

2017. 7. 19

▲ **음식료**

Analyst **김정욱**
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Overweight**Top Picks**

농심(004370)	Buy	430,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	51,000원
KT&G(033780)	Buy	150,000원
CJ제일제당(097950)	Buy	510,000원

관심종목

하이트진로(000080)	Buy	30,000원
신세계푸드(031440)	Buy	200,000원

음식료

2Q17 Preview: 부진한 2분기보다는 개선되는 하반기 방향성에 주목

- ✓ 곡물가는 단기 급등 후 15~16년 수준으로 재차 복귀할 전망
- ✓ 하반기 음식료 투자 의견 Overweight 유지. Top picks 농심, CJ프레시웨이, CJ제일제당, KT&G
- ✓ 컨센서스 상회하며 2분기에도 양호한 실적이 예상되는 종목은 CJ프레시웨이, KT&G
- ✓ 2분기 실적은 부진하나 하반기 개선이 기대되는 종목은 농심, CJ제일제당

곡물가 점검: 단기 급등 후 15~16년 수준으로 재차 복귀할 전망

소맥 가격은 미국의 붐밀 GTE 비율이 부진한 점과 건조한 기후, 13.2% 감소한 경작면적 전망치가 단기 급등을 유발했다. 경작면적 발표를 전후로 단기 변동성이 극대화 됐지만 양호한 재고비율이 이어지는 가운데 최근 기상 예보까지 개선되며 단기 급등 후 하락 전환을 이끌었다. 구조적인 상승에 대한 우려는 접어들 시기로 판단한다. **옥수수 가격은** 소맥 가격 상승에 연동되며 단기 상승세를 보였는데 콘벨트 지역에 건조한 기후가 이어진 영향도 가격 상승에 기여했다. 소맥과 마찬가지로 최근 기상상황 개선과 양호한 수급 전망으로 가격은 하락 전환했다. GTE 비율이 평년수준에서 크게 벗어나진 않은 상황인 점도 가격 상승을 제한하고 있다고 판단한다. **대두 가격은** 6월 이후는 옥수수와 마찬가지로 소맥가격에 동조하는 흐름을 보였으며 예상치를 하회하는 경작면적, 기상 우려 등이 상승의 원인이 됐다. WASDE 발표를 기점으로 가격 흐름이 전환됐고 옥수수와 생산지가 겹치는 이유로 아이오와의 기상 개선 또한 최근의 하락을 이끌고 있다. **원당 가격은** 단기에는 옥수수, 소맥, 대두 상승에 연동된 측면도 있지만 헤알화 가치 절상에 따른 영향이 지배적이었다. 17/18시즌 원당공급과잉 우려감은 지속되고 있기 때문에 공급 과잉 펀더멘털이 해소되기 전까지 추세적인 상승은 어렵다고 판단한다.

하반기 음식료 투자 의견 Overweight 유지. Top picks 농심, CJ 프레시웨이, CJ 제일제당, KT&G

양호한 공급 전망과 풍부한 재고 상황이 여전히 곡물가 상승을 압박하는 요인으로 작용하고 있다. 경작면적 발표와 기상에 대한 우려로 6월 한달 단기 급등을 보였던 곡물가격은 추세적인 상승기에 돌입했다기 보다는 단기 변동성 확대 측면이 강했다고 판단한다. 환율과 곡물가의 래깅 타임을 고려할 때 원가의 3Q17 QoQ 하락, 4Q17의 YoY 하락 트렌드는 유효하다. 현 수준이 유지될 경우 1Q18, 2Q18까지 각각 -12.6%, -14.2%의 투입원가 전년비 개선이 예상된다. 점도 긍정적이다. 최근 환율 하락과 급등세가 멈춘 곡물 가격을 고려할 때 단기적인 2Q17 실적부진보다는 개선이 기대되는 하반기 원가 방향성에 집중할 시기로 판단한다. 하반기 음식료 섹터에 대한 Overweight 의견을 유지한다.

농심(004370)

Buy, TP 430,000 원

일시적 부진으로 지나갈 중국 법인의 적자

2Q17 예상실적은 매출액 5,455억원(+3.5% YoY), 영업이익 185억원(+49.3% YoY)으로 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 전망이다. 영업이익은 ①신제품의 매출 성장 기여, ②라면 가격인상 정상화로 별도기준 GPM 2%p 개선, ③판관비율 유지 효과로 185억원을 달성하며 양호한 흐름이 예상된다. 최근 컨센서스가 감소세를 보였는데 주 요인은 중국사업의 부진이다. 사드 영향으로 20~30%의 매출액 감소가 예상된다. 매출 감소에 따른 고정비 부담 확대, 반품 관련비용의 증가로 중국법인은 20~30억원의 적자 발생이 전망된다. 중국이 4~5월 대비 6월 회복 흐름인 점과 국내 실적호조로 하반기 개선흐름이 예상되는 부분이 긍정적이며 중국 부진은 사드에 따른 일시적 영향으로 판단할 필요가 있다.

표1 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	545.5	527.2	3.5	555.4	-1.8	542.6	0.5
영업이익	18.5	12.4	49.3	32.5	-42.9	18.0	3.2
지배순이익	20.2	14.7	37.4	29.7	-32.1	19.1	5.6

자료: 농심, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 농심 분기별 실적 추이

(억원, %)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	21,816	5,681	5,272	5,477	5,739	22,170	5,554	5,455	5,714	6,001	22,724	23,550	24,426
(% YoY)	6.9	5.2	-0.4	0.3	1.4	1.6	-2.2	3.5	4.3	4.6	2.5	3.6	3.7
매출원가	15,096	3,872	3,587	3,686	3,892	15,037	3,682	3,739	3,890	4,063	15,375	15,968	16,538
(% YoY)	3.7	2.2	-2.9	-1.3	0.3	-0.4	-4.9	4.2	5.5	4.4	2.2	3.9	3.6
매출원가율(%)	69.2	68.2	68.0	67.3	67.8	67.8	66.3	68.5	68.1	67.7	68.0	67.8	67.7
매출총이익	6,720	1,809	1,685	1,791	1,848	7,133	1,871	1,716	1,824	1,938	7,350	7,581	7,888
(% YoY)	14.8	12.3	5.2	3.7	3.8	6.1	3.4	1.8	1.8	4.9	3.0	3.2	4.0
매출총이익률(%)	30.8	31.8	32.0	32.7	32.2	32.2	33.7	31.5	31.9	32.3	32.3	32.2	32.3
판관비	5,537	1,485	1,561	1,564	1,627	6,236	1,547	1,531	1,496	1,625	6,198	6,294	6,529
(% YoY)	8.2	11.3	14.8	15.7	9.0	12.6	4.2	-1.9	-4.4	-0.1	-0.6	1.5	3.7
판관비율(%)	25.4	26.1	29.6	28.5	28.3	28.1	27.9	28.1	26.2	27.1	27.3	26.7	26.7
영업이익	1,183	324	124	228	221	897	325	185	329	313	1,151	1,288	1,359
(% YoY)	60.8	17.1	-48.7	-39.4	-23.4	-24.2	0.2	49.3	44.4	41.5	28.4	11.8	5.5
영업이익률(%)	5.4	5.7	2.4	4.2	3.9	4.0	5.8	3.4	5.8	5.2	5.1	5.5	5.6
금융손익	32	30	27	37	-13	80	42	27	37	-13	93	93	93
기타영업외손익	320	1,208	55	46	46	1,355	35	55	46	46	182	182	182
세전이익	1,535	1,562	205	311	254	2,333	402	267	412	346	1,426	1,563	1,634
(% YoY)	57.7	389.5	-57.3	-18.9	-27.7	52.0	-74.3	29.8	32.5	36.1	-38.9	9.6	4.5
세전이익률(%)	7.0	27.5	3.9	5.7	4.4	10.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
법인세	361	125	57	80	79	341	104	65	100	84	352	378	395
법인세율(%)	23.5	8.0	27.7	25.7	30.9	14.6	25.9	24.2	24.2	24.2	24.7	24.2	24.2
순이익	1,174	1,437	148	231	176	1,992	298	202	312	262	1,074	1,184	1,238
지배순이익	1,173	1,438	147	231	178	1,993	297	202	312	262	1,072	1,182	1,236
(% YoY)	82.2	514.4	-59.3	-20.9	-37.5	69.8	-79.3	36.2	35.2	49.4	-46.1	10.3	4.5
순이익률(%)	5.4	25.3	2.8	4.2	3.1	9.0	5.3	3.7	5.5	4.4	4.7	5.0	5.1

자료: 농심, 메리츠증권증권 리서치센터

농심 (004370)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,181.6	2,217.0	2,272.5	2,355.0	2,442.6
매출액증가율 (%)	6.9	1.6	2.5	3.6	3.7
매출원가	1,509.6	1,503.7	1,537.5	1,596.8	1,653.8
매출총이익	672.0	713.3	735.0	758.1	788.8
판매비와관리비	553.7	623.6	619.8	629.4	652.9
영업이익	118.3	89.7	115.1	128.8	135.9
영업이익률 (%)	5.4	4.0	5.1	5.5	5.6
금융수익	3.2	8.0	9.3	9.3	9.3
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	32.1	135.5	3.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	153.5	233.3	142.6	156.3	163.4
법인세비용	36.1	34.1	35.2	37.8	39.5
당기순이익	117.4	199.2	107.4	118.4	123.8
지배주주지분 순이익	117.3	199.3	107.2	118.2	123.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	997.8	1,057.0	1,094.5	1,200.8	1,313.9
현금및현금성자산	168.8	179.4	176.9	250.6	329.0
매출채권	210.2	222.7	232.9	241.1	249.9
재고자산	173.0	169.2	176.9	183.2	189.9
비유동자산	1,420.9	1,424.3	1,423.9	1,428.5	1,433.1
유형자산	1,133.0	1,092.5	1,087.3	1,089.8	1,092.2
무형자산	56.8	58.7	60.6	59.5	58.4
투자자산	40.0	84.6	88.4	91.6	94.9
자산총계	2,418.7	2,481.3	2,518.5	2,629.4	2,746.9
유동부채	634.4	549.4	569.3	588.2	608.3
매입채무	284.7	278.9	291.6	302.0	313.0
단기차입금	96.6	39.9	36.5	36.5	36.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	137.9	129.5	111.5	108.1	104.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	55.4	59.2	37.9	31.9	25.9
부채총계	772.2	678.9	680.8	696.3	713.2
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.2	121.5	120.6	120.6	120.6
기타포괄이익누계액	10.6	-2.4	-27.5	-27.5	-27.5
이익잉여금	1,553.6	1,721.2	1,782.1	1,877.2	1,977.7
비지배주주지분	11.5	12.5	12.8	13.1	13.3
자본총계	1,646.5	1,802.4	1,837.7	1,933.0	2,033.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	201.9	221.0	142.4	207.4	213.4
당기순이익(손실)	117.4	199.2	107.4	118.4	123.8
유형자산감가상각비	79.1	84.2	82.4	82.4	82.7
무형자산상각비	0.8	1.2	1.2	1.1	1.1
운전자본의 증감	-13.3	-75.3	-54.6	5.4	5.7
투자활동 현금흐름	-167.7	-134.5	-126.4	-104.6	-105.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-121.5	-57.4	-102.1	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-33.0	-44.6	-3.9	-3.1	-3.3
재무활동 현금흐름	18.3	-77.2	-18.4	-29.1	-29.1
차입금증감	56.7	-53.0	-24.6	-6.0	-6.0
자본의증가	-1.0	0.3	-0.9	0.0	0.0
현금의증가	53.5	10.5	-2.5	73.7	78.4
기초현금	115.4	168.8	179.4	176.9	250.6
기말현금	168.8	179.4	176.9	250.6	329.0

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	358,664	364,482	373,596	387,161	401,575
EPS(지배주주)	19,291	32,764	17,627	19,436	20,319
CFPS	39,062	56,886	37,610	39,429	40,634
EBITDAPS	32,587	28,796	32,676	34,909	36,114
BPS	259,461	284,602	290,048	305,869	322,569
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	22.8	10.1	18.4	16.6	15.9
PCR	11.3	5.8	8.6	8.2	8.0
PSR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0
EBITDA	198.2	175.2	198.8	212.3	219.7
EV/EBITDA	11.4	8.6	7.0	6.1	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	11.6	5.9	6.3	6.3
EBITDA 이익률	9.1	7.9	8.7	9.0	9.0
부채비율	46.9	37.7	37.0	36.0	35.1
금융비용부담률	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	61.6	26.9			
매출채권회전율(x)	10.7	10.2	10.0	9.9	9.9
재고자산회전율(x)	12.6	13.0	13.1	13.1	13.1

CJ 프레시웨이(051500)

Buy, TP 51,000 원

연휴 및 해외여행 효과를 제거한다면 컨센서스를 대폭 상회할 2Q17 실적

2Q17 예상실적은 매출액 6,522억원(+9.2% YoY), 영업이익 125억원(+37.7% YoY)으로 영업이익이 컨센서스를 9.9% 상회할 전망이다. 외식/급식 유통 부문은 2Q17 외식경기 회복 지연에도 불구하고 신규점포 효과로 +6.4%의 외형성장이 예상된다. 월별로는 4월 호조, 5월 부진(휴일 영향), 6월 회복 흐름을 전망한다. 프레시원은 매출액 증가에 따른 고정비 부담 완화, 체질 개선 효과 지속으로 1Q17의 턴어라운드 흐름이 이어질 전망이다. 푸드서비스 부문은 신규 수주가 추가되며 양호한 흐름을 이어가고 있으며 송림푸드는 외형 성장이 예상을 상회하며 1Q17 대비 기여도가 확대될 전망이다.

표3 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	652.2	597.0	9.2	594.8	9.7	652.6	-0.1
영업이익	12.5	9.1	37.7	4.5	180.0	11.4	9.9
지배순이익	7.4	3.1	138.6	-0.0	흑전	6.6	12.7

자료: CJ프레시웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 CJ프레시웨이 실적 추이

(억원, %)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	20,724	5,358	5,970	6,065	5,886	23,279	5,948	6,522	6,769	6,810	26,048	28,390	30,790
식자재유통	17,514	4,519	4,933	5,072	4,841	19,366	4,879	5,250	5,460	5,489	21,078	22,600	24,104
- 외식/급식유통	8,872	2,153	2,404	2,374	2,356	9,288	2,366	2,572	2,564	2,521	10,023	10,374	10,582
- 중소제휴(JV)	4,929	1,319	1,467	1,539	1,559	5,885	1,484	1,631	1,755	1,774	6,644	7,375	8,186
- 1차도매 및 원료	3,711	1,046	1,062	1,158	927	4,194	1,029	1,046	1,141	1,194	4,410	4,851	5,336
푸드서비스	2,702	678	822	839	826	3,165	753	938	955	942	3,588	3,946	4,341
해외 및 기타	508	147	170	114	197	628	271	285	299	314	1,168	1,343	1,545
영휘마트 향 매출		14	45	40	21	120	45	50	55	65	215	500	800
(% YoY)	15.4	14.7	15.3	12.1	7.7	12.3	11.0	9.2	11.6	15.7	11.9	9.0	8.5
식자재유통	14.3	13.3	13.2	10.7	5.6	10.6	8.0	6.4	7.7	13.4	8.8	7.2	6.7
- 외식/급식유통	13.0	9.4	7.0	-0.5	3.8	4.7	9.9	7.0	8.0	7.0	7.9	3.5	2.0
- 중소제휴(JV)	24.2	17.8	16.2	23.4	19.9	19.4	12.5	11.2	14.0	13.8	12.9	11.0	11.0
- 1차도매 및 원료	6.2	16.4	25.2	21.9	-8.6	13.0	-1.7	-1.5	-1.5	28.8	5.2	10.0	10.0
푸드서비스	23.8	14.9	17.9	19.2	16.2	17.2	11.1	14.1	13.8	14.0	13.3	10.0	10.0
해외 및 기타	12.5	56.4	37.4	-6.1	16.4	23.5	84.4	15.0	15.0	15.0	86.0	15.0	15.0
중국 JV 연결 매출							221.4	11.1	37.5	209.5	79.2	132.6	60.0
매출원가	18,014	4,701	5,176	5,284	5,123	20,284	5,178	5,635	5,855	5,890	22,585	24,614	26,664
매출원가율(%)	86.9	87.7	86.7	87.1	87.0	87.1	87.1	86.4	86.5	86.5	86.7	86.7	86.6
매출총이익	2,710	657	794	781	763	2,995	770	887	914	919	3,463	3,776	4,126
(% YoY)	29.2	17.4	15.1	8.9	2.7	10.5	17.2	13.6	17.0	20.5	13.3	8.0	9.3
매출총이익률(%)	13.1	12.3	13.3	12.9	13.0	12.9	12.9	11.7	13.5	13.5	15.6	13.3	13.4
판관비	2,396	625	703	698	758	2,784	725	762	799	823	3,082	3,293	3,479
(% YoY)	31.3	18.8	22.9	13.5	10.9	16.2	16.1	11.7	14.4	8.6	11.8	5.4	5.6
판관비율(%)	11.6	11.7	11.8	11.5	12.9	12.0	12.2	8.4	11.8	12.1	10.7	11.6	11.3
영업이익	315	32	91	83	5	210	45	125	115	96	381	483	647
식자재유통	157	22	42	37	-0	101	43	70	63	90	267	280	418
푸드서비스	158	10	49	46	5	110	2	55	51	5	113	197	217
중국 JV 영업이익				0	0	0	0	0	1	1	1	5	12
(% YoY)	15.5	-4.4	-23.0	-19.3	-91.7	-33.2	39.5	37.7	39.2	1,820.0	81.0	30.2	34.0
식자재유통	-5.7	11.2	-37.6	-36.4	적전	-35.7	94.5	68.6	71.4	흑전	165.0	9.1	49.0
푸드서비스	48.7	-25.4	-4.7	2.9	-90.4	-30.7	-83.7	11.2	12.0	12.1	2.8	75.2	10.0
영업이익률(%)	1.5	0.6	1.5	1.4	0.1	0.9	0.8	1.9	1.7	1.4	1.5	1.7	2.1
식자재유통	0.9	0.5	0.8	0.7	0.0	0.5	0.8	1.1	0.9	1.3	1.2	1.2	1.7
푸드서비스	5.6	1.4	5.8	5.4	0.6	3.4	0.2	5.8	5.4	0.6	3.1	5.0	5.0
지배순이익	109	7	31	13	-98	-47	-0	74	59	51	184	260	385
(% YoY)	2.7	-30.8	-59.2	-62.7	적지	적전	적전	138.6	346.7	흑전	흑전	47.5	47.7
지배순이익률(%)	0.5	0.1	0.5	0.2	-1.7	-0.2	0.0	1.1	0.9	0.7	0.7	0.9	1.2

자료: CJ프레시웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ 프레시웨이 (051500)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,072.4	2,327.9	2,604.9	2,839.0	3,079.0
매출액증가율 (%)	15.4	12.3	11.9	9.0	8.5
매출원가	1,801.4	2,028.4	2,258.6	2,461.4	2,666.4
매출총이익	271.0	299.5	346.3	377.6	412.6
판매비와관리비	239.5	278.5	308.2	329.3	347.9
영업이익	31.5	21.0	38.1	48.3	64.7
영업이익률 (%)	1.5	0.9	1.5	1.7	2.1
금융수익	-5.6	-6.6	-6.0	-6.2	-6.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.8	-19.5	-8.2	-8.0	-8.0
세전계속사업이익	12.0	-5.0	23.9	34.1	50.5
법인세비용	5.4	0.9	5.7	8.2	12.2
당기순이익	6.7	-5.8	18.2	25.8	38.2
지배주주지분 손이익	10.9	-4.7	18.4	26.0	38.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-18.4	-4.8	63.8	57.4	66.0
당기순이익(손실)	6.7	-5.8	18.2	25.8	38.2
유형자산감가상각비	12.2	13.3	27.9	29.8	27.3
무형자산상각비	5.8	10.0	10.7	9.6	8.7
운전자본의 증감	-52.4	-40.0	4.0	-7.8	-8.1
투자활동 현금흐름	-37.7	-53.7	-16.8	-13.3	-13.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-18.9	-14.1	-14.9	-10.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-4.7	-3.2	-3.2	-2.1	-2.2
재무활동 현금흐름	59.7	60.0	-0.5	-7.5	-7.4
차입금증감	69.9	26.7	27.2	-5.1	-5.1
자본의증가	40.3	-4.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가	3.6	1.5	45.7	36.7	45.1
기초현금	7.3	11.0	12.4	58.1	94.8
기말현금	11.0	12.4	58.1	94.8	139.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	418.5	469.1	586.5	669.5	763.1
현금및현금성자산	11.0	12.4	58.1	94.8	139.9
매출채권	212.8	250.2	289.4	314.9	341.4
재고자산	171.7	184.5	213.5	232.2	251.8
비유동자산	340.3	381.4	360.7	333.4	309.7
유형자산	225.4	241.9	228.1	208.3	191.1
무형자산	79.8	105.0	94.6	84.9	76.2
투자자산	17.5	20.8	24.0	26.1	28.3
자산총계	758.8	850.5	947.2	1,002.9	1,072.7
유동부채	462.6	433.5	529.6	564.8	601.7
매입채무	250.2	270.1	312.5	339.9	368.6
단기차입금	138.0	86.2	57.8	57.8	57.8
유동성장기부채	0.0	0.0	69.9	69.9	69.9
비유동부채	90.7	175.0	163.8	160.8	158.0
사채	69.9	139.8	113.7	107.7	101.7
장기차입금	0.0	5.7	5.7	5.7	5.7
부채총계	553.3	608.5	693.4	725.7	759.6
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	101.5	96.9	96.9	96.9	96.9
기타포괄이익누계액	21.3	21.2	20.4	20.4	20.4
이익잉여금	49.5	38.0	51.7	75.3	111.4
비지배주주지분	-0.8	51.8	50.8	50.6	50.3
자본총계	205.5	242.0	253.8	277.2	313.1

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	182,534	196,092	219,419	239,142	259,358
EPS(지배주주)	957	-393	1,551	2,194	3,241
CFPS	3,290	3,451	5,569	6,190	7,277
EBITDAPS	4,352	3,730	6,462	7,387	8,473
BPS	10,661	7,174	9,135	11,941	15,712
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	86.8		26.1	18.4	12.5
PCR	25.3	11.3	7.3	6.5	5.6
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	7.8	5.4	4.4	3.4	2.6
EBITDA	49.4	44.3	76.7	87.7	100.6
EV/EBITDA	23.9	16.5	9.4	7.8	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	-2.4	9.4	12.1	15.7
EBITDA 이익률	2.4	1.9	2.9	3.1	3.3
부채비율	269.2	251.4	273.2	261.8	242.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6.1	3.7			
매출채권회전율(x)	10.1	10.1	9.7	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	14.5	13.1	13.1	12.7	12.7

KT&G(033780)

Buy, TP 150,000 원

담배/홍삼 수요 감소 우려에서 벗어나는 중

2Q17 예상실적은 매출액 11,871억원(+9.1% YoY), 영업이익 3,804억원(+10.0% YoY)으로 매출액, 영업이익 모두 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 국내 담배시장 수요는 2~3% 감소하며 경고그림 영향에서 QoQ 개선이 기대된다. ASP 상승, M/S 확대를 감안한다면 국내담배 매출은 1.6% 증가를 기록할 전망이다. 수출담배는 중동/러시아 시장의 ASP 상승효과와 남미/아프리카의 수량 고성장이 더해지며 매출액 20.3% 성장을 전망한다. 홍삼은 13.4% 매출 성장이 예상되는데 국내 홍삼은 김영란법 도입에도 불구하고 자가수요 신제품의 수요확대로 11%의 성장이, 수출홍삼은 기저효과에 따른 60%의 성장이 기대된다. 전 부문 외형성장이 영업이익 증가로 이어질 전망이며, 하반기 고체형 전자담배 출시로 iQOS 리스크는 우려에서 기대감으로 전환이 예상된다.

표5 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,187.1	1,088.1	9.1	1,178.7	0.7	1,152.8	3.0
영업이익	380.4	345.9	10.0	395.5	-3.8	369.6	2.9
지배순이익	286.8	284.9	0.7	234.5	22.3	294.4	-2.6

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 KT&G 실적 추이													
(억원, %)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	41,698	10,913	10,881	12,202	11,036	45,033	11,787	11,871	13,334	11,488	48,480	49,930	52,784
KT&G	28,217	7,012	7,454	7,538	7,676	29,681	7,260	8,073	8,263	7,838	31,434	31,026	31,586
- 국내담배	19,267	4,240	4,678	4,983	4,493	18,394	4,262	4,754	5,190	4,752	18,957	18,883	18,720
- 해외담배	6,810	2,322	1,937	1,968	2,083	8,309	2,366	2,330	2,305	2,395	9,396	10,163	10,884
- 부동산 등	2,140	450	839	588	1,101	2,978	632	989	768	691	3,081	1,981	1,981
KGC	9,177	2,956	2,535	3,454	2,130	11,075	3,418	2,875	3,822	2,380	12,495	14,198	16,309
- 국내홍삼	8,360	2,842	2,411	3,309	1,946	10,508	3,205	2,676	3,640	2,141	11,662	12,944	14,368
- 해외홍삼	817	114	124	146	184	568	213	198	183	239	833	1,254	1,941
기타	4,305	945	892	1,210	1,230	4,276	1,109	923	1,249	1,270	4,551	4,706	4,889
(% YoY)	1.4	-4.0	5.4	7.6	27.3	8.0	8.0	9.1	9.3	4.1	7.7	3.0	5.7
KT&G	2.9	-8.9	10.2	7.3	14.1	5.2	3.5	8.3	9.6	2.1	5.9	-1.3	1.8
- 국내담배	-2.0	-25.5	4.3	4.8	3.7	-4.5	0.5	1.6	4.2	5.8	3.1	-0.4	-0.9
- 해외담배	27.8	70.8	6.6	4.5	18.9	22.0	1.9	20.3	17.2	15.0	13.1	8.2	7.1
- 부동산 등	-11.8	-30.4	82.9	50.0	71.3	39.2	40.7	17.9	30.6	-37.2	3.5	-35.7	0.0
KGC	12.9	23.7	18.1	21.9	17.8	20.7	15.6	13.4	10.7	11.7	12.8	13.6	14.9
- 국내홍삼	14.7	28.9	27.0	28.1	16.4	25.7	12.8	11.0	10.0	10.0	11.0	11.0	11.0
- 해외홍삼	-2.5	-38.0	-50.0	-41.4	35.3	-30.5	86.8	60.0	25.0	30.0	46.7	50.6	54.7
기타	-22.8	-26.3	-36.7	-18.4	840.3	-0.7	17.4	3.5	3.2	3.3	6.4	3.4	3.9
매출원가	16,306	4,241	4,398	4,772	4,556	17,967	4,781	4,837	5,261	4,586	19,466	19,952	21,295
(% YoY)	-11.4	3.4	-2.2	0.1	55.1	10.2	12.7	10.0	10.3	0.7	8.3	2.5	6.7
매출원가율(%)	39.1	38.9	40.4	39.1	41.3	39.9	40.6	40.7	39.5	39.9	40.2	40.0	40.3
판관비	11,733	2,743	3,025	3,166	3,431	12,364	3,051	3,229	3,452	3,503	13,235	13,727	14,628
(% YoY)	6.6	-8.0	8.4	10.2	11.0	5.4	11.2	6.8	9.0	2.1	7.0	3.7	6.6
판관비율(%)	28.1	25.1	27.8	25.9	31.1	27.5	25.9	27.2	25.9	30.5	27.3	27.5	27.7
영업이익	13,659	3,930	3,459	4,263	3,049	14,701	3,955	3,804	4,621	3,399	15,779	16,251	16,861
KT&G	12,373	3,274	3,227	3,493	3,057	13,051	3,199	3,480	3,768	3,399	13,845	14,002	14,253
KGC	1,334	689	351	686	23	1,749	792	427	759	25	2,003	2,286	2,644
기타	12	-33	-120	85	-31	-99	-36	-103	94	-25	-70	-36	-36
(% YoY)	16.6	-8.3	14.2	15.1	15.6	7.6	0.6	10.0	8.4	11.5	7.3	3.0	3.7
KT&G	17.3	-13.8	19.2	10.4	13.1	5.5	-2.3	7.8	7.9	11.2	6.1	1.1	1.8
KGC	2.5	43.0	12.0	29.5	163.7	31.1	15.0	21.8	10.6	8.9	14.6	14.1	15.7
기타	흑전	적전	적전	596.6	적지	적전	적지	적지	10.9	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	32.8	36.0	31.8	34.9	27.6	32.6	33.6	32.0	34.7	29.6	32.5	32.5	31.9
KT&G	43.9	46.7	43.3	46.3	39.8	44.0	44.1	43.1	45.6	43.4	44.0	45.1	45.1
KGC	14.5	23.3	13.8	19.9	1.1	15.8	23.2	14.9	19.9	1.1	16.0	16.1	16.2
기타	0.3	-3.5	-13.4	7.0	-2.5	-2.3	-3.2	-11.2	7.5	-1.9	-1.5	-0.8	-0.7
지배순이익	10,357	2,844	2,849	2,501	4,118	12,313	2,345	2,868	3,435	3,131	11,779	12,225	12,686
(% YoY)	25.4	-7.9	9.1	-17.4	152.8	18.9	-17.5	0.7	37.3	-24.0	-4.3	3.8	3.8
지배순이익률(%)	24.8	26.1	26.2	20.5	37.3	27.3	19.9	24.2	25.8	27.3	24.3	24.5	24.0

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G (033780)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,169.8	4,503.3	4,848.0	4,993.0	5,278.4
매출액증가율 (%)	1.4	8.0	7.7	3.0	5.7
매출원가	1,630.6	1,796.7	1,946.6	1,995.2	2,129.5
매출총이익	2,539.2	2,706.6	2,901.4	2,997.8	3,148.9
판매비와관리비	1,173.3	1,236.5	1,323.6	1,372.7	1,462.8
영업이익	1,365.9	1,470.1	1,577.8	1,625.1	1,686.1
영업이익률 (%)	32.8	32.6	32.5	32.5	31.9
금융수익	74.8	52.6	70.0	66.0	66.0
중속/관계기업관련손익	15.1	2.1	3.0	3.1	3.1
기타영업외손익	-41.4	63.1	-80.0	-85.1	-85.1
세전계속사업이익	1,414.4	1,587.8	1,570.9	1,609.2	1,670.1
법인세비용	382.2	361.8	396.5	389.4	404.2
당기순이익	1,032.2	1,226.0	1,174.4	1,219.8	1,265.9
지배주주지분 순이익	1,035.7	1,231.3	1,177.9	1,222.5	1,268.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,570.9	6,620.6	6,691.3	7,435.8	8,255.3
현금및현금성자산	546.2	850.8	685.4	1,263.5	1,810.7
매출채권	1,031.6	1,113.4	1,159.0	1,191.1	1,243.7
재고자산	2,119.1	2,265.4	2,358.0	2,423.3	2,530.3
비유동자산	3,102.5	3,191.9	3,318.5	3,358.8	3,415.0
유형자산	1,789.8	1,601.9	1,705.0	1,721.1	1,734.8
무형자산	105.4	104.9	99.4	95.2	91.3
투자자산	872.8	984.5	1,024.8	1,053.1	1,099.6
자산총계	8,673.4	9,812.6	10,009.8	10,794.6	11,670.3
유동부채	1,871.7	2,153.4	2,129.4	2,187.3	2,282.1
매입채무	103.6	103.8	108.1	111.1	116.0
단기차입금	206.4	136.6	39.0	39.0	39.0
유동성장기부채	27.7	9.6	1.1	1.1	1.1
비유동부채	526.2	540.9	542.6	554.8	574.9
사채	8.5	9.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	53.9	100.2	100.2	100.2
부채총계	2,397.9	2,694.3	2,672.0	2,742.1	2,856.9
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.7	510.3	484.1	484.1	484.1
기타포괄이익누계액	-125.5	-100.9	-103.8	-103.8	-103.8
이익잉여금	5,231.8	6,009.4	6,270.8	6,982.2	7,739.5
비지배주주지분	66.6	72.6	59.9	63.3	66.8
자본총계	6,275.5	7,118.3	7,337.8	8,052.5	8,813.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,259.2	1,497.8	338.2	1,196.0	1,250.6
당기순이익(손실)	1,032.2	1,226.0	1,174.4	1,219.8	1,265.9
유형자산감가상각비	151.1	152.3	160.1	163.9	166.3
무형자산상각비	10.8	5.9	4.6	4.2	4.0
운전자본의 증감	12.8	175.5	-1,019.4	-98.4	-78.4
투자활동 현금흐름	-747.6	-702.6	-387.8	-159.0	-194.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-210.2	-161.7	-269.4	-180.0	-180.0
투자자산의 감소(증가)	-147.9	-109.6	-40.3	-28.4	-46.5
재무활동 현금흐름	-381.0	-488.4	-118.2	-458.8	-509.3
차입금증감	55.4	-74.1	-121.8	0.0	0.0
자본의증가	-2.7	25.6	-26.3	0.0	0.0
현금의증가	129.8	304.6	-165.4	578.2	547.1
기초현금	416.4	546.2	850.8	685.4	1,263.5
기말현금	546.2	850.8	685.4	1,263.5	1,810.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	30,372	32,801	35,312	36,368	38,446
EPS(지배주주)	7,544	8,968	8,580	8,904	9,240
CFPS	11,456	12,431	12,730	12,264	12,624
EBITDAPS	11,128	11,860	12,692	13,061	13,521
BPS	44,456	50,555	52,286	57,498	63,043
DPS	3,400	3,600	3,600	4,000	4,000
배당수익률(%)	3.3	3.6	3.2	3.5	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	13.9	11.3	13.3	12.9	12.4
PCR	9.1	8.1	9.0	9.3	9.1
PSR	3.4	3.1	3.2	3.1	3.0
PBR	2.4	2.0	2.2	2.0	1.8
EBITDA	1,527.8	1,628.3	1,742.5	1,793.2	1,856.3
EV/EBITDA	8.5	7.2	7.7	7.1	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	18.6	16.4	16.0	15.2
EBITDA 이익률	36.6	36.2	35.9	35.9	35.2
부채비율	38.2	37.9	36.4	34.1	32.4
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	144.1	218.6	332.8	380.0	394.2
매출채권회전율(x)	4.3	4.2	4.3	4.2	4.3
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1

CJ 제일제당(097950)

Buy, TP 510,000 원

예상되는 부진한 2분기, 원가개선이 기대되는 3분기

2Q17 예상실적은 매출액 39,215억원(+8.6% YoY), 영업이익 1,792억원(-14.9% YoY)으로 영업이익이 컨센서스를 12.5% 하회할 전망이다. 컨센서스 하회의 주된 원인은 소개와 사료의 지속적인 부진이다. 원당가격은 2Q17까지 전년비 상승분 투입이 이어지고 개선을 예상한 베트남 양돈 시장 회복도 지연되고 있다. 예상되는 2분기 부진보다는 3분기 실적 개선을 기다릴 시기로 판단한다. 가공식품, 제약은 수익성이 훼손되지 않는 외형성장이 이어지고 있으며 해외바이오 부문은 핵산과 기타아미노산의 비중 확대로 분기 370~400억원의 안정적인 영업이익 달성 가능성이 가능해졌다. 원당가격의 하락 투입이 본격화되는 3분기는 베트남 양돈 시장, 인니 양계 시장 회복까지 더해져 연속된 실적 부진에서의 탈출이 예상된다.

표7 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,921.5	3,609.6	8.6	3,866.5	1.4	3,894.9	0.7
영업이익	179.2	210.6	-14.9	192.5	-6.9	204.8	-12.5
지배순이익	36.4	42.3	-14.0	82.0	-55.6	64.8	-43.9

자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 CJ제일제당 실적 추이

(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	35,340	36,096	36,791	37,406	145,633	38,665	39,215	41,010	41,405	160,295	172,179	184,432
식품	41,504	11,598	11,035	12,439	11,053	46,125	13,238	12,091	13,827	12,137	51,293	55,577	59,662
- 가공식품	23,680	6,821	6,304	7,660	6,638	27,423	7,824	7,124	8,809	7,501	31,257	34,539	37,993
- 소재식품	17,824	4,777	4,731	4,779	4,415	18,702	5,414	4,968	5,018	4,636	20,035	21,037	21,668
생명공학	21,964	5,459	5,813	5,859	6,028	23,159	5,753	5,802	6,009	6,199	23,764	24,821	26,605
- 제약	4,567	1,177	1,255	1,299	1,412	5,143	1,230	1,318	1,377	1,511	5,436	5,707	5,993
- 해외 바이오	17,397	4,282	4,558	4,560	4,616	18,016	4,523	4,484	4,632	4,689	18,328	19,114	20,613
사료	18,054	4,892	5,214	4,786	5,237	20,129	5,004	5,579	5,265	6,023	21,870	24,057	26,463
대한통운/기타	47,723	13,391	14,034	13,707	15,088	56,220	14,670	15,743	15,909	17,046	63,369	67,724	71,703
(% YoY)	10.4	13.3	14.0	9.3	14.3	12.7	9.4	8.6	11.5	10.7	10.1	7.4	7.1
식품	8.1	10.6	11.1	8.0	15.5	11.1	14.1	9.6	11.2	9.8	11.2	8.4	7.4
- 가공식품	12.9	17.1	15.1	11.6	20.4	15.8	14.7	13.0	15.0	13.0	14.0	10.5	10.0
- 소재식품	2.3	2.5	6.1	2.7	8.9	4.9	13.3	5.0	5.0	5.0	7.1	5.0	3.0
생명공학	15.1	7.5	6.4	2.3	5.9	5.4	5.4	-0.2	2.6	2.8	2.6	4.4	7.2
- 제약	6.2	11.1	11.1	16.6	11.7	12.6	4.5	5.0	6.0	7.0	5.7	5.0	5.0
- 해외 바이오	17.7	6.6	5.1	-1.2	4.2	3.6	5.6	-1.6	1.6	1.6	1.7	4.3	7.8
사료	11.6	10.4	22.1	6.4	7.9	11.5	2.3	7.0	10.0	15.0	8.6	10.0	10.0
대한통운/기타	7.0	19.5	17.2	15.0	19.6	17.8	9.6	12.2	16.1	13.0	12.7	6.9	5.9
영업이익	7,514	2,328	2,106	2,433	1,569	8,436	1,925	1,792	2,700	2,222	8,639	10,702	12,290
식품	3,485	1,181	844	1,143	351	3,519	870	640	1,284	693	3,487	4,025	4,600
- 가공식품	2,188	751	565	940	439	2,695	782	605	1,084	600	3,071	3,394	3,733
- 소재식품	1,297	430	279	203	-88	824	88	35	201	93	416	631	867
생명공학	1,911	498	469	537	595	2,099	559	567	592	667	2,385	2,843	3,399
- 제약	523	184	171	139	185	679	181	198	207	219	804	799	839
- 해외 바이오	1,388	314	298	398	410	1,420	378	369	386	448	1,581	2,044	2,560
사료	469	151	208	181	87	627	13	-17	204	160	361	962	1,059
대한통운/기타	1,649	498	585	572	536	2,191	483	601	619	702	2,405	2,871	3,233
(% YoY)	29.6	3.3	9.9	9.4	40.3	12.3	-17.3	-14.9	11.0	41.6	2.4	23.9	14.8
식품	8.1	6.6	6.3	-13.3	33.0	1.0	-26.3	-24.1	12.4	97.4	-0.9	15.4	14.3
생명공학	155.3	-20.3	-22.1	56.7	74.5	9.9	12.2	20.9	10.3	12.1	13.6	19.2	19.5
사료	36.3	62.4	58.8	67.6	-36.5	33.7	-91.4	적전	12.9	84.2	-42.4	166.6	10.0
대한통운/기타	11.2	16.4	50.0	25.7	42.5	32.8	-3.0	2.8	8.3	30.9	9.8	19.4	12.6
영업이익률(%)	5.8	6.6	5.8	6.6	4.2	5.8	5.0	4.6	6.6	5.4	5.4	6.2	6.7
식품	8.4	10.2	7.6	9.2	3.2	7.6	6.6	5.3	9.3	5.7	6.8	7.2	7.7
생명공학	8.7	9.1	8.1	9.2	9.9	9.1	9.7	9.8	9.9	10.8	10.0	11.5	12.8
사료	2.6	3.1	4.0	3.8	1.7	3.1	0.3	-0.3	3.9	2.7	1.7	4.0	4.0
대한통운/기타	3.5	3.7	4.2	4.2	3.6	3.9	3.3	3.8	3.9	4.1	3.8	4.2	4.5

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,924.5	14,563.3	16,029.6	17,217.9	18,443.2
매출액증가율 (%)	10.4	12.7	10.1	7.4	7.1
매출원가	10,038.4	11,275.2	12,398.4	13,236.1	14,178.0
매출총이익	2,886.0	3,288.1	3,631.2	3,981.8	4,265.2
판매비와관리비	2,134.6	2,444.5	2,767.3	2,911.6	3,036.2
영업이익	751.4	843.6	863.9	1,070.2	1,229.0
영업이익률 (%)	5.8	5.8	5.4	6.2	6.7
금융수익	-263.4	-212.1	-170.7	-213.0	-213.0
중속/관계기업관련손익	21.3	1.0	45.0	73.7	88.7
기타영업외손익	-144.5	-104.1	-170.0	-126.4	-126.4
세전계속사업이익	364.8	528.4	568.2	804.5	978.3
법인세비용	111.1	174.8	164.7	233.2	283.6
당기순이익	253.7	353.5	403.5	571.3	694.7
지배주주지분 순이익	189.3	275.9	329.3	470.2	569.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,018.5	4,880.7	5,231.1	6,050.3	7,015.6
현금및현금성자산	529.8	644.4	541.9	1,013.4	1,620.3
매출채권	1,623.2	2,028.6	2,245.5	2,411.9	2,583.6
재고자산	1,097.6	1,280.2	1,417.0	1,522.1	1,630.4
비유동자산	9,732.8	10,885.5	10,686.4	10,382.4	10,063.3
유형자산	6,690.2	7,280.5	7,077.2	6,801.0	6,503.5
무형자산	1,737.3	2,333.8	2,212.7	2,117.9	2,027.2
투자자산	739.6	816.6	903.9	970.9	1,040.0
자산총계	13,751.3	15,766.2	15,917.6	16,432.7	17,078.9
유동부채	4,335.7	4,699.2	4,530.8	4,675.2	4,824.9
매입채무	849.0	1,113.7	1,232.8	1,324.2	1,418.4
단기차입금	1,440.7	1,801.5	1,503.3	1,503.3	1,503.3
유동성장기부채	1,148.3	773.3	675.9	645.9	615.9
비유동부채	4,030.3	5,006.5	5,202.9	5,037.7	4,874.9
사채	2,241.7	2,898.8	3,061.3	2,851.3	2,641.3
장기차입금	847.5	1,155.2	1,009.8	979.8	949.8
부채총계	8,366.0	9,705.8	9,733.7	9,712.9	9,699.8
자본금	72.4	72.4	72.5	72.5	72.5
자본잉여금	922.8	924.5	925.4	925.4	925.4
기타포괄이익누계액	108.9	147.8	22.3	22.3	22.3
이익잉여금	2,334.2	2,566.5	2,824.9	3,259.7	3,793.7
비지배주주지분	2,242.1	2,651.1	2,641.1	2,742.1	2,867.5
자본총계	5,385.2	6,060.5	6,183.9	6,719.8	7,379.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,154.6	800.1	947.5	1,294.4	1,382.9
당기순이익(손실)	253.7	353.5	403.5	571.3	694.7
유형자산감가상각비	394.5	436.6	653.2	696.3	667.4
무형자산상각비	89.1	94.7	99.3	94.8	90.7
운전자본의 증감	155.3	-178.1	-282.4	-67.9	-70.0
투자활동 현금흐름	-693.0	-1,408.9	-631.8	-520.6	-473.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-673.5	-845.4	-653.3	-450.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-43.7	-77.0	-87.3	-67.0	-69.1
재무활동 현금흐름	-364.5	725.9	-396.9	-302.4	-302.3
차입금증감	-203.9	926.8	-292.8	-267.0	-266.9
자본의증가	8.5	1.7	1.0	0.0	0.0
현금의증가	93.8	114.6	-102.5	471.5	606.9
기초현금	436.0	529.8	644.4	541.9	1,013.4
기말현금	529.8	644.4	541.9	1,013.4	1,620.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	982,900	1,106,570	1,217,455	1,307,557	1,400,609
EPS(지배주주)	14,136	20,708	24,750	35,452	42,986
CFPS	89,425	99,546	105,130	121,170	131,873
EBITDAPS	93,922	104,471	122,763	141,348	150,912
BPS	216,981	235,302	244,409	274,405	311,245
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	17.3	14.2	9.9	8.2
PCR	4.2	3.6	3.4	2.9	2.7
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EBITDA	1,235.0	1,374.9	1,616.4	1,861.3	1,987.2
EV/EBITDA	10.1	9.6	8.0	6.6	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	8.4	9.5	12.5	13.4
EBITDA 이익률	9.6	9.4	10.1	10.8	10.8
부채비율	155.4	160.1	157.4	144.5	131.5
금융비용부담률	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	4.2	4.7			
매출채권회전율(x)	8.1	8.0	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	11.9	12.2	11.9	11.7	11.7

하이트진로(000080)

Buy, TP 30,000 원

하반기 레귤러 맥주 부진을 발포주로 방어

2Q17 예상실적은 매출액 4,965억원(-0.8% YoY), 영업이익 320억원(+16.0% YoY)으로 영업이익은 컨센서스를 6.2% 하회할 전망이다. 구조조정 효과가 반영되며 전년대비 80억원의 인건비 감소가 기대되지만 맥주시장 경쟁심화로 레귤러 맥주의 매출감소를 신제품으로 모두 상쇄하긴 어려울 전망이다. 롯데칠성의 신제품 피츠(6월 매출액은 60억원을 기록) 출시로 수도권 B2B 시장의 경쟁강도가 강화돼 1Q17 대비 마케팅비 증가에 영향을 미쳤을 가능성이 높다. 반면, 발포주 필라이트의 월별 동향은 긍정적이다. 5월 12만 상자, 6월 30만 상자, 7월 80만 상자로 생산규모가 빠르게 확대되고 있다. 월 80만 상자 판매가 지속적으로 이어질 경우 연간 매출액 비중은 15%로 확대가 가능하다. 지방에서 점유율을 올리고 있는 소주, 발포주 신제품 필라이트의 매출 성장이 레귤러 부진을 상쇄하는 흐름을 3분기로 예상한다.

표9 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	496.5	500.5	-0.8	413.4	20.1	501.8	-1.0
영업이익	32.0	27.6	16.0	-27.4	흑전	34.2	-6.2
지배순이익	17.9	10.1	76.8	-21.2	흑전	17.4	3.1

자료: 하이트진로, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 하이트진로 실적 추이													
(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	19,075	4,093	5,005	4,894	4,910	18,902	4,134	4,965	5,235	5,057	19,391	19,870	20,176
맥주	8,006	1,409	1,920	2,297	2,042	7,667	1,402	1,939	2,389	2,103	7,833	8,068	8,229
소주	9,605	2,434	2,589	2,472	2,598	10,093	2,490	2,680	2,533	2,676	10,379	10,587	10,693
생수	690	151	179	203	157	690	151	197	213	165	726	762	800
기타	774	99	318	-77	113	452	91	150	100	113	453	453	453
(% YoY)	1.9	-5.1	4.4	-2.5	-0.8	-0.9	1.0	-0.8	7.0	3.0	2.6	2.5	1.5
맥주	2.2	-16.6	-6.6	0.3	3.5	-4.2	-0.5	1.0	4.0	3.0	2.0	3.0	2.0
소주	1.4	5.8	10.1	7.0	-1.6	5.1	2.3	3.5	2.5	3.0	3.0	2.0	1.0
생수	-5.8	0.8	-5.5	5.1	-0.0	0.1	-0.2	10.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	12.3	-41.9	61.4	-134.1	-37.8	-41.6	-8.2	-52.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	10,871	2,334	2,792	2,742	2,795	10,664	2,536	2,720	2,986	2,854	11,096	11,271	11,383
(% YoY)	-0.1	-6.2	2.0	-1.9	-1.9	-1.9	8.7	-2.6	8.9	2.1	4.1	1.6	1.0
매출원가율(%)	57.0	57.0	55.8	56.0	56.9	56.4	61.4	54.8	57.0	56.4	57.2	56.7	56.4
판매비	6,864	1,487	1,937	1,874	1,701	6,998	1,871	1,925	1,859	1,672	7,327	6,951	7,012
(% YoY)	-0.5	-4.7	9.1	7.6	-4.9	2.0	25.9	-0.6	-0.8	-1.7	4.7	-5.1	0.9
판매비율(%)	36.0	36.3	38.7	38.3	34.6	37.0	45.3	38.8	35.5	33.1	37.8	35.0	34.8
영업이익	1,340	272	276	277	415	1,240	-274	320	390	532	968	1,649	1,781
맥주	-40	-96	-156	30	5	-217	-344	-136	95	60	-325	71	151
소주	1,290	367	406	239	390	1,403	63	426	299	450	1,239	1,504	1,544
생수	33	0	-5	17	-3	10	-2	-0	5	-1	1	21	33
기타	110	14	46	-3	23	80	2	46	-3	23	67	67	67
조정 및 제거	-53	-13	-16	-6	0	-35	7	-16	-6	0	-35	-35	-35
(% YoY)	43	4	-2	-42	32	-7	적전	16.0	40.5	28.2	-21.9	70.3	8.0
맥주	적지	적지	적지	-80	흑전	적지	적지	적지	214.7	1210.5	적지	흑전	112.4
소주	13	23	14	-13	9	9	-82.7	4.9	25.1	15.4	-11.7	21.4	2.7
생수	흑전	-82	적전	7	적전	-70	적전	적지	-71.6	적지	-87.0	1513.3	58.4
기타	125	-42	223	적전	-15	-28	-88.3	0.0	적지	0.0	-15.5	0.0	0.0
영업이익률(%)	7.0	6.6	5.5	5.7	8.4	6.6	-6.6	6.5	7.5	10.6	5.0	8.3	8.9
맥주	-0.5	-6.8	-8.1	1.3	0.2	-2.8	-24.5	-7.0	4.0	2.9	-4.2	0.9	1.8
소주	13.4	15.1	15.7	9.7	15.0	13.9	2.5	15.9	11.9	16.8	11.9	14.2	14.5
생수	4.7	0.0	-2.6	8.6	-1.9	1.4	-1.5	-0.2	2.3	-0.6	0.2	2.7	4.1
기타	14.2	14.2	14.5	4.5	20.4	17.6	1.8	30.8	-3.5	20.4	14.9	14.9	14.9
순이익	534	61	101	83	138	384	-212	179	174	278	419	912	1,013
(% YoY)	151.1	-3.6	26.2	-66.1	-3.5	-27.9	적전	76.8	107.9	100.9	8.9	117.9	11.0
순이익률(%)	2.8	1.5	2.0	1.7	2.8	2.0	-5.1	3.6	3.3	5.5	2.2	4.6	5.0

자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 (000080)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,907.5	1,890.2	1,939.1	1,987.0	2,017.6
매출액증가율 (%)	1.9	-0.9	2.6	2.5	1.5
매출원가	1,087.1	1,066.4	1,109.6	1,127.1	1,138.3
매출총이익	820.4	823.8	829.6	860.0	879.3
판매비와관리비	686.4	699.8	732.7	695.1	701.2
영업이익	134.0	124.0	96.8	164.9	178.1
영업이익률 (%)	7.0	6.6	5.0	8.3	8.8
금융수익	-43.3	-39.9	-41.9	-41.9	-41.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.9	-22.9	0.9	-2.6	-2.6
세전계속사업이익	79.8	61.2	55.8	120.4	133.6
법인세비용	26.4	22.7	13.9	29.1	32.3
당기순이익	53.4	38.4	41.9	91.2	101.3
지배주주지분 순이익	53.3	38.4	41.9	91.3	101.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	851.9	957.7	1,018.9	1,147.0	1,267.1
현금및현금성자산	158.4	158.5	195.9	303.6	410.8
매출채권	519.2	507.8	523.0	535.9	544.1
재고자산	138.1	130.3	134.2	137.5	139.6
비유동자산	2,608.5	2,443.4	2,345.9	2,240.1	2,142.9
유형자산	2,241.5	2,103.6	2,009.6	1,908.9	1,817.0
무형자산	212.9	205.5	199.2	192.8	186.5
투자자산	55.3	56.3	57.9	59.4	60.3
자산총계	3,460.5	3,401.1	3,364.8	3,387.1	3,410.0
유동부채	1,435.8	1,409.8	1,578.3	1,597.7	1,610.1
매입채무	155.6	137.6	141.7	145.2	147.4
단기차입금	453.1	466.0	791.5	791.5	791.5
유동성장기부채	199.9	179.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	700.1	699.4	583.2	557.7	529.8
사채	468.9	444.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	320.2	288.2	256.2
부채총계	2,135.9	2,109.2	2,161.5	2,155.5	2,139.9
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	709.3	709.3	709.3	709.3
기타포괄이익누계액	4.1	13.4	8.4	8.4	8.4
이익잉여금	336.1	293.9	210.3	238.7	277.2
비지배주주지분	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
자본총계	1,324.6	1,291.9	1,203.3	1,231.6	1,270.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	304.0	184.7	49.9	203.8	202.6
당기순이익(손실)	53.4	38.4	41.9	91.2	101.3
유형자산감가상각비	110.2	110.1	110.0	100.7	91.9
무형자산상각비	9.7	8.6	7.0	6.5	6.2
운전자본의 증감	54.4	-40.5	-165.2	6.0	3.8
투자활동 현금흐름	-78.1	-85.9	-26.4	-1.2	-0.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-117.7	-123.9	-35.1	-20.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	3.9	-1.0	-1.7	-1.4	-0.9
재무활동 현금흐름	-123.4	-102.4	21.4	-94.9	-94.9
차입금증감	-52.1	-32.0	21.8	-32.0	-32.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	104.2	0.1	37.3	107.7	107.2
기초현금	54.2	158.4	158.5	195.9	303.6
기말현금	158.4	158.5	195.9	303.6	410.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	27,198	26,952	27,649	28,332	28,767
EPS(지배주주)	743	532	582	1,287	1,429
CFPS	4,173	3,843	3,977	3,770	3,803
EBITDAPS	3,620	3,461	3,048	3,879	3,939
BPS	15,592	15,234	14,079	14,569	15,196
DPS	1,000	900	900	900	900
배당수익률(%)	4.3	4.3	4.0	4.0	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	31.5	39.7	39.1	17.7	15.9
PCR	5.6	5.5	5.7	6.0	6.0
PSR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	1.5	1.4	1.6	1.6	1.5
EBITDA	253.9	242.7	213.8	272.1	276.3
EV/EBITDA	10.3	10.0	11.6	8.6	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	2.9	3.4	7.5	8.1
EBITDA 이익률	13.3	12.8	11.0	13.7	13.7
부채비율	161.2	163.3	179.6	175.0	168.5
금융비용부담률	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9
이자보상배율(x)	2.9	3.0	2.4	4.2	4.6
매출채권회전율(x)	3.8	3.7	3.8	3.8	3.7
재고자산회전율(x)	13.9	14.1	14.7	14.6	14.6

신세계푸드(031440)

Buy, TP 200,000 원

기대에는 못미치나 정상화된 영업실적 달성 이어갈 전망

2Q17 예상실적은 매출액 2,853억원(+9.4% YoY), 영업이익 91억원(+12.9% YoY)으로 영업이익은 컨센서스를 0.6% 하회할 전망이다. 외식부문 구조조정, 음성공장 가동률 개선으로 영업이익 성장흐름은 이어가지만 원가율 상승, 휴일 영향으로 시장 기대치에는 다소 하회하는 실적이 예상된다. 외식부문의 대규모 점포 폐점은 16년 마무리됐고 음성공장 가동률 상승세가 이어지고 있어 분기 기준 90억원 수준의 영업이익 달성은 하반기에도 이어질 전망이다.

표11 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	285.3	260.8	9.4	284.8	0.2	296.7	-3.8
영업이익	9.1	8.0	12.9	4.8	88.6	9.1	-0.6
지배순이익	7.1	6.4	10.0	3.6	99.1	7.2	-1.1

자료: 신세계푸드, 메리츠증권 리서치센터

표12 신세계푸드 실적 추이

(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	9,064	2,456	2,608	2,824	2,803	10,690	2,848	2,853	3,086	3,041	11,829	12,936
식음사업	5,707	1,454	1,559	1,602	1,708	6,323	1,575	1,676	1,738	1,845	6,834	7,449
식품유통사업	3,239	973	1,016	1,188	1,059	4,235	1,236	1,143	1,313	1,159	4,850	5,335
물류	118	30	33	34	36	132	37	34	36	37	144	152
(% YoY)	39.0	16.6	18.1	19.4	17.5	17.9	16.0	9.4	9.3	8.5	10.6	9.4
식음사업	62.7	9.0	10.2	9.5	14.2	10.8	8.3	7.5	8.5	8.0	8.1	9.0
식품유통사업	11.5	29.9	33.4	36.4	23.4	30.8	27.0	12.5	10.5	9.5	14.5	10.0
물류	8.3	17.0	5.8	12.0	14.9	12.2	26.3	4.0	5.0	4.0	9.2	5.0
매출원가	8,068	2,174	2,245	2,448	2,415	9,282	2,468	2,456	2,667	2,618	10,209	11,165
(% YoY)	42.3	16.9	15.2	14.6	13.7	15.0	13.5	9.4	8.9	8.4	10.0	9.4
매출원가율(%)	89.0	88.5	86.1	86.7	86.2	86.8	86.7	86.1	86.4	86.1	86.3	86.3
매출총이익	996	282	363	376	388	1,408	380	397	420	423	1,619	1,771
(% YoY)	16.7	13.9	39.8	65.3	48.3	41.4	34.6	9.4	11.8	9.1	15.0	9.4
매출총이익률(%)	11.0	11.5	13.9	13.3	13.8	13.2	13.3	13.9	13.6	13.9	13.7	13.7
판관비	908	275	282	315	322	1,194	332	306	335	341	1,314	1,371
판관비율(%)	10.0	11.2	10.8	11.2	11.5	11.2	11.6	10.7	10.9	11.2	10.6	10.6
영업이익	87	7	80	61	66	214	48	91	85	81	305	400
(% YoY)	7.0	-85.8	56.4	861.3	흑전	144.9	628.9	12.9	39.8	23.2	42.8	30.9
영업이익률(%)	1.0	0.3	3.1	2.1	2.4	2.0	1.7	3.2	2.7	2.7	2.6	3.1
세전이익	79	4	83	58	36	181	45	93	82	51	271	366
(% YoY)	9.8	-90.7	67.7	541.4	흑전	127.6	917.4	12.6	41.9	43.1	50.3	34.8
세전이익률(%)	0.9	0.2	3.2	2.0	1.3	1.7	1.6	3.3	2.7	1.7	2.3	2.8
법인세	13	-2	19	16	6	38	10	23	20	12	66	89
법인세율(%)	15.8	-48.8	22.4	27.3	15.7	20.9	21.6	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
순이익	67	7	64	42	30	143	36	71	62	39	206	277
(% YoY)	59.1	-81.8	60.7	470.3	흑전	113.7	436.0	10.0	47.9	28.7	44.0	34.8
순이익률(%)	0.7	0.3	2.5	1.5	1.1	1.3	1.2	2.5	2.0	1.3	1.7	2.1

자료: 신세계푸드, 메리츠증권 리서치센터

신세계푸드 (031440)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	906.4	1,069.0	1,182.9	1,293.6	1,397.1
매출액증가율 (%)		17.9	10.6	9.4	8.0
매출원가	806.8	928.2	1,020.9	1,116.5	1,198.8
매출총이익	99.6	140.8	161.9	177.1	198.2
판매비와관리비	90.8	119.4	131.4	137.1	148.1
영업이익	8.7	21.4	30.5	40.0	50.2
영업이익률 (%)	1.0	2.0	2.6	3.1	3.6
금융수익	0.0	-1.7	-2.4	-2.4	-2.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.8	-1.7	0.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	7.9	18.1	27.1	36.6	46.8
법인세비용	1.3	3.8	6.5	8.9	11.3
당기순이익	6.7	14.3	20.7	27.7	35.5
지배주주지분 순이익	6.7	14.3	20.7	27.7	35.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	140.8	176.7	252.4	281.3	317.4
현금및현금성자산	6.6	2.2	63.1	74.3	93.8
매출채권	67.3	81.5	88.4	96.7	104.4
재고자산	47.3	82.9	90.0	98.4	106.2
비유동자산	362.4	379.5	386.9	389.0	390.7
유형자산	239.8	255.7	269.9	272.7	275.1
무형자산	68.1	71.4	67.7	67.0	66.2
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	503.3	556.2	639.3	670.3	708.1
유동부채	93.0	138.1	179.8	191.4	202.2
매입채무	28.5	40.3	43.7	47.8	51.7
단기차입금	4.4	23.2	55.2	55.2	55.2
유동성장기부채	0.3	1.1	1.1	1.1	1.1
비유동부채	123.1	120.8	146.3	140.3	134.2
사채	0.0	0.0	12.0	8.0	4.0
장기차입금	101.9	100.8	112.6	108.6	104.6
부채총계	216.1	259.0	326.1	331.7	336.4
자본금	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	199.5	209.5	225.5	251.0	284.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	287.1	297.2	313.2	338.6	371.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	12.7	21.3	55.5	60.6	69.0
당기순이익(손실)	6.7	14.3	20.7	27.7	35.5
유형자산감가상각비	25.0	30.8	35.3	36.2	36.6
무형자산상각비	2.4	2.9	1.4	0.7	0.7
운전자본의 증감	-31.7	-47.0	-6.0	-4.0	-3.7
투자활동 현금흐름	-112.4	-42.3	-49.3	-39.1	-39.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-92.9	-48.5	-59.6	-45.0	-45.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	96.4	16.6	54.7	-10.3	-10.3
차입금증감	106.6	18.5	55.7	-8.0	-8.0
자본의증가	89.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-3.4	-4.4	60.9	11.2	19.6
기초현금	10.0	6.6	2.2	63.1	74.3
기말현금	6.6	2.2	63.1	74.3	93.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	234,063	276,059	305,455	334,049	360,773
EPS(지배주주)	1,727	3,690	5,343	7,162	9,155
CFPS	12,082	17,904	17,399	18,371	20,736
EBITDAPS	9,321	14,227	17,348	19,848	22,578
BPS	56,566	58,307	63,396	70,148	78,885
DPS	500	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	100.2	40.0	28.6	21.4	16.7
PCR	14.3	8.2	8.8	8.3	7.4
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	3.1	2.5	2.4	2.2	1.9
EBITDA	36.1	55.1	67.2	76.9	87.4
EV/EBITDA	21.0	12.6	10.7	9.1	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	4.9	6.8	8.5	10.0
EBITDA 이익률	4.0	5.2	5.7	5.9	6.3
부채비율	75.3	87.1	104.1	98.0	90.5
금융비용부담률	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	8.0	8.8	8.3	9.8	12.9
매출채권회전율(x)	13.5	14.4	13.9	14.0	13.9
재고자산회전율(x)	19.2	16.4	13.7	13.7	13.7

현대그린푸드(005440)

Trading Buy, TP 19,000 원

본업 정상화 + 자회사가 이끄는 실적 개선

2Q17 예상실적은 매출액 6,429억원(+3.3% YoY), 영업이익 328억원(+2.3% YoY)으로 매출액, 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 전망이다. 푸드서비스 부문은 17년 5월부터 중공업 구조조정 영향이 전년과 동일하게 반영되며 역기저 효과가 마무리될 전망이다. 다만 영업일수가 전년대비 적기 때문에 급식매출은 플랫 또는 소폭 성장이 예상된다. 유통은 가든파이버 출점 효과, 선물세트 판매 부진에서 탈피한 소폭 성장이, 법인영업은 수익성 하락이 1Q17에 이어 지속될 전망이다. 현대그린푸드 별도 실적의 회복과 에버다임의 고성장으로 연결 실적은 소폭의 성장 전환이 예상된다.

표13 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	642.9	622.6	3.3	613.7	4.8	647.6	-0.7
영업이익	32.8	32.0	2.3	28.9	13.6	32.9	-0.3
지배순이익	30.6	30.0	1.69	36.9	-17.1	30.8	-0.8

자료: 현대그린푸드, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 현대그린푸드 실적 추이

(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	21,128	6,314	6,226	6,201	6,479	25,217	6,137	6,429	6,472	6,756	25,795	26,535	27,225
식재사업	3,085	849	844	837	861	3,392	893	929	929	1,020	3,771	4,072	4,317
푸드서비스사업	6,377	1,722	1,551	1,491	1,811	6,576	1,490	1,567	1,529	1,777	6,362	6,489	6,619
유통사업	4,289	1,218	991	1,263	993	4,465	1,178	1,011	1,288	1,005	4,482	4,616	4,755
법인영업	5,638	1,274	1,438	1,226	1,534	5,472	1,245	1,450	1,254	1,662	5,611	5,723	5,837
여행사업	183	44	50	42	39	176	41	50	43	42	176	181	187
LED사업	260	46	50	31	30	157	29	38	31	31	128	135	139
기타사업	1,296	343	366	456	440	1,606	367	403	502	414	1,685	1,702	1,719
에버다임		817	935	854	768	3,373	896	982	896	806	3,580	3,616	3,652
(% YoY)	7.5	23.4	25.1	16.1	13.8	19.4	-2.8	3.3	4.4	4.3	2.3	2.9	2.6
식재사업	20.5	18.3	13.7	10.1	-0.3	9.9	5.1	10.0	11.0	18.5	11.2	8.0	6.0
푸드서비스사업	4.2	14.2	-1.5	-4.9	4.9	3.1	-13.5	1.0	2.5	-1.9	-3.2	2.0	2.0
유통사업	6.0	3.7	5.2	1.0	7.6	4.1	-3.3	2.0	2.0	1.2	0.4	3.0	3.0
법인영업	4.2	-5.2	9.9	-5.7	-9.0	-2.9	-2.3	0.8	2.3	8.3	2.5	2.0	2.0
여행사업	3.6	7.6	-0.5	-1.7	-18.9	-3.9	-6.3	0.0	1.0	6.6	0.1	3.0	3.0
LED사업	34.7	22.1	-19.4	-53.2	-67.9	-39.4	-37.0	-25.0	-1.0	2.9	-18.5	5.0	3.0
기타사업	12.6	16.5	23.0	30.3	24.6	23.9	6.8	10.0	10.0	-6.0	4.9	1.0	1.0
에버다임							9.6	5.0	5.0	5.0	6.1	1.0	1.0
영업이익	879	295	320	269	170	1,052	289	328	303	232	1,151	1,190	1,223
식재사업	136	38	42	38	37	155	40	46	42	40	168	181	192
푸드서비스사업	209	72	56	2	12	142	57	58	15	12	143	146	148
유통사업	210	75	40	88	45	249	70	40	88	34	233	240	247
법인영업	172	24	45	19	10	99	12	30	20	53	116	118	120
여행사업	68	16	23	11	7	57	13	23	11	15	62	64	66
LED사업	14	3	5	0	-2	7	1	4	0	1	6	7	7
기타사업	70	21	21	35	16	93	32	23	38	19	111	112	113
에버다임		45	89	75	48	256	64	103	88	58	313	322	329
(% YoY)	12.5	27.6	28.7	15.6	2.2	19.6	-2.2	2.3	12.7	36.5	9.5	3.3	2.8
식재사업	15.6	21.5	12.8	11.5	10.3	13.9	5.3	10.9	8.6	8.7	8.4	8.0	6.0
푸드서비스사업	113.3	117.0	-51.4	-96.8	82.1	-32.2	-21.2	3.4	787.1	7.7	0.7	2.0	2.0
유통사업	38.5	5.2	25.7	16.7	43.7	18.2	-6.8	0.8	0.5	-24.6	-6.2	3.0	3.0
법인영업	1.4	-37.8	-13.8	-20.4	-82.2	-42.5	-50.9	-32.0	2.3	432.7	17.1	2.0	2.0
여행사업	-8.4	15.4	-3.6	-23.3	-53.7	-15.6	-19.4	0.0	1.0	105.3	8.1	3.0	3.0
LED사업	37.9	흑전	-16.4	-94.1	적전	-53.2	-65.5	-25.0	-1.0	흑전	-8.0	5.0	3.0
기타사업	-56.5	-50.3	흑전	55.3	-27.1	32.7	48.5	10.0	10.0	15.8	19.8	1.0	1.0
에버다임							42.7	16.1	16.9	21.9	22.1	3.0	2.0
영업이익률(%)	4.2	4.7	5.1	4.3	2.6	4.2	4.7	5.2	4.4	2.7	4.5	4.5	4.5
식재사업	4.4	4.5	5.0	4.6	4.3	4.6	4.5	5.0	4.5	3.9	4.4	4.4	4.4
푸드서비스사업	3.3	4.2	3.6	0.1	0.6	2.2	3.8	3.7	1.0	0.7	2.2	2.2	2.2
유통사업	4.9	6.2	4.0	7.0	4.6	5.6	5.9	4.0	6.9	3.4	5.2	5.2	5.2
법인영업	3.0	1.9	3.1	1.6	0.7	1.8	1.0	2.1	1.6	3.2	2.1	2.1	2.1
여행사업	37.2	36.8	45.2	26.7	18.4	32.6	31.7	45.2	26.7	35.5	35.2	35.2	35.2
LED사업	5.5	6.3	10.6	1.4	-6.5	4.3	3.4	10.6	1.4	2.5	4.8	4.8	4.8
기타사업	5.4	6.2	5.7	7.6	3.7	5.8	8.6	5.7	7.6	4.5	6.6	6.6	6.6
에버다임		5.5	9.5	8.8	6.2	7.6	7.1	10.5	9.8	7.2	8.7	8.9	9.0
지배순이익	908	312	300	244	179	949	369	306	269	188	1,132	1,155	1,179
(% YoY)	-7.0	5.5	14.9	-4.3	86.3	4.5	18.3	1.9	10.2	4.9	19.3	2.1	2.1
지배순이익률(%)	4.3	4.9	4.8	3.9	2.8	3.8	6.0	4.8	4.2	2.8	4.4	4.4	4.3

자료: 현대그린푸드, 메리츠증권증권 리서치센터

현대그린푸드 (005440)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,112.8	2,521.7	2,579.5	2,653.5	2,722.5
매출액증가율 (%)	7.5	19.4	2.3	2.9	2.6
매출원가	1,828.8	2,169.0	2,199.3	2,262.4	2,321.2
매출총이익	284.0	352.7	380.2	391.1	401.2
판매비와관리비	196.1	247.5	265.0	272.1	279.0
영업이익	87.9	105.2	115.2	119.0	122.3
영업이익률 (%)	4.2	4.2	4.5	4.5	4.5
금융수익	1.5	7.3	9.8	7.3	7.3
중속/관계기업관련손익	30.0	29.5	33.8	33.8	33.8
기타영업외손익	1.2	-3.3	-2.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	120.6	138.7	152.5	156.3	159.6
법인세비용	29.2	33.5	34.3	35.2	36.0
당기순이익	91.5	105.3	118.2	121.1	123.6
지배주주지분 순이익	90.8	94.9	112.1	115.5	117.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	54.0	173.5	140.9	145.3	148.2
당기순이익(손실)	91.5	105.3	118.2	121.1	123.6
유형자산감가상각비	17.7	24.8	23.7	24.2	24.6
무형자산상각비	0.6	2.2	0.6	0.1	0.1
운전자본의 증감	-69.9	30.8	8.6	-0.1	-0.1
투자활동 현금흐름	-45.8	-96.6	-80.0	-172.5	-78.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-29.0	-17.8	-24.4	-27.5	-27.5
투자자산의 감소(증가)	-116.4	121.1	-158.6	-140.0	-46.0
재무활동 현금흐름	-9.3	-66.6	-41.0	24.8	194.8
차입금증감	-4.0	21.8	-24.4	30.0	200.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-1.1	10.7	16.1	-2.5	264.9
기초현금	24.3	23.2	33.8	49.9	47.4
기말현금	23.2	33.8	49.9	47.4	312.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	601.0	842.1	651.3	666.1	947.1
현금및현금성자산	23.2	33.8	49.9	47.4	312.4
매출채권	287.2	332.6	247.5	254.6	261.2
재고자산	100.7	188.5	140.3	144.3	148.0
비유동자산	1,353.2	1,339.6	1,461.0	1,603.6	1,651.8
유형자산	177.0	240.7	239.5	242.2	244.5
무형자산	135.0	165.5	164.9	164.8	164.7
투자자산	962.2	841.2	999.8	1,139.8	1,185.8
자산총계	1,954.1	2,181.7	2,112.3	2,269.7	2,598.9
유동부채	267.5	371.9	251.5	288.9	495.7
매입채무	163.6	207.3	154.2	158.6	162.8
단기차입금	4.5	27.7	-4.7	25.3	225.3
유동성장기부채	2.0	0.4	0.4	0.4	0.4
비유동부채	218.8	202.7	160.2	164.4	168.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.0	4.7	4.6	4.6	4.6
부채총계	486.2	574.7	411.7	453.3	664.1
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	388.2	388.2	388.2	388.2	388.2
기타포괄이익누계액	262.0	221.2	209.3	209.3	209.3
이익잉여금	839.4	927.8	1,025.9	1,132.0	1,240.4
비지배주주지분	5.7	97.5	104.8	114.6	124.5
자본총계	1,467.9	1,607.1	1,700.6	1,816.4	1,934.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	21,624	25,810	26,401	27,158	27,864
EPS(지배주주)	929	971	1,148	1,182	1,207
CFPS	1,308	1,653	1,473	1,600	1,645
EBITDAPS	1,086	1,353	1,427	1,466	1,504
BPS	13,584	13,757	14,645	15,732	16,843
DPS	60	60	60	60	60
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	15.9	15.7	15.2	14.9
PCR	19.0	9.3	12.2	11.3	10.9
PSR	1.1	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	1.8	1.1	1.2	1.1	1.1
EBITDA	106.1	132.1	139.5	143.3	146.9
EV/EBITDA	21.2	10.1	11.3	11.2	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	6.4	7.2	7.0	6.7
EBITDA 이익률	5.0	5.2	5.4	5.4	5.4
부채비율	33.1	35.8	24.2	25.0	34.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
이자보상배율(x)	71.8	45.6	38.6	22.7	15.0
매출채권회전율(x)	7.4	8.1	8.9	10.6	10.6
재고자산회전율(x)	23.2	17.4	15.7	18.7	18.6

롯데푸드(002270)

Buy, TP 900,000 원

1Q17 일시적 부진에서 회복한 양호한 실적 예상

2Q17 예상실적은 매출액 4,728억원(+4.6% YoY), 영업이익 264억원(+9.0% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 9% 상회할 전망이다. 2Q17은 후레쉬델리카 매출 성장이 지속되며 평택공장 감가상각비 부담을 상쇄해 수익성 개선이 예상된다. 조제분유는 저가제품 확대로 매출 규모는 유지하지만 수익성은 다소 하락이 예상된다. 사드영향으로 수출분유는 부진하지만 실적에 영향은 미미하며, 육가공/빙과/유지는 1Q17 흐름이 이어질 전망이다. 전기대비 후레쉬델리카 수익성 회복으로 매출, 영업이익 성장 전환이 예상된다.

표15 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	472.8	452.2	4.6	437.2	8.2	470.6	0.5
영업이익	26.4	24.2	9.0	14.1	86.7	24.2	9.0
지배순이익	20.4	15.6	30.5	10.7	90.0	17.2	18.7

자료: 롯데푸드, 메리츠증권 리서치센터

표16 롯데푸드 실적 추이

(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	17,062	4,229	4,522	4,796	4,078	17,624	4,372	4,728	5,078	4,318	18,497	19,684
유지식품	7,214	1,863	1,949	1,958	1,921	7,690	1,965	2,066	2,056	2,045	8,131	8,457
빙과 등	4,574	981	1,296	1,418	893	4,588	985	1,322	1,489	919	4,715	4,856
육가공 등	5,274	1,385	1,277	1,420	1,265	5,347	1,422	1,341	1,534	1,353	5,650	6,046
(% YoY)	4.5	4.5	2.0	2.1	4.9	3.3	3.4	4.6	5.9	5.9	5.0	6.4
유지식품	6.7	6.7	6.0	6.4	7.2	6.6	5.5	6.0	5.0	6.5	5.7	4.0
빙과 등	1.4	1.0	-3.5	4.2	-0.7	0.3	0.4	2.0	5.0	3.0	2.8	3.0
육가공 등	4.3	4.1	2.1	-5.0	5.7	1.4	2.7	5.0	8.0	7.0	5.7	7.0
매출원가	13,576	3,375	3,575	3,716	3,357	14,024	3,570	3,786	3,986	3,590	14,932	15,870
(% YoY)	3.5	2.8	3.0	2.0	5.6	3.3	5.8	5.9	7.3	6.9	6.5	6.3
매출원가율(%)	79.6	79.8	79.1	77.5	82.3	79.6	81.7	80.1	78.5	83.1	80.7	80.6
매출총이익	3,486	854	947	1,080	721	3,600	801	943	1,092	729	3,565	3,813
(% YoY)	8.4	11.4	-1.3	2.6	1.7	3.3	-6.1	-0.4	1.2	1.1	-1.0	7.0
매출총이익률(%)	20.4	20.2	20.9	22.5	17.7	20.4	18.3	19.9	21.5	16.9	19.3	19.4
판매비	2,794	656	705	745	696	2,802	660	679	702	676	2,717	2,845
판매비율(%)	16.4	15.5	15.6	15.5	17.1	15.9	15.1	14.4	13.8	15.7	14.7	14.5
영업이익	692	197	242	335	24	798	141	264	391	52	848	969
유지식품	368	97	97	128	84	407	67	82	135	90	374	423
빙과 등	333	77	134	156	-38	329	40	149	178	-35	334	437
육가공 등	-8	23	11	50	-21	63	33	32	77	-3	140	109
(% YoY)	5.0	52.6	-1.9	11.3	58.3	15.3	-28.4	9.0	16.6	116.5	6.2	14.3
유지식품	41.9	6.7	2.9	6.8	36.2	10.7	-30.7	-15.2	5.0	6.5	-8.1	13.0
빙과 등	-7.2	55.2	-19.0	16.1	137.0	-1.2	-47.8	11.9	14.6	-9.1	1.5	31.0
육가공 등	-119.1	-290.1	-189.1	7.7	-29.5	-879.8	48.2	185.4	53.7	-87.6	123.5	-22.3
영업이익률(%)	4.1	4.7	5.4	7.0	0.6	4.5	3.2	5.6	7.7	1.2	4.6	4.9
유지식품	5.1	5.2	5.0	6.6	4.4	5.3	3.4	4.0	6.6	4.4	4.6	5.0
빙과 등	7.3	7.9	10.3	11.0	-4.3	7.2	4.1	11.3	12.0	-3.8	7.1	9.0
육가공 등	-0.2	1.6	0.9	3.5	-1.7	1.2	2.3	2.4	5.0	-0.2	2.5	1.8
세전이익	626	201	208	303	47	759	153	269	396	58	875	989
(% YoY)	-14.4	49.7	-0.9	37.7	-24.5	21.1	-23.9	29.4	30.8	22.0	15.4	13.0
세전이익률(%)	3.7	4.8	4.6	6.3	1.2	4.3	3.5	5.7	7.8	1.3	4.7	5.0
당기순이익	503	153	156	228	44	582	107	204	298	54	663	750
(% YoY)	-16.0	39.9	-13.7	20.5	91.6	15.7	-30.1	30.5	30.8	22.0	14.0	13.1
순이익률(%)	2.9	3.6	3.5	4.8	1.1	3.3	2.5	4.3	5.9	1.2	3.6	3.8

자료: 롯데푸드, 메리츠증권 리서치센터

롯데푸드 (002270)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,706.2	1,762.4	1,849.7	1,968.4	2,066.8
매출액증가율 (%)	4.5	3.3	5.0	6.4	5.0
매출원가	1,357.6	1,402.4	1,493.2	1,587.0	1,664.3
매출총이익	348.6	360.0	356.5	381.3	402.5
판매비와관리비	279.4	280.2	271.7	284.5	298.7
영업이익	69.2	79.8	84.8	96.9	103.8
영업이익률 (%)	4.1	4.5	4.6	4.9	5.0
금융수익	1.7	1.6	8.1	5.0	5.0
중속/관계기업관련손익	-6.4	-2.1	-0.4	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-1.9	-3.5	-3.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	62.6	75.9	87.5	98.9	105.8
법인세비용	12.4	17.7	21.2	23.9	25.6
당기순이익	50.3	58.2	66.3	75.0	80.3
지배주주지분 손이익	50.3	58.2	66.3	75.0	80.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	493.7	463.3	535.4	635.1	734.9
현금및현금성자산	114.3	36.7	83.5	154.3	230.0
매출채권	182.0	224.0	237.2	252.4	265.0
재고자산	157.8	167.8	177.7	189.1	198.5
비유동자산	793.9	872.8	862.1	844.6	829.3
유형자산	501.6	565.1	544.4	512.0	484.4
무형자산	56.5	52.6	50.6	49.4	48.4
투자자산	216.7	236.5	250.5	266.6	279.9
자산총계	1,287.6	1,336.2	1,397.4	1,479.7	1,564.2
유동부채	229.3	282.6	327.8	341.2	352.4
매입채무	77.0	82.8	87.6	93.3	97.9
단기차입금	34.0	35.0	35.0	35.0	35.0
유동성장기부채	35.2	50.0	83.5	83.5	83.5
비유동부채	165.7	110.9	76.1	78.1	79.3
사채	85.1	36.2	-3.0	-6.0	-9.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	395.0	393.5	403.9	419.4	431.7
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	72.5	72.5	72.5	72.5	72.5
기타포괄이익누계액	67.7	66.1	68.1	68.1	68.1
이익잉여금	745.5	797.1	846.1	912.9	985.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	892.6	942.6	993.6	1,060.4	1,132.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	124.6	89.8	94.8	100.3	101.4
당기순이익(손실)	50.3	58.2	66.3	75.0	80.3
유형자산감가상각비	43.5	44.9	47.6	42.4	37.6
무형자산상각비	4.3	4.3	2.0	1.2	1.1
운전자본의 증감	17.0	-33.0	-13.3	-8.9	-7.4
투자활동 현금흐름	-42.2	-127.7	-42.9	-16.6	-12.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-43.8	-103.5	-40.8	-15.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	-22.1	-21.9	-13.6	-16.1	-13.3
재무활동 현금흐름	13.5	-39.7	-5.0	-13.0	-12.9
차입금증감	24.9	-33.1	-5.8	-3.0	-3.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	96.0	-77.6	46.8	70.8	75.7
기초현금	18.4	114.3	36.7	83.5	154.3
기말현금	114.3	36.7	83.5	154.3	230.0

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,245,949	1,286,957	1,350,691	1,437,361	1,509,229
EPS(지배주주)	36,712	42,479	48,429	54,772	58,635
CFPS	90,645	99,012	95,529	97,233	98,074
EBITDAPS	85,472	94,223	98,134	102,535	103,996
BPS	610,513	649,931	688,592	738,208	791,620
DPS	4,780	6,000	6,000	6,000	6,000
배당수익률(%)	0.5	0.9	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.9	15.3	12.6	11.2	10.4
PCR	10.5	6.6	6.4	6.3	6.2
PSR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.6	1.0	0.9	0.8	0.8
EBITDA	117.0	129.0	134.4	140.4	142.4
EV/EBITDA	11.3	7.4	6.3	5.5	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	6.3	6.9	7.3	7.3
EBITDA 이익률	6.9	7.3	7.3	7.1	6.9
부채비율	44.3	41.7	40.6	39.5	38.1
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	19.5	35.4	46.8	55.0	60.5
매출채권회전율(x)	9.7	8.7	8.0	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	9.9	10.8	10.7	10.7	10.7

롯데칠성(005300)

Buy, TP 2,100,000 원

2분기 이후에도 지속될 맥주 마케팅비 우려

2Q17 예상실적은 매출액 6,486억원(+3.2% YoY), 영업이익 378억원(-25.6 YoY)으로 영업이익이 컨센서스를 대폭 하회할 전망이다. 음료부문은 3.3%의 매출 성장, 주류부문은 3.1%의 매출 성장으로 양호한 연결 매출액 달성이 예상된다. 반면 영업이익은 음료부문의 원가상승(설탕, 캔, PET 등), 주류부문의 마케팅 비용 집행으로 부진한 실적이 예상된다. 2Q17에 이어 하반기에도 실적에 대한 우려는 여전하다. 맥주 신제품 피츠 출시에 따른 맥주 마케팅비(약 800억원) 증가 부담이 예상되기 때문이다. 피츠 출시 첫 달 매출액이 60억원을 기록하며 나쁘지 않은 출발을 보였지만 영업활동을 통한 밀어내기 이후 재구매 수요가 뒷받침될지 확인이 필요한 시기로 판단한다.

표17 2Q17 Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	648.6	628.5	3.2	546.5	18.7	656.6	-1.2
영업이익	37.8	50.7	-25.6	26.7	41.3	44.4	-15.0
지배순이익	20.2	28.9	-30.0	8.3	143.4	27.5	-26.4

자료: 롯데칠성, 메리츠증권리서치센터

표18 롯데칠성 실적 추이													
(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	22,992	5,428	6,285	6,659	5,322	23,695	5,465	6,486	7,025	5,711	24,687	25,580	26,343
연결음료	14,784	3,425	4,324	4,632	3,369	15,751	3,468	4,465	4,885	3,596	16,414	16,757	17,050
음료(별도)	14,358	3,290	4,185	4,541	3,296	15,312	3,381	4,321	4,789	3,518	16,009	16,343	16,630
- 탄산(별도)	5,926	1,480	1,649	1,692	1,376	6,196	1,474	1,682	1,754	1,472	6,382	6,510	6,640
- 주스(별도)	2,530	593	755	737	524	2,609	591	729	756	539	2,614	2,641	2,667
- 커피(별도)	2,418	494	691	857	604	2,646	508	712	899	634	2,753	2,891	2,978
- 생수 및 기타(별도)	3,484	723	1,090	1,255	793	3,860	809	1,198	1,380	872	4,260	4,302	4,345
별도 외 음료	426	136	140	91	73	439	87	144	96	78	405	413	421
연결주류	8,208	2,003	1,961	2,027	1,953	7,944	1,997	2,021	2,140	2,115	8,273	8,823	9,293
주류(별도)	7,591	1,906	1,784	1,876	1,765	7,331	1,884	1,833	1,982	1,920	7,618	8,123	8,545
- 소주(별도)	3,442	918	912	836	946	3,612	959	967	870	975	3,770	3,883	3,961
- 맥주(별도)	956	196	250	275	209	930	195	275	385	365	1,220	1,586	1,904
- 기타주류(별도)	3,193	792	622	765	610	2,790	730	591	727	580	2,627	2,654	2,680
별도 외 주류	617	97	177	151	188	612	113	188	158	196	655	700	748
*별도 외 음료+주류	1,043	232	317	242	261	1,051	200	332	254	274	1,060	1,113	1,169
(% YoY)	5.3	4.7	1.2	3.2	3.5	3.1	0.7	3.2	5.5	7.3	4.2	3.6	3.0
연결음료	2.6	6.4	3.2	10.4	6.0	6.5	1.3	3.3	5.5	6.7	4.2	2.1	1.8
- 음료(별도)	2.5	6.3	5.7	8.2	6.2	6.6	2.8	3.3	5.5	6.7	4.6	2.1	1.8
- 탄산(별도)	2.1	-1.1	2.0	2.6	18.1	4.6	-0.3	2.0	3.6	7.0	3.0	2.0	2.0
- 주스(별도)	5.8	11.5	12.2	10.4	-20.3	3.2	-0.4	-3.5	2.5	3.0	0.2	1.0	1.0
- 커피(별도)	6.6	25.8	9.0	5.8	4.0	9.4	2.7	3.0	5.0	5.0	4.1	5.0	3.0
- 생수 및 기타(별도)	-1.8	7.1	5.3	17.0	13.1	10.8	11.9	10.0	10.0	10.0	10.3	5.0	5.0
연결주류	10.4	1.9	-2.9	-10.2	-0.6	-3.2	-0.3	3.1	5.5	8.3	4.1	6.6	5.3
- 주류(별도)	11.2	2.0	-9.9	-4.2	-1.1	-3.4	-1.2	2.7	5.6	8.8	3.9	6.6	5.2
- 소주(별도)	2.1	6.0	3.0	5.4	5.5	5.0	4.5	6.0	4.0	3.0	4.4	3.0	2.0
- 맥주(별도)	115.3	0.0	0.0	-5.1	-5.2	-2.7	-0.5	10.0	40.0	75.0	31.2	30.0	20.0
- 기타주류(별도)	6.1	-1.8	-26.4	-12.5	-8.5	-12.6	-7.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.8	1.0	1.0
*별도 외 음료+주류	3.8	4.8	17.3	-19.0	3.1	0.8	-13.8	5.0	5.0	5.0	0.8	5.0	5.0
매출원가	13,183	3,076	3,489	3,709	3,068	13,342	3,137	3,617	3,906	3,292	13,952	14,328	14,624
(% YoY)	0.9	5.0	-1.9	0.9	1.5	1.2	2.0	3.7	5.3	7.3	4.6	2.7	2.1
매출원가율(%)	57.3	56.7	55.5	55.7	57.6	56.3	57.4	55.8	55.6	57.6	56.5	56.0	55.5
매출총이익	9,808	2,352	2,796	2,950	2,255	10,353	2,328	2,869	3,119	2,419	10,736	11,252	11,719
(% YoY)	11.7	4.2	5.5	6.1	6.4	5.6	-1.0	2.6	5.7	7.3	3.7	4.8	4.2
매출총이익률(%)	42.7	43.3	44.5	44.3	42.4	43.7	42.6	44.2	44.4	42.4	43.5	44.0	44.5
판관비	8,380	1,973	2,289	2,386	2,218	8,865	2,061	2,492	2,727	2,409	9,689	9,911	10,075
(% YoY)	-2.1	3.9	6.0	6.5	6.5	5.8	4.5	8.9	14.3	8.6	9.3	2.3	1.7
판관비율(%)	36.4	36.3	36.4	35.8	41.7	37.4	37.7	38.4	38.8	42.2	39.2	38.7	38.2
영업이익	1,429	380	507	564	37	1,488	267	378	392	11	1,047	1,341	1,644
음료	977	243	435	542	-5	1,214	199	436	577	12	1,223	1,341	1,398
주류	452	137	72	22	42	274	68	-58	-185	-1	-176	0	246
(% YoY)	53.6	5.3	3.2	4.6	0.0	4.1	-29.6	-25.6	-30.6	-70.7	-29.6	28.0	22.6
음료	70.2	40.4	-6.3	65.8	적전	24.3	-18.2	0.2	6.4	흑전	0.7	9.6	4.3
주류	26.9	-27.1	163.3	-89.6	85.6	-39.4	-50.0	적전	적전	적전	적전	흑전	2,812.0
영업이익률(%)	6.2	7.0	8.1	8.5	0.7	6.3	4.9	5.8	5.6	0.2	4.2	5.2	6.2
음료	6.6	7.1	10.1	11.7	-0.2	7.7	5.7	9.8	11.8	0.3	7.5	8.0	8.2
주류	5.5	6.8	3.7	1.1	2.2	3.4	3.4	-2.9	-8.7	-0.1	-2.1	0.0	2.6
지배순이익	996	264	289	392	-252	693	83	202	240	-54	471	737	967
(% YoY)	433.3	15.5	-55.1	14.9	15.8	-30.4	-68.5	-30.0	-38.9	-78.5	-32.1	56.5	31.2
지배순이익률(%)	4.3	4.9	4.6	5.9	-4.7	2.9	1.5	3.1	3.4	-1.0	1.9	2.9	3.7

자료: 롯데칠성, 메리츠증권리서치센터

롯데칠성 (005300)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,299.2	2,369.5	2,468.7	2,558.0	2,634.3
매출액증가율 (%)	5.3	3.1	4.2	3.6	3.0
매출원가	1,318.3	1,334.2	1,395.2	1,432.8	1,462.4
매출총이익	980.8	1,035.3	1,073.6	1,125.2	1,171.9
판매비와관리비	838.0	886.5	968.9	991.1	1,007.5
영업이익	142.9	148.8	104.7	134.1	164.4
영업이익률 (%)	6.2	6.3	4.2	5.2	6.2
금융수익	-18.4	-22.0	-19.1	-19.1	-19.1
중속/관계기업관련손익	-1.0	5.8	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-25.5	-23.7	-11.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	97.9	108.8	67.9	97.3	127.6
법인세비용	37.0	39.7	20.8	23.5	30.9
당기순이익	100.3	69.1	47.1	73.7	96.8
지배주주지분 순이익	99.6	69.3	47.1	73.6	96.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	954.7	1,037.9	1,157.9	1,322.9	1,490.0
현금및현금성자산	203.4	319.7	387.2	520.8	660.9
매출채권	238.8	253.0	271.5	282.6	292.1
재고자산	240.7	244.9	262.7	273.5	282.7
비유동자산	3,427.3	3,612.6	3,510.7	3,382.0	3,266.9
유형자산	1,988.1	2,218.6	2,076.7	1,929.0	1,799.3
무형자산	377.6	351.5	326.7	307.7	289.7
투자자산	884.8	867.9	931.3	969.4	1,001.9
자산총계	4,382.0	4,650.5	4,668.6	4,704.9	4,756.8
유동부채	837.0	1,207.4	1,355.7	1,379.5	1,399.8
매입채무	190.8	187.3	201.0	209.2	216.2
단기차입금	179.3	418.7	522.8	522.8	522.8
유동성장기부채	106.3	246.6	251.2	251.2	251.2
비유동부채	1,182.3	1,070.4	942.8	895.2	843.6
사채	743.8	728.9	591.0	533.0	475.0
장기차입금	110.4	27.3	15.7	12.7	7.7
부채총계	2,019.4	2,277.8	2,298.5	2,274.7	2,243.4
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
기타포괄이익누계액	386.2	341.1	315.8	315.8	315.8
이익잉여금	1,964.1	2,019.9	2,044.1	2,104.6	2,188.1
비지배주주지분	26.5	26.0	24.3	24.0	23.7
자본총계	2,362.6	2,372.7	2,370.1	2,430.3	2,513.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	275.1	190.9	342.1	367.7	369.8
당기순이익(손실)	100.3	69.1	47.1	73.7	96.8
유형자산감가상각비	109.8	116.2	242.7	262.7	244.7
무형자산상각비	23.4	21.2	20.3	19.1	18.0
운전자본의 증감	4.6	-59.1	28.2	12.1	10.4
투자활동 현금흐름	-321.5	-341.3	-228.1	-159.6	-153.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-259.3	-351.9	-130.9	-120.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	-61.1	22.6	-63.5	-38.1	-32.5
재무활동 현금흐름	149.2	265.9	-45.5	-74.6	-76.6
차입금증감	170.5	282.0	-41.1	-61.0	-63.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	95.2	116.3	67.5	133.5	140.1
기초현금	108.2	203.4	319.7	387.2	520.8
기말현금	203.4	319.7	387.2	520.8	660.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,858,353	1,915,183	1,995,416	2,067,556	2,129,267
EPS(지배주주)	79,620	55,054	37,094	58,491	77,038
CFPS	246,640	263,087	280,249	305,360	312,120
EBITDAPS	223,167	231,320	297,228	336,138	345,167
BPS	1,443,062	1,470,078	1,487,653	1,546,238	1,621,014
DPS	9,200	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	26.5	43.5	27.6	20.9
PCR	9.0	5.5	5.8	5.3	5.2
PSR	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	1.0
EBITDA	276.1	286.2	367.7	415.9	427.0
EV/EBITDA	13.2	10.1	8.0	6.6	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.3	3.0	2.0	3.1	3.9
EBITDA 이익률	12.0	12.1	14.9	16.3	16.2
부채비율	85.5	96.0	97.0	93.6	89.3
금융비용부담률	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	5.6	5.8	4.3	5.7	7.3
매출채권회전율(x)	9.6	9.6	9.4	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	9.2	9.8	9.7	9.5	9.5

곡물 가격 전망 및 환율 영향 점검

곡물가는 단기 급등 후 15~16년 수준으로 재차 복귀할 전망

소맥 가격은 연초대비 24.0% 상승했으며 최근 1주일간 4.6% 하락하는 약세를 보였다. 미국의 봄밀 GTE 비율이 부진한 점과 건조한 기후, 13.2% 감소한 경작면적 전망치가 단기 급등을 유발했다. 이후 실망스러운 WASDE 발표와 개선된 기상상황으로 분위기가 전환됐다. 미 북부 대평원의 가뭄비율이 노스다코타 72.8%, 사우스다코타 72.4%로 단기적으로 높은편이나 장기적으로 기온 하락과 강수량 향상으로 예보가 개선됐다. 12일(현지시간) 발표된 WASDE 보고서의 재고량 전망치는 단기 상승세를 꺾는데 큰 역할을 했다. USDA의 2017/18 시즌 세계 소맥 기말 예상재고량은 2억 6,060만 톤으로 59만 톤 하향 조정됐지만 시장의 예상치를 상회했다. 봄밀의 작황 부진 예상은 변함없지만 겨울 소맥 생산량이 기대에 부합하리란 USDA의 전망이 시장과 괴리를 보였다. 경작면적 발표를 전후로 단기 변동성이 극대화 됐지만 양호한 재고비율(5월 35.1%, 6월 35.5%, 7월 35.4%)이 이어지는 가운데 최근 기상 예보까지 개선된 부분이 단기 급등 후 하락 전환을 이끌었다. 구조적인 상승에 대한 우려는 접어들 시기로 판단한다.

옥수수 가격은 연초대비 6.5% 상승했으며 최근 1주일간 4.3% 하락하며 소맥에 이어 약세를 보였다. 소맥 가격 상승에 연동되며 단기 상승세를 보였는데 콘벨트 지역에 건조한 기후가 이어진 점도 가격 상승에 기여했다. 소맥과 마찬가지로 최근 기상상황 개선과 양호한 수급 전망으로 가격은 하락 전환했는데 주요 생산지인 아이오와의 가뭄비율은 16.2%로 미미한 상황이며 7월 셋째 주 이후 폭염의 완화 및 수분 부족지역이 현재 20~25% 수준에서 10~15%로 감소가 예상되는 점이 주효했다. 옥수수도 WASDE 보고서의 전망치가 시장의 기대에 부합하지 못했는데 2017/18 시즌 세계 옥수수 기말 예상재고량은 2억 81만 톤으로 648만 톤 상향 조정됐다. GTE 비율이 60% 중후반을 꾸준히 유지하고 있어 전년대비는 부진하나 평년수준에서 크게 벗어나진 않은 상황인 점도 가격 상승을 제한하고 있다고 판단한다.

대두 가격은 연초대비 1.2% 하락했으며 최근 1주일도 3.5% 하락하며 소폭 반등 후 약세 흐름이 이어지고 있다. 6월 이후는 옥수수와 마찬가지로 소맥가격에 동조하는 흐름을 보였으며 예상치를 하회하는 경작면적, 기상 우려 등이 상승의 원인이 됐다. WASDE 발표를 기점으로 가격 흐름이 전환됐는데 2017/18 시즌 세계 대두 기말 예상재고량은 9,353만 톤으로 131만 톤 상향 조정됐다. 이는 시장의 예상치를 상회하는 수치인데 중국 내 대두 생산이 확대되며 중국의 대두 예상재고량이 증가한 점에서 기인했다. 중국 북동부지역 가뭄으로 옥수수에서 대두로 파종작물을 전환하며 중국 농무부의 2017/18 시즌 중국 대두 예상수확량은 1,473만 톤으로 63만 톤 상향 조정됐다. 옥수수와 생산지가 겹치는 이유로 아이오와의 기상 개선도 최근 하락을 이끌고 있다.

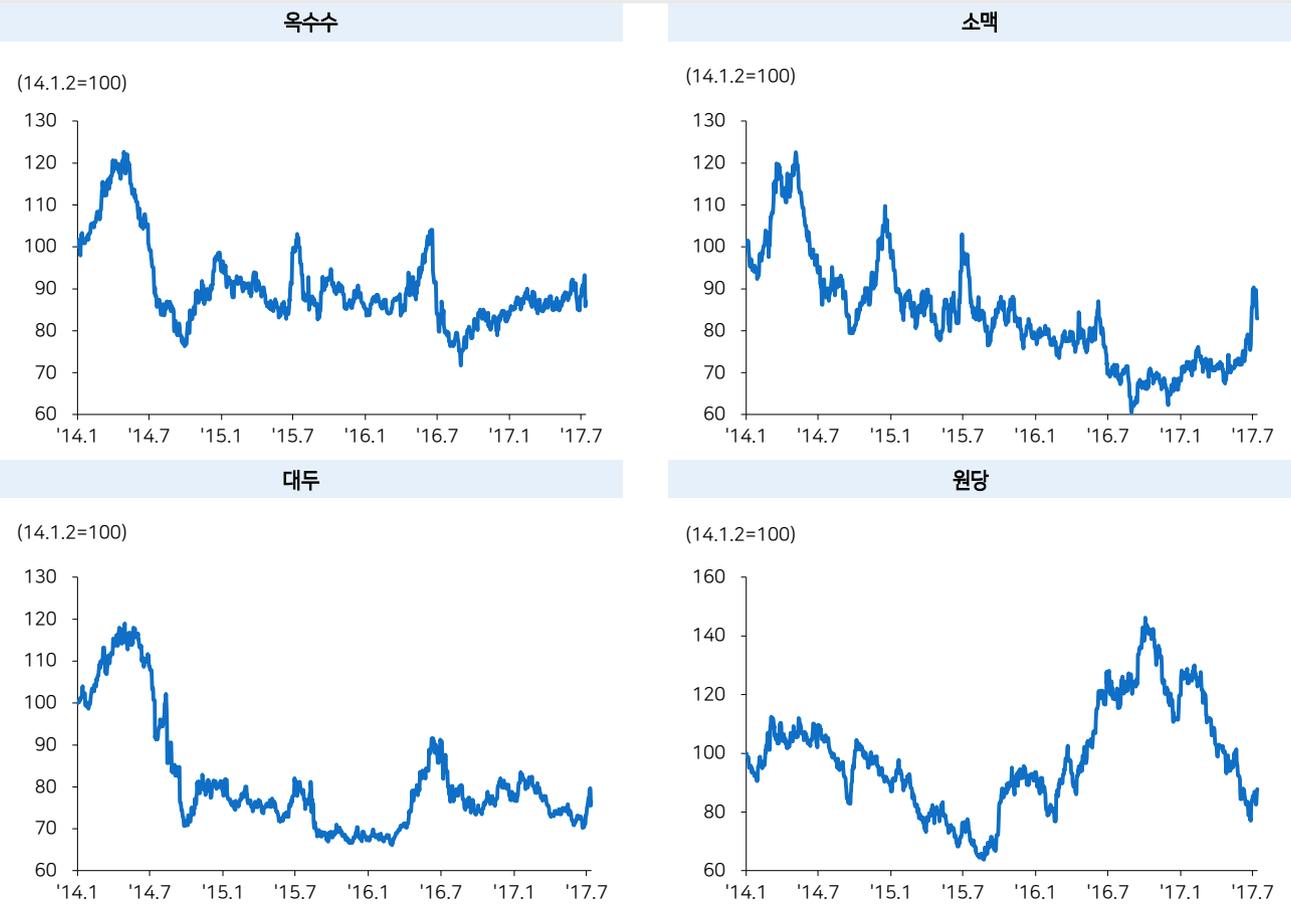
원당 가격은 연초대비 27.0% 하락한 가운데 최근 1주일 3.9% 상승하며 소폭이지만 상승 전환했다. 단기에는 옥수수, 소맥, 대두 상승에 연동된 측면도 있지만 해알화 가치 절상에 따른 영향이 지배적이었다. 17/18시즌 원당공급과잉 우려감은 지속되고 있기 때문에 공급 과잉 펀더멘털이 해소되기 전까지 추세적인 상승은 어렵다고 판단한다. 브라질 제당업체들이 에탄올보다 원당 생산을 선호하는 추세인데 에탄올과 원당의 수익성이 같아지는 원당 가격은 파운드 당 약 12.7센트로 현 가격 수준인 14.1센트에서는 원당 생산의 매력이 높다. 인도의 원당세 수입세 인상(40% → 50%)도 공급과잉에 기여했는데 자국 원당 사업을 보호를 위한 조치로 인도의 원당 가격은 상승하겠지만 인도로 수출됐던 원당이 신규 수요처를 찾게 되면서 가격 상승을 압박하는 요인이 됐다.

하반기 음식료 투자 의견 Overweight 유지. Top picks 는 농심, CJ 프레시웨이, CJ제일제당, KT&G

양호한 공급 전망과 풍부한 재고 상황이 여전히 곡물가 상승을 압박하는 요인으로 작용하고 있다. 경작면적 발표와 기상에 대한 우려로 6월 한달 단기 급등을 보였던 곡물가격은 추세적인 상승기에 돌입했다기 보다는 단기 변동성 확대 측면이 강했다고 판단한다. 환율과 곡물가의 래깅 타임을 고려할 때 원가의 3Q17 QoQ 하락, 4Q17의 YoY 하락 트렌드는 유효하다. 현 수준이 유지될 경우 1Q18, 2Q18까지 각각 -12.6%, -14.2%의 투입원가 전년비 개선이 예상된다. 점도 긍정적이다. 최근 환율 하락과 급등세가 멈춘 곡물 가격을 고려할 때 단기적인 2Q17 실적 부진보다는 개선이 기대되는 하반기 원가 방향성에 집중할 시기로 판단한다. 하반기 음식료 섹터에 대한 Overweight 의견을 유지한다.

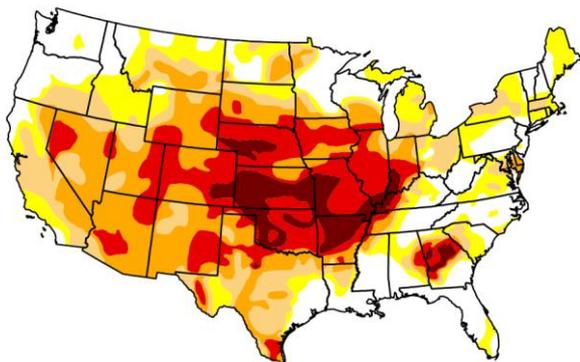
원화가치 10% 절상에 따른 세전이익 민감도는 CJ제일제당 +23.4%, 오리온 +17.7%, 농심 +46.4%, KT&G -8.0%, 대상 +58.9%, 롯데칠성 +32.9%, 동원 F&B +30.4%, 롯데푸드 +71.8%, 매일유업 +9.7%로 추정한다. 1,157.3원에서 단기 고점을 형성한 환율이 재차 하락하고 있으며 2분기 이후 3분기, 4분기 실적 개선까지 반영해 음식료 Top Picks로는 농심, CJ제일제당을, 우려요인 해소 관점에서 KT&G를, 17년 가시화되고 있는 실적 턴어라운드를 감안한 CJ프레시웨이를 제시한다.

그림1 곡물 가격 현황



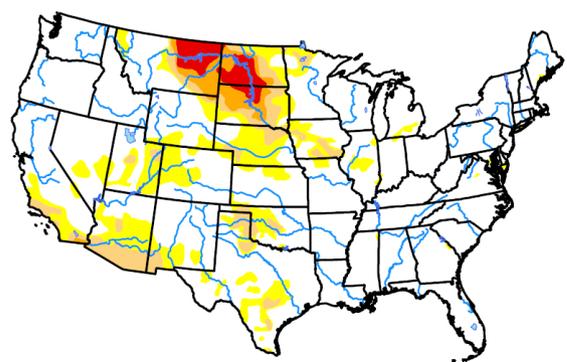
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 2012년 8월 극심했던 미국 가뭄 상황



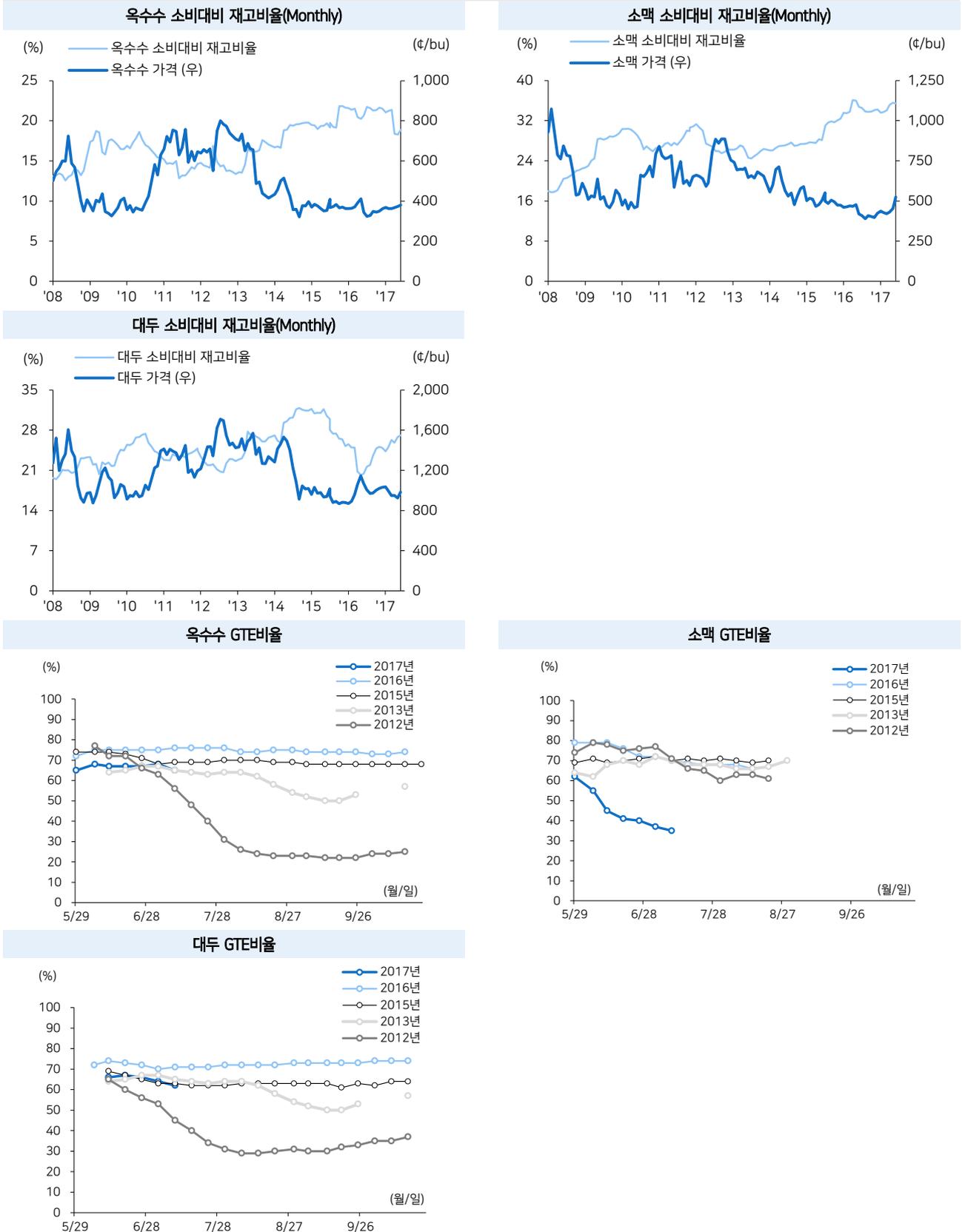
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2012년 대비 양호한 모습을 보이는 2017년 가뭄 상황



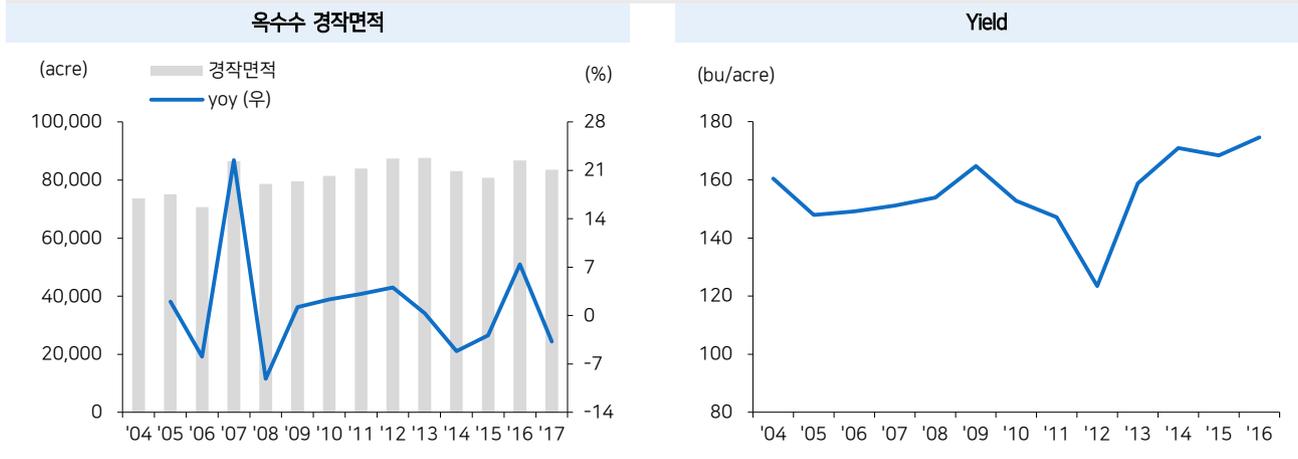
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 곡물 수급 현황과 GTE 비율 추이



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

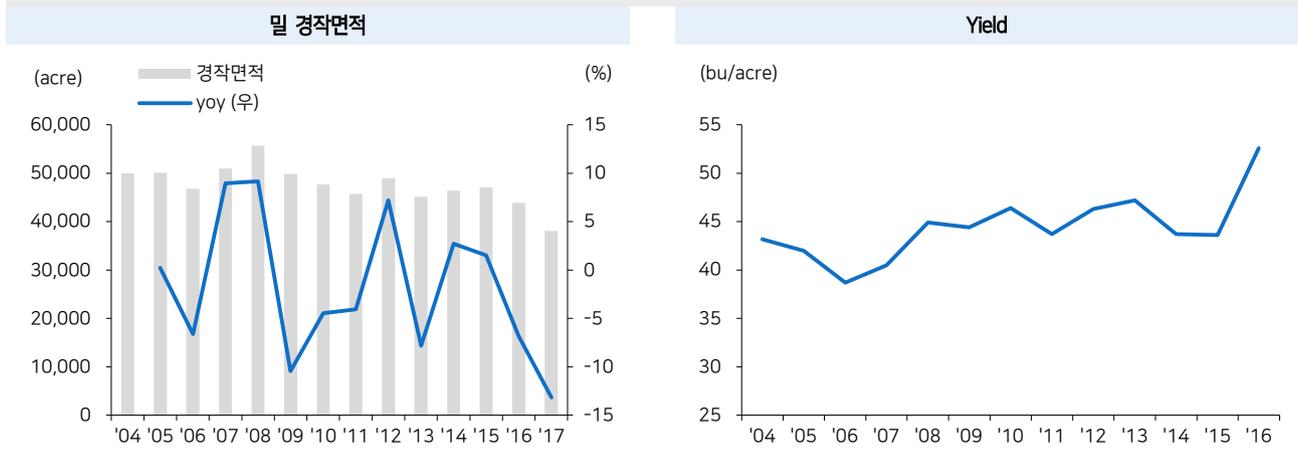
그림5 옥수수 경작면적 및 Yield 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

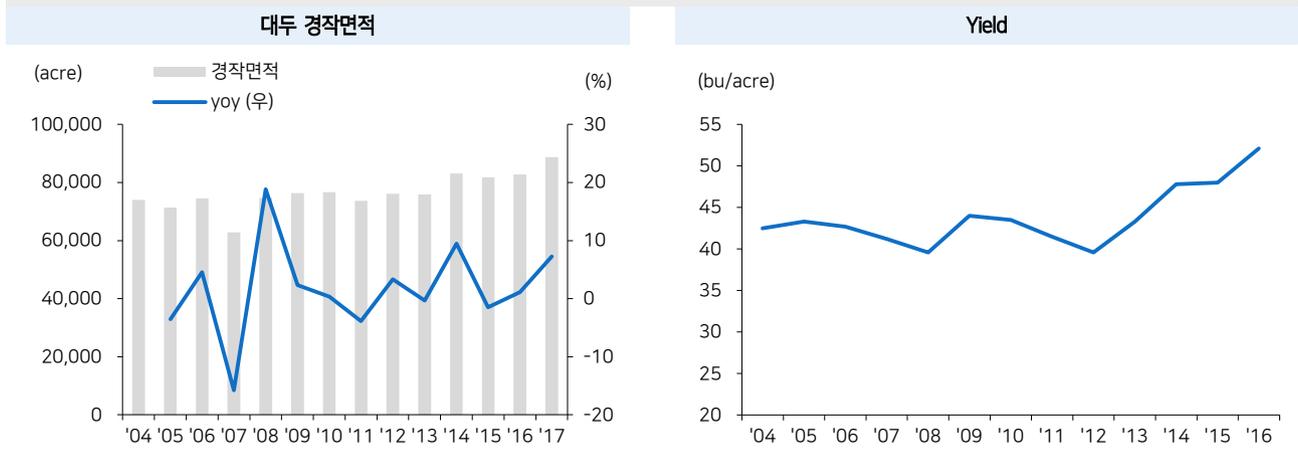
그림6 밀 경작면적 및 Yield 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

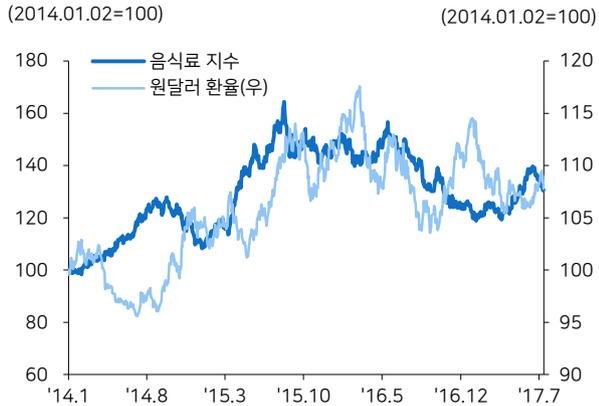
그림7 대두 경작면적 및 Yield 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

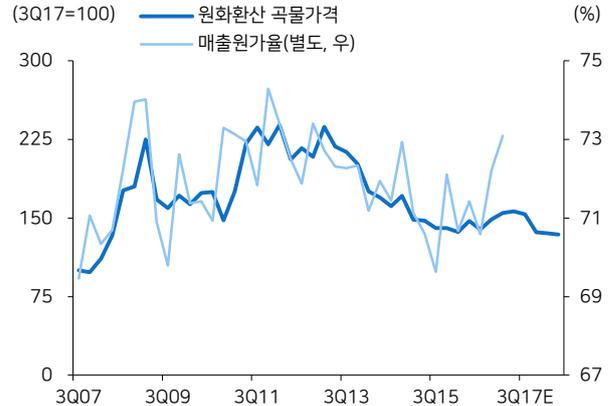
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 음식료 지수와 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 매출원가율과 원화환산 곡물가격 지수



자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 업체별 환율 영향 테이블

(억원)			CJ제일제당	오리온	농심	KT&G	대상	롯데칠성	동원F&B	롯데푸드	매일유업
영업단	수출 매출액	A	5,781	300	1,364	10,154	4,326	1,330	578	422	679
	해외법인 순이익	B	982	0	87	-233	73	-18	0	0	0
	수입 원재료 매입액	C	17,031	810	7,368	6,469	9,510	4,544	3,095	6,363	1,439
	환노출금액	D=A+B-C	-10,268	-511	-5,917	3,452	-5,110	-3,232	-2,517	-5,941	-760
영업외단	외화자산	E	19,898	503	308	9,507	2,214	486	149	68	473
	외화부채	F	23,729	3,928	832	690	3,254	656	233	46	277
	환노출금액(순자산)	G=E-F	-3,831	-3,424	-524	8,816	-1,040	-169	-85	22	195
Total	전체 환노출금액	H=D+G	-14,098	-3,935	-6,441	12,268	-6,150	-3,401	-2,602	-5,919	-564
영업이익	현 수준 유지		8,982	2,352	1,137	15,271	1,237	1,339	896	835	619
	원화절하 10%		7,956	2,301	545	15,616	726	1,016	644	241	543
	영업이익 변동금액		-1,027	-51	-592	345	-511	-323	-252	-594	-76
	영업이익 변동률		-11.4%	-2.2%	-52.0%	2.3%	-41.3%	-24.1%	-28.1%	-71.1%	-12.3%
	원화절상 10%		10,009	2,403	1,729	14,926	1,748	1,662	1,148	1,429	695
	영업이익 변동금액		1,027	51	592	-345	511	323	252	594	76
	영업이익 변동률		11.4%	2.2%	52.0%	-2.3%	41.3%	24.1%	28.1%	71.1%	12.3%
세전이익	현 수준 유지		6,017	2,217	1,389	15,367	1,043	1,033	856	824	583
	원화절하 10%		4,607	1,824	745	16,594	428	693	596	232	526
	세전이익 변동금액		-1,410	-393	-644	1,227	-615	-340	-260	-592	-56
	세전이익 변동률		-23.4%	-17.7%	-46.4%	8.0%	-58.9%	-32.9%	-30.4%	-71.8%	-9.7%
	원화절상 10%		7,426	2,611	2,033	14,140	1,658	1,373	1,116	1,416	639
	세전이익 변동금액		1,410	393	644	-1,227	615	340	260	592	56
	세전이익 변동률		23.4%	17.7%	46.4%	-8.0%	58.9%	32.9%	30.4%	71.8%	9.7%

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 원화환산 곡물가격 투입 전망 테이블														
(달러, 원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
옥수수	359	374	385	366	382	373	363	392	332	348	364	368	370	370
소맥	528	558	525	504	510	491	466	471	406	403	429	435	449	449
대두	1,147	1,010	990	963	947	880	880	1,056	1,013	1,000	1,021	941	947	947
원당	16	16	14	12	11	15	14	17	20	21	20	15	15	15
원/달러	1,087	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,101	1,158	1,154	1,129	1,115	1,105	1,095
원화환산	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
옥수수	3,903	4,113	4,229	4,273	4,427	4,477	4,224	4,314	3,839	4,018	4,114	4,101	4,086	4,049
소맥	5,742	6,143	5,758	5,891	5,903	5,905	5,416	5,187	4,696	4,656	4,849	4,846	4,961	4,916
대두	12,461	11,112	10,870	11,250	10,962	10,575	10,241	11,628	11,721	11,542	11,532	10,495	10,469	10,374
원당	172	174	155	145	131	177	167	188	235	240	222	169	163	162
(% YoY)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
옥수수	-28.3	-10.4	-9.1	-13.0	13.4	8.8	-0.1	1.0	-13.3	-10.2	-2.6	-4.9	6.4	0.8
소맥	-16.8	-12.1	-9.1	-11.9	2.8	-3.9	-5.9	-12.0	-20.5	-21.2	-10.5	-6.6	5.7	5.6
대두	-16.5	-20.4	-22.1	-25.5	-12.0	-4.8	-5.8	3.4	6.9	9.1	12.6	-9.7	-10.7	-10.1
원당	-2.6	-8.1	-8.2	-17.7	-24.2	1.8	8.0	29.1	79.7	35.8	32.5	-9.8	-30.6	-32.6
(3Q07=100)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
옥수수	105	110	113	114	119	120	113	116	103	108	110	110	109	108
소맥	133	142	133	136	137	137	125	120	109	108	112	112	115	114
대두	182	163	159	165	160	155	150	170	172	169	169	154	153	152
원당	173	175	156	146	132	178	168	189	236	241	223	170	164	163
원화환산 곡물가격	148	147	140	140	137	147	139	149	155	156	154	136	135	134
(% YoY)	-15.5	-13.2	-13.0	-18.0	-7.8	-0.1	-0.9	5.8	13.2	6.2	10.3	-8.2	-12.6	-14.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

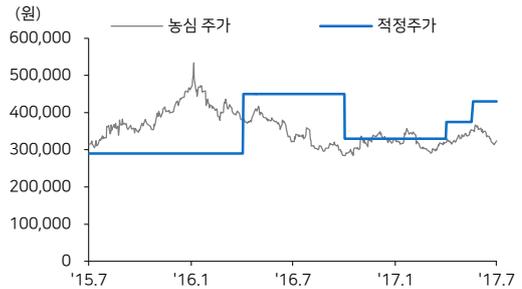
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

농심(004370) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Hold	290,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Hold	290,000	송광수	
				담당자 변경	
2016.04.19	산업분석	Hold	450,000	김정욱	
2016.10.18	기업브리프	Trading Buy	330,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	375,000	김정욱	
2017.06.05	산업분석	Buy	430,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	430,000	김정욱	



CJ 프레시웨이(051500) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.04.19	산업분석	Buy	75,000	김정욱	
2016.05.02	기업브리프	Buy	75,000	김정욱	
2016.08.05	기업브리프	Buy	60,000	김정욱	
2016.09.21	기업브리프	Buy	60,000	김정욱	
2016.11.04	기업브리프	Buy	60,000	김정욱	
2016.11.30	산업분석	Buy	60,000	김정욱	
2017.02.09	기업브리프	Buy	47,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	47,000	김정욱	
2017.05.15	기업브리프	Buy	51,000	김정욱	
2017.06.05	산업분석	Buy	51,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	51,000	김정욱	

KT&G(033780) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	115,000	송광수	
2015.07.24	기업브리프	Buy	115,000	송광수	
2015.10.06	기업브리프	Buy	115,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Buy	115,000	송광수	
2015.11.13	기업브리프	Hold	115,000	송광수	
2016.04.19	산업분석	Buy	130,000	김정욱	
2016.04.22	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	
2016.07.22	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	
2016.10.28	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	
2017.01.20	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	
2017.06.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	150,000	김정욱	

담당자 변경

CJ 제일제당(097950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	500,000	송광수	
2015.08.05	기업브리프	Buy	500,000	송광수	
2015.10.02	기업브리프	Buy	500,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Buy	500,000	송광수	
2016.04.19	산업분석	Buy	450,000	김정욱	
2016.05.11	기업브리프	Buy	450,000	김정욱	
2016.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김정욱	
2016.11.03	기업브리프	Buy	450,000	김정욱	
2016.11.28	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2016.11.30	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.02.10	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.05.12	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	
2017.06.05	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.06.13	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	510,000	김정욱	

담당자 변경

하이트진로(000080) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Hold	26,000	송광수	
2015.08.19	기업브리프	Hold	26,000	송광수	
2015.10.08	기업브리프	Hold	26,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Hold	26,000	송광수	
				담당자 변경	
2016.04.19	산업분석	Buy	33,000	김정욱	
2016.10.18	기업브리프	Buy	27,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	27,000	김정욱	
2017.06.05	산업분석	Buy	30,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	30,000	김정욱	

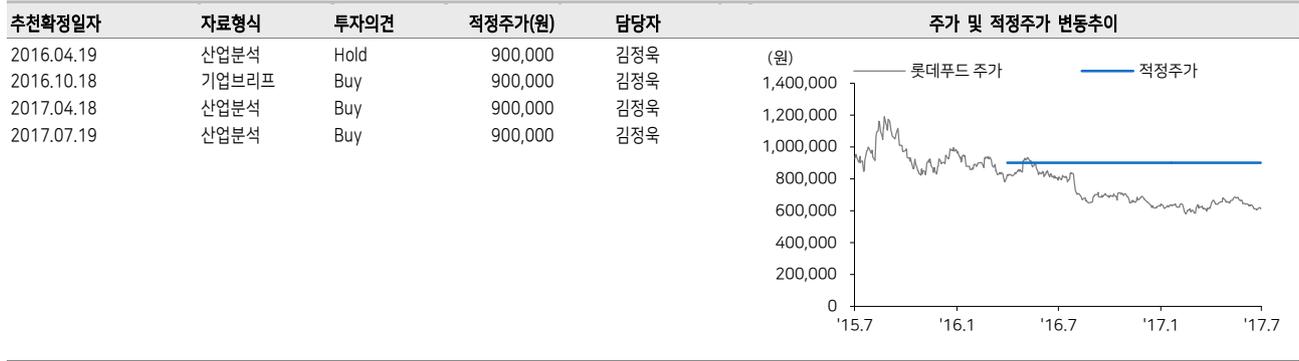
신세계푸드(031440) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.04.19	산업분석	Hold	130,000	김정욱	
2016.10.18	기업브리프	Buy	200,000	김정욱	
2016.10.26	기업브리프	Buy	200,000	김정욱	
2016.11.30	산업분석	Buy	200,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	200,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	200,000	김정욱	

현대그린푸드(005440) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.04.19	산업분석	Buy	28,000	김정욱	
2016.05.10	기업브리프	Buy	28,000	김정욱	
2016.11.09	기업브리프	Trading Buy	19,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Trading Buy	19,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Trading Buy	19,000	김정욱	

롯데푸드(002270) 투자등급변경 내용



롯데칠성음료(005300) 투자등급변경 내용

