

음식료/식자재

척박한 땅에 피어나는 꽃

2017. 5. 23

키움증권 



음식료
Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com



Summary

>>> 2017년 하반기 전망

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

>>> 식자재유통: 척박한 땅에 피어나는 꽃

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

>>> Top Picks: CJ제일제당, CJ프레시웨이

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

Part | 2017년 하반기 전망



1) 2017년 상반기 Review

◎ 2017년 상반기 Review

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

음식료 업종지수 추이



자료: Fn Guide

음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: Fn Guide

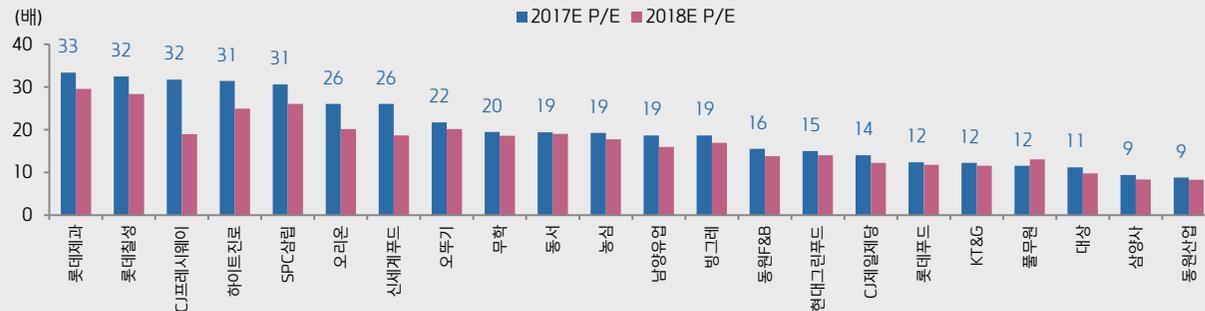
1) 2017년 상반기 Review

주요 기업 YTD 주가수익률 현황 (5/19 기준)



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황 (5/19 기준)



자료: Fn Guide

2) 2017년 하반기 전망 및 투자전략

◎ 2017년 하반기 전망

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

◎ 2017년 하반기 Top Picks

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

음식료 2H17 이익결정변수 Summary

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

자료: 키움증권 리서치

3) 이익결정변수 점검: Cost

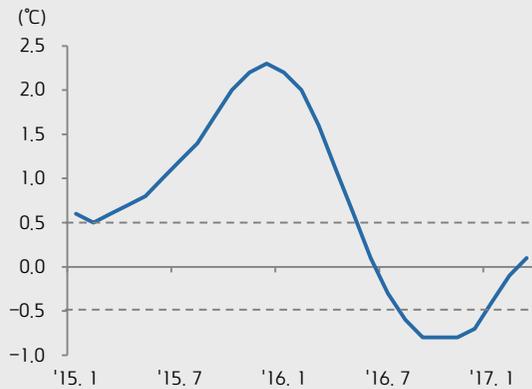
◎ 곡물가격 안정화

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

◎ 원당 투입단가 하락에 관심

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

월간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

3) 이익결정변수 점검: Cost

옥수수/소맥 선물시세 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대두/원당 선물시세 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

분기별 평균 원/달러 환율 및 곡물가격 추이 및 가정

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

자료: Fn Guide, Bloomberg, 키움증권 리서치

4) 이익결정변수 점검: Price

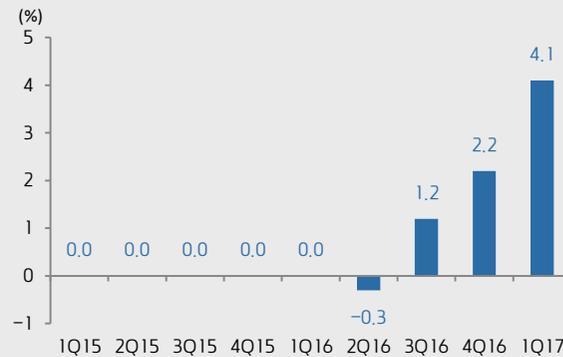
◎ 가격인상 효과에 대한 기대

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

◎ 가격인상한지 오래된 품목은?

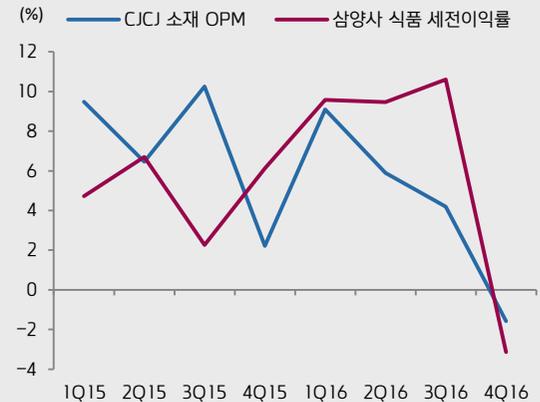
- 양산빵, 소스류, 육가공, 백색시유, 조제분유, 커피믹스 등은 마지막 가격인상 이후 3년이 경과한 품목
- 업체들 수익성과 품목별 경쟁강도에 따라, 하반기에 가격인상 진행될 가능성에 주목해야 할 것

정제당 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

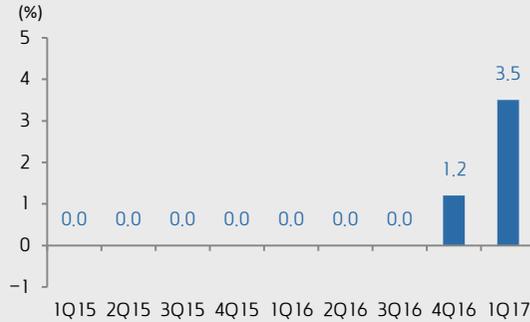
CJ제일제당/삼양사 수익성 추이



자료: Bloomberg

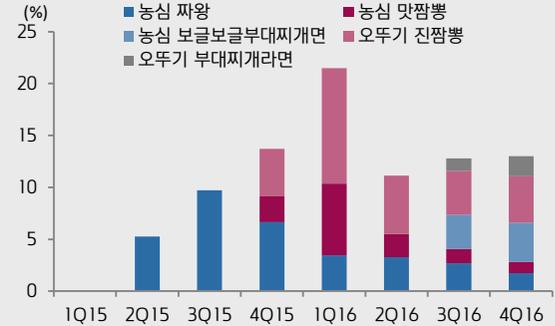
4) 이익결정변수 점검: Price

라면 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

농심/오뚜기 프리미엄 라면 MS 추이



자료: 링크아즈텍, 키움증권 리서치

주요 가공식품 최근 가격인상 동향

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

자료: 언론보도, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

5) 이익결정변수 점검: Quantity

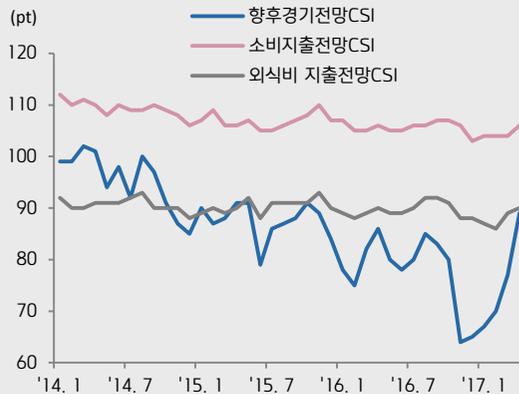
◎ 내수경기 회복 가능성

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

◎ 음식료 업종에 대한 영향

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

소비자심리 동향



자료: 한국은행

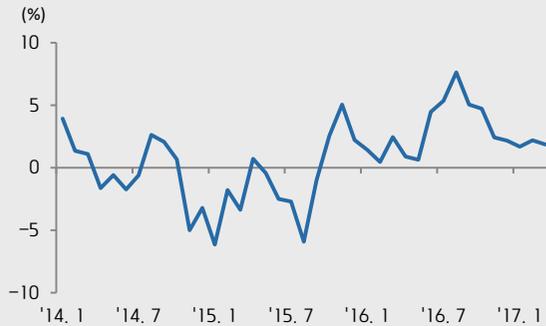
수출 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

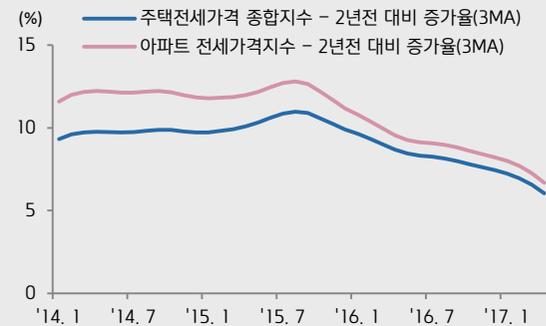
5) 이익결정변수 점검: Quantity

백화점 SSSG 추이(3MA)



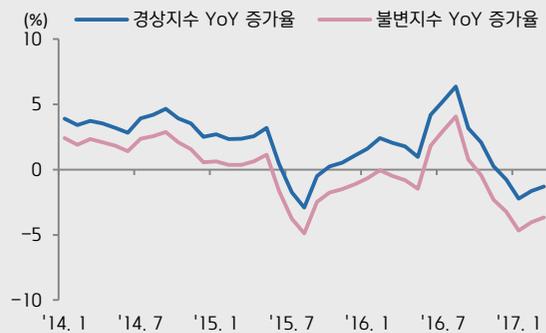
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

전세가격지수 상승률 추이



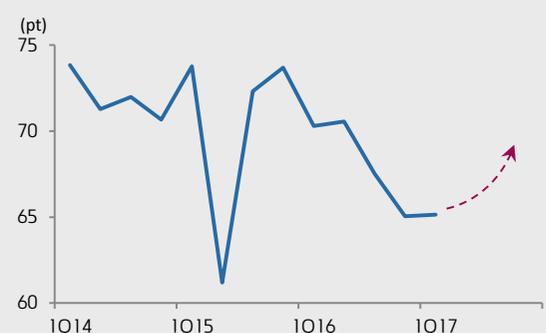
자료: KB부동산, 키움증권 리서치

음식점 및 주점업 소매 판매액 지수 YoY(3MA)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

외식업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 키움증권 리서치

6) 이익결정변수 점검: 경쟁강도 및 구도

◎ 경쟁강도 하락

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

◎ 경쟁구도 변화

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

농심/오뚜기 분기별 OPM 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

롯데칠성과 하이트진로의 맥주 신제품



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

7) 이익결정변수 점검: 해외

◎ 중국 사드 우려는 점차 완화 전망

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

◎ 업체들의 글로벌 시장 다각화 노력 지속

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

오리온 중국 매출 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

농심 중국 매출 추이 및 전망



자료: 농심, 키움증권 리서치

Part II 식자재유통:

척박한 땅에 피어나는 꽃



1) 식자재유통 투자포인트

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

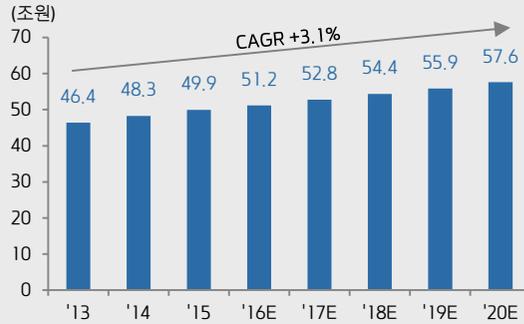
식자재유통 관련 주요 상장기업 현황

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

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

2) 식자재유통 산업 개요

국내 식자재유통 시장규모 추이 및 전망



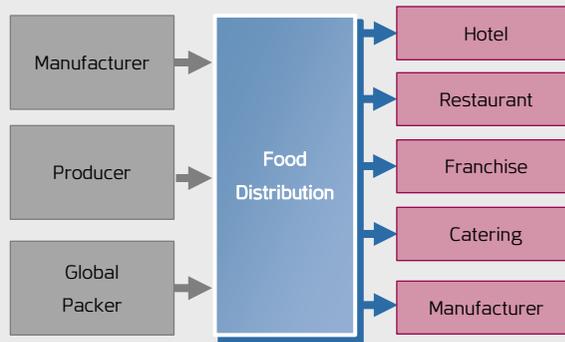
자료: CJ프레시웨이

기업형 유통업체 점유율 추이



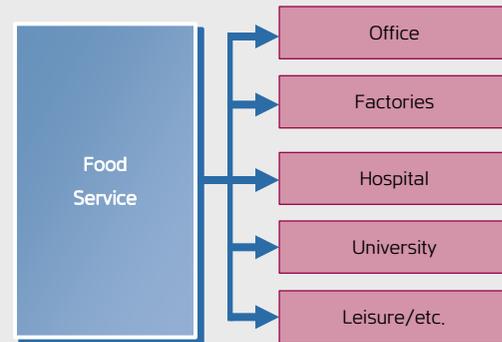
자료: CJ프레시웨이

식자재유통 비즈니스 모델



자료: CJ프레시웨이

단체급식 비즈니스 모델



자료: CJ프레시웨이

3) 외식경기 Bottom-out 기대

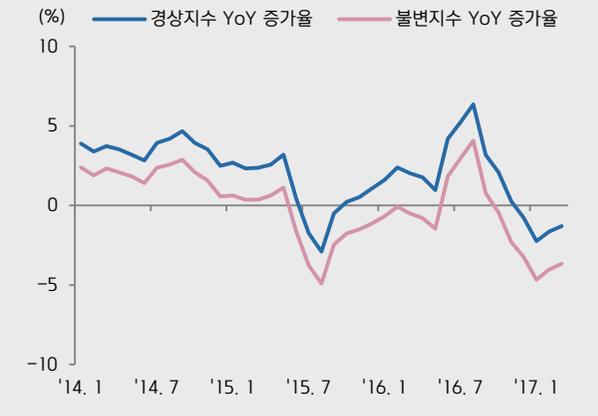
◎ 외식경기 Bottom-out 기대

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

◎ 종목별 영향 분석

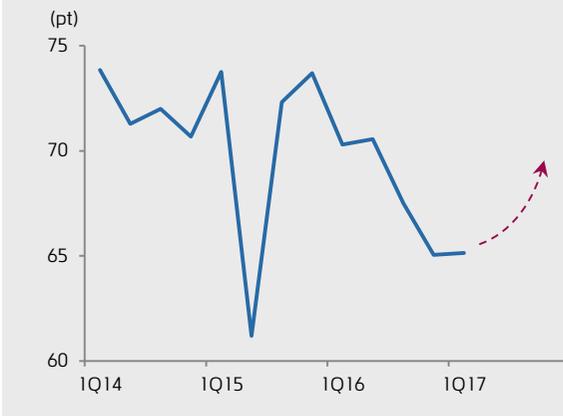
- 아직 기업형 식자재유통의 점유율이 높지 않기 때문에, 국내 전체 외식경기에 반드시 영향을 받는다고는 할 수 없음
- 다만, 매출 규모가 크고, 경로의 속성이 외식경기에 민감할 수록, 외식경기에 민감할 수밖에 없음
- 따라서, 매출 규모와 경로 속성 측면에서 CJ프레시웨이가 외식경기 반등에 따른 수혜가 가장 높을 것으로 판단

음식점 및 주점업 소매 판매액 지수 YoY(3MA)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

외식업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 키움증권 리서치

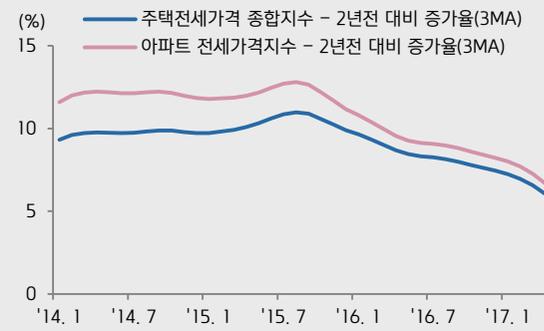
3) 외식경기 Bottom-out 기대

수출 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

전세가격지수 상승률 추이



자료: KB부동산, 키움증권 리서치

경로 속성에 따른 외식경기 민감도 분석

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

자료: 키움증권 리서치

4) 식자재유통 기업화 전략

◎ 식자재유통 기업화 전략

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

◎ 업체별 동향

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

식자재유통 기업화 흐름



자료: 키움증권 리서치

4) 식자재유통 기업화 전략: 대형 거래선 영업 기반 구축

식자재유통 경로별 특징

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

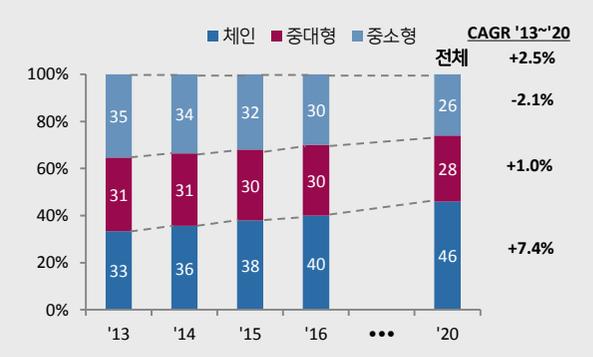
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

대형 외식 프랜차이즈의 Needs



자료: 키움증권 리서치

외식 식자재 경로구성 Trend



자료: CJ프레시웨이

외식업 프랜차이즈 산업 현황

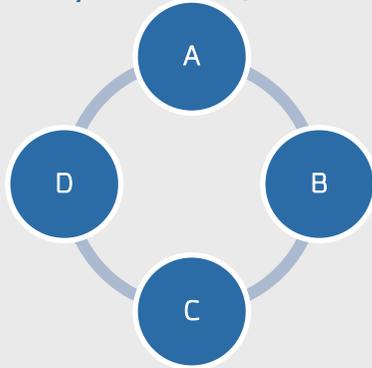
□(단위: 개, %)

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

자료: 공정거래위원회, 키움증권 리서치

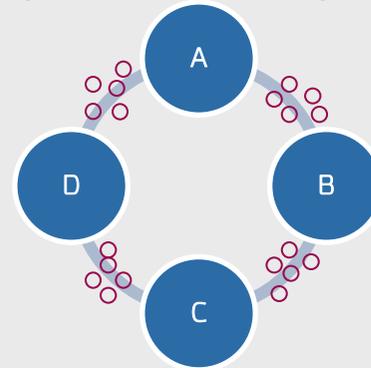
4) 식자재유통 기업화 전략: 중소형 거래선으로의 침투

대형 거래선 Only vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치

대형/중소형 거래선 Mix vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치

거래선 규모에 따른 경로 유형과 특징

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

자료: 키움증권 리서치

4) 식자재유통 기업화 전략: 업체별 역량 비교

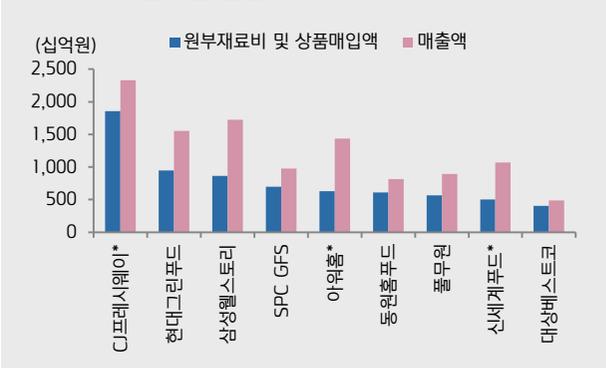
식자재유통 업체별 영업 현황

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

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 풀무원=이씨엠디+푸드머스

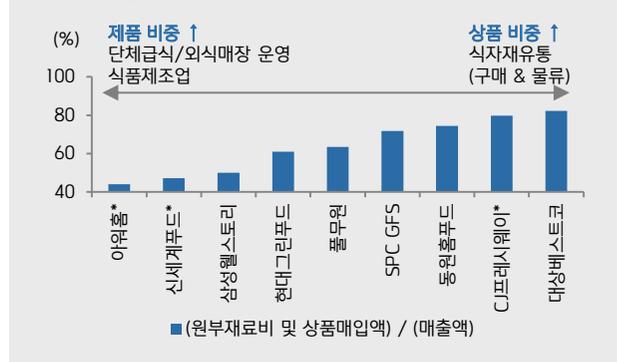
식자재유통 업체별 볼륨 비교(2016년 기준)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

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

식자재유통 업체별 비즈니스 모델 비교(2016년 기준)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

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

5) 식자재유통 기업화 전술

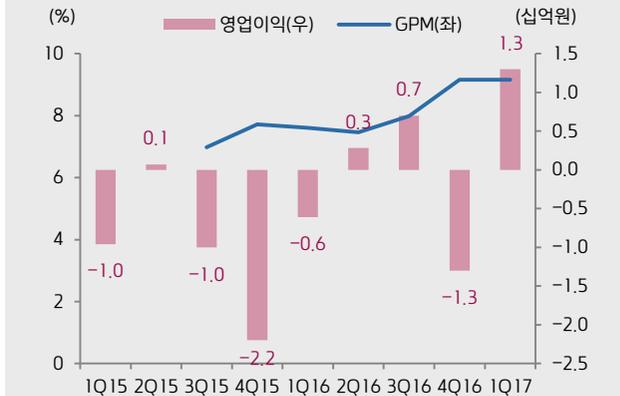
◎ 식자재유통 기업화 전술

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

◎ 업체별 동향

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

프레시원 연결법인 실적 추이



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

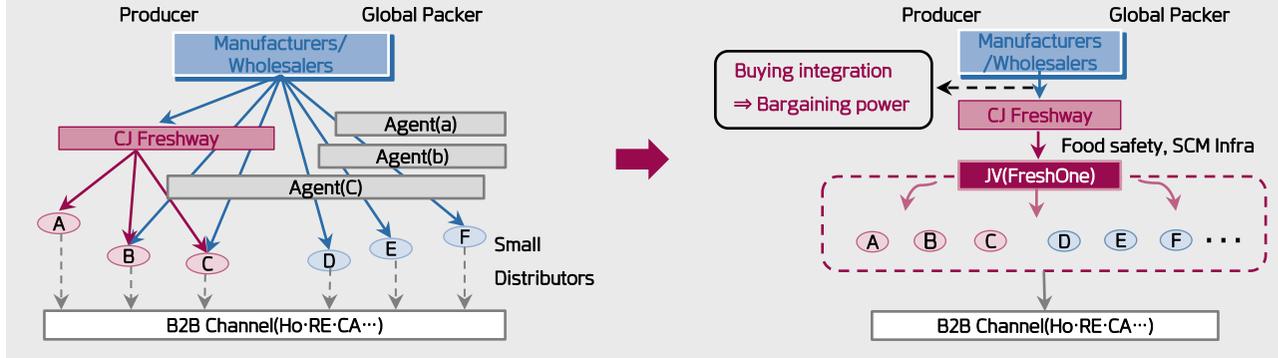
2016년 CJ프레시웨이/프레시원 주요 법인 OPM



□자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

5) 식자재유통 기업화 전술: 유통단계 효율화

CJ프레시웨이 식자재유통 사업구조 변화: 직영경로 강화에 따른 유통단계 효율화



자료: CJ프레시웨이

프레시원 법인 현황

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

자료: CJ프레시웨이, 금융감독원 전자공시시스템

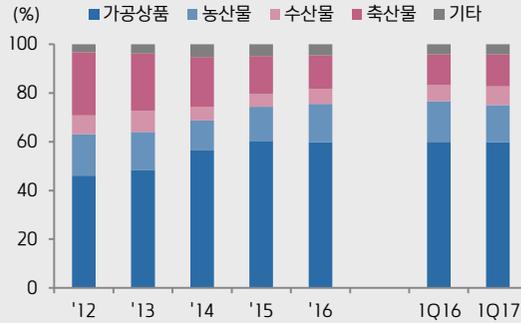
CJ프레시웨이 영업조직 개편 내용

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

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

5) 식자재유통 기업화 전술: 상품경쟁력 강화

CJ프레시웨이 상품 매출 Mix 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

동원홈푸드 삼조셀렉트 실적 추이



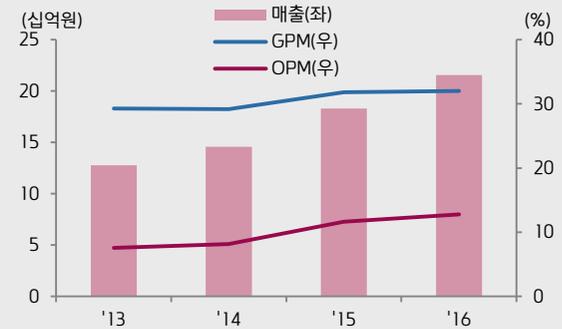
자료: 동원F&B, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 산지 계약재배 추진 현황

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

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치 정리

송림푸드 실적 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

6) 주요 기업 동향: CJ프레시웨이

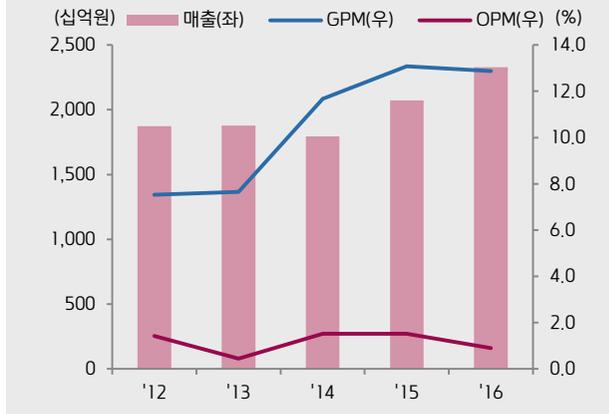
◎ 최근 동향

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

◎ 향후 전망

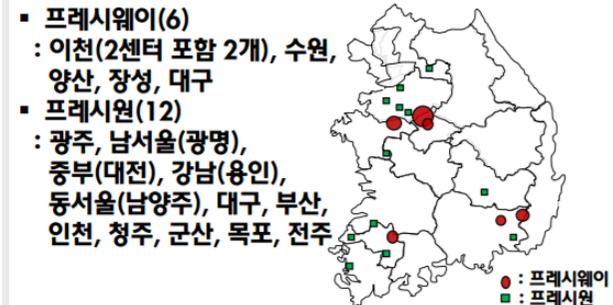
- 대형 식당 거래처 외에도 중소형 식당 거래처를 꾸준히 늘려나가면서, 물류 운영 효율성 제고될 것으로 기대
- 프레시원 자본을 확대 이후, 프레시웨이 본사 영업인력을 활용하여 직영경로 강화하고, 사업구조 정비할 것으로 기대
- 경영진 교체 이후, 내실 있는 수주 바탕으로 수익성 중심의 운영 전망

CJ프레시웨이 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 연결기준

CJ프레시웨이 물류 인프라 현황



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 동원F&B(동원홈푸드)

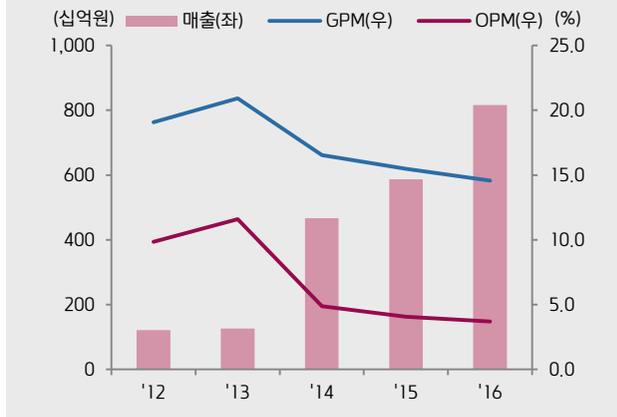
◎ 최근 동향

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

◎ 향후 전망

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

동원홈푸드 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

동원홈푸드 물류 인프라 현황

- 동원산업의 10여 개의 물류센터 활용 중



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 풀무원(이씨엠디/푸드머스)

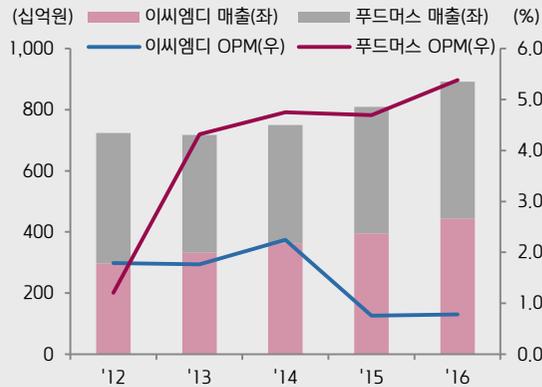
◎ 최근 동향

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

◎ 향후 전망

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

이씨엠디/푸드머스 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 각각 별도기준

엑소후레쉬물류 인프라 현황

- 국내 주요 25개 물류 거점 확보(저온 물류 전문)



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 신세계푸드

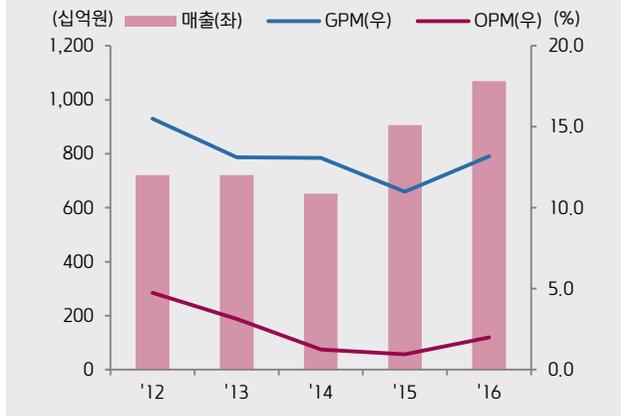
◎ 최근 동향

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

◎ 향후 전망

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

신세계푸드 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 연결기준

신세계푸드 비즈니스 인프라 현황

- 6개 식품가공공장, 3개 물류센터 보유



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 현대그린푸드

◎ 최근 동향

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

◎ 향후 전망

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

현대그린푸드 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

현대그린푸드 물류 인프라 현황



자료: 회사자료

6) 주요 기업 동향: 대상(대상베스트코)

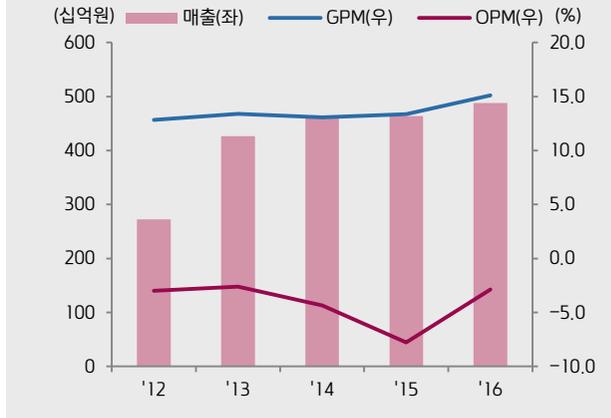
◎ 최근 동향

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

◎ 향후 전망

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

대상베스트코 실적 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 별도기준

대상베스트코 사업장 현황

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

자료: 회사자료

Part III 업체별 투자전략

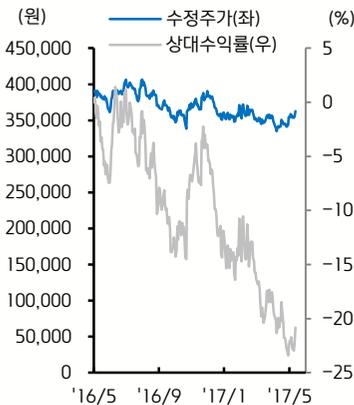


BUY (Maintain)

CJ제일제당(097950) 수익성 회복 구간 진입

주가(5/22): 366,500원/TP: 510,000원

KOSPI(5/22)	2,304.03pt		
시가총액	50,414억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	406,500원	335,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-10.82%	8.21%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	6.0%	-1.0%
	6M	-4.6%	-17.7%
	12M	-6.9%	-20.8%
발행주식수	14,492천주		
일평균거래량(3M)	39천주		
외국인 지분율	26.21%		
배당수익률(17.E)	0.69%		
BPS(17.E)	258,942원		



◎ 식품부문 수익성 회복 구간 진입

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

◎ 가공식품의 눈부신 성장

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

◎ 글로벌 M&A 기대감도 유호

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

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

CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

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

CJ제일제당(097950) 바이오 사업부문 가정

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

CJ제일제당(097950) 연결기준 추정 재무제표

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

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

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

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

CJ프레시웨이(051500) 척박한 땅에 피어나는 꽃

주가(5/22): 40,050원/TP: 53,000원

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



◎ 사업구조 정비 및 안정화에 따른 수익성 제고 기대

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

◎ 외식 경기 반등에 따른 수혜 기대

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

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

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 실적 추이 및 전망

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

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 추정 재무제표

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

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

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

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

농심(004370) 견고한 브랜드력 과시

주가(5/22): 344,000원/TP: 410,000원

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



- 국내 사업 수익성 개선 기대
 - 작년 7월 스낵(+7~8%), 12월 라면(+5~6%) 가격인상으로, 올해 ASP 개선 모멘텀 지속 전망
 - 프리미엄 라면 신제품에 대한 경쟁강도 완화되면서, 국내 라면 수익성 개선 전망
- 국내 라면 MS 저점에서 회복 전망
 - 프리미엄 라면 제품 포트폴리오 구축으로, 프리미엄 시장 내 MS 회복
 - 경쟁사 판촉 공세 완화되면서, 주요 제품의 MS 회복 기대
- 지속되는 후라면의 영토 확장
 - 단기적으로 중국 사드 우려가 있으나, 미국을 중심으로 해외 매출 비중 확대 전망
 - 한국 대비 미국은 판가가 높고, 중국은 원가가 낮기 때문에, 수익성 더 높아질 수 있음
 - 해외 이익 비중 확대 시, 동사의 밸류에이션 확장되는 모습 나타날 것

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

농심(004370) 연결기준 실적 추이 및 전망

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

농심(004370) 연결기준 추정 재무제표

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

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

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

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

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

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

◎ 투자의견 적용기준

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

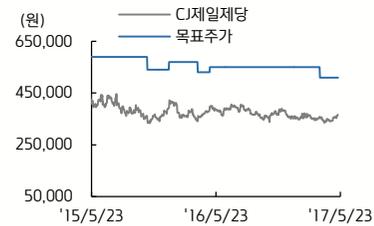
◎ 투자등급 비율 통계 (2016/4/1~2017/3/31)

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

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

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

CJ제일제당



CJ프레시웨이



농심

