글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

음식료
Company Report
2018.4.9

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	1,000,000원
현재주가(18/04/09)	774,000원
상승여력	29%

영업이익(18F,십억원)	158
Consensus 영업이익(18F,십억원)	164
EPS 성장률(18F,%)	0.1
MKT EPS 성장률(18F,%)	16.4
P/E(18F,x)	20.3
MKT P/E(18F,x)	9.3
KOSPI	2,444.08
시가총액(십억원)	2,663
발행주식수(백만주)	3
유동주식비율(%)	35.5
외국인 보유비중(%)	17.2
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	684,000
52주 최고가(원)	885,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	5.4	1.2
상대주가	6.0	3.3	-10.9

[음식료/담배]

백운목
02-3774-1679
wm.baek@miraeasset.com

홍수지
02-3774-1853
susie.hong@miraeasset.com

오뚜기 (007310)

주가에 영향을 주는 이슈는?

18년 1Q Preview, 꾸준한 성장

오뚜기의 18년 1Q 매출액은 5.6% 증가를 예상한다. 매출액은 면류(라면, 당면 등), 유지(참기름, 식용유지 등), 냉동식품(만두, 냉동 피자, 냉동밥, HMR 등)에서 증가한 것으로 보인다. 반면, 조미식품(카레, 3분류 등), 양념소스(케찹, 마요네즈 등), 쌀류(즉석밥, 씻은쌀 등), 수산물(참치캔 등)은 감소한 것으로 본다. 영업이익(349억원)은 16.4% 증가를 예상한다. 라면 매출 증가, 주요 제품 가격 인상 효과(참치캔, 즉석밥), 오뚜기물류서비스(창고운송)의 연결 실적 추가 효과 등이 있기 때문이다.

18년 주가에 영향을 주는 주요 이슈

18년 주요 이슈는 라면 점유율과 마케팅 축소, 냉동식품(HMR) 매출 증가, 제품가격 인상 여부, 지배구조 개선 속도로 요약할 수 있다.

라면 점유율(수량 기준)은 14년 18.3%에서 15년 20.5%, 16년 23.2%, 17년 25.6%로 상승했다. 가격 경쟁(저가인 진라면)과 신제품(진짬뽕 등 고가면) 출시 등으로 가격과 맛의 경쟁력이 생겼기 때문이다. 18년에는 26.3%로 상승할 전망이다. **18~19년 라면시장은 신제품보다는 기존 제품의 소비 증가를 예상하기에 마케팅이 축소되면서 마진 상승이 가능해 보인다.**

냉동식품은 18년에 두 자릿수 성장할 전망이다. HMR(가정편의식으로 컵밥, 덮밥, 죽, 냉동피자 등)과 만두 등에서 신제품 출시와 지배력 강화가 이루어지고 있기 때문이다. 반면, 점유율이 높은 카레(매출액 6백억원), 케찹(매출액 6백억원), 마요네즈(매출액 1천 3백억원)는 1인가구 증가, 개성 소비, HMR 성장이 맞물리면서 매출이 감소할 가능성이 있다.

농심과 삼양식품은 16년말~17년초에 라면 가격을 인상했지만 오뚜기는 인상하지 않아 라면 가격 인상 여력이 남아 있다. 식품/외식업체가 원가(곡물가, 물류비, 인건비 등) 상승을 이유로 18년 들어 제품가격을 조금씩 인상하고 있어 오뚜기의 가공식품도 인상 가능성이 있다.

오뚜기는 지배구조 개편의 일환으로 17년에 오뚜기삼화식품(다류), 오뚜기SF(수산물가공판매), 알디에스(건물개발), 오뚜기물류서비스(창고운송)의 지분율을 높여 종속기업으로 편입했다. **핵심은 시장에서 이익 배분 비율에 대해 의구심이 있는 오뚜기라면(지분율 24.7%, 현재 지분법 인식, 매출 6,143억원, 영업이익 264억원)의 종속기업 편입 가능성이다**. 오뚜기가 오뚜기라면의 지분을 조금씩 높여가고 있어 장기로는 종속기업으로 편입될 가능성이 있다.

투자의견 매수, 목표주가 100만원

오뚜기는 국내 최고의 영업력, 원가 경쟁력, 제품 개발력, 가격 경쟁력, 위기 돌파력, 사회 친화력(사회적 기업으로 인식), 재무구조, ROE 등을 고려하면, 18~19년 PER은 음식료 평균(17~18배)보다 40% 이상 높게 받아야 한다. 목표주가 100만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	1,883	2,011	2,126	2,230	2,331	2,403
영업이익 (십억원)	133	143	146	158	171	178
영업이익률 (%)	7.1	7.1	6.9	7.1	7.3	7.4
순이익 (십억원)	104	138	131	131	140	145
EPS (원)	30,365	39,977	38,161	38,183	40,642	42,064
ROE (%)	11.9	13.9	12.3	11.4	11.0	10.4
P/E (배)	40.3	16.6	21.1	20.3	19.0	18.4
P/B (배)	4.4	2.2	2.4	2.1	1.9	1.8
배당수익률 (%)	0.4	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 오뚜기의 18년 1Q 실적 예상

(십억원, %)

	1Q17	4Q17	1Q18F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	531.8	516.5	561.6	565.5	5.6	8.7
영업이익	30.0	30.2	34.9	37.1	16.4	15.7
세전이익	41.2	30.3	41.4	42.6	0.4	36.7
순이익	32.4	16.4	30.2	30.9	-6.6	83.9
영업이익률	5.6	5.8	6.2	6.6	-	-
순이익률	6.1	3.2	5.4	5.5	-	-

자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 오뚜기의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	17				18F				17	18F	19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	532	513	564	517	562	542	588	538	2,126	2,230	2,331
영업이익	30	42	44	30	35	45	49	29	146	158	171
세전이익	41	46	63	30	41	51	53	33	180	179	192
순이익	32	36	47	16	30	38	39	24	131	131	140
영업이익률	5.6	8.1	7.9	5.8	6.2	8.4	8.3	5.3	6.9	7.1	7.3
순이익률	6.1	7.0	8.3	3.2	5.4	6.9	6.6	4.5	6.2	5.9	6.0
매출액증가율	3.1	5.2	9.3	5.3	5.6	5.6	4.2	4.1	5.7	4.9	4.5
영업이익증가율	-15.7	2.6	-2.1	42.7	16.4	9.1	10.2	-5.5	2.5	7.9	8.2
세전이익증가율	-18.7	2.1	30.6	-23.6	0.4	11.7	-15.4	9.6	-1.7	-0.7	7.2
순이익증가율	-33.8	38.8	31.2	-39.6	-6.6	5.5	-16.6	48.6	-4.5	0.1	6.4

자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

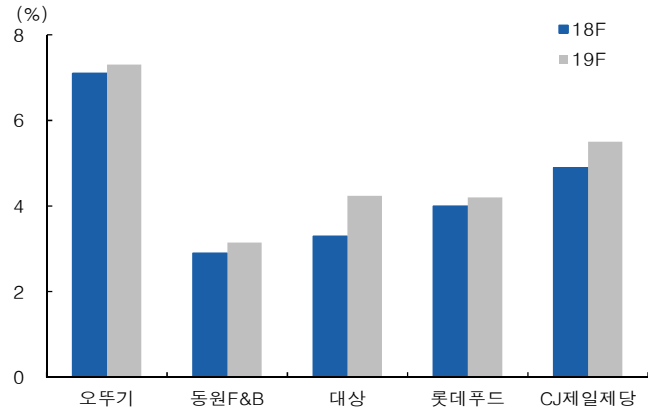
표 3. 오뚜기의 18~19년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	2,231	2,317	2,230	2,331	0.0	0.6	
영업이익	150	160	158	171	5.1	6.9	
세전이익	172	179	179	192	4.0	7.2	
순이익	125	131	131	140	4.8	6.7	
영업이익률	6.7	6.9	7.1	7.3	-	-	
순이익률	5.6	5.7	5.9	6.0	-	-	

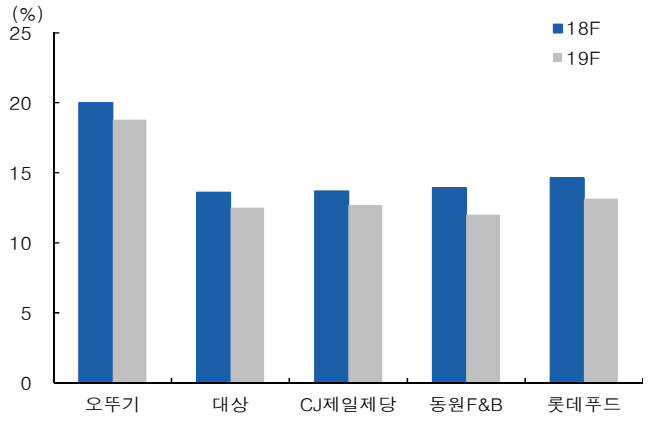
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 주요 가공식품회사의 영업이익률 비교



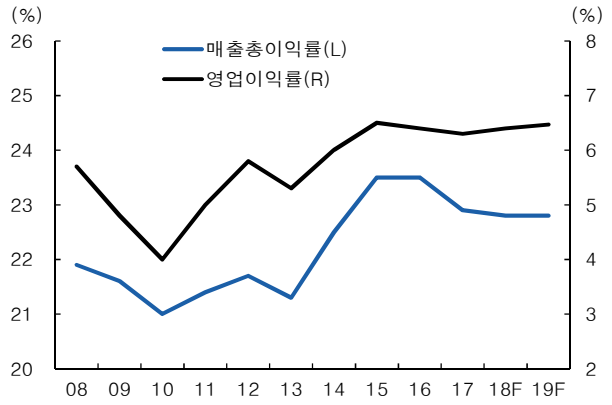
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 주요 가공식품회사의 PER 비교



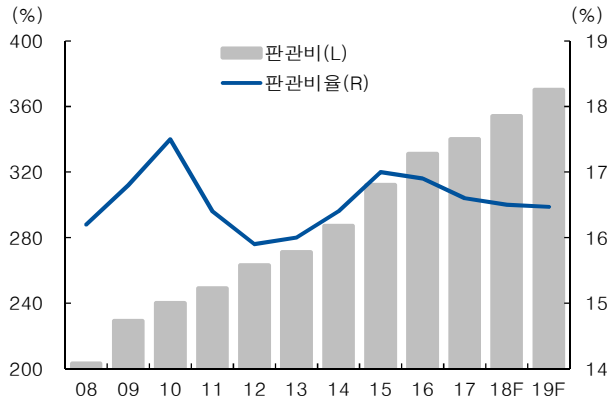
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 오뚜기(개별)의 매출총이익률(GPM)과 영업이익률(OPM) 전망



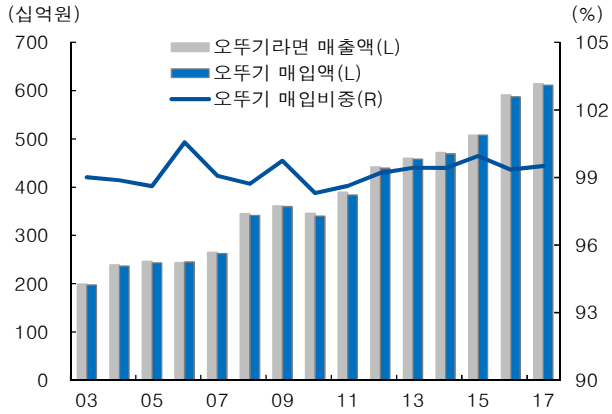
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 오뚜기(개별)의 판관비와 판관비율 전망



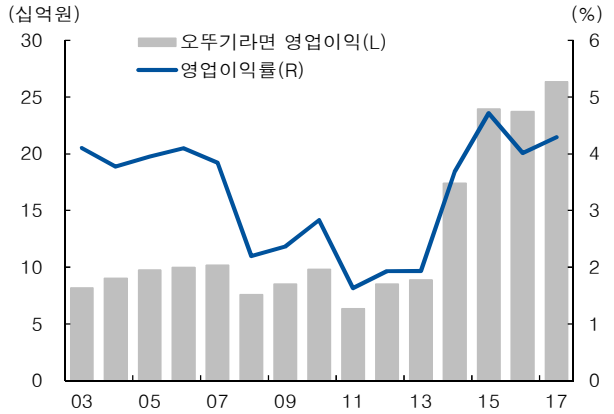
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 오뚜기라면의 매출액과 오뚜기의 매입비중



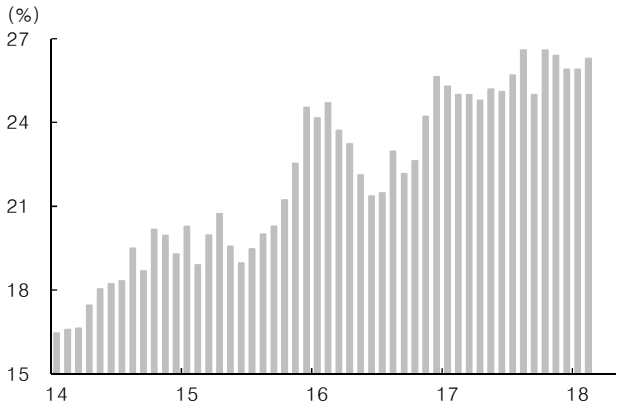
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 오뚜기라면의 영업이익과 영업이익률



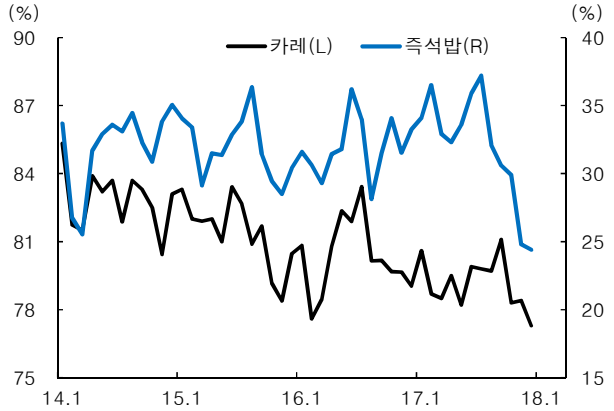
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 오뚜기의 라면시장점유율(수량 기준)



자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 오뚜기의 카레 및 즉석밥 시장점유율(수량 기준)



자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

오뚜기 (007310)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	**2,126**	**2,230**	**2,331**	**2,403**
매출원가	**1,649**	**1,715**	**1,788**	**1,841**
매출총이익	**477**	**515**	**543**	**562**
판매비와관리비	**331**	**357**	**372**	**384**
조정영업이익	**146**	**158**	**171**	**178**
영업이익	**146**	**158**	**171**	**178**
비영업손익	**34**	**21**	**21**	**20**
금융손익	1	1	2	3
관계기업등 투자손익	17	16	16	14
세전계속사업손익	180	179	192	198
계속사업법인세비용	48	47	51	52
계속사업이익	132	132	141	146
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**132**	**132**	**141**	**146**
지배주주	131	131	140	145
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	**132**	**138**	**147**	**146**
지배주주	132	140	149	148
비지배주주	1	-2	-2	-2
EBITDA	194	210	225	234
FCF	31	110	121	121
EBITDA 마진율 (%)	9.1	9.4	9.7	9.7
영업이익률 (%)	6.9	7.1	7.3	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	5.9	6.0	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	**676**	**788**	**899**	**992**
현금 및 현금성자산	136	227	312	386
매출채권 및 기타채권	174	181	189	195
재고자산	150	156	164	169
기타유동자산	216	224	234	242
비유동자산	**1,046**	**1,078**	**1,110**	**1,141**
관계기업투자등	227	237	248	255
유형자산	768	791	813	838
무형자산	43	42	41	40
자산총계	**1,722**	**1,866**	**2,009**	**2,133**
유동부채	**434**	**458**	**474**	**480**
매입채무 및 기타채무	255	266	278	287
단기금융부채	95	105	105	100
기타유동부채	84	87	91	93
비유동부채	**136**	**141**	**146**	**145**
장기금융부채	25	25	25	20
기타비유동부채	111	116	121	125
부채총계	**570**	**599**	**620**	**625**
지배주주지분	**1,098**	**1,212**	**1,333**	**1,451**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	10	10	10	10
이익잉여금	1,104	1,212	1,327	1,445
비지배주주지분	**54**	**55**	**56**	**57**
자본총계	**1,152**	**1,267**	**1,389**	**1,508**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	**109**	**185**	**197**	**201**
당기순이익	132	132	141	146
비현금수익비용가감	66	95	102	103
유형자산감가상각비	46	51	54	55
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	43	47	47
영업활동으로인한자산및부채의변동	-45	5	5	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	9	-7	-8	-6
재고자산 감소(증가)	5	-6	-7	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-37	9	10	7
법인세납부	-45	-47	-51	-52
투자활동으로 인한 현금흐름	**-85**	**-80**	**-82**	**-78**
유형자산처분(취득)	-77	-75	-76	-80
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	9	-8	-10	-7
기타투자활동	-17	3	4	9
재무활동으로 인한 현금흐름	**-50**	**-16**	**-29**	**-40**
장단기금융부채의 증가(감소)	-16	10	0	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-22	-23	-25	-27
기타재무활동	-12	-3	-4	-3
현금의 증가	**-9**	**90**	**85**	**74**
기초현금	145	136	227	312
기말현금	136	227	312	386

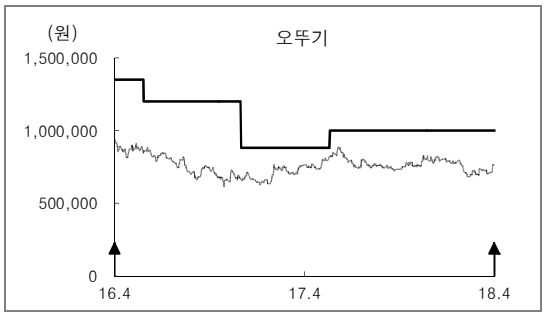
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	21.1	20.3	19.0	18.4
P/CF (x)	14.0	11.7	11.0	10.7
P/B (x)	2.4	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	13.5	11.5	10.3	9.5
EPS (원)	38,161	38,183	40,642	42,064
CFPS (원)	57,670	66,020	70,554	72,402
BPS (원)	339,039	372,309	407,353	441,586
DPS (원)	7,000	7,500	8,000	8,000
배당성향 (%)	17.8	19.1	19.1	18.5
배당수익률 (%)	0.9	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	5.7	4.9	4.5	3.1
EBITDA증가율 (%)	4.9	8.2	7.1	4.0
조정영업이익증가율 (%)	2.1	8.2	8.2	4.1
EPS증가율 (%)	-4.5	0.1	6.4	3.5
매출채권 회전율 (회)	13.6	12.6	12.7	12.6
재고자산 회전율 (회)	14.0	14.5	14.6	14.5
매입채무 회전율 (회)	7.8	7.8	7.8	7.8
ROA (%)	8.0	7.4	7.3	7.0
ROE (%)	12.3	11.4	11.0	10.4
ROIC (%)	14.5	14.5	15.2	15.3
부채비율 (%)	49.5	47.2	44.7	41.5
유동비율 (%)	155.8	172.2	189.8	206.5
순차입금/자기자본 (%)	-19.1	-24.3	-29.0	-32.8
조정영업이익/금융비용 (x)	46.1	50.1	50.6	54.8

자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
오뚜기(007310)				
2017.05.25	매수	1,000,000	-	-
2016.12.05	매수	880,000	-18.55	-6.82
2016.06.01	매수	1,200,000	-37.47	-26.25
2015.11.30	매수	1,350,000	-20.42	5.56



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.