



음식료

The Market not Taken

The Market not Taken

Top Picks	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	55,000원
CJ제일제당(097950)	Buy	550,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
오리온(271560)	Buy	160,000원
농심(004370)	Buy	400,000원
풀무원(017810)	Buy(신규)	21,000원
삼양식품(003230)	Buy(신규)	145,000원
매일유업(267980)	Buy	99,000원
KT&G(033780)	Buy	107,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	21,500원
현대그린푸드(005440)	Buy	11,500원
롯데칠성(005300)	Hold	96,000원
롯데푸드(002270)	Hold	331,000원



투자전략

Analyst 김정욱

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

Contents

산업분석

Part I	COVID-19 이후의 내수시장 K자형 성장 차별화	09
Part II	COVID-19 이후의 미국시장 냉동식품의 장기화/다변화	39
Part III	COVID-19 이후의 중국시장 온라인 주류 시장 확대	51
Part IV	COVID-19 이후의 일본시장 내식/배달/면역	57
Part V	글로벌 온라인 식품 플랫폼 점검	63

기업분석

하이트진로 (000080)	94
M/S 확대와 시장 성장이 동반될 21년	
CJ제일제당 (097950)	97
COVID19 이후 국내외 식품 시장의 선두주자	
오리온 (271560)	100
신제품 성과+구조적인 매대 증가 효과로 전진	
농심 (004370)	103
국내 실적과 해외 실적이 밸런스를 맞추는 하반기	
풀무원 (017810)	106
해외부문 적자 축소 본격화로 기업가치 상승 전환 기대	
삼양식품 (004370)	111
주력 제품의 수출 성장, 단일 브랜드 리스크보다는 대중화 주목	
매일유업 (267980)	116
21년 주력 신제품 중심의 실적 성장 가시화	
KT&G (033780)	119
안정적인 실적 + 지속될 주주환원 정책	
CJ프레시웨이 (051500)	122
코로나19 이슈 해소 시 탄력적인 회복속도 기대	
현대그린푸드 (005440)	125
21년 본업에서의 점진적인 실적 개선 기대	
롯데칠성 (005300)	128
장기화되는 주류 사업부의 부진+음료 부문 성장 정체	
롯데푸드 (002270)	131
21년 전 사업부의 기저 효과를 기대	

Summary

The Market not Taken

Neutral

The Market not Taken

COVID-19 이후의 내수시장

I

- 21년 음식료 섹터 의견 Neutral 제시
- 1H20 상반기 급성장 부담, K자형 성장으로 영업이익 레버리지 ↑, 해외비중 ↑ 기업 중심으로 차별화 전망
- COVID-19 팬데믹으로 HMR 성장 속의 우측 이동, 배달앱 성장 속의 상향 이동, 식품산업은 K자형 성장
- 식품 소비: 1차 팬데믹 발생 비축 수요 폭증, 2차 팬데믹 발생 내식 재차 증가
- 외식 소비: 음식점/주점 팬데믹 이후에도 불황 지속
- 주류 소비: 가정용 수요 급증하며 업소용 부진 상쇄

The Market not Taken

COVID-19 이후의 해외시장

II~V

- The Market not Taken COVID-19 이후의 글로벌 식품 시장
- 미국 시장: 냉동식품의 장기화/다변화, 냉동식품 소비 일시적 급증 후 구조적 성장으로 전환. 브랜드/카테고리 확산
- 중국 시장: COVID-19 이후의 온라인 중심으로 성장이 예상되는 중국 소주 시장
- 일본 시장: 도시락/반찬 중심 HMR 성장, 외식 감소와 배달 확대, K-Food의 면역력 부각

기업분석

- 하이트진로(000080) M/S 확대와 시장 성장이 동반될 21년
- CJ제일제당(097950) COVID19 이후 국내외 식품 시장의 선두주자

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. 국내 코로나19 팬데믹	- 국내 사회적 거리두기 강화 - 내식 소비 장기화 - 온라인 식품 시장 성장	- 사회적 거리두기 종료 및 재확산 종료 - 외식경기 회복으로 레스토랑 채널 회복	- 간헐적인 사회적 거리두기 지속 - HMR 제품군 중 소비자 접점을 확대 시킨 제품들로 차별화	- 고강도 사회적 거리두기 장기화 - HMR 등 가정 내식의 비축성 수요 확대
	2. 해외 코로나19 팬데믹	- 주요 선진국 섯다운 지속 - 온라인 식품 판매 호조 - K-Food 수출 확대	- 섯다운 종료 및 재확산 종료 - 국가별 외식 활성화 - 냉동식품/온라인 주류 등의 트렌드가 일시적 성장에 그칠 가능성 있음	- 간헐적인 팬데믹 상황 지속 - 미국 냉동식품 판매 구조적 성장 - 중국 온라인 주류 시장 고성장 - 일본 식품 내식/배달/면역 중심 성장	- 고강도 섯다운 장기화 - 미국 냉동식품 판매 비축 수요 확대 - 중국 스낵/제과 식사 대체효과 강화 - 일본 라면/냉동식품 등 비축 수요 확대
	3. 곡물가 변동	- 엘니뇨/라니냐 기상이변 - 바이오디젤 등 곡물 수요 증가	강도 높은 라니냐 발생으로 북/남미 작황 피해와 곡물가 상승 전환	주요 곡물가격 연초 대비 20~30% 상승 후 하향 안정 추세	기상이변 부재로 주요 곡물가격 전 고점 대비 20~30% 하락 전환
산업 투자 전략			- 비중축소 - 식자재유통/외식/급식 관련 기업 주목 - 식품 제조업체 마케팅비 집행 및 경쟁 심화 가능성 확대	- 중립 - HMR 성장 속의 우측 이동, 배달앱 성장 속의 상향 이동, 식품산업은 K자형 성장 - 영업이익 레버리지 ↑, 해외비중 ↑ 기업 중심으로 차별화 전망	- 비중확대 - 내식 확대 수혜주에 집중 - HMR 및 배달음식 시장 고성장 지속 - 마케팅비 절감 효과 장기화
Top-Picks			CJ프레시웨이, 현대그린푸드	하이트진로, CJ제일제당	CJ제일제당, 농심, 오리온

Top Picks	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	55,000원
CJ제일제당(097950)	Buy	550,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
오리온(271560)	Buy	160,000원
농심(004370)	Buy	400,000원
풀무원(017810)	Buy(신규)	21,000원
삼양식품(003230)	Buy(신규)	145,000원
매일유업(267980)	Buy	99,000원
KT&G(033780)	Buy	107,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	21,500원
현대그린푸드(005440)	Buy	11,500원
롯데칠성(005300)	Hold	96,000원
롯데푸드(002270)	Hold	331,000원

하이트진로(000080) M/S 확대와 시장 성장이 동반될 21년

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	55,000원
현재주가 (11월 10일)	34,700원
상승여력	58.5%
KOSPI	2,452.83pt
시가총액	24,336억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.64%
외국인비중	10.50%
52주 최고/최저가	46,500원/21,700원
평균거래대금	184.3억원
주요주주(%)	
하이트진로홀딩스 외 9 인	53.81
국민연금공단	8.64
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-8.0 -10.2
6개월	1.5 -19.5
12개월	18.4 3.2
주가그래프	



1H20 Review: 코로나19 이슈에도 불구하고 신제품 테라/진로 점유율 확대 효과로 실적 고성장 지속

- 1Q20 맥주/소주 매출액 고성장에 마케팅비 절감 효과 더해지며 1차 팬데믹 상황에서도 실적 서프라이즈
- 2Q20 내수 매출 성장은 맥주/소주 각각 16%로 M/S 확대 효과는 양호했지만 일부 비용 발생으로 시장의 높은 기대치를 소폭 하회

2H20 Preview: 2차 팬데믹은 마케팅비 절감 효과에 기여, 가정용 시장 확대로 매출액 감소 방어

- 9월 가정용 맥주 판매 비중 71%, 소주 판매 비중 59%로 급증. 팬데믹 상황에서의 매출 방어 흐름 확인
- 테라/진로에 이어 아이서에이슬 등 성공적인 신제품 출시 지속. 경쟁사들의 신제품 실패와 상반되는 행보

투자의견 Buy, 적정주가 5.5만원 유지

- 맥주 점유율 상승 및 소주의 높은 점유율 유지 중. COVID19 이후 대면 활동 제약은 마케팅비 절감 요인
- 20년 팬데믹에 의한 주류시장 부진은 기저효과, 21년 주류시장 전체 성장과 M/S 확대가 동반될 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가 5.5만원 유지, 12M Fwd EPS 2,391원, 적정 PER 23배 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,885.6	90.4	22.3	304	81.0	16,301	54.7	1.0	8.6	1.9	194.9
2019	2,035.1	88.3	-42.4	-616	-302.9	14,488	-47.1	2.0	13.0	-3.9	216.6
2020E	2,321.1	205.4	132.7	1,878	-404.2	15,003	18.5	2.3	9.5	12.6	256.2
2021E	2,495.3	260.8	178.5	2,531	34.8	16,723	13.7	2.1	7.8	15.8	215.9
2022E	2,738.0	361.6	254.9	3,621	43.1	19,516	9.6	1.8	5.8	19.7	178.7

하이트진로(000080) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	423.0	524.4	529.1	558.6	2,035.1	533.9	581.6	612.2	593.5	2,321.1	2,495.3	2,738.0
맥주	139.1	190.5	212.2	184.8	726.6	180.0	214.6	244.0	195.0	833.6	929.3	1,068.2
소주	251.7	291.2	277.4	336.1	1,156.5	319.2	324.9	327.3	359.7	1,331.1	1,404.3	1,502.6
생수	19.7	25.3	27.5	24.0	96.4	23.9	27.4	28.8	25.2	105.4	110.6	116.2
기타	12.4	17.4	12.0	13.6	55.5	10.7	14.7	12.0	13.6	51.0	51.0	51.0
(% YoY)	0.5	6.3	5.8	18.4	7.9	26.2	10.9	15.7	6.2	14.1	7.5	9.7
맥주	-6.1	-0.7	1.4	12.1	1.8	29.4	12.6	15.0	5.5	14.7	11.5	15.0
소주	2.8	8.7	9.2	23.1	11.2	26.8	11.6	18.0	7.0	15.1	5.5	7.0
생수	28.8	28.8	18.6	25.6	24.9	21.2	8.5	5.0	5.0	9.3	5.0	5.0
기타	1.6	25.1	-12.8	-7.3	1.5	-13.7	-15.9	0.0	0.0	-8.1	0.0	0.0
영업이익	-4.2	10.6	49.2	32.7	88.3	56.1	54.1	62.0	33.2	205.4	260.8	361.6
맥주	-20.5	-17.1	-3.9	-1.7	-43.1	8.9	12.0	17.1	7.0	45.0	81.6	162.1
소주	18.6	26.9	50.5	32.5	128.4	46.3	38.5	44.2	27.3	156.4	176.0	196.0
생수	-0.9	1.7	1.0	0.7	2.5	0.3	2.9	1.2	0.6	5.0	3.8	4.0
기타	-0.5	0.2	1.9	0.7	2.3	0.0	0.0	1.0	-0.2	0.8	0.2	0.2
조정 및 제거	-0.9	-1.1	-0.3	0.6	-1.8	0.6	0.6	-1.5	-1.5	-1.8	-0.8	-0.8
(% YoY)	적전	-60.5	67.9	85.5	-2.4	흑전	410.9	26.1	1.6	132.8	27.0	38.6
맥주	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	81.3	98.7
소주	-34.5	-20.3	102.7	5.1	8.9	148.9	43.3	-12.4	-15.8	21.8	12.5	11.4
생수	적지	흑전	778.9	흑전	흑전	흑전	70.3	25.9	-12.7	103.2	-25.3	5.0
기타	적지	흑전	63.6	흑전	1,527.4	흑전	-99.1	-46.7	적전	-64.3	-70.2	0.0
영업이익률(%)	-1.0	2.0	9.3	5.9	4.3	10.5	4.5	11.8	9.3	8.9	10.5	13.2
맥주	-14.8	-8.9	-1.8	-0.9	-5.9	4.9	5.6	7.0	3.6	5.4	8.8	15.2
소주	7.4	9.2	18.2	9.7	11.1	14.5	11.9	13.5	7.6	11.7	12.5	13.0
생수	-4.4	6.8	3.5	2.8	2.6	1.4	10.6	4.2	2.3	4.8	3.4	3.4
기타	-3.9	1.1	15.9	5.0	4.1	0.4	0.0	8.5	-1.8	1.6	0.5	0.5
지배순이익	-13.8	-29.2	25.9	-25.1	-42.3	33.4	34.9	40.8	23.5	132.7	178.5	254.9
(% YoY)	-623.0	-404.4	174.5	-4,408.7	-290.3	-341.3	-219.4	58.0	-193.3	-412.9	34.5	42.8
지배순이익률(%)	-3.3	-5.6	4.9	-4.5	-2.1	6.3	6.0	6.7	4.0	5.7	7.1	9.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

하이트진로(000080)

2021년 전망 시리즈 5

음식료

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,885.6	2,035.1	2,321.1	2,495.3	2,738.0
매출액증가율 (%)	-0.2	7.9	14.1	7.5	9.7
매출원가	1,123.8	1,163.2	1,308.9	1,399.6	1,527.4
매출총이익	761.9	871.8	1,012.3	1,095.7	1,210.6
판매관리비	671.4	783.6	806.8	834.9	849.1
영업이익	90.4	88.3	205.4	260.8	361.6
영업이익률	4.8	4.3	8.9	10.5	13.2
금융손익	-36.1	-44.1	-29.8	-22.1	-22.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	-4.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-12.4	-43.7	7.0	-3.5	-3.5
세전계속사업이익	42.0	0.5	178.5	235.2	336.0
법인세비용	19.7	42.8	46.0	56.9	81.3
당기순이익	22.3	-42.4	132.5	178.3	254.7
지배주주지분 순이익	22.3	-42.4	132.7	178.5	254.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,065.0	782.3	1,284.6	1,264.8	1,399.0
현금및현금성자산	291.0	144.2	606.7	538.4	606.1
매출채권	456.9	373.8	397.1	425.6	464.5
재고자산	166.0	177.3	188.4	201.8	220.3
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,526.1	2,500.8	2,478.2
유형자산	2,053.1	2,052.1	2,114.8	2,096.4	2,079.2
무형자산	186.8	174.8	165.4	155.9	147.0
투자자산	52.1	51.9	61.1	63.7	67.2
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,810.8	3,765.6	3,877.2
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,968.8	1,833.1	1,721.0
매입채무	112.0	136.6	145.1	155.5	169.7
단기차입금	439.5	316.3	821.0	721.0	621.0
유동성장기부채	0.0	25.2	250.7	150.7	50.7
비유동부채	597.3	878.8	772.2	740.3	765.2
사채	372.2	399.1	316.9	316.9	316.9
장기차입금	28.7	112.6	79.9	29.9	29.9
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,741.0	2,573.4	2,486.2
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	509.3	509.3	509.3	509.3
기타포괄이익누계액	1.6	9.7	18.4	18.4	18.4
이익잉여금	176.3	238.9	267.0	389.6	588.6
비지배주주지분	0.6	0.7	0.5	0.3	0.1
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,069.8	1,192.2	1,391.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	141.0	28.3	298.2	370.0	457.0
당기순이익(손실)	22.3	-42.4	132.5	178.3	254.7
유형자산상각비	114.0	137.6	146.5	148.4	147.2
무형자산상각비	11.0	10.4	10.1	9.5	9.0
운전자본의 증감	-46.1	-200.6	-53.3	33.8	46.2
투자활동 현금흐름	-101.4	-66.0	-222.1	-133.9	-135.3
유형자산의증가(CAPEX)	-119.3	-160.7	-209.1	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	0.1	-13.3	-2.6	-3.6
재무활동 현금흐름	-38.7	-111.6	384.4	-304.5	-254.0
차입금의 증감	18.1	106.7	436.8	-248.7	-198.2
자본의 증가	0.0	-200.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.5	-146.8	462.5	-68.4	67.7
기초현금	287.4	291.0	144.2	606.7	538.4
기말현금	291.0	144.2	606.7	538.4	606.1
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	26,886	29,017	33,096	35,579	39,040
EPS(지배주주)	304	-616	1,878	2,531	3,621
CFPS	3,649	4,144	6,094	6,276	7,576
EBITDAPS	3,071	3,368	5,162	5,971	7,381
BPS	16,301	14,488	15,003	16,723	19,516
DPS	800	700	800	800	800
배당수익률(%)	4.8	2.4	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	54.7	-47.1	18.5	13.7	9.6
PCR	4.5	7.0	5.7	5.5	4.6
PSR	0.6	1.0	1.0	1.0	0.9
PBR	1.0	2.0	2.3	2.1	1.8
EBITDA	215.4	236.2	362.0	418.8	517.7
EV/EBITDA	8.6	13.0	9.5	7.8	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	-3.9	12.6	15.8	19.7
EBITDA 이익률	11.4	11.6	15.6	16.8	18.9
부채비율	194.9	216.6	256.2	215.9	178.7
금융비용부담률	2.1	2.3	2.1	2.1	1.6
이자보상배율(x)	2.3	1.9	4.2	5.0	8.2
매출채권회전율(x)	3.9	4.9	6.0	6.1	6.2
재고자산회전율(x)	12.4	11.9	12.7	12.8	13.0

CJ제일제당(097950) COVID19 이후 국내외 식품 시장의 선두주자

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

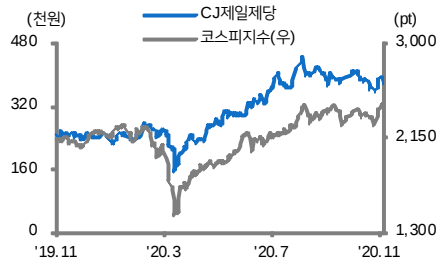
적정주가(12개월)	550,000원
현재주가 (11월 10일)	379,500원
상승여력	44.9%
KOSPI	2,452.83pt
시가총액	57,131억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	23.72%
52주 최고/최저가	443,500원/155,000원
평균거래대금	277.9억원

주요주주(%)

CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	11.71

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.4	-8.7
6개월	37.0	8.7
12개월	55.2	35.2

주가그래프



1H20 Review: 국내외 가공식품과 사료, 해외바이오 전부분이 주도한 실적 서프라이즈

- 가공식품은 국내 HMR 침투율 확대로 구조적 성장, 미국 팬데믹 상황下 냉동/가공 고성장 지속
- 사료 부문은 베트남 고돈가 지속, 해외바이오 부문 핵산 부진 불구, 아미노산 고판가로 서프라이즈

2H20 Preview: 해외식품 매출 고성장 기반 수익성 개선 기대, 국내식품은 내식의 구조적 성장 수혜

- 8~9월 국내 가공식품 HMR 중심의 매출 고성장 반복. 미국 상반기 이후에도 구조적인 식품 수요 증가세
- 중국 레스토랑 영업 재개로 하반기 핵산 수요 확대. 아미노산 실적은 급감보다는 완만한 축소 예상

투자의견 Buy, 적정주가 55만원으로 12.2%로 상향

- 국내 가공식품은 HMR 침투율 확대가 일시적 수요 증가보다는 구조적 성장으로 전환 중
- 해외 가공식품은 그동안 수익성 부진이 지속됐으나 코로나19를 기점으로 대폭 턴어라운드
- COVID19 이후 국내외 식품 부문의 동반 성장이 기대되며 투자의견 Buy 지속, 적정주가 55만원으로 상향
- 국내외 가공식품 실적 호조를 반영한 12M Fwd EPS 44,148원에 음식료 평균 PER 12.5배를 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	18,670.1	832.7	875.2	58,706	100.0	291,963	5.6	1.1	10.2	21.5	166.8
2019	22,352.5	896.9	152.6	9,820	-80.1	297,949	25.7	0.8	8.5	3.2	177.2
2020E	24,586.6	1,377.4	813.3	53,713	435.2	348,314	7.1	1.1	7.2	15.4	169.6
2021E	25,095.7	1,461.6	705.4	46,542	-19.8	387,944	8.2	1.0	6.6	11.7	150.7
2022E	26,409.2	1,499.5	724.1	47,783	3.6	428,715	7.9	0.9	6.2	10.8	135.9

CJ제일제당(097950) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(대한통운 포함, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,961.3	22,352.5	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,492.3	24,586.5	25,095.6	26,409.2
가공식품	1,024.2	928.9	1,092.4	1,001.6	4,047.1	1,094.8	1,040.1	1,253.6	1,081.7	4,470.2	4,764.2	5,145.4
- 쉬완스	245.9	608.0	659.9	690.3	2,204.1	742.6	722.8	664.6	724.8	2,314.3	2,383.7	2,455.2
소재식품	450.4	418.0	472.3	418.6	1,759.3	423.2	428.1	470.9	422.8	1,745.0	1,794.7	1,812.6
해외 바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	2,763.1	677.7	742.9	771.3	751.3	2,943.2	2,799.2	2,820.1
사료	500.8	489.3	502.4	500.7	1,993.2	543.4	526.9	588.0	525.7	2,184.0	2,197.5	2,307.4
대한통운/기타	2,207.1	2,328.9	2,412.0	2,637.7	9,585.7	2,349.2	2,460.1	2,594.1	2,985.9	10,389.2	11,156.3	11,868.4
(% YoY)	15.4	23.8	18.5	21.1	19.7	16.2	7.4	8.3	8.9	10.0	2.1	5.2
가공식품	20.0	20.7	12.4	18.8	17.7	6.9	12.0	14.8	8.0	10.5	6.6	8.0
- 쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	202.0	18.9	0.7	5.0	5.0	3.0	3.0
소재식품	-2.7	-9.1	-2.5	-2.0	-4.1	-6.0	2.4	-0.3	1.0	-0.8	2.8	1.0
해외 바이오	-0.4	20.9	-2.3	-7.9	1.7	15.0	0.1	7.3	5.5	6.5	-4.9	0.7
사료	2.3	-6.7	-9.2	-17.5	-8.3	8.5	7.7	17.0	5.0	9.6	0.6	5.0
대한통운/기타	20.2	11.6	9.6	16.1	14.2	6.4	5.6	7.5	13.2	8.4	7.4	6.4
영업이익	179.1	175.3	272.7	269.8	896.9	275.9	384.9	402.1	314.5	1,377.3	1,461.6	1,499.5
가공식품	70.0	19.3	82.5	48.6	220.4	72.3	80.3	109.4	68.6	330.6	381.1	411.6
- 쉬완스	13.9	16.7	13.6	-0.9	43.3	28.0	26.1	32.0	60.0	146.1	190.7	196.4
소재식품	17.0	18.0	35.4	8.0	78.4	16.0	20.0	35.4	10.2	81.6	98.7	108.8
해외바이오	52.4	59.4	52.4	68.6	232.8	51.1	110.9	79.4	67.3	308.8	291.3	276.3
사료	-9.7	-7.8	-2.9	47.8	27.4	52.7	64.3	56.4	15.8	189.2	153.8	138.4
대한통운/기타	35.5	69.8	91.7	97.7	294.6	55.8	83.3	89.4	92.6	321.0	345.8	367.9
(% YoY)	-14.8	-5.0	2.8	56.3	7.7	54.1	119.5	47.5	16.6	53.6	6.1	2.6
가공식품	-27.1	-60.3	-12.3	62.5	-17.9	3.3	316.1	32.6	41.2	50.0	15.3	8.0
- 쉬완스	-	-	-	-	-	101.4	56.3	135.3	-6,767.0	237.4	30.5	3.0
소재식품	-18.4	-10.0	-21.7	166.7	-11.9	-5.9	11.1	0.1	27.4	4.1	20.9	10.2
해외 바이오	8.3	32.2	-3.7	47.8	19.9	-2.5	86.8	51.6	-1.8	32.7	-5.6	-5.2
사료	49.2	-144.2	-116.6	92.0	-48.9	-643.3	-921.1	-2,046	-67.0	591.2	-18.7	-10.0
대한통운/기타	-10.4	30.6	69.6	42.7	36.7	57.3	19.4	-2.5	-5.3	9.0	7.7	6.4
영업이익률(%)	3.6	3.2	4.7	4.5	4.0	4.7	6.5	6.3	4.8	5.6	5.8	5.7
가공식품	6.8	2.1	7.6	4.9	5.4	6.6	7.7	8.7	6.3	7.4	8.0	8.0
- 쉬완스	5.7	2.7	2.1	-0.1	2.0	3.8	3.6	4.8	8.3	6.3	8.0	8.0
소재식품	3.8	4.3	7.5	1.9	4.5	3.8	4.7	7.5	2.4	4.7	5.5	6.0
해외 바이오	8.9	8.0	7.3	9.6	8.4	7.5	14.9	10.3	9.0	10.5	10.4	9.8
사료	-1.9	-1.6	-0.6	9.5	1.4	9.7	12.2	9.6	3.0	8.7	7.0	6.0
대한통운/기타	1.6	3.0	3.8	3.7	3.1	3.1	3.1	3.5	3.1	3.1	3.1	3.1
지배순이익	40.9	16.2	1.9	93.5	152.6	443.7	111.4	140.2	117.9	813.3	705.4	724.1
(% YoY)	-34.6	-97.9	-98.2	-273.8	-82.6	984.7	587.8	7,180.7	26.1	433.2	-13.3	2.7
지배순이익률(%)	0.8	0.3	0.0	1.6	0.7	7.6	1.9	2.2	1.8	3.3	2.8	2.7

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	18,670.1	22,352.5	24,586.6	25,095.7	26,409.2
매출액증가율 (%)	13.3	19.7	10.0	2.1	5.2
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,449.2	19,851.9	20,891.0
매출총이익	3,543.6	4,283.2	5,137.4	5,243.7	5,518.2
판매관리비	2,710.9	3,386.3	3,760.0	3,782.2	4,018.7
영업이익	832.7	896.9	1,377.4	1,461.6	1,499.5
영업이익률	4.5	4.0	5.6	5.8	5.7
금융손익	-252.6	-362.5	-305.7	-699.7	-699.7
중속/관계기업손익	-5.5	17.5	12.9	0.0	0.0
기타영업외손익	719.5	-213.1	311.0	299.7	299.7
세전계속사업이익	1,294.2	338.8	1,395.5	1,061.6	1,099.5
법인세비용	368.8	147.8	393.6	256.9	266.1
당기순이익	925.4	191.0	1,002.0	804.7	833.4
지배주주지분 순이익	875.2	152.6	813.3	705.4	724.1
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2020E	2021E	2022E	
유동자산	5,522.4	7,943.0	9,141.6	9,480.8	10,032.2
현금및현금성자산	547.6	691.0	1,243.5	1,419.2	1,548.6
매출채권	2,558.2	2,778.3	3,025.8	3,088.4	3,250.1
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,198.0	2,243.5	2,361.0
비유동자산	13,974.6	18,337.6	19,195.9	18,753.7	18,362.8
유형자산	9,741.7	10,817.9	11,488.8	11,194.2	10,928.0
무형자산	3,069.9	4,810.2	4,862.7	4,703.9	4,550.3
투자자산	550.3	567.5	587.6	598.9	627.8
자산총계	19,497.0	26,280.6	28,337.5	28,234.5	28,395.0
유동부채	6,680.4	8,202.2	8,949.4	8,560.1	8,345.8
매입채무	1,351.5	1,930.0	2,101.9	2,145.4	2,257.7
단기차입금	2,624.8	1,627.4	2,241.9	1,991.9	1,741.9
유동성장기부채	1,118.3	1,664.7	1,360.1	1,110.1	860.1
비유동부채	5,508.4	8,596.9	8,876.3	8,414.1	8,011.6
사채	3,259.2	3,290.2	2,861.8	2,611.8	2,361.8
장기차입금	890.8	2,156.1	2,305.9	2,055.9	1,805.9
부채총계	12,188.8	16,799.2	17,825.7	16,974.2	16,357.4
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,411.6	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
기타포괄이익누계액	-224.1	-124.7	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,487.1	5,136.3	5,804.2
비지배주주지분	2,525.4	4,600.6	4,805.8	4,905.2	5,014.5
자본총계	7,308.2	9,481.5	10,511.8	11,260.3	12,037.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	471.4	2,143.1	2,773.5	2,065.7	2,073.2
당기순이익(손실)	925.4	191.0	1,002.0	804.7	833.4
유형자산상각비	523.2	966.6	1,107.7	1,094.6	1,066.3
무형자산상각비	117.4	143.9	161.3	158.8	153.6
운전자본의 증감	-754.0	607.0	617.9	7.7	19.9
투자활동 현금흐름	-1,034.6	-3,189.9	-1,218.7	-836.9	-895.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,675.4	-1,553.9	-1,603.0	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-120.9	-17.2	-20.1	-11.2	-29.0
재무활동 현금흐름	521.0	1,228.7	-1,022.5	-1,053.2	-1,048.5
차입금의 증감	833.6	2,305.8	451.5	-997.0	-992.4
자본의 증가	588.0	-102.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.3	143.4	552.6	175.7	129.5
기초현금	590.9	547.6	691.0	1,243.5	1,419.2
기말현금	547.6	691.0	1,243.5	1,419.2	1,548.6
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	1,259,169	1,484,801	1,633,206	1,667,021	1,754,273
EPS(지배주주)	58,706	9,820	53,713	46,542	47,783
CFPS	94,964	127,222	158,986	153,773	154,068
EBITDAPS	99,366	133,336	175,792	180,344	180,639
BPS	291,963	297,949	348,314	387,944	428,715
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	1.1	1.4	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	25.7	7.1	8.2	7.9
PCR	3.5	2.0	2.4	2.5	2.5
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.1	0.8	1.1	1.0	0.9
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,646.4	2,714.9	2,719.4
EV/EBITDA	10.2	8.5	7.2	6.6	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	3.2	15.4	11.7	10.8
EBITDA 이익률	7.9	9.0	10.8	10.8	10.3
부채비율	166.8	177.2	169.6	150.7	135.9
금융비용부담률	1.3	1.8	0.6	3.9	3.7
이자보상배율(x)	3.4	2.2	9.4	1.5	1.5
매출채권회전율(x)	7.8	8.4	8.5	8.2	8.3
재고자산회전율(x)	13.3	12.7	11.7	11.3	11.5

오리온(271560) 신제품 성과+구조적인매대 증가 효과로 전진

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	160,000원
현재주가 (11월 10일)	117,000원
상승여력	36.8%

KOSPI	2,452.83pt
시가총액	46,257억원
발행주식수	3,954만주
유통주식비율	56.18%
외국인비중	42.75%
52주 최고/최저가	158,000원/94,100원
평균거래대금	150.5억원

주요주주(%)

오리온홀딩스 외 6 인	43.80
국민연금공단	7.05

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-10.0	-12.2
6개월	-5.6	-25.1
12개월	9.3	-4.7

주가그래프



1H20 Review: 코로나19 이슈가 우려와 달리 기회요인으로 작용. 중국 실적 서프라이즈 건인

- 중국 코로나19 이슈로 제과 제품의 식품 대체 성격 부각. 경쟁사 유통/생산 차질 반사이익 효과 발생
- 베트남은 전년 초코파이 과다 재고 기저효과, 한국과 러시아는 신제품 시장 주도하며 고성장

2H20 Preview: 3Q20 중국 제과시장 매대 확대 효과 지속, 춘절 제거 효과를 신제품 성장으로 상쇄 예상

- 중국은 사드 사태와 반대로 확보한 매대 점유율이 안정적으로 유지되는 가운데 스낵/파이 신제품 호조
- 베트남 신규 카테고리 고성장 및 지역 확대, 러시아 파이 익스텐션이 파이류 전체 매출 성장으로 이어짐

투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

- 코로나19 이슈 및 경쟁사 부진으로, 매대 점유율 상승 장기화, 21년 상하반기 춘절 매출 인식은 긍정적
- 투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지, 12M Fwd EPS 7,483원, Target PER 21.5배 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,927.0	282.2	139.9	3,538	9.4	35,553	33.9	3.4	12.5	10.3	62.8
2019	2,023.3	327.6	215.6	5,453	54.1	41,042	19.3	2.6	9.3	14.2	47.1
2020E	2,233.2	401.1	297.6	7,527	38.9	47,895	15.5	2.4	8.6	16.9	37.9
2021E	2,403.1	424.8	315.8	7,987	6.0	55,240	14.6	2.1	7.7	15.5	31.1
2022E	2,594.0	463.2	344.9	8,724	9.0	63,298	13.4	1.8	6.7	14.7	25.8

오리온(271560) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5
음식료

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	497.6	439.3	530.0	556.4	2,023.3	539.8	515.1	576.8	601.6	2,233.2	2,403.1	2,594.0
1.제과 사업	494.6	437.6	530.0	552.8	2,015.0	538.6	512.6	576.8	601.6	2,229.5	2,403.1	2,593.9
a.국내	164.0	165.0	182.7	176.4	688.1	176.9	168.3	191.8	185.2	722.3	758.4	796.3
b.중국	251.2	200.6	267.7	254.8	974.3	262.9	257.0	291.8	277.7	1,089.4	1,165.7	1,247.3
c.베트남	52.1	42.8	63.2	78.6	236.7	65.7	53.1	72.7	90.4	281.9	324.2	372.8
d.러시아	14.9	15.9	20.5	26.1	77.4	19.8	19.1	24.6	31.3	94.8	113.8	136.5
(% YoY)	-3.6	3.7	7.3	12.8	5.0	8.5	17.3	8.8	8.1	10.4	7.6	7.9
1.제과 사업	-4.3	3.4	3.8	13.0	3.0	8.9	17.1	8.8	8.8	10.6	7.8	7.9
a.국내	0.0	-6.0	4.4	5.4	0.9	7.9	2.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
b.중국	-5.7	4.8	4.9	15.8	4.4	4.7	28.1	9.0	9.0	11.8	7.0	7.0
c.베트남	-16.9	-7.6	25.6	16.1	4.3	26.1	24.1	15.0	15.0	19.1	15.0	15.0
d.러시아	38.0	6.7	20.6	18.1	19.4	32.9	20.1	20.0	20.0	22.5	20.0	20.0
영업이익	77.3	50.4	101.8	98.1	327.6	97.0	86.2	115.8	102.1	401.1	424.8	463.2
1.제과 사업	73.6	50.2	102.3	100.4	326.6	96.8	85.3	115.8	102.1	400.0	424.8	463.2
a.국내	23.2	26.2	27.9	30.5	107.8	30.0	29.1	30.7	31.5	121.3	119.7	125.7
b.중국	40.7	17.9	57.6	42.4	158.6	47.3	42.9	64.2	44.4	198.8	211.7	229.0
c.베트남	8.0	4.3	13.5	21.9	47.7	15.9	9.6	16.0	19.9	61.4	70.8	81.4
d.러시아	1.7	1.9	3.3	5.6	12.5	3.6	3.7	4.9	6.3	18.5	22.5	27.0
(% YoY)	-17.4	27.3	29.4	39.6	16.1	25.5	71.1	13.8	4.0	22.4	5.9	9.0
1.제과 사업	-18.6	25.2	30.3	35.7	15.4	31.5	69.9	13.2	1.7	22.5	6.2	9.0
a.국내	-3.3	12.9	34.8	25.5	16.9	29.3	11.1	10.0	3.2	12.5	-1.3	5.0
b.중국	흑전	65.7	17.3	28.9	11.9	16.2	139.7	11.4	4.8	25.4	6.5	8.2
c.베트남	-53.2	10.3	107.7	61.0	16.1	98.8	123.3	18.4	-9.2	28.7	15.3	15.0
d.러시아	325.0	-13.6	50.0	69.7	54.3	111.8	94.7	49.1	11.9	47.9	21.9	20.0
지배순이익	51.3	36.2	67.7	60.4	215.6	73.1	63.8	85.6	75.1	297.6	315.8	344.9
(% YoY)	-22.2	32.3	107.4	334.1	54.1	42.6	76.1	26.4	24.4	38.0	6.1	9.2
지배순이익률(%)	10.3	8.2	12.8	10.9	10.7	13.5	12.4	14.8	12.5	13.3	13.1	13.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,927.0	2,023.3	2,233.2	2,403.1	2,594.0
매출액증가율 (%)	79.5	5.0	10.4	7.6	7.9
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,218.0	1,308.3	1,409.6
매출총이익	877.0	913.2	1,015.2	1,094.8	1,184.3
판매관리비	594.8	585.6	614.1	670.0	721.1
영업이익	282.2	327.6	401.1	424.8	463.2
영업이익률	14.6	16.2	18.0	17.7	17.9
금융손익	-12.1	-2.1	0.8	-1.7	-1.7
종속/관계기업손익	-1.1	0.0	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	-17.4	16.5	5.1	5.1
세전계속사업이익	275.2	308.1	418.8	428.2	466.6
법인세비용	132.2	87.6	112.4	103.6	112.9
당기순이익	143.0	220.5	306.3	324.6	353.7
지배주주지분 순이익	139.9	215.6	297.6	315.8	344.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	569.2	596.3	629.7	794.7	1,001.7
현금및현금성자산	184.6	165.0	163.3	290.7	456.1
매출채권	159.7	178.7	193.2	208.8	226.0
재고자산	156.6	147.6	159.6	172.5	186.7
비유동자산	1,782.1	1,856.0	2,057.5	2,154.3	2,242.7
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,857.2	1,953.6	2,041.1
무형자산	51.7	54.7	55.1	52.6	50.4
투자자산	30.4	51.9	54.4	57.3	60.4
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,687.2	2,949.0	3,244.4
유동부채	500.3	464.5	388.6	387.1	388.6
매입채무	82.5	88.5	95.7	103.4	111.9
단기차입금	105.3	7.0	3.8	2.8	1.8
유동성장기부채	50.1	120.0	20.0	-10.0	-40.0
비유동부채	406.5	320.3	350.0	312.5	276.3
사채	279.6	159.8	179.6	129.6	79.6
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	906.8	784.8	738.6	699.5	664.9
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
기타포괄이익누계액	-27.3	2.5	23.8	23.8	23.8
이익잉여금	191.1	378.4	628.0	918.4	1,237.0
비지배주주지분	39.0	44.9	55.1	65.5	76.9
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,948.6	2,249.5	2,579.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	431.6	490.5	529.4
당기순이익(손실)	143.0	220.5	306.3	324.6	353.7
유형자산상각비	115.1	128.8	139.9	153.6	162.5
무형자산상각비	2.7	3.5	3.4	2.4	2.3
운전자본의 증감	42.2	-28.3	-46.5	9.9	10.9
투자활동 현금흐름	-114.9	-187.5	-325.1	-259.0	-260.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-130.8	-125.9	-370.5	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-7.5	-21.5	-2.2	-2.8	-3.1
재무활동 현금흐름	-199.2	-184.4	-109.5	-104.1	-104.0
차입금의 증감	-165.0	-123.8	-84.6	-80.4	-80.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	-19.7	-1.6	127.4	165.4
기초현금	101.6	184.6	165.0	163.3	290.7
기말현금	184.6	165.0	163.3	290.7	456.1
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	48,742	51,176	56,486	60,781	65,610
EPS(지배주주)	3,538	5,453	7,527	7,987	8,724
CFPS	10,572	11,984	14,253	14,554	15,565
EBITDAPS	10,118	11,629	13,769	14,691	15,883
BPS	35,553	41,042	47,895	55,240	63,298
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	33.9	19.3	15.5	14.6	13.4
PCR	11.4	8.8	8.2	8.0	7.5
PSR	2.5	2.1	2.1	1.9	1.8
PBR	3.4	2.6	2.4	2.1	1.8
EBITDA	400.0	459.8	544.4	580.8	628.0
EV/EBITDA	12.5	9.3	8.6	7.7	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	14.2	16.9	15.5	14.7
EBITDA 이익률	20.8	22.7	24.4	24.2	24.2
부채비율	62.8	47.1	37.9	31.1	25.8
금융비용부담률	0.9	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	16.8	30.0	45.6	35.7	38.9
매출채권회전율(x)	13.7	12.0	12.0	12.0	11.9
재고자산회전율(x)	12.5	13.3	14.5	14.5	14.4

농심(004370) 국내 실적과 해외 실적이 밸런스를 맞추는 하반기

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	400,000원
현재주가 (11월 10일)	296,000원
상승여력	35.1%

KOSPI	2,452.83pt
시가총액	18,005억원
발행주식수	608만주
유동주식비율	49.58%
외국인비중	19.06%
52주 최고/최저가	391,500원/223,000원
평균거래대금	96.1억원

주요주주(%)

농심홀딩스 외 4인	45.49
국민연금공단	11.31

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.0	-8.4
6개월	-0.3	-20.9
12개월	21.6	5.9

주가그래프



1H20 Review: 코로나19 이슈에 따른 라면/스낵 매출 고성장으로 실적 서프라이즈

- 월별 라면 매출액 성장 1월 +3%, 2월 +15%, 3월 +10% 증가로 코로나19 이슈 최대 수혜
- 방송 매체 효과가 주력 제품 매출 증가로 이어지며 선순환 구조 형성. 이후 코로나19 가수요가 더해짐

2H20 Preview: 국내는 전기대비 정상화, 해외 비축 수요 본격화로 국내외 밸런스 맞추며 호실적 지속 전망

- 국내 실적은 1분기 대비 정상화 전년비 마케팅비 절감 효과는 이어질 전망. 간헐적 내식 확대는 지속 중
- 해외부문은 2Q20 본격적인 고성장 도래, 해외법인 20~30% 외형 성장 전망

투자의견 Buy, 적정주가 40만원 유지

- 12M Fwd EPS 18,698원, Target PER 21.5배 적용. 적정주가 40만원 유지
- 하반기 국내부문 안정화되는 반면 해외법인 코로나19 구조적인 성장으로 밸런스를 맞추는 실적 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,236.4	88.6	84.3	13,858	-7.0	309,918	18.4	0.8	5.9	4.5	33.4
2019	2,343.9	78.8	71.0	11,672	-15.7	316,955	20.6	0.8	5.7	3.7	36.7
2020E	2,628.5	162.2	136.0	22,362	92.2	334,399	13.2	0.9	5.1	6.9	35.8
2021E	2,675.8	140.5	118.8	19,526	-12.6	350,123	15.2	0.8	5.2	5.7	33.8
2022E	2,792.8	151.0	130.1	21,396	9.6	367,716	13.8	0.8	4.6	6.0	32.4

농심(004370) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(별도기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
총매출액	535.0	521.7	530.2	540.4	2,127.2	610.1	580.6	556.7	553.5	2,301.0	2,269.8	2,329.4
1.라면	341.8	336.4	333.0	357.5	1,368.7	405.2	383.0	349.7	364.7	1,502.5	1,457.4	1,491.0
2.스낵	84.7	82.4	89.7	87.8	344.6	96.7	91.7	94.2	88.7	371.3	363.8	367.5
3.햄살밥	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.네슬레	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5.기타	108.5	102.9	107.5	95.4	414.3	108.2	105.9	112.8	100.2	427.2	448.5	471.0
(% YoY)	3.3	3.9	1.6	1.7	2.6	14.0	11.3	5.0	2.4	8.2	-1.4	2.6
1.라면	2.4	4.2	-0.4	-0.4	1.4	18.6	13.9	5.0	2.0	9.8	-3.0	2.3
2.스낵	-3.2	-4.4	3.3	6.0	0.4	14.2	11.3	5.0	1.0	7.7	-2.0	1.0
3.햄살밥	29.9	33.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.네슬레	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5.기타	12.3	10.5	6.7	6.8	9.1	-0.3	3.0	5.0	5.0	3.1	5.0	5.0
순매출액	481.4	465.0	473.0	486.2	1,905.7	553.9	524.7	500.9	498.1	2,077.5	2,042.2	2,095.9
(% YoY)	2.6	4.7	1.1	2.0	2.6	15.1	12.8	5.9	2.4	9.0	-1.7	2.6
판매장려금	53.6	56.6	57.2	54.2	221.5	56.2	56.0	55.8	55.5	223.4	227.6	233.5
매출비중(%)	10.0	10.9	10.8	10.0	10.4	9.2	9.6	10.0	10.0	9.7	10.0	10.0
영업이익	22.9	3.6	10.8	12.0	49.3	47.2	16.2	16.4	17.3	97.1	77.1	81.3
(% YoY)	-19.1	23.3	-24.1	-44.0	-26.3	105.9	345.8	52.3	43.9	96.7	-20.5	5.3
영업이익률(%)	4.8	0.8	2.3	2.5	2.6	8.5	3.1	3.3	3.5	4.7	3.8	3.9
세전이익	30.9	13.6	17.4	19.8	81.8	51.8	26.3	23.4	25.8	128.4	108.4	112.5
(% YoY)	-15.6	19.1	-21.3	-33.9	-18.4	67.5	93.7	34.2	30.3	57.0	-15.5	3.8
세전이익률(%)	6.4	2.9	3.7	4.1	4.3	9.4	5.0	4.7	5.2	6.2	5.3	5.4
순이익	23.5	3.5	13.1	16.2	56.3	39.1	19.8	17.7	19.6	97.2	82.2	85.3
(% YoY)	-17.0	-58.2	-21.2	-27.7	-25.6	66.4	471.6	35.1	20.9	72.8	-15.5	3.8
순이익률(%)	4.9	0.7	2.8	3.3	3.0	7.1	3.8	3.5	3.9	4.7	4.0	4.1

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	588.6	568.2	589.9	597.3	2,343.9	687.7	668.0	647.0	625.8	2,628.5	2,675.8	2,792.8
(% YoY)	4.5	6.6	4.2	4.0	4.8	16.8	17.6	9.7	4.8	12.1	1.8	4.4
영업이익	31.6	8.2	18.6	20.4	78.8	63.6	41.4	31.0	26.2	162.2	140.5	151.0
(% YoY)	-8.1	26.9	-14.5	-21.3	-11.0	101.1	404.8	67.2	28.3	105.8	-13.4	7.4
영업이익률(%)	5.4	1.4	3.1	3.4	3.4	9.2	6.2	4.8	4.2	6.2	5.3	5.4
지배순이익	29.0	4.7	16.2	21.1	71.0	48.7	36.2	26.4	24.6	136.0	118.8	130.1
(% YoY)	-9.4	-39.4	-17.1	-13.6	-15.2	67.9	678.3	63.6	16.5	91.6	-12.7	9.6
순이익률(%)	4.9	0.8	2.7	3.5	3.0	7.1	5.4	4.1	3.9	5.2	4.4	4.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,236.4	2,343.9	2,628.5	2,675.8	2,792.8
매출액증가율 (%)	1.3	4.8	12.1	1.8	4.4
매출원가	1,564.7	1,626.0	1,787.4	1,841.5	1,922.1
매출중이익	671.7	717.9	841.0	834.3	870.7
판매관리비	583.2	639.1	678.8	693.8	719.8
영업이익	88.6	78.8	162.2	140.5	151.0
영업이익률	4.0	3.4	6.2	5.3	5.4
금융손익	8.3	10.0	3.1	3.1	3.1
중속/관계기업손익	-0.2	-1.3	-1.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.6	16.0	18.6	13.9	18.6
세전계속사업이익	112.3	103.5	182.9	157.5	172.6
법인세비용	28.0	32.4	46.3	38.1	41.8
당기순이익	84.3	71.1	136.6	119.4	130.9
지배주주지분 순이익	84.3	71.0	136.0	118.8	130.1
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,053.8	1,078.6	1,068.4	1,118.3	1,198.4
현금및현금성자산	167.7	317.8	262.8	297.8	344.5
매출채권	196.9	210.6	220.6	225.0	234.7
재고자산	202.4	208.4	218.3	222.6	232.2
비유동자산	1,478.5	1,574.5	1,711.9	1,749.8	1,783.5
유형자산	1,157.8	1,208.3	1,339.6	1,378.5	1,412.8
무형자산	59.6	59.2	59.0	58.0	57.1
투자자산	59.9	76.3	72.2	72.3	72.5
자산총계	2,532.3	2,653.1	2,780.3	2,868.1	2,981.9
유동부채	522.2	585.0	613.8	614.1	627.4
매입채무	234.9	250.2	262.1	267.2	278.8
단기차입금	35.2	81.1	86.0	76.0	66.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	112.3	127.3	118.8	110.0	102.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.1	57.7	47.5	37.5	27.5
부채총계	634.5	712.3	732.6	724.2	730.2
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.8	120.8	120.8
기타포괄이익누계액	-27.7	-20.5	-4.3	-4.3	-4.3
이익잉여금	1,842.5	1,878.0	1,967.9	2,063.5	2,170.5
비지배주주지분	12.6	12.8	13.6	14.3	15.0
자본총계	1,897.8	1,940.7	2,047.7	2,144.0	2,251.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	146.9	162.5	250.0	233.8	252.4
당기순이익(손실)	84.3	71.1	136.6	119.4	130.9
유형자산상각비	83.1	94.7	103.7	111.2	115.6
무형자산상각비	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0
운전자본의 증감	-46.5	-39.3	-31.3	2.2	4.9
투자활동 현금흐름	-128.9	-30.7	-266.0	-155.7	-162.9
유형자산의증가(CAPEX)	-88.2	-153.9	-248.8	-150.0	-150.0
투자자산의감소(증가)	16.7	-17.7	3.1	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	-5.8	17.8	-38.2	-43.0	-42.8
차입금의 증감	20.1	65.7	-6.3	-19.9	-19.7
자본의 증가	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.3	150.1	-55.0	35.0	46.7
기초현금	155.4	167.7	317.8	262.8	297.8
기말현금	167.7	317.8	262.8	297.8	344.5
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	367,675	385,350	432,123	439,908	459,138
EPS(지배주주)	13,858	11,672	22,362	19,526	21,396
CFPS	35,848	37,759	49,545	43,074	46,072
EBITDAPS	28,446	28,740	43,905	41,532	43,981
BPS	309,918	316,955	334,399	350,123	367,716
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.6	1.7	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	18.4	20.6	13.2	15.2	13.8
PCR	7.1	6.4	6.0	6.9	6.4
PSR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EBITDA	173.0	174.8	267.1	252.6	267.5
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.1	5.2	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.5	3.7	6.9	5.7	6.0
EBITDA 이익률	7.7	7.5	10.2	9.4	9.6
부채비율	33.4	36.7	35.8	33.8	32.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	24.3	13.8	36.6	38.4	47.8
매출채권회전율(x)	10.6	11.5	12.2	12.0	12.2
재고자산회전율(x)	11.9	11.4	12.3	12.1	12.3

풀무원(017810) 해외부문 적자 축소 본격화로 기업가치 상승 전환 기대

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가(12개월) 21,000원

현재주가 (11월 10일) 16,200원

상승여력 29.6%

KOSPI 2,452.83pt

시가총액 6,176억원

발행주식수 3,812만주

유동주식비율 37.05%

외국인비중 1.12%

52주 최고/최저가 21,100원/7,300원

평균거래대금 20.7억원

주요주주(%)

남승우 외 7인 60.72

한마음평화연구재단 9.99

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -6.4 -8.7

6개월 31.2 4.1

12개월 76.5 53.8

주가그래프



풀무원의 주요 투자포인트

- 1) 내식 확대에 따른 국내 HMR 구조적 성장 수혜, 2) 코로나19 이슈에 따른 컨세션/휴게소/외식 부분 구조조정 효과 기대, 3) 해외 식품 매출 성장 지속 추가적인 수익성 개선 예상 21년 영업이익은 전년비 43.2% 성장한 776억원이 예상되며 국내부문 +188억원, 해외부문 +45억원 실적증가에 기여할 전망

투자의견 Buy, 적정주가 2.1만원으로 분석 개시

- 적정주가는 2.1만원으로 적정주가 산정을 위해서는 해외부문의 흑자 전환과 국내 HMR의 수익성 개선이 반영된 실적 12M Fwd EPS 1,432원에 Target PER 15배를 적용. 적정주가 산정을 위한 적정배수는 음식료 평균 12.5배를 20% 할증
- 할증 근거로는 풀무원은 섹터내에서도 국내외 성장이 동반된다는 차별점을 감안. 국내 HMR은 침투율 확대로 인해 소비자 접점을 넓혔고 팬데믹 상황에서의 일시적 소비가 아닌 구조적 매출 성장의 구간에 돌입
- 더불어 주력 제품인 신선식품 판매가 동반 성장하고 있다는 점도 긍정적. 미국은 식사 성격의 두부 제품들이 대체 단백질 트렌드와 맞물리며 높은 소비자 호응을 얻고 있으며, 중국에서는 O2O 플랫폼과 결합된 냉동 HMR이 매년 20%의 매출 성장을 달성 중

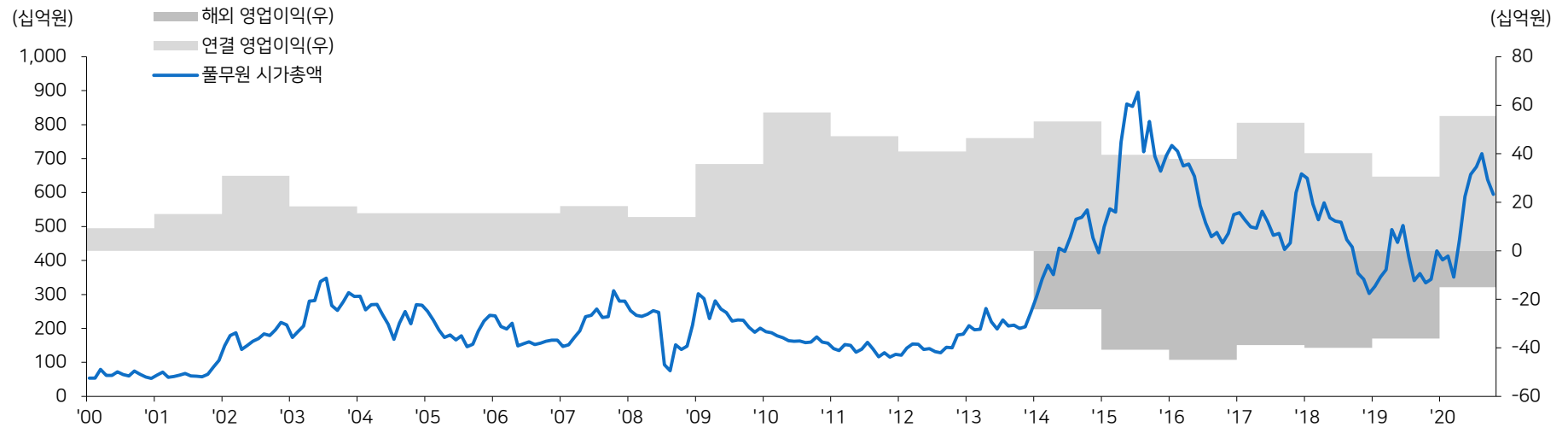
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,272.0	40.3	21.9	537	-68.5	7,992	14.8	1.0	6.1	7.2	173.0
2019	2,381.5	30.6	3.5	55	-193.3	9,425	204.9	1.2	7.3	1.0	220.6
2020E	2,434.1	53.8	36.1	948	-411.3	10,033	17.1	1.6	6.9	8.8	241.5
2021E	2,604.5	78.4	55.2	1,448	68.5	11,251	11.2	1.4	5.8	12.3	227.5
2022E	2,786.8	97.8	74.5	1,953	31.4	12,879	8.3	1.3	4.9	14.6	210.5

풀무원 20년 해외부문 적자 축소 본격화로 기업가치 상승 전환

2021년 전망 시리즈 5
음식료

- 15년 음식료 섹터 Re-rating 기간 동반 기업가치 상승 후 해외사업부 적자 지속 및 연결 영업이익 감소 겪으며 기업가치 하락
- 19년 해외부문 적자 축소 기대감 확대되었으나 미국 적자 지속 및 일본 일회성 비용 발생하며 턴어라운드 지연
- 1Q20 매출 성장에 기반한 미국/중국/일본 수익성 개선. 미국은 HMR 성격의 두부 신제품 호조, 중국은 파스타 HMR 고성장, 일본은 디저트 HMR 중심의 매출 성장

15년 음식료 섹터 Re-rating 구간 동반 기업가치 상승 후 해외사업부 적자 지속으로 기업가치 하락. 1Q20 매출 성장에 기반한 미국/중국/일본 수익성 개선 전망



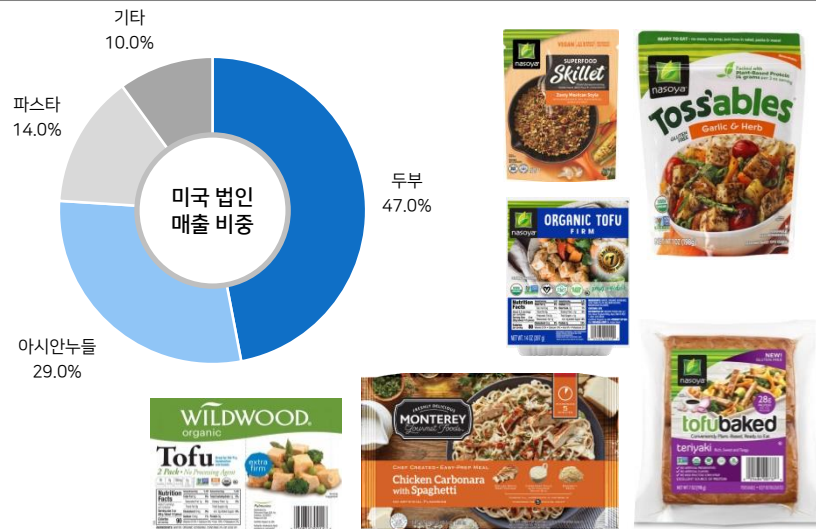
자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

미국 HMR 두부, 중국 HMR 파스타 매출 성장 견인

2021년 전망 시리즈 5
음식료

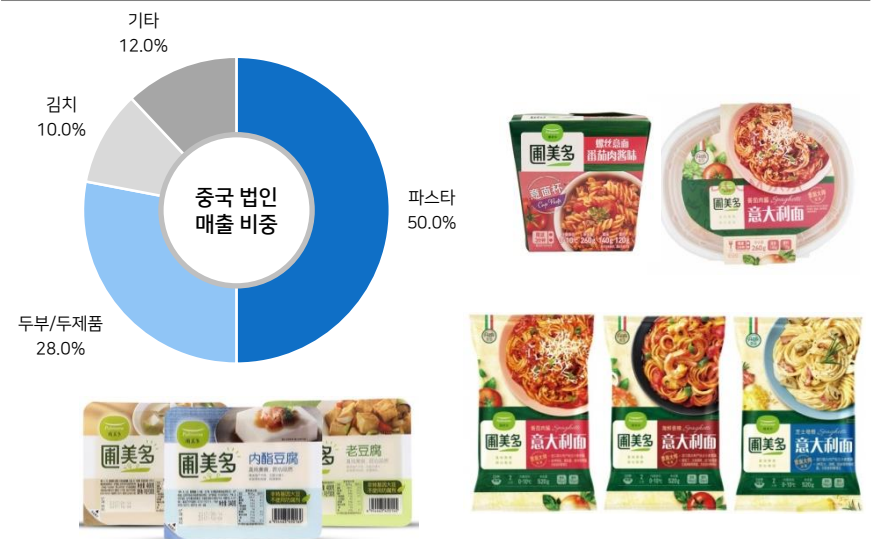
- 미국 법인 매출 비중은 두부 47%, 아시안누들 29%, 파스타 14%, 기타 10%. 미국 법인의 주요 브랜드는 Nasoya/Wildwood, 기존의 팩두부 형태에서 식사 성격이 강화. 대체육 시장 확대와 더불어 식물성 단백질 제품에 대한 소비자 관심 확대
- 중국 법인 매출 비중은 파스타 50%, 두부/두제품 28%, 김치 10%, 기타 12%. 중국은 Tmall(天猫), 허마선생(盒马鲜生) 등 현지채널 적극 활용하며 HMR 제품군 성장세

미국 법인 매출 비중은 두부 47%, 아시안누들 29%, 파스타 14%, 기타 10%



자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

중국 법인 매출 비중은 파스타 50%, 두부/두제품 28%, 김치 10%, 기타 12%



자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

플무원(017810) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	549.3	597.1	626.8	608.2	2,381.5	562.6	565.1	665.8	640.6	2,434.1	2,604.5	2,786.8
지주	22.2	18.0	19.0	19.8	79.0	32.3	23.1	19.0	19.8	94.2	103.7	108.8
식품/식자재	379.3	487.2	468.6	462.6	1,797.7	431.9	441.5	482.6	476.4	1,832.5	1,850.8	1,869.3
급식/외식	154.9	167.5	180.0	160.8	663.3	126.1	115.4	189.0	168.9	599.4	629.4	660.9
물류	27.8	34.8	34.7	33.7	130.9	31.7	31.6	36.5	34.4	134.1	136.8	139.5
건강생활	35.4	-14.7	14.7	14.2	49.5	13.5	12.1	14.7	14.2	54.4	56.0	57.7
해외	89.0	86.4	95.0	98.2	368.5	106.5	118.6	109.3	108.0	442.4	508.7	559.6
기타	1.7	1.9	1.7	1.7	7.1	1.6	1.6	1.6	1.7	6.5	6.1	5.8
내부거래	-160.9	-184.0	-186.9	-182.7	-714.6	-181.0	-178.7	-186.9	-182.7	-729.4	-687.1	-614.9
(% YoY)	0.8	4.3	6.9	7.0	4.8	2.4	-5.3	6.2	5.3	2.2	7.0	7.0
지주	-25.0	14.2	19.9	24.1	2.4	45.5	28.4	0.0	0.0	19.2	10.0	5.0
식품/식자재	0.7	20.1	10.8	15.0	11.8	13.9	-9.4	3.0	3.0	1.9	1.0	1.0
급식/외식	-2.5	3.8	2.8	-2.1	0.6	-18.6	-31.1	5.0	5.0	-9.6	5.0	5.0
물류	1.2	17.8	12.0	19.2	12.6	14.3	-9.2	5.0	2.0	2.4	2.0	2.0
건강생활	0.0	-139.0	-58.6	-58.7	-65.4	-62.0	-181.9	0.0	0.0	9.8	3.0	3.0
해외	13.1	11.3	22.4	18.8	16.4	19.8	37.3	15.0	10.0	20.0	15.0	10.0
기타	-7.7	-9.1	-6.5	-14.4	-9.5	-9.5	-15.6	-5.0	-5.0	-9.0	-5.0	-5.0
내부거래	-1.5	16.7	7.7	13.2	8.9	12.5	-2.9	0.0	0.0	2.1	-5.8	-10.5
영업이익	1.5	10.8	11.2	7.0	30.6	4.5	14.7	15.7	18.8	53.8	78.4	97.8
(% YoY)	213.4	-18.8	-30.0	-32.5	-24.0	202.3	36.5	39.9	166.7	75.9	45.8	24.8
영업이익률(%)	0.3	1.8	1.8	1.2	1.3	0.8	2.6	2.4	2.9	2.2	3.0	3.5
지주	30.7	16.2	9.3	4.1	15.6	28.7	9.3	9.3	4.1	14.9	10.0	10.0
식품/식자재	2.8	2.5	2.7	3.0	2.7	3.7	4.2	3.7	3.0	3.7	3.2	3.7
급식/외식	-2.0	2.3	3.1	0.0	1.0	-8.8	-6.3	-3.0	0.0	-4.0	1.0	1.0
물류	-1.8	7.3	1.3	3.5	2.8	2.9	3.4	1.3	3.5	2.7	2.7	2.7
건강생활	2.3	11.1	-4.0	-1.5	-3.3	-1.2	-7.6	-4.0	-1.5	-3.5	-4.0	-3.0
해외	-7.8	-11.0	-10.0	-10.4	-9.8	-3.2	1.5	1.0	1.0	0.1	1.0	2.0
기타	-7.9	-6.6	-7.1	7.1	-3.7	-9.1	-24.7	-7.1	7.1	-8.3	-8.3	-8.3
내부거래	3.7	-0.4	-0.4	-0.7	0.4	3.7	0.3	-0.4	-0.7	0.7	0.7	0.7
세전이익	-4.1	8.0	9.3	-6.4	6.9	3.0	9.0	10.0	11.2	33.2	61.9	87.3
(% YoY)	적지	-19.0	-37.7	적전	-75.0	흑전	12.1	7.0	흑전	382.3	86.3	41.1
세전이익률(%)	-0.7	1.3	1.5	-1.0	0.3	0.5	1.6	1.5	1.8	1.4	2.4	3.1
지배순이익	-5.9	9.2	8.9	-8.7	3.5	7.2	7.1	11.0	10.9	36.1	55.2	74.5
(% YoY)	적지	-4.8	-24.0	적전	-85.1	흑전	-22.7	22.8	흑전	934.1	52.9	34.9
순이익률(%)	-1.1	1.5	1.4	-1.4	0.1	1.3	1.3	1.6	1.7	1.5	2.1	2.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,272.0	2,381.5	2,434.1	2,604.5	2,786.8
매출액증가율 (%)	3.5	4.8	2.2	7.0	7.0
매출원가	1,712.9	1,791.4	1,809.3	1,925.6	2,060.4
매출총이익	559.0	590.0	624.8	679.0	726.5
판매관리비	518.8	559.5	571.0	600.6	628.7
영업이익	40.3	30.6	53.8	78.4	97.8
영업이익률	1.8	1.3	2.2	3.0	3.5
금융손익	-9.3	-25.8	-25.5	-19.5	-19.5
종속/관계기업손익	1.5	2.6	1.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.0	-0.5	3.1	3.1	3.1
세전계속사업이익	24.5	6.9	33.2	61.9	81.3
법인세비용	13.5	14.4	5.4	15.0	19.7
당기순이익	11.0	-7.5	27.8	46.9	61.6
지배주주지분 순이익	21.9	3.5	36.1	55.2	74.5
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	470.5	467.8	650.1	752.0	866.1
현금및현금성자산	103.6	120.7	270.6	348.1	436.1
매출채권	184.9	205.0	215.9	231.0	247.2
재고자산	105.5	106.0	111.6	119.4	127.8
비유동자산	746.4	1,016.7	1,008.7	979.7	955.3
유형자산	592.9	847.2	849.4	822.0	798.5
무형자산	56.0	54.2	54.1	50.0	46.4
투자자산	38.9	43.6	45.9	48.4	51.1
자산총계	1,216.9	1,484.6	1,658.8	1,731.7	1,821.4
유동부채	525.3	621.2	765.7	792.8	821.9
매입채무	149.2	162.3	170.9	182.8	195.6
단기차입금	139.6	242.4	347.1	347.1	347.1
유동성장기부채	97.7	10.7	30.9	30.9	30.9
비유동부채	246.0	400.3	407.4	410.1	412.9
사채	49.8	109.7	0.0	0.0	0.0
장기차입금	122.3	59.8	176.8	176.8	176.8
부채총계	771.3	1,021.5	1,173.1	1,202.9	1,234.8
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	58.5	78.4	78.4	78.4	78.4
기타포괄이익누계액	0.8	6.3	10.6	10.6	10.6
이익잉여금	259.0	224.7	246.3	297.6	366.2
비지배주주지분	109.0	66.1	62.7	54.5	43.7
자본총계	445.7	463.1	485.7	528.8	586.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	59.3	85.4	153.6	160.0	170.4
당기순이익(손실)	11.0	-7.5	27.8	46.9	61.6
유형자산상각비	67.1	104.4	111.1	107.4	103.5
무형자산상각비	5.6	6.3	5.8	4.1	3.6
운전자본의 증감	-58.7	-47.7	13.9	1.6	1.7
투자활동 현금흐름	-136.5	-67.7	-121.3	-82.6	-82.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-91.4	-124.4	-107.7	-80.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	3.7	-4.8	-2.3	-2.5	-2.6
재무활동 현금흐름	107.1	-0.8	117.1	0.1	0.4
차입금의 증감	46.6	236.8	133.0	3.9	4.2
자본의 증가	73.1	19.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	30.5	17.2	149.9	77.5	88.0
기초현금	73.1	103.6	120.7	270.6	348.1
기말현금	103.6	120.7	270.6	348.1	436.1
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	59,646	62,520	63,880	68,323	73,106
EPS(지배주주)	537	55	948	1,448	1,953
CFPS	3,713	4,468	4,910	5,146	5,516
EBITDAPS	2,965	3,710	4,476	4,980	5,374
BPS	7,992	9,425	10,033	11,251	12,879
DPS	102	102	102	102	102
배당수익률(%)	1.3	0.9	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	14.8	204.9	17.1	11.2	8.3
PCR	2.1	2.5	3.3	3.1	2.9
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
PBR	1.0	1.2	1.6	1.4	1.3
EBITDA	112.9	141.3	170.6	189.9	204.9
EV/EBITDA	6.1	7.3	6.9	5.8	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	1.0	8.8	12.3	14.6
EBITDA 이익률	5.0	5.9	7.0	7.3	7.4
부채비율	173.0	220.6	241.5	227.5	210.5
금융비용부담률	0.6	1.1	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.9	1.2	2.1	3.0	3.7
매출채권회전율(x)	12.0	12.2	11.6	11.7	11.7
재고자산회전율(x)	23.2	22.5	22.4	22.5	22.5

삼양식품(004370) 주력 제품의 수출 성장, 단일 브랜드 리스크보다는 대중화 주목

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가(12개월) 145,000원

현재주가 (11월 10일) 99,900원

상승여력 45.1%

KOSPI 2,452.83pt

시가총액 7,525억원

발행주식수 753만주

유동주식비율 53.88%

외국인비중 7.28%

52주 최고/최저가 137,000원/71,000원

평균거래대금 57.6억원

주요주주(%)

삼양내츄럴스 외 11 인 46.11

엠디유니콘제일차 8.76

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -4.4 -6.8

6개월 -12.4 -30.5

12개월 8.7 -5.3

주가그래프



삼양식품의 주요 투자포인트

- 1) 최근 10년 내 유일한 스테디셀러 신제품 보유, 불닭 브랜드의 익스텐션도 진행 중, 2) 코로나19 이후 해외 소비자들의 라면 접점 확대로 수출처 다변화 전망. 삼양식품의 21년 영업이익 추정치는 1,150억원이며 수출라면은 증익 170억원, 국내라면은 감익 49억원으로 전망

투자의견 Buy, 적정주가 145,000원으로 분석 개시

- 적정주가는 145,000원으로 적정주가 산출을 위해서는 국내 라면 수익성 감소에도 불구하고 수출 라면 고성장이 지속을 감안. 12M Fwd EPS 11,646원에 적정 배수는 음식료 평균인 Target PER 12.5배를 적용
- 수출 성장이 기대되는 기업임에도 불구하고 평균수준의 밸류에이션을 적용한 배경은 국내 비즈니스의 할인요인이 혼재되어 있다고 판단하기 때문. 동사의 주력 제품인 불닭볶음면은 볶음면 시장에서 자리를 굳히며 꾸준한 매출을 유지하는 반면, 유탕면 시장에서의 점유율 하락이 지속중
- 17년~19년 이후 라면수출 모멘텀이 부각될 때 동사의 주가는 큰 변동성을 보이며 주가 상승흐름을 지속. 당시 일시적 데이터 부진에 따른 하락에서도 PER 10배 수준을 하단으로 상승흐름을 지속. 타겟으로 제시한 12.5배 적용이 과도하지 않다고 판단

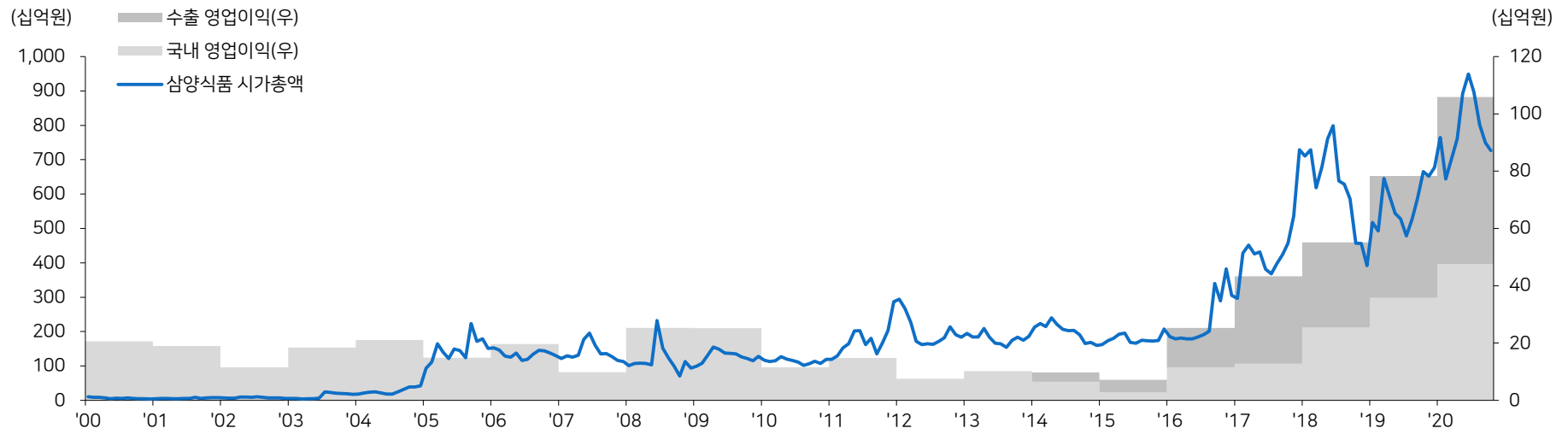
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	469.4	55.2	34.8	4,623	21.3	30,652	11.2	1.7	6.1	16.2	75.8
2019	543.6	78.3	59.6	7,906	70.0	37,661	11.4	2.4	7.2	23.1	63.5
2020E	667.7	102.9	80.2	10,644	34.9	46,495	9.4	2.1	6.5	25.3	54.1
2021E	756.4	115.0	87.7	11,646	9.0	57,207	8.6	1.7	5.2	22.5	47.1
2022E	836.1	129.9	99.0	13,145	12.8	69,390	7.6	1.4	4.0	20.8	41.1

삼양식품 주력 제품의 수출 성장, 단일 브랜드 리스크보다는 대중화 주목

2021년 전망 시리즈 5
음식료

- 삼양식품 기업가치 상승의 키폭터는 불닭볶음면 수출 매출액, 기업가치 상승 기간은 16년 8월 ~ 18년 6월로 약 22개월. 기업가치 상승폭은 297%
- 수출 라면 매출액은 분기 기준 302억원 → 651억원으로 116% 증가. 동기간 영업이익은 253억원 → 552억원으로 118% 증가
- 18년 하반기 중국 대리상 계약 종료에 따른 수출 감소 이슈가 수출 전반에 대한 우려로 확대되며 기업가치 급감 경험. 19년 유베이로 신규 변경 및 재차 수출 증가 구간 돌입하며 회복 및 반등

삼양식품 기업가치는 불닭볶음면 수출이 본격화되며 상승, 18년 대리상 계약 종료 및 변경에 따른 우려 확대로 급락 경험. 이후 신규 계약 및 수출 증가로 반등



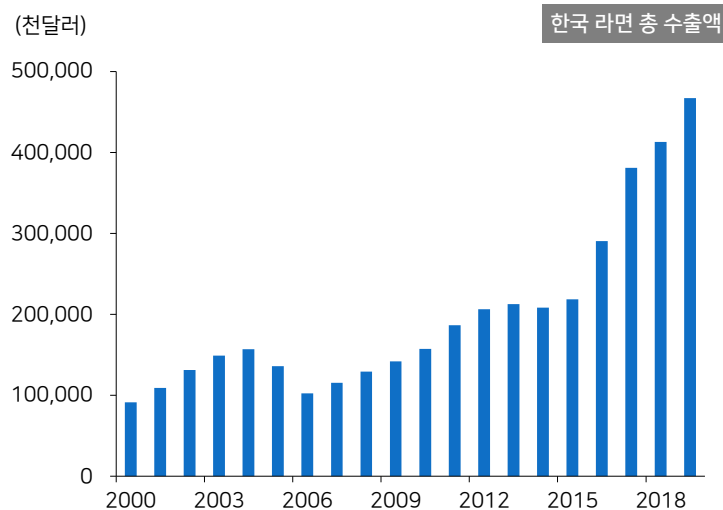
자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

라면 수출 증가세 지속되며 중국, 미국, 동남아, 일본 호조

2021년 전망 시리즈 5
음식료

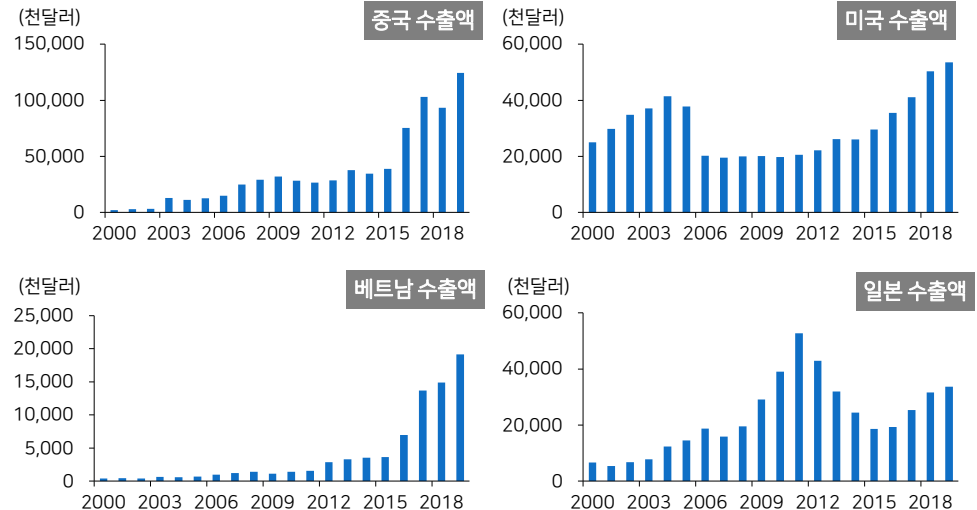
- 라면 수출은 16년 이후 불닭볶음면이 주도하며 고성장 지속, 전체 수출물량의 50% 이상이 삼양식품 수출물량에 포함, 농심은 상대적으로 현지법인 비중이 높은 상황
- 단일 브랜드 수출을 리스크 요인으로 인식하는 시각도 있지만, 불닭볶음면은 12년 출시 이후 국내에서 유일하게 스테디 제품으로 성장한 브랜드. 글로벌 스테디 제품으로의 성장을 기대
- COVID19 이후 해외 소비자들의 라면 접점 확대와, 불닭볶음면의 적극적인 카테고리 확장으로 제품 다변화 예상

한국 라면 총 수출액, 16년 이후 불닭볶음면 성장이 주도



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

라면 수출 국가별로는 중국, 미국, 동남아, 일본 고성장



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

삼양식품(003230) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	120.4	133.7	137.6	151.9	543.6	156.4	174.1	159.9	177.3	667.7	756.4	836.1
면류	108.5	119.0	122.9	138.5	488.9	141.1	158.8	142.7	157.2	599.9	681.5	753.7
수출면류	51.0	67.8	68.2	78.8	265.8	74.6	105.2	85.3	94.5	359.6	431.5	496.2
내수면류	57.4	51.2	54.7	59.7	223.1	66.6	53.6	57.5	62.7	240.4	250.0	257.5
스낵	6.2	6.2	6.0	8.4	26.9	7.2	6.3	6.6	9.3	29.4	32.3	35.6
유제품(제품)	3.1	3.0	3.1	3.5	12.8	3.1	3.2	3.3	3.6	13.1	13.5	13.9
조미소재	2.1	3.0	2.5	11.7	19.3	6.3	6.6	3.8	17.5	34.2	37.3	40.3
기타제품	2.0	1.6	2.6	-1.8	4.3	0.2	0.3	2.8	-2.0	1.4	1.5	1.6
유제품(상품)	1.9	2.3	2.2	2.3	8.8	2.4	2.3	2.3	2.4	9.4	9.9	10.4
기타상품	1.9	4.1	4.0	-3.9	6.1	2.9	2.8	4.1	-3.9	5.8	5.9	6.0
용역	0.2	0.2	0.2	0.1	0.8	0.2	0.2	0.3	0.1	0.8	0.9	0.9
기타	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2	0.6	0.6	0.7
연결조정	-5.6	-6.0	-6.1	-7.1	-24.8	-7.2	-6.6	-6.1	-7.1	-27.0	-27.0	-27.0
(% YoY)	-4.4	8.2	25.0	38.3	15.8	29.9	30.2	16.2	16.7	22.8	13.3	10.5
면류	-9.2	4.0	21.4	38.1	12.3	30.1	33.5	16.1	13.5	22.7	13.6	10.6
수출면류	13.4	14.5	36.4	77.6	33.9	46.1	55.3	25.0	20.0	35.3	20.0	15.0
내수면류	-22.9	-7.3	6.8	6.7	-5.8	15.9	4.6	5.0	5.0	7.7	4.0	3.0
스낵	43.6	32.0	38.5	61.8	44.6	15.6	1.9	10.0	10.0	9.4	10.0	10.0
유제품	35.4	1.5	2.0	8.8	10.3	-0.3	4.4	4.0	4.0	3.1	3.0	3.0
조미소재	22.3	81.1	58.6	467.5	174.8	201.1	121.6	50.0	50.0	77.5	9.0	8.0
기타제품	123.6	58.0	67.9	적전	-18.2	-87.9	-79.2	10.0	10.0	-68.7	10.0	10.0
유제품	-18.0	-8.4	11.9	19.0	-0.5	24.2	-1.0	5.0	5.0	7.6	5.0	5.0
기타상품	234.4	406.1	544.2	적전	95.4	56.1	-33.0	2.0	2.0	-5.2	2.0	2.0
용역	38.7	36.2	-2.0	-40.1	5.9	-7.5	-9.5	5.0	5.0	-2.7	5.0	5.0
기타	-27.0	-32.0	41.3	흑전	29.1	29.0	29.6	5.0	5.0	15.1	5.0	5.0
연결조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	15.3	20.8	21.0	21.2	78.3	26.7	29.5	25.3	21.4	102.9	115.0	129.9
(% YoY)	-15.0	60.1	65.1	85.2	41.9	74.0	41.6	20.9	0.9	31.4	11.8	12.9
영업이익률(%)	12.7	15.6	15.2	13.9	14.4	17.1	16.9	15.9	12.0	15.4	15.2	15.5
세전이익	14.8	21.8	22.6	19.0	78.3	29.1	29.1	27.0	19.2	104.4	116.5	131.4
(% YoY)	-23.5	46.6	77.7	176.2	45.3	96.3	33.5	19.3	1.0	33.4	11.6	12.8
세전이익률(%)	118.7	126.4	137.9	137.0	130.4	127.9	125.2	131.9	131.9	128.9	131.9	131.9
지배순이익	11.4	18.1	16.4	13.6	59.6	22.3	22.8	20.5	14.6	80.2	87.7	99.0
(% YoY)	-20.7	63.0	63.1	흑전	71.0	95.7	26.2	24.7	6.6	34.6	9.4	12.9
순이익률(%)	91.4	104.8	100.0	98.3	99.2	98.2	98.2	12.8	8.2	99.0	99.3	99.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼양식품(003230)

2021년 전망 시리즈 5

음식료

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	469.4	543.6	667.7	756.4	836.1
매출액증가율 (%)	2.4	15.8	22.8	13.3	10.5
매출원가	343.8	386.4	464.2	525.9	581.2
매출중이익	125.6	157.1	203.5	230.5	254.8
판매관리비	70.4	78.9	100.6	115.5	124.9
영업이익	55.2	78.3	102.9	115.0	129.9
영업이익률	11.8	14.4	15.4	15.2	15.5
금융손익	-0.4	0.8	0.3	0.3	0.3
중속/관계기업손익	1.2	0.3	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-2.1	-1.2	1.0	1.0	1.0
세전계속사업이익	53.9	78.3	104.4	116.5	131.4
법인세비용	18.6	18.2	23.4	28.2	31.8
당기순이익	35.3	60.0	81.0	88.3	99.6
지배주주지분 순이익	34.8	59.6	80.2	87.7	99.0
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	129.7	184.6	247.7	326.3	414.6
현금및현금성자산	53.1	87.5	129.8	193.1	267.7
매출채권	39.3	53.6	62.6	71.0	78.6
재고자산	23.5	27.6	32.2	36.5	40.4
비유동자산	282.4	285.8	300.4	317.9	335.2
유형자산	244.6	246.4	250.6	265.6	280.6
무형자산	4.3	4.6	4.6	4.6	4.6
투자자산	22.1	20.2	33.6	36.1	38.4
자산총계	412.1	470.4	548.1	644.2	749.8
유동부채	138.7	149.5	151.4	161.0	169.2
매입채무	41.4	48.3	56.4	64.0	70.9
단기차입금	52.4	54.7	41.8	36.8	31.8
유동성장기부채	0.0	1.9	1.2	1.2	1.2
비유동부채	39.0	33.3	41.0	45.2	49.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.9	5.1	5.3	5.3	5.3
부채총계	177.7	182.7	192.4	206.3	218.2
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
기타포괄이익누계액	3.3	2.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	177.7	231.1	298.6	379.3	471.1
비지배주주지분	3.5	3.9	5.4	7.0	8.8
자본총계	234.4	287.6	355.7	438.0	531.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.0	52.5	91.7	93.4	104.1
당기순이익(손실)	35.3	60.0	81.0	88.3	99.6
유형자산상각비	9.4	11.9	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-32.7	-27.7	-6.1	5.0	4.5
투자활동 현금흐름	-23.0	-12.3	-27.6	-19.4	-18.9
유형자산의증가(CAPEX)	-35.6	-13.4	-10.9	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	10.5	1.9	-13.4	-2.5	-2.3
재무활동 현금흐름	-11.2	-5.6	-21.6	-10.6	-10.6
차입금의 증감	-5.8	2.2	-9.9	-4.6	-4.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.8	34.4	42.3	63.4	74.6
기초현금	49.3	53.1	87.5	129.8	193.1
기말현금	53.1	87.5	129.8	193.1	267.7
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	62,307	72,160	88,631	100,410	110,988
EPS(지배주주)	4,623	7,906	10,644	11,646	13,145
CFPS	7,489	10,547	16,072	15,470	17,446
EBITDAPS	8,604	12,002	13,655	15,266	17,243
BPS	30,652	37,661	46,495	57,207	69,390
DPS	400	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	11.4	9.4	8.6	7.6
PCR	6.9	8.5	6.2	6.5	5.7
PSR	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR	1.7	2.4	2.1	1.7	1.4
EBITDA	64.8	90.4	102.9	115.0	129.9
EV/EBITDA	6.1	7.2	6.5	5.2	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	23.1	25.3	22.5	20.8
EBITDA 이익률	13.8	16.6	15.4	15.2	15.5
부채비율	75.8	63.5	54.1	47.1	41.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	35.2	50.5			
매출채권회전율(x)	12.0	11.7	11.5	11.3	11.2
재고자산회전율(x)	21.2	21.3	22.3	22.0	21.7

매일유업(267980) 21년 주력 신제품 중심의 실적 성장 가시화

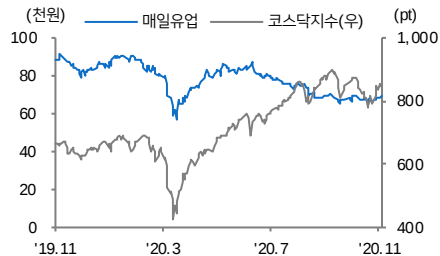
Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	99,000원
현재주가 (11월 10일)	68,900원
상승여력	43.7%
KOSDAQ	840.79pt
시가총액	5,404억원
발행주식수	784만주
유동주식비율	40.83%
외국인비중	16.13%
52주 최고/최저가	91,400원/56,600원
평균거래대금	17.8억원

주요주주(%)		
김정완 외 13 인		56.27
브이아이피자산운용		8.00
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.0	3.7
6개월	-17.2	-32.8
12개월	-21.5	-38.0

주가그래프



1H20 Review: 신제품 중심의 외형 확장 주도하며 경쟁사와 차별화된 실적 시현

- 신제품(상하목장, 아몬드브리즈, 셀렉스 등) 매출 성장으로 조제분유, 급식 등의 부진한 영업 환경을 방어
- 학교 급식향 매출 비중이 높은 경쟁사의 대규모 적자 전환과 차별화되는 실적 시현

2H20 Preview: 주력 제품 중심의 실적 성장 유지, 유제품은 경쟁사 M/S 하락하며 성장 여력 확보

- 고마진 상품 중심의 신제품(상하목장, 셀렉스)에 주력, 온라인 판매 증가 기조는 유지
- 매일/남양 M/S 분유 25.8% vs.26.3%, 우유 12.5% vs.13.2%, 발효유 12.1% vs.18.3%로 성장 여력 확보

투자의견 Buy와 적정주가 9.9만원으로 13.9% 하향

- 20년~21년 고마진 상품의 비중 확대로 밸류에이션 할인의 점진적 해소 전망
- 신제품의 공격적인 출시를 통해 내수 시장에서의 매출 성장을 도모하고 있다는 점을 감안
- 실적추정치 하향을 반영 12M Fwd EPS는 기존 8,788원에서 7,615원으로 변경. 적정주가 산출을 위한 Target PER은 13배를 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,300.6	74.4	58.3	7,530		44,235	10.5	1.8	6.3	16.8	77.5
2019	1,393.3	85.3	64.3	8,202	8.9	51,460	10.5	1.7	5.5	17.1	67.3
2020E	1,447.9	83.9	60.7	7,736	-5.7	56,262	8.9	1.2	4.3	14.4	73.6
2021E	1,505.0	96.9	64.8	8,256	6.7	63,742	8.3	1.1	3.5	13.8	63.5
2022E	1,565.2	102.3	68.9	8,783	6.4	71,748	7.8	1.0	3.1	13.0	55.2

매일유업(267980) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5
음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	337.5	349.7	349.7	356.3	1,393.3	358.2	355.3	364.4	370.0	1,447.9	1,505.0	1,565.2
(% YoY)	5.1	9.4	4.8	9.3	7.1	6.1	1.6	4.2	3.8	3.9	3.9	4.0
영업이익	19.6	27.8	17.7	20.2	85.3	20.4	20.3	21.9	21.3	83.9	96.9	102.3
(% YoY)	19.5	50.9	-13.5	5.8	14.7	3.8	-27.0	23.8	5.6	-1.7	15.5	5.6
영업이익률(%)	5.8	8.0	5.1	5.7	6.1	5.7	5.7	6.0	5.8	5.8	6.4	6.5
세전이익	20.7	28.4	17.9	18.1	85.2	24.7	19.4	18.4	17.8	80.2	85.4	90.9
(% YoY)	31.5	19.8	0.1	-6.6	10.9	19.0	-31.9	2.9	-1.7	-5.8	6.5	6.4
지배순이익	16.1	21.3	14.8	12.2	64.3	19.2	14.1	13.9	13.5	60.7	64.8	68.9
(% YoY)	32.4	19.1	-11.5	4.9	10.3	19.0	-33.8	-5.8	11.1	-5.7	6.7	6.4
지배순이익률(%)	4.8	6.1	4.2	3.4	4.6	5.3	4.0	3.8	3.7	4.2	4.3	4.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

매일유업(267980)

2021년 전망 시리즈 5

음식료

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,300.6	1,393.3	1,447.9	1,505.0	1,565.2
매출액증가율 (%)		7.1	3.9	3.9	4.0
매출원가	933.5	983.8	1,020.6	1,053.7	1,088.0
매출중이익	367.0	409.4	427.4	451.3	477.2
판매관리비	292.7	324.1	343.5	354.5	374.9
영업이익	74.4	85.3	83.9	96.9	102.3
영업이익률	5.7	6.1	5.8	6.4	6.5
금융손익	3.6	1.1	0.8	-3.2	-3.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.2	-1.3	-4.4	-8.3	-8.3
세전계속사업이익	76.8	85.2	80.2	85.4	90.9
법인세비용	18.4	20.8	19.5	20.7	22.0
당기순이익	58.3	64.3	60.7	64.8	68.9
지배주주지분 순이익	58.3	64.3	60.7	64.8	68.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	348.2	391.9	456.8	487.0	524.4
현금및현금성자산	64.1	84.4	117.8	135.7	160.3
매출채권	148.5	153.6	159.5	165.9	172.5
재고자산	111.3	116.3	120.7	125.6	130.6
비유동자산	267.6	283.3	309.2	330.5	349.2
유형자산	226.7	228.8	260.8	283.4	302.9
무형자산	8.2	8.2	6.4	5.0	3.9
투자자산	7.4	4.6	4.8	5.0	5.2
자산총계	615.7	675.2	765.9	817.5	873.5
유동부채	184.1	214.7	233.5	230.8	228.5
매입채무	71.0	73.6	76.4	79.5	82.7
단기차입금	0.0	2.7	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	21.9	35.3	50.0	40.0	30.0
비유동부채	84.7	56.9	91.2	86.7	82.3
사채	59.9	29.9	64.8	59.8	54.8
장기차입금	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	268.8	271.6	324.6	317.5	310.8
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	256.8	256.8	256.8	256.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-4.5	-4.2	-4.2	-4.2
이익잉여금	89.7	148.5	196.8	255.5	318.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	403.6	441.3	500.0	562.8

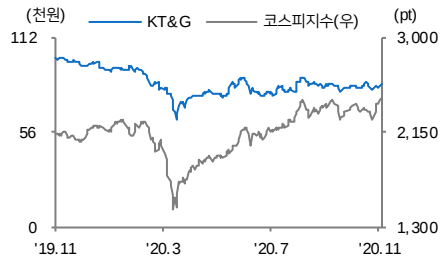
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	61.5	91.4	86.5	98.6	105.2
당기순이익(손실)	58.3	64.3	60.7	64.8	68.9
유형자산상각비	25.3	31.1	34.1	36.5	39.5
무형자산상각비	1.8	1.9	1.8	1.4	1.1
운전자본의 증감	-20.8	-7.8	-10.6	-4.1	-4.2
투자활동 현금흐름	-26.3	-40.4	-81.2	-59.7	-59.7
유형자산의증가(CAPEX)	-27.7	-36.4	-65.6	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	2.8	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-7.7	-30.5	27.6	-20.9	-20.9
차입금의 증감	94.9	-9.9	45.9	-14.9	-14.8
자본의 증가	260.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.3	20.3	33.4	18.0	24.6
기초현금	36.8	64.1	84.4	117.8	135.7
기말현금	64.1	84.4	117.8	135.7	160.3
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	167,883	177,629	184,601	191,875	199,550
EPS(지배주주)	7,530	8,202	7,736	8,256	8,783
CFPS	13,018	15,018	15,301	15,765	16,723
EBITDAPS	13,093	15,083	15,269	17,178	18,213
BPS	44,235	51,460	56,262	63,742	71,748
DPS	700	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	10.5	8.9	8.3	7.8
PCR	6.1	5.7	4.5	4.4	4.1
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR	1.8	1.7	1.2	1.1	1.0
EBITDA	101.4	118.3	119.8	134.7	142.9
EV/EBITDA	6.3	5.5	4.3	3.5	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.8	17.1	14.4	13.8	13.0
EBITDA 이익률	7.8	8.5	8.3	9.0	9.1
부채비율	77.5	67.3	73.6	63.5	55.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	23.2	30.6	16.2	12.4	13.1
매출채권회전율(x)	8.8	9.2	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	11.7	12.2	12.2	12.2	12.2

KT&G(033780) 안정적인 실적 + 지속될 주주환원 정책

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	107,000원
현재주가 (11월 10일)	84,500원
상승여력	26.6%
KOSPI	2,452.83pt
시가총액	116,012억원
발행주식수	13,729만주
유동주식비율	75.81%
외국인비중	41.47%
52주 최고/최저가	100,500원/63,600원
평균거래대금	298.4억원
주요주주(%)	
국민연금공단	12.44
First Eagle Investment Managemen	7.12
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	0.8 -1.7
6개월	7.4 -14.8
12개월	-15.0 -25.9
주가그래프	



1H20 Review: 국내 담배 총수량 성장, M/S 확대로 담배부문은 코로나19 환경에도 안정적인 실적

- 1H20 국내 담배는 코로나 영향에도 불구하고 전체 시장이 1% 증가, 냄새 저감 제품 판매 호조로 M/S 확대
- 알로코자이 신규 계약에 따른 수출 재개 2분기 부터 반영, 상반기 내 전년 수준 중동 수출 정상화 긍정적

2H20 Preview: 담배 부문의 추석 기간 차이 영향과 홍삼 비수기 진입이 실적의 부담요인 예상

- 국내 궐련 이른 추석 시점으로 10월 물량이 9월에 반영된 점은 4분기 실적에 다소 부담이 될 전망
- 중동 수출 정상화, 미국/러시아 현지 법인 판매 호조는 지속 예상. 홍삼 비수기 진입은 부담 요인

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 10.7만원으로 유지

- KT&G에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 107,000원을 유지
- 20년 예상 주당 배당금은 4,600원(+200원 YoY)으로 예상 배당수익률은 5.5% 수준. 음식료 섹터의 평균 배당수익률 1.2%을 감안, 섹터 내 배당주/방어주 성격의 투자 매력은 여전히 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	4,471.5	1,255.1	901.7	6,567	-22.8	58,847	15.5	1.7	8.2	11.4	24.9
2019	4,963.2	1,382.0	1,036.5	7,549	15.6	63,008	12.4	1.5	6.7	12.4	23.0
2020E	5,337.5	1,462.4	1,107.6	8,068	6.6	62,322	10.5	1.4	5.9	12.9	26.1
2021E	5,461.9	1,505.8	1,150.2	8,378	3.7	66,157	10.1	1.3	5.4	13.0	23.9
2022E	5,438.9	1,480.6	1,131.0	8,238	-1.7	69,673	10.3	1.2	5.3	12.1	22.7

KT&G(033780) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	1,185.0	1,257.8	1,322.2	1,198.2	4,963.2	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,376.8	5,337.5	5,461.9	5,438.9
1.KT&G	658.7	812.6	723.4	747.9	2,942.6	661.3	908.1	908.8	911.7	3,389.9	3,477.6	3,410.3
a.국내담배	447.6	488.5	514.1	459.6	1,909.8	435.0	472.0	529.4	464.2	1,900.6	1,882.0	1,880.3
b.해외담배	131.4	189.2	113.1	101.6	535.3	116.9	224.1	234.3	175.3	750.6	866.9	1,001.3
c.부동산 등	79.7	134.9	96.2	186.7	497.4	109.4	211.9	145.2	272.2	738.7	728.7	528.7
2.KGC	398.7	306.3	426.6	272.1	1,403.7	391.1	277.6	422.4	279.2	1,370.2	1,383.1	1,402.5
a.국내홍삼	365.0	276.7	390.6	238.1	1,270.4	355.2	251.9	388.6	241.8	1,237.5	1,237.1	1,242.0
b.해외홍삼	33.7	29.6	36.0	34.0	133.3	35.9	25.6	33.8	37.4	132.7	146.0	160.6
3.기타	127.6	138.9	172.2	178.2	616.9	126.0	133.2	132.3	185.9	577.4	601.2	626.1
(% YoY)	11.0	12.3	11.8	8.8	11.0	-0.6	4.8	10.7	14.9	7.5	2.3	-0.4
1.KT&G	15.1	15.2	9.0	9.5	12.1	0.4	11.7	25.6	21.9	15.2	2.6	-1.9
a.국내담배	10.5	2.5	3.7	-0.2	3.9	-2.8	-3.4	3.0	1.0	-0.5	-1.0	-0.1
b.해외담배	-0.7	2.7	21.1	-19.8	-0.2	-11.0	18.4	107.1	72.5	40.2	15.5	15.5
c.부동산 등	128.2	200.8	28.8	95.0	98.8	37.3	57.1	50.9	45.8	48.5	-1.4	-27.4
2.KGC	1.4	5.0	5.5	14.0	5.7	-1.9	-9.4	-1.0	2.6	-2.4	0.9	1.4
a.국내홍삼	0.9	3.5	4.4	14.0	4.8	-2.7	-9.0	-0.5	1.6	-2.6	0.0	0.4
b.해외홍삼	7.0	21.8	19.2	25.9	18.0	6.5	-13.5	-6.1	10.0	-0.5	10.0	10.0
3.기타	25.2	13.4	50.8	-1.1	18.9	-1.2	-4.2	-23.2	4.3	-6.4	4.1	4.1
영업이익	348.2	399.1	382.5	252.3	1,382.0	315.0	394.7	434.6	318.0	1,462.4	1,505.8	1,480.6
1.KT&G	252.7	339.9	284.9	269.8	1,147.2	249.9	369.9	353.6	320.9	1,294.3	1,306.0	1,274.9
2.KGC	91.2	43.7	80.1	-9.2	205.8	71.1	20.1	81.4	-9.4	163.1	166.7	171.1
3.기타	4.2	15.5	17.5	-8.8	28.4	-5.9	4.8	-0.4	6.6	5.1	33.1	34.6
(% YoY)	11.8	23.6	7.2	-4.4	10.1	-9.5	-1.1	13.6	26.0	5.8	3.0	-1.7
1. KT&G	18.5	23.3	3.5	12.4	14.2	-1.1	8.8	24.1	18.9	12.8	0.9	-2.4
2.KGC	-0.7	7.6	-2.3	적지	-0.8	-22.1	-54.0	1.6	적지	-20.8	2.2	2.6
3.기타	-31.2	131.7	흑전	적전	-34.2	적전	-69.2	적전	흑전	-82.2	554.8	4.4
영업이익률(%)	29.4	31.7	28.9	21.1	27.8	26.7	29.9	29.7	23.1	27.4	27.6	27.2
1. KT&G	38.4	41.8	39.4	36.1	39.0	37.8	40.7	38.9	35.2	38.2	37.6	37.4
2.KGC	22.9	14.3	18.8	-3.4	14.7	18.2	7.2	19.3	-3.4	11.9	12.1	12.2
3.기타	3.3	11.2	10.1	-4.9	4.6	-4.7	3.6	-0.3	3.5	0.9	5.5	5.5
순이익	273.8	324.5	322.1	118.3	1,038.7	293.9	293.5	278.1	240.2	1,105.6	1,148.4	1,129.3
(% YoY)	9.8	22.4	25.1	-6.7	15.6	7.3	-9.6	-13.7	103.0	6.4	3.9	-1.7
순이익률(%)	23.1	25.8	24.4	9.9	20.9	24.9	22.3	19.0	17.4	20.7	21.0	20.8
지배순이익	273.0	322.8	320.8	119.8	1,036.5	293.0	293.1	278.2	243.3	1,107.6	1,150.2	1,131.0
(% YoY)	9.7	21.1	23.9	-11.2	15.0	7.3	-9.2	-13.3	103.0	6.9	3.8	-1.7
지배순이익률(%)	23.0	25.7	24.3	10.0	20.9	24.9	22.2	19.0	17.7	20.8	21.1	20.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,471.5	4,963.2	5,337.5	5,461.9	5,438.9
매출액증가율 (%)	-4.2	11.0	7.5	2.3	-0.4
매출원가	1,836.0	2,088.6	2,300.6	2,370.7	2,369.8
매출총이익	2,635.5	2,874.6	3,036.8	3,091.2	3,069.1
판매관리비	1,380.4	1,492.6	1,574.4	1,585.4	1,588.6
영업이익	1,255.1	1,382.0	1,462.4	1,505.8	1,480.6
영업이익률	28.1	27.8	27.4	27.6	27.2
금융손익	84.6	82.9	125.1	130.8	130.8
중속/관계기업손익	9.3	1.5	4.3	4.3	4.3
기타영업외손익	-30.3	-3.8	-60.1	-125.9	-125.9
세전계속사업이익	1,318.7	1,462.7	1,531.7	1,515.0	1,489.8
법인세비용	420.0	424.0	424.8	366.6	360.5
당기순이익	898.7	1,038.7	1,106.9	1,148.4	1,129.3
지배주주지분 순이익	901.7	1,036.5	1,107.6	1,150.2	1,131.0
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	6,413.4	6,417.2	6,351.2	6,780.0	7,102.4
현금및현금성자산	933.0	891.3	297.6	894.8	1,225.0
매출채권	896.2	941.1	1,081.4	1,044.4	1,042.7
재고자산	2,461.3	2,447.2	2,812.0	2,715.8	2,711.4
비유동자산	3,741.7	4,294.9	4,513.6	4,550.6	4,708.9
유형자산	1,818.8	1,753.4	1,852.0	1,932.1	2,100.7
무형자산	72.0	89.7	82.0	72.0	63.2
투자자산	1,197.4	1,353.0	1,391.5	1,358.3	1,356.8
자산총계	10,155.1	10,712.1	10,864.8	11,330.6	11,811.3
유동부채	1,640.7	1,600.1	1,876.9	1,816.1	1,813.3
매입채무	72.6	62.1	71.4	69.0	68.9
단기차입금	129.9	27.1	26.6	26.6	26.6
유동성장기부채	5.0	24.2	70.7	70.7	70.7
비유동부채	381.3	406.1	374.3	373.0	372.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	93.5	91.0	14.6	24.6	24.6
부채총계	2,022.0	2,006.2	2,251.3	2,189.1	2,185.8
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.1	499.3	499.3	499.3	499.3
기타포괄이익누계액	-140.5	-110.6	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7,108.9	7,625.7	7,420.8	7,947.4	8,430.1
비지배주주지분	53.8	55.4	57.2	58.6	60.0
자본총계	8,133.1	8,705.9	8,613.5	9,141.5	9,625.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	821.7	1,042.5	260.3	1,387.8	1,297.2
당기순이익(손실)	898.7	1,038.7	1,106.9	1,148.4	1,129.3
유형자산상각비	146.4	177.8	199.9	209.8	221.4
무형자산상각비	3.8	5.0	11.1	10.0	8.8
운전자본의 증감	-332.8	-259.8	-982.2	55.3	-21.2
투자활동 현금흐름	-46.3	-459.2	-254.5	-200.4	-342.0
유형자산의증가(CAPEX)	-353.3	-222.3	-290.4	-300.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-121.1	-155.6	-33.9	33.2	1.5
재무활동 현금흐름	-549.4	-632.2	-601.7	-590.1	-625.0
차입금의 증감	-46.7	-62.8	-28.7	10.0	0.0
자본의 증가	0.0	15.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	217.9	-41.7	-593.8	597.3	330.2
기초현금	715.1	933.0	891.3	297.6	894.8
기말현금	933.0	891.3	297.6	894.8	1,225.0
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	32,569	36,151	38,877	39,783	39,616
EPS(지배주주)	6,567	7,549	8,068	8,378	8,238
CFPS	10,887	12,556	12,065	12,376	12,228
EBITDAPS	10,236	11,398	12,189	12,569	12,461
BPS	58,847	63,008	62,322	66,157	69,673
DPS	4,000	4,400	4,800	5,000	5,200
배당수익률(%)	3.9	4.7	5.7	5.9	6.2
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	12.4	10.5	10.1	10.3
PCR	9.3	7.5	7.0	6.8	6.9
PSR	3.1	2.6	2.2	2.1	2.1
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,405.3	1,564.8	1,673.4	1,725.6	1,710.8
EV/EBITDA	8.2	6.7	5.9	5.4	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.4	12.4	12.9	13.0	12.1
EBITDA 이익률	31.4	31.5	31.4	31.6	31.5
부채비율	24.9	23.0	26.1	23.9	22.7
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	180.4	201.7	263.3	332.2	324.2
매출채권회전율(x)	4.6	5.4	5.3	5.1	5.2
재고자산회전율(x)	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0

CJ프레시웨이(051500) 코로나19이슈해소시 탄력적인 회복속도 기대

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	21,500원
현재주가 (11월 10일)	17,550원
상승여력	22.5%
KOSDAQ	840.79pt
시가총액	2,083억원
발행주식수	1,187만주
유동주식비율	52.29%
외국인비중	13.95%
52주 최고/최저가	28,650원/11,700원
평균거래대금	13.1억원
주요주주(%)	
CJ 외 2 인	47.71
EFG PRIVATE BANK SA	10.95
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	0.3 4.0
6개월	-17.6 -33.1
12개월	-33.9 -47.8
주가그래프	



1H20 Review: 코로나19 장기화에 따른 외식경기 부진, 급식 식수 감소에 따른 예견된 실적 부진

- 식재유통, 단체급식 부문의 신규수주에도 불구하고 코로나19 이슈에 따른 매출 감소 및 수익성 하락은 불가피
- 다만 2Q20 실적은 저수익 거래처 디마케팅 노력과 비용 효율화로 QoQ 흑자 전환에 성공한 점 긍정적

2H20 Preview: '사회적 거리두기'로 완화됨에 따라 외부 활동 재개, 외식 경기 점진적 회복 예상

- 배달 수요 확대에 따라 1H20 대비 매출 감소폭 완화, 급식 부문의 저가 수주 지양으로 수익성 하락을 방어
- 코로나19 이슈 해소 이후 전방 산업의 영업 환경 개선 시, 회복 속도는 동종 업체 대비 빠를 것으로 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 21,500원으로 14.0% 하향

- 12M Fwd EPS는 1,343원으로 직전 추정치 대비 14.0% 하향, 적정주가 산출을 위한 Target PER 16배 적용
- 미국의 식자재유통 성장 기업 Sysco의 적용 배수를 활용, 상대적으로 낮은 매출 성장률 감안 30% 할인

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,828.1	50.7	13.7	1,154	1,280.3	16,496	23.0	1.6	7.7	7.3	262.8
2019	3,055.1	58.1	5.2	434	-42.6	16,967	66.1	1.7	7.7	2.6	308.7
2020E	2,742.4	11.8	-22.4	-1,883	-308.1	14,543	-9.3	1.2	10.6	-12.0	386.8
2021E	2,948.5	58.8	15.6	1,316	-190.3	15,609	13.3	1.1	6.3	8.7	373.5
2022E	3,171.3	67.8	22.4	1,888	37.7	17,247	9.3	1.0	5.7	11.5	351.8

CJ프레시웨이(051500) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	747.7	756.5	770.0	780.8	3,055.1	602.5	624.5	740.1	775.3	2,742.4	2,948.5	3,171.3
식자재유통	610.0	611.6	619.7	614.6	2,456.2	479.6	496.8	587.0	604.4	2,167.8	2,320.2	2,484.3
- 외식/급식유통	218.5	242.6	244.0	254.9	960.0	202.3	205.4	248.9	265.1	921.7	967.8	1,016.1
- 중소제휴(JV)	175.7	187.4	178.1	154.3	695.5	139.9	153.5	160.3	154.3	608.0	650.5	696.1
- 1차도매 및 원료	215.8	181.7	197.6	205.6	800.7	137.4	137.8	177.8	185.0	638.1	701.9	772.1
푸드서비스	103.0	119.9	124.6	120.3	467.8	101.3	109.0	127.1	123.9	461.3	507.4	558.2
해외 및 기타	28.6	24.0	24.8	44.7	122.1	21.6	18.6	26.0	46.9	113.2	118.8	124.8
영휘마트 향 매출	6.0	1.0	1.0	1.0	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(% YoY)	10.6	3.8	9.3	8.6	8.0	-19.4	-17.5	-3.9	-0.7	-10.2	7.5	7.6
식자재유통	10.0	4.5	12.3	6.1	8.2	-21.4	-18.8	-5.3	2.0	-11.7	7.0	7.1
- 외식/급식유통	4.1	4.5	6.6	8.7	6.0	-7.4	-15.3	2.0	4.0	-4.0	5.0	5.0
- 중소제휴(JV)	9.1	12.4	5.4	-2.8	6.1	-20.4	-18.1	-10.0	0.0	-12.6	7.0	7.0
- 1차도매 및 원료	17.7	-2.5	28.6	10.8	12.9	-36.3	-24.2	-10.0	-10.0	-20.3	10.0	10.0
푸드서비스	21.7	13.5	10.0	11.3	13.7	-1.7	-9.1	2.0	3.0	-1.4	10.0	10.0
해외 및 기타	-9.2	-24.5	-31.7	58.0	-4.5	-24.5	-22.5	5.0	5.0	-7.3	5.0	5.0
중국 JV 연결 매출	9.1	-83.3	-66.7	-75.0	-51.4	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	0.0	0.0
영업이익	6.6	19.4	17.6	14.5	58.1	-12.6	2.7	10.8	10.9	11.8	58.8	67.8
식자재유통	5.7	10.3	8.0	8.2	32.2	-8.3	1.1	5.9	6.0	4.7	32.6	36.7
푸드서비스	0.4	8.1	8.3	5.0	21.8	-4.9	1.0	4.4	4.3	4.9	24.2	29.1
중국 JV 영업이익	0.5	1.0	1.3	1.3	4.0	0.6	0.6	0.5	0.5	2.2	2.0	2.0
(% YoY)	9.3	40.5	32.8	-17.4	14.6	적전	-86.0	-38.5	-25.1	-79.7	398.9	15.2
식자재유통	-5.8	80.6	28.4	-33.4	6.2	적전	-89.3	-26.7	-26.4	-85.3	588.3	12.5
푸드서비스	흑전	6.6	21.8	3.4	15.2	적전	-87.7	-46.6	-13.8	-77.8	398.1	20.2
영업이익률(%)	0.9	2.6	2.3	1.9	1.9	-2.1	0.4	1.5	1.4	0.4	2.0	2.1
식자재유통	0.9	1.7	1.4	1.5	1.3	-1.7	0.2	1.0	1.0	0.2	1.4	1.5
푸드서비스	0.4	6.8	5.8	3.8	4.7	-4.9	0.9	3.5	3.5	1.1	4.8	5.2
순이익	-1.5	7.7	1.3	2.2	9.6	-20.0	-2.7	1.7	1.1	-20.0	18.0	24.8
(% YoY)	적전	134.0	-75.0	-67.7	-42.6	적지	적전	35.5	-50.6	적전	흑전	37.7
순이익률(%)	-0.2	1.0	0.2	0.3	0.3	-3.3	-0.4	0.2	0.1	-0.7	0.6	0.8
지배순이익	-2.0	7.0	1.4	-1.3	5.2	-19.5	-2.4	1.9	-2.4	-22.4	15.6	22.4
(% YoY)	적전	190.7	-65.5	적전	-62.4	적지	적전	31.1	적지	적전	흑전	43.5
지배순이익률(%)	-0.3	0.9	0.2	-0.2	0.2	-3.2	-0.4	0.3	-0.3	-0.8	0.5	0.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,828.1	3,055.1	2,742.4	2,948.5	3,171.3
매출액증가율 (%)	12.9	8.0	-10.2	7.5	7.6
매출원가	2,469.5	2,658.6	2,371.3	2,548.0	2,739.0
매출총이익	358.6	396.5	371.1	400.4	432.3
판매관리비	308.0	338.4	359.3	341.6	364.5
영업이익	50.7	58.1	11.8	58.8	67.8
영업이익률	1.8	1.9	0.4	2.0	2.1
금융손익	-8.4	-18.3	-19.4	-18.2	-18.2
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	-0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.3	-23.5	-16.5	-16.9	-16.9
세전계속사업이익	26.8	16.3	-24.4	23.8	32.7
법인세비용	10.1	6.7	-4.5	5.8	7.9
당기순이익	16.7	9.6	-20.0	18.0	24.8
지배주주지분 순이익	13.7	5.2	-22.4	15.6	22.4
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	467.9	495.8	540.6	602.4	662.5
현금및현금성자산	26.0	21.3	69.4	96.1	118.4
매출채권	203.7	251.4	249.6	268.2	288.3
재고자산	210.4	191.4	190.0	204.2	219.4
비유동자산	449.5	685.8	736.9	711.5	689.7
유형자산	301.1	346.0	390.1	373.9	360.0
무형자산	93.2	108.7	96.8	85.8	76.0
투자자산	40.1	25.8	25.6	27.5	29.6
자산총계	917.3	1,181.7	1,277.4	1,313.8	1,352.3
유동부채	567.3	580.4	644.9	673.1	706.2
매입채무	243.0	260.7	258.9	278.2	299.0
단기차입금	148.2	114.8	233.0	230.5	230.5
유동성장기부채	75.0	51.1	0.4	0.4	0.4
비유동부채	97.2	312.2	370.1	363.3	346.8
사채	49.9	99.8	129.7	119.7	99.7
장기차입금	2.7	4.9	4.9	4.9	4.9
부채총계	664.5	892.5	1,015.0	1,036.4	1,052.9
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	89.4	87.0	87.1	87.1	87.1
기타포괄이익누계액	34.1	43.4	43.7	43.7	43.7
이익잉여금	38.5	37.1	8.0	20.6	40.1
비지배주주지분	57.0	87.7	89.8	92.2	94.6
자본총계	252.9	289.1	262.4	277.5	299.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	57.7	78.7	72.6	80.9	83.9
당기순이익(손실)	16.7	9.6	-20.0	18.0	24.8
유형자산상각비	17.8	42.8	52.9	55.2	53.0
무형자산상각비	11.6	11.5	12.4	11.1	9.8
운전자본의 증감	6.0	-3.9	27.8	-3.4	-3.7
투자활동 현금흐름	-51.9	-51.7	-74.9	-41.5	-41.7
유형자산의증가(CAPEX)	-36.6	-37.3	-84.5	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-13.5	14.3	-0.2	-1.9	-2.0
재무활동 현금흐름	-34.7	-31.8	50.3	-12.6	-19.9
차입금의 증감	-23.1	192.3	125.4	-9.7	-16.9
자본의 증가	-2.5	-2.4	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-28.8	-4.7	48.1	26.7	22.3
기초현금	54.7	26.0	21.3	69.4	96.1
기말현금	26.0	21.3	69.4	96.1	118.4
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	238,222	257,344	231,003	248,363	267,130
EPS(지배주주)	1,154	434	-1,883	1,316	1,888
CFPS	4,544	7,135	4,760	7,586	8,046
EBITDAPS	6,749	9,471	6,495	10,536	10,996
BPS	16,496	16,967	14,543	15,609	17,247
DPS	200	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.8	0.9	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.0	66.1	-9.3	13.3	9.3
PCR	5.8	4.0	3.7	2.3	2.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.7	1.2	1.1	1.0
EBITDA	80.1	112.4	77.1	125.1	130.5
EV/EBITDA	7.7	7.7	10.6	6.3	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	2.6	-12.0	8.7	11.5
EBITDA 이익률	2.8	3.7	2.8	4.2	4.1
부채비율	262.8	308.7	386.8	373.5	351.8
금융비용부담률	0.3	0.6	0.6	1.2	1.1
이자보상배율(x)	5.8	3.3	0.7	1.7	1.9
매출채권회전율(x)	12.0	13.4	10.9	11.4	11.4
재고자산회전율(x)	15.5	15.2	14.4	15.0	15.0

현대그린푸드(005440) 21년 본업에서의 점진적인 실적 개선 기대

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 11,500원

현재주가 (11월 10일) 7,790원

상승여력 47.6%

KOSPI 2,452.83pt

시가총액 7,611억원

발행주식수 9,770만주

유동주식비율 50.91%

외국인비중 12.20%

52주 최고/최저가 12,150원/5,020원

평균거래대금 29.5억원

주요주주(%)

정교선 외 2인 38.44

국민연금공단 10.71

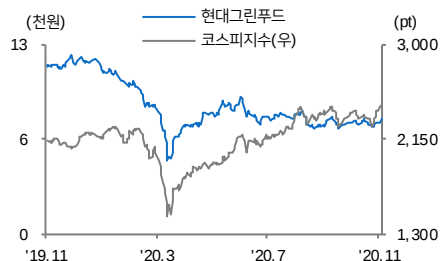
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 3.2 0.6

6개월 -4.5 -24.3

12개월 -31.7 -40.5

주가그래프



1H20 Review: 코로나19로 본업의 업황은 부진하나, 자회사에는 수혜로 작용

- 코로나19 이슈로 급식/식자재/일반유통 부문 매출액과 영업이익 감소 불가피
- 연결 자회사 실적은 코로나19에 따른 수혜로 가구 부문 매출 호조세 기록하며 실적 악화를 일부 방어

2H20 Preview: 관계사의 조업도 증가+자회사 실적 호조 → 점진적인 실적 개선 기대

- 외식 부문의 부진은 코로나19 영향에서 자유롭기는 어려운 상황
- 10월 이후 '사회적 거리두기'로 상향됨에 따라 백화점 및 쇼핑몰 중심으로 매출이 회복세인 점은 4분기 실적 개선 기대 요인

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 11,500원으로 11.5% 하향

- 12M Fwd EPS는 881원으로 직전 추정치 대비 11.5% 하향
- 적정주가 산출을 위한 Target PER은 13배를 적용 본사 실적의 점진적 개선 및 연결자회사 실적 호조를 감안해 음식료 평균 배수 활용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,251.7	137.2	103.1	1,056	4.7	17,483	13.5	0.8	8.3	6.1	34.4
2019	3,124.3	89.9	54.8	561	-49.7	17,576	21.1	0.7	8.5	3.2	40.2
2020E	3,241.2	87.4	75.2	770	44.2	17,184	10.1	0.5	5.9	4.4	45.4
2021E	3,319.1	101.1	84.4	863	11.6	17,823	9.0	0.4	5.2	4.9	44.0
2022E	3,399.4	104.1	86.3	883	2.2	18,481	8.8	0.4	4.9	4.9	39.2

현대그린푸드(005440) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	779.2	760.8	790.6	793.8	3,124.3	834.7	785.8	808.1	812.6	3,241.2	3,319.1	3,399.4
식재사업	91.5	95.2	93.4	96.2	376.2	93.3	90.9	107.2	100.5	391.9	409.5	428.0
푸드서비스사업	151.8	160.4	165.1	172.0	649.2	155.5	152.3	157.0	175.4	640.1	653.0	666.0
유통사업	107.5	85.7	111.5	82.4	387.1	105.0	80.3	109.8	84.8	379.9	391.3	403.0
법인영업	100.3	106.6	96.9	123.6	427.4	138.6	135.1	100.6	126.1	500.4	510.4	520.6
여행사업	4.9	5.3	5.1	5.0	20.4	3.2	0.9	0.9	5.2	10.2	10.5	10.9
LED사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업	51.3	53.4	54.6	54.8	214.1	45.3	46.5	46.5	55.4	193.6	195.6	197.5
에버다임	63.5	61.4	64.4	59.3	248.6	63.6	63.8	63.5	58.7	249.6	247.1	244.7
가구사업	208.4	192.8	199.6	200.5	801.2	230.2	216.1	222.6	206.5	875.4	901.6	928.7
(% YoY)	-6.3	-3.8	-2.3	-3.2	-3.9	7.1	3.3	2.2	2.4	3.7	2.4	2.4
식재사업	9.9	9.2	9.4	4.0	8.0	2.0	-4.5	14.8	4.5	4.2	4.5	4.5
푸드서비스사업	-6.9	9.3	8.2	3.1	3.2	2.5	-5.1	-4.9	2.0	-1.4	2.0	2.0
유통사업	-0.3	-2.4	-5.3	-1.9	-2.6	-2.4	-6.3	-1.5	3.0	-1.9	3.0	3.0
법인영업	-4.2	1.0	-9.7	-2.1	-3.7	38.2	26.7	3.9	2.0	17.1	2.0	2.0
여행사업	15.8	-0.9	11.2	3.8	6.9	-34.5	-83.8	-81.7	3.0	-49.9	3.0	3.0
LED사업	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타사업	-14.3	15.3	11.4	3.9	2.9	-11.7	-13.0	-14.8	1.0	-9.6	1.0	1.0
에버다임	-15.5	-22.0	0.3	-36.2	-20.1	0.1	4.0	-1.4	-1.0	0.4	-1.0	-1.0
가구사업	-10.8	-17.4	-12.7	0.5	-10.5	10.5	12.1	11.5	3.0	9.3	3.0	3.0
영업이익	26.9	28.1	30.0	4.9	89.9	31.1	22.0	23.4	10.9	87.4	101.1	104.1
식재사업	5.9	7.7	7.6	8.3	29.3	6.7	6.8	8.7	8.7	30.9	31.2	32.6
푸드서비스사업	3.8	7.0	3.0	-5.8	8.0	4.3	3.1	-0.7	1.1	7.8	10.0	10.2
유통사업	8.2	4.4	9.4	4.0	26.0	9.1	3.7	8.9	4.2	26.0	27.2	28.0
법인영업	1.3	2.8	0.6	3.7	8.4	3.5	3.7	0.8	3.9	11.9	11.9	12.1
여행사업	1.8	2.2	1.9	0.9	6.8	0.1	-2.0	-1.8	-1.0	-4.8	4.0	4.0
LED사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업	-0.7	0.3	1.1	-2.2	-1.5	-3.8	-0.9	0.9	-6.0	-9.7	-9.8	-9.9
에버다임	-0.4	2.0	1.7	-0.3	3.1	1.1	2.4	-0.2	1.7	5.1	6.1	6.0
가구사업	8.5	3.1	6.1	-2.6	15.1	11.2	6.3	8.1	-0.6	25.1	25.6	26.1
연결조정	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-5.3	-1.3	-1.2	-1.3	-1.3	-5.0	-5.0	-5.0
순이익(지배)	32.4	28.0	26.7	-32.4	54.8	33.1	20.0	20.9	1.2	75.2	84.4	86.3
(% YoY)	2.4	-16.8	4.8	적전	-46.9	2.0	-28.8	-21.6	흑전	37.3	12.1	2.3
지배순이익률(%)	4.2	3.7	3.4	-4.1	1.8	4.0	2.5	2.6	0.2	2.3	2.5	2.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대그린푸드(005440)

2021년 전망 시리즈 5

음식료

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,251.7	3,124.3	3,241.2	3,319.1	3,399.4
매출액증가율 (%)	28.3	-3.9	3.7	2.4	2.4
매출원가	2,682.2	2,586.3	2,689.9	2,754.5	2,821.1
매출총이익	569.6	538.1	551.4	564.6	578.3
판매관리비	432.3	448.2	464.0	463.5	474.1
영업이익	137.2	89.9	87.4	101.1	104.1
영업이익률	4.2	2.9	2.7	3.0	3.1
금융손익	12.8	12.3	10.9	10.9	10.9
중속/관계기업손익	46.8	22.7	40.7	40.7	40.7
기타영업외손익	-14.5	-26.3	-17.1	-17.1	-17.1
세전계속사업이익	182.3	98.6	122.0	135.7	138.7
법인세비용	55.1	34.6	29.8	32.8	33.6
당기순이익	127.2	63.9	92.2	102.9	105.2
지배주주지분 순이익	103.1	54.8	75.2	84.4	86.3
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,132.4	1,119.7	1,231.7	1,268.9	1,233.4
현금및현금성자산	55.4	69.2	171.3	190.2	135.8
매출채권	436.8	423.4	433.4	443.8	454.4
재고자산	315.4	291.0	297.9	305.1	312.4
비유동자산	1,705.0	1,846.9	1,814.8	1,870.8	1,922.5
유형자산	440.2	545.1	600.9	651.7	697.6
무형자산	281.7	249.7	242.7	236.3	230.1
투자자산	932.4	945.0	857.2	868.8	880.8
자산총계	2,837.4	2,966.6	3,046.4	3,139.8	3,156.0
유동부채	455.4	527.2	607.5	609.4	531.7
매입채무	245.8	257.2	263.3	269.6	276.1
단기차입금	32.3	39.4	107.9	97.9	7.9
유동성장기부채	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
비유동부채	270.9	323.0	343.8	350.7	357.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.0	1.4	1.9	1.9	1.9
부채총계	726.3	850.2	951.3	960.1	889.5
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.1	448.8	448.8	448.8	448.8
기타포괄이익누계액	157.1	144.2	69.6	69.6	69.6
이익잉여금	1,130.6	1,151.9	1,188.2	1,250.6	1,314.8
비지배주주지분	402.9	399.1	416.2	438.3	460.8
자본총계	2,111.1	2,116.4	2,095.1	2,179.7	2,266.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	95.4	177.2	175.0	173.5	180.5
당기순이익(손실)	127.2	63.9	92.2	102.9	105.2
유형자산상각비	33.7	54.2	58.4	64.2	69.1
무형자산상각비	7.6	7.4	6.5	6.4	6.2
운전자본의 증감	-95.8	13.5	8.3	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-98.4	-124.2	-110.3	-126.6	-127.0
유형자산의증가(CAPEX)	-71.6	-132.1	-143.0	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-73.5	-12.6	87.8	-11.6	-12.0
재무활동 현금흐름	8.6	-39.4	37.3	-28.0	-108.0
차입금의 증감	-2.6	61.6	83.2	-9.6	-89.6
자본의 증가	3.9	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.7	13.8	102.1	18.9	-54.4
기초현금	49.7	55.4	69.2	171.3	190.2
기말현금	55.4	69.2	171.3	190.2	135.8
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	33,281	31,977	33,174	33,971	34,792
EPS(지배주주)	1,056	561	770	863	883
CFPS	2,180	1,929	1,752	2,060	2,131
EBITDAPS	1,827	1,550	1,559	1,757	1,836
BPS	17,483	17,576	17,184	17,823	18,481
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	1.5	1.8	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	21.1	10.1	9.0	8.8
PCR	6.6	6.1	4.4	3.8	3.7
PSR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
EBITDA	178.5	151.5	152.4	171.7	179.4
EV/EBITDA	8.3	8.5	5.9	5.2	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	3.2	4.4	4.9	4.9
EBITDA 이익률	5.5	4.8	4.7	5.2	5.3
부채비율	34.4	40.2	45.4	44.0	39.2
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	68.2	28.8	16.6	15.2	15.7
매출채권회전율(x)	7.3	7.3	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	10.6	10.3	11.0	11.0	11.0

롯데칠성(005300) 장기화되는 주류 사업부의 부진+음료 부문 성장 정체

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월) 96,000원

현재주가 (11월 10일) 89,000원

상승여력 7.9%

KOSPI 2,452.83pt

시가총액 7,988억원

발행주식수 898만주

유동주식비율 37.19%

외국인비중 13.77%

52주 최고/최저가 144,000원/81,000원

평균거래대금 25.5억원

주요주주(%)

롯데지주 외 17 인 58.12

국민연금공단 6.99

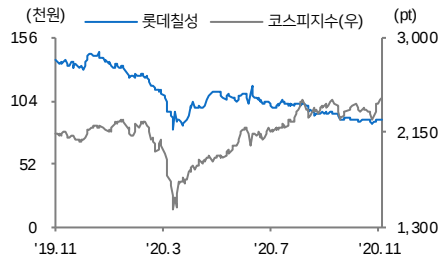
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 0.3 -2.2

6개월 -20.2 -36.7

12개월 -34.8 -43.2

주가그래프



1H20 Review: 수익성 경영 기조에도 불구하고 매출 감소 및 수익성 악화 지속

- 음료는 길어진 장마 기간 영향과 전년 High-base에 기인한 부담 존재하며 실적 성장이 정체
- 주류는 지급수수료, 광고선전비 등의 비용 절감 노력에도 불구하고, 점유율 하락세가 지속되는 점이 우려

2H20 Preview: 장기화되는 주류 사업부의 부진+전년 하이 베이스로 음료 부문 성장 정체

- 음료는 비우호적인 기상 여건과 코로나19에 기인한 부진한 영업 환경이 지속되는 상황
- 주류는 '처음처럼 플렉스'와 '클라우드 생 드래프트' 신제품 효과는 지연

투자의견 Hold로 하향, 적정주가 9.6만원으로 31.2% 하향

- 지난 추정치 대비 음료부분 감익 43억원, 주류부분 적자확대 183억원 반영. 지배순이익 기준 23.8% 하향 조정. 기존 PER 밸류에이션도 글로벌 주류업 평균 23배에서 10% 할인한 20.7배를 적용
- 맥주/소주 신제품 출시 후 6개월이 지난 시점에서 신제품의 점유율 확대 여부는 아직 불투명한 상황. 대규모 투자가 진행된 맥주 공장의 가동률이 낮은 수준을 유지하고 있다는 점에서 낮은 투자 효율도 부담 요인으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,346.3	85.0	-48.1	-6,227	-161.8	139,959	-22.5	1.0	10.5	-3.8	167.6
2019	2,429.5	107.7	-142.4	-18,034	181.7	138,233	-7.8	1.0	9.2	-11.7	165.2
2020E	2,327.8	75.1	23.9	2,711	-115.2	121,134	32.8	0.7	9.7	2.0	171.9
2021E	2,381.0	97.2	37.3	3,967	51.5	122,428	22.4	0.7	8.6	3.1	168.6
2022E	2,436.4	97.3	37.4	3,975	0.3	123,734	22.4	0.7	8.4	3.1	165.5

롯데칠성(005300) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5

음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	574.9	677.5	657.1	520.0	2,429.5	507.4	598.0	679.6	542.8	2,327.8	2,381.0	2,436.4
연결음료	376.3	477.2	493.5	383.3	1,730.2	369.0	450.3	509.6	396.4	1,725.2	1,755.7	1,786.7
음료(별도)	359.8	446.4	469.7	367.6	1,643.5	352.0	424.5	485.0	380.2	1,641.7	1,670.7	1,700.3
탄산(별도)	160.1	176.5	177.9	156.9	671.4	156.5	176.6	186.8	164.7	684.6	698.3	712.3
주스(별도)	54.4	65.3	64.3	50.5	234.5	48.7	54.2	65.0	51.0	218.9	221.1	223.3
커피(별도)	55.4	77.2	87.6	64.5	284.7	54.1	72.4	92.0	67.7	286.2	294.8	303.6
생수 및 기타(별도)	89.8	127.4	139.9	95.7	452.8	92.7	121.3	141.3	96.7	452.0	456.5	461.1
별도 외 음료	16.5	30.8	23.8	15.7	86.7	17.0	25.8	24.5	16.2	83.5	85.0	86.5
연결주류	198.6	200.3	163.7	136.7	699.3	138.4	147.7	170.0	146.4	602.6	625.4	649.6
주류(별도)	198.6	200.3	163.7	137.1	699.7	138.4	147.7	169.6	146.9	602.6	622.6	644.0
소주(별도)	102.3	116.3	69.2	72.3	360.1	76.7	83.8	72.7	79.5	312.6	318.9	325.3
맥주(별도)	34.2	44.4	39.2	21.5	139.2	24.0	31.9	41.1	23.6	120.6	132.7	145.9
기타주류(별도)	62.1	39.6	55.3	43.3	200.4	37.7	32.0	55.8	43.8	169.3	171.0	172.8
별도 외 주류	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.7	0.0	0.1	0.4	-0.4	0.1	2.8	5.6
(% YoY)	10.0	13.0	-1.9	-6.2	3.5	-11.7	-11.7	3.4	4.4	-4.2	2.3	2.3
연결음료	11.2	13.6	5.8	5.1	8.8	-1.9	-5.6	3.3	3.4	-0.3	1.8	1.8
음료(별도)	7.2	7.0	1.2	1.4	4.9	-2.2	-4.9	1.4	1.4	-0.1	1.8	1.8
탄산(별도)	5.8	6.8	2.1	4.0	5.0	-2.3	0.1	5.0	5.0	2.0	2.0	2.0
주스(별도)	4.3	1.3	-6.2	1.0	-0.4	-10.6	-16.9	1.0	1.0	-6.7	1.0	1.0
커피(별도)	14.3	11.0	-0.3	4.0	7.1	-2.4	-6.3	5.0	5.0	0.5	3.0	3.0
생수 및 기타(별도)	7.5	8.1	4.8	8.0	6.3	3.3	-4.8	1.0	1.0	-0.2	5.0	5.0
연결주류	7.8	11.6	-19.5	-27.9	-7.6	-30.3	-26.2	3.9	7.1	-13.8	3.8	3.9
주류(별도)	7.8	11.7	-19.5	-28.0	-7.6	-30.3	-26.3	3.6	7.2	-13.9	3.3	3.4
소주(별도)	3.5	12.5	-27.0	-30.0	-10.0	-25.0	-28.0	5.0	10.0	-13.2	2.0	2.0
맥주(별도)	18.0	16.0	-13.0	-40.0	-6.0	-30.0	-28.0	5.0	10.0	-13.4	10.0	10.0
기타주류(별도)	10.0	5.0	-12.9	-15.5	-4.1	-39.3	-19.2	1.0	1.0	-15.5	1.0	1.0
기타사업	515.9	925.9	870.5	5.0	283.5	3.2	-16.0	5.0	5.0	-2.9	5.0	5.0
영업이익	19.3	46.3	49.0	-6.9	107.7	6.3	29.3	40.3	-0.8	75.1	97.2	97.3
음료부문	25.3	53.0	69.5	18.7	166.6	23.9	40.1	64.1	19.4	147.5	171.8	174.9
주류부문	-6.0	-6.7	-20.5	-25.7	-58.9	-17.6	-10.8	-23.8	-20.2	-72.5	-74.7	-77.6
(% YoY)	123.7	97.5	-4.2	-500.1	26.7	-67.5	-36.8	-17.8	-88.5	-30.3	29.5	0.1
영업이익률(%)	3.3	6.8	7.5	-1.3	4.4	1.2	4.9	5.9	-0.1	3.2	4.1	4.0
음료부문	6.7	11.1	14.1	4.9	9.6	6.5	8.9	12.6	4.9	8.6	9.8	9.8
주류부문	-3.0	-3.3	-12.5	-18.8	-8.4	-12.7	-7.3	-14.0	-13.8	-12.0	-11.9	-11.9
순이익(지배)	2.4	-44.6	29.3	-129.5	-142.4	-3.0	14.7	21.5	-9.3	23.9	37.3	37.4
(% YoY)	흑전	-791.8	13.3	65.1	196.4	-226.0	-133.0	-26.7	-92.8	-116.8	56.1	0.2
지배순이익률(%)	0.4	-6.6	4.5	-24.9	-5.9	-0.6	2.5	3.2	-1.7	1.0	1.6	1.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,346.3	2,429.5	2,327.8	2,381.0	2,436.4
매출액증가율 (%)	2.9	3.5	-4.2	2.3	2.3
매출원가	1,417.4	1,445.9	1,406.5	1,438.7	1,472.1
매출중이익	928.8	983.6	921.3	942.3	964.3
판매관리비	843.9	876.0	846.2	845.2	867.0
영업이익	85.0	107.7	75.1	97.2	97.3
영업이익률	3.6	4.4	3.2	4.1	4.0
금융손익	-38.6	-32.1	-29.6	-32.4	-32.4
중속/관계기업손익	3.2	-9.2	-3.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-118.5	-204.3	-11.0	-12.9	-12.9
세전계속사업이익	-68.9	-137.9	31.3	51.9	52.0
법인세비용	-18.9	6.1	7.0	12.6	12.6
당기순이익	-50.0	-144.0	24.4	39.3	39.4
지배주주지분 순이익	-48.1	-142.4	23.9	37.3	37.4
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	688.7	788.4	802.6	887.3	966.5
현금및현금성자산	98.4	199.4	187.9	259.0	324.1
매출채권	260.6	242.4	253.0	258.6	264.4
재고자산	257.1	273.9	285.9	292.3	298.8
비유동자산	2,622.6	2,468.1	2,452.1	2,367.7	2,289.4
유형자산	2,165.7	2,014.6	1,977.3	1,901.7	1,831.1
무형자산	151.7	118.6	120.2	109.6	99.9
투자자산	150.4	108.7	106.6	108.4	110.4
자산총계	3,311.3	3,256.5	3,254.7	3,255.0	3,255.9
유동부채	689.0	941.6	790.1	783.9	778.0
매입채무	110.0	87.4	91.2	93.3	95.3
단기차입금	27.4	26.5	1.9	-3.1	-8.1
유동성장기부채	173.2	534.4	390.8	380.8	370.8
비유동부채	1,384.8	1,086.9	1,267.5	1,259.5	1,251.6
사채	1,028.7	838.8	-10.0	-20.0	-30.0
장기차입금	181.2	60.0	1,074.3	1,073.3	1,072.3
부채총계	2,073.9	2,028.5	2,057.6	2,043.4	2,029.6
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
기타포괄이익누계액	-13.7	-3.2	-8.7	-8.7	-8.7
이익잉여금	2,083.3	1,908.3	1,882.7	1,895.3	1,908.0
비지배주주지분	10.2	15.9	16.0	17.9	19.8
자본총계	1,237.4	1,228.0	1,197.1	1,211.6	1,226.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	85.9	134.1	156.3	184.1	178.1
당기순이익(손실)	-50.0	-144.0	24.4	39.3	39.4
유형자산상각비	129.9	151.6	139.6	135.6	130.6
무형자산상각비	21.8	12.1	10.6	10.6	9.7
운전자본의 증감	-132.8	-97.5	-34.4	-1.6	-1.6
투자활동 현금흐름	-141.0	-134.2	-127.1	-62.1	-62.2
유형자산의증가(CAPEX)	-138.7	-153.1	-123.3	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	17.1	32.6	-1.0	-1.9	-2.0
재무활동 현금흐름	0.1	101.9	-40.7	-50.8	-50.8
차입금의 증감	28.4	93.8	6.6	-26.0	-26.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.1	101.0	-11.5	71.1	65.1
기초현금	153.4	98.4	199.4	187.9	259.0
기말현금	98.4	199.4	187.9	259.0	324.1
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	293,525	303,939	284,565	265,292	271,456
EPS(지배주주)	-6,227	-18,034	2,711	3,967	3,975
CFPS	33,579	37,792	28,345	25,402	24,509
EBITDAPS	29,610	33,947	27,538	27,123	26,468
BPS	139,959	138,233	121,134	122,428	123,734
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
배당수익률(%)	1.9	1.9	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	-22.5	-7.8	32.8	22.4	22.4
PCR	4.2	3.7	3.1	3.5	3.6
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
EBITDA	236.7	271.4	225.3	243.4	237.6
EV/EBITDA	10.5	9.2	9.7	8.6	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	-11.7	2.0	3.1	3.1
EBITDA 이익률	10.1	11.2	9.7	10.2	9.8
부채비율	167.6	165.2	171.9	168.6	165.5
금융비용부담률	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
이자보상배율(x)	2.2	2.8	2.1	2.5	2.5
매출채권회전율(x)	9.0	9.7	9.4	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	9.5	9.2	8.3	8.2	8.2

롯데푸드(002270) 21년 전 사업부의 기저 효과를 기대

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	331,000원
현재주가 (11월 10일)	312,500원
상승여력	5.9%
KOSPI	2,452.83pt
시가총액	3,537억원
발행주식수	113만주
유동주식비율	32.14%
외국인비중	11.62%
52주 최고/최저가	457,500원/211,500원
평균거래대금	8.3억원

주요주주(%)

롯데지주 외 9인	48.23
국민연금공단	6.40

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.5	-1.1
6개월	-19.4	-36.0
12개월	-31.7	-40.5

주가그래프



1H20 Review: B2B 익스포저가 높은 만큼 코로나19 영향에 의한 수익성 하락 기조 지속

- 외식/급식 등의 B2B 채널향 매출이 부진한 환경으로 유지/식품의 매출 감소와 수익성 하락은 불가피
- 비우호적인 기상 여건으로 빙과 실적도 부진했으나, 저수익 거래처 디마케팅으로 육가공 수익은 방어

2H20 Preview: 2분기를 저점으로 하반기 점진적인 실적 개선을 기대

- '사회적 거리두기'로 완화되는 등 하반기 점진적인 유지/식품의 점진적인 실적 개선은 가능
- 다만 길어진 장마로 인한 3분기 빙과 부문 매출 감소 및 수익성 하락은 불가피

투자의견 Hold로 하향, 적정주가 33.1만원으로 36.3% 하향

- 지난 추정치 대비 유지식품 감익 95억원, 빙과 감익 24억원, 육가공 적자확대 6억원 반영. 지배순이익 기준 19.7% 하향 조정. 유제품 산업은 편의점 객수 감소 영향으로 동반 부진 상황이며, 전방 외식 시장 부진으로 유지식품/식자재유통의 매출과 수익성 악화도 장기적인 실적 전망치 하향 요인으로 판단
- 적정배수도 기존 Target PER 14배(식자재유통업체 평균)에서 11.3배로 19.6% 하향. 변경된 Target PER은 식품제조 업체 기준 12.5배를 10% 할인 적용. 밸류에이션 변경은 직전 고점 실적을 회복하지 못한 13~14년, 18~19년 정체기 평균 PER 11배를 함께 고려

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,810.8	67.6	42.5	37,584	-47.9	602,962	18.9	1.2	8.4	6.3	77.0
2019	1,788.0	49.5	37.5	33,151	-11.8	625,100	12.5	0.7	6.5	5.4	86.7
2020E	1,767.2	44.8	76.7	67,748	104.4	670,396	4.6	0.5	5.1	10.5	90.6
2021E	1,791.6	49.2	33.8	29,864	-55.9	690,614	10.5	0.5	4.7	4.4	87.3
2022E	1,845.3	54.6	37.8	33,424	11.9	714,391	9.3	0.4	4.3	4.8	84.6

롯데푸드(002270) 실적 전망

2021년 전망 시리즈 5
음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	425.2	466.4	477.6	418.8	1,788.0	409.2	440.6	490.6	426.8	1,767.2	1,791.6	1,845.3
유지식품	175.3	181.0	203.9	150.6	710.8	165.6	165.7	205.9	150.6	687.9	694.7	708.6
빙과 등	83.2	116.8	136.7	62.9	399.6	84.0	115.6	140.8	64.8	405.3	409.3	421.6
육가공 등	166.8	168.6	137.0	205.3	677.6	159.5	159.2	143.8	211.4	674.0	687.5	715.0
(% YoY)	-1.3	-0.8	-3.8	1.3	-1.3	-3.8	-5.5	2.7	1.9	-1.2	1.4	3.0
유지식품	-14.5	-13.8	0.5	3.0	-13.2	-5.5	-8.5	1.0	0.0	-3.2	1.0	2.0
빙과 등	-9.1	-9.2	-3.3	-4.0	-10.5	1.0	-1.0	3.0	3.0	1.4	1.0	3.0
육가공 등	24.2	28.0	-10.0	1.5	24.2	-4.3	-5.6	5.0	3.0	-0.5	2.0	4.0
영업이익	8.6	18.6	21.2	1.2	49.5	9.9	14.0	18.1	2.7	44.8	49.2	54.6
유지식품	9.5	12.6	10.4	11.3	43.9	10.4	7.0	8.5	11.6	37.5	38.6	40.1
빙과 등	1.2	9.7	13.0	-5.8	18.0	1.2	9.2	12.0	-5.9	16.4	16.5	17.0
육가공 등	-2.2	-3.7	-2.3	-4.4	-12.5	-1.6	-2.2	-2.4	-3.0	-9.1	-5.9	-2.6
(% YoY)	-46.2	-18.8	-23.0	-10.2	-26.8	15.9	-24.5	-14.6	131.7	-9.5	10.0	10.8
유지식품	-1.1	32.6	33.3	84.5	32.6	9.0	-44.4	-18.7	2.7	-14.6	2.9	3.8
빙과 등	-67.1	-25.6	-5.5	151.2	-35.7	-3.4	-5.3	-7.8	1.9	-9.3	1.0	3.0
육가공 등	-180.7	-1,186.6	-138.1	72.3	-295.6	-25.2	-42.2	5.0	-31.0	-26.9	-35.6	-56.7
영업이익률(%)	2.0	4.0	4.4	0.3	2.8	2.4	3.2	3.7	0.6	2.5	2.7	3.0
유지식품	5.4	7.0	5.1	7.5	6.2	6.3	4.2	4.1	7.7	5.5	5.6	5.7
빙과 등	1.4	8.3	9.5	-9.2	4.5	1.4	7.9	8.5	-9.1	4.0	4.0	4.0
육가공 등	-1.3	-2.2	-1.6	-2.1	-1.8	-1.0	-1.4	-1.6	-1.4	-1.4	-0.9	-0.4
세전이익	10.0	19.1	20.2	0.3	49.6	8.8	74.4	16.5	1.3	101.0	44.6	49.9
(% YoY)	-28.9	-4.2	-14.7	-116.1	-11.4	-11.4	288.6	-18.4	372.9	103.8	-55.9	11.9
순이익	7.2	14.5	15.3	0.5	37.5	6.8	56.3	12.5	1.0	76.7	33.8	37.8
(% YoY)	-32.3	-4.2	-14.5	-146.2	-11.8	-5.3	287.7	-18.3	94.7	104.3	-55.9	11.9
순이익률(%)	1.7	3.1	3.2	0.1	2.1	1.7	12.8	2.5	0.2	4.3	1.9	2.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,810.8	1,788.0	1,767.2	1,791.6	1,845.3
매출액증가율 (%)	-0.4	-1.3	-1.2	1.4	3.0
매출원가	1,503.0	1,487.8	1,471.5	1,491.8	1,536.6
매출중이익	307.8	300.3	295.7	299.8	308.7
판매관리비	240.3	250.8	250.9	250.5	254.2
영업이익	67.6	49.5	44.8	49.2	54.6
영업이익률	3.7	2.8	2.5	2.7	3.0
금융손익	-8.8	-4.5	-5.4	-4.2	-4.2
중속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-2.8	4.7	61.7	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	55.9	49.6	101.0	44.6	49.9
법인세비용	13.4	12.0	24.4	10.8	12.1
당기순이익	42.5	37.5	76.7	33.8	37.8
지배주주지분 순이익	42.5	37.5	76.7	33.8	37.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	450.2	624.5	739.6	752.7	776.8
현금및현금성자산	43.0	28.6	132.4	136.5	141.6
매출채권	189.4	192.4	196.1	199.0	205.3
재고자산	192.3	227.2	231.5	235.0	242.4
비유동자산	758.1	696.6	706.7	711.5	715.9
유형자산	541.0	582.9	574.1	579.1	583.4
무형자산	47.1	46.2	44.5	44.0	43.5
투자자산	40.0	27.2	27.2	27.5	28.1
자산총계	1,208.3	1,321.2	1,446.3	1,464.1	1,492.7
유동부채	181.0	453.8	482.1	481.3	486.5
매입채무	83.5	80.2	81.7	82.9	85.5
단기차입금	3.0	12.0	1.0	0.0	-1.0
유동성장기부채	0.0	100.0	132.7	127.7	122.7
비유동부채	344.8	159.8	205.4	201.1	197.6
사채	149.8	49.9	144.7	139.7	134.7
장기차입금	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	525.8	613.6	687.5	682.4	684.1
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	-11.1	2.8	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	911.7	922.9	977.8	1,000.7	1,027.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	682.5	707.5	758.8	781.7	808.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	96.8	47.7	72.7	90.0	91.0
당기순이익(손실)	42.5	37.5	76.7	33.8	37.8
유형자산상각비	42.0	48.2	51.5	54.0	54.7
무형자산상각비	3.9	3.1	1.8	0.5	0.5
운전자본의 증감	-6.1	-52.4	-23.6	-3.0	-6.5
투자활동 현금흐름	-33.2	-49.3	-16.8	-58.4	-58.7
유형자산의증가(CAPEX)	-59.2	-74.8	-68.5	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	12.6	0.0	-0.3	-0.6
재무활동 현금흐름	-119.1	-12.8	48.0	-27.5	-27.2
차입금의 증감	-90.4	17.4	66.5	-10.9	-10.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.5	-14.4	103.8	4.1	5.0
기초현금	98.4	43.0	28.6	132.4	136.5
기말현금	43.0	28.6	132.4	136.5	141.6
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	1,599,839	1,579,714	1,561,285	1,582,848	1,630,270
EPS(지배주주)	37,584	33,151	67,748	29,864	33,424
CFPS	105,304	99,925	93,452	91,743	96,782
EBITDAPS	100,286	89,073	86,628	91,688	96,934
BPS	602,962	625,100	670,396	690,614	714,391
DPS	15,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	2.1	2.9	3.8	3.8	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	12.5	4.6	10.5	9.3
PCR	6.7	4.1	3.3	3.4	3.2
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4
EBITDA	113.5	100.8	98.1	103.8	109.7
EV/EBITDA	8.4	6.5	5.1	4.7	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	5.4	10.5	4.4	4.8
EBITDA 이익률	6.3	5.6	5.5	5.8	5.9
부채비율	77.0	86.7	90.6	87.3	84.6
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	12.0	9.5	7.4	9.5	10.5
매출채권회전율(x)	9.0	9.4	9.1	9.1	9.1
재고자산회전율(x)	9.8	8.5	7.7	7.7	7.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

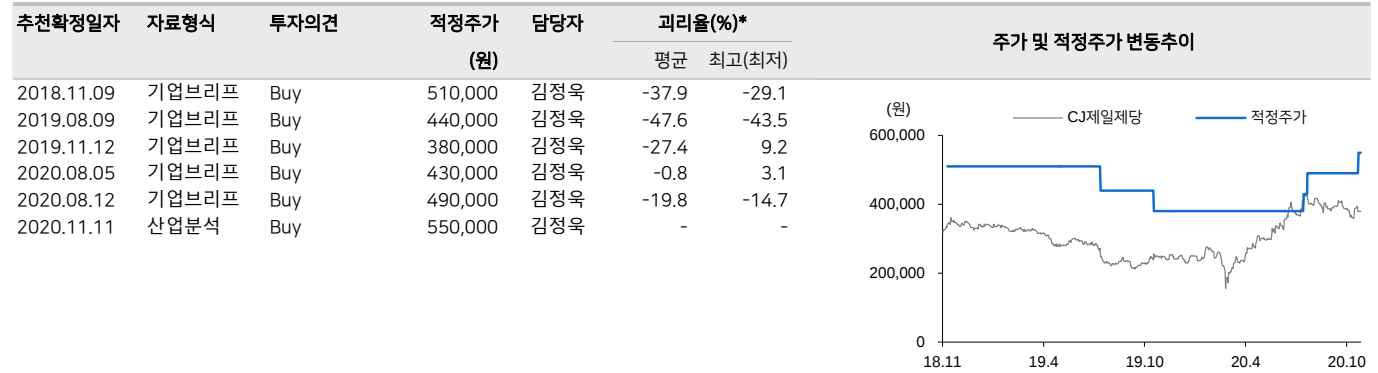
하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.29	산업브리프	Buy	30,000	김정욱	-33.9	-8.0	
2019.10.17	산업분석	Buy	34,000	김정욱	-17.1	-13.1	
2019.11.07	산업분석	Buy	37,000	김정욱	-22.5	-11.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	40,000	김정욱	-13.7	-10.0	
2020.05.18	기업브리프	Buy	45,500	김정욱	-19.1	-14.7	
2020.06.09	산업분석	Buy	50,000	김정욱	-14.0	-7.0	
2020.08.18	기업브리프	Buy	55,000	김정욱	-	-	

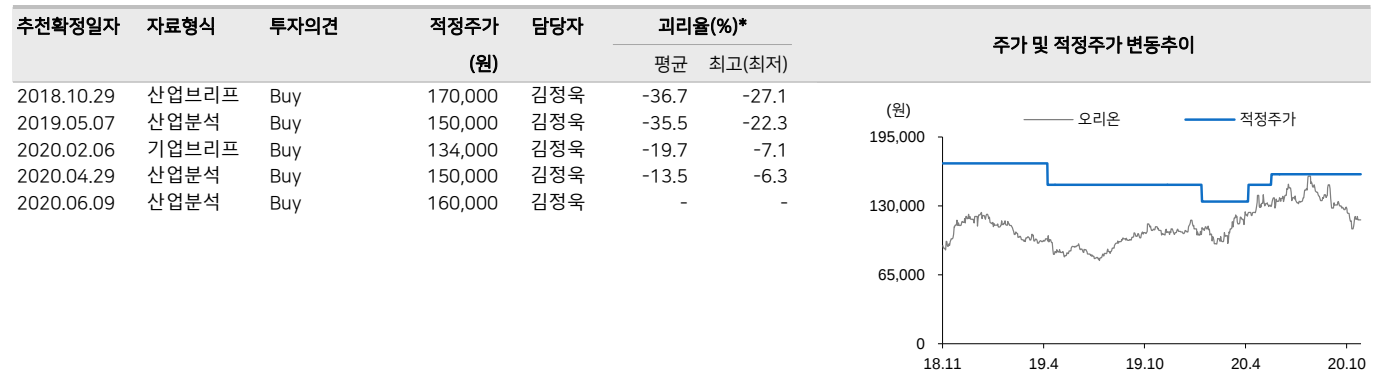
CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



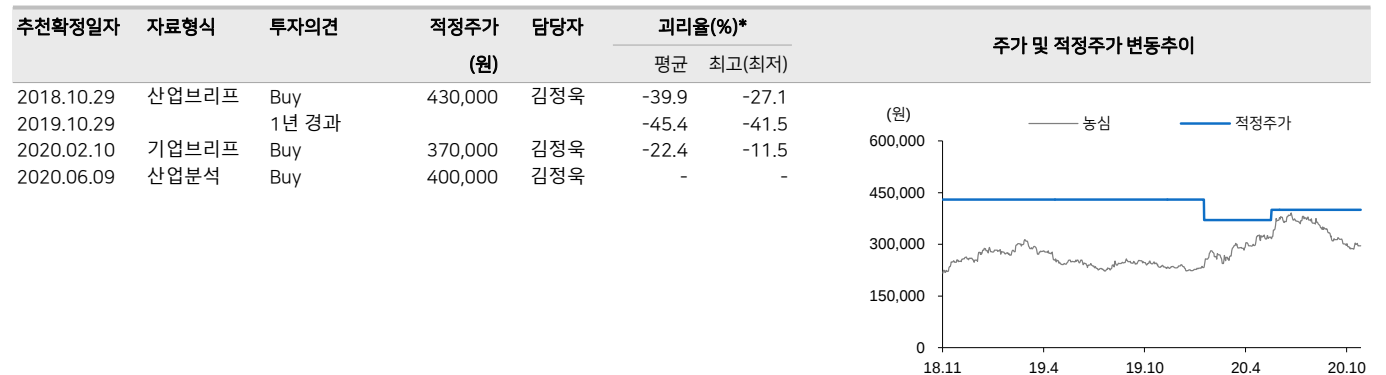
오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



농심 (004370) 투자등급변경 내용

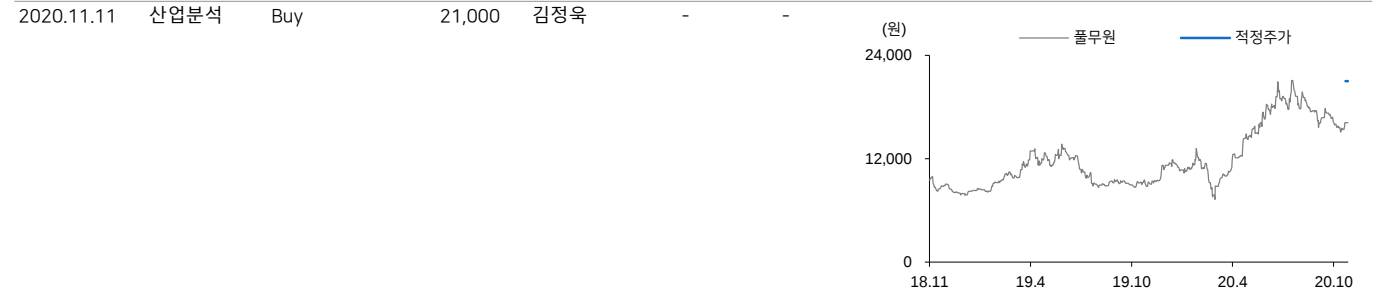
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



플무원 (017810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

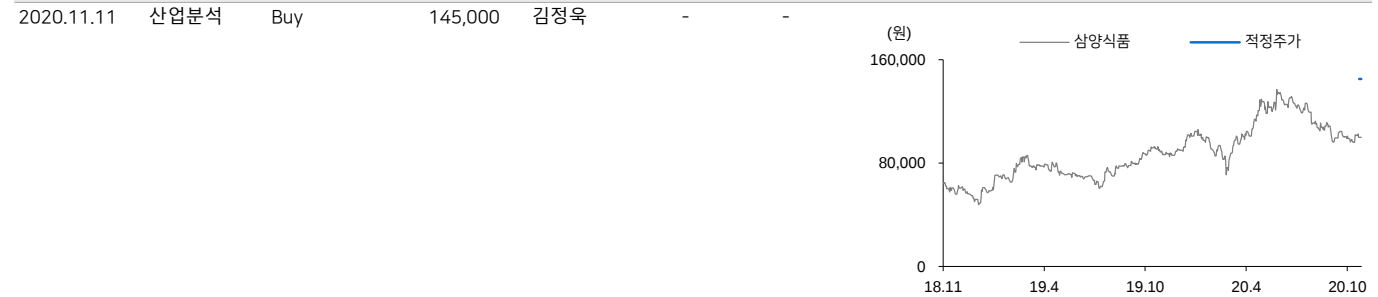
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	



삼양식품 (003230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	



매일유업 (267980) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	



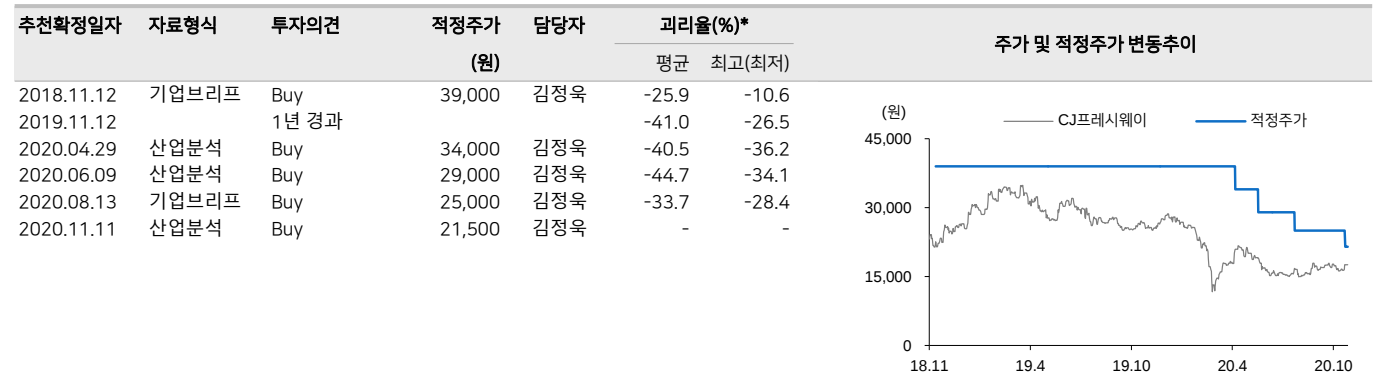
KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



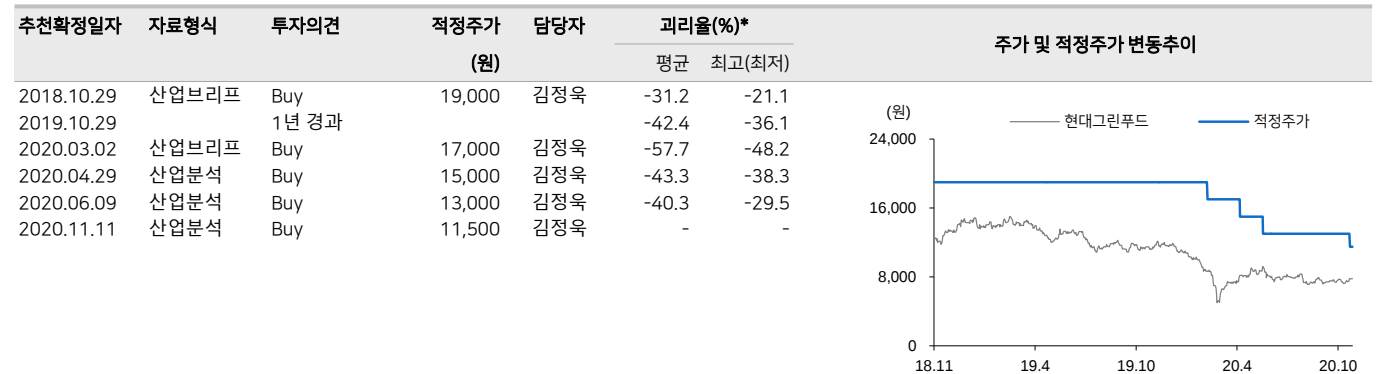
CJ프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



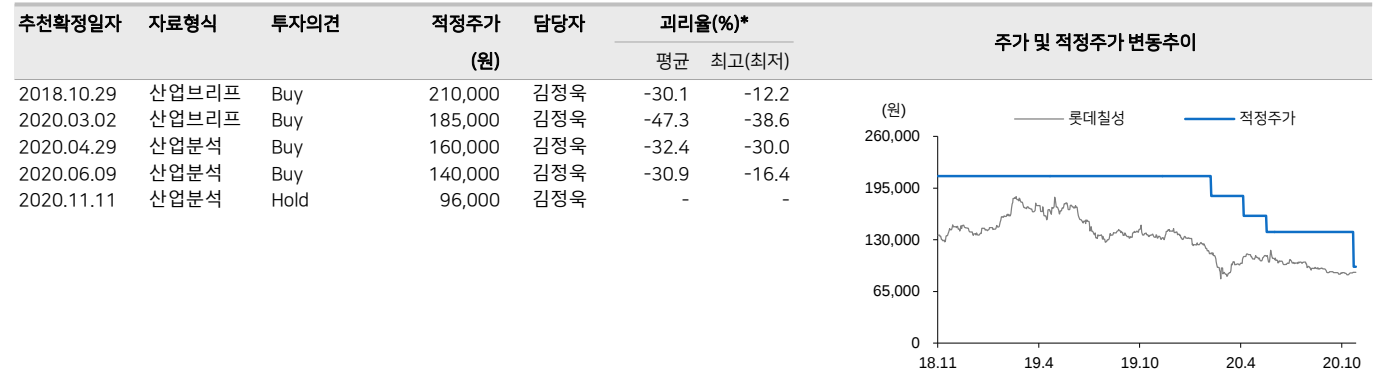
현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데칠성 (005300) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데푸드 (002270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

