

Overweight
(Maintain)

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

음식료

4Q19 실적 점검 및 투자전략



4Q19는 매출 반등과 아미노산 업종 부진이 나타나는 가운데, 라면과 주류 업체들의 실적 차별화가 지속될 전망이다. 주력 사업의 매출 성장률이 양호한 하이트진로, 삼양식품, 매일유업 중심의 투자전략이 여전히 유효한 가운데, 재무구조와 수익성 개선에 적극적으로 나서고 있는 CJ제일제당의 주가도 점차 Bottom-out 할 것으로 기대된다.

>>> 매출 반등, 아미노산 부진, 라면/주류는 업체별 차별화

4Q19 주요 음식료 업체들의 매출은 대체로 3Q19 대비 나아진 모습을 보이고 있다. 1) 대형마트 기존점 역신장 축소, 2) 우호적인 날씨 환경(편의점 음료), 3) 소비심리 반등(외식 식자재), 4) 명절 시점 차이(추석/설날) 등에 기인한다.

CJ제일제당과 대상의 아미노산 관련 사업부의 실적은 대체로 부진한 상황이 지속되고 있다. 중국 ASF 영향으로 인해, 라이신과 트립토판의 수요가 위축되고 있기 때문이다. 다만, 최근에 중국 돼지사육두수가 소폭 반등하였는데, 향후 지속 가능성에 대한 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

라면과 주류 업종은 업체별 실적 차별화가 지속되고 있다. 라면은 삼양식품이 불닭볶음면 수출이 확대되면서 매출과 이익이 꾸준히 성장하고 있으나, 국내 매출 회복이 더딘 농심은 매출과 이익이 지속적으로 감소하고 있는 상황이다. 주류는 신제품에서 돋보이는 성과를 나타낸 하이트진로의 호실적이 지속되고 있고, 경쟁사 신제품 호조와 일본 불매 영향으로 부진한 롯데칠성의 부진한 실적이 지속되고 있다.

>>> 대형주: 하이트진로가 가장 양호할 듯

대형주 중에서는 하이트진로의 실적이 가장 양호할 것으로 판단된다. 특히, 경쟁사들의 판촉비 집행에도 불구하고, 맥주 신제품 테라의 MS가 20%에 근접하면서, 업종 내에서 독보적인 매출과 이익 성장을 시현하고 있다. 경쟁사들의 판촉비 확대 전략이 효과를 보지 못하고 있기 때문에, 1Q20 주류 시장 경쟁강도는 4Q19 대비 내려갈 가능성이 있다.

오리온도 비교적 양호한 실적을 기록할 것으로 판단되나, 춘절 시점 차이에 따른 영향을 감안한다면, 아주 편안한 상황은 아닌 것으로 추산된다. 한국/베트남/러시아 지역의 매출과 이익은 신제품 효과 덕분에 비교적 양호하다. 하지만, 핵심 지역인 중국 매출 성장률은 타오케노이 상품 판매 개시에도 불구하고, 예상 대비 약한 상황이다. 1Q20은 춘절 시점 차이에 따른 매출 공백이 있기 때문에, 전사 실적 가시성이 비교적 약할 것으로 판단된다.

Compliance Notice

- 당사는 1월 10일 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.

농심 실적 부진 지속, CJ제일제당 반등 예상

한편, **농심**의 실적 부진은 지속될 것으로 판단된다. 국내 라면과 스낵 사업에서 뚜렷한 성과를 보여주지 못하고 있는 가운데, MS 회복 및 유지를 위한 비용 지출이 지속적으로 늘어나고 있는 상황이다. 경쟁사인 삼양식품이 높아진 수익성을 바탕으로 내수 시장을 공략할 수 있다는 점도, 올해 실적 전망에 있어서 부담스러운 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

CJ제일제당은 가공식품 SKU 합리화와 슈완스 인수 효과에 힘입어, 4Q19에 전사 영업 이익이 전년동기 대비 증가할 것으로 추산된다. 진천공장 고정비 부담과 ASF 영향으로 인해 감소했던 실적 흐름이 4Q19부터 반등 국면에 접어드는 것이다. 다만, 향후 재무구조 개선 및 가공식품 OPM 반등 속도, Capex 축소 폭이 주가의 반등 강도를 좌우할 것이다.

KT&G는 2019년 내내 꾸준한 이익 증가 흐름을 보이고 있으나, 대부분 부동산 수원 부지 분양 성과에 기인한 점이 아쉬운 부분이다. 다만, 중동 수출 회복에 대한 시장의 기대가 부재하고, 배당수익률 레벨이 많이 높아졌기 때문에, 주가의 하방 경직성은 매우 높아질 것으로 판단된다.

중소형주: 삼양식품과 매일유업이 돋보일 듯

중소형주는 삼양식품과 매일유업의 실적이 돋보일 것으로 판단된다. **삼양식품**은 불닭볶음면 수출 호조가 지속되고 있는 가운데, 내수 라면 매출도 반등 국면에 접어드는 부분이 긍정적이다. **매일유업**은 유음료를 중심으로 MS 상승세가 지속되고 있는 가운데, 이커머스 채널 성과(상하목장/아몬드브리즈)가 호조를 보이고 있으며, 신제품 셀렉스를 통해 중장년층 소비자를 확보해 나가고 있는 점이 긍정적이다.

한편, 참치어가 하락에도 불구하고 실적이 부진했던 **동원F&B**는 4Q19에 소폭 반등할 것으로 기대된다. 최근 참치어가 하락을 감안한다면, 1Q20까지도 실적 가시성은 비교적 높은 편이다. 다만, 참치어가가 역사적 하단에 위치해 있기 때문에, Trading Buy 측면에서 참치어가 반등이 중기적인 리스크 요인으로 판단된다.

음식료 주요 기업 4Q19 연결기준 실적 Preview (단위: 억원)

회사명	구분	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	YoY	1Q20E	YoY	2019E	2020E	YoY
KT&G	매출액	11,017	11,850	12,578	13,222	11,581	5.1%	12,608	6.4%	49,231	51,902	5.4%
	영업이익	2,639	3,482	3,991	3,825	2,978	12.9%	3,772	8.3%	14,275	15,237	6.7%
	OPM	24.0%	29.4%	31.7%	28.9%	25.7%	1.8%p	29.9%	0.5%p	29.0%	29.4%	0.4%p
	순이익	1,273	2,730	3,228	3,208	2,289	79.8%	2,946	7.9%	11,455	11,744	2.5%
오리온	매출액	4,932	4,976	4,393	5,300	5,471	10.9%	5,022	0.9%	20,140	20,918	3.9%
	영업이익	703	773	504	1,018	984	40.0%	787	1.8%	3,279	3,475	6.0%
	OPM	14.3%	15.5%	11.5%	19.2%	18.0%	3.7%p	15.7%	0.1%p	16.3%	16.6%	0.3%p
	순이익	139	513	362	677	708	409.2%	575	12.2%	2,260	2,505	10.8%
CJ 제일제당	매출액	49,221	50,178	55,153	58,581	58,690	19.2%	56,690	13.0%	222,602	238,373	7.1%
	영업이익	1,727	1,791	1,753	2,727	1,955	13.2%	2,333	30.3%	8,225	9,477	15.2%
	OPM	3.5%	3.6%	3.2%	4.7%	3.3%	-0.2%p	4.1%	0.5%p	3.7%	4.0%	0.3%p
	순이익	-538	409	162	19	219	흑전	671	64.1%	810	2,513	210.4%
CJ 프레스웨이	매출액	7,193	7,477	7,565	7,700	7,731	7.5%	7,847	5.0%	30,474	32,725	7.4%
	영업이익	176	66	193	176	162	-8.1%	97	47.5%	597	744	24.6%
	OPM	2.4%	0.9%	2.6%	2.3%	2.1%	-0.4%p	1.2%	0.4%p	2.0%	2.3%	0.3%p
	순이익	62	-20	70	14	32	-48.2%	-12	적지	96	221	129.7%
농심	매출액	5,746	5,886	5,682	5,899	5,935	3.3%	6,080	3.3%	23,401	24,102	3.0%
	영업이익	260	316	82	186	225	-13.3%	303	-4.2%	809	866	7.1%
	OPM	4.5%	5.4%	1.4%	3.1%	3.8%	-0.7%p	5.0%	-0.4%p	3.5%	3.6%	0.1%p
	순이익	251	290	47	162	201	-20.0%	272	-6.2%	699	828	18.4%
대상	매출액	7,072	7,233	7,315	7,837	7,151	1.1%	7,208	-0.3%	29,536	29,922	1.3%
	영업이익	132	381	337	423	149	12.7%	337	-11.7%	1,291	1,279	-0.9%
	OPM	1.9%	5.3%	4.6%	5.4%	2.1%	0.2%p	4.7%	-0.6%p	4.4%	4.3%	-0.1%p
	순이익	-156	233	366	220	118	흑전	241	3.4%	937	914	-2.4%
동원 F&B	매출액	6,617	7,482	7,092	8,250	7,041	6.4%	7,938	6.1%	29,865	31,681	6.1%
	영업이익	129	349	144	355	142	10.1%	390	11.6%	990	1,070	8.1%
	OPM	1.9%	4.7%	2.0%	4.3%	2.0%	0.1%p	4.9%	0.2%p	3.3%	3.4%	0.1%p
	순이익	82	250	84	235	80	-2.6%	268	7.4%	649	704	8.4%
롯데칠성	매출액	5,543	5,749	6,775	6,571	5,576	0.6%	5,583	-2.9%	24,671	24,824	0.6%
	영업이익	17	193	463	490	-31	적전	100	-48.1%	1,115	1,093	-1.9%
	OPM	0.3%	3.3%	6.8%	7.5%	-0.6%	-0.9%p	1.8%	-1.6%p	4.5%	4.4%	-0.1%p
	순이익	-784	24	-446	293	-333	적지	-5	적전	-462	466	흑전
매일유업	매출액	3,262	3,375	3,497	3,497	3,524	8.1%	3,580	6.1%	13,893	14,747	6.1%
	영업이익	191	196	278	177	231	21.3%	223	14.0%	882	1,028	16.5%
	OPM	5.9%	5.8%	8.0%	5.1%	6.6%	0.7%p	6.2%	0.4%p	6.4%	7.0%	0.6%p
	순이익	116	161	213	148	176	51.9%	177	9.7%	698	808	15.7%
삼양식품	매출액	1,098	1,204	1,337	1,376	1,491	35.8%	1,333	10.7%	5,408	5,795	7.2%
	영업이익	114	153	208	210	251	119.7%	186	21.1%	822	920	11.9%
	OPM	10.4%	12.7%	15.6%	15.2%	16.9%	6.4%p	13.9%	1.2%p	15.2%	15.9%	0.7%p
	순이익	-7	114	181	162	196	흑전	148	29.5%	652	726	11.3%
하이트진로	매출액	4,717	4,230	5,244	5,291	5,388	14.2%	4,948	17.0%	20,153	21,736	7.9%
	영업이익	176	-42	106	492	383	117.5%	221	흑전	939	1,706	81.7%
	OPM	3.7%	-1.0%	2.0%	9.3%	7.1%	3.4%p	4.5%	5.5%p	4.7%	7.8%	3.2%p
	순이익	6	-138	-292	259	183	3042.1%	65	흑전	11	818	7180.8%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

음식료 주요 기업 성장성과 밸류에이션 비교

종목명	구분	'19E	'20E	종목명	구분	'19E	'20E
KT&G	매출 YoY	10%	5%	농심	매출 YoY	5%	3%
	OP YoY	14%	7%		OP YoY	-9%	7%
	NP YoY	27%	3%		NP YoY	-17%	18%
	PER(배)	11.3	11.1		PER(배)	19.5	16.5
	PBR(배)	1.50	1.40		PBR(배)	0.71	0.68
	ROE	14%	13%		ROE	4%	4%
오리온	매출 YoY	5%	4%	삼양식품	매출 YoY	15%	7%
	OP YoY	16%	6%		OP YoY	49%	12%
	NP YoY	62%	11%		NP YoY	87%	11%
	PER(배)	18.5	16.7		PER(배)	11.8	10.6
	PBR(배)	2.53	2.23		PBR(배)	2.62	2.12
	ROE	15%	15%		ROE	25%	22%
CJ제일제당	매출 YoY	19%	7%	대상	매출 YoY	0%	1%
	OP YoY	-1%	15%		OP YoY	7%	-1%
	NP YoY	-91%	210%		NP YoY	44%	-2%
	PER(배)	47.9	14.9		PER(배)	8.3	8.5
	PBR(배)	0.76	0.73		PBR(배)	0.78	0.73
	ROE	2%	5%		ROE	10%	9%
하이트진로	매출 YoY	7%	8%	동원F&B	매출 YoY	7%	6%
	OP YoY	4%	82%		OP YoY	13%	8%
	NP YoY	-95%	7181%		NP YoY	14%	8%
	PER(배)	1,731.7	23.8		PER(배)	13.4	12.3
	PBR(배)	1.74	1.70		PBR(배)	1.27	1.17
	ROE	0%	7%		ROE	10%	10%
롯데칠성	매출 YoY	5%	1%	CJ프레시웨이	매출 YoY	8%	7%
	OP YoY	31%	-2%		OP YoY	18%	25%
	NP YoY	적지	흑전		NP YoY	-30%	130%
	PER(배)	N/A	25.8		PER(배)	34.5	15.0
	PBR(배)	0.91	0.90		PBR(배)	1.63	1.49
	ROE	-1%	4%		ROE	5%	10%
매일유업	매출 YoY	7%	6%				
	OP YoY	19%	16%				
	NP YoY	20%	16%				
	PER(배)	10.1	8.7				
	PBR(배)	1.71	1.44				
	ROE	19%	18%				

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

투자이전 및 목표주가 변경 내역

종목명	변경내역	변경사유
동원F&B	목표주가: 320,000 원 -> 280,000 원	실적 추정치 및 Target PER 하향
롯데칠성	목표주가: 206,000 원 -> 170,000 원	실적 추정치 하향 및 밸류에이션 방법 변경(PER->EV/EBITDA)

자료: 키움증권 리서치

동원F&B 목표주가 변경 내역 상세

EPS(원)	18,564	'20E EPS * 75% + '21E EPS * 25%
Target PER(배)	15.0	최근 1년 FW12M PER 상단
목표주가(원)	280,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

롯데칠성 목표주가 변경 내역 상세

영업가치	2,134	
EBITDA	249	'20E EBITDA * 75% + '21E EBITDA * 25%
EV/EBITDA	8.6	주류 사업 부진 감안하여, Global Peer(이토엔, 산토리, 아사히, 하이트진로) 대비 20% 할인
부동산 가치	600	서초동 부지. 공정가치에 50% 할인
순차입금	1,231	3Q19 말 순차입금(신종자본증권 포함하여 산출)
목표 시가총액	1,503	영업가치 + 부동산 가치 - 순차입금
발행 주식 수(천주)	8,769	
목표주가(원)	170,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

1) KT&G 4Q19 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 125,000원

KT&G의 4Q19 연결기준 영업이익은 2,978억원(+13% YoY)으로 전망된다. 1) 부동산 수
원 부지 분양이익 증가, 2) 내수 궤련담배 판매량 증가, 3) 임금인상 소급분 반영 시점
차이에 따른 인건비 감소로 인해, 전사 영업이익은 전년동기 대비 증가할 것으로 기대된
다. 다만, 중동 담배 수출 부진으로 인해, 4분기 담배 수출은 YoY -27.5%, QoQ -16%
감소하는 점은 아쉬운 부분이다.

수출 부진은 아쉽지만,
주가의 하방경직성은
높아질 듯

중동 지역 담배 수출 부진과 시장의 경기민감주 선호도 증가로 인해, 동사의 주가는 최
근에 많이 조정을 받은 상황이다. 이에 따라, 2019년 배당금이 전년대비 400원 정도 증
가한다고 가정하면, 동사의 주가 배당수익률은 4% 중반 수준까지 상승한 상황이다. **현
재 시장에서 중동 지역 수출 회복에 대한 기대가 거의 없고, 배당수익률도 밴드 하단까지
상승한 점을 감안한다면, 중기적으로 주가의 하방 경직성이 강해질 것으로 판단된다.**

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,185	1,258	1,322	1,158	1,261	1,307	1,408	1,214	4,472	4,923	5,190	5,343
(YoY)	11.0%	12.3%	11.8%	5.1%	6.4%	3.9%	6.5%	4.8%	-4.2%	10.1%	5.4%	2.9%
KT&G 별도	659	813	723	723	709	837	782	756	2,625	2,918	3,083	3,132
(YoY)	15.1%	15.2%	9.0%	5.9%	7.6%	3.0%	8.0%	4.5%	-12.5%	11.2%	5.7%	1.6%
KGC 별도	399	306	427	244	413	318	442	253	1,326	1,376	1,427	1,480
(YoY)	1.4%	5.0%	5.5%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	10.5%	3.8%	3.7%	3.7%
기타	128	139	172	191	138	153	184	205	521	630	680	731
(YoY)	25.2%	13.4%	50.8%	4.5%	8.5%	9.9%	6.8%	7.5%	11.6%	20.8%	8.0%	7.4%
담배 해외법인	66	90	115	122	76	104	127	136	288	392	443	493
(YoY)	21.1%	26.7%	64.9%	30.1%	16.5%	15.2%	10.2%	11.8%	4.0%	36.0%	12.9%	11.4%
기타 및 연결조정	62	49	57	69	62	49	57	69	233	238	238	238
영업이익	348	399	382	298	377	409	422	315	1,255	1,428	1,524	1,551
(YoY)	11.8%	23.6%	7.2%	12.9%	8.3%	2.6%	10.4%	5.7%	-12.0%	13.7%	6.7%	1.8%
(OPM)	29.4%	31.7%	28.9%	25.7%	29.9%	31.3%	30.0%	25.9%	28.1%	29.0%	29.4%	29.0%
KT&G 별도	253	340	285	281	278	343	316	292	1,004	1,158	1,229	1,240
(OPM)	38.4%	41.8%	39.4%	38.8%	39.2%	40.9%	40.4%	38.7%	38.3%	39.7%	39.9%	39.6%
KGC 별도	91	44	80	-5	94	45	84	-5	205	210	218	226
(OPM)	22.9%	14.3%	18.8%	-1.9%	22.8%	14.1%	18.9%	-2.0%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%
기타	4	15	17	22	5	22	23	28	46	59	77	85
(OPM)	3.3%	11.2%	10.1%	11.5%	3.5%	14.3%	12.4%	13.4%	8.8%	9.4%	11.3%	11.7%
세전이익	388	445	450	314	404	429	442	335	1,319	1,597	1,609	1,638
당기순이익	274	324	322	229	295	313	323	244	899	1,149	1,174	1,196
지배주주순이익	273	323	321	229	295	313	323	244	902	1,146	1,174	1,196
(YoY)	9.7%	21.1%	23.9%	79.8%	7.9%	-3.0%	0.5%	6.7%	-22.5%	27.0%	2.5%	1.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 연결기준 매출 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,185	1,258	1,322	1,158	1,261	1,307	1,408	1,214	4,472	4,923	5,190	5,343
(YoY)	11.0%	12.3%	11.8%	5.1%	6.4%	3.9%	6.5%	4.8%	-4.2%	10.1%	5.4%	2.9%
KT&G 별도	659	813	723	723	709	837	782	756	2,625	2,918	3,083	3,132
(YoY)	15.1%	15.2%	9.0%	5.9%	7.6%	3.0%	8.0%	4.5%	-12.5%	11.2%	5.7%	1.6%
내수담배	448	489	514	469	437	488	514	472	1,836	1,919	1,912	1,911
(YoY)	10.5%	2.9%	3.7%	1.9%	-2.3%	0.0%	0.0%	0.6%	2.4%	4.5%	-0.4%	0.0%
총 시장(십억본)	16.4	18.4	19.0	17.5	16.1	18.1	18.7	17.3	72.2	71.3	70.2	69.1
(YoY)	-0.1%	-1.1%	-2.3%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.6%	-1.3%	-1.5%	-1.5%
일반궐련	14.5	16.4	17.2	15.7	14.4	16.1	16.8	15.4	65.2	63.7	62.7	61.5
(YoY)	-3.2%	-2.9%	-2.2%	-0.7%	-0.8%	-1.5%	-2.2%	-2.1%	-9.2%	-2.2%	-1.7%	-1.9%
전자담배	1.9	2.0	1.8	1.8	1.8	2.0	1.9	1.9	7.0	7.5	7.5	7.7
(YoY)	32.9%	16.3%	-3.6%	-8.4%	-6.6%	-1.5%	5.3%	3.6%	344%	7.4%	0.1%	2.1%
MS	59.7%	59.7%	61.1%	60.1%	60.4%	60.3%	61.6%	60.9%	57.8%	60.2%	60.8%	61.3%
(YoY, %pt)	2.5%p	2.2%p	2.6%p	2.3%p	0.7%p	0.6%p	0.5%p	0.8%p	-1.5%p	2.4%p	0.6%p	0.5%p
일반궐련	63.1%	62.8%	63.9%	63.1%	63.8%	63.5%	64.6%	63.8%	62.0%	63.3%	64.0%	64.5%
(YoY, %pt)	1.4%p	0.9%p	1.4%p	1.2%p	0.7%p	0.7%p	0.7%p	0.7%p	1.4%p	1.2%p	0.7%p	0.5%p
전자담배	33.5%	34.5%	34.2%	33.3%	32.6%	34.5%	34.9%	36.3%	18.2%	33.9%	34.6%	36.1%
(YoY, %pt)	23.0%p	20.1%p	13.1%p	9.1%p	-0.9%p	0.0%p	0.7%p	3.0%p	18.2%p	15.7%p	0.7%p	1.5%p
판매량(십억본)	9.8	11.0	11.6	10.5	9.7	10.9	11.5	10.5	41.7	42.9	42.7	42.4
(YoY)	4.2%	2.7%	1.9%	2.4%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.2%	-4.1%	2.8%	-0.4%	-0.7%
일반궐련	9.1	10.3	11.0	9.9	9.2	10.2	10.9	9.8	40.4	40.3	40.1	39.6
(YoY)	-1.0%	-1.5%	0.0%	1.3%	0.3%	-0.4%	-1.1%	-1.0%	-7.0%	-0.3%	-0.6%	-1.2%
전자담배	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	1.3	2.5	2.6	2.8
(YoY)	323%	178%	56.3%	26.2%	-9%	-1%	7.5%	13.0%		101%	2.2%	6.5%
ASP(원/갑)	872	855	852	854	856	859	858	861	837	858	858	864
(YoY)	5.0%	1.8%	2.3%	0.7%	-1.8%	0.5%	0.7%	0.8%	1.5%	2.4%	0.1%	0.7%
일반궐련	845	828	829	830	831	833	834	835	823	833	833	837
(YoY)	2.9%	0.2%	1.5%	0.2%	-1.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.0%	1.1%	0.0%	0.5%
전자담배	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,285	1,250	1,250	1,250
(YoY)	-7.2%	-8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-12.1%	-2.7%	0.0%	0.0%
수출담배	131	188	113	95	139	161	130	105	542	528	536	585
(YoY)	-0.7%	2.3%	21.1%	-27.5%	6.1%	-14.3%	14.8%	10.2%	-38.4%	-2.5%	1.4%	9.2%
판매량(십억본)	8.1	10.6	6.9	5.9	8.7	10.0	8.0	6.4	34.7	31.6	33.0	35.0
(YoY)	2.5%	-12.8%	17.3%	-32.0%	7.0%	-6.0%	15.0%	8.0%	-26.3%	-9.0%	4.6%	6.0%
ASP(달러/갑)	0.29	0.30	0.27	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.29	0.28	0.29
(YoY)	-7.7%	8.3%	-2.6%	2.1%	-4.3%	-8.6%	2.3%	3.0%	-13.7%	1.0%	-3.1%	3.0%
평균환율(원/달러)	1,125	1,169	1,194	1,177	1,165	1,165	1,165	1,165	1,096	1,164	1,165	1,165
(YoY)	4.9%	8.4%	6.0%	4.4%	3.5%	-0.3%	-2.4%	-1.0%	-3.1%	6.2%	0.1%	0.0%
기타	80	136	96	158	132	187	138	178	250	470	635	635
(YoY)	128.2%	202.7%	28.8%	65.5%	66.1%	37.9%	43.0%	12.6%	-23.7%	87.9%	35.2%	0.0%
KGC 별도	399	306	427	244	413	318	442	253	1,326	1,376	1,427	1,480
(YoY)	1.4%	5.0%	5.5%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	10.5%	3.8%	3.7%	3.7%
기타	128	139	172	191	138	153	184	205	521	630	680	731
(YoY)	25.2%	13.4%	50.8%	4.5%	8.5%	9.9%	6.8%	7.5%	11.6%	20.8%	8.0%	7.4%
담배 해외법인	66	90	115	122	76	104	127	136	288	392	443	493
(YoY)	21.1%	26.7%	64.9%	30.1%	16.5%	15.2%	10.2%	11.8%	4.0%	36.0%	12.9%	11.4%
판매량(십억본)	2.1	3.2	3.9	4.2	2.5	3.6	4.3	4.6	12.1	13.5	15.0	16.5
(YoY)	-8.7%	9.8%	36.9%	5.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	14.3%	11.1%	11.6%	10.0%
ASP(달러/갑)	0.554	0.476	0.489	0.492	0.520	0.500	0.503	0.505	0.434	0.500	0.506	0.512
(YoY)	26.4%	6.5%	13.6%	18.8%	-6.2%	5.1%	2.7%	2.7%	-6.2%	15.3%	1.1%	1.3%
기타 및 연결조정	62	49	57	69	62	49	57	69	233	238	238	238

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,667.2	4,471.5	4,923.1	5,190.2	5,342.6
매출원가	1,908.9	1,836.0	2,067.5	2,199.3	2,291.4
매출총이익	2,758.3	2,635.5	2,855.6	2,990.9	3,051.3
판매비	1,332.2	1,380.4	1,428.1	1,467.2	1,500.1
영업이익	1,426.1	1,255.1	1,427.5	1,523.7	1,551.2
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,580.9	1,712.6	1,770.0
영업외손익	-80.5	63.6	169.3	85.0	87.1
이자수익	43.2	17.4	22.5	23.0	24.6
이자비용	8.6	7.0	4.4	2.2	1.7
외환관련이익	18.1	70.0	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	160.5	72.9	20.0	20.0	20.0
종속 및 관계기업손익	5.7	9.3	9.3	9.3	9.3
기타	21.6	46.8	141.9	54.9	54.9
법인세차감전이익	1,345.6	1,318.7	1,596.9	1,608.7	1,638.3
법인세비용	181.4	420.0	447.6	434.4	442.4
계속사업순손익	1,164.2	898.7	1,149.3	1,174.4	1,196.0
당기순이익	1,164.2	898.7	1,149.3	1,174.4	1,196.0
지배주주순이익	1,163.8	901.7	1,145.5	1,174.4	1,196.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	-4.2	10.1	5.4	2.9
영업이익 증감율	-3.0	-12.0	13.7	6.7	1.8
EBITDA 증감율	-2.5	-11.5	12.5	8.3	3.4
지배주주순이익 증감율	-5.4	-22.5	27.0	2.5	1.8
EPS 증감율	-5.4	-22.5	27.0	2.5	1.8
매출총이익률(%)	59.1	58.9	58.0	57.6	57.1
영업이익률(%)	30.6	28.1	29.0	29.4	29.0
EBITDA Margin(%)	34.0	31.4	32.1	33.0	33.1
지배주주순이익률(%)	24.9	20.2	23.3	22.6	22.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,143.1	822.1	628.3	806.0	896.7
당기순이익	1,164.2	898.7	1,149.3	1,174.4	1,196.0
비현금항목의 가감	523.0	594.3	172.4	208.0	237.9
유형자산감가상각비	155.8	146.4	155.2	190.7	220.8
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	23.9	23.8	23.8
영업활동자산부채증감	-149.2	-330.7	-393.3	-276.3	-237.2
매출채권및기타채권의감소	124.3	71.1	-178.0	-61.7	-35.2
재고자산의감소	-78.0	-170.4	-169.6	-218.9	-166.5
매입채무및기타채무의증가	-85.0	15.7	4.7	4.2	2.4
기타	-110.5	-247.1	-50.4	0.1	-37.9
기타현금흐름	-394.9	-340.2	-300.1	-300.1	-300.0
투자활동 현금흐름	-683.0	-46.3	304.4	-116.5	-114.9
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 순취득	-4.9	-5.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-62.3	-288.9	421.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-423.4	358.3	0.0	0.0	0.0
기타	121.6	256.4	273.0	273.5	275.1
재무활동 현금흐름	-438.6	-549.8	-636.1	-672.7	-616.4
차입금의 증가(감소)	44.9	-45.3	-85.0	-73.4	-17.5
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	-555.6	-555.6
기타	-28.9	0.6	-46.0	-43.7	-43.3
기타현금흐름	3.2	-8.2	70.8	50.4	48.2
현금 및 현금성자산의 순증가	24.7	217.9	367.5	67.2	213.6
기초현금 및 현금성자산	690.4	715.1	933.0	1,300.5	1,367.7
기말현금 및 현금성자산	715.1	933.0	1,300.5	1,367.7	1,581.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,585.7	6,413.4	7,128.5	7,476.1	7,891.4
현금 및 현금성자산	715.1	933.0	1,300.5	1,367.6	1,581.2
단기금융자산	2,099.6	1,741.3	1,741.3	1,741.3	1,741.3
매출채권 및 기타채권	1,106.2	958.9	1,136.8	1,198.5	1,233.7
재고자산	2,317.8	2,461.3	2,630.9	2,849.7	3,016.2
기타유동자산	347.0	318.9	319.0	319.0	319.0
비유동자산	3,395.7	3,741.7	3,607.8	3,808.2	3,978.7
투자자산	1,394.1	1,692.2	1,280.0	1,289.3	1,298.5
유형자산	1,775.3	1,818.8	2,053.5	2,252.9	2,422.1
무형자산	84.7	72.0	68.4	64.6	61.0
기타비유동자산	141.6	158.7	205.9	201.4	197.1
자산총계	9,981.4	10,155.1	10,736.2	11,284.2	11,870.1
유동부채	1,816.4	1,640.7	1,609.9	1,558.3	1,556.3
매입채무 및 기타채무	1,445.2	1,117.9	1,122.6	1,126.8	1,129.2
단기금융부채	178.4	135.4	99.9	44.1	39.7
기타유동부채	192.8	387.4	387.4	387.4	387.4
비유동부채	335.2	381.3	373.0	353.9	339.1
장기금융부채	100.6	96.9	88.6	69.4	54.7
기타비유동부채	234.6	284.4	284.4	284.5	284.4
부채총계	2,151.6	2,022.0	1,983.0	1,912.2	1,895.5
지배지분	7,772.1	8,079.3	8,695.8	9,314.6	9,917.1
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	-114.0	-114.0	-114.0
이익잉여금	6,745.2	7,108.9	7,698.9	8,317.7	8,920.2
비지배지분	57.7	53.8	57.5	57.5	57.5
자본총계	7,829.8	8,133.1	8,753.3	9,372.1	9,974.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,476	6,567	8,344	8,554	8,711
BPS	56,609	58,847	63,337	67,845	72,233
CFPS	12,289	10,874	9,627	10,069	10,444
DPS	4,000	4,000	4,400	4,400	4,700
주가배수(배)					
PER	13.6	15.5	11.3	11.1	10.9
PER(최고)	14.9	17.6	13.1		
PER(최저)	11.2	14.5	11.4		
PBR	2.04	1.72	1.50	1.40	1.31
PBR(최고)	2.23	1.96	1.73		
PBR(최저)	1.68	1.62	1.50		
PSR	3.40	3.12	2.64	2.51	2.43
PCFR	9.4	9.3	9.8	9.4	9.1
EV/EBITDA	8.4	8.2	6.5	5.9	5.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	43.4	56.2	48.3	47.3	49.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.5	3.9	4.6	4.6	5.0
ROA	11.8	8.9	11.0	10.7	10.3
ROE	15.7	11.4	13.7	13.0	12.4
ROIC	26.6	20.8	22.5	21.8	20.5
매출채권회전율	3.9	4.3	4.7	4.4	4.4
재고자산회전율	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8
부채비율	27.5	24.9	22.7	20.4	19.0
순차입금비용	-32.4	-30.0	-33.1	-32.4	-32.7
이자보상배율	166.3	180.4	323.6	688.4	918.8
총차입금	278.9	232.3	147.3	73.9	56.4
순차입금	-2,535.8	-2,442.1	-2,894.6	-3,035.0	-3,266.1
NOPLAT	1,587.2	1,405.3	1,580.9	1,712.6	1,770.0
FCF	759.2	314.4	398.9	636.4	725.5

2) 오리온 4Q19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 140,000원

오리온의 4Q19 연결기준 영업이익은 984억원(+40% YoY)으로 전망된다. 1) 춘절 시점 차이와 타오케노이 상품 매출 확대에 따른 중국 법인 이익 증가, 2) 신제품 효과로 인한 한국/베트남/러시아 법인 이익 증가 덕분이다. 한국 법인은 스낵 카테고리과 닥터유 단 백질바 제품이 호조를 보이고 있고(월 매출 15억 수준), 베트남 법인은 20% 증량한 스낵 제품들과 쌀과자 제품 판매(월 매출 15억)가 좋은 성과를 올리고 있으며, 러시아 법인은 초코파이/초코송이 익스텐션 효과 덕분에 매출이 증가하고 있는 상황이다.

1Q20 모멘텀 공백기,
2Q20 실적 가시성 개선

다만, 1Q20 실적은 춘절 시점 차이로 인해, YoY 성장 모멘텀이 약한 상황이다. 다만, **2020년에도 중국에서 신제품 30개 정도를 출시할 예정**이고(2019년 25개), 상당 부분이 상반기에 집중될 예정이다. **타오케노이 상품 매출 외에도 한국에서 잘 팔리는 파워브랜드(오징어 땅콩/썬/치킨팝 등)와 뉴트리션바 제품의 중국 판매 성과에 관심을 가질 필요**가 있다. 위와 같은 신제품 효과들을 감안한다면, 동사의 실적 가시성은 2Q20에 개선될 것으로 추산된다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	497.6	439.3	530.0	547.1	502.2	479.1	559.0	551.5	1,926.9	2,014.0	2,091.8	2,224.1
(YoY)	-3.6%	3.7%	7.3%	10.9%	0.9%	9.1%	5.5%	0.8%	8.8%	4.5%	3.9%	6.3%
한국(오리온 별도)	178.0	177.8	182.7	192.6	184.5	184.7	187.9	197.8	711.9	731.1	755.0	773.2
(YoY)	0.2%	1.3%	4.4%	4.8%	3.7%	3.9%	2.8%	2.7%	4.9%	2.7%	3.3%	2.4%
중국(Pan Orion)	251.2	200.6	267.7	250.0	227.9	219.8	285.4	245.4	933.0	969.5	978.5	1,056.6
(YoY)	-5.6%	4.8%	4.9%	13.6%	-9.3%	9.6%	6.6%	-1.8%	17.4%	3.9%	0.9%	8.0%
베트남(OFFV)	56.7	48.3	63.2	82.3	75.2	60.0	67.2	83.5	233.9	250.5	285.8	311.6
(YoY)	-15.8%	4.2%	25.5%	17.9%	32.6%	24.2%	6.3%	1.4%	6.1%	7.1%	14.1%	9.0%
러시아(OIE)	14.9	15.9	20.5	24.9	17.7	17.8	22.7	27.5	64.9	76.2	85.8	96.1
(YoY)	37.1%	6.4%	20.5%	12.9%	19.3%	12.6%	10.9%	10.2%	-16.1%	17.4%	12.6%	12.0%
연결조정	-3.2	-3.3	-4.1	-2.7	-3.2	-3.3	-4.1	-2.7	-16.7	-13.3	-13.3	-13.3
매출총이익	224.8	190.3	248.4	254.6	226.6	212.1	260.5	255.3	877.0	918.1	954.5	1,007.9
(GPM)	45.2%	43.3%	46.9%	46.5%	45.1%	44.3%	46.6%	46.3%	45.5%	45.6%	45.6%	45.3%
판매비	147.5	139.9	146.6	156.2	147.9	147.7	151.9	159.5	594.8	590.3	607.0	634.2
(판매비율)	29.6%	31.9%	27.7%	28.5%	29.5%	30.8%	27.2%	28.9%	30.9%	29.3%	29.0%	28.5%
영업이익	77.3	50.4	101.8	98.4	78.7	64.3	108.7	95.8	282.2	327.9	347.5	373.7
(YoY)	-17.4%	27.3%	29.4%	40.0%	1.8%	27.7%	6.8%	-2.7%	86.8%	16.2%	6.0%	7.5%
(OPM)	15.5%	11.5%	19.2%	18.0%	15.7%	13.4%	19.4%	17.4%	14.6%	16.3%	16.6%	16.8%
한국(오리온 별도)	23.2	26.2	27.9	32.0	25.3	28.3	29.7	33.5	92.2	109.4	116.8	120.9
(OPM)	13.1%	14.7%	15.3%	16.6%	13.7%	15.3%	15.8%	16.9%	13.0%	15.0%	15.5%	15.6%
중국(Pan Orion)	40.7	17.9	57.6	45.4	32.5	25.1	62.3	42.6	141.6	161.5	162.5	179.0
(OPM)	16.2%	8.9%	21.5%	18.2%	14.3%	11.4%	21.8%	17.4%	15.2%	16.7%	16.6%	16.9%
베트남(OFFV)	8.0	4.3	13.5	19.7	14.9	8.5	13.5	17.7	41.0	45.5	54.6	59.8
(OPM)	14.1%	8.9%	21.4%	23.9%	19.8%	14.1%	20.0%	21.2%	17.5%	18.2%	19.1%	19.2%
러시아(OIE)	1.7	1.9	3.3	5.1	2.2	2.3	3.9	5.8	8.0	12.0	14.1	14.5
(OPM)	11.2%	12.0%	16.1%	20.4%	12.2%	12.9%	17.0%	21.0%	12.4%	15.7%	16.4%	15.1%
연결조정	3.7	0.2	-0.6	-3.8	3.7	0.2	-0.6	-3.8	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
세전이익	79.1	51.4	102.2	100.1	81.0	66.7	111.0	98.1	275.2	332.7	356.8	386.8
당기순이익	52.9	36.8	69.7	72.2	58.5	48.2	77.8	70.9	143.0	231.6	255.5	276.5
지배주주순이익	51.3	36.2	67.7	70.8	57.5	47.4	75.9	69.6	139.9	226.0	250.5	270.9
(YoY)	-22.2%	32.3%	107.4%	409.2%	12.2%	30.9%	12.1%	-1.7%		61.6%	10.8%	8.2%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국(Pan Orion)	-4.5%	3.5%	1.9%	10.7%	-9.6%	12.5%	8.5%	-1.9%	18.5%	2.6%	1.9%	8.0%
베트남 내수(OFFV 내수)	-19.1%	-4.2%	13.6%	6.5%	26.1%	24.0%	8.0%	1.5%	18.0%	-1.5%	13.2%	9.9%
러시아(OIE)	51.5%	4.0%	13.6%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-7.6%	14.3%	10.0%	12.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073.3	1,926.9	2,014.0	2,091.8	2,224.1
매출원가	608.7	1,050.0	1,095.9	1,137.3	1,216.3
매출총이익	464.6	877.0	918.1	954.5	1,007.9
판매비	357.2	594.8	590.3	607.0	634.2
영업이익	107.4	282.2	327.9	347.5	373.7
EBITDA	173.2	400.0	460.1	479.0	507.2
영업외손익	-2.4	-7.0	4.9	9.3	13.1
이자수익	4.4	6.8	7.7	8.1	9.0
이자비용	11.6	16.8	11.5	7.4	4.5
외환관련이익	6.5	2.9	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	4.1	5.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타	2.7	6.1	9.7	9.6	9.6
법인세차감전이익	105.1	275.2	332.7	356.8	386.8
법인세비용	28.4	132.2	101.2	101.4	110.4
계속사업순손익	76.7	143.0	231.6	255.5	276.5
당기순이익	76.7	143.0	231.6	255.5	276.5
지배주주순이익	75.6	139.9	226.0	250.5	270.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	79.5	4.5	3.9	6.3
영업이익 증감율	NA	162.8	16.2	6.0	7.5
EBITDA 증감율	NA	130.9	15.0	4.1	5.9
지배주주순이익 증감율	NA	85.1	61.5	10.8	8.1
EPS 증감율	NA	8.5	61.6	10.8	8.2
매출총이익률(%)	43.3	45.5	45.6	45.6	45.3
영업이익률(%)	10.0	14.6	16.3	16.6	16.8
EBITDA Margin(%)	16.1	20.8	22.8	22.9	22.8
지배주주순이익률(%)	7.0	7.3	11.2	12.0	12.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	193.2	400.6	319.5	388.3	421.6
당기순이익	76.7	143.0	231.6	255.5	276.5
비현금항목의 가감	103.4	274.9	264.5	260.3	269.4
유형자산감가상각비	64.2	115.1	129.8	129.0	131.0
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	133.0	129.5	136.5
영업활동자산부채증감	28.1	42.2	-71.6	-26.8	-18.4
매출채권및기타채권의감소	-4.3	-34.8	-14.4	-16.1	-12.6
재고자산의감소	-53.0	-7.5	-11.3	-14.1	-11.5
매입채무및기타채무의증가	20.2	15.3	4.1	3.3	5.7
기타	65.2	69.2	-50.0	0.1	0.0
기타현금흐름	-15.0	-59.5	-105.0	-100.7	-105.9
투자활동 현금흐름	-17.0	-114.9	-124.7	-161.0	-161.0
유형자산의 취득	-89.8	-130.8	-120.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	14.8	11.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.1	-2.4	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-24.2	-13.7	-0.7	-7.0	-7.0
단기금융자산의감소(증가)	-50.9	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	134.2	13.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-155.3	-199.2	-133.1	-146.0	-114.8
차입금의 증가(감소)	-154.4	-175.6	-100.0	-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	-9.4	-3.1	-7.2
기타현금흐름	-2.6	-3.4	-30.8	-16.5	-18.5
현금 및 현금성자산의 순증가	18.3	83.0	30.9	64.8	127.3
기초현금 및 현금성자산	83.3	101.6	184.6	215.5	280.3
기말현금 및 현금성자산	101.6	184.6	215.5	280.3	407.6

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	457.5	569.2	625.8	720.8	872.2
현금 및 현금성자산	101.6	184.6	215.5	280.3	407.6
단기금융자산	50.9	43.9	43.9	43.9	43.9
매출채권 및 기타채권	131.1	168.6	183.1	199.2	211.8
재고자산	150.7	156.6	167.8	181.9	193.4
기타유동자산	23.2	15.5	15.5	15.5	15.5
비유동자산	1,800.5	1,782.1	1,835.8	1,857.7	1,877.6
투자자산	24.0	36.7	36.3	42.3	48.2
유형자산	1,672.8	1,646.0	1,636.1	1,657.2	1,676.2
무형자산	52.4	51.7	53.0	54.2	55.3
기타비유동자산	51.3	47.7	110.4	104.0	97.9
자산총계	2,258.0	2,351.4	2,461.6	2,578.5	2,749.8
유동부채	523.0	500.3	421.4	393.5	396.0
매입채무 및 기타채무	192.1	248.4	252.5	255.8	261.5
단기금융부채	270.6	155.4	122.3	91.1	87.9
기타유동부채	60.3	96.5	46.6	46.6	46.6
비유동부채	390.1	406.5	349.8	262.8	178.9
장기금융부채	329.4	279.6	223.0	135.9	52.0
기타비유동부채	60.7	126.9	126.8	126.9	126.9
부채총계	913.1	906.8	771.2	656.3	574.9
지배지분	1,308.2	1,405.5	1,645.8	1,872.6	2,119.8
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	10.7	10.7	10.7
이익잉여금	76.2	191.1	393.4	620.2	867.4
비지배지분	36.7	39.0	44.5	49.6	55.1
자본총계	1,344.9	1,444.5	1,690.4	1,922.2	2,174.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,261	3,538	5,717	6,335	6,853
BPS	33,092	35,553	41,629	47,364	53,617
CFPS	7,771	10,571	12,547	13,045	13,806
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	32.0	33.9	18.5	16.7	15.4
PER(최고)	39.7	45.2	22.6		
PER(최저)	23.2	23.8	13.3		
PBR	3.16	3.38	2.53	2.23	1.97
PBR(최고)	3.91	4.50	3.10		
PBR(최저)	2.29	2.37	1.82		
PSR	2.26	2.46	2.07	1.99	1.88
PCFR	13.4	11.4	8.4	8.1	7.6
EV/EBITDA	26.6	12.5	9.4	8.7	7.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	30.9	16.6	10.2	9.3	8.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
ROA	3.4	6.2	9.6	10.1	10.4
ROE	5.8	10.3	14.8	14.2	13.6
ROIC	7.5	11.9	12.7	13.2	13.9
매출채권회전율	16.4	12.9	11.5	10.9	10.8
재고자산회전율	14.2	12.5	12.4	12.0	11.9
부채비율	67.9	62.8	45.6	34.1	26.4
순차입금비율	33.3	14.3	4.5	-5.6	-14.7
이자보상배율	9.3	16.8	28.5	46.9	82.6
총차입금	600.0	435.0	335.0	215.8	131.9
순차입금	447.5	206.5	75.6	-108.4	-319.6
NOPLAT	173.2	400.0	460.1	479.0	507.2
FCF	154.1	250.4	164.9	199.5	228.3

3) CJ제일제당 4Q19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 320,000원

CJ제일제당의 4Q19 연결기준 영업이익은 1,955억원(+13% YoY), 대한통운 제외기준 영업이익은 1,171억원(+12% YoY)으로 전망된다.

1) 가공식품 기존사업은 SKU 합리화 활동으로 인해, 국내 기존사업의 매출 성장률이 +5% 수준으로 둔화되나, 영업이익 YoY 감소폭은 -30억원 수준으로 많이 완화될 것으로 추산된다. 2) 미국 슈완스는 4분기 성수기 진입으로 인해, 3분기 대비 매출액과 이익이 모두 증가할 것으로 판단된다(PPA 차감 기준 410억원 예상).

3) 바이오는 중국 ASF 영향으로 인해, 라이신과 트립토판의 매출이 예상 대비 부진하나, 전년동기 인건비 역기저(인센티브 영향)로 인해, 전년동기와 유사한 수준의 영업이익이 가능할 전망이다. 4) 생물자원은 베트남 ASF 영향으로 인해, 돈육 공급 감소에 따른 양돈 판가 상승이 발생하면서, 3분기와 달리 4분기에는 흑자전환 할 것으로 추산된다(30억원 예상).

주주가치 개선 기대감
강해질 듯

동사는 작년 하반기부터 가공식품 SKU 합리화를 통한 수익성 개선과 자산 매각을 통한 재무구조 개선을 지속하고 있다. 더불어, 4Q19부터 전사 Capex 수준이 내려가면서, 전반적인 Cash Flow도 개선될 것으로 판단된다. 이와 같은 수익성 개선, Capex 축소, 자산 매각을 통해, Free Cash Flow가 전반적으로 개선될 것으로 기대되는 가운데, 식품 사업 매출 성장 효과가 더해지면서, 주주가치 개선 기대감이 강해질 것으로 판단된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,869.0	5,669.0	5,822.8	6,154.4	6,191.1	18,670.1	22,260.2	23,837.3	25,291.4
(YoY)	15.4%	23.8%	18.5%	19.2%	13.0%	5.6%	5.1%	5.5%	13.3%	19.2%	7.1%	6.1%
식품	1,720.5	1,954.9	2,224.6	2,049.5	2,197.6	2,015.7	2,269.5	2,091.4	5,271.7	7,949.5	8,574.1	9,124.0
(YoY)	30.7%	59.0%	52.8%	61.4%	27.7%	3.1%	2.0%	2.0%	3.6%	50.8%	7.9%	6.4%
소재	450.4	418.0	472.3	408.8	439.9	412.0	453.7	402.9	1,833.6	1,749.5	1,708.5	1,683.8
(YoY)	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-4.3%	-2.3%	-1.4%	-3.9%	-1.4%	-6.5%	-4.6%	-2.3%	-1.4%
가공	1,270.1	1,536.9	1,752.3	1,640.7	1,757.7	1,603.7	1,815.7	1,688.5	3,438.1	6,200.0	6,865.6	7,440.2
(YoY)	48.8%	99.7%	80.3%	94.6%	38.4%	4.3%	3.6%	2.9%	9.9%	80.3%	10.7%	8.4%
기존사업	1,029.8	928.9	1,092.4	927.0	1,096.8	995.7	1,155.8	974.7	3,438.1	3,978.1	4,223.1	4,665.5
(YoY)	20.7%	20.7%	12.4%	10.0%	6.5%	7.2%	5.8%	5.2%		15.7%	6.2%	10.5%
국내	809.7	704.9	846.6	677.0	832.7	726.9	873.2	699.7	2,762.5	3,038.2	3,132.5	3,465.9
(YoY)	15.9%	12.3%	6.7%	5.3%	2.8%	3.1%	3.1%	3.4%	5.4%	10.0%	3.1%	10.6%
해외	220.1	224.0	245.8	250.0	264.1	268.8	282.7	275.0	675.6	939.9	1,090.6	1,199.6
(YoY)	42.4%	58.2%	37.3%	25.0%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	32.7%	39.1%	16.0%	10.0%
슈완스	240.3	608.0	659.9	713.7	660.9	608.0	659.9	713.7		2,221.9	2,642.5	2,774.6
(YoY)					175.1%	0.0%	0.0%	0.0%			18.9%	5.0%
바이오	589.4	742.2	719.1	745.2	599.8	774.9	749.1	791.6	2,715.7	2,795.9	2,915.4	2,997.8
(YoY)	-0.4%	20.9%	-2.3%	-3.7%	1.8%	4.4%	4.2%	6.2%	25.3%	3.0%	4.3%	2.8%
생물자원	500.8	489.3	502.4	558.1	470.8	501.5	515.0	572.0	2,173.2	2,047.2	2,059.3	2,110.8
(YoY)	2.3%	-6.7%	-9.2%	-8.0%	-6.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.9%	-5.8%	0.6%	2.5%
물류	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,759.8	2,626.5	2,736.7	2,830.6	2,979.6	9,219.7	10,349.2	11,173.4	11,943.8
(YoY)	21.5%	11.0%	8.4%	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	29.7%	12.3%	8.0%	6.9%
대통제외 기준	2,810.7	3,186.4	3,446.1	3,352.7	3,268.2	3,292.1	3,533.6	3,455.0	10,275.2	12,792.6	13,548.8	14,232.5
(YoY)	11.9%	34.6%	25.5%	26.5%	16.3%	3.3%	2.5%	3.1%	3.9%	24.5%	5.9%	5.0%
영업이익	179.1	175.3	272.7	195.5	233.3	214.2	284.2	216.0	832.7	822.5	947.7	1,065.2
(YoY)	-14.8%	-5.0%	2.8%	13.2%	30.3%	22.2%	4.2%	10.5%	7.2%	-1.2%	15.2%	12.4%
(OPM)	3.6%	3.2%	4.7%	3.3%	4.1%	3.7%	4.6%	3.5%	4.5%	3.7%	4.0%	4.2%
식품	100.9	54.0	131.5	67.0	122.9	75.0	137.0	68.5	357.5	353.4	403.5	447.9
(OPM)	5.9%	2.8%	5.9%	3.3%	5.6%	3.7%	6.0%	3.3%	6.8%	4.4%	4.7%	4.9%
소재	24.1	18.0	35.4	-0.8	23.3	17.1	30.7	-4.6	92.8	76.7	66.4	66.4
(OPM)	5.4%	4.3%	7.5%	-0.2%	5.3%	4.1%	6.8%	-1.1%	5.1%	4.4%	3.9%	3.9%
가공	76.8	36.0	96.1	67.8	99.7	58.0	106.3	73.1	264.7	276.6	337.1	381.5
(OPM)	6.0%	2.3%	5.5%	4.1%	5.7%	3.6%	5.9%	4.3%	7.7%	4.5%	4.9%	5.1%
기존사업	65.2	19.3	82.5	26.8	78.2	49.3	91.2	30.6	264.7	193.7	249.3	289.3
(OPM)	6.3%	2.1%	7.6%	2.9%	7.1%	4.9%	7.9%	3.1%	7.7%	4.9%	5.9%	6.2%
슈완스	11.6	16.7	13.6	41.0	21.5	8.7	15.1	42.5		82.9	87.8	92.2
(OPM)	4.8%	2.7%	2.1%	5.7%	3.3%	1.4%	2.3%	6.0%		3.7%	3.3%	3.3%
바이오	52.4	59.3	52.4	47.2	40.1	52.4	53.1	55.5	194.1	211.3	201.1	214.5
(OPM)	8.9%	8.0%	7.3%	6.3%	6.7%	6.8%	7.1%	7.0%	7.1%	7.6%	6.9%	7.2%
생물자원	-9.7	-7.9	-2.9	3.0	3.0	5.0	5.0	5.0	53.6	-17.5	18.0	20.0
(OPM)	-1.9%	-1.6%	-0.6%	0.5%	0.6%	1.0%	1.0%	0.9%	2.5%	-0.9%	0.9%	0.9%
물류	45.3	71.8	88.7	97.3	77.1	83.6	86.2	106.0	242.7	303.2	352.9	410.5
(OPM)	1.9%	2.8%	3.4%	3.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.6%	2.6%	2.9%	3.2%	3.4%
대통제외 기준	143.6	105.4	181.0	117.1	166.0	132.4	195.1	129.0	617.2	547.1	622.6	682.5
(YoY)	-15.9%	-19.7%	-14.3%	12.4%	15.6%	25.7%	7.8%	10.1%	10.9%	-11.4%	13.8%	9.6%
(OPM)	5.1%	3.3%	5.3%	3.5%	5.1%	4.0%	5.5%	3.7%	6.0%	4.3%	4.6%	4.8%
세전이익	76.5	44.3	68.4	81.1	117.3	98.2	168.3	100.1	1,294.2	270.3	483.8	602.4
당기순이익	40.9	39.5	17.1	57.4	83.9	70.2	120.3	71.5	925.4	154.9	345.9	430.7
지배주주순이익	40.9	16.2	1.9	19.4	66.7	48.6	106.8	29.5	875.2	78.5	251.7	311.3
(YoY)	-34.6%	-97.9%	-98.2%	흑전	63.1%	200.2%	5448.5%	51.7%	136.4%	-91.0%	220.7%	23.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ제일제당 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,260.2	23,837.3	25,291.4
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,020.5	19,266.8	20,391.9
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,239.7	4,570.5	4,899.5
판매비	2,778.1	2,710.9	3,417.2	3,622.9	3,834.3
영업이익	776.6	832.7	822.5	947.7	1,065.2
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,623.3	1,835.4	1,977.9
영업외손익	-192.2	461.5	-552.2	-463.9	-462.8
이자수익	19.2	20.0	21.8	21.4	20.7
이자비용	204.2	246.1	338.1	354.4	352.6
외환관련이익	215.9	142.5	100.0	100.0	100.0
외환관련손실	148.8	199.2	100.0	100.0	100.0
종속 및 관계기업손익	-4.6	-5.5	20.0	20.0	20.0
기타	-69.7	749.8	-255.9	-150.9	-150.9
법인세차감전이익	584.3	1,294.2	270.3	483.8	602.4
법인세비용	171.5	368.8	115.4	137.9	171.7
계속사업손익	412.8	925.4	154.9	345.9	430.7
당기순이익	412.8	925.4	154.9	345.9	430.7
지배주주순이익	370.2	875.2	78.5	251.7	311.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.1	13.3	19.2	7.1	6.1
영업이익 증감율	-7.9	7.2	-1.2	15.2	12.4
EBITDA 증감율	-2.4	9.7	10.2	13.1	7.8
지배주주순이익 증감율	34.2	136.4	-91.0	220.6	23.7
EPS 증감율	34.1	112.1	-91.2	220.7	23.7
매출총이익률(%)	21.6	19.0	19.0	19.2	19.4
영업이익률(%)	4.7	4.5	3.7	4.0	4.2
EBITDA Margin(%)	8.1	7.9	7.3	7.7	7.8
지배주주순이익률(%)	2.2	4.7	0.4	1.1	1.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	500.7	1,602.6	1,498.8
당기순이익	412.8	925.4	154.9	345.9	430.7
비현금항목의 가감	903.7	482.7	1,068.0	1,155.0	1,180.0
유형자산감가상각비	467.4	523.2	703.8	782.4	807.4
무형자산감가상각비	98.6	117.4	144.1	152.5	152.4
지분법평가손익	-18.6	-1,015.9	-20.0	-20.0	-20.0
기타	356.3	858.0	240.1	240.1	240.2
영업활동자산부채증감	-23.8	-754.0	-1,008.1	-61.6	-241.4
매출채권및기타채권의감소	-272.5	-20.0	-349.4	-129.6	-196.5
재고자산의감소	8.3	-373.9	-642.8	-26.6	-132.2
매입채무및기타채무의증가	401.1	-166.1	-15.9	94.6	87.2
기타	-160.7	-194.0	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	-111.9	-182.7	285.9	163.3	129.5
투자활동 현금흐름	-1,463.9	-1,034.6	-3,070.5	-934.6	-935.3
유형자산의 취득	-1,450.4	-1,675.4	-1,450.0	-1,000.0	-1,000.0
유형자산의 처분	26.7	27.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-79.5	-96.6	-56.0	-56.0	-56.0
투자자산의감소(증가)	427.7	-130.5	-1,986.2	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	140.4	53.3	0.0	0.0	0.0
기타	-528.8	787.4	421.7	121.4	120.7
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	2,530.2	-751.5	-689.7
차입금의 증가(감소)	509.8	665.4	2,055.0	-110.0	-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	531.3	-585.4	-583.6
기타현금흐름	-35.8	-1.0	103.5	69.7	102.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-53.5	-43.3	63.9	-13.8	-23.9
기초현금 및 현금성자산	644.4	590.9	547.6	611.5	597.7
기말현금 및 현금성자산	590.9	547.6	611.5	597.7	573.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963.5	5,522.4	6,578.6	6,721.0	7,025.8
현금 및 현금성자산	590.9	547.6	611.5	597.7	573.9
단기금융자산	234.1	180.8	180.8	180.8	180.8
매출채권 및 기타채권	2,445.2	2,742.3	3,091.7	3,221.3	3,417.8
재고자산	1,303.5	1,497.6	2,140.4	2,167.0	2,299.2
기타유동자산	389.8	554.1	554.2	554.2	554.1
비유동자산	11,904.7	13,974.6	17,761.0	17,702.0	17,618.1
투자자산	567.9	698.4	2,704.6	2,724.6	2,744.6
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,487.9	10,705.6	10,898.2
무형자산	2,758.1	3,069.9	2,981.9	2,885.4	2,788.9
기타비유동자산	399.3	464.6	1,586.6	1,386.4	1,186.4
자산총계	16,868.1	19,497.0	24,339.6	24,423.0	24,643.8
유동부채	5,496.9	6,680.4	8,274.0	8,258.6	8,295.9
매입채무 및 기타채무	2,298.9	2,288.0	2,272.1	2,366.8	2,454.0
단기금융부채	2,887.0	3,842.1	5,451.6	5,341.6	5,291.6
기타유동부채	311.0	550.3	550.3	550.2	550.3
비유동부채	5,227.4	5,508.4	7,191.7	7,000.7	6,809.8
장기금융부채	4,317.5	4,196.0	5,879.3	5,688.4	5,497.4
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,312.4	1,312.3	1,312.4
부채총계	10,724.3	12,188.8	15,465.7	15,259.4	15,105.6
지배지분	3,374.9	4,782.8	4,977.9	5,173.4	5,428.6
자본금	72.5	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	833.0	1,411.6	1,411.6	1,411.6	1,411.6
기타자본	-224.0	-180.9	-180.9	-180.9	-180.9
기타포괄손익누계액	-210.1	-224.1	-51.4	-51.4	-51.4
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,716.7	3,912.2	4,167.4
비지배지분	2,768.9	2,525.4	3,896.0	3,990.2	4,109.6
자본총계	6,143.9	7,308.2	8,873.8	9,163.6	9,538.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	4,790	15,363	19,005
BPS	232,686	291,963	303,869	315,805	331,382
CFPS	90,821	87,161	74,652	91,620	98,323
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가배수(배)					
PER	14.3	6.1	47.9	14.9	12.1
PER(최고)	16.3	7.3	72.4		
PER(최저)	13.1	5.7	44.2		
PBR	1.57	1.13	0.76	0.73	0.69
PBR(최고)	1.79	1.35	1.14		
PBR(최저)	1.44	1.05	0.70		
PSR	0.32	0.29	0.17	0.16	0.15
PCFR	4.0	3.8	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.6	10.2	10.5	9.3	8.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.3	5.6	33.2	14.9	11.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.1	1.5	1.5	1.5
ROA	2.5	5.1	0.7	1.4	1.8
ROE	10.9	21.5	1.6	5.0	5.9
ROIC	4.2	4.3	2.7	3.6	4.1
매출채권회전율	7.1	7.2	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율	12.8	13.3	12.2	11.1	11.3
부채비율	174.6	166.8	174.3	166.5	158.4
순차입금비용	103.8	100.0	104.8	100.4	96.2
이자보상배율	3.8	3.4	2.4	2.7	3.0
총차입금	7,204.5	8,038.1	10,093.2	9,983.2	9,933.2
순차입금	6,379.5	7,309.8	9,300.9	9,204.7	9,178.5
NOPLAT	1,342.5	1,473.3	1,623.3	1,835.4	1,977.9
FCF	-453.0	-1,264.2	-1,221.8	461.2	390.3

4) 하이트진로 4Q 19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 40,000원

하이트진로의 4Q 19 연결기준 영업이익은 383억원(+118% YoY)으로 전망된다. 맥주와 소주 모두 신제품 효과로 매출이 호조를 보이면서, 영업이익이 전년동기 대비 크게 증가할 것으로 예상된다. 다만, 인건비 증가(직원 격려금)로 인해, 판관비가 기존 예상 대비 증가할 것으로 판단된다. **맥주는 수입맥주를 제외한 주요 4대 브랜드의 매출액이 +30% 이상 신장하는 추세**이다. 특히, 테라의 4Q 19 매출액은 851억원으로 3Q 19 대비 +18% 증가할 것으로 추산된다. **소주는 진로의 판매량 호조로 인해, 매출액이 전년동기 대비 +23% 증가할 것으로 추산된다.** 이러한 고신장 흐름은 적어도 올해 상반기까지는 지속 가능할 것으로 판단된다.

주류 시장 경쟁강도,
더 상승하기 어려울

하이트진로를 포함한 주류 업체들의 판촉비 지출 확대로 인해, 4Q 19 주류 시장은 작년 중에 가장 경쟁강도가 높았던 분기였다. 하지만, **경쟁사들의 판촉비 집행에도 불구하고 MS 흐름에는 큰 변화가 없는 상황**이다. 따라서, **1Q20에는 판촉비 확대 추세에 제동이 걸릴 가능성이 높다.** 하이트진로는 신제품 효과를 바탕으로 MS를 꾸준히 확대하고 있기 때문에, 경쟁강도 변화에 따라 실적 추정치가 상향될 가능성이 높아지고 있다. 내수 시장에서 가장 큰 MS 변화를 만들어내고 있고, 수익성 기대치가 올라갈 수 있는 점을 감안하여, 업종 Top Pick 관점을 유지한다.

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	423.0	524.4	529.1	538.8	494.8	568.9	564.5	545.2	1,885.6	2,015.3	2,173.6	2,264.0
(YoY)	0.5%	6.3%	5.8%	14.2%	17.0%	8.5%	6.7%	1.2%	-0.2%	6.9%	7.9%	4.2%
별도기준	378.8	471.4	476.0	489.8	450.7	515.9	511.5	496.2	1,657.6	1,816.0	1,974.3	2,064.7
(YoY)	2.2%	8.5%	8.6%	18.2%	19.0%	9.4%	7.5%	1.3%	-0.4%	9.6%	8.7%	4.6%
레귤러 맥주	67.6	115.9	133.0	120.6	100.3	146.7	165.3	132.3	377.4	437.1	544.6	596.2
(YoY)	-16.9%	7.3%	24.1%	49.1%	48.4%	26.5%	24.3%	9.7%	-21.1%	15.8%	24.6%	9.5%
발포주	31.3	37.5	34.5	29.3	28.1	33.8	35.2	29.9	141.2	132.6	127.0	129.5
(YoY)	30.8%	0.0%	-25.0%	-13.1%	-10.0%	-10.0%	2.0%	2.0%	130.4%	-6.1%	-4.2%	2.0%
소주	225.9	253.0	258.9	296.0	274.1	277.8	262.6	287.5	901.7	1,033.8	1,101.9	1,129.3
(YoY)	7.1%	9.2%	18.1%	23.4%	21.3%	9.8%	1.4%	-2.9%	1.5%	14.6%	6.6%	2.5%
기타	54.1	64.9	49.6	43.9	48.1	57.8	48.4	46.5	237.3	212.5	200.8	209.7
(YoY)	-0.5%	13.7%	-24.9%	-26.6%	-11.0%	-11.1%	-2.5%	6.1%	0.3%	-10.5%	-5.5%	4.4%
매출총이익	163.0	241.2	233.0	236.2	213.8	264.5	265.6	242.6	761.9	873.4	986.5	1,048.0
(GPM)	38.5%	46.0%	44.0%	43.8%	43.2%	46.5%	47.0%	44.5%	40.4%	43.3%	45.4%	46.3%
별도기준	142.8	208.6	202.7	217.8	193.6	231.9	235.3	224.2	677.2	771.9	885.0	946.5
(GPM)	37.7%	44.2%	42.6%	44.5%	43.0%	44.9%	46.0%	45.2%	40.9%	42.5%	44.8%	45.8%
판관비	167.2	230.6	183.8	197.9	191.7	221.9	207.4	194.9	671.4	779.5	815.9	842.4
(판관비율)	39.5%	44.0%	34.7%	36.7%	38.7%	39.0%	36.7%	35.7%	35.6%	38.7%	37.5%	37.2%
별도기준	148.3	200.6	156.3	175.8	172.8	191.9	179.9	172.8	587.1	681.0	717.4	743.9
(판관비율)	39.2%	42.5%	32.8%	35.9%	38.4%	37.2%	35.2%	34.8%	35.4%	37.5%	36.3%	36.0%
영업이익	-4.2	10.6	49.2	38.3	22.1	42.6	58.2	47.8	90.4	93.9	170.6	205.6
(YoY)	적전	-60.5%	67.9%	117.5%	흑전	302.0%	18.3%	24.6%	3.7%	3.8%	81.7%	20.5%
(OPM)	-1.0%	2.0%	9.3%	7.1%	4.5%	7.5%	10.3%	8.8%	4.8%	4.7%	7.8%	9.1%
별도기준	-5.5	8.0	46.4	42.0	20.8	40.0	55.4	51.4	90.0	90.9	167.6	202.5
(YoY)	적전	-67.2%	80.3%	97.4%	흑전	399.9%	19.4%	22.5%	7.9%	0.9%	84.4%	20.9%
(OPM)	-1.5%	1.7%	9.8%	8.6%	4.6%	7.7%	10.8%	10.4%	5.4%	5.0%	8.5%	9.8%
세전이익	-14.5	-23.7	34.8	27.0	9.6	30.0	45.6	35.2	42.0	23.5	120.3	158.1
당기순이익	-13.8	-29.2	25.8	18.3	6.5	20.4	31.0	23.9	22.3	1.1	81.8	107.5
지배주주순이익	-13.8	-29.2	25.9	18.3	6.5	20.4	31.0	23.9	22.2	1.1	81.8	107.5
(YoY)	적전	적전	174.5%	3042.1%	흑전	흑전	19.8%	30.4%	75.4%	-95.0%	7180.8%	31.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,889.9	1,885.6	2,015.3	2,173.6	2,264.0
매출원가	1,086.1	1,123.8	1,141.9	1,187.1	1,216.0
매출총이익	803.8	761.9	873.4	986.5	1,048.0
판매비	716.6	671.4	779.5	815.9	842.4
영업이익	87.2	90.4	93.9	170.6	205.6
EBITDA	206.9	215.4	215.5	294.1	331.1
영업외손익	-47.6	-48.4	-70.4	-50.3	-47.5
이자수익	1.4	2.0	2.1	2.0	1.9
이자비용	39.6	39.7	42.4	40.9	38.0
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	-30.1	-11.4	-11.4
법인세차감전이익	39.7	42.0	23.5	120.3	158.1
법인세비용	27.0	19.7	22.4	38.5	50.6
계속사업순손익	12.7	22.3	1.1	81.8	107.5
당기순이익	12.7	22.3	1.1	81.8	107.5
지배주주순이익	12.7	22.2	1.1	81.8	107.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.0	-0.2	6.9	7.9	4.2
영업이익 증감율	-29.7	3.7	3.9	81.7	20.5
EBITDA 증감율	-14.8	4.1	0.0	36.5	12.6
지배주주순이익 증감율	-66.9	74.8	-95.0	7,336.4	31.4
EPS 증감율	-67.0	75.4	-95.0	7,180.8	31.4
매출총이익률(%)	42.5	40.4	43.3	45.4	46.3
영업이익률(%)	4.6	4.8	4.7	7.8	9.1
EBITDA Margin(%)	10.9	11.4	10.7	13.5	14.6
지배주주순이익률(%)	0.7	1.2	0.1	3.8	4.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	344.9	141.0	148.6	198.0	226.0
당기순이익	12.7	22.3	1.1	81.8	107.5
비현금항목의 가감	289.5	233.7	141.2	143.0	145.1
유형자산감가상각비	112.0	113.9	116.6	118.4	120.5
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	14.2	14.2	14.2
영업활동자산부채증감	95.4	-46.1	-15.9	-33.0	-20.7
매출채권및기타채권의감소	-29.5	66.3	-41.6	-39.6	-22.6
재고자산의감소	-8.0	-29.5	-3.4	-4.5	-4.4
매입채무및기타채무의증가	-9.4	-16.1	29.1	11.1	6.3
기타	142.3	-66.8	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-52.7	-68.9	22.2	6.2	-5.9
투자활동 현금흐름	-104.2	-101.4	-132.5	-138.0	-128.1
유형자산의 취득	-92.3	-121.1	-135.0	-140.0	-130.0
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)	8.9	-1.2	0.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-100.4	12.8	0.0	0.0	0.0
기타	73.3	-1.2	2.1	2.0	1.9
재무활동 현금흐름	-105.8	-38.7	-31.4	-120.7	-159.3
차입금의 증가(감소)	-43.2	17.0	82.2	-8.5	-50.0
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	-57.7	-56.3	-53.4
기타현금흐름	-6.0	2.6	31.6	32.8	42.1
현금 및 현금성자산의 순증가	128.9	3.5	16.4	-28.0	-19.4
기초현금 및 현금성자산	158.5	287.4	291.0	307.4	279.4
기말현금 및 현금성자산	287.4	291.0	307.4	279.4	260.0

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,111.0	1,065.0	1,126.3	1,142.5	1,150.1
현금 및 현금성자산	287.4	291.0	307.4	279.4	260.0
단기금융자산	115.7	102.9	102.9	102.9	102.9
매출채권 및 기타채권	525.8	462.2	503.8	543.4	566.0
재고자산	137.8	166.0	169.4	173.9	178.3
기타유동자산	44.3	42.9	42.8	42.9	42.9
비유동자산	2,396.6	2,363.2	2,508.4	2,509.8	2,499.1
투자자산	75.3	76.5	76.0	76.0	76.0
유형자산	2,068.3	2,053.1	2,071.5	2,093.1	2,102.6
무형자산	199.0	186.8	176.5	166.1	155.7
기타비유동자산	54.0	46.8	184.4	174.6	164.8
자산총계	3,507.6	3,428.1	3,634.7	3,652.2	3,649.2
유동부채	1,716.6	1,668.5	1,695.3	1,697.9	1,654.2
매입채무 및 기타채무	1,003.1	988.7	1,017.7	1,028.8	1,035.1
단기금융부채	680.2	664.8	662.6	654.1	604.1
기타유동부채	33.3	15.0	15.0	15.0	15.0
비유동부채	573.5	597.3	820.8	809.8	798.8
장기금융부채	367.4	400.8	624.3	613.3	602.3
기타비유동부채	206.1	196.5	196.5	196.5	196.5
부채총계	2,290.1	2,265.8	2,516.1	2,507.7	2,453.1
지배지분	1,216.8	1,161.7	1,118.0	1,143.9	1,195.5
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	12.5	12.5	12.5
이익잉여금	230.0	176.3	121.5	147.4	199.0
비지배지분	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
자본총계	1,217.5	1,162.4	1,118.6	1,144.5	1,196.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	178	312	16	1,148	1,508
BPS	17,074	16,301	15,687	16,050	16,774
CFPS	4,240	3,591	1,996	3,154	3,544
DPS	800	800	800	800	800
주가배수(배)					
PER	135.4	53.2	1,731.7	23.8	18.1
PER(최고)	152.9	80.7	1,979.1		
PER(최저)	111.3	48.7	1,005.4		
PBR	1.41	1.02	1.74	1.70	1.63
PBR(최고)	1.59	1.55	1.99		
PBR(최저)	1.16	0.93	1.01		
PSR	0.91	0.63	0.97	0.90	0.86
PCFR	5.7	4.6	13.7	8.7	7.7
EV/EBITDA	11.4	8.6	12.7	9.4	8.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	431.2	246.6	5,015.4	67.1	51.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.3	4.8	2.9	2.9	2.9
ROA	0.4	0.6	0.0	2.2	2.9
ROE	1.0	1.9	0.1	7.2	9.2
ROIC	0.7	2.3	0.2	5.3	6.3
매출채권회전율	3.6	3.8	4.2	4.2	4.1
재고자산회전율	14.1	12.4	12.0	12.7	12.9
부채비율	188.1	194.9	224.9	219.1	205.1
순차입금비용	52.9	57.8	65.9	66.2	60.7
이자보상배율	2.2	2.3	2.2	4.2	5.4
총차입금	1,047.5	1,065.6	1,147.9	1,139.4	1,089.4
순차입금	644.4	671.8	737.7	757.1	726.5
NOPLAT	206.9	215.4	215.5	294.1	331.1
FCF	144.4	11.4	-19.8	68.2	116.4

5) 롯데칠성 4Q19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 170,000원

롯데칠성의 4Q19 연결기준 영업이익은 -31억원으로 전망된다. 음료는 1) 우호적인 날씨 환경, 2) 탄산음료 매출 호조(+4% YoY), 3) 마케팅 비용 절감으로 인해, 매출은 전년 동기 대비 +4.4% 증가하고, 영업이익률은 전년 동기 대비 +0.8%p 개선될 것으로 기대된다(4Q19E 음료 OP 258억원). 주류는 1) 경쟁사 신제품 매출 호조, 2) 일본 제품 불매 영향, 3) 판촉비 증가로 인해, 매출은 전년 동기 대비 -11.4% 감소하고, 영업적자가 더욱 확대될 것으로 추산된다(4Q19E 주류 OP -297억원).

다만, 소주의 판매량 감소율이 일부 완화되고 있는 점은 긍정적이다. 최대 -40% 중반까지 커졌던 YoY 판매량 감소율은 -20%대로 축소되고 있기 때문에, 소주 MS가 추가적으로 급락하기는 어려운 상황이다. 이와 같은 **영업가치의 하방경직성과 부동산 가치(서초동 부지)를 감안한다면, 동사 주가의 하방경직성은 높아질 것으로 판단된다. 하지만, 전반적인 실적 눈높이 회복을 위해서는 마케팅 활동의 변화 혹은 신제품 출시를 통한 주류 사업의 MS 회복이 중요할 것으로 판단된다.**

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	574.9	677.5	657.1	557.6	558.3	658.7	686.6	578.8	2,346.3	2,467.1	2,482.4	2,565.0
(YoY)	10.0%	13.0%	-1.9%	0.6%	-2.9%	-2.8%	4.5%	3.8%	2.9%	5.1%	0.6%	3.3%
별도기준	558.4	646.7	633.4	533.2	540.3	624.9	660.5	552.1	2,323.3	2,371.7	2,377.8	2,450.2
(YoY)	7.4%	8.4%	-5.1%	-1.1%	-3.3%	-3.4%	4.3%	3.5%	1.9%	2.1%	0.3%	3.0%
음료	359.8	446.4	469.7	365.1	372.6	454.6	493.7	378.4	1,566.5	1,641.0	1,699.2	1,763.7
(YoY)	7.2%	7.0%	1.2%	4.4%	3.6%	1.8%	5.1%	3.6%	3.4%	4.8%	3.6%	3.8%
주류	198.6	200.3	163.7	168.1	167.6	170.3	166.9	173.7	756.7	730.7	678.5	686.5
(YoY)	7.8%	11.6%	-19.5%	-11.4%	-15.6%	-15.0%	2.0%	3.3%	-1.0%	-3.4%	-7.1%	1.2%
매출총이익	230.1	284.2	270.2	222.7	223.6	272.9	285.4	233.4	928.8	1,007.2	1,015.3	1,056.4
(GPM)	40.0%	41.9%	41.1%	39.9%	40.0%	41.4%	41.6%	40.3%	39.6%	40.8%	40.9%	41.2%
판관비	210.9	237.9	221.2	225.8	213.6	237.4	227.4	227.6	843.9	895.8	906.0	933.5
(판관비율)	36.7%	35.1%	33.7%	40.5%	38.3%	36.0%	33.1%	39.3%	36.0%	36.3%	36.5%	36.4%
영업이익	19.3	46.3	49.0	-3.1	10.0	35.5	58.0	5.8	85.0	111.5	109.3	122.9
(YoY)	123.7%	97.5%	-4.2%	적전	-48.1%	-23.4%	18.2%	흑전	12.7%	31.2%	-1.9%	12.4%
(OPM)	3.3%	6.8%	7.5%	-0.6%	1.8%	5.4%	8.4%	1.0%	3.6%	4.5%	4.4%	4.8%
별도기준	21.9	46.6	47.7	-3.9	12.2	35.2	56.1	4.5	87.6	112.2	108.0	119.6
(YoY)	154.7%	103.8%	-5.3%	적전	-44.5%	-24.4%	17.7%	흑전	17.4%	28.1%	-3.7%	10.7%
(OPM)	3.9%	7.2%	7.5%	-0.7%	2.2%	5.6%	8.5%	0.8%	3.8%	4.7%	4.5%	4.9%
음료	28.0	53.0	68.0	25.8	32.0	52.6	74.5	21.5	147.0	174.8	180.6	187.3
(OPM)	7.8%	11.9%	14.5%	7.1%	8.6%	11.6%	15.1%	5.7%	9.4%	10.7%	10.6%	10.6%
주류	-6.0	-7.0	-20.0	-29.7	-19.8	-17.4	-18.4	-16.9	-59.0	-62.7	-72.5	-67.7
(OPM)	-3.0%	-3.5%	-12.2%	-17.7%	-11.8%	-10.2%	-11.0%	-9.7%	-7.8%	-8.6%	-10.7%	-9.9%
세전이익	6.7	17.4	36.5	-31.0	1.2	26.7	49.2	-3.0	-68.9	29.6	74.1	87.7
당기순이익	1.1	-45.0	29.8	-31.9	0.8	18.7	34.4	-2.1	-50.0	-46.1	51.9	61.4
지배주주순이익	2.4	-44.6	29.3	-33.3	-0.5	17.4	33.1	-3.4	-48.1	-46.2	46.6	56.2
(YoY)	흑전	적전	13.3%	적지	적전	흑전	13.0%	적지	적전	적지	흑전	20.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,279.3	2,346.3	2,467.1	2,482.4	2,565.0
매출원가	1,341.5	1,417.4	1,459.9	1,467.1	1,508.6
매출총이익	937.8	928.8	1,007.2	1,015.3	1,056.4
판매비	862.4	843.9	895.8	906.0	933.5
영업이익	75.4	85.0	111.5	109.3	122.9
EBITDA	224.6	236.7	245.7	245.6	260.4
영업외손익	153.9	-153.9	-81.9	-35.2	-35.2
이자수익	5.8	3.8	5.6	5.7	4.2
이자비용	29.7	37.9	39.0	38.7	37.1
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	2.8	2.8	2.8
기타	166.7	-123.4	-51.4	-5.1	-5.2
법인세차감전이익	229.3	-68.9	29.6	74.1	87.7
법인세비용	20.7	-18.9	75.7	22.2	26.3
계속사업손익	208.6	-50.0	-46.1	51.9	61.4
당기순이익	121.5	-50.0	-46.1	51.9	61.4
지배주주순이익	134.6	-48.1	-46.2	46.6	56.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.7	2.9	5.1	0.6	3.3
영업이익 증감율	-48.5	12.7	31.2	-2.0	12.4
EBITDA 증감율	-20.8	5.4	3.8	0.0	6.0
지배주주순이익 증감율	94.2	-135.7	-4.0	-200.9	20.6
EPS 증감율	110.8	적전	적지	흑전	20.4
매출총이익률(%)	41.1	39.6	40.8	40.9	41.2
영업이익률(%)	3.3	3.6	4.5	4.4	4.8
EBITDA Margin(%)	9.9	10.1	10.0	9.9	10.2
지배주주순이익률(%)	5.9	-2.1	-1.9	1.9	2.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	144.7	85.9	129.5	190.1	185.3
당기순이익	121.5	-50.0	-46.1	51.9	61.4
비현금항목의 가감	101.8	318.4	159.5	161.5	162.7
유형자산감가상각비	128.5	129.9	122.1	124.0	125.7
무형자산감가상각비	20.7	21.8	13.3	13.3	12.8
지분법평가손익	-36.8	-3.2	-2.8	-2.8	-2.8
기타	-10.6	169.9	26.9	27.0	27.0
영업활동자산부채증감	-10.5	-132.8	-9.8	-2.6	-14.1
매출채권및기타채권의감소	-19.0	3.7	-15.6	-1.7	-9.4
재고자산의감소	-12.6	-9.1	0.1	-1.6	-8.6
매입채무및기타채무의증가	25.8	-73.9	5.7	0.7	3.9
기타	-4.7	-53.5	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-68.1	-49.7	25.9	-20.7	-24.7
투자활동 현금흐름	-156.9	-141.0	-134.4	-134.3	-135.8
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	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	87.9	34.3	0.0	0.0	0.0
기타	-703.5	-60.4	5.6	5.7	4.2
재무활동 현금흐름	-153.1	0.1	87.8	-60.9	-110.9
차입금의 증가(감소)	-2.7	28.1	-11.3	-10.0	-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	121.3	-28.7	-28.7
기타현금흐름	-0.9	-0.1	-27.9	8.8	14.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-166.2	-55.1	55.0	3.8	-47.0
기초현금 및 현금성자산	319.7	153.4	98.4	153.4	157.2
기말현금 및 현금성자산	153.4	98.4	153.4	157.2	110.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	753.9	688.7	759.2	766.3	737.4
현금 및 현금성자산	153.4	98.4	153.4	157.2	110.2
단기금융자산	48.3	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	268.9	265.2	280.8	282.5	291.9
재고자산	238.8	257.1	257.0	258.6	267.2
기타유동자산	44.5	54.0	54.0	54.0	54.1
비유동자산	2,733.1	2,622.6	2,681.8	2,699.0	2,715.0
투자자산	164.3	150.4	153.2	156.0	158.8
유형자산	2,245.3	2,165.7	2,183.6	2,199.6	2,213.8
무형자산	165.1	151.7	138.4	125.1	112.3
기타비유동자산	158.4	154.8	206.6	218.3	230.1
자산총계	3,486.9	3,311.3	3,441.0	3,465.3	3,452.3
유동부채	867.6	689.0	907.3	898.0	901.9
매입채무 및 기타채무	558.8	455.7	461.4	462.1	466.0
단기금융부채	298.6	216.3	429.0	419.0	419.0
기타유동부채	10.2	17.0	16.9	16.9	16.9
비유동부채	1,306.6	1,384.8	1,207.7	1,211.6	1,155.6
장기금융부채	1,095.6	1,237.9	1,060.7	1,064.7	1,008.6
기타비유동부채	211.0	146.9	147.0	146.9	147.0
부채총계	2,174.1	2,073.9	2,115.0	2,109.7	2,057.5
지배지분	1,312.8	1,227.3	1,315.8	1,340.2	1,374.2
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	-699.4	-699.4	-699.4
기타포괄손익누계액	8.1	-13.7	-6.8	-6.8	-6.8
이익잉여금	2,147.0	2,083.3	2,014.9	2,039.3	2,073.3
비지배지분	0.0	10.1	10.2	15.4	20.7
자본총계	1,312.8	1,237.4	1,326.0	1,355.7	1,394.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,766	-5,480	-5,265	5,318	6,405
BPS	149,712	139,959	150,056	152,843	156,717
CFPS	17,862	30,610	12,929	24,330	25,558
DPS	33,000	27,000	2,700	2,700	2,700
주가배수(배)					
PER	12.3	-25.5	-26.0	25.8	21.4
PER(최고)	17.7	-30.9	-35.4		
PER(최저)	11.1	-23.0	-24.0		
PBR	0.89	1.00	0.91	0.90	0.87
PBR(최고)	1.27	1.21	1.24		
PBR(최저)	0.80	0.90	0.84		
PSR	0.73	0.52	0.49	0.48	0.47
PCFR	7.4	4.6	10.6	5.6	5.4
EV/EBITDA	10.2	10.7	10.0	9.9	9.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	20.6	-40.9	-44.3	39.4	33.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.5	1.9	2.1	2.1	2.1
ROA	3.0	-1.5	-1.4	1.5	1.8
ROE	7.4	-3.8	-3.6	3.5	4.1
ROIC	-1.6	0.8	-7.0	3.0	3.4
매출채권회전율	8.6	8.8	9.0	8.8	8.9
재고자산회전율	9.4	9.5	9.6	9.6	9.8
부채비율	165.6	167.6	159.5	155.6	147.5
순차입금비율	90.8	108.4	96.2	93.1	89.5
이자보상배율	2.5	2.2	2.9	2.8	3.3
총차입금	1,394.2	1,454.2	1,442.9	1,432.9	1,372.9
순차입금	1,192.5	1,341.8	1,275.5	1,261.7	1,248.7
NOPLAT	224.6	236.7	245.7	245.6	260.4
FCF	-152.7	-94.5	-186.7	70.5	69.7

6) 매일유업 4Q19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 140,000원

매일유업의 4Q19 연결기준 영업이익은 231억원으로 전망된다. 예상 보다 우호적인 날씨 환경과 MS 상승으로 인해, 커피음료/아몬드브리즈 등과 같은 편의점 유음료 제품들의 매출액이 당사 기대치를 상회할 것으로 추산되며, 이커머스 채널(상하목장/아몬드브리즈)과 셀렉스 판매 호조('19E 매출 200억 중반)도 지속되고 있다. 이로 인해, 전사 매출액은 전년동기 +8% 정도 성장할 것으로 추산된다. 수익성도 QoQ/YoY로 모두 개선될 것으로 추산된다. 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과와 효율적인 광고판촉비 집행으로 인해, 전사 영업이익률이 상승할 것으로 판단된다.

시장에는 아직도 동사의 주가와 중국향 분유 수출 실적이 동행한다는 고정관념이 남아 있는 상황이나, 주가에 대한 해당 지표의 설명력은 많이 약해진 상황이다. 동사는 중국향 분유 수출 정체와 신생아 수 감소에 따른 조제분유 매출 감소에도 불구하고, 작년 매출 성장률이 +7% 수준으로 추산된다. **전사 매출 성장을 기여도** 측면에서, **조제분유가 -0.5%p** 정도 기여하고 있음에도 불구하고, **커피음료/상하목장/아몬드브리즈/셀렉스 등의 판매 호조로 인해, 조제분유 외의 카테고리가 7%p 이상 꾸준히 기여하고 있기 때문**이다. 따라서, 분유 매출 부진을 감내하고도, 전사 이익이 꾸준히 증가할 것으로 기대된다.

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	337.5	349.7	349.7	352.4	358.0	363.1	379.6	374.0	1,300.6	1,389.3	1,474.7	1,544.2
(YoY)	5.1%	9.4%	4.8%	8.1%	6.1%	3.8%	8.5%	6.1%	-1.3%	6.8%	6.1%	4.7%
별도기준	337.2	348.3	350.4	352.2	357.8	361.6	380.3	373.8	1,300.1	1,388.1	1,473.5	1,543.0
(YoY)	5.1%	9.1%	5.1%	7.9%	6.1%	3.8%	8.5%	6.1%	-1.3%	6.8%	6.1%	4.7%
매출총이익	91.9	109.4	103.5	101.1	100.1	114.8	115.8	109.7	367.0	405.9	440.3	468.1
(GPM)	27.2%	31.3%	29.6%	28.7%	28.0%	31.6%	30.5%	29.3%	28.2%	29.2%	29.9%	30.3%
별도기준	91.9	108.2	104.5	101.1	100.1	113.6	116.5	109.7	367.2	405.7	439.8	467.6
(GPM)	27.2%	31.1%	29.8%	28.7%	28.0%	31.4%	30.6%	29.3%	28.2%	29.2%	29.8%	30.3%
판매비	72.3	81.6	85.8	77.9	77.8	86.6	89.6	83.6	292.7	317.7	337.6	353.1
(판매비율)	21.4%	23.3%	24.5%	22.1%	21.7%	23.9%	23.6%	22.3%	22.5%	22.9%	22.9%	22.9%
별도기준	71.2	79.4	85.4	76.7	76.6	84.4	89.1	82.4	289.9	312.6	332.5	348.0
(판매비율)	21.1%	22.8%	24.4%	21.8%	21.4%	23.3%	23.4%	22.0%	22.3%	22.5%	22.6%	22.6%
영업이익	19.6	27.8	17.7	23.1	22.3	28.2	26.1	26.1	74.4	88.2	102.8	115.0
(YoY)	19.5%	50.9%	-13.5%	21.3%	14.0%	1.2%	48.0%	12.8%	9.4%	18.7%	16.5%	11.9%
(OPM)	5.8%	8.0%	5.1%	6.6%	6.2%	7.8%	6.9%	7.0%	5.7%	6.4%	7.0%	7.5%
별도기준	20.7	28.9	19.2	24.3	23.5	29.2	27.3	27.3	77.2	93.1	107.3	119.6
(YoY)	26.3%	52.4%	-9.5%	17.5%	13.2%	1.2%	42.7%	12.2%	13.7%	20.5%	15.3%	11.4%
(OPM)	6.1%	8.3%	5.5%	6.9%	6.6%	8.1%	7.2%	7.3%	5.9%	6.7%	7.3%	7.7%
세전이익	20.7	28.4	17.9	23.2	23.3	29.1	27.1	27.1	76.8	90.3	106.6	121.0
당기순이익	16.1	21.3	14.8	17.6	17.7	22.1	20.5	20.5	58.3	69.8	80.8	91.7
지배주주순이익	16.1	21.3	14.8	17.6	17.7	22.1	20.5	20.5	58.3	69.8	80.8	91.7
(YoY)	32.4%	19.1%	-11.5%	51.9%	9.7%	3.7%	38.9%	16.4%	-73.5%	19.6%	15.7%	13.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

매일유업 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,389.3	1,474.7	1,544.2
매출원가	933.5	983.4	1,034.3	1,076.0
매출총이익	367.0	405.9	440.3	468.1
판매비	292.7	317.7	337.6	353.1
영업이익	74.4	88.2	102.8	115.0
EBITDA	101.4	116.2	131.7	144.1
영업외손익	2.4	2.0	3.8	6.0
이자수익	2.2	3.2	4.2	5.3
이자비용	3.2	3.1	2.4	1.2
외환관련이익	2.0	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.1	1.7	1.7	1.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	1.7	1.8	1.7
법인세차감전이익	76.8	90.3	106.6	121.0
법인세비용	18.4	20.5	25.8	29.3
계속사업손손익	58.3	69.8	80.8	91.7
당기순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
지배주주순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
증감율 및 수익성 (%)				
매출액 증감율	NA	6.8	6.1	4.7
영업이익 증감율	NA	18.5	16.6	11.9
EBITDA 증감율	NA	14.6	13.3	9.4
지배주주순이익 증감율	NA	19.7	15.8	13.5
EPS 증감율	NA	18.2	15.7	13.6
매출총이익율(%)	28.2	29.2	29.9	30.3
영업이익율(%)	5.7	6.3	7.0	7.4
EBITDA Margin(%)	7.8	8.4	8.9	9.3
지배주주순이익율(%)	4.5	5.0	5.5	5.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	60.6	90.4	95.3	105.1
당기순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
비현금항목의 가감	42.5	32.3	33.3	33.3
유형자산감가상각비	25.3	26.4	27.4	27.5
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.0	2.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	3.9	3.9	3.8
영업활동자산부채증감	-21.7	-10.7	-12.5	-10.2
매출채권및기타채권의감소	10.7	-10.1	-10.0	-8.2
재고자산의감소	-9.2	-5.5	-7.2	-5.8
매입채무및기타채무의증가	-17.5	4.8	4.7	3.8
기타	-5.7	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-18.5	-1.0	-6.3	-9.7
투자활동 현금흐름	-25.4	-31.8	-25.8	-24.7
유형자산의 취득	-27.7	-33.0	-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)	-13.7	0.0	0.0	0.0
기타	24.8	3.2	4.2	5.3
재무활동 현금흐름	-7.7	-13.3	-34.0	-42.8
차입금의 증가(감소)	-4.6	-1.9	-23.3	-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	-5.9	-5.2	-4.1
기타현금흐름	-0.2	-1.8	1.4	2.8
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	43.5	36.8	40.5
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	107.6	144.4
기말현금 및 현금성자산	64.1	107.6	144.4	184.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	348.2	407.1	461.2	515.6
현금 및 현금성자산	64.1	107.5	144.4	184.8
단기금융자산	13.7	13.7	13.7	13.7
매출채권 및 기타채권	153.4	163.5	173.5	181.7
재고자산	111.3	116.8	123.9	129.8
기타유동자산	5.7	5.6	5.7	5.6
비유동자산	267.6	295.4	298.1	300.7
투자자산	7.4	7.4	7.4	7.4
유형자산	226.7	233.3	233.9	234.5
무형자산	8.2	8.1	8.1	8.1
기타비유동자산	25.3	46.6	48.7	50.7
자산총계	615.7	702.4	759.3	816.3
유동부채	184.1	192.7	207.3	207.7
매입채무 및 기타채무	148.8	153.7	158.4	162.1
단기금융부채	22.2	25.9	35.9	32.6
기타유동부채	13.1	13.1	13.0	13.0
비유동부채	84.7	98.5	65.4	35.7
장기금융부채	72.7	86.5	53.4	23.7
기타비유동부채	12.0	12.0	12.0	12.0
부채총계	268.8	291.2	272.7	243.4
지배지분	347.0	411.3	486.6	572.9
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	154.0	229.3	315.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	411.3	486.6	572.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)				
EPS	7,530	8,897	10,299	11,697
BPS	44,235	52,433	62,035	73,035
CFPS	13,018	13,012	14,538	15,947
DPS	700	700	700	700
주가배수(배)				
PER	10.5	10.1	8.7	7.7
PER(최고)	13.6	10.9		
PER(최저)	8.2	8.6		
PBR	1.78	1.71	1.44	1.23
PBR(최고)	2.32	1.86		
PBR(최저)	1.40	1.46		
PSR	0.47	0.51	0.48	0.45
PCFR	6.1	6.9	6.2	5.6
EV/EBITDA	6.3	5.6	4.4	3.5
주요비율(%)				
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.4	7.9	6.8	6.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	9.5	10.6	11.1	11.6
ROE	16.8	18.4	18.0	17.3
ROIC	15.3	17.5	18.7	20.3
매출채권회전율	17.0	8.8	8.8	8.7
재고자산회전율	23.4	12.2	12.3	12.2
부채비율	77.5	70.8	56.0	42.5
순차입금비용	4.9	-6.9	-18.2	-28.3
이자보상배율	23.2	28.1	43.6	93.4
총차입금	94.9	93.0	69.7	36.5
순차입금	17.0	-28.2	-88.5	-162.1
NOPLAT	101.4	116.2	131.7	144.1
FCF	32.9	50.6	64.4	76.1

7) 농심 4Q19 Preview

투자의견 Outperform,
목표주가 260,000원

농심의 4Q19 연결기준 영업이익은 225억원(-13% YoY)으로 전망된다. 영업이익 감소는 1) 국내 사업 매출 정체, 2) 인건비 증가 등에 기인한다. 다만, 해외법인 원화 기준 매출은 미국과 중국법인을 중심으로 고성장세가 이어지면서, 전년동기 대비 +16% 증가할 것으로 전망된다(미국 USD 매출 +13%, 중국 RMB 매출 +9% 전망).

동사의 전사 영업이익은 2019년 내내 부진한 모습을 보여주었다. 유일하게 2Q19가 전년동기 대비 영업이익이 증가하였지만, 2Q18의 낮은 기저를 감안한다면, 실질적으로는 부진한 실적이었다. 2019년에는 해외법인의 실적 호조에도 불구하고, 국내법인의 수익성이 크게 악화되었는데, 이는 예년대비 브랜드 파워가 약해지면서 MS 확대를 위한 비용 지출이 늘어났기 때문으로 추산된다. **동사는 건면 카테고리 중심으로 신제품 출시를 이어나가고 있으나, 전사 실적 가시성은 1Q20까지는 대체로 낮은 편으로 판단된다.**

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	588.6	568.2	589.9	593.5	608.0	588.3	602.2	611.6	2,236.4	2,340.1	2,410.2	2,494.7
(YoY)	4.5%	6.6%	4.2%	3.3%	3.3%	3.6%	2.1%	3.1%	1.3%	4.6%	3.0%	3.5%
국내	455.3	439.2	446.5	451.9	459.8	445.9	451.5	458.4	1,765.5	1,792.9	1,815.6	1,850.1
(YoY)	2.3%	4.1%	0.5%	-0.5%	1.0%	1.5%	1.1%	1.4%	-0.9%	1.6%	1.3%	1.9%
면류	302.6	297.7	298.0	309.3	299.6	294.8	298.3	309.3	1,199.2	1,207.6	1,202.0	1,202.0
(YoY)	1.7%	2.8%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	0.1%	0.0%	-0.9%	0.7%	-0.5%	0.0%
스낵	79.1	77.8	84.6	82.3	80.7	79.4	81.2	81.5	323.9	323.8	322.8	326.0
(YoY)	-3.7%	-4.4%	3.7%	4.4%	2.0%	2.0%	-4.0%	-1.0%	1.0%	0.0%	-0.3%	1.0%
음료	34.5	45.3	49.1	36.2	36.9	48.3	52.5	38.6	155.2	165.1	176.3	188.8
(YoY)	18.6%	5.6%	1.2%	4.2%	7.0%	6.6%	7.0%	6.8%	13.3%	6.4%	6.8%	7.1%
수출/상품/기타	118.7	101.0	98.5	105.4	125.4	106.4	102.6	111.0	394.5	423.6	445.4	468.3
(YoY)	9.0%	14.3%	7.1%	0.2%	5.7%	5.4%	4.2%	5.3%	10.8%	7.4%	5.2%	5.1%
차이	-79.6	-82.6	-83.7	-81.3	-82.9	-82.9	-83.2	-82.0	-307.3	-327.2	-330.9	-335.0
해외	131.8	127.4	141.8	139.6	146.3	140.4	148.7	151.3	471.0	540.6	586.6	636.6
(YoY)	11.9%	14.8%	16.4%	15.9%	11.0%	10.2%	4.9%	8.4%	10.4%	14.8%	8.5%	8.5%
중국	43.3	38.5	44.2	40.1	45.2	40.7	46.0	42.5	156.9	166.1	174.3	184.8
(YoY)	-0.7%	8.5%	5.5%	11.7%	4.3%	5.6%	4.1%	6.0%	7.1%	5.9%	5.0%	6.0%
미국	71.0	67.4	77.6	79.5	81.6	76.7	81.7	87.4	245.3	295.5	327.4	360.1
(YoY)	22.7%	17.4%	24.1%	17.9%	14.9%	13.7%	5.4%	9.9%	9.5%	20.5%	10.8%	10.0%
일본	11.8	14.5	13.7	13.8	13.0	15.4	13.9	14.3	46.4	53.8	56.7	60.1
(YoY)	5.9%	22.4%	19.1%	15.9%	10.5%	6.1%	1.5%	4.3%	19.0%	15.9%	5.4%	6.0%
호주	5.7	6.9	6.4	6.2	6.5	7.7	7.1	7.0	22.4	25.2	28.3	31.6
(YoY)	10.3%	13.0%	7.8%	19.2%	13.3%	11.1%	10.9%	12.8%	29.5%	12.5%	12.0%	12.0%
영업이익	31.6	8.2	18.6	22.5	30.3	10.5	19.6	26.2	88.6	80.9	86.6	93.4
(YoY)	-8.1%	26.9%	-14.5%	-13.3%	-4.2%	28.6%	5.5%	16.5%	-8.1%	-8.7%	7.1%	7.8%
(OPM)	5.4%	1.4%	3.1%	3.8%	5.0%	1.8%	3.3%	4.3%	4.0%	3.5%	3.6%	3.7%
국내	23.8	2.9	10.3	14.5	21.3	4.7	11.2	17.6	66.7	51.5	54.7	58.2
(OPM)	5.2%	0.7%	2.3%	3.2%	4.6%	1.1%	2.5%	3.9%	3.8%	2.9%	3.0%	3.1%
해외	5.6	6.4	6.4	6.1	6.8	6.9	6.6	6.7	15.8	24.6	27.1	30.4
(OPM)	4.3%	5.0%	4.5%	4.4%	4.7%	4.9%	4.5%	4.4%	3.4%	4.6%	4.6%	4.8%
연결조정	2.2	-1.1	1.8	1.9	2.2	-1.1	1.8	1.9	6.1	4.8	4.8	4.8
세전이익	38.3	15.7	22.3	26.4	35.9	16.2	25.2	31.9	112.3	102.6	109.2	116.9
당기순이익	29.1	4.6	16.1	20.1	27.2	12.3	19.1	24.2	84.3	70.0	82.8	88.6
지배주주순이익	29.0	4.7	16.2	20.1	27.2	12.3	19.1	24.2	84.3	69.9	82.8	88.6
(YoY)	-9.4%	-39.4%	-17.1%	-20.0%	-6.2%	163.7%	18.4%	20.4%	-7.0%	-17.1%	18.4%	7.1%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	0.5%	7.6%	2.2%	9.0%	4.0%	8.0%	6.0%	6.0%	7.9%	4.5%	5.9%	6.0%
미국	17.0%	8.3%	17.0%	13.0%	11.0%	14.0%	8.0%	11.0%	12.4%	13.8%	10.9%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,208.3	2,236.4	2,340.1	2,410.2	2,494.7
매출원가	1,473.9	1,564.7	1,641.3	1,685.1	1,738.5
매출총이익	734.4	671.7	698.8	725.1	756.2
판매비	638.0	583.2	617.9	638.4	662.8
영업이익	96.4	88.6	80.9	86.6	93.4
EBITDA	179.5	173.0	170.8	181.5	189.0
영업외손익	23.0	23.8	21.8	22.6	23.6
이자수익	10.6	12.2	12.2	13.1	14.0
이자비용	2.9	3.6	2.2	2.2	2.2
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	10.8	10.7	10.8
법인세차감전이익	119.4	112.3	102.6	109.2	116.9
법인세비용	28.7	28.0	32.7	26.4	28.3
계속사업손익	90.7	84.3	70.0	82.8	88.6
당기순이익	90.7	84.3	70.0	82.8	88.6
지배주주순이익	90.7	84.3	69.9	82.8	88.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.4	1.3	4.6	3.0	3.5
영업이익 증감율	7.5	-8.1	-8.7	7.0	7.9
EBITDA 증감율	2.5	-3.6	-1.3	6.3	4.1
지배주주순이익 증감율	-54.5	-7.1	-17.1	18.5	7.0
EPS 증감율	-54.5	-7.0	-17.1	18.4	7.1
매출총이익률(%)	33.3	30.0	29.9	30.1	30.3
영업이익률(%)	4.4	4.0	3.5	3.6	3.7
EBITDA Margin(%)	8.1	7.7	7.3	7.5	7.6
지배주주순이익률(%)	4.1	3.8	3.0	3.4	3.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	103.4	146.9	114.4	133.7	136.4
당기순이익	90.7	84.3	70.0	82.8	88.6
비현금항목의 가감	130.8	133.7	77.8	81.9	81.7
유형자산감가상각비	81.9	83.1	88.5	93.5	94.3
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	-11.9	-12.7	-13.7
영업활동자산부채증감	-95.2	-46.5	-1.4	-5.4	-6.5
매출채권및기타채권의감소	-8.2	27.9	-2.4	-6.4	-7.7
재고자산의감소	-9.4	-32.3	-2.8	-6.1	-7.4
매입채무및기타채무의증가	-38.0	-2.4	3.8	7.1	8.6
기타	-39.6	-39.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-22.9	-24.6	-32.0	-25.6	-27.4
투자활동 현금흐름	-79.2	-128.9	-126.4	-95.5	-94.6
유형자산의 취득	-128.2	-88.2	-130.0	-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	-6.4	-6.4	-6.4
단기금융자산의감소(증가)	46.7	-58.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.5	0.6	10.0	10.9	11.8
재무활동 현금흐름	-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	34.2	27.9	29.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-24.0	12.3	-0.9	43.0	48.5
기초현금 및 현금성자산	179.4	155.4	167.7	166.8	209.8
기말현금 및 현금성자산	155.4	167.7	166.8	209.8	258.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	985.9	1,053.8	1,058.2	1,113.8	1,177.4
현금 및 현금성자산	155.4	167.7	166.9	210.0	258.5
단기금융자산	396.3	454.3	454.3	454.3	454.3
매출채권 및 기타채권	238.8	210.3	212.7	219.1	226.8
재고자산	172.0	202.4	205.3	211.4	218.8
기타유동자산	419.7	473.4	473.3	473.3	473.3
비유동자산	1,464.0	1,478.5	1,524.9	1,536.3	1,546.9
투자자산	76.8	59.9	66.1	72.3	78.5
유형자산	1,122.3	1,157.8	1,199.3	1,205.8	1,211.5
무형자산	60.7	59.6	58.2	56.9	55.6
기타비유동자산	204.2	201.2	201.3	201.3	201.3
자산총계	2,449.9	2,532.3	2,583.1	2,650.0	2,724.3
유동부채	489.3	522.2	526.1	533.2	541.8
매입채무 및 기타채무	440.2	429.1	432.9	440.0	448.6
단기금융부채	11.7	35.2	35.2	35.2	35.2
기타유동부채	37.4	57.9	58.0	58.0	58.0
비유동부채	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
부채총계	608.8	634.5	638.4	645.5	654.1
지배지분	1,828.4	1,885.1	1,931.9	1,991.6	2,057.1
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	1,889.3	1,948.9	2,014.4
비지배지분	12.7	12.6	12.7	12.7	12.7
자본총계	1,841.1	1,897.8	1,944.6	2,004.2	2,069.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	14,905	13,858	11,493	13,612	14,574
BPS	300,600	309,918	317,609	327,418	338,189
CFPS	36,406	35,848	24,291	27,083	28,011
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	23.8	18.4	19.5	16.5	15.4
PER(최고)	25.5	25.9	27.8		
PER(최저)	19.4	15.3	18.9		
PBR	1.18	0.82	0.71	0.68	0.66
PBR(최고)	1.26	1.16	1.01		
PBR(최저)	0.96	0.68	0.68		
PSR	0.98	0.69	0.58	0.57	0.55
PCFR	9.7	7.1	9.2	8.3	8.0
EV/EBITDA	9.4	5.9	5.5	4.6	4.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.5	27.4	33.1	27.9	26.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	1.6	1.8	1.8	1.8
ROA	3.7	3.4	2.7	3.2	3.3
ROE	5.0	4.5	3.7	4.2	4.4
ROIC	6.0	5.1	4.6	5.3	5.7
매출채권회전율	9.2	10.0	11.1	11.2	11.2
재고자산회전율	12.9	11.9	11.5	11.6	11.6
부채비율	33.1	33.4	32.8	32.2	31.6
순차입금비용	-26.3	-28.1	-27.4	-28.7	-30.2
이자보상배율	33.5	24.3	36.6	39.2	42.3
총차입금	68.2	88.3	88.3	88.3	88.3
순차입금	-483.5	-533.8	-532.9	-576.0	-624.6
NOPLAT	179.5	173.0	170.8	181.5	189.0
FCF	-76.5	10.0	13.6	55.1	59.9

8) 삼양식품 4Q19 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 130,000원

삼양식품의 4Q19 연결기준 영업이익은 251억원(+120% YoY)으로 전망된다. 중국/베트남/말레이시아를 중심으로 불닭볶음면 수출이 호조를 보이면서, 동사의 4분기 라면 수출액은 전년동기 대비 +80% 증가한 800억원을 기록할 것으로 추산된다. 또한, 내수 라면 매출도 신제품 비중이 10% 내외로 증가하면서, 3분기에 이어 4분기에도 YoY/QoQ로 모두 신장할 것으로 기대된다.

이와 같은 지속적인 수출 호조와 내수 라면 신제품 활동 증가로 인해, 동사의 기업가치는 중장기적으로 꾸준히 우상향 할 전망이다. 작년 1분기 수출 기저가 낮은 가운데, 중국 광군제 재고 부담이 적고, 동남아/미주 지역 수출도 꾸준히 늘고 있기 때문에, **1Q20 수출액도 전년동기 대비 +20% 성장할 것으로 기대된다.** 또한, **라면 업계 1위의 어닝 파워를 넘어서면서, 신제품 판촉 활동 여력이 커지고 있기 때문에, 중장기적으로 내수 시장에서 MS가 상승할 가능성이 높아지고 있는 점도 긍정적이다.**

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	120.4	133.7	137.6	149.1	133.3	141.0	145.2	160.0	469.4	540.8	579.5	615.9
(YoY)	-4.4%	8.2%	25.0%	35.8%	10.7%	5.5%	5.5%	7.3%	2.4%	15.2%	7.2%	6.3%
면류	108.5	119.0	122.9	136.5	118.7	126.5	130.9	148.0	435.5	486.9	524.0	562.3
(YoY)	-9.2%	4.0%	21.4%	36.1%	9.4%	6.3%	6.4%	8.4%	5.4%	11.8%	7.6%	7.3%
내수	57.4	51.2	54.7	56.5	57.4	53.3	55.8	57.6	236.9	219.9	224.2	226.5
(YoY)	-22.9%	-7.3%	6.8%	1.0%	0.0%	4.0%	2.0%	2.0%	13.1%	-7.2%	1.9%	1.0%
수출	51.0	67.8	68.2	80.0	61.2	73.2	75.0	90.4	198.5	267.0	299.8	335.8
(YoY)	13.4%	14.5%	36.4%	80.4%	20.0%	8.0%	10.0%	13.0%	-2.5%	34.5%	12.3%	12.0%
스낵	9.4	10.2	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	27.5	41.6	44.0	44.0
유가공/조미소재	8.0	10.4	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	27.7	37.7	38.6	38.6
기타	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6
매출에누리	-5.6	-6.0	-6.1	-8.3	-6.2	-6.3	-6.4	-8.9	-21.7	-26.0	-27.8	-29.6
매출총이익	33.3	39.6	40.1	46.3	39.2	42.8	43.1	50.6	125.6	159.3	175.8	190.4
(GPM)	27.7%	29.6%	29.1%	31.0%	29.4%	30.4%	29.7%	31.6%	26.8%	29.5%	30.3%	30.9%
판매비	18.0	18.8	19.1	21.1	20.7	20.5	20.0	22.6	70.4	77.0	83.8	87.4
(판매비율)	15.0%	14.0%	13.9%	14.2%	15.5%	14.5%	13.7%	14.1%	15.0%	14.2%	14.5%	14.2%
영업이익	15.3	20.8	21.0	25.1	18.6	22.3	23.2	28.0	55.2	82.2	92.0	102.9
(YoY)	-15.0%	60.1%	65.1%	119.7%	21.1%	7.1%	10.6%	11.4%	27.4%	49.0%	11.9%	11.8%
(OPM)	12.7%	15.6%	15.2%	16.9%	13.9%	15.8%	16.0%	17.5%	11.8%	15.2%	15.9%	16.7%
세전이익	14.8	21.8	22.6	26.1	19.8	23.5	24.4	29.2	53.9	85.4	96.9	108.8
당기순이익	12.5	17.2	16.4	19.8	15.0	17.8	18.5	22.1	35.3	65.9	73.4	82.5
지배주주순이익	11.4	18.1	16.2	19.6	14.8	17.6	18.3	21.9	34.8	65.2	72.6	81.7
(YoY)	-20.7%	63.0%	60.5%	흑전	29.5%	-2.5%	13.3%	12.0%	21.4%	87.4%	11.3%	12.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양식품 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	458.5	469.4	540.8	579.5	615.9
매출원가	340.5	343.8	381.5	403.7	425.6
매출총이익	117.9	125.6	159.3	175.8	190.4
판매비	74.6	70.4	77.0	83.8	87.4
영업이익	43.3	55.2	82.2	92.0	102.9
EBITDA	49.9	64.8	95.2	105.3	117.9
영업외손익	-7.7	-1.3	3.1	4.8	5.9
이자수익	0.6	0.9	1.8	2.5	3.5
이자비용	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6
외환관련이익	1.0	2.8	2.7	2.7	2.7
외환관련손실	4.8	1.7	1.1	1.1	1.1
종속 및 관계기업손익	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2
기타	-3.6	-2.9	0.1	1.1	1.2
법인세차감전이익	35.7	53.9	85.4	96.9	108.8
법인세비용	6.5	18.5	19.4	23.4	26.3
계속사업손익	29.1	35.3	65.9	73.4	82.5
당기순이익	29.1	35.3	65.9	73.4	82.5
지배주주순이익	28.7	34.8	65.2	72.6	81.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	27.6	2.4	15.2	7.2	6.3
영업이익 증감율	71.3	27.5	48.9	11.9	11.8
EBITDA 증감율	60.4	29.9	46.9	10.6	12.0
지배주주순이익 증감율	56.7	21.3	87.4	11.3	12.5
EPS 증감율	56.6	21.4	87.4	11.3	12.4
매출총이익률(%)	25.7	26.8	29.5	30.3	30.9
영업이익률(%)	9.4	11.8	15.2	15.9	16.7
EBITDA Margin(%)	10.9	13.8	17.6	18.2	19.1
지배주주순이익률(%)	6.3	7.4	12.1	12.5	13.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	124.9	129.7	196.5	253.0	330.2
현금 및 현금성자산	49.3	53.1	111.7	162.7	234.7
단기금융자산	11.0	11.3	11.6	11.9	12.2
매출채권 및 기타채권	40.3	40.7	46.6	50.0	53.1
재고자산	20.7	23.5	25.5	27.3	29.0
기타유동자산	3.6	1.1	1.1	1.1	1.2
비유동자산	273.2	282.4	284.8	302.0	307.5
투자자산	32.6	22.1	30.0	30.5	30.9
유형자산	225.3	244.6	247.0	264.1	269.3
무형자산	3.8	4.3	3.9	3.6	3.3
기타비유동자산	11.5	11.4	3.9	3.8	4.0
자산총계	398.2	412.1	481.3	555.1	637.7
유동부채	170.0	138.7	145.0	148.5	151.7
매입채무 및 기타채무	97.4	70.9	77.2	80.6	83.8
단기금융부채	69.0	55.1	55.1	55.1	55.1
기타유동부채	3.6	12.7	12.7	12.8	12.8
비유동부채	25.1	39.0	39.0	39.0	39.0
장기금융부채	0.2	8.3	8.3	8.3	8.3
기타비유동부채	24.9	30.7	30.7	30.7	30.7
부채총계	195.1	177.7	184.0	187.4	190.7
지배지분	200.1	230.9	293.0	362.6	441.1
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	3.6	3.3	3.2	3.1	3.0
이익잉여금	146.6	177.7	240.0	309.6	388.3
비지배지분	3.0	3.5	4.2	5.0	5.8
자본총계	203.1	234.4	297.2	367.6	446.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	43.6	38.0	78.1	81.6	89.6
당기순이익	0.0	0.0	65.9	73.4	82.5
비현금항목의 가감	13.3	21.1	13.0	13.2	15.0
유형자산감가상각비	5.9	9.3	12.7	12.9	14.7
무형자산감가상각비	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법평가손익	-0.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타	7.1	12.1	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채증감	1.2	-32.7	-1.6	-1.7	-1.6
매출채권및기타채권의감소	-10.4	-0.8	-6.0	-3.3	-3.1
재고자산의감소	-4.6	-2.8	-2.0	-1.8	-1.7
매입채무및기타채무의증가	20.4	-20.7	6.3	3.4	3.2
기타	-4.2	-8.4	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	29.1	49.6	0.8	-3.3	-6.3
투자활동 현금흐름	-45.6	-23.0	-21.4	-28.2	-17.2
유형자산의 취득	-45.6	-35.6	-15.0	-30.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.1	10.5	-7.9	-0.4	-0.4
단기금융자산의감소(증가)	-1.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	0.0	2.9	1.8	2.5	3.5
재무활동 현금흐름	12.1	-11.2	-4.6	-4.6	-4.6
차입금의 증가(감소)	14.5	-7.8	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	-1.1	-1.9	-3.0	-3.0	-3.0
기타	-1.3	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6
기타현금흐름	-1.3	0.0	6.5	2.3	4.1
현금 및 현금성자산의 순증가	8.8	3.8	58.6	51.1	71.9
기초현금 및 현금성자산	40.5	49.3	53.1	111.7	162.7
기말현금 및 현금성자산	49.3	53.1	111.7	162.7	234.7

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,807	4,623	8,662	9,643	10,843
BPS	26,560	30,652	38,900	48,129	58,557
CFPS	5,630	7,489	10,481	11,503	12,940
DPS	250	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	25.4	11.2	11.8	10.6	9.4
PER(최고)	26.2	25.4	11.0		
PER(최저)	9.6	10.8	5.4		
PBR	3.64	1.70	2.62	2.12	1.74
PBR(최고)	3.75	3.83	2.45		
PBR(최저)	1.38	1.63	1.21		
PSR	1.59	0.83	1.42	1.33	1.25
PCFR	17.2	6.9	9.7	8.9	7.9
EV/EBITDA	14.9	6.1	6.4	5.3	4.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.5	8.5	4.6	4.1	3.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.3	0.8	0.4	0.4	0.4
ROA	8.0	8.7	14.8	14.2	13.8
ROE	15.3	16.2	24.9	22.2	20.3
ROIC	20.8	17.5	27.0	28.3	30.1
매출채권회전율	13.0	11.6	12.4	12.0	11.9
재고자산회전율	24.9	21.2	22.1	22.0	21.9
부채비율	96.0	75.8	61.9	51.0	42.7
순차입금비율	4.4	-0.4	-20.2	-30.3	-41.1
이자보상배율	34.3	35.2	52.4	58.7	65.6
총차입금	69.2	63.4	63.4	63.4	63.4
순차입금	8.9	-1.0	-59.9	-111.2	-183.5
NOPLAT	49.9	64.8	95.2	105.3	117.9
FCF	-0.6	-21.5	59.9	51.2	71.4

9) 대상 4Q19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 29,000원

대상의 4Q19 연결기준 영업이익은 149억원(+13% YoY)으로 전망된다. 수익성 중심의 경영전략과 김치 판촉비 축소로 식품 사업부의 수익성이 개선될 것으로 전망되나, 4Q19 라이신 수출이 3Q19 수준에 그치면서, 소재 사업부의 수익성이 부진할 것으로 추산된다. 이로 인해, 낮은 기저에도 불구하고 이익 증가율은 크지 않을 것으로 추산된다.

동사는 재무구조 개선과 수익성 중심의 경영전략으로 전반적으로 실적이 개선되는 추세를 보여왔으나, **중국 아프리카 돼지열병(ASF) 영향으로 라이신 사업부의 실적이 매우 부진한 상황**이다. 따라서, 최소한 전사 실적 기저가 같아지는 **2Q20까지는 이익 증가의 가능성이 비교적 낮을 것으로 추산된다.**

대상 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	723.3	731.5	783.7	715.1	720.8	735.9	800.7	734.8	2,956.8	2,953.6	2,992.2	3,097.4
(YoY)	-2.2%	1.0%	-0.2%	1.1%	-0.3%	0.6%	2.2%	2.8%	-0.4%	-0.1%	1.3%	3.5%
별도기준	555.5	607.1	677.9	618.1	639.7	641.9	693.1	634.9	2,235.9	2,458.7	2,609.6	2,699.5
(YoY)	-1.3%	12.1%	13.0%	16.3%	15.2%	5.7%	2.2%	2.7%	2.1%	10.0%	6.1%	3.4%
식품	361.4	406.8	492.1	427.5	447.5	444.4	505.5	437.3	1,476.5	1,687.8	1,834.7	1,880.8
(YoY)	-4.9%	17.5%	18.7%	27.4%	23.8%	9.2%	2.7%	2.3%	-1.6%	14.3%	8.7%	2.5%
제조사업	361.4	355.3	417.1	349.2	447.5	364.4	427.5	358.3	1,476.5	1,483.0	1,520.7	1,555.4
(YoY)	-4.9%	2.6%	0.6%	4.1%	23.8%	2.6%	2.5%	2.6%		0.4%	2.5%	2.3%
유통사업		63.2	93.3	94.3	93.0	96.0	94.0	95.0		250.8	378.0	389.3
(YoY)						51.9%	0.8%	0.7%			50.7%	3.0%
내부거래		-11.7	-18.3	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0		-46.0	-64.0	-64.0
소재	194.1	200.3	185.8	190.6	192.3	197.5	187.6	197.6	759.4	770.9	775.0	818.8
(YoY)	6.2%	2.5%	0.4%	-2.8%	-1.0%	-1.4%	1.0%	3.7%	10.0%	1.5%	0.5%	5.7%
대상베스트코	93.6	34.7							477.4	128.2		
(YoY)	-22.5%	-73.3%							-16.5%	-73.1%		
PT 미원 인도네시아	54.7	55.6	56.9	58.8	59.9	59.1	58.6	61.2	196.7	225.9	238.9	250.8
(YoY)	16.8%	16.9%	14.7%	11.2%	9.6%	6.4%	3.1%	4.2%	23.2%	14.8%	5.8%	5.0%
미원 베트남	26.6	26.8	27.2	28.4	28.2	27.5	27.2	28.8	94.5	108.9	111.8	115.2
(YoY)	26.4%	20.6%	10.3%	6.6%	6.2%	2.7%	0.1%	1.5%	18.6%	15.3%	2.6%	3.0%
기타 및 연결조정	-7.1	7.4	21.8	9.8	-7.1	7.4	21.8	9.8	-47.8	31.9	31.9	31.9
매출총이익	187.9	188.8	206.4	180.4	189.8	190.2	211.4	187.1	765.0	763.5	778.4	800.0
(GPM)	26.0%	25.8%	26.3%	25.2%	26.3%	25.8%	26.4%	25.5%	25.9%	25.8%	26.0%	25.8%
판매비	149.8	155.0	164.1	165.4	156.1	158.9	166.9	168.6	644.8	634.4	650.5	664.1
(판매비율)	20.7%	21.2%	20.9%	23.1%	21.7%	21.6%	20.8%	22.9%	21.8%	21.5%	21.7%	21.4%
영업이익	38.1	33.7	42.3	14.9	33.7	31.2	44.5	18.5	120.2	129.1	127.9	135.9
(YoY)	26.1%	-4.5%	2.3%	12.7%	-11.7%	-7.4%	5.1%	24.1%	24.2%	7.4%	-0.9%	6.3%
(OPM)	5.3%	4.6%	5.4%	2.1%	4.7%	4.2%	5.6%	2.5%	4.1%	4.4%	4.3%	4.4%
별도기준	31.1	27.3	35.7	9.3	25.7	23.9	37.2	12.2	110.6	103.4	99.1	106.5
(OPM)	5.6%	4.5%	5.3%	1.5%	4.0%	3.7%	5.4%	1.9%	4.9%	4.2%	3.8%	3.9%
식품	14.9	12.9	26.6	-0.5	16.0	13.4	27.2	1.1	45.9	53.8	57.7	58.9
(OPM)	4.1%	3.2%	5.4%	-0.1%	3.6%	3.0%	5.4%	0.2%	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%
소재	16.2	14.3	9.1	9.8	9.7	10.6	10.1	11.1	64.7	49.5	41.4	47.6
(OPM)	8.4%	7.1%	4.9%	5.2%	5.0%	5.3%	5.4%	5.6%	8.5%	6.4%	5.3%	5.8%
세전이익	33.4	47.0	30.1	15.7	31.7	29.5	42.7	16.7	119.1	126.2	120.6	129.4
당기순이익	23.7	37.0	22.3	11.8	24.1	22.3	32.4	12.7	65.4	94.9	91.4	98.1
지배주주순이익	23.3	36.6	22.0	11.8	24.1	22.3	32.4	12.7	64.9	93.7	91.4	98.1
(YoY)	22.4%	-10.0%	5.5%	흑전	3.4%	-39.0%	47.2%	7.0%	23.0%	44.4%	-2.4%	7.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

대상 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,968.8	2,956.8	2,953.6	2,992.2	3,097.4
매출원가	2,174.5	2,191.8	2,190.2	2,213.8	2,297.4
매출총이익	794.3	765.0	763.5	778.4	800.0
판매비	697.6	644.8	634.4	650.5	664.1
영업이익	96.7	120.2	129.1	127.9	135.9
EBITDA	176.6	202.3	220.2	225.4	238.9
영업외손익	-13.2	-1.1	-2.9	-7.3	-6.5
이자수익	7.4	4.1	3.8	3.8	3.7
이자비용	29.3	23.6	22.7	19.5	18.7
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	17.6	10.0	10.1
법인세차감전이익	83.5	119.1	126.2	120.6	129.4
법인세비용	31.8	53.7	31.3	29.2	31.3
계속사업손손익	51.8	65.4	94.9	91.4	98.1
당기순이익	51.8	65.4	94.9	91.4	98.1
지배주주순이익	52.7	64.9	93.7	91.4	98.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.0	-0.4	-0.1	1.3	3.5
영업이익 증감율	-12.9	24.3	7.4	-0.9	6.3
EBITDA 증감율	-5.8	14.6	8.8	2.4	6.0
지배주주순이익 증감율	-18.4	23.1	44.4	-2.5	7.3
EPS 증감율	-18.4	23.0	44.4	-2.4	7.3
매출총이익률(%)	26.8	25.9	25.8	26.0	25.8
영업이익률(%)	3.3	4.1	4.4	4.3	4.4
EBITDA Margin(%)	5.9	6.8	7.5	7.5	7.7
지배주주순이익률(%)	1.8	2.2	3.2	3.1	3.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	166.2	121.6	181.5	182.0	183.5
당기순이익	51.8	65.4	94.9	91.4	98.1
비현금항목의 가감	171.4	165.3	139.7	140.9	147.7
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	50.1	44.9	46.2
영업활동자산부채증감	-5.6	-58.5	-3.8	-6.2	-16.8
매출채권및기타채권의감소	1.2	16.9	-1.1	-3.5	-9.6
재고자산의감소	-25.9	-2.0	-2.6	-4.2	-11.6
매입채무및기타채무의증가	21.2	-81.2	-0.1	1.6	4.3
기타	-2.1	7.8	0.0	-0.1	0.1
기타현금흐름	-51.4	-50.6	-49.3	-44.1	-45.5
투자활동 현금흐름	-67.7	-23.4	-135.8	-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	-1.8	-1.8	-1.8
단기금융자산의감소(증가)	72.2	85.9	0.0	0.0	0.0
기타	-3.3	33.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-109.4	-75.2	-64.3	-49.9	-49.9
차입금의 증가(감소)	-94.1	-57.1	-44.4	-30.0	-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	-14.4	-18.0	-19.8	-19.8	-19.8
기타	-0.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	-25.5	-4.4	-0.7	-0.7	-0.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-36.3	18.6	-19.4	-4.3	-2.9
기초현금 및 현금성자산	184.2	147.9	166.5	147.1	142.8
기말현금 및 현금성자산	147.9	166.5	147.1	142.8	139.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	998.5	904.9	889.2	892.7	910.9
현금 및 현금성자산	147.9	166.5	147.1	142.8	139.9
단기금융자산	196.9	111.0	111.0	111.0	111.0
매출채권 및 기타채권	281.1	267.4	268.5	272.0	281.6
재고자산	317.9	322.0	324.6	328.8	340.4
기타유동자산	251.6	149.0	149.0	149.1	149.0
비유동자산	1,253.9	1,294.1	1,340.3	1,380.1	1,414.4
투자자산	105.3	101.9	105.1	108.4	111.7
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	104.4	104.4	104.4
자산총계	2,252.4	2,199.0	2,229.5	2,272.7	2,325.2
유동부채	688.2	738.5	693.9	665.5	639.8
매입채무 및 기타채무	339.7	276.6	276.5	278.1	282.4
단기금융부채	315.5	417.5	373.1	343.1	313.1
기타유동부채	33.0	44.4	44.3	44.3	44.3
비유동부채	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
부채총계	1,368.0	1,270.3	1,225.7	1,197.3	1,171.6
지배지분	871.0	915.1	988.9	1,060.5	1,138.8
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	724.9	796.5	874.7
비지배지분	13.5	13.7	14.9	14.9	14.9
자본총계	884.4	928.7	1,003.8	1,075.4	1,153.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,464	1,801	2,602	2,538	2,723
BPS	24,181	25,405	27,457	29,445	31,618
CFPS	6,196	6,404	6,513	6,450	6,825
DPS	500	550	550	550	550
주가배수(배)					
PER	18.8	13.9	8.3	8.5	7.9
PER(최고)	19.9	16.5	11.7		
PER(최저)	14.6	11.9	7.9		
PBR	1.14	0.99	0.78	0.73	0.68
PBR(최고)	1.21	1.17	1.11		
PBR(최저)	0.88	0.85	0.75		
PSR	0.33	0.31	0.26	0.26	0.25
PCFR	4.4	3.9	3.3	3.3	3.2
EV/EBITDA	8.5	7.0	6.0	5.6	5.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	33.5	29.1	20.1	20.8	19.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.8	2.2	2.6	2.6	2.6
ROA	2.3	2.9	4.3	4.1	4.3
ROE	6.1	7.3	9.8	8.9	8.9
ROIC	4.7	5.8	6.7	6.5	6.7
매출채권회전율	10.4	10.8	11.0	11.1	11.2
재고자산회전율	9.7	9.2	9.1	9.2	9.3
부채비율	154.7	136.8	122.1	111.3	101.6
순차입금비율	57.2	55.8	49.1	43.4	38.1
이자보상배율	3.3	5.1	5.7	6.6	7.3
총차입금	851.1	795.3	750.9	720.9	690.9
순차입금	506.3	517.8	492.7	467.0	440.0
NOPLAT	176.6	202.3	220.2	225.4	238.9
FCF	-5.3	-43.6	50.4	54.3	55.2

10) 동원F&B 4Q19 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 280,000원

동원F&B의 4Q19 연결기준 영업이익은 142억원(+10% YoY)으로 전망된다. 4Q19 별도 기준 매출은 1) 2020년 구정 선물세트 물량 일부 선반영, 2) 유가공 매출 성장(+5% 내외), 3) 즉 카테고리 고성장 지속(+20% 이상)으로 인해, 전년동기 대비 +5.5% 성장할 것으로 기대된다. 별도기준 영업이익은 광고선전비 증가에도 불구하고, 매출 성장과 원어투입단가 하락에 힘입어, 전년동기 대비 +17억원 증가한 77억원으로 추산된다. 자회사 동원홈푸드는 소스 공장 초기 고정비 부담이 있으나, 소스 제품 판매량 성장과 식자재유통 사업 호조로 인해, 전년수준의 영업이익이 가능할 전망이다.

매출 성장을 개선하기 위한 광고선전비 증가는 부담이지만, **원어투입단가 하락으로 인해 1Q20까지는 수익성 개선의 가시성이 높은 편**으로 판단된다. 다만, 참치어가가 역사적 하단에 위치해 있기 때문에, 향후 어가 방향성에 따라 투자심리가 단기적으로 위축될 가능성이 있다.

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	748.2	709.2	825.0	704.1	793.8	754.5	879.4	740.4	2,802.5	2,986.5	3,168.1	3,356.4
(YoY)	6.1%	9.7%	4.5%	6.4%	6.1%	6.4%	6.6%	5.2%	9.8%	6.6%	6.1%	5.9%
일반식품	451.7	390.2	492.3	373.9	467.4	403.8	516.8	379.3	1,640.9	1,708.2	1,767.3	1,828.3
(YoY)	1.4%	9.5%	1.8%	5.3%	3.5%	3.5%	5.0%	1.4%	4.0%	4.1%	3.5%	3.5%
조미유통	254.1	266.3	279.3	282.8	283.1	297.1	308.1	312.8	977.3	1,082.6	1,201.1	1,324.2
(YoY)	17.4%	14.0%	8.1%	5.3%	11.4%	11.5%	10.3%	10.6%	17.0%	10.8%	10.9%	10.3%
사료	42.1	52.2	53.0	47.0	42.9	53.3	54.1	48.0	183.0	194.3	198.3	202.4
(YoY)	-1.1%	21.2%	13.2%	-7.0%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	31.3%	6.2%	2.1%	2.1%
기타	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	1.4	1.4	1.4	1.4
영업이익	34.9	14.4	35.5	14.2	39.0	15.0	39.4	13.6	87.2	99.0	107.0	112.9
(YoY)	52.6%	9.7%	-7.4%	10.1%	11.6%	4.0%	11.1%	-3.9%	20.5%	13.5%	8.1%	5.5%
(OPM)	4.7%	2.0%	4.3%	2.0%	4.9%	2.0%	4.5%	1.8%	3.1%	3.3%	3.4%	3.4%
일반식품	28.7	7.5	28.9	7.7	32.8	8.7	32.1	6.5	63.3	72.8	80.0	83.5
(OPM)	6.3%	1.9%	5.9%	2.1%	7.0%	2.1%	6.2%	1.7%	3.9%	4.3%	4.5%	4.6%
조미유통	5.4	6.7	6.4	6.7	5.3	6.2	7.2	7.3	23.6	25.1	25.9	28.3
(OPM)	2.1%	2.5%	2.3%	2.4%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
사료	-0.2	0.2	0.4	0.2	-0.2	0.2	0.4	0.2	-0.8	0.6	0.6	0.6
(OPM)	-0.4%	0.4%	0.7%	0.4%	-0.4%	0.4%	0.7%	0.4%	-0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	0.8	0.1	0.2	-0.4	0.8	0.1	0.2	-0.4	0.8	0.5	0.5	0.5
연결조정 등	0.3	-0.1	-0.4	0.1	0.3	-0.1	-0.4	0.1	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
세전이익	31.6	10.9	31.0	10.5	35.4	11.5	35.9	10.1	71.4	84.1	92.8	99.6
당기순이익	25.0	8.4	23.5	8.0	26.8	8.7	27.2	7.6	56.7	64.9	70.4	75.5
지배주주순이익	25.0	8.4	23.5	8.0	26.8	8.7	27.2	7.6	56.7	64.9	70.4	75.5
(YoY)	59.4%	33.0%	-11.3%	-2.6%	7.4%	3.7%	15.5%	-4.5%	10.4%	14.4%	8.4%	7.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

동원F&B 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,552.6	2,802.5	2,986.5	3,168.1	3,356.4
매출원가	1,935.1	2,189.2	2,320.8	2,458.6	2,606.7
매출총이익	617.5	613.3	665.7	709.5	749.7
판매비	545.2	526.1	566.8	602.5	636.8
영업이익	72.4	87.2	99.0	107.0	112.9
EBITDA	115.3	132.8	157.8	194.0	199.1
영업외손익	-5.0	-15.8	-14.9	-14.2	-13.3
이자수익	1.3	1.9	1.0	1.1	1.1
이자비용	9.6	13.2	13.9	13.2	12.4
외환관련이익	4.0	1.8	2.0	2.0	2.0
외환관련손실	2.4	3.5	2.0	2.0	2.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.7	-2.8	-2.0	-2.1	-2.0
법인세차감전이익	67.3	71.4	84.1	92.8	99.6
법인세비용	15.9	14.6	19.1	22.5	24.1
계속사업손익	51.4	56.7	64.9	70.4	75.5
당기순이익	51.4	56.7	64.9	70.4	75.5
지배주주순이익	51.4	56.7	64.9	70.4	75.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.9	9.8	6.6	6.1	5.9
영업이익 증감율	-1.2	20.4	13.5	8.1	5.5
EBITDA 증감율	2.9	15.2	18.8	22.9	2.6
지배주주순이익 증감율	2.1	10.3	14.5	8.5	7.2
EPS 증감율	2.1	10.4	14.4	8.4	7.3
매출총이익률(%)	24.2	21.9	22.3	22.4	22.3
영업이익률(%)	2.8	3.1	3.3	3.4	3.4
EBITDA Margin(%)	4.5	4.7	5.3	6.1	5.9
지배주주순이익률(%)	2.0	2.0	2.2	2.2	2.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	49.7	26.1	102.7	127.5	130.7
당기순이익	51.4	56.7	64.9	70.4	75.5
비현금항목의 가감	78.9	88.4	90.9	121.6	121.6
유형자산감가상각비	40.8	43.3	55.7	83.9	83.1
무형자산감가상각비	2.1	2.3	3.1	3.1	3.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	36.0	42.8	32.1	34.6	35.4
영업활동자산부채증감	-65.7	-102.6	-21.0	-29.8	-30.9
매출채권및기타채권의감소	-4.7	1.6	-14.2	-15.5	-16.1
재고자산의감소	-14.5	-44.8	-14.8	-22.1	-23.0
매입채무및기타채무의증가	-32.0	-47.5	7.9	7.8	8.1
기타	-14.5	-11.9	0.1	0.0	0.1
기타현금흐름	-14.9	-16.4	-32.1	-34.7	-35.5
투자활동 현금흐름	-232.9	-84.3	-191.1	-81.1	-81.1
유형자산의 취득	-90.3	-89.7	-190.0	-80.0	-80.0
유형자산의 처분	2.5	3.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.5	-6.8	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	-18.8	2.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-4.2	-3.4	0.0	0.0	0.0
기타	-120.6	9.9	1.9	1.9	1.9
재무활동 현금흐름	180.1	16.4	91.3	-51.7	-57.6
차입금의 증가(감소)	197.5	40.3	115.8	-27.3	-33.2
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	-9.6	-9.6	-11.6	-11.6	-11.6
기타	-7.8	-14.3	-12.9	-12.8	-12.8
기타현금흐름	-0.2	0.1	10.9	10.9	10.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-3.4	-41.7	13.9	5.7	2.9
기초현금 및 현금성자산	68.4	65.0	23.3	37.2	42.9
기말현금 및 현금성자산	65.0	23.3	37.2	42.9	45.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	629.1	631.4	674.2	717.6	759.5
현금 및 현금성자산	65.0	23.3	37.2	42.9	45.8
단기금융자산	8.3	11.7	11.7	11.7	11.7
매출채권 및 기타채권	244.5	241.1	255.3	270.8	286.9
재고자산	303.9	349.4	364.2	386.4	409.3
기타유동자산	15.7	17.6	17.5	17.5	17.5
비유동자산	740.1	772.2	906.4	902.3	899.2
투자자산	34.8	32.6	32.6	32.6	32.6
유형자산	484.2	542.2	676.5	672.6	669.5
무형자산	74.7	79.8	79.6	79.5	79.4
기타비유동자산	146.4	117.6	117.7	117.6	117.7
자산총계	1,369.1	1,403.6	1,580.6	1,619.9	1,658.7
유동부채	403.4	341.7	457.1	477.7	452.6
매입채무 및 기타채무	294.4	249.3	257.3	265.1	273.2
단기금융부채	89.3	71.0	178.5	191.2	158.0
기타유동부채	19.7	21.4	21.3	21.4	21.4
비유동부채	372.5	429.4	437.7	397.7	397.7
장기금융부채	333.3	392.0	400.2	360.2	360.2
기타비유동부채	39.2	37.4	37.5	37.5	37.5
부채총계	775.9	771.1	894.8	875.4	850.3
지배지분	593.1	632.5	685.8	744.6	808.5
자본금	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
자본잉여금	110.1	110.5	110.5	110.5	110.5
기타자본	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타포괄손익누계액	-14.7	-22.8	-22.8	-22.8	-22.8
이익잉여금	479.0	526.0	579.4	638.2	702.1
비지배지분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	593.2	632.5	685.8	744.6	808.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	13,313	14,699	16,822	18,234	19,557
BPS	153,682	163,896	177,718	192,951	209,507
CFPS	33,763	37,610	40,377	49,753	51,060
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	17.6	19.6	13.4	12.3	11.5
PER(최고)	20.6	22.8	18.5		
PER(최저)	13.2	13.7	12.3		
PBR	1.52	1.75	1.27	1.17	1.07
PBR(최고)	1.78	2.04	1.75		
PBR(최저)	1.14	1.23	1.16		
PSR	0.35	0.40	0.29	0.27	0.26
PCFR	6.9	7.6	5.6	4.5	4.4
EV/EBITDA	10.9	11.6	8.9	6.9	6.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	18.8	20.4	17.8	16.5	15.3
배당수익률(% ,보통주, 현금)	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3
ROA	4.2	4.1	4.4	4.4	4.6
ROE	9.0	9.3	9.8	9.8	9.7
ROIC	7.8	7.3	7.3	7.2	7.4
매출채권회전율	11.3	11.5	12.0	12.0	12.0
재고자산회전율	8.7	8.6	8.4	8.4	8.4
부채비율	130.8	121.9	130.5	117.6	105.2
순차입금비율	58.9	67.7	77.3	66.7	57.0
이자보상배율	7.5	6.6	7.1	8.1	9.1
총차입금	422.6	463.0	578.7	551.5	518.3
순차입금	349.3	427.9	529.8	496.9	460.8
NOPLAT	115.3	132.8	157.8	194.0	199.1
FCF	-53.6	-84.4	-78.7	55.3	57.8

11) CJ프레시웨이 4Q19 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 39,000원

CJ프레시웨이의 4Q19 연결기준 영업이익은 162억원(-8% YoY)으로 전망된다. 소비심리 반등으로 외식 관련 식자재 수요는 3분기 대비 대체로 양호한 상황이나(외식/급식 유통 매출 +7% YoY 예상), 1) 축육 관련 재고 손실(30억원)과 2) 매출채권 관련 대손 영향(20억원) 등으로 인해, 전사 영업이익이 전년동기 대비 감소할 것으로 추산된다.

동사는 그룹의 수익성 중심의 경영전략으로 인해, 2020년에도 1) 추가 인력 채용을 최소화하고, 2) 수익성 중심의 거래처 수주를 지속해 나갈 계획이다. 더불어, CJ제일제당 向 통합구매 물량이 확대되면서, 전사 매출액이 +7~8% 정도 신장할 것으로 기대된다. 따라서, 최저임금 인상률이 둔화되는 점을 감안한다면, 전사 이익 성장률은 매출 성장률 이상의 레벨을 달성할 수 있을 것으로 추산된다.

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	747.7	756.5	770.0	773.1	784.7	826.2	832.5	829.1	2,828.1	3,047.4	3,272.5	3,515.3
(YoY)	10.6%	3.8%	9.3%	7.5%	5.0%	9.2%	8.1%	7.2%	12.9%	7.8%	7.4%	7.4%
식자재 유통	610.1	611.6	619.7	623.4	627.2	669.0	662.8	666.5	2,270.4	2,464.8	2,625.5	2,804.8
(YoY)	10.1%	4.5%	11.6%	7.7%	2.8%	9.4%	6.9%	6.9%	12.8%	8.6%	6.5%	6.8%
외식/급식 유통	218.5	242.6	244.0	250.9	232.0	261.4	264.7	272.0	905.7	956.0	1,030.1	1,114.4
(YoY)	4.1%	4.5%	6.6%	7.0%	6.2%	7.7%	8.5%	8.4%	2.7%	5.6%	7.7%	8.2%
프레시원 유통	175.7	187.4	178.1	169.9	188.0	200.5	190.6	181.8	655.7	711.1	760.9	814.2
(YoY)	9.1%	12.4%	5.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	0.9%	8.5%	7.0%	7.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	215.8	181.7	197.6	202.6	207.2	207.1	207.5	212.7	709.0	797.7	834.5	876.2
(YoY)	17.7%	-2.5%	28.6%	9.2%	-4.0%	14.0%	5.0%	5.0%	47.5%	12.5%	4.6%	5.0%
단체급식	103.0	119.9	124.6	123.2	119.3	128.8	140.4	132.4	411.6	470.7	520.9	573.5
(YoY)	21.7%	13.5%	10.0%	14.0%	15.8%	7.4%	12.6%	7.4%	18.3%	14.4%	10.7%	10.1%
기타	34.6	25.0	25.8	26.4	38.2	28.4	29.4	30.2	146.4	111.8	126.1	136.9
(YoY)	-6.5%	-33.9%	-34.4%	-18.2%	10.4%	13.4%	13.8%	14.2%	1.6%	-23.6%	12.8%	8.6%
매출총이익	83.5	102.3	100.3	98.8	92.8	113.6	112.2	108.8	358.6	384.8	427.4	461.4
(GPM)	11.2%	13.5%	13.0%	12.8%	11.8%	13.8%	13.5%	13.1%	12.7%	12.6%	13.1%	13.1%
판매비	76.9	82.9	82.7	82.6	83.1	90.7	89.8	89.4	308.0	325.1	353.0	379.5
(판매비율)	10.3%	11.0%	10.7%	10.7%	10.6%	11.0%	10.8%	10.8%	10.9%	10.7%	10.8%	10.8%
영업이익	6.6	19.3	17.6	16.2	9.7	22.9	22.4	19.4	50.7	59.7	74.4	81.9
(YoY)	9.2%	40.5%	32.8%	-8.1%	47.5%	18.4%	27.1%	20.0%	15.5%	17.9%	24.6%	10.1%
(OPM)	0.9%	2.6%	2.3%	2.1%	1.2%	2.8%	2.7%	2.3%	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%
세전이익	-1.3	10.7	2.4	5.1	-0.3	12.9	12.4	9.4	26.8	16.8	34.5	41.7
당기순이익	-1.5	7.7	1.3	3.9	-0.2	9.8	9.4	7.2	16.7	11.3	26.1	31.6
지배주주순이익	-2.0	7.0	1.4	3.2	-1.2	8.8	8.4	6.2	13.7	9.6	22.1	27.6
(YoY)	적전	190.7%	-65.5%	-48.2%	적지	25.6%	487.6%	92.1%	흑전	-29.7%	129.7%	24.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,504.4	2,828.1	3,047.4	3,272.5	3,515.3
매출원가	2,151.4	2,469.5	2,662.6	2,845.1	3,053.9
매출총이익	353.0	358.6	384.8	427.4	461.4
판매비	309.1	308.0	325.1	353.0	379.5
영업이익	43.9	50.7	59.7	74.4	81.9
EBITDA	70.8	80.1	84.8	102.2	115.6
영업외손익	-42.6	-23.8	-42.9	-40.0	-40.2
이자수익	1.1	1.1	1.2	1.2	0.9
이자비용	7.3	8.7	13.5	15.1	15.1
외환관련이익	7.5	1.6	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	1.6	4.9	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-42.2	-12.8	-30.6	-26.1	-26.0
법인세차감전이익	1.2	26.8	16.8	34.5	41.7
법인세비용	0.0	10.1	5.5	8.3	10.1
계속사업손익	1.2	16.7	11.3	26.1	31.6
당기순이익	1.2	16.7	11.3	26.1	31.6
지배주주순이익	-1.5	13.7	9.6	22.1	27.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.6	12.9	7.8	7.4	7.4
영업이익 증감율	108.8	15.5	17.8	24.6	10.1
EBITDA 증감율	59.9	13.1	5.9	20.5	13.1
지배주주순이익 증감율	흑전	-1,013.3	-29.9	130.2	24.9
EPS 증감율	적지	흑전	-29.7	129.7	24.8
매출총이익률(%)	14.1	12.7	12.6	13.1	13.1
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.3	2.3
EBITDA Margin(%)	2.8	2.8	2.8	3.1	3.3
지배주주순이익률(%)	-0.1	0.5	0.3	0.7	0.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	506.6	467.9	517.9	549.2	573.8
현금 및 현금성자산	54.7	26.0	45.6	43.4	31.8
단기금융자산	7.6	7.8	7.8	7.8	7.8
매출채권 및 기타채권	277.5	213.2	243.8	261.8	281.2
재고자산	154.2	210.4	210.2	225.7	242.4
기타유동자산	12.6	10.5	10.5	10.5	10.6
비유동자산	396.0	449.4	632.7	665.2	691.9
투자자산	26.7	40.1	64.5	68.5	72.5
유형자산	254.3	301.1	321.3	363.7	400.2
무형자산	95.6	93.1	88.8	81.5	74.2
기타비유동자산	19.4	15.1	158.1	151.5	145.0
자산총계	902.6	917.3	1,150.6	1,214.5	1,265.6
유동부채	512.8	567.3	580.6	622.9	646.9
매입채무 및 기타채무	315.4	313.2	371.9	394.2	418.2
단기금융부채	179.3	228.2	182.8	202.8	202.8
기타유동부채	18.1	25.9	25.9	25.9	25.9
비유동부채	154.3	97.2	301.7	299.6	297.4
장기금융부채	124.6	61.7	266.2	264.0	261.9
기타비유동부채	29.7	35.5	35.5	35.6	35.5
부채총계	667.2	664.5	882.3	922.5	944.4
지배지분	180.2	195.8	203.1	222.8	248.1
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	91.9	89.4	89.4	89.4	89.4
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	20.1	34.1	34.1	34.1	34.1
이익잉여금	34.1	38.5	45.8	65.5	90.7
비지배지분	55.2	57.0	65.2	69.2	73.2
자본총계	235.5	252.9	268.3	292.0	321.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	23.4	57.7	99.8	74.9	83.6
당기순이익	1.2	16.7	11.3	26.1	31.6
비현금항목의 가감	66.9	37.2	51.7	54.4	60.3
유형자산감가상각비	15.2	17.8	19.8	22.6	28.5
무형자산감가상각비	11.7	11.6	11.3	11.3	11.3
지분법평가손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	40.1	7.9	20.6	20.5	20.5
영업활동자산부채증감	-41.8	6.0	28.3	-11.2	-12.1
매출채권및기타채권의감소	-44.2	60.7	-30.6	-18.0	-19.4
재고자산의감소	29.3	-56.1	0.3	-15.5	-16.7
매입채무및기타채무의증가	-4.2	-14.0	58.7	22.3	24.0
기타	-22.7	15.4	-0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-1.7	14.5	8.5	5.6	3.8
투자활동 현금흐름	-33.5	-51.9	-70.2	-71.8	-72.1
유형자산의 취득	-26.8	-36.6	-40.0	-65.0	-65.0
유형자산의 처분	1.4	2.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.5	-4.9	-7.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	-13.5	-24.4	-4.0	-4.0
단기금융자산의감소(증가)	2.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타	-0.7	0.7	1.2	1.2	0.9
재무활동 현금흐름	53.3	-34.6	-20.5	-19.6	-39.6
차입금의 증가(감소)	66.5	-20.8	17.5	20.0	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	-4.7	-5.2	-2.4	-2.4	-2.4
기타	-8.5	-8.6	-35.6	-37.2	-37.2
기타현금흐름	-0.9	0.1	10.5	14.3	16.4
현금 및 현금성자산의 순증가	42.3	-28.8	19.7	-2.2	-11.6
기초현금 및 현금성자산	12.4	54.7	26.0	45.6	43.4
기말현금 및 현금성자산	54.7	26.0	45.6	43.4	31.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-129	1,154	811	1,864	2,325
BPS	15,181	16,496	17,107	18,771	20,896
CFPS	5,736	4,544	5,311	6,787	7,745
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-307.7	23.0	34.5	15.0	12.0
PER(최고)	-372.6	34.6	44.2		
PER(최저)	-235.4	18.3	30.0		
PBR	2.62	1.61	1.63	1.49	1.34
PBR(최고)	3.17	2.42	2.10		
PBR(최저)	2.01	1.28	1.42		
PSR	0.19	0.11	0.11	0.10	0.09
PCFR	6.9	5.8	5.3	4.1	3.6
EV/EBITDA	10.9	7.8	7.8	6.6	6.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	196.2	14.2	21.0	9.1	7.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
ROA	0.1	1.8	1.1	2.2	2.5
ROE	-0.8	7.3	4.8	10.4	11.7
ROIC	8.4	6.5	6.4	8.0	8.4
매출채권회전율	9.4	11.5	13.3	12.9	12.9
재고자산회전율	14.8	15.5	14.5	15.0	15.0
부채비율	283.3	262.8	328.9	315.9	294.0
순차입금비율	102.6	101.3	94.7	94.6	89.6
이자보상배율	6.0	5.8	4.4	4.9	5.4
총차입금	303.9	289.9	307.4	327.4	327.4
순차입금	241.6	256.1	254.0	276.2	287.9
NOPLAT	70.8	80.1	84.8	102.2	115.6
FCF	-5.1	27.7	48.5	5.4	16.1

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
KT&G (033780)	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	-19.65	-17.60
	2019-05-21	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-20.59	-17.20
	2019-08-08	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-19.41	-15.20
	2019-11-08	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-22.80	-19.60
	2020-01-13	BUY(Maintain)	125,000원	6개월		
오리온 (271560)	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	-30.13	-23.31
	2019-05-21	BUY(Maintain)	133,000원	6개월	-34.28	-23.31
	2019-08-08	BUY(Maintain)	117,000원	6개월	-17.81	-3.42
C제일제당 (097950)	2019-11-04	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-24.02	-20.00
	2020-01-13	BUY(Maintain)	140,000원	6개월		
	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
	2019-02-15	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.04	-26.56
	2019-03-26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.35	-26.56
하이트진로 (000080)	2019-04-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-31.06	-26.56
	2019-05-14	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.60	-34.43
	2019-05-21	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.11	-31.48
	2019-06-24	BUY(Maintain)	440,000원	6개월		
	2019-07-11	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-34.93	-31.48
	2019-08-09	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-34.09	-31.11
	2019-08-20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-35.35	-31.11
	2019-10-01	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-24.31	-17.17
	2019-11-12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-22.20	-20.00
	2019-12-02	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-23.40	-20.00
	2020-01-13	BUY(Maintain)	320,000원	6개월		
롯데칠성 (005300)	2018-01-16	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-24.54	-18.79
	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	-26.54	-25.89
	2019-05-21	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-24.30	-21.25
	2019-07-31	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-24.49	-21.25
	2019-08-16	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-25.67	-14.83
	2019-09-05	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-21.13	-18.82
	2019-10-15	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-19.15	-12.94
	2019-11-15	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.56	-23.25
	2019-12-02	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-28.12	-23.25
	2019-12-17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-28.83	-23.25
	2020-01-13	BUY(Maintain)	40,000원	6개월		
매일유업 (267980)	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(Maintain)	220,000원	6개월	-24.11	-19.72
	2019-05-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.07	-19.72
	2019-05-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.57	-16.59
	2019-07-31	BUY(Maintain)	206,000원	6개월	-33.27	-28.88
	2019-08-16	BUY(Maintain)	206,000원	6개월	-33.43	-28.88
	2019-08-20	BUY(Maintain)	206,000원	6개월	-33.71	-27.91
	2020-01-13	BUY(Maintain)	170,000원	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	-34.70	-31.14
	2019-10-15	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-35.31	-31.14
	2019-11-15	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-36.89	-31.14
농심 (004370)	2020-01-09	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-36.87	-31.14
	2020-01-13	BUY (Maintain)	140,000원	6개월		
	2018-11-29	BUY(Reinitiate)	310,000원	6개월	-10.34	1.13
	2019-05-16	Outperform (Downgrade)	310,000원	6개월	-10.91	1.13
	2019-08-16	Outperform (Maintain)	260,000원	6개월	-7.73	-0.77
	2020-01-13	Outperform (Maintain)	260,000원	6개월		
삼양식품 (003230)	2019-10-15	BUY(Initiate)	120,000원	6개월	-26.65	-22.67
	2019-11-15	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-39.92	-28.58
	2019-01-03	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-57.80	-53.08
	2019-01-13	BUY(Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

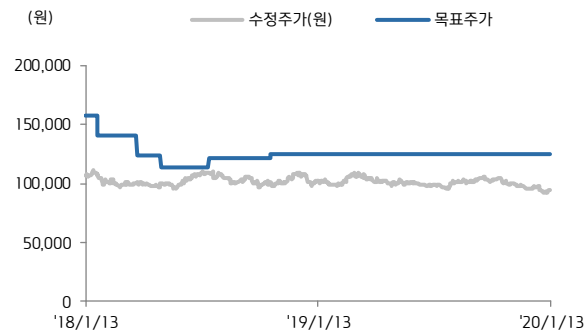
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
대상 (001680)	2018-01-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-19.66	-7.90
	2018-02-26	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-21.94	-19.19
	2018-03-28	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.17	-14.84
	2018-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.75	-12.58
	2018-05-16	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-19.52	-12.12
	2018-07-25	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-20.68	-12.12
	2018-08-16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-30.73	-25.00
	2018-11-05	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-15.61	-3.55
	2019-05-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-17.87	-14.68
	2019-06-24	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.34	-14.68
동원F&B (049770)	2019-08-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-22.84	-17.93
	2020-01-13	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		
	2018-04-17	BUY(Initiate)	300,000원	6개월	-23.10	-19.83
	2018-05-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.01	-17.50
	2018-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.24	-17.50
	2018-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-13.58	-7.58
	2018-07-18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.81	-24.58
	2018-07-25	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.56	-22.22
	2018-08-03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-19.51	-7.78
	2018-10-15	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-20.93	-7.78
디프레시웨이 (051500)	2018-01-16	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.27	-26.70
	2018-02-26	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.46	-26.70
	2018-03-28	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-33.12	-26.70
	2018-04-17	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-30.83	-28.44
	2018-05-16	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-32.82	-27.67
	2018-07-25	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-40.33	-36.89
	2018-08-16	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-16.96	-3.33
	2018-11-05	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-31.32	-28.60
	2019-01-10	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.01	-24.35
	2019-02-12	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.37	-24.24
	2019-04-16	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.63	-24.24
	2019-05-02	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-29.24	-24.24
	2019-05-09	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-32.20	-24.24
	2019-05-21	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-32.31	-24.24
	2019-08-08	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-41.83	-37.72
	2019-11-07	BUY(Maintain)	46,000원	6개월		
	2020-01-13	BUY(Maintain)	46,000원	6개월		

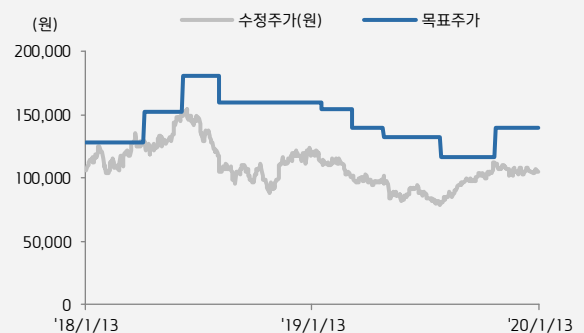
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

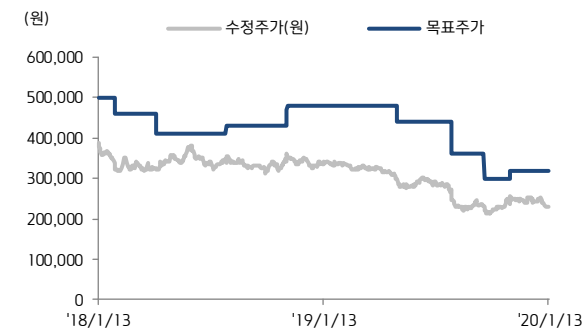
KT&G(033780)



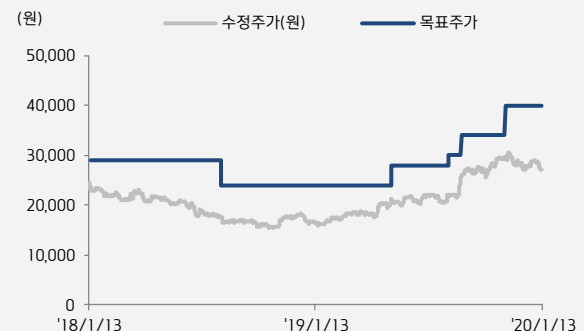
오리온(271560)



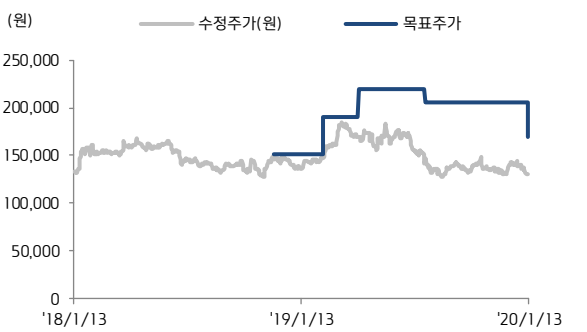
CJ제일제당(097950)



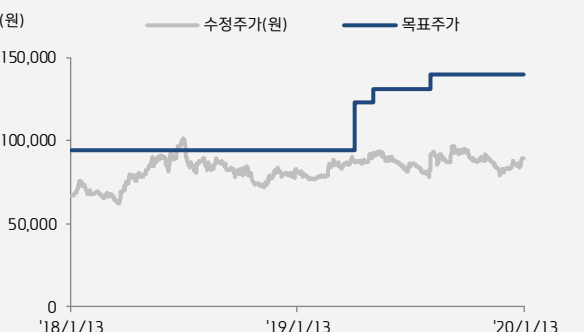
하이트진로(000080)



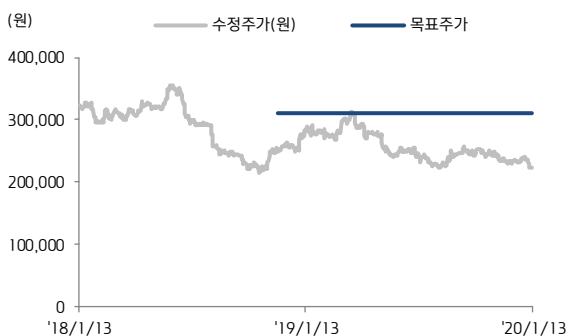
롯데칠성(005300)



매일유업(267980)



농심(004370)

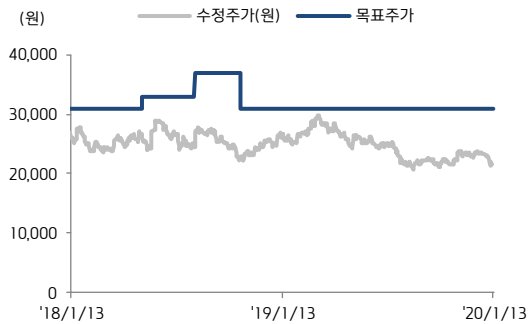


삼양식품(003230)

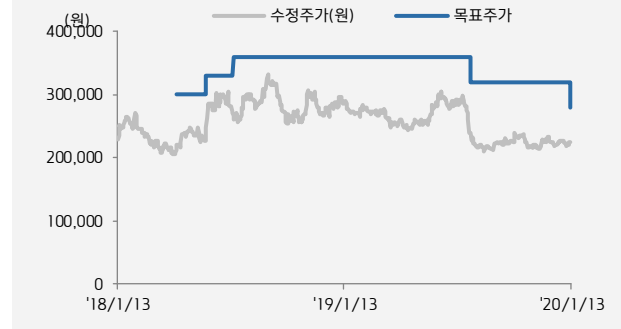


목표주가추이(2개년)

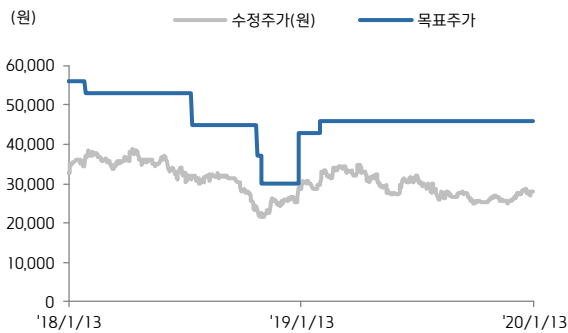
대상(001680)



동원F&B(049770)



CJ프레시웨이(051500)



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 일체의 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.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%