산업분석

음식료

2022. 7. 18

Overweight

먹고 삽시다

Part Ⅰ C: 곡물 가격 점검

Part Ⅱ P: 물가 & 판가

Part Ⅲ Q: 판매량

Part Ⅳ 결론 및 투자전략

이 베스트투자증권

이베스트투자증권 **오지우** 입니다.

이베스트증권에서 **음식료** 섹터에 대한 분석을 개시하며,
업종의 주요 이익 결정 변수인 **C(원가), P(판가), Q(판매량)**을 짚어보았습니다.

C는 곡물 가격 전망, P는 판가 재인상 흐름, Q는 수요 확대가 핵심입니다.
C, P, Q가 모두 개선되는 음식료 업종에 대한 투자의견으로 **Overweight(비중 확대)**를 제시합니다.

우리가 삶을 영위하기 위해서는 '식(食)'의 소비가 이루어지기 마련입니다.
음식료 업종은 필수소비재이자 대표적인 경기방어주로서,
힘든 시기 속 더욱 빛을 발하는 업종입니다.

최근 애그플레이션으로 인한 밥상 물가 부담과 국내 코로나 재확산 우려 등
쉽지 않은 매크로 환경에도 불구하고, 리오프닝 관련 수요는 여전히 폭발적입니다.
식당과 주점은 빈 곳이 없고, 각종 여름 축제가 재개되며 많은 트래픽을 끌어내고 있습니다.
또한, 사람들은 더 이상 코로나를 무서워하지 않습니다.

유흥/외식 시장 회복에 따라 **Q 확대가 가장 두드러질 주류/음료, 식자재유통** 업체에 주목합니다.
코로나19로 가장 큰 타격을 입었던 만큼 리오프닝으로 가장 큰 수혜를 누릴 전망입니다.

업종 최선호주로는 C, P, Q 조건을 모두 만족하는 **롯데칠성, CJ프레시웨이**를,
관심종목으로는 하이트진로, CJ제일제당을 제시합니다.

금번 자료가 음식료 산업에 대한 이해와
투자 판단에 도움이 되길 바랍니다.

음식료/의류
Analyst **오지우**
02 3779 8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. C: 곡물 가격 점검]

2022 년 상반기 음식료 섹터에서 가장 뜨거웠던 주제는 곡물 가격 급상승이었습니다.
국제 곡물 가격은 작년부터 이어진 공급망 차질과 유가 상승, 이상 기후로 인한 작황 부진에
러시아-우크라이나 전쟁에 따른 식량 안보 위협까지 더해져 전례 없는 수준으로 치솟았습니다.
하지만 이제 시장 분위기는 반전되었습니다. 정점은 지났다는 판단입니다.

[Part II. P: 물가 & 판가]

급격한 인플레이션이 런치플레이션이라는 신조어까지 만들어냈지만,
여전히 수요는 견조해 또다시 물가 상방 압력으로 작용하고 있습니다.
많은 업체들이 작년 말 판가 인상을 진행했으나 다시 마진 부담이 커진 상황으로,
하반기 대대적인 가격 '재인상' 랠리 가능성이 대두되고 있습니다.

[Part III. Q: 판매량]

리오프닝이 본격화된 지금 음식료 업종에 대한 주목이 필요합니다.
성장이 정체되어있던 내수 시장에서 Q 의 급격한 성장이 나타날 전망입니다.
특히 외식 경기가 살아나면서 음료/주류, 식자재유통 등 관련 소업종이 수혜를 보겠습니다.

[Part IV. 결론 및 투자 전략]

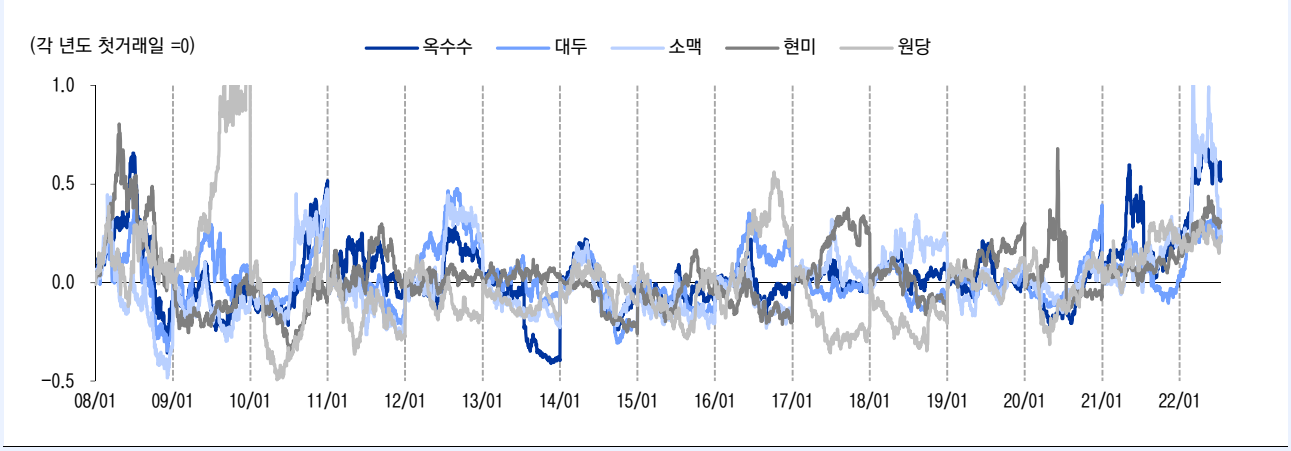
음식료 업종은 사람이 살아가는데 필수적인 의식주 중 하나로,
경기방어적인 특성 덕분에 어려운 매크로 환경 하에서 돋보일 수 있는 섹터입니다.

투자 전략으로는 아래 3가지를 제시합니다.
1) Q 증가 업체: 사회적 거리두기 해제에 따른 리오프닝 수혜가 두드러지는 기업,
2) P 상승 업체: 원가 부담을 판가로 전가할 수 있는 가격 전가력이 높은 기업,
3) C 통제 업체: 판가 인상 및 자체적인 방식으로 비용을 통제하고 있는 기업

이에 음식료 업종 최선호주로 **롯데칠성**과 **CJ프레시웨이**를,
관심종목으로 **하이트진로**와 **CJ제일제당**을 제시합니다.

Key Charts

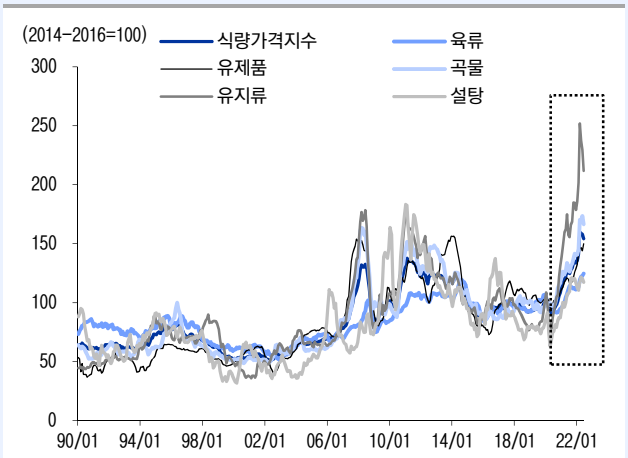
연도별 주요 곡물 가격 변화 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

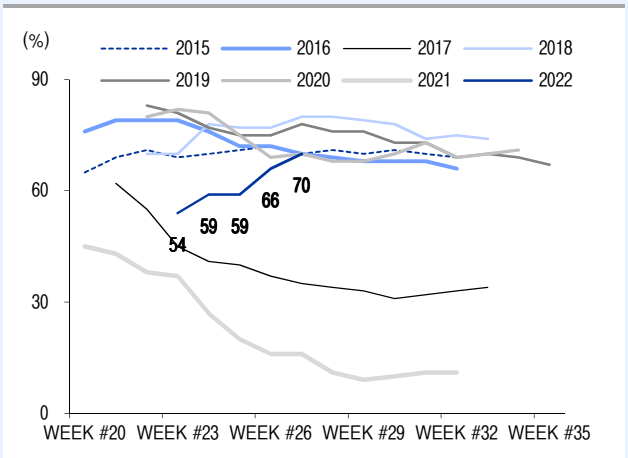
- **현재 국제 곡물 가격 최고점 대비 하락했으나, 가격 레벨 여전히 높은 수준**
- **단기: 북반구 수확 시즌 결과에 따라 곡물 가격 슈팅 가능성 존재**

품목별 식량가격지수(FPI) 추이



자료: FAO, 이베스트투자증권 리서치센터

미국 작황 개선: 봄밀 작황우수등급 비율



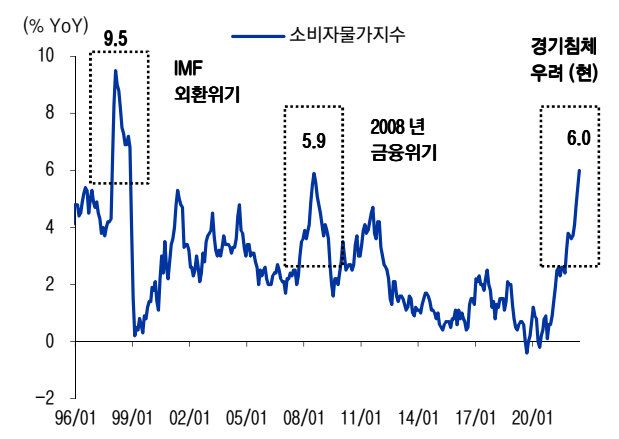
자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

- **FAO 식량가격지수 3개월 연속 하락. 주요 곡물(밀, 대두, 옥수수) 가격 모두 내림세**
- **장기: 곡물 가격 정점을 지나 하향 안정화 전망**

→ 라니냐 후퇴, 주요국 작황 개선, 유가 조정, 비료 가격 하락 등 가격 상단 제한 요인 상존

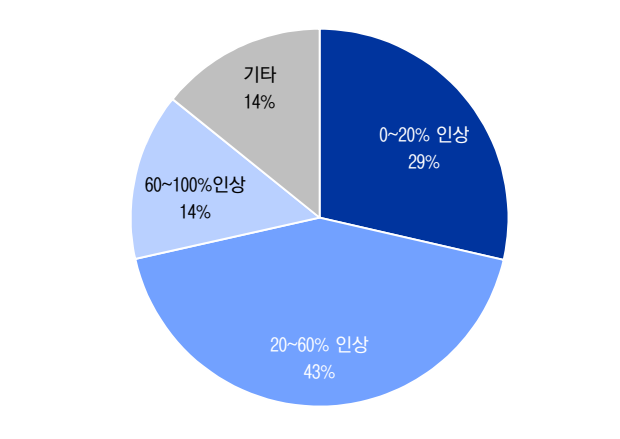
Key Charts

국내 소비자물가지수 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

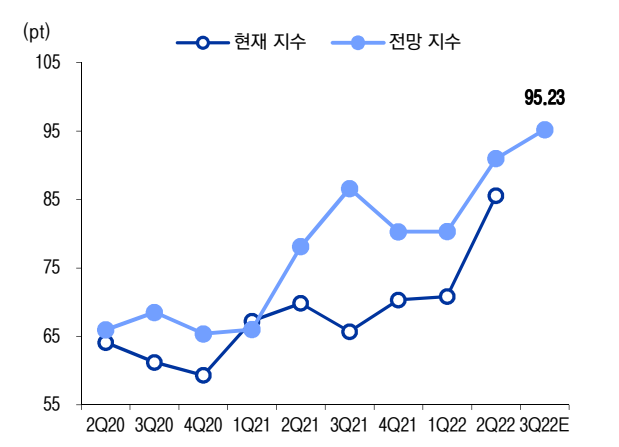
판매가 미인상 음식점/숙박 업체의 금년 내 인상 계획



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

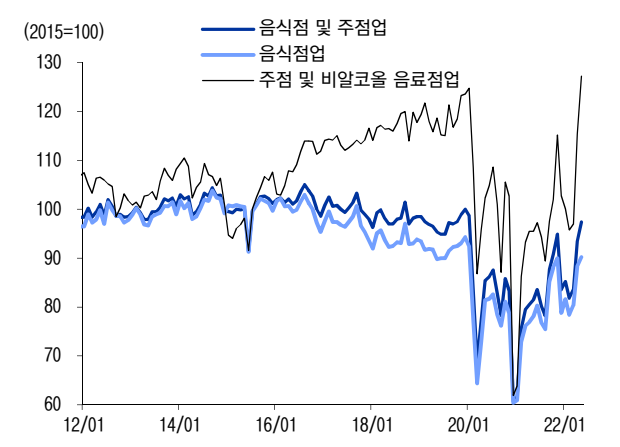
- 코로나 19 이후 수요가 원래 상태로 돌아가는 과정에서 원자재 가격 상승이 물가 자극
- 2022 년 하반기 또 한번의 대대적인 가격 인상 랠리 가능성 대두

외식산업 경기동향지수: 현재 vs. 전망



자료: 한국농수산식품유통공사, 이베스트투자증권 리서치센터

산업별 서비스업 생산지수

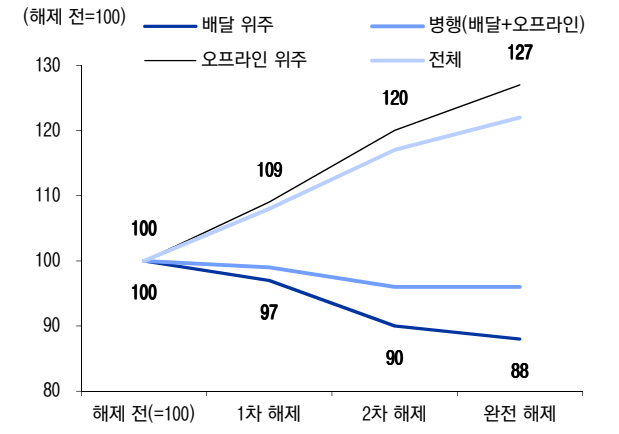


자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

- 외식 경기 개선: 높아진 물가에도 수요가 줄지 않는 리오프닝 업종 수혜
- 특히 영업 제한으로 인해 침체가 가장 심각했던 유흥 시장에서 가장 큰 폭의 개선 기대

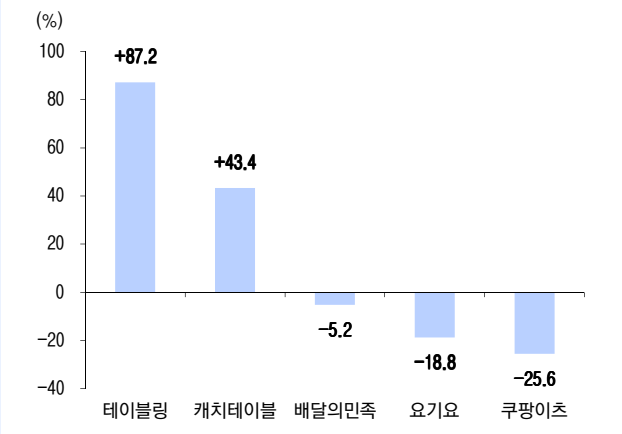
Key Charts

거리두기 단계별 식당/주점업 매출 추이



자료: BC카드, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 배달 위주(오프라인 매출 30% 미만), 병행(오프라인 매출 30% 이상~70% 미만), 오프라인 위주(오프라인 매출 70% 이상), 해제 전(3월 1~20일, 6인), 1차 해제(3월 21~4월 3일, 8인), 2차 해제(4월 4~17일, 10인), 완전 해제(4월 18~30일)

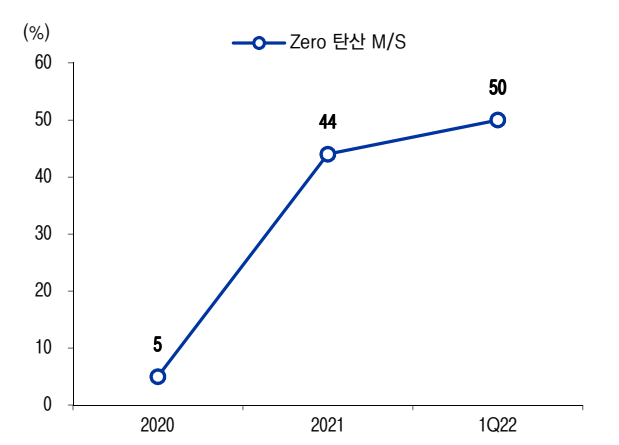
거리두기 해제 전후 주요 외식/배달앱 MAU 변화



자료: WiseApp, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 안드로이드+앱스토어 이용자 수 기준, 3월 대비 6월 MAU 기준

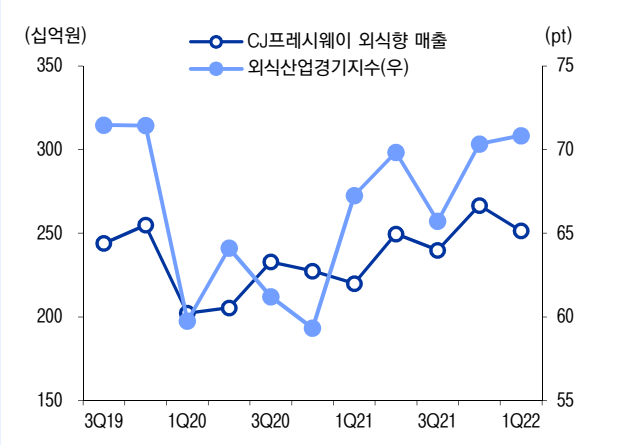
- **코로나 19 기간 동안 내식 수요 증가로 고성장했던 배달 수요가 다시 외식으로 이동**

롯데칠성 Zero 탄산 시장 M/S 추이



자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 동사 내부 기준 M/S

CJ 프레시웨이 외식향 매출 vs. 외식산업경기지수



자료: CJ프레시웨이, 한국농수산식품유통공사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **Top Pick 1)롯데칠성: Q 증가(리오프닝), P 상승(가격 추가 인상 가능성), C 통제(ZBB 프로젝트)**
- **Top Pick 2)CJ 프레시웨이: Q 증가(외식 경기 회복), P 상승(탄력적 판가 전가) 통한 C 통제**

산업분석

음식료
Overweight

먹고 삽시다

힘든 시기 속 빛을 발할 음식료

Contents

Part I	C: 곡물 가격 점검	8
Part II	P: 물가 & 판가	17
Part III	Q: 판매량	24
Part IV	결론 및 투자전략	27

기업분석

롯데칠성 (005300)	32
CJ 프레시웨이 (051500)	38
하이트진로 (000080)	45
CJ 제일제당 (097950)	52
KT&G (033780)	61
농심 (004370)	67
대상 (001680)	73

Part I

C: 곡물 가격 점검

원가 부담, 정점은 지났다

'곡물 가격 급상승'은 상반기 음식료 섹터의 최대 화두였습니다.

곡물 가격은 코로나 발생 이후인 2020년 6월부터 상승기를 거치고 있습니다.
2021년부터 지속된 공급망 차질, 올해 초 발생한 러시아-우크라이나 전쟁,
유가 상승, 라니냐에 의한 작황 부진 등 여러 악재가 쌓인 결과입니다.

다만 이제 지나친 우려는 접어둘 때입니다.
라니냐 후퇴, 미국 금리 인상 등이 가격 상단을 제한하고 있으며,
미국 등 주요 곡물 수출국의 작황도 우려 대비 매우 양호합니다.

국제 곡물 가격은 이제 정점을 지나 하락 추세에 접어들었습니다.
시장 분위기가 반전되기 시작한 것입니다.
단기적인 이슈로 인해 슈팅하는 모습을 보일 순 있어도
장기적으로는 하향 안정화될 전망입니다.

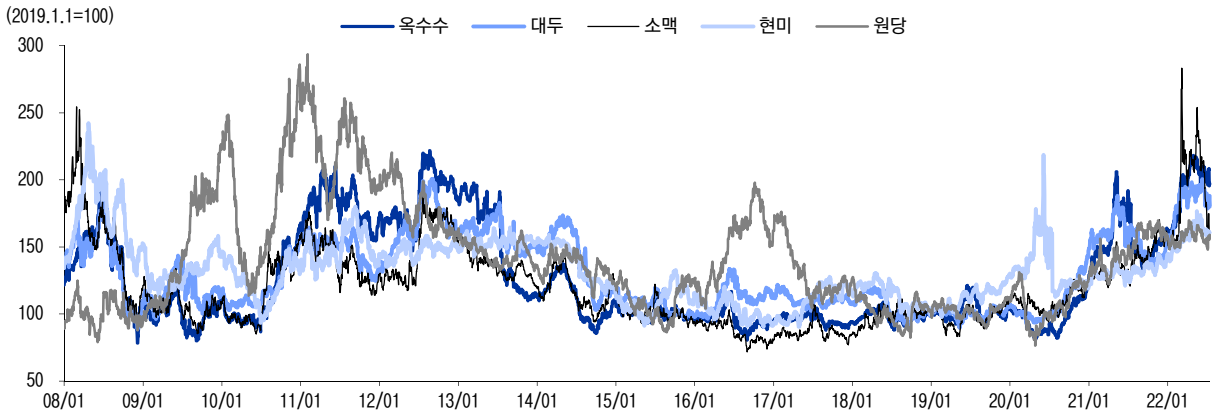
정점은 지났다

Present: 천정부지로 치솟은 곡물 가격

올해 음식료 섹터에서 가장 뜨거웠던 주제는 단연 '곡물 가격 급상승'이었다. 국제 곡물 가격은 코로나19 발생 이후 약 3년간 상승 사이클 내에 있으며, 2021년부터 지속된 공급망 차질과 유가 상승, 이상 기후로 인한 작황 부진, 주요 곡창지대인 러시아-우크라이나 전쟁 등의 이유로 역사상 매우 높은 수준에 있다.

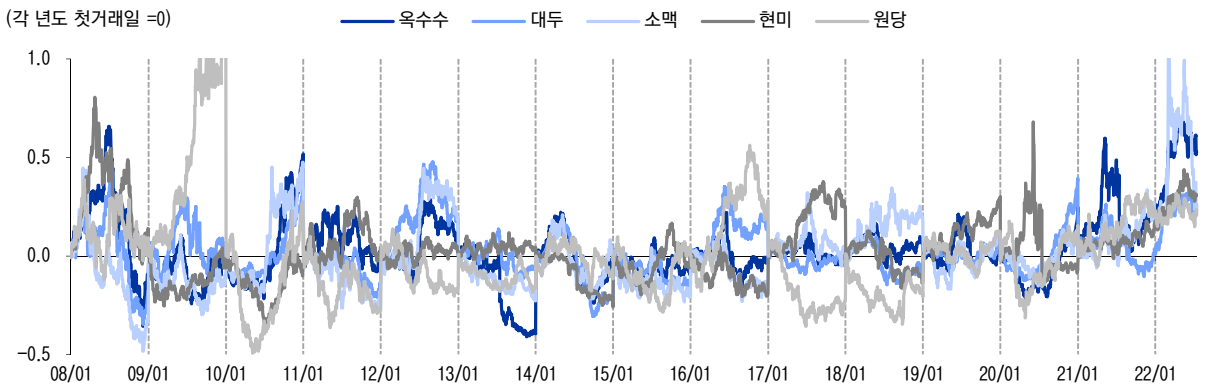
전례 없는 곡물 가격 상승에 따라 각종 지표들도 요동쳤다. 유엔 식량농업기구(FAO)가 발표하는 세계식량가격지수(FPI; Food Price Index)는 2022년 3월 159.3pt를 기록하며 2개월 연속 사상 최고치를 경신했다. 이는 1996년 지수 작성 시작 이후 최고치다. 5개 품목군 지수 중 곡물, 육류, 유지류가격지수가 각각 170.1pt(+24.9pt MoM), 248.6(+46.9pt MoM), 120.0pt(+5.5pt MoM)을 기록하며 사상 최고치를 갈아치웠다.

그림1 주요 곡물 가격 사이클



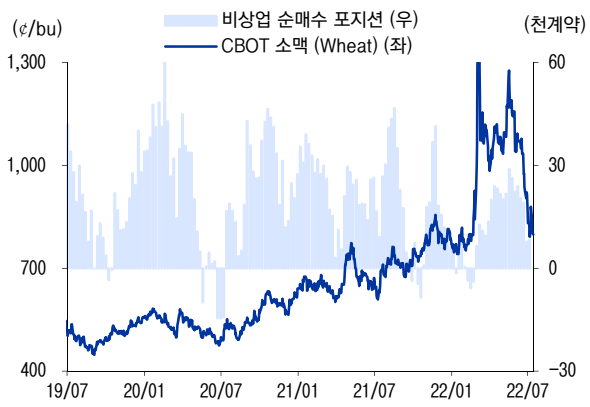
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 연도별 주요 곡물 가격 변화율 추이



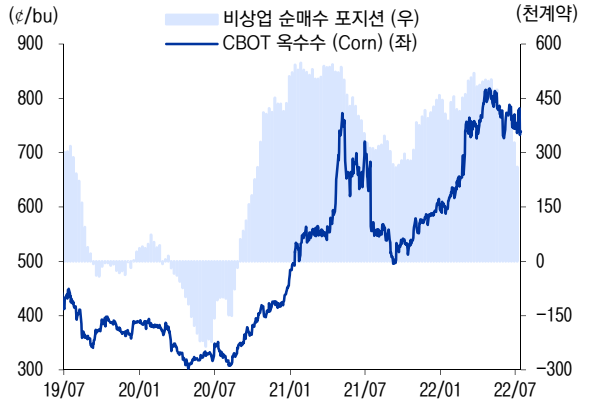
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 소맥 가격 추이



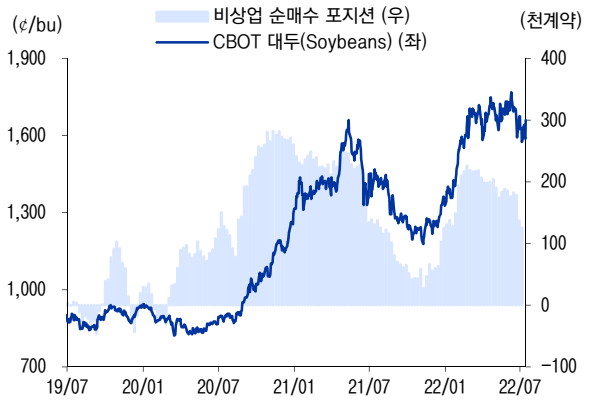
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 옥수수 가격 추이



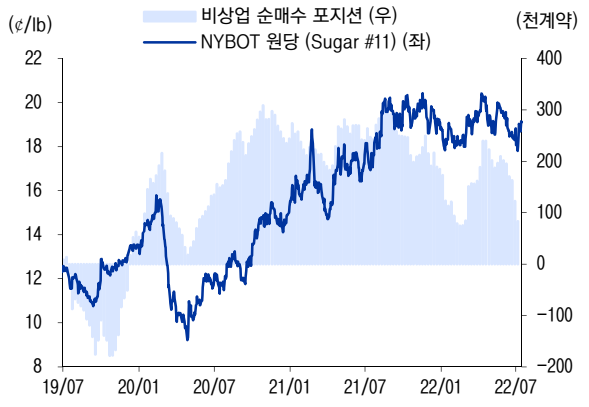
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 대두 가격 추이



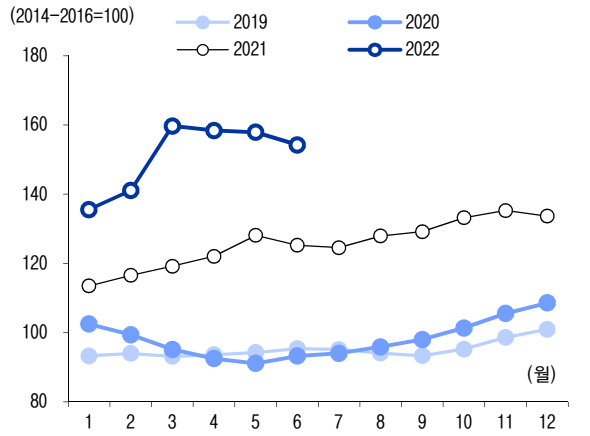
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 원당 가격 추이



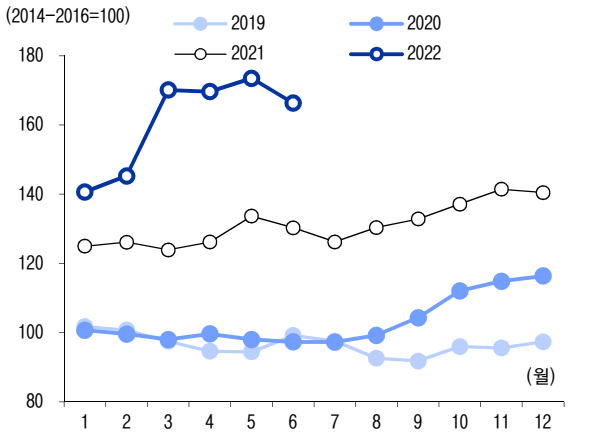
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 식량가격지수 추이 (연도별)



자료: FAO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 곡물가격지수 추이 (연도별)



자료: FAO, 이베스트투자증권 리서치센터

Why: 왜 이렇게 올랐을까?

1. 기후: 기상 이변 → 작황 부진 → 곡물 가격 상승

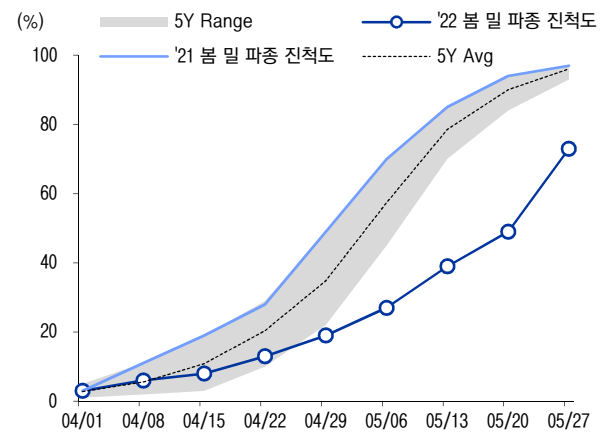
곡물 가격은 경작이라는 특성상 기후 변화에 민감하게 반응한다. 곡물 작황에 영향을 주는 대표적인 현상은 엘니뇨와 라니냐다. 일반적으로 적도 부근 북반구에는 북동 무역풍, 남반구에는 남동 무역풍이 분다. 무역풍으로 인해 따뜻한 해수가 열대 서태평양으로 이동하고 해수면 온도가 올라가 온난습윤기후(강우량↑)를 형성하며, 열대 동태평양은 온수층이 얇아지고 차가운 해수면이 드러나면서 한랭습윤기후를 형성하는 것이다. 이러한 정상 상태에서 벗어나 라니냐, 엘니뇨가 발생하면 이상 기후 현상으로 인해 주요 곡물 생산국가에서 생산 차질이 발생하며, 곡물 가격 상승 압력으로 작용한다.

엘니뇨(El Niño)는 중앙태평양 해수면 온도가 평년대비 +0.5℃ 이상으로 5개월 이상 유지되는 현상이다. 남동 무역풍이 약해지면서 서태평양으로의 해수 이동이 둔화하는 영향으로, 중앙 또는 동태평양 부근에 기류가 형성되어 서태평양보다 동태평양 연안의 강우량이 많아진다. 엘니뇨 발생 시 인도네시아, 필리핀 등 동남아시아와 호주, 브라질, 미국 등이 가뭄을 겪게 된다.

반대로, 라니냐(La Niña)는 동태평양 연안 해수면 온도가 평년대비 −0.5℃ 이하로 5개월 이상 유지되는 현상을 말한다. 적도 부근 북동 무역풍과 남동 무역풍이 정상보다 강화될 경우 적도 동태평양의 온수층은 비정상적으로 얇아지는데, 이로 인해 해수면 온도가 정상보다 낮게 형성된다. 라니냐 발생 시 동남아시아, 호주 지역은 폭우가 내리는 반면, 아르헨티나, 미국 남부 등에는 가뭄이 발생한다.

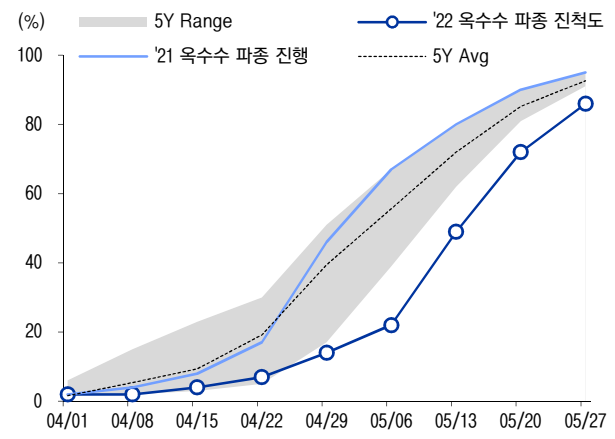
현재 진행 중인 라니냐 현상은 2020년 가을(9월)에 시작되어 2022년 4월을 전후로 강도가 높아진 것으로 파악된다. 라니냐가 연장되며 미국과 남미의 역대급 가뭄, 호주의 폭우와 홍수, 인도의 때이른 폭염(일부 지역 4월 기온 50도 육박) 등 이상 기후 현상들이 세계 곳곳에서 발생했다. 파종 시즌인 4~5월의 파종 진척도는 과거 레인지를 이탈한 것으로 파악되며, 곡물 생산 차질 우려가 불거져 가격 상승 압력을 자극했다.

그림9 미국 봄밀 파종 진척도



자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국 옥수수 파종 진척도



자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 러-우 전쟁 장기화 → 곡창지대 공급 차질, 수출 규제 확산 → 곡물 가격 상승

곡물은 전세계적으로 상업적, 비상업적 거래가 모두 활발하게 이루어지는 원자재다. 따라서 국제 정세나 국가별 수출, 수입 관련 정책에도 크게 영향을 받는다. 올해 초 발발한 러시아-우크라이나 전쟁은 곡물 수급 관련 불안감을 조성하기에 충분했다. 러시아와 우크라이나는 세계적인 곡창지대로, 전세계에 밀을 약 29%(밀 수출국 순위: 러시아 1위, 우크라이나 5위), 옥수수를 19% 공급하는 주요 곡물 수출국이기 때문이다. 공급 차질에 대한 우려는 2020년 6월부터 상승 사이클에 있던 곡물 가격을 크게 슈팅하게 만들었다.

많은 국가들이 수출 금지 또는 제한 정책을 발표하면서 불안은 가중되었다(표1 참고). 러시아는 미국 등 여러 국가들이 경제적 제재를 가하자 이에 대한 대응으로 식료품 수출을 금지시켰다. 우크라이나는 자국 보호 차원에서 수출을 금지했는데, 이미 곡물 재배 시기를 놓쳤고 농업 기반도 파괴되어버린 상황이다. 당초 예상보다 장기화된 전쟁은 식량 보호주의 확산으로 이어졌다. 인도네시아 팜유 수출 중단, 인도 밀 수출 금지 등 전쟁이 시작된 이후 총 45건의 식량·비료 수출 제한 조치가 시행되면서 전세계 식량 안보에 비상등이 켜졌고, 곡물 가격레벨은 높은 수준에서 유지되었다.

표1 주요국 곡물 수출 금지/제한 조치 발표 내용

국가	수출 금지 및 제한 조치 내용	비고
인도네시아	팜유 수출 일시 중단(4 월) → 5 월 23 일부터 수출 허용	세계 최대 팜유(식물성 기름) 수출국
이집트	밀, 콩 등 주요 곡물 수출 일시 중단(4 월)	세계 2 위 밀 생산국이자 설탕 수출국
인도	밀 수출 금지 & 설탕 올해 1,000 만톤 수출 제한(5 월)	
말레이시아	닭고기 수출 규제(6 월)	
아르헨티나	대두유 수출 제한	대두유 1 위 수출국
세르비아	밀, 옥수수, 밀가루 수출 금지	유럽 5 대 옥수수 수출국
헝가리	곡물류 전부 수출 금지	
튀르키예	옥수수, 소고기 등 수출 금지	

자료: 언론 보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 러시아산 에너지 제재 → 비료 가격(생산 비용) 상승 → 곡물 가격 상승

곡물 가격은 에너지 가격과 상당히 높은 상관관계를 가진다. 곡물 파종에 사용되는 주원료가 에너지 상품이기 때문이다. 소맥, 옥수수 등을 경작하는데 사용되는 비료요소의 주요 원료는 천연가스 또는 석탄(무연탄, 유연탄/갈탄)이고, 질소계 비료의 주요 성분인 암모니아는 천연가스에서 추출한다.

코로나19로 공급 부족과 가격 인상 등의 문제를 겪은 비료 공급망이 러시아-우크라이나 사태로 더욱 악화되었다. 비료 주요 수출국인 러시아가 비료 수출을 중단하고 중국도 수출 요건을 강화하면서 비료 가격은 더욱 급등했다. 비료 가격 상승분은 곡물의 생산비용 증가로 이어져 곡물의 공급차질을 심화시켰고, 이 또한 곡물 가격의 상방압력으로 작용하였다.

곡물 가격 전망: 단기 vs. 장기

단기: 곡물 가격 슈팅 가능성 존재

북반구 수확 시즌이 중요

곡물 가격은 단기적으로 북반구 수확 시즌 결과에 따라 추가 슈팅 가능성이 남아있다.

북반구에서는 3~5월에 파종된 소맥(봄밀), 옥수수, 대두 등을 8~10월에 걸쳐 수확한다. 곧 수확 시즌이 다가오고 있는 것이다. 다만 1)러시아-우크라이나 전쟁의 여파로 봄밀 파종이 정상적으로 이루어지지 못했고, 2)연장된 라니냐발 영향으로 이번 수확이 부진할 가능성이 있어 공급 가이던스는 추가 하향되었다.

따라서 현재 곡물 가격이 하락 추세라고 해도 이번 북반구 수확 시즌에 단기적인 슈팅 가능성은 남아있으며, 2022년 하반기까지는 이미 높은 레벨에 있는 곡물 가격에 대한 주의가 필요하겠다.

표2 글로벌 주요 곡물 파종 & 수확 캘린더

구분	국가	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	생산 (%)	수출 (%)
소맥	유럽(봄밀)			파종					수확					18	20
	유럽(겨울밀)						수확			파종					
	중국(봄밀)			파종					수확					17	1
	중국(겨울밀)					수확				파종					
	인도		수확								파종			14	0
	러시아(봄밀)					파종			수확					10	18
	러시아(겨울밀)							수확		파종					
	미국(봄밀)				파종				수확					7	14
	미국(겨울밀)							수확		파종					
옥수수	미국				파종				수확					31	26
	중국				파종				수확					23	0
	브라질(1기)		수확								파종			9	21
	브라질(2기)	파종					수확								
	유럽			파종					수확					6	3
	아르헨티나			수확						파종				5	21
대두	브라질			수확							파종			38	56
	미국					파종				수확				29	28
	아르헨티나(1기)			수확								파종		14	6
	아르헨티나(2기)	파종			수확								파종		
	중국				파종					수확				5	0
	파라과이			수확							파종			3	4

자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

장기: 곡물 가격 하향 안정화 전망

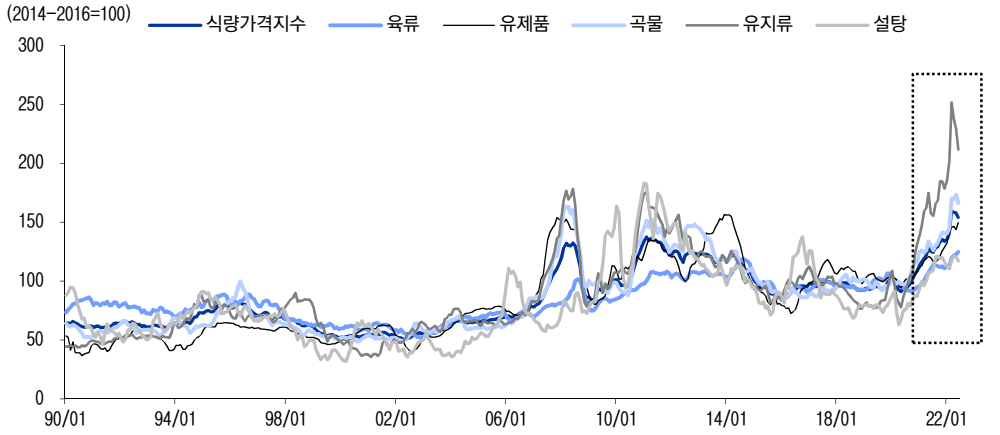
국제 곡물 가격은 최고치를 지나, 장기적인 하향 추세에 접어들 전망이다. 라니냐 후퇴, 유가 조정, 사료 수요 둔화 등 가격 상단을 제한하는 요인들이 상존하고 있기 때문이다.

농촌경제연구원은 국제 밀, 콩, 옥수수 가격이 주요 수출국 작황 개선과 미국 금리 인상 등의 영향을 받아 하향 또는 약보합 추세라고 분석했다. 선물가격지수는 2분기 193.2에서 3분기 186.0으로 완화될 것으로 보인다.

FAO 세계식량가격지수도 지난 3월 역대 최고치를 기록한 후 3개월째 하락세이다(3월 159.7 → 4월 158.4 → 5월 157.9 → 6월 154.2; 2014~2016년 평균=100). 특히 시장에서 가장 대표적인 곡물인 밀, 대두, 옥수수의 가격이 모두 내림세를 보인 점이 고무적이다.

밀 가격은 북반구의 수확 시즌이 시작되는 영향과 캐나다, 러시아 등 주요국 생산량이 개선될 전망에 힘입어 하락했다. 옥수수는 남미 지역 수확이 진행되고 미국 작황 상황이 좋아지면서 가격이 떨어졌다. 여전히 과거 대비 높은 수준이기는 하지만, 시장 분위기가 반전되고 있다.

그림11 **품목별 식량가격지수 추이 (월별)**

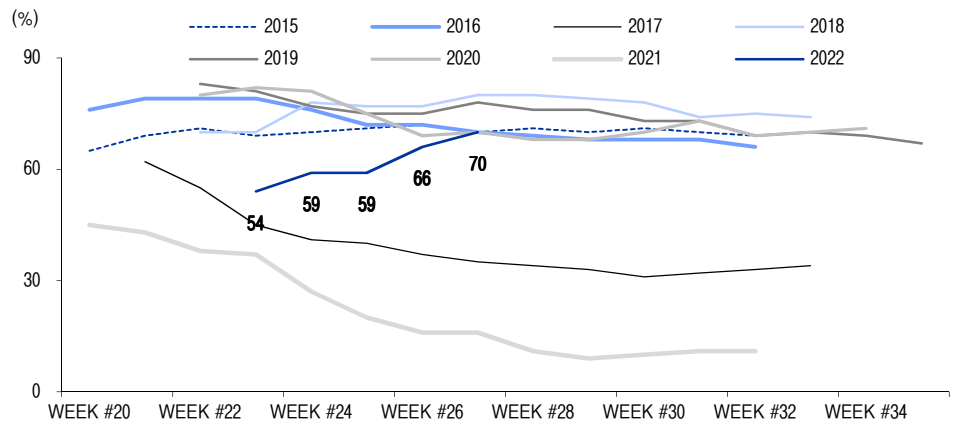


자료: FAO, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 주요국 작황 개선

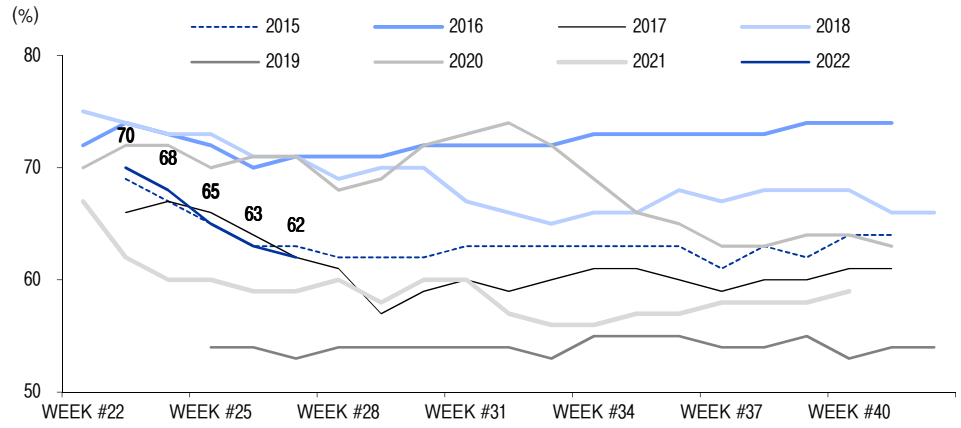
최근 발표된 미국 작황 보고서에서 봄밀 작황이 우려 대비 좋은 수준을 보이며(Good or Excellent 비율: 봄밀 +54%p, 대두 +3%p, 옥수수 Flat YoY), 곡물 가격 진정에 대한 기대가 높아지고 있다. 예상보다 좋은 결과에 국제 곡물 가격이 일부 하락하였고, 국내 가공/소재식품 및 라면 업체(CJ제일제당, 대상, 농심, 삼양식품 등)들의 주가가 상승하기도 했다.

그림12 미국 작황: 봄밀(Spring Wheat) 작황우수등급(Good or Excellent) 비율



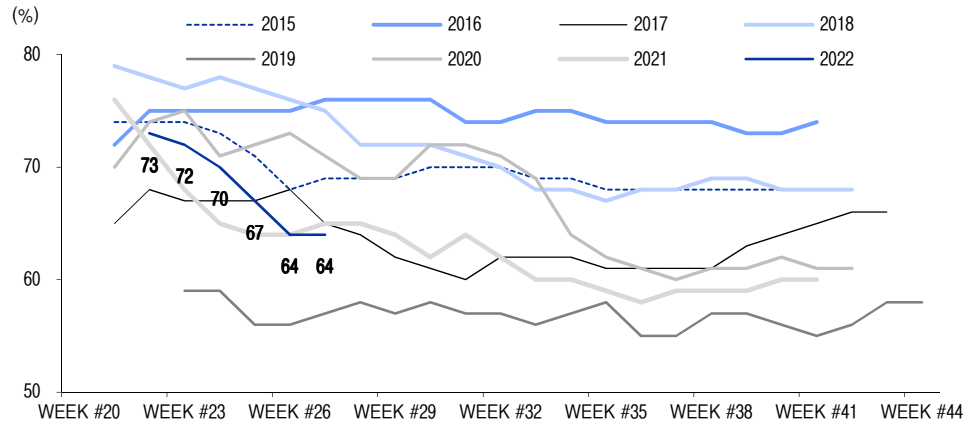
자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 미국 작황: 대두(Soybeans) 작황우수등급(Good or Excellent) 비율



자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 미국 작황: 옥수수(Corn) 작황우수등급(Good or Excellent) 비율



자료: USDA, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 국제 유가 안정화

9월부터 미국 드라이빙 시즌이 종료되며, 국제 유가가 조정될 가능성이 높다. 휘발유(유가) 가격 하락 시 옥수수는 바이오연료向 수요 위축이 불가피하며, 가격이 하락하게 될 전망이다. 옥수수는 미국산 바이오연료의 주요 원료(비중 95%)로, 에너지 시장에 대한 의존도가 높아 유가 레벨다운 시 디스카운트가 가장 크게 발생할 수 있다.

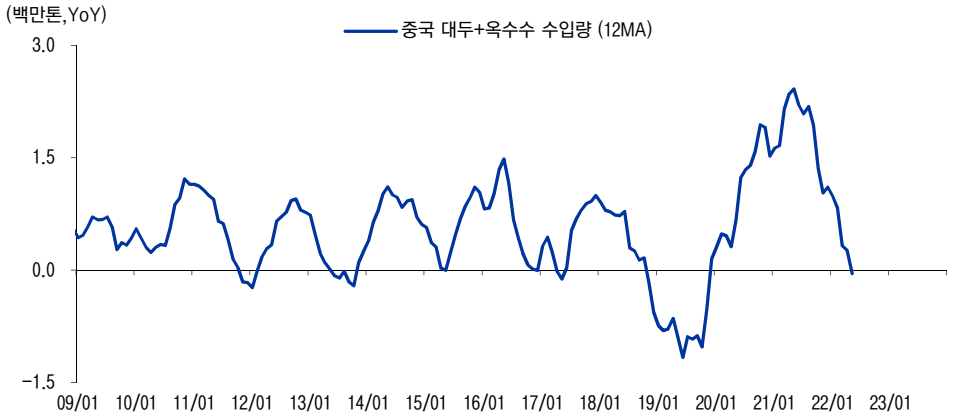
3. 비료 가격 하락

비료 가격도 하락 반전했는데, 비료 뿐 아니라 비료의 원재료인 '요소'와 요소의 원재료인 '천연가스' 가격도 동반 하락하고 있는 점이 고무적이다. 공급 차질 문제를 겪던 비료와 원재료 가격이 떨어지면서 곡물가 안정에 힘을 더할 전망이다.

4. 사료 수요 둔화

중국의 사료 수요가 둔화되고 있다. 중국은 대두, 옥수수 등 곡물의 최대 소비국이다. 주로 사료용으로 곡물을 사용하는데, 장기간 낮아진 양돈농가 마진으로 인해 사료 수요가 둔화되는 모습이다.

그림15 중국 사료向 수요 둔화



자료: 중국농업농촌부, 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

P: 물가 & 판가

빨라질 가격 인상 사이클

전통적으로 음식료 기업은 '곡물 가격 상승 → 판가 상승(가격에 전가) → 곡물 가격 하락 → 이익 스프레드 확대'라는 장기 사이클이 존재합니다.

국내외 음식료 기업들은 작년 말 대대적인 판가 인상을 진행했습니다.
코로나19, 글로벌 공급망 차질, 곡물가 & 물류비 증가 등으로
그동안 쌓여왔던 원가 부담을 해소하기 위함이었습니다.

그러나 올해 초 러시아-우크라이나 전쟁에서 파생된
전례 없는 국제 곡물 가격 상승과 애그플레이션 영향으로
음식료 기업들의 가격 인상 사이클이 빨라질 전망입니다.

맥도날드, 타이슨, 크래프트하인즈 등 미국 최대 식품 기업들은
이미 가격 재인상을 발표하고 나섰습니다.
상황이 상황인 만큼 가격 재인상에 대한 문턱이 낮아진 것입니다.
국내 기업들도 가격 재인상을 이미 진행했거나 고려중인 것으로 파악되며,
재인상 이후 장기적으로 곡물 가격이 하향 안정화될 시
마진 단에서의 엄청난 수혜가 기대됩니다.

가격 인상은 계속된다

Present: 인플레이션의 습격

2022년 4월 18일, 사회적 거리두기가 전면 해제되었다. 코로나19 이후 수요가 원래 상태로 돌아가는 과정에서 곡물가, 유가 등 원자재 가격 상승과 공급망 차질 등이 맞물리며 물가를 자극하고 있다.

2022년 5월 한국 생산자물가지수(PPI; Producer Price Index)는 119.24pt(2015=100)를 기록하며 5개월 연속으로 통계 작성 이후 사상 최고치를 갈아치웠다. 생산자물가는 한 달간의 시차를 두고 소비자물가에 영향을 미쳐 CPI의 선행지표 역할을 하기 때문에, 6월 소비자물가도 높은 오름세를 이어갈 것으로 전망되었다.

예상대로 6월 한국 소비자물가지수(CPI; Consumer Price Index)는 전년 대비 +6.0% 상승하며, IMF 외환위기 이후 최대 상승폭을 기록했다. CPI가 6%대로 상승한 것은 1998년 11월(+6.8%) 이후 23년 7개월만이다. 체감 물가를 보여주는 생활물가지수는 전년 대비 +7.4% 상승하며 13년 11개월만에 최대치를 달성했다.

1. 원자재 가격 상승 → 물가 상방 압력

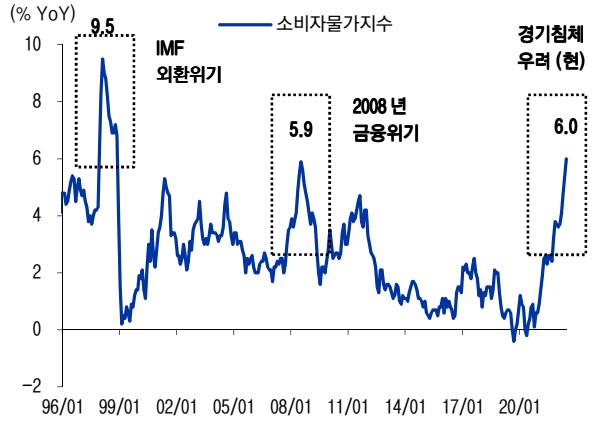
글로벌 원자재 가격 상승이 국내 물가 상승 요인으로 작용하고 있다. 공급 측면의 압력이 장기화하면서 누적된 생산 비용의 상승이 다른 부문으로 퍼지고 있기 때문이다. 먼저, 국제 곡물 가격 상승은 한국에 애그플레이션(Agflation; Agriculture+Inflation) 현상을 불러일으켰다. 즉, 곡물 가격 상승분이 국내 식료품(가공식품, 농축수산물) 가격과 외식 물가에 전가되고, 이것이 전체 물가도 함께 끌어올리고 있는 것이다. 국제 유가 폭등 또한 석탄/석유제품의 가격 상승으로 이어져, 전체 물가 상승에 기여하기도 했다.

2. 리오프닝 → 보복소비 본격화

사회적 거리두기 해제 이후 리오프닝을 맞아 그동안 억눌렸던 소비 심리가 되살아나고 있다. 특히 음식점, 주점, 카페, 영화관, 야구/축구장, 워터파크 등 서비스업을 중심으로 대면 소비가 늘어나고 있으며, 흠뻑쇼, 워터밤 등 여름 축제와 서울재즈페스티벌, 월드디제이페스티벌, 송크란 워터 뮤직 페스티벌 등 대형 오프라인 행사까지 재개되면서 MZ세대의 보복소비가 본격화하고 있다.

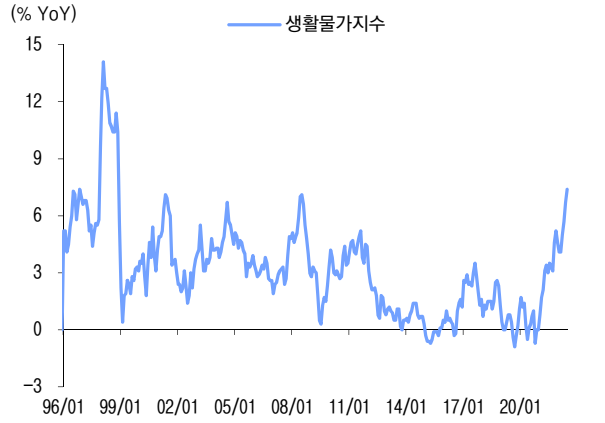
'런치플레이션'이라는 신조어가 등장할 만큼 높아진 체감물가에도 불구하고 리오프닝 관련 수요는 줄지 않는다. 소비 증가는 수요 측면에서 물가 상승 압력으로 작용하고 있으며, 수요 단에서의 물가 상승 압력은 하반기로 갈수록 커질 전망이다.

그림16 소비자물가지수 추이



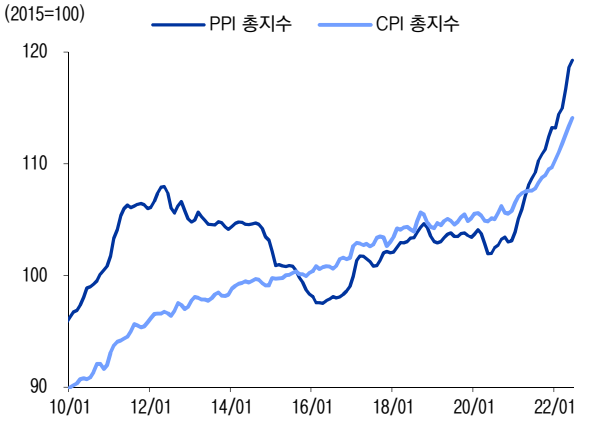
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 생활물가지수 추이



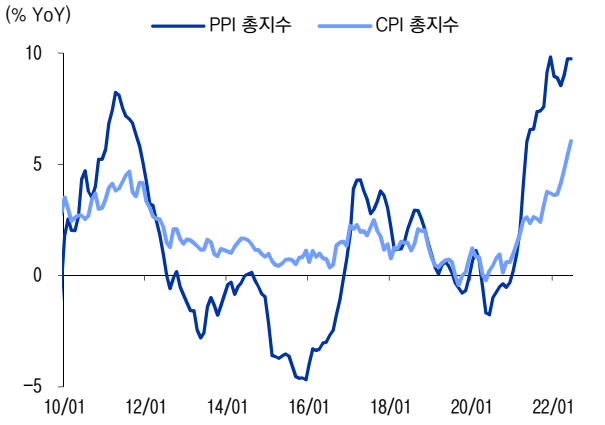
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 생산자물가지수 vs. 소비자물가지수(절대지수)



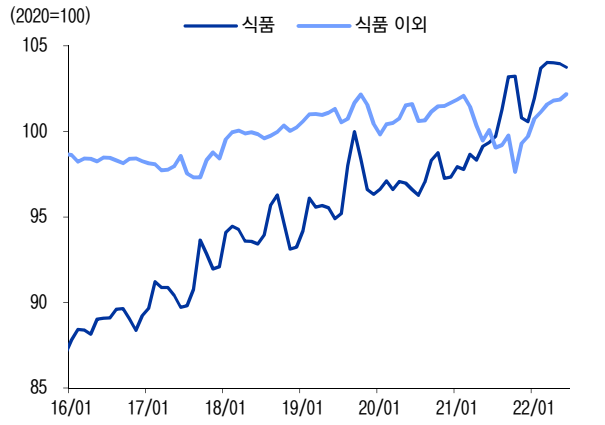
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 생산자물가지수 vs. 소비자물가지수 (증감률)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

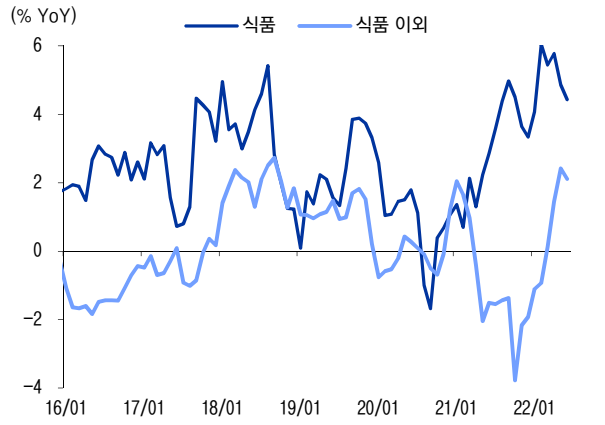
그림20 생활물가지수: 식품 vs. 식품 이외(절대지수)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 식품(가공식품·외식 인상 등), 식품 이외(원재료비 및 운영경비 인상)

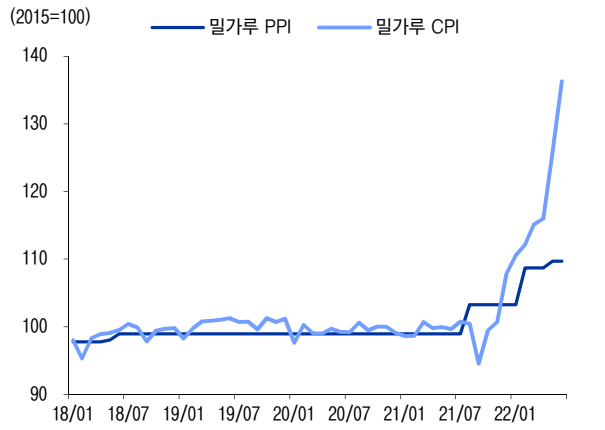
그림21 생활물가지수: 식품 vs. 식품 이외(증감률)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

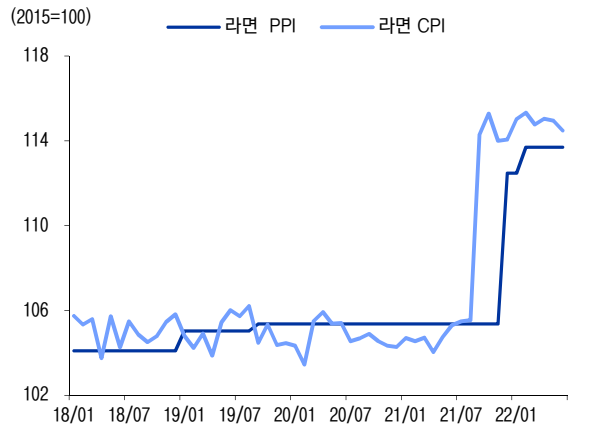
주: 식품(가공식품·외식 인상 등), 식품 이외(원재료비 및 운영경비 인상)

그림22 PPI vs. CPI: 밀가루



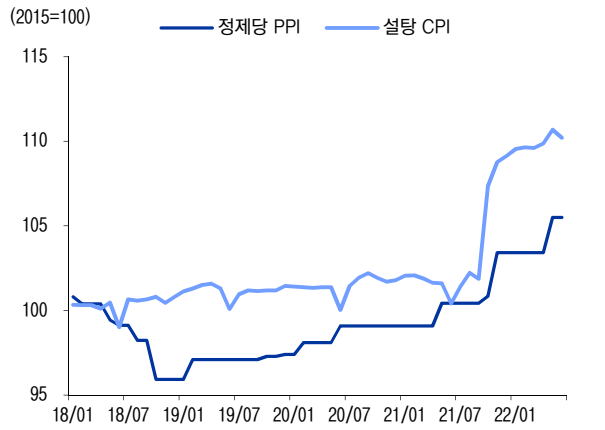
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 PPI vs. CPI: 라면



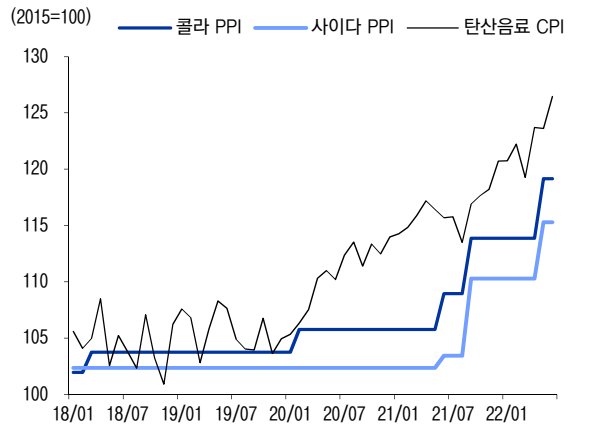
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 PPI vs. CPI: 설탕



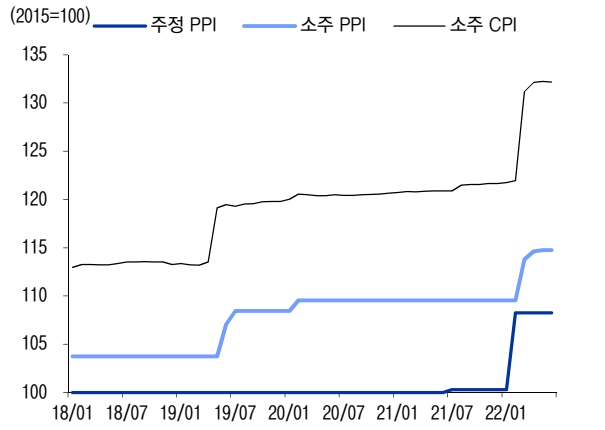
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 PPI vs. CPI: 탄산음료



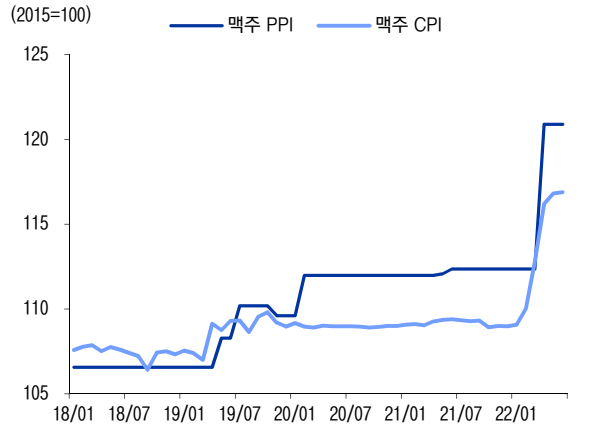
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 PPI vs. CPI: 소주



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 PPI vs. CPI: 맥주



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

To be: 하반기 대대적인 판가 재인상 가능성

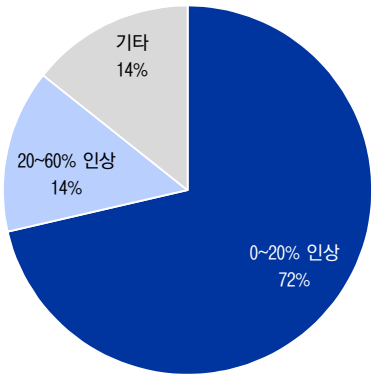
음식료품은 필수소비재의 성격을 가지고 있어, 다른 제품 대비 가격 인상이 용이하다. 즉, 원재료비 상승 부담을 소비자 가격에 전가함으로써 일부 해소가 가능하다는 뜻이다. 특히 가공식품 기업의 경우 전통적으로 '곡물가 상승 → 판가 상승(가격 전가) → 곡물가 하락 → 이익 스프레드 확대'라는 장기 사이클이 존재한다. 농촌경제연구소에 따르면 일반적으로 곡물의 수입 단가가 +10% 상승했을 때 약 +3.4%의 가격 인상을 초래하는 것으로 알려져 있다.

국내 음식료품 기업들은 높아지는 원가 부담에 대응하기 위해 작년 하반기부터 대대적인 판가 인상을 진행했다. 그러나 판가 인상 효과를 다 누리기도 전에 러시아-우크라이나 전쟁이 발발했고, 곡물 가격이 천정부지로 치솟으면서 많은 기업들이 다시 마진 하락을 걱정하고 있는 상황이다. 곡물을 원료로 사용해 제품을 생산하는 국내 가공식품 기업들은 수익성 하락에 대비하고자 추가적인 판가 인상을 검토하고 있다. 크래프트하인즈, 타이슨, 맥도날드, 캠벨 수프, 몬델리즈 등 미국 최대 식품 기업들 또한 노동, 포장, 재료, 운송 등 비용 급등에 따른 추가 가격인상을 예고했다.

가격 재인상에 대한 문턱 또한 낮아지고 있는 것으로 보인다. 업계에 따르면 일반적으로 음식료품 업체는 1년에 2번씩 가격을 올리면 소비자 비판 여론이 비등할 것을 염려하는데, 커피빈, 롯데리아, 써브웨이 등 일부 프랜차이즈 업체가 재인상을 발표하면서 가격 재인상이 도미노 현상처럼 이어질 것으로 전망했다(표3 참고). 2021년 5년 만에 가격을 올린 라면 3사(농심, 삼양, 오뚜기)와 팔도, 해태제과, 롯데제과, SPC삼립 등도 재인상을 고민 중인 것으로 알려졌다.

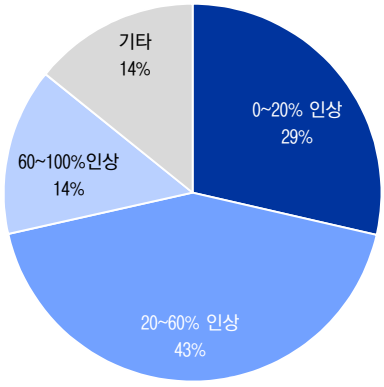
한국은행 조사에 따르면 원재료가 변동에 따라 판매가를 인상한 음식점/숙박 업체 중 72%는 +0~20%, 14%는 +20~60% 가격을 인상하였고, 판매가를 아직 인상하지 않은 업체 중 올해 안에 인상 계획을 가지고 있는 업체들은 29%가 +0~20%, 43%가 +20~60%, 14%가 +60~100% 가격을 인상할 의향이 있는 것으로 파악되었다.

그림28 원재료가 변동에 따른 판매가 인상 비율(음식점/숙박)



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 판매가 미인상 업체의 금년 내 인상 계획(음식점/숙박)



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 주요 식품/외식 업체 가격 변경 리스트(1)

시기	기업	가격 변경 내용
2021.01	동원F&B	즉석밥 7종 가격 +11%, 인상·꽁치 통조림 가격 +13%, 고등어 통조림 가격 +16% 인상
	코카콜라음료	코카콜라 제품 가격 +6% 인상 · 씨그램 가격 +8% 인상
	해태htb	2L 용량 평창수 가격 +7% 인상 · 갈아 만든 배 가격 +10% 인상
	동아오츠카	편의점용 포카리스웨트(250ml), 데미소다(250ml), 오로나민C(120ml) 가격 평균 +16.7% 인상
	풀무원	주요 대형마트에 납품하는 두부와 콩나물 가격 각 +8~14%, +8~10% 인상
	샘표	반찬 통조림 제품 12종 평균 가격 +35% 인상 · 꽁치와 고등어 통조림 제품 4종 평균 가격 +42% 인상
2021.02	롯데칠성	칠성사이다·펩시콜라 등 16개 음료 브랜드 출고가 평균 +4.7% 조정
	CJ제일제당	햇반 가격 종류별로 +6~7% 인상 · 고추장 5종 평균 가격 +9% 인상
	대상	청정원 고추장 제품군 평균 가격 +7% 인상
2021.03	오뚜기	즉석밥 가격 +7~9% 인상
	오비맥주	카스프레시, 오비라거, 카프리 등 일부 제품의 출고 가격 +1.36% 인상
	SPC삼립	양산빵 20여종에 대한 가격 +9% 인상
	CJ제일제당	백설 국산꽃소금(200g)' 가격 +9% 인상
	동원F&B	덴마크 드링킹 요구르트(310ml) 편의점 판매가 +5.2% 인상
2022.04	베지밀	베지밀 A & B 190ml 병 제품 가격 +7.7% 인상
	서울장수	장수생막걸리 등 제품 가격 평균 +20% 인상
2021.05	오뚜기	오뚜기 케첩 8.6%인상(1,980원 〉2,150원)
	CJ제일제당	햇반 컵반 가격 +7~8% 인상
	하이트진로	테라 등 맥주 제품 가격 평균 +1.36% 인상
	광동제약	옥수수수염차, 힘찬하루헛개차 최대 300원 인상
2021.06	오뚜기	냉동피자 약 +10% 인상
	오비맥주	한맥 500ml 출고가 10% 인하
2021.07	CJ제일제당	스팸, 햄/소시지 등 육가공제품 가격 평균 +9.5% 인상
	동원F&B	참치를 원재료로 한 가공식품 가격 10% 안팎 인상, 사조산업의 살코기참치 약 +15% 인상
	오뚜기	사과식초 +36% · 느린마을 막걸리 +17% · 롯데푸드 파스퇴르 쾌변 +13% 들기름 + 8.9%, 부침가루·튀김가루 +9.9%, 도나스 믹스 +10.2% 가격 인상
	풀무원	면 및 떡류 40종 납품가 인상, 평균 인상률 약 +8% 수준
	하이트진로	테라 500mL 캔 가격 -15.9% 인하
2021.08	오뚜기	주요 라면 가격 평균 +11.9% 인상(진라면 +12.6%, 스낵면 +11.6%, 육개장 +8.7%)
	농심	주요 라면 출고가격 평균 +6.8% 인상(신라면 +7.6%, 안성탕면 +6.1%, 육개장사발면 +4.4%)
	삼양식품	삼양라면, 불닭볶음면 등 13개 라면 가격 평균 +6.9% 인상
	팔도	비빔면 등 평균 +7.8% 가격 인상
	해태제과	홈런볼, 버터링 등 5종 가격 평균 +11% 인상
2021.09	롯데푸드	햄·소시지 등 전 제품 가격 평균 +7.4% 인상
	롯데제과	카스타드·빠다코코낫 등 총 11종 가격 평균 +12.2% 인상
2021.10	LG생활건강	코카콜라·혜태htb 제품 총 36종의 가격 평균 +5.9% 인상
	웅진식품	하늘보리(500mL) +6.7%, 아침햇살·초록매실 +8.3% 인상
	서울우유	모든 우유 제품 가격 평균 +5.4% 인상
	동원F&B	우유 제품 가격 평균 +6% 인상
	매일유업	흰우유 등 유제품 가격 평균 +5% 인상
	남양유업	흰우유 제품 가격 평균 +4.9% 인상
	빙그레	바나나맛우유 +7.1%, 요플레 오리지널 +6.4% 인상

자료: 언론 보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 주요 식품/외식 업체 가격 변경 리스트(2)

시기	기업	가격 변경 내용
2021.11	팔도	음료 가격 평균 +8.2% 인상
	롯데푸드	파스퇴르 우유 가격 평균 +5.1% 인상, 흰우유 평균 +4.9% · 발효유 6.6% 인상
	hy	흰 우유 +6.1%, 월 +7.1% (1,400 〉 1,500원), 메치니코프 +8.3% (1,200 〉 1,300원)
2021.12	CJ제일제당	어묵 제품 35종 가격 평균 +10.4% 인상
	롯데칠성음료	칠성사이다·펩시콜라 등 26종 가격 평균 +6.8% 인상
	동원F&B	동원참치캔 22종의 가격 평균 +6.4% 인상
	국순당	막걸리 등 제품 가격 평균 +6.2% 인상
	롯데GRS	롯데리아 제품 가격 평균 +4.1% 인상
2022.1	코카콜라	코카콜라 등 주요 제품 편의점 가격 평균 +6.4% 인상
	스타벅스	아메리카노 등 음료 46종 100~400원 인상
	동서	맥심 커피믹스, 카누 등 출고가 +7.2~7.3% 인상
	써브웨이	샌드위치 평균 +5.1% 인상
	매일유업	바리스타룰스 등 컵커피 +8~12.5% 인상
	동원F&B	양반죽 12종 가격 +15% 인상
2022.2	CJ제일제당	비비고 용기죽 10종 평균 +10%, 두부 +7~8%, 냉동만두 평균 +5%, 포장김치 +5% 인상
	하이트진로	참이슬 후레쉬 등 소주 출고가 +7.9% 인상
	풀무원	두부 제품 +7.4~8% 인상, 냉동만두 +5.9% 인상
	파리바게뜨	빵, 케이크류 등 66개 품목 평균 +6.7% 인상
	남양유업	프렌치카페 카페믹스 등 커피믹스 평균 +9.5%, 컵커피 평균 +7.5% 인상
	매일유업	치즈가격 +3.9~10% 인상
	대상	종가집 포장김치 +7% 인상
	커피빈	전체 음료 메뉴 49종 100원씩 인상
2022.3	롯데칠성음료	처음처럼 등 소주 평균 +7.2% 인상
	오뚜기	컵누들 일부 제품 출고가 +7.7% 인상
	농심	스낵류 출고가 평균 +6% 인상
	빙그레	투게더, 메로나 제품 각각 500원, 200원 인상
	하이트진로	테라 등 맥주 출고가 평균 +7.7% 인상
	오비맥주	카스 등 맥주 출고가 평균 +7.7% 인상
	CJ제일제당	햇반 +7~8% 인상 (대형마트 +7%, 편의점 +8%), 스팸 +8.5% 인상
	동원F&B	리챔 등 가공육 제품 +5% 인상
2022.4	롯데푸드	돼지바, 보석바 등 바, 파인트 제품 가격 인상 예정
	롯데제과	빼빼로, 월드콘 등 초콜릿 및 빙과류 +13~25% 인상
	오뚜기	오뚜기밥 인상 예정
2022.5	커피빈	아메리카노, 카페라떼 등 50종 100~300원 인상 (최근: 2월)
2022.6	롯데리아	버거 상품 등 81종 가격 평균 +5.5% 인상 (최근: 작년 12월)
2022.7	뚜레쥬르	80여개 제품 평균 +9.5% 인상
	사조	해표 카놀라유 +20.8%, 압착올리브유 +17.7% 인상
	오뚜기	국수 소면 +11.6%, 중면 +12.5%, 골드마요네스 +10.5% 인상
	CJ제일제당	맥스봉 +5.2% (기존 1,700원 → 1월 1,900원 → 7월 2,000원), 로아커 초콜릿 +18.4% 인상
	써브웨이	5㎝ 샌드위치 가격 평균 +5.8% 인상 (최근: 1월)
	KFC	일부 메뉴 가격 200~400원 인상(최근: 1월)

자료: 언론 보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 6개월 이내 동일 품목 재인상한 기업 파란색 글씨로 표시

Part III

Q: 판매량

드디어, 진짜 리오프닝 수혜

2022년 4월 18일 2년간의 사회적 거리두기가 전면 해제되었습니다.

드디어 찾아온 리오프닝은
높아지는 물가와 소비위축 우려에도 불구하고
음식료 섹터에서 Q를 증가시키는 새로운 유인으로 작용할 전망입니다.

이번 리오프닝으로 인해 가장 큰 수혜를 입을 곳은
코로나19로 인해 가장 큰 피해를 입었던 외식 산업 분야입니다.
주류/음료, 식자재유통 업체들이 이에 해당합니다.

영업 제한으로 인해 움츠려있던 외식 경기가 회복되면서
오프라인 음식점, 주점 등 대면 소비가 증가하고
배달앱, HMR 등 내식으로 이동했던 수요 역시 외식으로 돌아올 전망입니다.

리오프닝 업종에 주목

높아지는 가격에도 줄지 않는 수요

높아진 물가에도 불구하고 소비자들의 수요가 줄지 않는 곳이 있다. 사회적 거리두기 전면 해제에 따른 리오프닝 수혜 업종이다. 대표적으로, 영업 시간 제한을 받았던 주점 및 음식점에서 보복소비 수요가 본격화하며 뚜렷한 회복세를 나타낼 전망이다.

1. 외식 산업

식당 등 대면 소비가 크게 증가하면서 외식 시장이 수혜를 누릴 전망이다. 2022년 2분기 외식산업경기 현재지수는 1분기 대비 +14.72pt 상승하며, 코로나 발생 이전보다도 높은 숫자를 기록했다. 3분기 전망지수는 95.23pt로, 낙관적인 전망이 유효하다. 작년부터 지속된 공급망 차질이나 물가 부담 등 여러 이슈에도 불구하고 외식 수요는 견조하다는 뜻이다.

배달외식 수요가 대면 외식 수요로 이동하는 영향도 한 몫 하겠다. 코로나19 기간 동안 재택근무, 비대면 수업, 자가격리 등 집 안에서 생활하는 시간이 늘어나면서 내식 수요가 크게 증가했었다. 이에 따라 배달서비스 관련 사업이 고성장했으나, 급격하게 비싸진 배달앱 수수료에 소비자들은 큰 피로감을 느끼기도 했다. 이제는 내식으로 옮겨 갔던 수요가 다시 외식으로 돌아오면서, 외식 산업이 성장할 시기다.

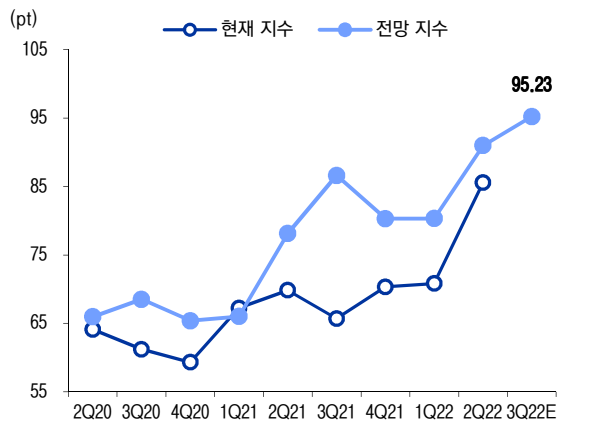
2. 유흥 시장

그중에서도 가장 큰 수혜가 예상되는 곳은 바로 유흥 시장이다. 코로나19로 인해 가장 큰 타격을 받았던 업종이기 때문이다. 한국농수산식품유통공사에 따르면 주점업 경기지수는 세부 업종 중에서도 최하위를 기록하는 등 주점업의 침체가 심각한 수준이었다.

그러나 최근 분위기는 확실히 반전되고 있다. BC카드 자료에 따르면 거리두기가 해제된 2022년 4월 18일부터 30일까지 오프라인 식당 매출이 해제 전인 3월 1일부터 20일 대비 +27% 증가했다. 같은 기간 주점 매출은 +47% 늘었는데, 특히 법인카드 매출액이 약 +70% 증가했다. 회식 등 각종 대면 영업 활동이 증가한 영향으로 파악된다.

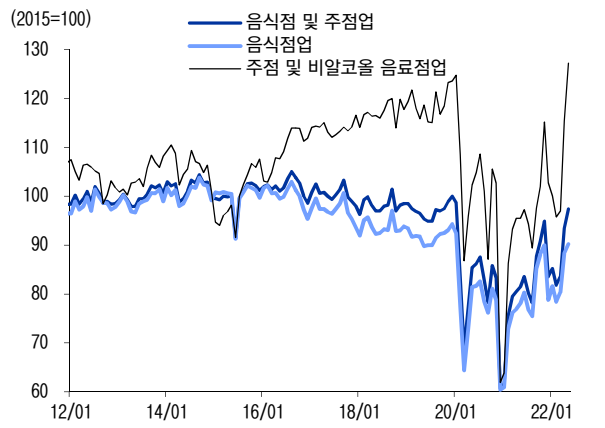
주점업 경기동향지수 추세도 고무적이다. 2022년 2분기 주점업 현재지수는 92.04pt로 기존 전망치였던 88.42pt를 넘어서며 급격한 회복세를 보였다. 3분기 전망지수 또한 100pt가 넘는 높은 수치를 기록해, 당분간 빠른 회복 추이가 지속될 것으로 보인다.

그림30 외식산업 경기동향지수: 현재 vs. 전망



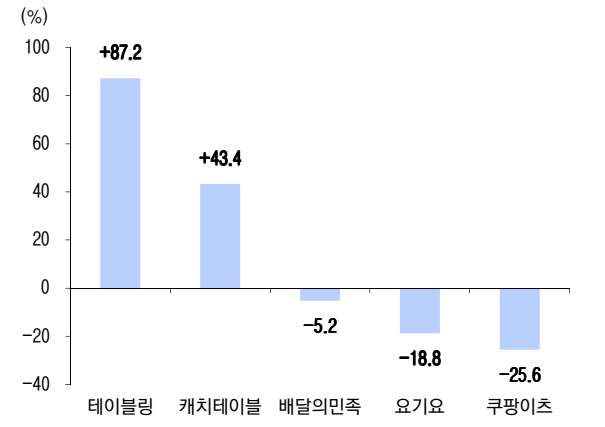
자료: 한국농수산식품유통공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 산업별 서비스업 생산지수



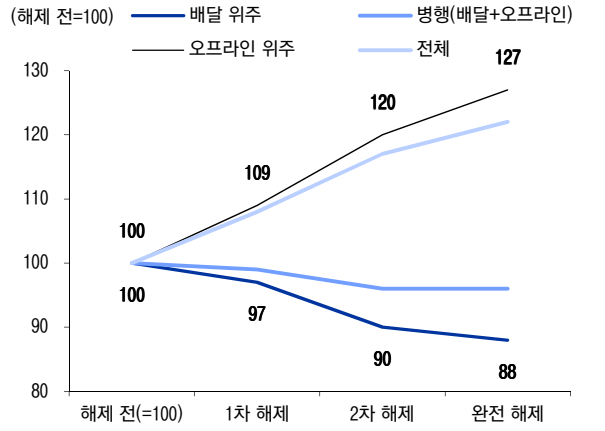
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 거리두기 해제 전후 주요 외식/배달앱 MAU 변화



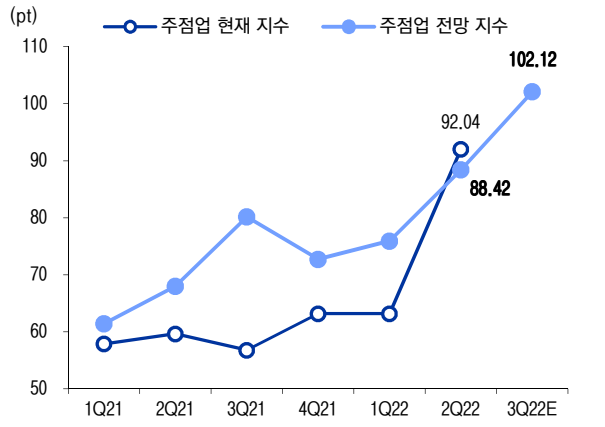
자료: WiseApp, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 안드로이드+앱스토어 이용자 수 기준, 3월 대비 6월 MAU 기준

그림33 BC 카드 '거리두기 단계별 식당/주점업 매출'



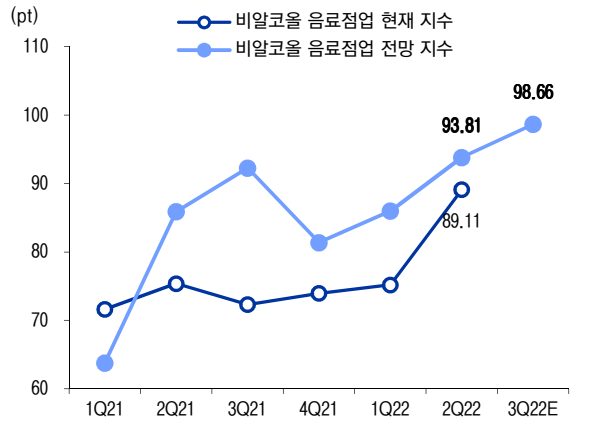
자료: BC카드, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 배달 위주(오프라인 매출 30% 미만), 병행(오프라인 매출 30% 이상~70% 미만), 오프라인 위주(오프라인 매출 70% 이상). 해제 전(3월 1~20일, 6인), 1차 해제(3월 21~4월 3일, 8인), 2차 해제(4월 4~17일, 10인), 완전 해제(4월 18~30일)

그림34 주점업 지수: 현재 vs. 전망



자료: 한국농수산식품유통공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 비알코올 음료점업 지수: 현재 vs. 전망



자료: 한국농수산식품유통공사, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

결론 및 투자전략

결론 및 투자전략

매크로 환경이 쉽지 않습니다.
코로나19를 겨우 이겨냈나 했더니
러시아-우크라이나 전쟁에 곡물 값은 전례 없이 폭등하고,
물가는 고공행진하며, 경기 침체라는 단어가 심심치 않게 들리고 있습니다.
최근에는 국내 일별 확진자 수가 다시 증가하는 추세이기도 합니다.

하지만 음식료 섹터는 이처럼 어려운 대외 환경 속에서
빛을 발할 수 있는 필수소비재이자, 경기방어주입니다.

현 매크로 상황에서 음식료 종목 선별 전략으로 아래 3가지를 제시합니다.
1)리오프닝 수요 회복에 따라 Q(판매량)가 증가할 업체,
2)높은 시장지배력, 낮은 가격저항에 따라 P(판가)를 인상하기 유리한 업체,
3)P 인상 또는 자체적인 방식으로 C(비용)을 통제할 수 있는 업체

위 조건들을 충족하는 업종 내 Top-Picks로 롯데칠성과 CJ프레시웨이를,
관심종목으로 하이트진로와 CJ제일제당을 제시합니다.

음식료 업종 내 옥석 가리기

먹고 살아야죠!

음식료 업종은 대표적인 내수 업종이자 경기의 영향을 잘 받지 않는 필수소비재의 특성을 띈다. 1)사업을 오랫동안 이어가는 기업이 타 업종 대비 많고, 2)과점 형태를 띄는 세부업종이 다수 존재하며, 3)소비자들이 비교적 기업에 친숙한 편이다. 업종 내 종목이 글로벌 지표에 동시에 영향을 받기보다는 세부 업종마다 개별적으로 움직이는 특성을 지녀, Bottom-Up 접근이 중요한 섹터기도 하다.

매크로 환경이 쉽지 않다. 코로나19 팬데믹 발생 이후 공급망 물류 차질, 러시아-우크라이나 전쟁, 원자재 가격 상승, 중국 락다운, 인플레이션 압박과 소비심리 위축, 미국 연준의 자이언트 스텝, 경기 침체 우려까지 계속해서 혼란스러운 상황을 겪고 있다. 주식 시장 또한 크게 요동쳤다. KOSPI는 연초 대비 -22%, KOSDAQ 은 -26% 하락하였고, 미국 S&P500은 -21%, NASDAQ은 -29% 하락하였다.

음식료 업종은 이처럼 쉽지 않은 매크로 환경 속에서 더 빛을 발할 수 있는 섹터다. 필수소비재로서, 먹고 마시는 것은 우리가 살아가기 위해 일정량은 꼭 소비해야 하는 부분이기 때문이다. 따라서 경기방어적이며, 인플레이션 및 소비위축에 대한 영향도 상대적으로 제한적이다. 기다렸던 리오프닝이 시작된 지금은 더욱 그렇다.

종목 선별 전략

원자재 가격 상승에 대한 비용 부담은 현재 음식료 섹터 내 거의 모든 기업들이 공통적으로 겪고 있는 어려움이다. 이러한 부담을 Q의 증가, P의 상승, 또는 C의 통제를 통해 최대한 완화시킬 수 있는 기업을 선별해야 한다.

Q(판매량)의 증가는 수요 증가에 기인한다. 코로나 이전 음식료 섹터는 국내 인구 증가율 둔화 및 산업의 성숙기 진입으로 인해 실질 성장이 정체되는 경향이 있었다. 따라서 많은 기업들이 해외 시장으로 뻗어나가며 장기적으로 Q를 늘리기 위해 노력했다.

P(판가)의 상승은 가격 전가를 통해 이루어진다. 주로 원자재 가격 상승으로 인한 마진 스퀴즈를 방지하기 위함이다. 과거 음식료 기업들은 가격 인상을 꾸준히 진행해왔으나, 비탄력적인 산업 특성상 천천히, 주기적으로 이루어지는 것이 특징이었다.

코로나 이후 상황은 조금 바뀌었다. 1)Q는 앤데믹 선언 이후 억눌렸던 수요가 회복되며 당분간 폭발적으로 증가할 전망이다. 2)P는 전례 없는 원가 부담으로 인해 가격 전가가 보다 자주, 탄력적으로 이루어질 수 있는 환경이 조성되었다.

1. Q가 증가할 업체

리오프닝 수혜 업체의 수혜를 누리자. 2022년 4월 18일 2년간의 사회적 거리두기 제한이 전면 해제되면서 그간 억눌렸던 소비가 폭발하고 있다. 주류/음료, 식자재유통 등 리오프닝 수혜 업체들은 가파르게 오르는 물가에도 수요가 증가할 전망이다.

1)주류/음료 업체들은 코로나19 기간 동안 영업 차질로 힘든 시기를 겪었으나, 사회적 거리두기가 해제되면서 유흥시장이 빠른 회복세를 보이고 있다. 더운 날씨도 이들 업체에게는 호재다. 2분기부터 시작되는 계절적 성수기에 올해 때이른 더위까지 더해 3분기에도 호실적을 이어갈 것으로 예상한다. 2)식자재유통 업체들은 외식 경기가 회복되고 식수가 늘며 수혜를 입겠다. 모든 외식 경로에서 수요가 폭발적으로 증가하고 있으며 각종 페스티벌이나 여름 행사도 엄청난 활황이다. 코로나19 기간 내식 수요가 증가하면서 배달로 이동했던 수요가 다시 외식으로 돌아오는 영향도 한 몫 하겠다.

2. P가 상승할 업체

가격 전가력이 높은 업체를 선별하자. 1)전통 강자가 유리하다. 시장 지배력이 높은 기업은 가격 결정력이 높고, 가격 인상에 따른 소비자들의 가격 저항도 낮은 편이다. 이런 기업들은 브랜드력과 품질을 인정 받기 때문에, 가격이 몇 백원 오른다고 해서 소비자들이 갑자기 구매를 그만두지 않는다. 2)B2B 비중이 높은 기업이 유리하다. B2C에 비해 여론에 노출되는 가격 저항이 적어 상대적으로 판가 전가가 용이하기 때문이다. CJ프레시웨이의 식자재유통, CJ제일제당의 바이오, 대상의 소재산업 등이 해당한다.

3. C를 통제할 수 있는 업체

음식료 섹터에서 C의 통제는 보통 판매가격 인상을 통해 이루어진다. 즉, 원가를 판가에 탄력적으로 전가하는 업체들을 눈여겨볼 필요가 있다. 2에서 설명한 M/S가 높고, B2B 비중이 높은 기업들이 유리하다. 1)원가 부담 상쇄를 통해 마진을 방어할 수 있고, 2)향후 곡물 가격이 하향 안정화될 시 큰 폭의 이익 스프레드를 확보하며 다시 한 번 수혜를 볼 것으로 전망되기 때문이다, 추가적으로, 롯데칠성이 롯데알미늄과 체결한 페트 사업 영업양수도 계약(원부자재 수직계열화)처럼 기업들이 비용을 통제하기 위해 자체적으로 어떤 노력을 하고 있는지도 살펴보면 좋겠다.

TOP-PICKs: 롯데칠성, CJ프레시웨이

롯데칠성과 CJ 프레시웨이를 음식료 업종 내 Top-Picks 로 제시한다.

롯데칠성은 리오프닝으로 인한 Q 증가, 높은 시장 지배력에 기인한 P 상승 가능성, ZBB 프로젝트 등을 통한 C 통제가 기대된다. CJ 프레시웨이는 외식 경기 회복으로 인한 Q 증가, B2B 거래를 통한 탄력적 판가 전가 가능성, P 상승을 통한 C 통제를 근거로 선별하였다.

기업분석

롯데칠성 (005300)	32
CJ 프레시웨이 (051500)	38
하이트진로 (000080)	45
CJ 제일제당 (097950)	52
KT&G (033780)	61
농심 (004370)	67
대상 (001680)	73

Universe

종목명	투자판단	목표주가
롯데칠성	Buy (신규)	240,000 원(신규)
CJ 프레시웨이	Buy (신규)	52,000 원(신규)
하이트진로	Buy (신규)	45,000 원(신규)
CJ 제일제당	Buy (신규)	550,000 원(신규)
KT&G	Buy (신규)	105,000 원(신규)
농심	Buy (신규)	360,000 원(신규)
대상	Buy (신규)	32,000 원(신규)

롯데칠성 (005300)

2022. 7. 18 음식료

Analyst 오지우
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

제로는 펩시!

Buy (Initiate)

목표주가 240,000 원
현재주가 171,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

MZ에게 먹히는 다채로운 포트폴리오

롯데칠성의 2022년 2분기 연결 매출액은 7,381억원(+10.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익은 611억원(+34.2%; OPM 8.3%)을 기록할 전망이다. 사회적 거리두기 해제에 따른 리오프닝 효과가 본격적으로 반영되는 분기로, 그동안 억눌렸던 이연 수요가 폭발하며 음료와 주류 모두 큰 폭의 실적 개선을 이루겠다. 원재료가 부담은 2분기가 피크였던 것으로 보이나, 음료 가격 인상 및 비용 절감(ZBB; Zero Based Budget) 프로젝트 등 선제적인 대응으로 하여금 충분히 상쇄 가능한 수준인 것으로 파악된다.
[음료] 매출액 5,103억원(+11.3%), 영업이익 485억원(OPM 9.5%)으로 외형과 수익성 모두 고성장이 예상된다. **[주류]** 매출액 1,839억원(+12.2%), 영업이익 83억원(OPM 4.5%)으로 리오프닝에 따른 유흥 시장 회복 효과가 두드러지겠다. 견조한 실적에 수제맥주 OEM은 덤이다.

롯데칠성은 국내 음료 1위 업체로서, 빠르게 변화하는 트렌드를 읽고 다양한 제품 포트폴리오로 화답하고 있다. 음료 부문에서는 지난 1분기 제로 탄산 시장 M/S 50%를 달성한 펩시 제로 라임을 필두로, 탐스 제로, 핫식스 더킹 제로, 제로 밀키스 등 다양한 제품을 통해 제로 시장 확대에 적극적으로 대응하고 있다. 제로 탄산의 인기는 단기적인 유행이 아닌 지속적인 추세가 될 것으로 보이며, 고마진 탄산 매출 비중이 높아짐에 따라 믹스 개선 효과도 누릴 수 있겠다. 주류 부문에서도 다양한 음식과 페어링 할 수 있는 레몬진 SKU를 강화하고, 별빛청하 스파클링을 출시하는 등 니치 마켓에 발 빠르게 대응하고 있다. 별빛청하는 지난 4월 말 출시 이후 MZ세대에게 많은 관심을 받으며 50일 만에 누적 판매 150만 병을 돌파하기도 했다.

투자의견 BUY, 목표주가 240,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 240,000원으로 롯데칠성 커버리지를 개시하며, 업종 내 Top-Picks로 매수 추천한다. 1)밸류에이션: 당사 예상 실적 기준 12MF P/E 10.8배에 거래 중이다. 6월 블록딜 이슈 및 7월 코로나 재확산 우려 등으로 조정을 받아 주가가 더욱 매력적인 구간에 있다는 판단이다. 2)모멘텀: 처음처럼 이후 15년만에 선보이는 소주 빅 신제품 출시 모멘텀이 8월에 기다리고 있다. 3)가격 인상 가능성: 경쟁사들과 달리 아직 맥주 가격을 그대로 유지하고 있어 향후 가격 인상도 기대해볼 수 있겠다.

Stock Data

KOSPI(7/15)		2,330.98 pt
시가총액		15,867 억원
발행주식수		9,279 천주
52 주 최고가 / 최저가		200,000 / 127,500
90 일 일평균거래대금		78.35 억원
외국인 지분율		11.3%
배당수익률(22.12E)		1.8%
BPS(22.12E)		139,576 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.9%
	6 개월	43.2%
	12 개월	49.5%
주주구성	롯데지주 (외 16 인)	65.4%
	국민연금공단 (외	8.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	2,258	97	-23	-17	-1,586	적지	248	-68.4	9.2	0.8	-1.0
2021	2,506	182	175	137	14,399	흑전	340	9.3	7.0	0.9	10.0
2022E	2,789	242	195	151	15,892	10.4	408	10.8	6.9	1.2	10.6
2023E	2,906	277	231	181	19,044	19.8	448	9.0	6.1	1.1	12.1
2024E	2,973	306	260	204	21,487	12.8	481	8.0	5.5	1.0	12.3

자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 롯데칠성 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	538.8	668.9	698.8	599.6	626.3	738.1	779.7	644.9	2,506.1	2,789.0	2,906.4
롯데칠성음료	507.8	622.4	656.0	559.0	584.1	694.2	730.8	606.0	2,345.2	2,615.1	2,689.0
음료	347.5	458.5	483.0	383.9	389.9	510.3	535.2	414.3	1,672.9	1,849.6	1,897.7
주류	160.3	163.9	173.0	175.1	194.2	183.9	195.7	191.7	672.3	765.5	791.3
매출액 YoY (%)	6.2	11.9	8.3	18.2	16.2	10.3	11.6	7.6	11.0	11.3	4.2
롯데칠성음료	3.5	8.8	6.1	16.2	15.0	11.5	11.4	8.4	8.5	11.5	2.8
음료	-1.3	8.0	8.2	16.6	12.2	11.3	10.8	7.9	7.8	10.6	2.6
주류	15.8	11.0	0.7	15.4	21.1	12.2	13.1	9.5	10.3	13.9	3.4
영업이익	32.3	45.6	85.4	18.9	59.7	61.1	91.0	30.4	182.2	242.3	276.9
롯데칠성음료	31.6	41.9	80.3	20.7	54.4	56.8	84.9	28.6	174.5	224.6	267.7
음료	22.3	42.1	68.5	17.1	32.8	48.5	75.5	23.2	150.0	179.9	199.3
주류	9.3	-0.2	11.8	3.6	21.6	8.3	9.4	5.4	24.5	44.6	68.4
영업이익 YoY (%)	416.2	55.6	46.3	469.8	84.9	34.2	6.5	60.6	87.4	33.0	14.3
OPM (%)	6.0	6.8	12.2	3.2	9.5	8.3	11.7	4.7	7.3	8.7	9.5
롯데칠성음료	6.2	6.7	12.2	3.7	9.3	8.2	11.6	4.7	7.4	8.6	10.0
음료	6.4	9.2	14.2	4.5	8.4	9.5	14.1	5.6	9.0	9.7	10.5
주류	5.8	-0.1	6.8	2.1	11.1	4.5	4.8	2.8	3.6	5.8	8.6
지배주주순이익	16.3	31.1	91.8	-3.7	36.7	37.8	72.9	1.9	135.5	149.4	178.6

자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표6 롯데칠성 음료/주류 포트폴리오 전략

출시일	제품	비고
2022.2	클라우드 칠성사이다 맥주	Fun 마케팅
2022.3	탐스 Zero(오렌지/레몬/사과키위)	Zero 마케팅 강화
	대용량 순하리 레몬진(500ml)	레몬진 SKU 확대
2022.4	별빛 청하 스파클링	트렌드 대응, 캐시카우 성장 확대
	처음처럼 꿀주	Fun 마케팅
2022.5	클라우드 라이트	칼로리 Light
	순하리 레몬진 병제품(355ml)	레몬진 SKU 확대(유흥채널)
2022.6	핫식스 더킹 제로	Zero 마케팅 강화
2022.8(예정)	소주 신제품(가명 '새로')	MZ타겟 제품 강화

자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 롯데칠성 Valuation

(원)	항목	비고
12MF EPS	15,892	
Target P/E(배)	14.9	[표8] 참고, 사업부문별 비중 반영
- 음료	18.9	글로벌 음료 주요 Peer 평균 P/E에 20% 할인 적용
- 주류	12.8	글로벌 주류 주요 Peer 평균 P/E에 20% 할인 적용
목표주가	240,000	
현재주가	171,000	
Upside(%)	40.4	

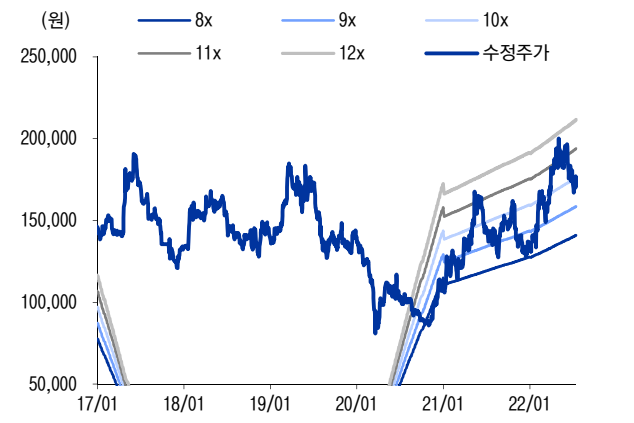
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 음료/주류 Global Peer 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(배)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
코카콜라	2021	38,658.0	11,109.0	9,771.0	17.1	16.5	19.6	28.7	26.1	25.5	11.1	22.4	47.7
	2022E	42,008.5	12,179.3	10,732.2	8.7	9.6	9.8	29.0	25.6	25.4	9.9	22.4	42.8
	2023E	44,200.4	13,037.8	11,449.7	5.2	7.0	6.7	29.5	25.9	23.6	9.7	21.0	42.8
펩시코	2021	79,474.0	11,414.0	7,618.0	12.9	8.4	13.0	14.4	10.9	27.1	14.6	18.5	58.9
	2022E	83,581.0	12,114.7	10,560.0	5.2	6.1	38.6	14.5	11.0	25.5	12.1	17.9	53.7
	2023E	86,536.5	13,016.3	9,889.4	3.5	7.4	-6.4	15.0	11.5	23.5	11.0	16.6	49.8
델몬트	2021	4,252.0	111.5	80.0	1.2	27.0	47.6	2.6	1.9	16.3	0.7	7.7	4.6
	2022E	4,368.0	105.0	61.5	2.7	-5.8	-23.1	2.4	1.4	21.1	-	10.1	-
	2023E	4,528.0	131.0	96.1	3.7	24.8	56.3	2.9	2.1	15.2	-	8.9	-
유니레버	2021	62,029.0	11,397.1	7,154.6	3.4	2.9	5.8	18.4	13.1	-	-	13.0	42.6
	2022E	58,125.0	9,239.9	5,830.0	-6.3	-18.9	-18.5	15.9	10.9	18.6	7.0	13.0	36.1
	2023E	60,296.8	10,002.4	6,424.8	3.7	8.3	10.2	16.6	11.3	17.0	6.8	12.2	39.2
하이네켄	2021	25,951.1	3,699.7	3,931.5	11.3	45.6	88.0	14.3	8.3	17.1	3.3	14.3	11.8
	2022E	26,616.8	4,126.2	2,305.1	2.6	11.5	-41.4	15.5	9.7	20.8	2.8	11.4	13.6
	2023E	28,838.0	4,624.6	2,742.7	8.3	12.1	19.0	16.0	10.2	18.2	2.6	10.4	14.2
기린	2021	16,594.6	1,336.4	544.7	-1.5	4.8	24.1	8.1	6.7	25.7	1.7	10.0	14.0
	2022E	14,100.4	1,080.2	875.5	-15.0	-19.2	60.7	7.7	6.3	15.3	2.0	11.3	12.3
	2023E	14,383.6	1,271.9	944.6	2.0	17.7	7.9	8.8	6.6	14.6	1.8	10.0	12.7
아사히	2021	20,370.8	1,904.5	1,398.4	10.3	41.2	46.6	9.3	6.8	14.8	1.3	11.3	9.3
	2022E	17,892.4	1,584.8	1,038.7	-12.2	-16.8	-25.7	8.9	5.8	15.9	1.2	11.5	8.0
	2023E	18,592.8	1,832.5	1,247.5	3.9	15.6	20.1	9.9	6.7	13.3	1.2	10.3	9.2
산미구엘	2021	6,286.7	892.0	401.6	10.9	31.7	60.7	14.2	6.4	21.3	4.5	9.2	22.7
	2022E	6,391.4	905.0	379.4	1.7	1.5	-5.5	14.2	5.9	13.1	2.4	5.7	19.8
	2023E	6,953.5	1,001.7	423.2	8.8	10.7	11.5	14.4	6.1	11.7	2.1	5.2	19.6
암베브	2021	13,522.0	3,205.5	2,351.8	24.8	7.0	11.4	23.7	17.6	19.2	2.9	10.1	16.4
	2022E	14,669.4	3,254.5	2,286.3	8.5	1.5	-2.8	22.2	15.7	17.3	2.6	8.9	15.7
	2023E	15,481.4	3,602.8	2,558.1	5.5	10.7	11.9	23.3	16.2	16.0	2.5	8.0	15.2

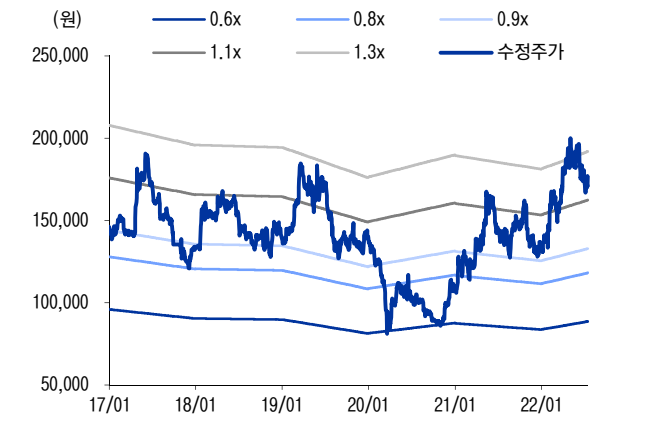
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 롯데칠성 PER 밴드 차트



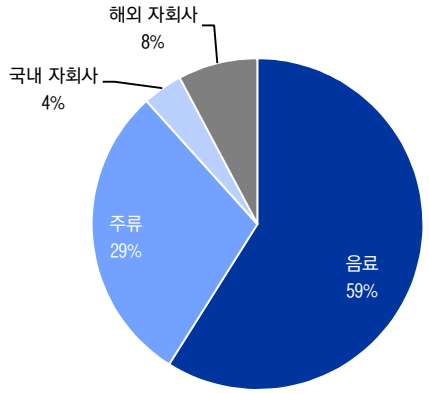
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 롯데칠성 PBR 밴드 차트



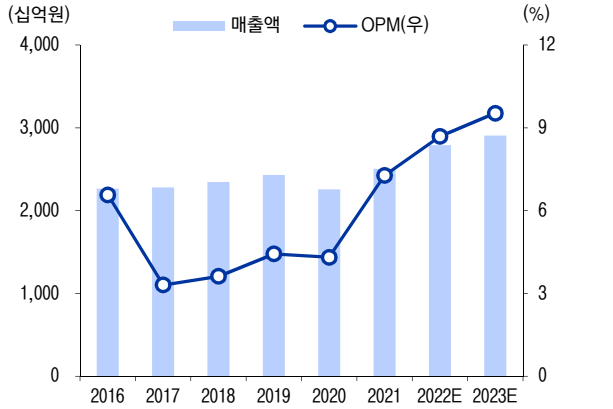
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 1Q22 매출 비중: 음료 59%, 주류 29%



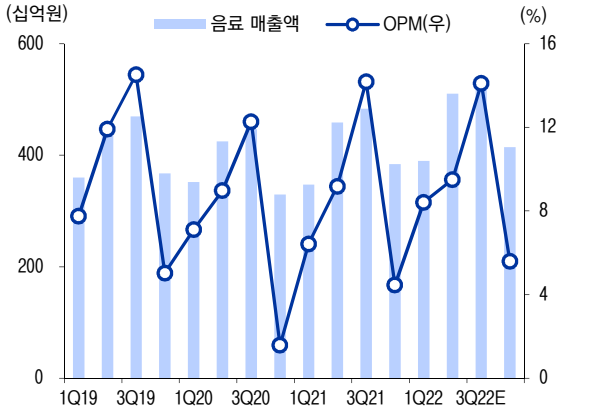
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 내부거래 제외 연결 매출액 기준

그림39 롯데칠성 연간 전체 연결 실적 추이



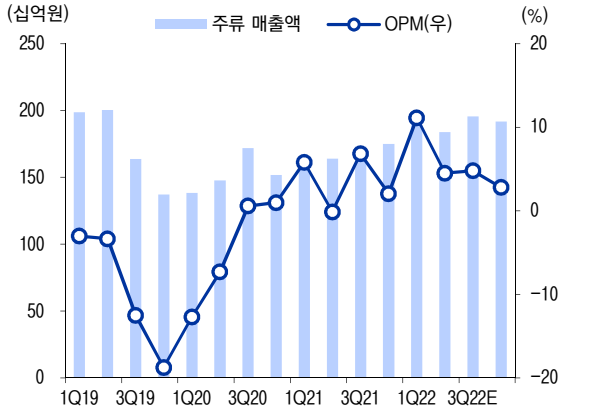
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 음료 매출액 및 영업이익률 추이



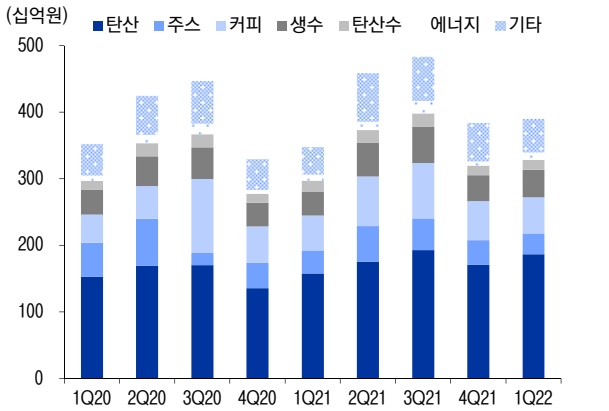
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 주류 매출액 및 영업이익률 추이



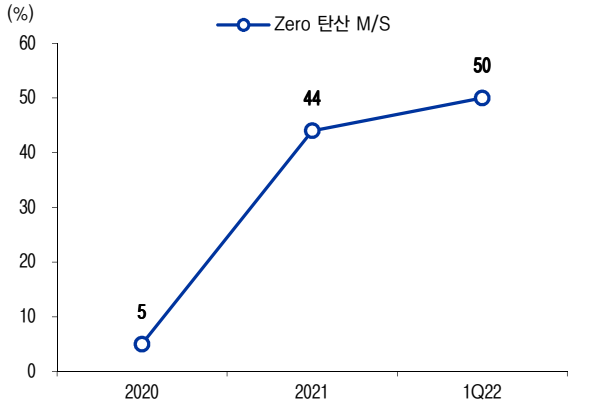
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 음료 품목별 매출액 추이



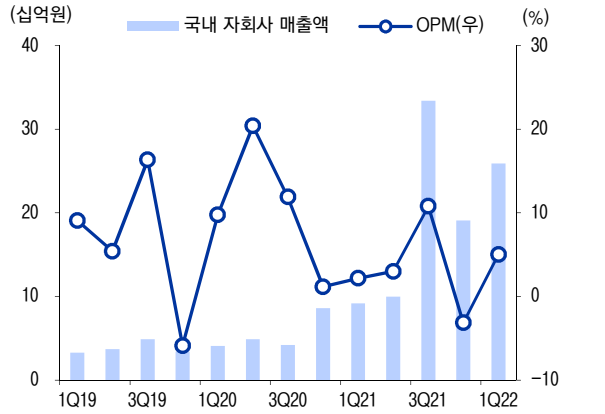
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 롯데칠성 Zero 탄산 시장 점유율 추이



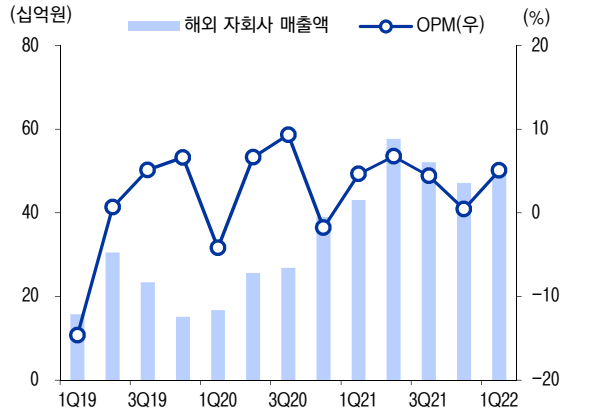
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 동사 내부 산정 기준 M/S

그림44 국내 자회사 매출액 및 영업이익률 추이



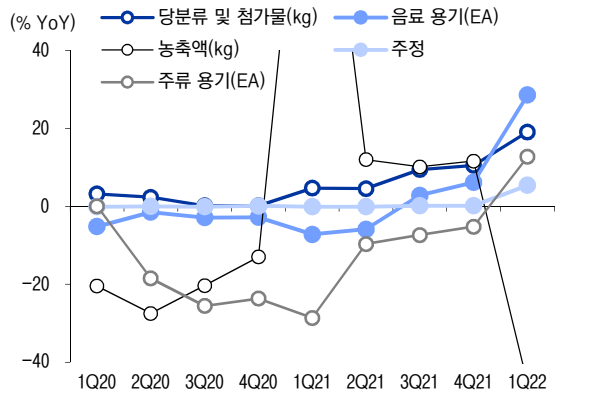
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 해외 자회사 매출액 및 영업이익률 추이



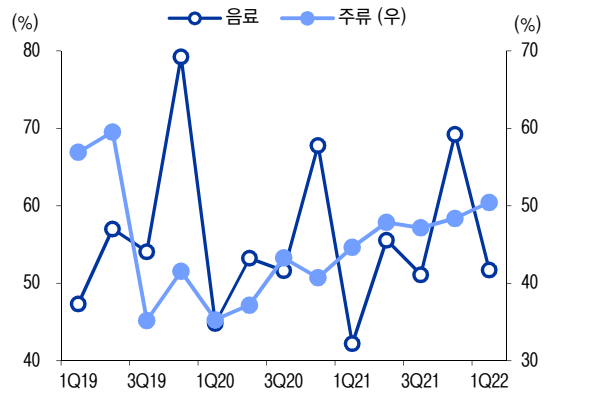
자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 주요 원재료 가격 변동 추이



자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 롯데칠성 가동률 추이



자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 롯데칠성 음료 및 주류 사업장 현황(1Q22 말 기준)

사업장	생산 품목	소재지
안성 1 공장	음료	경기도 안성시 미양면 제 2 공단 1 길 17
안성 2 공장	음료	경기도 안성시 미양면 농공단지길 24
오포공장	음료	경기도 광주시 오포읍 양벌로 257
대전공장	음료	대전광역시 대덕구 문평서로 57
양산공장	음료	경상남도 양산시 북정공단 1 길 28
광주공장	음료	광주광역시 북구 양일로 111
강릉공장	주류	강원도 강릉시 관솔길 7
군산공장	주류	전라북도 군산시 외항 1 길 222
경산공장	주류	경상북도 경산시 진량읍 대구대로 284-33
충주 1 공장	주류	충청북도 충주시 대소원면 기업도시로 82
충주 2 공장	주류	충청북도 충주시 대소원면 메가폴리스로 87

자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

롯데칠성 (005300)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	893	995	1,049	1,136	1,240
현금 및 현금성자산	159	385	398	466	555
매출채권 및 기타채권	247	226	238	245	249
재고자산	257	305	331	341	347
기타유동자산	230	79	82	85	89
비유동자산	2,573	2,602	2,654	2,737	2,822
관계기업투자등	153	162	166	173	180
유형자산	1,940	2,048	2,106	2,181	2,255
무형자산	117	105	94	84	76
자산총계	**3,466**	**3,597**	**3,703**	**3,873**	**4,062**
유동부채	865	971	1,196	1,213	1,224
매입채무 및 기타재무	437	474	508	522	532
단기금융부채	409	458	648	648	648
기타유동부채	19	38	41	43	45
비유동부채	1,296	1,181	1,085	1,090	1,096
장기금융부채	1,178	1,039	936	936	936
기타비유동부채	118	142	149	154	160
부채총계	**2,161**	**2,152**	**2,281**	**2,303**	**2,319**
지배주주지분	1,295	1,427	1,403	1,552	1,724
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	50	87	87	87	87
이익잉여금	1,876	1,962	2,080	2,229	2,401
비지배주주지분(연결)	10	18	18	18	18
자본총계	**1,305**	**1,445**	**1,422**	**1,571**	**1,742**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,258**	**2,506**	**2,789**	**2,906**	**2,973**
매출원가	1,350	1,460	1,643	1,712	1,751
매출총이익	**908**	**1,046**	**1,146**	**1,195**	**1,222**
판매비 및 관리비	811	864	904	918	916
영업이익	**97**	**182**	**242**	**277**	**306**
(EBITDA)	248	340	408	448	481
금융손익	-30	-37	-32	-31	-31
이자비용	37	35	35	35	35
관계기업등 투자손익	-35	3	-5	-5	-5
기타영업외손익	-55	27	-10	-10	-10
세전계속사업이익	**-23**	**175**	**195**	**231**	**260**
계속사업법인세비용	-6	38	44	50	56
계속사업이익	-17	137	151	181	204
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-17**	**137**	**151**	**181**	**204**
지배주주	-13	136	149	179	201
총포괄이익	**-35**	**146**	**151**	**181**	**204**
매출총이익률 (%)	40.2	41.7	41.1	41.1	41.1
영업이익률 (%)	4.3	7.3	8.7	9.5	10.3
EBITDA 마진률 (%)	11.0	13.6	14.6	15.4	16.2
당기순이익률 (%)	-0.7	5.5	5.4	6.2	6.9
ROA (%)	-0.4	3.8	4.1	4.7	5.1
ROE (%)	-1.0	10.0	10.6	12.1	12.3
ROIC (%)	2.9	6.0	7.8	8.8	9.5

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**303**	**321**	**310**	**358**	**385**
당기순이익(손실)	-17	137	151	181	204
비현금수익비용가감	297	227	201	179	184
유형자산감가상각비	140	146	153	160	166
무형자산상각비	11	12	12	11	10
기타현금수익비용	131	-19	35	9	8
영업활동 자산부채변동	63	-17	-25	-3	-2
매출채권 감소(증가)	7	14	-13	-7	-4
재고자산 감소(증가)	27	-45	-26	-10	-6
매입채무 증가(감소)	61	39	2	15	9
기타자산, 부채변동	-32	-26	12	-1	-1
투자활동 현금	**-388**	**81**	**-234**	**-260**	**-266**
유형자산처분(취득)	-115	-130	-215	-235	-240
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-199	226	-11	-13	-13
기타투자활동	-73	-14	-9	-12	-12
재무활동 현금	**46**	**-177**	**-62**	**-30**	**-30**
차입금의 증가(감소)	32	-146	82	0	0
자본의 증가(감소)	14	-31	-22	-30	-30
배당금의 지급	27	31	30	30	30
기타재무활동	0	0	-122	0	0
현금의 증가	**-41**	**226**	**13**	**68**	**89**
기초현금	199	159	385	398	466
기말현금	159	385	398	466	555

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-68.4	9.3	10.8	9.0	8.0
P/B	0.8	0.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.2	7.0	6.9	6.1	5.5
P/CF	3.8	3.7	4.9	4.8	4.4
배당수익률 (%)	2.5	2.2	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	-7.1	11.0	11.3	4.2	2.3
영업이익	-9.7	87.4	33.0	14.3	10.6
세전이익	적지	흑전	11.7	18.1	12.7
당기순이익	적지	흑전	10.3	19.6	12.7
EPS	적지	흑전	10.4	19.8	12.8
안정성 (%)					
부채비율	165.6	148.9	160.4	146.6	133.1
유동비율	103.3	102.4	87.7	93.7	101.3
순차입금/자기자본(x)	96.5	75.6	81.9	69.8	57.7
영업이익/금융비용(x)	2.7	5.2	7.0	7.9	8.8
총차입금 (십억원)	1,587	1,497	1,583	1,583	1,583
순차입금 (십억원)	1,259	1,093	1,164	1,096	1,005
주당지표(원)					
EPS	-1,586	14,399	15,892	19,044	21,487
BPS	132,776	141,904	139,576	154,383	171,445
CFPS	28,722	36,241	35,079	35,820	38,536
DPS	2,700	3,000	3,000	3,000	3,000

자료: 롯데칠성, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ프레시웨이 (051500)

2022. 7. 18 음식료

좀 다른 식품 기업을 찾는다면

Analyst 오지우
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가 52,000 원
현재주가 36,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

리오프닝 외식 수요 폭발

CJ프레시웨이의 2022년 2분기 연결 매출액은 6,582억원을 기록하며 전년 동기 대비 +14.3% 성장할 전망이다. 사회적 거리두기 해제에 따라 외식 경기가 크게 회복하고 있다. 음식점, 주점, 영화관, 만화카페 등 전 경로에서 수요가 폭발하며 리오프닝 덕을 톡톡히 입겠다. **[식자재유통]** 매출액은 5,059억원(+15.0% YoY; 매출 비중 77%, 이하 YoY)으로 추정된다. 부문별로는 외식/급식/유통 매출이 2,988억원으로, 전년 대비 +19.7% 고성장할 전망이다. **[단체급식]** 매출액은 1,347억원(+13.6%; 매출 비중 19%)으로 추정된다. 산업체/오피스 670억원(+18.1%), 병원/학교 302억원(+4.8%), 레저/컨세션 375억원(+13.4%)으로 모든 부문에서 전년 대비 성장하겠다.

연결 영업이익은 303억원(+58.9%)으로 4.6%(+2.7%p QoQ)의 높은 영업이익률을 시현하겠다. 대부분의 타 식품 기업들이 원재료가 상승에 부정적인 영향을 받는 반면, 동사는 대표적인 인플레이션 수혜주다. 식료품의 전반적인 가격 인상이 그대로 마진으로 이어져 반사이익을 누릴 수 있기 때문이다. B2B 업체이기 때문에 B2C 업체에 비해 상대적으로 판가 전가가 용이하다는 이점도 있다. 가공상품의 경우 100% 가격 전가가 가능하며, F/S도 총무팀과 수시로 소통하며 가격을 조정하고 있는 것으로 파악된다.

솔루션 기업으로 변모하기 위한 협업 및 인수도 활발하다. 동사는 2016년 송림푸드(소스), 2019년 제이팜스(농산물 전처리) 인수, 2021년 프레시지와의 MOU 등을 통해 HMR, RMR 시장 수요에 성공적으로 대응하며 성장해오고 있다. 올해는 9월 30일자로 푸드테크 스타트업 마켓보로의 지분 27.5%를 취득하게 된다(그림66 참고). 식자재 유통 1위 업체인 동사의 상품, 물류, 제조 인프라와 마켓보로의 기술력을 접목하여 데이터 공동관리 체계를 구축하고, 최적화된 식자재 유통 솔루션을 개발할 계획이다.

투자의견 BUY, 목표주가 52,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 52,000원으로 CJ프레시웨이 커버리지를 개시하며, 업종 내 Top-Picks 종목으로 매수 추천한다. 목표주가는 2022E EPS 추정치에 동사 2021년 P/E 12.8배를 Target P/E로 적용하여 산출하였다. 향후 Digital Transformation 진전 과정에 따라 밸류에이션 Re-Rating 여지가 충분하다.

Stock Data

KOSDAQ(7/15)		762.39 pt
시가총액		4,274 억원
발행주식수		11,872 천주
52 주 최고가 / 최저가		42,800 / 25,800 원
90 일 일평균거래대금		36.9 억원
외국인 지분율		16.1%
배당수익률(22.12E)		0.8%
BPS(22.12E)		19,969 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-7.5%
	6 개월	47.4%
	12 개월	51.5%
주주구성	CJ (외 3 인)	47.7%
	EFG PRIVATE BANK	11.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	2,479	-4	-48	-43	-3,307	적전	62	-5.8	9.7	1.2	-20.2
2021	2,291	56	31	31	2,245	흑전	112	12.8	5.7	1.4	12.3
2022E	2,544	96	64	49	4,037	79.8	154	8.9	5.2	1.8	19.8
2023E	2,772	105	74	55	4,584	13.6	161	7.9	4.5	1.5	20.7
2024E	2,959	117	85	64	5,283	15.3	170	6.8	3.9	1.2	19.8

자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표10 CJ 프레시웨이 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	546.1	575.7	562.9	606.7	564.3	658.2	651.2	670.7	2,291.4	2,544.4	2,771.6
식자재유통	**428.1**	**440.0**	**427.8**	**468.7**	**434.5**	**505.9**	**500.2**	**519.6**	**1,764.6**	**1,960.2**	**2,163.3**
외식/급식/유통	220.0	249.6	239.9	266.7	251.4	298.8	291.0	302.7	976.2	1,143.9	1,327.1
프레시원	110.9	106.2	99.2	105.6	94.4	119.1	116.6	118.6	421.9	448.6	461.1
1차상품 도매 및 원료	97.2	84.2	88.7	96.4	88.7	88.1	92.6	98.3	366.5	367.7	375.1
단체급식	**99.9**	**118.6**	**117.2**	**119.8**	**112.2**	**134.7**	**132.5**	**132.6**	**455.5**	**512.1**	**534.7**
산업체/오피스	53.8	56.7	58.3	61.6	63.0	67.0	68.7	71.0	230.4	269.6	283.4
병원/학교	26.7	28.8	27.2	28.5	26.6	30.2	28.0	29.1	111.2	113.9	116.3
레저/컨세션	19.4	33.1	31.7	29.7	22.6	37.5	35.8	32.6	113.9	128.6	135.0
제조 및 해외	18.1	17.2	17.9	18.1	17.6	17.6	18.5	18.5	71.3	72.2	73.6
매출액 YoY (%)	**-9.4**	**-7.8**	**-13.6**	**1.1**	**3.3**	**14.3**	**15.7**	**10.6**	**-7.5**	**11.0**	**8.9**
식자재유통	-10.7	-11.4	-17.8	0.0	1.5	15.0	16.9	10.9	-10.4	11.1	10.4
단체급식	-1.4	8.8	2.3	7.8	12.3	13.6	13.1	10.7	4.5	12.4	4.4
제조 및 해외	-16.2	-7.5	11.2	-11.7	-2.8	2.3	3.5	2.1	-1.7	1.3	2.0
매출총이익	84.5	107.5	101.2	109.6	97.6	125.3	119.4	123.6	402.7	465.9	513.0
GPM (%)	15.5	18.7	18.0	18.1	17.3	19.0	18.3	18.4	17.6	18.3	18.5
판관비	81.3	88.4	84.8	92.5	87.0	95.0	90.1	98.1	347.1	370.2	407.6
영업이익	3.1	19.1	16.4	17.0	10.6	30.3	29.3	25.5	55.6	95.7	105.5
OP YoY (%)	흑전	603.7	38.6	흑전	237.1	58.9	78.9	49.6	흑전	72.0	10.3
OPM (%)	0.6	3.3	2.9	2.8	1.9	4.6	4.5	3.8	2.4	3.8	3.8
지배주주순이익	-7.5	12.9	16.4	4.8	5.5	16.1	14.6	11.8	26.7	47.9	54.4

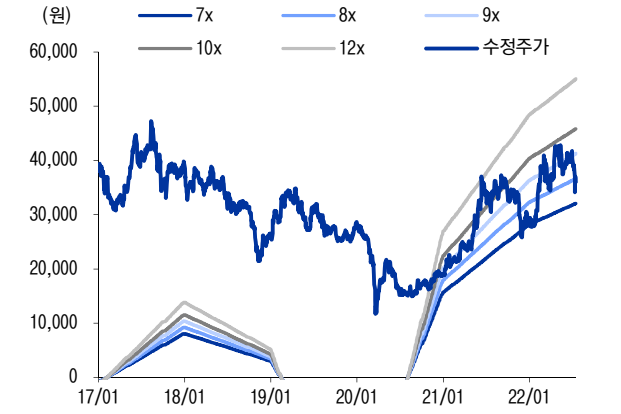
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표11 CJ 프레시웨이 Valuation

(원)	항목	비고
12MF EPS	4,037	
Target P/E(배)	12.8	동사 2021년 P/E 적용
목표주가	**52,000**	
현재주가	36,000	
Upside(%)	44.4	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 CJ 프레시웨이 PER 밴드 차트

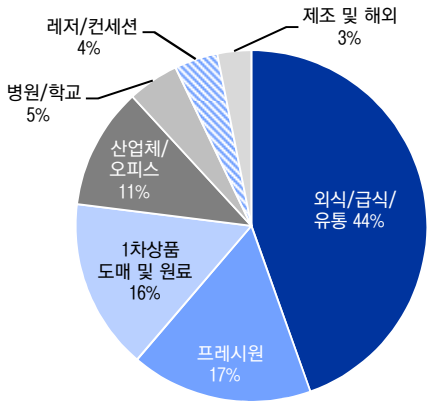


자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 CJ 프레시웨이 PBR 밴드 차트

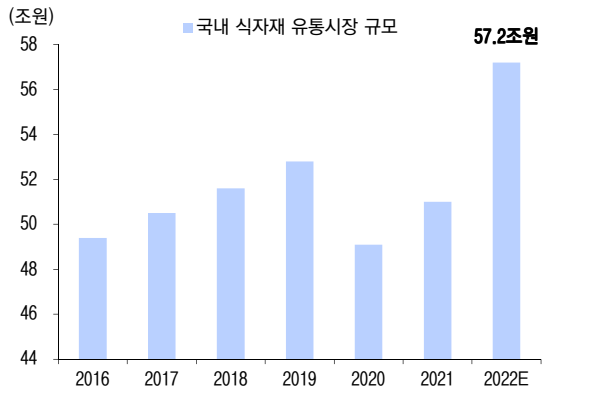
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 1Q22 매출 비중: 식자재유통 77%, 단체급식 20%



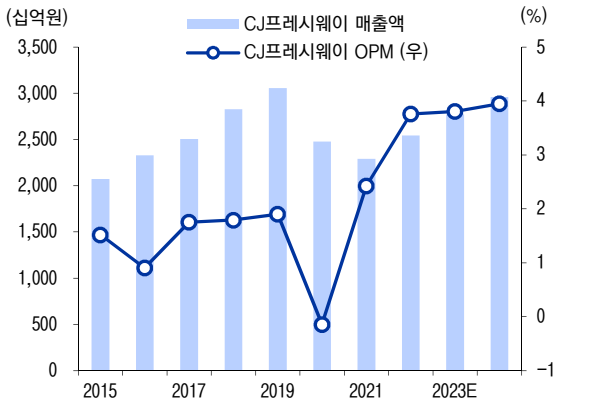
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 국내 식자재유통 시장 규모



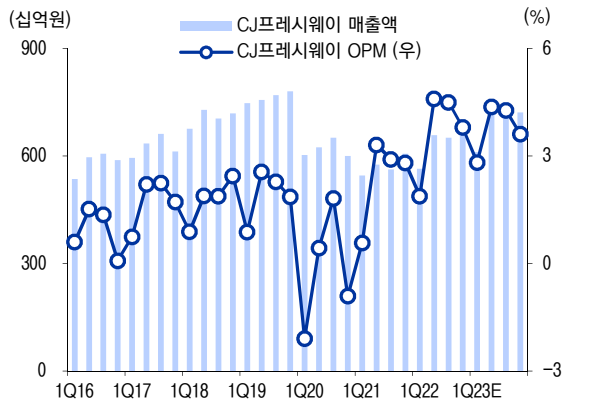
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 CJ 프레시웨이 연간 매출액 및 영업이익률 추이



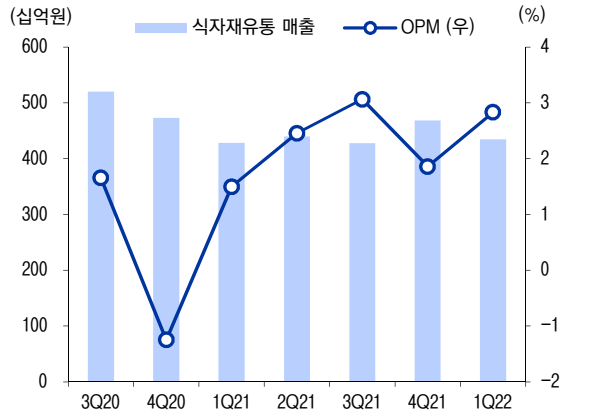
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 CJ 프레시웨이 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



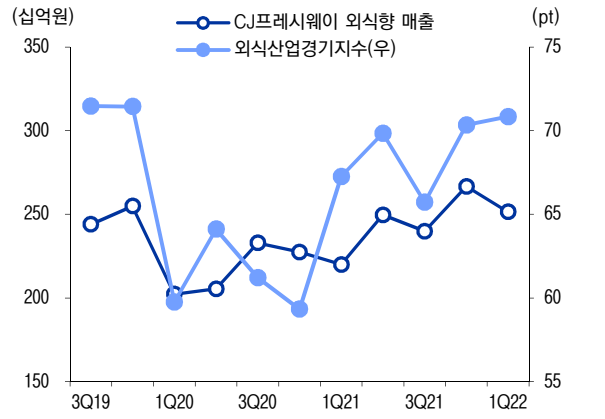
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 식자재유통 매출액 및 영업이익률 추이



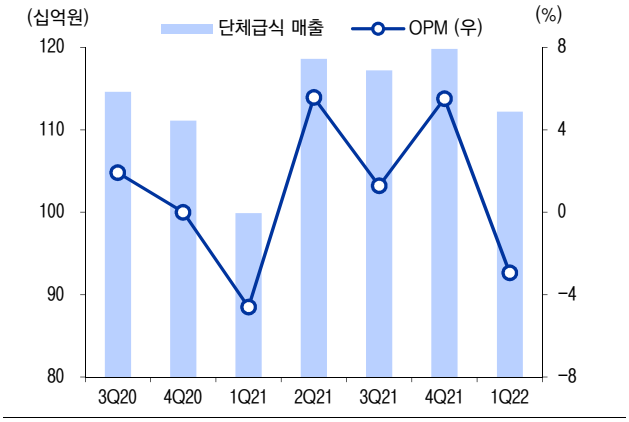
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 CJ 프레시웨이 외식향 매출 vs. 외식산업경기지수



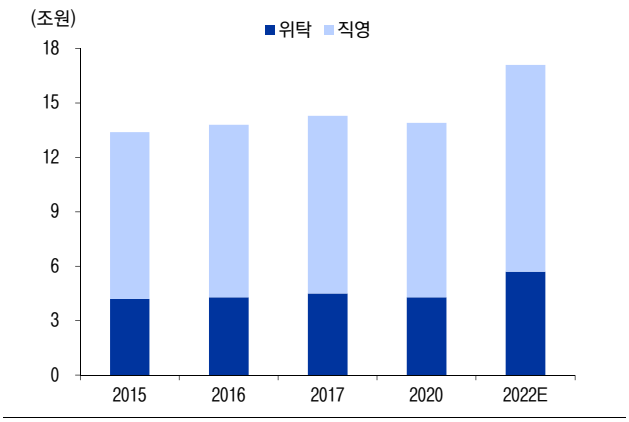
자료: CJ프레시웨이, 한국농수산식품유통공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 단체급식 매출액 및 영업이익률 추이



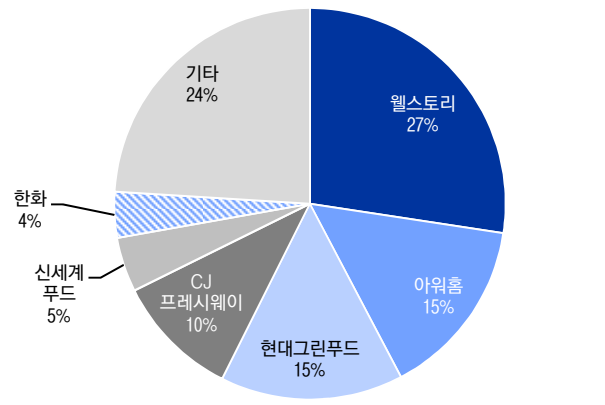
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 국내 급식시장 규모 및 경로 구성



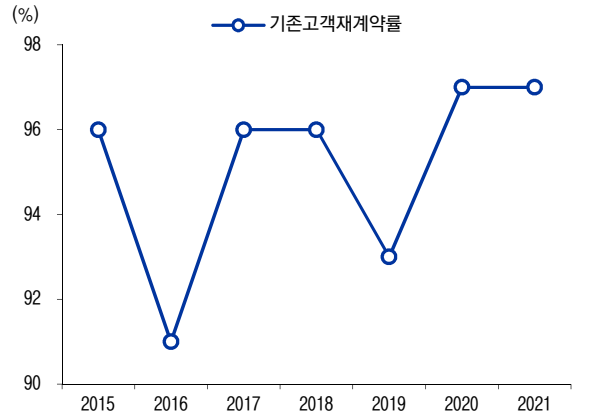
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 단체위탁급식 대기업 시장 점유율



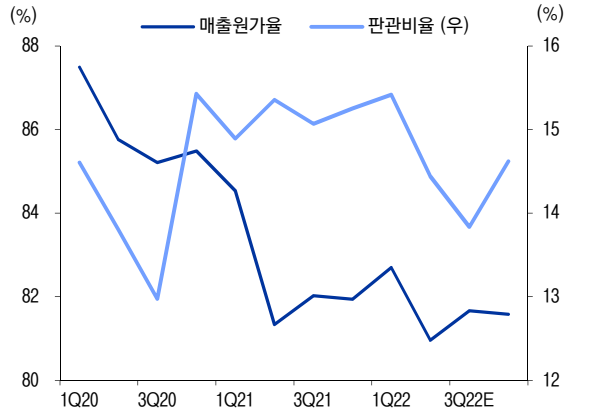
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 CJ 프레시웨이 기존고객 재계약률 트렌드



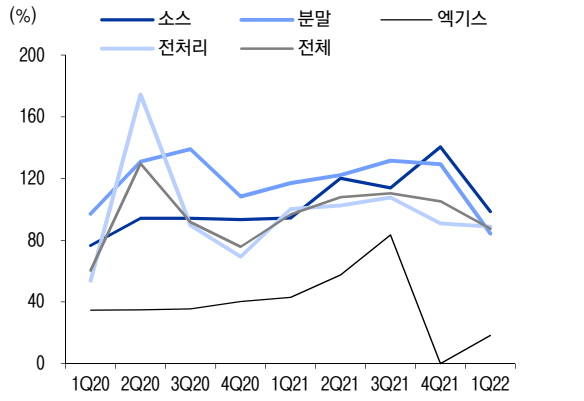
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 CJ 프레시웨이 매출원가율 및 판관비율 추이



자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 CJ 프레시웨이 가동률 추이(분기)



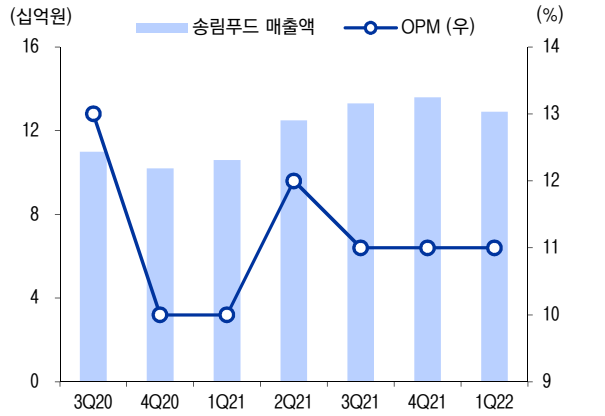
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 CJ 프레시웨이 종속기업 현황(1Q22 말 기준)

회사명	지분율	소재지	업종	비고
(주)프레시원광주	96.16	대한민국	식자재유통업	
(주)프레시원남서울	87.67	대한민국	식자재유통업	
(주)프레시원중부	100	대한민국	식자재유통업	
(주)프레시원강남	51.82	대한민국	식자재유통업	
(주)프레시원동서울	63.28	대한민국	식자재유통업	
(주)프레시원대구경북	95.96	대한민국	식자재유통업	
(주)프레시원부산	86.32	대한민국	식자재유통업	
에프앤디인프라 주식회사	100	대한민국	부동산업	
(주)송림푸드	100	대한민국	식품제조업	
(주)송림에프에스	100	대한민국	식품제조업	
농업회사법인 (주)제이팜스	90	대한민국	식자재제조업	
CJ FRESHWAY VIETNAM CO., LTD.	100	베트남	식자재유통업	
CJ FRESHWAY AMERICA CORPORATION	100	미국	식자재유통업	
CJ FRESHWAY QINGDAO CORPORATION	100	중국	식자재유통업	
CJ FRESHWAY YONGHUI(SHANGHAI) TRADE CO., LTD.	70	중국	식자재유통업	
(주)프레시원미트	100	대한민국	식자재유통업	* 21년 3분기 처분 (인천-축산 유통)
(주)형제푸드	80	대한민국	식자재유통업	* 21년 3분기 처분 (목포-일반 식재료)
CJ FRESHWAY TRADE CO., LTD.	-	중국	식자재유통업	
SHANGHAI BLUE WISH CATERING SERVICE CO., LTD.	-	중국	단체급식업	* 20년 상반기 처분
FIDES FOOD SYSTEM CO., LTD.	100	베트남	단체급식업	* 20년 하반기 처분

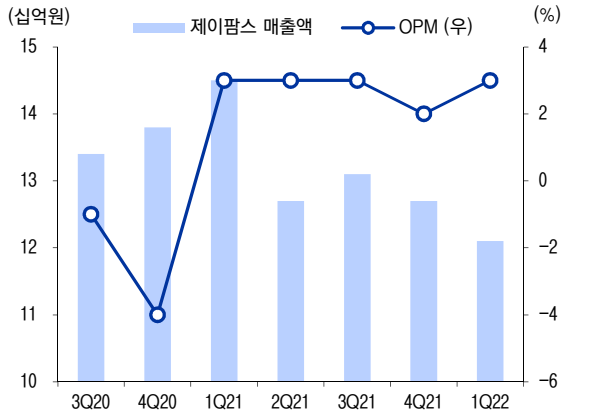
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 회색 음영 처리된 부분은 처분 완료

그림62 송림푸드 매출액 및 영업이익률 추이



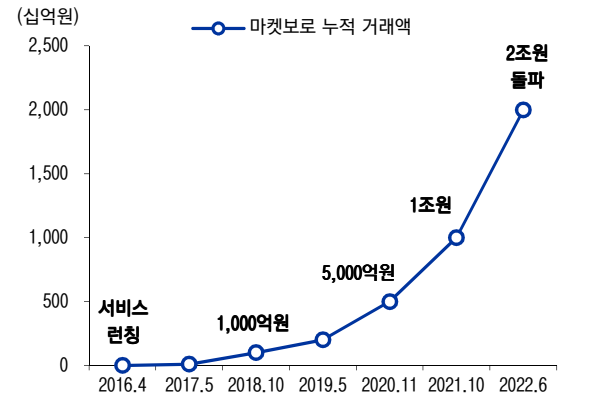
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 제이팜스 매출액 및 영업이익률 추이



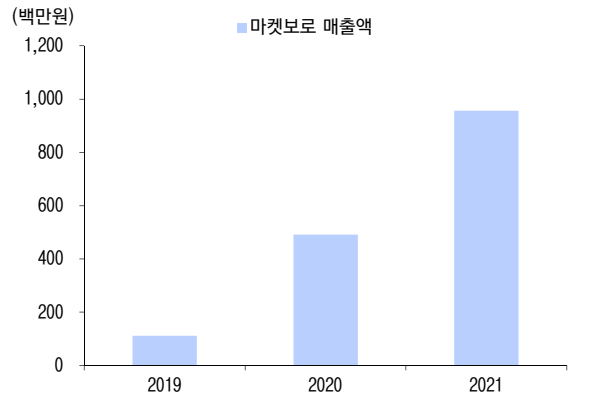
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 마켓보로 누적 거래액 추이



자료: CJ프레시웨이, 마켓보로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 마켓보로 연간 실적 추이



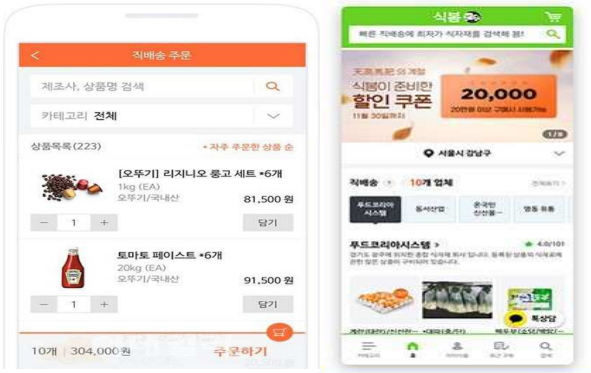
자료: CJ프레시웨이, 마켓보로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 마켓보로 투자 개요

회사명	**마켓보로**
주요 사업	B2B 식자재 유통을 위한 SaaS(마켓봄) 및 식자재 직거래 오픈마켓(식봄) 운영, B2B 유통 빅데이터 센터 설립 추진
투자 금액	약 403억원(현금 취득)
취득 주식수	1,657주(구주 보통주 150주, 신주 전환상환우선주 1,507주)
지분율	27.48%
취득 예정일	2022년 9월 30일
취득 목적	CJ프레시웨이'상품, 물류, 제조 인프라' + 마켓보로'기술력'접목하여 데이터 공동관리 체계 구축 → 고객사 사업 환경에 최적화된 식자재 유통 솔루션 개발

자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 마켓보로 사용 화면



자료: 마켓보로, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ프레시웨이 (051500)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	431	502	643	737	832
현금 및 현금성자산	86	154	210	272	338
매출채권 및 기타채권	210	224	263	283	301
재고자산	120	115	144	155	165
기타유동자산	16	9	27	28	29
비유동자산	692	714	706	694	687
관계기업투자등	1	2	62	65	67
유형자산	360	401	375	346	322
무형자산	86	76	83	89	95
자산총계	**1,123**	**1,216**	**1,350**	**1,432**	**1,520**
유동부채	442	608	720	751	779
매입채무 및 기타재무	308	361	386	415	441
단기금융부채	114	218	303	303	303
기타유동부채	20	29	32	33	34
비유동부채	394	266	295	296	297
장기금융부채	350	237	273	273	273
기타비유동부채	45	29	22	23	24
부채총계	**837**	**874**	**1,016**	**1,047**	**1,076**
지배주주지분	188	246	237	288	347
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	86	75	75	75	75
이익잉여금	-6	19	62	113	172
비지배주주지분(연결)	98	97	97	97	97
자본총계	**286**	**343**	**334**	**385**	**444**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,479**	**2,291**	**2,544**	**2,772**	**2,959**
매출원가	2,131	1,889	2,079	2,259	2,412
매출총이익	**348**	**403**	**466**	**513**	**547**
판매비 및 관리비	351	347	370	408	430
영업이익	**-4**	**56**	**96**	**105**	**117**
(EBITDA)	62	112	154	161	170
금융손익	-11	-15	-11	-10	-10
이자비용	18	13	12	12	12
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-33	-9	-21	-21	-21
세전계속사업이익	**-48**	**31**	**64**	**74**	**85**
계속사업법인세비용	-6	0	15	18	21
계속사업이익	-43	31	49	55	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-43**	**31**	**49**	**55**	**64**
지배주주	-39	27	48	54	63
총포괄이익	**-42**	**75**	**49**	**55**	**64**
매출총이익률 (%)	14.0	17.6	18.3	18.5	18.5
영업이익률 (%)	-0.1	2.4	3.8	3.8	4.0
EBITDA 마진률 (%)	2.5	4.9	6.0	5.8	5.7
당기순이익률 (%)	-1.7	1.4	1.9	2.0	2.2
ROA (%)	-3.4	2.3	3.7	3.9	4.2
ROE (%)	-20.2	12.3	19.8	20.7	19.8
ROIC (%)	-0.4	8.5	11.5	12.5	14.2

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**126**	**141**	**83**	**110**	**115**
당기순이익(손실)	-43	31	49	55	64
비현금수익비용가감	108	71	7	56	53
유형자산감가상각비	53	50	51	48	45
무형자산상각비	12	6	7	7	8
기타현금수익비용	36	14	-50	0	0
영업활동 자산부채변동	74	41	27	-1	-1
매출채권 감소(증가)	42	-32	-47	-20	-18
재고자산 감소(증가)	71	6	-29	-11	-10
매입채무 증가(감소)	-23	45	119	29	26
기타자산, 부채변동	-16	22	-16	0	0
투자활동 현금	**-53**	**-34**	**-49**	**-44**	**-46**
유형자산처분(취득)	-40	-11	-22	-20	-21
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-14	-14	-14
투자자산 감소(증가)	2	-1	-2	-3	-3
기타투자활동	-13	-20	-11	-8	-8
재무활동 현금	**-9**	**-39**	**22**	**-4**	**-4**
차입금의 증가(감소)	-26	-12	25	0	0
자본의 증가(감소)	-7	-6	-4	-4	-4
배당금의 지급	7	6	4	4	4
기타재무활동	25	-22	0	0	0
현금의 증가	**64**	**68**	**56**	**62**	**66**
기초현금	21	86	154	210	272
기말현금	86	154	210	272	338

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-5.8	12.8	8.9	7.9	6.8
P/B	1.2	1.4	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.7	5.7	5.2	4.5	3.9
P/CF	3.5	3.3	7.6	3.8	3.7
배당수익률 (%)	n/a	1.0	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	-18.9	-7.5	11.0	8.9	6.8
영업이익	적전	흑전	72.0	10.3	10.8
세전이익	적전	흑전	103.4	15.8	15.3
당기순이익	적전	흑전	57.1	13.4	15.3
EPS	적전	흑전	79.8	13.6	15.3
안정성 (%)					
부채비율	292.3	255.0	304.4	272.3	242.5
유동비율	97.5	82.6	89.3	98.2	106.9
순차입금/자기자본(x)	129.7	86.8	109.8	79.1	53.6
영업이익/금융비용(x)	-0.2	4.3	7.9	8.7	9.7
총차입금 (십억원)	464	455	576	576	576
순차입금 (십억원)	371	297	366	304	238
주당지표(원)					
EPS	-3,307	2,245	4,037	4,584	5,283
BPS	15,839	20,715	19,969	24,253	29,236
CFPS	5,489	8,596	4,738	9,369	9,823
DPS	n/a	300	300	300	300

자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

하이트진로 (000080)

2022. 7. 18 | 음식료

Analyst **오지우**
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

2020년으로의 회복

Buy (Initiate)

목표주가 45,000 원
현재주가 29,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

다시 시작될 테라-진로 모멘텀

하이트진로의 2022년 2분기 매출액은 6,237억원으로 전년 동기 대비 +10.3% 성장할 전망이다. 1)사회적 거리두기 해제에 따른 유흥시장 리오프닝 수혜, 2)맥주 가격 인상 효과 반영, 3)계절적 성수기 진입 시작으로, 직전 분기 대비로도 +6.9% 성장하겠다. 영업이익은 541억원(+26.9% YoY; OPM 8.7%)으로, 소주 가격 인상 효과가 곡물가 상승으로 인한 원가 부담을 상쇄할 것으로 보인다(소주 원료 주정 가격 +7.8% 인상 vs. 동사 소주 제품 가격 +7.9% 인상). **[소주]** 매출액 3,672억원(+12.3%), 영업이익 437억원(+13.7%; OPM 11.9%)을 달성할 것으로 예상한다. 2월 가격 인상에 따른 가수요 물량이 발생한 부분과 화물연대 파업 관련 우려에도 불구하고, 판매량 상승세는 견조한 것으로 파악된다. **[맥주]** 매출액 2,091억원, 영업이익 100억원을 달성하며 각각 전년 동기 대비 +8.1%, +69.2% 성장하겠다. 맥주 역시 3월 가격 인상에 대한 가수요 물량이 일부 발생했으나, 주류 소비 회복에 따라 전체적으로 성장세를 보일 전망이다.

유흥시장은 코로나19의 영향을 가장 많이 받은 시장이다. 동사는 코로나 발생 직전 해인 2019년 3월에 테라, 4월에 진로이즈백을 출시하였고, 테라는 출시 한 달만에 3,200만병, 진로이즈백은 출시 72일 만에 1,000만병 돌파라는 기록적인 판매량을 달성하며 M/S와 주가 모두 크게 성장하였다. 코로나19로 유흥시장 성장은 정체되었으나, 소비자 주도로 소셜미디어 등에서 테슬라(테라-참이슬), 테진아(테라-진로이즈백) 등의 용어가 유행처럼 사용되고 안착되면서 끌어올린 점유율을 일부 지켜내는 데 성공했다. 올해는 유흥시장 반등과 함께 코로나로 주춤했던 테라-진로 모멘텀이 다시 시작될 해이다. 맥주는 테라의 트렌디한 이미지에 주력하고, 소주는 진로이즈백 사입율이 상대적으로 낮은 서울, 경기, 강원 지역을 타겟하여 적극적으로 M/S를 확대할 계획이다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 45,000원으로 하이트진로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사 2022E EBITDA에 주요 Global Peer EV/EBITDA 평균을 30% 할인한 9.5배를 적용한 후, 순차입금을 차감하여 산출했다. 동사는 국내 맥주 30% 중후반, 소주 67%의 높은 시장 지배력을 바탕으로 수익성을 크게 강화하고 있다. 올해 목표인 2020년도로의 회복을 달성하고 그 이상의 M/S를 확보할 시 추가적인 Valuation 상향 조정이 가능할 전망이다.

Stock Data

KOSPI (7/15)		2,330.98 pt
시가총액		20,549 억원
발행주식수		70,134 천주
52 주 최고가 / 최저가		37,850 / 27,900 원
90 일 일평균거래대금		102.52 억원
외국인 지분율		11.4%
배당수익률(22.12E)		2.7%
BPS(22.12E)		16,294 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.2%
	6 개월	15.0%
	12 개월	11.3%
주주구성	하이트진로홀딩스 (외	53.8%
	국민연금공단 (외	8.7%
	자사주 (외 1 인)	2.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	2,256	198	124	87	1,250	흑전	358	25.5	8.5	2.1	8.2
2021	2,203	174	103	72	1,031	-17.5	319	29.2	7.9	2.0	6.6
2022E	2,440	213	174	125	1,807	75.3	361	16.2	6.4	1.8	11.1
2023E	2,540	246	207	149	2,153	19.1	391	13.6	5.6	1.7	12.3
2024E	2,645	269	231	166	2,404	11.7	416	12.2	5.0	1.5	12.7

자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 하이트진로 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	535.1	565.5	557.4	544.9	583.7	623.7	635.1	597.3	2,202.9	2,439.8	2,540.1
소주	323.2	326.9	305.8	336.4	354.1	367.2	353.5	369.3	1,292.3	1,444.0	1,501.8
맥주	174.1	193.5	204.4	158.3	183.2	209.1	231.9	176.0	730.2	800.2	833.1
생수	22.9	28.9	31.1	28.0	29.8	30.5	32.7	29.0	111.0	121.9	128.0
기타	14.9	16.1	16.2	22.3	16.7	16.9	17.0	23.0	69.5	73.6	77.3
매출액 YoY (%)	0.2	-2.8	-10.7	5.5	9.1	10.3	13.9	9.6	-2.4	10.8	4.1
소주	1.3	0.6	-8.7	9.2	9.6	12.3	15.6	9.8	0.4	11.7	4.0
맥주	-3.3	-9.8	-16.3	-8.7	5.2	8.1	13.5	11.2	-10.1	9.6	4.1
생수	-4.3	5.6	5.2	17.8	29.9	5.3	5.1	3.5	6.0	9.9	5.0
기타	39.0	10.0	3.5	92.9	12.0	4.8	5.0	3.3	32.1	5.9	5.0
영업이익	52.9	42.6	44.9	33.7	58.1	54.1	57.0	43.8	174.1	213.0	245.5
소주	44.8	38.4	30.8	36.0	49.5	43.7	42.8	35.8	150.0	171.8	208.5
맥주	8.2	5.9	9.6	-6.0	7.9	10.0	13.2	7.2	17.7	38.3	36.1
생수	1.2	-0.3	3.8	0.9	2.6	1.0	1.1	0.9	5.7	5.6	3.2
기타	0.6	1.1	1.4	0.2	1.6	0.5	1.0	0.6	3.2	3.7	1.9
영업이익 YoY (%)	-5.7	-21.2	-30.3	41.2	9.8	26.9	27.1	30.1	-12.3	22.4	15.3
소주	-3.3	-0.2	-31.3	52.5	10.6	13.7	38.8	-0.4	-2.1	14.5	21.4
맥주	-7.5	-50.7	-49.5	적전	-4.0	69.2	38.2	흑전	-56.4	116.9	-5.8
생수	259.6	적전	78.9	53.7	115.9	흑전	-70.0	-5.3	-4.9	-1.5	-42.5
기타	1,240.6	66,984.6	183.1	흑전	177.5	-52.7	-29.6	280.6	흑전	15.1	-48.2
OPM (%)	9.9	7.5	8.0	6.2	10.0	8.7	9.0	7.3	7.9	8.7	9.7
소주	13.9	11.8	10.1	10.7	14.0	11.9	12.1	9.7	11.6	11.9	13.9
맥주	4.7	3.1	4.7	-3.8	4.3	4.8	5.7	4.1	2.4	4.8	4.3
생수	5.2	-0.9	12.3	3.4	8.6	3.3	3.5	3.1	5.1	4.6	2.5
기타	3.8	6.9	8.4	0.8	9.3	3.1	5.6	2.8	4.6	5.0	2.5
지배주주순이익	29.1	23.7	13.4	5.5	37.1	34.0	37.1	16.8	71.7	125.0	148.7

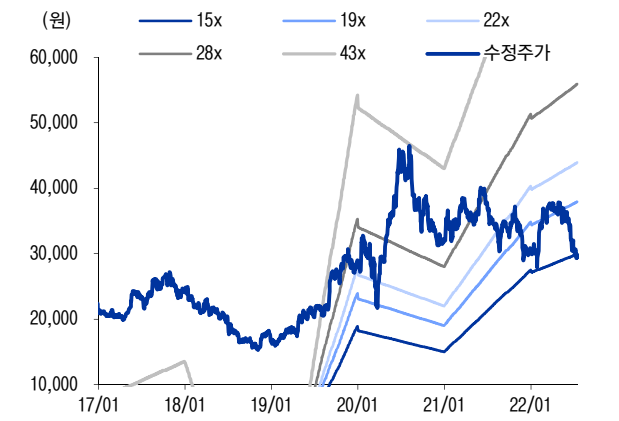
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표14 하이트진로 Valuation

(십억원, 배)	항목	비고
2022E EBITDA	361	
Target EV/EBITDA	9.5	글로벌 주요 Peer 2022E EV/EBITDA에 30% 할인
Target EV(1)	3,434	
순차입금(2)	262	1Q22 말 기준
기업 가치	3,172	(1)-(2)
주식 수(천주)	70,134	보통주 기준
목표주가(원)	**45,000**	
현재주가(원)	29,300	
Upside(%)	53.6	

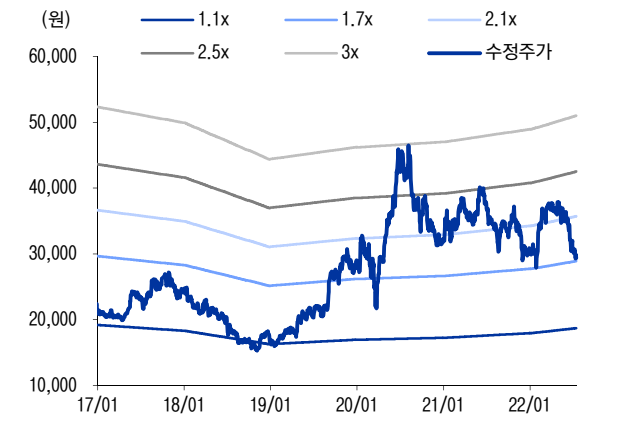
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 하이트진로 PER 밴드 차트



자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 하이트진로 PBR 밴드 차트



자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 하이트진로 주류 가격 인상 히스토리

날짜	주종	제품	내용
2012.7	맥주	전 제품	출고가격 평균 +5.93% 인상
2012.12	소주	참이슬	출고가격 +8.19% 인상
2015.11	소주	참이슬	출고가격 +5.62% 인상
2016.12	맥주	하이트, 맥스 등	출고가격 +6.33% 인상
2019.5.1	소주	참이슬	출고가격 +6.45% 인상
2021.5.7	맥주	테라, 하이트 등- 소병 330ml, 생맥주 20L, 페트 1.0L / 1.6L	출고가격 +1.36% 인상
2022.2.23	소주	참이슬 후레시, 오리지널	출고가격 +7.9% 인상
		진로, 진로골드의 병제품 및 640ml 이상의 페트류	출고가격 +7.9% 인상
		자몽에이슬, 청포도에이슬 병제품	출고가격 +9.7% 인상
		매화수, 진로와인	출고가격 +7.3% 인상
2022.3.23	맥주	망고링고, 이슬톡톡, 필라이트 제외한 맥주	출고가격 평균 +7.7% 인상

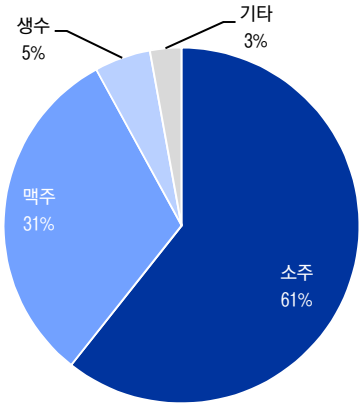
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 주류 Global Peer 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(배)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
귀주모태주	2021	16,972.9	11,436.8	8,134.2	11.7	11.1	12.2	67.4	47.9	49.1	13.6	34.0	29.9
	2022E	19,033.7	13,209.0	9,360.0	12.1	15.5	15.1	69.4	49.1	40.1	11.0	28.0	28.7
	2023E	21,924.7	15,512.0	10,974.2	15.2	17.4	17.2	70.8	50.0	34.2	9.2	24.0	28.4
인베브	2021	54,304.0	14,372.0	4,670.0	15.8	13.5	46.8	26.5	9.8	26.0	1.7	11.2	7.8
	2022E	58,678.8	15,151.1	5,863.8	8.1	5.4	25.6	25.8	10.8	17.2	1.5	9.8	8.2
	2023E	61,820.4	16,144.7	7,250.9	5.4	6.6	23.7	26.1	11.8	15.2	1.4	9.2	9.4
디아지오	2021	17,155.5	5,119.8	3,583.9	8.3	9.1	5.5	29.8	21.7	30.4	12.8	24.0	40.5
	2022E	17,811.1	5,507.2	3,961.9	3.8	7.6	10.5	30.9	22.5	25.5	11.3	19.1	47.7
	2023E	19,573.4	6,127.2	4,415.0	9.9	11.3	11.4	31.3	22.8	22.4	10.8	17.3	51.4
우량예	2021	10,266.0	4,764.1	3,624.7	15.5	17.1	17.2	46.4	35.3	37.0	8.7	24.9	25.3
	2022E	11,281.2	5,587.8	4,043.1	9.9	17.3	11.5	49.5	36.0	27.8	6.5	18.9	24.2
	2023E	12,949.8	6,516.9	4,714.4	14.8	16.6	16.6	50.3	36.6	23.8	5.5	16.2	24.2
하이네켄	2021	25,951.1	3,699.7	3,931.5	11.3	45.6	88.0	14.3	8.3	17.1	3.3	14.3	11.8
	2022E	27,671.0	4,299.1	2,375.2	6.6	16.2	-39.6	15.5	9.7	20.0	2.7	11.1	13.6
	2023E	29,932.9	4,821.7	2,831.9	8.2	12.2	19.2	16.1	10.3	17.5	2.5	10.1	14.2
페르노 리카	2021	10,526.6	2,889.3	1,556.8	4.5	8.9	14.7	27.4	15.3	37.4	3.3	20.3	9.4
	2022E	10,741.9	3,038.0	2,079.8	2.0	5.1	33.6	28.3	19.4	22.6	3.0	16.4	13.2
	2023E	11,646.5	3,344.9	2,312.0	8.4	10.1	11.2	28.7	19.8	20.2	2.6	14.9	13.8
컨스텔레이션	2021	8,614.9	2,805.6	1,998.0	3.3	2.7	6.0	49.2	21.9	24.8	3.1	16.4	14.7
	2022E	8,731.5	2,907.1	1,896.7	1.4	3.6	-5.1	33.3	22.0	23.8	3.7	17.4	14.7
	2023E	9,490.4	3,070.0	1,992.3	8.7	5.6	5.0	32.3	21.4	21.5	3.8	16.2	16.7
브라운 포맨	2021	3,461.0	1,039.0	903.0	2.9	-5.9	-4.1	32.2	23.2	45.6	13.7	32.8	34.7
	2022E	3,764.7	1,137.3	818.1	8.8	9.5	-9.4	30.2	21.7	41.7	13.0	28.7	30.8
	2023E	4,110.4	1,302.0	946.3	9.2	14.5	15.7	31.7	23.0	35.9	10.5	25.0	32.3
아사히그룹	2021	20,370.8	1,904.5	1,398.4	10.3	41.2	46.6	9.3	6.8	14.8	1.3	11.3	9.3
	2022E	18,120.6	1,605.0	1,051.9	-11.0	-15.7	-24.8	8.9	5.8	15.4	1.2	11.3	8.0
	2023E	18,829.8	1,855.9	1,263.4	3.9	15.6	20.1	9.9	6.7	12.8	1.1	10.1	9.2
칼스버그	2021	10,597.4	1,679.8	1,088.8	13.8	13.4	14.6	15.9	10.6	23.7	3.7	12.5	17.0
	2022E	9,478.5	1,469.1	-59.0	-10.6	-12.5	-105.4	15.5	9.8	19.2	3.5	10.8	16.1
	2023E	10,004.9	1,574.3	990.1	5.6	7.2	-1,778.0	15.7	10.1	17.3	3.4	10.1	19.4
양허맥주	2021	3,930.6	1,459.1	1,164.1	20.1	28.3	30.0	37.1	29.2	32.9	5.8	21.3	18.3
	2022E	4,462.7	1,826.7	1,411.1	13.5	25.2	21.2	40.9	31.7	28.6	5.7	19.4	20.3
	2023E	5,213.4	2,204.4	1,692.9	16.8	20.7	20.0	42.3	32.5	23.8	5.0	16.5	21.6
기린홀딩스	2021	16,594.6	1,336.4	544.7	-1.5	4.8	24.1	8.1	6.7	25.7	1.7	10.0	14.0
	2022E	14,205.5	1,132.9	867.0	-14.4	-15.2	59.2	8.0	6.2	15.3	2.0	11.2	12.8
	2023E	14,665.7	1,278.5	920.4	3.2	12.9	6.2	8.7	6.3	14.5	1.8	9.9	12.8
산미구엘	2021	6,286.7	892.0	401.6	10.9	31.7	60.7	14.2	6.4	21.3	4.5	9.2	22.7
	2022E	6,391.4	905.0	379.4	1.7	1.5	-5.5	14.2	5.9	13.4	2.5	5.8	19.8
	2023E	6,953.5	1,001.7	423.2	8.8	10.7	11.5	14.4	6.1	12.0	2.2	5.3	19.6
칭따오	2021	4,677.5	539.6	489.3	8.7	22.8	20.2	11.5	9.2	42.5	5.8	18.9	12.6
	2022E	4,837.0	686.6	493.8	3.4	27.3	0.9	14.2	10.0	40.4	5.3	18.6	13.4
	2023E	5,152.6	814.6	585.9	6.5	18.6	18.7	15.8	11.1	33.9	4.7	15.9	14.4

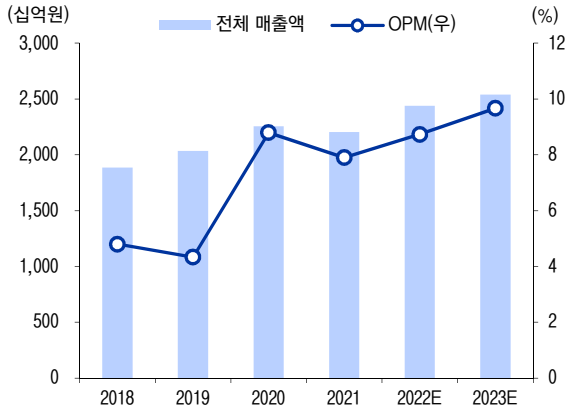
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 1Q22 매출 비중: 소주 61% 〉 맥주 31%



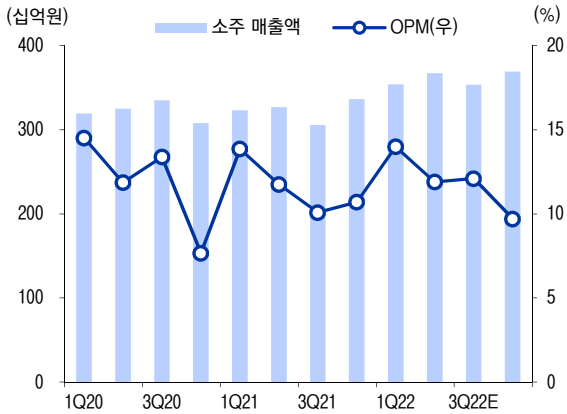
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 하이트진로 연간 전체 연결 실적 추이



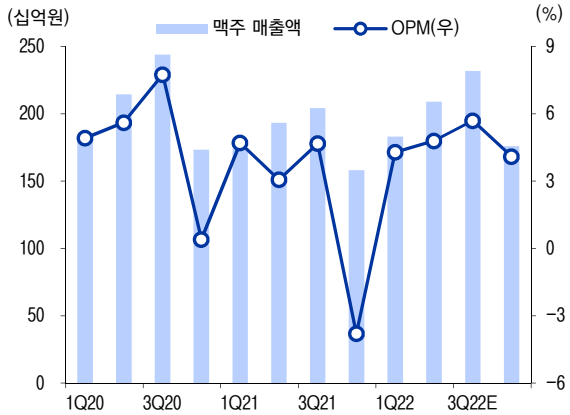
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 소주 매출액 및 영업이익률 추이



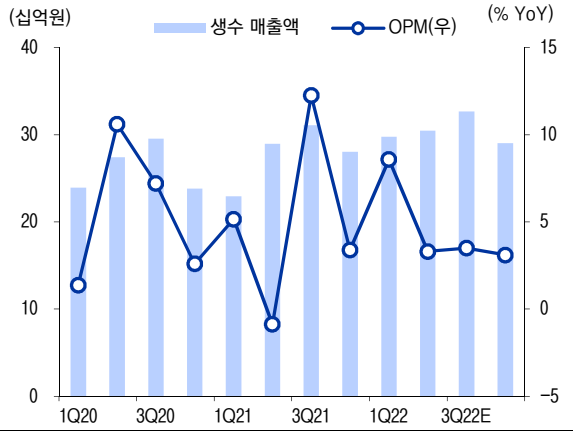
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 맥주 매출액 및 영업이익률 추이



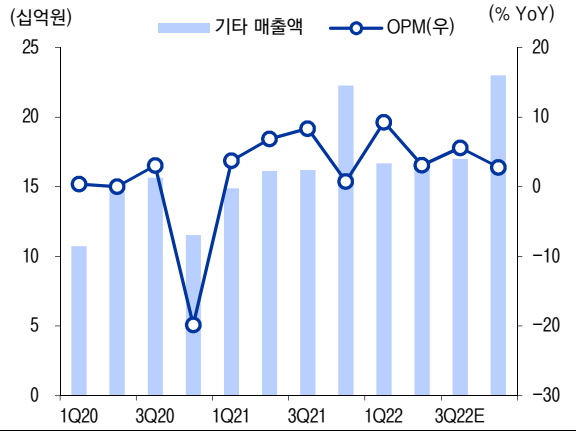
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 생수 매출액 및 영업이익률 추이



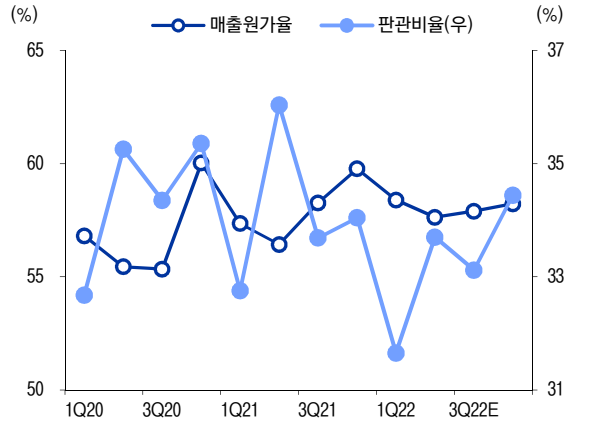
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 생수는 석수, 토닉워터, 블랙보리, 하이트제로 0.0 등 포함

그림75 기타 매출액 및 영업이익률 추이



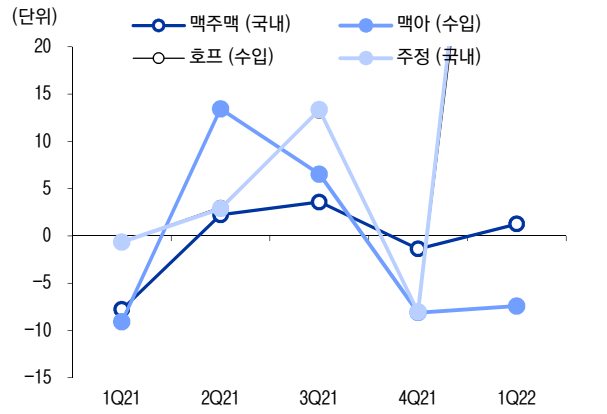
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 기타는 위스키, 와인 등 포함

그림76 하이트진로 매출원가율 및 판관비율 추이



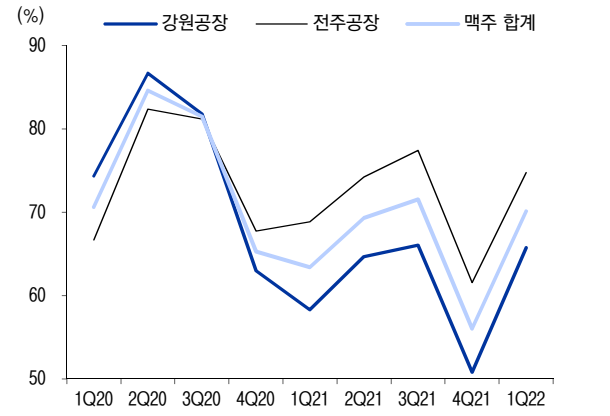
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 주요 원재료 가격 변동 추이



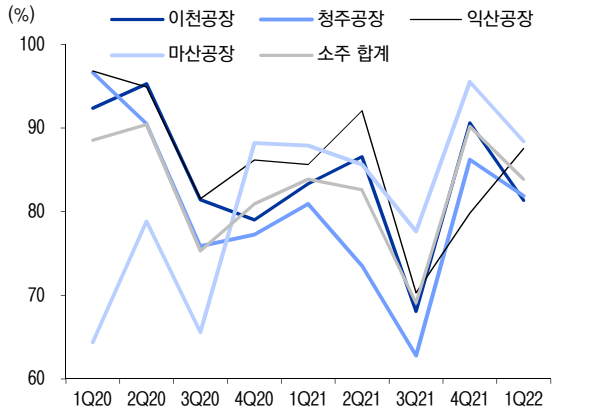
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 하이트진로 맥주 공장 가동률 추이(분기)



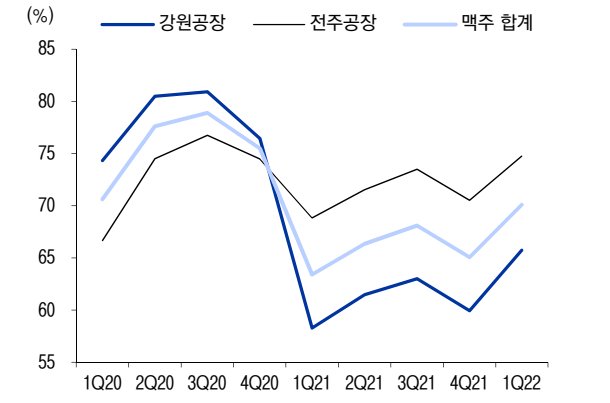
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 하이트진로 소주 공장 가동률 추이(분기)



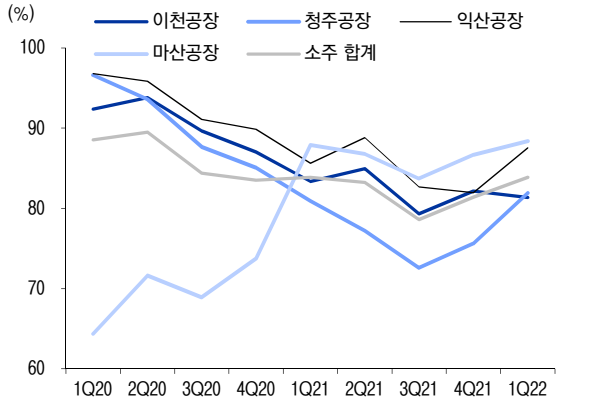
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 하이트진로 맥주 공장 가동률 추이(누적)



자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 하이트진로 소주 공장 가동률 추이(누적)



자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

하이트진로 (000080)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	899	1,304	1,546	1,663	1,793
현금 및 현금성자산	265	470	688	775	874
매출채권 및 기타채권	347	350	345	356	368
재고자산	188	188	192	198	204
기타유동자산	100	297	321	334	347
비유동자산	2,398	2,327	2,334	2,353	2,377
관계기업투자등	22	26	31	32	33
유형자산	1,997	1,954	1,954	1,973	1,996
무형자산	166	152	142	133	124
자산총계	**3,298**	**3,631**	**3,880**	**4,016**	**4,171**
유동부채	1,436	1,837	1,930	1,973	2,018
매입채무 및 기타재무	849	1,247	1,314	1,356	1,399
단기금융부채	541	565	579	579	579
기타유동부채	45	25	37	39	40
비유동부채	788	701	788	788	788
장기금융부채	564	500	561	561	561
기타비유동부채	224	201	226	226	226
부채총계	**2,224**	**2,538**	**2,718**	**2,761**	**2,806**
지배주주지분	1,074	1,093	1,161	1,254	1,364
자본금	369	369	369	369	369
자본잉여금	509	509	509	509	509
이익잉여금	281	302	372	465	575
비지배주주지분(연결)	0	1	0	0	0
자본총계	**1,074**	**1,093**	**1,162**	**1,255**	**1,365**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,256**	**2,203**	**2,440**	**2,540**	**2,645**
매출원가	1,281	1,276	1,416	1,477	1,537
매출총이익	**975**	**926**	**1,024**	**1,063**	**1,108**
판매비 및 관리비	777	752	811	817	839
영업이익	**198**	**174**	**213**	**246**	**269**
(EBITDA)	358	319	361	391	416
금융손익	-44	-33	-28	-30	-29
이자비용	46	37	34	35	35
관계기업등 투자손익	-7	-3	0	0	0
기타영업외손익	-24	-35	-11	-9	-10
세전계속사업이익	**124**	**103**	**174**	**207**	**231**
계속사업법인세비용	37	31	49	58	65
계속사업이익	87	72	125	149	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**87**	**72**	**125**	**149**	**166**
지배주주	87	72	125	149	166
총포괄이익	**86**	**69**	**124**	**149**	**166**
매출총이익률 (%)	43.2	42.1	42.0	41.8	41.9
영업이익률 (%)	8.8	7.9	8.7	9.7	10.2
EBITDA 마진률 (%)	15.9	14.5	14.8	15.4	15.7
당기순이익률 (%)	3.8	3.3	5.1	5.8	6.3
ROA (%)	2.6	2.1	3.3	3.8	4.1
ROE (%)	8.2	6.6	11.1	12.3	12.7
ROIC (%)	7.2	7.3	11.0	13.1	14.4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**383**	**622**	**312**	**317**	**336**
당기순이익(손실)	87	72	125	149	166
비현금수익비용가감	343	293	195	146	147
유형자산감가상각비	150	135	137	136	138
무형자산상각비	10	10	10	10	9
기타현금수익비용	160	126	44	0	0
영업활동 자산부채변동	12	342	5	23	23
매출채권 감소(증가)	47	5	2	-11	-11
재고자산 감소(증가)	-17	-2	-4	-6	-6
매입채무 증가(감소)	-13	19	4	42	43
기타자산, 부채변동	-6	319	3	-2	-2
투자활동 현금	**-141**	**-317**	**-164**	**-174**	**-181**
유형자산처분(취득)	-120	-118	-139	-155	-161
무형자산 감소(증가)	-3	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-18	-185	-11	-11	-11
기타투자활동	-1	-11	-14	-8	-9
재무활동 현금	**-117**	**-101**	**71**	**-56**	**-56**
차입금의 증가(감소)	-76	-48	72	0	0
자본의 증가(감소)	-49	-52	-56	-56	-56
배당금의 지급	49	52	56	56	56
기타재무활동	8	-1	55	0	0
현금의 증가	**120**	**205**	**218**	**87**	**99**
기초현금	144	265	470	688	775
기말현금	265	470	688	775	874

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	25.5	29.2	16.2	13.6	12.2
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.5	7.9	6.4	5.6	5.0
P/CF	5.3	5.9	6.5	7.1	6.7
배당수익률 (%)	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
성장성 (%)					
매출액	10.9	-2.4	10.8	4.1	4.1
영업이익	124.9	-12.3	22.4	15.3	9.7
세전이익	27,365.0	-16.5	68.1	19.0	11.6
당기순이익	흑전	-17.2	74.0	19.0	11.6
EPS	흑전	-17.5	75.3	19.1	11.7
안정성 (%)					
부채비율	207.0	232.2	234.0	220.1	205.6
유동비율	62.6	71.0	80.1	84.3	88.9
순차입금/자기자본(x)	74.9	33.8	18.7	9.6	0.9
영업이익/금융비용(x)	4.3	4.7	6.2	7.1	7.7
총차입금 (십억원)	1,105	1,065	1,140	1,140	1,140
순차입금 (십억원)	805	370	218	121	12
주당지표(원)					
EPS	1,250	1,031	1,807	2,153	2,404
BPS	15,067	15,331	16,294	17,597	19,142
CFPS	6,034	5,124	4,494	4,133	4,388
DPS	750	800	800	800	800

자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

2022. 7. 18 음식료

Analyst 오지우
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

마진 방어, 성공적

Buy (Initiate)

목표주가 550,000 원
현재주가 397,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

대한민국 1등 종합식품기업

CJ제일제당의 2022년 2분기 예상 매출액은 7조 862억원(+12.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익은 4,820억원(+2.6%; OPM 6.8%)이다. CJ대한통운 제외 기준 매출액은 4조 4,233억원으로 전년 동기 대비 +17.8% 성장, 영업이익은 3,732억원(OPM 8.4%)으로 소폭 감소하겠다. **[식품 부문]** 매출액은 2조 5,489억원(+15.2%), 영업이익은 1,453억원(+11.8%; OPM 5.7%)으로 예상한다. 소재식품은 5,376억원(+22.2%), 가공식품은 2조 113억원(+13.5%; 국내 +8.9%, 해외 +23.2%)의 매출을 기록하며 부문별로도 성장을 이어가겠다. 곡물 가격 급상승으로 원가 부담이 예상되나, 견조한 외형 성장과 선제적인 가격 인상 효과가 반영되며 마진 방어가 가능하겠다. **[바이오]** 매출액은 1조 1,938억원(+30.1%), 영업이익은 2,041억원(+5.3%; OPM 17.1%)으로 예상된다. 곡물가 강세 및 사료용 아미노산에 대한 높은 수요가 지속되며 수혜를 받겠으나, 전년 높은 기저 영향으로 이익은 소폭 역성장하겠다. **[Feed&Care]** 매출액은 6,807억원(+8.8%), 영업이익은 238억원(-57.5%)으로 예상한다. 베트남 돈가가 2021년 4분기 바닥 이후 QoQ로 개선되는 시점에 있으며, 영업이익률도 평년 수준을 회복해가는 모습이다(4Q21 -0.5% → 1Q22 3.1% → 2Q22E 3.5%).

동사는 곡물 가격 상승에 대한 가격 전가력이 높다. 1)시장 지배력에서 우위에 있어 소비자들의 가격 저항이 낮은 편이며, 2)B2B 거래 비중이 높아 판가 전이가 용이하기 때문이다. 현재 글로벌 곡물가격은 3년째 상승 추세에 있으며, 올해 초 발발한 러시아-우크라이나 전쟁 여파로 가파른 상승이 지속되고 있다. 동사의 1분기 실적은 소재식품 쪽에서 일부 마진 스크래치가 있었으나, 타 업체 대비로는 마진 방어에 성공했다는 평가를 받았다. 2020년 후반부터 이어진 가격 인상 랠리 속에서 판매량이 견조하게 유지되고 있는 것도 가격 전가가 잘 이루어지고 있다는 방증이다. 실제로 1분기 가공식품 매출 성장률 6% 중 2/3는 Q 효과, 1/3는 P 효과에 기인한 결과였다.

투자의견 BUY, 목표주가 550,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 550,000원으로 CJ제일제당 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 SOTP Valuation을 사용하였으며, 각 사업부문별 2022E EBITDA에 Target Multiple을 적용한 적정 가치를 합산한 뒤 순차입금을 차감하여 산출하였다. 최근 미국 작황 개선으로 높아진 곡물 가격 진정 기대감이 주가의 상방 압력으로 작용하고 있다.

Stock Data

KOSPI(7/15)		2,330.98 pt
시가총액		59,840 억원
발행주식수		15,054 천주
52 주 최고가 / 최저가		492,500 / 332,000
90 일 일평균거래대금		174.08 억원
외국인 지분율		23.1%
배당수익률(22.12E)		1.3%
BPS(22.12E)		414,990 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	13.4%
	6 개월	25.8%
	12 개월	15.3%
주주구성	CJ (외 9 인)	45.5%
	국민연금공단 (외	13.1%
	자사주 (외 1 인)	2.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	24,246	1,360	1,179	786	46,283	360.1	2,645	8.2	5.3	1.2	13.5
2021	26,289	1,524	1,218	892	41,246	-10.9	2,790	9.4	5.3	1.0	10.8
2022E	28,970	1,782	1,393	955	51,714	25.4	3,140	7.7	4.7	1.0	11.9
2023E	30,281	1,835	1,453	997	53,969	4.4	3,223	7.4	4.5	0.9	11.2
2024E	31,687	2,002	1,619	1,110	60,192	11.5	3,424	6.6	4.1	0.8	11.2

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표17 CJ 제일제당 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	**6,178.1**	**6,309.2**	**6,854.1**	**6,947.8**	**6,979.9**	**7,086.2**	**7,471.3**	**7,432.2**	**26,289.2**	**28,969.5**	**30,280.8**
대한통운 제외 매출액	**3,671.1**	**3,755.8**	**4,224.3**	**4,093.2**	**4,318.6**	**4,423.3**	**4,737.3**	**4,503.0**	**15,744.4**	**17,982.1**	**18,457.5**
1) 식품 부문	**2,306.4**	**2,212.6**	**2,579.0**	**2,468.2**	**2,609.5**	**2,548.9**	**2,871.5**	**2,701.8**	**9,566.2**	**10,731.7**	**11,015.7**
소재식품	423.4	439.9	509.2	438.4	523.0	537.6	572.9	481.4	1,810.9	2,114.8	2,135.9
가공식품	1,883.0	1,772.7	2,069.8	2,029.8	2,086.5	2,011.3	2,298.6	2,220.5	7,755.3	8,616.9	8,879.7
국내	857.0	762.4	944.4	827.7	910.0	830.3	1,023.7	867.3	3,391.5	3,631.3	3,744.6
해외 (슈완스 제외)	338.0	362.4	397.4	392.9	415.6	446.3	434.0	457.4	1,490.7	1,753.4	1,806.0
슈완스	688.0	647.9	728.0	809.2	760.9	734.7	840.8	895.8	2,873.1	3,232.2	3,329.2
2) 바이오 부문	**1,364.7**	**1,543.2**	**1,645.3**	**1,625.0**	**1,709.1**	**1,874.5**	**1,865.8**	**1,801.1**	**6,178.2**	**7,250.5**	**7,441.9**
바이오	777.3	917.6	1,044.2	992.1	1,082.8	1,193.8	1,219.6	1,142.9	3,731.2	4,639.1	4,778.3
Feed&Care	587.4	625.6	601.1	632.9	626.3	680.7	646.2	658.2	2,447.0	2,611.4	2,663.6
3) 물류 부문	2,692.6	2,747.2	2,846.5	3,057.3	2,857.0	2,858.6	2,929.7	3,124.9	11,343.7	11,770.2	12,606.1
매출액 YoY (%)	6.0	6.6	8.1	12.9	13.0	12.3	9.0	7.0	8.4	10.2	4.5
대한통운 제외 매출액	**5.4**	**8.5**	**12.7**	**17.9**	**17.6**	**17.8**	**12.1**	**10.0**	**11.2**	**14.2**	**2.6**
1) 식품 부문	**2.0**	**1.0**	**7.9**	**16.0**	**13.1**	**15.2**	**11.3**	**9.5**	**6.7**	**12.2**	**2.6**
소재식품	0.0	2.8	8.1	20.9	23.5	22.2	12.5	9.8	7.5	16.8	1.0
가공식품	2.5	0.6	7.9	15.0	10.8	13.5	11.1	9.4	6.5	11.1	3.1
국내	7.3	6.7	5.2	11.3	6.2	8.9	8.4	4.8	7.5	7.1	3.1
해외 (슈완스 제외)	14.2	11.3	11.7	22.8	23.0	23.2	9.2	16.4	14.9	17.6	3.0
슈완스	-7.4	-10.4	9.5	15.2	10.6	13.4	15.5	10.7	1.4	12.5	3.0
2) 바이오 부문	**11.8**	**21.5**	**21.0**	**20.8**	**25.2**	**21.5**	**13.4**	**10.8**	**18.9**	**17.4**	**2.6**
바이오	14.7	23.5	35.4	25.6	39.3	30.1	16.8	15.2	25.1	24.3	3.0
Feed&Care	8.1	18.7	2.2	14.0	6.6	8.8	7.5	4.0	10.6	6.7	2.0
3) 물류 부문	7.0	3.7	2.6	7.6	6.1	4.1	2.9	2.2	5.2	3.8	7.1
영업이익	**385.1**	**469.6**	**433.2**	**236.6**	**435.7**	**482.0**	**484.9**	**379.6**	**1,524.4**	**1,782.2**	**1,834.7**
대한통운 제외 영업이익	**342.3**	**379.9**	**322.3**	**134.3**	**364.9**	**373.2**	**372.5**	**264.5**	**1,178.8**	**1,375.1**	**1,370.3**
1) 식품 부문	176.4	129.9	186.0	62.4	169.7	145.3	180.9	113.5	554.7	609.4	661.2
슈완스	48.5	30.6	36.8	64.7	52.0	38.9	44.6	59.1	180.6	194.6	210.3
2) 바이오 부문	165.9	250.0	136.3	71.9	195.2	228.0	191.6	151.0	624.1	765.8	709.1
바이오	77.0	193.9	127.5	75.1	175.8	204.1	168.3	128.0	473.5	676.3	621.2
Feed&Care	88.9	56.1	8.8	-3.2	19.4	23.8	23.3	23.0	150.6	89.5	87.9
3) 물류 부문	48.1	90.6	105.3	99.8	75.7	113.7	117.4	120.0	343.9	426.8	484.1
영업이익 YoY (%)	39.6	22.0	7.7	-20.2	13.1	2.6	12.0	60.4	12.1	16.9	2.9
대한통운 제외 영업이익	**55.5**	**26.0**	**3.4**	**-35.5**	**6.6**	**-1.8**	**15.6**	**97.0**	**13.2**	**16.7**	**-0.3**
1) 식품 부문	51.7	2.8	5.8	-31.8	-3.8	11.8	-2.7	81.9	8.8	9.9	8.5
슈완스	4.3	-34.1	-26.5	40.0	7.2	27.3	21.1	-8.6	-4.5	7.8	8.1
2) 바이오 부문	59.8	42.7	0.3	-38.3	17.7	-8.8	40.6	110.1	17.4	22.7	-7.4
바이오	50.7	74.8	61.0	5.8	128.3	5.3	32.0	70.4	51.7	42.8	-8.1
Feed&Care	68.7	-12.8	-84.5	적전	-78.2	-57.5	164.3	흑전	-31.3	-40.6	-1.8
3) 물류 부문	-17.3	8.0	13.8	10.0	57.3	25.5	11.4	20.2	5.7	24.1	13.4
영업이익률 (%)	6.2	7.4	6.3	3.4	6.2	6.8	6.5	5.1	5.8	6.2	6.1
대한통운 제외 영업이익률	**9.3**	**10.1**	**7.6**	**3.3**	**8.4**	**8.4**	**7.9**	**5.9**	**7.5**	**7.6**	**7.4**
1) 식품 부문	7.6	5.9	7.2	2.5	6.5	5.7	6.3	4.2	5.8	5.7	6.0
슈완스	7.0	4.7	5.1	8.0	6.8	5.3	5.3	6.6	10.0	9.2	9.8
2) 바이오 부문	12.2	16.2	8.3	4.4	11.4	12.2	10.3	8.4	10.1	10.6	9.5
바이오	9.9	21.1	12.2	7.6	16.2	17.1	13.8	11.2	12.7	14.6	13.0
Feed&Care	15.1	9.0	1.5	-0.5	3.1	3.5	3.6	3.5	6.2	3.4	3.3
3) 물류 부문	1.8	3.3	3.7	3.3	2.6	4.0	4.0	3.8	3.0	3.6	3.8

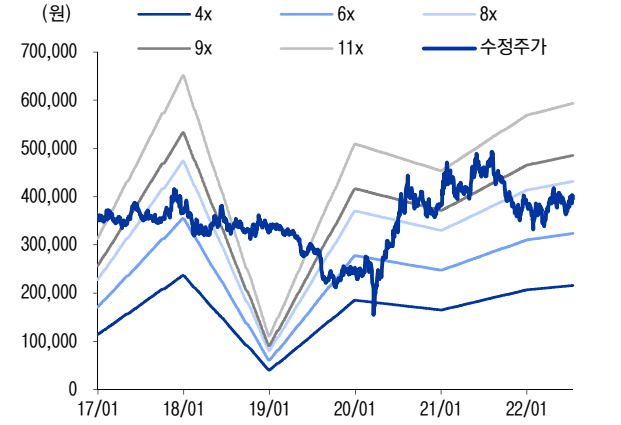
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표18 CJ 제일제당 Valuation

(십억원, 배)	2022E EBITDA	Target EV/EBITDA	적정 가치	비고
식품	1,106	7.6	8,360	주요 글로벌 Peer 평균 22E EV/EBITDA에서 30% 할인
바이오	1,046	7.9	8,274	Ajinomoto 22E EV/EBITDA에서 30% 할인
물류	960	3.6	1,745	동사 대한통운 22E EV/EBITDA 추정치에서 40% 할인, 지분율 적용
Target EV(1)			18,379	
순차입금(2)			10,040	1Q22 말 기준
기업 가치			8,338	(1)-(2)
주식 수(천주)			15,054	보통주 기준
목표주가			**550,000**	반내림
현재주가			397,500	
Upside(%)			38.4	

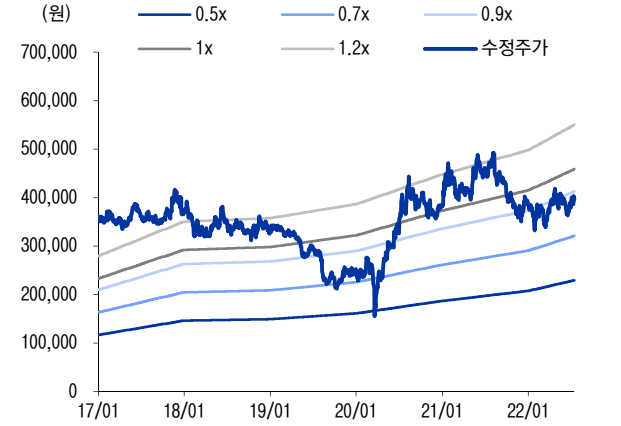
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 바이오는 F&C 포함

그림82 CJ 제일제당 PER 밴드 차트



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 CJ 제일제당 PBR 밴드 차트



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

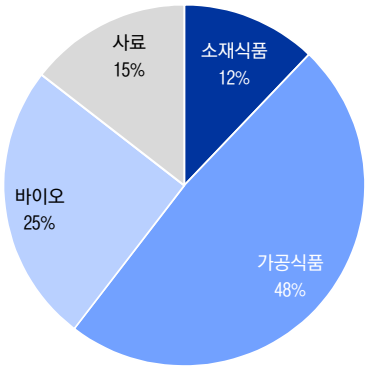
표19 종합식품기업 Global Peer 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(배)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
아지노모도	2021	10,107.1	1,014.7	560.5	-2.6	14.4	26.7	10.7	6.0	20.9	2.0	8.9	11.2
	2022E	10,235.9	1,090.1	674.4	7.3	13.8	16.8	10.7	6.6	24.9	2.7	11.3	11.6
	2023E	9,425.6	899.4	579.2	-7.9	-17.5	-14.1	9.5	6.1	23.4	2.5	11.1	11.1
네슬레	2021	95,689.9	16,302.4	18,493.6	3.3	4.6	65.4	17.0	22.4	21.0	6.6	20.9	39.6
	2022E	95,380.1	15,926.0	12,318.5	-0.3	-2.3	-33.4	16.7	13.7	24.2	6.4	17.6	25.4
	2023E	100,180.0	16,990.5	13,159.5	5.0	6.7	6.8	17.0	13.9	22.3	6.5	16.6	28.7
펩시코	2021	79,474.0	11,414.0	7,618.0	12.9	8.4	13.0	14.4	10.9	27.1	14.6	18.5	58.9
	2022E	83,581.0	12,114.7	10,560.0	5.2	6.1	38.6	14.5	11.0	25.5	12.1	17.9	53.7
	2023E	86,536.5	13,016.3	9,889.4	3.5	7.4	-6.4	15.0	11.5	23.5	11.0	16.6	49.8
몬델리즈	2021	28,720.0	5,026.0	4,300.0	8.0	12.9	-20.2	17.5	13.9	23.5	3.3	17.1	14.3
	2022E	29,824.6	4,882.7	3,726.7	3.8	-2.9	-13.3	16.4	13.7	21.3	3.0	17.5	14.4
	2023E	31,084.0	5,193.6	4,068.5	4.2	6.4	9.2	16.7	13.9	19.7	2.8	16.5	15.4
ABF	2021	18,973.3	1,203.9	653.2	-0.4	-2.2	2.1	6.3	4.2	31.2	1.5	9.2	6.1
	2022E	19,792.7	1,701.4	1,189.0	4.3	41.3	82.0	8.6	6.1	12.6	1.2	6.3	10.0
	2023E	20,674.0	1,788.5	1,236.3	4.5	5.1	4.0	8.7	6.1	11.9	1.1	6.1	9.9
크래프트 하인즈	2021	26,042.0	5,208.0	1,012.0	-0.5	-6.2	3.6	20.0	13.9	12.0	0.9	9.9	7.3
	2022E	25,558.9	4,912.2	3,297.7	-1.9	-5.7	225.9	19.2	12.9	14.5	0.9	11.2	6.5
	2023E	25,665.6	5,058.1	3,402.5	0.4	3.0	3.2	19.7	13.3	14.0	0.9	10.9	6.7
제너럴밀스	2021	18,127.0	3,161.8	2,339.8	2.8	3.4	6.4	16.9	13.0	16.5	4.0	13.0	26.8
	2022E	18,992.8	3,213.3	2,707.3	4.8	1.6	2.5	16.9	12.7	17.7	4.0	13.7	24.1
	2023E	19,425.5	3,221.3	2,420.3	2.3	0.2	-10.6	16.6	12.4	19.0	4.2	14.9	22.6
타이슨푸드	2021	47,049.0	4,248.0	3,047.0	8.9	46.3	52.7	9.0	6.4	9.5	1.6	6.4	18.3
	2022E	52,828.1	4,617.8	3,318.5	12.3	8.7	8.9	8.7	6.3	9.1	1.6	6.3	17.7
	2023E	53,907.8	4,008.8	2,830.1	2.0	-13.2	-14.7	7.4	5.2	10.4	1.5	7.0	13.9
켈로그	2021	14,181.0	1,830.3	1,488.0	3.0	1.1	3.8	12.9	10.1	15.5	5.9	12.3	41.9
	2022E	14,562.8	1,790.3	1,383.0	2.7	-2.2	-7.1	12.3	9.5	17.8	5.8	14.2	34.7
	2023E	14,837.6	1,865.6	1,427.5	1.9	4.2	3.2	12.6	9.7	17.0	5.0	13.6	33.0
맥코믹	2021	6,317.9	1,108.1	755.3	12.8	8.1	9.1	17.5	13.3	27.6	5.2	20.9	20.1
	2022E	6,552.0	1,107.9	810.8	3.7	0.0	7.3	16.9	12.6	26.8	4.6	20.5	17.5
	2023E	6,812.8	1,211.4	888.3	4.0	9.3	9.6	17.8	13.1	24.8	4.2	19.0	17.7
하난	2021	10,357.2	936.3	754.5	-9.7	-21.2	-20.2	9.0	7.3	22.5	4.8	14.7	21.0
	2022E	10,075.3	1,178.2	938.0	-2.7	25.8	24.3	11.7	9.3	15.4	3.7	10.5	24.6
	2023E	11,114.4	1,281.9	1,021.3	10.3	8.8	8.9	11.5	9.2	14.2	3.2	9.7	23.8
캠벨	2021	8,476.0	1,406.0	1,002.0	-2.5	9.6	-13.3	16.6	9.2	17.2	4.2	10.2	27.2
	2022E	8,550.7	1,296.5	843.1	0.9	-7.8	-15.9	15.2	10.0	17.2	4.3	11.7	25.5
	2023E	8,766.2	1,327.0	863.0	2.5	2.4	2.4	15.1	9.9	16.8	4.0	11.5	22.9
콘아그라	2021	11,184.7	1,948.0	1,298.8	1.2	7.2	15.1	17.4	11.5	14.5	2.1	11.5	15.6
	2022E	11,549.9	1,665.2	1,055.0	3.3	-14.5	-18.8	14.4	9.8	15.2	1.9	12.5	12.8
	2023E	11,897.3	1,806.1	1,213.1	3.0	8.5	15.0	15.2	10.4	14.0	1.8	11.8	13.4
키코만	2021	4,145.0	411.2	293.9	0.0	19.5	18.1	9.8	7.3	40.6	4.1	19.9	11.1
	2022E	4,599.2	448.6	346.5	17.5	15.6	12.2	9.8	7.0	40.1	4.4	21.7	10.9
	2023E	4,161.5	385.7	283.5	-9.5	-14.0	-18.2	9.3	6.8	38.3	3.9	20.0	10.5

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

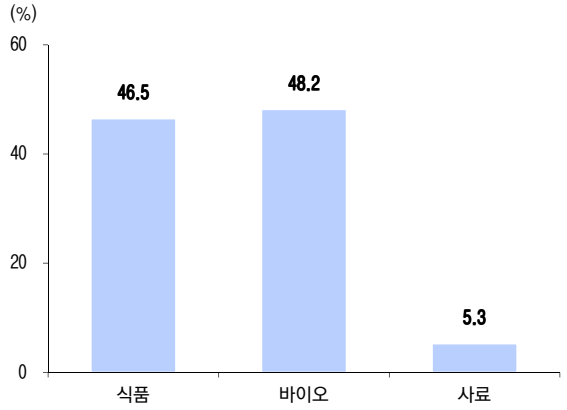
주: IFRS 기준, FY2021~2023. 아지노모도, 키코만(3월 결산), 제너럴 밀즈, 콘아그라(5월), 캠벨 수프(7월 결산), ABF, 타이슨푸드(9월 결산), 맥코믹/매릴랜드(11월 결산)

그림84 CJ 제일제당 사업부별 매출액 비중(1Q22 기준)



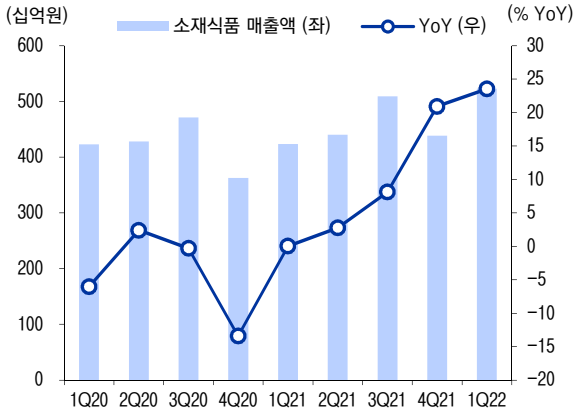
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터
주: CJ대한통운(물류 부문) 제외 기준

그림85 CJ 제일제당 사업부별 영업이익 기여도(1Q22 기준)



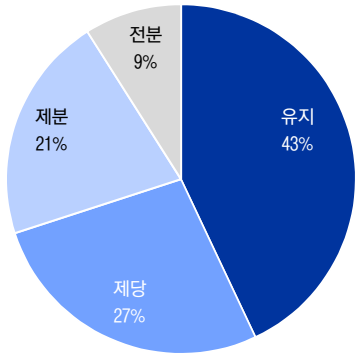
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터
주: CJ대한통운(물류) 제외 기준

그림86 소재식품 매출액 추이



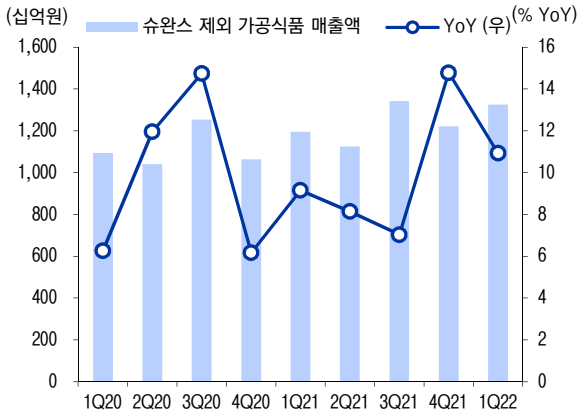
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 소재식품 매출액 구성(2021 년 기준)



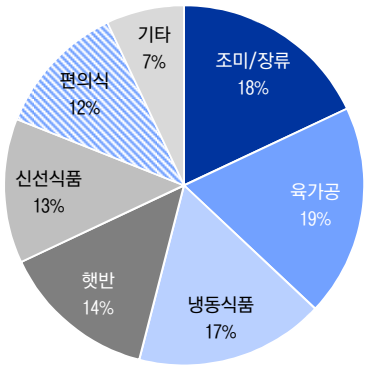
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 가공식품 매출액 추이(슈완스 제외)



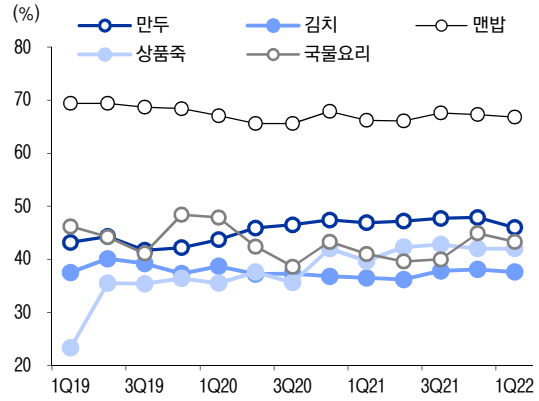
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 가공식품 매출액 구성(2021 년 기준)



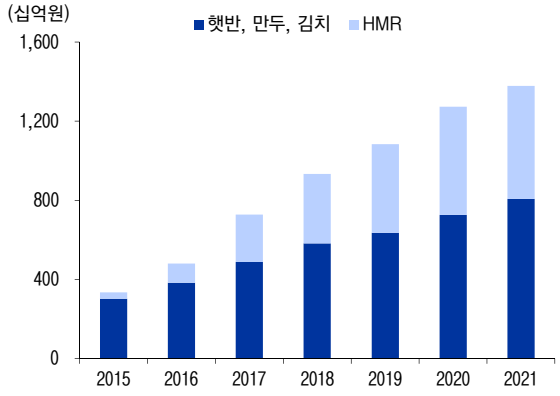
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 주요 제품별 국내 M/S 현황



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 편의식 매출 추이

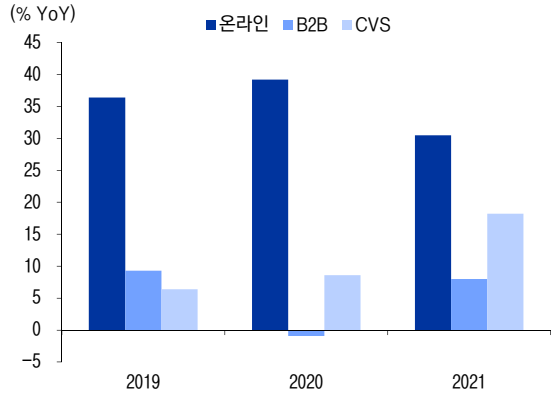


자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 가공식품 내 해외 비중

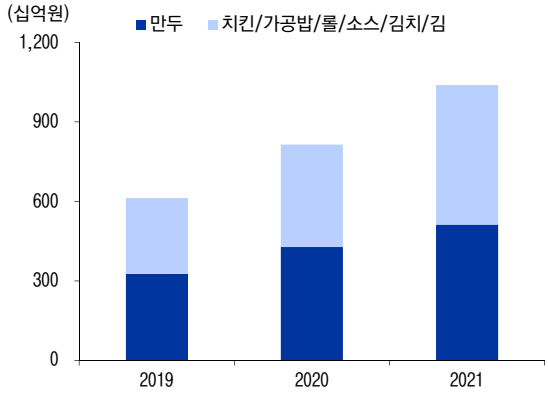
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 가공식품 채널별 성장률 추이



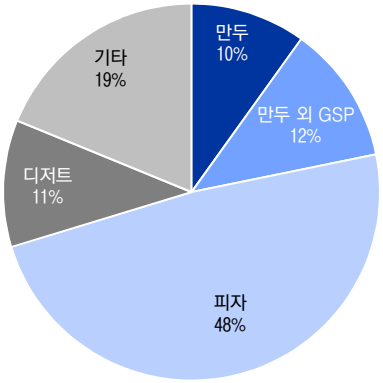
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 글로벌 GSP 매출 추이



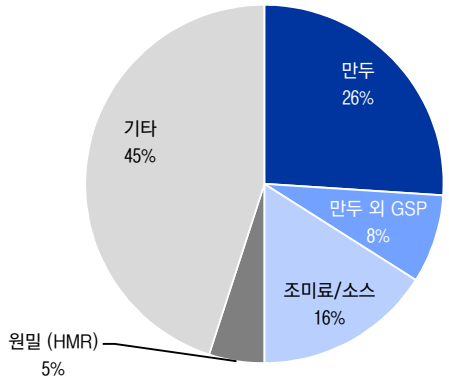
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터
주: GSP(글로벌 전략 제품)

그림95 미국 매출 비중(2021 년 기준)



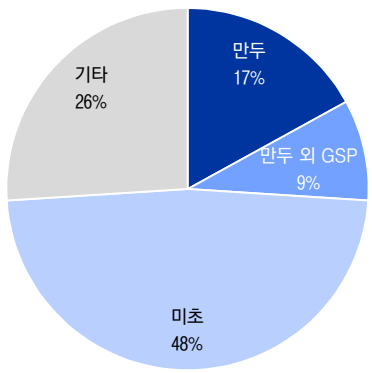
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 중국 매출 비중(2021 년 기준)



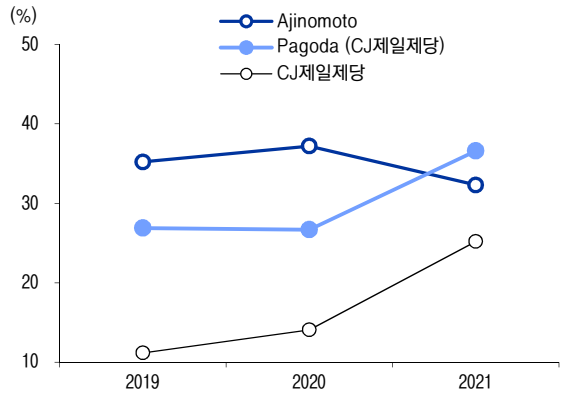
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 일본 매출 비중(2021 년 기준)



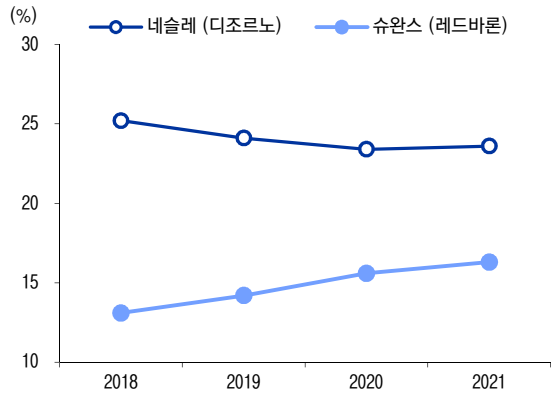
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 Grocery 채널 만두 M/S 추이



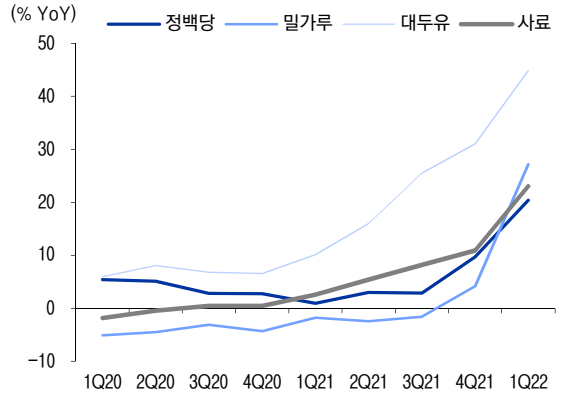
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 냉동피자 M/S 추이



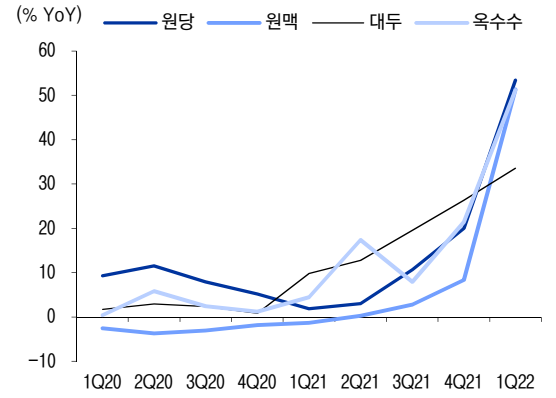
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 주요 제품 가격 변동 추이



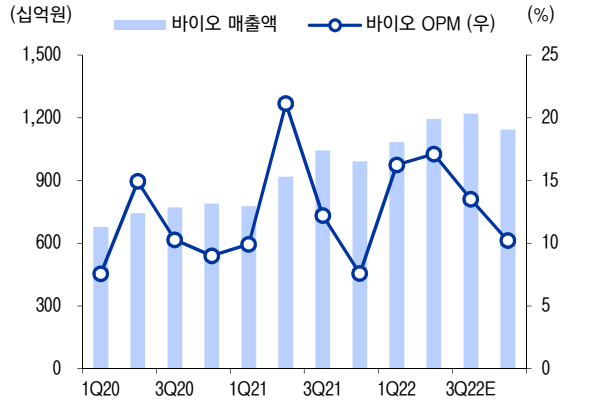
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 주요 원재료 가격 변동 추이



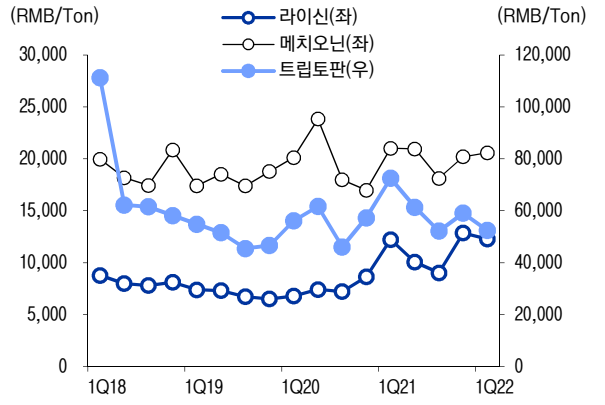
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 바이오 매출액 및 영업이익률 추이



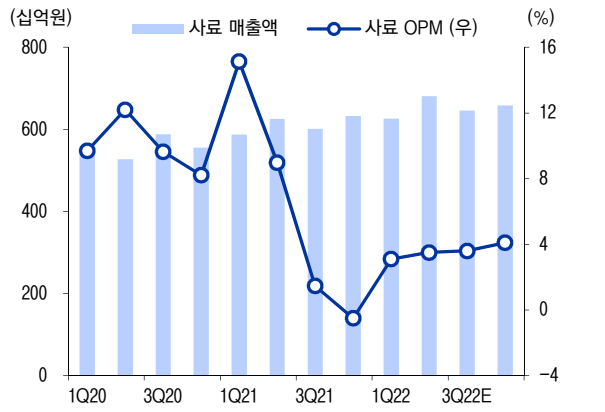
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 바이오 글로벌 판가 추이



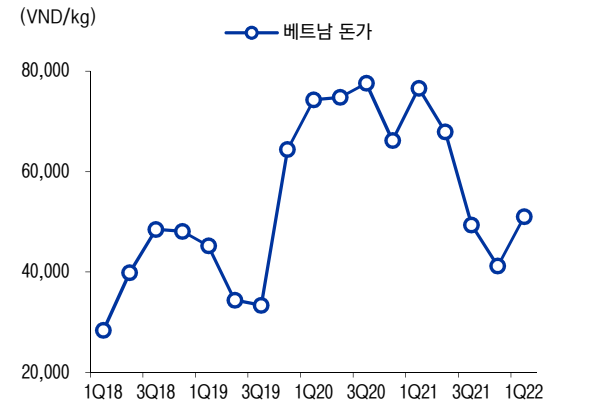
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 사료 매출액 및 영업이익률 추이



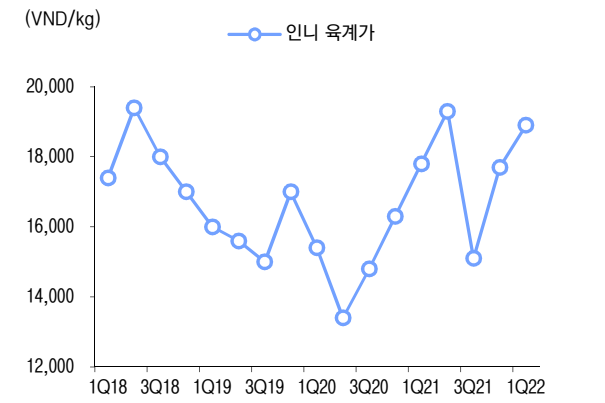
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 베트남 돈가 추이



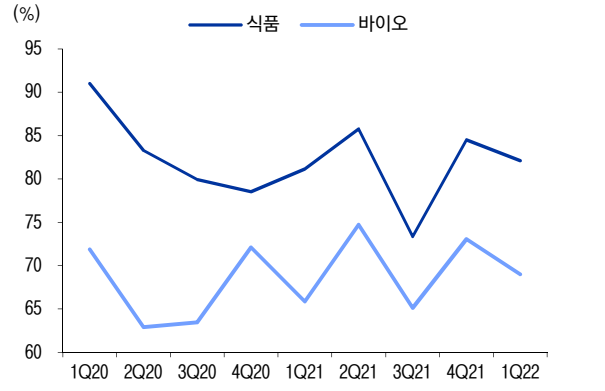
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 인니 육계가 추이



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 사업부문별 가동률



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,470	7,726	10,357	10,938	11,584
현금 및 현금성자산	1,212	1,097	2,527	2,775	3,066
매출채권 및 기타채권	2,742	2,921	3,058	3,190	3,332
재고자산	1,861	2,338	2,824	2,945	3,076
기타유동자산	1,654	1,370	1,949	2,028	2,110
비유동자산	18,142	19,130	18,706	19,088	19,511
관계기업투자등	655	873	282	294	306
유형자산	10,462	11,161	11,507	11,816	12,163
무형자산	4,517	4,520	4,535	4,498	4,463
자산총계	**25,612**	**26,856**	**29,063**	**30,026**	**31,096**
유동부채	7,083	7,916	8,426	8,606	8,799
매입채무 및 기타재무	3,273	3,677	3,562	3,716	3,881
단기금융부채	3,091	3,663	4,201	4,201	4,201
기타유동부채	718	575	663	690	718
비유동부채	8,363	8,133	9,075	9,138	9,203
장기금융부채	6,783	6,346	7,530	7,530	7,530
기타비유동부채	1,580	1,787	1,545	1,608	1,673
부채총계	**15,445**	**16,049**	**17,501**	**17,744**	**18,002**
지배주주지분	5,274	6,114	6,798	7,518	8,329
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,278	1,116	1,116	1,116	1,116
이익잉여금	4,407	4,940	5,626	6,346	7,157
비지배주주지분(연결)	4,892	4,693	4,765	4,765	4,765
자본총계	**10,166**	**10,807**	**11,563**	**12,282**	**13,093**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**24,246**	**26,289**	**28,970**	**30,281**	**31,687**
매출원가	19,059	20,507	22,837	23,670	24,540
매출총이익	**5,186**	**5,782**	**6,132**	**6,610**	**7,147**
판매비 및 관리비	3,827	4,258	4,350	4,776	5,145
영업이익	**1,360**	**1,524**	**1,782**	**1,835**	**2,002**
(EBITDA)	2,645	2,790	3,140	3,223	3,424
금융손익	-280	-329	-216	-207	-205
이자비용	317	273	242	242	242
관계기업등 투자손익	21	216	43	43	43
기타영업외손익	77	-194	-216	-218	-220
세전계속사업이익	**1,179**	**1,218**	**1,393**	**1,453**	**1,619**
계속사업법인세비용	392	325	437	456	508
계속사업이익	786	892	955	997	1,110
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**786**	**892**	**955**	**997**	**1,110**
지배주주	686	613	767	800	891
총포괄이익	**573**	**1,376**	**955**	**997**	**1,110**
매출총이익률 (%)	21.4	22.0	21.2	21.8	22.6
영업이익률 (%)	5.6	5.8	6.2	6.1	6.3
EBITDA 마진률 (%)	10.9	10.6	10.8	10.6	10.8
당기순이익률 (%)	3.2	3.4	3.3	3.3	3.5
ROA (%)	2.6	2.3	2.7	2.7	2.9
ROE (%)	13.5	10.8	11.9	11.2	11.2
ROIC (%)	5.2	6.2	6.4	6.3	6.7

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**2,002**	**1,686**	**2,301**	**2,087**	**2,206**
당기순이익(손실)	786	892	955	997	1,110
비현금수익비용가감	1,831	1,956	2,216	1,212	1,226
유형자산감가상각비	1,130	1,114	1,205	1,237	1,272
무형자산상각비	156	151	153	152	151
기타현금수익비용	311	228	766	-262	-282
영업활동 자산부채변동	-422	-693	-805	-122	-131
매출채권 감소(증가)	-79	-570	-637	-132	-142
재고자산 감소(증가)	9	-246	-250	-122	-131
매입채무 증가(감소)	-369	236	498	153	165
기타자산, 부채변동	17	-113	-415	-22	-23
투자활동 현금	**-345**	**-625**	**-1,549**	**-1,758**	**-1,835**
유형자산처분(취득)	-729	-1,252	-1,368	-1,547	-1,619
무형자산 감소(증가)	-96	-96	-113	-115	-115
투자자산 감소(증가)	369	380	4	1	-1
기타투자활동	111	343	-72	-97	-101
재무활동 현금	**-1,098**	**-1,274**	**662**	**-80**	**-80**
차입금의 증가(감소)	-695	-100	706	0	0
자본의 증가(감소)	-106	-114	-80	-80	-80
배당금의 지급	106	114	80	80	80
기타재무활동	-297	-1,060	36	0	0
현금의 증가	**521**	**-115**	**1,430**	**249**	**291**
기초현금	691	1,212	1,097	2,527	2,775
기말현금	1,212	1,097	2,527	2,775	3,066

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	8.2	9.4	7.7	7.4	6.6
P/B	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.3	5.3	4.7	4.5	4.1
P/CF	2.4	2.2	2.1	2.9	2.8
배당수익률 (%)	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	8.5	8.4	10.2	4.5	4.6
영업이익	51.6	12.1	16.9	2.9	9.1
세전이익	247.9	3.3	14.3	4.3	11.4
당기순이익	311.7	13.5	7.0	4.3	11.4
EPS	360.1	-10.9	25.4	4.4	11.5
안정성 (%)					
부채비율	151.9	148.5	151.4	144.5	137.5
유동비율	105.5	97.6	122.9	127.1	131.7
순차입금/자기자본(x)	78.0	79.6	73.2	66.6	60.0
영업이익/금융비용(x)	4.3	5.6	7.4	7.6	8.3
총차입금 (십억원)	9,874	10,009	11,731	11,731	11,731
순차입금 (십억원)	7,934	8,602	8,459	8,179	7,857
주당지표(원)					
EPS	46,283	41,246	51,714	53,969	60,192
BPS	321,970	373,194	414,990	458,924	508,441
CFPS	159,806	173,896	193,587	134,823	142,633
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

KT&G (033780)

2022. 7. 18 음식료

Analyst 오지우
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

편안한 선택지

Buy (Initiate)

목표주가 105,000 원
현재주가 81,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

국내외 담배 Q 확대

KT&G의 2022년 2분기 연결 매출액은 1조 3,584억원(+6.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익은 3,452억원(+6.4%; OPM 25.4%)을 기록할 전망이다. 가장 큰 비중을 차지하는 KT&G 내 담배사업부문 호실적이 전체 연결 실적을 끌어올리겠다. [KT&G] 별도 매출액은 9,504억원(-0.1%), 영업이익은 3,250억원(-0.4%; OPM 34.2%)을 예상한다. 담배사업 매출액은 1분기와 마찬가지로 중동, 아태 등 고단가 시장 성장과 수출 담배 판매 호조(+22.5%)로 전년 동기 대비 +12.0% 성장하겠다. 부동산 부문은 공정률에 따라 매출을 인식하기 때문에 YoY로는 역성장(-34.2%)할 전망이지만, 연간 가이던스를 미스하는 부분은 아니다. [KGC] 매출액은 2,674억원(+3.1%), 영업이익은 64억원(-1.3%; OPM 2.4%)을 전망한다. 국내는 5월 가정의 달 프로모션으로 매출이 전년대비 성장했으나 수익 개선은 어려웠다. 수출은 2분기 초반 중국 상해 락다운으로 인해 상해법인 타격이 불가피했다. 면세 채널향 수요 회복도 아직은 더딘 모습이다.

국내 담배 시장은 건강에 대한 관심 증가와 정부의 금연 장려 정책 등으로 인해 총수요가 감소하는 추세이다. 동사는 이에 대응하기 위해 1)릴, 핏 등 차별화된 제품을 개발하고, 2)글로벌 궐련사업을 공격적으로 확장 중이다. 특히 담배 1위 업체인 필립모리스와의 전략적 제휴를 통해 해외 NGP(Next Generation Product) 시장에 빠르게 진출하고 있다. 2020년 8월 러시아 첫 진출 후 지난 1분기까지 25개국에 제품을 출시했으며, 2분기에도 추가 진출국이 있는 것으로 파악된다. 해외 NGP 시장 진입은 수량(Q)의 증가로 이어져, 담배부문의 지속적인 성과를 견인할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 105,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 105,000원으로 KT&G 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사 2022E EPS에 주요 Global Peer 4개사(PMI, BAT, JPT, ITC) 평균 PER 14.7배를 10% 할인한 13.2배를 적용하여 산출하였다. 1)밸류에이션: 동사는 전일 종가 기준 12MF P/E 10배에 거래되고 있어 밸류에이션이 매력적이다. 2)수익성: 중동, 아태 등 고단가 시장에서의 담배 매출 증가로 수익성이 개선되고 있으며, 강달러 수혜 업체로 고환율 시기인 지금 이익 단에서의 수혜가 기대된다. 3)배당: 2021년 말 기준 DPS 4,800원으로 배당주로서의 매력도 충분하다.

Stock Data

KOSPI(7/15)		2,330.98 pt
시가총액		111,482 억원
발행주식수		137,292 천주
52 주 최고가 / 최저가		86,600 / 77,100 원
90 일 일평균거래대금		266.17 억원
외국인 지분율		40.1%
배당수익률(22.12E)		5.9%
BPS(22.12E)		69,705 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.2%
	6 개월	23.4%
	12 개월	26.4%
주주구성	자사주 (외 1 인)	12.6%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
	First Eagle Investment	7.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	5,055	1,473	1,605	1,172	9,443	15.5	1,677	8.8	5.9	1.3	13.2
2021	5,228	1,338	1,440	972	8,145	-13.7	1,556	9.7	6.2	1.2	10.7
2022E	5,659	1,392	1,436	964	8,088	-0.7	1,620	10.0	6.2	1.2	10.4
2023E	5,937	1,557	1,537	1,035	8,700	7.6	1,791	9.3	5.5	1.1	10.6
2024E	6,213	1,610	1,592	1,072	9,009	3.5	1,850	9.0	5.2	1.1	10.5

자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 KT&G 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	1,208.0	1,278.2	1,494.6	1,247.5	1,402.6	1,358.4	1,552.1	1,345.8	5,228.4	5,658.9	5,937.3
1) KT&G 별도	757.8	950.9	930.4	851.3	844.8	950.4	950.4	950.4	3,490.5	3,695.9	3,719.0
담배	639.6	703.4	713.6	695.4	730.3	787.5	780.2	737.1	2,752.0	3,035.1	3,159.9
- 국내	458.5	481.4	535.7	488.9	493.7	515.6	558.7	500.6	1,964.5	2,068.6	2,142.2
- 수출	181.1	221.9	177.9	206.5	236.7	271.9	221.5	236.5	787.5	966.5	1,017.6
부동산 및 기타	118.2	247.6	216.8	155.9	114.5	162.9	143.5	120.8	738.4	541.8	559.1
- 부동산	97.7	221.8	195.3	132.4	86.5	139.0	119.0	96.5	647.2	441.1	460.0
- 기타	20.5	25.7	21.5	23.5	28.0	23.9	24.5	24.3	91.2	100.7	99.2
2) KGC 인삼공사	380.2	259.3	417.6	235.6	374.2	267.4	429.7	240.8	1,292.8	1,312.1	1,409.7
- 국내	345.9	219.2	372.4	177.1	338.3	228.0	382.5	184.1	1,114.6	1,132.9	1,212.6
- 수출	34.4	40.1	45.2	58.5	35.8	39.4	47.3	56.7	178.2	179.1	197.1
기타 및 조정	70.0	68.0	146.6	160.5	183.6	140.7	198.6	247.1	445.1	769.9	808.7
매출액 YoY (%)	7.1	2.0	6.9	-2.3	16.1	6.3	3.8	7.9	3.4	8.2	4.9
1) KT&G 별도	14.6	4.7	2.4	-11.1	11.5	-0.1	2.1	11.6	1.6	5.9	0.6
담배	15.9	1.0	-6.6	2.4	14.2	12.0	9.3	6.0	2.3	10.3	4.1
- 국내	5.4	2.0	1.2	9.7	7.7	7.1	4.3	2.4	4.4	5.3	3.6
- 수출	54.9	-1.0	-24.1	-11.6	30.7	22.5	24.5	14.5	-2.6	22.7	5.3
부동산 및 기타	8.0	16.8	49.4	-44.0	-3.1	-34.2	-33.8	-22.5	-0.8	-26.6	3.2
- 부동산	13.1	14.8	71.6	-49.3	-11.5	-37.3	-39.1	-27.1	-1.1	-31.9	4.3
- 기타	-11.1	37.6	-31.3	37.9	37.1	-7.3	13.9	3.3	1.2	10.4	-1.6
2) KGC 인삼공사	-2.8	-6.6	-1.1	-2.8	-1.6	3.1	2.9	2.2	-3.0	1.5	7.4
- 국내	-2.6	-13.0	-4.2	-6.7	-2.2	4.0	2.7	4.0	-6.0	1.6	7.0
- 수출	-4.2	56.6	33.7	11.2	4.1	-1.8	4.5	-3.1	20.5	0.5	10.0
기타 및 조정	-7.6	1.0	120.2	109.2	162.2	107.0	35.5	53.9	55.4	73.0	5.0
영업이익	313.3	324.3	417.0	264.9	333.0	345.2	409.5	304.2	1,338.4	1,391.9	1,556.6
KT&G	247.9	326.4	324.3	184.8	272.6	325.0	318.4	292.7	1,083.4	1,208.7	1,336.4
KGC	53.3	6.5	68.6	-11.6	34.3	6.4	74.8	-7.2	116.8	108.3	120.0
기타	12.1	-8.6	24.1	91.7	26.1	13.7	16.4	18.7	119.3	75.0	100.3
영업이익 YoY (%)	0.8	-15.8	-2.1	-24.5	6.3	6.4	-1.8	14.8	-9.2	4.0	11.8
KT&G	-0.8	-11.8	-8.3	-49.2	9.9	-0.4	-1.8	58.4	-19.0	11.6	10.6
KGC	-25.0	-67.5	-15.7	적지	-35.6	-1.3	9.0	적지	-26.0	-7.3	10.8
OPM (%)	25.9	25.4	27.9	21.2	23.7	25.4	26.4	22.6	25.6	24.6	26.2
KT&G	32.7	34.3	34.9	21.7	32.3	34.2	33.5	30.8	31.0	32.7	35.9
KGC	14.0	2.5	16.4	-4.9	9.2	2.4	17.4	-3.0	9.0	8.3	8.5
지배주주순이익	272.6	246.4	359.6	93.2	263.4	245.0	280.8	180.6	977.3	969.7	1,043.9

자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결, 미국 실적 제외 기준(2021년 4분기 중 미국 담배 판매 잠정 중단)

표21 KT&G Valuation

(원)	항목	비고
12MF EPS	8,088	
Target P/E(배)	13.0	글로벌 Peer 평균 P/E에 10% 할인 적용, [표22] 참고
목표주가	**105,000**	
현재주가	81,200	
Upside(%)	29.3	

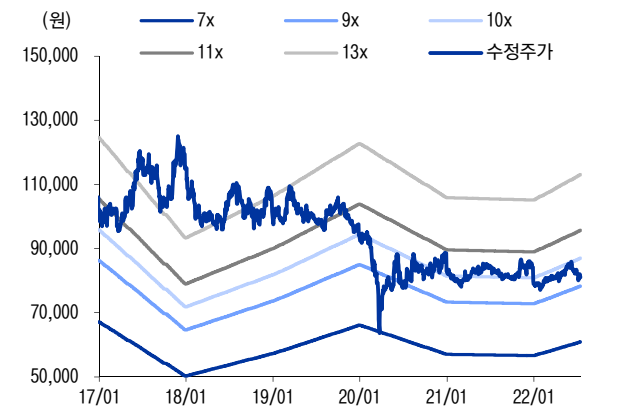
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 담배 Global Peer 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(배)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
PMI	2021	31,405.0	13,242.0	9,109.0	9.4	10.6	13.4	42.2	29.7	15.9	-	11.9	-
	2022E	29,132.9	12,094.8	8,549.6	-7.2	-8.7	-6.1	41.5	29.1	17.2	-	13.2	-83.3
	2023E	30,577.4	13,100.6	9,324.1	5.0	8.3	9.1	42.8	30.2	15.7	-	12.3	-85.6
BAT	2021	35,334.7	15,103.8	9,356.5	-0.4	-1.8	0.5	42.7	29.0	9.2	0.9	8.2	11.5
	2022E	32,356.8	14,147.3	9,039.0	-8.4	-6.3	-3.4	43.7	29.7	9.4	1.1	8.9	12.1
	2023E	33,791.0	14,989.9	9,733.0	4.4	6.0	7.7	44.4	30.5	8.6	1.1	8.4	12.9
JPT	2021	21,179.4	4,995.3	3,083.7	11.1	24.4	28.0	23.6	16.2	12.2	1.5	6.1	14.1
	2022E	16,914.0	3,795.2	2,564.2	-20.1	-24.0	-16.8	22.4	15.3	11.9	1.5	6.9	13.0
	2023E	16,927.6	3,852.2	2,595.0	0.1	1.5	1.2	22.8	15.5	11.7	1.4	6.9	13.2
ITC	2021	6,595.1	1,922.4	1,773.1	-0.1	-14.6	-18.0	30.5	23.6	20.4	4.5	15.7	18.4
	2022E	8,064.4	2,461.1	2,045.9	22.7	28.5	24.9	30.5	24.0	20.3	4.9	14.6	23.5
	2023E	8,091.5	2,638.1	2,180.6	0.3	7.2	6.6	32.6	26.8	21.2	5.5	15.5	27.1

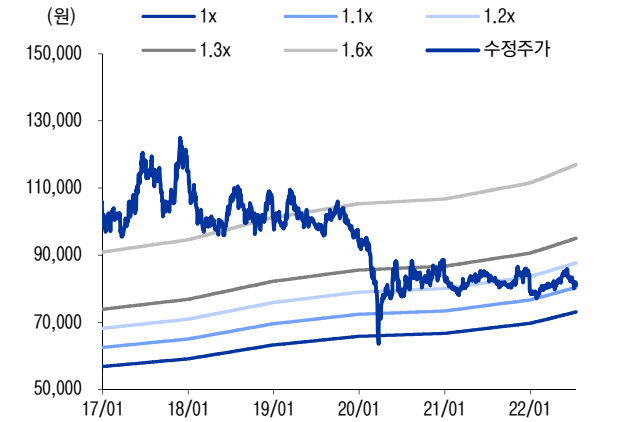
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 기준, FY2021~2023. ITC(3월 결산)

그림108 KT&G PER 밴드 차트



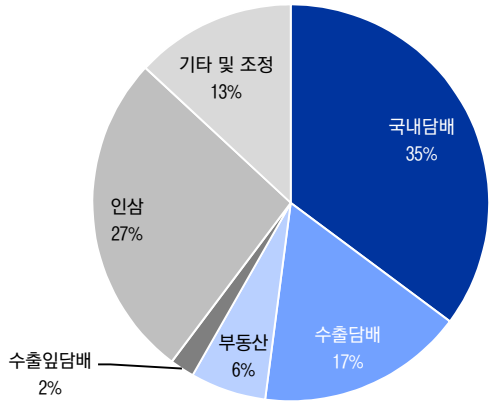
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 KT&G PBR 밴드 차트



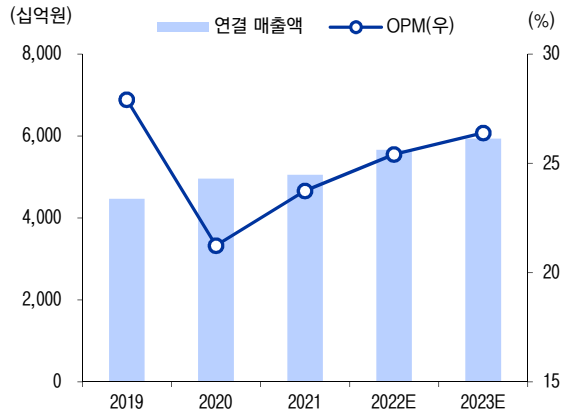
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 1Q22 매출 비중: 음료 59%, 주류 29%



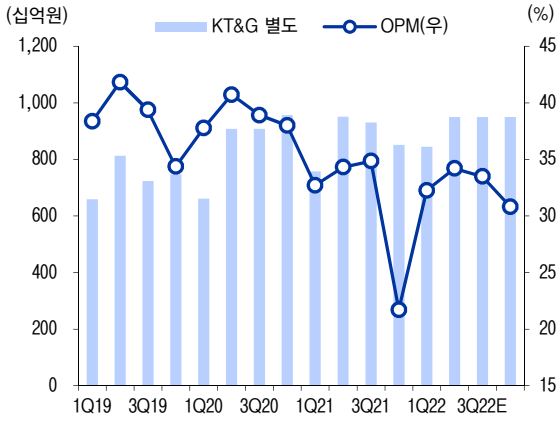
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 KT&G 연간 연결 실적 추이



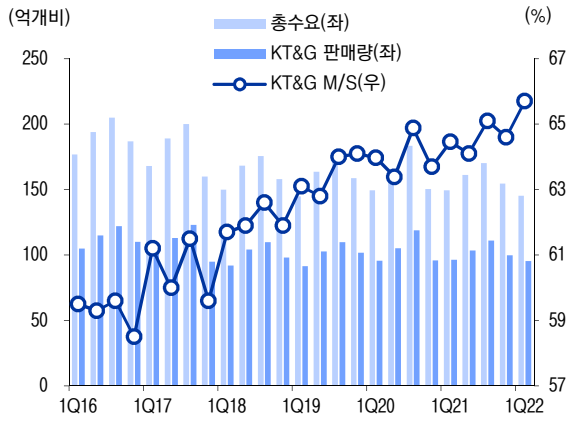
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 KT&G 별도 매출액 및 영업이익률 추이



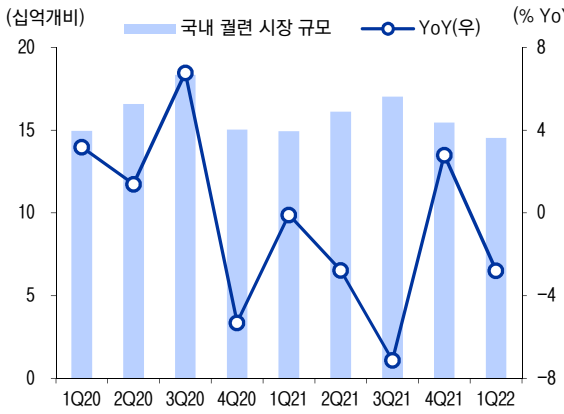
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 국내 궐련 총수요 및 KT&G M/S



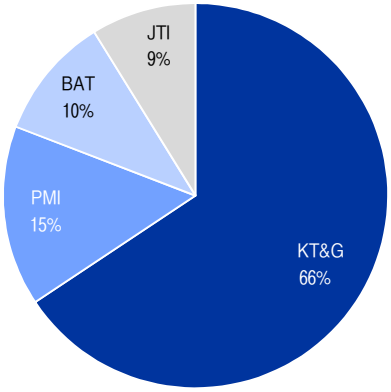
자료: 한국담배협회, KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 국내 궐련 시장규모 추이



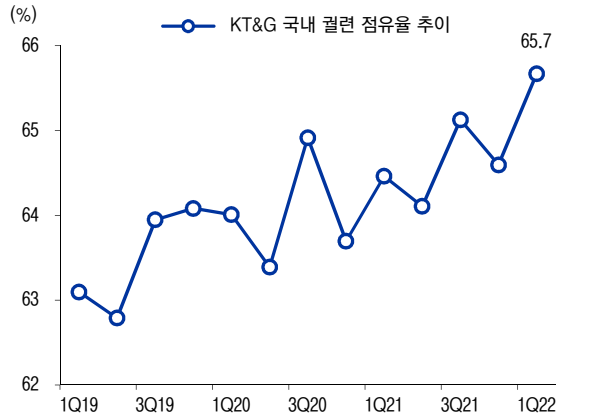
자료: 한국담배협회, KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 국내 궐련 시장점유율(1Q22 기준)



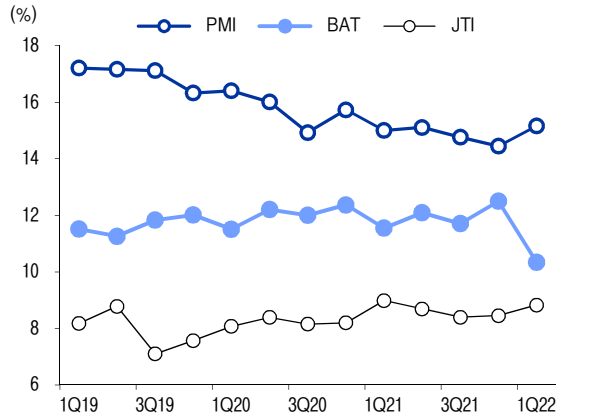
자료: 한국담배협회, KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 KT&G 국내 궐련 시장점유율 추이



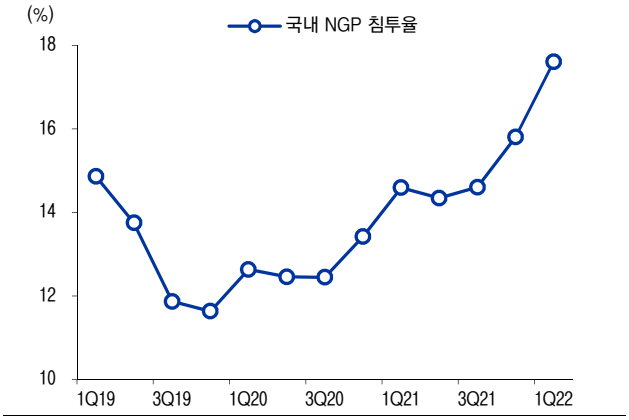
자료: 한국담배협회, KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 KT&G 외 국내 궐련 시장점유율 추이



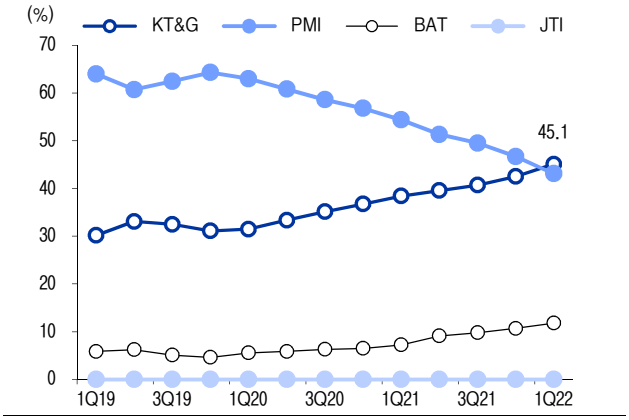
자료: 한국담배협회, KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 국내 NGP 침투율 추이



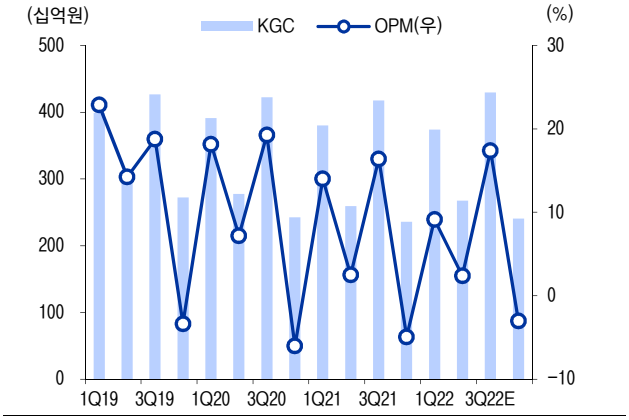
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터
주: CVS POS 기준

그림119 국내 NGP 시장점유율 추이



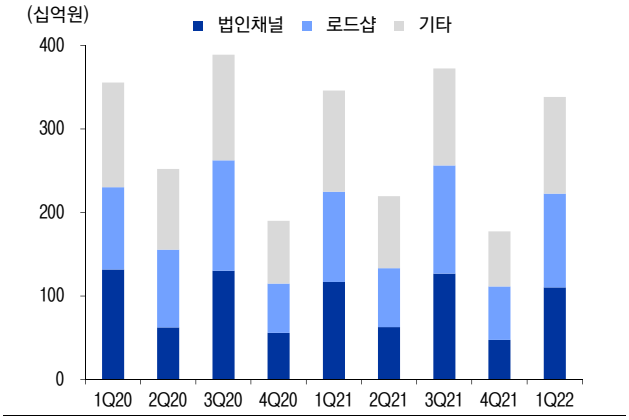
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터
주: CVS POS 기준

그림120 KGC 매출액 및 영업이익률 추이



자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 KGC 국내 채널별 매출 비중



자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

KT&G (033780)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,750	6,256	6,687	7,079	7,496
현금 및 현금성자산	1,254	947	1,293	1,439	1,608
매출채권 및 기타채권	1,472	1,321	1,309	1,372	1,435
재고자산	2,535	2,375	2,224	2,332	2,438
기타유동자산	1,490	1,613	1,861	1,936	2,015
비유동자산	4,718	5,381	5,571	5,757	5,955
관계기업투자등	625	776	808	841	875
유형자산	1,718	1,741	1,789	1,825	1,868
무형자산	134	146	156	159	161
자산총계	**11,468**	**11,637**	**12,258**	**12,836**	**13,451**
유동부채	1,991	2,064	2,237	2,337	2,437
매입채무 및 기타재무	1,554	1,684	1,808	1,896	1,982
단기금융부채	75	96	111	111	111
기타유동부채	363	284	318	331	344
비유동부채	385	364	401	411	421
장기금융부채	81	91	78	78	78
기타비유동부채	304	274	323	333	344
부채총계	**2,377**	**2,428**	**2,638**	**2,748**	**2,859**
지배주주지분	9,037	9,159	9,570	10,038	10,543
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	533	533	533	533	533
이익잉여금	8,080	8,550	8,962	9,430	9,935
비지배주주지분(연결)	55	50	49	49	49
자본총계	**9,092**	**9,209**	**9,619**	**10,087**	**10,592**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**5,055**	**5,228**	**5,659**	**5,937**	**6,213**
매출원가	2,127	2,350	2,496	2,648	2,776
매출총이익	**2,928**	**2,878**	**3,163**	**3,289**	**3,437**
판매비 및 관리비	1,455	1,540	1,771	1,733	1,827
영업이익	**1,473**	**1,338**	**1,392**	**1,557**	**1,610**
(EBITDA)	1,677	1,556	1,620	1,791	1,850
금융손익	-91	149	40	6	8
이자비용	6	18	36	36	36
관계기업등 투자손익	4	12	56	56	56
기타영업외손익	218	-60	-51	-81	-82
세전계속사업이익	**1,605**	**1,440**	**1,436**	**1,537**	**1,592**
계속사업법인세비용	438	415	468	502	520
계속사업이익	1,166	1,024	968	1,035	1,072
중단사업이익	5	-52	-4	0	0
당기순이익	**1,172**	**972**	**964**	**1,035**	**1,072**
지배주주	1,172	977	970	1,044	1,081
총포괄이익	**1,172**	**972**	**964**	**1,035**	**1,072**
매출총이익률 (%)	57.9	55.0	55.9	55.4	55.3
영업이익률 (%)	29.1	25.6	24.6	26.2	25.9
EBITDA 마진률 (%)	33.2	29.8	28.6	30.2	29.8
당기순이익률 (%)	23.2	18.6	17.0	17.4	17.3
ROA (%)	10.5	8.5	8.1	8.3	8.2
ROE (%)	13.2	10.7	10.4	10.6	10.5
ROIC (%)	15.3	13.5	12.6	13.4	13.3

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**1,262**	**1,420**	**861**	**1,087**	**1,128**
당기순이익(손실)	1,172	972	964	1,035	1,072
비현금수익비용가감	562	639	282	198	203
유형자산감가상각비	195	203	212	219	224
무형자산상각비	9	14	16	16	16
기타현금수익비용	327	135	-139	-149	-148
영업활동 자산부채변동	-48	222	-295	-145	-147
매출채권 감소(증가)	-236	202	60	-63	-63
재고자산 감소(증가)	-77	66	152	-107	-106
매입채무 증가(감소)	-14	48	-246	87	87
기타자산, 부채변동	279	-94	-261	-62	-64
투자활동 현금	**-86**	**-798**	**-523**	**-365**	**-383**
유형자산처분(취득)	-211	-219	-205	-255	-267
무형자산 감소(증가)	-33	-44	-18	-18	-18
투자자산 감소(증가)	282	-168	-101	22	21
기타투자활동	-124	-367	-200	-114	-119
재무활동 현금	**-809**	**-948**	**10**	**-576**	**-576**
차입금의 증가(감소)	-36	-3	11	0	0
자본의 증가(감소)	-770	-944	-576	-576	-576
배당금의 지급	557	596	576	576	576
기타재무활동	-3	0	575	0	0
현금의 증가	**362**	**-307**	**346**	**146**	**169**
기초현금	891	1,254	947	1,293	1,439
기말현금	1,254	947	1,293	1,439	1,608

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	8.8	9.7	10.0	9.3	9.0
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.9	6.2	6.2	5.5	5.2
P/CF	6.6	6.7	8.9	9.0	8.7
배당수익률 (%)	5.8	6.1	5.9	5.9	5.9
성장성 (%)					
매출액	1.9	3.4	8.2	4.9	4.6
영업이익	6.8	-9.2	4.0	11.8	3.4
세전이익	9.9	-10.3	-0.2	7.0	3.5
당기순이익	13.0	-17.1	-0.8	7.4	3.5
EPS	15.5	-13.7	-0.7	7.6	3.5
안정성 (%)					
부채비율	26.1	26.4	27.4	27.2	27.0
유동비율	339.0	303.1	298.9	302.8	307.5
순차입금/자기자본(x)	-16.9	-13.4	-11.7	-12.6	-13.6
영업이익/금융비용(x)	245.4	75.0	39.1	43.6	45.1
총차입금 (십억원)	156	187	188	188	188
순차입금 (십억원)	-1,533	-1,235	-1,124	-1,271	-1,441
주당지표(원)					
EPS	9,443	8,145	8,088	8,700	9,009
BPS	65,822	66,710	69,705	73,114	76,792
CFPS	12,627	11,730	9,075	8,978	9,288
DPS	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800

자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

농심 (004370)

2022. 7. 18 음식료

Analyst 오지우
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

외형은 성장한다

Buy (Initiate)

목표주가 360,000 원
현재주가 280,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

단기 원가 부담

농심의 2022년 2분기 연결 실적은 매출액 7,194억원(+11.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 182억원(+5.4%; OPM 2.5%)을 기록하겠다. 국내 라면 수요 회복 및 해외 라면 고성장으로 탑라인은 견조하겠으나, 원가 부담이 상존하는 분기다. **[연결]** 국가별로는 한국 매출액 5,049억원(+10.3%), 영업이익 66억원(+6.6%; OPM 1.3%), 북미(미국/캐나다) 매출액 1,277억원(+15.2%), 영업이익 80억원(-19.5%; OPM 6.2%), 락다운 영향이 일부 존재했던 중국 매출액 492억원(+7.8%), 영업이익 1억원(흑전; OPM 0.3%)이 예상된다. 기타 해외(일본/호주/베트남)는 1분기 매출 추세가 유지되겠다. **[별도]** 면류(내수) 매출액은 3,260억원(+11.1%)으로, 국내 리오프닝으로 야외 활동이 재개되면서 용기면 수요가 증가했다. 스낵(내수) 매출액은 875억원(+10.2%)으로, 3월 가격 인상 및 쁘띠빠리 등 신제품 출시 효과로 견고한 매출 흐름을 보이고 있다. 수출액은 989억원(+11.5%)으로 별도 실적 내 15.9%의 비중을 차지하고 있다.

농심은 라면 시장 국내 1위이자, 해외 5위 업체다. 국내 라면 시장은 고성장 산업은 아니지만, 경쟁 패러다임이 변화함에 따라 동사의 국내 사업 상황은 개선되고 있다. 소비자들이 구매 결정 시 과거만큼 신제품에 반응하기보다는 품질을 중요시하게 되면서, 브랜드력에서 상대 우위에 있는 동사가 수혜를 받고 있기 때문이다. 앞으로도 주력 제품 중심으로 견조한 판매량이 예상되며, 익스텐션 상품 또한 준비할 계획이다. 해외는 미국, 캐나다 중심의 외형 성장이 계속될 전망이다. 과거 해외 판매는 아시안 마켓이나 히스패닉 등 인종 중심으로 이루어졌다면, 현재는 K-컨텐츠가 보급되고 K-푸드에 대한 관심이 커지면서 현지인들이 지속적으로 구입해 먹는 형태가 되고 있다. 실제로 미국 법인 유통 채널 중 메인스트림(코스트코, 월마트 등) 비중이 크게 증가했다.

투자의견 BUY, 목표주가 360,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 360,000원을 제시하며 농심 커버리지를 개시한다(표24 참고). 곡물 가격, 물류 비용 등 대외 환경적 요인에 의한 원가 부담이 누적된 상황으로, 단기적으로는 수익성 단에 보수적인 시각이 필요하다. 다만 국내 압도적인 M/S와 해외 사업에 무게중심을 둔 구조적인 성장 및 열려있는 가격 인상 가능성을 고려한다면, 향후 비용 부담이 하향 안정화될 시 더 큰 폭의 수익성 개선을 기대해볼 수 있다.

Stock Data

KOSPI (7/15)		2,330.98 pt
시가총액		17,062 억원
발행주식수		6,083 천주
52 주 최고가 / 최저가		341,500 / 264,500
90 일 일평균거래대금		63.51 억원
외국인 지분율		13.3%
배당수익률(22.12E)		1.4%
BPS(22.12E)		373,367 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	10.0%
	6 개월	9.3%
	12 개월	13.7%
주주구성	농심홀딩스 (외 7 인)	45.5%
	국민연금공단 (외	11.1%
	자사주 (외 1 인)	4.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	2,640	160	191	149	25,682	109.2	262	11.7	5.2	0.9	7.5
2021	2,663	106	137	100	17,263	-32.8	211	18.4	7.8	0.9	4.7
2022E	2,925	113	148	110	18,960	9.8	229	14.8	6.0	0.8	4.9
2023E	3,097	134	171	124	21,515	13.5	260	13.0	5.4	0.7	5.4
2024E	3,230	137	174	127	21,944	2.0	271	12.8	5.2	0.7	5.2

자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표23 농심 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	634.4	647.9	673.0	707.7	736.3	719.4	722.3	747.0	2,663.0	2,925.0	3,096.6
한국	461.1	457.7	482.6	525.3	522.9	504.9	510.6	542.1	1,926.7	2,080.4	2,190.1
중국	54.9	45.6	53.5	38.7	58.9	49.2	55.8	41.6	192.7	205.5	214.2
북미	90.3	110.8	102.6	112.7	122.5	127.7	118.5	129.8	416.3	498.5	543.4
기타 해외	28.1	33.8	34.3	31.0	32.0	37.6	37.4	33.5	127.2	140.6	148.9
별도 매출액	561.4	563.7	586.0	632.4	632.8	620.9	652.2	659.5	2,343.4	2,565.4	2,785.6
면류	297.9	293.4	321.2	346.5	335.9	326.0	359.8	361.1	1,259.1	1,382.8	1,521.1
스낵	85.3	79.4	83.9	92.1	96.5	87.5	86.6	93.3	340.7	364.0	389.5
기타	97.9	102.2	103.3	103.6	109.1	108.5	116.5	109.7	407.0	443.8	466.0
수출	80.3	88.7	77.6	90.1	91.3	98.9	89.3	95.4	336.7	374.8	409.0
매출에누리	73.0	84.2	87.0	75.2	103.5	98.5	70.1	87.5	319.5	359.7	311.0
연결 매출액 YoY (%)	-7.7	-3.0	3.3	11.9	16.1	11.0	7.3	5.6	0.9	9.8	5.9
한국	-11.3	-5.3	-0.6	10.5	13.4	10.3	5.8	3.2	-1.9	8.0	5.3
중국	-1.7	-23.6	12.3	-7.2	7.2	7.8	4.4	7.5	-5.9	6.6	4.2
북미	3.8	19.3	14.0	24.5	35.7	15.2	15.5	15.2	15.5	19.7	9.0
기타 해외	12.9	5.9	20.8	24.5	13.9	11.4	9.0	8.2	15.5	10.5	5.9
별도 매출액 YoY (%)	-8.0	-2.9	0.9	10.9	12.7	10.1	11.3	4.3	0.1	9.5	8.6
면류	-15.5	-7.3	0.6	3.4	12.8	11.1	12.0	4.2	-4.9	9.8	10.0
스낵	-6.6	-7.2	-10.0	10.8	13.2	10.2	3.3	1.3	-3.5	6.8	7.0
기타	-2.6	8.6	1.9	12.0	11.4	6.2	12.8	5.9	4.8	9.1	5.0
수출	22.0	5.2	15.7	51.7	13.7	11.5	15.1	5.8	21.7	11.3	9.1
매출에누리	-5.9	-3.6	23.0	20.7	41.7	16.9	-19.4	16.3	7.2	12.6	-13.5
영업이익	28.3	17.3	29.1	31.4	34.3	18.2	27.2	33.0	106.1	112.7	134.1
한국	11.1	7.4	18.2	24.3	25.2	6.6	16.8	22.2	60.9	70.8	85.7
중국	1.1	-0.1	-2.8	-2.6	1.2	0.1	0.4	2.9	-4.4	4.7	8.5
북미	10.7	9.9	7.7	4.5	3.0	8.0	6.4	4.2	32.8	21.5	24.1
기타 해외	1.0	1.9	2.1	0.5	1.1	1.8	1.5	1.3	5.5	5.7	5.6
영업이익 YoY (%)	-55.5	-58.3	-0.7	20.8	21.2	5.4	-6.6	4.9	-33.8	6.2	19.0
한국	-76.5	-56.0	8.0	139.3	127.5	-10.8	-7.3	-8.6	-33.0	16.3	21.0
중국	-82.0	적전	적전	적지	2.9	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	82.0
북미	48.8	-14.8	-25.3	-68.0	-71.8	-19.5	-17.0	-7.4	-24.2	-34.3	12.0
기타 해외	71.7	25.8	77.7	-15.2	9.4	-7.8	-28.4	168.9	42.1	3.4	-1.8
OPM (%)	4.5	2.7	4.3	4.4	4.7	2.5	3.8	4.4	4.0	3.9	4.3
한국	2.4	1.6	3.8	4.6	4.8	1.3	3.3	4.1	3.2	3.4	3.9
중국	2.1	-0.3	-5.2	-6.7	2.0	0.3	0.8	7.0	-2.3	2.3	4.0
북미	11.8	8.9	7.5	4.0	2.5	6.2	5.4	3.2	7.9	4.3	4.4
기타 해외	3.5	5.7	6.0	1.6	3.4	4.8	4.0	4.0	4.3	4.0	3.7
지배주주순이익	29.0	18.2	25.4	27.2	33.0	16.1	28.1	32.4	99.8	109.6	124.4

자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

표24 농심 Valuation

(원)	항목	비고
12MF EPS	18,960	
Target P/E(배)	19.1	글로벌 Peer 2개사(닛신, 도요) 평균 P/E에 15% 할인 적용
목표주가	**360,000**	
현재주가	280,500	
Upside(%)	28.3	

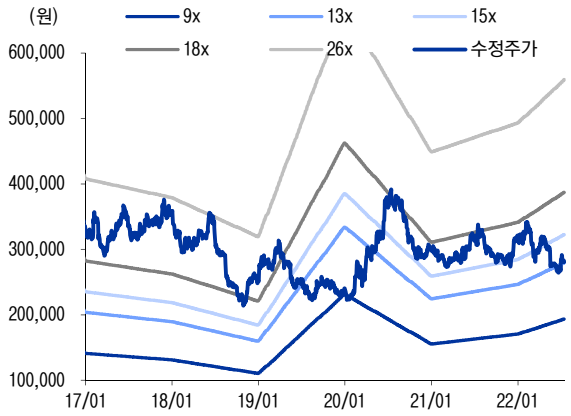
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 면류 Global Peer 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(배)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
닛신	2021	4,774.2	431.0	385.1	7.9	19.3	24.1	7.7	7.5	20.9	2.2	12.2	10.6
	2022E	5,073.7	389.9	315.4	12.6	-4.2	-4.7	7.7	6.3	24.9	2.2	12.0	9.1
	2023E	4,576.0	382.1	264.6	-9.8	-2.0	-16.1	8.3	5.8	27.5	2.4	12.1	8.7
인도푸드	2021	6,943.7	1,150.4	534.2	21.6	27.0	12.4	16.6	7.3	7.3	1.2	6.0	16.0
	2022E	7,630.8	1,248.7	560.3	9.9	8.5	4.9	16.4	7.3	7.2	1.1	5.6	16.4
	2023E	8,055.0	1,293.1	597.3	5.6	3.6	6.6	16.1	7.4	6.7	1.0	5.4	15.5
도요수산	2021	3,215.2	343.9	274.2	-18.1	28.6	30.4	8.2	8.9	16.3	1.4	6.4	9.5
	2022E	3,219.3	264.8	199.6	6.1	-18.4	-24.6	8.2	6.3	19.9	1.3	6.3	6.7
	2023E	2,990.0	265.0	196.2	-7.1	0.1	-1.7	8.9	6.6	20.5	1.5	8.3	7.5
유니프레지던트	2021	16,953.0	1,016.5	711.7	5.9	-4.7	-5.8	6.0	3.9	19.6	3.3	8.7	16.2
	2022E	17,009.5	1,022.5	693.0	0.3	0.6	-2.6	6.0	4.1	19.2	3.2	8.7	17.3
	2023E	17,574.3	1,112.5	762.8	3.3	8.8	10.1	6.3	4.3	17.4	3.0	8.3	18.3

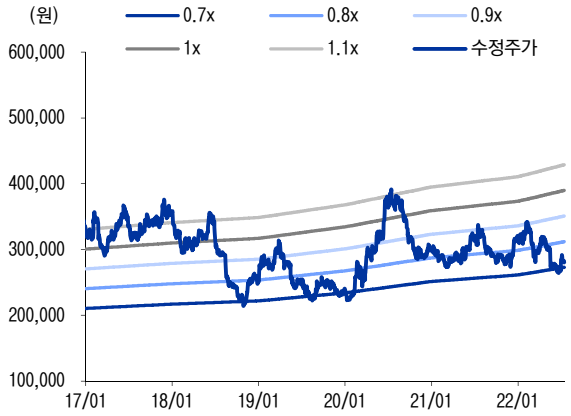
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 기준, FY2021~2023, 닛신, 도요수산(3월 결산)

그림122 농심 PER 밴드 차트



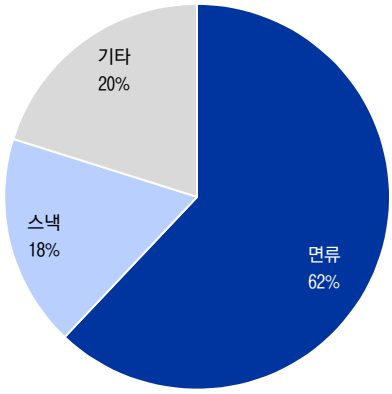
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 농심 PBR 밴드 차트



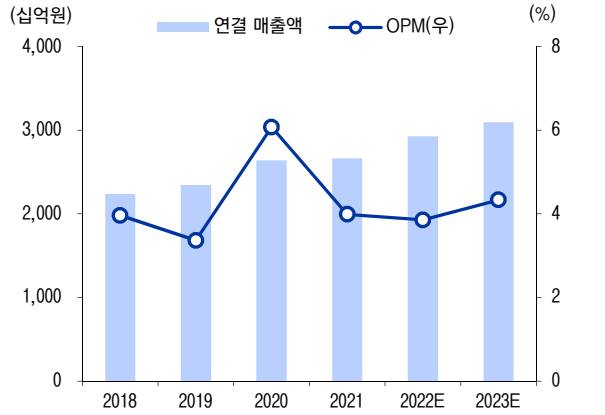
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 1Q22 매출 비중: 면류 62% 〉 스낵 18%



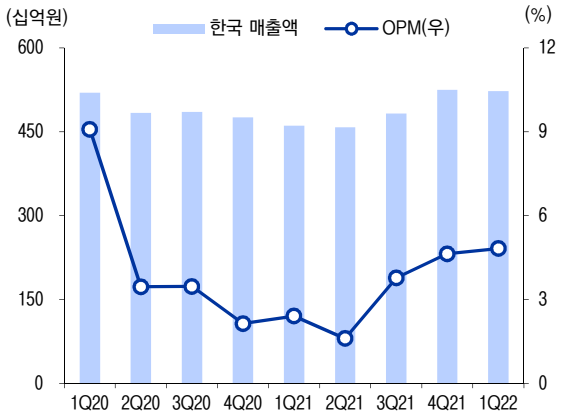
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 농심 연간 실적 추이



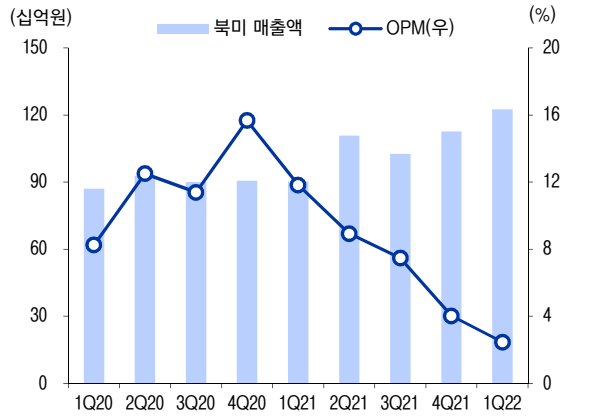
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 한국 매출액 및 영업이익률 추이



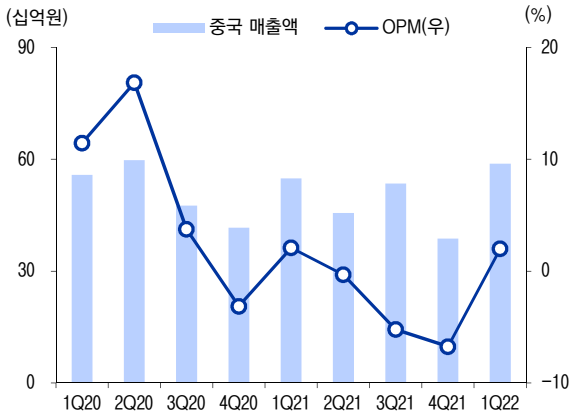
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 북미 매출액 및 영업이익률 추이



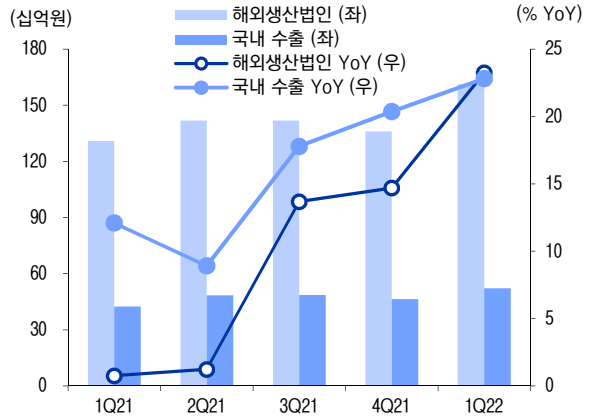
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 중국 매출액 및 영업이익률 추이



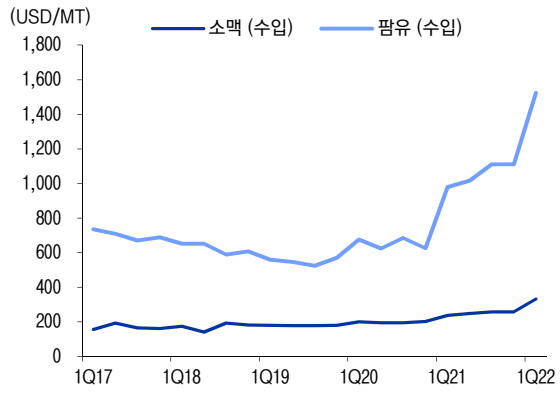
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 해외생산법인 vs. 국내 수출



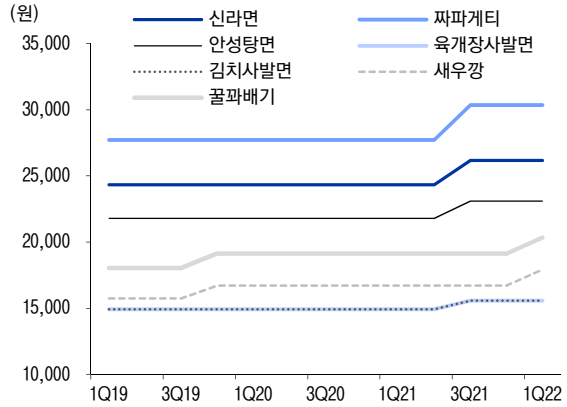
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 해외생산법인(중국, 미국), 국내수출(캐나다, 일본, 호주, 베트남)

그림130 주요 원재료 가격 변동 추이



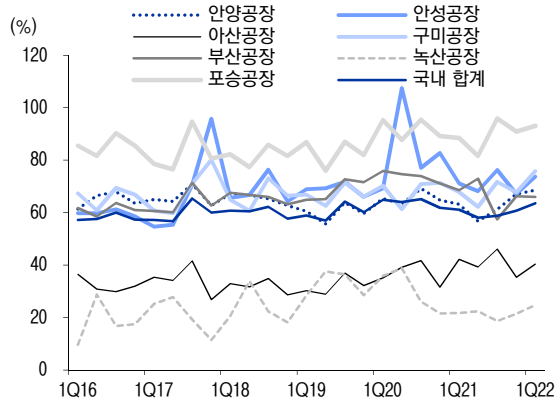
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 주요 제품 가격 변동 추이



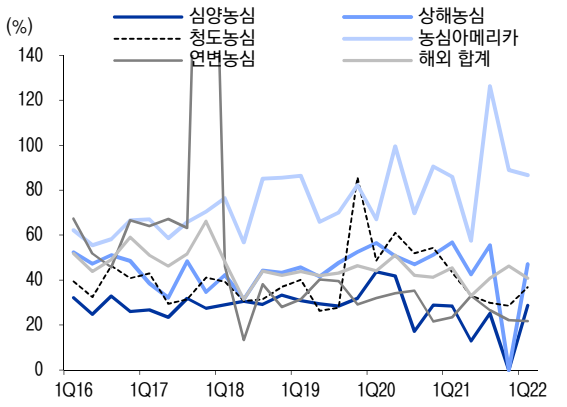
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 농심 가동률 추이(국내)



자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림133 농심 가동률 추이(해외)



자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

표26 농심 사업장 현황(1Q22 말 기준)

소재지	생산 품목	사업소
국내	라면, 스낵	안양공장
	라면, 음료	안성공장
	스낵, 음료	아산공장
	라면, 스낵	구미공장
	라면, 스낵	부산공장
	라면	녹산공장
	유지류	포승공장
해외	라면, 스낵	심양농심
	라면	상해농심
	반제품 스프류	청도농심
	라면	농심아메리카
	생수	연변농심

자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

농심 (004370)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,074	1,089	1,103	1,129	1,146
현금 및 현금성자산	322	157	133	106	78
매출채권 및 기타채권	229	239	249	266	278
재고자산	228	256	257	274	286
기타유동자산	296	436	464	483	503
비유동자산	1,651	1,811	1,921	2,037	2,154
관계기업투자등	69	73	73	76	80
유형자산	1,271	1,428	1,529	1,631	1,735
무형자산	46	44	42	42	41
자산총계	**2,726**	**2,900**	**3,025**	**3,166**	**3,300**
유동부채	522	537	602	639	666
매입채무 및 기타재무	471	493	507	541	565
단기금융부채	12	12	21	21	21
기타유동부채	39	33	74	77	80
비유동부채	154	162	136	138	141
장기금융부채	81	94	66	66	66
기타비유동부채	73	68	70	73	76
부채총계	**677**	**699**	**738**	**777**	**808**
지배주주지분	2,034	2,185	2,271	2,372	2,476
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121	121
이익잉여금	2,001	2,083	2,170	2,271	2,375
비지배주주지분(연결)	15	16	16	16	16
자본총계	**2,049**	**2,201**	**2,287**	**2,389**	**2,492**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,640**	**2,663**	**2,925**	**3,097**	**3,230**
매출원가	1,803	1,845	2,083	2,130	2,222
매출총이익	**837**	**818**	**842**	**966**	**1,008**
판매비 및 관리비	677	712	729	832	871
영업이익	**160**	**106**	**113**	**134**	**137**
(EBITDA)	262	211	229	260	271
금융손익	13	9	6	6	7
이자비용	4	2	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	21	23	29	30	30
세전계속사업이익	**191**	**137**	**148**	**171**	**174**
계속사업법인세비용	42	37	39	46	47
계속사업이익	149	100	110	124	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**149**	**100**	**110**	**124**	**127**
지배주주	149	100	110	124	127
총포괄이익	**132**	**168**	**110**	**124**	**127**
매출총이익률 (%)	31.7	30.7	28.8	31.2	31.2
영업이익률 (%)	6.1	4.0	3.9	4.3	4.2
EBITDA 마진률 (%)	9.9	7.9	7.8	8.4	8.4
당기순이익률 (%)	5.6	3.7	3.7	4.0	3.9
ROA (%)	5.5	3.5	3.7	4.0	3.9
ROE (%)	7.5	4.7	4.9	5.4	5.2
ROIC (%)	8.5	4.6	4.5	5.0	4.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**231**	**163**	**237**	**249**	**259**
당기순이익(손실)	149	100	109	124	127
비현금수익비용가감	173	170	119	129	137
유형자산감가상각비	101	104	115	125	133
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	60	55	0	3	3
영업활동 자산부채변동	-63	-63	10	-5	-5
매출채권 감소(증가)	-4	-6	-7	-17	-12
재고자산 감소(증가)	0	-23	1	-17	-12
매입채무 증가(감소)	-27	2	14	34	25
기타자산, 부채변동	-32	-35	2	-5	-5
투자활동 현금	**-132**	**-319**	**-243**	**-253**	**-263**
유형자산처분(취득)	-180	-189	-209	-227	-237
무형자산 감소(증가)	0	2	1	0	0
투자자산 감소(증가)	273	236	70	-14	-15
기타투자활동	-225	-368	-105	-11	-12
재무활동 현금	**-94**	**-25**	**-21**	**-23**	**-23**
차입금의 증가(감소)	-71	-2	-21	0	0
자본의 증가(감소)	-23	-23	-23	-23	-23
배당금의 지급	23	23	23	23	23
기타재무활동	0	0	23	0	0
현금의 증가	**4**	**-164**	**-25**	**-27**	**-27**
기초현금	318	322	157	133	106
기말현금	322	157	133	106	78

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	18.4	14.8	13.0	12.8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.2	7.8	6.0	5.4	5.2
P/CF	5.7	7.2	7.5	6.7	6.5
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	12.6	0.9	9.8	5.9	4.3
영업이익	103.4	-33.8	6.2	19.0	2.1
세전이익	84.1	-28.2	8.5	15.0	2.0
당기순이익	109.7	-33.2	10.0	13.3	2.0
EPS	109.2	-32.8	9.8	13.5	2.0
안정성 (%)					
부채비율	33.0	31.8	32.3	32.5	32.4
유동비율	205.8	202.6	183.3	176.7	171.9
순차입금/자기자본(x)	-22.7	-13.5	-14.0	-12.8	-11.6
영업이익/금융비용(x)	41.0	54.1	52.1	63.7	65.0
총차입금 (십억원)	94	106	86	86	86
순차입금 (십억원)	-465	-296	-321	-305	-289
주당지표(원)					
EPS	25,682	17,263	18,960	21,515	21,944
BPS	334,382	359,145	373,367	390,018	407,078
CFPS	52,955	44,397	37,559	41,646	43,397
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

대상 (001680)

2022. 7. 18 | 음식료

Analyst 오지우
02. 3779-8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

아쉬운 판가 인상 효과

Buy (Initiate)

목표주가 32,000 원
현재주가 21,750 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

외형 성장 vs. 원가 부담

대상의 2022년 2분기 연결 매출액은 9,524억원(+14.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익은 446억원(-2.0%; OPM 4.7%)을 기록하며 시장 기대치에 부합할 전망이다. 전체적으로 1분기와 비슷한 흐름을 보일 것으로 파악되는데, 판매량 증가 및 가격 인상 효과(평균 약 +8% 인상) 반영에 따라 외형 성장은 견조한 모습이나, 운반비 증가 및 식품 산업 전반의 원재료 가격 상승이 동사에게도 마진 부담으로 작용하겠다. 채널 단에서는 리오프닝 영향에 따라 B2B 회복세가 두드러진 것으로 파악된다.

[식품사업] 별도 매출액은 5,232억원(+9.8%), 영업이익은 256억원(-14.7%; OPM 4.9%)으로 예상된다. 판가 인상(P↑) 및 판매량 증가(Q↑) 영향으로 탑라인은 성장하겠다. **[소재사업]** 별도 매출액은 2,757억원(+24.0%), 영업이익은 182억원(+22.1%; OPM 6.6%)으로 전망한다. 1분기에 이은 라이신 시장 호황과 전분당 판가인상분 반영으로 외형은 증가하겠다. 영업이익은 전분당의 주 원료인 옥수수 가격이 전례 없이 급상승하며 비용 부담을 피할 수 없었으나, 라이신의 고성장으로 충분히 상쇄 가능한 수준이었던 것으로 파악되며 전체적으로는 성장하겠다. 전분당에 대한 추가적인 판가 인상은 하반기 이후 상황에 따라 대응할 계획이다.

[해외 자회사] 인도네시아: 별도 소재사업 부문과 비슷한 흐름이 나타났던 것으로 보인다. 매출은 전분당 판가 인상 효과로 성장했으나, 영업이익은 옥수수 가격 상승 영향을 받았다. 베트남: 소재는 원가 부담이 상존하지만, K-food 트렌드에 따라 음식류 판매량이 증가하면서 김, 떡볶이 등 식품의 매출 증가세가 눈여겨볼 만하다.

투자의견 BUY, 목표주가 32,000원(신규) 제시

투자의견 Buy, 목표주가 32,000원을 제시하며 대상 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 2022E EPS에 Global Peer 평균 PER 17.5배를 30% 할인 적용하여 산출하였으며, 향후 마진 개선 및 글로벌 사업 강화 시 밸류에이션 Re-Rating 가능성이 있다. 동사는 2022년 3월 미국에 연 2,000톤 생산 캐파의 현지김치공장을 완공하며 글로벌 사업을 확대하고 있다. 현재 가동을 시작하여 비건김치, 백김치, 칠리고추장 등 현지 입맛에 맞춘 김치, 고추장을 생산 증이며, 월마트, 코스트코 등 대형 매장에 입점하고 있다. 가동률은 1년 정도 뒤부터 제대로 올라올 전망이며, 향후 냉동식품도 생산, 공급할 계획이다.

Stock Data

KOSPI(7/15)		2,330.98 pt
시가총액		7,536 억원
발행주식수		34,648 천주
52 주 최고가 / 최저가		27,900 / 19,700 원
90 일 일평균거래대금		45.65 억원
외국인 지분율		10.6%
배당수익률(22.12E)		3.7%
BPS(22.12E)		35,775 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	8.1%
	6 개월	16.0%
	12 개월	7.9%
주주구성	대상홀딩스 (외 4 인)	44.3%
	국민연금공단 (외	12.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	3,113	174	191	127	3,583	16.7	279	7.3	4.5	0.9	12.0
2021	3,470	153	184	145	4,128	15.2	263	5.6	4.6	0.7	12.5
2022E	3,903	157	118	90	2,578	-37.5	278	8.4	4.4	0.6	7.2
2023E	4,077	185	147	115	3,297	27.9	314	6.6	3.9	0.6	8.7
2024E	4,205	198	160	126	3,593	9.0	334	6.1	3.6	0.5	8.8

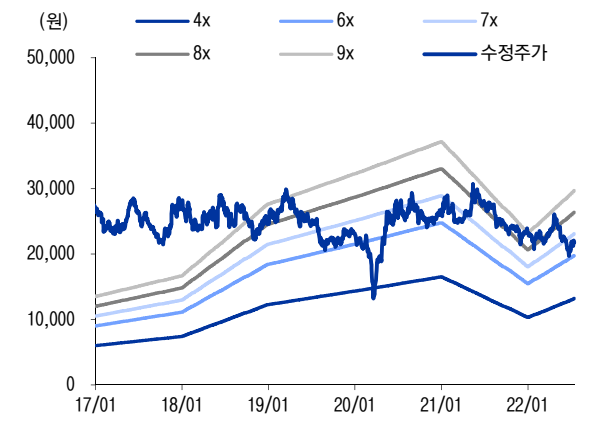
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표27 대상 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	816.6	831.9	916.4	905.0	986.8	952.4	1,003.2	960.8	3,470.0	3,903.2	4,077.4
식품	475.0	476.5	537.7	494.8	525.9	523.2	588.8	535.4	1,984.0	2,173.3	2,271.4
소재	200.0	222.4	207.0	261.9	287.1	275.7	219.0	255.1	891.2	1,036.9	1,072.9
베트남	30.3	30.2	30.0	38.4	39.9	35.7	35.4	42.4	128.9	153.5	157.3
인도네시아	63.8	62.7	72.1	78.4	81.5	73.0	82.4	82.5	277.0	319.4	330.5
대상푸드플러스	13.9	13.2	11.2	13.0	17.0	15.0	13.3	14.2	51.2	59.6	64.1
연결 조정 및 기타	33.7	27.0	58.4	-4.3	35.5	29.7	64.2	7.1	114.7	136.4	156.4
매출액 YoY (%)	8.1	6.4	9.6	22.4	20.8	14.5	9.5	3.5	11.5	11.8	4.5
식품	10.1	7.4	2.5	14.9	10.7	9.8	9.5	8.2	8.4	9.5	4.5
소재	-5.4	8.0	17.4	44.8	43.5	24.0	5.8	-2.6	15.1	16.3	3.5
베트남	4.1	10.3	2.6	44.7	31.7	18.3	18.2	10.5	14.8	19.1	2.5
인도네시아	0.8	10.6	22.0	35.3	27.8	16.5	14.3	5.2	16.8	15.3	3.5
연결 조정 및 기타	75.5	29.0	4.3	29.0	22.5	14.2	19.0	9.9	31.6	16.4	7.5
영업이익	54.5	45.5	35.9	17.4	42.8	44.6	46.1	23.4	153.2	156.9	185.1
식품	35.7	30.1	27.9	0.7	20.3	25.6	33.0	7.0	94.3	85.8	102.5
소재	18.7	14.9	5.2	16.6	22.7	18.2	11.6	15.0	55.4	67.6	80.2
연결 조정 및 기타	0.1	0.6	2.8	0.2	-0.2	0.8	1.5	1.4	3.6	3.4	2.4
영업이익 YoY (%)	9.3	-25.4	-37.4	178.6	-21.5	-2.0	28.4	34.7	-12.1	2.4	18.0
식품	7.7	-33.6	-46.3	흑전	-43.2	-14.7	18.4	970.7	-20.5	-8.9	19.4
소재	9.5	-9.1	-14.2	24.8	21.7	22.1	122.7	-9.1	4.8	22.1	18.7
OPM (%)	6.7	5.5	3.9	1.9	4.3	4.7	4.6	2.5	4.4	4.0	4.6
식품	7.5	6.3	5.2	0.1	3.9	4.9	5.6	1.3	4.8	3.9	4.5
소재	9.3	6.7	2.5	6.3	7.9	6.6	5.3	5.9	6.2	6.5	7.5
지배주주순이익	40.7	30.2	22.3	50.9	29.0	30.8	31.8	-1.1	144.1	90.4	115.4

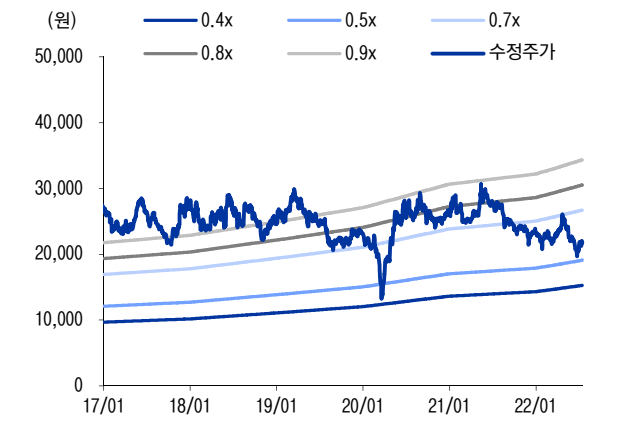
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

그림134 대상 PER 밴드 차트



자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 대상 PBR 밴드 차트



자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

표28 대상 Valuation

(원)	항목	비고
12MF EPS	2,578	
Target P/E(배)	12.4	글로벌 주요 Peer 평균값에 30% 할인 적용, [표29 참고]
목표주가	**32,000**	
현재주가	21,750	
Upside(%)	47.1	

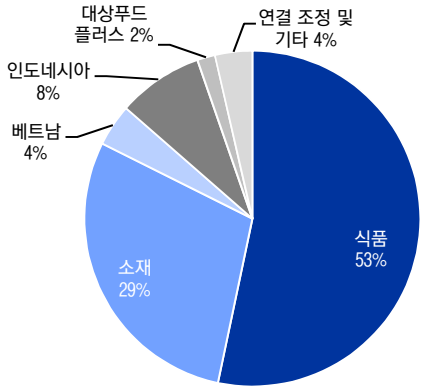
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 종합식품기업 Global Peer 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
아지노모도	2021	10,107.1	1,014.7	560.5	-2.6	14.4	26.7	10.7	6.0	20.9	2.0	8.9	11.2
	2022E	10,235.9	1,090.1	674.4	7.3	13.8	16.8	10.7	6.6	24.9	2.7	11.3	11.6
	2023E	9,425.6	899.4	579.2	-7.9	-17.5	-14.1	9.5	6.1	23.4	2.5	11.1	11.1
ABF	2021	18,973.3	1,203.9	653.2	-0.4	-2.2	2.1	6.3	4.2	31.2	1.5	9.2	6.1
	2022E	19,792.7	1,701.4	1,189.0	4.3	41.3	82.0	8.6	6.1	12.6	1.2	6.3	10.0
	2023E	20,674.0	1,788.5	1,236.3	4.5	5.1	4.0	8.7	6.1	11.9	1.1	6.1	9.9
타이슨푸드	2021	47,049.0	4,248.0	3,047.0	8.9	46.3	52.7	9.0	6.4	9.5	1.6	6.4	18.3
	2022E	52,828.1	4,617.8	3,318.5	12.3	8.7	8.9	8.7	6.3	9.1	1.6	6.3	17.7
	2023E	53,907.8	4,008.8	2,830.1	2.0	-13.2	-14.7	7.4	5.2	10.4	1.5	7.0	13.9
맥코믹	2021	6,317.9	1,108.1	755.3	12.8	8.1	9.1	17.5	13.3	27.6	5.2	20.9	20.1
	2022E	6,552.0	1,107.9	810.8	3.7	0.0	7.3	16.9	12.6	26.8	4.6	20.5	17.5
	2023E	6,812.8	1,211.4	888.3	4.0	9.3	9.6	17.8	13.1	24.8	4.2	19.0	17.7
콘아그라	2021	11,184.7	1,948.0	1,298.8	1.2	7.2	15.1	17.4	11.5	14.5	2.1	11.5	15.6
	2022E	11,549.9	1,665.2	1,055.0	3.3	-14.5	-18.8	14.4	9.8	15.2	1.9	12.5	12.8
	2023E	11,897.3	1,806.1	1,213.1	3.0	8.5	15.0	15.2	10.4	14.0	1.8	11.8	13.4

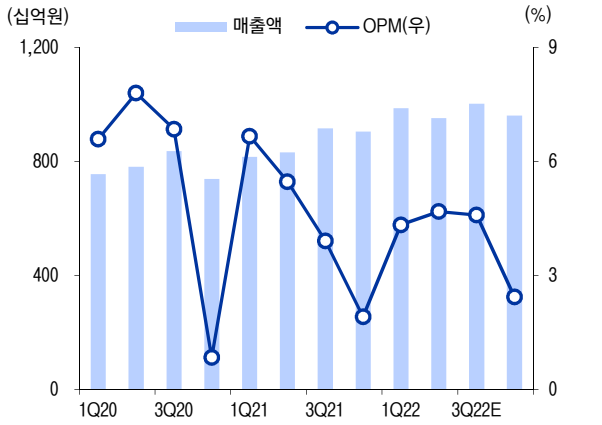
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 기준, FY2021~2023, 아지노모도(3월 결산), 콘아그라(5월), ABF, 타이슨푸드(9월 결산), 맥코믹/매릴랜드(11월 결산)

그림136 1Q22 매출 비중: 식품 53% 〉 소재 29%



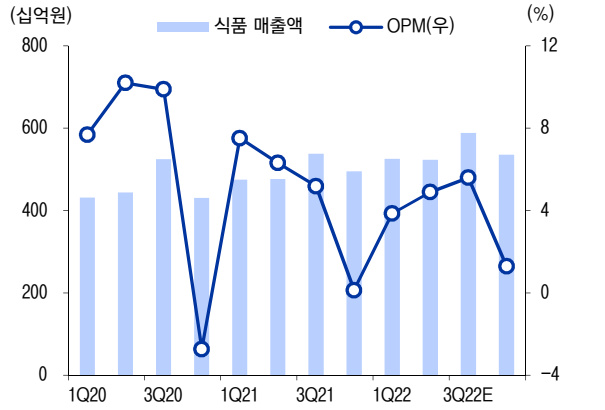
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 대상 연결 실적 추이 및 전망



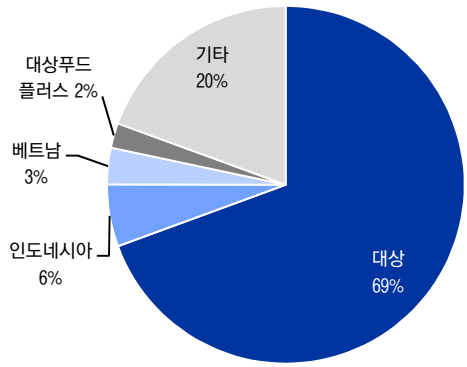
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 식품 매출액 및 영업이익률 추이



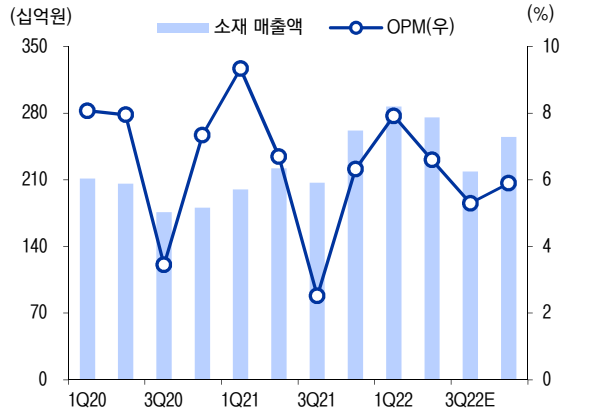
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 식품 매출액 구성(1Q22 기준)



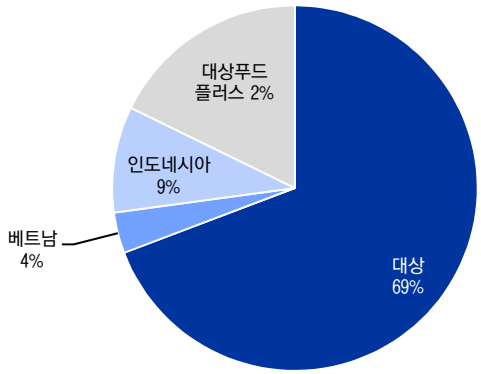
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 소재 매출액 및 영업이익률 추이



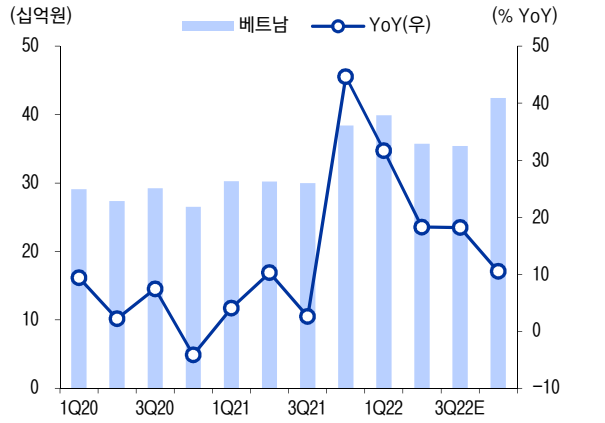
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 소재 매출액 구성(1Q22 기준)



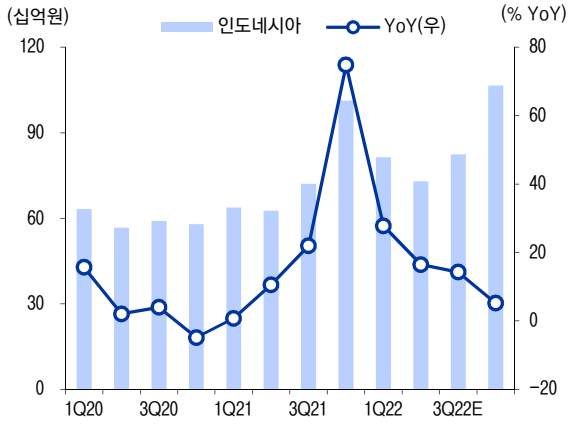
자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 베트남 매출액 추이



자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 인도네시아 매출액 추이



자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

대상 (001680)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,302	1,523	1,618	1,655	1,703
현금 및 현금성자산	507	586	630	625	634
매출채권 및 기타채권	269	346	354	369	383
재고자산	375	515	536	559	580
기타유동자산	151	76	98	102	106
비유동자산	1,226	1,347	1,434	1,510	1,585
관계기업투자등	47	64	78	81	85
유형자산	936	993	1,059	1,124	1,187
무형자산	110	112	112	112	112
자산총계	**2,528**	**2,871**	**3,052**	**3,165**	**3,288**
유동부채	782	954	922	942	960
매입채무 및 기타재무	322	412	419	437	453
단기금융부채	394	493	455	455	455
기타유동부채	65	49	48	50	52
비유동부채	645	670	821	828	835
장기금융부채	477	512	651	651	651
기타비유동부채	169	157	170	177	184
부채총계	**1,427**	**1,623**	**1,743**	**1,770**	**1,795**
지배주주지분	1,084	1,227	1,289	1,375	1,472
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	828	947	1,009	1,096	1,192
비지배주주지분(연결)	18	20	21	21	21
자본총계	**1,102**	**1,247**	**1,309**	**1,396**	**1,492**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**3,113**	**3,470**	**3,903**	**4,077**	**4,205**
매출원가	2,266	2,587	2,955	3,087	3,184
매출총이익	**847**	**883**	**948**	**990**	**1,021**
판매비 및 관리비	673	730	791	805	823
영업이익	**174**	**153**	**157**	**185**	**198**
(EBITDA)	279	263	278	314	334
금융손익	-13	-21	-17	-17	-16
이자비용	21	18	21	21	21
관계기업등 투자손익	1	12	7	7	7
기타영업외손익	29	40	-29	-29	-30
세전계속사업이익	**191**	**184**	**118**	**147**	**160**
계속사업법인세비용	64	39	28	31	34
계속사업이익	127	145	90	115	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**127**	**145**	**90**	**115**	**126**
지배주주	125	144	90	115	126
총포괄이익	**108**	**168**	**90**	**115**	**126**
매출총이익률 (%)	27.2	25.5	24.3	24.3	24.3
영업이익률 (%)	5.6	4.4	4.0	4.5	4.7
EBITDA 마진률 (%)	9.0	7.6	7.1	7.7	7.9
당기순이익률 (%)	4.1	4.2	2.3	2.8	3.0
ROA (%)	5.1	5.3	3.1	3.7	3.9
ROE (%)	12.0	12.5	7.2	8.7	8.8
ROIC (%)	7.9	8.1	7.4	8.5	8.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**121**	**59**	**141**	**222**	**242**
당기순이익(손실)	127	145	90	115	126
비현금수익비용가감	196	145	143	128	135
유형자산감가상각비	99	105	116	123	130
무형자산상각비	6	5	5	5	5
기타현금수익비용	56	-4	0	-16	-15
영업활동 자산부채변동	-115	-189	-81	-21	-19
매출채권 감소(증가)	-3	-71	-5	-15	-14
재고자산 감소(증가)	-46	-140	-24	-23	-21
매입채무 증가(감소)	-4	98	-43	18	16
기타자산, 부채변동	-61	-76	-9	-1	-1
투자활동 현금	**130**	**-30**	**-192**	**-198**	**-204**
유형자산처분(취득)	-79	-152	-174	-188	-194
무형자산 감소(증가)	-7	-3	-5	-5	-5
투자자산 감소(증가)	172	-2	-7	3	3
기타투자활동	45	127	-6	-8	-8
재무활동 현금	**32**	**47**	**94**	**-29**	**-29**
차입금의 증가(감소)	70	99	99	0	0
자본의 증가(감소)	-22	-25	-29	-29	-29
배당금의 지급	22	25	29	29	29
기타재무활동	-17	-27	24	0	0
현금의 증가	**280**	**80**	**43**	**-4**	**9**
기초현금	226	507	586	630	625
기말현금	507	586	630	625	634

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	7.3	5.6	8.4	6.6	6.1
P/B	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.5	4.6	4.4	3.9	3.6
P/CF	2.9	2.9	3.4	3.2	3.0
배당수익률 (%)	2.7	3.4	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
매출액	5.0	11.5	12.5	4.5	3.1
영업이익	34.3	-12.1	2.4	18.0	7.1
세전이익	26.7	-3.4	-35.9	24.2	8.9
당기순이익	16.7	14.1	-37.7	27.7	8.9
EPS	16.7	15.2	-37.5	27.9	9.0
안정성 (%)					
부채비율	129.5	130.2	133.2	126.8	120.3
유동비율	166.6	159.7	175.4	175.7	177.3
순차입금/자기자본(x)	30.6	31.1	34.0	32.1	29.4
영업이익/금융비용(x)	8.4	8.7	7.6	8.9	9.5
총차입금 (십억원)	871	1,005	1,106	1,106	1,106
순차입금 (십억원)	337	388	445	448	438
주당지표(원)					
EPS	3,583	4,128	2,578	3,297	3,593
BPS	30,083	34,063	35,775	38,177	40,864
CFPS	8,976	8,057	6,491	6,753	7,244
DPS	700	800	800	800	800

자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

롯데칠성 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2022.07.18	변경	오지우									
2022.07.18	Buy	240,000									

CJ 프레시웨이 목표주가 추이

투자의견 변동내역

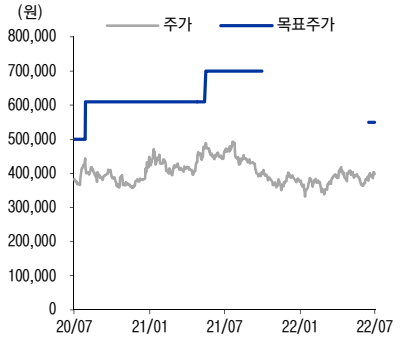
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.20	Buy	20,000	-9.5		-18.2						
2020.11.12	Buy	22,000	13.6		-4.1						
2021.04.16	Buy	32,000	-12.0		-21.1						
2021.05.13	Buy	39,000	-5.0		-16.7						
2021.07.16	Buy	45,000	-4.9		-22.1						
2021.10.15	변경	커버리지제외									
2022.07.18	신규	오지우									
2022.07.18	Buy	52,000									

하이트진로 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.20	Buy	57,000	-18.4		-33.0						
2020.11.16	Buy	50,000	-26.8		-34.3						
2021.01.15	Buy	47,000	-14.7		-23.5						
2021.08.17	Buy	42,000	-9.9		-19.5						
2021.10.15	변경	커버리지 제외									
2022.07.18	신규	오지우									
2022.07.18	Buy	45,000									

CJ 제일제당 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.16	Buy	500,000	-11.3		-21.6						
2020.08.12	Buy	610,000	-21.6		-33.4						
2021.05.31	Buy	700,000	-29.6		-42.0						
2022.06.01	Buy	700,000	-42.4		-45.2						
2021.10.15	변경	커버리지 제외									
2022.07.18	신규	오지우									
2022.07.18	Buy	550,000									

KT&G 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.16	Buy	110,000	-19.5		-24.5
2021.07.17	Buy	110,000	-21.3		-25.5
2021.10.15	변경	커버리지제외			
2022.07.18	신규	오지우			
2022.07.18	Buy	105,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

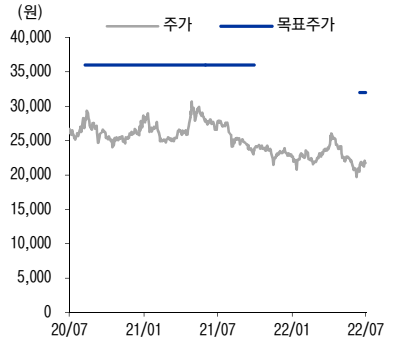
농심 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.16	Buy	490,000	-22.1		-31.4
2020.11.17	Buy	400,000	-23.1		-27.6
2021.05.31	Buy	330,000	3.5		-7.7
2022.06.01	Buy	330,000	-11.7		-16.4
2021.10.15	변경	커버리지제외			
2022.07.18	신규	오지우			
2022.07.18	Buy	360,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

대상 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.08.24	Buy	36,000	-14.7		-26.0
2021.08.25	Buy	36,000	-27.6		-35.7
2021.10.15	변경	커버리지제외			
2022.07.18	신규	오지우			
2022.07.18	Buy	32,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)