

Overweight  
(Maintain)

## 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 송민규

02) 3787-5139 mgsong@kiwoom.com

## 음식료

## 단기 실적 보다는 가격인상이 중요



주요 음식료 업체들의 2~3분기 실적은 큰 기대가 어려운 상황이다. 하지만, 주요 음식료 업체들은 원재료 단가 상승 부담을 판가에 전가하기 시작하면서, 마진 스프레드의 회복을 도모하고 있다. 특히, 13년 만에 단행된 오투기의 라면 가격 인상과 향후 가속화 될 소재식품의 가격인상을 감안한다면, 국내 가공식품 CPI 상승폭이 확대되고, 주요 음식료 업체들의 마진 스프레드가 반등할 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 주요 음식료 업체들의 2분기 실적 기대감은 하향 추세

주요 음식료 업체들의 2분기 실적은 대체로 시장 기대치가 하향되는 추세이다. 1) 전년동기 코로나19 확산으로 인한 내식 수요 억기저와 2) 원재료 투입 단가 상승 부담 때문이다.

다만, CJ제일제당, 매일유업, 동원F&B, CJ프레시웨이는 시장 기대치에 부합하거나 상회하는 실적이 기대된다. **CJ제일제당**은 아미노산/축산 시장 호조와 가공식품 판촉비 효율화가 긍정적이고, **매일유업**은 셀렉스 판촉비 효율화가 긍정적으로 작용하였으며, **동원F&B**와 **CJ프레시웨이**는 외식 수요 회복으로 인한 식자재유통/단체급식 수요 회복 덕분이다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 실적 전망 보다는 가격인상 이벤트가 중요

**주요 음식료 업체들의 3분기 실적 전망도 불확실성이 높은 편**이다. 기본적으로 내식 수요 억기저가 존재하는 가운데, 추석 시점 차이에 따른 부정적 영향과 원재료 투입단가 상승 부담으로 큰 폭의 실적 개선을 기대하기 어렵기 때문이다. 게다가, 외부활동 재개에 따른 수혜가 기대되었던 음료/주류/식자재유통 업체들은 7월에 사회적 거리두기 단계가 상향되고, 집합금지 요건이 강화되면서, 실적 개선 정도에 불확실성이 생긴 상황이다.

하지만, **3분기에는 가격인상이 본격화 되면서, 내년도 실적 추정치 상황에 대한 기대감이 높아질 것으로 기대**된다. 전통적으로 공격적인 가격 전략으로 시장 점유율 상승에 주력했던 오투기가 13년 만에 라면 가격 인상을 단행하였다. 핵심 4대 소재식품(전분당/밀가루/유지/설탕) 업체들도 원재료 투입단가 상승 부담이 커지면서, B2B 채널에서 실판가 인상을 지속하고 있다. **위와 같은 판가 인상은 주요 음식료 업체들의 가격인상을 자극할 가능성이 높다. 라면 업체들은 가격 주도권을 쥐고 있던 오투기의 판가 인상으로 가격인상 여력이 확보되었고, 간편식 업체들은 가장 저렴한 식사 수단인 라면의 판가 인상으로 가격 전략에서 운신의 폭이 넓어졌으며, 주요 소재식품 업체들의 판가 인상으로 가공식품과 외식 업체들의 원재료 단가 상승 부담이 커지면서 식료품 가격 인상이 전방위적으로 확산될 수 있기 때문이다(가공식품 CPI 상승폭 확대).**

## Compliance Notice

- 당사는 7월 19일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 마진 스프레드 변화에 주목할 시점

한편, 국제 곡물가격은 상승세가 한풀 꺾인 상황이다. 중국 돈육 가격이 안정화 되면서 추가적인 수요 강세 요인이 완화되고 있고, 미국 옥수수/대두 작황이 평년 수준 대비(평년 곡물 컨디션의 Good to Excellent 비중은 60% 수준) 양호한 것으로 나타나면서, 공급량에 대한 불안이 일부 완화되었기 때문이다. 따라서, 중기적으로 최근에 구매한 원재료의 투입으로 원가율 상승 압력은 지속되겠지만, 미래 매입단가 상승 부담이 확대될 가능성은 다소 낮아지고 있는 상황이다.

결과적으로 원재료 투입단가의 추가적인 상승 폭이 제한되는 가운데, 주요 음식료 업체들은 판가 인상을 통해 마진 스프레드의 회복을 주도할 가능성이 높다. 따라서, 향후 가격인상 여력이 높거나 원재료 단가 부담이 완화되어서, 마진 스프레드가 개선될 업체에 주목할 필요가 있다.

위와 같은 산업 환경에서 수혜가 큰 소업종은 소재식품과 가공식품이 수직 계열화 된 업체이다. 소재식품의 원재료 단가 상승으로 마진 스프레드가 낮아진 가운데, 경쟁사들이 원가 상승 부담으로 판촉비를 줄이면서, 마진 스프레드와 시장 점유율이 동시에 상승할 수 있기 때문이다. 특히, 수직계열화 업체들은 순수 소재식품 업체 대비 가격인상 수단이 많고, 실적 안정성이 높기 때문에, 원가 상승 부담에서 상대적으로 강한 모습을 보이는 편이다. 따라서, CJ제일제당, 대상, SPC삼립처럼 소재식품과 가공식품이 수직 계열화 된 업체들에 주목할 필요가 있다.

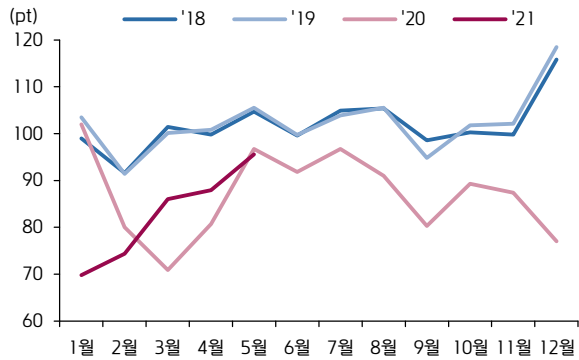
한편, 오리온은 올해 하반기에 원재료 단가 상승 부담이 절정일 가능성이 높고, 오랜 기간 제품 가격인상을 하지 않았기 때문에, 가격인상에 따른 마진 스프레드 개선 여력이 높은 업체이다. 동사는 국내 가공식품 업체와 달리, 해외에 현지공장을 운영하고, 현지의 소재식품 업체로부터 원재료를 조달하기 때문에, 곡물가격 상승에 따른 원재료 단가 상승 부담을 국내 가공식품 업체 대비 먼저 커지고 있는 상황이었다. 따라서, 오리온은 국내 가공식품 업체 대비 원재료 단가의 Peak가 가장 먼저 나타날 가능성이 높다.

라면 업종은 오뚜기의 가격 인상으로 시장에 주가 상승의 재료가 일부 노출된 상황이다. 하지만, 오뚜기를 제외한 나머지 업체들도 최근 4~5년 정도 가격인상이 없었고, 작년 수요 역기저와 원재료 단가 상승 부담으로 올해 실적이 매우 부진한 편이기 때문에, 내년에 가격인상을 통한 실적 개선 여력이 높을 것으로 판단된다. 따라서, 노출된 재료에도 불구하고, 농심을 비롯한 주요 라면 업체들의 트레이딩 기회는 여전히 유효한 것으로 판단된다.

## 음식료 업종 투자전략

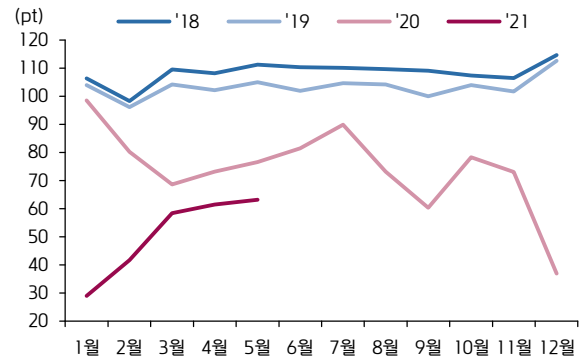
위와 같은 마진 스프레드의 변화와 과거 대비 낮아진 밸류에이션 프리미엄을 감안한다면, 現 시점에서 음식료 업종에 대한 투자 비중을 적극적으로 늘려 나갈 필요가 있다. 특히, 마진 스프레드 반등 폭이 큰 수직 계열화 업체(CJ제일제당/대상/SPC삼립 등)들을 중심으로 음식료 업종 전반에 대한 비중 확대가 필요할 것으로 판단된다.

### 음식점업 생산지수 추이



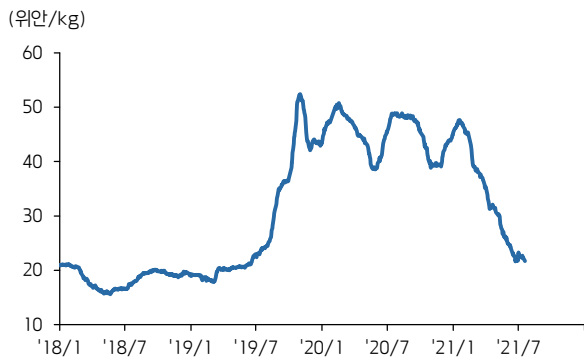
자료: 통계청, 키움증권 리서치

### 주점업 생산지수 추이



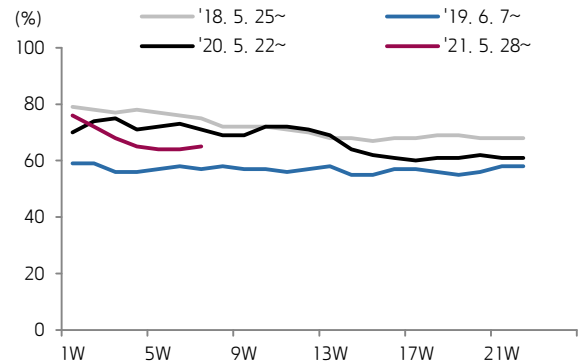
자료: 통계청, 키움증권 리서치

### 중국 돈육가격 추이



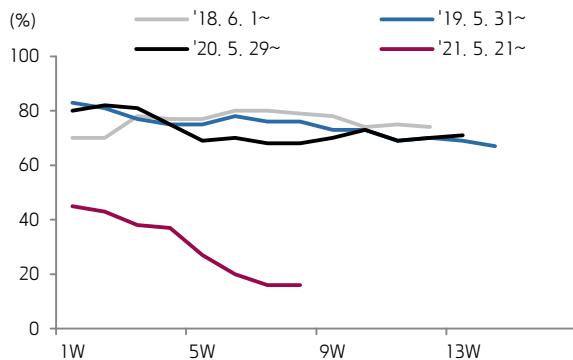
자료: CEIC, 키움증권 리서치

### 미국 옥수수 작황 추이



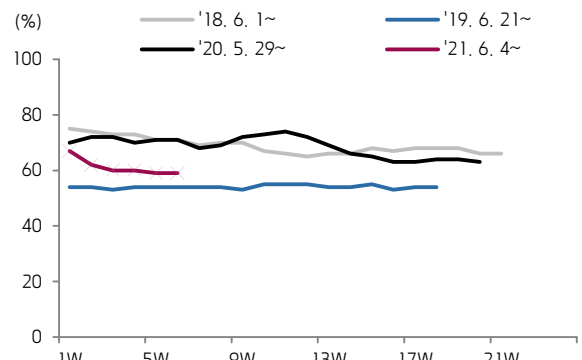
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

### 미국 보밀 작황 추이



자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

### 미국 대두 작황 추이



자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

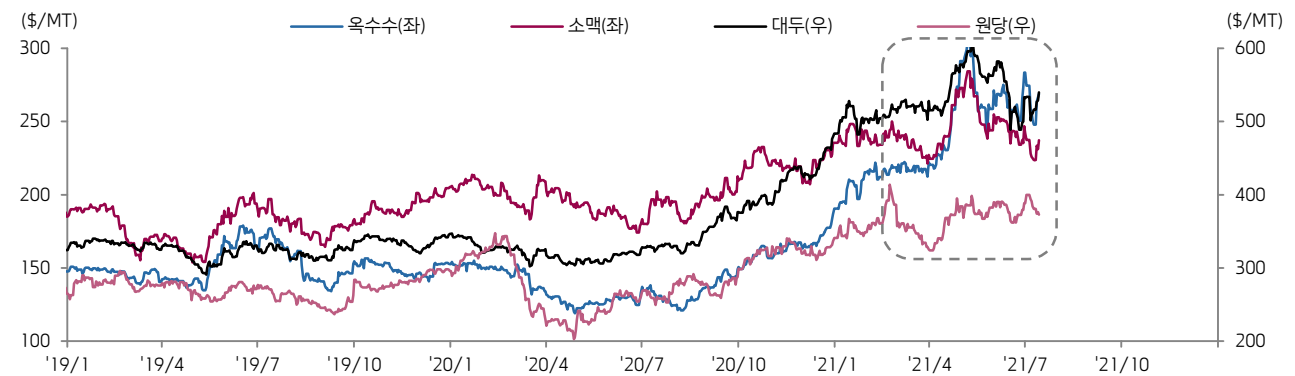
분기 평균 환율/원자재 가격 추이 및 가정

| 구분          | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21E | 4Q21E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 환율(원/달러)    | 1,192 | 1,221 | 1,188 | 1,121 | 1,113 | 1,122 | 1,137 | 1,146 |
| (YoY)       | 6%    | 5%    | -0%   | -5%   | -7%   | -8%   | -4%   | 2%    |
| 환율(원/위안)    | 171   | 172   | 172   | 169   | 172   | 174   | 176   | 177   |
| (YoY)       | 3%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 2%    | 5%    |
| 옥수수(\$/Ton) | 147   | 127   | 134   | 164   | 212   | 260   | 263   | 267   |
| (YoY)       | 0%    | -17%  | -13%  | 9%    | 44%   | 104%  | 97%   | 63%   |
| 소맥(\$/Ton)  | 202   | 190   | 194   | 221   | 237   | 250   | 231   | 231   |
| (YoY)       | 12%   | 9%    | 8%    | 15%   | 17%   | 31%   | 19%   | 4%    |
| 대두(\$/Ton)  | 328   | 313   | 343   | 417   | 510   | 550   | 523   | 529   |
| (YoY)       | -1%   | -2%   | 7%    | 24%   | 56%   | 76%   | 52%   | 27%   |
| 원당(\$/Ton)  | 301   | 239   | 272   | 322   | 357   | 371   | 388   | 376   |
| (YoY)       | 8%    | -11%  | 6%    | 14%   | 19%   | 55%   | 43%   | 17%   |
| 팜유가격(\$/MT) | 641   | 530   | 658   | 819   | 958   | 998   | 935   | 962   |
| (YoY)       | 24%   | 8%    | 33%   | 34%   | 49%   | 88%   | 42%   | 17%   |
| 유가(\$/bbl)  | 46    | 28    | 41    | 43    | 58    | 66    | 74    | 75    |
| (YoY)       | -16%  | -53%  | -27%  | -25%  | 25%   | 132%  | 82%   | 76%   |

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

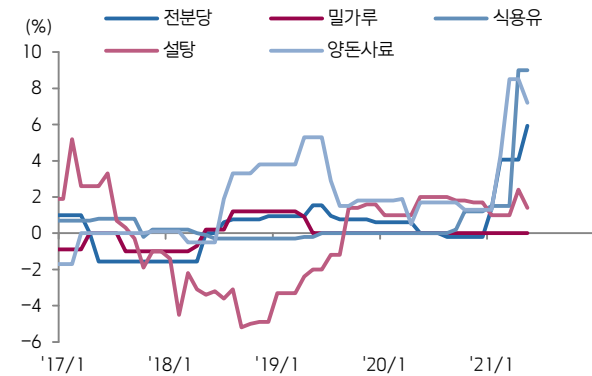
주: 1) 3Q21E는 7/1~13 평균값 기준. 4Q21E는 7/14 시세 기준.

국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

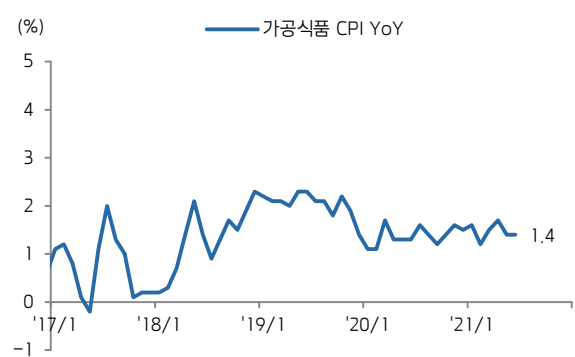
주요 소재식품 PPI YoY 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

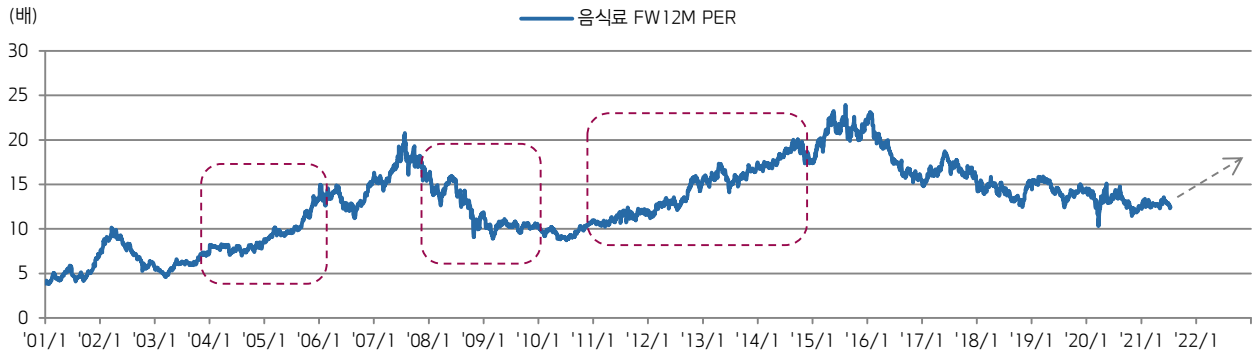
주: 1) 전분당은 전분/물엿/과당 평균값 기준임.

가공식품 CPI YoY 추이



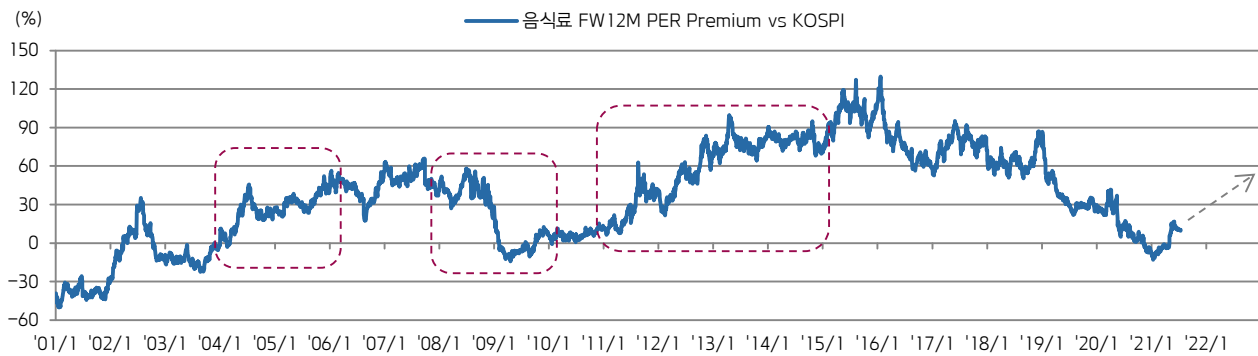
자료: 통계청, 키움증권 리서치

## 음식료 FW12M PER 추이



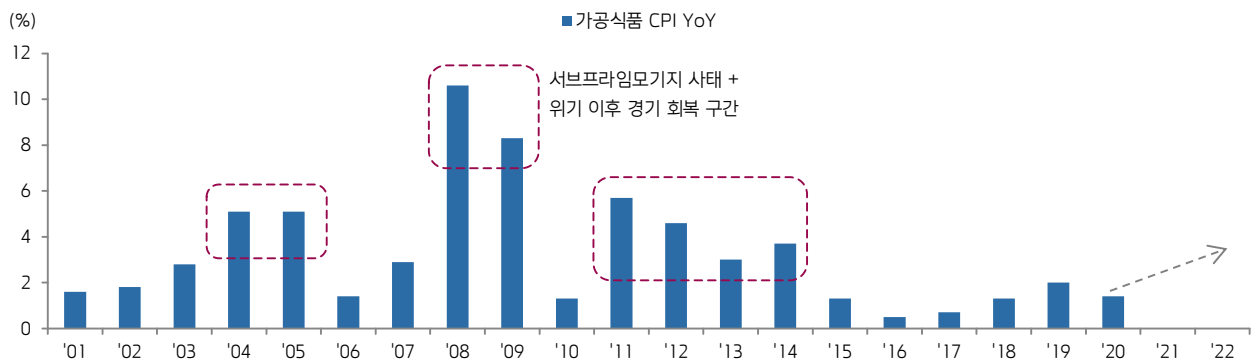
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

## 음식료 FW12M PER Premium 추이(vs KOSPI)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

## 국내 가공식품 CPI YoY 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

음식료 주요 기업 2Q21 연결기준 실적 Preview (단위: 억원)

| 회사명      | 구분   | 2Q20   | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21   | 2Q21E  | YoY    | 3Q21E  | YoY    | 2020    | 2021E   | YoY    |
|----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| KT&G     | 매출액  | 13,188 | 14,634 | 13,410 | 12,639 | 13,187 | 0.0%   | 14,589 | -0.3%  | 53,016  | 54,448  | 2.7%   |
|          | 영업이익 | 3,947  | 4,346  | 3,367  | 3,177  | 3,712  | -6.0%  | 4,185  | -3.7%  | 14,811  | 14,192  | -4.2%  |
|          | OPM  | 29.9%  | 29.7%  | 25.1%  | 25.1%  | 28.1%  | -1.8%p | 28.7%  | -1.0%p | 27.9%   | 26.1%   | -1.9%p |
|          | 순이익  | 2,931  | 2,782  | 3,074  | 2,735  | 2,757  | -5.9%  | 3,102  | 11.5%  | 11,717  | 10,954  | -6.5%  |
| CJ 제일제당  | 매출액  | 59,209 | 63,425 | 61,514 | 61,781 | 62,978 | 6.4%   | 66,806 | 5.3%   | 242,457 | 256,874 | 5.9%   |
|          | 영업이익 | 3,849  | 4,021  | 2,966  | 3,851  | 4,083  | 6.1%   | 4,293  | 6.7%   | 13,596  | 15,857  | 16.6%  |
|          | OPM  | 6.5%   | 6.3%   | 4.8%   | 6.2%   | 6.5%   | 0.0%p  | 6.4%   | 0.1%p  | 5.6%    | 6.2%    | 0.6%p  |
|          | 순이익  | 1,114  | 1,402  | -98    | 1,654  | 1,759  | 57.9%  | 1,417  | 1.0%   | 6,856   | 6,250   | -8.8%  |
| 오리온      | 매출액  | 5,151  | 5,974  | 5,776  | 6,020  | 5,167  | 0.3%   | 6,294  | 5.4%   | 22,298  | 23,922  | 7.3%   |
|          | 영업이익 | 862    | 1,078  | 851    | 1,019  | 603    | -30.0% | 1,024  | -5.0%  | 3,761   | 3,775   | 0.4%   |
|          | OPM  | 16.7%  | 18.1%  | 14.7%  | 16.9%  | 11.7%  | -5.1%p | 16.3%  | -1.8%p | 16.9%   | 15.8%   | -1.1%p |
|          | 순이익  | 638    | 764    | 542    | 716    | 460    | -27.9% | 729    | -4.6%  | 2,676   | 2,737   | 2.3%   |
| 하이트진로    | 매출액  | 5,816  | 6,243  | 5,166  | 5,351  | 5,608  | -3.6%  | 5,971  | -4.4%  | 22,563  | 22,666  | 0.5%   |
|          | 영업이익 | 541    | 644    | 239    | 529    | 483    | -10.7% | 564    | -12.3% | 1,985   | 1,985   | 0.0%   |
|          | OPM  | 9.3%   | 10.3%  | 4.6%   | 9.9%   | 8.6%   | -0.7%p | 9.5%   | -0.9%p | 8.8%    | 8.8%    | 0.0%p  |
|          | 순이익  | 349    | 323    | -139   | 291    | 282    | -19.3% | 340    | 5.3%   | 867     | 1,136   | 31.1%  |
| 농심       | 매출액  | 6,680  | 6,515  | 6,326  | 6,344  | 6,221  | -6.9%  | 6,310  | -3.1%  | 26,398  | 25,186  | -4.6%  |
|          | 영업이익 | 414    | 293    | 260    | 283    | 183    | -55.9% | 191    | -35.0% | 1,603   | 957     | -40.3% |
|          | OPM  | 6.2%   | 4.5%   | 4.1%   | 4.5%   | 2.9%   | -3.3%p | 3.0%   | -1.5%p | 6.1%    | 3.8%    | -2.3%p |
|          | 순이익  | 362    | 295    | 341    | 290    | 192    | -47.0% | 198    | -32.8% | 1,485   | 954     | -35.7% |
| SPC 삼립   | 매출액  | 6,190  | 6,578  | 6,751  | 6,525  | 6,696  | 8.2%   | 6,918  | 5.2%   | 25,427  | 27,482  | 8.1%   |
|          | 영업이익 | 93     | 133    | 217    | 104    | 143    | 53.7%  | 134    | 0.8%   | 511     | 615     | 20.3%  |
|          | OPM  | 1.5%   | 2.0%   | 3.2%   | 1.6%   | 2.1%   | 0.6%p  | 1.9%   | -0.1%p | 2.0%    | 2.2%    | 0.2%p  |
|          | 순이익  | -193   | 10     | 43     | 62     | 92     | 흑전     | 85     | 754.4% | -125    | 407     | 흑전     |
| 대상       | 매출액  | 7,819  | 8,362  | 7,393  | 8,166  | 8,232  | 5.3%   | 8,702  | 4.1%   | 31,132  | 33,110  | 6.4%   |
|          | 영업이익 | 610    | 573    | 62     | 545    | 481    | -21.2% | 470    | -18.0% | 1,744   | 1,684   | -3.4%  |
|          | OPM  | 7.8%   | 6.9%   | 0.8%   | 6.7%   | 5.8%   | -2.0%p | 5.4%   | -1.5%p | 5.6%    | 5.1%    | -0.5%p |
|          | 순이익  | 343    | 378    | -1     | 407    | 353    | 3.0%   | 345    | -8.8%  | 1,251   | 1,286   | 2.8%   |
| 동원 F&B   | 매출액  | 7,572  | 8,974  | 7,321  | 8,278  | 7,960  | 5.1%   | 9,326  | 3.9%   | 31,703  | 33,887  | 6.9%   |
|          | 영업이익 | 165    | 439    | 194    | 448    | 225    | 36.2%  | 442    | 0.9%   | 1,163   | 1,348   | 15.9%  |
|          | OPM  | 2.2%   | 4.9%   | 2.7%   | 5.4%   | 2.8%   | 0.6%p  | 4.7%   | -0.1%p | 3.7%    | 4.0%    | 0.3%p  |
|          | 순이익  | 82     | 308    | 151    | 299    | 161    | 96.7%  | 325    | 5.7%   | 779     | 958     | 22.9%  |
| 롯데칠성     | 매출액  | 5,980  | 6,452  | 5,074  | 5,388  | 6,638  | 11.0%  | 7,020  | 8.8%   | 22,580  | 24,716  | 9.5%   |
|          | 영업이익 | 293    | 584    | 33     | 323    | 424    | 44.9%  | 633    | 8.5%   | 972     | 1,563   | 60.7%  |
|          | OPM  | 4.9%   | 9.0%   | 0.7%   | 6.0%   | 6.4%   | 1.5%p  | 9.0%   | 0.0%p  | 4.3%    | 6.3%    | 2.0%p  |
|          | 순이익  | 147    | 323    | -565   | 163    | 246    | 66.8%  | 390    | 20.6%  | -125    | 888     | 흑전     |
| 매일유업     | 매출액  | 3,553  | 3,797  | 3,698  | 3,703  | 3,806  | 7.1%   | 3,956  | 4.2%   | 14,631  | 15,386  | 5.2%   |
|          | 영업이익 | 203    | 218    | 240    | 177    | 249    | 22.5%  | 256    | 17.1%  | 865     | 939     | 8.6%   |
|          | OPM  | 5.7%   | 5.7%   | 6.5%   | 4.8%   | 6.5%   | 0.8%p  | 6.5%   | 0.7%p  | 5.9%    | 6.1%    | 0.2%p  |
|          | 순이익  | 141    | 114    | 130    | 161    | 192    | 36.3%  | 197    | 73.1%  | 577     | 738     | 28.0%  |
| CJ 프레스웨이 | 매출액  | 6,245  | 6,513  | 6,003  | 5,461  | 6,068  | -2.8%  | 5,981  | -8.2%  | 24,785  | 23,597  | -4.8%  |
|          | 영업이익 | 27     | 118    | -55    | 31     | 168    | 519.5% | 146    | 23.8%  | -35     | 497     | 흑전     |
|          | OPM  | 0.4%   | 1.8%   | -0.9%  | 0.6%   | 2.8%   | 2.3%p  | 2.4%   | 0.6%p  | -0.1%   | 2.1%    | 2.2%p  |
|          | 순이익  | -24    | -37    | -137   | -75    | 63     | 흑전     | 47     | 흑전     | -393    | 111     | 흑전     |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

투자이견 및 목표주가 변경 내역

| 종목명      | 변경내역                        | 변경사유                |
|----------|-----------------------------|---------------------|
| 하이트진로    | 목표주가: 55,000 원 → 50,000 원   | 실적 추정치 하향           |
| 농심       | 목표주가: 360,000 원 → 410,000 원 | 실적 추정치 상향 및 참조기간 변경 |
| 동원 F&B   | 목표주가: 250,000 원 → 270,000 원 | 실적 추정치 상향 및 참조기간 변경 |
| CJ 프레스웨이 | 목표주가: 37,000 원 → 39,000 원   | 실적 추정치 참조기간 변경      |

자료: 키움증권 리서치

## 음식료 주요 기업 성장성과 밸류에이션 비교

| 종목명     | 구분     | '21E | '22E | 종목명      | 구분     | '21E | '22E |
|---------|--------|------|------|----------|--------|------|------|
| KT&G    | 매출 YoY | 3%   | 1%   | 농심       | 매출 YoY | -5%  | 7%   |
|         | OP YoY | -4%  | -2%  |          | OP YoY | -40% | 46%  |
|         | NP YoY | -7%  | -2%  |          | NP YoY | -36% | 36%  |
|         | PER(배) | 10.4 | 10.6 |          | PER(배) | 21.1 | 15.4 |
|         | PBR(배) | 1.20 | 1.14 |          | PBR(배) | 0.95 | 0.91 |
|         | ROE    | 12%  | 11%  |          | ROE    | 5%   | 6%   |
| 오리온     | 매출 YoY | 7%   | 7%   | 대상       | 매출 YoY | 6%   | 5%   |
|         | OP YoY | 0%   | 11%  |          | OP YoY | -3%  | 26%  |
|         | NP YoY | 2%   | 13%  |          | NP YoY | 3%   | 23%  |
|         | PER(배) | 17.2 | 15.2 |          | PER(배) | 7.8  | 6.3  |
|         | PBR(배) | 2.27 | 2.00 |          | PBR(배) | 0.85 | 0.76 |
|         | ROE    | 14%  | 14%  |          | ROE    | 11%  | 13%  |
| CJ 제일제당 | 매출 YoY | 6%   | 5%   | 동원 F&B   | 매출 YoY | 7%   | 9%   |
|         | OP YoY | 17%  | 8%   |          | OP YoY | 16%  | 7%   |
|         | NP YoY | -9%  | 16%  |          | NP YoY | 23%  | 8%   |
|         | PER(배) | 12.4 | 10.6 |          | PER(배) | 8.7  | 8.1  |
|         | PBR(배) | 1.33 | 1.19 |          | PBR(배) | 1.00 | 0.90 |
|         | ROE    | 11%  | 12%  |          | ROE    | 12%  | 12%  |
| 하이트진로   | 매출 YoY | 0%   | 7%   | SPC 삼립   | 매출 YoY | 8%   | 6%   |
|         | OP YoY | 0%   | 21%  |          | OP YoY | 20%  | 27%  |
|         | NP YoY | 31%  | 30%  |          | NP YoY | 흑전   | 32%  |
|         | PER(배) | 22.1 | 17.0 |          | PER(배) | 17.7 | 13.4 |
|         | PBR(배) | 2.21 | 2.04 |          | PBR(배) | 2.15 | 1.90 |
|         | ROE    | 10%  | 12%  |          | ROE    | 13%  | 15%  |
| 롯데칠성    | 매출 YoY | 9%   | 5%   | CJ 프레스웨이 | 매출 YoY | -5%  | 7%   |
|         | OP YoY | 61%  | 17%  |          | OP YoY | 흑전   | 18%  |
|         | NP YoY | 흑전   | 20%  |          | NP YoY | 흑전   | 102% |
|         | PER(배) | 15.9 | 13.5 |          | PER(배) | 33.6 | 16.7 |
|         | PBR(배) | 1.06 | 1.00 |          | PBR(배) | 1.87 | 1.68 |
|         | ROE    | 7%   | 8%   |          | ROE    | 6%   | 11%  |
| 매일유업    | 매출 YoY | 5%   | 6%   |          |        |      |      |
|         | OP YoY | 9%   | 12%  |          |        |      |      |
|         | NP YoY | 28%  | 13%  |          |        |      |      |
|         | PER(배) | 8.1  | 7.2  |          |        |      |      |
|         | PBR(배) | 1.17 | 1.02 |          |        |      |      |
|         | ROE    | 16%  | 15%  |          |        |      |      |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

## 1) KT&amp;G 2Q21 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 103,000원

KT&G의 2분기 연결기준 영업이익은 3,712억원(-6% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 1) 중동 담배 수출 부진, 2) 인삼공사 로드샵 수요 역기저(작년 5월 재난지원금 집행 영향)로 인해, 실적이 시장 기대치 대비 부진할 것으로 전망된다.

중기적으로 수원 부지 분양 매출이 감소하는 부분은 부정적이나, 최근 원/달러 환율이 반등하고 있는 점은 긍정적이다. 또한, 내년에 공항면세점이 일부 정상화 될 가능성이 있기 때문에(국내외 백신 접종률 상승 관련), 내수담배 ASP와 인삼공사 매출 회복 기대감도 여전히 유효한 것으로 판단된다. 따라서, 본업인 담배와 홍삼 사업의 펀더멘털은 점차 반등할 것으로 기대된다.

## KT&amp;G 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)  | 1Q20   | 2Q20  | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21  | 2Q21E  | 3Q21E | 4Q21E  | 2020   | 2021E | 2022E  |
|------------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 매출액        | 1,178  | 1,319 | 1,463  | 1,341  | 1,264 | 1,319  | 1,459 | 1,403  | 5,302  | 5,445 | 5,501  |
| (YoY)      | -0.6%  | 4.8%  | 10.7%  | 11.9%  | 7.3%  | 0.0%   | -0.3% | 4.7%   | 6.8%   | 2.7%  | 1.0%   |
| KT&G 별도    | 661    | 908   | 909    | 957    | 758   | 900    | 884   | 970    | 3,435  | 3,512 | 3,405  |
| (YoY)      | 0.4%   | 11.7% | 25.6%  | 28.0%  | 14.6% | -0.9%  | -2.8% | 1.4%   | 16.7%  | 2.2%  | -3.0%  |
| 내수담배       | 435    | 472   | 529    | 446    | 459   | 480    | 518   | 473    | 1,882  | 1,930 | 1,950  |
| (YoY)      | -2.8%  | -3.4% | 3.0%   | -3.1%  | 5.4%  | 1.8%   | -2.1% | 6.1%   | -1.5%  | 2.5%  | 1.0%   |
| 총 시장(십억본)  | 15.0   | 16.6  | 18.4   | 15.1   | 14.9  | 16.3   | 17.5  | 15.8   | 65.0   | 64.4  | 63.4   |
| (YoY)      | 3.2%   | 1.4%  | 7.0%   | -5.2%  | -0.1% | -1.9%  | -4.9% | 4.6%   | 1.7%   | -0.8% | -1.7%  |
| MS         | 64.0%  | 63.4% | 64.8%  | 63.6%  | 64.5% | 63.7%  | 64.8% | 63.9%  | 64.0%  | 64.2% | 64.5%  |
| (YoY, %pt) | 0.9%p  | 0.6%p | 0.9%p  | -0.5%p | 0.5%p | 0.3%p  | 0.0%p | 0.3%p  | 0.5%p  | 0.2%p | 0.3%p  |
| 판매량(십억본)   | 9.6    | 10.5  | 11.9   | 9.6    | 9.6   | 10.4   | 11.3  | 10.1   | 41.6   | 41.4  | 40.9   |
| (YoY)      | 4.7%   | 2.4%  | 8.4%   | -5.9%  | 0.6%  | -1.5%  | -4.9% | 5.1%   | 2.5%   | -0.4% | -1.2%  |
| ASP(원/갑)   | 815    | 799   | 801    | 805    | 805   | 803    | 805   | 805    | 805    | 804   | 820    |
| (YoY)      | -2.1%  | -3.2% | -3.5%  | -3.4%  | -1.2% | 0.5%   | 0.5%  | 0.0%   | -3.1%  | 0.0%  | 1.9%   |
| 수출담배       | 117    | 224   | 234    | 234    | 181   | 192    | 230   | 247    | 809    | 850   | 922    |
| (YoY)      | -11.0% | 18.4% | 107.1% | 129.8% | 54.9% | -14.5% | -1.7% | 5.6%   | 51.1%  | 5.1%  | 8.5%   |
| 판매량(십억본)   | 5.9    | 11.8  | 10.6   | 10.7   | 8.4   | 8.9    | 11.0  | 11.7   | 39.2   | 39.9  | 42.3   |
| (YoY)      | -26.8% | 11.5% | 53.5%  | 64.7%  | 41.1% | -25.0% | 3.0%  | 9.0%   | 21.7%  | 2.0%  | 6.0%   |
| ASP(달러/갑)  | 0.33   | 0.31  | 0.32   | 0.33   | 0.30  | 0.31   | 0.31  | 0.31   | 0.32   | 0.31  | 0.32   |
| (YoY)      | 14.7%  | 1.6%  | 15.2%  | 26.2%  | -8.2% | -1.6%  | -3.2% | -7.3%  | 12.3%  | -4.7% | 3.3%   |
| 평균환율(원/달러) | 1,192  | 1,221 | 1,188  | 1,121  | 1,113 | 1,122  | 1,140 | 1,140  | 1,179  | 1,130 | 1,140  |
| (YoY)      | 6.0%   | 4.5%  | -0.5%  | -4.8%  | -6.7% | -8.2%  | -4.1% | 1.7%   | 1.3%   | -4.2% | 0.9%   |
| 기타         | 109    | 212   | 145    | 281    | 118   | 228    | 135   | 251    | 747    | 732   | 533    |
| (YoY)      | 37.3%  | 57.1% | 50.9%  | 50.5%  | 8.0%  | 7.5%   | -6.9% | -10.7% | 50.3%  | -2.1% | -27.2% |
| KGC 별도     | 391    | 278   | 422    | 243    | 380   | 274    | 424   | 265    | 1,334  | 1,343 | 1,449  |
| (YoY)      | -1.9%  | -9.4% | -1.0%  | -10.9% | -2.8% | -1.3%  | 0.5%  | 9.1%   | -5.0%  | 0.7%  | 7.9%   |
| 기타         | 126    | 133   | 132    | 141    | 126   | 145    | 151   | 168    | 533    | 590   | 647    |
| (YoY)      | -1.2%  | -4.2% | -23.2% | -20.8% | -0.1% | 8.8%   | 13.9% | 19.2%  | -13.7% | 10.7% | 9.7%   |
| 영업이익       | 314    | 395   | 435    | 337    | 318   | 371    | 418   | 312    | 1,481  | 1,419 | 1,396  |
| (YoY)      | -9.7%  | -1.1% | 13.6%  | 35.0%  | 1.0%  | -6.0%  | -3.7% | -7.5%  | 7.4%   | -4.2% | -1.7%  |
| (OPM)      | 26.7%  | 29.9% | 29.7%  | 25.2%  | 25.1% | 28.1%  | 28.7% | 22.2%  | 27.9%  | 26.1% | 25.4%  |
| KT&G 별도    | 250    | 370   | 354    | 364    | 248   | 342    | 327   | 316    | 1,337  | 1,232 | 1,164  |
| (OPM)      | 37.8%  | 40.7% | 38.9%  | 38.0%  | 32.7% | 38.0%  | 37.0% | 32.6%  | 38.9%  | 35.1% | 34.2%  |
| KGC 별도     | 71     | 20    | 81     | -15    | 53    | 15     | 79    | -6     | 158    | 143   | 177    |
| (OPM)      | 18.2%  | 7.2%  | 19.3%  | -6.0%  | 14.0% | 5.6%   | 18.7% | -2.1%  | 11.8%  | 10.6% | 12.2%  |
| 기타         | -7     | 5     | 0      | -12    | 16    | 14     | 12    | 2      | -14    | 44    | 55     |
| (OPM)      | -5.2%  | 3.6%  | -0.3%  | -8.4%  | 13.1% | 9.6%   | 8.2%  | 0.9%   | -2.6%  | 7.5%  | 8.5%   |
| 세전이익       | 415    | 402   | 395    | 400    | 383   | 378    | 425   | 323    | 1,612  | 1,509 | 1,478  |
| 순이익        | 294    | 293   | 278    | 307    | 273   | 276    | 310   | 236    | 1,172  | 1,095 | 1,079  |
| (지배)순이익    | 293    | 293   | 278    | 308    | 273   | 276    | 310   | 236    | 1,172  | 1,095 | 1,079  |
| (YoY)      | 7.2%   | -9.2% | -13.3% | 160.0% | -6.5% | -5.9%  | 11.5% | -23.3% | 13.2%  | -6.5% | -1.5%  |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## KT&G 추정 재무제표

### 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 4,963.2 | 5,301.6 | 5,444.8 | 5,500.6 | 5,723.3 |
| 매출원가                 | 2,088.6 | 2,331.5 | 2,503.3 | 2,556.2 | 2,671.6 |
| 매출총이익                | 2,874.6 | 2,970.1 | 2,941.5 | 2,944.4 | 3,051.7 |
| 판매비                  | 1,495.0 | 1,489.1 | 1,522.3 | 1,548.9 | 1,573.4 |
| <b>영업이익</b>          | 1,379.6 | 1,481.1 | 1,419.2 | 1,395.5 | 1,478.3 |
| <b>EBITDA</b>        | 1,564.8 | 1,684.4 | 1,628.8 | 1,610.4 | 1,699.2 |
| 영업외손익                | 80.7    | 131.1   | 89.8    | 82.4    | 84.3    |
| 이자수익                 | 24.3    | 19.7    | 20.8    | 22.8    | 24.4    |
| 이자비용                 | 6.9     | 6.0     | 4.6     | 4.0     | 3.7     |
| 외환관련이익               | 68.1    | 84.0    | 60.0    | 50.0    | 50.0    |
| 외환관련손실               | 18.8    | 213.2   | 50.0    | 50.0    | 50.0    |
| 종속 및 관계기업손익          | 1.5     | 4.1     | 4.1     | 4.1     | 4.1     |
| 기타                   | 12.5    | 242.5   | 59.5    | 59.5    | 59.5    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 1,460.2 | 1,612.1 | 1,509.0 | 1,477.9 | 1,562.7 |
| 법인세비용                | 423.0   | 440.5   | 414.5   | 399.0   | 421.9   |
| 계속사업손익               | 1,037.2 | 1,171.6 | 1,094.5 | 1,078.9 | 1,140.8 |
| <b>당기순이익</b>         | 1,037.2 | 1,171.6 | 1,094.5 | 1,078.9 | 1,140.8 |
| <b>지배주주순이익</b>       | 1,035.0 | 1,171.7 | 1,095.4 | 1,078.9 | 1,140.8 |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 11.0    | 6.8     | 2.7     | 1.0     | 4.0     |
| 영업이익 증감율             | 10.1    | 7.4     | -4.2    | -1.7    | 5.9     |
| EBITDA 증감율           | 11.4    | 7.6     | -3.3    | -1.1    | 5.5     |
| 지배주주순이익 증감율          | 14.2    | 13.2    | -6.5    | -1.5    | 5.7     |
| EPS 증감율              | 14.2    | 13.2    | -6.5    | -1.5    | 5.7     |
| 매출총이익률(%)            | 57.9    | 56.0    | 54.0    | 53.5    | 53.3    |
| 영업이익률(%)             | 27.8    | 27.9    | 26.1    | 25.4    | 25.8    |
| EBITDA Margin(%)     | 31.5    | 31.8    | 29.9    | 29.3    | 29.7    |
| 지배주주순이익률(%)          | 20.9    | 22.1    | 20.1    | 19.6    | 19.9    |

### 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 1,042.5 | 1,261.7 | 1,234.1 | 1,151.7 | 1,078.4 |
| 당기순이익                  | 1,037.2 | 1,171.6 | 1,094.5 | 1,078.9 | 1,140.8 |
| 비현금항목의 가감              | 686.7   | 561.9   | 512.9   | 518.1   | 524.2   |
| 유형자산감가상각비              | 177.8   | 194.8   | 208.0   | 213.9   | 220.6   |
| 무형자산감가상각비              | 7.4     | 8.5     | 9.1     | 8.4     | 7.7     |
| 지분법평가손익                | -1.7    | -4.1    | -4.1    | -4.1    | -4.1    |
| 기타                     | 503.2   | 362.7   | 299.9   | 299.9   | 300.0   |
| 영업활동자산부채증감             | -259.8  | -47.9   | 24.9    | -65.1   | -185.3  |
| 매출채권및기타채권의감소           | -144.1  | -235.7  | 46.7    | -14.6   | -58.3   |
| 재고자산의감소                | 0.4     | -77.3   | -23.4   | -26.2   | -104.6  |
| 매입채무및기타채무의증가           | 58.8    | -14.3   | 1.6     | 0.6     | 2.4     |
| 기타                     | -174.9  | 279.4   | 0.0     | -24.9   | -24.8   |
| 기타현금흐름                 | -421.6  | -423.9  | -398.2  | -380.2  | -401.3  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -459.2  | -85.8   | -245.4  | -255.4  | -255.4  |
| 유형자산의 취득               | -222.2  | -216.1  | -240.0  | -250.0  | -250.0  |
| 유형자산의 처분               | 3.7     | 4.8     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득              | -33.8   | -33.1   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 투자자산의감소(증가)            | -154.3  | -242.7  | -80.3   | -80.3   | -80.3   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 92.4    | 311.7   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                     | -145.0  | 89.6    | 74.9    | 74.9    | 74.9    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -632.1  | -808.9  | -633.1  | -609.0  | -630.4  |
| 차입금의 증가(감소)            | -104.9  | -14.6   | -37.5   | -13.4   | -10.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0     | -212.8  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                  | -505.1  | -557.0  | -595.6  | -595.6  | -620.4  |
| 기타                     | -22.1   | -24.5   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타현금흐름                 | 7.2     | -4.6    | 23.4    | 5.4     | 26.3    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -41.7   | 362.3   | 379.0   | 292.7   | 218.9   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 933.0   | 891.3   | 1,253.6 | 1,632.6 | 1,925.3 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 891.3   | 1,253.6 | 1,632.6 | 1,925.3 | 2,144.2 |

자료: 키움증권 리서치

### 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>유동자산</b>     | 6,417.2  | 6,750.4  | 7,106.0  | 7,439.6  | 7,821.4  |
| 현금 및 현금성자산      | 891.3    | 1,253.6  | 1,632.6  | 1,925.3  | 2,144.2  |
| 단기금융자산          | 1,649.0  | 1,337.3  | 1,337.3  | 1,337.3  | 1,337.3  |
| 매출채권 및 기타채권     | 1,303.1  | 1,471.5  | 1,424.8  | 1,439.4  | 1,497.7  |
| 재고자산            | 2,447.2  | 2,535.0  | 2,558.4  | 2,584.7  | 2,689.3  |
| 기타유동자산          | 126.6    | 153.0    | 152.9    | 152.9    | 152.9    |
| <b>비유동자산</b>    | 4,335.2  | 4,718.0  | 4,825.4  | 4,937.5  | 5,043.7  |
| 투자자산            | 1,353.0  | 1,599.8  | 1,684.2  | 1,768.7  | 1,853.1  |
| 유형자산            | 1,753.7  | 1,718.4  | 1,750.5  | 1,786.6  | 1,816.0  |
| 무형자산            | 129.6    | 134.1    | 125.0    | 116.6    | 108.9    |
| 기타비유동자산         | 1,098.9  | 1,265.7  | 1,265.7  | 1,265.6  | 1,265.7  |
| <b>자산총계</b>     | 10,752.4 | 11,468.4 | 11,931.4 | 12,377.1 | 12,865.1 |
| <b>유동부채</b>     | 1,600.1  | 1,991.5  | 1,968.9  | 1,966.2  | 1,966.1  |
| 매입채무 및 기타채무     | 1,232.6  | 1,553.8  | 1,555.3  | 1,556.0  | 1,558.4  |
| 단기금융부채          | 51.3     | 74.7     | 50.6     | 47.2     | 44.7     |
| 기타유동부채          | 316.2    | 363.0    | 363.0    | 363.0    | 363.0    |
| <b>비유동부채</b>    | 412.8    | 385.3    | 371.9    | 361.9    | 354.4    |
| 장기금융부채          | 118.2    | 80.9     | 67.6     | 57.5     | 50.0     |
| 기타비유동부채         | 294.6    | 304.4    | 304.3    | 304.4    | 304.4    |
| <b>부채총계</b>     | 2,012.9  | 2,376.8  | 2,340.9  | 2,328.1  | 2,320.5  |
| <b>지배지분</b>     | 8,684.2  | 9,036.9  | 9,536.7  | 9,995.2  | 10,490.7 |
| 자본금             | 955.0    | 955.0    | 955.0    | 955.0    | 955.0    |
| 자본잉여금           | 533.4    | 533.4    | 533.4    | 533.4    | 533.4    |
| 기타자본            | -318.8   | -531.6   | -531.6   | -531.6   | -531.6   |
| 기타포괄손익누계액       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 이익잉여금           | 7,514.7  | 8,080.1  | 8,579.9  | 9,038.4  | 9,534.0  |
| 비지배지분           | 55.4     | 54.7     | 53.8     | 53.8     | 53.8     |
| <b>자본총계</b>     | 8,739.6  | 9,091.6  | 9,590.5  | 10,049.0 | 10,544.6 |

### 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>   |          |          |          |          |          |
| EPS              | 7,539    | 8,535    | 7,979    | 7,858    | 8,309    |
| BPS              | 63,253   | 65,822   | 69,462   | 72,802   | 76,411   |
| CFPS             | 12,556   | 12,627   | 11,708   | 11,632   | 12,127   |
| DPS              | 4,400    | 4,800    | 4,800    | 5,000    | 5,200    |
| <b>주가배수(배)</b>   |          |          |          |          |          |
| PER              | 12.4     | 9.7      | 10.4     | 10.6     | 10.0     |
| PER(최고)          | 14.5     | 11.5     | 10.7     |          |          |
| PER(최저)          | 12.4     | 7.4      | 9.8      |          |          |
| PBR              | 1.48     | 1.26     | 1.20     | 1.14     | 1.09     |
| PBR(최고)          | 1.73     | 1.49     | 1.23     |          |          |
| PBR(최저)          | 1.48     | 0.96     | 1.12     |          |          |
| PSR              | 2.59     | 2.15     | 2.10     | 2.08     | 2.00     |
| PCFR             | 7.5      | 6.6      | 7.1      | 7.2      | 6.9      |
| EV/EBITDA        | 6.8      | 5.4      | 5.3      | 5.2      | 4.7      |
| <b>주요비율(%)</b>   |          |          |          |          |          |
| 배당성향(% ,보통주,현금)  | 53.7     | 50.8     | 54.4     | 57.5     | 56.6     |
| 배당수익률(% ,보통주,현금) | 4.7      | 5.8      | 5.8      | 6.0      | 6.2      |
| ROA              | 9.9      | 10.5     | 9.4      | 8.9      | 9.0      |
| ROE              | 12.3     | 13.2     | 11.8     | 11.0     | 11.1     |
| ROIC             | 22.6     | 24.7     | 23.9     | 23.5     | 24.2     |
| 매출채권회전율          | 4.0      | 3.8      | 3.8      | 3.8      | 3.9      |
| 재고자산회전율          | 2.0      | 2.1      | 2.1      | 2.1      | 2.2      |
| 부채비율             | 23.0     | 26.1     | 24.4     | 23.2     | 22.0     |
| 순차입금비용           | -27.1    | -26.8    | -29.7    | -31.4    | -32.1    |
| 이자보상배율           | 201.4    | 246.7    | 311.4    | 345.3    | 404.5    |
| <b>총차입금</b>      | 169.4    | 155.6    | 118.1    | 104.8    | 94.7     |
| <b>순차입금</b>      | -2,370.8 | -2,435.3 | -2,851.7 | -3,157.9 | -3,386.8 |
| NOPLAT           | 1,564.8  | 1,684.4  | 1,628.8  | 1,610.4  | 1,699.2  |
| FCF              | 652.5    | 979.6    | 1,026.0  | 920.5    | 866.8    |

## 2) CJ제일제당 2Q21 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 650,000원

CJ제일제당의 2분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6.30조원(+6% YoY), 4,083억원(+6% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다(대한통운 제외기준 매출액 3.62조원, 영업이익 3,126억원 전망). 작년 2분기는 코로나19 확산 영향에 따른 내식 수요 호조와 아미노산 경쟁사 물류 차질에 따른 반사 수혜로 실적의 역기저가 있는 편이다. 올해 2분기는 위와 같은 실적 역기저와 소재식품의 원재료 투입단가 상승에도 불구하고, 1) 가공식품 판촉 효율화, 2) 사료용 아미노산과 베트남/인도네시아 축산 시장 호조에 힘입어, 전사 실적이 전년동기 대비 소폭 증가할 것으로 전망된다.

2분기 국내 가공식품 매출은 YoY +3% 성장할 것으로 전망된다. 사람들의 외부활동 재개로 B2B와 CVS 채널 수요가 반등하면서, 작년 내식 수요 역기저 영향을 커버해주고 있는 상황이다. 미국 슈완스 매출은 작년 동기와 유사한 수준으로 전망된다(달러기준). 코로나19 확산에 따른 B2C 채널 역기저 부담을 B2B 수요 회복과 코스트코 MVM 행사 재개로 커버할 것으로 전망된다.

2분기 바이오 매출액은 YoY +16% 성장할 것으로 전망된다. 사료용 아미노산 시장 호조로 라이신/트립토판의 ASP가 크게 상승하고, 셀렉타 대두유 부산물 판매가 호조를 보이면서, 영업이익도 전년동기 대비 증가할 것으로 전망된다.

하반기는 상반기에 진행한 가공식품 가격인상 효과가 점차 나타날 것으로 전망된다. 국내는 장류/조미료/햇반/캔햄 등에서, 미국은 피자/디저트 등에서 가격인상 효과가 나타날 것으로 기대된다. 또한, 2분기부터 높아진 곡물가격이 원재료 단가에 반영되면서 소재식품 사업부의 실적에 영향을 주고 있기 때문에, 당사는 국내 소재식품의 판가 인상도 3분기부터 시작될 것으로 전망하고 있다.

글로벌 식품 사업은 만두와 치킨을 중심으로 판매량 확대에 집중할 계획이다. 미국은 코스트코 MVM 행사를 재개하고, 한국식 치킨(냉동식품)의 Kroger 입점율을 높이고 있다. 중국은 신규 만두 공장이 내년 하반기부터 가동될 예정이다.

바이오 사업부는 핵산과 SPC(농축대두단백) 수요 반등에 관심을 가질 필요가 있다. 당사는 글로벌 핵산과 SPC 시장에서 MS 1위 업체이다. 다만, 코로나19 확산에 따른 외식 수요 약세와 물류 차질로 인한 선적 지연 등으로 인해, 핵산과 SPC 매출이 상대적으로 부진한 흐름을 보이고 있다. 최근에 백신 접종률이 상승하면서, 중국과 유럽의 외식 수요가 점차 회복되고 있고, 연어 양식 수요(SPC의 전방산업)도 회복되고 있기 때문에, 하반기는 상반기 대비 개선된 영업환경이 기대된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020          | 2021E         | 2022E         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>     | <b>5,831</b> | <b>5,921</b> | <b>6,342</b> | <b>6,151</b> | <b>6,178</b> | <b>6,298</b> | <b>6,681</b> | <b>6,531</b> | <b>24,246</b> | <b>25,687</b> | <b>27,006</b> |
| (YoY)          | 16.2%        | 7.4%         | 8.3%         | 3.2%         | 6.0%         | 6.4%         | 5.3%         | 6.2%         | 8.5%          | 5.9%          | 5.1%          |
| 식품             | 2,261        | 2,191        | 2,389        | 2,128        | 2,306        | 2,169        | 2,432        | 2,280        | 8,969         | 9,188         | 9,784         |
| (YoY)          | 31.4%        | 12.1%        | 7.4%         | 0.8%         | 2.0%         | -1.0%        | 1.8%         | 7.2%         | 12.0%         | 2.4%          | 6.5%          |
| 소재             | 423          | 428          | 471          | 363          | 423          | 428          | 452          | 392          | 1,685         | 1,695         | 1,695         |
| (YoY)          | -6.0%        | 2.4%         | -0.3%        | -13.4%       | 0.0%         | 0.0%         | -4.0%        | 8.0%         | -4.2%         | 0.6%          | 0.0%          |
| <b>가공</b>      | <b>1,837</b> | <b>1,763</b> | <b>1,918</b> | <b>1,766</b> | <b>1,883</b> | <b>1,741</b> | <b>1,980</b> | <b>1,889</b> | <b>7,284</b>  | <b>7,493</b>  | <b>8,089</b>  |
| (YoY)          | 44.7%        | 14.7%        | 9.5%         | 4.4%         | 2.5%         | -1.2%        | 3.2%         | 7.0%         | 16.5%         | 2.9%          | 8.0%          |
| <b>기존사업</b>    | <b>1,095</b> | <b>1,040</b> | <b>1,254</b> | <b>1,063</b> | <b>1,195</b> | <b>1,079</b> | <b>1,302</b> | <b>1,160</b> | <b>4,452</b>  | <b>4,736</b>  | <b>5,188</b>  |
| (YoY)          | 6.3%         | 12.0%        | 14.8%        | 6.2%         | 9.2%         | 3.8%         | 3.8%         | 9.1%         | 9.8%          | 6.4%          | 9.5%          |
| 국내             | 799          | 714          | 898          | 743          | 857          | 737          | 928          | 781          | 3,154         | 3,303         | 3,526         |
| (YoY)          | -1.3%        | 1.3%         | 6.0%         | 1.0%         | 7.3%         | 3.2%         | 3.4%         | 5.0%         | 1.8%          | 4.7%          | 6.7%          |
| 해외             | 296          | 326          | 356          | 320          | 338          | 342          | 374          | 379          | 1,298         | 1,433         | 1,662         |
| (YoY)          | 34.5%        | 45.4%        | 44.7%        | 20.5%        | 14.2%        | 5.0%         | 5.0%         | 18.5%        | 35.8%         | 10.4%         | 16.0%         |
| <b>슈완스</b>     | <b>743</b>   | <b>723</b>   | <b>665</b>   | <b>702</b>   | <b>688</b>   | <b>662</b>   | <b>679</b>   | <b>729</b>   | <b>2,832</b>  | <b>2,757</b>  | <b>2,901</b>  |
| (YoY)          | 209.1%       | 18.9%        | 0.7%         | 1.7%         | -7.4%        | -8.4%        | 2.1%         | 3.8%         | 28.8%         | -2.6%         | 5.2%          |
| 바이오            | 678          | 743          | 771          | 790          | 777          | 864          | 895          | 908          | 2,982         | 3,444         | 3,638         |
| (YoY)          | 15.0%        | 0.1%         | 7.3%         | 10.9%        | 14.7%        | 16.3%        | 16.0%        | 14.9%        | 7.9%          | 15.5%         | 5.7%          |
| F&C            | 543          | 527          | 588          | 555          | 587          | 590          | 612          | 577          | 2,213         | 2,366         | 2,461         |
| (YoY)          | 8.5%         | 7.7%         | 17.0%        | 10.8%        | 8.1%         | 12.0%        | 4.0%         | 4.0%         | 8.1%          | 6.9%          | 4.0%          |
| 물류             | 2,515        | 2,650        | 2,775        | 2,841        | 2,693        | 2,865        | 2,922        | 2,928        | 10,781        | 11,408        | 11,842        |
| (YoY)          | 3.4%         | 4.5%         | 5.8%         | 0.5%         | 7.0%         | 8.1%         | 5.3%         | 3.1%         | 3.5%          | 5.8%          | 3.8%          |
| <b>대통제외 기준</b> | <b>3,482</b> | <b>3,461</b> | <b>3,748</b> | <b>3,473</b> | <b>3,671</b> | <b>3,623</b> | <b>3,939</b> | <b>3,765</b> | <b>14,164</b> | <b>14,998</b> | <b>15,883</b> |
| (YoY)          | 23.9%        | 8.6%         | 8.8%         | 4.5%         | 5.4%         | 4.7%         | 5.1%         | 8.4%         | 10.5%         | 5.9%          | 5.9%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>276</b>   | <b>385</b>   | <b>402</b>   | <b>297</b>   | <b>385</b>   | <b>408</b>   | <b>429</b>   | <b>363</b>   | <b>1,360</b>  | <b>1,586</b>  | <b>1,718</b>  |
| (YoY)          | 54.1%        | 119.5%       | 47.5%        | 9.9%         | 39.6%        | 6.1%         | 6.7%         | 22.4%        | 51.6%         | 16.6%         | 8.3%          |
| (OPM)          | 4.7%         | 6.5%         | 6.3%         | 4.8%         | 6.2%         | 6.5%         | 6.4%         | 5.6%         | 5.6%          | 6.2%          | 6.4%          |
| 식품             | 116          | 126          | 176          | 92           | 176          | 128          | 188          | 120          | 510           | 613           | 768           |
| (OPM)          | 5.1%         | 5.8%         | 7.4%         | 4.3%         | 7.6%         | 5.9%         | 7.7%         | 5.3%         | 5.7%          | 6.7%          | 7.9%          |
| 소재             | 17           | 20           | 25           | 5            | 25           | 14           | 16           | -5           | 68            | 50            | 81            |
| (OPM)          | 4.0%         | 4.7%         | 5.4%         | 1.4%         | 6.0%         | 3.4%         | 3.5%         | -1.4%        | 4.0%          | 2.9%          | 4.8%          |
| <b>가공</b>      | <b>99</b>    | <b>106</b>   | <b>150</b>   | <b>87</b>    | <b>151</b>   | <b>114</b>   | <b>172</b>   | <b>126</b>   | <b>442</b>    | <b>563</b>    | <b>688</b>    |
| (OPM)          | 5.4%         | 6.0%         | 7.8%         | 4.9%         | 8.0%         | 6.5%         | 8.7%         | 6.7%         | 6.1%          | 7.5%          | 8.5%          |
| <b>기존사업</b>    | <b>71</b>    | <b>80</b>    | <b>118</b>   | <b>58</b>    | <b>115</b>   | <b>82</b>    | <b>135</b>   | <b>81</b>    | <b>328</b>    | <b>413</b>    | <b>500</b>    |
| (OPM)          | 6.5%         | 7.7%         | 9.4%         | 5.5%         | 9.7%         | 7.6%         | 10.4%        | 7.0%         | 7.4%          | 8.7%          | 9.6%          |
| <b>슈완스</b>     | <b>47</b>    | <b>46</b>    | <b>50</b>    | <b>46</b>    | <b>49</b>    | <b>43</b>    | <b>47</b>    | <b>55</b>    | <b>189</b>    | <b>194</b>    | <b>208</b>    |
| (OPM)          | 6.3%         | 6.4%         | 7.5%         | 6.6%         | 7.0%         | 6.5%         | 7.0%         | 7.6%         | 6.7%          | 7.0%          | 7.2%          |
| PPA 상각비        | -19          | -20          | -18          | -18          | -13          | -11          | -11          | -11          | -75           | -44           | -20           |
| 바이오            | 51           | 111          | 79           | 71           | 77           | 120          | 90           | 96           | 312           | 383           | 398           |
| (OPM)          | 7.5%         | 14.9%        | 10.3%        | 9.0%         | 9.9%         | 13.9%        | 10.1%        | 10.5%        | 10.5%         | 11.1%         | 10.9%         |
| F&C            | 53           | 64           | 57           | 46           | 89           | 64           | 50           | 40           | 219           | 243           | 160           |
| (OPM)          | 9.7%         | 12.2%        | 9.6%         | 8.2%         | 15.1%        | 10.8%        | 8.2%         | 6.9%         | 9.9%          | 10.3%         | 6.5%          |
| 물류             | 58           | 84           | 93           | 91           | 48           | 96           | 103          | 109          | 325           | 357           | 402           |
| (OPM)          | 2.3%         | 3.2%         | 3.3%         | 3.2%         | 1.8%         | 3.4%         | 3.5%         | 3.7%         | 3.0%          | 3.1%          | 3.4%          |
| <b>대통제외 기준</b> | <b>220</b>   | <b>302</b>   | <b>312</b>   | <b>208</b>   | <b>342</b>   | <b>313</b>   | <b>328</b>   | <b>256</b>   | <b>1,042</b>  | <b>1,239</b>  | <b>1,326</b>  |
| (YoY)          | 53.3%        | 186.1%       | 72.2%        | 20.9%        | 55.5%        | 3.7%         | 5.2%         | 22.9%        | 73.0%         | 18.9%         | 7.1%          |
| (OPM)          | 6.3%         | 8.7%         | 8.3%         | 6.0%         | 9.3%         | 8.6%         | 8.3%         | 6.8%         | 7.4%          | 8.3%          | 8.4%          |
| 세전이익           | 622          | 256          | 303          | -3           | 312          | 314          | 335          | 272          | 1,179         | 1,232         | 1,369         |
| 순이익            | 452          | 158          | 189          | -13          | 219          | 217          | 231          | 187          | 786           | 854           | 944           |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>444</b>   | <b>111</b>   | <b>140</b>   | <b>-10</b>   | <b>165</b>   | <b>176</b>   | <b>142</b>   | <b>142</b>   | <b>686</b>    | <b>625</b>    | <b>728</b>    |
| (YoY)          | 984.7%       | 587.8%       | 7182%        | 적전           | -62.7%       | 57.9%        | 1.0%         | 흑전           | 349.4%        | -8.8%         | 16.5%         |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## CJ제일제당 추정 재무제표

### 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>매출액</b>           | 22,352.5 | 24,245.7 | 25,687.4 | 27,006.3 | 28,308.7 |
| 매출원가                 | 18,069.3 | 19,059.3 | 19,947.1 | 20,818.8 | 21,699.5 |
| 매출총이익                | 4,283.2  | 5,186.4  | 5,740.3  | 6,187.5  | 6,609.2  |
| 판매비                  | 3,386.3  | 3,826.9  | 4,154.6  | 4,469.7  | 4,754.3  |
| <b>영업이익</b>          | 896.9    | 1,359.6  | 1,585.7  | 1,717.9  | 1,854.9  |
| <b>EBITDA</b>        | 1,669.8  | 2,243.9  | 2,465.2  | 2,630.7  | 2,828.4  |
| 영업외손익                | -558.1   | -181.1   | -353.7   | -349.2   | -341.7   |
| 이자수익                 | 35.2     | 32.8     | 23.7     | 23.7     | 24.6     |
| 이자비용                 | 398.8    | 316.9    | 206.4    | 202.0    | 195.3    |
| 외환관련이익               | 189.3    | 310.4    | 120.0    | 120.0    | 120.0    |
| 외환관련손실               | 182.8    | 306.0    | 120.0    | 120.0    | 120.0    |
| 종속 및 관계기업손익          | 17.5     | 17.8     | 17.8     | 17.8     | 17.8     |
| 기타                   | -218.5   | 80.8     | -188.8   | -188.7   | -188.8   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 338.8    | 1,178.5  | 1,232.0  | 1,368.6  | 1,513.2  |
| 법인세비용                | 147.8    | 392.1    | 378.3    | 424.3    | 469.1    |
| 계속사업손익               | 191.0    | 786.4    | 853.7    | 944.4    | 1,044.1  |
| <b>당기순이익</b>         | 191.0    | 786.4    | 853.7    | 944.4    | 1,044.1  |
| <b>지배주주순이익</b>       | 152.5    | 685.6    | 625.0    | 727.9    | 819.7    |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |          |          |          |          |          |
| 매출액 증감율              | 19.7     | 8.5      | 5.9      | 5.1      | 4.8      |
| 영업이익 증감율             | 7.7      | 51.6     | 16.6     | 8.3      | 8.0      |
| EBITDA 증감율           | 13.3     | 34.4     | 9.9      | 6.7      | 7.5      |
| 지배주주순이익 증감율          | -82.6    | 349.6    | -8.8     | 16.5     | 12.6     |
| EPS 증감율              | -82.8    | 349.4    | -8.8     | 16.5     | 12.6     |
| 매출총이익률(%)            | 19.2     | 21.4     | 22.3     | 22.9     | 23.3     |
| 영업이익률(%)             | 4.0      | 5.6      | 6.2      | 6.4      | 6.6      |
| EBITDA Margin(%)     | 7.5      | 9.3      | 9.6      | 9.7      | 10.0     |
| 지배주주순이익률(%)          | 0.7      | 2.8      | 2.4      | 2.7      | 2.9      |

### 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 2,143.1  | 2,001.8  | 2,103.5  | 2,327.7  | 2,482.2  |
| 당기순이익                  | 191.0    | 786.4    | 853.7    | 944.4    | 1,044.1  |
| 비현금항목의 가감              | 1,724.2  | 1,831.5  | 1,680.9  | 1,714.3  | 1,774.9  |
| 유형자산감가상각비              | 682.2    | 791.4    | 791.8    | 828.8    | 898.0    |
| 무형자산감가상각비              | 143.9    | 155.9    | 150.6    | 147.0    | 138.3    |
| 지분법평가손익                | -28.9    | -31.3    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기타                     | 927.0    | 915.5    | 738.5    | 738.5    | 738.6    |
| 영업활동자산부채증감             | 607.0    | -422.4   | -249.6   | -154.0   | -167.4   |
| 매출채권및기타채권의감소           | 315.5    | -79.2    | -210.9   | -164.9   | -162.8   |
| 재고자산의감소                | -316.0   | 9.2      | -145.4   | -86.7    | -101.0   |
| 매입채무및기타채무의증가           | 825.4    | -369.3   | 106.7    | 97.6     | 96.4     |
| 기타                     | -217.9   | 16.9     | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기타현금흐름                 | -379.1   | -193.7   | -181.5   | -177.0   | -169.4   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -3,189.9 | -345.1   | -1,790.0 | -1,650.0 | -1,650.0 |
| 유형자산의 취득               | -1,553.9 | -968.5   | -1,150.0 | -1,500.0 | -1,500.0 |
| 유형자산의 처분               | 381.9    | 239.8    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 무형자산의 순취득              | -125.8   | -96.2    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 투자자산의감소(증가)            | 94.5     | -272.6   | -490.0   | 0.0      | 0.0      |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -850.5   | 385.5    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기타                     | -1,136.1 | 366.9    | -150.0   | -150.0   | -150.0   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 1,228.7  | -1,097.9 | -744.0   | -583.6   | -683.6   |
| 차입금의 증가(감소)            | 490.4    | -375.6   | -360.4   | -200.0   | -300.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 배당금지급                  | -93.8    | -105.6   | -64.2    | -64.2    | -64.2    |
| 기타                     | 832.1    | -616.7   | -319.4   | -319.4   | -319.4   |
| 기타현금흐름                 | -38.5    | -37.5    | -87.6    | -92.1    | -99.7    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 143.4    | 521.3    | -518.1   | 2.0      | 48.9     |
| 기초현금 및 현금성자산           | 547.6    | 691.0    | 1,212.2  | 694.1    | 696.1    |
| 기말현금 및 현금성자산           | 691.0    | 1,212.2  | 694.1    | 696.1    | 745.1    |

자료: 키움증권 리서치

### 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>유동자산</b>     | 7,943.0  | 7,469.9  | 7,308.1  | 7,561.6  | 7,874.3  |
| 현금 및 현금성자산      | 691.0    | 1,212.2  | 694.2    | 696.2    | 745.1    |
| 단기금융자산          | 1,031.3  | 645.9    | 645.9    | 645.9    | 645.9    |
| 매출채권 및 기타채권     | 3,061.2  | 3,000.1  | 3,210.9  | 3,375.8  | 3,538.6  |
| 재고자산            | 2,018.3  | 1,861.5  | 2,006.8  | 2,093.5  | 2,194.5  |
| 기타유동자산          | 1,141.2  | 750.2    | 750.3    | 750.2    | 750.2    |
| <b>비유동자산</b>    | 18,337.6 | 18,142.0 | 18,839.6 | 19,363.8 | 19,827.5 |
| 투자자산            | 430.6    | 703.2    | 1,193.2  | 1,193.2  | 1,193.2  |
| 유형자산            | 10,817.9 | 10,462.0 | 10,820.3 | 11,491.5 | 12,093.5 |
| 무형자산            | 4,810.2  | 4,517.5  | 4,366.9  | 4,219.9  | 4,081.6  |
| 기타비유동자산         | 2,278.9  | 2,459.3  | 2,459.2  | 2,459.2  | 2,459.2  |
| <b>자산총계</b>     | 26,280.6 | 25,611.9 | 26,147.7 | 26,925.4 | 27,701.8 |
| <b>유동부채</b>     | 8,202.2  | 7,082.7  | 7,028.9  | 6,926.5  | 6,822.9  |
| 매입채무 및 기타채무     | 3,494.8  | 3,273.5  | 3,380.1  | 3,477.7  | 3,574.0  |
| 단기금융부채          | 3,401.1  | 3,019.2  | 2,858.8  | 2,658.8  | 2,458.8  |
| 기타유동부채          | 1,306.3  | 790.0    | 790.0    | 790.0    | 790.1    |
| <b>비유동부채</b>    | 8,596.9  | 8,362.8  | 8,162.8  | 8,162.8  | 8,062.8  |
| 장기금융부채          | 6,757.1  | 6,597.5  | 6,397.5  | 6,397.5  | 6,297.5  |
| 기타비유동부채         | 1,839.8  | 1,765.3  | 1,765.3  | 1,765.3  | 1,765.3  |
| <b>부채총계</b>     | 16,799.2 | 15,445.5 | 15,191.7 | 15,089.3 | 14,885.6 |
| <b>지배지분</b>     | 4,880.9  | 5,274.4  | 5,835.3  | 6,499.1  | 7,254.6  |
| 자본금             | 81.9     | 81.9     | 81.9     | 81.9     | 81.9     |
| 자본잉여금           | 1,309.0  | 1,277.8  | 1,277.8  | 1,277.8  | 1,277.8  |
| 기타자본            | -171.7   | -154.0   | -154.0   | -154.0   | -154.0   |
| 기타포괄손익누계액       | -124.7   | -338.1   | -338.1   | -338.1   | -338.1   |
| 이익잉여금           | 3,786.4  | 4,406.8  | 4,967.7  | 5,631.4  | 6,387.0  |
| 비지배지분           | 4,600.6  | 4,892.0  | 5,120.7  | 5,337.1  | 5,561.5  |
| <b>자본총계</b>     | 9,481.5  | 10,166.4 | 10,956.0 | 11,836.2 | 12,816.1 |

### 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>   |         |         |         |         |         |
| EPS              | 9,312   | 41,851  | 38,155  | 44,436  | 50,039  |
| BPS              | 297,949 | 321,970 | 356,209 | 396,728 | 442,851 |
| CFPS             | 116,913 | 159,806 | 154,722 | 162,296 | 172,086 |
| DPS              | 3,500   | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   |
| <b>주가배수(배)</b>   |         |         |         |         |         |
| PER              | 27.1    | 9.1     | 12.4    | 10.6    | 9.4     |
| PER(최고)          | 37.3    | 10.8    | 12.9    |         |         |
| PER(최저)          | 22.7    | 3.5     | 9.9     |         |         |
| PBR              | 0.85    | 1.18    | 1.33    | 1.19    | 1.07    |
| PBR(최고)          | 1.16    | 1.40    | 1.38    |         |         |
| PBR(최저)          | 0.71    | 0.46    | 1.06    |         |         |
| PSR              | 0.19    | 0.26    | 0.30    | 0.29    | 0.27    |
| PCFR             | 2.2     | 2.4     | 3.1     | 2.9     | 2.7     |
| EV/EBITDA        | 9.2     | 7.6     | 7.6     | 7.1     | 6.6     |
| <b>주요비율(%)</b>   |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% ,보통주,현금)  | 26.9    | 7.5     | 6.9     | 6.2     | 5.6     |
| 배당수익률(% ,보통주,현금) | 1.4     | 1.0     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| ROA              | 0.8     | 3.0     | 3.3     | 3.6     | 3.8     |
| ROE              | 3.2     | 13.5    | 11.3    | 11.8    | 11.9    |
| ROIC             | 4.4     | 4.4     | 5.6     | 5.8     | 6.1     |
| 매출채권회전율          | 7.7     | 8.0     | 8.3     | 8.2     | 8.2     |
| 재고자산회전율          | 12.7    | 12.5    | 13.3    | 13.2    | 13.2    |
| 부채비율             | 177.2   | 151.9   | 138.7   | 127.5   | 116.1   |
| 순차입금비용           | 72.0    | 60.5    | 57.6    | 51.6    | 44.9    |
| 이자보상배율           | 2.2     | 4.3     | 7.7     | 8.5     | 9.5     |
| <b>총차입금</b>      | 8,552.0 | 8,011.8 | 7,651.4 | 7,451.4 | 7,151.4 |
| <b>순차입금</b>      | 6,829.8 | 6,153.7 | 6,311.4 | 6,109.4 | 5,760.5 |
| NOPLAT           | 760.0   | 834.0   | 1,055.2 | 1,141.9 | 1,236.5 |
| FCF              | 895.2   | 533.9   | 598.0   | 463.7   | 605.5   |

### 3) 오리온 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 160,000원

오리온의 2Q21 연결기준 영업이익은 603억원(-30% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 1) 전년동기 코로나19 확산에 따른 중국 제과 수요 역기저, 2) 원재료 단가 상승 부담(설탕/밀가루/유지 등), 3) 베트남/러시아 환율 평가절하 영향으로 전사 실적이 부진할 것으로 전망된다.

코로나19로 인한 작년 실적 역기저와 원재료 단가 상승 부담으로 인해, 3분기에도 실적 부진이 이어질 것으로 전망된다. 다만, 곡물가격 상승세가 둔화되면서 원재료 단가 상승으로 인한 마진 스프레드 하향 압력은 연말로 갈수록 점차 둔화될 것으로 판단된다. 또한, 중국 TT채널을 중심으로 신제품을 강화하고 있고(젤리/스낵/견과바 등), 가격인상을 오랜 기간 하지 않았기 때문에, 원재료 단가 상승 부담을 판가에 전가할 수 있는 능력도 충분하다. 따라서, 실적 역기저 부담이 사라지는 4Q21부터 전사 실적이 점차 개선될 것으로 전망된다.

#### 오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)              | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020           | 2021E          | 2022E          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>             | <b>539.8</b> | <b>515.1</b> | <b>597.4</b> | <b>577.6</b> | <b>602.0</b> | <b>516.7</b> | <b>629.4</b> | <b>644.1</b> | <b>2,229.8</b> | <b>2,392.2</b> | <b>2,549.1</b> |
| (YoY)                  | 8.5%         | 17.3%        | 12.7%        | 3.8%         | 11.5%        | 0.3%         | 5.4%         | 11.5%        | 10.2%          | 7.3%           | 6.6%           |
| 한국(오리온 별도)             | 190.8        | 184.1        | 194.3        | 200.0        | 198.8        | 192.5        | 198.0        | 200.4        | 769.2          | 789.7          | 819.3          |
| (YoY)                  | 7.2%         | 3.5%         | 6.4%         | 2.9%         | 4.2%         | 4.5%         | 1.9%         | 0.2%         | 5.0%           | 2.7%           | 3.7%           |
| 중국(Pan Orion)          | 262.9        | 257.0        | 306.2        | 265.4        | 302.1        | 238.6        | 328.2        | 313.2        | 1,091.6        | 1,182.1        | 1,268.1        |
| (YoY)                  | 4.6%         | 28.1%        | 14.4%        | 4.2%         | 14.9%        | -7.2%        | 7.2%         | 18.0%        | 12.0%          | 8.3%           | 7.3%           |
| 베트남(OFFV)              | 70.3         | 57.8         | 74.6         | 89.3         | 82.9         | 62.0         | 78.4         | 103.8        | 292.0          | 327.1          | 355.4          |
| (YoY)                  | 23.9%        | 19.7%        | 18.2%        | 6.1%         | 17.9%        | 7.3%         | 5.1%         | 16.3%        | 15.7%          | 12.0%          | 8.6%           |
| 러시아(OIE)               | 19.8         | 19.1         | 23.8         | 26.4         | 23.1         | 26.5         | 26.4         | 30.2         | 89.0           | 106.2          | 119.3          |
| (YoY)                  | 32.8%        | 20.6%        | 16.1%        | 1.1%         | 16.9%        | 38.6%        | 11.0%        | 14.5%        | 15.2%          | 19.3%          | 12.3%          |
| 연결조정                   | -3.9         | -2.9         | -1.7         | -3.5         | -4.9         | -2.9         | -1.7         | -3.5         | -12.0          | -12.9          | -12.9          |
| <b>영업이익</b>            | <b>97.0</b>  | <b>86.2</b>  | <b>107.8</b> | <b>85.1</b>  | <b>101.9</b> | <b>60.3</b>  | <b>102.4</b> | <b>112.8</b> | <b>376.1</b>   | <b>377.5</b>   | <b>420.6</b>   |
| (YoY)                  | 25.5%        | 71.0%        | 6.0%         | -13.3%       | 5.1%         | -30.0%       | -5.0%        | 32.7%        | 14.8%          | 0.4%           | 11.4%          |
| (OPM)                  | 18.0%        | 16.7%        | 18.1%        | 14.7%        | 16.9%        | 11.7%        | 16.3%        | 17.5%        | 16.9%          | 15.8%          | 16.5%          |
| 한국(오리온 별도)             | 30.0         | 29.1         | 28.7         | 36.0         | 35.3         | 29.9         | 28.5         | 34.7         | 123.8          | 128.4          | 135.5          |
| (OPM)                  | 15.7%        | 15.8%        | 14.8%        | 18.0%        | 17.8%        | 15.5%        | 14.4%        | 17.3%        | 16.1%          | 16.3%          | 16.5%          |
| 중국(Pan Orion)          | 47.3         | 42.9         | 58.5         | 24.4         | 46.5         | 18.1         | 55.2         | 47.9         | 173.1          | 167.6          | 191.3          |
| (OPM)                  | 18.0%        | 16.7%        | 19.1%        | 9.2%         | 15.4%        | 7.6%         | 16.8%        | 15.3%        | 15.9%          | 14.2%          | 15.1%          |
| 베트남(OFFV)              | 15.9         | 9.6          | 16.7         | 21.5         | 15.7         | 7.6          | 14.4         | 26.6         | 63.7           | 64.3           | 73.1           |
| (OPM)                  | 22.6%        | 16.6%        | 22.3%        | 24.1%        | 18.9%        | 12.2%        | 18.4%        | 25.6%        | 21.8%          | 19.6%          | 20.6%          |
| 러시아(OIE)               | 3.6          | 3.7          | 4.8          | 4.8          | 3.6          | 3.9          | 5.2          | 5.3          | 16.9           | 18.0           | 21.4           |
| (OPM)                  | 18.3%        | 19.5%        | 20.2%        | 18.2%        | 15.6%        | 14.7%        | 19.7%        | 17.5%        | 19.0%          | 16.9%          | 18.0%          |
| 연결조정                   | 0.2          | 0.9          | -0.8         | -1.6         | 0.9          | 0.9          | -0.8         | -1.6         | -1.3           | -0.7           | -0.7           |
| 세전이익                   | 104.7        | 95.5         | 112.7        | 84.5         | 102.4        | 63.5         | 105.6        | 116.6        | 397.4          | 388.2          | 437.9          |
| 순이익                    | 75.0         | 65.7         | 77.0         | 56.9         | 71.7         | 46.6         | 74.7         | 84.8         | 274.6          | 277.8          | 314.8          |
| <b>(지배)순이익</b>         | <b>73.1</b>  | <b>63.8</b>  | <b>76.4</b>  | <b>54.2</b>  | <b>71.6</b>  | <b>46.0</b>  | <b>72.9</b>  | <b>83.2</b>  | <b>267.6</b>   | <b>273.7</b>   | <b>308.7</b>   |
| (YoY)                  | 42.5%        | 76.2%        | 12.9%        | -10.2%       | -2.0%        | -27.9%       | -4.6%        | 53.5%        | 24.1%          | 2.3%           | 12.8%          |
| <b>현지 통화 기준 매출 성장률</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |
| 중국(Pan Orion)          | 2.0%         | 27.7%        | 13.3%        | 2.9%         | 14.2%        | -8.0%        | 6.0%         | 14.9%        | 10.5%          | 6.9%           | 7.0%           |
| 베트남 내수(OFFV 내수)        | 19.2%        | 19.3%        | 24.2%        | 10.9%        | 26.3%        | 16.0%        | 10.0%        | 18.0%        | 17.6%          | 17.6%          | 8.9%           |
| 러시아(OIE)               | 26.4%        | 29.0%        | 30.3%        | 22.1%        | 40.3%        | 55.0%        | 20.0%        | 15.0%        | 26.5%          | 29.8%          | 12.0%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 오리온 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,023.3 | 2,229.8 | 2,392.2 | 2,549.1 | 2,723.3 |
| 매출원가                 | 1,110.1 | 1,276.8 | 1,419.2 | 1,504.3 | 1,596.7 |
| 매출총이익                | 913.2   | 953.1   | 973.0   | 1,044.8 | 1,126.6 |
| 판매비                  | 585.6   | 576.9   | 595.5   | 624.2   | 654.2   |
| <b>영업이익</b>          | 327.6   | 376.1   | 377.5   | 420.6   | 472.4   |
| <b>EBITDA</b>        | 459.8   | 515.1   | 516.3   | 560.8   | 613.9   |
| 영업외손익                | -19.5   | 21.2    | 10.6    | 17.2    | 24.9    |
| 이자수익                 | 7.2     | 11.1    | 15.5    | 20.9    | 26.9    |
| 이자비용                 | 10.9    | 7.4     | 6.1     | 4.9     | 3.2     |
| 외환관련이익               | 2.9     | 2.5     | 2.3     | 2.3     | 2.3     |
| 외환관련손실               | 1.2     | 3.1     | 2.9     | 2.9     | 2.9     |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.0     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     |
| 기타                   | -17.5   | 17.5    | 1.2     | 1.2     | 1.2     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 308.1   | 397.4   | 388.2   | 437.9   | 497.4   |
| 법인세비용                | 87.6    | 122.8   | 110.4   | 123.0   | 139.7   |
| 계속사업순손익              | 220.5   | 274.6   | 277.8   | 314.8   | 357.6   |
| <b>당기순이익</b>         | 220.5   | 274.6   | 277.8   | 314.8   | 357.6   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 215.6   | 267.6   | 273.7   | 308.7   | 350.7   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 5.0     | 10.2    | 7.3     | 6.6     | 6.8     |
| 영업이익 증감율             | 16.1    | 14.8    | 0.4     | 11.4    | 12.3    |
| EBITDA 증감율           | 15.0    | 12.0    | 0.2     | 8.6     | 9.5     |
| 지배주주순이익 증감율          | 54.2    | 24.1    | 2.3     | 12.8    | 13.6    |
| EPS 증감율              | 54.1    | 24.1    | 2.3     | 12.8    | 13.6    |
| 매출총이익률(%)            | 45.1    | 42.7    | 40.7    | 41.0    | 41.4    |
| 영업이익률(%)             | 16.2    | 16.9    | 15.8    | 16.5    | 17.3    |
| EBITDA Margin(%)     | 22.7    | 23.1    | 21.6    | 22.0    | 22.5    |
| 지배주주순이익률(%)          | 10.7    | 12.0    | 11.4    | 12.1    | 12.9    |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 347.8  | 461.0  | 338.2  | 365.9  | 399.1  |
| 당기순이익                  | 220.5  | 274.6  | 277.8  | 314.8  | 357.6  |
| 비현금항목의 가감              | 253.3  | 286.8  | 172.7  | 174.2  | 175.5  |
| 유형자산감가상각비              | 128.7  | 134.7  | 134.4  | 135.9  | 137.3  |
| 무형자산감가상각비              | 3.4    | 4.3    | 4.4    | 4.3    | 4.3    |
| 지분법평가손익                | 0.0    | -0.7   | -0.6   | -0.6   | -0.6   |
| 기타                     | 121.2  | 148.5  | 34.5   | 34.6   | 34.5   |
| 영업활동자산부채증감             | -28.3  | -35.0  | -11.8  | -16.6  | -18.4  |
| 매출채권및기타채권의감소           | -15.3  | 26.3   | -23.4  | -12.3  | -13.7  |
| 재고자산의감소                | 7.8    | -35.9  | 4.1    | -11.5  | -12.8  |
| 매입채무및기타채무의증가           | -0.3   | 15.1   | 7.5    | 7.2    | 8.0    |
| 기타                     | -20.5  | -40.5  | 0.0    | 0.0    | 0.1    |
| 기타현금흐름                 | -97.7  | -65.4  | -100.5 | -106.5 | -115.6 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -187.5 | -163.2 | -152.1 | -152.1 | -152.1 |
| 유형자산의 취득               | -125.8 | -151.8 | -150.0 | -150.0 | -150.0 |
| 유형자산의 처분               | 6.7    | 7.2    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | -3.4   | -5.0   | -4.0   | -4.0   | -4.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | -21.5  | -5.8   | 1.9    | 1.9    | 1.9    |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -27.3  | -1.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | -16.2  | -6.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -184.4 | -86.5  | -74.8  | -69.6  | -89.6  |
| 차입금의 증가(감소)            | -152.0 | -54.8  | -45.2  | -40.0  | -60.0  |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -23.7  | -23.7  | -29.6  | -29.6  | -29.6  |
| 기타                     | -8.7   | -8.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타현금흐름                 | 4.4    | -8.9   | 66.0   | 72.0   | 81.0   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -19.7  | 202.5  | 177.3  | 216.2  | 238.4  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 184.6  | 165.0  | 367.4  | 544.7  | 760.9  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 165.0  | 367.4  | 544.7  | 760.9  | 999.4  |

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 596.3   | 797.5   | 994.1   | 1,234.1 | 1,499.0 |
| 현금 및 현금성자산      | 165.0   | 367.4   | 544.7   | 760.9   | 999.4   |
| 단기금융자산          | 71.2    | 72.9    | 72.9    | 72.9    | 72.9    |
| 매출채권 및 기타채권     | 185.5   | 164.2   | 187.6   | 199.9   | 213.5   |
| 재고자산            | 147.6   | 179.7   | 175.6   | 187.1   | 199.9   |
| 기타유동자산          | 27.0    | 13.3    | 13.3    | 13.3    | 13.3    |
| <b>비유동자산</b>    | 1,856.0 | 1,867.9 | 1,881.7 | 1,894.2 | 1,905.3 |
| 투자자산            | 51.9    | 58.3    | 56.9    | 55.6    | 54.2    |
| 유형자산            | 1,655.5 | 1,662.5 | 1,678.1 | 1,692.2 | 1,705.0 |
| 무형자산            | 54.7    | 55.5    | 55.1    | 54.8    | 54.6    |
| 기타비유동자산         | 93.9    | 91.6    | 91.6    | 91.6    | 91.5    |
| <b>자산총계</b>     | 2,452.3 | 2,665.4 | 2,875.8 | 3,128.3 | 3,404.3 |
| <b>유동부채</b>     | 464.5   | 345.5   | 387.8   | 395.0   | 383.0   |
| 매입채무 및 기타채무     | 258.0   | 264.0   | 271.5   | 278.7   | 286.7   |
| 단기금융부채          | 134.3   | 10.1    | 44.9    | 44.9    | 24.9    |
| 기타유동부채          | 72.2    | 71.4    | 71.4    | 71.4    | 71.4    |
| <b>비유동부채</b>    | 320.3   | 422.4   | 342.4   | 302.4   | 262.4   |
| 장기금융부채          | 176.9   | 246.1   | 166.1   | 126.1   | 86.1    |
| 기타비유동부채         | 143.4   | 176.3   | 176.3   | 176.3   | 176.3   |
| <b>부채총계</b>     | 784.8   | 767.9   | 730.2   | 697.4   | 645.4   |
| <b>지배지분</b>     | 1,622.6 | 1,830.0 | 2,074.1 | 2,353.1 | 2,674.2 |
| 자본금             | 19.8    | 19.8    | 19.8    | 19.8    | 19.8    |
| 자본잉여금           | 598.2   | 598.2   | 598.2   | 598.2   | 598.2   |
| 기타자본            | 623.8   | 622.8   | 622.8   | 622.8   | 622.8   |
| 기타포괄손익누계액       | 2.5     | -32.9   | -32.9   | -32.9   | -32.9   |
| 이익잉여금           | 378.4   | 622.2   | 866.3   | 1,145.3 | 1,466.3 |
| 비지배지분           | 44.9    | 67.6    | 71.6    | 77.7    | 84.7    |
| <b>자본총계</b>     | 1,667.5 | 1,897.5 | 2,145.6 | 2,430.8 | 2,758.8 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 5,453  | 6,768  | 6,924  | 7,808  | 8,869  |
| BPS                | 41,042 | 46,286 | 52,460 | 59,519 | 67,638 |
| CFPS               | 11,984 | 14,198 | 11,394 | 12,369 | 13,484 |
| DPS                | 600    | 750    | 750    | 750    | 750    |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 19.3   | 18.3   | 17.2   | 15.2   | 13.4   |
| PER(최고)            | 23.7   | 24.3   | 20.7   |        |        |
| PER(최저)            | 13.9   | 12.9   | 16.2   |        |        |
| PBR                | 2.57   | 2.68   | 2.27   | 2.00   | 1.76   |
| PBR(최고)            | 3.14   | 3.55   | 2.74   |        |        |
| PBR(최저)            | 1.85   | 1.89   | 2.14   |        |        |
| PSR                | 2.06   | 2.20   | 1.97   | 1.85   | 1.73   |
| PCFR               | 8.8    | 8.7    | 10.4   | 9.6    | 8.8    |
| EV/EBITDA          | 9.3    | 9.3    | 8.5    | 7.3    | 6.2    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 10.8   | 10.8   | 10.7   | 9.4    | 8.3    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| ROA                | 9.2    | 10.7   | 10.0   | 10.5   | 10.9   |
| ROE                | 14.2   | 15.5   | 14.0   | 13.9   | 14.0   |
| ROIC               | 14.0   | 16.2   | 14.7   | 16.2   | 17.9   |
| 매출채권회전율            | 11.4   | 12.8   | 13.6   | 13.2   | 13.2   |
| 재고자산회전율            | 13.3   | 13.6   | 13.5   | 14.1   | 14.1   |
| 부채비율               | 47.1   | 40.5   | 34.0   | 28.7   | 23.4   |
| 순차입금비용             | 4.5    | -9.7   | -19.0  | -27.3  | -34.8  |
| 이자보상배율             | 30.0   | 51.1   | 62.3   | 85.6   | 148.0  |
| <b>총차입금</b>        | 311.2  | 256.2  | 211.0  | 171.0  | 111.0  |
| 순차입금               | 75.1   | -184.2 | -406.6 | -662.8 | -961.3 |
| NOPLAT             | 249.7  | 294.9  | 270.1  | 302.5  | 339.7  |
| FCF                | 231.0  | 249.3  | 243.1  | 272.1  | 308.8  |

## 4) 하이트진로 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 50,000원

하이트진로의 2Q21 연결기준 영업이익은 483억원(-11 YoY)으로 낮아진 시장 기대치에 부합할 것으로 전망된다. 2분기에도 사회적 거리두기 단계가 크게 완화되지 못하면서, 업소용 채널의 주류 수요가 전반적으로 부진하였다. 이에 따라, 소주와 국산맥주의 매출액이 전년동기 대비 각각 -5%, -11% 역성장 할 것으로 전망된다.

단기적으로 7/12부터 사회적 거리두기 단계가 상향되고, 집합금지 기준이 강화되면서, 업소용 주류 수요는 추가로 감소할 것으로 판단된다. 또한, 한정적인 가정용 수요를 두고 맥주 제품의 가격 경쟁이 심화되면서, 전사 수익성 하락 압력도 있는 상황이다. 다만, 3분기부터는 상대적으로 외부활동이 활발한 50대 이하 연령대의 백신 접종률이 상승하기 때문에, 중기적으로 업소용 채널 수요 회복으로 인한 맥주 MS 상승에 대한 기대는 여전히 유효한 것으로 판단된다.

## 하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020           | 2021E          | 2022E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>533.9</b> | <b>581.6</b> | <b>624.3</b> | <b>516.6</b> | <b>535.1</b> | <b>560.8</b> | <b>597.1</b> | <b>573.7</b> | <b>2,256.3</b> | <b>2,266.6</b> | <b>2,420.6</b> |
| (YoY)          | 26.2%        | 10.9%        | 18.0%        | -7.5%        | 0.2%         | -3.6%        | -4.4%        | 11.0%        | 10.9%          | 0.5%           | 6.8%           |
| <b>별도기준</b>    | <b>487.2</b> | <b>529.6</b> | <b>565.7</b> | <b>466.7</b> | <b>484.0</b> | <b>508.8</b> | <b>538.6</b> | <b>523.8</b> | <b>2,049.3</b> | <b>2,055.2</b> | <b>2,209.2</b> |
| (YoY)          | 28.6%        | 12.3%        | 18.8%        | -7.4%        | -0.7%        | -3.9%        | -4.8%        | 12.2%        | 12.0%          | 0.3%           | 7.5%           |
| 맥주             | 179.7        | 214.1        | 243.3        | 171.8        | 173.2        | 197.1        | 224.8        | 191.7        | 809.0          | 786.8          | 883.4          |
| (YoY)          | 31.7%        | 7.6%         | 21.0%        | -5.6%        | -3.6%        | -8.0%        | -7.6%        | 11.6%        | 12.6%          | -2.7%          | 12.3%          |
| 제품             | 163.5        | 194.5        | 216.9        | 151.1        | 151.9        | 172.3        | 192.0        | 167.0        | 726.0          | 683.2          | 769.4          |
| (YoY)          | 50.5%        | 16.8%        | 20.9%        | -8.5%        | -7.1%        | -11.4%       | -11.5%       | 10.5%        | 17.2%          | -5.9%          | 12.6%          |
| 테라             | 88.1         | 109.4        | 125.6        | 89.4         | 86.9         | 103.7        | 119.4        | 112.5        | 412.5          | 422.5          | 540.0          |
| 테라 외           | 75.4         | 85.1         | 91.3         | 61.7         | 65.0         | 68.5         | 72.6         | 54.5         | 313.5          | 260.6          | 229.4          |
| 상품/기타          | 16.1         | 19.7         | 26.4         | 20.8         | 21.3         | 24.8         | 32.8         | 24.8         | 83.0           | 103.6          | 114.0          |
| 소주             | 290.7        | 294.7        | 299.9        | 267.8        | 277.4        | 281.0        | 284.9        | 304.8        | 1,122.9        | 1,115.7        | 1,155.8        |
| (YoY)          | 28.7%        | 16.5%        | 15.8%        | -11.9%       | -4.6%        | -4.6%        | -5.0%        | 13.8%        | 11.0%          | -0.6%          | 3.6%           |
| 기타             | 16.8         | 20.8         | 22.5         | 27.1         | 33.5         | 30.7         | 28.8         | 27.3         | 117.5          | 152.6          | 169.9          |
| 연결-별도          | 46.6         | 52.0         | 58.5         | 49.9         | 51.0         | 52.0         | 58.5         | 49.9         | 207.0          | 211.4          | 211.4          |
| <b>매출총이익</b>   | <b>230.6</b> | <b>259.1</b> | <b>278.8</b> | <b>206.5</b> | <b>228.2</b> | <b>242.6</b> | <b>258.8</b> | <b>243.5</b> | <b>975.0</b>   | <b>973.0</b>   | <b>1,080.8</b> |
| (GPM)          | 43.2%        | 44.6%        | 44.7%        | 40.0%        | 42.6%        | 43.3%        | 43.3%        | 42.4%        | 43.2%          | 42.9%          | 44.6%          |
| <b>별도기준</b>    | <b>208.0</b> | <b>231.6</b> | <b>249.7</b> | <b>181.2</b> | <b>200.5</b> | <b>215.1</b> | <b>229.6</b> | <b>218.2</b> | <b>870.5</b>   | <b>863.4</b>   | <b>971.1</b>   |
| (GPM)          | 42.7%        | 43.7%        | 44.1%        | 38.8%        | 41.4%        | 42.3%        | 42.6%        | 41.7%        | 42.5%          | 42.0%          | 44.0%          |
| 연결-별도          | 22.6         | 27.5         | 29.2         | 25.3         | 27.7         | 27.5         | 29.2         | 25.3         | 104.5          | 109.7          | 109.7          |
| <b>판매비</b>     | <b>174.4</b> | <b>205.0</b> | <b>214.4</b> | <b>182.6</b> | <b>175.3</b> | <b>194.3</b> | <b>202.4</b> | <b>202.7</b> | <b>776.5</b>   | <b>774.5</b>   | <b>840.3</b>   |
| (판매비율)         | 32.7%        | 35.3%        | 34.4%        | 35.4%        | 32.8%        | 34.6%        | 33.9%        | 35.3%        | 34.4%          | 34.2%          | 34.7%          |
| <b>별도기준</b>    | <b>156.9</b> | <b>185.6</b> | <b>189.5</b> | <b>157.7</b> | <b>156.5</b> | <b>174.8</b> | <b>177.4</b> | <b>177.8</b> | <b>689.7</b>   | <b>686.5</b>   | <b>752.3</b>   |
| (판매비율)         | 32.2%        | 35.0%        | 33.5%        | 33.8%        | 32.3%        | 34.4%        | 32.9%        | 33.9%        | 33.7%          | 33.4%          | 34.1%          |
| 연결-별도          | 17.5         | 19.5         | 24.9         | 24.9         | 18.7         | 19.5         | 24.9         | 24.9         | 86.8           | 88.0           | 88.0           |
| <b>영업이익</b>    | <b>56.1</b>  | <b>54.1</b>  | <b>64.4</b>  | <b>23.9</b>  | <b>52.9</b>  | <b>48.3</b>  | <b>56.4</b>  | <b>40.8</b>  | <b>198.5</b>   | <b>198.5</b>   | <b>240.5</b>   |
| (YoY)          | 흑전           | 410.9%       | 30.9%        | -27.0%       | -5.7%        | -10.7%       | -12.3%       | 70.9%        | 124.9%         | 0.0%           | 21.2%          |
| (OPM)          | 10.5%        | 9.3%         | 10.3%        | 4.6%         | 9.9%         | 8.6%         | 9.5%         | 7.1%         | 8.8%           | 8.8%           | 9.9%           |
| <b>별도기준</b>    | <b>51.1</b>  | <b>46.0</b>  | <b>60.1</b>  | <b>23.5</b>  | <b>43.9</b>  | <b>40.3</b>  | <b>52.2</b>  | <b>40.4</b>  | <b>180.8</b>   | <b>176.8</b>   | <b>218.8</b>   |
| (YoY)          | 흑전           | 475.8%       | 29.5%        | -25.1%       | -14.0%       | -12.5%       | -13.2%       | 71.9%        | 125.1%         | -2.2%          | 23.8%          |
| (OPM)          | 10.5%        | 8.7%         | 10.6%        | 5.0%         | 9.1%         | 7.9%         | 9.7%         | 7.7%         | 8.8%           | 8.6%           | 9.9%           |
| 연결-별도          | 5.1          | 8.0          | 4.2          | 0.4          | 9.0          | 8.0          | 4.2          | 0.4          | 17.7           | 21.6           | 21.6           |
| 세전이익           | 45.0         | 48.7         | 46.5         | -16.5        | 47.9         | 39.4         | 47.5         | 31.7         | 123.6          | 166.5          | 204.4          |
| 순이익            | 33.4         | 34.9         | 32.2         | -13.8        | 29.1         | 28.2         | 34.0         | 22.4         | 86.6           | 113.7          | 147.2          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>33.4</b>  | <b>34.9</b>  | <b>32.3</b>  | <b>-13.9</b> | <b>29.1</b>  | <b>28.2</b>  | <b>34.0</b>  | <b>22.4</b>  | <b>86.7</b>    | <b>113.6</b>   | <b>147.2</b>   |
| (YoY)          | 흑전           | 흑전           | 24.8%        | 적지           | -12.9%       | -19.3%       | 5.3%         | 흑전           | 흑전             | 31.1%          | 29.6%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 하이트진로 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,035.1 | 2,256.3 | 2,266.6 | 2,420.6 | 2,549.1 |
| 매출원가                 | 1,163.2 | 1,281.3 | 1,293.6 | 1,339.8 | 1,388.4 |
| 매출총이익                | 871.8   | 975.0   | 973.0   | 1,080.8 | 1,160.7 |
| 판매비                  | 783.6   | 776.5   | 774.5   | 840.3   | 895.2   |
| <b>영업이익</b>          | 88.2    | 198.5   | 198.5   | 240.5   | 265.6   |
| <b>EBITDA</b>        | 215.2   | 336.7   | 334.7   | 381.1   | 410.0   |
| 영업외손익                | -87.8   | -74.9   | -32.0   | -36.0   | -35.3   |
| 이자수익                 | 1.5     | 3.1     | 2.7     | 3.1     | 3.8     |
| 이자비용                 | 46.3    | 46.3    | 42.6    | 42.6    | 42.6    |
| 외환관련이익               | 4.1     | 6.9     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 외환관련손실               | 4.3     | 8.5     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.0     | -7.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | -42.8   | -23.1   | 7.9     | 3.5     | 3.5     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 0.5     | 123.6   | 166.5   | 204.4   | 230.3   |
| 법인세비용                | 42.8    | 37.0    | 52.8    | 57.2    | 64.5    |
| 계속사업손익               | -42.4   | 86.6    | 113.7   | 147.2   | 165.8   |
| <b>당기순이익</b>         | -42.4   | 86.6    | 113.7   | 147.2   | 165.8   |
| <b>지배주주순이익</b>       | -42.3   | 86.7    | 113.6   | 147.2   | 165.8   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 7.9     | 10.9    | 0.5     | 6.8     | 5.3     |
| 영업이익 증감율             | -2.5    | 125.1   | 0.0     | 21.2    | 10.4    |
| EBITDA 증감율           | -0.1    | 56.5    | -0.6    | 13.9    | 7.6     |
| 지배주주순이익 증감율          | -290.1  | -305.0  | 31.0    | 29.6    | 12.6    |
| EPS 증감율              | 적전      | 흑전      | 31.1    | 29.6    | 12.6    |
| 매출총이익률(%)            | 42.8    | 43.2    | 42.9    | 44.7    | 45.5    |
| 영업이익률(%)             | 4.3     | 8.8     | 8.8     | 9.9     | 10.4    |
| EBITDA Margin(%)     | 10.6    | 14.9    | 14.8    | 15.7    | 16.1    |
| 지배주주순이익률(%)          | -2.1    | 3.8     | 5.0     | 6.1     | 6.5     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 28.3   | 382.8  | 246.2  | 264.5  | 285.2  |
| 당기순이익                  | -42.4  | 86.6   | 113.7  | 147.2  | 165.8  |
| 비현금항목의 가감              | 333.0  | 343.4  | 238.0  | 242.4  | 246.2  |
| 유형자산감가상각비              | 122.0  | 133.1  | 131.0  | 135.4  | 139.3  |
| 무형자산감가상각비              | 10.4   | 10.2   | 10.4   | 10.4   | 10.4   |
| 지분법평가손익                | 0.0    | -7.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | 200.6  | 207.1  | 96.6   | 96.6   | 96.5   |
| 영업활동자산부채증감             | -200.6 | 11.7   | -13.2  | -28.8  | -24.1  |
| 매출채권및기타채권의감소           | 77.2   | 47.5   | -18.2  | -24.8  | -20.7  |
| 재고자산의감소                | -22.1  | -16.6  | 4.4    | -12.5  | -10.4  |
| 매입채무및기타채무의증가           | 24.6   | -12.8  | 0.6    | 8.4    | 7.0    |
| 기타                     | -280.3 | -6.4   | 0.0    | 0.1    | 0.0    |
| 기타현금흐름                 | -61.7  | -58.9  | -92.3  | -96.3  | -102.7 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -66.0  | -141.1 | -169.5 | -169.5 | -169.5 |
| 유형자산의 취득               | -160.7 | -151.2 | -170.0 | -170.0 | -170.0 |
| 유형자산의 처분               | 5.3    | 31.7   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | 0.0    | -2.9   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 투자자산의감소(증가)            | 0.1    | -8.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 86.4   | -19.1  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | 2.9    | 9.2    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -111.6 | -116.6 | -124.8 | -62.4  | -62.4  |
| 차입금의 증가(감소)            | -39.4  | -57.8  | -62.4  | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -55.7  | -48.7  | -52.4  | -52.4  | -52.4  |
| 기타                     | -16.5  | -10.1  | -10.0  | -10.0  | -10.0  |
| 기타현금흐름                 | 2.6    | -4.9   | 5.3    | 9.2    | 15.8   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -146.7 | 120.3  | -42.9  | 41.8   | 68.9   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 291.0  | 144.2  | 264.5  | 221.6  | 263.4  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 144.2  | 264.5  | 221.6  | 263.4  | 332.3  |

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 782.3   | 899.4   | 870.2   | 949.3   | 1,049.4 |
| 현금 및 현금성자산      | 144.2   | 264.5   | 221.6   | 263.4   | 332.4   |
| 단기금융자산          | 16.5    | 35.6    | 35.6    | 35.6    | 35.6    |
| 매출채권 및 기타채권     | 378.3   | 347.4   | 365.6   | 390.4   | 411.1   |
| 재고자산            | 177.3   | 187.8   | 183.4   | 195.8   | 206.2   |
| 기타유동자산          | 66.0    | 64.1    | 64.0    | 64.1    | 64.1    |
| <b>비유동자산</b>    | 2,488.6 | 2,398.4 | 2,427.0 | 2,451.2 | 2,471.5 |
| 투자자산            | 51.9    | 53.8    | 53.8    | 53.8    | 53.8    |
| 유형자산            | 2,052.1 | 1,997.3 | 2,036.3 | 2,071.0 | 2,101.7 |
| 무형자산            | 174.8   | 165.9   | 155.5   | 145.0   | 134.7   |
| 기타비유동자산         | 209.8   | 181.4   | 181.4   | 181.4   | 181.3   |
| <b>자산총계</b>     | 3,270.9 | 3,297.8 | 3,297.2 | 3,400.5 | 3,520.9 |
| <b>유동부채</b>     | 1,358.9 | 1,435.6 | 1,373.8 | 1,382.2 | 1,389.3 |
| 매입채무 및 기타채무     | 783.1   | 822.4   | 823.0   | 831.4   | 838.5   |
| 단기금융부채          | 532.0   | 541.1   | 478.7   | 478.7   | 478.7   |
| 기타유동부채          | 43.8    | 72.1    | 72.1    | 72.1    | 72.1    |
| <b>비유동부채</b>    | 878.8   | 787.9   | 787.9   | 787.9   | 787.9   |
| 장기금융부채          | 639.5   | 560.8   | 560.8   | 560.8   | 560.8   |
| 기타비유동부채         | 239.3   | 227.1   | 227.1   | 227.1   | 227.1   |
| <b>부채총계</b>     | 2,237.7 | 2,223.5 | 2,161.7 | 2,170.1 | 2,177.2 |
| <b>지배지분</b>     | 1,032.5 | 1,073.8 | 1,135.0 | 1,229.8 | 1,343.2 |
| 자본금             | 368.8   | 368.8   | 368.8   | 368.8   | 368.8   |
| 자본잉여금           | 509.3   | 509.3   | 509.3   | 509.3   | 509.3   |
| 기타자본            | -94.2   | -94.2   | -94.2   | -94.2   | -94.2   |
| 기타포괄손익누계액       | 9.7     | 8.8     | 8.8     | 8.8     | 8.8     |
| 이익잉여금           | 238.9   | 281.1   | 342.3   | 437.1   | 550.5   |
| 비지배지분           | 0.7     | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| <b>자본총계</b>     | 1,033.2 | 1,074.3 | 1,135.5 | 1,230.3 | 1,343.7 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A   | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |        |        |        |        |
| EPS                | -594    | 1,216  | 1,594  | 2,065  | 2,326  |
| BPS                | 14,488  | 15,067 | 15,926 | 17,256 | 18,847 |
| CFPS               | 4,078   | 6,034  | 4,934  | 5,467  | 5,781  |
| DPS                | 700     | 750    | 750    | 750    | 750    |
| <b>주가배수(배)</b>     |         |        |        |        |        |
| PER                | -48.8   | 26.2   | 22.1   | 17.0   | 15.1   |
| PER(최고)            | -52.5   | 38.7   | 25.6   |        |        |
| PER(최저)            | -26.7   | 17.4   | 19.7   |        |        |
| PBR                | 2.00    | 2.11   | 2.21   | 2.04   | 1.87   |
| PBR(최고)            | 2.15    | 3.12   | 2.56   |        |        |
| PBR(최저)            | 1.09    | 1.40   | 1.97   |        |        |
| PSR                | 1.02    | 1.01   | 1.11   | 1.04   | 0.98   |
| PCFR               | 7.1     | 5.3    | 7.1    | 6.4    | 6.1    |
| EV/EBITDA          | 13.6    | 8.7    | 9.4    | 8.1    | 7.4    |
| <b>주요비율(%)</b>     |         |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | -113.3  | 59.4   | 45.3   | 35.0   | 31.1   |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 2.4     | 2.4    | 2.1    | 2.1    | 2.1    |
| ROA                | -1.3    | 2.6    | 3.4    | 4.4    | 4.8    |
| ROE                | -3.9    | 8.2    | 10.3   | 12.4   | 12.9   |
| ROIC               | 2.9     | 6.2    | 6.6    | 8.3    | 9.0    |
| 매출채권회전율            | 4.8     | 6.2    | 6.4    | 6.4    | 6.4    |
| 재고자산회전율            | 11.9    | 12.4   | 12.2   | 12.8   | 12.7   |
| 부채비율               | 216.6   | 207.0  | 190.4  | 176.4  | 162.0  |
| 순차입금비용             | 83.8    | 62.1   | 57.0   | 49.2   | 39.9   |
| 이자보상배율             | 1.9     | 4.3    | 4.7    | 5.6    | 6.2    |
| <b>총차입금</b>        | 1,026.1 | 966.8  | 904.5  | 904.5  | 904.5  |
| <b>순차입금</b>        | 865.4   | 666.7  | 647.2  | 605.5  | 536.5  |
| NOPLAT             | 60.1    | 128.7  | 131.9  | 169.4  | 187.5  |
| FCF                | -163.5  | 161.4  | 90.2   | 116.4  | 143.1  |

## 5) 농심 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 410,000원

농심의 2Q21 연결기준 영업이익은 183억원(-56% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 전년동기 코로나19 확산에 따른 라면 수요 억지로 인해, 전사 매출이 역신장 하였고, 팜유 등 주요 원재료 단가 상승으로 원가율 상승 부담이 커졌기 때문이다.

하지만, 전반적으로 전사 실적은 저점을 통과하고 있는 것으로 판단된다. 라면 수요 억지 우려가 대부분 해소되었고, 주요 경쟁사가 라면 가격 인상(+11.9%)을 단행하면서, 동사의 라면 가격 인상 가능성이 매우 높아졌기 때문이다. 경쟁사 대비 가격 레벨이 높은 편이기 때문에, 가격 인상률 레벨은 다소 낮겠지만, 밀가루/팜유 등 원재료 단가 상승 부담을 판가로 전가할 여력이 커졌기 때문에(22년 내수 라면 가격 인상을 +8% 가정), 중기적으로 전사 실적 추정치가 상향 조정될 것으로 전망된다.

## 농심 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)              | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020           | 2021E          | 2022E          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>             | <b>687.7</b> | <b>668.0</b> | <b>651.5</b> | <b>632.6</b> | <b>634.4</b> | <b>622.1</b> | <b>631.0</b> | <b>631.0</b> | <b>2,639.8</b> | <b>2,518.6</b> | <b>2,695.1</b> |
| (YoY)                  | 16.8%        | 17.6%        | 10.4%        | 5.9%         | -7.7%        | -6.9%        | -3.1%        | -0.3%        | 12.6%          | -4.6%          | 7.0%           |
| <b>국내</b>              | <b>519.9</b> | <b>483.5</b> | <b>485.5</b> | <b>475.5</b> | <b>461.1</b> | <b>445.8</b> | <b>457.1</b> | <b>459.0</b> | <b>1,964.4</b> | <b>1,823.0</b> | <b>1,932.1</b> |
| (YoY)                  | 14.2%        | 10.1%        | 8.6%         | 3.6%         | -11.3%       | -7.8%        | -5.9%        | -3.5%        | 9.1%           | -7.2%          | 6.0%           |
| 면류                     | 354.7        | 319.0        | 321.6        | 337.4        | 300.0        | 293.5        | 297.3        | 316.0        | 1,332.7        | 1,206.8        | 1,309.1        |
| (YoY)                  | 17.2%        | 7.2%         | 7.9%         | 6.4%         | -15.4%       | -8.0%        | -7.6%        | -6.3%        | 9.7%           | -9.4%          | 8.5%           |
| 스낵                     | 91.2         | 85.6         | 93.1         | 83.3         | 85.3         | 82.2         | 88.9         | 81.2         | 353.2          | 337.7          | 341.0          |
| (YoY)                  | 15.3%        | 10.0%        | 10.0%        | 1.6%         | -6.5%        | -4.0%        | -4.5%        | -2.5%        | 9.2%           | -4.4%          | 1.0%           |
| 음료                     | 34.7         | 44.2         | 43.7         | 34.0         | 33.9         | 45.7         | 44.7         | 34.3         | 156.6          | 158.7          | 169.2          |
| 수출/상품/기타               | 129.4        | 131.9        | 122.3        | 115.6        | 142.2        | 127.8        | 128.3        | 133.4        | 499.2          | 531.7          | 557.7          |
| 차이                     | -90.1        | -97.2        | -95.2        | -94.8        | -100.3       | -103.4       | -102.2       | -105.9       | -377.3         | -411.8         | -444.9         |
| <b>해외</b>              | <b>168.4</b> | <b>184.5</b> | <b>165.9</b> | <b>157.2</b> | <b>173.3</b> | <b>176.3</b> | <b>173.9</b> | <b>172.0</b> | <b>676.1</b>   | <b>695.5</b>   | <b>763.0</b>   |
| (YoY)                  | 26.4%        | 43.0%        | 16.1%        | 13.7%        | 2.9%         | -4.5%        | 4.8%         | 9.4%         | 24.4%          | 2.9%           | 9.7%           |
| 미국/캐나다                 | 87.0         | 92.9         | 90.0         | 90.5         | 90.3         | 95.3         | 94.6         | 94.6         | 360.3          | 374.9          | 420.4          |
| 중국                     | 55.9         | 59.8         | 47.6         | 41.7         | 54.9         | 48.2         | 49.3         | 49.0         | 205.0          | 201.4          | 211.8          |
| 일본                     | 17.1         | 20.7         | 17.6         | 17.5         | 19.3         | 21.3         | 18.2         | 18.9         | 73.0           | 77.7           | 83.4           |
| 호주                     | 6.2          | 9.1          | 9.4          | 6.2          | 7.1          | 9.3          | 9.8          | 7.3          | 31.0           | 33.6           | 37.3           |
| 베트남                    | 2.2          | 2.1          | 1.4          | 1.2          | 1.7          | 2.1          | 2.0          | 2.2          | 6.9            | 7.9            | 10.1           |
| <b>영업이익</b>            | <b>63.6</b>  | <b>41.4</b>  | <b>29.3</b>  | <b>26.0</b>  | <b>28.3</b>  | <b>18.3</b>  | <b>19.1</b>  | <b>30.0</b>  | <b>160.3</b>   | <b>95.7</b>    | <b>140.1</b>   |
| (YoY)                  | 101.1%       | 404.8%       | 57.9%        | 27.3%        | -55.5%       | -55.9%       | -35.0%       | 15.4%        | 103.4%         | -40.3%         | 46.5%          |
| (OPM)                  | 9.2%         | 6.2%         | 4.5%         | 4.1%         | 4.5%         | 2.9%         | 3.0%         | 4.8%         | 6.1%           | 3.8%           | 5.2%           |
| <b>국내</b>              | <b>47.2</b>  | <b>16.7</b>  | <b>16.8</b>  | <b>10.2</b>  | <b>11.1</b>  | <b>3.5</b>   | <b>5.3</b>   | <b>13.8</b>  | <b>90.9</b>    | <b>33.7</b>    | <b>72.3</b>    |
| (OPM)                  | 9.1%         | 3.5%         | 3.5%         | 2.1%         | 2.4%         | 0.8%         | 1.2%         | 3.0%         | 4.6%           | 1.8%           | 3.7%           |
| <b>해외</b>              | <b>14.2</b>  | <b>23.2</b>  | <b>12.6</b>  | <b>14.0</b>  | <b>12.8</b>  | <b>12.2</b>  | <b>12.9</b>  | <b>13.5</b>  | <b>64.1</b>    | <b>51.4</b>    | <b>57.3</b>    |
| (OPM)                  | 8.4%         | 12.6%        | 7.6%         | 8.9%         | 7.4%         | 6.9%         | 7.4%         | 7.8%         | 9.5%           | 7.4%           | 7.5%           |
| 미국/캐나다                 | 7.2          | 11.6         | 10.2         | 12.3         | 10.7         | 11.5         | 11.2         | 12.3         | 41.3           | 45.7           | 51.0           |
| (OPM)                  | 8.2%         | 12.5%        | 11.4%        | 13.6%        | 11.8%        | 12.1%        | 11.8%        | 13.0%        | 11.5%          | 12.2%          | 12.1%          |
| 중국                     | 6.4          | 10.1         | 1.8          | -1.3         | 1.1          | -0.6         | 0.6          | 0.7          | 16.9           | 1.9            | 2.1            |
| (OPM)                  | 11.4%        | 16.9%        | 3.8%         | -3.2%        | 2.1%         | -1.1%        | 1.3%         | 1.3%         | 8.3%           | 0.9%           | 1.0%           |
| 기타                     | 0.6          | 1.5          | 0.6          | 3.1          | 1.0          | 1.3          | 1.1          | 0.6          | 5.8            | 3.9            | 4.2            |
| 연결조정                   | 2.2          | 1.5          | -0.1         | 1.8          | 4.4          | 2.5          | 0.9          | 2.8          | 5.3            | 10.6           | 10.6           |
| 세전이익                   | 65.0         | 50.1         | 39.5         | 35.8         | 38.3         | 25.3         | 26.1         | 36.2         | 190.6          | 125.9          | 171.8          |
| 순이익                    | 48.9         | 36.4         | 29.5         | 34.2         | 29.1         | 19.2         | 19.8         | 27.4         | 149.0          | 95.5           | 130.2          |
| <b>(지배)순이익</b>         | <b>48.7</b>  | <b>36.2</b>  | <b>29.5</b>  | <b>34.1</b>  | <b>29.0</b>  | <b>19.2</b>  | <b>19.8</b>  | <b>27.4</b>  | <b>148.5</b>   | <b>95.4</b>    | <b>130.2</b>   |
| (YoY)                  | 67.9%        | 678.3%       | 82.4%        | 61.2%        | -40.5%       | -47.0%       | -32.8%       | -19.5%       | 109.2%         | -35.7%         | 36.4%          |
| <b>현지 통화 기준 매출 성장률</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |
| 미국                     | 15.6%        | 31.7%        | 17.2%        | 24.8%        | 11.3%        | 11.8%        | 9.6%         | 2.8%         | 22.1%          | 8.7%           | 11.0%          |
| 중국                     | 25.8%        | 54.2%        | 7.0%         | 1.0%         | 4.4%         | -20.0%       | 1.0%         | 13.0%        | 21.2%          | -1.7%          | 2.1%           |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 농심 추정 재무제표

### 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,343.9 | 2,639.8 | 2,518.6 | 2,695.1 | 2,807.3 |
| 매출원가                 | 1,626.0 | 1,802.6 | 1,759.1 | 1,856.8 | 1,926.1 |
| 매출총이익                | 717.9   | 837.2   | 759.5   | 838.3   | 881.2   |
| 판매비                  | 639.1   | 676.9   | 663.8   | 698.2   | 730.4   |
| <b>영업이익</b>          | 78.8    | 160.3   | 95.7    | 140.1   | 150.8   |
| <b>EBITDA</b>        | 174.8   | 261.9   | 197.3   | 244.1   | 256.8   |
| 영업외손익                | 24.7    | 30.3    | 30.3    | 31.7    | 33.3    |
| 이자수익                 | 13.1    | 10.4    | 11.7    | 13.1    | 14.8    |
| 이자비용                 | 5.7     | 3.9     | 3.9     | 3.9     | 3.9     |
| 외환관련이익               | 9.5     | 16.7    | 11.3    | 11.3    | 11.3    |
| 외환관련손실               | 8.4     | 11.4    | 8.6     | 8.6     | 8.6     |
| 종속 및 관계기업손익          | -1.3    | -1.7    | -1.7    | -1.7    | -1.7    |
| 기타                   | 17.5    | 20.2    | 21.5    | 21.5    | 21.4    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 103.5   | 190.6   | 125.9   | 171.8   | 184.1   |
| 법인세비용                | 32.4    | 41.5    | 30.4    | 41.6    | 44.6    |
| 계속사업순손익              | 71.1    | 149.0   | 95.5    | 130.2   | 139.6   |
| <b>당기순이익</b>         | 71.1    | 149.0   | 95.5    | 130.2   | 139.6   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 71.0    | 148.5   | 95.4    | 130.2   | 139.6   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 4.8     | 12.6    | -4.6    | 7.0     | 4.2     |
| 영업이익 증감율             | -11.0   | 103.4   | -40.3   | 46.4    | 7.6     |
| EBITDA 증감율           | 1.0     | 49.8    | -24.7   | 23.7    | 5.2     |
| 지배주주순이익 증감율          | -15.8   | 109.2   | -35.8   | 36.5    | 7.2     |
| EPS 증감율              | -15.8   | 109.2   | -35.7   | 36.4    | 7.2     |
| 매출총이익률(%)            | 30.6    | 31.7    | 30.2    | 31.1    | 31.4    |
| 영업이익률(%)             | 3.4     | 6.1     | 3.8     | 5.2     | 5.4     |
| EBITDA Margin(%)     | 7.5     | 9.9     | 7.8     | 9.1     | 9.1     |
| 지배주주순이익률(%)          | 3.0     | 5.6     | 3.8     | 4.8     | 5.0     |

### 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 162.5  | 231.5  | 213.9  | 209.5  | 223.7  |
| 당기순이익                  | 71.1   | 149.0  | 95.5   | 130.2  | 139.6  |
| 비현금항목의 가감              | 158.6  | 173.1  | 120.0  | 122.3  | 124.3  |
| 유형자산감가상각비              | 94.7   | 100.8  | 101.1  | 103.4  | 105.5  |
| 무형자산감가상각비              | 1.3    | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| 지분법평가손익                | -1.3   | -1.7   | -1.7   | -1.7   | -1.7   |
| 기타                     | 63.9   | 73.2   | 20.0   | 20.0   | 19.9   |
| 영업활동자산부채증감             | -39.3  | -62.6  | 20.3   | -11.3  | -7.2   |
| 매출채권및기타채권의감소           | -12.1  | -3.5   | 12.9   | -15.1  | -9.6   |
| 재고자산의감소                | -7.4   | -0.3   | 20.0   | -14.6  | -9.3   |
| 매입채무및기타채무의증가           | 13.9   | -27.3  | -12.6  | 18.4   | 11.7   |
| 기타                     | -33.7  | -31.5  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타현금흐름                 | -27.9  | -28.0  | -21.9  | -31.7  | -33.0  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -30.7  | -132.0 | -115.5 | -115.5 | -115.5 |
| 유형자산의 취득               | -153.9 | -180.3 | -120.0 | -120.0 | -120.0 |
| 유형자산의 처분               | 0.2    | 0.6    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | -0.2   | -0.2   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 투자자산의감소(증가)            | -17.7  | 5.2    | -1.5   | -1.5   | -1.5   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 144.7  | 36.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | -3.8   | 5.9    | 6.0    | 6.0    | 6.0    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 17.8   | -94.3  | -31.5  | -31.5  | -31.5  |
| 차입금의 증가(감소)            | 48.2   | -62.8  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -23.1  | -23.1  | -23.1  | -23.1  | -23.1  |
| 기타                     | -7.3   | -8.4   | -8.4   | -8.4   | -8.4   |
| 기타현금흐름                 | 0.6    | -1.5   | 7.7    | 17.4   | 18.8   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 150.1  | 3.7    | 74.6   | 79.9   | 95.4   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 167.7  | 317.8  | 321.5  | 396.1  | 476.0  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 317.8  | 321.5  | 396.1  | 476.0  | 571.5  |

자료: 키움증권 리서치

### 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 1,078.6 | 1,074.4 | 1,116.1 | 1,225.7 | 1,340.1 |
| 현금 및 현금성자산      | 317.8   | 321.5   | 396.1   | 476.0   | 571.5   |
| 단기금융자산          | 309.6   | 272.8   | 272.8   | 272.8   | 272.8   |
| 매출채권 및 기타채권     | 223.8   | 228.8   | 215.9   | 231.1   | 240.7   |
| 재고자산            | 208.4   | 228.4   | 208.4   | 223.0   | 232.3   |
| 기타유동자산          | 328.6   | 295.7   | 295.7   | 295.6   | 295.6   |
| <b>비유동자산</b>    | 1,574.5 | 1,651.1 | 1,669.2 | 1,685.0 | 1,698.7 |
| 투자자산            | 76.3    | 69.4    | 69.2    | 69.0    | 68.8    |
| 유형자산            | 1,208.3 | 1,271.4 | 1,290.3 | 1,306.9 | 1,321.4 |
| 무형자산            | 59.2    | 46.1    | 45.5    | 44.9    | 44.4    |
| 기타비유동자산         | 230.7   | 264.2   | 264.2   | 264.2   | 264.1   |
| <b>자산총계</b>     | 2,653.0 | 2,725.5 | 2,785.2 | 2,910.7 | 3,038.8 |
| <b>유동부채</b>     | 585.0   | 522.1   | 509.5   | 527.9   | 539.6   |
| 매입채무 및 기타채무     | 441.5   | 470.5   | 457.9   | 476.3   | 488.0   |
| 단기금융부채          | 87.5    | 12.4    | 12.4    | 12.4    | 12.4    |
| 기타유동부채          | 56.0    | 39.2    | 39.2    | 39.2    | 39.2    |
| <b>비유동부채</b>    | 127.3   | 154.4   | 154.4   | 154.4   | 154.4   |
| 장기금융부채          | 66.5    | 81.3    | 81.3    | 81.3    | 81.3    |
| 기타비유동부채         | 60.8    | 73.1    | 73.1    | 73.1    | 73.1    |
| <b>부채총계</b>     | 712.3   | 676.6   | 663.9   | 682.3   | 694.0   |
| <b>지배지분</b>     | 1,927.9 | 2,033.9 | 2,106.2 | 2,213.3 | 2,329.7 |
| 자본금             | 30.4    | 30.4    | 30.4    | 30.4    | 30.4    |
| 자본잉여금           | 120.7   | 120.8   | 120.8   | 120.8   | 120.8   |
| 기타자본            | -80.8   | -80.8   | -80.8   | -80.8   | -80.8   |
| 기타포괄손익누계액       | -20.5   | -37.2   | -37.2   | -37.2   | -37.2   |
| 이익잉여금           | 1,878.0 | 2,000.7 | 2,073.0 | 2,180.1 | 2,296.5 |
| 비지배지분           | 12.8    | 15.0    | 15.1    | 15.1    | 15.1    |
| <b>자본총계</b>     | 1,940.7 | 2,049.0 | 2,121.3 | 2,228.4 | 2,344.8 |

### 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 11,672  | 24,416  | 15,688  | 21,403  | 22,944  |
| BPS                | 316,955 | 334,382 | 346,268 | 363,868 | 383,009 |
| CFPS               | 37,759  | 52,955  | 35,419  | 41,505  | 43,379  |
| DPS                | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   |
| <b>주가배수(배)</b>     |         |         |         |         |         |
| PER                | 20.6    | 12.3    | 21.1    | 15.4    | 14.4    |
| PER(최고)            | 27.4    | 16.4    | 21.0    |         |         |
| PER(최저)            | 18.6    | 9.1     | 17.3    |         |         |
| PBR                | 0.76    | 0.90    | 0.95    | 0.91    | 0.86    |
| PBR(최고)            | 1.01    | 1.20    | 0.95    |         |         |
| PBR(최저)            | 0.68    | 0.67    | 0.78    |         |         |
| PSR                | 0.62    | 0.69    | 0.80    | 0.75    | 0.72    |
| PCFR               | 6.4     | 5.7     | 9.3     | 8.0     | 7.6     |
| EV/EBITDA          | 5.7     | 5.1     | 7.3     | 5.6     | 5.0     |
| <b>주요비율(%)</b>     |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 32.5    | 15.5    | 24.2    | 17.8    | 16.6    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.7     | 1.3     | 1.2     | 1.2     | 1.2     |
| ROA                | 2.7     | 5.5     | 3.5     | 4.6     | 4.7     |
| ROE                | 3.7     | 7.5     | 4.6     | 6.0     | 6.1     |
| ROIC               | 4.1     | 8.8     | 5.4     | 7.8     | 8.2     |
| 매출채권회전율            | 10.8    | 11.7    | 11.3    | 12.1    | 11.9    |
| 재고자산회전율            | 11.4    | 12.1    | 11.5    | 12.5    | 12.3    |
| 부채비율               | 36.7    | 33.0    | 31.3    | 30.6    | 29.6    |
| 순차입금비용             | -24.4   | -24.4   | -27.1   | -29.4   | -32.0   |
| 이자보상배율             | 13.8    | 41.0    | 24.5    | 35.8    | 38.5    |
| <b>총차입금</b>        | 154.0   | 93.7    | 93.7    | 93.7    | 93.7    |
| 순차입금               | -473.4  | -500.6  | -575.2  | -655.1  | -750.6  |
| NOPLAT             | 50.0    | 114.8   | 72.5    | 106.2   | 114.3   |
| FCF                | -47.2   | -26.2   | 74.5    | 78.9    | 93.1    |

## 6) 대상 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 40,000원

대상의 2Q21 연결기준 영업이익은 481억원(-21% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 글로벌 라이신 시황 호조에도 불구하고(ASP +20% 이상 상승 추산, 1) 작년 2분기 재난지원금 집행으로 인한 식품 수요 역기저(주로 슈퍼마켓 등), 2) 편의 식 신규 브랜드(호밍스) 출시 관련 비용 증가, 3) 옥수수 등 주요 원재료 단가 상승 부담으로 국내외 소재 부문의 수익성 악화가 나타나면서, 전사 실적이 부진할 것으로 전망된다.

하반기에도 작년 식품 수요 역기저는 일부 지속되나, 소재 부문은 점차 수익성이 반등할 것으로 전망된다. 옥수수 등 주요 원재료 단가 상승 부담을 판가 인상으로 전가하고 있기 때문이다. 특히, 별도기준 소재 매출의 50%를 차지하는 전분당은 하반기에 ASP 상승률이 +10% 이상으로 확대되고, 전방산업 수요가 회복되면서(음료/맥주 등), 전사 실적 개선을 주도할 것으로 전망된다.

## 대상 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020           | 2021E          | 2022E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>755.8</b> | <b>781.9</b> | <b>836.2</b> | <b>739.3</b> | <b>816.6</b> | <b>823.2</b> | <b>870.2</b> | <b>800.9</b> | <b>3,113.2</b> | <b>3,311.0</b> | <b>3,477.1</b> |
| (YoY)          | 4.5%         | 6.9%         | 6.7%         | 1.9%         | 8.1%         | 5.3%         | 4.1%         | 8.3%         | 5.0%           | 6.4%           | 5.0%           |
| <b>별도기준</b>    | <b>642.9</b> | <b>649.6</b> | <b>701.1</b> | <b>611.3</b> | <b>675.0</b> | <b>690.3</b> | <b>730.2</b> | <b>665.9</b> | <b>2,604.9</b> | <b>2,761.4</b> | <b>2,905.5</b> |
| (YoY)          | 15.7%        | 7.0%         | 3.4%         | -0.8%        | 5.0%         | 6.3%         | 4.2%         | 8.9%         | 6.0%           | 6.0%           | 5.2%           |
| 식품             | 431.5        | 443.7        | 524.9        | 430.5        | 475.0        | 465.4        | 534.5        | 447.2        | 1,830.5        | 1,922.1        | 2,002.1        |
| (YoY)          | 19.4%        | 9.1%         | 6.7%         | 0.3%         | 10.1%        | 4.9%         | 1.8%         | 3.9%         | 8.4%           | 5.0%           | 4.2%           |
| 소재             | 211.4        | 205.9        | 176.2        | 180.9        | 200.0        | 224.8        | 195.7        | 218.7        | 774.4          | 839.3          | 903.4          |
| (YoY)          | 8.9%         | 2.8%         | -5.2%        | -3.6%        | -5.4%        | 9.2%         | 11.1%        | 21.0%        | 0.9%           | 8.4%           | 7.6%           |
| PT 미원 인도네시아    | 63.3         | 56.7         | 59.1         | 57.9         | 63.8         | 56.7         | 62.6         | 63.7         | 237.0          | 246.7          | 264.5          |
| (YoY)          | 15.7%        | 2.1%         | 4.0%         | -4.9%        | 0.8%         | -0.1%        | 5.9%         | 9.9%         | 3.9%           | 4.1%           | 7.2%           |
| 미원 베트남         | 29.1         | 27.4         | 27.1         | 28.7         | 30.3         | 28.0         | 28.5         | 29.9         | 112.3          | 116.8          | 120.9          |
| (YoY)          | 9.5%         | 2.3%         | -0.3%        | 3.4%         | 4.1%         | 2.4%         | 5.2%         | 4.3%         | 3.7%           | 4.0%           | 3.6%           |
| 기타 및 연결조정      | 20.5         | 48.2         | 48.9         | 41.4         | 47.6         | 48.2         | 48.9         | 41.4         | 159.0          | 186.1          | 186.1          |
| <b>매출총이익</b>   | <b>202.9</b> | <b>217.6</b> | <b>232.0</b> | <b>194.5</b> | <b>222.7</b> | <b>214.7</b> | <b>215.6</b> | <b>190.6</b> | <b>847.1</b>   | <b>843.6</b>   | <b>902.9</b>   |
| (GPM)          | 26.8%        | 27.8%        | 27.7%        | 26.3%        | 27.3%        | 26.1%        | 24.8%        | 23.8%        | 27.2%          | 25.5%          | 26.0%          |
| <b>판매비</b>     | <b>153.1</b> | <b>156.6</b> | <b>174.7</b> | <b>188.3</b> | <b>168.2</b> | <b>166.6</b> | <b>168.6</b> | <b>171.8</b> | <b>672.7</b>   | <b>675.2</b>   | <b>691.5</b>   |
| (판매비율)         | 20.3%        | 20.0%        | 20.9%        | 25.5%        | 20.6%        | 20.2%        | 19.4%        | 21.4%        | 21.6%          | 20.4%          | 19.9%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>49.8</b>  | <b>61.0</b>  | <b>57.3</b>  | <b>6.2</b>   | <b>54.5</b>  | <b>48.1</b>  | <b>47.0</b>  | <b>18.8</b>  | <b>174.4</b>   | <b>168.4</b>   | <b>211.4</b>   |
| (YoY)          | 30.8%        | 80.8%        | 35.5%        | -60.1%       | 9.3%         | -21.2%       | -18.0%       | 201.7%       | 34.3%          | -3.4%          | 25.5%          |
| (OPM)          | 6.6%         | 7.8%         | 6.9%         | 0.8%         | 6.7%         | 5.8%         | 5.4%         | 2.3%         | 5.6%           | 5.1%           | 6.1%           |
| <b>별도기준</b>    | <b>39.4</b>  | <b>50.1</b>  | <b>47.0</b>  | <b>-1.0</b>  | <b>44.1</b>  | <b>43.0</b>  | <b>42.5</b>  | <b>13.6</b>  | <b>135.5</b>   | <b>143.3</b>   | <b>178.2</b>   |
| (OPM)          | 6.1%         | 7.7%         | 6.7%         | -0.2%        | 6.5%         | 6.2%         | 5.8%         | 2.0%         | 5.2%           | 5.2%           | 6.1%           |
| 식품             | 25.6         | 34.4         | 43.4         | -4.8         | 31.2         | 26.5         | 38.5         | 5.5          | 98.6           | 101.8          | 112.4          |
| (OPM)          | 5.9%         | 7.8%         | 8.3%         | -1.1%        | 6.6%         | 5.7%         | 7.2%         | 1.2%         | 5.4%           | 5.3%           | 5.6%           |
| 소재             | 13.8         | 15.7         | 3.7          | 3.8          | 12.8         | 16.5         | 4.0          | 8.1          | 37.0           | 41.4           | 65.8           |
| (OPM)          | 6.5%         | 7.6%         | 2.1%         | 2.1%         | 6.4%         | 7.3%         | 2.1%         | 3.7%         | 4.8%           | 4.9%           | 7.3%           |
| 세전이익           | 81.1         | 58.7         | 50.3         | 3.4          | 49.8         | 46.6         | 45.5         | 23.6         | 193.5          | 165.4          | 209.4          |
| 순이익            | 53.3         | 35.1         | 38.2         | 0.5          | 41.1         | 35.3         | 34.5         | 18.1         | 127.0          | 129.0          | 158.7          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>53.1</b>  | <b>34.3</b>  | <b>37.8</b>  | <b>-0.1</b>  | <b>40.7</b>  | <b>35.3</b>  | <b>34.5</b>  | <b>18.1</b>  | <b>125.1</b>   | <b>128.6</b>   | <b>158.7</b>   |
| (YoY)          | 128.3%       | -6.4%        | 72.0%        | 적전           | -23.4%       | 3.0%         | -8.8%        | 흑전           | 16.7%          | 2.8%           | 23.4%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 대상 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,964.0 | 3,113.2 | 3,311.0 | 3,477.1 | 3,588.9 |
| 매출원가                 | 2,209.6 | 2,266.1 | 2,467.4 | 2,574.1 | 2,655.9 |
| 매출총이익                | 754.4   | 847.1   | 843.6   | 902.9   | 932.9   |
| 판매비                  | 624.6   | 672.7   | 675.2   | 691.5   | 705.2   |
| <b>영업이익</b>          | 129.8   | 174.4   | 168.4   | 211.4   | 227.7   |
| <b>EBITDA</b>        | 228.5   | 279.5   | 280.0   | 326.7   | 346.1   |
| 영업외손익                | 20.7    | 16.4    | -3.0    | -2.0    | -1.1    |
| 이자수익                 | 5.8     | 4.6     | 4.7     | 5.3     | 6.2     |
| 이자비용                 | 24.3    | 20.8    | 18.8    | 18.5    | 18.5    |
| 외환관련이익               | 26.8    | 41.2    | 30.0    | 30.0    | 30.0    |
| 외환관련손실               | 22.7    | 38.6    | 30.0    | 30.0    | 30.0    |
| 종속 및 관계기업손익          | 2.3     | 0.9     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| 기타                   | 32.8    | 29.1    | 10.2    | 10.3    | 10.3    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 150.6   | 190.8   | 165.4   | 209.4   | 226.6   |
| 법인세비용                | 41.7    | 63.7    | 36.4    | 50.7    | 54.8    |
| 계속사업손익               | 108.9   | 127.0   | 129.0   | 158.7   | 171.8   |
| <b>당기순이익</b>         | 108.9   | 127.0   | 129.0   | 158.7   | 171.8   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 107.2   | 125.1   | 128.6   | 158.7   | 171.8   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 0.2     | 5.0     | 6.4     | 5.0     | 3.2     |
| 영업이익 증감율             | 8.0     | 34.4    | -3.4    | 25.5    | 7.7     |
| EBITDA 증감율           | 13.0    | 22.3    | 0.2     | 16.7    | 5.9     |
| 지배주주순이익 증감율          | 65.2    | 16.7    | 2.8     | 23.4    | 8.3     |
| EPS 증감율              | 65.2    | 16.7    | 2.8     | 23.4    | 8.2     |
| 매출총이익률(%)            | 25.5    | 27.2    | 25.5    | 26.0    | 26.0    |
| 영업이익률(%)             | 4.4     | 5.6     | 5.1     | 6.1     | 6.3     |
| EBITDA Margin(%)     | 7.7     | 9.0     | 8.5     | 9.4     | 9.6     |
| 지배주주순이익률(%)          | 3.6     | 4.0     | 3.9     | 4.6     | 4.8     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 167.3  | 121.1  | 231.6  | 243.7  | 265.4  |
| 당기순이익                  | 108.9  | 127.0  | 129.0  | 158.7  | 171.8  |
| 비현금항목의 가감              | 153.6  | 196.3  | 171.7  | 175.4  | 178.5  |
| 유형자산감가상각비              | 93.7   | 99.3   | 105.6  | 109.9  | 113.4  |
| 무형자산감가상각비              | 5.0    | 5.8    | 6.0    | 5.5    | 5.1    |
| 지분법평가손익                | -25.8  | -6.7   | -0.9   | -0.9   | -0.9   |
| 기타                     | 80.7   | 97.9   | 61.0   | 60.9   | 60.9   |
| 영업활동자산부채증감             | -38.5  | -114.6 | -18.8  | -26.8  | -18.1  |
| 매출채권및기타채권의감소           | -3.2   | -3.1   | -19.4  | -14.5  | -9.8   |
| 재고자산의감소                | -26.1  | -46.2  | -7.6   | -19.2  | -12.9  |
| 매입채무및기타채무의증가           | -6.5   | -4.3   | 8.2    | 6.9    | 4.6    |
| 기타                     | -2.7   | -61.0  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타현금흐름                 | -56.7  | -87.6  | -50.3  | -63.6  | -66.8  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -49.8  | 129.8  | -135.1 | -135.1 | -135.1 |
| 유형자산의 취득               | -109.8 | -103.8 | -130.0 | -130.0 | -130.0 |
| 유형자산의 처분               | 97.4   | 24.5   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | -3.9   | -7.4   | -4.0   | -4.0   | -4.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | 20.4   | 16.9   | -1.1   | -1.1   | -1.1   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -88.5  | 160.8  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | 34.6   | 38.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -55.1  | 31.6   | -76.8  | -41.7  | -25.2  |
| 차입금의 증가(감소)            | -26.8  | 69.8   | -51.6  | -16.5  | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -19.8  | -21.6  | -25.2  | -25.2  | -25.2  |
| 기타                     | -8.5   | -16.6  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타현금흐름                 | -2.9   | -2.0   | -10.7  | 2.6    | 5.8    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 59.6   | 280.5  | 9.0    | 69.5   | 111.0  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 166.5  | 226.1  | 506.5  | 515.6  | 585.1  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 226.1  | 506.5  | 515.6  | 585.1  | 696.0  |

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 1,077.8 | 1,302.2 | 1,338.3 | 1,441.5 | 1,575.1 |
| 현금 및 현금성자산      | 226.1   | 506.5   | 515.6   | 585.1   | 696.0   |
| 단기금융자산          | 199.5   | 38.7    | 38.7    | 38.7    | 38.7    |
| 매출채권 및 기타채권     | 273.8   | 269.4   | 288.8   | 303.3   | 313.1   |
| 재고자산            | 344.8   | 375.4   | 383.0   | 402.2   | 415.1   |
| 기타유동자산          | 233.1   | 150.9   | 150.9   | 150.9   | 150.9   |
| <b>비유동자산</b>    | 1,311.8 | 1,226.1 | 1,250.5 | 1,271.2 | 1,288.7 |
| 투자자산            | 83.7    | 67.7    | 69.7    | 71.6    | 73.6    |
| 유형자산            | 960.6   | 935.8   | 960.3   | 980.4   | 997.0   |
| 무형자산            | 118.6   | 110.0   | 108.0   | 106.5   | 105.5   |
| 기타비유동자산         | 148.9   | 112.6   | 112.5   | 112.7   | 112.6   |
| <b>자산총계</b>     | 2,389.6 | 2,528.3 | 2,588.8 | 2,712.7 | 2,863.8 |
| <b>유동부채</b>     | 795.1   | 781.5   | 788.1   | 778.5   | 783.1   |
| 매입채무 및 기타채무     | 302.6   | 322.5   | 330.7   | 337.5   | 342.1   |
| 단기금융부채          | 425.0   | 394.1   | 392.5   | 376.0   | 376.0   |
| 기타유동부채          | 67.5    | 64.9    | 64.9    | 65.0    | 65.0    |
| <b>비유동부채</b>    | 579.8   | 645.3   | 595.3   | 595.3   | 595.3   |
| 장기금융부채          | 410.6   | 476.8   | 426.8   | 426.8   | 426.8   |
| 기타비유동부채         | 169.2   | 168.5   | 168.5   | 168.5   | 168.5   |
| <b>부채총계</b>     | 1,374.9 | 1,426.8 | 1,383.4 | 1,373.8 | 1,378.4 |
| <b>지배지분</b>     | 997.3   | 1,083.5 | 1,186.9 | 1,320.4 | 1,466.9 |
| 자본금             | 36.0    | 36.0    | 36.0    | 36.0    | 36.0    |
| 자본잉여금           | 294.9   | 294.9   | 294.9   | 294.9   | 294.9   |
| 기타자본            | -33.5   | -33.5   | -33.5   | -33.5   | -33.5   |
| 기타포괄손익누계액       | -22.7   | -41.4   | -41.4   | -41.4   | -41.4   |
| 이익잉여금           | 722.6   | 827.5   | 930.9   | 1,064.4 | 1,210.9 |
| 비지배지분           | 17.4    | 18.0    | 18.5    | 18.5    | 18.5    |
| <b>자본총계</b>     | 1,014.7 | 1,101.5 | 1,205.4 | 1,338.9 | 1,485.4 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 2,976  | 3,473  | 3,570  | 4,407  | 4,769  |
| BPS                | 27,689 | 30,083 | 32,953 | 36,659 | 40,728 |
| CFPS               | 7,289  | 8,976  | 8,348  | 9,276  | 9,725  |
| DPS                | 600    | 700    | 700    | 700    | 700    |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 7.8    | 7.5    | 7.8    | 6.3    | 5.9    |
| PER(최고)            | 10.2   | 8.7    | 8.8    |        |        |
| PER(최저)            | 6.9    | 3.8    | 6.9    |        |        |
| PBR                | 0.84   | 0.87   | 0.85   | 0.76   | 0.69   |
| PBR(최고)            | 1.10   | 1.01   | 0.95   |        |        |
| PBR(최저)            | 0.74   | 0.44   | 0.75   |        |        |
| PSR                | 0.28   | 0.30   | 0.30   | 0.29   | 0.28   |
| PCFR               | 3.2    | 2.9    | 3.3    | 3.0    | 2.9    |
| EV/EBITDA          | 5.5    | 4.5    | 4.5    | 3.6    | 3.1    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 19.1   | 19.1   | 18.8   | 15.3   | 14.1   |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 2.6    | 2.7    | 2.5    | 2.5    | 2.5    |
| ROA                | 4.7    | 5.2    | 5.0    | 6.0    | 6.2    |
| ROE                | 11.2   | 12.0   | 11.3   | 12.7   | 12.3   |
| ROIC               | 5.1    | 8.4    | 8.8    | 10.5   | 11.0   |
| 매출채권회전율            | 11.0   | 11.5   | 11.9   | 11.7   | 11.6   |
| 재고자산회전율            | 8.9    | 8.6    | 8.7    | 8.9    | 8.8    |
| 부채비율               | 135.5  | 129.5  | 114.8  | 102.6  | 92.8   |
| 순차입금비율             | 40.4   | 29.6   | 22.0   | 13.4   | 4.6    |
| 이자보상배율             | 5.3    | 8.4    | 8.9    | 11.4   | 12.3   |
| <b>총차입금</b>        | 835.6  | 870.9  | 819.3  | 802.8  | 802.8  |
| 순차입금               | 410.0  | 325.6  | 265.0  | 179.0  | 68.1   |
| NOPLAT             | 72.8   | 122.1  | 131.4  | 160.2  | 172.6  |
| FCF                | 116.8  | 26.0   | 90.1   | 114.7  | 139.0  |

## 7) 동원F&amp;B 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 270,000원

동원F&B의 2Q21 연결기준 영업이익은 225억원(+36% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회할 것으로 전망된다. 일반식품 부문의 매출 성장률은 둔화되지만(내식 수요 역기저), 1) 원어투입단가 안정화에 따른 마진 스프레드 개선, 2) 사람들의 외부활동 재개로 인한 자회사 동원홈푸드(조미유통)의 수익성 개선으로 인해, 전사 실적이 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다.

작년 내식 수요 역기저로 인해, 일반식품 부문의 매출 성장세가 약한 상황이다. 하지만, 하반기에 백신 접종률이 상승하면서, 학사일정 정상화에 속도가 붙는다면, 매출의 30% 이상을 차지하는 유가공 제품의 수요가 점차 회복될 것으로 기대된다.

단기적으로 7월 사회적 거리두기 단계 상향은 자회사 동원홈푸드의 실적 개선을 제한할 수 있다. 하지만, 외부활동이 활발한 50대 이하 연령대의 백신 접종이 시작되고 있기 때문에, 8~9월에는 외식 수요가 재차 반등할 가능성이 높다. 따라서, 이번 사회적 거리두기 단계 상향이 자회사 동원홈푸드의 중기적인 실적 개선 추세를 크게 저해하긴 어려울 것으로 판단된다.

## 동원F&amp;B 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020           | 2021E          | 2022E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>783.6</b> | <b>757.2</b> | <b>897.4</b> | <b>732.1</b> | <b>827.8</b> | <b>796.0</b> | <b>932.6</b> | <b>832.3</b> | <b>3,170.3</b> | <b>3,388.7</b> | <b>3,680.4</b> |
| (YoY)          | 4.7%         | 6.8%         | 8.8%         | -2.1%        | 5.6%         | 5.1%         | 3.9%         | 13.7%        | 4.6%           | 6.9%           | 8.6%           |
| 일반식품           | 467.9        | 414.7        | 530.9        | 387.3        | 480.5        | 418.8        | 530.9        | 406.4        | 1,800.7        | 1,836.6        | 1,909.3        |
| (YoY)          | 3.6%         | 6.3%         | 7.8%         | 0.1%         | 2.7%         | 1.0%         | 0.0%         | 4.9%         | 4.6%           | 2.0%           | 4.0%           |
| 조미유통           | 265.9        | 290.3        | 317.1        | 295.0        | 304.6        | 330.5        | 354.8        | 378.7        | 1,168.3        | 1,368.5        | 1,583.8        |
| (YoY)          | 4.7%         | 9.0%         | 13.5%        | -4.1%        | 14.5%        | 13.9%        | 11.9%        | 28.4%        | 5.5%           | 17.1%          | 15.7%          |
| 사료             | 49.4         | 51.9         | 49.1         | 49.5         | 42.4         | 46.4         | 46.5         | 46.9         | 199.8          | 182.1          | 186.0          |
| (YoY)          | 17.4%        | -0.7%        | -7.4%        | -6.9%        | -14.2%       | -10.6%       | -5.2%        | -5.3%        | -0.3%          | -8.8%          | 2.1%           |
| 기타             | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 1.4            | 1.4            | 1.4            |
| <b>매출총이익</b>   | <b>186.3</b> | <b>164.3</b> | <b>213.3</b> | <b>156.8</b> | <b>201.5</b> | <b>176.4</b> | <b>218.5</b> | <b>173.4</b> | <b>720.7</b>   | <b>769.8</b>   | <b>818.0</b>   |
| (GPM)          | 23.8%        | 21.7%        | 23.8%        | 21.4%        | 24.3%        | 22.2%        | 23.4%        | 20.8%        | 22.7%          | 22.7%          | 22.2%          |
| <b>판매비</b>     | <b>149.8</b> | <b>147.8</b> | <b>169.4</b> | <b>137.4</b> | <b>156.7</b> | <b>153.9</b> | <b>174.2</b> | <b>150.1</b> | <b>604.4</b>   | <b>634.9</b>   | <b>674.3</b>   |
| (판매비율)         | 19.1%        | 19.5%        | 18.9%        | 18.8%        | 18.9%        | 19.3%        | 18.7%        | 18.0%        | 19.1%          | 18.7%          | 18.3%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>36.5</b>  | <b>16.5</b>  | <b>43.9</b>  | <b>19.4</b>  | <b>44.8</b>  | <b>22.5</b>  | <b>44.2</b>  | <b>23.3</b>  | <b>116.3</b>   | <b>134.8</b>   | <b>143.7</b>   |
| (YoY)          | 4.5%         | 14.5%        | 23.6%        | 17.2%        | 22.7%        | 36.2%        | 0.9%         | 20.0%        | 14.7%          | 15.9%          | 6.6%           |
| (OPM)          | 4.7%         | 2.2%         | 4.9%         | 2.7%         | 5.4%         | 2.8%         | 4.7%         | 2.8%         | 3.7%           | 4.0%           | 3.9%           |
| 일반식품           | 29.8         | 12.5         | 35.8         | 10.2         | 35.3         | 13.5         | 35.7         | 13.6         | 88.4           | 98.1           | 103.3          |
| (OPM)          | 6.4%         | 3.0%         | 6.7%         | 2.6%         | 7.4%         | 3.2%         | 6.7%         | 3.3%         | 4.9%           | 5.3%           | 5.4%           |
| 조미유통           | 5.5          | 3.7          | 7.2          | 7.0          | 8.2          | 8.8          | 7.7          | 8.2          | 23.4           | 32.9           | 36.5           |
| (OPM)          | 2.1%         | 1.3%         | 2.3%         | 2.4%         | 2.7%         | 2.7%         | 2.2%         | 2.2%         | 2.0%           | 2.4%           | 2.3%           |
| 사료             | 0.4          | 0.6          | 0.8          | 1.9          | 0.4          | 0.6          | 0.8          | 1.2          | 3.7            | 3.0            | 3.0            |
| (OPM)          | 0.8%         | 1.1%         | 1.6%         | 3.9%         | 0.9%         | 1.3%         | 1.7%         | 2.6%         | 1.8%           | 1.6%           | 1.6%           |
| 기타             | 0.3          | 0.1          | 0.0          | 0.3          | 0.3          | 0.1          | 0.0          | 0.3          | 0.7            | 0.7            | 0.7            |
| 연결조정 등         | 0.5          | -0.4         | 0.1          | -0.1         | 0.5          | -0.4         | 0.1          | -0.1         | 0.2            | 0.2            | 0.2            |
| 세전이익           | 31.9         | 11.3         | 40.0         | 20.0         | 40.1         | 21.2         | 42.9         | 22.8         | 103.3          | 127.0          | 135.9          |
| 순이익            | 23.9         | 8.2          | 30.8         | 15.1         | 29.9         | 16.1         | 32.5         | 17.2         | 77.9           | 95.8           | 103.0          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>23.9</b>  | <b>8.2</b>   | <b>30.8</b>  | <b>15.1</b>  | <b>29.9</b>  | <b>16.1</b>  | <b>32.5</b>  | <b>17.2</b>  | <b>77.9</b>    | <b>95.8</b>    | <b>103.0</b>   |
| (YoY)          | -4.5%        | -2.6%        | 30.7%        | 73.1%        | 25.5%        | 96.7%        | 5.7%         | 14.0%        | 18.7%          | 22.9%          | 7.6%           |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 동원F&amp;B 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 3,030.3 | 3,170.3 | 3,388.7 | 3,680.4 | 3,907.4 |
| 매출원가                 | 2,348.6 | 2,449.5 | 2,618.9 | 2,862.4 | 3,050.1 |
| 매출총이익                | 681.7   | 720.7   | 769.8   | 818.0   | 857.2   |
| 판매비                  | 580.3   | 604.4   | 634.9   | 674.3   | 706.7   |
| <b>영업이익</b>          | 101.4   | 116.3   | 134.8   | 143.7   | 150.6   |
| <b>EBITDA</b>        | 150.9   | 172.6   | 194.6   | 208.8   | 220.1   |
| 영업외손익                | -14.4   | -13.1   | -7.8    | -7.8    | -7.5    |
| 이자수익                 | 1.6     | 0.9     | 1.5     | 1.6     | 1.8     |
| 이자비용                 | 14.6    | 15.2    | 14.4    | 14.4    | 14.4    |
| 외환관련이익               | 2.8     | 3.7     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 외환관련손실               | 4.2     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | 0.0     | 1.5     | 5.1     | 5.0     | 5.1     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 87.0    | 103.3   | 127.0   | 135.9   | 143.0   |
| 법인세비용                | 21.4    | 25.3    | 31.2    | 32.9    | 34.6    |
| 계속사업손익               | 65.7    | 77.9    | 95.8    | 103.0   | 108.4   |
| <b>당기순이익</b>         | 65.7    | 77.9    | 95.8    | 103.0   | 108.4   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 65.7    | 77.9    | 95.8    | 103.0   | 108.4   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 8.1     | 4.6     | 6.9     | 8.6     | 6.2     |
| 영업이익 증감율             | 16.3    | 14.7    | 15.9    | 6.6     | 4.8     |
| EBITDA 증감율           | 13.6    | 14.4    | 12.7    | 7.3     | 5.4     |
| 지배주주순이익 증감율          | 15.8    | 18.6    | 23.0    | 7.5     | 5.2     |
| EPS 증감율              | 15.8    | 18.7    | 22.9    | 7.6     | 5.2     |
| 매출총이익률(%)            | 22.5    | 22.7    | 22.7    | 22.2    | 21.9    |
| 영업이익률(%)             | 3.3     | 3.7     | 4.0     | 3.9     | 3.9     |
| EBITDA Margin(%)     | 5.0     | 5.4     | 5.7     | 5.7     | 5.6     |
| 지배주주순이익률(%)          | 2.2     | 2.5     | 2.8     | 2.8     | 2.8     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A  | 2020A  | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 134.2  | 156.3  | 91.9  | 105.1 | 124.6 |
| 당기순이익                  | 65.7   | 77.9   | 95.8  | 103.0 | 108.4 |
| 비현금항목의 가감              | 110.8  | 120.3  | 89.3  | 94.6  | 99.0  |
| 유형자산감가상각비              | 46.9   | 53.1   | 55.9  | 61.3  | 65.9  |
| 무형자산감가상각비              | 2.6    | 3.2    | 3.9   | 3.8   | 3.6   |
| 지분법평가손익                | 0.0    | -4.4   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 61.3   | 68.4   | 29.5  | 29.5  | 29.5  |
| 영업활동자산부채증감             | -27.8  | -17.3  | -59.1 | -56.9 | -45.6 |
| 매출채권및기타채권의감소           | -25.0  | -3.5   | -18.3 | -25.1 | -19.5 |
| 재고자산의감소                | -7.2   | 20.5   | -36.0 | -31.6 | -24.6 |
| 매입채무및기타채무의증가           | 18.3   | -1.3   | -4.8  | -0.1  | -1.5  |
| 기타                     | -13.9  | -33.0  | 0.0   | -0.1  | 0.0   |
| 기타현금흐름                 | -14.5  | -24.6  | -34.1 | -35.6 | -37.2 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -160.0 | -152.0 | -92.9 | -92.9 | -92.9 |
| 유형자산의 취득               | -178.0 | -87.9  | -90.0 | -90.0 | -90.0 |
| 유형자산의 처분               | 2.1    | 2.4    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -1.8   | -4.6   | -3.0  | -3.0  | -3.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | 12.0   | -4.5   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 4.2    | -37.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 1.5    | -20.2  | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 39.0   | 6.0    | 59.0  | -14.0 | -14.0 |
| 차입금의 증가(감소)            | 65.0   | 33.0   | 73.0  | 0.0   | 0.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | -11.6  | -11.6  | -13.5 | -13.5 | -13.5 |
| 기타                     | -14.4  | -15.4  | -0.5  | -0.5  | -0.5  |
| 기타현금흐름                 | 0.1    | -0.2   | 4.9   | 6.6   | 8.0   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 13.4   | 10.1   | 62.9  | 4.7   | 25.8  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 23.3   | 36.7   | 46.8  | 109.7 | 114.4 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 36.7   | 46.8   | 109.7 | 114.4 | 140.2 |

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 679.0   | 701.8   | 819.0   | 880.5   | 950.3   |
| 현금 및 현금성자산      | 36.7    | 46.8    | 109.7   | 114.4   | 140.2   |
| 단기금융자산          | 7.5     | 44.8    | 44.8    | 44.8    | 44.8    |
| 매출채권 및 기타채권     | 272.2   | 273.2   | 291.5   | 316.6   | 336.2   |
| 재고자산            | 355.9   | 331.2   | 367.2   | 398.8   | 423.4   |
| 기타유동자산          | 14.2    | 50.6    | 50.6    | 50.7    | 50.5    |
| <b>비유동자산</b>    | 894.5   | 982.2   | 1,015.3 | 1,043.3 | 1,066.8 |
| 투자자산            | 20.6    | 25.1    | 25.1    | 25.1    | 25.1    |
| 유형자산            | 676.7   | 690.4   | 724.5   | 753.2   | 777.3   |
| 무형자산            | 79.3    | 84.0    | 83.0    | 82.3    | 81.6    |
| 기타비유동자산         | 117.9   | 182.7   | 182.7   | 182.7   | 182.8   |
| <b>자산총계</b>     | 1,573.5 | 1,683.9 | 1,834.4 | 1,923.7 | 2,017.1 |
| <b>유동부채</b>     | 516.4   | 449.9   | 518.0   | 517.9   | 516.4   |
| 매입채무 및 기타채무     | 283.7   | 263.7   | 258.9   | 258.8   | 257.3   |
| 단기금융부채          | 204.1   | 153.4   | 226.4   | 226.4   | 226.4   |
| 기타유동부채          | 28.6    | 32.8    | 32.7    | 32.7    | 32.7    |
| <b>비유동부채</b>    | 375.9   | 487.1   | 487.1   | 487.1   | 487.1   |
| 장기금융부채          | 345.2   | 457.6   | 457.6   | 457.6   | 457.6   |
| 기타비유동부채         | 30.7    | 29.5    | 29.5    | 29.5    | 29.5    |
| <b>부채총계</b>     | 892.3   | 937.0   | 1,005.2 | 1,005.0 | 1,003.5 |
| <b>지배지분</b>     | 681.2   | 746.9   | 829.2   | 918.7   | 1,013.7 |
| 자본금             | 19.3    | 19.3    | 19.3    | 19.3    | 19.3    |
| 자본잉여금           | 110.8   | 110.8   | 110.8   | 110.8   | 110.8   |
| 기타자본            | -0.6    | -0.6    | -0.6    | -0.6    | -0.6    |
| 기타포괄손익누계액       | -28.5   | -29.1   | -29.1   | -29.1   | -29.1   |
| 이익잉여금           | 580.1   | 646.5   | 728.7   | 818.3   | 913.2   |
| 비지배지분           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>자본총계</b>     | 681.2   | 746.9   | 829.2   | 918.7   | 1,013.7 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 17,015  | 20,194  | 24,819  | 26,699  | 28,094  |
| BPS                | 176,519 | 193,553 | 214,872 | 238,071 | 262,665 |
| CFPS               | 45,721  | 51,358  | 47,971  | 51,213  | 53,755  |
| DPS                | 3,000   | 3,500   | 3,500   | 3,500   | 3,500   |
| <b>주가배수(배)</b>     |         |         |         |         |         |
| PER                | 13.3    | 8.9     | 8.7     | 8.1     | 7.7     |
| PER(최고)            | 18.2    | 11.8    | 10.0    |         |         |
| PER(최저)            | 12.1    | 6.3     | 7.0     |         |         |
| PBR                | 1.28    | 0.92    | 1.00    | 0.90    | 0.82    |
| PBR(최고)            | 1.76    | 1.23    | 1.16    |         |         |
| PBR(최저)            | 1.17    | 0.66    | 0.81    |         |         |
| PSR                | 0.29    | 0.22    | 0.24    | 0.23    | 0.21    |
| PCFR               | 4.9     | 3.5     | 4.5     | 4.2     | 4.0     |
| EV/EBITDA          | 9.1     | 6.9     | 6.9     | 6.4     | 5.9     |
| <b>주요비율(%)</b>     |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 17.6    | 17.3    | 14.1    | 13.1    | 12.5    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.3     | 2.0     | 1.6     | 1.6     | 1.6     |
| ROA                | 4.4     | 4.8     | 5.4     | 5.5     | 5.5     |
| ROE                | 10.0    | 10.9    | 12.2    | 11.8    | 11.2    |
| ROIC               | 7.3     | 7.9     | 8.6     | 8.6     | 8.5     |
| 매출채권회전율            | 11.8    | 11.6    | 12.0    | 12.1    | 12.0    |
| 재고자산회전율            | 8.6     | 9.2     | 9.7     | 9.6     | 9.5     |
| 부채비율               | 131.0   | 125.4   | 121.2   | 109.4   | 99.0    |
| 순차입금비율             | 72.5    | 65.7    | 60.4    | 54.0    | 46.4    |
| 이자보상배율             | 7.0     | 7.7     | 9.4     | 10.0    | 10.5    |
| <b>총차입금</b>        | 538.4   | 582.1   | 655.0   | 655.0   | 655.0   |
| <b>순차입금</b>        | 494.2   | 490.5   | 500.6   | 495.8   | 470.1   |
| NOPLAT             | 150.9   | 172.6   | 194.6   | 208.8   | 220.1   |
| FCF                | -81.0   | 37.2    | 9.4     | 24.2    | 45.0    |

## 8) 롯데칠성 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 200,000원

롯데칠성의 2분기 연결기준 영업이익은 424억원(+45% YoY)으로 낮아진 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다. 전년동기에 코로나19 확산으로 실적의 기저가 낮았고, 연초에 가격인상도 단행했기 때문에, 음료와 맥주를 중심으로 실적 회복 흐름이 지속되고 있다. 다만, 2분기에 사회적 거리두기 단계가 추가로 완화되지 못한 가운데, 강수량이 증가하면서, 사이다 등 핵심 제품의 수요가 예상 보다 부진했던 것으로 판단된다.

2분기 음료 매출은 +8~9% 성장할 것으로 전망된다. 콜라, 커피, 생수, 에너지음료가 +10% 이상 성장하면서, 전체 매출 성장을 견인하였다. 주류 매출은 +11% 성장할 것으로 전망된다. 소주가 부진한 편이지만(-5% YoY), 신제품 클라우드 생 드래프트 판매 호조로 맥주 매출이 크게 성장하고, 가정용 주류 수요 증가로 와인과 청주도 두 자릿수 성장이 지속되고 있다.

단기적으로 7월에 사회적 거리두기 단계가 상향되고, 집합금지 규제가 강화되면서, 음료와 업소용 주류 수요가 부진할 것으로 전망된다. 하지만, 1) 탄산음료 플레이버 익스텐션, 2) 수제맥주 OEM 확대 등의 구조적 요인에 8~9월 백신 접종률 상승 이후에 음료/주류 수요 회복이 더해진다면, 중기적으로 전사 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

## 롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q20   | 2Q20   | 3Q20  | 4Q20   | 1Q21   | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E  | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 507.4  | 598.0  | 645.2 | 507.4  | 538.8  | 663.8 | 702.0 | 567.0  | 2,258.0 | 2,471.6 | 2,596.2 |
| (YoY)     | -11.7% | -11.7% | -1.8% | -2.4%  | 6.2%   | 11.0% | 8.8%  | 11.8%  | -7.1%   | 9.5%    | 5.0%    |
| 별도기준      | 490.4  | 572.2  | 618.4 | 481.0  | 507.7  | 625.3 | 662.2 | 535.3  | 2,162.0 | 2,330.6 | 2,455.3 |
| (YoY)     | -12.2% | -11.5% | -2.4% | -4.7%  | 3.5%   | 9.3%  | 7.1%  | 11.3%  | -7.7%   | 7.8%    | 5.3%    |
| 음료        | 352.0  | 424.5  | 446.6 | 329.2  | 347.5  | 461.3 | 477.7 | 369.3  | 1,552.3 | 1,655.7 | 1,740.2 |
| (YoY)     | -2.2%  | -4.9%  | -4.9% | -10.4% | -1.3%  | 8.7%  | 7.0%  | 12.2%  | -5.6%   | 6.7%    | 5.1%    |
| 주류        | 138.4  | 147.7  | 171.8 | 151.7  | 160.3  | 164.0 | 184.6 | 166.0  | 609.7   | 674.9   | 715.1   |
| (YoY)     | -30.3% | -26.2% | 5.0%  | 10.7%  | 15.8%  | 11.0% | 7.4%  | 9.4%   | -12.9%  | 10.7%   | 6.0%    |
| 매출총이익     | 193.9  | 240.1  | 272.5 | 201.9  | 223.0  | 271.7 | 291.5 | 235.3  | 908.5   | 1,021.5 | 1,084.9 |
| (GPM)     | 38.2%  | 40.1%  | 42.2% | 39.8%  | 41.4%  | 40.9% | 41.5% | 41.5%  | 40.2%   | 41.3%   | 41.8%   |
| 판매비       | 187.6  | 210.8  | 214.2 | 198.6  | 190.7  | 229.2 | 228.2 | 217.1  | 811.2   | 865.2   | 902.2   |
| (판매비율)    | 37.0%  | 35.2%  | 33.2% | 39.1%  | 35.4%  | 34.5% | 32.5% | 38.3%  | 35.9%   | 35.0%   | 34.7%   |
| 영업이익      | 6.3    | 29.3   | 58.4  | 3.3    | 32.3   | 42.4  | 63.3  | 18.3   | 97.2    | 156.3   | 182.7   |
| (YoY)     | -67.5% | -36.8% | 19.0% | 흑전     | 416.2% | 44.9% | 8.5%  | 449.3% | -9.7%   | 60.7%   | 16.9%   |
| (OPM)     | 1.2%   | 4.9%   | 9.0%  | 0.7%   | 6.0%   | 6.4%  | 9.0%  | 3.2%   | 4.3%    | 6.3%    | 7.0%    |
| 별도기준      | 7.4    | 27.3   | 55.8  | 6.6    | 31.6   | 40.4  | 60.8  | 21.1   | 97.2    | 153.9   | 180.3   |
| (YoY)     | -66.1% | -41.4% | 17.1% | 흑전     | 324.5% | 48.2% | 8.9%  | 217.9% | -10.8%  | 58.3%   | 17.2%   |
| (OPM)     | 1.5%   | 4.8%   | 9.0%  | 1.4%   | 6.2%   | 6.5%  | 9.2%  | 3.9%   | 4.5%    | 6.6%    | 7.3%    |
| 음료        | 25.0   | 38.1   | 54.8  | 5.2    | 22.3   | 39.8  | 60.7  | 21.0   | 123.1   | 143.7   | 162.1   |
| (OPM)     | 7.1%   | 9.0%   | 12.3% | 1.6%   | 6.4%   | 8.6%  | 12.7% | 5.7%   | 7.9%    | 8.7%    | 9.3%    |
| 주류        | -18.0  | -10.8  | 1.0   | 1.5    | 9.3    | 0.7   | 0.1   | 0.1    | -26.3   | 10.2    | 18.2    |
| (OPM)     | -13.0% | -7.3%  | 0.6%  | 1.0%   | 5.8%   | 0.4%  | 0.0%  | 0.1%   | -4.3%   | 1.5%    | 2.5%    |
| 세전이익      | -4.4   | 19.4   | 45.7  | -83.7  | 22.2   | 35.9  | 56.4  | 13.3   | -22.9   | 127.8   | 154.8   |
| 순이익       | -3.5   | 15.5   | 33.3  | -62.1  | 16.3   | 25.1  | 39.5  | 9.4    | -16.8   | 90.3    | 108.4   |
| (지배)순이익   | -3.0   | 14.7   | 32.3  | -56.5  | 16.3   | 24.6  | 39.0  | 8.9    | -12.5   | 88.8    | 106.4   |
| (YoY)     | 적전     | 흑전     | 10.2% | 적지     | 흑전     | 66.8% | 20.6% | 흑전     | 적지      | 흑전      | 19.9%   |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 롯데칠성 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,429.5 | 2,258.0 | 2,471.6 | 2,596.2 | 2,672.4 |
| 매출원가                 | 1,445.9 | 1,349.5 | 1,450.1 | 1,511.3 | 1,546.4 |
| 매출총이익                | 983.6   | 908.5   | 1,021.5 | 1,084.9 | 1,126.1 |
| 판매비                  | 876.0   | 811.2   | 865.2   | 902.2   | 933.6   |
| <b>영업이익</b>          | 107.7   | 97.2    | 156.3   | 182.7   | 192.4   |
| <b>EBITDA</b>        | 242.4   | 214.5   | 282.0   | 310.2   | 322.0   |
| 영업외손익                | -245.6  | -120.2  | -28.5   | -27.9   | -27.1   |
| 이자수익                 | 5.7     | 3.1     | 4.1     | 4.7     | 5.5     |
| 이자비용                 | 39.1    | 36.7    | 34.1    | 34.1    | 34.1    |
| 외환관련이익               | 2.9     | 6.4     | 2.9     | 2.9     | 2.9     |
| 외환관련손실               | 3.2     | 4.3     | 3.7     | 3.7     | 3.7     |
| 종속 및 관계기업손익          | -9.2    | -7.7    | -3.0    | -3.0    | -3.0    |
| 기타                   | -202.7  | -81.0   | 5.3     | 5.3     | 5.3     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | -137.9  | -22.9   | 127.8   | 154.8   | 165.3   |
| 법인세비용                | 6.1     | -6.1    | 37.5    | 46.5    | 49.6    |
| 계속사업손익               | -144.0  | -16.8   | 90.3    | 108.4   | 115.7   |
| <b>당기순이익</b>         | -144.0  | -16.8   | 90.3    | 108.4   | 115.7   |
| <b>지배주주순이익</b>       | -142.4  | -12.5   | 88.8    | 106.4   | 113.7   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 3.5     | -7.1    | 9.5     | 5.0     | 2.9     |
| 영업이익 증감율             | 26.8    | -9.7    | 60.8    | 16.9    | 5.3     |
| EBITDA 증감율           | 2.4     | -11.5   | 31.5    | 10.0    | 3.8     |
| 지배주주순이익 증감율          | 흑전      | -91.2   | -810.4  | 19.8    | 6.9     |
| EPS 증감율              | 적지      | 적지      | 흑전      | 18.1    | 6.9     |
| 매출총이익률(%)            | 40.5    | 40.2    | 41.3    | 41.8    | 42.1    |
| 영업이익률(%)             | 4.4     | 4.3     | 6.3     | 7.0     | 7.2     |
| EBITDA Margin(%)     | 10.0    | 9.5     | 11.4    | 11.9    | 12.0    |
| 지배주주순이익률(%)          | -5.9    | -0.6    | 3.6     | 4.1     | 4.3     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 134.1  | 303.4  | 295.4  | 302.7  | 316.6  |
| 당기순이익                  | -144.0 | -16.8  | 90.3   | 108.4  | 115.7  |
| 비현금항목의 가감              | 446.1  | 296.9  | 284.8  | 286.5  | 288.7  |
| 유형자산감가상각비              | 122.7  | 109.2  | 113.5  | 115.7  | 117.6  |
| 무형자산감가상각비              | 12.1   | 10.9   | 12.2   | 11.7   | 12.0   |
| 지분법평가손익                | -31.8  | -34.9  | -3.0   | -3.0   | -3.0   |
| 기타                     | 343.1  | 211.7  | 162.1  | 162.1  | 162.1  |
| 영업활동자산부채증감             | -97.5  | 63.4   | -13.4  | -17.5  | -10.7  |
| 매출채권및기타채권의감소           | 5.0    | 7.1    | -12.7  | -13.1  | -8.0   |
| 재고자산의감소                | -17.5  | 27.3   | -17.2  | -13.8  | -8.5   |
| 매입채무및기타채무의증가           | -13.9  | 61.2   | 16.3   | 9.5    | 5.8    |
| 기타                     | -71.1  | -32.2  | 0.2    | -0.1   | 0.0    |
| 기타현금흐름                 | -70.5  | -40.1  | -66.3  | -74.7  | -77.1  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -134.2 | -388.5 | -15.5  | -150.0 | -150.0 |
| 유형자산의 취득               | -153.1 | -129.3 | -130.0 | -130.0 | -130.0 |
| 유형자산의 처분               | 13.7   | 14.3   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | 0.0    | -0.9   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 투자자산의감소(증가)            | 32.6   | -170.4 | 50.0   | 0.0    | 0.0    |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 4.6    | -159.6 | 84.5   | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | -32.0  | 57.4   | -20.0  | -20.0  | -20.0  |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 101.9  | 45.9   | -54.0  | -55.8  | -55.8  |
| 차입금의 증가(감소)            | 26.7   | 62.2   | 2.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 8.6    | 0.0    | 0.2    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 41.3   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -26.1  | -27.4  | -26.0  | -25.6  | -25.6  |
| 기타                     | 92.7   | -30.2  | -30.2  | -30.2  | -30.2  |
| 기타현금흐름                 | -0.8   | -1.4   | -39.6  | -31.2  | -28.8  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 101.0  | -40.6  | 186.3  | 65.7   | 82.0   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 98.4   | 199.4  | 158.8  | 345.2  | 410.9  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 199.4  | 158.8  | 345.2  | 410.9  | 492.8  |

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 788.4   | 893.3   | 1,025.1 | 1,117.7 | 1,216.2 |
| 현금 및 현금성자산      | 199.4   | 158.8   | 345.2   | 410.9   | 492.8   |
| 단기금융자산          | 9.4     | 169.0   | 84.5    | 84.5    | 84.5    |
| 매출채권 및 기타채권     | 256.0   | 247.4   | 260.2   | 273.3   | 281.3   |
| 재고자산            | 273.9   | 257.4   | 274.6   | 288.5   | 296.9   |
| 기타유동자산          | 49.7    | 60.7    | 60.6    | 60.5    | 60.7    |
| <b>비유동자산</b>    | 2,468.1 | 2,572.8 | 2,524.1 | 2,523.7 | 2,521.1 |
| 투자자산            | 108.6   | 271.4   | 218.4   | 215.4   | 212.4   |
| 유형자산            | 2,014.6 | 1,939.7 | 1,956.2 | 1,970.5 | 1,983.0 |
| 무형자산            | 118.6   | 116.6   | 104.4   | 92.7    | 80.6    |
| 기타비유동자산         | 226.3   | 245.1   | 245.1   | 245.1   | 245.1   |
| <b>자산총계</b>     | 3,256.5 | 3,466.1 | 3,549.2 | 3,641.5 | 3,737.3 |
| <b>유동부채</b>     | 941.6   | 864.9   | 883.2   | 892.7   | 898.5   |
| 매입채무 및 기타채무     | 372.9   | 436.9   | 453.2   | 462.7   | 468.5   |
| 단기금융부채          | 560.9   | 409.2   | 411.2   | 411.2   | 411.2   |
| 기타유동부채          | 7.8     | 18.8    | 18.8    | 18.8    | 18.8    |
| <b>비유동부채</b>    | 1,086.9 | 1,296.3 | 1,296.3 | 1,296.3 | 1,296.3 |
| 장기금융부채          | 955.6   | 1,172.9 | 1,172.9 | 1,172.9 | 1,172.9 |
| 기타비유동부채         | 131.3   | 123.4   | 123.4   | 123.4   | 123.4   |
| <b>부채총계</b>     | 2,028.5 | 2,161.2 | 2,179.5 | 2,189.0 | 2,194.8 |
| <b>지배지분</b>     | 1,212.1 | 1,294.6 | 1,357.9 | 1,438.6 | 1,526.7 |
| 자본금             | 4.4     | 4.9     | 5.0     | 5.0     | 5.0     |
| 자본잉여금           | -22.5   | 50.0    | 50.0    | 50.0    | 50.0    |
| 기타자본            | -824.3  | -764.3  | -614.9  | -614.9  | -614.9  |
| 기타포괄손익누계액       | -3.2    | -21.7   | -21.7   | -21.7   | -21.7   |
| 이익잉여금           | 1,908.3 | 1,876.2 | 1,939.4 | 2,020.1 | 2,108.2 |
| 비지배지분           | 15.9    | 10.3    | 11.8    | 13.8    | 15.8    |
| <b>자본총계</b>     | 1,228.0 | 1,304.9 | 1,369.7 | 1,452.5 | 1,542.5 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | -16,243 | -1,397  | 8,962   | 10,581  | 11,310  |
| BPS                | 138,233 | 132,776 | 135,058 | 143,089 | 151,849 |
| CFPS               | 34,450  | 31,268  | 37,876  | 39,277  | 40,222  |
| DPS                | 2,700   | 2,700   | 2,700   | 2,700   | 2,700   |
| <b>주가배수(배)</b>     |         |         |         |         |         |
| PER                | -8.6    | -77.7   | 15.9    | 13.5    | 12.6    |
| PER(최고)            | -11.5   | -104.2  | 19.6    |         |         |
| PER(최저)            | -7.8    | -56.5   | 11.6    |         |         |
| PBR                | 1.01    | 0.82    | 1.06    | 1.00    | 0.94    |
| PBR(최고)            | 1.35    | 1.10    | 1.30    |         |         |
| PBR(최저)            | 0.92    | 0.59    | 0.77    |         |         |
| PSR                | 0.51    | 0.43    | 0.57    | 0.55    | 0.54    |
| PCFR               | 4.1     | 3.5     | 3.8     | 3.6     | 3.5     |
| EV/EBITDA          | 10.0    | 10.2    | 8.8     | 7.8     | 7.3     |
| <b>주요비율(%)</b>     |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | -14.2   | -144.2  | 26.5    | 22.1    | 20.7    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.9     | 2.5     | 1.9     | 1.9     | 1.9     |
| ROA                | -4.4    | -0.5    | 2.6     | 3.0     | 3.1     |
| ROE                | -11.7   | -1.0    | 6.7     | 7.6     | 7.7     |
| ROIC               | 3.6     | 2.4     | 4.8     | 5.6     | 5.8     |
| 매출채권회전율            | 9.3     | 9.0     | 9.7     | 9.7     | 9.6     |
| 재고자산회전율            | 9.2     | 8.5     | 9.3     | 9.2     | 9.1     |
| 부채비율               | 165.2   | 165.6   | 159.1   | 150.7   | 142.3   |
| 순차입금비율             | 99.9    | 90.2    | 78.6    | 69.6    | 60.3    |
| 이자보상배율             | 2.8     | 2.7     | 4.6     | 5.4     | 5.7     |
| <b>총차입금</b>        | 1,435.2 | 1,504.8 | 1,506.8 | 1,506.8 | 1,506.8 |
| <b>순차입금</b>        | 1,226.4 | 1,177.0 | 1,077.2 | 1,011.5 | 929.5   |
| NOPLAT             | 242.4   | 214.5   | 282.0   | 310.2   | 322.0   |
| FCF                | -16.0   | 124.1   | 92.8    | 107.9   | 123.6   |

## 9) 매일유업 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 110,000원

매일유업의 2Q21 영업이익은 연결기준 249억원(+23% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회할 것으로 전망된다. 2분기에도 사회적 거리두기 단계가 완화되지 못하면서, 컵커피 매출 회복 속도는 다소 부진한 편이었으나(+4%), 1) 셀렉스 판매 호조(2분기 매출 180억)와 판촉비 효율화, 2) 곡물음료(+20% 이상)와 상하목장(+10% 이상)의 고성장에 힘입어, 전사 실적이 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다. 특히, 셀렉스는 전반적으로 판촉비가 효율화 되었음에도 불구하고, 기존 제품 성장과 스포츠 라인 확대에 힘입어 구조적 성장이 지속되고 있는 것으로 추산된다.

단기적으로 7월부터 사회적 거리두기 단계가 상향되면서, 유동인구 감소로 인한 수요 부진 영향이 있을 것으로 추산된다(컵커피/가공유 등). 하지만, 셀렉스, 곡물음료, 상하목장 등의 구조적 성장에 힘입어 출산율 감소로 인한 조제분유 매출 감소 영향을 극복해 나가고 있기 때문에, 전사 실적의 꾸준한 우상향이 가능할 것으로 전망된다.

## 매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q20  | 2Q20   | 3Q20   | 4Q20  | 1Q21   | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|-----------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 358.2 | 355.3  | 379.7  | 369.8 | 370.3  | 380.6 | 395.6 | 392.0 | 1,463.1 | 1,538.6 | 1,625.7 |
| (YoY)     | 6.1%  | 1.6%   | 8.6%   | 3.8%  | 3.4%   | 7.1%  | 4.2%  | 6.0%  | 5.0%    | 5.2%    | 5.7%    |
| 별도기준      | 357.9 | 354.8  | 378.5  | 369.2 | 369.8  | 380.1 | 394.4 | 391.4 | 1,460.4 | 1,535.7 | 1,622.8 |
| (YoY)     | 6.1%  | 1.9%   | 8.0%   | 3.8%  | 3.3%   | 7.1%  | 4.2%  | 6.0%  | 4.9%    | 5.2%    | 5.7%    |
| 매출총이익     | 99.7  | 107.0  | 113.2  | 109.8 | 106.4  | 117.1 | 121.6 | 119.6 | 429.7   | 464.8   | 497.4   |
| (GPM)     | 27.8% | 30.1%  | 29.8%  | 29.7% | 28.7%  | 30.8% | 30.7% | 30.5% | 29.4%   | 30.2%   | 30.6%   |
| 별도기준      | 99.5  | 106.6  | 112.4  | 109.3 | 106.0  | 116.7 | 120.7 | 119.1 | 427.7   | 462.5   | 495.4   |
| (GPM)     | 27.8% | 30.0%  | 29.7%  | 29.6% | 28.7%  | 30.7% | 30.6% | 30.4% | 29.3%   | 30.1%   | 30.5%   |
| 판관비       | 79.3  | 86.7   | 91.4   | 85.8  | 88.7   | 92.2  | 96.0  | 93.9  | 343.2   | 370.9   | 391.8   |
| (판관비율)    | 22.1% | 24.4%  | 24.1%  | 23.2% | 24.0%  | 24.2% | 24.3% | 24.0% | 23.5%   | 24.1%   | 24.1%   |
| 별도기준      | 78.5  | 85.7   | 90.4   | 84.8  | 87.9   | 91.2  | 95.1  | 92.9  | 339.3   | 367.1   | 387.9   |
| (판관비율)    | 21.9% | 24.1%  | 23.9%  | 23.0% | 23.8%  | 24.0% | 24.1% | 23.7% | 23.2%   | 23.9%   | 23.9%   |
| 영업이익      | 20.4  | 20.3   | 21.8   | 24.0  | 17.7   | 24.9  | 25.6  | 25.7  | 86.5    | 93.9    | 105.6   |
| (YoY)     | 3.8%  | -27.0% | 23.6%  | 18.8% | -12.9% | 22.5% | 17.1% | 7.3%  | 1.4%    | 8.6%    | 12.4%   |
| (OPM)     | 5.7%  | 5.7%   | 5.7%   | 6.5%  | 4.8%   | 6.5%  | 6.5%  | 6.6%  | 5.9%    | 6.1%    | 6.5%    |
| 별도기준      | 21.0  | 21.0   | 21.9   | 24.5  | 18.0   | 25.5  | 25.7  | 26.2  | 88.4    | 95.5    | 107.4   |
| (YoY)     | 1.4%  | -27.4% | 14.4%  | 17.7% | -14.1% | 21.8% | 17.0% | 7.1%  | -1.3%   | 8.0%    | 12.5%   |
| (OPM)     | 5.9%  | 5.9%   | 5.8%   | 6.6%  | 4.9%   | 6.7%  | 6.5%  | 6.7%  | 6.0%    | 6.2%    | 6.6%    |
| 세전이익      | 24.7  | 19.4   | 18.3   | 18.1  | 20.6   | 25.3  | 26.0  | 24.8  | 80.5    | 96.8    | 109.7   |
| 순이익       | 19.2  | 14.1   | 11.4   | 13.0  | 16.1   | 19.2  | 19.7  | 18.8  | 57.7    | 73.8    | 83.1    |
| (지배)순이익   | 19.2  | 14.1   | 11.4   | 13.0  | 16.1   | 19.2  | 19.7  | 18.8  | 57.7    | 73.8    | 83.1    |
| (YoY)     | 19.0% | -33.8% | -23.0% | 7.0%  | -16.2% | 36.3% | 73.1% | 44.7% | -10.4%  | 28.0%   | 12.6%   |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 매일유업 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 1,393.3 | 1,463.1 | 1,538.6 | 1,625.7 | 1,720.6 |
| 매출원가                 | 983.8   | 1,033.4 | 1,073.8 | 1,128.3 | 1,187.3 |
| 매출총이익                | 409.4   | 429.7   | 464.8   | 497.4   | 533.4   |
| 판매비                  | 324.1   | 343.2   | 370.9   | 391.8   | 413.6   |
| <b>영업이익</b>          | 85.3    | 86.5    | 93.9    | 105.6   | 119.8   |
| <b>EBITDA</b>        | 117.3   | 118.3   | 132.9   | 146.0   | 161.5   |
| 영업외손익                | -0.1    | -6.0    | 2.8     | 4.1     | 5.3     |
| 이자수익                 | 2.3     | 2.0     | 2.7     | 2.5     | 3.6     |
| 이자비용                 | 2.8     | 2.4     | 1.8     | 0.3     | 0.3     |
| 외환관련이익               | 1.9     | 2.6     | 2.0     | 2.0     | 2.0     |
| 외환관련손실               | 2.3     | 3.9     | 2.0     | 2.0     | 2.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | 0.8     | -4.3    | 1.9     | 1.9     | 2.0     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 85.2    | 80.5    | 96.8    | 109.7   | 125.1   |
| 법인세비용                | 20.8    | 22.8    | 23.0    | 26.5    | 30.3    |
| 계속사업손손익              | 64.3    | 57.7    | 73.8    | 83.1    | 94.8    |
| <b>당기순이익</b>         | 64.3    | 57.7    | 73.8    | 83.1    | 94.8    |
| <b>지배주주순이익</b>       | 64.3    | 57.7    | 73.8    | 83.1    | 94.8    |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 7.1     | 5.0     | 5.2     | 5.7     | 5.8     |
| 영업이익 증감율             | 14.7    | 1.4     | 8.6     | 12.5    | 13.4    |
| EBITDA 증감율           | 15.6    | 0.9     | 12.3    | 9.9     | 10.6    |
| 지배주주순이익 증감율          | 10.2    | -10.3   | 27.9    | 12.6    | 14.1    |
| EPS 증감율              | 8.9     | -10.4   | 28.0    | 12.6    | 14.0    |
| 매출총이익률(%)            | 29.4    | 29.4    | 30.2    | 30.6    | 31.0    |
| 영업이익률(%)             | 6.1     | 5.9     | 6.1     | 6.5     | 7.0     |
| EBITDA Margin(%)     | 8.4     | 8.1     | 8.6     | 9.0     | 9.4     |
| 지배주주순이익률(%)          | 4.6     | 3.9     | 4.8     | 5.1     | 5.5     |

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>     | 391.9 | 446.3 | 480.2 | 485.7 | 574.2 |
| 현금 및 현금성자산      | 84.3  | 68.8  | 91.4  | 58.3  | 100.5 |
| 단기금융자산          | 23.0  | 53.4  | 69.4  | 90.2  | 117.3 |
| 매출채권 및 기타채권     | 161.5 | 172.8 | 175.8 | 185.7 | 196.6 |
| 재고자산            | 116.3 | 145.1 | 137.4 | 145.2 | 153.7 |
| 기타유동자산          | 6.8   | 6.2   | 6.2   | 6.3   | 6.1   |
| <b>비유동자산</b>    | 283.3 | 298.5 | 306.6 | 313.1 | 318.4 |
| 투자자산            | 4.6   | 3.5   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 유형자산            | 228.8 | 249.8 | 258.1 | 264.9 | 270.4 |
| 무형자산            | 8.2   | 10.0  | 9.7   | 9.5   | 9.3   |
| 기타비유동자산         | 41.7  | 35.2  | 35.3  | 35.2  | 35.2  |
| <b>자산총계</b>     | 675.2 | 744.8 | 786.7 | 798.8 | 892.7 |
| <b>유동부채</b>     | 214.7 | 215.5 | 259.5 | 194.4 | 199.6 |
| 매입채무 및 기타채무     | 157.0 | 164.2 | 168.3 | 173.1 | 178.3 |
| 단기금융부채          | 41.6  | 33.8  | 73.7  | 3.8   | 3.8   |
| 기타유동부채          | 16.1  | 17.5  | 17.5  | 17.5  | 17.5  |
| <b>비유동부채</b>    | 56.9  | 89.2  | 19.4  | 19.4  | 19.4  |
| 장기금융부채          | 43.4  | 80.5  | 10.6  | 10.6  | 10.6  |
| 기타비유동부채         | 13.5  | 8.7   | 8.8   | 8.8   | 8.8   |
| <b>부채총계</b>     | 271.6 | 304.7 | 278.8 | 213.8 | 219.0 |
| <b>지배지분</b>     | 403.6 | 440.1 | 507.9 | 584.9 | 673.7 |
| 자본금             | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   |
| 자본잉여금           | 256.8 | 257.5 | 257.5 | 257.5 | 257.5 |
| 기타자본            | -1.1  | -17.6 | -17.6 | -17.6 | -17.6 |
| 기타포괄손익누계액       | -4.5  | -3.6  | -3.6  | -3.6  | -3.6  |
| 이익잉여금           | 148.5 | 199.9 | 267.6 | 344.7 | 433.4 |
| 비지배지분           | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>자본총계</b>     | 403.6 | 440.1 | 507.9 | 584.9 | 673.7 |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 92.4  | 62.6  | 117.2 | 102.7 | 110.7 |
| 당기순이익                  | 64.3  | 57.7  | 73.8  | 83.1  | 94.8  |
| 비현금항목의 가감              | 65.7  | 75.0  | 57.5  | 59.0  | 60.2  |
| 유형자산감가상각비              | 31.1  | 33.7  | 36.7  | 38.2  | 39.5  |
| 무형자산감가상각비              | 1.9   | 1.9   | 2.3   | 2.2   | 2.2   |
| 지분법평가손익                | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 32.7  | 39.4  | 18.5  | 18.6  | 18.5  |
| 영업활동자산부채증감             | -19.1 | -43.2 | 8.9   | -12.9 | -14.1 |
| 매출채권및기타채권의감소           | -4.2  | -9.3  | -3.0  | -9.9  | -10.8 |
| 재고자산의감소                | -5.0  | -30.2 | 7.7   | -7.8  | -8.5  |
| 매입채무및기타채무의증가           | 1.4   | 6.9   | 4.1   | 4.8   | 5.2   |
| 기타                     | -11.3 | -10.6 | 0.1   | 0.0   | 0.0   |
| 기타현금흐름                 | -18.5 | -26.9 | -23.0 | -26.5 | -30.2 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -41.4 | -81.6 | -60.3 | -65.4 | -70.5 |
| 유형자산의 취득               | -36.4 | -51.6 | -45.0 | -45.0 | -45.0 |
| 유형자산의 처분               | 0.8   | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -1.1  | -3.5  | -2.0  | -2.0  | -2.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | 2.7   | 1.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -9.2  | -30.4 | -16.0 | -20.8 | -27.1 |
| 기타                     | 1.8   | 2.5   | 2.7   | 2.4   | 3.6   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -30.5 | 4.8   | -42.0 | -80.3 | -10.5 |
| 차입금의 증가(감소)            | -20.5 | 31.7  | -30.0 | -69.8 | 0.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | -0.8  | -16.5 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | -5.5  | -6.3  | -6.1  | -6.1  | -6.1  |
| 기타                     | -3.7  | -4.1  | -5.9  | -4.4  | -4.4  |
| 기타현금흐름                 | -0.2  | -1.4  | 7.6   | 10.0  | 12.4  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 20.3  | -15.5 | 22.6  | -33.0 | 42.1  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 64.1  | 84.3  | 68.8  | 91.4  | 58.3  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 84.3  | 68.8  | 91.4  | 58.3  | 100.5 |

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 8,202  | 7,350  | 9,409  | 10,598 | 12,085 |
| BPS                | 51,460 | 56,113 | 64,749 | 74,574 | 85,886 |
| CFPS               | 16,573 | 16,917 | 16,745 | 18,125 | 19,766 |
| DPS                | 800    | 800    | 800    | 800    | 800    |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 10.5   | 9.5    | 8.1    | 7.2    | 6.3    |
| PER(최고)            | 11.9   | 12.5   | 8.9    |        |        |
| PER(최저)            | 9.3    | 7.6    | 7.3    |        |        |
| PBR                | 1.67   | 1.25   | 1.17   | 1.02   | 0.88   |
| PBR(최고)            | 1.89   | 1.64   | 1.29   |        |        |
| PBR(최저)            | 1.48   | 1.00   | 1.06   |        |        |
| PSR                | 0.48   | 0.37   | 0.39   | 0.37   | 0.35   |
| PCFR               | 5.2    | 4.1    | 4.5    | 4.2    | 3.8    |
| EV/EBITDA          | 5.5    | 4.4    | 3.9    | 3.2    | 2.4    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 9.7    | 10.6   | 8.2    | 7.3    | 6.4    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 0.9    | 1.1    | 1.1    | 1.1    | 1.1    |
| ROA                | 10.0   | 8.1    | 9.6    | 10.5   | 11.2   |
| ROE                | 17.1   | 13.7   | 15.6   | 15.2   | 15.1   |
| ROIC               | 16.8   | 14.1   | 16.4   | 18.0   | 19.5   |
| 매출채권회전율            | 8.8    | 8.8    | 8.8    | 9.0    | 9.0    |
| 재고자산회전율            | 12.2   | 11.2   | 10.9   | 11.5   | 11.5   |
| 부채비율               | 67.3   | 69.2   | 54.9   | 36.5   | 32.5   |
| 순차입금비율             | -5.5   | -1.8   | -15.1  | -22.9  | -30.2  |
| 이자보상배율             | 30.6   | 36.1   | 53.2   | 348.6  | 395.6  |
| <b>총차입금</b>        | 85.0   | 114.3  | 84.3   | 14.5   | 14.5   |
| 순차입금               | -22.3  | -7.9   | -76.5  | -134.1 | -203.3 |
| NOPLAT             | 117.3  | 118.3  | 132.9  | 146.0  | 161.5  |
| FCF                | 40.8   | -4.3   | 72.5   | 60.5   | 71.3   |

## 10) SPC삼립 2Q21 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 110,000원

SPC삼립의 2Q21 연결기준 영업이익은 143억원(+54% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 1) 샌드위치/햄버거/일반빵 수요 회복, 2) 맥분 외부 판매 증가 및 판촉비 절감에 따른 수익성 개선, 3) 외식 브랜드 구조조정 효과 등에도 불구하고, 자회사 GFS가 물류 대란 관련 일회성 비용이 발생하면서(약 20억원 내외), 전사 실적이 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 전망된다.

단기적으로 7월부터 사회적 거리두기 단계가 상향되고, 맥분 사업의 원재료 투입단가가 상승하면서, 점포/휴게소와 맥분 부문의 실적이 하락 압력을 받고 있는 상황이다. 다만, 맥분 경쟁사들의 원가 부담이 커지면서 판가 인상 가능성이 높아지고 있고, 동사 제빵과 맥분 사업의 가격 전가력이 매우 높은 편이기 때문에, 베이커리와 푸드 부문 중심의 실적 우상향 기조는 여전히 유효한 상황이다. 또한, 사회적 거리두기 단계 완화와 학사 일정 정상화도 8~9월 백신 접종률 상승 이후 다시 가속화될 수 있기 때문에, 중기적으로 점포/휴게소와 베이커리 부문의 실적 개선 강도가 더욱 강해질 수 있다.

## SPC삼립 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)      | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2020           | 2021E          | 2022E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>590.8</b> | <b>619.0</b> | <b>657.8</b> | <b>675.1</b> | <b>652.5</b> | <b>669.6</b> | <b>691.8</b> | <b>734.3</b> | <b>2,542.7</b> | <b>2,748.2</b> | <b>2,919.0</b> |
| (YoY)          | 1.3%         | 0.1%         | 5.2%         | 0.4%         | 10.5%        | 8.2%         | 5.2%         | 8.8%         | 1.7%           | 8.1%           | 6.2%           |
| Bakery         | 147.3        | 150.2        | 155.3        | 192.4        | 160.9        | 160.2        | 163.0        | 205.8        | 645.1          | 690.0          | 745.2          |
| (YoY)          | 8.4%         | 4.2%         | 10.2%        | 5.0%         | 9.2%         | 6.7%         | 5.0%         | 7.0%         | 6.8%           | 7.0%           | 8.0%           |
| Food           | 104.0        | 105.8        | 110.0        | 108.7        | 114.3        | 118.2        | 123.5        | 122.3        | 428.4          | 478.2          | 509.9          |
| (YoY)          | 14.0%        | 9.8%         | 10.4%        | 7.9%         | 9.8%         | 11.7%        | 12.3%        | 12.6%        | 10.4%          | 11.6%          | 6.6%           |
| 맥분             | 28.7         | 30.3         | 31.3         | 32.6         | 31.1         | 32.1         | 32.9         | 34.5         | 122.9          | 130.7          | 141.2          |
| (YoY)          | -3.0%        | 2.6%         | 3.5%         | 7.9%         | 8.5%         | 6.0%         | 5.0%         | 6.0%         | 2.8%           | 6.3%           | 8.0%           |
| 육가공            | 18.3         | 18.5         | 22.5         | 18.4         | 18.9         | 19.4         | 22.5         | 20.2         | 77.6           | 81.0           | 86.7           |
| 신선식품(청주/충주)    | 31.1         | 32.8         | 34.7         | 34.4         | 38.0         | 40.0         | 42.3         | 42.0         | 133.0          | 162.3          | 173.7          |
| 기타             | 26.0         | 24.2         | 21.5         | 23.3         | 26.2         | 26.6         | 25.7         | 25.6         | 94.9           | 104.1          | 108.3          |
| 점포/휴게소         | 49.0         | 47.6         | 51.9         | 43.5         | 43.9         | 48.0         | 50.0         | 50.0         | 191.9          | 191.9          | 195.9          |
| 기타             | 290.4        | 315.5        | 340.7        | 330.6        | 333.5        | 343.2        | 355.3        | 356.1        | 1,277.2        | 1,388.1        | 1,468.0        |
| <b>영업이익</b>    | <b>6.8</b>   | <b>9.3</b>   | <b>13.3</b>  | <b>21.7</b>  | <b>10.4</b>  | <b>14.3</b>  | <b>13.4</b>  | <b>23.4</b>  | <b>51.1</b>    | <b>61.5</b>    | <b>78.4</b>    |
| (YoY)          | -28.7%       | -44.0%       | 470.8%       | 17.6%        | 52.9%        | 53.7%        | 0.8%         | 7.6%         | 8.8%           | 20.3%          | 27.5%          |
| (OPM)          | 1.2%         | 1.5%         | 2.0%         | 3.2%         | 1.6%         | 2.1%         | 1.9%         | 3.2%         | 2.0%           | 2.2%           | 2.7%           |
| Bakery         | 8.1          | 7.4          | 8.1          | 19.9         | 10.2         | 11.5         | 9.7          | 20.7         | 43.6           | 52.2           | 62.4           |
| (OPM)          | 5.5%         | 5.0%         | 5.2%         | 10.4%        | 6.3%         | 7.2%         | 6.0%         | 10.1%        | 6.8%           | 7.6%           | 8.4%           |
| Food           | 3.1          | 2.3          | 4.7          | 7.2          | 5.4          | 4.2          | 4.2          | 6.4          | 17.2           | 20.2           | 23.3           |
| (OPM)          | 3.0%         | 2.1%         | 4.3%         | 6.6%         | 4.7%         | 3.5%         | 3.4%         | 5.3%         | 4.0%           | 4.2%           | 4.6%           |
| 맥분             | 3.6          | 3.4          | 2.9          | 4.6          | 4.3          | 4.2          | 2.5          | 3.7          | 14.4           | 14.7           | 17.8           |
| (OPM)          | 12.5%        | 11.3%        | 9.1%         | 14.0%        | 13.7%        | 13.1%        | 7.7%         | 10.8%        | 11.7%          | 11.3%          | 12.6%          |
| 육가공            | 0.1          | 0.8          | 1.5          | 1.4          | 1.9          | 1.7          | 1.2          | 1.2          | 3.8            | 6.0            | 5.9            |
| 신선식품(청주/충주)    | 0.2          | 0.9          | 0.7          | 1.1          | -0.4         | 0.2          | 0.9          | 1.3          | 2.9            | 1.9            | 2.1            |
| 기타             | -0.8         | -2.9         | -0.4         | 0.2          | -0.4         | -1.9         | -0.4         | 0.2          | -3.9           | -2.5           | -2.5           |
| 점포/휴게소         | -5.9         | -3.7         | -2.0         | -4.5         | -4.9         | -2.8         | -2.2         | -3.3         | -16.1          | -13.2          | -9.8           |
| 기타             | 1.5          | 3.3          | 2.5          | -0.9         | -0.2         | 1.4          | 1.6          | -0.5         | 6.4            | 2.3            | 2.5            |
| 세전이익           | 3.6          | -24.0        | 10.4         | 14.1         | 8.3          | 12.1         | 11.2         | 22.2         | 4.0            | 53.7           | 70.8           |
| 당기순이익          | 1.6          | -19.3        | 1.0          | 4.3          | 6.2          | 9.2          | 8.5          | 16.8         | -12.4          | 40.7           | 53.7           |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>1.5</b>   | <b>-19.3</b> | <b>1.0</b>   | <b>4.3</b>   | <b>6.2</b>   | <b>9.2</b>   | <b>8.5</b>   | <b>16.8</b>  | <b>-12.5</b>   | <b>40.7</b>    | <b>53.7</b>    |
| (YoY)          | -73.8%       | 적전           | 흑전           | 19.5%        | 310.8%       | 흑전           | 754.4%       | 290.1%       | 적전             | 흑전             | 31.9%          |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## SPC삼립 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,499.2 | 2,542.7 | 2,748.2 | 2,919.0 | 3,080.2 |
| 매출원가                 | 2,117.5 | 2,130.2 | 2,300.7 | 2,429.0 | 2,553.9 |
| 매출총이익                | 381.7   | 412.5   | 447.5   | 490.0   | 526.3   |
| 판매비                  | 334.8   | 361.4   | 386.0   | 411.6   | 436.8   |
| <b>영업이익</b>          | 47.0    | 51.1    | 61.5    | 78.4    | 89.5    |
| <b>EBITDA</b>        | 83.5    | 89.9    | 98.7    | 116.1   | 127.9   |
| 영업외손익                | -24.9   | -47.1   | -7.7    | -7.6    | -7.1    |
| 이자수익                 | 0.5     | 0.6     | 0.8     | 0.6     | 0.7     |
| 이자비용                 | 8.7     | 10.8    | 9.3     | 9.0     | 8.6     |
| 외환관련이익               | 0.0     | 2.1     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 외환관련손실               | 1.2     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 중속 및 관계기업손익          | 0.0     | -0.6    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | -15.5   | -38.4   | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 22.0    | 4.0     | 53.7    | 70.8    | 82.4    |
| 법인세비용                | 1.8     | 16.4    | 13.1    | 17.1    | 19.9    |
| 계속사업순손익              | 20.2    | -12.4   | 40.7    | 53.7    | 62.5    |
| <b>당기순이익</b>         | 20.2    | -12.4   | 40.7    | 53.7    | 62.5    |
| <b>지배주주순이익</b>       | 20.2    | -12.5   | 40.7    | 53.7    | 62.5    |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 12.6    | 1.7     | 8.1     | 6.2     | 5.5     |
| 영업이익 증감율             | -21.6   | 8.7     | 20.4    | 27.5    | 14.2    |
| EBITDA 증감율           | -13.2   | 7.7     | 9.8     | 17.6    | 10.2    |
| 지배주주순이익 증감율          | -52.1   | -161.9  | -425.6  | 31.9    | 16.4    |
| EPS 증감율              | -52.1   | 적전      | 흑전      | 31.9    | 16.4    |
| 매출총이익률(%)            | 15.3    | 16.2    | 16.3    | 16.8    | 17.1    |
| 영업이익률(%)             | 1.9     | 2.0     | 2.2     | 2.7     | 2.9     |
| EBITDA Margin(%)     | 3.3     | 3.5     | 3.6     | 4.0     | 4.2     |
| 지배주주순이익률(%)          | 0.8     | -0.5    | 1.5     | 1.8     | 2.0     |

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 370.1   | 364.3   | 390.1   | 408.4   | 430.6   |
| 현금 및 현금성자산      | 14.8    | 11.9    | 16.6    | 12.2    | 13.1    |
| 단기금융자산          | 21.3    | 3.8     | 3.8     | 3.8     | 3.8     |
| 매출채권 및 기타채권     | 206.7   | 244.7   | 243.9   | 259.1   | 273.4   |
| 재고자산            | 123.9   | 97.9    | 119.9   | 127.3   | 134.4   |
| 기타유동자산          | 3.4     | 6.0     | 5.9     | 6.0     | 5.9     |
| <b>비유동자산</b>    | 826.2   | 817.6   | 835.4   | 852.7   | 869.3   |
| 투자자산            | 17.1    | 49.5    | 49.5    | 49.5    | 49.5    |
| 유형자산            | 748.4   | 714.4   | 734.0   | 752.6   | 770.2   |
| 무형자산            | 13.8    | 14.2    | 12.5    | 11.1    | 10.2    |
| 기타비유동자산         | 46.9    | 39.5    | 39.4    | 39.5    | 39.4    |
| <b>자산총계</b>     | 1,196.3 | 1,181.9 | 1,225.6 | 1,261.1 | 1,299.9 |
| <b>유동부채</b>     | 453.9   | 567.8   | 579.7   | 570.6   | 555.8   |
| 매입채무 및 기타채무     | 264.3   | 284.3   | 297.3   | 308.2   | 318.4   |
| 단기금융부채          | 179.7   | 265.0   | 263.9   | 243.9   | 218.9   |
| 기타유동부채          | 9.9     | 18.5    | 18.5    | 18.5    | 18.5    |
| <b>비유동부채</b>    | 419.6   | 311.0   | 311.0   | 311.0   | 311.0   |
| 장기금융부채          | 405.2   | 300.6   | 300.6   | 300.6   | 300.6   |
| 기타비유동부채         | 14.4    | 10.4    | 10.4    | 10.4    | 10.4    |
| <b>부채총계</b>     | 873.6   | 878.9   | 890.8   | 881.6   | 866.9   |
| <b>지배지분</b>     | 322.8   | 303.0   | 334.7   | 379.4   | 432.9   |
| 자본금             | 43.1    | 43.1    | 43.1    | 43.1    | 43.1    |
| 자본잉여금           | 12.5    | 12.5    | 12.5    | 12.5    | 12.5    |
| 기타자본            | -37.5   | -37.5   | -37.5   | -37.5   | -37.5   |
| 기타포괄손익누계액       | -0.1    | -0.1    | -0.1    | -0.1    | -0.1    |
| 이익잉여금           | 304.7   | 284.9   | 316.6   | 361.3   | 414.8   |
| 비지배지분           | -0.1    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>자본총계</b>     | 322.7   | 303.0   | 334.7   | 379.4   | 433.0   |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 94.7  | 107.0 | 95.9  | 105.0 | 112.7 |
| 당기순이익                  | 20.2  | -12.4 | 40.7  | 53.7  | 62.5  |
| 비현금항목의 가감              | 132.6 | 152.2 | 88.0  | 88.5  | 89.2  |
| 유형자산감가상각비              | 34.8  | 37.1  | 35.4  | 36.4  | 37.4  |
| 무형자산감가상각비              | 1.7   | 1.7   | 1.8   | 1.3   | 0.9   |
| 지분법평가손익                | 0.0   | -0.6  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 96.1  | 114.0 | 50.8  | 50.8  | 50.9  |
| 영업활동자산부채증감             | -39.9 | -12.5 | -11.2 | -11.8 | -11.1 |
| 매출채권및기타채권의감소           | -32.2 | -53.4 | 0.8   | -15.2 | -14.3 |
| 재고자산의감소                | 2.1   | 16.1  | -21.9 | -7.5  | -7.0  |
| 매입채무및기타채무의증가           | 10.8  | 14.3  | 13.1  | 10.9  | 10.2  |
| 기타                     | -20.6 | 10.5  | -3.2  | 0.0   | 0.0   |
| 기타현금흐름                 | -18.2 | -20.3 | -21.6 | -25.4 | -27.9 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -69.9 | -80.5 | -55.0 | -55.0 | -55.0 |
| 유형자산의 취득               | -70.7 | -62.7 | -55.0 | -55.0 | -55.0 |
| 유형자산의 처분               | 0.2   | 0.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -0.8  | -1.6  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | 20.9  | -33.0 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -21.1 | 17.5  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 1.6   | -0.9  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -16.2 | -28.9 | -7.0  | -28.9 | -33.9 |
| 차입금의 증가(감소)            | 16.6  | 20.5  | -1.1  | -20.0 | -25.0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | -5.4  | -5.9  | -5.9  | -8.9  | -8.9  |
| 기타                     | -27.4 | -43.5 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타현금흐름                 | -0.1  | -0.5  | -29.2 | -25.4 | -22.9 |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 8.4   | -2.8  | 4.7   | -4.4  | 0.9   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 6.3   | 14.8  | 11.9  | 16.6  | 12.2  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 14.8  | 11.9  | 16.6  | 12.2  | 13.1  |

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 2,341  | -1,444 | 4,714  | 6,218  | 7,239  |
| BPS                | 37,411 | 35,114 | 38,791 | 43,972 | 50,174 |
| CFPS               | 17,718 | 16,199 | 14,910 | 16,477 | 17,572 |
| DPS                | 1,104  | 1,104  | 1,104  | 1,104  | 1,104  |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 37.3   | -49.9  | 17.7   | 13.4   | 11.5   |
| PER(최고)            | 62.4   | -60.9  | 20.4   |        |        |
| PER(최저)            | 34.3   | -27.7  | 14.4   |        |        |
| PBR                | 2.33   | 2.05   | 2.15   | 1.90   | 1.66   |
| PBR(최고)            | 3.90   | 2.50   | 2.47   |        |        |
| PBR(최저)            | 2.14   | 1.14   | 1.76   |        |        |
| PSR                | 0.30   | 0.24   | 0.26   | 0.25   | 0.23   |
| PCFR               | 4.9    | 4.4    | 5.6    | 5.1    | 4.8    |
| EV/EBITDA          | 11.0   | 9.2    | 9.3    | 7.8    | 6.8    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 29.2   | -47.7  | 22.0   | 16.7   | 14.3   |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.3    | 1.5    | 1.3    | 1.3    | 1.3    |
| ROA                | 2.1    | -1.0   | 3.4    | 4.3    | 4.9    |
| ROE                | 6.3    | -4.0   | 12.8   | 15.0   | 15.4   |
| ROIC               | 5.7    | -19.5  | 5.9    | 7.3    | 8.0    |
| 매출채권회전율            | 12.4   | 11.3   | 11.2   | 11.6   | 11.6   |
| 재고자산회전율            | 19.5   | 22.9   | 25.2   | 23.6   | 23.5   |
| 부채비율               | 270.7  | 290.1  | 266.1  | 232.4  | 200.2  |
| 순차입금비율             | 50.8   | 66.8   | 58.7   | 47.7   | 35.8   |
| 이자보상배율             | 5.4    | 4.7    | 6.6    | 8.7    | 10.4   |
| <b>총차입금</b>        | 199.9  | 218.1  | 217.0  | 197.0  | 172.0  |
| 순차입금               | 163.8  | 202.4  | 196.6  | 180.9  | 155.1  |
| NOPLAT             | 83.5   | 89.9   | 98.7   | 116.1  | 127.9  |
| FCF                | -38.8  | -193.6 | 17.5   | 30.4   | 40.1   |

## 11) CJ프레시웨이 2Q21 Preview

투자 의견 BUY,  
목표주가 39,000원

CJ프레시웨이의 2Q21 연결기준 영업이익은 168억원으로 시장 컨센서스를 상회할 것으로 전망된다. 사람들의 외부활동이 재개되고, 외식 업체들의 영업일 수가 점차 정상화되면서, 외식FC, 급식, 대리점 경로를 중심으로 매출이 크게 회복되면서, 1분기 대비 매출이 +10% 이상 증가할 것으로 전망된다. 특히, 작년에 업황 부진을 겪으면서, 전사 고정비가 많이 절감되고, 저수익성 거래처와 사업이 일부 구조조정 되었기 때문에, 매출 회복으로 인한 영업레버리지 효과가 크게 나타날 것으로 전망된다.

단기적으로 7월부터 사회적 거리두기 단계가 상향되고, 집합금지 요건이 강화되면서, 3분기 실적 추정치는 일부 하향될 것으로 전망된다. 다만, 8~9월에 50대 이하 연령대의 백신 접종률이 상승하면서, 외부활동 재개 속도가 다시 가속화될 수 있기 때문에, 중기적으로 전사 실적 회복 강도는 여전히 강하게 나타날 것으로 전망된다.

## CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)    | 1Q20   | 2Q20   | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21   | 2Q21E  | 3Q21E  | 4Q21E  | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 602.5  | 624.5  | 651.3  | 600.3  | 546.1  | 606.8  | 598.1  | 608.7  | 2,478.5 | 2,359.7 | 2,531.1 |
| (YoY)        | -19.4% | -17.5% | -15.4% | -23.1% | -9.4%  | -2.8%  | -8.2%  | 1.4%   | -18.9%  | -4.8%   | 7.3%    |
| 식자재 유통       | 479.6  | 496.8  | 520.6  | 468.6  | 420.7  | 469.6  | 462.7  | 467.3  | 1,965.5 | 1,820.2 | 1,940.8 |
| (YoY)        | -21.4% | -18.8% | -16.0% | -23.8% | -12.3% | -5.5%  | -11.1% | -0.3%  | -20.0%  | -7.4%   | 6.6%    |
| 외식/급식        | 202.3  | 205.4  | 232.9  | 227.4  | 220.0  | 254.6  | 242.7  | 249.3  | 868.0   | 966.5   | 1,044.4 |
| (YoY)        | -7.4%  | -15.3% | -4.5%  | -10.8% | 8.7%   | 23.9%  | 4.2%   | 9.6%   | -9.6%   | 11.4%   | 8.1%    |
| 프레시원         | 139.9  | 153.5  | 145.9  | 115.5  | 125.0  | 135.0  | 135.0  | 135.0  | 554.8   | 530.0   | 556.5   |
| (YoY)        | -20.4% | -18.1% | -18.1% | -25.1% | -10.7% | -12.1% | -7.5%  | 16.9%  | -20.2%  | -4.5%   | 5.0%    |
| 1차상품 도매 및 원료 | 137.4  | 137.8  | 141.8  | 125.7  | 75.7   | 80.0   | 85.0   | 83.0   | 542.7   | 323.7   | 339.9   |
| (YoY)        | -36.3% | -24.2% | -28.2% | -38.9% | -44.9% | -41.9% | -40.1% | -34.0% | -32.2%  | -40.4%  | 5.0%    |
| 단체급식         | 101.3  | 109.0  | 114.6  | 111.1  | 99.9   | 114.6  | 115.2  | 117.0  | 436.0   | 446.7   | 492.9   |
| (YoY)        | -1.7%  | -9.1%  | -8.0%  | -7.6%  | -1.4%  | 5.1%   | 0.5%   | 5.3%   | -6.8%   | 2.4%    | 10.4%   |
| 기타           | 21.6   | 18.6   | 16.1   | 20.5   | 25.5   | 22.7   | 20.2   | 24.5   | 76.8    | 92.9    | 97.4    |
| (YoY)        | -37.6% | -25.6% | -37.6% | -54.7% | 18.1%  | 21.8%  | 25.5%  | 19.6%  | -41.2%  | 20.9%   | 4.9%    |
| 매출총이익        | 75.4   | 88.9   | 96.3   | 87.1   | 84.5   | 99.1   | 94.5   | 103.1  | 347.7   | 381.2   | 409.3   |
| (GPM)        | 12.5%  | 14.2%  | 14.8%  | 14.5%  | 15.5%  | 16.3%  | 15.8%  | 16.9%  | 14.0%   | 16.2%   | 16.2%   |
| 판매비          | 88.0   | 86.2   | 84.5   | 92.6   | 81.3   | 82.3   | 79.9   | 88.0   | 351.3   | 331.5   | 350.6   |
| (판매비율)       | 14.6%  | 13.8%  | 13.0%  | 15.4%  | 14.9%  | 13.6%  | 13.4%  | 14.5%  | 14.2%   | 14.0%   | 13.9%   |
| 영업이익         | -12.6  | 2.7    | 11.8   | -5.5   | 3.1    | 16.8   | 14.6   | 15.1   | -3.5    | 49.7    | 58.7    |
| (YoY)        | 적전     | -86.0% | -32.8% | 적전     | 흑전     | 519.5% | 23.8%  | 흑전     | 적전      | 흑전      | 18.2%   |
| (OPM)        | -2.1%  | 0.4%   | 1.8%   | -0.9%  | 0.6%   | 2.8%   | 2.4%   | 2.5%   | -0.1%   | 2.1%    | 2.3%    |
| 세전이익         | -23.4  | -4.7   | -2.6   | -17.8  | -3.5   | 9.4    | 7.2    | 11.2   | -48.5   | 24.3    | 33.8    |
| 순이익          | -20.0  | -2.7   | -4.2   | -15.6  | -4.4   | 7.1    | 5.5    | 8.4    | -42.5   | 16.6    | 25.6    |
| (지배)순이익      | -19.5  | -2.4   | -3.7   | -13.7  | -7.5   | 6.3    | 4.7    | 7.6    | -39.3   | 11.1    | 22.4    |
| (YoY)        | 적지     | 적전     | 적전     | 적지     | 적지     | 흑전     | 흑전     | 흑전     | 적전      | 흑전      | 101.9%  |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## CJ프레시웨이 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 3,055.1 | 2,478.5 | 2,359.7  | 2,531.1 | 2,716.0 |
| 매출원가                 | 2,658.6 | 2,130.8 | 1,978.5  | 2,121.8 | 2,277.9 |
| 매출총이익                | 396.5   | 347.7   | 381.2    | 409.3   | 438.1   |
| 판매비                  | 338.4   | 351.3   | 331.5    | 350.6   | 372.8   |
| <b>영업이익</b>          | 58.1    | -3.5    | 49.7     | 58.7    | 65.3    |
| <b>EBITDA</b>        | 94.6    | 32.8    | 82.9     | 93.4    | 101.9   |
| <b>영업외손익</b>         | -41.8   | -44.9   | -25.3    | -24.9   | -24.5   |
| 이자수익                 | 1.3     | 1.9     | 2.5      | 2.5     | 2.9     |
| 이자비용                 | 17.4    | 17.6    | 17.8     | 17.4    | 17.4    |
| 외환관련이익               | 4.9     | 10.5    | 5.0      | 5.0     | 5.0     |
| 외환관련손실               | 10.7    | 5.7     | 5.0      | 5.0     | 5.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.0     | -0.7    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | -19.9   | -33.3   | -10.0    | -10.0   | -10.0   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 16.3    | -48.5   | 24.3     | 33.8    | 40.8    |
| 법인세비용                | 6.7     | -6.0    | 7.8      | 8.2     | 9.9     |
| 계속사업손익               | 9.6     | -42.5   | 16.6     | 25.6    | 31.0    |
| <b>당기순이익</b>         | 9.6     | -42.5   | 16.6     | 25.6    | 31.0    |
| <b>지배주주순이익</b>       | 5.1     | -39.3   | 11.1     | 22.4    | 27.8    |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |          |         |         |
| 매출액 증감율              | 8.0     | -18.9   | -4.8     | 7.3     | 7.3     |
| 영업이익 증감율             | 14.7    | -106.0  | -1,520.0 | 18.1    | 11.2    |
| EBITDA 증감율           | 18.1    | -65.3   | 152.7    | 12.7    | 9.1     |
| 지배주주순이익 증감율          | -62.8   | -870.6  | -128.2   | 101.8   | 24.1    |
| EPS 증감율              | -62.4   | 적전      | 흑전       | 101.9   | 23.7    |
| 매출총이익률(%)            | 13.0    | 14.0    | 16.2     | 16.2    | 16.1    |
| 영업이익률(%)             | 1.9     | -0.1    | 2.1      | 2.3     | 2.4     |
| EBITDA Margin(%)     | 3.1     | 1.3     | 3.5      | 3.7     | 3.8     |
| 지배주주순이익률(%)          | 0.2     | -1.6    | 0.5      | 0.9     | 1.0     |

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 495.8   | 431.1   | 438.0   | 463.9   | 508.2   |
| 현금 및 현금성자산      | 21.3    | 85.6    | 109.9   | 113.0   | 132.9   |
| 단기금융자산          | 8.6     | 7.0     | 7.0     | 7.0     | 7.0     |
| 매출채권 및 기타채권     | 263.8   | 209.6   | 205.2   | 220.1   | 236.2   |
| 재고자산            | 191.4   | 120.2   | 107.3   | 115.1   | 123.5   |
| 기타유동자산          | 10.7    | 8.7     | 8.6     | 8.7     | 8.6     |
| <b>비유동자산</b>    | 685.8   | 691.6   | 694.7   | 701.2   | 705.9   |
| 투자자산            | 25.8    | 34.9    | 34.9    | 34.9    | 34.9    |
| 유형자산            | 346.0   | 360.0   | 367.8   | 379.2   | 388.6   |
| 무형자산            | 108.7   | 85.5    | 80.8    | 75.9    | 71.2    |
| 기타비유동자산         | 205.3   | 211.2   | 211.2   | 211.2   | 211.2   |
| <b>자산총계</b>     | 1,181.7 | 1,122.8 | 1,132.7 | 1,165.1 | 1,214.1 |
| <b>유동부채</b>     | 580.4   | 442.1   | 434.9   | 441.3   | 459.0   |
| 매입채무 및 기타채무     | 343.7   | 308.5   | 297.1   | 313.5   | 331.2   |
| 단기금융부채          | 202.8   | 110.8   | 115.0   | 105.0   | 105.0   |
| 기타유동부채          | 33.9    | 22.8    | 22.8    | 22.8    | 22.8    |
| <b>비유동부채</b>    | 312.2   | 394.4   | 394.4   | 394.4   | 394.4   |
| 장기금융부채          | 268.6   | 349.9   | 349.9   | 349.9   | 349.9   |
| 기타비유동부채         | 43.6    | 44.5    | 44.5    | 44.5    | 44.5    |
| <b>부채총계</b>     | 892.5   | 836.5   | 829.4   | 835.8   | 853.4   |
| <b>지배지분</b>     | 201.4   | 188.0   | 199.6   | 222.5   | 250.7   |
| 자본금             | 11.9    | 11.9    | 11.9    | 11.9    | 11.9    |
| 자본잉여금           | 87.0    | 86.5    | 86.5    | 86.5    | 86.5    |
| 기타자본            | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타포괄손익누계액       | 43.4    | 43.8    | 44.2    | 44.7    | 45.1    |
| 이익잉여금           | 37.1    | -6.0    | 5.2     | 27.6    | 55.4    |
| 비지배지분           | 87.7    | 98.2    | 103.7   | 106.9   | 110.1   |
| <b>자본총계</b>     | 289.1   | 286.2   | 303.3   | 329.3   | 360.7   |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 78.6  | 126.3 | 81.5  | 79.7  | 85.1  |
| 당기순이익                  | 0.0   | 0.0   | 16.6  | 25.6  | 31.0  |
| 비현금항목의 가감              | 75.1  | 107.7 | 81.9  | 83.5  | 85.3  |
| 유형자산감가상각비              | 27.8  | 31.6  | 32.2  | 33.6  | 35.6  |
| 무형자산감가상각비              | 11.5  | 12.5  | 8.8   | 8.9   | 8.7   |
| 지분법평가손익                | 0.0   | -0.7  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 35.8  | 64.3  | 40.9  | 41.0  | 41.0  |
| 영업활동자산부채증감             | -3.9  | 73.8  | 6.1   | -6.3  | -6.8  |
| 매출채권및기타채권의감소           | -48.9 | 42.1  | 4.5   | -14.9 | -16.1 |
| 재고자산의감소                | 24.5  | 70.7  | 12.9  | -7.8  | -8.4  |
| 매입채무및기타채무의증가           | 17.9  | -23.3 | -11.3 | 16.4  | 17.7  |
| 기타                     | 2.6   | -15.7 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타현금흐름                 | 7.4   | -55.2 | -23.1 | -23.1 | -24.4 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -51.7 | -52.8 | -44.0 | -49.0 | -49.0 |
| 유형자산의 취득               | -37.3 | -41.9 | -40.0 | -45.0 | -45.0 |
| 유형자산의 처분               | 1.3   | 1.9   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -14.1 | -2.4  | -4.0  | -4.0  | -4.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | 14.3  | -9.8  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -0.8  | 1.6   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | -15.1 | -2.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -31.8 | -8.6  | -16.8 | -31.0 | -21.0 |
| 차입금의 증가(감소)            | -21.2 | -5.2  | 4.2   | -10.0 | 0.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | -5.6  | -7.4  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | -5.0  | 4.0   | -21.0 | -21.0 | -21.0 |
| 기타현금흐름                 | 0.1   | -0.5  | 3.6   | 3.4   | 4.8   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -4.7  | 64.3  | 24.3  | 3.2   | 19.9  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 26.0  | 21.3  | 85.6  | 109.9 | 113.0 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 21.3  | 85.6  | 109.9 | 113.0 | 132.9 |

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 434    | -3,307 | 936    | 1,891  | 2,338  |
| BPS                | 16,967 | 15,839 | 16,813 | 18,740 | 21,115 |
| CFPS               | 7,135  | 5,489  | 8,299  | 9,191  | 9,792  |
| DPS                | 250    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 66.1   | -5.8   | 33.6   | 16.7   | 13.5   |
| PER(최고)            | 82.7   | -8.7   | 40.9   |        |        |
| PER(최저)            | 56.0   | -3.4   | 20.0   |        |        |
| PBR                | 1.69   | 1.20   | 1.87   | 1.68   | 1.49   |
| PBR(최고)            | 2.11   | 1.82   | 2.28   |        |        |
| PBR(최저)            | 1.43   | 0.71   | 1.12   |        |        |
| PSR                | 0.11   | 0.09   | 0.16   | 0.15   | 0.14   |
| PCFR               | 4.0    | 3.5    | 3.8    | 3.4    | 3.2    |
| EV/EBITDA          | 6.3    | 12.1   | 6.3    | 5.5    | 4.8    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 31.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 0.9    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA                | 0.9    | -3.7   | 1.5    | 2.2    | 2.6    |
| ROE                | 2.6    | -20.2  | 5.7    | 10.6   | 11.7   |
| ROIC               | 5.3    | -2.8   | 5.2    | 6.9    | 7.6    |
| 매출채권회전율            | 12.8   | 10.5   | 11.4   | 11.9   | 11.9   |
| 재고자산회전율            | 15.2   | 15.9   | 20.7   | 22.8   | 22.8   |
| 부채비율               | 308.7  | 292.3  | 273.5  | 253.8  | 236.6  |
| 순차입금비율             | 87.4   | 60.1   | 50.1   | 42.1   | 32.9   |
| 이자보상배율             | 3.3    | -0.2   | 2.8    | 3.4    | 3.8    |
| <b>총차입금</b>        | 282.5  | 264.6  | 268.8  | 258.8  | 258.8  |
| 순차입금               | 252.6  | 172.0  | 151.9  | 138.7  | 118.8  |
| NOPLAT             | 30.3   | -16.6  | 28.6   | 38.6   | 43.6   |
| FCF                | 15.6   | 58.9   | 31.6   | 25.8   | 32.1   |

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명               | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표 가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)         |                | 종목명            | 일자         | 투자의견                      | 목표주가     | 목표 가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)         |                |
|-------------------|------------|---------------|----------|-------------------|----------------|----------------|----------------|------------|---------------------------|----------|-------------------|----------------|----------------|
|                   |            |               |          |                   | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |                |            |                           |          |                   | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |
| KT&G<br>(033780)  | 2019-08-08 | BUY(Maintain) | 125,000원 | 6개월               | -18.23         | -15.20         |                | 2019-11-15 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -26.56         | -23.25         |
|                   | 2019-11-08 | BUY(Maintain) | 125,000원 | 6개월               | -20.14         | -15.20         |                | 2019-12-02 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -28.12         | -23.25         |
|                   | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 125,000원 | 6개월               | -20.68         | -15.20         |                | 2019-12-17 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -28.83         | -23.25         |
|                   | 2020-02-03 | BUY(Maintain) | 125,000원 | 6개월               | -20.82         | -15.20         |                | 2020-01-13 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -26.83         | -18.13         |
|                   | 2020-02-28 | BUY(Maintain) | 125,000원 | 6개월               | -36.57         | -31.68         |                | 2020-02-03 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -26.70         | -18.13         |
|                   | 2020-03-23 | BUY(Maintain) | 107,000원 | 6개월               | -31.63         | -28.04         |                | 2020-02-07 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -26.60         | -18.13         |
|                   | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 107,000원 | 6개월               | -28.08         | -24.21         |                | 2020-02-17 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -27.30         | -18.13         |
|                   | 2020-05-14 | BUY(Maintain) | 107,000원 | 6개월               | -26.14         | -17.48         |                | 2020-03-16 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -28.61         | -18.13         |
|                   | 2020-06-09 | BUY(Maintain) | 107,000원 | 6개월               | -25.78         | -17.48         |                | 2020-04-01 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -28.64         | -18.13         |
|                   | 2020-07-16 | BUY(Maintain) | 107,000원 | 6개월               | -25.46         | -17.48         |                | 2020-04-09 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -27.18         | -10.25         |
|                   | 2020-08-07 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월               | -23.65         | -19.73         |                | 2020-05-18 | BUY(Maintain)             | 48,000원  | 6개월               | -19.04         | -4.38          |
|                   | 2020-10-20 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월               | -23.76         | -19.73         |                | 2020-06-25 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -22.94         | -20.00         |
|                   | 2020-11-06 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월               | -23.71         | -19.73         |                | 2020-07-16 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -23.56         | -20.00         |
|                   | 2020-11-17 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월               | -23.36         | -19.45         |                | 2020-07-21 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -24.18         | -18.42         |
|                   | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월               | -23.70         | -19.45         |                | 2020-08-18 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -29.39         | -18.42         |
|                   | 2021-02-05 | BUY(Maintain) | 103,000원 | 6개월               | -21.78         | -18.64         |                | 2020-10-06 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -29.86         | -18.42         |
|                   | 2021-04-21 | BUY(Maintain) | 103,000원 | 6개월               | -21.23         | -18.06         |                | 2020-10-20 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -31.65         | -18.42         |
|                   | 2021-05-13 | BUY(Maintain) | 103,000원 | 6개월               | -20.17         | -17.18         |                | 2020-11-16 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -31.70         | -18.42         |
|                   | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 103,000원 | 6개월               |                |                |                | 2020-11-17 | BUY(Maintain)             | 57,000원  | 6개월               | -34.09         | -18.42         |
| C제일제당<br>(097950) | 2019-08-09 | BUY(Maintain) | 360,000원 | 6개월               | -34.09         | -31.11         | 농심<br>(004370) | 2021-01-19 | BUY(Maintain)             | 55,000원  | 6개월               | -38.80         | -36.18         |
|                   | 2019-08-20 | BUY(Maintain) | 360,000원 | 6개월               | -35.35         | -31.11         |                | 2021-02-15 | BUY(Maintain)             | 55,000원  | 6개월               | -38.68         | -35.82         |
|                   | 2019-10-01 | BUY(Maintain) | 300,000원 | 6개월               | -24.31         | -17.17         |                | 2021-02-17 | BUY(Maintain)             | 55,000원  | 6개월               | -35.59         | -30.00         |
|                   | 2019-11-12 | BUY(Maintain) | 320,000원 | 6개월               | -22.20         | -20.00         |                | 2021-04-21 | BUY(Maintain)             | 55,000원  | 6개월               | -35.66         | -30.00         |
|                   | 2019-12-02 | BUY(Maintain) | 320,000원 | 6개월               | -23.40         | -20.00         |                | 2021-05-17 | BUY(Maintain)             | 55,000원  | 6개월               | -35.60         | -30.00         |
|                   | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 320,000원 | 6개월               | -23.41         | -20.00         |                | 2021-05-21 | BUY(Maintain)             | 55,000원  | 6개월               | -34.25         | -27.09         |
|                   | 2020-02-03 | BUY(Maintain) | 320,000원 | 6개월               | -23.37         | -16.72         |                | 2021-07-20 | BUY(Maintain)             | 50,000원  | 6개월               |                |                |
|                   | 2020-02-13 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월               | -21.18         | -21.14         |                | 2019-08-16 | Outperform<br>(Maintain)  | 260,000원 | 6개월               | -7.73          | -0.77          |
|                   | 2020-02-17 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월               | -32.43         | -21.14         |                | 2020-01-13 | Outperform<br>(Maintain)  | 260,000원 | 6개월               | -8.35          | -0.77          |
|                   | 2020-04-07 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월               | -32.33         | -21.14         |                | 2020-02-03 | Outperform<br>(Maintain)  | 260,000원 | 6개월               | -8.26          | -0.77          |
|                   | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월               | -29.87         | -14.00         |                | 2020-02-17 | BUY(Upgrade)              | 315,000원 | 6개월               | -14.10         | -3.81          |
|                   | 2020-05-15 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월               | -24.76         | -24.76         |                | 2020-04-09 | Outperform<br>(Downgrade) | 340,000원 | 6개월               | -12.17         | -4.41          |
|                   | 2020-05-18 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월               | -25.62         | -19.63         |                | 2020-05-18 | Outperform<br>(Maintain)  | 360,000원 | 6개월               | -2.89          | 8.75           |
|                   | 2020-06-15 | BUY(Maintain) | 440,000원 | 6개월               | -19.70         | -7.73          |                | 2020-07-16 | BUY(Upgrade)              | 470,000원 | 6개월               | -26.14         | -18.83         |
|                   | 2020-07-16 | BUY(Maintain) | 520,000원 | 6개월               | -24.76         | -14.71         |                | 2020-10-20 | BUY(Maintain)             | 430,000원 | 6개월               | -31.19         | -28.49         |
|                   | 2020-08-12 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -33.54         | -32.05         |                | 2021-01-19 | BUY(Maintain)             | 360,000원 | 6개월               | -20.80         | -17.22         |
|                   | 2020-08-18 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -33.90         | -31.48         |                | 2021-04-21 | BUY(Maintain)             | 360,000원 | 6개월               | -18.54         | -7.92          |
|                   | 2020-09-10 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -34.70         | -31.48         |                | 2021-07-16 | BUY(Maintain)             | 360,000원 | 6개월               | -18.34         | -6.25          |
|                   | 2020-10-20 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -35.40         | -31.48         |                | 2021-07-20 | BUY(Maintain)             | 410,000원 | 6개월               |                |                |
| 하이트진로<br>(000080) | 2020-11-03 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -35.53         | -31.48         | 대상<br>(001680) | 2019-08-16 | BUY(Maintain)             | 29,000원  | 6개월               | -22.84         | -17.93         |
|                   | 2020-11-11 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -35.80         | -31.48         |                | 2020-01-13 | BUY(Maintain)             | 29,000원  | 6개월               | -23.30         | -17.93         |
|                   | 2020-11-17 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -36.49         | -29.10         |                | 2020-04-09 | BUY(Maintain)             | 29,000원  | 6개월               | -24.95         | -8.79          |
|                   | 2021-01-14 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -36.24         | -26.56         |                | 2020-05-18 | BUY(Maintain)             | 32,000원  | 6개월               | -18.15         | -11.88         |
|                   | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -35.11         | -22.79         |                | 2020-07-16 | BUY(Maintain)             | 36,000원  | 6개월               | -27.74         | -25.00         |
|                   | 2021-02-09 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -29.57         | -29.18         |                | 2020-08-18 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -33.00         | -26.63         |
|                   | 2021-02-17 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -31.57         | -27.70         |                | 2020-10-20 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -34.47         | -26.63         |
|                   | 2021-04-21 | BUY(Maintain) | 610,000원 | 6개월               | -31.82         | -27.70         |                | 2021-01-19 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -34.07         | -26.63         |
|                   | 2021-05-11 | BUY(Maintain) | 650,000원 | 6개월               | -29.98         | -28.92         |                | 2021-02-15 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -36.00         | -30.75         |
|                   | 2021-05-21 | BUY(Maintain) | 650,000원 | 6개월               | -29.11         | -24.85         |                | 2021-04-21 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -34.72         | -23.25         |
|                   | 2021-06-23 | BUY(Maintain) | 650,000원 | 6개월               | -29.58         | -24.85         |                | 2021-05-18 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -34.47         | -23.25         |
|                   | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 650,000원 | 6개월               |                |                |                | 2021-05-21 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               | -32.68         | -23.25         |
|                   | 2019-07-31 | BUY(Maintain) | 28,000원  | 6개월               | -25.39         | -21.25         |                | 2021-07-20 | BUY(Maintain)             | 40,000원  | 6개월               |                |                |
|                   | 2019-08-16 | BUY(Maintain) | 30,000원  | 6개월               | -25.67         | -14.83         |                |            |                           |          |                   |                |                |

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

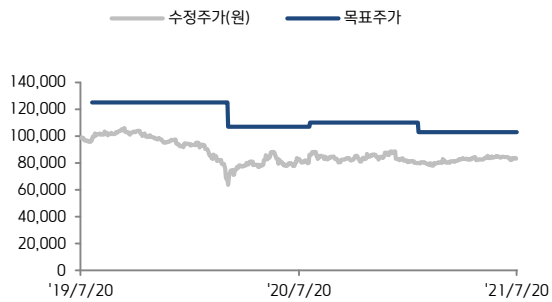
투자의견변동내역(2개년)

| 종목명               | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표 가격<br>대상 시점 | 과리율(%)         |                | 종목명                 | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표 가격<br>대상 시점 | 과리율(%)         |                |
|-------------------|------------|---------------|----------|----------------|----------------|----------------|---------------------|------------|---------------|----------|----------------|----------------|----------------|
|                   |            |               |          |                | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |                     |            |               |          |                | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |
| 동원F&B<br>(049770) | 2019-08-05 | BUY(Maintain) | 320,000원 | 6개월            | -30.33         | -25.16         | 매일유업<br>(267980)    | 2019-08-16 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -34.70         | -31.14         |
|                   | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 280,000원 | 6개월            | -28.75         | -15.36         |                     | 2019-10-15 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -35.31         | -31.14         |
|                   | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 240,000원 | 6개월            | -19.40         | -7.92          |                     | 2019-11-15 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -36.89         | -31.14         |
|                   | 2020-07-16 | BUY(Maintain) | 240,000원 | 6개월            | -22.23         | -7.92          |                     | 2020-01-09 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -36.87         | -31.14         |
|                   | 2020-10-20 | BUY(Maintain) | 240,000원 | 6개월            | -26.46         | -21.46         |                     | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -36.78         | -31.14         |
|                   | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 240,000원 | 6개월            | -23.41         | -15.83         |                     | 2020-03-13 | BUY(Maintain) | 115,000원 | 6개월            | -42.21         | -35.65         |
|                   | 2021-04-21 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월            | -11.01         | -3.20          |                     | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 115,000원 | 6개월            | -32.45         | -24.52         |
| 오리온<br>(271560)   | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 270,000원 | 6개월            |                |                | SPC삼립<br>(271560)   | 2020-07-16 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -35.47         | -29.09         |
|                   | 2019-08-08 | BUY(Maintain) | 117,000원 | 6개월            | -17.81         | -3.42          |                     | 2020-10-20 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -36.09         | -29.09         |
|                   | 2019-11-04 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -24.02         | -20.00         |                     | 2020-11-17 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -36.10         | -29.09         |
|                   | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -23.53         | -16.79         |                     | 2021-01-13 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -32.38         | -31.64         |
|                   | 2020-02-03 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -23.60         | -16.79         |                     | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -33.80         | -29.18         |
|                   | 2020-02-06 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -23.46         | -16.79         |                     | 2021-04-21 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -33.00         | -27.55         |
|                   | 2020-02-17 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -24.68         | -16.79         |                     | 2021-05-18 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            | -31.97         | -26.36         |
| 롯데칠성<br>(005300)  | 2020-04-03 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월            | -24.29         | -13.21         | CJ프레시웨이<br>(051500) | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월            |                |                |
|                   | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 150,000원 | 6개월            | -20.43         | -17.00         |                     | 2021-05-21 | BUY(Initiate) | 110,000원 | 6개월            | -21.07         | -16.09         |
|                   | 2020-05-07 | BUY(Maintain) | 156,000원 | 6개월            | -13.22         | -3.53          |                     | 2019-08-08 | BUY(Maintain) | 46,000원  | 6개월            | -42.04         | -35.00         |
|                   | 2020-08-10 | BUY(Maintain) | 175,000원 | 6개월            | -20.09         | -9.71          |                     | 2019-11-07 | BUY(Maintain) | 39,000원  | 6개월            | -31.39         | -26.54         |
|                   | 2020-10-16 | BUY(Maintain) | 175,000원 | 6개월            | -24.09         | -9.71          |                     | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 39,000원  | 6개월            | -31.62         | -26.54         |
|                   | 2020-11-17 | BUY(Maintain) | 175,000원 | 6개월            | -26.27         | -9.71          |                     | 2020-02-11 | BUY(Maintain) | 36,000원  | 6개월            | -46.27         | -28.47         |
|                   | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 175,000원 | 6개월            | -26.63         | -9.71          |                     | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 25,000원  | 6개월            | -22.33         | -13.20         |
| 롯데칠성<br>(005300)  | 2021-02-04 | BUY(Maintain) | 175,000원 | 6개월            | -26.75         | -9.71          |                     | 2020-05-14 | BUY(Maintain) | 25,000원  | 6개월            | -26.68         | -13.20         |
|                   | 2021-04-15 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월            | -25.44         | -22.81         |                     | 2020-07-16 | BUY(Maintain) | 22,000원  | 6개월            | -26.20         | -18.64         |
|                   | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월            |                |                |                     | 2020-10-20 | BUY(Maintain) | 22,000원  | 6개월            | -25.45         | -17.73         |
|                   | 2019-07-31 | BUY(Maintain) | 206,000원 | 6개월            | -33.27         | -28.88         |                     | 2020-11-17 | BUY(Maintain) | 22,000원  | 6개월            | -21.45         | -1.14          |
|                   | 2019-08-16 | BUY(Maintain) | 206,000원 | 6개월            | -33.43         | -28.88         |                     | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 26,000원  | 6개월            | -17.30         | -12.50         |
|                   | 2019-08-20 | BUY(Maintain) | 206,000원 | 6개월            | -33.71         | -27.91         |                     | 2021-03-12 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월            | -22.29         | -19.03         |
|                   | 2020-01-13 | BUY(Maintain) | 170,000원 | 6개월            | -34.01         | -20.88         |                     | 2021-04-21 | BUY(Maintain) | 31,000원  | 6개월            | -20.96         | -9.19          |
| 롯데칠성<br>(005300)  | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월            | -12.38         | -2.50          |                     | 2021-05-13 | BUY(Maintain) | 37,000원  | 6개월            | -12.58         | 0.14           |
|                   | 2020-07-16 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월            | -15.82         | -2.50          |                     | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 39,000원  | 6개월            |                |                |
|                   | 2020-10-20 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월            | -26.35         | -23.92         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2020-11-17 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월            | -20.93         | -12.31         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2020-12-17 | BUY(Maintain) | 150,000원 | 6개월            | -25.27         | -14.67         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2021-01-19 | BUY(Maintain) | 150,000원 | 6개월            | -22.42         | -14.33         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2021-02-08 | BUY(Maintain) | 170,000원 | 6개월            | -24.61         | -22.65         |                     |            |               |          |                |                |                |
| 롯데칠성<br>(005300)  | 2021-02-17 | BUY(Maintain) | 170,000원 | 6개월            | -25.50         | -18.24         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2021-04-21 | BUY(Maintain) | 170,000원 | 6개월            | -24.72         | -15.29         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2021-04-30 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월            | -22.95         | -16.25         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2021-05-21 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월            | -24.28         | -16.25         |                     |            |               |          |                |                |                |
|                   | 2021-07-20 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월            |                |                |                     |            |               |          |                |                |                |

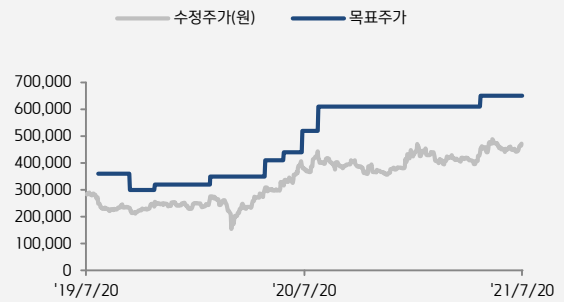
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

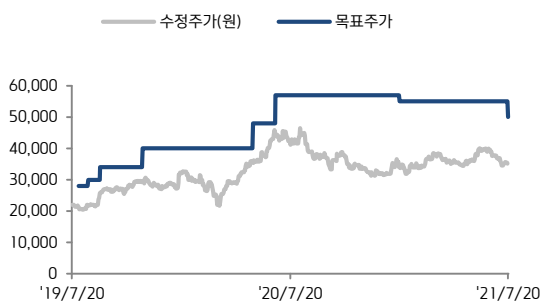
KT&G(033780)



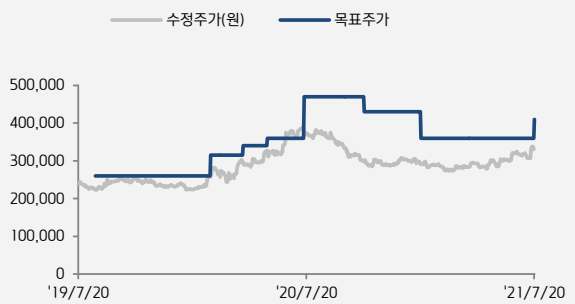
CJ제일제당(097950)



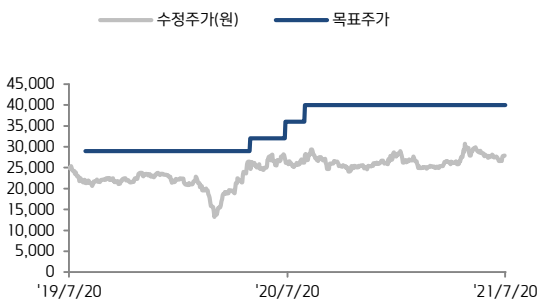
하이트진로(000080)



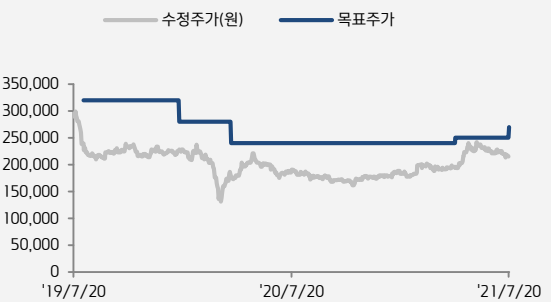
농심(004370)



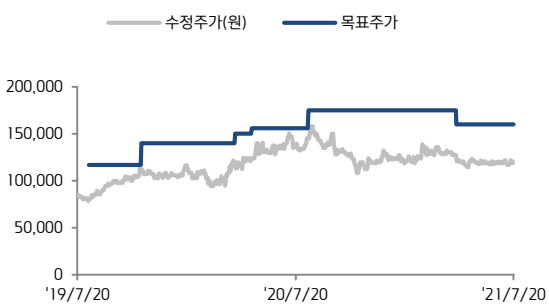
대상(001680)



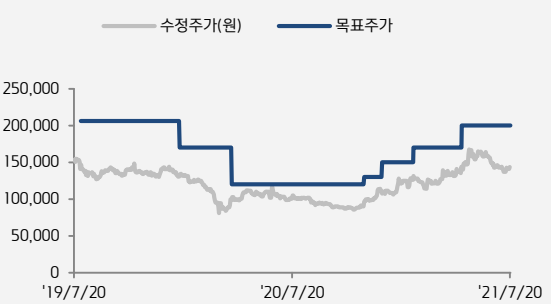
동원F&B(049770)



오리온(271560)

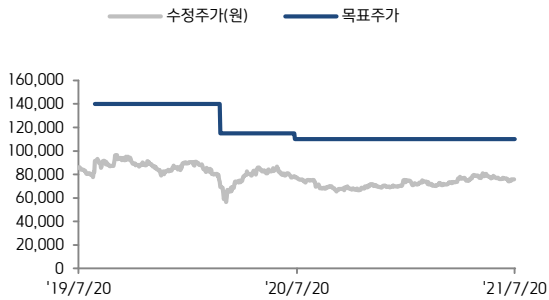


롯데칠성(005300)

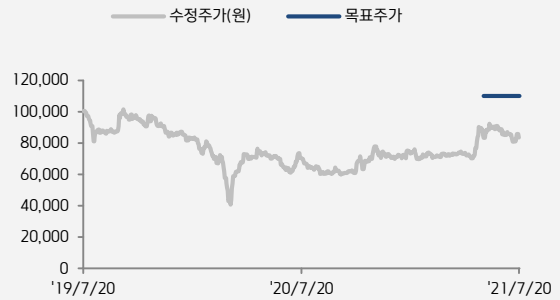


## 목표주가추이(2개년)

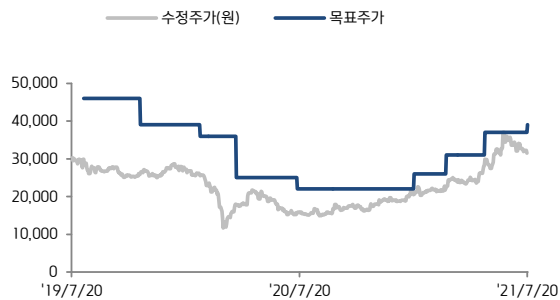
### 매일유업(267980)



### SPC삼립(005610)



### CJ프레시웨이(051500)



## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 98.10% | 1.90% | 0.00% |