

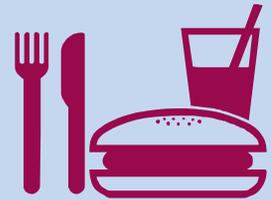
음식료

Overweight
(Maintain)

2017. 7. 12

2Q Preview: '우려의 해소' 를 기대

증익과 감익이 엇갈리는 가운데, 음식료 업체들의 2분기 실적 기대치는 다소 하향되는 분위기이다. 하지만, 전체적으로 원가율이 회복되는 기조에 있고, 실적 모멘텀도 점차 개선되는 분위기이다. 업종지수와 밸류에이션이 일부 우려를 반영한 가운데, 3분기 이후 원가율 개선을 주목할 필요가 있다. 단기적으로 옥수수/대두의 작황이 리스크 요인으로 작용할 수 있으나, 미국의 작황 지표는 아직 견조한 편으로 판단된다.



음식료

Analyst 박상준, CFA 02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

RA 김승우 02) 3787-4705

seungwoo@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 2Q17 Preview 및 투자전략 3

- > 음식료 2Q17 Preview 3
- > 음식료 업종 투자전략 9

II. 곡물가격, 상승의 시작인가? 10

- > 미국 작황 부진으로 곡물가격 상승 우려 제기 10
- > 소맥 투입단가 상승 불가피 13
- > 업체별 민감도 분석 17

III. 1차상품 가격 변화에서 찾는 기회 18

- > 1차상품 가격 변동 요인 분석 18
- > 육계 외에는 강세 가능성 상존 23

IV. 기업분석 25

- > KT&G (033780) 25
- > CJ제일제당 (097950) 27
- > 오리온 (271560) 29
- > CJ프레시웨이 (051500) 30
- > 농심 (004370) 32
- > 대상 (001680) 34
- > 동원F&B (049770) 36
- > 동원산업 (006040) 38
- > 롯데칠성 (005300) 40
- > 롯데푸드 (002270) 42
- > 매일유업 (267980) 44
- > 오뚜기 (007310) 45
- > 하이트진로 (000080) 47

Compliance Notice

- 당사는 7월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다(롯데푸드 제외).
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

2Q Preview: '우려의 해소' 를 기대

>>> 원가율 개선을 기다리며

주요 음식료 업체들의 2Q17 실적은 대체로 기대치가 하향되는 분위기이다. 하향을 주도하는 주요 원인은 1) 소재식품의 원가율 악화, 2) 중국 사드 영향으로 판단된다.

다만, 3Q17부터는 수익성 개선 모멘텀이 점차 강해질 전망이다. 1) 소재식품의 이익 기저가 낮아지고, 2) 중국 사드 영향은 최악의 국면을 지나고 있으며, 3) 외식 경기 회복세 가속화와 4) 라면 시장의 경쟁강도 완화가 기대되기 때문이다. 따라서, 설탕/식자재/라면 업체에 대한 긍정적 시각이 유효하며, 중국 소비 관련 종목에 대해서도 점차 long bias로 접근할 필요가 있다.

>>> 옥수수/대두 시세와 참치어가 주시

중단기적으로 옥수수/대두 시세와 참치어가의 방향성을 주시할 필요가 있다. 소맥의 작황이 나빠지면서, 옥수수와 대두의 작황에 대한 우려가 강해지고 있고, 참치어가는 연말에 변곡점을 보일 가능성이 있기 때문이다. 특히, 참치어가는 3분기 FAD 조업 금지 구간 이후, 4분기 시세 흐름에 따라, 내년에 대한 전망치가 변화할 수 있다. 어가 방향성에 따라, 동원산업 혹은 동원F&B 중심의 비중 확대 전략을 준비할 필요가 있다.

>>> Top Picks: CJ제일제당, CJ프레시웨이

음식료 업종 Top Picks로 CJ제일제당, CJ프레시웨이를 유지한다. CJ제일제당은 3분기부터 소재식품 부문의 수익성 개선이 기대되고, 가공식품은 국내외에서 꾸준한 성장을 보여주고 있다. CJ프레시웨이는 외식 경기 회복, 프레스원 수익성 개선, 송림푸드 인수 효과에 주목해야 한다.

I. 2Q17 Preview 및 투자전략

>>> 음식료 2Q17 Preview

2분기 실적, 여전히 기대 보다는 우려

최근 들어, 음식료 업종 지수는 KOSPI 대비 하락하고 있으며, 업종 밸류에이션도 하락 전환한 상황이다. 특히, 최근 1개월 동안 KOSPI 대비 언더퍼폼 폭이 확대되고 있는데, 가장 큰 이유는 2분기 실적에 대한 우려가 점증되면서, 업종 밸류에이션이 선행적으로 하락했기 때문이다.

이처럼 음식료 업종의 2분기 실적에 대한 우려가 강해지는 이유는, **1) 소재식품의 원가를 악화, 2) 중국 사드 영향으로 판단**된다. 기상 이변 우려에 따른 곡물가격 상승 영향으로 인해, 대두와 원당의 투입단가가 여전히 전년동기 대비 높은 상황이다. 하지만, 선물시세가 예상보다 빠르게 하락하면서, 소재식품 업체들이 공격적인 가격인상에 나서기 보다는, 투입단가가 하락하기를 기다리는 모양새이다. 반면, 음료와 같은 가공식품 업체들은, 이미 발생한 판가 인상으로 원가를 악화가 지속되고 있다.

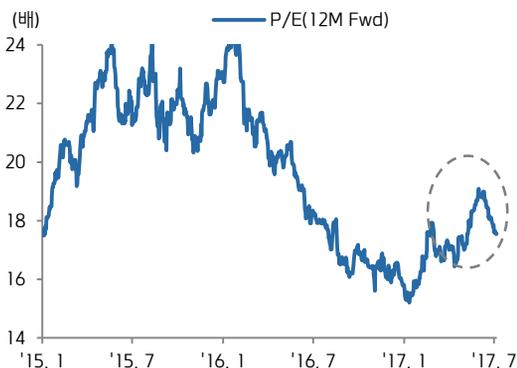
중국 사드 영향은 예상 보다 장기화 되고 있다. 오리온의 경우 3월부터 매출 역성장 폭이 강해진 것으로 파악되는데, 2분기도 이러한 흐름에서 벗어나기 어려울 것으로 판단된다. 중국 롯데마트 영업 정지가 장기화 되고 있고, 업체들이 수출 통관에 어려움을 겪으면서, 중국향 매출에 대한 부정적인 시그널이 지속되고 있기 때문이다.

음식료 업종 지수는 최근 하락 전환



자료: Fn Guide

음식료 업종 밸류에이션도 최근 하락 전환



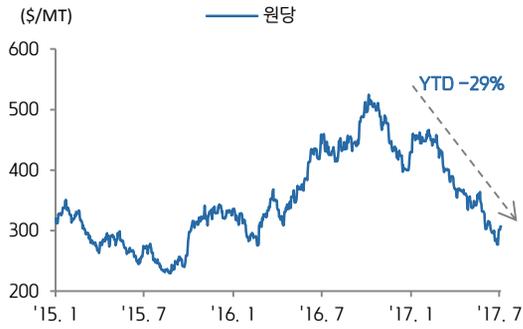
자료: Fn Guide

4대 곡물 투입단가 추이 및 전망

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E
옥수수(천원/Ton)	175	176	166	173	151	158	162	165
(YoY)	14%	9%	0%	3%	-14%	-10%	-3%	-5%
소맥(천원/Ton)	217	217	199	194	173	171	178	180
(YoY)	3%	-3%	-6%	-10%	-21%	-21%	-11%	-7%
대두(천원/Ton)	403	389	376	435	432	424	423	395
(YoY)	-12%	-5%	-6%	5%	7%	9%	13%	-9%
원당(천원/Ton)	289	389	369	421	518	529	488	387
(YoY)	-24%	2%	8%	31%	79%	36%	32%	-8%

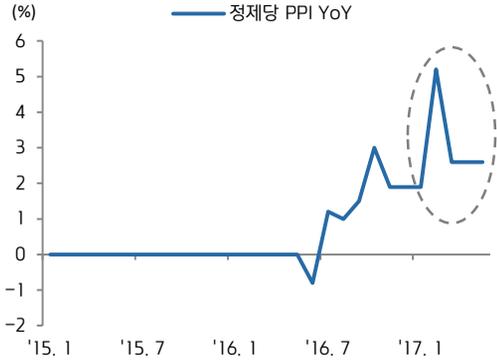
자료: 키움증권 리서치

원당 선물시세 YTD -29% 하락



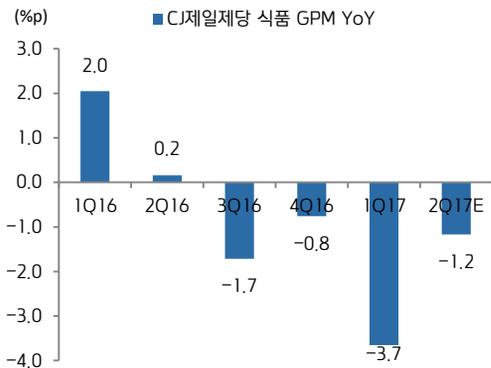
자료: Bloomberg

설탕 가격인상 강도 완화



자료: 통계청

CJ제일제당 식품부문 GPM 약화



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양사 GPM 약화



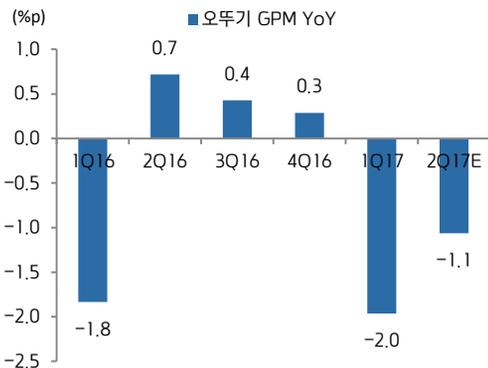
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 GPM 약화



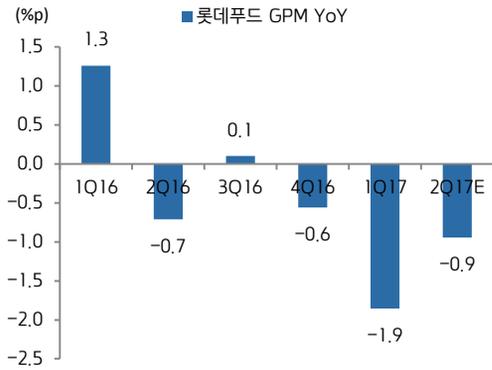
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오뚜기 GPM 약화



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데푸드 GPM 악화



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 중국 매출 역성장 지속



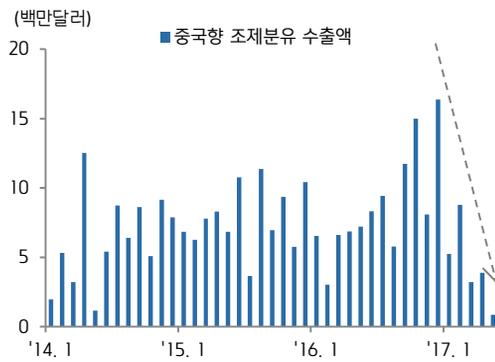
자료: 회사자료, 키움증권 리서치(RMB 기준)

농심 중국 매출 역성장 전환



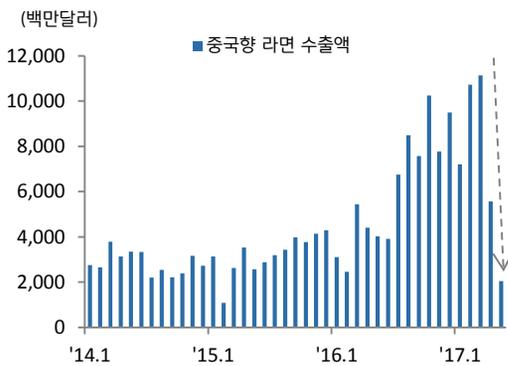
자료: 회사자료, 키움증권 리서치(RMB 기준)

중국향 조제분유 수출액은 통관 지연으로 급감



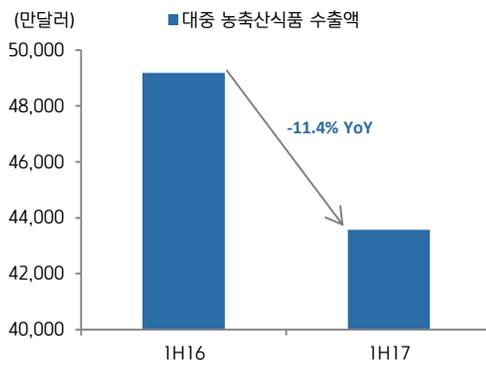
자료: 관세청

중국향 라면 수출액도 급감



자료: 관세청

중국향 식품 수출액도 하락 전환



자료: 농림축산식품부

업체별로는 KT&G와 CJ프레시웨이 실적이 돋보일 것으로 판단

기업별로는 KT&G와 CJ프레시웨이의 실적이 돋보일 것으로 전망된다.

KT&G는 내수 역성장 완화와 수출의 고성장으로 담배 부문의 실적이 돋보일 것으로 판단된다. 특히, 수출담배는 20%에 가까운 고성장을 보일 것으로 예상되어, 실적 모멘텀이 강할 것으로 판단된다. 또한, **CJ프레시웨이**도 양호한 실적을 보일 것으로 판단된다. 대통령 탄핵정국 이후, 국내 소비심리가 최악의 수준에서 벗어나고 있고, 프레스원이 턱어라운드 하는 모습을 보이고 있다. 게다가 수주가 늘어난 레저 경로의 계절성을 감안한다면, 업종 내에서 이익 증가율이 돋보일 것으로 판단된다.

농심, 동원산업, 동원F&B, 매일유업, 하이트진로는 전년동기 대비 영업이익이 증가할 것으로 전망된다. **농심**은 국내 라면과 스낵 부문의 수익성이 개선되고 있고, **동원F&B**는 참치캔 가격의 평가 인상과 M&A 효과로 인해, 전사 이익이 서서히 증가하고 있기 때문이다. **동원산업**은 참치어가가 초강세를 보이고 있고, 동부익스프레스 M&A 효과가 있기 때문에, 전년동기 대비 이익 증가가 가능하다. **매일유업**은 전년동기 대비 원유 재고 감소로 원가율이 하락 가능하고, **하이트진로**는 1Q17에 있었던 희망퇴직으로, 분기별로 인건비가 100억원 내외 감소하기 때문에, 전년동기 대비 실적이 양호할 것으로 판단된다.

하지만, 위의 5개 회사의 이익 기대치는 다소 낮아질 가능성이 있어, 밸류에이션의 변동성이 발생할 수 있다. **농심**은 중국 사드 영향으로 해외 사업의 기대치가 낮아지고 있고, **동원F&B**는 참치어가 상승으로 인해, 3Q17 이후 우려가 강해지고 있다. **동원산업**은 전년대비 부진한 참치 어획량이 부담이고, **매일유업**은 수익성이 높은 조제분유의 매출액 부진이 부담스럽다. **하이트진로**는 롯데칠성의 맥주 신제품 런칭으로 경쟁강도가 올라가면서, 연간 마케팅 비용이 증가하거나, 맥주 점유율이 추가 하락할 가능성이 있다.

오리온, CJ제일제당, 대상, 롯데칠성, 롯데푸드, 오투기는 전년동기 대비 영업이익이 감소할 것으로 전망된다. **오리온**은 중국 사드 영향으로 이익 역성장이 불가피하고, **CJ제일제당**은 설탕과 해외 사료/축산 부문의 수익성 부진이 부담이다. **대상**은 전년동기 라이신의 재고 판매 영향으로, 본사 소재 부문에 역기저가 있고, PT미원 전분당 공장의 낮은 가동률이 부담 요인이다. **롯데칠성**은 피츠 맥주 마케팅 비용 증가로 수익성 부진이 불가피하여, **롯데푸드**는 고수익성 조제분유의 매출액 감소로 수익성이 악화될 가능성이 높다. **오투기**는 대두유 등의 원재료 투입단가 상승세와 라면 매출액 감소로 실적이 부진할 것으로 예상된다.

음식료 주요 기업 실적 추이 및 전망 (1)

회사명	구분	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	YoY	3Q17E	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
KT&G	매출액	10,881	12,202	11,036	11,787	11,558	6.2%	12,978	6.4%	47,858	6.3%	49,755	4.0%
	영업이익	3,459	4,263	3,049	3,955	3,744	8.3%	4,626	8.5%	15,664	6.5%	16,386	4.6%
	OPM	31.8%	34.9%	27.6%	33.5%	32.4%	0.6%p	35.6%	0.7%p	32.7%	0.1%p	32.9%	0.2%p
	순이익	2,849	2,501	4,118	2,345	3,115	9.3%	3,758	50.2%	12,038	-2.2%	12,650	5.1%
오리온	매출액	4,870	5,627	5,923	4,817	4,064	-16.5%	5,133	-8.8%	19,500	-13.7%	21,437	9.9%
	영업이익	277	891	820	368	88	-68.2%	586	-34.3%	1,672	-46.2%	2,579	54.3%
	OPM	5.7%	15.8%	13.9%	7.6%	2.2%	-3.5%p	11.4%	-4.4%p	8.6%	-5.2%p	12.0%	3.5%p
	순이익				259	39		417		1,165		1,846	58.4%
CJ제일제당	매출액	36,096	36,790	37,406	38,665	39,162	8.5%	41,529	12.9%	161,805	11.1%	179,479	10.9%
	영업이익	2,106	2,433	1,569	1,925	1,947	-7.6%	2,662	9.4%	8,707	3.2%	10,523	20.8%
	OPM	5.8%	6.6%	4.2%	5.0%	5.0%	-0.9%p	6.4%	-0.2%p	5.4%	-0.4%p	5.9%	0.5%p
	순이익	423	1,110	-1	820	653	54.4%	1,079	-2.8%	3,281	18.9%	3,963	20.8%

자료: 키움증권 리서치

음식료 주요 기업 실적 추이 및 전망 (2)

회사명	구분	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	YoY	3Q17E	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
CJ 프레스웨이	매출액	5,970	6,065	5,886	5,948	6,623	10.9%	6,891	13.6%	26,226	12.7%	29,748	13.4%
	영업이익	91	83	5	45	125	37.9%	126	52.8%	362	72.0%	494	36.7%
	OPM	1.5%	1.4%	0.1%	0.8%	1.9%	0.4%p	1.8%	0.5%p	1.4%	0.5%p	1.7%	0.3%p
	순이익	31	13	-98	0	67	116.9%	68	410.6%	156	흑전	254	62.5%
농심	매출액	5,272	5,477	5,739	5,554	5,238	-0.6%	5,559	1.5%	22,174	0.0%	23,046	3.9%
	영업이익	124	228	221	325	172	38.7%	275	20.8%	1,070	19.2%	1,180	10.4%
	OPM	2.4%	4.2%	3.9%	5.8%	3.3%	0.9%p	4.9%	0.8%p	4.8%	0.8%p	5.1%	0.3%p
	순이익	147	231	178	297	175	19.3%	254	10.3%	997	-50.0%	1,097	10.0%
대상	매출액	7,106	7,508	7,093	7,142	7,402	4.2%	8,014	6.7%	30,047	5.2%	31,286	4.1%
	영업이익	330	365	91	289	269	-18.5%	417	14.2%	1,121	0.9%	1,283	14.5%
	OPM	4.6%	4.9%	1.3%	4.0%	3.6%	-1.0%p	5.2%	0.3%p	3.7%	-0.2%p	4.1%	0.4%p
	순이익	200	297	-75	243	165	-17.4%	278	-6.6%	755	16.9%	890	17.8%
동원F&B	매출액	5,104	6,350	5,322	6,327	5,976	17.1%	7,315	15.2%	25,775	15.0%	28,444	10.4%
	영업이익	117	282	56	301	131	12.1%	322	13.9%	789	7.7%	875	10.9%
	OPM	2.3%	4.4%	1.1%	4.8%	2.2%	-0.1%p	4.4%	-0.1%p	3.1%	-0.2%p	3.1%	0.0%p
	순이익	80	224	29	237	83	4.0%	227	1.4%	556	3.7%	616	10.7%
동원산업	매출액	4,008	3,980	3,986	5,546	5,802	44.8%	5,902	48.3%	23,054	46.2%	24,441	6.0%
	영업이익	452	451	424	349	482	6.6%	555	23.0%	1,858	22.7%	1,923	3.5%
	OPM	11.3%	11.3%	10.6%	6.3%	8.3%	-3.0%p	9.4%	-1.9%p	8.1%	-1.5%p	7.9%	-0.2%p
	순이익	197	308	106	287	317	61.1%	371	20.2%	1,289	71.9%	1,343	4.2%
롯데칠성	매출액	6,285	6,659	5,322	5,465	6,550	4.2%	7,014	5.3%	24,674	4.1%	26,137	5.9%
	영업이익	507	564	37	267	408	-19.5%	479	-15.1%	1,137	-23.6%	1,300	14.3%
	OPM	8.1%	8.5%	0.7%	4.9%	6.2%	-1.8%p	6.8%	-1.6%p	4.6%	-1.7%p	5.0%	0.4%p
	순이익	289	392	-252	83	256	-11.4%	306	-21.9%	606	-12.6%	763	25.9%
롯데푸드	매출액	4,522	4,796	4,078	4,372	4,695	3.8%	4,994	4.1%	18,315	3.9%	18,985	3.7%
	영업이익	242	335	24	141	234	-3.2%	365	9.0%	782	-2.1%	863	10.3%
	OPM	5.4%	7.0%	0.6%	3.2%	5.0%	-0.4%p	7.3%	0.3%p	4.3%	-0.3%p	4.5%	0.3%p
	순이익	156	228	44	107	179	14.9%	279	22.2%	598	2.8%	669	11.9%
매일유업	매출액	3,312	3,394	3,361	3,276	3,412	3.0%	3,555	4.7%	13,627	2.6%	14,282	4.8%
	영업이익	122	217	229	118	128	4.3%	220	1.3%	695	0.6%	743	6.8%
	OPM	3.7%	6.4%	6.8%	3.6%	3.7%	0.0%p	6.2%	-0.2%p	5.1%	-0.1%p	5.2%	0.1%p
	순이익	68	127	193	57	92	36.1%	162	28.0%	482	-2.7%	546	13.3%
오뚜기	매출액	4,880	5,164	4,905	5,318	5,052	3.5%	5,334	3.3%	20,794	3.4%	21,568	3.7%
	영업이익	405	453	212	300	395	-2.4%	450	-0.7%	1,441	1.1%	1,612	11.9%
	OPM	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	7.8%	-0.5%p	8.4%	-0.3%p	6.9%	-0.2%p	7.5%	0.5%p
	순이익	257	356	272	324	321	24.8%	363	1.9%	1,255	-8.8%	1,379	9.9%
하이트진로	매출액	5,005	4,894	4,910	4,134	4,975	-0.6%	4,976	1.7%	19,408	2.7%	19,510	0.5%
	영업이익	276	277	415	-274	323	17.0%	386	38.9%	904	-27.1%	1,389	53.8%
	OPM	5.5%	5.7%	8.4%	-6.6%	6.5%	1.0%p	7.7%	2.1%p	4.7%	-1.9%p	7.1%	2.5%p
	순이익	101	83	138	-212	128	26.4%	169	103.4%	652	69.9%	670	2.7%

자료: 키움증권 리서치

3Q17 이후 수익성 회복 기대

다만, 3분기부터 일부 **소재식품** 업체들의 수익성이 전년동기 대비 개선되기 시작할 것으로 판단된다. CJ제일제당은 설탕의 이익 기저가 낮아지면서, 소재식품 부문의 영업이익률이 전년동기 대비 개선될 수 있다. 삼양사도 반영 시점의 차이만 있을 뿐, 방향성은 비슷할 것으로 판단된다. 또한, 4Q17부터는 원당 투입단가가 전년동기 대비 하락하고, 1Q18부터 하락세가 가속화 되기 때문에, 실적 모멘텀이 점차 회복될 것으로 판단된다.

외식 경기 회복도 긍정적이다. 대통령 탄핵관련 찬반집회는 작년 4분기부터 강해졌기 때문에, 외식 소비의 기저는 연말로 갈수록 낮아지게 된다. 따라서, 외식 경로에 납품하는 식자재유통 업체들의 매출 성장률이 회복되고, 기존 거래처의 볼륨 회복으로 물류 효율성이 개선되는 효과를 기대할 수 있다. 따라서, 매출 회복과 수익성 개선이 동시에 일어날 수 있다.

중국 사드 영향은 아직 불확실성이 높지만, 최악의 국면은 지나고 있는 것으로 판단된다. 오리온과 농심의 매출 역성장 폭이 서서히 완화될 수 있기 때문이다. 다만, 주가 반등을 위해서는 매출 성장률의 방향성이 변화하거나, 전자 이익에 대한 가시성이 높아져야 가능할 것이다. 이러한 측면에서 오리온 보다는 농심의 주가 반등 속도가 빠를 수 있으며, 서서히 long bias로 접근할 필요가 있다.

라면 시장의 경쟁강도는 계속 완화될 전망이다. 가격 경쟁력 중심의 점유율 확대 전략은 점점 효과가 작아지고 있기 때문이다. 실제 오뚜기는 진라면 판촉 활동을 줄이고 있고, 라면 보다는 HMR에 대한 마케팅을 강화하고 있다. 따라서, 연말로 갈수록 오뚜기가 라면 가격을 인상할 가능성을 주시해야 한다. 이에 따른 수혜주는 국내 라면 점유율 1위 업체인 농심이 볼 가능성이 높으며, 중장기적으로 오뚜기의 수익성에도 긍정적으로 작용할 것이다.

다만, **곡물가격 상승 가능성**은 주시해야 할 것이다. 소맥은 이미 작황이 많이 나빠졌기 때문에, 원재료 투입단가가 오를 가능성이 높다. 따라서, 미국 옥수수와 대두의 작황에 주목해야 할 것이다. 만약, 옥수수와 대두의 작황이 나빠진다면, 대부분의 원재료 투입단가가 상승하기 때문에, 음식료 산업 전체에 대해 보수적 접근이 불가피 할 것이다.

유가공 업체에 대해서는 보수적인 접근이 필요하다. 중국 사드 영향으로 조제분유 수출이 감소하고 있고, 신생아 수 감소율이 증가하면서, 내수 시장도 좋지 않기 때문이다. 매일유업이 점유율 상승을 통해, 조제분유 매출 하락을 일부 방어하고 있으나, 나머지 업체들의 매출 흐름은 좋지 않을 것으로 판단된다. 조제분유는 유가공 업체의 Cash Cow이기 때문에, 비용 절감이 아니라면 관련 업체들의 영업이익률이 전년동기 대비 개선되기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

>>> 음료업종 투자전략

Top Picks: CJ제일제당, CJ프레시웨이 유지

음료업종 Top Picks로 대형주는 CJ제일제당, 중소형주는 CJ프레시웨이를 유지한다. **CJ제일제당**은 최근 설탕 평가 인상이 둔화되며 수익성 우려가 생기고 있으나, 시장 조직을 감안한다면 소재식품의 마진 회복은 시간 문제로 판단된다. 특히, 4Q17부터는 원당 투입단가가 YoY 하락세로 전환하고, 현재 시세가 유지된다면, 내년도 투입단가는 -20% 이상 하락할 가능성이 높다. **CJ프레시웨이**는 외식 경기 회복 흐름이 이어지고 있고, 프레스원의 수익성 개선이 가속화 될 가능성이 높다. 특히, 지방 권역의 물류 운영이 효율화 되면서, 영업이익률이 상승할 가능성이 높다.

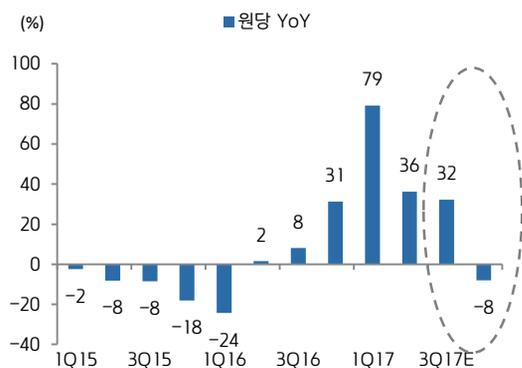
또한, 실적 모멘텀의 변화가 예상되는 업체에 가질 필요가 있다. **대상**은 2Q17까지 영업이익이 역성장하는 모습을 보였으나, 3Q17부터는 증익으로 탄할 것으로 기대된다. 하반기는 대상 본사의 식품과 라이신 부문의 이익 기저가 낮고, 내년에는 PT 미원 인도네시아의 전분당 가동률이 YoY로 상승하기 때문에, 영업이익이 증가할 가능성이 높으며, 밸류에이션 레벨도 업종 내에서 낮은 편이다. 또한, 참치어가의 방향성에 따라 **동원산업**과 **동원F&B**에 관심을 가져야 한다. 단기적으로는 어가 상승 가시성이 높고, 밸류에이션이 낮은 동원산업이 매력적이다. 다만, 4분기 참치어가 방향성에 따라 동원F&B 중심의 비중확대를 고민할 필요가 있다.

음료주 주요 기업 Valuation Table

회사명	PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)		배당수익률(%)	
	'17E	'18E	'17E	'18E	'17E	'18E	'17E	'18E	'17E	'18E
KT&G	13.5	12.8	7.8	7.1	2.1	1.9	16.1	15.3	3.1	3.2
오리온	27.9	17.6	13.8	10.4	4.5	3.6	17.4	22.7	0.5	0.8
CJ제일제당	16.0	13.3	8.6	7.7	1.4	1.3	6.7	8.0	0.7	0.7
CJ프레시웨이	31.6	19.4	12.2	9.7	2.7	2.4	7.3	11.3	0.5	0.5
농심	20.4	18.6	7.4	6.5	1.1	1.0	5.4	5.7	1.2	1.2
대상	12.3	10.4	7.0	6.2	1.0	0.9	8.1	9.0	1.6	1.6
동원F&B	16.3	14.7	8.6	7.9	1.5	1.4	9.5	9.7	1.1	1.1
동원산업	8.2	7.8	7.0	6.4	1.2	1.0	15.2	13.8	1.0	1.0
롯데칠성	36.3	28.9	12.5	11.2	0.9	0.9	2.5	3.1	0.6	0.6
롯데푸드	14.9	13.3	7.3	6.5	0.9	0.8	6.2	6.5	0.9	0.9
매일유업	11.4	10.1	6.4	6.1	2.0	1.7	18.7	18.0	0.7	0.8
오뚜기	21.4	19.5	12.8	11.2	2.4	2.2	11.6	11.5	0.9	0.9
하이트진로	48.1	23.1	12.0	9.7	1.2	1.2	2.4	5.2	4.3	4.3

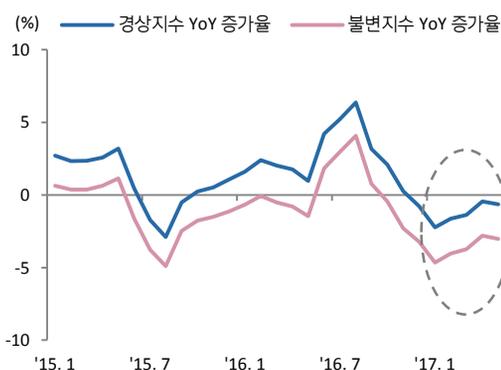
자료: 키움증권 리서치

원당 투입단가 YoY 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치(원화기준)

음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치(3MA 기준)

II. 곡물가격, 상승의 시작인가?

>>> 미국 작황 부진으로 곡물가격 상승 우려 제기

원당은 하락, 소맥은 상승

'16년 상반기부터 엘니뇨 우려가 확대되면서, 소맥을 제외한 곡물 시세는 대체로 상승하는 흐름을 보여왔다. 하지만, 엘니뇨에도 불구하고 미국 작황이 비교적 양호한 모습을 보였고, 라니냐가 예상보다 약하게 발생하면서, 곡물가격 상승 우려가 사라졌다. 그 결과, 주요 4대 곡물의 시세는 하향 안정화된 흐름을 보여왔었다.

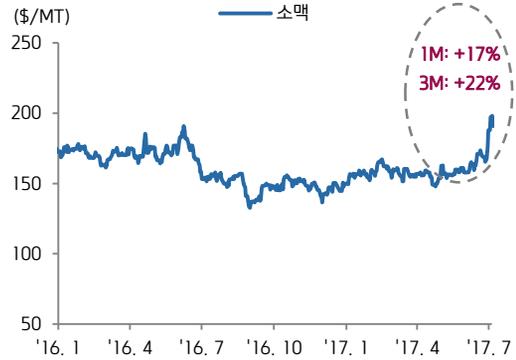
하지만, 최근 들어 곡물가격 상승 우려가 제기되고 있다. 특히, 가장 안정된 가격 흐름을 보여왔던 소맥 시세가 최근 1개월 동안 +17%, 3개월 동안 +22% 급등하였다. 또한, 원당을 제외한 옥수수과 대두의 시세도, 최근에 상승 시그널을 보이기 시작하였다. ONI 지수상 기상 이번 우려가 낮아진 가운데, 비교적 이례적인 현상으로 판단된다.

국제 옥수수 선물 시세 추이



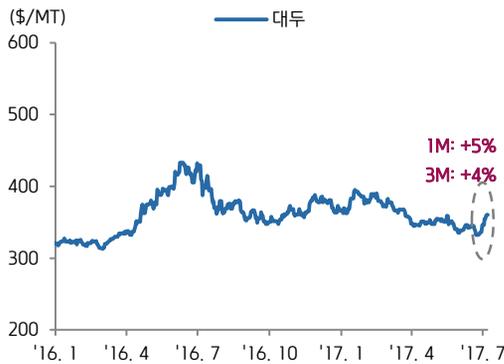
자료: Bloomberg

국제 소맥 선물 시세 추이



자료: Bloomberg

국제 대두 선물 시세 추이



자료: Bloomberg

국제 원당 선물 시세 추이



자료: Bloomberg

기상 악화로 미국 소맥 작황 부진

ONI 지수의 움직임과 별개로 현재 미국의 작황은 차별적으로 나타나고 있다. 옥수수와 대두는 비교적 견조한 흐름이 유지되고 있으나, 보밀의 작황은 이미 평년 수준을 크게 벗어난 상황이다. 이로 인해, 전체적으로 곡물가격 상승에 대한 우려가 제기되고 있다.

미국 USDA에서는 농작물의 생육 상황을 주간 단위로 체크하는데, 이 때 곡물의 Condition을 5단계로 나누어 평가한다. 여기서 1~2등급(Good to Excellent)의 비율을 주기적으로 체크하는데, 옥수수는 2001년 이후 해당 비율이 평균 63% 수준이었고, 보밀은 68%, 대두는 60% 수준을 기록했었다.

실제로 미국 작황 데이터를 보면, **소맥의 작황이 현저히 부진한 상황임**을 알 수 있다. 미국 보밀의 경우, 통상 1~2등급의 비율이 68% 수준이었으나, 강수량 부족으로 가뭄(Dakota 지역 등)이 심해지면서 올해 6월부터 40%대로 하락하였고, 최근에는 30%대에 진입하였다. 옥수수와 대두의 1~2등급 비율은 아직 60% 내외로 평년 수준이기 때문에 가격 상승세가 약하게 나타났으나, 소맥의 작황은 이미 평년 수준을 크게 하회하고 있어서, 가격 상승세가 강하게 나타난 것으로 판단된다.

이로 인해, 최근에는 **옥수수와 대두 재배 지역에 대한 우려도 생기고 있는 것으로** 판단된다. 옥수수와 대두의 주요 재배 지역은 매우 유사하고, 보밀과 옥수수/대두의 주요 재배 지역도 일부 인접해 있기 때문이다. 실제로 2002년도에 옥수수, 대두, 보밀의 미국 작황이 동시에 안 좋았던 적이 있다. 현재 옥수수와 대두의 작황이 아직 평년 수준을 유지하고 있기 때문에, 선불리 예단할 수는 없으나, 단기적인 리스크 요인이 되기에는 충분하다.

미국 주요 작물의 생산지역 / 파종 시기 / 수확 시기

작물	주요 생산지역	파종 시기	수확 시기
옥수수	아이오와, 일리노이	4 월말 ~ 5 월 중순	10 월 초순 ~ 11 월 초
보밀	노스다코타	5 월 초 ~ 20 일경	8 월 중순 ~ 9 월 초
대두	아이오와, 일리노이, 미네소타	5 월 중순 ~ 6 월 초순	10 월 초 ~ 20 일경
겨울밀	캔자스	9 월 하순 ~ 10 월 초순	6 월 중순 ~ 7 월 중순

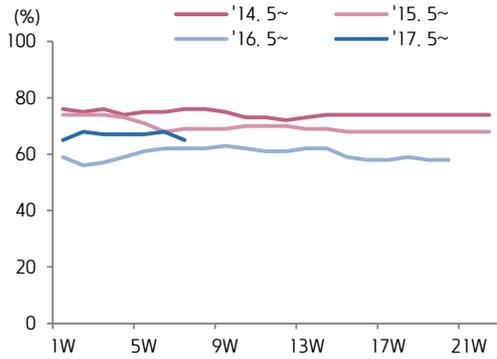
자료: 키움증권 리서치

미국 보밀 Condition (2017. 7. 9 기준)

State	Very poor (%)	Poor (%)	Fair (%)	Good (%)	Excellent (%)
Idaho	0	5	24	62	9
Minnesota	0	1	14	61	24
Montana	33	29	27	8	3
North Dakota	16	19	29	32	4
South Dakota	38	34	18	9	1
Washington	3	14	40	42	1
6 States	19	20	26	29	6
Previous week	13	20	30	30	7
Previous year	2	5	23	60	10

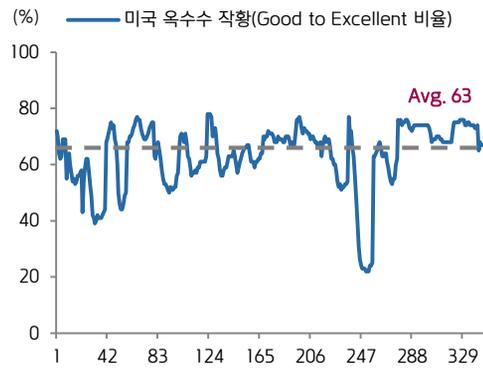
자료: USDA, 키움증권 리서치

미국 옥수수 작황은 아직 건조한 편



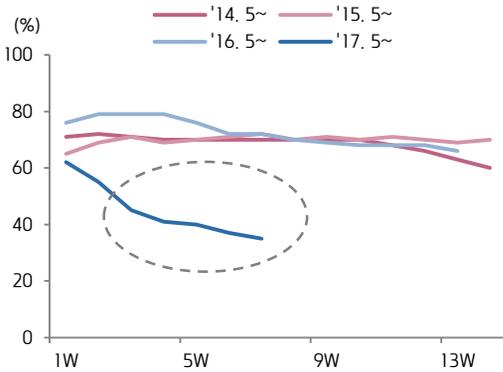
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비율 기준)

2011년 이후 미국 옥수수 작황 추이



자료: USDA, Bloomberg(MY 1년 = 21~22주)

미국 보밀 작황은 현저히 부진



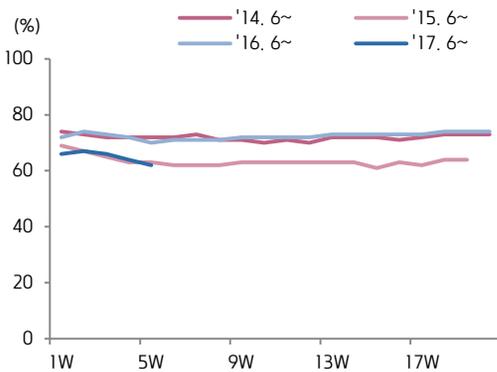
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비율 기준)

2011년 이후 미국 보밀 작황 추이



자료: USDA, Bloomberg(MY 1년 = 13~14주)

미국 대두 작황은 아직 건조한 편



자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비율 기준)

2011년 이후 미국 대두 작황 추이



자료: USDA, Bloomberg(MY 1년 = 18~19주)

>>> 소맥 투입단가 상승 불가피

나빠진 작황의 회복은 어렵다

과거 미국 주요 곡물의 작황 데이터를 살펴보면, 기상 등의 이슈로 곡물 작황이 현저히 나빠진 경우, 대체로 회복하는 흐름을 보이지 못했다.

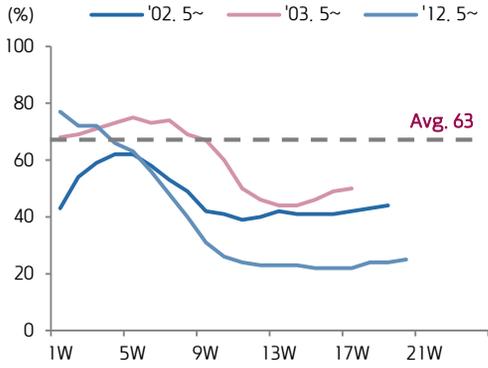
옥수수의 경우, 2001년 이후 3차례에 걸쳐 작황이 평년 대비 현저히 악화되었는데, 결과적으로 작황이 회복되지 못하고, 1~2등급(Good to Excellent)의 비율이 50%를 하회했었다. 이에 따라, 옥수수 시세가 한 단계 Level-up 되었고, 원재료 투입단가가 전체적으로 상승하게 되었다.

보밀의 경우에는 2002, 2006년에 작황이 평년 대비 현저히 악화되었으나, 역시 회복되지 못하고, 1~2등급의 비율이 40%를 하회했었다. 대두 역시 2002, 2003, 2012년에 작황이 악화되었는데, 결과적으로 평년 수준으로 회복되지 못하고, 1~2등급의 비율이 40% 내외에 머물렀었다. 보밀과 대두 모두 시세가 한 단계 Level-up 되면서, 음식료 업체들의 원가율에 부담 요인으로 작용하였다.

과거의 사례에서 볼 수 있듯이, 곡물의 작황이 한 번 현저히 하락하면, 정상적인 레벨로 회복하기가 어렵기 때문이다. 따라서, 곡물 시세도 이러한 작황 악화를 한 번에 반영하는 모습을 보였고, 곡물 투기 세력도 이에 맞추어 베팅하면서, 곡물가격의 변동성이 확대되었던 것으로 추산된다.

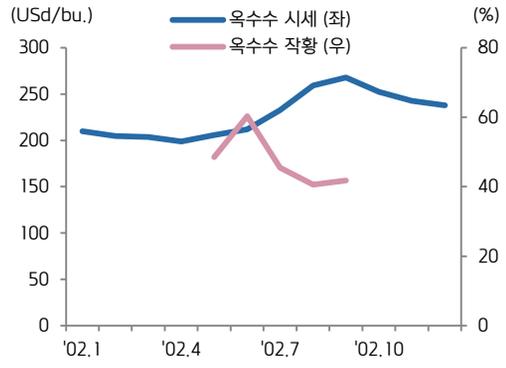
따라서, 올해 미국 보밀의 작황도 회복하기 어렵고, 가격도 높은 상태에서 유지될 가능성이 높다. 이미 미국 보밀 1~2등급의 비율은 30% 중반까지 떨어진 상황으로, 평년 대비 30%p 내외 하락한 상황이다. 따라서, 미국 외 주요 재배 지역에서 공급 상황이 호전되지 않는다면, **최근 급등한 소맥 시세가 단기간에 하락할 가능성은 제한적으로** 판단된다.

미국 옥수수 작황 부진 사례: '02년/'03년/'12년



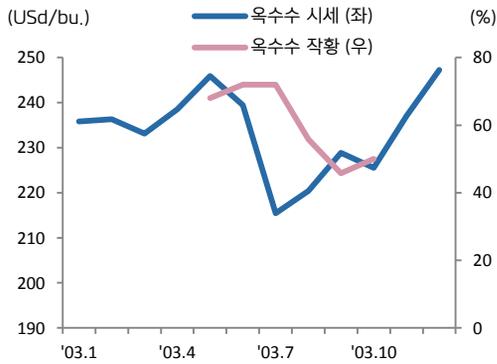
자료: Bloomberg(Good to Excellent 비율 기준)

'02년: 옥수수 시세 vs 미국 작황



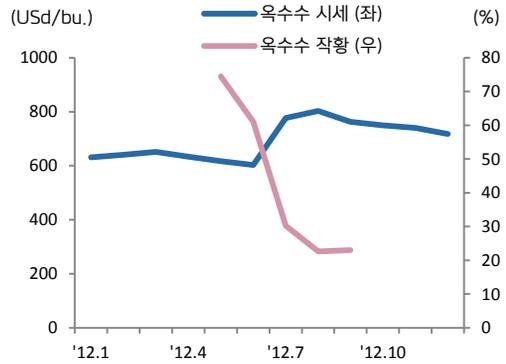
자료: Bloomberg

'03년: 옥수수 시세 vs 미국 작황



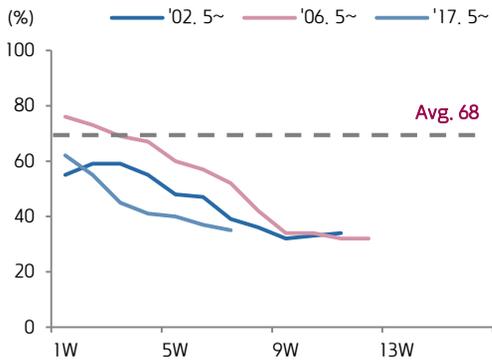
자료: Bloomberg

'12년: 옥수수 시세 vs 미국 작황



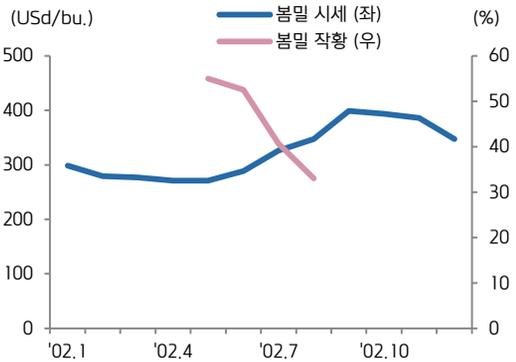
자료: Bloomberg

미국 보밀 작황 부진 사례: '02년/'06년/'17년



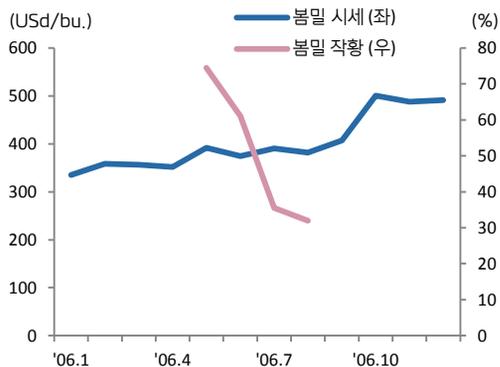
자료: Bloomberg(Good to Excellent 비율 기준)

'02년: 소맥 시세 vs 미국 작황



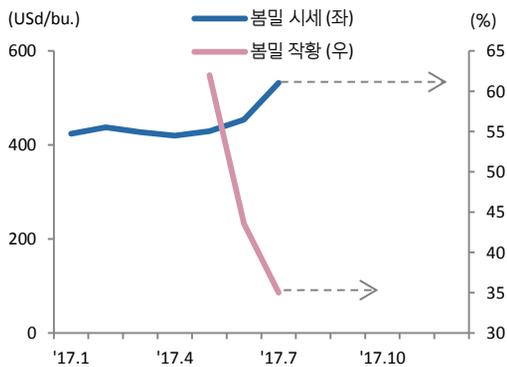
자료: Bloomberg

'06년: 소맥 시세 vs 미국 작황



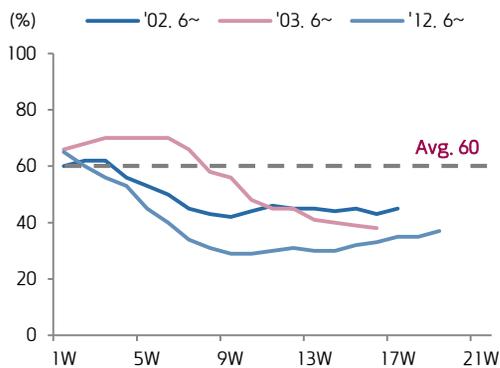
자료: Bloomberg

'17년: 소맥 시세 vs 미국 작황



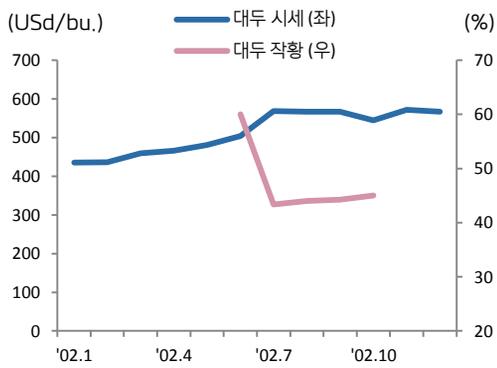
자료: Bloomberg

미국 대두 작황 부진 사례: '02년/'03년/'12년



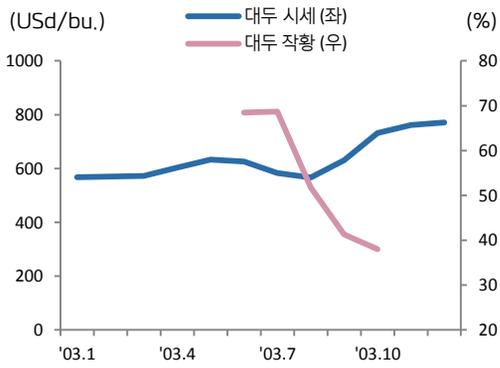
자료: Bloomberg(Good to Excellent 비율 기준)

'02년: 대두 시세 vs 미국 작황



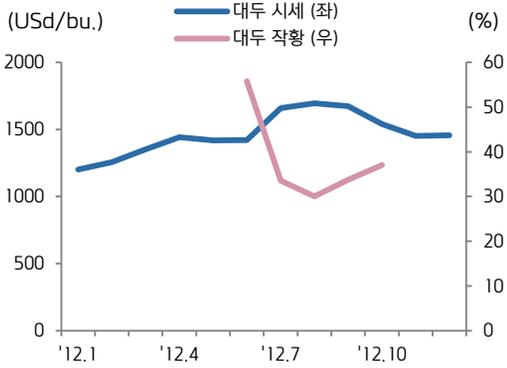
자료: Bloomberg

'03년: 대두 시세 vs 미국 작황



자료: Bloomberg

'12년: 대두 시세 vs 미국 작황



자료: Bloomberg

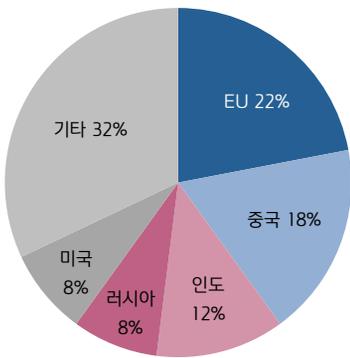
미국 외 지역의 공급 불안 상존

소맥 시세 변동에 있어서, 미국 못지 않게 중요한 곳은 EU와 러시아/우크라이나 지역이다. 미국은 글로벌 생산에서 8% 정도의 비중을 차지하고 있지만, EU와 러시아는 각각 22%, 8%를 차지하고 있다. 게다가 수출 시장에서 EU와 러시아, 우크라이나의 점유율은 각각 20%, 15%, 10% 수준이어서, 해당 지역의 공급 여건이 국제 곡물 시세를 좌우할 가능성이 높다.

EU에서 주요 소맥 재배 국가는 프랑스(비중 20% 이상)이다. 하지만, 최근 프랑스의 소맥 작황은 여름에 폭우가 심해지면서 악화되었고, 두 차례에 걸쳐 EU의 소맥 공급 전망치가 하향되었다(EU 집행위원회). 한편, 러시아는 소맥 수출 가격이 오르고 있으나, 공급 여건이 우호적이어서, 다른 지역 보다 상승세는 제한적인 것으로 판단된다. 마지막으로 **우크라이나**는 온도가 평년대비 낮고, 건조한 날씨가 지속되면서, 공급 여건이 좋지 않은 것으로 판단된다.

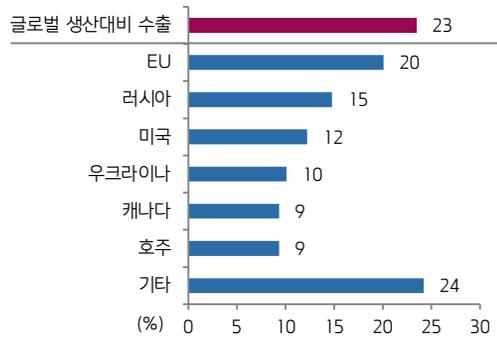
따라서, 현재 기상 및 공급 여건 속에서 소맥 시세가 급락할 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 만약, **현재 소맥 시세와 환율 수준이라면, 내년도 소맥 투입단가는 20% 이상 상승할 수 있다.**

지역별 소맥 생산 비중



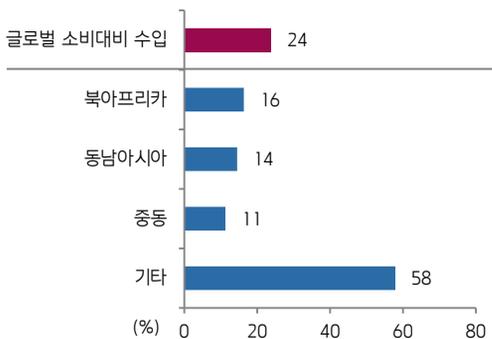
자료: USDA

국가별 소맥 수출 비중



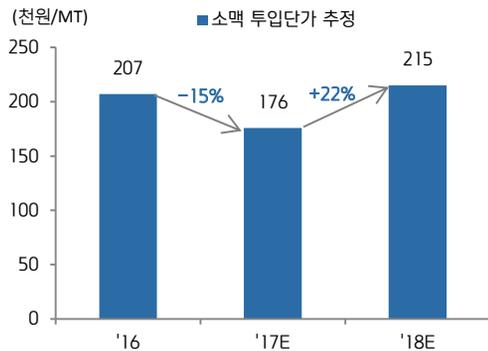
자료: USDA

국가별 소맥 수입 비중



자료: USDA

소맥 투입단가 추정: '18E +22% YoY



자료: 키움증권 리서치

>>> 업체별 민감도 분석

제분 업체 수익성에 부정적

내년 소맥 투입단가 상승이 불가피 할 것으로 판단되는 가운데, 제분 업체 실적의 기대치가 하향될 가능성이 높다. CJ제일제당의 민감도는 비교적 낮은 수준이기 때문에, 원당 투입단가 하락으로 상쇄 가능할 것으로 판단된다. **다만, 나머지 제분 업체들은 비교적 민감도가 높은 편이기 때문에, 이르면 4Q17부터 실적 기대치가 하락하고, 밸류에이션의 변동성이 상승할 수 있다.**

2차 가공식품 업체 중에서 민감도가 큰 업체는 농심을 비롯한 라면 업체들이다. 다만, 2차 가공식품 업체들은 최근 상승한 소맥 시세가 반영되기까지는, 제분 업체 보다 긴 시간이 걸릴 전망이다. 제분 업체들의 가격 인상 시점과 추가적인 공급 여건 변화 가능성을 감안하여, 현 시점에서의 판단은 유보한다.

업체별 소맥 단가 변화에 따른 영업이익 민감도 분석 (2016년 기준)

구분	단위	CJ 제일제당	SPC삼립	대한제분	사조동아원
매출액	십억원	8,941.3	1,870.3	807.5	414.6
소맥 매입액	십억원	-174.2	-75.9	-153.2	-106.9
매출액 대비 (A)	%	-1.9	-4.1	-19.0	-25.8
영업이익	십억원	624.5	65.5	44.2	26.5
OPM (B)	%	7.0	3.5	5.5	6.4
민감도 (A)/(B)	배	-0.3	-1.2	-3.5	-4.0

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(CJ제일제당은 대한통운 제외 기준. 민감도가 -1.0이면, 단가가 10% 상승시, 영업이익이 -10% 감소한다는 의미)

업체별 옥수수 단가 변화에 따른 영업이익 민감도 분석 (2016년 기준)

구분	단위	CJ 제일제당	삼양사	대상	팜스코	사조동아원
매출액	십억원	8,941.3	2,000.9	2,855.0	947.6	414.6
옥수수 매입액	십억원	-636.3	-149.4	-167.7	-62.0	-27.1
매출액 대비 (A)	%	-7.1	-7.5	-5.9	-6.5	-6.5
영업이익	십억원	624.5	147.3	111.1	42.3	26.5
OPM (B)	%	7.0	7.4	3.9	4.5	6.4
민감도 (A)/(B)	배	-1.0	-1.0	-1.5	-1.5	-1.0

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(CJ제일제당은 대한통운 제외 기준. 민감도가 -1.0이면, 단가가 10% 상승시, 영업이익이 -10% 감소한다는 의미)

업체별 대두 단가 변화에 따른 영업이익 민감도 분석 (2016년 기준)

구분	단위	CJ 제일제당	오뚜기	롯데푸드	팜스코	사조동아원
매출액	십억원	8,941.3	2,010.7	1,762.4	947.6	414.6
대두 매입액(대두유/대두박 포함)	십억원	-325.1	-51.0	-75.0	-70.4	-21.8
매출액 대비 (A)	%	-3.6	-2.5	-4.3	-7.4	-5.3
영업이익	십억원	624.5	142.5	79.8	42.3	26.5
OPM (B)	%	7.0	7.1	4.5	4.5	6.4
민감도 (A)/(B)	배	-0.5	-0.4	-0.9	-1.7	-0.8

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(CJ제일제당은 대한통운 제외 기준. 민감도가 -1.0이면, 단가가 10% 상승시, 영업이익이 -10% 감소한다는 의미)

Ⅲ. 1차상품 가격 변화에서 찾는 기회

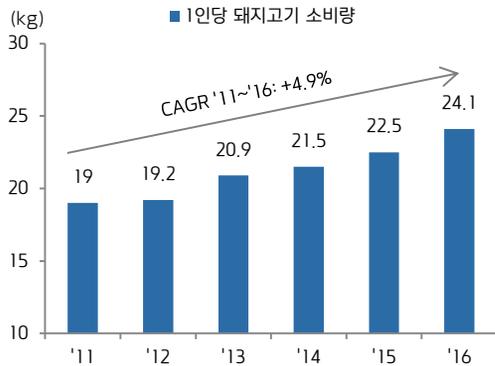
>>> 1차상품 가격 변동 요인 분석

돈육 시세: 돼지고기 수입량이 중기적 수급의 Key

국내 탕박 시세는 2010년말 구제역 발발에 따른 가격 급등 이후, 정부의 공급 정상화 노력에 힘입어 2013년까지 가격이 하향 안정화 되었다. 그 이후 정부는 가격을 회복 시키기 위해, 2013년부터 모돈 감축을 유도하였고, 그 결과 도축두수 증가가 정체되면서 2015년 상반기까지 가격이 상승하였다. 2014~15년에는 재차 돼지고기 수입량이 증가하면서 돈육가격이 약세를 보였으나, 2016년에는 돼지고기 수입량이 감소하면서 올해까지 돈육가격이 비교적 강세를 보이고 있다.

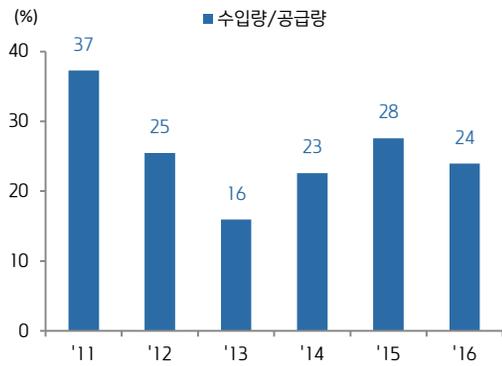
따라서, 구제역과 같은 특별한 이벤트가 아니라면, **통상 돼지고기 수입량이 중기적 수급과 가격을 좌우하는 것으로 판단**된다. 특히, 국내 돈육 수요는 삼겹살과 같은 부위에 집중이 되어 있어, 전지/후지 대비 가격이 높게 형성되고, 전체적으로 수입 비중이 높은 점이 특징이다.

1인당 돼지고기 소비량 추이



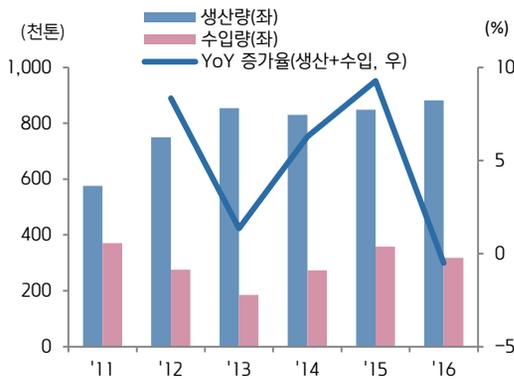
자료: 농촌경제연구원, 농림축산식품부

돼지고기 수입 비중 추이



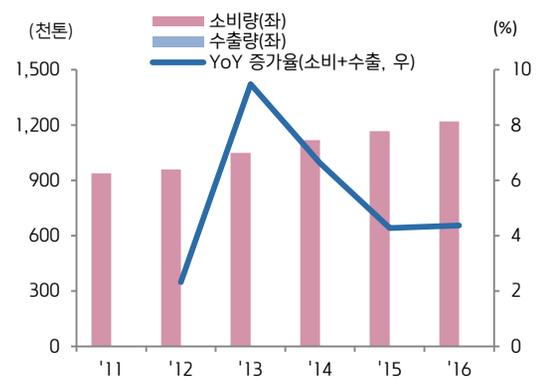
자료: 농촌경제연구원, 농림축산식품부

국내 돼지고기 공급량 추이



자료: 농촌경제연구원, 농림축산식품부

국내 돼지고기 수요량 추이



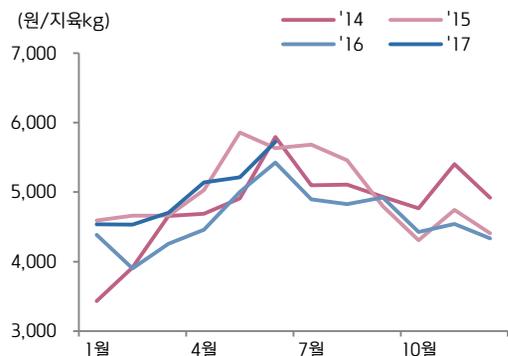
자료: 농촌경제연구원, 농림축산식품부

월평균 탕박 시세 추이: 구제역이 아니라면, 돼지고기 수입량이 증가적 수급의 Key



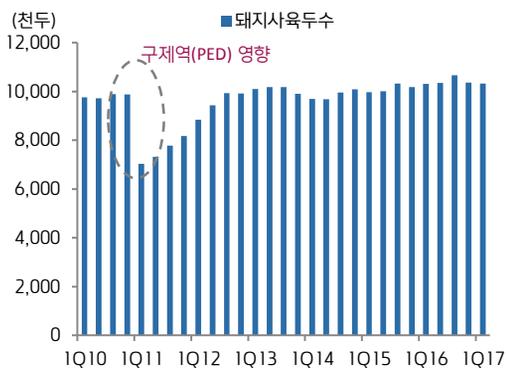
자료: 대한한돈협회, 키움증권 리서치

돼지고기의 성수기는 6~8월



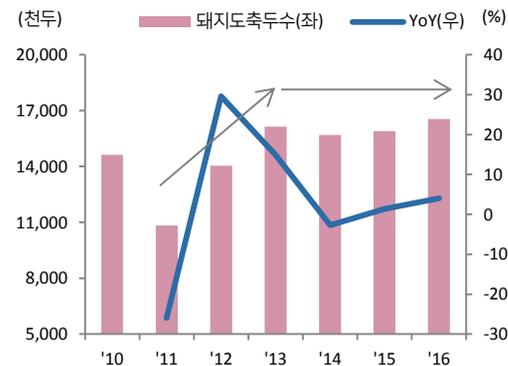
자료: 대한한돈협회, 키움증권 리서치(탕박 시세 기준)

돼지사육두수 추이



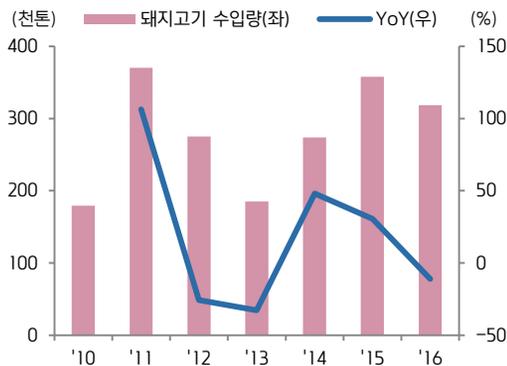
자료: 통계청

연도별 돼지도축두수 추이



자료: 농림축산검역본부, 키움증권 리서치

연도별 돼지고기 수입량 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

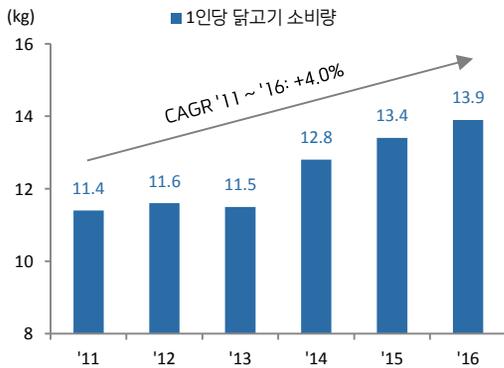
육계 시세: 원종계 수입량이 증기적 수급의 Key

국내 닭고기 소비량은 연평균 4% 증가하면서, 견조한 수요를 보이고 있으나, **경쟁심화에 따른 구조적 공급과잉**으로 약세가 지속되었다. 다만, 2014년말 AI 발발로 인해, 미국으로부터 가금류 수입이 금지되면서, 원종계 수입이 급감하였다. 그 결과, 2016년 6월부터 병아리 생산잠재력이 전년동기 대비 하락 전환하면서, 육계 시세가 상승세로 전환하였다. 하지만, 지난 해 원종계 수입이 증가세로 전환하면서, 올해 6월부터 병아리 생산잠재력(도계량의 기대값)은 전년동기 대비 상승 전환하면서, 육계 시세가 약화되는 모습을 보이고 있다.

전체 공급량에서 수입량이 차지하는 비중은 17% 수준으로, 계육가공품에 대한 수입 의존도는 돈육가공품 대비 비교적 낮은 편이다. 또한, 수입 비중은 5년전 22%대비 5%p 정도 감소하였다. 따라서, 국내 육계 시세의 약화요인은 대외적 요인이 아닌 대내적 요인에서 찾아야 한다.

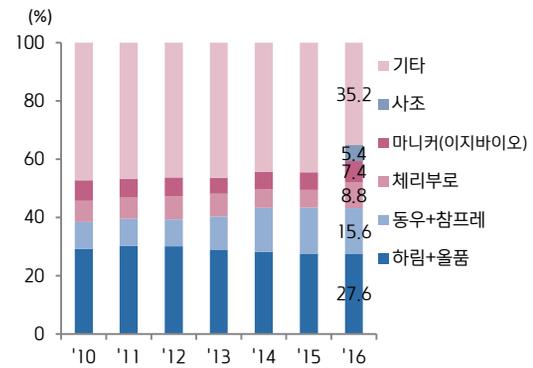
국내 도계시장은 기존의 하림과 동우 등의 플레이어들이 도계공장을 증설하고 있고, 사조와 같은 대기업들이 가세하면서, 구조적인 경쟁심화 국면을 맞이한 상태이다. 궁극적으로 자본력이 약한 체리부로의 이탈 여부에 따라, 시장집중도가 올라갈 수는 있겠지만, **중기적으로는 원종계 수입량의 변화에 따라 종계업식의 한계치와 육계 시세의 방향성이 결정되는 모습**을 보이고 있다.

1인당 닭고기 소비량 추이



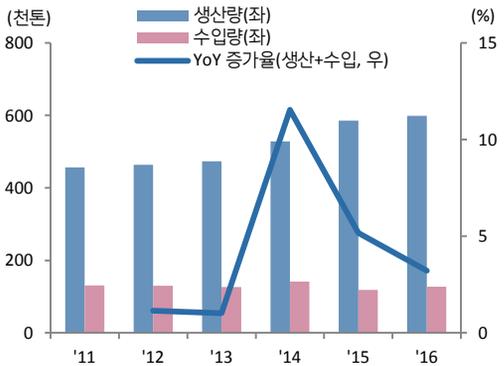
자료: 농촌경제연구원, 농림축산식품부

도계량 기준 시장점유율 추이



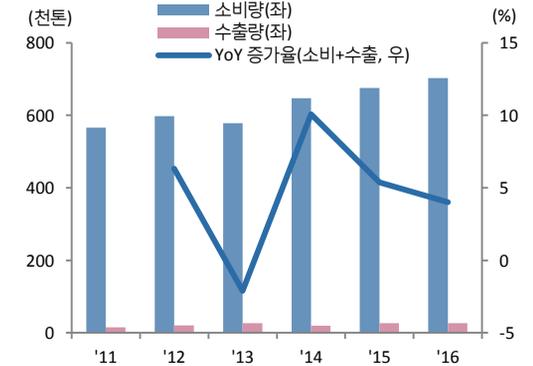
자료: 하림, 키움증권 리서치

국내 닭고기 공급량 추이



자료: 농촌경제연구원, 농림축산식품부

국내 닭고기 수요량 추이



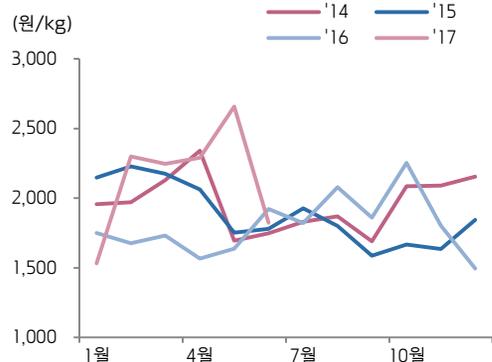
자료: 하림, 키움증권 리서치

월평균 육계 시세 추이: 경쟁심화에 따른 구조적 공급과잉 속에, 원종계 수입량이 증가적 수급 좌우



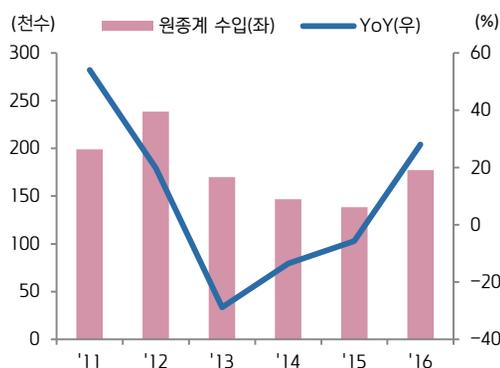
자료: 한국육계협회, 키움증권 리서치(육계-중 기준)

닭고기의 성수기는 6~8월



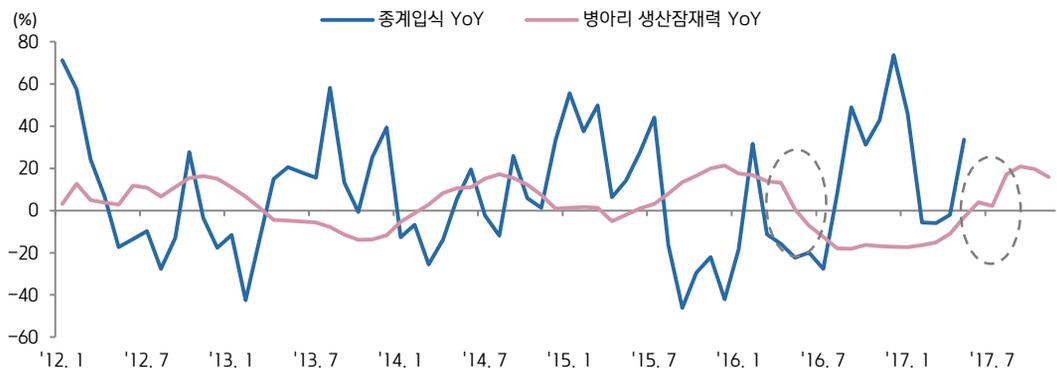
자료: 한국육계협회, 키움증권 리서치(육계-중 시세 기준)

연도별 원종계 수입 추이



자료: 동우, 키움증권 리서치

종계입식과 병아리 생산잠재력의 YoY 증가율 추이



자료: 한국육계협회, 키움증권 리서치

주: 1) 종계입식: 종계 병아리를 종계로 키우기 시작하는 것을 의미
 2) 병아리 생산잠재력: 입식된 육용종계의 생산성이 일정하다는 가정하에 계산된 향후 생계 출하 수(도계수)의 추정치

참치(Skipjack) 시세: 2~3년 주기의 Cycle 형성

참치어가는 돈육과 육계 시세 대비 예측 가시성이 떨어진다. 바다에서 조업을 하고 있는 어선의 수와 글로벌 어획량의 집계가 수월하지 못하기 때문이다. 또한, 엘니뇨와 라니냐 같은 기상 이변도 어획량에 영향을 주기 때문에, 참치의 수급을 예측하기란 쉽지 않다.

통상, 참치어가는 2~3년 주기의 Cycle을 보인다. 어선을 건조해서 조업에 나서기까지 2~3년 정도 소요되기 때문이다. 대부분의 글로벌 선단들은 동원산업처럼 대형 선단이 아니고, 자본력이 약한 편이기 때문에, 비교적 2~3년 정도의 Cycle이 지켜지는 편이다.

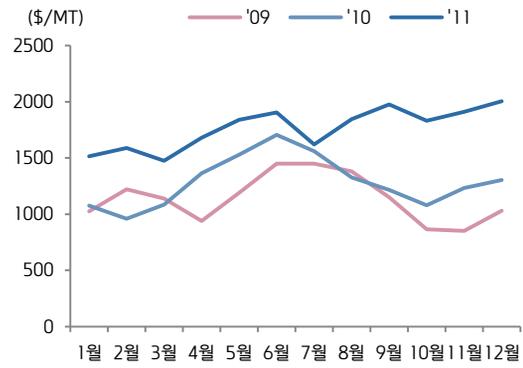
작년과 올해는 참치어가가 강세를 보였다. 2013~15년에 걸쳐 어가가 하향 안정화 되는 동안에, 입어료가 가파르게 상승하면서, 미국 어선들이 작년 초에 조업을 중단하고 파업에 들어갔었다. 그리고 미국은 신규 Tuna Treaty를 통해, 2017년부터 연간 조업일 수를 -35% 축소했었다. 이처럼 어가 하락으로 인해, 생산성이 떨어진 어선들의 조업일 수가 감소하였고, 최근에 기상까지 악화되면서, 참치어가는 고공 행진을 하고 있는 상황이다. 단기적으로는 3분기 FAD 조업 금지 구간에 돌입하면서, 글로벌 공급이 감소하기 때문에, 참치어가가 일시적으로 \$2,000/MT을 상회할 가능성도 있다.

참치어가 추이



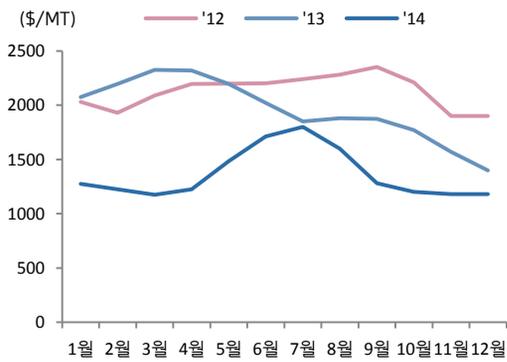
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 방콕 시세 기준)

월별 참치어가 연도별 비교('09~'11년)



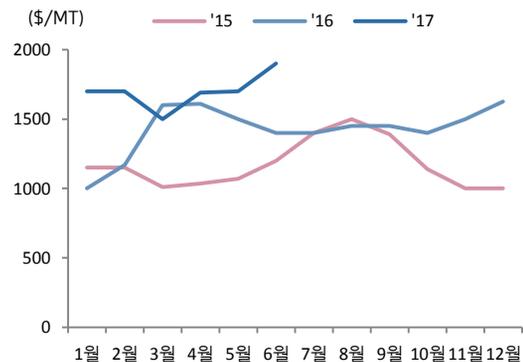
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 방콕 시세 기준)

월별 참치어가 연도별 비교('12~'14년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 방콕 시세 기준)

월별 참치어가 연도별 비교('15~'17년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 방콕 시세 기준)

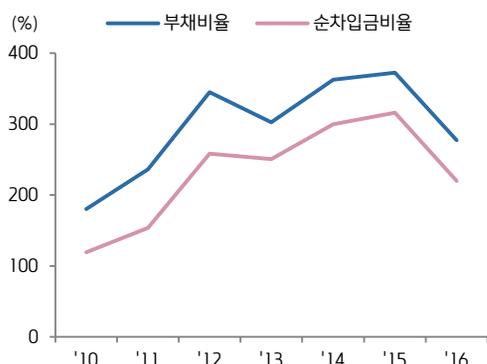
>>> 육계 외에는 강세 가능성 상존

육계가격 하락 전환 전망, 돈육가격은 가시성 낮아

육계는 공급이 증가세로 전환되기 때문에(원종계 수입 재개 영향), 서서히 가격이 하락할 가능성이 높다. 단기적으로 여름철 성수기의 수요 강세로 가격이 상승할 수 있으나, 추석 명절을 전후로 하여 다시 약세로 전환할 가능성이 높다. 자본력이 약한 체리부호가 이탈하지 않는다면, 중기적으로 육계 가격의 상승 반전은 어려울 전망이다. 따라서, 도계 업체들 보다는 계육가공품 업체들이 유리할 것으로 판단된다.

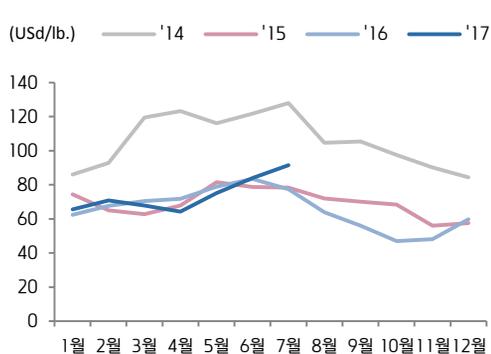
돈육가격은 비교적 가시성이 낮은 상황으로 판단된다. 단기적으로는 여름철 성수기 효과로 가격이 강세를 시현할 가능성이 높고, 미국 지육 시세도 최근 강세 시그널을 보이고 있으며, 올해 수입량도 증가하는 추세로 판단된다. 하지만, 롯데푸드 등 돈육 업체들의 재고 레벨이 이미 높은 수준이어서, 가격 강세의 지속성에 대해서는 의문이 제기된다. 따라서, 추석 명절 이후 가격의 변화에 주목할 필요가 있다.

체리부로 재무 안정성 지표 추이



자료: Fn Guide

월평균 미국 지육 시세 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

참치어가의 변화에 주목

참치어가의 방향성은 올 연말에 갈릴 전망이다. 통상 FAD 조업 금지 구간이 3분기이기 때문에, 2~3분기는 어가 강세 구간이다. 반면, 1분기와 4분기는 비수기라 할 수 있는데, 작년에는 4분기에 어가가 상승세로 전환하면서, 올해 상반기까지 가격 강세를 이어나갔다.

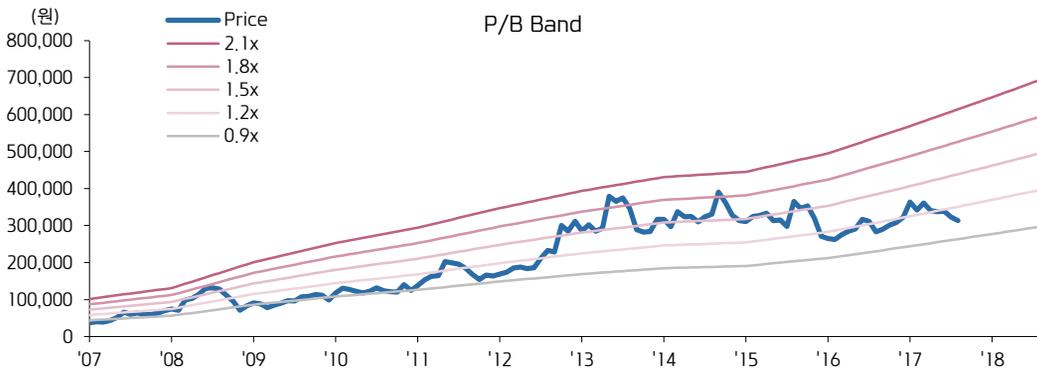
하지만, 과거 어가 레벨과 인플레이션을 감안한다면, 현재 어가는 충분히 강하지 못한 느낌이다. 만약, 3분기 참치어가가 크게 오르지 못하고, 4분기에 정상적인 계절성을 보이며 어가가 하락한다면, 내년도 참치어가는 다시 하락하거나 상승하지 못할 가능성이 높다. **동원산업과 동원F&B의 밸류에이션은 참치어가의 방향성에 따라 크게 변화하기 때문에, 4Q17에 중기적 관점의 주가 변곡점이 나타날 가능성이 높다.**

참치어가(Skipjack) 추이



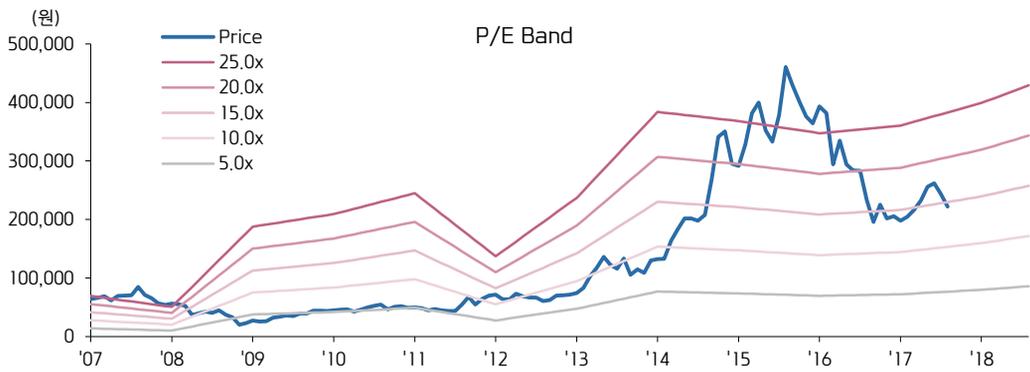
자료: Thai Union

동원산업 PBR 밴드 추이



자료: 키움증권 리서치

동원F&B PER 밴드 추이



자료: 키움증권 리서치

IV. 기업분석

>>> KT&G (033780)

투자의견 BUY, 목표주가 144,000원

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 8% 증가한 3,744억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 증가하는 이유는 1) 수출담배의 성장 모멘텀 회복(매출 +20%YoY), 2) 인삼공사의 제품 구매층 다양화 효과 때문이다. **3Q17 이후 주요 관전포인트**는 1) 인삼공사의 매출 고성장 지속 여부, 2) 전자담배 시장 동향, 3) 수출담배 성장성이다. 인삼공사는 지난 해 태양의 후에 PPL로 인해, 매출의 기저가 높아지고 있는 점이 부담스럽다. 전자담배는 IQOS에 대응하는 동사의 신제품에 대한 소비자 반응이 중요할 것이다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,091	1,088	1,220	1,104	1,179	1,156	1,298	1,153	4,503	4,786	4,976
(YoY)	-4.0%	5.4%	7.6%	27.3%	8.0%	6.2%	6.4%	4.5%	8.0%	6.3%	4.0%
KT&G	701	746	754	768	726	787	798	801	2,968	3,113	3,218
(YoY)	-8.9%	10.2%	7.3%	14.1%	3.5%	5.6%	5.9%	4.4%	5.2%	4.9%	3.4%
담배	656	661	695	658	663	703	740	691	2,670	2,797	2,902
(YoY)	-6.9%	4.9%	4.7%	8.1%	1.0%	6.3%	6.4%	5.1%	2.4%	4.7%	3.8%
내수	424	468	498	449	426	473	509	454	1,839	1,862	1,861
(YoY)	-25.5%	4.3%	4.8%	3.7%	0.5%	1.0%	2.1%	1.1%	-4.5%	1.2%	0.0%
총 시장(백만본)	17,696	19,405	20,503	18,710	16,839	18,823	20,196	18,429	76,315	74,287	73,173
(YoY)	40.4%	7.3%	0.8%	1.1%	-4.8%	-3.0%	-1.5%	-1.5%	9.7%	-2.7%	-1.5%
MS	59.5%	59.3%	59.6%	58.5%	61.2%	60.5%	60.5%	59.0%	59.2%	60.3%	60.3%
(YoY, %pt)	3.0%	0.8%	0.4%	-0.3%	1.6%	1.2%	0.9%	0.5%	0.8%	1.1%	0.0%
판매량(백만본)	10,537	11,501	12,216	10,953	10,301	11,388	12,218	10,881	45,207	44,788	44,117
(YoY)	47.8%	8.7%	1.4%	0.6%	-2.2%	-1.0%	0.0%	-0.7%	11.2%	-0.9%	-1.5%
ASP(원/갑)	805	814	816	820	827	830	832	835	814	831	844
(YoY)	-49.6%	-4.1%	3.3%	3.1%	2.8%	2.0%	2.1%	1.8%	-14.2%	2.2%	1.5%
수출	232	194	197	208	237	231	231	237	831	935	1,041
(YoY)	70.8%	6.6%	4.5%	18.9%	1.9%	19.1%	17.5%	13.8%	22.0%	12.6%	11.3%
판매량(백만본)	11,711	10,435	10,273	11,000	13,266	12,209	11,506	12,320	43,420	49,302	52,260
(YoY)	28.1%	-4.6%	1.7%	16.2%	13.3%	17.0%	12.0%	12.0%	9.5%	13.5%	6.0%
ASP(달러/갑)	0.33	0.32	0.34	0.33	0.31	0.34	0.36	0.34	0.33	0.34	0.35
(YoY)	22.1%	5.5%	7.0%	2.4%	-6.4%	5.0%	5.0%	5.0%	8.6%	1.9%	5.0%
평균환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,128	1,120	1,120	1,162	1,130	1,130
(YoY)	9.2%	6.0%	-4.0%	0.0%	-3.9%	-3.0%	-0.1%	-3.2%	2.6%	-2.7%	0.0%
KGC	296	254	345	213	342	279	378	229	1,108	1,229	1,313
(YoY)	23.7%	18.0%	21.9%	17.9%	15.6%	10.2%	9.5%	7.6%	20.7%	10.9%	6.9%
기타	94	89	121	123	111	89	121	123	427	444	444
(YoY)	-26.3%	-36.8%	-18.4%	839.1%	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	3.9%	0.0%
매출총이익	667	648	743	648	701	696	795	685	2,707	2,871	2,994
(GPM)	61.1%	59.6%	60.9%	58.7%	59.4%	60.2%	61.3%	59.4%	60.1%	60.0%	60.2%
영업이익	393	346	426	305	395	374	463	334	1,470	1,566	1,639
(OPM)	36.0%	31.8%	34.9%	27.6%	33.5%	32.4%	35.6%	28.9%	32.6%	32.7%	32.9%
KT&G	327	323	349	306	320	346	381	338	1,305	1,386	1,444
(OPM)	46.7%	43.3%	46.3%	39.8%	44.1%	44.0%	47.8%	42.2%	44.0%	44.5%	44.9%
KGC	69	35	69	2	79	40	73	-1	175	191	205
(OPM)	23.3%	13.8%	19.9%	1.1%	23.2%	14.4%	19.2%	-0.6%	15.8%	15.5%	15.6%
기타	-3	-12	8	-3	-4	-12	8	-3	-10	-10	-10
(OPM)	-3.5%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-3.2%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
세전이익	393	383	352	460	332	427	515	387	1,588	1,660	1,733
당기순이익	285	286	250	406	235	311	376	282	1,226	1,204	1,265
지배주주순이익	284	285	250	412	235	311	376	282	1,231	1,204	1,265
(YoY)	-7.9%	9.1%	-17.4%	152.8%	-17.5%	9.3%	50.2%	-31.5%	18.9%	-2.2%	5.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	41,698	45,033	47,858	49,755	51,830
매출원가	16,306	17,967	19,153	19,820	20,478
매출총이익	25,392	27,066	28,706	29,935	31,352
판매비및일반관리비	11,733	12,365	13,042	13,549	14,073
영업이익(보고)	13,659	14,701	15,664	16,386	17,279
영업이익(핵심)	13,659	14,701	15,664	16,386	17,279
영업외손익	485	1,177	939	943	951
이자수익	338	379	537	559	582
배당금수익	121	151	149	148	147
외환이익	854	900	675	641	609
이자비용	95	67	73	73	73
외환손실	481	495	371	352	335
관계기업지분손익	151	21	21	21	21
투자및기타자산처분손익	371	236	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	132	-78	0	0	0
기타	-906	129	0	0	0
법인세차감전이익	14,144	15,878	16,602	17,329	18,231
법인세비용	3,822	3,618	4,557	4,679	4,922
유효법인세율 (%)	27.0%	22.8%	27.5%	27.0%	27.0%
당기순이익	10,322	12,260	12,045	12,650	13,308
지배주주지분순이익(억원)	10,357	12,313	12,038	12,650	13,308
EBITDA	15,278	16,283	17,145	17,884	18,795
현금순이익(Cash Earnings)	11,941	13,842	13,526	14,148	14,824
수정당기순이익	9,955	12,138	12,045	12,650	13,308
증감율(% YoY)					
매출액	1.4	8.0	6.3	4.0	4.2
영업이익(보고)	16.6	7.6	6.5	4.6	5.5
영업이익(핵심)	16.6	7.6	6.5	4.6	5.5
EBITDA	14.5	6.6	5.3	4.3	5.1
지배주주지분 당기순이익	25.4	18.9	-2.2	5.1	5.2
EPS	25.4	18.9	-2.2	5.1	5.2
수정순이익	22.7	21.9	-0.8	5.0	5.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	12,592	14,978	11,983	13,057	13,648
당기순이익	10,322	12,260	12,045	12,650	13,308
감가상각비	1,511	1,523	1,426	1,446	1,467
무형자산상각비	108	59	55	52	49
외환손익	-193	-484	-304	-289	-274
자산처분손익	139	158	0	0	0
지분법손익	-151	-21	-21	-21	-21
영업활동자산부채 증감	128	1,755	-1,371	-920	-1,007
기타	729	-273	153	139	126
투자활동현금흐름	-7,476	-7,026	-3,302	-2,799	-2,936
투자자산의 처분	-5,281	-5,083	-1,634	-1,097	-1,200
유형자산의 처분	103	120	0	0	0
유형자산의 취득	-2,102	-1,617	-1,650	-1,683	-1,716
무형자산의 처분	-32	-77	0	0	0
기타	-164	-368	-18	-19	-20
재무활동현금흐름	-3,810	-4,884	-4,312	-4,414	-4,660
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	560	-549	39	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,281	-4,283	-4,546	-4,546	-4,798
기타	-89	-52	194	131	138
현금및현금성자산의순증가	1,298	3,046	4,369	5,844	6,052
기초현금및현금성자산	4,164	5,462	8,508	12,877	18,721
기말현금및현금성자산	5,462	8,508	12,877	18,721	24,773
Gross Cash Flow	12,464	13,222	13,354	13,978	14,655
Op Free Cash Flow	9,581	12,994	9,824	10,856	11,406

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	55,709	66,206	74,195	82,470	91,180
현금및현금성자산	5,462	8,508	12,877	18,721	24,773
유동금융자산	11,552	16,762	17,814	18,520	19,292
매출채권및유동채권	17,437	18,020	19,150	19,909	20,739
재고자산	21,191	22,654	24,075	25,029	26,073
기타유동비금융자산	67	263	280	291	303
비유동자산	31,025	31,919	32,938	33,755	34,629
장기매출채권및기타비유동채권	1,373	1,233	1,311	1,362	1,419
투자자산	10,373	13,261	14,015	14,576	15,172
무형자산	17,898	16,019	16,243	16,480	16,730
무형자산	1,054	1,049	994	942	893
기타비유동자산	327	358	375	394	414
자산총계	86,734	98,126	107,133	116,225	125,809
유동부채	18,717	21,534	22,832	23,677	24,602
매입채무및기타유동채무	14,128	17,970	19,097	19,854	20,682
단기차입금	2,064	1,366	1,366	1,366	1,366
유동성장기차입금	277	96	135	135	135
기타유동부채	2,248	2,102	2,234	2,323	2,419
비유동부채	5,262	5,409	5,619	5,761	5,910
장기매입채무및비유동채무	240	246	261	272	283
사채및장기차입금	303	629	629	629	629
기타비유동부채	4,718	4,535	4,730	4,861	4,998
부채총계	23,979	26,943	28,451	29,438	30,512
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	52,318	60,094	67,633	75,777	84,323
기타자본	222	813	813	813	813
지배주주지분자본총계	62,089	70,457	77,996	86,140	94,686
비지배주주지분자본총계	666	726	686	647	611
자본총계	62,755	71,183	78,682	86,787	95,297
순차입금	-13,651	-22,649	-28,030	-34,581	-41,405
총차입금	3,363	2,621	2,660	2,660	2,660

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,544	8,968	8,768	9,214	9,693
BPS	45,224	51,319	56,810	62,742	68,967
주당EBITDA	11,128	11,860	12,488	13,026	13,689
CFPS	8,697	10,082	9,852	10,305	10,797
DPS	3,400	3,600	3,600	3,800	3,800
추가배수(배)					
PER	13.9	11.3	12.9	12.3	11.7
PBR	2.3	2.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.5	7.1	7.5	6.8	6.1
PCFR	12.0	10.0	11.5	11.0	10.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.8	32.6	32.7	32.9	33.3
영업이익률(핵심)	32.8	32.6	32.7	32.9	33.3
EBITDA margin	36.6	36.2	35.8	35.9	36.3
순이익률	24.8	27.2	25.2	25.4	25.7
자기자본이익률(ROE)	17.2	18.3	16.1	15.3	14.6
투자자본이익률(ROIC)	23.2	28.0	28.7	29.3	30.0
안정성(%)					
부채비율	38.2	37.9	36.2	33.9	32.0
순차입금비율	-21.8	-31.8	-35.6	-39.8	-43.4
이자보상배율(배)	144.1	218.6	214.1	224.0	236.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.7	2.5	2.6	2.5	2.6
재고자산회전율	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
매입채무회전율	3.8	2.8	2.6	2.6	2.6

>>> CJ제일제당 (097950)

투자 의견 BUY, 목표주가 510,000원

2Q17 대한통운 제외기준 영업이익은 전년동기 대비 -10% 감소한 1,366억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 감소하는 이유는 1) 원당투입단가 상승에 따른 소재부문 수익성 악화, 2) 인도네시아 사료 법인과 베트남 양돈 법인 마진 하락에 따른 생물자원의 부진 때문이다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 소재/생물자원의 수익성 회복, 2) 국내 HMR 제품의 수익성 턴어라운드, 3) 브라질 Selecta 인수효과, 4) 추가 M&A 가능성이다. 소재는 설탕가격 인상으로 수익성 회복의 가시성이 높은 편이다. 생물자원은 인도네시아 육계 공급 회복과 베트남 돈육 가격 흐름이 중요한데, 육계 Cycle과 중국 돈육 수출 재개를 감안한다면, 점진적인 회복이 가능하다. 브라질 Selecta社 인수효과는 8월부터 반영되고(연간 OP 500억 증반 수준), 4Q17부터는 전사 원당투입단가가 YoY 하락세로 전환하면서, 실적 개선 모멘텀이 확대될 전망이다.

CJ제일제당 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	3,916	4,153	4,225	14,563	16,181	17,948
(YoY)	13.3%	14.0%	9.3%	14.3%	10.0%	8.5%	12.9%	12.9%	12.7%	11.1%	10.9%
식품	1,160	1,103	1,244	1,105	1,324	1,209	1,428	1,314	4,613	5,275	5,965
(YoY)	10.6%	11.1%	8.0%	15.5%	14.1%	9.6%	14.8%	18.8%	11.1%	14.4%	13.1%
소재	478	473	478	442	541	487	556	550	1,870	2,134	2,415
(YoY)	2.5%	6.1%	2.7%	8.9%	13.3%	3.0%	16.3%	24.5%	4.9%	14.1%	13.2%
가공	682	630	766	664	782	722	873	764	2,742	3,141	3,550
(YoY)	17.1%	15.1%	11.6%	20.4%	14.7%	14.5%	13.9%	15.1%	15.8%	14.5%	13.0%
바이오	428	456	456	462	452	465	466	465	1,802	1,849	1,968
(YoY)	6.6%	5.1%	-1.8%	4.9%	5.6%	2.1%	2.2%	0.8%	3.6%	2.6%	6.4%
헬스케어	118	126	130	141	123	136	143	155	514	557	601
(YoY)	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	4.5%	8.0%	10.0%	10.0%	12.6%	8.3%	8.0%
생물자원	489	521	479	524	500	542	515	570	2,013	2,127	2,308
(YoY)	10.4%	22.1%	6.4%	7.9%	2.3%	3.9%	7.7%	8.8%	11.5%	5.7%	8.5%
물류	1,445	1,514	1,490	1,633	1,595	1,675	1,720	1,845	6,082	6,835	7,567
(YoY)	22.3%	19.5%	17.3%	22.1%	10.4%	10.7%	15.4%	13.0%	20.3%	12.4%	10.7%
대통제외 기준	2,195	2,206	2,308	2,232	2,400	2,352	2,553	2,504	8,941	9,807	10,842
(YoY)	9.8%	12.2%	6.0%	11.1%	9.3%	6.6%	10.6%	12.2%	9.7%	9.7%	10.6%
매출총이익	827	803	871	787	858	847	970	921	3,288	3,596	4,048
(GPM)	23.4%	22.3%	23.7%	21.0%	22.1%	21.6%	23.3%	21.8%	22.6%	22.2%	22.6%
대통제외 기준	669	632	701	616	686	661	776	732	2,619	2,855	3,227
(GPM)	30.5%	28.7%	30.4%	27.6%	28.6%	28.1%	30.4%	29.3%	29.3%	29.1%	29.8%
영업이익	233	211	243	157	192	198	268	217	844	876	1,057
(OPM)	6.6%	5.8%	6.6%	4.2%	5.0%	5.0%	6.5%	5.1%	5.8%	5.4%	5.9%
식품	118	84	114	35	87	77	142	75	352	381	478
(OPM)	10.2%	7.6%	9.2%	3.2%	6.6%	6.4%	9.9%	5.7%	7.6%	7.2%	8.0%
바이오	31	30	40	41	38	38	37	42	142	155	165
(OPM)	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	8.4%	8.1%	8.0%	9.0%	7.9%	8.4%	8.4%
헬스케어	18	17	14	19	18	20	18	24	68	80	90
(OPM)	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	14.7%	15.1%	12.8%	15.2%	13.2%	14.4%	14.9%
생물자원	15	21	18	9	1	4	10	9	63	25	45
(OPM)	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	0.3%	0.7%	2.0%	1.7%	3.1%	1.2%	2.0%
물류	53	60	60	55	51	59	65	69	228	244	288
(OPM)	3.7%	3.9%	4.0%	3.4%	3.2%	3.5%	3.8%	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%
대통제외 기준	183	152	186	103	144	140	206	150	625	640	778
(OPM)	8.3%	6.9%	8.1%	4.6%	6.0%	5.9%	8.1%	6.0%	7.0%	6.5%	7.2%
세전이익	204	133	165	27	125	134	202	153	528	615	797
당기순이익	149	72	117	16	91	91	138	104	354	424	542
자배주순이익	123	42	111	0	82	67	109	73	276	331	399
(YoY)	32.9%	-18.4%	260.6%	적전	-33.1%	57.9%	-1.8%	흑전	45.8%	19.9%	20.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ제일제당 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	145,633	161,805	179,479	194,058
매출원가	100,384	112,752	125,894	139,050	149,651
매출총이익	28,860	32,881	35,911	40,429	44,407
판매비및일반관리비	21,346	24,445	27,204	29,906	32,318
영업이익(보고)	7,514	8,436	8,707	10,523	12,089
영업이익(핵심)	7,514	8,436	8,707	10,523	12,089
영업외손익	-3,866	-3,153	-2,610	-2,607	-2,604
이자수익	146	180	182	185	186
배당금수익	62	66	66	67	68
외환이익	1,202	1,330	1,197	1,197	1,197
이자비용	1,805	1,790	1,829	1,829	1,829
외환손실	2,466	1,917	1,725	1,725	1,725
관계기업지분손익	213	10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-58	-139	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	209	324	0	0	0
기타	-1,369	-1,216	-502	-503	-501
법인세차감전이익	3,648	5,284	6,098	7,916	9,485
법인세비용	1,111	1,748	1,894	2,533	3,035
유효법인세율 (%)	30.5%	33.1%	31.1%	32.0%	32.0%
당기순이익	2,537	3,535	4,204	5,383	6,450
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	3,281	3,963	4,805
EBITDA	12,350	13,749	14,355	16,501	18,388
현금순이익(Cash Earnings)	7,373	8,848	9,851	11,361	12,748
수정당기순이익	2,431	3,412	4,204	5,383	6,450
증감율(% YoY)					
매출액	10.4	12.7	11.1	10.9	8.1
영업이익(보고)	29.6	12.3	3.2	20.8	14.9
영업이익(핵심)	29.6	12.3	3.2	20.8	14.9
EBITDA	20.2	11.3	4.4	14.9	11.4
지배주주지분 당기순이익	105.8	45.8	18.9	20.8	21.2
EPS	105.3	45.7	18.9	20.8	21.2
수정순이익	46.1	40.3	23.2	28.1	19.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,546	8,001	7,622	8,932	10,739
당기순이익	2,537	3,535	4,204	5,383	6,450
감가상각비	3,945	4,366	4,660	4,953	5,241
무형자산상각비	891	947	988	1,025	1,057
외환손익	602	472	528	528	528
자산처분손익	-1,862	166	0	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	774	-3,586	-2,164	-2,362	-1,941
기타	2,572	2,177	-594	-595	-596
투자활동현금흐름	-6,930	-14,089	-11,177	-9,588	-9,958
투자자산의 처분	813	282	-2,177	-138	-35
유형자산의 취득	293	386	0	0	0
유형자산의 취득	-6,735	-8,454	-9,000	-9,450	-9,923
무형자산의 취득	-641	-606	0	0	0
기타	-660	-5,696	0	0	0
재무활동현금흐름	-3,645	7,259	2,855	491	369
단기차입금의 증가	-11,962	-8,579	0	0	0
장기차입금의 증가	7,568	16,602	2,486	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-422	-541	-354	-354	-354
기타	1,171	-222	723	845	723
현금및현금성자산의순증가	938	1,146	-700	-165	1,151
기초현금및현금성자산	4,360	5,298	6,444	5,743	5,578
기말현금및현금성자산	5,298	6,444	5,743	5,578	6,729
Gross Cash Flow	10,772	11,587	9,786	11,294	12,681
Op Free Cash Flow	3,459	-1,689	487	1,321	2,655

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40,185	48,807	52,428	57,003	62,040
현금및현금성자산	5,298	6,444	5,743	5,578	6,729
유동금융자산	2,147	3,767	3,802	3,859	3,881
매출채권및유동채권	21,387	25,171	27,966	31,021	33,540
재고자산	10,976	12,802	14,223	15,777	17,058
기타유동비금융자산	377	624	693	769	831
비유동자산	97,328	108,855	114,755	118,745	122,755
장기매출채권및기타비유동채권	2,963	3,052	3,391	3,761	4,067
투자자산	8,814	8,781	10,989	11,137	11,218
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	167,183	175,748	184,795
유동부채	43,357	46,992	51,845	54,433	56,576
매입채무및기타유동채무	16,710	20,314	22,570	25,035	27,069
단기차입금	14,407	18,015	18,015	18,015	18,015
유동성장기차입금	11,483	7,733	10,219	10,219	10,219
기타유동부채	758	931	1,042	1,165	1,274
비유동부채	40,303	50,065	50,883	51,831	52,640
장기매입채무및비유동채무	767	853	948	1,052	1,137
사채및장기차입금	31,572	40,875	40,875	40,875	40,875
기타비유동부채	7,964	8,337	9,060	9,905	10,628
부채총계	83,660	97,058	102,728	106,265	109,215
자본금	724	724	725	725	725
주식발행초과금	9,183	9,199	9,199	9,199	9,199
이익잉여금	23,342	25,665	28,747	32,505	37,101
기타자본	-1,819	-1,495	-1,495	-1,495	-1,495
지배주주지분자본총계	31,431	34,094	37,175	40,934	45,530
비지배주주지분자본총계	22,421	26,511	27,279	28,550	30,049
자본총계	53,852	60,605	64,455	69,484	75,580
순차입금	50,017	56,411	59,562	59,671	58,498
총차입금	57,462	66,622	69,108	69,108	69,108

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	13,073	19,044	22,634	27,339	33,146
BPS	216,981	235,302	256,463	282,393	314,100
주당EBITDA	85,310	94,899	99,041	113,833	126,851
CFPS	50,928	61,072	67,968	78,373	87,947
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
추가배수(배)					
PER	28.9	18.8	15.6	12.9	10.6
PBR	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.8	8.7	8.5	7.6	6.7
PCFR	7.4	5.9	5.2	4.5	4.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	5.8	5.4	5.9	6.2
영업이익률(핵심)	5.8	5.8	5.4	5.9	6.2
EBITDA margin	9.6	9.4	8.9	9.2	9.5
순이익률	2.0	2.4	2.6	3.0	3.3
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.2	6.7	8.0	8.9
투자자본이익률(ROIC)	5.4	5.5	5.5	6.2	6.8
안정성(%)					
부채비율	155.4	160.1	159.4	152.9	144.5
순차입금비율	92.9	93.1	92.4	85.9	77.4
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.8	5.8	6.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.3	6.1	6.1	6.0
재고자산회전율	11.9	12.2	12.0	12.0	11.8
매입채무회전율	8.2	7.9	7.5	7.5	7.4

>>> 오리온 (271560)

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 -68% 감소한 88억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 감소하는 이유는 1) 중국 사드 영향에 따른 매출 및 이익 감소, 2) 전사 매출 감소와 지주사 전환에 따른 국내 법인 로열티 감소 영향이다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 중국 매출 회복 속도, 2) 국내 법인 성장성 회복 여부이다. 동사는 중국 사드 영향으로 3~4월 매출이 가장 안 좋았고, 5월 정도부터 점차 회복되고 있는 것으로 추산된다. 하지만, 중국 롯데마트 영업정지 연장, 다른 수출 품목들의 통관 지연 등 중국의 사드 보복 수위가 크게 완화되지 않고 있는 점이 우려스럽다. 한편, 국내 법인은 1년 여간의 SKU 구조조정 이후 매출 회복 여부가 관심사이다. 최근 들어, 고북칩, 딸기초코파이와 같은 신제품들의 성과가 양호한 편이어서, 긍정적인 매출 흐름이 기대된다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	616.4	487.0	562.7	592.3	481.7	406.4	513.3	548.5	2,258.4	1,950.0	2,143.7
(YoY)	2.4%	-2.4%	-1.8%	4.9%	-21.8%	-16.5%	-8.8%	-7.4%	0.9%	-13.7%	9.9%
한국 법인(별도)	173.8	166.6	160.2	178.7	173.3	170.0	161.9	180.8	679.4	686.0	694.5
(YoY)	-8.0%	-6.3%	-4.1%	3.0%	-0.3%	2.0%	1.0%	1.2%	-4.0%	1.0%	1.2%
중국 법인(Pan Orion)	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	177.0	284.3	289.3	1,346.0	985.4	1,124.0
(YoY)	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-37.9%	-34.9%	-18.4%	-16.7%	1.0%	-26.8%	14.1%
베트남 법인(OFV)	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	49.9	54.2	65.9	204.5	231.8	269.0
(YoY)	18.0%	24.1%	25.2%	29.8%	5.1%	17.7%	19.2%	14.0%	24.1%	13.3%	16.0%
러시아 법인(OIE)	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	17.5	19.8	22.1	61.2	77.1	86.6
(YoY)	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	29.6%	25.4%	28.2%	21.9%	5.4%	26.0%	12.3%
연결조정	-8.4	-8.0	-6.8	-9.6	-6.0	-8.0	-6.8	-9.6	-32.8	-30.4	-30.4
매출총이익	316.2	232.6	279.7	296.9	222.8	178.9	242.7	264.1	1,125.4	908.5	1,036.9
(GPM)	51.3%	47.8%	49.7%	50.1%	46.2%	44.0%	47.3%	48.2%	49.8%	46.6%	48.4%
판매비	204.0	204.9	190.6	214.9	186.0	170.1	184.1	201.1	814.4	741.3	779.0
(판매비율)	33.1%	42.1%	33.9%	36.3%	38.6%	41.9%	35.9%	36.7%	36.1%	38.0%	36.3%
영업이익	112.1	27.7	89.1	82.0	36.8	8.8	58.6	63.0	311.0	167.2	257.9
(YoY)	16.6%	-52.9%	-0.4%	18.1%	-67.2%	-68.2%	-34.3%	-23.2%	-0.4%	-46.2%	54.3%
(OPM)	18.2%	5.7%	15.8%	13.9%	7.6%	2.2%	11.4%	11.5%	13.8%	8.6%	12.0%
한국 법인(별도)	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	15.5	9.6	24.0	78.7	67.6	67.6
(OPM)	13.7%	10.0%	7.5%	14.6%	10.6%	9.1%	5.9%	13.3%	11.6%	9.9%	9.7%
중국 법인(Pan Orion)	68.1	7.1	70.7	52.7	-4.9	-16.1	37.9	29.9	198.6	46.7	120.1
(OPM)	18.0%	2.6%	20.3%	15.2%	-2.1%	-9.1%	13.3%	10.3%	14.8%	4.7%	10.7%
베트남 법인(OFV)	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	6.9	9.1	10.5	26.5	38.5	53.3
(OPM)	19.3%	8.1%	12.5%	10.4%	19.5%	13.7%	16.8%	15.9%	13.0%	16.6%	19.8%
러시아 법인(OIE)	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	3.2	3.5	4.4	7.7	15.3	17.9
(OPM)	9.7%	8.8%	14.4%	16.2%	23.2%	18.3%	17.9%	20.0%	12.6%	19.8%	20.6%
연결조정	7.5	-0.7	-1.6	-5.8	7.1	-0.7	-1.6	-5.8	-0.5	-0.9	-0.9
세전이익					33.2	5.2	55.0	59.4		152.8	243.5
당기순이익					25.9	3.9	41.7	45.0		116.5	184.6
지배주주순이익					25.9	3.9	41.7	45.0		116.5	184.6
(YoY)											58.4%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	3.0%	1.6%	2.3%	9.8%	-32.3%	-30.0%	-17.0%	-15.0%	4.3%	-23.2%	14.2%
베트남(OFV)	11.3%	16.0%	29.4%	31.3%	12.4%	20.0%	18.0%	15.0%	21.5%	15.8%	15.0%
러시아(OIE)	19.7%	0.1%	3.7%	29.8%	6.7%	12.0%	12.0%	12.0%	12.8%	10.7%	12.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> CJ프레시웨이 (051500)

투자의견 BUY, 목표주가 53,000원

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 38% 증가한 125억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 증가하는 이유는 1) 프레시원의 수익성 턴어라운드, 2) 단체급식 신규수주 효과, 3) 송림푸드 인수 효과 등으로 추산된다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 외식 경기 회복 흐름, 2) 지방 권역 점유율 확대 여부, 3) 신규 거래처 수주의 지속성이다. 다행스럽게도 대통령 탄핵 정국 이후 추락했었던 소비심리가 살아나면서, 외식 경기는 회복 흐름을 보이고 있기 때문에, 외식 경로 매출 성장률의 회복 가시성은 높은 편이다. 또한, 영업조직 개편 효과가 나타나면서, 지방 권역 점유율 확대가 가속화 된다면, 프레시원 물류센터의 이용률이 높아지고 수익성 개선이 가속화 될 수 있다. 신규 거래처 수주는 대형 수주와 함께 기업형 다점포 식당 및 일반 식당의 확대 여부가 중요할 것으로 판단된다.

CJ프레시웨이 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	665.9	689.1	686.3	2,327.9	2,636.2	2,974.8
(YoY)	14.7%	15.3%	12.1%	7.7%	11.0%	11.5%	13.6%	16.6%	12.3%	13.2%	12.8%
식자재 유통	451.9	493.4	507.2	484.1	488.0	542.5	560.0	566.6	1,936.6	2,156.9	2,405.4
(YoY)	13.3%	13.2%	10.6%	5.6%	8.0%	10.0%	10.4%	17.0%	10.6%	11.4%	11.5%
외식/급식 유통	215.3	240.4	237.4	235.6	236.6	266.9	265.9	268.6	928.8	1,038.0	1,152.2
(YoY)	9.4%	7.0%	-0.5%	3.8%	9.9%	11.0%	12.0%	14.0%	4.7%	11.8%	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%
1차상품도매및원료유통	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	32.0	33.2	34.0	74.8	130.8	186.1
(YoY)	72.1%	73.7%	26.9%	28.3%	95.4%	49.0%	115.5%	56.0%	47.1%	74.8%	42.3%
매출총이익	65.7	79.4	78.1	76.3	77.0	90.7	90.7	88.4	299.5	346.9	397.7
(GPM)	12.3%	13.3%	12.9%	13.0%	12.9%	13.6%	13.2%	12.9%	12.9%	13.2%	13.4%
판매비	62.5	70.3	69.8	75.8	72.5	78.2	78.1	81.9	278.5	310.7	348.3
(판매비율)	11.7%	11.8%	11.5%	12.9%	12.2%	11.7%	11.3%	11.9%	12.0%	11.8%	11.7%
영업이익	3.2	9.1	8.3	0.5	4.5	12.5	12.6	6.6	21.0	36.2	49.4
(OPM)	0.60%	1.52%	1.36%	0.08%	0.75%	1.88%	1.83%	0.96%	0.90%	1.37%	1.66%
세전이익	0.4	4.3	2.4	-12.1	0.7	9.4	9.4	3.4	-5.0	22.9	36.8
당기순이익	0.4	2.8	1.3	-10.3	0.6	7.1	7.2	2.6	-5.8	17.4	27.9
지배주주순이익	0.7	3.1	1.3	-9.8	0.0	6.7	6.8	2.1	-4.7	15.6	25.4
(YoY)	-31.9%	-59.2%	-62.7%	적지	적전	116.9%	410.6%	흑전	흑전	흑전	62.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,724	23,279	26,362	29,748	33,009
매출원가	18,014	20,284	22,893	25,771	28,561
매출총이익	2,710	2,995	3,469	3,977	4,448
판매비및일반관리비	2,395	2,785	3,107	3,483	3,853
영업이익(보고)	315	210	362	494	595
영업이익(핵심)	315	210	362	494	595
영업외손익	-194	-260	-133	-126	-117
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	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-3	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	15	3	0	0	0
기타	-134	-188	-70	-70	-69
법인세차감전이익	120	-50	229	368	479
법인세비용	54	9	54	89	116
유효법인세율 (%)	44.8%	-17.4%	23.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	67	-58	174	279	363
지배주주지분순이익(억원)	109	-47	156	254	328
EBITDA	494	443	621	754	858
현금순이익(Cash Earnings)	246	174	434	539	625
수정당기순이익	60	-53	174	279	363
증감율(% YoY)					
매출액	15.4	12.3	13.2	12.8	11.0
영업이익(보고)	15.5	-33.2	72.0	36.7	20.4
영업이익(핵심)	15.5	-33.2	72.0	36.7	20.4
EBITDA	22.0	-10.4	40.2	21.5	13.7
지배주주지분 당기순이익	2.7	N/A	N/A	62.5	29.3
EPS	-6.1	N/A	N/A	62.5	29.3
수정순이익	-40.0	N/A	N/A	60.0	30.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-201	-132	66	380	472
당기순이익	120	-50	174	279	363
감가상각비	122	133	159	160	161
무형자산상각비	58	100	100	100	101
외환손익	1	24	0	0	0
자산처분손익	8	19	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-541	-484	-145	-159	-153
기타	32	125	-223	0	0
투자활동현금흐름	-374	-502	-340	-266	-266
투자자산의 처분	5	-255	-15	-16	-16
유형자산의 처분	13	15	0	0	0
유형자산의 취득	-189	-141	-325	-250	-250
무형자산의 처분	-205	-123	0	0	0
기타	2	2	0	0	0
재무활동현금흐름	611	648	284	-127	-186
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	308	97	113
현금및현금성자산의순증가	36	15	10	-13	20
기초현금및현금성자산	73	110	124	134	121
기말현금및현금성자산	110	124	134	121	141
Gross Cash Flow	340	351	211	539	625
Op Free Cash Flow	-582	-268	65	226	310

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,185	4,691	5,306	5,957	6,617
현금및현금성자산	110	124	134	121	141
유동금융자산	42	77	87	98	109
매출채권및유동채권	2,317	2,645	2,995	3,380	3,751
재고자산	1,717	1,845	2,089	2,358	2,616
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,403	3,814	3,909	3,931	3,949
장기매출채권및기타비유동채권	148	183	207	234	259
투자자산	204	161	166	171	176
유형자산	2,254	2,419	2,585	2,675	2,764
무형자산	798	1,050	950	851	749
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,588	8,505	9,215	9,888	10,566
유동부채	4,626	4,335	4,794	5,199	5,411
매입채무및기타유동채무	3,205	3,458	3,916	4,419	4,903
단기차입금	1,380	862	862	762	462
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	24
기타유동부채	41	15	18	20	22
비유동부채	907	1,750	2,072	2,085	2,212
장기매입채무및비유동채무	10	105	119	134	149
사채및장기차입금	699	1,455	1,455	1,355	1,355
기타비유동부채	198	190	498	596	708
부채총계	5,533	6,085	6,867	7,284	7,623
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	495	380	518	753	1,063
기타자본	321	274	274	274	274
지배주주지분자본총계	2,063	1,902	1,817	2,052	2,362
비지배주주지분자본총계	-8	518	532	551	581
자본총계	2,055	2,420	2,348	2,604	2,943
순차입금	1,928	2,116	2,095	1,897	1,591
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	1,315	2,138	2,765
BPS	17,380	16,021	15,305	17,288	19,895
주당EBITDA	4,162	3,730	5,231	6,355	7,225
CFPS	2,071	1,466	3,652	4,540	5,265
DPS	200	200	200	200	200
추가배수(배)					
PER	90.8	-99.1	30.7	18.9	14.6
PBR	4.8	2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.1	17.9	12.0	9.5	8.0
PCFR	40.1	26.6	11.0	8.9	7.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	0.9	1.4	1.7	1.8
영업이익률(핵심)	1.5	0.9	1.4	1.7	1.8
EBITDA margin	2.4	1.9	2.4	2.5	2.6
순이익률	0.3	-0.3	0.7	0.9	1.1
자기자본이익률(ROE)	3.3	-2.6	7.3	11.3	13.1
투자자본이익률(ROIC)	5.2	6.3	6.6	8.6	10.0
안정성(%)					
부채비율	269.2	251.4	292.4	279.8	259.1
순차입금비율	93.8	87.4	89.2	72.9	54.1
이자보상배율(배)	6.1	3.7	5.2	7.8	10.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	9.4	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율	14.5	13.1	13.4	13.4	13.3
매입채무회전율	6.6	7.0	7.2	7.1	7.1

>>> 농심 (004370)

투자의견 BUY, 목표주가 410,000원

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 39% 증가한 172억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 증가하는 이유는 1) 국내 라면 시장 경쟁 완화, 2) 주요 제품 가격 인상(라면/스낵)으로 판단된다. 특히, 최근 들어 오투기의 라면 점유율 확대가 둔화되고 있는 점이 동사의 매출 흐름에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 국내 라면 시장 경쟁강도, 2) 중국 매출 회복 속도, 3) 미국 매출 성장률이 될 것으로 판단된다. 오투기의 판촉 역량이 HMR 제품으로 옮겨가고, 가격경쟁력 중심의 라면 MS 확대 전략이 일단락 되면서, 국내 라면 시장의 경쟁강도는 점차 완화될 것으로 판단된다. 중국 매출 회복은 오리온과 마찬가지로 중국 사드 보복 수위의 변화에 달려 있다.

농심 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	523.8	555.9	582.4	2,217.0	2,217.4	2,304.6
(YoY)	5.2%	-0.4%	0.3%	1.4%	-2.2%	-0.6%	1.5%	1.5%	1.6%	0.0%	3.9%
국내	458.4	424.3	443.3	468.1	442.3	429.7	450.2	471.7	1,794.0	1,793.8	1,836.7
(YoY)	1.5%	-4.3%	-2.7%	-0.5%	-3.5%	1.3%	1.6%	0.8%	-1.5%	0.0%	2.4%
면류	308.0	285.9	301.6	335.4	287.5	287.6	306.5	340.9	1,230.9	1,222.4	1,234.7
(YoY)	2.8%	-5.6%	-5.4%	-1.1%	-6.7%	0.6%	1.6%	1.6%	-2.3%	-0.7%	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	40.3	48.7	31.5	131.6	148.3	164.6
(YoY)	29.2%	24.0%	32.4%	22.1%	10.3%	12.9%	14.5%	11.8%	27.1%	12.7%	11.0%
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	-56.9	-59.7	-62.5	-222.6	-235.3	-241.0
해외	109.8	103.0	104.4	105.9	113.1	94.2	105.7	110.7	423.0	423.6	467.9
(YoY)	24.1%	19.5%	15.4%	10.5%	3.1%	-8.6%	1.2%	4.5%	17.2%	0.1%	10.5%
중국	46.3	41.3	42.9	38.9	44.5	27.5	36.7	36.5	169.3	145.3	159.3
(YoY)	27.1%	15.5%	13.2%	10.6%	-3.8%	-33.3%	-14.4%	-6.0%	16.6%	-14.2%	9.7%
미국	51.6	47.9	49.3	55.6	55.7	51.6	55.7	61.5	204.5	224.5	249.2
(YoY)	22.1%	19.5%	17.6%	11.2%	7.8%	7.6%	13.1%	10.5%	17.3%	9.8%	11.0%
일본	8.3	9.2	8.1	9.1	9.0	10.4	8.9	10.4	34.8	38.7	43.4
(YoY)	31.3%	37.8%	19.3%	25.7%	8.8%	13.4%	9.6%	13.4%	28.4%	11.4%	12.0%
호주	3.6	4.6	4.1	2.2	3.9	4.6	4.3	2.3	14.5	15.1	16.0
(YoY)	4.9%	26.6%	5.5%	-32.9%	10.1%	0.4%	5.3%	3.3%	1.8%	4.6%	6.0%
매출총이익	180.9	168.5	179.1	184.8	187.1	176.2	191.2	199.5	713.3	754.0	799.5
(GPM)	31.8%	32.0%	32.7%	32.2%	33.7%	33.6%	34.4%	34.2%	32.2%	34.0%	34.7%
판매비	148.5	156.1	156.4	162.7	154.7	159.0	163.8	169.7	623.6	647.1	681.5
(판매비율)	26.1%	29.6%	28.5%	28.3%	27.9%	30.3%	29.5%	29.1%	28.1%	29.2%	29.6%
영업이익	32.4	12.4	22.8	22.1	32.5	17.2	27.5	29.8	89.7	107.0	118.0
(YoY)	17.1%	-48.7%	-39.4%	-23.4%	0.2%	38.7%	20.8%	34.7%	-24.2%	19.2%	10.4%
(OPM)	5.7%	2.4%	4.2%	3.9%	5.8%	3.3%	4.9%	5.1%	4.0%	4.8%	5.1%
국내	28.6	5.4	16.0	19.3	26.1	18.2	24.6	28.1	69.2	97.0	101.7
(YoY)	8.6%	-72.5%	-49.6%	-27.1%	-8.6%	234.2%	54.0%	46.0%	-33.5%	40.1%	4.8%
(OPM)	6.2%	1.3%	3.6%	4.1%	5.9%	4.2%	5.5%	6.0%	3.9%	5.4%	5.5%
해외	4.6	5.7	5.7	0.8	4.5	-2.2	1.8	-0.4	16.9	3.8	10.2
(YoY)	165.0%	227.1%	72.7%	-54.5%	-1.6%	-138.3%	-68.3%	-142.0%	95.7%	-77.5%	168.9%
(OPM)	4.2%	5.6%	5.4%	0.8%	4.0%	-2.3%	1.7%	-0.3%	4.0%	0.9%	2.2%
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	23.1	33.6	35.6	233.3	132.5	144.7
당기순이익	143.7	14.8	23.1	17.6	29.8	17.5	25.4	27.0	199.2	99.7	109.7
지배주주순이익	143.8	14.7	23.1	17.8	29.7	17.5	25.4	27.0	199.3	99.7	109.7
(YoY)	514.5%	-59.7%	-20.9%	-37.5%	-79.3%	19.3%	10.3%	52.3%	69.8%	-50.0%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	21,816	22,170	22,174	23,046	23,884
매출원가	15,096	15,037	14,634	15,051	15,452
매출총이익	6,720	7,133	7,540	7,995	8,433
판매비및일반관리비	5,537	6,236	6,471	6,815	7,159
영업이익(보고)	1,183	897	1,070	1,180	1,273
영업이익(핵심)	1,183	897	1,070	1,180	1,273
영업외손익	352	1,436	255	266	277
이자수익	99	102	108	112	117
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	177	184	191
법인세차감전이익	1,535	2,333	1,325	1,447	1,551
법인세비용	361	341	328	350	375
유효법인세율 (%)	23.5%	14.6%	24.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,174	1,992	997	1,097	1,175
지배주주지분순이익(억원)	1,173	1,993	997	1,097	1,175
EBITDA	1,982	1,752	1,934	2,112	2,211
현금순이익(Cash Earnings)	1,973	2,847	1,861	2,028	2,113
수정당기순이익	1,018	1,969	997	1,097	1,175
증감율(% YoY)					
매출액	6.9	1.6	0.0	3.9	3.6
영업이익(보고)	60.8	-24.2	19.2	10.4	7.9
영업이익(핵심)	60.8	-24.2	19.2	10.4	7.9
EBITDA	28.2	-11.6	10.4	9.2	4.7
지배주주지분 당기순이익	80.5	69.8	-50.0	10.0	7.2
EPS	80.5	69.8	-50.0	10.0	7.2
수정순이익	65.6	93.3	-49.4	10.0	7.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,019	2,210	1,867	2,056	2,141
당기순이익	1,174	1,992	997	1,097	1,175
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
영업활동자산부채 증감	-132	-800	9	31	31
기타	-94	106	-3	-3	-3
투자활동현금흐름	-1,677	-1,345	-751	-1,457	-950
투자자산의 처분	-559	-826	-1	-207	-200
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	-235	-203	-204
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	500	-549	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-232	-231	-231	-231	-231
기타	-85	8	-3	28	27
현금및현금성자산의순증가	535	105	881	395	987
기초현금및현금성자산	1,154	1,688	1,794	2,675	3,071
기말현금및현금성자산	1,688	1,794	2,675	3,071	4,058
Gross Cash Flow	2,151	3,009	1,858	2,025	2,110
Op Free Cash Flow	128	210	928	607	1,183

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,978	10,570	11,453	12,193	13,512
현금및현금성자산	1,688	1,794	2,675	3,071	4,058
유동금융자산	4,049	4,430	4,431	4,605	4,773
매출채권및유동채권	2,289	2,439	2,440	2,536	2,628
재고자산	1,730	1,692	1,692	1,759	1,823
기타유동비금융자산	222	214	214	223	231
비유동자산	14,209	14,243	14,132	14,492	14,344
장기매출채권및기타비유동채권	126	126	126	131	135
투자자산	2,181	2,603	2,606	2,642	2,677
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	25,585	26,685	27,856
유동부채	6,344	5,494	5,503	5,710	5,910
매입채무및기타유동채무	4,998	2,789	2,789	2,899	3,005
단기차입금	966	399	399	399	399
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	379	2,305	2,315	2,412	2,506
비유동부채	1,379	1,295	1,292	1,320	1,348
장기매입채무및비유동채무	0	4	4	4	4
사채및장기차입금	554	592	592	592	592
기타비유동부채	824	699	696	724	751
부채총계	7,722	6,789	6,795	7,030	7,257
자본금	304	304	304	304	304
주식발행초과금	1,237	1,237	1,237	1,237	1,237
이익잉여금	15,536	17,212	17,979	18,846	19,792
기타자본	-728	-854	-854	-854	-854
지배주주지분자본총계	16,350	17,899	18,666	19,533	20,478
비지배주주지분자본총계	115	125	124	122	121
자본총계	16,465	18,024	18,789	19,655	20,599
순차입금	-4,216	-5,233	-6,115	-6,685	-7,840
총차입금	1,521	991	991	991	991

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	19,291	32,764	16,389	18,030	19,325
BPS	268,798	294,260	306,872	321,124	336,670
주당EBITDA	32,587	28,796	31,791	34,721	36,341
CFPS	32,443	46,802	30,594	33,345	34,730
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	22.8	10.1	19.4	17.6	16.4
PBR	1.6	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.4	8.6	6.8	6.0	5.2
PCFR	13.5	7.1	10.4	9.5	9.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.4	4.0	4.8	5.1	5.3
영업이익률(핵심)	5.4	4.0	4.8	5.1	5.3
EBITDA margin	9.1	7.9	8.7	9.2	9.3
순이익률	5.4	9.0	4.5	4.8	4.9
자기자본이익률(ROE)	7.3	11.6	5.4	5.7	5.8
투자자본이익률(ROIC)	8.5	7.1	7.5	8.3	8.9
안정성(%)					
부채비율	46.9	37.7	36.2	35.8	35.2
순차입금비율	-25.6	-29.0	-32.5	-34.0	-38.1
이자보상배율(배)	61.6	26.9	32.0	35.4	38.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	9.4	9.1	9.3	9.3
재고자산회전율	12.6	13.0	13.1	13.4	13.3
매입채무회전율	4.6	5.7	7.9	8.1	8.1

>>> 대상 (001680)

투자의견 BUY, 목표주가 31,000원

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 -19% 감소한 269억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 감소하는 이유는 1) 2Q16 라이신 재고 판매에 따른 소재 이익의 역기저, 2) PT미원 인도네시아 전분당 공장 초기 가동에 따른 수익성 부담으로 판단된다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 식품 부문의 Organic Growth, 2) 인도네시아 전분당 가동률 상승 여부, 3) 베스트코 턴어라운드 가능성이다. 합병 전 대상의 식품부문과 대상F&F의 합산 매출 성장률은 3~4% 수준이었다. 가공식품 경쟁사 대비 낮은 매출 성장률이 지속되는 점이 동사의 밸류에이션에 부정적으로 작용하고 있는 상황이다. 한편, 인도네시아 전분당 공장은 어느 정도 고객이 확보되어 있고, 필리핀에서 성공했던 경험이 있기 때문에, 가동률 회복의 가시성은 높은 편으로 판단된다. 한편, 베스트코는 C&D 매장을 일부 정리하며, 적자 점포를 정리하였으나, 공격적인 턴어라운드를 위해서는 지속적인 신규 거래처 확대를 통한 규모의 경제 확보가 중요할 것으로 판단된다.

대상 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	684.3	710.6	750.8	709.3	714.2	740.2	801.4	748.9	2,855.0	3,004.7	3,128.6
(YoY)	6.9%	9.9%	7.7%	9.0%	4.4%	4.2%	6.7%	5.6%	8.3%	5.2%	4.1%
별도기준	446.1	456.8	496.4	453.4	531.0	528.8	600.2	526.3	1,852.7	2,186.3	2,250.1
(YoY)	9.6%	14.1%	11.4%	14.7%	19.0%	15.8%	20.9%	16.1%	12.4%	18.0%	2.9%
대상 F&F	63.3	70.2	89.0	58.6					281.2		
(YoY)	24.0%	18.1%	23.5%	-7.9%					14.2%		
대상베스트코	114.0	128.6	121.2	124.1	131.5	144.8	137.0	137.2	488.0	550.4	583.5
(YoY)	-9.1%	-1.0%	-6.5%	-0.9%	15.3%	12.6%	13.0%	10.6%	-4.4%	12.8%	6.0%
PT 미원 인도네시아	32.7	32.2	30.2	30.4	35.9	41.3	48.9	49.1	125.4	175.2	216.7
(YoY)	-4.4%	-3.1%	-8.4%	-3.3%	9.9%	28.4%	62.1%	61.5%	-4.8%	39.7%	23.7%
미원 베트남	22.2	20.8	16.9	19.1	19.9	18.9	15.9	17.5	78.9	72.2	71.8
(YoY)	-1.8%	3.4%	-26.5%	-9.9%	-10.7%	-9.1%	-5.8%	-7.9%	-9.1%	-8.6%	-0.5%
기타 및 연결조정	6.0	2.1	-2.9	23.6	-4.0	6.5	-0.6	18.7	28.8	20.6	6.5
매출총이익	189.6	192.9	209.1	184.1	190.8	194.2	218.8	196.6	775.7	800.3	848.6
(GPM)	27.7%	27.1%	27.8%	26.0%	26.7%	26.2%	27.3%	26.2%	27.2%	26.6%	27.1%
판매비	157.2	159.8	172.6	175.0	161.9	167.2	177.1	182.0	664.6	688.3	720.3
(판매비율)	23.0%	22.5%	23.0%	24.7%	22.7%	22.6%	22.1%	24.3%	23.3%	22.9%	23.0%
영업이익	32.4	33.0	36.5	9.1	28.9	26.9	41.7	14.6	111.1	112.1	128.3
(YoY)	-4.2%	36.4%	-16.3%	11.6%	-10.7%	-18.5%	14.2%	59.5%	1.1%	0.9%	14.5%
(OPM)	4.7%	4.6%	4.9%	1.3%	4.0%	3.6%	5.2%	1.9%	3.9%	3.7%	4.1%
별도기준	31.0	28.5	30.5	10.3	27.1	25.2	43.9	17.1	100.3	113.2	120.3
(OPM)	6.9%	6.2%	6.1%	2.3%	5.1%	4.8%	7.3%	3.2%	5.4%	5.2%	5.3%
식품	14.0	9.8	23.1	-0.5	15.0	13.5	31.7	4.3	46.4	64.5	67.4
(OPM)	4.8%	3.5%	7.1%	-0.2%	4.1%	3.8%	7.4%	1.2%	3.9%	4.3%	4.3%
소재	16.9	18.7	7.4	10.8	12.1	11.7	12.2	12.8	53.9	48.8	52.9
(OPM)	11.0%	10.7%	4.4%	6.4%	7.3%	6.9%	7.1%	7.4%	8.1%	7.2%	7.6%
세전이익	27.6	25.2	35.9	-6.9	30.3	21.0	35.8	8.4	81.9	95.5	114.2
당기순이익	21.0	19.1	28.5	-8.4	23.5	15.9	27.1	6.4	60.1	72.9	86.5
지배주주순이익	22.3	20.0	29.7	-7.5	24.3	16.5	27.8	6.9	64.6	75.5	89.0
(YoY)	11.9%	70.8%	23.7%	적전	8.9%	-17.4%	-6.6%	흑전	10.9%	16.9%	17.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

대상 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,350	28,550	30,047	31,286	32,286
매출원가	18,953	20,793	22,044	22,800	23,265
매출총이익	7,397	7,757	8,003	8,486	9,021
판매비및일반관리비	6,299	6,646	6,883	7,203	7,610
영업이익(보고)	1,099	1,111	1,121	1,283	1,411
영업이익(핵심)	1,099	1,111	1,121	1,283	1,411
영업외손익	-322	-292	-166	-142	-169
이자수익	99	93	85	88	91
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	170	225	0	0	0
이자비용	252	292	288	266	295
외환손실	242	265	0	0	0
관계기업지분법손익	43	69	65	65	65
투자및기타자산처분손익	-17	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-73	-35	0	0	0
기타	-52	-83	-30	-31	-32
법인세차감전이익	777	819	955	1,142	1,242
법인세비용	305	218	226	276	301
유효법인세율 (%)	39.3%	26.6%	23.6%	24.2%	24.2%
당기순이익	472	601	729	865	942
지배주주지분순이익(억원)	583	646	755	890	965
EBITDA	1,775	1,875	1,908	2,072	2,202
현금순이익(Cash Earnings)	1,148	1,365	1,516	1,654	1,733
수정당기순이익	526	630	729	865	942
증감율(% YoY)					
매출액	1.8	8.3	5.2	4.1	3.2
영업이익(보고)	-21.7	1.1	0.9	14.5	10.0
영업이익(핵심)	-21.7	1.1	0.9	14.5	10.0
EBITDA	-12.7	5.6	1.8	8.6	6.3
지배주주지분 당기순이익	-37.2	10.9	16.9	17.8	8.5
EPS	-37.2	10.9	11.7	17.8	8.5
수정순이익	-44.0	19.8	15.6	18.7	8.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	924	548	1,284	1,453	1,562
당기순이익	472	601	729	865	942
감가상각비	624	712	735	736	739
무형자산상각비	52	52	53	53	52
외환손익	-35	67	0	0	0
자산처분손익	25	22	0	0	0
지분법손익	-43	-28	-65	-65	-65
영업활동자산부채 증감	-608	-988	-166	-133	-103
기타	436	109	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-1,875	-2,203	-909	-904	-902
투자자산의 처분	8	-1,034	-159	-132	-106
유형자산의 처분	8	34	0	0	0
유형자산의 취득	-1,849	-1,172	-750	-773	-796
무형자산의 처분	-42	-29	0	0	0
기타	0	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	1,946	967	-665	-768	839
단기차입금의 증가	20	-1,655	-500	0	-259
장기차입금의 증가	1,974	2,760	-101	-700	1,169
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-108	-144	-144	-144	-144
기타	60	6	80	76	73
현금및현금성자산의순증가	976	-695	-291	-219	1,499
기초현금및현금성자산	1,560	2,537	1,842	1,551	1,332
기말현금및현금성자산	2,537	1,842	1,551	1,332	2,831
Gross Cash Flow	1,532	1,536	1,449	1,587	1,666
Op Free Cash Flow	-1,155	-610	728	855	962

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,019	10,865	11,047	11,219	13,034
현금및현금성자산	2,537	1,842	1,551	1,332	2,831
유동금융자산	1,908	2,692	2,833	2,949	3,044
매출채권및유동채권	2,726	3,392	3,570	3,718	3,836
재고자산	2,849	2,939	3,093	3,220	3,323
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,027	12,220	12,293	12,379	12,480
장기매출채권및기타비유동채권	268	478	503	523	540
투자자산	1,361	1,419	1,504	1,586	1,665
유형자산	8,016	8,541	8,556	8,593	8,650
무형자산	1,131	1,395	1,342	1,289	1,237
기타비유동자산	251	388	388	388	388
자산총계	21,046	23,085	23,340	23,599	25,514
유동부채	7,985	7,147	6,733	6,891	7,932
매입채무및기타유동채무	3,032	3,192	3,359	3,498	3,610
단기차입금	2,742	3,090	2,590	2,590	2,331
유동성장기차입금	1,950	633	532	532	1,701
기타유동부채	261	233	252	271	291
비유동부채	4,875	7,264	7,349	6,730	6,806
장기매입채무및비유동채무	94	95	100	104	108
사채및장기차입금	3,549	5,854	5,854	5,154	5,154
기타비유동부채	1,232	1,316	1,396	1,472	1,545
부채총계	12,861	14,412	14,082	13,620	14,738
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	5,087	5,556	6,171	6,919	7,741
기타자본	1,751	1,831	1,831	1,831	1,831
지배주주지분자본총계	7,934	8,482	9,096	9,844	10,667
비지배주주지분자본총계	252	191	161	135	109
자본총계	8,185	8,673	9,257	9,979	10,776
순차입금	3,797	5,043	4,591	3,994	3,311
총차입금	8,242	9,576	8,975	8,275	9,185

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,694	1,878	2,097	2,470	2,680
BPS	22,027	23,549	25,254	27,330	29,615
주당EBITDA	5,158	5,449	5,298	5,752	6,114
CFPS	3,337	3,967	4,210	4,592	4,811
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	19.2	14.1	12.0	10.2	9.4
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.9	6.1	5.4
PCFR	9.8	6.7	6.0	5.5	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	3.9	3.7	4.1	4.4
영업이익률(핵심)	4.2	3.9	3.7	4.1	4.4
EBITDA margin	6.7	6.6	6.4	6.6	6.8
순이익률	1.8	2.1	2.4	2.8	2.9
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.1	8.1	9.0	9.1
투자자본이익률(ROIC)	6.7	7.2	7.0	7.9	8.6
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.2	152.1	136.5	136.8
순차입금비율	46.4	58.1	49.6	40.0	30.7
이자보상배율(배)	4.4	3.8	3.9	4.8	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.3	8.6	8.6	8.5
재고자산회전율	10.0	9.9	10.0	9.9	9.9
매입채무회전율	9.3	9.2	9.2	9.1	9.1

>>> 동원F&B (049770)

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 12% 증가한 131억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 증가한 이유는 1) 올해 1분기에 단행되었던 참치캔 가격 인상 효과, 2) 두산생물자원 인수 효과에 기인한다. 원어투입단가 상승 영향을 매출 에누리 축소와 가격 인상으로 대응하고 있으나, 실적 가시성은 비교적 낮은 편이다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 참치어가 추이, 2) 유가공 부문과 동원홈푸드의 매출 성장률, 3) M&A 한 회사들의 수익성 개선 여부이다. 특히, 동사의 밸류에이션 확장을 저해하고 있는 참치어의 하락 전환 여부가 중요할 것으로 판단된다. 단기적으로 3분기 참치어가는 FAD 조업 금지로 강세가 불가피할 것으로 판단된다. 하지만, 4분기 이후 정상적인 계절성으로 돌아간다면, 내년도에 약세 전환하거나 투입단가가 유지될 가능성이 높아진다. 동사는 그 동안 식자재유통과 사료 부문의 경쟁력 강화를 위한 M&A를 지속해왔고, 유가공 부문에서 유음료 매출이 지속 확대 되었기 때문에, 참치어의 불확실성만 사라진다면 긍정적인 주가 흐름이 가능할 것으로 판단된다.

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	563.7	510.4	635.0	532.2	632.7	597.6	731.5	615.8	2,241.3	2,577.5	2,844.4
(YoY)	15.9%	16.6%	13.9%	18.4%	12.2%	17.1%	15.2%	15.7%	16.1%	15.0%	10.4%
일반식품	395.9	324.4	429.2	323.1	424.7	349.1	460.8	339.8	1,472.5	1,574.4	1,669.7
(YoY)	8.3%	5.7%	1.2%	13.2%	7.3%	7.6%	7.4%	5.2%	6.6%	6.9%	6.1%
조미유통	154.0	164.9	183.7	187.1	187.6	206.2	227.3	232.9	689.7	854.0	1,001.7
(YoY)	45.7%	43.1%	55.4%	25.3%	21.8%	25.1%	23.7%	24.5%	41.2%	23.8%	17.3%
사료	13.8	21.1	22.2	21.9	20.3	42.3	43.4	43.1	79.1	149.1	173.0
(YoY)	-7.7%	33.8%	46.5%	47.9%	47.3%	100.1%	95.4%	96.6%	30.2%	88.6%	16.0%
별도기준	393.5	321.3	428.5	321.7	421.8	346.0	460.1	338.4	1,465.0	1,566.3	1,661.6
(YoY)	8.5%	4.9%	1.4%	13.5%	7.2%	7.7%	7.4%	5.2%	6.5%	6.9%	6.1%
매출총이익	158.2	127.6	169.2	130.8	170.3	141.6	186.7	141.0	585.9	639.7	697.6
(GPM)	28.1%	25.0%	26.7%	24.6%	26.9%	23.7%	25.5%	22.9%	26.1%	24.8%	24.5%
판매비	130.4	116.0	141.0	125.2	140.3	128.5	154.6	137.4	512.6	560.8	610.1
(판매비율)	23.1%	22.7%	22.2%	23.5%	22.2%	21.5%	21.1%	22.3%	22.9%	21.8%	21.4%
영업이익	27.8	11.7	28.2	5.6	30.1	13.1	32.2	3.6	73.3	78.9	87.5
(OPM)	4.9%	2.3%	4.4%	1.1%	4.8%	2.2%	4.4%	0.6%	3.3%	3.1%	3.1%
일반식품	21.7	3.9	20.8	-0.7	24.0	4.5	24.0	-3.5	45.7	48.9	54.8
(OPM)	5.5%	1.2%	4.9%	-0.2%	5.7%	1.3%	5.2%	-1.0%	3.1%	3.1%	3.3%
조미유통	5.8	7.8	7.2	7.1	5.5	7.8	7.2	7.1	28.0	27.6	29.5
(OPM)	3.7%	4.8%	3.9%	3.8%	2.9%	3.8%	3.2%	3.0%	4.1%	3.2%	2.9%
사료	0.2	0.6	0.3	0.0	-0.2	1.4	1.1	0.8	1.0	3.1	3.9
(OPM)	1.8%	2.7%	1.1%	-0.2%	-1.0%	3.3%	2.5%	1.8%	1.3%	2.1%	2.2%
별도기준	21.2	3.5	20.7	-1.0	23.6	4.1	23.8	-3.8	44.5	47.7	53.5
(OPM)	5.4%	1.1%	4.8%	-0.3%	5.6%	1.2%	5.2%	-1.1%	3.0%	3.0%	3.2%
세전이익	26.6	10.5	29.1	1.9	30.6	11.0	29.9	1.2	68.1	72.7	81.3
당기순이익	20.3	8.1	22.4	2.9	23.7	8.3	22.7	0.9	53.7	55.6	61.6
지배주주순이익	20.3	8.0	22.4	2.9	23.7	8.3	22.7	0.9	53.6	55.6	61.6
(YoY)	-6.9%	-12.8%	-12.5%	1005.5%	16.9%	4.0%	1.4%	-69.8%	-5.6%	3.7%	10.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

동원F&B 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	19,310	22,413	25,775	28,444	30,588
매출원가	13,942	16,554	19,378	21,468	23,031
매출총이익	5,369	5,859	6,397	6,976	7,556
판매비및일반관리비	4,598	5,126	5,608	6,101	6,576
영업이익(보고)	771	733	789	875	981
영업이익(핵심)	771	733	789	875	981
영업외손익	-42	-52	-62	-63	-63
이자수익	8	12	8	9	10
배당금수익	4	1	1	1	1
외환이익	24	31	0	0	0
이자비용	53	62	60	60	60
외환손실	33	40	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-7	17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	16	-10	-12	-13	-14
법인세차감전이익	729	681	727	813	918
법인세비용	161	144	170	197	222
유효법인세율 (%)	22.0%	21.1%	23.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	568	537	556	616	696
지배주주지분순이익(억원)	568	536	556	616	696
EBITDA	1,140	1,120	1,175	1,262	1,369
현금순이익(Cash Earnings)	938	925	942	1,003	1,084
수정당기순이익	574	524	556	616	696
증감율(% YoY)					
매출액	7.6	16.1	15.0	10.4	7.5
영업이익(보고)	-6.3	-4.9	7.7	10.9	12.0
영업이익(핵심)	-6.3	-4.9	7.7	10.9	12.0
EBITDA	-2.8	-1.7	4.8	7.4	8.5
지배주주지분 당기순이익	-4.0	-5.6	3.7	10.7	13.0
EPS	-4.0	-5.6	3.7	10.7	13.0
수정순이익	-2.1	-8.6	6.2	10.7	13.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	890	1,046	615	743	875
당기순이익	568	537	556	616	696
감가상각비	353	369	369	372	375
무형자산상각비	16	19	17	15	13
외환손익	4	7	0	0	0
자산처분손익	21	31	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-193	36	-326	-258	-208
기타	120	46	-1	-1	-1
투자활동현금흐름	-571	-544	-432	-434	-437
투자자산의 처분	-208	-194	-30	-24	-19
유형자산의 처분	21	54	0	0	0
유형자산의 취득	-397	-394	-402	-410	-418
무형자산의 처분	-11	-33	0	0	0
기타	24	22	0	0	0
재무활동현금흐름	-250	-174	-62	-72	-79
단기차입금의 증가	-39	-186	0	0	0
장기차입금의 증가	-32	170	-5	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-116	-96	-96	-96	-96
기타	-63	-61	40	29	22
현금및현금성자산의순증가	71	330	122	237	359
기초현금및현금성자산	283	354	684	806	1,043
기말현금및현금성자산	354	684	806	1,043	1,402
Gross Cash Flow	1,083	1,010	941	1,002	1,083
Op Free Cash Flow	370	575	262	382	506

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,600	5,756	6,639	7,480	8,324
현금및현금성자산	354	684	806	1,043	1,402
유동금융자산	26	41	47	52	55
매출채권및유동채권	1,647	2,150	2,473	2,729	2,935
재고자산	2,573	2,881	3,313	3,656	3,932
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,925	5,167	5,240	5,308	5,374
장기매출채권및기타비유동채권	220	209	240	265	285
투자자산	352	326	351	371	388
유형자산	3,815	3,880	3,913	3,951	3,994
무형자산	538	752	735	720	707
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,524	10,923	11,878	12,788	13,698
유동부채	2,696	4,517	4,975	5,339	5,631
매입채무및기타유동채무	2,023	2,973	3,419	3,773	4,058
단기차입금	464	333	333	333	333
유동성장기차입금	86	1,118	1,118	1,118	1,118
기타유동부채	123	93	105	115	122
비유동부채	1,607	800	837	863	882
장기매입채무및비유동채무	15	16	19	20	22
사채및장기차입금	1,308	490	485	480	475
기타비유동부채	284	294	334	363	385
부채총계	4,302	5,317	5,812	6,202	6,513
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,019	4,459	4,919	5,439	6,038
기타자본	8	-49	-49	-49	-49
지배주주지분자본총계	5,221	5,604	6,064	6,584	7,183
비지배주주지분자본총계	1	2	2	2	2
자본총계	5,222	5,606	6,066	6,586	7,185
순차입금	1,479	1,216	1,083	837	469
총차입금	1,858	1,941	1,936	1,931	1,926

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,731	13,901	14,420	15,962	18,030
BPS	135,283	145,215	157,136	170,599	186,130
주당EBITDA	29,541	29,034	30,440	32,697	35,477
CFPS	24,298	23,960	24,407	25,981	28,099
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	26.7	14.2	15.4	13.9	12.3
PBR	2.9	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.6	7.9	8.2	7.5	6.6
PCFR	16.2	8.3	9.1	8.5	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.0	3.3	3.1	3.1	3.2
영업이익률(핵심)	4.0	3.3	3.1	3.1	3.2
EBITDA margin	5.9	5.0	4.6	4.4	4.5
순이익률	2.9	2.4	2.2	2.2	2.3
자기자본이익률(ROE)	11.4	9.9	9.5	9.7	10.1
투자자본이익률(ROIC)	9.9	9.3	9.5	9.9	10.7
안정성(%)					
부채비율	82.4	94.8	95.8	94.2	90.7
순차입금비율	28.3	21.7	17.9	12.7	6.5
이자보상배율(배)	14.6	11.9	13.2	14.6	16.4
활동성(배)					
매출채권회전율	11.6	11.8	11.1	10.9	10.8
재고자산회전율	7.9	8.2	8.3	8.2	8.1
매입채무회전율	9.9	9.0	8.1	7.9	7.8

>>> 동원산업 (006040)

투자의견 BUY, 목표주가 430,000원(하향)

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 7% 증가한 482억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 증가한 이유는 동부익스프레스 인수에 따른 물류 부문의 외형 및 이익 성장 때문이다. 따라서, M&A 효과를 제외한다면, 이익이 감소한 것으로 판단된다. M&A 효과 제외 시, 이익이 감소한 주요 이유는 1) 어획량 감소에 따른 수산 부문의 이익 감소, 2) 어가 상승에 따른 스타키스트의 수익성 악화로 판단된다. 투자의견 BUY를 유지하나, 동사의 이익 추정치 하향에 따라, 목표주가를 43만원으로 하향한다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 참치어가 추이, 2) 어획량 회복 여부, 3) 여객 사업 부문 매각 여부가 될 것이다. 단기적으로 3분기 참치어가는 FAD 조업금지로 강세가 가능하나, 어획량 회복에는 여전히 불확실성이 남아있다. 동사는 동부익스프레스의 여객 사업부 매각을 추진하고 있는데, 매각을 통해 조달된 자금으로 차입금 축소에 나설 전망이다. 만약, 여객 사업부 매각이 좋은 가격에 성사된다면, 재무 안정성 개선 측면에서 긍정적인 것으로 판단된다.

동원산업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	379.0	400.8	398.0	398.6	554.6	580.2	590.2	580.5	1,576.4	2,305.4	2,444.1
(YoY)	12.9%	17.4%	10.0%	24.3%	46.3%	44.8%	48.3%	45.6%	15.9%	46.2%	6.0%
수산	67.2	83.4	138.7	124.6	95.9	104.0	120.9	112.7	413.9	433.5	446.6
(YoY)	21.4%	24.8%	80.8%	86.5%	42.8%	24.7%	-12.9%	-9.5%	55.8%	4.7%	3.0%
유통	259.8	267.2	204.1	224.6	283.2	243.4	226.3	230.7	955.7	983.5	998.3
(YoY)	12.9%	17.8%	-13.5%	4.1%	9.0%	-8.9%	10.9%	2.7%	5.2%	2.9%	1.5%
물류	57.1	58.4	64.0	62.1	186.1	240.8	251.9	249.8	241.6	928.6	1,039.2
(YoY)	9.5%	13.7%	13.4%	19.8%	226.0%	312.6%	293.3%	302.0%	14.1%	284.3%	11.9%
기타	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	10.0	10.2	10.4
영업이익	18.7	45.2	45.1	42.4	34.9	48.2	55.5	47.2	151.4	185.8	192.3
(OPM)	4.9%	11.3%	11.3%	10.6%	6.3%	8.3%	9.4%	8.1%	9.6%	8.1%	7.9%
수산	-3.2	15.9	15.7	17.3	3.6	9.9	17.1	11.8	45.7	42.4	49.2
(OPM)	-4.7%	19.1%	11.3%	13.9%	3.8%	9.5%	14.1%	10.5%	11.1%	9.8%	11.0%
유통	19.7	22.6	26.4	21.0	20.0	19.9	24.1	20.0	89.8	84.0	79.2
(OPM)	7.6%	8.5%	12.9%	9.3%	7.1%	8.2%	10.6%	8.7%	9.4%	8.5%	7.9%
물류	2.9	3.1	2.9	2.5	10.7	14.8	14.3	13.8	11.3	53.5	58.0
(OPM)	5.0%	5.3%	4.6%	4.0%	5.7%	6.1%	5.7%	5.5%	4.7%	5.8%	5.6%
기타	0.9	0.7	1.0	0.4	0.9	0.7	1.0	0.5	3.0	3.1	3.2
세전이익	17.6	39.8	52.1	37.5	36.5	43.9	51.3	43.1	146.9	174.7	185.6
당기순이익	13.0	21.5	31.3	11.7	28.7	31.8	37.1	31.3	77.4	128.9	134.3
자배주순이익	13.8	19.7	30.8	10.6	28.7	31.7	37.1	31.4	75.0	128.9	134.3
(YoY)	흑전	229.8%	82.9%	흑전	107.4%	61.1%	20.2%	195.3%	546.2%	71.9%	4.2%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,257	1,500	1,433	1,508	1,633	1,763	1,817	1,633	1,430	1,713	1,799
원/달러 평균환율	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,128	1,137	1,137	1,161	1,139	1,137
어획량(천톤)	31	41	51	45	30	32	39	39	167	140	140

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

동원산업 목표주가 변경 내역

PER Valuation		PBR Valuation	
'18E EPS(원)	39,946	'18E BPS(원)	307,897
Target PER(배)	10	Target PBR(배)	1.5
적정주가(A)(원)	399,457	적정주가(B)(원)	461,845
목표주가(원)	430,000	(A)와 (B)의 평균 값. 만원 이하 반올림	

자료: 키움증권 리서치

동원산업 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,597	15,764	23,054	24,441	24,779
매출원가	11,471	12,731	19,353	20,634	20,933
매출총이익	2,127	3,033	3,701	3,807	3,846
판매비및일반관리비	1,553	1,518	1,843	1,883	1,891
영업이익(보고)	573	1,514	1,858	1,923	1,955
영업이익(핵심)	573	1,514	1,858	1,923	1,955
영업외손익	-362	-45	-111	-68	-30
이자수익	54	60	46	49	49
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	149	195	0	0	0
이자비용	155	188	321	280	244
외환손실	208	221	0	0	0
관계기업지분법손익	53	125	90	90	90
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-5	0	0	0
기타	-253	-11	74	73	74
법인세차감전이익	211	1,469	1,747	1,856	1,925
법인세비용	141	695	458	512	531
유효법인세율 (%)	66.8%	47.3%	26.2%	27.6%	27.6%
당기순이익	70	774	1,289	1,343	1,393
지배주주지분순이익(억원)	116	750	1,289	1,343	1,393
EBITDA	1,210	2,199	2,768	2,840	2,874
현금순이익(Cash Earnings)	707	1,459	2,199	2,260	2,312
수정당기순이익	71	777	1,289	1,343	1,393
증감율(% YoY)					
매출액	-1.7	15.9	46.2	6.0	1.4
영업이익(보고)	-29.3	164.1	22.7	3.5	1.6
영업이익(핵심)	-29.3	164.1	22.7	3.5	1.6
EBITDA	-14.5	81.8	25.9	2.6	1.2
지배주주지분 당기순이익	-80.9	546.2	71.9	4.2	3.7
EPS	-80.9	546.2	71.9	4.2	3.7
수정순이익	-86.2	987.9	66.0	4.2	3.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	560	2,100	1,073	2,195	2,147
당기순이익	70	774	1,289	1,343	1,393
감가상각비	620	668	894	900	902
무형자산상각비	16	17	16	17	17
외환손익	-28	45	0	0	0
자산처분손익	2	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-90	-90	-90
영업활동자산부채 증감	-388	33	-636	24	-75
기타	267	563	-400	0	0
투자활동현금흐름	-575	-1,182	-5,763	-956	-946
투자자산의 처분	232	-582	-1,333	-38	-9
유형자산의 처분	12	72	0	0	0
유형자산의 취득	-875	-729	-3,020	-918	-936
무형자산의 처분	0	-4	-1,410	0	0
기타	57	61	0	0	0
재무활동현금흐름	732	945	2,093	-1,325	-1,242
단기차입금의 증가	-373	-2,998	560	0	0
장기차입금의 증가	1,327	4,172	1,262	-1,287	-1,127
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-67	-67	-101	-101	-101
기타	-155	-162	373	62	-14
현금및현금성자산의순증가	729	1,889	-2,596	-87	-40
기초현금및현금성자산	462	1,190	3,079	483	397
기말현금및현금성자산	1,190	3,079	483	397	357
Gross Cash Flow	948	2,067	1,709	2,170	2,222
Op Free Cash Flow	-436	782	-2,784	1,416	1,323

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,801	10,554	9,797	9,776	9,866
현금및현금성자산	1,190	3,079	483	397	357
유동금융자산	449	622	622	660	669
매출채권및유동채권	2,018	2,788	4,080	4,108	4,165
재고자산	4,143	4,065	4,611	4,612	4,675
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,379	8,449	13,899	14,011	14,124
장기매출채권및기타비유동채권	266	234	342	362	367
투자자산	1,261	1,355	2,777	2,867	2,957
유형자산	5,775	5,766	7,893	7,911	7,945
무형자산	744	753	2,547	2,530	2,513
기타비유동자산	334	342	342	342	342
자산총계	16,180	19,003	23,696	23,787	23,990
유동부채	6,315	3,749	6,909	7,591	7,013
매입채무및기타유동채무	1,803	2,078	3,293	3,348	3,394
단기차입금	2,011	1,246	1,806	1,806	1,806
유동성장기차입금	2,447	267	1,579	2,193	1,566
기타유동부채	54	157	230	244	247
비유동부채	2,776	7,344	7,688	5,855	5,342
장기매입채무및비유동채무	94	48	70	74	75
사채및장기차입금	2,455	6,694	6,644	4,744	4,244
기타비유동부채	227	602	974	1,036	1,023
부채총계	9,091	11,092	14,597	13,446	12,356
자본금	168	168	168	168	168
추적발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,447	7,130	8,318	9,560	10,853
기타자본	141	254	254	254	254
지배주주지분자본총계	7,129	7,925	9,113	10,355	11,648
비지배주주지분자본총계	-40	-14	-14	-13	-13
자본총계	7,089	7,911	9,099	10,342	11,634
순차입금	5,273	4,507	8,923	7,686	6,590
총차입금	6,913	8,208	10,029	8,743	7,616

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,451	22,300	38,325	39,946	41,432
BPS	211,974	235,636	270,955	307,897	346,324
주당EBITDA	35,975	65,387	82,306	84,452	85,440
CFPS	21,009	43,375	65,385	67,209	68,753
DPS	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
추가배수(배)					
PER	76.6	16.3	8.2	7.8	7.6
PBR	1.2	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.8	7.8	7.0	6.4	6.0
PCFR	12.6	8.4	4.8	4.7	4.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	9.6	8.1	7.9	7.9
영업이익률(핵심)	4.2	9.6	8.1	7.9	7.9
EBITDA margin	8.9	14.0	12.0	11.6	11.6
순이익률	0.5	4.9	5.6	5.5	5.6
자기자본이익률(ROE)	1.0	10.3	15.2	13.8	12.7
투자자본이익률(ROIC)	1.8	7.2	10.2	9.0	9.1
안정성(%)					
부채비율	128.2	140.2	160.4	130.0	106.2
순차입금비율	74.4	57.0	98.1	74.3	56.6
이자보상배율(배)	3.7	8.0	5.8	6.9	8.0
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.6	6.7	6.0	6.0
재고자산회전율	3.6	3.8	5.3	5.3	5.3
매입채무회전율	8.9	8.1	8.6	7.4	7.4

>>> 롯데칠성 (005300)

투자의견 **Outperform(하향)**, 목표주가 **1,770,000원(하향)**

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 -20% 감소한 408억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 감소한 이유는 1) 맥주 신제품 출시에 따른 마케팅 비용 증가, 2) 원재료 투입단가 상승에 따른 원가율 악화로 추산된다. 원가율 악화는 점차 완화될 것으로 판단되나, 마케팅 비용 증가세는 가속화될 가능성도 배제할 수 없다. 따라서, 투자의견을 Outperform으로 하향하고, 목표주가를 176만원으로 하향한다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 피츠 맥주 매출 흐름, 2) 성수기 날씨로 판단된다. 동사는 업소용 맥주 시장을 공략하기 위해, 올해 6월에 피츠를 출시하였고, 연간 매출 700억원을 목표로 하고 있다. 단기적으로는 업소에 입점하는 단계이기 때문에, 매출 흐름에 큰 이상이 없을 것으로 판단된다. 따라서, 제품 회전을 감안한다면, 연간 목표 달성 여부는 3분기 말 정도에 파악이 가능할 전망이다.

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	542.8	628.5	665.9	532.2	546.5	655.0	701.4	564.5	2,369.5	2,467.4	2,613.7
(YoY)	4.7%	1.2%	3.2%	3.5%	0.7%	4.2%	5.3%	6.1%	3.1%	4.1%	5.9%
본사(별도기준)	519.6	596.9	641.7	506.1	526.5	623.3	677.1	538.4	2,264.2	2,365.3	2,511.7
(YoY)	4.7%	0.5%	4.2%	3.5%	1.3%	4.4%	5.5%	6.4%	3.2%	4.5%	6.2%
음료	329.0	418.5	454.1	329.6	338.1	432.6	465.6	334.4	1,531.2	1,570.7	1,628.5
(YoY)	6.3%	5.7%	8.2%	6.2%	2.8%	3.4%	2.5%	1.4%	6.6%	2.6%	3.7%
주류	190.6	178.4	187.6	176.5	188.4	190.7	211.5	204.0	733.1	794.7	883.1
(YoY)	2.0%	-9.9%	-4.2%	-1.1%	-1.2%	6.9%	12.8%	15.6%	-3.4%	8.4%	11.1%
매출총이익	235.2	279.6	295.0	225.5	232.8	290.0	307.9	236.6	1,035.3	1,067.4	1,135.4
(GPM)	43.3%	44.5%	44.3%	42.4%	42.6%	44.3%	43.9%	41.9%	43.7%	43.3%	43.4%
판매비	197.3	228.9	238.6	221.8	206.1	249.2	260.0	238.4	886.5	953.7	1,005.4
(판매비율)	36.3%	36.4%	35.8%	41.7%	37.7%	38.0%	37.1%	42.2%	37.4%	38.7%	38.5%
영업이익	38.0	50.7	56.4	3.7	26.7	40.8	47.9	-1.7	148.8	113.7	130.0
(YoY)	5.3%	3.2%	4.6%	0.0%	-29.6%	-19.5%	-15.1%	적전	4.1%	-23.6%	14.3%
(OPM)	7.0%	8.1%	8.5%	0.7%	4.9%	6.2%	6.8%	-0.3%	6.3%	4.6%	5.0%
본사(별도기준)	39.9	47.4	53.7	5.2	27.3	36.7	44.5	-0.7	146.2	107.7	124.0
(YoY)	5.3%	-5.8%	3.5%	-24.9%	-31.7%	-22.5%	-17.1%	적전	-0.6%	-26.3%	15.1%
(OPM)	7.7%	7.9%	8.4%	1.0%	5.2%	5.9%	6.6%	-0.1%	6.5%	4.6%	4.9%
세전이익	37.7	39.8	48.9	-17.6	16.7	36.6	43.8	-5.8	108.8	91.2	109.0
당기순이익	26.3	29.0	39.3	-25.4	8.3	25.6	30.6	-3.9	69.1	60.6	76.3
지배주주순이익	26.4	28.9	39.2	-25.2	8.3	25.6	30.6	-4.0	69.3	60.6	76.3
(YoY)	19.8%	6.7%	14.9%	적지	-68.5%	-11.4%	-21.9%	적지	-30.4%	-12.6%	25.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 목표주가 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	'18E	비고
EBITDA	290	
Target EV/EBITDA(x)	8.9	Peer 4 개사의 '18E 평균 EV/EBITDA 적용(농심, 하이트진로, Suntory, Kirin)
비영업자산 가치	947	
주요 지분가치	447	롯데쇼핑, 롯데푸드 7/11 증가 적용
서초동부지	500	공정가치 1 조원 가정하고 50% 할인
EV	3,530	
(-) 순차입금	1,134	
목표 시가총액	2,396	
발행주식수(천주)	1,357	
목표주가(원)	1,770,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

롯데칠성 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	22,992	23,695	24,674	26,137	27,417
매출원가	13,183	13,342	14,000	14,783	15,384
매출총이익	9,808	10,353	10,674	11,354	12,033
판매비및일반관리비	8,380	8,865	9,537	10,054	10,552
영업이익(보고)	1,429	1,488	1,137	1,300	1,481
영업이익(핵심)	1,429	1,488	1,137	1,300	1,481
영업외손익	-449	-400	-225	-210	-208
이자수익	42	44	52	55	58
배당금수익	35	39	40	43	45
외환이익	33	46	0	0	0
이자비용	254	257	248	240	239
외환손실	122	99	0	0	0
관계기업지분손익	-10	58	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-42	-60	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	60	-7	0	0	0
기타	-192	-164	-69	-68	-72
법인세차감전이익	979	1,088	912	1,090	1,273
법인세비용	370	397	306	327	382
유효법인세율 (%)	37.8%	36.4%	33.6%	30.0%	30.0%
당기순이익	1,003	691	606	763	891
지배주주지분순이익(억원)	996	693	606	763	891
EBITDA	2,761	2,862	2,622	2,903	3,048
현금순이익(Cash Earnings)	2,335	2,065	2,091	2,366	2,458
수정당기순이익	992	734	606	763	891
증감율(% YoY)					
매출액	5.3	3.1	4.1	5.9	4.9
영업이익(보고)	53.6	4.1	-23.6	14.3	13.9
영업이익(핵심)	53.6	4.1	-23.6	14.3	13.9
EBITDA	28.1	3.7	-8.4	10.7	5.0
지배주주지분 당기순이익	433.3	-30.4	-12.6	25.9	16.8
EPS	433.3	-30.4	-12.6	25.9	16.8
수정순이익	238.2	-26.0	-17.4	25.9	16.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,739	1,913	2,032	2,294	2,389
당기순이익	1,003	691	606	763	891
감가상각비	1,098	1,162	1,247	1,364	1,372
무형자산상각비	234	212	238	239	196
외환손익	67	39	0	0	0
자산처분손익	58	96	0	0	0
지분법손익	10	-58	0	0	0
영업활동자산부채 증감	35	-588	-21	-32	-27
기타	234	357	-39	-40	-43
투자활동현금흐름	-3,215	-3,413	-4,325	-1,985	-1,954
투자자산의 처분	-669	74	-325	-485	-424
유형자산의 처분	52	40	0	0	0
유형자산의 취득	-2,593	-3,519	-4,000	-1,500	-1,530
무형자산의 처분	-5	-7	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	1,504	2,656	2,028	-486	-47
단기차입금의 증가	427	2,289	0	0	0
장기차입금의 증가	1,126	492	2,037	-540	-81
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-78	-125	-136	-136	-136
기타	29	0	127	189	170
현금및현금성자산의순증가	952	1,163	-265	-178	388
기초현금및현금성자산	1,082	2,034	3,197	2,932	2,754
기말현금및현금성자산	2,034	3,197	2,932	2,754	3,142
Gross Cash Flow	2,705	2,501	2,052	2,325	2,416
Op Free Cash Flow	-342	-1,795	-1,780	981	1,047

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,547	10,379	10,411	10,677	11,452
현금및현금성자산	2,034	3,197	2,932	2,754	3,142
유동금융자산	1,932	1,484	1,545	1,637	1,717
매출채권및유동채권	3,023	3,153	3,283	3,478	3,648
재고자산	2,407	2,449	2,550	2,701	2,833
기타유동비금융자산	151	97	101	107	112
비유동자산	34,273	36,126	38,960	39,316	39,687
장기매출채권및기타비유동채권	371	407	423	449	471
투자자산	10,231	9,996	10,298	10,731	11,118
유형자산	19,881	22,186	24,939	25,075	25,233
무형자산	3,776	3,515	3,277	3,039	2,843
기타비유동자산	14	22	22	22	22
자산총계	43,820	46,505	49,371	49,993	51,139
유동부채	8,370	12,074	12,337	12,133	14,610
매입채무및기타유동채무	5,128	5,134	5,346	5,663	5,940
단기차입금	1,793	4,187	4,187	4,187	4,187
유동성장기차입금	1,063	2,466	2,503	1,963	4,144
기타유동부채	386	287	300	320	338
비유동부채	11,823	10,704	12,836	13,034	10,949
장기매입채무및비유동채무	153	142	148	157	164
사채및장기차입금	8,567	7,584	9,584	9,584	7,321
기타비유동부채	3,103	2,978	3,105	3,294	3,464
부채총계	20,194	22,778	25,173	25,168	25,559
자본금	68	68	68	68	68
추시발행초과금	42	42	42	42	42
이익잉여금	19,641	20,199	20,670	21,299	22,056
기타자본	3,611	3,159	3,159	3,159	3,159
지배주주지분자본총계	23,361	23,467	23,939	24,568	25,325
비지배주주지분자본총계	265	260	258	257	256
자본총계	23,626	23,727	24,198	24,825	25,580
순차입금	7,457	9,557	11,797	11,343	10,794
총차입금	11,423	14,237	16,274	15,734	15,653

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	73,398	51,074	44,658	56,214	65,655
BPS	1,721,282	1,729,103	1,763,867	1,810,183	1,865,938
주당EBITDA	203,435	210,868	193,207	213,893	224,573
CFPS	172,061	152,182	154,081	174,306	181,139
DPS	9,200	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	30.2	28.6	36.0	28.6	24.5
PBR	1.3	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.1	9.9	12.5	11.1	10.4
PCFR	12.9	9.6	10.4	9.2	8.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.2	6.3	4.6	5.0	5.4
영업이익률(핵심)	6.2	6.3	4.6	5.0	5.4
EBITDA margin	12.0	12.1	10.6	11.1	11.1
순이익률	4.4	2.9	2.5	2.9	3.3
자기자본이익률(ROE)	4.3	2.9	2.5	3.1	3.5
투자자본이익률(ROIC)	4.1	4.1	3.0	3.4	3.9
안정성(%)					
부채비율	85.5	96.0	104.0	101.4	99.9
순차입금비율	31.6	40.3	48.8	45.7	42.2
이자보상배율(배)	5.6	5.8	4.6	5.4	6.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	7.7	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율	9.2	9.8	9.9	10.0	9.9
매입채무회전율	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7

>>> 롯데푸드 (002270)

투자의견 BUY, 목표주가 770,000원

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 -3% 감소한 234억원으로 전망된다. 따라서, 전년동기와 거의 비슷한 수준의 이익을 기록할 것으로 판단된다. 실적에 긍정적인 요인은 빙과 부문의 경쟁강도가 완화되는 점이고, 부정적인 요인은 1) 조제분유 매출이 감소하고, 2) 후레쉬델리카의 가동률이 하락하는 점이다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 조제분유 매출 회복 여부, 2) 후레쉬델리카의 매출 성장률, 3) 돈육가격 방향성 이다. 최근 신생아 수가 -10% 이상 감소하면서, 조제분유의 매출 회복 가시성은 낮은 편이다. 또한, 중국의 사드 보복 수위도 여전히 높은 편인 점도 부담스러운 부분이다. 한편, 후레쉬델리카의 매출 성장률 가시성은 높은 편으로 판단된다. 편의점 채널의 즉석식품 매출은 여전히 20% 내외의 고성장세를 보이고 있기 때문이다.

롯데푸드 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	422.9	452.2	479.6	407.8	437.2	469.5	499.4	425.5	1,762.4	1,831.5	1,898.5
(YoY)	4.5%	2.0%	2.1%	4.9%	3.4%	3.8%	4.1%	4.4%	3.3%	3.9%	3.7%
유지식품	186.3	194.9	195.8	192.1	196.5	209.5	208.9	206.9	769.0	821.7	870.3
(YoY)	6.7%	6.0%	6.4%	7.2%	5.5%	7.5%	6.7%	7.7%	6.6%	6.9%	5.9%
빙과 등	98.1	129.6	141.8	89.2	98.5	129.1	142.0	89.0	458.7	458.6	463.2
(YoY)	1.0%	-3.5%	4.2%	-0.8%	0.4%	-0.4%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.0%	1.0%
육가공 등	138.5	127.7	142.0	126.5	142.2	130.9	148.4	129.6	534.7	551.2	564.9
(YoY)	4.1%	2.1%	-5.0%	5.7%	2.7%	2.5%	4.5%	2.5%	1.4%	3.1%	2.5%
매출총이익	85.4	94.7	108.0	72.1	80.1	93.9	112.2	75.5	360.0	361.7	377.4
(GPM)	20.2%	20.9%	22.5%	17.7%	18.3%	20.0%	22.5%	17.7%	20.4%	19.7%	19.9%
판매비	65.6	70.5	74.5	69.6	66.0	70.5	74.7	70.8	280.2	282.0	289.7
(판매비율)	15.5%	15.6%	15.5%	17.1%	15.1%	15.0%	15.0%	16.6%	15.9%	15.4%	15.3%
영업이익	19.7	24.2	33.5	2.4	14.1	23.4	37.5	4.7	79.8	79.7	87.8
(YoY)	52.6%	-1.9%	11.3%	58.4%	-28.4%	-3.2%	12.0%	92.0%	15.3%	-0.2%	10.1%
(OPM)	4.7%	5.4%	7.0%	0.6%	3.2%	5.0%	7.5%	1.1%	4.5%	4.4%	4.6%
유지식품	9.7	9.7	12.9	8.4	6.7	8.4	16.1	10.7	40.7	41.9	48.5
(OPM)	5.2%	5.0%	6.6%	4.4%	3.4%	4.0%	7.7%	5.2%	5.3%	5.1%	5.6%
빙과 등	7.7	13.4	15.6	-3.8	4.0	13.2	15.8	-3.9	32.9	29.2	30.2
(OPM)	7.9%	10.3%	11.0%	-4.3%	4.1%	10.3%	11.1%	-4.4%	7.2%	6.4%	6.5%
육가공 등	2.3	1.1	5.0	-2.1	3.3	1.8	5.5	-2.1	6.3	8.6	9.1
(OPM)	1.6%	0.9%	3.5%	-1.7%	2.3%	1.4%	3.7%	-1.7%	1.2%	1.6%	1.6%
세전이익	20.1	20.8	30.3	4.7	15.3	23.7	37.8	4.8	75.9	81.5	89.8
당기순이익	15.3	15.6	22.8	4.4	10.7	17.9	28.6	3.6	58.2	60.9	68.0
(YoY)	39.9%	-13.7%	20.5%	91.4%	-30.1%	14.9%	25.5%	-18.0%	15.7%	4.7%	11.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데푸드 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,062	17,624	18,315	18,985	19,629
매출원가	13,576	14,024	14,713	15,225	15,730
매출총이익	3,486	3,600	3,602	3,759	3,899
판매비및일반관리비	2,794	2,802	2,820	2,897	2,971
영업이익(보고)	692	798	782	863	928
영업이익(핵심)	692	798	782	863	928
영업외손익	-66	-40	19	20	19
이자수익	10	11	7	7	7
배당금수익	43	27	23	23	24
외환이익	8	34	32	30	29
이자비용	35	23	18	15	15
외환손실	45	10	10	9	9
관계기업지분법손익	-64	-21	14	14	14
투자및기타자산처분손익	-4	-9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	38	-22	0	0	0
기타	-17	-27	-30	-30	-31
법인세차감전이익	626	759	800	883	947
법인세비용	124	177	202	214	229
유효법인세율 (%)	19.7%	23.3%	25.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	503	582	598	669	718
지배주주지분순이익(억원)	503	582	598	669	718
EBITDA	1,170	1,290	1,295	1,384	1,435
현금순이익(Cash Earnings)	981	1,074	1,111	1,190	1,225
수정당기순이익	476	605	598	669	718
증감율(% YoY)					
매출액	4.5	3.3	3.9	3.7	3.4
영업이익(보고)	5.0	15.3	-2.1	10.3	7.6
영업이익(핵심)	5.0	15.3	-2.1	10.3	7.6
EBITDA	4.7	10.2	0.3	6.9	3.7
지배주주지분 당기순이익	-16.0	15.7	2.8	11.9	7.3
EPS	-16.0	15.7	2.8	11.9	7.3
수정순이익	-20.2	27.3	-1.2	11.9	7.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,246	898	984	1,071	1,108
당기순이익	503	582	598	669	718
감가상각비	435	449	469	477	479
무형자산상각비	43	43	44	44	28
외환손익	38	-23	-22	-21	-20
자산처분손익	4	9	0	0	0
지분법손익	64	21	-14	-14	-14
영업활동자산부채 증감	170	-330	-86	-83	-80
기타	-12	148	-5	-2	-3
투자활동현금흐름	-422	-1,277	-798	-497	-568
투자자산의 처분	-44	-286	302	3	-53
유형자산의 처분	11	10	0	0	0
유형자산의 취득	-438	-1,035	-1,100	-500	-515
무형자산의 처분	-1	-2	0	0	0
기타	50	36	0	0	0
재무활동현금흐름	135	-397	-170	-233	-58
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	203	-309	-113	-176	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-34	-65	-82	-82	-82
기타	-33	-23	25	25	24
현금및현금성자산의순증가	960	-776	16	341	482
기초현금및현금성자산	184	1,143	367	383	723
기말현금및현금성자산	1,143	367	383	723	1,205
Gross Cash Flow	1,076	1,228	1,069	1,153	1,188
Op Free Cash Flow	765	-263	-88	592	616

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,937	4,633	4,816	5,319	5,957
현금및현금성자산	1,143	367	383	723	1,205
유동금융자산	134	119	124	128	133
매출채권및유동채권	2,081	2,470	2,567	2,660	2,751
재고자산	1,578	1,678	1,743	1,807	1,869
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,939	8,728	9,053	9,064	9,160
장기매출채권및비유동채권	131	76	79	82	85
투자자산	2,227	2,476	2,210	2,239	2,325
유형자산	5,016	5,651	6,282	6,304	6,340
무형자산	565	526	482	438	410
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,876	13,362	13,869	14,383	15,117
유동부채	2,293	2,826	2,690	2,589	2,661
매입채무및기타유동채무	1,525	1,832	1,904	1,974	2,041
단기차입금	340	350	350	350	350
유동성장기차입금	352	500	287	111	111
기타유동부채	77	144	149	154	159
비유동부채	1,657	1,109	1,237	1,265	1,292
장기매입채무및비유동채무	101	82	85	88	91
사채및장기차입금	851	362	462	462	462
기타비유동부채	705	665	689	714	738
부채총계	3,950	3,935	3,927	3,854	3,952
자본금	68	68	68	68	68
추시발행초과금	725	725	725	725	725
이익잉여금	7,455	7,971	8,487	9,074	9,710
기타자본	677	661	661	661	661
자본총계	8,926	9,426	9,942	10,529	11,165
자본적용자본총계	8,926	9,426	9,942	10,529	11,165
순차입금	265	726	593	72	-414
총차입금	1,543	1,212	1,099	923	923

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	36,711	42,479	43,666	48,861	52,417
BPS	651,806	688,335	726,001	768,862	815,279
주당EBITDA	85,472	94,223	94,548	101,061	104,803
CFPS	71,632	78,408	81,122	86,926	89,454
DPS	4,780	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	25.9	15.3	14.9	13.3	12.4
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.3	7.5	7.3	6.5	5.9
PCFR	13.2	8.3	8.0	7.5	7.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	4.5	4.3	4.5	4.7
영업이익률(핵심)	4.1	4.5	4.3	4.5	4.7
EBITDA margin	6.9	7.3	7.1	7.3	7.3
순이익률	2.9	3.3	3.3	3.5	3.7
자기자본이익률(ROE)	5.8	6.34	6.2	6.5	6.6
투자자본이익률(ROIC)	7.5	8.0	7.0	7.5	8.0
안정성(%)					
부채비율	44.3	41.7	39.5	36.6	35.4
순차입금비율	3.0	7.7	6.0	0.7	-3.7
이자보상배율(배)	19.5	35.4	44.4	58.4	62.8
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	7.7	7.3	7.3	7.3
재고자산회전율	9.9	10.8	10.7	10.7	10.7
매입채무회전율	11.4	10.5	9.8	9.8	9.8

>>> 매일유업 (267980)

투자의견 BUY, 목표주가 94,000원(하향)

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 4% 증가한 128억원으로 전망된다. 따라서, 전년동기와 거의 비슷한 수준의 이익이 예상된다. 실적에 긍정적인 요인은 1) 원유재고 감소에 따라 원가율이 개선되고, 2) 커피음료/유기농우유가 고성장하는 점이고, 부정적인 요인은 조제분유 매출이 감소하는 부분이다. 다만, 최근 조제분유 매출 흐름이 악화되는 점을 감안하여, 실적 추정치와 Target PER을 하향하여, 목표주가를 97,000원으로 하향한다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 조제분유 매출 회복 여부, 2) 원유재고의 방향성, 3) 고수익성 제품의 매출 성장률이다. 조제분유 매출은 신생아 수의 급격한 감소와 중국 사드 보복 우려로 가시성이 낮은 상황이다. 원유재고는 작년과 달리, 계절성에 맞추어 상승하고 있기 때문에, 방향성이 좋은 편은 아니다. 다만, 더운 날씨로 인해 RTD 커피음료의 판매는 호조를 보일 것으로 예상되고, 유기농우유가 20% 내외의 성장세가 지속되고 있는 점은 긍정적이다.

매일유업 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	321.4	331.2	339.4	336.1	327.6	341.2	355.5	338.3	1,328.1	1,362.7	1,428.2
(YoY)	5.0%	7.5%	7.1%	3.9%	1.9%	3.0%	4.7%	0.7%	5.9%	2.6%	4.8%
매출총이익	91.9	104.0	109.8	110.9	101.5	111.0	117.3	111.8	416.7	441.6	467.8
(GPM)	28.6%	31.4%	32.3%	33.0%	31.0%	32.5%	33.0%	33.1%	31.4%	32.4%	32.8%
판매비	79.7	91.8	88.0	88.1	89.7	98.3	95.3	88.8	347.5	372.1	393.6
(판매비율)	24.8%	27.7%	25.9%	26.2%	27.4%	28.8%	26.8%	26.3%	26.2%	27.3%	27.6%
영업이익	12.3	12.2	21.7	22.9	11.8	12.8	22.0	23.0	69.1	69.5	74.3
(YoY)	183.9%	182.7%	55.7%	32.4%	-4.2%	4.3%	1.3%	0.5%	73.3%	0.6%	6.8%
(OPM)	3.8%	3.7%	6.4%	6.8%	3.6%	3.7%	6.2%	6.8%	5.2%	5.1%	5.2%
세전이익	12.7	12.4	16.9	26.0	8.5	12.2	21.4	22.4	68.0	64.5	72.0
당기순이익	10.8	6.8	12.7	19.3	5.7	9.2	16.2	17.0	49.5	48.2	54.6
(YoY)	146.3%	123.7%	23.1%	47.2%	-46.9%	36.1%	28.0%	-11.8%	60.8%	-2.7%	13.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

매일유업 목표주가 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	'18E	비고
지배주주순이익	54.6	
희석가능발행주식수(천주)	7,844	
DEPS	6,957	
Target PER(배)	13.5	조제분유 부진 감안하여, 기존 Target PER 대비 10% 디스카운트 적용
목표주가(원)	94,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

>>> 오뚜기 (007310)

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 -2% 감소한 395억원으로 전망된다. 따라서, 전년동기와 거의 비슷한 수준의 이익이 예상된다. 실적에 긍정적인 요인은 기존 Cash Cow 제품의 매출이 회복되고 있다는 점이고, 부정적인 요인은 1) 라면 매출 감소, 2) 대두유 투입단가 상승 등으로 추산된다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 라면 점유율, 2) 라면 가격인상 여부, 3) HMR 매출 흐름이다. 동사는 올해 들어 수익성이 악화되면서, 라면 관련 판촉을 다소 줄이고 있는 것으로 추산된다. 특히, 기존의 가격 경쟁 중심에서 제품 경쟁 중심으로 시장 구도가 바뀌면서, 추가적인 점유율 확장 여력은 제한적일 것으로 판단된다. 또한, 경쟁사들의 HMR 시장 공략이 가속화되면서, 동사도 판촉 자원을 성장성이 높은 카테고리에 재배치 할 것으로 기대된다.

오뚜기 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	515.6	488.0	516.4	490.5	531.8	505.2	533.4	509.0	2,010.7	2,079.4	2,156.8
(YoY)	11.0%	7.1%	2.6%	6.8%	3.1%	3.5%	3.3%	3.8%	6.8%	3.4%	3.7%
건조식품류(카레 및 3분류)	66.4	67.7	66.0	67.2	72.1	69.8	66.6	67.9	267.3	276.4	279.1
(YoY)	-2.2%	-0.5%	-4.0%	-5.1%	8.5%	3.0%	1.0%	1.0%	-3.0%	3.4%	1.0%
양념소스류(마요네스/케찹소스)	92.0	105.3	100.8	96.9	96.5	109.6	103.3	99.4	395.1	408.7	419.0
(YoY)	1.4%	2.0%	-8.2%	19.1%	4.9%	4.0%	2.5%	2.5%	2.6%	3.5%	2.5%
유지류(참기름 및 식용유지)	61.1	59.0	63.2	55.2	63.0	60.1	63.2	55.2	238.4	241.5	241.5
(YoY)	-2.3%	-4.7%	-2.8%	-26.6%	3.1%	2.0%	0.0%	0.0%	-9.9%	1.3%	0.0%
면제품류(라면 및 당면)	177.5	151.8	155.4	157.4	158.4	147.2	150.7	155.8	642.0	612.1	615.1
(YoY)	33.0%	22.9%	10.8%	0.3%	-10.7%	-3.0%	-3.0%	-1.0%	15.8%	-4.7%	0.5%
농수산 가공품류(밥 및 참치)	48.4	53.5	53.6	55.7	65.0	64.2	64.3	66.8	211.1	260.2	299.3
(YoY)	-2.4%	0.6%	-1.3%	-13.7%	34.2%	20.0%	20.0%	20.0%	-4.7%	23.3%	15.0%
기타	70.2	50.8	77.6	58.2	76.9	54.3	85.4	64.0	256.8	280.5	303.0
(YoY)	16.5%	10.9%	18.4%	455.9%	9.4%	7.0%	10.0%	10.0%	41.1%	9.3%	8.0%
매출총이익	120.8	122.2	125.8	118.0	114.2	121.2	129.3	122.8	486.9	487.5	521.0
(GPM)	23.4%	25.0%	24.4%	24.1%	21.5%	24.0%	24.2%	24.1%	24.2%	23.4%	24.2%
판매비	85.3	81.8	80.5	96.8	84.2	81.7	84.3	93.2	344.4	343.4	354.6
(판매비율)	16.5%	16.8%	15.6%	19.7%	15.8%	16.2%	15.8%	18.3%	17.1%	16.5%	16.4%
영업이익	35.6	40.5	45.3	21.2	30.0	39.5	45.0	29.6	142.5	144.1	166.3
(YoY)	-8.5%	9.0%	15.1%	17.3%	-15.7%	-2.4%	-0.7%	40.1%	6.8%	1.1%	15.4%
(OPM)	6.9%	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	7.8%	8.4%	5.8%	7.1%	6.9%	7.7%
세전이익	50.7	44.9	48.2	39.6	41.2	44.3	49.8	34.4	183.4	169.8	185.5
당기순이익	49.1	25.8	35.8	27.2	32.8	33.6	37.8	26.1	138.0	130.3	140.6
지배주주순이익	49.0	25.7	35.6	27.2	32.4	33.6	37.8	26.1	137.5	129.8	140.6
(YoY)	49.0%	-14.6%	8.8%	210.2%	-33.8%	30.5%	6.0%	-4.1%	31.7%	-5.6%	8.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오뚜기 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,831	20,107	20,794	21,568	22,364
매출원가	14,252	15,238	15,919	16,410	16,967
매출총이익	4,579	4,869	4,875	5,159	5,397
판매비및일반관리비	3,245	3,444	3,434	3,546	3,671
영업이익(보고)	1,334	1,425	1,441	1,612	1,726
영업이익(핵심)	1,334	1,425	1,441	1,612	1,726
영업외손익	94	409	199	207	209
이자수익	53	45	41	43	44
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	31	38	36	34	32
이자비용	39	33	28	21	21
외환손실	31	32	30	29	27
관계기업지분법손익	85	170	180	180	180
투자및기타자산처분손익	28	161	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-33	60	0	0	0
법인세차감전이익	1,429	1,834	1,640	1,820	1,935
법인세비용	379	454	382	440	468
유효법인세율 (%)	26.5%	24.8%	23.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,049	1,380	1,259	1,379	1,466
지배주주지분순이익(억원)	1,045	1,375	1,255	1,379	1,466
EBITDA	1,692	1,848	1,912	2,122	2,277
현금순이익(Cash Earnings)	1,407	1,803	1,729	1,889	2,017
수정당기순이익	1,029	1,259	1,259	1,379	1,466
증감율(% YoY)					
매출액	5.7	6.8	3.4	3.7	3.7
영업이익(보고)	15.1	6.8	1.1	11.9	7.0
영업이익(핵심)	15.1	6.8	1.1	11.9	7.0
EBITDA	15.4	9.3	3.5	11.0	7.3
지배주주지분 당기순이익	11.4	31.7	-8.8	9.9	6.3
EPS	11.4	31.7	-8.8	9.9	6.3
수정순이익	9.3	22.4	0.0	9.6	6.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,115	1,489	1,542	1,706	1,837
당기순이익	1,049	1,380	1,259	1,379	1,466
감가상각비	348	413	459	498	539
무형자산상각비	10	11	12	12	12
외환손익	7	13	-6	-5	-5
자산처분손익	32	175	0	0	0
지분법손익	0	0	-180	-180	-180
영업활동자산부채 증감	-399	-237	-7	-2	0
기타	68	-266	5	5	5
투자활동현금흐름	-814	-1,334	-942	-977	-1,007
투자자산의 처분	-135	-730	-73	-83	-85
유형자산의 처분	51	214	0	0	0
유형자산의 취득	-812	-843	-869	-895	-922
무형자산의 처분	-2	-52	0	0	0
기타	86	77	0	0	0
재무활동현금흐름	-372	-402	-121	-559	-195
단기차입금의 증가	-778	-93	0	0	0
장기차입금의 증가	564	-17	82	-363	0
자본의 증가	0	-3	0	0	0
배당금지급	-135	-177	-229	-229	-229
기타	-22	-112	26	33	34
현금및현금성자산의순증가	-68	-248	479	169	636
기초현금및현금성자산	1,767	1,699	1,452	1,931	2,100
기말현금및현금성자산	1,699	1,452	1,931	2,100	2,736
Gross Cash Flow	1,513	1,725	1,549	1,708	1,837
Op Free Cash Flow	125	363	701	835	938

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,784	6,410	7,059	7,419	8,251
현금및현금성자산	1,699	1,452	1,931	2,100	2,736
유동금융자산	1,346	1,924	1,990	2,064	2,140
매출채권및유동채권	1,326	1,483	1,534	1,591	1,650
재고자산	1,404	1,546	1,599	1,658	1,719
기타유동비금융자산	9	5	5	5	5
비유동자산	9,059	9,517	10,103	10,678	11,239
장기매출채권및기타비유동채권	10	9	9	10	10
투자자산	2,725	2,749	2,937	3,126	3,315
유형자산	6,150	6,533	6,943	7,340	7,723
무형자산	169	220	208	196	184
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	14,843	15,927	17,162	18,097	19,490
유동부채	3,373	3,761	3,936	3,946	4,062
매입채무및기타유동채무	2,608	2,933	3,033	3,146	3,262
단기차입금	477	479	479	479	479
유동성장기차입금	4	18	100	0	0
기타유동부채	283	331	323	320	320
비유동부채	1,979	1,814	1,845	1,619	1,658
장기매입채무및비유동채무	119	127	132	137	142
사채및장기차입금	951	862	862	599	599
기타비유동부채	909	825	851	884	918
부채총계	5,352	5,575	5,781	5,565	5,720
자본금	172	172	172	172	172
주식발행초과금	78	78	78	78	78
이익잉여금	8,583	9,725	10,752	11,904	13,142
기타자본	601	318	318	318	318
지배주주지분자본총계	9,434	10,292	11,320	12,471	13,710
비지배주주지분자본총계	57	60	62	61	60
자본총계	9,491	10,352	11,382	12,532	13,770
순차입금	-1,612	-2,017	-2,480	-3,087	-3,798
총차입금	1,433	1,359	1,441	1,078	1,078

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,365	39,977	36,479	40,098	42,629
BPS	274,241	299,198	329,058	362,536	398,541
주당EBITDA	49,178	53,727	55,582	61,685	66,180
CFPS	40,900	52,416	50,272	54,910	58,635
DPS	5,200	6,800	6,800	6,800	6,800
추가배수(배)					
PER	40.3	16.6	20.5	18.7	17.6
PBR	4.5	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.1	11.3	12.2	10.7	9.6
PCFR	30.0	12.6	14.9	13.6	12.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	7.1	6.9	7.5	7.7
영업이익률(핵심)	7.1	7.1	6.9	7.5	7.7
EBITDA margin	9.0	9.2	9.2	9.8	10.2
순이익률	5.6	6.9	6.1	6.4	6.6
자기자본이익률(ROE)	11.8	13.9	11.6	11.5	11.2
투자자본이익률(ROIC)	17.2	17.4	16.9	17.6	17.9
안정성(%)					
부채비율	56.4	53.9	50.8	44.4	41.5
순차입금비율	-17.0	-19.5	-21.8	-24.6	-27.6
이자보상배율(배)	34.0	43.7	51.3	76.7	82.1
활동성(배)					
매출채권회전율	14.7	14.3	13.8	13.8	13.8
재고자산회전율	14.3	13.6	13.2	13.2	13.2
매입채무회전율	7.3	7.3	7.0	7.0	7.0

>>> 하이트진로 (000080)

2Q17 영업이익은 전년동기 대비 17% 증가한 323억원으로 전망된다. 전년동기 대비 이익이 증가한 이유는 희망퇴직에 따라 인건비가 분기당 100억원 내외 감소하기 때문이다. 이러한 비용 감소 효과를 제외한다면, 실적은 아직 부진한 것으로 판단되는데, 1) 하이트/맥스 브랜드의 매출이 감소하고 있고, 2) 롯데칠성의 시장 진입으로 경쟁강도가 상승하고 있기 때문이다.

3Q17 이후 주요 관전포인트는 1) 맥주 점유율과 2) 맥주 시장 경쟁강도로 판단된다. 동사는 최근 발표 주 '필라이트' 를 런칭하면서, 맥주 부문의 매출 회복에 힘쓰고 있다. 특히, 경쟁사 대비 가격대를 낮추어 가성비를 강조함으로써, 가격에 민감한 20대 소비자들에게 어필하고 있는 모습이다. 다만, 경쟁사의 신제품 출시로 업소용 맥주 시장의 경쟁강도가 상승하고 있기 때문에, 마케팅 비용의 추가적인 확대 가능성이 리스크 요인으로 판단된다.

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	409.3	500.5	489.4	491.0	413.4	497.5	497.6	494.7	1,890.2	1,903.1	1,940.8
(YoY)	-5.1%	4.4%	-2.5%	-0.8%	1.0%	-0.6%	1.7%	0.7%	-0.9%	0.7%	2.0%
별도기준	353.4	434.8	421.7	427.4	362.3	431.5	429.6	430.7	1,637.2	1,654.0	1,690.4
(YoY)	-6.2%	4.0%	-3.4%	-1.1%	2.5%	-0.8%	1.9%	0.8%	-1.6%	1.0%	2.2%
맥주	131.6	190.6	188.0	184.9	126.2	181.1	190.2	181.9	695.0	679.3	690.5
(YoY)	-20.8%	-6.9%	-16.6%	-6.4%	-4.1%	-5.0%	1.2%	-1.6%	-12.4%	-2.3%	1.6%
소주	202.0	215.6	205.3	219.4	214.2	222.3	211.7	226.3	842.3	874.4	901.7
(YoY)	3.1%	8.4%	8.3%	2.8%	6.0%	3.1%	3.1%	3.1%	5.6%	3.8%	3.1%
기타	19.7	28.6	28.4	23.1	21.9	28.1	27.8	22.5	99.9	100.3	98.2
(YoY)	34.7%	96.1%	32.5%	9.1%	11.2%	-2.0%	-2.4%	-2.4%	39.0%	0.4%	-2.1%
매출총이익	175.9	221.3	215.2	211.5	159.7	219.5	220.8	214.3	823.8	814.4	832.9
(GPM)	43.0%	44.2%	44.0%	43.1%	38.6%	44.1%	44.4%	43.3%	43.6%	42.8%	42.9%
판매비	148.7	193.7	187.4	170.1	187.1	187.2	182.3	167.4	699.8	724.0	694.0
(판매비율)	36.3%	38.7%	38.3%	34.6%	45.3%	37.6%	36.6%	33.8%	37.0%	38.0%	35.8%
영업이익	27.2	27.6	27.7	41.5	-27.4	32.3	38.6	46.9	124.0	90.4	138.9
(YoY)	3.6%	-1.7%	-42.5%	32.0%	적전	17.0%	38.9%	13.1%	-7.4%	-27.1%	53.8%
(OPM)	6.6%	5.5%	5.7%	8.4%	-6.6%	6.5%	7.7%	9.5%	6.6%	4.7%	7.2%
별도기준	25.7	27.3	25.0	39.9	-30.0	30.8	35.5	44.7	117.9	81.0	129.1
(YoY)	2.1%	8.2%	-43.3%	36.4%	적전	12.8%	42.1%	12.0%	-4.7%	-31.3%	59.3%
(OPM)	7.3%	6.3%	5.9%	9.3%	-8.3%	7.1%	8.3%	10.4%	7.2%	4.9%	7.6%
세전이익	11.6	18.2	11.8	19.5	-27.4	19.4	25.7	34.1	61.2	51.8	98.8
당기순이익	6.1	10.1	8.3	13.8	-21.2	12.8	16.9	22.7	38.4	31.2	65.2
지배주주순이익	6.1	10.1	8.3	13.8	-21.2	12.8	16.9	22.7	38.4	31.2	65.2
(YoY)	-3.5%	26.4%	-66.2%	-3.4%	적전	26.4%	103.4%	64.5%	-28.0%	-18.6%	108.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	19,075	18,902	19,031	19,408	19,510
매출원가	10,871	10,664	10,887	11,079	11,099
매출총이익	8,204	8,238	8,144	8,329	8,411
판매비및일반관리비	6,864	6,998	7,240	6,940	7,006
영업이익(보고)	1,340	1,240	904	1,389	1,404
영업이익(핵심)	1,340	1,240	904	1,389	1,404
영업외손익	-542	-628	-386	-401	-405
이자수익	16	12	12	12	12
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	41	45	0	0	0
이자비용	462	413	400	416	420
외환손실	42	42	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-99	-79	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	-5	0	0	0
기타	5	-150	0	0	0
법인세차감전이익	798	612	518	988	1,000
법인세비용	264	227	205	336	330
유효법인세율 (%)	33.1%	37.2%	39.7%	34.0%	33.0%
당기순이익	534	384	312	652	670
지배주주지분순이익(억원)	533	384	312	652	670
EBITDA	2,539	2,427	2,042	2,534	2,554
현금순이익(Cash Earnings)	1,733	1,572	1,450	1,797	1,820
수정당기순이익	601	437	312	652	670
증감율(% YoY)					
매출액	1.9	-0.9	0.7	2.0	0.5
영업이익(보고)	43.0	-7.4	-27.1	53.8	1.1
영업이익(핵심)	43.0	-7.4	-27.1	53.8	1.1
EBITDA	17.3	-4.4	-15.9	24.1	0.8
지배주주지분 당기순이익	151.9	-28.0	-18.6	108.8	2.7
EPS	151.9	-28.0	-18.6	108.8	2.7
수정순이익	136.1	-27.3	-28.5	108.8	2.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,041	1,921	1,447	1,793	1,817
당기순이익	534	384	312	652	670
감가상각비	1,102	1,101	1,040	1,046	1,057
무형자산상각비	97	86	98	98	93
외환손익	-4	-1	0	0	0
자산처분손익	266	252	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	544	-331	-1	-2	-1
기타	502	430	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-781	-859	-1,247	-1,266	-1,272
투자자산의 처분	116	-63	-3	-9	-3
유형자산의 처분	300	426	0	0	0
유형자산의 취득	-1,177	-1,239	-1,251	-1,264	-1,277
무형자산의 처분	-13	-10	0	0	0
기타	-7	26	8	7	7
재무활동현금흐름	-1,234	-1,098	-506	-162	-524
단기차입금의 증가	-1,734	-1,946	0	0	0
장기차입금의 증가	1,195	1,543	66	432	99
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-696	-696	-629	-629	-629
기타	1	0	57	35	6
현금및현금성자산의순증가	1,042	1	-306	365	20
기초현금및현금성자산	542	1,584	1,585	1,280	1,644
기말현금및현금성자산	1,584	1,585	1,280	1,644	1,665
Gross Cash Flow	2,497	2,252	1,448	1,795	1,817
Op Free Cash Flow	1,450	386	431	796	814

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,519	9,577	9,325	9,849	9,913
현금및현금성자산	1,584	1,585	1,280	1,644	1,665
유동금융자산	23	152	153	156	157
매출채권및유동채권	5,527	5,620	5,658	5,770	5,801
재고자산	1,381	1,303	1,312	1,338	1,345
기타유동비금융자산	5	916	922	941	946
비유동자산	26,085	24,434	24,549	24,682	24,809
장기매출채권및기타비유동채권	806	639	643	656	659
투자자산	616	594	598	607	611
유형자산	22,415	21,036	21,247	21,465	21,684
무형자산	2,129	2,055	1,957	1,859	1,766
기타비유동자산	119	111	103	96	89
자산총계	34,605	34,011	33,874	34,531	34,722
유동부채	14,358	14,098	13,816	14,100	14,241
매입채무및기타유동채무	7,784	7,559	7,610	7,761	7,802
단기차입금	4,531	4,660	4,660	4,660	4,660
유동성장기차입금	1,999	1,799	1,465	1,597	1,696
기타유동부채	43	81	81	83	83
비유동부채	7,001	6,994	7,455	7,804	7,814
장기매입채무및비유동채무	680	724	729	744	748
사채및장기차입금	4,689	4,440	4,840	5,140	5,140
기타비유동부채	1,631	1,829	1,886	1,920	1,926
부채총계	21,359	21,092	21,271	21,905	22,055
자본금	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
추적발행초과금	7,240	7,240	7,240	7,240	7,240
이익잉여금	3,361	2,939	2,623	2,647	2,688
기타자본	-1,048	-955	-955	-955	-955
지배주주지분자본총계	13,241	12,912	12,596	12,620	12,662
비지배주주지분자본총계	5	7	6	6	6
자본총계	13,246	12,919	12,602	12,626	12,668
순차입금	9,612	9,161	9,532	9,596	9,674
총차입금	11,220	10,899	10,965	11,397	11,496

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	748	539	438	915	940
BPS	18,579	18,118	17,675	17,708	17,766
주당EBITDA	3,563	3,406	2,865	3,556	3,584
CFPS	2,432	2,205	2,035	2,522	2,553
DPS	1,000	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	31.3	39.2	48.1	23.1	22.5
PBR	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.3	10.0	12.0	9.7	9.7
PCFR	9.6	9.6	10.4	8.4	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.0	6.6	4.7	7.2	7.2
영업이익률(핵심)	7.0	6.6	4.7	7.2	7.2
EBITDA margin	13.3	12.8	10.7	13.1	13.1
순이익률	2.8	2.0	1.6	3.4	3.4
자기자본이익률(ROE)	4.0	2.9	2.4	5.2	5.3
투자자본이익률(ROIC)	3.7	3.4	2.4	4.0	4.0
안정성(%)					
부채비율	161.2	163.3	168.8	173.5	174.1
순차입금비율	72.6	70.9	75.6	76.0	76.4
이자보상배율(배)	2.9	3.0	2.3	3.3	3.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
재고자산회전율	13.9	14.1	14.6	14.6	14.5
매입채무회전율	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

투자의견 변동내역 (2개년)

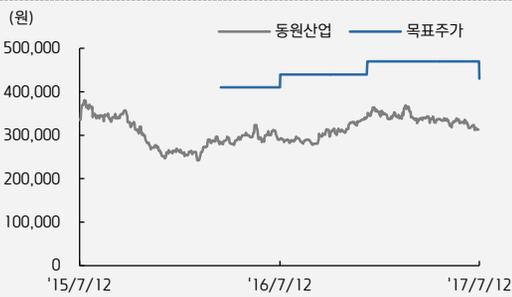
종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가
KT&G (033780)	2016/04/05	Outperform(Reinitiate)	126,000원	대상 (001680)	2014/09/01	Marketperform(Downgrade)	59,000원
	2016/04/22	BUY(Upgrade)	144,000원		2014/11/06	BUY(Upgrade)	59,000원
	2016/07/22	BUY(Maintain)	144,000원		2015/09/08	Outperform(Reinitiate)	34,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	144,000원		2015/11/16	Outperform(Maintain)	38,000원
	2016/10/28	BUY(Maintain)	144,000원		2016/01/12	BUY(Upgrade)	42,000원
	2016/11/22	BUY(Maintain)	144,000원		2016/07/07	BUY(Maintain)	38,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	144,000원		2016/08/17	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/01/20	BUY(Maintain)	144,000원		2016/10/04	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/03/21	BUY(Maintain)	144,000원		2016/11/15	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/04/17	BUY(Maintain)	144,000원		2016/11/18	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/04/28	BUY(Maintain)	144,000원		2017/01/17	BUY(Maintain)	36,000원
	2017/06/15	BUY(Maintain)	144,000원		2017/02/03	BUY(Maintain)	31,000원
	2017/07/12	BUY(Maintain)	144,000원		2017/07/12	BUY(Maintain)	31,000원
C제일제당 (097950)	2015/09/08	BUY(Reinitiate)	590,000원	동원산업 (006040)	2016/04/05	BUY(Initiate)	410,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	540,000원		2016/04/27	BUY(Maintain)	410,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	540,000원		2016/05/09	BUY(Maintain)	410,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원		2016/07/13	BUY(Maintain)	440,000원
	2016/01/13	BUY(Maintain)	570,000원		2016/08/02	BUY(Maintain)	440,000원
	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원		2016/11/01	BUY(Maintain)	440,000원
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원		2016/11/29	BUY(Maintain)	440,000원
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원		2016/12/19	BUY(Maintain)	470,000원
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원		2017/01/17	BUY(Maintain)	470,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원		2017/01/31	BUY(Maintain)	470,000원
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원		2017/02/10	BUY(Maintain)	470,000원
	2016/09/19	BUY(Maintain)	550,000원		2017/04/12	BUY(Maintain)	470,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	550,000원		2017/05/10	BUY(Maintain)	470,000원
	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000원	2017/07/12	BUY(Maintain)	430,000원	
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000원	롯데칠성 (005300)	2014/08/18	Outperform(Downgrade)	2,400,000원
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000원		2014/11/06	BUY(Upgrade)	2,400,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	550,000원		2015/06/08	Outperform(Reinitiate)	2,800,000원
	2017/01/02	BUY(Maintain)	550,000원		2015/11/05	BUY(Reinitiate)	3,000,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	550,000원		2015/11/17	BUY(Maintain)	3,000,000원
	2017/02/10	BUY(Maintain)	550,000원		2015/12/24	BUY(Maintain)	3,000,000원
	2017/02/21	BUY(Maintain)	550,000원		2016/05/17	BUY(Maintain)	2,600,000원
	2017/03/30	BUY(Maintain)	510,000원		2016/10/04	BUY(Maintain)	2,400,000원
	2017/05/12	BUY(Maintain)	510,000원		2016/11/16	BUY(Maintain)	2,400,000원
2017/05/23	BUY(Maintain)	510,000원	2016/11/23		BUY(Maintain)	2,400,000원	
2017/06/13	BUY(Maintain)	510,000원	2017/01/17	BUY(Maintain)	2,100,000원		
2017/06/29	BUY(Maintain)	510,000원	2017/05/16	BUY(Maintain)	2,100,000원		
2017/07/12	BUY(Maintain)	510,000원	2017/07/12	Outperform(Downgrade)	1,770,000원		
C프레시웨이 (051500)	2016/11/16	BUY(Initiate)	50,000원	롯데푸드 (002270)	2014/07/17	BUY(Maintain)	950,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	50,000원		2014/11/06	BUY(Maintain)	950,000원
	2017/02/09	BUY(Maintain)	45,000원		2015/06/08	Outperform(Reinitiate)	970,000원
	2017/03/21	BUY(Maintain)	45,000원		2015/09/08	BUY(Reinitiate)	1,370,000원
	2017/05/15	BUY(Maintain)	53,000원		2015/11/17	BUY(Maintain)	1,370,000원
	2017/05/23	BUY(Maintain)	53,000원		2016/01/18	BUY(Maintain)	1,370,000원
	2017/07/03	BUY(Maintain)	53,000원		2016/03/03	BUY(Maintain)	1,370,000원
2017/07/12	BUY(Maintain)	53,000원	2016/04/05	BUY(Maintain)	1,240,000원		
농심 (004370)	2016/06/28	BUY(Reinitiate)	450,000원	2016/05/17	BUY(Maintain)	1,240,000원	
	2016/08/17	BUY(Maintain)	450,000원	2016/08/17	BUY(Maintain)	1,110,000원	
	2016/11/15	BUY(Maintain)	450,000원	2016/12/05	BUY(Maintain)	950,000원	
	2016/11/23	BUY(Maintain)	450,000원	2017/01/17	BUY(Maintain)	810,000원	
	2016/12/19	BUY(Maintain)	450,000원	2017/03/10	BUY(Maintain)	770,000원	
	2017/01/17	BUY(Maintain)	450,000원	2017/05/16	BUY(Maintain)	770,000원	
	2017/02/10	BUY(Maintain)	450,000원	2017/07/12	BUY(Maintain)	770,000원	
	2017/04/03	BUY(Maintain)	410,000원	매일유업 (267980)	2017/06/05	BUY(Initiate)	110,000원
	2017/05/16	BUY(Maintain)	410,000원		2017/07/12	BUY(Maintain)	94,000원
	2017/05/23	BUY(Maintain)	410,000원				
	2017/07/12	BUY(Maintain)	410,000원				

목표주가 추이 (2개년)

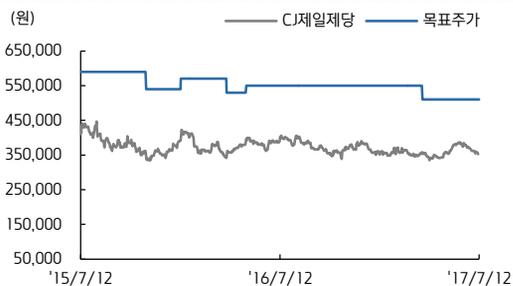
KT&G



동원산업



C제일제당



롯데칠성



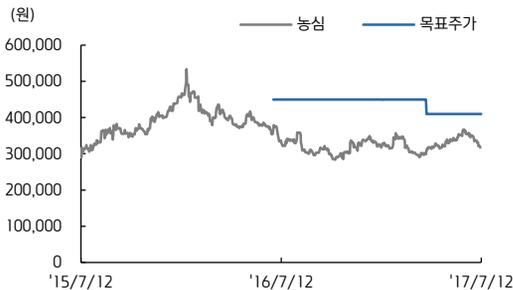
C프레시웨이



롯데푸드



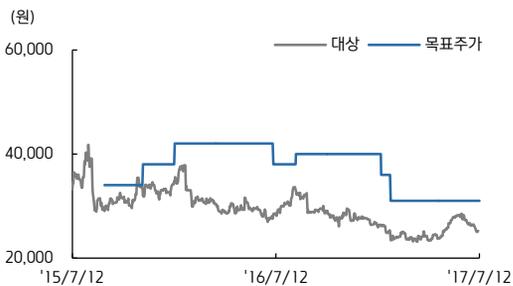
농심



매일유업



대상



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%