



2019년 4월 16일 리서치센터 | 산업분석

# 반등 기회 찾기

음식료 Overweight (Maintain)

제한적인 원가 안정화와 신제품 마케팅 비용 증가로 개별 기업들의 1분기 실적 모멘텀은 다소 둔화되는 모습이다. 하지만, 최저임금 發 Cost Push Inflation, 출산율 반등, 신제품 효과 등을 통해 본업 및 핵심 제품의 마진 상승 기회는 여전히 유효한 상황이다. 따라서, 1분기 실적 시즌 이후, 실적 모멘텀 개선과 이익 추정치 상향 기회가 있는 업체 위주의 투자전략을 준비해야 할 것이다.

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

RA 이범근 02-3787-0335, bk.lee@kiwoom.com

Contents



I. IQ19 실적 Preview 3

- > 업종 주요 지표 점검 3
- > 기업별 1분기 실적 점검 9

II. 음식료 업종 투자전략 17

- > 기업별 실적 모멘텀 및 관심종목 점검 17
- > 주목할 3가지 포인트:  
Cost Push Inflation, 출산율, 신제품 20
- > 업종 투자전략 29

기업분석 31

- > CJ제일제당 (097950) 32
- > 롯데칠성 (005300) 35
- > 하이트진로 (000080) 38
- > 매일유업 (267980) 41
- > CJ프레시웨이(051500) 44

Compliance Notice

- 당사는 4월 15일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

반등 기회 찾기

>>> 반등의 기회를 찾아서

곡물가격 안정화에도 불구하고, 원/달러 환율이 반등하면서, 업종 전반의 마진 스프레드 개선 모멘텀은 제한적인 상황이다. 개별 기업들의 1분기 실적도 신제품 마케팅 비용 증가 등으로 인해 다소 둔화되고 있는 상황이다. 따라서, 1분기 실적 시즌에는 2분기 이후 실적 모멘텀 회복과 본업 및 핵심 제품의 마진 상승 기회가 있는 업체 중심으로 투자 비중을 집중해야 할 것이다.

업체별로는 1) 최저임금폭 Cost Push Inflation, 2) 출산율 반등, 3) 신제품 효과가 있는 업체들의 주가 모멘텀이 강할 것으로 판단된다. 주류와 식자재유통은 비용 상승을 판가로 전가하는 시기에 진입하였고, 출산율은 부동산 가격 안정화로 바닥 국면에 진입하였다. 신제품은 지속성에 대해서는 여전히 의문이 있지만, 중기적인 모멘텀 플레이 측면에서는 관심을 가져볼 만하다.

>>> 음식료 업종 투자전략

음식료 업종 Top Picks로 CJ제일제당, 롯데칠성, CJ프레시웨이를 제시한다. CJ제일제당은 쉬완스 인수로 인한 미국 사업 확대, 햇반의 마진 개선으로 2년 간의 가공식품 증익 Cycle이 기대된다. 롯데칠성은 탄산음료 시장 성장을 반등, 하반기 주류 가격 인상 기대감, 마케팅 비용 효율화로 올해 가장 탄탄한 실적 개선이 가능하다. CJ프레시웨이는 전방산업인 외식업체의 판가 인상으로 식자재유통 계약 조건 개선이 속도감 있게 진행될 것이다.

하반기 관심종목은 하이트진로와 매일유업이다. 하이트진로는 상반기 실적이 부진할 것으로 예상되나, 하반기 주류 가격 인상 기대감 측면에서 Beta가 가장 큰 업체이다. 또한, 정부의 맥주 종량제 개편으로 인해, 신제품을 통한 맥주 MS 반등 기대감도 여전히 유효하다. 매일유업은 출산율 반등과 커피음료 마진 확대로 실적 추정치 상향 가능성이 있다. 당사는 커피음료와 유기농 우유 카테고리의 시장 지위에도 불구하고, 출산율 하락에 따른 조제분유 실적 악화 우려로, 밸류에이션 디스카운트가 강한 상황이다. 만약, 우리의 생각대로 출산율이 반등할 수 있다면, 실적 추정치와 밸류에이션 레벨이 동시에 상향될 가능성이 있기 때문에, 관심을 가질 필요가 있다.

# I. 1Q19 실적 Preview

## >>> 업종 주요 지표 점검

### 1) 곡물가격 점검: ONI 지수 추가 상승 여부 확인 필요하나, 비교적 안정적 흐름

작황 부진으로 강세를 보이던 소맥 시세는 최근 안정화 되고 있는 흐름이다. 국내 제분 업체들의 원재료 단가 부담도 차츰 완화될 것으로 보인다. 대두 시세가 비교적 전년대비 하락률이 높은 편이지만, 최근 원화 약세로 원재료 단가 하락 효과는 아주 크지 않을 것으로 판단된다. 따라서, 소재식품 업체들의 마진 스프레드 개선 모멘텀은 크지 않을 것으로 판단된다.

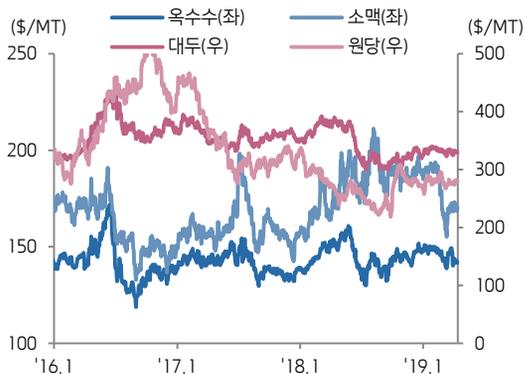
다만, 최근 ONI 지수의 상승세는 리스크 요인으로 관심을 가져야 할 것이다. 엘니뇨가 발생한다면 곡물 작황에 대한 우려가 커질 수 있기 때문이다. 미국 NOAA에서 올해 여름 엘니뇨 발생 가능성을 65% 수준으로 보고 있으나, ONI 지수는 점차 떨어질 것으로 보고 있다. 엘니뇨의 기간과 강도에 대해서는 보수적인 의견을 제시하고 있는 것은 다행스러운 점으로 판단된다.

### 분기 평균 환율/곡물가격 추이 및 가정

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율(원/달러)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,136	1,136	1,136
(YoY)	-7%	-5%	-1%	2%	5%	5%	1%	1%
환율(원/위안)	169	169	165	163	167	169	169	169
(YoY)	0%	3%	-3%	-3%	-1%	-0%	2%	4%
옥수수(\$/Ton)	144	151	139	146	147	143	143	143
(YoY)	0%	4%	-2%	7%	2%	-5%	3%	-2%
소맥(\$/Ton)	167	183	190	188	180	173	173	173
(YoY)	6%	15%	13%	21%	8%	-6%	-9%	-8%
대두(\$/Ton)	370	366	312	323	333	330	330	330
(YoY)	-1%	6%	-12%	-10%	-10%	-10%	6%	2%
원당(\$/Ton)	297	262	238	283	279	274	274	274
(YoY)	-31%	-22%	-23%	-12%	-6%	4%	15%	-3%

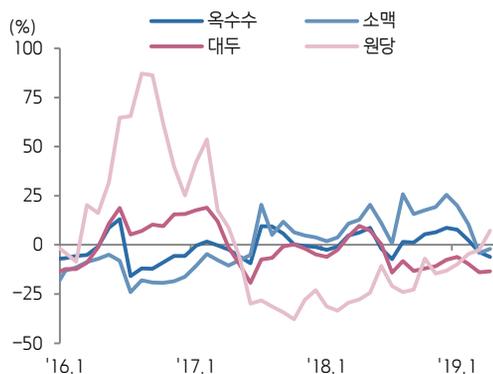
자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 주요 곡물시세 추이



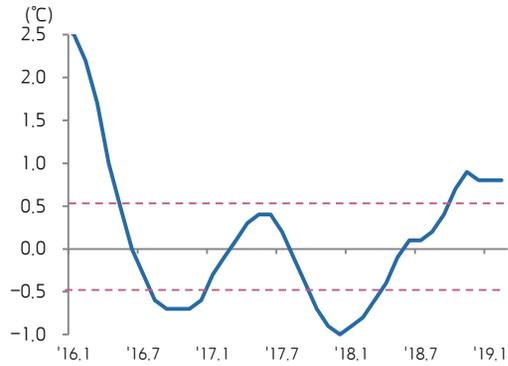
자료: Bloomberg

### 월평균 곡물시세 YoY 추이



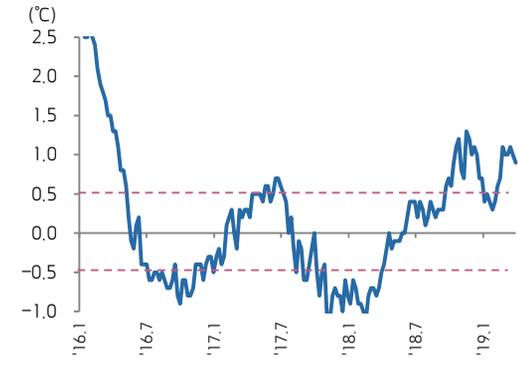
자료: Bloomberg

월간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

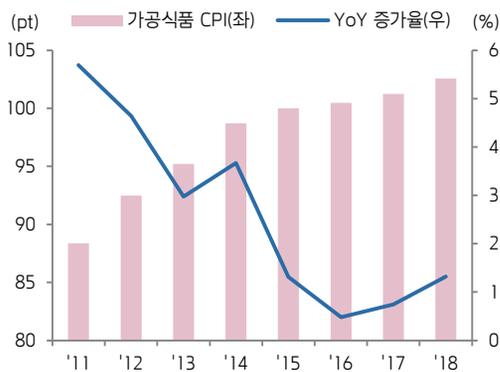
## 2) 가격인상 모멘텀 강화 중: 주류와 식자재유통 업종 관심

가공식품 CPI 상승률은 최근 2% 수준에 안착한 상황이다. 식품 제조업 1위 업체인 CJ제일제당이 원재료 단가 부담(쌀/건고추)으로 주력 제품의 판가를 2년 연속 인상하였고, 최저임금 인상 부담이 Cost Push 요인으로 작용하고 있기 때문이다.

향후 가격인상 측면에서 가장 관심이 가는 소업종은 주류와 식자재유통이다. **주류**는 최근 맥주 1위 업체인 OB가 가격인상을 단행하였고, 소주 1위 업체인 하이트도 수익성 방어를 위해 가격을 인상할 가능성이 있다. 전반적으로 물류비 부담이 큰 업종이기 때문에, Cost Push 요인이 있는 상황이다.

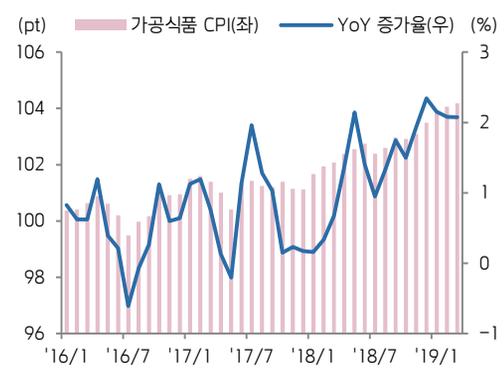
**식자재유통** 업체들의 계약 조건 개선에도 관심을 가져야 한다. 전방산업인 외식업체들의 판가 인상이 지속되면서, 판가를 인상하기 용이한 상황이 되었기 때문이다. 식자재유통 1위 업체인 CJ프레시웨이는 계약 조건 개선에 나섰고, 영업적자를 기록하던 대상베스트코도 수익성 개선을 통해 적자규모가 축소되고 있는 상황이다.

연도별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

월별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

주요 음식료 제조업체 가격인상 동향

시기	기업	인상품목	인상폭	
2018	1 월	코리아세븐	삼각김밥, 샌드위치, 도시락	8~10%
		GS 리테일	주먹밥, 도시락	3~7%
	2 월	코카콜라음료	코카콜라, 마테차, 미닛메이드 주스	평균 4.8%
	3 월	CJ 제일제당	즉석밥, 캔햄, 냉동만두, 어묵	6~10%
		사조대림	어묵 제품 11 종	5~9%
	4 월	동원 F&B	어묵 제품 7 종	평균 10.8%
		한국야쿠르트	야쿠르트, 헬리코박터 프로젝트 월	6~8%
		롯데제과	빼빼로, 목캔디	6~13%
	5 월	해태제과	오예스 등 제품 5 종	평균 12.7%
		해태제과	'국희샌드' 등 8 종	평균 12.4%
		SPC 삼립	양산빵 4 종	평균 11%
	2019	6 월	동원 F&B	'개성왕만두'
정식품			'베지밀' 등 14 종	평균 7.1%
크라온제과			조리품 등 제품 8 종	8~18%
7 월		롯데제과	캔햄 '리챔'	7.30%
		롯데제과	'일품 팔빙수'	20%
8 월		팔도	'비락식혜', '비락수정과'	11%
9 월		서울우유	흰우유 11	3.60%
		롯데리아	소프트콘 아이스크림	40%
10 월		광동제약	삼다수	6~10%
		남양우유	흰우유 11	4.50%
		롯데제과	나뚜루 '그린티 클래식' 싱글컵 빼빼로	8.50%
		크라온제과	참크래커	33.30%
11 월	해태제과	오예스, 맛동산	25%, 33%	
	농심	스낵	6.70%	
12 월	팔도	컵라면 왕뚜껑, 팔도비빔면	9.5%, 4.7%	
	빙그레	바나나맛우유	7.70%	
2019	1 월	매일유업	바리스타롤스 250ml 5 종	5.20%
		CJ 제일제당	햇반, 등 상품밥, 어묵/맛살, 액젓 장류, 다시다	5.5~10.4%
	3 월	롯데제과	나뚜루, 아이스크림 및 디저트 17 종	12~ 20%
		롯데푸드	구구콘, 돼지콘	20%
4 월	대상	고추장과 된장, 감치미, 맛소금, 액젓 등	6 ~ 9%	
4 월	오비맥주	카스, OB 프리미어, 카프리 등	평균 5.3%	

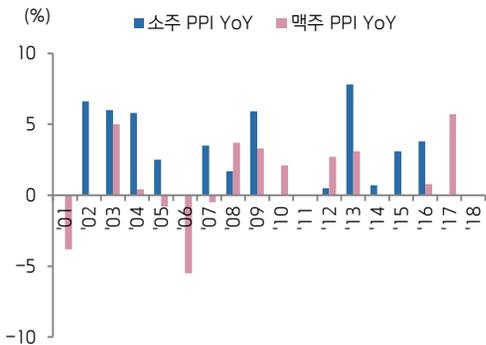
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

주요 외식업체 가격인상 동향

시기	기업	인상품목	인상폭	
2018	1 월	오복미역	가자미미역국, 전복조개미역국	10%
		신진떡볶이	떡볶이, 김밥 등	20% ~ 33%
		미스사이공	쌀국수 메뉴	10% ~ 15%
		모스버거	데리야끼치킨버거 등 5 개 제품	3% ~ 10%
		한솔도시락	약 20 종의 도시락 제품	평균 6%
		쥬씨	음료 12 종	평균 25.6%
		맘스터치 가격 인상	사이버거 등 버거 18 종	평균 6%
	2 월	커피빈	아메리카노와 라떼 등	6% ~ 7%
		써브웨이	샌드위치 6 개 제품	평균 3%
		이삭토스트&커피	제품가격 일괄 조정	평균 4%
		봉구스밥버거	총 29 종 제품	11% ~ 17%
		파리바게뜨	베이커리	4% ~ 18%
		파리크라상	베이커리	평균 4%
		아티제	음료와 베이커리	평균 4%
		맥도날드	버거류 12 개 등 27 개 제품	평균 4%
	3 월	버거킹	12 개 메뉴	2% ~ 4%
		한신포차	닭발, 통닭, 떡볶이 등	13.33% ~ 20%
		미정국수 0410	멸치국수, 비빔국수	11.11% ~ 16.67%
		홍콩반점 0410	짜장면, 짬뽕	13% ~ 22%
	4 월	역전우동 0410	옛날우동	17%
명랑핫도그		모차렐라·먹물·체다 치즈·점보 핫도그	11% ~ 20%	
5 월	김가네	김밥, 떡볶이 등	5% ~ 10%	
	교촌치킨, BBQ	배달료	2,000 원 일괄 징수	
6 월	설빙	인기 빙수 6 종	9.2% ~ 12.8%	
	파스쿠찌	밀크티듬뿍 빙수	9%	
	아티제	팔빙수, 망고빙수, 딸기빙수	6% ~ 8%	
10 월	아웃백	41 개 메뉴	평균 4% ~ 6%	
11 월	파리바게뜨	흰 우유 등 8 개 우유 제품	평균 10%	
	미스터피자	불고기피자, 음료 등 6 개 제품	평균 14%	
	BBQ	황금올리브, 통다리바베큐, 서프라이드	5% ~ 13%	
	에머이	총 10 개 중 8 개 제품	8.9% ~ 15.4%	
12 월	이디야	음료 14 종	평균 10%	
	엔제리너스	커피류	평균 2.7%	
	롯데리아	햄버거류	평균 2.2%	
2019	1 월	두끼	일반, 학생, 소인 요금	13% ~ 26%
		킹콩떡볶이	튀김류	17% ~ 33%
		피자스쿨	페퍼로니, 콤비네이션 피자 등	14% ~ 20%
		더벤티	아이시아메리카노, 라떼류	12% ~ 25%

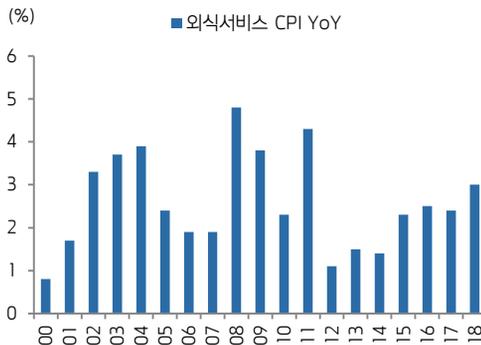
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

주류 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

외식서비스 CPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

### 3) 수출입 동향: 담배 수출 반등과 맥주 수입 둔화에 관심

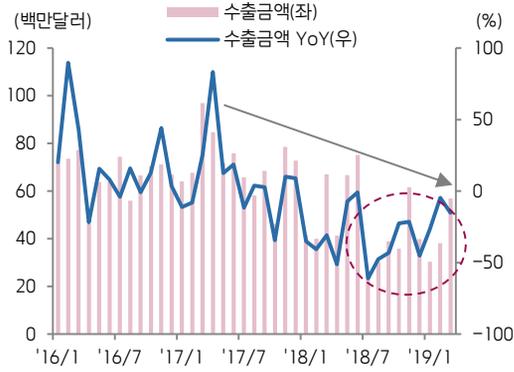
수출입 모멘텀 측면에서는 담배 수출 반등과 맥주 수입 둔화에 관심을 가져야 한다. **담배 수출**은 중동 수출이 반등할 가능성이 있다. 18년에 트럼프 대통령의 이란 경제 제재로 인해, 이란의 환율이 급격히 평가 절하되고, 중동 국가들의 담뱃세까지 인상되면서 KT&G의 담배 수출이 급감하였다. 하지만, 수출 급감으로 현지 재고 레벨이 낮아졌고, 올해는 세금 인상 이후 수요가 반등하는 모습이 나타날 수 있기 때문에, 하반기 수출 회복 가능성에 주목해야 할 것이다.

**수입맥주**는 정부의 맥주 종량제 시행 가능성이 보도되면서 영업 활동이 위축되고 있다. 현재 종량제 레벨이 정확하게 정해지지는 않았으나, 저가 수입맥주들은 세금 부담 상승이 불가피 한 상황이다. 이러한 마진 불확실성은 영세한 수입맥주 유통업체들의 영업활동을 위축시키고 있다. 따라서, 수입맥주 증가세가 둔화되고, 국산맥주 업체들의 MS 반등이 나올 가능성이 있다.

**중국향 수출**은 사드 이후 회복세를 보이고 있으나, 회복의 강도는 아주 크지 않은 편이다. 조제분유 수출은 회복 속도가 완만하고, 라면 수출은 18년 연간으로 17년 대비 감소하는 모습을 보였다(-10% YoY). 18년말에 삼양식품이 현지 유통 총판을 교체하면서, 동사 라면 제품의 중국 현지 재고 레벨은 다소 가벼워진 상황이다. 이로 인해, 올해 3월에 수출이 다소 반등하는 시그널이 나타났으나, 수요의 지속성은 여전히 확신하기 어렵다. “불닭” 브랜드에서 다른 품목으로 다각화 되는 모습이 아직까지 나타나고 있지 않고, One Item에 대한 의존도가 여전히 높은 상황이기 때문이다.

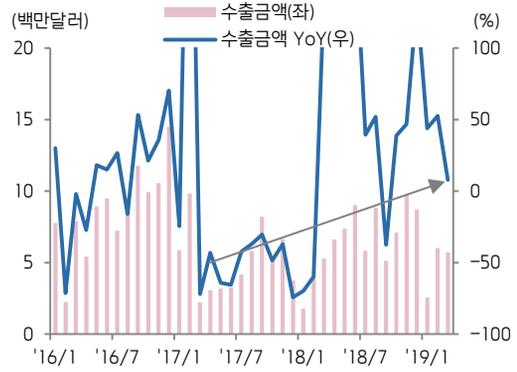
국내 **조제분유 수입**은 크게 성장하지 못하고 정체하고 있는 상황이다. 출산을 하락으로 인한 신생아 수 감소로 인해, 조제분유 내수 수요가 위축되고 있기 때문이다. 다만, 최근에 출산율 하락을 야기했던 부동산 가격 상승세가 위축되고 있고, 몇 년간 지연된 출산 수요가 나타날 가능성이 있기 때문에, 연말로 갈수록 수요 반등 가능성을 주시해야 할 것이다.

### 일본/호주 제외 담배 수출액 추이



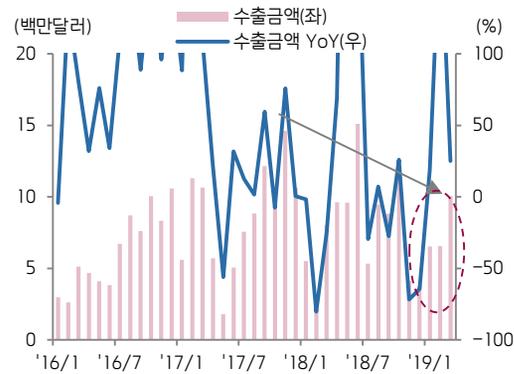
자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

### 중국 조제분유 수출액 추이



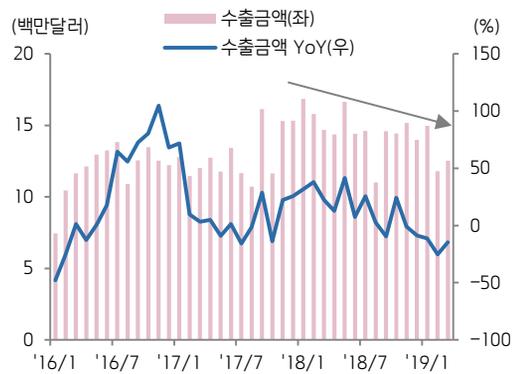
자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

### 중국 라면 수출액 추이



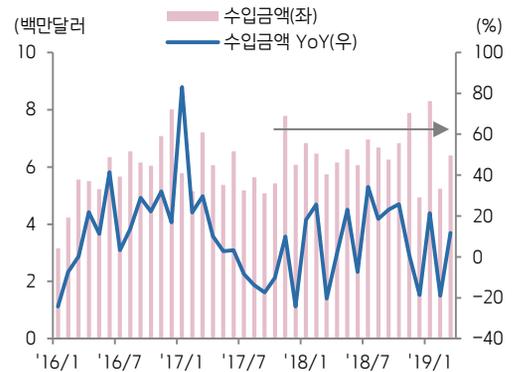
자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

### 라이신 수출액 추이



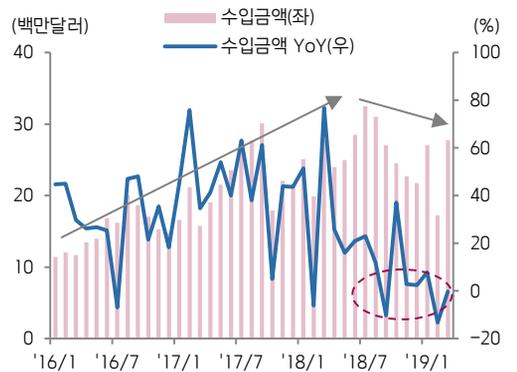
자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

### 조제분유 수입액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

### 맥주 수입액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

## >>> 기업별 1분기 실적 점검

### 1) KT&G 1Q19 Preview

KT&G의 1분기 연결기준 영업이익은 3,738억원(+20% YoY)으로 전망된다. 1) 평년 대비 높은 기온과 Hybrid Smoker 증가에 따른 내수담배 수요 성장, 2) 전자담배 판매량 증가 및 수익성 개선, 3) 부동산 수원 부지 분양 이익 반영에 기인한다. 내수담배 총수요(궐련+전자담배)는 궐련담배와 전자담배를 동시에 즐기는 Hybrid Smoker 증가로 인해, +2% 정도 성장할 것으로 추산된다. 전자담배는 유통 채널 확대 효과에 힘입어 판매량이 증가하고(MS 20% 후반 전망), 수익성은 점차 궐련담배 수준에 가까워질 것으로 판단된다(OPM 20~30% 추산). 수원 부지 분양이익도 올해 매분기 300~400억 정도 반영될 것으로 판단된다. 하지만, 수출담배 매출은 전년동기 낮은 기저에도 불구하고, YoY -13% 역성장할 것으로 추산된다. 전년동기 중동 수출 부진으로 인해, 신시장 중심의 물량 확대가 많아서 역기저가 존재하기 때문이다.

**2분기 관전포인트는 Juul의 국내 출시 여부와 소비자 반응이다.** 경쟁사 제품인 Juul이 미국에서 비교적 좋은 반응을 얻고 있지만, 미국과 다른 제품 스펙으로 소비자들로부터 호평을 얻을 수 있는지 여부가 중요하다. 2분기는 수출담배 역기저로 실적 모멘텀이 크지 않기 때문에, 경쟁사 성과에 따라 주가의 변동성이 높아질 가능성이 있지만, 동사의 고배당 매력은 여전히 유효한 것으로 판단된다.

### KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,068</b>	<b>1,120</b>	<b>1,183</b>	<b>1,102</b>	<b>1,210</b>	<b>1,186</b>	<b>1,325</b>	<b>1,151</b>	<b>4,472</b>	<b>4,872</b>	<b>5,062</b>
(YoY)	-9.4%	-3.6%	-7.5%	5.1%	13.4%	5.9%	12.0%	4.5%	-4.2%	9.0%	3.9%
KT&G 별도	572	706	664	683	661	740	768	709	2,625	2,879	2,941
(YoY)	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-0.1%	15.4%	4.9%	15.7%	3.9%	-12.5%	9.7%	2.2%
KGC 별도	393	292	405	236	419	311	431	251	1,326	1,411	1,495
(YoY)	15.1%	14.7%	10.2%	-0.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	10.5%	6.5%	5.9%
기타	102	122	113	182	131	135	126	191	520	583	626
(YoY)	-8.2%	15.3%	-7.1%	42.5%	28.5%	10.5%	10.9%	4.6%	11.3%	12.0%	7.4%
담배 해외법인	54	71	70	93	83	84	82	102	288	351	394
(YoY)	-12.6%	1.7%	-3.3%	27.2%	53.6%	18.1%	17.8%	9.0%	4.0%	21.7%	12.4%
판매량(십억본)	2.3	3.0	2.9	4.0	3.5	3.5	3.4	4.2	12.2	14.6	16.1
(YoY)	9.5%	15.4%	20.8%	14.3%	52.2%	16.7%	17.2%	5.0%	15.1%	19.7%	10.0%
ASP(달러/갑)	0.439	0.440	0.426	0.414	0.422	0.425	0.427	0.429	0.431	0.426	0.434
(YoY)	-14.1%	-7.7%	-19.5%	9.4%	-3.7%	-3.4%	0.1%	3.5%	-6.8%	-1.2%	2.0%
기타 및 연결조정	48	51	44	89	48	51	44	89	232	232	232
<b>영업이익</b>	<b>311</b>	<b>323</b>	<b>357</b>	<b>264</b>	<b>374</b>	<b>355</b>	<b>434</b>	<b>272</b>	<b>1,255</b>	<b>1,435</b>	<b>1,473</b>
(YoY)	-21.2%	-16.4%	-15.4%	18.4%	20.1%	9.9%	21.5%	3.2%	-12.0%	14.3%	2.7%
(OPM)	29.2%	28.8%	30.2%	24.0%	30.9%	29.9%	32.7%	23.7%	28.1%	29.4%	29.1%
KT&G 별도	213	276	275	240	266	301	339	260	1,004	1,166	1,183
(OPM)	37.3%	39.1%	41.5%	35.2%	40.3%	40.7%	44.1%	36.6%	38.3%	40.5%	40.2%
KGC 별도	92	41	82	-10	96	41	86	-10	205	214	227
(OPM)	23.4%	13.9%	20.3%	-4.1%	22.9%	13.4%	20.0%	-3.8%	15.4%	15.2%	15.2%
기타	6	8	2	38	12	12	8	22	55	55	63
(OPM)	6.1%	6.9%	1.8%	20.8%	9.0%	9.2%	6.7%	11.6%	10.5%	9.4%	10.0%
세전이익	360	379	358	223	389	370	449	288	1,319	1,496	1,536
당기순이익	249	265	257	127	284	270	328	210	899	1,092	1,121
<b>지배주주순이익</b>	<b>249</b>	<b>267</b>	<b>259</b>	<b>127</b>	<b>284</b>	<b>270</b>	<b>328</b>	<b>210</b>	<b>902</b>	<b>1,092</b>	<b>1,121</b>
(YoY)	6.2%	-2.8%	-15.9%	-63.4%	14.1%	1.5%	26.6%	64.9%	-22.5%	21.1%	2.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 별도기준 매출 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,068</b>	<b>1,120</b>	<b>1,183</b>	<b>1,102</b>	<b>1,210</b>	<b>1,186</b>	<b>1,325</b>	<b>1,151</b>	<b>4,472</b>	<b>4,872</b>	<b>5,062</b>
(YoY)	-9.4%	-3.6%	-7.5%	5.1%	13.4%	5.9%	12.0%	4.5%	-4.2%	9.0%	3.9%
<b>KT&amp;G 별도</b>	<b>572</b>	<b>706</b>	<b>664</b>	<b>683</b>	<b>661</b>	<b>740</b>	<b>768</b>	<b>709</b>	<b>2,625</b>	<b>2,879</b>	<b>2,941</b>
(YoY)	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-0.1%	15.4%	4.9%	15.7%	3.9%	-12.5%	9.7%	2.2%
<b>내수담배</b>	<b>405</b>	<b>475</b>	<b>496</b>	<b>461</b>	<b>436</b>	<b>477</b>	<b>503</b>	<b>458</b>	<b>1,836</b>	<b>1,875</b>	<b>1,873</b>
(YoY)	-5.0%	2.2%	-2.3%	16.3%	7.5%	0.5%	1.5%	-0.4%	2.4%	2.1%	-0.1%
<b>전자담배 Device</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>89</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
(YoY)					28.0%	-25.1%	-9.7%	-20.0%		-10.6%	0.0%
<b>담배 Stick</b>	<b>389</b>	<b>448</b>	<b>474</b>	<b>436</b>	<b>416</b>	<b>457</b>	<b>483</b>	<b>439</b>	<b>1,747</b>	<b>1,795</b>	<b>1,793</b>
(YoY)	-8.6%	-3.5%	-6.6%	10.0%	6.7%	2.0%	2.1%	0.7%	-2.6%	2.7%	-0.1%
<b>일반결련</b>	<b>379</b>	<b>431</b>	<b>449</b>	<b>406</b>	<b>383</b>	<b>418</b>	<b>440</b>	<b>399</b>	<b>1,665</b>	<b>1,640</b>	<b>1,614</b>
(YoY)	-11.0%	-7.2%	-11.5%	3.3%	1.0%	-3.1%	-2.0%	-1.8%	-7.0%	-1.5%	-1.6%
<b>전자담배 Stick</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>40</b>	<b>82</b>	<b>155</b>	<b>180</b>
(YoY)				909%	220%	129%	75.7%	35.1%	2688%	90.1%	16.0%
<b>총 시장(십억본)</b>	<b>16.4</b>	<b>18.6</b>	<b>19.4</b>	<b>17.8</b>	<b>16.7</b>	<b>18.4</b>	<b>19.2</b>	<b>17.6</b>	<b>72.2</b>	<b>72.0</b>	<b>70.9</b>
(YoY)	-2.6%	-1.9%	-5.4%	4.3%	2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.6%	-0.3%	-1.5%
<b>일반결련</b>	<b>15.0</b>	<b>16.8</b>	<b>17.6</b>	<b>15.8</b>	<b>14.8</b>	<b>16.2</b>	<b>16.8</b>	<b>15.4</b>	<b>65.2</b>	<b>63.2</b>	<b>61.4</b>
(YoY)	-11.1%	-10.9%	-12.3%	-1.2%	-1.1%	-4.0%	-4.2%	-2.8%	-9.2%	-3.1%	-2.9%
<b>전자담배</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>7.0</b>	<b>8.8</b>	<b>9.5</b>
(YoY)		4336%	264%	91.7%	34.7%	28.2%	28.6%	13.5%	344%	25.5%	8.3%
<b>MS</b>	<b>57.2%</b>	<b>57.5%</b>	<b>58.5%</b>	<b>57.8%</b>	<b>58.4%</b>	<b>58.3%</b>	<b>58.8%</b>	<b>58.2%</b>	<b>57.8%</b>	<b>58.4%</b>	<b>58.8%</b>
(YoY, %pt)	-3.9%p	-2.4%p	-1.4%p	1.5%p	1.1%p	0.8%p	0.3%p	0.5%p	-1.5%p	0.6%p	0.4%p
<b>일반결련</b>	<b>61.7%</b>	<b>61.9%</b>	<b>62.6%</b>	<b>61.9%</b>	<b>62.4%</b>	<b>62.2%</b>	<b>62.9%</b>	<b>62.2%</b>	<b>62.0%</b>	<b>62.4%</b>	<b>62.9%</b>
(YoY, %pt)	0.5%p	1.9%p	1.1%p	2.3%p	0.7%p	0.3%p	0.3%p	0.3%p	1.4%p	0.4%p	0.5%p
<b>전자담배</b>	<b>10.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>21.1%</b>	<b>24.2%</b>	<b>27.5%</b>	<b>29.5%</b>	<b>30.7%</b>	<b>30.6%</b>	<b>18.2%</b>	<b>29.7%</b>	<b>32.2%</b>
(YoY, %pt)				20.3%p	17.0%p	15.0%p	9.6%p	6.5%p	18.2%p	11.5%p	2.6%p
<b>판매량(십억본)</b>	<b>9.4</b>	<b>10.7</b>	<b>11.4</b>	<b>10.3</b>	<b>9.8</b>	<b>10.7</b>	<b>11.3</b>	<b>10.3</b>	<b>41.7</b>	<b>42.0</b>	<b>41.7</b>
(YoY)	-8.9%	-5.9%	-7.5%	7.1%	4.0%	0.3%	-0.5%	-0.2%	-4.1%	0.8%	-0.9%
<b>일반결련</b>	<b>9.2</b>	<b>10.4</b>	<b>11.0</b>	<b>9.8</b>	<b>9.2</b>	<b>10.1</b>	<b>10.6</b>	<b>9.6</b>	<b>40.4</b>	<b>39.4</b>	<b>38.6</b>
(YoY)	-10.3%	-8.1%	-10.8%	2.6%	0.0%	-3.5%	-3.7%	-2.3%	-7.0%	-2.5%	-2.1%
<b>전자담배</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>
(YoY)					252%	161%	87.0%	43.8%		105%	17.6%
<b>ASP(원/갑)</b>	<b>830</b>	<b>839</b>	<b>832</b>	<b>848</b>	<b>851</b>	<b>853</b>	<b>854</b>	<b>856</b>	<b>837</b>	<b>854</b>	<b>860</b>
(YoY)	0.3%	2.5%	1.0%	2.7%	2.6%	1.7%	2.6%	0.9%	1.5%	1.9%	0.8%
<b>일반결련</b>	<b>822</b>	<b>827</b>	<b>817</b>	<b>829</b>	<b>830</b>	<b>831</b>	<b>832</b>	<b>833</b>	<b>823</b>	<b>831</b>	<b>836</b>
(YoY)	-0.7%	0.9%	-0.8%	0.7%	1.0%	0.5%	1.8%	0.5%	0.0%	1.0%	0.5%
<b>전자담배</b>	<b>1,347</b>	<b>1,370</b>	<b>1,250</b>	<b>1,250</b>	<b>1,225</b>	<b>1,200</b>	<b>1,175</b>	<b>1,175</b>	<b>1,285</b>	<b>1,191</b>	<b>1,175</b>
(YoY)				-14.5%	-9.1%	-12.4%	-6.0%	-6.0%	-12.1%	-7.3%	-1.4%
<b>수출담배</b>	<b>132</b>	<b>184</b>	<b>93</b>	<b>132</b>	<b>115</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>542</b>	<b>550</b>	<b>614</b>
(YoY)	-44.1%	-19.5%	-54.7%	-36.4%	-13.4%	-22.1%	54.3%	12.0%	-38.4%	1.5%	11.7%
<b>판매량(십억본)</b>	<b>7.9</b>	<b>12.2</b>	<b>5.9</b>	<b>8.7</b>	<b>7.5</b>	<b>9.1</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>	<b>34.7</b>	<b>34.9</b>	<b>37.4</b>
(YoY)	-40.4%	8.0%	-48.7%	-20.9%	-5.5%	-25.0%	55.0%	5.0%	-26.3%	0.6%	7.0%
<b>ASP(달러/갑)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>	<b>0.27</b>	<b>0.27</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>	<b>0.29</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>	<b>0.29</b>
(YoY)	0.9%	-21.9%	-11.2%	-21.0%	-12.6%	-0.8%	-0.8%	6.4%	-13.7%	-2.0%	4.3%
<b>평균환율(원/달러)</b>	<b>1,073</b>	<b>1,078</b>	<b>1,126</b>	<b>1,128</b>	<b>1,124</b>	<b>1,130</b>	<b>1,130</b>	<b>1,130</b>	<b>1,096</b>	<b>1,129</b>	<b>1,130</b>
(YoY)	-7.1%	-4.5%	-0.6%	1.7%	4.8%	4.8%	0.4%	0.2%	-3.1%	2.9%	0.1%
<b>기타</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>75</b>	<b>96</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	<b>121</b>	<b>103</b>	<b>250</b>	<b>454</b>	<b>454</b>
(YoY)	-44.8%	-58.4%	-1.9%	18.9%	216.8%	166.6%	61.7%	8.0%	-23.7%	81.6%	0.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 2) CJ제일제당 1Q19 Preview

CJ제일제당의 1분기 연결기준 영업이익은 2,180억원(+4% YoY), 대한통운 제외기준 영업이익은 1,682억원(-2% YoY)으로 전망된다. 작년 1분기 헬스케어 사업부문 이익 120억원은 3월에 연결 편입되는 쉬완스에 의해 일부 상쇄될 것으로 판단된다. 기존 가공식품 사업은 1) 쌀 원재료 단가 상승 부담과 2) 진천공장 고정비 부담으로 인해, 전년동기 대비 -150억원 내외의 감익이 예상된다. 바이오는 핵산 판가 인상에도 불구하고, 라이신/메치오닌/트립토판의 시황 부진으로, 전년동기 대비 영업이익률이 하락할 것으로 판단된다. 생물자원은 사료/축산 시황 정상화에 힘입어 흑자전환에 성공할 것으로 기대되나, 인도네시아 옥수수 원재료 단가 상승으로 인해, 이익 개선 폭은 예상 보다 작을 것으로 판단된다.

**2분기 관전포인트는 쌀 가격 협상 결과와 비핵심 사업 및 자산의 효율화 여부이다.** 동사의 가공식품 사업은 쌀 가격 급등으로 이익 레벨이 하락한 상황이기 때문에, 4월에 있을 올해 쌀 가격 협상 결과가 중요하다. 또한, 동사는 재무구조 악화로 인해 사료 사업부 경쟁력 제고 방안과 가양동 부지 매각을 검토하고 있으며, 연말에는 가공식품 사업을 중심으로 수익성 위주의 경영 전략을 채택할 가능성도 있다.

### CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,348.6</b>	<b>4,453.7</b>	<b>4,945.6</b>	<b>4,922.1</b>	<b>5,045.2</b>	<b>5,537.8</b>	<b>5,913.3</b>	<b>5,955.2</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,451.5</b>	<b>24,571.7</b>
(YoY)	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	16.0%	24.3%	19.6%	21.0%	13.3%	20.3%	9.4%
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,603.1	1,860.0	2,128.0	2,026.9	5,271.7	7,618.0	8,548.2
(YoY)	-0.3%	4.5%	1.2%	10.0%	21.8%	51.3%	46.1%	59.6%	3.6%	44.5%	12.2%
소재	462.7	459.7	484.2	427.0	449.1	446.2	480.3	423.9	1,833.6	1,799.6	1,774.0
(YoY)	-14.3%	-1.2%	-9.7%	1.7%	-2.9%	-2.9%	-0.8%	-0.7%	-6.5%	-1.9%	-1.4%
가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,154.0	1,413.8	1,647.7	1,603.0	3,438.1	5,818.4	6,774.2
(YoY)	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	35.2%	83.7%	69.5%	90.2%	9.9%	69.2%	16.4%
바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	652.7	708.4	730.9	785.2	2,715.7	2,877.2	3,061.1
(YoY)	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	10.3%	15.4%	-0.7%	1.5%	25.3%	5.9%	6.4%
생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.4	536.6	566.1	621.7	2,173.2	2,224.8	2,279.1
(YoY)	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%	2.9%	2.4%	2.4%
물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,454.1	2,631.1	2,706.3	2,764.9	9,219.7	10,556.4	11,508.2
(YoY)	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	22.6%	15.2%	11.9%	9.9%	29.7%	14.5%	9.0%
<b>대통제외 기준</b>	<b>2,512.2</b>	<b>2,367.5</b>	<b>2,745.1</b>	<b>2,650.5</b>	<b>2,756.2</b>	<b>3,105.0</b>	<b>3,425.0</b>	<b>3,433.8</b>	<b>10,275.2</b>	<b>12,720.0</b>	<b>13,888.4</b>
(YoY)	4.7%	1.7%	2.6%	6.7%	9.7%	31.1%	24.8%	29.6%	3.9%	23.8%	9.2%
<b>영업이익</b>	<b>210.3</b>	<b>184.6</b>	<b>265.2</b>	<b>172.7</b>	<b>218.0</b>	<b>239.1</b>	<b>330.2</b>	<b>233.1</b>	<b>832.7</b>	<b>1,020.4</b>	<b>1,182.8</b>
(YoY)	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	3.7%	29.5%	24.5%	35.0%	7.2%	22.5%	15.9%
(OPM)	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	4.3%	4.3%	5.6%	3.9%	4.5%	4.5%	4.8%
식품	116.8	68.6	139.2	32.9	112.3	104.0	177.3	92.8	357.5	486.5	569.1
(OPM)	8.9%	5.6%	9.6%	2.6%	7.0%	5.6%	8.3%	4.6%	6.8%	6.4%	6.7%
소재	28.7	20.0	41.2	3.0	28.3	19.6	40.7	2.6	92.8	91.3	89.7
(OPM)	6.2%	4.4%	8.5%	0.7%	6.3%	4.4%	8.5%	0.6%	5.1%	5.1%	5.1%
가공	88.1	48.6	98.0	29.9	84.0	84.4	136.6	90.2	264.7	395.2	479.4
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	7.3%	6.0%	8.3%	5.6%	7.7%	6.8%	7.1%
바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	48.9	52.9	56.4	62.2	194.1	220.4	239.6
(OPM)	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	7.5%	7.5%	7.7%	7.9%	7.1%	7.7%	7.8%
생물자원	-6.5	17.7	17.5	24.9	7.0	14.0	14.0	10.0	53.6	45.0	45.0
(OPM)	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	1.4%	2.6%	2.5%	1.6%	2.5%	2.0%	2.0%
물류	45.3	57.1	52.9	87.4	55.5	71.9	81.2	87.1	242.7	295.7	356.2
(OPM)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	2.3%	2.7%	3.0%	3.1%	2.6%	2.8%	3.1%
<b>대통제외 기준</b>	<b>170.7</b>	<b>131.2</b>	<b>211.1</b>	<b>104.2</b>	<b>168.2</b>	<b>170.9</b>	<b>247.8</b>	<b>165.0</b>	<b>617.2</b>	<b>751.9</b>	<b>853.8</b>
(YoY)	18.4%	26.0%	0.4%	6.5%	-1.5%	30.3%	17.4%	58.4%	10.9%	21.8%	13.5%
(OPM)	6.8%	5.5%	7.7%	3.9%	6.1%	5.5%	7.2%	4.8%	6.0%	5.9%	6.1%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	122.2	139.9	231.0	133.9	1,294.2	627.1	789.2
당기순이익	72.1	783.4	120.8	-50.9	87.4	100.1	165.2	95.8	925.4	448.4	564.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>62.5</b>	<b>758.5</b>	<b>108.0</b>	<b>-53.8</b>	<b>70.7</b>	<b>75.3</b>	<b>137.7</b>	<b>63.2</b>	<b>875.2</b>	<b>346.9</b>	<b>434.9</b>
(YoY)	-23.8%	3486.3%	-57.9%	적전	13.2%	-90.1%	27.4%	흑전	136.4%	-60.4%	25.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 18년 헬스케어 부문의 매출과 영업이익은 1,146억원, 120억원임. 1Q18에 반영되어 있음.

### 3) 오리온 1Q19 Preview

오리온의 1분기 영업이익은 825억원(-12% YoY)으로 전망된다. 예상 보다 컸던 춘절 시점 차이 영향으로, 중국과 베트남의 1분기 매출이 기대 보다 부진한 상황이다. 이에 따라, 1분기 중국과 베트남 법인의 매출은 현지통화 기준으로 각각 전년동기 대비 -3.8%, -8.2% 감소하고, 영업이익도 각각 전년동기 대비 -55억원, -68억원 감소할 전망이다. 한국은 높은 기저에도 불구하고 적극적인 신제품 확대(마켓오 네이처 그레놀라/닥터유 곤약 젤리 등)로 매출이 +1.3% 증가할 것으로 기대되고, 러시아는 딜러 구조조정 이후 매출과 손익이 정상화 될 전망이다(1Q19E 매출 153억원, OP 15억원).

**2분기 관전포인트는 춘절 이후 중국 매출 회복 여부**이다. 작년 2분기는 늦은 춘절에 따른 재고 부담과 고북칩 등 대형 신제품 출시 영향으로 중국법인의 매출과 수익성의 기저가 낮은 편이다. 만약, 춘절 이후 중국 매출이 어느 정도 정상화 된다면, 주가는 박스권 하단에서 반등할 가능성이 있다. 경쟁사인 Pepsi와 Dali 대비 스낵 매출 성장률이 부진한 편이기 때문에, 중국 매출 반등을 위해서는 스낵 카테고리 매출 흐름이 중요할 것으로 판단된다.

#### 오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>516.3</b>	<b>423.8</b>	<b>493.7</b>	<b>493.2</b>	<b>503.5</b>	<b>455.3</b>	<b>523.6</b>	<b>536.0</b>	<b>1,926.9</b>	<b>2,018.4</b>	<b>2,101.9</b>
(YoY)	12.3%	15.3%	-2.5%	15.5%	-2.5%	7.4%	6.0%	8.7%	8.8%	4.7%	4.1%
한국(오리온 별도)	177.6	175.5	175.0	183.8	179.9	178.2	177.6	186.7	711.9	722.3	732.9
(YoY)	5.7%	2.6%	4.6%	6.8%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	4.9%	1.5%	1.5%
중국(Pan Orion)	266.3	191.5	255.2	220.1	252.9	213.1	274.8	250.1	933.0	990.8	1,038.9
(YoY)	25.3%	48.2%	-7.3%	23.8%	-5.0%	11.3%	7.7%	13.6%	17.4%	6.2%	4.9%
베트남(OFV)	67.4	46.3	50.3	69.8	61.2	50.3	55.1	79.7	233.9	246.3	262.0
(YoY)	9.9%	-4.8%	0.8%	15.3%	-9.1%	8.5%	9.4%	14.2%	6.1%	5.3%	6.4%
러시아(OIE)	10.8	14.9	17.0	22.1	15.3	18.2	19.9	22.2	64.9	75.6	84.9
(YoY)	-38.7%	-21.0%	-14.1%	5.5%	40.9%	21.9%	16.9%	0.7%	-16.1%	16.6%	12.3%
연결조정	-5.9	-4.4	-3.8	-2.7	-5.9	-4.4	-3.8	-2.7	-16.7	-16.7	-16.7
<b>매출총이익</b>	<b>236.0</b>	<b>181.6</b>	<b>229.3</b>	<b>230.0</b>	<b>233.5</b>	<b>208.8</b>	<b>243.5</b>	<b>250.1</b>	<b>877.0</b>	<b>936.0</b>	<b>982.5</b>
(GPM)	45.7%	42.9%	46.4%	46.6%	46.4%	45.9%	46.5%	46.7%	45.5%	46.4%	46.7%
<b>판매비</b>	<b>142.4</b>	<b>142.1</b>	<b>150.6</b>	<b>159.7</b>	<b>151.1</b>	<b>151.1</b>	<b>158.0</b>	<b>170.2</b>	<b>594.8</b>	<b>630.4</b>	<b>652.8</b>
(판매비율)	27.6%	33.5%	30.5%	32.4%	30.0%	33.2%	30.2%	31.8%	30.9%	31.2%	31.1%
<b>영업이익</b>	<b>93.6</b>	<b>39.6</b>	<b>78.7</b>	<b>70.3</b>	<b>82.5</b>	<b>57.7</b>	<b>85.6</b>	<b>79.9</b>	<b>282.2</b>	<b>305.6</b>	<b>329.7</b>
(YoY)	215.3%	102.4%	0.0%	246.5%	-11.9%	45.8%	8.7%	13.7%	86.8%	8.3%	7.9%
(OPM)	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	16.4%	12.7%	16.3%	14.9%	14.6%	15.1%	15.7%
한국(오리온 별도)	24.0	23.2	20.7	24.3	24.1	23.8	21.3	24.7	92.2	93.9	96.8
(OPM)	13.5%	13.2%	11.8%	13.2%	13.4%	13.3%	12.0%	13.3%	13.0%	13.0%	13.2%
중국(Pan Orion)	48.9	10.7	49.1	32.9	43.4	25.9	53.2	39.6	141.6	162.0	179.3
(OPM)	18.4%	5.6%	19.2%	14.9%	17.2%	12.1%	19.3%	15.8%	15.2%	16.4%	17.3%
베트남(OFV)	17.1	3.9	6.5	13.6	10.3	5.7	8.2	16.5	41.0	40.7	44.6
(OPM)	25.4%	8.4%	12.9%	19.4%	16.9%	11.3%	14.9%	20.6%	17.5%	16.5%	17.0%
러시아(OIE)	0.4	2.1	2.2	3.3	1.5	2.7	2.6	2.8	8.0	9.6	9.6
(OPM)	4.0%	14.3%	13.1%	14.8%	9.7%	14.8%	13.1%	12.8%	12.4%	12.7%	11.3%
연결조정	3.2	-0.3	0.2	-3.8	3.2	-0.3	0.2	-3.8	-0.7	-0.7	-0.7
세전이익	87.5	35.9	77.4	74.5	82.3	57.5	85.4	79.7	275.2	304.9	334.4
당기순이익	67.5	27.6	33.1	14.8	57.9	41.1	59.1	57.2	143.0	215.3	235.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>65.9</b>	<b>27.4</b>	<b>32.6</b>	<b>13.9</b>	<b>56.6</b>	<b>40.4</b>	<b>57.6</b>	<b>56.1</b>	<b>139.9</b>	<b>210.6</b>	<b>230.4</b>
(YoY)			-44.8%	23.7%	-14.1%	47.5%	76.4%	303.1%		50.6%	9.4%
<b>현지 통화 기준 매출 성장률</b>											
중국(Pan Orion)	25.0%	44.1%	-4.8%	27.5%	-3.8%	12.9%	6.5%	10.7%	18.5%	5.9%	4.8%
베트남 내수(OFV 내수)	22.2%	8.5%	12.0%	25.5%	-8.2%	12.0%	12.0%	14.0%	18.0%	6.8%	6.6%
러시아(OIE)	-36.2%	-11.9%	-4.6%	16.6%	55.7%	24.6%	17.0%	0.0%	-7.6%	18.8%	12.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

#### 4) 농심/오뚜기 1Q19 Preview

**농심**의 1분기 영업이익은 319억원(-7% YoY)으로 전망된다. 신제품 신라면 건면의 월 매출이 40억원 수준을 기록하며, 2월부터 국내 라면 MS가 상승 국면에 접어든 부분은 긍정적이다. 하지만, 신제품의 권장소비자가격은 짜왕과 달리 1천원 수준에 불과하고, 추가적인 광고/판촉비도 발생하고 있는 상황이다. 하지만, 전년동기는 마케팅 활동이 적어서 비용 집행이 적었기 때문에, 1Q19 국내 영업이익은 전년동기 대비 48억원 감소할 것으로 전망된다(OPM: 1Q18 6.3% → 1Q19E 5.0%).

**2분기 관전포인트는 신제품 판매량**이다. 동사는 신라면 건면 외에도 여름철에 잘 팔릴 수 있는 계절면(도토리 쫄쫄면, 냉라면, 미역 듬뿍 초장비비면 등)을 출시하였다. 신라면 건면은 소비자 가격이 아주 높은 편은 아니기 때문에, 장기적인 관점에서 접근해야 한다. 다만, 계절면 신제품은 기존 비빔면 제품 대비 500~600원 정도 소비자가격이 높기 때문에, 중기적으로 ASP 상승 모멘텀을 기대할 수 있다.

**오뚜기**의 1분기 영업이익은 434억원(+13% YoY)으로 전망된다. 쌀 가격 상승에 따른 원재료 단가 부담이 존재하나, 1) 관계기업 연결 편입 효과(오뚜기제유, 상미, 풍림피앤피 등)와 2) 대두유 단가 하락 효과로 이익이 증가할 것으로 기대된다.

**2분기 관전포인트는 라면 MS 반등과 지배구조 개편 여부**이다. 동사의 라면 MS는 경쟁사 농심이 신제품을 출시하면서 상승세가 주춤한 상황이다. 라면 MS의 상승세 정체는 동사의 밸류에이션에 부정적으로 작용할 수 있다. 한편, 지배구조 개편은 17년부터 지속되고 있는데, 핵심 자회사는 오뚜기라면 정도가 남은 상황이다. 지배구조 개편 시점을 예측할 수는 없으나, 동사가 17년부터 계속해서 종속기업 혹은 관계기업의 흡수합병을 지속하고 있기 때문에, 시장에서의 기대감은 지속될 것으로 판단된다.

농심/오뚜기 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	YoY	2Q19E	YoY	2018	2019E	YoY
농심	매출액	5,631	5,328	5,660	5,746	5,891	4.6%	5,700	7.0%	22,364	23,544	5.3%
	영업이익	344	65	217	260	319	-7.2%	193	199.2%	886	1,082	22.2%
	OPM	6.1%	1.2%	3.8%	4.5%	5.4%	-0.7%p	3.4%	2.2%p	4.0%	4.6%	0.6%p
	순이익	321	77	195	251	288	-10.1%	190	147.0%	843	997	18.3%
오뚜기	매출액	5,773	5,371	5,796	5,527	6,205	7.5%	5,836	8.6%	22,468	24,059	7.1%
	영업이익	385	385	404	343	434	12.7%	414	7.6%	1,517	1,638	7.9%
	OPM	6.7%	7.2%	7.0%	6.2%	7.0%	0.3%p	7.1%	-0.1%p	6.8%	6.8%	0.1%p
	순이익	303	331	787	178	370	21.8%	358	8.2%	1,705	1,412	-17.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

### 5) 롯데칠성/하이트진로 1Q19 Preview

**롯데칠성의** 1분기 영업이익은 166억원(+93% YoY)으로 전망된다. 3월 꽃샘 추위 영향에도 불구하고, 탄산음료 매출의 구조적 성장(+8% YoY)에 힘입어, 음료 사업의 매출 성장률이 제고되고, Product Mix 가 개선될 것으로 기대된다(음료 OP: 1Q18 210억원 → 1Q19E 282억원 전망). 주류는 소주가 안정적으로 성장하는 가운데(+2.5% YoY), 비효율적으로 집행되었던 맥주 마케팅비용이 효율화되면서 영업적자가 축소될 것으로 기대된다(주류 OP: 1Q18 -130억원 → 1Q19E -96억원 전망).

**2분기 관전포인트는 소주 가격인상 여부와 날씨**이다. 현재 물류비 부담 증가와 경쟁사의 수익성 제고 전략으로 인해, 소주 판가 인상 가능성이 있는 상황이다. 다만, 정부가 주류 종량세 개편을 추진하고 있기 때문에, 판가 인상 시점이 하반기로 밀릴 가능성이 있다. 성수기에 들어가는 만큼 날씨 영향도 중요하다. 작년 2분기 탄산음료 매출의 기저가 낮고, 탄산음료 시장이 구조적으로 성장하고 있기 때문에 (배달음식 수요 증가, 탄산 음용 비중 증가), 날씨에 따라서 매출 성장률이 예상보다 강하게 나타날 가능성이 있다.

**하이트진로의** 1분기 영업이익은 69억원(-59% YoY)으로 전망된다. 주력 제품인 소주는 파업으로 인해 전년동기 기저가 낮기 때문에, 매출이 +5% 정도 성장할 것으로 기대된다. 맥주는 레귤러 맥주 매출이 -200억원 이상 감소함에도 불구하고, 필라이트와 수입맥주의 매출 성장(각각 +33%, +20%)과 신제품 테라 매출 반영(40~50억원)에 힘입어, 전년동기와 유사한 수준의 매출이 가능할 전망이다. 다만, 신제품 출시에 따른 초기비용과 마산공장의 소주 Capa 전환에 따른 비용 부담 반영으로 인해, 수익성은 전년동기 대비 크게 하락할 전망이다.

**2분기 관전포인트는 맥주 MS와 주류 가격인상 여부**이다. 동사는 레귤러 맥주 부진의 침체를 탈출하기 위해, 신제품 테라(TERRA)를 출시하였다. 3월 매출은 Sell-in 매출이기 때문에, 소비자의 재구매 의사를 파악할 수 있는 5~6월 매출이 중요할 것이다. 만약, 필라이트/테라의 매출 증가가 하이트/맥스의 매출 감소를 넘어선다면, 맥주 MS와 매출의 반등에 따른 가동률 개선을 기대할 수 있다. 주류 가격인상은 2분기 보다 하반기에 나타날 가능성이 높다. 동사는 물류비 부담 증가에 따른 수익성 제고를 위해 소주와 맥주의 가격인상을 추진할 가능성이 높다. 경쟁사 오비맥주가 이미 Cass의 출고가를 인상하였으나, 정부가 주류 종량세 개편을 추진하고 있기 때문에, 판가 인상은 좀 더 후행적으로 나타날 것으로 판단된다.

롯데칠성/하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	YoY	2Q19E	YoY	2018	2019E	YoY
롯데칠성	매출액	5,226	5,995	6,699	5,543	5,562	6.4%	6,366	6.2%	23,463	24,659	5.1%
	영업이익	86	235	512	17	166	93.0%	360	53.4%	850	1,252	47.4%
	OPM	1.6%	3.9%	7.6%	0.3%	3.0%	1.3%p	5.7%	1.7%p	3.6%	5.1%	1.5%p
	순이익	-19	65	259	-784	67	흑전	204	216.4%	-481	684	-242.3%
하이트진로	매출액	4,207	4,932	5,001	4,717	4,211	0.1%	4,993	1.2%	18,856	19,279	2.2%
	영업이익	167	268	293	176	69	-58.8%	242	-9.8%	904	1,036	14.5%
	OPM	4.0%	5.4%	5.9%	3.7%	1.6%	-2.3%p	4.8%	-0.6%p	4.8%	5.4%	0.6%p
	순이익	26	96	94	6	-25	적전	89	-7.1%	222	401	80.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 6) 대상/동원F&B/롯데푸드 1Q19 Preview

**대상**의 1분기 영업이익은 330억원(+9% YoY)으로 전망된다. 1) 베스트코 영업적자 축소(1Q18 -42억원 → 1Q19E -10억원), 2) 인도네시아 전분당 가동률 개선에 따른 이익 증가(1Q18 15억원 → 1Q19E 33억원)에 기인한다.

**2분기 관전포인트는 소재 부문의 수익성 변화와 식품 부문의 경쟁강도 변화**이다. 소재 부문은 관세청 라이신 수출단가의 하락으로 수익성에 대한 의구심이 존재하는 상황이다. 식품은 장류의 가격인상 효과가 4월부터 반영될 것으로 판단되나, 포장김치 시장의 경쟁강도에 따라, 영업이익 증가 여부가 결정될 것이다.

**동원F&B**의 1분기 영업이익은 358억원(+56% YoY)으로 전망된다. 1) 참치원어투입단가 하락(-31% YoY), 2) 참치캔 매출 증가(+7% YoY)로 인해, 일반식품 부문의 영업이익이 전년동기 대비 119억원 증가할 것으로 예상되기 때문이다(1Q18 178억원 → 1Q19E 297억원).

**2분기 관전포인트는 참치어가의 방향성**이다. 통상 참치어가의 계절적 성수기는 2~3분기이다. FAD 조업이 금지되는 3분기를 앞두고 참치캔 제조업체들의 재고 축적이 시작되기 때문이다. 하지만, 올해는 통상적인 계절성 보다 조금 빠르게 가격이 반등하였고, 국내 수산업체들의 신조선 투입이 예정되어 있어서, 참치어가가 통상적인 계절성과 다르게 움직임 가능성이 존재한다. 만약, 2분기에 예상치 못한 어가 움직임이 나타난다면, 동원F&B의 주가가 강하게 반등할 수 있다.

**롯데푸드**의 1분기 영업이익은 167억원(+5% YoY)으로 전망된다. 육가공 원료 단가 안정화는 긍정적이거나, 수출분유와 델리카 사업부의 성장성 둔화로 이익 증가폭은 제한적일 전망이다.

**2분기 관전포인트는 빙과 수요 회복 여부**이다. 작년에 국내 빙과 시장은 우호적인 날씨 상황과 맞물리면서 수요가 반등한 상황이다. 주요 업체들의 매출액이 증가하였고, 판가/판매량 모두 상승세를 보였다. 하지만, 빙과는 출산률 하락과 10대 인구 감소로 구조적인 수요 하락 요인이 있는 품목이다. 따라서, 수요 반등의 지속성을 확신하기 어려운 상황이다.

대상/동원F&B/롯데푸드 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	YoY	2Q19E	YoY	2018	2019E	YoY
대상	매출액	7,400	7,243	7,853	7,072	7,358	-0.6%	7,326	1.1%	29,568	29,996	1.4%
	영업이익	302	354	414	132	330	9.3%	372	5.3%	1,202	1,370	14.1%
	OPM	4.1%	4.9%	5.3%	1.9%	4.5%	0.4%p	5.1%	0.2%p	4.1%	4.6%	0.5%p
	순이익	190	407	209	-156	238	25.0%	267	-34.2%	649	981	51.3%
동원 F&B	매출액	7,049	6,466	7,894	6,617	7,460	5.8%	7,049	9.0%	28,025	30,364	8.3%
	영업이익	229	132	383	129	358	56.3%	171	30.3%	872	1,059	21.4%
	OPM	3.2%	2.0%	4.9%	1.9%	4.8%	1.5%p	2.4%	0.4%p	3.1%	3.5%	0.4%p
	순이익	157	63	265	82	250	59.3%	108	72.0%	567	721	27.1%
롯데푸드	매출액	4,308	4,702	4,965	4,133	4,436	3.0%	4,815	2.4%	18,108	18,584	2.6%
	영업이익	159	228	275	13	167	5.1%	236	3.4%	680	699	2.9%
	OPM	3.7%	4.9%	5.5%	0.3%	3.8%	0.1%p	4.9%	0.0%p	3.8%	3.8%	0.0%p
	순이익	106	152	179	-11	109	2.7%	161	5.9%	428	458	6.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 7) CJ프레시웨이/SPC삼립/매일유업 1Q19 Preview

**CJ프레시웨이**의 1분기 영업이익은 63억원(+5% YoY)으로 전망된다. 식자재유통과 단체급식의 계약조건 개선에도 불구하고, 컨세션 사업 확대에 따른 계절적 비수기 영향 확대로 전사 이익 증가 폭이 제한적일 전망이다. 식자재유통 부문의 이익 증가를 단체급식 부문에서 상쇄되는 부분이 있기 때문이다.

**2분기 관전포인트는 인건비 증가율과 계절적 성수기 영향**이다. 동사는 올해 경력직 채용 축소로 인해, 인건비 증가율이 둔화될 것으로 판단되는데, 이는 향후 영업레버리지 확대 측면에서 평가 인상 효과와 함께 가장 중요한 요소이다. 더불어, 컨세션 비중 확대에 따른 달라진 계절성도 주목할 포인트이다. 단체급식 부문에서 컨세션은 골프장 경로와 함께 2~3분기 매출 비중이 높은 경로이다. 만약, 2분기에 원래의 실적 흐름 보다 계절성이 강하게 나타난다면, 비수기 1분기의 이익 증가율 둔화와 상관없이, 식자재유통/단체급식 시장에서 동사의 협상력이 의미 있게 상승한 것으로 판단할 수 있기 때문이다.

**SPC삼립**의 1분기 영업이익은 131억원(+15% YoY)으로 전망된다. 밀가루 평가 인상이 지연되고 있는 점은 아쉬우나, 1) 샌드위치(+10% 이상)/카페노우(+20% 후반)의 외형 성장과 2) 청주 공장 가동률 상승에 힘입어 이익이 증가할 것으로 기대된다.

**2분기 관전포인트는 평가 인상 여부**이다. 동사는 원재료 단가 인상 부담을 밀가루 혹은 베이커리 제품의 평가 인상으로 상쇄할 가능성이 높다. 밀가루 쪽의 시장 지배력은 약하지만, 베이커리 제품의 시장 지배력은 높기 때문에, 베이커리 제품의 평가 인상 가시성이 상대적으로 높은 편이다.

**매일유업**의 1분기 영업이익은 177억원(+8% YoY)으로 전망된다. 매출 성장을 둔화에도 불구하고, 1) 커피음료 평가 인상에 따른 수익성 개선, 2) 전사 비용 효율화에 힘입어 이익이 증가할 것으로 기대된다(별도기준 OP: 1Q18 164억원 -> 1Q19E 187억원).

**2분기 관전포인트는 커피음료의 수익성 레벨**이다. 국내 커피음료는 편의점 출점 정체로 예년 대비 성장성이 둔화되고 있고, 동사 브랜드인 '바리스타'의 인지도는 경쟁사 대비 더욱 확고해지고 있다. 동사 커피음료의 연간 매출규모(1300~1400억원 수준)와 MS 레벨(40% 이상)을 감안한다면, 커피음료의 수익성 레벨이 급격히 확대될 가능성이 존재한다.

### CJ프레시웨이/SPC삼립/매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	YoY	2Q19E	YoY	2018	2019E	YoY
CJ프레시웨이	매출액	6,758	7,286	7,043	7,193	7,406	9.6%	8,115	11.4%	28,281	31,630	11.8%
	영업이익	60	138	133	176	63	4.7%	196	42.4%	507	627	23.8%
	OPM	0.9%	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	0.0%p	2.4%	0.5%p	1.8%	2.0%	0.2%p
	순이익	10	24	41	62	-5	적전	92	280.3%	137	251	83.1%
SPC삼립	매출액	5,163	5,416	5,509	5,921	5,511	6.7%	5,736	5.9%	22,009	22,945	4.3%
	영업이익	114	167	107	212	131	15.0%	176	5.5%	599	654	9.2%
	OPM	2.2%	3.1%	1.9%	3.6%	2.4%	0.2%p	3.1%	0.0%p	2.7%	2.9%	0.1%p
	순이익	84	118	79	140	96	14.3%	131	10.6%	443	484	9.3%
매일유업	매출액	3,210	3,192	3,335	3,264	3,221	0.3%	3,240	1.5%	13,006	13,152	1.1%
	영업이익	164	189	212	207	177	8.1%	199	5.0%	744	793	6.7%
	OPM	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	5.5%	0.4%p	6.1%	0.2%p	5.7%	6.0%	0.3%p
	순이익	122	183	174	132	136	12.2%	153	-16.7%	583	609	4.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## II. 음식료 업종 투자전략

### >>> 기업별 실적 모멘텀 및 관심종목 점검

1~2분기 모두 실적 호조가 예상되는 종목은 롯데칠성과 동원F&B이다. 롯데칠성은 탄산음료 수요 호조와 주류 적자 축소, 동원F&B는 원어투입단가 하락에 기인한다. **롯데칠성**의 실적은 날씨가 변수이긴 하지만, 작년도 기저가 낮고, 핵심 제품의 매출 호조에 기인하기 때문에, 실적 가시성이 높은 편이다.

하지만, **동원F&B**는 실적 추정치 하향 가능성이 있다. 2분기는 전통적으로 참치어가가 반등하는 시기이기 때문이다. 연초 예상 보다 빠르게 어가가 반등하였기 때문에, 참치어가가 통상적인 계절성과 다르게 움직일 가능성이 있긴 하지만, 아직까지는 참치어가 방향성에 대해 확신을 가지기 어려운 상황이다. 따라서, 참치어가 흐름을 주시하면서, Trading Buy로 대응할 필요가 있다.

1분기 실적 부진 이후 2분기 실적 반등이 예상되는 종목은 오리온, CJ제일제당, CJ프레시웨이, 농심이다. **오리온**은 춘절 시점 차이에 따른 중국 매출 영향이 예상 보다 강하게 나타나면서 1분기 실적이 부진한 상황이다. 작년 2분기는 늦은 춘절로 재고 부담이 있었고, 대형 신제품 출시(꼬북칩/혼다칩)로 마케팅 비용이 컸기 때문에, 2Q19의 이익 개선 가시성은 높은 편이다. 다만, 스낵 카테고리에서 매력적인 신제품이 나오고 있지 않은 점은 다소 부담스러운 요인이다. 현재 중국 제과 시장에서 가장 큰 시장이 스낵이기 때문에, 추가적인 외형 확대를 위해서는 의미 있는 스낵 신제품 출시가 매우 중요하다.

**CJ제일제당**의 1분기는 쌀 가격 상승 부담과 진천공장 고정비 부담으로 실적 가시성이 매우 낮은 편이다. 하지만, 2분기부터 미국 쉬완스가 온기로 편입되고, 가공식품 가격인상 효과가 나타나기 때문에, 1분기와 달리 이익 개선 가시성이 높은 편이다. 더불어, 4월에 쌀 가격 협상이 예상보다 좋은 조건으로 될 가능성이 있기 때문에, 추가적인 실적 추정치 상향 가능성도 있다. 중기적으로 라이신 시황 악화와 생물자원 사업부의 경쟁력 하락은 다소 부담스러운 요인이나, 하반기 핵산/트립토판 증설이 있기 때문에 일부 상쇄될 것으로 판단된다.

**CJ프레시웨이**는 컨세션 비중 확대로 단체급식 사업의 계절성이 더욱 강해지면서, 1분기 이익 증가율이 약한 상황이다. 하지만, 2분기는 성수기이기 때문에 마진 개선 폭이 확대될 가능성이 높다. 최저임금 상승으로 인해, 외식업체들이 판가 인상에 나서고 있기 때문이다. 따라서, 식자재유통 업체들의 계약 조건 개선도 전방산업의 판가 인상에 따라 가시성이 상승하였기 때문에, 1위 업체인 CJ프레시웨이의 수익성이 크게 개선될 것으로 기대된다.

**농심**은 작년 1분기에 마케팅 비용 집행이 적어서, 수익성의 기저가 매우 높은 편이자. 하지만, 작년 2분기에는 국내 라면 MS 하락에 대응하기 위해 마케팅 비용을 많이 집행했기 때문에, 실적의 기저가 매우 낮은 편이다. 올해도 건면과 비빔면 신제품이 있기는 하지만, 작년 2분기보다 비용 집행이 강할 가능성은 낮기 때문에, 2분기 실적 개선 가시성은 매우 높은 편이다. 다만, 짜왕 Case 처럼 신제품의 판매가 지속적으로 강하기 어렵다는 점은 리스크 요인으로 판단된다.

**향후 이익 추정치 상향이 기대되는 종목은 매일유업과 하이트진로**이다. **매일유업**은 커피음료와 곡물음료 수익성 개선에도 불구하고, 출산율 부진으로 내수분유 매출이 감소하면서, 이익 증가율이 완만한 상황이다. 하지만, 정부의 부동산 규제가 강화되면서, 아파트 가격과 거래량이 하향 압력을 받고 있는 상황이다. 이러한 부동산 가격 상승세 둔화는 20~30대의 실질 구매력 개선으로 이어질 수 있기 때문에, 연말로 갈수록 출산율이 반등할 여지가 있다. 이러한 출산율 반등은 동사 제품 중에서 수익성이 가장 높은 조제분유의 매출에 긍정적이기 때문에, 이익 증가율이 반등할 가능성이 있다. 따라서, 연말로 갈수록 밸류에이션 디스카운트 요인이 해소될 여지가 있다.

**하이트진로**는 상반기에 맥주 신제품(테라) 마케팅 비용 집행이 집중될 수 있기 때문에, 1~2분기 실적 가시성이 낮은 상황이다. 다만, 동사는 본사와 지주사의 차입금 레벨이 매우 높아서, 어느 정도의 EBITDA 확보가 필수적인 업체이다(이자비용 및 배당금 재원 확보). 따라서, 하반기로 갈수록 마케팅 비용을 Control 하고, 주류 가격 인상을 통해, 전사 수익성을 개선 시킬 가능성이 높다. 이에 따라, 하반기에 전사 실적 추정치 상향 가능성이 높은 편으로 판단된다.

음식료 주요 기업 관전포인트 점검

종목	관전 포인트	당사 View
<b>KT&amp;G</b>	수출담배 회복과 Juul 신제품 영향	수출담배 회복 속도는 완만. Juul MS는 5% 상회시 우려
<b>오리온</b>	춘절 이후 스낵 매출 반등 여부	2분기 기저효과 기대할 만한 하나, 매력적인 신제품 없는 상황
<b>C제일제당</b>	쌀 가격 협상과 비핵심 사업 및 자산 효율화	쌀 가격 상승률 10%대 전망. 비핵심 사업 및 자산 효율화는 확인 필요
<b>C프레시웨이</b>	인건비 증가율과 단가 협상력 개선	인건비 증가율 둔화 중. 외식업체 판가 인상으로 식자재유통 계약조건 개선 가능
<b>SPC삼립</b>	베이커리/밀가루 제품 판가 인상	베이커리는 가시성 높으나, 밀가루는 가시성 낮음
<b>농심</b>	라면 신제품 판매량과 MS	건면은 중장기적 접근 필요. 비빔면 수요 호조 가능성은 주시
<b>대상</b>	김치 마케팅 비용과 라이신 수익성	김치 마케팅 비용 증가는 둔화될 수 있으나, 라이신 시황 개선은 쉽지 않을 듯
<b>동원F&amp;B</b>	참치어가 방향성	참치어가가 통상적인 계절성과 다르게 움직일 가능성이 있으나 확인 필요
<b>롯데칠성</b>	탄산음료 매출과 주류 가격 인상	탄산음료 시장 +5% 이상 성장 가능. 주류 가격 인상은 하반기 기대
<b>롯데푸드</b>	HMR 매출 성장률과 출산율 반등 여부	HMR 매출 성장률 반등 어려우나, 출산율 반등 가능성은 있음
<b>매일유업</b>	출산율 반등 여부와 커피음료 수익성	연말로 갈 수록 출산율 반등 가능성 상승. 커피음료는 경쟁사 부진으로 마진 개선 기대
<b>오뚜기</b>	라면 MS와 할인을 축소	경쟁사 신제품 출시로 라면 MS 방향성 확인 필요. 할인은 회사가 통제할 수 있을 듯
<b>하이트진로</b>	맥주 신제품 판매량과 주류 가격 인상	맥주 신제품 판매량은 확인 필요하나, 하반기 주류가격 인상 가능성 높음

자료: 키움증권 리서치

음식료 주요 기업 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	YoY	2Q19E	YoY	2018	2019E	YoY
KT&G	매출액	10,676	11,197	11,825	11,017	12,103	13.4%	11,861	5.9%	44,715	48,722	9.0%
	영업이익	3,114	3,230	3,569	2,639	3,738	20.1%	3,551	9.9%	12,551	14,347	14.3%
	OPM	29.2%	28.8%	30.2%	24.0%	30.9%	1.7%p	29.9%	1.1%p	28.1%	29.4%	1.4%p
	순이익	2,489	2,666	2,589	1,273	2,840	14.1%	2,705	1.5%	9,017	10,922	21.1%
오리온	매출액	5,163	4,238	4,937	4,932	5,035	-2.5%	4,553	7.4%	19,269	20,184	4.7%
	영업이익	936	396	787	703	825	-11.9%	577	45.8%	2,822	3,056	8.3%
	OPM	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	16.4%	-1.8%p	12.7%	3.3%p	14.6%	15.1%	0.5%p
	순이익	659	274	326	139	566	-14.1%	404	47.5%	1,399	2,106	50.6%
CJ 제일제당	매출액	43,486	44,537	49,456	49,221	50,452	16.0%	55,378	24.3%	186,701	224,515	20.3%
	영업이익	2,103	1,846	2,652	1,727	2,180	3.7%	2,391	29.5%	8,327	10,204	22.5%
	OPM	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	4.3%	-0.5%p	4.3%	0.2%p	4.5%	4.5%	0.1%p
	순이익	625	7,585	1,080	-538	707	13.2%	753	-90.1%	8,752	3,469	-60.4%
CJ 프레스웨이	매출액	6,758	7,286	7,043	7,193	7,406	9.6%	8,115	11.4%	28,281	31,630	11.8%
	영업이익	60	138	133	176	63	4.7%	196	42.4%	507	627	23.8%
	OPM	0.9%	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	0.0%p	2.4%	0.5%p	1.8%	2.0%	0.2%p
	순이익	10	24	41	62	-5	적전	92	280.3%	137	251	83.1%
SPC 삼립	매출액	5,163	5,416	5,509	5,921	5,511	6.7%	5,736	5.9%	22,009	22,945	4.3%
	영업이익	114	167	107	212	131	15.0%	176	5.5%	599	654	9.2%
	OPM	2.2%	3.1%	1.9%	3.6%	2.4%	0.2%p	3.1%	0.0%p	2.7%	2.9%	0.1%p
	순이익	84	118	79	140	96	14.3%	131	10.6%	443	484	9.3%
농심	매출액	5,631	5,328	5,660	5,746	5,891	4.6%	5,700	7.0%	22,364	23,544	5.3%
	영업이익	344	65	217	260	319	-7.2%	193	199.2%	886	1,082	22.2%
	OPM	6.1%	1.2%	3.8%	4.5%	5.4%	-0.7%p	3.4%	2.2%p	4.0%	4.6%	0.6%p
	순이익	321	77	195	251	288	-10.1%	190	147.0%	843	997	18.3%
대상	매출액	7,400	7,243	7,853	7,072	7,358	-0.6%	7,326	1.1%	29,568	29,996	1.4%
	영업이익	302	354	414	132	330	9.3%	372	5.3%	1,202	1,370	14.1%
	OPM	4.1%	4.9%	5.3%	1.9%	4.5%	0.4%p	5.1%	0.2%p	4.1%	4.6%	0.5%p
	순이익	190	407	209	-156	238	25.0%	267	-34.2%	649	981	51.3%
동원 F&B	매출액	7,049	6,466	7,894	6,617	7,460	5.8%	7,049	9.0%	28,025	30,364	8.3%
	영업이익	229	132	383	129	358	56.3%	171	30.3%	872	1,059	21.4%
	OPM	3.2%	2.0%	4.9%	1.9%	4.8%	1.5%p	2.4%	0.4%p	3.1%	3.5%	0.4%p
	순이익	157	63	265	82	250	59.3%	108	72.0%	567	721	27.1%
롯데칠성	매출액	5,226	5,995	6,699	5,543	5,562	6.4%	6,366	6.2%	23,463	24,659	5.1%
	영업이익	86	235	512	17	166	93.0%	360	53.4%	850	1,252	47.4%
	OPM	1.6%	3.9%	7.6%	0.3%	3.0%	1.3%p	5.7%	1.7%p	3.6%	5.1%	1.5%p
	순이익	-19	65	259	-784	67	흑전	204	216.4%	-481	684	-242.3%
롯데푸드	매출액	4,308	4,702	4,965	4,133	4,436	3.0%	4,815	2.4%	18,108	18,584	2.6%
	영업이익	159	228	275	13	167	5.1%	236	3.4%	680	699	2.9%
	OPM	3.7%	4.9%	5.5%	0.3%	3.8%	0.1%p	4.9%	0.0%p	3.8%	3.8%	0.0%p
	순이익	106	152	179	-11	109	2.7%	161	5.9%	428	458	6.8%
매일유업	매출액	3,210	3,192	3,335	3,264	3,221	0.3%	3,240	1.5%	13,006	13,152	1.1%
	영업이익	164	189	212	207	177	8.1%	199	5.0%	744	793	6.7%
	OPM	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	5.5%	0.4%p	6.1%	0.2%p	5.7%	6.0%	0.3%p
	순이익	122	183	174	132	136	12.2%	153	-16.7%	583	609	4.5%
오뚜기	매출액	5,773	5,371	5,796	5,527	6,205	7.5%	5,836	8.6%	22,468	24,059	7.1%
	영업이익	385	385	404	343	434	12.7%	414	7.6%	1,517	1,638	7.9%
	OPM	6.7%	7.2%	7.0%	6.2%	7.0%	0.3%p	7.1%	-0.1%p	6.8%	6.8%	0.1%p
	순이익	303	331	787	178	370	21.8%	358	8.2%	1,705	1,412	-17.2%
하이트진로	매출액	4,207	4,932	5,001	4,717	4,211	0.1%	4,993	1.2%	18,856	19,279	2.2%
	영업이익	167	268	293	176	69	-58.8%	242	-9.8%	904	1,036	14.5%
	OPM	4.0%	5.4%	5.9%	3.7%	1.6%	-2.3%p	4.8%	-0.6%p	4.8%	5.4%	0.6%p
	순이익	26	96	94	6	-25	적전	89	-7.1%	222	401	80.3%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

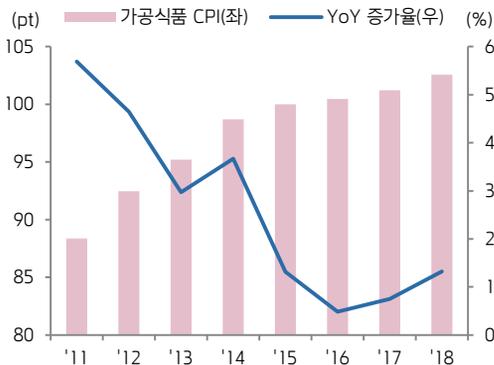
## >>> 주목할 3가지 포인트: Cost Push Inflation, 출산율, 신제품

### 1) Cost Push Inflation: 비용 상승 부담에서 Margin 개선으로

전술한 것처럼, 1) 원재료 단가 상승과 2) 최저임금 인상 부담을 판가 인상으로 전가하면서, 가공식품과 외식서비스의 CPI 상승률이 각각 2%, 3% 수준까지 상승한 상황이다. 음식료 업체들은 비용 상승 압박 초기에는 마진이 하락하는 경향이 있지만, 판가 인상 직후에는 마진 스프레드가 통상적으로 강하게 반등하는 경향이 있다. 이러한 관점에서 물류비 부담 증가와 가격인상 시기 도래로 주목을 받고 있는 **주류** 업종에 관심을 가져야 한다. 이미 맥주 1위 업체인 오비맥주가 4월에 주력 제품의 출고가를 평균 5.3% 인상하였고, 소주 1위 업체인 하이트진로도 가격 인상 시기를 고민하고 있기 때문이다. 이에 따라, 하반기에 대표 주류 업체인 **하이트진로**와 **롯데칠성**이 가격 인상의 수혜를 받을 가능성이 높다.

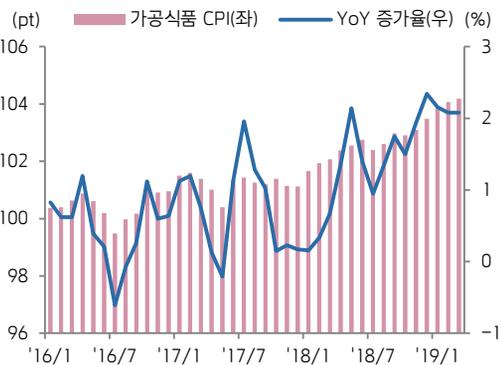
한편, **식자재유통/단체급식** 업체들의 수익성 개선에도 관심을 가져야 한다. 단체급식은 최저임금 인상 영향으로 단가 인상이 활발하게 일어나고 있다. 식자재유통은 전방산업인 외식 업종의 판가 인상 가속화로 계약 조건 개선 작업이 이뤄지고 있다. 특히, **CJ프레시웨이**는 업계 1위이고, 꾸준히 점유율을 늘려왔기 때문에, 계약 조건 개선 이후 실적이 Level-up 될 가능성이 높다. 이미 작년에 최저임금 인상 부담이 있었음에도 불구하고, 계약 조건이 개선되면서 연간 영업이익이 증가한 바 있다(영업이익: 18년 439억원 -> 19년 507억원). 이와 같은 계약 조건 개선은 만기가 돌아오는 고객사 중심으로 이뤄지기 때문에, 동사의 수익성 개선 효과는 시간이 지날 수록 점차 강해질 개연성이 높다.

연도별 가공식품 CPI 추이



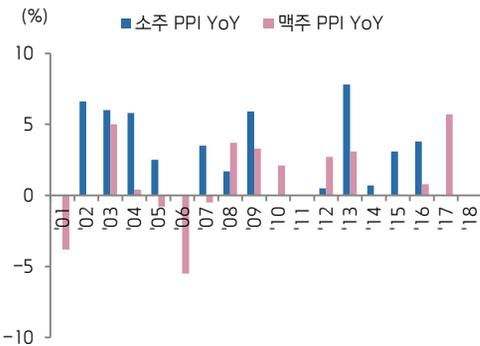
자료: 통계청

월별 가공식품 CPI 추이



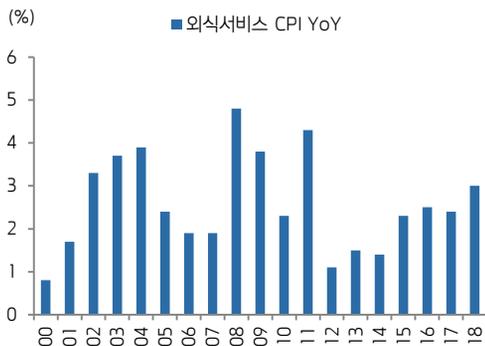
자료: 통계청

주류 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

외식서비스 CPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

## 2) 출산율 반등 가능성 점검

언론보도에 따르면 한국의 출산율은 OECD 국가 중에 유일하게 1명이 안 된다고 한다. 왜 이렇게 출산율이 하락한 것일까? 당사는 부동산 가격 강세에 그 이유가 있는 것으로 추산하고 있다.

통상 출산율 통계로는 합계출산율(Total fertility rate)이 사용된다. 합계출산율이란 한 여자가 가임기간(15~49세)에 낳을 것으로 기대되는 평균 출생아 수를 의미한다. 전반적인 출생아 수 감소는 가임기 여성 인구의 감소로 회피하기 어려운 부분이 있다. 하지만, 합계출산율이 하락하는 것은 전반적인 출산 의지의 하락으로 해석할 수 있다.

출산을 하기 위해서는 혼인 수가 늘어야 한다. 또 혼인한 사람들의 출산 의지도 있어야 한다. 하지만, **2015년 이후 국내 부동산 시세가 몇 년간 강세를 보이면서, 무주택자의 실질 구매력이 크게 하락**하였다. **대체로 무주택자들은 미혼 혹은 결혼 초기의 20~30대들로 구성되어 있다.** 결혼과 출산에 들어가는 비용과 주거 비용 상승 부담, 실질 구매력 하락을 감안한다면, 출산율 하락은 어쩌면 너무나 당연한 결과이다.

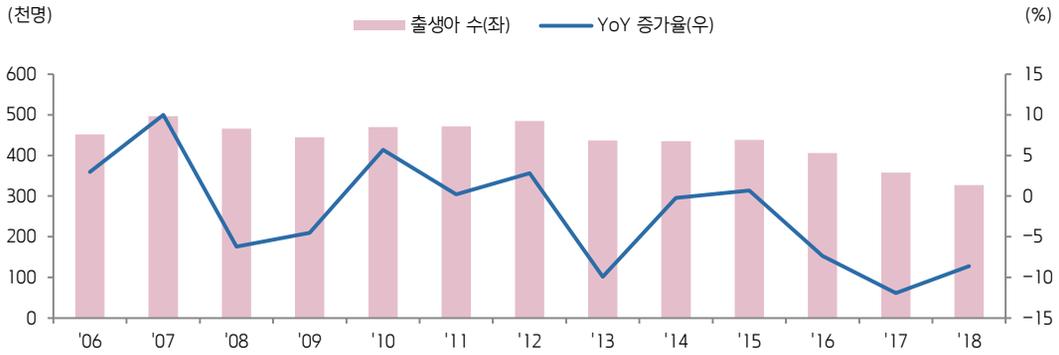
이러한 출산율 하락은 조제분유 업체의 실적에 매우 부담스러운 요인이다. 국내 조제분유 시장은 남양유업, 매일유업, 롯데푸드, 일동후디스가 주도하고 있는데, 다른 제품대비 수익성의 레벨이 높아서, 이익에서 차지하는 비중이 큰 편이다. 당사는 매일유업의 연간 영업이익에서 조제분유가 차지하는 비중을 37%로 추산하고 있으며(18년 기준), 출산율 하락이 동사의 밸류에이션 할인 요인으로 작용한 것으로 판단하고 있다.

하지만, 다행스럽게도 작년 9월 정부의 부동산 정책 발표 이후, 부동산 가격과 시장의 심리는 많이 주춤해진 상황이다. 이러한 **부동산 가격의 상승세 둔화 혹은 하락 전환은 20~30대들의 실질 구매력 개선으로 나타날 수 있고, 몇 년간 이연된 출산 수요의 반등으로 이어질 수 있다.** 실제 2009~12년에도 부동산 가격이 안정화되면서, 출산율이 반등하였고, 전체 출생아 수도 소폭이나마 증가하는 모습이 나타났었다.

만약, 출산율이 반등한다면 어떻게 될까? 출산율의 반등은 조제분유 업체들의 실적 안정성을 개선 시키기 때문에, 他 업종 대비 밸류에이션 할인율이 축소될 것으로 판단된다. 특히, **매일유업**은 커피음료, 유기농 우유 카테고리에서 업계 1위 지위를 구축하고 있고, 중국 조제분유 수출도 매년 꾸준히 확대해 나가고 있다. 현재 FW12M PER은 10~11배 수준인데, 유가공 업계 내 지위를 감안한다면, 음식료 업종 평균 밸류에이션 대비 할인이 큰 상황이다. 출산율이 반등한다면, EPS와 밸류에이션 레벨이 동시에 상승할 수 있는 것이다.

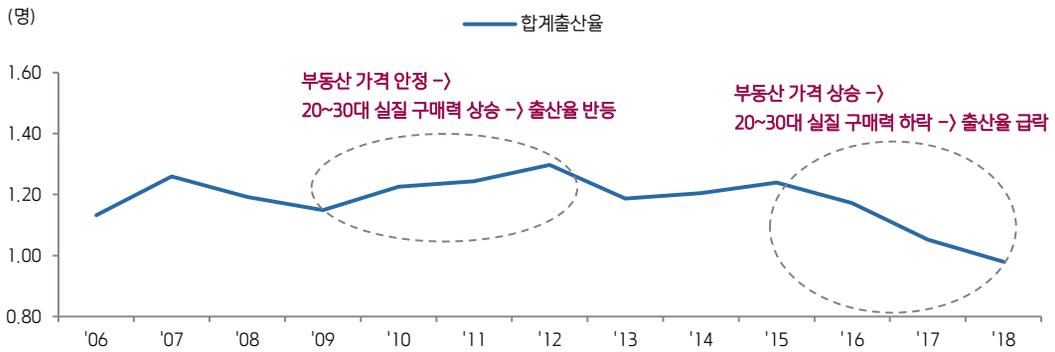
그렇다면, 출산율의 반등 시기는 언제일까? 반등 시기를 가늠하기는 어렵지만, 생각 보다는 빠르게 나타날 가능성이 높다. 2016년부터 출산율이 급락하면서, 이연된 대기 수요들이 있고, 부동산 시장에 대한 정부의 스탠스도 변화가 없기 때문이다. 따라서, 향후 매일유업의 밸류에이션 할인 요인 축소와 EPS 반등 가능성에 관심을 가져야 할 것이다.

### 출생아 수 추이



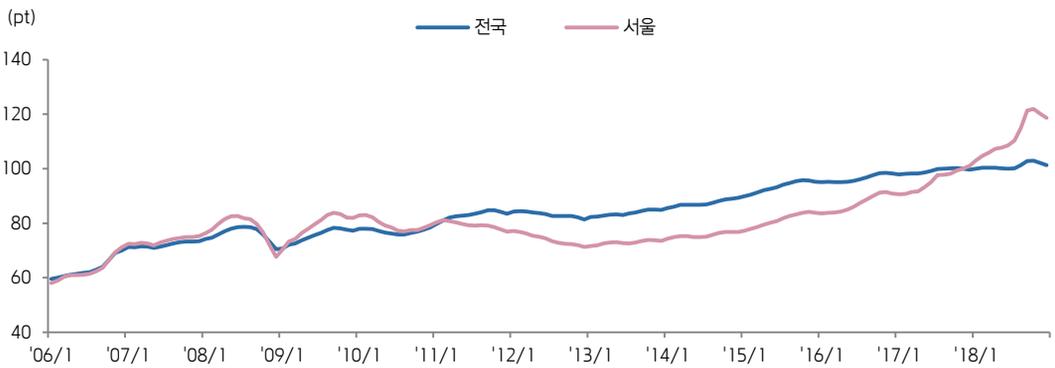
자료: 통계청

### 합계출산율 추이



자료: 통계청

### 아파트 매매 실거래가격지수 추이



자료: 통계청

### 3-1) 대형 신제품 영향: Juul

올해는 작년과 달리 시장에 대형 신제품이 많은 상황이다. 출시 초기의 신제품 수요는 대체로 예측이 어렵지만, 주가에 미치는 영향이 강하기 때문에, 면밀한 분석을 통해 시장 변화에 대응할 필요가 있다.

담배 카테고리에서는 계속해서 전자담배가 화두인 상황이다. 18년에는 17년에 출시했던 궤련형 전자담배의 업그레이드 제품들이 출시되었으나, 올해는 완전히 새로운 유형의 전자담배인 **Juul**이 출시될 예정이다. 아직 Juul의 국내 성공 여부를 단정 짓기는 어렵지만, 미국 전자담배 시장에서 MS 75%를 차지하고 있는 검증된 제품이고, 기존의 궤련형 전자담배(HnB)처럼 냄새가 없는 것이 큰 장점으로 판단되며, 제품 맛에 대한 소비자 만족감도 비교적 높은 것으로 파악된다.

**POD 1개(= 담배 1갑)의 소매가격은 국내 담배 시장의 주력 가격대인 4,500원 보다 다소 낮게 책정될 가능성이 높다.** 1) 초기에 담배 관련 세금이 없거나 낮을 가능성이 높고, 2) 초기 시장 안착을 위한 소비자 유인이 필요하기 때문이다. 따라서, 소비자에게 충분히 매력적인 가격대로 출시될 가능성이 높다. **Juul의 국내 시장 성공 여부는 소비자가 변경된 제품 스펙에 만족하느냐 여부에 달려 있다.** 국내 규제로 인해, 니코틴 함량이 미국에 출시된 제품 대비 낮게 출시되기 때문에, 소비자들의 반응이 예상보다 부진할 가능성이 있다. 다만, Juul이 어느 정도 MS를 가져가더라도 17년에 출시된 iQOS 정도의 영향을 주긴 어려울 것이다. 국내에 액상전자담배 유형이 어느 정도 있었고, 전자담배의 주력 소비층인 30대 전후의 소비자를 iQOS가 선점한 효과가 있기 때문이다.

#### CSV 전자담배, Juul 개요

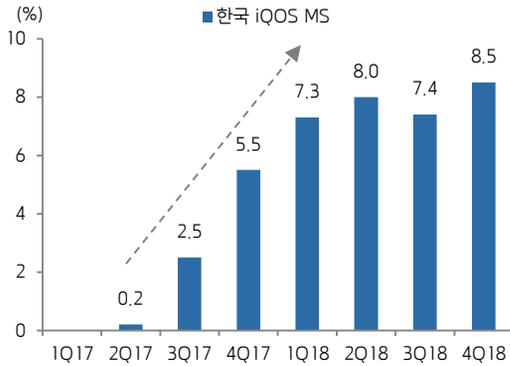
<b>제품명</b>	Juul(줄) / POD(팟)			
<b>제품 개요</b>	CSV(Closed System Vaporizer) 전자담배로 분류. 중기 담배의 일종으로 니코틴 용액을 수기로 충전하는 방식이 아니라, 이미 충전된 탱크를 사용하는 방식임 Juul은 전자담배 Device, POD은 Stick의 역할을 함. POD 하나에 200회 정도 흡입 가능. 일반적으로 POD 1개가 1갑 분량으로 알려져 있음 현재, 한국 법으로 담배로 분류되지 않으나, 시장에서 판매량이 호조를 보인다면, 국내 법이 개정될 가능성이 높을 듯			
<b>제품 가격</b>	Starter Kit \$49.99 (Juul 디바이스 + USB 충전 독 + POD 4개) Device Kit \$34.99 (Juul 디바이스 + USB 충전 독) / 4개 POD \$15.99			
<b>제품 사진</b>	<b>Starter Kit</b>	<b>Juul 디바이스</b>	<b>USB 충전 독</b>	<b>POD</b>
				
<b>글로벌 출시 현황</b>	2015년 5월 첫 출시 2018년 5월 이스라엘에 출시했으나, 8월에 니코틴 함량 과다의 이유로 판매 금지됨 2018년 7월 영국에 니코틴 함량 낮추어 출시 2018년 8월 캐나다에 출시			
<b>최근 사업 동향</b>	Altria 지분 투자: 18년 12월 미국 1위 담배 업체 Altria가 지분 35% 인수. 전체 기업가치 380억 달러 수준으로 평가 미국 MS: 18년 10월 기준 미국 전자담배 시장 내 MS 75%, 19년 3월 기준 미국 전체 담배 시장 내 MS 6.6% 19년 실적 가이던스: 19년 매출 34억 달러 목표(18년 매출 13억 달러 수준). 올해 말 해외매출 비중 26% 전망.			
<b>니코틴 함량</b>	현재 미국에서는 3%와 5% 두 가지 유형 판매 중. 한국에서 유통되기 위해서는 2% 언더로 조절되어야 함.			
<b>POD 1개 용량</b>	0.7ml			

자료: Juul 홈페이지, 언론보도, Altria, Nielson, 키움증권 리서치

주: 1) 제품 가격은 Juul 홈페이지 참조. 미국은 주별 세금이 다르기 때문에, 실제 판매가와와는 차이가 있을 수 있음

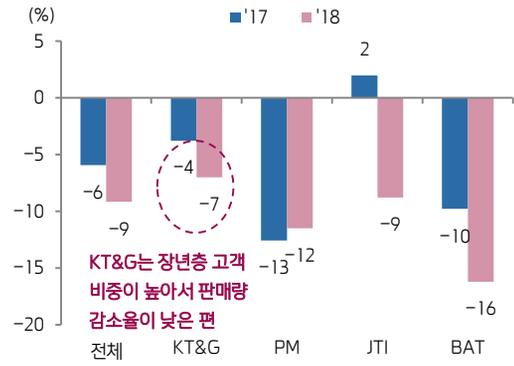
만약, Juul이 어느 정도 성과를 낸다고 가정하더라도, 국내 1위 담배 업체인 KT&G의 MS 하락폭은 Juul의 MS 상승폭 대비 크지 않을 것이다. 1) 주력 제품의 소비층이 장년층이고, 2) 동사의 MS가 상대적으로 낮은 전자담배 시장 내에서(30% 언더) 카니발이 강할 가능성이 높기 때문이다. **다만, Juul의 MS가 5%를 넘어간다면, KT&G도 신제품으로 대응할 가능성이 높아지기 때문에, 신제품 출시 초기에 Product Mix가 악화될 개연성은 존재한다.**

### 한국 iQOS MS 추이



자료: Philip Morris International(스틱 판매량 기준)

### 궐련담배 판매량 YoY 감소율은 KT&G가 가장 낮은 편



자료: KT&G

### iQOS 출시 이후 국내 시장점유율 변화: KT&G의 MS 하락폭은 생각 보다 작은 편이었음

구분	'17 (%)	'18 (%)	(YoY)
국내 시장점유율			
KT&G	59.4%	57.8%	-1.6%p
궐련담배	59.3%	56.0%	-3.3%p
전자담배	0.1%	1.8%	1.7%p
iQOS Heets	2.0%	7.5%	5.5%p
기타	38.7%	34.7%	-4.0%p
<b>KT&amp;G 고객의 iQOS로의 이탈률<sup>1)</sup></b>		<b>28.4%</b>	

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) iQOS Heets MS Gain (5.5%) / KT&G MS Lose (1.6%) = 28.4%

### Juul의 MS 확대 가능성에 따른 KT&G의 EPS 하락 영향 분석

구분	KT&G MS 하락폭 = JUUL MS* 50% 가정				KT&G MS 하락폭 = JUUL MS* 30% 가정			
	0%	3%	5%	7%	0%	3%	5%	7%
Juul MS								
연결기준 매출액	4,872	4,824	4,792	4,760	4,872	4,843	4,824	4,805
내수담배 매출액	1,875	1,826	1,794	1,762	1,875	1,846	1,826	1,807
KT&G MS	58.4%	56.9%	55.9%	54.9%	58.4%	57.5%	56.9%	56.3%
(Juul MS 0% 대비)		-1.5%p	-2.5%p	-3.5%p		-0.9%p	-1.5%p	-2.1%p
연결기준 영업이익	1,435	1,401	1,379	1,356	1,435	1,415	1,401	1,388
(Juul MS 0% 대비)		-2%	-4%	-5%		-1%	-2%	-3%
연결기준 지배주주순이익	1,092	1,068	1,051	1,035	1,092	1,077	1,068	1,058
(Juul MS 0% 대비)		-2%	-4%	-5%		-1%	-2%	-3%

자료: KT&G, 키움증권 리서치 (2019년 실적 추정치 기준)

주: 1) 내수담배의 공헌이익률을 70%로 가정

### 3-2) 대형 신제품 영향: 라면

국내 라면 1위 업체인 농심도 건면과 비빔면 수요에 적극적으로 대응하기 위해 올해 신제품 출시를 적극적으로 하고 있는 모습이다. **올해 2월에 신라면 건면을 출시**하였고, **3월에는 하절기면 신제품 3종**(도토리쫄쫄면, 냉라면, 미역등뼈 초장비빔면)을 출시한 상황이다. 이러한 신제품 효과에 힘입어 동사의 MS는 2월부터 반등하고 있는 것으로 추산되며, 이에 따라도 주가도 반등 국면에 접어든 상황이다.

과거 짜왕과 진짬뽕 Case를 감안한다면, 신제품 매출의 지속성은 좀 더 확인이 필요한 부분이다. 다만, 2015년에 짜왕이 출시되었을 때에는 실적이 강하게 반등하면서, 주가의 대세 상승 구간(2015년 5월 ~2016년 1월)이 나왔었다.

그렇다면, 실적이 강하게 반등하기 위한 신제품의 매출 조건은 어떻게 될까? 올해 2월에 출시된 신라면 건면의 월 매출액은 약 40억원 수준이다. 2015년 4월에 출시되었던 짜왕은 출시 후 3개월 만에 월 매출액이 100억원을 돌파하였다. 따라서, 신라면 건면 만으로는 짜왕 정도의 효과가 나오기는 어려울 가능성이 높다. 신라면 건면은 짜왕 보다 ASP가 낮고, 초기 월 매출 규모도 작은 편이기 때문이다.

하지만, 최근에 하절기면 신제품이 가세하고 있는 상황이기 때문에, 함수는 조금 더 복잡하다. 당사는 **신제품의 월 매출액 합계가 60억원을 넘거나, Blended ASP 증가율이 3%를 넘을 경우에만 농심의 수익성이 크게 개선될 가능성이 높은 것으로 추산**하고 있다. 만약, 신제품 성과가 해당 수준에 못 미친다면, 시장 경쟁강도 변화가 동사의 수익성 레벨에 좀 더 유의미한 영향을 미칠 것으로 판단된다.

#### 농심 신제품 매출액에 따른 매출 시나리오 분석

1) Base 가정: 2018년 농심 별도실적 기준						
내수라면 매출(십억원)	1,187					
ASP(원)	610					
Q(백만식)	1,947					

2) 신제품 매출액에 따른 시나리오 분석: 카니발 30% 가정							
신제품 ASP(원)	700			신제품 ASP(원)	1,050		
카니발 가정	30%			카니발 가정	30%		
신제품 월 매출(십억원)	4	6	8	신제품 월 매출(십억원)	4	6	8
내수라면 매출(십억원)	1,221	1,238	1,254	내수라면 매출(십억원)	1,221	1,238	1,254
ASP(원)	612	613	614	ASP(원)	617	620	624
Q(백만식)	1,995	2,019	2,043	Q(백만식)	1,979	1,995	2,011
기존 가정 대비 증가율				기존 가정 대비 증가율			
내수라면 매출	3%	4%	6%	내수라면 매출	3%	4%	6%
ASP	0%	1%	1%	ASP	1%	2%	2%
Q	2%	4%	5%	Q	2%	2%	3%

3) 신제품 매출액에 따른 시나리오 분석: 카니발 40% 가정							
신제품 ASP(원)	700			신제품 ASP(원)	1,050		
카니발 가정	40%			카니발 가정	40%		
신제품 월 매출(십억원)	4	6	8	신제품 월 매출(십억원)	4	6	8
내수라면 매출(십억원)	1,216	1,230	1,245	내수라면 매출(십억원)	1,216	1,230	1,245
ASP(원)	612	613	613	ASP(원)	616	619	622
Q(백만식)	1,988	2,008	2,029	Q(백만식)	1,974	1,988	2,002
기존 가정 대비 증가율				기존 가정 대비 증가율			
내수라면 매출	2%	4%	5%	내수라면 매출	2%	4%	5%
ASP	0%	0%	1%	ASP	1%	1%	2%
Q	2%	3%	4%	Q	1%	2%	3%

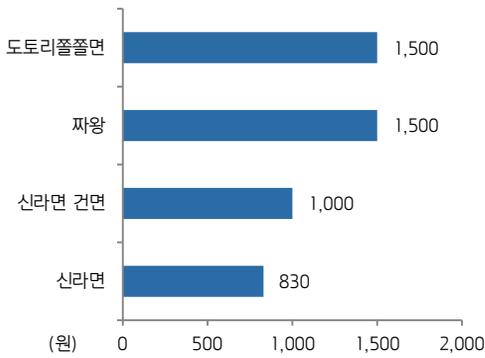
자료: 농심, 키움증권 리서치

농심 신제품 확대 국면에서의 매출 및 수익성 분석(짜왕, 진짬뽕)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
별도기준 매출액(십억원)	478	432	431	460	466	457	469	486
(YoY)	-0.7%	-2.9%	-5.2%	-5.9%	-2.5%	5.8%	8.8%	5.7%
내수라면 매출액(십억원)	327	288	287	315	296	300	316	336
(YoY)	-0.4%	-6.2%	-10.0%	-11.1%	-9.2%	3.9%	10.0%	6.7%
ASP(원)	571	576	575	570	571	595	603	599
(YoY)	-0.8%	-0.1%	0.0%	-0.3%	0.0%	3.3%	4.7%	5.1%
Q(백만식)	572	501	499	553	519	504	524	561
(YoY)	0.4%	-6.1%	-10.0%	-10.9%	-9.2%	0.6%	5.0%	1.5%
별도기준 매출총이익(십억원)	135	117	118	127	134	130	139	144
별도기준 영업이익(십억원)	32	10	13	16	26	20	32	27
(YoY)	4.9%	-19.8%	-26.8%	-49.1%	-16.9%	90.9%	142.5%	73.3%
GPM	28.3%	27.1%	27.4%	27.5%	28.8%	28.5%	29.6%	29.6%
판매비율	21.7%	24.7%	24.3%	24.1%	23.2%	24.2%	22.8%	24.0%
OPM	6.6%	2.4%	3.0%	3.5%	5.6%	4.3%	6.8%	5.7%

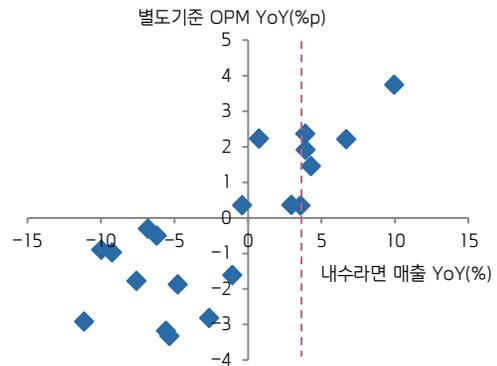
자료: 농심, 키움증권 리서치

농심 주요 제품 권장소비자가격 비교



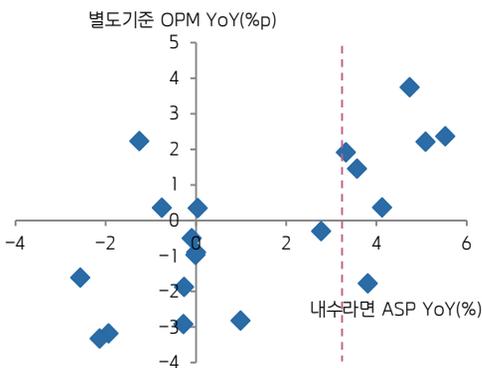
자료: 농심  
주: 1) 올해 3월에 출시한 하절기면 신제품 3종의 가격은 모두 1,500원임

농심 내수라면 매출 YoY vs 별도기준 OPM YoY



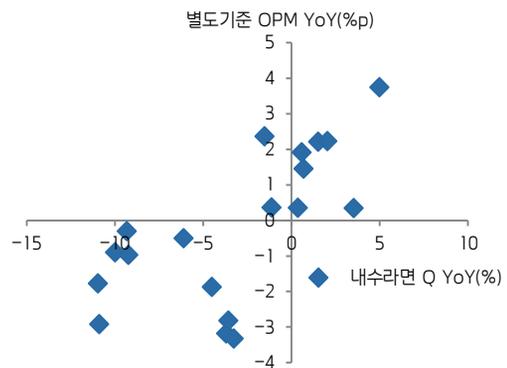
자료: 농심, 키움증권 리서치(1Q14~4Q18 실적 기준)

농심 내수라면 ASP YoY vs 별도기준 OPM YoY



자료: 농심, 키움증권 리서치(1Q14~4Q18 실적 기준)

농심 내수라면 판매량 YoY vs 별도기준 OPM YoY



자료: 농심, 키움증권 리서치(1Q14~4Q18 실적 기준)

### 3-3) 대형 신제품 영향: 맥주(TERRA)

국내 맥주 2위 업체인 **하이트진로**도 올해 3월에 레귤러 맥주 신제품 테라(TERRA)를 출시하였다. 신제품은 미세먼지 경보의 일상화로 자연적인 것에 대한 갈망이 커지고 있는 점을 반영해, 호주 청정지역의 맥아와 발효공정에서 자연 발생하는 탄산만 사용했다는 점을 강조하였다. 브랜드 컬러는 청정라거 컨셉을 잘 표현할 수 있는 '그린' 으로 결정하고, 모든 패키지에 적용했다. 동사는 **이번 신제품을 통해 현재 30% 내외의 맥주 MS를 40% 이상까지 확대할 계획**이다.

동사는 소주 시장에서의 높은 점유율에도 불구하고, 낮은 맥주 시장 점유율로 수익성 레벨이 낮은 상황이다. 다만, 최근에는 **1) 수입맥주 성장률 부진 속에, 2) 동사의 발포주 매출 성장세가 지속되고 있고, 3) OB/롯데/수입맥주 업체들의 마케팅 비용 공세도 주춤한 상황**이다. 시장 상황이 하이트진로에게 다소 유리하게 바뀐 것이다. 동사는 이러한 여세를 몰아 가정/업소 채널에서 레귤러 맥주 MS를 확대할 계획이다. 따라서, 이번 맥주 신제품은 시장 판도 변화를 위한 승부수로 판단된다.

중장기적인 주가 흐름은 **1) 신제품의 월 판매량 추이와 2) 시장점유율 상승 여부가 중요하다**. 신제품 'TERRA' 는 기존 브랜드 'Hite' 를 대체하는 브랜드이다. 또한, 발포주 FiLite의 매출에도 일부 영향을 줄 수 있다. 신제품 매출이 동사의 기존 제품 매출을 잠식하는 효과가 발생할 수 있는 것이다. 따라서, 신제품에 대한 긍정적 반응과 동시에 맥주 MS 상승이 나타나야 할 것이다.

그렇다면, 실적에 미치는 영향을 어떻게? 통상 맥주 MS는 한번 방향성이 바뀌면 몇 년 정도 같은 방향으로 움직이는 경향이 있다. 레귤러 맥주는 개인적 소비 보다는 집단적 소비 성향이 강하기 때문이다. 따라서, 이익 증가율 보다는 **맥주 MS의 방향성이 주가의 방향성을 좌우할 핵심**으로 판단된다.

#### 하이트진로, 맥주 신제품 테라(TERRA) 출시

제품명	'청정라거 - 테라(TERRA)'
출시일	2019년 03월 21일
도수	4.6%
출고가격	기존과 동일(355ml 캔 1238.95 원, 500ml 병 1146.66 원)
특징	청정지역 호주 '골든트라이앵글' 맥아 100% 사용 발효 공정에서 자연 발생하는 리얼탄산 100% 사용 청정라거 컨셉 위해 '그린'을 브랜드 컬러로 결정

자료: 하이트진로, 키움증권 리서치

#### 하이트진로 맥주 신제품 TERRA



자료: 하이트진로

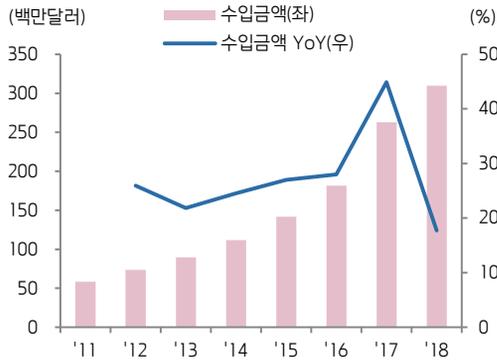
#### 국내 맥주 시장의 카테고리별 MS 추이



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

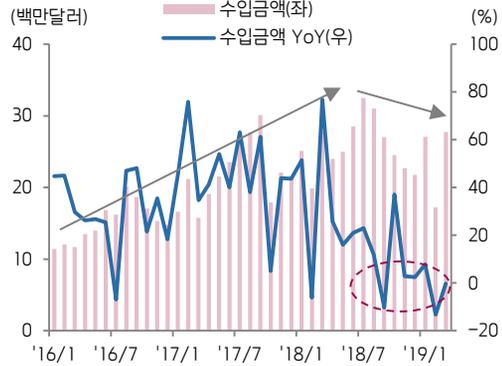
주: 1) MS 수치는 중량기준, 전체 시장에서 가정용 비중은 50% 추산  
2) 현재 발포주는 가정용으로만 유통되고 있음

연도별 맥주 수입금액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

월별 맥주 수입금액 추이: 최근 성장률 부진한 상황



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

국가별 수입맥주의 리터당 주세: 종량세 도입시, 수입맥주의 세금 부담은 높아질 듯(종량세율 정부안: 835원/ℓ)

국가명	수입중량 (톤)	수입금액 (천달러)	중량 비중	금액 비중	수입금액 (백만원)	관세율	과세표준 (백만원)	주세 (백만원)	리터당 주세 (원/리터)
전체	387,981	309,674			341,008				
일본	86,676	78,300	22%	25%	86,223	30.0%	112,089	80,704	931
중국	54,457	40,911	14%	13%	45,051	24.0%	55,863	40,221	739
벨기에	54,149	36,175	14%	12%	39,835	0.0%	39,835	28,681	530
미국	41,960	34,572	11%	11%	38,070	0.0%	38,070	27,410	653
독일	28,193	24,590	7%	8%	27,078	0.0%	27,078	19,496	692
네덜란드	35,476	21,408	9%	7%	23,574	0.0%	23,574	16,973	478
아일랜드	15,521	18,451	4%	6%	20,318	0.0%	20,318	14,629	943
체코공화국	19,661	10,523	5%	3%	11,588	0.0%	11,588	8,343	424
폴란드	11,668	10,156	3%	3%	11,184	0.0%	11,184	8,052	690
프랑스	8,841	8,320	2%	3%	9,162	0.0%	9,162	6,597	746

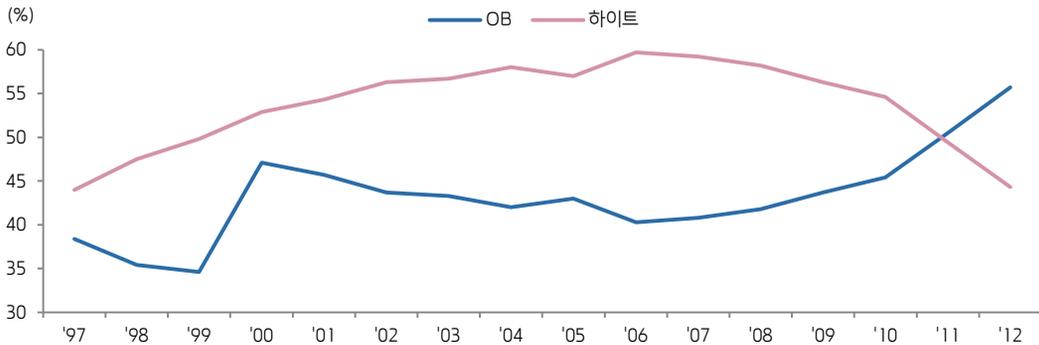
자료: 관세청, 국회 의안정보시스템, 키움증권 리서치(2018년 수입 실적 기준)

주: 1) 과세표준 = 수입금액(신고가) \* (1 + 관세율), 주세 = 과세표준 \* 72%

2) 원/달러 = 1,101.18, 1톤 = 1ℓ 가정, 유럽산 수입맥주는 2018년 연중 無관세 가정

3) 중국산 맥주의 수입세율은 한중 FTA 협정에 따라 2019년에 22.5%로 하락 예정

국내 맥주 시장점유율 추이



자료: 한국주류산업협회

## >>> 업종 투자전략

**Top Picks: CJ제일제당, 롯데칠성, CJ프레시웨이 / 2H 다크호스: 하이트진로, 매일유업**  
 신제품 관련 마케팅 비용 집행으로 인해, 음식료 업체들의 1분기 실적 모멘텀은 예상 보다 다소 둔화 된 상황이다. 따라서, **2분기 이후 실적 모멘텀이 강하고, 본업 혹은 핵심 제품의 마진 상승 기회가 있는 업체들 중심으로 집중할 필요**가 있다.

이와 같은 관점에서, 음식료 업종 Top Picks로 CJ제일제당, 롯데칠성, CJ프레시웨이를 제시하고, 하반기 관심종목으로 하이트진로, 매일유업을 제시한다. **CJ제일제당**은 영업이익의 50% 이상을 차지하는 가공식품 사업이 2년 간의 증익 Cycle에 진입할 것으로 판단된다. 실적 모멘텀도 1Q19를 바닥으로 2Q19부터 반등할 가능성이 높다. 2분기부터 쉬완스 영업 실적이 온기로 반영되고, 국내 가공식품 가격 인상 효과도 반영되기 때문이다. 동사의 PER은 가공식품 증익 Cycle에서 18배까지 확장된 적이 있기 때문에, 멀티플 상승 여지도 충분한다.

**롯데칠성**은 실적 모멘텀이 가장 탄탄한 업체로 판단된다. 배달음식 수요의 고성장과 탄산음료 중심의 음료 시장 재편으로 탄산음료 매출 성장률이 높아지고 있기 때문이다. 더불어, 맥주는 마케팅비용을 효율화하고 있고, 하반기에 소주/맥주 가격인상 가능성도 있기 때문에, 주류 부문의 수익성도 개선될 여지가 충분하다(18년 연간 매출: 소주 3,240억원, 맥주 1,450억원).

**CJ프레시웨이**는 전방산업인 외식 업체의 판가 인상이 가속화되면서, 식자재유통의 계약 조건 개선이 지속되고 있다. 임대료, 최저임금 상승에 따른 비용 부담에 대한 판가 전가가 시작된 것이다. 동사는 오랜 기간 MS를 확대해 온 식자재유통 1위 업체이기 때문에, 경쟁사 대비 영업레버리지 효과가 가장 강하게 나타날 것으로 기대된다.

**하이트진로**는 하반기 가격 인상 가능성과 신제품 모멘텀에 관심을 가져야 한다. 소주와 맥주는 판가 인상을 한지 오래되었고, 최저임금 상승 Cost Push 요인도 있는 카테고리이다. 동사는 매출의 대부분이 주류에서 나오고 있기 때문에, 업종 내에서 Beta가 가장 큰 업체이다(18년 연간 매출: 소주 8,728억원, 레귤러 맥주: 3,774억원). 맥주 MS 반등 측면에서도 기회가 있다. 정부의 맥주 종량제 개편으로 수입 맥주의 영업활동이 위축된 가운데, 신제품 테라(TERRA)를 출시했기 때문이다. 만약, 레귤러 신제품 매출 호조와 발포주 성장으로 맥주 MS가 반등한다면, 주가의 방향성이 크게 바뀔 가능성이 있다.

**매일유업**은 출산율 반등과 커피음료 수익성 Level up에 관심을 가져야 한다. 동사는 커피음료, 유기농 우유 카테고리에서 1등 브랜드를 가지고 있음에도 불구하고, 출산율 부진에 따른 조제분유 실적 악화 우려로, 업종 내 밸류에이션 디스카운트가 심한 상황이다. 하지만, 정부의 부동산 규제 강화로 부동산 가격 상승이 둔화되면서, 20~30대의 실질 구매력 개선이 기대되는 상황이다. 또한, 몇 년간 출산율이 하락하면서 이연된 출산 수요도 있기 때문에, 연내에 출산율이 반등할 가능성이 있다. 커피음료는 편의점 출점 둔화로 성장성이 정체되면서 구조적인 마케팅 비용 축소와 수익성 Level up이 기대된다. 특히, 경쟁사의 영업활동 부진으로 동사의 브랜드 입지도가 더욱 확고해지고 있고, 연 매출 규모도 1,300~1,400억원 수준까지 커졌기 때문에, OPM Level이 급격히 확대될 가능성이 있다.

음식료 주요 업체 밸류에이션 현황

구분	현재가 4/12	PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)		배당수익률(%)		시가총액 (백만\$)
		'19E	'20E	'19E	'20E	'19E	'20E	'19E	'20E	'19E	'20E	
KT&G	101,000	12.7	11.7	7.2	6.5	1.6	1.5	13.0	13.2	4.2	4.2	12,228
오리온	97,100	17.1	15.3	9.6	8.5	2.4	2.2	14.9	14.9	0.7	0.8	3,385
롯데제과	183,500	13.6	11.8	8.3	7.6	1.0	0.9	7.2	8.0	1.7	2.3	1,038
농심	293,500	18.2	16.4	6.3	5.7	0.9	0.8	5.1	5.5	1.4	1.5	1,574
CJ 제일제당	326,500	14.1	12.1	8.8	8.2	1.1	1.0	7.8	8.6	1.1	1.1	4,334
오뚜기	746,000	19.0	17.8	10.9	10.2	1.8	1.7	11.3	11.2	1.1	1.1	2,372
대상	28,450	11.8	10.4	6.6	6.0	1.0	1.0	9.2	9.6	2.0	2.2	869
동원 F&B	261,000	14.6	13.0	9.5	8.6	1.5	1.3	10.4	10.7	1.2	1.3	888
롯데푸드	640,000	14.2	13.2	7.1	6.7	0.9	0.8	7.3	7.5	2.8	3.0	639
롯데칠성	1,695,000	25.2	19.6	8.8	8.1	1.1	1.1	4.7	5.8	1.4	1.5	1,195
하이트진로	18,250	34.3	24.7	8.8	7.9	1.1	1.1	3.3	4.5	4.4	4.4	1,129
매일유업	88,000	10.6	10.4	6.0	5.5	1.7	1.5	17.0	15.1	0.3	0.0	609
빙그레	69,000	17.0	15.2	5.7	5.2	1.2	1.1	7.2	7.7	2.1	2.1	599
CJ 프레시웨이	34,800	17.9	14.7	8.5	7.9	2.0	1.8	11.4	12.6	0.6	0.6	364
SPC 삼립	137,000	23.4	19.5	12.5	11.2	2.9	2.6	15.2	16.1	2.7	2.7	1,042
신세계푸드	90,500	17.9	14.4	7.2	6.6	1.1	1.0	6.0	7.1	0.9	0.9	309
현대그린푸드	14,450	11.2	10.4	8.5	7.9	0.7	0.7	7.0	7.0	0.9	0.9	1,245
동원산업	258,000	7.3	5.9	5.8	5.2	0.8	0.7	11.6	12.8	0.4	0.4	765

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치(밸류에이션은 4/12 시장 컨센서스 기준임)



## 기업분석

CJ제일제당  
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 480,000원  
해 뜨기 전이 가장 어둡다

롯데칠성  
(005300)

BUY(Maintain)/목표주가 2,200,000원  
성수기가 기다려지는 이유

하이트진로  
(000080)

BUY(Maintain)/목표주가 24,000원  
반전을 기다리며

매일유업  
(267980)

BUY(Maintain)/목표주가 123,000원  
희미해지는 저평가 이유

CJ프레시웨이  
(051500)

BUY(Maintain)/목표주가 46,000원  
공고해지는 Market Leadership

CJ제일제당 (097950)



BUY(Maintain)

주가(4/15) 325,000원

목표주가 480,000원

19~20년에 쉬완스 인수 효과와 햇반 마진 개선으로 2년 간의 가공식품 증익 Cycle이 기대된다. 쉬완스 인수로 미국 사업의 Quantum Jump가 가능하고, 국내 사업은 햇반 중심으로 수익성 반등 구간이 예상 된다. 가공식품은 동사의 다른 사업부 대비 밸류에이션 레벨이 높은 사업부이기 때문에, 이익 증가와 함께 멀티플 상승도 기대할 수 있는 상황이다.

Stock Data

KOSPI (4/15)	2,242.88pt	
시가총액	49,001억원	
52주 주가동향	최고가 381,500원	최저가 312,000원
최고/최저가 대비 등락	-14.7%	4.3%
주가수익률	절대	상대
1M	-1.1%	-4.0%
6M	1.1%	-3.3%
1Y	-0.2%	9.3%

Company Data

발행주식수	15,054천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 자본율	21.3%
배당수익률(19.E)	1.1%
BP (19.E)	309,711원
주요 주주	CJ 외 8인 45.5%

Price Trend



해 뜨기 전이 가장 어렵다

>>> 1분기 영업이익 2,180억원 전망

CJ제일제당의 1분기 연결기준 영업이익은 2,180억원 (+4% YoY), 대한통운 제외기준 영업이익은 1,682억원(-2% YoY)으로 전망된다. 작년 1분기 헬스케어 사업부문 이익 120억원은 3월에 연결 편입되는 쉬완스에 의해 일부 상쇄될 것으로 판단된다. 기존 가공식품 사업은 1) 쌀 원재료 단가 상승 부담과 2) 진천공장 고정비 부담으로 인해, 전년동기 대비 -150억원 내외의 감익이 예상된다. 바이오는 핵산 판가 인상에도 불구하고, 라이신/메치오닌/트립토판의 시황 부진으로, 전년동기 대비 영업이익률이 하락할 것으로 판단된다.

>>> 해 뜨기 전이 가장 어렵다

19~20년에 쉬완스 인수 효과와 햇반 마진 개선으로 인 해 2년 간의 가공식품 증익 Cycle이 기대된다. 쉬완스 연간 영업이익은 1,500억원 내외로 전망되며, 올해 3월부터 실적에 반영될 예정이다. 햇반은 두 차례 가격 인상, 쌀 원재료 단가 안정화, 진천공장 가동률 상승으로 수익성이 급격하게 상승할 것으로 판단된다. 특히, 쌀 가격 YoY 상승률이 10%대로 완화되면서(4/5 산지 쌀 값 +12% YoY), 4월에 있을 쌀 가격 협상도 동사에게 유리해진 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 48만원

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48만원을 제시한다. 1분기 실적 부진을 뒤로하고, 2분기 이후 2년 간의 가공식품 증익 Cycle에 초점을 맞춰야 할 시점이다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,451.5	24,571.7	26,445.1
영업이익	776.6	832.7	1,020.4	1,182.8	1,296.2
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,838.8	2,057.7	2,221.4
세전이익	584.3	1,294.2	627.1	789.2	906.1
순이익	412.8	925.4	448.4	564.3	647.9
지배주주지분순이익	370.2	875.2	346.9	434.9	495.7
EPS(원)	25,536	54,173	21,176	26,547	30,260
증감률(% YoY)	34.1	112.1	-60.9	25.4	14.0
PER(배)	14.3	6.1	15.4	12.3	10.8
PBR(배)	1.57	1.13	1.05	0.98	0.91
EV/EBITDA(배)	10.5	10.2	9.6	8.7	8.0
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.5	4.8	0.0
ROE(%)	10.9	21.5	7.0	8.3	8.7
순차입금비율(%)	103.7	99.8	108.8	102.8	95.2

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,348.6</b>	<b>4,453.7</b>	<b>4,945.6</b>	<b>4,922.1</b>	<b>5,045.2</b>	<b>5,537.8</b>	<b>5,913.3</b>	<b>5,955.2</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,451.5</b>	<b>24,571.7</b>
(YoY)	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	16.0%	24.3%	19.6%	21.0%	13.3%	20.3%	9.4%
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,603.1	1,860.0	2,128.0	2,026.9	5,271.7	7,618.0	8,548.2
(YoY)	-0.3%	4.5%	1.2%	10.0%	21.8%	51.3%	46.1%	59.6%	3.6%	44.5%	12.2%
소재	462.7	459.7	484.2	427.0	449.1	446.2	480.3	423.9	1,833.6	1,799.6	1,774.0
(YoY)	-14.3%	-1.2%	-9.7%	1.7%	-2.9%	-2.9%	-0.8%	-0.7%	-6.5%	-1.9%	-1.4%
가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,154.0	1,413.8	1,647.7	1,603.0	3,438.1	5,818.4	6,774.2
(YoY)	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	35.2%	83.7%	69.5%	90.2%	9.9%	69.2%	16.4%
바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	652.7	708.4	730.9	785.2	2,715.7	2,877.2	3,061.1
(YoY)	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	10.3%	15.4%	-0.7%	1.5%	25.3%	5.9%	6.4%
헬스케어	114.6								114.6		
(YoY)	-6.8%								-77.7%		
생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.4	536.6	566.1	621.7	2,173.2	2,224.8	2,279.1
(YoY)	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%	2.9%	2.4%	2.4%
물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,454.1	2,631.1	2,706.3	2,764.9	9,219.7	10,556.4	11,508.2
(YoY)	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	22.6%	15.2%	11.9%	9.9%	29.7%	14.5%	9.0%
<b>대통제의 기준</b>	<b>2,512.2</b>	<b>2,367.5</b>	<b>2,745.1</b>	<b>2,650.5</b>	<b>2,756.2</b>	<b>3,105.0</b>	<b>3,425.0</b>	<b>3,433.8</b>	<b>10,275.2</b>	<b>12,720.0</b>	<b>13,888.4</b>
(YoY)	4.7%	1.7%	2.6%	6.7%	9.7%	31.1%	24.8%	29.6%	3.9%	23.8%	9.2%
<b>영업이익</b>	<b>210.3</b>	<b>184.6</b>	<b>265.2</b>	<b>172.7</b>	<b>218.0</b>	<b>239.1</b>	<b>330.2</b>	<b>233.1</b>	<b>832.7</b>	<b>1,020.4</b>	<b>1,182.8</b>
(YoY)	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	3.7%	29.5%	24.5%	35.0%	7.2%	22.5%	15.9%
(OPM)	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	4.3%	4.3%	5.6%	3.9%	4.5%	4.5%	4.8%
식품	116.8	68.6	139.2	32.9	112.3	104.0	177.3	92.8	357.5	486.5	569.1
(OPM)	8.9%	5.6%	9.6%	2.6%	7.0%	5.6%	8.3%	4.6%	6.8%	6.4%	6.7%
소재	28.7	20.0	41.2	3.0	28.3	19.6	40.7	2.6	92.8	91.3	89.7
(OPM)	6.2%	4.4%	8.5%	0.7%	6.3%	4.4%	8.5%	0.6%	5.1%	5.1%	5.1%
가공	88.1	48.6	98.0	29.9	84.0	84.4	136.6	90.2	264.7	395.2	479.4
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	7.3%	6.0%	8.3%	5.6%	7.7%	6.8%	7.1%
바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	48.9	52.9	56.4	62.2	194.1	220.4	239.6
(OPM)	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	7.5%	7.5%	7.7%	7.9%	7.1%	7.7%	7.8%
헬스케어	12.0								12.0		
(OPM)	10.5%								10.5%		
생물자원	-6.5	17.7	17.5	24.9	7.0	14.0	14.0	10.0	53.6	45.0	45.0
(OPM)	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	1.4%	2.6%	2.5%	1.6%	2.5%	2.0%	2.0%
물류	45.3	57.1	52.9	87.4	55.5	71.9	81.2	87.1	242.7	295.7	356.2
(OPM)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	2.3%	2.7%	3.0%	3.1%	2.6%	2.8%	3.1%
<b>대통제의 기준</b>	<b>170.7</b>	<b>131.2</b>	<b>211.1</b>	<b>104.2</b>	<b>168.2</b>	<b>170.9</b>	<b>247.8</b>	<b>165.0</b>	<b>617.2</b>	<b>751.9</b>	<b>853.8</b>
(YoY)	18.4%	26.0%	0.4%	6.5%	-1.5%	30.3%	17.4%	58.4%	10.9%	21.8%	13.5%
(OPM)	6.8%	5.5%	7.7%	3.9%	6.1%	5.5%	7.2%	4.8%	6.0%	5.9%	6.1%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	122.2	139.9	231.0	133.9	1,294.2	627.1	789.2
당기순이익	72.1	783.4	120.8	-50.9	87.4	100.1	165.2	95.8	925.4	448.4	564.3
<b>자배주주순이익</b>	<b>62.5</b>	<b>758.5</b>	<b>108.0</b>	<b>-53.8</b>	<b>70.7</b>	<b>75.3</b>	<b>137.7</b>	<b>63.2</b>	<b>875.2</b>	<b>346.9</b>	<b>434.9</b>
(YoY)	-23.8%	3486.3%	-57.9%	적전	13.2%	-90.1%	27.4%	흑전	136.4%	-60.4%	25.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	16,477.2	18,670.1	22,451.5	24,571.7	26,445.1
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,022.5	19,590.1	21,076.5
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,428.9	4,981.6	5,368.7
판매비	2,778.1	2,710.9	3,408.5	3,798.7	4,072.4
<b>영업이익</b>	776.6	832.7	1,020.4	1,182.8	1,296.2
<b>EBITDA</b>	1,342.5	1,473.3	1,838.8	2,057.7	2,221.4
<b>영업외손익</b>	-192.2	461.5	-393.3	-393.7	-390.1
이자수익	19.2	20.0	19.0	18.8	18.8
이자비용	204.2	246.1	292.0	292.2	288.7
외환관련이익	215.9	142.5	100.0	100.0	100.0
외환관련손실	148.8	199.2	100.0	100.0	100.0
중속 및 관계기업손익	-4.6	-5.5	-5.5	-5.5	-5.5
기타	-69.7	749.8	-114.8	-114.8	-114.7
<b>법인세차감전이익</b>	584.3	1,294.2	627.1	789.2	906.1
법인세비용	171.5	368.8	178.7	224.9	258.2
계속사업손익	412.8	925.4	448.4	564.3	647.9
당기손이익	412.8	925.4	448.4	564.3	647.9
<b>지배주주손이익</b>	370.2	875.2	346.9	434.9	495.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	13.1	13.3	20.3	9.4	7.6
영업이익 증감율	-7.9	7.2	22.5	15.9	9.6
EBITDA 증감율	-2.4	9.7	24.8	11.9	8.0
지배주주손이익 증감율	34.2	136.4	-60.4	25.4	14.0
EPS 증감율	34.1	112.1	-60.9	25.4	14.0
매출총이익률(%)	21.6	19.0	19.7	20.3	20.3
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.5	4.8	4.9
EBITDA Margin(%)	8.1	7.9	8.2	8.4	8.4
지배주주손이익률(%)	2.2	4.7	1.5	1.8	1.9

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	4,963.5	5,522.4	5,802.5	6,107.4	6,410.3
현금 및 현금성자산	590.9	547.6	509.7	504.0	504.0
단기금융자산	244.6	193.5	193.5	193.5	193.5
매출채권 및 기타채권	2,445.2	2,742.3	2,954.1	3,150.2	3,347.5
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,603.7	1,718.3	1,823.8
기타유동자산	623.9	734.9	735.0	734.9	735.0
<b>비유동자산</b>	11,904.7	13,974.6	16,895.7	17,300.8	17,655.6
투자자산	429.4	550.3	1,709.8	1,709.8	1,709.8
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,245.8	10,691.8	11,086.6
무형자산	2,758.1	3,069.9	4,327.5	4,286.5	4,246.6
기타비유동자산	537.8	612.7	612.6	612.7	612.6
<b>자산총계</b>	16,868.1	19,497.0	22,698.2	23,408.3	24,065.9
<b>유동부채</b>	5,496.9	6,680.4	7,473.1	7,675.1	7,741.0
매입채무 및 기타채무	2,298.9	2,288.0	2,485.7	2,681.1	2,867.0
단기금융부채	2,887.0	3,842.1	4,437.2	4,443.7	4,323.7
기타유동부채	311.0	550.3	550.2	550.3	550.3
<b>비유동부채</b>	5,227.4	5,508.4	6,774.6	6,774.6	6,774.6
장기금융부채	4,317.5	4,196.0	5,462.2	5,462.2	5,462.2
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,312.4	1,312.4	1,312.4
<b>부채총계</b>	10,724.3	12,188.8	14,247.7	14,449.7	14,515.6
<b>자본지분</b>	3,374.9	4,782.8	5,073.6	5,452.3	5,891.9
자본금	72.5	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	833.0	1,411.6	1,411.6	1,411.6	1,411.6
기타자본	-224.0	-180.9	-180.9	-180.9	-180.9
기타포괄손익누계액	-210.1	-224.1	-224.1	-224.1	-224.1
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,985.1	4,363.8	4,803.4
비자본지분	2,768.9	2,525.4	3,376.9	3,506.3	3,658.4
<b>자본총계</b>	6,143.9	7,308.2	8,450.5	8,958.6	9,550.3

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,180.8	471.4	1,595.2	1,772.5	1,904.8
당기손이익	412.8	925.4	448.4	564.3	647.9
비현금항목의 가감	903.7	482.7	1,718.8	1,821.8	1,901.9
유형자산감가상각비	467.4	523.2	696.0	753.9	805.2
무형자산감가상각비	98.6	117.4	122.4	120.9	120.0
지분법평가손익	-18.6	-1,015.9	0.0	0.0	0.0
기타	356.3	858.0	900.4	947.0	976.7
영업활동자산부채증감	-23.8	-754.0	-120.2	-115.3	-116.9
매출채권및기타채권의감소	-272.5	-20.0	-211.8	-196.1	-197.3
재고자산의감소	8.3	-373.9	-106.1	-114.6	-105.5
매입채무및기타채무의증가	401.1	-166.1	197.7	195.4	185.9
기타	-160.7	-194.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-111.9	-182.7	-451.8	-498.3	-528.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,463.9	-1,034.6	-2,959.5	-500.0	-500.0
유형자산의 취득	-1,450.4	-1,675.4	-1,200.0	-1,200.0	-1,200.0
유형자산의 처분	26.7	27.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-79.5	-96.6	-1,380.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	387.2	-120.9	-1,159.5	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	164.5	51.0	0.0	0.0	0.0
기타	-512.4	780.1	780.0	780.0	780.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	265.4	521.0	1,079.1	-775.6	-902.1
차입금의 증가(감소)	509.8	665.4	1,861.2	6.6	-120.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	624.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-35.4	-42.5	-56.1	-56.1	-56.1
기타	-209.0	-725.9	-726.0	-726.1	-726.0
기타현금흐름	-35.8	-1.0	247.3	-502.7	-502.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-53.5	-43.3	-37.9	-5.7	0.1
기초현금 및 현금성자산	644.4	590.9	547.6	509.7	504.0
기말현금 및 현금성자산	590.9	547.6	509.7	504.0	504.1

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	25,536	54,173	21,176	26,547	30,260
BPS	232,686	291,963	309,711	332,830	359,663
CFPS	90,821	87,161	132,295	145,656	155,650
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	14.3	6.1	15.4	12.3	10.8
PER(최고)	16.3	7.3	16.4		
PER(최저)	13.1	5.7	15.1		
PBR	1.57	1.13	1.05	0.98	0.91
PBR(최고)	1.79	1.35	1.12		
PBR(최저)	1.44	1.05	1.03		
PSR	0.32	0.29	0.24	0.22	0.20
PCFR	4.0	3.8	2.5	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.6	8.7	8.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.3	5.6	11.5	9.1	7.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
ROA	2.5	5.1	2.1	2.4	2.7
ROE	10.9	21.5	7.0	8.3	8.7
ROIC	4.2	4.3	4.6	4.9	5.2
매출채권회전율	7.1	7.2	7.9	8.1	8.1
재고자산회전율	12.8	13.3	14.5	14.8	14.9
부채비율	174.6	166.8	168.6	161.3	152.0
순차입금비율	103.7	99.8	108.8	102.8	95.2
이자보상배율, 현금)	3.8	3.4	3.5	4.0	4.5
<b>총차입금</b>	7,204.5	8,038.1	9,899.4	9,905.9	9,785.9
순차입금	6,369.1	7,297.0	9,196.2	9,208.4	9,088.4
NOPLAT	1,342.5	1,473.3	1,838.8	2,057.7	2,221.4
FCF	-453.0	-1,264.2	-1,152.2	325.3	455.1



BUY(Maintain)

주가(4/15) 1,687,000원  
 목표주가 2,200,000원 (상향)

배달음식 수요 성장과 탄산음료 중심의 음료 시장 재편으로 탄산음료 시장의 성장률이 구조적으로 반등하고 있다. 동사는 탄산음료 매출 비중이 30%가 넘는 국내 1위 음료 업체이다. 여름철 성수기에 음료 업체 중에서 가장 큰 영업레버리지가 기대된다.

Stock Data

KOSPI (4/15)	2,242.88pt		
시가총액	13,485억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,843,000원	1,275,000원	
최고/최저가 대비 등락	-8.5%	32.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-7.3%	-10.0%
	6M	26.3%	20.8%
	1Y	6.0%	16.0%

Company Data

발행주식수	799천주
일평균 거래량(3M)	2천주
외국인 지분율	21.9%
배당수익률(19.E)	1.6%
BP (19.E)	1,438,787원
주요 주주	신격호 외 9 인 53.0%

Price Trend



성수기가 기다려지는 이유

>>> 1분기 영업이익 166억원 전망

롯데칠성의 1분기 영업이익은 166억원(+93% YoY)으로 전망된다. 3월 꽃샘 추위 영향에도 불구하고, 탄산음료 매출의 구조적 성장(+8% YoY)에 힘입어, 음료 사업의 매출 성장률이 제고되고, Product Mix가 개선될 것으로 기대된다(음료 OP: 1Q18 210억원 -> 1Q19E 282억원 전망). 주류는 소주가 안정적으로 성장하는 가운데(+2.5% YoY), 비효율적으로 집행되었던 맥주 마케팅비용이 효율화되면서 영업적자가 축소될 것으로 기대된다(주류 OP: 1Q18 -130억원 -> 1Q19E -96억원 전망).

>>> 성수기가 기다려지는 이유

국내 탄산음료 시장은 1) 배달음식 수요 성장, 2) 탄산음료 중심의 음료 시장 재편으로 시장규모가 +7% 내외 성장하고 있는 것으로 추산된다. 2분기부터 성수기에 진입하면서, 탄산음료 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과가 강해질 것으로 기대되며, 하반기에는 소주/맥주 가격 인상을 통해 수익성이 추가로 개선될 여지도 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 220만원

롯데칠성에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가 220만원으로 상향한다. 올해 탄산음료 매출 고성장과 주류 가격 인상을 통해, 수익성 개선이 극대화 될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,279.3	2,346.3	2,465.9	2,535.5	2,607.7
영업이익	75.4	85.0	125.2	144.8	165.2
EBITDA	224.6	236.7	280.8	301.0	321.8
세전이익	229.3	-68.9	97.7	118.5	140.7
순이익	121.5	-50.0	68.4	83.0	98.5
지배주주지분순이익	134.6	-48.1	68.4	83.0	98.5
EPS(원)	107,655	-54,797	77,991	94,612	112,303
증감률(% YoY)	110.8	적전	흑전	21.3	18.7
PER(배)	12.3	-25.5	21.7	17.9	15.1
PBR(배)	0.89	1.00	1.18	1.13	1.08
EV/EBITDA(배)	10.2	10.7	9.7	8.9	8.1
영업이익률(%)	3.3	3.6	5.1	5.7	0.0
ROE(%)	7.4	-3.8	5.5	6.5	7.3
순차입금비율(%)	90.8	108.4	102.6	95.0	85.9

### 롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>522.6</b>	<b>599.5</b>	<b>669.9</b>	<b>554.2</b>	<b>556.2</b>	<b>636.6</b>	<b>703.3</b>	<b>569.8</b>	<b>2,346.3</b>	<b>2,465.9</b>	<b>2,535.5</b>
(YoY)	-0.7%	-3.4%	0.2%	19.6%	6.4%	6.2%	5.0%	2.8%	2.9%	5.1%	2.8%
<b>별도기준</b>	<b>520.0</b>	<b>596.5</b>	<b>667.4</b>	<b>539.4</b>	<b>540.0</b>	<b>618.6</b>	<b>685.9</b>	<b>553.8</b>	<b>2,323.3</b>	<b>2,398.2</b>	<b>2,465.0</b>
(YoY)	-1.2%	-3.9%	-0.1%	16.4%	3.9%	3.7%	2.8%	2.7%	1.9%	3.2%	2.8%
<b>음료</b>	<b>335.7</b>	<b>417.1</b>	<b>464.2</b>	<b>349.9</b>	<b>353.7</b>	<b>437.0</b>	<b>480.7</b>	<b>362.3</b>	<b>1,566.8</b>	<b>1,633.7</b>	<b>1,692.1</b>
(YoY)	-0.7%	-4.0%	0.5%	24.7%	5.4%	4.8%	3.6%	3.5%	3.4%	4.3%	3.6%
탄산	160.0	172.0	188.0	163.0	172.8	185.8	201.2	174.4	683.0	734.1	774.5
(YoY)	6.7%	0.6%	7.4%	10.1%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	6.1%	7.5%	5.5%
주스	51.0	62.0	69.0	53.0	48.5	58.9	65.6	50.4	235.0	223.3	214.3
(YoY)	-5.6%	-8.8%	-2.8%	3.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-3.7%	-5.0%	-4.0%
커피	51.0	73.0	94.0	67.0	52.5	74.1	95.4	68.0	285.0	290.0	294.4
(YoY)	-1.9%	-1.4%	3.3%	9.8%	3.0%	1.5%	1.5%	1.5%	2.5%	1.8%	1.5%
스포츠	7.0	16.0	23.0	6.0	7.0	16.0	23.0	6.0	52.0	52.0	52.0
(YoY)	0.0%	-20.0%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.9%	0.0%	0.0%
생수	36.0	48.0	56.0	41.8	40.7	54.2	59.4	43.1	181.8	197.4	213.1
(YoY)	9.1%	2.1%	14.3%	23.0%	13.0%	13.0%	6.0%	3.0%	11.5%	8.5%	8.0%
탄산수	12.0	15.0	17.0	11.3	13.6	17.0	19.0	12.7	55.3	62.2	69.0
(YoY)	20.0%	7.1%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	12.0%	12.0%	12.9%	12.5%	11.0%
기타	18.7	31.1	17.2	7.8	18.7	31.1	17.2	7.8	74.7	74.7	74.7
<b>주류</b>	<b>184.3</b>	<b>179.4</b>	<b>203.3</b>	<b>189.4</b>	<b>186.3</b>	<b>181.5</b>	<b>205.2</b>	<b>191.5</b>	<b>756.4</b>	<b>764.5</b>	<b>772.9</b>
(YoY)	-2.2%	-3.7%	-1.6%	3.5%	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%	-1.0%	1.1%	1.1%
소주	80.0	84.0	77.0	83.4	82.0	86.1	78.9	85.5	324.4	332.5	340.9
(YoY)	3.9%	3.7%	-1.3%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%
맥주	31.0	34.0	48.0	32.0	31.0	34.0	48.0	32.0	145.0	145.0	145.0
(YoY)	63.2%	13.3%	11.6%	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.8%	0.0%	0.0%
청주	22.0	13.0	22.0	13.0	22.0	13.0	22.0	13.0	70.0	70.0	70.0
와인	17.0	13.0	23.0	7.0	17.0	13.0	23.0	7.0	60.0	60.0	60.0
수출	17.0	18.0	16.0	16.0	17.0	18.0	16.0	16.0	67.0	67.0	67.0
기타	17.3	17.4	17.3	38.0	17.3	17.4	17.3	38.0	90.0	90.0	90.0
파키스탄 법인				13.5	13.5	15.0	15.0	13.5	13.5	57.0	59.9
(YoY)								0.0%		322.0%	5.0%
기타 및 연결조정	2.7	3.0	2.4	1.4	2.7	3.0	2.4	2.5	9.5	10.6	10.6
<b>영업이익</b>	<b>8.6</b>	<b>23.5</b>	<b>51.2</b>	<b>1.7</b>	<b>16.6</b>	<b>36.0</b>	<b>58.7</b>	<b>13.9</b>	<b>85.0</b>	<b>125.2</b>	<b>144.8</b>
(YoY)	-68.4%	-2.0%	40.0%	흑전	93.0%	53.4%	14.7%	704.9%	12.7%	47.4%	15.6%
(OPM)	1.6%	3.9%	7.6%	0.3%	3.0%	5.7%	8.3%	2.4%	3.6%	5.1%	5.7%
<b>별도기준</b>	<b>8.6</b>	<b>22.8</b>	<b>50.3</b>	<b>5.8</b>	<b>18.6</b>	<b>36.9</b>	<b>59.3</b>	<b>17.9</b>	<b>87.6</b>	<b>132.7</b>	<b>150.3</b>
(YoY)	-68.5%	-4.4%	40.7%	흑전	116.3%	61.4%	17.9%	209.2%	17.4%	51.6%	13.2%
(OPM)	1.7%	3.8%	7.5%	1.1%	3.4%	6.0%	8.6%	3.2%	3.8%	5.5%	6.1%
<b>음료</b>	<b>21.0</b>	<b>42.0</b>	<b>62.0</b>	<b>21.6</b>	<b>28.2</b>	<b>48.1</b>	<b>67.9</b>	<b>30.3</b>	<b>146.6</b>	<b>174.5</b>	<b>191.3</b>
(OPM)	6.3%	10.1%	13.4%	6.2%	8.0%	11.0%	14.1%	8.4%	9.4%	10.7%	11.3%
<b>주류</b>	<b>-13.0</b>	<b>-18.0</b>	<b>-12.0</b>	<b>-15.8</b>	<b>-9.6</b>	<b>-11.2</b>	<b>-8.6</b>	<b>-12.4</b>	<b>-58.8</b>	<b>-41.8</b>	<b>-41.0</b>
(OPM)	-7.1%	-10.0%	-5.9%	-8.3%	-5.2%	-6.2%	-4.2%	-6.5%	-7.8%	-5.5%	-5.3%
세전이익	-0.6	12.4	37.6	-118.4	9.5	29.2	51.9	7.1	-68.9	97.7	118.5
당기순이익	-1.9	6.5	25.9	-80.4	6.7	20.4	36.3	5.0	-50.0	68.4	83.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>-1.9</b>	<b>6.5</b>	<b>25.9</b>	<b>-78.4</b>	<b>6.7</b>	<b>20.4</b>	<b>36.3</b>	<b>5.0</b>	<b>-48.1</b>	<b>68.4</b>	<b>83.0</b>
(YoY)	적전	흑전	흑전	적전	흑전	216.4%	40.3%	흑전	적전	흑전	21.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

### 롯데칠성 목표주가 변경내역

영업가치	1,309	
순이익	79	19E 지배주주순이익 * 25% + '20E 지배주주순이익 * 75%
Target PER	16.5	통상 음식료 PER 15 배 수준 부여. 다만, 탄산음료 수요 호조 감안하여 밸류에이션 10% 프리미엄 적용
부동산 가치	600	서초동 부지. 공정가치에 50% 할인
목표 시가총액	1,909	
발행 주식 수(천주)	877	
목표 주가(원)	<b>2,200,000</b>	십만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,279.3	2,346.3	2,465.9	2,535.5	2,607.7
매출원가	1,341.5	1,417.4	1,455.1	1,489.3	1,524.8
매출총이익	937.8	928.8	1,010.8	1,046.2	1,082.8
판매비	862.4	843.9	885.6	901.4	917.6
<b>영업이익</b>	75.4	85.0	125.2	144.8	165.2
<b>EBITDA</b>	224.6	236.7	280.8	301.0	321.8
영업외손익	153.9	-153.9	-27.5	-26.3	-24.6
이자수익	5.8	3.8	3.9	3.9	4.1
이자비용	29.7	37.9	35.6	34.3	32.8
외환관련이익	8.3	3.4	2.8	2.8	2.8
외환관련손실	4.5	3.0	2.7	2.7	2.7
중속 및 관계기업손익	7.3	3.2	3.2	3.2	3.2
기타	166.7	-123.4	0.9	0.8	0.8
<b>법인세차감전이익</b>	229.3	-68.9	97.7	118.5	140.7
법인세비용	20.7	-18.9	29.3	35.6	42.2
계속사업손익	208.6	-50.0	68.4	83.0	98.5
<b>당기순이익</b>	121.5	-50.0	68.4	83.0	98.5
<b>지배주주순이익</b>	134.6	-48.1	68.4	83.0	98.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.7	2.9	5.1	2.8	2.8
영업이익 증감율	-48.5	12.7	47.3	15.7	14.1
EBITDA 증감율	-20.8	5.4	18.6	7.2	6.9
지배주주순이익 증감율	94.2	-135.7	-242.2	21.3	18.7
EPS 증감율	110.8	적전	흑전	21.3	18.7
매출총이익률(%)	41.1	39.6	41.0	41.3	41.5
영업이익률(%)	3.3	3.6	5.1	5.7	6.3
EBITDA Margin(%)	9.9	10.1	11.4	11.9	12.3
지배주주순이익률(%)	5.9	-2.1	2.8	3.3	3.8

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	753.9	688.7	708.2	722.4	743.5
현금 및 현금성자산	153.4	98.4	104.0	103.1	108.5
단기금융자산	48.3	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	268.9	265.2	271.0	278.6	286.6
채고자산	238.8	257.1	265.2	272.6	280.4
기타유동자산	92.8	68.0	68.0	68.1	68.0
<b>비유동자산</b>	2,733.1	2,622.6	2,609.6	2,596.5	2,583.2
투자자산	164.3	150.4	153.0	156.2	159.4
유형자산	2,245.3	2,165.7	2,172.6	2,178.6	2,183.8
무형자산	165.1	151.7	129.2	107.0	85.2
기타비유동자산	158.4	154.8	154.8	154.7	154.8
<b>자산총계</b>	3,486.9	3,311.3	3,317.8	3,318.9	3,326.7
<b>유동부채</b>	867.6	689.0	831.1	783.3	786.7
매입채무 및 기타채무	558.8	455.7	459.1	462.3	465.6
단기금융부채	298.6	216.3	355.0	304.0	304.0
기타유동부채	10.2	17.0	17.0	17.0	17.1
<b>비유동부채</b>	1,306.6	1,384.8	1,214.8	1,214.8	1,154.8
장기금융부채	1,095.6	1,237.9	1,067.9	1,067.9	1,007.9
기타비유동부채	211.0	146.9	146.9	146.9	146.9
<b>부채총계</b>	2,174.1	2,073.9	2,046.0	1,998.2	1,941.5
<b>자본지분</b>	1,312.8	1,227.3	1,261.6	1,310.6	1,375.0
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
기타자본	-849.4	-849.4	-849.4	-849.4	-849.4
기타포괄손익누계액	8.1	-13.7	-25.6	-37.4	-49.3
이익잉여금	2,147.0	2,083.3	2,129.5	2,190.3	2,266.6
비자본지분	0.0	10.1	10.1	10.1	10.1
<b>자본총계</b>	1,312.8	1,237.4	1,271.8	1,320.7	1,385.2

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	144.7	85.9	341.6	355.4	370.7
당기순이익	121.5	-50.0	68.4	83.0	98.5
비현금항목의 가감	101.8	318.4	341.9	347.6	352.8
유형자산감가상각비	128.5	129.9	133.1	134.0	134.8
무형자산감가상각비	20.7	21.8	22.5	22.3	21.8
지분법평가손익	-36.8	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
기타	-10.6	169.9	189.5	194.5	199.4
영업활동자산부채증감	-10.5	-132.8	-10.4	-11.9	-12.4
매출채권및기타채권의감소	-19.0	3.7	-5.8	-7.6	-7.9
채고자산의감소	-12.6	-9.1	-8.1	-7.5	-7.8
매입채무및기타채무의증가	25.8	-73.9	3.4	3.2	3.3
기타	-4.7	-53.5	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-68.1	-49.7	-58.3	-63.3	-68.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-156.9	-141.0	-139.4	-140.0	-140.0
유형자산의 취득	-259.1	-138.7	-140.0	-140.0	-140.0
유형자산의 처분	7.2	7.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	710.9	17.1	0.6	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	100.2	34.3	0.0	0.0	0.0
기타	-715.8	-60.4	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-153.1	0.1	-54.4	-74.1	-83.1
차입금의 증가(감소)	-2.7	28.1	-31.3	-51.0	-60.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.7	-27.1	-22.2	-22.2	-22.2
기타	-131.4	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타현금흐름	-0.9	-0.1	-142.2	-142.2	-142.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-166.2	-55.1	5.6	-0.9	5.4
기초현금 및 현금성자산	319.7	153.4	98.4	104.0	103.1
기말현금 및 현금성자산	153.4	98.4	104.0	103.1	108.5

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	107,655	-54,797	77,991	94,612	112,303
BPS	1,497,124	1,399,592	1,438,787	1,494,604	1,568,112
CFPS	178,621	306,101	467,855	490,990	514,634
DPS	33,000	27,000	27,000	27,000	27,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.3	-25.5	21.7	17.9	15.1
PER(최고)	17.7	-30.9	23.9		
PER(최저)	11.1	-23.0	17.3		
PBR	0.89	1.00	1.18	1.13	1.08
PBR(최고)	1.27	1.21	1.30		
PBR(최저)	0.80	0.90	0.94		
PSR	0.73	0.52	0.60	0.59	0.57
PCFR	7.4	4.6	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	10.2	10.7	9.7	8.9	8.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	20.6	-40.9	29.9	24.6	20.8
배당수익률(%, 보통주, 현금)	2.5	1.9	1.6	1.6	1.6
ROA	3.0	-1.5	2.1	2.5	3.0
ROE	7.4	-3.8	5.5	6.5	7.3
ROIC	-1.6	0.8	3.6	4.2	4.8
매출채권회전율	8.6	8.8	9.2	9.2	9.2
채고자산회전율	9.4	9.5	9.4	9.4	9.4
부채비율	165.6	167.6	160.9	151.3	140.2
순차입금비율	90.8	108.4	102.6	95.0	85.9
이자보상배율, 현금)	2.5	2.2	3.5	4.2	5.0
<b>총차입금</b>	1,394.2	1,454.2	1,422.9	1,371.9	1,311.9
순차입금	1,192.5	1,341.8	1,304.9	1,254.8	1,189.4
NOPLAT	224.6	236.7	280.8	301.0	321.8
FCF	-152.7	-94.5	92.8	105.7	119.8

## 하이트진로 (000080)



### BUY(Maintain)

주가(4/15) 18,150원

목표주가 24,000원

오비맥주의 가격인상으로 인해, 하반기 주류 가격 인상에 대한 기대감이 상승하고 있다. 물류비 부담이 크기 때문에 최저임금등 비용 인상 분에 대한 평가 전가가 시작되고 있는 것으로 판단된다. 더불어, 정부의 맥주 종량제 개편으로 수입 맥주 MS가 정체인 상황이기 때문에, 신제품을 통한 맥주 MS 확대 기대감도 여전히 유효한 상황이다.

#### Stock Data

KOSPI (4/15)	2,242.88pt	
시가총액	12,729억원	
52주 주가동향	최고가 21,800원	최저가 15,300원
최고/최저가 대비 등락	-16.7%	18.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	-2.4%
	6M	13.1%
	1Y	-12.3%

#### Company Data

발행주식수	70,134천주
일평균 거래량(3M)	185천주
외국인 자본율	13.0%
배당수익률(19.E)	4.4%
BP (19.E)	16,080원
주요 주주	하이트진로홀딩스 외 12 인
	53.8%

#### Price Trend



## 반전을 기다리며

### >>> 1분기 영업이익 69억원 전망

하이트진로의 1분기 영업이익은 69억원(-59% YoY)으로 전망된다. 주력 제품인 소주는 파업으로 인해 전년동기 기저가 낮기 때문에, 매출이 +5% 정도 성장할 것으로 기대된다. 맥주는 레귤러 맥주 매출이 -200억원 이상 감소함에도 불구하고, 필라이트와 수입맥주의 매출 성장(각각 +33%, +20%)과 신제품 테라 매출 반영(40~50억원)에 힘입어, 전년동기와 유사한 수준의 매출이 가능할 전망이다. 다만, 신제품 출시에 따른 초기비용과 마산공장의 소주 Capa 전환에 따른 비용 부담 반영으로 인해, 수익성은 전년동기 대비 크게 하락할 전망이다.

### >>> 반전을 기다리며

동사는 **최저임금등 비용 인상 분을 소주/맥주 평가 인상을 통해 하반기에 전가할 가능성이 높다**. 이미 오비맥주가 4월에 평가 인상을 단행하였고, 소주도 가격인상을 단행한 지 3년이 넘었기 때문에, 평가 인상 가능성이 높아지고 있다. 더불어, 정부의 맥주 종량제 개편으로 수입 맥주의 MS가 정체인 틈을 이용하여, 신제품을 통한 MS 확대를 추진할 계획이다. 신제품 판매량과 발포주 카테고리 성장을 통해 맥주 MS 반등을 달성할 수 있다면, 회사의 실적 방향성은 크게 바뀔 가능성이 높다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 24,000원

하이트진로에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 24,000원을 유지한다. 단기 실적 보다는 하반기 주류 가격 인상 기대감과 신제품 확대 모멘텀에 관심을 가져야 할 시점이다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,889.9	1,885.6	1,927.9	1,985.9	2,040.0
영업이익	87.2	90.4	103.6	128.7	142.5
EBITDA	206.9	215.4	233.4	258.2	272.0
세전이익	39.7	42.0	60.8	86.0	100.0
순이익	12.7	22.3	40.1	56.8	66.0
지배주주지분순이익	12.7	22.2	40.1	56.8	66.0
EPS(원)	178	312	563	796	926
증감률(% YoY)	-67.0	75.4	80.3	41.5	16.2
PER(배)	135.4	53.2	32.4	22.9	19.7
PBR(배)	1.41	1.02	1.13	1.13	1.12
EV/EBITDA(배)	11.4	9.0	8.7	7.8	7.3
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.4	6.5	0.0
ROE(%)	1.0	1.9	3.5	5.0	5.7
순차입금비율(%)	52.9	65.6	64.2	62.8	60.0

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>420.7</b>	<b>493.2</b>	<b>500.1</b>	<b>471.7</b>	<b>421.1</b>	<b>499.3</b>	<b>519.1</b>	<b>488.4</b>	<b>1,885.6</b>	<b>1,927.9</b>	<b>1,985.9</b>
(YoY)	1.8%	0.4%	-5.3%	3.2%	0.1%	1.2%	3.8%	3.5%	-0.2%	2.2%	3.0%
<b>별도기준</b>	<b>370.4</b>	<b>434.4</b>	<b>438.5</b>	<b>414.2</b>	<b>370.9</b>	<b>440.6</b>	<b>457.6</b>	<b>430.9</b>	<b>1,657.6</b>	<b>1,699.9</b>	<b>1,757.9</b>
(YoY)	2.3%	0.7%	-6.6%	3.1%	0.1%	1.4%	4.3%	4.0%	-0.4%	2.6%	3.4%
맥주	117.4	217.3	205.2	158.8	107.4	217.5	214.0	168.8	698.7	707.8	741.0
(YoY)	-7.0%	16.7%	-7.0%	-15.9%	-8.5%	0.1%	4.3%	6.3%	-3.2%	1.3%	4.7%
레귤러	81.4	108.0	107.1	83.8	64.3	97.2	99.1	77.5	380.4	338.1	333.2
(YoY)	-17.1%	-22.0%	-25.0%	-15.3%	-21.0%	-10.0%	-7.5%	-7.5%	-20.5%	-11.1%	-1.5%
필라이트	23.9	37.5	46.0	33.8	31.8	47.6	57.2	45.7	141.2	182.2	200.5
(YoY)		650.0%	47.2%	35.0%	32.8%	27.0%	24.2%	35.5%	130.4%	29.1%	10.0%
기타	12.1	71.8	52.1	41.2	11.4	72.7	57.7	45.6	177.2	187.4	207.4
(YoY)	-56.8%	68.4%	11.9%	-36.5%	-5.8%	1.3%	10.8%	10.5%	-2.7%	5.8%	10.7%
소주	210.8	231.8	219.3	239.9	221.3	237.8	229.7	246.4	901.7	935.2	960.4
(YoY)	-1.6%	2.8%	-3.5%	8.3%	5.0%	2.6%	4.8%	2.7%	1.5%	3.7%	2.7%
기타	42.3	-14.6	14.0	6.6	42.1	-14.7	13.9	15.6	57.2	56.9	56.5
(YoY)	92.6%	-174.0%	-34.7%	-176.1%	-0.3%	0.7%	-0.9%	137.2%	4.9%	-0.4%	-0.8%
<b>매출총이익</b>	<b>167.9</b>	<b>206.1</b>	<b>204.5</b>	<b>183.3</b>	<b>162.3</b>	<b>210.3</b>	<b>218.6</b>	<b>195.8</b>	<b>761.9</b>	<b>786.9</b>	<b>829.2</b>
(GPM)	39.9%	41.8%	40.9%	38.9%	38.5%	42.1%	42.1%	40.1%	40.4%	40.8%	41.8%
<b>판매비</b>	<b>151.2</b>	<b>179.3</b>	<b>175.2</b>	<b>165.7</b>	<b>155.4</b>	<b>186.1</b>	<b>175.9</b>	<b>166.0</b>	<b>671.4</b>	<b>683.4</b>	<b>700.5</b>
(판매비율)	35.9%	36.4%	35.0%	35.1%	36.9%	37.3%	33.9%	34.0%	35.6%	35.4%	35.3%
<b>영업이익</b>	<b>16.7</b>	<b>26.8</b>	<b>29.3</b>	<b>17.6</b>	<b>6.9</b>	<b>24.2</b>	<b>42.7</b>	<b>29.8</b>	<b>90.4</b>	<b>103.6</b>	<b>128.7</b>
(YoY)	흑전	-23.3%	-48.3%	-23.7%	-58.8%	-9.8%	45.9%	68.9%	3.7%	14.5%	24.3%
(OPM)	4.0%	5.4%	5.9%	3.7%	1.6%	4.8%	8.2%	6.1%	4.8%	5.4%	6.5%
<b>별도기준</b>	<b>18.7</b>	<b>24.4</b>	<b>25.7</b>	<b>21.3</b>	<b>8.8</b>	<b>21.8</b>	<b>39.2</b>	<b>33.4</b>	<b>90.0</b>	<b>103.2</b>	<b>128.3</b>
(YoY)	흑전	-28.4%	-52.2%	-16.8%	-52.8%	-10.8%	52.2%	57.1%	7.9%	14.6%	24.4%
(OPM)	5.0%	5.6%	5.9%	5.1%	2.4%	4.9%	8.6%	7.7%	5.4%	6.1%	7.3%
세전이익	5.5	16.0	15.1	5.4	-3.9	13.5	32.0	19.1	42.0	60.8	86.0
당기순이익	2.6	9.6	9.4	0.6	-2.5	8.9	21.2	12.6	22.3	40.1	56.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>2.6</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>0.6</b>	<b>-2.5</b>	<b>8.9</b>	<b>21.2</b>	<b>12.6</b>	<b>22.2</b>	<b>40.1</b>	<b>56.8</b>
(YoY)	흑전	-30.8%	-69.2%	흑전	적전	-7.1%	124.6%	2057.3%	75.4%	80.3%	41.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 레귤러 맥주는 하이트, 맥스, 테라 브랜드를 의미

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,889.9	1,885.6	1,927.9	1,985.9	2,040.0
매출원가	1,086.1	1,123.8	1,141.0	1,156.7	1,174.0
매출총이익	803.8	761.9	786.9	829.2	865.9
판매비	716.6	671.4	683.4	700.5	723.4
<b>영업이익</b>	87.2	90.4	103.6	128.7	142.5
<b>EBITDA</b>	206.9	215.4	233.4	258.2	272.0
<b>영업외손익</b>	-47.6	-48.4	-42.8	-42.7	-42.5
이자수익	1.4	2.0	1.6	1.7	1.9
이자비용	39.6	39.7	36.4	36.4	36.4
외환관련이익	2.3	5.2	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	5.9	2.8	4.0	4.0	4.0
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.8	-13.1	-8.0	-8.0	-8.0
<b>법인세차감전이익</b>	39.7	42.0	60.8	86.0	100.0
법인세비용	27.0	19.7	20.7	29.2	34.0
계속사업손익	12.7	22.3	40.1	56.8	66.0
<b>당기순이익</b>	12.7	22.3	40.1	56.8	66.0
<b>지배주주순이익</b>	12.7	22.2	40.1	56.8	66.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.0	-0.2	2.2	3.0	2.7
영업이익 증감율	-29.7	3.7	14.6	24.2	10.7
EBITDA 증감율	-14.8	4.1	8.4	10.6	5.3
지배주주순이익 증감율	-66.9	74.8	80.6	41.6	16.2
EPS 증감율	-67.0	75.4	80.3	41.5	16.2
매출총이익률(%)	42.5	40.4	40.8	41.8	42.4
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.4	6.5	7.0
EBITDA Margin(%)	10.9	11.4	12.1	13.0	13.3
지배주주순이익률(%)	0.7	1.2	2.1	2.9	3.2

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,111.0	1,065.0	994.2	1,028.1	1,070.8
현금 및 현금성자산	287.4	291.0	229.5	244.8	270.2
단기금융자산	115.7	12.6	12.6	12.6	12.6
매출채권 및 기타채권	525.8	462.2	476.0	490.3	503.7
재고자산	137.8	166.0	142.8	147.1	151.1
기타유동자산	160.0	145.8	145.9	145.9	145.8
<b>비유동자산</b>	2,396.6	2,363.2	2,332.9	2,303.4	2,273.9
투자자산	50.8	52.1	51.6	51.6	51.6
유형자산	2,068.3	2,053.1	2,034.3	2,015.5	1,996.7
무형자산	199.0	186.8	175.8	165.1	154.4
기타비유동자산	78.5	71.2	71.2	71.2	71.2
<b>자산총계</b>	3,507.6	3,428.1	3,327.1	3,331.4	3,344.8
<b>유동부채</b>	1,716.6	1,668.5	1,583.2	1,586.6	1,589.9
매입채무 및 기타채무	1,003.1	988.7	991.2	994.6	997.8
단기금융부채	680.2	664.8	577.0	577.0	577.0
기타유동부채	33.3	15.0	15.0	15.0	15.1
<b>비유동부채</b>	573.5	597.3	597.3	597.3	597.3
장기금융부채	367.4	400.8	400.8	400.8	400.8
기타비유동부채	206.1	196.5	196.5	196.5	196.5
<b>부채총계</b>	2,290.1	2,265.8	2,180.5	2,183.9	2,187.2
<b>자본지분</b>	1,216.8	1,161.7	1,146.0	1,146.9	1,157.0
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	709.3	709.3	709.3	709.3
기타자본	-94.2	-94.2	-94.2	-94.2	-94.2
기타포괄손익누계액	2.9	1.6	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	230.0	176.3	160.5	161.4	171.5
비지배자본	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>자본총계</b>	1,217.5	1,162.4	1,146.6	1,147.5	1,157.6

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	344.9	141.0	229.7	219.0	229.2
당기순이익	12.7	22.3	40.1	56.8	66.0
비현금항목의 가감	289.5	233.7	232.9	241.1	245.6
유형자산감가상각비	112.0	113.9	118.8	118.8	118.8
무형자산감가상각비	7.6	11.0	11.0	10.7	10.7
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	169.9	108.8	103.1	111.6	116.1
영업활동자산부채증감	95.4	-46.1	11.9	-15.2	-14.1
매출채권및기타채권의감소	-29.5	66.3	-13.8	-14.3	-13.1
재고자산의감소	-8.0	-29.5	23.2	-4.3	-4.0
매입채무및기타채무의증가	-9.4	-16.1	2.5	3.4	3.2
기타	142.3	-66.8	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-52.7	-68.9	-55.2	-63.7	-68.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-104.2	-101.4	-99.6	-100.0	-100.0
유형자산의 취득	-92.3	-121.1	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	7.1	9.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	5.5	-1.3	0.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-100.4	103.0	0.0	0.0	0.0
기타	76.7	-91.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-105.8	-38.7	-143.7	-55.9	-55.9
차입금의 증가(감소)	-43.2	17.0	-87.8	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-62.6	-55.7	-55.9	-55.9	-55.9
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-6.0	2.6	-47.8	-47.9	-47.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	128.9	3.5	-61.4	15.3	25.4
기초현금 및 현금성자산	158.5	287.4	291.0	229.6	244.8
기말현금 및 현금성자산	287.4	291.0	229.6	244.8	270.3

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	178	312	563	796	926
BPS	17,074	16,301	16,080	16,092	16,234
CFPS	4,240	3,591	3,831	4,180	4,372
DPS	800	800	800	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	135.4	53.2	32.4	22.9	19.7
PER(최고)	152.9	80.7	33.9		
PER(최저)	111.3	48.7	28.2		
PBR	1.41	1.02	1.13	1.13	1.12
PBR(최고)	1.59	1.55	1.18		
PBR(최저)	1.16	0.93	0.99		
PSR	0.91	0.63	0.67	0.65	0.64
PCFR	5.7	4.6	4.8	4.4	4.2
EV/EBITDA	11.4	9.0	8.7	7.8	7.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	431.2	246.6	136.9	96.8	83.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.3	4.8	4.4	4.4	4.4
ROA	0.4	0.6	1.2	1.7	2.0
ROE	1.0	1.9	3.5	5.0	5.7
ROIC	0.7	2.2	3.4	4.3	4.8
매출채권회전율	3.6	3.8	4.1	4.1	4.1
재고자산회전율	14.1	12.4	12.5	13.7	13.7
부채비율	188.1	194.9	190.2	190.3	188.9
순차입금비율	52.9	65.6	64.2	62.8	60.0
이자보상배율, 현금)	2.2	2.3	2.8	3.5	3.9
<b>총차입금</b>	1,047.5	1,065.6	977.9	977.9	977.9
순차입금	644.4	762.0	735.7	720.4	695.0
NOPLAT	206.9	215.4	233.4	258.2	272.0
FCF	144.4	11.4	110.0	99.3	109.4

## 매일유업 (267980)



### BUY(Maintain)

주가(4/15) 87,000원

목표주가 123,000원 (상향)

작년 9월 부동산 정부 정책 이후, 국내 부동산 시세가 안정화 되고 있다. 이로 인해, 20~30대의 실질 구매력이 점차 개선될 것으로 기대되며, 출산율과 조제분유 수요도 점차 반등할 것으로 기대된다. 또한, 커피음료의 성장성이 정체 되면서 1등 브랜드 '바리스타' 의 마진 확대 가능성이 커진 점도 동사의 실적 추정치 상향 가능성을 지지하는 요인이다.

#### Stock Data

KOSDAQ (4/15)	766.75pt		
시가총액	6,824억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	101,500원	71,800원	
최고/최저가 대비 등락	-14.3%	21.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.9%	-0.6%
	6M	9.2%	2.3%
	1Y	16.8%	35.8%

#### Company Data

발행주식수	7,844천주
일평균 거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	15.4%
배당수익률(19.E)	0.8%
BP (19.E)	51,304원
주요 주주	김정완 외 11 인 57.7%

#### Price Trend



## 희미해지는 저평가 이유

### >>> 1분기 영업이익 177억원 전망

매일유업의 1분기 연결기준 영업이익은 177억원(+8% YoY)으로 전망된다(별도기준 OP 187억원 전망). 매출 성장을 둔화에도 불구하고, 1) 커피음료 판가 인상에 따른 수익성 개선, 2) 전사 비용 효율화에 힘입어 이익이 증가할 것으로 기대된다(별도기준 OP: 1Q18 164억원 - 1Q19E 187억원).

### >>> 희미해지는 저평가 이유

작년 9월 정부의 부동산 정책 발표 이후, 국내 아파트 시세는 안정화되고 있는 상황이다. 부동산 가격 안정화는 20~30대의 실질 구매력을 개선 시키는 효과가 있기 때문에, **출산율 반등에 따른 조제분유 실적 개선**이 기대된다. 또한, 커피음료는 편의점 출점 정체로 예년 대비 성장성이 둔화되고 있고, 동사 브랜드인 '바리스타' 의 인지도는 경쟁사 대비 더욱 확고해지고 있다. 동사 커피음료의 연간 매출규모(1300~1400억원 수준)와 MS 레벨(40% 이상)을 감안한다면, **커피음료의 수익성 레벨이 급격히 확대될 가능성**이 존재한다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 123,000원

매일유업에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 123,000원으로 상향한다(Target PER 상향). 동사는 출산율 반등과 커피음료 수익성 상승으로 실적 추정치가 상향될 가능성이 있다. 이와 같은 수익성 상승은 동사의 밸류에이션 디스카운트 요인 축소 측면에서도 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,315.2	1,334.6	1,354.8
영업이익	74.4	79.3	83.0	86.8
EBITDA	101.4	107.5	111.1	114.9
세전이익	76.8	80.4	85.9	91.8
순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
지배주주지분순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
EPS(원)	7,530	7,769	8,305	8,875
증감률(% YoY)	NA	3.2	6.9	6.9
PER(배)	10.5	11.3	10.6	9.9
PBR(배)	1.78	1.72	1.49	1.31
EV/EBITDA(배)	6.4	6.2	5.5	4.7
영업이익률(%)	5.7	6.0	6.2	0.0
ROE(%)	16.8	16.3	15.1	14.1
순차입금비율(%)	8.4	-6.6	-18.1	-27.5

### 매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>321.0</b>	<b>319.7</b>	<b>333.7</b>	<b>326.2</b>	<b>322.1</b>	<b>324.0</b>	<b>338.6</b>	<b>330.5</b>	<b>1,300.6</b>	<b>1,315.2</b>	<b>1,334.6</b>
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	0.3%	1.3%	1.5%	1.3%	-1.3%	1.1%	1.5%
<b>별도기준</b>	<b>321.0</b>	<b>319.2</b>	<b>333.5</b>	<b>326.4</b>	<b>321.9</b>	<b>323.8</b>	<b>338.4</b>	<b>330.3</b>	<b>1,300.1</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,333.8</b>
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	0.3%	1.4%	1.5%	1.2%	-1.3%	1.1%	1.5%
조제분유	35.3	35.6	33.5	40.0	34.1	34.6	33.0	39.0	144.4	140.7	142.5
(YoY)	-5.4%	5.4%	5.8%	5.8%	-3.4%	-2.6%	-1.7%	-2.5%	2.7%	-2.6%	1.3%
중국 외	27.3	24.1	22.5	28.5	25.1	22.1	21.0	26.5	102.4	94.7	91.9
(YoY)	-10.0%	-10.0%	-9.5%	-9.0%	-8.0%	-8.0%	-7.0%	-7.0%	-9.6%	-7.5%	-3.0%
중국	8.0	11.5	11.0	11.5	9.0	12.5	12.0	12.5	42.0	46.0	50.6
(YoY)	14.3%	64.3%	61.8%	76.9%	12.5%	8.7%	9.1%	8.7%	53.8%	9.5%	10.1%
조제분유 외	285.7	283.6	300.0	286.3	287.8	289.1	305.5	291.3	1,155.7	1,173.7	1,191.3
(YoY)	-1.6%	-2.7%	-2.2%	-0.8%	0.7%	2.0%	1.8%	1.7%	-1.8%	1.6%	1.5%
<b>매출총이익</b>	<b>85.8</b>	<b>93.6</b>	<b>97.4</b>	<b>90.3</b>	<b>88.7</b>	<b>96.0</b>	<b>99.4</b>	<b>92.3</b>	<b>367.0</b>	<b>376.4</b>	<b>385.6</b>
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.5%	29.6%	29.4%	27.9%	28.2%	28.6%	28.9%
<b>판매비</b>	<b>69.4</b>	<b>75.1</b>	<b>76.9</b>	<b>71.2</b>	<b>70.9</b>	<b>76.1</b>	<b>78.2</b>	<b>71.8</b>	<b>292.7</b>	<b>297.1</b>	<b>302.7</b>
(판매비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	22.0%	23.5%	23.1%	21.7%	22.5%	22.6%	22.7%
<b>영업이익</b>	<b>16.4</b>	<b>18.5</b>	<b>20.4</b>	<b>19.1</b>	<b>17.7</b>	<b>19.9</b>	<b>21.2</b>	<b>20.5</b>	<b>74.4</b>	<b>79.3</b>	<b>83.0</b>
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	8.1%	7.7%	3.8%	7.5%	9.4%	6.7%	4.6%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.5%	6.1%	6.3%	6.2%	5.7%	6.0%	6.2%
<b>별도기준</b>	<b>16.4</b>	<b>18.9</b>	<b>21.2</b>	<b>20.7</b>	<b>18.7</b>	<b>20.9</b>	<b>22.2</b>	<b>21.5</b>	<b>77.2</b>	<b>83.3</b>	<b>87.0</b>
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	14.2%	10.2%	4.8%	3.8%	13.7%	7.9%	4.4%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	5.8%	6.4%	6.6%	6.5%	5.9%	6.3%	6.5%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	18.0	20.1	21.5	20.8	76.8	80.4	85.9
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	13.6	15.3	16.3	15.7	58.3	60.9	65.1
<b>자배주주순이익</b>	<b>12.2</b>	<b>17.9</b>	<b>16.7</b>	<b>11.6</b>	<b>13.6</b>	<b>15.3</b>	<b>16.3</b>	<b>15.7</b>	<b>58.3</b>	<b>60.9</b>	<b>65.1</b>
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	12.2%	-14.6%	-2.6%	35.8%	-73.5%	4.5%	6.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

### 매일유업 목표주가 변경 내역

EPS(원)	8,171	'19E EPS * 25% + '20E EPS * 75%
Target PER(배)	15.0	통상 음식료 업종 PER 15 배 부여
목표주가(원)	<b>123,000</b>	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

### 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,300.6	1,315.2	1,334.6	1,354.8
매출원가	933.5	938.8	949.0	959.6
매출총이익	367.0	376.4	385.6	395.2
판매비	292.7	297.1	302.7	308.4
<b>영업이익</b>	74.4	79.3	83.0	86.8
<b>EBITDA</b>	101.4	107.5	111.1	114.9
영업외손익	2.4	1.1	3.0	5.0
이자수익	2.2	3.3	4.1	5.1
이자비용	3.2	2.5	1.3	0.2
외환관련이익	2.0	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.1	1.7	1.7	1.7
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	0.1	0.0	-0.1
<b>법인세차감전이익</b>	76.8	80.4	85.9	91.8
법인세비용	18.4	19.5	20.8	22.2
계속사업손손익	58.3	60.9	65.1	69.6
<b>당기순이익</b>	58.3	60.9	65.1	69.6
<b>지배주주순이익</b>	58.3	60.9	65.1	69.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>				
매출액 증감율	NA	1.1	1.5	1.5
영업이익 증감율	NA	6.6	4.7	4.6
EBITDA 증감율	NA	6.0	3.3	3.4
지배주주순이익 증감율	NA	4.5	6.9	6.9
EPS 증감율	NA	3.2	6.9	6.9
매출총이익률(%)	28.2	28.6	28.9	29.2
영업이익률(%)	5.7	6.0	6.2	6.4
EBITDA Margin(%)	7.8	8.2	8.3	8.5
지배주주순이익률(%)	4.5	4.6	4.9	5.1

### 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	348.2	382.6	410.3	442.3
현금 및 현금성자산	64.1	98.0	121.7	149.7
단기금융자산	1.7	1.7	1.7	1.7
매출채권 및 기타채권	153.4	154.7	157.0	159.4
재고자산	111.3	110.5	112.2	113.8
기타유동자산	19.4	19.4	19.4	19.4
<b>비유동자산</b>	267.6	267.4	267.3	267.2
투자자산	7.4	7.4	7.4	7.4
유형자산	226.7	226.6	226.4	226.3
무형자산	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동자산	25.3	25.2	25.3	25.3
<b>자산총계</b>	615.7	650.1	677.6	709.5
<b>유동부채</b>	184.1	196.2	197.3	165.1
매입채무 및 기타채무	148.8	149.6	150.7	151.8
단기금융부채	22.2	33.5	33.5	0.3
기타유동부채	13.1	13.1	13.1	13.0
<b>비유동부채</b>	84.7	51.5	18.2	18.2
장기금융부채	72.7	39.5	6.2	6.2
기타비유동부채	12.0	12.0	12.0	12.0
<b>부채총계</b>	268.8	247.7	215.5	183.4
<b>지배지분</b>	347.0	402.4	462.1	526.2
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	256.8	256.8	256.8
기타자본	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타포괄손익누계액	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	89.7	145.1	204.8	268.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	347.0	402.4	462.1	526.2

### 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	60.6	89.3	90.4	94.7
당기순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
비현금항목의 가감	42.5	46.7	46.1	45.5
유형자산감가상각비	25.3	28.1	28.1	28.1
무형자산감가상각비	1.8	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	18.6	18.0	17.4
영업활동자산부채증감	-21.7	0.2	-2.9	-3.0
매출채권및기타채권의감소	10.7	-1.3	-2.3	-2.4
재고자산의감소	-9.2	0.8	-1.6	-1.7
매입채무및기타채무의증가	-17.5	0.8	1.1	1.1
기타	-5.7	-0.1	-0.1	0.0
기타현금흐름	-18.5	-18.5	-17.9	-17.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-25.4	-28.0	-28.0	-28.0
유형자산의 취득	-27.7	-28.0	-28.0	-28.0
유형자산의 처분	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-1.7	0.0	0.0	0.0
기타	12.8	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-7.7	-27.4	-38.7	-38.7
차입금의 증가(감소)	-4.6	-21.9	-33.2	-33.2
자본금,  자본잉여금	7.9	0.0	0.0	0.0
증가(감소)				
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.4	-5.5	-5.5	-5.5
기타	-7.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.2	0.0	0.0	0.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	27.3	33.9	23.7	28.0
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	98.0	121.7
기말현금 및 현금성자산	64.1	98.0	121.7	149.7

### 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	7,530	7,769	8,305	8,875
BPS	44,235	51,304	58,909	67,084
CFPS	13,018	13,727	14,188	14,674
DPS	700	700	700	700
<b>주가배수(배)</b>				
PER	10.5	11.3	10.6	9.9
PER(최고)	13.6	11.7		
PER(최저)	8.2	9.8		
PBR	1.78	1.72	1.49	1.31
PBR(최고)	2.32	1.77		
PBR(최저)	1.40	1.49		
PSR	0.47	0.52	0.52	0.51
PCFR	6.1	6.4	6.2	6.0
EV/EBITDA	6.4	6.2	5.5	4.7
<b>주요비율(%)</b>				
배당성향(% ,보통주, 현금)	9.4	9.0	8.4	7.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	9.5	9.6	9.8	10.0
ROE	16.8	16.3	15.1	14.1
ROIC	14.9	15.8	16.5	17.1
매출채권회전율	17.0	8.5	8.6	8.6
재고자산회전율	23.4	11.9	12.0	12.0
<b>부채비율</b>	77.5	61.5	46.6	34.8
순차입금비율	8.4	-6.6	-18.1	-27.5
이자보상배율, 현금)	23.2	32.1	61.7	394.1
<b>총차입금</b>	94.9	73.0	39.8	6.5
순차입금	29.1	-26.7	-83.6	-144.9
NOPLAT	101.4	107.5	111.1	114.9
FCF	32.9	60.5	60.2	62.9

CJ프레시웨이(051500)



## BUY(Maintain)

주가(4/15) 34,550원

목표주가 46,000원

컨세션 사업 비중 확대에 계절성이 강해지면서 2분기 이후 성수기 효과가 더욱 커질 가능성이 높다. 특히, 전방산업인 외식업체들의 평가 인상으로 인해, 식자재유통의 계약 조건 개선이 용이해지면서, 동사의 MS 확대 노력이 전사 마진 상승으로 연결될 것으로 기대된다.

### Stock Data

KOSDAQ (4/15)	766.75pt		
시가총액	4,102억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	38,850원	21,450원	
최고/최저가 대비 등락	-11.1%	61.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.3%	-2.1%
	6M	21.9%	14.3%
	1Y	-5.0%	10.6%

### Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	21.4%
배당수익률(19.E)	0.6%
BP (19.E)	18,410원
주요 주주	CJ 외 2인 47.7%

### Price Trend



## 공고해지는 Market Leadership

### >>> 1분기 영업이익 63억원 전망

CJ프레시웨이의 1분기 영업이익은 63억원(+5% YoY)으로 전망된다. 식자재유통과 단체급식의 계약조건 개선에도 불구하고, 컨세션 사업 확대에 따른 계절적 비수기 영향 확대로 전사 이익 증가 폭이 제한적일 전망이다. 식자재유통 부문의 이익 증가를 단체급식 부문에서 상쇄되는 부분이 있기 때문이다.

### >>> 공고해지는 Market Leadership

1분기 실적 모멘텀 둔화는 컨세션 사업 비중 확대에 의해, 이익의 계절성이 강해졌기 때문이다. 반대로 **성수기 효과는 더욱 커질 가능성이 높다**. 전방산업인 외식업체들의 평가 인상으로 식자재유통의 계약 조건 개선이 용이해졌고, 단체급식 사업도 최저임금 인상에 따른 비용 상승 요인을 판가로 전가하고 있기 때문이다. 동사는 **오랜 기간 식자재유통/단체급식에서 점유율을 확대해 온 1위 업체로서, 산업 구조 재편의 가장 큰 수혜를 누릴 것**으로 기대된다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원을 제시한다. 동사가 식자재유통/단체급식에서 오랜 기간 동안 MS를 확대해 온 노력이 수익성으로 연결되기 시작하는 시점이기 때문에, 매우 높은 영업레버리지 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,504.4	2,828.1	3,163.0	3,404.7	3,662.3
영업이익	43.9	50.7	62.7	69.5	78.0
EBITDA	70.8	80.1	94.1	101.9	113.2
세전이익	1.2	26.8	37.9	41.9	47.9
순이익	1.2	16.7	28.7	31.8	36.3
지배주주지분순이익	-1.5	13.7	25.1	28.2	32.7
EPS(원)	-129	1,154	2,114	2,374	2,757
증감률(% YoY)	적지	흑전	83.1	12.3	16.1
PER(배)	-307.7	23.0	16.5	14.7	12.6
PBR(배)	2.62	1.61	1.89	1.69	1.50
EV/EBITDA(배)	10.9	7.8	7.9	7.3	6.4
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.0	0.0
ROE(%)	-0.8	7.3	12.1	12.2	12.6
순차입금비율(%)	102.6	101.2	92.8	81.4	68.9

## CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>675.8</b>	<b>728.6</b>	<b>704.3</b>	<b>719.3</b>	<b>740.6</b>	<b>811.5</b>	<b>800.5</b>	<b>810.4</b>	<b>2,828.1</b>	<b>3,163.0</b>	<b>3,404.7</b>
(YoY)	13.6%	14.8%	6.4%	17.4%	9.6%	11.4%	13.7%	12.7%	12.9%	11.8%	7.6%
식자재 유통	554.3	585.2	555.2	579.0	613.9	656.7	636.6	650.0	2,270.4	2,557.1	2,714.7
(YoY)	13.6%	15.0%	4.9%	19.0%	10.8%	12.2%	14.7%	12.3%	12.8%	12.6%	6.2%
외식/급식	209.9	232.2	229.0	234.6	222.5	251.9	249.6	254.5	905.7	978.6	1,037.3
(YoY)	-11.3%	-8.4%	-6.7%	60.1%	6.0%	8.5%	9.0%	8.5%	2.7%	8.0%	6.0%
프레시원	161.1	166.8	169.0	158.8	169.2	178.5	175.8	163.6	655.7	687.0	714.4
(YoY)	8.6%	6.0%	-2.1%	-7.4%	5.0%	7.0%	4.0%	3.0%	0.9%	4.8%	4.0%
1차상품 도매 및 원료	183.3	186.4	153.7	185.6	222.3	226.3	211.3	231.9	709.0	891.6	962.9
(YoY)	78.1%	90.4%	38.0%	10.2%	21.2%	21.4%	37.4%	24.9%	47.5%	25.8%	8.0%
단체급식	84.6	105.6	113.3	108.1	93.8	121.4	129.9	125.9	411.6	471.1	539.9
(YoY)	12.4%	16.8%	20.4%	22.8%	10.9%	15.0%	14.7%	16.5%	18.3%	14.5%	14.6%
기타	37.0	37.8	39.3	32.3	32.8	33.4	33.9	34.6	146.4	134.7	150.1
(YoY)	17.1%	6.5%	2.1%	-16.1%	-11.3%	-11.8%	-13.6%	7.0%	1.6%	-8.0%	11.4%
<b>매출총이익</b>	<b>76.6</b>	<b>93.1</b>	<b>94.3</b>	<b>94.6</b>	<b>84.8</b>	<b>107.2</b>	<b>108.7</b>	<b>103.8</b>	<b>358.6</b>	<b>404.5</b>	<b>438.4</b>
(GPM)	11.3%	12.8%	13.4%	13.1%	11.4%	13.2%	13.6%	12.8%	12.7%	12.8%	12.9%
<b>판매비</b>	<b>70.6</b>	<b>79.3</b>	<b>81.1</b>	<b>77.0</b>	<b>78.5</b>	<b>87.6</b>	<b>90.3</b>	<b>85.4</b>	<b>308.0</b>	<b>341.8</b>	<b>368.8</b>
(판매비율)	10.4%	10.9%	11.5%	10.7%	10.6%	10.8%	11.3%	10.5%	10.9%	10.8%	10.8%
<b>영업이익</b>	<b>6.0</b>	<b>13.8</b>	<b>13.3</b>	<b>17.6</b>	<b>6.3</b>	<b>19.6</b>	<b>18.4</b>	<b>18.4</b>	<b>50.7</b>	<b>62.7</b>	<b>69.5</b>
(YoY)	35.1%	-1.7%	-10.8%	67.1%	4.7%	42.4%	38.8%	4.5%	15.5%	23.8%	10.9%
(OPM)	0.9%	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	2.4%	2.3%	2.3%	1.8%	2.0%	2.0%
세전이익	2.2	7.7	6.9	10.0	0.5	13.3	12.1	12.0	26.8	37.9	41.9
당기순이익	1.7	3.3	5.0	6.7	0.4	10.1	9.1	9.1	16.7	28.7	31.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>1.0</b>	<b>2.4</b>	<b>4.1</b>	<b>6.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>9.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>13.7</b>	<b>25.1</b>	<b>28.2</b>
(YoY)	흑전	-61.5%	흑전	1421.6%	적전	280.3%	99.0%	33.3%	흑전	83.1%	12.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,504.4	2,828.1	3,163.0	3,404.7	3,662.3
매출원가	2,151.4	2,469.5	2,758.5	2,966.3	3,187.5
매출충이의	353.0	358.6	404.5	438.4	474.8
판관비	309.1	308.0	341.8	368.8	396.7
<b>영업이익</b>	43.9	50.7	62.7	69.5	78.0
<b>EBITDA</b>	70.8	80.1	94.1	101.9	113.2
<b>영업외손익</b>	-42.6	-23.8	-24.9	-27.6	-30.1
이자수익	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
이자비용	7.3	8.7	8.9	8.6	8.1
외환관련이익	7.5	1.6	3.0	3.0	3.0
외환관련손실	1.6	4.9	3.0	3.0	3.0
중속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-42.2	-12.8	-17.0	-20.0	-23.0
<b>법인세차감전이익</b>	1.2	26.8	37.9	41.9	47.9
법인세비용	0.0	10.1	9.2	10.1	11.6
계속사업손익	1.2	16.7	28.7	31.8	36.3
<b>당기순이익</b>	1.2	16.7	28.7	31.8	36.3
<b>지배주주순이익</b>	-1.5	13.7	25.1	28.2	32.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.6	12.9	11.8	7.6	7.6
영업이익 증감율	108.8	15.5	23.7	10.8	12.2
EBITDA 증감율	59.9	13.1	17.5	8.3	11.1
흑전	-	-	83.2	12.4	16.0
지배주주순이익의 증감율		1,013.3			
EPS 증감율	적지	흑전	83.1	12.3	16.1
매출총이익률(%)	14.1	12.7	12.8	12.9	13.0
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.0	2.1
EBITDA Margin(%)	2.8	2.8	3.0	3.0	3.1
지배주주순이익률(%)	-0.1	0.5	0.8	0.8	0.9

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	506.6	467.9	483.5	501.4	522.9
현금 및 현금성자산	54.7	26.0	24.3	22.9	24.1
단기금융자산	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0
매출채권 및 기타채권	277.5	213.2	222.7	233.2	244.2
재고자산	154.2	210.4	218.1	227.0	236.3
기타유동자산	20.2	18.3	18.4	18.3	18.3
<b>비유동자산</b>	396.0	449.4	493.6	515.3	534.1
투자자산	26.7	40.1	44.8	44.8	44.8
유형자산	254.3	301.1	331.8	361.0	387.6
무형자산	95.6	93.1	101.9	94.3	86.5
기타비유동자산	19.4	15.1	15.1	15.2	15.2
<b>자산총계</b>	902.6	917.3	977.2	1,016.7	1,057.0
<b>유동부채</b>	512.8	567.3	494.3	504.3	525.7
매입채무 및 기타채무	315.4	313.2	332.7	352.8	374.2
단기금융부채	179.3	228.2	135.7	125.7	125.7
기타유동부채	18.1	25.9	25.9	25.8	25.8
<b>비유동부채</b>	154.3	97.2	197.2	197.2	182.2
장기금융부채	124.6	61.7	161.7	161.7	146.7
기타비유동부채	29.7	35.5	35.5	35.5	35.5
<b>부채총계</b>	667.2	664.5	691.5	701.6	707.9
<b>자본지분</b>	180.2	195.8	218.6	244.4	274.7
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	91.9	89.4	89.4	89.4	89.4
기타자본	22.3	22.0	22.0	22.0	22.0
기타포괄손익누계액	20.1	34.1	34.1	34.1	34.1
이익잉여금	34.1	38.5	61.2	87.0	117.4
비지배자본	55.2	57.0	67.1	70.7	74.3
<b>자본총계</b>	235.5	252.9	285.6	315.1	349.0

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	23.4	57.7	62.3	64.9	72.6
당기순이익	0.0	0.0	28.7	31.8	36.3
비현금항목의 가감	66.9	37.2	48.4	50.1	53.8
유형자산감가상각비	15.2	17.8	19.3	20.8	23.3
무형자산감가상각비	11.7	11.6	12.1	11.6	11.8
지분법평가손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	40.1	7.9	17.0	17.7	18.7
영업활동자산부채증감	-41.8	6.0	2.2	0.8	1.1
매출채권및기타채권의감소	-44.2	60.7	-9.6	-10.5	-11.0
재고자산의감소	29.3	-56.1	-7.7	-8.8	-9.3
매입채무및기타채무의증가	-4.2	-14.0	19.5	20.1	21.4
기타	-22.7	15.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-1.7	14.5	-17.0	-17.8	-18.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-33.5	-51.9	-74.6	-53.1	-53.1
유형자산의 취득	-26.8	-36.6	-50.0	-50.0	-50.0
유형자산의 처분	1.4	2.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-3.5	-4.9	-20.8	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	-13.5	-4.7	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.3	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타	-2.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	53.3	-34.6	-2.8	-20.3	-25.3
차입금의 증가(감소)	66.5	-20.8	7.5	-10.0	-15.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-4.7	-5.2	-2.4	-2.4	-2.4
기타	-8.5	-8.6	-7.9	-7.9	-7.9
기타현금흐름	-0.9	0.1	13.5	7.0	7.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	42.3	-28.8	-1.7	-1.4	1.2
기초현금 및 현금성자산	12.4	54.7	26.0	24.3	22.9
기말현금 및 현금성자산	54.7	26.0	24.3	22.9	24.1

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-129	1,154	2,114	2,374	2,757
BPS	15,181	16,496	18,410	20,585	23,141
CFPS	5,736	4,544	6,493	6,900	7,594
DPS	200	200	200	200	200
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-307.7	23.0	16.5	14.7	12.6
PER(최고)	-372.6	34.6	17.0		
PER(최저)	-235.4	18.3	11.5		
PBR	2.62	1.61	1.89	1.69	1.50
PBR(최고)	3.17	2.42	1.95		
PBR(최저)	2.01	1.28	1.32		
PSR	0.19	0.11	0.13	0.12	0.11
PCFR	6.9	5.8	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	10.9	7.8	7.9	7.3	6.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	196.2	14.2	8.3	7.5	6.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
ROA	0.1	1.8	3.0	3.2	3.5
ROE	-0.8	7.3	12.1	12.2	12.6
ROIC	8.4	6.5	9.2	9.7	10.5
매출채권회전율	9.4	11.5	14.5	14.9	15.3
재고자산회전율	14.8	15.5	14.8	15.3	15.8
부채비율	283.3	262.8	242.1	222.7	202.8
순차입금비율	102.6	101.2	92.8	81.4	68.9
이자보상배율, 현금)	6.0	5.8	7.1	8.1	9.6
<b>총차입금</b>	303.9	289.9	297.4	287.4	272.4
순차입금	241.6	255.9	265.1	256.5	240.3
NOPLAT	70.8	80.1	94.1	101.9	113.2
FCF	-5.1	27.7	10.3	31.9	41.4

투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자이건	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비						평균 주가대비	최고 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2017-03-30	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-32.08	-29.71	하이트진로 (000080)	2018-01-16	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-24.54	-18.79
	2017-05-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14		2018-05-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-26.86	-18.79
	2017-05-23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.86	-24.12		2018-08-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.51	-28.75
	2017-06-13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12		2018-11-05	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.26	-24.17
	2017-06-29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12		2019-01-08	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.32	-24.17
	2017-07-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12	2019-03-14	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-23.56	-21.67	
	2017-08-07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48	2019-04-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월			
	2017-09-13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.30	-24.48	매일유업 (267980)	2017-06-05	BUY(Initiate)	110,000원	6개월	-27.69	-22.55
	2017-10-10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.08	-22.81		2017-07-12	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-19.05	-16.17
	2017-10-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46		2017-08-16	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-23.42	-16.17
	2017-11-09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-24.48	-16.67		2017-11-15	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-24.68	-16.17
	2017-11-20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-24.62	-21.51		2018-01-26	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-24.01	-12.34
	2017-12-19	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.53	-25.70		2018-05-16	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-16.35	7.98
	2018-01-04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.48	-21.60		2018-11-05	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-21.44	-20.74
	2018-01-16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.77	-21.60		2018-11-15	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-14.71	-4.47
	2018-02-09	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.54	-23.26		2019-04-16	BUY(Maintain)	123,000원	6개월		
	2018-02-26	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.52	-23.26		CJ 프레스웨이 (051500)	2017-03-21	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.14
	2018-04-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.06	-12.32	2017-05-15		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.64	-24.43
	2018-05-11	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-16.24	-11.22	2017-05-23		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.28	-15.66
	2018-06-07	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.03	-6.95	2017-07-03		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.42	-15.66
	2018-07-10	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.56	-6.95	2017-07-12		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.09	-15.66
	2018-07-25	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.79	-6.95	2017-08-09		BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-31.83	-26.17
	2018-08-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-20.30	-17.67	2017-09-07		BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-33.20	-26.17
	2018-08-31	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.35	-17.67	2017-09-13		BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-38.05	-26.17
	2018-10-18	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.43	-17.67	2017-10-17		BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.79	-29.55
2018-11-05	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.45	-17.67	2017-11-08	BUY(Maintain)		56,000원	6개월	-31.68	-29.55	
2018-11-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.24	-15.93	2017-11-20	BUY(Maintain)		56,000원	6개월	-33.39	-28.93	
2018-11-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-28.13	-26.56	2018-02-08	BUY(Maintain)		53,000원	6개월	-31.27	-26.70	
2018-12-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.32	-26.56	2018-05-10	BUY(Maintain)		53,000원	6개월	-31.46	-26.70	
2019-02-15	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.04	-26.56	2018-05-28	BUY(Maintain)		53,000원	6개월	-33.12	-26.70	
2019-03-26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.35	-26.56	2018-07-25	BUY(Maintain)		45,000원	6개월	-30.83	-28.44	
2019-04-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월			2018-08-10	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-32.82	-27.67		
롯데칠성 (005300)	2017-05-16	BUY(Maintain)	2,100,000원	6개월	-27.34	-13.76	2018-11-05	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-40.33	-36.89	
	2017-05-31	BUY(Maintain)	2,100,000원	6개월	-24.66	-9.39	2018-11-12	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-16.96	-3.33	
	2017-07-12	Outperform(Dow ngrade)	1,770,000원	6개월	-8.51	-6.37	2019-01-10	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-31.32	-28.60	
	2017-08-01	Marketperform(Dow ngrade)	1,600,000원	6개월	-13.36	-0.10	2019-02-12	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.01	-24.35	
	2018-11-30	Marketperform(Re initiate)	1,510,000원	6개월	-5.35	-1.66	2019-04-16	BUY(Maintain)	46,000원	6개월			
	2019-02-19	BUY(Upgrade)	1,900,000원	6개월	-10.80	-3.00							
	2019-04-16	BUY(Upgrade)	2,220,000원	6개월									

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

### 목표주가 추이 (2개년)

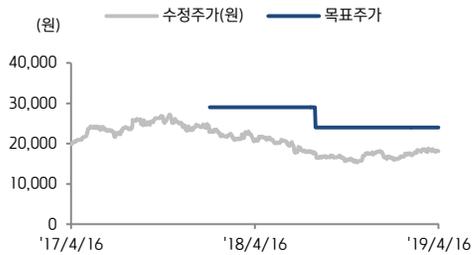
CJ제일제당 (097950)



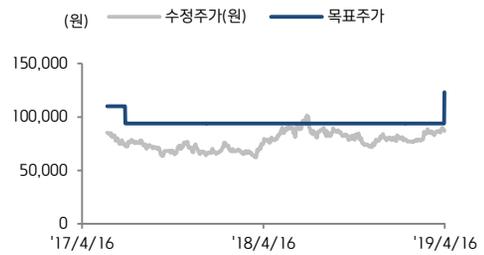
롯데칠성 (005300)



하이트진로 (000080)



매일유업 (267980)



CJ프레시웨이(051500)



### 투자 의견 및 적용기준

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

### 투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%