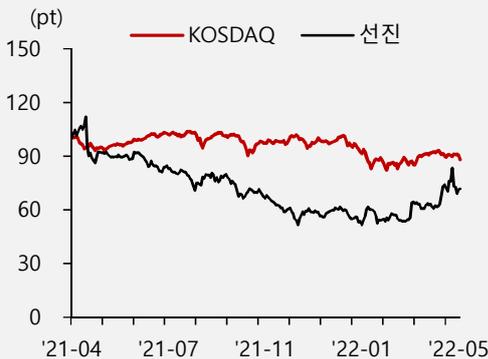


N/R

목표주가	- 원		
현재주가	13,800 원		
Upside	- %		
Key Data	2022년 5월 3일		
산업분류	코스피 음식료품		
KOSPI(pt)	2,680.46		
시가총액 (억원)	3,282		
발행주식수 (천주)	23,780		
외국인 지분율 (%)	11.6		
52 주 고가 (원)	21,550		
저가 (원)	9,930		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	8.4		
주요주주	(%)		
하림지주	50.0		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	14.5	7.0	-31.5
상대주가	17.1	18.8	-20.1

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 김민정
mjkim3@leading.co.kr
+822-2009-7315

선진(136490)

원가와 판가가 들썩일 때, 투자는 편안하다

기업 개요

1979년 배합사료 제조 및 판매, 축산물 가공 및 판매를 목적으로 설립, 1994년 상장되었다. 2011년 선진, 선진지주로 인적분할되어 설립, 거래소에 주권 재상장된 바 있다. 1997년부터 해외진출(필리핀)하였고, 1999년 선진한마를 설립하며 직영농장 운영하는 양돈 계열화사업을 시작하였다. 2007년에 하림그룹으로 편입.

투자포인트

1. 농장에서 식탁까지 수직계열화 : '16년~'18년에 걸쳐 양돈 계열화를 위한 인수합병 단행, '19년 하림지주로부터 베트남 법인의 지분을 매입, '20년부터 연간 실적으로 반영되면서 최근 5개년 매출의 연평균성장율은 22%에 달했다. 동사는 사료사업부터 양돈을 거쳐 식육&육가공 제품을 통한 최종 소비자 판매까지 수직계열화를 이루었고, 해외 진출 5개국에서도 국가별 계열화(사료~양돈) 사업을 안착시킨다는 목표로, 외부 변수와 상관없이 10~15% 수준의 안정적인 외형 성장을 목표로 하고 있다. '21년 기준 해외매출 비중은 23%이며, 최근 해외부문의 사료 및 양돈 판매량 증가는 매우 고무적이다.

2. 원가만이 아닌 판가도 고공행진 : 사료부문의 원재료인 옥수수/소맥/대두 가격은 현재 2019, 2020년 형성된 저점 대비 대부분 100~150% 이상 상승한 상태이며, 식육부문의 원재료가 되는 돼지고기(한돈) 가격 역시 '22년 5월 현재 최고가를 갱신하고 있다. 동사의 주요 판매 제품인 배합사료와 식육제품 가격은 '22년에도 추가적인 인상이 필요한 국면으로 보이며, 가격전가가 비교적 어려운 제품이 아닌 점을 고려 시 '22년에도 상당한 수준의 이익개선 예상된다.

3. Valuation 및 동종업체 비교 : 연초 이후 유가와 함께 수직 상승하던 국제 곡물가격에 러시아 vs 우크라이나 전쟁까지 더해져 국내 사료,비료는 물론 소재식품 업체까지 주가는 큰 폭 상승하고 있다. 현재의 곡물가 추세는 지난 2012년 최고가에 거의 육박한 수준이며, 전쟁 지역의 곡창지대 정상화가 쉽지 않은 점을 고려 시 단기적으로 이를 넘어설 가능성이 높다고 판단된다. 다만 급등 후에는 급락이 따를텐데, 과도하게 주가가 오른 업체의 경우 '22년의 이익개선 대비 적정 value를 고민해야 할 것으로 보인다. 그러나 동사의 경우 ①판가 전가 용이한 사료부문의 안정적 이익창출, ②사료만이 아닌 양돈과 식육부문의 가격 강세 지속, ③해외부문의 가파른 수요 증가 등 고려 시 PER 7배 수준에 불과한 현재의 valuation은 여전히 매우, 매력적인 상태로 판단된다.

구분	2017	2018	2019	2020	2021
매출액 (억원)	8,167	9,124	10,140	13,481	17,183
영업이익 (억원)	547	348	401	1,076	863
영업이익률 (%)	6.7	3.8	4.0	8.0	5.0
지배순이익 (억원)	534	179	214	836	429
PER (배)	6.9	15.1	10.4	3.2	6.4
PBR (배)	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	21.0	5.6	6.7	24.3	11.0
EPS (원)	2,966	754	899	3,516	1,804

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 10 개년 매출 및 영업이익 추이



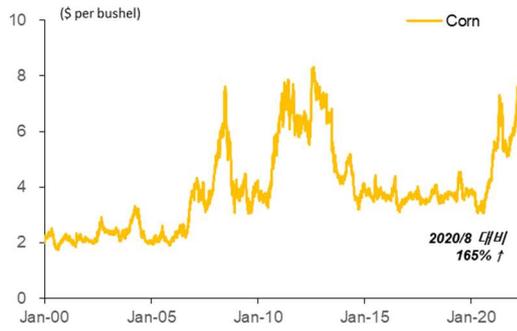
자료: 선진, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 선진의 Business Model



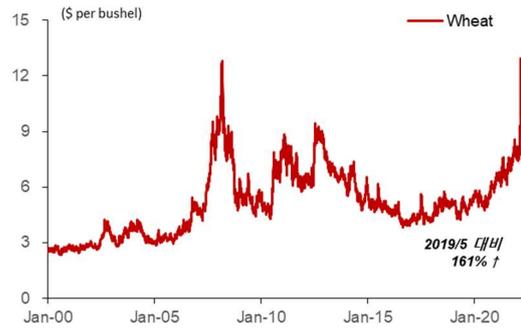
자료: 선진, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 사료부문 원재료 : 옥수수



자료: Macrotrend, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 사료부문 원재료 : 소맥



자료: Macrotrend, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 사료부문 원재료 : 대두



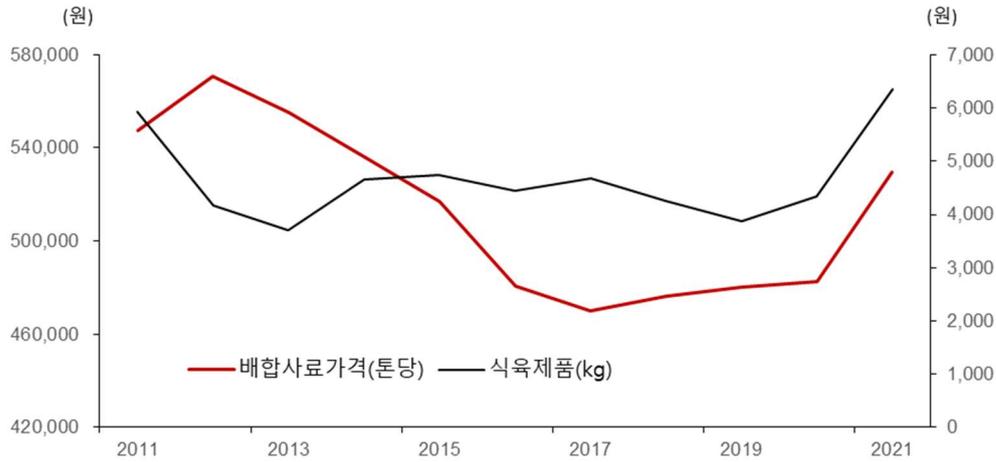
자료: Macrotrend, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 식육부문 원재료 : 돼지고기 지육



자료: 축산업품질평가원, 축산유통정보, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. 배합사료 & 식육제품 판가 추이



자료: 선진, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 사료업체 비교(1)

회사명 (대주주)	주가(5/2) PER*	시가총액 연초이후		2017	2018	2019	2020	2021	2Y CAGR	Business Model
선진 (하림지주 50%)	13,750 7.6	3,270 19.6%	매출	8,167	9,124	10,140	13,481	17,183	30.2%	사료 37% 식육 35%, 양돈 16% 육가공/유통 9-10% 외
			영업이익	547	348	401	1,076	863	46.6%	
			OPM	6.7%	3.8%	4.0%	8.0%	5.0%		
			지배주주순이익	534	179	214	836	429		
팜스코 (하림지주 56.3%)	7,450 89.0	2,736 19.8%	매출	10,233	10,157	11,650	13,339	15,369	14.9%	사료 54% 신선육 31% 양돈 12% 육가공 2% 외
			영업이익	417	237	202	397	361	33.7%	
			OPM	4.1%	2.3%	1.7%	3.0%	2.4%		
			지배주주순이익	396	37	(83)	124	31		
팜스토리 (이지홀딩 스 65.1%)	4,620 100.9	5,147 99.1%	매출	8,386	9,216	8,710	9,654	10,339	9.0%	사료 55% 육가공 44%
			영업이익	206	192	104	220	251	55.4%	
			OPM	2.5%	2.1%	1.2%	2.3%	2.4%		
			지배주주순이익	138	(60)	(51)	271	51		
한일사료 (자상협 외 48.4%)	9,330 51.0	3,676 378.5%	매출	2,992	3,078	3,435	3,316	3,558	1.8%	사료 35% 정육유통(수입육 외) 65%
			영업이익	(9)	21	44	34	136	75.1%	
			OPM	-0.3%	0.7%	1.3%	1.0%	3.8%		
			지배주주순이익	19	4	(24)	22	72		
고려산업 (금강공업 47.4%)	7,390 40.8	1,843 15.35%	매출	1,745	1,584	1,925	1,905	2,135	5.3%	배합사료 94%
			영업이익	59	58	58	92	49	-8.5%	
			OPM	3.4%	3.7%	3.0%	4.8%	2.3%		
			지배주주순이익	51	39	45	69	45		

자료: 각 사, 리딩투자증권 리서치센터

주 : *PER 은 '21 년 지배주주순이익 기준(참고)

표 2. 사료업체 비교(2)

회사명 (대주주)	주가(5/2) PER*	시가총액 연초이후		2017	2018	2019	2020	2021	2Y CAGR	Business Model
이지 바이오 (이지홀딩 스 25%)	6,850 21.5	2,342 43.8%	매출				881	1,295	-	배합사료 100%
			영업이익				152	168	-	
			OPM				17.2%	13.0%		
			지배주주순이익				104	109		
현대사료 (김중웅 외 38.4%)	136,000 -	8,365 747.4%	매출	871	1,048	1,182	1,075	1,103	-3.4%	사료 100%
			영업이익	41	13	61	(5)	12	-54.9%	
			OPM	4.7%	1.2%	5.2%	-0.4%	1.1%		
			지배주주순이익	0	0	32	1	(7)		
미래생명 자원 (김성진 외 60.3%)	9,690 167.6	1,915 141.0%	매출	409	352	501	475	667	15.4%	사료/기능성원료,첨가제 등 43% 식품(계란, 기능성소재/푸드 트리 등) 19% 사료원료,첨가제 등 수출 38%
			영업이익	15	20	15	14	19	12.5%	
			OPM	3.7%	5.6%	2.9%	3.0%	2.8%		
			지배주주순이익	(20)	18	10	10	11		
대주산업 (정석원 외 38.4%)	4,300 39.7	1,522 120.5%	매출	855	841	843	852	844	0.0%	배합사료 100%
			영업이익	36	34	27	45	26	-1.0%	
			OPM	4.2%	4.0%	3.2%	5.2%	3.1%		
			지배주주순이익	27	17	18	35	38		
케이씨 피드 (정한식 외 27.0%)	5,650 23.5	944 70.7%	매출	797	637	643	657	757	8.5%	사료 71% 식품 20% 계열화부문 8%
			영업이익	29	4	(17)	14	45	-	
			OPM	3.6%	0.6%	-2.7%	2.2%	5.9%		
			지배주주순이익	68	10	(65)	11	40		

자료: 각 사, 리딩투자증권 리서치센터

주 : *PER 은 '21 년 지배주주순이익 기준(참고)

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
자산총계	6,868	9,172	9,833	11,197	12,096
유동자산	2,668	4,148	4,403	5,387	6,218
현금및현금성자산	339	865	487	932	1,180
단기금융자산	258	388	372	401	524
매출채권및기타채권	949	1,166	1,433	1,578	1,730
재고자산	621	1,075	1,215	1,352	1,618
비유동자산	4,201	5,023	5,430	5,811	5,878
장기금융자산	1,289	1,923	1,036	701	515
관계기업등투자자산	0	0	0	2	2
유형자산	2,658	2,846	3,605	4,225	4,297
무형자산	70	74	87	85	71
부채총계	3,520	5,860	6,520	7,357	7,798
유동부채	3,097	4,678	5,075	6,090	6,610
단기차입부채	2,326	3,759	3,957	4,597	5,058
기타단기금융부채	14	4	15	31	15
매입채무및기타채무	515	730	920	1,137	1,190
비유동부채	423	1,183	1,445	1,267	1,189
장기차입부채	280	1,070	1,323	1,154	1,099
기타장기금융부채	3	2	18	17	9
자본총계*	3,348	3,311	3,313	3,840	4,298
지배주주지분*	3,227	3,165	3,196	3,700	4,131
비지배주주지분	122	146	117	141	167

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	8,167	9,124	10,140	13,481	17,183
매출원가	6,611	7,575	8,416	10,886	14,560
매출총이익	1,556	1,549	1,725	2,595	2,624
판매비와관리비	1,009	1,201	1,323	1,519	1,761
영업이익	547	348	401	1,076	863
EBITDA	697	516	670	1,415	1,243
비영업손익	193	-75	-76	-40	-270
이자수익	65	101	120	59	54
이자비용	94	129	196	164	145
배당수익	0	0	1	0	0
외환손익	183	-98	-52	181	-214
관계기업등관련손익	0	-2	0	-0	-6
기타비영업손익	39	53	50	-116	41
세전계속사업이익	740	273	325	1,036	592
법인세비용	184	88	123	184	168
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	556	185	203	852	424
지배주주순이익*	534	179	214	836	429
비지배주주순이익	23	6	-11	16	-5
기타포괄손익	-8	-100	4	-161	26
총포괄손익	549	85	207	690	450

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동으로인한현금흐름	646	-261	157	1,134	730
당기순이익	556	185	203	852	424
현금유입(유출)이없는수익	403	421	497	652	962
자산상각비	150	168	269	339	381
영업자산부채변동	-149	-657	-317	-129	-409
매출채권및기타채권	-58	-202	97	-8	-130
재고자산감소(증가)	51	-470	-34	-46	-195
매입채무및기타채무	33	205	-123	135	118
투자활동현금흐름	-989	-1,379	66	-865	-424
투자활동현금유입액	681	803	1,983	656	1,161
유형자산	4	9	5	10	10
무형자산	1	0	0	0	7
투자활동현금유출액	1,670	2,181	1,917	1,521	1,585
유형자산	370	294	334	503	313
무형자산	12	7	6	4	1
재무활동현금흐름	489	2,171	-608	200	-77
재무활동현금유입액	4,984	5,202	5,071	5,784	4,901
단기차입부채	3,931	4,211	4,415	5,344	4,694
장기차입부채	149	990	656	440	207
재무활동현금유출액	4,487	3,031	5,667	5,572	4,954
단기차입부채	4,487	3,031	5,612	5,412	4,468
장기차입부채	0	0	55	160	487
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	-4	6	-24	19
현금변동	141	527	-378	445	248
기초현금	197	339	865	487	932
기말현금	339	865	487	932	1,180

투자지표

(단위: 원배,%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,966	754	899	3,516	1,804
BPS*	17,932	13,312	13,439	15,558	17,371
CFPS	3,590	-1,099	662	4,767	3,069
SPS	45,390	38,369	42,644	56,691	72,261
EBITDAPS	3,875	2,171	2,819	5,950	5,228
DPS (보통,현금)	0	50	50	100	100
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.4	0.5	0.9	0.9
배당성향 (보통,현금)	0.0	6.6	5.6	2.8	5.5
PER*	6.9	15.1	10.4	3.2	6.4
PBR*	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
PCFR	5.7	-	14.2	2.4	3.7
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.2	12.3	10.0	5.1	5.8
재무비율					
매출액증가율	26.6	11.7	11.1	32.9	27.5
영업이익증가율	29.3	-36.4	15.3	168.1	-19.8
지배주주순이익증가율*	70.2	-66.8	9.6	320.3	-50.2
매출총이익률	19.1	17.0	17.0	19.2	15.3
영업이익률	6.7	3.8	4.0	8.0	5.0
EBITDA이익률	8.5	5.7	6.6	10.5	7.2
지배주주순이익률*	6.8	2.0	2.0	6.3	2.5
ROA	8.9	4.3	4.2	10.2	7.4
ROE	21.0	5.6	6.7	24.3	11.0
ROIC	11.5	5.3	4.3	12.4	7.8
부채비율	105.1	177.0	196.8	191.6	181.5
차입금비율	77.8	145.8	159.4	149.8	143.3
순차입금비율	65.0	115.2	138.4	120.0	108.1

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

선진(136490)

일자	2022-05-04
투자이견	Not Rated
목표주가	-
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%