

2021. 10. 27

▲ **음식료**

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

Overweight**Top Picks**

하이트진로(000080)	Buy	48,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	41,000원

관심종목

오리온(271560)	Buy	160,000원
농심(004370)	Buy	341,000원

음식료

섹터 업데이트: With COVID-19 + 원가 스프레드 개선 주목

- ✓ 위드 코로나 + 원가 스프레드 개선 주목
- ✓ 하이트진로: 3분기 실적 발표와 동행하는 업황 회복의 체감 기대
- ✓ CJ프레시웨이: 3분기 이어지는 실적 호조, 22년 추가 성장 전망
- ✓ 오리온: 역기저 마무리, 4분기 중국 및 중국 외 동반 성장 예상
- ✓ 농심: 아직은 높은 베이스, 22년 원가스프레드 개선 + 미국증설 기대

하이트진로 3Q21 실적은 매출액 6,276억원, 영업이익 441억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 하회할 전망이다. 주류 시장 침체로 매출 감소 상황 지속되었고, 고정비 성격의 마케팅비 지출 더해지며 3Q21 실적 부진은 불가피하다. 하지만 주류 업황이 최악의 국면을 통과하고 있으며 백신 인센티브를 통한 실적 회복이 4분기부터 점진적으로 나타날 것이다. 3Q21 부진한 실적을 확인하는 시점에서 4분기 QoQ 회복에 대한 기대와 22년 성장 전망이 상존할 가능성이 있다고 판단한다.

CJ프레시웨이 3Q21 실적은 매출액 6,019억원, 영업이익 172억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다. 8월 거리두기 강화로 인한 일시적인 업황 부진 제외 시, 7월/9월은 전년비 소폭 매출 성장을 달성했다(디마케팅으로 채널별 증감이 혼재). 외식식자재/푸드서비스 부문은 코로나19 장기화에도 점심 매출이 선제적으로 정상화된 수혜를 받았다.

오리온 3Q21 실적은 매출액 6,282억원, 영업이익 1,155억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다. 9월 합산 실적은 매출액 +8.8% 증가, 영업이익 +10.3% 증가했으며, 3분기 누계 기준 각각 +5.1%, +6.2% 증가했다. 중국 매출, 영업이익 고성장에 양호한 실적을 달성했으며 4분기 중국, 베트남의 명절 효과, 베트남의 코로나 피해 완화, 러시아의 가격 인상 효과가 반영되며 실적 성장 기조가 이어질 전망이다.

농심 3Q21 실적은 매출액 6,523억원, 영업이익 251억원으로 국내 라면 가격 인상에 따른 가수요 효과와 9월 영업일수 감소 영향이 혼재되며 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망이다. 해외 성장은 미국, 일본, 후주가 견인하는 가운데 중국은 2Q21 부진에서의 회복이 예상된다.

하이트진로 (000080)

Buy, TP 48,000원

3분기 실적 발표와 동행하는 업황 회복의 체감 기대

3Q21 실적은 매출액 6,276억원, 영업이익 441억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 하회할 전망이다. 7~8월 주류 시장은 사회적 거리두기 강화 및 영업 규제로 부진한 업황 흐름이 이어지고 있으나, 하이트진로 8월 매출 감소폭이 7월 대비 완화된 점은 긍정적이다.

7월 맥주 시장은 -20% 감소, 소주 시장은 -10%를 상회하는 감소를 기록했다. 동기간 하이트진로 매출은 맥주 -15~16% 감소, 소주 -9~10% 감소하며 6월 대비 점유율은 소폭 회복했다. 8월 하이트진로 매출은 맥주/소주 모두 전년비 -7~9% 감소를 기록했다. 점유율 측면에선 7월 경쟁사 파업을 앞둔 물량공급 피해에서 회복 중이다.

소주는 점유율 67% 수준을 유지 중이며 맥주 점유율은 39~40% 수준을 회복했다. 맥주 점유율은 수도권 유통시장의 업황 회복이 상승 모멘텀이 될 것으로 판단한다. 코로나19 이슈와 무관하게 소주 수출은 10% 중반대 성장이 예상되며, 매출 비중의 13~15%로 확대될 것으로 판단한다.

주류 시장 침체로 매출 감소 상황이 지속되었고, 고정비 성격의 마케팅비 지출 더해지면서 3Q21 실적 부진은 불가피하다. 하지만 주류 업황이 최악의 국면을 통과하고 있으며 백신 인센티브를 통한 실적 회복이 4분기부터 점진적으로 나타날 것이다. 3Q21 부진한 실적을 확인하는 시점에서 4분기 QoQ 회복에 대한 기대와 22년 성장 전망이 상존할 가능성이 있다고 판단한다.

표1 하이트진로 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	534	582	624	517	2,256	535	565	628	554	2,282	2,433	2,596
맥주	180	215	244	173	812	174	193	239	192	799	879	967
소주	319	325	335	308	1,287	323	327	342	325	1,317	1,383	1,452
생수	24	27	30	24	105	23	29	31	25	108	113	119
기타	11	15	16	12	53	15	16	16	12	58	58	58
(% YoY)	26.2	10.9	18.0	-7.5	10.9	0.2	-2.8	0.5	7.2	1.1	6.6	6.7
맥주	29.4	12.6	15.0	-6.2	11.7	-3.3	-9.8	-2.0	11.0	-1.6	10.0	10.0
소주	26.8	11.6	20.8	-8.4	11.3	1.3	0.6	2.0	5.5	2.3	5.0	5.0
생수	21.2	8.5	7.6	-0.8	8.5	-4.3	5.6	5.0	5.0	3.0	5.0	5.0
기타	-13.7	-15.9	30.2	-15.4	-5.3	39.0	10.0	0.0	0.0	10.7	0.0	0.0
영업이익	56	54	64	24	198	53	43	44	48	188	254	328
맥주	9	12	19	1	41	8	6	7	13	35	99	158
소주	46	39	45	24	153	45	38	34	36	153	154	169
생수	0	3	2	1	6	1	-0	1	1	2	4	4
기타	0	0	0	-2	-2	1	1	1	-0	3	0	0
조정 및 제거	1	1	-2	1	0	-2	-3	0	-1	-5	-3	-3
(% YoY)	흑전	410.9	30.9	-27.0	124.9	-5.7	-21.2	-31.6	102.3	-5.3	35.2	28.9
맥주	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-7.5	-50.7	-62.1	1804.9	-14.2	185.6	58.7
소주	148.9	43.3	-11.1	-27.3	19.4	-3.3	-0.2	-23.8	51.5	-0.1	0.4	9.7
생수	흑전	70.3	120.4	-8.1	141.3	259.6	적전	-56.3	-10.2	-59.6	58.9	5.0
영업이익률(%)	10.5	4.5	10.3	4.6	8.8	9.9	7.5	12.7	10.8	8.2	10.4	12.6
맥주	4.9	5.6	7.8	0.4	5.0	4.7	3.1	3.0	7.0	4.4	11.3	16.3
소주	14.5	11.9	13.4	7.7	11.9	13.9	11.8	10.0	11.0	11.6	11.1	11.6
생수	1.4	10.6	7.2	2.6	5.7	5.2	-0.9	3.0	2.2	2.2	3.4	3.4
지배순이익	33	35	32	-14	87	29	24	20	26	99	147	203
(% YoY)	흑전	흑전	24.8	-44.9	흑전	-12.9	-32.0	-38.6	흑전	13.7	49.4	37.8
순이익률(%)	6.3	6.0	5.2	-2.7	3.8	5.4	4.2	3.2	4.7	4.3	6.1	7.8

자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 (000080)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,035.1	2,256.3	2,281.9	2,433.1	2,595.7
매출액증가율 (%)	7.9	10.9	1.1	6.6	6.7
매출원가	1,163.2	1,281.3	1,302.1	1,381.0	1,465.6
매출총이익	871.8	975.0	979.8	1,052.0	1,130.2
판매관리비	783.6	776.5	791.9	797.9	802.7
영업이익	88.3	198.5	187.9	254.1	327.5
영업이익률	4.3	8.8	8.2	10.4	12.6
금융손익	-44.1	-44.8	-46.0	-52.1	-52.1
중속/관계기업손익	0.0	-7.0	-2.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-43.7	-23.1	2.0	-7.7	-7.7
세전계속사업이익	0.5	123.6	141.3	194.3	267.7
법인세비용	42.8	37.0	42.7	47.0	64.8
당기순이익	-42.4	86.6	98.6	147.3	202.9
지배주주지분 손이익	-42.4	86.7	98.6	147.4	203.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	782.3	899.4	757.5	852.7	1,008.1
현금및현금성자산	144.2	264.5	76.9	127.0	233.8
매출채권	373.8	342.8	367.5	391.9	418.1
재고자산	177.3	187.8	201.3	214.7	229.0
비유동자산	2,488.6	2,398.4	2,446.9	2,427.3	2,409.4
유형자산	2,052.1	1,997.3	2,058.3	2,046.1	2,034.6
무형자산	174.8	165.9	155.8	146.0	136.8
투자자산	51.9	53.8	60.0	62.5	65.1
자산총계	3,270.9	3,297.8	3,204.4	3,280.0	3,417.5
유동부채	1,358.9	1,435.6	1,402.3	1,367.1	1,336.9
매입채무	136.6	123.7	132.7	141.5	150.9
단기차입금	316.3	302.5	382.6	282.6	182.6
유동성장기부채	198.1	221.4	42.3	42.3	42.3
비유동부채	878.8	787.9	681.4	697.3	714.5
사채	399.1	367.1	330.9	330.9	330.9
장기차입금	112.6	75.9	-4.6	-4.6	-4.6
부채총계	2,237.7	2,223.5	2,083.7	2,064.4	2,051.3
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	8.8	8.8	8.8
이익잉여금	238.9	281.1	327.4	422.5	573.2
비지배주주지분	0.7	0.5	0.5	0.4	0.2
자본총계	1,033.2	1,074.3	1,120.7	1,215.6	1,366.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	28.3	382.8	302.5	336.3	393.3
당기순이익(손실)	-42.4	86.6	98.6	147.3	202.9
유형자산상각비	137.6	149.7	141.6	142.3	141.4
무형자산상각비	10.4	10.2	10.4	9.8	9.2
운전자본의 증감	-200.6	11.8	40.9	36.9	39.7
투자활동 현금흐름	-66.0	-141.1	-212.8	-135.0	-135.4
유형자산의증가(CAPEX)	-160.7	-151.2	-210.0	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-8.8	-8.9	-2.5	-2.7
재무활동 현금흐름	-111.6	-116.6	-274.9	-151.2	-151.1
차입금의 증감	106.7	-67.4	-220.4	-98.8	-98.7
자본의 증가	-200.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-146.8	120.3	-187.6	50.1	106.8
기초현금	291.0	144.2	264.5	76.9	127.0
기말현금	144.2	264.5	76.9	127.0	233.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	29,017	32,172	32,537	34,692	37,011
EPS(지배주주)	-616	1,223	1,393	2,089	2,883
CFPS	4,144	6,132	4,882	5,296	6,277
EBITDAPS	3,368	5,110	4,847	5,791	6,817
BPS	14,488	15,067	15,718	17,051	19,166
DPS	700	750	750	750	750
배당수익률(%)	2.4	2.4	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	-47.1	26.0	26.5	17.7	12.8
PCR	7.0	5.2	7.6	7.0	5.9
PSR	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
PBR	2.0	2.1	2.3	2.2	1.9
EBITDA	236.2	358.4	339.9	406.2	478.1
EV/EBITDA	13.0	8.5	9.9	8.0	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.9	8.2	9.0	12.6	15.7
EBITDA 이익률	11.6	15.9	14.9	16.7	18.4
부채비율	216.6	207.0	185.9	169.8	150.2
금융비용부담률	2.3	2.1	1.6	1.1	0.9
이자보상배율(x)	1.9	4.3	5.2	9.7	14.0
매출채권회전율(x)	4.9	6.3	6.4	6.4	6.4
재고자산회전율(x)	11.9	12.4	11.7	11.7	11.7

CJ프레시웨이 (051500) 3분기 이어지는 실적 호조, 22년 추가 성장 전망

Buy, TP 41,000원

3Q21 실적은 매출액 6,019억원, 영업이익 172억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다. 8월 거리두기 강화로 인한 일시적인 업황 부진 제외 시, 7월/9월은 전년비 소폭 매출 성장을 달성했다(디마케팅으로 채널별 증감이 혼재). 외식식자재/푸드서비스 부문은 코로나19 장기화에도 점심 매출이 선제적으로 정상화된 수혜를 받았다.

식자재유통은 6월대비 7월 코로나 영향에서 벗어나며 전월비/전년비 성장을 달성했다. 8월 거리두기 강화로 일시적인 외형 부진이 있었으나 9월 재차 회복하며, 7~9월 전체로는 코로나 영향이 제한적인 상황이다. 외식/급식 식자재 유통 부문은 전년비 매출 성장을 이어나갔다.

채널별로는 프랜차이즈 호조, 일반 레스토랑 경로 부진이 지속됐다. 일반 레스토랑 비중 축소는 동사의 디마케팅 전략의 일환이며, 전망 시장 부진으로 인한 폐점이 고객 감소의 주 요인으로 작용했다. 프랜차이즈 채널은 신규 수주와 고객사의 점포 출점이 이어지며 매출 감소를 상쇄했다. 프레시원은 일반 식당의 비중이 높아 회복이 더딘 상황으로 적자 기조는 유지되나 적자 폭은 축소 중이다.

푸드서비스는 단체급식 서비스 트렌드 변화에 대응 중에 있다. 단순한 식사 제공에서 건기식/헬스케어 서비스가 더해지며 식사와 휴식/재미요소가 더해진 사업장으로 변모했다. 3Q21는 전년도 기저효과로 식수 회복을 예상하며 재택근무가 장기화되는 사업장은 밀키트/도시락으로 대응 중이다.

투자의견 Buy 를 유지하며 적정주가는 4.1 만원으로 10.8% 상향한다. 22년 실적 성장을 고려한 12M Fwd EPS 2,158 원에 적정 PER 19.0 배를 적용했다. 적정 배수는 해외 Peer 기업인 Sysco 의 성장기 배수 25 배를 20%를 할인 적용하였다. 할인의 근거는 매출 성장률 차이에 기인한다.

표2 CJ프레시웨이 밸류에이션 내역

항목	금액(억원)	비고
12M Fwd 지배주주순이익	256	
주식 수(만 주)	1,187	
12M Fwd EPS(원)	2,158	
Target PER(배)	19.0	
EPS*Target PER(원)	41,002	
적정주가(원)	41,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	602	625	651	600	2,479	546	576	602	561	2,285	2,461	2,650
식자재유통	480	497	521	469	1,966	421	435	458	417	1,731	1,854	1,985
외식/급식유통	202	205	233	227	868	220	250	256	250	976	1,025	1,076
중소제휴(JV)	140	154	146	116	555	125	106	131	104	466	499	534
1차도매 및 원료	137	138	142	126	543	76	80	71	63	289	318	350
푸드서비스	101	109	115	111	436	100	119	126	122	467	513	565
해외 및 기타	22	19	16	21	77	26	22	17	22	86	90	95
(% YoY)	-19.4	-17.5	-15.4	-23.1	-18.9	-9.4	-7.8	-7.6	-6.5	-7.8	7.7	7.7
식자재유통	-21.4	-18.8	-16.0	-23.8	-20.0	-12.3	-12.4	7.0	7.0	-11.9	7.1	7.1
외식/급식유통	-7.4	-15.3	-4.5	-10.8	-9.6	8.7	21.5	10.0	10.0	12.4	5.0	5.0
중소제휴(JV)	-20.4	-18.1	-18.1	-25.1	-20.2	-10.7	-30.8	-10.0	-10.0	-15.9	7.0	7.0
1차도매 및 원료	-36.3	-24.2	-28.2	-38.9	-32.2	-44.9	-42.2	-50.0	-50.0	-46.7	10.0	10.0
푸드서비스	-1.7	-9.1	-8.0	-7.6	-6.8	-1.4	8.8	10.0	10.0	7.1	10.0	10.0
해외 및 기타	-24.5	-22.5	-35.1	-54.1	-37.1	18.1	17.2	5.0	5.0	11.6	5.0	5.0
영업이익	-13	3	12	-5	-4	3	19	17	13	52	68	76
식자재유통	-8	2	9	-6	-4	6	10	9	6	32	39	43
푸드서비스	-5	-0	2	-0	-3	-5	7	7	6	15	27	31
기타(송림푸드, JV 포함)	1	1	1	0	3	1	2	1	1	5	2	2
(% YoY)	적전	-86.0	-33.0	적전	적전	흑전	607.4	46.0	흑전	흑전	29.7	11.8
식자재유통	적전	-81.6	8.0	적전	적전	흑전	427.4	6.1	흑전	흑전	21.3	12.2
푸드서비스	적전	적전	-73.9	적전	적전	적지	흑전	224.6	흑전	흑전	80.0	12.1
영업이익률(%)	-2.1	0.4	1.8	-0.9	-0.1	0.6	3.3	2.9	2.3	2.3	2.8	2.9
식자재유통	-1.7	0.4	1.7	-1.3	-0.2	1.5	1.9	2.0	1.5	1.8	2.1	2.2
푸드서비스	-4.9	0.0	1.9	0.0	-0.6	-4.6	6.0	5.6	4.6	3.2	5.3	5.4
순이익(지배)	-19	-2	-4	-14	-39	-7	13	7	7	19	29	35
지배순이익률(%)	-3.2	-0.4	-0.6	-2.3	-1.6	-1.4	2.2	1.2	1.3	0.9	1.2	1.3
(% YoY)	적지	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	47.0	21.3

자료: CJ프레시웨이, 메리츠증권 리서치센터

CJ 프레스웨이 (051500)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,055.1	2,478.5	2,284.8	2,461.3	2,650.2
매출액증가율 (%)	8.0	-18.9	-7.8	7.7	7.7
매출원가	2,658.6	2,130.8	1,921.8	2,068.9	2,226.4
매출총이익	396.5	347.8	363.0	392.4	423.8
판매관리비	338.4	351.3	310.7	324.5	347.9
영업이익	58.1	-3.6	52.3	67.9	75.9
영업이익률	1.9	-0.1	2.3	2.8	2.9
금융손익	-18.3	-17.7	-14.6	-14.9	-14.9
중속/관계기업손익	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.5	-26.5	-11.6	-14.1	-14.1
세전계속사업이익	16.3	-48.5	26.1	38.9	46.9
법인세비용	6.7	-6.0	5.8	9.4	11.4
당기순이익	9.6	-42.5	20.3	29.5	35.6
지배주주지분 순이익	5.2	-39.3	19.4	28.6	34.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	495.8	431.1	367.5	389.9	448.7
현금및현금성자산	21.3	85.6	30.6	28.1	60.0
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	709.7	696.1	684.5
유형자산	346.0	360.0	360.9	350.0	340.5
무형자산	108.7	85.5	79.5	74.4	69.6
투자자산	25.8	34.9	68.3	70.8	73.4
자산총계	1,181.7	1,122.8	1,077.2	1,086.0	1,133.2
유동부채	580.4	442.1	493.5	459.6	487.8
매입채무	260.7	236.8	221.4	238.4	256.8
단기차입금	114.8	79.0	54.4	-5.6	-5.6
유동성장기부채	51.1	0.7	100.3	100.3	100.3
비유동부채	312.2	394.4	291.3	304.5	288.0
사채	99.8	179.7	79.9	89.9	69.9
장기차입금	4.9	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	892.5	836.5	784.8	764.2	775.8
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	87.0	86.5	76.7	76.7	76.7
기타포괄이익누계액	43.4	43.8	43.3	43.3	43.3
이익잉여금	37.1	-6.0	12.7	41.2	75.9
비지배주주지분	87.7	98.2	96.0	96.9	97.9
자본총계	289.1	286.2	292.4	321.9	357.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	78.7	126.3	168.2	87.0	91.5
당기순이익(손실)	9.6	-42.5	20.3	29.5	35.6
유형자산상각비	42.8	52.6	50.8	49.9	48.5
무형자산상각비	11.5	12.5	6.4	5.1	4.8
운전자본의 증감	-3.9	73.8	84.7	2.5	2.7
투자활동 현금흐름	-51.7	-52.8	-86.6	-42.0	-42.2
유형자산의증가(CAPEX)	-37.3	-41.9	-47.8	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	14.3	-9.8	-33.4	-2.5	-2.6
재무활동 현금흐름	-31.8	-8.6	-137.1	-47.5	-17.3
차입금의 증감	192.3	-9.2	-27.4	-47.5	-17.3
자본의 증가	-2.4	-0.6	-9.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.7	64.3	-55.0	-2.5	32.0
기초현금	26.0	21.3	85.6	30.6	28.1
기말현금	21.3	85.6	30.6	28.1	60.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	257,344	208,778	192,461	207,324	223,242
EPS(지배주주)	434	-3,307	1,637	2,406	2,917
CFPS	7,135	5,489	7,330	7,916	8,439
EBITDAPS	9,471	5,181	9,223	10,357	10,880
BPS	16,967	15,839	16,543	18,948	21,865
DPS	250	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	66.1	-5.8	21.1	14.4	11.9
PCR	4.0	3.5	4.7	4.4	4.1
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	1.7	1.2	2.1	1.8	1.6
EBITDA	112.4	61.5	109.5	123.0	129.2
EV/EBITDA	7.7	11.3	8.1	6.9	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.6	-20.2	10.1	13.6	14.3
EBITDA 이익률	3.7	2.5	4.8	5.0	4.9
부채비율	308.7	292.3	268.4	237.4	217.1
금융비용부담률	0.6	0.7	0.6	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.3	-0.2	3.8	2.2	2.4
매출채권회전율(x)	13.4	11.0	11.8	12.6	12.6
재고자산회전율(x)	15.2	15.9	19.6	21.1	21.1

오리온 (271560)

Buy, TP 160,000원

역기저 마무리, 4분기 중국 및 중국 외 동반 성장 예상

3Q21 실적은 매출액 6,282억원, 영업이익 1,155억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다. 9월 합산 실적은 매출액 +8.8% 증가, 영업이익 +10.3% 증가했으며, 3분기 누계 기준 각각 +5.1%, +6.2% 증가했다. 중국 매출, 영업이익 고성장에 양호한 실적을 달성했으며 4분기 중국, 베트남의 명절 효과, 베트남의 코로나 피해 완화, 러시아의 가격 인상 효과가 반영되며 실적 성장 기조가 이어질 전망이다.

9월 중국 매출액은 환율 효과 4.7% 포함, +11.1% 성장했다. 스낵 신제품 효과 및 전년도 역기저가 완화됐으며, TT채널의 가격 인상 효과 반영으로 21.2월 이후 첫 두 자리 수 매출 성장을 달성했다. 가격 인상에 앞선 8월 가수요 효과는 제한적이었다. 중국법인 영업이익률은 23.1%로 고마진을 유지했으며, 생산증가, 비딩 확대, 원가절감 노력이 지속됐으며 및 판관비도 감소했다. 심양공장 가동 중단은 9월 말 한시적으로 적용되었으나 매출에는 영향이 없었다.

한국은 매출액 +1.5% 성장, 영업이익 -9.5% 감소했다. 신제품/신규 카테고리 판매 호조에도 추석 기간 차이에 따른 베이스 효과, 생산량 감소가 반영됐기 때문이다. 베트남은 매출액 +12.1% 증가, 영업이익은 -5.0% 감소했다. 8~9월 코로나 상황이 악화되며 매출 및 비용에 영향을 주었기 때문이다. 다만 9월 중순 이후 대도시 중심의 강한 봉쇄가 해제되며 회복세를 보이고 있다. 러시아는 매출액 +27.5% 성장, 영업이익 -23.8% 감소했다. 원가 부담이 지속되는 환경으로 10월 가격인상 효과가 반영되는 4분기부터 원가 부담이 완화될 것으로 판단한다.

표4 오리온 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	540	515	597	578	2,230	602	502	628	625	2,357	2,548	2,758
국내	191	184	194	200	769	199	195	201	210	805	845	887
중국	263	257	306	265	1,092	302	220	320	284	1,126	1,205	1,289
베트남	70	58	75	89	292	83	63	79	103	327	376	432
러시아	20	19	24	26	89	23	28	31	32	113	136	163
기타	-4	-3	-2	-3	-11	-5	-4	-2	-3	-13	-13	-13
(% YoY)	8.5	17.3	12.7	3.9	10.2	11.5	-2.6	5.2	8.2	5.7	8.1	8.2
국내	7.2	3.5	6.3	2.9	5.0	4.2	5.9	5.0	5.0	4.6	5.0	5.0
중국	4.7	28.1	14.4	4.2	12.0	14.8	-14.3	7.0	7.0	3.1	7.0	7.0
베트남	24.0	19.7	18.0	6.1	15.7	17.9	8.7	15.0	15.0	12.0	15.0	15.0
러시아	32.9	20.1	16.1	1.1	15.1	16.7	44.0	20.0	20.0	26.8	20.0	20.0
영업이익	97	86	108	85	376	102	55	116	105	378	459	498
국내	30	29	29	36	124	35	31	29	32	127	138	144
중국	47	43	59	24	173	47	13	70	45	175	213	228
베트남	16	10	17	22	64	16	8	13	21	57	82	94
러시아	4	4	5	5	17	4	4	4	8	19	26	32
기타/연결조정	2	9	-9	-21	-19	8	-6	0	0	2	0	0
(% YoY)	25.5	71.1	6.0	-13.8	14.7	5.1	-36.1	7.1	24.6	0.6	21.4	8.6
국내	29.3	11.1	2.9	18.4	14.9	17.7	5.8	2.4	-12.5	2.6	8.3	5.0
중국	16.2	139.7	1.6	-42.5	9.1	-1.7	-69.2	19.0	86.2	0.9	22.2	7.0
베트남	98.8	123.3	23.7	-1.8	33.5	-1.3	-18.8	-24.0	-4.5	-10.9	43.8	15.0
러시아	111.8	94.7	45.5	-14.3	35.2	0.0	5.4	-20.8	65.0	13.7	36.6	20.0
영업이익률(%)	18.0	16.7	18.1	14.6	16.8	16.9	11.0	18.4	16.9	16.0	18.0	18.1
국내	15.7	15.8	14.8	18.0	16.1	17.8	15.8	16.0	15.0	15.8	16.3	16.3
중국	18.0	16.7	19.1	9.2	15.9	15.4	6.0	19.3	16.0	15.5	17.7	17.7
베트남	22.6	16.6	22.4	24.1	21.8	18.9	12.4	22.0	20.0	17.4	21.7	21.7
러시아	18.2	19.4	20.2	18.2	19.0	15.6	14.2	20.0	25.0	17.0	19.4	19.4
순이익	75	66	77	58	276	72	40	88	80	279	350	380
지배주주	73	64	76	56	269	72	39	87	79	276	346	376
(% YoY)	41.9	78.4	10.5	-5.4	25.0	-4.4	-39.9	14.1	38.6	1.3	25.5	8.5
(% YoY)지배주주	42.6	76.1	12.9	-7.6	24.8	-2.1	-39.2	13.6	41.8	2.7	25.3	8.6

자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

오리온 (271560)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,023.3	2,229.8	2,357.3	2,547.9	2,758.0
매출액증가율 (%)	5.0	10.2	5.7	8.1	8.2
매출원가	1,110.1	1,276.8	1,364.4	1,474.7	1,596.2
매출총이익	913.2	953.1	992.9	1,073.2	1,161.8
판매관리비	585.6	576.9	615.0	614.4	663.6
영업이익	327.6	376.1	377.9	458.9	498.2
영업이익률	16.2	16.9	16.0	18.0	18.1
금융손익	-2.1	3.4	3.1	-1.7	-1.7
종속/관계기업손익	0.0	0.6	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.4	17.2	0.1	5.1	5.1
세전계속사업이익	308.1	397.4	381.4	462.3	501.6
법인세비용	87.6	122.8	102.2	111.9	121.4
당기순이익	220.5	274.6	279.2	350.4	380.2
지배주주지분 손이익	215.6	267.6	276.4	346.4	376.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	596.3	797.5	869.9	1,098.1	1,368.9
현금및현금성자산	165.0	367.4	404.1	593.5	821.5
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	2,103.5	2,192.9	2,274.5
유형자산	1,655.5	1,662.6	1,892.2	1,980.2	2,059.8
무형자산	54.7	55.5	54.3	52.1	50.0
투자자산	51.9	58.3	59.6	63.2	67.2
자산총계	2,452.3	2,665.4	2,973.4	3,291.0	3,643.4
유동부채	464.5	345.5	484.3	515.3	549.5
매입채무	88.5	102.6	111.1	120.3	130.6
단기차입금	7.0	2.5	3.0	3.0	3.0
유동성장기부채	120.0	0.0	110.0	110.0	110.0
비유동부채	320.3	422.4	279.2	245.1	212.7
사채	159.8	229.7	69.8	19.8	-30.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	784.8	767.9	763.5	760.3	762.1
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	27.7	27.7	27.7
이익잉여금	378.4	622.2	867.4	1,182.0	1,525.8
비지배주주지분	44.9	67.6	74.2	80.4	87.1
자본총계	1,667.5	1,897.5	2,209.9	2,530.7	2,881.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	347.8	461.0	444.3	528.6	568.1
당기순이익(손실)	220.5	274.6	279.2	350.4	380.2
유형자산상각비	128.8	134.7	148.2	162.0	170.4
무형자산상각비	3.5	4.3	3.2	2.2	2.1
운전자본의 증감	-28.3	-35.0	-2.8	13.9	15.4
투자활동 현금흐름	-187.5	-163.2	-339.2	-260.2	-261.3
유형자산의증가(CAPEX)	-125.9	-151.8	-381.5	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-21.5	-5.8	-1.1	-3.6	-4.0
재무활동 현금흐름	-184.4	-86.5	-84.5	-79.0	-78.9
차입금의 증감	-123.8	-55.0	-46.8	-49.3	-49.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	202.5	36.7	189.4	227.9
기초현금	184.6	165.0	367.4	404.1	593.5
기말현금	165.0	367.4	404.1	593.5	821.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	51,176	56,400	59,624	64,445	69,759
EPS(지배주주)	5,453	6,768	6,990	8,762	9,516
CFPS	11,984	14,198	13,469	15,541	16,571
EBITDAPS	11,629	13,028	13,388	15,760	16,964
BPS	41,042	46,286	54,020	61,977	70,674
DPS	600	750	750	750	750
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	19.3	18.3	17.7	14.1	13.0
PCR	8.8	8.7	9.2	7.9	7.5
PSR	2.1	2.2	2.1	1.9	1.8
PBR	2.6	2.7	2.3	2.0	1.7
EBITDA	459.8	515.1	529.3	623.1	670.7
EV/EBITDA	9.3	9.3	8.8	7.1	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.2	15.5	13.9	15.1	14.3
EBITDA 이익률	22.7	23.1	22.5	24.5	24.3
부채비율	47.1	40.5	34.5	30.0	26.5
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.5	0.4
이자보상배율(x)	30.0	51.1	46.8	38.6	41.9
매출채권회전율(x)	12.0	13.5	14.9	14.9	14.9
재고자산회전율(x)	13.3	13.6	12.6	12.6	12.5

농심 (004370)

Buy, TP 341,000원

아직은 높은 베이스, 22년 원가스프레드 개선 + 미국증설 기대

3Q21 실적은 매출액 6,523 억원, 영업이익 251 억원으로 국내 라면 가격 인상에 따른 가수요 효과와 9월 영업일수 감소 영향이 혼재되며 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망이다. 해외 성장은 미국, 일본, 호주가 견인하는 가운데 중국은 2Q21 부진에서의 회복이 예상된다.

국내 라면은 7~8월 가격 인상 기대감 및 가수요로 매출이 성장 전환했으나 9월은 전월 가수요 반작용 및 영업일수 감소로 부진한 실적을 기록할 것으로 전망한다. 전년도 3분기까지도 일부 코로나 효과의 연장과 마케팅 절감에 따른 높은 베이스 상황으로 수익성까지 고려한 가격인상의 매출/이익 증가 효과는 4분기에 본격적으로 반영될 전망이다.

라면 신제품 시장은 다수 제품이 출시되고 판매 사이클이 단축되면서 소비자 피로도 증가로 이어지고 있다. 코로나 이후 현장 시식이 어려운 환경도 신제품 시장 부진의 원인으로 꼽힌다. 기존 브랜드를 통한 매출 성장이 필요한 시점이 도래하면서 라면 업계 전반적인 가격 인상을 자극했을 가능성도 있다고 판단한다.

해외 라면은 +5~6% 매출 성장을 전망한다. 미국/캐나다 +5~10% 성장, 일본/호주 로우 싱글 성장, 중국도 성장으로 기조로 전환될 것으로 예상된다. 미국의 신규 공장은 21년말 가동 예정이며, 기존 7개 라인에서 2개 고속라인 추가되며 1,200 억원~1,500억원의 30% 수준 CAPA 증가 효과가 기대된다.

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	688	668	651	633	2,640	634	648	652	636	2,570	2,677	2,791
(% YoY)	16.8	17.6	10.4	5.9	12.6	-7.7	-3.0	0.1	0.5	-2.6	4.1	4.3
영업이익	64	41	29	26	160	28	17	25	22	93	134	142
(% YoY)	101.1	404.8	57.9	27.3	103.4	-55.5	-58.3	-14.4	-15.4	-42.2	45.0	5.9
영업이익률(%)	9.2	6.2	4.5	4.1	6.1	4.5	2.7	3.8	3.5	3.6	5.0	5.1
순이익(지배)	49	36	29	34	149	29	18	27	22	96	120	126
(% YoY)	67.7	685.2	83.2	61.7	109.7	-40.5	-49.9	-8.1	-37.1	-35.6	24.9	5.0

자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
총매출액	610	581	581	570	2,342	561	564	573	562	2,260	2,319	2,380
라면	405	383	373	382	1,543	361	365	362	371	1,459	1,492	1,527
스낵	97	92	99	89	377	91	86	97	88	362	366	369
기타	108	106	109	99	422	109	113	114	104	439	461	484
(% YoY)	14.0	11.3	9.5	5.5	10.1	-8.0	-2.9	-1.3	-1.5	-3.5	2.6	2.6
라면	18.6	13.9	11.9	6.8	12.7	-10.8	-4.6	-3.0	-3.0	-5.5	2.3	2.3
스낵	14.2	11.3	10.6	1.9	9.4	-5.6	-6.4	-2.0	-2.0	-4.0	1.0	1.0
기타	-0.3	3.0	1.1	3.6	1.8	0.4	6.2	5.0	5.0	4.1	5.0	5.0
순매출액	554	525	520	507	2,106	505	506	514	504	2,029	2,081	2,135
(% YoY)	15.1	12.8	9.9	4.3	10.5	-8.9	-3.6	-1.1	-0.6	-3.7	2.6	2.6
판매장려금	562	560	609	630	2,360	568	580	589	578	2,314	2,384	2,447
영업이익	47	16	16	11	90	11	7	11	9	38	75	77
(% YoY)	105.9	345.8	48.9	-9.0	83.1	-76.5	-55.1	-29.9	-19.1	-57.4	94.5	2.6
영업이익률(%)	8.5	3.1	3.1	2.2	4.3	2.2	1.4	2.2	1.8	1.9	3.6	3.6
순이익	39	20	19	15	93	18	12	16	13	58	83	84
(% YoY)	66.4	471.6	43.3	-6.8	64.9	-53.6	-41.1	-15.5	-11.5	-37.0	41.4	1.8
순이익률(%)	7.1	3.8	3.6	3.0	4.4	3.6	2.3	3.1	2.6	2.9	4.0	3.9

자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

농심 (004370)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,343.9	2,639.8	2,570.5	2,676.7	2,791.1
매출액증가율 (%)	4.8	12.6	-2.6	4.1	4.3
매출원가	1,626.0	1,802.6	1,778.9	1,852.5	1,931.6
매출총이익	717.9	837.2	791.5	824.3	859.5
판매관리비	639.1	676.9	698.8	689.8	717.1
영업이익	78.8	160.3	92.7	134.5	142.4
영업이익률	3.4	6.1	3.6	5.0	5.1
금융손익	10.0	13.9	12.6	9.7	9.7
중속/관계기업손익	-1.3	-1.7	-0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	16.0	18.1	22.3	14.0	14.0
세전계속사업이익	103.5	190.6	127.2	158.2	166.1
법인세비용	32.4	41.5	31.2	38.3	40.2
당기순이익	71.1	149.1	96.0	119.9	125.9
지배주주지분 순이익	71.0	148.5	95.9	119.8	125.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,078.6	1,074.4	1,115.3	1,231.4	1,354.7
현금및현금성자산	317.8	321.5	324.6	411.0	502.5
매출채권	210.6	211.5	212.6	221.3	230.7
재고자산	208.4	228.4	229.6	239.0	249.1
비유동자산	1,574.5	1,651.1	1,728.5	1,723.7	1,719.4
유형자산	1,208.3	1,271.4	1,343.6	1,339.6	1,336.1
무형자산	59.2	46.1	44.2	43.3	42.3
투자자산	76.3	69.4	69.1	69.3	69.4
자산총계	2,653.1	2,725.5	2,843.8	2,955.1	3,074.1
유동부채	585.0	522.2	525.1	546.6	569.5
매입채무	250.2	275.2	276.5	287.9	300.1
단기차입금	81.1	3.3	3.6	3.6	3.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
비유동부채	127.3	154.4	168.1	161.1	154.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	57.7	68.3	82.1	72.1	62.1
부채총계	712.3	676.6	693.2	707.7	723.9
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	-9.1	-9.1	-9.1
이익잉여금	1,878.0	2,000.7	2,073.5	2,170.1	2,272.8
비지배주주지분	12.8	15.0	15.8	15.9	16.0
자본총계	1,940.7	2,049.0	2,150.6	2,247.4	2,350.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	162.5	231.5	196.9	229.1	234.9
당기순이익(손실)	71.1	149.1	96.0	119.9	125.9
유형자산상각비	94.7	100.8	102.8	104.0	103.5
무형자산상각비	1.3	0.8	1.1	0.9	0.9
운전자본의 증감	-39.3	-62.6	-12.2	4.3	4.6
투자활동 현금흐름	-30.7	-132.0	-186.0	-110.0	-110.6
유형자산의증가(CAPEX)	-153.9	-180.3	-155.1	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-17.7	5.2	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	17.8	-94.3	-16.6	-32.8	-32.7
차입금의 증감	65.7	-60.3	13.7	-9.6	-9.6
자본의 증가	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	150.1	3.8	3.1	86.4	91.5
기초현금	167.7	317.8	321.5	324.6	411.0
기말현금	317.8	321.5	324.6	411.0	502.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	385,350	433,988	422,590	440,063	458,864
EPS(지배주주)	11,672	24,416	15,758	19,692	20,679
CFPS	37,759	52,955	40,921	42,412	43,438
EBITDAPS	28,740	43,057	32,322	39,354	40,576
BPS	316,955	334,382	350,967	366,855	383,731
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.7	1.3	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	12.3	18.4	14.7	14.0
PCR	6.4	5.7	7.1	6.8	6.7
PSR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
EBITDA	174.8	261.9	196.6	239.4	246.8
EV/EBITDA	5.7	5.1	6.4	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	7.5	4.6	5.5	5.5
EBITDA 이익률	7.5	9.9	7.6	8.9	8.8
부채비율	36.7	33.0	32.2	31.5	30.8
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	13.8	41.0	47.9	73.9	86.1
매출채권회전율(x)	11.5	12.5	12.1	12.3	12.3
재고자산회전율(x)	11.4	12.1	11.2	11.4	11.4

CJ제일제당 (097950)

Buy, TP 610,000원

사업부별 실적 차별화가 예상되는 3분기

3Q21 실적은 매출액 6조 6,977억원, 영업이익 4,260억원으로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망이다.

국내 식품은 +5~6% 매출 성장세가 예상되며, 즉석밥/HMR/선물세트 판매 호조가 매출 성장을 견인할 것으로 판단한다. 채널별로는 온라인, CVS의 신장이 예상된다. 원가 부담이 이어지는 가운데 매출 성장을 기반으로 전년 수준의 수익성은 유지할 것으로 전망한다.

해외 식품 매출 성장은 전기비 개선 흐름이나 원재료/물류비 비용 부담 요인이 혼재되는 양상을 보였다. 미국 슈완스는 달러 기준 +7~8% 매출 성장을 전망한다. B2C 베이스 부담에도 외식 수요 회복과 학교 채널 회복이 예상되기 때문이다. 중국은 온라인 채널 중심으로 만두/HMR 성장이 지속되고 있으며, 지상위는 전기비 매출이 회복하며 소폭 성장 전환을 예상한다. 일본은 미초 중심의 고성장세 지속될 것으로 판단한다.

해외바이오는 전기비 평가 하락은 불가피하나 폭 자체는 예상대비 낮은 편으로 전년비 영업이익이 증가할 가능성이 높다. 증설 물량 기여가 더해지며 매출은 +5~6% 증가가 예상된다. 물류비 부담의 불확실성은 높은 편이나, 생산 거점 다변화로 경쟁사 대비 유리한 환경이다.

사료부문은 베트남/인니 지역의 코로나 재확산이 축산 수요에 악영향으로 작용하며 베트남 양돈, 인니 육계 등 주요 축산물 시세가 예상보다 부진했다. 사료 부문도 곡물가 상승에 후행하는 평가 인상으로 수익성 하락이 예상된다.

표7 CJ제일제당 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	24,245.7	6,178.1	6,309.2	6,697.7	6,507.9	25,692.9	26,757.1	27,989.9
가공식품	1,094.8	1,040.1	1,253.6	1,063.3	4,451.8	1,195.0	1,124.8	1,366.4	1,159.0	4,845.2	5,232.8	5,599.1
-취완스	742.6	722.8	664.6	702.2	2,832.2	688.0	647.9	697.8	737.3	2,771.0	2,881.9	2,968.3
소재식품	423.2	428.1	470.9	362.5	1,684.7	423.4	439.9	475.6	366.1	1,705.0	1,722.1	1,739.3
해외 바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	2,981.7	777.3	917.6	754.9	786.3	3,236.1	2,979.7	3,001.7
사료	543.4	526.9	588.0	555.0	2,213.3	587.4	625.6	617.4	582.8	2,413.2	2,533.8	2,660.5
대한통운/기타	2,349.2	2,460.1	2,594.1	2,678.6	10,082.0	2,507.0	2,553.4	2,785.6	2,876.4	10,722.4	11,406.8	12,020.9
(% YoY)	16.2	7.4	8.3	3.2	8.5	6.0	6.6	5.6	5.8	6.0	4.1	4.6
가공식품	6.9	12.0	14.8	6.2	10.0	9.2	8.1	9.0	9.0	8.8	8.0	7.0
-취완스	202.0	18.9	0.7	1.7	28.5	-7.4	-10.4	5.0	5.0	-2.2	4.0	3.0
소재식품	-6.0	2.4	-0.3	-13.4	-4.2	0.0	2.8	1.0	1.0	1.2	1.0	1.0
해외 바이오	15.0	0.1	7.3	10.9	7.9	14.7	23.5	-2.1	-0.4	8.5	-7.9	0.7
사료	8.5	7.7	17.0	10.8	11.0	8.1	18.7	5.0	5.0	9.0	5.0	5.0
대한통운/기타	6.4	5.6	7.5	1.6	5.2	6.7	3.8	7.4	7.4	6.4	6.4	5.4
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.7	1,359.6	385.1	469.6	426.0	337.5	1,618.2	1,576.3	1,676.9
가공식품	72.3	80.3	109.4	58.0	320.0	119.6	87.3	114.4	63.0	384.3	441.2	500.1
-취완스	28.0	26.1	32.0	28.5	114.6	35.8	22.6	37.0	33.5	128.9	134.1	138.1
소재식품	16.0	20.0	35.4	5.0	76.4	21.0	20.0	38.4	5.0	84.4	85.3	86.1
해외바이오	51.1	110.9	79.4	71.1	312.5	77.0	193.9	85.0	88.6	444.5	340.4	347.0
사료	52.7	64.3	56.4	45.5	218.9	88.9	56.1	46.4	35.5	227.0	177.4	186.2
대한통운/기타	55.8	83.3	89.4	88.6	317.1	42.8	89.7	104.8	111.9	349.1	398.0	419.5
(% YoY)	54.1	119.5	47.5	10.0	51.6	39.6	22.0	5.9	13.8	19.0	-2.6	6.4
가공식품	3.3	316.1	32.6	19.3	45.2	65.4	8.7	4.6	8.6	20.1	14.8	13.3
-취완스	101.4	56.3	135.3	흑전	164.7	27.9	-13.4	15.6	17.5	12.5	4.0	3.0
소재식품	-5.9	11.1	0.1	-37.5	-2.5	31.3	0.0	8.5	0.0	10.5	1.0	1.0
해외 바이오	-2.5	86.8	51.6	3.6	34.3	50.7	74.8	7.0	24.7	42.2	-23.4	1.9
사료	흑전	흑전	흑전	-4.8	699.9	68.7	-12.7	-17.7	-22.0	3.7	-21.9	5.0
대한통운/기타	57.3	19.4	-2.5	-9.3	7.6	-23.3	7.7	17.2	26.3	10.1	14.0	5.4
영업이익률(%)	4.7	6.5	6.3	4.8	5.6	6.2	7.4	6.4	5.2	6.3	5.9	6.0
가공식품	6.6	7.7	8.7	5.5	7.2	10.0	7.8	8.4	5.4	7.9	8.4	8.9
-취완스	3.8	3.6	4.8	4.1	4.0	5.2	3.5	5.3	4.5	4.7	4.7	4.7
소재식품	3.8	4.7	7.5	1.4	4.5	5.0	4.5	8.1	1.4	5.0	5.0	5.0
해외 바이오	7.5	14.9	10.3	9.0	10.5	9.9	21.1	11.3	11.3	13.7	11.4	11.6
사료	9.7	12.2	9.6	8.2	9.9	15.1	9.0	7.5	6.1	9.4	7.0	7.0
대한통운/기타	2.4	3.4	3.4	3.3	3.1	1.7	3.5	3.8	3.9	3.3	3.5	3.5
지배순이익	443.7	111.4	140.2	-9.8	685.6	165.4	174.2	194.5	132.1	666.2	677.5	763.0
(% YoY)	984.7	587.8	7,180.7	적전	349.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.8	1.7	12.6
순이익률(%)	7.6	1.9	2.2	-0.2	2.8	2.7	2.8	2.9	2.0	3.0	2.5	2.7

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	22,352.5	24,245.7	25,692.9	26,757.2	27,989.9
매출액증가율 (%)	19.7	8.5	6.0	4.1	4.6
매출원가	18,069.3	19,059.3	20,007.6	20,839.5	21,799.6
매출총이익	4,283.2	5,186.4	5,685.4	5,917.7	6,190.3
판매관리비	3,386.3	3,826.9	4,067.2	4,341.4	4,513.4
영업이익	896.9	1,359.6	1,618.2	1,576.3	1,676.9
영업이익률	4.0	5.6	6.3	5.9	6.0
금융손익	-362.5	-340.3	-368.2	-447.2	-384.8
중속/관계기업손익	17.5	17.8	11.3	5.6	5.6
기타영업외손익	-213.1	141.4	-46.4	-144.1	-142.8
세전계속사업이익	338.8	1,178.5	1,214.9	990.6	1,154.9
법인세비용	147.8	392.1	383.3	239.7	279.5
당기순이익	191.0	786.4	831.6	750.9	875.4
지배주주지분 손이익	152.6	685.6	666.2	677.5	763.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,943.0	7,469.9	8,956.4	9,384.2	9,876.8
현금및현금성자산	691.0	1,212.2	2,336.1	2,413.9	2,585.9
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	17,693.3	17,274.0	16,887.3
유형자산	10,817.9	10,462.1	11,321.6	11,020.9	10,749.6
무형자산	4,810.2	4,517.5	3,995.4	3,860.9	3,730.9
투자자산	435.6	728.3	300.0	315.9	330.4
자산총계	26,280.6	25,611.9	26,649.7	26,658.2	26,764.1
유동부채	8,202.2	7,082.7	8,077.0	7,810.4	7,524.1
매입채무	1,930.0	1,793.7	1,897.7	1,998.0	2,089.9
단기차입금	1,627.4	1,647.9	1,698.2	1,448.2	1,198.2
유동성장기부채	1,664.7	1,263.3	1,965.7	1,715.7	1,465.7
비유동부채	8,596.9	8,362.8	7,669.2	7,257.6	6,838.5
사채	3,290.2	2,877.7	2,230.6	1,980.6	1,730.6
장기차입금	2,156.1	2,412.8	2,010.1	1,760.1	1,510.1
부채총계	16,799.2	15,445.5	15,746.2	15,067.9	14,362.6
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,309.0	1,277.8	1,277.8	1,277.8	1,277.8
기타포괄이익누계액	-124.7	-338.1	-141.1	-141.1	-141.1
이익잉여금	3,786.4	4,406.8	5,009.6	5,622.9	6,321.8
비지배주주지분	4,600.6	4,892.1	4,829.4	4,902.7	5,015.2
자본총계	9,481.5	10,166.4	10,903.5	11,590.2	12,401.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,143.1	2,001.8	2,582.0	1,988.4	2,078.8
당기순이익(손실)	191.0	786.4	831.6	750.9	875.4
유형자산상각비	966.6	1,129.9	1,118.8	1,100.7	1,071.2
무형자산상각비	143.9	155.9	143.5	134.5	130.0
운전자본의 증감	607.0	-422.4	353.6	2.3	2.1
투자활동 현금흐름	-3,189.9	-345.1	-157.0	-856.6	-851.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,553.9	-968.5	-1,867.2	-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	-1,340.5	-1,054.1	-1,054.9
차입금의 증감	2,305.8	-470.2	-22.1	-989.9	-990.8
자본의 증가	-102.6	-31.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	143.4	521.3	1,123.9	77.8	172.1
기초현금	547.6	691.0	1,212.2	2,336.1	2,413.9
기말현금	691.0	1,212.2	2,336.1	2,413.9	2,585.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	1,484,801	1,610,564	1,706,697	1,777,389	1,859,274
EPS(지배주주)	9,820	45,184	43,896	44,649	50,326
CFPS	127,222	173,897	175,918	147,852	156,511
EBITDAPS	133,336	175,721	191,342	186,758	191,186
BPS	297,949	321,970	370,788	408,230	450,890
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.7	8.4	9.0	8.8	7.8
PCR	2.0	2.2	2.2	2.7	2.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	2,007.3	2,645.3	2,880.5	2,811.5	2,878.2
EV/EBITDA	8.5	7.1	6.2	6.0	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	13.5	11.7	10.6	10.8
EBITDA 이익률	9.0	10.9	11.2	10.5	10.3
부채비율	177.2	151.9	144.4	130.0	115.8
금융비용부담률	1.8	1.3	1.3	2.3	1.9
이자보상배율(x)	2.2	4.3	5.0	2.6	3.1
매출채권회전율(x)	8.4	8.9	9.4	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	12.7	12.5	13.4	13.2	13.2

KT&G (033780)

Buy, TP 101,000원

일반궐련과 전자담배의 실적 혼조세, 수출담배 물량 가시성 확보 필요

3Q21 실적은 매출액 1조 5,547억원, 영업이익 4,014억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 하회할 전망이다. 담배 부문은 국내 일반 궐련 판매량 감소를 신시장 수출 회복 및 전자담배 침투율 확대로 방어했다. 홍삼은 추석 성수기에 따른 판매 호조가 예상된다. 연결 기준 영업이익은 전년비 감익 기조 지속에도 불구하고, 전기비 감익폭은 축소될 것으로 전망한다.

국내 일반 궐련 수량은 전체시장과 동사 모두 낮은 한 자리 수 감소 흐름을 예상한다. 코로나 장기화로 외부 활동 제한되며 일반 궐련 수요가 감소했기 때문이다. 일반 궐련 점유율은 64% 수준을 유지 중이며, 전자담배 침투율은 15% 가까이 올라온 상황이다.

해외 담배는 지역별 온도차가 예상된다. 아시아태평양, 동남아, 미국, 인니, 러시아는 수출 호조세를 보인 반면, 중동/아프리카는 부진한 흐름이다. 전자담배 수출은 10개국 진입으로 고성장세를 이어갈 전망이다.

홍삼 부문은 추석 프로모션 활성화로 7~8월은 1~2분기 부진 흐름에서 전환되는 모습을 보였다. 재난지원금 지급과 맞물려 홍삼 매출 자극 효과가 예상된다. 면세 채널 부진이 장기화되는 가운데 해외 수출을 증대시키기 위한 브랜드, 제품 포트폴리오 확대 노력이 지속됐다. 미국/중국을 중장기 성장 거점으로 판단한다.

(십억원,%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	1,178	1,319	1,463	1,341	5,302	1,264	1,346	1,555	1,209	5,374	5,280	5,305
1.KT&G	661	908	909	960	3,438	758	951	961	814	3,483	3,343	3,317
2.KGC	391	278	422	243	1,334	380	259	456	251	1,347	1,368	1,397
3.기타	126	133	132	138	530	126	136	138	144	544	568	591
(% YoY)	-0.6	4.8	10.7	11.9	6.8	7.3	2.1	6.2	-9.9	1.4	-1.8	0.5
1.KT&G	0.4	11.7	25.6	28.4	16.8	14.6	4.7	5.7	-15.2	1.3	-4.0	-0.8
2.KGC	-1.9	-9.4	-1.0	-10.9	-5.0	-2.8	-6.6	8.0	3.4	1.0	1.6	2.1
3.기타	-1.2	-4.2	-23.2	-22.3	-14.1	-0.1	2.3	4.1	4.1	2.6	4.5	4.1
영업이익	315	395	435	338	1,482	318	330	401	286	1,335	1,264	1,261
1.KT&G	250	370	354	368	1,341	248	326	326	288	1,188	1,113	1,105
2.KGC	71	20	81	-15	158	53	7	61	-5	115	119	123
3.기타	-6	5	-0	-16	-17	16	-3	15	4	32	32	33
(% YoY)	-9.5	-1.1	13.6	33.9	7.3	0.8	-16.4	-7.7	-15.3	-9.9	-5.4	-0.2
1. KT&G	-1.1	8.8	24.1	36.4	16.9	-0.8	-11.8	-7.9	-21.9	-11.5	-6.3	-0.7
2.KGC	-22.1	-54.0	1.6	적지	-23.2	-25.0	-67.6	-25.6	적지	-27.1	3.0	3.3
3.기타	적전	-69.2	적전	적지	적전	흑전	적전	흑전	흑전	흑전	-1.7	4.4
지배순이익	293	293	278	307	1,172	273	248	302	224	1,048	974	972
(% YoY)	7.3	-9.2	-13.3	156.5	13.0	-6.7	-15.2	8.5	-27.1	-10.6	-7.1	-0.2
지배순이익률(%)	24.9	22.2	19.0	22.9	22.1	21.6	18.5	19.4	18.5	19.5	18.4	18.3

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G (033780)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,963.2	5,301.6	5,373.7	5,279.6	5,305.5
매출액증가율 (%)	11.0	6.8	1.4	-1.8	0.5
매출원가	2,088.6	2,331.5	2,429.3	2,403.3	2,415.7
매출총이익	2,874.6	2,970.1	2,944.4	2,876.3	2,889.7
판매관리비	1,495.0	1,489.1	1,609.0	1,612.7	1,628.5
영업이익	1,379.6	1,481.1	1,335.4	1,263.6	1,261.3
영업이익률	27.8	27.9	24.9	23.9	23.8
금융손익	82.9	104.4	94.3	130.2	130.2
중속/관계기업손익	1.5	4.1	-1.4	4.1	4.1
기타영업외손익	-3.8	22.6	-12.5	-116.4	-116.4
세전계속사업이익	1,460.2	1,612.1	1,415.7	1,281.5	1,279.2
법인세비용	423.0	440.5	370.6	310.1	309.6
당기순이익	1,037.2	1,171.6	1,045.1	971.4	969.6
지배주주지분 순이익	1,035.0	1,171.7	1,047.9	974.0	972.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,417.2	6,750.4	6,835.4	7,018.9	7,204.0
현금및현금성자산	891.3	1,253.6	1,949.0	2,148.1	2,304.0
매출채권	941.1	1,115.3	1,005.2	1,001.4	1,008.5
재고자산	2,447.2	2,535.0	2,284.9	2,276.2	2,292.4
비유동자산	4,335.2	4,718.0	4,888.6	5,038.5	5,181.9
유형자산	1,753.7	1,718.4	1,895.0	2,061.7	2,209.8
무형자산	129.6	134.1	133.7	120.7	109.0
투자자산	1,353.0	1,599.8	1,532.7	1,529.0	1,536.0
자산총계	10,752.4	11,468.4	11,724.0	12,057.3	12,385.9
유동부채	1,600.1	1,991.5	1,800.6	1,794.0	1,806.3
매입채무	62.1	57.9	52.2	52.0	52.4
단기차입금	27.1	17.3	23.3	23.3	23.3
유동성장기부채	24.2	57.4	49.6	49.6	49.6
비유동부채	412.8	385.3	342.5	331.5	323.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	91.0	53.5	41.1	31.1	21.1
부채총계	2,012.9	2,376.8	2,143.1	2,125.5	2,129.7
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	8,576.8	8,935.8	9,268.2
비지배주주지분	55.4	54.7	47.3	39.3	31.3
자본총계	8,739.6	9,091.6	9,580.9	9,931.8	10,256.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,042.5	1,261.7	1,364.5	1,181.9	1,177.2
당기순이익(손실)	1,037.2	1,171.6	1,045.1	971.4	969.6
유형자산상각비	177.8	194.8	207.8	223.3	241.9
무형자산상각비	7.4	8.5	14.1	13.0	11.7
운전자본의 증감	-259.8	-47.9	156.7	6.6	-12.3
투자활동 현금흐름	-459.2	-85.8	-23.5	-344.5	-358.7
유형자산의증가(CAPEX)	-222.3	-216.1	-385.0	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-154.3	-242.7	66.2	3.8	-7.1
재무활동 현금흐름	-632.2	-808.9	-628.1	-638.3	-662.5
차입금의 증감	-62.8	-13.8	-14.6	-10.0	-10.0
자본의 증가	15.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-41.7	362.3	695.4	199.1	155.9
기초현금	933.0	891.3	1,253.6	1,949.0	2,148.1
기말현금	891.3	1,253.6	1,949.0	2,148.1	2,304.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,151	38,616	39,141	38,455	38,644
EPS(지배주주)	7,539	8,535	7,633	7,094	7,082
CFPS	12,556	12,627	11,709	10,819	10,919
EBITDAPS	11,398	12,269	11,343	10,925	11,034
BPS	63,253	65,822	69,440	72,054	74,476
DPS	4,400	4,800	5,000	5,200	4,000
배당수익률(%)	4.7	5.8	6.1	6.3	4.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	9.7	10.8	11.6	11.6
PCR	7.5	6.6	7.0	7.6	7.5
PSR	2.6	2.2	2.1	2.1	2.1
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
EBITDA	1,564.8	1,684.4	1,557.3	1,499.9	1,514.9
EV/EBITDA	6.7	5.4	5.4	5.5	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	13.2	11.3	10.0	9.7
EBITDA 이익률	31.5	31.8	29.0	28.4	28.6
부채비율	23.0	26.1	22.4	21.4	20.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	201.4	246.7	161.2	160.8	172.1
매출채권회전율(x)	5.4	5.2	5.1	5.3	5.3
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3

롯데칠성 (005300)

Hold, TP 168,000원

음료 부문의 실적 견인 뚜렷, 주류는 M/S 확대 시그널 필요

3Q21 실적은 매출액 6,617억원, 영업이익 801억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다. 7~8월 기준 음료 부문 매출/영업이익은 두 자리 수 성장했으며, 주류 부문 매출은 +5~6% 성장, 영업이익은 흑자로 전환했다. 음료부문은 코로나19에 따른 기저효과 및 우호적인 날씨 영향으로 실적 호조를 예상하며, 주류부문은 소주 부진을 맥주 신제품/OEM 효과로 상쇄할 것으로 판단한다.

[음료 부문] 7~8월 탄산음료는 두 자리 수 성장을 달성했다. 제로탄산 음료 출시 이후 점유율이 지속 확대되며 탄산 부문 성장을 견인했기 때문이다. 연간 목표는 제로사이다 500억원, 제로콜라 400억원 수준이다. 최근 판매 동향은 제로콜라가 더 강세를 보이고 있다. 카테고리별 성장률은 주스 미드 싱글, 커피 미드 싱글, 스포츠 두 자리 수, 생수 두 자리 수, 탄산수 로우 싱글, 에너지 두 자리 수 성장을 보이고 있다.

제로탄산의 카테고리 내 점유율 목표는 연말까지 50% 달성을 목표로 하고 있으며, 탄산은 제로 칼로리 외 저칼로리 로우 슈가 제품도 확대 준비 중이다. 한국의 설탕세 논의에 앞서 건강관련 제품들 강화 및 플레이버 확대가 예상된다. 음료 부문의 재료비 영향은 연간 250억원 수준으로 매출 증가와 광고/판촉 절감으로 상쇄될 것으로 전망한다.

[주류 부문] 7~8월 소주 매출은 전년비 두 자리수 감소했다. 거리두기 강화에 따른 주류업 침체와 전년도 처음처럼 플렉스 매출이 제거된 영향이다. 맥주 매출은 하이 싱글 성장했는데, 클라우드 생 드래프트가 전년비 고성장을 이어갔으며, OEM 생산 효과가 반영됐기 때문이다. 와인/청주는 두 자리 수 성장으로 주류 전체의 +5~6% 매출 성장세를 보이고 있다.

처음처럼 플렉스는 전년도 4~9 월 매출에 기여하며 월 매출 10 억원을 기록했다. 소주 점유율은 14.5%로 회복세를 보이고 있으며 연말까지 15% 수준으로 확대될 것으로 예상된다. 클라우드 생 드래프트 매출은 전년도 월 40 억원에서 50% 증가세를 보이고 있으며 맥주는 연간 1,500 억원 매출을 목표로 하고 있다(OEM 350~400 억원 포함). 연말 맥주 가동률은 32%를 예상한다.

투자의견 Hold 를 유지하며 적정주가는 15.5 만원에서 16.8 만원으로 8.3% 상향한다. 22년 실적 성장을 반영한 12M Fwd EPS 10,529 원에 적정배수 16 배를 적용하였다.

표9 롯데칠성 밸류에이션 내역

항목	금액(억원)	비고
12M Fwd 지배주주순이익	977	
주식 수(만 주)	928	
12M Fwd EPS(원)	10,529	
Target PER(배)	16.0	
EPS*Target PER(원)	168,464	
적정주가(원)	168,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 롯데칠성 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	507	598	645	507	2,258	539	669	662	537	2,406	2,457	2,510
연결음료	369	455	473	374	1,671	375	504	482	397	1,757	1,788	1,819
음료(별도)	352	425	447	329	1,552	348	459	454	350	1,611	1,639	1,667
탄산(별도)	153	180	178	140	651	154	179	181	142	657	670	683
주스(별도)	42	46	57	56	200	40	48	57	56	201	203	205
커피(별도)	51	76	82	56	266	52	75	85	58	270	279	287
생수 및 기타(별도)	106	122	130	92	450	102	156	131	93	482	487	492
별도 외 음료	17	31	27	30	105	27	45	27	47	147	149	152
연결주류	138	148	172	152	610	186	187	180	140	692	669	691
주류(별도)	138	148	172	152	610	160	164	179	155	659	675	692
소주(별도)	75	76	71	64	286	76	73	72	65	286	292	298
맥주(별도)	12	20	53	59	145	21	25	58	65	169	178	187
기타주류(별도)	51	52	48	25	176	63	66	49	25	203	205	207
별도 외 주류	-0	-5	-0	-0	-5	4	1	1	-16	-10	-6	-1
기타	17	26	27	30	100	31	46	28	32	137	144	151
(% YoY)	-11.7	-11.7	-1.8	-2.4	-7.1	6.2	11.9	2.5	5.8	6.6	2.1	2.1
연결음료	-1.9	-4.6	-4.1	-2.4	-3.4	1.5	10.7	1.8	6.2	5.1	1.7	1.7
연결주류	-30.3	-26.2	5.0	10.9	-12.8	34.1	26.5	4.7	-8.0	13.5	-3.3	3.2
영업이익	6	29	58	3	97	32	46	80	11	169	186	202
음료부분	24	40	57	2	123	23	46	73	10	152	169	181
주류부분	-18	-11	1	2	-26	11	0	7	1	19	18	22
내부조정	0	0	0	0	0	-1	-0	0	0	-2	0	0
(% YoY)	-67.5	-36.8	19.0	흑전	-9.7	416.2	55.7	37.2	220.7	73.4	10.6	8.6
음료 OPM(%)	6.5	8.8	12.1	0.5	7.4	6.1	9.1	15.1	2.5	8.6	9.4	9.9
주류 OPM(%)	-12.7	-7.3	0.5	1.0	-4.3	5.8	0.1	4.0	0.5	2.7	2.7	3.1
지배순이익	-3	15	32	-57	-12.5	16	31	50	-3	94	104	117
(% YoY)	적전	흑전	10.2	-56.4	적지	흑전	110.9	55.1	-93.8	흑전	10.5	12.0

자료: 롯데칠성, 메리츠증권 리서치센터

롯데칠성 (005300)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,429.5	2,258.0	2,406.2	2,457.3	2,509.9
매출액증가율 (%)	3.5	-7.1	6.6	2.1	2.1
매출원가	1,445.9	1,349.5	1,409.3	1,439.3	1,470.1
매출총이익	983.6	908.5	996.9	1,018.0	1,039.8
판매관리비	876.0	811.2	828.3	831.6	837.3
영업이익	107.7	97.2	168.6	186.5	202.5
영업이익률	4.4	4.3	7.0	7.6	8.1
금융손익	-32.1	-32.2	-33.7	-34.1	-34.1
중속/관계기업손익	-9.2	-7.7	2.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-204.3	-80.2	-14.7	-14.5	-14.5
세전계속사업이익	-137.9	-22.9	123.0	137.9	154.0
법인세비용	6.1	-6.1	27.3	33.4	37.3
당기순이익	-144.0	-16.8	95.7	104.6	116.7
지배주주지분 손이익	-142.4	-12.5	94.3	104.1	116.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	788.4	893.3	866.0	879.1	900.4
현금및현금성자산	199.4	158.9	89.0	84.0	86.7
매출채권	242.4	238.4	252.2	258.1	264.1
재고자산	273.9	257.4	272.3	278.6	285.2
비유동자산	2,468.1	2,572.8	2,551.0	2,503.8	2,461.0
유형자산	2,014.6	1,939.7	1,929.5	1,887.2	1,848.0
무형자산	118.6	116.6	110.6	99.5	89.6
투자자산	108.7	271.4	291.2	297.4	303.7
자산총계	3,256.5	3,466.1	3,417.0	3,382.9	3,361.4
유동부채	941.6	864.9	873.7	859.9	846.5
매입채무	87.4	172.1	182.1	186.3	190.7
단기차입금	26.5	27.4	15.6	10.6	5.6
유동성장기부채	534.4	381.8	375.8	355.8	335.8
비유동부채	1,086.9	1,296.3	1,172.8	1,074.7	976.7
사채	838.8	1,006.5	888.6	788.6	688.6
장기차입금	60.0	114.7	113.5	112.5	111.5
부채총계	2,028.5	2,161.2	2,046.5	1,934.6	1,823.2
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	1,932.5	2,009.1	2,097.7
비지배주주지분	15.9	10.3	13.1	14.2	15.6
자본총계	1,228.0	1,304.9	1,370.5	1,448.3	1,538.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	134.1	303.4	257.6	258.1	266.2
당기순이익(손실)	-144.0	-16.8	95.7	104.6	116.7
유형자산상각비	151.6	140.0	143.3	142.3	139.3
무형자산상각비	12.1	10.9	12.0	11.1	9.9
운전자본의 증감	-97.5	63.4	-22.9	0.2	0.2
투자활동 현금흐름	-134.2	-388.5	-145.7	-110.3	-110.7
유형자산의증가(CAPEX)	-153.1	-129.3	-134.1	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	32.6	-170.4	-19.8	-6.2	-6.4
재무활동 현금흐름	101.9	45.9	-181.8	-152.8	-152.8
차입금의 증감	93.8	70.8	-148.1	-126.0	-126.0
자본의 증가	-25.2	73.0	-1.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	101.0	-40.6	-69.9	-5.0	2.7
기초현금	98.4	199.4	158.9	89.0	84.0
기말현금	199.4	158.9	89.0	84.0	86.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	303,939	275,995	263,629	264,826	270,497
EPS(지배주주)	-18,034	-1,740	10,141	11,038	12,385
CFPS	37,792	34,231	35,635	34,429	35,414
EBITDAPS	33,947	30,330	35,492	36,622	37,905
BPS	138,233	132,776	135,016	142,634	151,448
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
배당수익률(%)	1.9	2.5	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	-7.8	-62.4	15.6	14.3	12.8
PCR	3.7	3.2	4.4	4.6	4.5
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
PBR	1.0	0.8	1.2	1.1	1.0
EBITDA	271.4	248.1	323.9	339.8	351.7
EV/EBITDA	9.2	9.2	8.4	7.6	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.7	-1.0	7.1	7.5	7.9
EBITDA 이익률	11.2	11.0	13.5	13.8	14.0
부채비율	165.2	165.6	149.3	133.6	118.5
금융비용부담률	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
이자보상배율(x)	2.8	2.7	4.2	4.1	4.5
매출채권회전율(x)	9.7	9.4	9.8	9.6	9.6
재고자산회전율(x)	9.2	8.5	9.1	8.9	8.9

롯데푸드 (002270)

Hold, TP 430,000원

유지 가공의 경쟁력이 입증되는 3분기, HMR 성장 기조 지속

3Q21 실적은 매출액 4,794억원, 영업이익 244억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다. 가공유지, 빙과, HMR 부문의 실적 호조로 상반기에 이은 전년비 실적 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

유지/식자재부문은 유지부문 가격 인상에 따른 수익성 개선 효과가 지속 중에 있다. 버터/휘핑크림 등 2차 가공품의 OPM은 9~10%로 높은 수준이며, 15% 이상 비중 확대가 예상된다. B2B 시장 내 높은 제품 경쟁력으로 고가 판매에도 수량 성장이 지속되고 있다. 식자재 부문 7~8월 매출 감소는 지속되었으나 한 자리 수 감소로 감소폭이 축소 중에 있다. 비효율 사업장을 축소한 효과이며 수익성은 1~2% OPM 유지 중이다.

빙과는 7월 날씨영향과 기저효과로 전년비 +20% 성장했으나, 8월은 날씨 영향이 감소하며 성장세가 둔화된 흐름을 보였다. 아이스크림 전문점 비중은 25% 이상으로 전년도 15% 수준에서 확대되는 흐름을 보였다. 파스퇴르 분유는 시장규모가 전년비 두 자리 수 감소하는 흐름에도 고가 제품 비중 확대하며 동사 매출액 한 자리 수 감소로 방어했다. 광고비(돼지바 광고 지속 등)와 원재료비 부담으로 매출 증가대비 수익성 개선은 제한적이다.

HMR은 성장성을 유지하며 BEP를 상회하는 소폭의 이익을 전망한다. 델리/간편식의 이커머스 판매 호조가 예상되며, B2C 채널은 만두, 치즈스틱, 돈가스가 주요 품목이다. 육가공은 매출액이 전년비 감소되는 흐름을 보였으며, 식육 부문은 사업 중단 결정을 내렸다. 매출 2,000억원, 영업이익 10억원 내의 적자 사업으로 매출 감소 및 수익성 개선 효과를 전망한다.

표11 롯데푸드 분기 실적 추이 및 전망												
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	409	441	473	396	1,719	413	458	479	402	1,752	1,804	1,858
유지식품	166	166	167	164	663	165	181	169	166	681	695	708
빙과 등	84	116	122	77	399	86	116	124	77	403	415	427
육가공 등 기타(임대)	160	159	183	156	657	162	161	187	159	668	695	723
(% YoY)	-3.8	-5.5	-1.0	-5.4	-3.9	1.0	3.9	1.4	1.4	1.9	3.0	3.0
유지식품	-5.5	-8.5	-5.5	-7.6	-6.8	-0.3	9.3	1.0	1.0	2.8	2.0	2.0
빙과 등	1.0	-1.0	-1.9	2.4	-0.2	2.5	0.0	1.0	1.0	1.0	3.0	3.0
육가공 등	-4.3	-5.6	4.2	-6.5	-3.0	1.5	1.0	2.0	2.0	1.6	4.0	4.0
영업이익	10	14	21	-0	44	11	19	24	3	58	67	72
유지식품	10	7	9	7	33	10	13	11	7	41	37	42
빙과 등	1	9	9	-4	16	1	7	10	-4	14	20	20
육가공 등 기타(임대)	-2	-2	3	-3	-4	0	-1	4	-0	3	10	10
(% YoY)	15.9	-24.5	-1.2	적전	-10.2	9.3	39.1	16.7	흑전	29.7	15.7	7.9
유지식품	9.0	-44.4	-30.1	-29.0	-25.5	-6.5	89.4	23.1	3.5	23.9	-8.1	11.5
빙과 등	-3.4	-5.3	-19.6	-17.9	-11.3	-33.9	-18.2	5.3	1.0	-10.0	36.3	3.0
육가공 등	-25.2	-42.2	흑전	-7.2	-65.3	흑전	-40.1	34.5	적지	흑전	285.2	4.0
영업이익률(%)	2.4	3.2	4.4	-0.1	2.6	2.6	4.3	5.1	0.7	3.3	3.7	3.9
유지식품	6.3	4.2	5.2	4.1	4.9	5.9	7.3	6.3	4.2	6.0	5.4	5.9
빙과 등	1.4	7.9	7.7	-4.8	4.0	0.9	6.5	8.0	-4.8	3.6	4.7	4.7
육가공 등	-1.0	-1.4	1.6	-2.2	-0.7	0.2	-0.8	2.1	-0.2	0.4	1.4	1.4
당기순이익	7	56	11	-3	70	8	14	17	0	39	45	49
(% YoY)	-5.3	287.7	-31.0	적전	87.2	11.5	-75.9	65.5	흑전	-44.4	16.4	8.8
순이익률(%)	1.7	12.8	2.2	-0.9	4.1	1.8	3.0	3.6	0.1	2.2	2.5	2.7

자료: 롯데푸드, 메리츠증권 리서치센터

롯데푸드 (002270)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,788.0	1,718.9	1,751.9	1,804.3	1,858.4
매출액증가율 (%)	-1.3	-3.9	1.9	3.0	3.0
매출원가	1,487.8	1,428.3	1,448.6	1,491.8	1,536.6
매출총이익	300.3	290.5	303.3	312.5	321.9
판매관리비	250.8	246.0	245.8	245.8	250.0
영업이익	49.5	44.6	57.6	66.6	71.9
영업이익률	2.8	2.6	3.3	3.7	3.9
금융손익	-4.5	-5.0	-4.6	-4.7	-4.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.7	57.2	-0.9	-2.0	-2.0
세전계속사업이익	49.7	96.7	52.1	59.9	65.2
법인세비용	12.0	26.3	12.7	14.5	15.8
당기순이익	37.6	70.5	39.4	45.4	49.4
지배주주지분 순이익	37.6	70.5	39.4	45.4	49.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	624.5	552.0	519.8	553.7	592.1
현금및현금성자산	28.6	121.1	83.0	104.2	129.5
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	728.7	724.1	720.4
유형자산	560.9	585.9	578.7	573.5	569.1
무형자산	46.2	43.4	43.7	43.4	43.2
투자자산	27.7	37.3	36.7	37.6	38.6
자산총계	1,321.6	1,288.1	1,248.5	1,277.9	1,312.4
유동부채	453.8	317.8	239.5	244.0	249.6
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	54.2	54.2	54.2
비유동부채	159.8	207.5	219.6	211.0	202.4
사채	49.9	149.8	159.7	149.7	139.7
장기차입금	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	613.6	525.3	459.2	455.0	452.0
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	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	923.3	982.2	1,009.6	1,043.2	1,080.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	708.0	762.8	789.3	822.9	860.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	47.7	130.2	105.5	109.2	112.0
당기순이익(손실)	37.6	70.5	39.4	45.4	49.4
유형자산상각비	48.2	49.8	57.9	64.2	63.5
무형자산상각비	3.1	2.9	0.9	0.3	0.3
운전자본의 증감	-52.4	34.8	14.3	-4.4	-4.6
투자활동 현금흐름	-49.3	-92.2	-54.2	-60.8	-60.7
유형자산의증가(CAPEX)	-74.8	-81.7	-51.8	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	12.3	-9.6	0.6	-0.9	-0.9
재무활동 현금흐름	-12.8	54.5	-89.3	-27.2	-26.0
차입금의 증감	17.4	74.4	-69.2	-10.9	-9.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-14.4	92.5	-38.1	21.2	25.3
기초현금	43.0	28.6	121.1	83.0	104.2
기말현금	28.6	121.1	83.0	104.2	129.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	1,579,714	1,518,601	1,496,766	1,492,321	1,537,094
EPS(지배주주)	33,238	62,268	33,661	37,574	40,875
CFPS	99,925	95,537	99,698	105,986	109,453
EBITDAPS	89,072	85,965	99,381	108,415	112,168
BPS	625,523	673,881	652,836	680,614	711,694
DPS	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	2.9	3.6	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	5.3	11.6	10.4	9.5
PCR	4.1	3.5	3.9	3.7	3.6
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EBITDA	100.8	97.3	116.3	131.1	135.6
EV/EBITDA	6.5	5.1	4.8	4.0	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	9.6	5.1	5.6	5.9
EBITDA 이익률	5.6	5.7	6.6	7.3	7.3
부채비율	86.7	68.9	58.2	55.3	52.5
금융비용부담률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	9.5	7.4	11.5	12.8	13.8
매출채권회전율(x)	9.4	9.3	9.7	9.8	9.8
재고자산회전율(x)	8.5	8.4	9.5	9.6	9.6

현대그린푸드 (005440) 푸드서비스는 기저효과 진입, 식재유통/외식 성장세 유지

Buy, TP 12,000원

3Q21 실적은 매출액 8,288억원, 영업이익 252억원으로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망이다. 하반기 급식부문의 기저효과가 본격화되는 가운데 식자재유통, 외식부문이 전년비 실적 성장을 견인할 전망이다.

급식부문은 식수 감소 영향이 상반기에 이어 지속되고 있지만 20년 하반기 낮은 기저효과가 반영되면서 감소폭은 축소 중에 있다. 20년 상반기는 재택근무가 체계화되기 이전 상황으로 오히려 구내식당 이용률이 높았던 역기저 효과가 있었다. 20년 하반기부터는 본격적인 식수 감소가 시작되며 제조업 고객사의 생산 중단 이슈가 반영됐다. 2~3분기 주요 계열사 중심으로 가격 인상을 적용했으나 원재료 비용 상승으로 손익 개선은 제한적인 상황이다. 손익 측면의 긍정적 요인은 가격 인상 보다는 계열사 조기 임단협 마무리에 따른 격려금 효과로 예상된다.

식자재 유통은 기존 거래처의 업황 회복 및 신규 수주 물량이 지속적으로 확대 중이며 상반기 성장 기조를 이어갈 전망이다. 급식/외식/프랜차이즈 식재료 전부문 회복세이며, 특히 전년도 부진했던 병원/외식 경로 중심의 고성장이 예상된다.

유통/외식은 식품관은 오프라인 채널 부진 영향으로 정체 국면이 지속 중에 있다. 추석 선물세트 효과를 통한 3분기 실적 성장을 예상되며 판매 목표는 300억원으로 전년비 20~25% 증가한 수치이다. 오프라인 객수 감소는 식품관 투혼 서비스로 상쇄 중이며, 월 매출 6~7억원 기록 중이다. 외식은 더현대서울, 대전, 남양주 신규점 효과 더해지면서 19년 수준을 빠르게 회복하고 있다.

리바트는 이라크 프로젝트 매출 반영이 2분기에 지연되며 3분기에 반영될 예정이다. 코로나19 이후 인테리어 수요 확대에 인한 가구 B2C 판매 호조가 지속 중이다. 에버다임은 해외 건설 현장 재개와 아파트 분양 물량 확대에 우호적인 영업환경 유지 중으로 파악된다.

표12 현대그린푸드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	835	786	808	810	3,238	827	860	829	834	3,350	3,429	3,511
식재사업	93	91	107	104	395	112	114	112	109	447	467	488
푸드서비스사업	155	152	155	165	628	159	167	158	169	653	666	679
유통사업	105	80	110	76	371	102	77	114	78	370	381	393
법인영업	139	135	113	145	532	108	138	116	148	509	519	530
여행사업	3	1	1	1	6	0	0	1	1	2	2	2
기타사업	45	47	51	57	199	52	61	51	57	221	224	226
에버다임	64	64	63	73	263	73	87	63	72	295	292	289
가구사업	230	216	208	194	848	222	216	214	200	852	878	904
(% YoY)	7.1	3.3	2.2	2.0	3.7	-0.9	9.4	2.6	3.0	3.4	2.4	2.4
영업이익	31	22	23	2	79	22	26	25	1	75	78	81
식재사업	7	7	9	7	29	6	11	9	7	33	34	36
푸드서비스사업	4	3	0	-4	3	5	4	0	-4	5	5	5
유통사업	9	4	10	-5	18	5	2	10	-5	12	12	13
법인영업	4	4	3	4	14	2	1	3	4	10	11	11
여행사업	0	-2	0	2	0	0	1	1	1	3	4	4
기타사업	-4	-1	-3	1	-7	-2	1	-3	1	-4	-4	-4
에버다임	1	2	0	-1	3	0	3	0	-1	3	3	3
가구사업	11	6	6	-1	23	8	4	6	-1	17	17	18
연결조정	-1	-1	-1	-1	-5	-1	-1	-1	-1	-5	-5	-5
(% YoY)	15.4	-21.6	-22.2	-56.2	-12.6	-28.4	17.6	7.9	-38.0	-5.0	4.6	3.2
영업이익률(%)	3.7	2.8	2.9	0.3	2.4	2.7	3.0	3.0	3.0	2.2	2.3	2.3
순이익(지배)	33	20	21	-3	71	30	24	23	3	79	80	82
(% YoY)	2.0	-28.8	-21.6	적지	29.8	-9.6	17.8	10.3	흑전	11.2	1.2	2.0
지배순이익률(%)	4.0	2.5	2.6	-0.4	2.2	3.6	2.7	2.8	0.3	2.4	2.3	2.3

자료: 현대그린푸드, 메리츠증권 리서치센터

현대그린푸드 (005440)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,124.3	3,238.5	3,349.6	3,429.0	3,510.8
매출액증가율 (%)	-3.9	3.7	3.4	2.4	2.4
매출원가	2,586.3	2,687.8	2,771.1	2,836.7	2,904.4
매출총이익	538.1	550.7	578.6	592.3	606.4
판매관리비	448.2	472.1	503.9	514.2	525.9
영업이익	89.9	78.6	74.6	78.0	80.6
영업이익률	2.9	2.4	2.2	2.3	2.3
금융손익	12.3	12.0	9.3	10.5	10.5
중속/관계기업손익	22.7	30.3	45.4	40.7	40.7
기타영업외손익	-26.3	-17.4	1.4	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	98.6	103.5	130.7	128.6	131.1
법인세비용	34.6	21.9	34.0	31.1	31.7
당기순이익	63.9	81.6	96.8	97.4	99.3
지배주주지분 손이익	54.8	71.1	79.1	80.0	81.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,119.7	1,101.8	1,128.2	1,150.9	1,181.8
현금및현금성자산	69.2	76.3	211.7	217.5	231.1
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	2,112.1	2,186.6	2,255.3
유형자산	545.1	589.6	660.6	722.5	778.2
무형자산	249.7	245.9	241.9	240.0	238.2
투자자산	945.0	1,000.3	1,104.7	1,119.1	1,134.0
자산총계	2,966.6	3,068.5	3,240.3	3,337.5	3,437.2
유동부채	527.2	546.7	592.5	604.0	615.8
매입채무	257.2	265.1	273.0	279.4	286.0
단기차입금	39.4	69.9	101.7	101.7	101.7
유동성장기부채	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
비유동부채	323.0	331.6	337.3	343.9	350.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	1.5	1.2	1.2	1.2
부채총계	850.2	878.3	929.8	947.9	966.5
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.8	448.8	444.6	444.6	444.6
기타포괄이익누계액	144.2	157.0	223.7	223.7	223.7
이익잉여금	1,151.9	1,203.0	1,270.8	1,343.9	1,418.8
비지배주주지분	399.1	409.0	399.0	405.0	411.1
자본총계	2,116.4	2,190.2	2,310.5	2,389.6	2,470.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	177.2	167.4	113.0	153.3	161.5
당기순이익(손실)	63.9	81.6	96.8	97.4	99.3
유형자산상각비	54.2	58.5	55.0	53.0	59.4
무형자산상각비	7.4	7.0	4.6	1.9	1.8
운전자본의 증감	13.5	-6.9	-62.2	0.9	1.0
투자활동 현금흐름	-124.2	-151.6	44.5	-129.6	-130.0
유형자산의증가(CAPEX)	-132.1	-110.2	-113.0	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-12.6	-55.3	-104.4	-14.5	-14.9
재무활동 현금흐름	-39.4	-8.1	-22.9	-17.9	-17.9
차입금의 증감	61.6	46.6	29.6	0.4	0.4
자본의 증가	0.7	0.0	-4.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.8	7.1	135.4	5.8	13.6
기초현금	55.4	69.2	76.3	211.7	217.5
기말현금	69.2	76.3	211.7	217.5	231.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	31,977	33,146	34,283	35,095	35,933
EPS(지배주주)	561	728	809	819	835
CFPS	1,929	1,858	1,760	1,817	1,905
EBITDAPS	1,550	1,474	1,375	1,361	1,451
BPS	17,576	18,231	19,565	20,313	21,079
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	1.8	2.4	2.1	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	21.1	12.0	12.2	12.1	11.8
PCR	6.1	4.7	5.6	5.4	5.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	151.5	144.1	134.3	133.0	141.7
EV/EBITDA	8.5	7.0	8.4	8.5	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	4.1	4.3	4.1	4.0
EBITDA 이익률	4.8	4.4	4.0	3.9	4.0
부채비율	40.2	40.1	40.2	39.7	39.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	28.8	24.2	17.8	13.1	13.5
매출채권회전율(x)	7.3	7.9	8.2	8.2	8.2
재고자산회전율(x)	10.3	11.5	12.0	12.0	12.0

매일유업 (267980)

Buy, TP 108,000원

실적 성장 기조는 이어지나 고수익 품목의 일시적인 부진 예상

3Q21 실적은 매출액 3,945억원, 영업이익 227억원으로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망이다.

곡물음료, 셀렉스, 상하목장 등의 카테고리 매출 성장은 지속됐으나 커피음료 성장세 둔화, 조제분유 매출 감소가 혼재되는 양상을 보였다. 코로나19 기저효과에서의 회복과 마케팅비 절감 효과가 반영되는 4분기 추가적인 실적 성장이 예상된다.

카테고리별 동향은 백색시유, 발효유, 곡물음료, 치즈, 상하목장, 셀렉스 등이 상반기 기조를 이어 5~6% 매출 성장을 주도한 반면, 커피 음료 성장률이 낮은 한 자리 수에 그치며 수익성 하락 요인으로 작용할 전망이다. 코로나19 장기화에 따른 결혼 감소, 출산율 하락 영향, 수입 분유 확대 지속으로 조제분유는 두 자리 수의 매출 감소가 이어지고 있는 점도 부담 요인이다.

표13 매일유업 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	358	355	380	370	1,463	370	386	395	384	1,535	1,597	1,662
(% YoY)	6.1	1.6	8.6	3.8	5.0	3.4	8.6	3.9	3.9	4.9	4.0	4.1
영업이익	20	20	22	24	86	18	25	23	27	92	98	103
(% YoY)	3.8	-27.0	23.6	18.8	1.4	-12.9	24.0	3.9	11.9	6.9	5.7	5.8
영업이익률(%)	5.7	5.7	5.7	6.5	5.9	4.8	6.5	5.7	7.0	6.0	6.1	6.2
순이익(지배)	19	14	11	13	58	16	21	15	18	69	65	70
(% YoY)	19.0	-33.8	-23.0	7.0	-10.4	-16.2	47.4	27.6	35.9	19.8	-5.3	6.6
지배순이익률(%)	5.3	4.0	3.0	3.5	3.9	4.3	5.4	3.7	4.6	4.5	4.1	4.2

자료: 매일유업, 메리츠증권 리서치센터

매일유업 (267980)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,393.3	1,463.1	1,535.1	1,596.6	1,662.0
매출액증가율 (%)	7.1	5.0	4.9	4.0	4.1
매출원가	983.8	1,033.4	1,076.3	1,119.3	1,165.2
매출총이익	409.4	429.7	458.9	477.2	496.8
판매관리비	324.1	343.2	366.4	379.5	393.4
영업이익	85.3	86.5	92.5	97.7	103.4
영업이익률	6.1	5.9	6.0	6.1	6.2
금융손익	1.1	-0.4	4.8	-1.8	-1.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-5.7	-6.3	-9.7	-9.7
세전계속사업이익	85.2	80.5	90.9	86.3	92.0
법인세비용	20.8	22.8	21.9	20.9	22.3
당기순이익	64.3	57.7	69.1	65.4	69.7
지배주주지분 손이익	64.3	57.7	69.1	65.4	69.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	391.9	446.3	598.3	641.1	690.6
현금및현금성자산	84.4	68.8	136.9	165.2	199.3
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	366.0	380.7	393.4
유형자산	228.8	249.8	306.4	322.6	336.7
무형자산	8.2	10.0	9.2	7.5	6.1
투자자산	4.6	3.5	18.1	18.2	18.2
자산총계	675.2	744.8	964.4	1,021.8	1,084.1
유동부채	214.7	215.5	182.7	190.4	198.6
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	-10.0	-10.0	-10.0
비유동부채	56.9	89.2	277.6	268.0	258.3
사채	29.9	69.8	259.3	249.3	239.3
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	271.6	304.7	460.3	458.4	457.0
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	257.5	256.8	256.8	256.8
기타포괄이익누계액	-4.5	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
이익잉여금	148.5	199.9	264.9	324.3	388.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	403.6	440.1	504.1	563.4	627.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	92.4	62.6	98.9	104.1	109.9
당기순이익(손실)	64.3	57.7	69.1	65.4	69.7
유형자산상각비	31.1	33.7	39.0	42.8	44.9
무형자산상각비	1.9	1.9	2.0	1.7	1.4
운전자본의 증감	-19.1	-43.2	-15.7	-5.7	-6.1
투자활동 현금흐름	-41.4	-81.6	-173.0	-60.1	-60.1
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-51.6	-95.5	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	2.8	1.1	-14.6	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-30.5	4.8	142.9	-15.8	-15.7
차입금의 증감	-9.9	32.3	148.3	-9.7	-9.7
자본의 증가	0.0	0.7	-0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.3	-15.5	68.1	28.3	34.1
기초현금	64.1	84.4	68.8	136.9	165.2
기말현금	84.4	68.8	136.9	165.2	199.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	177,629	186,533	195,718	203,547	211,892
EPS(지배주주)	8,202	7,350	8,803	8,338	8,886
CFPS	16,573	16,917	17,522	17,083	17,960
EBITDAPS	15,083	15,563	17,008	18,124	19,083
BPS	51,460	56,113	64,262	71,831	79,948
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	9.5	8.0	8.4	7.9
PCR	5.2	4.1	4.0	4.1	3.9
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.7	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	118.3	122.1	133.4	142.2	149.7
EV/EBITDA	5.5	4.5	4.2	3.6	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.7	14.6	12.3	11.7
EBITDA 이익률	8.5	8.3	8.7	8.9	9.0
부채비율	67.3	69.2	91.3	81.4	72.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	30.6	36.1	16.5	13.0	13.7
매출채권회전율(x)	9.2	9.3	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	12.2	11.2	10.4	10.4	10.4

플무원 (017810)

Buy, TP 24,000원

해외 식품 부문의 비용 부담완화를 기다리며

3Q21 실적은 매출액 6,451억원, 영업이익 179억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 상회할 전망이다.

푸드머스/FNC 부문의 적자 개선은 지속될 전망이다, 식품 부문의 전년도 역기저 영향에 따른 매출 감소와 원가상승 반영, 미국 법인의 물류/수출 관련 비용 부담이 지속된 실적 흐름이 예상된다.

국내 식품은 일반 식품 전년비 부진과 푸드머스 회복이 혼재되는 양상이다. 일반 식품은 코로나19 역기저로 제한된 매출 성장 환경에서 수익성 관리에 주력하고 있다. 푸드머스는 등교 개학과 삼성/포스코 등 대기업 신규 수주 효과로 전년비 개선되고 있으며 FNC는 전처리 식재료 보급 확대, 운영이 어려운 공항 점포에 대한 임차료 환급 등 전년비 적자폭은 개선 흐름이 예상된다.

해외 부문은 미국의 물류비/보관비 이슈가 지속되며 해상 운임 상승과 보관 비용 확대되는 상반기 기조가 이어질 전망이다. 식물성 단백질 수요 확대에 대응하는 생산 확대로 인건비 부담 발생하고 있다. 중국은 두 자리 수 마진을 유지하며 순항 중이며 일본은 예상 수준의 소폭 적자 기조 유지할 전망이다.

표14 풀무원 분기 실적 추이 및 전망												
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	563	565	603	580	2,311	581	635	645	621	2,482	2,653	2,835
(% YoY)	2.4	-5.3	-3.7	-4.6	-2.9	3.2	12.4	6.9	7.0	7.4	6.9	6.9
지주	32	23	25	28	109	38	28	27	31	124	137	150
식품/식자재	432	441	477	462	1,812	470	520	482	466	1,938	1,957	1,977
급식/외식	126	115	132	123	496	112	136	139	129	515	541	568
물류	32	32	34	33	130	32	35	35	33	135	137	140
건강생활	13	12	15	13	54	13	14	15	14	56	58	59
해외	107	119	111	109	445	111	101	128	125	465	535	615
기타	2	2	2	2	7	2	2	2	2	7	6	6
내부거래	-181	-179	-193	-189	-742	-197	-200	-183	-179	-759	-719	-681
영업이익	5	15	18	9	46	7	9	18	12	46	60	75
(% YoY)	202.3	36.5	56.2	29.7	50.3	62.4	-37.3	1.8	31.6	1.2	29.8	23.9
지주	9	2	3	6	20	13	5	4	1	23	26	28
식품/식자재	16	19	19	12	66	15	16	15	16	63	66	67
급식/외식	-11	-7	-7	-7	-32	-8	-3	-4	-12	-28	-22	-18
물류	1	1	1	1	3	0	0	1	1	2	2	2
건강생활	0	-1	1	0	0	0	-1	0	0	-1	-1	-1
해외	-3	2	0	-3	-4	-2	1	1	4	5	8	14
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
내부거래	-7	-1	1	-1	-7	-10	-9	1	1	-18	-18	-17
영업이익률(%)	0.8	2.6	2.9	1.6	2.0	1.3	1.5	2.8	1.9	1.9	2.3	2.6
지배순이익	7	7	12	-9	16	12	4	12	10	38	47	55
(% YoY)	흑전	-22.7	29.3	적지	366.3	61.4	-42.0	-0.2	흑전	131.0	24.0	17.5
지배순이익률(%)	1.3	1.3	1.9	-1.6	0.7	2.0	0.6	1.8	1.7	1.5	1.8	1.9

자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

플무원 (017810)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,381.5	2,311.2	2,481.6	2,652.9	2,835.3
매출액증가율 (%)	4.8	-2.9	7.4	6.9	6.9
매출원가	1,791.4	1,699.7	1,828.9	1,953.8	2,088.2
매출총이익	590.0	611.5	652.7	699.1	747.2
판매관리비	559.5	565.5	606.2	638.8	672.4
영업이익	30.6	46.0	46.5	60.4	74.8
영업이익률	1.3	2.0	1.9	2.3	2.6
금융손익	-25.8	-26.9	-22.6	-18.8	-18.8
중속/관계기업손익	2.6	2.9	-0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-4.1	20.6	12.8	9.1
세전계속사업이익	6.9	18.0	44.1	54.4	65.1
법인세비용	14.4	6.1	11.9	13.2	15.8
당기순이익	-7.5	11.8	32.2	41.2	49.3
지배주주지분 순이익	3.5	16.3	37.6	46.6	54.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	467.8	630.4	639.9	745.3	854.6
현금및현금성자산	120.7	99.0	220.1	296.1	374.1
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	1,161.0	1,120.1	1,085.3
유형자산	847.2	907.7	962.5	922.8	888.8
무형자산	54.2	48.2	94.2	90.2	86.6
투자자산	43.6	42.6	45.8	48.6	51.5
자산총계	1,484.6	1,693.6	1,800.9	1,865.4	1,939.9
유동부채	621.2	776.8	772.8	796.8	822.5
매입채무	162.3	154.2	165.0	176.5	188.9
단기차입금	242.4	286.7	428.8	428.8	428.8
유동성장기부채	51.9	168.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	400.3	403.8	481.0	484.0	487.2
사채	109.7	59.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.8	76.3	235.8	235.8	235.8
부채총계	1,021.5	1,180.6	1,253.8	1,280.9	1,309.8
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	3.8	3.8	3.8
이익잉여금	224.7	242.6	309.4	430.8	577.0
비지배주주지분	66.1	62.9	35.1	-48.9	-149.5
자본총계	463.1	512.9	547.1	584.5	630.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.4	104.0	134.6	162.7	164.8
당기순이익(손실)	-7.5	11.8	32.2	41.2	49.3
유형자산상각비	104.4	114.1	119.5	119.6	114.1
무형자산상각비	6.3	7.0	6.2	4.0	3.6
운전자본의 증감	-47.7	-23.1	-16.1	-2.1	-2.3
투자활동 현금흐름	-67.7	-270.8	-36.3	-83.6	-83.8
유형자산의증가(CAPEX)	-124.4	-145.5	-137.7	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-4.8	1.0	-3.3	-2.7	-2.9
재무활동 현금흐름	-0.8	145.5	22.0	-3.0	-3.0
차입금의 증감	236.8	158.2	48.4	0.7	0.8
자본의 증가	19.9	-2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.2	-21.8	121.1	76.0	77.9
기초현금	103.6	120.7	99.0	220.1	296.1
기말현금	120.7	99.0	220.1	296.1	374.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	62,520	60,654	65,099	69,591	74,378
EPS(지배주주)	55	391	987	1,223	1,437
CFPS	4,468	5,253	5,186	5,332	5,441
EBITDAPS	3,710	4,386	4,517	4,825	5,049
BPS	9,425	10,677	12,145	15,026	18,494
DPS	102	102	102	102	102
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	204.9	42.4	17.8	14.4	12.3
PCR	2.5	3.2	3.4	3.3	3.2
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	1.2	1.6	1.4	1.2	1.0
EBITDA	141.3	167.1	172.2	183.9	192.5
EV/EBITDA	7.3	7.6	7.8	6.5	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	3.8	7.8	8.1	7.8
EBITDA 이익률	5.9	7.2	6.9	6.9	6.8
부채비율	220.6	230.2	229.2	219.1	207.9
금융비용부담률	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
이자보상배율(x)	1.2	1.7	1.7	2.1	2.6
매출채권회전율(x)	12.2	11.4	12.0	12.0	12.0
재고자산회전율(x)	22.5	20.2	19.5	19.5	19.4

삼양식품 (003230)

Buy, TP 128,000원

4분기 이후 국내/수출 라면의 역기저 완화와 가격 인상 효과 반영 예상

3Q21 실적은 매출액 1,905억원, 영업이익 161억원으로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망이다.

전년도 코로나19 역기저 영향이 국내/수출 라면 판매 모두 감소 요인으로 작용하는 가운데 팜유/밀가루 중심의 재료비 상승 부담이 지속되고 있다. 해상운임 단가 상승과 환율 하락 등 비우호적인 외부환경도 수익성의 부담요인으로 판단한다.

해외 매출이 대부분 수출로 이뤄지기 때문에 해상 운임 상승 영향이 불가피 한데 일부는 비용 인식하고 일부는 매출 차감으로 반영되고 있다. 국내 수요는 상반기 대비 감소폭은 완화됐으나 코로나 이슈에 따른 비축 수요 제거로 매출 감소가 이어지고 있으며, 9/1일 6.9% 가격 인상 단행으로 하반기 이후 점진적 매출 회복이 예상된다.

표15 삼양식품 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E
매출액	156	174	167	151	649	140	148	190	171	649	717	795
면스낵류(21년 변경)	141	159	153	138	591	134	143	175	156	608	671	744
수출면스낵류	75	105	97	81	358	78	87	116	97	378	435	500
내수면스낵류	72	54	56	57	240	56	56	59	60	230	237	244
스낵(21년 제거)	0	6	6	5	17	0	0	6	6	12	14	15
유제품(제품)	3	3	3	3	12	3	3	3	3	11	11	11
조미소재	4	6	6	5	21	5	4	6	6	21	23	25
기타제품	0	0	5	1	7	2	2	5	1	11	12	13
유제품(상품)	2	2	2	2	9	2	2	2	2	8	8	9
기타상품	6	4	-2	2	10	2	1	-2	2	3	3	3
용역	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1
기타	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
연결 조정	-7	-7	-6	-6	-26	-7	-8	-6	-6	-26	-26	-26
(% YoY)	29.9	30.2	21.4	-0.6	19.3	-10.5	-15.2	14.0	13.1	0.0	10.5	10.8
영업이익	27	29	23	16	95	14	14	16	21	65	74	84
(% YoY)	74.0	41.6	11.5	-25.3	21.8	-46.2	-51.7	-31.1	30.6	-31.5	13.5	13.4
영업이익률(%)	17.1	16.9	14.0	10.5	14.7	10.3	9.7	8.5	12.1	10.1	10.3	10.6
당기순이익(지배)	22	23	17	5	67	13	11	12	14	49	55	63
(% YoY)	95.7	26.2	4.6	-64.2	12.9	-41.6	-53.5	-32.8	186.5	-26.8	12.7	13.6
당기순이익률	14.3	13.1	10.3	3.2	10.4	9.3	7.2	6.1	8.2	7.6	7.7	7.9

자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

삼양식품 (003230)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	543.6	648.5	648.8	717.2	794.8
매출액증가율 (%)	15.8	19.3	0.0	10.5	10.8
매출원가	386.4	457.0	472.2	522.0	578.4
매출총이익	157.1	191.5	176.6	195.3	216.4
판매관리비	78.9	96.1	111.3	121.1	132.3
영업이익	78.3	95.3	65.3	74.2	84.1
영업이익률	14.4	14.7	10.1	10.3	10.6
금융손익	0.8	0.4	0.0	-0.1	-0.1
종속/관계기업손익	0.3	-1.3	-0.0	0.1	0.1
기타영업외손익	-1.2	-3.8	-0.9	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	78.3	90.7	64.4	73.2	83.1
법인세비용	18.2	22.7	14.8	17.7	20.1
당기순이익	60.0	68.0	49.6	55.5	63.0
지배주주지분 순이익	59.6	67.2	49.2	55.5	63.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	184.6	200.0	247.3	290.9	344.0
현금및현금성자산	87.5	104.0	138.7	171.1	211.4
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	404.8	421.7	438.8
유형자산	246.4	308.7	360.6	375.6	390.6
무형자산	4.6	5.0	4.7	4.7	4.7
투자자산	20.2	19.2	21.8	23.7	25.8
자산총계	470.4	556.2	652.1	712.6	782.7
유동부채	149.5	163.6	176.6	185.5	196.2
매입채무	48.3	47.5	53.8	59.4	65.7
단기차입금	54.7	43.6	42.3	37.3	32.3
유동성장기부채	1.9	1.9	0.7	0.7	0.7
비유동부채	33.3	45.4	84.3	86.4	88.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.1	26.1	62.3	62.3	62.3
부채총계	182.7	209.0	260.9	271.9	285.1
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	2.6	2.6	2.6
이익잉여금	231.1	290.5	333.2	381.6	437.3
비지배주주지분	3.9	4.8	5.6	6.7	7.9
자본총계	287.6	347.3	391.2	440.7	497.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	52.5	80.9	111.6	61.4	69.7
당기순이익(손실)	60.0	68.0	49.6	55.5	63.0
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	59.4	5.9	6.7
투자활동 현금흐름	-12.3	-66.2	-53.5	-18.3	-18.7
유형자산의증가(CAPEX)	-13.4	-65.8	-58.1	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	1.9	1.0	-2.6	-1.9	-2.1
재무활동 현금흐름	-5.6	3.5	-23.4	-10.8	-10.7
차입금의 증감	2.2	9.1	34.3	-4.7	-4.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.4	16.6	34.7	32.4	40.3
기초현금	53.1	87.5	104.0	138.7	171.1
기말현금	87.5	104.0	138.7	171.1	211.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	72,160	86,089	86,126	95,210	105,504
EPS(지배주주)	7,906	8,922	6,534	7,362	8,364
CFPS	10,547	13,308	10,051	9,713	11,034
EBITDAPS	12,002	14,419	8,673	9,846	11,167
BPS	37,661	45,470	51,188	57,610	65,014
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	11.3	13.0	11.5	10.2
PCR	8.5	7.6	8.4	8.7	7.7
PSR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR	2.4	2.2	1.7	1.5	1.3
EBITDA	90.4	108.6	65.3	74.2	84.1
EV/EBITDA	7.2	6.7	9.2	7.6	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.1	21.5	13.5	13.5	13.6
EBITDA 이익률	16.6	16.7	10.1	10.3	10.6
부채비율	63.5	60.2	66.7	61.7	57.3
금융비용부담률	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	50.5	104.1			
매출채권회전율(x)	11.7	13.2	13.7	13.6	13.6
재고자산회전율(x)	21.3	20.9	17.7	17.5	17.5

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

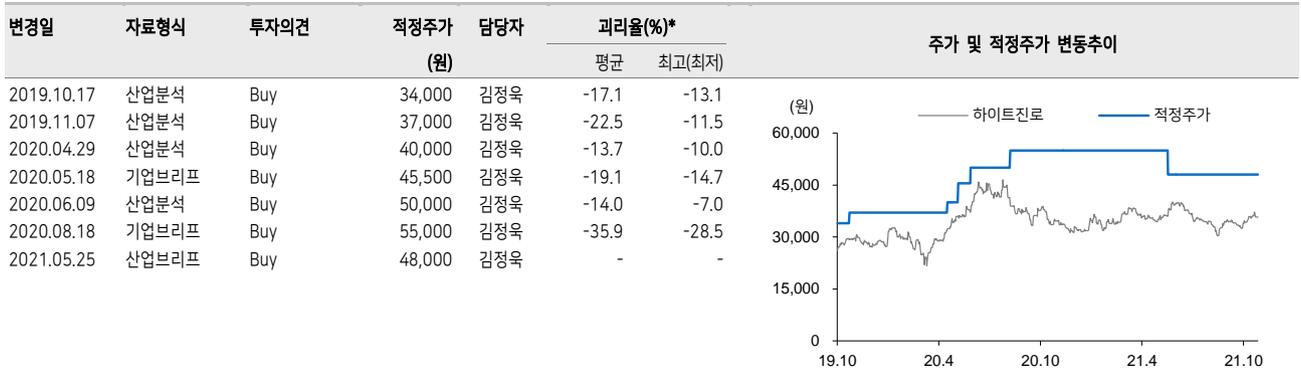
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

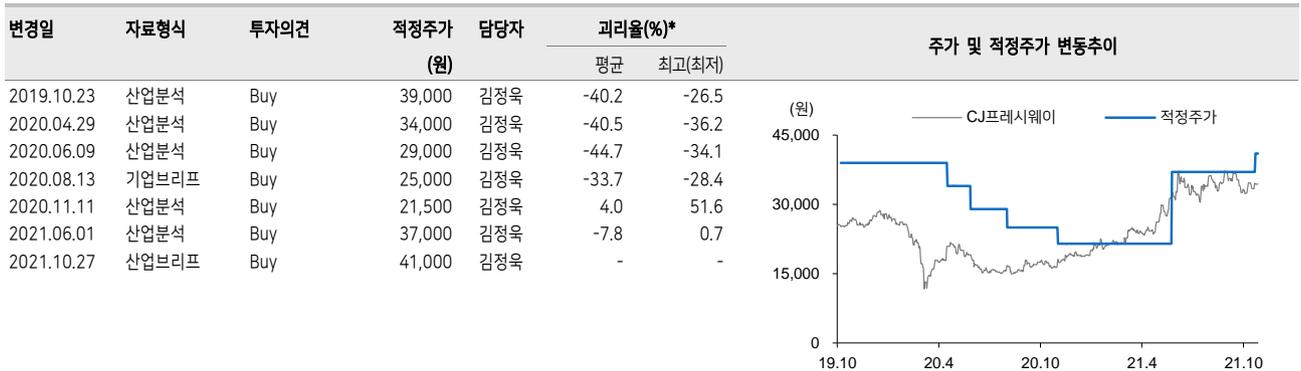
하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



CJ 프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.07	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-35.5	-22.3	
2020.02.06	기업브리프	Buy	134,000	김정욱	-19.7	-7.1	
2020.04.29	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-13.5	-6.3	
2020.06.09	산업분석	Buy	160,000	김정욱	-19.4	-1.3	
2021.06.09	1년 경과				-	-	
2021.06.09	산업브리프	Buy	160,000	김정욱	-	-	

농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.07	산업분석	Buy	430,000	김정욱	-43.9	-34.7	
2020.02.10	기업브리프	Buy	370,000	김정욱	-22.4	-11.5	
2020.06.09	산업분석	Buy	400,000	김정욱	-21.3	-2.1	
2021.05.25	산업브리프	Buy	341,000	김정욱	-	-	

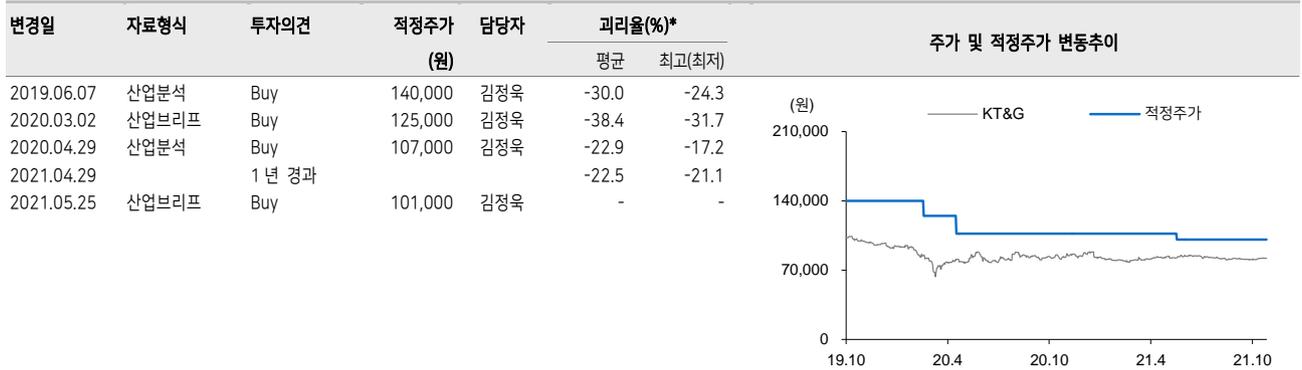
CJ 제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

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

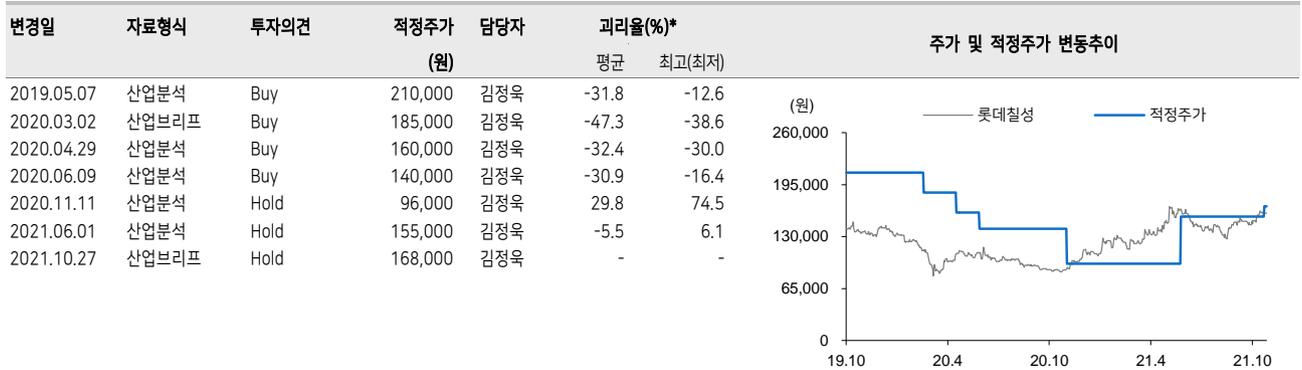
KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데칠성 (005300) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



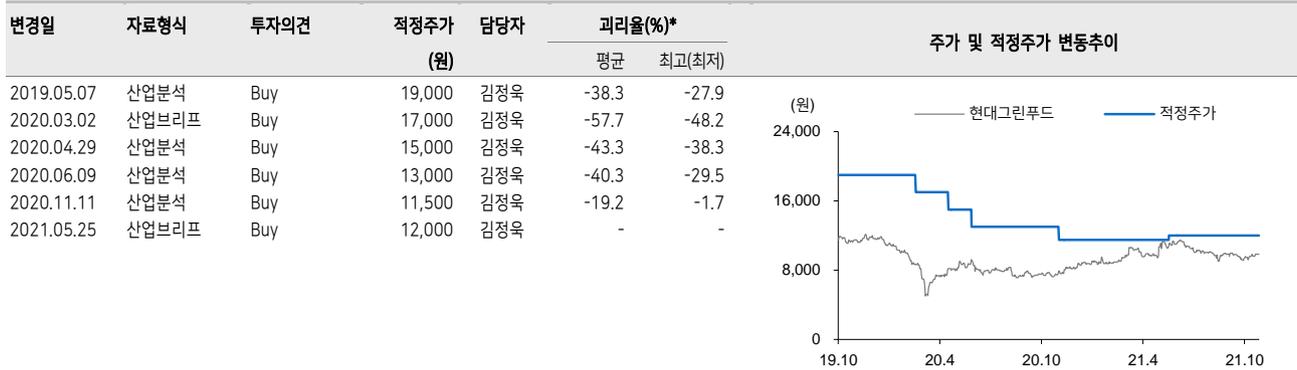
롯데푸드 (002270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

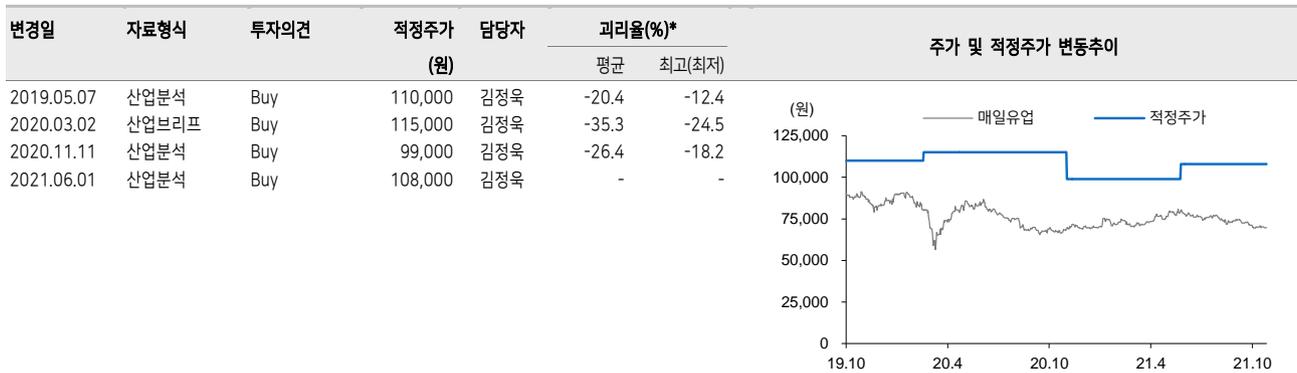


현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

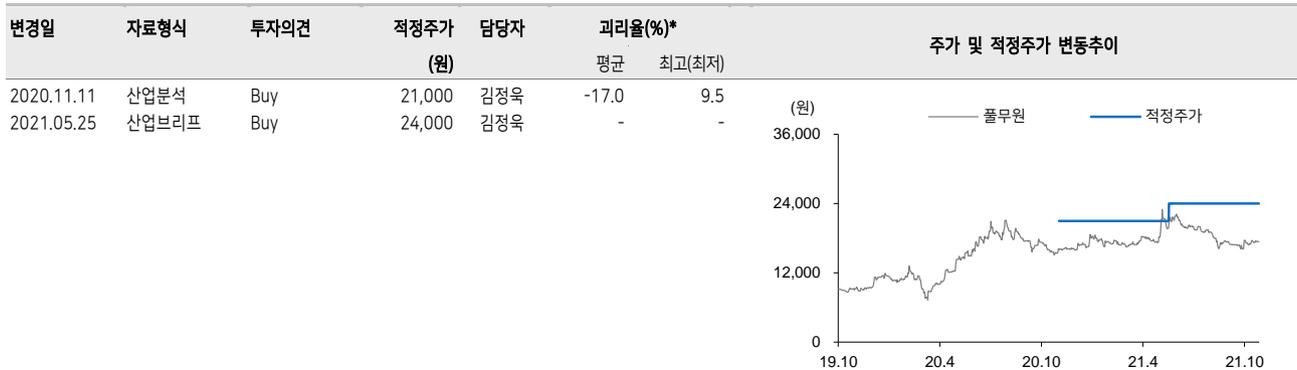
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**매일유업 (267980) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**풀무원 (017810) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼양식품 (003230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

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

2020.11.11	산업분석	Buy	145,000	김정욱	-34.8	-27.6
2021.05.25	산업브리프	Buy	128,000	김정욱	-	-

