1,972
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121
이익잉여금	1,788	1,845	1,929	2,018
기타자본항목	-81	-81	-81	-81
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	1,841	1,869	1,925	1,985

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,208	2,222	2,333	2,394
증가율(%)	-0.4	0.6	5.0	2.6
매출원가	1,474	1,539	1,586	1,628
매출총이익	734	683	746	766
판매비와관리비	638	596	635	647
연구개발비	6	6	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	96	87	112	119
증가율(%)	7.4	-9.6	28.4	6.0
영업이익률(%)	4.4	3.9	4.8	5.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	0	0	0
기타영업외손익	12	6	13	13
세전계속사업이익	119	108	143	150
법인세비용	29	28	36	37
세전계속이익률(%)	5.4	4.8	6.1	6.3
당기순이익	91	80	107	112
순이익률(%)	4.1	3.6	4.6	4.7
지배주주귀속 순이익	91	80	107	112
기타포괄이익	-29	-29	-29	-29
총포괄이익	62	51	79	84
지배주주귀속총포괄이익	62	51	79	84

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	103	178	177	188
당기순이익	91	80	107	112
유형자산감가상각비	-	82	82	82
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0
투자활동 현금흐름	-79	-136	-112	-112
유형자산의 처분(취득)	-128	-75	-65	-60
무형자산의 처분(취득)	-5	-	-	-
금융상품의 증감	47	-59	-46	-50
재무활동 현금흐름	-47	-19	-23	-23
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-23	-23	-23	-23
현금및현금성자산의증감	-24	-20	30	19
기초현금및현금성자산	179	155	136	166
기말현금및현금성자산	155	136	166	184

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	14,905	13,167	17,661	18,486
BPS	300,600	305,222	314,339	324,279
CFPS	15,098	26,828	31,332	32,162
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation(배)				
PER	23.8	20.5	15.3	14.6
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8
PCR	23.4	10.1	8.6	8.4
EV/EBITDA	17.1	6.6	5.4	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.0	4.3	5.7	5.8
EBITDA 이익률	4.4	7.7	8.4	8.4
부채비율	33.1	33.0	31.9	30.7
순부채비율	-26.3	-27.8	-30.9	-33.4
매출채권회전율(x)	9.2	9.4	9.8	9.6
재고자산회전율(x)	12.9	12.8	13.0	12.8

자료 : 농심, 하이투자증권 리서치센터

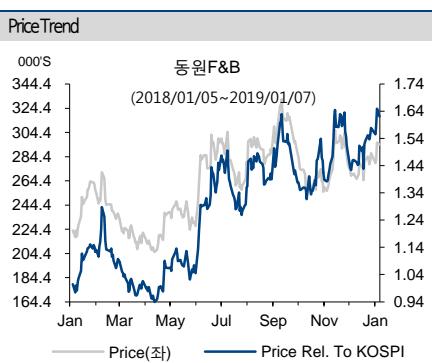
## 동원 F&B (049770)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	294,500 원

Stock Indicator	
자본금	19십억원
발행주식수	386만주
시가총액	1,137십억원
외국인지분율	4.7%
52주 주가	205,500~332,000 원
60일평균거래량	7,191주
60일평균거래대금	20십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	7.7	2.8	35.1
상대수익률	10.7	17.3	13.2	54.0



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,553	2,791	2,980	3,214
영업이익(십억원)	72	84	98	106
순이익(십억원)	51	55	73	80
EPS(원)	13,313	14,239	18,953	20,655
BPS(원)	153,682	164,871	180,273	197,078
PER(배)	17.6	20.7	15.5	14.3
PBR(배)	1.5	1.8	1.6	1.5
ROE(%)	9.0	8.9	11.0	10.9
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.2	1.3
EV/EBITDA(배)	16.8	11.8	10.3	9.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 2019년, 호실적 지속요건 총족

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

동원 F&B의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,504 억원 (+8.6% YoY), 92 억원 (+147.3% YoY)으로, 주요제품의 견조한 성장세가 지속되는 동시에 원가하락에 따른 이익개선에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

개별 식품부문의 경우 4 분기 비수기임에도 불구하고 죽, 김, 캔류 등 높은 시장지배력을 보유한 주요 제품들의 성장세가 지속될 전망이다. 고마진제품의 매출기여는 영업이익 추가개선으로 이어질 수 있다는 측면이 고무적이다. 참치어가 하락으로 원가개선이 지속되고 있으나 (4Q17 2,000 달러/톤 → 4Q18 1,600 달러/톤), 4 분기 낮은 투입량을 감안할 때 효과는 전분기대비 낮을 전망이다. 다만 최근 어가하락 흐름을 감안할 때 2019년에도 원가개선이 지속될 공산이 크다. 유가공은 3Q18 저수익 PB 제품의 디마케팅 등을 통해 수익개선을 선행한 상황으로, 향후 음용류 등 신제품 출시에 따라 영업실적 개선을 시현할 것으로 판단한다.

조미유통부문의 경우 외식경기에 일부 영향을 미치는 사업부임을 감안, 4Q18 부담지속 및 2019년 추가적으로 인상되는 최저임금 및 52시간근무제 영향에 따른 식수하락으로 부담이 일부 지속될 가능성은 존재한다. 그러나 2H19부터는 조미소스 capa 확대분이 반영됨에 따라 이익개선을 시현할 전망이다. 조미소스 시장특성을 감안할 때 capa 증설에 따른 고정비부담 보다는 기존 및 신규고객 계약확대를 베이스로 가동 확대가 두드러질 가능성에 무게를 실으며, 안정적인 cash cow를 통해 식자재부문의 저변확대 기조 및 비용상승 효과를 상쇄하는 선순환구조가 이어질 전망이다.

### 호실적 지속요건 총족, 외형성장 + 어가안정 + 조미식품 Capa 확대

주요제품의 판매호조가 지속되는 상황에서 참치어가에 대한 부담축소 흐름까지 감안한다면 영업실적 개선 가능성은 2019년까지 가시성을 확보했다는 판단이다. 여타 동종업체들의 다소 불확실성 높은 이익레벨까지 고려시 상대적으로 낮은 밸류에이션 매력도가 높으며, 추가적으로 2019년 조미부문의 capa 확대는 향후 추가 이익개선까지 확보한다는 측면에서 부담없는 매수접근이 가능하다는 판단이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	650.4	598.8	8.6	650.1	0.0
영업이익	9.2	3.7	147.3	9.5	(2.5)
영업이익률 %	1.4	0.6	0.8	1.5	(0.0)
세전이익	8.2	5.8	42.9	8.8	(6.0)
세전이익률 %	1.3	1.0	0.3	1.3	(0.1)

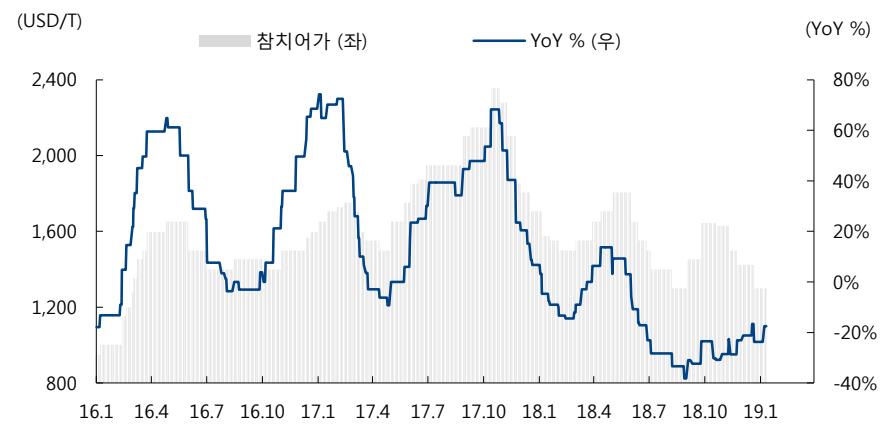
자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 동원 F&amp;B 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	704.9	646.6	789.4	650.4	751.2	675.9	844.2	708.7	2,552.6	2,791.1	2,980.0
일반식품	454.7	365.4	492.4	366.3	478.4	378.3	517.6	378.0	1,605.5	1,678.8	1,752.3
조미유통	251.5	270.4	294.3	296.2	281.7	300.1	338.5	346.5	981.5	1,112.3	1,266.7
사료	46.7	47.4	50.6	36.8	47.7	48.3	51.7	37.5	153.2	181.6	185.2
adj.	(48.0)	(36.6)	(48.0)	(49.0)	(56.5)	(50.9)	(63.5)	(53.3)	(187.6)	(181.5)	(224.3)
YoY%	11.4	9.8	7.8	8.6	6.6	4.5	6.9	9.0	13.9	9.3	6.8
일반식품	5.6	2.8	4.9	4.7	5.2	3.5	5.1	3.2	6.7	4.6	4.4
조미유통	11.6	14.2	10.2	17.5	12.0	11.0	15.0	17.0	18.1	13.3	13.9
사료	102.2	12.2	(1.6)	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	76.6	18.5	2.0
연결 영업이익	22.9	13.2	38.3	9.2	31.2	14.7	40.6	11.2	72.4	83.6	97.8
일반식품	17.8	6.6	32.9	2.6	24.9	7.6	32.6	3.0	44.9	59.9	68.1
조미유통	4.9	6.2	5.7	6.5	5.9	6.9	6.8	8.1	26.7	23.3	27.7
사료	(0.5)	(0.1)	(0.6)	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1	1.2	(1.2)	0.6
adj.	0.6	0.5	0.4	0.2	0.4	0.1	1.0	(0.1)	(0.5)	1.6	1.4
YoY%	(23.9)	51.2	28.4	147.3	36.4	12.1	6.0	21.4	(1.3)	15.5	17.0
일반식품	3.9	1.8	6.7	0.7	5.2	2.0	6.3	0.8	2.8	3.6	3.9
조미유통	2.0	2.3	1.9	2.2	2.1	2.3	2.0	2.4	2.7	2.1	2.2
사료	(1.1)	(0.1)	(1.3)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.3	0.8	(0.7)	0.3
OPM %	3.2	2.0	4.9	1.4	4.2	2.2	4.8	1.6	2.8	3.0	3.3
일반식품	3.9	1.8	6.7	0.7	5.2	2.0	6.3	0.8	2.8	3.6	3.9
조미유통	2.0	2.3	1.9	2.2	2.1	2.3	2.0	2.4	2.7	2.1	2.2
사료	(1.1)	(0.1)	(1.3)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.3	0.8	(0.7)	0.3

자료: 동원 F&amp;B, 하이투자증권

그림 1. 참치어가 하향안정세 지속, 투입시기 감안시 1H19 까지 원가안정 가시성 확보



자료: Atuna, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	629	655	724	840
현금 및 현금성자산	65	40	68	133
단기금융자산	8	8	8	8
매출채권	244	267	285	308
재고자산	304	332	355	383
비유동자산	740	802	811	788
유형자산	484	546	555	532
무형자산	75	75	75	75
자산총계	1,369	1,457	1,534	1,627
유동부채	403	431	449	478
매입채무	168	190	202	223
단기차입금	67	67	67	67
유동성장기부채	22	22	22	22
비유동부채	372	389	389	389
사채	150	150	150	150
장기차입금	184	200	200	200
부채총계	776	820	839	867
지배주주지분	593	636	696	761
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	110	110	110	110
이익잉여금	479	522	582	647
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	593	636	696	761

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,553	2,791	2,980	3,214
증가율(%)	13.9	9.3	6.8	7.9
매출원가	1,935	2,146	2,269	2,457
매출총이익	618	645	711	757
판매비와관리비	545	561	613	651
연구개발비	1	2	2	2
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	72	84	98	106
증가율(%)	-1.3	15.5	17.0	8.6
영업이익률(%)	2.8	3.0	3.3	3.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	1	-1	4	4
세전계속사업이익	67	72	94	102
법인세비용	16	17	21	22
세전계속이익률(%)	2.6	2.6	3.1	3.2
당기순이익	51	55	73	80
순이익률(%)	2.0	2.0	2.5	2.5
지배주주귀속 순이익	51	55	73	80
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	51	55	73	80
지배주주귀속총포괄이익	51	55	73	80

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	50	84	107	115
당기순이익	51	55	73	80
유형자산감가상각비	-	43	45	48
무형자산상각비	2	2	2	3
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-233	-206	-191	-161
유형자산의 처분(취득)	-90	-85	-70	-40
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-4	-	-	-
재무활동 현금흐름	180	-1	-19	-21
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	40	0	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-10	-12	-14
현금및현금성자산의증감	-3	-25	28	65
기초현금및현금성자산	68	65	40	68
기말현금및현금성자산	65	40	68	133

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	13,313	14,239	18,953	20,655
BPS	153,682	164,871	180,273	197,078
CFPS	13,864	26,045	31,360	33,701
DPS	2,500	3,000	3,500	3,800
Valuation(배)				
PER	17.6	20.7	15.5	14.3
PBR	1.5	1.8	1.6	1.5
PCR	16.9	11.3	9.4	8.7
EV/EBITDA	16.8	11.8	10.3	9.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.0	8.9	11.0	10.9
EBITDA 이익률	2.9	4.6	4.9	4.9
부채비율	130.8	128.9	120.5	113.9
순부채비율	58.9	61.5	52.2	39.1
매출채권회전율(x)	11.3	10.9	10.8	10.8
재고자산회전율(x)	8.7	8.8	8.7	8.7

자료 : 동원 F&amp;B, 하이투자증권 리서치센터



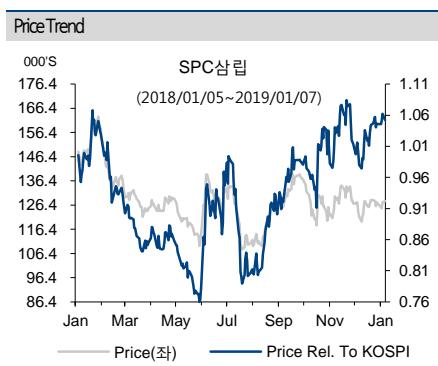
## SPC 삼립 (005610)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	175,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	128,000 원

Stock Indicator	
자본금	43십억원
발행주식수	863만주
시가총액	1,105십억원
외국인지분율	3.3%
52주 주가	108,000~163,000 원
60일평균거래량	10,985주
60일평균거래대금	1.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	-1.9	-4.5	-10.5
상대수익률	7.2	7.7	5.9	8.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,066	2,160	2,267	2,371
영업이익(십억원)	55	58	65	70
순이익(십억원)	38	42	49	53
EPS(원)	4,424	4,897	5,687	6,098
BPS(원)	32,469	36,419	41,158	46,308
PER(배)	35.4	26.1	22.5	21.0
PBR(배)	4.8	3.5	3.1	2.8
ROE(%)	13.3	14.2	14.7	13.9
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	27.1	13.2	11.8	10.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 중장기 경쟁력 강화 측면 접근 필요

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

SPC 삼립의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,510 억원 (+7.3% YoY), 197 억원 (+11.2% YoY)으로, 제빵부문의 성장에도 불구하고, 식소재부문의 제한적인 회복에 따라 시장기대치 (230 억원)을 하회하는 영업실적이 예상된다.

제빵부문의 편의점형 외형확대 및 고수익제품 호조, 호빵 성수기 돌입에 따라 이익개선 흐름이 지속될 전망이다. 고마진제품의 메인채널인 편의점의 경우 상대적으로 마케팅비용 투입에 대한 부담이 있으나, 성숙기인 양산빵시장 상황 및 유통채널간 상이한 성장속도를 감안할 때 지배력확대 차원에서 긍정적이다.

다만 식소재부문의 경우 제분의 고가원재료 투입흐름이 전분기에 이어 일부 지속될 가능성과, 판가이전이 미뤄짐에 따른 마진축소 흐름이 이어질 가능성에 무게를 싣는다. 또한 음료베이스, 소스, 가공야채, 빵부속물 등 에그팜 청주공장의 이익을 하락 가능성까지 고려한다면 단기보다는 중장기적 접근이 필요하다는 판단이다.

식품유통은 최근 외부매출 중심으로 성장하고 있어 외형 성장속도는 이전대비 다소 완만하다. 매출처 확대 및 여타업체대비 초기단계임을 감안한다면 전략적인 마진흐름이 지속될 공산이 크나, 식자재유통업의 특성을 고려할 때 외형증가는 중장기 효율개선 측면에서 긍정적이다.

### 중장기 경쟁력 강화 측면에서의 접근 필요

2017년까지 captive 물량확보가 마무리된 점을 감안해 단기 식소재 및 유통부문에서의 마진개선 기대는 어려우나, 외부매출을 통한 물량확대로 이익규모를 정상화하고 있다. 향후 신사업 안정화 및 의미있는 외부매출액 확보로 규모의 경제 선순환효과를 가시화함으로써 자체 비즈니스 포트폴리오 개선관련 중장기 경쟁력 강화가 시현될 경우 이익개선은 물론 벌류에이션 추가확대가 가능할 전망이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY(%, %p)	4Q18C	diff(%, %p)
매출액	551.0	513.3	7.3	549.6	0.3
영업이익	19.7	17.7	11.2	23.0	(14.4)
영업이익률 %	3.6	3.4	0.1	4.2	(0.6)
세전이익	18.1	14.8	21.9	21.3	(15.4)
세전이익률 %	3.3	2.9	0.4	3.9	(0.6)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. SPC 삼립 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>연결 매출액</b>	516.3	541.6	550.9	551.0	541.9	570.1	577.0	578.1	2,065.5	2,159.8	2,267.1
BAKERY	148.9	149.5	144.4	182.6	154.9	154.8	149.5	191.8	592.3	625.5	650.9
FOOD	133.2	145.4	146.5	137.7	140.0	152.6	152.6	143.1	532.6	562.8	588.3
맥분	28.2	30.0	26.4	27.4	29.0	30.9	27.2	28.2	108.7	112.0	115.4
육가공	15.9	16.1	17.3	13.6	16.7	17.4	18.1	14.1	59.9	62.8	66.3
에그팜 (청주,충주)	22.8	25.1	28.2	26.1	26.0	27.8	30.4	28.0	82.1	102.1	112.2
기타	66.4	74.3	74.6	70.7	68.4	76.5	76.8	72.8	287.1	285.9	294.4
유통	255.1	276.7	286.5	265.0	267.9	290.5	300.8	278.2	1,013.9	1,083.3	1,137.4
SPC GFS	239.5	261.3	271.4	249.1	251.4	274.3	284.9	261.5	961.8	1,021.2	1,072.2
상해GFS	15.7	15.4	15.1	15.9	16.5	16.2	15.9	16.7	52.1	62.1	65.2
물류	71.1	71.5	73.2	78.7	74.7	75.1	76.9	82.6	273.7	294.5	309.2
Adj.	(92.1)	(101.5)	(99.7)	(112.9)	(95.6)	(102.9)	(102.7)	(117.6)	(347.0)	(406.3)	(418.7)
YoY %	2.2%	3.3%	5.3%	7.3%	5.0%	5.3%	4.8%	4.9%	10.4%	4.6%	5.0%
BAKERY	6.5%	4.7%	4.4%	6.5%	4.0%	3.5%	3.5%	5.0%	0.0%	5.6%	4.1%
FOOD	0.9%	5.4%	13.6%	3.1%	5.1%	4.9%	4.2%	3.9%	0.0%	5.7%	4.5%
맥분	3.9%	9.6%	-1.4%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%	3.0%	3.0%
육가공	5.3%	9.3%	1.1%	4.5%	5.0%	8.0%	5.0%	4.0%	0.0%	4.9%	5.6%
에그팜 (청주,충주)	11.5%	39.1%	48.2%	5.9%	13.8%	11.0%	7.8%	7.3%	0.0%	24.4%	9.8%
유통	5.9%	8.6%	7.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.0%	6.8%	5.0%
SPC GFS	4.5%	7.8%	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.0%	6.2%	5.0%
상해GFS	33.1%	24.8%	17.4%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.0%	19.3%	5.0%
물류	8.7%	9.4%	7.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.0%	7.6%	5.0%
<b>연결 영업이익</b>	11.4	16.7	10.7	19.7	13.4	17.3	11.8	23.0	54.7	58.4	65.4
BAKERY	5.5	10.4	5.3	16.4	7.0	10.8	5.5	17.8	30.8	37.7	41.2
FOOD	1.5	3.0	2.7	1.1	2.2	3.0	2.8	1.7	8.9	8.3	9.7
맥분	3.7	4.7	3.4	3.4	3.6	3.9	3.4	3.5	17.2	15.2	14.4
육가공	0.2	(0.4)	1.0	0.3	0.9	0.7	0.9	0.3	0.9	1.1	2.8
에그팜 (청주,충주)	(1.0)	(0.0)	(0.3)	(1.2)	(0.9)	0.0	0.0	(0.7)	(5.3)	(2.5)	(1.6)
기타	(1.4)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(3.8)	(5.5)	(5.9)
유통	1.2	1.9	1.8	1.6	1.3	2.0	2.0	1.8	5.3	6.5	7.1
SPC GFS	1.1	1.8	1.8	1.6	1.3	1.9	1.9	1.8	5.2	6.3	6.9
상해GFS	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2
물류	1.2	1.3	1.5	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7	4.4	5.5	6.0
YoY %	-16.3%	5.5%	41.3%	11.2%	17.4%	3.2%	11.0%	16.8%	-16.5%	6.9%	12.0%
OPM %	2.2%	3.1%	1.9%	3.6%	2.5%	3.0%	2.0%	4.0%	2.6%	2.7%	2.9%
BAKERY	3.7%	6.9%	3.7%	9.0%	4.5%	7.0%	3.7%	9.3%	5.2%	6.0%	6.3%
FOOD	1.1%	2.1%	1.8%	0.8%	1.6%	2.0%	1.8%	1.2%	1.7%	1.5%	1.6%
맥분	13.1%	15.7%	12.8%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	15.8%	13.6%	12.5%
육가공	1.1%	-2.2%	5.9%	2.0%	5.3%	4.0%	5.0%	2.0%	1.4%	1.8%	4.2%
에그팜 (청주,충주)	-4.5%	-0.1%	-1.1%	-4.5%	-3.5%	0.0%	0.0%	-2.5%	-6.4%	-2.5%	-1.4%
유통	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%
SPC GFS	0.47%	0.71%	0.66%	0.63%	0.50%	0.70%	0.68%	0.68%	0.54%	0.62%	0.64%
상해GFS	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
물류	1.7%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	1.6%	1.9%	1.9%

자료: SPC 삼립, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	334	346	393	446
현금 및 현금성자산	18	11	39	86
단기금융자산	14	11	23	23
매출채권	191	216	227	237
재고자산	105	101	97	92
비유동자산	400	396	389	381
유형자산	327	322	316	308
무형자산	14	14	14	14
자산총계	734	742	781	827
유동부채	409	374	373	373
매입채무	142	146	142	139
단기차입금	129	100	100	100
유동성장기부채	43	30	30	30
비유동부채	46	54	54	54
사채	-	-	-	-
장기차입금	42	50	50	50
부채총계	454	428	426	427
지배주주지분	280	314	355	400
자본금	43	43	43	43
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	262	297	338	383
기타자본항목	-38	-38	-38	-38
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	280	314	355	399

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,066	2,160	2,267	2,371
증가율(%)	10.4	4.6	5.0	4.6
매출원가	1,687	1,806	1,869	1,955
매출총이익	378	353	398	416
판매비와관리비	324	295	332	346
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	55	58	65	70
증가율(%)	-16.5	6.9	12.0	7.0
영업이익률(%)	2.6	2.7	2.9	3.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	-1	2	2
세전계속사업이익	51	53	63	67
법인세비용	12	11	14	15
세전계속이익률(%)	2.4	2.5	2.8	2.8
당기순이익	38	42	49	53
순이익률(%)	1.8	2.0	2.2	2.2
지배주주귀속 순이익	38	42	49	53
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	38	42	49	52
지배주주귀속총포괄이익	38	42	49	52

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	63	84	101	109
당기순이익	38	42	49	53
유형자산감가상각비	-	35	37	38
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-51	-30	-41	-30
유형자산의 처분(취득)	-58	-33	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-8	3	-11	-
재무활동 현금흐름	1	-39	-8	-8
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-8	-8
현금및현금성자산의증감	13	-7	28	47
기초현금및현금성자산	5	18	11	39
기말현금및현금성자산	18	11	39	86

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	4,424	4,897	5,687	6,098
BPS	32,469	36,419	41,158	46,308
CFPS	4,636	9,176	10,139	10,725
DPS	956	956	956	956
Valuation(배)				
PER	35.4	26.1	22.5	21.0
PBR	4.8	3.5	3.1	2.8
PCR	33.8	13.9	12.6	11.9
EV/EBITDA	27.1	13.2	11.8	10.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.3	14.2	14.7	13.9
EBITDA 이익률	2.7	4.4	4.6	4.6
부채비율	162.3	136.1	120.1	107.0
순부채비율	64.9	50.2	33.4	17.9
매출채권회전율(x)	10.9	10.6	10.2	10.2
재고자산회전율(x)	22.9	21.0	22.9	25.1

자료 : SPC 삼립, 하이투자증권 리서치센터



## 하이트진로 (000080)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	21,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	16,750 원

Stock Indicator	
자본금	369십억원
발행주식수	7,126만주
시가총액	1,191십억원
외국인지분율	12.7%
52주 주가	15,300~24,900 원
60일평균거래량	204,605주
60일평균거래대금	3.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	2.1	-7.2	-29.8
상대수익률	-3.2	11.8	3.2	-10.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,890	1,873	1,879	1,907
영업이익(십억원)	87	95	112	117
순이익(십억원)	13	24	42	46
EPS(원)	181	338	593	655
BPS(원)	17,350	16,542	15,989	15,498
PER(배)	133.3	49.6	28.2	25.6
PBR(배)	1.4	1.0	1.0	1.1
ROE(%)	1.0	2.0	3.6	4.2
배당수익률(%)	3.3	4.8	4.8	4.8
EV/EBITDA(배)	24.8	7.9	7.4	7.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 맥주 하락폭 축소에 대한 기대

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

하이트진로의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4,588 억원 (+0.4% YoY), 217 억원 (-5.9% YoY)으로, 견조한 소주 시장지위 및 필라이트, 수입맥주의 이익 기여에도 불구하고, 레귤러맥주 물량하락 및 고정비증가에 따라 시장기대치 (303 억원)를 하회하는 영업실적이 예상된다.

레귤러소주부문의 경우 영업일수 확대효과 및 시장점유율 증가에 따라 +4.5% YoY 의 외형성장이 예상된다. 브랜드력을 감안할 때 최근 지방시장을 중심으로 지배력을 확대하는 흐름이 이어지고 있어, 중장기적으로 안정적인 이익창출구조가 유지될 가능성에 무게를 싣는다. 다만 마산공장의 소주설비 변경분이 고정비 부담으로 이어지면서 1Q19 까지 비용부담은 일부 지속될 전망이다.

맥주의 경우 비수기임에도 불구하고 필라이트의 높은 시장선점속도가 유지되고 있다. 4Q18 필라이트 매출액은 386 억원 (+40.0% YoY)으로 추정하며, 맥주카테고리 내 2018 년 연간 필라이트의 비중은 22%까지 확대될 것으로 예상한다. 다만 가정용시장 내 레귤러맥주와의 잠식효과에 따라 필라이트와 레귤러맥주의 합산매출액기준 성장률은 -6.8% YoY 가 예상된다. 수입맥주의 높은 성장속도 (+13.0% YoY 추정)가 이익개선에 (+)영향을 미치는 부분은 긍정적이나, 카테고리 믹스 경쟁력을 고려한다면 레귤러맥주의 하락이 지속된다는 점은 아쉬운 상황이다.

### 맥주 하락폭 축소에 대한 기대

필라이트를 통한 맥주부문의 생산효율화 및 가동률 회복속도가 레귤러맥주 하락으로 상쇄되는 상황이 지속되고 있다. 그러나 베이스를 감안할 때 2019 년 하락폭은 축소될 가능성이 높다는 판단이다. 맥주 하락폭 축소시 견조한 소주를 기반으로 이익개선이 유의미하게 진행될 가능성에 무게를 둔다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	458.8	456.9	0.4	478.7	(4.2)
영업이익	21.7	23.1	(5.9)	30.3	(28.4)
영업이익률 %	4.7	5.0	(0.3)	6.3	(1.6)
세전이익	2.8	0.8	262.1	20.3	(86.1)
세전이익률 %	0.6	0.2	0.4	4.2	(3.6)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 하이트진로 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	420.7	493.2	500.1	458.8	420.7	494.1	501.9	461.8	1,889.9	1,872.7	1,878.6
개별 매출액	370.4	434.4	438.5	404.7	370.0	433.8	439.8	406.9	1,664.9	1,648.1	1,650.6
맥주	145.6	190.0	205.7	160.2	138.9	186.7	205.4	159.6	724.0	701.6	690.7
레귤러	98.1	121.5	117.1	95.6	85.6	111.0	107.1	89.7	568.6	432.3	393.3
필라이트	26.4	41.4	51.1	38.6	29.5	44.5	55.1	40.6	69.0	157.5	169.7
수입맥주	21.1	27.1	37.6	26.0	23.8	31.2	43.2	29.4	86.4	111.8	127.6
소주	218.4	239.6	226.5	238.3	224.1	241.9	227.6	240.6	919.3	922.8	934.3
레귤러	211.5	232.8	220.0	232.3	217.3	235.1	221.1	234.6	891.1	896.6	908.1
기타제재주	6.9	6.8	6.5	6.1	6.9	6.8	6.5	6.1	28.2	26.2	26.2
양주 등	6.4	4.9	6.2	6.2	6.9	5.2	6.7	6.7	21.6	23.7	25.6
생수	15.5	19.8	23.4	15.8	16.3	20.8	24.5	16.6	67.4	74.5	78.2
기타 및 조정	34.7	39.0	38.2	38.3	34.4	39.5	37.6	38.3	157.6	150.2	149.8
YoY %	1.8	0.4	(5.3)	0.4	0.0	0.2	0.4	0.6	(0.0)	(0.9)	0.3
개별 매출액	2.3	0.7	(6.6)	0.7	(0.1)	(0.1)	0.3	0.5	1.7	(1.0)	0.1
맥주	7.5	(2.0)	(9.7)	(4.1)	(4.6)	(1.7)	(0.1)	(0.4)	(1.1)	(3.1)	(1.5)
레귤러	(18.6)	(26.1)	(30.0)	(17.9)	(12.8)	(8.6)	(8.5)	(6.2)	(17.0)	(24.0)	(9.0)
필라이트	n/a	500.0	48.0	40.0	12.0	7.5	8.0	5.0	n/a	128.2	7.8
수입맥주	42.6	20.0	44.5	13.0	13.0	15.0	15.0	13.0	83.8	29.4	14.2
소주	(1.7)	2.9	(3.8)	4.1	2.6	1.0	0.5	1.0	4.2	0.4	1.2
레귤러	(1.5)	3.0	(3.5)	4.5	2.7	1.0	0.5	1.0	5.5	0.6	1.3
기타제재주	(8.6)	1.0	(11.8)	(8.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	(24.8)	(7.0)	0.0
양주 등	36.6	1.2	0.3	4.6	7.9	7.9	7.9	7.7	(7.1)	9.6	7.9
생수	2.9	5.0	19.7	13.0	5.0	5.0	5.0	5.0	(2.8)	10.5	5.0
연결 영업이익	16.7	26.8	29.3	21.7	16.3	28.1	35.9	32.1	87.2	94.5	112.3
YoY %	(161.1)	(23.3)	(48.3)	(5.9)	(2.8)	4.6	22.5	47.9	(29.6)	8.3	18.8
OPM %	4.0	5.4	5.9	4.7	3.9	5.7	7.1	7.0	4.6	5.0	6.0

자료: 하이트진로, 하이투자증권

주: 수입맥주 분류기준 변경을 고려해 과거 개별 맥주매출액 내 수입맥주 영업실적 포함

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,111	992	929	897
현금 및 현금성자산	287	191	127	85
단기금융자산	116	116	116	116
매출채권	526	498	500	507
재고자산	138	142	143	145
비유동자산	2,397	2,150	2,132	2,113
유형자산	2,068	1,822	1,804	1,785
무형자산	199	199	199	199
자산총계	3,508	3,142	3,061	3,010
유동부채	1,717	1,417	1,385	1,378
매입채무	128	-585	-1,180	-2,013
단기차입금	460	450	440	430
유동성장기부채	220	-5	-10	-15
비유동부채	573	564	554	544
사채	367	358	348	338
장기차입금	0	-	-	-
부채총계	2,290	1,981	1,939	1,922
지배주주지분	1,217	1,160	1,121	1,087
자본금	369	369	369	369
자본잉여금	709	709	709	709
이익잉여금	230	198	184	174
기타자본항목	-94	-94	-94	-94
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,218	1,161	1,122	1,088

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,890	1,873	1,879	1,907
증가율(%)	0.0	-0.9	0.3	1.5
매출원가	1,086	1,110	1,083	1,096
매출총이익	804	763	795	811
판매비와관리비	717	668	683	694
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	87	95	112	117
증가율(%)	-29.6	8.3	18.8	4.5
영업이익률(%)	4.6	5.0	6.0	6.2
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-8	-18	-19	-19
세전계속사업이익	40	39	58	64
법인세비용	27	16	16	18
세전계속이익률(%)	2.1	2.1	3.1	3.3
당기순이익	13	24	42	46
순이익률(%)	0.7	1.3	2.2	2.4
지배주주귀속 순이익	13	24	42	46
기타포괄이익	-24	-24	-24	-24
총포괄이익	-12	-1	17	21
지배주주귀속총포괄이익	-12	-1	17	21

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	345	-29	243	266
당기순이익	13	24	42	46
유형자산감가상각비	-	112	112	114
무형자산상각비	8	8	8	8
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-104	-18	-18	-18
유형자산의 처분(취득)	-92	-95	-95	-95
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-100	-	-	-
재무활동 현금흐름	-106	-50	-81	-81
단기금융부채의증감	-	250	-	-
장기금융부채의증감	-	-9	-10	-10
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-63	-56	-56	-56
현금및현금성자산의증감	129	-96	-65	-42
기초현금및현금성자산	159	287	191	127
기말현금및현금성자산	287	191	127	85

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	181	338	593	655
BPS	17,350	16,542	15,989	15,498
CFPS	289	2,044	2,304	2,391
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	133.3	49.6	28.2	25.6
PBR	1.4	1.0	1.0	1.1
PCR	83.3	8.2	7.3	7.0
EV/EBITDA	24.8	7.9	7.4	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.0	2.0	3.6	4.2
EBITDA 이익률	5.0	11.4	12.4	12.5
부채비율	188.1	170.6	172.8	176.7
순부채비율	52.9	42.7	47.8	50.8
매출채권회전율(x)	3.6	3.7	3.8	3.8
재고자산회전율(x)	14.1	13.4	13.2	13.3

자료 : 하이트진로, 하이투자증권 리서치센터



## 롯데칠성 (005300)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,750,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	1,379,000 원

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	88만주
시가총액	1,151십억원
외국인지분율	20.6%
52주 주가	1,275,000~1,675,000 원
60일평균거래량	1,130주
60일평균거래대금	1.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-4.0	-3.0	3.1
상대수익률	-2.0	5.6	7.4	22.0



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,279	2,309	2,365	2,410
영업이익(십억원)	75	90	104	90
순이익(십억원)	135	36	58	48
EPS(원)	107.655	41.478	66.537	55.169
BPS(원)	1,497.12	1,647.15	1,708.19	1,757.87
PER(배)	12.3	33.2	20.7	25.0
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	7.4	2.6	4.0	3.2
배당수익률(%)	2.5	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	23.5	9.9	8.7	9.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 맥주 시장지배력 확대 가시화 필요

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 상회하는 영업실적 예상

롯데칠성의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,172 억원 (+11.6% YoY), 66 억원 (흑자전환)으로 추정한다. 매출액의 높은 성장률은 IFRS 회계기준 변경과 관련된 2017년 연간 영업실적 변동분이 4Q17 일시 반영됨에 따른 영향이다. 영업이익의 경우 회계기준 변경 영향이 제한적이며, 음료부문의 외형성장 및 주류부문 적자축소에 따라 시장기대치를 상회하는 영업실적을 시현할 전망이다.

음료부문은 영업일수 증가 및 소매채널 중심으로 시장지배력을 넓히고 있는 탄산 카테고리의 고성장, 생수부문의 시장성장률을 상회하는 외형증가에 따른 것으로 판단한다. 직접적인 가격인상 미실행에도 불구하고 경쟁사의 연속적인 가격인상에 따라 ASP 차이가 확대됨에 따라 가격민감도가 높은 업소용시장 내 점유율 확대를 이끌어내고 있다. 이러한 제품믹스 개선효과를 통해 4분기 계절적 비수기 및 비용반영 분기임에도 불구하고 이익개선 흐름을 시현할 가능성에 무게를 둔다. 2019년에도 최근 영업환경 등 음료부문의 우호적인 상황이 지속될 공산이 크며, 알미늄을 비롯한 원가안정세까지 더해질 경우 추가 이익개선까지 기대가 가능하다.

주류부문 내 소주의 내수 점유율은 견조하게 유지되고 있으며, 시장정체에도 불구하고 일부 성장을 지속하고 있다. 다만 맥주부문의 부진 및 비수기가 맞물린 역성장은 아쉬운 상황이다. 전년동기대비 맥주관련 판관비용은 축소기조를 이어갈 가능성이 크나, 높은 고정비 부담은 이어질 것으로 판단한다.

### 주류부문의 아쉬움, 시장지배력 확대 가시화 필요

1) 추가적인 맥주관련 비용확대 가능성에 낮고, 2) cash cow 인 음료 및 소주사업의 견조한 흐름과 3) 롯데칠성이 보유한 서초동 부지를 감안한다면 전사 영업이익은 회복구간에 있을 뿐 아니라 주가의 downside risk 또한 제한적이라는 판단이다. 그러나 음료사업의 호실적이 회복되고 있으며, 고정비 부담으로 회복속도가 완만한 정도에 그칠 가능성 또한 아쉬운 상황으로, 향후 맥주 브랜드 경쟁력 확대와 동일한 호흡에서의 주가 우상향 가능성에 무게를 싣는다. 맥주의 제품 특성을 고려할 때 단기 내 급격한 점유율 개선을 기대하기는 어려우나, 예상대비 빠른 시작 안착이 가시화될 경우 고정비부담 우려 해소 측면이 부각될 전망이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	517.2	463.5	11.6	489.9	5.6
영업이익	6.6	(12.3)	흑전	(1.6)	n/a
영업이익률 %	1.3	(2.7)	3.9	(0.3)	1.6
세전이익	8.2	337.1	(97.6)	(10.3)	(179.4)
세전이익률 %	1.6	72.7	(71.1)	(2.1)	3.7

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 롯데칠성 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	522.6	599.5	669.9	517.2	524.2	612.3	692.0	536.2	2,320.6	2,309.2	2,364.6
롯데칠성 개별	520.0	596.5	667.4	527.2	524.2	612.3	692.0	546.2	2,279.3	2,311.1	2,374.6
음료	335.7	417.1	464.2	344.1	335.9	428.4	483.2	343.8	1,567.7	1,561.0	1,591.3
탄산음료	151.4	165.3	174.2	142.8	152.9	174.4	180.6	144.2	627.5	633.7	652.2
주스	52.2	64.4	68.6	52.1	51.7	64.4	68.6	52.1	251.9	237.2	236.7
커피	48.5	69.6	87.9	60.4	48.0	69.6	88.7	60.4	270.9	266.3	266.7
다류	9.2	11.3	12.6	10.8	9.1	11.7	13.5	11.0	47.1	43.9	45.3
먹는샘물	44.4	58.7	66.5	43.7	44.4	62.1	68.8	46.6	202.4	213.3	221.8
기타	30.0	47.8	54.5	34.2	29.9	46.3	63.1	29.4	168.0	166.5	168.6
주류	184.3	179.4	203.3	197.6	188.3	183.9	208.8	202.4	776.4	764.6	783.3
소주	89.7	98.8	91.1	88.6	91.7	100.9	93.8	91.4	358.8	368.1	377.8
맥주	33.2	37.3	40.2	32.2	34.5	39.2	42.2	33.5	125.5	142.9	149.4
기타	61.4	43.3	72.0	76.9	62.0	43.8	72.7	77.6	292.1	253.6	256.1
Adj.	2.7	3.0	2.4	(10.0)	0.0	0.0	0.0	(10.0)	41.3	(1.9)	(10.0)
YoY %	(4.4)	(6.6)	0.2	11.6	0.3	2.1	3.3	3.7	2.5	(0.5)	2.4
롯데칠성 개별	(1.2)	(3.9)	(0.1)	13.7	0.8	2.6	3.7	3.6	0.7	1.4	2.7
음료	(0.7)	(2.6)	(0.8)	3.3	0.1	2.7	4.1	(0.1)	3.2	(0.4)	1.9
탄산음료	2.7	(3.5)	2.6	2.8	1.0	5.5	3.7	1.0	1.3	1.0	2.9
주스	(11.6)	(8.2)	(3.2)	0.5	(1.0)	0.0	0.0	0.0	(3.5)	(5.8)	(0.2)
커피	(4.5)	(3.3)	(1.2)	2.0	(1.0)	0.0	1.0	0.0	2.4	(1.7)	0.1
다류	(3.8)	(3.4)	(18.9)	5.0	(1.0)	3.0	7.0	2.0	9.3	(6.7)	3.1
먹는샘물	5.8	1.1	8.7	6.0	(0.1)	5.9	3.5	6.5	11.6	5.4	4.0
기타	2.1	6.2	(12.0)	8.0	(0.3)	(3.2)	15.7	(14.2)	12.6	(0.9)	1.3
주류	(2.2)	(6.9)	1.5	1.3	2.1	2.5	2.7	2.4	5.3	(1.5)	2.4
소주	2.5	2.2	3.6	2.2	2.3	2.2	3.0	3.1	5.2	2.6	2.6
맥주	70.4	24.4	(6.6)	(2.5)	3.9	5.0	5.0	4.0	35.7	13.8	4.5
기타	(24.5)	(34.4)	3.8	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	(3.9)	(13.2)	1.0
연결 영업이익	8.6	23.5	51.2	6.6	14.3	29.7	57.0	2.9	73.9	89.8	103.9
YoY %	(67.8)	1.9	40.0	흑전	0.7	0.3	0.1	(0.6)	(49.5)	21.5	15.7
OPM %	1.6	3.9	7.6	1.3	2.7	4.8	8.2	0.5	3.2	3.9	4.4

자료: 롯데칠성, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	754	576	738	735
현금 및 현금성자산	153	26	197	195
단기금융자산	48	16	5	2
매출채권	269	267	273	279
재고자산	239	236	241	244
비유동자산	2,733	2,948	2,827	2,881
유형자산	2,245	2,414	2,246	2,253
무형자산	165	166	166	166
자산총계	3,487	3,525	3,565	3,616
유동부채	868	773	760	767
매입채무	168	-98	-241	-399
단기차입금	81	-	-	-
유동성장기부채	202	250	250	250
비유동부채	1,307	1,307	1,307	1,307
사채	948	950	950	950
장기차입금	121	120	120	120
부채총계	2,174	2,080	2,067	2,074
지배주주지분	1,313	1,444	1,498	1,541
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	3	3	3	3
이익잉여금	2,147	2,156	2,187	2,209
기타자본항목	-849	-849	-849	-849
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	1,313	1,444	1,498	1,541

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,279	2,309	2,365	2,410
증가율(%)	0.7	1.3	2.4	1.9
매출원가	1,342	1,392	1,349	1,372
매출총이익	938	917	1,015	1,038
판매비와관리비	862	827	911	947
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	75	90	104	90
증가율(%)	-48.5	19.2	15.7	-13.1
영업이익률(%)	3.3	3.9	4.4	3.7
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(소실)	7	4	-	-
기타영업외손익	183	-11	-	-
세전계속사업이익	229	58	80	66
법인세비용	21	21	22	18
세전계속이익률(%)	10.1	2.5	3.4	2.7
당기순이익	122	36	58	48
순이익률(%)	5.3	1.6	2.5	2.0
지배주주귀속 순이익	135	36	58	48
기타포괄이익	-328	122	22	22
총포괄이익	-207	159	81	71
지배주주귀속총포괄이익	-207	159	81	71

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	145	-49	101	86
당기순이익	122	36	58	48
유형자산감가상각비	-	136	136	136
무형자산상각비	21	21	21	21
지분법관련손실(이익)	7	4	-	-
투자활동 현금흐름	-157	-873	-895	-902
유형자산의 처분(취득)	-259	-150	-150	-150
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0
금융상품의 증감	100	33	11	3
재무활동 현금흐름	-153	-91	-159	-159
단기금융부채의증감	-	100	-	-
장기금융부채의증감	237	2	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-14	-27	-27	-27
현금및현금성자산의증감	-166	-127	171	-2
기초현금및현금성자산	320	153	26	197
기말현금및현금성자산	153	26	197	195

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	107,655	41,478	66,537	55,169
BPS	1,497,124	1,647,151	1,708,195	1,757,871
CFPS	124,230	220,006	245,294	234,157
DPS	33,000	33,000	33,000	33,000
Valuation(배)				
PER	12.3	33.2	20.7	25.0
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8
PCR	10.7	6.3	5.6	5.9
EV/EBITDA	23.5	9.9	8.7	9.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.4	2.6	4.0	3.2
EBITDA 이익률	4.2	10.7	11.0	10.3
부채비율	165.6	144.0	138.0	134.6
순부채비율	87.7	88.5	74.6	72.9
매출채권회전율(x)	8.6	8.6	8.7	8.7
재고자산회전율(x)	9.4	9.7	9.9	9.9

자료 : 롯데칠성, 하이투자증권 리서치센터



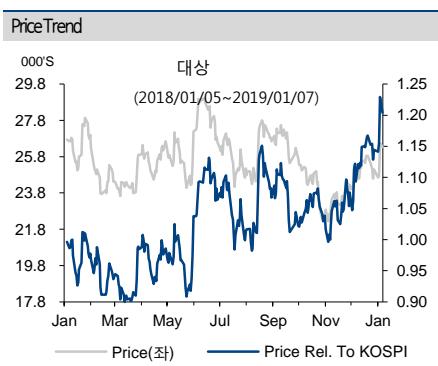
## 대상 (001680)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	32,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	26,300 원

Stock Indicator	
자본금	36십억원
발행주식수	3,602만주
시가총액	928십억원
외국인지분율	16.1%
52주 주가	22,200~29,000 원
60일평균거래량	132,011주
60일평균거래대금	3.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	4.4	-1.3	-1.1
상대수익률	9.9	14.0	9.1	17.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,969	2,947	2,978	3,053
영업이익(십억원)	97	124	131	141
순이익(십억원)	53	89	87	95
EPS(원)	1,525	2,566	2,511	2,729
BPS(원)	25,138	26,601	28,010	29,638
PER(배)	18.1	10.2	10.5	9.6
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	6.1	9.9	9.2	9.5
배당수익률(%)	1.8	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	14.5	6.3	6.0	5.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 2019년 본업+자회사 실적개선 지속

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 상회하는 영업실적 예상

대상의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,979 억원 (-1.9% YoY), 167 억원 (+222.4% YoY)으로, 전부문의 견조한 이익개선에 따라 시장기대치 (152 억원)를 상회하는 영업실적이 예상된다.

개별 식품부문은 비수기에도 불구, 서구, 편의식품에 집중된 신제품을 중심으로 외형성장이 이어질 전망이다. 김치 등 일부 제품에 대한 판촉비용 투입 지속가능성이 존재하나, 경쟁사의 HMR 투자에 따라 장류, 조미료류 등 cash cow 경쟁이 완화될 공산이 높음을 감안한다면 2019년 추가 이익개선까지 기대가 가능하다.

소재부문의 경우 라이신, 바이오의 실적개선 흐름이 유지될 것으로 판단한다. 라이신 글로벌 시세는 하락했으나 판매지역 포트폴리오 내 동남아향 매출비중을 고판가의 유럽지역으로 전환하고 있어 판가하향조정 영향은 제한적이다. 바이오 내 포함된 고부가제품의 영업실적 기여 또한 높아진 상황이며, 전분당 원가변동에도 포트폴리오 안정화를 통해 높은 베이스에 대한 부담을 완화하는 흐름이 이어질 것으로 예상한다.

인도네시아 전분당부문은 최근 수율안정화 및 물량증가에 따른 고정비부담 완화가 이익기여로 이어지고 있다. 시장 내 연착륙 흐름을 고려한다면 향후 점진적인 마진 개선시 1H19 까지 베이스효과가 가능하며, 최근 경쟁이 심화된 MSG 이익기여가 2017년 이전수준으로 회복할 경우 50~90 억원의 추가 이익기여가 가능하다.

베스트코는 거래처 선별 등 저수익 사업구조에 대한 디마케팅으로 매출액 감소에도 적자폭 축소가 지속되고 있다. 일회성 손실반영 재현 가능성은 낮은 상황에서 구조조정 효과에 따른 2019년 추가적인 손실축소 가정 또한 무리가 없다.

### 2019년 식품+소재의 견조함 지속, 자회사 영업실적 개선가능성 염두

2019년 대상 영업실적 개선은 국내 및 해외 자회사의 영업실적 개선에 무게를 싣는다. 주요제품의 시장지배력 방어를 위한 비용지출에도 불구하고, 연간규모에서의 비용컨트롤이 가능하다는 점을 고려해 2019년 또한 전년도에 보여준 매분기 실적개선을 재차 시현할 전망이다. 향후 개별부문의 영업실적 개선속도를 보수적으로 고려하더라도 전반적인 자회사부문의 이익기여도 확대에 따른 전사 영업실적 개선에 무게를 실으며, 동종업체대비 높은 밸류에이션 매력도가 부각되는 시점이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	697.9	711.2	(1.9)	720.1	(3.1)
영업이익	16.7	5.2	222.4	15.2	9.5
영업이익률 %	2.4	0.7	1.7	2.1	0.3
세전이익	10.9	2.9	270.7	10.0	9.1
세전이익률 %	1.6	0.4	1.1	1.4	0.2

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 대상 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>연결 매출액</b>	740.0	724.3	785.3	697.9	732.4	731.6	799.7	714.2	2,968.8	2,947.4	2,977.8
개별 매출액	562.6	541.8	599.8	520.0	560.2	551.1	613.9	529.5	2,190.1	2,224.2	2,254.7
식품	379.1	347.1	414.7	336.0	373.7	353.2	425.9	342.5	1,500.0	1,476.8	1,495.3
소재	183.5	194.7	185.1	184.0	186.5	197.9	188.0	187.0	690.1	747.3	759.4
대상베스트코	120.7	129.8	124.6	117.6	108.6	120.8	120.9	119.9	571.5	492.7	470.2
PT INDONESIA	46.8	47.5	49.6	50.3	53.9	50.4	52.5	53.3	159.7	194.2	210.1
MWON VIETNAM	21.0	22.2	24.7	23.6	22.5	23.8	26.4	25.2	79.7	91.5	97.9
YoY%	3.6	0.0	(4.2)	(1.9)	(1.0)	1.0	1.8	2.3	4.0	(0.7)	1.0
개별 매출액	6.0	1.8	(1.5)	0.4	(0.4)	1.7	2.4	1.8	18.2	1.6	1.4
식품	3.7	(3.7)	(5.2)	(0.2)	(1.4)	1.8	2.7	1.9	26.5	(1.5)	1.2
소재	10.8	13.5	7.8	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	3.4	8.3	1.6
대상베스트코	(8.2)	(10.7)	(20.3)	(15.0)	(10.0)	(7.0)	(3.0)	2.0	17.1	(13.8)	(4.6)
PT INDONESIA	30.5	28.7	12.9	17.0	15.0	6.0	6.0	6.0	27.3	21.6	8.2
MWON VIETNAM	5.9	12.0	26.1	15.0	7.0	7.0	7.0	7.0	1.0	14.7	7.0
<b>연결 영업이익</b>	30.2	35.4	41.4	16.7	31.6	35.8	43.7	19.6	96.7	123.6	130.7
개별 영업이익	29.8	34.2	38.8	16.9	30.2	33.4	39.5	18.6	103.1	119.8	121.7
식품	12.8	11.9	25.9	0.7	13.1	11.7	25.6	1.4	42.6	51.3	51.7
소재	17.0	22.3	13.0	16.3	17.1	21.7	14.0	17.3	60.5	68.5	70.0
대상베스트코	(4.2)	(2.3)	(1.9)	(1.8)	(1.6)	(1.2)	(0.8)	(1.2)	(15.4)	(10.2)	(4.9)
PT INDONESIA	1.5	2.3	3.8	1.5	2.2	2.8	3.9	1.9	3.3	9.1	10.7
MWON VIETNAM	0.5	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7	0.5	0.7	2.3	2.4
YoY%	4.5	47.9	6.8	222.4	4.5	1.4	5.6	17.7	(12.9)	27.8	5.7
개별 영업이익	10.1	38.7	(0.0)	34.6	1.2	(2.4)	1.7	10.1	2.8	16.1	1.6
식품	(14.5)	36.8	0.1	(109.8)	2.2	(2.4)	(1.2)	103.9	(4.3)	20.3	0.8
소재	40.6	39.7	(0.3)	(16.5)	0.5	(2.5)	7.6	6.2	12.3	13.2	2.2
<b>OPM %</b>	4.1	4.9	5.3	2.4	4.3	4.9	5.5	2.7	3.3	4.2	4.4
개별 영업이익	5.3	6.3	6.5	3.3	5.4	6.1	6.4	3.5	4.7	5.4	5.4
식품	3.4	3.4	6.2	0.2	3.5	3.3	6.0	0.4	2.8	3.5	3.5
소재	9.3	11.4	7.0	8.8	9.2	11.0	7.4	9.2	8.8	9.2	9.2

자료: 대상, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	999	1,018	1,054	1,115
현금 및 현금성자산	148	241	307	377
단기금융자산	197	144	105	77
매출채권	281	280	283	290
재고자산	318	295	298	305
비유동자산	1,254	1,241	1,253	1,257
유형자산	894	877	884	884
무형자산	137	137	137	137
자산총계	2,252	2,259	2,307	2,372
유동부채	688	829	829	837
매입채무	181	153	124	100
단기차입금	204	270	270	270
유동성장기부채	111	140	140	140
비유동부채	680	494	494	494
사채	399	250	250	250
장기차입금	136	100	100	100
부채총계	1,368	1,324	1,323	1,331
지배주주지분	871	922	971	1,027
자본금	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	597	668	737	813
기타자본항목	-34	-34	-34	-34
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	884	935	984	1,040

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,969	2,947	2,978	3,053
증가율(%)	4.0	-0.7	1.0	2.5
매출원가	2,174	2,170	2,168	2,221
매출총이익	794	777	810	832
판매비와관리비	698	653	679	692
연구개발비	24	23	24	24
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	97	124	131	141
증가율(%)	-12.9	27.8	5.7	7.7
영업이익률(%)	3.3	4.2	4.4	4.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(소실)	3	2	5	5
기타영업외손익	-4	17	1	1
세전계속사업이익	84	122	116	126
법인세비용	32	33	29	32
세전계속이익률(%)	2.8	4.1	3.9	4.1
당기순이익	52	89	87	95
순이익률(%)	1.7	3.0	2.9	3.1
지배주주귀속 순이익	53	89	87	95
기타포괄이익	-20	-20	-20	-20
총포괄이익	32	69	67	74
지배주주귀속총포괄이익	32	69	67	74

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	166	206	174	181
당기순이익	52	89	87	95
유형자산감가상각비	-	77	78	78
무형자산상각비	5	6	6	6
지분법관련손실(이익)	3	2	5	5
투자활동 현금흐름	-68	-57	-56	-57
유형자산의 처분(취득)	-139	-105	-90	-80
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	72	53	39	28
재무활동 현금흐름	-109	-60	-19	-19
단기금융부채의증감	-	50	-	-
장기금융부채의증감	100	-149	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-14	-18	-18	-18
현금및현금성자산의증감	-36	93	66	70
기초현금및현금성자산	184	148	241	307
기말현금및현금성자산	148	241	307	377

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,525	2,566	2,511	2,729
BPS	25,138	26,601	28,010	29,638
CFPS	1,683	4,953	4,927	5,130
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	18.1	10.2	10.5	9.6
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9
PCR	16.4	5.3	5.3	5.1
EV/EBITDA	14.5	6.3	6.0	5.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.1	9.9	9.2	9.5
EBITDA 이익률	3.4	7.0	7.2	7.3
부채비율	154.7	141.5	134.5	128.0
순부채비율	57.2	40.1	35.4	29.4
매출채권회전율(x)	10.4	10.5	10.6	10.7
재고자산회전율(x)	9.7	9.6	10.1	10.1

자료 : 대상, 하이투자증권 리서치센터



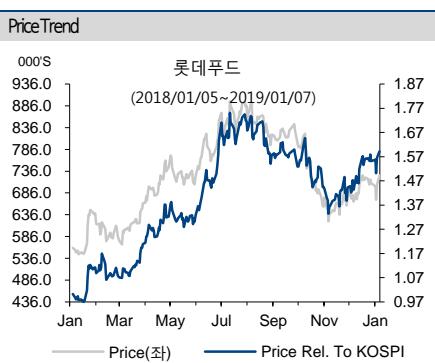
## 롯데푸드 (002270)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	900,000 원(하향)
종가(2019/01/07)	726,000 원

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	113만주
시가총액	822십억원
외국인지분율	16.1%
52주 주가	545,000~896,000 원
60일평균거래량	1,770주
60일평균거래대금	1.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.0	-11.0	-13.2	30.8
상대수익률	10.9	-1.4	-2.8	49.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,819	1,803	1,869	1,939
영업이익(십억원)	66	71	73	76
순이익(십억원)	95	48	60	62
EPS(원)	72,204	42,578	52,713	54,751
BPS(원)	587,907	573,871	557,425	540,174
PER(배)	7.7	17.1	13.8	13.3
PBR(배)	0.9	1.3	1.3	1.3
ROE(%)	11.8	7.3	9.3	10.0
배당수익률(%)	4.0	2.2	2.6	2.8
EV/EBITDA(배)	11.4	7.1	7.8	7.7

주: K-IFRS 별도 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 영업실적 추가적인 성장 가시화 기대

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

롯데푸드의 4Q18 매출액과 영업이익은 각각 4,057 억원 (+4.7% YoY), 48 억원 (-4.3% YoY)이다. 매출액의 높은 성장률은 IFRS 회계기준 변경과 관련된 2017년 연간 영업실적 변동분이 4Q17 일시 반영됨에 따른 영향이다. 단 국내외 조제분유 일부 부진 및 육가공부문 프로모션관련 비용증가로 시장기대치 (70 억원)를 하회하는 영업실적이 예상된다.

외형확대는 식품부문의 편의식 관련 제품수요 증가로부터 기인할 전망이다. 베이스 확대에 따라 매출액 성장률은 다소 하락했으나, 여전히 롯데푸드 전사 성장 내기여도가 높다. 다만 저마진의 FS 매출비중 증가는 규모의 경제 이전까지 전사 이익률을 희석시킨다는 측면에서 다소 아쉬움이 존재한다. 유지부문의 전분기 영업일수 이전효과가 마진개선에 일부 (+)요인으로 작용할 것으로 판단한다.

유가공 내 조제분유는 내수 시장축소 영향 및 제한적인 중국 수출 등 아쉬운 영업실적이 예상된다. 4Q18 중국 수출액은 2Q18~3Q18 과 동일한 50 억원 수준이며, 더딘 회복에 따라 조제분유 가동률 하락이 고정비 부담으로 이어져 영업이익에 (-)영향을 지속하고 있다는 점이 아쉽다. 빙과부문은 비수기임에도 불구하고, 호실적이 지속되고 있다.

육가공부문은 낮아진 돈육가 부담완화 및 2H17 햄버거 패스트푸드관련 이슈 베이스효과 측면에서 긍정적이나, 브랜드 인지도 제고를 위한 프로모션 비용으로 수익성 일부 둔화가 예상된다.

### 영업실적의 추가적인 성장 가시화 기대

시장분위기가 개선된 빙과부문으로 연간실적을 일부 방어하고 있으나, 국내외 조제분유 시황악화, 육가공 마진하락 등 비용부담 관련 이슈가 지속되는 상황이다. 영업실적 추정치 조정에 따라 목표주가를 기준 100 만원에서 90 만원으로 하향조정한다. 본업의 안정성 및 추가적인 주주환원을 기대할 수 있는 영업실적의 의미있는 성장 가시화가 필요한 구간이라는 판단이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	405.7	387.6	4.7	407.5	(0.4)
영업이익	4.8	5.0	(4.3)	7.0	(30.9)
영업이익률 %	1.2	1.3	(0.1)	1.7	(0.5)
세전이익	5.0	66.4	(92.4)	8.4	(39.8)
세전이익률 %	1.2	17.1	(15.9)	2.0	(0.8)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 롯데푸드 개별기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
개별 매출액	430.8	470.2	496.5	405.7	445.4	487.7	514.3	421.4	1,818.6	1,803.3	1,868.9
유지/식품	205.1	209.9	202.9	191.7	214.3	221.5	214.0	202.2	818.3	809.6	852.0
빙과/유가공	91.5	128.6	141.3	85.5	92.8	130.5	143.4	86.8	449.0	446.9	453.6
육가공 등	134.3	131.7	152.3	128.5	138.3	135.7	156.9	132.4	551.2	546.8	563.2
YoY %	(1.5)	(1.2)	(4.1)	4.7	3.4	3.7	3.6	3.9	3.2	(0.8)	3.6
유지/식품	4.4	1.2	(7.3)	(2.0)	4.5	5.5	5.5	5.5	6.4	(1.1)	5.2
빙과/유가공	(7.1)	(2.1)	(2.1)	14.2	1.5	1.5	1.5	1.5	(2.1)	(0.5)	1.5
육가공 등	(5.6)	(4.2)	(1.4)	9.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	(0.8)	3.0
개별 영업이익	15.9	22.8	27.5	4.8	16.3	23.3	28.0	5.6	66.2	71.1	73.3
유지/식품	9.6	9.5	7.8	7.9	9.9	9.5	9.0	8.5	35.7	34.9	36.9
빙과/유가공	3.6	13.0	13.8	(0.7)	3.7	12.8	14.3	(0.9)	27.1	29.6	30.0
육가공 등	2.7	0.3	5.9	(2.4)	2.8	0.9	4.7	(2.0)	3.4	6.5	6.4
YoY %	12.8	16.6	0.1	(4.3)	2.6	1.8	2.0	16.7	(17.0)	7.4	3.1
유지/식품	42.9	5.0	(32.8)	적축	2.3	(0.0)	14.9	적확	(12.2)	(2.3)	5.6
빙과/유가공	(10.3)	17.3	4.9	적확	2.4	(1.5)	4.3	적축	(17.5)	9.3	1.2
육가공 등	(20.1)	(163.4)	117.7	11.3	3.7	175.7	(20.4)	(16.5)	(46.1)	93.9	(1.7)
OPM %	3.7	4.9	5.5	1.2	3.7	4.8	5.5	1.3	3.6	3.9	3.9
유지/식품	4.7	4.5	3.9	4.1	4.6	4.3	4.2	4.2	4.4	4.3	4.3
빙과/유가공	4.0	10.1	9.7	(0.9)	4.0	9.8	10.0	(1.0)	6.0	6.6	6.6
육가공 등	2.0	0.3	3.9	(1.9)	2.0	0.7	3.0	(1.5)	0.6	1.2	1.1

자료: 롯데푸드, 하이투자증권

표 2. 롯데푸드 목표주가: 기존 1,000,000 원 → 900,000 원으로 하향조정

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
순이익	59.9	50.3	58.2	45.1	47.7	57.7
EPS (원)	52,897	44,417	51,395	39,821	42,136	50,946
EPSG (%)	-47.5%	-16.0%	15.7%	-22.5%	5.8%	20.9%
PER						
High	18.6	32.4	23.4	20.9	21.3	14.3
Avg	16.9	23.0	18.8	18.1	17.1	13.7
Low	13.3	15.2	15.3	13.6	12.9	13.2
End	13.3	25.9	15.3	13.9	16.8	14.3
target PER (X)						17.5
Fair Price (원)						891,557
목표주가 (원)						900,000

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	515	436	436	436
현금 및 현금성자산	98	40	42	43
단기금융자산	16	11	7	5
매출채권	213	206	208	210
재고자산	179	172	173	173
비유동자산	707	671	657	645
유형자산	537	506	496	488
무형자산	50	50	50	50
자산총계	1,222	1,107	1,093	1,081
유동부채	330	231	236	243
매입채무	87	96	111	128
단기차입금	114	50	50	50
유동성장기부채	32	1	1	1
비유동부채	226	227	227	227
사채	150	120	120	120
장기차입금	-	30	30	30
부채총계	556	457	462	470
지배주주지분	665	650	631	611
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	60	60	60	60
이익잉여금	883	869	851	833
기타자본항목	-284	-284	-284	-284
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	665	650	631	611

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,819	1,803	1,869	1,939
증가율(%)	3.2	-0.8	3.6	3.8
매출원가	1,493	1,515	1,560	1,630
매출총이익	326	289	309	310
판매비와관리비	260	217	236	234
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	66	71	73	76
증가율(%)	-17.0	7.4	3.1	3.9
영업이익률(%)	3.6	3.9	3.9	3.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-4	-1	-6	-6
기타영업외손익	64	-1	2	2
세전계속사업이익	111	63	74	77
법인세비용	16	15	14	15
세전계속이익률(%)	6.1	3.5	4.0	4.0
당기순이익	95	48	60	62
순이익률(%)	5.2	2.7	3.2	3.2
지배주주귀속 순이익	95	48	60	62
기타포괄이익	-67	-1	-1	-1
총포괄이익	29	47	58	61
지배주주귀속총포괄이익	29	47	58	61

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	91	90	70	75
당기순이익	95	48	60	62
유형자산감가상각비	-	62	47	46
무형자산상각비	4	4	4	4
지분법관련손실(이익)	-4	-1	-6	-6
투자활동 현금흐름	-56	-207	-209	-210
유형자산의 처분(취득)	-85	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	8	5	4	2
재무활동 현금흐름	27	-118	-18	-21
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	100	-30	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-20	-15	-17
현금및현금성자산의증감	62	-59	2	1
기초현금및현금성자산	37	98	40	42
기말현금및현금성자산	98	40	42	43

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	72,204	42,578	52,713	54,751
BPS	587,907	573,871	557,425	540,174
CFPS	75,504	101,047	98,074	99,213
DPS	22,000	16,000	19,000	20,000
Valuation(배)				
PER	7.7	17.1	13.8	13.3
PBR	0.9	1.3	1.3	1.3
PCR	7.3	7.2	7.4	7.3
EV/EBITDA	11.4	7.1	7.8	7.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.8	7.3	9.3	10.0
EBITDA 이익률	3.9	7.6	6.7	6.5
부채비율	83.6	70.4	73.2	76.8
순부채비율	27.3	23.1	24.1	25.1
매출채권회전율(x)	8.3	8.6	9.0	9.3
재고자산회전율(x)	10.5	10.3	10.9	11.2

자료 : 롯데푸드, 하이투자증권 리서치센터



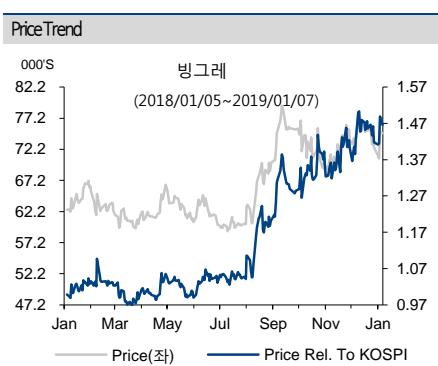
## 빙그레 (005180)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	80,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	74,800 원

Stock Indicator	
자본금	50십억원
발행주식수	985만주
시가총액	737십억원
외국인지분율	31.3%
52주 주가	59,000~79,200 원
60일평균거래량	23,384주
60일평균거래대금	1.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.2	0.4	24.5	19.7
상대수익률	3.1	10.0	34.8	38.6



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	857	888	910	932
영업이익(십억원)	35	48	50	52
순이익(십억원)	30	38	39	41
EPS(원)	3,006	3,903	3,996	4,152
BPS(원)	53,683	55,209	56,784	58,515
PER(배)	21.0	19.2	18.7	18.0
PBR(배)	1.2	1.4	1.3	1.3
ROE(%)	5.6	7.2	7.1	7.2
배당수익률(%)	2.0	1.8	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	11.2	7.1	6.6	6.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 주요제품 성장, 이익선순환 기대

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

빙그레의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,056 억원 (+1.7% YoY), -22 억원 (적자확대)으로, 4 분기 계절적 비수기구간 및 전년동기대비 일부 확대된 판관비용 등을 감안해 영업적자가 예상된다.

백색우유에 대한 포트폴리오 내 비중이 낮아지고, 메인제품인 가공유 및 호상제품을 중심으로 하는 외형흐름이 지속될 전망이다. 다만 비수기를 감안한다면 전분기 호실적대비 성장속도는 완만할 것으로 판단한다. 주요제품인 바나나우유의 가격인상이 설 전후 반영될 계획으로, 물량저항 및 시장안착을 확인할 필요가 있다.

최근 빙과 매출액 성장이 견조한 상황이었으나, 4 분기 비수기에 따라 영향 정도는 완만해질 전망이다. 2019년 가격경찰제 시행 등 ASP 방어가 가능한 상황 및 폭염효과, 아이스크림 전문점 확대 등 대리점채널 물량증가 요인이 이어진다면 외형 및 전사 수익개선을 이끌어내는 구조가 재현될 가능성에 무게를 싣는다.

### 주요제품 성장을 통한 이익 선순환 기대

2018년은 제품포트폴리오 악화에 따른 영업실적 부담이 마무리되고, 주요 카테고리 성장으로 개선세가 시현되었다는 측면에서 긍정적이다. 포트폴리오 특성상 가공유, 발효유 등 부문별 메가브랜드를 보유하고 있음에 따라 주요제품이 안정적으로 성장할 경우 이익 선순환구조를 기대할 수 있으며, 추가적으로 여타업체대비 다소 소극적으로 대응한 바 있던 신사업부문에 대한 투자가 필요한 시기였음을 고려해 안정구간에 진입한 상황에서 중장기 성장동력 역할은 가능할 전망이다. 향후 현금활용 및 이익개선에 따른 배당확대 가능성 또한 열어둘 필요가 있으며, 구체적인 전략확인시 주가상승을 견인할 것으로 판단한다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	205.6	202.2	1.7	175.3	17.3
영업이익	(2.2)	(1.5)	적확	(0.7)	n/a
영업이익률 %	(1.1)	(0.7)	(0.3)	(0.4)	(0.6)
세전이익	(4.5)	9.2	적전	(1.5)	n/a
세전이익률 %	(2.2)	4.5	(6.7)	(0.9)	(1.3)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	169.8	242.0	271.1	205.6	173.1	249.2	279.4	208.8	857.5	888.5	910.5
개별매출액	166.9	236.6	265.3	201.7	169.5	242.3	273.8	204.8	841.3	870.5	890.4
냉장	106.4	123.3	125.8	115.1	108.1	126.2	128.8	116.5	486.5	470.6	479.6
냉동 및 기타	60.5	113.3	139.5	86.7	61.5	116.1	145.0	88.2	354.8	399.9	410.8
기타 및 adj.	2.9	5.4	5.8	3.9	3.5	6.8	5.6	4.1	16.1	18.0	20.0
YoY %	2.2	3.4	6.3	1.7	1.9	3.0	3.1	1.6	5.4	3.6	2.5
개별매출액	1.5	3.3	6.5	1.5	1.6	2.4	3.2	1.5	4.6	3.5	2.3
냉장	(6.0)	(3.8)	(4.4)	1.2	1.6	2.4	2.4	1.3	(1.4)	(3.3)	1.9
냉동 및 기타	18.0	12.4	18.6	1.8	1.6	2.5	4.0	1.8	14.1	12.7	2.7
기타 및 adj.	71.0	7.5	(2.9)	12.7	20.0	26.6	(2.8)	4.9	78.8	11.5	11.4
연결 영업이익	2.8	21.9	25.2	(2.2)	3.9	22.0	26.0	(1.8)	34.7	47.8	50.1
YoY %	(23.7)	81.1	23.6	45.7	36.2	0.9	3.0	(17.1)	(6.8)	37.6	4.9
OPM %	1.7	9.0	9.3	(1.1)	2.2	8.8	9.3	(0.9)	4.0	5.4	5.5

자료: 빙그레, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	362	348	371	388
현금 및 현금성자산	23	32	33	38
단기금융자산	203	183	201	212
매출채권	76	76	77	79
재고자산	39	36	37	38
비유동자산	273	299	293	294
유형자산	221	245	239	240
무형자산	5	7	7	7
자산총계	636	647	664	682
유동부채	94	90	91	93
매입채무	51	49	52	55
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	13	13	13	13
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	107	103	104	106
지배주주지분	529	544	559	576
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	434	461	488	516
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	529	544	559	576

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	857	888	910	932
증가율(%)	5.4	3.6	2.5	2.4
매출원가	612	628	637	652
매출총이익	246	260	274	280
판매비와관리비	211	213	224	228
연구개발비	5	5	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	35	48	50	52
증가율(%)	-6.8	37.6	4.9	4.0
영업이익률(%)	4.0	5.4	5.5	5.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	-3	-3	-3
세전계속사업이익	48	50	52	54
법인세비용	18	11	12	13
세전계속이익률(%)	5.6	5.6	5.7	5.8
당기순이익	30	38	39	41
순이익률(%)	3.5	4.3	4.3	4.4
지배주주귀속 순이익	30	38	39	41
기타포괄이익	-11	-11	-11	-11
총포괄이익	18	27	28	29
지배주주귀속총포괄이익	18	27	28	29

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	42	53	55	56
당기순이익	30	38	39	41
유형자산감가상각비	-	25	25	25
무형자산상각비	0	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-28	-6	-43	-35
유형자산의 처분(취득)	-23	-26	-26	-26
무형자산의 처분(취득)	-1	-2	-	-
금융상품의 증감	-8	20	-18	-10
재무활동 현금흐름	-11	-11	-12	-12
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-11	-12	-12
현금및현금성자산의증감	2	9	2	5
기초현금및현금성자산	21	23	32	33
기말현금및현금성자산	23	32	33	38

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,006	3,903	3,996	4,152
BPS	53,683	55,209	56,784	58,515
CFPS	3,050	6,528	6,625	6,784
DPS	1,250	1,350	1,400	1,400
Valuation(배)				
PER	21.0	19.2	18.7	18.0
PBR	1.2	1.4	1.3	1.3
PCR	20.7	11.5	11.3	11.0
EV/EBITDA	11.2	7.1	6.6	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.6	7.2	7.1	7.2
EBITDA 이익률	4.1	8.3	8.3	8.4
부채비율	20.2	19.0	18.6	18.4
순부채비율	-42.8	-39.5	-42.0	-43.3
매출채권회전율(x)	11.7	11.7	11.9	11.9
재고자산회전율(x)	23.7	23.7	24.7	24.7

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치센터



## 매일유업 (267980)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(유지)
종가(2019/01/07)	78,000 원

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	784만주
시가총액	612십억원
외국인지분율	13.5%
52주 주가	62,300~101,500 원
60일평균거래량	25,044주
60일평균거래대금	1.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.6	-4.9	-19.3	17.5
상대수익률	-28	7.4	-2.5	37.3



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	881	1,296	1,313	1,342
영업이익(십억원)	51	76	79	81
순이익(십억원)	35	63	61	62
EPS(원)	6,928	8,098	7,743	7,939
BPS(원)	37,786	44,440	51,956	59,669
PER(배)		9.6	10.1	9.8
PBR(배)		1.8	1.5	1.3
ROE(%)	24.2	19.7	16.1	14.2
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	
EV/EBITDA(배)	7.1	6.3	5.5	

주: K-IFRS 별도 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 2019년 P, Q 성장카드 유효

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

매일유업의 4Q18 매출액과 영업이익은 각각 3,219 억원 (-1.4% YoY), 195 억원 (+20.0% YoY)으로, 4 분기 계절적 비수기임에도 불구하고 중국향 분유수출 공백 최소화 및 비용효율화에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적을 시현할 전망이다.

국내 신생아수 감소 등 국내 조제분유 시장과 관련된 환경악화 흐름에 따른 부담이 지속되고 있다. 그러나 2017년까지 심화되었던 온라인채널 내 조제분유 카테고리의 경쟁강도가 2018년 이후 낮아지는 등 우호적인 상황이 이익훼손 우려를 잠식시킨다. 추가적으로 2017~2018년 경쟁사의 제품가격 인상 및 프리미엄 신제품 출시에도 불구하고 매일유업의 동종업체대비 시장지배력이 상대적으로 견고했음을 고려할 때 2019년 이후 가격 및 제품라인 확대 전략으로 영업실적 개선 가능성이 유효하다.

중국 분유수출은 사드영향 및 신조제분유법 영향이 완화된 것으로 판단, 수출액은 2018년 407 억원 (+36.2%), 2019년 439 억원 (+8.0% YoY)으로 전망한다. 동종업체대비 높은 회복속도에 따라 신조제분유법 실효 이후의 중국시장 내 지배력 추가확대 가능성 또한 긍정적이다. 최근 진출한 중국 컵커피의 경우 시장성장 및 제품수익성을 고려시 시장안착 이후 영업실적 기여에 대해 긍정적으로 예상한다.

2018년 백색시유의 경우 수익관리를 통한 손실축소가 이루어지고 있다. 8월 원유가 인상 이후 경쟁업체들의 연쇄적인 가격인상에도 불구하고, 매일유업의 제품가격 인상은 제한적이다. 전사차원에서 타사업부문의 수익개선을 통한 백색시유 손실 일부 상쇄가 가능하다는 판단이며, 향후 가격인상이 이루어질 경우 수익개선 가능성이 높다. 시장지위가 견조한 가공유, 프리미엄 유제품 등에서의 고성장 및 신제품 출시 또한 마진개선 요인으로 작용할 전망이다.

### 2018년 기존제품의 시장지배력 확대 → 2019년 P, Q 성장카드 유효

2019년 매일유업은 2018년 기존제품의 시장지배력에 주력했던 흐름과 달리 P, Q 측면에서의 성장카드가 유효한 상황이다. 국내 및 중국관련 영업환경에 대한 우려에 따라 음식료업종대비 할인폭이 높은 상황이나, 1) 유업계 동종업체 중 가장 견고한 시장지배력 지속성 및 2) 중국 상황개선에 따른 수출분유 추가 매출확대 가능성, 3) 밸류에이션 매력도 감안시 매수에 무리 없는 구간이라는 판단이다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	321.9	326.5	(1.4)	327.8	(1.8)
영업이익	19.5	16.2	20.0	19.1	2.0
영업이익률 %	6.1	5.0	1.1	5.8	0.2
세전이익	19.0	10.5	81.0	17.3	9.6
세전이익률 %	5.9	3.2	2.7	5.3	0.6

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 매일유업 개별기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>개별 매출액</b>	321.0	319.2	333.5	321.9	324.8	323.2	339.1	325.6	1,317.8	1,295.5	1,312.7
분유부문	37.6	39.4	41.4	43.6	36.8	38.8	41.3	42.9	161.8	162.0	159.8
국내	30.0	28.4	30.2	32.7	28.5	27.0	29.0	31.4	132.0	121.3	115.8
중국	7.6	11.0	11.2	10.9	8.3	11.8	12.3	11.5	29.8	40.7	43.9
시유부문	75.4	73.5	76.2	75.4	76.1	74.3	77.7	76.2	296.8	300.5	304.3
발효유부문	24.5	30.0	25.4	21.4	24.6	30.3	25.8	21.5	98.7	101.3	102.2
음료 및 기타	183.5	176.2	190.6	181.4	187.2	179.8	194.4	185.1	760.4	731.8	746.4
YoY %	-2.0%	-1.9%	-1.4%	-1.4%	1.2%	1.3%	1.7%	1.2%	-0.8%	-1.7%	1.3%
분유부문	-4.3%	1.1%	4.3%	-0.6%	-2.1%	-1.4%	-0.2%	-1.7%	-14.9%	0.1%	-1.3%
국내	-9.0%	-9.5%	-7.0%	-7.0%	-5.0%	-5.0%	-4.0%	-4.0%	-9.1%	-8.1%	-4.5%
중국	20.0%	45.0%	55.0%	25.0%	9.5%	8.0%	10.0%	5.0%	-33.6%	36.2%	8.0%
시유부문	1.0%	1.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.0%	1.0%	-1.5%	1.3%	1.3%
발효유부문	0.0%	2.0%	6.0%	2.5%	0.5%	1.0%	1.5%	0.5%	3.2%	2.6%	0.9%
음료 및 기타	-3.0%	-4.3%	-4.7%	-3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	-3.8%	2.0%
<b>개별 영업이익</b>	16.4	18.9	21.2	19.5	16.9	19.6	23.2	19.7	68.0	76.0	79.5
YoY %	39.4%	2.2%	-1.0%	20.0%	3.2%	3.4%	9.5%	1.3%	-1.7%	11.9%	4.5%
OPM %	5.1%	5.9%	6.4%	6.1%	5.2%	6.1%	6.8%	6.1%	5.2%	5.9%	6.1%

자료: 매일유업, 하이투자증권

주: 사업부문별 영업실적은 하이투자증권 예상 및 추정치

## K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	331	373	420	479
현금 및 현금성자산	37	76	118	168
단기금융자산	17	17	17	17
매출채권	168	170	172	176
재고자산	102	103	107	112
비유동자산	260	219	225	230
유형자산	220	179	185	191
무형자산	8	8	8	8
자산총계	591	591	646	710
유동부채	233	215	211	214
매입채무	91	83	78	82
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	40	10	10	10
비유동부채	70	27	27	27
사채	50	-	-	-
장기차입금	3	10	10	10
부채총계	303	243	238	242
지배주주지분	287	349	408	468
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	249	249	249	249
이익잉여금	35	96	154	215
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	287	349	408	468

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	881	1,296	1,313	1,342
증가율(%)	-	47.0	1.3	2.3
매출원가	602	915	889	910
매출총이익	279	380	423	433
판매비와관리비	228	304	344	352
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	51	76	79	81
증가율(%)	-	48.6	4.5	2.5
영업이익률(%)	5.8	5.9	6.1	6.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(소실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-3	-1	3	3
세전계속사업이익	44	78	78	80
법인세비용	9	15	17	18
세전계속이익률(%)	5.0	6.0	5.9	5.9
당기순이익	35	63	61	62
순이익률(%)	3.9	4.8	4.6	4.6
지배주주귀속 순이익	35	63	61	62
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	35	63	61	62
지배주주귀속총포괄이익	35	63	61	62

현금흐름표

(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	97	56	51	58
당기순이익	35	63	61	62
유형자산감가상각비	-	-	-	-
무형자산상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-58	-16	-16	-16
유형자산의 처분(취득)	-44	-30	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-17	-	-	-
재무활동 현금흐름	-49	-57	-3	-3
단기금융부채의증감	-	20	-	-
장기금융부채의증감	-	-50	-	-
자본의증감	14	0	-	-
배당금지급	-	-3	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-9	39	42	50
기초현금및현금성자산	46	37	76	118
기말현금및현금성자산	37	76	118	168

주요투자지표

	2017E	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	6,928	8,098	7,743	7,939
BPS	37,786	44,440	51,956	59,669
CFPS	7,129	8,098	7,743	7,939
DPS	450	250	250	250
Valuation(배)				
PER		9.6	10.1	9.8
PBR		1.8	1.5	1.3
PCR		9.6	10.1	9.8
EV/EBITDA		7.1	6.3	5.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.2	19.7	16.1	14.2
EBITDA 이익률	5.9	5.9	6.1	6.1
부채비율	105.6	69.7	58.4	51.7
순부채비율	13.6	-21.1	-28.2	-35.3
매출채권회전율(x)	10.5	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	17.3	12.6	12.5	12.3

자료 : 매일유업, 하이투자증권 리서치센터



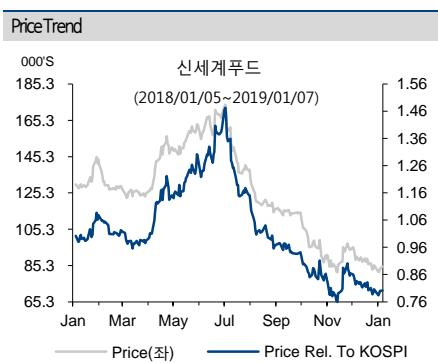
## 신세계푸드 (031440)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(하향)
종가(2019/01/07)	84,700 원

Stock Indicator	
자본금	19십억원
발행주식수	387만주
시가총액	328십억원
외국인지분율	7.1%
52주 주가	81,600~174,000 원
60일평균거래량	16,691주
60일평균거래대금	1.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	-18.6	-46.9	-33.8
상대수익률	-4.1	-8.9	-36.5	-14.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,208	1,280	1,341	1,383
영업이익(십억원)	30	28	31	36
순이익(십억원)	21	15	20	24
EPS(원)	5,323	3,881	5,292	6,120
BPS(원)	81,360	84,335	88,672	93,787
PER(배)	24.9	21.8	16.0	13.8
PBR(배)	1.6	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	6.7	4.7	6.1	6.7
배당수익률(%)	0.6	0.9	1.0	1.1
EV/EBITDA(배)	17.9	7.5	6.3	5.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 비용에 대한 부담 극복 필요

### 4Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

신세계푸드의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 3,151 억원 (+5.5% YoY), 59 억원 (-18.3% YoY)으로, 인건비 부담 증가에 따라 시장기대치 (65 억원)을 하회하는 영업실적이 예상된다.

식음사업은 급식을 중심으로 하는 외형성장이 지속되나, 최저임금 반영 등으로 인한 인건비 상승이 이익하락으로 이어지고 있다. 최근 주 52 시간 근무제 시행 및 2019년 최저임금 추가상승 (8,350 원, +10.9% YoY)을 감안시 당분간 제한적인 이익개선이 지속될 가능성이 높다. 향후 식단가 반영속도 및 시장대응에 대한 관찰이 필요하다. 외식부문의 경우에도 적자매장 정리 및 보수적인 출점계획이 지속되고 있으나 인건비성 사업임을 감안한다면 최근 소비심리 악화에 따른 외식경기 둔화 등 외부요소가 비용부담 가중 요인으로 작용할 수 밖에 없다는 점은 아쉬운 부분이다.

식품사업 내 제조부문은 피코크, 노브랜드, 이마트 24, 스타벅스향 매출뿐만 아니라 NB (올반)의 확대속도가 반영되어 외형 고성장을 지속하는 것으로 판단한다. 매출비중은 급식, 유통부문대비 작으나, 이익률은 전사마진의 (+)요소로 작용하고 있다. 2019년 오산 2 공장의 연초 완공 및 2Q19 이후 매출액 발생이 예상되며, 수율안정 이후 의미있는 영업실적 기여가 가능할 것으로 판단한다.

### 장기 방향성은 유효하나, 단기 비용에 대한 부담을 이겨낼 이익회복 필요

인건비 증가가 영업실적에 영향을 미칠 수 밖에 없는 사업구조를 감안할 때 단기 제한적인 마진시현 가능성은 장기성장에 대한 눈높이를 제한한다는 측면에서 아쉬운 상황이다. 비용부담의 확대구간임을 감안한 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 11 만원으로 하향조정한다. 다만 제조부문 오산 2 공장 등 투자 마무리시 예상되는 그룹사 연계 영업실적 확대 및 추가 효율화와 말레이시아 합작법인 (마미사)을 통한 소싱확대, 이마트-신세계의 온라인채널 투자에 따른 제조부문 확대 등 신세계푸드에 대한 장기 성장성 측면은 유지되고 있다는 점을 긍정적으로 해석할 필요가 있다. 따라서 불가피한 인건비 관련 비용증가에 대한 불확실성이 제거된 이후 다시 여타 동종업체대비 고른 성장성이 부각될 것으로 판단한다.

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	315.1	298.7	5.5	319.6	(1.4)
영업이익	5.9	7.2	(18.3)	6.5	(10.3)
영업이익률 %	1.9	2.4	(0.5)	2.0	(0.2)
세전이익	2.0	3.4	(40.7)	6.3	(67.6)
세전이익률 %	0.6	1.1	(0.5)	2.0	(1.3)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. 신세계푸드 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	317.9	310.3	337.0	315.1	327.4	327.5	359.5	326.1	1,207.5	1,280.4	1,340.6
식음사업	172.4	165.7	166.5	168.7	165.4	169.5	170.9	172.3	655.9	673.3	678.0
식품사업	145.3	144.5	170.3	146.3	162.1	158.0	188.7	153.9	534.8	606.4	662.7
물류	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	16.4	0.8	0.8
YoY %	11.6	2.4	5.0	5.5	3.0	5.5	6.7	3.5	13.0	6.0	4.7
식음사업	10.1	2.1	(1.0)	2.0	(4.3)	2.1	2.0	2.1	4.0	3.2	0.4
식품사업	19.3	8.0	16.0	7.0	7.5	6.0	7.5	5.0	28.7	12.5	6.6
연결 영업이익	10.0	6.9	5.6	5.9	7.5	7.9	9.1	6.9	29.8	28.4	31.4
식음사업	2.9	1.7	0.3	1.8	1.7	2.0	2.3	2.3	14.7	6.7	8.2
식품사업	7.2	5.2	5.3	4.0	5.8	5.9	6.9	4.6	15.2	21.7	23.2
YoY %	107.9	(19.2)	(39.5)	(18.3)	(25.2)	13.9	62.6	18.0	39.5	(4.8)	10.6
OPM %	3.1	2.2	1.7	1.9	2.3	2.4	2.5	2.1	2.5	2.2	2.3
식음사업	1.7	1.0	0.2	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3	2.2	1.0	1.2
식품사업	4.9	3.6	3.1	2.7	3.6	3.7	3.6	3.0	2.8	3.6	3.5

자료: 신세계푸드, 하이투자증권

표 2. 신세계푸드 목표주가: 기준 125,000 원 → 110,000 원으로 하향조정

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
지배주주순이익	4.2	6.7	14.3	20.6	15.0	20.5
EPS (원)	1,085	1,727	3,690	5,323	3,881	5,292
EPSG (%)	-80.7%	59.1%	113.7%	44.3%	-27.1%	36.4%
PER						
High	101.2	141.3	47.8	33.3	44.8	32.9
Avg	75.9	97.8	39.7	27.1	32.4	23.8
Low	52.6	62.8	32.5	22.4	21.0	15.4
End	98.1	100.2	40.0	24.9	22.0	16.1
target PER (X)						19.8
Fair Price (원)						105,032
목표주가 (원)						110,000

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	226	239	261	288
현금 및 현금성자산	51	55	69	89
단기금융자산	2	1	1	1
매출채권	94	100	105	108
재고자산	74	78	82	84
비유동자산	369	419	367	363
유형자산	264	314	262	258
무형자산	65	65	65	65
자산총계	595	658	628	650
유동부채	263	216	219	222
매입채무	43	-21	-39	-62
단기차입금	31	31	31	31
유동성장기부채	101	101	101	101
비유동부채	17	115	65	65
사채	-	-	-	-
장기차입금	1	100	50	50
부채총계	280	332	285	287
지배주주지분	315	327	343	363
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	70	70	70	70
이익잉여금	227	239	257	277
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	315	327	343	363

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,208	1,280	1,341	1,383
증가율(%)	13.0	6.0	4.7	3.1
매출원가	1,037	1,109	1,153	1,189
매출총이익	171	171	187	194
판매비와관리비	141	143	156	158
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	30	28	31	36
증가율(%)	39.5	-4.8	10.6	13.2
영업이익률(%)	2.5	2.2	2.3	2.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-1	-2	-2
기타영업외손익	-1	-4	-1	-1
세전계속사업이익	25	20	26	30
법인세비용	5	5	6	7
세전계속이익률(%)	2.1	1.6	2.0	2.2
당기순이익	21	15	20	24
순이익률(%)	1.7	1.2	1.5	1.7
지배주주귀속 순이익	21	15	20	24
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	20	15	20	23
지배주주귀속총포괄이익	20	15	20	23

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	84	19	77	75
당기순이익	21	15	20	24
유형자산감가상각비	-	35	35	35
무형자산상각비	3	4	4	4
지분법관련손실(이익)	-	-1	-2	-2
투자활동 현금흐름	-41	-37	-28	-28
유형자산의 처분(취득)	-47	-40	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-1	1	-	-
재무활동 현금흐름	6	96	-53	-3
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-2	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	49	4	14	20
기초현금및현금성자산	2	51	55	69
기말현금및현금성자산	51	55	69	89

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,323	3,881	5,292	6,120
BPS	81,360	84,335	88,672	93,787
CFPS	6,178	13,825	15,279	16,137
DPS	750	800	850	900
Valuation(배)				
PER	24.9	21.8	16.0	13.8
PBR	1.6	1.0	1.0	0.9
PCR	21.4	6.1	5.5	5.2
EV/EBITDA	17.9	7.5	6.3	5.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.7	4.7	6.1	6.7
EBITDA 이익률	2.7	5.2	5.2	5.4
부채비율	89.0	101.5	82.9	79.1
순부채비율	25.5	53.8	32.6	25.2
매출채권회전율(x)	13.7	13.2	13.1	13.0
재고자산회전율(x)	15.4	16.9	16.8	16.6

자료 : 신세계푸드, 하이투자증권 리서치센터



## CJ 프레시웨이 (051500)

**Hold (Maintain)**

목표주가(12M)	30,000 원(하향)
종가(2019/01/07)	26,150 원

Stock Indicator	
자본금	12십억원
발행주식수	1,187만주
시가총액	310십억원
외국인지분율	17.7%
52주 주가	21,450~38,850 원
60일평균거래량	54,382주
60일평균거래대금	1.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.2	-13.7	-23.0	-25.7
상대수익률	7.1	-1.4	-6.2	-5.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,504	2,768	2,958	3,135
영업이익(십억원)	44	43	48	51
순이익(십억원)	-2	8	13	19
EPS(원)	-129	675	1,080	1,614
BPS(원)	15,181	15,563	16,349	17,670
PER(배)		38.8	24.2	16.2
PBR(배)	2.6	1.7	1.6	1.5
ROE(%)	-0.8	4.4	6.8	9.5
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	12.7	7.4	6.8	6.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신

(2122-9211)

ks.lee@hi-ib.com

## 비용 불확실성 축소에 대한 기대

### 4Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

CJ 프레시웨이의 4Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,592 억원 (+7.5% YoY), 103 억원 (-1.8% YoY)으로, 12 월 연말 식자재 매출확대효과가 긍정적이나, 프레시원 청주법인 청산에 따른 채무부문 (30 억원)이 손실 반영되면서 시장기대치 수준의 영업실적이 예상된다.

단체급식은 신규거래처 확대로 견조한 외형증가를 지속하고 있다. 급식유통부문의 수주규모는 전년동기대비 10% 성장 중이며, 이는 시장성장대비 높은 수준이다. 중장기적으로 점당매출액 개선 및 높은 수주잔고에서 기인한 고성장세가 유지될 것으로 판단한다. 최저임금 추가상승과 관련된 이슈의 경우 2018년 수준의 금액부담이 지속될 가능성이 높으나, 2018년에 가시화한 바와 같이 상대적으로 고수익의 신규 및 재계약이 연내 순차적으로 진행됨에 따른 비용안정화가 예상된다.

식자재유통은 급식유통 대형거래처 및 외식 신규수주, 기존거래처 점포확대기조가 유지되며 특히 2015년 이후 효과가 낮았던 연말효과에 따른 추가성장이 예상된다. 단 전반적인 외식경기 악화에 따라 2017년까지 확대된 내부인력이 부담으로 작용하고 있어, 효율적인 재배치가 필요한 시점이라는 판단이다.

최근 프레시원의 효율화가 진행중으로, 2019년 법인통합을 통한 비용축소 및 프레시웨이와의 협력관련 추가조정이 진행될 전망이다. 매출액 성장률은 다소 제한적일 것으로 판단한다. 4Q18의 경우 청주법인 청산에 따른 채무부문 손실 (30 억원) 반영이 예상된다. 송림푸드는 3 공장 완공에 따른 초기 비용부담으로 2019년 이후 이익기여가 가능할 전망이다.

### 인건비 부담완화 및 영업외부문 불확실성 축소에 대한 기대

외식경기 악화가 영업실적 하락으로 이어지는 상황은 최저임금 상승 등을 감안시 2019년까지 이어질 가능성이 높다. 또한 마진개선이 제한적인 구간에서 차입금성 비용반영이 지배순이익의 축소로 연결됨에 따른 밸류에이션 악화 우려 또한 여전히 과제인 상황으로, 외형확장 집중에 따른 재무구조 불안정성 지속에 대한 리스크는 해소될 필요가 있다는 판단이다. 영업실적 추정치 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 3만원으로 하향조정한다. 다만 향후 식자재유통시장의 자본력 강한 어체근 재무사 71 포제시의이이 겨재려 드가 가느서으 그저저으로 파다하나!

(단위: 십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	4Q18C	diff (% , %p)
매출액	659.2	612.9	7.5	691.6	(4.7)
영업이익	10.3	10.5	(1.8)	10.7	(3.7)
영업이익률 %	1.6	1.7	(0.1)	1.6	0.0
세전이익	1.5	2.0	(23.8)	5.9	(73.6)
세전이익률 %	0.2	0.3	(0.1)	0.8	(0.6)

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 1월 8일 기준

표 1. CJ 프레시웨이 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>연결 매출액</b>	675.8	728.6	704.3	659.2	725.3	776.7	752.4	703.8	2,504.4	2,767.9	2,958.3
식자재유통	554.3	585.2	555.2	518.5	587.7	617.1	585.1	545.1	2,012.6	2,213.2	2,334.9
외식/급식유통	209.9	232.2	229.0	209.6	220.4	243.8	240.5	220.1	932.4	880.6	924.7
중소제휴(JV)	161.1	166.8	169.0	187.3	180.3	180.4	184.8	200.4	649.8	684.1	745.9
1차도매 및 원료	183.3	186.4	153.7	121.6	187.0	192.9	159.8	124.7	430.3	645.0	664.4
단체급식	84.6	105.6	113.3	95.0	91.4	114.0	122.4	102.6	347.8	398.5	430.4
해외 및 adj.	36.9	37.8	35.8	45.6	46.3	45.6	45.0	56.0	144.1	156.2	192.9
YoY %	13.6	14.8	6.4	7.5	7.3	6.6	6.8	6.8	7.6	10.5	6.9
식자재유통	13.6	15.0	4.9	6.6	6.0	5.4	5.4	5.1	3.9	10.0	5.5
외식/급식유통	(11.3)	(8.4)	(6.7)	6.5	5.0	5.0	5.0	5.0	0.4	(5.6)	5.0
중소제휴(JV)	8.6	6.0	(2.1)	9.2	11.9	8.2	9.3	7.0	10.4	5.3	9.0
1차도매 및 원료	78.1	90.3	38.0	3.0	2.0	3.5	4.0	2.5	2.6	49.9	3.0
단체급식	12.4	16.8	20.4	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	9.9	14.6	8.0
해외 및 adj.	16.7	6.5	(6.7)	18.4	25.4	20.5	25.5	22.8	92.6	8.4	23.5
<b>연결 영업이익</b>	6.0	13.8	13.3	10.3	7.2	14.9	14.4	11.4	43.9	43.4	47.8
YoY %	35.1	(1.7)	(10.8)	(1.8)	19.1	7.8	8.7	10.2	108.7	(1.1)	10.2
OPM %	0.9	1.9	1.9	1.6	1.0	1.9	1.9	1.6	1.8	1.6	1.6

자료: CJ 프레시웨이, 하이투자증권

표 2. CJ 프레시웨이 목표주가: 기존 35,000 원 → 30,000 원으로 하향조정

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
순이익	9.3	6.7	(5.8)	1.2	11.3	15.6
지배주주순이익	10.6	10.9	(4.7)	(1.5)	8.0	12.8
EPS (원)	973.6	915.1	(393.4)	(129.4)	674.5	1,079.9
EPSG (%)	흑전	-6.0%	직전	직축	흑전	60.1%
<b>PER</b>						
High	49.3	98.0	n/a	n/a	57.6	24.2
Avg	34.5	66.2	n/a	n/a	47.7	23.7
Low	25.1	45.4	n/a	n/a	31.8	23.5
End	47.3	90.8	n/a	n/a	39.3	24.2
target PER (X)						26.0
Fair Price (원)						28,078
<b>목표주가 (원)</b>						30,000

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	507	502	525	558
현금 및 현금성자산	55	33	40	55
단기금융자산	8	5	3	2
매출채권	277	297	315	334
재고자산	154	154	154	154
비유동자산	396	394	396	399
유형자산	254	252	254	257
무형자산	96	96	96	96
자산총계	903	896	921	957
유동부채	513	477	490	507
매입채무	252	286	296	310
단기차입금	-	100	100	100
유동성장기부채	172	-	-	-
비유동부채	154	176	176	176
사채	120	140	140	140
장기차입금	5	6	6	6
부채총계	667	653	666	683
지배주주지분	180	185	194	210
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	92	92	92	92
이익잉여금	34	40	50	67
기타자본항목	22	22	22	22
비지배주주지분	55	58	61	64
자본총계	235	243	255	274

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,504	2,768	2,958	3,135
증가율(%)	7.6	10.5	6.9	6.0
매출원가	2,151	2,398	2,488	2,605
매출총이익	353	370	470	530
판매비와관리비	309	327	422	479
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	44	43	48	51
증가율(%)	108.7	-1.1	10.2	7.6
영업이익률(%)	1.8	1.6	1.6	1.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(소실)	0	3	4	4
기타영업외손익	-36	-19	-22	-22
세전계속사업이익	1	18	20	28
법인세비용	0	7	4	6
세전계속이익률(%)	0.0	0.7	0.7	0.9
당기순이익	1	11	16	22
순이익률(%)	0.0	0.4	0.5	0.7
지배주주귀속 순이익	-2	8	13	19
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	0	10	15	21
지배주주귀속총포괄이익	0	10	15	21

현금흐름표

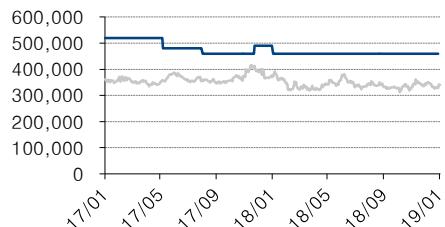
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23	90	73	82
당기순이익	1	11	16	22
유형자산감가상각비	-	15	16	16
무형자산상각비	12	12	12	12
지분법관련손실(이익)	0	3	4	4
투자활동 현금흐름	-34	-20	-19	-20
유형자산의 처분(취득)	-27	-20	-18	-18
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	4	3	2	1
재무활동 현금흐름	53	-62	-11	-11
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	50	20	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	42	-21	7	15
기초현금및현금성자산	12	55	33	40
기말현금및현금성자산	55	33	40	55

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-129	675	1,080	1,614
BPS	15,181	15,563	16,349	17,670
CFPS	858	2,954	3,387	3,939
DPS	200	200	200	200
Valuation(배)				
PER		38.8	24.2	16.2
PBR	2.6	1.7	1.6	1.5
PCR	46.4	8.9	7.7	6.6
EV/EBITDA	12.7	7.4	6.8	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-0.8	4.4	6.8	9.5
EBITDA 이익률	2.2	2.5	2.5	2.5
부채비율	283.3	268.3	260.7	249.3
순부채비율	99.5	85.5	79.3	68.9
매출채권회전율(x)	9.4	9.6	9.7	9.7
재고자산회전율(x)	14.8	18.0	19.2	20.3

자료 : CJ 프레시웨이, 하이투자증권 리서치센터

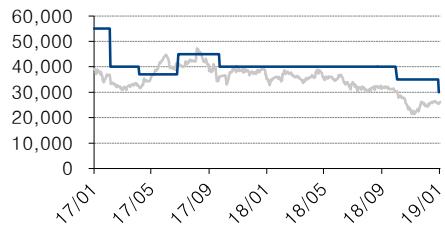
**CJ 제일제당(097950)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



— 주가(원)      — 목표주가(원)

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-05-12	Buy	480,000	6개월	-22.4%	-19.4%
2017-07-03	Buy	480,000	1년	-25.2%	-22.6%
2017-08-07	Buy	460,000	1년	-20.3%	-9.6%
2017-11-28	Buy	490,000	1년	-21.8%	-17.6%
2018-01-08	Buy	460,000	1년		

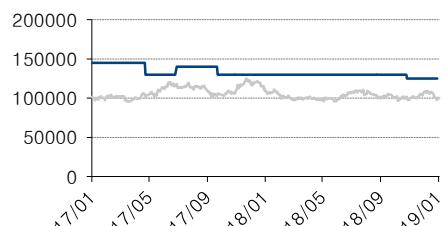
**CJ 프레시웨이(051500)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



— 주가(원)      — 목표주가(원)

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-02-09	Hold	40,000	6개월	-18.7%	-15.6%
2017-04-11	Hold	37,000	6개월	4.5%	20.8%
2017-07-03	Hold	45,000	1년	-8.6%	5.0%
2017-09-28	Hold	40,000	1년	-11.8%	-0.5%
2018-10-08	Hold	35,000	1년	-28.2%	-17.3%
2019-01-09	Hold	30,000	1년		

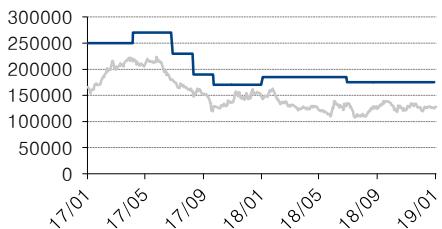
**KT&G(033780)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



— 주가(원)      — 목표주가(원)

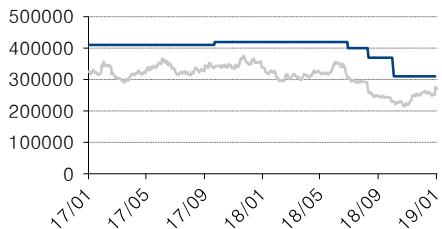
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-28	Buy	130,000	6개월	-14.3%	-7.3%
2017-07-03	Buy	140,000	1년	-20.0%	-14.6%
2017-09-27	Buy	130,000	1년	-18.7%	-3.8%
2018-10-31	Buy	125,000	1년		

SPC 삼립(005610)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



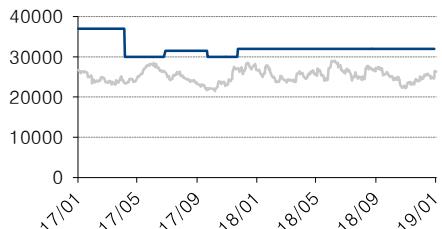
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-11	Buy	270,000	6개월	-23.1%	-17.2%
2017-07-03	Buy	230,000	1년	-27.3%	-22.4%
2017-08-16	Buy	190,000	1년	-21.5%	-14.2%
2017-09-27	Buy	170,000	1년	-15.4%	-5.0%
2018-01-08	Buy	185,000	1년	-28.7%	-11.9%
2018-07-04	Buy	175,000	1년		

농심(004370)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



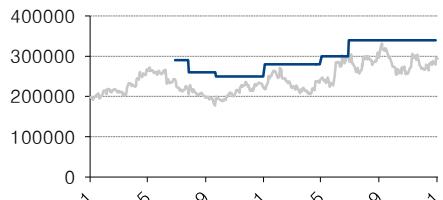
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-03	Buy	410,000	1년	-19.8%	-13.8%
2017-09-27	Buy	420,000	1년	-21.4%	-10.5%
2018-07-04	Buy	400,000	1년	-26.4%	-23.4%
2018-08-16	Buy	370,000	1년	-33.4%	-29.9%
2018-10-08	Buy	310,000	1년		

대상(001680)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-11	Buy	30,000	6개월	-12.8%	-5.0%
2017-07-03	Buy	31,500	1년	-22.8%	-16.5%
2017-09-27	Buy	30,000	1년	-20.2%	-8.2%
2017-11-28	Buy	32,000	1년		

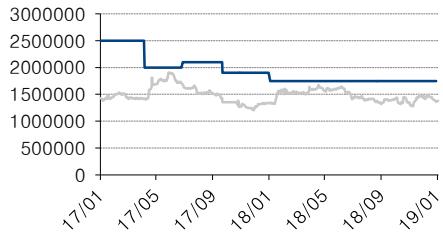
동원 F&B(049770)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



— 주가(원)      — 목표주가(원)

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-03	Buy	290,000	1년	-23.7%	-17.2%
2017-08-01	Buy	260,000	1년	-21.8%	-12.1%
2017-09-27	Buy	250,000	1년	-14.0%	-5.6%
2018-01-08	Buy	280,000	1년	-17.1%	-3.0%
2018-05-08	Buy	300,000	1년	-12.5%	0.8%
2018-07-04	Buy	340,000	1년		

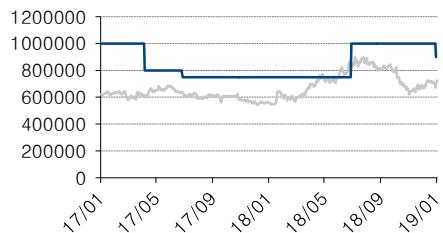
롯데칠성음료(005300)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



— 주가(원)      — 목표주가(원)

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-11	Buy	2,000,000	6개월	-14.2%	-4.7%
2017-07-03	Buy	2,100,000	1년	-26.1%	-20.9%
2017-09-27	Buy	1,900,000	1년	-31.3%	-27.2%
2018-01-08	Buy	1,750,000	1년		

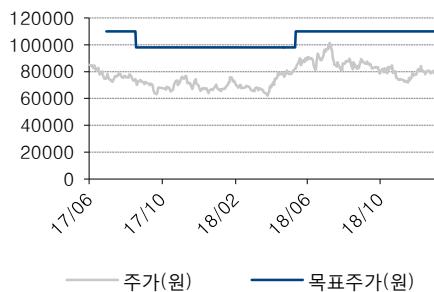
롯데푸드(002270)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



— 주가(원)      — 목표주가(원)

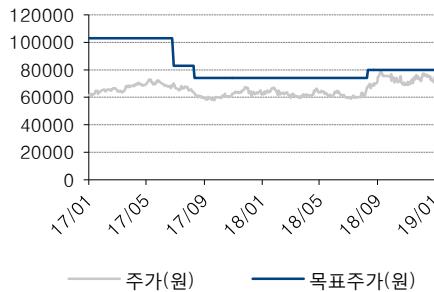
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-11	Buy	800,000	6개월	-18.4%	-14.1%
2017-07-03	Buy	750,000	1년	-15.7%	16.0%
2018-07-04	Buy	1,000,000	1년	-23.5%	-10.4%
2019-01-09	Buy	900,000	1년		

매일유업(267980)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



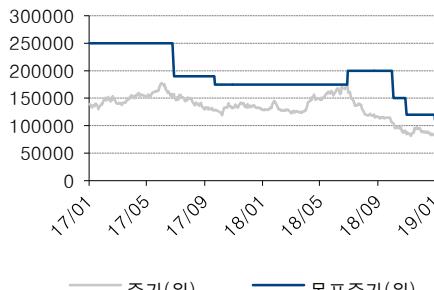
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-06-05	Buy	110,000	6개월	-26.5%	-22.9%
2017-07-03	Buy	110,000	1년	-31.1%	-28.4%
2017-08-22	Buy	98,000	1년	-28.3%	-15.9%
2018-05-16	Buy	110,000	1년		

빙그레(005180)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



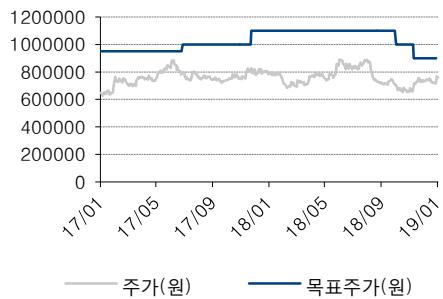
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-03	Buy	83,000	1년	-19.9%	-16.7%
2017-08-16	Buy	74,000	1년	-16.1%	-8.9%
2018-08-16	Buy	80,000	1년		

신세계푸드(031440)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-03	Buy	190,000	1년	-25.6%	-17.9%
2017-09-27	Buy	175,000	1년	-20.4%	-0.6%
2018-07-04	Buy	200,000	1년	-36.9%	-19.3%
2018-10-08	Buy	150,000	1년	-37.1%	-33.0%
2018-11-05	Buy	120,000	1년	-26.4%	-18.8%
2019-01-09	Buy	110,000	1년		

오뚜기(007310)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



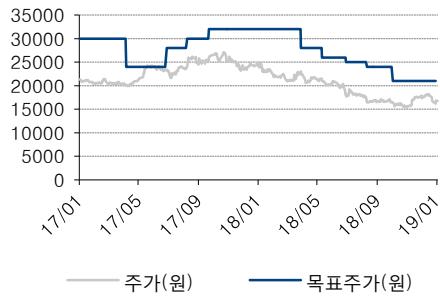
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-03	Buy	1,000,000	1년	-23.7%	-17.4%
2017-11-28	Buy	1,100,000	1년	-29.2%	-19.1%
2018-10-08	Buy	1,000,000	1년	-33.0%	-31.1%
2018-11-15	Buy	900,000	1년		

오리온(271560)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-08-16	Hold	90,000	1년	2.9%	10.4%
2017-09-27	Buy	120,000	1년	-14.0%	2.9%
2017-11-15	Buy	145,000	1년	-18.7%	-6.6%
2018-05-16	Buy	160,000	1년	-11.3%	-3.1%
2018-07-04	Buy	180,000	1년	-25.4%	-17.2%
2018-08-16	Buy	160,000	1년	-34.3%	-30.6%
2018-10-08	Buy	150,000	1년		

하이트진로(000080)  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-11	Buy	24,000	6개월	-6.0%	1.3%
2017-07-03	Buy	28,000	1년	-17.4%	-13.8%
2017-08-14	Buy	30,000	1년	-15.3%	-12.8%
2017-09-27	Buy	32,000	1년	-25.8%	-15.2%
2018-04-03	Buy	28,000	1년	-23.6%	-20.2%
2018-05-16	Buy	26,000	1년	-22.4%	-19.2%
2018-07-04	Buy	25,000	1년	-27.5%	-23.0%
2018-08-16	Buy	24,000	1년	-30.4%	-28.8%
2018-10-08	Buy	21,000	1년		

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-