

진로발효(018120/KQ)

소주 신제품 출시로 주정소비 증가 기대

매수(유지)

T.P 41,000 원(유지)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	40 억원
발행주식수	752 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,490 억원
주요주주	
서태선(외3)	65.58%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY(외4)	5.00%
외국인지분률	8.30%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(16/06/16)	33,100 원
KOSDAQ	680.25 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	50,700 원
52주 최저가	30,400 원
60일 평균 거래대금	1 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	0.1%
6개월	-0.6%	-5.4%
12개월	-20.1%	-17.0%

원화 약세, 타피오카 가격 상승에 따른 원가율 상승으로 1Q16 영업이익은 전년 동기대비 감소했으나 향후 전망은 나쁘지 않다. 올해 4월까지 주정 소비량도 YoY 2.3% 하락했지만 이는 전년도 과일소주 유행에 따른 기저효과에 기인한다. 지난해에 이어 올해도 탄산소주 등 신제품 출시 및 판촉 활동이 활발하게 이루어지고 있어 주정소비 증가에 긍정적이라고 판단되며, 안정적인 업황 및 높은 배당수익률에 힘입어 하반기로 갈수록 주목 받을 것으로 예상된다.

원가 상승으로 1Q 실적은 다소 부진

진로발효는 주정업 M/S 16.5%를 차지하고 있다. 대한주정판매에 전량 납품하는 주정업의 특성상 매출은 안정적이나 영업이익은 원가 변동에 영향을 받는 구조이다. 올해부터 연결로 반영된 안동소주 실적을 제외하고 볼 경우 1Q16 매출은 YoY 0.5% 성장했으나 영업이익은 타피오카 가격 상승 및 원화 약세로 인한 원가율 상승의 영향으로 YoY 18.6% 감소한 53 억원을 기록했다.

탄산소주 등 신제품 출시로 주정소비 증가 기대

올해 4월까지 주정 출하량은 106,268KI 로 전년 동기대비 약 2.3% 가량 감소했다. 하지만 주정소비 감소는 실제 소주 소비가 줄었다기보다 지난해 과일소주 유행에 따른 기저효과에 기인한다. 과일소주는 현재 소주 3사 합산 월 250~300 만 case 정도 판매량이 꾸준히 유지되고 있으며, 올해 2분기부터는 탄산소주 유행에 따른 주정 소비 증가가 기대된다. 최근 소주업계는 탄산소주뿐만 아니라 신제품을 연이어 출시하고 있다. 신제품 출시 및 이에 따른 판촉 활동 증가는 주정소비 증가에 긍정적이라고 판단된다.

안정적인 업황에 배당도 매력적

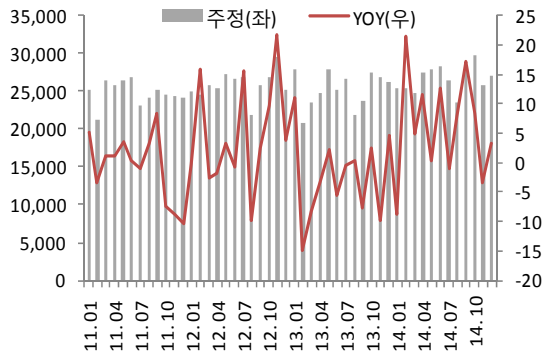
글로벌 경기 침체의 영향으로 국내 주식도 약세를 면치 못하고 있다. 하지만 진로발효는 주정업의 안정적 특성에 힘입어 주가의 하락방직성을 확보하고 있어 경기방어 주의 성격이 돋보인다. 1Q 대비 원화 환율도 강세로 돌아섰으며, 타피오카 가격도 큰 폭의 상승은 없을 것으로 예상된다. 하반기 국산 원재료 투입량 증가로 인한 원가 상승 가능성은 있으나 이는 매년 있어왔던 일로 큰 이슈는 아니라고 판단된다. 지난해 배당으로 주당 1,100 원을 지급했으며 시가배당률이 3%가 넘기 때문에 배당주로서의 매력도 점차 부각될 전망이다. 진로발효에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 41,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	816	857	887	945	980	980
yoy	%	1.3	5.0	3.4	6.6	3.7	0.0
영업이익	억원	183	194	217	219	242	242
yoy	%	41.7	5.9	11.5	1.0	10.5	0.0
EBITDA	억원	197	209	231	232	254	253
세전이익	억원	186	206	231	235	257	260
순이익(지배주주)	억원	141	163	176	180	195	197
영업이익률%	%	22.5	22.7	24.4	23.1	24.7	24.7
EBITDA%	%	24.2	24.3	26.0	24.6	25.9	25.8
순이익률	%	17.3	19.0	19.8	19.0	19.9	20.1
EPS	원	1,876	2,164	2,336	2,389	2,592	2,616
PER	배	11.7	13.6	14.6	13.9	12.8	12.7
PBR	배	3.0	3.5	3.5	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	배	8.2	9.9	9.7	9.0	7.8	7.3
ROE	%	26.8	27.1	25.4	22.8	21.8	19.5
순차입금	억원	-44	-177	-344	-422	-539	-664
부채비율	%	17.7	21.8	23.6	28.4	25.4	22.6

주정출하량 및 YoY 추이

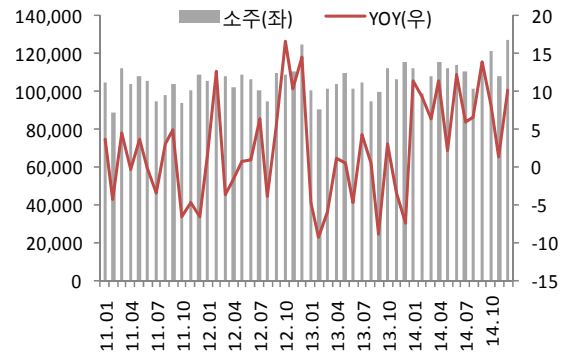
(단위 : Kt, %)



자료 : 통계청

소주출하량 및 YoY 추이

(단위 : Kt, %)



자료 : 통계청

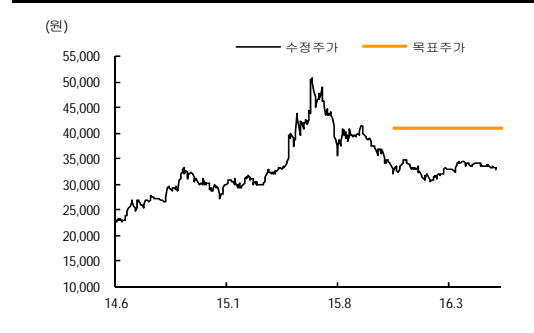
분기별 실적 추이

(단위 억원 %)

	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	240	200	231	217	256	6.6	18.2	252	1.6
영업이익	73	43	35	53	65	-10.5	22.3	80	-18.4
세전이익	75	46	40	56	68	-9.7	20.9	83	-17.9
순이익	59	36	26	44	52	-12.1	17.3	63	-17.9
영업이익률	30.3	21.4	15.4	24.6	25.5	-4.8	0.9	31.7	-6.2
세전이익률	31.4	22.9	17.2	26.0	26.6	-4.8	0.6	32.9	-6.3
순이익률	24.4	17.9	11.3	20.3	20.2	-4.3	-0.2	24.9	-4.8

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.20	매수	41,000원
	2015.12.04	매수	41,000원
	2015.12.01	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 20일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	538	680	842	971	1,096
현금및현금성자산	31	43	191	308	434
매출채권및기타채권	201	195	219	227	227
재고자산	97	61	69	71	71
비유동자산	243	238	232	223	216
장기금융자산	31	35	35	35	35
유형자산	169	162	149	137	126
무형자산	31	31	31	31	31
자산총계	781	919	1,074	1,194	1,313
유동부채	111	152	214	218	218
단기금융부채	55	55	105	105	105
매입채무 및 기타채무	14	42	47	49	49
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	23	24	24	24
장기금융부채	4	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	140	176	238	242	242
지배주주지분	642	743	837	953	1,071
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	1	1	1	1	1
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	601	703	798	918	1,039
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	642	743	837	953	1,071
부채외자본총계	781	919	1,074	1,194	1,313

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	217	248	162	184	190
당기순이익(손실)	163	176	180	195	197
비현금성항목등	59	71	55	59	56
유형자산감가상각비	14	14	14	12	11
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	1	-1	-9	-7	-7
운전자본감소(증가)	36	47	-12	-8	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9	6	-24	-8	0
재고자산감소(증가)	39	36	-8	-3	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	28	5	2	0
기타	5	-22	14	1	0
법인세납부	-40	-46	-60	-62	-63
투자활동현금흐름	-138	-160	30	11	13
금융자산감소(증가)	-128	-159	18	0	0
유형자산감소(증가)	-5	-7	0	0	0
무형자산감소(증가)	-6	0	0	0	0
기타	1	6	12	11	13
재무활동현금흐름	-51	-76	-42	-78	-78
단기금융부채증가(감소)	25	0	42	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-75	-75	-83	-75	-75
기타	-1	-1	-2	-3	-3
현금의 증가(감소)	28	12	148	117	125
기초현금	3	31	43	191	308
기말현금	31	43	191	308	434
FCF	190	237	157	188	194

자료 : 진로발효, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	857	887	945	980	980
매출원가	645	649	705	717	717
매출총이익	212	238	240	263	263
매출총이익률 (%)	24.7	26.8	25.4	26.8	26.8
판매비와관리비	18	21	21	21	21
영업이익	194	217	219	242	242
영업이익률 (%)	22.7	24.4	23.1	24.7	24.7
비영업손익	12	15	17	16	18
순금융비용	-3	-6	-7	-8	-10
외환관련손익	-1	1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	-2	0	0	0
세전계속사업이익	206	231	235	257	260
세전계속사업이익률 (%)	24.1	26.1	24.9	26.3	26.5
계속사업법인세	44	56	56	62	63
계속사업이익	163	176	180	195	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	163	176	180	195	197
순이익률 (%)	19.0	19.8	19.0	19.9	20.1
지배주주	163	176	180	195	197
지배주주귀속 순이익률 (%)	19	19.83	19.02	19.9	20.08
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	157	177	176	192	193
지배주주	157	177	176	192	193
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	209	231	232	254	253

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.0	3.4	6.6	3.7	0.0
영업이익	5.9	11.5	1.0	10.5	0.0
세전계속사업이익	11.1	12.1	1.7	9.3	0.9
EBITDA	5.8	10.6	0.7	9.3	-0.5
EPS(계속사업)	15.4	8.0	2.3	8.5	0.9
수익성 (%)					
ROE	27.1	25.4	22.8	21.8	19.5
ROA	22.6	20.7	18.0	17.2	15.7
EBITDA마진	24.3	26.0	24.6	25.9	25.8
안정성 (%)					
유동비율	486.2	447.4	393.9	445.6	503.1
부채비율	21.8	23.6	28.4	25.4	22.6
순차입금/자기자본	-27.6	-46.3	-50.4	-56.6	-62.0
EBITDA/이자비용(배)	303.4	579.8	169.0	100.4	100.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,164	2,336	2,389	2,592	2,616
BPS	8,528	9,875	11,118	12,664	14,234
CFPS	2,354	2,524	2,571	2,756	2,764
주당 현금배당금	1,000	1,100	1,000	1,000	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.4	21.7	14.4	13.3	13.2
PER(최저)	9.1	11.7	12.7	11.7	11.6
PBR(최고)	3.9	5.1	3.1	2.7	2.4
PBR(최저)	2.3	2.8	2.7	2.4	2.1
PCR	12.5	13.5	12.9	12.0	12.0
EV/EBITDA(최고)	11.2	15.1	9.4	8.1	7.7
EV/EBITDA(최저)	6.3	7.5	8.1	6.9	6.5