



## Overweight (Maintain)

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

# 음식료

## 2분기 실적 리뷰 및 시사점



8/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 2분기 실적을 살펴보면, 양적/질적으로 음료/주류 업체들의 실적이 비교적 돋보였다. 한편, 가공식품 업체들의 실적이 대체로 시장 기대치를 하회하였는데, 하반기에는 CJ제일제당과 이마트의 전략 변화에 따라 다소 다른 양상이 전개될 가능성이 높다.

### >>> 양적/질적으로 돋보인 음료/주류 업체의 실적

8/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 2분기 실적을 살펴보면, 영업이익 기준으로 롯데칠성/매일유업은 시장 컨센서스를 상회하였고, 농심/대상/롯데푸드/오뚜기/하이트진로는 시장 컨센서스를 하회하였으며, 빙그레는 시장 컨센서스에 부합하였다.

2분기 실적에서도 전반적으로 음료/주류 업체들의 실적이 양적/질적으로 돋보였다. 1) 날씨 영향이 음료/주류 판매량에 우호적으로 작용하였고, 2) 소주/맥주/커피음료의 판가 인상 효과가 있었으며, 3) 업체별로 신제품 모멘텀(아몬드브리즈/셀렉스/테라/진로 등)도 돋보인 편이었기 때문이다. 비록 하이트진로의 영업이익은 시장 컨센서스를 하회하였지만, 2분기 매출총이익률이 1분기 대비 +6.5%p 개선되면서 질적으로 좋은 실적을 시현했기 때문에, 향후 수익성 개선 기대감이 강해질 것으로 판단된다. 한편, 식자재유통/단체급식 업체들도 주요 거래처와의 계약조건을 개선시키면서, 수익성이 전년동기 대비 개선된 모습을 보였다.

### >>> 가공식품 업체는 전반적으로 부진한 실적 시현

2분기 실적에서 가장 우려스러운 점은 HMR을 중심으로 매출을 성장시켜오던 가공식품 업체들이 모두 시장 컨센서스를 하회한 부분이다. 1등 업체인 CJ제일제당은 가공식품 영업이익률이 2%까지 하락하였고, 오뚜기와 풀무원식품도 모두 전년동기 대비 영업이익률이 하락하였다.

대상은 베스트코 합병효과를 제외한다면 식품 사업의 영업이익률이 전년동기 대비 개선된 것으로 판단된다. 하지만, 2분기에 장류 등 주력 제품의 가격인상이 있었던 점을 감안한다면, 소폭의 수익성 개선으로는 좋은 평가를 받기 어렵다. 동원F&B도 별도기준 영업이익률이 전년동기 대비 소폭 개선되었으나, 참치어가 하락이라는 특수성을 감안한다면, 실질적으로 수익성이 개선된 상황은 아닌 것으로 판단된다.

그렇다면, 이렇게 실적이 부진한 이유는 무엇이고, 하반기 개선 가능성에 대해 어떻게 접근해야 할 것인가?

### Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 1) 대규모 투자 이후 나타난 경쟁 심화 가능성

첫째, 대규모 투자 이후 경쟁 심화가 나타났을 가능성이다. 국내 HMR 시장은 연평균 +15% 정도의 성장률을 보여 왔고, HMR은 모든 식품 제조업체들이 고성장 품목으로 생각하고 있는 카테고리이다. 이런 배경 속에서 CJ제일제당의 진천공장 투자를 비롯하여, 업체들의 크고 작은 투자가 이어지고 있다. 오뚜기도 작년에 2천억원이 넘는 유형자산 투자를 단행하였고, 올해 상반기에만 1,500억원에 가까운 유형자산 투자를 단행하였다. 따라서, 시장 수요 대비 넘치는 공급 물량이 발생하면서, 전반적으로 판촉 할인 행사가 늘어났을 수 있다.

## 2) 대형마트 부진으로 타격을 받았을 가능성

둘째, 대형마트의 트래픽/매출 감소의 영향을 받았을 가능성이다. 즉석섬취조리식품 카테고리(가공밥/국탕찌개/죽류/즉석국 등)의 대형마트 매출 비중은 35~40% 수준이다 (1Q19 소매점 매출액 기준). 이외에도 다양한 냉장/냉동 육가공품 제품의 주요 판매처는 대형마트이다. 대형마트는 최근 들어서 트래픽 감소세가 확대되고 있는 채널이다. 게다가 비식품 매출에 이어 식품 매출까지 감소하고 있는 상황이다. 신선식품 새벽배송을 앞세운 쿠팡과 컬리에게 점유율을 빼앗겼기 때문이다. 물론 가정 간편식 매출이 전년동기 대비 감소했을 가능성은 제한적이다. 하지만, 판촉 활동 대비 판매량의 증가가 예상보다 약하게 나왔다면, 수익성이 좋기가 어렵다.

## 하반기는 CJ제일제당과 이마트의 전략 변화로 시장 환경 변화 전망

하반기 관전 포인트는 제조업체 1위인 CJ제일제당과 대형마트 1위인 이마트의 전략 변화이다. CJ제일제당은 지속된 투자로 인해 재무구조가 악화되면서, 가공식품 SKU 감축 및 판촉비 절감을 선언한 상황이다. 동사가 국내 HMR 시장의 성장세와 판촉 경쟁을 주도했던 점을 감안한다면, 전반적으로 식품 업체들의 마케팅 비용이 줄어들 가능성이 높다.

이마트는 쿠팡/컬리와 마찬가지로 새벽배송을 도입하고, 이마트몰 매출 성장에 역점을 두고 있다. 국내 식품 업체들의 이커머스 채널 비중이 계속해서 늘어나고 있는 상황이긴 하지만, 아직까지는 이마트와 같은 대형마트 채널에 노출된 비중이 훨씬 높다. 이마트가 여전히 쿠팡/컬리 대비 식품 SKU 수가 많고, 국내 주요 상위 식품업체들의 상품을 많이 판매하고 있기 때문이다(CJ제일제당의 이커머스 채널 비중은 7~8% 수준 / 국내 식품 소매유통의 이커머스 침투율은 15% 수준 – 19년 상반기 기준). 따라서, 이마트를 비롯한 대형마트의 온라인 채널 강화는 식품 업체 입장에서도 반가운 일이다.

한편, 국내 식품 업체들의 채널 전략 변화도 가속화 될 가능성이 높다. 대형마트의 오프라인 점포가 점차 시장 지배력이 떨어지고 있기 때문이다. 따라서, 판촉비 투자 비중 측면에서의 이커머스가 차지하는 비중이 점차 확대될 개연성이 높다.

## 하반기 업종 투자전략

하반기에도 상반기에 실적이 좋았던 매일유업, CJ프레시웨이의 실적 호조세는 지속될 전망이다. 하이트진로는 신제품 초기 마케팅 비용으로 수익성이 부진했지만, 테라의 MS 상승으로 맥주 가동률이 개선되고 있기 때문에, 실적 개선 기대감이 지속될 전망이다.

또한, 실적이 부진했던 업체들 중에서는 가공식품 업체들의 수익성 변화 가능성에 관심을 가져야 한다. 특히, CJ제일제당의 판촉비가 하반기부터 줄어들 가능성이 높기 때문에, 상저하고의 수익성 흐름이 나타날 개연성이 높다.

## 주요 기업 2Q19 실적 결과 (1) (단위: 억원)

회사명	구분	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	YoY
KT&G	매출액	11,197	11,825	11,017	11,850	12,559	12.2%
	영업이익	3,230	3,569	2,639	3,482	4,065	25.9%
	OPM	28.8%	30.2%	24.0%	29.4%	32.4%	3.5%p
	순이익	2,666	2,589	1,273	2,730	3,239	21.5%
오리온	매출액	4,238	4,937	4,932	4,976	4,393	3.7%
	영업이익	396	787	703	773	504	27.3%
	OPM	9.3%	15.9%	14.3%	15.5%	11.5%	2.1%p
	순이익	274	326	139	513	362	32.3%
CJ 제일제당	매출액	44,537	49,456	49,221	50,178	55,153	23.8%
	영업이익	1,846	2,652	1,727	1,791	1,753	-5.0%
	OPM	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.2%	-1.0%p
	순이익	7,585	1,080	-538	409	162	-97.9%
CJ 프레시웨이	매출액	7,286	7,043	7,193	7,477	7,565	3.8%
	영업이익	138	133	176	66	194	40.5%
	OPM	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	2.6%	0.7%p
	순이익	24	41	62	-20	70	190.7%
SPC 삼립	매출액	5,416	5,509	5,921	5,739	6,082	12.3%
	영업이익	167	107	212	96	166	-0.7%
	OPM	3.1%	1.9%	3.6%	1.7%	2.7%	-0.4%p
	순이익	118	79	140	58	114	-4.1%
남양유업	매출액	2,672	2,816	2,748	2,511	2,639	-1.2%
	영업이익	15	22	36	13	6	-62.7%
	OPM	0.6%	0.8%	1.3%	0.5%	0.2%	-0.4%p
	순이익	12	32	-26	53	20	67.9%
농심	매출액	5,328	5,660	5,746	5,886	5,682	6.6%
	영업이익	65	217	260	316	82	26.9%
	OPM	1.2%	3.8%	4.5%	5.4%	1.4%	0.2%p
	순이익	77	195	251	290	47	-39.4%
대상	매출액	7,243	7,853	7,072	7,233	7,315	1.0%
	영업이익	354	414	132	381	337	-4.5%
	OPM	4.9%	5.3%	1.9%	5.3%	4.6%	-0.3%p
	순이익	407	209	-156	233	366	-10.0%
동원 F&B	매출액	6,466	7,894	6,617	7,482	7,091	9.7%
	영업이익	132	383	129	349	144	9.5%
	OPM	2.0%	4.9%	1.9%	4.7%	2.0%	0.0%p
	순이익	63	265	82	250	84	33.0%
동원산업	매출액	5,972	6,165	6,257	6,738	6,692	12.1%
	영업이익	503	337	440	576	578	15.0%
	OPM	8.4%	5.5%	7.0%	8.5%	8.6%	0.2%p
	순이익	262	-76	153	323	287	9.8%
롯데제과	매출액	4,380	4,583	3,970	4,918	5,457	24.6%
	영업이익	200	313	18	151	274	36.9%
	OPM	4.6%	6.8%	0.5%	3.1%	5.0%	0.5%p
	순이익	126	110	-163	83	151	19.6%
롯데칠성	매출액	5,995	6,699	5,543	5,749	6,775	13.0%
	영업이익	235	512	17	193	463	97.5%
	OPM	3.9%	7.6%	0.3%	3.3%	6.8%	2.9%p
	순이익	65	259	-784	24	-446	적전
롯데푸드	매출액	4,702	4,965	4,133	4,252	4,664	-0.8%
	영업이익	228	275	13	86	186	-18.8%
	OPM	4.9%	5.5%	0.3%	2.0%	4.0%	-0.9%p
	순이익	152	179	-11	72	145	-4.2%
매일유업	매출액	3,192	3,335	3,264	3,372	3,497	9.6%
	영업이익	189	212	207	207	278	47.0%
	OPM	5.9%	6.4%	6.3%	6.1%	8.0%	2.0%p
	순이익	183	174	132	172	213	16.1%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드는 별도기준, 나머지는 연결기준

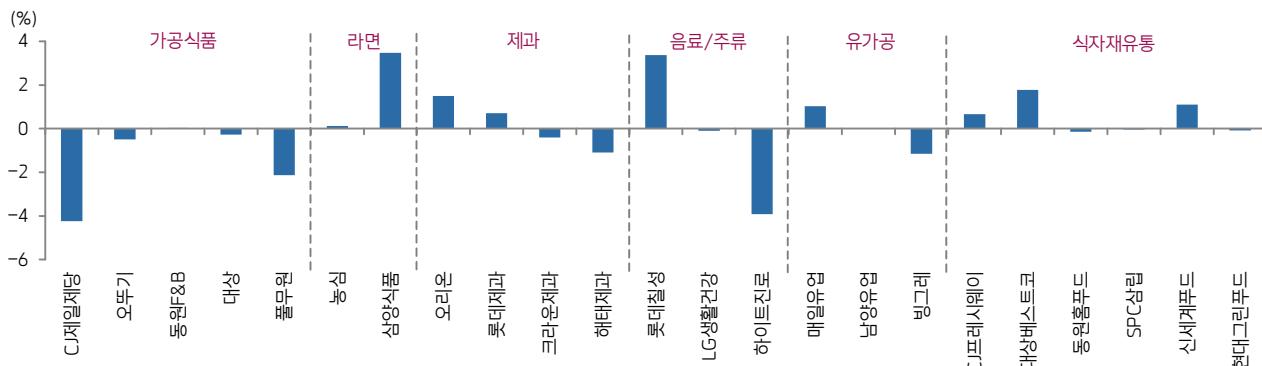
## 주요 기업 2Q19 실적 결과 (2) (단위: 억원)

회사명	구분	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	YoY
무학	매출액	503	433	490	459	450	-10.6%
	영업이익	-18	-43	-31	-19	-42	129.9%
	OPM	-3.7%	-10.0%	-6.4%	-4.1%	-9.5%	-5.8%p
	순이익	45	19	-259	233	61	34.4%
빙그레	매출액	2,420	2,711	1,723	1,774	2,494	3.0%
	영업이익	219	252	-106	62	206	-5.7%
	OPM	9.0%	9.3%	-6.2%	3.5%	8.3%	-0.8%p
	순이익	178	203	-76	61	175	-1.3%
삼양식품	매출액	1,235	1,102	1,098	1,204	1,337	8.2%
	영업이익	130	127	114	153	208	60.1%
	OPM	10.5%	11.5%	10.4%	12.7%	15.6%	5.0%p
	순이익	111	101	-7	114	181	63.0%
신세계푸드	매출액	3,103	3,370	3,133	3,166	3,274	5.5%
	영업이익	69	56	48	32	72	4.7%
	OPM	2.2%	1.7%	1.5%	1.0%	2.2%	0.0%p
	순이익	37	29	-49	9	32	-11.9%
오뚜기	매출액	5,371	5,796	5,527	5,967	5,670	5.6%
	영업이익	385	404	343	529	379	-1.7%
	OPM	7.2%	7.0%	6.2%	8.9%	6.7%	-0.5%p
	순이익	331	787	178	300	248	-25.1%
크라운제과	매출액	963	883	994	997	945	-1.8%
	영업이익	67	36	12	80	62	-7.5%
	OPM	7.0%	4.1%	1.2%	8.0%	6.6%	-0.4%p
	순이익	50	21	7	58	42	-17.2%
풀무원	매출액	5,723	5,862	5,683	5,493	5,971	4.3%
	영업이익	133	161	104	15	108	-18.8%
	OPM	2.3%	2.7%	1.8%	0.3%	1.8%	-0.5%p
	순이익	96	117	35	-59	92	-4.8%
하이트진로	매출액	4,932	5,001	4,717	4,230	5,244	6.3%
	영업이익	268	293	176	-42	106	-60.5%
	OPM	5.4%	5.9%	3.7%	-1.0%	2.0%	-3.4%p
	순이익	96	94	6	-138	-292	적전
해태제과식품	매출액	1,898	2,013	1,640	1,608	1,861	-2.0%
	영업이익	108	115	-24	18	85	-20.8%
	OPM	5.7%	5.7%	-1.5%	1.1%	4.6%	-1.1%p
	순이익	59	64	-102	-11	-15	적전
현대그린푸드	매출액	7,910	8,094	8,197	7,792	7,608	-3.8%
	영업이익	428	331	226	269	281	-34.4%
	OPM	5.4%	4.1%	2.8%	3.5%	3.7%	-1.7%p
	순이익	337	255	123	324	280	-16.8%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 크라운제과는 별도기준, 나머지는 연결기준

## 2Q19 OPM의 전년동기 대비 변화율 비교



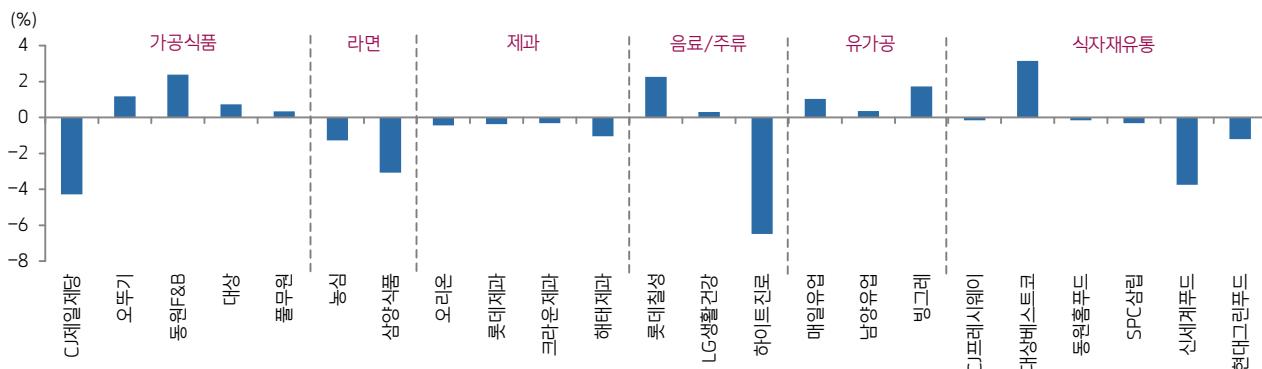
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치센터

주: 1) CJ제일제당은 가공식품 기준사업(슈완스 제외), 대상은 별도 식품 사업, 풀무원은 풀무원식품 별도, 오리온은 국내 사업, LG생활건강은 음료 사업 기준임

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

3) CJ프레시웨이는 연결기준임. 앞에서 언급되지 않은 모든 회사는 별도기준임

## 1Q19 OPM의 전년동기 대비 변화율 비교



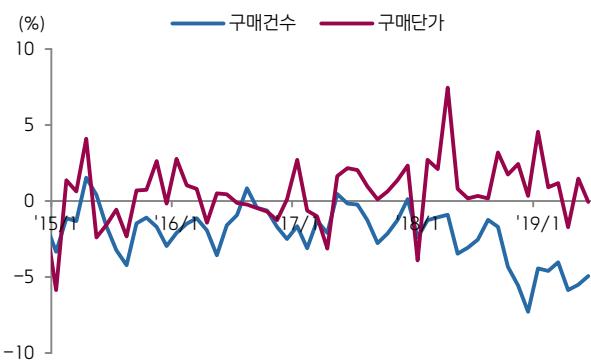
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치센터

주: 1) CJ제일제당은 가공식품 기준사업(슈완스 제외), 대상은 별도 식품 사업, 풀무원은 풀무원식품 별도, 오리온은 국내 사업, LG생활건강은 음료 사업 기준임

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

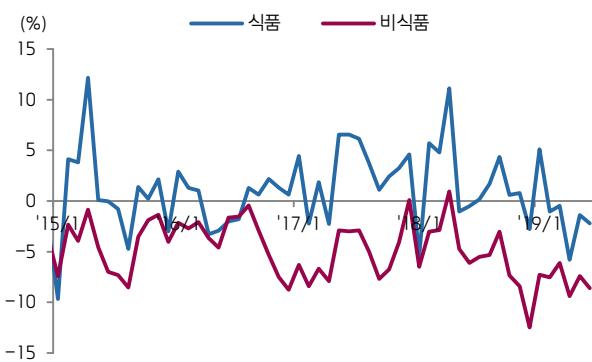
3) CJ프레시웨이는 연결기준임. 앞에서 언급되지 않은 모든 회사는 별도기준임

## 대형마트 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 대형마트 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## &gt;&gt;&gt; 농심(004370): 낮은 기저 대비 아쉬운 실적

투자의견 Outperform  
목표주가 260,000원

농심의 2분기 연결기준 영업이익은 82억원(+27% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 해외사업 손익 개선으로 인해, 영업이익은 전년동기 대비 증가하였다. 하지만, 올해 3월부터 출시된 계절면 신제품의 판매량 부진과 스낵 매출 감소로 인해, 국내법인의 매출액과 수익성이 시장 기대치를 하회하였다.

한편, 해외법인의 매출과 손익의 개선세는 긍정적이었다. 중국법인과 미국법인 모두 현지통화 기준으로 +7~8% 수준의 매출 성장을 시현했고, 영업이익률 모두 전년동기 대비 개선되었다. 중국은 신라면, 김치라면 등 주력제품 위주로 매출이 회복세이고, 미국은 주요 MT 거래선 확대와 텍사스 등 남부지역 진출 효과로 매출 성장세가 지속되었다.

하지만, 하반기 국내 시장 상황은 여전히 어려운 상황이다. 전반적으로 라면/스낵 시장의 성장세가 정체된 가운데, 동사는 기존 제품 익스텐션을 통해 매출 규모를 방어할 계획이다. 따라서, 하반기에도 국내 사업의 이익 가시성은 높지 않을 전망이다.

농심에 대해 투자의견 Outperform 을 유지하나, 목표주가를 26만원으로 하향한다(실적 추정치 하향). 동사의 해외사업은 미국과 중국을 중심으로 견조하게 성장하고 있으나, 국내사업의 이익 성장이 정체되면서, 내년 영업이익 증가율은 +4% 수준으로 전망된다.

## 농심 2Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	2Q19P	2Q18	(YoY)	1Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	568.2	532.8	6.6%	588.6	-3.5%	562.8	1.0%	568.7	-0.1%
영업이익	8.2	6.5	26.9%	31.6	-74.1%	13.6	-39.7%	16.9	-51.5%
(OPM)	1.4%	1.2%	0.2%p	5.4%	-3.9%p	2.4%	-1.0%p	3.0%	-1.5%p
지배주주순이익	4.7	7.7	-39.4%	29.0	-84.0%	14.5	-67.9%	16.5	-71.8%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

## 농심 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	594.1	2,351.1	2,427.7	590.2	2,334.6	2,416.5	-0.7%	-0.7%	-0.5%
영업이익	21.8	99.0	105.7	19.6	88.2	91.7	-10.0%	-10.9%	-13.2%
(OPM)	3.7%	4.2%	4.4%	3.3%	3.8%	3.8%	-0.3%p	-0.4%p	-0.6%p
지배주주순이익	20.2	91.2	97.0	17.0	74.9	85.2	-15.7%	-17.8%	-12.1%

자료: 키움증권 리서치

## 농심 목표주가 변경 내역

순현금가치(십억원)	330	2Q19 말 순현금액에 30% 할인
영업가치(십억원)	1,278	
지배주주순이익(십억원)	85	'20E 순이익
Target PER(배)	15	
목표 시가총액(십억원)	1,608	
총 발행주식 수(천주)	6,083	
목표주가(원)	260,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>563.1</b>	<b>532.8</b>	<b>566.0</b>	<b>574.6</b>	<b>588.6</b>	<b>568.2</b>	<b>590.2</b>	<b>587.7</b>	<b>2,236.4</b>	<b>2,334.6</b>	<b>2,416.5</b>
(YoY)	1.4%	-0.7%	-1.0%	5.4%	4.5%	6.6%	4.3%	2.3%	1.3%	4.4%	3.5%
<b>국내</b>	<b>445.3</b>	<b>421.8</b>	<b>444.2</b>	<b>454.2</b>	<b>455.3</b>	<b>439.2</b>	<b>453.6</b>	<b>445.6</b>	<b>1,765.5</b>	<b>1,793.7</b>	<b>1,820.8</b>
(YoY)	0.7%	-3.7%	-3.7%	3.2%	2.3%	4.1%	2.1%	-1.9%	-0.9%	1.6%	1.5%
면류	297.5	289.5	299.8	312.4	302.6	297.7	302.8	303.1	1,199.2	1,206.2	1,194.2
(YoY)	3.5%	-2.6%	-4.7%	0.7%	1.7%	2.8%	1.0%	-3.0%	-0.9%	0.6%	-1.0%
스낵	82.1	81.4	81.6	78.8	79.1	77.8	83.1	78.3	323.9	318.3	324.6
(YoY)	-1.0%	3.8%	-3.0%	4.8%	-3.7%	-4.4%	1.8%	-0.7%	1.0%	-1.7%	2.0%
음료	29.1	42.9	48.5	34.7	34.5	45.3	52.5	35.8	155.2	168.1	182.3
(YoY)	4.7%	6.2%	15.5%	29.5%	18.6%	5.6%	8.3%	3.3%	13.3%	8.3%	8.4%
수출/상품/기타	108.9	88.4	92.0	105.2	118.7	101.0	101.1	109.4	394.5	430.3	451.9
(YoY)	8.6%	11.5%	5.1%	18.1%	9.0%	14.3%	9.9%	4.0%	10.8%	9.1%	5.0%
차이	-72.3	-80.4	-77.7	-76.9	-79.6	-82.6	-85.9	-81.0	-307.3	-329.2	-332.3
<b>해외</b>	<b>117.8</b>	<b>111.0</b>	<b>121.8</b>	<b>120.4</b>	<b>131.8</b>	<b>127.4</b>	<b>136.5</b>	<b>142.1</b>	<b>471.0</b>	<b>537.9</b>	<b>595.7</b>
(YoY)	4.1%	12.9%	10.4%	14.8%	11.9%	14.8%	12.1%	18.0%	10.4%	14.2%	10.8%
<b>중국</b>	<b>43.6</b>	<b>35.5</b>	<b>41.9</b>	<b>35.9</b>	<b>43.3</b>	<b>38.5</b>	<b>44.1</b>	<b>40.8</b>	<b>156.9</b>	<b>166.7</b>	<b>179.2</b>
(YoY)	-2.0%	13.8%	6.4%	14.4%	-0.7%	8.5%	5.2%	13.7%	7.1%	6.3%	7.5%
<b>미국</b>	<b>57.9</b>	<b>57.5</b>	<b>62.5</b>	<b>67.4</b>	<b>71.0</b>	<b>67.4</b>	<b>72.1</b>	<b>81.1</b>	<b>245.3</b>	<b>291.6</b>	<b>329.3</b>
(YoY)	3.9%	9.1%	10.7%	14.1%	22.7%	17.4%	15.3%	20.3%	9.5%	18.9%	12.9%
일본	11.1	11.9	11.5	11.9	11.8	14.5	13.3	13.8	46.4	53.5	57.9
(YoY)	23.9%	22.3%	18.2%	12.7%	5.9%	22.4%	15.9%	16.7%	19.0%	15.4%	8.2%
호주	5.2	6.1	5.9	5.2	5.7	6.9	7.1	6.4	22.4	26.1	29.4
(YoY)	31.8%	28.5%	25.0%	33.7%	10.3%	13.0%	20.0%	21.6%	29.5%	16.2%	12.7%
<b>매출총이익</b>	<b>179.7</b>	<b>152.9</b>	<b>171.6</b>	<b>167.5</b>	<b>181.6</b>	<b>162.3</b>	<b>174.7</b>	<b>174.8</b>	<b>671.7</b>	<b>693.3</b>	<b>723.0</b>
(GPM)	31.9%	28.7%	30.3%	29.2%	30.8%	28.6%	29.6%	29.7%	30.0%	29.7%	29.9%
<b>판관비</b>	<b>145.3</b>	<b>146.4</b>	<b>149.9</b>	<b>141.6</b>	<b>150.0</b>	<b>154.1</b>	<b>155.1</b>	<b>146.0</b>	<b>583.2</b>	<b>605.1</b>	<b>631.3</b>
(판관비율)	25.8%	27.5%	26.5%	24.6%	25.5%	27.1%	26.3%	24.8%	26.1%	25.9%	26.1%
<b>영업이익</b>	<b>34.4</b>	<b>6.5</b>	<b>21.7</b>	<b>26.0</b>	<b>31.6</b>	<b>8.2</b>	<b>19.6</b>	<b>28.8</b>	<b>88.6</b>	<b>88.2</b>	<b>91.7</b>
(YoY)	6.0%	-64.6%	-30.7%	81.1%	-8.1%	26.9%	-9.6%	10.8%	-8.1%	-0.4%	4.0%
(OPM)	6.1%	1.2%	3.8%	4.5%	5.4%	1.4%	3.3%	4.9%	4.0%	3.8%	3.8%
<b>국내</b>	<b>28.3</b>	<b>2.9</b>	<b>14.2</b>	<b>21.4</b>	<b>23.8</b>	<b>2.9</b>	<b>12.9</b>	<b>21.2</b>	<b>66.7</b>	<b>60.8</b>	<b>61.6</b>
(OPM)	6.3%	0.7%	3.2%	4.7%	5.2%	0.7%	2.8%	4.8%	3.8%	3.4%	3.4%
<b>해외</b>	<b>3.5</b>	<b>2.9</b>	<b>6.8</b>	<b>2.7</b>	<b>5.6</b>	<b>6.4</b>	<b>5.9</b>	<b>5.7</b>	<b>15.8</b>	<b>23.6</b>	<b>26.3</b>
(OPM)	3.0%	2.6%	5.5%	2.2%	4.3%	5.0%	4.3%	4.0%	3.4%	4.4%	4.4%
연결조정	2.7	0.7	0.8	1.9	2.2	-1.1	0.8	1.9	6.1	3.8	3.8
세전이익	41.8	11.8	26.4	32.4	38.3	15.7	22.5	31.6	112.3	108.1	112.5
당기순이익	32.1	7.6	19.5	25.0	29.1	4.6	17.0	24.2	84.3	75.0	85.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>32.1</b>	<b>7.7</b>	<b>19.5</b>	<b>25.1</b>	<b>29.0</b>	<b>4.7</b>	<b>17.0</b>	<b>24.2</b>	<b>84.3</b>	<b>74.9</b>	<b>85.2</b>
(YoY)	7.9%	-51.8%	-32.8%	56.4%	-9.4%	-39.4%	-12.6%	-3.4%	-7.0%	-11.1%	13.7%
<b>현지 통화 기준 매출 성장률</b>											
중국	-2.3%	10.7%	9.5%	17.6%	0.5%	7.6%	2.0%	9.0%	7.9%	4.5%	7.0%
미국	11.8%	14.3%	11.4%	12.1%	17.0%	8.3%	10.0%	13.0%	12.4%	12.1%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 농심 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,208.3	2,236.4	2,334.6	2,416.5	2,496.2
매출원가	1,473.9	1,564.7	1,641.3	1,693.4	1,744.5
매출총이익	734.4	671.7	693.3	723.0	751.7
판관비	638.0	583.2	605.1	631.3	655.1
<b>영업이익</b>	96.4	88.6	88.2	91.7	96.6
<b>EBITDA</b>	179.5	173.0	178.1	185.3	191.1
영업외손익	23.0	23.8	19.9	20.8	21.7
이자수익	10.6	12.2	12.5	13.4	14.3
이자비용	2.9	3.6	3.6	3.6	3.6
외환관련이익	10.5	5.6	4.4	4.4	4.4
외환관련손실	7.6	6.7	3.2	3.2	3.2
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	12.4	16.5	10.0	10.0	10.0
<b>법인세차감전이익</b>	119.4	112.3	108.1	112.5	118.3
법인세비용	28.7	28.0	33.1	27.2	28.6
계속사업순손익	90.7	84.3	75.0	85.2	89.7
<b>당기순이익</b>	90.7	84.3	75.0	85.2	89.7
<b>지배주주순이익</b>	90.7	84.3	74.9	85.2	89.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-0.4	1.3	4.4	3.5	3.3
영업이익 증감율	7.5	-8.1	-0.5	4.0	5.3
EBITDA 증감율	2.5	-3.6	2.9	4.0	3.1
지배주주순이익 증감율	-54.5	-7.1	-11.2	13.8	5.3
EPS 증감율	-54.5	-7.0	-11.1	13.7	5.2
매출총이익률(%)	33.3	30.0	29.7	29.9	30.1
영업이익률(%)	4.4	4.0	3.8	3.8	3.9
EBITDA Margin(%)	8.1	7.7	7.6	7.7	7.7
지배주주순이익률(%)	4.1	3.8	3.2	3.5	3.6

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	103.4	146.9	164.8	173.5	179.0
당기순이익	90.7	84.3	75.0	85.2	89.7
비현금항목의 가감	130.8	133.7	114.2	111.3	112.6
유형자산감가상각비	81.9	83.1	88.5	92.3	93.2
무형자산감가상각비	1.2	1.4	1.4	1.3	1.3
지분법평가손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	47.7	49.4	24.5	17.9	18.3
영업활동자산부채증감	-95.2	-46.5	-1.0	-6.3	-6.1
매출채권및기타채권의감소	-8.2	27.9	-1.9	-7.4	-7.2
재고자산의감소	-9.4	-32.3	-2.3	-7.2	-7.0
매입채무및기타채무의증가	-38.0	-2.4	3.3	8.3	8.1
기타	-39.6	-39.7	-0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-22.9	-24.6	-23.4	-16.7	-17.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-79.2	-128.9	-126.7	-106.4	-106.4
유형자산의 취득	-128.2	-88.2	-120.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.8	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.8	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.8	16.7	-6.7	-6.4	-6.4
단기금융자산의감소(증가)	46.7	-58.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.5	0.6	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-47.0	-5.8	-23.1	-23.1	-23.1
차입금의 증가(감소)	-23.9	17.4	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	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1
기타	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-1.2	0.1	-0.8	-0.8	-0.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-24.0	12.3	14.2	43.3	48.7
기초현금 및 현금성자산	179.4	155.4	167.7	181.9	225.2
기말현금 및 현금성자산	155.4	167.7	181.9	225.2	273.9

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	985.9	1,053.8	1,072.2	1,130.1	1,193.1
현금 및 현금성자산	155.4	167.7	181.9	225.2	273.9
단기금융자산	396.3	454.3	454.3	454.3	454.3
매출채권 및 기타채권	238.8	210.3	212.2	219.7	226.9
재고자산	172.0	202.4	204.8	212.0	219.0
기타유동자산	419.7	473.4	473.3	473.2	473.3
<b>비유동자산</b>	1,464.0	1,478.5	1,515.2	1,527.8	1,539.5
투자자산	76.8	59.9	66.4	72.7	78.9
유형자산	1,122.3	1,157.8	1,189.3	1,197.0	1,203.8
무형자산	60.7	59.6	58.2	56.9	55.6
기타비유동자산	204.2	201.2	201.3	201.2	201.2
<b>자산총계</b>	2,449.9	2,532.3	2,587.4	2,657.9	2,732.6
<b>유동부채</b>	489.3	522.2	525.5	533.8	542.0
매입채무 및 기타채무	440.2	429.1	432.3	440.7	448.8
단기금융부채	11.7	35.2	35.2	35.2	35.2
기타유동부채	37.4	57.9	58.0	57.9	58.0
<b>비유동부채</b>	119.5	112.3	112.3	112.3	112.3
장기금융부채	56.4	53.1	53.1	53.1	53.1
기타비유동부채	63.1	59.2	59.2	59.2	59.2
<b>부채총계</b>	608.8	634.5	637.8	646.1	654.3
<b>자본부채</b>	1,828.4	1,885.1	1,936.9	1,999.0	2,065.6
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
기타자본	-80.8	-80.8	-80.8	-80.8	-80.8
기타포괄손익누계액	-29.6	-27.7	-27.7	-27.7	-27.7
이익잉여금	1,787.7	1,842.5	1,894.3	1,956.4	2,023.0
비자본부채	12.7	12.6	12.7	12.7	12.7
<b>자본총계</b>	1,841.1	1,897.8	1,949.6	2,011.8	2,078.3

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	14,905	13,858	12,321	14,014	14,743
BPS	300,600	309,918	318,437	328,648	339,588
CFPS	36,406	35,848	31,117	32,310	33,261
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	23.8	18.4	18.3	16.1	15.3
PER(최고)	25.5	25.9	25.9		
PER(최저)	19.4	15.3	17.6		
PBR	1.18	0.82	0.71	0.68	0.66
PBR(최고)	1.26	1.16	1.00		
PBR(최저)	0.96	0.68	0.68		
PSR	0.98	0.69	0.59	0.57	0.55
PCFR	9.7	7.1	7.2	7.0	6.8
EV/EBITDA	9.4	5.9	4.8	4.4	4.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	25.5	27.4	30.8	27.1	25.8
배당수익률(%),보통주,현금)	1.1	1.6	1.8	1.8	1.8
ROA	3.7	3.4	2.9	3.3	3.3
ROE	5.0	4.5	3.9	4.3	4.4
ROIC	6.0	5.1	5.1	5.7	5.9
매출채권회전율	9.2	10.0	11.0	11.2	11.2
재고자산회전율	12.9	11.9	11.5	11.6	11.6
부채비율	33.1	33.4	32.7	32.1	31.5
순차입금비율	-26.3	-28.1	-28.1	-29.4	-30.8
이자보상배율	33.5	24.3	24.2	25.1	26.5
총차입금	68.2	88.3	88.3	88.3	88.3
순차입금	-483.5	-533.8	-547.9	-591.2	-640.0
NOPLAT	179.5	173.0	178.1	185.3	191.1
FCF	-76.5	10.0	30.1	56.9	61.6

## &gt;&gt;&gt; 대상(001680): 소재 사업 회복이 관건

투자의견 BUY

목표주가 29,000원

대상의 2분기 연결기준 영업이익은 337억원(-5% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 자회사 손익 개선(베스트코/PT미원)과 식품 사업부 비용 효율화는 전사 이익 증가에 긍정적이었으나, 1) 전년동기 시황 호조에 따른 역기저 부담, 2) 원자료(옥수수) 단가 상승 부담, 3) 라이신 시황 부진으로 인해, 별도기준 소재 사업의 이익이 시장 기대치에 미치지 못하였다.

**하반기 관전포인트는 김치의 마케팅 비용 변화**이다. 포장김치 시장에서 판촉 경쟁을 주도했던 CJ제일제당이 전사 수익구조와 재무구조가 악화되면서, 전사 판촉비를 줄이고 있기 때문이다. 비록 동사가 경쟁사에게 MS를 많이 내준 상황이긴 하지만, 여전히 포장 김치 카테고리에서 1위를 고수하고 있기 때문에, 수익성이 정상화 된다면 식품 사업부의 이익이 예상 보다 가파르게 개선될 수 있다.

한편, 소재 사업은 중기적으로 실적 가시성이 낮은 편이다. 옥수수 단가 상승 부담은 차츰 완화될 수 있으나, 라이신 시황이 아프리카돼지열병에 따른 수요 부진 영향으로 좋지 않은 상황이기 때문이다.

대상에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 29,000원으로 하향한다(실적 추정치 하향). 라이신 시황 악화가 부담스러운 부분이지만, 전분당과 포장김치 사업의 수익성은 점차 개선될 것으로 기대된다.

## 대상 2Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	2Q19P	2Q18	(YoY)	1Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	731.5	724.3	1.0%	723.3	1.1%	745.7	-1.9%	727.2	0.6%
영업이익	33.7	35.4	-4.5%	38.1	-11.4%	39.5	-14.6%	42.5	-20.6%
(OPM)	4.6%	4.9%	-0.3%p	5.3%	-0.7%p	5.3%	-0.7%p	5.8%	-1.2%p
지배주주순이익	36.6	42.8	-14.5%	23.3	57.4%	34.7	5.5%	28.2	29.8%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

## 대상 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	794.6	2,973.0	3,060.0	796.8	2,983.3	3,066.0	0.3%	0.3%	0.2%
영업이익	46.0	137.0	141.0	42.7	129.2	135.0	-7.2%	-5.7%	-4.2%
(OPM)	5.8%	4.6%	4.6%	5.4%	4.3%	4.4%	-0.4%p	-0.3%p	-0.2%p
지배주주순이익	30.8	87.0	92.0	28.4	95.3	86.8	-7.7%	9.6%	-5.7%

자료: 키움증권 리서치

## 대상 목표주가 변경 내역

EPS(원)	2,410	'20E EPS
Target PER(배)	12	최근 1년 FW12M PER 상단
목표주가(원)	29,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 대상 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>740.0</b>	<b>724.3</b>	<b>785.3</b>	<b>707.2</b>	<b>723.3</b>	<b>731.5</b>	<b>796.8</b>	<b>731.7</b>	<b>2,956.8</b>	<b>2,983.3</b>	<b>3,066.0</b>
(YoY)	3.6%	0.0%	-4.2%	-0.6%	-2.2%	1.0%	1.5%	3.5%	-0.4%	0.9%	2.8%
<b>별도기준</b>	<b>562.6</b>	<b>541.8</b>	<b>599.8</b>	<b>531.7</b>	<b>555.5</b>	<b>607.1</b>	<b>711.6</b>	<b>638.3</b>	<b>2,235.9</b>	<b>2,512.5</b>	<b>2,718.9</b>
(YoY)	6.0%	1.8%	-1.5%	2.6%	-1.3%	12.1%	18.6%	20.0%	2.1%	12.4%	8.2%
식품	379.8	346.4	414.7	335.6	361.4	406.8	516.6	437.2	1,476.5	1,722.0	1,896.3
(YoY)	3.9%	-3.9%	-5.2%	-0.3%	-4.9%	17.5%	24.6%	30.3%	-1.6%	16.6%	10.1%
제조사업	379.8	346.4	414.7	335.6	361.4	355.3	429.6	349.2	1,476.5	1,495.6	1,533.4
(YoY)					-4.9%	2.6%	3.6%	4.1%		1.3%	2.5%
유통사업						63.2	102.9	103.9		270.1	426.9
(YoY)											58.1%
내부거래						-11.7	-16.0	-16.0		-43.7	-64.0
소재	182.8	195.4	185.1	196.1	194.1	200.3	195.0	201.1	759.4	790.5	822.6
(YoY)	10.4%	13.9%	7.8%	8.2%	6.2%	2.5%	5.3%	2.6%	10.0%	4.1%	4.1%
<b>대상베스트코</b>	<b>120.7</b>	<b>129.8</b>	<b>124.6</b>	<b>102.3</b>	<b>93.6</b>	<b>34.7</b>			<b>477.4</b>	<b>128.2</b>	
(YoY)	-8.2%	-10.7%	-20.3%	-26.1%	-22.5%	-73.3%			-16.5%	-73.1%	
<b>PT 미원 인도네시아</b>	<b>46.8</b>	<b>47.5</b>	<b>49.6</b>	<b>52.8</b>	<b>54.7</b>	<b>55.6</b>	<b>55.8</b>	<b>56.8</b>	<b>196.7</b>	<b>222.9</b>	<b>227.4</b>
(YoY)	30.5%	28.7%	12.9%	22.9%	16.8%	16.9%	12.7%	7.6%	23.2%	13.3%	2.0%
<b>미원 베트남</b>	<b>21.0</b>	<b>22.2</b>	<b>24.7</b>	<b>26.6</b>	<b>26.6</b>	<b>26.8</b>	<b>26.7</b>	<b>26.7</b>	<b>94.5</b>	<b>106.8</b>	<b>106.9</b>
(YoY)	5.9%	12.0%	26.1%	29.8%	26.4%	20.6%	8.4%	0.4%	18.6%	13.0%	0.1%
기타 및 연결조정	-11.2	-17.1	-13.3	-6.2	-7.1	7.4	2.7	9.8	-47.8	12.8	12.8
<b>매출총이익</b>	<b>192.4</b>	<b>190.6</b>	<b>206.9</b>	<b>175.0</b>	<b>187.9</b>	<b>188.8</b>	<b>214.7</b>	<b>180.9</b>	<b>765.0</b>	<b>772.4</b>	<b>798.3</b>
(GPM)	26.0%	26.3%	26.3%	24.7%	26.0%	25.8%	27.0%	24.7%	25.9%	25.9%	26.0%
<b>판관비</b>	<b>162.2</b>	<b>155.3</b>	<b>165.5</b>	<b>161.8</b>	<b>149.8</b>	<b>155.0</b>	<b>172.1</b>	<b>166.3</b>	<b>644.8</b>	<b>643.2</b>	<b>663.2</b>
(판관비율)	21.9%	21.4%	21.1%	22.9%	20.7%	21.2%	21.6%	22.7%	21.8%	21.6%	21.6%
<b>영업이익</b>	<b>30.2</b>	<b>35.4</b>	<b>41.4</b>	<b>13.2</b>	<b>38.1</b>	<b>33.7</b>	<b>42.7</b>	<b>14.6</b>	<b>120.2</b>	<b>129.2</b>	<b>135.0</b>
(YoY)	4.5%	47.9%	6.8%	155.6%	26.1%	-4.5%	3.2%	10.6%	24.2%	7.5%	4.5%
(OPM)	4.1%	4.9%	5.3%	1.9%	5.3%	4.6%	5.4%	2.0%	4.1%	4.3%	4.4%
<b>별도기준</b>	<b>29.8</b>	<b>34.2</b>	<b>38.8</b>	<b>7.8</b>	<b>31.1</b>	<b>27.3</b>	<b>37.3</b>	<b>8.7</b>	<b>110.6</b>	<b>104.4</b>	<b>107.8</b>
(OPM)	5.3%	6.3%	6.5%	1.5%	5.6%	4.5%	5.2%	1.4%	4.9%	4.2%	4.0%
식품	12.8	11.9	25.9	-4.7	14.9	12.9	26.5	-2.3	45.9	51.9	53.9
(OPM)	3.4%	3.4%	6.2%	-1.4%	4.1%	3.2%	5.1%	-0.5%	3.1%	3.0%	2.8%
소재	17.0	22.3	13.0	12.5	16.2	14.3	10.8	11.0	64.7	52.4	53.9
(OPM)	9.3%	11.4%	7.0%	6.4%	8.4%	7.1%	5.5%	5.5%	8.5%	6.6%	6.6%
세전이익	26.5	54.6	29.7	8.2	33.4	47.0	37.5	9.3	119.1	127.2	114.5
당기순이익	19.0	40.6	20.9	-15.1	23.7	37.0	28.4	7.0	65.4	96.2	86.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>19.0</b>	<b>40.7</b>	<b>20.9</b>	<b>-15.6</b>	<b>23.3</b>	<b>36.6</b>	<b>28.4</b>	<b>7.0</b>	<b>64.9</b>	<b>95.3</b>	<b>86.8</b>
(YoY)	-21.9%	225.3%	-14.9%	적지	22.4%	-10.0%	36.4%	흑전	23.0%	46.9%	-9.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 대상 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,968.8	2,956.8	2,983.3	3,066.0	3,144.2
매출원가	2,174.5	2,191.8	2,210.9	2,267.7	2,325.0
매출총이익	794.3	765.0	772.4	798.3	819.2
판관비	697.6	644.8	643.2	663.2	677.2
<b>영업이익</b>	96.7	120.2	129.2	135.0	142.0
<b>EBITDA</b>	176.6	202.3	220.2	232.5	245.0
<b>영업외손익</b>	-13.2	-1.1	-2.0	-20.5	-20.0
이자수익	7.4	4.1	3.9	4.2	4.7
이자비용	29.3	23.6	23.1	23.1	23.1
외환관련이익	28.2	20.4	14.6	14.6	14.6
외환관련손실	29.0	23.3	17.7	17.7	17.7
종속 및 관계기업손익	2.9	1.5	1.5	1.5	1.5
기타	6.6	19.8	18.8	0.0	0.0
<b>법인세차감전이익</b>	83.5	119.1	127.2	114.5	122.0
법인세비용	31.8	53.7	31.0	27.7	29.5
<b>계속사업순손익</b>	51.8	65.4	96.2	86.8	92.5
<b>당기순이익</b>	51.8	65.4	96.2	86.8	92.5
<b>지배주주순이익</b>	52.7	64.9	95.3	86.8	92.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	4.0	-0.4	0.9	2.8	2.6
영업이익 증감율	-12.9	24.3	7.5	4.5	5.2
EBITDA 증감율	-5.8	14.6	8.8	5.6	5.4
지배주주순이익 증감율	-18.4	23.1	46.8	-8.9	6.6
EPS 증감율	-18.4	23.0	46.9	-9.0	6.5
매출총이익률(%)	26.8	25.9	25.9	26.0	26.1
영업이익률(%)	3.3	4.1	4.3	4.4	4.5
EBITDA Margin(%)	5.9	6.8	7.4	7.6	7.8
지배주주순이익률(%)	1.8	2.2	3.2	2.8	2.9

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	166.2	121.6	178.0	170.3	182.2
당기순이익	51.8	65.4	96.2	86.8	92.5
비현금항목의 가감	171.4	165.3	139.8	142.7	149.4
유형자산감가상각비	74.4	77.1	86.4	93.0	98.6
무형자산감가상각비	5.4	5.1	4.7	4.5	4.4
지분법평가손익	-3.4	-2.5	-1.5	-1.5	-1.5
기타	95.0	85.6	50.2	46.7	47.9
영업활동자산부채증감	-5.6	-58.5	-8.5	-13.2	-12.5
매출채권및기타채권의감소	1.2	16.9	-3.8	-7.5	-7.1
재고자산의감소	-25.9	-2.0	-5.8	-9.1	-8.6
매입채무및기타채무의증가	21.2	-81.2	1.1	3.4	3.2
기타	-2.1	7.8	0.0	0.0	0.0
<b>기타현금흐름</b>	-51.4	-50.6	-49.5	-46.0	-47.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-67.7	-23.4	-135.5	-135.8	-135.8
유형자산의 취득	-139.0	-145.6	-130.0	-130.0	-130.0
유형자산의 처분	0.2	1.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.5	-3.2	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	5.7	4.9	-1.5	-1.8	-1.8
단기금융자산의감소(증가)	72.2	175.3	0.0	0.0	0.0
기타	-3.3	-56.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-109.4	-75.2	-34.3	-19.9	-19.9
차입금의 증가(감소)	-94.1	-57.1	-14.4	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	-14.4	-18.0	-19.8	-19.8	-19.8
기타	-0.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>기타현금흐름</b>	-25.5	-4.4	-0.7	-0.7	-0.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-36.3	18.6	7.4	14.0	25.8
기초현금 및 현금성자산	184.2	147.9	166.5	173.9	187.9
기말현금 및 현금성자산	147.9	166.5	173.9	187.9	213.7

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	998.5	904.9	921.9	952.4	994.0
현금 및 현금성자산	147.9	166.5	173.8	187.8	213.6
단기금융자산	196.9	21.6	21.6	21.6	21.6
매출채권 및 기타채권	281.1	267.4	271.2	278.7	285.8
재고자산	317.9	322.0	327.8	336.9	345.5
기타유동자산	251.6	149.0	149.1	149.0	149.1
<b>비유동자산</b>	1,253.9	1,294.1	1,340.0	1,379.8	1,414.1
투자자산	105.3	101.9	104.9	108.2	111.5
유형자산	894.3	956.2	999.8	1,036.9	1,068.3
무형자산	137.4	131.7	131.0	130.4	130.0
기타비유동자산	116.9	104.3	104.3	104.3	104.3
<b>자산총계</b>	2,252.4	2,199.0	2,261.9	2,332.3	2,408.1
<b>유동부채</b>	688.2	738.5	725.1	728.5	731.7
매입채무 및 기타채무	339.7	276.6	277.7	281.1	284.3
단기금융부채	315.5	417.4	403.0	403.0	403.0
기타유동부채	33.0	44.5	44.4	44.4	44.4
<b>비유동부채</b>	679.8	531.8	531.8	531.8	531.8
장기금융부채	535.6	377.8	377.8	377.8	377.8
기타비유동부채	144.2	154.0	154.0	154.0	154.0
<b>부채총계</b>	1,368.0	1,270.3	1,256.9	1,260.3	1,263.5
<b>자본지분</b>	871.0	915.1	990.6	1,057.5	1,130.2
자본금	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
자본잉여금	294.9	294.9	294.9	294.9	294.9
기타자본	-33.5	-33.5	-33.5	-33.5	-33.5
기타포괄손익누계액	-23.1	-33.3	-33.3	-33.3	-33.3
이익잉여금	596.6	651.0	726.5	793.5	866.1
비자본지분	13.5	13.7	14.5	14.5	14.5
<b>자본총계</b>	884.4	928.7	1,005.1	1,072.0	1,144.7

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,464	1,801	2,647	2,410	2,567
BPS	24,181	25,405	27,502	29,361	31,378
CFPS	6,196	6,404	6,552	6,371	6,716
DPS	500	550	550	550	550
<b>주가배수(배)</b>					
PER	18.8	13.9	8.3	9.1	8.6
PER(최고)	19.9	16.5	11.5		
PER(최저)	14.6	11.9	8.0		
PBR	1.14	0.99	0.80	0.75	0.70
PBR(최고)	1.21	1.17	1.11		
PBR(최저)	0.88	0.85	0.77		
PSR	0.33	0.31	0.27	0.26	0.25
PCFR	4.4	3.9	3.4	3.5	3.3
EV/EBITDA	8.5	7.4	6.2	5.8	5.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	33.5	29.1	19.8	22.0	20.6
배당수익률(%),보통주,현금)	1.8	2.2	2.5	2.5	2.5
ROA	2.3	2.9	4.3	3.8	3.9
ROE	6.1	7.3	10.0	8.5	8.5
ROIC	4.7	5.6	6.4	6.5	6.6
매출채권회전율	10.4	10.8	11.1	11.2	11.1
재고자산회전율	9.7	9.2	9.2	9.2	9.2
부채비율	154.7	136.8	125.1	117.6	110.4
순차입금비율	57.2	65.4	58.2	53.3	47.7
이자보상배율	3.3	5.1	5.6	5.8	6.1
총차입금	851.1	795.2	780.8	780.8	780.8
순차입금	506.3	607.1	585.3	571.4	545.5
NOPLAT	176.6	202.3	220.2	232.5	245.0
FCF	-5.3	-43.6	46.2	52.6	64.1

## &gt;&gt;&gt; 롯데칠성(005300): 우려 대비 선방한 실적

투자의견 BUY

목표주가 206,000원

롯데칠성의 2분기 연결기준 영업이익은 463억원(+98% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 개선된 이유는 1) 맥주 마케팅 비용 축소와 소주 매출 성장으로 인한 주류 부문 영업적자 축소(OP: -180억원 → -67억원), 2) 탄산음료 매출 성장(+6.3% YoY)으로 인한 Product Mix 개선, 3) 소주 가격인상과 이에 따른 가수요 효과 발생 등에 기인한다. 특히, 6월에 소주 가격인상이 단행되면서, 가격인상 전후로 가수요가 많이 발생하면서, 2분기 실적이 예상 보다 높게 나온 것으로 판단된다. 한편, 지배주주순이익은 -446억원으로 적자전환 하였는데, 이는 서울지방국세청에 납부한 493억원의 추징금이 발생하였기 때문이다.

하반기는 상반기 대비 이익 증가율이 둔화될 것으로 판단된다. 7월에 예년대비 저온 현상이 지속되면서 음료 수요가 약했고, 소주는 2분기 가격인상에 따른 가수요 발생으로 인해, 3분기 판매량은 예상 보다 약할 가능성이 높다. 하지만, 탄산음료 시장이 여전히 구조적으로 +5~7% 정도 성장하고 있다는 점을 감안한다면, 현재 주가 밸류에이션은 매우 낮은 수준으로 판단된다.

롯데칠성에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 20.6만원을 유지한다. 동사는 탄산음료와 소주를 중심으로 안정적인 이익 성장을 지속할 것으로 예상된다. 중장기적으로 생수와 탄산수의 구조적 성장세가 지속되고 있는 점도 긍정적이다.

## 롯데칠성 2Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	2Q19P	2Q18	(YoY)	1Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	677.5	599.5	13.0%	574.9	17.8%	649.2	4.4%	661.1	2.5%
영업이익	46.3	23.5	97.5%	19.3	140.6%	38.5	20.3%	35.6	30.1%
(OPM)	6.8%	3.9%	2.9%p	3.3%	3.5%p	5.9%	0.9%p	5.4%	1.5%p
지배주주순이익	-44.6	6.5	적전	2.4	적전	18.3	N/A	19.5	N/A

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

## 롯데칠성 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	720.6	2,541.7	2,616.1	715.2	2,559.5	2,634.4	-0.8%	0.7%	0.7%
영업이익	58.4	126.1	144.6	53.8	129.2	143.3	-7.9%	2.5%	-0.9%
(OPM)	8.1%	5.0%	5.5%	7.5%	5.0%	5.4%	-0.6%p	0.1%p	-0.1%p
지배주주순이익	33.9	58.2	73.3	31.1	-8.4	73.6	-8.4%	-114.4%	0.5%

자료: 키움증권 리서치

## 롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>522.6</b>	<b>599.5</b>	<b>669.9</b>	<b>554.3</b>	<b>574.9</b>	<b>677.5</b>	<b>715.2</b>	<b>592.0</b>	<b>2,346.3</b>	<b>2,559.5</b>	<b>2,634.4</b>
(YoY)	-0.7%	-3.4%	0.2%	19.6%	10.0%	13.0%	6.8%	6.8%	2.9%	9.1%	2.9%
<b>별도기준</b>	<b>520.0</b>	<b>596.5</b>	<b>667.4</b>	<b>539.4</b>	<b>558.4</b>	<b>646.7</b>	<b>689.7</b>	<b>567.7</b>	<b>2,323.3</b>	<b>2,462.5</b>	<b>2,532.7</b>
(YoY)	-1.2%	-3.9%	-0.1%	16.4%	7.4%	8.4%	3.3%	5.2%	1.9%	6.0%	2.9%
<b>음료</b>	<b>335.7</b>	<b>417.1</b>	<b>464.2</b>	<b>349.6</b>	<b>359.8</b>	<b>446.4</b>	<b>483.9</b>	<b>372.9</b>	<b>1,566.5</b>	<b>1,662.9</b>	<b>1,722.1</b>
(YoY)	-0.7%	-4.0%	0.5%	24.6%	7.2%	7.0%	4.2%	6.6%	3.4%	6.2%	3.6%
<b>주류</b>	<b>184.3</b>	<b>179.4</b>	<b>203.3</b>	<b>189.7</b>	<b>198.6</b>	<b>200.3</b>	<b>205.8</b>	<b>194.8</b>	<b>756.7</b>	<b>799.5</b>	<b>810.6</b>
(YoY)	-2.2%	-3.7%	-1.6%	3.7%	7.8%	11.6%	1.3%	2.7%	-1.0%	5.7%	1.4%
<b>매출총이익</b>	<b>200.1</b>	<b>234.1</b>	<b>277.0</b>	<b>217.8</b>	<b>230.1</b>	<b>284.2</b>	<b>302.3</b>	<b>238.6</b>	<b>928.8</b>	<b>1,055.2</b>	<b>1,086.4</b>
(GPM)	38.3%	39.0%	41.3%	39.3%	40.0%	41.9%	42.3%	40.3%	39.6%	41.2%	41.2%
<b>판관비</b>	<b>191.5</b>	<b>210.6</b>	<b>225.8</b>	<b>216.0</b>	<b>210.9</b>	<b>237.9</b>	<b>248.5</b>	<b>228.7</b>	<b>843.9</b>	<b>925.9</b>	<b>943.1</b>
(판관비율)	36.6%	35.1%	33.7%	39.0%	36.7%	35.1%	34.8%	38.6%	36.0%	36.2%	35.8%
<b>영업이익</b>	<b>8.6</b>	<b>23.5</b>	<b>51.2</b>	<b>1.7</b>	<b>19.3</b>	<b>46.3</b>	<b>53.8</b>	<b>9.9</b>	<b>85.0</b>	<b>129.2</b>	<b>143.3</b>
(YoY)	-68.4%	-2.0%	40.0%	흑전	123.7%	97.5%	5.1%	471.4%	12.7%	52.1%	10.9%
(OPM)	1.6%	3.9%	7.6%	0.3%	3.3%	6.8%	7.5%	1.7%	3.6%	5.0%	5.4%
<b>별도기준</b>	<b>8.6</b>	<b>22.8</b>	<b>50.3</b>	<b>5.8</b>	<b>21.9</b>	<b>46.6</b>	<b>54.4</b>	<b>14.0</b>	<b>87.6</b>	<b>136.9</b>	<b>148.9</b>
(YoY)	-68.5%	-4.4%	40.7%	흑전	154.7%	103.8%	8.2%	141.2%	17.4%	56.3%	8.8%
(OPM)	1.7%	3.8%	7.5%	1.1%	3.9%	7.2%	7.9%	2.5%	3.8%	5.6%	5.9%
<b>음료</b>	<b>21.0</b>	<b>42.0</b>	<b>62.0</b>	<b>22.0</b>	<b>28.0</b>	<b>53.2</b>	<b>63.0</b>	<b>24.6</b>	<b>147.0</b>	<b>168.8</b>	<b>179.7</b>
(OPM)	6.3%	10.1%	13.4%	6.3%	7.8%	11.9%	13.0%	6.6%	9.4%	10.2%	10.4%
<b>주류</b>	<b>-13.0</b>	<b>-18.0</b>	<b>-12.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>-6.0</b>	<b>-6.7</b>	<b>-8.6</b>	<b>-10.6</b>	<b>-59.0</b>	<b>-31.9</b>	<b>-30.8</b>
(OPM)	-7.1%	-10.0%	-5.9%	-8.4%	-3.0%	-3.3%	-4.2%	-5.4%	-7.8%	-4.0%	-3.8%
<b>세전이익</b>	<b>-0.6</b>	<b>12.4</b>	<b>37.6</b>	<b>-118.4</b>	<b>6.7</b>	<b>17.4</b>	<b>44.4</b>	<b>1.1</b>	<b>-68.9</b>	<b>69.6</b>	<b>105.2</b>
당기순이익	-1.9	6.5	25.9	-80.4	1.1	-45.0	31.1	2.8	-50.0	-10.1	73.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>-1.9</b>	<b>6.5</b>	<b>25.9</b>	<b>-78.4</b>	<b>2.4</b>	<b>-44.6</b>	<b>31.1</b>	<b>2.8</b>	<b>-48.1</b>	<b>-8.4</b>	<b>73.6</b>
(YoY)	적전	흑전	흑전	적전	흑전	적전	20.1%	흑전	적전	적지	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 롯데칠성 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,279.3	2,346.3	2,559.5	2,634.4	2,709.7
매출원가	1,341.5	1,417.4	1,504.4	1,548.0	1,586.7
매출총이익	937.8	928.8	1,055.2	1,086.4	1,123.0
판관비	862.4	843.9	925.9	943.1	960.4
<b>영업이익</b>	75.4	85.0	129.2	143.3	162.6
<b>EBITDA</b>	224.6	236.7	300.9	312.6	330.2
<b>영업외손익</b>	153.9	-153.9	-59.6	-38.1	-36.2
이자수익	5.8	3.8	2.1	2.9	3.3
이자비용	29.7	37.9	35.5	34.0	32.5
외환관련이익	8.3	3.4	2.8	2.8	2.8
외환관련손실	4.5	3.0	2.7	2.7	2.7
종속 및 관계기업손익	7.3	3.2	-1.0	-3.0	-3.0
기타	166.7	-123.4	-25.3	-4.1	-4.1
<b>법인세차감전이익</b>	229.3	-68.9	69.6	105.2	126.5
법인세비용	20.7	-18.9	79.8	31.6	37.9
<b>계속사업순손익</b>	208.6	-50.0	-10.1	73.6	88.5
<b>당기순이익</b>	121.5	-50.0	-10.1	73.6	88.5
<b>지배주주순이익</b>	134.6	-48.1	-8.4	73.6	88.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.7	2.9	9.1	2.9	2.9
영업이익 증감율	-48.5	12.7	52.0	10.9	13.5
EBITDA 증감율	-20.8	5.4	27.1	3.9	5.6
지배주주순이익 증감율	94.2	-135.7	-82.5	-976.2	20.2
EPS 증감율	110.8	적전	적지	흑전	20.2
매출총이익률(%)	41.1	39.6	41.2	41.2	41.4
영업이익률(%)	3.3	3.6	5.0	5.4	6.0
EBITDA Margin(%)	9.9	10.1	11.8	11.9	12.2
지배주주순이익률(%)	5.9	-2.1	-0.3	2.8	3.3

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	144.7	85.9	169.5	266.6	248.9
당기순이익	121.5	-50.0	-10.1	73.6	88.5
비현금항목의 가감	101.8	318.4	316.6	265.8	237.7
유형자산감가상각비	128.5	129.9	154.3	152.3	150.7
무형자산감가상각비	20.7	21.8	17.3	16.9	16.9
지분법평가손익	-36.8	-3.2	1.0	3.0	3.0
기타	-10.6	169.9	144.0	93.6	67.1
영업활동자산부채증감	-10.5	-132.8	-26.5	-12.8	-12.9
매출채권및기타채권의감소	-19.0	3.7	-16.1	-8.2	-8.3
재고자산의감소	-12.6	-9.1	-18.1	-8.0	-8.1
매입채무및기타채무의증가	25.8	-73.9	7.7	3.4	3.5
기타	-4.7	-53.5	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-68.1	-49.7	-110.5	-60.0	-64.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-156.9	-141.0	-139.4	-140.0	-140.0
유형자산의 취득	-259.1	-138.7	-140.0	-140.0	-140.0
유형자산의 처분	7.2	7.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	710.9	17.1	0.6	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	100.2	34.3	0.0	0.0	0.0
기타	-715.8	-60.4	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-153.1	0.1	-36.1	-85.7	-84.9
차입금의 증가(감소)	-2.7	28.1	18.7	-36.0	-60.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.7	-27.1	-22.2	-22.2	-22.2
기타	-131.4	-0.9	-32.6	-27.5	-2.7
기타현금흐름	-0.9	-0.1	-0.2	-2.7	-2.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-166.2	-55.1	-6.2	38.3	21.3
기초현금 및 현금성자산	319.7	153.4	98.4	92.2	130.5
기말현금 및 현금성자산	153.4	98.4	92.2	130.5	151.8

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	753.9	688.7	716.7	771.3	808.9
현금 및 현금성자산	153.4	98.4	92.2	130.5	151.7
단기금융자산	48.3	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	268.9	265.2	281.3	289.5	297.8
재고자산	238.8	257.1	275.2	283.3	291.4
기타유동자산	92.8	68.0	68.0	68.0	68.0
<b>비유동자산</b>	2,733.1	2,622.6	2,618.8	2,555.7	2,525.1
투자자산	164.3	150.4	148.8	145.8	142.8
유형자산	2,245.3	2,165.7	2,151.4	2,139.0	2,128.4
무형자산	165.1	151.7	134.3	117.4	100.5
기타비유동자산	158.4	154.8	184.3	153.5	153.4
<b>자산총계</b>	3,486.9	3,311.3	3,335.5	3,327.0	3,334.0
<b>유동부채</b>	867.6	689.0	849.5	802.9	806.3
매입채무 및 기타채무	558.8	455.7	463.4	466.9	470.3
단기금융부채	298.6	216.3	369.0	319.0	319.0
기타유동부채	10.2	17.0	17.1	17.0	17.0
<b>비유동부채</b>	1,306.6	1,384.8	1,281.0	1,267.6	1,204.8
장기금융부채	1,095.6	1,237.9	1,134.1	1,120.6	1,057.9
기타비유동부채	211.0	146.9	146.9	147.0	146.9
<b>부채총계</b>	2,174.1	2,073.9	2,130.5	2,070.5	2,011.2
<b>자본지분</b>	1,312.8	1,227.3	1,196.7	1,248.1	1,314.4
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
기타자본	-849.4	-849.4	-849.4	-849.4	-849.4
기타포괄손익누계액	8.1	-13.7	-13.7	-13.7	-13.7
이익잉여금	2,147.0	2,083.3	2,052.7	2,104.1	2,170.4
비자본지분	0.0	10.1	8.4	8.4	8.4
<b>자본총계</b>	1,312.8	1,237.4	1,205.1	1,256.5	1,322.8

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,766	-5,480	-959	8,398	10,096
BPS	149,712	139,959	136,469	142,335	149,899
CFPS	17,862	30,610	34,947	38,706	37,206
DPS	33,000	27,000	2,700	2,700	2,700
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.3	-25.5	-140.8	16.1	13.4
PER(최고)	17.7	-30.9	-194.4		
PER(최저)	11.1	-23.0	-135.1		
PBR	0.89	1.00	0.99	0.95	0.90
PBR(최고)	1.27	1.21	1.37		
PBR(최저)	0.80	0.90	0.95		
PSR	0.73	0.52	0.46	0.45	0.44
PCFR	7.4	4.6	3.9	3.5	3.6
EV/EBITDA	10.2	10.7	8.5	7.8	7.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	20.6	-40.9	-201.5	27.8	23.1
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.5	1.9	2.0	2.0	2.0
ROA	3.0	-1.5	-0.3	2.2	2.7
ROE	7.4	-3.8	-0.7	6.0	6.9
ROIC	-1.6	0.8	-0.8	4.1	4.7
매출채권회전율	8.6	8.8	9.4	9.2	9.2
재고자산회전율	9.4	9.5	9.6	9.4	9.4
부채비율	165.6	167.6	176.8	164.8	152.0
순차입금비율	90.8	108.4	115.9	103.1	91.6
이자보상배율	2.5	2.2	3.6	4.2	5.0
총차입금	1,394.2	1,454.2	1,503.1	1,439.6	1,376.9
순차입금	1,192.5	1,341.8	1,396.9	1,295.2	1,211.2
NOPLAT	224.6	236.7	300.9	312.6	330.2
FCF	-152.7	-94.5	-13.7	116.7	128.5

### >>> 매일유업(267980): 군계일학의 실적을 달성

투자의견 BUY

목표주가 140,000원

매일유업의 2분기 연결기준 영업이익은 278억원(+51% YoY)으로 시장 컨센서스를 크게 상회하였다(별도기준 영업이익 289억원 / OPM 8.3%). 내수분유 매출(-5% YoY)과 중국 분유 수출 감소(-12억원 YoY)에도 불구하고, 별도기준 매출액이 전년동기 대비 +9% 증가한 점이 인상적이다. 전사 수익성 개선은 고수익성 제품인 커피음료, 곡물음료 (두유/아몬드브리즈), 상하목장의 매출 성장에 기인한 것으로 추산된다.

특히, 2분기 실적이 좋았던 이유는 커피음료와 곡물음료 덕분으로 판단된다. 두 카테고리 모두 매출액이 +10% 초중반 성장하고, 영업이익률도 10% 초중반까지 상승한 것으로 추산된다. 커피음료는 주요 경쟁사인 남양유업과 MS 격차가 벌어지면서, 수익성이 Level-up 되고 있다. 곡물음료는 아몬드브리즈의 플레이버가 4종으로 확대되면서, 편의점의 매대 사이즈가 2배 수준으로 커지고 있는 상황이다.

1분기에 이어 2분기도 매출 신장세가 호조를 보이고 있는 이유는 크게 3가지로 요약된다. 첫째, 커피음료 바리스타의 압도적인 매출 성장이다. 특히, 경쟁사와의 MS 격차 확대와 판가 인상 효과로 인해, 매출과 수익성이 모두 호조를 보이고 있다. 둘째, 경쟁사인 남양유업의 부진이다. 남양유업의 전사 수익성이 악화되면서, 매일유업의 프로모션과 매대 확장 전략의 효과가 강하게 나타나고 있다. 셋째, 신제품의 매출 성장 기여 덕분이다. 아몬드브리즈 음료와 셀렉스 등이 전사 매출 성장을 견인하고 있는 것으로 판단된다.

매일유업에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 14만원으로 상향한다. 동사는 유가공 업종 1등이라는 시장 지위 대비 주가 밸류에이션이 매우 낮은 상황이다. 매출과 이익의 꾸준한 성장세를 감안한다면, 저가 매수 기회로 판단된다.

#### 매일유업 2Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	2Q19P	2Q18	(YoY)	1Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	349.7	319.7	9.4%	337.5	3.6%	331.9	5.4%	332.3	5.2%
영업이익 (OPM)	27.8	18.5	50.9%	19.6	42.0%	21.2	31.3%	20.9	33.2%
당기순이익	8.0%	5.8%	2.2%p	5.8%	2.1%p	6.4%	1.6%p	6.3%	1.7%p
	21.3	17.9	19.1%	16.1	32.3%	15.8	34.8%	15.8	34.8%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

#### 매일유업 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	349.3	1,360.0	1,398.1	358.2	1,393.8	1,457.4	2.5%	2.5%	4.2%
영업이익 (OPM)	22.5	83.3	89.1	25.2	95.2	109.0	12.0%	14.3%	22.3%
지배주주순이익	6.4%	6.1%	6.4%	7.0%	6.8%	7.5%	0.6%p	0.7%p	1.1%p
	17.0	64.2	69.8	18.9	73.1	84.6	11.0%	13.8%	21.2%

자료: 키움증권 리서치

#### 매일유업 목표주가 변경 내역

EPS(원)	10,786	'20E EPS
Target PER(배)	13.0	최근 1년 FW12M PER 상단
목표주가(원)	140,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>321.0</b>	<b>319.7</b>	<b>333.7</b>	<b>326.2</b>	<b>337.5</b>	<b>349.7</b>	<b>358.2</b>	<b>348.4</b>	<b>1,300.6</b>	<b>1,393.8</b>	<b>1,457.4</b>
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	5.1%	9.4%	7.3%	6.8%	-1.3%	7.2%	4.6%
<b>별도기준</b>	<b>321.0</b>	<b>319.2</b>	<b>333.5</b>	<b>326.4</b>	<b>337.2</b>	<b>348.3</b>	<b>358.0</b>	<b>348.2</b>	<b>1,300.1</b>	<b>1,391.7</b>	<b>1,455.3</b>
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	5.1%	9.1%	7.3%	6.7%	-1.3%	7.0%	4.6%
<b>매출총이익</b>	<b>85.8</b>	<b>93.6</b>	<b>97.4</b>	<b>90.3</b>	<b>91.9</b>	<b>109.4</b>	<b>107.2</b>	<b>99.0</b>	<b>367.0</b>	<b>407.5</b>	<b>431.0</b>
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.2%	31.3%	29.9%	28.4%	28.2%	29.2%	29.6%
<b>판관비</b>	<b>69.4</b>	<b>75.1</b>	<b>76.9</b>	<b>71.2</b>	<b>72.3</b>	<b>81.6</b>	<b>82.0</b>	<b>76.4</b>	<b>292.7</b>	<b>312.3</b>	<b>322.0</b>
(판관비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	21.4%	23.3%	22.9%	21.9%	22.5%	22.4%	22.1%
<b>영업이익</b>	<b>16.4</b>	<b>18.5</b>	<b>20.4</b>	<b>19.1</b>	<b>19.6</b>	<b>27.8</b>	<b>25.2</b>	<b>22.6</b>	<b>74.4</b>	<b>95.2</b>	<b>109.0</b>
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	19.5%	50.9%	23.3%	18.4%	9.4%	28.0%	14.4%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.8%	8.0%	7.0%	6.5%	5.7%	6.8%	7.5%
<b>별도기준</b>	<b>16.4</b>	<b>18.9</b>	<b>21.2</b>	<b>20.7</b>	<b>20.7</b>	<b>28.9</b>	<b>26.2</b>	<b>23.6</b>	<b>77.2</b>	<b>99.4</b>	<b>113.1</b>
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	26.3%	52.4%	23.7%	13.8%	13.7%	28.6%	13.8%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	6.1%	8.3%	7.3%	6.8%	5.9%	7.1%	7.8%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	20.7	28.4	24.9	22.2	76.8	96.3	111.6
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	21.3	18.9	16.8	58.3	73.1	84.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>12.2</b>	<b>17.9</b>	<b>16.7</b>	<b>11.6</b>	<b>16.1</b>	<b>21.3</b>	<b>18.9</b>	<b>16.8</b>	<b>58.3</b>	<b>73.1</b>	<b>84.6</b>
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	32.4%	19.1%	12.9%	45.1%	-73.5%	25.3%	15.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 매일유업 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

	(단위 :십억원)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,300.6	1,393.8	1,457.4	1,524.9
매출원가	933.5	986.2	1,026.4	1,068.9
매출총이익	367.0	407.5	431.0	456.0
판관비	292.7	312.3	322.0	332.0
<b>영업이익</b>	74.4	95.2	109.0	124.0
<b>EBITDA</b>	101.4	125.4	139.1	154.1
영업외순익	2.4	1.0	2.6	4.4
이자수익	2.2	1.3	1.8	2.4
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
증속 및 관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	2.0	1.9	2.0
<b>법인세차감전이익</b>	76.8	96.3	111.6	128.4
법인세비용	18.4	23.2	27.0	31.1
계속사업순손익	58.3	73.1	84.6	97.3
<b>당기순이익</b>	58.3	73.1	84.6	97.3
<b>지배주주순이익</b>	58.3	73.1	84.6	97.3
증감율 및 수익성 (%)				
매출액 증감율	NA	7.2	4.6	4.6
영업이익 증감율	NA	28.0	14.5	13.8
EBITDA 증감율	NA	23.7	10.9	10.8
지배주주순이익 증감율	NA	25.4	15.7	15.0
EPS 증감율	NA	23.7	15.8	15.0
매출총이익율(%)	28.2	29.2	29.6	29.9
영업이익률(%)	5.7	6.8	7.5	8.1
EBITDA Margin(%)	7.8	9.0	9.5	10.1
지배주주순이익률(%)	4.5	5.2	5.8	6.4

## 현금흐름표

	(단위 :십억원)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	60.6	91.9	105.4	117.5
당기순이익	58.3	73.1	84.6	97.3
비현금항목의 가감	42.5	54.5	56.7	59.0
유형자산감가상각비	25.3	28.1	28.1	28.1
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.0	2.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	24.4	26.6	28.9
영업활동자산부채증감	-21.7	-11.3	-9.4	-9.9
매출채권및기타채권의감소	10.7	-10.6	-7.5	-8.0
재고자산의감소	-9.2	-5.9	-5.3	-5.7
매입채무및기타채무의증가	-17.5	5.1	3.5	3.7
기타	-5.7	0.1	-0.1	0.1
기타현금흐름	-18.5	-24.4	-26.5	-28.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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 순취득	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	27.3	34.6	36.7	48.8
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	98.7	135.3
기말현금 및 현금성자산	64.1	98.7	135.3	184.1

## 재무상태표

	(단위 :십억원)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	348.2	399.1	448.6	511.0
현금 및 현금성자산	64.1	98.6	135.3	184.0
단기금융자산	1.7	1.7	1.7	1.7
매출채권 및 기타채권	153.4	164.0	171.5	179.4
재고자산	111.3	117.1	122.5	128.1
기타유동자산	19.4	19.4	19.3	19.5
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	615.7	666.5	715.8	778.1
<b>유동부채</b>	184.1	200.5	204.0	174.4
매입채무 및 기타채무	148.8	153.9	157.4	161.1
단기금융부채	22.2	33.5	33.5	0.3
기타유동부채	13.1	13.1	13.1	13.0
<b>비유동부채</b>	84.7	51.5	18.2	18.2
장기금융부채	72.7	39.5	6.2	6.2
기타비유동부채	12.0	12.0	12.0	12.0
<b>부채총계</b>	268.8	252.0	222.2	192.6
<b>자본지분</b>	347.0	414.6	493.7	585.5
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	157.3	236.4	328.2
<b>비지배지분</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	347.0	414.6	493.7	585.5

## 투자지표

	(단위 :원, %, 배)			
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	7,530	9,318	10,786	12,406
BPS	44,235	52,852	62,938	74,644
CFPS	13,018	16,269	18,017	19,927
DPS	700	700	700	700
<b>주가배수(배)</b>				
PER	10.5	8.8	7.6	6.6
PER(최고)	13.6	10.2		
PER(최저)	8.2	8.2		
PBR	1.78	1.55	1.30	1.10
PBR(최고)	2.32	1.79		
PBR(최저)	1.40	1.45		
PSR	0.47	0.46	0.44	0.42
PCFR	6.1	5.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	6.4	4.6	3.7	2.8
<b>주요비율(%)</b>				
배당성향(%), 보통주, 현금	9.4	7.5	6.5	5.6
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.9	0.9	0.9	0.9
ROA	9.5	11.4	12.2	13.0
ROE	16.8	19.2	18.6	18.0
ROIC	14.9	18.7	20.8	23.1
매출채권회전율	17.0	8.8	8.7	8.7
재고자산회전율	23.4	12.2	12.2	12.2
부채비율	77.5	60.8	45.0	32.9
순차입금비율	8.4	-6.6	-19.7	-30.6
이자보상배율	23.2	38.6	81.1	562.9
총차입금	94.9	73.0	39.8	6.5
순차입금	29.1	-27.3	-97.2	-179.2
NOPLAT	101.4	125.4	139.1	154.1
FCF	32.9	61.1	73.4	84.2

## &gt;&gt;&gt; 하이트진로(000080): 테라의 폭발적인 잠재력을 확인

투자의견 BUY

목표주가 30,000원

하이트진로의 2분기 연결기준 영업이익은 106억원(-61% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 매출액 증가에도 불구하고 영업이익이 전년동기 대비 감소한 이유는 1) 맥주 신제품 출시로 인해 마케팅 비용이 증가하였고, 2) 주류 리베이트 쌍벌제 실시를 앞두고 일시적으로 경쟁강도가 상승했기 때문이다. 한편, 2분기 지배주주순이익은 -292억원으로 적자전환 하였는데, 이는 마산공장 Capa 전환에 따른 유형자산손상차손 등이 영업 외손실에 반영되었기 때문이다.

비록 영업이익이 전년동기 대비 크게 감소하였지만, 이는 어느 정도 예견된 부분이다. 오히려 1분기 대비 매출액과 매출총이익률이 변화한 모습에 관심을 가져야 한다. 동사의 2분기 별도기준 매출액은 4,714억원으로 1분기 대비 926억원 증가하였고, 매출총이익은 2,086억원으로 1분기 대비 658억원 증가하였다. 별도기준 매출총이익률이 1분기 37.7%에서 2분기 44.2%로 상승하면서, 1분기 대비 무려 +6.5%p 개선되었다(당사 기대치 1.3%p 상회). 이처럼 매출총이익률이 가파르게 상승한 이유는 소주와 맥주 사업이 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 매우 크고, 5월에 소주 가격인상을 단행했기 때문이다.

한편, 2분기 별도기준 판관비는 2,006억원으로 1분기 1,483억원에서 523억원 증가하였다. 이와 같은 판관비 증가는 대체로 마케팅비용의 증가에 기인하는데, 특히 광고선전비가 721억원으로 1분기 대비 378억원 증가한 모습이다. 하지만, 이와 같은 마케팅비용은 테라의 점유율과 인지도가 상승하면서 점차 안정화 될 가능성이 높기 때문에, 신제품 판매 초기에는 동사의 2분기 실적처럼 매출총이익률이 상승하는 것이 매우 중요하다.

2분기에 레귤러 맥주 매출과 소주 매출이 가파르게 성장한 점도 매우 긍정적이다. 동사의 레귤러 맥주(하이트/맥스/테라 합산 매출)는 전년동기 대비 +7.4% 성장하였고, 소주 매출은 판가 인상에 따른 물량 저항 우려에도 불구하고, 전년동기 대비 +9.2% 성장하였다. 3분기 매출 성장을 전망도 긍정적이다. 맥주는 테라의 월별 판매량이 꾸준히 증가하면서 550~600억원 정도의 매출 달성이 기대된다(2분기 매출 370억원 수준 추산). 소주는 테라 호조에 따른 업소용 시장에서의 수혜와 뉴트로 열풍을 반영한 '진로'의 판매량 호조로 매출 성장률이 +10% 수준으로 전망되기 때문이다.

하이트진로에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 3만원으로 상향한다. 동사는 테라를 중심으로 국내 레귤러 맥주 시장에서 점유율이 상승하면서, 소주와 맥주의 매출 액이 동반 상승하고 있다. 매출 상승에 따른 높은 영업레버리지 효과를 감안한다면, 전사 수익성이 크게 Level-up 될 것으로 기대된다.

## 하이트진로 2Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	2Q19P	2Q18	(YoY)	1Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	524.4	493.2	6.3%	423.0	24.0%	518.4	1.2%	525.3	-0.2%
영업이익 (OPM)	10.6	26.8	-60.5%	-4.2	흑전	14.5	-27.0%	14.3	-26.0%
지배주주순이익	2.0%	5.4%	-3.4%p	-1.0%	3.0%p	2.8%	-0.8%p	2.7%	-0.7%p
	-29.2	9.6	적전	-13.8	적지	-0.6	N/A	0.5	N/A

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

## 하이트진로 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	536.0	1,978.3	2,081.0	528.9	1,965.4	2,032.7	-1.3%	-0.7%	-2.3%
영업이익 (OPM)	44.3 8.3%	87.4 4.4%	129.6 6.2%	44.0 8.3%	84.0 4.3%	134.2 6.6%	-0.7% 0.1%p	-3.9% -0.1%p	3.5% 0.4%p
지배주주순이익	20.3	20.5	53.3	21.3	-13.2	55.2	4.8%	-164.4%	3.6%

자료: 키움증권 리서치

## 하이트진로 목표주가 변경 내역

EBITDA(십억원)	262.5	'20E EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	11.3	맥주 MS 상승 가능성 감안하여, 글로벌 Peer 평균 적용(AB Inbev, Heineken, Asahi, Kirin)
순차입금(십억원)	832	'20E 순차입금(리스부채 제외 기준)
목표 시가총액(십억원)	2,140	
총 발행주식수(백만주)	71	
목표주가(원)	30,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>420.7</b>	<b>493.2</b>	<b>500.1</b>	<b>471.7</b>	<b>423.0</b>	<b>524.4</b>	<b>528.9</b>	<b>489.2</b>	<b>1,885.6</b>	<b>1,965.4</b>	<b>2,032.7</b>
(YoY)	1.8%	0.4%	-5.3%	3.2%	0.5%	6.3%	5.8%	3.7%	-0.2%	4.2%	3.4%
<b>별도기준</b>	<b>370.4</b>	<b>434.4</b>	<b>438.5</b>	<b>414.2</b>	<b>378.8</b>	<b>471.4</b>	<b>477.8</b>	<b>442.8</b>	<b>1,657.6</b>	<b>1,770.8</b>	<b>1,838.1</b>
(YoY)	2.3%	0.7%	-6.6%	3.1%	2.2%	8.5%	9.0%	6.9%	-0.4%	6.8%	3.8%
하이트/맥스/테라	81.4	108.0	107.1	80.9	67.7	116.0	127.9	96.0	377.4	407.6	437.6
(YoY)	-17.1%	-22.0%	-25.0%	-18.3%	-16.8%	7.4%	19.4%	18.7%	-21.1%	8.0%	7.4%
필라이트	23.9	37.5	46.0	33.8	31.3	37.5	44.6	32.7	141.2	146.1	147.7
(YoY)	650.0%	47.2%	35.0%	30.8%	0.0%	-3.0%	-3.0%	130.4%	3.5%	1.1%	
소주	210.8	231.8	219.3	239.9	225.9	253.0	241.0	261.2	901.7	981.2	1,012.9
(YoY)	-1.6%	2.8%	-3.5%	8.3%	7.1%	9.2%	9.9%	8.9%	1.5%	8.8%	3.2%
기타	54.4	57.1	66.1	59.7	53.9	64.9	64.2	52.8	237.3	235.9	239.9
(YoY)	8.8%	-8.4%	-2.8%	6.1%	-0.8%	13.6%	-2.8%	-11.5%	0.3%	-0.6%	1.7%
<b>매출총이익</b>	<b>167.9</b>	<b>206.1</b>	<b>204.5</b>	<b>183.3</b>	<b>163.0</b>	<b>241.2</b>	<b>240.2</b>	<b>222.4</b>	<b>761.9</b>	<b>866.8</b>	<b>943.0</b>
(GPM)	39.9%	41.8%	40.9%	38.9%	38.5%	46.0%	45.4%	45.5%	40.4%	44.1%	46.4%
<b>별도기준</b>	<b>148.8</b>	<b>182.3</b>	<b>181.2</b>	<b>164.9</b>	<b>142.8</b>	<b>208.6</b>	<b>217.0</b>	<b>204.0</b>	<b>677.2</b>	<b>772.3</b>	<b>848.5</b>
(GPM)	40.2%	42.0%	41.3%	39.8%	37.7%	44.2%	45.4%	46.1%	40.9%	43.6%	46.2%
<b>판관비</b>	<b>151.2</b>	<b>179.3</b>	<b>175.2</b>	<b>165.7</b>	<b>167.2</b>	<b>230.6</b>	<b>196.2</b>	<b>188.8</b>	<b>671.4</b>	<b>782.8</b>	<b>808.8</b>
(판관비율)	35.9%	36.4%	35.0%	35.1%	39.5%	44.0%	37.1%	38.6%	35.6%	39.8%	39.8%
<b>별도기준</b>	<b>130.2</b>	<b>157.9</b>	<b>155.5</b>	<b>143.6</b>	<b>148.3</b>	<b>200.6</b>	<b>176.5</b>	<b>166.7</b>	<b>587.1</b>	<b>692.1</b>	<b>718.1</b>
(판관비율)	35.1%	36.3%	35.5%	34.7%	39.2%	42.5%	36.9%	37.7%	35.4%	39.1%	39.1%
<b>영업이익</b>	<b>16.7</b>	<b>26.8</b>	<b>29.3</b>	<b>17.6</b>	<b>-4.2</b>	<b>10.6</b>	<b>44.0</b>	<b>33.6</b>	<b>90.4</b>	<b>84.0</b>	<b>134.2</b>
(YoY)	흑전	-23.3%	-48.3%	-23.7%	적전	-60.5%	50.3%	90.9%	3.7%	-7.1%	59.7%
(OPM)	4.0%	5.4%	5.9%	3.7%	-1.0%	2.0%	8.3%	6.9%	4.8%	4.3%	6.6%
<b>별도기준</b>	<b>18.7</b>	<b>24.4</b>	<b>25.7</b>	<b>21.3</b>	<b>-5.5</b>	<b>8.0</b>	<b>40.5</b>	<b>37.3</b>	<b>90.0</b>	<b>80.2</b>	<b>130.4</b>
(YoY)	흑전	-28.4%	-52.2%	-16.8%	적전	-67.2%	57.2%	75.3%	7.9%	-10.9%	62.5%
(OPM)	5.0%	5.6%	5.9%	5.1%	-1.5%	1.7%	8.5%	8.4%	5.4%	4.5%	7.1%
세전이익	5.5	16.0	15.1	5.4	-14.5	-23.7	32.2	21.9	42.0	15.9	83.6
당기순이익	2.6	9.6	9.4	0.6	-13.8	-29.2	21.3	8.6	22.3	-13.2	55.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>2.6</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>0.6</b>	<b>-13.8</b>	<b>-29.2</b>	<b>21.3</b>	<b>8.6</b>	<b>22.2</b>	<b>-13.2</b>	<b>55.2</b>
(YoY)	흑전	-30.8%	-69.2%	흑전	적전	적전	125.8%	1372.5%	75.4%	적전	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 하이트진로 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,889.9	1,885.6	1,965.4	2,032.7	2,084.2
매출원가	1,086.1	1,123.8	1,098.6	1,089.7	1,114.2
매출총이익	803.8	761.9	866.8	943.0	970.0
판관비	716.6	671.4	782.8	808.8	798.9
<b>영업이익</b>	87.2	90.4	84.0	134.2	171.1
<b>EBITDA</b>	206.9	215.4	211.0	262.5	298.6
<b>영업외손익</b>	-47.6	-48.4	-68.1	-50.5	-47.7
이자수익	1.4	2.0	1.5	1.5	1.5
이자비용	39.6	39.7	47.8	46.0	43.1
외환관련이익	2.3	5.2	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	5.9	2.8	4.0	4.0	4.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.8	-13.1	-21.8	-6.0	-6.1
<b>법인세차감전이익</b>	39.7	42.0	15.9	83.6	123.4
법인세비용	27.0	19.7	29.1	28.4	42.0
<b>계속사업순손익</b>	12.7	22.3	-13.2	55.2	81.5
<b>당기순이익</b>	12.7	22.3	-13.2	55.2	81.5
<b>지배주주순이익</b>	12.7	22.2	-13.2	55.2	81.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.0	-0.2	4.2	3.4	2.5
영업이익 증감율	-29.7	3.7	-7.1	59.8	27.5
EBITDA 증감율	-14.8	4.1	-2.0	24.4	13.8
지배주주순이익 증감율	-66.9	74.8	-159.5	-518.2	47.6
EPS 증감율	-67.0	75.4	적전	흑전	47.6
매출총이익률(%)	42.5	40.4	44.1	46.4	46.5
영업이익률(%)	4.6	4.8	4.3	6.6	8.2
EBITDA Margin(%)	10.9	11.4	10.7	12.9	14.3
지배주주순이익률(%)	0.7	1.2	-0.7	2.7	3.9

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,111.0	1,065.0	990.6	1,011.4	1,026.6
현금 및 현금성자산	287.4	291.0	214.0	213.1	211.8
단기금융자산	115.7	12.6	12.6	12.6	12.6
매출채권 및 기타채권	525.8	462.2	485.3	501.9	514.6
재고자산	137.8	166.0	145.6	150.6	154.4
기타유동자산	160.0	145.8	145.7	145.8	145.8
<b>비유동자산</b>	2,396.6	2,363.2	2,499.9	2,467.5	2,436.0
투자자산	50.8	52.1	51.6	51.6	51.6
유형자산	2,068.3	2,053.1	2,066.5	2,058.6	2,051.5
무형자산	199.0	186.8	176.5	166.1	155.7
기타비유동자산	78.5	71.2	205.3	191.2	177.2
<b>자산총계</b>	3,507.6	3,428.1	3,490.5	3,478.9	3,462.6
<b>유동부채</b>	1,716.6	1,668.5	1,679.3	1,681.8	1,683.3
매입채무 및 기타채무	1,003.1	988.7	993.4	997.4	1,000.5
단기금융부채	680.2	664.8	670.9	669.4	667.8
기타유동부채	33.3	15.0	15.0	15.0	15.0
<b>비유동부채</b>	573.5	597.3	718.0	704.5	661.1
장기금융부채	367.4	400.8	521.5	508.0	464.6
기타비유동부채	206.1	196.5	196.5	196.5	196.5
<b>부채총계</b>	2,290.1	2,265.8	2,397.3	2,386.3	2,344.3
<b>자본지분</b>	1,216.8	1,161.7	1,092.7	1,092.0	1,117.6
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	107.2	106.5	132.1
비자본지분	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>자본총계</b>	1,217.5	1,162.4	1,093.3	1,092.6	1,118.2

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	344.9	141.0	130.1	180.2	209.8
당기순이익	12.7	22.3	-13.2	55.2	81.5
비현금항목의 가감	289.5	233.7	216.4	215.4	225.2
유형자산감가상각비	112.0	113.9	116.6	117.9	117.1
무형자산감가상각비	7.6	11.0	10.4	10.4	10.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	169.9	108.8	89.4	87.1	97.7
영업활동자산부채증감	95.4	-46.1	2.1	-17.6	-13.5
매출채권및기타채권의감소	-29.5	66.3	-23.1	-16.6	-12.7
재고자산의감소	-8.0	-29.5	20.4	-5.0	-3.8
매입채무및기타채무의증가	-9.4	-16.1	4.7	4.0	3.1
기타	142.3	-66.8	0.1	0.0	-0.1
<b>기타현금흐름</b>	-52.7	-68.9	-75.2	-72.8	-83.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-104.2	-101.4	-129.6	-110.0	-110.0
유형자산의 취득	-92.3	-121.1	-130.0	-110.0	-110.0
유형자산의 처분	7.1	9.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	5.5	-1.3	0.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-100.4	103.0	0.0	0.0	0.0
기타	76.7	-91.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-105.8	-38.7	-48.7	-40.9	-70.9
차입금의 증가(감소)	-43.2	17.0	-7.8	0.0	-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	-62.6	-55.7	-55.9	-55.9	-55.9
기타	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
<b>기타현금흐름</b>	-6.0	2.6	-28.8	-30.2	-30.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	128.9	3.5	-77.0	-0.9	-1.3
기초현금 및 현금성자산	158.5	287.4	291.0	214.0	213.1
기말현금 및 현금성자산	287.4	291.0	214.0	213.1	211.8

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	178	312	-185	775	1,143
BPS	17,074	16,301	15,332	15,322	15,681
CFPS	4,240	3,591	2,852	3,796	4,303
DPS	800	800	800	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	135.4	53.2	-119.0	28.5	19.3
PER(최고)	152.9	80.7	-122.5		
PER(최저)	111.3	48.7	-85.5		
PBR	1.41	1.02	1.44	1.44	1.41
PBR(최고)	1.59	1.55	1.48		
PBR(최저)	1.16	0.93	1.03		
PSR	0.91	0.63	0.80	0.77	0.75
PCFR	5.7	4.6	7.7	5.8	5.1
EV/EBITDA	11.4	9.0	11.7	9.3	8.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금)	431.2	246.6	-416.2	99.5	67.4
배당수익률(%), 보통주, 현금)	3.3	4.8	3.6	3.6	3.6
ROA	0.4	0.6	-0.4	1.6	2.3
ROE	1.0	1.9	-1.2	5.1	7.4
ROIC	0.7	2.2	-3.3	4.1	5.3
매출채권회전율	3.6	3.8	4.1	4.1	4.1
재고자산회전율	14.1	12.4	12.6	13.7	13.7
부채비율	188.1	194.9	219.3	218.4	209.6
순차입금비율	52.9	65.6	88.3	87.1	81.2
이자보상배율	2.2	2.3	1.8	2.9	4.0
총차입금	1,047.5	1,065.6	1,192.4	1,177.4	1,132.4
순차입금	644.4	762.0	965.8	951.6	908.0
NOPLAT	206.9	215.4	211.0	262.5	298.6
FCF	144.4	11.4	-70.7	89.3	117.0

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
<b>농심</b> <b>(004370)</b>	2017-08-16	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.86	-10.49	<b>롯데칠성</b> <b>(005300)</b>	2018-11-30	Marketperform (Reinitiate)	151,000원	6개월	-5.13	-1.43
	2017-10-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-16.63	-14.51		2019-02-19	BUY(Upgrade)	190,000원	6개월	-10.59	-2.78
	2017-11-15	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-19.68	-8.29		2019-04-16	BUY(Upgrade)	220,000원	6개월	-24.11	-19.72
	2018-11-29	BUY(Reinitiate) Outperform (Downgrade)	310,000원	6개월	-10.34	1.13		2019-05-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.07	-19.72
	2019-05-16	Outperform (Downgrade)	310,000원	6개월	-10.91	1.13		2019-05-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.57	-16.59
	2019-08-16	Outperform (Maintain)	260,000원	6개월				2019-07-31	BUY(Maintain)	206,000원	6개월	-33.27	-28.88
<b>하이트진로</b> <b>(000080)</b>	2018-01-16	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-24.54	-18.79		2019-08-16	BUY(Maintain)	206,000원	6개월		
	2018-05-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-26.86	-18.79	<b>대상</b> <b>(001680)</b>	2017-09-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-25.15	-20.65
	2018-08-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.51	-28.75		2017-11-15	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.35	-7.90
	2018-11-05	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.26	-24.17		2018-01-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-19.66	-7.90
	2019-01-08	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.32	-24.17		2018-02-26	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-21.94	-19.19
	2019-03-14	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-23.56	-21.67		2018-03-28	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.17	-14.84
	2019-04-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-21.14	-11.25		2018-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.75	-12.58
	2019-05-16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.54	-25.89		2018-05-16	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-19.52	-12.12
	2019-05-21	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-24.30	-21.25		2018-07-25	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-20.68	-12.12
	2019-07-31	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-24.49	-21.25		2018-08-16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-30.73	-25.00
	2019-08-16	BUY(Maintain)	30,000원	6개월				2018-11-05	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-15.61	-3.55
								2019-05-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-17.87	-14.68
<b>매일유업</b> <b>(267980)</b>	2017-08-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-23.42	-16.17		2019-06-24	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.34	-14.68
	2017-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.68	-16.17		2019-08-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		
	2018-01-26	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.01	-12.34							
	2018-05-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-16.35	7.98							
	2018-11-05	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-21.44	-20.74							
	2018-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-14.71	-4.47							
	2019-04-16	BUY (Maintain)	123,000원	6개월	-28.24	-24.96							
	2019-05-16	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-30.49	-30.08							
	2019-05-21	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-32.84	-28.47							
	2019-07-16	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-34.23	-28.47							
	2019-08-16	BUY (Maintain)	140,000원	6개월									

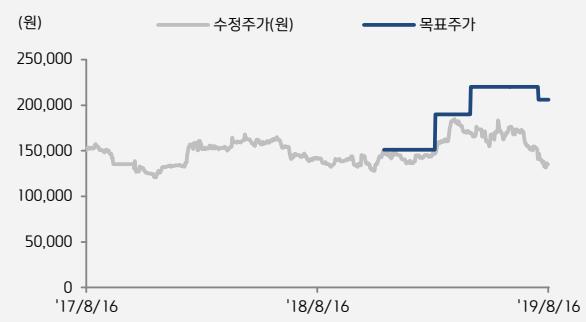
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

농심(004370)



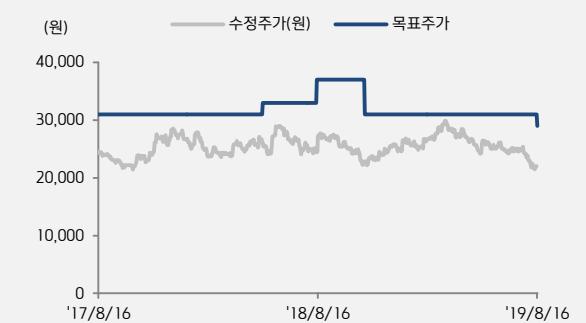
롯데칠성(005300)



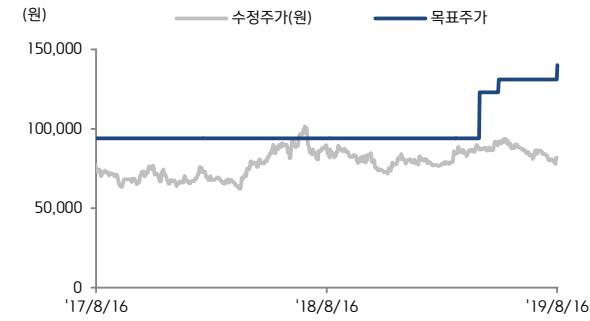
하이트진로(000080)



대상(001680)



매일유업(267980)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%

**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.