



2019년 9월 4일 | Equity Research



음식료/담배 Overweight

‘수출주’가 답이다

- | 하반기 수출 전망 밝아
- | 업종 지수 역사적 밴드 최하단
- | Top pick 및 관심종목 : KT&G, 오리온, 농심

Industry In-depth

Top pick 및 관심종목

KT&G(033780) | BUY | TP 143,000원 | CP(9월3일) 100,500원
오리온(271560) | BUY | TP 120,000원 | CP(9월3일) 92,700원
농심(004370) | BUY | TP 310,000원 | CP(9월3일) 241,500원



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 서상덕
02-3771-3126
deok@hanafn.com



CONTENTS

1. 업종 주가지수 역사적 최하단	3
하반기 실적 모멘텀 감안시 매수 전략 유효	3
2. 하반기 수출주 전망 밝아	5
1) KT&G	5
2) 오리온	7
3) 농심	10
4) 삼양식품	12
5) 매일유업	14
3. 매크로 및 주요 원재료 동향	15
1) 환율 영향 점검	15
2) 곡물가 동향	16
3) 곡물 이외 주요 원재료 동향	18
4. 투자 전략	21
1) 대형주 투자 매력: KT&G> 오리온>> CJ제일제당	21
2) 중소형주, 수출주 위주로 매수 유효	23
Top Pick 및 관심종목	25
KT&G(033780)	26
오리온(271560)	30
농심(004370)	34

2019년 9월 4일 | Equity Research

음식료/담배

‘수출주’가 답이다

하반기 수출 전망 밝아

하반기 ‘수출주’ 중심의 견조한 주가 상승을 전망한다. 상반기까지는 수출주 실적은 부진했다. 상반기 누계 주요 카테고리별 수출액은, 담배/ 라면/ 제조분유가 각각 YoY -6.3%/ 1.8%/ 6.7% 증가에 그쳤다. 7월~8월 누계 담배/ 라면/ 제조분유 수출액은 전년동월대비 각각 14.7%/ 19.0%/ -0.2% 증가했다. 담배는 UAE의 DTS(유통추적시스템, Distribution Tracking System) 도입으로 7월까지 재고 소진 이슈가 발생했다. 재고 소진 감안시 연말 갈수록 선적이 본격화될 것으로 기대한다. 라면 수출은 하반기 갈수록 높은 베이스에서 벗어나 증가세가 뚜렷해질 것으로 판단한다. 제조분유 수출 흐름은 다소 어렵다. ① 상반기 대비 하반기 수출 개선 가시성이 높아진 상황인 만큼, ② 수출주의 실적 상향 조정 가능성을 열어둘 수 있다. 더불어, ③ 금리가 하락하는 현 기조에서는 ‘성장주’에 대한 밸류에이션 프리미엄이 확대될 공산이 크다.

업종 지수 역사적 밴드 최하단

상반기 하나금융투자 커버리지 합산 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 10.6%, 5.8% 증가에 불과했다. 하반기 합산 매출액 및 영업이익은 각각 12.3%, 20.9% 증가할 것으로 추정한다. ① 글로벌 경기 둔화 우려 기인해 시장 이익 추정치는 하향 조정되고 있다. ② 상대적으로 부각될 실적 모멘텀 감안시, ③ 밴드 최하단에 위치한 현 주가는 충분히 매력적이라는 판단이다. ④ 시장 영업이익 증가가 제한적이었던 2013년~2015년 음식료 업종 지수가 코스피를 아웃퍼폼했던 전례를 되새겨볼 시점이다.

Top Picks 및 관심종목

실적 및 밸류에이션 측면에서 편안한 KT&G(BUY, 14.3만원)에 대해 Top Pick 관점을 유지한다. 최근 낙폭 과대한 오리온(BUY, 12만원)에 대해서도 긍정적 관점을 유지한다. 업종 내 수출 비중이 높은 농심(BUY, 31만원)과 삼양식품(Not Rated)도 주목할 만한 시점으로 판단한다.

Industry In-depth

Overweight

Top pick 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(9월3일)
KT&G(033780)	BUY	143,000원	100,500원
오리온(271560)	BUY	120,000원	92,700원
농심(004370)	BUY	310,000원	241,500원

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	4,667.2	4,471.5	4,968.9	5,437.2	5,763.4
영업이익	십억원	1,426.1	1,255.1	1,490.9	1,633.9	1,743.5
세전이익	십억원	1,345.6	1,318.7	1,602.7	1,746.8	1,859.6
순이익	십억원	1,163.8	901.7	1,168.5	1,283.9	1,361.4
EPS	원	8,476	6,567	8,511	9,351	9,916
증감율	%	(5.5)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
PER	배	13.63	15.46	11.81	10.75	10.14
PBR	배	1.96	1.66	1.52	1.40	1.29
EV/EBITDA	배	8.43	9.03	7.23	6.46	5.79
ROE	%	15.71	11.38	13.89	14.06	13.68
BPS	원	59,000	61,237	66,070	71,742	77,980
DPS	원	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400

주: KT&G 재무제표



Analyst 심은주

02-3771-8538

yesej01@hanafn.com

RA 서상덕

02-3771-3126

deok@hanafn.com

1. 업종 주가지수 역사적 최하단

하반기 실적 모멘텀 감안시 매수 전략 유효

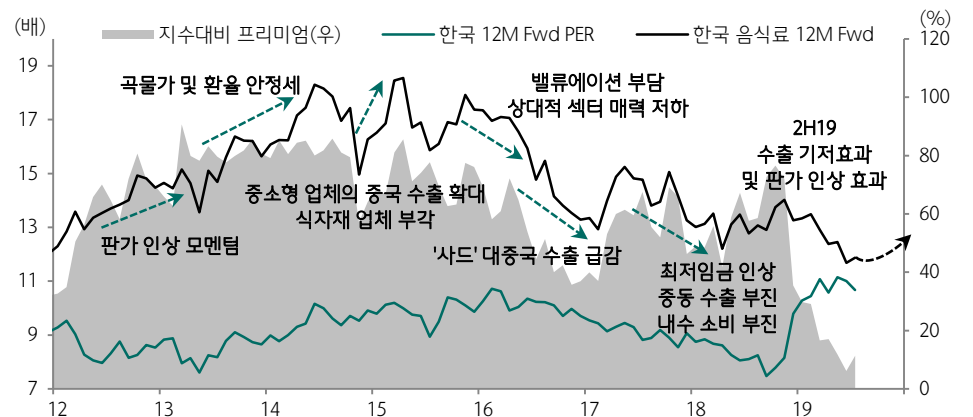
하반기 업종 합산 영업이익
YoY 20.9% 증가 추정

음식료 업종 지수는 2013년 랠리 직전 수준까지 하락해있다. 업종 지수 약세 원인은, ① 최근 가파른 원달러 환율 상승으로 투자심리가 위축되기 했지만, 근본적으로 예상보다 더딘 '실적 개선 속도'이다. ② 평가 인상 효과가 실적에 반영되기까지는 두 달 내외의 레깅 타임이 발생한다. 그 결과 1분기 실적 서프라이즈를 시현한 업체는 전무했다. 2분기부터 평가 인상 효과가 일부 실적에 반영되기 시작하면서 실적 회복이 가시화되고 있다. 가공식품 업체 및 주류 업체 실적 개선은 하반기 갈수록 부각될 전망이다. ③ 상반기까지는 수출도 부진했다. 상반기 누계 주요 카테고리별 수출액은, 담배/ 라면/ 제조분유가 각각 YoY -6.3%/ 1.8%/ 6.7% 증가에 그쳤다. 7월~8월 누계 담배/ 라면/ 제조분유 수출액은 전년동월대비 각각 14.7%/ 19.0%/ -0.2% 증가했다. 담배는 UAE의 DTS(유통추적시스템, Distribution Tracking System) 도입으로 7월까지 재고 소진 이슈가 발생했다. 재고 소진 감안시 연말 갈수록 선적이 본격화될 것으로 기대한다. 라면 수출은 하반기 갈수록 높은 베이스에서 벗어나 증가세가 뚜렷해질 것으로 판단한다. 조제분유 수출 흐름은 다소 아쉽다. 다만, 중국 이외의 동남아로 지역 커버리지를 확대하고 있는 만큼 하반기 소기의 성과를 기대해 볼 만하다.

상반기 하나금융투자 커버리지 합산 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 10.6%, 5.8% 증가에 불과했다. 하반기 합산 매출액 및 영업이익은 각각 12.3%, 20.9% 증가할 것으로 추정한다. ① 글로벌 경기 둔화 우려 기인해 시장 이익 추정치를 하향 조정되고 있다. ② 상대적으로 부각될 실적 모멘텀 감안시, ③ 밴드 최하단에 위치한 현 주가는 충분히 매력적이라는 판단이다. ④ 시장 영업이익 증가가 제한적이었던 2013년~2015년 음식료 업종 지수가 코스피를 아웃퍼폼했던 전례를 되새겨볼 시점이다.

그림 1. 업종 지수 역사적 밴드 최하단

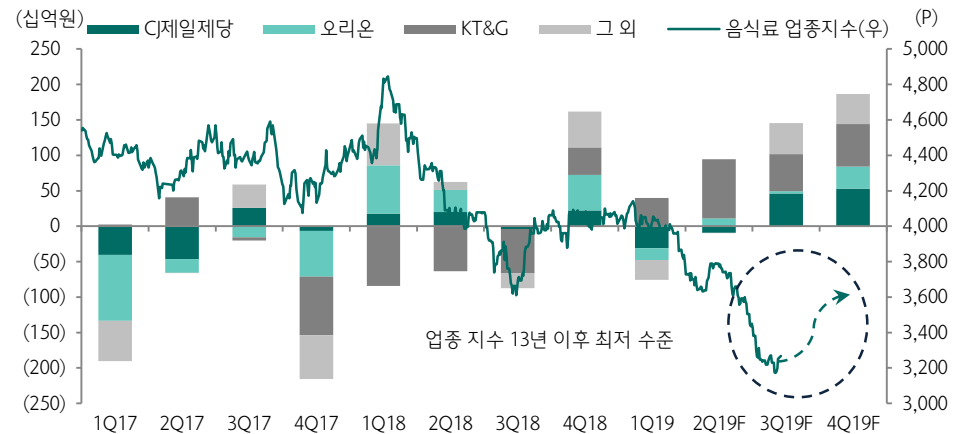
연간 영업이익 YoY 13.4%
증가 예상



자료: 하나금융투자

그림 2. 하반기 갈수록 업종 실적 모멘텀 부각 전망

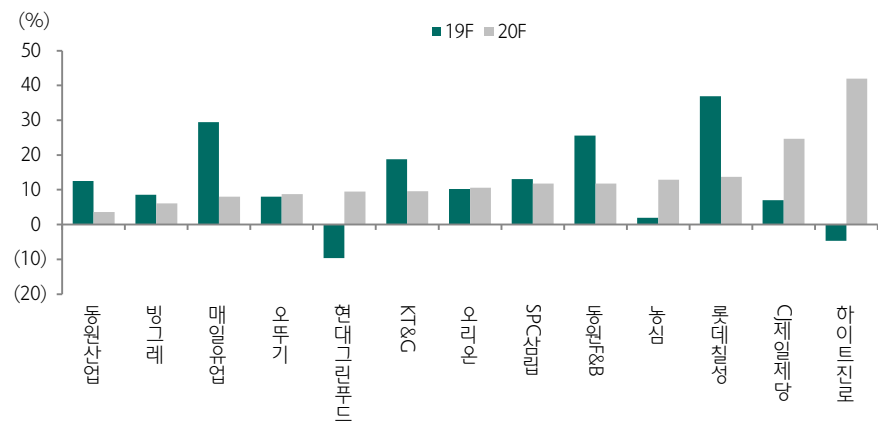
연간 영업이익 YoY 12%
증가 예상



자료: 하나금융투자

그림 3. 주요 업체 연간 YoY 이익 전망

내년에도 대형주의 견조한
이익 성장 예상



자료: 하나금융투자

2. 하반기 수출주 전망 밝아

담배와 라면 수출 동향 긍정적

음식료 업종 지수 상승을 위해서는 ‘수출주’의 실적 회복이 가시화되어야 한다. KT&G, 오리온과 삼양식품, 매일유업이 해당한다. 하반기 수출 회복 정도에 따라 실적의 업사이드가 발생할 수 있기 때문이다.

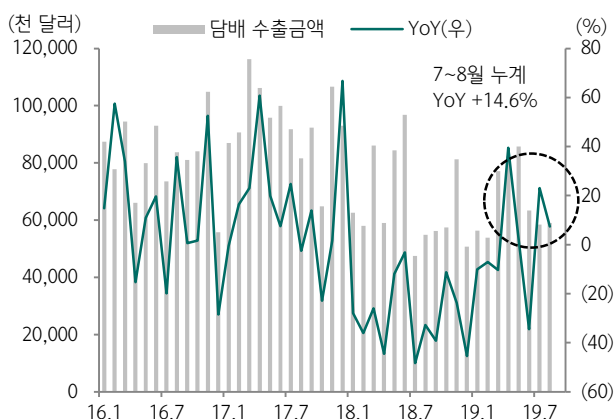
1) KT&G

KT&G의 2분기 실적 컨퍼런스 콜은 의미가 컸다. 연초 수출 물량 성장 가이드언스를 하향 조정하지 않았기 때문이다. 상반기까지 수출 물량(미국 제외)은 전년동기대비 11.6% 감소했다. 연초 가이드언스를 부합하기 위해서는, 하반기 YoY 20% 이상 물량 성장이 전제되어야 한다.

상반기 수출이 부진했던 이유는 중동 향 물량 회복이 더뎠기 때문이다. UAE는 8월부터 유통추적시스템(DTS, Distribution Tracking System)을 도입함으로써 기존 재고를 소진해야 했다. 재고 소진에 따라 하반기 갈수록 유의미한 물량 증가가 기대된다. 관세청에 의하면 3분기 분위기는 희망적이다. 7월 담배 수출액은 전년동월대비 23.0% 증가했다. 8월 담배 수출액은 20일 누계 기준 전년동월대비 18.1% 증가했다. 내달까지 유사한 흐름이 이어진다면 수출 담배 실적은 당사 추정치(물량 기준 YoY 10%) 및 시장 기대치를 상회할 것으로 전망한다.

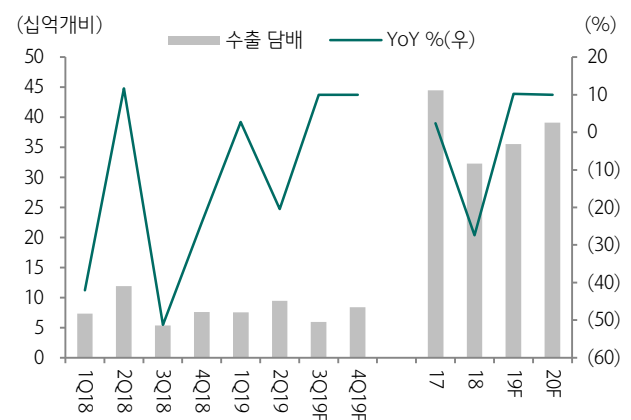
해외법인 호실적은 하반기에도 이어질 전망이다. 올해 해외법인 물량은 전체 수출(해외+수출) 대비 40%까지 상승할 것으로 추산된다. 인니 및 미국 법인 고성장 기인해 올해도 두 자리 수 매출 성장 시현 가시성이 높다.

그림 4. 담배 수출 추이



자료: 하나금융투자

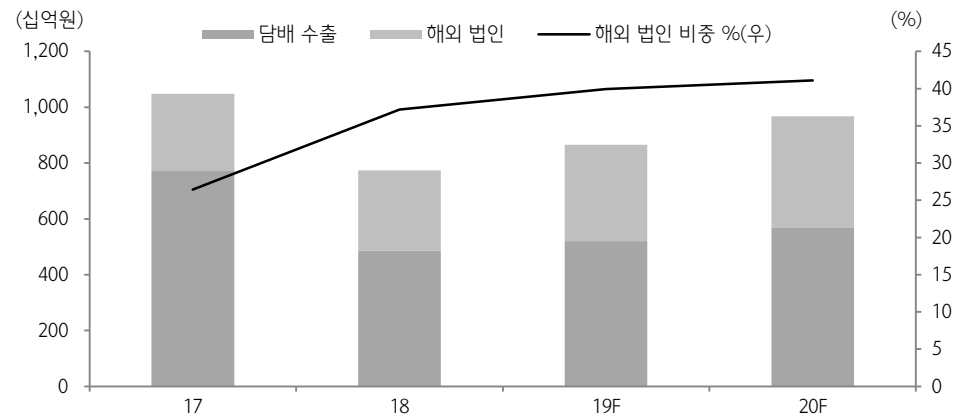
그림 5. KT&G 수출 물량은 하반기 갈수록 회복세 전망



자료: 하나금융투자

올해 해외법인 물량은
전체 수출(해외+수출) 대비
40%까지 상승 추산

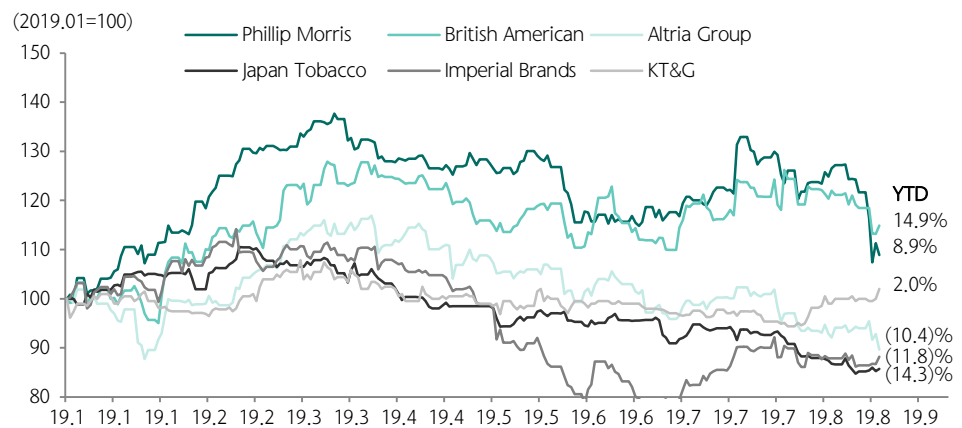
그림 6. KT&G 해외법인 물량 추이



자료: 하나금융투자

PM-Altria 재합병 논의 소식에
최근 주가 큰 폭 하락

그림 7. 글로벌 담배 업체 주가 추이



자료: 하나금융투자

2) 오리온

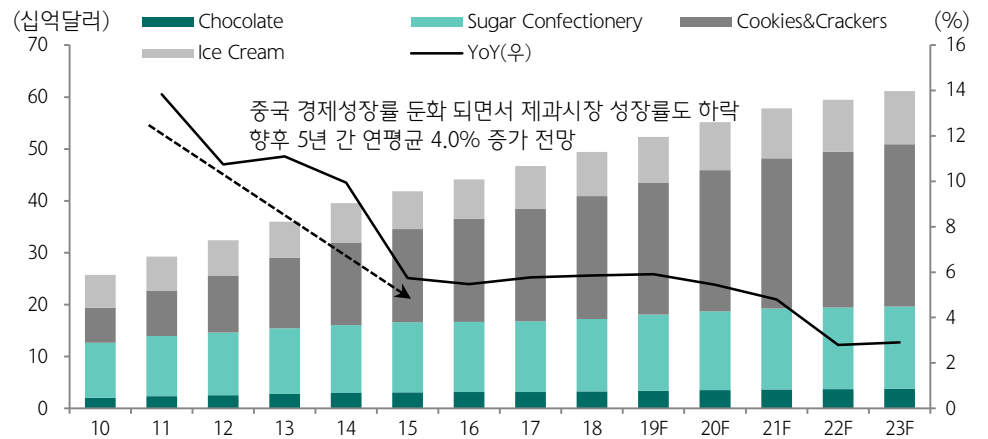
중국 제과시장 향후 5년 간
(2018년~2022년)
연평균 4.4% 성장 추산

중국 제과시장 성장은 2013년 이후 중국 경제성장률이 Level-down되기 시작하면서 급격히 둔화되었다. 2010년 초반 매년 두 자리 수 성장을 시현했으나, 2013년~2018년 연평균 6.5% 성장에 그쳤다. 글로벌 리서치 조사 기관에 따르면 향후 5년 간(2018년~2022년) 연평균 4.4% 성장할 것으로 추산된다. 카테고리별로는 쿠키/크래커가 향후 5년 간 5.8% 성장해 시장을 아웃퍼폼 할 것으로 전망된다. 반면, 캔디와 초코릿은 각각 향후 5년 간 연평균 2.5%, 3.0% 증가에 그쳐 시장 성장을 하회할 것으로 예상된다.

오리온 중국법인 매출 성장도 중국 제과시장 성장과 궤적을 같이 한다. 2010년~2013년 연평균 27.0% 매출 성장을 시현했으나, 2013년~2016년 CAGR 7.0%로 성장이 둔화되었다. 하나금융투자는 향후 3년 간 연평균 5% 내외 성장을 전망한다. 시장을 소폭 아웃퍼폼 할 것으로 추정하는 까닭은 오리온의 믹스 구성 때문이다. 상대적으로 성장률이 낮은 캔디와 초코릿 비중이 8%에 불과하다.

그림 8. 중국 제과시장 규모 추이

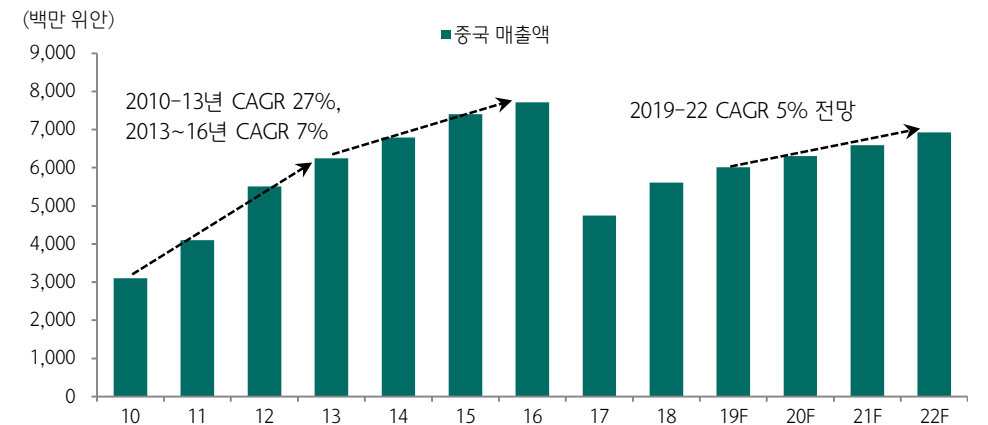
쿠키/크래커 향후 5년
CAGR 5.8% 캔디,
초코릿 각각 2.5%, 3.0% 추산



자료: 하나금융투자

그림 9. 오리온 중국법인 매출 성장 추이

중국 제과시장 성장 둔화되면서
오리온 매출 성장도 Level-down



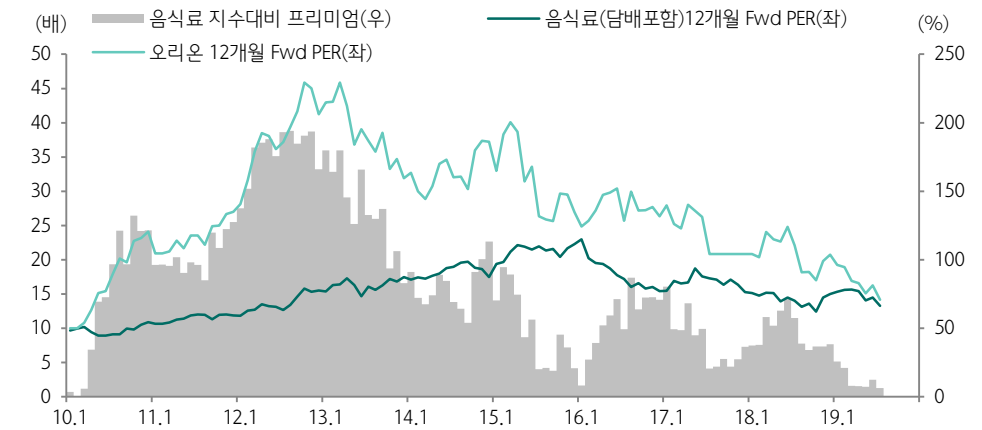
자료: 하나금융투자

편더멘탈 감안시
밸류에이션 할인 과도

과거와 같은 높은 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 없겠지만, ① 중국을 포함한 신흥국 시장 매출 비중이 65%에 달하고, ② 카테고리 믹스 구성도 긍정적이다. ③ 글로벌 및 중국 Peer 대비 타라인 및 밸류에이션 감안시, 12개월 Fwd PER 15배 수준인 현 주가는 매수 기회를 제공한다.

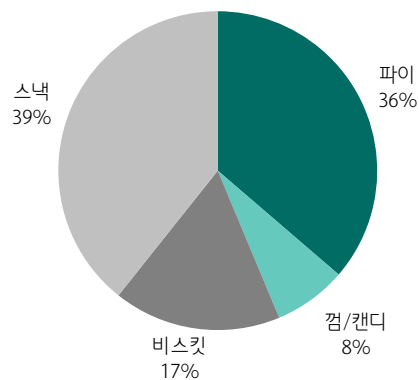
그림 10. 오리온 업종 대비 밸류에이션 프리미엄 추이

밸류에이션 프리미엄 최하단



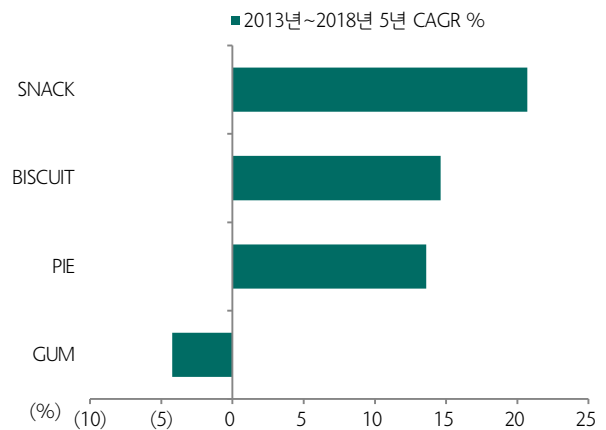
자료: 하나금융투자

그림 11. 오리온 중국법인 카테고리별 매출 비중



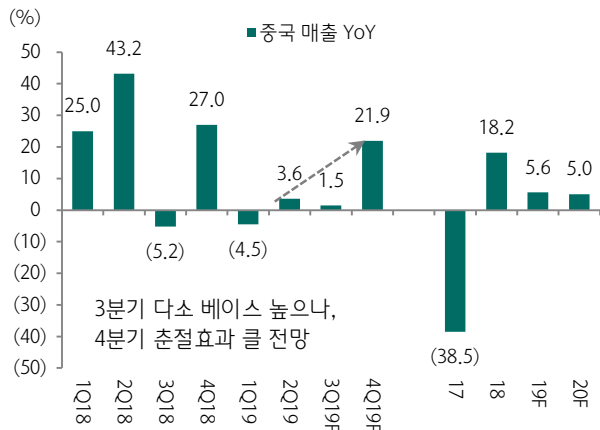
자료: 하나금융투자

그림 12. 오리온 중국법인 카테고리별 성장률



자료: 하나금융투자

그림 13. 중국법인 매출 성장 추정(로컬통화기준)



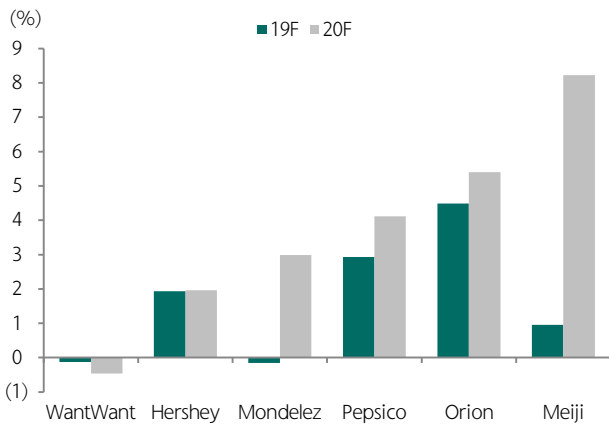
자료: 하나금융투자

그림 14. 글로벌 Peer 밸류에이션 현황



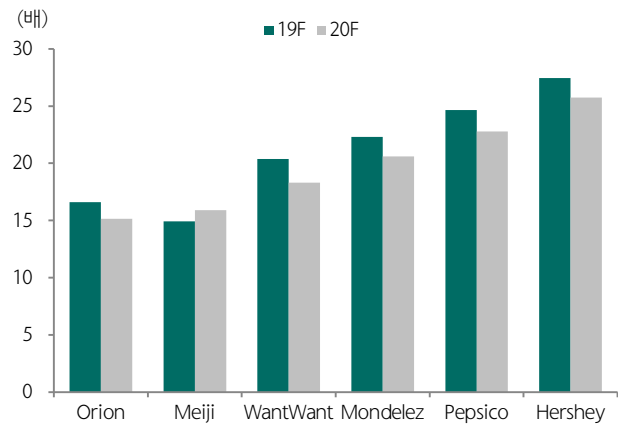
자료: 하나금융투자

그림 15. 글로벌 Peer 매출 성장을 비교



자료: 하나금융투자

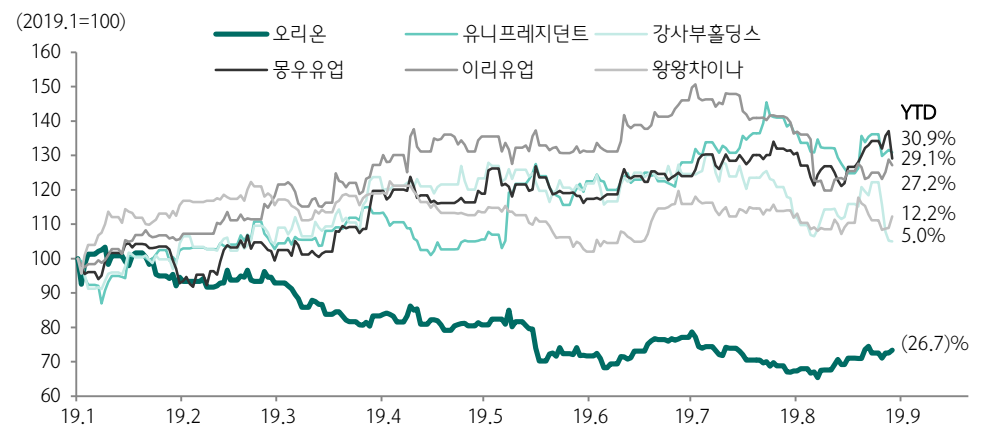
그림 16. 글로벌 Peer 밸류에이션 현황



자료: 하나금융투자

그림 17. 중국 Peer 최근 조정 후 반등

오리온 낙폭 가장 커



자료: 하나금융투자

국내 라면 점유율 변동 작년부터
소강 상태, 해외 견조한 성장세

3) 농심

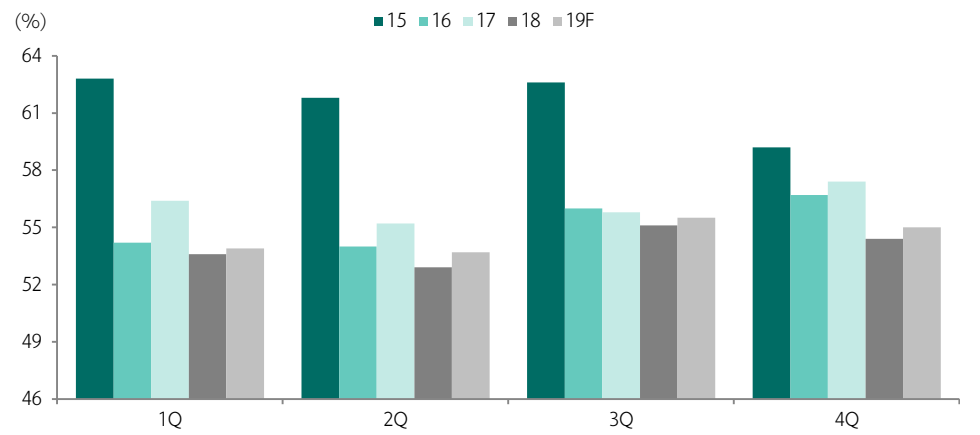
농심의 국내 라면 점유율은 2015년부터 하락하기 시작했다. 2014년 62.4%를 기록했던 농심 점유율은 2018년 54%까지 하락했다. 올해 연간 점유율은 54.5%로 추정한다. ① 오투기의 점유율이 작년부터 답보 상태이고, ② 2015년부터 이어져온 신제품 출시에 대한 피로감, ③ 농심의 코어 브랜드(신라면, 짜파게티 등) 매출 회복 감안시 추가적 점유율 하락은 제한적일 것으로 전망한다.

해외는 보다 긍정적이다. 미국법인은 작년 10월 평가 인상 효과를 제외 하더라도 두 자리 수 물량 성장을 지속 중이다. 대형 유통업체 중심으로 지역 커버리지를 확대 중인 만큼 중단 기적 견조한 매출 성장이 지속될 것으로 판단한다. 중국법인은 '사드' 이후 평가 인상을 단행(2017년 7월)했었다. 평가 인상 제외시 작년 물량 성장은 제한적이었다. 다행히도 올해 2분기 매출이 YoY 8.4% 증가했다. 기존 거래선 정상화가 진행되고 있고 향후 서부 내륙으로의 지역 커버리지 확대 여력 감안시 점진적 매출 회복을 기대해 볼 만하다.

현 주가는 역사적 밴드 하단에 위치하고 있다. 펀더멘탈이 바닥을 통과하고 있는 만큼 저가 매수 유효한 국면으로 판단한다.

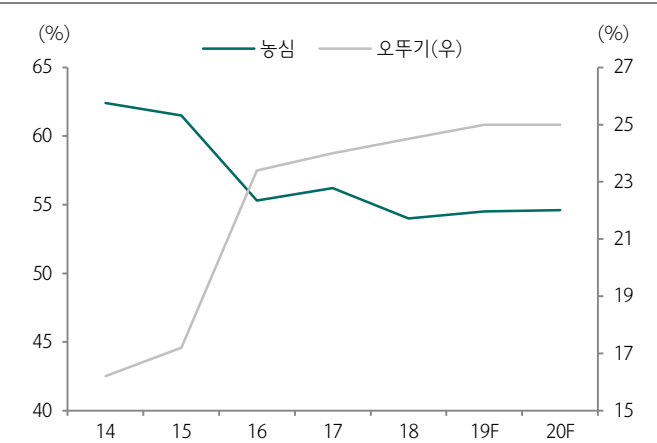
그림 18. 농심 국내 라면 점유율 추이

작년부터 점유율 바닥 잡는 중



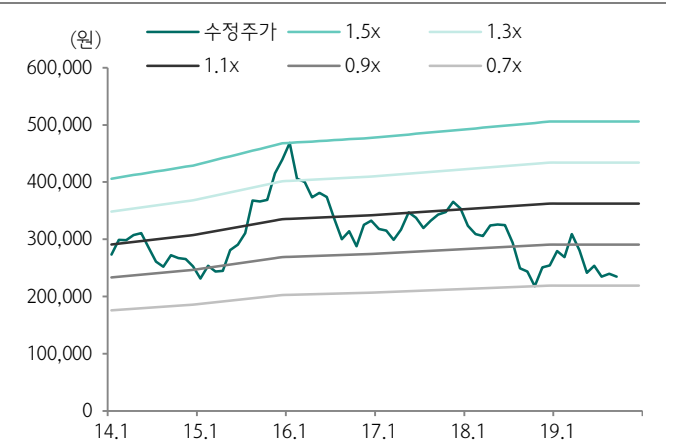
자료: 하나금융투자

그림 19. 농심 및 오뚜기 라면 점유율 추이



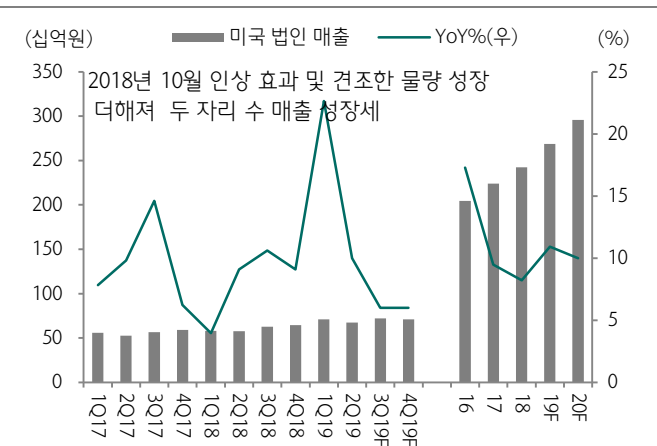
자료: 하나금융투자

그림 20. 농심 밸류에이션 밴드



자료: 하나금융투자

그림 21. 미국 법인 건조한 매출 성장세 지속



4) 삼양식품

삼양식품 수출 비중 50% 육박

작년 및 올해 반기 기준 삼양식품 수출 비중은 각각 43%, 47%를 기록했다. 주요 음식료 업체의 수출 비중이 평균 20% 수준인 점 감안시 유의미한 수치이다. 중소형주 가운데서는 독보적인 수출 비중이다.

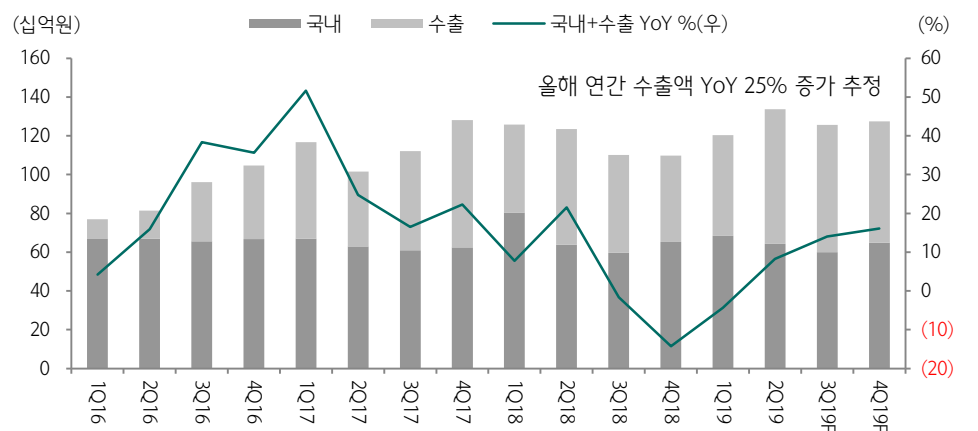
2018년 분기별 수출액은 각각 1Q 450억원/ 2Q 590억원/ 3Q 500억원/ 4Q 440억원을 실현했다. 올해 1분기 및 2분기는 각각 YoY 14.7%, 16.3% 증가한 520억원, 690억원을 실현했다. 삼양식품은 작년 하반기 중국 유통 대리상을 '유베이'로 교체했다. '유베이'는 중국 닝보 닝썬 그룹의 자회사로 식품, 생활용품 등을 유통 및 판매하는 업체로 파악된다. 중국 전역에 오프라인 유통망을 확보하고 있다는 점이 기존 유통상 대비 강점으로 판단된다. 더불어, 일본 제과업체 가루비(calbee), 네덜란드 건기식 브랜드 다비타몬(davitamon) 등 해외 유명 브랜드의 총판을 맡아 중국 시장에 안착시킨 경험도 매력적으로 작용한 것으로 판단된다.

삼양식품은 올해 YoY 20% 수출 성장이 타깃이다. 가시성은 높아 보인다. ① '불닭 볶음면'은 오리지널 이외에 익스텐션을 출시할 계획이며, ② '유베이'가 중국 전역에 유통망을 확보하고 있는 만큼 지역 커버리지도 확대될 공산이 크기 때문이다. ③ 관세청에 의하면 8월 20일 누계 기준 라면 수출액은 전년동기대비 31.6% 증가해 3분기도 흐름은 우호적이다. 중국 향 수출액은 전년동기대비 55.2% 큰 폭 증가했다. ④ 작년 하반기는 대리상 교체 기인해 베이스가 높지 않은 점 감안하면 연말 갈수록 수출 성장률은 부각될 것으로 기대한다.

상기 감안시 올해 연결 영업이익은 713억원(YoY +29.3%)로 예상된다. 수출 비중은 53%까지 상승할 것으로 추산된다. 현 주가는 올해 기준 PER 10배에 불과하다. 독보적인 수출 비중 감안시 밸류에이션 프리미엄 부여가 합당해 보인다. 저가 매수가 유효해 보인다.

그림 23. 삼양식품 매출 추이

낮은 베이스 기인해 하반기 갈수록
수출 증가율 부각 예상



자료: 하나금융투자

그림 24. 라면 수출액 추이

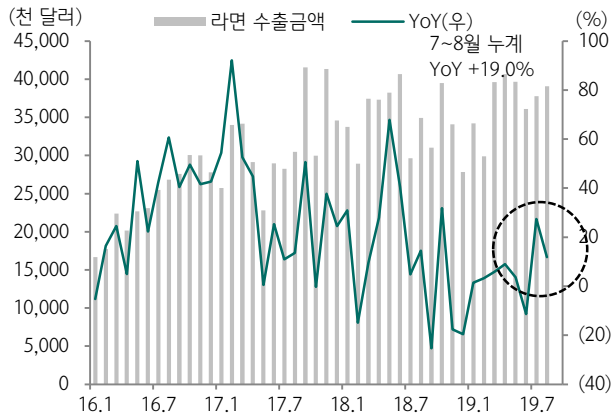


그림 25. 수출 국가별 매출 비중

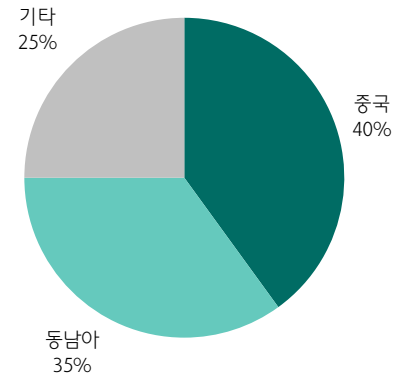


표 1. 삼양식품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	15	16	17	18	19F
매출액	125.9	123.5	110.2	109.8	120.4	133.7	110.2	109.8	290.9	359.3	458.5	469.4	474.0
국내	80.5	63.8	59.7	65.2	68.4	64.2	60.0	65.0	260.1	266.2	253.3	269.2	257.6
수출	45.3	59.7	50.5	44.6	52.0	69.5	65.6	62.5	30.7	93.1	205.2	200.1	249.6
YoY	7.8%	21.5%	-1.7%	-14.3%	-4.4%	8.2%	0.0%	0.0%	-7.6%	23.5%	27.6%	2.4%	1.0%
국내	20.2%	1.5%	-2.0%	4.3%	-15.1%	0.6%	0.5%	-0.3%		2.3%	-4.9%	6.3%	-4.3%
수출	-8.9%	54.1%	-1.3%	-31.9%	14.7%	16.3%	30.0%	40.0%		203.0%	120.5%	-2.5%	24.7%
영업이익	18.0	13.0	12.7	11.4	15.3	20.8	18.7	16.5	7.2	25.3	43.3	55.2	71.3
YoY	37.9%	77.6%	16.8%	-5.1%	-15.0%	60.1%	47.5%	44.1%	-26.4%	253.4%	71.4%	27.4%	29.3%
OPM	14.3%	10.5%	11.5%	10.4%	12.7%	15.6%	17.0%	15.0%	2.5%	7.0%	9.4%	11.8%	15.1%
세전이익	19.4	14.9	12.7	6.9	14.8	21.8	18.0	16.0	(0.1)	24.7	35.7	53.9	70.6
YoY	77.1%	70.9%	13.8%	42.7%	-23.5%	46.6%	41.4%	132.6%	0.0%	-30925%	44.6%	51.1%	31.1%
(지배)순이익	14.4	11.1	10.1	(0.7)	11.4	18.1	14.3	12.4	(3.2)	18.3	28.7	34.8	56.1
YoY	48.0%	67.0%	18.1%	-118.9%	-20.7%	63.1%	41.7%	-1816.0%	적전	-681.3%	56.6%	21.4%	61.1%
NPM	11.4%	9.0%	9.1%	-0.7%	9.5%	13.5%	12.9%	11.3%	-1.1%	5.1%	6.3%	7.4%	11.8%

자료: 하나금융투자

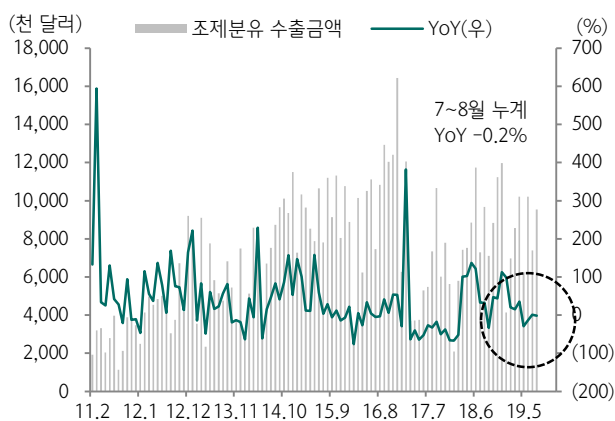
5) 매일유업

제조분유 수출 아쉽지만
국내 실적 개선 유망

올해 상반기 매일유업의 수출 실적은 다소 아쉽다. 1분기 및 2분기 각각 85억원, 100억원을 시현한 것으로 파악된다. 참고로 1Q18 및 2Q18 각각 75억원, 100억원을 기록했다. 관세청에 의하면 7월~8월 누계 기준 조제분유 수출액은 전년동기대비 -0.2% 역신장했다. 동기간 중국 향 수출액은 전년동기대비 -7.0% 감소했다. 3분기 전망이 밝지는 않다. 올해 조제분유 수출액은 연초 가이드스(500억원)를 하회한 445억원(YoY +9.8%)으로 예상된다.

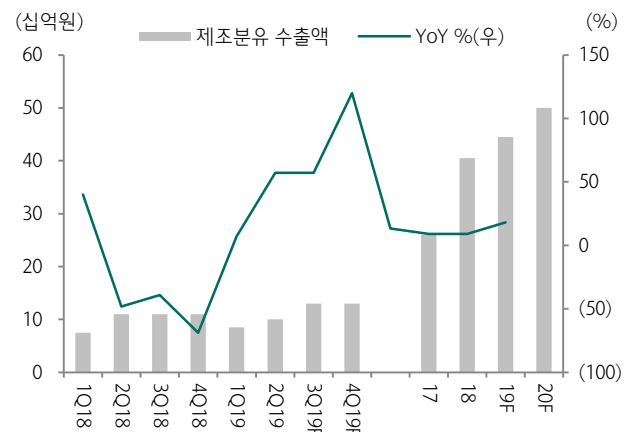
수출은 다소 아쉽지만 국내 실적 개선은 유의미하다. 국내 조제분유 매출 감소에도 불구하고 컵커피, 상하목장, 가공유 등 대부분의 카테고리에서 높은 한 자리 수 매출 성장을 시현 중이다. 고무적인 탐라인 성장 기인해 이익 레버리지가 본격화되고 있다. 1분기 및 2분기 매출 총마진은 전년동기대비 각각 60억원, 150억원 개선되었다. 과거 대비 우호적인 영업환경 기인한 수혜는 내년까지 지속될 것으로 판단된다. 내년 지역 커버리지 확장 기인한 제조분유 수출 증가까지 전제된다면 별도 영업이익 1천억원을 상회할 가능성이 높다.

그림 26. 제조분유 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

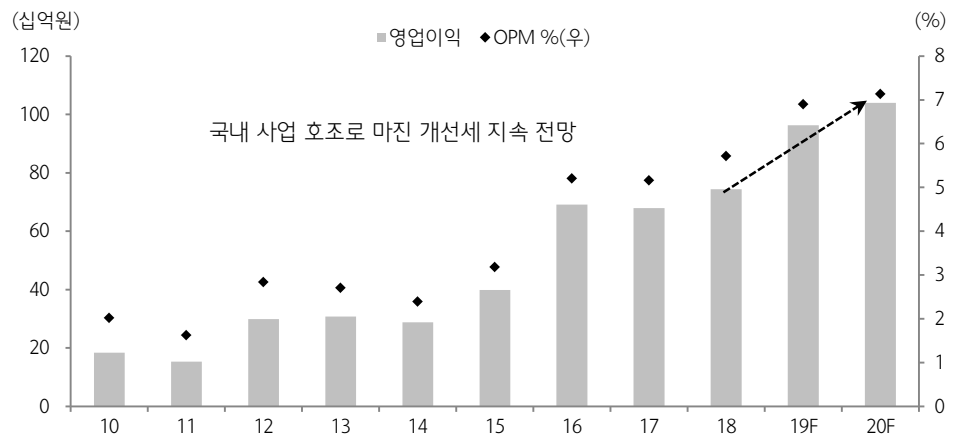
그림 27. 매일유업 제조분유 수출 추이



자료: 하나금융투자

그림 28. 매일유업 이익 증감액 추이

국내에서 고무적인 손익 개선
시현 중



자료: 하나금융투자

3. 매크로 및 주요 원재료 동향

1) 환율 영향 점검

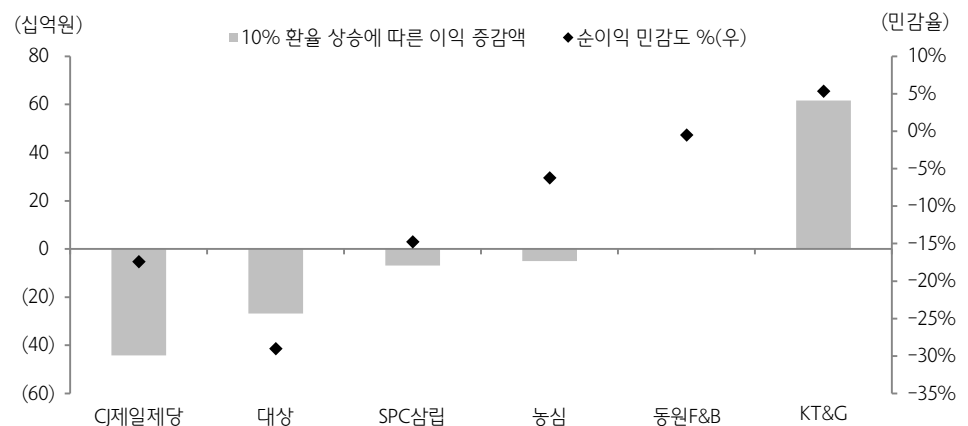
하반기 소재 업체 순이익은
하향 조정될 공산 커

글로벌 경기 둔화 우려에 따른 미달러 평가절상 및 이에 따른 원화 가치 하락은 불안 요소이다. 원화 약세가 지속될 경우, 환율 익스포저가 높은 소재 업체(CJ제일제당, SPC삼립, 대상)의 순이익은 하반기 하향 조정될 공산이 크다. 단기적으로는 가공 업체(농심, 동원F&B)나 수출주(KT&G)로의 접근이 유효해 보인다.

올해 상반기 기준으로 환산한 환율 10% 변동에 따른 연간 순이익 증감액은 CJ제일제당/ SPC삼립/ 대상/ 농심/ 동원F&B가 각각 440억원/ 260억원/ 70억원/ 50억원/ 5억원으로 파악된다. 원재료 수입보다 담배 수출 매출이 큰 KT&G는 환율 10%로 상승에 따라 순이익 620억원이 개선되는 효과가 있는 것으로 파악된다. 환율 10% 상승에 따른 업체별 순이익 민감도는 CJ제일제당/ SPC삼립/ 대상/ 농심/ 동원F&B/ KT&G가 각각 -17.4%/ -29.1%/ -14.8%/ -6.2%/ -0.5%/ +5.3%로 추산된다.

그림 29. 환율 변동에 따른 주요 업체 순이익 증감액

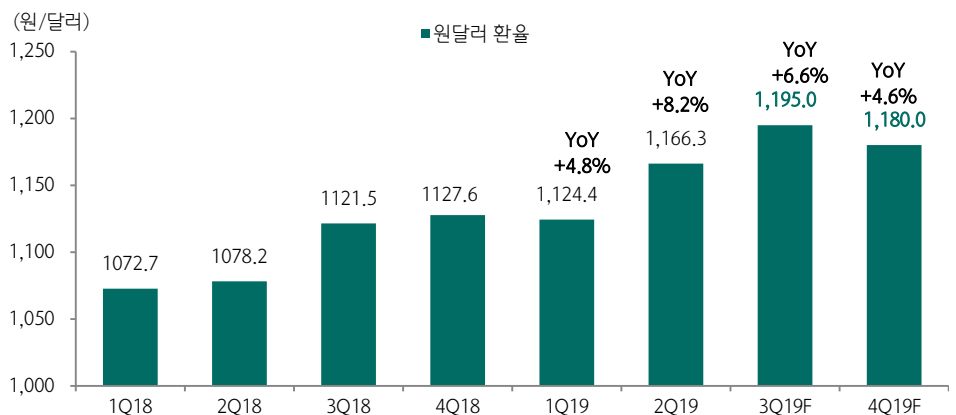
소재업체(CJ제일제당, 대상, SPC삼립)
하반기 순이익 하향 조정될 가능성
열어 됨...



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 30. 환율 전망

단기 원화 약세 추세 지속 전망



자료: 하나금융투자, 하나금융투자

2) 곡물가 동향: 수요 약세 전망에 지지부진

미국 파종 지연에도 불구하고
글로벌 소비량 부진으로
약보합세 흐름 전망

주요 곡물가는 약보합세 흐름을 지속하고 있다. 주요 곡물인 옥수수/ 소맥/ 대두/ 원당 가격은 연초대비 각각 -4.5%/ -10.3%/ -2.9%/ -7.4%로 하락했다. 최근 3개월 간 옥수수/ 소맥/ 대두/ 원당 가격은 각각 -17.9%/ -12.3%/ -3.6%/ -5.3% 하락해 낙폭이 컸다.

미국 폭우 기인해 옥수수 및 대두, 보밀 파종이 지연되고 있는 점은 곡물 상승의 압박으로 작용할 것이다. 그러나, ① 미중 무역분쟁으로 수혜를 입고 있는 브라질은 옥수수 및 대두 생산량 증대시키고 있고, ② 중국은 ASF(아프리카돼지열병)이 확산되고 있다. 돼지 생산량이 급감하고 있음은 물론 대두 수요까지 영향을 미치고 있다. ③ 7월 미국농림부 자료에 따르면 2019/20 세계 곡물 생산량은 2018/19 대비 1.6% 증가할 것으로 전망된다. 동기간 총수요는 1.2% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 글로벌 곡물 재고량은 연초(29.2%)대비 0.6%p 상향된 29.8%로 추정된다.

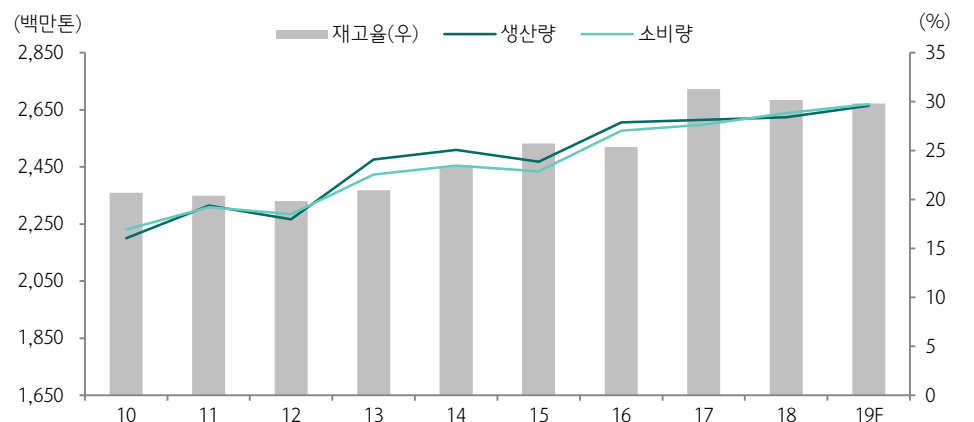
표 2. 주요 곡물가 가격 추이

	단위	현재가	1W	1M	3M	YTD	YoY
곡물가 옥수수	USd/bu	358.0	(0.5)	(12.9)	(17.9)	(4.5)	5.0
소맥	USd/bu	451.3	(5.0)	(9.3)	(12.3)	(10.3)	(11.2)
대두	USd/bu	857.0	1.6	(2.5)	(3.6)	(2.9)	4.6
대두박	USD/T	289.3	(0.2)	(3.7)	(11.6)	(5.5)	(4.0)
원당	USd/lb	11.1	(2.9)	(8.3)	(5.3)	(7.4)	5.4
팜유	MYR/MT	2,168.0	(1.9)	8.0	7.3	8.2	(1.5)
커피	USd/lb	93.6	1.1	(5.9)	(8.5)	(8.1)	(5.4)

자료: 블룸버그, 하나금융투자

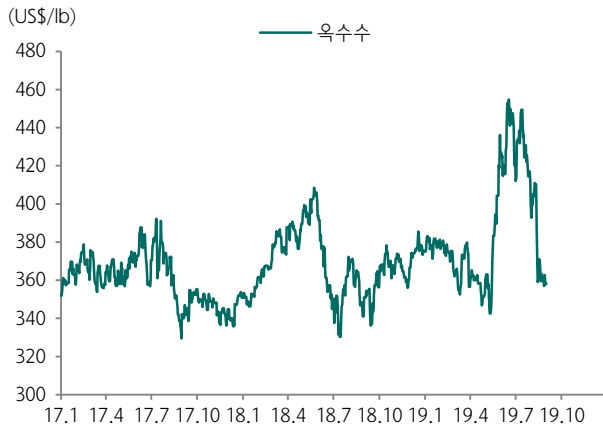
그림 31. 글로벌 생산량 및 소비량, 재고율 추이

과거대비 재고율 안정적 레벨업



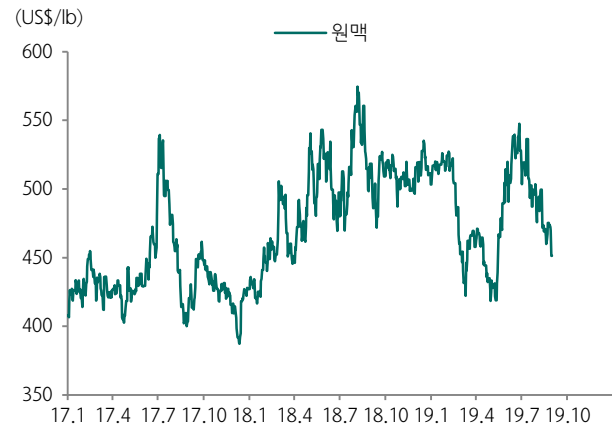
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 32. 옥수수 가격 추이: 파종 지연 우려로 단기 급등 후 약세 전환



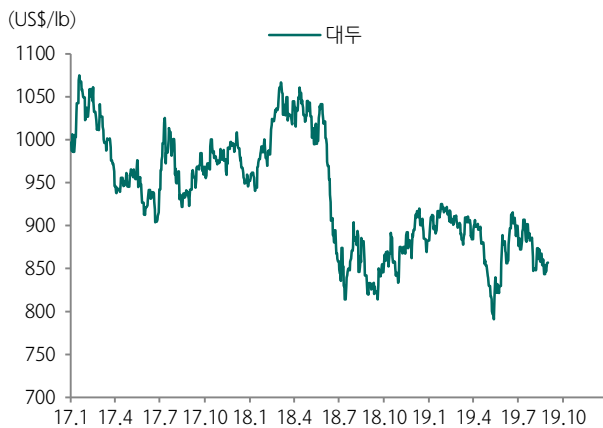
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 33. 원맥 가격 추이: 파종 지연 우려로 단기 급등 후 약세 전환



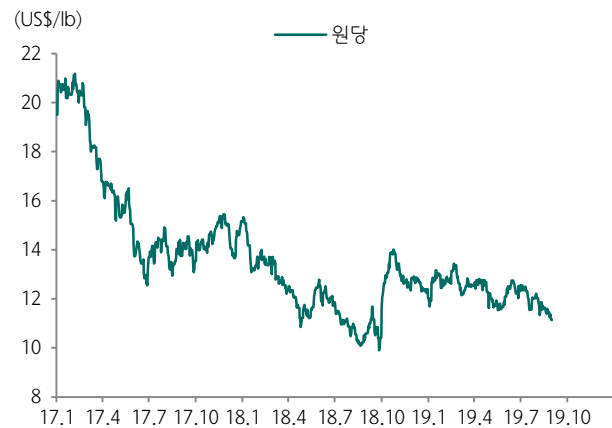
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 34. 대두 가격 추이: 글로벌 수요 부진 기인해 약세 지속



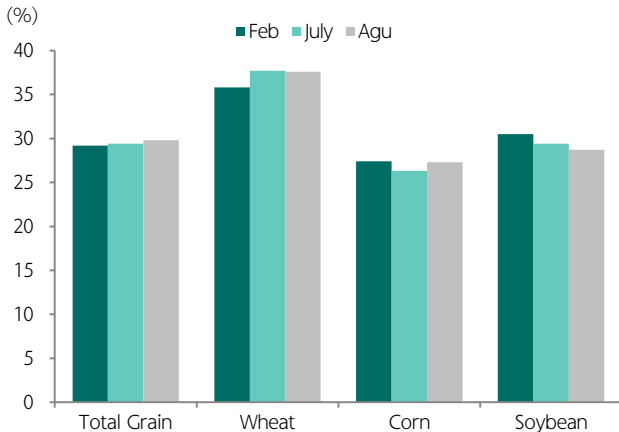
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 35. 원당 가격 추이: 남미 작황 호조로 약세 지속



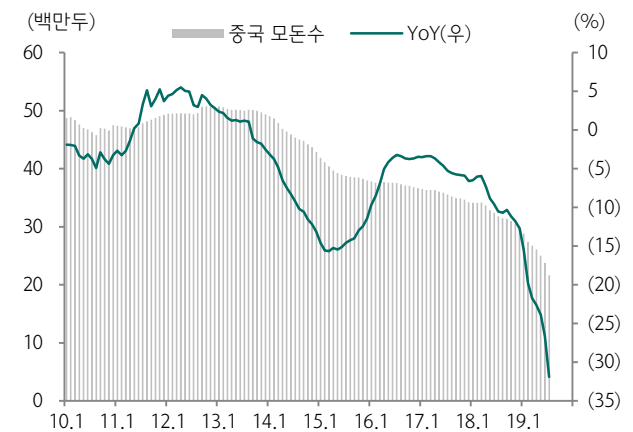
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 36. 주요 곡종 재고율 현황



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 37. 중국 모돈 수 연초대비 27% 감소



자료: 하나금융투자

3) 곡물 이외 주요 원재료 동향

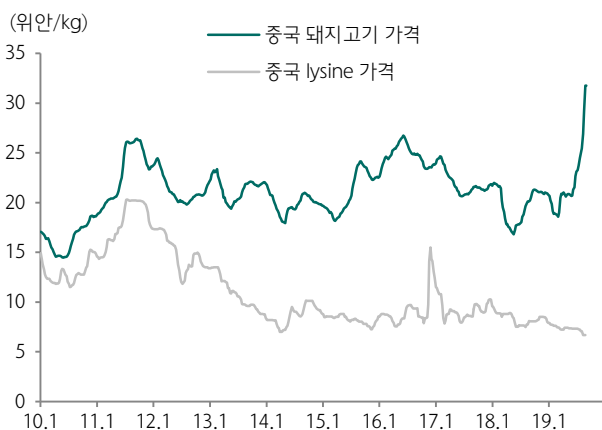
기타 주요 원재료 대부분 안정세

중국은 ASF(아프리카돼지열병) 기인해 사두육수 및 모돈수가 연초대비 각각 30%, 27% 감소한 것으로 파악된다. 수요 감소 기인해 라이신 판가 약세가 지속되고 있는 가운데, 하반기 CJ제일제당의 Capa 물량 출회 감안시 라이신 이외 판가도 QoQ 약세가 불가피할 것으로 판단된다. 일례로 작년 12월부터 CJ제일제당의 Capa 확장물량이 출하되었던 메치오닌은 올해 판가 약세를 면치 못하고 있다. 하반기는 CJ제일제당의 바이오 부문 이익 기여가 높은 핵산과 트립토판의 Capa 확장 물량이 출하된다. 각각 20% 내외의 Capa 확장을 완료한 것으로 파악된다. 하반기 주요 아미노산 판가 약세가 예상되며 CJ제일제당의 바이오 부문은 QoQ 이익 감소가 불가피할 것으로 추정한다. '셀렉타' 제외한 기존 바이오 사업부 영업이익은 분기 430억원 내외로 추정한다. 참고로 1분기 및 2분기는 각각 515억원, 455억원을 기록했다.

국제 유가와 글로벌 참치어가가 흐름은 궤적을 같이 한다. 이머징 시장의 경기 둔화가 시작되면서 2013년 이후 참치어가는 연중 고점이 낮아짐은 물론 변동성도 과거대비 축소되었다. 올해 연평균 어가는 전년대비 약 15% 하락한 톤당 1,300불 내외로 예상된다. 단기 어가는 계절적 성수기 및 선박업체들의 수지타산 기인해 바닥(톤당 1천불)에서 톤당 1,300불로 상승했다. 현재 수급 상황 및 유가 감안시 내년 어가 평균은 올해와 유사할 것으로 전망한다. 상기 감안시 동원F&B는 내년까지 우호적인 영업 환경에 대한 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

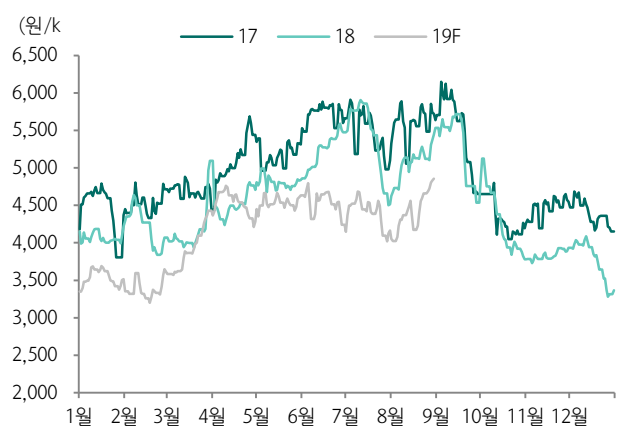
대두유 및 팜유 시세도 안정적이다. 농심은 연간 500억원 내외의 대두유 및 팜유를 사용하는 것으로 파악된다. 연말까지 관련 부담은 제한적일 전망이다. 그러나, 대두유를 수입하는 오투기와 롯데푸드의 경우 판가 약세에 따른 매출 감소가 불가피할 것으로 판단된다.

그림 38. 중국 돼지고기 가격 국경절 앞두고 급등, 라이신은 약세



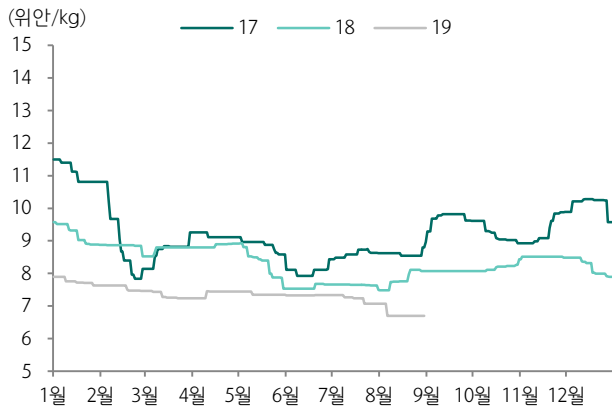
자료: 하나금융투자

그림 39. 우리나라 돼지고기 가격 동향



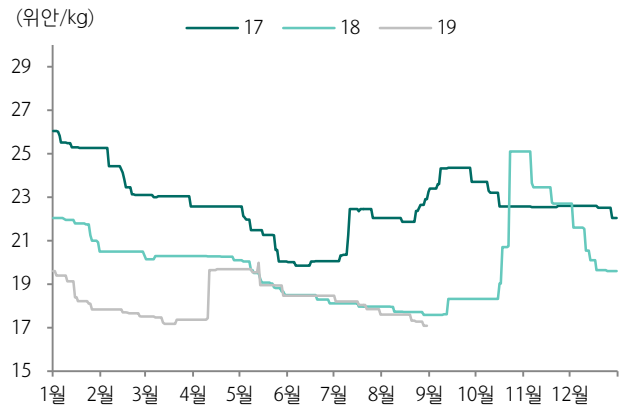
자료: 하나금융투자

그림 40. 중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: 하나금융투자

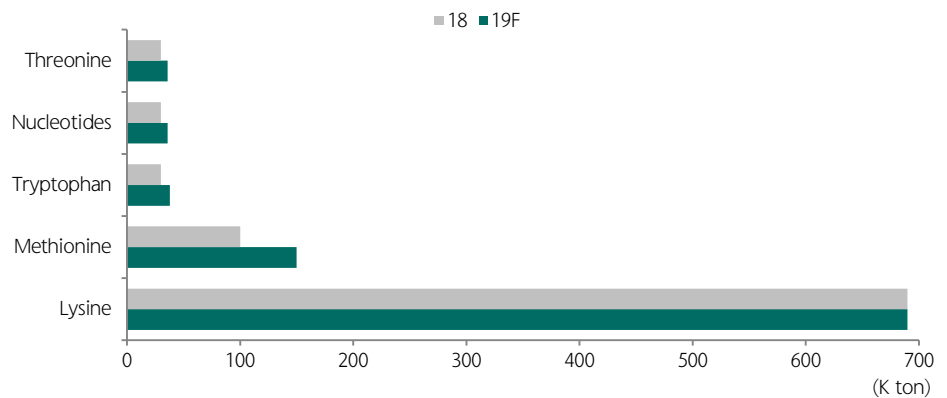
그림 41. 중국 메치오닌 Spot 가격 추이



자료: 하나금융투자

그림 42. CJJ 주요 아미노산 Capa 현황

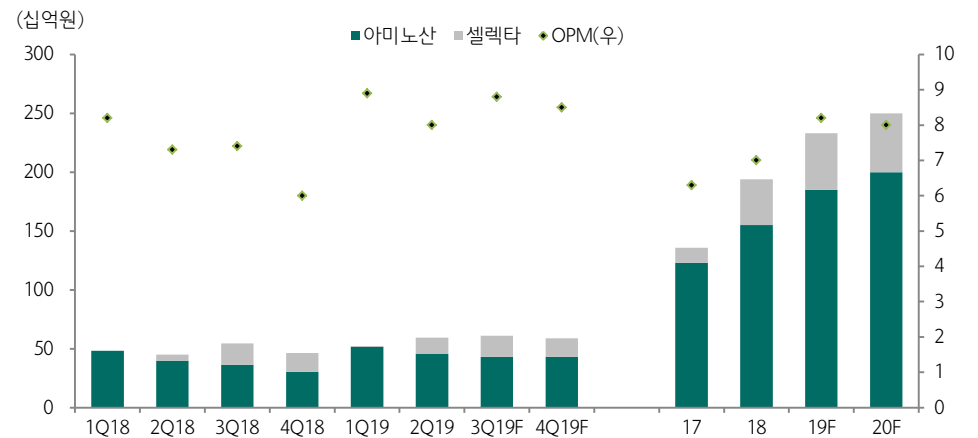
라이신 제외한 주요 아미노산
올해 하반기 Capa 확장 기인한
물량 출하 예정



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 43. CJJ 바이오 부문 이익 추이

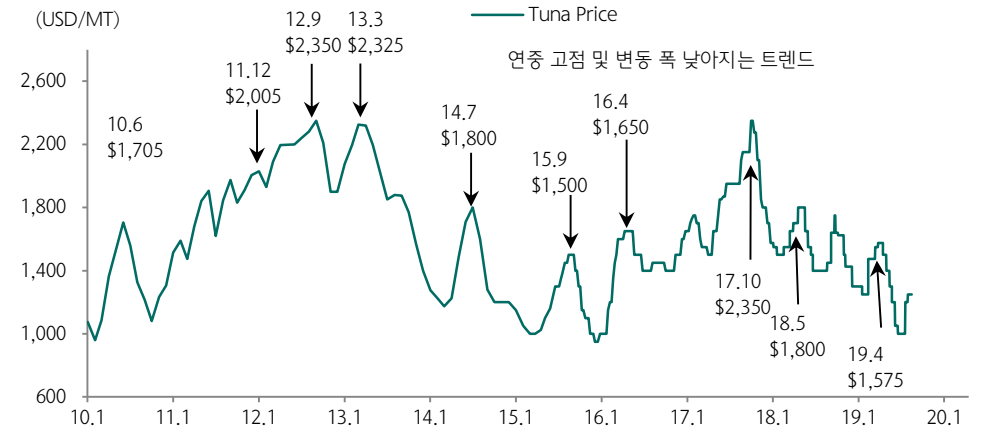
하반기 바이오 부문
QoQ 소폭 감익 예상



자료: 각 사, 하나금융투자

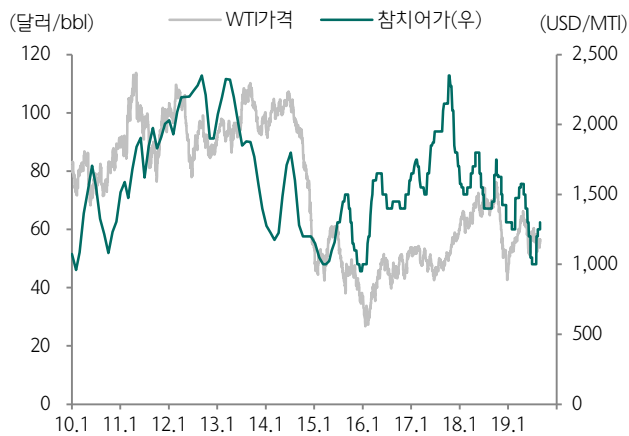
그림 44. 글로벌 참치어가 추이

올해 평균 어가 전년 대비 15% 하락



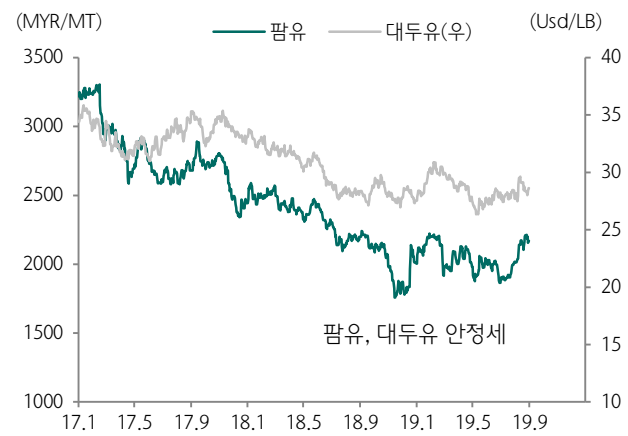
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 45. 참치어가 VS. 유가



자료: 하나금융투자

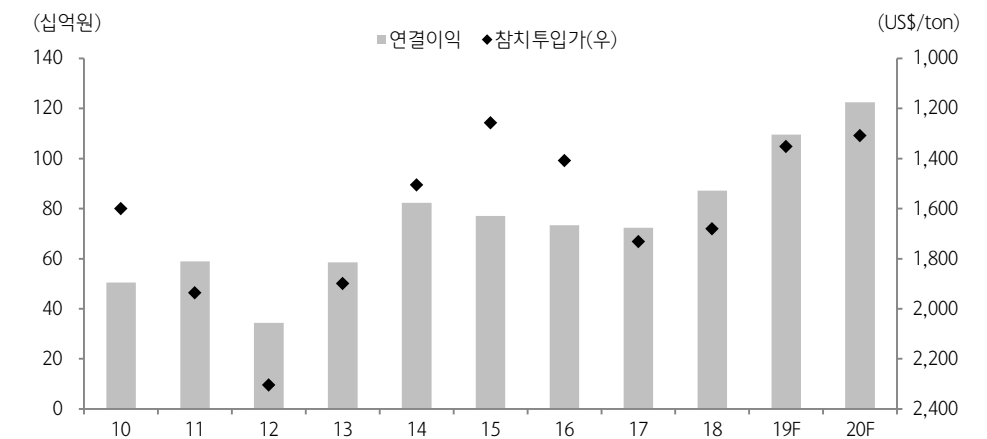
그림 46. 대두유 및 팜유 동향



자료: 하나금융투자

그림 47. 동원F&B 손익 및 투입어가 추이

투입어가 톤당 1,800불 이하에서는 손익 훼손 제한적



자료: 각 사, 하나금융투자

4. 투자 전략

1) 대형주 투자 매력: KT&G> 오리온>> CJ제일제당

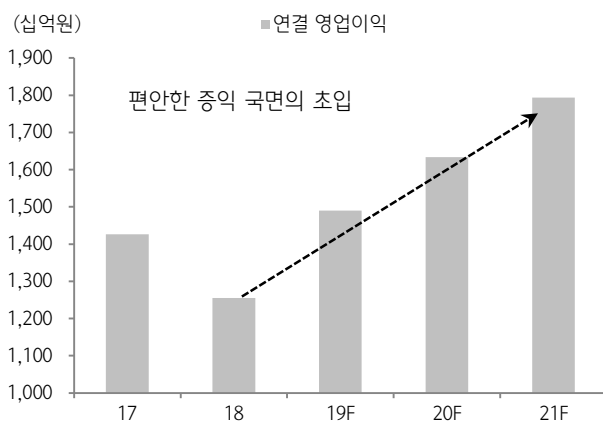
KT&G 적극 매수 시점
실적과 주가 모두 어느 때보다 편안
오리온은 저가 매수 유효

대형주 Top Pick은 KT&G를 유지한다. KT&G의 연결 영업이익은 향후 3년 간 연평균 12.6% 증가할 것으로 추정한다. ① 국내 담배는 믹스 개선에 따른 마진 상승 추세가 지속될 것이고, ② 수출은 회복 기조를 보이고 있어 긍정적이다. 해외법인은 두 자리 수 물량 성장이 지속될 것으로 예상한다. ③ 우호적인 매크로 환경(3Q19 원달러 YoY 8% 상승 예상, 글로벌 금리 인하 기조) 감안시 시가배당수익률 4%를 상회하는 현 주가는 충분히 매력적이다. 하반기 갈수록 투자 매력은 높아질 것이다.

오리온에 대해서도 긍정적 관점을 유지한다. 과거 대비 둔화된 중국법인 매출 성장을 감안하더라도 Peer 및 업종 대비 밸류에이션 할인이 과도하다고 판단하기 때문이다. ① 중국을 포함한 신흥국 시장 매출 비중이 65%에 달하고, ② 카테고리 믹스 구성도 긍정적이다. ③ 글로벌 및 중국 Peer 대비 타라인 및 밸류에이션 감안시 현 주가는 충분히 매력적이다.

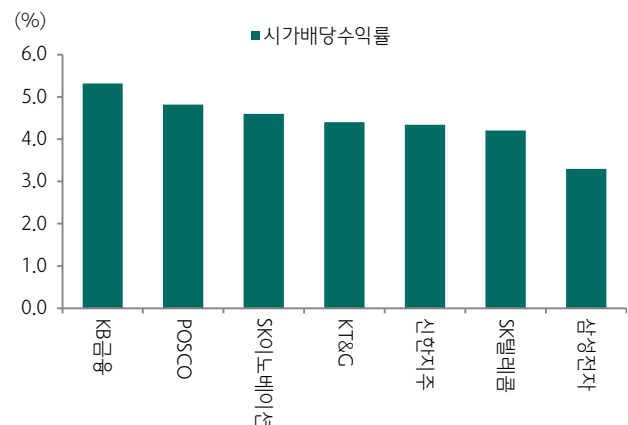
CJ제일제당에 대해서는 연말까지 보수적 관점을 유지한다. 코어 사업부인 가공식품 및 바이오 부문의 실적 우려가 잔존하기 때문이다. '쉬안즈' 인수 효과 제외시 3분기까지도 본업은 전년대비 감익이 불가피할 것으로 추정한다. ① 가공식품 SKU 구조조정에 따른 마진 개선은 이미 추정치에 반영되어 있어 추가적인 이익 조정 가능성이 제한적이고, ② '쉬안즈' 무형자산 상각 기인한 이익 하향 조정이 불가피하다. ③ 바이오 부문은 하반기 Capa 물량 출회에 따른 판가 약세가 예상되어 QoQ 감익이 예상된다.

그림 48. KT&G 연결 영업이익 전망



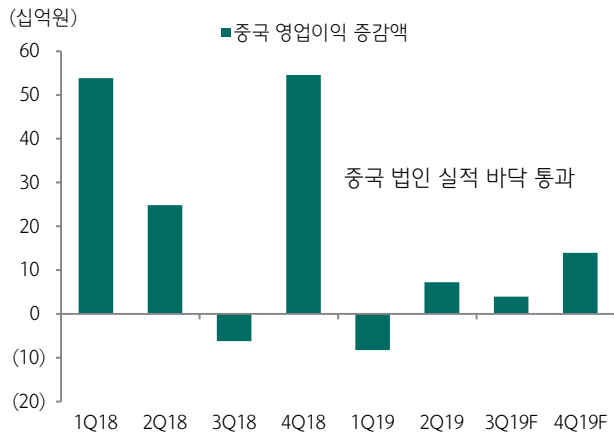
자료: 하나금융투자

그림 49. 국내 시가총액 20위 내 배당수익률 Top 7 업체



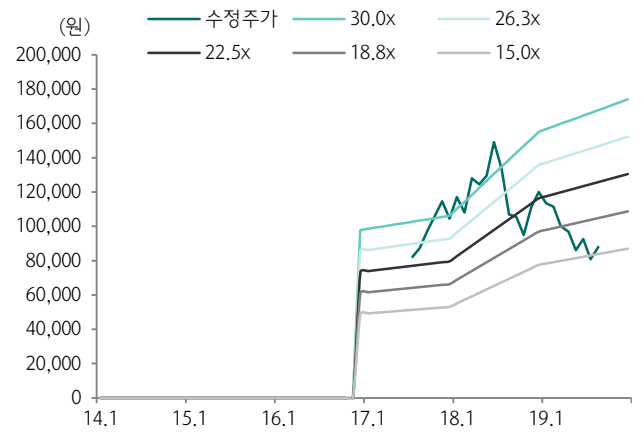
자료: 하나금융투자

그림 50. 오리온 중국법인 4분기 유의미한 실적 개선 예상



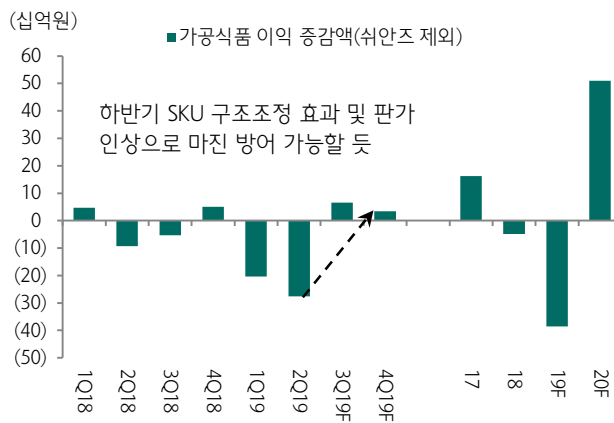
자료: 하나금융투자

그림 51. 오리온 밸류에이션 밴드



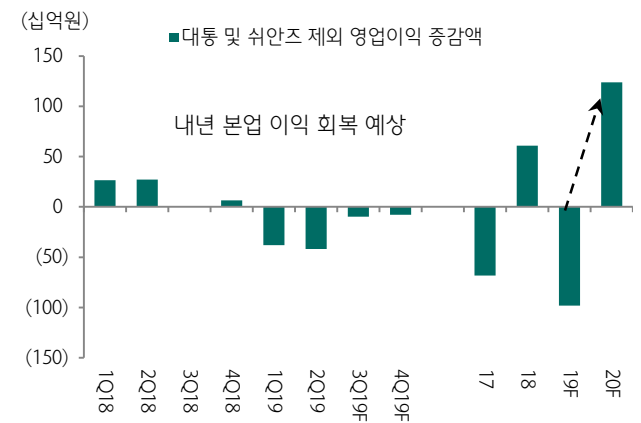
자료: 하나금융투자

그림 52. CJ제일제당 가공식품 손익 전망



자료: 하나금융투자

그림 53. 본업 회복은 내년 기대 가능



자료: 하나금융투자

2) 중소형주, 수출주 위주로 매수 유효

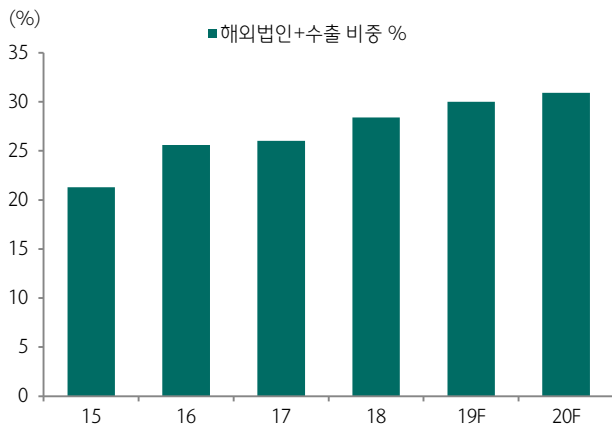
금리 하락기 성장주에 대한
희소 가치 높아질 것
단기적으로는 농심, 삼양식품
중장기 동원F&B, 매일유업 관심

중소형주는 '수출주' 위주로의 매수가 유효하다. ① 7~8월 주요 카테고리의 수출 실적이 견조하고 ② 하반기 전망이 밝은 만큼 ③ 실적 상향 조정 가능성이 타 업체 대비 높기 때문이다. ④ 금리가 하락하는 현 기조에서는 '성장주'에 대한 밸류에이션 프리미엄이 확대될 것으로 전망한다.

단기적으로는 해외법인의 견조한 매출 성장세가 지속되고 있는 농심과 수출 비중이 50%까지 상승한 삼양식품에 대한 관심이 필요한 시점이다. 최근 주가 하락으로 밸류에이션 측면에서도 부담 없다는 판단이다.

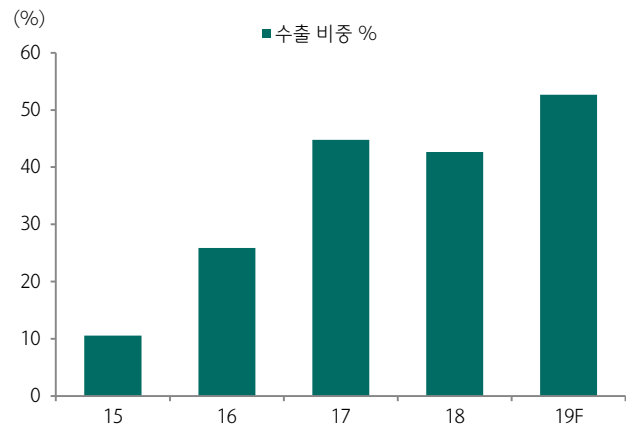
중장기적으로는 글로벌 참치어가 변동성 완화에 대한 수혜가 기대되는 동원F&B와 고무적인 탑라인 성장 기인해 이익 레버리지가 본격화되고 있는 매일유업에 대한 저가 매수가 유효하겠다.

그림 54. 농심 연결 매출 대비 해외 비중 추이



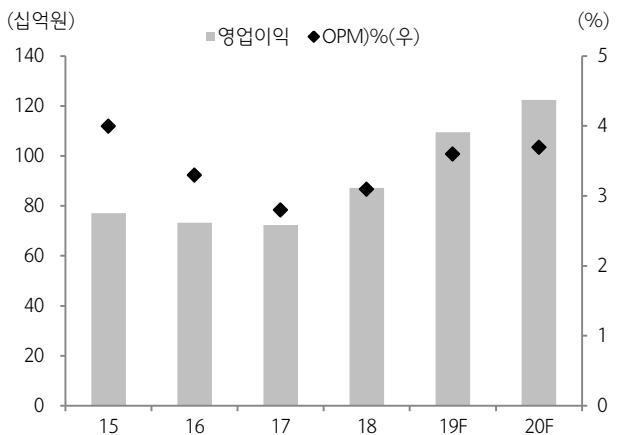
자료: 하나금융투자

그림 55. 삼양식품 수출 비중 추이



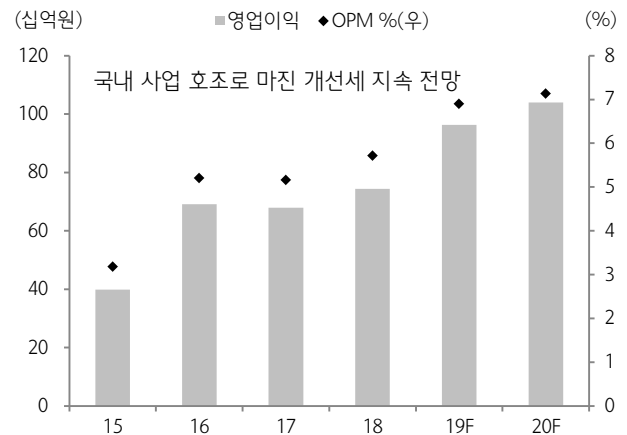
자료: 하나금융투자

그림 56. 동원F&B 견조한 이익 개선세



자료: 하나금융투자

그림 57. 매일유업 견조한 이익 개선세



자료: 하나금융투자

표 3. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

	FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	(지배)순이익 (십억원)	EPS (원)	OPM (%)	NPM (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	Div_Ratio (%)
KT&G	18	4,471.5	1,255.1	901.7	6,567.4	28.1	20.2	15.5	1.7	9.0	11.4	3.9
	19F	4,968.9	1,490.9	1,168.5	8,510.9	30.0	23.5	12.0	1.6	7.4	13.9	3.9
	20F	5,437.2	1,633.9	1,283.9	9,351.4	30.1	23.6	11.0	1.4	6.6	14.1	3.9
C제일제당	18	18,670.1	832.7	875.2	54,173.5	4.5	4.7	6.1	1.1	10.2	21.5	1.3
	19F	22,608.9	891.2	253.7	15,485.8	3.9	1.1	14.6	0.7	8.8	5.2	1.5
	20F	24,444.6	1,110.9	377.3	23,029.8	4.5	1.5	9.8	0.7	7.6	7.3	1.5
오리온	18	1,926.9	282.2	139.9	3,537.5	14.6	7.3	33.9	3.4	12.6	10.5	0.7
	19F	2,014.1	311.1	204.4	5,169.2	15.4	10.1	17.4	2.2	8.5	13.7	0.7
	20F	2,116.8	344.2	229.2	5,798.5	16.3	10.8	15.6	2.0	7.4	13.6	0.7
농심	18	2,236.4	88.6	84.3	13,857.9	4.0	3.8	18.4	0.8	5.9	4.5	1.7
	19F	2,367.2	90.3	80.0	13,152.3	3.8	3.4	17.8	0.7	4.5	4.2	1.7
	20F	2,490.9	102.0	94.1	15,471.0	4.1	3.8	15.2	0.7	3.9	4.8	1.7
롯데칠성	18	2,346.3	85.0	(48.1)	(54,797.0)	3.6	N/A	N/A	0.9	21.2	N/A	1.9
	19F	2,510.8	116.3	53.7	6,125.7	4.6	2.1	21.5	0.9	8.9	4.3	1.9
	20F	2,602.1	132.3	61.1	6,966.9	5.1	2.3	18.9	0.8	8.3	4.8	1.9
SPC삼립	18	2,200.9	59.9	42.1	4,883.4	2.7	1.9	26.1	3.0	13.3	14.2	1.1
	19F	2,316.5	67.8	46.8	5,424.0	2.9	2.0	16.1	1.9	8.6	14.0	1.1
	20F	2,412.3	75.7	54.6	6,324.0	3.1	2.3	13.8	1.7	7.7	14.4	1.1
현대그린푸드	18	3,251.7	137.2	103.1	1,055.7	4.2	3.2	13.5	0.8	10.0	6.1	0.5
	19F	3,270.6	124.1	106.0	1,084.8	3.8	3.2	10.6	0.6	8.4	6.0	1.8
	20F	3,401.4	135.8	115.1	1,177.8	4.0	3.4	9.7	0.6	7.4	6.2	1.8
하이트진로	18	1,885.6	90.4	22.2	312.2	4.8	1.2	53.2	1.0	9.0	1.9	3.4
	19F	1,983.8	91.0	24.9	349.5	4.6	1.3	67.8	1.4	11.3	2.2	3.4
	20F	2,069.5	121.6	41.7	585.3	5.9	2.0	40.5	1.4	9.9	3.7	3.4
동원산업	18	2,444.6	177.7	69.1	20,549.1	7.3	2.8	9.9	0.7	6.5	7.3	1.8
	19F	2,622.3	199.9	102.8	30,562.2	7.6	3.9	7.4	0.7	5.6	10.1	1.3
	20F	2,775.2	207.2	115.9	34,466.1	7.5	4.2	6.6	0.6	5.2	10.3	1.3
롯데푸드	18	1,810.8	67.6	42.5	37,584.0	3.7	2.3	18.9	1.0	8.9	6.3	2.1
	19F	1,845.9	67.3	46.3	40,947.7	3.6	2.5	10.8	0.6	5.6	6.6	3.4
	20F	1,901.3	75.1	51.6	45,587.2	3.9	2.7	9.7	0.6	5.0	7.0	3.4
대상	18	2,956.8	120.2	64.9	1,801.2	4.1	2.2	13.9	1.0	7.4	7.3	2.3
	19F	3,044.6	143.6	92.2	2,560.1	4.7	3.0	8.5	0.8	5.8	9.7	2.5
	20F	3,191.7	160.8	103.7	2,879.7	5.0	3.2	7.6	0.7	5.2	10.1	2.5
동원F&B	18	2,802.5	87.2	56.7	14,698.8	3.1	2.0	19.6	1.8	11.6	9.3	1.2
	19F	3,046.9	109.5	73.5	19,044.7	3.6	2.4	11.3	1.2	7.9	11.1	1.4
	20F	3,281.4	122.4	83.1	21,523.2	3.7	2.5	10.0	1.1	7.0	11.4	1.4
빙그레	18	855.2	39.3	34.2	3,472.0	4.6	4.0	20.9	1.2	6.8	6.4	1.9
	19F	907.2	44.8	34.6	3,513.9	4.9	3.8	16.3	0.9	4.0	6.2	2.2
	20F	925.3	47.6	38.2	3,875.8	5.1	4.1	14.8	0.9	3.3	6.5	2.2
신세계푸드	18	1,278.6	27.4	8.5	2,197.5	2.1	0.7	40.7	1.1	6.6	2.7	1.0
	19F	1,329.9	22.4	11.6	2,988.6	1.7	0.9	25.8	0.9	7.3	3.6	1.0
	20F	1,385.2	29.0	18.4	4,743.5	2.1	1.3	16.2	0.9	6.4	5.5	1.0
매일유업	18	1,300.6	74.4	58.3	7,530.0	5.7	4.5	10.5	1.8	6.1	16.8	0.9
	19F	1,396.3	96.3	73.9	9,422.6	6.9	5.3	9.6	1.7	5.3	19.4	0.5
	20F	1,457.6	104.0	79.9	10,184.2	7.1	5.5	8.9	1.5	4.5	17.7	0.8
C프레시웨이	18	2,828.0	50.6	13.7	1,154.4	1.8	0.5	27.1	1.9	8.7	7.4	0.7
	19F	3,059.6	55.1	16.5	1,393.9	1.8	0.5	19.9	1.6	7.6	8.2	0.7
	20F	3,243.2	61.6	18.9	1,591.0	1.9	0.6	17.4	1.5	7.0	8.7	0.7

자료: 하나금융투자

Top Pick 및 관심종목

KT&G(033780)	26
오리온(271560)	30
농심(004370)	34

2019년 9월 4일

KT&G(033780)

9월이 되니 더욱 편안

3분기 호실적 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 3,254억원(YoY +12.1%), 4,118억원(YoY +14.6%)으로 추정한다. 국내 담배 부문은 켈런형 전자담배 판매 비중 확대에 따른 Mixed ASP 개선이 지속될 것으로 기대한다. 켈런형 전자담배 매출 비중은 11%까지 상승할 것이다. 디바이스 포함시 15.1%까지 상승할 것으로 추정한다. 수출 물량은 보수적으로 YoY 10.0%를 가정했다. 7월~8월 누계 담배 수출액은 전년동월대비 14.7% 증가했다. 9월에도 흐름이 지속될 경우 하나금융투자 추정치를 상회하는 실적 시현이 가능할 것이다. 해외 담배법인 실적 호조세도 지속될 것으로 예상된다. 상반기 이어 하반기도 인니법인의 단가 인상 효과 및 미국법인 판매량 호조가 실적 개선을 동인할 것으로 판단된다.

향후 3년 간 이익 연평균 12.6% 증가 전망

KT&G의 연결 영업이익은 향후 3년 간 연평균 12.6% 증가할 것으로 추정한다. ① 국내 담배는 믹스 개선에 따른 마진 상승 추세가 지속될 것이고, ② 수출은 회복 기조를 보이고 있어 긍정적이다. 해외법인은 두 자리 수 물량 성장이 지속될 것으로 예상된다. ③ 우호적인 메크로 환경(3Q19 원달러 YoY 8% 상승 예상, 글로벌 금리 인하 기조) 감안시 시가배당수익률 4%를 상회하는 현 주가는 충분히 매력적이다. 하반기 갈수록 투자 매력은 높아질 것이다.

배당 매력 부각 시점

① 우호적인 메크로 환경(3Q19 원달러 YoY 8% 상승 예상, 글로벌 금리 인하 기조) 및 ② 펀더멘탈 회복 감안시, ③ 예상 시가배당수익률 4%를 상회하는 현 주가는 충분히 매력적이다.

Top Pick

BUY

| TP(12M): 143,000원 | CP(9월3일): 100,500원

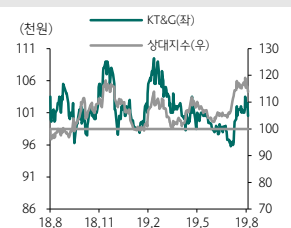
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,965.69
52주 최고/최저(원)	109,500/95,800
시가총액(십억원)	13,797.9
시가총액비중(%)	1.15
발행주식수(천주)	137,292.5
60일 평균 거래량(천주)	275.6
60일 평균 거래대금(십억원)	27.4
19년 배당금(예상, 원)	4,400
19년 배당수익률(예상, %)	4.38
외국인지분율(%)	50.38
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	10.31
중소기업은행	6.93
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.9 (4.7) (1.0)
상대	6.6 6.4 16.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,973.3	5,332.0
영업이익(십억원)	1,453.2	1,579.9
순이익(십억원)	1,109.1	1,181.2
EPS(원)	8,119	8,672
BPS(원)	68,330	72,971

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	4,667.2	4,471.5	4,968.9	5,437.2	5,763.4
영업이익	십억원	1,426.1	1,255.1	1,490.9	1,633.9	1,743.5
세전이익	십억원	1,345.6	1,318.7	1,602.7	1,746.8	1,859.6
순이익	십억원	1,163.8	901.7	1,168.5	1,283.9	1,361.4
EPS	원	8,476	6,567	8,511	9,351	9,916
증감율	%	(5.5)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
PER	배	13.63	15.46	11.81	10.75	10.14
PBR	배	1.96	1.66	1.52	1.40	1.29
EV/EBITDA	배	8.43	9.03	7.23	6.46	5.79
ROE	%	15.71	11.38	13.89	14.06	13.68
BPS	원	59,000	61,237	66,070	71,742	77,980
DPS	원	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400



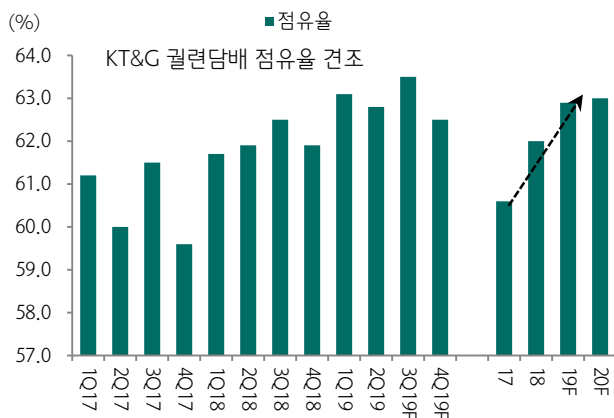
Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 서상덕
02-3771-3126
deok@hanafn.com

내년도, 내후년도 편안하다

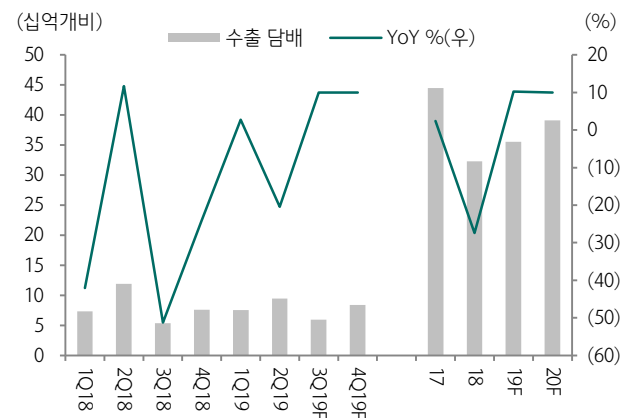
KT&G의 연결 영업이익은 향후 3년 간 연평균 12.6% 증가할 것으로 추정한다. 궤련형 전자담배 매출 비중이 각각 2019년 11%, 2020년 16%로 확대되면서 Mixed ASP 개선이 본격화될 것이다. 궤련 담배 점유율은 적극적인 신제품 출시 전략에 힘입어 점유율 상승 추세가 지속될 것으로 예상된다. 작년 부진했던 수출은 회복 중이다. 관세청에 의하면 7월~8월 누계 담배 수출액은 전년동월대비 14.7% 증가했다. 중동 DTS 시행 기인한 재고 소진 시점 감안시 연말 갈수록 유의미한 물량 회복이 예상된다. 수원부지 분양 매출액은 2022년까지 총 1.7조원이 반영된다. 본업 실적 개선 이외에도 일회성 이익이 2022년까지 반영되면서 편안한 증익을 기대할 수 있겠다.

그림 1. 궤련담배 점유율 상승세



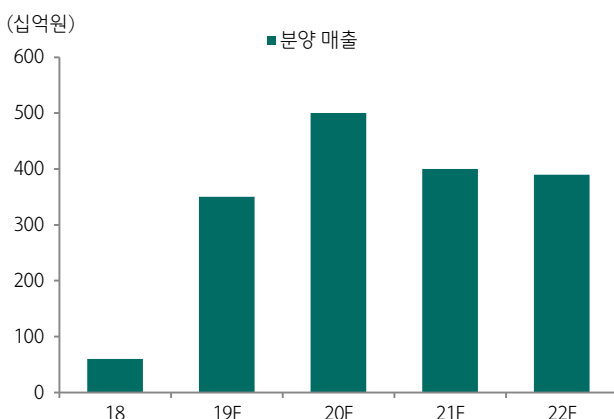
자료: 하나금융투자

그림 2. 수출 물량 회복세



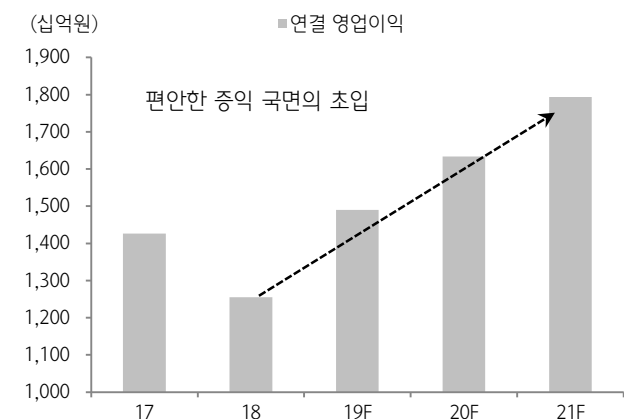
자료: 하나금융투자

그림 3. 수원 분양 매출 전망



자료: 하나금융투자

그림 4. 향후 3년 간 연평균 12.6% 증가할 것으로 추정



자료: 하나금융투자

표 1. KT&G 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	1,067.6	1,119.7	1,181.8	1,102.4	1,185.0	1,255.9	1,325.4	1,202.6	4,471.5	4,968.9	5,437.2
①KT&G	572.3	705.5	663.8	687.8	658.7	812.8	775.0	765.7	2,629.4	3,012.2	3,340.7
-내수	405.1	476.5	495.7	460.5	447.6	488.7	517.0	460.3	1,837.8	1,982.8	2,049.1
-수출	132.3	184.2	93.4	131.6	117.1	160.9	93.1	140.4	541.5	583.3	641.6
-부동산 등	34.9	44.8	74.7	95.7	94.0	163.2	165.0	165.0	250.1	446.1	650.0
②KGC	393.4	291.7	404.5	235.9	398.7	306.3	436.9	259.5	1,325.5	1,401.4	1,513.5
③종속회사	101.9	122.5	113.5	178.7	127.6	136.8	113.5	177.4	516.6	555.3	583.1
YoY	-9.4%	-3.6%	-7.6%	5.2%	11.0%	12.2%	12.1%	9.1%	-4.2%	11.1%	9.4%
①KT&G	-21.2%	-12.0%	-15.9%	0.7%	15.1%	15.2%	16.8%	11.3%	-12.4%	17.2%	8.4%
②KGC	15.1%	14.8%	10.2%	-0.3%	1.3%	5.0%	8.0%	10.0%	10.5%	5.7%	8.0%
③종속회사	-8.2%	15.4%	-7.1%	39.7%	25.2%	11.6%	0.0%	-0.7%	10.6%	0.0%	0.0%
영업이익	311.4	323.0	359.3	261.4	351.1	406.5	411.8	321.5	1,255.1	1,490.9	1,633.9
①KT&G	213.3	275.7	275.3	243.8	252.7	339.9	304.5	296.5	1,008.1	1,193.5	1,309.4
②KGC	91.9	40.6	82.0	(9.7)	91.2	43.7	87.4	0.0	204.8	222.3	244.5
③종속회사	6.2	6.7	2.0	27.3	7.2	22.9	20.0	25.0	42.2	75.1	80.0
YoY	-21.2%	-16.4%	-14.8%	17.3%	12.8%	25.9%	14.6%	23.0%	-12.0%	18.8%	9.6%
①KT&G	-33.3%	-19.6%	-18.7%	0.2%	18.5%	23.3%	10.6%	21.6%	-19.0%	18.4%	9.7%
②KGC	16.0%	5.2%	6.5%	3.2%	-0.8%	7.6%	6.6%	-100.0%	10.5%	8.5%	10.0%
③종속회사	TB	38.9%	-67.2%	TB	16.6%	243.2%	882.3%	-8.4%	TB	78.0%	6.5%
OPM	29.2%	28.8%	30.4%	23.7%	29.6%	32.4%	31.1%	26.7%	28.1%	30.0%	30.1%
①KT&G	37.3%	39.1%	41.5%	35.4%	38.4%	41.8%	39.3%	38.7%	38.3%	39.6%	39.2%
②KGC	23.4%	13.9%	20.3%	-4.1%	22.9%	14.3%	20.0%	0.0%	15.5%	15.9%	16.2%
③종속회사	6.1%	5.4%	1.8%	15.3%	5.7%	16.7%	17.6%	14.1%	8.2%	13.5%	13.7%
세전이익	359.8	378.5	359.2	221.2	390.8	447.7	422.1	342.1	1,318.7	1,602.7	1,746.8
YoY	8.4%	-4.0%	-17.1%	18.7%	8.6%	18.3%	17.5%	54.7%	-2.0%	21.5%	9.0%
(지배)순이익	231.6	266.6	260.7	107.8	275.2	323.9	312.3	257.1	901.7	1,168.5	1,283.9
YoY	-1.2%	-2.8%	-15.3%	-68.9%	18.8%	21.5%	19.8%	138.4%	-22.5%	29.6%	9.9%
NPM	21.7%	23.8%	22.1%	9.8%	23.2%	25.8%	23.6%	21.4%	20.2%	23.5%	23.6%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	4,667.2	4,471.5	4,968.9	5,437.2	5,763.4
매출원가	1,908.9	1,836.0	2,037.2	2,218.4	2,339.9
매출총이익	2,758.3	2,635.5	2,931.7	3,218.8	3,423.5
판매비	1,332.2	1,380.4	1,440.8	1,584.9	1,680.0
영업이익	1,426.1	1,255.1	1,490.9	1,633.9	1,743.5
금융손익	41.5	84.6	29.1	32.9	36.2
종속/관계기업손익	5.7	9.3	82.8	80.0	80.0
기타영업외손익	(127.7)	(30.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,345.6	1,318.7	1,602.7	1,746.8	1,859.6
법인세	181.4	420.0	431.8	462.9	496.9
계속사업이익	1,164.2	898.7	1,170.9	1,283.9	1,362.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,164.2	898.7	1,170.9	1,283.9	1,362.7
비배주주지분 손익	0.5	(3.0)	2.5	0.0	1.4
지배주주순이익	1,163.8	901.7	1,168.5	1,283.9	1,361.4
지배주주지분포괄이익	1,207.7	857.9	1,176.3	1,289.8	1,369.0
NOPAT	1,233.8	855.3	1,089.2	1,200.9	1,277.6
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,648.3	1,798.4	1,915.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.6	(4.2)	11.1	9.4	6.0
NOPAT증가율	8.7	(30.7)	27.3	10.3	6.4
EBITDA증가율	(2.5)	(11.5)	17.3	9.1	6.5
영업이익증가율	(3.0)	(12.0)	18.8	9.6	6.7
(지배주주)순이익증가율	(5.4)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
EPS증가율	(5.5)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
수익성(%)					
매출총이익률	59.1	58.9	59.0	59.2	59.4
EBITDA이익률	34.0	31.4	33.2	33.1	33.2
영업이익률	30.6	28.1	30.0	30.1	30.3
계속사업이익률	24.9	20.1	23.6	23.6	23.6

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,476	6,567	8,511	9,351	9,916
BPS	59,000	61,237	66,070	71,742	77,980
CFPS	12,289	10,874	12,600	13,673	14,522
EBITDAPS	11,560	10,236	12,006	13,099	13,948
SPS	33,995	32,569	36,192	39,603	41,979
DPS	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400
주가지표(배)					
PER	13.6	15.5	11.8	10.7	10.1
PBR	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3
PCFR	9.4	9.3	8.0	7.3	6.9
EV/EBITDA	8.4	9.0	7.2	6.5	5.8
PSR	3.4	3.1	2.8	2.5	2.4
재무비율(%)					
ROE	15.7	11.4	13.9	14.1	13.7
ROA	11.8	9.0	11.1	11.2	11.0
ROIC	29.4	17.4	18.8	19.3	19.4
부채비율	27.5	24.9	24.9	24.6	23.7
순부채비율	(32.4)	(16.0)	(22.0)	(23.4)	(26.5)
이자보상배율(배)	166.3	180.4	238.4	264.1	281.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,585.7	6,413.4	7,580.7	8,401.2	9,274.0
금융자산	2,814.8	1,535.8	2,161.2	2,471.2	2,988.5
현금성자산	715.1	933.0	1,491.2	1,738.1	2,211.5
매출채권 등	1,106.2	958.9	1,065.5	1,165.9	1,235.9
재고자산	2,317.8	2,461.3	2,735.0	2,992.8	3,172.4
기타유동자산	346.9	1,457.4	1,619.0	1,771.3	1,877.2
비유동자산	3,395.7	3,741.7	3,412.0	3,536.9	3,637.7
투자자산	1,076.3	1,197.2	818.9	896.1	949.8
금융자산	1,025.2	652.9	725.6	793.9	841.6
유형자산	1,775.3	1,818.8	1,871.0	1,922.1	1,972.3
무형자산	84.7	72.0	68.4	64.9	61.7
기타비유동자산	459.4	653.7	653.7	653.8	653.9
자산총계	9,981.4	10,155.1	10,992.8	11,938.1	12,911.7
유동부채	1,816.4	1,640.7	1,780.9	1,917.5	2,012.7
금융부채	178.4	135.4	130.4	130.5	130.5
매입채무 등	1,445.2	1,117.9	1,242.3	1,359.3	1,440.9
기타유동부채	192.8	387.4	408.2	427.7	441.3
비유동부채	335.2	381.3	412.9	442.7	463.5
금융부채	100.6	96.9	96.9	96.9	96.9
기타비유동부채	234.6	284.4	316.0	345.8	366.6
부채총계	2,151.6	2,022.0	2,193.8	2,360.3	2,476.2
지배주주지분	7,772.1	8,079.3	8,742.7	9,521.5	10,377.9
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.1	484.1	484.1	484.1	484.1
자본조정	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)
기타포괄이익누계액	(84.0)	(140.5)	(140.5)	(140.5)	(140.5)
이익잉여금	6,745.2	7,108.9	7,772.4	8,551.2	9,407.5
비배주주지분	57.7	53.8	56.3	56.3	57.6
자본총계	7,829.8	8,133.1	8,799.0	9,577.8	10,435.5
순금융부채	(2,535.8)	(1,303.6)	(1,933.9)	(2,243.9)	(2,761.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,143.1	822.1	932.9	1,070.4	1,257.3
당기순이익	1,164.2	898.7	1,170.9	1,283.9	1,362.7
조정	128.1	254.1	127.3	130.5	134.2
감가상각비	161.0	150.2	157.4	164.5	171.5
외환거래손익	103.3	15.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.4)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(131.8)	97.9	(30.1)	(34.0)	(37.3)
영업활동 자산부채 변동	(149.2)	(330.7)	(365.3)	(344.0)	(239.6)
투자활동 현금흐름	(683.0)	(46.3)	141.7	(312.3)	(272.8)
투자자산감소(증가)	(86.1)	(110.6)	378.3	(77.2)	(53.8)
유형자산감소(증가)	(314.0)	(366.5)	(206.0)	(212.2)	(218.5)
기타	(282.9)	430.8	(30.6)	(22.9)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(438.6)	(549.8)	(516.3)	(511.2)	(511.2)
금융부채증가(감소)	16.8	(46.7)	(4.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(26.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	25.5	2.0	(6.3)	(6.1)	(6.1)
배당지급	(454.6)	(505.1)	(505.1)	(505.1)	(505.1)
현금의 증감	24.7	217.9	558.3	246.9	473.3
Unlevered CFO	1,687.2	1,493.0	1,729.9	1,877.3	1,993.8
Free Cash Flow	824.8	428.2	726.9	858.2	1,038.8

2019년 9월 4일

오리온(271560)

아직 부담없는 주가 수준

3분기 중국 신제품 효과 및 내수 부양책에 베타

연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,137억원(YoY 4.0%), 819억원(YoY 4.1%)으로 예상한다. 각 법인별 매출 성장률 가정은 중국/베트남/한국 법인이 각각 YoY 2.5%/ 10%/ 3%이다. ① 7월 중국에서의 적극적인 신제품 출시가 계획되어 있다. ② 중국 제과 시장 성수기와 맞물려 예상보다 신제품 매출 기여가 양호하다. 더불어, ③ 중국 정부가 내수 소비 확대 유도를 위한 국민 가처분소득 증대 계획을 발표하기로 한 만큼 상반기 대비 하반기 우호적인 영업환경이 전망된다.

중국법인 향후 3년 간 5% 성장 예상

오리온 중국법인 매출 성장도 중국 제과시장 성장과 궤적을 같이 한다. 2010년~2013년 연평균 27.0% 매출 성장을 시현했으나, 2013년~2016년 CAGR 7.0%로 성장이 둔화되었다. 하나금융투자는 향후 3년 간 연평균 5% 내외 성장을 전망한다. 시장을 소폭 아웃퍼폼할 것으로 추정하는 까닭은 오리온의 믹스 구성 때문이다. 상대적으로 성장률이 낮은 캔디와 초코릿 비중이 8%에 불과하다.

부담 없는 주가 수준

7월 호실적 발표를 통해 3분기 실적 기대감이 주가에 반영될 것으로 기대한다. 최근 한 달 간 중국 Peer 주가는 미중 무역 분쟁 우려 기인해 소폭 조정 받았다. 하반기는 중국 정부의 내수 부양 의지가 밸류에이션 상승에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망한다. 과거와 같은 높은 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 없겠지만, ① 중국을 포함한 신흥국 시장 매출 비중이 65%에 달하고, ② 카테고리 믹스 구성도 긍정적이다. ③ 글로벌 및 중국 Peer 대비 타라인 및 밸류에이션 감안시, 12개월 Fwd PER 15배 수준인 현 주가는 매수 기회를 제공한다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(9월3일): 92,700원

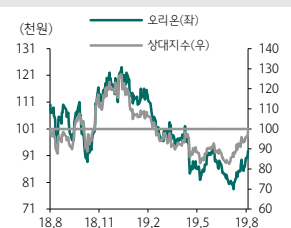
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,965.69
52주 최고/최저(원)	124,000/78,500
시가총액(십억원)	3,665.0
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	91.5
60일 평균 거래대금(십억원)	7.9
19년 배당금(예상, 원)	600
19년 배당수익률(예상, %)	0.65
외국인지분율(%)	38.23
주요주주 지분율(%)	
오리온홀딩스 외 7인	43.82
국민연금공단	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.6 (16.9) (15.0)
상대	15.5 (7.1) (0.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,013.5	2,122.1
영업이익(십억원)	300.8	325.7
순이익(십억원)	213.7	236.8
EPS(원)	5,310	5,893
BPS(원)	40,363	45,397

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,073.3	1,926.9	2,014.1	2,116.8	2,201.5
영업이익	십억원	107.4	282.2	311.1	344.2	373.4
세전이익	십억원	105.1	275.2	307.6	340.5	377.5
순이익	십억원	75.6	139.9	204.4	229.2	252.6
EPS	원	3,261	3,538	5,169	5,798	6,389
증감율	%	N/A	8.5	46.1	12.2	10.2
PER	배	32.05	33.92	17.93	15.99	14.51
PBR	배	3.28	3.37	2.31	2.04	1.81
EV/EBITDA	배	29.39	12.56	8.74	7.65	6.72
ROE	%	6.00	10.49	13.66	13.57	13.25
BPS	원	31,887	35,568	40,136	45,334	51,123
DPS	원	600	600	600	600	600

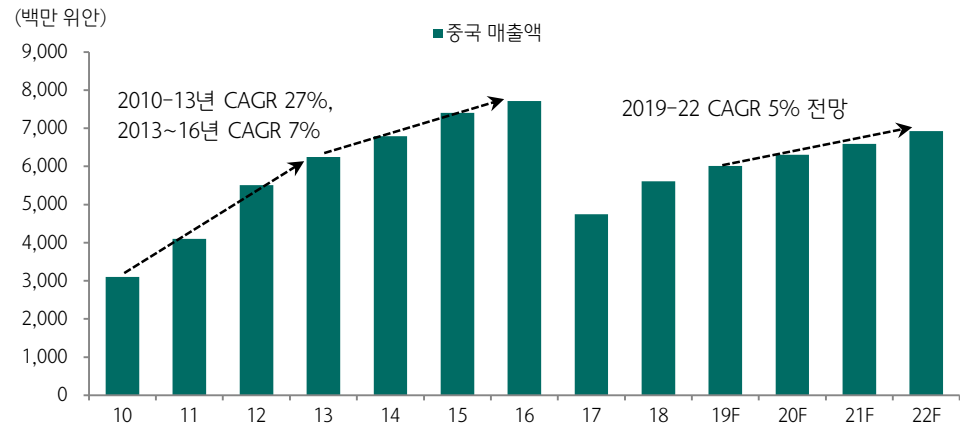


Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 서상덕
02-3771-3126
deok@hanafn.com

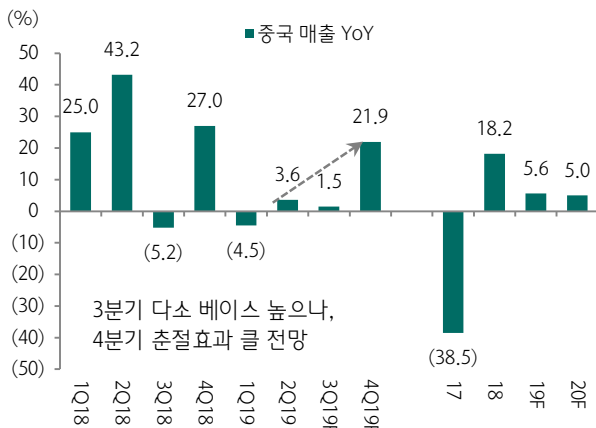
그림 1. 오리온 중국법인 매출 성장 추이

중국 제과시장 성장 둔화되면서
오리온 매출 성장도 Level-down



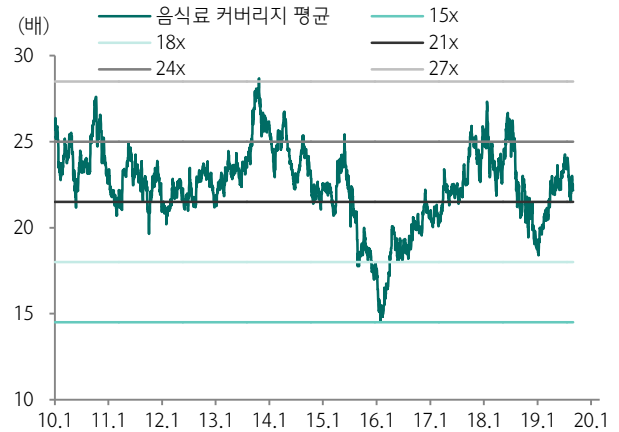
자료: 하나금융투자

그림 2. 중국법인 매출 성장 추정(로컬통화기준)



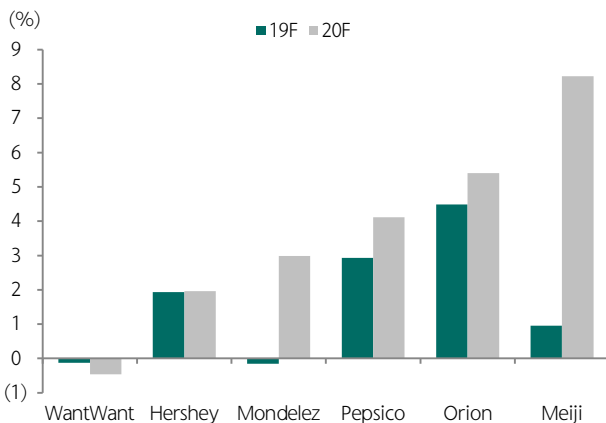
자료: 하나금융투자

그림 3. 글로벌 Peer 밸류에이션 현황



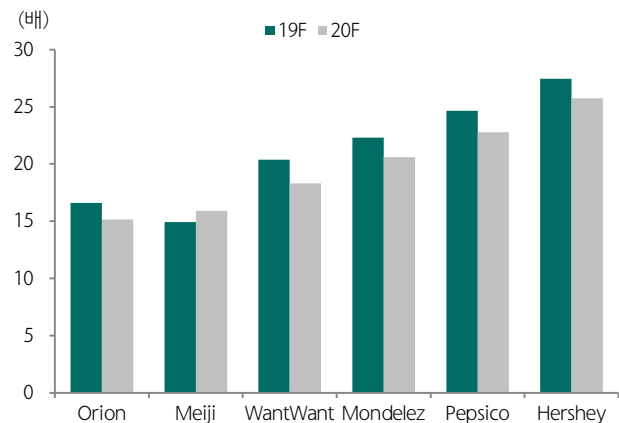
자료: 하나금융투자

그림 4. 글로벌 Peer 매출 성장률 비교



자료: 하나금융투자

그림 5. 글로벌 Peer 밸류에이션 현황



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	439.3	513.7	563.4	1,926.9	2,014.1	2,116.8
국내제과	177.6	175.5	175.0	183.8	178.0	177.8	180.2	189.3	711.9	725.4	747.2
중국제과	266.3	191.5	255.2	220.1	251.2	200.6	261.5	272.8	933.0	986.2	1,025.6
베트남제과	67.4	46.3	50.3	69.8	56.7	48.3	55.4	78.9	233.9	239.3	270.4
러시아제과	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	15.9	19.6	25.4	64.9	75.7	85.6
YoY	13.3%	203.2%	-2.5%	15.5%	-3.6%	3.7%	4.0%	14.2%	79.5%	4.5%	5.1%
국내제과	5.6%	2.6%	4.6%	6.8%	0.2%	1.3%	3.0%	3.0%	7.3%	1.9%	3.0%
중국제과	25.3%	48.2%	-7.3%	23.8%	-5.6%	4.8%	2.5%	23.9%	17.4%	5.7%	4.0%
베트남제과	9.9%	-4.8%	0.8%	15.3%	-15.8%	4.3%	10.0%	13.0%	6.1%	2.3%	13.0%
러시아제과	-38.7%	-21.0%	-14.1%	5.6%	37.1%	6.7%	15.0%	15.0%	-16.1%	16.8%	13.0%
영업이익	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	50.4	81.9	101.6	282.2	311.1	344.2
국내제과	24.0	23.2	20.7	24.3	23.2	26.2	27.0	26.5	92.2	102.9	108.3
중국제과	48.9	10.7	49.1	32.9	40.7	17.9	44.5	60.0	141.6	163.0	174.4
베트남제과	17.1	3.9	6.5	13.6	8.0	4.3	11.1	15.0	41.0	38.4	48.7
러시아제과	0.4	2.1	2.2	3.3	1.7	1.9	3.3	4.3	8.0	11.3	12.8
YoY		369.1%	0.0%	245.7%	-17.4%	27.3%	4.1%	44.5%	162.6%	10.3%	10.6%
국내제과		0.2%	6.5%	18.1%	-3.3%	12.8%	30.7%	8.9%	38.5%	11.6%	5.3%
중국제과		TB	4.9%	TB	-16.8%	66.9%	-9.4%	82.4%	638.3%	15.1%	6.9%
베트남제과		-43.4%	-28.2%	56.1%	-53.2%	11.3%	70.4%	10.6%	10.5%	-6.5%	26.8%
러시아제과		-46.9%	-44.5%	55.4%	325.0%	-10.3%	49.9%	32.3%	-43.6%	40.5%	14.1%
OPM	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	15.5%	11.5%	15.9%	18.0%	14.6%	15.4%	16.3%
국내제과	13.5%	13.2%	11.8%	13.2%	13.0%	14.7%	15.0%	14.0%	13.0%	14.2%	14.5%
중국제과	18.4%	5.6%	19.2%	14.9%	16.2%	8.9%	17.0%	22.0%	15.2%	16.5%	17.0%
베트남제과	19.5%	8.4%	12.9%	19.4%	19.5%	8.9%	20.0%	19.0%	17.5%	16.0%	18.0%
러시아제과	3.7%	14.3%	13.0%	14.8%	11.4%	12.0%	17.0%	17.0%	12.4%	14.9%	15.0%
세전이익	87.5	35.9	77.4	74.5	79.1	51.4	79.1	98.1	275.2	307.6	340.6
YoY	NA	364.2%	-2.9%	321.0%	-9.7%	43.4%	2.2%	31.7%	162.0%	11.8%	10.7%
(지배)순이익	65.9	27.6	32.6	13.7	51.3	36.2	52.2	64.7	139.9	204.4	229.2
YoY	NA	427.5%	-44.8%	21.5%	-22.2%	31.1%	59.9%	374.2%	85.0%	46.2%	12.1%
NPM	12.8%	6.5%	6.6%	2.8%	10.3%	8.2%	10.2%	11.5%	7.3%	10.1%	10.8%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073.3	1,926.9	2,014.1	2,116.8	2,201.5
매출원가	608.7	1,050.0	1,093.4	1,145.0	1,186.4
매출총이익	464.6	876.9	920.7	971.8	1,015.1
판매비	357.2	594.8	609.5	627.6	641.7
영업이익	107.4	282.2	311.1	344.2	373.4
금융손익	(3.1)	(12.1)	0.7	7.4	16.1
종속/관계기업손익	(0.3)	(1.0)	(4.2)	(11.1)	(12.0)
기타영업외손익	1.0	6.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	105.1	275.2	307.6	340.5	377.5
법인세	28.4	132.2	101.0	109.0	122.4
계속사업이익	76.7	143.0	206.6	231.6	255.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.7	143.0	206.6	231.6	255.1
비지배주주지분 손이익	1.1	3.2	2.3	2.3	2.6
지배주주순이익	75.6	139.9	204.4	229.2	252.6
지배주주지분포괄이익	66.5	121.0	202.8	227.2	250.4
NOPAT	78.4	146.6	209.0	234.1	252.4
EBITDA	173.2	400.0	432.1	463.6	491.6
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	79.5	4.5	5.1	4.0
NOPAT증가율	N/A	87.0	42.6	12.0	7.8
EBITDA증가율	N/A	130.9	8.0	7.3	6.0
영업이익증가율	N/A	162.8	10.2	10.6	8.5
(지배주주)순이익증가율	N/A	85.1	46.1	12.1	10.2
EPS증가율	N/A	8.5	46.1	12.2	10.2
수익성(%)					
매출총이익률	43.3	45.5	45.7	45.9	46.1
EBITDA이익률	16.1	20.8	21.5	21.9	22.3
영업이익률	10.0	14.6	15.4	16.3	17.0
계속사업이익률	7.1	7.4	10.3	10.9	11.6

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,261	3,538	5,169	5,798	6,389
BPS	31,887	35,568	40,136	45,334	51,123
CFPS	7,771	10,571	10,823	11,444	12,132
EBITDAPS	7,474	10,118	10,929	11,725	12,435
SPS	46,305	48,742	50,943	53,541	55,683
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	32.0	33.9	17.9	16.0	14.5
PBR	3.3	3.4	2.3	2.0	1.8
PCFR	13.4	11.4	8.6	8.1	7.6
EV/EBITDA	29.4	12.6	8.7	7.7	6.7
PSR	2.3	2.5	1.8	1.7	1.7
재무비율(%)					
ROE	6.0	10.5	13.7	13.6	13.3
ROA	3.3	6.0	8.4	8.9	9.1
ROIC	4.0	7.8	11.5	12.9	14.0
부채비율	76.2	62.8	53.0	44.7	40.6
순부채비율	71.1	16.5	4.2	(8.7)	(19.7)
이자보상배율(배)	9.3	16.8	34.5	44.9	53.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	445.0	569.2	692.8	876.1	1,138.3
금융자산	155.0	195.9	305.8	475.3	721.5
현금성자산	89.0	184.6	294.3	463.5	709.3
매출채권 등	139.0	168.6	177.6	186.6	194.1
재고자산	121.0	156.6	161.3	166.1	172.7
기타유동자산	30.0	48.1	48.1	48.1	50.0
비유동자산	1,837.0	1,782.1	1,797.5	1,779.8	1,767.9
투자자산	24.0	30.4	31.8	33.4	34.7
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	1,676.0	1,646.0	1,687.5	1,670.5	1,659.3
무형자산	30.0	51.7	49.2	46.9	44.8
기타비유동자산	107.0	54.0	29.0	29.0	29.1
자산총계	2,286.0	2,351.4	2,490.3	2,655.9	2,906.2
유동부채	601.0	500.3	450.6	401.6	414.9
금융부채	422.3	155.4	95.4	35.4	35.4
매입채무 등	149.0	248.4	255.8	263.5	274.1
기타유동부채	29.7	96.5	99.4	102.7	105.4
비유동부채	387.0	406.5	412.2	419.0	424.6
금융부채	655.3	279.6	279.6	279.6	279.6
기타비유동부채	(268.3)	126.9	132.6	139.4	145.0
부채총계	988.0	906.8	862.8	820.6	839.5
지배주주지분	1,260.0	1,405.5	1,586.2	1,791.7	2,020.6
자본금	19.0	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.0	598.1	598.1	598.1	598.1
자본조정	576.5	623.8	623.8	623.8	623.8
기타포괄이익누계액	(9.7)	(27.3)	(27.3)	(27.3)	(27.3)
이익잉여금	76.2	191.1	371.8	577.3	806.2
비지배주주지분	37.0	39.0	41.3	43.6	46.1
자본총계	1,297.0	1,444.5	1,627.5	1,835.3	2,066.7
순금융부채	922.6	239.0	69.1	(160.3)	(406.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	193.2	400.6	330.0	354.8	376.3
당기순이익	76.7	143.0	206.6	231.6	255.1
조정	88.4	215.4	121.0	119.3	118.3
감가상각비	65.8	117.8	121.0	119.4	118.2
외환거래손익	(2.9)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0
기타	25.2	96.5	0.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	28.1	42.2	2.4	3.9	2.9
투자활동 현금흐름	(17.0)	(114.9)	(136.6)	(101.9)	(106.8)
투자자산감소(증가)	(23.7)	(5.4)	(1.4)	(1.6)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(74.9)	(119.4)	(160.0)	(100.0)	(105.0)
기타	81.6	9.9	24.8	(0.3)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(155.3)	(199.2)	(83.7)	(83.7)	(23.7)
금융부채증가(감소)	1,077.6	(642.6)	(60.0)	(60.0)	0.0
자본증가(감소)	617.0	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,849.9)	466.2	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감	18.3	83.0	109.7	169.2	245.7
Unlevered CFO	180.1	417.9	427.9	452.5	479.6
Free Cash Flow	103.5	269.8	170.0	254.8	271.3

2019년 9월 4일

농심(004370)

더 이상 나빠질게 없어 보인다

3분기 국내 점유율 버티는 가운데 해외 견조한 성장 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,076억원(YoY +7.3%), 234억원(YoY +7.7%)으로 추정한다. 2015년부터 시작된 국내 라면 시장 점유율 변동은 작년부터 소강 상태이다. ① 오투기의 점유율이 작년부터 답보 상태이고, ② 2015년부터 이어져온 신제품 출시에 대한 피로감, ③ 농심의 코어 브랜드(신라면, 짜파게티 등) 매출 회복 감안시 추가적 점유율 하락은 제한적일 것으로 전망한다. 국내 실적이 바닥을 통과하는 가운데 해외는 하반기에도 견조한 실적 개선이 전망된다. 중국 법인은 '사드' 부정적 영향이 완화되면서 매출 회복세를 예상한다. YoY 10.0% 매출 성장을 예상한다. 미국 법인은 채널 확대 및 판가 인상(2018년 10월) 기인해 두 자리 수 매출 성장을 지속할 것으로 판단한다.

해외법인 견조한 성장세 긍정적

미국법인은 작년 10월 판가 인상 효과를 제외 하더라도 두 자리 수 물량 성장을 지속 중이다. 대형 유통업체 중심으로 지역 커버리지를 확대 중인 만큼 중단기적 견조한 매출 성장이 지속될 것으로 판단한다. 중국법인은 '사드' 이후 판가 인상을 단행(2017년 7월)했었다. 판가 인상 제외시 작년 물량 성장은 제한적이었다. 다행히도 올해 2분기 매출이 YoY 8.4% 증가했다. 기존 거래선 정상화가 진행되고 있고 향후 서부 내륙으로의 지역 커버리지 확대 여력 감안시 점진적 매출 회복을 기대해 볼 만하다.

트레이딩 유효한 시점

더딘 국내 점유율 회복으로 주가는 박스권(PBR 0.7배~1배) 흐름을 보이고 있다. ① 현 주가는 박스권 하단에 위치한다. ② 계절적 성수기가 도래하면서 국내 라면 점유율의 추가적 하락은 제한적일 것으로 판단한다. 더불어 ③ 해외법인의 견조한 매출 성장은 향후 실적의 알파 요소이다. 트레이딩 차원의 매수를 고려해 볼 만하다.

관심종목

BUY

TP(12M): 310,000원 CP(9월3일): 241,500원

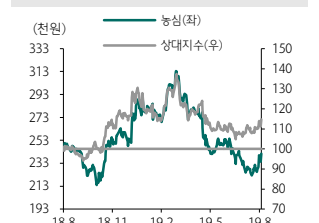
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,965.69
52주 최고/최저(원)	313,500/214,000
시가총액(십억원)	1,469.0
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	6,082.6
60일 평균 거래량(천주)	10.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5
19년 배당금(예상,원)	4,000
19년 배당수익률(예상,%)	1.66
외국인지분율(%)	20.26
주요주주 지분율(%)	
농심홀딩스 외 4인	45.49
국민연금공단	12.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.0 (10.2) (3.4)
상대	6.7 0.3 13.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,354.1	2,463.9
영업이익(십억원)	91.9	102.2
순이익(십억원)	81.0	93.9
EPS(원)	13,420	15,723
BPS(원)	335,916	347,964

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,208.3	2,236.4	2,367.2	2,490.9	2,590.6
영업이익	십억원	96.4	88.6	90.3	102.0	111.2
세전이익	십억원	119.4	112.3	115.8	125.6	136.1
순이익	십억원	90.7	84.3	80.0	94.1	102.0
EPS	원	14,905	13,858	13,152	15,471	16,771
증감율	%	(54.5)	(7.0)	(5.1)	17.6	8.4
PER	배	23.75	18.37	18.36	15.61	14.40
PBR	배	1.13	0.79	0.73	0.70	0.68
EV/EBITDA	배	9.37	5.94	4.77	4.09	3.50
ROE	%	5.01	4.54	4.18	4.76	4.97
BPS	원	313,880	323,198	332,547	344,216	357,183
DPS	원	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 심은주

02-3771-8538

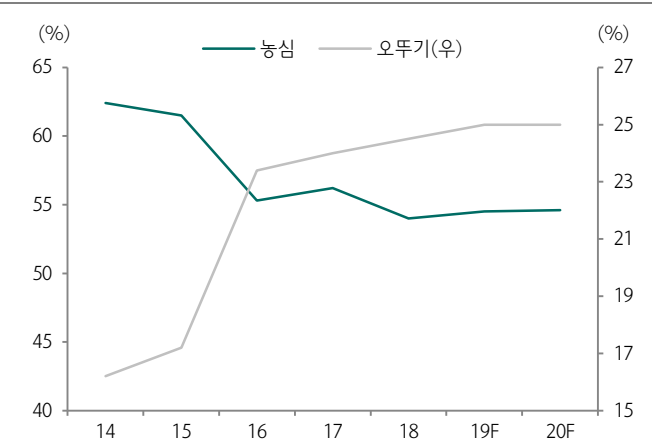
yesej01@hanafn.com

RA 서상덕

02-3771-3126

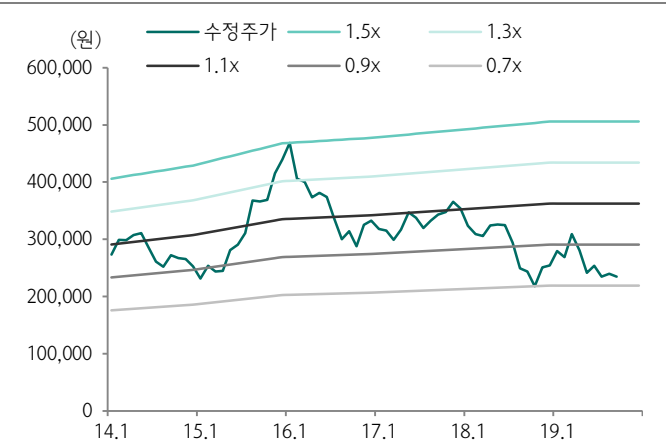
deok@hanafn.com

그림 1. 농심 및 오뚜기 라면 점유율 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 농심 밸류에이션 밴드



자료: 하나금융투자

표 1. 농심 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	563.1	532.8	566.0	574.6	588.6	568.2	607.6	602.9	2,236.4	2,367.2	2,490.9
국내	469.3	444.2	467.8	476.6	481.4	465.0	483.8	493.2	1,857.8	1,923.5	1,984.9
중국	43.6	35.5	41.9	35.9	43.3	38.5	46.1	39.5	174.5	186.8	197.1
미국	57.9	57.4	62.5	64.4	71.0	67.4	71.9	70.9	242.3	281.2	309.3
일본	11.1	11.9	11.5	11.9	11.8	14.5	12.7	13.1	46.4	52.0	54.6
기타조정	(18.8)	(16.2)	(17.7)	(14.2)	(19.0)	(17.2)	(6.8)	(13.8)	(84.5)	(76.2)	(54.9)
YoY	1.4%	-0.7%	-1.0%	5.4%	4.5%	6.6%	7.3%	4.9%	1.3%	5.8%	5.2%
국내	2.2%	-2.1%	-2.7%	3.3%	2.6%	4.7%	3.4%	3.5%	0.1%	3.5%	3.2%
중국	-2.0%	13.8%	6.3%	14.4%	-0.6%	8.4%	10.0%	10.0%	7.4%	7.0%	5.5%
미국	4.0%	9.1%	10.6%	9.1%	22.6%	17.4%	15.0%	10.0%	8.2%	16.1%	10.0%
일본	23.4%	22.7%	18.6%	12.5%	6.7%	21.5%	10.0%	10.0%	19.1%	12.2%	5.0%
영업이익	34.4	6.5	21.7	26.0	31.6	8.2	23.4	27.1	88.6	90.3	102.0
YoY	6.0%	-64.6%	-30.7%	81.1%	-8.1%	26.9%	7.7%	4.3%	-8.1%	2.0%	12.9%
OPM	6.1%	1.2%	3.8%	4.5%	5.4%	1.4%	3.9%	4.5%	4.0%	3.8%	4.1%
세전이익	41.8	11.8	26.4	32.4	38.3	15.7	28.0	33.8	112.3	115.8	125.6
YoY	4.0%	-48.3%	-29.8%	71.3%	-8.5%	33.7%	6.3%	4.3%	-6.0%	3.1%	8.4%
(지배)순이익	32.1	7.7	19.5	25.1	29.0	4.7	20.7	25.7	84.3	80.0	94.1
YoY	7.9%	-51.8%	-32.8%	56.4%	-9.4%	-39.4%	6.2%	2.4%	-7.0%	-5.0%	17.5%
NPM	5.7%	1.4%	3.4%	4.4%	4.9%	0.8%	3.4%	4.3%	3.8%	3.4%	3.8%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,208.3	2,236.4	2,367.2	2,490.9	2,590.6
매출원가	1,473.9	1,564.7	1,661.5	1,741.3	1,808.4
매출총이익	734.4	671.7	705.7	749.6	782.2
판매비	638.0	583.2	615.5	647.6	671.0
영업이익	96.4	88.6	90.3	102.0	111.2
금융손익	11.0	8.3	10.8	12.6	14.1
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	(4.1)	(7.8)	(8.0)
기타영업외손익	12.1	15.6	18.8	18.8	18.8
세전이익	119.4	112.3	115.8	125.6	136.1
법인세	28.7	28.0	35.6	31.4	34.0
계속사업이익	90.7	84.3	80.2	94.2	102.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	90.7	84.3	80.2	94.2	102.1
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
지배주주순이익	90.7	84.3	80.0	94.1	102.0
지배주주지분포괄이익	62.5	79.8	80.2	94.2	102.1
NOPAT	73.2	66.5	62.5	76.5	83.4
EBITDA	179.5	173.0	175.5	188.1	198.5
성장성(%)					
매출액증가율	(0.4)	1.3	5.8	5.2	4.0
NOPAT증가율	(4.4)	(9.2)	(6.0)	22.4	9.0
EBITDA증가율	2.5	(3.6)	1.4	7.2	5.5
영업이익증가율	7.5	(8.1)	1.9	13.0	9.0
(지배주주)순이익증가율	(54.5)	(7.1)	(5.1)	17.6	8.4
EPS증가율	(54.5)	(7.0)	(5.1)	17.6	8.4
수익성(%)					
매출총이익률	33.3	30.0	29.8	30.1	30.2
EBITDA이익률	8.1	7.7	7.4	7.6	7.7
영업이익률	4.4	4.0	3.8	4.1	4.3
계속사업이익률	4.1	3.8	3.4	3.8	3.9

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	985.9	1,053.8	1,189.4	1,281.9	1,375.1
금융자산	551.7	622.0	732.7	801.6	875.8
현금성자산	155.4	167.7	251.8	295.6	349.6
매출채권 등	238.8	210.3	222.6	234.3	243.6
재고자산	172.0	202.4	214.3	225.5	234.5
기타유동자산	23.4	19.1	19.8	20.5	21.2
비유동자산	1,464.0	1,478.5	1,430.8	1,438.6	1,447.9
투자자산	76.8	59.9	6.6	6.9	7.2
금융자산	76.8	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	1,122.3	1,157.8	1,164.8	1,173.5	1,183.8
무형자산	60.7	59.6	58.2	56.9	55.6
기타비유동자산	204.2	201.2	201.2	201.3	201.3
자산총계	2,449.9	2,532.3	2,620.2	2,720.4	2,823.0
유동부채	489.3	522.2	549.7	575.6	596.5
금융부채	11.7	35.2	35.2	35.2	35.2
매입채무 등	440.2	429.1	454.2	477.9	497.0
기타유동부채	37.4	57.9	60.3	62.5	64.3
비유동부채	119.5	112.3	115.8	119.0	121.7
금융부채	56.4	53.1	53.1	53.1	53.1
기타비유동부채	63.1	59.2	62.7	65.9	68.6
부채총계	608.8	634.5	665.4	694.7	718.2
지배주주지분	1,828.4	1,885.2	1,942.0	2,012.9	2,091.8
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
자본조정	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	(29.6)	(27.7)	(27.7)	(27.7)	(27.7)
이익잉여금	1,787.7	1,842.5	1,899.4	1,970.3	2,049.2
비배주주지분	12.7	12.6	12.8	12.9	13.0
자본총계	1,841.1	1,897.8	1,954.8	2,025.8	2,104.8
순금융부채	(483.5)	(533.8)	(644.4)	(713.4)	(787.6)

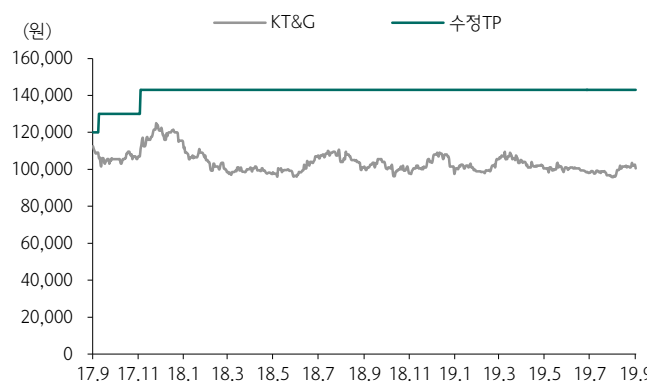
투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	14,905	13,858	13,152	15,471	16,771
BPS	313,880	323,198	332,547	344,216	357,183
CFPS	36,406	35,848	31,274	32,738	34,414
EBITDAPS	29,506	28,446	28,855	30,927	32,636
SPS	363,043	367,675	389,178	409,514	425,894
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	23.8	18.4	18.4	15.6	14.4
PBR	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
PCFR	9.7	7.1	7.7	7.4	7.0
EV/EBITDA	9.4	5.9	4.8	4.1	3.5
PSR	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	5.0	4.5	4.2	4.8	5.0
ROA	3.7	3.4	3.1	3.5	3.7
ROIC	6.4	5.6	5.2	6.3	6.9
부채비율	33.1	33.4	34.0	34.3	34.1
순부채비율	(26.3)	(28.1)	(33.0)	(35.2)	(37.4)
이자보상배율(배)	33.5	24.3	21.9	24.8	27.0

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	103.4	146.9	171.3	186.0	194.0
당기순이익	90.7	84.3	80.2	94.2	102.1
조정	107.9	109.1	85.1	86.2	87.4
감가상각비	83.1	84.5	85.2	86.2	87.3
외환거래손익	(1.0)	2.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	25.8	22.2	(0.1)	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(95.2)	(46.5)	6.0	5.6	4.5
투자활동 현금흐름	(79.2)	(128.9)	(64.1)	(119.0)	(116.9)
투자자산감소(증가)	7.8	17.0	53.3	(0.3)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(127.4)	(87.7)	(90.8)	(93.5)	(96.3)
기타	40.4	(58.2)	(26.6)	(25.2)	(20.3)
재무활동 현금흐름	(47.0)	(5.8)	(23.2)	(23.1)	(23.1)
금융부채증가(감소)	(30.9)	20.1	(0.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	7.8	(2.8)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
현금의 증감	(24.0)	12.3	84.1	43.9	54.0
Unlevered CFO	221.4	218.0	190.2	199.1	209.3
Free Cash Flow	(24.8)	58.7	80.5	92.5	97.6

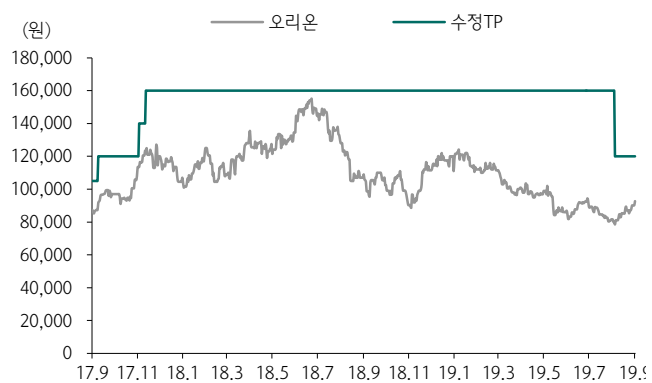
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



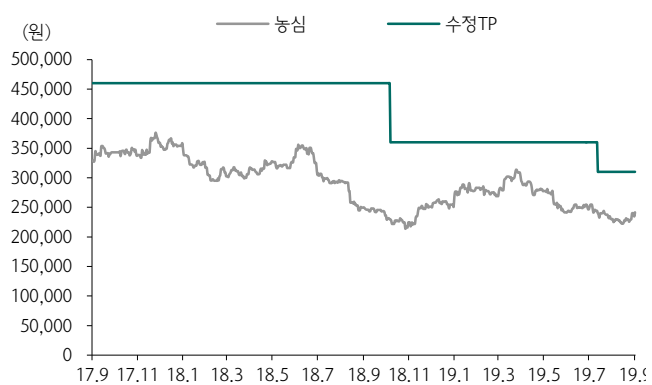
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	143,000		
17.9.12	BUY	130,000	-18.76%	-15.77%
17.8.28	BUY	120,000	-6.71%	-3.33%

오리온



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.8	BUY	120,000		
17.11.15	BUY	160,000	-30.17%	-3.13%
17.11.6	BUY	140,000	-15.54%	-11.79%
17.9.12	BUY	120,000	-18.67%	-5.42%
17.9.4	BUY	105,000	-17.70%	-16.86%

농심



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.16	BUY	310,000		
18.10.10	BUY	360,000	-26.88%	-12.92%
17.9.4	BUY	460,000	-31.29%	-18.26%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 09월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.