

Endemic + F&B

2021년 하반기 전망 시리즈 **13**

음식료

(Overweight)

Endemic + F&B

Top Picks	투자판단	적정주가	관심종목	투자판단	적정주가
CJ제일제당(097950)	Buy	610,000원	풀무원 (017810)	Buy	24,000원
하이트진로(000080)	Buy	48,000원	매일유업 (267980)	Buy	108,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	37,000원	현대그린푸드 (005440)	Buy	12,000원
			오리온 (271560)	Buy	160,000원
			KT&G (033780)	Buy	101,000원
			농심 (004370)	Buy	341,000원
			삼양식품 (003230)	Buy	128,000원
			롯데칠성 (005300)	Hold	155,000원
			롯데푸드 (002270)	Hold	430,000원



음식료

Analyst **김정욱**

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

Contents

산업분석

Part I	Endemic + F&B 내식과 외식의 공존	09
Part II	Endemic + F&B: 종합식품 지속가능한 성장	37
Part III	Endemic + F&B: 식자재유통 Life With Corona	63
Part IV	Endemic + F&B: 주류산업 업황 회복의 마지막 주자	75

기업분석

CJ제일제당(097950)	21년 시장의 우려를 뛰어넘는 실적 순항(順航) 예고	88
하이트진로(000080)	주류 업황은 바닥을 통과하는 중	91
CJ프레시웨이(051500)	식자재+급식 업황 회복에 더해질 수익성 개선 효과	94
풀무원(017810)	국내외 식품이 받쳐주고, 외식/급식이 견인할 실적	97
매일유업(267980)	20년 부진했던 업황의 기저효과는 2Q21 이후 본격 반영	100
현대그린푸드(005440)	회복되는 컨택 사업부, 급식은 점진적 개선	103
오리온(271560)	2Q21 원가 부담과 높은 베이스를 견뎌야할 시기	106
KT&G(033780)	실적 성장 또는 배당의 확대 기대감이 필요한 시기	109
농심(004370)	코로나19 높았던 가수요 효과가 제거되는 하반기 기대	112
삼양식품(003230)	코로나19 가수요 영향 해소 후 국내외 실적 동반 개선 예상	115
롯데칠성(005300)	OEM 생산에 따른 가동률 개선과 주력 브랜드의 성과를 기다릴 시기	118
롯데푸드(002270)	가공유지 가격 인상 효과 지속 및 비용 절감 효과 기대	121

Summary	Endemic + F&B	Overweight
---------	---------------	------------

Endemic + F&B

내식과 외식의 공존

I

- 21년 하반기 음식료 섹터 의견 Overweight 제시
- 21년 Endemic + F&B 시기로 종합식품 → 식자재유통 → 주류업으로 이어지는 업황 회복 전망
- 섹터 내 카테고리별 차별화는 지속되지만 1H20 급성장 부담은 점진적으로 해소
- 배달음식 고성장, 외식업 회복에도 내식과 외식의 공존이 지속되는 21년을 전망하는 이유, 예산과 끼니 수를 고려
- 1인 평균 1달 식사관련 예산은 42만 6천원, 1달 70 끼니의 제약 요건을 충족시키는 식품 소비 포트폴리오 구성
- 배달음식의 평균 단가는 전반적인 외식 물가 상승을 초래, 배달음식비용 = 외식 + 배달비 + 플랫폼 수수료
- 배달/외식 단가 11,308원, HMR/내식 단가 4,116원 가정, 예산 42만원과 70끼니를 충족시키면서 배달/외식 소비를 극대화할 수 있는 식사 비율 도출, 내식/외식 비중은 49:51 전망

Endemic + F&B

종합식품, 식자재유통, 주류업

II~IV

- Endemic + F&B: 종합식품 지속가능한 성장
- Endemic + F&B: 식자재유통 Life With Corona
- Endemic + F&B: 주류산업 업황 회복의 마지막 주자

기업분석

- CJ제일제당(097950) 21년 시장의 우려를 뛰어넘는 실적 순항(順航) 예고
- 하이트진로(000080) 주류 업황은 바닥을 통과하는 중
- CJ프레시웨이(051500) 식자재+급식 업황 회복에 더해질 수익성 개선 효과

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. Endemic + F&B: - 종합식품업	- HMR 매출 성장률 - 종합식품 가격인상 여부 - 오프라인 마케팅 경쟁강도	- 배달음식 고성장, 외식 경기 회복으로 내식 수요 급격한 축소 - 곡물가 급락 이후 가격인상 모멘텀 둔화 - 대형마트 오프라인 판촉/가격 경쟁 심화	- 내식의 구조적인 성장 지속, HMR/온라인 계단식 성장 - 높은 레벨의 곡물가 유지되는 가운데 산발적인 가격 인상 - 대형마트 오프라인 마케팅 경쟁 완화	- 내식의 독보적인 성장 지속, HMR/온라인 계단식 성장 - 산발적인 가격 인상 이후 점진적인 곡물가 하락 - 대형마트 오프라인 마케팅 경쟁 완화
	2. Endemic + F&B - 식자재유통업	- 외식 경기 회복 - 캡티브 급식 수주 시장 확대 - 수익성 개선 노력 지속 여부	- 외식경기 둔화 - 캡티브 급식 수주 시장 축소 - 매출 확대를 위한 저수익 사업 다각화	- 내식과 외식의 동반 회복 - 캡티브 급식 수주 시장 점진적 개방 - 저수익 사업부 구조조정 지속	- 외식의 독보적인 고성장 - 캡티브 급식 수주 시장 개방 가속화 - 저수익 사업/거래처 디마케팅 강화
	3. Endemic + F&B - 주류산업	- 주류 업황 회복 여부 - 모임금지, 영업시간 규제 강도 - 오프라인 마케팅 경쟁강도	- 주류업 회복 지연 5인 이상 모임금지, 영업시간 규제 유지 - 오프라인 마케팅 경쟁 심화	- 외식업에 이은 주류업 회복 5인 이상 모임금지, 영업시간 규제 해제 - 오프라인 마케팅 경쟁 전년수준 유지	- 주류업 회복과 전년도 하반기 기저에 따른 고성장 5인 이상 모임금지, 영업시간 규제 해제 거리두기 단계 완화 - 오프라인 마케팅 경쟁 축소
산업 투자 전략			- 중립 - 종합식품/식자재/주류 투자 매력도 약화 - 상대적으로 소외된 대형주 순환매 가능성	- 비중확대 - 내식과 외식의 동반 성장 - 종합식품, 식자재유통, 주류산업으로 이어지는 업황 회복	- 비중확대 - 내식과 외식의 동반 성장 - 종합식품, 식자재유통, 주류산업으로 이어지는 업황 회복 - 회복 강도가 상대적으로 강한 카테고리에 더욱 집중
Top-Picks			KT&G, 농심, 오리온	CJ제일제당, 하이트진로, CJ프레시웨이	CJ제일제당, 하이트진로, CJ프레시웨이

기업분석 _ 음료

종목	투자판단	적정주가
CJ제일제당(097950)	Buy	610,000원
하이트진로(000080)	Buy	48,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	37,000원
풀무원 (017810)	Buy	24,000원
매일유업 (267980)	Buy	108,000원
현대그린푸드 (005440)	Buy	12,000원
오리온 (271560)	Buy	160,000원
KT&G (033780)	Buy	101,000원
농심 (004370)	Buy	341,000원
삼양식품 (003230)	Buy	128,000원
롯데칠성 (005300)	Hold	155,000원
롯데푸드 (002270)	Hold	430,000원

CJ제일제당(097950) 21년 시장의 우려를 뛰어넘는 실적 순항(順航) 예고

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

Buy

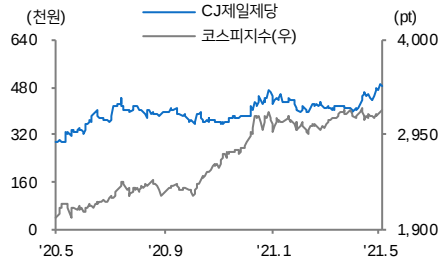
적정주가(12개월)	610,000원
현재주가 (6월 1일)	485,500원
상승여력	25.6%

KOSPI	3,221.87pt
시가총액	73,088억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	25.22%
52주 최고/최저가	488,500원/297,500원
평균거래대금	273.0억원

주요주주(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	10.59

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	22.8	19.9
6개월	33.9	9.5
12개월	62.4	4.1

주가그래프



1Q21 Review: 가공식품 국내/해외 수익성 개선 효과 반영되며 실적 서프라이즈 기록

- 국내 가공식품 설 선물세트 효과 감안해도 뚜렷한 이익 개선세 시현
- 해외 슈완스 B2C 매출 성장이 B2B시장에서의 부진을 방어, 3월 이후 급식 경로 매출 회복세로 전환
- 바이오 부문은 아미노산 수요 확대 환경에서 주도적으로 시장을 견인하며 실적 기대치와 부합
- F&C 부문에서의 축산 시세(P↑)와 판매량 호조(Q↑)가 실적 성장에 기여

투자의견 Buy 유지, 적정주가 61만원 유지

- 적정주가 61만원 유지, 12M Fwd EPS 47,237원에 적정 PER 13배 적용
- 구조적으로 개선된 가공식품의 수익성과 포트폴리오 다변화에 기인한 해외바이오 부문의 이익체력 반영
- 복잡한 사업부와 실적 불확실성으로 할인율이 과도했던 과거와 달리, 현재 대형주 중 가장 강한 실적 모멘텀을 바탕으로 시장의 신뢰를 회복하며 섹터 평균 수준에 도달할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	22,352.5	896.9	152.6	9,820	-80.1	297,949	25.7	0.8	8.5	3.2	177.2
2020	24,245.7	1,359.6	685.6	45,184	319.2	321,970	8.4	1.2	7.1	13.5	151.9
2021E	25,639.4	1,571.3	672.1	44,290	-1.2	365,257	11.0	1.3	6.0	11.9	137.7
2022E	26,892.4	1,674.6	744.7	49,109	6.3	406,797	9.9	1.2	5.3	11.8	123.1
2023E	28,130.2	1,779.6	833.0	54,978	15.6	453,732	8.8	1.1	4.9	11.8	109.0

CJ제일제당(097950) 실적전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

(대한통운 포함, 십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	24,245.7	6,178.1	6,255.6	6,697.7	6,507.9	25,639.4	26,892.4	28,130.2
가공식품	1,094.8	1,040.1	1,253.6	1,063.3	4,451.8	1,189.6	1,133.7	1,366.4	1,159.0	4,848.7	5,236.6	5,603.2
- 쉬완스	742.6	722.8	664.6	702.2	2,832.2	693.4	758.9	697.8	737.3	2,887.5	3,003.0	3,093.1
소재식품	423.2	428.1	470.9	362.5	1,684.7	423.4	432.4	475.6	366.1	1,697.5	1,714.5	1,731.6
해외 바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	2,981.7	777.3	735.7	754.9	786.3	3,054.1	2,979.7	3,001.7
사료	543.4	526.9	588.0	555.0	2,213.3	587.4	553.2	617.4	582.8	2,340.8	2,457.8	2,580.7
대한통운/기타	2,349.2	2,460.1	2,594.1	2,678.6	10,082.0	2,507.0	2,641.7	2,785.6	2,876.4	10,810.7	11,500.8	12,119.9
(% YoY)	16.2	7.4	8.3	3.2	8.5	6.0	5.7	5.6	5.8	5.7	4.9	4.6
가공식품	6.9	12.0	14.8	6.2	10.0	8.7	9.0	9.0	9.0	8.9	8.0	7.0
- 쉬완스	202.0	18.9	0.7	1.7	28.5	-6.6	5.0	5.0	5.0	2.0	4.0	3.0
소재식품	-6.0	2.4	-0.3	-13.4	-4.2	0.0	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0	1.0
해외 바이오	15.0	0.1	7.3	10.9	7.9	14.7	-1.0	-2.1	-0.4	2.4	-2.4	0.7
사료	8.5	7.7	17.0	10.8	11.0	8.1	5.0	5.0	5.0	5.8	5.0	5.0
대한통운/기타	6.4	5.6	7.5	13.2	5.2	13.2	7.4	7.4	7.4	7.2	6.4	5.4
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.7	1,359.6	385.1	418.6	430.0	337.5	1,571.2	1,674.6	1,779.6
가공식품	72.3	80.3	109.4	58.0	320.0	119.6	80.3	114.4	63.0	377.3	433.6	492.0
- 쉬완스	28.0	26.1	32.0	28.5	114.6	35.8	31.1	39.0	33.5	139.4	145.0	149.3
소재식품	16.0	20.0	35.4	5.0	76.4	21.0	25.0	40.4	5.0	91.4	92.3	93.3
해외바이오	51.1	110.9	79.4	71.1	312.5	77.0	120.9	85.0	88.6	371.5	340.4	347.0
사료	52.7	64.3	56.4	45.5	218.9	88.9	66.3	46.4	35.5	237.1	249.0	261.4
대한통운/기타	55.8	83.3	89.4	88.6	317.1	42.8	95.1	104.8	111.9	354.5	414.3	436.6
(% YoY)	54.1	119.5	47.5	10.0	51.6	39.6	8.8	6.9	13.8	15.6	6.6	6.3
가공식품	3.3	316.1	32.6	19.3	45.2	65.4	0.0	4.6	8.6	17.9	14.9	13.5
- 쉬완스	101.4	56.3	135.3	-3,267.0	164.7	27.9	19.2	21.9	18.0	21.6	4.0	3.0
소재식품	-5.9	11.1	0.1	-37.5	-2.5	31.3	25.0	14.1	0.0	19.6	1.0	1.0
해외 바이오	-2.5	86.8	51.6	3.6	34.3	50.7	9.0	7.0	24.7	18.9	-8.4	1.9
사료	-643.3	-921.1	-2,046.0	-4.8	699.9	68.7	3.1	-17.7	-22.0	8.3	5.0	5.0
대한통운/기타	57.3	19.4	-2.5	-9.3	7.6	-23.3	14.2	17.2	26.3	11.8	16.9	5.4
영업이익률(%)	4.7	6.5	6.3	4.8	5.6	6.2	6.7	6.4	5.2	6.1	6.2	6.3
가공식품	6.6	7.7	8.7	5.5	7.2	10.1	7.1	8.4	5.4	7.8	8.3	8.8
- 쉬완스	3.8	3.6	4.8	4.1	4.0	5.2	4.1	5.6	4.5	4.8	4.8	4.8
소재식품	3.8	4.7	7.5	1.4	4.5	5.0	5.8	8.5	1.4	5.4	5.4	5.4
해외 바이오	7.5	14.9	10.3	9.0	10.5	9.9	16.4	11.3	11.3	12.2	11.4	11.6
사료	9.7	12.2	9.6	8.2	9.9	15.1	12.0	7.5	6.1	10.1	10.1	10.1
대한통운/기타	3.1	3.1	3.5	3.1	3.1	3.1	3.6	3.8	3.9	3.3	3.6	3.6
지배순이익	443.7	111.4	140.2	-9.8	685.6	165.4	184.9	192.8	129.1	672.1	744.7	833.0
(% YoY)	984.7	587.8	7,180.7	-110.5	349.4	-62.7	66.0	37.5	-1,418.0	-2.0	10.8	11.9
지배순이익률(%)	7.6	1.9	2.2	-0.2	2.8	2.7	3.0	2.9	2.0	2.6	2.8	3.0

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	22,352.5	24,245.7	25,639.4	26,892.4	28,130.2
매출액증가율 (%)	19.7	8.5	5.7	4.9	4.6
매출원가	18,069.3	19,059.3	20,303.8	21,426.3	22,412.6
매출총이익	4,283.2	5,186.4	5,335.5	5,466.1	5,717.6
판매관리비	3,386.3	3,826.9	3,764.3	3,791.5	3,938.1
영업이익	896.9	1,359.6	1,571.3	1,674.6	1,779.6
영업이익률	4.0	5.6	6.1	6.2	6.3
금융손익	-362.5	-340.3	-402.6	-447.2	-384.8
종속/관계기업손익	17.5	17.8	5.6	5.6	5.6
기타영업외손익	-213.1	141.4	-126.3	-144.1	-142.8
세전계속사업이익	338.8	1,178.5	1,048.0	1,088.9	1,257.6
법인세비용	147.8	392.1	271.2	263.5	304.3
당기순이익	191.0	786.4	776.8	825.4	953.2
지배주주지분 순이익	152.6	685.6	672.1	744.7	833.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,943.0	7,469.9	9,056.3	9,927.1	10,803.4
현금및현금성자산	691.0	1,212.2	2,436.1	2,956.8	3,512.5
매출채권	2,778.3	2,667.4	2,822.0	2,971.2	3,107.8
재고자산	2,018.3	1,861.5	1,969.3	2,073.5	2,168.8
비유동자산	18,337.6	18,142.0	17,297.2	16,509.4	15,816.9
유형자산	10,817.9	10,462.1	10,679.8	10,014.7	9,441.7
무형자산	4,810.2	4,517.5	4,177.5	4,038.9	3,904.9
투자자산	435.6	728.3	300.0	315.9	330.4
자산총계	26,280.6	25,611.9	26,353.5	26,436.5	26,620.2
유동부채	8,202.2	7,082.7	7,173.9	6,907.3	6,621.0
매입채무	1,930.0	1,793.7	1,897.7	1,998.0	2,089.9
단기차입금	1,627.4	1,647.9	1,376.2	1,126.2	876.2
유동성장기부채	1,664.7	1,263.3	1,384.5	1,134.5	884.5
비유동부채	8,596.9	8,362.8	8,090.5	7,678.9	7,259.8
사채	3,290.2	2,877.7	2,450.8	2,200.8	1,950.8
장기차입금	2,156.1	2,412.8	2,200.7	1,950.7	1,700.7
부채총계	16,799.2	15,445.5	15,264.4	14,586.1	13,880.8
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,309.0	1,277.8	1,800.2	1,800.2	1,800.2
기타포괄이익누계액	-124.7	-338.1	-692.5	-692.5	-692.5
이익잉여금	3,786.4	4,406.8	4,951.5	5,632.0	6,400.9
비지배주주지분	4,600.6	4,892.1	5,105.7	5,186.4	5,306.6
자본총계	9,481.5	10,166.4	11,089.2	11,850.4	12,739.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,143.1	2,001.8	3,150.8	2,431.3	2,462.5
당기순이익(손실)	191.0	786.4	776.8	825.4	953.2
유형자산상각비	966.6	1,129.9	1,448.3	1,465.0	1,373.1
무형자산상각비	143.9	155.9	145.0	138.6	134.0
운전자본의 증감	607.0	-422.4	641.1	2.3	2.1
투자활동 현금흐름	-3,189.9	-345.1	-670.6	-856.6	-851.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,553.9	-968.5	-1,641.4	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	114.7	-292.6	428.2	-15.9	-14.5
재무활동 현금흐름	1,228.7	-1,097.9	-1,251.2	-1,054.1	-1,054.9
차입금의 증감	2,305.8	-470.2	-503.9	-989.9	-990.8
자본의 증가	-102.6	-31.2	522.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	143.4	521.3	1,223.8	520.7	555.7
기초현금	547.6	691.0	1,212.2	2,436.1	2,956.8
기말현금	691.0	1,212.2	2,436.1	2,956.8	3,512.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	1,484,801	1,610,564	1,703,138	1,786,373	1,868,596
EPS(지배주주)	9,820	45,184	44,290	49,109	54,978
CFPS	127,222	173,897	182,685	178,855	183,648
EBITDAPS	133,336	175,721	210,209	217,761	218,323
BPS	297,949	321,970	365,257	406,797	453,732
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	25.7	8.4	11.0	9.9	8.8
PCR	2.0	2.2	2.7	2.7	2.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	1.2	1.3	1.2	1.1
EBITDA	2,007.3	2,645.3	3,164.5	3,278.2	3,286.7
EV/EBITDA	8.5	7.1	6.0	5.3	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	13.5	11.9	11.8	11.8
EBITDA 이익률	9.0	10.9	12.3	12.2	11.7
부채비율	177.2	151.9	137.7	123.1	109.0
금융비용부담률	1.8	1.3	1.8	2.3	1.9
이자보상배율(x)	2.2	4.3	3.4	2.8	3.3
매출채권회전율(x)	8.4	8.9	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	12.7	12.5	13.4	13.3	13.3

하이트진로(000080) 주류 업황은 바닥을 통과하는 중

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

Buy

적정주가(12개월)	48,000원
현재주가 (6월 1일)	39,600원
상승여력	21.2%

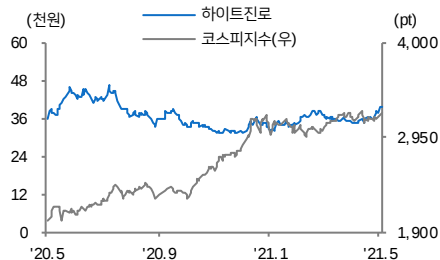
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	27,773억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.65%
외국인비중	7.73%
52주 최고/최저가	46,500원/31,300원
평균거래대금	202.9억원

주요주주(%)

하이트진로홀딩스 외 8 인	53.81
국민연금공단	7.72

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	13.6	11.0
6개월	24.3	1.7
12개월	2.2	-34.5

주가그래프



1Q21 Review: 코로나19 장기화에 기인한 시장의 우려 대비 양호한 실적 기록

- 내수 맥주 매출 -11.0% 감소, 시장 감소 -8.3%와 동행. 1Q21 점유율 35.0% 기록하며 전년비 -12%pt 하락
- 내수 소주 매출 -4.0% 감소, 시장 감소 -4.3%와 동행, 1Q21 점유율 83.9% 기록하며 전년비 -4.6%pt 하락
- 연결 매출액은 수입맥주와 해외수출 매출 고성장이 방어하며 전년과 유사한 수준 기록
- 대손상각비 제거 및 수입/수출 주류, 생수 부문 실적 성장이 수익성을 방어

투자의견 Buy 유지, 적정주가 4.8만원 유지

- 적정주가 4.8만원 유지, 12M Fwd EPS 2,408원에 적정 PER 20배 적용
- 코로나19 이후 더더지는 주류업황 회복을 감안, 맥주/소주 매출 성장이 예상대비 둔화된 실적 전망을 반영
- PER 20배는 글로벌 주류 PER 23배를 15% 할인 적용. 현재는 코로나19 장기화로 M/S 확대 역시 강도가 약해진 상황. 추후 주류 업황의 강한 반등과 M/S 확대가 동반될 시, 적용배수 수정을 고려할 계획

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,035.1	88.3	-42.4	-616	-302.9	14,488	-47.1	2.0	13.0	-3.9	216.6
2020	2,256.3	198.5	86.7	1,223	-298.2	15,067	26.0	2.1	8.5	8.2	207.0
2021E	2,386.5	238.6	134.0	1,898	55.5	15,482	20.9	2.6	7.5	12.3	194.4
2022E	2,519.9	330.1	204.7	2,906	53.1	17,619	13.6	2.2	5.6	17.4	168.1
2023E	2,663.7	410.7	265.7	3,776	29.9	20,612	10.5	1.9	4.5	19.5	141.7

하이트진로(000080) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	533.9	581.6	624.3	516.6	2,256.3	535.1	626.6	671.0	553.8	2,386.5	2,519.9	2,663.7
맥주	180.0	214.6	244.0	173.3	812.0	174.1	240.4	270.9	192.4	877.7	965.4	1,062.0
소주	319.2	324.9	335.0	308.0	1,287.1	323.2	342.8	353.4	324.9	1,344.3	1,384.7	1,426.2
생수	23.9	27.4	29.5	23.8	104.7	22.9	28.8	31.0	25.0	107.7	113.1	118.7
기타	10.7	14.7	15.7	11.5	52.6	14.9	14.7	15.7	11.5	56.8	56.8	56.8
(% YoY)	26.2	10.9	18.0	-7.5	10.9	0.2	7.7	7.5	7.2	5.8	5.6	5.7
맥주	29.4	12.6	15.0	-6.2	11.7	-3.3	12.0	11.0	11.0	8.1	10.0	10.0
소주	26.8	11.6	20.8	-8.4	11.3	1.3	5.5	5.5	5.5	4.4	3.0	3.0
생수	21.2	8.5	7.6	-0.8	8.5	-4.3	5.0	5.0	5.0	2.9	5.0	5.0
기타	-13.7	-15.9	30.2	-15.4	-5.3	39.0	0.0	0.0	0.0	7.9	0.0	0.0
영업이익	56.1	54.1	64.4	23.9	198.5	52.9	51.8	72.5	61.4	238.6	330.1	410.7
맥주	8.9	12.0	18.9	0.7	40.5	8.2	7.2	27.1	23.3	65.8	147.1	214.9
소주	46.3	38.5	44.8	23.6	153.3	44.8	44.6	42.4	39.0	170.7	181.9	194.5
생수	0.3	2.9	2.1	0.6	6.0	1.2	0.7	1.2	0.6	3.7	3.8	4.0
기타	0.0	0.0	0.5	-2.3	-1.8	0.6	-0.1	1.3	-0.2	1.6	0.4	0.4
(% YoY)	흑전	410.9	30.9	-27.0	124.9	-5.7	-4.2	12.7	157.1	20.2	38.3	24.4
맥주	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-7.5	-40.1	43.1	3,192.8	62.2	123.7	46.1
소주	148.9	43.3	-11.1	-27.3	19.4	-3.3	15.7	-5.4	65.3	11.4	6.5	6.9
생수	흑전	70.3	120.4	-8.1	141.3	259.6	-76.2	-41.5	-10.2	-38.6	4.3	5.0
기타	흑전	-99.1	-75.0	적전	적전	1,240.6	적전	177.6	적지	흑전	-72.8	0.0
영업이익률(%)	10.5	4.5	10.3	4.6	8.8	9.9	6.1	12.7	10.8	10.0	13.1	15.4
맥주	4.9	5.6	7.8	0.4	5.0	4.7	3.0	10.0	12.1	7.5	15.2	20.2
소주	14.5	11.9	13.4	7.7	11.9	13.9	13.0	12.0	12.0	12.7	13.1	13.6
생수	1.4	10.6	7.2	2.6	5.7	5.2	2.4	4.0	2.2	3.4	3.4	3.4
기타	0.4	0.0	3.1	-19.8	-3.4	3.8	-0.8	8.5	-1.8	2.8	0.8	0.8
지배순이익	33.4	34.9	32.3	-13.9	86.7	29.1	27.8	41.4	35.9	134.0	204.7	265.7
(% YoY)	-341.3	-219.4	24.8	-44.9	-304.7	-12.9	-20.3	28.3	-358.8	54.8	52.7	29.8
지배순이익률(%)	6.3	6.0	5.2	-2.7	3.8	5.4	4.4	6.2	6.5	5.6	8.1	10.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

하이트진로(000080)

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,035.1	2,256.3	2,386.5	2,519.9	2,663.7
매출액증가율 (%)	7.9	10.9	5.8	5.6	5.7
매출원가	1,163.2	1,281.3	1,352.5	1,420.5	1,493.5
매출총이익	871.8	975.0	1,034.0	1,099.4	1,170.2
판매관리비	783.6	776.5	795.4	769.3	759.5
영업이익	88.3	198.5	238.6	330.1	410.7
영업이익률	4.3	8.8	10.0	13.1	15.4
금융손익	-44.1	-44.8	-51.1	-52.1	-52.1
종속/관계기업손익	0.0	-7.0	-1.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-43.7	-23.1	0.4	-7.7	-7.7
세전계속사업이익	0.5	123.6	186.5	270.3	350.9
법인세비용	42.8	37.0	52.3	65.4	84.9
당기순이익	-42.4	86.6	134.2	204.9	266.0
지배주주지분 순이익	-42.4	86.7	134.0	204.7	265.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	782.3	899.4	900.5	1,126.2	1,405.9
현금및현금성자산	144.2	264.5	220.0	408.5	648.2
매출채권	373.8	342.8	367.5	387.6	409.2
재고자산	177.3	187.8	201.3	212.3	224.1
비유동자산	2,488.6	2,398.4	2,349.1	2,242.4	2,147.8
유형자산	2,052.1	1,997.3	1,958.3	1,859.2	1,771.4
무형자산	174.8	165.9	155.7	146.1	137.0
투자자산	51.9	53.8	59.1	61.1	63.3
자산총계	3,270.9	3,297.8	3,249.6	3,368.6	3,553.7
유동부채	1,358.9	1,435.6	1,431.0	1,384.4	1,341.7
매입채무	136.6	123.7	132.7	139.9	147.7
단기차입금	316.3	302.5	441.9	341.9	241.9
유동성장기부채	198.1	221.4	11.8	11.8	11.8
비유동부채	878.8	787.9	714.7	727.8	741.9
사채	399.1	367.1	330.8	330.8	330.8
장기차입금	112.6	75.9	26.4	26.4	26.4
부채총계	2,237.7	2,223.5	2,145.7	2,112.1	2,083.6
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	509.3	509.3	509.3	509.3	509.3
기타포괄이익누계액	9.7	8.8	8.9	8.9	8.9
이익잉여금	238.9	281.1	310.5	462.8	676.1
비지배주주지분	0.7	0.5	0.6	0.8	1.1
자본총계	1,033.2	1,074.3	1,104.0	1,256.5	1,470.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	28.3	382.8	293.0	472.0	523.4
당기순이익(손실)	-42.4	86.6	134.2	204.9	266.0
유형자산상각비	137.6	149.7	214.8	229.1	217.7
무형자산상각비	10.4	10.2	10.3	9.6	9.0
운전자본의 증감	-200.6	11.8	-87.5	30.4	32.7
투자활동 현금흐름	-66.0	-141.1	-177.9	-132.1	-132.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-160.7	-151.2	-179.5	-130.0	-130.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-8.8	-6.7	-2.0	-2.2
재무활동 현금흐름	-111.6	-116.6	-158.8	-151.4	-151.3
차입금의 증감	106.7	-67.4	-158.4	-99.0	-98.9
자본의 증가	-200.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-146.8	120.3	-44.6	188.5	239.7
기초현금	291.0	144.2	264.5	220.0	408.5
기말현금	144.2	264.5	220.0	408.5	648.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	29,017	32,172	34,027	35,931	37,980
EPS(지배주주)	-616	1,223	1,898	2,906	3,776
CFPS	4,144	6,132	6,478	7,684	8,588
EBITDAPS	3,368	5,110	6,612	8,111	9,089
BPS	14,488	15,067	15,482	17,619	20,612
DPS	700	750	750	750	750
배당수익률(%)	2.4	2.4	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	-47.1	26.0	20.9	13.6	10.5
PCR	7.0	5.2	6.1	5.2	4.6
PSR	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0
PBR	2.0	2.1	2.6	2.2	1.9
EBITDA	236.2	358.4	463.7	568.9	637.4
EV/EBITDA	13.0	8.5	7.5	5.6	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.9	8.2	12.3	17.4	19.5
EBITDA 이익률	11.6	15.9	19.4	22.6	23.9
부채비율	216.6	207.0	194.4	168.1	141.7
금융비용부담률	2.3	2.1	1.9	1.4	1.2
이자보상배율(x)	1.9	4.3	5.3	9.1	12.5
매출채권회전율(x)	4.9	6.3	6.7	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	11.9	12.4	12.3	12.2	12.2

CJ프레시웨이(051500) 식자재+급식 업황 회복에 더해질 수익성 개선 효과

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

Buy

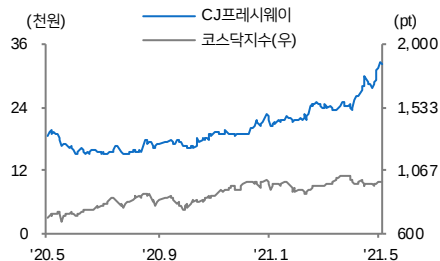
적정주가(12개월)	37,000원
현재주가 (6월 1일)	32,000원
상승여력	15.6%
KOSDAQ	984.59pt
시가총액	3,799억원
발행주식수	1,187만주
유동주식비율	52.29%
외국인비중	16.09%
52주 최고/최저가	32,600원/14,950원
평균거래대금	34.4억원

주요주주(%)

CJ 외 2인	47.71
EFG PRIVATE BANK SA	10.95

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	33.6	33.5
6개월	67.1	51.3
12개월	65.4	23.6

주가그래프



1Q21 Review: 수익성 개선 노력이 더해져 코로나19 상황 장기화에도 전년비 턴어라운드

- 전년 코로나19에 따른 기저효과 영향과 외식 소비 증가 영향으로 외식/급식 매출 성장세 기록
- 다만 프레스원, 1차 상품 도매 원료의 축육 도매 사업 제거 영향으로 전년비 식자재유통 부문 매출 감소는 불가피. 단체 급식에서의 저수익사 디마케팅 진행으로 일시적인 매출 감소 효과도 반영
- 수익성 개선 측면에서 축육 도매사업 제거와 저수익 거래처 디마케팅 노력은 향후 이익 체력 개선에 대한 기대감을 확대. 2Q21 이후 단체 급식 신규 수주 효과가 가시화되는 만큼 기대감을 높여주는 대목

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 외식/급식 업황 회복에 따른 실적추정치 변경을 반영 3.7만원으로 상향

- 12M Fwd EPS는 2,051원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 18배를 적용
- 코로나19 이후 업황회복과 구조 개선 노력이 더해지며 수익성 개선이 동반될 전망. 미국의 식자재유통 기업 Sysco의 성장기 평균 PER 25배를 30% 할인. Sysco 성장기 수익성 개선은 동행하지만 구조개선에 따른 매출 성장 둔화, 낮은 시장 지배력을 감안
- 22년 추정치 변경, 매출액은 22.5% 하향, 순이익 46.4% 상향, 매출액 하향은 적자사업부(축육도매) 제거 효과를 적용, 순이익 추정치 상향은 적자사업부 제거와 21년 이후 코로나19 여파에서 빠르게 개선되고 있는 외식 업황 반영

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,055.1	58.1	5.2	434	-42.6	16,967	66.1	1.7	7.7	2.6	308.7
2020	2,478.5	-3.6	-39.3	-3,307	-543.5	15,839	-5.8	1.2	11.3	-20.2	292.3
2021E	2,282.0	44.9	10.1	846	-124.4	15,951	37.8	2.0	5.7	5.3	290.8
2022E	2,457.8	68.6	29.7	2,498	189.0	18,448	12.8	1.7	4.4	14.5	250.0
2023E	2,646.7	76.7	35.8	3,016	20.5	21,464	10.6	1.5	4.0	15.1	230.4

CJ프레시웨이(051500) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	602.5	624.5	651.3	600.3	2,478.5	546.1	572.9	601.9	561.2	2,282.0	2,457.8	2,646.7
식자재유통	479.6	496.8	520.6	468.6	1,965.6	420.7	433.0	458.4	416.9	1,729.0	1,851.3	1,982.3
- 외식/급식유통	202.3	205.4	232.9	227.4	868.0	220.0	225.9	256.2	250.1	952.3	999.9	1,049.9
- 중소제휴(JV)	139.9	153.5	145.9	115.5	554.8	125.0	138.2	131.3	104.0	498.4	533.3	570.6
- 1차도매 및 원료	137.4	137.8	141.8	125.7	542.7	75.7	68.9	70.9	62.9	278.4	306.2	336.8
푸드서비스	101.3	109.0	114.6	111.1	436.0	99.9	119.9	126.1	122.2	468.1	514.9	566.4
해외 및 기타	21.6	18.6	16.1	20.5	76.8	25.5	19.5	16.9	21.5	83.5	87.6	92.0
영휘마트 향 매출	105.8	111.8	116.4	113.0	446.0	104.3	123.0	128.1	124.3	478.8	526.7	579.3
(% YoY)	-19.4	-17.5	-15.4	-23.1	-18.9	-9.4	-8.3	-7.6	-6.5	-7.9	7.7	7.7
식자재유통	-21.4	-18.8	-16.0	-23.8	-20.0	-12.3	7.0	7.0	7.0	-12.0	7.1	7.1
- 외식/급식유통	-7.4	-15.3	-4.5	-10.8	-9.6	8.7	10.0	10.0	10.0	9.7	5.0	5.0
- 중소제휴(JV)	-20.4	-18.1	-18.1	-25.1	-20.2	-10.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.2	7.0	7.0
- 1차도매 및 원료	-36.3	-24.2	-28.2	-38.9	-32.2	-44.9	-50.0	-50.0	-50.0	-48.7	10.0	10.0
푸드서비스	-1.7	-9.1	-8.0	-7.6	-6.8	-1.4	10.0	10.0	10.0	7.4	10.0	10.0
해외 및 기타	-24.5	-22.5	-35.1	-54.1	-37.1	18.1	5.0	5.0	5.0	8.7	5.0	5.0
중국 JV 연결 매출	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	5.0	5.0	5.0	5.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-12.6	2.7	11.8	-5.4	-3.6	3.1	9.8	17.5	14.5	44.9	68.6	76.7
식자재유통	-8.3	1.9	8.6	-5.9	-3.6	6.5	3.8	9.9	8.3	28.6	37.0	41.6
푸드서비스	-4.9	0.0	2.2	0.0	-2.8	-3.0	5.5	7.1	5.6	15.2	29.6	33.1
중국 JV 영업이익	0.6	0.8	1.0	0.4	2.8	-0.4	0.5	0.5	0.5	1.1	2.0	2.0
(% YoY)	적전	-86.0	-33.0	적전	적전	흑전	264.1	48.0	흑전	흑전	52.9	11.8
식자재유통	적전	-81.6	8.0	적전	적전	흑전	101.5	14.6	흑전	흑전	29.6	12.4
푸드서비스	적전	적전	-73.9	적전	적전	적지	흑전	224.6	흑전	흑전	94.5	11.9
영업이익률(%)	-2.1	0.4	1.8	-0.9	-0.1	0.6	1.7	2.9	2.6	2.0	2.8	2.9
식자재유통	-1.7	0.4	1.7	-1.3	-0.2	1.5	0.9	2.2	2.0	1.7	2.0	2.1
푸드서비스	-4.9	0.0	1.9	0.0	-0.6	-3.0	4.6	5.6	4.6	3.2	5.7	5.8
순이익	-20.0	-2.7	-4.2	-15.6	-42.5	-4.4	1.8	6.7	6.3	10.4	30.0	36.2
(% YoY)	적지	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	188.2	20.5
순이익률(%)	-3.3	-0.4	-0.6	-2.6	-1.7	-0.8	0.3	1.1	1.1	0.5	1.2	1.4
지배순이익	-19.5	-2.4	-3.7	-13.7	-39.3	-7.5	2.2	7.1	8.2	10.1	29.7	35.8
(% YoY)	적지	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	195.1	20.8
지배순이익률(%)	-3.2	-0.4	-0.6	-2.3	-1.6	-1.4	0.4	1.2	1.5	0.4	1.2	1.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,055.1	2,478.5	2,282.0	2,457.8	2,646.7
매출액증가율 (%)	8.0	-18.9	-7.9	7.7	7.7
매출원가	2,658.6	2,130.8	1,944.6	2,093.2	2,252.6
매출총이익	396.5	347.8	337.4	364.7	394.0
판매관리비	338.4	351.3	292.5	296.1	317.3
영업이익	58.1	-3.6	44.9	68.6	76.7
영업이익률	1.9	-0.1	2.0	2.8	2.9
금융손익	-18.3	-17.7	-15.3	-14.9	-14.9
종속/관계기업손익	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.5	-26.5	-13.5	-14.1	-14.1
세전계속사업이익	16.3	-48.5	16.1	39.6	47.7
법인세비용	6.7	-6.0	5.7	9.6	11.6
당기순이익	9.6	-42.5	10.4	30.0	36.2
지배주주지분 순이익	5.2	-39.3	10.1	29.7	35.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	495.8	431.1	475.8	515.8	611.7
현금및현금성자산	21.3	85.6	152.7	167.8	236.8
매출채권	251.4	200.8	187.7	202.2	217.8
재고자산	191.4	120.2	112.4	121.1	130.4
비유동자산	685.8	691.6	633.9	583.2	545.1
유형자산	346.0	360.0	318.7	273.4	239.7
무형자산	108.7	85.5	76.4	68.6	61.5
투자자산	25.8	34.9	33.7	36.1	38.8
자산총계	1,181.7	1,122.8	1,109.6	1,099.0	1,156.8
유동부채	580.4	442.1	534.7	500.8	529.0
매입채무	260.7	236.8	221.4	238.4	256.8
단기차입금	114.8	79.0	60.0	0.0	0.0
유동성장기부채	51.1	0.7	135.9	135.9	135.9
비유동부채	312.2	394.4	291.0	284.2	277.7
사채	99.8	179.7	69.9	59.9	49.9
장기차입금	4.9	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	892.5	836.5	825.7	785.0	806.7
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	87.0	86.5	78.6	78.6	78.6
기타포괄이익누계액	43.4	43.8	43.2	43.2	43.2
이익잉여금	37.1	-6.0	3.8	33.5	69.3
비지배주주지분	87.7	98.2	94.6	94.9	95.3
자본총계	289.1	286.2	283.9	314.0	350.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	78.7	126.3	165.8	124.6	118.6
당기순이익(손실)	9.6	-42.5	10.4	30.0	36.2
유형자산상각비	42.8	52.6	85.5	84.3	72.7
무형자산상각비	11.5	12.5	8.8	7.8	7.0
운전자본의 증감	-3.9	73.8	58.7	2.5	2.7
투자활동 현금흐름	-51.7	-52.8	-28.4	-42.0	-42.2
유형자산의증가(CAPEX)	-37.3	-41.9	-43.4	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	14.3	-9.8	1.2	-2.5	-2.6
재무활동 현금흐름	-31.8	-8.6	-70.8	-67.5	-7.3
차입금의 증감	192.3	-9.2	13.4	-67.5	-7.3
자본의 증가	-2.4	-0.6	-7.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.7	64.3	67.1	15.1	69.0
기초현금	26.0	21.3	85.6	152.7	167.8
기말현금	21.3	85.6	152.7	167.8	236.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	257,344	208,778	192,226	207,036	222,941
EPS(지배주주)	434	-3,307	846	2,498	3,016
CFPS	7,135	5,489	9,442	11,094	10,736
EBITDAPS	9,471	5,181	11,724	13,536	13,177
BPS	16,967	15,839	15,951	18,448	21,464
DPS	250	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	66.1	-5.8	37.8	12.8	10.6
PCR	4.0	3.5	3.4	2.9	3.0
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
PBR	1.7	1.2	2.0	1.7	1.5
EBITDA	112.4	61.5	139.2	160.7	156.4
EV/EBITDA	7.7	11.3	5.7	4.4	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.6	-20.2	5.3	14.5	15.1
EBITDA 이익률	3.7	2.5	6.1	6.5	5.9
부채비율	308.7	292.3	290.8	250.0	230.4
금융비용부담률	0.6	0.7	1.0	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.3	-0.2	2.0	2.2	2.4
매출채권회전율(x)	13.4	11.0	11.7	12.6	12.6
재고자산회전율(x)	15.2	15.9	19.6	21.1	21.1

풀무원(017810) 국내외 식품이 받쳐주고, 외식/급식이 견인할 실적

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

Buy

적정주가(12개월) 24,000원

현재주가 (6월 1일) 21,600원

상승여력 11.1%

KOSPI 3,221.87pt

시가총액 8,234억원

발행주식수 3,812만주

유동주식비율 36.15%

외국인비중 1.22%

52주 최고/최저가 23,000원/14,850원

평균거래대금 50.9억원

주요주주(%)

남승우 외 5 인 60.31

한마음평화연구재단 9.99

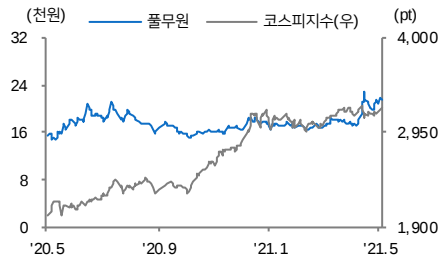
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 24.9 22.0

6개월 33.3 9.0

12개월 38.0 -11.5

주가그래프



1Q21 Review: 전년비 성장에도 불구하고, 시장 예상치를 하회

- 국내 식품은 일반 식품 부진과 푸드머스 회복이 혼재되며 매출액은 전년 수준 유지. 일반 식품은 전년 코로나19에 기인한 역기지효과 반영됐으나 푸드머스는 식재 가격 인상 효과가 반영되며 전년비 흑자전환
- 해외법인은 미국 법인 수출관련 물류비/보관비 이슈가 부각. 현지 수요 견조한 가운데 하반기 코스트코 입점 효과 본격화되며 매출 성장세 확대 전망
- F&C(급식/외식)은 전년비 적자를 축소시킨 점이 긍정적, 개선폭이 기대치를 하회한 상황이나 QoQ 회복 기대 가능

투자의견 Buy 유지, 적정주가 2.4만원 유지

- 적정주가 2.4만원 유지, 12M Fwd EPS 1,854원에 적정 PER 13배 적용
- 실적 추정은 코로나19 이후 회복이 예상되는 F&C, 푸드머스 부문의 실적 개선과 구조적인 수익성 개선이 지속되는 국내외 식품 부문의 실적 성장을 감안
- PER 13배는 음식료 섹터 평균을 반영. 전년도 기저효과가 확실한 F&C, 푸드머스 사업부와 국내외 식품 부문의 전년도 코로나19 가수요 효과 부담이 상존함을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,381.5	30.6	3.5	55	-193.3	9,425	204.9	1.2	7.3	1.0	220.6
2020	2,311.2	46.0	16.3	391	-216.7	10,677	42.4	1.6	7.6	3.8	230.2
2021E	2,452.3	69.7	55.0	1,443	391.3	11,575	15.0	1.9	7.2	11.7	215.2
2022E	2,625.4	109.4	82.1	2,155	52.9	12,996	10.0	1.7	5.7	15.9	194.1
2023E	2,810.5	130.2	95.1	2,494	16.5	14,666	8.7	1.5	4.9	16.3	174.6

플무원(017810) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	562.6	565.1	603.3	580.1	2,311.2	580.6	605.7	645.1	620.8	2,452.3	2,625.4	2,810.5
지주	32.3	23.1	24.9	28.3	108.6	37.8	25.4	27.4	31.1	121.7	133.9	147.2
식품/식자재	431.9	441.5	477.2	461.6	1,812.3	469.9	445.9	482.0	466.2	1,864.1	1,882.7	1,901.5
급식/외식	126.1	115.4	132.2	122.6	496.3	111.9	121.2	138.8	128.7	500.5	525.5	551.8
물류	31.7	31.6	34.5	32.6	130.3	31.8	32.2	35.1	33.2	132.4	135.0	137.7
건강생활	13.5	12.1	14.9	13.4	53.9	12.9	12.4	15.4	13.8	54.5	56.2	57.8
해외	106.5	118.6	111.3	108.7	445.1	111.3	136.4	128.0	125.0	500.6	575.7	662.0
기타	1.6	1.6	1.8	1.8	6.8	1.6	1.5	1.7	1.7	6.5	6.2	5.9
내부거래	-181.0	-178.7	-193.4	-188.8	-741.9	-196.5	-169.3	-183.2	-178.9	-728.0	-689.8	-653.6
(% YoY)	2.4	-5.3	-3.7	-4.6	-2.9	3.2	7.2	6.9	7.0	6.1	7.1	7.1
지주	45.5	28.4	31.0	0.0	37.4	10.0	10.0	10.0	10.0	12.1	10.0	10.0
식품/식자재	13.9	-9.4	1.9	2.0	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	2.9	1.0	1.0
급식/외식	-18.6	-31.1	-26.6	-30.0	-25.2	5.0	5.0	5.0	5.0	0.9	5.0	5.0
물류	14.3	-9.2	-0.8	2.0	-0.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	2.0	2.0
건강생활	-62.0	-181.9	1.3	1.0	8.7	3.0	3.0	3.0	3.0	1.2	3.0	3.0
해외	19.8	37.3	17.1	10.0	20.8	15.0	15.0	15.0	15.0	12.5	15.0	15.0
기타	-9.5	-15.6	2.7	-5.0	-4.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-3.6	-5.0	-5.0
내부거래	12.5	-2.9	3.4	0.0	3.8	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-1.9	-5.3	-5.3
영업이익	4.5	14.7	17.6	9.1	46.0	7.4	21.0	24.1	17.2	69.7	109.4	130.2
(% YoY)	202.3	36.5	56.2	29.7	50.3	62.4	42.9	37.2	88.0	51.6	57.1	19.0
영업이익률(%)	0.8	2.6	2.9	1.6	2.0	1.3	3.5	3.7	2.8	2.8	4.2	4.6
지주	28.7	9.3	13.4	4.1	18.7	28.7	9.3	13.4	4.1	16.9	14.9	14.9
식품/식자재	3.7	4.2	4.0	3.5	3.6	3.7	4.2	4.0	3.5	3.8	4.0	4.0
급식/외식	-8.8	-6.3	-5.6	-12.5	-6.5	-4.8	-2.3	-1.6	-5.5	-4.1	0.8	1.8
물류	2.9	3.4	1.7	3.5	2.5	2.9	3.4	1.7	3.5	2.3	2.9	2.9
건강생활	-1.2	-7.6	5.7	-1.5	0.3	0.8	1.4	2.7	-1.5	0.0	0.9	0.9
해외	-3.2	1.5	0.1	3.5	-0.9	1.8	1.5	1.1	3.5	1.1	2.9	3.6
기타	-9.1	-24.7	-5.5	7.1	-2.6	-9.1	-24.7	-5.5	7.1	-8.1	-7.6	-7.6
내부거래	3.7	0.3	-0.5	-0.7	0.9	3.7	0.3	-0.5	-0.7	1.2	1.4	0.8
세전이익	3.0	9.0	15.0	-9.0	18.0	11.9	15.6	21.7	16.0	65.3	103.5	120.5
(% YoY)	흑전	12.1	60.7	적지	160.7	301.1	73.2	44.9	흑전	263.6	58.4	16.5
세전이익률(%)	0.5	1.6	2.5	-1.6	0.8	2.1	2.6	3.4	2.6	2.7	3.9	4.3
지배순이익	7.2	7.1	11.5	-9.5	16.3	11.6	12.9	16.2	14.3	55.0	82.1	95.1
(% YoY)	흑전	-22.7	29.3	적지	366.3	61.4	82.1	40.6	흑전	237.8	49.3	15.8
순이익률(%)	1.3	1.3	1.9	-1.6	0.7	2.0	2.1	2.5	2.3	2.2	3.1	3.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

풀무원(017810)

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,381.5	2,311.2	2,452.3	2,625.4	2,810.5
매출액증가율 (%)	4.8	-2.9	6.1	7.1	7.1
매출원가	1,791.4	1,699.7	1,800.0	1,925.7	2,061.5
매출총이익	590.0	611.5	652.3	699.7	749.0
판매관리비	559.5	565.5	582.6	590.3	618.8
영업이익	30.6	46.0	69.7	109.4	130.2
영업이익률	1.3	2.0	2.8	4.2	4.6
금융손익	-25.8	-26.9	-20.9	-18.8	-18.8
종속/관계기업손익	2.6	2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-4.1	16.5	12.8	9.1
세전계속사업이익	6.9	18.0	65.3	103.5	120.5
법인세비용	14.4	6.1	14.0	25.0	29.2
당기순이익	-7.5	11.8	51.3	78.4	91.4
지배주주지분 순이익	3.5	16.3	55.0	82.1	95.1
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	467.8	630.4	745.0	881.7	1,027.6
현금및현금성자산	120.7	99.0	186.1	293.5	407.9
매출채권	205.0	199.8	213.8	228.7	244.7
재고자산	106.0	123.1	131.8	141.0	150.8
비유동자산	1,016.7	1,063.2	1,021.5	986.5	957.2
유형자산	847.2	907.7	866.9	832.1	802.5
무형자산	54.2	48.2	44.8	41.9	39.2
투자자산	43.6	42.6	45.1	47.9	50.8
자산총계	1,484.6	1,693.6	1,766.5	1,868.2	1,984.8
유동부채	621.2	776.8	799.4	823.4	849.1
매입채무	162.3	154.2	165.0	176.5	188.9
단기차입금	242.4	286.7	286.7	286.7	286.7
유동성장기부채	51.9	168.7	168.7	168.7	168.7
비유동부채	400.3	403.8	406.6	409.7	412.9
사채	109.7	59.9	59.9	59.9	59.9
장기차입금	59.8	76.3	76.3	76.3	76.3
부채총계	1,021.5	1,180.6	1,206.1	1,233.1	1,262.0
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	78.4	76.3	76.3	76.3	76.3
기타포괄이익누계액	6.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	224.7	242.6	280.5	340.4	410.8
비지배주주지분	66.1	62.9	72.5	87.3	104.5
자본총계	463.1	512.9	560.5	635.1	722.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.4	104.0	175.0	194.0	201.3
당기순이익(손실)	-7.5	11.8	51.3	78.4	91.4
유형자산상각비	104.4	114.1	120.9	114.8	109.6
무형자산상각비	6.3	7.0	3.4	3.0	2.6
운전자본의 증감	-47.7	-23.1	-0.5	-2.1	-2.3
투자활동 현금흐름	-67.7	-270.8	-83.4	-83.6	-83.8
유형자산의증가(CAPEX)	-124.4	-145.5	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-4.8	1.0	-2.6	-2.7	-2.9
재무활동 현금흐름	-0.8	145.5	-4.5	-3.0	-3.0
차입금의 증감	236.8	158.2	0.7	0.7	0.8
자본의 증가	19.9	-2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.2	-21.8	87.1	107.4	114.5
기초현금	103.6	120.7	99.0	186.1	293.5
기말현금	120.7	99.0	186.1	293.5	407.9
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	62,520	60,654	64,329	68,870	73,727
EPS(지배주주)	55	391	1,443	2,155	2,494
CFPS	4,468	5,253	5,661	6,462	6,731
EBITDAPS	3,710	4,386	5,086	5,959	6,360
BPS	9,425	10,677	11,575	12,996	14,666
DPS	102	102	102	102	102
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	204.9	42.4	15.0	10.0	8.7
PCR	2.5	3.2	3.8	3.3	3.2
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.2	1.6	1.9	1.7	1.5
EBITDA	141.3	167.1	193.9	227.2	242.4
EV/EBITDA	7.3	7.6	7.2	5.7	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	3.8	11.7	15.9	16.3
EBITDA 이익률	5.9	7.2	7.9	8.7	8.6
부채비율	220.6	230.2	215.2	194.1	174.6
금융비용부담률	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
이자보상배율(x)	1.2	1.7	2.3	3.7	4.4
매출채권회전율(x)	12.2	11.4	11.9	11.9	11.9
재고자산회전율(x)	22.5	20.2	19.2	19.3	19.3

매일유업(267980) 20년 부진했던 업황의 기저효과는 2Q21 이후 본격 반영

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

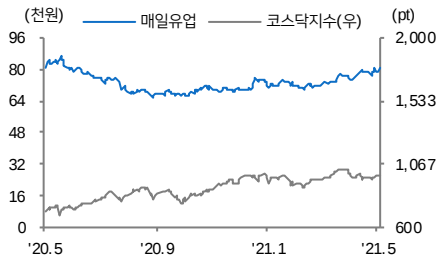
Buy

적정주가(12개월)	108,000원
현재주가 (6월 1일)	80,400원
상승여력	34.3%
KOSDAQ	984.59pt
시가총액	6,306억원
발행주식수	784만주
유동주식비율	40.68%
외국인비중	16.84%
52주 최고/최저가	86,800원/65,600원
평균거래대금	33.1억원

주요주주(%)	
김정완 외 13 인	56.27
브이아이피자산운용	5.68

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	7.5	7.4
6개월	15.2	4.3
12개월	-4.2	-28.4

주가그래프



1Q21 Review: 3월 이후 회복세를 보인 매출액, 2Q21 마케팅비 절감 노력에 매출 성장 더해질 전망

- 수출 및 국내 분유 부진한 환경에도 불구하고, 커피/셀렉스/음료류 성장으로 매출액은 견조한 성장을 지속
- 신제품 관련 마케팅비/광고비/수수료가 증가하며 이익은 전년비 감소하며 시장 기대치를 하회
- 다만 비용의 선제적인 투입 성격을 고려하면 2Q21 이익은 전기비 절감 노력을 통해 성장 가능
- 월별 매출 흐름 또한 1~2월 코로나19에 기인한 역기저 효과가 반영됐으나, 3월 이후 하이 싱글 매출 성장세를 달성 중인 점도 긍정적

투자의견 Buy를 유지하며 적정주가는 10.8만원으로 9.1% 상향

- 12M Fwd EPS는 8,300원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 13배를 적용
- 20년 코로나19에 따른 침체국면을 겪었던 유제품 업황의 회복을 기대. 성숙된 유업계 환경에서도 신제품의 공격적인 출시를 통해 매출 성장을 도모하고 있다는 점을 감안, 음식료 평균 배수 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,393.3	85.3	64.3	8,202	8.9	51,460	10.5	1.7	5.5	17.1	67.3
2020	1,463.1	86.5	57.7	7,350	-10.4	56,113	9.5	1.2	4.5	13.7	69.2
2021E	1,518.3	95.0	68.6	8,742	18.9	64,079	9.2	1.3	4.7	14.5	58.1
2022E	1,579.1	100.3	67.4	8,589	-1.7	71,892	9.4	1.1	4.2	12.6	51.5
2023E	1,643.8	106.1	71.7	9,145	6.5	80,262	8.8	1.0	3.6	12.0	45.9

매일유업(267980) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	358.2	355.3	379.7	369.8	1,463.1	370.3	369.2	394.5	384.3	1,518.3	1,579.1	1,643.8
(% YoY)	6.1	1.6	8.6	3.8	5.0	3.4	3.9	3.9	3.9	3.8	4.0	4.1
영업이익	20.4	20.3	21.8	24.0	86.5	17.7	21.9	26.6	28.8	95.0	100.3	106.1
(% YoY)	3.8	-27.0	23.6	18.8	1.4	-12.9	7.5	22.0	19.9	9.8	5.7	5.7
영업이익률(%)	5.7	5.7	5.7	6.5	5.9	4.8	5.9	6.7	7.5	6.3	6.4	6.5
세전이익	24.7	19.4	18.3	18.1	80.5	20.6	20.9	23.1	25.3	89.9	88.9	94.6
(% YoY)	19.0	-31.9	2.7	-0.2	-5.5	-16.5	7.9	26.1	39.5	11.7	-1.1	6.5
지배순이익	19.2	14.1	11.4	13.0	57.7	16.1	15.9	17.5	19.1	68.6	67.4	71.7
(% YoY)	19.0	-33.8	-23.0	7.0	-10.4	-16.2	12.4	53.9	47.1	18.9	-1.7	6.5
지배순이익률(%)	5.3	4.0	3.0	3.5	3.9	4.3	4.3	4.4	5.0	4.5	4.3	4.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

매일유업(267980)

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,393.3	1,463.1	1,518.3	1,579.1	1,643.8
매출액증가율 (%)	7.1	5.0	3.8	4.0	4.1
매출원가	983.8	1,033.4	1,069.0	1,111.8	1,157.3
매출총이익	409.4	429.7	449.3	467.3	486.5
판매관리비	324.1	343.2	354.4	367.0	380.4
영업이익	85.3	86.5	95.0	100.3	106.1
영업이익률	6.1	5.9	6.3	6.4	6.5
금융손익	1.1	-0.4	1.6	-1.8	-1.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-5.7	-6.7	-9.7	-9.7
세전계속사업이익	85.2	80.5	89.9	88.9	94.6
법인세비용	20.8	22.8	21.3	21.5	22.9
당기순이익	64.3	57.7	68.6	67.4	71.7
지배주주지분 순이익	64.3	57.7	68.6	67.4	71.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	391.9	446.3	469.2	504.9	548.5
현금및현금성자산	84.4	68.8	78.1	99.3	127.5
매출채권	153.6	162.5	168.8	175.5	182.7
재고자산	116.3	145.1	150.8	156.8	163.2
비유동자산	283.3	298.5	325.7	349.4	370.0
유형자산	228.8	249.8	279.4	305.0	327.0
무형자산	8.2	10.0	7.5	5.6	4.1
투자자산	4.6	3.5	3.6	3.6	3.7
자산총계	675.2	744.8	794.9	854.2	918.5
유동부채	214.7	215.5	212.7	220.4	228.6
매입채무	73.6	80.3	83.4	86.7	90.3
단기차입금	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	35.3	30.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	56.9	89.2	79.6	69.9	60.3
사채	29.9	69.8	59.8	49.8	39.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	271.6	304.7	292.3	290.3	288.9
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	257.5	257.5	257.5	257.5
기타포괄이익누계액	-4.5	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
이익잉여금	148.5	199.9	262.4	323.7	389.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	403.6	440.1	502.6	563.9	629.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	92.4	62.6	95.1	97.0	104.1
당기순이익(손실)	64.3	57.7	68.6	67.4	71.7
유형자산상각비	31.1	33.7	29.3	33.4	37.0
무형자산상각비	1.9	1.9	2.6	1.9	1.4
운전자본의 증감	-19.1	-43.2	-5.3	-5.7	-6.1
투자활동 현금흐름	-41.4	-81.6	-60.0	-60.1	-60.1
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-51.6	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	2.8	1.1	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-30.5	4.8	-25.8	-15.8	-15.8
차입금의 증감	-9.9	32.3	-19.7	-9.7	-9.7
자본의 증가	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.3	-15.5	9.3	21.2	28.2
기초현금	64.1	84.4	68.8	78.1	99.3
기말현금	84.4	68.8	78.1	99.3	127.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	177,629	186,533	193,573	201,316	209,570
EPS(지배주주)	8,202	7,350	8,742	8,589	9,145
CFPS	16,573	16,917	15,464	15,706	16,746
EBITDAPS	15,083	15,563	16,173	17,299	18,422
BPS	51,460	56,113	64,079	71,892	80,262
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	9.5	9.2	9.4	8.8
PCR	5.2	4.1	5.2	5.1	4.8
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.7	1.2	1.3	1.1	1.0
EBITDA	118.3	122.1	126.9	135.7	144.5
EV/EBITDA	5.5	4.5	4.7	4.2	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.7	14.5	12.6	12.0
EBITDA 이익률	8.5	8.3	8.4	8.6	8.8
부채비율	67.3	69.2	58.1	51.5	45.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	30.6	36.1	15.5	13.3	14.1
매출채권회전율(x)	9.2	9.3	9.2	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	12.2	11.2	10.3	10.3	10.3

현대그린푸드(005440) 회복되는 컨텍 사업부, 급식은 점진적 개선

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

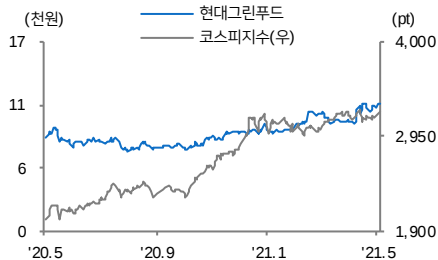
Buy

적정주가(12개월)	12,000원
현재주가 (6월 1일)	11,350원
상승여력	5.7%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	11,089억원
발행주식수	9,770만주
유동주식비율	50.91%
외국인비중	10.23%
52주 최고/최저가	11,350원/7,140원
평균거래대금	130.4억원

주요주주(%)	
정교선 외 2인	38.44
국민연금공단	9.79

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	16.6	14.0
6개월	37.9	12.8
12개월	35.1	-13.4

주가그래프



1Q21 Review: 기대감이 높았던 급식 부문에서의 적자 전환 이슈

- 경쟁사의 실적 호조 이후 급식/식자재 업체에 대한 실적 기대감이 높았던 상황, 급식 부문의 전년비 적자 전환이 전사 실적 악화의 주요인으로 작용
- 계열사의 공장 셧다운, 해외 사업장 식수 감소 등의 개별 이슈가 크게 작용했다는 판단. 2분기 이후 낮은 기저를 기반으로 점진적 실적 회복을 예상
- F&C(급식/외식)은 전년비 적자 축소시킨 점이 긍정적, 향후 QoQ 회복 기대 가능

투자의견 Buy 유지, 적정주가 1.2만원 유지

- 적정주가 1.2만원 유지, 12M Fwd EPS 779원에 적정 PER 15배 적용
- 실적 추정은 코로나19 이후 회복이 예상되는 외식/식자재유통/일반유통 부문의 실적 개선과 1Q21 계열사의 일회성 요인이 사라질 급식 부문의 점진적인 개선을 감안
- PER 15배는 음식료 섹터 평균을 15% 할증 반영. 전년도 기저효과가 확실한 상황에서 종합식품/카테고리 킬러 업체대비 실적 성장 가능성이 높고 원재료 가격 상승 부담을 고객사에 전가시킬 수 있는 식자재 유통업 특성을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,124.3	89.9	54.8	561	-49.7	17,576	21.1	0.7	8.5	3.2	40.2
2020	3,238.5	78.6	71.1	728	27.6	18,231	12.0	0.5	7.0	4.1	40.1
2021E	3,294.4	74.2	77.6	794	22.3	19,308	14.3	0.6	6.7	4.2	38.1
2022E	3,373.4	79.9	76.7	785	-0.9	19,947	14.5	0.6	5.8	4.0	37.6
2023E	3,454.9	82.5	78.3	801	2.0	20,603	14.2	0.6	5.5	4.0	37.1

현대그린푸드(005440) 실적전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	834.7	785.8	808.1	809.9	3,238.5	827.3	804.4	828.8	833.9	3,294.4	3,373.4	3,454.9
식재사업	93.3	90.9	107.2	104.1	395.4	109.7	95.0	112.0	108.8	425.4	444.6	464.6
푸드서비스사업	155.5	152.3	155.3	165.4	628.5	158.6	155.3	158.4	168.7	641.0	653.8	666.9
유통사업	105.0	80.3	110.3	75.8	371.4	101.8	82.7	113.6	78.1	376.2	387.4	399.1
법인영업	138.6	135.1	113.4	145.0	532.1	109.7	137.8	115.6	147.9	511.1	521.3	531.7
여행사업	3.2	0.9	1.0	1.1	6.2	0.6	0.9	1.0	1.1	3.7	3.8	3.9
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	45.3	46.5	50.5	56.9	199.2	51.7	47.0	51.0	57.4	207.1	209.2	211.3
에버다임	63.6	63.8	63.5	72.5	263.5	66.0	63.2	62.9	71.8	263.9	261.2	258.6
가구사업	230.2	216.1	208.0	194.2	848.5	229.2	222.6	214.2	200.0	866.0	892.0	918.8
(% YoY)	7.1	3.3	2.2	2.0	3.7	-0.9	2.4	2.6	3.0	1.7	2.4	2.4
식재사업	2.0	-4.5	14.8	8.2	5.1	17.6	4.5	4.5	4.5	7.6	4.5	4.5
푸드서비스사업	2.5	-5.1	-5.9	-3.8	-3.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
유통사업	-2.4	-6.3	-1.1	-8.0	-4.1	-3.0	3.0	3.0	3.0	1.3	3.0	3.0
법인영업	38.2	26.7	17.0	17.4	24.5	-20.8	2.0	2.0	2.0	-4.0	2.0	2.0
여행사업	-34.5	-83.8	-80.5	-78.1	-69.6	-81.5	3.0	3.0	3.0	-41.1	3.0	3.0
LED사업	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타사업	-11.7	-13.0	-7.4	3.7	-7.0	14.1	1.0	1.0	1.0	4.0	1.0	1.0
에버다임	0.1	4.0	-1.4	22.3	6.0	3.8	-1.0	-1.0	-1.0	0.2	-1.0	-1.0
가구사업	10.5	12.1	4.2	-3.1	5.9	-0.4	3.0	3.0	3.0	2.1	3.0	3.0
영업이익	31.1	22.0	23.4	2.1	78.6	22.2	25.4	25.2	1.3	74.2	79.9	82.5
(% YoY)	15.4	-21.6	-22.2	-56.2	-12.6	-28.5	15.4	7.9	-38.0	-5.7	7.8	3.2
식재사업	6.7	6.8	8.6	6.6	28.7	8.9	7.2	9.0	6.9	31.9	33.4	34.9
푸드서비스사업	4.3	3.1	-0.1	-4.2	3.1	-2.3	3.2	-0.1	-4.2	-3.5	-3.5	-3.6
유통사업	9.1	3.7	10.1	-4.5	18.4	8.9	3.9	10.4	-4.6	18.5	19.1	19.7
법인영업	3.5	3.7	2.6	4.4	14.3	1.0	3.5	2.7	4.5	11.7	11.9	12.1
여행사업	0.1	-2.0	0.0	2.0	0.0	-2.3	1.0	1.0	1.0	0.7	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	-3.8	-0.9	-2.7	0.6	-6.8	-2.1	-0.9	-2.7	0.6	-5.1	-5.2	-5.2
에버다임	1.1	2.4	-0.2	-0.5	2.9	0.2	2.4	-0.2	-0.5	1.9	1.9	1.9
가구사업	11.2	6.3	6.2	-1.0	22.8	8.8	6.4	6.4	-1.0	20.6	21.0	21.4
세전이익	53.1	33.6	33.5	-16.7	103.5	47.0	37.0	35.4	11.0	130.7	130.4	133.0
(% YoY)	9.7	-20.8	-21.0	적지	5.0	-11.5	10.1	5.5	흑전	26.1	0.0	2.0
순이익(지배)	33.1	20.0	20.9	-2.8	71.1	29.6	22.0	23.1	2.6	77.6	76.7	78.3
(% YoY)	2.0	-28.8	-21.6	적지	29.8	-10.4	10.2	10.3	흑전	8.6	-0.7	2.0
지배순이익률(%)	4.0	2.5	2.6	-0.4	2.2	3.6	2.7	2.8	0.3	2.3	2.3	2.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,124.3	3,238.5	3,294.4	3,373.4	3,454.9
매출액증가율 (%)	-3.9	3.7	1.7	2.4	2.4
매출원가	2,586.3	2,687.8	2,731.9	2,797.3	2,864.9
매출총이익	538.1	550.7	562.5	576.0	590.0
판매관리비	448.2	472.1	488.3	496.1	507.5
영업이익	89.9	78.6	74.2	79.9	82.5
영업이익률	2.9	2.4	2.3	2.4	2.4
금융손익	12.3	12.0	10.8	10.5	10.5
종속/관계기업손익	22.7	30.3	46.4	40.7	40.7
기타영업외손익	-26.3	-17.4	-0.7	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	98.6	103.5	130.7	130.4	133.0
법인세비용	34.6	21.9	31.0	31.6	32.2
당기순이익	63.9	81.6	99.8	98.9	100.8
지배주주지분 순이익	54.8	71.1	77.6	76.7	78.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,119.7	1,101.8	1,140.2	1,232.5	1,326.5
현금및현금성자산	69.2	76.3	222.8	298.2	374.8
매출채권	423.4	401.1	413.1	422.7	432.6
재고자산	291.0	274.6	282.7	289.3	296.1
비유동자산	1,846.9	1,966.7	2,051.5	2,057.8	2,065.0
유형자산	545.1	589.6	608.7	607.6	606.6
무형자산	249.7	245.9	238.7	231.7	224.9
투자자산	945.0	1,000.3	1,096.5	1,111.0	1,125.9
자산총계	2,966.6	3,068.5	3,191.7	3,290.4	3,391.5
유동부채	527.2	546.7	543.0	554.5	566.3
매입채무	257.2	265.1	273.0	279.4	286.0
단기차입금	39.4	69.9	52.1	52.1	52.1
유동성장기부채	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동부채	323.0	331.6	337.5	344.2	351.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
부채총계	850.2	878.3	880.6	898.7	917.3
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.8	448.8	448.8	448.8	448.8
기타포괄이익누계액	144.2	157.0	217.6	217.6	217.6
이익잉여금	1,151.9	1,203.0	1,247.7	1,310.2	1,374.2
비지배주주지분	399.1	409.0	424.7	442.8	461.2
자본총계	2,116.4	2,190.2	2,311.2	2,391.7	2,474.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	177.2	167.4	140.6	222.9	224.5
당기순이익(손실)	63.9	81.6	99.8	98.9	100.8
유형자산상각비	54.2	58.5	102.2	116.1	115.9
무형자산상각비	7.4	7.0	7.2	7.0	6.8
운전자본의 증감	13.5	-6.9	-61.6	0.9	1.0
투자활동 현금흐름	-124.2	-151.6	32.2	-129.6	-130.0
유형자산의증가(CAPEX)	-132.1	-110.2	-110.2	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-12.6	-55.3	-96.2	-14.5	-14.9
재무활동 현금흐름	-39.4	-8.1	-26.6	-17.9	-17.9
차입금의 증감	61.6	46.6	-19.6	0.4	0.4
자본의 증가	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.8	7.1	146.5	75.5	76.6
기초현금	55.4	69.2	76.3	222.8	298.2
기말현금	69.2	76.3	222.8	298.2	374.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	31,977	33,146	33,718	34,526	35,360
EPS(지배주주)	561	728	794	785	801
CFPS	1,929	1,858	2,071	2,282	2,287
EBITDAPS	1,550	1,474	1,879	2,078	2,101
BPS	17,576	18,231	19,308	19,947	20,603
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	1.8	2.4	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	21.1	12.0	14.3	14.5	14.2
PCR	6.1	4.7	5.5	5.0	5.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA	151.5	144.1	183.6	203.1	205.2
EV/EBITDA	8.5	7.0	6.7	5.8	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	4.1	4.2	4.0	4.0
EBITDA 이익률	4.8	4.4	5.6	6.0	5.9
부채비율	40.2	40.1	38.1	37.6	37.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	28.8	24.2	17.0	13.4	13.8
매출채권회전율(x)	7.3	7.9	8.1	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	10.3	11.5	11.8	11.8	11.8

오리온(271560) 2Q21 원가 부담과 높은 베이스를 견뎌야할 시기

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

Buy

적정주가(12개월) 160,000원

현재주가 (6월 1일) 121,000원

상승여력 32.2%

KOSPI 3,221.87pt

시가총액 47,839억원

발행주식수 3,954만주

유동주식비율 56.18%

외국인비중 39.91%

52주 최고/최저가 158,000원/108,500원

평균거래대금 136.6억원

주요주주(%)

오리온홀딩스 외 6 인 43.80

국민연금공단 7.05

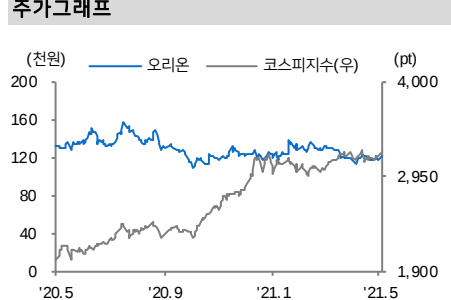
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 3.4 1.0

6개월 0.4 -17.9

12개월 -9.0 -41.7

주가그래프



1Q21 Review: 전년 기저 부담이 상존하는 가운데, 원가 압박은 심화

- 매출액 전년 기저 부담에도 불구하고, 성장세 지속. 다만 원부재료 상승 압박 심화되며 수익성 소폭 하락
- 한국은 고복합 신규 플레이어 및 간편 대용식 등의 신제품 효과가 매출 성장에 주요
- 중국은 명절 물량이 1월에 집중되며 매출 증대에 주요, 쇼트닝 등의 원재료 가격 상승은 원가율 압박 요소
- 베트남도 파이/비스킷 판매 증대가 주요. 원부자재 압박을 판관비 중심의 수익성 방어로 감익폭 축소
- 러시아는 신제품 및 딜러 확대 효과가 매출 성장에 기여, 루블화 가치 하락은 추가적인 수익성 부담

투자의견 Buy 유지, 적정주가 16만원 유지

- 적정주가 16만원 유지, 12M Fwd EPS 8,213원에 적정 PER 20배 적용
- 실적 추정은 2Q21 원가 부담 최고조 도래 이후 판관비 효율화를 통한 수익성 관리노력, 중국 외 지역의 매출 고성장 효과를 반영
- PER 20배는 음식료 섹터 평균을 할증 반영. 절대적으로 높은 비중을 유지하는 해외법인 실적과 인도 등 추가적인 지역확대 가능성을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,023.3	327.6	215.6	5,453	54.1	41,042	19.3	2.6	9.3	14.2	47.1
2020	2,229.8	376.1	267.6	6,768	24.5	46,286	18.3	2.7	9.3	15.5	40.5
2021E	2,409.0	409.0	302.7	7,656	11.4	52,910	15.8	2.3	8.3	15.4	35.0
2022E	2,602.7	468.2	353.5	8,940	16.9	60,778	13.5	2.0	7.0	15.7	30.3
2023E	2,815.9	508.1	383.7	9,705	8.5	69,375	12.5	1.7	6.1	14.9	26.6

오리온(271560) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	539.8	515.1	597.4	578.1	2,229.8	602.0	537.1	644.5	625.4	2,409.0	2,602.7	2,815.9
1.제과 사업	539.8	515.1	597.4	578.1	2,230.4	602.0	537.1	644.5	625.4	2,409.0	2,602.7	2,815.9
a.국내	190.8	184.1	194.3	200.0	769.2	198.8	193.3	204.0	210.0	806.1	846.4	888.7
b.중국	262.9	257.0	306.2	265.4	1,091.5	301.9	262.1	327.6	284.0	1,175.7	1,257.9	1,346.0
c.베트남	70.3	57.8	74.6	89.3	292.0	82.9	63.6	85.8	102.7	335.0	385.2	443.0
d.러시아	19.8	19.1	23.8	26.4	89.1	23.1	21.0	28.6	31.7	104.4	125.2	150.3
(% YoY)	8.5	17.3	12.7	3.9	10.2	11.5	4.3	7.9	8.2	8.0	8.0	8.2
1.제과 사업	8.5	17.3	12.7	3.9	10.2	11.5	4.3	7.9	8.2	8.0	8.0	8.2
a.국내	7.2	3.5	6.3	2.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.8	5.0	5.0
b.중국	4.7	28.1	14.4	4.2	12.0	20.0	2.0	7.0	7.0	7.7	7.0	7.0
c.베트남	24.0	19.7	18.0	6.1	15.7	25.0	10.0	15.0	15.0	14.7	15.0	15.0
d.러시아	32.9	20.1	16.1	1.1	15.1	40.0	10.0	20.0	20.0	17.1	20.0	20.0
영업이익	97.0	86.2	107.8	84.6	376.1	101.9	81.2	120.5	105.4	409.0	468.2	508.1
1.제과 사업	96.8	85.3	108.7	86.7	377.5	101.1	81.2	120.5	105.4	408.2	468.2	508.1
a.국내	30.0	29.1	28.7	36.0	123.8	35.3	29.0	32.6	31.5	128.4	137.8	144.7
b.중국	47.3	42.9	58.5	24.4	173.1	46.5	41.7	63.3	45.4	196.9	222.3	237.8
c.베트남	15.9	9.6	16.7	21.5	63.7	15.7	6.4	18.9	20.5	61.5	83.5	96.0
d.러시아	3.6	3.7	4.8	4.8	16.9	3.6	4.2	5.7	7.9	21.4	24.6	29.5
(% YoY)	25.5	71.1	6.0	-13.8	14.7	5.1	-5.8	11.7	24.6	8.7	14.7	8.5
1.제과 사업	31.5	69.9	6.3	-13.6	15.6	4.4	-4.8	10.8	21.6	8.1	14.7	8.5
a.국내	29.3	11.1	2.9	18.4	14.9	17.7	-0.4	13.7	-12.5	3.7	7.3	5.0
b.중국	16.2	139.7	1.6	-42.5	9.1	-1.7	-2.8	8.1	86.2	13.7	12.9	7.0
c.베트남	98.8	123.3	23.7	-1.8	33.5	-1.3	-33.8	13.0	-4.5	-3.5	35.9	15.0
d.러시아	111.8	94.7	45.5	-14.3	35.2	0.0	13.6	19.0	65.0	26.8	14.7	20.0
지배순이익	73.1	63.8	76.4	55.8	267.6	71.6	61.3	90.6	79.1	302.7	353.5	383.7
(% YoY)	42.6	76.1	12.9	-7.6	24.8	-2.1	-3.9	18.6	41.8	12.5	16.8	8.6
지배순이익률(%)	13.5	12.4	12.8	9.7	12.1	11.9	11.4	14.1	12.7	12.6	13.6	13.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

오리온(271560)

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,023.3	2,229.8	2,409.0	2,602.7	2,815.9
매출액증가율 (%)	5.0	10.2	8.0	8.0	8.2
매출원가	1,110.1	1,276.8	1,365.8	1,475.6	1,596.5
매출중이익	913.2	953.1	1,043.2	1,127.1	1,219.5
판매관리비	585.6	576.9	634.2	658.9	711.4
영업이익	327.6	376.1	409.0	468.2	508.1
영업이익률	16.2	16.9	17.0	18.0	18.0
금융손익	-2.1	3.4	0.0	-1.7	-1.7
중속/관계기업손익	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.4	17.2	2.3	5.1	5.1
세전계속사업이익	308.1	397.4	411.3	471.6	511.5
법인세비용	87.6	122.8	105.5	114.1	123.8
당기순이익	220.5	274.6	305.9	357.5	387.7
지배주주지분 순이익	215.6	267.6	302.7	353.5	383.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	596.3	797.5	949.1	1,166.3	1,427.8
현금및현금성자산	165.0	367.4	483.4	661.7	880.3
매출채권	178.7	151.5	164.0	177.7	192.8
재고자산	147.6	179.7	194.6	210.9	228.8
비유동자산	1,856.0	1,867.9	1,985.5	2,093.0	2,191.3
유형자산	1,655.5	1,662.6	1,779.3	1,885.4	1,981.8
무형자산	54.7	55.5	53.1	50.9	48.8
투자자산	51.9	58.3	61.6	65.2	69.2
자산총계	2,452.3	2,665.4	2,934.6	3,259.3	3,619.1
유동부채	464.5	345.5	373.9	404.9	439.1
매입채무	88.5	102.6	111.1	120.3	130.6
단기차입금	7.0	2.5	2.5	2.5	2.5
유동성장기부채	120.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	320.3	422.4	387.0	352.9	320.5
사채	159.8	229.7	179.7	129.7	79.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	784.8	767.9	760.9	757.8	759.6
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타포괄이익누계액	2.5	-33.0	-33.0	-33.0	-33.0
이익잉여금	378.4	622.2	884.1	1,195.1	1,535.0
비지배주주지분	44.9	67.6	81.9	98.6	116.8
자본총계	1,667.5	1,897.5	2,173.7	2,501.5	2,859.6

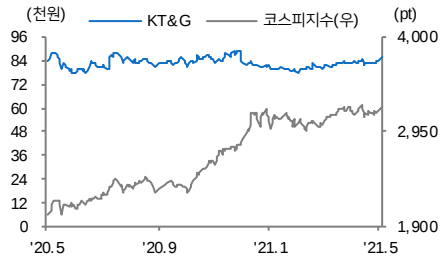
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	347.8	461.0	454.3	517.5	558.8
당기순이익(손실)	220.5	274.6	305.9	357.5	387.7
유형자산상각비	128.8	134.7	133.3	143.9	153.6
무형자산상각비	3.5	4.3	2.4	2.2	2.1
운전자본의 증감	-28.3	-35.0	12.8	13.9	15.4
투자활동 현금흐름	-187.5	-163.2	-259.4	-260.2	-261.3
유형자산의증가(CAPEX)	-125.9	-151.8	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-21.5	-5.8	-3.3	-3.6	-4.0
재무활동 현금흐름	-184.4	-86.5	-79.0	-79.0	-78.9
차입금의 증감	-123.8	-55.0	-49.4	-49.3	-49.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	202.5	115.9	178.4	218.6
기초현금	184.6	165.0	367.4	483.4	661.7
기말현금	165.0	367.4	483.4	661.7	880.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	51,176	56,400	60,931	65,831	71,223
EPS(지배주주)	5,453	6,768	7,656	8,940	9,705
CFPS	11,984	14,198	13,578	15,231	16,309
EBITDAPS	11,629	13,028	13,777	15,538	16,787
BPS	41,042	46,286	52,910	60,778	69,375
DPS	600	750	750	750	750
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	19.3	18.3	15.8	13.5	12.5
PCR	8.8	8.7	8.9	7.9	7.4
PSR	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7
PBR	2.6	2.7	2.3	2.0	1.7
EBITDA	459.8	515.1	544.7	614.3	663.7
EV/EBITDA	9.3	9.3	8.3	7.0	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.2	15.5	15.4	15.7	14.9
EBITDA 이익률	22.7	23.1	22.6	23.6	23.6
부채비율	47.1	40.5	35.0	30.3	26.6
금융비용부담률	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4
이자보상배율(x)	30.0	51.1	42.6	39.3	42.7
매출채권회전율(x)	12.0	13.5	15.3	15.2	15.2
재고자산회전율(x)	13.3	13.6	12.9	12.8	12.8

KT&G(033780) 실적 성장 또는 배당의 확대 기대감이 필요한 시기

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

Buy

적정주가(12개월)	101,000원	
현재주가 (6월 1일)	85,300원	
상승여력	18.4%	
KOSPI	3,221.87pt	
시가총액	117,110억원	
발행주식수	13,729만주	
유동주식비율	79.15%	
외국인비중	39.22%	
52주 최고/최저가	88,600원/77,700원	
평균거래대금	436.5억원	
주요주주(%)		
국민연금공단	9.10	
First Eagle Investment Managemen	7.12	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.5	1.1
6개월	2.3	-16.4
12개월	0.4	-35.7
주가그래프		



1Q21 Review: 담배 매출 성장에도 불구하고, 면세 부진으로 인한 마진을 하락 불가피

- KT&G 별도 기준 매출액은 국내/해외 HNB 판매 및 전년비 수출 증가 효과가 반영되며 전년비 성장
- 국내 총수요 149.4억개비로 전년 수준 유지, M/S 64.5%로 전년비 +0.5%pt 상승, 판매량 +0.6% 증가 견인
- KGC 코로나19 영향이 지속되는 상황으로, 면세 채널 침체 현상은 지속
- 담배부문 저마진 제품 믹스 확대와 홍삼부문 고수익 채널 비중 하락이 전사 수익성 하락을 주도

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 10.1만원 유지

- 적정주가 10.1만원 유지, 12M Fwd EPS는 7,800원에 적정 PER 13배 적용
- 실적 추정은 전자담배 확대와 신시장 수출 비중 확대에 따른 수익성 하락, 부동산 저마진 구역 개발에 따른 이익 감소를 반영
- PER 13배는 음식료 섹터 평균 수준. 실적 성장 모멘텀이 약하다는 할인 요인과 섹터 내 가장 높은 배당수익률과 가시성을 감안한 투자 매력도가 복합된 상황으로 할인/할증 요인이 상쇄되는 환경을 고려

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,963.2	1,379.6	1,035.0	7,539	14.8	63,253	12.4	1.5	6.7	12.3	23.0
2020	5,301.6	1,481.1	1,171.7	8,535	13.0	65,822	9.7	1.3	5.4	13.2	26.1
2021E	5,330.4	1,403.5	1,105.1	8,049	-4.6	69,480	10.6	1.2	5.7	11.9	23.1
2022E	5,307.9	1,384.6	1,063.0	7,743	-5.1	72,543	11.0	1.2	5.6	10.9	22.1
2023E	5,341.1	1,379.2	1,058.9	7,713	-0.4	76,660	11.1	1.1	5.3	10.3	21.1

KT&G(033780) 실적전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,341.0	5,301.6	1,263.9	1,290.7	1,536.2	1,239.6	5,330.4	5,307.9	5,341.1
1.KT&G	661.3	908.1	877.4	940.2	3,387.0	757.8	897.2	942.2	808.8	3,406.0	3,337.1	3,321.1
a.국내담배	435.0	472.0	529.4	445.5	1,881.9	458.5	462.7	513.7	447.4	1,882.3	1,863.1	1,861.9
b.해외담배	116.9	224.1	234.3	233.5	808.8	181.1	258.9	270.6	202.5	913.0	1,001.3	1,156.5
c.부동산 등	109.4	211.9	113.8	261.2	696.3	118.2	175.6	158.0	159.0	610.7	472.7	302.7
2.KGC	391.1	277.6	422.4	242.5	1,333.6	380.2	254.9	456.4	286.7	1,378.2	1,402.5	1,428.6
a.국내홍삼	355.2	251.9	388.6	241.8	1,237.5	345.7	226.7	419.2	245.6	1,237.1	1,242.0	1,252.0
b.해외홍삼	35.9	25.6	33.8	37.4	132.7	39.5	28.2	37.2	41.1	146.0	160.6	176.6
3.기타	126.0	133.2	132.3	138.4	529.9	125.9	138.6	137.6	144.1	546.2	568.3	591.4
(% YoY)	-0.6	4.8	10.7	11.9	6.8	7.3	-2.1	5.0	-7.6	0.5	-0.4	0.6
1.KT&G	0.4	11.7	21.3	25.7	15.1	14.6	-1.2	7.4	-14.0	0.6	-2.0	-0.5
a.국내담배	-2.8	-3.4	3.0	-3.1	-1.5	5.4	-2.0	-3.0	0.4	0.0	-1.0	-0.1
b.해외담배	-11.0	18.4	107.1	129.8	51.1	54.9	15.5	15.5	-13.3	12.9	9.7	15.5
c.부동산 등	37.3	57.1	18.3	39.9	40.0	8.0	-17.1	38.8	-39.1	-12.3	-22.6	-36.0
2.KGC	-1.9	-9.4	-1.0	-10.9	-5.0	-2.8	-8.2	8.0	18.2	3.3	1.8	1.9
a.국내홍삼	-2.7	-9.0	-0.5	1.6	-2.6	-2.7	-10.0	7.9	1.6	0.0	0.4	0.8
b.해외홍삼	6.5	-13.5	-6.1	10.0	-0.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
3.기타	-1.2	-4.2	-23.2	-22.3	-14.1	-0.1	4.1	4.1	4.1	3.1	4.1	4.1
영업이익	315.0	394.7	434.6	338.0	1,481.1	317.7	370.9	427.1	287.9	1,403.5	1,384.6	1,379.2
1.KT&G	249.9	369.9	353.6	368.1	1,341.4	247.9	335.1	324.1	293.8	1,200.9	1,181.6	1,169.5
2.KGC	71.1	20.1	81.4	-14.6	158.0	53.3	18.4	88.0	-9.7	150.0	171.1	176.3
3.기타	-5.9	4.8	-0.4	-15.5	-17.0	16.5	17.4	15.0	3.8	52.7	31.9	33.3
(% YoY)	-9.5	-1.1	13.6	33.9	7.3	0.9	-6.0	-1.7	-14.8	-5.3	-1.4	-0.4
1. KT&G	-1.1	8.8	24.1	36.4	16.9	-0.8	-9.4	-8.3	-20.2	-10.5	-1.6	-1.0
2.KGC	-22.1	-54.0	1.6	적지	-23.2	-25.0	-8.2	8.0	적지	-5.1	14.1	3.1
3.기타	적전	-69.2	적전	적지	적전	흑전	264.1	흑전	흑전	흑전	-39.4	4.4
영업이익률(%)	26.7	29.9	29.7	25.2	28.0	25.1	28.7	27.8	23.2	26.3	26.1	25.8
1. KT&G	37.8	40.7	40.3	39.1	39.6	32.7	37.3	34.4	36.3	35.3	35.4	35.2
2.KGC	18.2	7.2	19.3	-6.0	11.8	14.0	7.2	19.3	-3.4	10.9	12.2	12.3
3.기타	-4.7	3.6	-0.3	-11.2	-3.2	13.1	12.5	10.9	2.6	9.6	5.6	5.6
순이익	293.9	293.5	278.1	307.7	1,171.6	271.8	284.9	321.3	225.5	1,118.3	1,061.6	1,057.5
(% YoY)	7.3	-9.6	-13.7	160.1	12.9	-7.5	-2.9	15.5	-26.7	-10.9	1.6	-0.4
순이익률(%)	24.9	22.3	19.0	22.9	22.1	21.5	22.1	20.9	18.2	19.6	20.0	19.8
지배순이익	293.0	293.1	278.2	308.9	1,171.7	272.7	284.5	321.4	226.4	1,105.1	1,063.0	1,058.9
(% YoY)	7.3	-9.2	-13.3	157.7	13.2	-6.9	-2.9	15.5	-26.7	-5.8	-3.8	-0.4
지배순이익률(%)	24.9	22.2	19.0	23.0	22.1	21.6	22.0	20.9	18.3	20.7	20.0	19.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,963.2	5,301.6	5,330.4	5,307.9	5,341.1
매출액증가율 (%)	11.0	6.8	0.5	-0.4	0.6
매출원가	2,088.6	2,331.5	2,361.1	2,323.4	2,346.7
매출총이익	2,874.6	2,970.1	2,969.3	2,984.6	2,994.4
판매관리비	1,495.0	1,489.1	1,565.8	1,600.0	1,615.2
영업이익	1,379.6	1,481.1	1,403.5	1,384.6	1,379.2
영업이익률	27.8	27.9	26.3	26.1	25.8
금융손익	82.9	104.4	109.5	128.3	128.3
종속/관계기업손익	1.5	4.1	-0.4	4.1	4.1
기타영업외손익	-3.8	22.6	-37.3	-116.4	-116.4
세전계속사업이익	1,460.2	1,612.1	1,475.4	1,400.6	1,395.2
법인세비용	423.0	440.5	357.0	338.9	337.6
당기순이익	1,037.2	1,171.6	1,118.3	1,061.6	1,057.5
지배주주지분 순이익	1,035.0	1,171.7	1,105.1	1,063.0	1,058.9
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,417.2	6,750.4	7,012.0	7,182.3	7,533.9
현금및현금성자산	891.3	1,253.6	1,861.6	2,048.4	2,371.8
매출채권	941.1	1,115.3	1,030.9	1,026.9	1,033.8
재고자산	2,447.2	2,535.0	2,343.4	2,334.3	2,349.9
비유동자산	4,335.2	4,718.0	4,796.4	5,034.6	5,257.8
유형자산	1,753.7	1,718.4	1,881.4	2,124.4	2,341.7
무형자산	129.6	134.1	133.2	132.3	131.4
투자자산	1,353.0	1,599.8	1,516.1	1,512.2	1,519.0
자산총계	10,752.4	11,468.4	11,808.4	12,216.8	12,791.7
유동부채	1,600.1	1,991.5	1,846.6	1,839.7	1,851.5
매입채무	62.1	57.9	53.5	53.3	53.7
단기차입금	27.1	17.3	17.3	17.3	17.3
유동성장기부채	24.2	57.4	57.4	57.4	57.4
비유동부채	412.8	385.3	372.3	371.2	373.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	91.0	53.5	63.5	63.5	63.5
부채총계	2,012.9	2,376.8	2,218.9	2,210.9	2,224.6
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.4	533.4	533.4	533.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7,514.7	8,080.1	8,582.4	9,002.9	9,568.1
비지배주주지분	55.4	54.7	50.4	46.3	42.3
자본총계	8,739.6	9,091.6	9,589.5	10,005.9	10,567.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,042.5	1,261.7	1,334.2	1,155.3	1,331.0
당기순이익(손실)	1,037.2	1,171.6	1,118.3	1,061.6	1,057.5
유형자산상각비	177.8	194.8	127.0	147.0	172.7
무형자산상각비	7.4	8.5	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	-259.8	-47.9	120.8	-17.9	137.0
투자활동 현금흐름	-459.2	-85.8	-136.8	-344.4	-358.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-222.3	-216.1	-300.0	-400.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-154.3	-242.7	83.7	4.0	-6.8
재무활동 현금흐름	-632.2	-808.9	-589.4	-624.2	-649.0
차입금의 증감	-62.8	-13.8	10.0	0.0	0.0
자본의 증가	15.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-41.7	362.3	608.0	186.8	323.4
기초현금	933.0	891.3	1,253.6	1,861.6	2,048.4
기말현금	891.3	1,253.6	1,861.6	2,048.4	2,371.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,151	38,616	38,825	38,661	38,903
EPS(지배주주)	7,539	8,535	8,049	7,743	7,713
CFPS	12,556	12,627	11,439	11,014	11,156
EBITDAPS	11,398	12,269	11,155	11,162	11,310
BPS	63,253	65,822	69,480	72,543	76,660
DPS	4,400	4,800	5,000	5,200	5,400
배당수익률(%)	4.7	5.8	5.9	6.1	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	9.7	10.6	11.0	11.1
PCR	7.5	6.6	7.5	7.7	7.6
PSR	2.6	2.2	2.2	2.2	2.2
PBR	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
EBITDA	1,564.8	1,684.4	1,531.4	1,532.5	1,552.8
EV/EBITDA	6.7	5.4	5.7	5.6	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	13.2	11.9	10.9	10.3
EBITDA 이익률	31.5	31.8	28.7	28.9	29.1
부채비율	23.0	26.1	23.1	22.1	21.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	201.4	246.7	369.8	362.5	361.3
매출채권회전율(x)	5.4	5.2	5.0	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3

농심(004370) 코로나19 높았던 가수요 효과가 제거되는 하반기 기대

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

Buy

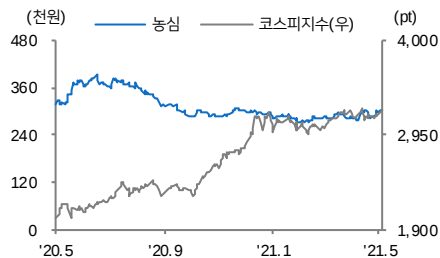
적정주가(12개월)	341,000원
현재주가 (6월 1일)	304,000원
상승여력	12.2%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	18,491억원
발행주식수	608만주
유동주식비율	49.58%
외국인비중	15.32%
52주 최고/최저가	391,500원/273,500원
평균거래대금	109.4억원

주요주주(%)

농심홀딩스 외 6인	45.49
국민연금공단	7.29

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	6.7	4.2
6개월	5.6	-13.7
12개월	-6.6	-40.1

주가그래프



1Q21 Review: 전년 코로나19에 기인한 가수요 효과 반영되며 시장 예상치 하회

- 총매출액 기준 면 -15.4%, 스낵 -6.6%, 음료 -2.3%, 상품 -2.6%, 수출 +22.0% 성장률을 기록
→ 전반적인 매출 감소 요인으로 작용. 라면/스낵은 시장 축소로 인한 매출 감소, 음료는 외부 활동 감소로 인한 백산수 매출 감소, 상품사업에서는 츄파춥스/멘토스 판매 감소가 주효
- 이익은 매출 감소로 인한 고정비 부담 증가와 별도 광고/판촉비, 인건비 및 수출부대비용(=운임료 증가) 증가 등이 부진한 흐름을 이끌

투자의견 Buy, 적정주가 34.1만원 유지

- 적정주가 34.1만원 유지, 12M Fwd EPS 17,027원에 적정 PER 20배 적용
- 실적 추정은 전년도 코로나19에 따른 가수요 증가 이후 부진한 매출 흐름과 전년비 원가 상승에 따른 실적 부진 요인을 반영
- PER 20배는 음식료 섹터 평균을 할증 반영. 절대적으로 높은 비중을 유지하는 해외법인 실적과 주력 카테고리 가격 인상 가능성을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,343.9	78.8	71.0	11,672	-15.7	316,955	20.6	0.8	5.7	3.7	36.7
2020	2,639.8	160.3	148.5	24,416	109.7	334,382	12.3	0.9	5.1	7.5	33.0
2021E	2,565.8	99.4	102.8	16,900	-30.9	347,490	18.0	0.9	6.6	5.0	32.6
2022E	2,672.5	131.3	117.2	19,275	14.1	362,962	15.8	0.8	5.2	5.4	31.9
2023E	2,786.3	141.3	124.8	20,519	6.5	379,678	14.8	0.8	4.6	5.5	31.2

농심(004370) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(별도기준, 십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
총매출액	610.1	580.6	580.7	570.3	2,341.7	561.4	558.7	573.0	562.0	2,255.1	2,313.9	2,374.6
1.라면	405.2	383.0	372.7	382.0	1,542.9	361.4	363.8	361.6	370.5	1,457.4	1,490.9	1,525.2
2.스낵	96.7	91.7	99.3	89.4	377.1	91.3	89.0	97.3	87.7	365.2	368.9	372.6
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	108.2	105.9	108.7	98.9	421.7	108.6	105.9	114.1	103.8	432.5	454.1	476.8
(% YoY)	14.0	11.3	9.5	5.5	10.1	-8.0	-3.8	-1.3	-1.5	-3.7	2.6	2.6
1.라면	18.6	13.9	11.9	6.8	12.7	-10.8	-5.0	-3.0	-3.0	-5.5	2.3	2.3
2.스낵	14.2	11.3	10.6	1.9	9.4	-5.6	-3.0	-2.0	-2.0	-3.2	1.0	1.0
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5.기타	-0.3	3.0	1.1	3.6	1.8	0.4	0.0	5.0	5.0	2.6	5.0	5.0
순매출액	553.9	524.7	519.8	507.3	2,105.7	504.6	502.2	515.0	505.2	2,027.1	2,079.9	2,134.5
(% YoY)	15.1	12.8	9.9	4.3	10.5	-8.9	-4.3	-0.9	-0.4	-3.7	2.6	2.6
판매장려금	56.2	56.0	60.9	63.0	236.0	56.8	56.5	57.9	56.8	228.0	234.0	240.1
매출비중(%)	9.2	9.6	10.5	11.0	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
영업이익	47.2	16.2	16.1	10.9	90.4	11.1	7.5	13.9	8.9	41.3	42.4	43.5
(% YoY)	105.9	345.8	48.9	-9.0	83.1	-76.5	-53.9	-13.7	-18.9	-54.3	2.6	2.6
영업이익률(%)	8.5	3.1	3.1	2.2	4.3	2.2	1.5	2.7	1.8	2.0	2.0	2.0
세전이익	51.8	26.3	25.2	19.6	122.9	23.1	18.1	23.5	17.6	82.5	76.5	77.6
(% YoY)	67.5	93.7	44.8	-1.3	50.3	-55.4	-31.1	-6.9	-10.1	-32.9	-7.2	1.5
세전이익률(%)	9.4	5.0	4.9	3.9	5.8	4.6	3.6	4.6	3.5	4.1	3.7	3.6
순이익	39.1	19.8	18.8	15.1	92.8	18.2	13.8	17.9	13.4	62.5	58.0	58.8
(% YoY)	66.4	471.6	43.3	-6.8	64.9	-53.6	-30.2	-5.0	-11.5	-32.6	-7.2	1.5
순이익률(%)	7.1	3.8	3.6	3.0	4.4	3.6	2.7	3.5	2.6	3.1	2.8	2.8

(연결기준, 십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	687.7	668.0	651.5	632.6	2,639.8	634.4	641.3	653.3	636.7	2,565.8	2,672.5	2,786.3
(% YoY)	16.8	17.6	10.4	5.9	12.6	-7.7	-4.0	0.3	0.7	-2.8	4.2	4.3
영업이익	63.6	41.4	29.3	26.0	160.3	28.3	21.4	27.7	22.0	99.4	131.3	141.3
(% YoY)	101.1	404.8	57.9	27.3	103.4	-55.5	-48.4	-5.5	-15.4	-38.0	32.0	7.6
영업이익률(%)	9.2	6.2	4.5	4.1	6.1	4.5	3.3	4.2	3.5	3.9	4.9	5.1
지배순이익	48.7	36.2	29.5	34.1	148.5	29.0	23.2	29.0	21.5	102.8	117.2	124.8
(% YoY)	67.9	678.3	82.4	61.2	109.2	-40.5	-35.9	-1.5	-36.8	-30.8	14.1	6.5
순이익률(%)	7.1	5.4	4.5	5.4	5.6	4.6	3.6	4.4	3.4	4.0	4.4	4.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,343.9	2,639.8	2,565.8	2,672.5	2,786.3
매출액증가율 (%)	4.8	12.6	-2.8	4.2	4.3
매출원가	1,626.0	1,802.6	1,792.1	1,866.7	1,946.2
매출총이익	717.9	837.2	773.7	805.8	840.1
판매관리비	639.1	676.9	674.3	674.6	698.9
영업이익	78.8	160.3	99.4	131.3	141.3
영업이익률	3.4	6.1	3.9	4.9	5.1
금융손익	10.0	13.9	15.7	9.7	9.7
종속/관계기업손익	-1.3	-1.7	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	16.0	18.1	20.9	14.0	14.0
세전계속사업이익	103.5	190.6	135.8	155.0	165.0
법인세비용	32.4	41.5	32.8	37.5	39.9
당기순이익	71.1	149.1	103.0	117.5	125.1
지배주주지분 순이익	71.0	148.5	102.8	117.2	124.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,078.6	1,074.4	1,121.3	1,234.2	1,355.9
현금및현금성자산	317.8	321.5	359.0	442.1	532.0
매출채권	210.6	211.5	212.9	221.7	231.0
재고자산	208.4	228.4	229.9	239.4	249.5
비유동자산	1,574.5	1,651.1	1,702.9	1,698.9	1,695.4
유형자산	1,208.3	1,271.4	1,323.4	1,320.4	1,317.6
무형자산	59.2	46.1	45.2	44.2	43.2
투자자산	76.3	69.4	69.0	69.2	69.3
자산총계	2,653.1	2,725.5	2,824.2	2,933.1	3,051.2
유동부채	585.0	522.2	525.7	547.2	570.2
매입채무	250.2	275.2	276.9	288.4	300.5
단기차입금	81.1	3.3	3.4	3.4	3.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	127.3	154.4	169.2	162.2	155.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	57.7	68.3	82.7	72.7	62.7
부채총계	712.3	676.6	694.8	709.4	725.6
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.8	120.8	120.8	120.8
기타포괄이익누계액	-20.5	-37.2	-14.0	-14.0	-14.0
이익잉여금	1,878.0	2,000.7	2,057.3	2,151.4	2,253.1
비지배주주지분	12.8	15.0	15.7	15.9	16.2
자본총계	1,940.7	2,049.0	2,129.3	2,223.7	2,325.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	162.5	231.5	167.0	225.9	233.3
당기순이익(손실)	71.1	149.1	103.0	117.5	125.1
유형자산상각비	94.7	100.8	102.8	103.1	102.7
무형자산상각비	1.3	0.8	1.1	1.0	1.0
운전자본의 증감	-39.3	-62.6	-58.6	4.3	4.6
투자활동 현금흐름	-30.7	-132.0	-147.0	-110.0	-110.6
유형자산의증가(CAPEX)	-153.9	-180.3	-138.2	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-17.7	5.2	0.2	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	17.8	-94.3	9.2	-32.8	-32.7
차입금의 증감	65.7	-60.3	14.5	-9.6	-9.6
자본의 증가	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	150.1	3.8	37.4	83.1	90.0
기초현금	167.7	317.8	321.5	359.0	442.1
기말현금	317.8	321.5	359.0	442.1	532.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	385,350	433,988	421,819	439,364	458,074
EPS(지배주주)	11,672	24,416	16,900	19,275	20,519
CFPS	37,759	52,955	41,740	41,501	42,862
EBITDAPS	28,740	43,057	33,430	38,692	40,272
BPS	316,955	334,382	347,490	362,962	379,678
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	12.3	18.0	15.8	14.8
PCR	6.4	5.7	7.3	7.3	7.1
PSR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EBITDA	174.8	261.9	203.3	235.4	245.0
EV/EBITDA	5.7	5.1	6.6	5.2	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	7.5	5.0	5.4	5.5
EBITDA 이익률	7.5	9.9	7.9	8.8	8.8
부채비율	36.7	33.0	32.6	31.9	31.2
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	13.8	41.0	51.6	72.4	85.7
매출채권회전율(x)	11.5	12.5	12.1	12.3	12.3
재고자산회전율(x)	11.4	12.1	11.2	11.4	11.4

삼양식품(003230) 코로나19가수요 영향해소 후 국내외 실적 동반개선 예상

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

Buy

적정주가(12개월) 128,000원

현재주가 (6월 1일) 90,900원

상승여력 40.8%

KOSPI 3,221.87pt

시가총액 6,848억원

발행주식수 753만주

유동주식비율 53.88%

외국인비중 5.45%

52주 최고/최저가 137,000원/84,500원

평균거래대금 41.6억원

주요주주(%)

삼양내츄럴스 외 11 인 46.11

엠디유니콘제일차 8.76

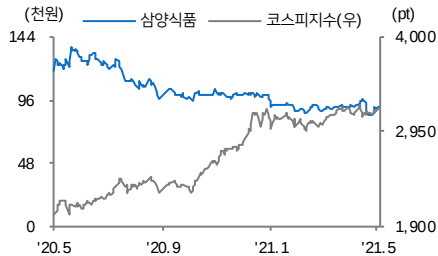
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -1.8 -4.1

6개월 -9.6 -26.0

12개월 -28.7 -54.3

주가그래프



1Q21 Review: 코로나19에 따른 라면 비축수요 제거 영향 불가피

- 국내 수요는 전년도 코로나 1차 팬데믹 비축성 수요가 폭발했던 시기로 안전 재고를 확보하는 이슈 존재
- 전년도 수요 증가 효과가 사라지며 국내 라면 매출 감소 요인으로 작용한 셈
- 수요 부진이 이어지는 가운데 1) 팜유 중심의 재료비 상승, 2) 환율 하락에 따른 수출 이익률 하락, 3) 해상운임 단가 상승, 4) 20.5월 이후 증가된 인건비 영향 등이 반영되며 수익성이 악화

투자의견 Buy, 적정주가 12.8만원 유지

- 적정주가는 12.8만원 유지, 12M Fwd EPS 9,860원에 적정 PER 13배 적용
- 실적 추정은 코로나19 이후 가수요 감소에 따른 국내/해외 라면 수요 부진과 마진율 하락을 반영
- PER 13배는 음식료 섹터 평균 반영. 수출 비중이 50% 이상으로 독보적인 음식료 수출기업이지만 카테고리 특성상 코로나19 역기저에 따른 부진이 불가피하다는 점에서 할증/할인 요인이 혼재함을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	543.6	78.3	59.6	7,906	70.0	37,661	11.4	2.4	7.2	23.1	63.5
2020	648.5	95.3	67.2	8,922	13.2	45,470	11.3	2.2	6.7	21.5	60.2
2021E	700.0	91.8	69.2	9,181	2.0	52,972	9.9	1.7	6.8	18.7	59.2
2022E	775.1	103.1	77.4	10,270	11.6	62,292	8.9	1.5	5.5	17.8	52.6
2023E	860.2	128.1	96.3	12,786	24.5	74,091	7.1	1.2	3.8	18.7	46.6

삼양식품(003230) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(연결기준, 십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	156.4	174.1	167.1	151.0	648.5	140.0	198.8	190.5	170.7	700.0	775.1	860.2
면스낵류(21년 변경)	141.1	158.8	153.1	138.0	591.1	133.9	182.0	174.7	156.4	647.1	716.6	795.6
수출면스낵류	75.4	105.2	96.8	80.6	358.0	78.1	126.3	116.1	96.8	417.3	479.8	551.8
내수면스낵류	72.2	53.6	56.4	57.3	239.5	55.8	55.8	58.6	59.6	229.8	236.7	243.8
스낵(21년 제거)	0.0	6.0	5.8	5.4	17.2	0.0	6.6	6.4	5.9	18.9	20.8	22.9
유제품(제품)	3.1	3.2	2.9	2.6	11.7	2.5	3.3	2.9	2.7	11.4	11.8	12.1
조미소재	4.0	6.0	5.9	5.2	21.1	4.8	6.5	6.5	5.7	23.4	25.3	27.3
기타제품	0.2	0.3	4.9	1.2	6.8	1.8	0.4	5.4	1.4	9.0	9.9	10.9
유제품(상품)	2.4	2.3	2.2	2.0	8.8	1.8	2.4	2.3	2.1	8.6	9.0	9.5
기타상품	5.9	3.8	-2.0	2.2	9.9	1.7	3.8	-2.1	2.3	5.7	5.9	6.0
용역	0.2	0.2	0.2	0.2	0.9	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.9	0.9
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	0.5	0.5	0.6
연결조정	-7.2	-6.6	-6.1	-6.0	-25.9	-6.8	-6.6	-6.1	-6.0	-25.6	-25.6	-25.6
(% YoY)	29.9	30.2	21.4	-0.6	19.3	-10.5	14.2	14.0	13.1	7.9	10.7	11.0
면스낵류(21년 변경)	30.1	33.5	24.5	-0.4	20.9	-5.1	14.6	14.1	13.4	9.5	10.7	11.0
수출면스낵류	47.8	55.3	41.9	20.0	34.7	3.6	20.0	20.0	20.0	16.5	15.0	15.0
내수면스낵류	25.7	4.6	3.0	5.0	7.4	-22.7	4.0	4.0	4.0	-4.1	3.0	3.0
스낵(21년 제거)	0.0	-3.4	-2.5	10.0	-35.9	0.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유제품	-0.3	4.4	-9.0	4.0	-8.3	-17.0	3.0	3.0	3.0	-2.3	3.0	3.0
조미소재	90.1	99.8	133.6	50.0	9.4	19.2	9.0	9.0	9.0	10.9	8.0	8.0
기타제품	-87.9	-79.2	93.9	10.0	55.7	642.5	10.0	10.0	10.0	33.1	10.0	10.0
유제품	24.2	-1.0	-3.3	5.0	0.9	-23.2	5.0	5.0	5.0	-2.6	5.0	5.0
기타상품	217.6	-9.3	적전	2.0	61.6	-71.4	2.0	2.0	2.0	-41.9	2.0	2.0
용역	-7.5	-9.5	-12.4	5.0	5.7	-36.9	5.0	5.0	5.0	-5.5	5.0	5.0
기타	29.0	28.7	-12.3	5.0	3.1	-41.9	5.0	5.0	5.0	-6.3	5.0	5.0
연결조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	26.7	29.5	23.4	15.8	95.3	14.4	29.4	27.4	20.6	91.8	103.1	128.1
(% YoY)	74.0	41.6	11.5	-25.3	21.8	-46.2	-0.2	17.2	30.6	-3.7	12.3	24.3
영업이익률(%)	17.1	16.9	14.0	10.5	14.7	10.3	14.8	14.4	12.1	13.1	13.3	14.9
세전이익	29.1	29.1	22.5	10.0	90.7	16.6	29.0	26.5	18.5	90.6	102.1	127.1
(% YoY)	96.3	33.5	-0.6	-47.3	15.9	-42.9	-0.2	17.8	84.5	-0.1	12.6	24.5
세전이익률(%)	18.6	16.7	13.5	6.6	14.0	11.9	14.6	13.9	10.8	12.9	13.2	14.8
지배순이익	22.3	22.8	17.2	4.9	67.2	13.1	22.0	20.1	14.0	69.2	77.4	96.3
(% YoY)	95.7	26.2	4.6	-64.2	12.9	-41.6	-3.6	17.1	186.5	2.9	11.9	24.5
순이익률(%)	14.3	13.1	10.3	3.2	10.4	9.3	11.1	10.6	8.2	9.9	10.0	11.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼양식품(003230)

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	543.6	648.5	700.0	775.1	860.2
매출액증가율 (%)	15.8	19.3	7.9	10.7	11.0
매출원가	386.4	457.0	499.9	553.5	614.2
매출총이익	157.1	191.5	200.1	221.6	246.0
판매관리비	78.9	96.1	108.3	118.6	118.0
영업이익	78.3	95.3	91.8	103.1	128.1
영업이익률	14.4	14.7	13.1	13.3	14.9
금융손익	0.8	0.4	-0.5	-0.1	-0.1
종속/관계기업손익	0.3	-1.3	-0.3	0.1	0.1
기타영업외손익	-1.2	-3.8	-0.4	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	78.3	90.7	90.6	102.1	127.1
법인세비용	18.2	22.7	21.3	24.7	30.8
당기순이익	60.0	68.0	69.4	77.4	96.3
지배주주지분 순이익	59.6	67.2	69.2	77.4	96.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	184.6	200.0	246.0	311.6	397.9
현금및현금성자산	87.5	104.0	82.9	137.1	210.7
매출채권	53.6	44.5	50.3	55.5	61.4
재고자산	27.6	34.5	39.0	43.0	47.6
비유동자산	285.8	356.2	398.2	415.1	432.2
유형자산	246.4	308.7	338.0	353.0	368.0
무형자산	4.6	5.0	5.2	5.2	5.2
투자자산	20.2	19.2	37.1	38.9	41.0
자산총계	470.4	556.2	644.3	726.6	830.1
유동부채	149.5	163.6	171.6	180.5	191.2
매입채무	48.3	47.5	53.8	59.4	65.7
단기차입금	54.7	43.6	36.7	31.7	26.7
유동성장기부채	1.9	1.9	1.4	1.4	1.4
비유동부채	33.3	45.4	67.9	70.0	72.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.1	26.1	46.1	46.1	46.1
부채총계	182.7	209.0	239.5	250.5	263.7
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
기타포괄이익누계액	2.8	2.2	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	231.1	290.5	346.7	416.9	505.8
비지배주주지분	3.9	4.8	5.8	6.9	8.3
자본총계	287.6	347.3	404.8	476.1	566.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	52.5	80.9	122.7	83.3	103.0
당기순이익(손실)	60.0	68.0	69.4	77.4	96.3
유형자산상각비	11.9	13.0	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-27.7	-22.2	57.7	5.9	6.7
투자활동 현금흐름	-12.3	-66.2	-101.6	-18.3	-18.7
유형자산의증가(CAPEX)	-13.4	-65.8	-36.5	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	1.9	1.0	-17.9	-1.9	-2.1
재무활동 현금흐름	-5.6	3.5	-42.5	-10.8	-10.7
차입금의 증감	2.2	9.1	12.9	-4.7	-4.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.4	16.6	-21.2	54.3	73.6
기초현금	53.1	87.5	104.0	82.9	137.1
기말현금	87.5	104.0	82.9	137.1	210.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	72,160	86,089	92,920	102,890	114,196
EPS(지배주주)	7,906	8,922	9,181	10,270	12,786
CFPS	10,547	13,308	11,852	13,549	16,868
EBITDAPS	12,002	14,419	12,186	13,682	17,001
BPS	37,661	45,470	52,972	62,292	74,091
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	11.3	9.9	8.9	7.1
PCR	8.5	7.6	7.7	6.7	5.4
PSR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR	2.4	2.2	1.7	1.5	1.2
EBITDA	90.4	108.6	91.8	103.1	128.1
EV/EBITDA	7.2	6.7	6.8	5.5	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.1	21.5	18.7	17.8	18.7
EBITDA 이익률	16.6	16.7	13.1	13.3	14.9
부채비율	63.5	60.2	59.2	52.6	46.6
금융비용부담률	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	50.5	104.1			
매출채권회전율(x)	11.7	13.2	14.8	14.7	14.7
재고자산회전율(x)	21.3	20.9	19.1	18.9	19.0

롯데칠성(005300) OEM 생산에 따른 가동률 개선과 주력 브랜드의 성과를 기다릴 시기

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

Hold

적정주가(12개월) 155,000원

현재주가 (6월 1일) 164,500원

상승여력 -5.8%

KOSPI 3,221.87pt

시가총액 14,764억원

발행주식수 928만주

유통주식비율 32.51%

외국인비중 9.10%

52주 최고/최저가 167,500원/85,900원

평균거래대금 66.3억원

주요주주(%)

롯데지주 외 16 인 62.80

국민연금공단 9.97

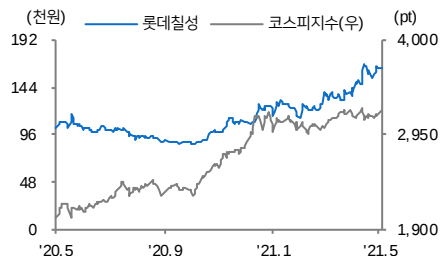
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 17.5 14.8

6개월 66.5 36.1

12개월 55.9 -0.1

주가그래프



1Q21 Review: 음료부문의 부진을 주류부문의 수익성 개선 효과로 상쇄

- 음료 부문 전년도 역기저 및 코로나19 장기화에 따른 매출 감소가 고정비 부담으로 이어지며 감익 기록
- 주류 부문 소주 점유율 회복과 맥주 클라우드 생드래프트 제품의 판매 호조가 매출 성장을 견인
연간 이익 가이드스 100억원을 1분기에 이미 달성한 상황으로 클라우드 생드래프트의 경우 비수기 매출액 월 40억원을 달성한 점이 주요
- 21년 연간 가이드스 음료 매출액 +4.3% 증가, 주류 매출액 +9.9% 성장 제시. 보복 소비로 인한 소비 심리 회복 가능성과 코로나 백신 보급 지연에 따른 하반기 재유행 가능성이 상존하는 환경임을 고려

투자의견 Hold 유지, 적정주가는 음료/주류 업황 회복에 따른 실적추정치 변경을 반영 15.5만원으로 상향

- 적정주가 산출을 위한 12M EPS 8,652원에 적정 PER 16배 적용. 적용 PER은 글로벌 주류업 Peer 평균 PER 23배를 20% 할인, OEM 생산에 따른 가동률 확대는 긍정적이나 여전히 신제품의 M/S 확대 효과는 제한적인 상황을 감안
- 22년 추정치 변경, 순이익 53.2% 상향, 수제맥주 공표/제주맥주 OEM 생산으로 20%대의 맥주 가동률 30% 후반으로 상승 효과 반영, 음료 부문에 이은 ZBB(Zero Based Budget) 효과 반영

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,429.5	107.7	-142.4	-18,034	181.7	138,233	-7.8	1.0	9.2	-11.7	165.2
2020	2,258.0	97.2	-12.5	-1,740	-87.6	132,776	-62.4	0.8	9.2	-1.0	165.6
2021E	2,348.0	156.9	80.3	8,754	-494.2	136,283	18.8	1.2	6.0	6.1	153.6
2022E	2,397.9	161.3	84.3	9,197	4.5	142,476	17.9	1.2	5.2	6.2	138.9
2023E	2,449.1	164.4	86.6	9,456	2.8	148,909	17.4	1.1	5.0	6.1	125.3

롯데칠성(005300) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	507.4	598.0	645.2	507.4	2,258.0	538.8	611.9	661.7	535.7	2,348.0	2,397.9	2,449.1
연결음료	369.0	450.3	473.4	374.0	1,666.6	374.7	458.2	481.8	397.2	1,711.8	1,742.0	1,772.8
음료(별도)	352.0	424.5	446.6	329.3	1,552.3	347.7	431.9	454.4	349.7	1,583.8	1,611.7	1,640.2
탄산(별도)	156.5	176.6	177.8	139.6	650.6	157.7	180.1	181.4	142.4	661.7	674.9	688.4
주스(별도)	48.7	54.2	56.6	40.8	200.3	46.1	54.8	57.1	41.2	199.2	201.2	203.2
커피(별도)	54.1	72.4	82.5	57.3	266.2	55.0	74.5	84.9	59.0	273.5	281.7	290.2
생수 및 기타(별도)	92.7	121.3	129.7	106.0	449.7	88.9	122.5	131.0	107.0	449.4	453.9	458.4
별도 외 음료	17.0	25.8	26.9	30.2	99.8	27.0	26.2	27.3	47.5	128.1	130.3	132.6
연결주류	138.4	147.7	171.8	151.7	609.6	185.6	153.8	179.9	138.4	657.7	655.8	676.3
주류(별도)	138.4	147.7	171.8	151.8	609.7	160.3	152.9	179.0	154.2	646.5	662.5	679.1
소주(별도)	76.7	83.8	70.6	54.5	285.6	76.4	85.4	72.0	55.6	289.4	295.2	301.1
맥주(별도)	12.3	31.9	52.9	47.7	144.8	20.6	35.1	58.1	52.4	166.3	174.6	183.3
기타주류(별도)	49.4	32.0	48.4	45.8	175.6	63.3	32.4	48.9	46.2	190.8	192.7	194.6
별도 외 주류	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	0.8	0.9	-15.8	-10.3	-6.7	-2.8
(% YoY)	-11.7	-11.7	-1.8	-2.4	-7.1	6.2	2.3	2.5	5.6	4.0	2.1	2.1
연결음료	-1.9	-5.6	-4.1	-2.4	-3.7	1.5	1.8	1.8	6.2	2.7	1.8	1.8
음료(별도)	-2.2	-4.9	-4.9	-10.4	-5.6	-1.2	1.4	1.4	1.4	2.0	1.8	1.8
탄산(별도)	-2.3	0.1	0.0	-11.0	-3.1	0.8	2.0	2.0	2.0	1.7	2.0	2.0
주스(별도)	-10.6	-16.9	-12.0	-19.2	-14.6	-5.3	1.0	1.0	1.0	-0.5	1.0	1.0
커피(별도)	-2.4	-6.3	-5.9	-11.1	-6.5	1.7	3.0	3.0	3.0	2.7	3.0	3.0
생수 및 기타(별도)	3.3	-4.8	-7.3	10.7	-0.7	-4.1	1.0	1.0	1.0	5.0	5.0	5.0
연결주류	-30.3	-26.2	5.0	10.9	-12.8	34.1	4.1	4.7	-8.7	7.9	-0.3	3.1
주류(별도)	-30.3	-26.3	5.0	10.7	-12.9	15.9	3.5	4.2	1.6	6.0	2.5	2.5
소주(별도)	-25.0	-28.0	2.0	-24.6	-20.7	-0.4	2.0	2.0	2.0	1.4	2.0	2.0
맥주(별도)	-64.1	-28.0	35.0	122.2	4.0	67.5	10.0	10.0	10.0	14.9	5.0	5.0
기타주류(별도)	-20.6	-19.2	-12.5	5.7	-12.4	28.2	1.0	1.0	1.0	8.7	1.0	1.0
기타사업	3.2	-16.0	13.1	5.0	16.0	81.2	5.0	5.0	5.0	18.0	5.0	5.0
영업이익	6.3	29.3	58.4	3.3	97.2	32.3	49.2	68.7	6.7	156.9	161.3	164.4
음료부문	23.9	40.1	57.4	1.9	123.3	23.0	47.7	63.3	6.0	139.9	142.4	144.9
주류부문	-17.6	-10.8	0.9	1.5	-26.0	9.3	1.5	5.4	0.7	16.9	18.9	19.4
(% YoY)	-67.5	-36.8	19.0	-147.9	-9.7	416.2	68.1	17.6	101.1	61.3	2.8	1.9
영업이익률(%)	1.2	4.9	9.0	0.7	4.3	6.0	8.0	10.4	1.2	6.7	6.7	6.7
음료부문	6.5	8.9	12.1	0.5	7.4	6.1	10.4	13.1	1.5	8.2	8.2	8.2
주류부문	-12.7	-7.3	0.5	1.0	-4.3	5.0	1.0	3.0	0.5	2.6	2.9	2.9
순이익(지배)	-3.0	14.7	32.3	-52.0	-12.5	16.3	28.8	41.4	-6.2	80.3	84.3	86.6
(% YoY)	-226.0	-133.0	10.2	-59.8	-94.4	-636.5	95.3	28.3	-88.0	-1,104.0	5.0	2.8
지배순이익률(%)	-0.6	2.5	5.0	-10.3	-0.4	3.0	4.7	6.3	-1.2	3.4	3.5	3.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

롯데칠성(005300)

2021년 하반기 전망 시리즈 13

음식료

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,429.5	2,258.0	2,348.0	2,397.9	2,449.1
매출액증가율 (%)	3.5	-7.1	4.0	2.1	2.1
매출원가	1,445.9	1,349.5	1,386.7	1,416.1	1,446.4
매출총이익	983.6	908.5	961.3	981.7	1,002.7
판매관리비	876.0	811.2	804.5	820.5	838.3
영업이익	107.7	97.2	156.9	161.3	164.4
영업이익률	4.4	4.3	6.7	6.7	6.7
금융손익	-32.1	-32.2	-33.8	-34.1	-34.1
중속/관계기업손익	-9.2	-7.7	-1.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-204.3	-80.2	-12.8	-14.5	-14.5
세전계속사업이익	-137.9	-22.9	108.6	112.8	115.9
법인세비용	6.1	-6.1	26.8	27.3	28.0
당기순이익	-144.0	-16.8	81.8	85.5	87.8
지배주주지분 순이익	-142.4	-12.5	80.3	84.3	86.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	788.4	893.3	992.6	1,128.7	1,238.3
현금및현금성자산	199.4	158.9	217.2	336.1	428.0
매출채권	242.4	238.4	251.7	257.3	263.0
재고자산	273.9	257.4	271.7	277.8	284.0
비유동자산	2,468.1	2,572.8	2,409.9	2,221.9	2,063.1
유형자산	2,014.6	1,939.7	1,785.6	1,602.3	1,447.2
무형자산	118.6	116.6	108.9	98.2	88.6
투자자산	108.7	271.4	289.4	295.3	301.4
자산총계	3,256.5	3,466.1	3,402.5	3,350.6	3,301.4
유동부채	941.6	864.9	610.9	596.5	582.5
매입채무	87.4	172.1	181.7	185.7	189.9
단기차입금	26.5	27.4	22.1	17.1	12.1
유동성장기부채	534.4	381.8	107.5	87.5	67.5
비유동부채	1,086.9	1,296.3	1,449.9	1,351.7	1,253.5
사채	838.8	1,006.5	1,158.0	1,058.0	958.0
장기차입금	60.0	114.7	114.3	113.3	112.3
부채총계	2,028.5	2,161.2	2,060.8	1,948.2	1,836.1
자본금	4.4	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	-22.5	50.1	48.7	48.7	48.7
기타포괄이익누계액	-3.2	-21.7	-13.7	-13.7	-13.7
이익잉여금	1,908.3	1,876.2	1,903.9	1,964.3	2,027.0
비지배주주지분	15.9	10.3	12.9	13.2	13.4
자본총계	1,228.0	1,304.9	1,341.7	1,402.4	1,465.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	134.1	303.4	329.9	379.6	352.8
당기순이익(손실)	-144.0	-16.8	81.8	85.5	87.8
유형자산상각비	151.6	140.0	269.1	283.2	255.2
무형자산상각비	12.1	10.9	11.7	10.7	9.6
운전자본의 증감	-97.5	63.4	-44.1	0.2	0.2
투자활동 현금흐름	-134.2	-388.5	-130.2	-109.8	-110.1
유형자산의증가(CAPEX)	-153.1	-129.3	-111.3	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	32.6	-170.4	-18.0	-5.9	-6.1
재무활동 현금흐름	101.9	45.9	-142.4	-150.8	-150.8
차입금의 증감	93.8	70.8	-132.5	-126.0	-126.0
자본의 증가	-25.2	73.0	-1.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	101.0	-40.6	58.3	118.9	91.9
기초현금	98.4	199.4	158.9	217.2	336.1
기말현금	199.4	158.9	217.2	336.1	428.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	303,939	275,995	261,615	267,166	272,875
EPS(지배주주)	-18,034	-1,740	8,754	9,197	9,456
CFPS	37,792	34,231	47,591	48,205	44,876
EBITDAPS	33,947	30,330	48,773	50,719	47,820
BPS	138,233	132,776	136,283	142,476	148,909
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
배당수익률(%)	1.9	2.5	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	-7.8	-62.4	18.8	17.9	17.4
PCR	3.7	3.2	3.5	3.4	3.7
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
PBR	1.0	0.8	1.2	1.2	1.1
EBITDA	271.4	248.1	437.7	455.2	429.2
EV/EBITDA	9.2	9.2	6.0	5.2	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.7	-1.0	6.1	6.2	6.1
EBITDA 이익률	11.2	11.0	18.6	19.0	17.5
부채비율	165.2	165.6	153.6	138.9	125.3
금융비용부담률	1.6	1.6	1.7	1.9	1.8
이자보상배율(x)	2.8	2.7	3.8	3.6	3.6
매출채권회전율(x)	9.7	9.4	9.6	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	9.2	8.5	8.9	8.7	8.7

롯데푸드(002270) 가공유지 가격 인상 효과 지속 및 비용 절감 효과 기대

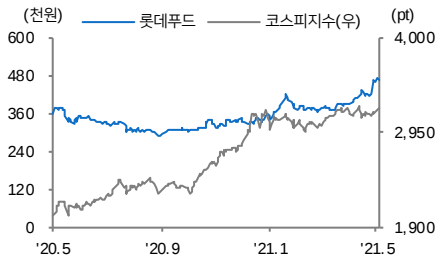
Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	430,000원
현재주가 (6월 1일)	469,500원
상승여력	-8.4%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	5,314억원
발행주식수	121만주
유동주식비율	32.16%
외국인비중	12.95%
52주 최고/최저가	471,000원/288,500원
평균거래대금	18.8억원
주요주주(%)	
롯데지주 외 8인	48.21

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	19.8	17.0
6개월	47.9	20.9
12개월	24.5	-20.2

주가그래프



1Q21 Review: 일회성 비용 제외 시 뚜렷한 전년비 이익 증가세 시현

- 유지식품은 가공유지 판가 인상과 식자재유통 매출 부진이 혼재되며 매출액 전년비 소폭 성장. 유지는 가격 인상을 통한 원재료 상승 부담을 상쇄하고 비효율채널 효율화 작업 노력을 지속 계획
- 빙과는 아이스크림 판매 호조로 유제품 부진을 상쇄하며 매출 성장세를 시현. 가정 내 디저트 수요 확대와 아이스크림 전문점 출점이 매출 성장에 기여. 중국 분유 수출 부진은 동남아 지역 다변화로 상쇄
- 육가공은 체질 개선 노력을 지속, 비효율 제품 매출 구조조정과 ZBB 정책을 활용해 수익성 대폭 개선. 국산 원료육 비중을 확대하며 원가 개선 노력 지속 중

투자의견 Hold 유지, 적정주가는 43만원으로 30.3% 상향

- 12M Fwd EPS는 33,380원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 13배를 적용. 적용 PER은 음식료 섹터 12M Fwd 평균 PER 13배를 적용. 저수익 식자재유통업/축육도매에 대한 구조조정으로 종합식품 업태의 성격 강화. 유지/빙과/육가공 포트폴리오 균형과 HMR 사업 확대 전략을 고려해 음식료 평균 적용
- 22년 추정치 변경, 순이익 19.3% 상향, 대두유 가격 상승 기조에 유지가격 인상으로 대응, 영업이익 성장 전환에 기여, 만성 적자의 식육유통 부문 구조조정과 롯데그룹 전반에 적용중인 ZBB(Zero Based Budget) 효과 반영

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,788.0	49.5	37.6	33,238	-11.6	625,523	12.4	0.7	6.5	5.4	86.7
2020	1,718.9	44.6	70.5	62,268	87.3	673,881	5.3	0.5	5.1	9.6	68.9
2021E	1,740.9	53.5	36.0	31,060	-50.1	642,184	15.1	0.7	6.1	4.7	58.4
2022E	1,793.1	66.2	45.1	37,297	20.1	670,451	12.6	0.7	5.2	5.7	55.4
2023E	1,847.0	71.4	49.0	40,558	8.7	701,978	11.6	0.7	4.7	5.9	52.5

롯데푸드(002270) 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 13
음식료

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	409.2	440.6	472.8	396.2	1,718.9	413.2	446.6	479.4	401.8	1,740.9	1,793.1	1,847.0
유지식품	165.6	165.7	167.5	163.9	662.7	168.1	167.3	169.1	165.5	670.1	683.5	697.2
빙과 등	84.0	115.6	122.3	76.7	398.7	86.1	116.8	123.5	77.4	403.9	416.0	428.5
육가공 등	159.5	159.2	183.0	155.7	657.5	159.0	162.4	186.7	158.8	666.8	693.5	721.3
(% YoY)	-3.8	-5.5	-1.0	-5.4	-3.9	1.0	1.4	1.4	1.4	1.3	3.0	3.0
유지식품	-5.5	-8.5	-5.5	-7.6	-6.8	1.5	1.0	1.0	1.0	1.1	2.0	2.0
빙과 등	1.0	-1.0	-1.9	2.4	-0.2	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0	3.0
육가공 등	-4.3	-5.6	4.2	-6.5	-3.0	-1.0	2.0	2.0	2.0	1.4	4.0	4.0
영업이익	9.9	14.0	20.9	-0.5	44.6	10.8	17.5	22.3	2.8	53.5	66.2	71.4
유지식품	10.4	7.0	8.7	6.7	32.7	9.7	7.3	8.9	6.9	32.8	36.8	41.0
빙과 등	1.2	9.2	9.4	-3.7	16.0	0.8	9.2	9.5	-3.7	15.8	19.7	20.3
육가공 등	-1.6	-2.2	2.9	-3.4	-4.3	0.3	1.0	3.9	-0.3	4.9	9.7	10.1
(% YoY)	15.9	-24.5	-1.2	-140.5	-10.2	8.3	25.2	6.4	-697.1	20.3	24.0	7.9
유지식품	9.0	-44.4	-30.1	-29.0	-25.5	-6.7	3.4	3.0	3.5	0.1	12.2	11.5
빙과 등	-3.4	-5.3	-19.6	-17.9	-11.3	-30.6	1.0	1.0	1.0	-1.3	24.9	3.0
육가공 등	-25.2	-42.2	-199.0	-7.2	-65.3	-118.6	-148.1	34.5	-90.3	-212.2	99.3	4.0
영업이익률(%)	2.4	3.2	4.4	-0.1	2.6	2.6	3.9	4.6	0.7	3.1	3.7	3.9
유지식품	6.3	4.2	5.2	4.1	4.9	5.8	4.3	5.3	4.2	4.9	5.4	5.9
빙과 등	1.4	7.9	7.7	-4.8	4.0	0.9	7.9	7.7	-4.8	3.9	4.7	4.7
육가공 등	-1.0	-1.4	1.6	-2.2	-0.7	0.2	0.6	2.1	-0.2	0.7	1.4	1.4
세전이익	8.8	74.4	17.9	-4.6	96.7	9.6	16.0	20.9	0.6	47.6	59.5	64.7
(% YoY)	-11.4	288.6	-11.2	-1,730.1	94.7	8.9	-78.5	16.5	-112.3	-51.2	26.4	8.7
순이익	6.8	56.3	10.5	-3.4	70.5	7.1	12.1	15.8	0.4	36.0	45.1	49.0
(% YoY)	-5.3	287.7	-31.0	-761.4	87.2	4.2	-78.4	50.1	-112.5	-49.5	27.0	8.7
순이익률(%)	1.7	12.8	2.2	-0.9	4.1	1.7	2.7	3.3	0.1	2.0	2.5	2.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,788.0	1,718.9	1,740.9	1,793.1	1,847.0
매출액증가율 (%)	-1.3	-3.9	1.3	3.0	3.0
매출원가	1,487.8	1,428.3	1,443.6	1,490.0	1,534.8
매출총이익	300.3	290.5	297.4	303.1	312.2
판매관리비	250.8	246.0	243.9	236.9	240.8
영업이익	49.5	44.6	53.5	66.2	71.4
영업이익률	2.8	2.6	3.1	3.7	3.9
금융손익	-4.5	-5.0	-4.6	-4.7	-4.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.7	57.2	-1.4	-2.0	-2.0
세전계속사업이익	49.7	96.7	47.6	59.5	64.7
법인세비용	12.0	26.3	11.6	14.4	15.7
당기순이익	37.6	70.5	36.0	45.1	49.0
지배주주지분 순이익	37.6	70.5	36.0	45.1	49.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	624.5	552.0	492.3	514.8	543.3
현금및현금성자산	28.6	121.1	55.5	65.3	80.7
매출채권	192.4	179.0	181.5	186.9	192.5
재고자산	227.2	183.3	185.8	191.4	197.1
비유동자산	697.1	736.1	737.3	744.8	751.5
유형자산	560.9	585.9	590.1	597.0	602.9
무형자산	46.2	43.4	43.3	43.1	42.8
투자자산	27.7	37.3	38.1	39.0	39.9
자산총계	1,321.6	1,288.1	1,229.6	1,259.6	1,294.7
유동부채	453.8	317.8	185.3	189.8	195.4
매입채무	80.2	73.7	74.7	76.9	79.2
단기차입금	12.0	4.0	3.0	2.0	2.0
유동성장기부채	100.0	134.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	159.8	207.5	267.9	259.2	250.6
사채	49.9	149.8	209.6	199.6	189.6
장기차입금	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	613.6	525.3	453.2	449.0	446.0
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	2.9	-1.4	-1.1	-1.1	-1.1
이익잉여금	923.3	982.2	995.7	1,029.9	1,068.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	708.0	762.8	776.4	810.6	848.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	47.7	130.2	74.8	96.4	100.8
당기순이익(손실)	37.6	70.5	36.0	45.1	49.0
유형자산상각비	48.2	49.8	50.9	52.2	53.0
무형자산상각비	3.1	2.9	0.6	0.2	0.2
운전자본의 증감	-52.4	34.8	-9.7	-4.4	-4.6
투자활동 현금흐름	-49.3	-92.2	-59.9	-60.7	-60.7
유형자산의증가(CAPEX)	-74.8	-81.7	-60.8	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	12.3	-9.6	-0.7	-0.9	-0.9
재무활동 현금흐름	-12.8	54.5	-80.4	-26.0	-24.8
차입금의 증감	17.4	74.4	-75.2	-10.9	-9.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-14.4	92.5	-65.5	9.8	15.4
기초현금	43.0	28.6	121.1	55.5	65.3
기말현금	28.6	121.1	55.5	65.3	80.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	1,579,714	1,518,601	1,502,435	1,483,046	1,527,620
EPS(지배주주)	33,238	62,268	31,060	37,297	40,558
CFPS	99,925	95,537	88,330	95,308	100,086
EBITDAPS	89,072	85,965	90,584	98,088	103,113
BPS	625,523	673,881	642,184	670,451	701,978
DPS	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	2.9	3.6	2.6	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	5.3	15.1	12.6	11.6
PCR	4.1	3.5	5.3	4.9	4.7
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDA	100.8	97.3	105.0	118.6	124.7
EV/EBITDA	6.5	5.1	6.1	5.2	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	9.6	4.7	5.7	5.9
EBITDA 이익률	5.6	5.7	6.0	6.6	6.7
부채비율	86.7	68.9	58.4	55.4	52.5
금융비용부담률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	9.5	7.4	10.4	12.7	13.7
매출채권회전율(x)	9.4	9.3	9.7	9.7	9.7
재고자산회전율(x)	8.5	8.4	9.4	9.5	9.5

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

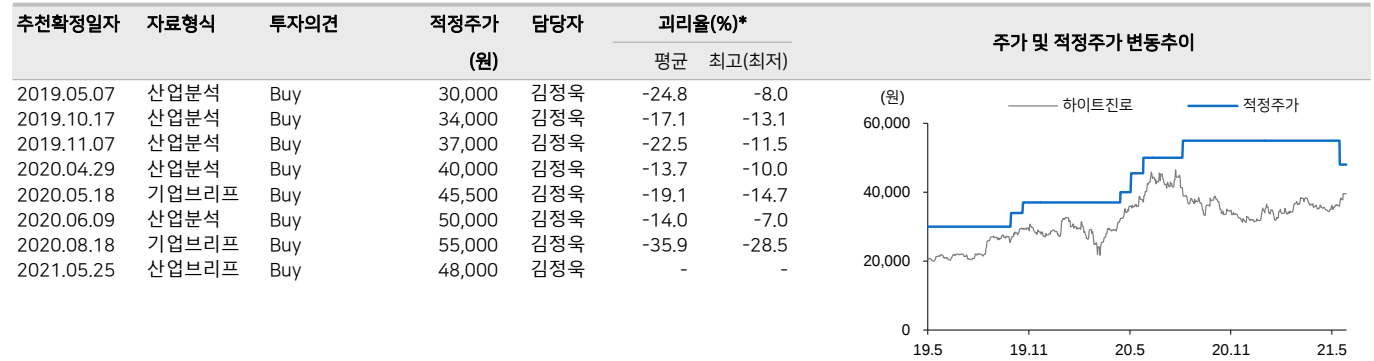
CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.07	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-43.6	-38.8	
2019.08.09	기업브리프	Buy	440,000	김정옥	-47.6	-43.5	
2019.11.12	기업브리프	Buy	380,000	김정옥	-27.4	9.2	
2020.08.05	기업브리프	Buy	430,000	김정옥	-0.8	3.1	
2020.08.12	기업브리프	Buy	490,000	김정옥	-19.8	-14.7	
2020.11.11	산업분석	Buy	550,000	김정옥	-25.5	-14.4	
2021.05.25	산업브리프	Buy	610,000	김정옥	-	-	

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



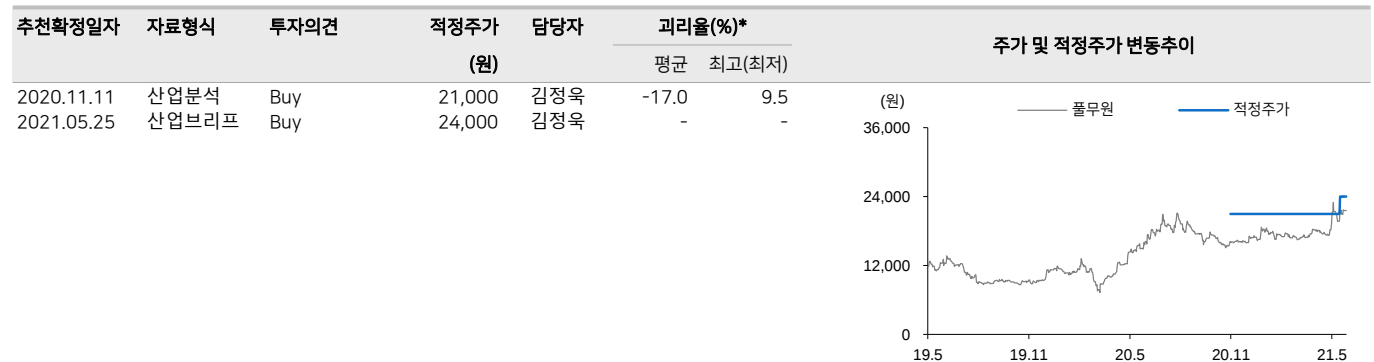
CJ프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



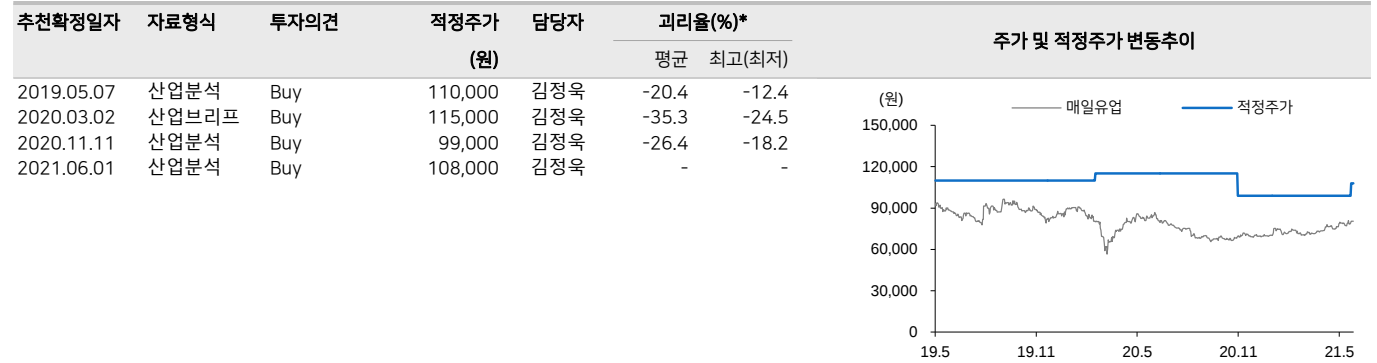
풀무원 (017810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



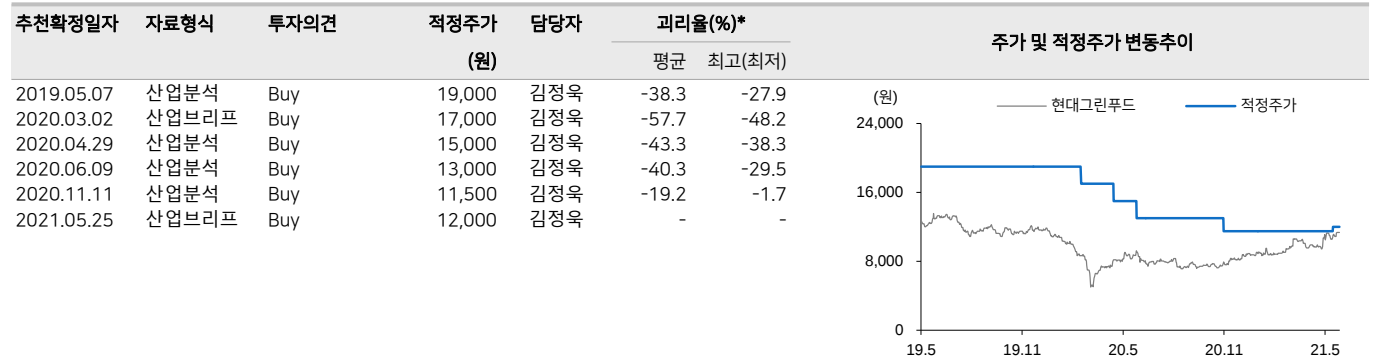
매일유업 (267980) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



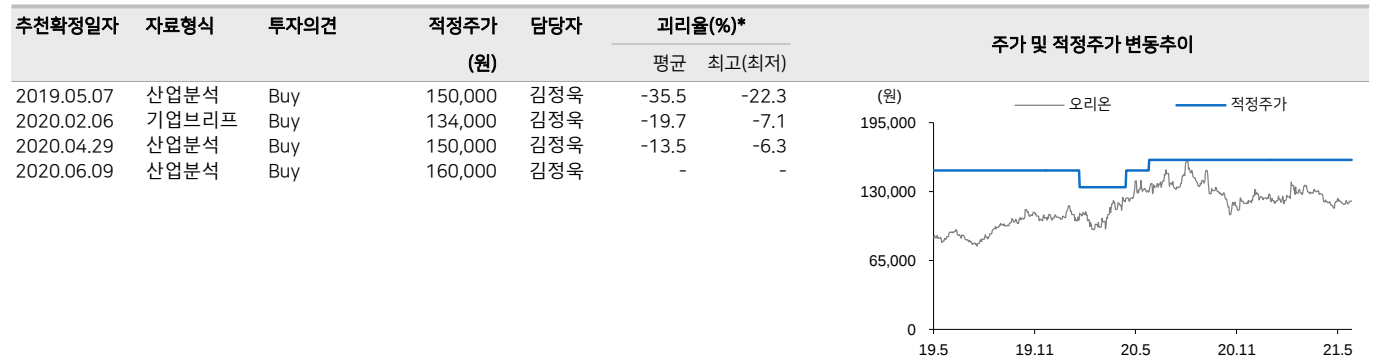
현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



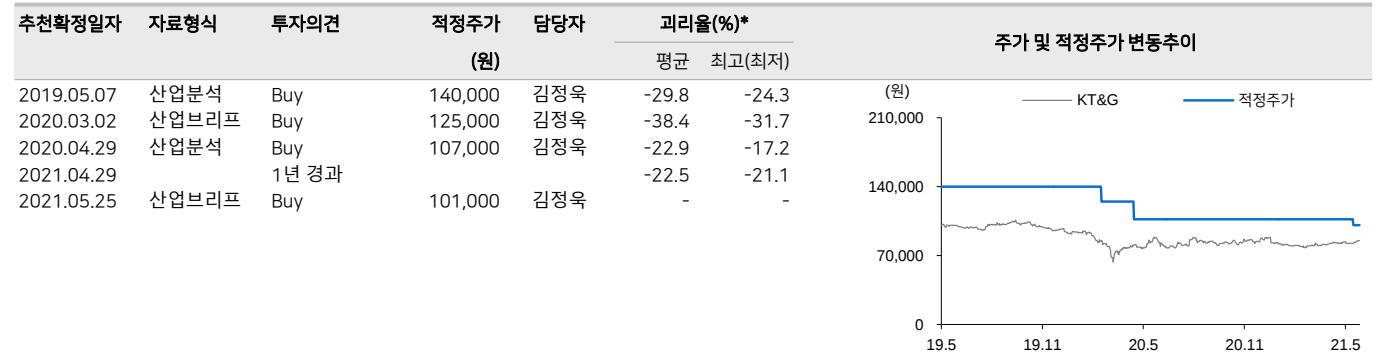
오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



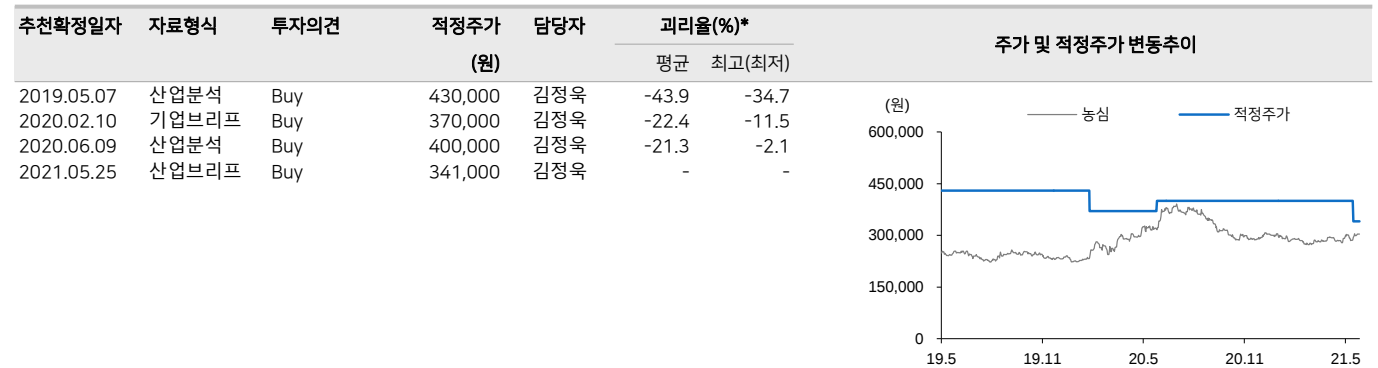
KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



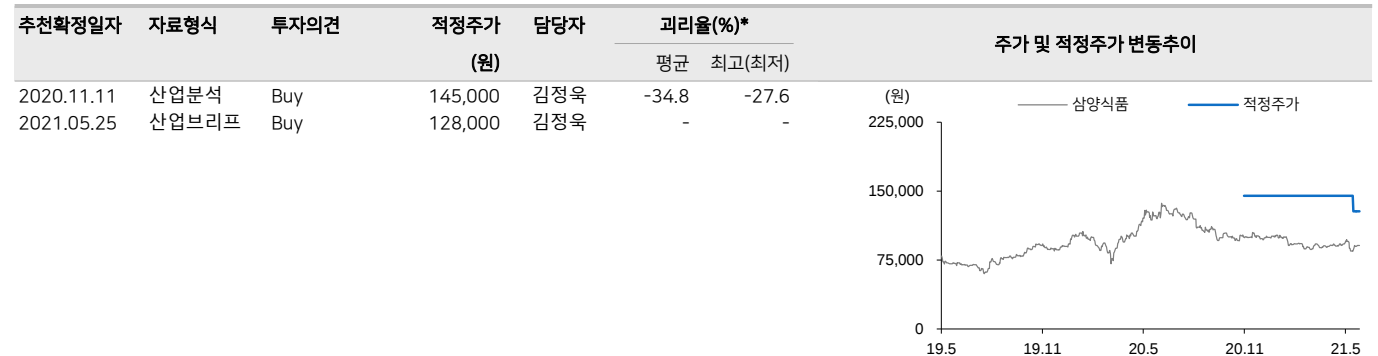
농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



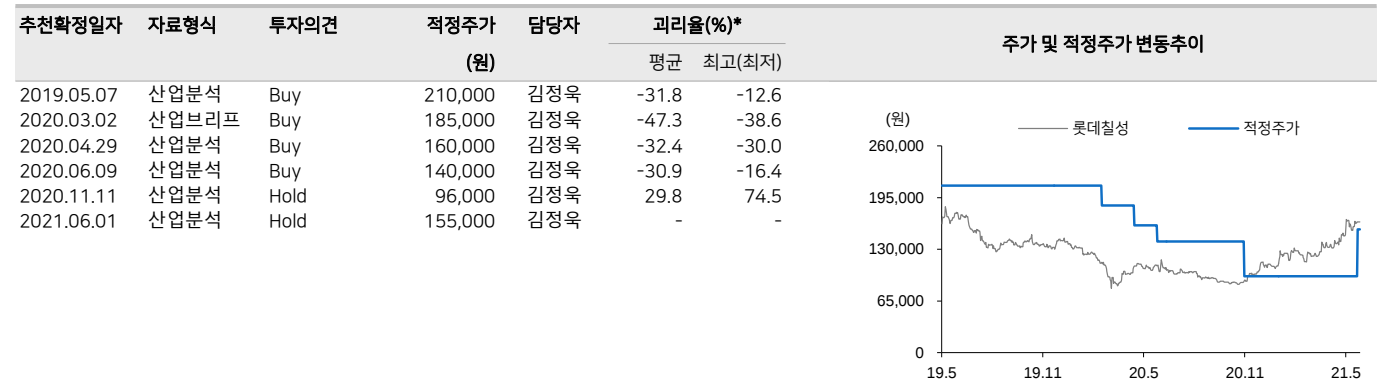
삼양식품 (003230) 투자등급변경 내용

* 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

