

K I W O O M S E C U R I T I E S I N D U S T R Y A N A L Y S I S

2019년 05월 21일 | 키움증권 리서치센터



산업분석

음식료 | Overweight(Maintain)

하반기 전망:

The Power Shift

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

RA 이법근
02-3787-0335
bk.lee@kiwoom.com

키움증권



Contents

Summary

I. 1분기 실적 및 업종 주요 지표 점검

II. 하반기 전망: The Power Shift

III. 업체별 투자전략



Summary

>>> 업종 밸류에이션 매력도 높아진 상황

- 1분기 실적 시즌 전후로 주가 레벨 하향되면서 업종 밸류에이션 매력도 높아진 상황
- 원/달러 환율 상승세 부담 있으나, 곡물가격 안정화로 어느 정도 상쇄 가능
- 경쟁강도가 비교적 안정적이고, 평가 인상도 이뤄지고 있기 때문에, 전반적으로 실적의 우상향 흐름 가능할 것으로 판단

>>> 하반기 전망: The Power Shift

- 음료: 판매 채널 헤게모니 변화로 탄산음료 성장성 제고, 커피음료 마케팅 비용 축소 전망
- 주류: 수입맥주 성장세 둔화, 신제품 출시 효과로 하이트진로의 맥주 MS 반등 전망
- 식자재유통: 기존 계약조건 개선과 수익성 중심의 수주 전개하면서 거래처 Mix 개선 전망

>>> 음식료 업종 투자전략

- 대형주(KT&G/CJ/오리온): 구조적 성장 모멘텀과 매크로 방향성이 불일치하지만, 밸류에이션 매력도는 매우 높은 편
- 중소형주 Top Picks: 롯데칠성, 하이트진로, 매일유업, CJ프레시웨이
- 주류 업종은 평가 인상 모멘텀 강한 가운데, 롯데칠성은 탄산 매출 성장, 하이트진로는 맥주 MS 반등이 업체별 매력 포인트
- 매일유업은 커피음료 수익성 개선, CJ프레시웨이 구조적 협상력 개선으로 인한 식자재유통 평가 인상에 주목

Part | 1분기 실적 및
업종 주요 지표 점검

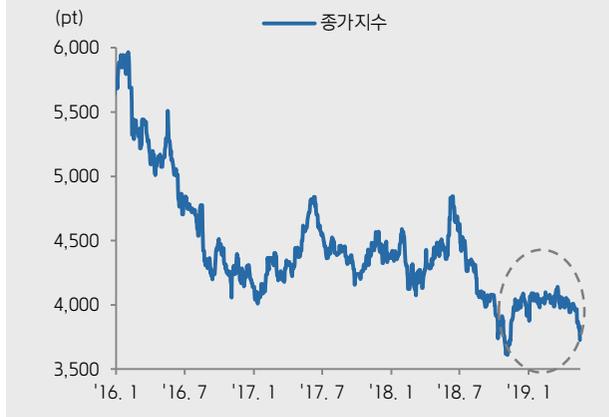


1) Market Review

◎ 음식료 업종 주가 동향

- 작년 상반기 한중 관계 회복에 따른 실적 개선 기대감으로 인해, 중국 관련 소비재 중심으로 주가 상승
- 작년 2분기부터 중국 소비재 중심으로 실적 개선세가 예상 보다 약하게 나타나면서, 주가도 약세로 전환
- 다만, 작년 4분기부터 기저효과 중심의 실적 기대감으로 주가가 상승 전환
- 4월부터 업종 대형주 중심으로 1분기 실적 기대치 내려가고, 매크로 불확실성 커지면서, 업종 지수 약세로 전환
- 특히, 대형주 3사가 과매도권으로 진입(역사적 밴드 하단). 따라서, Trading Buy 접근이 용이한 밸류에이션 레벨로 판단

음식료 업종지수 추이



자료: Fn Guide

음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: Fn Guide

1) Market Review

주요 기업 6개월 주가수익률 현황 (5/17 기준)



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황 (5/17 기준)



자료: Fn Guide

2) 1Q19 실적 리뷰: 소업종별 수익성 리뷰

◎ 소업종별 1Q19 수익성 리뷰: 라면/제과 외에는 펀더멘털 양호. 음료/주류/식자재 구조적 변화 지속

- 가공식품: 투자비 부담이 컸던 CJ제일제당을 제외한 나머지 업체들은 대체로 판촉비 효율화, 원재료 단가 하락으로 수익성 개선
- 라면: 농심은 전년동기에 마케팅비용 지저가 낮았고, 삼양식품은 신제품(까르보불닭) 매출 역기저가 있어서 수익성 악화
- 제과: 매출 부진으로 전반적으로 부진한 업황 시현
- 음료/주류: 음료는 탄산음료 호조로 수익성 개선. 주류는 롯데칠성음은 마케팅 비용 축소, 하이트진로는 신제품 판촉비 증가
- 유가공: 전반적으로 경쟁강도 낮은 상황으로 추산. 업종의 성장성 둔화로 판촉 활동에 보수적
- 식자재유통: CJ프레시웨이, 대상베스트코, 동원홈푸드는 거래처 믹스 개선 진행 중. SPC는 최저임금 인상 및 구매대행 수수료율 조정, 신세계푸드는 최저임금 인상 및 단체급식 역기저(평창), 현대그린푸드는 단체급식 고객사 격려금 역기저 영향으로 부진

1Q19 OPM의 전년동기 대비 변화율 비교



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치센터

주: 1) CJ제일제당은 가공식품 사업부, 대상은 별도 식품 사업부, 풀무원은 풀무원식품 별도, 오리온은 국내 사업부, LG생활건강은 음료 사업부 기준임

2) 동원홈푸드는 동원F&B 조미유통 사업부, SPC삼립은 유통 사업부, 신세계푸드는 제조서비스 사업부 기준임

3) CJ프레시웨이는 연결기준임. 앞에서 언급되지 않은 모든 회사는 별도기준임

2) 1Q19 실적 리뷰: 해외 사업 동향

◎ 오리온/롯데제과를 제외하면 대체로 양호한 성장세 시현

- 오리온: 춘절 시점 차이 영향으로 중국/베트남 매출 성장률 부진(현지통화 기준: 중국 -5%, 베트남 -19%)
- CJ제일제당: 슈완스 인수로 글로벌 가공식품 매출 +198% 성장(슈완스 인수 효과 제외시 +42% 성장)
- 롯데제과: 현지통화 기준으로 주요 해외 법인 매출 성장했으나, 달러 강제 영향으로 매출과 OP 모두 부진
- 농심: 중국법인 수익성은 개선되었으나 매출 성장률은 부진(RMB +0.5% 성장), 미국 매출은 달러 기준 +17% 성장
- 대상: 인도네시아 전분당 공장 가동을 개선으로 PT미원 영업이익이 전년동기 대비 +43억원 증가
- KT&G: 수출담배 회복세는 더뎠지만, 인도네시아 중심으로 해외법인 성장세 지속(해외법인 매출 +21% 성장)
- 매일유업: 중국 조제분유 수출은 전년동기 대비 +10억원 내외 증가

주요 음식료 업체 해외사업 현황

(단위: 십억원, %)

종목명	오리온	CJ제일제당	롯데제과	농심	대상	KT&G	매일유업	
종목코드	A271560	A097950	A280360	A004370	A001680	A033780	A267980	
전사 매출	2,023	12,855	2,116	2,351	2,973	5,009	1,362	
해외 매출비중	64	57	30	27	26	22	4~5	
전사 영업이익	305	695	96	99	141	1,456	83	
전사 영업이익률	15.1	5.4	4.5	4.2	4.8	29.1	6.1	
매출 Mix	중국제과	76 바이오	40 라하트	30 미국법인	44 소재수출	47 담배	88 중국분유	70
	베트남제과	19 가공식품	39 길리안	18 중국법인	27 PT미원인니	26 인삼공사	12 기타	30
	러시아제과	5 생물자원	21 콜슨	16 라면수출	23 식품수출	15		
영업이익률	중국제과	16~17 바이오	7~8 라하트	14~15 미국법인	4~5 소재수출	7~8 담배	31 중국분유	22
	베트남제과	15 가공식품	5 길리안	5~6 중국법인	4~5 PT미원인니	10~11 인삼공사	10~15	
	러시아제과	13 생물자원	2~3 콜슨	1~2 라면수출	5~6 식품수출	3~4		

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치센터(2019년 예상 기준)

주: 1) CJ제일제당은 대한통운 제외기준임

3) 곡물가격: 곡물가 안정화 vs 원/달러 환율 상승

◎ 곡물가격 안정화 효과가 원/달러 환율 상승으로 상쇄

- 옥수수를 제외한 곡물가격은 안정적인 흐름을 보이고 있음. 특히, 소맥이 최근 들어 안정화 되는 흐름
- ONI 지수가 엘니뇨권 주변에 머물러 있지만, 플러스 강도가 강한 편은 아님
- 5월말부터 발표될 미국 작황 데이터를 주시할 필요는 있으나, 기상 여건을 감안한다면 곡물가 급등 가능성은 제한적
- 다만, 이러한 안정화 효과가 원/달러 환율의 상승으로 상쇄되면서, 음식료 업체들의 수익성에 큰 영향을 주진 않을 듯
- 향후 관전포인트는 미중 무역협상 타결 여부. 이에 따라, 원/달러 환율과 대두 시세가 급변할 가능성이 있기 때문

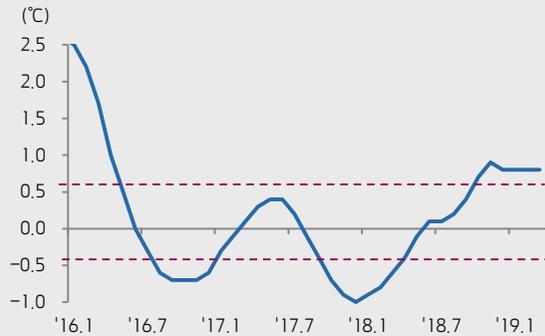
분기 평균 환율/곡물가격 추이 및 가점

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율(원/달러)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,153	1,190	1,190
(YoY)	-7%	-5%	-1%	2%	5%	7%	6%	6%
환율(원/위안)	169	169	165	163	167	171	172	172
(YoY)	0%	3%	-3%	-3%	-1%	1%	4%	6%
옥수수(\$/Ton)	144	151	139	146	147	141	151	151
(YoY)	0%	4%	-2%	7%	2%	-7%	8%	4%
소맥(\$/Ton)	167	183	190	188	180	163	171	171
(YoY)	6%	15%	13%	21%	8%	-11%	-10%	-9%
대두(\$/Ton)	370	366	312	323	333	316	302	302
(YoY)	-1%	6%	-12%	-10%	-10%	-14%	-3%	-6%
원당(\$/Ton)	297	262	238	283	279	271	254	254
(YoY)	-31%	-22%	-23%	-12%	-6%	3%	7%	-10%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

2) 곡물가격: 곡물가 안정화 vs 원/달러 환율 상승

월간 ONI 지수 추이



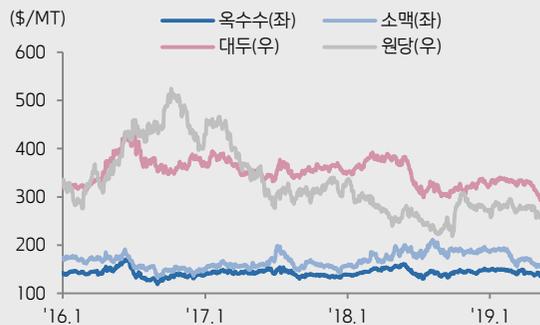
자료: NOAA, Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

주요 곡물시세 추이



자료: Bloomberg

월평균 곡물시세 YoY 추이



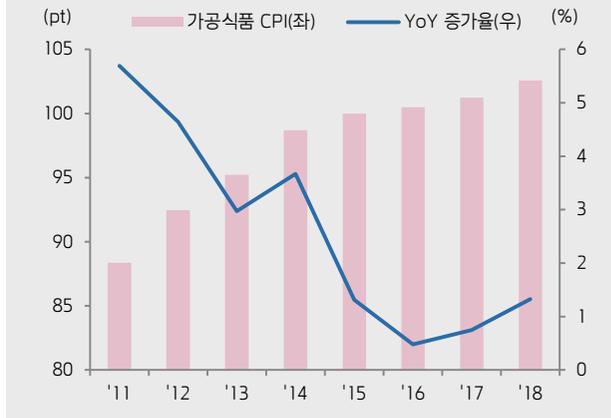
자료: Bloomberg

4) 가격인상: 가공식품 CPI 상승률 2% 상회

◎ 주류 업체 평가 인상 가속화

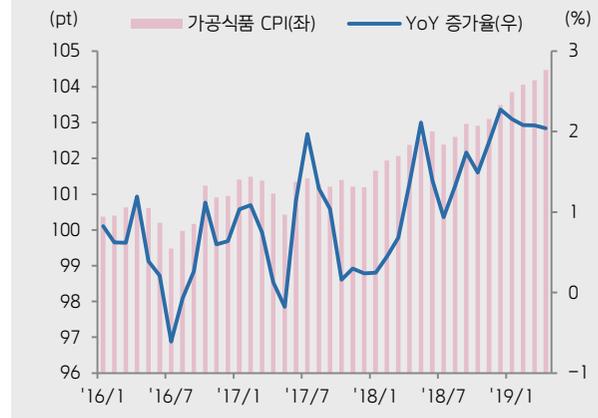
- 1) 원재료 가격 상승 부담, 2) 최저임금 인상 영향으로 주요 음식료 업체들의 가격 인상 진행 중
- 4월에 오비맥주의 카스, 5월에 하이트진로의 참이슬 출고가 인상 단행
- 하반기에는 2nd-tier 주류 업체들의 평가 인상으로 가공식품 CPI 상승세가 강해질 가능성 높음

연도별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

월별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

4) 가격인상: 가공식품 CPI 상승률 2% 상회

주요 업체 가격인상 동향

시기	기업	인상품목	인상폭	시기	기업	인상품목	인상폭		
2017	1월	동원F&B	참치캔, '동원참치 라이트스탠다드'를 포함한 살코기 및 가미캔 제품 18종	평균 5.1%	2018	1월	코리아세븐 GS리테일	삼각김밥, 샌드위치, 도시락 주먹밥, 도시락	8~10% 3~7%
		서울우유	서울우유 버터, 가염/무가염 제품	7~8%		2월	코카콜라음료	코카콜라, 마테차, 미닛메이드 주스	평균 4.8%
	롯데푸드	업소용 마요네즈, 식용유	9~10%	3월		CJ제일제당	즉석밥, 캔햄, 냉동만두, 어묵	6~10%	
	오뚜기	업소용 식용유	9%			사조대림	어묵 제품 11종	5~9%	
	풀무원	프리미엄 달걀 21종	평균 30%	4월		동원F&B	어묵 제품 7종	평균 10.8%	
	CJ제일제당	업소용 식용유	7~8%	한국아쿠르트		아쿠르트, 헬리코박터 프로젝트 율	6~8%		
	2월	동원F&B	소와나무 모닝버터(450g)	15%		롯데제과	빼빼로, 목캔디	6~13%	
	3월	CJ제일제당	다시다	5~9%		해태제과	오예스 등 제품 5종	평균 12.7%	
2017	4월	삼양식품	라면 12개	평균 5.4%	5월	SPC삼립	양산빵 4종	평균 12.4%	
		빙그레	투게더	7.7%	동원F&B	'개성왕만두'	7%		
	해태제과	부라보콘	8.3%	정식품	'베지밀' 등 14종	평균 7.1%			
	롯데제과	월드콘, 설레임	8.3%	2018	6월	크라운제과	초리풍 등 제품 8종	8~18%	
	대상	미원, 감질맛미원, 발효미원 등	평균 7%	동원F&B	캔햄 '리챔'	7.3%			
	롯데칠성	사이다와 캔 커피 등 대표 제품 14종	평균 7.5%	롯데제과	'일품 팔빙수'	20%			
	삼양식품	라면 등 12개 브랜드	평균 5.4%	7월	팔도	'비빔국수', '비빔수정국'	11%		
	빙그레	엔초, 더우사냥, 참봉어짜만코, 빵도아	평균 17.7%	8월	서울우유	흰우유 11	3.6%		
	6월	남양유업	프렌치카페	6.7%	롯데리아	소프트콘 아이스크림	40%		
	롯데푸드	거북알, 빼빼코	25%	9월	광동제약	삼다수	6~10%		
7월	샘표	간장 제품	평균 8~10%	10월	남양유유	흰우유 11	4.5%		
8월	해태제과	아포가토	50%	롯데제과	나두루 '그린티 클래식' 싱글컵 빼빼로	8.5%			
롯데제과	명가 팔빙수	25%	크라운제과	참크래커	33.3%				
매일유업	카페라떼	14%	해태제과	오예스, 맛동산	25%, 33%				
2017	9월	오뚜기	오뚜기밥, 큰밥, 작은밥 등 3종 제품	평균 9%	11월	농심	스낵	6.7%	
		오뚜기	참치캔 5종	평균 5.2%	팔도	컵라면 왕뚜껑, 팔도비빔면	9.5%, 4.7%		
	11월	롯데리아	버거류 12종, 세트 15종, 디저트 1종, 드링크류 5종	5~6%	12월	빙그레	바나나맛우유	7.7%	
		SPC삼립	단팥·야채·피자 호빵	10%	2019	1월	매일유업	바리스타를스 250ml 5종	5.2%
			2월	CJ제일제당		햇반, 등 상품밥, 어묵/맛살, 액젓, 장류, 다시다	5.5~10.4%		
			3월	롯데제과		나두루, 아이스크림 및 디저트 17종	12~20%		
			롯데푸드	구구콘, 돼지콘		20%			
			대상	고추장과 된장, 감치미, 맛소금, 액젓 등		6~9%			
			풀무원	피개두부 등 8종		평균 5.6%			
			4월	오비맥주	카스 등 주요 맥주	평균 5.3%			
			5월	하이트진로	참이슬, 후레션, 오리지널	6.45%			
			6월	롯데제과	비스킷 4종	7.1%			

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

5) 수출입: 담배 수출 회복, 수입맥주 성장세 둔화

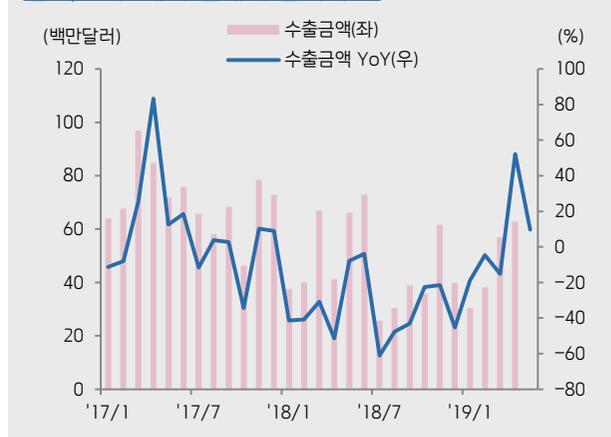
◎ KT&G 담배 수출 회복 국면

- 작년 2분기 수출 역기저에도 불구하고, 신시장(수출국 다변화)을 중심으로 담배 수출 회복 추세
- 이란 수출 관련 불확실성은 여전히 상존. 가파른 회복은 어려워도 추세적 회복은 가능해보임
- 조제분유, 라면 수출은 성장 모멘텀이 다소 둔화. 라이신은 중국發 경쟁심화 및 대상 중계무역 확대로 감소 추세

◎ 수입맥주 성장세 둔화

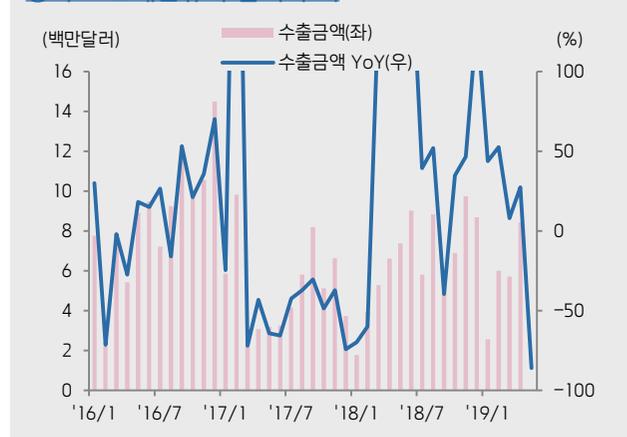
- 작년 하반기 이후 수입맥주 성장세 둔화
- 1) 관세율 하락으로 인한 판가 하락 국면이 끝났고, 2) 정부의 수입맥주 업체 견제가 강화되고 있기 때문(세무조사/종량제)
- 하이트진로 맥주 신제품 반응이 좋은 점도 수입맥주에 불리하게 작용할 것으로 추산

일본/호주 제외 담배 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

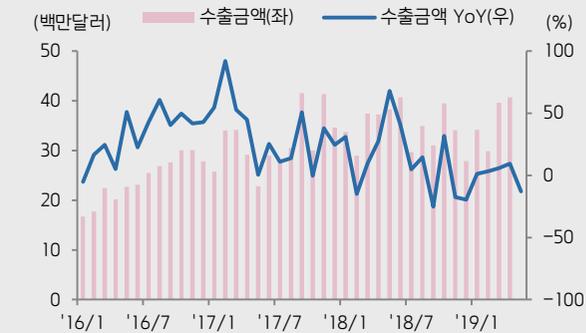
중국向 조제분유 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

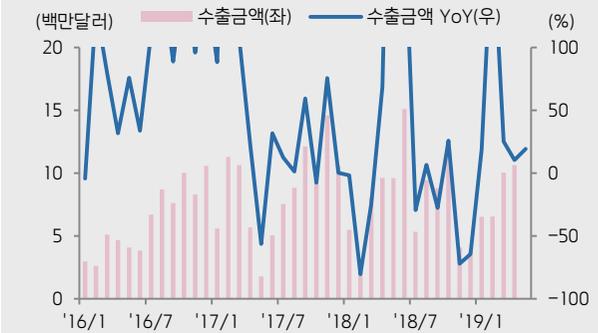
5) 수출입: 담배 수출 회복, 수입맥주 성장세 둔화

글로벌 라면 수출액 추이



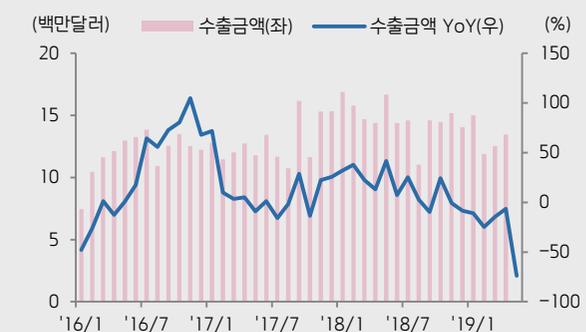
자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

중국向 라면 수출액 추이



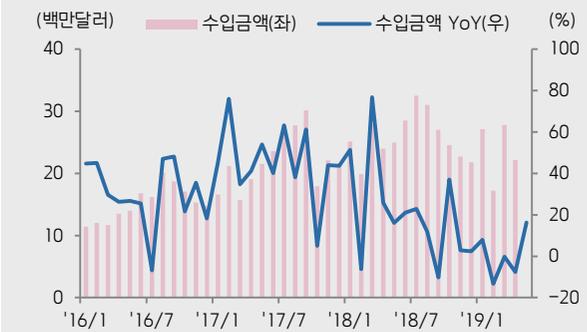
자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

라이신 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

맥주 수입액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

Part II 하반기 전망:
The Power Shift

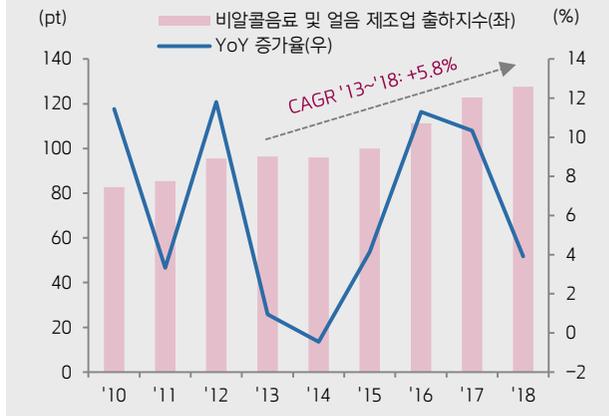


1) 음료: 연평균 시장 성장률 +5.8%

◎ 국내 음료 시장 연평균 +5.8% 성장 중

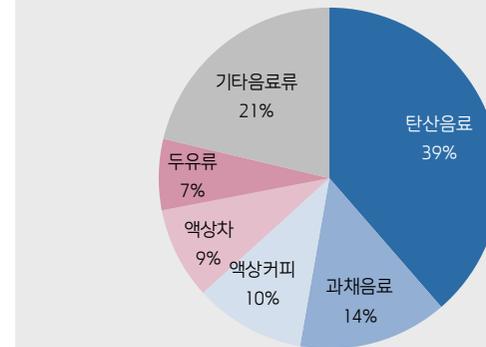
- 2013~18년 국내 음료 시장 연평균 성장률은 +5.8% 수준으로 비교적 높은 시장 성장률 시현
- 음료 소비의 주요 목적은 갈증해소이기 때문에, 날씨에 따라 연도별로 성장률의 변화가 일부 있는 상황
- 판매량 기준으로는 탄산음료가 39%로 제일 많이 팔리고 있고, 과채음료(주스), 액상커피(커피음료) 순으로 소비되고 있음

음료 제조업 출하지수 추이



자료: 통계청

음료 카테고리별 판매량 비중



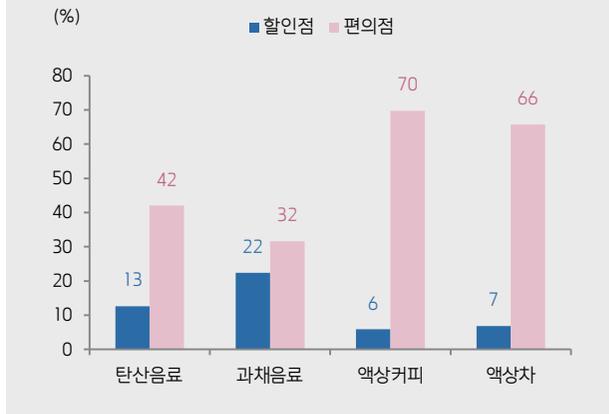
자료: 식품의약품안전처(2017년 기준)

1) 음료: 카테고리별 TPO 차이로 채널별 MS 편차 존재

◎ 카테고리별 TPO(Time, Place, Occasion) 차이로 채널별 점유율에 편차 존재

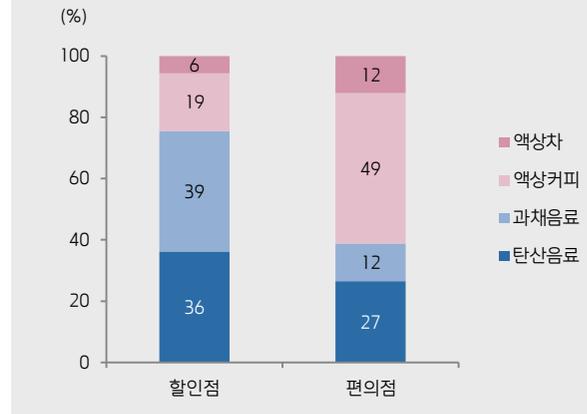
- 탄산음료 소비의 가장 큰 동기는 갈증해소. 다만, 대량구매 등의 영향으로 할인점 판매 비중도 어느 정도 있음
- 과채음료(주스)는 갈증해소 보다는 집에 보관해 두고 마시는 음용 비중이 높아서 할인점에서 상대적으로 많이 판매
- 액상커피(커피음료)는 커피 음용 문화(Take Out) 영향으로 편의점의 판매 비중이 절대적으로 높음

주요 4대 음료별 할인점/편의점 채널 Mix 현황



자료: 식품산업통계정보(2017년 기준)

할인점/편의점 채널 내 주요 4대 음료 판매 Mix 현황



자료: 식품산업통계정보(2017년 기준)

1) 음료: 판매 채널 헤게모니 변화로 음료 시장 구조 변화

◎ The Power Shift: 음료 판매 채널 헤게모니 변화 → 음료 카테고리 Mix 변화

- 전통적인 B2C 음료 소비 채널은 할인점, 맘앤팝, 편의점 중심이었음
- 편의점 성장세는 여전히 견조하나, 최근 몇 년간 할인점과 맘앤팝은 온라인 채널에 MS를 잃고 있는 상황
- 외식 서비스 경로에서는 커피숍 발달로 커피음료 ASP 상승, 편의점 채널 수요 흡수, 음료 구색의 다양화/고급화 진행
- 최근 온라인 배달음식 서비스 시장 발달하면서, 탄산음료 음용 비중이 늘고 있는 추세

◎ 탄산음료 성장률 제고와 커피음료 시장 구조 재편 전망

- 음료 판매 채널별 MS: 할인점/맘앤팝/방문외식 LOSE, 온라인/편의점/커피숍/배달음식 GAIN
- 커피숍 발달로 인한 음료 구색의 다양화/고급화로 RTD 주스/커피음료 성장성 둔화 → Brand Consolidation 진행 불가피
- 탄산음료는 커피숍/배달음식 발달로 수혜 예상. 주스/커피음료와 다르게 현장 제조 어렵고, 소비 접점이 확대되었기 때문

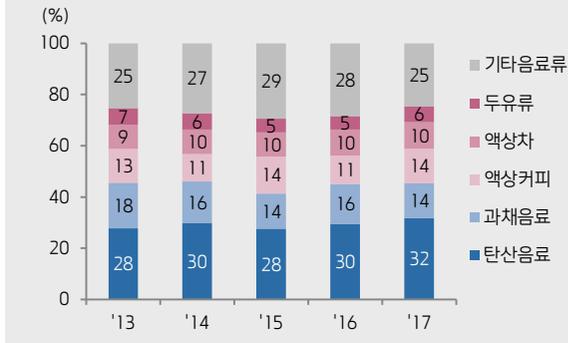
The Power Shift: 음료 판매 채널 헤게모니 변화 → RTD 음료 카테고리 Mix 변화 → RTD 음료 시장 구조 재편



자료: 키움증권 리서치센터

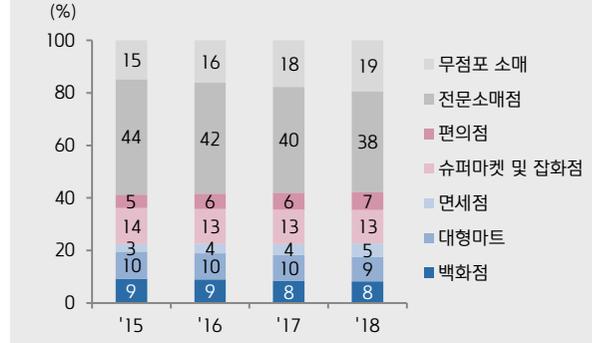
1) 음료: 판매 채널 헤게모니 변화로 음료 시장 구조 변화

음료 카테고리별 판매액 비중 추이



자료: 식품의약품안전처

소매 업태별 MS 추이



자료: 통계청 / 주: 1) 승용차 및 연료소매점 제외 기준

주요 소매 업태별 매출 성장률 비교



자료: 통계청

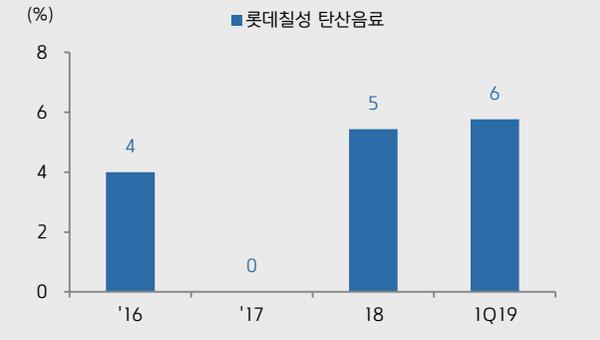
외식 서비스 시장 성장률 비교



자료: 통계청

1) 음료: 판매 채널 헤게모니 변화로 음료 시장 구조 변화

롯데칠성 탄산음료 매출 성장률 추이



자료: 롯데칠성

LG생활건강 탄산음료 매출 성장률 추이



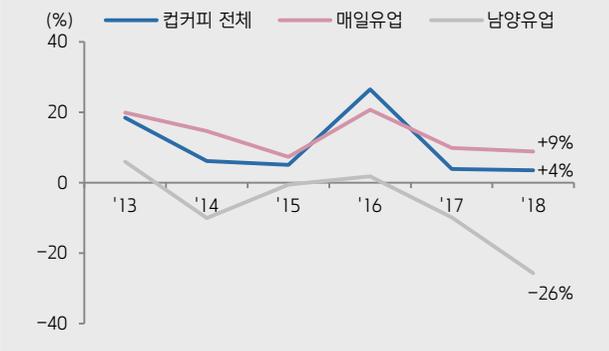
자료: LG생활건강

커피음료 소매점 매출액: 매일유업 vs 남양유업



자료: 식품산업통계정보
주: 1) 2018년 수치는 3Q18 누계 기준 성장률로 추산한 수치임

커피음료 소매점 매출 성장률: 컵커피/매일/남양

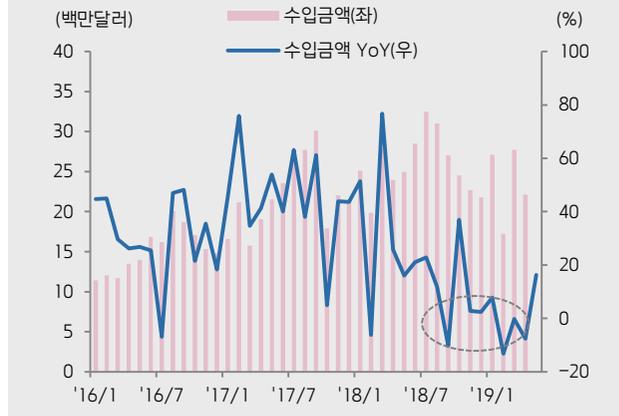


자료: 식품산업통계정보
주: 1) 2018년 수치는 3Q18 누계 기준 수치임

2) 주류: 주춤하는 수입맥주 성장세

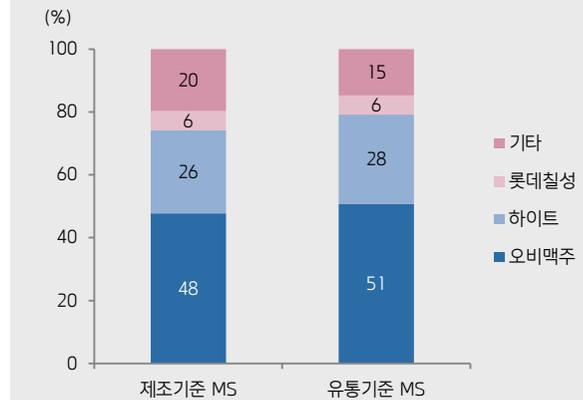
- ◎ 19년 수입맥주 성장률 +4~5% 수준으로 급격히 둔화(1~5월 YTD 기준)
 - 작년 하반기부터 수입맥주 성장세 급격히 둔화. 1) 관세율 하락 종료, 2) 수입맥주 업체에 대한 정부규제 때문
 - 정부는 국산맥주와 수입맥주 업체 사이에 과세 형평성에 문제가 있다고 인식. 업체별 세무조사를 시행하고, 종량제 전환을 검토
 - 몇몇 수입맥주 유통업체들이 매우 높은 수익성 시현하면서, 현재 경쟁상황이 기울어진 운동장이라는 것이 증명되고 있음
 - 비어케이: 영업이익률 17년 20%, 18년 19% / ROE 17년 95%, 18년 54%
 - 하이네켄코리아: 영업이익률 17년 34%, 18년 33% / ROE 17년 106%, 18년 102%
- ◎ 수입맥주 유통에서도 국내 맥주 업체 선전 중
 - 18년 하이트진로 유통 수입맥주 성장률 +35% 수준. 18년 수입맥주 전체 성장률 +17%를 아웃퍼폼
 - 반면에, Big 2 수입맥주 업체인 아사히와 비어케이(칭다오)는 전체 시장 성장률을 언더퍼폼

수입맥주 성장률 급격히 둔화



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준)

2018년 맥주 MS: 제조기준 vs 유통기준



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치 추정(중량기준)

2) 주류: 수입맥주 유통도 오비맥주와 하이트가 선전

편의점 3社 수입맥주 판매량 Top 10

순위	CU	GS25	세븐일레븐
1	아사히 500mL 캔	아사히 500mL 캔	아사히 500mL 캔
2	칭다오 500mL 캔	칭다오 500mL 캔	칭다오 500mL 캔
3	하이네켄 500mL 캔	하이네켄 500mL 캔	하이네켄 500mL 캔
4	호가든 500mL 캔	1664블랑 500mL 캔	1664블랑 500mL 캔
5	크로넨버그 500mL 캔	호가든 500mL 캔	호가든 500mL 캔
6	기린이치방 500mL 캔	기린이치방 500mL 캔	기린이치방 500mL 캔
7	스텔라 500mL 캔	샷포로 500mL 캔	샷포로 500mL 캔
8	샷포로 500mL 캔	기네스 흑맥주 500mL 캔	기네스드래프트 440mL 캔
9	기네스 440mL 캔	스텔라 440mL 캔	스텔라아르투아 500mL 캔
10	버드와이저 740mL 캔	필스너우르켈 740mL 캔	버드와이저 473mL 캔

수입맥주 유통업체
18년 매출 성장을 비교

롯데아사히주류: -8%

비어케이(칭다오): +8%

하이네켄코리아: +21%

하이트진로 수입맥주: +35%

오비맥주 상품매출: +51%

〈범례〉

하이트진로 유통

오비맥주 유통

기타 업체 유통

자료: 언론보도, 각 사 자료, 키움증권 리서치(수입맥주 판매량은 2018. 1. 1 ~ 6. 18 판매기준)

2) 주류: 필라이트와 테라의 연타석 홈런

- ◎ 필라이트에 이어 테라까지 히트 조짐
 - 17년 4월에 출시한 필라이트, 출시 2년 차에 국내 가정용 맥주 시장 MS 12% 달성
 - 19년 3월에 출시한 테라, 초기 경쟁사의 가격인상을 통한 견제에도 불구하고, 출시 50일만에 130만 상자 판매
 - 수입맥주 성장세 둔화된 가운데, 맥주 신제품이 연이어 호평을 받으며, 맥주 MS 반등 기대감 형성
- ◎ 맥주 MS 반등에 따른 영업레버리지 효과 가능
 - 만약, 테라의 판매가 호조를 보인다면, 맥주 MS 반등에 따른 영업레버리지 효과 기대 가능
 - 맥주는 영업비용에서 고정비가 차지하는 비중이 매우 크기 때문에, 매출 성장시 영업레버리지 효과가 크게 나올 수 있음

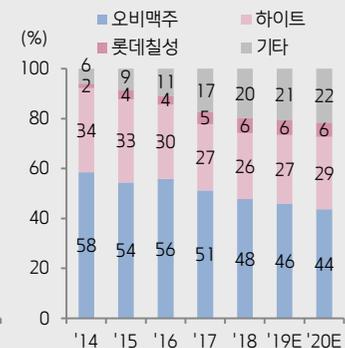
The Power Shift: 필라이트/테라의 연타석 홈런



맥주 카테고리별 MS 추이



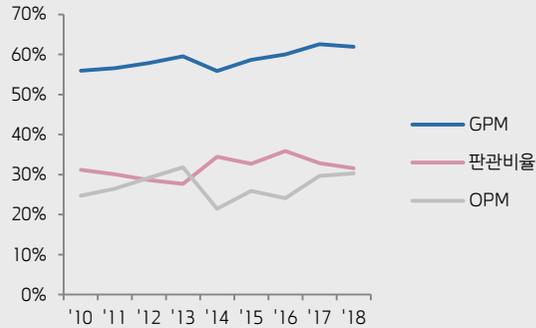
맥주 제조사별 MS 추이 및 전망



자료: 언론보도, 하이트진로, 식품의약품안전처, 키움증권 리서치 추정(MS는 중량 기준)

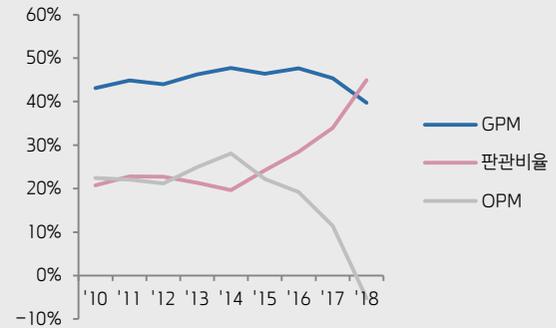
2) 주류: 높은 고정비 부담으로 영업레버리지 효과가 매우 높은 편

오비맥주 연결기준 수익성 추이



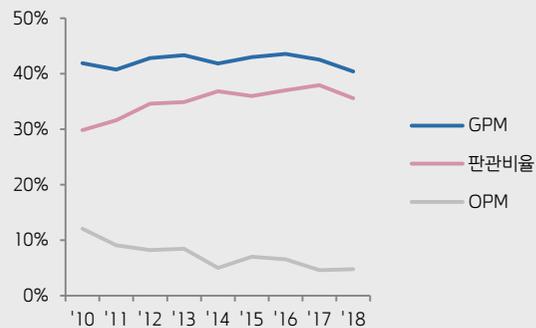
자료: Fn Guide

무학 연결기준 수익성 추이



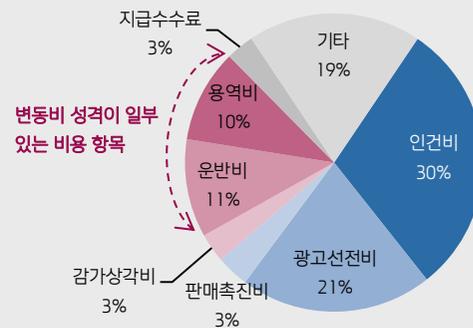
자료: Fn Guide

하이트진로 연결기준 수익성 추이



자료: Fn Guide

하이트진로 판관비 구성



자료: 하이트진로(2018년 연결기준)

3) 식자재유통: 대형화의 선결 조건은 대형 거점 거래선 구축

- ◎ 식자재유통 대형화의 선결 조건은 대형 거점 거래선 구축
 - 단체급식/원료유통/외식FC 경로 통한 대형 거점 거래선 확보 중요. 고정비 부담을 빠르게 완화해야 하기 때문
 - 대형 거점 거래선 확보를 통해, 인접한 중소형 거래선에 대한 서비스(물류) 경쟁력 확보 가능
 - 권역별로 물류망이 촘촘해지고, 물류 운영 효율성 제고되면서, 수익성 Level-up
- ◎ 식자재유통 업체들은 대체로 외식FC 거래선 확보에 주력
 - 단체급식: 가장 먼저 산업화 된 경로. Captive 물량 외에는 가격 경쟁력 확보 없이 접근하기 어려운 경로
 - 원료유통: 식품 제조업체를 Captive로 두고 있는 업체가 유리
 - 외식FC: 식수의 변동성 때문에 상대적으로 대형 업체들의 진입이 적었기 때문에, MS 확보가 용이했던 경로
 - 충분한 대형 거점 거래선 확보를 통한 고정비 부담을 완화해야, 마진을 높게 가져갈 수 있는 중소형 거래선 확대가 용이해짐

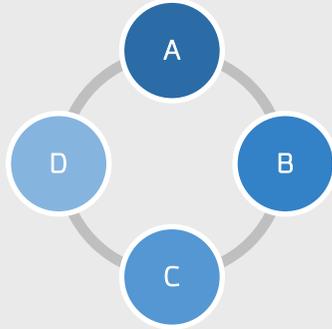
식자재유통 기업화 흐름



자료: 키움증권 리서치

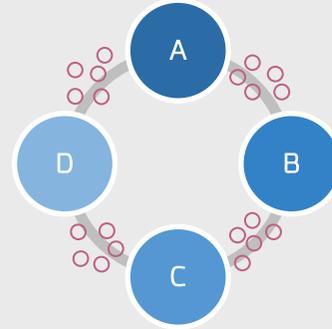
3) 식자재유통: CJ프레시웨이, 중소형 거래선 침투 확대

대형 거래선 Only vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치

대형/중소형 거래선 Mix vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치

거래선 규모에 따른 경로 유형과 특징

식자재 거래 규모	경로 유형	경쟁강도	전략적 확장 요인과 Risk Profile	영업이익률 추정
대형	호텔 단체급식 원료유통 외식 프랜차이즈	높은 편이지만, 추가 영업 기회와 안전마진 확보 기대	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 식자재 유통의 영업 기반 마련 (거래선 규모에 따른 초기 Hurdle 완화) 영업레버리지 ↓ → Low Risk, Low Return (MR) = MC) 	BEP ~ low single
중소형	다점포 식당(프랜차이즈 化) 중소형 식당(영세 자영업자)	낮은 편이지만, Service Detail과 Risk taking 필요	<ul style="list-style-type: none"> 대형 거래선 주변의 영업망 흡수 영업레버리지 ↑ → High Risk, High Return (MR) >> MC) 	low single ~ mid single

자료: 키움증권 리서치

3) 식자재유통: Cost Push, 판가 인상 및 시장 구조 재편의 계기

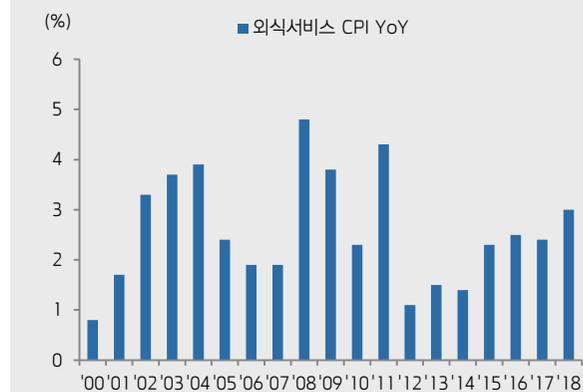
- ◎ 임차료 상승과 최저임금 인상으로 밸류체인 전반의 비용 부담 상승
 - 외식 업체: 임차료 상승과 아르바이트 인건비 상승으로 수익 구조 악화
 - 단체급식 업체: 영양사 인건비 상승과 정규직화로 수익 구조 악화
 - 식자재유통 업체: 전방산업(외식/급식)의 수익성 하락으로 ASP Down 및 물류비/용역비 부담 증가
- ◎ Cost Push, 판가 인상 및 시장 구조 재편의 계기
 - 외식 업체: 판가 인상과 함께 가격 경쟁력이 열위한 중저가 외식서비스 업체의 서비스 Quality Down 및 시장 퇴출 가속화
 - 단체급식 업체: 대형 업체들은 판가 인상과 신규 수주 확대 가속화. 중소형 업체들은 마진 방어에 주력
 - 식자재유통 업체: Cost Push를 견딜 수 없는 경쟁력 열위한 거래처 구조조정을 통해 거래처 Mix 개선

최저임금 추이



자료: 최저임금위원회, 키움증권 리서치

외식서비스 CPI 추이



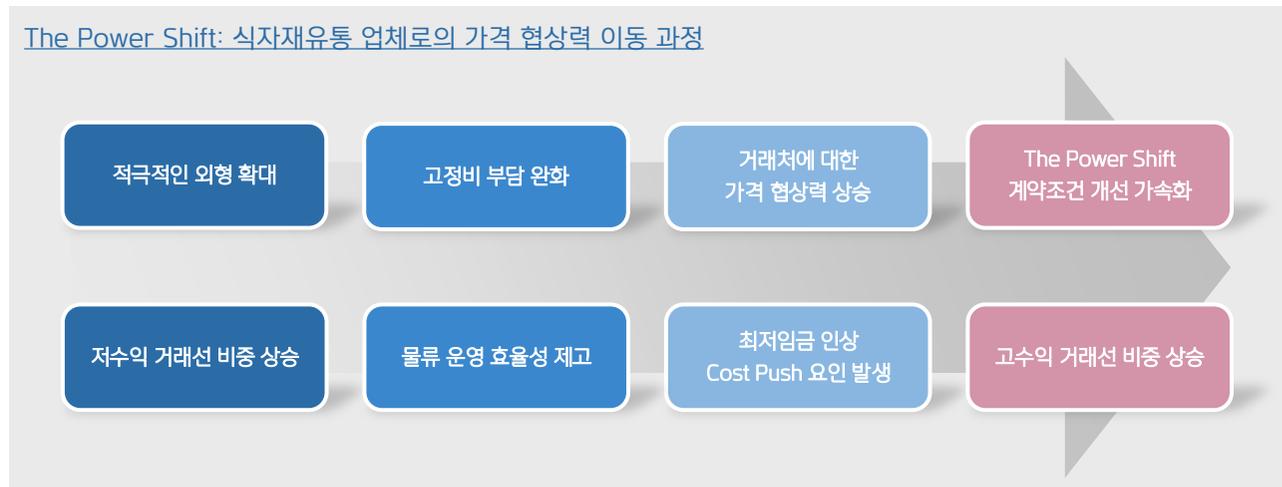
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

3) 식자재유통: 가격 협상력 이동의 현실화

◎ The Power Shift: 식자재유통 업체로 가격 협상력이 이동하고 있음

- 주요 식자재유통 업체들은 거래처 계약조건 개선을 통해 마진 정상화 시도(CJ프레시웨이/대상베스트코/동원홈푸드)
- 대형 식자재유통 업체들은 충분한 외형 확보, 거래처 다각화, Captive 원조 덕분에 가격 협상이 가능한 체력을 확보했기 때문
- 밸류체인 전반에서 Cost Push Inflation 진행 중. 판가 인상에 실패하거나 받아주지 않는 업체들은 경쟁력이 없음을 의미
- 따라서, 가격 협상이 가능한 체력을 확보한 대형 업체 중심으로 적극적인 계약조건 개선(판가 인상) 작업 진행
- 이에 따라, 점당 매출이 하락할 수 있는 부진 거래처가 구조조정 되고, 거래처 Mix가 개선되면서, OPM LEVEL UP

The Power Shift: 식자재유통 업체로의 가격 협상력 이동 과정



자료: 키움증권 리서치센터

Part III 업체별 투자전략

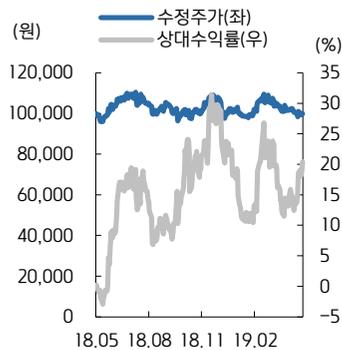


BUY (Maintain)

KT&G(033780) 안전한 담배

주가(5/20): 103,000원/TP: 125,000원

KOSPI (5/20)	2,055.71pt		
시가총액	141,411억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	110,500원	96,000원	
최고/최저가대비	-6.8%	7.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.5%	9.4%
	6M	2.0%	3.3%
	1Y	3.4%	23.8%
발행주식수	137,292천주		
일평균 거래량(3M)	276천주		
외국인 지분율	51.6%		
배당수익률(2019E)	4.1%		
BPS(2019E)	62,783원		
주요 주주	국민연금	10.0%	



◎ 해외담배 회복 기대

- 수출: 이란 외의 수출국 다변화(중동/중남미/아프리카 등)로 수출 회복 시도
- 해외법인: 인도네시아, 미국 중심으로 ASP 및 판매량 성장 지속 기대

◎ 중기적으로 CSV 전자담배 신제품 경쟁이 관건

- JUUL(5/24 출시)과 릴 베이퍼(5/27 출시)의 대결 구도 전망
- JUUL의 브랜드 인지도가 높은 편이나, 국내 유통망과 시장 이해도 측면에서는 KT&G가 앞서고 있음
- 결과적으로 신제품에 대한 초기 소비자 반응이 중요할 것으로 판단

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 12.5만원

- 부동산 수원 부지, 해외담배, 전자담배 수익성 개선을 통해 올해 편안한 증익 국면 전망
- 매크로 불안, 달러강세 국면에서 안정적인 수익 실현 가능할 것으로 판단

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	4,667.2	4,471.5	5,008.9	5,175.0	5,341.5
영업이익	1,426.1	1,255.1	1,456.4	1,504.7	1,556.8
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,612.1	1,660.4	1,712.4
세전이익	1,345.6	1,318.7	1,541.9	1,567.3	1,621.7
순이익	1,164.2	898.7	1,116.2	1,144.1	1,183.8
지배주주지분순이익	1,163.8	901.7	1,115.4	1,144.1	1,183.8
EPS(원)	8,476	6,567	8,124	8,333	8,623
증감률(% YoY)	-5.4	-22.5	23.7	2.6	3.5
PER(배)	13.6	15.5	12.7	12.4	12.0
PBR(배)	2.04	1.72	1.65	1.55	1.45
EV/EBITDA(배)	8.4	9.0	8.0	7.7	7.3
영업이익률(%)	30.6	28.1	29.1	29.1	29.1
ROE(%)	15.7	11.4	13.4	12.8	12.5
순차입금비율(%)	-32.4	-16.0	-15.4	-16.4	-17.4

KT&G(033780) 전자담배 점유율 및 수익성 상승 추세

◎ 전자담배 점유율 확대로 내수담배 수익성 개선 전망

- KT&G 전자담배 MS 상승 추세: 1Q18 11% → 2Q18 14% → 3Q18 21% → 4Q18 24% → 1Q19 34%
- 유통망 확대와 신제품 효과(릴 하이브리드) 덕분. 전자담배는 궤련담배 보다 ASP가 높기 때문에 내수담배 수익성 개선 가능

◎ 중기적으로 JUUL에 대한 대응이 관건

- 5/24에 CSV 전자담배 JUUL이 한국에 출시 예정. GS25와 세븐일레븐을 통해 판매 개시
- JUUL은 미국에서 검증된 제품(MS 75%)이기 때문에, 한국 시장에서 성공 가능성 높은 편으로 평가되고 있음
- 동사도 MS 방어를 위해 신제품 릴 베이퍼를 5/27에 CU를 통해 출시. 두 제품에 대한 초기 소비자 반응이 중요할 듯

궤련형 전자담배 MS 추이



자료: PMI, KT&G, 키움증권 리서치센터

KT&G 내수담배 ASP 추이 및 전망

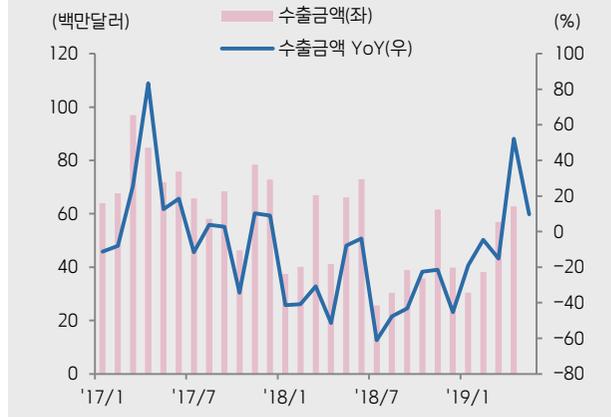


자료: KT&G, 키움증권 리서치센터

KT&G(033780) 해외담배, 다시 성장 추세로 전환

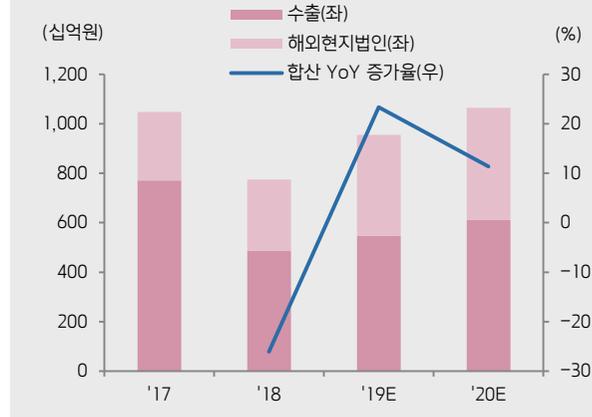
- ◎ 이란 외의 수출국 다변화로 수출 회복 시도
 - 미국의 이란 경제제재로 인해, 이란 환율 급락하면서, 중동 국가 내 새로운 수출처 발굴 중
 - 중남미/아프리카 등의 신시장 발굴을 통해 중장기적으로 중동 의존도 축소 목표
- ◎ 해외담배 현지법인의 성장세 주목
 - 해외담배는 인도네시아 법인을 중심으로 성장세 지속. 해외담배 법인 매출 성장률: 18년 +42%, 1Q19 +21%
 - 인도네시아 법인의 연초 가격인상으로 ASP도 상승 추세로 전환. 1Q19 ASP 증가율 +26%

일본/호주 제외 담배 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치센터(수리일 기준)

KT&G 해외담배 매출액 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치센터(수출은 내부거래 제외 기준임)

KT&G(033780) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,068	1,120	1,183	1,102	1,185	1,266	1,355	1,203	4,472	5,009	5,175
(YoY)	-9.4%	-3.6%	-7.5%	5.1%	11.0%	13.0%	14.6%	9.2%	-4.2%	12.0%	3.3%
KT&G 별도	572	706	664	683	659	799	792	732	2,625	2,982	3,047
(YoY)	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-0.1%	15.1%	13.2%	19.4%	7.1%	-12.5%	13.6%	2.2%
KGC 별도	393	292	405	236	399	307	421	246	1,326	1,372	1,428
(YoY)	15.1%	14.7%	10.2%	-0.4%	1.4%	5.1%	4.1%	4.2%	10.5%	3.5%	4.1%
기타	102	122	113	182	128	160	141	226	520	655	700
(YoY)	-8.2%	15.3%	-7.1%	42.5%	25.2%	30.9%	24.5%	24.0%	11.3%	26.0%	6.9%
담배 해외법인	54	71	70	93	66	109	97	137	288	409	454
(YoY)	-12.6%	1.7%	-3.3%	27.2%	21.1%	53.2%	40.0%	46.8%	4.0%	41.9%	11.0%
판매량(십억본)	2.3	3.0	2.9	4.0	2.1	3.4	3.0	4.2	12.2	12.7	13.7
(YoY)	9.5%	15.4%	20.8%	14.3%	-8.7%	13.3%	3.4%	5.0%	15.1%	4.1%	8.0%
ASP(달러/갑)	0.439	0.440	0.426	0.414	0.554	0.557	0.560	0.563	0.431	0.560	0.571
(YoY)	-14.1%	-7.7%	-19.5%	9.4%	26.4%	26.8%	31.4%	35.9%	-6.8%	30.0%	1.8%
기타 및 연결조정	48	51	44	89	62	51	44	89	232	246	246
매출총이익	634	657	702	642	690	747	812	686	2,635	2,934	3,025
(GPM)	59.4%	58.7%	59.4%	58.2%	58.2%	59.0%	59.9%	57.0%	58.9%	58.6%	58.5%
판매비	323	334	346	378	338	363	373	404	1,380	1,478	1,521
(판매비율)	30.2%	29.9%	29.2%	34.3%	28.6%	28.7%	27.5%	33.5%	30.9%	29.5%	29.4%
영업이익	311	323	357	264	351	383	439	283	1,255	1,456	1,505
(YoY)	-21.2%	-16.4%	-15.4%	18.4%	12.8%	18.7%	23.0%	7.1%	-12.0%	16.0%	3.3%
(OPM)	29.2%	28.8%	30.2%	24.0%	29.6%	30.3%	32.4%	23.5%	28.1%	29.1%	29.1%
KT&G 별도	213	276	275	240	253	328	348	266	1,004	1,195	1,229
(OPM)	37.3%	39.1%	41.5%	35.2%	38.4%	41.1%	43.9%	36.4%	38.3%	40.1%	40.3%
KGC 별도	92	41	82	-10	91	42	83	-10	205	207	212
(OPM)	23.4%	13.9%	20.3%	-4.1%	22.9%	13.7%	19.8%	-4.0%	15.4%	15.1%	14.8%
기타	6	8	2	38	7	13	8	26	55	55	64
(OPM)	6.1%	6.9%	1.8%	20.8%	5.6%	8.3%	5.9%	11.6%	10.5%	8.4%	9.1%
세전이익	360	379	358	223	391	399	455	298	1,319	1,542	1,567
당기순이익	249	265	257	127	276	291	332	217	899	1,116	1,144
지배주주순이익	249	267	259	127	275	291	332	217	902	1,115	1,144
(YoY)	6.2%	-2.8%	-15.9%	-63.4%	10.6%	9.2%	28.2%	70.5%	-22.5%	23.7%	2.6%

KT&G(033780) 별도기준 매출 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,068	1,120	1,183	1,102	1,185	1,266	1,355	1,203	4,472	5,009	5,175
(YoY)	-9.4%	-3.6%	-7.5%	5.1%	11.0%	13.0%	14.6%	9.2%	-4.2%	12.0%	3.3%
KT&G 별도	572	706	664	683	659	799	792	732	2,625	2,982	3,047
(YoY)	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-0.1%	15.1%	13.2%	19.4%	7.1%	-12.5%	13.6%	2.2%
내수담배	405	475	496	461	448	498	524	477	1,836	1,946	1,942
(YoY)	-5.0%	2.2%	-2.3%	16.3%	10.5%	4.9%	5.6%	3.6%	2.4%	6.0%	-0.2%
전자담배 Device	16	27	22	25	21	20	20	20	89	81	80
(YoY)					37.1%	-25.1%	-9.7%	-20.0%		-9.0%	-1.8%
담배 Stick	389	448	474	436	426	478	504	457	1,747	1,865	1,863
(YoY)	-8.6%	-3.5%	-6.6%	10.0%	9.4%	6.6%	6.4%	4.9%	-2.6%	6.8%	-0.1%
일반궐련	379	431	449	406	386	432	453	411	1,665	1,681	1,655
(YoY)	-11.0%	-7.2%	-11.5%	3.3%	1.8%	0.2%	0.9%	1.1%	-7.0%	1.0%	-1.6%
전자담배 Stick	10	17	25	30	40	46	51	46	82	183	208
(YoY)				909%	296%	170%	104.9%	57.6%	2688%	125.1%	13.3%
총 시장(십억본)	16.4	18.6	19.4	17.8	16.4	18.4	19.2	17.6	72.2	71.6	70.6
(YoY)	-2.6%	-1.9%	-5.4%	4.3%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.6%	-0.8%	-1.5%
일반궐련	15.0	16.8	17.6	15.8	14.5	16.2	16.8	15.4	65.2	62.9	61.1
(YoY)	-11.1%	-10.9%	-12.3%	-1.2%	-3.2%	-4.0%	-4.1%	-2.7%	-9.2%	-3.5%	-2.9%
전자담배	1.4	1.7	1.9	2.0	1.9	2.2	2.4	2.2	7.0	8.7	9.5
(YoY)		4336%	264%	91.7%	34.0%	27.8%	28.2%	13.1%	344%	25.1%	8.3%
MS	57.2%	57.5%	58.5%	57.8%	59.7%	59.6%	60.0%	59.4%	57.8%	59.7%	60.1%
(YoY, %pt)	-3.9%p	-2.4%p	-1.4%p	1.5%p	2.4%p	2.1%p	1.5%p	1.7%p	-1.5%p	1.9%p	0.4%p
일반궐련	61.7%	61.9%	62.6%	61.9%	63.1%	63.1%	63.6%	62.9%	62.0%	63.2%	63.7%
(YoY, %pt)	0.5%p	1.9%p	1.1%p	2.3%p	1.4%p	1.2%p	1.0%p	1.0%p	1.4%p	1.1%p	0.5%p
전자담배	10.5%	14.5%	21.1%	24.2%	33.5%	34.1%	35.1%	35.1%	18.2%	34.5%	36.6%
(YoY, %pt)				20.3%p	23.0%p	19.7%p	14.0%p	10.9%p	18.2%p	16.4%p	2.1%p
판매량(십억본)	9.4	10.7	11.4	10.3	9.8	11.0	11.5	10.5	41.7	42.8	42.4
(YoY)	-8.9%	-5.9%	-7.5%	7.1%	4.3%	2.7%	1.5%	1.8%	-4.1%	2.5%	-0.9%
일반궐련	9.2	10.4	11.0	9.8	9.1	10.2	10.7	9.7	40.4	39.7	38.9
(YoY)	-10.3%	-8.1%	-10.8%	2.6%	-1.0%	-2.1%	-2.6%	-1.2%	-7.0%	-1.8%	-2.1%
전자담배	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	1.3	3.0	3.5
(YoY)					327%	202%	113.5%	64.1%		138%	14.9%
ASP(원/갑)	830	839	832	848	871	872	873	874	837	872	879
(YoY)	0.3%	2.5%	1.0%	2.7%	5.0%	3.9%	4.8%	3.0%	1.5%	4.2%	0.8%
일반궐련	822	827	817	829	845	846	847	848	823	846	850
(YoY)	-0.7%	0.9%	-0.8%	0.7%	2.8%	2.3%	3.6%	2.3%	0.0%	2.8%	0.5%
전자담배	1,347	1,370	1,250	1,250	1,250	1,225	1,200	1,200	1,285	1,217	1,200
(YoY)			-14.5%		-7.2%	-10.6%	-4.0%	-4.0%	-12.1%	-5.3%	-1.4%
수출담배	132	184	93	132	131	181	148	151	542	612	681
(YoY)	-44.1%	-19.5%	-54.7%	-36.4%	-0.7%	-1.6%	58.4%	15.0%	-38.4%	13.0%	11.3%
판매량(십억본)	7.9	12.2	5.9	8.7	8.1	11.3	9.2	9.1	34.7	37.8	40.4
(YoY)	-40.4%	8.0%	-48.7%	-20.9%	2.5%	-7.0%	55.0%	5.0%	-26.3%	8.7%	7.0%
ASP(달러/갑)	0.31	0.28	0.28	0.27	0.29	0.28	0.28	0.29	0.28	0.28	0.29
(YoY)	0.9%	-21.9%	-11.2%	-21.0%	-7.7%	-0.8%	-0.8%	6.4%	-13.7%	-0.9%	3.0%
평균환율(원/달러)	1,073	1,078	1,126	1,128	1,125	1,150	1,160	1,160	1,096	1,149	1,160
(YoY)	-7.1%	-4.5%	-0.6%	1.7%	4.9%	6.7%	3.0%	2.9%	-3.1%	4.8%	0.9%
기타	35	45	75	96	80	120	121	103	250	423	423
(YoY)	-44.8%	-58.4%	-1.9%	18.9%	128.2%	166.6%	61.7%	8.0%	-23.7%	69.2%	0.0%

KT&G(033780) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	4,667.2	4,471.5	5,008.9	5,175.0	5,341.5	
매출원가	1,908.9	1,836.0	2,074.5	2,149.6	2,219.6	
매출총이익	2,758.3	2,635.5	2,934.5	3,025.5	3,121.9	
판매비	1,332.2	1,380.4	1,478.1	1,520.8	1,565.1	
영업이익	1,426.1	1,255.1	1,456.4	1,504.7	1,556.8	
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,612.1	1,660.4	1,712.4	
영업외손익	-80.5	63.6	85.6	62.6	64.8	
이자수익	43.2	17.4	17.8	19.8	22.0	
이자비용	8.6	7.0	7.0	7.0	7.0	
외환관련이익	18.1	70.0	20.0	20.0	20.0	
외환관련손실	160.5	72.9	20.0	20.0	20.0	
총속 및 관계기업손익	5.7	9.3	9.3	9.3	9.3	
기타	21.6	46.8	65.5	40.5	40.5	
법인세차감전이익	1,345.6	1,318.7	1,541.9	1,567.3	1,621.7	
법인세비용	181.4	420.0	425.8	423.2	437.9	
계속사업손익	1,164.2	898.7	1,116.2	1,144.1	1,183.8	
당기손익	1,164.2	898.7	1,116.2	1,144.1	1,183.8	
지배주주손익	1,163.8	901.7	1,115.4	1,144.1	1,183.8	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	3.6	-4.2	12.0	3.3	3.2	
영업이익 증감률	-3.0	-12.0	16.0	3.3	3.5	
EBITDA 증감률	-2.5	-11.5	14.7	3.0	3.1	
지배주주손익의 증감률	-5.4	-22.5	23.7	2.6	3.5	
EPS 증감률	-5.4	-22.5	23.7	2.6	3.5	
매출총이익률(%)	59.1	58.9	58.6	58.5	58.4	
영업이익률(%)	30.6	28.1	29.1	29.1	29.1	
EBITDA Margin(%)	34.0	31.4	32.2	32.1	32.1	
지배주주손익률(%)	24.9	20.2	22.3	22.1	22.2	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	1,143.1	822.1	1,005.1	1,171.9	1,185.9	
당기손익	1,164.2	898.7	1,116.2	1,144.1	1,183.8	
비현금항목의 가감	523.0	594.3	561.4	556.8	569.1	
유형자산감가상각비	155.8	146.4	152.1	152.0	152.0	
무형자산감가상각비	5.3	3.8	3.6	3.8	3.6	
지분법평가손익	-8.0	-10.3	-10.3	-10.3	-10.3	
기타	369.9	454.4	416.0	411.3	423.8	
영업활동자산부채증감	-149.2	-330.7	-257.5	-118.7	-144.3	
매출채권및기타채권의감소	124.3	71.1	-63.4	-33.9	-34.0	
재고자산의감소	-78.0	-170.4	-175.0	-87.4	-87.6	
매입채무및기타채무의증가	-85.0	15.7	6.1	2.6	2.6	
기타	-110.5	-247.1	-25.2	0.0	-25.3	
기타현금흐름	-394.9	-340.2	-415.0	-410.3	-422.7	
투자활동 현금흐름	-683.0	-46.3	-387.8	-378.0	-378.0	
유형자산의 취득	-318.3	-393.9	-390.0	-390.0	-390.0	
유형자산의 처분	4.3	27.3	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 취득	-4.9	-5.5	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	-86.1	-111.6	-35.2	-25.5	-25.5	
단기금융자산의감소(증가)	-423.4	1,496.8	0.0	0.0	0.0	
기타	145.4	-1,059.4	37.4	37.5	37.5	
재무활동 현금흐름	-438.6	-549.8	-507.5	-532.8	-532.8	
차입금의 증가(감소)	44.9	-45.3	0.0	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	-454.6	-505.1	-505.1	-530.3	-530.3	
기타	-28.9	0.6	-2.4	-2.5	-2.5	
기타현금흐름	3.2	-8.2	-79.5	-79.7	-79.7	
현금 및 현금성자산의 순증가	24.7	217.9	30.3	181.4	195.4	
기초현금 및 현금성자산	690.4	715.1	933.0	963.3	1,144.7	
기말현금 및 현금성자산	715.1	933.0	963.3	1,144.7	1,340.0	

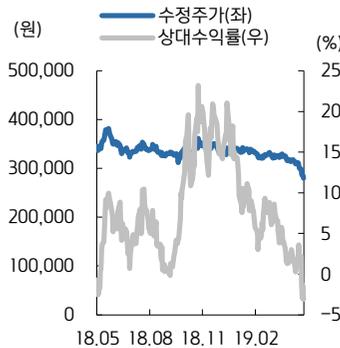
재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
총자산	6,585.7	6,413.4	6,682.0	6,984.7	7,301.7	
현금 및 현금성자산	715.1	933.0	963.3	1,144.7	1,340.0	
단기금융자산	2,099.6	602.9	602.9	602.9	602.9	
매출채권 및 기타채권	1,106.2	958.9	1,022.2	1,056.1	1,090.1	
재고자산	2,317.8	2,461.3	2,636.3	2,723.7	2,811.3	
기타유동자산	2,446.6	2,060.2	2,060.2	2,060.2	2,060.3	
비유동자산	3,395.7	3,741.7	4,020.3	4,289.3	4,558.4	
투자자산	1,076.3	1,197.2	1,241.7	1,276.4	1,311.1	
유형자산	1,775.3	1,818.8	2,056.7	2,294.7	2,532.6	
무형자산	84.7	72.0	68.4	64.6	61.0	
기타비유동자산	459.4	653.7	653.5	653.6	653.7	
자산총계	9,981.4	10,155.1	10,702.3	11,274.0	11,860.1	
유동부채	1,816.4	1,640.7	1,646.8	1,649.4	1,652.0	
매입채무 및 기타채무	1,445.2	1,117.9	1,124.0	1,126.6	1,129.2	
단기금융부채	178.4	135.4	135.4	135.4	135.4	
기타유동부채	192.8	387.4	387.4	387.4	387.4	
비유동부채	335.2	381.3	381.3	381.3	381.3	
장기금융부채	100.6	96.9	96.9	96.9	96.9	
기타비유동부채	234.6	284.4	284.4	284.4	284.4	
차입총계	2,151.6	2,022.0	2,028.1	2,030.7	2,033.3	
지배자본	7,772.1	8,079.3	8,619.6	9,188.7	9,772.2	
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0	
자본잉여금	484.1	484.1	484.1	484.1	484.1	
기타자본	-328.2	-328.2	-328.2	-328.2	-328.2	
기타포괄손익누계액	-84.0	-140.5	-185.0	-230.0	-274.7	
이익잉여금	6,745.2	7,108.9	7,694.0	8,307.8	8,936.1	
비지배자본	57.7	53.8	54.6	54.6	54.6	
차입총계	7,829.8	8,133.1	8,674.2	9,243.3	9,826.8	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	8,476	6,567	8,124	8,333	8,623	
BPS	56,609	58,847	62,783	66,928	71,178	
CFPS	12,289	10,874	12,219	12,389	12,768	
DPS	4,000	4,000	4,200	4,200	4,400	
주당배수(배)						
PER	13.6	15.5	12.7	12.4	12.0	
PER(최고)	14.9	17.6	13.5			
PER(최저)	11.2	14.5	11.9			
PBR	2.04	1.72	1.65	1.55	1.45	
PBR(최고)	2.23	1.96	1.74			
PBR(최저)	1.68	1.62	1.54			
PSR	3.40	3.12	2.84	2.75	2.66	
PCFR	9.4	9.3	8.5	8.4	8.1	
EV/EBITDA	8.4	9.0	8.0	7.7	7.3	
주요비율(%)						
배당성향(%), 보통주, 현금	43.4	56.2	47.5	46.4	46.9	
배당수익률(%), 보통주, 현금	3.5	3.9	4.1	4.1	4.3	
ROA	11.8	8.9	10.7	10.4	10.2	
ROE	15.7	11.4	13.4	12.8	12.5	
ROIC	26.6	18.3	18.8	18.2	17.8	
매출채권회전율	3.9	4.3	5.1	5.0	5.0	
재고자산회전율	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	
부채비율	27.5	24.9	23.4	22.0	20.7	
순차입금비율	-32.4	-16.0	-15.4	-16.4	-17.4	
이자보상배율, 현금	166.3	180.4	209.3	216.3	223.8	
순차입금	278.9	252.3	232.3	232.3	232.3	
NOPLAT	-2,535.8	-1,303.6	-1,333.9	-1,515.3	-1,710.6	
FCF	1,587.2	1,405.3	1,612.1	1,660.4	1,712.4	
FCF	759.2	314.4	562.4	745.5	757.8	

CJ제일제당(097950) 실적 부진의 끝자락에서

주가(5/20): 283,000원/TP: 440,000원

KOSPI (5/20)	2,055.71pt		
시가총액	42,603억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	381,500원	280,000원	
최고/최저가대비	-25.8%	1.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-10.3%	-3.3%
	6M	-18.6%	-17.5%
	1Y	-18.6%	-2.5%
발행주식수	15,054천주		
일평균 거래량(3M)	38천주		
외국인 지분율	21.0%		
배당수익률(2019E)	1.1%		
BPS(2019E)	307,277원		
주요 주주	CJ 외 8인	45.5%	



◎ 가공식품 이익 반등 국면 진입 전망

- 판가 인상 및 원재료 단가 안정화로 헛반을 비롯한 주력 제품의 마진 스프레드 개선 전망
- 3월부터 반영된 슈완스 실적이 2분기부터 온기로 확대되면서, 2Q19부터 증익 전환 전망
- 20년에는 진천공장 가동률 상승 효과 더해지면서, 가공식품 OPM 상승 강하게 나타날 것

◎ 바이오 Product Mix 개선 기대

- 트립토판/핵산/SPC(농축대두단백) 글로벌 MS 1위의 지위 바탕으로 바이오 사업부 수익성 Level-up
- 하반기 트립토판/핵산 증설 물량 바탕으로 Product Mix 개선 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 44만원

- 현 주가는 FW 12M PBR 1x 언더. 라인신 사항 악화로 전사 실적 가시성이 떨어졌을 때 받았던 밸류에이션
- 2Q19부터 가공식품 증익 Cycle 전망. 과거 가공식품 증익 구간에서 FW 12M PER 18x까지 확대 경험

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,502.9	24,781.2	26,807.0
영업이익	776.6	832.7	940.0	1,136.6	1,236.2
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,729.1	1,996.5	2,170.9
세전이익	584.3	1,294.2	551.0	744.6	845.7
순이익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7
지배주주지분순이익	370.2	875.2	307.0	429.2	479.2
EPS(원)	25,536	54,173	18,741	26,198	29,251
증감률(% YoY)	34.1	112.1	-65.4	39.8	11.7
PER(배)	14.3	6.1	17.2	12.3	11.0
PBR(배)	1.57	1.13	1.05	0.98	0.91
EV/EBITDA(배)	10.5	10.2	10.2	9.0	8.3
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.2	4.6	4.6
ROE(%)	10.9	21.5	6.3	8.2	8.5
순차입금비율(%)	103.7	99.8	111.2	106.3	99.6

CJ제일제당(097950) 가공식품: 마진 SP 개선 + 슈완스 M&A 효과

◎ 평가 인상과 원가 상승률 안정화로 국내 사업 마진 스프레드 개선 전망

- 2Q18부터 쌀/건고추 등의 원재료 단가 상승으로 가공식품 마진 스프레드 악화
- 작년에는 햇반을 비롯한 주력 제품의 평가 인상을 단행했으나(햇반 +9%), 원재료 단가 상승이 너무 높았었음(쌀 +40%)
- 올해도 2/21에 작년과 비슷한 수준의 가격 인상을 단행했는데(햇반 +9%), 원재료 단가 상승률은 전년대비 안정화(쌀 +15%)
- 따라서, 2~4분기는 1분기 대비 양호한 마진 스프레드 흐름 전망

◎ 슈완스 M&A 효과로 2Q19부터 실적 반등 가능. 19년부터 연간 증익 Cycle 전망

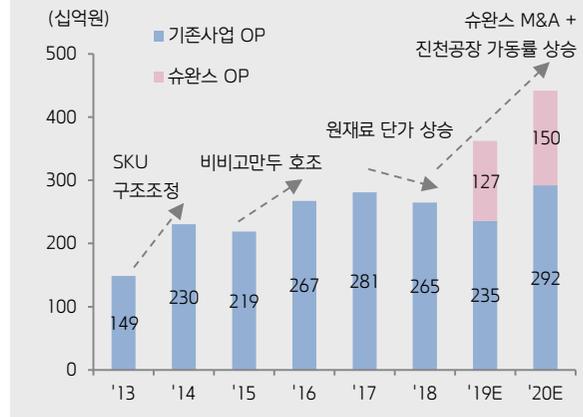
- 1Q19에는 슈완스 3월 한 달간 OP 116억원 반영. 올해 연간 가이드نس 1,500억원 수준(Full Year 가이드نس)
- 2Q19부터 온기로 반영되기 때문에, 전사 실적 측면에서 증익 효과 커질 것으로 기대
- 20년에는 국내 진천공장 가동을 상승이 전망되기 때문에, 가공식품 OPM 상승이 강해질 것으로 기대

쌀/건고추 가격: 19년은 18년 대비 상승세 둔화



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

2019년부터 가공식품 증익 Cycle 전망

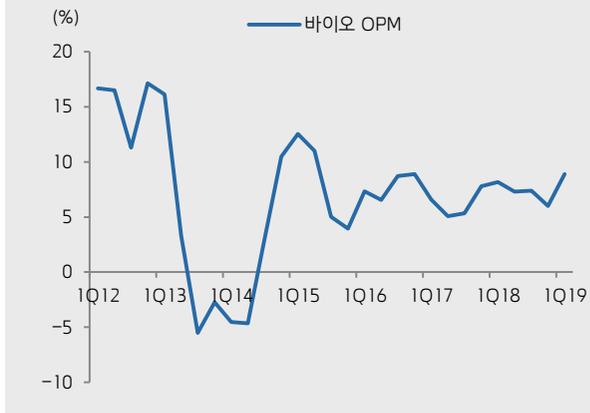


자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치센터

CJ제일제당(097950) 바이오: 실적 안정성 및 Product Mix 개선

- ◎ 글로벌 1등 품목 바탕으로 수익성 레벨 안정화
 - 기존에 MS가 낮고 수익성 변동성이 큰 라이신과 메치오닌의 높은 매출 비중으로 OPM 변동성이 높게 나타남
 - 17년 트립토판, 18년 핵산에서 확실한 판가 리더십을 확보하였고, 17년 8월에 글로벌 SPC 1위 업체 셀렉타 인수
 - 트립토판, 핵산, SPC는 라이신처럼 글로벌 MS 1위이지만, 모두 MS 50% 이상으로 2위권 업체와의 격차가 큰 품목임
- ◎ 하반기 핵산/트립토판 증설로 Product Mix 개선 전망
 - 트립토판은 2Q19 내 CAPA +35% 증설, 핵산은 4Q19 내 CAPA +30% 증설 계획
 - 두 개 품목 모두 동사의 바이오 사업부 마진을 상회하는 품목이기 때문에, 하반기부터 Product Mix 개선 효과 본격화 전망

바이오 사업부 OPM 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치센터

핵산/트립토판/셀렉타 매출 비중 vs 바이오 OPM



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치센터

CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	5,017.8	5,527.2	5,963.9	5,994.1	18,670.1	22,502.9	24,781.2
(YoY)	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	24.1%	20.6%	21.8%	13.3%	20.5%	10.1%
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,720.5	1,917.4	2,223.4	2,078.8	5,271.7	7,940.2	8,982.0
(YoY)	-0.3%	4.5%	1.2%	10.0%	30.7%	56.0%	52.7%	63.7%	3.6%	50.6%	13.1%
소재	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	446.2	480.3	423.9	1,833.6	1,800.8	1,774.0
(YoY)	-14.3%	-1.2%	-9.7%	1.7%	-2.7%	-2.9%	-0.8%	-0.7%	-6.5%	-1.8%	-1.5%
가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,471.2	1,743.1	1,654.9	3,438.1	6,139.3	7,208.1
(YoY)	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	48.8%	91.2%	79.3%	96.3%	9.9%	78.6%	17.4%
기존사업	853.5	769.5	972.1	843.0	1,029.8	930.7	1,155.6	1,020.4	3,438.1	4,136.5	4,858.1
(YoY)					20.7%	21.0%	18.9%	21.0%		20.3%	17.4%
슈원스					240.3	540.5	587.5	634.5		2,002.8	2,350.0
(YoY)											17.3%
바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	652.2	693.7	745.0	2,715.7	2,680.3	2,902.0
(YoY)	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	6.2%	-5.7%	-3.7%	25.3%	-1.3%	8.3%
생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	538.6	568.6	626.2	2,173.2	2,234.2	2,292.6
(YoY)	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.3%	2.8%	2.8%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%
물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,617.3	2,696.2	2,787.6	9,219.7	10,533.8	11,490.1
(YoY)	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	14.6%	11.5%	10.8%	29.7%	14.3%	9.1%
대통제의 기준	2,512.2	2,367.5	2,745.1	2,650.5	2,810.7	3,108.3	3,485.6	3,450.0	10,275.2	12,854.6	14,176.6
(YoY)	4.7%	1.7%	2.6%	6.7%	11.9%	31.3%	27.0%	30.2%	3.9%	25.1%	10.3%
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	214.7	319.3	227.0	832.7	940.0	1,136.6
(YoY)	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	16.3%	20.4%	31.5%	7.2%	12.9%	20.9%
(OPM)	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.9%	5.4%	3.8%	4.5%	4.2%	4.6%
식품	116.8	68.6	139.2	32.9	100.9	89.0	171.3	84.8	357.5	446.0	524.5
(OPM)	8.9%	5.6%	9.6%	2.6%	5.9%	4.6%	7.7%	4.1%	6.8%	5.6%	5.8%
소재	28.7	20.0	41.2	3.0	24.1	18.6	39.7	1.6	92.8	84.1	82.6
(OPM)	6.2%	4.4%	8.5%	0.7%	5.4%	4.2%	8.3%	0.4%	5.1%	4.7%	4.7%
가공	88.1	48.6	98.0	29.9	76.8	70.4	131.5	83.2	264.7	361.9	441.9
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	6.0%	4.8%	7.5%	5.0%	7.7%	5.9%	6.1%
기존사업	88.1	48.6	98.0	29.9	65.2	45.4	93.5	31.2	264.7	235.3	291.9
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	6.3%	4.9%	8.1%	3.1%	7.7%	5.7%	6.0%
슈원스					11.6	25.0	38.0	52.0		126.6	150.0
(OPM)					4.8%	4.6%	6.5%	8.2%		6.3%	6.4%
바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	56.5	59.5	60.0	194.1	228.4	256.0
(OPM)	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.7%	8.6%	8.1%	7.1%	8.5%	8.8%
생물자원	-6.5	17.7	17.5	24.9	-9.7	5.0	10.0	15.0	53.6	20.3	45.0
(OPM)	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	0.9%	1.8%	2.4%	2.5%	0.9%	2.0%
물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	67.8	77.3	86.1	242.7	276.6	342.4
(OPM)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.6%	2.9%	3.1%	2.6%	2.6%	3.0%
대통제의 기준	170.7	131.2	211.1	104.2	143.6	150.5	240.8	159.8	617.2	694.7	825.5
(YoY)	18.4%	26.0%	0.4%	6.5%	-15.9%	14.7%	14.1%	53.4%	10.9%	12.6%	18.8%
(OPM)	6.8%	5.5%	7.7%	3.9%	5.1%	4.8%	6.9%	4.6%	6.0%	5.4%	5.8%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	119.3	223.9	131.3	1,294.2	551.0	744.6
당기순이익	72.1	783.4	120.8	-50.9	40.9	85.3	160.1	94.0	925.4	380.3	532.4
지배주주순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	66.3	135.8	64.1	875.2	307.0	429.2
(YoY)	-23.8%	3486.3%	-57.9%	적전	-34.6%	-91.3%	25.7%	흑전	136.4%	-64.9%	39.8%

CJ제일제당(097950) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	16,477.2	18,670.1	22,502.9	24,781.2	26,807.0	
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,041.8	19,719.5	21,308.4	
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,461.1	5,061.7	5,498.6	
판매비	2,778.1	2,710.9	3,521.1	3,925.1	4,262.4	
영업이익	776.6	832.7	940.0	1,136.6	1,236.2	
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,729.1	1,996.5	2,170.9	
영업외손익	-192.2	461.5	-389.0	-392.0	-390.5	
이자수익	19.2	20.0	18.3	18.6	18.5	
이자비용	204.2	246.1	295.0	298.1	296.7	
외환관련이익	215.9	142.5	100.0	100.0	100.0	
외환관련손실	148.8	199.2	100.0	100.0	100.0	
총속 및 관계기업손익	-4.6	-5.5	20.0	20.0	20.0	
기타	-69.7	749.8	-132.3	-132.5	-132.3	
법인세차감전이익	584.3	1,294.2	551.0	744.6	845.7	
법인세비용	171.5	368.8	170.7	212.2	241.0	
계속사업손익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7	
당기순이익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7	
지배주주손익	370.2	875.2	307.0	429.2	479.2	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	13.1	13.3	20.5	10.1	8.2	
영업이익 증감률	-7.9	7.2	12.9	20.9	8.8	
EBITDA 증감률	-2.4	9.7	17.4	15.5	8.7	
지배주주손익의 증감률	34.2	136.4	-64.9	39.8	11.6	
EPS 증감률	34.1	112.1	-65.4	39.8	11.7	
매출총이익률(%)	21.6	19.0	19.8	20.4	20.5	
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.2	4.6	4.6	
EBITDA Margin(%)	8.1	7.9	7.7	8.1	8.1	
지배주주순이익률(%)	2.2	4.7	1.4	1.7	1.8	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	1,022.2	1,237.3	1,384.7	
당기순이익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7	
비현금항목의 가감	903.7	482.7	1,216.4	1,331.7	1,433.8	
유형자산감가상각비	467.4	523.2	666.6	738.9	814.7	
무형자산감가상각비	98.6	117.4	122.4	120.9	120.0	
지분법평가손익	-18.6	-1,015.9	-20.0	-20.0	-20.0	
기타	356.3	858.0	447.4	491.9	519.1	
영업활동자산부채증감	-23.8	-754.0	-127.1	-135.0	-134.6	
매출채권및기타채권의감소	-272.5	-20.0	-218.6	-216.2	-216.2	
재고자산의감소	8.3	-373.9	-109.7	-125.6	-115.8	
매입채무및기타채무의증가	401.1	-166.1	201.2	206.8	197.4	
기타	-160.7	-194.0	0.0	0.0	0.0	
기타현금흐름	-111.9	-182.7	-447.4	-491.8	-519.2	
투자활동 현금흐름	-1,463.9	-1,034.6	-3,711.5	-1,252.0	-1,252.0	
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 취득	-79.5	-96.6	-1,380.0	-80.0	-80.0	
투자자산의감소(증가)	387.2	-120.9	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	164.5	51.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-512.4	780.1	28.0	-28.0	-333.8	
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	1,677.4	-177.3	-333.8	
차입금의 증가(감소)	509.8	665.4	1,961.2	106.6	-50.0	
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	-227.7	-227.8	-227.7	
기타현금흐름	-35.8	-1.0	949.8	199.6	199.7	
현금 및 현금성자산의 순증가	-53.5	-43.3	-62.1	7.6	-1.4	
기초현금 및 현금성자산	644.4	590.9	547.6	485.5	493.1	
기말현금 및 현금성자산	590.9	547.6	485.5	493.1	491.6	

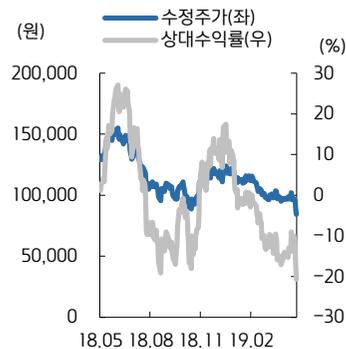
재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
유동자산	4,963.5	5,522.4	5,788.6	6,138.0	6,468.6	
현금 및 현금성자산	590.9	547.6	485.4	493.1	491.6	
단기금융자산	244.6	193.5	193.5	193.5	193.5	
매출채권 및 기타채권	2,445.2	2,742.3	2,960.9	3,177.1	3,393.3	
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,607.3	1,732.9	1,848.8	
기타유동자산	623.9	734.9	735.0	734.9	734.9	
비유동자산	11,904.7	13,974.6	18,180.0	18,620.2	18,985.5	
투자자산	429.4	550.3	1,729.8	1,749.8	1,769.8	
유형자산	8,179.4	9,741.7	11,510.1	11,971.2	12,356.5	
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	
자산총계	16,868.1	19,497.0	23,968.6	24,758.2	25,454.2	
유동부채	5,496.9	6,680.4	7,576.7	7,890.0	8,037.4	
매입채무 및 기타채무	2,298.9	2,288.0	2,489.2	2,696.0	2,893.4	
단기금융부채	2,887.0	3,842.1	4,537.2	4,643.7	4,593.7	
기타유동부채	311.0	550.3	550.3	550.3	550.3	
비유동부채	5,227.4	5,508.4	8,009.6	8,009.6	8,009.6	
장기금융부채	4,317.5	4,196.0	5,462.2	5,462.2	5,462.2	
기타비유동부채	909.9	1,312.4	2,547.4	2,547.4	2,547.4	
부채총계	10,724.3	12,188.8	15,586.3	15,899.6	16,047.0	
자본지분	3,374.9	4,782.8	5,033.7	5,406.7	5,829.7	
자본잉여금	72.5	81.9	81.9	81.9	81.9	
이익잉여금	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	3,945.2	4,318.2	4,741.2	
비지배자본	2,768.9	2,525.4	3,348.7	3,451.9	3,577.4	
자본총계	6,143.9	7,308.2	8,382.4	8,858.6	9,407.1	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
BPS	25,536	54,173	18,741	26,198	29,251	
BPS	232,686	291,963	307,277	330,047	355,871	
CFPS	90,821	87,161	97,467	113,791	124,436	
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500	
주당배수(배)						
PER	14.3	6.1	17.2	12.3	11.0	
PER(최고)	16.3	7.3	18.5			
PER(최저)	13.1	5.7	17.0			
PBR	1.57	1.13	1.05	0.98	0.91	
PBR(최고)	1.79	1.35	1.13			
PBR(최저)	1.44	1.05	1.04			
PSR	0.32	0.29	0.24	0.21	0.20	
PCFR	4.0	3.8	3.3	2.8	2.6	
EV/EBITDA	10.5	10.2	10.2	9.0	8.3	
주요비율(%)						
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.3	5.6	13.5	9.7	8.5	
매당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	
ROA	2.5	5.1	1.7	2.2	2.4	
ROE	10.9	21.5	6.3	8.2	8.5	
ROIC	4.2	4.3	3.9	4.4	4.6	
매출채권회전율	7.1	7.2	7.9	8.1	8.2	
재고자산회전율	12.8	13.3	14.5	14.8	15.0	
부채비율	174.6	166.8	185.9	179.5	170.6	
순차입금비율	103.7	99.8	111.2	106.3	99.6	
이자보상배율(현금)	3.8	3.4	3.2	3.8	4.2	
총차입금	7,204.5	8,038.1	9,999.4	10,105.9	10,055.9	
순차입금	6,369.1	7,297.0	9,320.5	9,419.3	9,370.8	
NOPLAT	1,342.5	1,473.3	1,729.1	1,996.5	2,170.9	
FCF	-453.0	-1,264.2	-1,269.2	257.6	404.0	

오리온(271560) 여전히 매력적인 글로벌 성장성

주가(5/20):86,700원/TP: 133,000원

KOSPI (5/20)	2,055.71pt		
시가총액	34,278억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	155,000원	84,300원	
최고/최저가대비	-44.1%	2.8%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.7%	-1.6%
	6M	-15.8%	-14.7%
	1Y	-33.3%	-20.2%
발행주식수	39,536천주		
일평균 거래량(3M)	144천주		
외국인 지분율	36.9%		
배당수익률(2019E)	0.6%		
BPS(2019E)	39,680원		
주요 주주	이회경 외 6인	43.8%	



◎ 중국법인 2분기 매출 성장률 반등 전망

- 4월 중국법인 매출 성장률은 RMB 기준 +9% 수준. 1분기 대비 성장률 반등
- 작년 2분기는 춘절 재고 부담으로 매출 기저 낮았음. 2분기 매출 성장률 반등 가시성 높음
- 이익 측면에서도 대형 신제품 관련 마케팅 비용이 컸기 때문에, 기저효과 충분한 것으로 판단

◎ MS 반등을 위해서는 중국 신제품 성과가 중요

- 전성기 시절의 밸류에이션 회복을 위해서는 중국 스낵 시장 내 점유율 반등 여부가 중요
- 5월 이후 신제품의 성과가 중요. 특히 스낵 신제품인 오감자 별, 스윙칩 플렛컷의 성과 중요

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 13.3만원

- 춘절 시점 차이에 기인한 1분기 실적 기대치 하회로 투자 심리가 급격히 냉각된 상황
- 글로벌 매출 비중 64% 수준. 여전히 음식료 업종 내에서 매력적인 글로벌 확대 여력 보유
- 따라서, 現 밸류에이션 레벨은 과매도 국면으로 판단

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073.3	1,926.9	2,023.4	2,110.6	2,237.8
영업이익	107.4	282.2	304.8	329.1	375.0
EBITDA	173.2	400.0	423.7	450.9	499.5
세전이익	105.1	275.2	304.3	334.1	386.5
순이익	76.7	143.0	211.9	235.1	271.9
지배주주지분순이익	75.6	139.9	206.7	229.8	265.6
EPS(원)	3,261	3,538	5,227	5,812	6,719
증감률(% YoY)	NA	8.5	47.8	11.2	15.6
PER(배)	32.0	33.9	19.1	17.2	14.9
PBR(배)	3.16	3.38	2.52	2.25	2.00
EV/EBITDA(배)	26.6	12.6	9.7	8.8	7.6
영업이익률(%)	10.0	14.6	15.1	15.6	16.8
ROE(%)	5.8	10.3	13.9	13.8	14.2
순차입금비율(%)	33.3	16.5	7.4	-1.3	-9.9

오리온(271560) 2분기 기저효과 기대

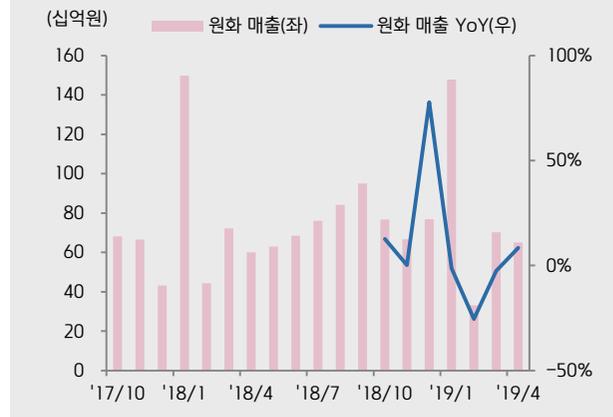
◎ 1분기 중국 매출 역성장으로 투자 심리 악화

- 스낵 신제품 매출 부진 영향도 있으나, 춘절 시점 차이에 따른 1분기 중국법인 매출 역성장이 주가에 부정적으로 작용
- 춘절 전 판매량은 +8% 정도 성장한 상황. 따라서, 1분기 중국 성과에 대한 시장의 부정적 해석이 과도한 상황으로 판단

◎ 2분기 중국법인 기저효과 기대

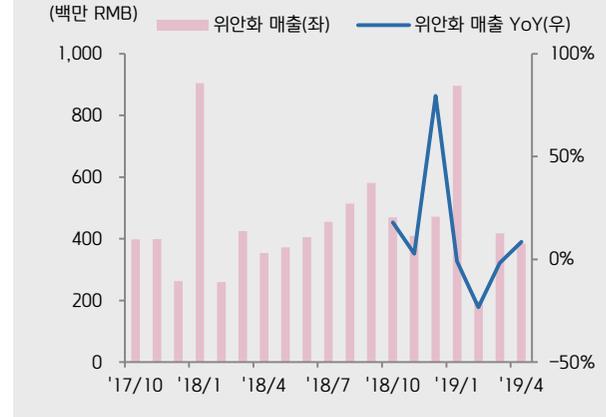
- 작년 2분기는 춘절 재고 부담으로 중국법인의 매출액이 부진하였고, 대형 신제품 관련 마케팅 비용 집행 규모도 매우 높았음
- 올해 2분기는 작년보다 춘절 시점이 빠르기 때문에, 재고 이슈가 적은 상황. 기저효과에 따른 추가 반등 기대

중국법인 원화 기준 매출액 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치센터(18년 5~9월은 당사 추정치 기준)

중국법인 위안화 기준 매출액 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치센터(18년 5~9월은 당사 추정치 기준)

오리온(271560) 중국 스낵 신제품 성과가 관건

- ◎ 중국 스낵 시장 경쟁심화 추세
 - 펩시: 다양한 플레이버를 통한 차별화된 구색으로 MS 상승세 지속
 - 달리: 예감 카피캣 제품과 생감자칩(Copico) 출시를 통해 매출 성장 중
 - 신규 플레이어: 왕왕, 오이시, 판싱고, 마칩
- ◎ 5월 이후 신제품 성과가 중요
 - 꼬북칩, 혼다칩, 감자엔 소스닷 매출 흐름 둔화. 차별화를 위한 새로운 신제품이 필요한 상황
 - 중국 내 동사의 규모 감안시 가격 경쟁에는 한계가 있음. 따라서, 5월 이후 신제품 성과가 중요할 것
 - 5월 이후 신제품: 오감자 별, 스윙칩 플랫컷, 큐티파이 화이트 등. 신제품 매출 비중 10% -> 15% 확대 목표

중국 경쟁사 스낵 카테고리 제품 동향

Pepsi: 플레이버 다양화



Dali: Copico 출시



Oishi: 감자스낵 신규 진입



Hongtu: 압칩 매출 호조



자료: Tmall, 키움증권 리서치센터

오리온(271560) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	455.8	529.7	540.3	1,926.9	2,023.4	2,110.6
(YoY)	12.3%	15.3%	-2.5%	15.5%	-3.6%	7.6%	7.3%	9.6%	8.8%	5.0%	4.3%
한국(오리온 별도)	177.6	175.5	175.0	183.8	178.0	179.0	177.6	186.7	711.9	721.3	729.9
(YoY)	5.7%	2.6%	4.6%	6.8%	0.2%	2.0%	1.5%	1.6%	4.9%	1.3%	1.2%
중국(Pan Orion)	266.3	191.5	255.2	220.1	251.2	213.0	278.4	253.4	933.0	996.0	1,047.0
(YoY)	25.3%	48.2%	-7.3%	23.8%	-5.6%	11.2%	9.1%	15.1%	17.4%	6.7%	5.1%
베트남(OFV)	67.4	46.3	50.3	69.8	56.7	50.7	57.2	80.3	233.9	244.9	262.8
(YoY)	9.9%	-4.8%	0.8%	15.3%	-15.8%	9.4%	13.6%	15.0%	6.1%	4.7%	7.3%
러시아(OIE)	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	17.6	20.2	22.6	64.9	75.3	84.9
(YoY)	-38.7%	-21.0%	-14.1%	5.5%	37.1%	18.1%	19.0%	2.5%	-16.1%	16.2%	12.7%
연결조정	-5.9	-4.4	-3.8	-2.7	-3.2	-4.4	-3.8	-2.7	-16.7	-14.1	-14.1
매출총이익	236.0	181.6	229.3	230.0	224.8	207.7	240.5	258.0	877.0	931.1	978.3
(GPM)	45.7%	42.9%	46.4%	46.6%	45.2%	45.6%	45.4%	47.8%	45.5%	46.0%	46.4%
판매비	142.4	142.1	150.6	159.7	147.5	150.8	158.9	169.1	594.8	626.3	649.2
(판매비율)	27.6%	33.5%	30.5%	32.4%	29.6%	33.1%	30.0%	31.3%	30.9%	31.0%	30.8%
영업이익	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	57.0	81.6	88.9	282.2	304.8	329.1
(YoY)	215.3%	102.4%	0.0%	246.5%	-17.4%	43.9%	3.8%	26.4%	86.8%	8.0%	8.0%
(OPM)	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	15.5%	12.5%	15.4%	16.4%	14.6%	15.1%	15.6%
한국(오리온 별도)	24.0	23.2	20.7	24.3	23.2	24.2	21.4	24.8	92.2	93.6	95.5
(OPM)	13.5%	13.2%	11.8%	13.2%	13.1%	13.5%	12.0%	13.3%	13.0%	13.0%	13.1%
중국(Pan Orion)	48.9	10.7	49.1	32.9	40.7	25.7	48.5	49.2	141.6	164.1	180.7
(OPM)	18.4%	5.6%	19.2%	14.9%	16.2%	12.1%	17.4%	19.4%	15.2%	16.5%	17.3%
베트남(OFV)	17.1	3.9	6.5	13.6	8.0	4.9	8.8	15.7	41.0	37.5	43.2
(OPM)	25.4%	8.4%	12.9%	19.4%	14.1%	9.8%	15.4%	19.6%	17.5%	15.3%	16.4%
러시아(OIE)	0.4	2.1	2.2	3.3	1.7	2.4	2.8	2.9	8.0	9.7	9.8
(OPM)	4.0%	14.3%	13.1%	14.8%	11.2%	13.4%	13.7%	12.8%	12.4%	12.9%	11.6%
연결조정	3.2	-0.3	0.2	-3.8	3.7	-0.3	0.2	-3.8	-0.7	-0.2	-0.2
세전이익	87.5	35.9	77.4	74.5	79.1	56.1	80.8	88.4	275.2	304.3	334.1
당기순이익	67.5	27.6	33.1	14.8	52.9	40.0	56.3	62.7	143.0	211.9	235.1
지배주주순이익	65.9	27.4	32.6	13.9	51.3	39.3	54.9	61.3	139.9	206.7	229.8
(YoY)			-44.8%	23.7%	-22.2%	43.4%	68.1%	340.4%		47.8%	11.2%

오리온(271560) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	1,073.3	1,926.9	2,023.4	2,110.6	2,237.8	
매출원가	608.7	1,050.0	1,092.4	1,132.3	1,185.4	
매출총이익	464.6	877.0	931.1	978.3	1,052.4	
판매비	357.2	594.8	626.3	649.2	677.4	
영업이익	107.4	282.2	304.8	329.1	375.0	
EBITDA	173.2	400.0	423.7	450.9	499.5	
영업외손익	-2.4	-7.0	-0.5	5.0	11.5	
이자수익	4.4	6.8	6.8	7.6	10.8	
이자비용	11.6	16.8	12.2	7.6	4.3	
외환관련이익	6.5	2.9	0.0	0.0	0.0	
외환관련손실	4.1	5.0	0.0	0.0	0.0	
총속 및 관계기업손익	-0.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	
기타	2.7	6.1	5.9	6.0	6.0	
법인세차감전이익	105.1	275.2	304.3	334.1	386.5	
법인세비용	28.4	132.2	92.4	98.9	114.5	
계속사업순이익	76.7	143.0	211.9	235.1	271.9	
당기순이익	76.7	143.0	211.9	235.1	271.9	
지배주주순이익	75.6	139.9	206.7	229.8	265.6	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	NA	79.5	5.0	4.3	6.0	
영업이익 증감률	NA	162.8	8.0	8.0	13.9	
EBITDA 증감률	NA	130.9	5.9	6.4	10.8	
지배주주순이익의 증감률	NA	85.1	47.7	11.2	15.6	
EPS 증감률	NA	85.5	47.8	11.2	15.6	
매출총이익률(%)	43.3	45.5	46.0	46.4	47.0	
영업이익률(%)	10.0	14.6	15.1	15.6	16.8	
EBITDA Margin(%)	16.1	20.8	20.9	21.4	22.3	
지배주주순이익률(%)	7.0	7.3	10.2	10.9	11.9	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	193.2	400.6	324.1	347.3	381.8	
당기순이익	76.7	143.0	211.9	235.1	271.9	
비현금항목의 가감	103.4	274.9	218.0	221.9	233.7	
유형자산감가상각비	64.2	115.1	116.3	119.0	121.6	
무형자산감가상각비	1.6	2.7	2.7	2.8	2.9	
지분법평가손익	-0.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	
기타	37.9	158.1	100.0	101.1	110.2	
영업활동자산부채증감	28.1	42.2	-7.9	-10.8	-15.7	
매출채권및기타채권의감소	-4.3	-34.8	-7.3	-7.6	-11.1	
재고자산의감소	-53.0	-7.5	-4.8	-7.0	-10.1	
매입채무및기타채무의증가	20.2	15.3	4.1	3.7	5.4	
기타	65.2	-69.2	0.1	0.1	0.1	
기타현금흐름	-15.0	-59.5	-97.9	-98.9	-108.1	
투자활동 현금흐름	-17.0	-114.9	-186.2	-186.2	-186.2	
유형자산의 취득	-89.8	-130.8	-150.0	-150.0	-150.0	
유형자산의 처분	14.8	11.5	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 취득	-1.1	-2.4	-4.0	-4.0	-4.0	
투자자산의감소(증가)	-24.2	-7.5	-7.0	-7.0	-7.0	
당기금융자산의감소(증가)	-50.9	39.6	0.0	0.0	0.0	
기타	134.2	-25.3	-25.2	-25.2	-25.2	
재무활동 현금흐름	-155.3	-199.2	-143.6	-142.8	-107.5	
차입금의 증가(감소)	-154.4	-175.6	-120.0	-119.2	-83.9	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	0.0	-23.7	-23.7	-23.7	-23.7	
기타	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	
기타현금흐름	-2.6	-3.4	5.4	5.4	5.4	
현금 및 현금성자산의 순증가	18.3	83.0	-4.0	23.6	93.4	
기초현금 및 현금성자산	83.3	101.6	184.6	184.2	207.8	
기말현금 및 현금성자산	101.6	184.6	184.2	207.8	301.3	

재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
유동자산	457.5	569.2	580.9	619.1	733.7	
현금 및 현금성자산	101.6	184.6	184.2	207.9	301.3	
단기금융자산	50.9	11.3	11.3	11.3	11.3	
매출채권 및 기타채권	131.1	168.6	176.0	183.5	194.6	
재고자산	150.7	156.6	161.3	168.3	178.4	
기타유동자산	74.1	59.4	59.4	59.4	59.4	
비유동자산	1,800.5	1,782.1	1,821.1	1,861.2	1,896.7	
투자자산	24.0	30.4	36.3	42.3	48.2	
유형자산	1,672.8	1,646.0	1,679.7	1,710.7	1,739.1	
무형자산	52.4	51.7	53.0	54.2	55.3	
기타비유동자산	51.3	54.0	54.1	54.0	54.1	
자산총계	2,258.0	2,351.4	2,404.0	2,480.3	2,630.4	
유동부채	523.0	500.3	468.3	436.7	442.2	
매입채무 및 기타채무	192.1	248.4	252.5	256.3	261.7	
단기금융부채	270.6	155.4	119.2	83.9	83.9	
기타유동부채	60.3	96.5	96.6	96.5	96.6	
비유동부채	390.1	406.5	322.6	238.8	154.9	
장기금융부채	329.4	279.6	195.7	111.9	28.0	
기타비유동부채	60.7	126.9	126.9	126.9	126.9	
부채총계	913.1	906.8	791.0	675.5	597.1	
자본지분	1,308.2	1,405.5	1,568.8	1,755.2	1,977.4	
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	
자본잉여금	598.1	598.1	598.1	598.1	598.1	
기타자본	623.8	623.8	623.8	623.8	623.8	
기타포괄손익누계액	-9.7	-27.3	-47.0	-66.7	-86.4	
이익잉여금	76.2	191.1	374.1	580.1	822.0	
비지배자본	36.7	39.0	44.2	49.6	55.9	
자본총계	1,344.9	1,444.5	1,613.0	1,804.8	2,033.3	

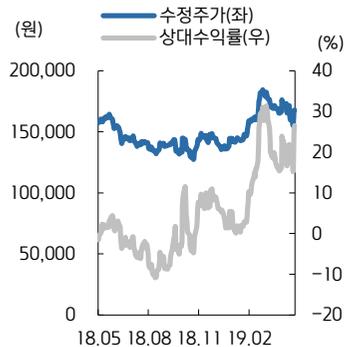
투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
BPS	3,261	3,538	5,227	5,812	6,719	
CFPS	33,092	35,553	39,680	44,394	50,015	
DPS	7,771	10,571	10,873	11,560	12,789	
주당배수(배)	600	600	600	600	600	
PER	32.0	33.9	19.1	17.2	14.9	
PER(최고)	39.7	45.2	24.7			
PER(최저)	23.2	23.8	18.3			
PBR	3.16	3.38	2.52	2.25	2.00	
PBR(최고)	3.91	4.50	3.25			
PBR(최저)	2.29	2.37	2.41			
PSR	2.26	2.46	1.95	1.87	1.77	
PCFR	13.4	11.4	9.2	8.7	7.8	
EV/EBITDA	26.6	12.6	9.7	8.8	7.6	
주요비율(%)						
배당성향(%, 보통주, 현금)	30.9	16.6	11.2	10.1	8.7	
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	
ROA	3.4	6.2	8.9	9.6	10.6	
ROE	5.8	10.3	13.9	13.8	14.2	
ROIC	7.5	11.8	11.8	12.6	14.0	
매출채권회전율	16.4	12.9	11.7	11.7	11.8	
재고자산회전율	14.2	12.5	12.7	12.8	12.9	
부채비율	67.9	62.8	49.0	37.4	29.4	
순차입금비율	33.3	16.5	7.4	-1.3	-9.9	
이자보상배율(현금)	9.3	16.8	25.0	43.5	86.6	
총차입금	600.0	435.0	315.0	195.8	111.9	
순차입금	447.5	239.0	119.4	-23.4	-200.7	
NOPLAT	173.2	400.0	423.7	450.9	499.5	
FCF	154.1	250.4	169.2	188.7	218.6	

BUY (Maintain)

롯데칠성(005300) 탄산음료 시장 성장의 최대 수혜주

주가(5/20): 166,000원/TP: 220,000원

KOSPI (5/20)	2,055.71pt		
시가총액	13,269억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	184,300원	127,500원	
최고/최저가대비	-9.9%	30.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.5%	8.3%
	6M	18.8%	20.4%
	1Y	5.7%	26.5%
발행주식수	7,993천주		
일평균 거래량(3M)	7천주		
외국인 지분율	21.0%		
배당수익률(2019E)	1.7%		
BPS(2019E)	144,860원		
주요 주주	신격호 외 9인	53.0%	



◎ 탄산음료 시장 성장의 최대 수혜주

- 커피숍, 배달음식 등 소비 점점 확대로 탄산음료 시장규모 최소 +6~7% 성장 전망
- 탄산음료의 높은 매출 비중(탄산수 포함 31%)과 OPM 감안 시, 탄산음료 시장 성장의 최대 수혜주로 판단

◎ 주류 사업 적자 축소도 긍정적

- 맥주 마케팅 비용(18년 850억원) 효율화를 통해 주류 사업 영업 적자 축소 계획
- 소주의 안정적인 판매량 성장, 수입맥주 OEM 검토를 통한 가동률 개선도 긍정적
- 하반기에 주류 가격 인상(처음처럼/클라우드)을 통해 추가적인 수익성 개선도 가능할 것으로 판단

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 22만원

- 서초동 부지 가치 6천억원 감안 시, 現 주가는 '19E PER 11~12배, '20E PER 8~9배 수준
- 동사의 음료 시장 내 과점적 지위(MS 1위)와 탄산음료 성장성 감안 시, 現 주가는 매우 저평가 된 수준

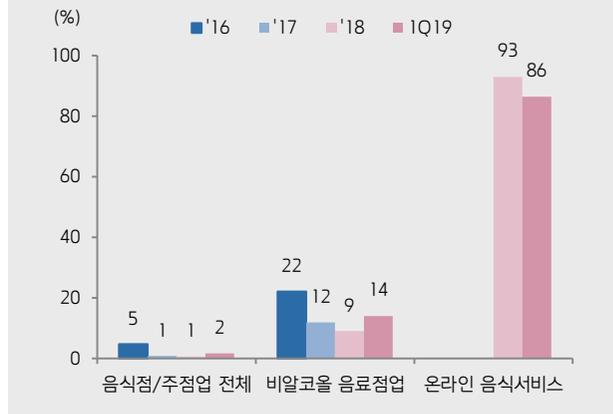
(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,279.3	2,346.3	2,518.6	2,587.0	2,658.4
영업이익	75.4	85.0	128.2	146.7	166.2
EBITDA	224.6	236.7	283.8	303.0	322.8
세전이익	229.3	-68.9	96.7	120.8	99.5
순이익	121.5	-50.0	63.8	84.6	99.5
지배주주지분순이익	134.6	-48.1	65.2	84.6	99.5
EPS(원)	10,766	-5,480	7,433	9,644	11,352
증감률(% YoY)	110.8	적전	흑전	29.7	17.7
PER(배)	12.3	-25.5	21.2	16.3	13.9
PBR(배)	0.89	1.00	1.09	1.04	0.98
EV/EBITDA(배)	10.2	10.7	9.3	8.5	7.7
영업이익률(%)	3.3	3.6	5.1	5.7	0.0
ROE(%)	7.4	-3.8	5.2	6.5	7.3
순차입금비율(%)	90.8	108.4	102.2	92.7	82.1

롯데칠성(005300) 소비 점점 확대로 성장하는 탄산음료 시장

◎ 커피숍과 배달음식 성장으로 탄산음료 중심의 시장 구도 재편 진행

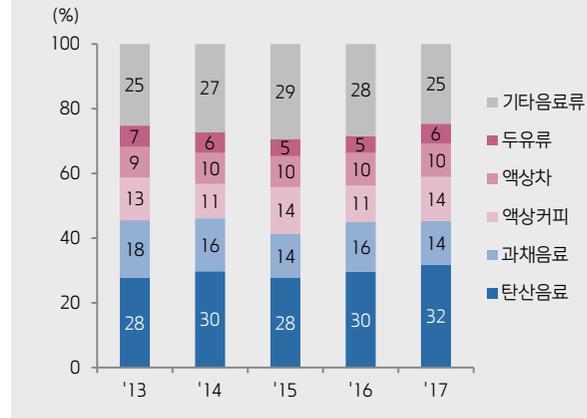
- 2013~18년 국내 음료 시장 연평균 성장률은 약 5.8% 수준
- 음료 판매 채널 헤게모니 변화가 탄산음료 시장 성장에 유리하게 작용하면서, 탄산음료 판매 비중 확대 지속
- 특히, 커피숍/배달음식 채널 비중의 확대가 탄산음료 매출 성장에 유리하게 작용하고 있음
- 커피숍: 음료 소비의 고급화, 구색의 다양화 진행. 주스/커피와 달리 현장 제조가 불가능한 탄산음료가 다양한 커피숍 음료의 재료로 이용되거나, 판매 수단으로 활용되고 있음
- 배달음식: 가정의 간단한 식사를 대체하는 수요로 등장. 모바일앱 이용률 확대, 배달 용역 서비스 업체의 등장, 소비자의 배달료 지불 용의 증가로 배달음식 서비스 고성장세 지속. 탄산음료는 배달음식 메뉴의 보완재로 소비 되면서 매출 성장세 지속

외식 서비스 시장 성장률 비교



자료: 통계청

음료 카테고리별 판매액 비중 추이

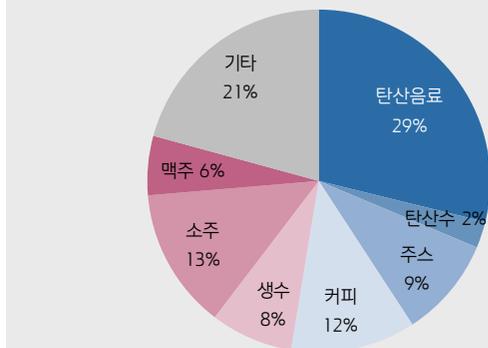


자료: 식품의약품안전처

롯데칠성(005300) 탄산음료 시장 성장의 최대 수혜주

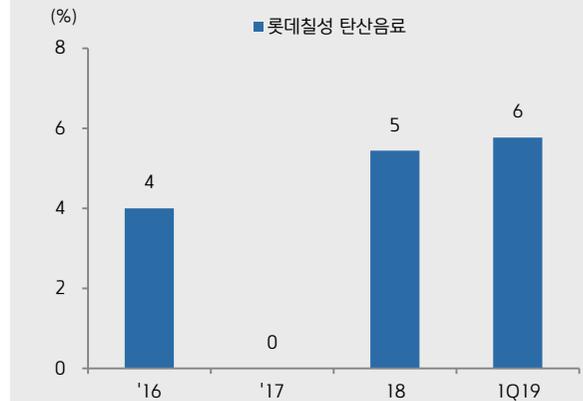
- ◎ 탄산음료의 높은 매출 비중(탄산수 포함 31%)과 OPM 감안 시, 탄산음료 시장 성장의 최대 수혜주로 판단
- 전체 음료 시장 성장률을 감안한다면, 탄산음료 시장 성장률은 최소 +6~7% 가능할 것으로 추산
 - 현재 동사의 탄산음료 매출 비중은 탄산수를 포함하여 약 31% 수준. 영업이익률도 전사 수익성에 3배 이상으로 추산
 - 따라서, 매출 성장과 동시에 Product Mix 개선 가능. 국내 탄산음료 시장 성장의 최대 수혜주로 판단

롯데칠성 매출 Mix(2019E 기준)



자료: 롯데칠성, 키움증권 리서치센터

롯데칠성 탄산음료 매출 성장률 추이



자료: 롯데칠성

롯데칠성(005300) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	522.6	599.5	669.9	554.2	574.9	648.4	714.9	580.4	2,346.3	2,518.6	2,587.0
(YoY)	-0.7%	-3.4%	0.2%	19.6%	10.0%	8.1%	6.7%	4.7%	2.9%	7.3%	2.7%
별도기준	520.0	596.5	667.4	539.4	558.4	630.4	697.5	564.4	2,323.3	2,450.7	2,516.5
(YoY)	-1.2%	-3.9%	-0.1%	16.4%	7.4%	5.7%	4.5%	4.6%	1.9%	5.5%	2.7%
음료	335.7	417.1	464.2	349.6	359.8	449.9	491.8	373.6	1,566.5	1,675.1	1,732.5
(YoY)	-0.7%	-4.0%	0.5%	24.6%	7.2%	7.9%	6.0%	6.8%	3.4%	6.9%	3.4%
주류	184.3	179.4	203.3	189.7	198.6	180.5	205.7	190.9	756.7	775.6	784.0
(YoY)	-2.2%	-3.7%	-1.6%	3.7%	7.8%	0.6%	1.2%	0.6%	-1.0%	2.5%	1.1%
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	2.9	3.0	2.4	2.5	9.5	10.9	10.6
매출총이익	200.1	234.1	277.0	217.8	230.1	271.1	305.9	243.9	928.8	1,051.0	1,094.2
(GPM)	38.3%	39.0%	41.3%	39.3%	40.0%	41.8%	42.8%	42.0%	39.6%	41.7%	42.3%
판매비	191.5	210.6	225.8	216.0	210.9	234.7	246.9	230.3	843.9	922.8	947.4
(판매비율)	36.6%	35.1%	33.7%	39.0%	36.7%	36.2%	34.5%	39.7%	36.0%	36.6%	36.6%
영업이익	8.6	23.5	51.2	1.7	19.3	36.4	59.0	13.6	85.0	128.2	146.7
(YoY)	-68.4%	-2.0%	40.0%	흑전	123.7%	55.2%	15.3%	684.8%	12.7%	50.9%	14.4%
(OPM)	1.6%	3.9%	7.6%	0.3%	3.3%	5.6%	8.2%	2.3%	3.6%	5.1%	5.7%
별도기준	8.6	22.8	50.3	5.8	21.9	37.3	59.6	17.7	87.6	136.5	153.0
(YoY)	-68.5%	-4.4%	40.7%	흑전	154.7%	63.2%	18.5%	204.9%	17.4%	55.9%	12.1%
(OPM)	1.7%	3.8%	7.5%	1.1%	3.9%	5.9%	8.5%	3.1%	3.8%	5.6%	6.1%
음료	21.0	42.0	62.0	21.8	27.9	48.5	68.2	28.3	146.8	172.9	188.6
(OPM)	6.3%	10.1%	13.4%	6.2%	7.8%	10.8%	13.9%	7.6%	9.4%	10.3%	10.9%
주류	-13.0	-18.0	-12.0	-16.0	-6.0	-11.2	-8.6	-10.6	-59.0	-36.4	-35.6
(OPM)	-7.1%	-10.0%	-5.9%	-8.4%	-3.0%	-6.2%	-4.2%	-5.5%	-7.8%	-4.7%	-4.5%
세전이익	-0.6	12.4	37.6	-118.4	6.7	30.1	52.6	7.2	-68.9	96.7	120.8
당기순이익	-1.9	6.5	25.9	-80.4	1.1	21.0	36.9	4.9	-50.0	63.8	84.6
지배주주순이익	-1.9	6.5	25.9	-78.4	2.4	21.0	36.9	4.9	-48.1	65.2	84.6
(YoY)	적전	흑전	흑전	적전	흑전	226.2%	42.5%	흑전	적전	흑전	29.7%

롯데칠성(005300) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	2,279.3	2,346.3	2,518.6	2,587.0	2,658.4	
매출원가	1,341.5	1,417.4	1,467.6	1,492.8	1,528.0	
매출총이익	937.8	928.8	1,051.0	1,094.2	1,130.5	
판매비	862.4	843.9	922.8	947.4	964.2	
영업이익	75.4	85.0	128.2	146.7	166.2	
EBITDA	224.6	236.7	283.8	303.0	322.8	
영업외손익	-153.9	-153.9	-31.6	-25.9	-24.0	
이자수익	5.8	3.8	3.9	4.0	3.8	
이자비용	29.7	37.9	35.6	34.0	32.0	
외환관련이익	8.3	3.4	2.8	2.8	2.8	
외환관련손실	4.5	3.0	2.7	2.7	2.7	
총속 및 관계기업손익	7.3	3.2	3.2	3.2	3.2	
기타	166.7	-123.4	-3.2	0.8	0.9	
법인세차감전이익	229.3	-68.9	96.7	120.8	142.2	
법인세비용	20.7	-18.9	32.8	36.2	42.7	
계속사업손익	208.6	-50.0	63.8	84.6	99.5	
당기순이익	121.5	-50.0	63.8	84.6	99.5	
지배주주손익	134.6	-48.1	65.2	84.6	99.5	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	0.7	2.9	7.3	2.7	2.8	
영업이익 증감률	-48.5	12.7	50.8	14.4	13.3	
EBITDA 증감률	-20.8	5.4	19.9	6.8	6.5	
지배주주손익 증감률	94.2	-135.7	-235.6	29.8	17.6	
EPS 증감률	110.8	적전	흑전	29.7	17.7	
매출총이익률(%)	41.1	39.6	41.7	42.3	42.5	
영업이익률(%)	3.3	3.6	5.1	5.7	6.3	
EBITDA Margin(%)	9.9	10.1	11.3	11.7	12.1	
지배주주순이익률(%)	5.9	-2.1	2.6	3.3	3.7	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	144.7	85.9	199.4	228.6	243.3	
당기순이익	121.5	-50.0	63.8	84.6	99.5	
비현금항목의 가감	101.8	318.4	216.9	219.4	224.1	
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	64.5	66.3	70.7	
영업활동자산부채증감	-10.5	-132.8	-19.5	-11.7	-12.2	
매출채권및기타채권의감소	-19.0	3.7	-11.6	-7.5	-7.8	
재고자산의감소	-12.6	-9.1	-13.7	-7.4	-7.7	
매입채무및기타채무의증가	25.8	-73.9	5.8	3.1	3.3	
기타	-4.7	-53.5	0.0	0.1	0.0	
기타현금흐름	-68.1	-49.7	-61.8	-63.7	-68.1	
투자활동 현금흐름	-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 취득	-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	
재무활동 현금흐름	-153.1	0.1	-53.5	-83.2	-105.2	
차입금의 증가(감소)	-2.7	28.1	-31.3	-61.0	-83.0	
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	0.0	0.0	0.0	
기타현금흐름	-0.9	-0.1	-2.7	-2.7	-2.7	
현금 및 현금성자산의 순증가	-166.2	-55.1	3.8	2.7	-4.6	
기초현금 및 현금성자산	319.7	153.4	98.4	102.2	104.9	
기말현금 및 현금성자산	153.4	98.4	102.2	104.9	100.4	

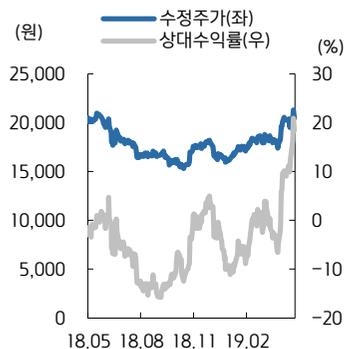
재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
유동자산	753.9	688.7	717.8	735.4	746.4	
현금 및 현금성자산	153.4	98.4	102.2	104.9	100.4	
단기금융자산	48.3	14.0	14.0	14.0	14.0	
매출채권 및 기타채권	268.9	265.2	276.8	284.3	292.1	
재고자산	238.8	257.1	270.8	278.2	285.9	
기타유동자산	92.8	68.0	68.0	68.0	68.0	
비유동자산	2,733.1	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	
자산총계	3,486.9	3,311.3	3,327.4	3,332.0	3,329.6	
유동부채	867.6	689.0	833.6	785.7	786.0	
매입채무 및 기타채무	558.8	455.7	461.5	464.7	468.0	
단기금융부채	298.6	216.3	355.0	304.0	301.0	
기타유동부채	10.2	17.0	17.1	17.0	17.0	
비유동부채	1,306.6	1,384.8	1,214.8	1,204.8	1,124.8	
장기금융부채	1,095.6	1,237.9	1,067.9	1,057.9	977.9	
기타비유동부채	211.0	146.9	146.9	146.9	146.9	
부채총계	2,174.1	2,073.9	2,048.4	1,990.5	1,910.8	
자본지분	1,312.8	1,227.3	1,279.0	1,332.6	1,410.0	
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	
기타보통주순이익누계액	8.1	-13.7	-13.7	-13.7	-13.7	
이익잉여금	2,147.0	2,083.3	2,126.2	2,188.6	2,265.9	
비지배지분	0.0	10.1	8.8	8.8	8.8	
자본총계	668.1	765.1	942.3	1,149.6	1,394.4	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
BPS	149,712	139,959	144,860	151,972	160,793	
CFPS	17,862	30,610	32,013	34,663	36,913	
DPS	33,000	27,000	2,700	2,700	2,700	
주당배수(배)						
PER	12.3	-25.5	21.2	16.3	13.9	
PER(최고)	17.7	-30.9	25.1			
PER(최저)	11.1	-23.0	18.2			
PBR	0.89	1.00	1.09	1.04	0.98	
PBR(최고)	1.27	1.21	1.29			
PBR(최저)	0.80	0.90	0.93			
PSR	0.73	0.52	0.55	0.53	0.52	
PCFR	7.4	4.6	4.9	4.5	4.3	
EV/EBITDA	10.2	10.7	9.3	8.5	7.7	
주요비율(%)						
배당성향(%, 보통주, 현금)	20.6	-40.9	32.0	24.2	20.5	
배당수익률(%, 보통주, 현금)	2.5	1.9	1.7	1.7	1.7	
ROA	3.0	-1.5	1.9	2.5	3.0	
ROE	7.4	-3.8	5.2	6.5	7.3	
ROIC	-1.6	0.8	3.5	4.2	4.8	
매출채권회전율	8.6	8.8	9.3	9.2	9.2	
재고자산회전율	9.4	9.5	9.5	9.4	9.4	
부채비율	165.6	167.6	160.1	148.4	134.7	
순차입금비율	90.8	108.4	102.2	92.7	82.1	
이자보상배율(현금)	2.5	2.2	3.6	4.3	5.6	
총차입금	1,394.2	1,454.2	1,422.9	1,361.9	1,278.9	
순차입금	1,192.5	1,341.8	1,306.7	1,243.0	1,164.5	
NOPLAT	224.6	236.7	283.8	303.0	322.8	
FCF	-152.7	-94.5	80.8	107.3	120.6	

하이트진로(000080) 필라이트와 테라의 연타석 홈런

주가(5/20): 20,600원/TP: 28,000원

KOSPI (5/20)	2,055.71pt		
시가총액	14,448억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	21,300원	15,300원	
최고/최저가대비	-3.3%	34.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.7%	24.8%
	6M	20.5%	22.0%
	1Y	-1.9%	17.4%
발행주식수	70,134천주		
일평균 거래량(3M)	292천주		
외국인 지분율	13.4%		
배당수익률(2019E)	4.3%		
BPS(2019E)	15,957원		
주요 주주	하이트진로 홀딩스 외 10인	53.8%	



◎ 주류 가격 인상을 통한 마진 스프레드 개선 기대

- 1등 브랜드 카스, 참이슬의 출고가 인상으로 주류 업계 전반적으로 판가 인상 진행 중
- 5월에 참이슬 출고가 인상(+6.45%) 단행. 하반기에 하이트/맥스 판가 인상 가능성 높음
- 주류 매출 비중이 높은 동사가 판가 인상의 최대 수혜주로 판단

◎ 맥주 신제품(테라)을 통한 MS 반등 기대

- 클라우드/필라이트 케이스 대비 테라의 초기 판매량 매우 양호. 2분기 매출액 250억원 이상 기대
- 하이트의 업소용 채널 비중 20% 언더로 하락. 신제품 출시에 대한 카니발 우려도 제한적
- 필라이트 성장세와 합쳐지면서 맥주 MS 반등 전망. 이에 따른 영업레버리지 효과 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원

- 주류 판가 인상, 맥주 MS 반등으로 실적 및 Multiple 반등 기대

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,889.9	1,885.6	1,953.0	2,035.9	2,098.4
영업이익	87.2	90.4	97.4	130.3	142.5
EBITDA	206.9	215.4	227.2	259.8	271.9
세전이익	39.7	42.0	55.1	89.7	68.4
순이익	12.7	22.3	31.4	59.2	68.4
지배주주지분순이익	12.7	22.2	31.4	59.2	68.4
EPS(원)	178	312	441	831	960
증감률(% YoY)	-67.0	75.4	41.1	88.5	15.6
PER(배)	135.4	53.2	42.0	22.3	19.3
PBR(배)	1.41	1.02	1.16	1.16	1.14
EV/EBITDA(배)	11.4	9.0	9.1	7.9	7.5
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.0	6.4	0.0
ROE(%)	1.0	1.9	2.7	5.2	6.0
순차입금비율(%)	52.9	65.6	66.0	64.8	61.9

하이트진로(000080) 주류 가격 인상의 최대 수혜주

◎ 소주/맥주 가격인상의 최대 수혜주

- 소주/맥주 1등 브랜드의 출고가 인상 단행. 4월에 카스 +5.3% 인상, 5월에 참이슬 +6.5% 인상
- 동사는 참이슬에 이어 하이트/맥스와 같은 맥주 브랜드의 판가를 인상할 가능성이 있음
- 현재 전사 매출에서 소주가 차지하는 비중은 48%, 하이트/맥스가 차지하는 비중은 20% 수준
- 판매량 저항이 없다면, 참이슬 가격인상으로 전사 OP +64% 증가 가능(Full Year 반영 가정)
- 판매량 저항이 없다면, 하이트/맥스는 +5% 가격인상 시, 전사 OP +21% 증가 가능(Full Year 반영 가정)

주류 가격 인상에 따른 하이트진로 실적 민감도 분석

18년 소주 매출 비중	47.8	18년 하이트/맥스 매출 비중	20.0
18년 전사 OPM	4.8	18년 전사 OPM	4.8
Beta	10.0	Beta	4.2
소주 가격인상률	6.5	맥주 가격인상률 가정	5.0
이익 증가율 추정	64.3	이익 증가율 추정	20.9

자료: 하이트진로, 키움증권 리서치센터

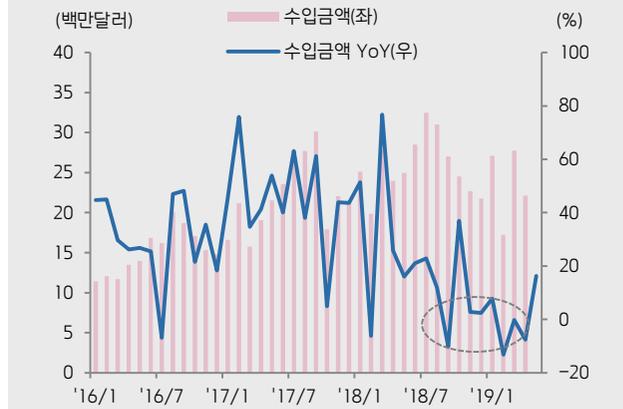
주: 1) 이익 증가율 추정 = 가격인상률 * Beta

2) 가격인상에 따른 판매량 저항이 없고, 연초에 인상했다고 가정

하이트진로(000080) 맥주 MS 반등 기대

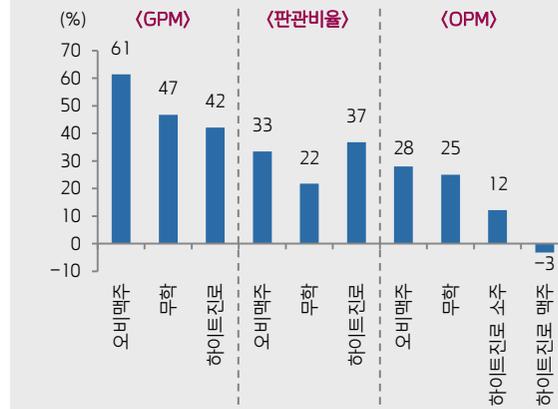
- ◎ 수입맥주 성장세 둔화와 신제품 효과로 맥주 MS 반등 기대
 - 수입맥주 성장세 둔화 전망: 관세의 추가 하락이 제한적이고, 맥주 종량세 시행 가능성으로 수입맥주 업체 영업활동 둔화
 - 하이트진로는 발포주 '필라이트', 레귤러 맥주 신제품 '테라' 를 통해 MS 반등 모색
 - 동사는 신제품에 대한 호평, 수입맥주 성장세 둔화를 바탕으로 맥주 시장 주도권을 잡을 기회를 얻은 상황
- ◎ 맥주 MS 반등에 따른 영업레버리지 효과 기대
 - 초기 테라 판매량 호조. 월 매출액 100억원에 육박. 과거 클라우드/필라이트 케이스 감안 시, 소비자 초기 반응 양호한 편
 - 동사의 소주 GPM은 40% 후반~50% 추산. 다만, 맥주 공장의 낮은 가동률로 전사 GPM 40% 수준
 - 만약, 맥주 MS 반등으로 가동률 상승한다면(MS 1%p 상승 = 매출 +4% 성장), 구조적인 원가율 하락 가능할 것
 - 또한, 판관비는 대체로 고정비 비중이 크기 때문에, MS 반등 시 판관비율도 강하게 내려갈 수 있음

한국의 맥주 수입금액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치센터(수리일 기준)

주요 주류업체 연결기준 수익성 비교



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 오비맥주/하이트진로는 16~18년 평균 기준. 무학은 '13~'15년 기준
2) 오비맥주와 무학의 수익성은 가동률이 높은 시점의 수치를 참고하였음

하이트진로(000080) 필라이트와 테라의 연타석 홈런

발포주 시장을 선점한 필라이트(17년 4월 출시)



자료: 언론보도, 하이트진로

레귤러 맥주 시장 변화를 주도하는 테라(19년 3월 출시)



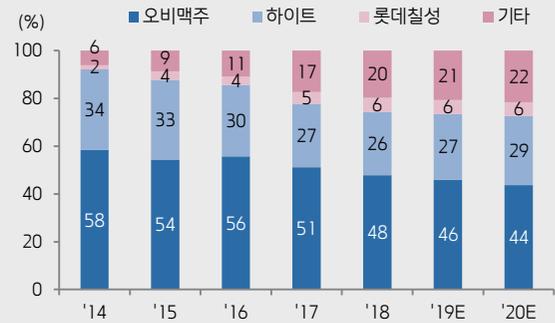
자료: 언론보도, 하이트진로

맥주 카테고리별 MS 추이



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치 추정(중량기준)

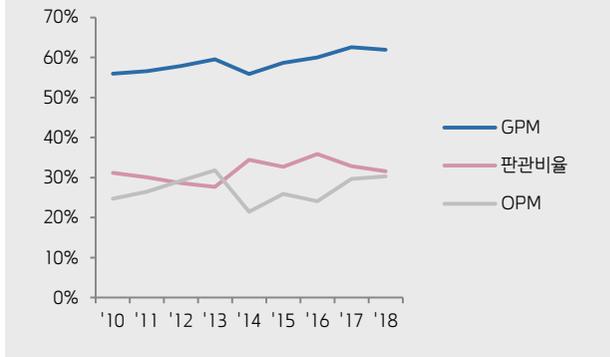
맥주 제조사별 MS 추이 및 전망



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치 추정(중량기준)

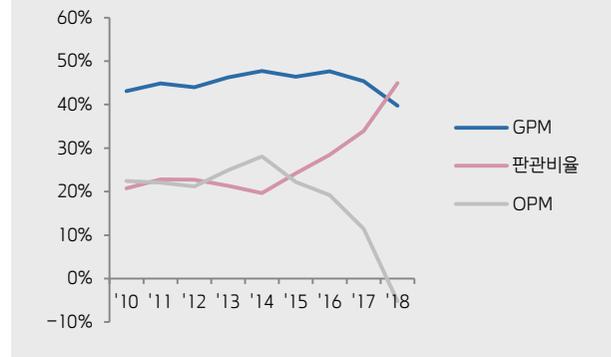
하이트진로(000080) 맥주 MS 반등에 따른 영업레버리지 효과 기대

오비맥주 연결기준 수익성 추이



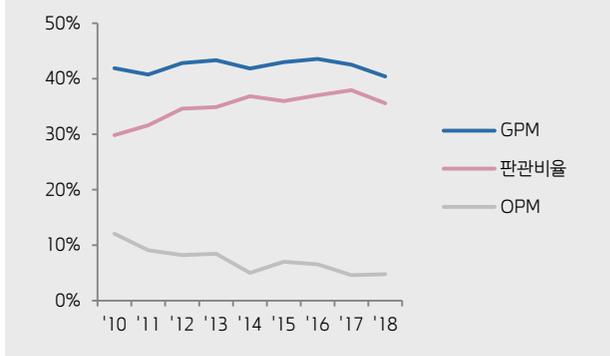
자료: Fn Guide

무학 연결기준 수익성 추이



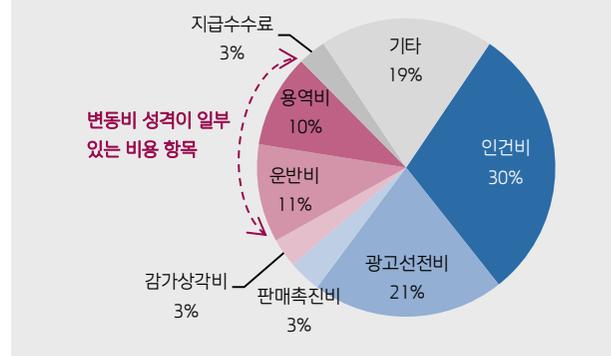
자료: Fn Guide

하이트진로 연결기준 수익성 추이



자료: Fn Guide

하이트진로 판관비 구성



자료: 하이트진로(2018년 연결기준)

하이트진로(000080) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	420.7	493.2	500.1	471.7	423.0	506.4	532.1	491.5	1,885.6	1,953.0	2,035.9
(YoY)	1.8%	0.4%	-5.3%	3.2%	0.5%	2.7%	6.4%	4.2%	-0.2%	3.6%	4.2%
별도기준	370.4	434.4	438.5	414.2	378.8	447.7	470.5	434.0	1,657.6	1,731.0	1,814.0
(YoY)	2.3%	0.7%	-6.6%	3.1%	2.2%	3.0%	7.3%	4.8%	-0.4%	4.4%	4.8%
하이트/맥스/테라	81.4	108.0	107.1	80.9	67.7	109.7	119.1	87.3	377.4	383.8	406.4
(YoY)	-17.1%	-22.0%	-25.0%	-18.3%	-16.8%	1.6%	11.2%	8.0%	-21.1%	1.7%	5.9%
필라이트	23.9	37.5	46.0	33.8	31.3	40.0	48.0	36.0	141.2	155.3	163.0
(YoY)		650.0%	47.2%	35.0%	30.8%	6.7%	4.3%	6.7%	130.4%	10.0%	5.0%
소주	210.8	231.8	219.3	239.9	225.9	242.6	233.9	251.2	901.7	953.6	985.5
(YoY)	-1.6%	2.8%	-3.5%	8.3%	7.1%	4.7%	6.7%	4.7%	1.5%	5.7%	3.3%
기타	54.4	57.1	66.1	59.7	53.9	55.4	69.6	59.5	237.3	238.4	259.1
(YoY)	8.8%	-8.4%	-2.8%	6.1%	-0.8%	-3.1%	5.2%	-0.4%	0.3%	0.4%	8.7%
매출총이익	167.9	206.1	204.5	183.3	163.0	215.3	229.3	201.4	761.9	809.1	883.2
(GPM)	39.9%	41.8%	40.9%	38.9%	38.5%	42.5%	43.1%	41.0%	40.4%	41.4%	43.4%
판매비	151.2	179.3	175.2	165.7	167.2	188.6	185.7	170.2	671.4	711.7	752.9
(판매비율)	35.9%	36.4%	35.0%	35.1%	39.5%	37.2%	34.9%	34.6%	35.6%	36.4%	37.0%
영업이익	16.7	26.8	29.3	17.6	-4.2	26.8	43.6	31.2	90.4	97.4	130.3
(YoY)	흑전	-23.3%	-48.3%	-23.7%	적전	-0.2%	48.9%	76.9%	3.7%	7.6%	33.8%
(OPM)	4.0%	5.4%	5.9%	3.7%	-1.0%	5.3%	8.2%	6.3%	4.8%	5.0%	6.4%
별도기준	18.7	24.4	25.7	21.3	-5.5	24.3	40.1	34.8	90.0	93.7	126.6
(YoY)	흑전	-28.4%	-52.2%	-16.8%	적전	-0.2%	55.6%	63.7%	7.9%	4.1%	35.1%
(OPM)	5.0%	5.6%	5.9%	5.1%	-1.5%	5.4%	8.5%	8.0%	5.4%	5.4%	7.0%
세전이익	5.5	16.0	15.1	5.4	-14.5	16.1	32.9	20.5	42.0	55.1	89.7
당기순이익	2.6	9.6	9.4	0.6	-13.8	10.6	21.7	12.9	22.3	31.4	59.2
지배주주순이익	2.6	9.6	9.4	0.6	-13.8	10.6	21.7	12.9	22.2	31.4	59.2
(YoY)	흑전	-30.8%	-69.2%	흑전	적전	10.9%	130.9%	2102.8%	75.4%	41.1%	88.5%

하이트진로(000080) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	1,889.9	1,885.6	1,953.0	2,035.9	2,098.4	
매출원가	1,086.1	1,123.8	1,143.9	1,152.8	1,182.7	
매출총이익	803.8	761.9	809.1	883.2	915.7	
판매비	716.6	671.4	711.7	752.9	773.2	
영업이익	87.2	90.4	97.4	130.3	142.5	
EBITDA	206.9	215.4	227.2	259.8	271.9	
영업외손익	-47.6	-48.4	-42.3	-40.6	-38.8	
이자수익	1.4	2.0	2.0	2.0	2.0	
이자비용	39.6	39.7	38.3	36.6	34.8	
외환관련이익	2.3	5.2	4.0	4.0	4.0	
외환관련손실	5.9	2.8	4.0	4.0	4.0	
충족 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-5.8	-13.1	-6.0	-6.0	-6.0	
법인세차감전이익	39.7	42.0	55.1	89.7	103.7	
법인세비용	27.0	19.7	23.7	30.5	35.2	
계속사업손익	12.7	22.3	31.4	59.2	68.4	
당기손익	12.7	22.3	31.4	59.2	68.4	
지배주주손익	12.7	22.2	31.4	59.2	68.4	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	0.0	-0.2	3.6	4.2	3.1	
영업이익 증감률	-29.7	3.7	7.7	33.8	9.4	
EBITDA 증감률	-14.8	4.1	5.5	14.3	4.7	
지배주주손익의 증감률	-66.9	74.8	41.4	88.5	15.5	
EPS 증감률	-67.0	75.4	41.1	88.5	15.6	
매출총이익률(%)	42.5	40.4	41.4	43.4	43.6	
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.0	6.4	6.8	
EBITDA Margin(%)	10.9	11.4	11.6	12.8	13.0	
지배주주손익이익률(%)	0.7	1.2	1.6	2.9	3.3	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	344.9	141.0	214.4	214.9	229.4	
당기손익	12.7	22.3	31.4	59.2	68.4	
비현금항목의 가감	289.5	233.7	237.4	242.3	245.2	
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	107.6	112.8	115.7	
영업활동자산부채증감	95.4	-46.1	5.3	-21.7	-16.3	
매출채권및기타채권의감소	-29.5	66.3	-20.0	-20.5	-15.4	
재고자산의감소	-8.0	-29.5	21.3	-6.1	-4.6	
매입채무및기타채무의증가	-9.4	-16.1	4.0	4.9	3.7	
기타	142.3	-66.8	0.0	0.0	0.0	
기타현금흐름	-52.7	-68.9	-59.7	-64.9	-67.9	
투자활동 현금흐름	-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 취득	-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	
재무활동 현금흐름	-105.8	-38.7	-63.7	-75.9	-75.9	
차입금의 증가(감소)	-43.2	17.0	-7.8	-20.0	-20.0	
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	
현금 및 현금성자산의 순증가	128.9	3.5	3.3	-8.8	5.7	
기초현금 및 현금성자산	158.5	287.4	291.0	294.3	285.5	
기말현금 및 현금성자산	287.4	291.0	294.3	285.5	291.1	

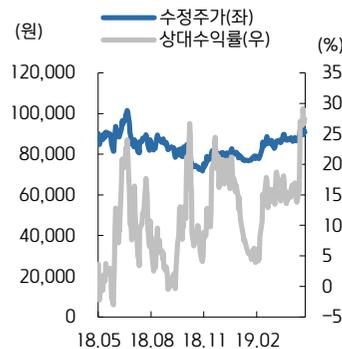
재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
유형자산	1,111.0	1,065.0	1,067.0	1,084.8	1,110.5	
현금 및 현금성자산	287.4	291.0	294.3	285.5	291.2	
단기금융자산	115.7	12.6	12.6	12.6	12.6	
매출채권 및 기타채권	525.8	462.2	482.2	502.7	518.1	
재고자산	137.8	166.0	144.7	150.8	155.4	
기타유형자산	160.0	145.8	145.8	145.8	145.8	
비유형자산	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	
기타비유형자산	78.5	71.2	71.2	71.2	71.2	
자산총계	3,507.6	3,428.1	3,399.9	3,388.2	3,384.4	
유동부채	1,716.6	1,668.5	1,664.7	1,649.6	1,633.3	
매입채무 및 기타채무	1,003.1	988.7	992.7	997.6	1,001.3	
단기금융부채	680.2	664.8	657.0	637.0	617.0	
기타유동부채	33.3	15.0	15.0	15.0	15.0	
비유동부채	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	
부채총계	2,290.1	2,265.8	2,262.0	2,246.9	2,230.6	
자본지분	1,216.8	1,161.7	1,137.3	1,140.6	1,153.1	
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	151.8	155.1	167.6	
비지배자본	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	
자본총계	1,217.5	1,162.4	1,137.9	1,141.2	1,153.7	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
BPS	178	312	441	831	960	
CFPS	17,074	16,301	15,957	16,004	16,180	
DPS	4,240	3,591	3,772	4,230	4,400	
주당배수(배)	800	800	800	800	800	
PER	135.4	53.2	42.0	22.3	19.3	
PER(최고)	152.9	80.7	43.2			
PER(최저)	111.3	48.7	36.0			
PBR	1.41	1.02	1.16	1.16	1.14	
PBR(최고)	1.59	1.55	1.19			
PBR(최저)	1.16	0.93	0.99			
PSR	0.91	0.63	0.68	0.65	0.63	
PCFR	5.7	4.6	4.9	4.4	4.2	
EV/EBITDA	11.4	9.0	9.1	7.9	7.5	
주요비율(%)						
배당성향(% , 보통주, 현금)	431.2	246.6	174.9	92.8	80.3	
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.3	4.8	4.3	4.3	4.3	
ROA	0.4	0.6	0.9	1.7	2.0	
ROE	1.0	1.9	2.7	5.2	6.0	
ROIC	0.7	2.2	2.7	4.3	4.7	
매출채권회전율	3.6	3.8	4.1	4.1	4.1	
재고자산회전율	14.1	12.4	12.6	13.8	13.7	
부채비율	188.1	194.9	198.8	196.9	193.3	
순차입금비율	52.9	65.6	66.0	64.8	61.9	
이자보상배율(현금)	2.2	2.3	2.5	3.6	4.1	
총차입금	1,047.5	1,065.6	1,057.9	1,037.9	1,017.9	
순차입금	644.4	762.0	751.0	739.7	714.1	
NOPLAT	206.9	215.4	227.2	259.8	271.9	
FCF	144.4	11.4	90.6	93.8	107.2	

매일유업(267980) 더 이상 2등이 아니다

주가(5/20):91,600원/TP: 131,000원

KOSDAQ (5/20)	702.08pt		
시가총액	7,185억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	101,500원	71,800원	
최고/최저가대비	-9.8%	27.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	4.6%	13.6%
	6M	27.6%	25.5%
	1Y	8.1%	33.9%
발행주식수	7,844천주		
일평균 거래량(3M)	22천주		
외국인 지분율	15.3%		
배당수익률(2019E)	0.8%		
BPS(2019E)	51,738원		
주요 주주	김정원 외 11인	57.7%	



◎ 커피음료와 함께 확고해지는 유가공 업계 1등 포지션

- 커피음료 성장성 둔화와 경쟁사 브랜드 인지도 하락으로 커피음료 시장 Brand Consolidation 전망
- 유가공 산업 내 최대 경쟁사인 남양유업과의 매출/수익성 격차가 지속 확대되고 있음
- 커피음료 중심으로 유가공 업종 내 1등 포지션 확고해지면서, 밸류에이션 Level Up 전망

◎ 조제분유 업황, 바닥을 지나는 중

- 서울 부동산 가격 상승세 둔화로 출산율 Bottom-Out 전망
- 중국 분유 수출 증가세 더해지면서, 조제분유 매출 감소 완화 전망. 20년부터 성장세도 가능할 것

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 13.1만원

- 유가공 업종 내 시장 지위 상승과 조제분유 시장 리스크 완화로, 중기적으로 밸류에이션 Level Up 전망

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,362.2	1,400.4	1,440.3
영업이익	74.4	83.4	89.3	95.7
EBITDA	101.4	113.6	119.5	125.8
세전이익	76.8	84.4	92.3	76.4
순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
지배주주지분순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
EPS(원)	7,530	8,203	8,916	9,745
증감률(% YoY)	NA	8.9	8.7	9.3
PER(배)	10.5	10.7	9.9	9.0
PBR(배)	1.78	1.70	1.47	1.28
EV/EBITDA(배)	6.4	5.9	5.1	4.3
영업이익률(%)	5.7	6.1	6.4	0.0
ROE(%)	16.8	17.1	16.0	15.1
순차입금비율(%)	8.4	-5.7	-17.5	-27.2

매일유업(267980) 커피음료 중심으로 확고해지는 1등 포지션

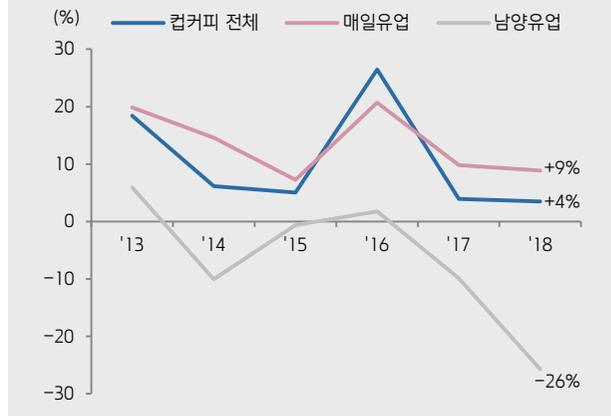
◎ 음료 판매 채널 헤게모니 변화로 커피음료 시장 구조 재편 전망

- 편의점 채널 성장세는 여전히 견조하나, 커피숍 시장이 폭발적으로 성장하면서, 커피음료 소비의 고급화가 진행되고 있음
- 이에 따라, 18년 컵커피 시장 성장률은 +4%로 둔화. 편의점 채널의 수요 성장이 일부 커피숍 시장으로 흡수되고 있기 때문
- 경쟁사 브랜드 이미지 하락과 시장 성장률 둔화에 따른 신규 업체 진입 둔화로, 1등 브랜드(바리스타)의 수익성 상승 기대

◎ 커피음료 중심으로 유가공 업계 1등 포지션 굳히는 중

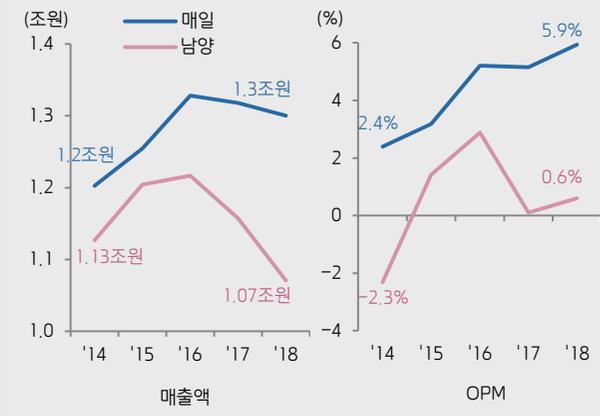
- 18년 연간 매출: 서울우유 1.67조원, 매일유업 1.3조원, 남양유업 1.07조원, 빙그레 0.86조원
- 18년 연간 OP: 매일유업 744억원, 서울우유 634억원, 빙그레 393억원, 남양유업 86억원
- 매일유업은 조제분유/커피음료/상하목장의 고수익성 제품과 활발한 신제품(곡물음료 등) 활동으로 유가공 업계 이익 1위 기록
- 특히, 주요 경쟁사인 남양유업과의 매출액 및 OPM 격차 벌어지면서, 유가공 시장 주도권 확보

커피음료 소매점 매출 성장률: 컵커피/매일/남양



자료: 식품산업통계정보
주: 1) 2018년 수치는 3Q18 누계 기준 수치임

매출액/OPM 추이 비교: 매일유업 vs 남양유업



자료: Fn Guide(별도기준)

매일유업(267980) 조제분유 업황, 바닥을 지나는 중

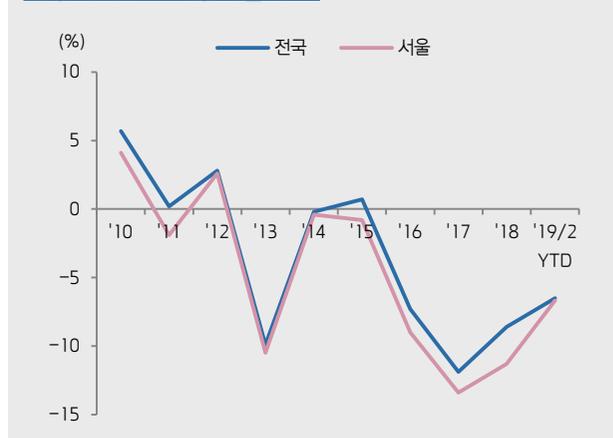
◎ 국내 출생아 수 감소 추세 완화 전망

- 부동산 가격의 가파른 상승으로 20~30대 실질 구매력이 하락하면서, 2015~18년 급격한 출생아 수 감소 경험
- 정부의 부동산 가격 안정화 정책으로 작년 하반기부터 부동산 가격 상승세 일단락
- 출산을 미뤘었던 이연 수요와 20~30대 실질 구매력 회복으로 인해, 19년 출생아 수 감소세 완화, 20년 반등 가능성 상존

◎ 중국 수출 증가 더해지면서, 20년부터 조제분유 매출 성장 기대

- 18년 매일유업 조제분유 매출액 1,400~1,500억원 수준. 여기서 중국 수출 비중은 약 30~33% 추산
- 중국 조제분유 수출의 완만한 성장세 감안한다면, 20년부터는 조제분유 전체 매출이 성장으로 추세 전환할 가능성 있음

출생아 수 YoY 증가율 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

중국 조제분유 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치센터(수리일 기준)

매일유업(267980) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	321.0	319.7	333.7	326.2	337.5	333.5	349.8	341.4	1,300.6	1,362.2	1,400.4
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	5.1%	4.3%	4.8%	4.7%	-1.3%	4.7%	2.8%
별도기준	321.0	319.2	333.5	326.4	337.2	333.3	349.6	341.2	1,300.1	1,361.3	1,399.6
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	5.1%	4.4%	4.8%	4.5%	-1.3%	4.7%	2.8%
매출총이익	85.8	93.6	97.4	90.3	91.9	98.3	103.4	96.2	367.0	389.7	403.1
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.2%	29.5%	29.6%	28.2%	28.2%	28.6%	28.8%
판매비	69.4	75.1	76.9	71.2	72.3	77.5	80.8	75.8	292.7	306.3	313.7
(판매비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	21.4%	23.2%	23.1%	22.2%	22.5%	22.5%	22.4%
영업이익	16.4	18.5	20.4	19.1	19.6	20.8	22.6	20.4	74.4	83.4	89.3
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	19.5%	12.6%	10.7%	7.0%	9.4%	12.2%	7.1%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.8%	6.2%	6.5%	6.0%	5.7%	6.1%	6.4%
별도기준	16.4	18.9	21.2	20.7	20.7	21.8	23.6	21.4	77.2	87.5	93.4
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	26.2%	15.0%	11.5%	3.3%	13.7%	13.3%	6.8%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	6.1%	6.5%	6.8%	6.3%	5.9%	6.4%	6.7%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	20.7	20.7	22.6	20.4	76.8	84.4	92.3
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	15.7	17.1	15.4	58.3	64.3	69.9
지배주주순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	15.7	17.1	15.4	58.3	64.3	69.9
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	32.4%	-12.2%	2.3%	33.2%	-73.5%	10.3%	8.7%

매일유업(267980) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	1,300.6	1,362.2	1,400.4	1,440.3	
매출원가	933.5	972.4	997.4	1,023.3	
매출총이익	367.0	389.7	403.1	417.0	
판매비	292.7	306.3	313.7	321.3	
영업이익	74.4	83.4	89.3	95.7	
EBITDA	101.4	113.6	119.5	125.8	
영업외손익	2.4	1.0	2.9	5.1	
이자수익	2.2	3.2	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	
총속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	3.5	0.1	-0.1	0.0	
법인세차감전이익	76.8	84.4	92.3	100.8	
법인세비용	18.4	20.0	22.3	24.4	
계속사업손손익	58.3	64.3	69.9	76.4	
당기순이익	58.3	64.3	69.9	76.4	
지배주주순이익	58.3	64.3	69.9	76.4	
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	NA	4.7	2.8	2.8	
영업이익 증감률	NA	12.1	7.1	7.2	
EBITDA 증감률	NA	12.0	5.2	5.3	
지배주주순이익 증감률	NA	10.3	8.7	9.3	
EPS 증감률	NA	8.9	8.7	9.3	
매출총이익률(%)	28.2	28.6	28.8	29.0	
영업이익률(%)	5.7	6.1	6.4	6.6	
EBITDA Margin(%)	7.8	8.3	8.5	8.7	
지배주주순이익률(%)	4.5	4.7	5.0	5.3	

현금흐름표		(단위: 십억원)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	60.6	87.8	94.5	100.7	
당기순이익	58.3	64.3	69.9	76.4	
비연금항목의 가감	42.5	49.5	49.8	49.6	
유형자산감가상각비	25.3	28.1	28.1	28.1	
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.0	2.0	
자본법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	15.4	19.4	19.7	19.5	
영업활동자산부채증감	-21.7	-6.7	-5.6	-5.9	
매출채권및기타채권의감소	10.7	-6.9	-4.5	-4.7	
재고자산의감소	-9.2	-3.2	-3.2	-3.4	
매입채무및기타채무의증가	-17.5	3.4	2.1	2.2	
기타	-5.7	0.0	0.0	0.0	
기타현금흐름	-18.5	-19.3	-19.6	-19.4	
투자활동 현금흐름	-25.4	-30.0	-30.0	-30.0	
유형자산의 취득	-27.7	-28.0	-28.0	-28.0	
유형자산의 처분	0.4	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 취득	-1.8	-2.0	-2.0	-2.0	
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	
채무활동 현금흐름	-7.7	-27.4	-38.7	-38.7	
차입금의 증가(감소)	-4.6	-21.9	-33.2	-33.2	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.9	0.0	0.0	0.0	
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	
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	30.5	25.7	32.0	
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	94.6	120.3	
기말현금 및 현금성자산	64.1	94.6	120.3	152.3	

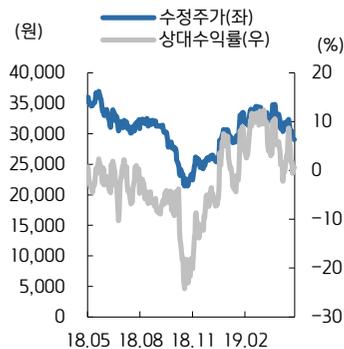
자부상태표		(단위: 십억원)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	
유동자산	348.2	388.7	422.1	462.1	
현금 및 현금성자산	64.1	94.6	120.2	152.2	
단기금융자산	1.7	1.7	1.7	1.7	
매출채권 및 기타채권	153.4	160.3	164.8	169.4	
재고자산	111.3	114.5	117.7	121.0	
기타유동자산	19.4	19.3	19.4	19.5	
비유동자산	267.6	267.4	267.2	267.1	
투자자산	7.4	7.4	7.4	7.4	
유형자산	226.7	226.6	226.4	226.3	
무형자산	8.2	8.1	8.1	8.1	
기타비유동자산	25.3	25.3	25.3	25.3	
자산총계	615.7	656.1	689.3	729.2	
유동부채	184.1	198.8	200.9	169.8	
매입채무 및 기타채무	148.8	152.2	154.3	156.5	
단기금융부채	22.2	33.5	33.5	0.3	
기타유동부채	13.1	13.1	13.1	13.0	
비유동부채	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	
부채총계	268.8	250.2	219.1	188.0	
지배지분	347.0	405.8	470.3	541.2	
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	148.5	213.0	283.9	
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	347.0	405.8	470.3	541.2	

투자지표		(단위: 원, 배, %)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)					
EPS	7,530	8,203	8,916	9,745	
BPS	44,235	51,738	59,954	68,999	
CFPS	13,018	14,509	15,259	16,069	
DPS	700	700	700	700	
주가배수(배)					
PER	10.5	10.7	9.9	9.0	
PER(최고)	13.6	11.1			
PER(최저)	8.2	9.3			
PBR	1.78	1.70	1.47	1.28	
PBR(최고)	2.32	1.76			
PBR(최저)	1.40	1.48			
PSR	0.47	0.51	0.49	0.48	
PCFR	6.1	6.1	5.8	5.5	
EV/EBITDA	6.4	5.9	5.1	4.3	
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	9.4	8.5	7.8	7.2	
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.9	0.8	0.8	0.8	
ROA	9.5	10.1	10.4	10.8	
ROE	16.8	17.1	16.0	15.1	
ROIC	14.9	16.6	17.4	18.3	
매출채권회전율	17.0	8.7	8.6	8.6	
재고자산회전율	23.4	12.1	12.1	12.1	
부채비율	77.5	61.7	46.6	34.7	
순차입금비용	8.4	-5.7	-17.5	-27.2	
이자보상배율, 현금	23.2	33.8	66.5	434.6	
순차입금	94.9	73.0	39.8	6.5	
순차입금	29.1	-23.3	-82.2	-147.4	
NOPLAT	101.4	113.6	119.5	125.8	
FCF	32.9	57.1	62.2	66.8	

CJ프레시웨이(051500) 협상 테이블을 주도하다

주가(5/20): 29,100원/TP: 46,000원

KOSDAQ (5/20)	702.08pt		
시가총액	3,455억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	36,950원	21,450원	
최고/최저가대비	-21.2%	35.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-12.2%	-4.7%
	6M	24.9%	22.9%
	1Y	-19.6%	-0.4%
발행주식수	11,872천주		
일평균 거래량(3M)	39천주		
외국인 지분율	20.8%		
배당수익률(2019E)	0.6%		
BPS(2019E)	18,325원		
주요 주주	CJ 외 2인	47.7%	



◎ Cost Push: 평가 인상 및 Bargaining Power Shift 의 계기

- 최저임금 인상과 같은 Cost Push가 식자재유통/단체급식 평가 인상의 계기가 되고 있음
- 계약조건 개선 작업을 통해 평가 인상과 거래처 Mix 개선을 동시에 진행하고 있음
- 이러한 과정 속에서 동사가 계약조건 협상의 주도권을 가지고 있다는 것이 확인되는 중

◎ CK 역량 강화 및 Captive 통합 구매 물량 확보로 중장기 성장 동력 확보

- 농산물 전처리 업체 인수 및 CK 역량 강화로 중장기적으로 인건비 효율성 제고
- CJ제일제당 통합 구매 물량 확보(축육 중심)로 바잉 파워 레벨 업
- 송림푸드 가동률 정상화를 통해, 가공식품 내 킬러 카테고리 확보도 긍정적

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원

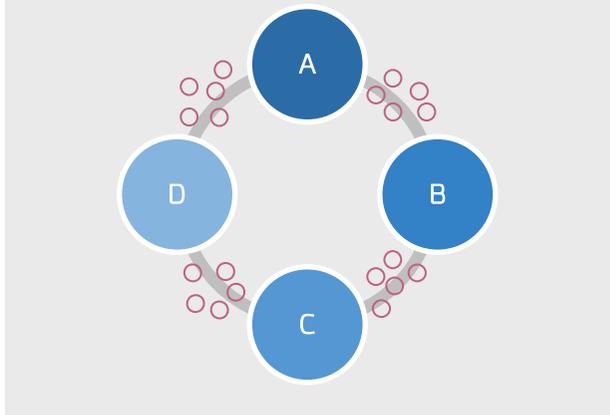
- Bargaining Power Shift로 MS 상승이 OPM 확대로 연결되기 시작
- 중장기적으로 국내 식자재유통 기업화의 최대 수혜주

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,504.4	2,828.1	3,194.9	3,440.4	3,702.3
영업이익	43.9	50.7	64.7	71.1	79.7
EBITDA	70.8	80.1	111.1	118.6	129.1
세전이익	1.2	26.8	36.8	41.0	47.6
순이익	1.2	16.7	27.2	31.1	36.1
지배주주지분순이익	-1.5	13.7	24.1	27.5	32.5
EPS(원)	-129	1,154	2,029	2,315	2,735
증감률(% YoY)	적지	흑전	75.7	14.1	18.2
PER(배)	-307.7	23.0	16.4	14.3	12.1
PBR(배)	2.62	1.61	1.81	1.62	1.45
EV/EBITDA(배)	10.9	7.8	6.5	5.9	5.2
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
ROE(%)	-0.8	7.3	11.7	11.9	12.6
순차입금비율(%)	102.6	101.2	91.1	75.5	59.4

CJ프레시웨이(051500) Bargaining Power Shift의 시작

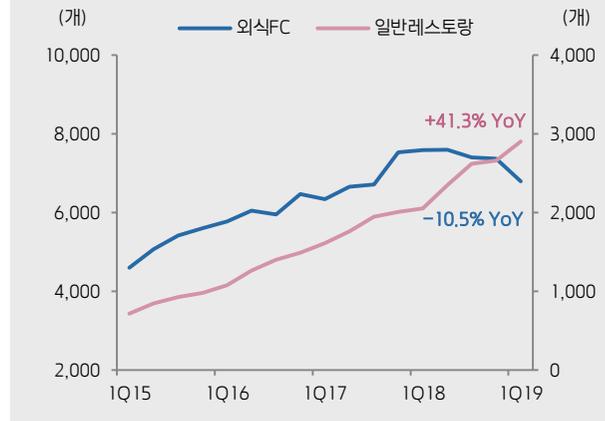
- ◎ 물류 관련 고정비 부담 완화로 주요 거래선에 대한 협상력 상승
 - CJ프레시웨이는 초기 물류 관련 고정비 부담 완화를 위해, 대형 거점 거래선(외식FC) 확보에 주력
 - 꾸준한 외형 확보로 물류 관련 고정비 부담 완화되면서 중소형 거래선(일반레스토랑) 비중 늘려왔음
 - 고정비 부담 완화와 함께 거래처 다각화 되면서 주요 거래선에 대한 협상력이 상승하였음
- ◎ Cost Push, 판가 인상의 계기 -> 거래처 계약조건 및 Mix 개선 가속화
 - 최저임금 인상으로 밸류체인 전반의 비용이 상승하면서, 단체급식과 식자재유통의 판가 인상이 지속되고 있음
 - 동사는 개선된 협상력을 바탕으로 거래처 계약조건 및 Mix 개선을 가속화하고 있음
 - 이에 따라, 몇 년간의 MS 상승 효과가 수익성 개선으로 연결되기 시작함

대형/중소형 거래선 Mix vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치센터

CJ프레시웨이 외식FC/일반레스토랑 거래처 수 추이



자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이(051500) 통합구매 물량과 CK 확보로 성장 동력 마련

- ◎ CJ제일제당向 HMR 및 통합구매 물량 매출 증가 기대
 - CJ프레시웨이의 CJ제일제당向 1분기 매출액은 전년동기 대비 +102% 성장. 금액으로는 400~500억원 증가
 - CJ제일제당의 HMR 매출 성장과 축육 통합구매 물량(200억원 초반) 확보 덕분
 - 작년 CJ제일제당向 매출액은 2,000~2,100억원 수준. 올해는 통합구매 물량 덕분에 거의 두 배 수준으로 커질 것으로 기대
- ◎ 농산물 전처리 업체 인수로 CK 역량 확보 -> 중장기 성장 동력 마련
 - 3월에 농산물 전처리 업체 제이팜스/제이엔푸드 인수 발표. 5월 혹은 6월부터 연결 편입 예정(연간 OP 20억원 수준)
 - 농산물 전처리 업체 인수로 CK(Central Kitchen) 역량 확보하면서 인력 활용의 효율성 증대 가능
 - 최저임금의 가파른 상승으로 인해, 중장기 성장을 위해서는 인건비 효율화가 중요
 - M&A를 통한 CK 역량 확보로 중장기 성장 동력 마련



자료: CJ프레시웨이

농산물 전처리 업체 제이팜스/제이엔푸드 인수

제이팜스 실적 추이 (단위: 백만원)

연도	'15	'16	'17
매출액	25,102	41,800	35,100
당기순이익	678	797	947

제이엔푸드 실적 추이 (단위: 백만원)

연도	'15	'16	'17
매출액	7,055	12,381	14,212
당기순이익	199	465	498

자료: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	675.8	728.6	704.3	719.3	747.7	819.5	809.0	818.7	2,828.1	3,194.9	3,440.4
(YoY)	13.6%	14.8%	6.4%	17.4%	10.6%	12.5%	14.9%	13.8%	12.9%	13.0%	7.7%
식자재 유통	554.3	585.2	555.2	579.0	610.1	656.7	636.6	650.0	2,270.4	2,553.2	2,710.3
(YoY)	13.6%	15.0%	4.9%	19.0%	10.1%	12.2%	14.7%	12.3%	12.8%	12.5%	6.2%
외식/급식 유통	209.9	232.2	229.0	234.6	218.5	251.9	249.6	254.5	905.7	974.6	1,033.1
(YoY)	-11.3%	-8.4%	-6.7%	60.1%	4.1%	8.5%	9.0%	8.5%	2.7%	7.6%	6.0%
프레시원 유통	161.1	166.8	169.0	158.8	175.7	178.5	175.8	163.6	655.7	693.5	721.2
(YoY)	8.6%	6.0%	-2.1%	-7.4%	9.1%	7.0%	4.0%	3.0%	0.9%	5.8%	4.0%
1차상품 도매 및 원료	183.3	186.4	153.7	185.6	215.8	226.3	211.3	231.9	709.0	885.2	956.0
(YoY)	78.1%	90.4%	38.0%	10.2%	17.7%	21.4%	37.4%	24.9%	47.5%	24.8%	8.0%
단체급식	84.6	105.6	113.3	108.1	103.0	127.7	136.7	132.4	411.6	499.8	573.0
(YoY)	12.4%	16.8%	20.4%	22.8%	21.7%	21.0%	20.6%	22.5%	18.3%	21.4%	14.6%
기타	37.0	37.8	39.3	32.3	34.6	35.1	35.7	36.3	146.4	141.7	157.1
(YoY)	17.1%	6.5%	2.1%	-16.1%	-6.5%	-7.1%	-9.2%	12.3%	1.6%	-3.2%	10.9%
매출총이익	76.6	93.1	94.3	94.6	83.5	108.2	109.7	104.8	358.6	406.2	440.8
(GPM)	11.3%	12.8%	13.4%	13.1%	11.2%	13.2%	13.6%	12.8%	12.7%	12.7%	12.8%
판매비	70.6	79.3	81.1	77.0	76.9	88.1	90.7	85.8	308.0	341.5	369.7
(판매비율)	10.4%	10.9%	11.5%	10.7%	10.3%	10.7%	11.2%	10.5%	10.9%	10.7%	10.7%
영업이익	6.0	13.8	13.3	17.6	6.6	20.1	19.0	19.0	50.7	64.7	71.1
(YoY)	35.1%	-1.7%	-10.8%	67.1%	9.2%	46.2%	43.4%	7.7%	15.5%	27.7%	9.9%
(OPM)	0.9%	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	2.5%	2.3%	2.3%	1.8%	2.0%	2.1%
세전이익	2.2	7.7	6.9	10.0	-1.3	13.2	12.0	12.9	26.8	36.8	41.0
당기순이익	1.7	3.3	5.0	6.7	-1.5	10.0	9.1	9.7	16.7	27.2	31.1
지배주주순이익	1.0	2.4	4.1	6.2	-2.0	9.1	8.2	8.8	13.7	24.1	27.5
(YoY)	흑전	-61.5%	흑전	1421.6%	적전	277.1%	98.7%	42.2%	흑전	75.7%	14.1%

CJ프레시웨이(051500) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	2,504.4	2,828.1	3,194.9	3,440.4	3,702.3	
매출원가	2,151.4	2,469.5	2,788.6	2,999.6	3,224.4	
매출총이익	353.0	358.6	406.2	440.8	477.9	
판매비	309.1	308.0	341.5	369.7	398.2	
영업이익	43.9	50.7	64.7	71.1	79.7	
EBITDA	70.8	80.1	111.1	118.6	129.1	
영업외손익	-42.6	-23.8	-27.9	-30.1	-32.1	
이자수익	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	
이자비용	7.3	8.7	10.1	9.3	8.2	
외환관련이익	7.5	1.6	3.0	3.0	3.0	
외환관련손실	1.6	4.9	3.0	3.0	3.0	
총속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
기타	-42.2	-12.8	-19.0	-22.0	-25.1	
법인세차감전이익	1.2	26.8	36.8	41.0	47.6	
법인세비용	0.0	10.1	9.6	9.9	11.5	
계속사업손익	1.2	16.7	27.2	31.1	36.1	
당기손익	1.2	16.7	27.2	31.1	36.1	
지배주주손익	-1.5	13.7	24.1	27.5	32.5	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	7.6	12.9	13.0	7.7	7.6	
영업이익 증감률	108.8	15.5	27.6	9.9	12.1	
EBITDA 증감률	59.9	13.1	38.7	6.8	8.9	
지배주주손익의 증감률	홀전	-1,013.3	75.9	14.1	18.2	
EPS 증감률	적전	홀전	75.7	14.1	18.2	
매출총이익률(%)	14.1	12.7	12.7	12.8	12.9	
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2	
EBITDA Margin(%)	2.8	2.8	3.5	3.4	3.5	
지배주주손익률(%)	-0.1	0.5	0.8	0.8	0.9	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	23.4	57.7	73.3	79.3	86.5	
당기손익	0.0	0.0	27.2	31.1	36.1	
비현금항목의 가감	66.9	37.2	64.8	65.5	68.0	
유형자산감가상각비	15.2	17.8	34.3	35.9	37.6	
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	18.4	18.0	18.6	
영업활동자산부채증감	-41.8	6.0	-0.3	0.7	1.1	
매출채권및기타채권의감소	-44.2	60.7	-11.8	-10.7	-11.2	
재고자산의감소	29.3	-56.1	-9.9	-9.0	-9.5	
매입채무및기타채무의증가	-4.2	14.0	22.2	20.4	21.7	
기타	-22.7	15.4	-0.8	0.0	0.1	
기타현금흐름	-1.7	14.5	-18.4	-18.0	-18.7	
투자활동 현금흐름	-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 취득	-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	
재무활동 현금흐름	53.3	-34.6	-2.8	-35.3	-40.3	
차입금의 증가(감소)	66.5	-20.8	7.5	-25.0	-30.0	
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	8.5	7.0	7.0	
현금 및 현금성자산의 순증가	42.3	-28.8	4.4	-2.1	0.2	
기초현금 및 현금성자산	12.4	54.7	26.0	30.3	28.2	
기말현금 및 현금성자산	54.7	26.0	30.3	28.2	28.4	

재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
유동자산	506.6	467.9	494.0	511.6	532.5	
현금 및 현금성자산	54.7	26.0	30.4	28.3	28.5	
단기금융자산	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0	
매출채권 및 기타채권	277.5	213.2	225.0	235.6	246.8	
재고자산	154.2	210.4	220.3	229.4	238.9	
기타유동자산	20.2	18.3	18.3	18.3	18.3	
비유동자산	396.0	449.4	619.4	626.0	630.5	
투자자산	26.7	40.1	44.8	44.8	44.8	
유형자산	254.3	301.1	457.6	471.7	484.1	
무형자산	95.6	93.1	101.9	94.3	86.5	
기타비유동자산	19.4	15.1	15.1	15.2	15.1	
자산총계	902.6	917.3	1,113.5	1,137.6	1,163.0	
유동부채	512.8	567.3	496.9	492.3	499.0	
매입채무 및 기타채무	315.4	313.2	335.4	355.8	377.5	
단기금융부채	179.3	228.2	135.7	110.7	95.7	
기타유동부채	18.1	25.9	25.8	25.8	25.8	
비유동부채	154.3	97.2	332.3	332.3	317.3	
장기금융부채	124.6	61.7	161.7	161.7	146.7	
기타비유동부채	29.7	35.5	170.6	170.6	170.6	
자본총계	667.2	664.5	829.2	824.6	816.4	
지배자본	180.2	195.8	217.5	242.7	272.7	
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	
지분잉여금	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	60.2	85.3	115.4	
비지배자본	55.2	57.0	66.6	70.2	73.8	
자본총계	235.5	252.9	284.2	312.9	346.6	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
BPS	15,181	16,496	18,325	20,440	22,975	
CFPS	5,736	4,544	7,754	8,135	8,766	
DPS	200	200	200	200	200	
주당배수(배)						
PER	-307.7	23.0	16.4	14.3	12.1	
PER(최고)	-372.6	34.6	17.7			
PER(최저)	-235.4	18.3	12.0			
PBR	2.62	1.61	1.81	1.62	1.45	
PBR(최고)	3.17	2.42	1.96			
PBR(최저)	2.01	1.28	1.33			
PSR	0.19	0.11	0.12	0.11	0.11	
PCFR	6.9	5.8	4.3	4.1	3.8	
EV/EBITDA	10.9	7.8	6.5	5.9	5.2	
주요비율(%)						
배당성향(% , 보통주, 현금)	196.2	14.2	8.7	7.6	6.6	
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6	
ROA	0.1	1.8	2.7	2.8	3.1	
ROE	-0.8	7.3	11.7	11.9	12.6	
ROIC	8.4	6.5	8.3	8.1	9.0	
매출채권회전율	9.4	11.5	14.6	14.9	15.3	
재고자산회전율	14.8	15.5	14.8	15.3	15.8	
부채비율	283.3	262.8	291.8	263.5	235.5	
순차입금비율	102.6	101.2	91.1	75.5	59.4	
이자보상배율(현금)	6.0	5.8	6.4	7.7	9.7	
총차입금	303.9	289.9	297.4	272.4	242.4	
순차입금	241.6	255.9	259.0	236.1	205.9	
NOPLAT	70.8	80.1	111.1	118.6	129.1	
FCF	-5.1	27.7	23.2	48.1	56.9	

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 5월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

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

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년) *주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
KT&G (033780)	2017-04-28	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-25.00	-18.06
	2017-06-15	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.89	-16.32
	2017-07-12	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.48	-16.32
	2017-07-27	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-23.05	-16.32
	2017-10-17	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-17.93	-17.05
	2017-10-26	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-16.35	-10.98
	2017-11-20	BUY(Maintain)	146,000원	6개월	-17.81	-14.38
	2017-12-18	BUY(Maintain)	157,000원	6개월	-28.92	-22.61
	2018-02-01	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-28.18	-23.21
	2018-04-03	BUY(Maintain)	124,000원	6개월	-20.15	-18.15
	2018-05-11	Outperform(Downgrade)	113,000원	6개월	-9.08	-2.65
	2018-07-25	Outperform(Maintain)	121,000원	6개월	-10.15	-8.68
	2018-08-01	Outperform(Maintain)	121,000원	6개월	-13.87	-8.68
	2018-10-05	BUY(Upgrade)	121,000원	6개월	-14.83	-8.68
	2018-10-30	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-20.59	-18.80
	2018-11-05	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-17.29	-12.80
	2019-01-03	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-17.69	-12.80
	2019-01-25	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-18.39	-12.80
	2019-02-22	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-17.62	-12.40
	2019-04-10	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-17.72	-12.40
2019-05-10	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-19.57	-17.60	
2019-05-21	BUY(Maintain)	125,000원	6개월			

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
CJ제일제당 (097950)	2017-05-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14
	2017-05-23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.86	-24.12
	2017-06-13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12
	2017-06-29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12
	2017-07-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12
	2017-08-07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48
	2017-09-13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.30	-24.48
	2017-10-10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.08	-22.81
	2017-10-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46
	2017-11-09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-24.48	-16.67
	2017-11-20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-24.62	-21.51
	2017-12-19	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.53	-25.70
	2018-01-04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.48	-21.60
	2018-01-16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.77	-21.60
	2018-02-09	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.54	-23.26
	2018-02-26	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.52	-23.26
	2018-04-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.06	-12.32
	2018-05-11	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-16.24	-11.22
	2018-06-07	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.03	-6.95
	2018-07-10	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.56	-6.95
2018-07-25	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.79	-6.95	
2018-08-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-20.30	-17.67	
2018-08-31	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.35	-17.67	
2018-10-18	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.43	-17.67	
2018-11-05	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.45	-17.67	
2018-11-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.24	-15.93	
2018-11-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-28.13	-26.56	
2018-12-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.32	-26.56	

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
C제일제당 (097950)	2019-02-15	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.04	-26.56
	2019-03-26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.35	-26.56
	2019-04-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-31.06	-26.56
	2019-05-14	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.30	-34.43
	2019-05-21	BUY(Maintain)	440,000원	6개월		
오리온 (271560)	2018-01-08	BUY(Initiate)	128,000원	6개월	-16.99	-14.45
	2018-01-16	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-10.72	-2.34
	2018-02-14	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-8.90	5.86
	2018-04-17	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-17.49	-12.75
	2018-05-16	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-16.86	-12.75
	2018-05-28	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-13.58	-2.61
	2018-06-18	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-17.87	-14.36
	2018-07-13	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-19.90	-14.36
	2018-07-25	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-23.43	-14.36
	2018-08-16	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.32	-30.63
	2018-09-19	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.55	-30.63
	2018-10-12	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.11	-30.63
	2018-11-05	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.84	-30.63
	2018-11-15	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.96	-30.63
	2018-11-21	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.17	-22.50
	2019-01-28	BUY(Maintain)	155,000원	6개월	-27.74	-25.16
	2019-02-15	BUY(Maintain)	155,000원	6개월	-28.95	-25.16
	2019-03-18	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-29.77	-26.07
	2019-05-08	BUY(Maintain)	133,000원	6개월	-28.95	-23.31
	2019-05-21	BUY(Maintain)	133,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
롯데칠성 (005300)	2017-05-16	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-27.17	-13.56
	2017-05-31	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-24.49	-9.18
	2017-07-12	Outperform (Downgrade)	177,000원	6개월	-8.30	-6.15
	2017-08-01	Marketperform (Downgrade)	160,000원	6개월	-13.16	0.13
	2018-11-30	Marketperform (Reinitiate)	151,000원	6개월	-5.13	-1.43
	2019-02-19	BUY(Upgrade)	190,000원	6개월	-10.59	-2.78
	2019-04-16	BUY(Upgrade)	220,000원	6개월	-24.11	-19.72
	2019-05-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.10	-19.72
	2019-05-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월		
	2019-05-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월		
하이트진로 (000080)	2018-05-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-26.86	-18.79
	2018-08-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.51	-28.75
	2018-11-05	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.26	-24.17
	2019-01-08	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.32	-24.17
	2019-03-14	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-23.56	-21.67
	2019-04-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-21.14	-11.25
	2019-05-16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-32.13	-23.93
	2019-05-21	BUY(Maintain)	28,000원	6개월		

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
매일유업 (267980)	2017-06-05	BUY (Initiate)	110,000원	6개월	-27.69	-22.55
	2017-07-12	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-19.05	-16.17
	2017-08-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-23.42	-16.17
	2017-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.68	-16.17
	2018-01-26	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.01	-12.34
	2018-05-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-16.35	7.98
	2018-11-05	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-21.44	-20.74
	2018-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-14.71	-4.47
	2019-04-16	BUY (Maintain)	123,000원	6개월	-28.24	-24.96
	2019-05-16	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-30.41	-30.08
	2019-05-21	BUY (Maintain)	131,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
CJ프레시웨이 (051500)	2017-05-15	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.64	-24.43
	2017-05-23	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.28	-15.66
	2017-07-03	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.42	-15.66
	2017-07-12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.09	-15.66
	2017-08-09	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-31.83	-26.17
	2017-09-07	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-33.20	-26.17
	2017-09-13	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-38.05	-26.17
	2017-10-17	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.79	-29.55
	2017-11-08	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.68	-29.55
	2017-11-20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-33.39	-28.93
	2018-02-08	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.27	-26.70
	2018-05-10	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.46	-26.70
	2018-05-28	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-33.12	-26.70
	2018-07-25	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-30.83	-28.44
	2018-08-10	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-32.82	-27.67
	2018-11-05	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-40.33	-36.89
	2018-11-12	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-16.96	-3.33
	2019-01-10	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-31.32	-28.60
	2019-02-12	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.01	-24.35
	2019-04-16	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.37	-24.24
2019-05-02	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.63	-24.24	
2019-05-09	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-29.09	-24.24	
2019-05-21	BUY(Maintain)	46,000원	6개월			

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 추이 (2개년)

