

Industry Indepth

음식료

Overweight

기업별 Key Factor 변화에 따른 시나리오 분석

Part I 곡물가격 점검

Part II 기업분석 및 시나리오 분석

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
CJ제일제당(097950)	Buy	510,000원
하이트진로(000080)	Buy	30,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
농심(004370)	Buy	430,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	51,000원
KT&G(033780)	Buy	150,000원



음식료

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

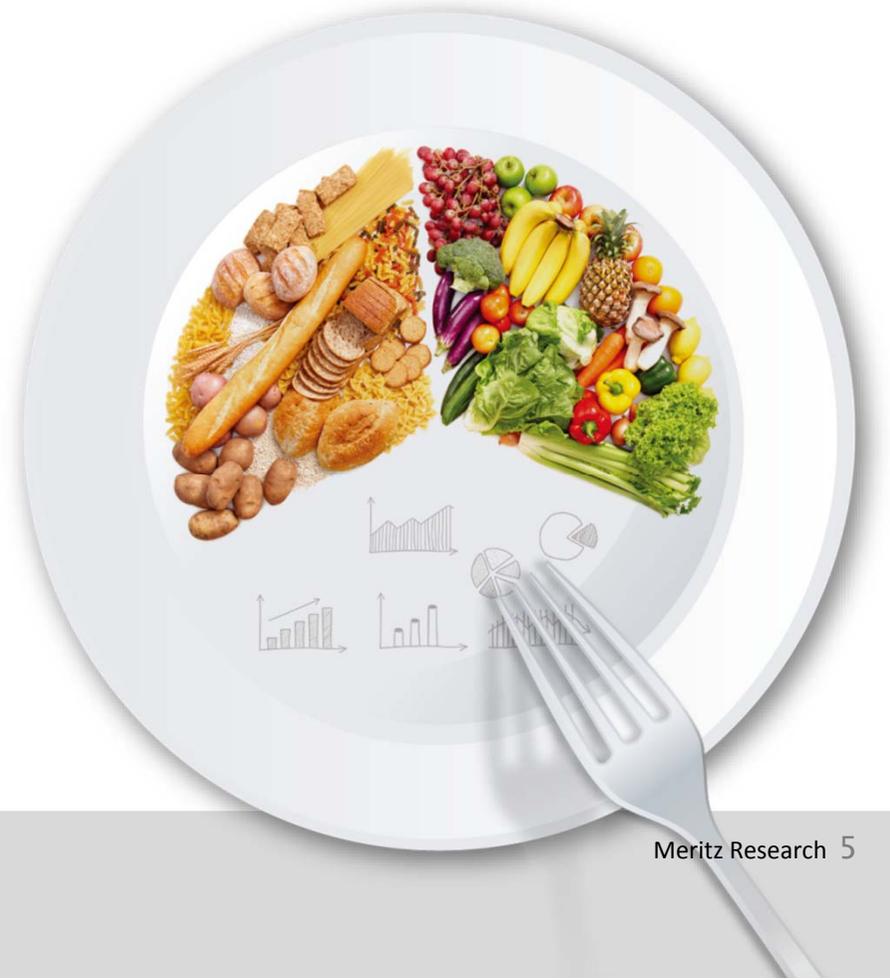


Contents

Part I	곡물가격 점검	5
<hr/>		
Part II	기업분석 및 시나리오 분석	13
	CJ제일제당(097950)_ 부진했던 소재식품/생물자원의 회복 예상	14
	하이트진로(000080)_ 발포주 매출이 본격적으로 반영된 실적 예상	18
	농심(004370)_ 가격인상 효과 지속 및 부진했던 해외 부문 회복 예상	22
	CJ프레시웨이(051500)_ 상반기 확인한 실적 고성장 흐름 지속	26
	KT&G(033780)_ 전자담배 출시는 18년 실적에 기여할 전망	30
	선진(136490)_ 사료부문의 성장흐름 지속	34

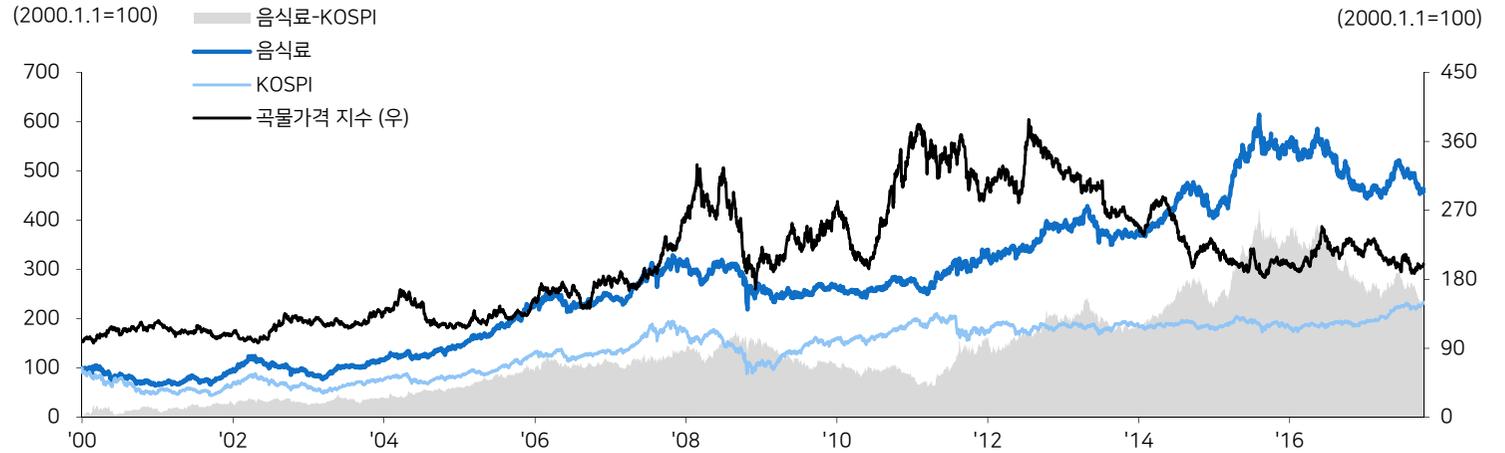
Part I

곡물가격 점검

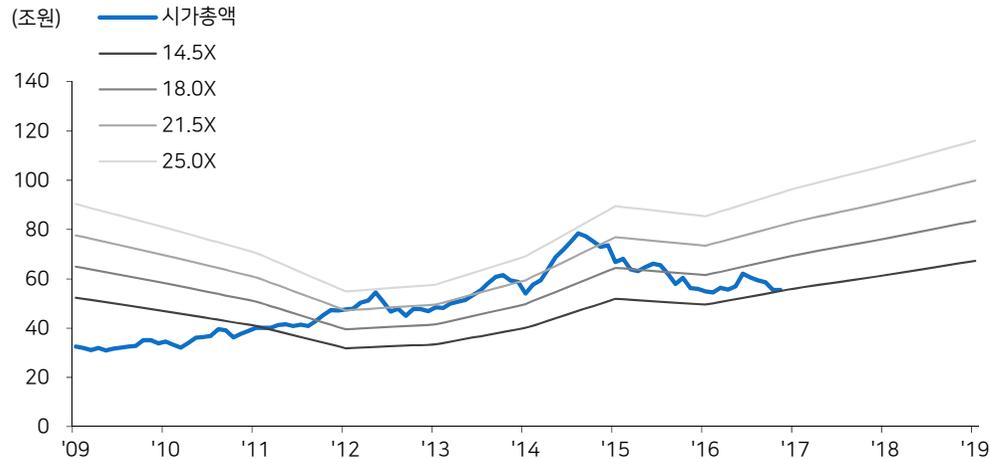


2017년 실적 상저하고 전망, 하반기 음료료 지수 상승세 예상

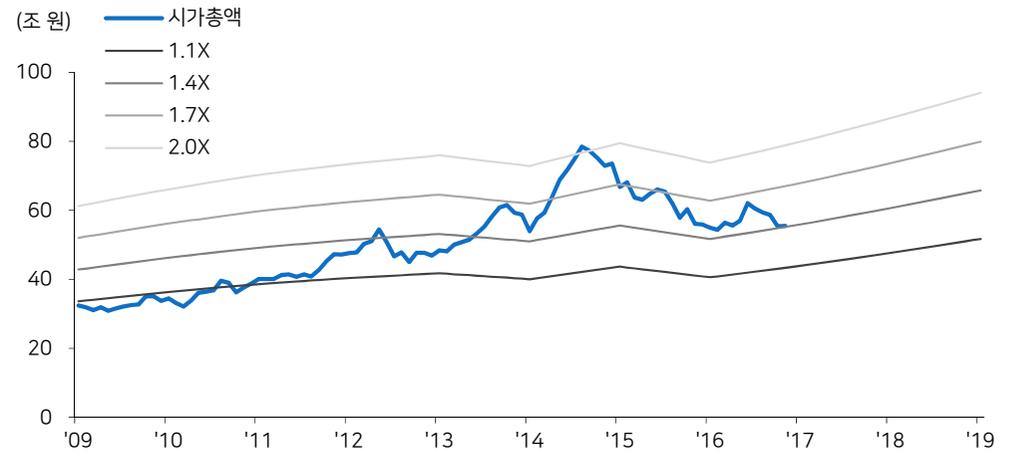
음식료 지수와 곡물 가격 추이



음식료 지수와 Fwd PER 밴드 차트



음식료 지수와 Fwd PBR 밴드 차트



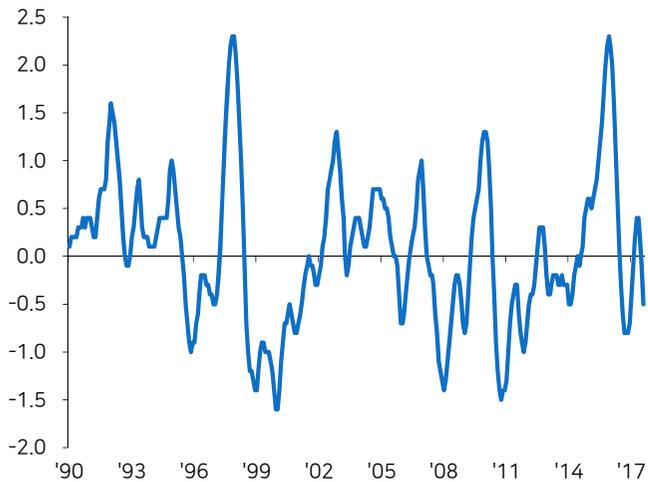
자료: 메리츠증권리서치센터

ONI 지수 7~9월 평균 -0.5기록, 17년 하반기 라니냐 발생 가능성 낮음

7~9월 평균 -0.5기록,
17년 하반기 라니냐 발생
가능성 낮음

7~9월 평균 -0.5기록,
17년 하반기 라니냐 발생 가능성 낮음

(°C) — ONI INDEX



자료: NOAA, 메리츠증권증권 리서치센터

ONI 지수(3개월 평균) 추이, -0.5까지 하락했지만 17년 하반기 라니냐 발생 가능성 낮음

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
1981	-0.2	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0
1982	0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7	0.8	1	1.5	1.9	2.1	2.1
1983	2.1	1.8	1.5	1.2	1	0.7	0.3	0	-0.3	-0.6	-0.8	-0.8
1984	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	-0.9	-1.1
1985	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3
1986	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0	0.2	0.4	0.7	0.9	1	1.1
1987	1.1	1.2	1.1	1	0.9	1.1	1.4	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
1988	0.8	0.5	0.1	-0.3	-0.8	-1.2	-1.2	-1.1	-1.2	-1.4	-1.7	-1.8
1989	-1.6	-1.4	-1.1	-0.9	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1
1990	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
1991	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	1.2	1.4
1992	1.6	1.5	1.4	1.2	1	0.8	0.5	0.2	0	-0.1	-0.1	0
1993	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
1994	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.9	1
1995	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0	-0.2	-0.5	-0.7	-0.9	-1	-0.9
1996	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5
1997	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	0.6	1	1.4	1.7	2	2.2	2.3	2.3
1998	2.1	1.8	1.4	1	0.5	-0.1	-0.7	-1	-1.2	-1.2	-1.3	-1.4
1999	-1.4	-1.2	-1	-0.9	-0.9	-1	-1	-1	-1.1	-1.2	-1.4	-1.6
2000	-1.6	-1.4	-1.1	-0.9	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8
2001	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3
2002	-0.2	0	0.1	0.2	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.1
2003	0.9	0.7	0.4	0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
2004	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
2005	0.7	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2	0	-0.1	0	-0.2	-0.5	-0.7
2006	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	0	0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.9
2007	0.7	0.4	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.1	-1.3	-1.3
2008	-1.4	-1.3	-1.1	-0.9	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
2009	-0.7	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.9	1.1	1.3
2010	1.3	1.2	0.9	0.5	0	-0.4	-0.9	-1.2	-1.4	-1.5	-1.4	-1.4
2011	-1.3	-1	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6	-0.8	-0.9	-1	-0.9
2012	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
2014	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0	-0.1	0	0.1	0.4	0.5	0.6
2015	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8	1	1.2	1.4	1.7	2	2.2	2.3
2016	2.2	2	1.6	1.1	0.6	0.1	-0.3	-0.6	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7
2017	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.5				

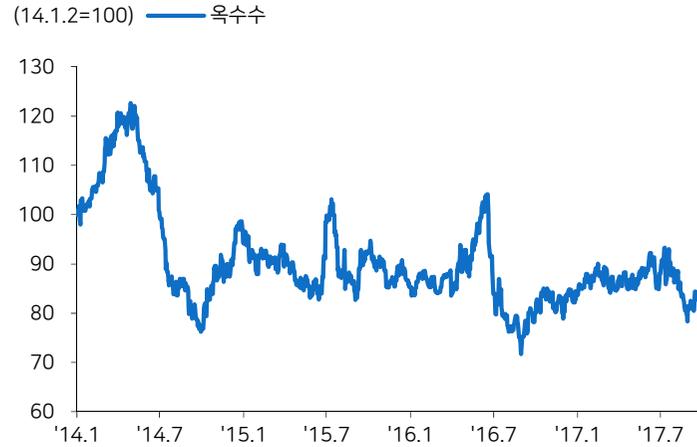
주: 푸른부분 엘니뇨, 회색부분 라니냐
자료: NOAA, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 옥수수가격은 15~16년 레벨을 유지하며 횡보 예상

16년 중순 재배면적 증가로
가격 하락

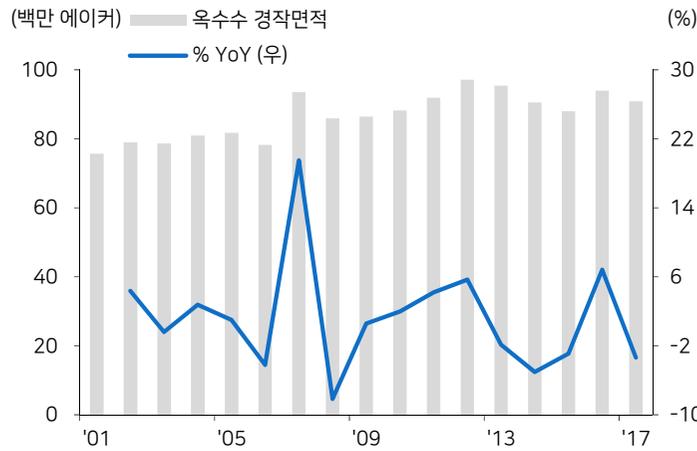
17년 생산량은 전년 대비 감소
전망하지만 시즌 초 대비
재고비율 상승

재배면적 증가 전망으로 하락 후 기상에 따른 등락



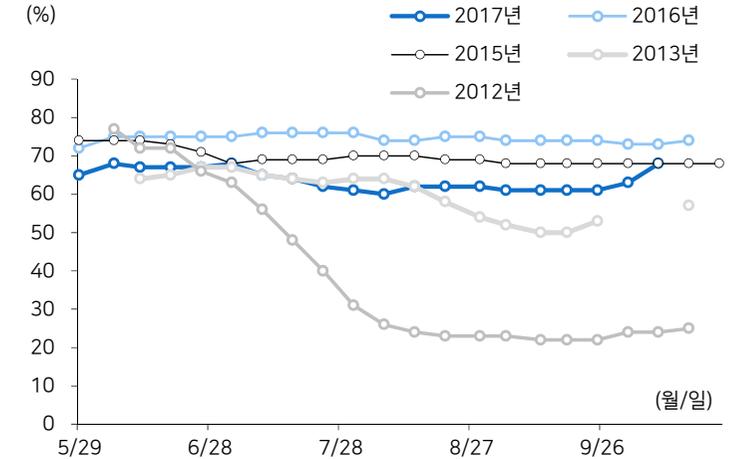
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 미국 경작면적 3.3% 감소



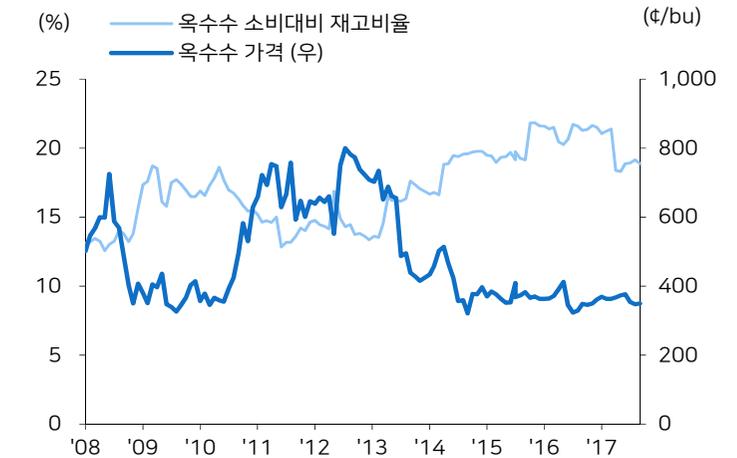
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 옥수수 G+E 비율은 평년 수준



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

12~15년 소비대비 재고비율 상승 후 18~21%유지

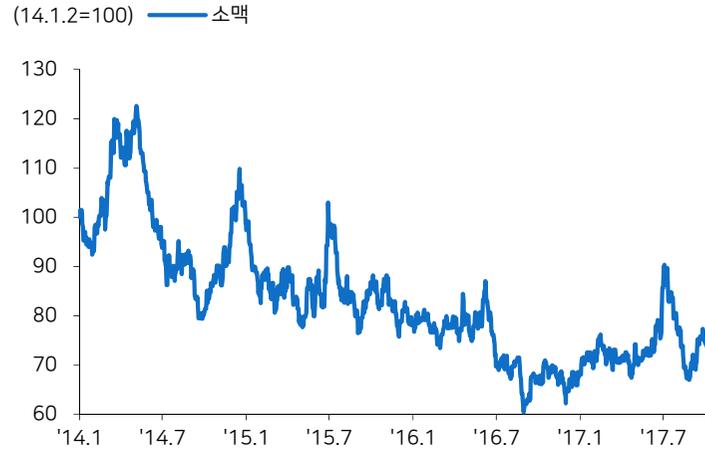


자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 소맥가격은 15~16년 대비 하향 안정화 전망

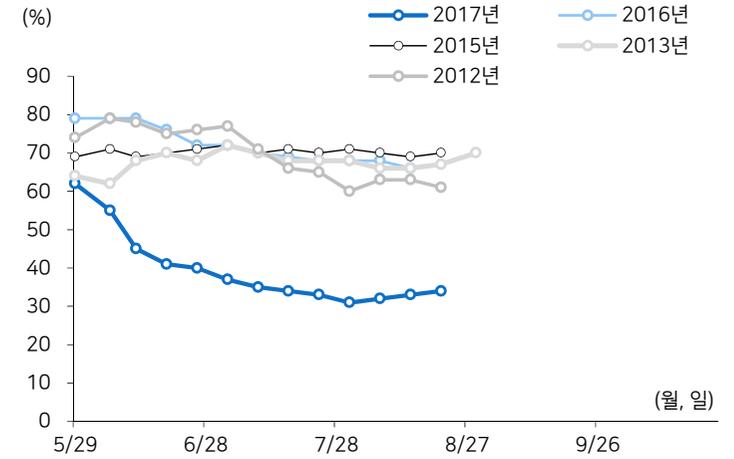
13년 이후 양호한 공급 지속
14년~16년 이어진 하락 추세
이어질 전망

기상 이슈가 있었지만 15~16년 대비 낮은 수준



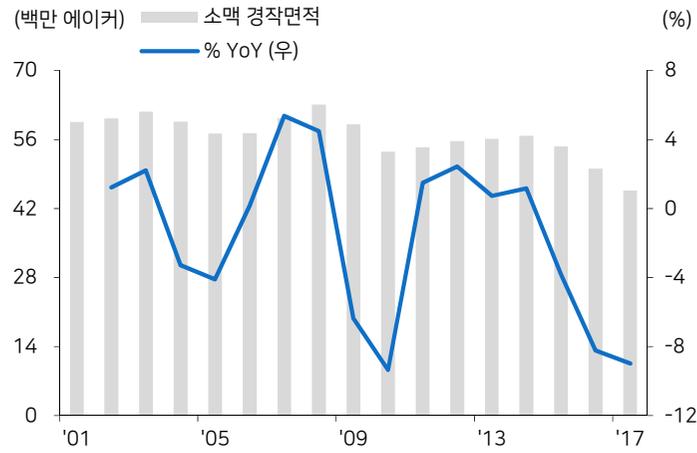
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 미국 봄밀 흉작이나 전세계적으로는 풍년



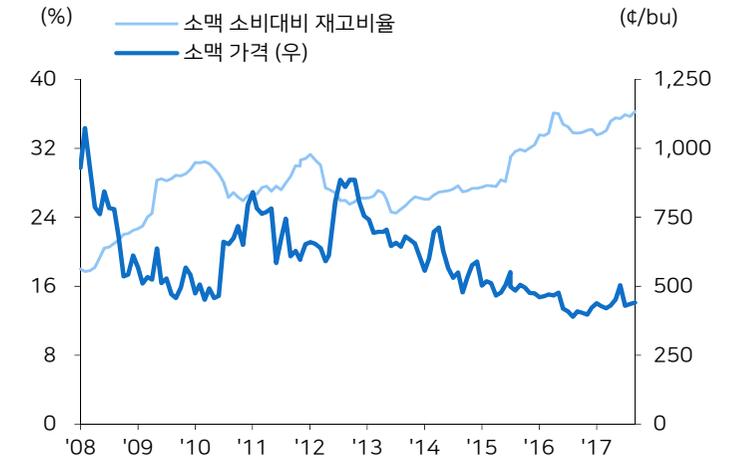
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 미국 경작면적 9.0% 감소



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

재고가 많아 소비대비 재고비율 36.3%까지 상승

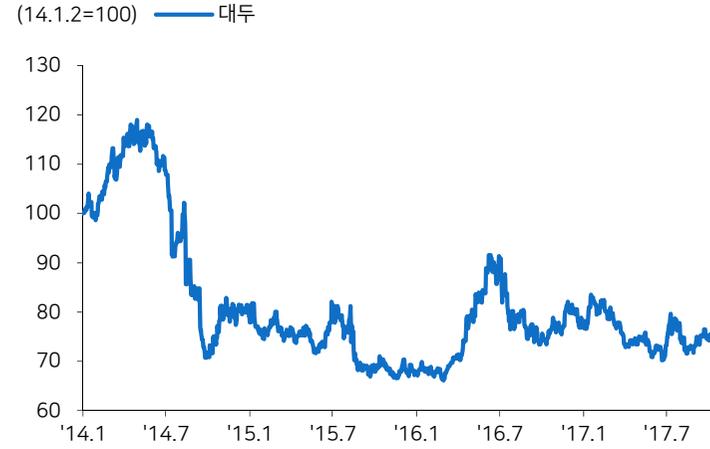


자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 대두가격은 15~16년 대비 7% 상승 수준 유지 예상

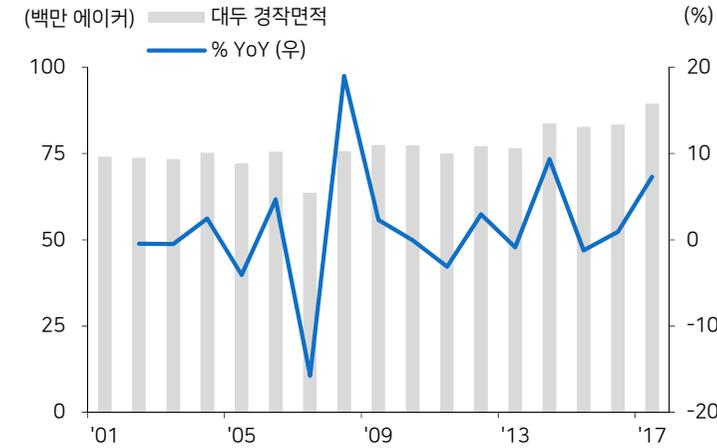
13년 이후 양호한 공급 지속
15년 까지 하락 후 횡보 중
17년 가격은 15~16년 대비 7%
상승한 수준을 유지할 전망

16년 초 급등 후 양호한 작황 지속되며 재차 하락



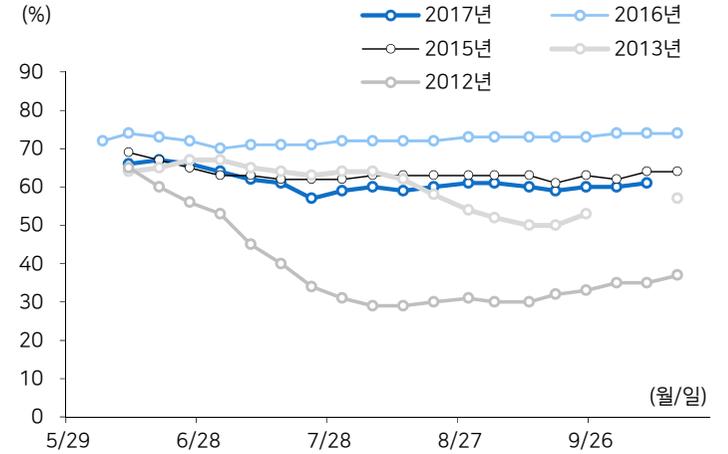
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 미국 경작면적 7.3% 증가



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

대두도 옥수수과 마찬가지로 17년 평년 수준 작황



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

15년 소비대비 재고비율 하락 후 28%까지 반등

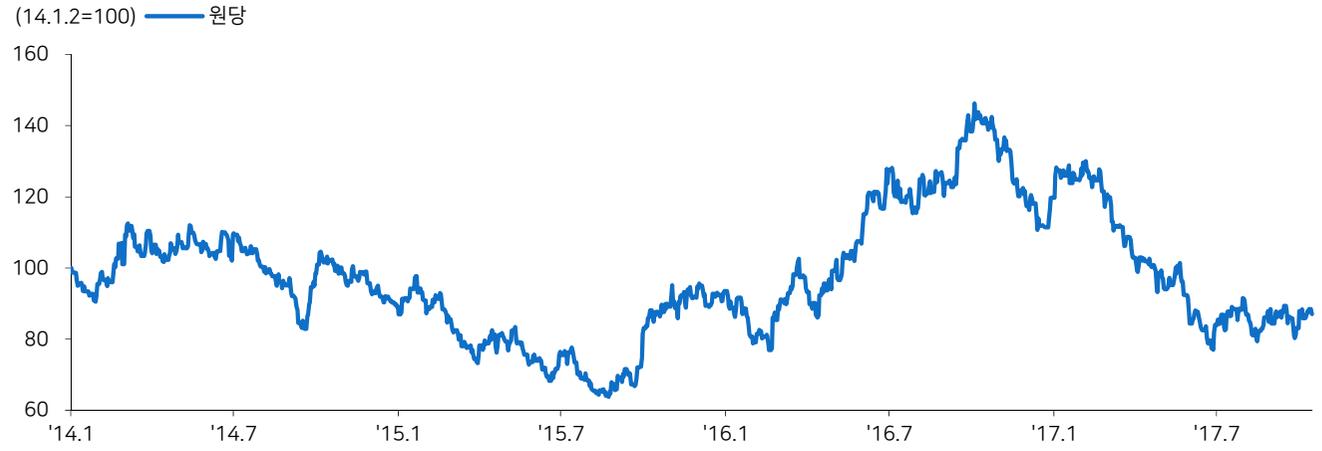


자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

2H17 원당가격은 17~18년 공급증가 예상되며 바닥권 횡보 전망

17~18년 공급증가 예상되며 바닥권 횡보 전망

강한 엘니뇨 기간 급등 이후 기상이변 제거, 수요 부진과 공급증가 예상되며 반등 어려울 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국의 원당 소비대비 재고비율은 12~15%에서 장기 횡보 중

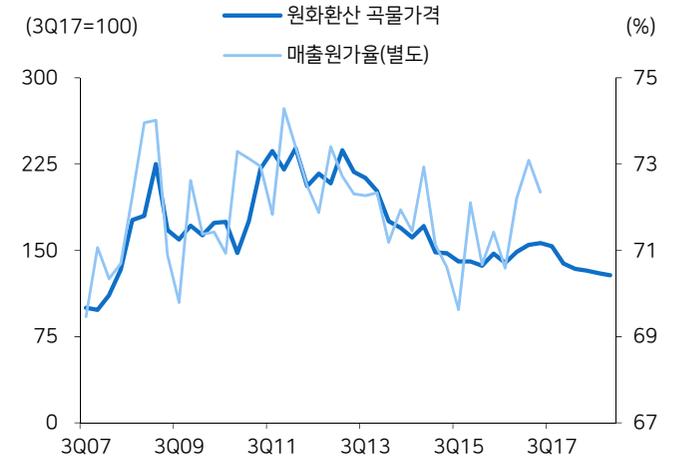


자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

2H17 원가율 하락 전환 전망, 음식료 섹터 의견 Overweight 유지

		3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E
USD 기준	옥수수(¢/부셀)	451	479	359	374	385	366	382	373	363	392	332	348	364	368	359	355
	소맥(¢/부셀)	615	652	528	558	525	504	510	491	466	471	406	403	429	435	455	444
	대두(¢/부셀)	1,355	1,472	1,147	1,010	990	963	947	880	880	1,056	1,013	1,000	1,021	941	965	962
	원당(¢/lb)	16	17	16	16	14	12	11	15	14	17	20	21	20	15	14	14
	원/달러	1,030	1,026	1,087	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,101	1,158	1,154	1,129	1,132	1,110	1,095
KRW 기준	옥수수(원/부셀)	4,651	4,914	3,903	4,113	4,229	4,273	4,427	4,477	4,224	4,314	3,839	4,018	4,114	4,164	3,987	3,889
	소맥(원/부셀)	6,336	6,690	5,742	6,143	5,758	5,891	5,903	5,905	5,416	5,187	4,696	4,656	4,849	4,921	5,054	4,861
	대두(원/부셀)	13,958	15,098	12,461	11,112	10,870	11,250	10,962	10,575	10,241	11,628	11,721	11,542	11,532	10,658	10,712	10,535
	원당(원/lb)	169	177	172	174	155	145	131	177	167	188	235	240	222	172	155	153
	(% YoY)	옥수수	-42.0	-33.2	-28.3	-10.4	-9.1	-13.0	13.4	8.8	-0.1	1.0	-13.3	-10.2	-2.6	-3.5	3.9
	소맥	-23.6	-13.5	-16.8	-12.1	-9.1	-11.9	2.8	-3.9	-5.9	-12.0	-20.5	-21.2	-10.5	-5.1	7.6	4.4
	대두	-14.0	-7.6	-16.5	-20.4	-22.1	-25.5	-12.0	-4.8	-5.8	3.4	6.9	9.1	12.6	-8.3	-8.6	-8.7
	원당	-18.4	-7.2	-2.6	-8.1	-8.2	-17.7	-24.2	1.8	8.0	29.1	79.7	35.8	32.5	-8.4	-34.1	-36.2
원화환산 곡물가격(3Q07=100)		161	171	148	147	140	140	137	147	139	149	155	156	154	139	134	131
(% YoY)		-24.3	-15.1	-15.5	-13.2	-13.0	-18.0	-7.8	-0.1	-0.9	5.8	13.2	6.2	10.3	-6.8	-13.4	-16.1

(억원)	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
13개사 매출액	76,277	73,255	77,505	76,434	82,299	80,064	83,119	83,729	87,232	88,080	87,199	82,096
CJ제일제당	29,727	30,800	31,199	31,650	33,664	32,732	35,340	36,096	36,790	37,406	38,655	39,089
13개사 매출원가	56,249	54,100	56,394	56,164	59,982	59,200	60,464	61,867	63,497	65,516	65,227	62,783
매출원가율	73.7%	73.9%	72.8%	73.5%	72.9%	73.9%	72.7%	73.9%	72.8%	74.4%	74.8%	76.5%
매출원가율(별도)	71.4%	72.9%	71.1%	70.6%	69.6%	72.1%	70.7%	71.4%	70.6%	72.2%	73.1%	72.4%
영업이익률	5.9%	4.2%	6.8%	5.6%	6.6%	4.1%	6.4%	5.2%	6.7%	4.6%	4.5%	4.1%
매출증가율	2.0%	1.2%	7.0%	5.4%	7.9%	9.3%	7.2%	9.5%	6.0%	10.0%	4.9%	6.4%
영업이익증가율	29.2%	14.9%	28.6%	20.3%	21.9%	5.9%	1.2%	1.3%	6.8%	25.2%	-31.1%	13.4%

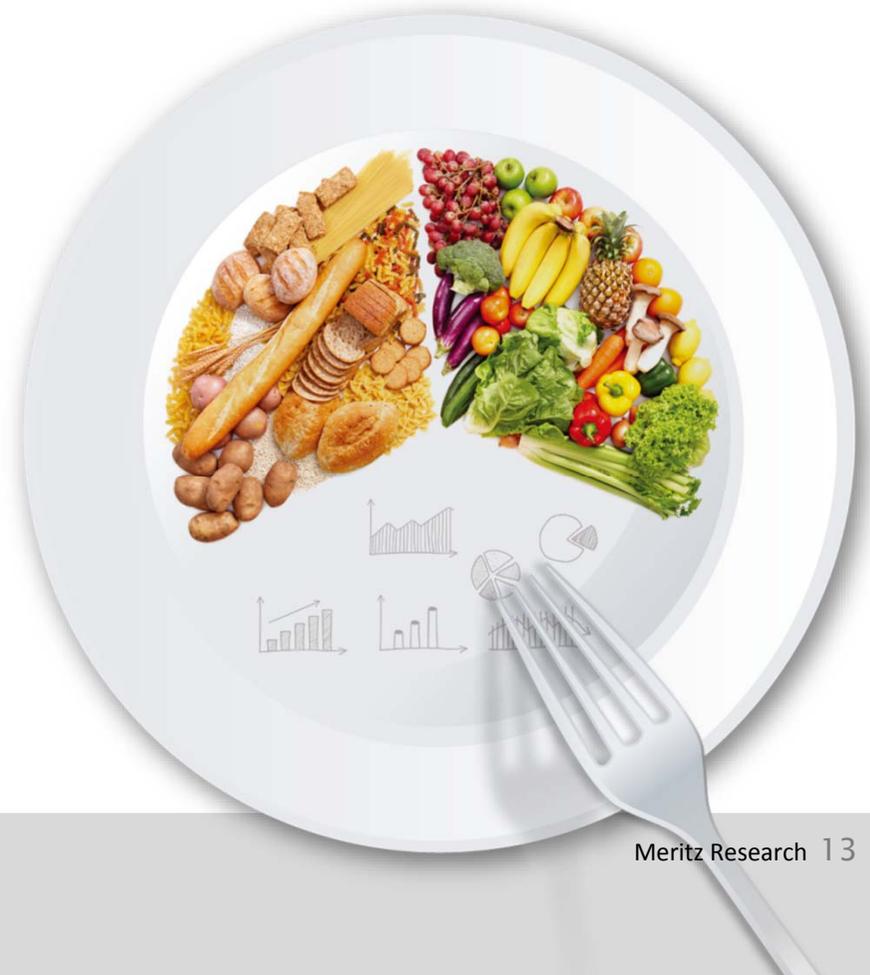


* 별도기준 기업: CJ제일제당, 대상, 오뚜기, 농심, 오리온, 롯데제과, 크라운제과, 삼양식품, 대한제당, 대한제분, 매일유업, 남양유업, 동원F&B, 롯데푸드
자료: 메리츠증권 리서치센터

기업분석 및 시나리오 분석



종목	투자판단	적정주가
CJ제일제당 (097950)	Buy	510,000원
하이트진로 (000080)	Buy	30,000원
농심 (004370)	Buy	430,000원
CJ프레시웨이 (051500)	Buy	51,000원
KT&G (033780)	Buy	150,000원
선진 (136490)	Buy	26,000원



CJ제일제당 (097950) 부진했던 소재식품/생물자원의 회복 예상

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

Buy

적정주가 (12개월)	510,000원	
현재주가 (10.17)	372,000원	
상승여력	37.1%	
KOSPI	2,484.37pt	
시가총액	48,989억원	
발행주식수	1,317만주	
유동주식비율	59.12%	
외국인비중	25.81%	
52주 최고/최저가	390,500원 / 335,000원	
평균거래대금	107.9억원	
주요주주(%)		
CJ 외 6 인	37.79	
국민연금	13.48	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	6.1	1.9
6개월	9.4	-5.5
12개월	6.4	-13.1
주가그래프		



3Q17 매출액 +12.1%, 영업이익 +10.0% 성장. 컨센서스 부합 예상

- 사료부문, 소재부문의 회복으로 기대치에 부합하는 실적 달성 예상
- 가공식품 부문은 주력제품 점유율 확대, 가격 인상효과 반영, 추석 선물세트 판매 호조, HMR 고성장으로 매출액 15% 성장 예상. 성수기 판촉 효율화, 중국 비용 절감으로 수익성도 전년수준 유지 예상
- 소재부문은 원당, 대두 각각 9~10% 하락된 단가 투입 예상. 전년대비 본업의 성장 및 셀렉타 9월 실적 반영으로 YoY 성장 예상
- 해외바이오 부문은 하반기 중국 정부의 옥수수 보조금 지급 중단, 9월말까지 이어진 환경 규제에 따른 가동률 하락으로 6월 이후 상승한 아미노산 판가 반영 QoQ, YoY 성장 흐름 예상
- 사료 부문은 8월 인도네시아 판가 인상, 베트남 양돈가 6월 저점 기록 후 반등으로 전기대비 성장 예상
- 투자의견 Buy, 적정주가 51만원 유지. 3분기 기대치 부합하는 실적 달성으로 실적 성장에 대한 신뢰도 회복 및 사료/소재 부문 정상화. 셀렉타 실적반영은 18년 영업이익 고성장 주도할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	12,924.5	751.4	189.3	19,034	84.7	216,981	26.7	1.7	10.1	6.2	155.4
2016	14,563.3	843.6	275.9	26,607	39.8	235,302	17.3	1.5	9.6	8.4	160.1
2017E	16,112.0	865.6	326.6	29,016	9.1	247,333	15.2	1.5	9.6	9.3	162.6
2018E	17,575.4	1,126.8	481.9	43,391	49.5	278,133	10.2	1.3	7.8	12.7	151.6
2019E	18,838.3	1,278.7	573.4	51,979	19.8	315,244	8.6	1.2	6.8	13.3	139.4

CJ제일제당 (097950) 시나리오 분석

실적 및 밸류에이션 (억원/배/원)		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	매출액	161,119	178,336	192,861	205,477
	영업이익	8,656	11,878	13,617	15,205
	순이익	3,266	5,277	6,357	7,317
	PER	15.0	9.3	7.7	6.7
Normal Scenario	매출액	161,119	175,754	188,383	199,592
	영업이익	8,656	11,268	12,786	14,220
	순이익	3,266	4,819	5,734	6,578
	PER	15.0	10.2	8.5	7.4
Worst Scenario	매출액	161,119	173,396	182,828	191,897
	영업이익	8,656	10,431	11,575	12,768
	순이익	3,266	4,192	4,825	5,489
	PER	15.0	11.7	10.2	8.9

Keyfactor (억원)		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	해외바이오 OP	1,619	2,381	2,997	3,161
	소재식품 OP	722	1,801	1,922	2,056
	생물자원 OP	190	566	630	893
Normal Scenario	해외바이오 OP	1,619	2,171	2,618	2,736
	소재식품 OP	722	1,504	1,592	1,689
	생물자원 OP	190	462	509	700
Worst Scenario	해외바이오 OP	1,619	1,757	1,869	1,928
	소재식품 OP	722	1,335	1,408	1,492
	생물자원 OP	190	209	230	253

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	매출액	0.0%	1.5%	2.4%	2.9%
	영업이익	0.0%	5.4%	6.5%	6.9%
	순이익	0.0%	9.5%	10.9%	11.2%
	PER	0.0%	-8.7%	-9.8%	-10.1%
Normal Scenario	매출액	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	영업이익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	순이익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	PER	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	매출액	0.0%	-1.3%	-2.9%	-3.9%
	영업이익	0.0%	-7.4%	-9.5%	-10.2%
	순이익	0.0%	-13.0%	-15.8%	-16.6%
	PER	0.0%	15.0%	18.8%	19.8%

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	해외바이오 OP	0.0%	9.7%	14.5%	15.5%
	소재식품 OP	0.0%	19.8%	20.8%	21.8%
	생물자원 OP	0.0%	22.4%	23.8%	27.7%
Normal Scenario	해외바이오 OP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	소재식품 OP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	생물자원 OP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	해외바이오 OP	0.0%	-19.1%	-28.6%	-29.5%
	소재식품 OP	0.0%	-11.2%	-11.5%	-11.7%
	생물자원 OP	0.0%	-54.8%	-54.8%	-63.8%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950) 실적 전망

(대한통운 포함, 억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	35,340	36,096	36,791	37,406	145,633	38,665	39,089	41,254	42,111	161,119	175,754
가공식품	6,821	6,304	7,660	6,638	27,423	7,824	7,133	8,847	7,534	31,338	34,629
소재식품	4,777	4,731	4,779	4,415	18,702	5,414	4,682	5,383	5,731	21,211	25,009
제약	1,177	1,255	1,299	1,412	5,143	1,230	1,317	1,370	1,497	5,414	5,685
해외 바이오	4,282	4,558	4,560	4,616	18,016	4,523	4,692	4,671	4,804	18,690	19,582
사료	4,892	5,214	4,786	5,237	20,129	5,004	5,446	5,073	5,499	21,022	23,124
대한통운/기타	13,391	14,034	13,707	15,088	56,220	14,670	15,819	15,909	17,046	63,444	67,724
(% YoY)	13.3%	14.0%	9.3%	14.3%	12.7%	9.4%	8.3%	12.1%	12.6%	10.6%	9.1%
가공식품	17.1%	15.1%	11.6%	20.4%	15.8%	14.7%	13.2%	15.5%	13.5%	14.3%	10.5%
소재식품	2.5%	6.1%	2.7%	8.9%	4.9%	13.3%	-1.0%	12.6%	29.8%	13.4%	17.9%
제약	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	12.6%	4.5%	4.9%	5.5%	6.0%	5.3%	5.0%
해외 바이오	6.6%	5.1%	-1.2%	4.2%	3.6%	5.6%	2.9%	2.4%	4.1%	3.7%	4.8%
사료	10.4%	22.1%	6.4%	7.9%	11.5%	2.3%	4.4%	6.0%	5.0%	4.4%	10.0%
대한통운/기타	19.5%	17.2%	15.0%	19.6%	17.8%	9.6%	12.7%	16.1%	13.0%	12.9%	6.7%
영업이익	2,328	2,106	2,433	1,569	8,436	1,925	1,644	2,676	2,412	8,656	11,268
가공식품	751	565	940	439	2,695	782	517	1,088	603	2,990	3,463
소재식품	430	279	203	-88	824	88	25	323	287	722	1,504
제약	184	171	139	185	679	181	179	151	217	728	796
해외바이오	314	298	398	410	1,420	378	329	418	494	1,619	2,171
사료	151	208	181	87	627	13	-9	76	110	190	462
대한통운/기타	498	585	572	536	2,191	483	603	619	702	2,407	2,871
(% YoY)	3.3%	9.9%	9.4%	40.3%	12.3%	-17.3%	0.2%	18.1%	52.4%	10.3%	22.0%
가공식품	12.8%	11.7%	11.6%	152.5%	11.0%	4.2%	13.5%	15.3%	36.6%	15.3%	10.5%
소재식품	-2.7%	-3.1%	-57.5%	적전	0.0%	-79.6%	-61.7%	33.6%	흑전	-25.4%	40.4%
제약	52.1%	36.8%	26.4%	10.8%	6.0%	-1.6%	18.9%	48.6%	18.4%	19.3%	-0.7%
해외 바이오	-37.7%	-37.5%	71.1%	135.6%	2.3%	20.4%	58.9%	23.0%	37.1%	34.0%	26.7%
사료	62.4%	58.8%	67.6%	-36.5%	33.7%	-91.4%	적전	-58.0%	26.4%	-69.7%	143.3%
대한통운/기타	16.4%	50.0%	25.7%	42.5%	32.8%	-3.0%	3.1%	8.3%	30.9%	9.9%	19.3%
영업이익률(%)	6.6%	5.8%	6.6%	4.2%	5.8%	5.0%	4.2%	6.5%	5.7%	5.4%	6.4%
가공식품	11.0%	9.0%	12.3%	6.6%	9.8%	10.0%	7.3%	12.3%	8.0%	9.5%	10.0%
소재식품	9.0%	5.9%	4.2%	-2.0%	4.4%	1.6%	0.5%	6.0%	5.0%	3.4%	6.0%
제약	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	13.2%	14.7%	13.6%	11.0%	14.5%	13.4%	14.0%
해외 바이오	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	7.9%	8.4%	7.0%	9.0%	10.3%	8.7%	11.1%
사료	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	3.1%	0.3%	-0.2%	1.5%	2.0%	0.9%	2.0%
대한통운/기타	3.7%	4.2%	4.2%	3.6%	3.9%	3.3%	3.8%	3.9%	4.1%	3.8%	4.2%
지배순이익	1,226	423	1,110	-1	2,759	820	211	1,313	921	3,266	4,819
(% YoY)	32.9%	-18.4%	260.6%	적전	45.8%	-33.1%	-50.0%	18.2%	흑전	18.4%	47.6%
지배순이익률(%)	3.5%	1.2%	3.0%	0.0%	1.9%	2.1%	0.5%	3.2%	2.2%	2.0%	2.7%

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,924.5	14,563.3	16,112.0	17,575.4	18,838.3
매출액증가율(%)	10.4	12.7	10.6	9.1	7.2
매출원가	10,038.4	11,275.2	12,522.8	13,602.1	14,579.6
매출총이익	2,886.0	3,288.1	3,589.1	3,973.3	4,258.8
판매비와관리비	2,134.6	2,444.5	2,723.5	2,846.5	2,980.1
영업이익	751.4	843.6	865.6	1,126.8	1,278.7
영업이익률(%)	5.8	5.8	5.4	6.4	6.8
금융손익	-263.4	-212.1	-160.6	-170.7	-170.7
중속/관계기업관련손익	21.3	1.0	40.3	36.7	46.7
기타영업외손익	-144.5	-104.1	-193.7	-170.0	-170.0
세전계속사업이익	364.8	528.4	551.6	822.8	984.7
법인세비용	111.1	174.8	166.2	248.0	296.8
당기순이익	253.7	353.6	385.4	574.8	687.9
지배주주지분 순이익	189.3	275.9	326.6	481.9	573.4
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,018.5	4,880.7	5,179.9	6,040.9	7,017.4
현금및현금성자산	529.8	644.4	410.7	838.5	1,441.1
매출채권	1,623.2	2,028.6	2,283.8	2,491.2	2,670.2
재고자산	1,097.6	1,280.2	1,441.2	1,572.1	1,685.0
비유동자산	9,732.8	10,885.6	11,187.5	10,996.5	10,760.4
유형자산	6,690.2	7,280.5	7,473.9	7,287.9	7,064.9
무형자산	1,737.4	2,333.8	2,295.7	2,207.2	2,122.1
투자자산	739.6	816.6	919.3	1,002.8	1,074.9
자산총계	13,751.3	15,766.2	16,367.4	17,037.3	17,777.8
유동부채	4,335.7	4,699.2	4,792.9	4,990.1	5,157.6
매입채무	849.0	1,113.7	1,253.8	1,367.7	1,466.0
단기차입금	1,440.7	1,801.5	1,732.8	1,732.8	1,732.8
유동성장기부채	1,148.3	773.3	668.4	648.4	628.4
비유동부채	4,030.3	5,006.5	5,341.4	5,274.7	5,195.2
사채	2,241.7	2,898.8	3,346.2	3,206.2	3,066.2
장기차입금	847.6	1,155.2	854.7	834.7	814.7
부채총계	8,366.0	9,705.8	10,134.3	10,264.8	10,352.8
자본금	72.4	72.5	72.5	72.5	72.5
자본잉여금	922.8	924.5	926.4	926.4	926.4
기타포괄이익누계액	108.9	147.8	80.0	80.0	80.0
이익잉여금	2,334.2	2,566.5	2,822.1	3,268.6	3,806.6
비지배주주지분	2,242.1	2,651.1	2,647.7	2,740.6	2,855.1
자본총계	5,385.2	6,060.5	6,233.1	6,772.5	7,425.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,154.6	800.1	938.2	1,044.7	1,153.0
당기순이익(손실)	253.7	353.6	385.4	574.8	687.9
유형자산감가상각비	394.5	436.6	462.6	466.0	453.0
무형자산상각비	89.1	94.7	93.4	88.5	85.1
운전자본의 증감	77.4	-358.6	-133.0	-84.6	-73.0
투자활동 현금흐름	-693.0	-1,408.9	-905.8	-405.3	-338.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-673.5	-845.4	-716.2	-300.0	-250.0
투자자산의 감소(증가)	-43.7	-77.0	-102.7	-83.5	-72.1
재무활동 현금흐름	-364.5	725.9	-251.8	-211.6	-212.2
차입금증감	-2,039.2	9,267.7	512.0	-1,762.2	-1,767.4
자본의증가	8.5	1.7	1.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	93.8	114.6	-233.6	427.7	602.7
기초현금	436.0	529.8	644.4	410.7	838.5
기말현금	529.8	644.4	410.7	838.5	1,441.1
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	982,900	1,106,570	1,223,681	1,334,605	1,430,506
EPS(지배주주)	19,034	26,607	29,016	43,391	51,979
CFPS	89,425	99,546	93,785	104,584	115,631
EBITDAPS	93,922	104,471	107,968	127,669	137,956
BPS	216,981	235,302	247,333	278,133	315,244
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	17.3	15.2	10.2	8.6
PCR	4.2	3.6	4.0	3.6	3.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
EBITDA	1,235.0	1,374.9	1,421.6	1,681.3	1,816.8
EV/EBITDA	10.1	9.6	9.6	7.8	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	8.4	9.3	12.7	13.3
EBITDA이익률	9.6	9.4	8.8	9.6	9.6
부채비율	155.4	160.1	162.6	151.6	139.4
금융비용부담률	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	4.2	4.7			
매출채권회전율(x)	8.1	8.0	7.5	7.4	7.3
재고자산회전율(x)	11.9	12.2	11.8	11.7	11.6

하이트진로 (000080) 발포주 매출이 본격적으로 반영된 실적 예상

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

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원	
현재주가 (10.17)	25,300원	
상승여력	18.6%	
KOSPI	2,484.37pt	
시가총액	17,744억원	
발행주식수	7,013만주	
유동주식비율	43.46%	
외국인비중	19.90%	
52주 최고/최저가	26,900원 / 19,900원	
평균거래대금	60.8억원	
주요주주(%)		
하이트진로홀딩스 외 13 인	53.82	
국민연금	6.06	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	0.0	-4.0
6개월	26.5	9.3
12개월	17.7	-4.0
주가그래프		



3Q17 매출액 +10.8%, 영업이익 +61.1% 성장. 영업이익 컨센서스 +4.8% 상회 예상

- 필라이트 매출액 320억원 달성하며 실적 기여 본격화 될 전망. 16년 가동률 46% 달성, 18년 가동률 51% 달성하며 맥주부분 흑자전환 이끌 전망
- 기존 레귤러 맥주 3% 성장 전환 예상. 전년도 OB맥주 가격인상 예상에 따른 밀어내기 피해로 부진했던 기저 및 6% 가격인상 효과 반영될 전망. 1H17 하이트 Extra Cold 리뉴얼에 따른 매출액 부진 기저는 1H18 레귤러 맥주 성장을 예상할 수 있는 근거
- 소주부문은 수도권 점유율 방어 및 지방 점유율 확대에 따른 2~3% 매출액 성장 이어질 전망. 지방 소주 업체들의 주력 제품/시장에 대한 마케팅 집중도 하락으로 진출 기회를 확보, 전국 점유율은 51%를 상회하는 흐름 지속
- 투자의견 Buy, 적정주가 3만원 유지. 발포주 시장의 성장 초입국면인 점과 가격 메리트는 지속될 마케팅 포인트. 필라이트의 18년 추가 성장 예상. 소주의 지방 점유율 상승세와 구조조정에 따른 비용 절감 효과 반영, 경영진의 맥주 공장 매각 의지 확인도 긍정적인 포인트로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,907.5	134.0	53.3	744	160.0	15,592	31.5	1.5	10.3	4.0	161.2
2016	1,890.2	124.0	38.4	533	-28.4	15,235	39.7	1.4	10.0	2.9	163.3
2017E	1,991.3	104.4	41.3	574	7.8	14,104	44.1	1.8	12.1	3.3	184.6
2018E	2,110.3	171.2	90.3	1,273	121.6	14,579	19.9	1.7	9.1	7.4	183.4
2019E	2,168.6	186.2	101.7	1,435	12.8	15,211	17.6	1.7	8.4	8.1	180.0

하이트진로 (000080) 시나리오 분석

실적 및 밸류에이션 (억원/배/원)		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	매출액	19,913	21,663	23,832
	영업이익	1,044	1,868	2,488
	순이익	414	1,021	1,487
	PER	42.9	17.4	11.9
Normal Scenario	매출액	19,913	21,103	21,686
	영업이익	1,044	1,712	1,862
	순이익	414	904	1,017
	PER	42.9	19.6	17.4
Worst Scenario	매출액	19,913	20,228	20,483
	영업이익	1,044	1,468	1,511
	순이익	414	721	754
	PER	42.9	24.6	23.5

Keyfactor		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	필라이트 매출액	614	1,842	3,684
Normal Scenario	필라이트 매출액	614	1,282	1,538
Worst Scenario	필라이트 매출액	614	407	335

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	매출액	0.0%	2.7%	9.9%
	영업이익	0.0%	9.1%	33.6%
	순이익	0.0%	13.0%	46.2%
	PER	0.0%	-11.5%	-31.6%
Normal Scenario	매출액	0.0%	0.0%	0.0%
	영업이익	0.0%	0.0%	0.0%
	순이익	0.0%	0.0%	0.0%
	PER	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	매출액	0.0%	-4.1%	-5.5%
	영업이익	0.0%	-14.2%	-18.9%
	순이익	0.0%	-20.2%	-25.9%
	PER	0.0%	25.4%	34.9%

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	필라이트 매출액	0.0%	43.7%	139.5%
Normal Scenario	필라이트 매출액	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	필라이트 매출액	0.0%	-68.2%	-78.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하이트진로 (000080) 실적 전망

(억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	4,093	5,005	4,894	4,910	18,902	4,134	4,914	5,422	5,444	19,913	21,103
맥주	1,322	2,006	2,297	2,042	7,667	1,402	2,000	2,575	2,296	8,274	9,223
소주	2,434	2,589	2,472	2,598	10,093	2,490	2,612	2,533	2,676	10,312	10,518
생수	151	179	203	157	690	151	187	213	165	716	752
기타	185	231	-77	113	452	91	114	100	306	611	611
(% YoY)	-5.1	4.4	-2.5	-0.8	-0.9	1.0	-1.8	10.8	10.9	5.3	6.0
맥주	-21.7	-2.4	0.3	3.5	-4.2	-0.5	-5.3	12.1	24.2	7.9	11.5
소주	5.8	10.1	7.0	-1.6	5.1	2.3	0.9	2.5	3.0	2.2	2.0
생수	0.8	-5.5	5.1	0.0	0.1	-0.2	4.7	5.0	5.0	3.8	5.0
기타	9.0	17.4	-134.1	-37.8	-41.6	-8.2	-8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	272	276	277	415	1,240	-274	350	447	522	1,044	1,712
맥주	-116	-135	30	5	-217	-344	-91	140	34	-260	84
소주	367	406	239	390	1,403	63	438	299	440	1,240	1,557
생수	0	-5	17	-3	10	-2	0	17	-1	14	21
기타	35	25	-3	23	80	2	18	-3	48	64	64
조정 및 제거	-13	-16	-6	0	-35	7	-16	-6	0	-14	-14
(% YoY)	3.6	-1.7	-42.5	32.0	-7.4	적전	26.7	61.0	25.8	-15.8	63.9
맥주	적지	적지	-80.3	흑전	적지	적지	적지	362.4	흑전	적지	흑전
소주	22.7	14.0	-13.2	8.6	8.7	-82.7	7.7	25.1	12.8	-11.6	25.6
생수	-82.0	적전	6.8	적전	-70.0	적전	흑전	-2.8	적지	43.9	45.2
기타	44.2	78.4	적전	-14.9	-27.5	-88.3	-14.0	적지	0.0	-19.2	0.0
영업이익률(%)	6.6	5.5	5.7	8.4	6.6	-6.6	7.1	8.2	9.6	5.2	8.1
맥주	-8.8	-6.7	1.3	0.2	-2.8	-24.5	-4.5	5.4	1.5	-3.1	0.9
소주	15.1	15.7	9.7	15.0	13.9	2.5	16.8	11.8	16.4	12.0	14.8
생수	0.0	-2.6	8.6	-1.9	1.4	-1.5	0.2	8.0	-0.6	2.0	2.7
기타	18.8	11.0	4.5	20.4	17.6	1.8	15.9	-3.5	15.7	10.6	10.6
순이익	61	101	83	138	384	-212	139	217	270	414	904
(% YoY)	-3.6	26.2	-66.1	-3.5	-27.9	적전	37.0	160.1	95.6	7.8	118.5
순이익률(%)	1.5	2.0	1.7	2.8	2.0	-5.1	2.8	4.0	5.0	2.1	4.3

하이트진로 (000080)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,907.5	1,890.2	1,991.3	2,110.3	2,168.6
매출액증가율(%)	1.9	-0.9	5.3	6.0	2.8
매출원가	1,087.1	1,066.4	1,145.9	1,204.4	1,231.1
매출총이익	820.4	823.9	845.4	906.0	937.5
판매비와관리비	686.4	699.8	741.0	734.8	751.3
영업이익	134.0	124.0	104.4	171.2	186.2
영업이익률(%)	7.0	6.6	5.2	8.1	8.6
금융손익	-43.3	-39.9	-40.9	-40.9	-40.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.9	-22.9	-3.8	-11.1	-11.1
세전계속사업이익	79.8	61.2	59.7	119.2	134.2
법인세비용	26.4	22.7	18.3	28.9	32.5
당기순이익	53.4	38.5	41.4	90.4	101.8
지배주주지분 순이익	53.3	38.4	41.3	90.3	101.7
Balance Sheet					
(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	851.9	957.7	1,059.0	1,230.0	1,396.1
현금및현금성자산	158.4	158.5	173.0	315.8	459.4
매출채권	519.2	507.8	563.0	581.0	595.2
재고자산	138.1	130.3	144.5	149.1	152.7
비유동자산	2,608.5	2,443.4	2,371.1	2,263.6	2,165.0
유형자산	2,241.5	2,103.6	2,027.9	1,924.9	1,831.0
무형자산	212.9	205.5	199.5	193.0	186.7
투자자산	55.3	56.3	62.4	64.4	66.0
자산총계	3,460.5	3,401.1	3,430.0	3,493.6	3,561.1
유동부채	1,435.8	1,409.8	1,574.6	1,601.7	1,623.1
매입채무	155.6	137.6	152.5	157.4	161.3
단기차입금	453.1	466.0	507.9	507.9	507.9
유동성장기부채	199.9	179.9	219.8	219.8	219.8
비유동부채	700.1	699.4	650.1	659.1	666.3
사채	468.9	444.0	367.0	367.0	367.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,135.9	2,109.2	2,224.7	2,260.8	2,289.4
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	709.3	709.3	709.3	709.3
기타포괄이익누계액	4.1	13.4	11.0	11.0	11.0
이익잉여금	336.1	293.9	209.7	237.1	275.9
비지배주주지분	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9
자본총계	1,324.6	1,291.9	1,205.3	1,232.8	1,271.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	304.1	184.7	123.3	208.2	208.5
당기순이익(손실)	53.4	38.5	41.4	90.4	101.8
유형자산감가상각비	110.2	110.1	111.3	103.0	93.9
무형자산상각비	9.7	8.6	7.2	6.5	6.3
운전자본의 증감	54.4	-40.5	-107.3	8.3	6.6
투자활동 현금흐름	-78.1	-85.9	-48.6	-2.5	-2.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-117.7	-123.9	-40.7	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	3.9	-1.0	-6.1	-2.0	-1.6
재무활동 현금흐름	-123.4	-102.4	-58.5	-62.9	-62.9
차입금증감	-520.7	-319.6	47.6	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	104.2	0.1	14.5	142.8	143.7
기초현금	54.2	158.4	158.5	173.0	315.8
기말현금	158.4	158.5	173.0	315.8	459.4
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	27,198	26,952	28,393	30,090	30,921
EPS(지배주주)	744	533	574	1,273	1,435
CFPS	4,174	3,843	4,214	3,811	3,879
EBITDAPS	3,621	3,461	3,178	4,001	4,083
BPS	15,592	15,235	14,104	14,579	15,211
DPS	1,000	900	900	900	900
배당수익률(%)	4.3	4.3	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	31.5	39.7	44.1	19.9	17.6
PCR	5.6	5.5	6.0	6.6	6.5
PSR	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR	1.5	1.4	1.8	1.7	1.7
EBITDA	253.9	242.7	222.9	280.6	286.4
EV/EBITDA	10.3	10.0	12.1	9.1	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	2.9	3.3	7.4	8.1
EBITDA이익률	13.3	12.8	11.2	13.3	13.2
부채비율	161.2	163.3	184.6	183.4	180.0
금융비용부담률	2.4	2.2	2.0	1.9	1.9
이자보상배율(x)	2.9	3.0	2.6	4.2	4.6
매출채권회전율(x)	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7
재고자산회전율(x)	13.9	14.1	14.5	14.4	14.4

농심 (004370) 가격인상 효과 지속 및 부진했던 해외 부문 회복 예상

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

Buy

적정주가 (12개월)	430,000원	
현재주가 (10.17)	340,000원	
상승여력	26.5%	
KOSPI	2,484.37pt	
시가총액	20,681억원	
발행주식수	608만주	
유동주식비율	49.58%	
외국인비중	20.71%	
52주 최고/최저가	367,000원 / 283,500원	
평균거래대금	48.9억원	
주요주주(%)		
신촌호 외 4인	45.49	
국민연금	12.32	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-3.8	-7.6
6개월	6.4	-8.1
12개월	19.5	-2.5
주가그래프		



3Q17 매출액 +3.7%, 영업이익 +43.7% 성장. 영업이익 컨센서스 +14.7% 상회 예상

- 2분기에 이어 가격인상 효과 본격반영 및 수량 감소 효과 완화로 국내 라면 매출액 성장 흐름 지속될 전망. 1Q17 이후 극심했던 가격 경쟁은 완화되고 있으며 5월 삼양라면의 가격인상 동참, 2Q17 오뚜기의 비빔면 시장 경쟁 강화로 가격보다는 제품 경쟁으로 패러다임이 변화
- 전년도 진짬뽕에 뺏겼던 신제품 프리미엄 시장도 다양한 신제품 출시(부대찌개면, 너구리 볶음면, 감자탕면, 사천탄탄면, 굴소스볶음면 등)로 주도하는 중. 2Q17 기록 했던 전년비 프리미엄 라면 매출 20억원 증가 효과 지속될 전망
- 가격인상 효과에 따라 GP마진 2.0%pt 개선 흐름도 이어질 전망이며 판관비 통제 정책도 3분기 호실적에 기여하는 흐름 예상
- 2Q17은 중국법인이 반품 영향으로 부진했으나 Q 회복이 어려운 상황에서 가격정책으로 대응하며 7~8월 매출액 회복 달성. 3Q16 중국법인 영업이익 16억원으로 베이스 부담이 낮으며 미국법인의 영업이익 성장으로 상쇄하는 흐름 예상. 국내의 호실적 지속과 2Q17 부진했던 중국 사업의 회복으로 연결기준 고성장 흐름은 2Q17이어 지속
- 투자의견 Buy, 적정주가 43만원 유지. 1Q18까지 가격 인상 효과 본격화로 국내 실적은 안정적인 성장 흐름 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,181.6	118.3	117.3	19,303	82.2	259,461	22.8	1.7	11.4	7.4	46.9
2016	2,217.0	89.7	199.3	32,754	69.7	284,602	10.1	1.2	8.6	11.6	37.7
2017E	2,256.5	114.5	103.2	16,891	-48.4	291,066	20.0	1.2	7.8	5.7	37.0
2018E	2,335.0	128.7	116.5	19,016	12.6	306,587	17.7	1.1	6.7	6.2	36.3
2019E	2,421.6	135.8	121.9	19,892	4.6	322,989	17.0	1.1	6.0	6.2	35.7

농심 (004370) 시나리오 분석

실적 및 밸류에이션 (억원/배/원)		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	매출액	22,564	23,571	24,791
	영업이익	1,145	1,331	1,473
	순이익	1,032	1,198	1,305
	PER	20.0	17.3	15.8
Normal Scenario	매출액	22,564	23,350	24,216
	영업이익	1,145	1,287	1,357
	순이익	1,032	1,165	1,219
	PER	20.0	17.7	17.0
Worst Scenario	매출액	22,564	22,907	23,330
	영업이익	1,145	1,199	1,180
	순이익	1,032	1,099	1,086
	PER	20.0	18.8	19.0

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	매출액	0.0%	0.9%	2.4%
	영업이익	0.0%	3.4%	8.5%
	순이익	0.0%	2.9%	7.1%
	PER	0.0%	-2.8%	-6.6%
Normal Scenario	매출액	0.0%	0.0%	0.0%
	영업이익	0.0%	0.0%	0.0%
	순이익	0.0%	0.0%	0.0%
	PER	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	매출액	0.0%	-1.9%	-3.7%
	영업이익	0.0%	-6.9%	-13.0%
	순이익	0.0%	-5.7%	-10.9%
	PER	0.0%	6.0%	12.2%

Keyfactor		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	프리미엄 라면 매출액	1,107	1,550	2,170
Normal Scenario	프리미엄 라면 매출액	1,107	1,328	1,594
Worst Scenario	프리미엄 라면 매출액	1,107	886	708

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	프리미엄 라면 매출액	0.0%	16.7%	36.1%
Normal Scenario	프리미엄 라면 매출액	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	프리미엄 라면 매출액	0.0%	-33.3%	-55.6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

농심 (004370) 실적 전망

(별도기준, 억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
총매출액	5,138	4,791	4,989	5,247	20,166	4,985	4,954	5,153	5,448	20,540	21,023
1.라면	3,401	3,173	3,274	3,648	13,495	3,185	3,242	3,356	3,794	13,576	13,848
2.스낵	824	797	825	822	3,268	881	833	862	839	3,415	3,449
3.햄쌀밥	1	-0	-0	-0	0	-0	-0	-0	-0	-0	0
4.네슬레	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.기타	913	821	890	777	3,402	919	879	935	816	3,549	3,727
(% YoY)	2.9	-2.3	-1.0	0.4	0.0	-3.0	3.4	3.3	3.8	1.9	2.4
1.라면	4.2	-3.6	-5.0	-0.6	-1.3	-6.3	2.2	2.5	4.0	0.6	2.0
2.스낵	-11.8	-4.8	7.5	3.3	-2.0	6.9	4.5	4.5	2.0	4.5	1.0
3.햄쌀밥	-96.9	-100.5	-100.3	-57.8	-99.6	-102.0	-	-	-	-	-
4.네슬레	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.기타	18.2	10.2	11.2	12.0	11.3	0.7	7.1	5.0	5.0	4.3	5.0
순매출액	4,780	4,407	4,586	4,848	18,622	4,594	4,535	4,717	4,988	18,834	19,246
(% YoY)	2.5	-3.6	-2.3	-0.2	-0.9	-3.9	2.9	2.9	2.9	1.1	2.2
판매장려금	358	383	403	399	1,544	391	419	436	461	1,706	1,777
매출비중(%)	7.0	8.0	8.1	7.6	7.7	7.8	8.5	8.5	8.5	8.3	8.3
영업이익	287	49	159	196	691	261	158	257	277	954	1,023
(% YoY)	9.1	-74.9	-50.2	-28.6	-34.4	-8.9	220.8	62.4	41.0	38.0	7.2
영업이익률(%)	6.0	1.1	3.5	4.0	3.7	5.7	3.5	5.5	5.5	5.1	5.3
세전이익	1,547	142	265	261	2,215	356	221	364	340	1,282	1,351
(% YoY)	387.4	-68.4	-24.8	-27.9	49.3	-77.0	55.4	37.3	30.3	-42.1	5.4
세전이익률(%)	32.4	3.2	5.8	5.4	11.9	7.8	4.9	7.7	6.8	6.8	7.0
순이익	1,435	109	199	200	1,942	271	169	276	258	973	1,024
(% YoY)	504.0	-68.2	-25.6	-34.6	68.6	-81.1	55.6	38.8	29.0	-49.9	5.2
순이익률(%)	30.0	2.5	4.3	4.1	10.4	5.9	3.7	5.9	5.2	5.2	5.3

(연결기준, 억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	5,681	5,272	5,477	5,739	22,170	5,554	5,363	5,680	5,968	22,564	23,350
(% YoY)	5.2	-0.4	0.3	1.4	1.6	-2.2	1.7	3.7	4.0	1.8	3.5
영업이익	324	124	228	221	897	325	182	327	311	1,145	1,287
(% YoY)	17.1	-48.7	-39.4	-23.4	-24.2	0.2	47.0	43.5	40.6	27.6	12.4
영업이익률(%)	5.7	2.4	4.2	3.9	4.0	5.8	3.4	5.8	5.2	5.1	5.5
순이익	1,437	148	231	176	1,992	298	158	311	261	1,027	1,157
지배순이익	1,438	147	231	178	1,993	297	159	313	263	1,032	1,165
(% YoY)	514.4	-59.3	-20.9	-37.5	69.8	-79.3	6.6	34.5	48.6	-48.4	12.6
순이익률(%)	25.3	2.8	4.2	3.1	9.0	5.3	3.0	5.5	4.4	4.6	5.0

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,181.6	2,217.0	2,256.5	2,335.0	2,421.6
매출액증가율(%)	6.9	1.6	1.8	3.5	3.7
매출원가	1,509.6	1,503.7	1,518.9	1,583.8	1,640.2
매출총이익	672.0	713.3	737.6	751.1	781.4
판매비와관리비	553.7	623.6	623.1	622.4	645.7
영업이익	118.3	89.7	114.5	128.7	135.8
영업이익률(%)	5.4	4.0	5.1	5.5	5.6
금융손익	3.2	8.0	8.6	8.6	8.6
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	32.1	135.6	15.3	15.3	15.3
세전계속사업이익	153.5	233.3	138.4	152.6	159.6
법인세비용	36.1	34.1	35.6	36.9	38.6
당기순이익	117.4	199.2	102.7	115.7	121.0
지배주주지분 순이익	117.3	199.3	103.2	116.5	121.9
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	997.8	1,057.0	1,062.7	1,196.9	1,335.3
현금및현금성자산	168.9	179.4	150.2	251.9	355.7
매출채권	210.2	222.7	231.6	239.8	248.6
재고자산	173.0	169.2	175.9	182.2	188.8
비유동자산	1,420.9	1,424.3	1,464.8	1,444.6	1,426.9
유형자산	1,133.0	1,092.5	1,128.4	1,106.1	1,086.1
무형자산	56.8	58.8	62.0	61.0	60.0
투자자산	40.0	84.6	87.9	91.1	94.4
자산총계	2,418.7	2,481.3	2,527.5	2,641.5	2,762.2
유동부채	634.4	549.4	564.6	583.4	603.5
매입채무	284.7	278.9	290.0	300.4	311.3
단기차입금	96.6	39.9	34.8	34.8	34.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	137.9	129.5	118.0	120.6	123.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	55.4	59.2	44.8	44.8	44.8
부채총계	772.2	678.9	682.5	704.0	726.8
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.2	121.5	120.6	120.6	120.6
기타포괄이익누계액	10.6	-2.4	-15.9	-15.9	-15.9
이익잉여금	1,553.6	1,721.2	1,778.2	1,871.6	1,970.3
비지배주주지분	11.5	12.5	12.6	11.7	10.8
자본총계	1,646.5	1,802.4	1,845.0	1,937.6	2,035.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	201.9	221.0	164.4	203.2	206.6
당기순이익(손실)	117.4	199.2	102.7	115.7	121.0
유형자산감가상각비	79.1	84.2	83.5	82.3	80.0
무형자산상각비	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0
운전자본의 증감	-13.2	-80.0	-37.1	5.4	5.7
투자활동 현금흐름	-167.7	-134.5	-154.8	-78.4	-79.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-121.6	-57.4	-128.9	-60.0	-60.0
투자자산의 감소(증가)	-33.0	-44.6	-3.4	-3.1	-3.3
재무활동 현금흐름	18.3	-77.2	-38.3	-23.1	-23.1
차입금증감	566.8	-529.7	-195.3	0.0	0.0
자본의증가	-1.0	0.3	-0.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	53.5	10.5	-29.2	101.7	103.9
기초현금	115.4	168.9	179.4	150.2	251.9
기말현금	168.9	179.4	150.2	251.9	355.7
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	358,664	364,482	370,966	383,872	398,111
EPS(지배주주)	19,303	32,754	16,891	19,016	19,892
CFPS	39,062	56,886	36,493	35,540	35,641
EBITDAPS	32,587	28,796	32,728	34,859	35,636
BPS	259,461	284,602	291,066	306,587	322,989
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	22.8	10.1	20.0	17.7	17.0
PCR	11.3	5.8	9.3	9.6	9.5
PSR	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
PBR	1.7	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA	198.2	175.2	199.1	212.0	216.8
EV/EBITDA	11.4	8.6	7.8	6.7	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	11.6	5.7	6.2	6.2
EBITDA이익률	9.1	7.9	8.8	9.1	9.0
부채비율	46.9	37.7	37.0	36.3	35.7
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	61.6	26.9	27.1	22.9	24.2
매출채권회전율(x)	10.7	10.2	9.9	9.9	9.9
재고자산회전율(x)	12.6	13.0	13.1	13.0	13.1

CJ프레시웨이 (051500) 상반기 확인한 실적 고성장 흐름 지속

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

Buy

적정주가 (12개월)	51,000원	
현재주가 (10.17)	35,550원	
상승여력	43.5%	
KOSDAQ	670.51pt	
시가총액	4,220억원	
발행주식수	1,187만주	
유동주식비율	52.29%	
외국인비중	14.83%	
52주 최고/최저가	47,250원 / 30,800원	
평균거래대금	18.2억원	
주요주주(%)		
CJ 외 2인	47.71	
국민연금	10.96	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-13.5	-13.4
6개월	9.0	2.4
12개월	-11.6	-13.0
주가그래프		



3Q17 매출액 +8.6%, 영업이익 +57.3% 성장. 영업이익 컨센서스 +4.7% 상회 예상

- 외식급식 유통부문은 신규수주 브랜드의 점포 확대, 4Q16~1Q17의 외식경기 부진 시기 탈피, 구조조정 효과 마무리로 두 자리 수 성장 예상
- 프레시원 유통은 전북 법인의 연결효과와 기존 법인의 분점/지점 확대, 영업권 확보에 따른 소규모 점포 매출액 편입 전략 지속되며 매출액 고성장 이어질 전망
- 1차 도매 및 유통은 CJ제일제당의 HMR/비비고 고성장으로 긍정적이나 회계처리 이슈로 3Q17까지는 역신장 예상
- 푸드서비스 부문은 사업체/골프장/병원 수주 효과로 매출액 성장흐름 예상되며 하반기 국립중앙박물관/인천공항/국립중앙의료원 실적 기여가 예상. 18년 예상되는 최저임금 인상 효과는 100~150억원 비용 증가로 이어질 수 있으나 급식단가 인상 및 비용통제로 판관비 증가는 50억원 내외로 통제 예상
- 송림푸드는 동사 편입 이후 매출 동반 성장 효과로 전년 연간 실적을 3Q17 누계로도 달성 예상. 주력 제품 공급처 확대로 추가 성장 이어질 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가 5.1만원 유지. 본격적인 실적 개선은 4Q17까지 지속. 임금 인상 우려가 있지만 급식단가 인상과 비용 절감 노력으로 우려 요인 해소 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,072.4	31.5	10.9	586	-31.9	10,661	86.8	7.8	23.9	5.5	269.2
2016	2,327.9	21.0	-4.7	-493	-184.1	7,174	-99.1	5.4	16.5	-2.4	251.4
2017E	2,542.2	41.1	17.5	1,534	-411.5	8,874	24.1	4.0	10.1	9.0	267.5
2018E	2,795.9	50.3	26.5	2,292	49.4	11,781	15.9	3.0	8.6	12.5	256.8
2019E	3,071.7	59.9	33.8	2,903	26.7	15,204	12.5	2.3	7.3	14.1	243.5

디프레시웨이 (051500) 시나리오 분석

실적 및 밸류에이션 (억원/배/원)		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	매출액	25,421	28,009	30,767	33,495
	영업이익	411	603	699	802
	순이익	175	340	413	491
	PER	24.1	12.4	10.2	8.6
Normal Scenario	매출액	25,421	27,959	30,717	33,445
	영업이익	411	503	599	702
	순이익	175	265	338	416
	PER	24.1	15.9	12.5	10.1
Worst Scenario	매출액	25,421	27,909	30,667	33,395
	영업이익	411	403	499	602
	순이익	175	190	263	341
	PER	24.1	22.2	16.1	12.4

Keyfactor		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	식단가 인상금액	-	156	249	279
	인건비 증가액	-	111	135	163
Normal Scenario	식단가 인상금액	-	106	199	229
	인건비 증가액	-	161	185	213
Worst Scenario	식단가 인상금액	-	56	149	179
	인건비 증가액	-	211	235	263

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	매출액	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
	영업이익	0.0%	19.9%	16.7%	14.2%
	순이익	0.0%	28.2%	22.2%	18.0%
	PER	0.0%	-22.0%	-18.1%	-15.3%
Normal Scenario	매출액	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	영업이익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	순이익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	PER	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	매출액	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
	영업이익	0.0%	-19.9%	-16.7%	-14.2%
	순이익	0.0%	-28.3%	-22.3%	-18.0%
	PER	0.0%	39.6%	28.6%	22.0%

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	식단가 인상금액	0.0%	47.2%	25.1%	21.8%
	인건비 증가액	0.0%	-31.1%	-27.0%	-23.5%
Normal Scenario	식단가 인상금액	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	인건비 증가액	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	식단가 인상금액	0.0%	-47.2%	-25.1%	-21.8%
	인건비 증가액	0.0%	31.1%	27.0%	23.5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CJ프레시웨이 (051500) 실적 전망

(억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	5,358	5,970	6,065	5,886	23,279	5,948	6,346	6,585	6,542	25,421	27,959
식자재유통	4,519	4,933	5,072	4,841	19,366	4,879	5,087	5,310	5,295	20,571	22,198
- 외식/급식유통	2,153	2,404	2,374	2,356	9,288	2,366	2,535	2,517	2,474	9,892	10,386
- 중소제휴(JV)	1,319	1,467	1,539	1,559	5,885	1,484	1,573	1,693	1,699	6,450	7,159
- 1차도매 및 원료	1,046	1,062	1,158	927	4,194	1,029	979	1,100	1,122	4,230	4,653
푸드서비스	678	822	839	826	3,165	753	904	923	867	3,447	3,895
해외 및 기타	147	170	114	197	628	271	305	296	315	1,188	1,366
영휘마트 향 매출	14	45	40	21	120	45	50	55	65	215	500
(% YoY)	14.7	15.3	12.1	7.7	12.3	11.0	6.3	8.6	11.1	9.2	10.0
식자재유통	13.3	13.2	10.7	5.6	10.6	8.0	3.1	4.7	9.4	6.2	7.9
- 외식/급식유통	9.4	7.0	-0.5	3.8	4.7	9.9	5.4	6.0	5.0	6.5	5.0
- 중소제휴(JV)	17.8	16.2	23.4	19.9	19.4	12.5	7.2	10.0	9.0	9.6	11.0
- 1차도매 및 원료	16.4	25.2	21.9	-8.6	13.0	-1.7	-7.8	-5.0	21.0	0.9	10.0
푸드서비스	14.9	17.9	19.2	16.2	17.2	11.1	10.0	10.0	5.0	8.9	13.0
해외 및 기타	56.4	37.4	-6.1	16.4	23.5	84.4	79.4	160.0	60.0	89.1	15.0
중국 JV 연결 매출						221.4	11.1	37.5	209.5	79.2	132.6
영업이익	32	91	83	5	210	45	140	130	96	411	503
식자재유통	22	42	37	-0	101	43	78	71	82	266	396
푸드서비스	10	49	46	5	110	2	53	50	5	109	54
중국 JV 영업이익			0	0	0	0	9	9	9	36	53
(% YoY)	-4.4	-23.0	-19.3	-91.7	-33.2	39.5	54.2	57.3	1,820.0	95.3	22.6
식자재유통	11.2	-37.6	-36.4	적전	-35.7	94.5	87.7	93.7	흑전	164.5	48.5
푸드서비스	-25.4	-4.7	2.9	-90.4	-30.7	-83.7	7.2	8.3	3.2	-0.9	-50.2
영업이익률(%)	0.6	1.5	1.4	0.1	0.9	0.8	2.2	2.0	1.5	1.6	1.8
식자재유통	0.5	0.8	0.7	0.0	0.5	0.8	1.4	1.3	1.5	1.2	1.8
푸드서비스	1.4	5.8	5.0	0.6	3.4	0.2	5.8	5.4	0.6	3.1	1.4
순이익	4	28	13	-104	-58	6	70	61	45	182	272
(% YoY)	51.5	-60.1	-54.0	적지	적전	32.4	146.0	378.7	흑전	흑전	49.7
순이익률(%)	0.1	0.5	0.2	-1.8	-0.3	0.1	1.1	0.9	0.7	0.7	1.0
지배순이익	7	31	13	-98	-47	-0	63	62	51	175	265
(% YoY)	-30.8	-59.2	-62.7	적지	적전	적전	101.4	363.8	흑전	흑전	51.6
지배순이익률(%)	0.1	0.5	0.2	-1.7	-0.2	0.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.9

CJ프레시웨이 (051500)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,072.4	2,327.9	2,542.2	2,795.9	3,071.7
매출액증가율(%)	15.4	12.3	9.2	10.0	9.9
매출원가	1,801.4	2,028.4	2,191.8	2,404.5	2,638.6
매출총이익	271.0	299.5	350.3	391.4	433.1
판매비와관리비	239.5	278.5	309.3	341.1	373.2
영업이익	31.5	21.0	41.1	50.3	59.9
영업이익률(%)	1.5	0.9	1.6	1.8	2.0
금융손익	-5.6	-6.6	-6.9	-7.1	-7.1
중속/관계기업관련손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.8	-19.5	-10.9	-7.4	-7.4
세전계속사업이익	12.1	-5.0	23.4	35.9	45.5
법인세비용	5.4	0.9	5.2	8.7	11.0
당기순이익	6.7	-5.9	18.2	27.2	34.5
지배주주지분 순이익	10.9	-4.7	17.5	26.5	32.3
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	418.5	469.1	554.0	633.6	722.8
현금및현금성자산	11.0	12.4	46.4	76.4	110.9
매출채권	212.8	250.2	278.1	305.2	335.2
재고자산	171.7	184.5	205.1	225.1	247.2
비유동자산	340.3	381.4	374.3	356.4	340.5
유형자산	225.4	241.9	241.5	231.7	222.5
무형자산	79.8	105.0	94.8	84.5	75.2
투자자산	17.5	20.8	23.1	25.3	27.8
자산총계	758.8	850.5	928.3	990.0	1,063.3
유동부채	462.6	433.5	511.2	548.9	590.6
매입채무	250.2	270.1	300.2	329.6	361.9
단기차입금	138.0	86.2	55.2	55.2	55.2
유동성장기부채	0.0	0.0	70.0	70.0	70.0
비유동부채	90.7	175.0	164.5	163.7	163.2
사채	69.9	139.8	115.7	111.7	107.7
장기차입금	0.0	5.7	5.7	5.7	5.7
부채총계	553.3	608.5	675.7	712.6	753.8
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	101.5	96.9	94.6	94.6	94.6
기타포괄이익누계액	21.3	21.2	20.7	20.7	20.7
이익잉여금	49.5	38.0	50.7	73.4	103.2
비지배주주지분	-0.8	51.9	52.5	54.7	56.9
자본총계	205.5	242.1	252.6	277.5	309.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-18.4	-4.8	56.4	44.0	48.7
당기순이익(손실)	6.7	-5.9	18.2	27.2	34.5
유형자산감가상각비	12.2	13.3	15.1	14.8	14.2
무형자산상각비	5.8	10.0	11.4	10.4	9.2
운전자본의 증감	-52.4	-40.0	2.9	-8.3	-9.2
투자활동 현금흐름	-37.7	-53.7	-15.1	-8.5	-8.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-18.9	-14.1	-13.8	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	-4.8	-3.2	-2.3	-2.3	-2.5
재무활동 현금흐름	59.7	60.0	-6.8	-5.4	-5.3
차입금증감	698.8	267.2	261.4	-30.4	-29.4
자본의증가	40.3	-4.6	-2.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3.7	1.5	33.9	30.1	34.5
기초현금	7.3	11.0	12.4	46.4	76.4
기말현금	11.0	12.4	46.4	76.4	110.9
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	182,534	196,092	214,138	235,514	258,741
EPS(지배주주)	586	-493	1,534	2,292	2,903
CFPS	3,290	3,451	4,773	5,143	5,804
EBITDAPS	4,352	3,730	5,686	6,358	7,019
BPS	10,661	7,174	8,874	11,654	14,949
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	86.8	-99.1	24.1	16.9	13.1
PCR	25.3	11.3	7.4	6.9	6.1
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	7.8	5.4	4.0	3.1	2.4
EBITDA	49.4	44.3	67.5	75.5	83.3
EV/EBITDA	23.9	16.5	10.1	8.6	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	-2.4	9.0	11.8	13.6
EBITDA이익률	2.4	1.9	2.7	2.7	2.7
부채비율	269.2	251.4	267.5	256.8	243.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6.1	3.7			
매출채권회전율(x)	10.1	10.1	9.6	9.6	9.6
재고자산회전율(x)	14.5	13.1	13.1	13.0	13.0

KT&G (033780) 전자담배 출시는 18년 실적에 기여할 전망

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

Buy

적정주가 (12개월) 150,000원

현재주가 (10.17) 106,000원

상승여력 41.5%

KOSPI	2,484.37pt
시가총액	145,530억원
발행주식수	13,729만주
유동주식비율	73.84%
외국인비중	53.12%
52주 최고/최저가	120,500원 / 95,500원
평균거래대금	340.8억원

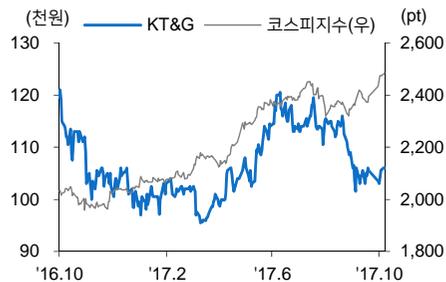
주요주주(%)

국민연금	9.09
중소기업은행	6.93

주가상승률(%)

	절대주가	상대주가
1개월	0.0	-4.0
6개월	6.2	-8.3
12개월	-7.0	-24.1

주가그래프



3Q17 매출액과 영업이익 +6.5%씩 성장. 영업이익 컨센서스 +3.2% 상회 예상

- 전자담배 영향으로 전체 담배 시장은 3.5% 감소 예상. 반면 외산담배의 잠식 효과가 더 큰 영향으로 동사의 점유율은 전년비 1.5% 상승 예상
- 17.11월 전자담배 대응제품 내 출시로 전자담배 시장확대에 따른 피해와 제품 출시 지연 우려 해소 예상
- 해외담배는 주력시장의 가격 인상 효과 지속, 신시장의 판매량 증가 기여로 매출액 16% 성장 예상
- 홍삼부문은 추석 선물세트 매출 반영으로 5% 성장. 해외는 2Q17 통관문제 해결로 50% 고성장 흐름 회복 예상
- 투자의견 Buy, 적정주가 15만원 유지. 전자담배 영향이 일부 반영되지만 전기에 이은 양호한 실적 달성 예상. 전자담배 시장 내 점유율 18년 19%, 19년 24% 확보 시 연결 영업이익 4%, 5% 성장으로 이어질 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,169.8	1,365.9	1,035.7	7,518	26.8	44,456	13.9	2.4	8.5	17.5	38.2
2016	4,503.3	1,470.1	1,231.3	8,930	18.8	50,555	11.3	2.0	7.2	18.6	37.9
2017E	4,756.1	1,564.7	1,146.1	8,355	-6.4	52,270	12.7	2.0	7.1	16.0	35.8
2018E	4,915.2	1,632.6	1,217.3	8,845	5.9	57,454	12.0	1.8	6.4	16.0	33.5
2019E	5,147.5	1,717.0	1,281.4	9,311	5.3	63,103	11.4	1.7	5.8	15.3	31.9

KT&G (033780) 시나리오 분석

실적 및 밸류에이션 (억원/배/원)		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	매출액	47,510	49,375	52,263	55,586
	영업이익	15,619	16,491	17,757	19,418
	순이익	11,440	12,298	13,260	14,523
	PER	12.7	11.8	11.0	10.0
Normal Scenario	매출액	47,560	49,152	51,474	53,841
	영업이익	15,647	16,326	17,170	18,118
	순이익	11,461	12,172	12,814	13,534
	PER	12.7	12.0	11.4	10.8
Worst Scenario	매출액	47,477	48,727	50,194	51,249
	영업이익	15,602	16,010	16,218	16,187
	순이익	11,427	11,932	12,089	12,064
	PER	12.7	12.2	12.0	12.1

Keyfactor		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	전자담배 점유율	5.3%	29.1%	39.3%	49.7%
Normal Scenario	전자담배 점유율	5.3%	19.1%	24.3%	29.7%
Worst Scenario	전자담배 점유율	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	매출액	-0.1%	0.5%	1.5%	3.2%
	영업이익	-0.2%	1.0%	3.4%	7.2%
	순이익	-0.2%	1.0%	3.5%	7.3%
	PER	2.3%	-1.0%	-3.4%	-6.8%
Normal Scenario	매출액	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	영업이익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	순이익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	PER	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	매출액	-0.2%	-0.9%	-2.5%	-4.8%
	영업이익	-0.3%	-1.9%	-5.5%	-10.7%
	순이익	-0.3%	-2.0%	-5.7%	-10.9%
	PER	0.3%	2.0%	6.0%	12.2%

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E	2020E
Best Scenario	전자담배 점유율	0.0%	10.0%	15.0%	20.0%
Normal Scenario	전자담배 점유율	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	전자담배 점유율	-5.3%	-19.1%	-24.3%	-29.7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KT&G (033780) 실적 전망

(억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	10,913	10,881	12,202	11,036	45,033	11,787	11,617	12,996	11,161	47,560	49,152
1.KT&G	7,012	7,454	7,538	7,676	29,681	7,260	8,013	8,060	7,628	30,960	31,199
a.국내담배	4,240	4,678	4,983	4,493	18,394	4,262	4,646	4,998	4,519	18,424	18,548
b.해외담배	2,322	1,937	1,968	2,083	8,309	2,366	2,289	2,294	2,418	9,366	10,621
c.부동산 등	450	839	588	1,101	2,978	632	1,078	768	691	3,170	2,030
2.KGC	2,956	2,535	3,454	2,130	11,075	3,418	2,542	3,686	2,263	11,910	12,728
a.국내홍삼	2,842	2,411	3,309	1,946	10,508	3,205	2,406	3,474	2,024	11,109	11,768
b.해외홍삼	114	124	146	184	568	213	136	212	239	800	960
3.기타	945	892	1,210	1,230	4,276	1,109	1,062	1,249	1,270	4,690	5,225
(% YoY)	-4.0	5.4	7.6	27.3	8.0	8.0	6.8	6.5	1.1	5.6	3.3
1.KT&G	-8.9	10.2	7.3	14.1	5.2	3.5	7.5	6.9	-0.6	4.3	0.8
a.국내담배	-25.5	4.3	4.8	3.7	-4.5	0.5	-0.7	0.3	0.6	0.2	0.7
b.해외담배	70.8	6.6	4.5	18.9	22.0	1.9	18.2	16.6	16.1	12.7	13.4
c.부동산 등	-30.4	82.9	50.0	71.3	39.2	40.7	28.5	30.6	-37.2	6.4	-36.0
2.KGC	23.7	18.1	21.9	17.8	20.7	15.6	0.3	6.7	6.2	7.5	6.9
a.국내홍삼	28.9	27.0	28.1	16.4	25.7	12.8	-0.2	5.0	4.0	5.7	5.9
b.해외홍삼	-38.0	-50.0	-41.4	35.3	-30.5	86.8	9.7	45.0	30.0	40.8	20.0
3.기타	-26.3	-36.7	-18.4	840.3	-0.7	17.4	19.1	3.2	3.3	9.7	11.4
영업이익	3,930	3,459	4,263	3,049	14,701	3,955	3,865	4,546	3,282	15,647	16,326
1.KT&G	3,274	3,227	3,493	3,057	13,051	3,199	3,431	3,756	3,283	13,669	14,157
2.KGC	689	351	686	23	1,749	792	386	696	24	1,898	2,048
3.기타	-33	-120	85	-31	-99	-36	47	94	-25	81	121
(% YoY)	-8.3	14.2	15.1	15.6	7.6	0.6	11.7	6.6	7.6	6.4	4.3
1. KT&G	-13.8	19.2	10.4	13.1	5.5	-2.3	6.3	7.5	7.4	4.7	3.6
2.KGC	43.0	12.0	29.5	163.7	31.1	15.0	10.1	1.5	3.6	8.5	7.9
3.기타	적전	적전	596.6	적지	적전	적지	흑전	10.9	적지	흑전	50.5
영업이익률(%)	36.0	31.8	34.9	27.6	32.6	33.6	33.3	35.0	29.4	32.9	33.2
1. KT&G	46.7	43.3	46.3	39.8	44.0	44.1	42.8	46.6	43.0	44.1	45.4
2.KGC	23.3	13.8	19.9	1.1	15.8	23.2	15.2	18.9	1.1	15.9	16.1
3.기타	-3.5	-13.4	7.0	-2.5	-2.3	-3.2	4.5	7.5	-1.9	1.7	2.3
순이익	2,847	2,856	2,499	4,058	12,260	2,352	2,747	3,375	2,951	11,470	12,144
(% YoY)	-7.8	9.5	-16.9	150.2	18.8	-17.4	-3.8	35.1	-27.3	-6.8	6.3
순이익률(%)	26.1	26.2	20.5	36.8	27.2	20.0	23.6	26.0	26.4	24.0	24.7
지배순이익	2,844	2,849	2,501	4,118	12,313	2,345	2,743	3,378	2,995	11,461	12,172
(% YoY)	-7.9	9.1	-17.4	152.8	18.9	-17.5	-3.7	35.1	-27.3	-6.9	6.2
지배순이익률(%)	26.1	26.2	20.5	37.3	27.3	19.9	23.6	26.0	26.8	24.1	24.8

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,169.8	4,503.3	4,756.1	4,915.2	5,147.5
매출액증가율(%)	1.4	8.0	5.6	3.3	4.7
매출원가	1,630.6	1,796.7	1,893.1	1,940.6	2,044.9
매출총이익	2,539.2	2,706.6	2,863.0	2,974.7	3,102.6
판매비와관리비	1,173.3	1,236.5	1,298.3	1,342.1	1,385.6
영업이익	1,365.9	1,470.1	1,564.7	1,632.6	1,717.0
영업이익률(%)	32.8	32.6	32.9	33.2	33.4
금융손익	74.8	52.6	52.2	47.9	47.9
중속/관계기업관련손익	15.1	2.1	5.9	5.9	5.9
기타영업외손익	-41.4	63.1	-56.2	-84.3	-84.3
세전계속사업이익	1,414.4	1,587.8	1,566.6	1,602.1	1,686.5
법인세비용	382.2	361.8	419.5	387.7	408.1
당기순이익	1,032.2	1,226.0	1,147.0	1,214.4	1,278.4
지배주주지분 손이익	1,035.7	1,231.3	1,146.1	1,217.3	1,281.4
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,570.9	6,620.6	6,679.9	7,472.3	8,354.6
현금및현금성자산	546.2	850.8	845.1	1,472.0	2,062.5
매출채권	1,031.6	1,113.5	1,126.0	1,157.9	1,214.2
재고자산	2,119.1	2,265.4	2,290.8	2,355.9	2,470.4
비유동자산	3,102.5	3,191.9	3,280.0	3,266.7	3,280.7
유형자산	1,789.8	1,601.9	1,684.6	1,647.2	1,615.4
무형자산	105.4	104.9	100.5	96.3	92.3
투자자산	872.8	984.5	995.6	1,023.8	1,073.6
자산총계	8,673.4	9,812.6	9,959.8	10,739.0	11,635.3
유동부채	1,871.7	2,153.4	2,089.8	2,147.5	2,249.0
매입채무	103.6	103.8	105.0	108.0	113.2
단기차입금	206.4	136.6	58.5	58.5	58.5
유동성장기부채	27.7	9.6	1.6	1.6	1.6
비유동부채	526.2	541.0	534.6	546.8	568.3
사채	8.5	9.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	53.9	69.5	69.5	69.5
부채총계	2,397.9	2,694.3	2,624.5	2,694.3	2,817.3
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.7	510.4	484.1	484.1	484.1
기타포괄이익누계액	-125.5	-100.9	-78.9	-78.9	-78.9
이익잉여금	5,231.8	6,009.4	6,244.8	6,952.4	7,723.8
비지배주주지분	66.6	72.6	58.6	60.4	62.2
자본총계	6,275.5	7,118.3	7,335.4	8,044.7	8,818.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,259.2	1,497.8	805.8	1,207.2	1,265.2
당기순이익(손실)	1,032.2	1,226.0	1,147.0	1,214.4	1,278.4
유형자산감가상각비	151.1	152.3	158.5	157.4	151.8
무형자산상각비	10.8	5.9	4.8	4.2	4.0
운전자본의 증감	12.8	175.5	-530.5	-98.2	-84.0
투자활동 현금흐름	-747.6	-702.6	-261.6	-119.6	-163.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-210.3	-161.8	-245.5	-120.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	-147.9	-109.7	-11.1	-28.3	-49.8
재무활동 현금흐름	-381.0	-488.4	-546.0	-460.7	-511.2
차입금증감	553.9	-741.2	-972.2	0.0	0.0
자본의증가	-2.7	25.6	-26.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	129.8	304.6	-5.7	626.8	590.6
기초현금	416.4	546.2	850.8	845.1	1,472.0
기말현금	546.2	850.8	845.1	1,472.0	2,062.5
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	30,372	32,801	34,642	35,801	37,493
EPS(지배주주)	7,518	8,930	8,355	8,845	9,311
CFPS	11,456	12,431	12,818	12,332	12,800
EBITDAPS	11,128	11,860	12,586	13,068	13,641
BPS	44,456	50,555	52,270	57,454	63,103
DPS	3,400	3,600	3,600	4,000	4,000
배당수익률(%)	3.3	3.6	3.4	3.8	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	13.9	11.3	12.7	12.0	11.4
PCR	9.1	8.1	8.3	8.6	8.3
PSR	3.4	3.1	3.1	3.0	2.8
PBR	2.4	2.0	2.0	1.8	1.7
EBITDA	1,527.8	1,628.3	1,728.0	1,794.2	1,872.8
EV/EBITDA	8.5	7.2	7.1	6.4	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	18.6	16.0	16.0	15.3
EBITDA이익률	36.6	36.2	36.3	36.5	36.4
부채비율	38.2	37.9	35.8	33.5	31.9
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	144.1	218.6	258.6	264.4	278.0
매출채권회전율(x)	4.3	4.2	4.2	4.3	4.3
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1

선진 (136490) 사료부문의 성장흐름 지속

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

Buy

적정주가 (12개월)	26,000원	
현재주가 (10.17)	15,600원	
상승여력	66.7%	
KOSPI	2,484.37pt	
시가총액	2,540억원	
발행주식수	2,378만주	
유동주식비율	49.97%	
외국인비중	13.12%	
52주 최고/최저가	19,867원 / 11,783원	
평균거래대금	11.9억원	
주요주주(%)		
제일홀딩스 외 4인	50.03	
한국투자밸류자산운용	17.01	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	8.1	3.8
6개월	-11.3	-23.4
12개월	27.5	4.0
주가그래프		



3Q17 매출액 +31.0%, 영업이익 +38.8% 성장. 영업이익 컨센서스 +8.4% 상회 예상

- 사료부문의 호실적 지속 예상, 사료 수량의 성장 흐름 지속, 평가는 전기수준을 유지. 사료 부문의 전년비 실적 성장 흐름은 지속될 전망
- 양돈가는 2Q17 대비 소폭 하락하며 부진. 양돈부분은 전기대비 수익성 하락 예상되지만 그 폭 자체가 과도하지 않을 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가 2.6만원 유지. 유상증자 이후 투자 심리 부진하지만 장기적인 투자로 성장 동력 확보, 저평가된 밸류에이션 메리트 부각될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	603.4	27.9	19.2	1,069	-18.5	10,406	11.8	1.2	9.7	10.8	130.5
2016	645.4	42.3	31.5	1,831	71.3	10,086	7.2	1.3	8.8	16.8	179.1
2017E	794.3	70.7	57.9	3,186	74.0	9,918	5.0	1.6	4.4	27.1	142.9
2018E	886.9	95.2	73.9	3,226	1.2	12,968	5.0	1.2	3.2	26.7	113.3
2019E	1,025.7	110.1	85.2	3,701	14.7	16,468	4.4	0.9	2.5	24.1	93.3

선진 (136490) 시나리오 분석

실적 및 밸류에이션 (억원/배/원)		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	매출액	7,942	9,300	12,047
	영업이익	707	1,047	1,258
	순이익	579	810	969
	PER	4.4	3.1	2.6
Normal Scenario	매출액	7,942	8,869	10,257
	영업이익	707	952	1,101
	순이익	579	739	852
	PER	4.4	3.4	3.0
Worst Scenario	매출액	7,942	8,504	9,262
	영업이익	707	900	993
	순이익	579	700	771
	PER	4.4	3.6	3.3

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	매출액	0.0%	4.9%	17.5%
	영업이익	0.0%	10.0%	14.3%
	순이익	0.0%	9.7%	13.8%
	PER	0.0%	-8.8%	-12.1%
Normal Scenario	매출액	0.0%	0.0%	0.0%
	영업이익	0.0%	0.0%	0.0%
	순이익	0.0%	0.0%	0.0%
	PER	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	매출액	0.0%	-4.1%	-9.7%
	영업이익	0.0%	-5.4%	-9.8%
	순이익	0.0%	-5.3%	-9.5%
	PER	0.0%	5.6%	10.5%

Keyfactor		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	배합사료 OP	427	513	666
	양돈업 OP	243	243	292
Normal Scenario	배합사료 OP	427	477	581
	양돈업 OP	243	183	220
Worst Scenario	배합사료 OP	427	449	493
	양돈업 OP	243	160	200

Normal Scenario 대비 %		2017E	2018E	2019E
Best Scenario	배합사료 OP	0.0%	7.4%	14.6%
	양돈업 OP	0.0%	32.7%	32.7%
Normal Scenario	배합사료 OP	0.0%	0.0%	0.0%
	양돈업 OP	0.0%	0.0%	0.0%
Worst Scenario	배합사료 OP	0.0%	-6.0%	-15.1%
	양돈업 OP	0.0%	-12.7%	-9.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

선진 (136490) 실적 전망

(억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	1,593	1,579	1,538	1,744	6,453	1,856	2,061	2,015	2,011	7,942	8,869
(% YoY)	13.8	9.4	1.0	4.5	6.9	16.5	30.5	31.0	15.3	23.1	11.7
배합사료	807	787	745	863	3,202	820	799	797	898	3,315	3,646
(% YoY)	17.6	15.1	2.0	5.0	9.6	1.7	1.5	7.0	4.0	3.5	10.0
식육제품	770	806	777	853	3,207	890	988	933	896	3,707	4,003
(% YoY)	7.8	6.3	-1.9	0.9	3.1	15.6	22.6	20.0	5.0	15.6	8.0
양돈사업	339	428	413	449	1,628	418	543	536	494	1,991	2,290
(% YoY)						23.5	27.0	30.0	10.0	22.3	15.0
육가공						141	141	141	141	564	564
(% YoY)											0.0
기타						5	5	5	5	18	18
(% YoY)											0.0
연결조정	-322	-442	-398	-422	-1,584	-418	-415	-398	-422	-1,653	-1,653
(% YoY)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	50	117	130	126	423	98	241	180	188	707	952
(% YoY)	-17.1	199.3	59.9	28.3	51.8	97.6	105.7	38.8	48.7	67.1	34.7
영업이익률 %	3.1%	7.4%	8.5%	7.2%	6.6%	5.3%	11.7%	9.0%	9.3%	8.9%	10.7%
배합사료	98	97	97	121	413	102	98	99	128	427	477
(% YoY)	50.1	65.2	-3.7	2.2	20.4	3.6	1.4	2.9	5.5	3.5	11.7
영업이익률 %	12.2%	12.3%	13.0%	14.1%	12.9%	12.4%	12.3%	12.5%	14.3%	12.9%	13.1%
식육제품	-11	-29	-19	-9	-68	-19	-44	-22	-9	-94	-102
(% YoY)	적지										
영업이익률 %	-1.4%	-3.6%	-2.4%	-1.1%	-2.1%	-2.2%	-4.5%	-2.3%	-1.0%	-2.5%	-2.5%
양돈사업	-20	63	54	20	116	15	133	72	24	243	183
(% YoY)						흑전	111.2	33.0	17.4	108.8	-24.6
영업이익률 %	-6.0%	14.7%	13.1%	4.5%	7.2%	3.6%	24.4%	13.4%	4.8%	12.2%	8.0%
육가공						6	6	6	6	23	23
(% YoY)											0.0
영업이익률 %						4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
기타						3	3	3	3	12	12
(% YoY)											0.0
영업이익률 %						64.3%	64.3%	64.3%	64.3%	64.3%	64.3%
연결조정	-17	-13	-2	-6	-39	1	45	31	45	122	122
(% YoY)	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	0.0
영업이익률 %	5.4%	3.0%	0.5%	1.4%	2.4%	-0.2%	-10.9%	-7.7%	-10.7%	-7.4%	-7.4%
당기순이익	57	112	153	5	327	171	186	204	30	591	767
(% YoY)	18.2	151.3	1,325.0	-93.8	71.3	200.2	65.9	33.7	453.5	80.6	29.9
순이익률 %	3.6%	7.1%	9.9%	0.3%	5.1%	9.2%	9.0%	10.1%	1.5%	7.4%	8.6%
지배순이익	61	105	144	5	315	168	170	196	30	579	739
(% YoY)	25.9	132.9	1,127.3	-94.2	64.1	175.7	61.5	35.7	488.3	83.6	27.6
지배순이익률 %	3.8%	6.7%	9.4%	0.3%	4.9%	9.0%	8.2%	9.7%	1.5%	7.3%	8.3%

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	603.4	645.4	794.3	886.9	1,025.7
매출액증가율(%)	1.4	6.9	23.1	11.7	15.6
매출원가	513.3	523.7	608.0	678.9	785.2
매출총이익	90.1	121.6	171.7	208.0	240.5
판매비와관리비	62.3	79.3	101.0	112.8	130.4
영업이익	27.9	42.3	70.7	95.2	110.1
영업이익률(%)	4.6	6.6	8.9	10.7	10.7
금융손익	-3.5	-2.2	2.7	2.7	2.7
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	2.7	5.4	3.5	3.5	3.5
세전계속사업이익	27.0	44.9	76.7	101.2	116.1
법인세비용	8.0	12.2	17.6	24.5	28.1
당기순이익	19.1	32.7	59.1	76.7	88.0
지배주주지분 순이익	19.2	31.5	57.9	73.9	85.2
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	249.6	210.3	284.6	377.0	472.6
현금및현금성자산	64.1	19.7	49.9	115.0	169.6
매출채권	73.8	58.7	72.3	80.7	93.3
재고자산	45.0	46.7	57.4	64.1	74.1
비유동자산	187.7	333.3	326.4	318.2	323.0
유형자산	89.4	196.9	167.4	145.2	128.6
무형자산	3.5	6.1	5.0	4.0	3.3
투자자산	80.6	103.0	126.8	141.6	163.8
자산총계	437.3	543.7	611.0	695.2	795.5
유동부채	237.4	309.4	316.6	324.3	335.9
매입채무	16.3	16.2	19.9	22.2	25.7
단기차입금	187.7	250.5	250.5	250.5	250.5
유동성장기부채	7.7	5.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.2	39.5	42.9	45.0	48.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.9	24.7	24.7	24.7	24.7
부채총계	247.6	348.8	359.5	369.3	384.1
자본금	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
자본잉여금	62.4	31.5	31.5	31.5	31.5
기타포괄이익누계액	10.2	7.4	7.4	7.4	7.4
이익잉여금	112.7	143.2	197.8	269.4	351.9
비지배주주지분	0.3	8.6	10.7	13.4	16.6
자본총계	189.7	194.8	251.5	325.8	411.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	26.2	49.8	67.6	87.0	86.2
당기순이익(손실)	19.1	32.7	59.1	76.7	88.0
유형자산감가상각비	3.7	9.7	29.5	22.2	16.6
무형자산상각비	0.3	0.7	1.1	0.9	0.8
운전자본의 증감	-6.2	-12.2	-22.1	-12.8	-19.2
투자활동 현금흐름	-36.4	-107.0	-31.4	-19.5	-29.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.0	-16.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-47.0	-22.4	-23.8	-14.8	-22.2
재무활동 현금흐름	28.5	6.8	-6.0	-2.4	-2.3
차입금증감	330.5	829.6	-51.4	0.2	0.4
자본의증가	0.0	-30.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	19.1	-44.4	30.2	65.1	54.6
기초현금	44.9	64.1	19.7	49.9	115.0
기말현금	64.1	19.7	49.9	115.0	169.6
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	33,786	36,133	42,839	37,298	43,132
EPS(지배주주)	1,069	1,831	3,186	3,226	3,701
CFPS	2,038	3,788	5,880	5,108	5,269
EBITDAPS	1,783	2,948	5,466	4,973	5,360
BPS	10,406	10,086	9,918	12,968	16,468
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.8	7.2	5.0	5.0	4.4
PCR	6.3	3.4	2.7	3.1	3.0
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.2	1.3	1.6	1.2	0.9
EBITDA	31.9	52.7	101.4	118.3	127.5
EV/EBITDA	9.7	8.8	4.4	3.2	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	16.8	27.1	26.7	24.1
EBITDA이익률	5.3	8.2	12.8	13.3	12.4
부채비율	130.5	179.1	142.9	113.3	93.3
금융비용부담률	0.4	1.0	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	11.0	6.5	9.4	12.7	14.7
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	12.1	11.6	11.8
재고자산회전율(x)	12.8	14.1	15.3	14.6	14.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의
 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 2017년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
 (작성자: 김정욱)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
 최근 1년간 금융투자상품에
 대하여 공표한 최근일
 투자등급의 비율

CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.19	산업분석	Buy	450,000	김정옥	-16.8	-14.0	
2016.05.11	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	-14.3	-9.7	
2016.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	-15.7	-9.7	
2016.11.03	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	-15.9	-9.7	
2016.11.28	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-26.8	-25.2	
2016.11.30	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-28.4	-23.4	
2017.02.10	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.5	-23.4	
2017.04.18	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.8	-23.4	
2017.05.12	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.5	-23.4	
2017.06.05	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.4	-23.4	
2017.06.13	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.2	-23.4	
2017.07.19	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.2	-23.4	
2017.08.07	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.4	-23.4	
2017.09.18	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.5	-23.4	
2017.10.18	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-	-	

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.19	산업분석	Buy	33,000	김정옥	-27.3	-13.3	
2016.10.18	기업브리프	Buy	27,000	김정옥	-22.2	-17.0	
2017.04.18	산업분석	Buy	27,000	김정옥	-21.3	-10.0	
2017.06.05	산업분석	Buy	30,000	김정옥	-22.6	-19.5	
2017.07.19	산업분석	Buy	30,000	김정옥	-20.0	-12.8	
2017.09.18	산업분석	Buy	30,000	김정옥	-18.9	-10.3	
2017.10.18	산업분석	Buy	30,000	김정옥	-	-	

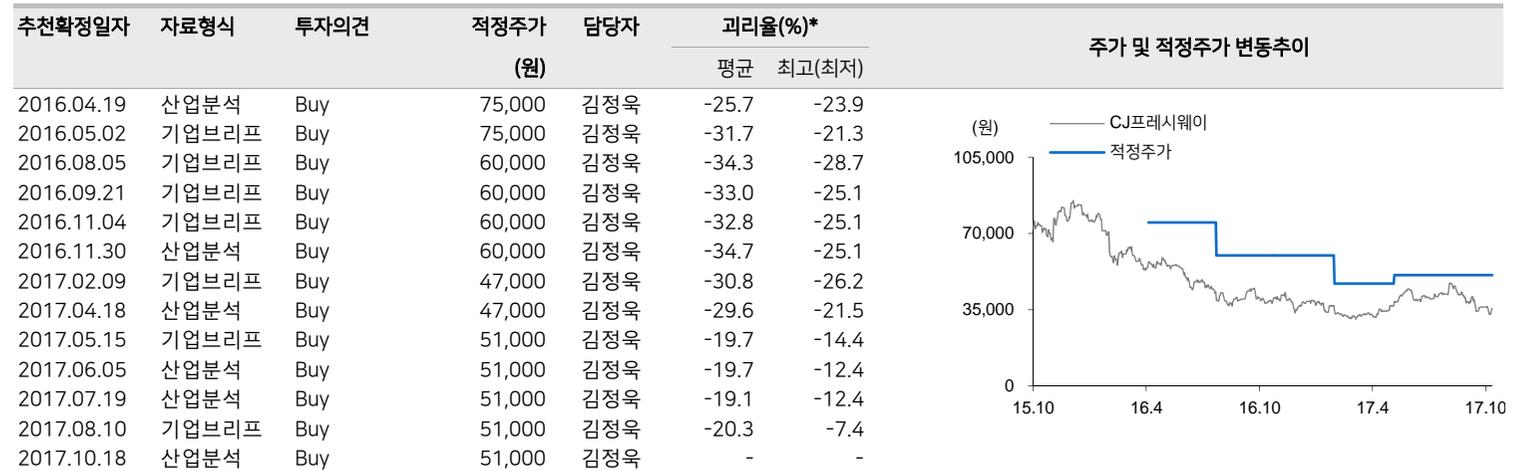
농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



CJ프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.13	기업브리프	Hold	115,000	송광수	-5.6	3.0	
2016.04.19	산업분석	Buy	130,000	김정옥	-11.0	-8.5	
2016.04.22	기업브리프	Buy	150,000	김정옥	-15.2	-8.7	
2016.07.22	기업브리프	Buy	150,000	김정옥	-18.0	-8.7	
2016.10.28	기업브리프	Buy	150,000	김정옥	-22.0	-8.7	
2017.01.20	기업브리프	Buy	150,000	김정옥	-24.7	-8.7	
2017.04.18	산업분석	Buy	150,000	김정옥	-24.8	-8.7	
2017.04.22		1년 경과			-29.0	-24.0	
2017.06.05	산업분석	Buy	150,000	김정옥	-25.8	-19.7	
2017.07.19	산업분석	Buy	150,000	김정옥	-25.4	-19.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	150,000	김정옥	-26.0	-19.7	
2017.10.18	산업분석	Buy	150,000	김정옥	-	-	

선진 (136490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.18	산업분석	Buy	26,000	김정옥	-25.1	-16.3	
2017.10.18	산업분석	Buy	26,000	김정옥	-	-	