

음식료/식자재

척박한 땅에 피어나는 꽃

2017. 5. 23

키움증권 



음식료
Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com



Summary

>>> 2017년 하반기 전망

- 1) 곡물가격 안정화, 2) 가격인상, 3) 내수경기 회복으로 인해, 실적 모멘텀 회복 흐름 전망
- 중국 시장 영업 환경 악화는 다소 부담스러운 부분이나, 사드 관련 이슈는 점차 완화되는 흐름
- 식자재유통, HMR, 건강기능식품 등 국내 고성장 산업에 대한 관심 높아질 가능성

>>> 식자재유통: 척박한 땅에 피어나는 꽃

- 내수경기와 소비심리 회복에 따른 외식경기 Bottom-out 기대
- 대형 거점 거래선 중심에서 중소형 거래선 확장을 통한 물류 운영 효율성 제고 기대
- 유통 단계 효율화, 상품경쟁력 강화 등을 통한 수익성 제고 기대

>>> Top Picks: CJ제일제당, CJ프레시웨이

- CJ제일제당: 1) 식품부문의 수익성 회복, 2) 가공식품의 고성장, 3) 글로벌 M&A 기대감
- CJ프레시웨이: 1) 외식경기 반등 기대감, 2) 물류 운영 효율성 제고, 3) 프레시원 수익성 개선

Part I | 2017년 하반기 전망

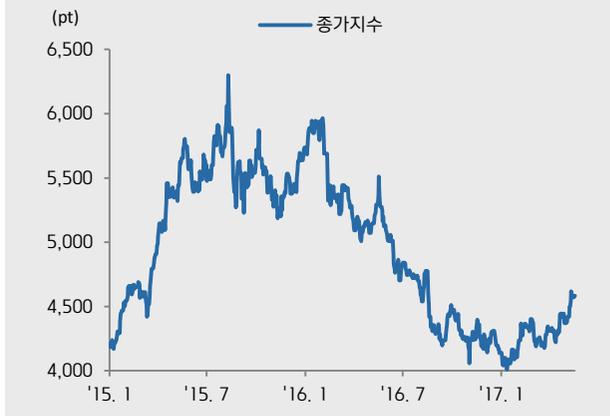


1) 2017년 상반기 Review

◎ 2017년 상반기 Review

- 음식료 업종지수와 업종 밸류에이션 모두 상승 반전
- 1) 신제품 역기저 해소, 2) 원가율 악화 우려 완화, 3) 주요 기업의 지배구조 변화 기대감이 핵심 요인
- 신제품 역기저 효과는 4Q16부터 완화 시작
- 라니냐 우려 완화되면서, 곡물가격이 하락 반전하기 시작하였고, 주요 품목에 대한 가격인상 지속
- 롯데그룹, 오리온, 매일유업은 인적분할 이후 기업가치 상승 기대감이 있었음

음식료 업종지수 추이



자료: Fn Guide

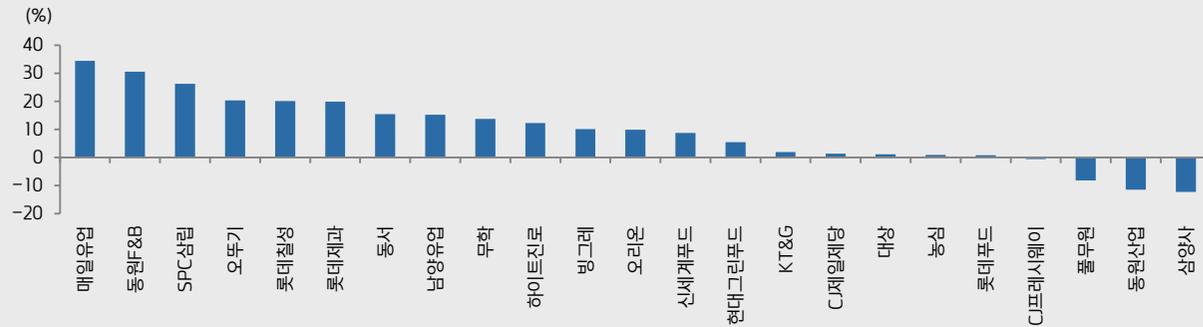
음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: Fn Guide

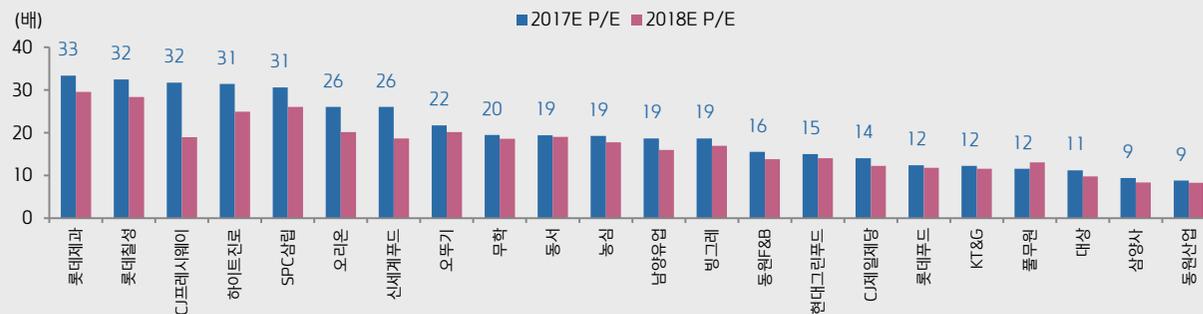
1) 2017년 상반기 Review

주요 기업 YTD 주가수익률 현황 (5/19 기준)



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황 (5/19 기준)



자료: Fn Guide

2) 2017년 하반기 전망 및 투자전략

◎ 2017년 하반기 전망

- 1) 곡물가격 안정화, 2) 가격인상, 3) 내수경기 회복으로 인해, 실적 모멘텀 회복 흐름 전망
- 중국 시장 영업 환경 악화는 다소 부담스러운 부분이나, 사드 관련 이슈는 점차 완화되는 흐름
- 식자재유통, HMR, 건강기능식품 등 국내 고성장 산업에 대한 관심 높아질 가능성
- 주요 Firm-specific issue: CJ그룹의 M&A 강화, 주요 기업의 지주사 전환(롯데, 오리온, 매일유업)

◎ 2017년 하반기 Top Picks

- 대형주: CJ제일제당 최선호. 1) 식품부문의 수익성 회복, 2) 가공식품의 고성장, 3) 글로벌 M&A 기대감
- 중소형주: CJ프레시웨이 최선호. 1) 외식경기 반등 기대감, 2) 물류 운영 효율성 제고, 3) 프레스원 수익성 개선
- 가격인상 효과와 라면 시장 경쟁강도 완화가 기대되는 농심에 대한 관심 유효

음식료 2H17 이익결정변수 Summary

| 변수 | 변수의 방향성 | 주요 소업종별 점검 |
|------|---------|---|
| Q | 긍정적 | <ul style="list-style-type: none"> • 수출경기 호조, 소비심리 회복 등에 따른 내수경기 회복 기대 • 외식경기 반등에 따른 식자재유통 업체 수혜 전망 • 커피믹스 신제품, HMR/건강기능식품의 구조적 성장 지속도 긍정적 |
| P | 중립적 | <ul style="list-style-type: none"> • 정제당, 라면, 장류/조미료 가격인상 효과 기대 • 가격인상 이후 3년이 경과한 양산빵, 소스류, 육가공, 유제품, 커피믹스 등에 관심 |
| C | 긍정적 | <ul style="list-style-type: none"> • 기상이변 가능성 축소되면서, 곡물가격 안정화 추세 • 원당 투입단가 하락 효과에 의해, 정제당 업체 수익성 확대 구간 진입 전망 |
| 해외 | 부정적 | <ul style="list-style-type: none"> • 중국 사드 우려는 점차 완화 기대되나, 단기적인 매출 감소와 마케팅 투자 증가는 불가피 • 오리온, CJ제일제당, 농심, KT&G 등은 중국 외의 글로벌 시장 다각화 노력 지속 |
| 경쟁강도 | 중립적 | <ul style="list-style-type: none"> • 라면: 프리미엄 신제품 마케팅 완화, 2위 이하 업체의 가격인상 가능성에 주목 • 빙과: 가격정찰제 이후 과도한 출혈 경쟁 완화 추세 |

자료: 키움증권 리서치

3) 이익결정변수 점검: Cost

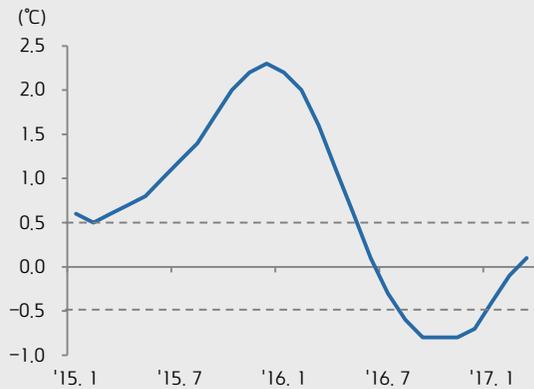
◎ 곡물가격 안정화

- ONI 지수 정상화 → 라니냐 가능성 축소, 곡물가 상승에 betting 한 투기세력 약화
- 글로벌 곡물 공급 전망이 상향 안정화 되며, 재고비율 상승 추세 전망

◎ 원당 투입단가 하락에 관심

- 2016년 하반기 이후, 원당 선물시세는 \$250/톤에서 최대 \$500/톤 레벨까지 상승
- 정제당 업체들 3Q16부터 전년동기 대비 수익성 악화 진행되었으나, 시차를 두고 판가 전가 시작
- 올해 하반기부터 수익성 확대 구간 진입 전망
- 관심종목: CJ제일제당, 삼양사

월간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

3) 이익결정변수 점검: Cost

옥수수/소맥 선물시세 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대두/원당 선물시세 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

분기별 평균 원/달러 환율 및 곡물가격 추이 및 가정

| 구분 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 환율(원/달러) | 1,201 | 1,163 | 1,121 | 1,157 | 1,154 | 1,131 | 1,118 | 1,118 |
| (YoY) | 9% | 6% | -4% | -0% | -4% | -3% | -0% | -3% |
| 옥수수(\$/Ton) | 143 | 154 | 131 | 137 | 143 | 143 | 146 | 146 |
| (YoY) | -6% | 7% | -13% | -7% | 0% | -7% | 12% | 7% |
| 소맥(\$/Ton) | 171 | 173 | 149 | 148 | 158 | 156 | 157 | 157 |
| (YoY) | -11% | -7% | -21% | -18% | -8% | -10% | 5% | 6% |
| 대두(\$/Ton) | 323 | 388 | 373 | 367 | 375 | 350 | 359 | 359 |
| (YoY) | -11% | 9% | 7% | 14% | 16% | -10% | -4% | -2% |
| 원당(\$/Ton) | 317 | 375 | 447 | 459 | 433 | 355 | 359 | 359 |
| (YoY) | 2% | 37% | 79% | 42% | 36% | -5% | -20% | -22% |

자료: Fn Guide, Bloomberg, 키움증권 리서치

4) 이익결정변수 점검: Price

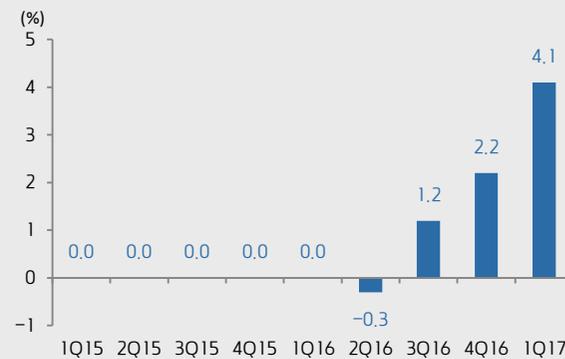
◎ 가격인상 효과에 대한 기대

- 가격인상에 따른 매출 증가 효과 > 마케팅 비용 증가 효과 => 실적 개선
- 정제당, 라면, 장류, 조미료 등의 가격인상으로 관련 업체들의 수익성 개선 전망
- 정제당: CJ제일제당, 삼양사, 대한제당
- 라면: 농심, 오뚜기, 삼양식품
- 장류/조미료: CJ제일제당, 대상

◎ 가격인상한지 오래된 품목은?

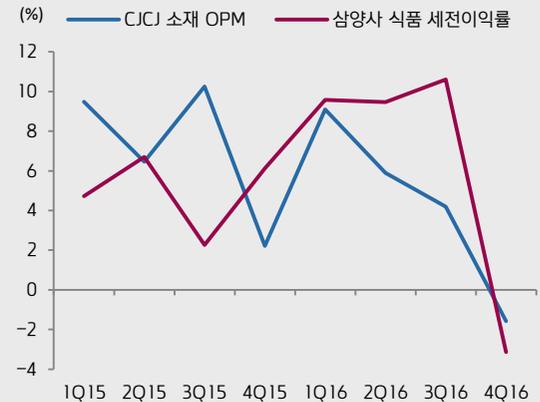
- 양산빵, 소스류, 육가공, 백색시유, 조제분유, 커피믹스 등은 마지막 가격인상 이후 3년이 경과한 품목
- 업체들 수익성과 품목별 경쟁강도에 따라, 하반기에 가격인상 진행될 가능성에 주목해야 할 것

정제당 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

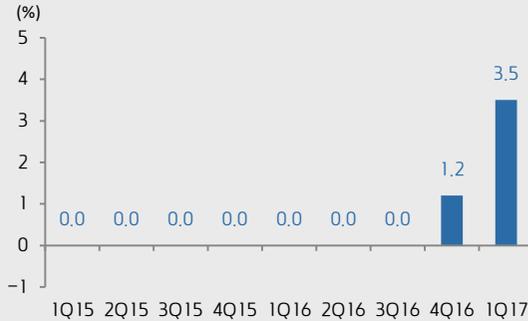
CJ제일제당/삼양사 수익성 추이



자료: Bloomberg

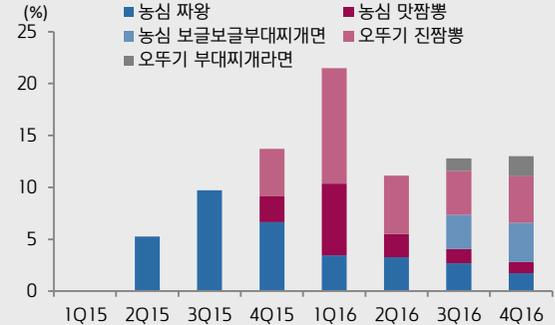
4) 이익결정변수 점검: Price

라면 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

농심/오뚜기 프리미엄 라면 MS 추이



자료: 링크아즈텍, 키움증권 리서치

주요 가공식품 최근 가격인상 동향

| 주요 가공식품 | 최근 가격인상 내용 | 주요 가공식품 | 최근 가격인상 내용 |
|---------|--|---------|--|
| 담배 | 2015. 1: 담배 세금 인상에 따른 소매가 인상(약 +80%) | 장류 | 2017. 3: CJ제일제당 가격인상 / 2017. 4: 대상 가격인상 |
| 라면 | 2016. 12: 농심 +5.5% 인상 / 2017. 5: 삼양식품 +5.4% 인상 | 조미료 | 2017. 3: CJ제일제당 다시다 가격인상 |
| 제과 | 2017. 3 ~ 7: 롯데제과, 크라운제과, 농심 가격인상 | 소스류 | 2011. 2: 오뚜기 케첩/마요네즈 가격인상 |
| 빙과 | 2017. 3 ~ 5: 롯데제과, 해태제과, 빙그레 가격인상 | 참치캔 | 2017. 2: 동원F&B +5.1% 인상 |
| 양산빵 | 2014. 2: SPC삼립 평균 +6.4% 인상 | 육가공 | 2014. 6: CJ제일제당, 롯데푸드, 동원F&B 캔햄 +9~10% 인상 |
| 사이다 | 2016. 11: 코카콜라 가격인상 / 2017. 5: 롯데칠성 가격인상 | 백색시유 | 2013. 8 ~ 9: 서울우유, 매일우유, 남양우유 +8~10% 인상 |
| 커피음료 | 2017. 5: 롯데칠성 레쓰비 +5.9% 가격인상 | 조제분유 | 2014. 4: 남양우유 +8~11% 인상 / 2013. 1: 매일우유 +8% 인상 |
| 소주 | 2015. 11 ~ 2016. 1: 소주 3사 출고가 +5~6% 인상 | 커피믹스 | 2014. 7: 동서식품 맥심 등 커피가격 평균 4.9% 인상 |
| 맥주 | 2016. 11 ~ 12: OB/하이트 출고 +6% 내외 인상 | | |

자료: 언론보도, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

5) 이익결정변수 점검: Quantity

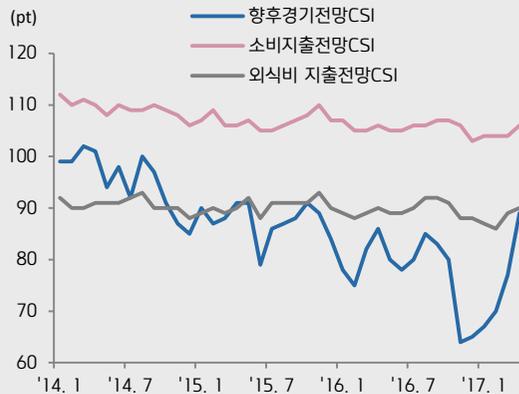
◎ 내수경기 회복 가능성

- 수출경기 호조 이후 내수 소비 반등 가능성
- 전세가격 상승세 완화되면서, 가계가 미래 주거에 대한 대비보다는 현재 소비를 증시할 가능성
- 대통령 탄핵 정국 전개 이후, 소비심리 부진하였기 때문에, 작년 하반기 내수 소비 부진 -> 올해 하반기 기저효과로 작용
- 조기 대선 이후 정치적 안정, 글로벌 경기 호조, 내년 초 평창 동계올림픽으로 이어지는 선순환 기대

◎ 음식료 업종에 대한 영향

- 음식료는 필수소비재 성격이 강하기 때문에, 내수경기에 대한 민감도는 낮은 편
- 다만, 외식 소비는 경기에 비교적 민감한 편
- 외식 경로에 대한 매출 비중이 높은 식자재유통 산업이 수혜를 볼 가능성이 높음

소비자심리 동향



자료: 한국은행

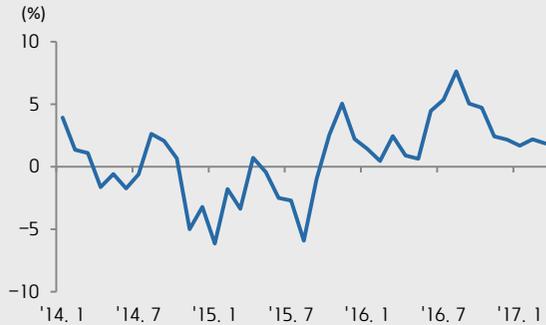
수출 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

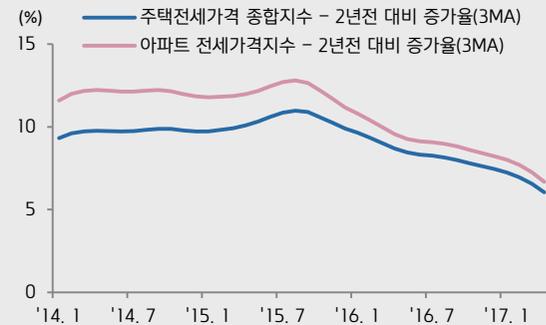
5) 이익결정변수 점검: Quantity

백화점 SSSG 추이(3MA)



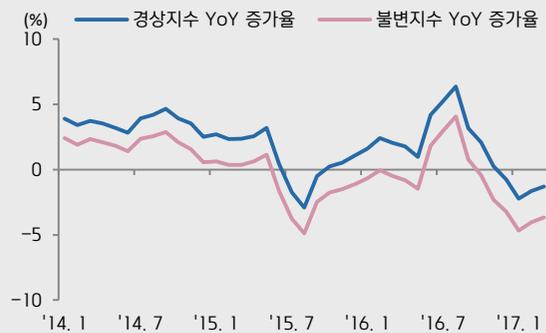
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

전세가격지수 상승률 추이



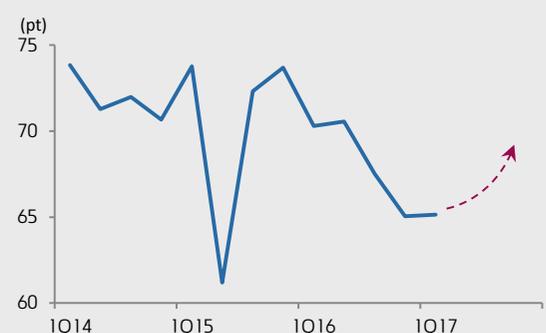
자료: KB부동산, 키움증권 리서치

음식점 및 주점업 소매 판매액 지수 YoY(3MA)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

외식업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 키움증권 리서치

6) 이익결정변수 점검: 경쟁강도 및 구도

◎ 경쟁강도 하락

- 라면: 1) 프리미엄 신제품 마케팅 완화, 2) 2위 이하 업체의 가격인상 가능성에 주목
- 빙과: 가격정찰제 이후 과도한 출혈 경쟁 완화 추세

◎ 경쟁구도 변화

- 하이트진로와 롯데칠성이 각각 맥주 신제품 출시
- 하이트진로의 가성비 맥주 'Filite'는 가정용 시장 공략 계획
- 롯데칠성의 'Fitz'는 업소용 시장 공략 계획(소맥 소비 공략)
- 단기적으로 양사 모두 MS 상승 기대감 존재하는 가운데, 실적 모멘텀은 하이트진로가 양호할 전망(인건비 축소 효과 때문)

농심/오뚜기 분기별 OPM 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

롯데칠성과 하이트진로의 맥주 신제품



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

7) 이익결정변수 점검: 해외

◎ 중국 사드 우려는 점차 완화 전망

- 오리온, 농심, 조제분유 수출 업체의 3월 이후 중국 매출 급락
- 매출 급락과 매대 MS 하락으로 인해, 단기적 실적 급락 불가피(매출 감소 / 마케팅 투자 증가 우려)
- 다만, 국내 조기 대선 이후 정치적/외교적 안정으로, 사드 관련 우려는 점차 완화 전망(PER의 회복)

◎ 업체들의 글로벌 시장 다각화 노력 지속

- 오리온(베트남/러시아): 초코파이, 감자스낵 중심으로 채널 확대 지속
- CJ제일제당(미국/동남아): 미국 Mainstream 채널 확대, 동남아 식품 회사 M&A
- 농심(미국): Mainstream 채널 확대, 다양한 신제품 출시
- KT&G(동남아/남미): 중동 의존도 낮추기 위해, 신시장으로 다각화

오리온 중국 매출 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

농심 중국 매출 추이 및 전망



자료: 농심, 키움증권 리서치

Part II 식자재유통:

척박한 땅에 피어나는 꽃



1) 식자재유통 투자포인트

- ◎ 식자재유통 투자포인트
 - 내수경기와 소비심리 회복에 따른 외식경기 Bottom-out 기대
 - 대형 거점 거래선 중심에서 중소형 거래선 확장을 통한 물류 운영 효율성 제고 기대
 - 유통 단계 효율화, 상품경쟁력 강화 등을 통한 수익성 제고 기대
- ◎ 업종 Top Pick은 CJ프레시웨이. 중장기적으로 SPC삼립의 잠재력에 관심
 - CJ프레시웨이: 1) 중소형 거래선 확장 본격화, 2) 프레스원 수익성 개선 기대
 - SPC삼립: 1) Captive 물량 기반 외식 FC 확대 지속, 2) 물류 운영 효율성 기반으로 안정적 외형 성장 가능

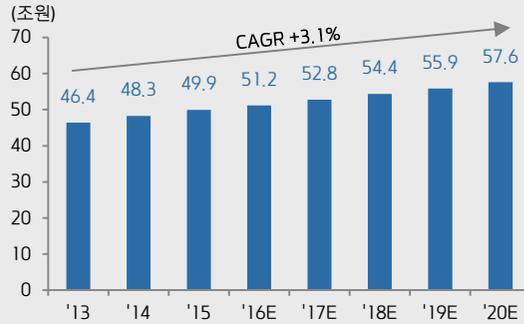
식자재유통 관련 주요 상장기업 현황

| 종목명 | 현재가 5/19 | PER(배) | | EV/EBITDA(배) | | PBR(배) | | ROE(%) | | 배당수익률(%) | | 시가총액 (십억원) |
|---------|-------------|--------|------|--------------|------|--------|------|--------|------|----------|------|---------------|
| | | '17E | '18E | '17E | '18E | '17E | '18E | '17E | '18E | '17E | '18E | |
| CJ프레시웨이 | 38,800 | 31.8 | 19.0 | 12.7 | 10.7 | 2.3 | 2.1 | 7.5 | 11.6 | 0.5 | 0.5 | 461 |
| SPC삼립 | 214,000 | 30.6 | 26.1 | 17.9 | 15.8 | 5.2 | 4.5 | 18.9 | 18.7 | 0.5 | 0.5 | 1,847 |
| 대상 | 26,700 | 11.2 | 9.8 | 6.8 | 5.6 | 1.1 | 1.0 | 9.3 | 10.2 | 1.5 | 1.5 | 925 |
| 동원F&B | 258,500 | 15.6 | 13.9 | 8.3 | 7.4 | 1.6 | 1.5 | 10.9 | 11.2 | 1.0 | 1.0 | 998 |
| 신세계푸드 | 160,500 | 26.0 | 18.7 | 10.8 | 8.7 | 2.0 | 1.8 | 7.8 | 10.0 | 0.4 | 0.4 | 622 |
| 풀무원 | 129,000 | 11.6 | 13.1 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 491 |
| 현대그린푸드 | 16,250 | 15.0 | 14.1 | 9.0 | 8.3 | 0.9 | 0.9 | 6.8 | 6.8 | 0.4 | 0.4 | 1,588 |

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

2) 식자재유통 산업 개요

국내 식자재유통 시장규모 추이 및 전망



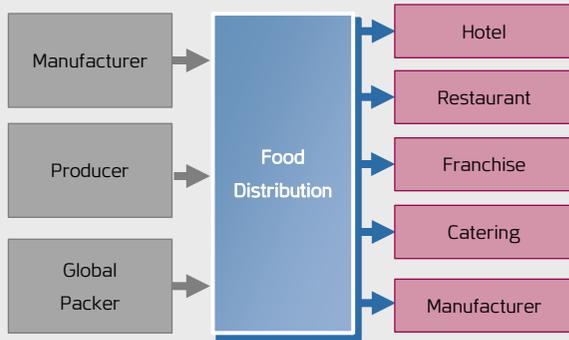
자료: CJ프레시웨이

기업형 유통업체 점유율 추이



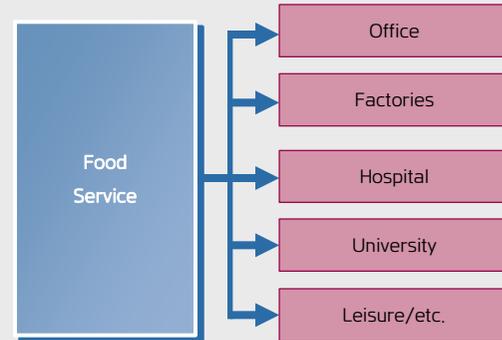
자료: CJ프레시웨이

식자재유통 비즈니스 모델



자료: CJ프레시웨이

단체급식 비즈니스 모델



자료: CJ프레시웨이

3) 외식경기 Bottom-out 기대

◎ 외식경기 Bottom-out 기대

- 작년 하반기 이후 대규모 정치 집회로 인한 외식경기 급락 이후 반등 가능성 주목
- 수출경기 호조, 전세가격 상승세 완화에 따른 내수경기 반등 기대감
- 기존 보유 거래선의 매출 회복에 따른 외형 확대 및 물류 운영 효율성 개선 기대

◎ 종목별 영향 분석

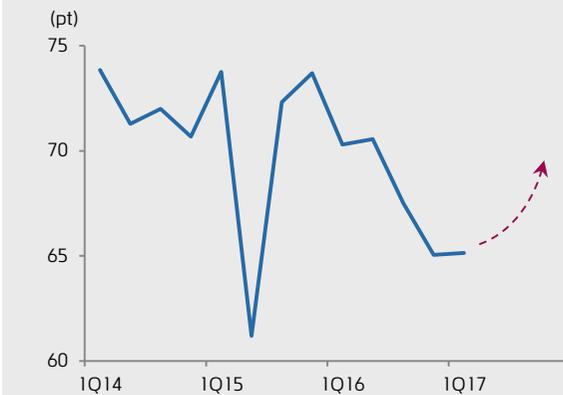
- 아직 기업형 식자재유통의 점유율이 높지 않기 때문에, 국내 전체 외식경기에 반드시 영향을 받는다고는 할 수 없음
- 다만, 매출 규모가 크고, 경로의 속성이 외식경기에 민감할 수록, 외식경기에 민감할 수밖에 없음
- 따라서, 매출 규모와 경로 속성 측면에서 CJ프레시웨이가 외식경기 반등에 따른 수혜가 가장 높을 것으로 판단

음식점 및 주점업 소매 판매액 지수 YoY(3MA)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

외식업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 키움증권 리서치

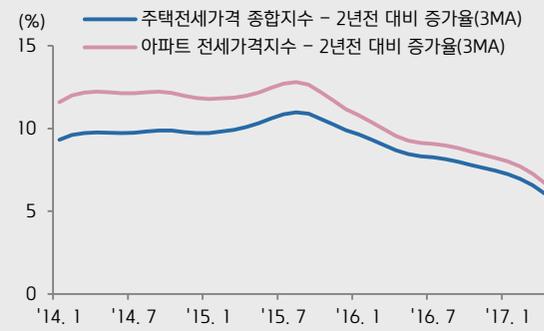
3) 외식경기 Bottom-out 기대

수출 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

전세가격지수 상승률 추이



자료: KB부동산, 키움증권 리서치

경로 속성에 따른 외식경기 민감도 분석

| 종목명 | 외식경기 민감도 | 경로 속성 분석 |
|---------|----------|--|
| CJ프레시웨이 | 높음 | 외식 FC, 일반레스토랑, 푸드빌 외식 매장 경로 비중이 커서, 외식경기 민감도 높은 편으로 추산 |
| SPC삼립 | 중간 | Captive 매출에서 베이커리 비중이 크기 때문에, 외식경기 민감도는 높지 않을 것으로 판단 |
| 대상 | 높음 | 외식 FC, 중소식당 비중 높아서, 외식경기 민감도 높은 편으로 추산 |
| 동원F&B | 중간 | 외식 FC 비중이 확대되고 있어서, 외식경기 민감도 높아지고 있는 것으로 판단 |
| 신세계푸드 | 중간 | 대형마트 1차상품 유통은 외식경기에 둔감하나, 직접 외식 매장을 운영하고 있는 부분이 있음 |
| 풀무원 | 중간 | 이씨엠디는 개방형 컨디션 비중이 높아서 외식경기에 민감하지만, 푸드머스는 Kids 경로 비중이 커서 외식경기에 둔감 |
| 현대그린푸드 | 낮음 | 산업체 급식, 백화점 식품관 매출 비중이 높아서, 외식경기 민감도는 낮은 것으로 판단 |

자료: 키움증권 리서치

4) 식자재유통 기업화 전략

◎ 식자재유통 기업화 전략

- 단체급식과 외식 FC 경로 확대를 통한 대형 거점 거래선 확보 중요. 최근에는 시장 규모 커지는 외식 FC 주력
- 대형 거점 거래선 확보를 통해, 인접한 중소형 거래선에 대한 서비스(물류) 경쟁력 확보 가능
- 권역별로 물류망이 촘촘해지고, 물류 운영 효율성 제고되면서, 수익성 Level-up

◎ 업체별 동향

- 대부분의 업체들은 외식 FC 중심의 대형 거점 거래선 확보에 주력하는 모습
- CJ프레시웨이는 1) 기업형 다점포 식당 육성, 2) 일반 레스토랑 경로 확대를 통해, 중소형 거래선 강화하는 추세

식자재유통 기업화 흐름



자료: 키움증권 리서치

4) 식자재유통 기업화 전략: 대형 거래선 영업 기반 구축

식자재유통 경로별 특징

| 경로 | 특징 |
|------|---|
| 호텔 | <ul style="list-style-type: none"> • 식수의 변동성이 있으나, 요구하는 식재료의 Quality가 높은 편 • 현대화된 유통 인프라 갖추고 있어, 기업화 정도 높은 편 |
| 단체급식 | <ul style="list-style-type: none"> • 변동성이 낮은 식수를 안정적으로 확보할 수 있다는 점에서 긍정적 • 단체급식 시장에서 위탁 비중은 30% 수준 추산(연평균 성장률 5%) • 다만, 위탁급식 시장은 산업체 Captive 중심으로 이미 기업화 된 시장 |
| 외식 | <ul style="list-style-type: none"> • 식수의 계절성과 변동성이 높고, 경기에 민감한 편 • 소득수준의 성장에 따라, 체인화/대형화 추세 심화(연평균 성장률 7%) • 기업형 유통에 대한 Needs 늘어나고 있고, 기업화 정도가 낮은 편 • 다만, 중소형사당은 진입 초기에 규모의 경제 확보하기 어려움 |

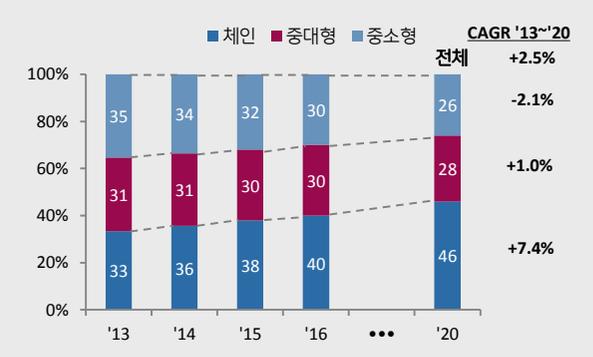
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

대형 외식 프랜차이즈의 Needs



자료: 키움증권 리서치

외식 식자재 경로구성 Trend



자료: CJ프레시웨이

외식업 프랜차이즈 산업 현황

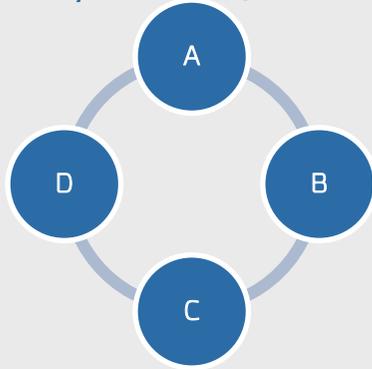
□(단위: 개, %)

| 구분 | '12 | '13 | '14 | '15 | '16 | CAGR '12~'16 |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------|
| 가맹본부수 | 1,810 | 2,089 | 2,521 | 2,865 | 3,219 | 15.5 |
| 브랜드수 | 2,246 | 2,623 | 3,142 | 3,587 | 4,017 | 15.6 |
| 가맹점수 | 72,903 | 84,046 | 88,953 | 99,544 | 106,890 | 10.0 |
| 직영점수 | 3,235 | 3,959 | 4,432 | 5,131 | 5,506 | 14.2 |

자료: 공정거래위원회, 키움증권 리서치

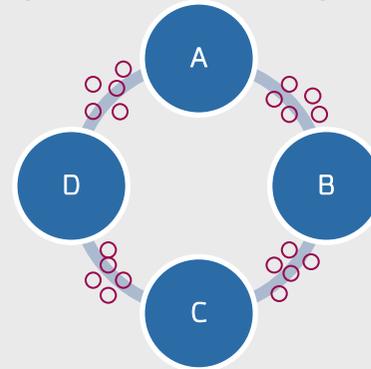
4) 식자재유통 기업화 전략: 중소형 거래선으로의 침투

대형 거래선 Only vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치

대형/중소형 거래선 Mix vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치

거래선 규모에 따른 경로 유형과 특징

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

자료: 키움증권 리서치

4) 식자재유통 기업화 전략: 업체별 역량 비교

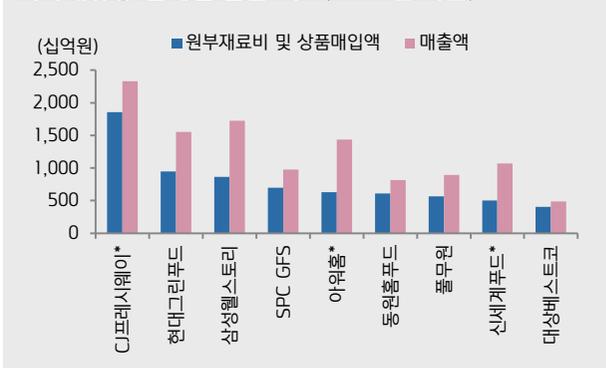
식자재유통 업체별 영업 현황

| 회사명 | 그룹의 기본 역량 | 대형 거래선 | 거래선 확장 경과 | 특징 |
|---------|--|----------------------|---|--------------------------|
| CJ프레시웨이 | Captive 가공식품 푸드빌 외식 FC 대한통운 물류 인프라 | 다양한 단체급식 경로 외식 FC | 프레시원 거점/분점 출점 기업형 다점포 식당 육성 일반 레스토랑 경로 확대 | 대형 거래선에서 중소형 거래선으로 확장 시작 |
| 현대그린푸드 | 범 현대가 Captive | 산업체 급식 백화점 식품관 | 외식 매장 운영 외식 FC 확대 | 대형 거래선 중심의 안정적 운영 |
| SPC GFS | 파리바게트 물류 인프라 | SPC 외식/베이커리 FC | Captive 거래선 확대 외식 FC 확대 | 중소형 거래선 확장 기반 구축 |
| 동원홈푸드 | Captive 가공식품 동원산업 물류 인프라 | 외식 FC 확보해 나가는 중 | 외식/급식/에듀 경로 확대 | 대형 거래선 확보 중 |
| 풀무원 | 산선식품 물류 인프라 | 컨세션, Kids 경로 | 대형 컨세션 수주(고속도로 휴게소 등) | 대형 거래선 확보 중 |
| 신세계푸드 | 대형마트 물류 인프라 | 이마트 | 외식 매장 운영 외식 FC 확대 | 대형 거래선 중심의 안정적 운영 |
| 대상베스트코 | Captive 가공식품 | 외식 FC 확보해 나가는 중 | 외식 FC 확대 C&C 점포 확대 | 대형 거래선 확보 중 |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 풀무원=이씨엠디+푸드머스

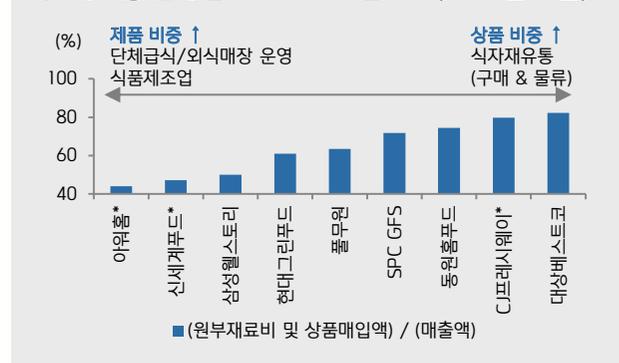
식자재유통 업체별 볼륨 비교(2016년 기준)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) * 표시된 기업은 연결기준. 나머지는 별도기준, 2) 풀무원=이씨엠디+푸드머스

식자재유통 업체별 비즈니스 모델 비교(2016년 기준)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) * 표시된 기업은 연결기준. 나머지는 별도기준, 2) 풀무원=이씨엠디+푸드머스

5) 식자재유통 기업화 전술

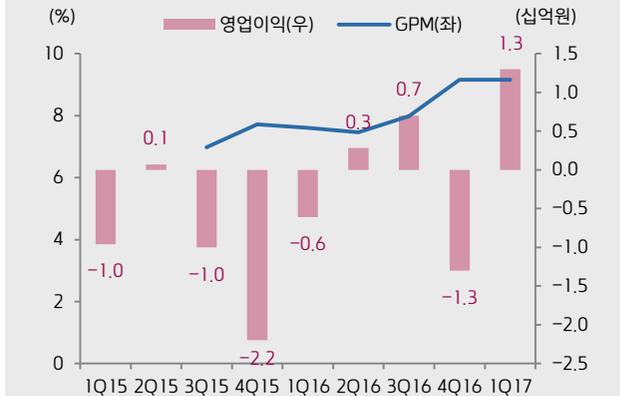
◎ 식자재유통 기업화 전술

- 직영경로 확대를 통한 유통단계 효율화 → 수익성 Level up
- 상품경쟁력 강화를 통한 SKU 구색 강화 → One-Stop 서비스 역량 강화, 핵심 상품 제조를 통한 수익성 제고

◎ 업체별 동향

- 유통단계 효율화: CJ프레시웨이의 프레시원 직영경로 확대
- B2B 제조 역량 강화: CJ프레시웨이의 송림푸드(소스류), 동원홈푸드의 삼조셀텍(소스류)
- 1차상품 소싱 강화: CJ프레시웨이의 산지 계약재배 확대(1차상품), 동원홈푸드의 금천(축산유통)
- 글로벌 소싱처 확보: CJ프레시웨이(중국/베트남/남미 등), SPC삼립(중국 등)

프레시원 연결법인 실적 추이



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

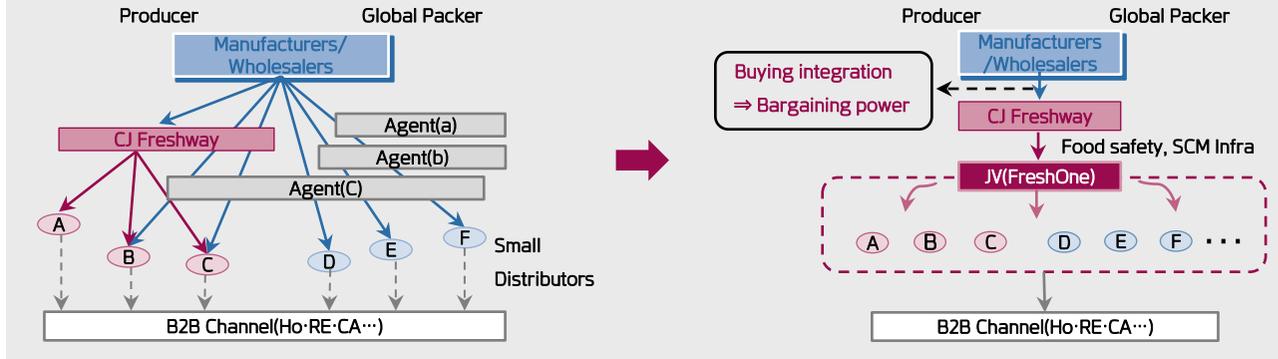
2016년 CJ프레시웨이/프레시원 주요 법인 OPM



□자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

5) 식자재유통 기업화 전술: 유통단계 효율화

CJ프레시웨이 식자재유통 사업구조 변화: 직영경로 강화에 따른 유통단계 효율화



자료: CJ프레시웨이

프레시원 법인 현황

| 종속기업 | CJ 프레시웨이 지분율 (1Q17말 기준, %) | 2차 거점/분점 |
|-------------|----------------------------|----------|
| (주)프레시원인천 | 100.0 | |
| (주)프레시원광주 | 91.4 | 목포 |
| (주)프레시원남서울 | 87.7 | |
| (주)프레시원중부 | 72.9 | 청주 |
| (주)프레시원대구경북 | 71.2 | 경주 |
| (주)프레시원동서울 | 63.3 | 춘천 |
| (주)프레시원강남 | 51.8 | |
| (주)프레시원부산 | 51.0 | 울산 |
| (주)프레시원전북 | 51.0 | 전주 |

자료: CJ프레시웨이, 금융감독원 전자공시시스템

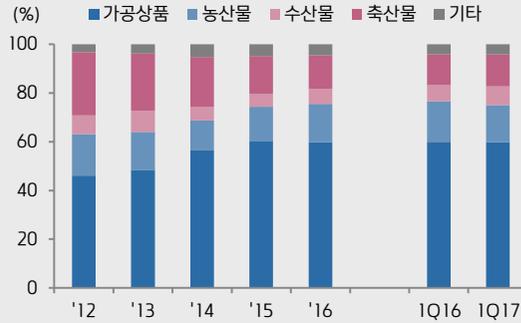
CJ프레시웨이 영업조직 개편 내용

| 구분 | 개편 내용 |
|---------|---|
| 영업조직 형태 | 경로형태 중심 → 지역(권역) 중심 |
| 주요 내용 | 중앙 통제/관리에서 지역통합 운영체계로 변경 |
| 개편 목적 | - 수도권 집중화된 영업 형태의 전국 분산 추진 - 각 지역별 차별화 전략 구사 - 권역별 운영 인프라 최적 활용 |
| 기대 효과 | - 생산성 기반의 인력 재배치(FW 본사 영업인력 투입) - 수도권 지역의 경로간 통합으로 배송차량 운영 효율 극대화 |

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

5) 식자재유통 기업화 전술: 상품경쟁력 강화

CJ프레시웨이 상품 매출 Mix 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

동원홈푸드 삼조셀렉트 실적 추이



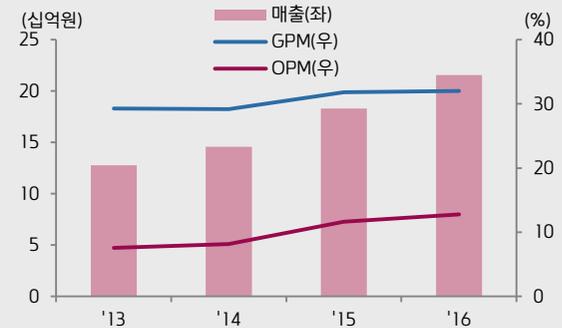
자료: 동원F&B, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 산지 계약재배 추진 현황

| | |
|--------------|---|
| 목적 | <ul style="list-style-type: none"> 계약재배를 통해 품질이 좋은 농산물을 안정적으로 확보 산지 직거래를 통한 유통단계 효율화 농가와 초과이익의 공유를 통해 Win-Win 도모 |
| 규모 | <ul style="list-style-type: none"> 2016년 연간 1,200억원 수준의 농산물 구매(강릉, 제주 등) 쌀을 포함, 양파, 딸기, 무, 감자 등 모두 9개 품목을 계약재배 |
| 향후 계획 | <ul style="list-style-type: none"> 올해 계약재배 면적을 전년대비 약 3배 수준으로 확대 목표 계약재배 농가도 560여개에서 800여개로 늘어날 전망 |

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치 정리

송림푸드 실적 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

6) 주요 기업 동향: CJ프레시웨이

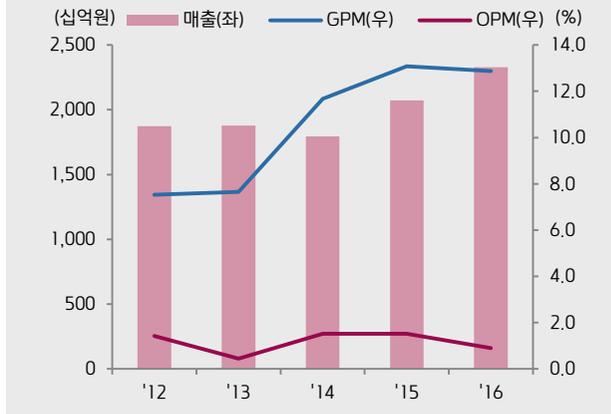
◎ 최근 동향

- 2016년은 1) 외식경기 부진, 2) 대규모 인력 충원, 3) 인프라 투자 확대로 전반적으로 수익성이 부진했었음
- 지난 해, 프레시원 등에 대한 기업투자 650억원 단행. 작년 말, 영업조직을 경로형태 중심에서 권역 중심으로 개편
- 작년 말, 송림푸드 인수하면서 B2B 소스 제조 역량 강화하였고, 해외는 중국과 베트남 지역 유통 확대 중
- 외식 FC 거래처 수 외에도 일반 레스토랑 거래처 수가 급격히 늘어나고 있음(YoY +50% 내외)

◎ 향후 전망

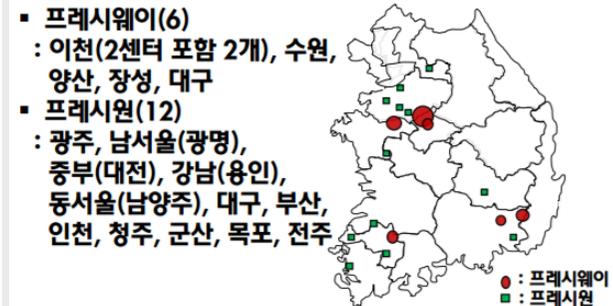
- 대형 식당 거래처 외에도 중소형 식당 거래처를 꾸준히 늘려나가면서, 물류 운영 효율성 제고될 것으로 기대
- 프레시원 자본율 확대 이후, 프레시웨이 본사 영업인력을 활용하여 직영경로 강화하고, 사업구조 정비할 것으로 기대
- 경영진 교체 이후, 내실 있는 수주 바탕으로 수익성 중심의 운영 전망

CJ프레시웨이 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 연결기준

CJ프레시웨이 물류 인프라 현황



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: SPC삼립(SPC GFS)

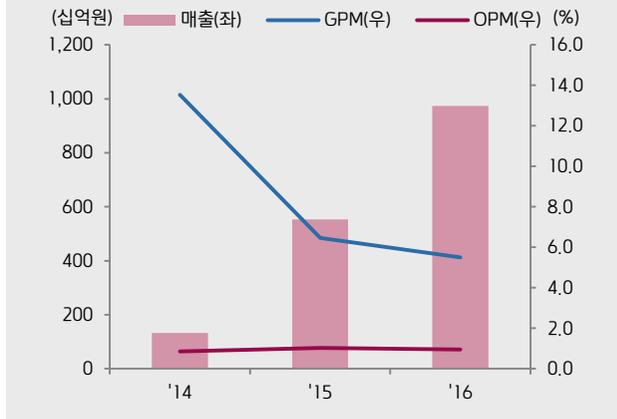
◎ 최근 동향

- 2016년은 Captive 유통 확대를 통해, 전사 매출이 전년동기 대비 76% 성장
- Captive 물량 성장의 한계 때문에, 외식 FC 경로 강화하면서, 외부물량 비중 늘려가고 있는 단계
- 현재 중국 파리바게뜨를 100% 커버하고 있음(구매 역량만 담당. 물류는 현지 법인에서 아웃소싱)

◎ 향후 전망

- 외식 FC 경로 중심으로 외부 매출 비중을 40~50% 수준까지 확대할 계획
- 파리바게뜨 6천개 매장에 덧붙여서 경로를 확대하고 있어, 규모 대비 물류 운영 효율성은 높은 편. 상품 구색 확보가 중요할 듯
- 중국 파리바게뜨 매장 확대에 따라, 글로벌 매출 확대 가속화 전망(연간 900억 내외 매출 기대)

SPC GFS 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

SPC GFS 물류 인프라 현황

- 전국 23개 3온도(상온/냉장/냉동)대 물류 인프라 보유



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 동원F&B(동원홈푸드)

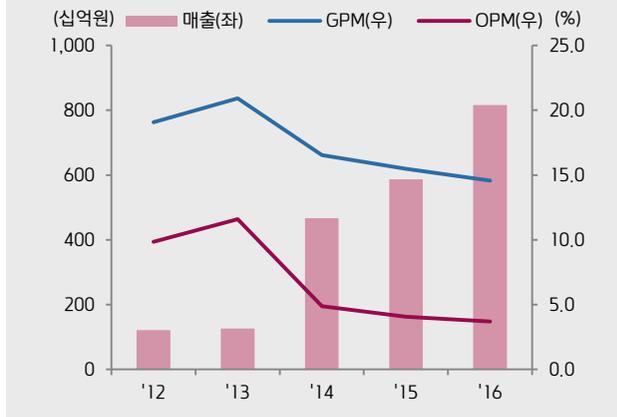
◎ 최근 동향

- 2016년은 1) 금천 인수 효과, 2) 식자재유통 외형 성장으로 영업이익의 증가
- 외식 FC, 에듀(어린이집/유치원) 경로 중심으로 식자재유통 매출 확대 중(매출 비중 53%)
- 삼조셀텍(B2B 소스 제조)과 금천(육류 유통)을 활용하여 상품 경쟁력 확보
- 2016년 중반에 인수한 더반찬(온라인 반찬 배달)은, 외형성장과 수익성 개선이 동시에 나타나고 있음

◎ 향후 전망

- 외식 FC 경로 중심으로 외형 확대 지속 전망
- 삼조셀텍의 외형 성장세를 감안한다면, 추가 증설 가능성 있음
- 부가가치가 높은 더반찬을 활용하여 기존 사업과의 시너지 도모

동원홈푸드 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

동원홈푸드 물류 인프라 현황

- 동원산업의 10여 개의 물류센터 활용 중



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 풀무원(이씨엠디/푸드머스)

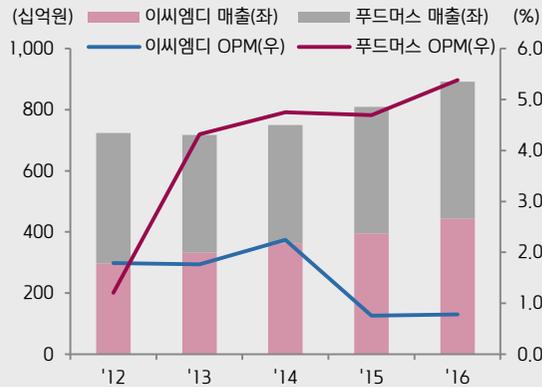
◎ 최근 동향

- 2016년은 1) 고부가가치 브랜드 식재 비중 확대, 2) Kids 경로 강점 등을 바탕으로 푸드머스 수익성 개선
- 이씨엠디는 고속도로 휴게소 등 불특정 다수를 대상으로하는 개방형 컨세션 지속 수주

◎ 향후 전망

- 실버급식 시장 진출을 통해 단체급식 경로 다양화 모색
- '바른 먹거리' 브랜드 이미지 바탕으로 고부가가치 브랜드 식재 주력

이씨엠디/푸드머스 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 각각 별도기준

엑소후레쉬물류 인프라 현황

- 국내 주요 25개 물류 거점 확보(저온 물류 전문)



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 신세계푸드

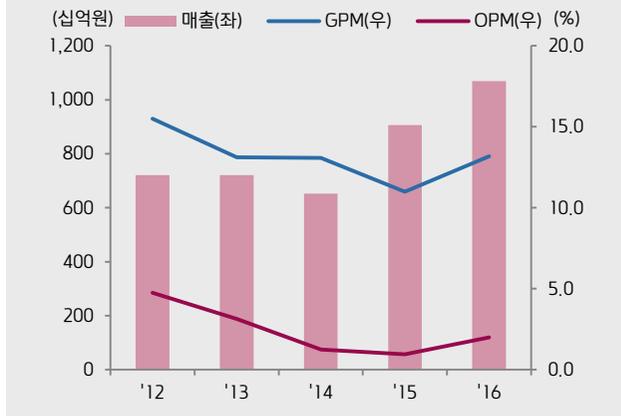
◎ 최근 동향

- 2016년은 1) 식품사업 외형 성장, 2) 적자 외식 사업장 철수, 3) 급식 단가 인상 등으로 실적 개선
- 식품사업 매출 확대는 1) 피코크 HMR 매출 확대, 2) 스타벅스향 매출 증가, 3) 신선식품 유통 확대에 기인
- 일부 외식 매장이 트렌드의 변화로 매출이 계획대비 부진한 편(올반 등)

◎ 향후 전망

- 스무디킹코리아 등 일부 브랜드를 제외한 외식 매장 출점은 최대한 자제할 계획
- 식품 제조 매출 확대를 통해, 공장 가동률을 끌어 올리고, 피코크 성과에 따라 Capa 확장 준비할 듯

신세계푸드 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 연결기준

신세계푸드 비즈니스 인프라 현황

- 6개 식품가공공장, 3개 물류센터 보유



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 현대그린푸드

◎ 최근 동향

- 2016년은 조선 업종 구조조정에 따른 식수 감소로 인해, 단체급식 부진하면서 이익 성장 정체
- 1) 범 현대가 해외 급식 확대, 2) 현대백화점 그룹 출점 영향, 3) 외식 FC 경로 확대로 외형 성장세 지속

◎ 향후 전망

- 작년에 조선업이 어려워지면서 급식 단가 동결했지만, 올해는 인상할 가능성도 있음
- 단체급식 수주는 병원/고령자 급식 경로 확대에 주력(건강식, 치료식 등)
- 올해 현대백화점 그룹 출점 효과가 줄어들 것으로 예상되나, 컨세션 운영을 통해 외형 성장 계획(광화문 교보문고 등)

현대그린푸드 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

현대그린푸드 물류 인프라 현황



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 대상(대상베스트코)

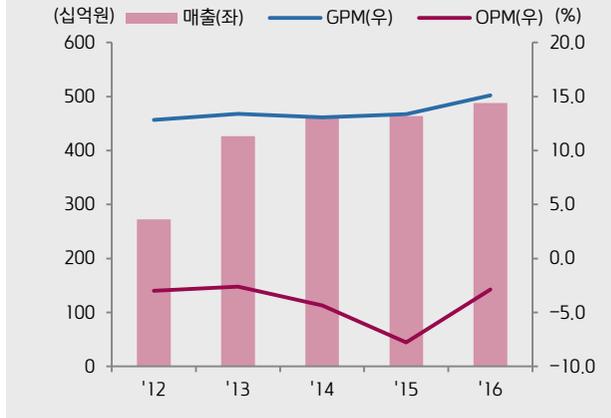
◎ 최근 동향

- 2016년은 1) 부실 거래처 조정, 2) 수익성 중심의 경영을 통해 영업적자 축소
- 외식 FC 경로에서 매출이 증가하고 있으며(매출 비중 20~30%), 대상 본사의 외식 사업부문을 영업양수하여 시너지 도모
- 작년에 수익성이 부진한 일부 C&D 점포 정리

◎ 향후 전망

- 매출 성장 재개를 위한 1) C&C 점포 출점, 2) 외식 FC/호텔 경로 수주를 추진할 계획
- 대량구매 및 그룹 통합구매 강화를 통한 수익성 개선 목표하고 있으나, 올해까지는 영업적자 불가피 할 것으로 판단

대상베스트코 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

대상베스트코 사업장 현황

| 구분 | 권역 | 사업장 |
|------|------|-------------------------------|
| 지점 | 서울경기 | 총 5 개: 고양, 양주, 상계, 목감, 광명 |
| | 강원도 | 총 3 개: 강원, 원주, 강릉 |
| | 대전충청 | 총 5 개: 오정, 대화, 신탄진, 청원, 청주 |
| | 광주전라 | 총 6 개: 전북, 각화, 수완, 목포, 여수, 광양 |
| | 대구경북 | 총 4 개: 팔달, 대명, 구미, 성서 |
| | 부산경남 | 총 4 개: 부산, 진주, 거제, 울산 |
| FC센터 | | 총 1 개: 용인물류센터 |

자료: 회사자료

Part III 업체별 투자전략

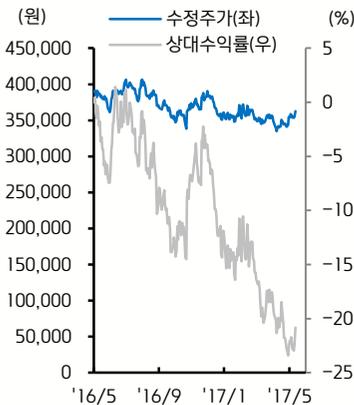


BUY (Maintain)

CJ제일제당(097950) 수익성 회복 구간 진입

주가(5/22): 366,500원/TP: 510,000원

| | | |
|---------------|------------|----------|
| KOSPI(5/22) | 2,304.03pt | |
| 시가총액 | 50,414억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 406,500원 | 335,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -10.82% | 8.21% |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 6.0% |
| | 6M | -4.6% |
| | 12M | -6.9% |
| 발행주식수 | 14,492천주 | |
| 일평균거래량(3M) | 39천주 | |
| 외국인 지분율 | 26.21% | |
| 배당수익률(17.E) | 0.69% | |
| BPS(17.E) | 258,942원 | |



◎ 식품부문 수익성 회복 구간 진입

- 설탕, 장류, 조미료 등 주요 품목의 가격인상 진행 중
- HMR 신제품 규모 확대되면서, 올해 하반기부터 수익성 턴어라운드 전망
- 원가 측면에서도 국제 원당 시세 안정화 되면서, 마진 스프레드 회복 전망

◎ 가공식품의 눈부신 성장

- 경쟁사 대비 우월한 규모, 선제적 신제품, 마케팅 능력 바탕으로, 가공식품 매출 두 자릿수 성장 지속
- 국, 탕, 찌개류 등의 HMR 본격 확대를 통해, 올해 국내 가공식품 신제품 매출 2,500억 목표
- 미국/중국/동남아 중심으로 글로벌 매출 확대 본격화

◎ 글로벌 M&A 기대감도 유호

- CJ 그룹의 Globalization 가속화에 따라, 글로벌 대형 M&A 가능성 점증될 것
- M&A 추진 과정에서 CJ헬스케어/삼성생명 지분, 부동산 가치(가양동 부지) 등이 부각 받을 수 있음

| 투자지표, IFRS연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 129,245 | 145,633 | 159,854 | 175,784 | 190,076 |
| 보고영업이익(억원) | 7,514 | 8,436 | 8,852 | 10,566 | 12,352 |
| 핵심영업이익(억원) | 7,514 | 8,436 | 8,852 | 10,561 | 12,347 |
| EBITDA(억원) | 12,350 | 13,749 | 14,500 | 16,539 | 18,645 |
| 세전이익(억원) | 3,648 | 5,284 | 6,396 | 8,157 | 10,000 |
| 순이익(억원) | 2,537 | 3,535 | 4,467 | 5,547 | 6,800 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,893 | 2,759 | 3,624 | 4,238 | 5,266 |
| EPS(원) | 14,393 | 20,965 | 25,014 | 29,247 | 36,342 |
| 증감율(%) | 105.2 | 45.7 | 19.3 | 16.9 | 24.3 |
| PER(배) | 26.2 | 17.1 | 14.5 | 12.4 | 10.0 |
| PBR(배) | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA(배) | 9.8 | 8.7 | 8.2 | 7.4 | 6.4 |
| 보고영업이익률(%) | 5.8 | 5.8 | 5.5 | 6.0 | 6.5 |
| 핵심영업이익률(%) | 5.8 | 5.8 | 5.5 | 6.0 | 6.5 |
| ROE(%) | 4.9 | 6.2 | 7.1 | 8.2 | 9.3 |
| 순부채비율(%) | 92.9 | 93.1 | 88.0 | 81.2 | 72.3 |

CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 3,534 | 3,610 | 3,679 | 3,741 | 3,887 | 3,949 | 4,063 | 4,085 | 14,563 | 15,985 | 17,578 |
| (YoY) | 13.3% | 14.0% | 9.3% | 14.3% | 10.0% | 9.4% | 10.4% | 9.2% | 12.7% | 9.8% | 10.0% |
| 식품 | 1,160 | 1,103 | 1,244 | 1,105 | 1,324 | 1,240 | 1,390 | 1,225 | 4,613 | 5,179 | 5,666 |
| (YoY) | 10.6% | 11.1% | 8.0% | 15.5% | 14.1% | 12.4% | 11.7% | 10.8% | 11.1% | 12.3% | 9.4% |
| 소재 | 478 | 473 | 478 | 442 | 541 | 510 | 515 | 459 | 1,870 | 2,025 | 2,086 |
| (YoY) | 2.5% | 6.1% | 2.7% | 8.9% | 13.3% | 7.8% | 7.7% | 3.9% | 4.9% | 8.3% | 3.0% |
| 가공 | 682 | 630 | 766 | 664 | 782 | 730 | 875 | 766 | 2,742 | 3,154 | 3,580 |
| (YoY) | 17.1% | 15.1% | 11.6% | 20.4% | 14.7% | 15.8% | 14.2% | 15.5% | 15.8% | 15.0% | 13.5% |
| 바이오 | 428 | 456 | 456 | 462 | 452 | 467 | 469 | 468 | 1,802 | 1,856 | 1,997 |
| (YoY) | 6.6% | 5.1% | -1.8% | 4.9% | 5.6% | 2.5% | 2.8% | 1.5% | 3.6% | 3.0% | 7.6% |
| 헬스케어 | 118 | 126 | 130 | 141 | 123 | 138 | 145 | 158 | 514 | 565 | 610 |
| (YoY) | 11.1% | 11.1% | 16.6% | 11.7% | 4.5% | 10.0% | 12.0% | 12.0% | 12.6% | 9.8% | 8.0% |
| 생물자원 | 489 | 521 | 479 | 524 | 500 | 542 | 503 | 550 | 2,013 | 2,095 | 2,284 |
| (YoY) | 10.4% | 22.1% | 6.4% | 7.9% | 2.3% | 4.0% | 5.0% | 5.0% | 11.5% | 4.1% | 9.0% |
| 물류 | 1,445 | 1,514 | 1,490 | 1,633 | 1,595 | 1,672 | 1,676 | 1,808 | 6,082 | 6,751 | 7,482 |
| (YoY) | 22.3% | 19.5% | 17.3% | 22.1% | 10.4% | 10.5% | 12.5% | 10.7% | 20.3% | 11.0% | 10.8% |
| 대통제외 기준 | 2,195 | 2,206 | 2,306 | 2,232 | 2,400 | 2,387 | 2,507 | 2,401 | 8,941 | 9,695 | 10,556 |
| (YoY) | 9.8% | 12.2% | 6.0% | 11.1% | 9.3% | 8.2% | 8.6% | 7.6% | 9.7% | 8.4% | 8.9% |
| 매출총이익 | 827 | 803 | 871 | 787 | 858 | 858 | 955 | 884 | 3,288 | 3,555 | 3,915 |
| (GPM) | 23.4% | 22.3% | 23.7% | 21.0% | 22.1% | 21.7% | 23.5% | 21.6% | 22.6% | 22.2% | 22.3% |
| 대통제외 기준 | 669 | 632 | 701 | 616 | 686 | 672 | 766 | 699 | 2,619 | 2,823 | 3,104 |
| (GPM) | 30.5% | 28.7% | 30.4% | 27.6% | 28.6% | 28.1% | 30.6% | 29.1% | 29.3% | 29.1% | 29.4% |
| 판매비 | 594 | 593 | 628 | 630 | 666 | 646 | 683 | 675 | 2,444 | 2,669 | 2,859 |
| (판매비율) | 16.8% | 16.4% | 17.1% | 16.8% | 17.1% | 16.4% | 16.8% | 16.5% | 16.8% | 16.7% | 16.3% |
| 대통제외 기준 | 486 | 480 | 515 | 513 | 542 | 519 | 555 | 553 | 1,994 | 2,169 | 2,333 |
| (판매비율) | 22.2% | 21.8% | 22.3% | 23.0% | 22.6% | 21.8% | 22.1% | 23.0% | 22.3% | 22.4% | 22.1% |
| 영업이익 | 233 | 211 | 243 | 157 | 192 | 211 | 272 | 209 | 844 | 885 | 1,057 |
| (YoY) | 3.3% | 9.8% | 9.4% | 40.4% | -17.3% | 0.3% | 11.9% | 33.3% | 12.3% | 4.9% | 19.4% |
| (OPM) | 6.6% | 5.8% | 6.6% | 4.2% | 5.0% | 5.4% | 6.7% | 5.1% | 5.8% | 5.5% | 6.0% |
| 식품 | 118 | 84 | 114 | 35 | 87 | 87 | 139 | 69 | 352 | 383 | 450 |
| (OPM) | 10.2% | 7.6% | 9.2% | 3.2% | 6.6% | 7.0% | 10.0% | 5.7% | 7.6% | 7.4% | 7.9% |
| 바이오 | 31 | 30 | 40 | 41 | 38 | 39 | 42 | 42 | 142 | 161 | 183 |
| (OPM) | 7.3% | 6.5% | 8.7% | 8.9% | 8.4% | 8.3% | 8.9% | 9.0% | 7.9% | 8.7% | 9.1% |
| 헬스케어 | 18 | 17 | 14 | 19 | 18 | 19 | 18 | 23 | 68 | 78 | 86 |
| (OPM) | 15.6% | 13.6% | 10.7% | 13.1% | 14.7% | 14.0% | 12.2% | 14.7% | 13.2% | 13.9% | 14.1% |
| 생물자원 | 15 | 21 | 18 | 9 | 1 | 7 | 13 | 10 | 63 | 32 | 53 |
| (OPM) | 3.1% | 4.0% | 3.8% | 1.7% | 0.3% | 1.3% | 2.5% | 1.9% | 3.1% | 1.5% | 2.3% |
| 물류 | 53 | 60 | 60 | 55 | 51 | 60 | 64 | 65 | 228 | 241 | 294 |
| (OPM) | 3.7% | 3.9% | 4.0% | 3.4% | 3.2% | 3.6% | 3.8% | 3.6% | 3.8% | 3.6% | 3.9% |
| 대통제외 기준 | 183 | 152 | 186 | 103 | 144 | 153 | 211 | 145 | 625 | 653 | 772 |
| (OPM) | 8.3% | 6.9% | 8.1% | 4.6% | 6.0% | 6.4% | 8.4% | 6.1% | 7.0% | 6.7% | 7.3% |
| 세전이익 | 204 | 133 | 165 | 27 | 125 | 151 | 212 | 152 | 528 | 640 | 816 |
| 당기순이익 | 149 | 72 | 117 | 16 | 91 | 103 | 144 | 109 | 354 | 447 | 555 |
| 지배주주순이익 | 123 | 42 | 111 | 0 | 82 | 80 | 119 | 82 | 276 | 362 | 424 |
| (YoY) | 32.9% | -18.4% | 260.6% | 적전 | -33.2% | 88.3% | 7.0% | 흑전 | 45.8% | 31.4% | 17.0% |

CJ제일제당(097950) 바이오 사업부문 가정

| (단위: 십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 바이오 | 428 | 456 | 456 | 462 | 452 | 467 | 469 | 468 | 1,802 | 1,856 | 1,997 |
| (YoY) | 6.6% | 5.1% | -1.8% | 4.9% | 5.6% | 2.5% | 2.8% | 1.5% | 3.6% | 3.0% | 7.6% |
| 라이신 | 192 | 206 | 223 | 216 | 210 | 219 | 223 | 223 | 838 | 875 | 924 |
| (YoY) | -10.8% | -4.2% | 8.4% | 23.1% | 9.4% | 6.4% | -0.1% | 3.1% | 3.2% | 4.5% | 5.5% |
| ASP(달러/톤) | 1,200 | 1,215 | 1,260 | 1,255 | 1,253 | 1,250 | 1,270 | 1,270 | 1,232 | 1,261 | 1,298 |
| (QoQ) | -1.2% | 1.3% | 3.7% | -0.4% | -0.2% | -0.2% | 1.6% | 0.0% | | | |
| (YoY) | -13.4% | -8.3% | 0.0% | 3.3% | 4.4% | 2.9% | 0.8% | 1.2% | -5.7% | 2.4% | 3.0% |
| Q(천톤) | 133 | 146 | 158 | 149 | 145 | 155 | 155 | 155 | 586 | 610 | 625 |
| (YoY) | -5.7% | -1.4% | 12.9% | 19.2% | 9.0% | 6.2% | -1.9% | 4.0% | 6.5% | 4.1% | 2.5% |
| 핵산 | 50 | 54 | 54 | 55 | 53 | 55 | 57 | 57 | 213 | 222 | 234 |
| (YoY) | 6.8% | 1.3% | -1.5% | -5.4% | 5.8% | 2.3% | 6.1% | 2.8% | 0.0% | 4.2% | 5.1% |
| ASP(달러/kg) | 7.0 | 7.1 | 7.1 | 6.9 | 6.9 | 7.1 | 7.1 | 6.9 | 7.0 | 7.0 | 7.1 |
| (QoQ) | 2.9% | 1.4% | 0.0% | -2.8% | 0.0% | 2.9% | 0.0% | -2.8% | | | |
| (YoY) | -13.6% | -6.6% | -2.7% | 1.5% | -1.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | -5.2% | -0.3% | 2.0% |
| Q(천톤) | 6.0 | 6.5 | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.8 | 7.1 | 7.2 | 26.2 | 27.9 | 28.7 |
| (YoY) | 13.2% | 2.4% | 5.4% | -6.8% | 11.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 2.7% | 6.5% | 3.0% |
| 메치오닌 | 87 | 87 | 67 | 69 | 66 | 71 | 68 | 68 | 311 | 273 | 329 |
| (YoY) | 764.1% | 76.1% | -22.3% | -31.8% | -24.5% | -18.6% | 1.9% | -2.1% | 25.6% | -12.2% | 20.6% |
| ASP(달러/kg) | 4.0 | 3.5 | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 3.5 | 2.5 | 2.5 |
| (QoQ) | -9.1% | -13.0% | -2.3% | -11.8% | -13.3% | -3.8% | -4.0% | 0.0% | | | |
| (YoY) | -13.0% | -30.4% | -30.6% | -31.8% | -35.0% | -28.2% | -29.4% | -20.0% | -27.1% | -28.7% | 0.0% |
| Q(천톤) | 18.2 | 21.5 | 17.5 | 20.0 | 22.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 77.2 | 97.0 | 117.0 |
| (YoY) | 810.0% | 138.9% | 16.7% | 0.0% | 20.9% | 16.3% | 42.9% | 25.0% | 67.8% | 25.6% | 20.6% |
| 기타 | 99 | 109 | 112 | 121 | 123 | 122 | 120 | 121 | 440 | 486 | 510 |
| (YoY) | -23.9% | -6.1% | -4.9% | 15.9% | 25.0% | 12.1% | 7.3% | -0.1% | -5.8% | 10.4% | 5.0% |
| 원/달러 평균환율 | 1,201 | 1,163 | 1,121 | 1,157 | 1,154 | 1,133 | 1,133 | 1,133 | 1,161 | 1,138 | 1,138 |
| (QoQ) | 3.8% | -3.2% | -3.6% | 3.2% | -0.3% | -1.9% | 0.1% | 0.0% | | | |
| (YoY) | 9.2% | 5.9% | -4.0% | 0.0% | -3.9% | -2.6% | 1.1% | -2.1% | 2.6% | -1.9% | 0.0% |

CJ제일제당(097950) 연결기준 추정 재무제표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 129,245 | 145,633 | 159,854 | 175,784 | 190,076 |
| 매출원가 | 100,384 | 112,752 | 124,306 | 136,637 | 147,027 |
| 매출총이익 | 28,860 | 32,881 | 35,547 | 39,148 | 43,049 |
| 판매비및일반관리비 | 21,346 | 24,445 | 26,695 | 28,587 | 30,702 |
| 영업이익(보고) | 7,514 | 8,436 | 8,852 | 10,566 | 12,352 |
| 영업이익(핵심) | 7,514 | 8,436 | 8,852 | 10,561 | 12,347 |
| 영업외손익 | -3,866 | -3,153 | -2,457 | -2,404 | -2,348 |
| 이자수익 | 146 | 180 | 222 | 224 | 225 |
| 배당금수익 | 62 | 66 | 94 | 95 | 95 |
| 외환이익 | 1,202 | 1,330 | 1,197 | 1,197 | 1,137 |
| 이자비용 | 1,805 | 1,790 | 1,749 | 1,702 | 1,675 |
| 외환손실 | 2,466 | 1,917 | 1,725 | 1,725 | 1,639 |
| 관계기업지분법손익 | 213 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산지분손익 | -58 | -139 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 209 | 324 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,369 | -1,216 | -496 | -492 | -490 |
| 법인세차감전이익 | 3,648 | 5,284 | 6,396 | 8,157 | 10,000 |
| 법인세비용 | 1,111 | 1,748 | 1,929 | 2,610 | 3,200 |
| 유효법인세율 (%) | 30.5% | 33.1% | 30.2% | 32.0% | 32.0% |
| 당기순이익 | 2,537 | 3,535 | 4,467 | 5,547 | 6,800 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,893 | 2,759 | 3,624 | 4,238 | 5,266 |
| EBITDA | 12,350 | 13,749 | 14,500 | 16,539 | 18,645 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 7,373 | 8,848 | 10,115 | 11,524 | 13,098 |
| 수정당기순이익 | 2,431 | 3,412 | 4,467 | 5,547 | 6,800 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 10.4 | 12.7 | 9.8 | 10.0 | 8.1 |
| 영업이익(보고) | 29.6 | 12.3 | 4.9 | 19.4 | 16.9 |
| 영업이익(핵심) | 29.6 | 12.3 | 4.9 | 19.3 | 16.9 |
| EBITDA | 20.2 | 11.3 | 5.5 | 14.1 | 12.7 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 105.8 | 45.8 | 31.4 | 16.9 | 24.3 |
| EPS | 105.2 | 45.7 | 19.3 | 16.9 | 24.3 |
| 수정순이익 | 46.1 | 40.3 | 30.9 | 24.2 | 22.6 |

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 11,546 | 8,001 | 8,148 | 9,303 | 11,101 |
| 당기순이익 | 2,537 | 3,535 | 4,467 | 5,547 | 6,800 |
| 감가상각비 | 3,945 | 4,366 | 4,660 | 4,953 | 5,241 |
| 무형자산상각비 | 891 | 947 | 988 | 1,025 | 1,057 |
| 외환손익 | 602 | 472 | 528 | 528 | 502 |
| 자산 처분손익 | -1,862 | 166 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 347 | -23 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | 774 | -3,586 | -1,901 | -2,128 | -1,903 |
| 기타 | 2,572 | 2,177 | -594 | -622 | -596 |
| 투자활동 현금흐름 | -6,930 | -14,089 | -8,973 | -9,511 | -9,958 |
| 투자자산의 처분 | 813 | 282 | 27 | -61 | -35 |
| 유형자산의 처분 | 293 | 386 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -6,735 | -8,454 | -9,000 | -9,450 | -9,923 |
| 무형자산의 처분 | -641 | -606 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -660 | -5,696 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동 현금흐름 | -3,645 | 7,259 | -1,240 | -1,344 | -645 |
| 당기차입금의 증가 | -11,962 | -8,579 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 7,568 | 16,602 | -1,514 | -1,750 | -1,000 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -422 | -541 | -354 | -354 | -354 |
| 기타 | 1,171 | -222 | 628 | 760 | 709 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 938 | 1,146 | -2,065 | -1,553 | 498 |
| 기초 현금및현금성자산 | 4,360 | 5,298 | 6,444 | 4,378 | 2,826 |
| 기말 현금및현금성자산 | 5,298 | 6,444 | 4,378 | 2,826 | 3,323 |
| Gross Cash Flow | 10,772 | 11,587 | 10,049 | 11,430 | 13,003 |
| Op Free Cash Flow | 3,459 | -1,689 | 929 | 1,581 | 2,869 |

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 40,185 | 48,807 | 50,500 | 53,192 | 57,500 |
| 현금및현금성자산 | 5,298 | 6,444 | 4,378 | 2,826 | 3,323 |
| 유동금융자산 | 2,147 | 3,767 | 3,757 | 3,779 | 3,802 |
| 매출채권및유동채권 | 21,387 | 25,171 | 27,629 | 30,382 | 32,852 |
| 재고자산 | 10,976 | 12,802 | 14,052 | 15,452 | 16,708 |
| 기타유동비금융자산 | 377 | 624 | 685 | 753 | 814 |
| 비유동자산 | 97,328 | 108,855 | 112,555 | 116,494 | 120,525 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 2,963 | 3,052 | 3,350 | 3,684 | 3,983 |
| 투자자산 | 8,814 | 8,781 | 8,831 | 8,963 | 9,071 |
| 유형자산 | 66,902 | 72,805 | 77,146 | 81,643 | 86,324 |
| 무형자산 | 17,373 | 23,338 | 22,350 | 21,325 | 20,269 |
| 기타비유동자산 | 1,275 | 879 | 879 | 879 | 879 |
| 자산총계 | 137,513 | 157,662 | 163,055 | 169,686 | 178,025 |
| 유동부채 | 43,357 | 46,992 | 48,560 | 51,145 | 52,246 |
| 매입채무및기타유동채무 | 16,710 | 20,314 | 22,297 | 24,520 | 26,513 |
| 단기차입금 | 14,407 | 18,015 | 18,015 | 18,015 | 18,015 |
| 유동성장기차입금 | 11,483 | 7,733 | 7,219 | 7,469 | 6,469 |
| 기타유동부채 | 758 | 931 | 1,030 | 1,142 | 1,250 |
| 비유동부채 | 40,303 | 50,065 | 49,777 | 48,630 | 49,422 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 767 | 853 | 937 | 1,030 | 1,114 |
| 사채및장기차입금 | 31,572 | 40,875 | 39,875 | 37,875 | 37,875 |
| 기타비유동부채 | 7,964 | 8,337 | 8,965 | 9,725 | 10,434 |
| 무채부채 | 83,660 | 97,058 | 98,337 | 99,775 | 101,668 |
| 자본금 | 724 | 724 | 724 | 724 | 724 |
| 주식발행초과금 | 9,183 | 9,199 | 9,199 | 9,199 | 9,199 |
| 이익잉여금 | 23,342 | 25,665 | 29,090 | 33,123 | 38,178 |
| 기타자본 | -1,819 | -1,495 | -1,495 | -1,495 | -1,495 |
| 지배주주지분자본총계 | 31,431 | 34,094 | 37,519 | 41,551 | 46,607 |
| 비지배주주지분자본총계 | 22,421 | 26,511 | 27,199 | 28,360 | 29,750 |
| 자본총계 | 53,852 | 60,605 | 64,718 | 69,911 | 76,357 |
| 순차입금 | 50,017 | 56,411 | 56,973 | 56,753 | 55,233 |
| 총차입금 | 57,462 | 66,622 | 65,108 | 63,358 | 62,358 |

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 14,393 | 20,965 | 25,014 | 29,247 | 36,342 |
| BPS | 216,981 | 235,302 | 258,942 | 286,772 | 321,663 |
| 주당EBITDA | 93,922 | 104,471 | 100,073 | 114,143 | 128,684 |
| CFPS | 56,069 | 67,232 | 69,809 | 79,537 | 90,398 |
| DPS | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 26.2 | 17.1 | 14.5 | 12.4 | 10.0 |
| PBR | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 9.8 | 8.7 | 8.2 | 7.4 | 6.4 |
| PCFR | 6.7 | 5.3 | 5.2 | 4.6 | 4.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 5.8 | 5.8 | 5.5 | 6.0 | 6.5 |
| 영업이익률(핵심) | 5.8 | 5.8 | 5.5 | 6.0 | 6.5 |
| EBITDA margin | 9.6 | 9.4 | 9.1 | 9.4 | 9.8 |
| 순이익률 | 2.0 | 2.4 | 2.8 | 3.2 | 3.6 |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.9 | 6.2 | 7.1 | 8.2 | 9.3 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 5.4 | 5.5 | 5.6 | 6.2 | 7.0 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 155.4 | 160.1 | 151.9 | 142.7 | 133.1 |
| 순차입금비율 | 92.9 | 93.1 | 88.0 | 81.2 | 72.3 |
| 이자보상배율(배) | 4.2 | 4.7 | 5.1 | 6.2 | 7.4 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 6.0 | 6.3 | 6.1 | 6.1 | 6.0 |
| 재고자산회전율 | 11.9 | 12.2 | 11.9 | 11.9 | 11.8 |
| 매입채무회전율 | 8.2 | 7.9 | 7.5 | 7.5 | 7.4 |

CJ프레시웨이(051500) 척박한 땅에 피어나는 꽃

주가(5/22): 40,050원/TP: 53,000원

| | | | |
|---------------|----------|---------|--------|
| KOSDAQ(5/22) | 642.62pt | | |
| 시가총액 | 4,755억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 55,800원 | 30,800원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -30.47% | 25.97% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 17.9% | 16.7% |
| | 6M | -7.2% | -10.4% |
| | 12M | -29.5% | -25.4% |
| 발행주식수 | 11,872천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 32천주 | | |
| 외국인 지분율 | 13.84% | | |
| 배당수익률(17.E) | 0.52% | | |
| BPS(17.E) | 15,390원 | | |



◎ 사업구조 정비 및 안정화에 따른 수익성 제고 기대

- 프레시원 사업구조 정비 및 직영경로 확대에 따른 수익성 개선 기대
- 대형 거래선에 인접한 중소형 거래선 흡수에 따른 영업레버리지 효과 기대
- 송림푸드를 통한 B2B 제조 역량 강화에 따라 손익 구조 개선 전망

◎ 외식 경기 반등에 따른 수혜 기대

- 4Q16~1Q17 대통령 탄핵 관련 찬반 집회로 서울 및 지방 중심 상권의 외식 트래픽 부진
- 2Q17 이후 기존 거래처 매출 회복되며, 매출 성장을 개선 기대
- 기존 거래처 매출 회복에 따라, 물류 운영 효율성 및 인당 생산성 개선 전망

| 투자지표, IFRS연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 20,724 | 23,279 | 26,226 | 29,448 | 32,792 |
| 보고영업이익(억원) | 315 | 210 | 359 | 483 | 588 |
| 핵심영업이익(억원) | 315 | 210 | 359 | 483 | 588 |
| EBITDA(억원) | 494 | 443 | 569 | 682 | 778 |
| 세전이익(억원) | 120 | -50 | 226 | 357 | 471 |
| 순이익(억원) | 67 | -58 | 172 | 271 | 357 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 109 | -47 | 166 | 271 | 357 |
| EPS(원) | 915 | -393 | 1,401 | 2,280 | 3,010 |
| 증감율(%YoY) | -6.1 | N/A | N/A | 62.8 | 32.0 |
| PER(배) | 90.8 | -99.1 | 27.7 | 17.0 | 12.9 |
| PBR(배) | 4.8 | 2.4 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA(배) | 16.1 | 17.9 | 11.8 | 9.3 | 7.7 |
| 보고영업이익률(%) | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.6 | 1.8 |
| 핵심영업이익률(%) | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.6 | 1.8 |
| ROE(%) | 3.3 | -2.6 | 7.2 | 11.0 | 12.9 |
| 순부채비율(%) | 93.8 | 87.4 | 83.7 | 66.8 | 48.3 |

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 535.8 | 597.0 | 606.5 | 588.6 | 594.8 | 662.3 | 681.8 | 683.7 | 2,327.9 | 2,622.6 | 2,944.8 |
| (YoY) | 14.7% | 15.3% | 12.1% | 7.7% | 11.0% | 10.9% | 12.4% | 16.2% | 12.3% | 12.7% | 12.3% |
| 식자재 유통 | 451.9 | 493.4 | 507.2 | 484.1 | 488.0 | 540.1 | 560.0 | 566.6 | 1,936.6 | 2,154.5 | 2,402.7 |
| (YoY) | 13.3% | 13.2% | 10.6% | 5.6% | 8.0% | 9.5% | 10.4% | 17.0% | 10.6% | 11.3% | 11.5% |
| 외식/급식 유통 | 215.3 | 240.4 | 237.4 | 235.6 | 236.6 | 264.5 | 265.9 | 268.6 | 928.8 | 1,035.6 | 1,149.5 |
| (YoY) | 9.4% | 7.0% | -0.5% | 3.8% | 9.9% | 10.0% | 12.0% | 14.0% | 4.7% | 11.5% | 11.0% |
| 프레시원 유통 | 131.9 | 146.7 | 153.9 | 155.9 | 148.4 | 165.9 | 173.8 | 174.6 | 588.4 | 662.7 | 742.2 |
| (YoY) | 17.8% | 16.3% | 23.4% | 19.9% | 12.5% | 13.1% | 12.9% | 12.0% | 19.4% | 12.6% | 12.0% |
| 1차상품 도매 및 원료 유통 | 104.6 | 106.2 | 115.8 | 92.7 | 102.9 | 109.7 | 120.2 | 123.4 | 419.3 | 456.2 | 511.0 |
| (YoY) | 16.4% | 25.3% | 21.9% | -8.7% | -1.7% | 3.3% | 3.8% | 33.1% | 13.0% | 8.8% | 12.0% |
| 단체급식 | 67.8 | 82.2 | 83.9 | 82.6 | 75.3 | 91.4 | 96.0 | 85.7 | 316.5 | 348.5 | 383.3 |
| (YoY) | 14.9% | 17.9% | 19.2% | 16.2% | 11.1% | 11.3% | 14.4% | 3.8% | 17.2% | 10.1% | 10.0% |
| 기타 | 16.2 | 21.5 | 15.4 | 21.8 | 31.6 | 30.8 | 25.8 | 31.4 | 74.8 | 119.6 | 158.8 |
| (YoY) | 72.1% | 73.7% | 26.9% | 28.3% | 95.4% | 43.5% | 67.5% | 43.9% | 47.1% | 59.8% | 32.8% |
| 매출총이익 | 65.7 | 79.4 | 78.1 | 76.3 | 77.0 | 89.6 | 89.2 | 87.7 | 299.5 | 343.5 | 388.4 |
| (GPM) | 12.3% | 13.3% | 12.9% | 13.0% | 12.9% | 13.5% | 13.1% | 12.8% | 12.9% | 13.1% | 13.2% |
| 판매비 | 62.5 | 70.3 | 69.8 | 75.8 | 72.5 | 77.1 | 76.8 | 81.2 | 278.5 | 307.6 | 340.1 |
| (판매비율) | 11.7% | 11.8% | 11.5% | 12.9% | 12.2% | 11.6% | 11.3% | 11.9% | 12.0% | 11.7% | 11.5% |
| 영업이익 | 3.2 | 9.1 | 8.3 | 0.5 | 4.5 | 12.5 | 12.4 | 6.5 | 21.0 | 35.9 | 48.3 |
| (OPM) | 0.60% | 1.52% | 1.36% | 0.08% | 0.75% | 1.89% | 1.82% | 0.95% | 0.90% | 1.37% | 1.64% |
| 세전이익 | 0.4 | 4.3 | 2.4 | -12.1 | 0.7 | 9.4 | 9.2 | 3.4 | -5.0 | 22.6 | 35.7 |
| 당기순이익 | 0.4 | 2.8 | 1.3 | -10.3 | 0.6 | 7.1 | 7.0 | 2.6 | -5.8 | 17.2 | 27.1 |
| 지배주주순이익 | 0.7 | 3.1 | 1.3 | -9.8 | 0.0 | 7.1 | 7.0 | 2.6 | -4.7 | 16.6 | 27.1 |
| (YoY) | -31.9% | -59.2% | -62.7% | 적지 | 적전 | 128.2% | 423.0% | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 62.8% |

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 추정 재무제표

| 포괄손익계산서 | | (단위: 억원) | | | | |
|----------------------|--------|----------|--------|--------|--------|--|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 매출액 | 20,724 | 23,279 | 26,226 | 29,448 | 32,792 | |
| 매출원가 | 18,014 | 20,284 | 22,791 | 25,564 | 28,459 | |
| 매출총이익 | 2,710 | 2,995 | 3,435 | 3,884 | 4,333 | |
| 판매비및일반관리비 | 2,395 | 2,785 | 3,076 | 3,401 | 3,745 | |
| 영업이익(보고) | 315 | 210 | 359 | 483 | 588 | |
| 영업이익(핵심) | 315 | 210 | 359 | 483 | 588 | |
| 영업외손익 | -194 | -260 | -133 | -126 | -116 | |
| 이자수익 | 7 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 외환이익 | 9 | 24 | 0 | 0 | 0 | |
| 이자비용 | 52 | 57 | 69 | 63 | 55 | |
| 외환손실 | 36 | 41 | 0 | 0 | 0 | |
| 관계기업지분법손익 | 0 | -7 | 0 | 0 | 0 | |
| 투자및기타자산처분손익 | -3 | -7 | 0 | 0 | 0 | |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 15 | 3 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타 | -134 | -188 | -69 | -69 | -69 | |
| 법인세차감 전이익 | 120 | -50 | 226 | 357 | 471 | |
| 법인세비용 | 54 | 9 | 53 | 86 | 114 | |
| 유효법인세율(%) | 44.8% | -17.4% | 23.6% | 24.2% | 24.2% | |
| 당기순이익 | 67 | -58 | 172 | 271 | 357 | |
| 지배주주지분순이익(억원) | 109 | -47 | 166 | 271 | 357 | |
| EBITDA | 494 | 443 | 569 | 682 | 778 | |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 246 | 174 | 383 | 470 | 548 | |
| 수정당기순이익 | 60 | -53 | 172 | 271 | 357 | |
| 증감률(% YoY) | | | | | | |
| 매출액 | 15.4 | 12.3 | 12.7 | 12.3 | 11.4 | |
| 영업이익(보고) | 15.5 | -33.2 | 70.5 | 34.7 | 21.7 | |
| 영업이익(핵심) | 15.5 | -33.2 | 70.5 | 34.7 | 21.7 | |
| EBITDA | 22.0 | -10.4 | 28.6 | 19.8 | 14.0 | |
| 지배주주지분 당기순이익 | 2.7 | N/A | N/A | 62.8 | 32.0 | |
| EPS | -6.1 | N/A | N/A | 62.8 | 32.0 | |
| 수정순이익 | -40.0 | N/A | N/A | 57.1 | 32.0 | |

| 현금흐름표 | | (단위: 억원) | | | | |
|-------------------|------|----------|-------|-------|-------|--|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 영업활동현금흐름 | -201 | -132 | 22 | 319 | 390 | |
| 당기순이익 | 120 | -50 | 172 | 271 | 357 | |
| 감가상각비 | 122 | 133 | 126 | 127 | 129 | |
| 무형자산상각비 | 58 | 100 | 85 | 72 | 62 | |
| 외환손익 | 1 | 24 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산처분손익 | 8 | 19 | 0 | 0 | 0 | |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 영업활동자산부채 증감 | -541 | -484 | -139 | -152 | -157 | |
| 기타 | 32 | 125 | -223 | 0 | 0 | |
| 투자활동현금흐름 | -374 | -502 | -163 | -171 | -172 | |
| 투자자산의 처분 | 5 | -255 | -14 | -16 | -16 | |
| 유형자산의 처분 | 13 | 15 | 0 | 0 | 0 | |
| 유형자산의 취득 | -189 | -141 | -148 | -156 | -156 | |
| 무형자산의 처분 | -205 | -123 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | |
| 재무활동현금흐름 | 611 | 648 | 283 | -128 | -185 | |
| 단기차입금의 증가 | -13 | -502 | 0 | -100 | -300 | |
| 장기차입금의 증가 | 698 | 734 | -1 | -100 | 25 | |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 배당금지급 | -23 | -24 | -24 | -24 | -24 | |
| 기타 | -51 | 441 | 307 | 95 | 114 | |
| 현금및 현금성자산의순증가 | 36 | 15 | 142 | 19 | 33 | |
| 기초 현금및 현금성자산 | 73 | 110 | 124 | 266 | 285 | |
| 기말 현금및 현금성자산 | 110 | 124 | 266 | 285 | 319 | |
| Gross Cash Flow | 340 | 351 | 161 | 470 | 548 | |
| Op Free Cash Flow | -582 | -268 | 198 | 258 | 323 | |

| 재무상태표 | | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|-------|----------|-------|-------|--------|--|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 유동자산 | 4,185 | 4,691 | 5,411 | 6,062 | 6,752 | |
| 현금및 현금성자산 | 110 | 124 | 266 | 285 | 319 | |
| 유동금융자산 | 42 | 77 | 86 | 97 | 108 | |
| 매출채권및 유동채권 | 2,317 | 2,645 | 2,980 | 3,346 | 3,726 | |
| 재고자산 | 1,717 | 1,845 | 2,079 | 2,334 | 2,599 | |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 비유동자산 | 3,403 | 3,814 | 3,780 | 3,766 | 3,763 | |
| 장기매출채권및 기타비유동채권 | 148 | 183 | 206 | 231 | 258 | |
| 투자자산 | 204 | 161 | 166 | 171 | 176 | |
| 유형자산 | 2,254 | 2,419 | 2,442 | 2,471 | 2,498 | |
| 무형자산 | 798 | 1,050 | 965 | 893 | 831 | |
| 기타비유동자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산총계 | 7,588 | 8,505 | 9,191 | 9,828 | 10,515 | |
| 유동부채 | 4,626 | 4,335 | 4,774 | 5,155 | 5,379 | |
| 매입채무및 기타유동채무 | 3,205 | 3,458 | 3,895 | 4,374 | 4,871 | |
| 단기차입금 | 1,380 | 862 | 862 | 762 | 462 | |
| 유동성장기차입금 | 0 | 15 | -1 | -1 | 24 | |
| 기타유동부채 | 41 | 17 | 17 | 20 | 22 | |
| 비유동부채 | 907 | 1,750 | 2,070 | 2,080 | 2,209 | |
| 장기매입채무및 비유동채무 | 10 | 105 | 118 | 133 | 148 | |
| 사채및 장기차입금 | 699 | 1,455 | 1,455 | 1,355 | 1,355 | |
| 기타비유동부채 | 198 | 190 | 497 | 593 | 706 | |
| 부채총계 | 5,533 | 6,085 | 6,844 | 7,235 | 7,588 | |
| 자본금 | 119 | 119 | 119 | 119 | 119 | |
| 주식발행초과금 | 906 | 906 | 906 | 906 | 906 | |
| 이익잉여금 | 495 | 380 | 528 | 780 | 1,118 | |
| 기타자본 | 321 | 274 | 274 | 274 | 274 | |
| 지배주주지분자본총계 | 2,063 | 1,902 | 1,827 | 2,079 | 2,418 | |
| 비지배주주지분자본총계 | -8 | 518 | 519 | 514 | 509 | |
| 자본총계 | 2,055 | 2,420 | 2,346 | 2,593 | 2,927 | |
| 순차입금 | 1,928 | 2,116 | 1,963 | 1,734 | 1,414 | |
| 총차입금 | 2,079 | 2,316 | 2,316 | 2,116 | 1,841 | |

| 투자지표 | | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|-----------------|--------|---------------|--------|--------|--------|--|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 주당지표(원) | | | | | | |
| EPS | 915 | -393 | 1,401 | 2,280 | 3,010 | |
| BPS | 17,380 | 16,021 | 15,390 | 17,515 | 20,365 | |
| 주당EBITDA | 4,162 | 3,730 | 4,797 | 5,749 | 6,555 | |
| CFPS | 2,071 | 1,466 | 3,228 | 3,961 | 4,614 | |
| DPS | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | |
| 주가배수(배) | | | | | | |
| PER | 90.8 | -99.1 | 27.7 | 17.0 | 12.9 | |
| PBR | 4.8 | 2.4 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | |
| EV/EBITDA | 16.1 | 17.9 | 11.8 | 9.3 | 7.7 | |
| PCFR | 40.1 | 26.6 | 12.0 | 9.8 | 8.4 | |
| 주익성(%) | | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | |
| 영업이익률(핵심) | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | |
| EBITDA margin | 2.4 | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 2.4 | |
| 순이익률 | 0.3 | -0.3 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | |
| 자기자본이익률(ROE) | 3.3 | -2.6 | 7.2 | 11.0 | 12.9 | |
| 투자자본이익률(ROIC) | 5.2 | 6.3 | 6.6 | 8.7 | 10.3 | |
| 안정성(%) | | | | | | |
| 부채비율 | 269.2 | 251.4 | 291.7 | 279.0 | 259.2 | |
| 순차입금비율 | 93.8 | 87.4 | 83.7 | 66.8 | 48.3 | |
| 이자보상배율(배) | 6.1 | 3.7 | 5.2 | 7.6 | 10.6 | |
| 활동성(배) | | | | | | |
| 매출채권회전율 | 9.2 | 9.4 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | |
| 재고자산회전율 | 14.5 | 13.1 | 13.4 | 13.3 | 13.3 | |
| 매입채무회전율 | 6.6 | 7.0 | 7.1 | 7.1 | 7.1 | |

농심(004370) 견고한 브랜드력 과시

주가(5/22): 344,000원/TP: 410,000원

| | | | |
|---------------|------------|----------|--------|
| KOSPI(5/22) | 2,304.03pt | | |
| 시가총액 | 20,924억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 400,500원 | 283,500원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -16.23% | 18.34% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 2.6% | -4.1% |
| | 6M | 1.4% | -12.5% |
| | 12M | -14.7% | -27.5% |
| 발행주식수 | 6,083천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 28천주 | | |
| 외국인 지분율 | 19.91% | | |
| 배당수익률(17.E) | 1.19% | | |
| BPS(17.E) | 307,546원 | | |



◎ 국내 사업 수익성 개선 기대

- 작년 7월 스낵(+7~8%), 12월 라면(+5~6%) 가격인상으로, 올해 ASP 개선 모멘텀 지속 전망
- 프리미엄 라면 신제품에 대한 경쟁강도 완화되면서, 국내 라면 수익성 개선 전망

◎ 국내 라면 MS 저점에서 회복 전망

- 프리미엄 라면 제품 포트폴리오 구축으로, 프리미엄 시장 내 MS 회복
- 경쟁사 판촉 공세 완화되면서, 주요 제품의 MS 회복 기대

◎ 지속되는 후라면의 영토 확장

- 단기적으로 중국 사드 우려가 있으나, 미국을 중심으로 해외 매출 비중 확대 전망
- 한국 대비 미국은 판가가 높고, 중국은 원가가 낮기 때문에, 수익성 더 높아질 수 있음
- 해외 이익 비중 확대 시, 동사의 밸류에이션 확장되는 모습 나타날 것

| 투자지표, IFRS연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 21,816 | 22,170 | 22,434 | 23,316 | 24,207 |
| 보고영업이익(억원) | 1,183 | 897 | 1,128 | 1,244 | 1,359 |
| 핵심영업이익(억원) | 1,183 | 897 | 1,128 | 1,244 | 1,359 |
| EBITDA(억원) | 1,982 | 1,752 | 1,992 | 2,175 | 2,296 |
| 세전이익(억원) | 1,535 | 2,333 | 1,380 | 1,507 | 1,633 |
| 순이익(억원) | 1,174 | 1,992 | 1,039 | 1,142 | 1,238 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,173 | 1,993 | 1,038 | 1,142 | 1,238 |
| EPS(원) | 19,291 | 32,764 | 17,062 | 18,777 | 20,352 |
| 증감율(%YoY) | 80.5 | 69.8 | -47.9 | 10.1 | 8.4 |
| PER(배) | 22.8 | 10.1 | 19.7 | 17.9 | 16.5 |
| PBR(배) | 1.6 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA(배) | 11.4 | 8.6 | 7.2 | 6.3 | 5.4 |
| 보고영업이익률(%) | 5.4 | 4.0 | 5.0 | 5.3 | 5.6 |
| 핵심영업이익률(%) | 5.4 | 4.0 | 5.0 | 5.3 | 5.6 |
| ROE(%) | 7.3 | 11.6 | 5.6 | 5.9 | 6.1 |
| 순부채비율(%) | -25.6 | -29.0 | -32.7 | -34.3 | -38.5 |

농심(004370) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2016 | 2017E | 2018E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 568.1 | 527.2 | 547.7 | 573.9 | 555.4 | 536.9 | 563.2 | 587.9 | 2,217.0 | 2,243.4 | 2,331.6 |
| (YoY) | 5.2% | -0.4% | 0.3% | 1.4% | -2.2% | 1.8% | 2.8% | 2.4% | 1.6% | 1.2% | 3.9% |
| 국내 | 458.4 | 424.3 | 443.3 | 468.1 | 442.3 | 430.9 | 451.1 | 473.4 | 1,794.0 | 1,797.6 | 1,839.1 |
| (YoY) | 1.5% | -4.3% | -2.7% | -0.5% | -3.5% | 1.6% | 1.8% | 1.1% | -1.5% | 0.2% | 2.3% |
| 면류 | 308.0 | 285.9 | 301.6 | 335.4 | 287.5 | 289.5 | 308.6 | 343.2 | 1,230.9 | 1,228.8 | 1,241.0 |
| (YoY) | 2.8% | -5.6% | -5.4% | -1.1% | -6.7% | 1.3% | 2.3% | 2.3% | -2.3% | -0.2% | 1.0% |
| 스낵 | 76.3 | 73.9 | 77.1 | 76.7 | 82.9 | 77.6 | 79.4 | 79.0 | 304.0 | 318.9 | 325.3 |
| (YoY) | -13.0% | -4.9% | 8.0% | 2.4% | 8.7% | 5.0% | 3.0% | 3.0% | -2.5% | 4.9% | 2.0% |
| 음료 | 25.2 | 35.7 | 42.5 | 28.2 | 27.8 | 39.8 | 47.6 | 31.1 | 131.6 | 146.3 | 161.0 |
| (YoY) | 29.2% | 24.0% | 32.4% | 22.1% | 10.3% | 11.5% | 12.0% | 10.4% | 27.1% | 11.2% | 10.0% |
| 수출/상품/기타 | 104.4 | 83.6 | 77.6 | 84.5 | 100.3 | 81.1 | 75.3 | 82.8 | 350.1 | 339.5 | 353.1 |
| (YoY) | 13.2% | 3.1% | -5.0% | -1.5% | -3.9% | -3.0% | -3.0% | -2.0% | 2.7% | -3.0% | 4.0% |
| 차이 | -55.5 | -54.9 | -55.5 | -56.7 | -56.2 | -57.1 | -59.8 | -62.7 | -222.6 | -235.8 | -241.3 |
| 해외 | 109.8 | 103.0 | 104.4 | 105.9 | 113.1 | 105.9 | 112.1 | 114.6 | 423.0 | 445.8 | 492.6 |
| (YoY) | 24.1% | 19.5% | 15.4% | 10.5% | 3.1% | 2.9% | 7.4% | 8.2% | 17.2% | 5.4% | 10.5% |
| 중국 | 46.3 | 41.3 | 42.9 | 38.9 | 44.5 | 37.9 | 43.7 | 40.1 | 169.3 | 166.2 | 179.2 |
| (YoY) | 27.1% | 15.5% | 13.2% | 10.6% | -3.8% | -8.0% | 1.9% | 3.0% | 16.6% | -1.8% | 7.8% |
| RMB기준(백만RMB) | 253 | 232 | 255 | 230 | 265 | 233 | 268 | 246 | 970 | 1,011 | 1,091 |
| (YoY) | 22.4% | 14.9% | 25.0% | 18.0% | 4.8% | 0.3% | 5.0% | 6.9% | 20.2% | 4.3% | 7.8% |
| 원/위안 | 183 | 178 | 168 | 169 | 168 | 163 | 163 | 163 | 175 | 164 | 164 |
| (YoY) | 3.8% | 0.5% | -9.4% | -6.3% | -8.3% | -8.3% | -3.0% | -3.6% | -8.3% | -5.9% | 0.0% |
| 미국 | 51.6 | 47.9 | 49.3 | 55.6 | 55.7 | 53.4 | 55.5 | 62.3 | 204.5 | 226.9 | 256.4 |
| (YoY) | 22.1% | 19.5% | 17.6% | 11.2% | 7.8% | 11.5% | 12.6% | 12.0% | 17.3% | 11.0% | 13.0% |
| USD기준(백만USD) | 43 | 41 | 44 | 48 | 48 | 47 | 49 | 55 | 176 | 199 | 225 |
| (YoY) | 11.8% | 12.8% | 22.4% | 11.2% | 12.2% | 14.5% | 11.5% | 14.5% | 14.3% | 13.2% | 13.0% |
| 원/달러 | 1,201 | 1,163 | 1,121 | 1,157 | 1,154 | 1,133 | 1,133 | 1,133 | 1,161 | 1,138 | 1,138 |
| (YoY) | 9.2% | 6.0% | -4.0% | 0.0% | -3.9% | -2.6% | 1.0% | -2.1% | 2.6% | -2.0% | 0.0% |
| 일본 | 8.3 | 9.2 | 8.1 | 9.1 | 9.0 | 9.7 | 8.6 | 9.9 | 34.8 | 37.2 | 40.6 |
| (YoY) | 31.3% | 37.8% | 19.3% | 25.7% | 8.8% | 6.0% | 6.0% | 7.7% | 28.4% | 7.1% | 9.0% |
| 호주 | 3.6 | 4.6 | 4.1 | 2.2 | 3.9 | 4.8 | 4.3 | 2.3 | 14.5 | 15.4 | 16.3 |
| (YoY) | 4.9% | 26.6% | 5.5% | -32.9% | 10.1% | 5.3% | 5.4% | 5.4% | 1.8% | 6.5% | 6.0% |
| 매출총이익 | 180.9 | 168.5 | 179.1 | 184.8 | 187.1 | 181.7 | 194.0 | 199.9 | 713.3 | 762.9 | 808.8 |
| (GPM) | 31.8% | 32.0% | 32.7% | 32.2% | 33.7% | 33.9% | 34.5% | 34.0% | 32.2% | 34.0% | 34.7% |
| 판매비 | 148.5 | 156.1 | 156.4 | 162.7 | 154.7 | 160.2 | 164.7 | 170.4 | 623.6 | 650.0 | 684.5 |
| (판매비율) | 26.1% | 29.6% | 28.5% | 28.3% | 27.9% | 29.8% | 29.2% | 29.0% | 28.1% | 29.0% | 29.4% |
| 영업이익 | 32.4 | 12.4 | 22.8 | 22.1 | 32.5 | 21.5 | 29.4 | 29.5 | 89.7 | 112.8 | 124.4 |
| (YoY) | 17.1% | -48.7% | -39.4% | -23.4% | 0.2% | 73.3% | 29.0% | 33.4% | -24.2% | 25.8% | 10.2% |
| (OPM) | 5.7% | 2.4% | 4.2% | 3.9% | 5.8% | 4.0% | 5.2% | 5.0% | 4.0% | 5.0% | 5.3% |
| 국내 | 28.6 | 5.4 | 16.0 | 19.3 | 26.1 | 15.8 | 23.1 | 26.0 | 69.2 | 91.1 | 95.2 |
| (YoY) | 8.6% | -72.5% | -49.6% | -27.1% | -8.6% | 191.0% | 44.6% | 35.2% | -33.5% | 31.5% | 4.5% |
| (OPM) | 6.2% | 1.3% | 3.6% | 4.1% | 5.9% | 3.7% | 5.1% | 5.5% | 3.9% | 5.1% | 5.2% |
| 해외 | 4.6 | 5.7 | 5.7 | 0.8 | 4.5 | 4.4 | 5.2 | 1.5 | 16.9 | 15.6 | 23.0 |
| (YoY) | 165.0% | 227.1% | 72.7% | -54.5% | -1.6% | -22.5% | -9.2% | 73.8% | 95.7% | -7.6% | 47.6% |
| (OPM) | 4.2% | 5.6% | 5.4% | 0.8% | 4.0% | 4.2% | 4.6% | 1.3% | 4.0% | 3.5% | 4.7% |
| 연결조정 | -0.8 | 1.2 | 1.1 | 2.0 | 1.8 | 1.2 | 1.1 | 2.0 | 3.6 | 6.2 | 6.2 |
| 세전이익 | 156.2 | 20.5 | 31.1 | 25.4 | 40.2 | 27.3 | 35.3 | 35.2 | 233.3 | 138.0 | 150.7 |
| 당기순이익 | 143.7 | 14.8 | 23.1 | 17.6 | 30.5 | 20.7 | 26.8 | 26.7 | 199.2 | 103.9 | 114.2 |
| 지배주주순이익 | 143.8 | 14.7 | 23.1 | 17.8 | 30.4 | 20.7 | 26.8 | 26.6 | 199.3 | 103.8 | 114.2 |
| (YoY) | 514.5% | -59.7% | -20.9% | -37.5% | -78.8% | 41.0% | 16.1% | 49.7% | 69.8% | -47.9% | 10.1% |

농심(004370) 연결기준 추정 재무제표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 21,816 | 22,170 | 22,434 | 23,316 | 24,207 |
| 매출원가 | 15,096 | 15,037 | 14,806 | 15,228 | 15,654 |
| 매출총이익 | 6,720 | 7,133 | 7,629 | 8,088 | 8,553 |
| 판매비및일반관리비 | 5,537 | 6,236 | 6,500 | 6,845 | 7,194 |
| 영업이익(보고) | 1,183 | 897 | 1,128 | 1,244 | 1,359 |
| 영업이익(핵심) | 1,183 | 897 | 1,128 | 1,244 | 1,359 |
| 영업외손익 | 352 | 1,436 | 252 | 263 | 274 |
| 이자수익 | 99 | 102 | 103 | 107 | 111 |
| 배당금수익 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 외환이익 | 58 | 105 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 19 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 외환손실 | 106 | 99 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 204 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 117 | 1,332 | 179 | 187 | 194 |
| 법인세차감전이익 | 1,535 | 2,333 | 1,380 | 1,507 | 1,633 |
| 법인세비용 | 361 | 341 | 341 | 365 | 395 |
| 유효법인세율 (%) | 23.5% | 14.6% | 24.7% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | 1,174 | 1,992 | 1,039 | 1,142 | 1,238 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,173 | 1,993 | 1,038 | 1,142 | 1,238 |
| EBITDA | 1,982 | 1,752 | 1,992 | 2,175 | 2,296 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,973 | 2,847 | 1,903 | 2,074 | 2,175 |
| 수정당기순이익 | 1,018 | 1,969 | 1,039 | 1,142 | 1,238 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 6.9 | 1.6 | 1.2 | 3.9 | 3.8 |
| 영업이익(보고) | 60.8 | -24.2 | 25.8 | 10.2 | 9.2 |
| 영업이익(핵심) | 60.8 | -24.2 | 25.8 | 10.2 | 9.2 |
| EBITDA | 28.2 | -11.6 | 13.8 | 9.2 | 5.5 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 80.5 | 69.8 | -47.9 | 10.1 | 8.4 |
| EPS | 80.5 | 69.8 | -47.9 | 10.1 | 8.4 |
| 수정순이익 | 65.6 | 93.3 | -47.2 | 9.9 | 8.4 |

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 2,019 | 2,210 | 1,915 | 2,102 | 2,204 |
| 당기순이익 | 1,174 | 1,992 | 1,039 | 1,142 | 1,238 |
| 감가상각비 | 791 | 842 | 852 | 920 | 926 |
| 무형자산상각비 | 8 | 12 | 12 | 12 | 11 |
| 외환손익 | 46 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 225 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채증감 | -132 | -800 | 15 | 31 | 32 |
| 기타 | -94 | 106 | -3 | -3 | -3 |
| 투자활동현금흐름 | -1,677 | -1,345 | -813 | -1,460 | -962 |
| 투자자산의 처분 | -559 | -826 | -63 | -210 | -212 |
| 유형자산의 처분 | 321 | 91 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -1,215 | -574 | -750 | -1,250 | -750 |
| 무형자산의 처분 | -228 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 6 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 183 | -772 | -227 | -203 | -202 |
| 당기입금의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기입금의 증가 | 500 | -549 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -232 | -231 | -231 | -231 | -231 |
| 기타 | -85 | 8 | 5 | 28 | 29 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 535 | 105 | 876 | 439 | 1,040 |
| 기초 현금및현금성자산 | 1,154 | 1,688 | 1,794 | 2,670 | 3,109 |
| 기말 현금및현금성자산 | 1,688 | 1,794 | 2,670 | 3,109 | 4,149 |
| Gross Cash Flow | 2,151 | 3,009 | 1,900 | 2,071 | 2,172 |
| Op Free Cash Flow | 128 | 210 | 979 | 656 | 1,249 |

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,978 | 10,570 | 11,550 | 12,338 | 13,730 |
| 현금및현금성자산 | 1,688 | 1,794 | 2,670 | 3,109 | 4,149 |
| 유동금융자산 | 4,049 | 4,430 | 4,483 | 4,659 | 4,837 |
| 매출채권및유동채권 | 2,289 | 2,439 | 2,468 | 2,566 | 2,663 |
| 재고자산 | 1,730 | 1,692 | 1,712 | 1,779 | 1,847 |
| 기타유동비금융자산 | 222 | 214 | 217 | 225 | 234 |
| 비유동자산 | 14,209 | 14,243 | 14,144 | 14,504 | 14,359 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 126 | 126 | 127 | 132 | 137 |
| 투자자산 | 2,181 | 2,603 | 2,616 | 2,652 | 2,689 |
| 유형자산 | 11,330 | 10,925 | 10,823 | 11,153 | 10,977 |
| 무형자산 | 568 | 587 | 576 | 564 | 553 |
| 기타비유동자산 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 자산총계 | 24,187 | 24,813 | 25,694 | 26,842 | 28,089 |
| 유동부채 | 6,344 | 5,494 | 5,562 | 5,771 | 5,983 |
| 매입채무및기타유동채무 | 4,998 | 2,789 | 2,822 | 2,933 | 3,045 |
| 단기차입금 | 966 | 399 | 399 | 399 | 399 |
| 유동성장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 379 | 2,305 | 2,341 | 2,439 | 2,538 |
| 비유동부채 | 1,379 | 1,295 | 1,300 | 1,329 | 1,358 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 사채및장기차입금 | 554 | 592 | 592 | 592 | 592 |
| 기타비유동부채 | 824 | 699 | 704 | 732 | 761 |
| 부채총계 | 7,722 | 6,789 | 6,862 | 7,099 | 7,340 |
| 자본금 | 304 | 304 | 304 | 304 | 304 |
| 주식발행초과금 | 1,237 | 1,237 | 1,237 | 1,237 | 1,237 |
| 이익잉여금 | 15,536 | 17,212 | 18,020 | 18,932 | 19,940 |
| 기타자본 | -728 | -854 | -854 | -854 | -854 |
| 지배주주지분자본총계 | 16,350 | 17,899 | 18,707 | 19,619 | 20,627 |
| 비지배주주지분자본총계 | 115 | 125 | 125 | 123 | 122 |
| 자본총계 | 16,465 | 18,024 | 18,831 | 19,742 | 20,749 |
| 순차입금 | -4,216 | -5,233 | -6,162 | -6,777 | -7,995 |
| 총차입금 | 1,521 | 991 | 991 | 991 | 991 |

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 19,291 | 32,764 | 17,062 | 18,777 | 20,352 |
| BPS | 268,798 | 294,260 | 307,546 | 322,546 | 339,118 |
| 주당EBITDA | 32,587 | 28,796 | 32,756 | 35,765 | 37,746 |
| CFPS | 32,443 | 46,802 | 31,284 | 34,092 | 35,757 |
| DPS | 4,000 | 4,000 | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 22.8 | 10.1 | 19.7 | 17.9 | 16.5 |
| PBR | 1.6 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 11.4 | 8.6 | 7.2 | 6.3 | 5.4 |
| PCFR | 13.5 | 7.1 | 10.7 | 9.8 | 9.4 |
| 주익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 5.4 | 4.0 | 5.0 | 5.3 | 5.6 |
| 영업이익률(핵심) | 5.4 | 4.0 | 5.0 | 5.3 | 5.6 |
| EBITDA margin | 9.1 | 7.9 | 8.9 | 9.3 | 9.5 |
| 순이익률 | 5.4 | 9.0 | 4.6 | 4.9 | 5.1 |
| 자기자본이익률(ROE) | 7.3 | 11.6 | 5.6 | 5.9 | 6.1 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 8.5 | 7.1 | 7.9 | 8.7 | 9.5 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 46.9 | 37.7 | 36.4 | 36.0 | 35.4 |
| 순차입금비율 | -25.6 | -29.0 | -32.7 | -34.3 | -38.5 |
| 이자보상배율(배) | 61.6 | 26.9 | 33.8 | 37.3 | 40.7 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 9.9 | 9.4 | 9.1 | 9.3 | 9.3 |
| 재고자산회전율 | 12.6 | 13.0 | 13.2 | 13.4 | 13.4 |
| 매입채무회전율 | 4.6 | 5.7 | 8.0 | 8.1 | 8.1 |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

- > 당사는 5월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

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

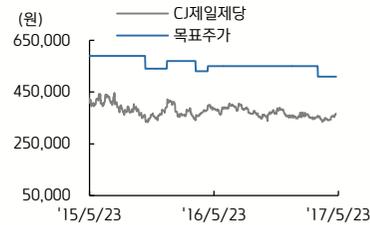
◎ 투자등급 비율 통계 (2016/4/1~2017/3/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 183 | 96.32% |
| 중립 | 7 | 3.68% |
| 매도 | 0 | 0.00% |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|-------------------|--------------------|-----------------|---------------|
| C제일제당 (097950) | 2015/06/08 | BUY(Reinitiate) | 590,000원 |
| | 2015/09/08 | BUY(Reinitiate) | 590,000원 |
| | 2015/11/09 | BUY(Maintain) | 540,000원 |
| | 2015/11/24 | BUY(Maintain) | 540,000원 |
| | 2016/01/12 | BUY(Maintain) | 570,000원 |
| | 2016/01/13 | BUY(Maintain) | 570,000원 |
| | 2016/02/11 | BUY(Maintain) | 570,000원 |
| | 2016/04/05 | BUY(Maintain) | 530,000원 |
| | 2016/04/28 | BUY(Maintain) | 530,000원 |
| | 2016/05/11 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/06/28 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/08/08 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/09/19 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/10/04 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/11/03 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/11/16 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/11/18 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2016/11/23 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | 2017/01/02 | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| | C프레시웨이 (051500) | 2017/01/17 | BUY(Maintain) |
| 2017/02/10 | | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| 2017/02/21 | | BUY(Maintain) | 550,000원 |
| 2017/03/30 | | BUY(Maintain) | 510,000원 |
| 2017/05/12 | | BUY(Maintain) | 510,000원 |
| 2017/05/23 | | BUY(Maintain) | 510,000원 |
| 2016/11/16 | | BUY(Initiate) | 50,000원 |
| 2017/01/17 | | BUY(Maintain) | 50,000원 |
| 2017/02/09 | | BUY(Maintain) | 45,000원 |
| 2017/03/21 | | BUY(Maintain) | 45,000원 |
| 농심 (004370) | 2017/05/15 | BUY(Maintain) | 53,000원 |
| | 2017/05/23 | BUY(Maintain) | 53,000원 |
| | 2016/06/28 | BUY(Reinitiate) | 450,000원 |
| | 2016/08/17 | BUY(Maintain) | 450,000원 |
| | 2016/11/15 | BUY(Maintain) | 450,000원 |
| | 2016/11/23 | BUY(Maintain) | 450,000원 |
| | 2016/12/19 | BUY(Maintain) | 450,000원 |
| | 2017/01/17 | BUY(Maintain) | 450,000원 |
| | 2017/02/10 | BUY(Maintain) | 450,000원 |
| | 2017/04/03 | BUY(Maintain) | 410,000원 |
| 2017/05/16 | BUY(Maintain) | 410,000원 | |
| 2017/05/23 | BUY(Maintain) | 410,000원 | |

C제일제당



C프레시웨이



농심

