

음식료 Analyst 장지혜
wisdom.jang@kakaopaysec.com / 02) 6099-8506

음식료·건기식·식자재유통

코로나19영향 속 21년 음식료 기대주를 찾아서

1Q21 Pre: 기업별 상이한 실적 기저 부담. 1분기까지는 전반적으로 전년비 실적 개선 전망

21년 1분기는 전년동기와 비교했을 때, 1)설시점 차이 2)코로나19의 영향차이(20년 1~2월 코로나19 영향 부재, 21년 사회적 거리두기 강화 등)로 인해 각 업체별로 상이한 실적 기저 부담이 존재했다. 각 업종별로 1분기 단순 실적 전망 합산을 비교해보면 아래와 같다.

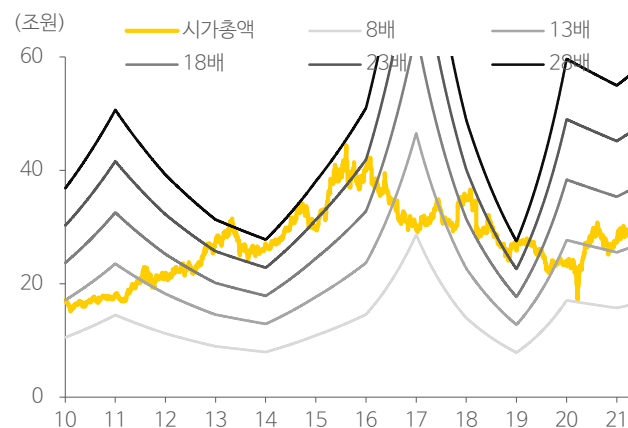
- 1)음식료(KT&G 포함 가공식품 10개사): 매출액 11.8조원(yoy +4.4%), 영업이익 9500억원(yoy +11.3%, opm 8.0%)
- 2)음식료(KT&G 제외 가공식품 9개사): 매출액 10.6조원(yoy +4.2%), 영업이익 5875억원(yoy +9.1%, opm 5.5%)
- 3)롯데음식료(롯데제과,롯데칠성,롯데푸드): 매출액 1.4조원(yoy +3.5%), 영업이익 610억원(yoy +76.4%, opm 4.2%)
- 4)건기식(OEM/ODM 4개사): 매출액 4508억원(yoy +17.7%), 영업이익 571억원(yoy +21.4%, opm 12.7%)
- 5)식자재(B2B의존도 높은 3개사): 매출액 1.7조원(yoy +0.1%), 영업이익 144억원(yoy +흑전, opm 0.8%)

주요 가공식품 업체들의 경우 1분기까지는 실적 부담이 적지만 2~3분기 기저부담이 올라가기 시작할 것이다. 건강기능식품은 지난해에 이어 올해에도 실적 성장이 기대되며, 코로나19로 인해 피해를 본 외식/급식 운영업체, 식자재유통업체 등 B2B시장 의존도가 높은 기업들의 경우 19년 수준의 회복은 아니지만 지난해 낮은 기저로인해 실적 성장이 가능할 전망이다.

Top Picks: 롯데제과, 서흥 > 노바렉스, CJ제일제당

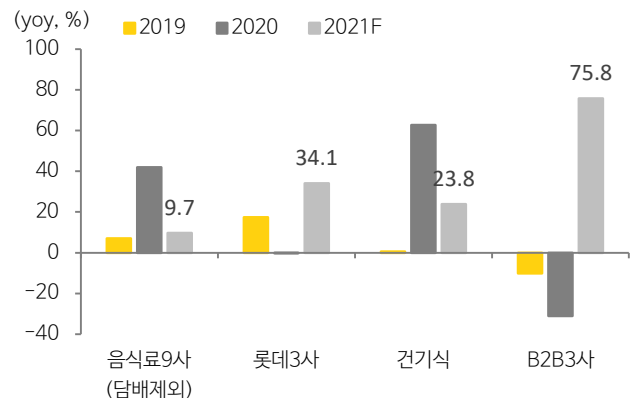
최근 주가 상승으로 KOSPI 음식료품 지수 21년 Fwd PER은 14.6배로 KOSPI 14.4배와 유사한 수준이다. 올해와 내년 음식료의 이익 성장이 시장대비 부진한 상황에서 프리미엄을 적용하기엔 어렵다고 판단한다. 따라서 종목 선정이 더욱 중요하데, 실적 모멘텀이 높은 기업들 중에서 밸류에이션 매력도가 높은 업체들이며 실적 성장이 높은 롯데3사와 건기식 업체 중 저평가 매력도 보유한 롯데제과(Buy, TP 19만원)와 서흥(Buy, TP 7.7만원), 노바렉스(Buy, TP 5만원)를 최우선 종목으로 제시한다. 차선호주로는 대형주 중 밸류에이션 매력이 높고, 해외 실적 성장과 향후 B2B 업황개선에 수혜를 받을 수 있는 CJ제일제당(Buy, TP 52만원)을 제시한다.

Exhibit 1. KOSPI음식료 지수 PER 밴드 차트



출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 주요 카테고리별 연간 영업이익 성장률 전망



주: B2B3사는 풀무원, SPC삼립, CJ프레시웨이. 출처: Kakaopay Securities Research

1. 1Q21 실적 전망

1)음식료: 이익 성장 +11%

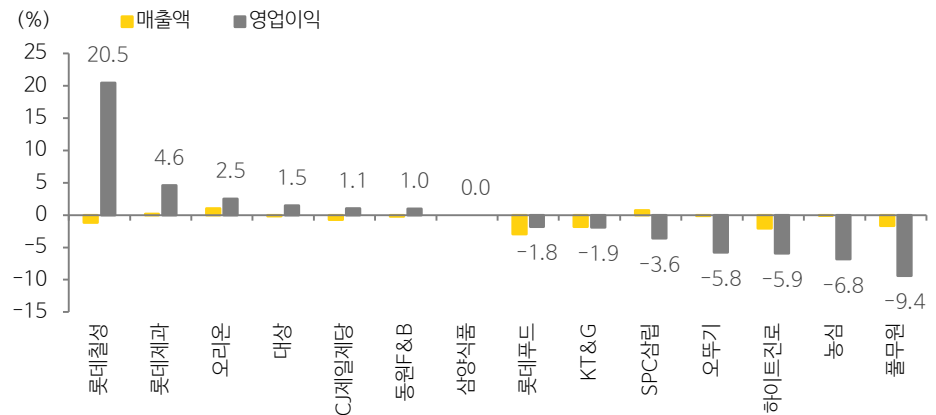
1Q21 주요 음식료 기업 실적은 전반적으로 전년비 증익이 기대되며, 낮아진 컨센서스에 부합할 전망이다. KT&G를 포함한 가공식품 10개사의 1분기 추정 합산 실적은 매출액 11.8조원(yoy +4.4%), 영업이익 9500억원(yoy +11.3%, opm 8.0%)으로 전망한다. 실적 성장은 실시점차이, 코로나19 거리두기 강화영향 차이로 기저효과에 더해 내식수요 증가 트렌드가 1분기까지는 이어진 데 기인한다. 반면 외식시장과 관련이 높은 하이트진로, 전년도 기저부담이 높은 농심은 감익으로 예상된다. 한편 역시 B2B, 외식시장 비중이 높은 SPC삼립, 풀무원의 코로나19의 피해가 예상대비 커 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다.

Exhibit 3. 음식료 가공식품 업체 실적 전망 비교

(십억원, %)		2018	2019	2020	2021F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	Consen	Diff
가공식품												
KT&G	매출액	4,471.5	4,963.2	5,301.6	5,402.7	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,341.0	1,249.0	1,266.2	-1.4%
	YoY	-4.2%	11.0%	6.8%	1.9%	-0.6%	4.8%	10.7%	11.9%	6.0%	7.4%	
	영업이익	1,253.5	1,379.6	1,481.1	1,543.1	315.0	394.7	434.6	336.7	362.5	363.3	-0.2%
	YoY	-13.0%	10.1%	7.4%	4.2%	-9.5%	-1.1%	13.6%	34.7%	15.1%	15.3%	
	opm	28.0%	27.8%	27.9%	28.6%	26.7%	29.9%	29.7%	25.1%	29.0%	28.7%	
CJ제일제당	매출액	18,670.1	22,352.5	24,245.7	25,554.3	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	6,173.8	6,127.5	0.8%
	YoY	13.3%	19.7%	8.5%	5.4%	16.2%	7.4%	8.3%	3.2%	5.9%	5.1%	
	영업이익	832.7	896.9	1,359.6	1,446.5	275.9	384.9	402.1	296.6	320.8	328.0	-2.2%
	YoY	7.2%	7.7%	51.6%	6.4%	54.1%	119.5%	47.5%	9.9%	16.3%	18.9%	
	opm	4.5%	4.0%	5.6%	5.7%	4.7%	6.5%	6.3%	4.8%	5.2%	5.4%	
오리온	매출액	1,926.9	2,023.3	2,229.8	2,483.1	539.8	515.1	597.4	577.6	614.6	598.6	2.7%
	YoY	9.3%	5.0%	10.2%	11.4%	8.5%	17.3%	12.7%	3.8%	13.9%	10.9%	
	영업이익	282.2	327.6	376.1	413.7	97.0	86.2	107.8	85.1	108.2	108.7	-0.4%
	YoY	76.9%	16.1%	14.8%	10.0%	25.5%	71.0%	6.0%	-13.3%	11.5%	12.0%	
	opm	14.6%	16.2%	16.9%	16.7%	18.0%	16.7%	18.1%	14.7%	17.6%	18.2%	
롯데제과	매출액	1,694.5	2,093.0	2,076.0	2,198.1	501.8	497.0	555.9	521.4	528.6	512.0	3.3%
	YoY	318.6%	23.5%	-0.8%	5.9%	2.0%	-8.9%	2.9%	1.2%	5.3%	2.0%	
	영업이익	64.4	97.3	112.6	141.1	18.4	25.5	47.8	20.9	26.6	26.2	1.5%
	YoY	665.2%	51.2%	15.6%	25.4%	21.5%	-7.0%	23.8%	28.8%	44.5%	42.3%	
	opm	3.8%	4.7%	5.4%	6.4%	3.7%	5.1%	8.6%	4.0%	5.0%	5.1%	
하이트진로	매출액	1,885.6	2,035.1	2,256.3	2,325.0	533.9	581.6	624.3	516.6	509.7	531.0	-4.0%
	YoY	-0.2%	7.9%	10.9%	3.0%	26.2%	10.9%	18.0%	-7.5%	-4.5%	-0.5%	
	영업이익	90.4	88.2	198.5	219.0	56.1	54.1	64.4	23.9	41.0	43.8	-6.4%
	YoY	3.7%	-2.4%	124.9%	10.3%	흑전	410.9%	30.9%	-27.0%	-27.0%	-22.0%	
	opm	4.8%	4.3%	8.8%	9.4%	10.5%	9.3%	10.3%	4.6%	8.0%	8.2%	
롯데칠성	매출액	2,346.3	2,429.5	2,258.0	2,339.1	507.4	598.0	645.2	507.4	515.7	523.8	-1.5%
	YoY	2.9%	3.5%	-7.1%	3.6%	-11.7%	-11.7%	-1.8%	-2.4%	1.6%	3.2%	
	영업이익	85.0	107.7	97.2	149.8	6.3	29.3	58.4	3.3	23.4	22.5	4.0%
	YoY	12.7%	26.7%	-9.7%	54.0%	-67.5%	-36.8%	19.0%	흑전	274.7%	260.4%	
	opm	3.6%	4.4%	4.3%	6.4%	1.2%	4.9%	9.0%	0.7%	4.5%	4.3%	
농심	매출액	2,236.4	2,343.9	2,639.8	2,586.7	687.7	668.0	651.5	632.6	655.6	664.9	-1.4%
	YoY	1.3%	4.8%	12.6%	-2.0%	16.8%	17.6%	10.4%	5.9%	-4.7%	-3.3%	
	영업이익	88.6	78.8	160.3	121.9	63.6	41.4	29.3	26.0	38.2	40.6	-5.9%
	YoY	-8.1%	-11.0%	103.4%	-23.9%	101.1%	404.8%	57.9%	27.3%	-39.9%	-36.2%	
	opm	4.0%	3.4%	6.1%	4.7%	9.2%	6.2%	4.5%	4.1%	5.8%	6.1%	
SPC삼립	매출액	2,220.2	2,499.2	2,542.7	2,596.1	590.8	619.0	657.8	675.1	599.8	628.1	-4.5%
	YoY	7.5%	12.6%	1.7%	2.1%	1.3%	0.1%	5.2%	0.4%	1.5%	6.3%	
	영업이익	59.9	47.0	51.1	68.2	6.8	9.3	13.3	21.7	8.5	9.9	-13.7%
	YoY	9.6%	-21.6%	8.8%	33.3%	-28.7%	-44.0%	470.8%	17.6%	25.1%	45.0%	
	opm	2.7%	1.9%	2.0%	2.6%	1.2%	1.5%	2.0%	3.2%	1.4%	1.6%	
풀무원	매출액	2,272.0	2,381.5	2,311.2	2,362.7	562.6	565.1	603.3	580.1	574.7	582.5	-1.3%
	YoY	3.5%	4.8%	-2.9%	2.2%	2.4%	-5.3%	-3.7%	-4.6%	2.1%	3.5%	
	영업이익	40.2	30.6	46.0	71.7	4.5	14.7	17.6	9.2	9.9	11.4	-13.1%
	YoY	-23.7%	-24.0%	50.4%	56.0%	202.3%	36.5%	56.2%	30.0%	118.7%	151.5%	
	opm	1.8%	1.3%	2.0%	3.0%	0.8%	2.6%	2.9%	1.6%	1.7%	2.0%	
롯데푸드	매출액	1,810.8	1,788.0	1,718.8	1,786.5	409.2	440.6	472.8	396.2	423.0	402.2	5.2%
	YoY	-0.4%	-1.3%	-3.9%	3.9%	-3.8%	-5.5%	-1.0%	-5.4%	3.4%	-1.7%	
	영업이익	67.6	49.5	44.4	55.0	9.9	14.0	20.9	-0.5	11.0	11.0	-0.2%
	YoY	2.0%	-26.8%	-10.2%	23.8%	15.9%	-24.5%	-1.2%	흑전	10.4%	10.7%	
	opm	3.7%	2.8%	2.6%	3.1%	2.4%	3.2%	4.4%	-0.1%	2.6%	2.7%	

출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 4. 최근 1개월 1Q21 실적 컨센서스 변화율



출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

2) 건기식: 이익 성장 +21%

3) 식자재: 흑자 전환

1Q21 주요 건강기능식품 기업 실적은 전반적으로 전년비 20%에 가까운 증익을 전망한다. 건조한 건기식 수요와 4분기에서 이연된 1분기 물량 인식이 실적 호조에 기여했다. 주요 건기식 OEM/ODM 4개업체의 1분기 추정 합산 실적은 매출액 4508억원(yoy +17.7%), 영업이익 571억원(yoy +21.4%, opm 12.7%)이다. 이중 콜마비엔에이치는 신규 공장 관련 비용부담, 코스맥스엔비티는 해외 부문 적자확대로 실적 하회 전망한다. 한편, 순수 식자재유통업체 CJ프레시웨이는 1분기 적자폭 축소가 예상되며 코로나19 거리두기 강화 피해가 큰 SPC삼립, 풀무원, CJ프레시웨이의 합산 실적은 1분기를 저점으로 분기가 지날수록 연내 회복세가 클 것으로 기대된다.

Exhibit 5. 건강기능식품, 식자재유통 업체 실적 전망 비교

(십억원, %)		2018	2019	2020	2021F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	Consen	Diff
건강기능식품												
콜마비엔에이치	매출액	386.4	438.9	606.9	708.4	129.1	174.4	146.3	157.1	162.1	167.2	-3.0%
	YoY	14.5%	13.6%	38.3%	16.7%	21.2%	49.8%	35.2%	45.8%	25.6%	29.4%	
	영업이익	58.5	74.1	109.2	127.6	24.1	35.5	23.1	26.4	27.3	30.2	-9.8%
	YoY	20.0%	26.5%	47.4%	16.9%	44.3%	79.0%	32.5%	31.5%	13.0%	25.3%	
	opm	15.2%	16.9%	18.0%	18.0%	18.7%	20.3%	15.8%	16.8%	16.8%	18.1%	
서흥	매출액	393.5	460.7	553.0	601.8	143.0	143.8	144.7	121.5	155.1	156.5	-0.9%
	YoY	12.4%	17.1%	20.0%	8.8%	21.4%	24.6%	28.4%	5.8%	8.4%	9.4%	
	영업이익	39.3	47.4	74.3	82.8	18.5	21.3	19.9	14.6	21.2	22.0	-3.5%
	YoY	5.4%	20.6%	56.8%	11.5%	47.9%	56.5%	59.4%	66.2%	14.4%	18.6%	
	opm	10.0%	10.3%	13.4%	13.8%	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	13.7%	14.0%	
노바렉스	매출액	107.3	159.1	222.8	280.3	50.0	60.5	57.2	55.1	62.4	63.3	-1.5%
	YoY	32.7%	48.3%	40.1%	25.8%	63.1%	49.1%	33.0%	22.9%	24.7%	26.5%	
	영업이익	11.3	16.3	27.0	35.4	5.5	6.9	7.4	7.2	7.6	7.6	-0.1%
	YoY	14.5%	43.9%	65.5%	31.0%	102.7%	58.7%	55.7%	60.3%	39.1%	39.2%	
	opm	10.6%	10.2%	12.1%	12.6%	10.9%	11.4%	13.0%	13.0%	12.2%	12.0%	
코스맥스엔비티	매출액	201.7	194.3	266.8	312.2	60.9	73.1	76.6	56.2	71.2	71.9	-0.9%
	YoY	47.9%	-3.7%	37.3%	17.0%	15.1%	46.8%	65.8%	23.8%	16.9%	17.9%	
	영업이익	18.0	-9.9	-2.3	11.9	-1.1	0.2	0.9	-2.3	1.0	2.0	-48.4%
	YoY	56.0%	적전	적지	흑전	적전	-82.7%	흑전	적지	흑전	흑전	
	opm	8.9%	-5.1%	-0.9%	3.8%	-1.8%	0.2%	1.2%	-4.2%	1.4%	2.8%	
식자재유통												
CJ프레시웨이	매출액	2,828.1	3,055.1	2,478.5	2,474.6	602.5	624.5	651.3	600.3	583.7	599.0	-2.6%
	YoY	12.9%	8.0%	-18.9%	-0.2%	-19.4%	-17.5%	-15.4%	-23.1%	-3.1%	-0.6%	
	영업이익	50.7	58.1	-3.5	24.6	-12.6	2.7	11.8	-5.5	-4.1	-1.4	
	YoY	15.4%	14.6%	적전	흑전	적전	-86.0%	-32.8%	적전	적지	적지	
	opm	1.8%	1.9%	-0.1%	1.0%	-2.1%	0.4%	1.8%	-0.9%	-0.7%	-0.2%	

출처: Kakaopay Securities Research

2. 주요 변수 현황

1) 대외변수: 글로벌 원자재 & 환율

글로벌 곡물가격 상승 후 정체

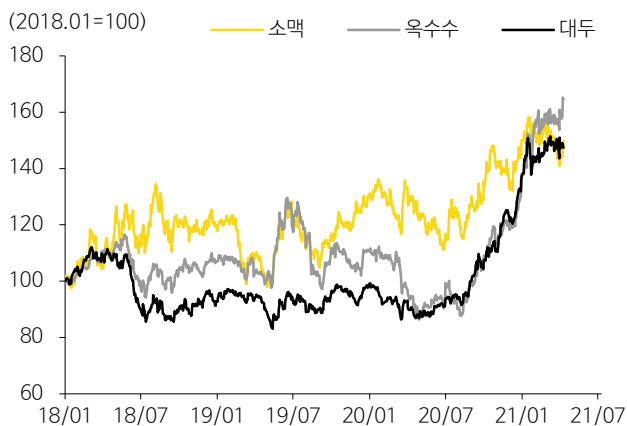
→원가부담 심화

→가격인상 모멘텀 기대

글로벌 곡물가격은 지난해 하반기부터 수요와 공급요인이 맞물려 상승하기 시작했다. 수요 측면에서 1)코로나19 이후 수요 회복 기대감, 2)중국 아프리카돼지열병 이후 돼지 사육두수 증가에 따른 사료 곡물 수요 증가가 가격 상승요인으로 작용했다. 공급 측면에서는 기후이상에 따른 주요 생산국가들의 수확 우려도 가격 상승요인으로 작용했다. 또한 통화유통속도 증가와 물가상승에 대한 압박, 정부정책의 변화(친환경, 재난지원금), 달러 약세 등도 주요상품가격 상승에 기인했다.

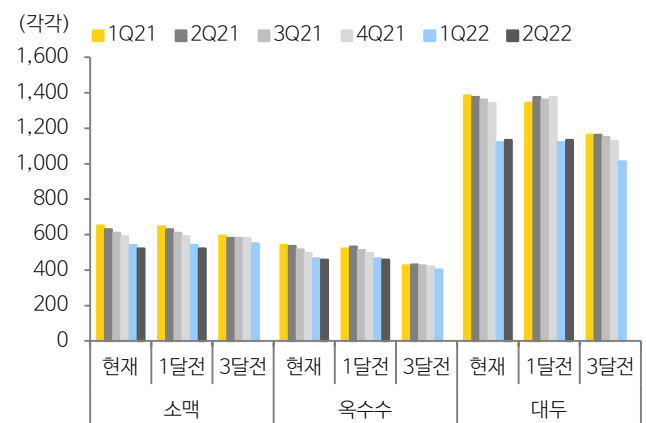
한편, 최근 1개월간 곡물가격은 상승폭이 제한, 정체된 모습을 보이고 있다. 미국 달러 강세와 주요 생산국가의 작황개선, 상품가격 상승에 따른 파종 의향 증가, 신곡 및 계절성에 따른 미국 외 수출 국가의 물량 증가, 미중 갈등 재점화로 인한 수출 감소 등의 이유 때문이었다. 주요 곡물가격에 대한 전망은 여전히 현재 수준보다 높고, 수퍼사이클에 대한 우려도 합리적이지만 상품 가격 전망치가 소폭 하향 조정된 만큼 원자재 가격에서 촉발된 판가 상승 모멘텀 분위기는 다소 하락했다.

Exhibit 6. 주요 곡물 가격 추이



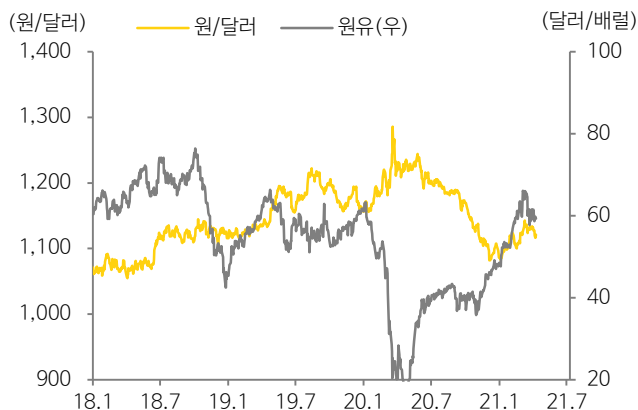
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 7. 곡물가격 전망 변화



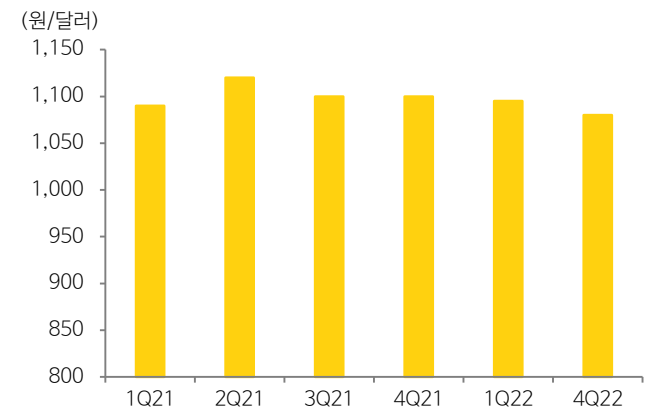
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 8. 원/달러 환율 및 원유 가격 추이



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 9. 원/달러 환율 전망



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

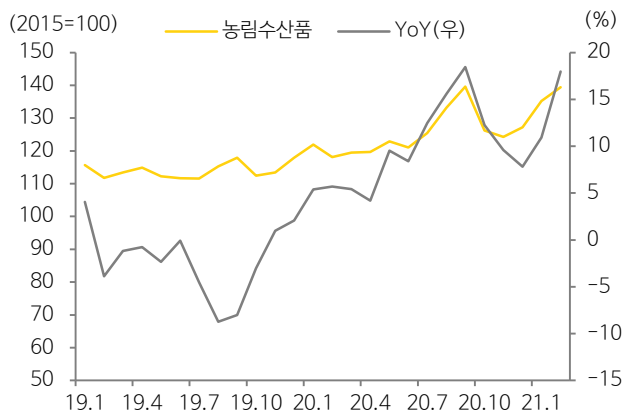
2) 판가인상: 원자재 인상분 고려

판가 상승

올해 글로벌 원자재 가격 뿐만 아니라 국내 농산물 가격 상승에서 촉발된 물가상승은 음식료 기업들의 향후 실적 개선에 기여할 전망이다. 농림수산물 생산자 물가지수는 20년도부터 꾸준히 상승세에 있으며, 21년 2월 기준 전년동월대비 17.9% 상승했다. 이중 농산물과 축산물은 각각 전년동월대비 25%, 21% 상승했고, 주요 품목 중 쌀 15.6%, 돼지고기 16.3% 상승했다. 이에 따라 식료품과 음료품, 사료에 이르는 물가지수 모두 상승세에 있다. 원가 부담 상승에 기인한 가격인상으로 당장의 실적 기여보다는 향후 업황 개선에 따른 실적 성장이 기대된다.

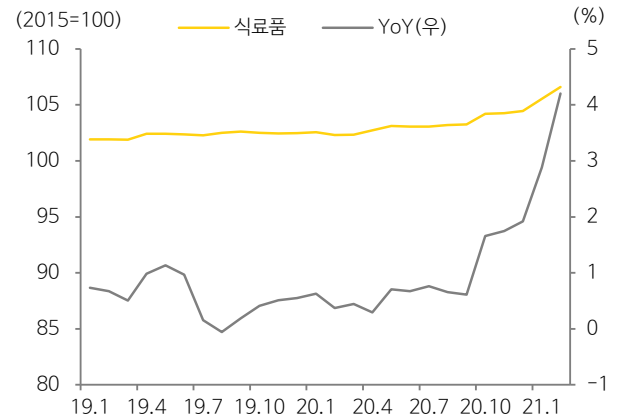
실제로 21년 초부터 주요 음식료기업들의 가격 인상이 이루어졌다. 음료에서는 21년 1월 코카콜라, 해태, 동아오츠카가 주요 음료 제품 가격인상 후 2월 롯데칠성이 6년만에 사이다, 콜라, 커피 등 주요 제품 가격을 평균 4.7% 인상했다. 가공식품에서는 1)풀무원이 두부와 콩나물 가격을 10%안팎으로 인상했고, 2)동원F&B와 샘표식품이 콩치/고등어 통조림 가격을 인상, 3)CJ제일제당과 오투기는 즉석밥제품을 각각 7%, 7~9%인상했으며, 4)SPC삼립은 양산빵 30여종 가격을 평균9% 인상했다.

Exhibit 10. 농림수산물 생산자 물가지수 추이



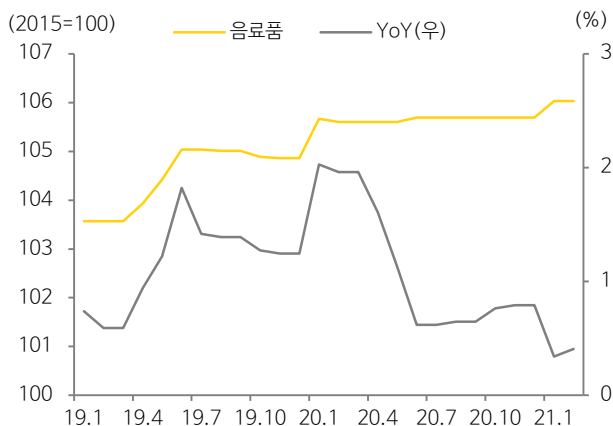
출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 11. 식료품 생산자 물가지수 추이



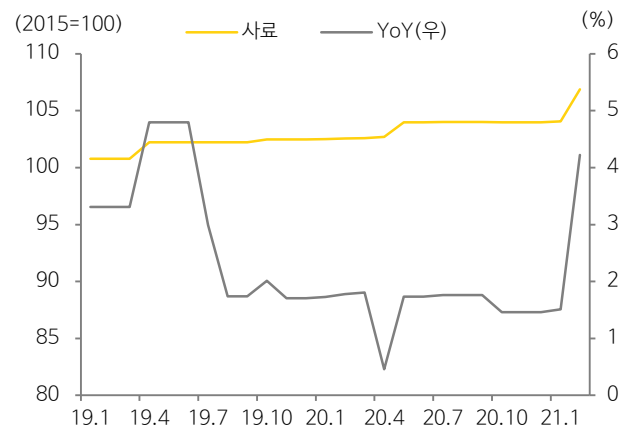
출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 12. 음료품 생산자 물가지수 추이



출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 13. 사료 생산자 물가지수 추이



출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

3) 판매량: 시장, 외식경기, MS

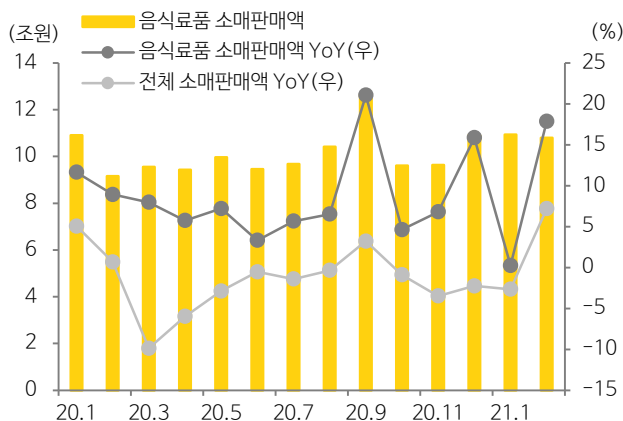
1분기까지는 외식 경기 부진

국내 식품 시장은 지난해에 이어 내식수요 증가, 외식경기 부진 흐름을 이어가고 있다. 특히 코로나 19 사회적거리두기 강화 영향으로 외식 경기는 지난해 4분기를 저점으로 1분기까지도 전년비 부진한 흐름을 이어가고 있으나, 분기말로 갈수록 그 감소폭이 둔화되고 있다. 다만, 고정비부담이 큰 휴게소, 공항 푸드코트 등의 컨세션 사업은 객수 부진에 따른 영업환경 악화가 지속되고 있는 상황이다. 이에 따라 외식업체 및 B2B비중이 높은 음식료 기업들, 컨세션 사업을 운영하고 있는 식자재 유통업체들의 실적은 1분기까지는 전년비 부진, 이후 완만한 회복을 기대한다.

점유율변화

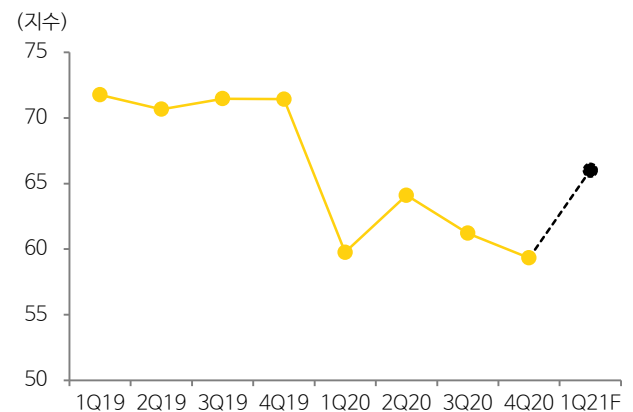
한편 이와 같은 시장의 변화는 점유율 변화로 이어져 판매량에 영향을 주고 있다. 최근 음식료 시장 내에서 내식수요 증가, 온라인 식료품 유통 성장으로 가공식품에서도 HMR/밀키트, 스낵/빙과 등의 시장이 성장하고 각 시장에서 브랜드려과 유통 경쟁력을 보유한 기업의 점유율이 커지고 있다. 또한 가정용 주류 시장이 성장하는 가운데 하이트진로가 맥주, 소주 점유율이 각각 40%초반, 60%중반으로 전년과 동일한 수준을 유지하고, 롯데칠성의 시장 점유율이 소폭 상승하고 있다.

Exhibit 14. 음식료품 소매판매액 증가



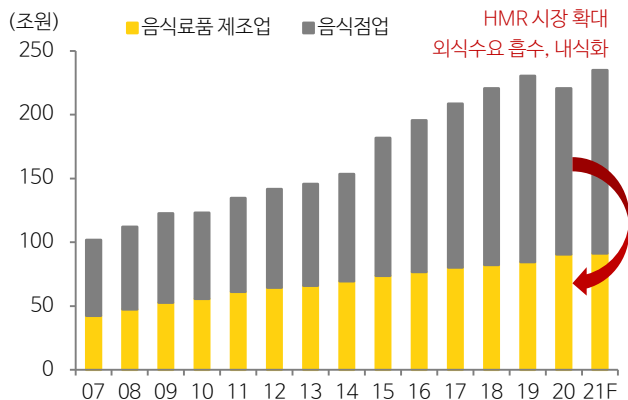
출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 15. 외식산업 경기전망지수



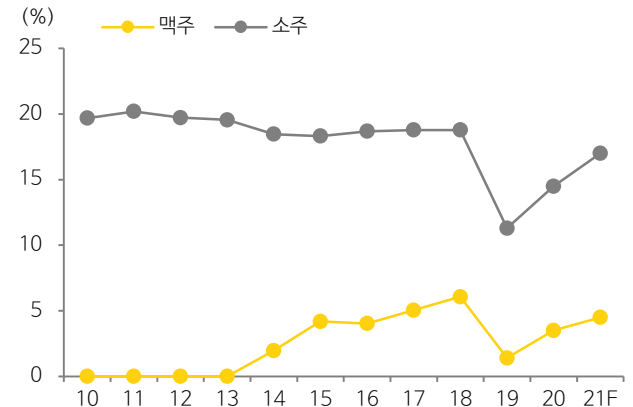
출처: 한국농수산식품유통공사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 16. 내식수요 증가



출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 17. 롯데칠성 주류 점유율 추이 및 전망



출처: 롯데칠성, Kakaopay Securities Research

4) 수출 및 해외 실적 추이

수출입실적 전망

주요 음식료 품목 수출 역시 올해 지난해 높은 기저부담으로 성장률 둔화, 전년비 달러 약세에 따른 부진도 예상된다. 다만, 담배는 주력국가인 중동과 미국향 수출이 성장하며 전체 실적을 견인할 전망이다. 라면은 중국 외 지역 커버리지 확대에 따른 성장, 분유는 전년도 낮은 중국 수출 실적 기저효과로 성장할 것으로 기대된다. 이에 따라 KT&G > 분유(롯데푸드, 매일유업) > 라면(삼양식품, 농심) 순으로 수출 실적 성장이 기대된다.

해외실적 전망

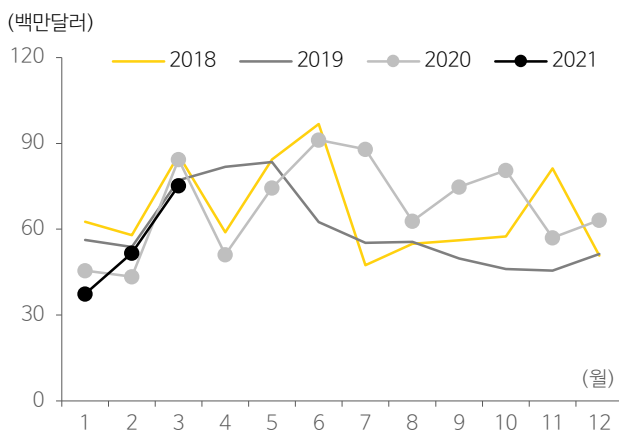
한편 해외 자회사를 통한 실적 성장이 기대되는 기업들은 제과업체(오리온, 롯데제과), K-Food의 높아진 지위 및 주력 제품 판매호조가 기대되는 가공식품업체(CJ제일제당, 풀무원)도 있다. 역시 지난해 높은 기저부담과 달러약세라는 부정적 환경 속에서 오리온은 신제품 확대 및 커버리지 확대, 롯데제과는 주력국가의 코로나19 영향에서 회복으로 실적 성장이 기대된다. CJ제일제당은 미국에서 쉬완스의 성장과 더불어 아시아 냉동식품 카테고리, 입점 채널 확대로 성장이 기대되며 풀무원은 중국, 미국, 일본 등에서 주력 제품 및 HMR제품 판매 성장으로 외형 성장이 이어지고 있다.

Exhibit 18. 주요 음식료 품목 수출입 실적 추이

(천달러, %)		21/03	20/03	YoY	1Q21	1Q20	YoY
담배	수출	75,225	84,424	-10.9%	164,324	173,324	-5.2%
	UAE	19,886	26,843	-25.9%	30,998	26,843	15.5%
	수입	5,220	3,178	64.3%	8,645	12,549	-31.1%
맥주	수출	5,878	8,335	-29.5%	14,528	22,624	-35.8%
	수입	14,161	16,672	-15.1%	47,255	50,843	-7.1%
	일본	349	648	-46.1%	1,738	773	124.8%
라면	수출	58,610	51,645	13.5%	154,945	130,865	18.4%
	중국	11,924	16,409	-27.3%	34,704	33,661	3.1%
	수입	840	390	115.4%	817	2,397	-65.9%
분유	수출	10,263	9,807	4.6%	26,048	22,453	16.0%
	중국	7,261	6,067	19.7%	18,999	14,217	33.6%
	수입	8,020	5,603	43.1%	21,817	22,595	-3.4%
라이신	수출	15,681	15,629	0.3%	37,397	39,280	-4.8%

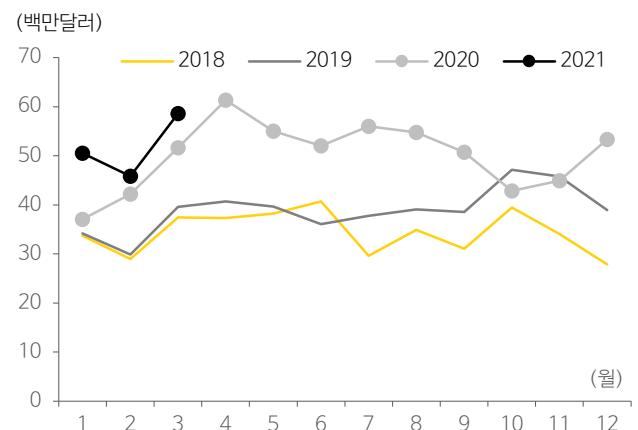
주: 3월 실적 잠정치, 출항일 기준의 관세청 데이터와 차이 있음. 출처: Trass, Kakaopay Securities Research

Exhibit 19. 국내 전체 담배 수출 금액 추이



주: 3월 실적 잠정치, 출처: Trass, Kakaopay Securities Research

Exhibit 20. 국내 전체 라면 수출 금액 추이



주: 3월 실적 잠정치, 출처: Trass, Kakaopay Securities Research

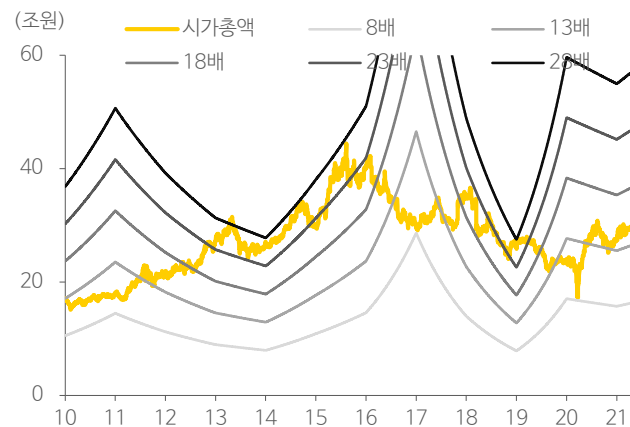
3. 투자전략

최근 음식료 주가상승 21년 Fwd PER 14.6배

최근 음식료 업체들의 주가는 1분기 안정적 실적 성장에 대한 기대감으로 소폭 상승했다. 4/9종가 기준 KOSPI 음식료품 지수의 1주일 수익률은 1.7%로 동기간 KOSPI 수익률이 0.6%임을 감안했을 때 소폭 아웃퍼폼했다. 이기간 수익률이 높았던 종목은 1분기 실적 기대가 유효한 반면 연초이후 주가 상승폭이 제한적이거나 밸류에이션 매력도가 높은 종목들로 롯데제과(4.1%), 풀무원(4%), 농심(3.5%), 대상(3.9%), CJ제일제당(2%) 등 이었다.

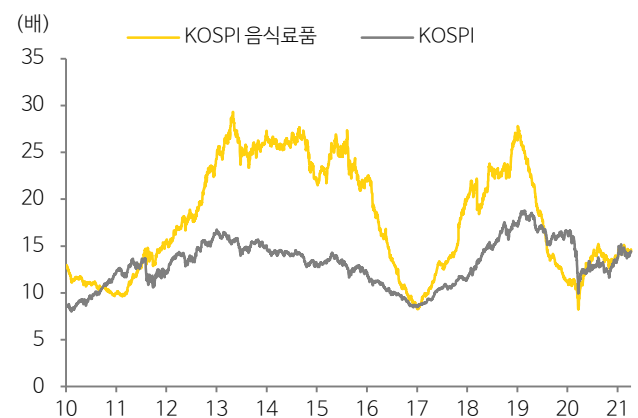
한편 최근 주가 상승으로 KOSPI 음식료품 지수 21년 Fwd PER은 14.6배로 KOSPI 14.4배와 유사한 수준이다. 음식료 지수가 과거 1)실적 안정성(방어주), 2)해외 확장 가능성 등으로 인해 시장대비 밸류에이션 프리미엄을 평균적으로 30%이상 받아왔던 것을 감안했을 때 저평가되어 보인다. 다만 올해와 내년까지 음식료의 순이익 성장률이 시장대비 부진한 상황에서 프리미엄을 적용하기엔 어렵다고 판단한다. 따라서 종목 선정이 더욱 중요한데, 1)실적 모멘텀이 높은 기업들 중에서 2)밸류에이션 매력도가 높은 업체들이며 실적 성장의 근거는 코로나19 기저효과와 자체적 모멘텀으로 나눌 수 있다.

Exhibit 21. KOSPI음식료품 지수 PER밴드 차트



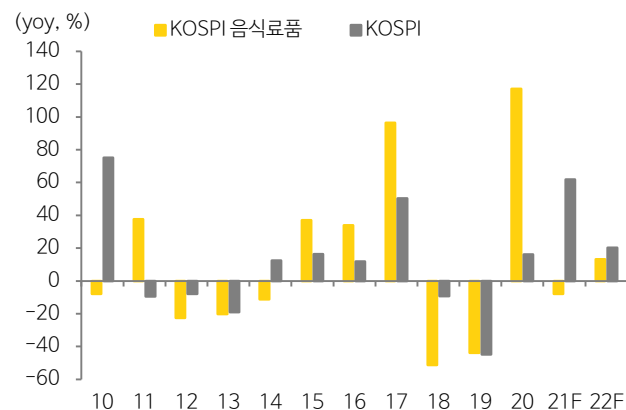
출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 22. 지수 PER 비교



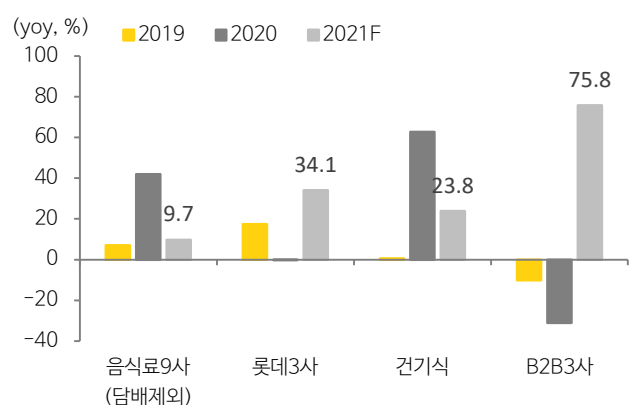
출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 23. 지수 순이익 성장률 비교



출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 24. 주요 카테고리별 연간 영업이익 성장률 전망



주: B2B3사는 풀무원, SPC삼립, CJ프레시웨이. 출처: Kakaopay Securities Research

Top Picks

롯데제과, 서흥

> 노바렉스, CJ제일제당

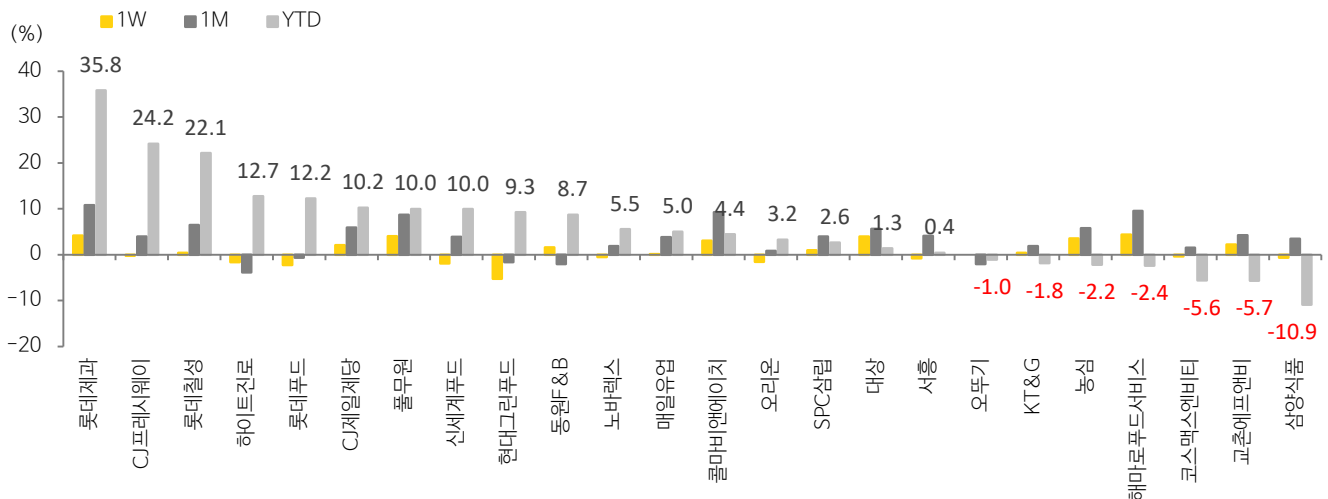
결론적으로, 다음과 같이 음식료 내 종목 우선순위를 제안한다.

1) **실적 모멘텀 유효 & 밸류에이션 매력**: 실적 성장이 높은 롯데3사와 건기식 업체 중 저평가매력도 보유한 롯데제과(Buy, TP 19만원)와 서흥(Buy, TP 7.7만원), 노바렉스(Buy, TP 5만원)을 최우선 종목으로 제시한다.

2) **실적 모멘텀 유효 & 밸류에이션 부담**: 다음으로 코로나19의 영향에서 점차 벗어남에 따라서 실적 모멘텀이 유효한 CJ프레시웨이, 풀무원, 주류(롯데칠성, 하이트진로)도 긍정적이나 최근 주가 상승으로 밸류에이션이 올라갔고 상승여력이 높진않아 관심종목으로 유지한다.

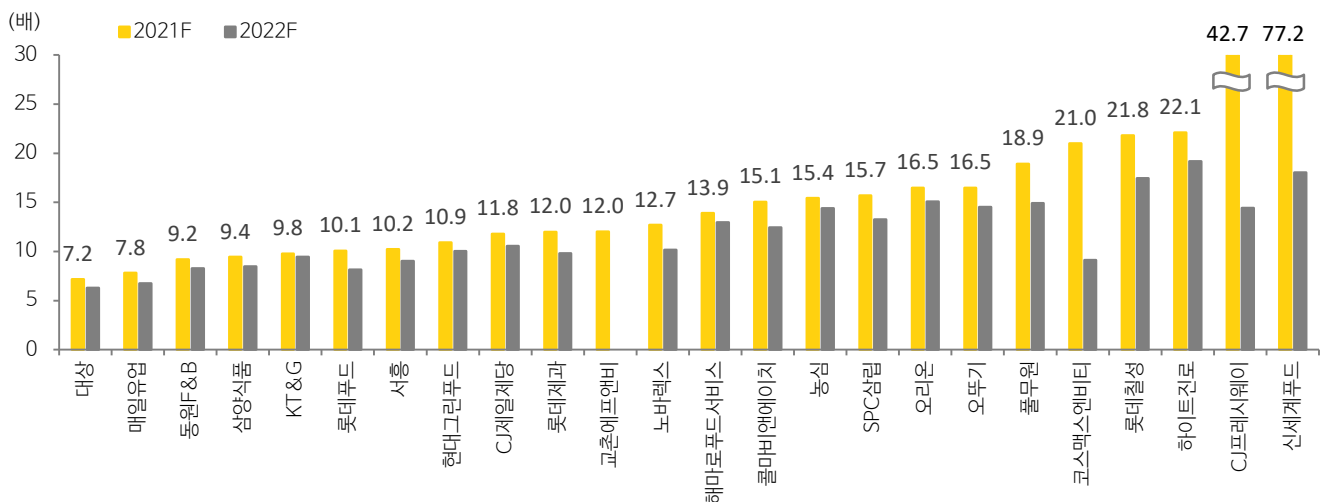
3) **밸류에이션 매력 & 향후 성장성**: 따라서 차선호주로는 대형주 중 밸류에이션 매력이 높고, 해외 실적 성장과 향후 B2B 업황개선에 수혜를 받을 수 있는 CJ제일제당(Buy, TP 52만원)을 제시한다.

Exhibit 25. 주요 음식료, 건기식, 식자재 업체 최근 주가 수익률(YTD 수익률 높은 순)



출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 26. 주요 음식료, 건기식, 식자재 업체 PER 전망(21년 Fwd PER 낮은 순)



출처: FnGuide, Kakaopay Securities Research

부록. 국내외 피어테이블

Exhibit 27. 국내외 담배업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		PMI	알트리아	BAT	JTI	임페리얼	KT&G
국가		US	US	GB	JN	GB	SK
추가	원	102,099	57,725	42,812	21,217	23,696	81,600
시가총액	십억원	159,128	106,923	98,384	42,447	22,459	11,203
매출액	2018	32,604	21,600	35,959	22,084	22,633	4,472
	2019	34,743	23,076	38,494	23,272	23,842	4,963
	2020	33,840	24,579	38,991	23,114	25,263	5,302
	2021F	34,766	23,982	39,097	21,673	13,368	5,480
	2022F	36,882	24,438	40,476	22,131	13,452	5,577
영업이익	2018	12,521	10,031	13,651	5,591	3,545	1,255
	2019	12,276	12,037	13,445	5,320	3,233	1,380
	2020	13,761	12,823	15,025	5,136	4,156	1,481
	2021F	14,809	13,298	17,055	4,114	5,309	1,519
	2022F	16,101	13,697	17,878	4,814	5,331	1,575
순이익	2018	8,706	7,663	8,856	3,844	2,015	902
	2019	8,375	-1,507	8,485	3,724	1,486	1,035
	2020	9,501	5,268	9,681	3,427	2,275	1,172
	2021F	10,407	9,422	11,474	2,717	3,503	1,128
	2022F	11,301	9,819	12,245	3,282	3,544	1,173
GPM	2018	63.7	62.4	81.0	57.9	39.1	58.9
	2019	64.7	64.2	82.2	56.7	38.5	57.9
	2020	66.7	62.5	82.2	57.1	37.2	56.0
	2021F	67.3	64.8	83.0	59.9	68.8	56.6
	2022F	67.8	65.6	83.3	59.7	68.9	56.1
OPM	2018	38.4	46.4	38.0	25.3	15.7	28.1
	2019	35.3	52.2	34.9	22.9	13.6	27.8
	2020	40.7	52.2	38.5	22.2	16.5	27.9
	2021F	42.6	55.4	43.6	19.0	39.7	27.7
	2022F	43.7	56.0	44.2	21.8	39.6	28.2
NPM	2018	26.7	35.5	24.6	17.4	8.9	20.2
	2019	24.1	-6.5	22.0	16.0	6.2	20.9
	2020	28.1	21.4	24.8	14.8	9.0	22.1
	2021F	29.9	39.3	29.3	12.5	26.2	20.6
	2022F	30.6	40.2	30.3	14.8	26.3	21.0
PER	2018	13.1	12.4	9.5	12.2	18.6	14.2
	2019	16.2	11.8	12.9	12.4	17.2	11.4
	2020	15.7	9.4	9.7	12.0	8.6	8.9
	2021F	15.2	11.3	8.5	13.5	6.2	9.5
	2022F	13.8	10.7	8.0	11.6	6.1	9.1
PBR	2018	n/a	6.3	0.9	1.8	4.4	1.6
	2019	n/a	14.9	1.2	1.6	3.5	1.4
	2020	n/a	26.8	1.0	1.5	2.7	1.1
	2021F	n/a	28.6	1.0	1.4	2.8	1.1
	2022F	n/a	24.6	0.9	1.4	2.7	1.1
EV/EBITDA	2018	11.5	12.8	11.0	9.7	15.5	8.3
	2019	15.1	11.5	13.0	10.1	13.4	6.8
	2020	13.3	9.3	10.4	9.2	8.8	5.2
	2021F	12.7	10.2	9.4	10.2	7.9	5.7
	2022F	11.7	9.9	9.0	9.3	7.9	5.8
ROE	2018	n/a	49.9	10.0	13.8	28.0	11.1
	2019	n/a	75.1	10.2	12.7	25.4	12.1
	2020	n/a	178.2	11.7	10.2	40.4	11.7
	2021F	-71.7	226.5	11.4	10.4	39.4	12.0
	2022F	-76.2	198.6	11.6	13.5	37.7	11.9
배당수익률	2018	5.2	6.6	7.6	7.4	8.9	5.9
	2019	5.2	6.6	7.6	7.4	8.9	5.9
	2020	5.2	6.6	7.6	7.4	8.9	5.9
	2021F	5.3	6.9	7.8	6.5	9.1	6.0
	2022F	5.6	7.3	8.3	6.8	9.3	6.1

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 28. 국내외 제과업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		네슬레	펍시	몬델리즈	허쉬	왕왕차이나	달리	오리온	롯데제과
국가		SZ	US	US	US	CH	CH	SK	SK
주가	원	131,977	159,835	65,977	178,815	849	626	128,000	138,500
시가총액	십억원	379,836	220,588	92,707	37,001	10,256	8,567	5,061	889
매출액	2018	103,205	71,159	28,546	8,574	3,401	3,471	1,927	1,695
	2019	108,955	78,280	30,154	9,309	3,436	3,606	2,023	2,093
	2020	106,409	83,069	31,348	9,611	3,410	3,581	2,230	2,076
	2021F	102,006	84,012	31,515	9,497	3,799	3,872	2,416	2,171
	2022F	105,619	87,778	32,575	9,719	3,960	4,097	2,592	2,253
영업이익	2018	15,469	11,126	3,645	1,787	686	729	282	64
	2019	18,864	11,995	4,480	1,860	768	788	328	97
	2020	18,592	11,899	4,544	2,102	810	781	376	113
	2021F	18,301	12,824	5,405	2,168	960	843	423	140
	2022F	18,968	13,772	5,706	2,259	981	914	462	158
순이익	2018	11,400	13,773	3,721	1,296	523	618	140	9
	2019	14,794	8,525	4,580	1,340	577	648	216	38
	2020	15,371	8,405	4,193	1,508	619	658	268	41
	2021F	14,857	9,386	4,545	1,586	725	689	304	74
	2022F	15,504	10,133	4,802	1,664	747	749	337	89
GPM	2018	49.8	54.6	39.9	45.9	43.1	38.6	45.5	35.8
	2019	49.8	55.1	40.0	45.4	45.4	39.7	45.1	33.5
	2020	49.3	54.8	39.3	45.4	48.0	39.3	42.7	34.6
	2021F	49.9	54.8	39.7	45.9	48.1	39.6	44.4	n/a
	2022F	50.0	55.1	39.9	46.2	48.3	40.0	44.7	n/a
OPM	2018	15.0	15.6	12.8	20.8	20.2	21.0	14.6	3.8
	2019	17.3	15.3	14.9	20.0	22.3	21.9	16.2	4.7
	2020	17.5	14.3	14.5	21.9	23.7	21.8	16.9	5.4
	2021F	17.9	15.3	17.2	22.8	25.3	21.8	17.5	6.4
	2022F	18.0	15.7	17.5	23.2	24.8	22.3	17.8	7.0
NPM	2018	11.0	19.4	13.0	15.1	15.4	17.8	7.3	0.6
	2019	13.6	10.9	15.2	14.4	16.8	18.0	10.7	1.8
	2020	14.4	10.1	13.4	15.7	18.2	18.4	12.0	2.0
	2021F	14.6	11.2	14.4	16.7	19.1	17.8	12.6	3.4
	2022F	14.7	11.5	14.7	17.1	18.9	18.3	13.0	3.9
PER	2018	23.8	20.0	16.5	19.9	20.3	18.8	33.9	68.9
	2019	24.4	24.9	22.4	25.4	20.0	18.4	19.3	25.2
	2020	24.2	26.2	16.8	22.5	17.5	13.3	18.3	16.0
	2021F	24.7	23.6	20.5	23.7	14.6	12.4	16.7	12.2
	2022F	23.2	21.8	19.1	22.3	14.1	11.4	15.1	10.3
PBR	2018	4.1	10.7	2.3	16.1	4.3	4.5	3.4	0.8
	2019	5.8	12.9	2.9	17.6	4.5	4.3	2.6	0.8
	2020	6.4	14.9	3.0	14.2	4.2	2.9	2.7	0.6
	2021F	6.8	12.1	2.9	14.0	3.8	2.6	2.4	0.7
	2022F	7.1	10.7	2.7	13.0	3.7	2.3	2.1	0.7
EV/EBITDA	2018	19.5	17.7	22.8	16.2	13.9	13.6	17.7	25.6
	2019	20.5	21.2	25.1	21.6	13.3	12.7	13.1	17.6
	2020	22.0	23.3	25.9	19.8	11.7	8.6	12.7	11.6
	2021F	22.6	20.3	20.6	19.3	9.7	7.2	11.7	n/a
	2022F	21.9	18.9	19.6	18.5	9.5	6.6	10.6	n/a
배당수익률	2018	2.5	2.9	2.1	2.0	5.5	5.0	0.6	1.2
	2019	2.5	2.9	2.1	2.0	5.5	5.0	0.6	1.2
	2020	2.5	2.9	2.1	2.0	5.5	5.0	0.6	1.2
	2021F	2.6	3.0	2.2	2.1	5.8	4.5	0.6	1.3
	2022F	2.7	3.2	2.3	2.2	6.0	4.9	0.7	1.4

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 29. 국내외 주류업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		AB Inbev	하이네켄	칼스버그	아사히	몰슨쿠어스	귀주모태주	우량에이빈	양허맥주	넬타오	맥주	하이트진로	롯데칠성
국가	원	BE	NE	DE	JN	US	CH	CH	CH	CH		SK	SK
주가	원	73,143	122,408	188,444	48,628	56,055	345,607	45,391	26,677	14,714		35,900	132,500
시가총액	십억원	147,711	70,516	29,489	24,662	12,210	434,166	176,196	40,203	17,327		2,518	1,189
매출액	2018	58,374	29,214	10,894	21,131	11,852	12,843	6,659	4,019	4,421		1,886	2,346
	2019	60,999	31,272	11,516	22,346	12,332	14,990	8,455	3,902	4,721		2,035	2,430
	2020	55,289	26,517	10,563	22,398	11,385	16,742	n/a	n/a	4,743		2,256	2,258
	2021F	56,930	28,193	11,368	23,159	11,422	19,031	9,800	3,717	5,177		2,370	2,369
	2022F	59,639	30,312	12,036	23,707	11,696	21,980	11,496	4,176	5,446		2,489	2,454
영업이익	2018	18,064	4,054	1,588	2,110	1,796	8,541	2,917	1,635	309		90	85
	2019	18,765	4,740	1,868	2,155	891	9,962	3,833	1,490	369		88	108
	2020	11,345	1,046	1,649	1,493	-482	11,345	n/a	n/a	471		198	97
	2021F	15,491	4,116	1,886	2,316	1,447	13,078	4,841	1,737	656		218	136
	2022F	17,010	4,918	2,082	2,526	1,522	15,144	5,903	1,969	776		240	152
순이익	2018	4,809	2,485	925	1,506	1,229	5,856	2,227	1,350	237		22	-48
	2019	10,691	2,826	1,148	1,521	282	6,952	2,936	1,246	312		-42	-142
	2020	1,657	-274	1,088	1,025	-1,119	7,978	n/a	n/a	376		87	-13
	2021F	6,682	2,386	1,172	1,627	930	9,223	3,440	1,305	454		118	64
	2022F	7,977	3,016	1,303	1,764	1,003	10,904	4,201	1,462	534		136	78
GPM	2018	62.4	n/a	49.9	38.5	38.9	91.4	73.8	73.7	37.7		40.4	39.6
	2019	61.1	n/a	49.5	37.9	39.7	91.5	74.5	71.3	39.0		42.8	40.5
	2020	58.1	n/a	48.4	36.7	39.0	91.6	n/a	n/a	40.4		43.2	40.2
	2021F	57.7	57.5	49.2	39.7	38.3	92.3	75.4	72.8	40.7		44.2	40.8
	2022F	58.2	58.2	50.0	40.3	38.7	92.6	76.4	74.0	41.6		44.6	41.1
OPM	2018	30.9	13.9	14.6	10.0	15.2	66.5	43.8	40.7	7.0		4.8	3.6
	2019	30.8	15.2	16.2	9.6	7.2	66.5	45.3	38.2	7.8		4.3	4.4
	2020	20.5	3.9	15.6	6.7	-4.2	67.8	n/a	n/a	9.9		8.8	4.3
	2021F	27.2	14.6	16.6	10.0	12.7	68.7	49.4	46.7	12.7		9.2	5.7
	2022F	28.5	16.2	17.3	10.7	13.0	68.9	51.3	47.2	14.3		9.6	6.2
NPM	2018	8.2	8.5	8.5	7.1	10.4	45.6	33.4	33.6	5.4		1.2	-2.0
	2019	17.5	9.0	10.0	6.8	2.3	46.4	34.7	31.9	6.6		-2.1	-5.9
	2020	3.0	-1.0	10.3	4.6	-9.8	47.7	n/a	n/a	7.9		3.8	-0.6
	2021F	11.7	8.5	10.3	7.0	8.1	48.5	35.1	35.1	8.8		5.0	2.7
	2022F	13.4	9.9	10.8	7.4	8.6	49.6	36.5	35.0	9.8		5.4	3.2
PER	2018	34.1	23.0	19.9	12.9	11.3	21.1	14.6	17.6	33.1		52.0	n/a
	2019	18.5	25.1	22.7	16.1	11.9	36.1	29.7	22.6	37.2		n/a	n/a
	2020	n/a	n/a	23.6	21.6	12.2	53.8	n/a	n/a	61.0		25.6	n/a
	2021F	22.1	29.5	23.2	15.3	13.1	46.9	51.2	31.1	44.2		21.4	19.5
	2022F	18.6	23.2	20.4	14.1	12.2	39.7	42.2	28.0	37.8		18.7	15.9
PBR	2018	2.0	3.0	2.3	1.7	0.9	6.6	3.1	4.2	2.6		1.0	0.9
	2019	2.1	3.4	3.5	1.8	0.9	10.9	6.9	4.6	3.6		1.9	0.9
	2020	2.0	3.9	3.7	1.4	0.8	15.6	n/a	n/a	6.5		2.0	0.8
	2021F	1.7	3.6	3.7	1.5	0.8	13.3	11.9	5.9	5.2		2.2	1.0
	2022F	1.7	3.3	3.7	1.4	0.8	11.1	10.1	5.4	4.8		2.1	1.0
EV/EBITDA	2018	14.7	18.4	13.9	13.9	13.4	12.8	8.6	12.3	16.1		20.0	27.8
	2019	16.4	19.5	16.3	15.5	26.7	25.4	20.0	16.3	23.1		34.1	22.0
	2020	24.0	87.0	18.7	29.0	n/a	37.7	n/a	n/a	34.6		15.1	22.9
	2021F	16.3	22.5	18.1	18.3	14.7	33.4	37.0	24.5	27.2		15.1	n/a
	2022F	15.0	18.9	16.5	16.4	14.0	28.0	30.1	20.7	23.5		13.4	n/a
배당수익률	2018	0.9	1.1	2.1	2.2	1.1	0.8	0.8	1.9	0.6		2.1	2.0
	2019	0.9	1.1	2.1	2.2	1.1	0.8	0.8	1.9	0.6		2.1	2.0
	2020	0.9	1.1	2.1	2.2	1.1	0.8	0.8	1.9	0.6		2.1	2.0
	2021F	1.4	1.3	2.2	2.3	2.2	1.1	1.0	2.0	1.0		2.0	2.0
	2022F	1.8	1.7	2.4	2.5	4.2	1.3	1.2	2.2	1.1		2.1	2.0

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 30. 국내외 라면업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		팅이	닛신푸드	도요수산	인도푸드	농심	삼양식품	오뚜기
국가		CH	JN	JN	ID	SK	SK	SK
추가	원	1,995	82,802	47,586	506	293,500	90,000	571,000
시가총액	십억원	11,221	8,755	5,278	4,450	1,785	678	2,097
매출액	2018	10,096	4,419	3,897	5,675	2,236	469	2,247
	2019	10,456	4,530	4,028	6,313	2,344	544	2,360
	2020	11,553	5,100	4,525	6,620	2,640	649	2,596
	2021F	12,166	5,145	4,307	7,123	2,692	717	2,650
	2022F	12,818	5,397	4,376	7,564	2,794	790	2,730
영업이익	2018	669	317	267	673	89	55	152
	2019	849	251	238	832	79	78	148
	2020	1,034	399	308	1,052	160	95	198
	2021F	1,051	563	364	1,074	128	107	183
	2022F	1,138	502	345	1,158	160	122	197
순이익	2018	410	292	185	322	84	35	160
	2019	562	194	185	405	71	60	97
	2020	694	319	254	523	149	67	106
	2021F	669	397	300	479	117	79	130
	2022F	716	353	272	533	124	90	147
GPM	2018	30.9	35.9	37.8	27.5	30.0	26.8	17.8
	2019	31.9	34.4	36.5	29.7	30.6	28.9	17.3
	2020	33.2	35.7	37.0	32.7	31.7	29.5	17.8
	2021F	32.6	35.8	38.1	32.3	31.2	30.9	17.5
	2022F	32.8	35.8	37.5	32.6	31.5	31.4	18.2
OPM	2018	6.6	7.2	6.9	11.9	4.0	11.8	6.8
	2019	8.1	5.5	5.9	13.2	3.4	14.4	6.3
	2020	9.0	7.8	6.8	15.9	6.1	14.7	7.6
	2021F	8.6	10.9	8.5	15.1	4.8	14.9	6.9
	2022F	8.9	9.3	7.9	15.3	5.7	15.4	7.2
NPM	2018	4.1	6.6	4.7	5.7	3.8	7.4	7.1
	2019	5.4	4.3	4.6	6.4	3.0	11.0	4.1
	2020	6.0	6.3	5.6	7.9	5.6	10.4	4.1
	2021F	5.5	7.7	7.0	6.7	4.3	11.0	4.9
	2022F	5.6	6.5	6.2	7.0	4.4	11.3	5.4
PER	2018	20.9	26.4	22.9	15.7	17.5	11.2	14.9
	2019	20.1	40.9	23.3	14.2	19.6	11.4	18.7
	2020	15.4	32.0	22.8	9.3	11.7	11.3	18.4
	2021F	17.0	21.9	16.4	9.3	15.2	8.6	16.1
	2022F	15.4	24.6	18.1	8.3	14.4	7.6	14.3
PBR	2018	2.6	2.3	1.5	1.9	0.8	1.7	2.0
	2019	3.4	2.4	1.5	1.8	0.7	2.4	1.4
	2020	3.0	2.9	1.7	1.4	0.9	2.2	1.4
	2021F	3.1	2.3	1.5	1.3	0.8	1.6	1.4
	2022F	3.0	2.2	1.4	1.2	0.8	1.3	1.3
EV/EBITDA	2018	13.1	24.0	11.9	11.0	10.7	7.1	14.8
	2019	13.1	32.0	13.9	9.1	11.8	8.3	12.6
	2020	9.7	25.6	14.6	10.0	7.8	7.6	10.4
	2021F	10.0	16.3	11.1	9.1	10.1	n/a	n/a
	2022F	9.2	18.0	11.8	8.2	10.2	n/a	n/a
ROE	2018	14.2	9.4	7.1	12.2	4.5	15.8	11.5
	2019	14.1	6.8	6.7	13.3	3.8	23.1	8.0
	2020	20.5	9.3	7.7	16.1	7.3	21.5	8.9
	2021F	18.2	11.2	9.1	14.2	5.6	20.0	9.1
	2022F	19.2	9.3	8.0	14.6	6.3	19.0	9.5
배당수익률	2018	4.7	1.5	1.7	4.2	1.4	0.9	1.4
	2019	4.7	1.5	1.7	4.2	1.4	0.9	1.4
	2020	4.7	1.5	1.7	4.2	1.4	0.9	1.4
	2021F	5.7	1.6	1.8	5.0	1.4	1.0	1.4
	2022F	6.2	1.6	1.9	5.5	1.4	1.0	1.4

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 31. 국내외 가공식품업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		네슬레	몬델레즈	크레프트 하인즈	제네럴 밀스	켈로그	이제일제당	오뚜기	대상	동원F&B	풀무원	롯데푸드
국가	원	SZ	US	US	US	US	SK	SK	SK	SK	SK	SK
주가	원	131,977	65,977	45,001	67,412	70,248	420,000	571,000	26,400	194,500	18,200	372,000
시가총액	십억원	379,836	92,707	55,043	41,121	23,910	6,323	2,097	915	751	694	421
매출액	2018	103,205	28,546	28,908	17,340	14,908	18,670	2,247	2,957	2,803	2,272	1,811
	2019	108,955	30,154	29,112	19,012	15,826	22,352	2,360	2,964	3,030	2,381	1,788
	2020	106,409	31,348	30,910	21,024	16,237	24,246	2,596	3,113	3,170	2,311	1,719
	2021F	102,006	31,515	28,260	19,991	15,493	25,539	2,650	3,220	3,388	2,486	n/a
	2022F	105,619	32,575	27,702	19,615	15,736	26,790	2,730	3,317	3,628	2,671	1,775
영업이익	2018	15,469	3,645	-11,231	2,666	1,877	833	152	122	87	40	68
	2019	18,864	4,480	3,578	2,836	1,633	897	148	130	101	31	49
	2020	18,592	4,544	2,512	3,523	2,076	1,360	198	174	116	46	44
	2021F	18,301	5,405	5,659	3,475	2,020	1,448	183	192	123	72	n/a
	2022F	18,968	5,706	5,651	3,396	2,095	1,565	197	205	134	88	48
순이익	2018	11,400	3,721	-11,216	2,348	1,470	875	160	65	57	22	43
	2019	14,794	4,580	2,255	1,976	1,119	153	97	107	66	3	38
	2020	15,371	4,193	420	2,602	1,475	686	106	125	78	16	70
	2021F	14,857	4,545	3,563	2,579	1,563	587	130	129	84	42	n/a
	2022F	15,504	4,802	3,633	2,523	1,615	661	147	143	93	54	34
GPM	2018	49.8	39.9	34.0	34.5	34.9	19.0	17.8	25.9	21.9	24.6	17.0
	2019	49.8	40.0	32.6	34.1	32.3	19.2	17.3	25.5	22.5	24.8	16.8
	2020	49.3	39.3	35.0	34.8	34.3	21.4	17.8	27.2	22.7	26.5	16.9
	2021F	49.9	39.7	34.3	35.0	34.1	21.6	17.5	27.0	22.6	26.2	n/a
	2022F	50.0	39.9	34.5	34.8	34.3	21.9	18.2	27.0	22.6	26.3	n/a
OPM	2018	15.0	12.8	-38.8	15.4	12.6	4.5	6.8	4.1	3.1	1.8	3.7
	2019	17.3	14.9	12.3	14.9	10.3	4.0	6.3	4.4	3.3	1.3	2.8
	2020	17.5	14.5	8.1	16.8	12.8	5.6	7.6	5.6	3.7	2.0	2.6
	2021F	17.9	17.2	20.0	17.4	13.0	5.7	6.9	6.0	3.6	2.9	#VALUE!
	2022F	18.0	17.5	20.4	17.3	13.3	5.8	7.2	6.2	3.7	3.3	2.7
NPM	2018	11.0	13.0	-38.8	13.5	9.9	4.7	7.1	2.2	2.0	1.0	2.3
	2019	13.6	15.2	7.7	10.4	7.1	0.7	4.1	3.6	2.2	0.1	2.1
	2020	14.4	13.4	1.4	12.4	9.1	2.8	4.1	4.0	2.5	0.7	4.1
	2021F	14.6	14.4	12.6	12.9	10.1	2.3	4.9	4.0	2.5	1.7	#VALUE!
	2022F	14.7	14.7	13.1	12.9	10.3	2.5	5.4	4.3	2.6	2.0	1.9
PER	2018	23.8	16.5	12.3	13.7	13.2	6.0	14.9	13.9	19.6	14.5	15.2
	2019	24.4	22.4	11.0	16.3	18.1	26.5	18.7	7.8	13.3	200.9	10.0
	2020	24.2	16.8	12.3	17.5	15.6	8.9	18.4	7.5	8.9	41.5	4.3
	2021F	24.7	20.5	15.6	16.1	15.6	11.5	16.1	7.2	9.0	17.1	n/a
	2022F	23.2	19.1	15.3	16.2	15.0	10.2	14.3	6.5	8.1	12.4	12.4
PBR	2018	4.1	2.3	1.0	4.1	7.6	1.0	2.0	0.9	1.8	0.9	0.9
	2019	5.8	2.9	0.7	4.5	8.6	0.8	1.4	0.8	1.3	1.1	0.5
	2020	6.4	3.0	0.9	4.8	6.9	1.1	1.4	0.8	0.9	1.4	0.4
	2021F	6.8	2.9	0.9	4.0	5.9	1.1	1.4	0.8	0.9	1.8	n/a
	2022F	7.1	2.7	0.9	3.8	5.2	1.0	1.3	0.7	0.8	1.6	n/a
EV/EBITDA	2018	19.5	22.8	n/a	17.3	16.9	17.7	14.8	11.5	17.7	16.3	11.7
	2019	20.5	25.1	21.4	18.6	22.8	18.6	12.6	9.6	13.6	32.5	11.2
	2020	22.0	25.9	31.8	17.3	16.7	13.4	10.4	7.2	10.4	26.8	9.3
	2021F	22.6	20.6	14.7	15.6	16.7	12.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	2022F	21.9	19.6	15.0	16.1	16.3	12.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	2018	2.5	2.1	4.0	3.4	3.6	1.0	1.4	2.7	1.8	0.6	3.2
	2019	2.5	2.1	4.0	3.4	3.6	1.0	1.4	2.7	1.8	0.6	3.2
	2020	2.5	2.1	4.0	3.4	3.6	1.0	1.4	2.7	1.8	0.6	3.2
	2021F	2.6	2.2	4.0	3.4	3.7	0.9	1.4	2.4	1.7	0.6	6.5
	2022F	2.7	2.3	4.0	3.4	3.8	0.9	1.4	2.4	1.7	0.6	6.5

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 32. 국내외 건강기능식품업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		허벌라이프 뉴트리션	로토제약	USANA	블랙모어스	TCI	바오링바오	콜마BNH	서흥	노바렉스	코스맥스 엔비티
국가		US	JN	US	AU	TA	CH	SK	SK	SK	SK
주가	원	50,304	29,696	111,987	69,807	9,848	2,033	54,200	51,200	41,100	8,040
시가총액	십억원	5,945	3,508	2,310	1,351	1,164	751	1,601	592	370	166
매출액	2018	5,384	1,722	1,309	512	296	288	386	393	107	202
	2019	5,685	1,845	1,237	478	361	305	439	461	159	194
	2020	6,536	2,049	1,338	456	329	n/a	607	553	223	267
	2021F	6,750	1,866	1,397	504	341	364	737	633	284	326
	2022F	7,106	1,954	1,441	570	370	478	898	716	340	388
영업이익	2018	752	191	207	87	74	11	59	39	11	18
	2019	662	209	170	62	83	11	74	47	16	-10
	2020	755	251	208	24	81	n/a	109	74	27	-2
	2021F	847	224	209	45	83	12	115	87	34	17
	2022F	888	245	215	66	91	43	137	103	43	28
순이익	2018	326	93	139	60	66	7	48	26	9	8
	2019	363	98	117	43	76	6	54	32	15	-18
	2020	439	168	147	15	74	n/a	80	53	25	-12
	2021F	559	145	146	30	73	10	90	58	29	11
	2022F	587	160	149	44	81	37	107	69	36	16
GPM	2018	81.2	58.8	83.1	n/a	43.4	14.0	19.9	18.9	19.3	22.2
	2019	80.4	59.7	82.3	n/a	42.0	14.8	21.6	19.8	18.0	8.9
	2020	79.2	60.6	81.6	n/a	43.7	n/a	22.8	21.9	17.6	9.1
	2021F	79.2	59.2	81.1	62.2	43.2	10.9	23.7	21.3	17.8	14.4
	2022F	79.5	61.5	81.4	62.9	43.1	15.4	23.7	21.9	17.9	16.0
OPM	2018	14.0	11.1	15.8	17.1	25.2	3.7	15.2	10.0	10.6	8.9
	2019	11.6	11.3	13.8	13.0	23.0	3.7	16.9	10.3	10.2	-5.1
	2020	11.6	12.3	15.6	5.2	24.5	n/a	18.0	13.4	12.1	-0.9
	2021F	12.5	12.0	15.0	8.9	24.3	3.4	15.6	13.7	12.1	5.1
	2022F	12.5	12.5	14.9	11.5	24.6	9.1	15.3	14.4	12.5	7.2
NPM	2018	6.1	5.4	10.6	11.6	22.2	2.5	12.5	6.5	8.8	3.8
	2019	6.4	5.3	9.5	9.1	21.1	2.0	12.4	6.9	9.2	-9.1
	2020	6.7	8.2	11.0	3.2	22.4	n/a	13.3	9.6	11.3	-4.5
	2021F	8.3	7.8	10.4	5.9	21.4	2.9	12.3	9.1	10.4	3.4
	2022F	8.3	8.2	10.4	7.6	21.8	7.7	11.9	9.6	10.6	4.1
PER	2018	22.7	36.5	22.2	35.1	29.2	45.5	12.2	10.2	13.2	44.4
	2019	17.7	33.0	18.1	30.7	16.7	60.2	15.0	12.4	10.9	n/a
	2020	14.2	21.9	13.2	90.0	12.7	n/a	19.1	10.7	12.3	n/a
	2021F	9.7	23.3	16.0	47.1	16.3	69.9	15.1	10.1	12.1	15.2
	2022F	9.0	21.1	15.7	32.3	14.8	20.5	12.3	8.5	9.7	10.2
PBR	2018	n/a	2.7	6.9	12.7	9.3	1.3	2.9	1.0	1.6	3.7
	2019	n/a	2.5	4.9	7.5	4.8	1.4	3.2	1.3	1.7	1.9
	2020	n/a	2.4	3.7	4.8	3.1	n/a	4.7	1.7	2.7	3.0
	2021F	n/a	2.2	n/a	4.1	3.4	2.7	3.7	1.5	2.6	2.2
	2022F	n/a	2.0	n/a	3.9	3.0	2.5	2.9	1.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	2018	14.2	16.7	12.9	24.4	24.3	36.7	9.2	14.1	8.0	24.8
	2019	13.3	14.2	10.4	21.6	13.9	40.4	10.0	15.1	9.3	n/a
	2020	11.3	13.2	7.5	51.8	9.9	n/a	13.2	12.1	12.2	n/a
	2021F	n/a	n/a	n/a	28.8	13.2	n/a	n/a	n/a	10.0	n/a
	2022F	n/a	n/a	n/a	20.8	11.3	n/a	n/a	n/a	9.2	n/a
ROE	2018	n/a	8.1	33.8	37.9	38.8	2.9	24.0	9.4	14.8	8.8
	2019	n/a	8.5	27.1	25.2	31.3	2.5	24.8	11.3	16.9	-22.0
	2020	n/a	12.0	31.4	4.7	25.1	n/a	27.7	16.8	24.0	-18.9
	2021F	n/a	9.7	n/a	9.8	22.3	3.8	26.3	15.6	22.8	15.5
	2022F	n/a	9.8	n/a	12.9	21.6	12.2	25.4	16.1	22.7	19.4
배당수익률	2018	n/a	0.9	n/a	0.4	3.6	0.3	0.6	0.9	0.7	n/a
	2019	n/a	0.9	n/a	0.4	3.6	0.3	0.6	0.9	0.7	n/a
	2020	n/a	0.9	n/a	0.4	3.6	0.3	0.6	0.9	0.7	n/a
	2021F	0.0	0.9	n/a	1.0	3.1	n/a	0.6	1.0	0.6	n/a
	2022F	0.0	1.0	n/a	1.8	3.5	n/a	0.7	1.1	0.6	n/a

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 33. 국내외 식자재유통업체 피어테이블

(십억원, %, 배)		맥도날드	스타벅스	SYSCO	양!브랜드	웬디스	줄리비푸드	잭인더박스	SPC삼립	교촌에프엔비	해마로푸드서비스	신세계푸드	CJ프레시웨이
국가	원	US	US	US	US	US	PH	US	SK	SK	SK	SK	SK
추가	원	259,512	126,886	90,652	128,882	23,868	4,133	128,624	73,900	18,350	3,690	71,800	23,650
시가총액	십억원	193,628	149,388	46,272	38,485	5,299	4,580	2,936	638	458	376	278	281
매출액	2018	23,139	27,073	64,486	6,260	1,750	3,367	953	2,201	339	259	1,279	2,828
	2019	24,904	30,576	68,246	6,524	1,992	4,045	1,096	2,499	380	289	1,320	3,055
	2020	22,653	28,085	63,221	6,666	2,045	n/a	1,220	2,543	448	286	1,240	2,479
	2021F	24,575	32,330	55,164	7,072	2,047	3,706	1,266	2,689	502	296	1,301	2,610
	2022F	26,001	34,960	65,397	7,516	2,112	4,355	1,264	2,830	577	315	1,414	2,773
매출총이익	2018	14,042	8,013	12,172	4,462	1,146	601	579	356	75	76	166	359
	2019	15,858	8,637	12,952	5,085	1,295	661	795	382	96	83	173	396
	2020	14,419	6,042	11,835	4,890	1,319	n/a	890	413	103	87	160	348
	2021F	13,086	22,447	10,227	5,025	1,349	579	446	384	123	90	165	371
	2022F	14,038	24,340	12,307	5,380	767	701	447	409	#VALUE!	95	185	398
영업이익	2018	9,710	4,253	2,541	2,527	275	193	256	60	20	21	28	51
	2019	10,573	4,704	2,645	2,250	296	146	233	47	39	19	22	58
	2020	8,638	1,865	896	1,773	310	n/a	275	51	41	26	8	-4
	2021F	10,369	5,394	1,629	2,286	361	156	301	64	54	32	16	43
	2022F	11,219	6,424	2,952	2,504	392	237	291	72	62	34	28	60
순이익	2018	6,520	4,949	1,571	1,697	506	172	133	42	11	17	9	14
	2019	7,024	4,151	1,901	1,508	160	145	109	20	30	14	4	5
	2020	5,579	1,109	258	1,066	139	n/a	107	-12	24	24	-22	-39
	2021F	7,041	3,780	771	1,370	176	102	165	41	40	27	9	7
	2022F	7,662	4,598	1,803	1,519	203	155	160	47	46	29	19	22
GPM	2018	60.7	29.6	18.9	71.3	65.5	17.8	60.7	16.2	22.0	29.4	13.0	12.7
	2019	63.7	28.2	19.0	77.9	65.0	16.3	72.6	15.3	25.3	28.6	13.1	13.0
	2020	63.7	21.5	18.7	73.4	64.5	n/a	73.0	16.2	22.9	30.3	12.9	14.0
	2021F	53.2	69.4	18.5	71.0	65.9	15.6	35.2	14.3	24.5	30.4	12.7	14.2
	2022F	54.0	69.6	18.8	71.6	36.3	16.1	35.4	14.5	n/a	30.2	13.1	14.4
OPM	2018	42.0	15.7	3.9	40.4	15.7	5.7	26.8	2.7	6.0	8.0	2.2	1.8
	2019	42.5	15.4	3.9	34.5	14.9	3.6	21.3	1.9	10.4	6.6	1.7	1.9
	2020	38.1	6.6	1.4	26.6	15.2	n/a	22.6	2.0	9.2	9.2	0.6	-0.1
	2021F	42.2	16.7	3.0	32.3	17.6	4.2	23.8	2.4	10.7	10.9	1.2	1.6
	2022F	43.1	18.4	4.5	33.3	18.5	5.4	23.1	2.5	10.7	10.8	1.9	2.2
NPM	2018	28.2	18.3	2.4	27.1	28.9	5.1	14.0	1.9	3.4	6.5	0.7	0.5
	2019	28.2	13.6	2.8	23.1	8.0	3.6	9.9	0.8	7.8	4.8	0.3	0.2
	2020	24.6	3.9	0.4	16.0	6.8	n/a	8.8	-0.5	5.3	8.3	-1.8	-1.6
	2021F	28.7	11.7	1.4	19.4	8.6	2.8	13.1	1.5	8.0	9.1	0.7	0.3
	2022F	29.5	13.2	2.8	20.2	9.6	3.5	12.7	1.7	8.0	9.2	1.3	0.8
PER	2018	24.1	21.1	21.8	53.9	26.1	38.6	20.9	24.5	n/a	13.4	38.9	23.0
	2019	25.3	31.1	19.9	28.3	37.5	36.7	22.1	35.0	n/a	21.4	62.5	66.0
	2020	31.8	71.9	26.0	31.1	38.9	n/a	17.7	n/a	17.6	23.0	n/a	n/a
	2021F	27.5	39.7	59.5	28.8	31.0	47.4	17.9	15.6	11.4	14.0	31.5	33.9
	2022F	25.1	32.7	25.6	25.3	26.3	31.1	17.3	13.5	9.9	12.9	14.9	12.3
PBR	2018	n/a	63.6	14.2	n/a	5.6	6.7	n/a	3.3	n/a	2.8	1.0	1.6
	2019	n/a	n/a	14.5	n/a	9.7	4.5	n/a	2.2	n/a	3.3	0.9	1.7
	2020	n/a	n/a	22.9	n/a	8.9	n/a	n/a	1.9	3.2	4.3	0.9	1.2
	2021F	n/a	n/a	26.0	n/a	8.3	3.3	n/a	1.8	n/a	3.1	0.9	1.7
	2022F	n/a	n/a	17.3	n/a	9.6	2.9	n/a	1.6	n/a	2.7	0.8	1.5
EV/EBITDA	2018	18.9	19.3	18.7	16.5	23.9	39.1	13.8	20.2	n/a	9.2	17.0	12.3
	2019	20.2	27.7	18.9	20.8	27.8	47.4	16.6	26.9	n/a	13.6	23.0	14.9
	2020	26.5	61.7	46.7	28.2	26.7	n/a	14.6	22.2	11.2	11.2	88.0	n/a
	2021F	23.7	32.5	35.5	22.4	25.2	45.5	17.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	2022F	21.8	27.6	19.2	20.3	23.4	29.1	18.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	2018	n/a	113.4	67.9	n/a	24.0	16.8	n/a	14.4	32.8	22.8	5.4	8.0
	2019	n/a	n/a	74.1	n/a	24.0	8.6	n/a	6.5	44.7	20.0	4.6	5.3
	2020	n/a	n/a	56.4	n/a	24.0	n/a	n/a	-3.2	20.3	21.4	0.3	-13.5
	2021F	-122.8	-45.4	44.7	-16.5	27.8	7.1	-11.4	12.9	21.0	23.9	2.8	4.1
	2022F	-43.9	-61.9	101.9	-16.9	34.7	10.5	-11.5	13.5	19.9	22.3	5.8	12.4
배당수익률	2018	2.2	1.5	2.2	1.7	1.2	0.7	1.0	1.5	1.1	0.8	1.0	n/a
	2019	2.2	1.5	2.2	1.7	1.2	0.7	1.0	1.5	1.1	0.8	1.0	n/a
	2020	2.2	1.5	2.2	1.7	1.2	0.7	1.0	1.5	1.1	0.8	1.0	n/a
	2021F	2.3	1.8	2.3	1.8	1.8	0.8	1.4	1.5	n/a	2.2	1.1	1.0
	2022F	2.4	1.9	2.4	1.9	2.1	1.1	1.6	1.5	n/a	2.4	1.1	1.0

주: 2021.04.09기준, 출처: Kakaopay Securities Research

기업분석

▶음식료(가공식품)

롯데제과 (280360)	18
CJ제일제당 (097950)	21
KT&G (033780)	24
오리온 (271560)	27
롯데칠성 (005300)	30
하이트진로 (000080)	33
롯데푸드 (002270)	36
풀무원 (017810)	39
SPC삼립 (005610)	42
농심 (004370)	45

▶건강기능식품

서흥 (008490)	48
노바렉스 (194700)	51
콜마비엔에이치 (200130)	54
코스맥스엔비티 (222040)	57

▶식자재유통

CJ프레시웨이 (051500)	60
------------------	----

롯데제과(280360.KS)

국내 비용절감 순항, 해외 개선 궤속

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	190,000원(유지)
현재주가(04/09)	138,500원
목표수익률	37.2%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

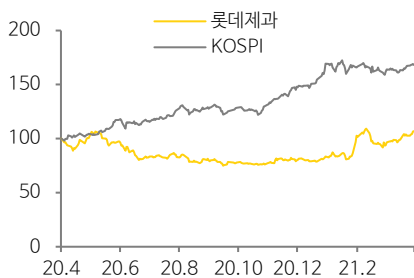
Trading Data

시가총액(십억원)	888.7
발행주식수(백만주)	6.4
외국인 지분율(%)	17.1
52주 고가(원)	145,500
52주 저가(원)	96,800
60일 거래대금(억원)	29.3

주요주주 지분율(%)

롯데지주(외 12인)	77.0
First Eagle Investment Management	5.0

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.8	37.1	10.4
상대주가	5.6	6.2	(60.2)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 5286억원(yoy +5.3%), 영업이익 266억원(yoy +39%, opm 5.0%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다.

1)국내: 건과 매출은 소폭 감소한 반면, 빙과 매출이 성장하며 국내 매출은 3676억원(yoy +0.4%)으로 전망한다. 건과의 경우 1)판가 정상화 및 SKU합리화, 2)주요 이벤트데이의 효과 반감하며 외형 성장은 제한적이었다. 껌, 캔디, 파이류 전반적으로 부진했으나, 초코과자류의 신제품 등은 판매 호조를 보였고, 신유통채널 확대, 거래처 판가 정상화 작업으로 국내 부문 수익성 개선이 이어졌다. 빙과는 전년도에 이어 가정 내 수요 확대 영향, 아이스크림 전문점, 온라인 등 판매 채널 확대로 외형 성장이 이어지고 있다. 이외 건과는 주력 제품 광고 효과 등으로 고성장, 제빵은 양산빵의 외형성장이 나타났으나 적자 규모는 유지되고 있는 것으로 판단된다.

2)해외: 해외 연결제거 전 매출은 1610억원(yoy +18.6%)으로 코로나 영향에서 빠르게 회복하며 성장한 것으로 전망한다. 파키스탄 파이 매출 성장하며 초코파이 라인 가동률 상승 및 원가 개선 노력으로 수익성 개선이 기대되고, 인도는 건과 및 빙과 모두 고성장하며 코로나19의 영향에서 빠르게 회복, 19년 매출보다도 성장하는 모습을 보이고 있다. 정치적 이슈가 있는 미얀마는 다소 부진, 카자흐스탄은 정체, 벨기에에는 면세점 채널의 부진을 리테일 채널에서의 성장으로 만회하려하나 관련 영업비용이 증가한 모습이다.

투자의견 Buy, 목표주가 19만원 유지

롯데제과에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 글로벌 제과회사들의 21년 실적 기준 PER 평균이 20배를 유지하는 가운데, 롯데제과의 국내외 시장지위와 아직 상대적으로 경쟁사 대비 낮은 수익성을 감안해 30%할인한 15배를 목표배수로 적용했다. 현재주가는 21년 실적기준 PER 11배에 불과해 밸류에이션 매력도도 높다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,093.0	2,076.0	2,198.1	2,273.9	2,354.5
증감률 YoY	23.5	(0.8)	5.9	3.5	3.5
영업이익	97.3	112.6	141.1	148.1	152.8
영업이익률	4.7	5.4	6.4	6.5	6.5
지배주주순이익	38.1	41.0	85.8	91.7	95.7
EPS(원)	5,948	6,387	13,370	14,293	14,919
EPS 증감률 YoY	167.4	7.4	109.3	6.9	4.4
P/E	25.1	21.7	10.4	9.7	9.3
EV/EBITDA	7.3	6.0	5.2	4.7	4.3
ROE	3.2	3.3	6.7	6.8	6.6
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 34. 롯데제과 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	501.8	497.0	555.9	521.4	528.6	526.2	589.3	554.0	1,694.5	2,093.0	2,076.0	2,198.1
YoY	2.0%	-8.9%	2.9%	1.2%	5.3%	5.9%	6.0%	6.3%	흑전	23.5%	-0.8%	5.9%
1. 국내(별도)	366.0	388.0	414.0	363.3	367.6	394.9	421.3	368.3	1,586.1	1,530.0	1,531.3	1,552.0
YoY	-0.3%	-3.5%	1.5%	2.9%	0.4%	1.8%	1.8%	1.4%	흑전	-3.5%	0.1%	1.4%
1) 건과	267.4	236.1	251.3	262.5	264.7	236.1	251.3	262.5	1,037.5	1,024.0	1,017.4	1,041.0
2) 병과	59.5	112.6	119.3	56.7	61.3	116.0	122.8	58.4	331.0	327.9	348.1	363.0
3) 건강	4.9	7.1	7.3	6.5	7.3	10.7	11.0	9.8	13.3	14.5	25.9	40.0
4) 제빵	25.4	23.1	23.6	27.5	25.4	23.1	23.6	27.5	149.5	113.9	99.6	100.0
5) 기타	8.8	9.1	12.6	10.1	8.8	9.1	12.6	10.1	0.0	48.5	39.0	6.7
2. 해외 연결법인/조정	135.8	109.0	141.9	158.1	161.0	131.3	168.0	185.7	108.4	563.0	544.7	646.1
YoY	8.8%	-24.2%	7.3%	-2.6%	18.6%	20.5%	18.4%	17.5%		419.4%	-3.2%	18.6%
1) 카자흐스탄(라하트)	44.8	37.7	43.5	52.3	47.3	39.7	45.9	55.1	189.3	192.8	178.3	188.0
2) 파키스탄(콜슨)	20.0	23.5	21.8	21.4	21.6	25.3	23.6	23.0	103.7	91.9	86.7	93.5
3) 벨기에(길리안)	22.1	10.1	22.5	34.8	23.0	10.6	23.4	36.2	111.5	105.4	89.6	93.2
4) 인도건과	14.4	10.9	16.6	16.3	15.7	11.9	18.1	17.7	67.9	69.8	58.2	63.3
5) 인도빙과(하브모어)	16.6	11.7	16.8	13.7	23.6	16.6	23.8	19.4	90.7	102.0	58.7	83.4
6) 러시아	13.3	10.8	14.5	13.4	15.0	12.2	16.3	15.1	20.6	51.4	52.1	58.5
7) 미얀마	7.3	7.1	7.4	8.2	7.9	7.6	8.0	8.8	0.0	30.2	30.0	32.3
8) 중국청도	3.5	4.7	4.9	5.5	4.4	5.9	6.1	6.9	10.5	15.5	18.5	23.3
9) 싱가포르	2.6	1.5	2.9	3.4	2.7	1.5	3.0	3.5	12.4	10.8	10.3	10.6
매출 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 국내(별도)	72.9	78.1	74.5	69.7	69.5	75.1	71.5	66.5	93.6	73.1	73.8	70.6
2. 해외 연결법인/조정	27.1	21.9	25.5	30.3	30.5	24.9	28.5	33.5	6.4	26.9	26.2	29.4
영업이익	18.4	25.5	47.8	20.9	26.6	33.7	49.8	31.0	64.4	97.3	112.6	141.1
YoY	21.5%	-7.0%	23.8%	28.8%	44.5%	32.5%	4.1%	48.4%	665.2%	51.2%	15.6%	25.4%
영업이익률	3.7%	5.1%	8.6%	4.0%	5.0%	6.4%	8.4%	5.6%	3.8%	4.7%	5.4%	6.4%
1. 국내(별도)	13.8	23.8	35.6	13.3	19.2	28.8	36.1	22.6	59.9	63.5	86.6	106.7
YoY	41.0%	37.7%	21.3%	88.7%	39.2%	20.9%	1.3%	69.7%	흑전	6.0%	36.3%	23.2%
영업이익률	3.8%	6.1%	8.6%	3.7%	5.2%	7.3%	8.6%	6.1%	3.8%	4.2%	5.7%	6.9%
2. 해외 연결법인/조정	4.6	1.6	12.2	7.6	7.4	4.9	13.6	8.5	4.5	33.8	26.0	34.4
YoY	-14.1%	-83.8%	31.9%	-17.1%	60.6%	202.4%	12.3%	11.2%		656.0%	-23.2%	32.4%
영업이익률	3.4%	1.5%	8.6%	4.8%	4.6%	3.8%	8.1%	4.6%	4.1%	6.0%	4.8%	5.3%
영업이익 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 국내(별도)	75.1	93.6	74.6	63.6	72.3	85.4	72.6	72.7	93.1	65.3	76.9	75.6
2. 해외 연결법인/조정	24.9	6.4	25.4	36.4	27.7	14.6	27.4	27.3	6.9	34.7	23.1	24.4
순이익	0.1	17.2	27.5	-3.2	12.8	18.4	30.8	16.3	8.4	41.6	41.7	78.3
YoY	-98.5%	13.5%	1.5%	적지	9236.4%	6.7%	11.9%	흑전	332.2%	394.5%	0.2%	87.8%
순이익률	0.0%	3.5%	5.0%	-0.6%	2.4%	3.5%	5.2%	2.9%	0.5%	2.0%	2.0%	3.6%
1. 국내(별도)	9.5	20.4	22.7	-16.0	11.0	11.8	12.6	11.0	16.8	11.1	36.5	46.6
YoY	415.2%	48.9%	7.1%	적지	16.4%	-41.9%	-44.3%	흑전	4.6%	-34.2%	230.3%	27.5%
순이익률	2.6%	5.3%	5.5%	-4.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	1.1%	0.7%	2.4%	3.0%
2. 해외 연결법인/조정	-9.3	-3.1	4.9	12.8	1.8	6.5	18.2	5.3	-8.4	30.6	5.2	31.8
YoY	적전	적전	-18.3%	-19.7%	흑전	흑전	274.5%	-58.9%	적지	흑전	-83.0%	511.4%
순이익률	-6.9%	-2.9%	3.4%	8.1%	1.1%	5.0%	10.8%	2.8%	-7.7%	5.4%	1.0%	4.9%
지배주주순이익	-0.1	18.2	26.4	-3.5	14.0	20.1	33.7	17.9	9.4	38.1	41.0	85.8
YoY	적전	20.4%	4.3%	적지	흑전	10.6%	27.9%	흑전	361.9%	306.5%	7.7%	109.3%
순이익률	0.0%	3.7%	4.7%	-0.7%	2.7%	3.8%	5.7%	3.2%	0.6%	1.8%	2.0%	3.9%
시가총액									635.6	959.3	654.5	853.4
PER									67.9	25.2	16.0	9.9

출처: 롯데제과, Kakaopay Securities Research

롯데제과 (280360) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	771.1	922.1	1,013.2	1,134.5	1,254.2
현금성자산	268.2	433.2	494.6	598.0	698.6
매출채권	234.9	223.5	237.5	245.6	254.2
재고자산	235.1	224.2	238.2	246.3	255.0
비유동자산	1,945.1	1,876.4	1,885.0	1,865.3	1,852.3
투자자산	224.8	207.6	216.1	224.8	234.0
유형자산	1,314.8	1,274.3	1,274.5	1,246.2	1,224.2
무형자산	405.5	394.4	394.4	394.2	394.1
자산총계	2,716.2	2,798.4	2,898.2	2,999.8	3,106.5
유동부채	500.9	593.3	608.8	619.9	631.6
매입채무	163.7	172.9	183.8	190.0	196.7
유동성이자부채	225.4	305.7	305.7	305.7	305.7
비유동부채	914.5	868.6	877.3	886.4	895.9
비유동이자부채	709.1	653.5	653.5	653.5	653.5
부채총계	1,415.4	1,461.9	1,486.1	1,506.3	1,527.5
자본금	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	1,178.5	1,178.5	1,178.5	1,178.5	1,178.5
이익잉여금	36.1	67.9	143.4	224.9	310.4
자본조정	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
자기주식	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
자본총계	1,300.8	1,336.5	1,412.1	1,493.5	1,579.0
투하자본	1,967.1	1,862.5	1,876.6	1,854.7	1,839.6
순차입금	666.4	526.0	464.6	361.2	260.6
ROA	1.4	1.5	3.0	3.1	3.1
ROE	3.2	3.3	6.7	6.8	6.6
ROIC	4.1	4.4	5.8	6.2	6.4

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	191.0	186.8	201.0	213.4	214.2
당기순이익	41.6	41.7	78.3	83.7	87.4
자산상각비	124.6	123.1	120.7	119.4	116.3
운전자본증감	(25.9)	40.0	(14.2)	(6.9)	(7.4)
매출채권감소(증가)	5.3	36.8	(14.0)	(8.1)	(8.6)
재고자산감소(증가)	13.1	13.2	(14.0)	(8.1)	(8.6)
매입채무증가(감소)	(10.0)	(7.9)	10.8	6.3	6.7
투자현금	(194.7)	(53.1)	(134.9)	(105.5)	(109.3)
단기투자자산감소	(40.9)	(71.1)	(5.6)	(5.8)	(6.0)
장기투자증권감소	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(78.7)	(85.7)	(120.1)	(90.4)	(93.6)
유무형자산감소	1.5	12.9	(0.8)	(0.6)	(0.6)
재무현금	17.1	(28.0)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
차입금증가	71.4	18.6	0.0	0.0	0.0
자본증가	(9.6)	(8.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
배당금지급	9.6	8.3	10.3	10.3	10.3
현금 증감	17.6	80.2	55.9	97.6	94.6
총현금흐름(Gross CF)	235.7	242.7	215.2	220.2	221.5
(-) 운전자본증가(감소)	(4.9)	(26.2)	14.2	6.9	7.4
(-) 설비투자	78.7	85.7	120.1	90.4	93.6
(+) 자산매각	1.5	12.9	(0.8)	(0.6)	(0.6)
Free Cash Flow	163.4	196.0	80.1	122.4	120.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	163.4	196.0	80.1	122.4	120.0

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,093.0	2,076.0	2,198.1	2,273.9	2,354.5
증가율 (Y-Y,%)	23.5	(0.8)	5.9	3.5	3.5
영업이익	97.3	112.6	141.1	148.1	152.8
증가율 (Y-Y,%)	51.2	15.6	25.4	4.9	3.2
EBITDA	221.9	235.6	261.8	267.5	269.1
영업외손익	(44.7)	(56.6)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
순이자수익	(17.4)	(17.2)	(14.4)	(14.0)	(13.5)
외화관련손익	1.0	(17.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	52.6	55.9	101.1	108.1	112.8
당기순이익	41.6	41.7	78.3	83.7	87.4
지배기업당기순이익	38.1	41.0	85.8	91.7	95.7
증가율 (Y-Y,%)	394.5	0.2	87.8	6.9	4.4
NOPLAT	77.0	83.9	109.3	114.7	118.4
(+) Dep	124.6	123.1	120.7	119.4	116.3
(-) 운전자본투자	(4.9)	(26.2)	14.2	6.9	7.4
(-) Capex	78.7	85.7	120.1	90.4	93.6
OpFCF	127.8	147.5	95.7	136.9	133.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	72.5	9.1	2.8	4.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	137.4	29.9	15.0	10.7
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	105.5	20.7	6.4	4.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	177.7	110.3	26.2	28.0
영업이익률(%)	4.7	5.4	6.4	6.5	6.5
EBITDA마진(%)	10.6	11.3	11.9	11.8	11.4
순이익률(%)	2.0	2.0	3.6	3.7	3.7

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	5,948	6,387	13,370	14,293	14,919
BPS	188,501	193,467	205,237	217,929	231,249
DPS	1,300	1,600	1,600	1,600	1,600
Multiples(x,%)					
PER	25.1	21.7	10.4	9.7	9.3
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	7.3	6.0	5.2	4.7	4.3
배당수익률	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
PCR	4.1	3.7	4.1	4.0	4.0
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	108.8	109.4	105.2	100.9	96.7
Net debt/Equity	51.2	39.4	32.9	24.2	16.5
Net debt/EBITDA	300.3	223.3	177.5	135.0	96.8
유동비율	153.9	155.4	166.4	183.0	198.6
이자보상배율	5.6	6.5	9.8	10.6	11.3
이자비용/매출액	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
자산구조					
투하자본(%)	80.0	74.4	72.5	69.3	66.4
현금+투자자산(%)	20.0	25.6	27.5	30.7	33.6
자본구조					
차입금(%)	41.8	41.8	40.5	39.1	37.8
자기자본(%)	58.2	58.2	59.5	60.9	62.2

CJ제일제당(097950.KS)

전 사업부 실적 호조 전망

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	520,000원(유지)
현재주가(04/09)	420,000원
목표수익률	23.8%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

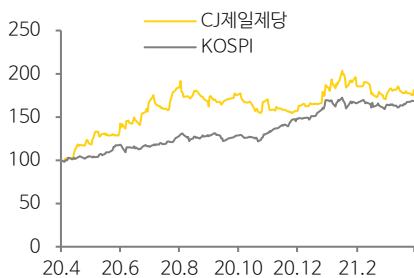
Trading Data

시가총액 (십억원)	6,322.8
발행주식수 (백만주)	15.1
외국인 지분율 (%)	25.0
52주 고가 (원)	474,000
52주 저가 (원)	226,500
60일 거래대금(억원)	322.7

주요주주 지분율(%)

CJ(외 9인)	45.5
국민연금공단(외 1인)	11.0

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.9	3.6	76.1
상대주가	0.7	(27.4)	5.5

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 6.1조원(yoy +5.9%), 영업이익 3208억원(yoy +16.3%, opm 5.2%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. **1)식품:** 매출액 2.3조원(yoy +4.7%), 영업이익 1385억원(yoy +19%, opm 5.9%)으로 실적 성장할 전망이다. 국내가공은 HMR, 핫반, 만두 등 주력 제품 판매 호조가 이어지고 내식수요/온라인 식품 시장 성장 등 수요 변화에 따른 외형 성장으로 매출 성장이 기대된다. 코로나19와, 설시점차이에 따른 기저효과도 성장에 다소 기여했으나, 비용 컨트롤에 따른 수익성 개선도 유지되고 있다. 국내소재는 저수익처 디마케팅 이어지나 매출 감속폭이 줄어들었으며, 역시 설시점차이 효과로 손익기여는 다소 올라갈 전망이다. 해외가공은 규모 성장, 전년 베이스 부담, 환율 하락으로 외형 성장률은 감소할 전망이다. 미국은 쉬완스의 B2B 채널 기저부담에도 피자, 아시안푸드 등 주력 제품 점유율 상승과 CJ푸드의 그로서리 채널 입점확대로 한자리 수 성장이 기대된다. 중국은 한국형 프리미엄 HMR제품 판매증가로 두자리 성장을 이어가고 있고, 베트남과 일본 등 이외 글로벌 국가 판매도 증가하고 있다. **2)바이오:** 매출액 7083억원(yoy +4.5%), 영업이익 653억원(yoy +28%, opm 9.2%)으로 전망한다. 중국에서 사료, 식품 첨가제 수요가 증가하며 업황이 긍정적이고, 수요와 원재료가격 상승에 따른 판가 인상도 실적 성장에 기여한 것으로 파악된다. 다만 환율 하락의 부정적 영향은 상존한다. **3)Feed&Care:** 매출액 5447억원(yoy +0.2%), 영업이익 490억원(yoy -7%, opm 9.0%)으로 전년도 높은 기저부담에도 베트남 돈가가 유지되고 명절 수요 증가, 인니 육계 가격 상승 등으로 전년 수준의 이익레벨을 유지할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 52만원 유지

CJ제일제당에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 지난해 수익성장에 따른 가공식품업체들의 기저부담으로 낮아진 실적 성장에 따라 음식료 지수 평균 PER은 13배로 하락했으나, CJ제일제당의 시장 지위와 국내외 외형 확장을 고려해 프리미엄을 적용했다. 21년 실적 기준 동사의 PER은 11.6배에 불과하다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	22,352.5	24,245.7	25,554.3	26,624.5	27,833.3
증감률 YoY	19.7	8.5	5.4	4.2	4.5
영업이익	896.9	1,359.6	1,446.5	1,490.4	1,556.0
영업이익률	4.0	5.6	5.7	5.6	5.6
지배주주순이익	152.5	685.6	523.2	576.7	636.1
EPS(원)	10,133	45,228	34,400	37,949	41,851
EPS 증감률 YoY	(82.9)	346.3	(23.9)	10.3	10.3
P/E	24.9	9.3	12.2	11.1	10.0
EV/EBITDA	6.2	5.9	5.8	5.5	5.2
ROE	3.2	13.2	9.1	9.3	9.4
P/B	0.8	1.2	1.2	1.1	1.0

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 35. CJ제일제당 실적테이블

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	6,173.8	6,268.7	6,627.0	6,484.7	18,670.1	22,352.5	24,245.7	25,554.3
YoY	16.2%	7.4%	8.3%	3.2%	5.9%	5.9%	4.5%	5.4%	13.3%	19.7%	8.5%	5.4%
1. 식품부문	2,260.6	2,191.0	2,389.1	2,128.1	2,366.0	2,275.8	2,478.2	2,250.9	5,271.7	8,010.5	8,968.8	9,371.0
YoY	31.4%	12.1%	7.4%	0.8%	4.7%	3.9%	3.7%	5.8%	3.6%	52.0%	12.0%	4.5%
1-1. 가공식품	1,837.4	1,762.9	1,918.2	1,765.6	1,935.2	1,854.7	2,017.6	1,861.9	3,438.1	6,251.2	7,284.1	7,669.4
YoY	44.7%	14.7%	9.5%	4.4%	5.3%	5.2%	5.2%	5.5%	9.9%	81.8%	16.5%	5.3%
1) 국내	798.8	714.4	897.8	743.4	831.8	744.7	934.6	777.5	2,794.0	3,097.9	3,154.4	3,288.5
2) 해외	1,038.6	1,048.5	1,020.4	1,022.2	1,103.4	1,110.1	1,083.1	1,084.4	678.3	3,153.3	4,129.7	4,380.9
①쉬완스	742.6	722.8	664.6	702.2	764.9	744.5	684.5	723.3	0.0	2,198.5	2,832.2	2,917.2
②글로벌	296.0	325.7	355.8	320.0	338.5	365.6	398.5	361.1	678.3	954.8	1,297.5	1,463.8
1-2. 소재식품	423.2	428.1	470.9	362.5	430.8	421.1	460.6	389.1	1,833.6	1,759.3	1,684.7	1,701.5
YoY	-6.0%	2.4%	-0.3%	-13.4%	1.8%	-1.6%	-2.2%	7.3%	-6.5%	-4.1%	-4.2%	1.0%
2. 생명공학부문	1,221.1	1,269.8	1,359.3	1,344.8	1,253.0	1,287.6	1,392.0	1,392.0	5,003.5	4,756.3	5,195.0	5,324.7
YoY	12.0%	3.1%	11.3%	10.9%	2.6%	1.4%	2.4%	3.5%	4.4%	-4.9%	9.2%	2.5%
2-1. 바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	708.3	782.3	828.7	852.8	2,715.7	2,763.1	2,981.7	3,172.0
YoY	15.0%	0.1%	7.3%	10.9%	4.5%	5.3%	7.4%	8.0%	25.3%	1.7%	7.9%	6.4%
2-2. Feed & Care	543.4	526.9	588.0	555.0	544.7	505.3	563.4	539.3	2,173.2	1,993.2	2,213.3	2,152.7
YoY	8.5%	7.7%	17.0%	10.8%	0.2%	-4.1%	-4.2%	-2.8%	2.9%	-8.3%	11.0%	-2.7%
3. 물류(CJ대한통운)	2,515.4	2,650.0	2,774.5	2,841.3	2,718.1	2,871.2	2,932.1	3,013.3	9,219.7	10,415.1	10,781.1	11,534.7
YoY	3.4%	4.5%	5.8%	0.5%	8.1%	8.3%	5.7%	6.1%	29.7%	13.0%	3.5%	7.0%
기타 및 연결조정	-166.1	-189.9	-180.4	-162.7	-163.3	-165.8	-175.3	-171.5	-824.8	-829.4	-699.2	-676.0
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.6	320.8	355.4	411.2	359.0	832.7	896.9	1,359.6	1,446.5
YoY	54.1%	119.5%	47.5%	9.9%	16.3%	-7.6%	2.3%	21.0%	7.2%	7.7%	51.6%	6.4%
영업이익률	4.7%	6.5%	6.3%	4.8%	5.2%	5.7%	6.2%	5.5%	4.5%	4.0%	5.6%	5.7%
1. 식품부문	116.3	126.4	175.8	91.5	138.5	146.4	178.8	110.2	357.5	342.1	510.0	573.9
YoY	15.3%	134.1%	33.7%	64.3%	19.1%	15.8%	1.7%	20.4%	20.2%	-4.3%	49.1%	12.5%
영업이익률	5.1%	5.8%	7.4%	4.3%	5.9%	6.4%	7.2%	4.9%	6.8%	4.3%	5.7%	6.1%
1-1. 가공식품	97.3	109.3	142.8	87.9	119.1	130.5	147.0	105.8	260.7	255.7	437.2	502.4
YoY	27.0%	203.3%	52.4%	77.8%	22.5%	19.4%	2.9%	20.4%	-16.5%	-1.9%	71.0%	14.9%
영업이익률	5.3%	6.2%	7.4%	5.0%	6.2%	7.0%	7.3%	5.7%	7.6%	4.1%	6.0%	6.6%
1) 국내	54.5	66.9	93.0	43.4	60.2	71.5	90.3	48.5	260.7	214.7	257.8	270.5
2) 해외	42.8	42.4	49.8	44.5	59.0	59.0	56.7	57.3		41.0	179.5	231.9
①쉬완스	28.0	26.1	32.0	28.5	41.0	39.6	35.5	38.2		41.0	114.6	154.4
②글로벌	14.8	16.3	17.8	16.0	17.9	19.4	21.1	19.1		0.0	64.9	77.6
1-2. 소재식품	19.0	17.1	33.0	3.6	19.4	15.8	31.8	4.4	96.8	86.4	72.8	71.5
2. 생명공학부문	103.8	175.2	135.9	116.6	114.3	106.8	121.7	127.4	259.7	260.0	531.5	470.2
YoY	143.1%	239.9%	175.2%	0.2%	10.1%	-39.1%	-10.4%	9.3%	34.1%	0.1%	104.4%	-11.5%
영업이익률	8.5%	13.8%	10.0%	8.7%	9.1%	8.3%	8.7%	9.2%	5.2%	5.5%	10.2%	8.8%
2-1. 바이오	51.1	110.9	79.2	71.0	65.3	71.4	93.5	100.5	194.1	232.8	312.2	330.7
YoY	-2.5%	86.8%	51.1%	3.5%	27.8%	-35.6%	18.1%	41.5%	42.1%	19.9%	34.1%	5.9%
영업이익률	7.5%	14.9%	10.3%	9.0%	9.2%	9.1%	11.3%	11.8%	7.1%	8.4%	10.5%	10.4%
2-2. Feed & Care	52.7	64.3	56.7	45.6	49.0	35.4	28.2	27.0	53.6	27.3	219.3	139.5
YoY	흑전	흑전	흑전	-4.6%	-7.0%	-45.0%	-50.3%	-40.9%	흑전	-49.1%	704.6%	-36.4%
영업이익률	9.7%	12.2%	9.6%	8.2%	9.0%	7.0%	5.0%	5.0%	2.5%	1.4%	9.9%	6.5%
3. 물류(CJ대한통운)	58.2	83.9	92.5	90.8	70.3	102.9	112.8	123.7	242.7	307.2	325.3	409.7
YoY	28.3%	16.8%	4.3%	-10.4%	20.8%	22.7%	21.9%	36.3%	3.0%	26.6%	5.9%	25.9%
영업이익률	2.3%	3.2%	3.3%	3.2%	2.6%	3.6%	3.8%	4.1%	2.6%	2.9%	3.0%	3.6%
순이익	451.9	158.0	189.2	-12.7	144.6	169.5	209.7	172.1	925.4	191.0	786.4	695.9
YoY	1003.9%	300.1%	1007.7%	작전	-68.0%	7.3%	10.8%	흑전	124.2%	-79.4%	311.7%	-11.5%
순이익률	7.8%	2.7%	3.0%	-0.2%	2.3%	2.7%	3.2%	2.7%	5.0%	0.9%	3.2%	2.7%

대한통운제외	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	3,481.7	3,460.8	3,748.4	3,472.9	3,619.0	3,563.4	3,870.2	3,643.0	10,275.2	12,766.8	14,163.8	14,695.6
YoY	23.9%	8.6%	8.8%	4.5%	3.9%	3.0%	3.3%	4.9%	3.9%	24.2%	10.9%	3.8%
영업이익	220.1	301.6	311.7	208.1	252.8	253.1	300.5	237.6	617.2	602.1	1,041.5	1,044.1
YoY	53.3%	185.7%	72.3%	20.9%	14.9%	-16.1%	-3.6%	14.2%	25.7%	-2.4%	73.0%	0.2%
영업이익률	6.3%	8.7%	8.3%	6.0%	7.0%	7.1%	7.8%	6.5%	6.0%	4.7%	7.4%	7.1%

출처: CJ제일제당, Kakaopay Securities Research

CJ제일제당 (097950) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,943.0	8,004.3	8,524.1	9,047.2	9,750.2
현금성자산	1,756.1	2,402.8	2,628.5	2,887.3	3,325.8
매출채권	2,985.6	2,696.5	2,842.6	2,971.7	3,100.3
재고자산	2,018.3	2,211.7	2,331.5	2,437.4	2,542.9
비유동자산	18,337.6	18,601.6	18,601.7	18,627.9	18,736.6
투자자산	2,709.5	2,888.2	3,005.5	3,127.5	3,254.5
유형자산	10,817.9	10,821.0	10,710.7	10,620.5	10,603.3
무형자산	4,810.2	4,892.4	4,885.5	4,879.9	4,878.8
자산총계	26,280.6	26,606.0	27,125.9	27,675.1	28,486.8
유동부채	8,022.2	8,147.8	8,347.0	8,528.1	8,709.9
매입채무	3,020.5	3,081.9	3,248.9	3,396.4	3,543.4
유동성이자부채	3,314.6	4,272.5	4,272.5	4,272.5	4,272.5
비유동부채	8,596.9	8,262.7	8,117.5	7,974.6	8,034.0
비유동이자부채	6,920.3	6,911.5	6,711.5	6,511.5	6,511.5
부채총계	16,799.2	16,410.5	16,464.6	16,502.7	16,744.0
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
이익잉여금	3,786.4	4,415.4	4,881.2	5,392.3	5,962.8
자본조정	(296.4)	(296.4)	(296.4)	(296.4)	(296.4)
자기주식	(100.3)	(100.3)	(100.3)	(100.3)	(100.3)
자본총계	9,481.5	10,195.5	10,661.3	11,172.4	11,742.8
투자자본	17,704.7	18,765.1	18,796.7	18,840.0	18,962.7
순차입금	8,478.8	8,781.2	8,355.5	7,896.6	7,458.2
ROA	0.7	2.6	1.9	2.1	2.3
ROE	3.2	13.2	9.1	9.3	9.4
ROIC	3.2	5.0	5.5	5.7	5.9

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	2,143.1	1,948.3	1,621.3	1,710.2	1,743.1
당기순이익	191.0	786.4	695.9	727.5	774.7
자산상각비	1,110.4	1,224.0	1,139.4	1,160.9	1,131.6
운전자본증감	607.0	(214.1)	(94.9)	(83.2)	(82.7)
매출채권감소(증가)	108.9	(272.5)	(146.1)	(129.1)	(128.6)
재고자산감소(증가)	(316.0)	(224.1)	(119.8)	(105.9)	(105.5)
매입채무증가(감소)	504.1	125.0	167.0	147.5	147.0
투자현금	(3,189.9)	(507.9)	(1,183.2)	(1,232.6)	(1,287.8)
단기투자자산감소	(900.2)	324.2	(45.0)	(46.8)	(48.7)
장기투자증권감소	0.0	(2.7)	(7.3)	(7.7)	(8.0)
설비투자	(1,553.9)	(907.4)	(962.0)	(1,002.3)	(1,047.8)
유무형자산감소	256.1	(36.2)	(60.1)	(62.7)	(65.5)
재무현금	1,228.7	(825.6)	(257.4)	(265.6)	(65.6)
차입금증가	236.6	(497.5)	(200.0)	(200.0)	0.0
자본증가	(93.8)	(56.1)	(57.4)	(65.6)	(65.6)
배당금지급	93.8	56.1	57.4	65.6	65.6
현금 증감	143.4	603.7	180.7	212.0	389.7
총현금흐름(Gross CF)	1,915.2	2,376.8	1,716.2	1,793.4	1,825.8
(-) 운전자본증가(감소)	(609.0)	426.9	94.9	83.2	82.7
(-) 설비투자	1,553.9	907.4	962.0	1,002.3	1,047.8
(+) 자산매각	256.1	(36.2)	(60.1)	(62.7)	(65.5)
Free Cash Flow	1,226.4	1,006.3	599.1	645.2	629.8
(-) 기타투자	0.0	2.7	7.3	7.7	8.0
잉여현금	1,226.4	1,003.6	591.8	637.5	621.8

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회식 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	22,352.5	24,245.7	25,554.3	26,624.5	27,833.3
증가율 (Y-Y,%)	19.7	8.5	5.4	4.2	4.5
영업이익	896.9	1,359.6	1,446.5	1,490.4	1,556.0
증가율 (Y-Y,%)	7.7	51.6	6.4	3.0	4.4
EBITDA	2,007.3	2,583.6	2,585.8	2,651.3	2,687.6
영업외손익	(558.1)	(181.1)	(480.0)	(480.0)	(480.0)
순이자수익	(362.3)	(385.9)	(333.1)	(220.0)	(214.9)
외화관련손익	6.5	(13.2)	(33.8)	(33.2)	(33.2)
지분법손익	12.6	13.5	1.3	1.3	1.3
세전계속사업손익	338.8	1,178.5	966.5	1,010.4	1,076.0
당기순이익	191.0	786.4	695.9	727.5	774.7
지배기업당기순이익	152.5	685.6	523.2	576.7	636.1
증가율 (Y-Y,%)	(79.4)	311.7	(11.5)	4.5	6.5
NOPLAT	505.7	907.2	1,041.5	1,073.1	1,120.3
(+) Dep	1,110.4	1,224.0	1,139.4	1,160.9	1,131.6
(-) 운전자본투자	(609.0)	426.9	94.9	83.2	82.7
(-) Capex	1,553.9	907.4	962.0	1,002.3	1,047.8
OpFCF	671.2	796.9	1,123.9	1,148.5	1,121.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.4	13.7	11.0	6.0	4.7
영업이익증가율(3Yr)	2.1	20.5	20.2	18.4	4.6
EBITDA증가율(3Yr)	13.4	24.4	20.6	9.7	1.3
순이익증가율(3Yr)	(18.6)	24.0	(9.1)	56.2	(0.5)
영업이익률(%)	4.0	5.6	5.7	5.6	5.6
EBITDA마진(%)	9.0	10.7	10.1	10.0	9.7
순이익률(%)	0.9	3.2	2.7	2.7	2.8

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	2,224	5,948	5,987	12,015	14,053
BPS	279,110	188,501	193,066	203,481	215,933
DPS	1,300	1,300	1,600	1,600	1,600
Multiples(x,%)					
PER	67.9	25.1	22.0	10.9	9.4
PBR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	8.3	7.3	5.8	5.0	4.3
배당수익률	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2
PCR	4.1	4.1	3.5	4.1	3.9
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	102.1	108.8	109.6	106.0	101.8
Net debt/Equity	47.6	51.2	39.6	33.9	25.3
Net debt/EBITDA	401.9	300.3	224.3	179.3	133.2
유동비율	156.7	153.9	155.0	164.7	181.0
이자보상배율	4.5	5.6	6.5	10.0	11.6
이자비용/매출액	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
자산구조					
투자자본(%)	82.8	80.0	74.5	72.8	69.6
현금+투자자산(%)	17.2	20.0	25.5	27.2	30.4
자본구조					
차입금(%)	38.8	41.8	41.8	40.6	39.3
자기자본(%)	61.2	58.2	58.2	59.4	60.7

KT&G(033780.KS)

전자 담배 성장, 해외 회복으로 무난한 시작

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	100,000원(유지)
현재주가(04/09)	81,600원
목표수익률	22.5%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

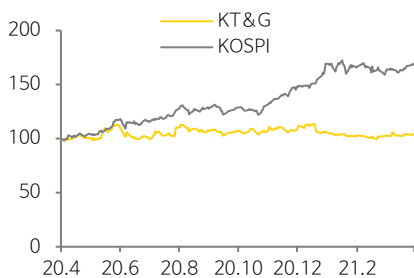
Trading Data

시가총액 (십억원)	11,203.1
발행주식수 (백만주)	137.3
외국인 지분율 (%)	39.8
52주 고가 (원)	89,500
52주 저가 (원)	75,400
60일 거래대금(억원)	536.7

주요주주 지분율(%)

자사주(외 1인)	9.6
국민연금공단(외 1인)	9.1

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.9	(2.6)	6.7
상대주가	(3.4)	(33.6)	(63.9)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 1.2조원(yoy +7%), 영업이익 3625억원(yoy +15%, opm 29.0%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 1)국내담배: 일반담배 매출은 소폭 감소할 전망이다. 계절적 비수기 영향 및 전자담배 비중 확대로 총수요가 감소했으며, KT&G의 점유율도 소폭 하락할 것으로 보인다. 총수요는 분기 후반으로 갈수록 회복추세에 있다. 점유율은 전년동기 액상 전자담배 감소에 따른 높은 베이스부담(1Q19:63.1%→1Q20:64%)으로 소폭 하락할 것으로 전망하나, 냄새 저감 제품 등 신제품의 판매호조로 연간 점유율 개선세는 이어갈 것이다. 면세채널의 1-2월 베이스 부담도 존재한다. 반면 전자담배 매출은 성장할 전망이다. 전자담배 시장 침투율이 CVS기준 1Q20: 12.6%→4Q20: 13.4%→1Q21: 14%대로 상승한데다 KT&G의 점유율도 30%중후반으로 확대된 것으로 파악된다. 이는 지난해 릴 하이브리드 2.0 전국 판매 시작 및 올해 릴 솔리드 2.0의 판매지역 확대에 기인한다. 2)해외담배: 수출은 중동향 수출이 2월들어 회복하며 1분기 300억 중반으로 성장, 미국향 수출은 1분기 400억원을 상회하며 호조세를 이어간 것으로 판단된다. 신시장과 기타 아시아 지역은 코로나 영향지속 및 물류 경색으로 부진했다. 중동향 수출은 2분기부터 장기계약에 맞춰 물량이 본격적으로 수출이 확대될 것이다. 해외법인은 미국 법인 고성장에 더해 인니, 터키법인 회복이 기대된다. 3)인삼공사: 지난해 코로나 영향 기저 차이를 감안했을 때, 매출 성장은 제한적이나 성공적인 설 프로모션 효과와 미국/중국 해외 매출 성장으로 감소폭이 완화되며, 수익성 개선 작업을 통해 이익 규모는 방어할 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 10만원 유지

목표주가는 2021년 실적에 목표배수 9배를 적용해 산출했다. 글로벌 담배회사들의 21년 실적 기준 PER 평균이 10.8배로 낮아졌고, 이익률 및 배당수익률과 실적 성장을 감안했을 때 KT&G는 10%할인한 9배를 적용했다. 현재주가는 21년 실적기준PER 7.7배, 20년 주당배당금은 4800원 기준 배당수익률 6%에 해당한다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,963.2	5,301.6	5,402.7	5,246.1	5,341.9
증감률 YoY	11.0	6.8	1.9	(2.9)	1.8
영업이익	1,379.6	1,481.1	1,543.1	1,479.1	1,481.1
영업이익률	27.8	27.9	28.6	28.2	27.7
지배주주순이익	1,035.0	1,171.7	1,438.6	1,391.5	1,393.6
EPS(원)	7,539	8,535	10,478	10,135	10,151
EPS 증감률 YoY	14.2	13.2	22.8	(3.3)	0.2
P/E	12.4	9.7	7.8	8.1	8.0
EV/EBITDA	6.7	5.3	4.7	4.3	3.9
ROE	12.3	13.2	15.3	13.7	12.8
P/B	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 36. KT&G 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,341.0	1,249.0	1,319.6	1,445.4	1,388.6	4,471.5	4,963.2	5,301.6	5,402.7	5,246.1
YoY	-0.6%	4.8%	10.7%	11.9%	6.0%	0.1%	-1.2%	3.6%	-4.2%	11.0%	6.8%	1.9%	-2.9%
KT & G(별도)	661.3	908.1	908.8	957.2	747.5	886.9	854.2	974.2	2,624.6	2,942.6	3,435.4	3,462.7	3,204.0
YoY	0.4%	11.7%	25.6%	28.0%	13.0%	-2.3%	-6.0%	-6.4%	-12.5%	12.1%	16.7%	0.8%	-7.5%
1. 담배	551.9	696.2	763.6	679.0	634.3	681.4	723.6	638.1	2,374.4	2,445.2	2,690.7	2,677.4	2,770.1
YoY	-4.7%	2.7%	21.7%	21.0%	14.9%	-2.1%	-5.2%	-6.0%	-11.1%	3.0%	10.0%	-0.5%	3.5%
1-1. 국내	435.0	472.0	529.4	445.5	439.1	472.2	526.8	453.6	1,837.8	1,909.8	1,881.9	1,891.8	1,895.4
YoY	-2.8%	-3.4%	3.0%	-3.1%	1.0%	0.0%	-0.5%	1.8%	2.5%	3.9%	-1.5%	0.5%	0.2%
1) 일반 컬런	388.0	415.0	473.0	374.9	380.9	409.3	457.3	386.8	1,661.5	1,674.1	1,651.0	1,634.3	1,628.1
YoY	0.0%	-2.3%	5.0%	-8.7%	-1.8%	-1.4%	-3.3%	3.2%	-7.2%	0.8%	-1.4%	-1.0%	-0.4%
시장(역개비)	149.6	165.8	183.7	150.5	147.3	163.6	179.3	154.4	652.1	639.0	649.6	640.0	640.6
KT & G(역개비)	95.7	105.1	119.0	95.8	94.0	103.7	115.1	98.8	404.5	405.7	415.7	410.0	410.0
MS(%)	64.0	63.4	64.9	63.6	63.8	63.4	64.9	64.0	62.0	63.5	64.0	64.1	64.0
2) NGP(기기포함)	47.0	57.0	56.4	70.6	58.3	62.9	69.5	66.8	176.3	235.7	230.9	257.5	267.3
MS(%)	31.5	33.3	35.1	36.7	33.0	33.3	35.1	36.7	16.1	31.7	34.2	34.6	36.7
1-2. 해외(수출)	116.9	224.1	234.3	233.5	195.2	209.2	196.7	184.5	536.6	535.3	808.8	785.6	874.7
YoY	-11.0%	18.4%	107.1%	129.8%	67.0%	-6.7%	-16.0%	-21.0%	-38.9%	-0.2%	51.1%	-2.9%	11.3%
1) 중동	14.9	111.1	88.1	67.0	86.8	94.2	78.5	78.5	169.9	109.5	281.2	337.9	347.5
2) 미국	39.3	44.6	55.5	41.8	44.0	47.8	61.1	48.9	53.7	75.7	181.3	201.9	249.3
3) 기타	62.7	68.4	90.6	124.7	64.4	67.2	57.1	57.1	313.1	350.1	346.4	245.7	277.9
2. 부동산	86.4	193.2	113.8	261.2	96.1	188.4	113.6	240.7	176.0	419.5	654.6	638.7	365.7
YoY	35.2%	68.1%	44.5%	61.3%	11.2%	-2.5%	-0.2%	-7.8%	-7.4%	138.4%	56.1%	-2.4%	-42.7%
3. 기타	23.0	18.7	31.4	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1	74.2	78.0	90.1	68.2	68.2
KGC	391.1	277.6	422.4	242.5	371.5	302.8	461.2	284.5	1,328.3	1,403.7	1,333.6	1,420.0	1,522.1
YoY	-1.9%	-9.4%	-1.0%	-10.9%	-5.0%	9.1%	9.2%	7.8%	10.7%	5.7%	-5.0%	6.5%	7.2%
1. 국내	355.3	251.9	388.6	189.9	337.5	277.1	427.4	208.9	1,215.3	1,270.4	1,185.6	1,250.9	1,376.0
YoY	-2.7%	-9.0%	-0.5%	-20.2%	-5.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.1%	4.5%	-6.7%	5.5%	10.0%
2. 해외	35.8	25.7	33.8	52.6	34.0	25.7	33.8	52.6	113.0	133.3	147.9	146.1	146.1
YoY	6.1%	-13.0%	-6.2%	54.7%	-5.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	31.1%	18.0%	11.0%	-1.2%	0.0%
기타 및 연결조정	126.0	133.2	132.3	141.2	130.0	130.0	130.0	130.0	518.6	616.9	532.7	520.0	520.0
영업이익	315.0	394.7	434.6	336.7	362.5	394.5	447.3	338.8	1,253.5	1,379.6	1,481.1	1,543.1	1,479.1
YoY	-9.5%	-1.1%	13.6%	34.7%	15.1%	-0.1%	2.9%	0.6%	-13.0%	10.1%	7.4%	4.2%	-4.2%
영업이익률	26.7%	29.9%	29.7%	25.1%	29.0%	29.9%	30.9%	24.4%	28.0%	27.8%	27.9%	28.6%	28.2%
KT & G(별도)	249.9	369.9	353.6	363.7	282.8	360.8	350.5	326.2	1,004.4	1,134.6	1,337.0	1,164.6	1,239.4
YoY	-1.1%	8.8%	24.1%	41.4%	13.2%	-2.4%	-0.9%	-10.3%	-20.1%	13.0%	17.8%	-12.9%	6.4%
영업이익률	37.8%	40.7%	38.9%	38.0%	37.8%	40.7%	41.0%	33.5%	38.3%	38.6%	38.9%	33.6%	38.7%
1. 담배	206.0	300.0	317.5	227.8	242.4	288.2	304.6	225.5	958.4	974.8	1,051.4	1,060.8	1,095.4
YoY	-11.0%	0.1%	22.7%	23.3%	17.7%	-3.9%	-4.1%	-1.0%	-18.9%	1.7%	7.8%	0.9%	3.3%
영업이익률	37.3%	43.1%	41.6%	33.5%	38.2%	42.3%	42.1%	35.3%	40.4%	39.9%	39.1%	39.6%	39.5%
2. 부동산	41.7	75.2	46.1	109.3	40.3	72.6	45.8	100.7	75.2	194.8	272.3	259.5	144.0
3. 기타	2.1	-5.3	-10.0	26.6	-3.0	-5.3	-10.0	26.6	-29.2	-35.1	13.4	8.3	8.3
KGC	71.1	20.1	81.4	-14.6	69.7	23.7	86.9	2.6	204.8	205.9	158.0	173.4	199.7
YoY	-22.1%	-54.0%	1.6%	적지	-1.9%	18.0%	6.7%	흑전	10.5%	0.5%	-23.3%	9.8%	15.2%
영업이익률	18.2%	7.2%	19.3%	-6.0%	18.8%	7.8%	18.8%	0.9%	15.4%	14.7%	11.8%	12.2%	13.1%
기타 및 연결조정	-5.9	4.8	-0.4	-12.4	10.0	10.0	10.0	10.0	44.2	39.1	-13.9	40.0	40.0
순이익	293.9	293.5	278.1	306.2	294.3	305.0	347.8	488.6	903.4	1,037.2	1,171.6	1,435.7	1,389.5
YoY	7.3%	-9.6%	-13.7%	162.1%	0.1%	3.9%	25.1%	59.5%	-25.4%	14.8%	13.0%	22.5%	-3.2%
순이익률	24.9%	22.3%	19.0%	22.8%	23.6%	23.1%	24.1%	35.2%	20.2%	20.9%	22.1%	26.6%	26.5%
KT & G(별도)	260.8	274.9	241.3	298.4	215.2	271.1	264.2	247.4	856.7	891.4	1,075.3	997.9	938.6
YoY	21.8%	-4.0%	-3.7%	112.2%	-17.5%	-1.4%	9.5%	-17.1%	-14.2%	4.0%	20.6%	-7.2%	-5.9%
순이익률	39.4%	30.3%	26.6%	31.2%	28.8%	30.6%	30.9%	25.4%	32.6%	30.3%	31.3%	28.8%	29.3%
KGC	55.3	10.6	58.3	-14.5	58.5	13.3	63.0	220.6	142.0	147.7	109.7	355.4	368.6
YoY	-20.3%	-66.0%	-5.2%	적지	5.9%	25.8%	8.1%	흑전	13.2%	4.0%	-25.8%	224.1%	3.7%
순이익률	14.1%	3.8%	13.8%	-6.0%	15.8%	4.4%	13.7%	77.5%	10.7%	10.5%	8.2%	25.0%	24.2%
기타 및 연결조정	-22.1	8.0	-21.5	22.4	20.6	20.6	20.6	20.6	-95.3	-1.9	-13.3	82.4	82.4

출처: KT & G, Kakaopay Securities Research

KT&G (033780) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,417.2	6,749.3	7,559.2	8,026.4	8,555.1
현금성자산	2,542.5	2,603.6	3,147.8	4,065.2	4,710.1
매출채권	1,257.2	1,425.7	1,445.7	1,280.8	1,242.3
재고자산	2,447.2	2,535.0	2,773.2	2,480.1	2,394.3
비유동자산	4,335.2	4,718.0	5,001.0	5,248.4	5,486.0
투자자산	2,451.5	2,865.5	2,981.9	3,102.9	3,228.9
유형자산	1,753.7	1,718.4	1,884.3	2,010.1	2,121.2
무형자산	129.6	134.1	134.8	135.4	135.8
자산총계	10,752.4	11,467.3	12,560.2	13,274.8	14,041.1
유동부채	1,600.1	1,981.5	2,292.9	2,289.9	2,363.3
매입채무	220.4	549.7	782.0	692.8	672.0
유동성이자부채	51.3	74.8	98.8	127.6	162.1
비유동부채	412.8	383.9	396.0	408.7	421.9
비유동이자부채	115.4	80.9	80.9	80.9	80.9
부채총계	2,012.9	2,365.4	2,689.0	2,698.6	2,785.2
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.4	533.4	533.4	533.4
이익잉여금	7,514.7	8,080.1	8,859.7	9,564.8	10,244.5
자본조정	(318.8)	(531.6)	(531.6)	(531.6)	(531.6)
자기주식	(318.8)	(531.6)	(531.6)	(531.6)	(531.6)
자본총계	8,739.6	9,091.6	9,871.2	10,576.2	11,255.9
투자자본	6,056.3	6,282.3	6,516.3	6,317.0	6,370.0
순차입금	(2,375.9)	(2,447.9)	(2,968.1)	(3,856.7)	(4,467.1)
ROA	9.9	10.5	12.0	10.8	10.2
ROE	12.3	13.2	15.3	13.7	12.8
ROIC	17.1	17.4	21.9	21.2	21.4

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	1,042.5	1,208.0	1,680.2	2,063.3	1,820.3
당기순이익	1,037.2	1,171.6	1,435.7	1,389.5	1,391.9
자산상각비	185.2	203.3	216.8	239.4	257.2
운전자본증감	(259.8)	185.5	21.8	418.4	155.0
매출채권감소(증가)	(85.9)	(545.9)	(20.0)	164.9	38.5
재고자산감소(증가)	0.4	126.8	(238.2)	293.1	85.8
매입채무증가(감소)	58.8	79.3	232.3	(89.2)	(20.8)
투자현금	(459.2)	(256.1)	(555.9)	(545.2)	(555.4)
단기투자자산감소	(96.4)	393.0	(54.8)	(57.0)	(59.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(16.4)	(17.0)	(17.7)
설비투자	(222.2)	(216.6)	(381.7)	(364.1)	(367.1)
유무형자산감소	(30.1)	(28.3)	(1.7)	(1.6)	(1.6)
재무현금	(632.1)	(779.5)	(635.0)	(657.7)	(679.4)
차입금증가	(123.5)	(35.7)	24.0	28.8	34.6
자본증가	(505.1)	(557.0)	(659.0)	(686.5)	(713.9)
배당금지급	505.1	557.0	659.0	686.5	713.9
현금 증감	(41.7)	362.3	489.4	860.4	585.5
총현금흐름(Gross CF)	1,723.9	1,733.5	1,658.5	1,644.9	1,665.3
(-) 운전자본증가(감소)	93.3	(86.9)	(21.8)	(418.4)	(155.0)
(-) 설비투자	222.2	216.6	381.7	364.1	367.1
(+) 자산매각	(30.1)	(28.3)	(1.7)	(1.6)	(1.6)
Free Cash Flow	1,378.2	1,575.5	1,296.9	1,697.5	1,451.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	16.4	17.0	17.7
잉여현금	1,378.2	1,575.5	1,280.4	1,680.5	1,433.9

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회식 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,963.2	5,301.6	5,402.7	5,246.1	5,341.9
증가율 (Y-Y,%)	11.0	6.8	1.9	(2.9)	1.8
영업이익	1,379.6	1,481.1	1,543.1	1,479.1	1,481.1
증가율 (Y-Y,%)	10.1	7.4	4.2	(4.2)	0.1
EBITDA	1,564.8	1,684.4	1,759.9	1,718.5	1,738.3
영업외손익	80.7	131.1	34.7	34.7	34.7
순이자수익	39.9	38.6	50.1	51.7	53.3
외화관련손익	49.3	(129.1)	(8.2)	(10.5)	(10.5)
지분법손익	1.7	4.1	(1.3)	(1.3)	(1.3)
세전계속사업손익	1,460.2	1,612.1	1,577.8	1,513.7	1,515.8
당기순이익	1,037.2	1,171.6	1,435.7	1,389.5	1,391.9
지배기업당기순이익	1,035.0	1,171.7	1,438.6	1,391.5	1,393.6
증가율 (Y-Y,%)	14.8	13.0	22.5	(3.2)	0.2
NOPLAT	979.9	1,076.4	1,404.1	1,357.7	1,360.1
(+) Dep	185.2	203.3	216.8	239.4	257.2
(-) 운전자본투자	93.3	(86.9)	(21.8)	(418.4)	(155.0)
(-) Capex	222.2	216.6	381.7	364.1	367.1
OpFCF	849.6	1,150.0	1,260.9	1,651.3	1,405.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.6	4.3	6.5	1.9	0.3
영업이익증가율(3Yr)	(2.1)	0.9	7.2	2.3	0.0
EBITDA증가율(3Yr)	(1.2)	1.6	7.8	3.2	1.1
순이익증가율(3Yr)	(4.8)	(1.1)	16.7	10.2	5.9
영업이익률(%)	27.8	27.9	28.6	28.2	27.7
EBITDA마진(%)	31.5	31.8	32.6	32.8	32.5
순이익률(%)	20.9	22.1	26.6	26.5	26.1

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	7,539	8,535	10,478	10,135	10,151
BPS	63,253	65,822	71,500	76,636	81,586
DPS	4,400	4,800	5,000	5,200	5,400
Multiples(x,%)					
PER	12.4	9.7	7.8	8.1	8.0
PBR	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/ EBITDA	6.7	5.3	4.7	4.3	3.9
배당수익률	4.7	5.8	6.1	6.4	6.6
PCR	7.5	6.6	6.8	6.8	6.7
PSR	2.6	2.2	2.1	2.1	2.1
재무건전성 (%)					
부채비율	23.0	26.0	27.2	25.5	24.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	401.1	340.6	329.7	350.5	362.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	54.8	53.5	51.5	46.8	44.5
현금+투자자산(%)	45.2	46.5	48.5	53.2	55.5
자본구조					
차입금(%)	1.9	1.7	1.8	1.9	2.1
자기자본(%)	98.1	98.3	98.2	98.1	97.9

오리온(271560.KS)

신제품 호조, 국내외 시장 지위 확대

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	170,000원(유지)
현재주가(04/09)	128,000원
목표수익률	32.8%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

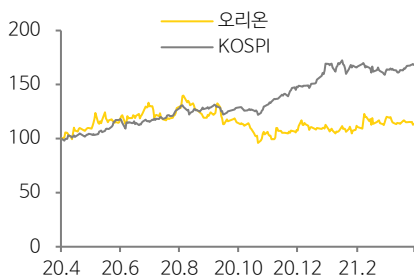
Trading Data

시가총액 (십억원)	5,060.6
발행주식수 (백만주)	39.5
외국인 지분율 (%)	42.5
52주 고가 (원)	164,500
52주 저가 (원)	108,000
60일 거래대금(억원)	166.4

주요주주 지분율(%)

오리온홀딩스(외 7인)	43.8
국민연금공단(외 1인)	7.1

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.8	(1.5)	11.3
상대주가	(4.4)	(32.5)	(59.3)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 6146억원(yoy +14%), 영업이익 1082억원(yoy +12%, opm 17.6%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 1~2월 단순 합산 매출액은 4329억원, 영업이익 801억원으로 각각 전년동기비 +29%, +78%를 달성했다. 이는 설시점차이에 따른 영향이 있고, 3월 중국 기저부담을 감안하더라도 모든 진출국가에서 성장세가 유지되고 있는 점은 긍정적이다.

1)국내: 매출액 1945억원(yoy +2%), 영업이익 316억원(yoy +5.5%)으로 전망한다. 꼬북칩, 초코파이, 고래밥 신제품 판매 호조로 국내 경쟁사대비 양호한 성장세를 시현하고 있다. 이외 마켓오네이처 오그레놀라 바 등 CMR(Convenient Meal Replacement) 카테고리 고리도 고성장을 이어가고 있다. 원재료 단가 인상 부담 속에서 판촉비 및 채널 수수료 효율화로 수익성 개선도 나타났다.

2)중국: 매출액 3148억원(yoy +20%), 영업이익 542억원(yoy +14.6%)으로 전망한다. 춘절 시점차이로 인해 1월 관련 선물세트 판매가 집중되며 1~2월 매출이 전년동기비 +50%이상 성장했으나, 3월 지난해 코로나19영향 경쟁사 피해의 반사수해를 받았던 기저부담이 존재한다. 파이 신제품 판매 호조가 이어지고, 베트남에서 성공한 양산빵 카테고리 2월 본격 출고로 성장 기대된다. 중국 역시 원재료 단가 상승과 물류비 증가 부담 요인이 있으나, 외형 성장과 판촉효율화로 상쇄하고 있다.

3)베트남: 매출액 882억원(yoy +25%), 영업이익 197억원(yoy +24%)으로 전망한다. 베트남 역시 명절 시점차이가 존재했음에도 쌀과자, 양산빵과 신제품 매출 호조로 외형 성장이 지속되고 있다. 이익률은 주요 원재료 가격 부담과 잇단 신제품 출시로 판촉비용이 증가하며 다소 하락했다.

4)러시아: 매출액 200억원(yoy +1.4%), 영업이익 37억원(yoy +1.9%)으로 전망한다. 러시아는 통화가치 하락을 제거할시 20~30%가까이 성장을 지속하고 있으며 잼파이 라인업의 성공적인 안착으로 파이 카테고리 성장, 비스킷 매출도 판매호조로 성장하고있다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,023.3	2,229.8	2,483.1	2,601.7	2,768.2
증감률 YoY	5.0	10.2	11.4	4.8	6.4
영업이익	327.6	376.1	413.7	435.0	465.7
영업이익률	16.2	16.9	16.7	16.7	16.8
지배주주순이익	215.6	267.6	297.0	311.7	332.9
EPS(원)	5,453	7,223	8,016	8,413	8,986
EPS 증감률 YoY	54.1	32.5	11.0	5.0	6.8
P/E	19.3	17.2	16.0	15.2	14.2
EV/EBITDA	9.2	9.2	8.4	7.6	6.7
ROE	14.2	15.5	15.0	13.7	12.9
P/B	2.6	2.7	2.4	2.1	1.9

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 37. 오리온 실적테이블

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	539.8	515.1	597.4	577.6	614.6	568.9	653.0	646.6	1,926.9	2,023.3	2,229.8	2,483.1
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	3.8%	13.9%	10.4%	9.3%	11.9%	9.3%	5.0%	10.2%	11.4%
1. 국내	190.8	184.1	194.3	200.0	194.5	193.6	198.5	204.1	711.9	732.8	769.2	790.7
YoY	7.2%	3.5%	6.4%	2.9%	2.0%	5.2%	2.1%	2.1%	4.9%	2.9%	5.0%	2.8%
2. 중국	262.9	257.0	306.2	265.4	314.8	287.6	342.5	301.2	933.0	974.4	1,091.6	1,246.0
YoY	4.6%	28.1%	14.4%	4.2%	19.7%	11.9%	11.8%	13.5%	17.4%	4.4%	12.0%	14.2%
YoY(현지통화)	2.0%	27.1%	13.3%	2.9%	21.1%	13.9%	13.6%	1034.3%	18.1%	3.1%	-13.9%	48.2%
3. 베트남	70.3	57.8	74.6	89.3	88.2	70.0	88.3	111.6	233.9	252.3	292.0	358.1
YoY	23.9%	19.7%	18.2%	6.1%	25.5%	21.2%	18.2%	25.1%	6.1%	7.9%	15.7%	22.6%
YoY(현지통화)	17.1%	14.5%	18.1%	9.4%	33.3%	31.2%	25.5%	27.1%	10.5%	2.7%	14.4%	22.6%
4. 러시아	19.8	19.1	23.8	26.4	20.0	20.7	26.8	32.7	64.9	77.3	89.0	100.3
YoY	32.8%	20.6%	16.1%	1.1%	1.4%	8.3%	12.8%	23.9%	-16.1%	19.2%	15.2%	12.6%
YoY(현지통화)	25.8%	29.9%	30.3%	22.1%	24.2%	24.2%	25.6%	28.2%	-6.8%	15.2%	26.6%	25.8%
매출 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 국내	35.3	35.7	32.5	34.6	31.7	34.0	30.4	31.6	36.9	36.2	34.5	31.8
2. 중국	48.7	49.9	51.3	46.0	51.2	50.5	52.4	46.6	48.4	48.2	49.0	50.2
3. 베트남	13.0	11.2	12.5	15.5	14.4	12.3	13.5	17.3	12.1	12.5	13.1	14.4
4. 러시아	3.7	3.7	4.0	4.6	3.3	3.6	4.1	5.1	3.4	3.8	4.0	4.0
영업이익	97.0	86.2	107.8	85.1	108.2	95.3	113.3	96.9	282.2	327.6	376.1	413.7
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	-13.3%	11.5%	10.5%	5.1%	14.0%	76.9%	16.1%	14.8%	10.0%
영업이익률	18.0%	16.7%	18.1%	14.7%	17.6%	16.7%	17.4%	15.0%	14.6%	16.2%	16.9%	16.7%
1. 국내	30.0	29.1	28.7	36.0	31.6	31.0	30.7	36.4	92.2	107.9	123.8	129.8
YoY	29.0%	11.3%	2.7%	17.8%	5.5%	6.5%	7.1%	1.3%	13.0%	17.0%	14.7%	4.9%
영업이익률	15.7%	15.8%	14.8%	18.0%	16.3%	16.0%	15.5%	17.9%	13.0%	14.7%	16.1%	16.4%
2. 중국	47.3	42.9	58.5	24.4	54.2	47.1	58.0	28.7	141.6	158.6	173.1	188.1
YoY	16.3%	140.2%	1.6%	-42.5%	14.6%	9.9%	-0.8%	17.7%	638.3%	12.0%	9.1%	8.7%
영업이익률	18.0%	16.7%	19.1%	9.2%	17.2%	16.4%	16.9%	9.5%	15.2%	16.3%	15.9%	15.1%
3. 베트남	15.9	9.6	16.7	21.5	19.7	12.3	20.3	27.6	41.0	47.8	63.7	79.8
YoY	98.4%	121.6%	23.2%	-1.9%	23.6%	28.5%	21.7%	28.2%	14.1%	16.5%	33.2%	25.4%
영업이익률	22.6%	16.6%	22.3%	24.1%	22.3%	17.5%	23.0%	24.7%	17.5%	18.9%	21.8%	22.3%
4. 러시아	3.6	3.7	4.8	4.8	3.7	4.0	5.1	5.8	8.0	12.9	16.9	18.5
YoY	116.5%	95.6%	46.2%	-20.2%	1.9%	6.0%	5.9%	20.6%	-43.6%	60.0%	31.7%	9.2%
영업이익률	18.3%	19.5%	20.2%	18.2%	18.4%	19.1%	19.0%	17.7%	12.4%	16.6%	19.0%	18.5%
영업이익 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 국내	30.9	33.8	26.6	42.3	29.2	32.5	27.1	37.6	32.7	32.9	32.9	31.4
2. 중국	48.8	49.8	54.2	28.7	50.1	49.5	51.2	29.6	50.2	48.4	46.0	45.5
3. 베트남	16.4	11.1	15.5	25.3	18.2	12.9	17.9	28.5	14.5	14.6	16.9	19.3
4. 러시아	3.7	4.3	4.5	5.6	3.4	4.1	4.5	6.0	2.9	3.9	4.5	4.5

출처: 오리온, Kakaopay Securities Research

오리온 (271560) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	596.3	797.5	1,091.6	1,375.7	1,676.4
현금성자산	236.1	440.4	711.6	975.7	1,250.4
매출채권	183.5	160.3	196.1	206.5	220.2
재고자산	147.6	179.7	166.1	175.0	186.6
비유동자산	1,856.0	1,867.9	1,874.8	1,888.0	1,909.8
투자자산	145.8	149.8	155.9	162.2	168.8
유형자산	1,655.5	1,662.5	1,665.0	1,673.3	1,689.7
무형자산	54.7	55.5	53.9	52.5	51.3
자산총계	2,452.3	2,665.4	2,966.3	3,263.8	3,586.2
유동부채	464.5	345.5	334.7	340.8	350.4
매입채무	184.0	204.3	198.2	208.7	222.5
유동성이자부채	134.3	10.1	0.1	(9.9)	(19.9)
비유동부채	320.3	422.4	429.5	436.9	444.6
비유동이자부채	176.9	246.1	246.1	246.1	246.1
부채총계	784.8	767.9	764.2	777.7	795.0
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
이익잉여금	378.4	622.2	891.4	1,175.3	1,480.4
자본조정	626.3	589.8	625.3	625.3	625.3
자기주식	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
자본총계	1,667.5	1,897.5	2,202.1	2,486.0	2,791.1
투하자본	1,690.7	1,664.0	1,685.4	1,693.1	1,711.4
순차입금	75.1	(184.2)	(465.4)	(739.5)	(1,024.1)
ROA	9.0	10.5	10.5	10.0	9.7
ROE	14.2	15.5	15.0	13.7	12.9
ROIC	14.2	15.5	17.9	18.7	19.8

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	347.8	348.1	451.5	451.1	471.1
당기순이익	220.5	274.6	311.6	327.0	349.3
자산상각비	132.2	139.0	135.8	136.1	137.1
운전자본증감	(28.3)	(25.4)	(23.6)	(4.0)	(6.4)
매출채권감소(증가)	(15.3)	32.5	(35.8)	(10.4)	(13.7)
재고자산감소(증가)	7.8	(10.7)	13.7	(8.9)	(11.6)
매입채무증가(감소)	(0.3)	(0.9)	(6.1)	10.6	13.8
투자현금	(187.5)	(106.1)	(145.5)	(152.3)	(161.9)
단기투자자산감소	15.1	(3.2)	(3.0)	(3.1)	(3.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.8)	(1.9)	(2.0)
설비투자	(125.8)	(151.8)	(134.7)	(141.1)	(150.1)
유무형자산감소	3.3	2.2	(1.9)	(2.0)	(2.1)
재무현금	(184.4)	(34.4)	(37.8)	(37.8)	(37.8)
차입금증가	(160.7)	(62.7)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
자본증가	(23.7)	(23.7)	(27.8)	(27.8)	(27.8)
배당금지급	23.7	23.7	27.8	27.8	27.8
현금 증감	(19.7)	202.5	268.3	261.0	271.5
총현금흐름(Gross CF)	473.8	561.3	475.1	455.1	477.6
(-) 운전자본증가(감소)	34.3	(8.3)	23.6	4.0	6.4
(-) 설비투자	125.8	151.8	134.7	141.1	150.1
(+) 자산매각	3.3	2.2	(1.9)	(2.0)	(2.1)
Free Cash Flow	317.0	420.0	314.9	308.0	318.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.8	1.9	2.0
잉여현금	317.0	420.0	313.1	306.1	316.9

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,023.3	2,229.8	2,483.1	2,601.7	2,768.2
증가율 (Y-Y,%)	5.0	10.2	11.4	4.8	6.4
영업이익	327.6	376.1	413.7	435.0	465.7
증가율 (Y-Y,%)	16.1	14.8	10.0	5.1	7.1
EBITDA	459.8	515.1	549.5	571.2	602.8
영업외손익	(19.5)	21.2	16.0	16.0	16.0
순이자수익	(3.5)	4.2	3.5	4.2	4.9
외화관련손익	1.7	(0.6)	2.6	2.5	2.5
지분법손익	0.0	0.7	0.2	0.2	0.2
세전계속사업손익	308.1	397.4	429.7	451.0	481.7
당기순이익	220.5	274.6	311.6	327.0	349.3
지배기업당기순이익	215.6	267.6	297.0	311.7	332.9
증가율 (Y-Y,%)	54.1	24.5	13.5	5.0	6.8
NOPLAT	234.4	259.9	300.0	315.4	337.7
(+) Dep	132.2	139.0	135.8	136.1	137.1
(-) 운전자본투자	34.3	(8.3)	23.6	4.0	6.4
(-) Capex	125.8	151.8	134.7	141.1	150.1
OpFCF	206.5	255.3	277.4	306.5	318.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	27.6	8.8	8.7	7.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	51.8	13.6	9.9	7.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	43.8	11.2	7.5	5.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	53.0	29.6	14.0	8.4
영업이익률(%)	16.2	16.9	16.7	16.7	16.8
EBITDA마진(%)	22.7	23.1	22.1	22.0	21.8
순이익률(%)	10.9	12.3	12.5	12.6	12.6

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	5,453	7,223	8,016	8,413	8,986
BPS	41,042	46,286	53,990	61,171	68,889
DPS	600	750	750	750	750
Multiples(x,%)					
PER	19.3	17.2	16.0	15.2	14.2
PBR	2.6	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/ EBITDA	9.2	9.2	8.4	7.6	6.7
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	8.8	8.7	10.7	11.1	10.6
PSR	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	47.1	40.5	34.7	31.3	28.5
Net debt/Equity	4.5	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	16.3	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	128.4	230.8	326.1	403.7	478.5
이자보상배율	93.9	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	81.6	73.8	66.0	59.8	54.7
현금+투자자산(%)	18.4	26.2	34.0	40.2	45.3
자본구조					
차입금(%)	15.7	11.9	10.1	8.7	7.5
자기자본(%)	84.3	88.1	89.9	91.3	92.5

롯데칠성(005300.KS)

주류 실적 개선으로 차별화된 수익성장

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	180,000원(유지)
현재주가(04/09)	132,500원
목표수익률	35.8%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

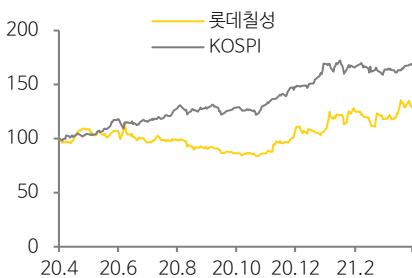
Trading Data

시가총액 (십억원)	1,189.2
발행주식수 (백만주)	9.0
외국인 지분율 (%)	10.4
52주 고가 (원)	141,500
52주 저가 (원)	85,600
60일 거래대금(억원)	52.2

주요주주 지분율(%)

롯데지주(외 17인)	62.8
국민연금공단(외 1인)	9.1

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.4	49.4	33.8
상대주가	1.2	18.4	(36.7)

음식료/소비재

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 5157억원(yoy +1.6%), 영업이익 234억원(yoy +275%, opm 4.5%)으로 시장 기대치를 상회할 전망이다.

1)음료: 전년동기 높은 기저부담으로 매출액은 3635억원(yoy -1.5%), 영업이익 230억원(yoy -3.7%)으로 전년비 소폭 감소할 것으로 전망한다. 코로나19 거리두기 제한 및 외부활동 감소로 시장 위축의 영향이 불가피했으나, 분기 후반으로 갈수록 매출 감소폭은 줄어든 것으로 추정한다. 음료는 분기가 지날수록, 1)코로나19 베이스 동일해지며 시장 회복, 2)신제품 칠성사이다 제로, 펄스 제로 슈거 등 판매 호조, 3)가격인상 효과 및 ZBB 프로젝트에 따른 수익성 개선으로 실적 성장세가 가파라질 것으로 전망한다.

2)주류: 전년동기 낮은 기저부담과 맥주 신제품 매출 호조로 매출액은 1522억원(yoy +10%), 영업이익 5억원(yoy 흑전)으로 실적 개선이 클 것으로 전망한다. 코로나19 거리두기 제한 영향으로 주류 유통시장 감소에도, 반일감정 이슈가 해소되며 소주 매출은 유지된 반면, 맥주와 와인의 외형 성장이 전체 주류 부문 실적 성장을 견인했다. 특히 작년 6월 출시한 맥주 신제품 클라우드 생드래프트가 일반 제품 매출과 근접한 수준으로 성장하고 있다. 주류 외형 성장과 ZBB프로젝트로 인해 주류 부문 수익성은 3개분기 연속 큰폭으로 개선될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 18만원 유지

롯데칠성에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 25배를 적용해 산출했다. 글로벌 주류 업체의 21년 실적 기준 PER 평균이 20배임을 감안했을 때, 다소 높은 편이나 1)수익성이 국내 시장 지배력이 높은 음료 부문의 높은 비중과, 2)올해 큰폭의 이익성장, 3)주류 부문 외형 성장 및 흑자전환에 대한 기대감을 고려해 프리미엄을 부여했다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,429.5	2,258.0	2,339.1	2,427.8	2,528.2
증감률 YoY	3.5	(7.1)	3.6	3.8	4.1
영업이익	107.7	97.2	149.8	176.0	182.9
영업이익률	4.4	4.3	6.4	7.2	7.2
지배주주순이익	(142.4)	(12.5)	62.1	79.0	84.2
EPS(원)	(17,832)	(1,828)	7,507	9,618	10,271
EPS 증감률 YoY	적지	적지	흑전	28.1	6.8
P/E	(7.9)	(72.5)	17.7	13.8	12.9
EV/EBITDA	9.2	9.5	10.7	9.5	9.1
ROE	(11.7)	(1.0)	5.2	6.4	6.5
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 38. 롯데칠성 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	507.4	598.0	645.2	507.4	515.7	622.5	672.8	528.0	2,346.3	2,429.5	2,258.0	2,339.1
YoY	-11.7%	-11.7%	-1.8%	-2.4%	1.6%	4.1%	4.3%	4.1%	2.9%	3.5%	-7.1%	3.6%
1. 음료	369.0	450.3	473.4	347.3	363.5	460.4	484.5	354.5	1,589.6	1,729.9	1,639.9	1,662.8
YoY	-1.9%	-5.6%	-4.1%	-9.3%	-1.5%	2.3%	2.3%	2.1%	3.4%	8.8%	-5.2%	1.4%
1-1. 탄산	156.5	176.6	177.8	142.2	155.0	180.1	181.4	145.0	639.4	671.4	653.1	661.5
YoY	-2.3%	0.1%	0.0%	-9.4%	-1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	5.3%	5.0%	-2.7%	1.3%
1-2. 주스	48.7	54.2	56.6	43.3	44.8	49.9	52.1	39.8	235.4	234.5	202.8	186.6
YoY	-10.6%	-16.9%	-12.0%	-14.3%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-2.8%	-0.4%	-13.5%	-8.0%
1-3. 커피	54.1	72.4	82.5	57.4	51.4	76.0	86.6	60.3	265.8	284.7	266.3	274.3
YoY	-2.4%	-6.3%	-5.9%	-11.0%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.8%	7.1%	-6.5%	3.0%
1-4. 다류	8.5	10.3	10.5	7.4	8.3	10.0	10.2	7.2	43.3	44.4	36.8	35.7
YoY	-3.9%	-15.5%	-20.7%	-26.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.9%	2.5%	-17.2%	-3.0%
1-5. 생수	50.8	64.9	67.7	49.1	51.3	66.2	69.1	50.1	218.6	232.8	232.5	236.7
YoY	3.8%	-1.2%	-0.7%	-1.5%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	11.5%	6.5%	-0.1%	1.8%
1-6. 기타	30.1	42.6	47.8	29.9	32.5	46.0	51.6	32.3	149.0	160.8	150.3	162.3
YoY	6.1%	-6.5%	-12.2%	-8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	-6.5%	8.0%
2. 주류	138.4	147.7	171.8	160.1	152.2	162.1	188.4	173.5	756.7	699.6	618.0	676.3
YoY	-30.3%	-26.2%	5.0%	16.8%	10.0%	9.7%	9.6%	8.4%	-6.2%	-7.5%	-11.7%	9.4%
2-1. 소주	58.0	60.3	59.8	55.2	63.8	66.3	65.8	58.5	323.6	294.2	233.3	254.4
YoY	-33.0%	-34.6%	2.0%	-3.0%	10.0%	10.0%	10.0%	6.0%	2.1%	-9.1%	-20.7%	9.1%
2-2. 맥주	16.0	16.6	28.3	21.0	20.0	20.8	34.0	25.2	143.8	78.8	81.9	99.9
YoY	-52.3%	31.0%	42.2%	65.4%	25.0%	25.0%	20.0%	20.0%	19.8%	-45.2%	3.9%	22.0%
2-3. 기타	64.4	70.8	83.7	83.9	68.4	75.1	88.6	89.8	289.3	326.6	302.8	321.9
YoY	54.9%	-22.6%	-39.3%	-45.6%	-25.0%	-25.3%	-20.4%	-17.6%	-28.1%	46.7%	5.1%	-21.6%
매출 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 음료	72.7	75.3	73.4	68.4	70.5	74.0	72.0	67.1	67.7	71.2	72.6	71.1
2. 주류	27.3	24.7	26.6	31.6	29.5	26.0	28.0	32.9	32.3	28.8	27.4	28.9
영업이익	6.3	29.3	58.4	3.3	23.4	43.9	64.5	18.0	85.0	107.7	97.2	149.8
YoY	-67.5%	-36.8%	19.0%	흑전	274.7%	49.9%	10.4%	440.6%	12.7%	26.7%	-9.7%	54.0%
영업이익률	1.2%	4.9%	9.0%	0.7%	4.5%	7.1%	9.6%	3.4%	3.6%	4.4%	4.3%	6.4%
1. 음료	23.9	40.1	57.4	4.0	23.0	41.9	63.6	18.7	144.0	166.6	125.4	147.2
YoY	-5.7%	-24.3%	-17.4%	-78.5%	-3.7%	4.5%	10.7%	365%	28.5%	15.7%	-24.7%	17.4%
영업이익률	6.5%	8.9%	12.1%	1.2%	6.3%	9.1%	13.1%	5.3%	9.1%	9.6%	7.6%	8.9%
2. 주류	-17.6	-10.8	0.9	-0.7	0.5	2.0	0.9	-0.7	-59.0	-58.9	-28.2	2.6
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-7.4%	적지	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-12.7%	-7.3%	0.5%	-0.4%	0.3%	1.2%	0.5%	-0.4%	-7.8%	-8.4%	-4.6%	0.4%
영업이익 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 음료	381.3	137.0	98.4	121.0	98.1	95.5	98.7	104.0	169.5	154.7	129.0	98.3
2. 주류	-281.4	-37.0	1.6	-21.0	1.9	4.5	1.3	-4.0	-69.5	-54.7	-29.0	1.7
순이익	-3.5	15.5	33.3	-62.1	5.0	20.8	36.8	0.8	-50.0	-144.0	-16.8	63.4
YoY	적전	흑전	11.9%	적지	흑전	34.6%	10.3%	흑전	적전	적지	적지	흑전
순이익률	-0.7%	2.6%	5.2%	-12.2%	1.0%	3.3%	5.5%	0.1%	-2.1%	-5.9%	-0.7%	2.7%
지배주주순이익	-3.0	14.7	32.3	-56.5	4.9	20.4	36.0	0.7	-48.1	-142.4	-12.5	62.1
YoY	적전	흑전	10.2%	적지	흑전	38.5%	11.6%	흑전	적전	적지	적지	흑전
지배주주순이익률	-0.6%	2.5%	5.0%	-11.1%	0.9%	3.3%	5.4%	0.1%	-2.0%	-5.9%	-0.6%	2.7%
시가총액									1,119.1	1,119.1	973.8	1,184.7
PER									-23.3	-7.9	-77.8	19.1
Target PER											25.0	25.0
목표시가총액												1,552.5
Upside												31%

출처: 롯데칠성, Kakaopay Securities Research

롯데칠성 (005300) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	788.4	960.3	1,056.8	1,170.0	1,284.6
현금성자산	206.7	464.6	541.0	633.0	723.7
매출채권	255.7	239.0	248.7	259.0	270.6
재고자산	273.9	206.3	214.7	223.5	233.6
비유동자산	2,468.1	2,532.4	2,598.2	2,665.4	2,734.5
투자자산	335.0	408.1	424.7	441.9	459.8
유형자산	2,014.6	1,996.5	2,045.2	2,094.4	2,144.9
무형자산	118.6	127.8	128.4	129.1	129.8
자산총계	3,256.5	3,492.7	3,655.1	3,835.4	4,019.1
유동부채	941.6	863.2	881.4	900.5	921.4
매입채무	251.2	272.8	283.9	295.6	308.9
유동성이자부채	560.9	415.9	415.9	415.9	415.9
비유동부채	1,086.9	1,440.5	1,546.3	1,652.3	1,758.5
비유동이자부채	955.6	1,295.7	1,395.7	1,495.7	1,595.7
부채총계	2,028.5	2,303.8	2,427.7	2,552.8	2,679.9
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	1,908.3	1,869.0	1,907.4	1,962.7	2,019.2
자본조정	(852.7)	(852.7)	(852.7)	(852.7)	(852.7)
자기주식	(68.6)	(68.6)	(68.6)	(68.6)	(68.6)
자본총계	1,228.0	1,188.9	1,227.3	1,282.6	1,339.2
투하자본	2,488.0	2,340.7	2,398.9	2,458.2	2,519.8
순차입금	1,309.7	1,247.0	1,270.7	1,278.7	1,287.9
ROA	(4.3)	(0.4)	1.7	2.1	2.1
ROE	(11.7)	(1.0)	5.2	6.4	6.5
ROIC	3.2	2.9	4.9	5.6	5.7

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	134.1	322.9	159.4	180.7	189.9
당기순이익	(144.0)	(16.8)	63.4	80.6	85.9
자산상각비	163.7	150.9	85.2	89.7	94.1
운전자본증감	(97.5)	137.2	(2.0)	(2.1)	(2.9)
매출채권감소(증가)	5.0	20.4	(9.7)	(10.2)	(11.6)
재고자산감소(증가)	(17.5)	74.6	(8.4)	(8.8)	(10.0)
매입채무증가(감소)	(13.9)	26.1	11.1	11.7	13.3
투자현금	(134.2)	(254.9)	(162.1)	(168.0)	(174.5)
단기투자자산감소	13.2	(59.7)	(2.8)	(2.9)	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	(3.1)	(12.1)	(12.3)	(12.4)
설비투자	(153.1)	(129.3)	(132.7)	(137.7)	(143.3)
유무형자산감소	13.7	11.3	(1.8)	(1.9)	(1.9)
재무현금	101.9	128.4	76.3	76.3	72.3
차입금증가	(9.9)	154.7	100.0	100.0	100.0
자본증가	(13.5)	(22.2)	(23.7)	(23.7)	(27.7)
배당금지급	22.2	22.2	23.7	23.7	27.7
현금 증감	101.0	196.4	73.6	89.1	87.7
총현금흐름(Gross CF)	302.1	218.0	161.4	182.9	192.8
(-) 운전자본증가(감소)	111.5	(152.5)	2.0	2.1	2.9
(-) 설비투자	153.1	129.3	132.7	137.7	143.3
(+) 자산매각	13.7	11.3	(1.8)	(1.9)	(1.9)
Free Cash Flow	51.2	252.5	24.9	41.2	44.6
(-) 기타투자	(0.0)	3.1	12.1	12.3	12.4
잉여현금	51.2	249.5	12.7	28.9	32.2

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,429.5	2,258.0	2,339.1	2,427.8	2,528.2
증가율 (Y-Y,%)	3.5	(7.1)	3.6	3.8	4.1
영업이익	107.7	97.2	149.8	176.0	182.9
증가율 (Y-Y,%)	26.7	(9.7)	54.0	17.5	3.9
EBITDA	271.4	248.1	235.0	265.6	277.0
영업외손익	(245.6)	(120.2)	(68.0)	(72.0)	(72.0)
순이자수익	(32.3)	(31.2)	(30.2)	(32.2)	(34.1)
외화관련손익	(0.3)	7.3	7.8	7.8	7.8
지분법손익	(31.8)	(17.8)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
세전계속사업손익	(137.9)	(22.9)	81.8	104.0	110.9
당기순이익	(144.0)	(16.8)	63.4	80.6	85.9
지배기업당기순이익	(142.4)	(12.5)	62.1	79.0	84.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	27.2	6.6
NOPLAT	78.1	70.5	116.1	136.4	141.7
(+) Dep	163.7	150.9	85.2	89.7	94.1
(-) 운전자본투자	111.5	(152.5)	2.0	2.1	2.9
(-) Capex	153.1	129.3	132.7	137.7	143.3
OpFCF	(22.9)	244.6	66.6	86.2	89.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.4	(0.3)	(0.1)	(0.0)	3.8
영업이익증가율(3Yr)	(9.7)	8.9	20.8	17.8	23.4
EBITDA증가율(3Yr)	(1.5)	3.4	(0.2)	(0.7)	3.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	4.4	4.3	6.4	7.2	7.2
EBITDA마진(%)	11.2	11.0	10.0	10.9	11.0
순이익률(%)	(5.9)	(0.7)	2.7	3.3	3.4

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	(17,832)	(1,828)	7,507	9,618	10,271
BPS	138,233	133,750	138,132	144,438	150,884
DPS	2,700	2,700	2,700	3,160	3,610
Multiples(x,%)					
PER	(7.9)	(72.5)	17.7	13.8	12.9
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	9.2	9.5	10.7	9.5	9.1
배당수익률	1.9	2.0	2.0	2.4	2.7
PCR	4.1	5.3	7.2	6.4	6.0
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	165.2	193.8	197.8	199.0	200.1
Net debt/Equity	106.7	104.9	103.5	99.7	96.2
Net debt/EBITDA	482.7	502.6	540.7	481.4	465.0
유동비율	83.7	111.2	119.9	129.9	139.4
이자보상배율	3.3	3.1	5.0	5.5	5.4
이자비용/매출액	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
자산구조					
투하자본(%)	82.1	72.8	71.3	69.6	68.0
현금+투자자산(%)	17.9	27.2	28.7	30.4	32.0
자본구조					
차입금(%)	55.3	59.0	59.6	59.8	60.0
자기자본(%)	44.7	41.0	40.4	40.2	40.0

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

하이트진로(000080.KS)

회복되지 못한 주류 시장 속 MS 유지 주목

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	46,000원(유지)
현재주가(04/09)	35,900원
목표수익률	28.1%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

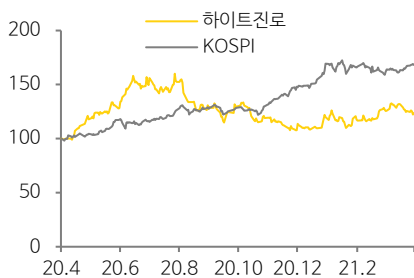
Trading Data

시가총액 (십억원)	2,517.8
발행주식수 (백만주)	70.1
외국인 지분율 (%)	7.2
52주 고가 (원)	47,050
52주 저가 (원)	28,150
60일 거래대금(억원)	235.2

주요주주 지분율(%)

하이트진로홀딩스(외 9인)	53.8
국민연금공단(외 1인)	7.7

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	(3.9)	(4.8)	21.5
상대주가	(9.1)	(35.7)	(49.1)

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 5097억원(yoy -4.5%), 영업이익 410억원(yoy -27%, opm 8.0%)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다.

1)맥주는 매출액 1723억원(yoy -4.3%), 영업이익 31억원(yoy -65%, opm 1.8%)으로 전망하며, 2)소주는 매출액 3043억원(yoy -4.7%), 영업이익 372억원(yoy -19.7%, opm 12.2%)으로 전망한다. 매출액 감소는 코로나19 거리두기 강화 영향으로 주류 시장 규모가 감소했던 것에서 기인한다. 주류시장은 전년도 12월에 이어 1월 가장 큰 감소폭을 기록한 후, 2월 감소폭 축소, 3월들어 전년도 대비 성장한 것으로 파악된다. 향후 거리두기 제한이 강화되지 않는이상 주류시장은 시간이 지날수록 회복할 것으로 기대된다. 한편 하이트진로의 맥주와 소주 시장 점유율은 각각 40%, 60%중반을 유지하고 있는 것으로 파악된다. 유통시장의 감소에도 가정용 주류시장의 성장에 따라 시장 감소폭 방어, 믹스개선에 따른 ASP상승 효과가 긍정적이다.

투자의견 Buy, 목표주가 4.6만원 유지

하이트진로에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 25배를 적용해 산출했다. 글로벌 주류 업체의 21년 실적 기준 PER 평균이 20배임을 감안했을 때, 다소 높은 편이나 주류 시장 감소에도 주류 점유율이 유지, 상승하며 외형 성장 및 영업이익 레버리지에 대한 기대감을 고려해 프리미엄을 부여했다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,035.1	2,256.3	2,325.0	2,397.5	2,477.2
증감률 YoY	7.9	10.9	3.0	3.1	3.3
영업이익	88.2	198.5	219.0	246.7	263.4
영업이익률	4.3	8.8	9.4	10.3	10.6
지배주주순이익	(42.3)	86.7	116.5	139.8	153.7
EPS(원)	(604)	1,224	1,649	1,981	2,179
EPS 증감률 YoY	적전	흑전	34.7	20.1	10.0
P/E	(48.0)	29.3	21.8	18.1	16.5
EV/EBITDA	12.9	9.5	9.5	8.6	8.1
ROE	(3.9)	8.2	10.6	11.8	12.0
P/B	2.0	2.4	2.3	2.1	1.9

출처: Dataguide, Kakao pay securities

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

Exhibit 39. 하이트진로 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	533.9	581.6	624.3	516.6	509.7	618.3	646.2	550.8	1,889.9	1,885.6	2,035.1	2,256.3	2,325.0
YoY	26.2%	10.9%	18.0%	-7.5%	-4.5%	6.3%	3.5%	6.6%	0.0%	-0.2%	7.9%	10.9%	3.0%
1. 맥주	180.0	214.6	244.0	173.3	172.3	226.1	242.9	182.3	742.2	713.9	726.6	812.0	823.6
YoY	29.4%	12.6%	15.0%	-6.2%	-4.3%	5.4%	-0.5%	5.2%	-3.2%	-3.8%	1.8%	11.7%	1.4%
(시장점유율)									33.0%	31.0%	35.0%	40.0%	42.0%
1) 하이트	23.8	27.4	22.2	14.5	11.9	24.6	19.9	13.0	373.6	292.3	188.9	87.8	69.5
2) 맥스	7.6	10.0	9.9	5.7	5.3	9.5	9.4	5.4	104.9	85.1	61.4	33.3	29.7
3) 필라이트	29.9	36.6	36.6	25.5	29.9	36.6	36.6	25.5	76.0	129.0	126.8	128.5	128.5
4) 테라	89.7	110.5	127.4	97.5	98.7	121.6	140.1	107.3	0.0	0.0	208.0	425.1	467.6
5) 기타	29.0	30.1	48.0	30.1	26.5	33.9	36.8	31.1	187.7	207.5	141.6	137.3	128.3
2. 소주	319.2	324.9	335.0	308.0	304.3	352.2	360.3	335.0	1,034.6	1,039.8	1,156.5	1,287.1	1,351.9
YoY	26.8%	11.6%	20.8%	-8.4%	-4.7%	8.4%	7.6%	8.8%	2.5%	0.5%	11.2%	11.3%	5.0%
(시장점유율)									52.0%	53.0%	62.0%	66.0%	67.0%
1) 참이슬	238.2	242.2	247.9	222.6	219.1	261.6	267.7	244.8	888.5	901.7	976.5	950.9	993.3
2) 진로이즈백	52.5	52.5	52.0	45.2	52.5	57.8	57.2	49.7	0.0	0.0	65.4	202.2	217.2
3) 기타	28.5	30.2	35.1	40.2	32.7	32.9	35.4	40.5	146.0	138.1	114.6	134.0	141.5
3. 생수	23.9	27.4	29.5	23.8	24.1	27.5	29.7	23.8	67.0	77.2	96.4	104.7	105.1
YoY	21.2%	8.5%	7.6%	-0.8%	0.6%	0.3%	0.6%	-0.2%	-3.0%	15.3%	24.9%	8.5%	0.4%
4. 기타	10.7	14.7	15.7	11.5	9.1	12.4	13.2	9.8	46.2	54.7	55.5	52.6	44.5
YoY	-13.7%	-15.9%	30.2%	-15.4%	-15.4%	-15.4%	-15.4%	-15.4%	2.3%	18.3%	1.5%	-5.3%	-15.4%
매출 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 맥주	33.7	36.9	39.1	33.5	33.8	36.6	37.6	33.1	39.3	37.9	35.7	36.0	35.4
2. 소주	59.8	55.9	53.7	59.6	59.7	57.0	55.8	60.8	54.7	55.1	56.8	57.0	58.1
3. 생수	4.5	4.7	4.7	4.6	4.7	4.4	4.6	4.3	3.5	4.1	4.7	4.6	4.5
4. 기타	2.0	2.5	2.5	2.2	1.8	2.0	2.1	1.8	2.4	2.9	2.7	2.3	1.9
영업이익	56.1	54.1	64.4	23.9	41.0	58.3	74.0	45.8	87.2	90.4	88.2	198.5	219.0
YoY	흑전	410.9%	30.9%	-27.0%	-27.0%	7.7%	15.0%	91.8%	-29.6%	3.7%	-2.4%	124.9%	10.3%
영업이익률	10.5%	9.3%	10.3%	4.6%	8.0%	9.4%	11.5%	8.3%	4.6%	4.8%	4.3%	8.8%	9.4%
1. 맥주	8.9	12.0	18.9	0.7	3.1	13.0	21.6	2.0	-28.9	-20.3	-43.1	40.5	39.7
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-65.1%	8.1%	14.3%	182.3%	적지	적지	적지	흑전	-2.0%
영업이익률	4.9%	5.6%	7.8%	0.4%	1.8%	5.8%	8.9%	1.1%	-3.9%	-2.9%	-5.9%	5.0%	4.8%
2. 소주	46.3	38.5	44.8	23.6	37.2	41.8	50.8	41.8	116.5	117.9	128.4	153.3	171.6
YoY	148.9%	43.3%	-11.1%	-27.3%	-19.7%	8.5%	13.2%	77.3%	-17.0%	1.3%	8.9%	19.4%	11.9%
영업이익률	14.5%	11.9%	13.4%	7.7%	12.2%	11.9%	14.1%	12.5%	11.3%	11.3%	11.1%	11.9%	12.7%
3. 생수	0.3	2.9	2.1	0.6	0.2	2.8	2.4	1.4	-4.0	-6.2	2.5	6.0	6.8
YoY	흑전	70.3%	120.4%	-8.1%	-26.8%	-5.4%	11.7%	130.7%	적전	적지	흑전	141.3%	13.6%
영업이익률	1.4%	10.6%	7.2%	2.6%	1.0%	10.0%	8.0%	6.0%	-6.0%	-8.0%	2.6%	5.7%	6.5%
4. 기타 및 조정	0.6	0.6	-1.5	-1.0	0.4	0.7	-0.8	0.5	3.7	-1.0	0.5	-1.3	0.9
영업이익 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 맥주	15.8	22.3	29.4	3.0	7.6	22.3	29.2	4.4	-33.1	-22.5	-48.9	20.4	18.1
2. 소주	82.5	71.2	69.7	98.8	90.8	71.8	68.6	91.4	133.5	130.4	145.5	77.2	78.4
3. 생수	0.6	5.4	3.3	2.6	0.6	4.7	3.2	3.1	-4.6	-6.8	2.8	3.0	3.1
4. 기타 및 조정	1.1	1.1	-2.4	-4.4	1.0	1.2	-1.0	1.1	4.3	-1.1	0.6	-0.7	0.4

출처: 하이트진로, Kakaopay Securities Research

하이트진로 (000080) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	782.3	1,420.4	1,322.4	1,396.5	1,481.9
현금성자산	160.7	817.4	681.7	734.7	796.8
매출채권	377.8	358.2	381.9	394.1	407.6
재고자산	177.3	160.4	171.0	176.5	182.5
비유동자산	2,488.6	2,445.9	2,477.9	2,513.5	2,553.2
투자자산	261.7	240.6	250.3	260.5	271.1
유형자산	2,052.1	2,039.3	2,070.2	2,104.0	2,140.8
무형자산	174.8	166.1	157.3	149.0	141.3
자산총계	3,270.9	3,866.3	3,800.3	3,910.0	4,035.1
유동부채	1,358.9	1,956.0	1,892.4	1,900.7	1,910.0
매입채무	275.3	246.2	262.5	270.8	280.1
유동성이자부채	532.2	1,034.7	954.7	954.7	954.7
비유동부채	878.8	839.8	770.9	782.5	794.6
비유동이자부채	640.1	565.5	485.5	485.5	485.5
부채총계	2,237.7	2,795.8	2,663.3	2,683.2	2,704.6
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	509.3	509.3	509.3	509.3	509.3
이익잉여금	238.9	276.4	342.9	432.7	536.4
자본조정	(84.5)	(84.5)	(84.5)	(84.5)	(84.5)
자기주식	(76.8)	(76.8)	(76.8)	(76.8)	(76.8)
자본총계	1,033.2	1,070.5	1,137.0	1,226.8	1,330.5
투자자본	2,031.4	1,832.7	1,874.1	1,910.1	1,950.8
순차입금	1,011.6	782.8	758.5	705.5	643.4
ROA	(1.3)	2.4	3.0	3.6	3.9
ROE	(3.9)	8.2	10.6	11.8	12.0
ROIC	(430.5)	7.2	9.9	10.9	11.4

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	28.3	437.2	240.7	274.5	289.2
당기순이익	(42.4)	86.6	116.4	139.7	153.6
자산상각비	148.0	151.3	129.0	130.4	131.9
운전자본증감	(200.6)	104.1	(21.5)	(12.8)	(14.0)
매출채권감소(증가)	77.2	22.0	(23.7)	(12.1)	(13.5)
재고자산감소(증가)	(22.1)	12.5	(10.6)	(5.4)	(6.1)
매입채무증가(감소)	24.6	(65.7)	16.3	8.3	9.3
투자현금	(66.0)	(169.6)	(166.5)	(171.6)	(177.2)
단기투자자산감소	88.3	(8.9)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(1.6)	(6.4)	(6.4)	(6.5)
설비투자	(160.7)	(150.7)	(150.2)	(154.9)	(160.1)
유무형자산감소	5.3	4.0	(0.9)	(0.9)	(1.0)
재무현금	(111.6)	373.6	(209.9)	(49.9)	(49.9)
차입금증가	(37.4)	465.0	(160.0)	0.0	0.0
자본증가	(55.7)	(48.9)	(49.9)	(49.9)	(49.9)
배당금지급	55.7	48.9	49.9	49.9	49.9
현금 증감	(146.7)	642.4	(135.7)	53.0	62.1
총현금흐름(Gross CF)	290.7	380.0	262.2	287.3	303.2
(-) 운전자본증가(감소)	127.4	(113.3)	21.5	12.8	14.0
(-) 설비투자	160.7	150.7	150.2	154.9	160.1
(+) 자산매각	5.3	4.0	(0.9)	(0.9)	(1.0)
Free Cash Flow	7.8	346.6	89.6	118.7	128.2
(-) 기타투자	0.0	1.6	6.4	6.4	6.5
잉여현금	7.8	345.0	83.1	112.2	121.7

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,035.1	2,256.3	2,325.0	2,397.5	2,477.2
증가율 (Y-Y,%)	7.9	10.9	3.0	3.1	3.3
영업이익	88.2	198.5	219.0	246.7	263.4
증가율 (Y-Y,%)	(2.4)	124.9	10.3	12.7	6.7
EBITDA	236.2	349.8	348.0	377.1	395.3
영업외손익	(87.8)	(74.9)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
순이자수익	(44.5)	(43.4)	(44.7)	(40.5)	(40.4)
외화관련손익	(0.2)	0.1	(1.3)	(1.0)	(1.0)
지분법손익	0.0	(6.9)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
세전계속사업손익	0.5	123.6	139.0	166.7	183.4
당기순이익	(42.4)	86.6	116.4	139.7	153.6
지배기업당기순이익	(42.3)	86.7	116.5	139.8	153.7
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	34.4	20.0	10.0
NOPLAT	(8,313.0)	139.1	183.5	206.7	220.6
(+) Dep	148.0	151.3	129.0	130.4	131.9
(-) 운전자본투자	127.4	(113.3)	21.5	12.8	14.0
(-) Capex	160.7	150.7	150.2	154.9	160.1
OpFCF	(8,453.2)	253.0	140.7	169.4	178.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.5	6.1	7.2	5.6	3.2
영업이익증가율(3Yr)	(10.7)	31.5	34.3	40.9	9.9
EBITDA증가율(3Yr)	(0.9)	19.1	17.3	16.9	4.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	89.5	73.6	n/a	21.0
영업이익률(%)	4.3	8.8	9.4	10.3	10.6
EBITDA마진(%)	11.6	15.5	15.0	15.7	16.0
순이익률(%)	(2.1)	3.8	5.0	5.8	6.2

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	(604)	1,224	1,649	1,981	2,179
BPS	14,488	15,013	15,947	17,207	18,663
DPS	700	700	700	700	700
Multiples(x,%)					
PER	(48.0)	29.3	21.8	18.1	16.5
PBR	2.0	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/ EBITDA	12.9	9.5	9.5	8.6	8.1
배당수익률	2.4	1.9	1.9	1.9	1.9
PCR	7.0	6.6	9.8	8.9	8.4
PSR	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	216.6	261.2	234.2	218.7	203.3
Net debt/Equity	97.9	73.1	66.7	57.5	48.4
Net debt/EBITDA	428.3	223.8	218.0	187.1	162.8
유동비율	57.6	72.6	69.9	73.5	77.6
이자보상배율	2.0	4.6	4.9	6.1	6.5
이자비용/매출액	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7
자산구조					
투자자본(%)	82.8	63.4	66.8	65.7	64.6
현금+투자자산(%)	17.2	36.6	33.2	34.3	35.4
자본구조					
차입금(%)	53.2	59.9	55.9	54.0	52.0
자기자본(%)	46.8	40.1	44.1	46.0	48.0

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

롯데푸드(002270.KS)

주력제품 P&Q 회복 긍정적

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	490,000원(유지)
현재주가(04/09)	372,000원
목표수익률	31.7%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

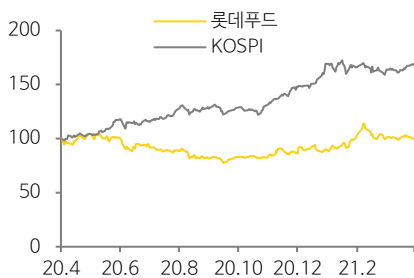
Trading Data

시가총액(십억원)	421.1
발행주식수(백만주)	1.1
외국인 지분율(%)	11.5
52주 고가(원)	432,000
52주 저가(원)	287,000
60일 거래대금(억원)	20.0

주요주주 지분율(%)

롯데지주(외 9인)	48.2
자사주(외 1인)	19.6

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	(0.7)	20.8	(1.1)
상대주가	(5.9)	(10.2)	(71.6)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 4230억원(yoy +3.4%), 영업이익 110억원(yoy +10.4%, opm 2.6%)으로 시장 기대치를 부합할 전망이다.

1)유지/식품: 매출액 1677억원(yoy +1%), 영업이익 106억원(yoy +5.6%, opm 6.3%)으로 가공유지는 원재료가 상승에 기인한 판가 상승 효과와 점진적인 판매량 회복으로 실적 개선이 기대되지만, 식자재의 전년동기 코로나19 사회적 거리두기 강화 영향 차이로 인해 부진을 이어가고 있는 것으로 파악된다. 식자재는 하반기로 갈수록 실적 회복이 가능할 것으로 기대된다. **2)빙과/유가공:** 매출액 874억원(yoy +4%), 영업이익 13억원(yoy +31%, opm 1.5%)으로 빙과는 가정내 소비 수요가 늘어나며 실적 개선과 외형 성장 및 시장 경쟁 완화에 따른 손익개선이 기대되고, 유가공은 기존 제품의 안정적 매출 속에서 분유 수출이 회복되고 있고, 베이비푸드&실버푸드 등 신규 카테고리도 성장하며 유가공 시장 부진을 상쇄해갈 것으로 기대된다. **3)육가공:** 매출액 1680억원(yoy +5%), 영업이익자 -8억원(yoy 적자축소, opm -0.5%)으로 전망한다. 지난해에 이어 ZBB프로젝트가 본격 시행되며 상반기 수익성 개선이 클 것으로 기대되고, HMR 및 기존 델리카 식품 판매량이 상승하며 매출과 이익기여도도 올라가고 있는 것으로 파악된다. 향후 5월 냉동 간편식 신규 증축분 가동시 시장 성장을 상회하는 HMR매출 성장이 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 49만원 유지

롯데푸드에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 13배를 적용해 산출했다. 내수 B2B 매출 비중이 높은 점을 고려해 현재 음식료 평균 배수인 13배를 그대로 적용했으며, 향후 지속적인 비용절감과 포트폴리오 조정 등을 통해 수익성 개선이 기대되는 점이 긍정적이다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,788.0	1,718.8	1,786.5	1,849.7	1,915.5
증감률 YoY	(1.3)	(3.9)	3.9	3.5	3.6
영업이익	49.5	44.4	55.0	68.2	70.3
영업이익률	2.8	2.6	3.1	3.7	3.7
지배주주순이익	37.5	70.2	43.1	53.4	55.0
EPS(원)	33,151	62,047	38,048	47,214	48,633
EPS 증감률 YoY	(11.8)	87.2	(38.7)	24.1	3.0
P/E	12.5	6.0	9.8	7.9	7.6
EV/EBITDA	6.5	5.3	4.8	4.1	3.9
ROE	5.4	9.5	5.5	6.6	6.5
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 40. 롯데푸드 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	409.2	440.6	472.8	396.2	423.0	458.6	492.1	412.8	1,810.8	1,788.0	1,718.8	1,786.5
YoY	-3.8%	-5.5%	-1.0%	-5.4%	3.4%	4.1%	4.1%	4.2%	-0.4%	-1.3%	-3.9%	3.9%
1. 유지/식품	166.0	166.0	168.0	164.0	167.7	171.0	173.0	168.9	710.1	710.0	664.0	680.6
YoY	-5.1%	-8.3%	-5.1%	-7.3%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-13.2%	0.0%	-6.5%	2.5%
2. 방과/유가공	84.0	116.0	122.0	77.0	87.4	120.6	126.9	80.1	396.3	400.0	399.0	415.0
YoY	1.2%	-0.9%	-2.4%	2.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-11.7%	0.9%	-0.2%	4.0%
3. 육가공	160.0	159.0	183.0	156.0	168.0	167.0	192.2	163.8	704.4	679.0	658.0	690.9
YoY	-4.2%	-5.9%	4.0%	-6.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	27.8%	-3.6%	-3.1%	5.0%
매출 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 유지/식품	40.6	37.7	35.5	41.4	39.6	37.3	35.2	40.9	39.2	39.7	38.6	38.1
2. 방과/유가공	20.5	26.3	25.8	19.4	20.7	26.3	25.8	19.4	21.9	22.4	23.2	23.2
3. 육가공	39.1	36.1	38.7	39.4	39.7	36.4	39.0	39.7	38.9	38.0	38.3	38.7
영업이익	9.9	14.0	20.9	-0.5	11.0	16.0	23.7	4.3	67.6	49.5	44.4	55.0
YoY	15.9%	-24.5%	-1.2%	적전	10.4%	13.9%	13.3%	흑전	2.0%	-26.8%	-10.2%	23.8%
영업이익률	2.4%	3.2%	4.4%	-0.1%	2.6%	3.5%	4.8%	1.0%	3.7%	2.8%	2.6%	3.1%
1. 유지/식품	10.0	7.0	9.0	7.0	10.6	8.2	10.0	7.2	44.8	44.8	33.0	36.0
YoY	0.0%	-46.2%	-27.4%	-25.4%	5.6%	17.2%	11.5%	3.0%	25.3%	-0.1%	-26.3%	9.1%
영업이익률	6.0%	4.2%	5.4%	4.3%	6.3%	4.8%	5.8%	4.3%	6.3%	6.3%	5.0%	5.3%
2. 방과/유가공	1.0	9.0	9.0	-4.0	1.3	9.4	9.9	-2.4	19.8	18.3	15.0	18.2
YoY	0.0%	-10.0%	-23.4%	적지	31.0%	4.6%	10.0%	적지	-27.1%	-7.7%	-17.8%	21.4%
영업이익률	1.2%	7.8%	7.4%	-5.2%	1.5%	7.8%	7.8%	-3.0%	5.0%	4.6%	3.8%	4.4%
3. 육가공	-1.0	-2.0	3.0	-3.0	-0.8	-1.7	3.8	0.0	3.0	-12.7	-3.0	1.3
YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	28.1%	적지	-10.9%	적전	적지	흑전
영업이익률	-0.6%	-1.3%	1.6%	-1.9%	-0.5%	-1.0%	2.0%	0.0%	0.4%	-1.9%	-0.5%	0.2%
영업이익 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 유지/식품	100.6	50.0	43.0	-1,477.9	96.3	51.4	42.4	166.4	66.3	90.5	74.3	65.5
2. 방과/유가공	10.1	64.2	43.0	844.5	11.9	59.0	41.8	-55.4	29.2	36.9	33.8	33.1
3. 육가공	-10.1	-14.3	14.3	633.4	-7.7	-10.5	16.2	0.0	4.5	-25.6	-6.8	2.4
순이익	6.8	56.3	10.5	-3.4	8.5	12.4	18.4	3.4	42.5	37.5	70.2	42.6
YoY	-5.3%	287.7%	-31.0%	적전	24.6%	-78.0%	74.4%	흑전	-55.3%	흑전	87.2%	-39.3%
순이익률	1.7%	12.8%	2.2%	-0.9%	2.0%	2.7%	3.7%	0.8%	2.3%	2.1%	4.1%	2.4%
지배주주순이익	6.8	56.3	10.5	-3.4	8.6	12.5	18.6	3.4	42.5	37.6	70.2	43.1
YoY	-5.3%	287.7%	-31.0%	적전	26.0%	-77.8%	76.3%	흑전	-55.3%	흑전	86.7%	-38.7%
지배주주순이익률	1.7%	12.8%	2.2%	-0.9%	2.0%	2.7%	3.8%	0.8%	2.3%	2.1%	4.1%	2.4%
시가총액									802.5	467.5	375.2	425.6
PER									18.9	12.5	5.3	10.0
Target PER											13.0	13.0
목표시가총액												559.9
Upside												32%

출처: 롯데푸드, Kakaopay Securities Research

롯데푸드 (002270) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	624.5	577.2	588.7	609.1	631.4
현금성자산	39.1	210.9	207.1	213.7	221.6
매출채권	195.9	186.3	194.0	201.0	208.3
재고자산	227.1	171.8	179.0	185.4	192.1
비유동자산	696.6	732.4	759.2	785.9	812.8
투자자산	67.5	97.7	101.6	105.7	110.0
유형자산	582.9	590.7	613.4	635.9	658.4
무형자산	46.2	44.1	44.2	44.3	44.4
자산총계	1,321.2	1,309.6	1,347.8	1,395.0	1,444.2
유동부채	453.8	331.2	339.0	346.4	354.2
매입채무	128.2	115.7	120.5	124.9	129.4
유동성이자부채	115.6	141.7	141.7	141.7	141.7
비유동부채	159.8	214.1	216.1	218.3	220.5
비유동이자부채	114.2	163.0	163.0	163.0	163.0
부채총계	613.6	545.2	555.1	564.7	574.7
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
이익잉여금	922.9	979.7	1,008.1	1,045.7	1,084.9
자본조정	(281.0)	(281.0)	(281.0)	(281.0)	(281.0)
자기주식	(140.3)	(140.3)	(140.3)	(140.3)	(140.3)
자본총계	707.5	764.4	792.7	830.3	869.5
투하자본	889.0	840.3	871.7	901.9	932.4
순차입금	190.7	93.8	97.6	91.0	83.0
ROA	3.0	5.3	3.2	3.9	3.9
ROE	5.4	9.5	5.5	6.6	6.5
ROIC	4.4	3.7	5.0	6.0	5.9

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	47.6	147.1	91.8	106.2	110.6
당기순이익	37.5	70.2	42.6	52.9	54.4
자산상각비	51.4	52.7	54.0	56.9	59.8
운전자본증감	(52.4)	69.6	(7.5)	(6.3)	(6.6)
매출채권감소(증가)	(4.0)	(0.4)	(7.8)	(7.0)	(7.3)
재고자산감소(증가)	(35.2)	66.4	(7.2)	(6.4)	(6.7)
매입채무증가(감소)	(3.2)	(20.9)	4.8	4.3	4.5
투자현금	(49.3)	(61.6)	(83.4)	(86.3)	(89.4)
단기투자자산감소	4.6	(5.1)	(2.5)	(2.6)	(2.7)
장기투자증권감소	0.0	(0.2)	(0.8)	(0.9)	(0.9)
설비투자	(74.8)	(84.3)	(76.4)	(79.1)	(82.0)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
재무현금	(12.8)	(34.6)	(14.7)	(15.8)	(15.8)
차입금증가	5.7	72.7	0.0	0.0	0.0
자본증가	(13.6)	(10.9)	(14.7)	(15.8)	(15.8)
배당금지급	13.6	10.9	14.7	15.8	15.8
현금 증감	(14.4)	121.2	(6.3)	4.1	5.3
총현금흐름(Gross CF)	113.1	107.8	99.2	112.6	117.1
(-) 운전자본증가(감소)	28.5	(70.4)	7.5	6.3	6.6
(-) 설비투자	74.8	84.3	76.4	79.1	82.0
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	9.7	93.9	14.9	26.7	28.2
(-) 기타투자	0.0	0.2	0.8	0.9	0.9
잉여현금	9.7	93.7	14.1	25.9	27.3

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,788.0	1,718.8	1,786.5	1,849.7	1,915.5
증가율 (Y-Y,%)	(1.3)	(3.9)	3.9	3.5	3.6
영업이익	49.5	44.4	55.0	68.2	70.3
증가율 (Y-Y,%)	(26.8)	(10.2)	23.8	24.1	3.0
EBITDA	100.8	97.1	109.0	125.1	130.0
영업외손익	0.1	52.1	(0.0)	0.0	0.0
순이자수익	(4.6)	(5.3)	(5.4)	(5.4)	(5.3)
외화관련손익	(0.1)	4.0	4.1	4.1	4.1
지분법손익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전계속사업손익	49.6	96.5	55.0	68.2	70.3
당기순이익	37.5	70.2	42.6	52.9	54.4
지배기업당기순이익	37.5	70.2	43.1	53.4	55.0
증가율 (Y-Y,%)	(11.8)	87.2	(39.3)	24.1	3.0
NOPLAT	37.5	32.3	42.6	52.9	54.4
(+) Dep	51.4	52.7	54.0	56.9	59.8
(-) 운전자본투자	28.5	(70.4)	7.5	6.3	6.6
(-) Capex	74.8	84.3	76.4	79.1	82.0
OpFCF	(14.5)	71.1	12.7	24.3	25.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.5	(1.9)	(0.5)	1.1	3.7
영업이익증가율(3Yr)	(14.7)	(12.5)	(6.7)	11.3	16.5
EBITDA증가율(3Yr)	(7.9)	(5.2)	(1.4)	7.5	10.2
순이익증가율(3Yr)	(13.6)	(9.6)	0.0	12.1	(8.1)
영업이익률(%)	2.8	2.6	3.1	3.7	3.7
EBITDA마진(%)	5.6	5.7	6.1	6.8	6.8
순이익률(%)	2.1	4.1	2.4	2.9	2.8

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	33,151	62,047	38,048	47,214	48,633
BPS	625,100	675,325	700,373	733,587	768,220
DPS	12,000	13,000	14,000	14,000	14,000
Multiples(x,%)					
PER	12.5	6.0	9.8	7.9	7.6
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	6.5	5.3	4.8	4.1	3.9
배당수익률	2.9	3.5	3.8	3.8	3.8
PCR	4.1	3.9	4.2	3.7	3.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	86.7	71.3	70.0	68.0	66.1
Net debt/Equity	27.0	12.3	12.3	11.0	9.5
Net debt/EBITDA	189.2	96.6	89.6	72.7	63.9
유동비율	137.6	174.3	173.7	175.8	178.3
이자보상배율	10.7	8.4	10.2	12.7	13.2
이자비용/매출액	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	89.3	73.1	73.9	73.8	73.8
현금+투자자산(%)	10.7	26.9	26.1	26.2	26.2
자본구조					
차입금(%)	24.5	28.5	27.8	26.8	25.9
자기자본(%)	75.5	71.5	72.2	73.2	74.1

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

풀무원(017810.KS)

가공식품 호조 속, 아쉬운 거리두기 영향

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	23,000원(유지)
현재주가(04/09)	18,200원
목표수익률	26.4%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

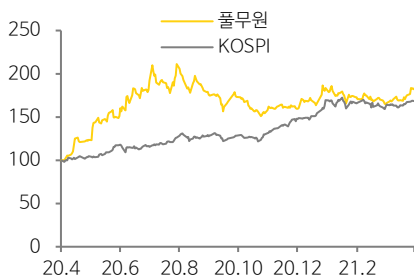
Trading Data

시가총액 (십억원)	693.8
발행주식수 (백만주)	38.1
외국인 지분율 (%)	0.9
52주 고가 (원)	22,650
52주 저가 (원)	9,800
60일 거래대금(억원)	19.6

주요주주 지분율(%)

남승우(외 7인)	60.3
한마음평화연구재단(외 1인)	10.0

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.7	5.2	79.3
상대주가	3.4	(25.7)	8.7

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 5747억원(yoy +2.7%), 영업이익 99억원(yoy +118.7%, opm 1.7%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다.

1)식품/식자재: 매출액 4490억원(yoy +4%), 영업이익 172억원(yoy +8.6%, opm 3.8%)으로 가공식품 판매는 전년도 높은 기저부담으로 외형성장은 제한적이나, 영업이익률은 다소 유지하며 주력 제품 판매를 늘려가고 있다. 식자재는 키즈경로 등 주력 식자재 공급채널의 회복으로 1분기 전년대비 매출 성장에 따른 흑자전환이 기대된다.

2)푸드서비스/외식: 매출액 1111억원(yoy -12%), 영업적자 -94억원(yoy 적자축소, opm -8.5%)으로 코로나19의 사회적 거리두기 강화 영향으로 외식경기 부진과 휴게소, 공항 등 컨세션 사업의 매출 부진, 이에 따른 고정비 부담이 이어지며 적자가 이어질 것으로 전망한다. 다만 지난해 일부 사업장 구조조정에 따른 적자폭 축소가 예상된다.

3)해외: 매출액 1195억원(yoy +12%), 영업이익 2억원(yoy 흑전, opm -0.5%)으로 전망한다. 중국은 전년도 높은 기저부담에도 한국형 HMR제품의 판매 호조, 가공두부라인 가동에 따른 외형 성장이 기대되고 높은 수익성도 유지될 전망이다. 미국 역시 매출성장이 나타나 신규 서브브랜드 플랜트 스파이어(Plant spired)런칭에 따른 마케팅 비용 부담으로 소폭 적자를 전망한다. 일본은 HMR제품 판매 증가와 두부스틱 등 신규 제품 판매로 외형 증가하나, 라인투자에 따른 비용부담이 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 2.3만원 유지

롯데푸드에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 20배를 적용해 산출했다. 향후 해외부문의 성장과 푸드서비스/외식의 정상화로 수익성 개선이 기대됨에 따라 실적 레벨업, 밸류에이션 부담이 크게 완화되는 점이 긍정적이다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381.5	2,311.2	2,362.7	2,414.5	2,476.9
증감률 YoY	4.8	(2.9)	2.2	2.2	2.6
영업이익	30.6	46.0	71.7	93.6	112.7
영업이익률	1.3	2.0	3.0	3.9	4.6
지배주주순이익	3.5	16.3	40.1	57.0	71.9
EPS(원)	92	391	1,017	1,462	1,852
EPS 증감률 YoY	(84.0)	327.0	159.9	43.8	26.7
P/E	122.7	46.5	17.9	12.4	9.8
EV/EBITDA	6.8	8.3	7.1	6.1	5.4
ROE	1.0	4.2	10.2	13.1	14.5
P/B	1.2	2.0	1.9	1.7	1.5

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 41. 플무원 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	562.6	565.1	603.3	580.1	574.7	575.5	617.5	595.1	2,195.7	2,272.0	2,381.5	2,311.2	2,362.7
YoY	2.4%	-5.3%	-3.7%	-4.6%	2.1%	1.8%	2.3%	2.6%	8.1%	3.5%	4.8%	-2.9%	2.2%
0. 지주(별도)	32.3	23.1	24.9	28.3	33.0	23.6	25.4	28.8	73.2	77.2	79.0	108.6	110.7
YoY	45.5%	28.4%	31.0%	42.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	6.4%	5.5%	2.4%	37.4%	2.0%
1. 식품/식자재	431.9	441.5	477.2	461.6	449.0	459.1	494.6	479.8	1,499.6	1,607.7	1,797.7	1,812.3	1,882.4
YoY	13.9%	-9.4%	1.9%	-0.2%	4.0%	4.0%	3.6%	3.9%	7.5%	7.2%	11.8%	0.8%	3.9%
2. 푸드서비스/외식	126.1	115.4	132.2	122.6	111.1	103.9	118.9	110.3	632.4	659.6	663.3	496.3	444.2
YoY	-18.6%	-31.1%	-26.6%	-23.8%	-12.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	27.4%	4.3%	0.6%	-25.2%	-10.5%
3. 물류	31.7	31.6	34.5	32.6	31.7	31.6	34.5	32.6	109.3	116.3	130.9	130.3	130.3
YoY	14.3%	-9.2%	-0.8%	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	6.3%	12.6%	-0.5%	0.0%
4. 건강생활	13.5	12.1	14.9	13.4	13.7	12.3	15.2	13.7	159.3	143.0	49.5	53.9	54.9
YoY	-62.0%	흑전	1.3%	-5.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	-10.2%	-65.4%	8.7%	2.0%
5. 해외	106.5	118.6	111.3	108.7	119.5	125.4	124.9	121.5	307.8	316.5	368.5	445.1	491.3
YoY	19.8%	37.3%	17.1%	10.7%	12.1%	5.8%	12.2%	11.8%	5.0%	2.8%	16.4%	20.8%	10.4%
5-1. 중국	13.0	14.0	13.7	13.1	15.6	16.8	16.4	15.8	16.7	19.7	27.6	53.8	64.6
5-2. 미국	63.8	65.7	64.6	62.1	68.9	71.0	74.3	71.4	171.9	178.2	213.1	256.2	285.5
5-3. 일본	31.3	34.0	30.6	30.8	32.3	35.0	31.5	31.7	113.3	109.4	117.8	126.7	130.5
6. 기타	1.6	1.6	1.8	1.8	1.6	1.7	1.8	1.9	7.8	7.9	7.1	6.8	7.0
YoY	-9.5%	-15.6%	2.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	-16.3%	1.0%	-9.5%	-4.9%	3.9%
7. 내부거래/조정	-181.0	-178.7	-193.4	-188.8	-184.9	-182.0	-197.8	-193.5	-593.7	-656.1	-714.6	-741.9	-758.2
영업이익	4.5	14.7	17.6	9.2	9.9	19.2	25.0	17.5	52.8	40.2	30.6	46.0	71.7
YoY	202.3%	36.5%	56.2%	30.0%	118.7%	30.8%	42.6%	91.3%	39.1%	-23.7%	-24.0%	50.4%	56.0%
영업이익률	0.8%	2.6%	2.9%	1.6%	1.7%	3.3%	4.1%	2.9%	2.4%	1.8%	1.3%	2.0%	3.0%
0. 지주(별도)	9.3	2.2	3.3	5.6	8.6	2.2	3.4	5.7	20.3	23.3	12.3	20.3	19.8
YoY	35.9%	-26.1%	88.0%	575.7%	-7.5%	2.0%	2.0%	2.0%	-17.6%	14.7%	-47.0%	64.7%	-2.3%
영업이익률	28.7%	9.3%	13.4%	19.6%	26.0%	9.3%	13.4%	19.6%	27.7%	30.1%	15.6%	18.7%	17.9%
1. 식품/식자재	15.8	18.8	19.3	12.0	17.2	17.3	20.2	12.8	60.5	59.9	49.4	65.8	67.5
YoY	50.3%	54.9%	51.4%	-14.8%	8.6%	-7.7%	4.6%	7.2%	7.4%	-1.1%	-17.5%	33.2%	2.5%
영업이익률	3.7%	4.2%	4.0%	2.6%	3.8%	3.8%	4.1%	2.7%	4.0%	3.7%	2.7%	3.6%	3.6%
2. 푸드서비스/외식	-11.1	-7.2	-7.4	-6.6	-9.4	-4.2	-3.6	-4.4	9.6	8.1	6.4	-32.4	-21.6
YoY	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	116.0%	-16.0%	-21.1%	적전	적지
영업이익률	-8.8%	-6.3%	-5.6%	-5.4%	-8.5%	-4.0%	-3.0%	-4.0%	1.5%	1.2%	1.0%	-6.5%	-4.9%
3. 물류	0.9	1.1	0.6	0.6	0.8	1.1	0.6	0.6	3.4	-0.7	3.7	3.2	3.1
YoY	흑전	-57.2%	36.8%	-46.3%	-15.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-11.6%	적전	흑전	-11.2%	-4.3%
영업이익률	2.9%	3.4%	1.7%	1.9%	2.5%	3.4%	1.7%	1.9%	3.1%	-0.6%	2.8%	2.5%	2.4%
4. 건강생활	-0.2	-0.9	0.9	0.4	-0.2	0.2	0.3	0.3	6.7	3.0	-1.6	0.2	0.6
YoY	적전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-64.5%	-26.6%	-7.5%	-55.1%	적전	흑전	301.6%
영업이익률	-1.2%	-7.6%	5.7%	2.8%	-1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	4.2%	2.1%	-3.3%	0.3%	1.1%
5. 해외	-3.4	1.8	0.1	-2.7	0.2	2.7	2.8	2.7	-38.9	-39.9	-36.2	-4.2	8.4
YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	50.5%	4140.4%	흑전	적지	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-3.2%	1.5%	0.1%	-2.5%	0.2%	2.2%	2.3%	2.2%	-12.6%	-12.6%	-9.8%	-0.9%	1.7%
5-1. 중국	2.1	1.9	1.9	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2		-4.4	-1.6	8.2	9.0
5-2. 미국	-1.5	0.7	1.3	-0.3	-1.0	1.4	1.5	1.4		-26.6	-19.4	0.2	3.3
5-3. 일본	-1.9	-1.7	-2.3	-0.3	-1.0	-1.0	-0.9	-1.0		-5.9	-10.7	-6.2	-3.9
6. 기타	-0.1	-0.4	-0.1	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	-1.0	-0.1	-0.3	-0.2	1.8
YoY	적지	적지	적지	271.0%	흑전	흑전	흑전	3.9%	적전	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-9.1%	-24.7%	-5.5%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	-12.7%	-0.8%	-3.7%	-2.6%	25.4%
7. 내부거래/조정	-6.6	-0.6	0.9	-0.5	-7.6	-0.6	0.8	-0.6	-7.8	-13.3	-3.1	-6.8	-8.0
순이익	5.7	6.0	11.8	-11.7	3.8	11.0	15.5	9.7	30.4	11.0	-7.5	11.8	40.1
YoY	흑전	5.9%	113.0%	적지	-33.4%	83.3%	31.7%	흑전	204.7%	-63.9%	적전	흑전	238.7%
순이익률	1.0%	1.1%	2.0%	-2.0%	0.7%	1.9%	2.5%	1.6%	1.4%	0.5%	-0.3%	0.5%	1.7%
지배주주순이익	7.2	7.1	11.5	-9.5	3.8	11.0	15.5	9.7	38.5	21.8	3.5	16.3	40.1
YoY	흑전	-22.7%	29.3%	적지	-46.8%	56.0%	34.6%	흑전	107.1%	-43.3%	-84.0%	366.3%	146.2%
지배주주순이익률	1.3%	1.3%	1.9%	-1.6%	0.7%	1.9%	2.5%	1.6%	1.8%	1.0%	0.1%	0.7%	1.7%

출처: 플무원, Kakaopay Securities Research

플무원 (017810) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	467.8	551.0	583.4	630.3	691.0
현금성자산	137.9	188.1	210.3	248.0	298.1
매출채권	212.0	200.4	205.5	210.0	215.4
재고자산	106.0	108.0	110.8	113.2	116.1
비유동자산	1,016.7	1,084.0	1,097.3	1,112.5	1,129.9
투자자산	115.3	108.7	113.2	117.7	122.5
유형자산	847.2	920.2	929.0	939.5	951.9
무형자산	54.2	55.0	55.1	55.3	55.5
자산총계	1,484.6	1,634.9	1,680.7	1,742.8	1,820.9
유동부채	621.2	712.4	721.0	729.0	738.0
매입채무	244.0	208.9	214.3	219.0	224.6
유동성이자부채	305.7	425.0	425.0	425.0	425.0
비유동부채	400.3	481.2	483.5	485.9	488.4
비유동이자부채	364.5	423.9	423.9	423.9	423.9
부채총계	1,021.5	1,193.6	1,204.5	1,214.9	1,226.4
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	78.4	79.1	79.1	79.1	79.1
이익잉여금	224.7	232.0	266.8	318.5	385.1
자본조정	(65.7)	(65.7)	(65.7)	(65.7)	(65.7)
자기주식	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
자본총계	463.1	441.4	476.2	527.9	594.5
투자자본	955.1	1,061.1	1,072.0	1,084.3	1,098.9
순차입금	532.2	660.9	638.7	601.0	550.9
ROA	0.3	1.0	2.4	3.3	4.0
ROE	1.0	4.2	10.2	13.1	14.5
ROIC	(4.1)	3.0	5.2	6.7	8.0

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	85.4	96.3	152.2	170.7	186.6
당기순이익	(7.5)	11.8	40.1	57.0	71.9
자산상각비	110.8	118.1	116.6	117.6	119.0
운전자본증감	(47.7)	(9.3)	(1.6)	(1.2)	(1.6)
매출채권감소(증가)	(25.3)	15.9	(5.2)	(4.5)	(5.4)
재고자산감소(증가)	4.2	(1.6)	(2.8)	(2.4)	(2.9)
매입채무증가(감소)	10.0	(23.3)	5.4	4.7	5.6
투자현금	(67.7)	(210.4)	(128.6)	(131.7)	(135.4)
단기투자자산감소	37.4	(75.9)	(3.9)	(4.0)	(4.2)
장기투자증권감소	0.0	0.9	3.5	3.4	3.3
설비투자	(124.4)	(135.9)	(123.0)	(125.7)	(128.9)
유무형자산감소	11.4	(0.9)	(2.5)	(2.6)	(2.7)
재무현금	(0.7)	86.0	(5.3)	(5.3)	(5.3)
차입금증가	(21.6)	150.2	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.9)	(5.2)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
배당금지급	5.9	5.2	5.3	5.3	5.3
현금 증감	17.2	(27.5)	18.4	33.7	45.9
총현금흐름(Gross CF)	170.2	171.0	153.8	171.9	188.2
(-) 운전자본증가(감소)	(7.6)	61.1	1.6	1.2	1.6
(-) 설비투자	124.4	135.9	123.0	125.7	128.9
(+) 자산매각	11.4	(0.9)	(2.5)	(2.6)	(2.7)
Free Cash Flow	64.8	(26.9)	26.7	42.5	55.0
(-) 기타투자	0.0	(0.9)	(3.5)	(3.4)	(3.3)
잉여현금	64.8	(26.0)	30.2	45.9	58.3

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381.5	2,311.2	2,362.7	2,414.5	2,476.9
증가율 (Y-Y,%)	4.8	(2.9)	2.2	2.2	2.6
영업이익	30.6	46.0	71.7	93.6	112.7
증가율 (Y-Y,%)	(24.0)	50.4	56.0	30.4	20.5
EBITDA	141.3	164.1	188.3	211.2	231.7
영업외손익	(23.7)	(28.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
순이자수익	(22.9)	(24.2)	(25.1)	(24.9)	(24.7)
외화관련손익	1.0	1.8	2.0	2.0	2.0
지분법손익	2.6	4.5	5.2	5.2	5.2
세전계속사업손익	6.9	18.0	51.7	73.6	92.7
당기순이익	(7.5)	11.8	40.1	57.0	71.9
지배기업당기순이익	3.5	16.3	40.1	57.0	71.9
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	238.7	42.2	26.0
NOPLAT	(33.5)	30.3	55.6	72.5	87.4
(+) Dep	110.8	118.1	116.6	117.6	119.0
(-) 운전자본투자	(7.6)	61.1	1.6	1.2	1.6
(-) Capex	124.4	135.9	123.0	125.7	128.9
OpFCF	(39.5)	(48.6)	47.6	63.3	75.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.5	1.7	1.3	0.5	2.3
영업이익증가율(3Yr)	(6.9)	(4.5)	21.2	45.2	34.8
EBITDA증가율(3Yr)	11.9	10.6	18.6	14.3	12.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	(27.0)	54.0	n/a	82.4
영업이익률(%)	1.3	2.0	3.0	3.9	4.6
EBITDA마진(%)	5.9	7.1	8.0	8.7	9.4
순이익률(%)	(0.3)	0.5	1.7	2.4	2.9

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	92	391	1,017	1,462	1,852
BPS	9,425	8,889	9,715	10,942	12,521
DPS	102	130	130	130	130
Multiples(x,%)					
PER	122.7	46.5	17.9	12.4	9.8
PBR	1.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA	6.8	8.3	7.1	6.1	5.4
배당수익률	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
PCR	2.5	4.1	5.0	4.5	4.1
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	220.6	270.4	252.9	230.1	206.3
Net debt/Equity	114.9	149.7	134.1	113.8	92.7
Net debt/EBITDA	376.6	402.9	339.2	284.5	237.8
유동비율	75.3	77.3	80.9	86.5	93.6
이자보상배율	1.3	1.9	2.9	3.8	4.6
이자비용/매출액	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
자산구조					
투자자본(%)	79.0	78.1	76.8	74.8	72.3
현금+투자자산(%)	21.0	21.9	23.2	25.2	27.7
자본구조					
차입금(%)	59.1	65.8	64.1	61.7	58.8
자기자본(%)	40.9	34.2	35.9	38.3	41.2

SPC삼립(005610.KS)

본업 성장, 아쉬운 거리두기 강화 영향

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	90,000원(유지)
현재주가(04/09)	73,900원
목표수익률	21.8%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

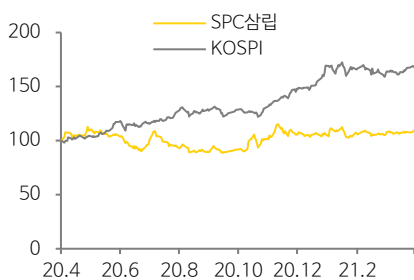
Trading Data

시가총액 (십억원)	637.7
발행주식수 (백만주)	8.6
외국인 지분율 (%)	2.5
52주 고가 (원)	79,100
52주 저가 (원)	59,500
60일 거래대금(억원)	15.6

주요주주 지분율(%)

파리크라상(외 7인)	73.6
자사주(외 1인)	6.1

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.9	19.2	9.0
상대주가	(1.3)	(11.7)	(61.6)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 5998억원(yoy +1.5%), 영업이익 85억원(yoy +25.1%, opm 1.4%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다.

1)Bakery: 매출액 1556억원(yoy +5.6%), 영업이익 93억원(yoy +15%, opm 6.0%)으로 견조한 흐름을 이어갈 전망이다. 전년도 4분기 호빵의 매출호조가 1분기까지 이어지며 매출 및 수익에 기여를 했고, 일반빵과 샌드위치도 성장했다. 다만 기저부담이 있는 케익과 식빵의 매출은 전년과 유사한 수준에 그쳤다. 베이커리 부문은 신제품과 채널믹스 개선, 주력제품 호조로 연내 실적 성장이 기대된다.

2)Food: 매출액 1501억원(yoy -1.9%), 영업적자 -1억원(yoy 적지, opm -0.1%)으로 맥분 불륨성장, 육가공 손익개선에도 신선식품 전년도 고성장에 대한 기저부담 및 계란 등 주요 원가 상승, 점포/휴게소의 코로나19 사회적 거리두기 강화 영향에서 온전히 회복하지 못하고 있는 상황이다.

3)GFS(유통): 매출액 3290억원(yoy +1.3%), 영업적자 -5억원(yoy 적전, opm -0.2%)으로 전망한다. 전년동기 수입육 매출 축소에 따른 기저효과로 외형 성장은 가능하나, 역시 코로나19 사회적 거리두기 강화 영향으로 프랜차이즈 업체 등 전방 고객사 부진에 따른 실적 부진이 이어질 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 9만원 유지

SPC삼립에 대해 목표주가와 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 목표배수 18배를 적용해 산출했다. 국내 식자재 유통업체의 목표배수 18배를 그대로 적용했는데, 글로벌 경쟁사의 과거 평균배수 25배에서 30%하한한 배수이다. 한편 음식료 평균 목표배수 15배보다는 높은 수준인데, SPC삼립의 베이커리 부문에서의 높은 시장지위와 실적 성장, Food및 GFS부문의 코로나19이후 실적 회복 기대감을 반영 프리미엄을 적용했다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,499.2	2,542.7	2,596.1	2,658.3	2,726.8
증감률 YoY	12.6	1.7	2.1	2.4	2.6
영업이익	47.0	51.1	68.2	75.1	83.4
영업이익률	1.9	2.0	2.6	2.8	3.1
지배주주순이익	20.2	(12.4)	43.5	48.9	55.3
EPS(원)	2,341	(1,442)	5,044	5,669	6,409
EPS 증감률 YoY	(52.1)	적전	흑전	12.4	13.0
P/E	37.3	(51.2)	14.7	13.0	11.5
EV/EBITDA	11.2	8.3	7.0	6.5	6.0
ROE	6.3	(4.0)	13.5	13.7	13.8
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 42. SPC삼립 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
매출액	590.8	619.0	657.8	675.1	599.8	632.0	673.2	691.2	2,220.2	2,499.2	2,542.7	2,596.1
YoY	1.3%	0.1%	5.2%	0.4%	1.5%	2.1%	2.3%	2.4%	7.5%	12.6%	1.7%	2.1%
1. BAKERY	147.3	150.2	155.3	192.4	155.6	160.8	166.2	204.9	557.0	604.2	645.1	687.4
YoY	8.4%	4.2%	10.2%	5.0%	5.6%	7.1%	7.1%	6.5%	-6.0%	8.5%	6.8%	6.6%
2. FOOD	153.0	153.4	161.9	152.1	150.1	152.0	168.4	157.7	529.7	582.6	620.4	628.2
YoY	14.6%	9.4%	7.0%	-3.5%	-1.9%	-0.9%	4.0%	3.7%	-0.6%	10.0%	6.5%	1.3%
2-1. 맥분	28.7	30.3	31.3	32.6	29.5	31.2	32.3	33.6	115.4	119.6	122.9	126.6
YoY	-3.0%	2.6%	3.5%	7.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	6.2%	3.6%	2.8%	3.0%
2-2. 육가공	18.3	18.5	22.5	18.4	18.3	18.9	22.9	18.7	61.5	66.9	77.6	78.8
YoY	7.4%	19.6%	24.0%	12.7%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%	8.8%	16.0%	1.5%
2-3. 청주/충주	31.1	32.8	34.7	34.4	31.1	33.8	35.7	35.4	98.8	115.9	133.0	136.1
YoY	26.0%	14.1%	15.1%	6.4%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	20.3%	17.4%	14.8%	2.3%
2-4. 기타	74.9	71.7	73.4	66.8	71.2	68.2	77.5	69.9	254.0	280.2	286.8	286.8
YoY	20.3%	8.1%	0.8%	-15.2%	-5.0%	-5.0%	5.6%	4.8%	-9.9%	10.3%	2.4%	0.0%
3. 유통	324.9	349.6	373.6	364.3	329.0	354.0	372.3	363.1	1,328.2	1,423.3	1,412.4	1,418.4
YoY	-1.3%	-4.3%	3.8%	-1.2%	1.3%	1.3%	-0.4%	-0.3%	7.5%	7.2%	-0.8%	0.4%
4. 조정	-34.4	-34.1	-33.0	-33.6	-35.0	-34.8	-33.7	-34.4	-194.6	-110.9	-135.1	-137.9
영업이익	6.8	9.3	13.3	21.7	8.5	15.4	16.0	28.2	59.9	47.0	51.1	68.2
YoY	-28.7%	-44.0%	470.8%	17.6%	25.1%	66.1%	20.5%	29.8%	9.6%	-21.6%	8.8%	33.3%
영업이익률	1.2%	1.5%	2.0%	3.2%	1.4%	2.4%	2.4%	4.1%	2.7%	1.9%	2.0%	2.6%
1. BAKERY	8.1	7.4	8.1	19.9	9.3	9.6	8.7	21.2	35.6	40.3	43.6	48.9
YoY	19.2%	-29.7%	25.6%	21.1%	14.6%	29.8%	7.1%	6.5%	15.5%	13.2%	8.2%	12.1%
영업이익률	5.5%	5.0%	5.2%	10.4%	6.0%	6.0%	5.2%	10.4%	6.4%	6.7%	6.8%	7.1%
2. FOOD	-2.8	-1.5	2.7	2.7	-0.1	2.7	4.2	5.2	14.9	7.6	1.1	12.0
YoY	적전	적전	26.9%	97.6%	적지	흑전	55.7%	92.7%	67.0%	-49.1%	-85.3%	976.0%
영업이익률	-1.8%	-1.0%	1.7%	1.8%	-0.1%	1.8%	2.5%	3.3%	2.8%	1.3%	0.2%	1.9%
2-1. 맥분	3.6	3.4	2.9	4.6	3.8	3.5	2.9	4.7	16.9	15.3	14.4	15.0
YoY	-3.2%	-19.1%	2.0%	0.4%	7.1%	3.0%	3.0%	3.0%	-1.5%	-9.7%	-5.6%	4.0%
영업이익률	12.5%	11.3%	9.1%	14.0%	13.0%	11.3%	9.1%	14.0%	14.6%	12.8%	11.7%	11.8%
2-2. 육가공	0.1	0.8	1.5	1.4	0.2	0.9	1.4	0.7	2.8	1.6	3.8	3.2
YoY	132.6%	14.4%	127.6%	598.9%	85.6%	7.4%	-8.5%	-45.4%	222.3%	-40.9%	133.3%	-15.8%
영업이익률	0.5%	4.6%	6.7%	7.5%	1.0%	4.8%	6.0%	4.0%	4.5%	2.4%	4.9%	4.1%
2-3. 청주/충주	0.2	0.9	0.7	1.1	0.2	0.9	0.8	1.1	0.0	1.6	2.9	2.9
YoY	흑전	64.2%	33.7%	41.6%	-17.0%	3.0%	3.0%	3.0%	흑전	6366.8%	76.4%	1.7%
영업이익률	0.6%	2.7%	2.1%	3.1%	0.5%	2.7%	2.1%	3.1%	0.0%	1.4%	2.2%	2.2%
2-4. 기타	-6.7	-6.6	-2.4	-4.3	-4.3	-2.6	-0.9	-1.3	-4.8	-11.0	-20.0	-9.2
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-8.9%	-9.2%	-3.3%	-6.4%	-6.1%	-3.9%	-1.2%	-1.9%	-1.9%	-3.9%	-7.0%	-3.2%
3. 유통	1.4	3.2	2.6	-0.8	-0.5	3.2	3.3	1.9	9.4	-1.0	6.4	7.8
YoY	6.7%	-1.6%	흑전	적전	적전	1.5%	25.5%	흑전	-1.8%	적전	흑전	23.1%
영업이익률	0.4%	0.9%	0.7%	-0.2%	-0.2%	0.9%	0.9%	0.5%	0.7%	-0.1%	0.5%	0.6%
4. 조정	0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.5
영업이익 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. BAKERY	119.2	80.0	60.9	91.7	109.3	62.5	54.2	75.3	59.4	85.8	85.3	71.7
2. FOOD	-41.3	-15.7	20.2	12.4	-1.6	17.5	26.1	18.5	24.9	16.1	2.2	17.5
3. 유통	20.2	34.0	19.6	-3.6	-6.2	20.8	20.4	6.7	15.8	-2.2	12.5	11.5
4. 조정	1.8	1.7	-0.8	-0.6	-1.5	-0.8	-0.8	-0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.7
순이익	1.6	-19.3	1.0	4.3	4.3	9.6	10.1	19.5	42.2	20.2	-12.4	43.5
YoY	-73.2%	적전	흑전	19.5%	176.5%	흑전	899.7%	351.9%	10.4%	-52.0%	적전	흑전
순이익률	0.3%	-3.1%	0.2%	0.6%	0.7%	1.5%	1.5%	2.8%	1.9%	0.8%	-0.5%	1.7%
지배주주순이익	1.5	-19.3	1.0	4.3	4.3	9.6	10.1	19.5	42.1	20.2	-12.5	43.5
YoY	-73.8%	적전	흑전	19.5%	180.7%	흑전	916.7%	352.3%	10.4%	-52.1%	적전	흑전
지배주주순이익률	0.3%	-3.1%	0.2%	0.6%	0.7%	1.5%	1.5%	2.8%	1.9%	0.8%	-0.5%	1.7%
지배주주지분율	97.7%	100.1%	98.5%	99.7%	99.2%	100.0%	100.2%	99.8%	99.9%	99.8%	100.6%	99.9%
시가총액	십억원								1,100.2	752.5	621.3	621.3
PER	배								26.1	37.3	n/a	14.3
Target PER	배										18.0	18.0
목표시가총액	십억원										-224.2	782.4
Upside	%										-136.1%	25.9%

출처: SPC삼립, Kakaopay Securities Research

SPC삼립 (005610) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	370.1	382.3	442.3	503.2	567.3
현금성자산	28.8	31.6	83.1	135.0	189.1
매출채권	206.7	207.2	212.1	217.3	223.1
재고자산	123.9	132.7	135.8	139.1	142.8
비유동자산	826.2	831.8	815.7	803.8	795.7
투자자산	63.9	91.8	95.5	99.4	103.4
유형자산	748.4	725.6	706.0	690.5	678.6
무형자산	13.8	14.5	14.2	13.9	13.7
자산총계	1,196.3	1,214.1	1,258.0	1,306.9	1,363.0
유동부채	453.9	557.0	566.0	575.4	585.6
매입채무	183.7	171.9	176.0	180.3	185.1
유동성이자부채	179.8	263.5	263.5	263.5	263.5
비유동부채	419.6	352.7	353.6	354.5	355.5
비유동이자부채	405.2	330.6	330.6	330.6	330.6
부채총계	873.6	909.6	919.6	929.9	941.1
자본금	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1
자본잉여금	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
이익잉여금	304.7	286.4	320.4	358.9	403.8
자본조정	(37.6)	(37.5)	(37.5)	(37.5)	(37.5)
자기주식	(50.4)	(50.4)	(50.4)	(50.4)	(50.4)
자본총계	322.7	304.5	338.5	377.0	421.9
투자자본	877.8	865.9	848.3	834.9	825.7
순차입금	556.3	562.5	511.0	459.1	405.0
ROA	2.1	(1.0)	3.5	3.8	4.1
ROE	6.3	(4.0)	13.5	13.7	13.8
ROIC	6.3	(18.0)	6.2	6.9	7.8

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	94.7	104.0	139.8	142.9	147.2
당기순이익	20.2	(12.4)	43.5	48.9	55.3
자산상각비	69.5	92.6	94.8	92.6	90.8
운전자본증감	(39.9)	3.1	0.5	0.5	0.2
매출채권감소(증가)	(22.5)	(18.3)	(4.9)	(5.2)	(5.8)
재고자산감소(증가)	2.1	(15.8)	(3.2)	(3.3)	(3.7)
매입채무증가(감소)	11.0	15.6	4.1	4.3	4.8
투자현금	(69.9)	(87.2)	(78.8)	(80.7)	(82.8)
단기투자자산감소	0.1	2.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(70.7)	(72.5)	(73.5)	(75.2)	(77.1)
유무형자산감소	(0.6)	(1.7)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
재무현금	(16.2)	(1.5)	(9.5)	(10.4)	(10.4)
차입금증가	(10.8)	4.4	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.4)	(5.9)	(9.5)	(10.4)	(10.4)
배당금지급	5.4	5.9	9.5	10.4	10.4
현금 증감	8.4	15.3	51.4	51.8	54.0
총현금흐름(Gross CF)	152.9	117.3	139.2	142.4	147.1
(-) 운전자본증가(감소)	(18.3)	(10.1)	(0.5)	(0.5)	(0.2)
(-) 설비투자	70.7	72.5	73.5	75.2	77.1
(+) 자산매각	(0.6)	(1.7)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Free Cash Flow	100.0	53.1	64.8	66.1	68.5
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	100.0	53.1	64.7	66.1	68.5

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,499.2	2,542.7	2,596.1	2,658.3	2,726.8
증가율 (Y-Y,%)	12.6	1.7	2.1	2.4	2.6
영업이익	47.0	51.1	68.2	75.1	83.4
증가율 (Y-Y,%)	(21.6)	8.8	33.3	10.2	11.0
EBITDA	116.5	143.8	163.0	167.7	174.2
영업외손익	(24.9)	(47.1)	(12.0)	(12.0)	(12.0)
순이자수익	(8.3)	(10.3)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
외화관련손익	(1.2)	1.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	22.0	4.0	56.2	63.1	71.4
당기순이익	20.2	(12.4)	43.5	48.9	55.3
지배기업당기순이익	20.2	(12.4)	43.5	48.9	55.3
증가율 (Y-Y,%)	(52.0)	적전	흑전	12.4	13.0
NOPLAT	43.1	(156.6)	52.8	58.2	64.6
(+) Dep	69.5	92.6	94.8	92.6	90.8
(-) 운전자본투자	(18.3)	(10.1)	(0.5)	(0.5)	(0.2)
(-) Capex	70.7	72.5	73.5	75.2	77.1
OpFCF	60.3	(126.5)	74.7	76.1	78.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.1	7.2	5.4	2.1	2.4
영업이익증가율(3Yr)	(10.5)	(2.2)	4.4	16.9	17.7
EBITDA증가율(3Yr)	5.4	16.9	19.2	12.9	6.6
순이익증가율(3Yr)	(25.8)	n/a	1.1	34.2	n/a
영업이익률(%)	1.9	2.0	2.6	2.8	3.1
EBITDA마진(%)	4.7	5.7	6.3	6.3	6.4
순이익률(%)	0.8	(0.5)	1.7	1.8	2.0

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	2,341	(1,442)	5,044	5,669	6,409
BPS	37,411	35,286	39,226	43,691	48,896
DPS	1,104	1,100	1,200	1,200	1,200
Multiples(x,%)					
PER	37.3	(51.2)	14.7	13.0	11.5
PBR	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA	11.2	8.3	7.0	6.5	6.0
배당수익률	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
PCR	4.9	5.4	4.6	4.5	4.3
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	270.7	298.8	271.7	246.7	223.1
Net debt/Equity	172.4	184.8	151.0	121.8	96.0
Net debt/EBITDA	477.6	391.3	313.5	273.8	232.6
유동비율	81.5	68.6	78.1	87.4	96.9
이자보상배율	5.7	4.9	6.7	7.4	8.2
이자비용/매출액	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
자산구조					
투자자본(%)	90.4	87.5	82.6	78.1	73.8
현금+투자자산(%)	9.6	12.5	17.4	21.9	26.2
자본구조					
차입금(%)	64.4	66.1	63.7	61.2	58.5
자기자본(%)	35.6	33.9	36.3	38.8	41.5

농심(004370.KS)

높은 기저부담의 굴레

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	350,000원(하향)
현재주가(04/09)	293,500원
목표수익률	19.3%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	음식료
KOSPI	3131.88

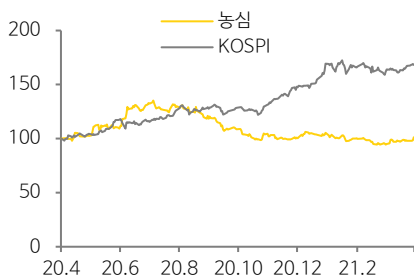
Trading Data

시가총액(십억원)	1,785.3
발행주식수(백만주)	6.1
외국인 지분율(%)	16.5
52주 고가(원)	401,500
52주 저가(원)	271,500
60일 거래대금(억원)	95.6

주요주주 지분율(%)

농심홀딩스(외 5인)	45.5
국민연금공단(외 1인)	7.3

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.8	(6.8)	(0.5)
상대주가	0.5	(37.8)	(71.1)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 6556억원(yoy -4.7%), 영업이익 382억원(yoy -40%, opm 5.8%)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다.

1)국내는 매출액 5259억원(yoy -5.2%), 영업이익 237억원(yoy -49%, opm 4.8%)으로 전망한다. 국내 라면의 경우 전년동기 높은 기저 부담으로 매출 감소가 예상되는데, 1Q20은 미디어 매체 관련 홍보효과로 기존제품판매 호조, 코로나19 발생이후 내식수요 증가에 따른 매출 증가가 있었기 때문이다. 이에 따라 1Q21 라면 및 스낵 매출은 전년비 감소할 것이며, 코로나19 거리두기 강화 영향으로 외부활동 부진에 따른 생수 및 음료 매출도 부진할 것으로 예상한다.

2)해외는 매출액 1788억원(yoy +6.6%), 영업이익 149억원(yoy +5.7%, opm 8.4%)으로 전망한다. 중국은 전년도 상반기 코로나19의 영향이 컸던 분기로 매출 기저부담이 높아 성장폭이 줄어들 것으로 기대하며, 미국은 캐나다 매출 분리에 따른 감소효과가 사라진 후 외형 성장이 기대되나, 달러 가치 하락에 따른 매출 성장을 부진을 전망한다. 기타 국가들의 경우 지역 및 채널 커버리지 확대에 따른 완만한 외형성장이 기대된다.

투자의견 Buy유지, 목표주가 35만원으로 하향

농심에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 48만원에서 35만원으로 27% 하향한다. 목표주가 하향은 21년도 실적 추정치 하향과 목표배수를 기존 20배에서 15배로 하향한데에 기인한다.글로벌 경쟁업체의 PER밸류에이션 평균은 지난해 20배에서 16.5배로 하향되었고, 농심의 전년도 기저 부담에 따른 실적 부진과 낮아진 국내 음식료 업체 PER 평균(13배)를 고려해 15배를 적용했다. 다만 농심의 경우 국내 라면 점유율을 55%대에서 안정적으로 방어하고 있고,국내 대비 해외 부문 성장이 견조하고 수익성이 개선됨에 따라 믹스개선이 기대된다는 점에서 향후 밸류에이션 상향 조정이 기대된다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,343.9	2,639.8	2,586.7	2,640.2	2,704.1
증감률 YoY	4.8	12.6	(2.0)	2.1	2.4
영업이익	78.8	160.3	121.9	128.2	133.9
영업이익률	3.4	6.1	4.7	4.9	5.0
지배주주순이익	71.0	148.5	135.4	141.4	146.7
EPS(원)	11,672	24,416	22,260	23,239	24,114
EPS 증감률 YoY	(15.8)	109.2	(8.8)	4.4	3.8
P/E	20.6	12.0	13.2	12.6	12.2
EV/EBITDA	5.7	4.9	5.3	4.7	4.3
ROE	3.7	7.5	6.4	6.4	6.3
P/B	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 43. 농심 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	687.7	668.0	651.5	632.6	655.6	658.3	642.4	630.4	2,208.3	2,236.4	2,343.9	2,639.8	2,586.7
YoY	16.8%	17.6%	10.4%	5.9%	-4.7%	-1.4%	-1.4%	-0.4%	-0.4%	1.3%	4.8%	12.6%	-2.0%
(매출에누리)	74.3	73.8	82.8	81.1	70.8	72.7	81.6	80.8	195.5	247.9	264.0	312.0	306.0
1. 국내	519.9	483.5	485.5	475.5	492.9	487.5	483.4	474.2	1,781.6	1,765.5	1,800.5	1,964.4	1,938.0
YoY	14.2%	10.1%	8.6%	3.6%	-5.2%	0.8%	-0.4%	-0.3%	-0.7%	-0.9%	2.0%	9.1%	-1.3%
<별도>	553.9	524.7	519.8	507.3	525.9	520.1	515.8	506.0	1,855.4	1,857.8	1,905.7	2,105.7	2,067.8
YoY	15.1%	12.8%	9.9%	4.3%	-5.1%	-0.9%	-0.8%	-0.3%	-0.4%	0.1%	2.6%	10.5%	-1.8%
1) 라면(내수)	352.5	316.7	319.2	335.1	324.3	307.2	309.6	325.1	1,197.3	1,187.2	1,204.2	1,323.5	1,266.2
YoY	17.5%	7.4%	8.1%	6.7%	-8.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-1.8%	-0.8%	1.4%	9.9%	-4.3%
시장점유율(금액)	56.2%	54.3%	56.5%	55.0%	56.2%	54.3%	56.5%	55.0%	56.0%	53.6%	54.1%	55.5%	55.5%
2) 스낵(내수)	91.2	85.6	93.1	83.2	88.5	85.6	90.7	81.1	320.6	323.9	323.5	353.2	346.0
YoY	15.3%	10.1%	10.1%	1.4%	-3.0%	0.1%	-2.6%	-2.5%	5.5%	1.0%	-0.1%	9.2%	-2.0%
시장점유율(금액)	31.9%	31.1%	30.3%	29.5%	31.9%	31.1%	30.3%	29.5%	31.9%	31.1%	31.0%	31.1%	30.7%
3) 음료	34.7	44.2	43.7	34.0	35.4	45.1	44.6	34.7	137.0	155.2	162.0	156.6	159.7
YoY	0.6%	-2.4%	-11.0%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	4.1%	13.3%	4.4%	-3.3%	2.0%
4) 기타	129.4	131.9	122.3	115.6	133.3	136.6	125.4	118.8	356.2	394.5	426.8	499.2	514.2
YoY	9.0%	30.6%	24.2%	6.4%	3.0%	3.6%	2.5%	2.8%	1.7%	10.8%	8.2%	17.0%	3.0%
5) 수출(라면+스낵)	58.1	72.5	59.7	53.1	68.9	86.0	70.7	62.8	152.5	170.8	185.6	243.4	288.5
YoY	22.7%	57.1%	39.2%	7.9%	18.6%	18.7%	18.5%	18.2%	-0.4%	12.0%	8.7%	31.2%	18.5%
(매출에누리 등)	56.2	56.0	60.9	63.0	58.4	57.8	57.3	56.2	168.2	215.0	221.9	236.0	229.8
2. 해외	167.7	184.5	166.0	157.1	178.8	185.8	174.0	172.8	426.6	471.0	543.4	675.4	711.4
YoY	25.9%	43.0%	16.2%	13.6%	6.6%	0.7%	4.8%	10.0%	0.9%	10.4%	15.4%	24.3%	5.3%
1) 중국	55.9	59.8	47.6	41.7	60.8	64.6	51.6	45.9	146.5	156.9	166.6	204.9	222.8
YoY	28.9%	55.3%	8.1%	2.3%	8.8%	8.1%	8.3%	10.0%	-13.5%	7.1%	6.2%	23.0%	8.7%
YoY(현지통화)	25.6%	54.1%	7.1%	1.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-9.9%	7.8%	4.8%	21.3%	20.0%
2) 미국	74.0	80.3	77.1	76.9	75.9	73.1	77.8	82.5	223.9	245.3	291.7	308.2	309.3
YoY	4.2%	19.1%	0.0%	0.9%	2.7%	-8.9%	0.9%	7.3%	9.5%	9.5%	18.9%	5.7%	0.3%
YoY(현지통화)	-1.8%	13.7%	0.4%	6.2%	10.0%	2.0%	10.0%	10.0%	12.4%	12.6%	12.3%	4.4%	8.6%
3) 일본	16.4	20.7	17.6	17.5	19.3	23.5	20.2	21.0	38.9	46.4	53.2	72.3	83.9
YoY	6.2%	9.1%	9.4%	6.2%	6.7%	9.7%	9.4%	6.8%	17.3%	22.4%	25.1%	31.0%	32.6%
4) 호주	13.0	12.6	12.9	13.7	14.0	12.9	13.6	15.3	0.0	0.0	0.0	52.1	55.8
5) 캐나다	2.2	2.0	1.4	1.2	2.1	2.1	1.4	1.3	0.0	0.0	6.8	6.9	7.0
6) 베트남													
영업이익	63.6	41.4	29.3	26.0	38.2	23.4	30.6	29.8	96.4	88.6	78.8	160.3	121.9
YoY	101.1%	404.8%	57.9%	27.3%	-39.9%	-43.6%	4.3%	14.4%	7.4%	-8.1%	-11.0%	103.4%	-23.9%
영업이익률	9.2%	6.2%	4.5%	4.1%	5.8%	3.5%	4.8%	4.7%	4.4%	4.0%	3.4%	6.1%	4.7%
1. 국내	47.2	16.7	16.8	10.2	23.7	7.8	15.5	15.2	76.4	66.7	49.0	90.9	62.1
YoY	104.0%	375.7%	56.6%	-12.5%	-49.9%	-53.3%	-8.1%	49.3%	10.3%	-12.7%	-26.4%	85.4%	-31.7%
영업이익률	9.1%	3.5%	3.5%	2.1%	4.8%	1.6%	3.2%	3.2%	4.3%	3.8%	2.7%	4.6%	3.2%
2. 해외	14.1	23.2	13.2	13.5	14.9	15.9	15.5	15.1	11.0	15.8	24.5	64.0	61.4
YoY	125.8%	301.8%	119.9%	109.1%	5.7%	-31.7%	17.3%	12.5%	-34.6%	43.6%	54.7%	161.5%	-4.0%
영업이익률	8.4%	12.6%	7.9%	8.6%	8.4%	8.5%	8.9%	8.8%	2.6%	3.4%	4.5%	9.5%	8.6%
1) 중국	6.4	10.1	1.8	-1.3	6.1	6.5	5.2	4.6	-2.6	7.1	10.4	16.9	22.3
YoY	162.8%	264.5%	-27.5%	적전	-4.9%	-35.9%	189.2%	흑전	적전	흑전	46.6%	62.3%	31.5%
영업이익률	11.4%	16.9%	3.7%	-3.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-1.8%	4.5%	6.3%	8.3%	10.0%
2) 미국	6.6	10.9	9.0	12.3	6.8	6.6	7.8	8.2	12.5	8.0	12.6	38.7	29.4
영업이익률	8.9%	13.6%	11.7%	16.0%	9.0%	9.0%	10.0%	10.0%	5.6%	3.2%	4.3%	12.6%	9.5%
3) 일본	0.4	0.9	0.6	0.5	0.5	0.9	0.6	0.6	0.7	0.6	1.0	2.5	2.7
영업이익률	2.4%	4.6%	3.4%	2.9%	2.5%	4.0%	3.0%	3.0%	1.8%	1.2%	1.9%	3.4%	3.2%
4) 호주	0.1	0.6	0.7	0.1	0.1	0.6	0.6	0.1	0.4	0.3	0.3	1.4	1.4
영업이익률	1.7%	6.0%	7.0%	1.2%	2.0%	6.0%	6.0%	2.0%	2.3%	1.3%	1.0%	4.5%	4.3%
5) 캐나다	0.6	0.7	1.3	1.9	1.4	1.3	1.4	1.5	0.0	0.0	0.0	4.5	5.6
영업이익률	4.7%	5.7%	9.7%	13.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	n/a	n/a	n/a	8.6%	10.0%
6) 베트남	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1
영업이익률	1.1%	0.5%	-0.9%	-0.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	-0.5%	0.8%	0.1%	0.2%
(조정)	3.0	2.7	1.2	3.5	1.0	1.0	1.0	1.0	9.3	5.7	5.2	10.4	4.0
순이익	48.9	36.4	29.5	34.2	41.2	27.1	34.0	33.2	90.7	84.3	71.1	149.0	135.5
YoY	67.7%	685.2%	83.2%	61.7%	-15.6%	-25.6%	15.0%	-3.0%	-54.5%	-7.0%	-15.7%	109.7%	-9.1%
순이익률	7.1%	5.4%	4.5%	5.4%	6.3%	4.1%	5.3%	5.3%	4.1%	3.8%	3.0%	5.6%	5.2%

출처: 농심, Kakaopay Securities Research

농심 (004370) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,078.6	1,193.9	1,269.6	1,353.0	1,440.9
현금성자산	627.4	707.8	784.5	884.1	963.7
매출채권	223.8	242.9	241.2	232.3	235.9
재고자산	208.4	215.9	215.4	207.0	210.4
비유동자산	1,574.5	1,637.7	1,669.9	1,702.4	1,737.7
투자자산	307.0	305.0	317.3	330.2	343.6
유형자산	1,208.3	1,273.4	1,294.3	1,315.0	1,338.0
무형자산	59.2	59.3	58.2	57.2	56.1
자산총계	2,653.0	2,831.6	2,939.5	3,055.4	3,178.6
유동부채	585.0	597.3	580.8	565.0	549.9
매입채무	427.1	464.6	446.3	428.7	411.8
유동성이자부채	87.5	90.3	90.3	90.3	90.3
비유동부채	127.3	167.2	180.6	195.3	211.2
비유동이자부채	66.5	107.6	118.6	130.7	144.0
부채총계	712.3	764.6	761.4	760.2	761.1
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.8	120.8	120.8	120.8
이익잉여금	1,878.0	2,003.5	2,114.6	2,231.6	2,353.9
자본조정	(101.2)	(101.2)	(101.2)	(101.2)	(101.2)
자기주식	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
자본총계	1,940.7	2,067.1	2,178.1	2,295.1	2,417.5
투자자본	1,393.0	1,487.6	1,530.1	1,556.8	1,609.7
순차입금	(473.4)	(509.9)	(575.6)	(663.0)	(729.3)
ROA	2.7	5.4	4.7	4.7	4.7
ROE	3.7	7.5	6.4	6.4	6.3
ROIC	4.0	8.7	7.7	7.9	8.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	162.5	231.1	230.4	254.2	237.7
당기순이익	71.1	149.0	135.5	141.5	146.9
자산상각비	96.0	102.0	106.2	108.1	109.8
운전자본증감	(39.3)	(24.0)	(15.5)	0.4	(23.3)
매출채권감소(증가)	(12.1)	(14.7)	1.7	8.9	(3.6)
재고자산감소(증가)	(7.4)	1.2	0.5	8.4	(3.5)
매입채무증가(감소)	13.9	(18.8)	(18.3)	(17.6)	(16.9)
투자현금	(30.7)	(189.0)	(153.8)	(156.5)	(161.7)
단기투자자산감소	0.0	(3.3)	(13.5)	(14.1)	(14.6)
장기투자증권감소	0.0	(1.2)	(4.7)	(4.8)	(4.9)
설비투자	(153.9)	(175.2)	(125.9)	(127.5)	(131.6)
유무형자산감소	0.0	0.3	(0.2)	(0.2)	(0.2)
재무현금	17.8	15.6	(13.3)	(12.2)	(11.0)
차입금증가	40.9	38.8	11.0	12.1	13.3
자본증가	(23.1)	(23.1)	(24.3)	(24.3)	(24.3)
배당금지급	23.1	23.1	24.3	24.3	24.3
현금 증감	150.1	57.0	63.2	85.4	65.0
총현금흐름(Gross CF)	229.7	277.7	245.9	253.8	261.0
(-) 운전자본증가(감소)	9.0	25.4	15.5	(0.4)	23.3
(-) 설비투자	153.9	175.2	125.9	127.5	131.6
(+) 자산매각	0.0	0.3	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	66.7	77.4	104.3	126.5	105.9
(-) 기타투자	0.0	1.2	4.7	4.8	4.9
잉여현금	66.7	76.2	99.6	121.7	101.0

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,343.9	2,639.8	2,586.7	2,640.2	2,704.1
증가율 (Y-Y,%)	4.8	12.6	(2.0)	2.1	2.4
영업이익	78.8	160.3	121.9	128.2	133.9
증가율 (Y-Y,%)	(11.0)	103.4	(23.9)	5.2	4.4
EBITDA	174.8	262.3	228.1	236.3	243.7
영업외손익	24.7	30.3	20.0	20.0	20.0
순이자수익	8.2	7.4	13.5	14.0	14.6
외화관련손익	1.0	(3.0)	1.8	1.8	1.8
지분법손익	(1.3)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
세전계속사업손익	103.5	190.6	141.9	148.2	153.9
당기순이익	71.1	149.0	135.5	141.5	146.9
지배기업당기순이익	71.0	148.5	135.4	141.4	146.7
증가율 (Y-Y,%)	(15.7)	109.7	(9.1)	4.4	3.8
NOPLAT	54.1	125.4	116.4	122.4	127.8
(+) Dep	96.0	102.0	106.2	108.1	109.8
(-) 운전자본투자	9.0	25.4	15.5	(0.4)	23.3
(-) Capex	153.9	175.2	125.9	127.5	131.6
OpFCF	(12.8)	26.7	81.3	103.4	82.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.9	6.1	5.0	4.0	0.8
영업이익증가율(3Yr)	(4.2)	18.5	11.2	17.6	(5.8)
EBITDA증가율(3Yr)	(0.1)	13.5	9.7	10.6	(2.4)
순이익증가율(3Yr)	(29.1)	18.0	17.1	25.8	(0.5)
영업이익률(%)	3.4	6.1	4.7	4.9	5.0
EBITDA마진(%)	7.5	9.9	8.8	8.9	9.0
순이익률(%)	3.0	5.6	5.2	5.4	5.4

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	11,672	24,416	22,260	23,239	24,114
BPS	316,955	337,594	355,854	375,093	395,207
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiples(x,%)					
PER	20.6	12.0	13.2	12.6	12.2
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	5.7	4.9	5.3	4.7	4.3
배당수익률	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
PCR	6.4	6.4	7.3	7.0	6.8
PSR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	36.7	37.0	35.0	33.1	31.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	184.4	199.9	218.6	239.5	262.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.1	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	59.9	59.5	58.1	56.2	55.2
현금+투자자산(%)	40.1	40.5	41.9	43.8	44.8
자본구조					
차입금(%)	7.4	8.7	8.8	8.8	8.8
자기자본(%)	92.6	91.3	91.2	91.2	91.2

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

서흥(005300.KS)

캡슐과 건기식 실적 성장 기대

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	77,000원(유지)
현재주가(04/09)	51,200원
목표수익률	50.4%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	3131.88

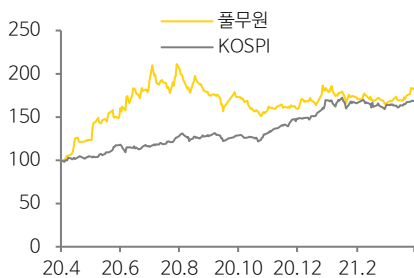
Trading Data

시가총액 (십억원)	592.3
발행주식수 (백만주)	11.6
외국인 지분율 (%)	11.5
52주 고가 (원)	60,300
52주 저가 (원)	36,750
60일 거래대금(억원)	22.7

주요주주 지분율(%)

양주환(외 6인)	52.8
국민연금공단(외 1인)	10.2

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.1	(8.9)	37.1
상대주가	(1.2)	(39.8)	(33.5)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 1551억원(yoy +8.4%), 영업이익 212억원(yoy +14.4%, opm 13.7%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다.

1)하드캡슐: 별도 캡슐부문은 식물성캡슐의 인기로 내수보다 해외 수출이 증가하며 외형 성장할 전망이다. 베트남의 경우 판매 가격 정상화와 판매량 증가에 따른 실적 성장이 기대된다. 베트남 법인은 말레이시아, 인도 등 신시장 확대에 나서며 시장 개척을 위한 할인은 유지하고 있으나, 점차 정상화되며 마진 상승도 기대된다. 베트남 법인 opm은 20년 12%→21년 15%로 개선될 전망이다. **2)건강기능식품:** 지난해에 이어 건강기능식품에 대한 견조한 수요 속에서 1분기에도 매출성장이 이어지고 있는 것으로 파악된다. 특히 12월 출고하지 못했던 물량이 1월로 이연되며 10%이상 고성장한 것으로 기대된다. **3)원료:** 시장 수요 증가로 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다.

2021년 전망

올해 하드캡슐은 8~9% 매출 성장이 기대되는데, 식물성 캡슐 시장 성장에 따라 본사와 베트남 법인 모두 성장할 전망이다. 특히 베트남 법인은 시장 개척에 따른 할인 폭이 점차 정상화되고, 매출 성장에 따른 레버리지 효과가 기대된다. 건강기능식품은 견조한 수요로 10%의 매출성장을 기대하지만, 경쟁 심화 우려로 수익성은 다소 하락할 전망이다. 원료는 전방시장의 견조한 수요로 역시 10%의 성장이 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 7.7만원 유지

서흥에 대해 투자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 2021년 실적에 건기식 OEM 업체 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 건기식 OEM업체 목표배수 15배는 최근 주요기업들의 3개년 평균 밸류에이션과 유사한 수준으로, 음식료 업종 대비 높은 실적 성장성을 감안해 15배를 적용했다. 현재 주가는 동사의 21년 실적 대비 10배 수준이다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	460.7	553.0	601.8	646.0	694.4
증감률 YoY	17.1	20.0	8.8	7.3	7.5
영업이익	47.4	74.3	82.8	90.9	98.2
영업이익률	10.3	13.4	13.8	14.1	14.1
지배주주순이익	31.7	53.0	61.0	66.6	71.7
EPS(원)	2,742	4,581	5,274	5,758	6,199
EPS 증감률 YoY	23.3	67.1	15.1	9.2	7.7
P/E	12.9	11.1	9.7	8.9	8.3
EV/EBITDA	9.1	8.1	7.4	6.6	5.9
ROE	11.1	16.7	16.6	15.5	14.5
P/B	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 44. 서흥 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	143.0	143.8	144.7	121.5	155.1	156.3	157.9	132.5	350.0	393.5	460.7	553.0	601.8
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	5.8%	8.4%	8.7%	9.1%	9.1%	2.8%	12.4%	17.1%	20.0%	8.8%
*제품 유형별													
1. 캡슐	151.3	144.2	143.4	122.8	164.3	157.2	156.9	134.1	353.7	390.3	461.5	561.7	612.5
YoY	26.7%	25.3%	29.6%	5.6%	8.6%	9.0%	9.4%	9.2%	3.9%	10.3%	18.2%	21.7%	9.0%
1) 하드캡슐	40.4	44.0	40.5	39.1	43.9	47.8	44.0	42.5	131.2	143.9	167.1	163.9	178.3
2) 의약품	15.6	13.7	13.3	12.8	15.8	13.8	13.4	13.0	53.0	54.4	56.4	55.4	56.0
3) 건강기능식품	61.5	59.5	64.9	51.2	70.8	68.5	74.7	58.9	121.2	146.8	174.9	237.0	273.0
4) 기타	33.8	27.0	24.7	19.7	33.8	27.0	24.7	19.7	48.3	45.2	63.1	105.3	105.3
2. 원료	26.9	27.7	25.7	19.1	28.8	29.7	27.5	20.7	55.8	63.5	85.2	99.4	106.7
YoY	26.6%	25.7%	19.6%	-6.5%	7.1%	7.3%	7.1%	8.0%	5.9%	13.8%	34.3%	16.6%	7.3%
3. 화장품	1.9	3.4	5.3	7.0	2.1	3.7	5.9	7.7	0.0	5.2	22.5	17.6	19.3
YoY	-44.3%	-34.8%	-21.5%	-2.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	적지	흑전	334.6%	-22.0%	10.0%
4. 기타/조정	-37.0	-31.5	-29.7	-27.5	-40.2	-34.3	-32.4	-30.0	-59.5	-65.5	-108.5	-125.7	-136.8
*지역별													
1. 내수	96.7	98.9	109.9	86.0	102.2	104.7	118.0	90.5	209.9	238.2	291.3	391.5	415.3
YoY	27.8%	35.8%	59.0%	16.7%	5.7%	5.9%	7.4%	5.2%	1.9%	13.5%	22.3%	34.4%	6.1%
2. 수출	46.4	44.9	34.8	35.5	52.9	51.7	39.9	42.0	140.1	155.3	169.4	161.6	186.5
YoY	10.0%	5.4%	-20.1%	-13.6%	14.1%	15.1%	14.5%	18.5%	4.3%	10.8%	9.1%	-4.6%	15.4%
*캡슐 CAPA(백만개)													
생산능력	11,413	11,412	11,413	11,412					41,250	41,250	43,450	45,650	
생산실적	9,658	10,716	10,491	10,677					35,451	36,419	38,045	41,542	
가동률(%)	84.6%	93.9%	91.9%	93.6%					85.9%	88.3%	87.6%	91.0%	
ASP(원/개)	15.7	13.5	13.7	11.5					10.0	10.7	12.1	13.5	
영업이익	18.5	21.3	19.9	14.6	21.2	23.3	20.7	17.7	37.3	39.3	47.4	74.3	82.8
YoY	47.9%	56.5%	59.4%	66.2%	14.4%	9.3%	4.1%	20.9%	-7.0%	5.4%	20.6%	56.8%	11.5%
영업이익률	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	13.7%	14.9%	13.1%	13.3%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	13.8%
1. 캡슐	15.2	15.6	15.5	9.4	17.5	17.2	16.0	12.3	27.9	29.3	32.3	55.6	63.0
YoY	69.2%	55.8%	103.3%	63.9%	15.4%	10.2%	3.3%	31.1%	-13.4%	5.1%	10.5%	72.1%	13.2%
영업이익률	10.0%	10.8%	10.8%	7.7%	10.6%	10.9%	10.2%	9.2%	7.9%	7.5%	7.0%	9.9%	10.3%
2. 원료	5.0	5.5	4.8	3.3	5.3	5.9	5.1	3.6	8.2	8.7	16.7	18.5	19.9
YoY	19.5%	16.1%	3.5%	3.0%	7.1%	7.3%	7.1%	8.0%	-1.9%	6.0%	91.8%	10.9%	7.3%
영업이익률	18.5%	19.7%	18.5%	17.4%	18.5%	19.7%	18.5%	17.4%	14.7%	13.7%	19.6%	18.6%	18.6%
3. 화장품	-0.4	-0.7	-1.2	-1.4	-0.4	-0.8	-1.2	-1.6	0.0	-0.6	-4.3	-3.7	-3.9
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-20.6%	-22.0%	-21.7%	-20.3%	-20.3%	-20.3%	-20.3%	-20.3%	n/a	-11.4%	-19.0%	-21.1%	-20.3%
4. 기타/조정	-1.2	1.0	0.8	3.3	-1.2	1.0	0.8	3.3	1.2	1.9	2.7	3.8	3.8
YoY	적지	흑전	-48.8%	75.0%	적지	0.0%	0.0%	0.0%	흑전	58.4%	37.7%	44.7%	0.0%
영업이익률	3.4%	-3.2%	-2.6%	-12.0%	3.1%	-3.0%	-2.4%	-11.0%	-2.1%	-3.0%	-2.5%	-3.1%	-2.8%
순이익	15.6	19.9	14.2	9.6	17.0	19.5	17.1	14.5	26.4	29.4	37.4	59.3	68.2
YoY	26.7%	69.6%	38.7%	209.0%	9.3%	-2.3%	21.1%	51.4%	-14.0%	11.3%	27.2%	58.6%	15.0%
순이익률	10.9%	13.9%	9.8%	7.9%	11.0%	12.5%	10.9%	11.0%	7.5%	7.5%	8.1%	10.7%	11.3%
지배주주순이익	13.4	17.9	12.3	9.4	14.6	17.5	14.9	14.3	23.1	25.7	31.7	53.0	61.3
YoY	23.4%	72.9%	48.3%	322.4%	9.3%	-2.3%	21.1%	51.4%	-15.5%	11.5%	23.3%	67.1%	15.7%
지배주주순이익률	9.4%	12.4%	8.5%	7.8%	9.4%	11.2%	9.4%	10.8%	6.6%	6.5%	6.9%	9.6%	10.2%

출처: 서흥, Kakaopay Securities Research

서흥 (008490) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	264.6	314.1	404.7	467.0	532.4
현금성자산	31.1	56.3	116.3	157.0	198.6
매출채권	86.2	83.9	108.5	116.7	125.8
재고자산	141.0	166.4	172.0	185.1	199.4
비유동자산	444.3	451.9	451.8	454.1	458.6
투자자산	44.2	40.1	41.7	43.4	45.2
유형자산	392.0	404.3	402.6	403.1	405.9
무형자산	8.1	7.5	7.5	7.5	7.5
자산총계	708.9	766.0	856.5	921.1	991.0
유동부채	196.3	267.2	296.6	299.6	302.8
매입채무	38.9	22.8	31.6	34.0	36.7
유동성이자부채	145.0	230.8	250.8	250.8	250.8
비유동부채	183.5	121.7	121.9	122.1	122.3
비유동이자부채	176.9	117.1	117.1	117.1	117.1
부채총계	379.9	388.9	418.5	421.6	425.1
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	270.0	317.5	373.3	434.8	501.3
자본조정	(29.4)	(34.5)	(29.3)	(29.3)	(29.3)
자기주식	(14.7)	(14.7)	(14.7)	(14.7)	(14.7)
자본총계	329.0	377.0	438.1	499.5	566.0
투자자본	603.3	654.0	674.3	694.4	718.6
순차입금	290.8	291.7	251.7	211.0	169.3
ROA	4.7	7.2	7.5	7.5	7.5
ROE	11.1	16.7	16.6	15.5	14.5
ROIC	6.9	9.7	9.7	10.4	10.8

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	22.1	37.3	73.2	76.1	79.5
당기순이익	37.4	59.3	67.9	74.1	79.8
자산상각비	29.8	34.4	31.8	31.7	31.9
운전자본증감	(52.3)	(39.1)	(21.2)	(18.7)	(20.5)
매출채권감소(증가)	(11.5)	(25.9)	(24.6)	(8.2)	(9.0)
재고자산감소(증가)	(25.2)	(7.6)	(5.6)	(13.1)	(14.3)
매입채무증가(감소)	3.8	7.0	8.8	2.4	2.6
투자현금	(45.8)	(60.8)	(28.7)	(31.0)	(33.5)
단기투자자산감소	(4.8)	8.2	(0.8)	(0.8)	(0.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	3.2	3.2	3.1
설비투자	(47.5)	(52.2)	(30.1)	(32.3)	(34.7)
유무형자산감소	1.1	(0.6)	0.0	0.0	0.0
재무현금	33.9	21.4	14.8	(5.2)	(5.2)
차입금증가	44.6	32.8	20.0	0.0	0.0
자본증가	(10.5)	(4.4)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
배당금지급	10.5	4.4	5.2	5.2	5.2
현금 증감	9.9	14.6	59.3	39.9	40.8
총현금흐름(Gross CF)	88.8	112.2	94.4	94.7	100.0
(-) 운전자본증가(감소)	22.2	39.3	21.2	18.7	20.5
(-) 설비투자	47.5	52.2	30.1	32.3	34.7
(+) 자산매각	1.1	(0.6)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	20.2	20.1	43.1	43.8	44.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	(3.2)	(3.2)	(3.1)
잉여현금	20.2	20.1	46.3	47.0	48.0

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	460.7	553.0	601.8	646.0	694.4
증가율 (Y-Y,%)	17.1	20.0	8.8	7.3	7.5
영업이익	47.4	74.3	82.8	90.9	98.2
증가율 (Y-Y,%)	20.6	56.8	11.5	9.7	8.0
EBITDA	77.2	108.7	114.7	122.6	130.1
영업외손익	(2.5)	(2.2)	4.2	4.1	4.1
순이자수익	(9.0)	(8.4)	(7.1)	(7.1)	(7.0)
외화관련손익	1.2	(4.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	4.0	4.6	3.8	3.8	3.8
세전계속사업손익	44.9	72.2	87.0	95.0	102.3
당기순이익	37.4	59.3	67.9	74.1	79.8
지배기업당기순이익	31.7	53.0	61.0	66.6	71.7
증가율 (Y-Y,%)	27.2	58.6	14.5	9.2	7.7
NOPLAT	39.5	61.0	64.6	70.9	76.6
(+) Dep	29.8	34.4	31.8	31.7	31.9
(-) 운전자본투자	22.2	39.3	21.2	18.7	20.5
(-) Capex	47.5	52.2	30.1	32.3	34.7
OpFCF	(0.5)	4.0	45.1	51.7	53.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.6	16.5	15.2	11.9	7.9
영업이익증가율(3Yr)	5.7	25.8	28.2	24.2	9.7
EBITDA증가율(3Yr)	6.6	20.4	20.2	16.7	6.2
순이익증가율(3Yr)	6.8	30.9	32.2	25.6	10.4
영업이익률(%)	10.3	13.4	13.8	14.1	14.1
EBITDA마진(%)	16.8	19.7	19.1	19.0	18.7
순이익률(%)	8.1	10.7	11.3	11.5	11.5

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	2,742	4,581	5,274	5,758	6,199
BPS	25,552	29,221	34,500	39,807	45,556
DPS	400	450	450	450	500
Multiples(x,%)					
PER	12.9	11.1	9.7	8.9	8.3
PBR	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	9.1	8.1	7.4	6.6	5.9
배당수익률	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
PCR	4.6	5.3	6.3	6.3	5.9
PSR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
재무건전성 (%)					
부채비율	115.5	103.2	95.5	84.4	75.1
Net debt/Equity	88.4	77.4	57.4	42.2	29.9
Net debt/EBITDA	376.6	268.4	219.5	172.0	130.1
유동비율	134.8	117.5	136.5	155.9	175.8
이자보상배율	5.3	8.9	11.7	12.8	13.9
이자비용/매출액	2.1	1.6	1.3	1.3	1.2
자산구조					
투자자본(%)	88.9	87.2	81.0	77.6	74.7
현금+투자자산(%)	11.1	12.8	19.0	22.4	25.3
자본구조					
차입금(%)	49.5	48.0	45.7	42.4	39.4
자기자본(%)	50.5	52.0	54.3	57.6	60.6

노바렉스(194700.KQ)

건기식 시장 성장 대표, 하반기 모멘텀 강화

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	50,000원(상향)
현재주가(04/09)	41,100원
목표수익률	21.7%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	생활용품/제약
KOSDAQ	989.39

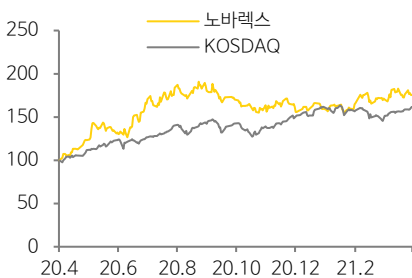
Trading Data

시가총액 (십억원)	370.1
발행주식수 (백만주)	9.0
외국인 지분율 (%)	1.3
52주 고가 (원)	45,800
52주 저가 (원)	22,300
60일 거래대금(억원)	26.7

주요주주 지분율(%)

권석형(외 9인)	37.5
자사주(외 1인)	11.7

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.9	3.0	82.7
상대주가	(8.5)	(10.5)	22.0

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 624억원(yoy +25%), 영업이익 76억원(yoy +39.1%, opm 12.2%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다.

건강기능식품 시장은 올해에도 수요증가에 따른 시장 성장이 예상되며, 노바렉스의 기존 고객사의 주문량이 확대되며 1분기 전년도 높은 기저부담에도 매출 성장이 기대된다. 이러한 실적 성장 모멘텀은 신규 공장이 완전히 가동되는 하반기에 더욱 본격화될 전망이다. 노바렉스의 오송 新공장은 6월말~7월초 본격 가동될 예정이며, 생산 설비 효율화와 자동화설비를 통해 수익성 개선에 기여할 전망이다. 노바렉스의 CAPA는 기존 2000억원에서 4000억원으로 늘어나게 되며, 이러한 안정적 생산능력을 바탕으로 올해 매출성장은 상반기 200억원, 하반기 300~400억원 성장 가능할 것으로 기대된다.

또한 노바렉스는 올해에도 개별인정형 기능성원료를 추가로 인정받으며 관련 제품 매출 추가로 외형 성장 및 수익성 개선까지 기대된다. 지난해 제품화된 락티움(수면 질 개선)의 경우 월 15억의 매출을 꾸준히 달성해나가고 있으며, 2분기 추가 고객사 확보를 통해 월매출 상승이 기대된다. 또한 올해 1월 피부보습과 관련한 개별인정원료(밀추출물)를 추가로 인정받았으며, 올해 추가로 1~2개의 원료를 추가로 인정받을 수 있을 전망이다.

투자의견 Buy유지, 목표주가 5만원으로 상향

노바렉스에 대해 투자의견은 유지, 목표주가를 기존 4.7만원에서 5만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 21년 실적 추정치 상향에 기인하며, 목표배수는 기존과 동일하게 건기식 OEM업체 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 건기식 OEM업체 목표배수 15배는 최근 주요기업들의 3개년 평균 밸류에이션과 유사한 수준으로, 음식료 업종 대비 높은 실적 성장성을 감안해 15배를 적용했다. 현재 주가는 동사의 21년 실적 대비 10배 수준이다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	159.1	222.8	280.3	328.5	377.4
증감률 YoY	48.3	40.1	25.8	17.2	14.9
영업이익	16.3	27.0	35.4	43.9	52.1
영업이익률	10.2	12.1	12.6	13.4	13.8
지배주주순이익	14.7	25.1	29.5	36.7	43.5
EPS(원)	1,634	2,793	3,278	4,073	4,831
EPS 증감률 YoY	55.0	70.9	17.4	24.2	18.6
P/E	12.3	14.7	12.5	10.1	8.5
EV/EBITDA	9.1	12.9	9.8	7.6	6.0
ROE	17.2	24.3	22.8	22.8	21.9
P/B	2.0	3.2	2.6	2.1	1.7

출처: Dataguide, Kakao pay securities

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

Exhibit 45. 노바렉스 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	50.0	60.5	57.2	55.1	62.4	71.2	74.2	72.5	80.9	107.3	159.1	222.8	280.3
YoY	63.1%	49.1%	33.0%	22.9%	24.7%	17.8%	29.7%	31.6%	4.8%	32.7%	48.3%	40.1%	25.8%
*제품 유형별													
1. 제품	49.5	59.9	56.7	54.5	61.8	70.7	73.7	71.9	77.4	102.3	155.9	220.5	278.1
YoY	63.5%	51.3%	34.9%	23.8%	25.0%	18.0%	30.0%	32.0%	3.7%	32.2%	52.3%	41.5%	26.1%
2. 상품	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.6	3.3	4.5	2.9	2.1	2.0
YoY	38.6%	-43.1%	-53.5%	-8.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	40.1%	34.7%	-36.3%	-28.0%	-5.0%
3. 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.2	0.2
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	335.2%	-30.0%	-38.6%	2.0%
*지역별													
1. 내수	48.4	59.6	56.8	54.4					79.1	105.5	155.4	219.2	
YoY	59.8%	48.0%	35.8%	26.6%					4.8%	33.4%	47.2%	41.1%	
2. 수출	1.6	0.9	0.4	0.7					1.8	1.8	3.7	3.6	
YoY	338.7%	187.4%	-69.2%	-61.6%					8.5%	0.2%	108.3%	-3.3%	
*CAPA(생산금액)													
생산능력	61.1	78.0	59.7	68.8	67.2	85.8	89.6	103.3	137.0	179.9	226.8	267.7	345.9
생산실적	47.1	64.5	54.9	56.2	61.8	70.7	73.7	71.9	81.0	112.9	163.1	222.8	278.1
가동률(%)	77.2	82.7	92.0	81.6	92.0	82.3	82.2	69.6	59.1	62.7	71.9	83.2	80.4
영업이익	5.5	6.9	7.4	7.2	7.6	8.4	10.2	9.1	9.9	11.3	16.3	27.0	35.4
YoY	102.7%	58.7%	55.7%	60.3%	39.1%	21.0%	38.0%	27.1%	-3.7%	14.5%	43.9%	65.5%	31.0%
영업이익률	10.9%	11.4%	13.0%	13.0%	12.2%	11.7%	13.8%	12.6%	12.2%	10.6%	10.2%	12.1%	12.6%
순이익	6.1	5.9	6.4	6.7	6.3	6.9	8.5	7.6	8.0	9.2	14.5	25.0	29.3
YoY	124.6%	71.1%	61.7%	50.9%	4.2%	18.4%	32.7%	13.7%	-13.5%	15.1%	58.5%	72.3%	17.4%
순이익률	12.1%	9.7%	11.2%	12.1%	10.1%	9.7%	11.5%	10.5%	9.8%	8.5%	9.1%	11.2%	10.5%
지배주주순이익	6.1	5.9	6.4	6.7	6.3	7.0	8.6	7.6	8.1	9.5	14.7	25.1	29.5
YoY	122.5%	69.0%	60.4%	50.4%	4.2%	18.4%	32.7%	13.7%	-11.9%	17.1%	55.0%	70.9%	17.4%
지배주주순이익률	12.2%	9.8%	11.3%	12.2%	10.2%	9.8%	11.5%	10.5%	10.0%	8.8%	9.2%	11.3%	10.5%

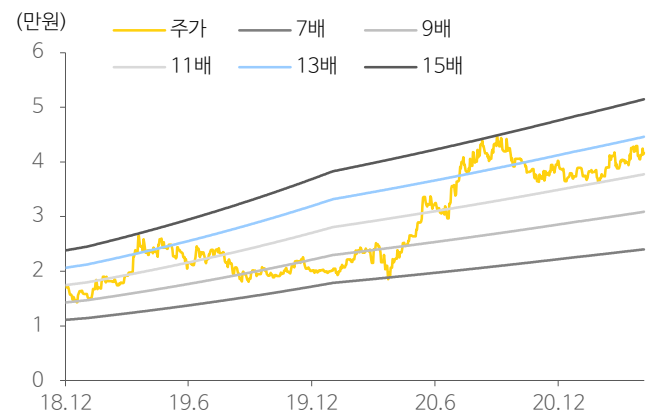
출처: 노바렉스, Kakaopay Securities Research

Exhibit 46. 노바렉스 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	3,278.3
2021E EPS	3,278.3
2022E EPS	4,072.5
Target PER (배)	15.0
Historical PER(16~20)	10.8
건기식 OEM/ODM업체 목표밸류에이션	15.0
목표주가 (원)	50,000
현재주가 (원)	41,100
상승여력	21.7%

주: 현재주가 21.04.09기준, 출처: 노바렉스, Kakaopay Securities Research

Exhibit 47. 노바렉스 PER 밴드 차트



출처: 노바렉스, Kakaopay Securities Research

노바렉스 (194700) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	80.0	93.0	117.9	145.9	180.1
현금성자산	29.6	34.5	41.2	57.9	79.2
매출채권	24.1	28.9	38.0	43.6	50.1
재고자산	25.6	28.4	37.4	43.0	49.3
비유동자산	74.4	112.0	122.4	134.1	147.1
투자자산	14.4	15.5	16.2	16.8	17.5
유형자산	58.5	94.7	104.5	115.6	127.8
무형자산	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
자산총계	154.4	205.0	240.3	280.0	327.2
유동부채	38.9	57.0	64.6	69.3	74.8
매입채무	33.1	23.4	30.8	35.4	40.7
유동성이자부채	0.5	29.6	29.6	29.6	29.6
비유동부채	23.6	32.2	32.2	32.3	32.3
비유동이자부채	21.2	31.1	31.1	31.1	31.1
부채총계	62.5	89.2	96.8	101.6	107.1
자본금	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
이익잉여금	55.3	78.9	106.6	141.5	183.2
자본조정	(0.0)	0.2	0.2	0.2	0.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	91.9	115.8	143.5	178.4	220.1
투자자본	84.0	142.0	163.0	181.1	201.5
순차입금	(7.9)	26.2	19.4	2.8	(18.6)
ROA	11.3	14.0	13.3	14.1	14.3
ROE	17.2	24.3	22.8	22.8	21.9
ROIC	21.8	22.3	19.2	21.2	22.6

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	(1.3)	22.9	23.2	35.6	42.7
당기순이익	17.0	26.9	29.3	36.5	43.2
자산상각비	2.7	3.6	4.2	5.4	6.6
운전자본증감	(15.2)	(7.6)	(10.6)	(6.5)	(7.5)
매출채권감소(증가)	(9.9)	(4.7)	(9.1)	(5.6)	(6.5)
재고자산감소(증가)	(12.3)	(2.7)	(9.0)	(5.5)	(6.4)
매입채무증가(감소)	6.0	2.8	7.4	4.6	5.3
투자현금	(22.4)	(46.2)	(14.8)	(17.3)	(19.8)
단기투자자산감소	0.4	(4.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(20.9)	(40.4)	(14.0)	(16.4)	(18.9)
유무형자산감소	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
재무현금	17.6	23.5	(1.8)	(1.8)	(1.8)
차입금증가	21.9	25.5	0.0	0.0	0.0
자본증가	(1.6)	(1.6)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
배당금지급	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
현금 증감	(6.1)	(0.1)	6.5	16.5	21.1
총현금흐름(Gross CF)	21.2	31.4	33.8	42.1	50.2
(-) 운전자본증가(감소)	9.9	19.0	10.6	6.5	7.5
(-) 설비투자	20.9	40.4	14.0	16.4	18.9
(+) 자산매각	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	(9.9)	(28.1)	9.2	19.1	23.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(9.9)	(28.1)	9.2	19.1	23.8

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	159.1	222.8	280.3	328.5	377.4
증가율 (Y-Y,%)	48.3	40.1	25.8	17.2	14.9
영업이익	16.3	27.0	35.4	43.9	52.1
증가율 (Y-Y,%)	43.9	65.5	31.0	24.2	18.6
EBITDA	19.0	30.6	39.6	49.3	58.7
영업외손익	0.7	(0.2)	0.0	0.0	(0.0)
순이자수익	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4
외화관련손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	17.0	26.8	35.4	43.9	52.1
당기순이익	14.5	25.0	29.3	36.5	43.2
지배기업당기순이익	14.7	25.1	29.5	36.7	43.5
증가율 (Y-Y,%)	58.5	72.3	17.4	24.2	18.6
NOPLAT	13.9	25.2	29.3	36.5	43.2
(+) Dep	2.7	3.6	4.2	5.4	6.6
(-) 운전자본투자	9.9	19.0	10.6	6.5	7.5
(-) Capex	20.9	40.4	14.0	16.4	18.9
OpFCF	(14.2)	(30.6)	9.0	18.9	23.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	27.3	40.2	37.7	27.3	19.2
영업이익증가율(3Yr)	16.6	39.7	46.1	39.1	24.5
EBITDA증가율(3Yr)	18.1	38.8	44.5	37.3	24.3
순이익증가율(3Yr)	16.4	46.5	47.5	36.0	20.0
영업이익률(%)	10.2	12.1	12.6	13.4	13.8
EBITDA마진(%)	12.0	13.7	14.1	15.0	15.6
순이익률(%)	9.1	11.2	10.5	11.1	11.5

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	1,634	2,793	3,278	4,073	4,831
BPS	10,195	12,836	15,914	19,786	24,417
DPS	200	200	200	200	200
Multiples(x,%)					
PER	12.3	14.7	12.5	10.1	8.5
PBR	2.0	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/ EBITDA	9.1	12.9	9.8	7.6	6.0
배당수익률	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	8.6	11.8	11.0	8.8	7.4
PSR	1.1	1.7	1.3	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	68.0	77.0	67.5	57.0	48.7
Net debt/Equity	n/a	22.6	13.6	1.5	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	85.6	49.2	5.6	n/a
유동비율	205.9	163.1	182.6	210.3	240.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	65.7	74.0	74.0	70.8	67.6
현금+투자자산(%)	34.3	26.0	26.0	29.2	32.4
자본구조					
차입금(%)	19.1	34.4	29.7	25.4	21.6
자기자본(%)	80.9	65.6	70.3	74.6	78.4

콜마비엔에에치(005300.KQ)

해외 실적 성장 모멘텀 유효

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	68,000원(하향)
현재주가(04/09)	54,200원
목표수익률	25.5%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	생활용품/제약
KOSDAQ	989.39

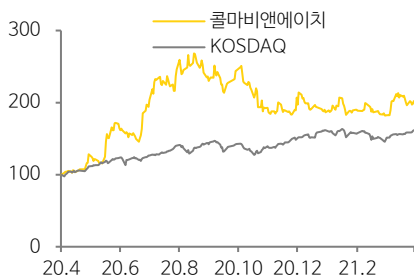
Trading Data

시가총액 (십억원)	1,601.3
발행주식수 (백만주)	29.5
외국인 지분율 (%)	3.2
52주 고가 (원)	72,900
52주 저가 (원)	26,200
60일 거래대금(억원)	157.0

주요주주 지분율(%)

한국콜마홀딩스(외 5인)	53.7
한국원자력연구원(외 1인)	6.0

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.3	(17.4)	102.6
상대주가	(1.1)	(30.9)	42.0

음식료/소비재

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 1621억원(yoy +25.5%), 영업이익 273억원(yoy +13%, opm 16.8%)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다.

별도 매출액은 1402억원(yoy +26%), 영업이익 237억원(yoy +16.9%, opm 16.9%)으로 전망한다. 내수 매출은 지난해 건강기능식품의 높은 기저부담으로 매출 성장이 정체된 반면, 중국 및 기타 국가향 수출 성장이 전체 외형 성장을 견인한 것으로 판단된다. 중국 향 수출은 지난해 2분기부터 매출 인식되어 1분기 기저 차이가 있는데다, 2Q20: 240억 원→3Q20: 280억원→4Q20: 170억원에서 1Q21은 200억원 수준으로 재차 수출 금액이 늘어날 전망이다. 다만 별도 전체의 수익성은 지난해 증축한 국내 공장의 비용부담을 고려해 전년대비 다소 하락할 전망이다.

해외 실적 모멘텀

올해는 내수보다 해외실적 성장이 전체 실적 성장을 견인할 전망이다. 1)전방 고객사 애틀러미의 중국 사업 안정화 및 확대에 따라 콜마비엔에에치의 중국향 매출은 20년 700억 원에서 21년 1000~1200억원 수준으로 증가할 전망이다. 2)또한 애틀러미는 올해에도 뉴질랜드, 독일, 우즈베키스탄, 카자흐스탄, 터키 등 신규 국가로 진출하며 성장할 전망이다. 3)당사의 중국 공장 중 강소공장은 생산허가를 받아 올해 100억원의 매출 달성이 기대되며, 연태공장은 상반기내 준공되어 내년 본격적인 생산이 기대된다. 중국 현지 공장 가동을 통해 현지 신규 고객사 확보가 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 6.8만원으로 하향

목표주가는 2021년 실적에 목표배수 20배를 적용해 산출했다. 목표주가 하향은 실적 전망 하향에 기인하며, 목표배수는 기존과 동일하게 건기식 OEM업체 목표배수 15배 대비 해외 비중과 성장성을 감안해 30%프리미엄을 적용했다. 현재 주가는 동사의 21년 실적 대비 15배 수준이다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	438.9	606.9	708.2	813.8	901.5
증감률 YoY	13.6	38.3	16.7	14.4	10.8
영업이익	74.1	109.2	127.4	146.6	162.9
영업이익률	16.9	18.0	18.0	18.0	18.1
지배주주순이익	54.5	80.5	100.1	115.2	128.0
EPS(원)	1,844	2,724	3,400	3,899	4,333
EPS 증감률 YoY	12.7	47.7	24.8	14.7	11.1
P/E	15.0	19.1	15.9	13.9	12.5
EV/EBITDA	9.4	12.2	10.3	8.5	7.1
ROE	23.8	27.9	27.5	25.1	22.4
P/B	3.2	4.7	3.9	3.1	2.5

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 48. 콜마비엔에이치 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	129.1	174.4	146.3	157.1	162.1	200.5	162.4	183.2	337.6	386.4	438.9	606.9	708.2
YoY	21.2%	49.8%	35.2%	45.8%	25.5%	15.0%	11.0%	16.7%	31.9%	14.5%	13.6%	38.3%	16.7%
1. 콜마BNH(별도)	111.3	154.2	129.6	141.4	140.2	169.8	146.2	164.9	298.8	336.2	384.5	536.5	621.1
YoY	19.8%	50.9%	34.7%	51.7%	26.0%	10.1%	12.8%	16.6%	16.7%	12.5%	14.4%	39.5%	15.8%
1-1. 식품	79.8	105.6	87.2	94.4	92.8	115.3	97.7	108.3	166.0	201.2	253.6	367.0	414.1
YoY	39.8%	56.9%	37.1%	43.9%	16.3%	9.2%	12.1%	14.7%	19.2%	21.2%	26.0%	44.7%	12.8%
1) 내수	64.3	76.6	62.7	69.7	66.2	78.9	65.8	73.2	145.8	170.9	211.3	273.3	284.1
2) 수출	15.5	29.0	24.5	24.7	26.6	36.4	31.9	35.1	20.3	30.5	42.4	93.7	130.0
1-2. 화장품	31.4	48.5	42.4	47.0	47.4	54.5	48.4	56.6	132.6	134.4	130.6	169.3	206.9
YoY	-12.0%	39.4%	30.5%	70.3%	50.9%	12.4%	14.3%	20.4%	13.9%	1.4%	-2.8%	29.6%	22.2%
1) 내수	19.4	22.0	15.9	18.6	20.4	23.1	16.7	19.5	112.0	98.9	93.4	75.9	79.7
2) 수출	12.0	26.5	26.4	28.4	27.0	31.4	31.8	37.1	30.7	35.5	37.2	93.3	127.2
1-3. 손세정제	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%	적지	적지	적지	적지	흑전
2. 에치앤지	24.6	30.7	22.9	23.4	28.3	35.3	26.3	26.9	127.5	62.7	73.2	101.6	116.8
YoY	35.9%	63.3%	36.3%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	흑전	-50.8%	16.7%	38.8%	15.0%
3. 근오농림	8.6	10.2	5.4	6.7	9.9	11.7	6.2	7.7	12.3	20.1	36.1	30.9	35.5
YoY	17.8%	-12.1%	-22.9%	-34.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	123.6%	63.4%	79.6%	-14.4%	15.0%
4. 감소콜마	0.0	0.0	0.5	1.8	2.5	2.5	2.5	2.5	0.0	0.0	0.0	2.3	10.0
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	8042.8%	431.2%	37.8%	적지	적지	적지	흑전	332.0%
5. 기타/조정	-15.4	-20.7	-12.1	-16.3	-18.8	-18.8	-18.8	-18.8	-101.0	-32.6	-54.9	-64.4	-75.2
영업이익	24.1	35.5	23.1	26.4	27.3	37.5	29.3	33.3	48.8	58.5	74.1	109.2	127.4
YoY	44.3%	79.0%	32.5%	31.5%	13.0%	5.7%	26.7%	26.2%	34.7%	20.0%	26.5%	47.4%	16.7%
영업이익률	18.7%	20.3%	15.8%	16.8%	16.8%	18.7%	18.0%	18.2%	14.4%	15.2%	16.9%	18.0%	18.0%
1. 콜마BNH(별도)	20.3	29.8	20.8	24.7	23.7	29.2	25.4	28.3	43.1	52.4	63.8	95.6	106.6
YoY	45.0%	80.6%	35.1%	38.0%	16.9%	-2.0%	22.0%	14.6%	19.4%	21.6%	21.8%	49.8%	11.5%
영업이익률	18.2%	19.3%	16.0%	17.5%	16.9%	17.2%	17.4%	17.2%	14.4%	15.6%	16.6%	17.8%	17.2%
2. 에치앤지	3.5	5.7	3.0	4.0	4.1	6.5	3.5	4.6	4.9	6.1	9.7	16.2	18.7
YoY	59.3%	67.6%	55.0%	81.8%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%	흑전	23.8%	59.6%	66.4%	15.2%
영업이익률	14.4%	18.5%	13.1%	17.0%	14.5%	18.5%	13.1%	17.0%	3.9%	9.7%	13.3%	15.9%	16.0%
3. 근오농림	-0.4	1.6	0.5	0.5	-0.5	1.8	0.6	0.6	0.8	-1.3	2.2	2.2	2.5
YoY	적지	흑전	183.7%	-85.0%	적지	14.6%	15.5%	14.3%	382.7%	적전	흑전	-1.2%	14.6%
영업이익률	-4.7%	15.8%	9.0%	7.3%	-4.7%	15.8%	9.0%	7.2%	6.4%	-6.2%	6.1%	7.1%	7.0%
4. 기타/조정	1.0	-1.2	-0.3	-1.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.0	1.6	-0.7	-2.0	1.6
YoY	-12.2%	적전	적전	적지	-60.6%	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률	-6.6%	5.7%	2.3%	9.4%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	0.0%	-4.9%	1.2%	3.1%	-2.1%
순이익	18.5	27.7	18.2	15.7	21.3	29.2	22.8	26.0	47.4	49.3	54.8	80.1	99.4
YoY	37.6%	78.0%	33.8%	29.3%	14.9%	5.7%	25.7%	65.3%	59.5%	4.0%	11.0%	46.3%	24.1%
순이익률	14.3%	15.9%	12.4%	10.0%	13.1%	14.6%	14.1%	14.2%	14.1%	12.8%	12.5%	13.2%	14.0%
1. 콜마BNH(별도)	16.3	23.3	17.3	15.9	18.7	23.0	20.0	22.3	33.4	43.5	48.0	72.7	84.0
YoY	36.2%	81.7%	40.6%	45.7%	15.2%	-1.4%	15.9%	40.1%	17.7%	30.0%	10.3%	51.7%	15.5%
순이익률	14.6%	15.1%	13.3%	11.2%	13.4%	13.5%	13.7%	13.5%	11.2%	12.9%	12.5%	13.6%	13.5%
2. 기타	2.2	4.4	0.9	-0.2	2.5	6.3	2.8	3.7	14.0	5.8	6.8	7.4	15.4
지배주주순이익	18.4	27.5	18.2	16.3	21.2	29.1	22.9	27.0	45.8	48.4	54.5	80.5	100.1
YoY	38.0%	77.8%	33.2%	36.3%	14.9%	5.7%	25.7%	65.3%	54.1%	5.6%	12.7%	47.7%	24.4%
지배주주순이익률	14.3%	15.8%	12.4%	10.4%	13.1%	14.5%	14.1%	14.7%	13.6%	12.5%	12.4%	13.3%	14.1%

출처: 콜마비엔에이치, Kakaopay Securities Research

콜마비엔에이치 (200130) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	207.4	285.6	360.2	465.5	579.5
현금성자산	102.8	139.4	204.4	290.0	386.7
매출채권	40.1	63.0	68.5	78.1	86.5
재고자산	48.6	61.5	64.7	73.8	81.8
비유동자산	179.0	222.2	241.2	259.4	279.7
투자자산	39.1	49.7	51.8	53.9	56.0
유형자산	122.6	154.5	171.5	187.5	205.6
무형자산	17.2	18.0	18.0	18.0	18.0
자산총계	386.4	507.8	601.4	724.9	859.1
유동부채	116.1	156.1	168.2	185.8	201.4
매입채무	84.2	104.7	115.5	131.8	145.9
유동성이자부채	11.3	18.7	18.7	18.7	18.7
비유동부채	15.7	24.3	24.3	24.4	24.5
비유동이자부채	13.1	22.9	22.9	22.9	22.9
부채총계	131.8	180.4	192.5	210.2	225.9
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	214.5	286.8	368.4	474.1	592.7
자본조정	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	254.6	327.6	408.9	514.7	633.3
투하자본	172.4	226.0	242.4	262.4	284.2
순차입금	(78.4)	(97.9)	(162.9)	(248.5)	(345.1)
ROA	16.1	18.0	18.1	17.4	16.2
ROE	23.8	27.9	27.5	25.1	22.4
ROIC	34.4	40.0	42.6	45.3	46.5

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	78.2	43.0	114.6	125.9	140.1
당기순이익	72.1	109.7	99.7	114.3	127.1
자산상각비	5.2	8.5	11.4	12.4	13.5
운전자본증감	10.8	(10.2)	2.4	(2.0)	(1.7)
매출채권감소(증가)	(0.4)	(23.5)	(5.5)	(9.7)	(8.4)
재고자산감소(증가)	(10.3)	(2.6)	(3.2)	(9.1)	(7.9)
매입채무증가(감소)	25.7	17.4	10.7	16.3	14.2
투자현금	(49.7)	(37.0)	(32.3)	(32.5)	(35.7)
단기투자자산감소	(11.4)	0.7	(1.6)	(1.6)	(1.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(37.6)	(43.3)	(28.5)	(28.5)	(31.5)
유무형자산감소	3.8	(0.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	1.8	1.4	(18.9)	(9.5)	(9.5)
차입금증가	9.1	15.3	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.9)	0.0	(18.9)	(9.5)	(9.5)
배당금지급	5.9	0.0	18.9	9.5	9.5
현금 증감	30.4	41.4	63.4	84.0	95.0
총현금흐름(Gross CF)	82.5	121.2	112.2	128.0	141.8
(-) 운전자본증가(감소)	(19.2)	9.0	(2.4)	2.0	1.7
(-) 설비투자	37.6	43.3	28.5	28.5	31.5
(+) 자산매각	3.8	(0.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	67.9	68.2	86.2	97.5	108.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
잉여현금	67.9	68.2	85.8	97.0	108.1

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	438.9	606.9	708.2	813.8	901.5
증가율 (Y-Y,%)	13.6	38.3	16.7	14.4	10.8
영업이익	74.1	109.2	127.4	146.6	162.9
증가율 (Y-Y,%)	26.5	47.4	16.7	14.7	11.1
EBITDA	79.3	117.6	139.2	159.0	176.4
영업외손익	(2.0)	0.5	0.0	(0.0)	(0.0)
순이자수익	0.6	0.1	(0.3)	(0.2)	(0.2)
외화관련손익	0.2	(0.2)	0.4	0.4	0.4
지분법손익	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
세전계속사업손익	72.1	109.7	127.8	146.6	162.9
당기순이익	54.8	80.1	99.4	114.3	127.1
지배기업당기순이익	54.5	80.5	100.1	115.2	128.0
증가율 (Y-Y,%)	11.0	46.3	24.5	14.7	11.1
NOPLAT	56.3	79.7	99.7	114.3	127.1
(+) Dep	5.2	8.5	11.4	12.4	13.5
(-) 운전자본투자	(19.2)	9.0	(2.4)	2.0	1.7
(-) Capex	37.6	43.3	28.5	28.5	31.5
OpFCF	43.1	35.9	85.1	96.3	107.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	19.7	21.6	22.6	22.9	14.1
영업이익증가율(3Yr)	26.9	30.8	29.7	25.5	14.3
EBITDA증가율(3Yr)	27.4	31.1	30.5	26.1	14.4
순이익증가율(3Yr)	22.6	19.1	26.4	27.8	16.6
영업이익률(%)	16.9	18.0	18.0	18.0	18.1
EBITDA마진(%)	18.1	19.4	19.6	19.5	19.6
순이익률(%)	12.5	13.2	14.0	14.0	14.1

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	1,844	2,724	3,400	3,899	4,333
BPS	8,544	10,999	13,753	17,332	21,345
DPS	250	320	640	320	320
Multiples(x,%)					
PER	15.0	19.1	15.9	13.9	12.5
PBR	3.2	4.7	3.9	3.1	2.5
EV/ EBITDA	9.4	12.2	10.3	8.5	7.1
배당수익률	0.9	0.6	1.2	0.6	0.6
PCR	9.9	12.6	14.3	12.5	11.3
PSR	1.9	2.5	2.3	2.0	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	51.8	55.1	47.1	40.8	35.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	178.6	183.0	214.2	250.5	287.7
이자보상배율	n/a	n/a	462.2	656.8	971.1
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	54.8	54.4	48.6	43.3	39.1
현금+투자자산(%)	45.2	45.6	51.4	56.7	60.9
자본구조					
차입금(%)	8.7	11.3	9.2	7.5	6.2
자기자본(%)	91.3	88.7	90.8	92.5	93.8

코스맥스엔비티(222040.KQ)

신규 고객사 확대, 갈수록 좋아질 해외 실적

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	11,000원(유지)
현재주가(04/09)	8,040원
목표수익률	36.8%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	생활용품/제약
KOSDAQ	989.39

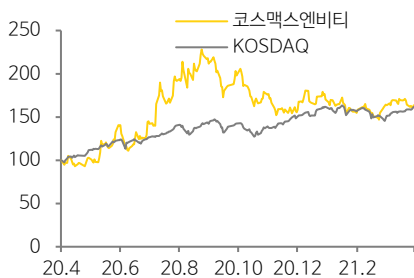
Trading Data

시가총액 (십억원)	165.8
발행주식수 (백만주)	20.6
외국인 지분율 (%)	1.6
52주 고가 (원)	11,550
52주 저가 (원)	4,540
60일 거래대금(억원)	10.3

주요주주 지분율(%)

코스맥스비티아이(외 10인)	39.0
뉴트리바이오텍우리사주(외 1인)	0.2

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.5	(17.4)	66.6
상대주가	(8.9)	(30.9)	6.0

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 712억원(yoy +17%), 영업이익 10억원(yoy 흑전, opm 1.4%)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다.

1)별도: 매출액 520억원(yoy +11.8%), 영업이익 62억원(yoy +12%, opm 12%)으로 전망한다. 국내 건기식은 시장 호조가 이어지며 주력제품 판매호조, 신규 고객사 확보 등을 통해 성장이 기대된다. 동사의 강점인 유산균 시장의 성장이 이어지고 있고, 지난해 추가된 개별인정형 원료가 제품화되며 매출 성장이 기대된다. 당사의 개별인정원료 아가트리(피부건강), 리스펙타(여성유산균)를 기반으로 국내외 신규 고객사 확보 경쟁력으로 작용하고 있어 긍정적이다. 올해 추가로 관절건강 관련 개별인정원료 인증을 받을 수 있어 기대된다. 수출은 중국향 매출이 현지 업체 코로나19에서의 회복과 온라인 시장 성장으로 성장할 전망이다. **2)미국:** 지난해에 이어 1분기에도 온라인, 리테일에서 2개의 신규 고객사가 추가되고, 기존 고객사의 물량 증가에 따른 매출성장을 전망한다. 본격적인 외형 성장은 2분기부터 가능할 것으로 기대되며 미국의 경우 연간 매출 성장 48%, 영업적자는 20년 -238억원→21년 159억원으로 줄어들 전망이다. **3)호주:** 중국향 매출에서의 변수가 존재하나 호주 역시 기존고객의 코로나19 이후 영업정상화로 외형 성장에 따른 외형 성장을 전망하며 고객사의 중국외 국가 다변화에 따른 물량 증가가 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 1.1만원 유지

코스맥스엔비티에 대해 투자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 21년 별도 법인 실적에 건기식 OEM업체 목표배수 15배를 10% 적용해 산출했다. 아직까지 해외 연결 자회사들의 실적이 적자인 것을 감안하여 목표배수에서 10%할인했으나, 점차 그 적자 규모가 줄어들고 있고 실적 기여도가 상승할것으로 전망된다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	194.3	266.8	312.2	353.3	397.9
증감률 YoY	(3.7)	37.3	17.0	13.2	12.6
영업이익	(9.9)	(2.3)	11.9	26.3	36.3
영업이익률	(5.1)	(0.9)	3.8	7.5	9.1
지배주주순이익	(17.8)	(12.1)	9.3	21.1	29.3
EPS(원)	(861)	(587)	450	1,022	1,419
EPS 증감률 YoY	적전	적지	흑전	127.0	38.9
P/E	(7.6)	(13.7)	17.9	7.9	5.7
EV/EBITDA	93.5	24.3	10.5	6.7	4.8
ROE	(22.0)	(18.8)	14.8	27.1	28.4
P/B	1.9	2.9	2.5	1.9	1.4

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 49. 코스맥스엔비티 실적테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	60.9	73.1	76.6	56.2	71.2	86.2	88.8	66.0	136.4	201.7	194.3	266.8	312.2
YoY	15.1%	46.8%	65.8%	23.8%	16.9%	18.0%	16.0%	17.4%	12.9%	47.9%	-3.7%	37.3%	17.0%
*주요 법인별													
1. 별도	46.5	52.6	53.4	43.8	52.0	59.4	60.2	48.9	121.3	145.8	146.3	196.4	220.6
YoY	19.8%	54.3%	56.6%	11.6%	11.8%	12.9%	12.9%	11.6%	4.7%	20.2%	0.4%	34.2%	12.3%
1) 내수	30.0	36.4	37.9	30.1	32.9	40.7	42.4	33.1	60.8	68.8	76.1	134.3	149.2
YoY	78.4%	120.8%	96.5%	27.9%	10.0%	12.0%	12.0%	10.0%	2.6%	13.2%	10.6%	76.6%	11.1%
2) 수출	16.6	16.2	15.5	13.8	19.1	18.7	17.8	15.8	60.6	77.0	70.3	62.1	71.4
YoY	-24.8%	-7.8%	4.5%	-12.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	6.9%	27.1%	-8.8%	-11.6%	15.0%
2. 미국	6.1	7.8	9.7	6.7	8.8	11.7	14.5	9.7	11.0	17.4	21.3	30.2	44.7
YoY	26.4%	40.5%	38.1%	69.2%	45.0%	50.0%	50.0%	45.0%	807.5%	58.2%	22.6%	41.9%	47.9%
3. 호주	6.6	11.0	9.9	4.2	8.2	13.1	11.9	5.2	0.0	19.2	21.6	31.6	38.4
YoY	4.2%	53.5%	142.4%	2.8%	25.0%	20.0%	20.0%	25.0%	적지	흑전	12.2%	46.5%	21.7%
4. 중국	11.2	7.8	11.3	8.4	12.3	8.5	12.4	9.3	37.0	69.9	45.3	38.7	42.5
YoY	-35.0%	-31.6%	41.0%	-2.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	462.9%	88.7%	-35.3%	-14.6%	10.0%
5. 코스맥스엔에스	2.1	1.2	2.2	3.3	2.6	1.5	2.6	3.9	3.1	10.1	6.0	8.8	10.5
YoY	-23.3%	21.8%	53.9%	286.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	흑전	225.9%	-40.5%	45.4%	20.0%
6. 기타/조정	-11.6	-7.3	-9.8	-10.2	-12.7	-8.1	-12.8	-11.0	-36.1	-60.7	-46.2	-38.8	-44.5
*지역별													
1. 내수	30.1	36.5	38.0	30.0	32.9	40.7	42.4	33.1	67.9	68.3	75.9	134.5	149.2
YoY	77.9%	119.7%	96.9%	30.0%	9.6%	11.7%	11.8%	10.2%	14.7%	0.5%	11.2%	77.3%	10.9%
2. 해외	30.9	36.6	38.6	26.2	38.3	45.4	46.4	32.9	68.5	133.5	118.4	132.3	163.0
YoY	-14.3%	10.3%	43.5%	17.5%	23.9%	24.3%	20.1%	25.6%	11.2%	95.0%	-11.3%	11.7%	23.2%
영업이익	-1.1	0.2	0.9	-2.3	1.0	4.0	5.0	2.0	11.5	18.0	-9.9	-2.3	11.9
YoY	적전	-82.7%	흑전	적지	흑전	2296.4%	422.0%	흑전	-38.6%	56.0%	적전	적지	흑전
영업이익률	-1.8%	0.2%	1.2%	-4.2%	1.4%	4.6%	5.6%	3.0%	8.5%	8.9%	-5.1%	-0.9%	3.8%
1. 별도	5.6	7.0	7.0	3.3	6.2	7.9	7.9	4.2	21.1	25.7	17.5	22.8	26.1
YoY	-15.6%	43.4%	184.6%	-8.0%	12.0%	12.9%	12.9%	26.1%	-2.0%	21.7%	-31.8%	30.3%	14.6%
영업이익률	12.0%	13.2%	13.0%	7.5%	12.0%	13.2%	13.0%	8.5%	17.4%	17.6%	12.0%	11.6%	11.8%
2. 미국	-5.4	-7.0	-5.7	-5.6	-5.3	-4.1	-3.6	-2.9	-8.1	-9.1	-19.2	-23.8	-15.9
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-90%	-90%	-59%	-84%	-60%	-35%	-25%	-30%	-74%	-52%	-90%	-79%	-36%
3. 호주	-1.9	-0.5	-1.2	-0.8	-0.4	-0.1	0.2	0.1	-2.6	-5.7	-7.7	-4.4	-0.3
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-28.6%	-4.6%	-11.8%	-20.2%	-5.0%	-1.0%	2.0%	1.0%	n/a	-29.6%	-35.7%	-13.9%	-0.7%
4. 중국	0.2	-0.1	0.1	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.1	2.0	5.0	-0.2	0.6	0.3
YoY	-5.1%	적전	흑전	흑전	-17.1%	적지	69.6%	-77.3%	101.0%	156.9%	적전	흑전	-47.6%
영업이익률	2.0%	-1.3%	0.6%	4.8%	1.5%	-1.0%	1.0%	1.0%	5.3%	7.2%	-0.4%	1.6%	0.7%
5. 코스맥스엔에스	0.6	0.2	0.2	0.7	0.4	0.2	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	1.7	1.6
YoY	79.9%	5175.0%	578.6%	409.2%	-32.9%	4.8%	104.5%	-19.0%	흑전	48.4%	-5.6%	244.7%	-6.9%
영업이익률	33.7%	12.4%	11.2%	42.6%	24.3%	14.0%	24.6%	37.1%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
6. 기타/조정	-0.1	0.6	0.6	-0.3	-0.1	0.2	0.0	0.0	-1.1	1.6	-0.9	0.8	0.1
순이익	-4.9	-0.5	-1.0	-5.3	0.7	3.1	3.9	1.5	6.4	7.6	-17.7	-11.7	9.3
YoY	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-62.7%	19.9%	적전	적지	흑전
순이익률	-8.0%	-0.6%	-1.4%	-9.5%	1.0%	3.6%	4.4%	2.3%	4.7%	3.8%	-9.1%	-4.4%	3.0%
지배주주순이익	-5.1	-0.4	-1.1	-5.5	0.7	3.1	3.9	1.5	6.3	7.6	-17.8	-12.1	9.3
YoY	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-63.6%	21.5%	적전	적지	흑전
지배주주순이익률	-8.3%	-0.5%	-1.5%	-9.9%	1.0%	3.6%	4.4%	2.3%	4.6%	3.8%	-9.1%	-4.5%	3.0%

출처: 코스맥스엔비티, Kakaopay Securities Research

코스맥스엔비티 (222040) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	115.4	121.3	146.7	184.8	230.1
현금성자산	29.4	48.4	61.8	88.9	122.3
매출채권	35.3	35.5	41.7	47.3	53.4
재고자산	45.8	32.3	37.9	43.0	48.6
비유동자산	170.8	164.6	153.2	140.6	129.3
투자자산	8.2	9.1	9.4	9.8	10.2
유형자산	159.8	154.0	144.8	134.0	124.4
무형자산	2.7	1.5	(1.0)	(3.3)	(5.3)
자산총계	286.2	285.9	299.9	325.4	359.4
유동부채	162.5	189.2	193.7	197.8	202.3
매입채무	26.3	24.1	28.3	32.1	36.2
유동성이자부채	130.2	157.5	157.5	157.5	157.5
비유동부채	51.9	36.8	37.0	37.3	37.5
비유동이자부채	46.9	30.8	30.8	30.8	30.8
부채총계	214.4	226.0	230.7	235.1	239.8
자본금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	39.8	39.6	39.6	39.6	39.6
이익잉여금	23.6	11.5	20.8	41.9	71.2
자본조정	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	71.8	59.9	69.2	90.3	119.5
투자자본	219.5	197.8	193.6	187.5	183.3
순차입금	147.7	139.9	126.5	99.4	66.0
ROA	(6.3)	(4.2)	3.2	6.7	8.6
ROE	(22.0)	(18.8)	14.8	27.1	28.4
ROIC	(3.4)	(0.8)	5.0	11.3	16.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	(13.5)	14.4	17.9	27.9	34.1
당기순이익	(17.7)	(11.7)	9.3	21.1	29.3
자산상각비	12.9	14.9	15.9	13.3	12.0
운전자본증감	(8.1)	9.8	(7.5)	(6.8)	(7.4)
매출채권감소(증가)	16.5	(2.0)	(6.2)	(5.6)	(6.1)
재고자산감소(증가)	(10.7)	13.5	(5.6)	(5.1)	(5.5)
매입채무증가(감소)	(3.4)	(3.2)	4.2	3.8	4.1
투자현금	(17.5)	(5.6)	(4.5)	(0.7)	(0.8)
단기투자자산감소	1.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(20.6)	(5.1)	(4.1)	(0.2)	(0.3)
유무형자산감소	2.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	41.2	9.2	0.0	0.0	0.0
차입금증가	43.5	9.2	0.0	0.0	0.0
자본증가	(2.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	11.0	18.6	13.4	27.2	33.4
총현금흐름(Gross CF)	7.2	11.0	25.5	34.7	41.5
(-) 운전자본증가(감소)	9.5	(12.5)	7.5	6.8	7.4
(-) 설비투자	20.6	5.1	4.1	0.2	0.3
(+) 자산매각	2.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	(20.7)	18.4	13.8	27.6	33.8
(-) 기타투자	0.0	0.4	0.1	0.1	0.1
잉여현금	(20.7)	18.0	13.7	27.5	33.7

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	194.3	266.8	312.2	353.3	397.9
증가율 (Y-Y,%)	(3.7)	37.3	17.0	13.2	12.6
영업이익	(9.9)	(2.3)	11.9	26.3	36.3
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	120.5	38.0
EBITDA	3.0	12.6	27.9	39.7	48.3
영업외손익	(5.0)	(3.2)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
순이자수익	(5.8)	(5.2)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
외화관련손익	0.8	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(14.9)	(5.5)	11.3	25.7	35.7
당기순이익	(17.7)	(11.7)	9.3	21.1	29.3
지배기업당기순이익	(17.8)	(12.1)	9.3	21.1	29.3
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	127.0	38.9
NOPLAT	(7.2)	(1.7)	9.8	21.6	29.8
(+) Dep	12.9	14.9	15.9	13.3	12.0
(-) 운전자본투자	9.5	(12.5)	7.5	6.8	7.4
(-) Capex	20.6	5.1	4.1	0.2	0.3
OpFCF	(24.4)	20.7	14.1	27.9	34.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.2	25.1	15.7	22.1	14.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(12.8)	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(49.2)	(10.7)	1.0	135.7	56.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	6.7	n/a	n/a
영업이익률(%)	(5.1)	(0.9)	3.8	7.5	9.1
EBITDA마진(%)	1.6	4.7	8.9	11.2	12.1
순이익률(%)	(9.1)	(4.4)	3.0	6.0	7.4

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	(861)	(587)	450	1,022	1,419
BPS	3,413	2,816	3,266	4,288	5,708
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	(7.6)	(13.7)	17.9	7.9	5.7
PBR	1.9	2.9	2.5	1.9	1.4
EV/ EBITDA	93.5	24.3	10.5	6.7	4.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	18.8	15.1	6.5	4.8	4.0
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	298.6	377.4	333.6	260.5	200.6
Net debt/Equity	205.8	233.7	182.9	110.1	55.2
Net debt/EBITDA	4,877.6	1,110.3	454.2	250.5	136.6
유동비율	71.0	64.1	75.7	93.4	113.7
이자보상배율	n/a	n/a	2.6	5.8	8.1
이자비용/매출액	3.1	2.0	1.5	1.3	1.2
자산구조					
투자자본(%)	85.4	77.5	73.1	65.5	58.0
현금+투자자산(%)	14.6	22.5	26.9	34.5	42.0
자본구조					
차입금(%)	71.2	75.9	73.1	67.6	61.2
자기자본(%)	28.8	24.1	26.9	32.4	38.8

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회석 EPS

CJ프레시웨이(051500.KS)

긴 터널을 지나 예상보다 빠른 회복 기대

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	30,000원(상향)
현재주가(04/09)	23,650원
목표수익률	26.8%

Key Data	2021년 04월 09일
산업분류	유통/무역
KOSDAQ	989.39

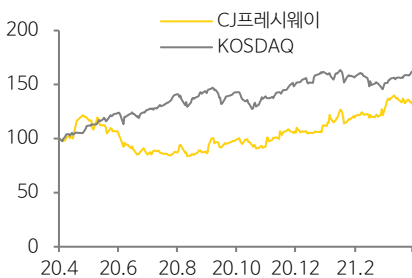
Trading Data

시가총액 (십억원)	280.8
발행주식수 (백만주)	11.9
외국인 지분율 (%)	14.5
52주 고가 (원)	25,100
52주 저가 (원)	14,500
60일 거래대금(억원)	25.8

주요주주 지분율(%)

CJ(외 3인)	47.7
EFG PRIVATE BANK SA(외 1인)	11.0

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.0	35.1	32.5
상대주가	(6.4)	21.6	(28.1)

음식료

Analyst 장지혜

wisdom.jang@kakaopaysec.com

02) 6099-8506

1Q21 Preview

1분기 연결 매출액은 5837억원(yoy -3.1%), 영업적자 -41억원(yoy 적지, opm -0.7%)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다.

1)식자재유통: 매출액 4743억원(yoy -1.1%), 영업적자 -41억원(yoy 적지, opm -0.9%)으로 전망한다. 외식/급식유통은 3월들어 거리두기 제한 요건 완화, 개학 및 정상 근무 등으로 인해 시장이 회복세에 있으나 1~2월 기저부담이 존재해 매출은 감소했을 것으로 전망한다. 다만 3월부터 일매출이 전년동기비 크게 개선되며 식자재유통 실적 부담이 완화되고 있는 것으로 파악된다. 프레시원 역시 1~2월의 기저부담이 있으나, 사회적 거리두기 요건이 비교적 완화적용되면서 감소폭이 축소된 것으로 파악된다. 다만 축육관련 채고 손실부담에 따라 수익성 하락 위험이 있다. 1차상품 도매 및 원료는 내식수요증가와 맞물려 CJ제일제당의 관련 제품 매출과 함께 성장 전망한다. **2)단체급식:** 매출액 931억원(yoy -8.1%), 영업적자 -11억원(yoy 적지, opm -1.2%)으로 전망한다. 단체급식은 지난해 저수익처 디마케팅으로 인해 수주물량 감소, 외형 부진이 이어질 전망이나 적자폭은 축소될 것으로 기대된다. **3)해외 및 기타:** 해외 매출은 축소 기조가 유지되고, 송림푸드는 신규 고객을 확보하며 외형 성장을 이어가고 레버리지효과로 개선된 수익성을 유지하고 있는 것으로 파악된다. 제이팜스는 CJ제일제당의 밀키트 판매 증가와 함께 성장하고 있으나, 공장 신설에 따른 고정비 부담 증가와 농수산물 원가 부담으로 인해 수익성은 악화될 것으로 판단된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 3만원으로 상향

목표주가는 목표배수를 기존 18배에서 20배로 상향한데 기인한다. 글로벌 경쟁사 대비 할인폭을 기존 20%에서 10%로 축소했는데, 기대대비 빠르게 손익개선이 이루어지고 있고 21년도 사업부 조정이후 22년 외형 및 수익성 개선이 클 것으로 전망되기 때문이다. 목표주가는 21년도 코로나19영향과 일회성 비용을 감안해 22년 실적에 목표배수 20배를 적용한 뒤 20%할인하여 산출했다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,055.1	2,478.5	2,474.6	2,538.9	2,616.6
증감률 YoY	8.0	(18.9)	(0.2)	2.6	3.1
영업이익	58.1	(3.5)	24.6	52.9	58.1
영업이익률	1.9	(0.1)	1.0	2.1	2.2
지배주주순이익	5.1	(39.3)	3.4	21.4	25.2
EPS(원)	434	(3,307)	285	1,801	2,125
EPS 증감률 YoY	(62.4)	적전	흑전	531.3	18.0
P/E	66.1	(7.2)	82.9	13.1	11.1
EV/EBITDA	6.9	14.9	13.2	8.9	8.3
ROE	2.6	(21.9)	2.1	12.8	13.4
P/B	1.7	1.8	1.8	1.6	1.4

출처: Dataguide, Kakao pay securities

Exhibit 50. CJ프레시웨이 실적테이블

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	602.5	624.5	651.3	600.3	583.7	617.7	671.0	602.3	2,828.1	3,055.1	2,478.5	2,474.6	2,538.9
YoY	-19.4%	-17.5%	-15.4%	-23.1%	-3.1%	-1.1%	3.0%	0.3%	12.9%	8.0%	-18.9%	-0.2%	2.6%
1. 식자재유통	479.6	496.7	520.6	468.6	474.3	495.7	549.0	474.4	2,270.3	2,456.2	1,965.5	1,993.4	2,055.6
YoY	-21.4%	-18.8%	-16.0%	-23.8%	-1.1%	-0.2%	5.5%	1.2%	12.8%	8.2%	-20.0%	1.4%	3.1%
1-1. 외식/급식유통	202.3	205.4	232.9	227.4	191.9	194.6	220.8	215.4	905.7	960.0	868.0	822.7	796.3
YoY	-7.4%	-15.3%	-4.5%	-10.8%	-5.2%	-5.3%	-5.2%	-5.3%	2.7%	6.0%	-9.6%	-5.2%	-3.2%
1-2. 프레스원	139.9	153.5	145.9	115.5	138.1	156.5	179.3	127.1	655.7	695.5	554.8	601.0	661.0
YoY	-20.4%	-18.1%	-18.1%	-25.1%	-1.3%	1.9%	22.9%	10.0%	0.9%	6.1%	-20.2%	8.3%	10.0%
1-3. 1차상품 도매/원료	137.4	137.8	141.8	125.7	144.3	144.7	148.9	132.0	708.9	800.7	542.7	569.8	598.3
YoY	-36.3%	-24.2%	-28.2%	-38.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	47.5%	12.9%	-32.2%	5.0%	5.0%
2. 단체급식	101.3	109.0	114.6	111.1	93.1	105.2	105.5	112.4	411.6	467.8	436.0	416.2	412.8
YoY	-1.7%	-9.1%	-8.0%	-7.6%	-8.1%	-3.5%	-7.9%	1.1%	18.3%	13.7%	-6.8%	-4.5%	-0.8%
3. 해외 및 기타	22.0	18.6	16.1	20.5	16.2	16.7	16.4	15.4	146.4	128.2	77.2	64.7	70.2
YoY	-36.4%	-25.6%	-38.8%	-51.5%	-26.4%	-10.2%	1.8%	-24.8%	1.6%	-12.4%	-39.8%	-16.2%	8.5%
송림푸드	8.8	10.5	11.0	10.2	10.1	12.1	12.7	11.7	28.3	34.3	40.5	46.6	53.6
제이팜스	9.5	11.5	13.4	13.8	10.5	12.7	14.7	15.1	0.0	32.6	48.2	53.0	58.3
해외 기타/조정	3.7	-3.4	-8.3	-3.5	-4.4	-8.0	-11.0	-11.5	118.1	61.3	-11.5	-34.9	-41.6
매출 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 식자재유통	79.6	79.5	79.9	78.1	81.3	80.3	81.8	78.8	80.3	80.4	79.3	80.6	81.0
2. 단체급식	16.8	17.5	17.6	18.5	16.0	17.0	15.7	18.7	14.6	15.3	17.6	16.8	16.3
3. 해외 및 기타	3.7	3.0	2.5	3.4	2.8	2.7	2.4	2.6	5.2	4.2	3.1	2.6	2.8
영업이익	-12.6	2.7	11.8	-5.5	-4.1	6.0	12.4	10.2	50.7	58.1	-3.5	24.6	52.9
YoY	적전	-86.0%	-32.8%	적전	적지	121.0%	4.8%	흑전	15.4%	14.6%	적전	흑전	115.1%
영업이익률	-2.1%	0.4%	1.8%	-0.9%	-0.7%	1.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.9%	-0.1%	1.0%	2.1%
1. 식자재유통	-8.3	1.9	8.6	-5.9	-4.1	1.0	5.5	5.4	30.5	32.2	-3.6	7.8	31.3
YoY	적전	-81.6%	8.0%	적전	적지	-48.6%	-36.1%	흑전	27.6%	5.6%	적전	흑전	304.0%
영업이익률	-1.7%	0.4%	1.7%	-1.3%	-0.9%	0.2%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	-0.2%	0.4%	1.5%
프레스원	-2.7	-0.3	-0.5	-5.5	-2.2	0.0	0.0	0.0	6.9	3.6	-9.0	-2.2	7.3
프레스원의	-5.6	2.2	9.1	-0.4	-1.9	1.0	5.5	5.4	23.6	28.6	5.4	10.0	24.1
2. 단체급식	-4.9	0.0	2.2	0.0	-1.1	4.2	5.3	3.4	18.8	21.8	-2.8	11.7	15.4
YoY	적전	적전	-73.9%	적전	적지	흑전	142.6%	흑전	9.4%	15.9%	적전	흑전	31.0%
영업이익률	-4.9%	0.0%	1.9%	0.0%	-1.2%	4.0%	5.0%	3.0%	4.6%	4.7%	-0.6%	2.8%	3.7%
3. 해외 및 기타	0.6	0.8	1.0	0.4	1.2	0.8	1.6	1.5	1.3	4.0	2.8	5.1	6.1
YoY	22.8%	-14.8%	-20.3%	-67.6%	94.6%	-2.0%	58.9%	260.4%	-52.5%	206.2%	-29.0%	78.1%	20.8%
영업이익률	2.7%	4.5%	6.2%	2.0%	7.1%	4.9%	9.7%	9.7%	0.9%	3.1%	3.7%	7.8%	8.7%
송림푸드	1.1	0.8	1.3	1.2	1.3	1.0	1.5	1.4	2.0	3.4	4.5	5.2	6.0
제이팜스	0.0	-0.4	-1.0	-2.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	1.6	-3.6	0.5	0.6
해외 기타/조정	-0.6	0.4	0.7	1.6	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.7	-1.0	2.0	-0.7	-0.5
영업이익 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1. 식자재유통	65.6	69.9	73.1	107.6	101.6	16.3	44.6	52.5	60.2	55.5	102.0	31.6	59.3
2. 단체급식	39.1	-0.6	18.4	0.0	26.8	70.1	42.6	32.8	37.2	37.6	78.2	47.8	29.1
3. 해외 및 기타	-4.7	30.6	8.5	-7.6	-28.4	13.6	12.9	14.7	2.6	6.9	-80.2	20.6	11.6
순이익	-20.0	-2.7	-4.2	-15.6	-7.1	0.8	5.8	4.1	16.7	9.6	-42.5	3.6	22.5
YoY	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	1280.3%	-42.6%	적전	흑전	531.3%
순이익률	-3.3%	-0.4%	-0.6%	-2.6%	-1.2%	0.1%	0.9%	0.7%	0.6%	0.3%	-1.7%	0.1%	0.9%
지배주주순이익	-19.5	-2.4	-3.7	-13.7	-6.7	0.7	5.5	3.9	13.7	5.1	-39.3	3.4	21.4
YoY	적지	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-62.4%	적전	흑전	531.3%
지배주주순이익률	-3.2%	-0.4%	-0.6%	-2.3%	-1.1%	0.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.2%	-1.6%	0.1%	0.8%
지배주주지분율	97.3%	88.3%	88.1%	87.8%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	82.0%	53.7%	92.3%	95.0%	95.0%

출처: CJ프레시웨이, Kakaopay Securities Research

CJ프레시웨이 (051500) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	495.8	575.7	589.2	638.0	690.1
현금성자산	25.8	151.4	163.2	204.1	246.4
매출채권	263.8	252.6	253.4	258.0	263.7
재고자산	191.4	162.5	163.0	166.0	169.6
비유동자산	685.8	713.5	714.2	716.8	721.4
투자자산	231.1	258.4	268.9	279.8	291.2
유형자산	346.0	361.7	354.9	349.1	344.3
무형자산	108.7	93.3	90.4	87.9	85.8
자산총계	1,181.7	1,289.2	1,303.5	1,354.9	1,411.5
유동부채	580.4	616.2	608.3	614.5	621.9
매입채무	312.4	273.5	274.4	279.3	285.5
유동성이자부채	192.5	314.0	304.0	304.0	304.0
비유동부채	312.2	414.0	435.7	462.6	489.5
비유동이자부채	268.6	370.7	390.7	415.7	440.7
부채총계	892.5	1,030.2	1,044.1	1,077.0	1,111.4
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	87.0	86.5	86.5	86.5	86.5
이익잉여금	37.1	(6.0)	(5.5)	12.9	35.1
자본조정	43.4	43.4	43.4	43.4	43.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	289.1	259.0	259.4	277.8	300.1
투자자본	724.5	792.2	790.9	793.4	798.4
순차입금	435.3	533.2	531.5	515.6	498.3
ROA	0.5	(3.2)	0.3	1.6	1.8
ROE	2.6	(21.9)	2.1	12.8	13.4
ROIC	5.6	(0.3)	2.4	5.2	5.7

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업현금	78.6	21.2	42.4	57.7	60.4
당기순이익	16.3	(46.3)	3.6	22.5	26.6
자산상각비	54.4	58.3	37.0	36.2	35.6
운전자본증감	(3.9)	17.3	0.3	(1.7)	(2.3)
매출채권감소(증가)	(48.9)	(5.2)	(0.8)	(4.6)	(5.7)
재고자산감소(증가)	24.5	23.4	(0.5)	(2.9)	(3.7)
매입채무증가(감소)	17.9	(8.2)	0.9	4.9	6.2
투자현금	(51.7)	(41.9)	(38.6)	(39.8)	(41.1)
단기투자자산감소	3.3	2.6	(0.9)	(0.9)	(1.0)
장기투자증권감소	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(37.3)	(42.1)	(19.1)	(19.5)	(20.1)
유무형자산감소	(12.8)	(2.1)	(8.2)	(8.4)	(8.6)
재무현금	(31.8)	114.2	7.0	22.0	22.0
차입금증가	(36.6)	86.2	10.0	25.0	25.0
자본증가	(5.6)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
배당금지급	5.6	3.0	3.0	3.0	3.0
현금 증감	(4.7)	108.2	10.9	40.0	41.3
총현금흐름(Gross CF)	91.4	36.0	42.1	59.4	62.7
(-) 운전자본증가(감소)	(13.3)	39.8	(0.3)	1.7	2.3
(-) 설비투자	37.3	42.1	19.1	19.5	20.1
(+) 자산매각	(12.8)	(2.1)	(8.2)	(8.4)	(8.6)
Free Cash Flow	54.6	(47.9)	15.2	29.8	31.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	54.6	(47.9)	15.2	29.8	31.6

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,055.1	2,478.5	2,474.6	2,538.9	2,616.6
증가율 (Y-Y,%)	8.0	(18.9)	(0.2)	2.6	3.1
영업이익	58.1	(3.5)	24.6	52.9	58.1
증가율 (Y-Y,%)	14.6	적전	흑전	115.1	9.8
EBITDA	112.4	54.8	61.5	89.1	93.7
영업외손익	(41.8)	(44.9)	(20.0)	(24.0)	(24.0)
순이자수익	(16.1)	0.6	2.5	2.6	2.8
외화관련손익	(5.9)	7.5	7.5	7.5	7.5
지분법손익	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	16.3	(48.5)	4.6	28.9	34.1
당기순이익	9.6	(42.5)	3.6	22.5	26.6
지배기업당기순이익	5.1	(39.3)	3.4	21.4	25.2
증가율 (Y-Y,%)	(42.6)	적전	흑전	531.3	18.0
NOPLAT	34.2	(2.6)	19.2	41.2	45.3
(+) Dep	54.4	58.3	37.0	36.2	35.6
(-) 운전자본투자	(13.3)	39.8	(0.3)	1.7	2.3
(-) Capex	37.3	42.1	19.1	19.5	20.1
OpFCF	64.6	(26.1)	37.4	56.2	58.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.5	(0.3)	(4.4)	(6.0)	1.8
영업이익증가율(3Yr)	40.3	n/a	(21.4)	(3.1)	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	36.4	(8.2)	(8.4)	(7.5)	19.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(40.2)	32.9	n/a
영업이익률(%)	1.9	(0.1)	1.0	2.1	2.2
EBITDA마진(%)	3.7	2.2	2.5	3.5	3.6
순이익률(%)	0.3	(1.7)	0.1	0.9	1.0

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Per share Data					
EPS	434	(3,307)	285	1,801	2,125
BPS	16,967	13,291	13,326	14,877	16,753
DPS	250	250	250	250	250
Multiples(x,%)					
PER	66.1	(7.2)	82.9	13.1	11.1
PBR	1.7	1.8	1.8	1.6	1.4
EV/ EBITDA	6.9	14.9	13.2	8.9	8.3
배당수익률	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
PCR	3.7	7.8	6.7	4.7	4.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	308.7	397.8	402.5	387.7	370.4
Net debt/Equity	150.6	205.9	204.9	185.6	166.0
Net debt/EBITDA	387.2	973.1	863.7	578.8	532.0
유동비율	85.4	93.4	96.9	103.8	111.0
이자보상배율	3.6	5.7	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	73.8	65.9	64.7	62.1	59.8
현금+투자자산(%)	26.2	34.1	35.3	37.9	40.2
자본구조					
차입금(%)	61.5	72.6	72.8	72.1	71.3
자기자본(%)	38.5	27.4	27.2	27.9	28.7

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research, Note: EPS는 완전회계 EPS

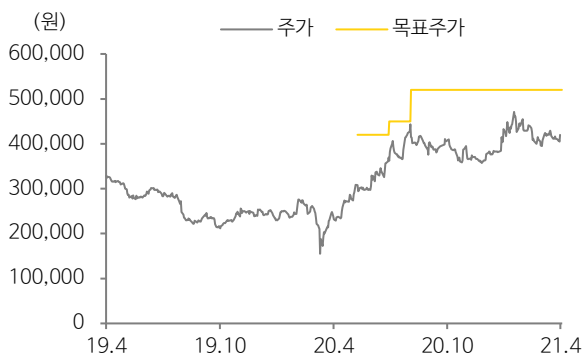
투자의견 및 목표주가 변경 추이

롯데제과 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



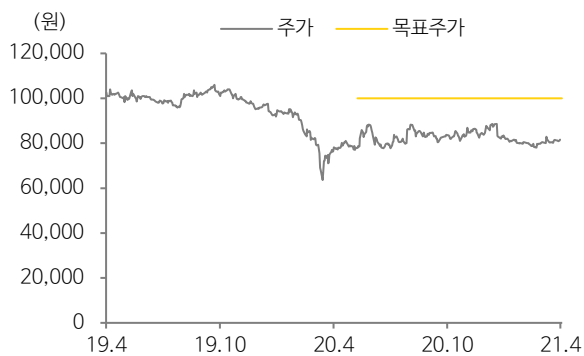
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2021-02-15	담당자변경				
2021-02-15	BUY	190,000	1년	(31.7)	(25.5)
2021-04-12	BUY	190,000	1년		

CJ제일제당 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



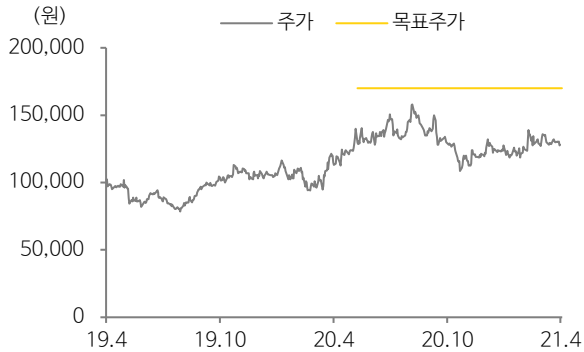
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-05-18	담당자변경				
2020-05-18	BUY	420,000	1년	(23.7)	(12.1)
2020-07-08	BUY	450,000	1년	(13.1)	(1.4)
2020-08-12	BUY	520,000	1년	(22.9)	(9.4)
2020-08-19	BUY	520,000	1년	(22.9)	(9.4)
2020-10-12	BUY	520,000	1년	(22.8)	(9.4)
2020-11-11	BUY	520,000	1년	(22.0)	(9.4)
2020-12-28	BUY	520,000	1년	(18.8)	(9.4)
2021-04-12	BUY	520,000	1년		

KT&G 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



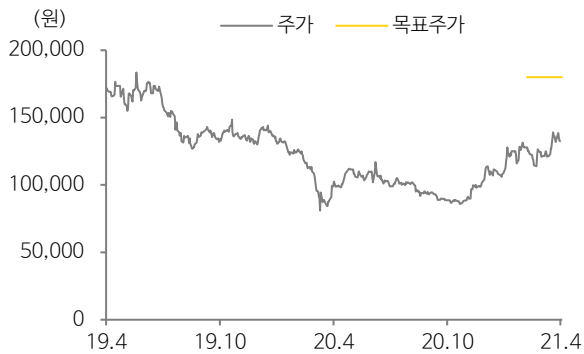
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-05-18	담당자변경				
2020-05-18	BUY	100,000	1년	(17.4)	(11.4)
2020-06-24	BUY	100,000	1년	(17.5)	(11.4)
2020-08-07	BUY	100,000	1년	(17.0)	(11.4)
2020-10-12	BUY	100,000	1년	(17.5)	(11.4)
2020-11-06	BUY	100,000	1년	(17.6)	(11.4)
2020-12-18	BUY	100,000	1년	(18.7)	(11.4)
2021-04-12	BUY	100,000	1년		

오리온 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



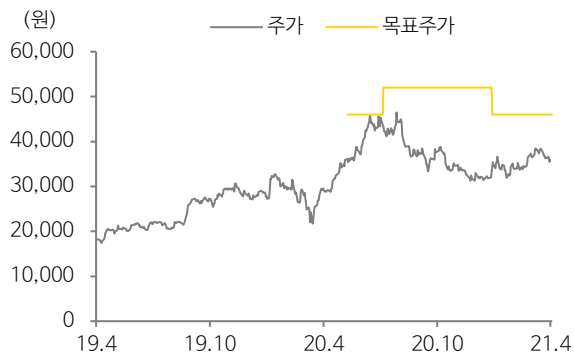
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-05-18	담당자변경				
2020-05-18	BUY	170,000	1년	(23.2)	(7.1)
2020-10-12	BUY	170,000	1년	(26.7)	(18.2)
2020-12-28	BUY	170,000	1년	(25.1)	(18.2)
2021-04-12	BUY	170,000	1년		

롯데칠성 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



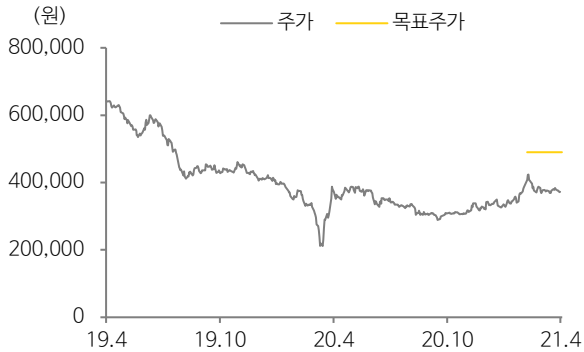
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2021-02-15	담당자변경				
2021-02-15	BUY	180,000	1년	(30.0)	(22.8)
2021-04-12	BUY	180,000	1년		

하이트진로 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



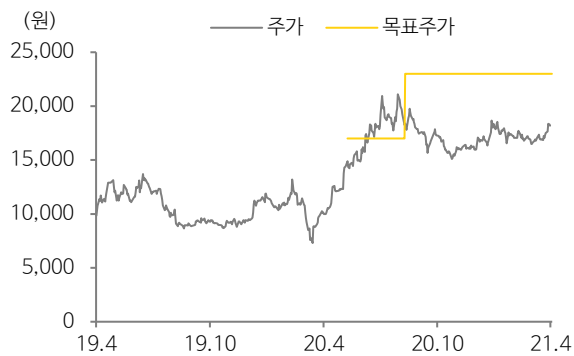
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-05-18	담당자변경				
2020-05-18	BUY	46,000	1년	(11.8)	(0.2)
2020-07-15	BUY	52,000	1년	(29.6)	(10.6)
2020-08-19	BUY	52,000	1년	(32.7)	(25.0)
2020-10-12	BUY	52,000	1년	(35.2)	(25.4)
2020-11-16	BUY	52,000	1년	(37.8)	(34.2)
2021-01-06	BUY	46,000	1년	(23.0)	(16.3)
2021-04-12	BUY	46,000	1년		

롯데푸드 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2021-02-15	담당자변경				
2021-02-15	BUY	490,000	1년	(21.9)	(13.5)
2021-04-12	BUY	490,000	1년		

풀무원 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경 추이



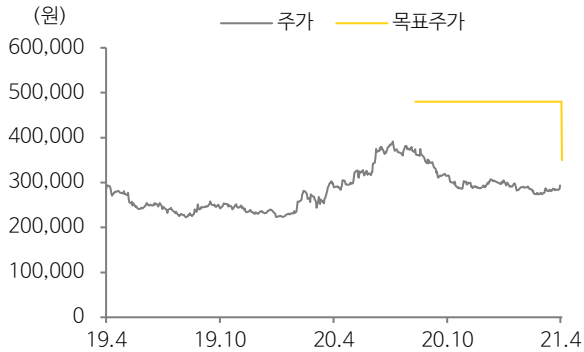
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-05-18	담당자변경				
2020-05-18	BUY	17,000	1년	3.2	24.1
2020-08-19	BUY	23,000	1년	(25.8)	(14.1)
2020-10-12	BUY	23,000	1년	(26.7)	(18.9)
2020-11-17	BUY	23,000	1년	(25.8)	(18.9)
2021-01-06	BUY	23,000	1년	(24.5)	(19.4)
2021-04-12	BUY	23,000	1년		

SPC삼립 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경 추이



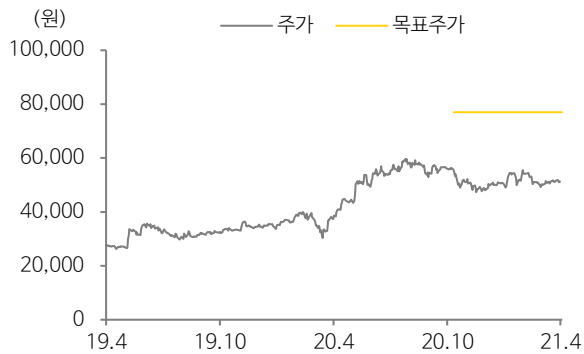
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-12-10	담당자변경				
2020-12-10	BUY	90,000	1년	(19.6)	(15.4)
2021-04-12	BUY	90,000	1년		

농심 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



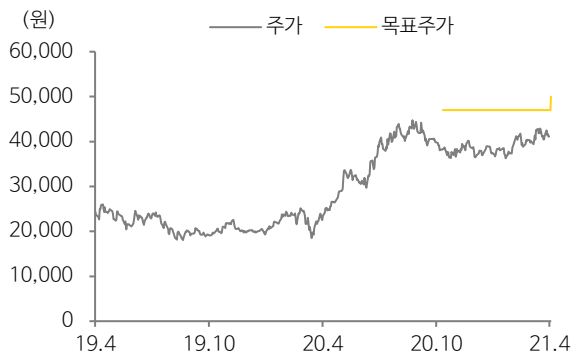
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-08-19	담당자변경				
2020-08-19	BUY	480,000	1년	(37.1)	(21.9)
2020-10-12	BUY	480,000	1년	(39.4)	(34.3)
2021-04-12	BUY	350,000	1년		

서흥 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



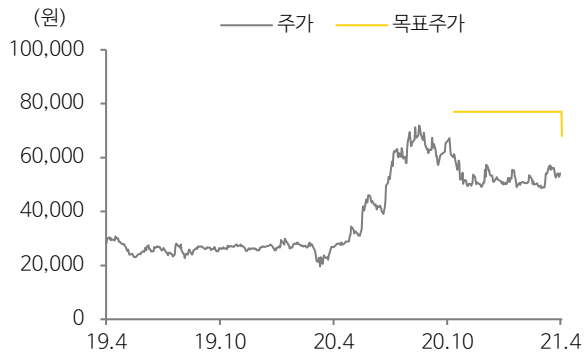
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-10-20	담당자변경				
2020-10-20	BUY	77,000	1년	(33.7)	(27.9)
2021-01-13	BUY	77,000	1년	(32.6)	(27.9)
2021-04-12	BUY	77,000	1년		

노바렉스 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-10-20	담당자변경				
2020-10-20	BUY	47,000	1년	(17.3)	(8.7)
2021-01-13	BUY	47,000	1년	(15.4)	(8.7)
2021-04-12	BUY	50,000	1년		

콜마비앤에이치 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



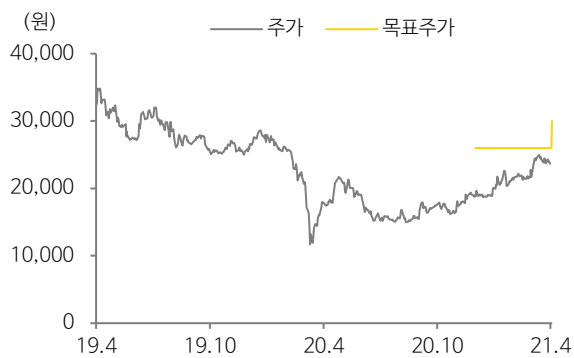
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-10-20	담당자변경				
2020-10-20	BUY	77,000	1년	(32.0)	(20.4)
2020-11-04	BUY	77,000	1년	(32.7)	(25.5)
2021-01-13	BUY	77,000	1년	(32.3)	(25.8)
2021-04-12	BUY	68,000	1년		

코스맥스엔비티 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-10-20	담당자변경				
2020-10-20	BUY	11,000	1년	(26.5)	(18.3)
2020-11-11	BUY	11,000	1년	(27.1)	(19.5)
2021-01-13	BUY	11,000	1년	(27.5)	(23.0)
2021-04-12	BUY	11,000	1년		

CJ프레시웨이 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2020-12-10	담당자변경				
2020-12-10	BUY	26,000	1년	(16.9)	(3.9)
2021-04-12	BUY	30,000	1년		

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상 중립(Hold) : 기대수익률 $\pm$ 15% 내외 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(Buy)	중립(Hold)	매도(Sell)
96.8%	3.2%	0.0%

투자등급 비율 (기준일: 2021.03.31)