

# 음식료/담배

## 2014년 VS. 2020년, Re-Rating이 기대되는 이유

### 업종 지수 Re-Rating이 기대되는 이유

2013년부터 Re-Rating되기 시작한 음식료 업종의 시가총액은 2015년 55조원까지 상승했다. 현재 업종 시가총액이 38조원 수준에 불과하다(담배 포함). ① 2015년 이후 최근 5년 간 음식료 업종의 이익 체력은 연평균 8% 증가했다. 과거 대비 이익 체력은 꾸준히 증대되고 있는 흐름이다. ② 2014년부터 중국을 중심으로 수출이 확대 되었다면 현재는 미주를 중심으로 글로벌 인지도가 확산되고 있는 시점이다. 주요 가공식품 수출의 미국 비중은 2014년 11.3%→1H20 16.4%로 큰 폭 상승했다. 동기 간 중국 비중은 18.5%→18.5%로 변화가 없었다. 미국은 중국 만큼이나 중요한 우리나라 가공식품 수출처로 부상하고 있다. ③ 국내 업체의 적극적인 해외 인수합병(ex. CJ제일제당-쉬안즈)도 긍정적이다. 중장기 채널 및 영업 시너지에 대한 기대감도 반영될 시점으로 판단한다.

### 2분기도 좋지만 3분기도 좋다

하나금융투자 커버리지 업체의 2020년 2분기 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 5.2%, 18.6% 증가할 것으로 추정한다. 1분기와 유사하게 대형주 CJ제일제당을 필두로 중소형주(농심/대성/하이트진로)의 실적 모멘텀이 부각될 전망이다. 3분기까지도 실적 호조세가 이어질 것으로 전망한다. 당사 커버리지 합산 영업이익은 YoY 1Q 23%/ 2Q 19%/ 3Q 14%/ 4Q 16% 증가할 것으로 추정한다. 하반기 견조한 실적 개선이 가능할 것으로 전망하는 까닭은, ① 호실적을 시현 중인 업체의 전년 베이스 부담이 제한적이며, ② 국내 내식 선호 현상이 단기간에 일단락될 것으로 판단하지 않기 때문이다. ③ 해외에서의 괄목할 만한 성과는 실적에 긍정적 영향을 미침은 물론, 밸류에이션 Re-Rating 스토리로 이어질 공산이 크다.

### Top Picks 및 관심종목

Top Pick으로 CJ제일제당과 농심을 유지한다. 국내 호실적과 더불어 K-Food 관심 증대 기인한 해외법인의 견조한 탑라인 성장이 기대된다. 관심 종목으로는 하반기 견조한 YoY 이익 개선이 예상되는 노바렉스, 동원F&B, KT&G를 제시한다.

### Earnings Preview

## Overweight

#### Top picks 및 관심종목

| 종목명           | 투자 의견 | TP(12M)  | CP(7월8일) |
|---------------|-------|----------|----------|
| C제일제당(097950) | BUY   | 450,000원 | 362,000원 |
| 농심(004370)    | BUY   | 430,000원 | 380,500원 |
| 노바렉스(194700)  | BUY   | 45,000원  | 39,100원  |
| 동원F&B(049770) | BUY   | 330,000원 | 181,000원 |
| KT&G(033780)  | BUY   | 103,000원 | 79,500원  |

#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2018     | 2019     | 2020F    | 2021F    | 2022F    |
|-----------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 십억원 | 18,670.1 | 22,352.5 | 24,106.8 | 25,727.9 | 27,271.6 |
| 영업이익      | 십억원 | 832.7    | 896.9    | 1,108.5  | 1,196.1  | 1,363.6  |
| 세전이익      | 십억원 | 1,294.2  | 338.8    | 1,085.7  | 642.6    | 834.4    |
| 순이익       | 십억원 | 875.2    | 152.5    | 693.7    | 376.7    | 492.7    |
| EPS       | 원   | 54,173   | 9,312    | 42,349   | 22,998   | 30,078   |
| 증감률       | %   | 112.1    | (82.8)   | 354.8    | (45.7)   | 30.8     |
| PER       | 배   | 6.10     | 27.12    | 8.71     | 16.04    | 12.27    |
| PBR       | 배   | 1.11     | 0.83     | 1.08     | 1.02     | 0.95     |
| EV/EBITDA | 배   | 10.16    | 8.50     | 8.18     | 7.67     | 6.90     |
| ROE       | %   | 21.46    | 3.16     | 13.34    | 6.63     | 8.13     |
| BPS       | 원   | 298,085  | 304,071  | 342,992  | 362,563  | 389,213  |
| DPS       | 원   | 3,500    | 3,500    | 3,500    | 3,500    | 3,500    |

주: CJ제일제당 재무제표



Analyst 심은주  
02-3771-8538  
yesej01@hanafn.com

RA 권중하  
02-3771-3126  
shkon1215@hanafn.com

# CONTENTS

|                                            |           |
|--------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 2014년 VS. 2020년</b>                  | <b>2</b>  |
| 1) 올해 업종 지수 Re-Rating 기대                   | 2         |
| 2) Top Picks 및 관심종목                        | 4         |
| <b>2. 실적 전망</b>                            | <b>5</b>  |
| 1) 2Q20 Pre: 지속되는 호실적                      | 5         |
| 2) 3분기까지도 실적 모멘텀 부각 전망                     | 7         |
| (1) 기존 실적 호전주의 부담 없는 베이스                   | 7         |
| (2) 상반기 부진했던 업체는 실적 회복                     | 7         |
| (3) 내식 선호는 중장기 트렌드                         | 9         |
| (4) K-Food 인지도 확대                          | 10        |
| 3) 주요 원재료 투입가 안정적                          | 12        |
| <b>3. 주요 업체 실적 동향</b>                      | <b>15</b> |
| 1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 모른 척 하기엔 너무 빠진 주가 | 15        |
| 2) 오리온(BUY, TP 17만원, 상향): 순항 중             | 18        |
| 3) CJ제일제당(BUY, TP 45만원): 해외 모멘텀 부각         | 21        |
| 4) 농심(BUY, TP 43만원): 밸류에이션 Re-Rating의 길    | 24        |
| 5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원, 상향): 호실적 예상        | 27        |
| 6) 동원F&B(BUY, TP 33만원): 3분기를 기대            | 30        |
| 7) 대상(BUY, TP 3.3만원): 유의미한 이익 개선세 지속       | 33        |
| 8) 매일유업(BUY, TP 10만원): 2분기는 눈높이 낮춰야        | 35        |
| 9) 동원산업(BUY, TP 30만원): 스타키스트 실적 호조         | 37        |
| 10) 노바렉스(BUY, TP 4.5만원): 올해도 좋고 내년도 좋아     | 39        |

## 1. 2014년 VS. 2020년

### 1) 올해 업종 지수 Re-Rating 기대

수출 모멘텀 부각되면서 실적도 개선세, 2014년과 흡사

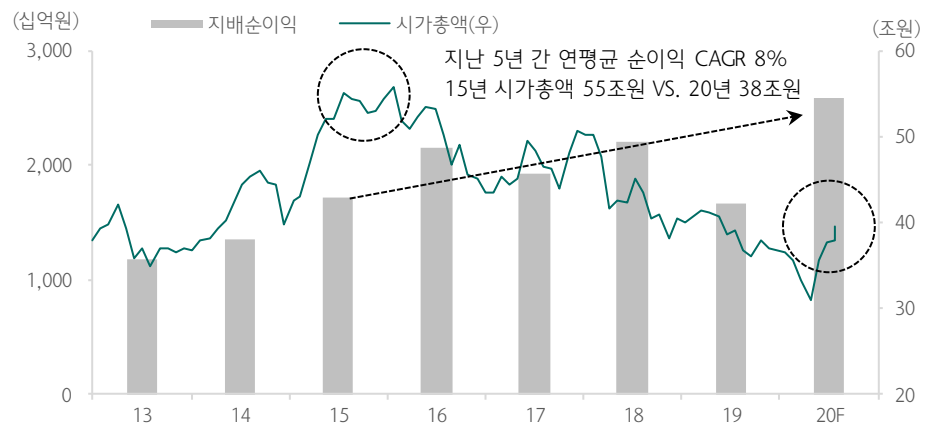
연초 이후 코스피는 2.8% 하락했다. 동기간 음식료 업종지수는 17.9% 상승하여 시장을 20.7%p 아웃퍼폼 했다. 올해 당사 커버리지 음식료 업체의 합산 영업이익은 전년대비 17.6% 증가할 것으로 추정된다. 하반기도 견조한 이익 개선이 예상된다. 반면, 시장 이익 성장은 YoY -6.6%로 전망된다. 음식료/담배 업체의 실적이 큰 폭 개선되면서 상대적 매력이 재차 부각될 것으로 판단한다.

올해 음식료/담배 업체의 실적 개선 이면에는 'K-Food의 글로벌 인지도 확대'가 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 뉴욕타임즈는 세계에서 가장 맛있는 라면으로 '신라면 블랙'을 선정했다. CJ제일제당의 '비비고 왕교자'는 중국 2위 온라인상거래 사이트인 징둥닷컴(JD.com) 교자/완탕 카테고리에서 판매량 1위를 기록했다. 실제로 관세청에 의하면 우리나라 가공식품 수출이 최근 3년 간 Level-up 되고 있다.

2013년부터 Re-Rating되기 시작한 음식료 업종의 시가총액은 2015년 55조원까지 상승했었다. 현재 업종 시가총액이 38조원 수준에 불과하다(담배 포함). ① 2015년 이후 최근 5년 간 음식료 업종의 이익 체력은 연평균 8% 증가했다. 과거 대비 이익 체력은 꾸준히 증대되고 있는 흐름이다. ② 2014년부터 중국을 중심으로 수출이 확대 되었다면 현재는 미주를 중심으로 글로벌 인지도가 확산되고 있는 시점이다. 주요 가공식품 수출의 미국 비중은 2014년 11.3% → 1H20 16.4%로 큰 폭 상승했다. 동기간 중국 비중은 18.5%→18.5%로 변화가 없었다. 미국은 중국만큼이나 중요한 우리나라 가공식품 수출처로 부상하고 있다. ③ 국내 업체의 적극적인 해외 인수합병(ex. CJ제일제당-쉬안즈)도 긍정적이다. 중장기 채널 및 영업 시너지에 대한 기대감도 반영될 시점으로 판단한다.

그림 1. 음식료/담배 업종 순이익 및 시가총액 추이

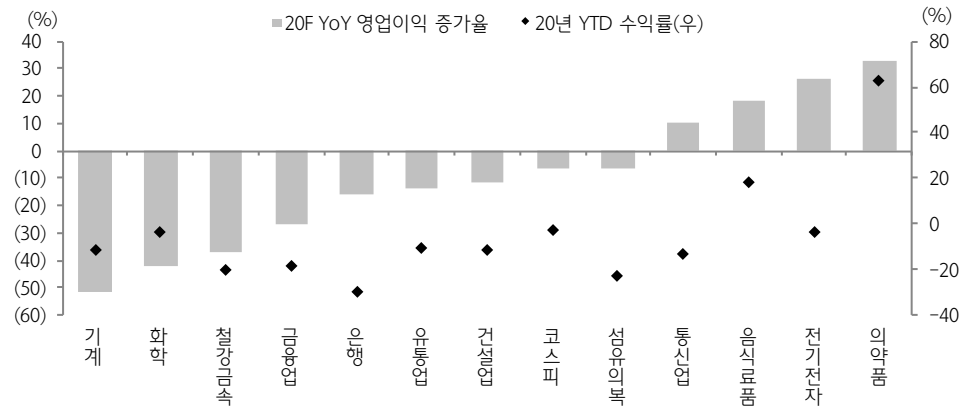
2015년 대비 이익 체력 큰 폭 증진  
시가총액은 70% 수준에 불과



자료: 하나금융투자

그림 2. 주요 업종별 올해 이익 증가율 전망 및 수익률 현황

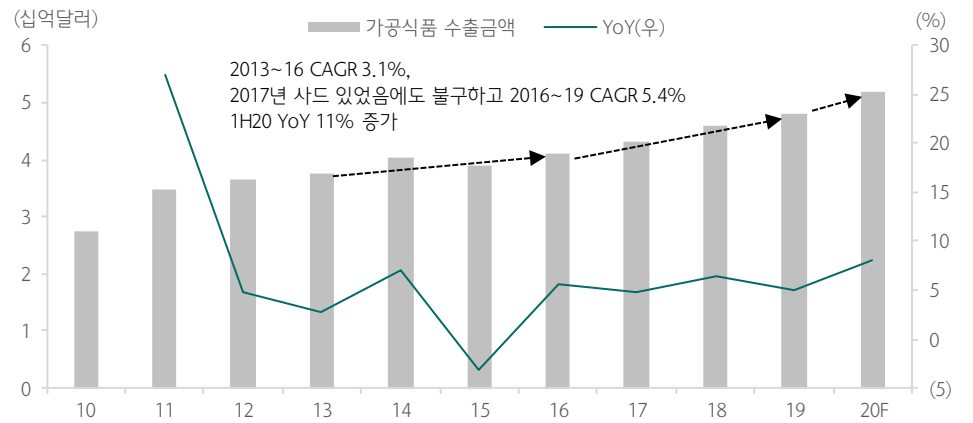
올해 업종 영업이익은 YoY 17.6%  
VS. 시장 YoY -6.6 추산



자료: 하나금융투자

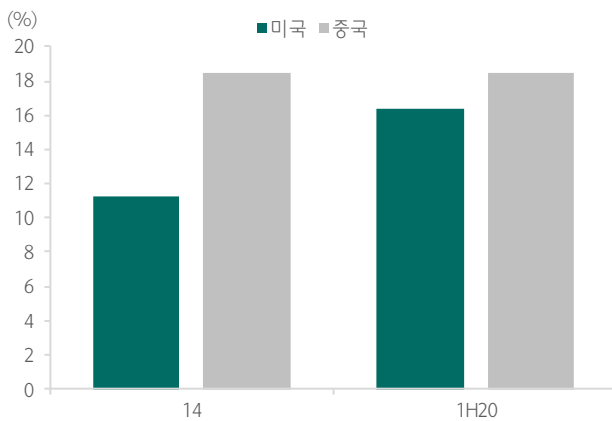
그림 3. 주요 가공식품 수출액 추이

미국을 중심으로 유의미한 성장세



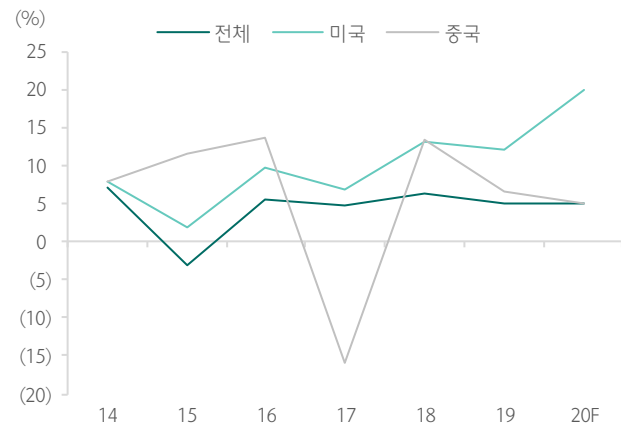
자료: 하나금융투자

그림 4. 주요 가공식품 국가별 수출 비중



자료: 하나금융투자

그림 5. 주요 가공식품 수출 성장률 추이



자료: 하나금융투자

## 2) Top Picks 및 관심종목

2020년 Top Picks: CJ제일제당, 농심  
관심종목: 노바렉스, 동원F&B, KT&G

2020년 Top Pick으로 **CJ제일제당**(BUY, 45만원)과 **농심**(BUY, 43만원)을 유지한다. 관심종목으로는 **노바렉스**(BUY, 4.5만원), **동원F&B**(BUY, 33만원), **KT&G**(BUY, 10.3만원)를 제시한다.

**CJ제일제당** 및 **농심**은 ① 올해 유의미한 해외 매출 증가가 가시화되면서 중장기 글로벌 사업 확대에 대한 기대감이 주가에 반영될 것으로 판단한다. 양사는 ② 코로나19 기인한 식문화 변화의 최대 수혜주이기도 하다. ③ 음식료 업종 내 상대적으로 고정비 부담이 큰 업체인 만큼 이익 레버리지 효과가 기대된다. **노바렉스**는 국내 견조한 수요 증가 기인해 내년 상반기(3월) 오송 공장 증설이 진행 중이다. 완공시 Capa는 기존 2천억원에서 4천억원으로 증가한다. 오송 공장의 자동화 설비 기인해 유의미한 이익 레버리지 효과가 본격화될 것으로 전망된다. **동원F&B**는 최근 글로벌 어가 하락으로 당초 예상과는 달리 원가 부담이 제한적일 것으로 판단한다. HMR 시장 확대에 따른 삼조셀렉트의 실적 개선도 긍정적이다. **KT&G**는 하반기 기저효과 및 6월부터 본격화된 중동 향 수출 선적 기인한 이익 개선이 기대된다. 3분기 PM과의 전략적 제휴 기반한 전자담배 수출도 가시화될 것으로 전망한다.

표 1. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

| 종목      | 투자의견    |         | 목표주가    |         | 변경 이유            |
|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
|         | ~에서     | ~으로     | ~에서     | ~으로     |                  |
| CJ제일제당  | BUY     | BUY     | 450,000 | 450,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 농심      | BUY     | BUY     | 430,000 | 430,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 오리온     | BUY     | BUY     | 145,000 | 170,000 | 투자의견 유지, 목표주가 상향 |
| 하이트진로   | BUY     | BUY     | 36,000  | 48,000  | 투자의견 유지, 목표주가 상향 |
| KT&G    | BUY     | BUY     | 103,000 | 103,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 대상      | BUY     | BUY     | 33,000  | 33,000  | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 동원F&B   | BUY     | BUY     | 330,000 | 330,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 노바렉스    | BUY     | BUY     | 45,000  | 45,000  | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 콜마비앤에이치 | BUY     | BUY     | 50,000  | 50,000  | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 매일유업    | BUY     | BUY     | 100,000 | 100,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 동원산업    | BUY     | BUY     | 300,000 | 300,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| SPC삼립   | BUY     | BUY     | 115,000 | 115,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 현대그린푸드  | BUY     | BUY     | 10,000  | 10,000  | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 신세계푸드   | BUY     | BUY     | 63,000  | 63,000  | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| CJ프레시웨이 | Neutral | Neutral | 33,000  | 33,000  | 투자의견 및 목표주가 유지   |
| 롯데칠성    | Neutral | Neutral | 120,000 | 120,000 | 투자의견 및 목표주가 유지   |

자료: 하나금융투자

## 2. 실적 전망

### 1) 2Q20 Pre: 지속되는 호실적

1분기 실적 서프라이즈 시현 업체의  
호실적 지속 전망

하나금융투자 커버리지 업체의 2020년 2분기 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 5.2%, 18.6% 증가할 것으로 추정한다. 대형주 3사(KT&G, 오리온, CJ제일제당)의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 7.9%, 12.5% 증가할 것으로 예상한다. 1분기와 유사하게 대형주 CJ제일제당을 필두로 중소형주(농심/대상/하이트진로)의 실적 모멘텀이 부각될 전망이다.

① 코로나19 기인한 내식 수요 증가로 가공식품 업체들의 탑라인 성장이 고무적이다. 수요 증가에 따른 시장 경쟁 완화로 이익 레버리지가 기대된다. **CJ제일제당** 가공식품 마진은 YoY 70bp 개선될 것으로 추정한다. '쉬안즈'도 탑라인이 YoY 12% 증가하면서 전년 대비 유의미한 이익 증가가 기대된다. **대상**은 경쟁 완화에 대한 수혜가 연내 지속될 것으로 판단된다. 1분기 국내 법인 판관비가 YoY 160억원 감소했는데 2분기도 기초가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 국내 식품 마진이 YoY 2.8%p 개선되면서 전사 이익 성장을 견인할 것으로 전망된다.

② 해외에서의 성과도 지속되고 있다. **오리온** 중국 법인은 2분기 YoY 23.9% 매출 성장(로컬 통화 기준)을 시현할 것으로 예상된다. 코로나19 이후 월 평균 매출액은 750억원→850억원 내외로 Level-up된 것으로 판단된다. 1분기 파이 및 스낵 카테고리 점유율은 YoY 2%p 상승한 것으로 파악된다. **농심**의 수출 및 해외법인 성장은 고무적이다. 1분기 농심의 라면 수출은 YoY 26% 증가했다. 2분기는 YoY 40% 이상 성장 가능할 것으로 판단된다. 올해 국내 법인의 수출 비중은 2019년 12%→2020년 14%로 상승할 것으로 추정된다. 해외법인도 고성장세이다. 2분기 미국 및 중국 법인은 각각 YoY 30~40% 매출 성장할 것으로 예상된다. 농심이 상대적으로 고정비 부담이 큰 업체이다. 이익 레버리지가 기대된다. **동원산업**의 연결 자회사인 '스타키스트'도 2분기 두 자리 수 매출 성장을 시현한 것으로 파악된다. 2분기 스타키스트 영업 이익은 1분기 408억원보다 개선된 450억원으로 추정한다.

③ 국내 시장 점유율 확대가 지속되고 있는 **하이트진로**도 호실적이 전망된다. 2분기 소주 및 맥주 매출액은 각각 YoY 11.0% 15.4% 증가할 것으로 추정된다. 2분기까지도 판촉에 대한 부담이 제한적이었다는 점을 감안하면 영업이익은 600억원 내외 시현 가능할 것으로 예상된다.

④ 반면, 유가공 업체(개학 지연으로 유제품 수요 부진) 및 식자재 업체(코로나19 영향으로 재택 근무 증가 및 외식 감소)의 실적은 부진할 것으로 전망된다. 매일유업은 가공유 및 컵커피 수요 둔화 및 전년 역기저(2Q19 판촉 부담 제한적) 기인해 YoY 감익이 예상된다. 동원F&B도 유가공 부문 수익성 하락이 전사 연결 실적에 부담으로 작용할 전망이다. KT&G도 2분기까지 실적에 대한 기대치는 낮춰야 할 것으로 사료된다. 2분기 면세 채널의 코로나19 부정적 영향이 불가피했고 수출 물량 선적도 6월부터 본격화되었기 때문이다. 식자재 업체(CJ프레시웨이, 신세계푸드)는 영업적자 폭은 QoQ 확대될 것으로 예상된다. 2분기는 코로나19에 대한 영향이 온기 지속되었기 때문이다. SPC삼립도 전년 대비 감익이 불가피해 보인다.

대형주 중에서는 CJ제일제당  
상반기 실적 모멘텀 부각

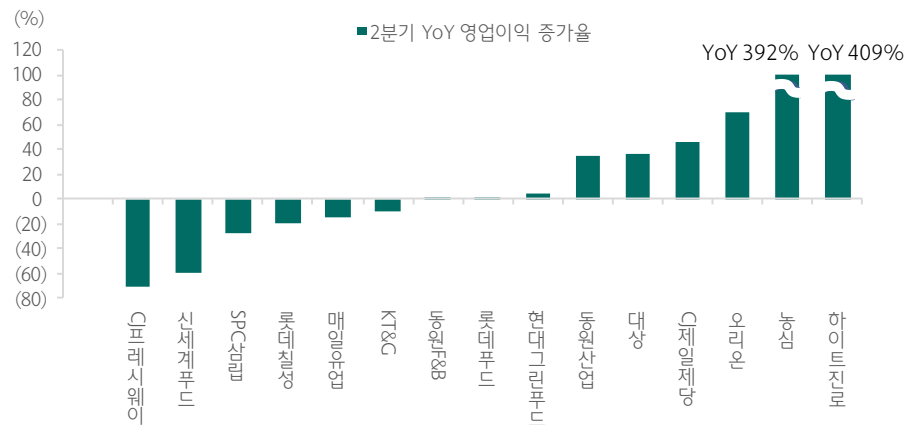
그림 6. 2분기 실적 특징 요약

|       |                     |                 |
|-------|---------------------|-----------------|
| 실적 호조 | 가공식품 수요 확대 및 경쟁 완화  | CJ제일제당/대상       |
|       | 해외 법인 실적 호조         | 오리온/농심/동원산업     |
|       | 점유율 확대              | 하이트진로           |
| 실적 부진 | 개학 지연에 따른 유제품 수요 감소 | 매일유업/동원F&B/롯데푸드 |
|       | 면세 채널 부진            | KT&G            |
|       | 경제활동 제한 및 재택근무 확산   | 식자재업체           |

자료: 하나금융투자

하이트진로/농심의 유의미한  
이익 개선 전망

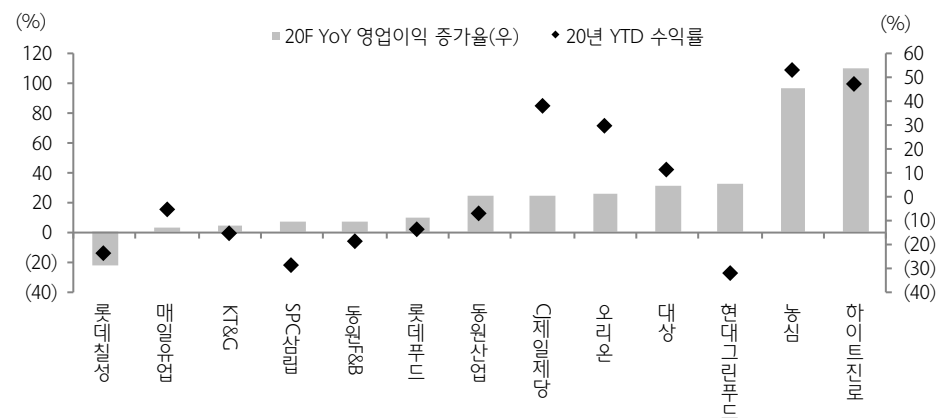
그림 7. 2분기 영업이익 증감율 전망



자료: 하나금융투자

하이트진로/농심/대상/오리온/  
CJ제일제당 실적 모멘텀 부각 전망

그림 8. 연간 영업이익 YoY 증감율 및 주가 수익률



자료: 하나금융투자

## 2) 3분기까지도 실적 모멘텀 부각 전망

### 하반기도 실적 개선 이어질 것

3분기까지도 실적 호조세가 이어질 것으로 전망한다. 당사 커버리지 합산 영업이익은 YoY 1Q 23%/ 2Q 19%/ 3Q 14%/ 4Q 16% 증가할 것으로 추정한다. 연간으로는 YoY 17.8% 증가할 것으로 추산된다. 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 경우 1Q 14%/ 2Q 12%/ 3Q 15%/ 4Q 15% 증가할 것으로 예상된다. 연간으로는 YoY 14.1% 증가할 것으로 판단된다. 견조한 실적 개선이 가능할 것으로 전망하는 까닭은, ① 하반기 호실적을 시현 중인 업체의 전년 베이스 부담이 제한적이며, ② 국내 내식 선호 현상이 단기간에 일단락될 것으로 판단하지 않기 때문이다. ③ 해외에서의 괄목할 만한 성과는 실적에 긍정적 영향을 미침은 물론, 밸류에이션 Re-Rating 스토리로 이어질 공산이 크다.

### (1) 기존 실적 호전주의 부담 없는 베이스

3분기까지도 대형주 CJ제일제당을 필두로 농심/대상의 실적 모멘텀이 부각될 것으로 예상된다. 각 사의 전년 베이스가 높지 않다. CJ제일제당은 실적이 개선되기 시작한 시점이 4Q19이다. 농심 및 대상은 작년 한 해 비용 집행이 컸기 때문에 정상적인 수준만 투하하더라도 손익 측면에서 부담이 없다.

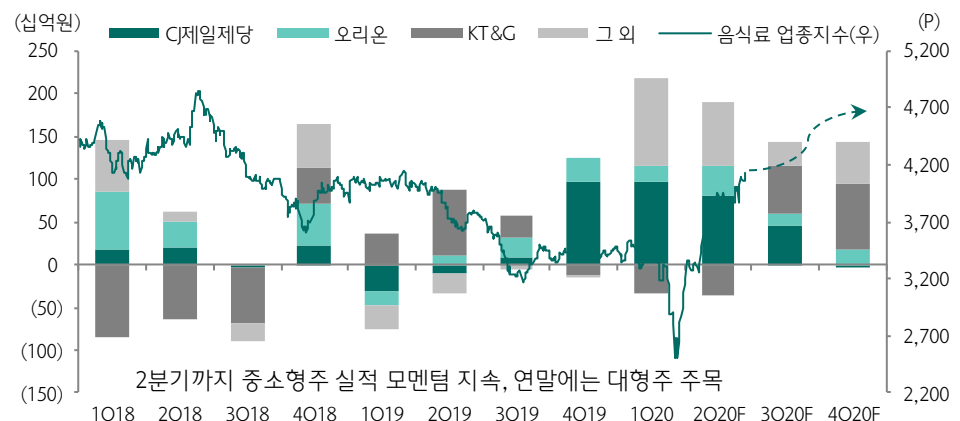
### (2) 상반기 부진했던 업체는 실적 회복

상반기까지 부진한 실적을 시현했던 업체들도 하반기 증익을 시현할 가능성이 높다. KT&G는 6월부터 중동 향 수출 선박이 본격화되었다. 관세청에 의하면 6월 담배 수출은 전년동월대비 45.8% 증가했다. 작년 하반기 중동 향 수출이 전무했음을 감안시 하반기 수출 회복에 따른 실적 개선 가능성이 높다. 필립모리스와의 전자담배 수출도 하반기 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다.

올 여름 무더운 더위가 예상되는 바 유제품에 대한 수요 회복도 기대해 볼 만하다. 매일유업은 수요 회복과 더불어 기저효과도 누릴 수 있다. 작년 2분기 대비 3분기 판촉 비용 투하가 컸기 때문이다. 신제품 '셀렉스'도 하반기 흑자전환하여 손익에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 동원F&B 유가공 부문도 하반기 갈수록 회복될 여지가 높다. 더불어 최근 글로벌 전망 참치어가가 급락하고 있는 점은 긍정적인 요소이다. 연초에는 하반기 어가 관련 부담이 YoY 증가할 것으로 추정했으나 현재 흐름이 이어질 경우 전년과 비슷하거나 소폭 완화될 전망이다.

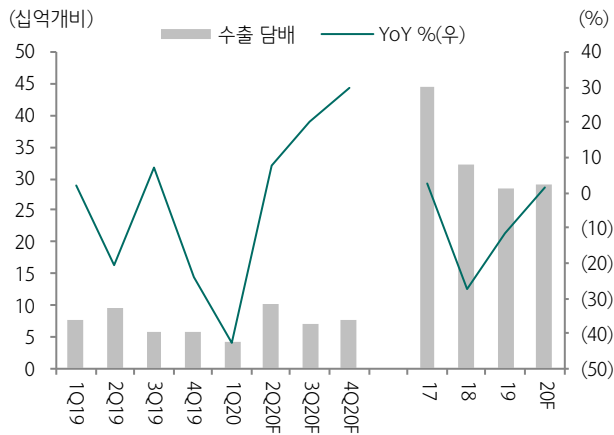
그림 9. 음식료/담배 영업이익 증감액 및 업종지수 추이

대형주 중에서는  
CJ제일제당 상반기 실적 모멘텀 부각  
KT&G는 하반기 실적 회복 예상



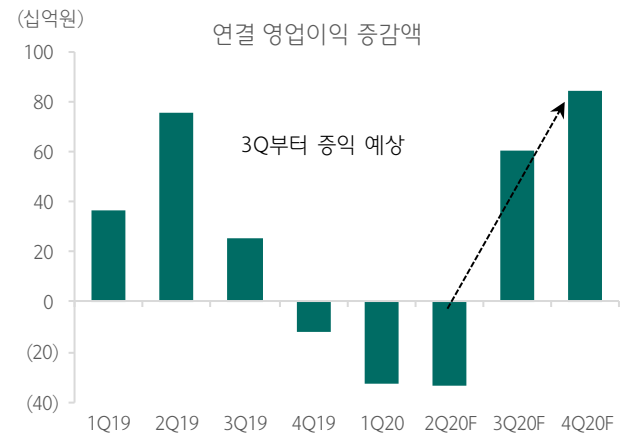
자료: 하나금융투자

그림 10. KT&amp;G 수출담배 물량 성장 전망



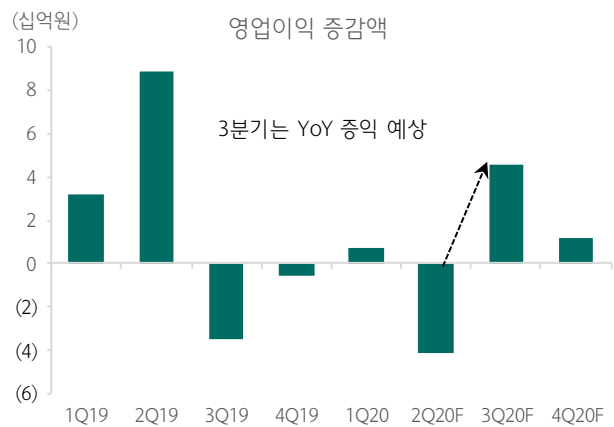
자료: 하나금융투자

그림 11. KT&amp;G 연결 영업이익 증감액 추이



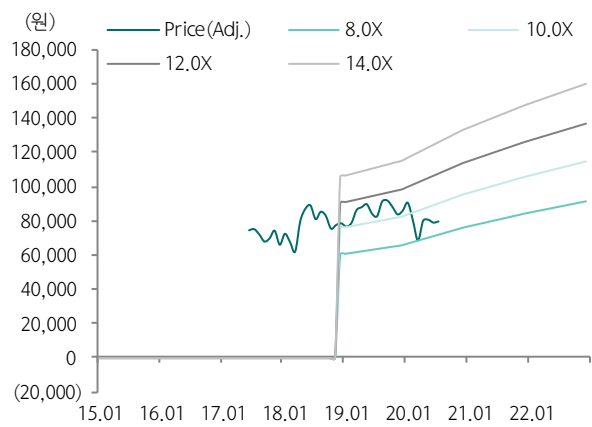
자료: 하나금융투자

그림 12. 매일유업 이익 증감액 추이



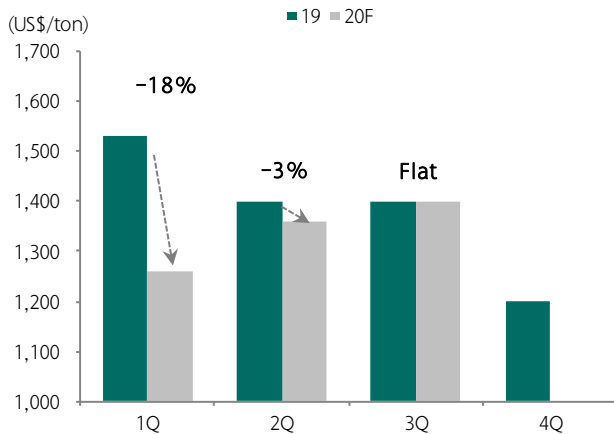
자료: 하나금융투자

그림 13. 매일유업 12개월 Fwd PER 밴드



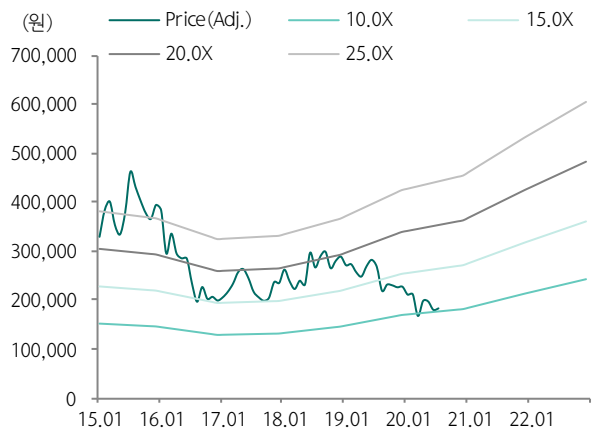
자료: 하나금융투자

그림 14. 동원F&amp;B 참치 투입어가 예상



자료: A tuna, 하나금융투자

그림 15. 동원F&amp;B 12개월 Fwd PER 밴드

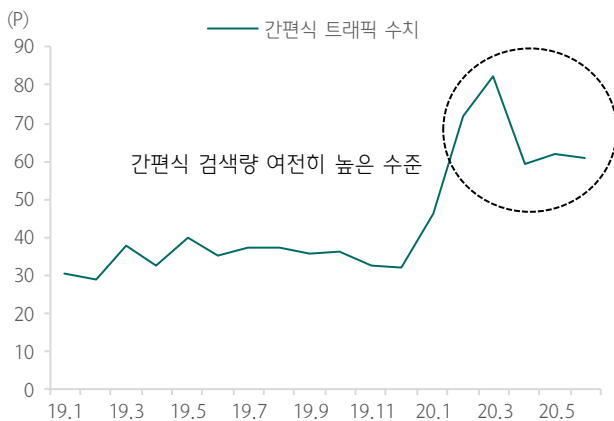


자료: 하나금융투자

### (3) 내식 선호는 중장기 트렌드

코로나19가 촉발한 내식 선호 현상이 일단락될 것 같지가 않다. 7월 들어서도 코로나19가 종식되지 않고 있어 경제 활동에는 여전히 제약이 있다. 언론보도에 따르면 ‘간편식’ 검색 트래픽이 코로나19를 계기로 큰 폭 증가했다. 6월 기준 2020년 3월을 정점으로 소폭 하락했으나 2019년 대비는 여전히 높은 수준이다. 간편식에 대한 뜨거운 관심은 시장 성장으로 귀결되고 있다. HMR 제품 카테고리가 확대되면서 소비자 선택의 폭도 넓어지고 있다. 1인가구 증가 및 인구 고령화라는 인구 구조 변화와 더불어 ‘언택트’ 기반한 내식 선호는 불가피한 중장기 트렌드로 판단된다.

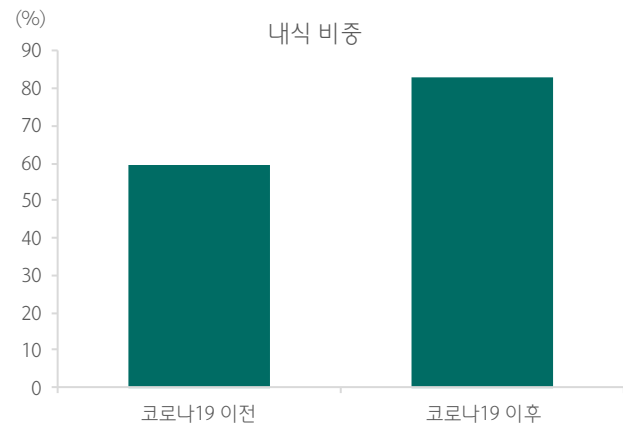
그림 16. ‘간편식’ 검색 트래픽



자료: 하나금융투자

기타: 2020년 3월(가장 높은 시점)을 100으로 환산한 추이임

그림 17. 코로나19 이후 내식 비중 현저히 증가



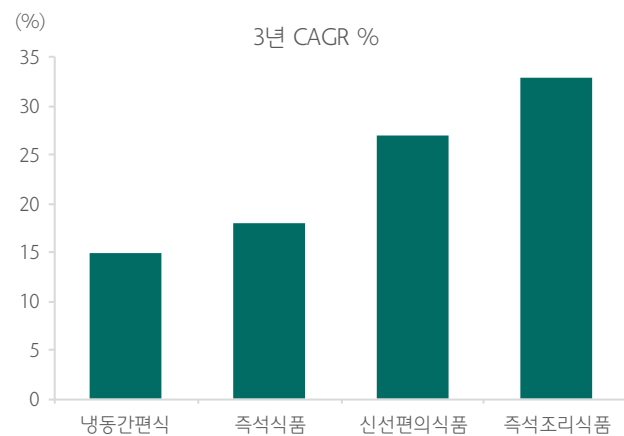
자료: 하나금융투자

그림 18. 올해 HMR 시장 규모 4.4조원 추산



자료: AT, 하나금융투자

그림 19. 최근 3년 간 전 카테고리 고르게 성장



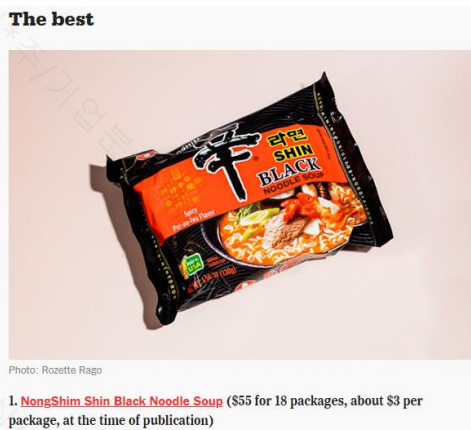
자료: AT, 하나금융투자

#### (4) K-Food 인지도 확대

해외에서의 K-Food 인지도 확대는 밸류에이션 Re-Rating 요소이다. 뉴욕타임즈는 세계에서 가장 맛있는 라면으로 '신라면 블랙'을 선정했다. 농심의 북미 누들 점유율은 2019년 12.6%→2020년 14.1%로 상승할 것으로 예상된다. CJ제일제당의 '비비고 왕교자'는 중국 2위 온라인상거래 사이트인 징둥닷컴(JD.com) 교자/완탕 카테고리에서 판매량 1위를 기록했다. 4월 및 5월 시장 점유율은 각각 31%, 33%로 파악된다. 중국 만두 시장은 상위 3개 업체 합산 점유율이 7~80%에 달할 정도로 진입장벽이 높은 점을 감안하면 의미있는 성과이다.

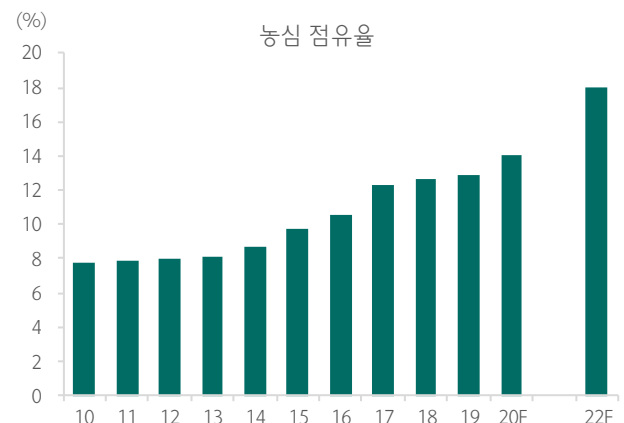
해외 생산법인을 차치하더라도 국내 가공식품 수출액은 유의미한 성장을 시현 중이다. 상반기 주요 가공식품 수출액은 YoY 10.7% 증가했다. 특히 미국 향 수출이 1분기 YoY 25.7%에 이어 2분기도 36.2% 큰 폭 성장했다. 미국은 유색 인구의 비중 증가 및 아시아계 미국인 소득 수준 향상으로 아시아 문화 전반에 대한 관심이 증대되고 있다. 가공식품 수출 내 미국 비중은 2014년 11.3%→1H20 16.4%로 큰 폭 상승했다. 1H20 중국 비중이 18.5%인 점을 감안시 미국은 중국과 더불어 주요 수출처로 자리 잡았다는 판단이다.

그림 21. 뉴욕 타임즈가 가장 맛있는 라면으로 '신라면블랙' 선정



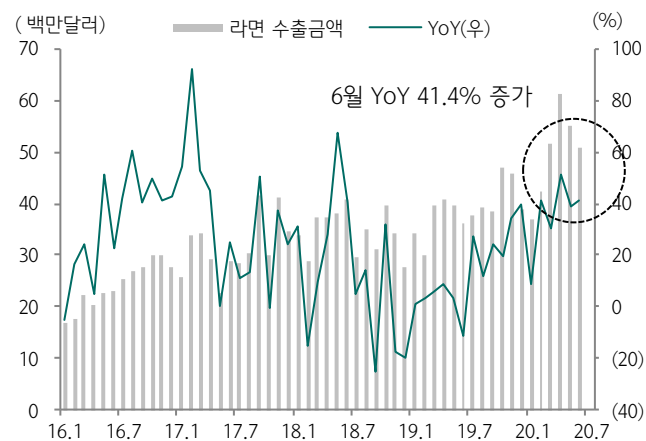
자료: 하나금융투자

그림 22. 농심 북미 누들 점유율



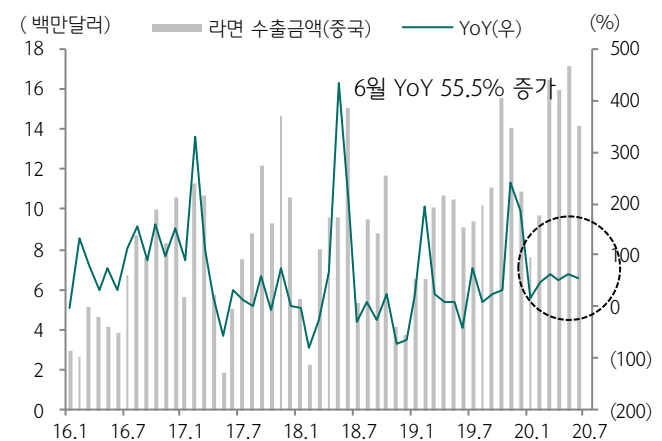
자료: 하나금융투자

그림 23. 라면 수출액 추이



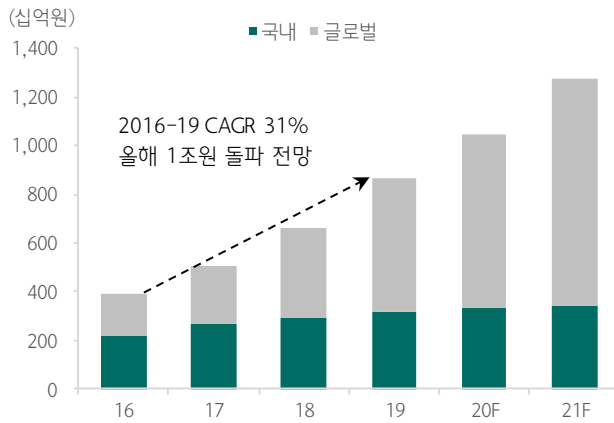
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 24. 라면 대중국 수출액 추이



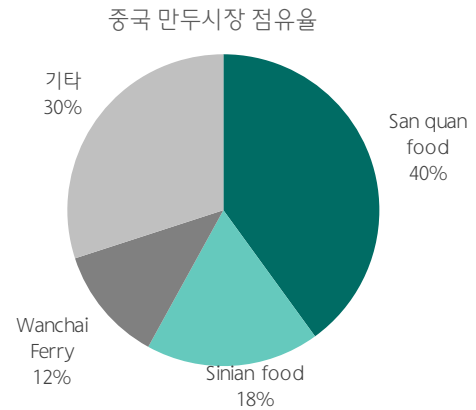
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 25. CJ제일제당 비비고만두 매출 추이



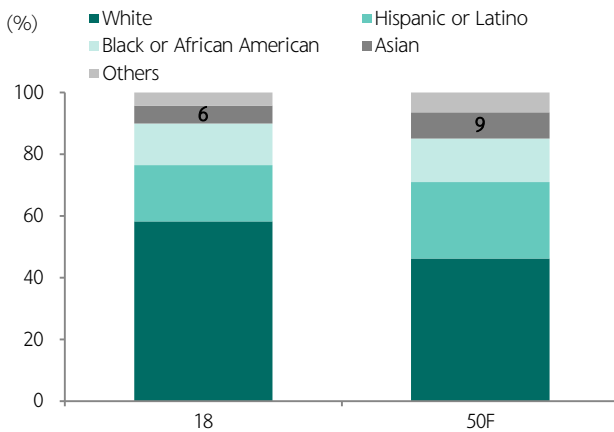
자료: 하나금융투자

그림 26. 중국 만두시장 점유율(2019년 기준)



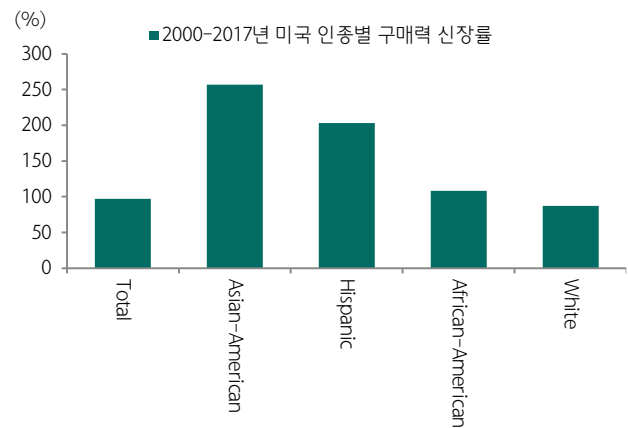
자료: 하나금융투자

그림 27. 미국 인종별 인구 구조 전망



자료: Census, 하나금융투자

그림 28. 2000년~2017년 인종별 구매력 증가율



자료: 닐슨, 하나금융투자

### 3) 주요 원재료 투입가 안정적

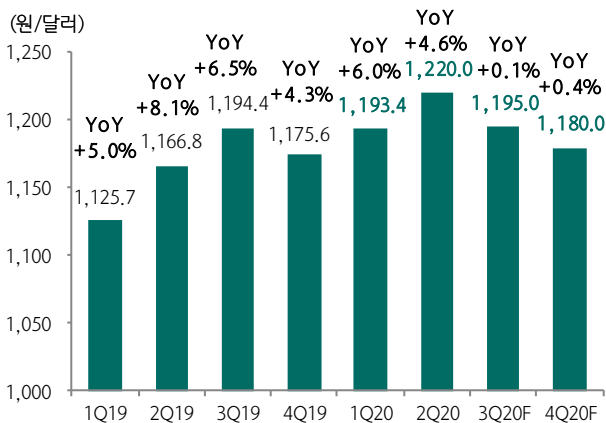
#### 하반기 원가 부담 제한적일 전망

연초 이후 주요 곡물가는 평균 10% 하락했다. ① 우호적인 날씨로 주요 생산국의 생산량이 증가할 것으로 전망되는 가운데, ② 주요 수출국의 보호주의 조치가 완화되면서 곡물 수출이 재개되고 있다. USDA에 따르면 ③ 6월 글로벌 곡물 재고량은 32.2% 기록했다. 연초 대비 2.5%p 상승한 수치이다. 2000년도 후반부터 작황 호황이 이어지면서 재고율은 꾸준히 상승세이다. ④ 음식료 업체들은 11월까지의 물량 확보가 완료되어 있는 상황이다. 하반기 갈수록 환율은 안정세를 보일 것으로 전망된다. 따라서 하반기 추가 구매를 가정하더라도 곡물 투입 부담은 다소 제한적일 것으로 판단한다.

글로벌 선망 참치어가는 5월 들어 하락세로 돌아섰다. 현재 톤당 1,200불에서 거래 중이다. 투입 래깅 시점 감안시 동원F&B의 2분기 및 3분기 투입어가는 YoY -2.8%, Flat으로 전망된다. 어가에 대한 부담은 당초 예상 대비 완화될 것으로 기대된다.

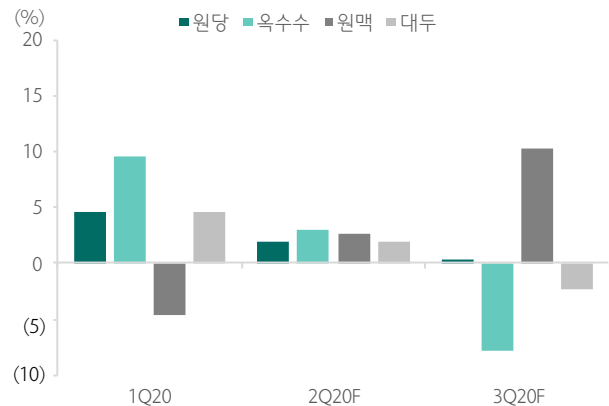
중국 돈가 강세 기인해 주요 아미노산 Spot 가격은 견조한 흐름이다. 업체들의 판가가 3월부터 인상되면서 2분기부터 CJ제일제당의 바이오 사업부 실적 개선이 가시화되고 있다.

그림 29. 원달러 환율 전망



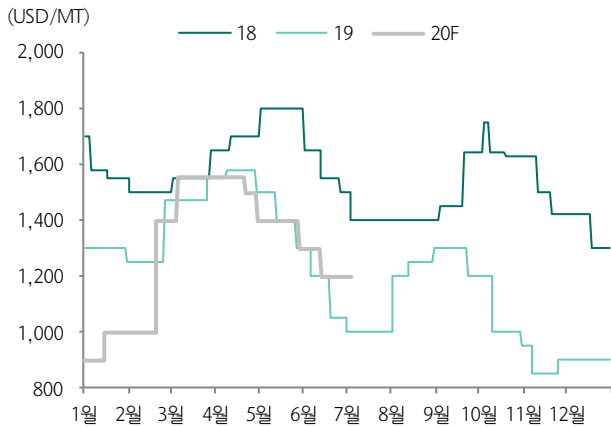
자료: 하나금융투자

그림 30. 곡물 투입가 추정



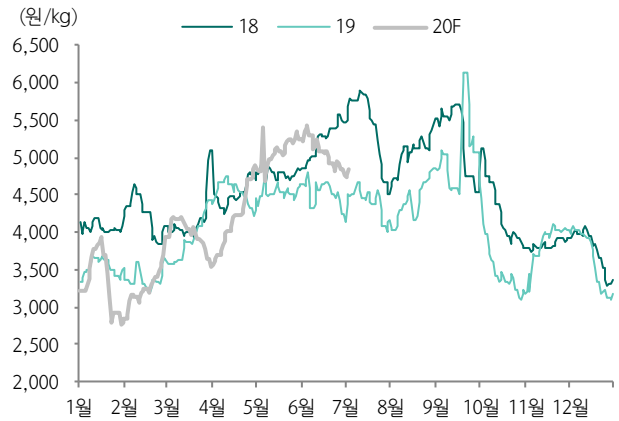
자료: 하나금융투자

그림 31. 글로벌 선망 참치어가 추이



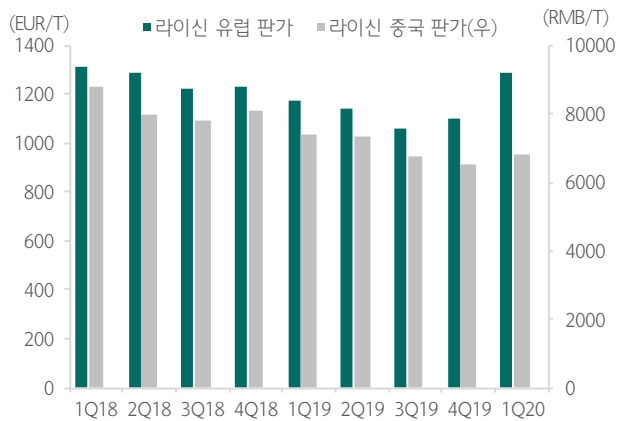
자료: Atuna, 하나금융투자

그림 32. 국내 돈가 추이



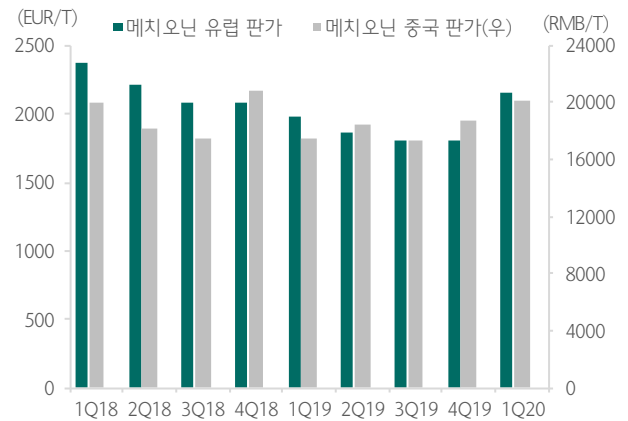
자료: 하나금융투자

그림 33. 라이신 중국 및 유럽 판가 추이



자료: 하나금융투자

그림 34. 메치오닌 중국 및 유럽 판가 추이



자료: 하나금융투자

표 3. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

|         | FY  | 매출액<br>십억원 | 영업이익<br>십억원 | (지배)순이익<br>십억원 | EPS<br>원   | OPM<br>% | NPM<br>% | P/E<br>x | P/B<br>x | EV/EBITDA<br>x | ROE<br>% | Div_Ratio<br>% |
|---------|-----|------------|-------------|----------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------------|----------|----------------|
| KT&G    | 19  | 4,963.2    | 1,382.0     | 1,036.5        | 7,549.4    | 27.8     | 20.9     | 12.4     | 1.4      | 7.5            | 12.4     | 5.5            |
|         | 20F | 5,309.2    | 1,428.9     | 1,098.5        | 8,001.2    | 26.9     | 20.7     | 10.0     | 1.2      | 5.7            | 12.3     | 5.5            |
|         | 21F | 5,498.3    | 1,538.1     | 1,154.6        | 8,409.9    | 28.0     | 21.0     | 9.5      | 1.1      | 5.1            | 12.2     | 5.5            |
| CJ제일제당  | 19  | 22,352.5   | 896.9       | 152.5          | 9,312.0    | 4.0      | 0.7      | 27.1     | 0.8      | 8.5            | 3.2      | 1.0            |
|         | 20F | 24,106.8   | 1,108.5     | 693.7          | 42,348.9   | 4.6      | 2.9      | 8.4      | 1.0      | 8.1            | 13.3     | 1.0            |
|         | 21F | 25,727.9   | 1,196.1     | 376.7          | 22,997.9   | 4.6      | 1.5      | 15.5     | 1.0      | 7.6            | 6.6      | 1.0            |
| 오리온     | 19  | 2,023.3    | 327.6       | 215.6          | 5,452.7    | 16.2     | 10.7     | 17.7     | 2.3      | 8.6            | 14.2     | 0.0            |
|         | 20F | 2,245.0    | 412.3       | 285.8          | 7,229.0    | 18.4     | 12.7     | 19.4     | 2.9      | 9.7            | 16.2     | 0.0            |
|         | 21F | 2,380.4    | 457.6       | 317.3          | 8,026.3    | 19.2     | 13.3     | 17.4     | 2.5      | 8.4            | 15.4     | 0.0            |
| 농심      | 19  | 2,343.9    | 78.8        | 71.0           | 11,671.8   | 3.4      | 3.0      | 20.6     | 0.7      | 5.9            | 3.7      | 1.1            |
|         | 20F | 2,588.1    | 156.8       | 131.1          | 21,548.9   | 6.1      | 5.1      | 17.0     | 1.1      | 6.4            | 6.6      | 1.1            |
|         | 21F | 2,775.8    | 157.7       | 135.4          | 22,266.2   | 5.7      | 4.9      | 16.4     | 1.0      | 6.0            | 6.5      | 1.1            |
| 롯데칠성    | 19  | 2,429.5    | 107.7       | (142.4)        | (16,243.1) | 4.4      | (5.9)    | 0.0      | 1.0      | 9.2            | (11.7)   | 2.6            |
|         | 20F | 2,433.0    | 95.4        | 37.0           | 4,223.2    | 3.9      | 1.5      | 24.4     | 0.7      | 8.4            | 3.0      | 2.6            |
|         | 21F | 2,530.3    | 113.1       | 41.4           | 4,719.8    | 4.5      | 1.6      | 21.8     | 0.7      | 7.8            | 3.3      | 2.6            |
| SPC삼립   | 19  | 2,499.2    | 47.0        | 20.2           | 2,340.9    | 1.9      | 0.8      | 37.3     | 2.0      | 11.2           | 6.3      | 1.8            |
|         | 20F | 2,647.1    | 46.5        | 32.5           | 3,769.9    | 1.8      | 1.2      | 16.6     | 1.3      | 9.2            | 9.7      | 1.8            |
|         | 21F | 2,805.9    | 54.9        | 37.0           | 4,283.8    | 2.0      | 1.3      | 14.6     | 1.3      | 8.3            | 10.2     | 1.8            |
| 현대그린푸드  | 19  | 3,124.3    | 89.9        | 54.8           | 560.8      | 2.9      | 1.8      | 22.5     | 0.7      | 10.9           | 3.2      | 0.0            |
|         | 20F | 3,214.8    | 118.8       | 100.7          | 1,031.1    | 3.7      | 3.1      | 7.7      | 0.4      | 3.7            | 5.7      | 0.0            |
|         | 21F | 3,343.4    | 130.3       | 109.5          | 1,120.3    | 3.9      | 3.3      | 7.1      | 0.4      | 3.3            | 5.8      | 0.0            |
| 하이트진로   | 19  | 2,035.1    | 88.2        | (42.3)         | (594.2)    | 4.3      | (2.1)    | 0.0      | 1.2      | 9.7            | (3.9)    | 0.0            |
|         | 20F | 2,262.2    | 184.5       | 93.8           | 1,315.9    | 8.2      | 4.1      | 32.7     | 2.5      | 11.7           | 8.7      | 0.0            |
|         | 21F | 2,356.5    | 198.0       | 108.1          | 1,517.0    | 8.4      | 4.6      | 28.3     | 2.3      | 10.8           | 9.2      | 0.0            |
| 동원산업    | 19  | 2,682.6    | 193.6       | 44.8           | 13,327.2   | 7.2      | 1.7      | 18.3     | 0.8      | 5.9            | 4.4      | 0.0            |
|         | 20F | 2,896.1    | 240.4       | 118.9          | 35,348.1   | 8.3      | 4.1      | 5.7      | 0.6      | 4.2            | 10.8     | 0.0            |
|         | 21F | 3,011.9    | 253.1       | 129.7          | 38,558.0   | 8.4      | 4.3      | 5.3      | 0.5      | 3.8            | 10.6     | 0.0            |
| 롯데푸드    | 19  | 1,788.0    | 49.5        | 37.5           | 33,151.1   | 2.8      | 2.1      | 19.3     | 0.9      | 9.1            | 5.4      | 0.0            |
|         | 20F | 1,824.8    | 56.5        | 40.0           | 35,339.5   | 3.1      | 2.2      | 9.9      | 0.4      | 5.2            | 5.5      | 0.0            |
|         | 21F | 1,879.5    | 63.8        | 44.6           | 39,444.7   | 3.4      | 2.4      | 8.9      | 0.4      | 4.5            | 5.8      | 0.0            |
| 대상      | 19  | 2,964.0    | 129.8       | 107.2          | 2,976.4    | 4.4      | 3.6      | 9.1      | 1.0      | 6.8            | 11.2     | 0.0            |
|         | 20F | 3,035.8    | 170.8       | 132.7          | 3,683.8    | 5.6      | 4.4      | 7.3      | 0.9      | 5.2            | 12.4     | 0.0            |
|         | 21F | 3,162.8    | 180.8       | 126.8          | 3,519.8    | 5.7      | 4.0      | 7.6      | 0.8      | 4.5            | 10.6     | 0.0            |
| 동원F&B   | 19  | 3,030.3    | 101.4       | 65.7           | 17,015.4   | 3.3      | 2.2      | 15.0     | 1.4      | 9.3            | 10.0     | 0.0            |
|         | 20F | 3,194.3    | 109.0       | 73.3           | 18,994.3   | 3.4      | 2.3      | 9.7      | 0.9      | 6.8            | 10.2     | 0.0            |
|         | 21F | 3,417.9    | 123.5       | 85.9           | 22,268.5   | 3.6      | 2.5      | 8.3      | 0.8      | 5.9            | 10.8     | 0.0            |
| 신세계푸드   | 19  | 1,320.1    | 22.2        | 4.4            | 1,124.0    | 1.7      | 0.3      | 62.5     | 0.9      | 6.6            | 1.4      | 1.4            |
|         | 20F | 1,342.0    | 18.8        | 8.1            | 2,082.0    | 1.4      | 0.6      | 26.3     | 0.7      | 6.2            | 2.5      | 1.4            |
|         | 21F | 1,409.1    | 22.5        | 11.7           | 3,019.7    | 1.6      | 0.8      | 18.1     | 0.6      | 5.8            | 3.6      | 1.4            |
| 매일유업    | 19  | 1,393.3    | 85.3        | 64.3           | 8,202.2    | 6.1      | 4.6      | 10.5     | 1.7      | 5.6            | 17.1     | 1.0            |
|         | 20F | 1,451.0    | 85.8        | 69.3           | 8,836.6    | 5.9      | 4.8      | 9.0      | 1.3      | 4.3            | 15.9     | 1.0            |
|         | 21F | 1,509.0    | 95.2        | 75.0           | 9,563.6    | 6.3      | 5.0      | 8.3      | 1.2      | 3.5            | 15.0     | 1.0            |
| 노바렉스    | 19  | 159.1      | 16.3        | 14.7           | 1,633.7    | 10.2     | 9.2      | 12.3     | 2.0      | 9.1            | 17.2     | 0.5            |
|         | 20F | 211.3      | 22.2        | 20.6           | 2,285.9    | 10.5     | 9.7      | 15.9     | 3.0      | 12.0           | 20.3     | 0.5            |
|         | 21F | 255.4      | 28.1        | 24.6           | 2,727.0    | 11.0     | 9.6      | 13.3     | 2.5      | 9.4            | 20.1     | 0.5            |
| 클마비엔에이치 | 19  | 438.9      | 74.1        | 54.5           | 1,844.2    | 16.9     | 12.4     | 15.0     | 3.2      | 9.4            | 23.8     | 0.5            |
|         | 20F | 533.9      | 85.0        | 65.6           | 2,220.0    | 15.9     | 12.3     | 22.3     | 4.7      | 15.0           | 23.3     | 0.5            |
|         | 21F | 618.1      | 100.5       | 79.6           | 2,695.2    | 16.3     | 12.9     | 18.4     | 3.8      | 12.3           | 23.0     | 0.5            |

자료: 하나금융투자

### 3. 주요 업체 실적 동향

#### 1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 모른 척 하기엔 너무 빠진 주가

##### (1) 2Q20 Preview

면세 채널 수요 부진으로  
마진 소폭 하락 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 3,356억원(YoY +6.2%), 3,487억원(YoY -12.6%)으로 추정한다. ① 국내 궤련담배 총수요는 전년수준으로 파악된다. KT&G 국내 점유율은 64.0%(YoY +1.2%p)으로 추정한다. 점유율 상승 기인해 KT&G 궤련 담배 매출은 전년대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. 다만, 1분기 이어 2분기도 면세 채널 판매 부진으로 YoY 마진 하락은 불가피할 것으로 판단된다. ② 궤련형 전자담배판매량은 전분기 수준을 예상한다. 국내 담배 매출 내 궤련형 전자담배(디바이스 포함) 매출 비중은 11.9%로 전망한다. ③ 수출 담배 매출액(미국 제외)은 YoY 13.0% 증가할 것으로 전망한다. 중동 수출 물량은 6월 의미있게 선적된 것으로 파악된다. 코로나19 기인한 남미 물류 봉쇄에도 불구하고 중동 향 선적 기인해 물량은 전년대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. 중동 ASP가 상대적으로 높은 점 감안시 매출 성장은 물량 성장 대비 클 것으로 전망한다. ④ 해외 담배 법인 매출액은 YoY 20.0% 증가해 긍정적 흐름이 유지될 것으로 전망한다. ⑤ KGC 매출액은 베이스 정상화 기인해 YoY 5% 성장을 가정했다. 면세 채널 판매 부진으로 마진은 YoY 0.8%p 하락한 13.5%로 추정했다.

##### (2) 실적 전망 및 투자 판단

3분기부터는 YoY 증익이 가능할 것으로 전망한다. 3분기 및 4분기 연결 영업이익은 각각 YoY 13.4%, 31.7% 증가할 것으로 추정한다. ① 6월부터 중동 향 선적이 유의미하게 계획되어 있는 것으로 파악된다. 작년 하반기 중동 수출이 전무한 점을 감안하면 기저효과가 기대된다. ② PM과의 궤련형 전자담배 제휴 효과도 기대된다. 안전마진이 담보된 수출이라는 점에서 연결 이익에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다. ③ 올해 수원 부동산 분양 매출은 5,400억원이 반영될 것이다. 공정률 상승 기인해 하반기 실적 기여도가 높아질 것으로 예상된다. ④ 한편, KT&G 주주 정책에 의하면 올해 DPS는 최소 작년 수준을 유지할 전망이다. 현재 시가배당수익률은 6%에 육박하다. 상저하고 실적과 더불어 하반기 갈수록 배당 매력도 부각될 것으로 판단한다.

표 1. KT&amp;G 실적 전망

(단위: 십억원)

|                | 1Q19           | 2Q19           | 3Q19           | 4Q19           | 1Q20           | 2Q20F          | 3Q20F          | 4Q20F          | 18             | 19             | 20F            |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>1,185.0</b> | <b>1,257.8</b> | <b>1,322.2</b> | <b>1,198.2</b> | <b>1,178.4</b> | <b>1,335.6</b> | <b>1,490.0</b> | <b>1,305.2</b> | <b>4,471.5</b> | <b>4,963.2</b> | <b>5,309.2</b> |
| ①KT&G          | 658.7          | 514.1          | 723.4          | 747.9          | 661.3          | 855.8          | 864.3          | 812.3          | 2,629.4        | 2,644.1        | 3,193.8        |
| -내수            | 447.6          | 488.5          | 514.0          | 459.6          | 435.0          | 484.0          | 526.1          | 474.5          | 1,837.8        | 1,912.6        | 1,952.5        |
| -수출            | 117.1          | 160.9          | 90.2           | 90.6           | 77.6           | 181.8          | 108.2          | 117.8          | 536.6          | 534.5          | 654.7          |
| -부동산 등         | 94.0           | (135.3)        | 119.2          | 197.7          | 148.7          | 190.0          | 230.0          | 220.0          | 255.0          | 197.0          | 586.6          |
| ②KGC           | 398.7          | 306.3          | 426.6          | 272.1          | 391.1          | 321.6          | 447.9          | 285.7          | 1,325.5        | 1,403.7        | 1,446.4        |
| ③종속회사          | 127.6          | 437.4          | 172.2          | 180.7          | 126.0          | 158.1          | 177.8          | 207.2          | 516.6          | 917.9          | 669.1          |
| -해외담배          | 65.6           | 90.1           | 114.8          | 114.3          | 89.6           | 108.1          | 137.8          | 137.2          | 288.2          | 384.8          | 472.6          |
| -기타            | 62.0           | 347.3          | 57.4           | 66.4           | 36.4           | 50.0           | 40.0           | 70.0           | 228.4          | 533.1          | 196.4          |
| <b>YoY</b>     | <b>11.0%</b>   | <b>12.3%</b>   | <b>11.8%</b>   | <b>8.7%</b>    | <b>-0.6%</b>   | <b>6.2%</b>    | <b>12.7%</b>   | <b>8.7%</b>    | <b>-4.2%</b>   | <b>11.0%</b>   | <b>6.9%</b>    |
| ①KT&G          | 15.1%          | -27.1%         | 9.0%           | 8.7%           | 0.4%           | 66.5%          | 19.5%          | 8.6%           | -12.4%         | 11.9%          | 8.5%           |
| ②KGC           | 1.3%           | 5.0%           | 5.5%           | 15.3%          | -1.9%          | 5.0%           | 5.0%           | 5.0%           | 10.5%          | 5.9%           | 3.0%           |
| ③종속회사          | 25.2%          | 257.1%         | 51.7%          | 1.1%           | -1.2%          | -63.9%         | 3.2%           | 14.7%          | 10.6%          | 77.7%          | -27.1%         |
| <b>영업이익</b>    | <b>348.2</b>   | <b>399.1</b>   | <b>382.5</b>   | <b>252.3</b>   | <b>315.0</b>   | <b>348.7</b>   | <b>433.5</b>   | <b>331.6</b>   | <b>1,255.1</b> | <b>1,382.0</b> | <b>1,428.9</b> |
| ①KT&G          | 252.7          | 339.9          | 284.9          | 269.8          | 249.9          | 305.3          | 333.9          | 321.6          | 1,008.1        | 1,147.3        | 1,210.7        |
| ②KGC           | 91.2           | 43.7           | 80.1           | (9.1)          | 71.1           | 43.4           | 89.6           | 0.0            | 204.8          | 205.9          | 204.1          |
| ③종속회사          | 4.3            | 15.5           | 17.5           | -8.9           | -6.0           | 0.0            | 10.0           | 10.0           | 42.2           | 28.3           | 14.0           |
| <b>YoY</b>     | <b>11.8%</b>   | <b>23.6%</b>   | <b>7.2%</b>    | <b>-4.4%</b>   | <b>-9.5%</b>   | <b>-12.6%</b>  | <b>13.4%</b>   | <b>31.7%</b>   | <b>-12.0%</b>  | <b>10.1%</b>   | <b>3.4%</b>    |
| ①KT&G          | 18.5%          | 23.3%          | 3.5%           | 10.7%          | -1.1%          | -10.2%         | 17.2%          | 19.2%          | -19.0%         | 13.8%          | 5.5%           |
| ②KGC           | -0.8%          | 7.6%           | -2.3%          | -6.2%          | -22.0%         | -0.6%          | 11.8%          | -100.0%        | 10.5%          | 0.5%           | -0.9%          |
| ③종속회사          | -30.7%         | 131.9%         | -4086.6%       | -129.8%        | -240.4%        | -              | -42.7%         | -212.8%        | TB             | -32.9%         | -50.5%         |
| <b>OPM</b>     | <b>29.4%</b>   | <b>31.7%</b>   | <b>28.9%</b>   | <b>21.1%</b>   | <b>26.7%</b>   | <b>26.1%</b>   | <b>29.1%</b>   | <b>25.4%</b>   | <b>28.1%</b>   | <b>27.8%</b>   | <b>26.9%</b>   |
| ①KT&G          | 38.4%          | 66.1%          | 39.4%          | 36.1%          | 37.8%          | 35.7%          | 38.6%          | 39.6%          | 38.3%          | 43.4%          | 37.9%          |
| ②KGC           | 22.9%          | 14.3%          | 18.8%          | -3.3%          | 18.2%          | 13.5%          | 20.0%          | 0.0%           | 15.5%          | 14.7%          | 14.1%          |
| ③종속회사          | 3.3%           | 3.5%           | 10.1%          | -4.9%          | -4.8%          | 0.0%           | 5.6%           | 4.8%           | 8.2%           | 3.1%           | 2.1%           |
| <b>세전이익</b>    | <b>387.7</b>   | <b>445.2</b>   | <b>450.3</b>   | <b>179.4</b>   | <b>415.6</b>   | <b>368.9</b>   | <b>448.8</b>   | <b>346.5</b>   | <b>1,318.7</b> | <b>1,462.7</b> | <b>1,579.8</b> |
| YoY            | 7.8%           | 17.6%          | 25.9%          | -19.5%         | 7.2%           | -17.1%         | -0.3%          | 93.5%          | -2.0%          | 10.9%          | 8.0%           |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>273.0</b>   | <b>322.8</b>   | <b>320.8</b>   | <b>119.8</b>   | <b>293.0</b>   | <b>268.0</b>   | <b>312.6</b>   | <b>226.7</b>   | <b>901.7</b>   | <b>1,036.5</b> | <b>1,098.5</b> |
| YoY            | 9.7%           | 21.1%          | 23.9%          | -5.9%          | 7.3%           | -17.0%         | -2.6%          | 95.1%          | -22.5%         | 15.0%          | 6.4%           |
| NPM            | 23.0%          | 25.7%          | 24.3%          | 9.9%           | 24.9%          | 20.1%          | 21.0%          | 17.4%          | 20.2%          | 20.9%          | 20.7%          |

자료: 하나금융투자

## KT&amp;G 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 4,471.5   | 4,963.2 | 5,309.2 | 5,498.3 | 5,663.2 |
| 매출원가         | 1,836.0   | 2,088.6 | 2,166.1 | 2,232.3 | 2,287.9 |
| 매출총이익        | 2,635.5   | 2,874.6 | 3,143.1 | 3,266.0 | 3,375.3 |
| 판매비          | 1,380.4   | 1,492.6 | 1,714.2 | 1,727.9 | 1,614.0 |
| 영업이익         | 1,255.1   | 1,382.0 | 1,428.9 | 1,538.1 | 1,761.3 |
| 금융손익         | 84.6      | 82.9    | 45.3    | 55.0    | 63.3    |
| 종속/관계기업손익    | 9.3       | 1.5     | 105.6   | 50.0    | 50.0    |
| 기타영업외손익      | (30.3)    | (3.8)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 1,318.7   | 1,462.7 | 1,579.8 | 1,643.0 | 1,874.6 |
| 법인세          | 420.0     | 424.0   | 479.1   | 487.3   | 555.9   |
| 계속사업이익       | 898.7     | 1,038.7 | 1,100.7 | 1,155.8 | 1,318.6 |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 898.7     | 1,038.7 | 1,100.7 | 1,155.8 | 1,318.6 |
| 비지배주주지분 순이익  | (3.0)     | 2.2     | 2.2     | 1.2     | 1.3     |
| 지배주주순이익      | 901.7     | 1,036.5 | 1,098.5 | 1,154.6 | 1,317.3 |
| 지배주주지분포괄이익   | 857.9     | 1,056.4 | 1,098.9 | 1,153.8 | 1,316.4 |
| NOPAT        | 855.3     | 981.4   | 995.6   | 1,081.9 | 1,238.9 |
| EBITDA       | 1,405.3   | 1,564.8 | 1,618.8 | 1,735.1 | 1,965.3 |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | (4.2)     | 11.0    | 7.0     | 3.6     | 3.0     |
| NOPAT증가율     | (30.7)    | 14.7    | 1.4     | 8.7     | 14.5    |
| EBITDA증가율    | (11.5)    | 11.3    | 3.5     | 7.2     | 13.3    |
| 영업이익증가율      | (12.0)    | 10.1    | 3.4     | 7.6     | 14.5    |
| (지배주주)순이익증가율 | (22.5)    | 14.9    | 6.0     | 5.1     | 14.1    |
| EPS증가율       | (22.5)    | 15.0    | 6.0     | 5.1     | 14.1    |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 58.9      | 57.9    | 59.2    | 59.4    | 59.6    |
| EBITDA이익률    | 31.4      | 31.5    | 30.5    | 31.6    | 34.7    |
| 영업이익률        | 28.1      | 27.8    | 26.9    | 28.0    | 31.1    |
| 계속사업이익률      | 20.1      | 20.9    | 20.7    | 21.0    | 23.3    |

| 투자지표      | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |        |        |        |        |        |
| EPS       | 6,567  | 7,549  | 8,001  | 8,410  | 9,595  |
| BPS       | 61,237 | 65,330 | 69,275 | 73,628 | 79,166 |
| CFPS      | 10,887 | 12,556 | 12,544 | 12,986 | 14,663 |
| EBITDAPS  | 10,236 | 11,398 | 11,791 | 12,638 | 14,315 |
| SPS       | 32,569 | 36,151 | 38,671 | 40,048 | 41,249 |
| DPS       | 4,000  | 4,400  | 4,400  | 4,400  | 4,400  |
| 주가지표(배)   |        |        |        |        |        |
| PER       | 15.5   | 12.4   | 9.9    | 9.4    | 8.3    |
| PBR       | 1.7    | 1.4    | 1.1    | 1.1    | 1.0    |
| PCFR      | 9.3    | 7.5    | 6.3    | 6.1    | 5.4    |
| EV/EBITDA | 9.0    | 7.5    | 5.6    | 5.0    | 4.1    |
| PSR       | 3.1    | 2.6    | 2.0    | 2.0    | 1.9    |
| 재무비율(%)   |        |        |        |        |        |
| ROE       | 11.4   | 12.4   | 12.3   | 12.2   | 13.0   |
| ROA       | 9.0    | 9.9    | 10.0   | 9.9    | 10.6   |
| ROIC      | 17.4   | 17.3   | 16.7   | 17.5   | 19.5   |
| 부채비율      | 24.9   | 23.0   | 22.7   | 21.9   | 20.8   |
| 순부채비율     | (16.0) | (13.0) | (20.0) | (22.8) | (26.6) |
| 이자보상배율(배) | 180.4  | 201.7  | 266.2  | 310.4  | 355.5  |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |           |           |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|           | 2018      | 2019      | 2020F     | 2021F     | 2022F     |
| 유동자산      | 6,413.4   | 6,417.2   | 7,461.6   | 8,051.5   | 8,800.3   |
| 금융자산      | 1,535.8   | 1,303.3   | 1,991.5   | 2,386.7   | 2,965.7   |
| 현금성자산     | 933.0     | 891.3     | 1,550.8   | 1,930.3   | 2,495.6   |
| 매출채권 등    | 1,191.1   | 1,303.1   | 1,394.0   | 1,443.6   | 1,486.9   |
| 재고자산      | 2,461.3   | 2,447.2   | 2,617.8   | 2,711.0   | 2,792.4   |
| 기타유동자산    | 1,225.2   | 1,363.6   | 1,458.3   | 1,510.2   | 1,555.3   |
| 비유동자산     | 3,741.7   | 4,294.9   | 3,883.2   | 3,954.1   | 4,021.0   |
| 투자자산      | 1,197.4   | 1,353.0   | 902.2     | 934.3     | 962.4     |
| 금융자산      | 653.2     | 794.0     | 849.4     | 879.6     | 906.0     |
| 유형자산      | 1,818.8   | 1,753.4   | 1,797.1   | 1,840.3   | 1,883.4   |
| 무형자산      | 72.0      | 89.7      | 85.0      | 80.5      | 76.3      |
| 기타비유동자산   | 653.5     | 1,098.8   | 1,098.9   | 1,099.0   | 1,098.9   |
| 자산총계      | 10,155.1  | 10,712.1  | 11,344.8  | 12,005.6  | 12,821.2  |
| 유동부채      | 1,640.7   | 1,600.1   | 1,669.0   | 1,720.0   | 1,764.4   |
| 금융부채      | 135.4     | 51.3      | 27.1      | 27.1      | 27.1      |
| 매입채무 등    | 1,117.9   | 1,232.6   | 1,318.5   | 1,365.5   | 1,406.4   |
| 기타유동부채    | 387.4     | 316.2     | 323.4     | 327.4     | 330.9     |
| 비유동부채     | 381.3     | 406.1     | 426.1     | 437.1     | 446.7     |
| 금융부채      | 96.9      | 118.2     | 118.2     | 118.2     | 118.2     |
| 기타비유동부채   | 284.4     | 287.9     | 307.9     | 318.9     | 328.5     |
| 부채총계      | 2,022.0   | 2,006.2   | 2,095.2   | 2,157.1   | 2,211.0   |
| 지배주주지분    | 8,079.3   | 8,650.5   | 9,192.1   | 9,789.8   | 10,550.2  |
| 자본금       | 955.0     | 955.0     | 955.0     | 955.0     | 955.0     |
| 자본잉여금     | 484.1     | 499.3     | 499.3     | 499.3     | 499.3     |
| 자본조정      | (328.2)   | (318.8)   | (318.8)   | (318.8)   | (318.8)   |
| 기타포괄이익누계액 | (140.5)   | (110.6)   | (110.6)   | (110.6)   | (110.6)   |
| 이익잉여금     | 7,108.9   | 7,625.7   | 8,167.2   | 8,764.9   | 9,525.3   |
| 비지배주주지분   | 53.8      | 55.4      | 57.6      | 58.7      | 60.0      |
| 자본총계      | 8,133.1   | 8,705.9   | 9,249.7   | 9,848.5   | 10,610.2  |
| 순금융부채     | (1,303.6) | (1,133.8) | (1,846.3) | (2,241.4) | (2,820.4) |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 821.7     | 1,042.5 | 1,000.2 | 1,162.8 | 1,341.3 |
| 당기순이익          | 898.7     | 1,038.7 | 1,100.7 | 1,155.8 | 1,318.6 |
| 조정             | 255.8     | 263.6   | 142.5   | 139.8   | 138.5   |
| 감가상각비          | 150.2     | 182.8   | 189.9   | 197.0   | 204.0   |
| 외환거래손익         | 15.3      | (32.0)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | (9.3)     | (1.7)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 99.6      | 114.5   | (47.4)  | (57.2)  | (65.5)  |
| 영업활동 자산부채 변동   | (332.8)   | (259.8) | (243.0) | (132.8) | (115.8) |
| 투자활동 현금흐름      | (46.3)    | (459.2) | 246.0   | (221.5) | (214.1) |
| 투자자산감소(증가)     | (121.1)   | (155.6) | 450.7   | (32.1)  | (28.0)  |
| 유형자산감소(증가)     | (326.0)   | (218.5) | (228.9) | (235.8) | (242.9) |
| 기타             | 400.8     | (85.1)  | 24.2    | 46.4    | 56.8    |
| 재무활동 현금흐름      | (549.4)   | (632.1) | (586.5) | (561.9) | (561.9) |
| 금융부채증가(감소)     | (46.7)    | (62.8)  | (24.2)  | 0.0     | 0.0     |
| 자본증가(감소)       | 0.0       | 15.3    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | 2.4       | (79.5)  | (5.3)   | (4.9)   | (4.9)   |
| 배당지급           | (505.1)   | (505.1) | (557.0) | (557.0) | (557.0) |
| 현금의 증감         | 217.9     | (41.7)  | 659.6   | 379.4   | 565.3   |
| Unlevered CFO  | 1,494.7   | 1,723.9 | 1,722.2 | 1,782.9 | 2,013.1 |
| Free Cash Flow | 468.3     | 820.2   | 771.2   | 927.0   | 1,098.5 |

## 2) 오리온(BUY, TP 17만원, 상향): 순항 중

### (1) 2Q20 Preview

#### 중국법인 실적 호조 지속

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,053억원(YoY +15.0%), 855억원(YoY +69.7%)로 추정한다. 중국에서의 파이 및 스낵 카테고리 점유율 상승 기인한 실적 호조가 전사 이익 개선에 견인할 것으로 전망한다. ① 중국 법인 매출액은 YoY 23.9%(로컬 통화 YoY 23.9%) 증가할 것으로 예상된다. 4월 및 5월 매출액은 각각 957억원, 883억원을 시현해 시장 기대치를 상회했다. 6월이 비수 달임을 감안하여 월 매출을 700억원 내외 가정한 수치이다. 코로나19를 계기로 껌이나 비스킷 대비 파이 및 스낵에 대한 수요가 확대되면서 오리온 매출 성장에 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. ② 베트남 법인은 작년 상반기 재고조정에 따른 기저효과가 지속되겠다. 더불어 올해 출시한 쌀과자 판매 호조로 고성장세가 이어질 것으로 예상된다. 2분기 매출액은 전년대비 24.0%(로컬 통화 YoY 20.0%) 증가할 것으로 추정한다. ③ 한국 법인은 4~5월 누계 매출액이 전년 동월대비 2.0% 증가했다. 동기간 시장 수요가 전반적으로 부진했던 것으로 파악된다. 오리온은 신제품 판매 호조로 경쟁사 대비 아웃퍼폼 하고 있는 것으로 판단된다.

### (2) 실적 전망 및 투자 판단

올해 오리온의 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 2,450억원(YoY +11.0%), 4,123억원(YoY +25.9%)으로 상향 조정한다. 중국 법인 호실적에 기인한다. 코로나19 이후 매대 점유율이 확대되면서 체력이 Level-up되고 있는 것으로 판단된다. '타오케노이' 제휴 효과 및 베트남 법인 기저효과, 국내의 견조한 이익률 개선도 긍정적이다.

추정치 조정으로 목표주가는 기존 14.5만원에서 17만원으로 상향한다. 목표주가 17만원은 중국 Peer 평균 밸류에이션(12개월 Fwd PER 22배)을 적용한 수치이다.

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

|                | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19         | 1Q20         | 2Q20F        | 3Q20F        | 4Q20F        | 18             | 19             | 20F            |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>497.6</b> | <b>439.3</b> | <b>530.0</b> | <b>556.4</b> | <b>539.8</b> | <b>505.3</b> | <b>606.3</b> | <b>593.5</b> | <b>1,926.9</b> | <b>2,023.3</b> | <b>2,245.0</b> |
| 국내제과           | 178.0        | 177.8        | 182.7        | 194.3        | 190.8        | 183.2        | 188.2        | 200.1        | 711.9          | 732.8          | 762.3          |
| 중국제과           | 251.2        | 200.6        | 267.7        | 254.8        | 262.9        | 248.5        | 326.6        | 272.3        | 933.0          | 974.4          | 1,110.3        |
| 베트남제과          | 56.7         | 48.3         | 63.2         | 84.2         | 70.3         | 59.9         | 70.8         | 94.3         | 233.9          | 252.4          | 295.2          |
| 러시아제과          | 14.9         | 15.9         | 20.5         | 26.1         | 19.8         | 17.6         | 22.8         | 28.9         | 64.9           | 77.3           | 89.1           |
| YoY            | -3.6%        | 3.7%         | 7.3%         | 12.8%        | 8.5%         | 15.0%        | 14.4%        | 6.7%         | 79.5%          | 5.0%           | 11.0%          |
| 국내제과           | 0.2%         | 1.3%         | 4.4%         | 5.7%         | 7.2%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 7.3%           | 2.9%           | 4.0%           |
| 중국제과           | -5.6%        | 4.8%         | 4.9%         | 15.8%        | 4.6%         | 23.9%        | 22.0%        | 6.8%         | 17.4%          | 4.4%           | 14.0%          |
| 베트남제과          | -15.8%       | 4.3%         | 25.5%        | 20.5%        | 23.9%        | 24.0%        | 12.0%        | 12.0%        | 6.1%           | 7.9%           | 17.0%          |
| 러시아제과          | 37.1%        | 6.7%         | 20.5%        | 18.0%        | 32.8%        | 11.0%        | 11.0%        | 11.0%        | -16.1%         | 19.3%          | 15.2%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>77.3</b>  | <b>50.4</b>  | <b>101.8</b> | <b>98.1</b>  | <b>97.0</b>  | <b>85.5</b>  | <b>114.8</b> | <b>115.0</b> | <b>282.2</b>   | <b>327.6</b>   | <b>412.3</b>   |
| 국내제과           | 23.2         | 26.2         | 27.9         | 30.5         | 30.0         | 27.8         | 29.7         | 31.0         | 92.2           | 107.8          | 118.6          |
| 중국제과           | 40.7         | 17.9         | 57.6         | 42.4         | 47.3         | 45.0         | 67.0         | 62.0         | 141.6          | 158.6          | 221.3          |
| 베트남제과          | 8.0          | 4.3          | 13.5         | 21.9         | 15.9         | 10.2         | 14.2         | 18.9         | 41.0           | 47.7           | 59.1           |
| 러시아제과          | 1.7          | 1.9          | 3.3          | 5.6          | 3.6          | 2.5          | 3.9          | 5.2          | 8.0            | 12.5           | 15.2           |
| YoY            | -17.4%       | 27.3%        | 29.4%        | 39.2%        | 25.5%        | 69.7%        | 12.8%        | 17.2%        | 162.6%         | 16.1%          | 25.9%          |
| 국내제과           | -3.3%        | 12.8%        | 34.8%        | 25.4%        | 29.2%        | 6.4%         | 6.6%         | 1.6%         | 38.5%          | 16.9%          | 10.0%          |
| 중국제과           | -16.8%       | 66.9%        | 17.4%        | 29.0%        | 16.2%        | 152.0%       | 16.3%        | 46.1%        | 638.3%         | 12.0%          | 39.5%          |
| 베트남제과          | -53.2%       | 11.3%        | 107.7%       | 61.8%        | 98.8%        | 135.9%       | 4.9%         | -14.0%       | 10.5%          | 16.3%          | 23.8%          |
| 러시아제과          | 325.0%       | -10.3%       | 48.6%        | 72.6%        | 112.5%       | 29.6%        | 17.2%        | -7.6%        | -43.6%         | 56.6%          | 20.9%          |
| <b>OPM</b>     | <b>15.5%</b> | <b>11.5%</b> | <b>19.2%</b> | <b>17.6%</b> | <b>18.0%</b> | <b>16.9%</b> | <b>18.9%</b> | <b>19.4%</b> | <b>14.6%</b>   | <b>16.2%</b>   | <b>18.4%</b>   |
| 국내제과           | 13.0%        | 14.7%        | 15.3%        | 15.7%        | 15.7%        | 15.2%        | 15.8%        | 15.5%        | 13.0%          | 14.7%          | 15.6%          |
| 중국제과           | 16.2%        | 8.9%         | 21.5%        | 16.7%        | 18.0%        | 18.1%        | 20.5%        | 22.8%        | 15.2%          | 16.3%          | 19.9%          |
| 베트남제과          | 19.5%        | 8.9%         | 21.4%        | 26.0%        | 19.5%        | 17.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 17.5%          | 18.9%          | 20.0%          |
| 러시아제과          | 11.4%        | 12.0%        | 16.1%        | 21.6%        | 18.3%        | 14.0%        | 17.0%        | 18.0%        | 12.4%          | 16.2%          | 17.0%          |
| <b>세전이익</b>    | <b>79.1</b>  | <b>51.4</b>  | <b>102.2</b> | <b>75.4</b>  | <b>104.7</b> | <b>84.7</b>  | <b>114.0</b> | <b>113.9</b> | <b>275.2</b>   | <b>308.1</b>   | <b>417.3</b>   |
| YoY            | -9.7%        | 43.4%        | 32.1%        | 1.2%         | 32.4%        | 64.8%        | 11.6%        | 51.7%        | 162.0%         | 11.9%          | 35.6%          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>51.3</b>  | <b>36.2</b>  | <b>67.7</b>  | <b>60.2</b>  | <b>73.1</b>  | <b>59.8</b>  | <b>77.5</b>  | <b>75.3</b>  | <b>139.9</b>   | <b>215.6</b>   | <b>285.8</b>   |
| YoY            | -22.2%       | 31.1%        | 107.4%       | 341.4%       | 42.5%        | 65.1%        | 14.5%        | 25.1%        | 85.0%          | 54.1%          | 32.6%          |
| NPM            | 10.3%        | 8.2%         | 12.8%        | 10.8%        | 13.5%        | 11.8%        | 12.8%        | 12.7%        | 7.3%           | 10.6%          | 12.7%          |

자료: 하나금융투자

표 2. 오리온 목표주가 17만원 도출

(단위: 십억원)

|                   | 20F            | 21F     | 비고              |
|-------------------|----------------|---------|-----------------|
| (지배)EPS (원)       | 7,229          | 8,026   |                 |
| Target PER        | 22             | 22      | 중국 Peer 밴드 중단 값 |
| 목표주가              | 159,000        | 176,000 |                 |
| <b>현재가치(시간가중)</b> | <b>170,000</b> |         |                 |

자료: 하나금융투자

## 오리온 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 1,926.9   | 2,023.3 | 2,245.0 | 2,380.4 | 2,499.4 |
| 매출원가         | 1,050.0   | 1,110.1 | 1,227.2 | 1,296.5 | 1,356.3 |
| 매출총이익        | 876.9     | 913.2   | 1,017.8 | 1,083.9 | 1,143.1 |
| 판매비          | 594.8     | 585.6   | 605.5   | 626.3   | 649.9   |
| 영업이익         | 282.2     | 327.6   | 412.3   | 457.6   | 493.3   |
| 금융손익         | (12.1)    | (2.1)   | 5.0     | 16.5    | 28.1    |
| 종속/관계기업손익    | (1.0)     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | 6.2       | (17.4)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 275.2     | 308.1   | 417.3   | 474.2   | 521.3   |
| 법인세          | 132.2     | 87.6    | 126.9   | 151.7   | 157.9   |
| 계속사업이익       | 143.0     | 220.5   | 290.4   | 322.4   | 363.4   |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 143.0     | 220.5   | 290.4   | 322.4   | 363.4   |
| 비배주주지분 손이익   | 3.2       | 4.9     | 4.6     | 5.1     | 5.7     |
| 지배주주순이익      | 139.9     | 215.6   | 285.8   | 317.3   | 357.7   |
| 지배주주지분포괄이익   | 121.0     | 242.0   | 283.5   | 314.7   | 354.8   |
| NOPAT        | 146.6     | 234.4   | 286.9   | 311.2   | 343.9   |
| EBITDA       | 400.0     | 459.8   | 545.1   | 590.4   | 625.5   |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | 79.5      | 5.0     | 11.0    | 6.0     | 5.0     |
| NOPAT증가율     | 87.0      | 59.9    | 22.4    | 8.5     | 10.5    |
| EBITDA증가율    | 130.9     | 15.0    | 18.6    | 8.3     | 5.9     |
| 영업이익증가율      | 162.8     | 16.1    | 25.9    | 11.0    | 7.8     |
| (지배주주)순이익증가율 | 85.1      | 54.1    | 32.6    | 11.0    | 12.7    |
| EPS증가율       | 8.5       | 54.1    | 32.6    | 11.0    | 12.7    |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 45.5      | 45.1    | 45.3    | 45.5    | 45.7    |
| EBITDA이익률    | 20.8      | 22.7    | 24.3    | 24.8    | 25.0    |
| 영업이익률        | 14.6      | 16.2    | 18.4    | 19.2    | 19.7    |
| 계속사업이익률      | 7.4       | 10.9    | 12.9    | 13.5    | 14.5    |

| 투자지표      | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |        |        |        |        |        |
| EPS       | 3,538  | 5,453  | 7,229  | 8,026  | 9,047  |
| BPS       | 35,568 | 41,057 | 48,286 | 56,313 | 65,360 |
| CFPS      | 10,571 | 11,984 | 13,787 | 14,933 | 15,820 |
| EBITDAPS  | 10,118 | 11,629 | 13,787 | 14,933 | 15,820 |
| SPS       | 48,742 | 51,176 | 56,782 | 60,209 | 63,219 |
| DPS       | 600    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 주가지표(배)   |        |        |        |        |        |
| PER       | 33.9   | 19.3   | 20.1   | 18.1   | 16.1   |
| PBR       | 3.4    | 2.6    | 3.0    | 2.6    | 2.2    |
| PCFR      | 11.4   | 8.8    | 10.6   | 9.7    | 9.2    |
| EV/EBITDA | 12.6   | 9.3    | 10.1   | 8.8    | 7.7    |
| PSR       | 2.5    | 2.1    | 2.6    | 2.4    | 2.3    |
| 재무비율(%)   |        |        |        |        |        |
| ROE       | 10.5   | 14.2   | 16.2   | 15.4   | 14.9   |
| ROA       | 6.0    | 9.0    | 11.1   | 11.0   | 11.1   |
| ROIC      | 7.8    | 12.8   | 15.8   | 17.3   | 19.1   |
| 부채비율      | 62.8   | 47.1   | 38.5   | 34.4   | 28.0   |
| 순부채비율     | 16.5   | 4.5    | (15.0) | (27.2) | (37.6) |
| 이자보상배율(배) | 16.8   | 30.0   | 50.0   | 62.0   | 77.4   |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 569.2     | 596.3   | 930.6   | 1,280.1 | 1,603.4 |
| 금융자산      | 195.9     | 236.1   | 545.7   | 872.5   | 1,175.9 |
| 현금성자산     | 184.6     | 165.0   | 473.1   | 795.5   | 1,095.0 |
| 매출채권 등    | 168.6     | 185.5   | 205.8   | 218.2   | 229.1   |
| 재고자산      | 156.6     | 147.6   | 152.0   | 161.2   | 169.3   |
| 기타유동자산    | 48.1      | 27.1    | 27.1    | 28.2    | 29.1    |
| 비유동자산     | 1,782.1   | 1,856.0 | 1,781.9 | 1,784.3 | 1,780.3 |
| 투자자산      | 30.4      | 51.9    | 35.8    | 38.0    | 39.9    |
| 금융자산      | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 유형자산      | 1,646.0   | 1,655.5 | 1,665.8 | 1,668.8 | 1,665.5 |
| 무형자산      | 51.7      | 54.7    | 51.6    | 48.8    | 46.3    |
| 기타비유동자산   | 54.0      | 93.9    | 28.7    | 28.7    | 28.6    |
| 자산총계      | 2,351.4   | 2,452.3 | 2,712.5 | 3,064.4 | 3,383.8 |
| 유동부채      | 500.3     | 464.5   | 418.5   | 438.4   | 385.9   |
| 금융부채      | 155.4     | 134.3   | 75.1    | 75.6    | 6.0     |
| 매입채무 등    | 248.4     | 258.0   | 265.8   | 281.8   | 295.9   |
| 기타유동부채    | 96.5      | 72.2    | 77.6    | 81.0    | 84.0    |
| 비유동부채     | 406.5     | 320.3   | 336.0   | 345.6   | 354.1   |
| 금융부채      | 279.6     | 176.9   | 176.9   | 176.9   | 176.9   |
| 기타비유동부채   | 126.9     | 143.4   | 159.1   | 168.7   | 177.2   |
| 부채총계      | 906.8     | 784.8   | 754.6   | 784.1   | 740.0   |
| 지배주주지분    | 1,405.5   | 1,622.6 | 1,908.4 | 2,225.8 | 2,583.5 |
| 자본금       | 19.8      | 19.8    | 19.8    | 19.8    | 19.8    |
| 자본잉여금     | 598.1     | 598.2   | 598.2   | 598.2   | 598.2   |
| 자본조정      | 623.8     | 623.8   | 623.8   | 623.8   | 623.8   |
| 기타포괄이익누계액 | (27.3)    | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     |
| 이익잉여금     | 191.1     | 378.4   | 664.2   | 981.5   | 1,339.2 |
| 비배주주지분    | 39.0      | 44.9    | 49.5    | 54.6    | 60.3    |
| 자본총계      | 1,444.5   | 1,667.5 | 1,957.9 | 2,280.4 | 2,643.8 |
| 순금융부채     | 239.0     | 75.1    | (293.6) | (620.0) | (992.9) |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 400.6     | 347.8   | 427.4   | 461.5   | 501.2   |
| 당기순이익          | 143.0     | 220.5   | 290.4   | 322.4   | 363.4   |
| 조정             | 215.4     | 155.6   | 132.8   | 132.8   | 132.3   |
| 감가상각비          | 117.8     | 132.2   | 132.8   | 132.8   | 132.2   |
| 외환거래손익         | 0.1       | 0.1     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | 1.0       | (0.0)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 96.5      | 23.3    | 0.0     | 0.0     | 0.1     |
| 영업활동 현금흐름 변동   | 42.2      | (28.3)  | 4.2     | 6.3     | 5.5     |
| 투자활동 현금흐름      | (114.9)   | (187.5) | (60.2)  | (139.5) | (132.1) |
| 투자자산감소(증가)     | (5.4)     | (21.5)  | 16.1    | (2.2)   | (1.9)   |
| 유형자산감소(증가)     | (119.4)   | (119.2) | (140.0) | (133.0) | (126.4) |
| 기타             | 9.9       | (46.8)  | 63.7    | (4.3)   | (3.8)   |
| 재무활동 현금흐름      | (199.2)   | (184.4) | (59.2)  | 0.5     | (69.6)  |
| 금융부채증가(감소)     | (642.6)   | (123.8) | (59.2)  | 0.5     | (69.6)  |
| 자본증가(감소)       | 0.9       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | 466.2     | (36.9)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당지급           | (23.7)    | (23.7)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증감         | 83.0      | (19.7)  | 308.1   | 322.5   | 299.5   |
| Unlevered CFO  | 417.9     | 473.8   | 545.1   | 590.4   | 625.5   |
| Free Cash Flow | 269.8     | 222.0   | 287.4   | 328.5   | 374.8   |

### 3) CJ제일제당(BUY, TP 45만원): 해외 모멘텀 부각

#### (1) 2Q20 Preview

식품 및 바이오 모두 호실적 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5조 8,198억원(YoY +5.5%), 2,554억원(YoY +45.7%)으로 추정한다. 물류를 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 3,762억원(YoY +6.0%), 1,766억원(YoY +67.6%)으로 예상한다. 1분기에 이어 가공 및 생물자원 부문의 호실적이 이어지는 가운데 바이오 부문의 실적 개선도 기대된다.

① 국내 가공 부문은 HMR 수요 확대에 따른 진천공장 가동률 상승으로 매출 및 영업이익은 고른 개선이 전망된다. 해외 가공도 좋다. 1분기 해외법인 매출 YoY 34.5% 증가에 이어 2분기도 YoY 30% 이상 성장할 것으로 추산된다. ② ‘쉬안즈’는 실적 서프라이즈가 예상된다. B2B 채널 향 수요 둔화에도 불구하고 B2C 채널 수요 증가 기인해 두 자리 수 매출 성장을 시현할 전망이다. 견조한 탑라인 성장으로 절대 영업이익도 전년대비 유의미한 성장이 예상된다. ③ 바이오는 주요 아미노산 판가 (라이신, 트립토판) 인상으로 QoQ 견조한 이익 증가가 기대된다. ④ 생물자원은 베트남 돈가 강세가 지속되고 있어 2분기도 유의미한 이익 기여가 가능해 보인다

#### (2) 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 영업이익은 전년대비 23.6% 증가할 것으로 기대된다. 3분기도 코어 사업 부문(가공식품+바이오)의 실적 개선이 이어질 것으로 예상된다. 특히, 올해는 식품 부문(가공+소재)의 해외 모멘텀이 부각되는 한 해가 될 것이다. 2020년 식품 부문의 해외 비중(‘쉬안즈’ 포함)은 45%에 달할 것으로 추정한다. CJ제일제당 해외법인의 매출 고성장이 지속되고 있는 가운데, 올해는 ‘쉬안즈’의 호실적도 기대된다. 미국의 경우, 작년 하반기부터 영업망 통합 등 ‘쉬안즈’와의 시너지를 위한 다양한 작업이 진행중이다. 중장기 채널 교류 및 제품 포트폴리오 다각화를 통해 미국 내 저변 확대에 대한 기대감이 주가에 반영될 시점으로 판단한다.

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

|                | 1Q19           | 2Q19           | 3Q19           | 4Q19           | 1Q20           | 2Q20F          | 3Q20F          | 4Q20F          | 18              | 19              | 20F             |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>5,017.8</b> | <b>5,515.3</b> | <b>5,858.1</b> | <b>5,961.3</b> | <b>5,830.9</b> | <b>5,819.8</b> | <b>6,176.7</b> | <b>6,279.4</b> | <b>18,670.1</b> | <b>22,352.5</b> | <b>24,106.8</b> |
| ① 소재           | 450.4          | 418.0          | 472.0          | 418.6          | 423.2          | 397.1          | 472.0          | 418.6          | 1,833.6         | 1,759.0         | 1,759.0         |
| ② 가공           | 1,270.1        | 1,536.9        | 1,752.6        | 1,691.9        | 1,837.4        | 1,676.4        | 1,864.1        | 1,771.5        | 3,438.1         | 6,251.5         | 7,149.5         |
| - 국내           | 810.3          | 704.9          | 846.9          | 736.1          | 802.2          | 726.0          | 889.2          | 758.2          | 2,768.3         | 3,098.2         | 3,175.6         |
| - 해외           | 220.0          | 224.0          | 245.8          | 265.5          | 296.0          | 269.4          | 282.0          | 288.5          | 669.8           | 955.3           | 1,135.9         |
| - 쉬안즈          | 240.3          | 608.0          | 659.9          | 690.3          | 742.6          | 681.0          | 692.9          | 724.8          |                 | 2,198.5         | 2,841.3         |
| ③ 바이오          | 589.4          | 742.2          | 719.1          | 712.4          | 677.7          | 798.8          | 763.8          | 779.4          | 2,715.7         | 2,763.1         | 3,019.7         |
| ④ 생물자원         | 500.8          | 489.3          | 502.4          | 500.7          | 543.4          | 504.0          | 517.5          | 515.7          | 2,173.2         | 1,993.2         | 2,080.6         |
| ⑤ 물류           | 2,432.7        | 2,534.8        | 2,621.8        | 2,825.7        | 2,515.4        | 2,670.0        | 2,790.0        | 3,001.0        | 9,219.7         | 10,415.0        | 10,976.4        |
| <b>YoY</b>     | <b>15.4%</b>   | <b>23.8%</b>   | <b>18.5%</b>   | <b>21.1%</b>   | <b>16.2%</b>   | <b>5.5%</b>    | <b>5.4%</b>    | <b>5.3%</b>    | <b>13.3%</b>    | <b>19.7%</b>    | <b>7.8%</b>     |
| ① 소재           | -2.7%          | -9.1%          | -2.5%          | -2.0%          | -6.0%          | -5.0%          | 0.0%           | 0.0%           | -6.5%           | -4.1%           | 0.0%            |
| ② 가공           | 48.8%          | 99.7%          | 80.3%          | 100.7%         | 44.7%          | 9.1%           | 6.4%           | 4.7%           | 9.9%            | 81.8%           | 14.4%           |
| ③ 바이오          | -0.4%          | 20.9%          | -2.3%          | -7.9%          | 15.0%          | 7.6%           | 6.2%           | 9.4%           | 25.3%           | 1.7%            | 9.3%            |
| ④ 생물자원         | 2.3%           | -6.7%          | -9.2%          | -17.5%         | 8.5%           | 3.0%           | 3.0%           | 3.0%           | 2.9%            | -8.3%           | 4.4%            |
| ⑤ 물류           | 21.5%          | 11.0%          | 8.4%           | 12.3%          | 3.4%           | 5.3%           | 6.4%           | 6.2%           | 39.3%           | 13.0%           | 5.4%            |
| <b>영업이익</b>    | <b>179.1</b>   | <b>175.3</b>   | <b>272.7</b>   | <b>269.8</b>   | <b>275.9</b>   | <b>255.4</b>   | <b>315.2</b>   | <b>262.0</b>   | <b>832.7</b>    | <b>896.9</b>    | <b>1,108.5</b>  |
| ① 소재           | 23.6           | 18.0           | 32.1           | 8.0            | 16.6           | 15.9           | 28.3           | 8.4            | 95.6            | 81.7            | 69.2            |
| ② 가공           | 77.3           | 36.0           | 99.4           | 47.7           | 99.7           | 49.9           | 123.1          | 71.9           | 261.9           | 260.4           | 344.5           |
| ③ 바이오          | 52.4           | 59.3           | 52.5           | 68.6           | 51.1           | 68.0           | 61.0           | 61.0           | 194.1           | 232.8           | 241.1           |
| ④ 생물자원         | (9.7)          | (7.9)          | (3.0)          | 47.8           | 52.7           | 42.8           | 7.8            | 7.7            | 53.6            | 27.2            | 111.0           |
| ⑤ 물류           | 45.3           | 71.8           | 88.7           | 101.3          | 57.9           | 80.0           | 95.0           | 113.0          | 242.7           | 307.1           | 345.9           |
| <b>YoY</b>     | <b>-14.8%</b>  | <b>-5.0%</b>   | <b>2.8%</b>    | <b>56.3%</b>   | <b>54.1%</b>   | <b>45.7%</b>   | <b>15.6%</b>   | <b>-2.9%</b>   | <b>7.2%</b>     | <b>7.7%</b>     | <b>23.6%</b>    |
| ① 소재           | -21.8%         | -14.3%         | -13.6%         | 9.2%           | -29.7%         | -11.8%         | -11.8%         | 4.7%           | 17.5%           | -14.6%          | -15.3%          |
| ② 가공           | -10.8%         | -24.4%         | -2.6%          | 86.5%          | 29.0%          | 38.6%          | 23.8%          | 50.7%          | -6.9%           | -0.6%           | 32.3%           |
| ③ 바이오          | 8.3%           | 32.1%          | -3.5%          | 47.8%          | -2.5%          | 14.7%          | 16.2%          | -11.1%         | 42.1%           | 19.9%           | 3.6%            |
| ④ 생물자원         | N/A            | T/R            | T/R            | 92.0%          | T/B            | T/B            | T/B            | -83.8%         | -319.7%         | -49.3%          | 308.5%          |
| ⑤ 물류           | 0.0%           | 25.7%          | 67.7%          | 15.9%          | 27.7%          | 11.4%          | 7.1%           | 11.5%          | 3.0%            | 26.5%           | 12.6%           |
| <b>OPM</b>     | <b>3.6%</b>    | <b>3.2%</b>    | <b>4.7%</b>    | <b>4.5%</b>    | <b>4.7%</b>    | <b>4.4%</b>    | <b>5.1%</b>    | <b>4.2%</b>    | <b>4.5%</b>     | <b>4.0%</b>     | <b>4.6%</b>     |
| ① 소재           | 5.2%           | 4.3%           | 6.8%           | 1.9%           | 3.9%           | 4.0%           | 6.0%           | 2.0%           | 5.2%            | 4.6%            | 3.9%            |
| ② 가공           | 6.1%           | 2.3%           | 5.7%           | 2.8%           | 5.4%           | 3.0%           | 6.6%           | 4.1%           | 7.6%            | 4.2%            | 4.8%            |
| ③ 바이오          | 8.9%           | 8.0%           | 7.3%           | 9.6%           | 7.5%           | 8.5%           | 8.0%           | 7.8%           | 7.1%            | 8.4%            | 8.0%            |
| ④ 생물자원         | -1.9%          | -1.6%          | -0.6%          | 9.5%           | 9.7%           | 8.5%           | 1.5%           | 1.5%           | 2.5%            | 1.4%            | 5.3%            |
| ⑤ 물류           | 1.9%           | 2.8%           | 3.4%           | 3.6%           | 2.3%           | 3.0%           | 3.4%           | 3.8%           | 2.6%            | 2.9%            | 3.2%            |
| <b>세전이익</b>    | <b>76.5</b>    | <b>44.3</b>    | <b>68.4</b>    | <b>149.6</b>   | <b>622.2</b>   | <b>132.4</b>   | <b>192.2</b>   | <b>139.0</b>   | <b>1,294.2</b>  | <b>338.8</b>    | <b>1,085.7</b>  |
| YoY            | -31.8%         | -95.8%         | -57.9%         | -624.5%        | 713.7%         | 198.6%         | 180.9%         | -7.1%          | 121.5%          | -73.8%          | 220.5%          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>40.9</b>    | <b>16.2</b>    | <b>1.9</b>     | <b>93.5</b>    | <b>443.7</b>   | <b>73.5</b>    | <b>105.2</b>   | <b>71.2</b>    | <b>875.2</b>    | <b>152.5</b>    | <b>693.7</b>    |
| YoY            | -34.6%         | -97.9%         | -98.2%         | -273.7%        | 984.7%         | 353.6%         | 5362.3%        | -23.8%         | 136.4%          | -82.6%          | 354.7%          |
| NPM            | 0.8%           | 0.3%           | 0.0%           | 1.6%           | 7.6%           | 1.3%           | 1.7%           | 1.1%           | 4.7%            | 0.7%            | 2.9%            |

자료: 하나금융투자

## CJ제일제당 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |          |          |          |          |
|--------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
|              | 2018      | 2019     | 2020F    | 2021F    | 2022F    |
| 매출액          | 18,670.1  | 22,352.5 | 24,106.8 | 25,727.9 | 27,271.6 |
| 매출원가         | 15,126.5  | 18,069.3 | 19,382.3 | 20,736.7 | 21,953.7 |
| 매출총이익        | 3,543.6   | 4,283.2  | 4,724.5  | 4,991.2  | 5,317.9  |
| 판매비          | 2,710.9   | 3,386.3  | 3,616.0  | 3,795.1  | 3,954.4  |
| 영업이익         | 832.7     | 896.9    | 1,108.5  | 1,196.1  | 1,363.6  |
| 금융손익         | (252.6)   | (362.5)  | (258.4)  | (232.5)  | (208.1)  |
| 종속/관계기업손익    | (5.5)     | 17.5     | 573.6    | 0.0      | 0.0      |
| 기타영업외손익      | 719.5     | (213.1)  | (338.0)  | (321.1)  | (321.1)  |
| 세전이익         | 1,294.2   | 338.8    | 1,085.7  | 642.6    | 834.4    |
| 법인세          | 368.8     | 147.8    | 298.2    | 183.1    | 233.5    |
| 계속사업이익       | 925.4     | 191.0    | 787.5    | 459.4    | 600.9    |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | 925.4     | 191.0    | 787.5    | 459.4    | 600.9    |
| 비지배주주지분 순이익  | 50.2      | 38.5     | 93.7     | 82.7     | 108.2    |
| 지배주주순이익      | 875.2     | 152.5    | 693.7    | 376.7    | 492.7    |
| 지배주주지분포괄이익   | 826.6     | 256.9    | 614.2    | 358.4    | 468.7    |
| NOPAT        | 595.4     | 505.7    | 804.0    | 855.2    | 982.0    |
| EBITDA       | 1,473.3   | 2,007.3  | 2,181.9  | 2,240.2  | 2,360.5  |
| 성장성(%)       |           |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 13.3      | 19.7     | 7.8      | 6.7      | 6.0      |
| NOPAT증가율     | 8.5       | (15.1)   | 59.0     | 6.4      | 14.8     |
| EBITDA증가율    | 9.7       | 36.2     | 8.7      | 2.7      | 5.4      |
| 영업이익증가율      | 7.2       | 7.7      | 23.6     | 7.9      | 14.0     |
| (지배주주)순이익증가율 | 136.4     | (82.6)   | 354.9    | (45.7)   | 30.8     |
| EPS증가율       | 112.1     | (82.8)   | 354.8    | (45.7)   | 30.8     |
| 수익성(%)       |           |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 19.0      | 19.2     | 19.6     | 19.4     | 19.5     |
| EBITDA이익률    | 7.9       | 9.0      | 9.1      | 8.7      | 8.7      |
| 영업이익률        | 4.5       | 4.0      | 4.6      | 4.6      | 5.0      |
| 계속사업이익률      | 5.0       | 0.9      | 3.3      | 1.8      | 2.2      |

| 투자지표      | 2018      | 2019      | 2020F     | 2021F     | 2022F     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 주당지표(원)   |           |           |           |           |           |
| EPS       | 54,173    | 9,312     | 42,349    | 22,998    | 30,078    |
| BPS       | 298,085   | 304,071   | 342,992   | 362,563   | 389,213   |
| CFPS      | 87,161    | 116,913   | 146,991   | 116,569   | 123,910   |
| EBITDAPS  | 91,201    | 122,532   | 133,193   | 136,751   | 144,092   |
| SPS       | 1,155,703 | 1,364,484 | 1,471,577 | 1,570,537 | 1,664,769 |
| DPS       | 3,500     | 3,500     | 3,500     | 3,500     | 3,500     |
| 주가지표(배)   |           |           |           |           |           |
| PER       | 6.1       | 27.1      | 8.7       | 16.0      | 12.3      |
| PBR       | 1.1       | 0.8       | 1.1       | 1.0       | 0.9       |
| PCFR      | 3.8       | 2.2       | 2.5       | 3.2       | 3.0       |
| EV/EBITDA | 10.2      | 8.5       | 8.2       | 7.7       | 6.9       |
| PSR       | 0.3       | 0.2       | 0.3       | 0.2       | 0.2       |
| 재무비율(%)   |           |           |           |           |           |
| ROE       | 21.5      | 3.2       | 13.3      | 6.6       | 8.1       |
| ROA       | 4.8       | 0.7       | 2.6       | 1.4       | 1.7       |
| ROIC      | 4.2       | 3.0       | 4.3       | 4.7       | 5.5       |
| 부채비율      | 166.8     | 177.2     | 169.0     | 166.6     | 162.0     |
| 순부채비율     | 99.8      | 89.8      | 72.4      | 62.8      | 50.8      |
| 이자보상배율(배) | 3.4       | 2.2       | 2.5       | 2.7       | 3.1       |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |          |          |          |          |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2018      | 2019     | 2020F    | 2021F    | 2022F    |
| 유동자산      | 5,522.4   | 7,943.0  | 9,463.3  | 10,555.6 | 11,906.5 |
| 금융자산      | 741.1     | 1,829.3  | 2,909.7  | 3,595.5  | 4,559.4  |
| 현금성자산     | 547.6     | 691.0    | 1,682.0  | 2,285.3  | 3,170.5  |
| 매출채권 등    | 2,742.3   | 2,988.0  | 3,222.5  | 3,439.2  | 3,645.6  |
| 재고자산      | 1,497.6   | 2,018.3  | 2,176.7  | 2,323.0  | 2,462.4  |
| 기타유동자산    | 541.4     | 1,107.4  | 1,154.4  | 1,197.9  | 1,239.1  |
| 비유동자산     | 13,974.6  | 18,337.6 | 18,003.2 | 17,730.3 | 17,317.8 |
| 투자자산      | 550.3     | 567.5    | 606.6    | 642.8    | 677.2    |
| 금융자산      | 277.0     | 277.2    | 298.9    | 319.0    | 338.2    |
| 유형자산      | 9,741.7   | 10,817.9 | 10,581.2 | 10,402.0 | 10,078.7 |
| 무형자산      | 3,069.9   | 4,810.2  | 4,673.5  | 4,543.5  | 4,420.0  |
| 기타비유동자산   | 612.7     | 2,142.0  | 2,141.9  | 2,142.0  | 2,141.9  |
| 자산총계      | 19,497.0  | 26,280.6 | 27,466.5 | 28,285.9 | 29,224.3 |
| 유동부채      | 6,680.4   | 8,202.2  | 8,528.1  | 8,825.4  | 9,106.1  |
| 금융부채      | 3,842.1   | 3,423.6  | 3,383.9  | 3,343.4  | 3,302.5  |
| 매입채무 등    | 2,288.0   | 3,494.8  | 3,769.1  | 4,022.6  | 4,264.0  |
| 기타유동부채    | 550.3     | 1,283.8  | 1,375.1  | 1,459.4  | 1,539.6  |
| 비유동부채     | 5,508.4   | 8,596.9  | 8,728.5  | 8,850.1  | 8,965.9  |
| 금융부채      | 4,196.0   | 6,920.3  | 6,920.3  | 6,920.3  | 6,920.3  |
| 기타비유동부채   | 1,312.4   | 1,676.6  | 1,808.2  | 1,929.8  | 2,045.6  |
| 부채총계      | 12,188.8  | 16,799.2 | 17,256.6 | 17,675.5 | 18,072.0 |
| 지배주주지분    | 4,782.8   | 4,880.9  | 5,518.4  | 5,839.1  | 6,275.7  |
| 자본금       | 81.9      | 81.9     | 81.9     | 81.9     | 81.9     |
| 자본잉여금     | 1,411.6   | 1,309.0  | 1,309.0  | 1,309.0  | 1,309.0  |
| 자본조정      | (180.9)   | (171.7)  | (171.7)  | (171.7)  | (171.7)  |
| 기타포괄이익누계액 | (224.1)   | (124.7)  | (124.7)  | (124.7)  | (124.7)  |
| 이익잉여금     | 3,694.3   | 3,786.4  | 4,424.0  | 4,744.6  | 5,181.1  |
| 비지배주주지분   | 2,525.4   | 4,600.6  | 4,691.5  | 4,771.3  | 4,876.6  |
| 자본총계      | 7,308.2   | 9,481.5  | 10,209.9 | 10,610.4 | 11,152.3 |
| 순금융부채     | 7,297.0   | 8,514.6  | 7,394.5  | 6,668.2  | 5,663.5  |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |           |         |         |         |
|----------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
|                | 2018      | 2019      | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 471.4     | 2,143.1   | 2,167.0 | 1,779.4 | 1,846.7 |
| 당기순이익          | 925.4     | 191.0     | 787.5   | 459.4   | 600.9   |
| 조정             | 300.0     | 1,345.1   | 1,322.2 | 1,267.1 | 1,195.4 |
| 감가상각비          | 640.6     | 1,110.4   | 1,073.4 | 1,044.1 | 996.9   |
| 외환거래손익         | 0.0       | 0.0       | (123.4) | (123.4) | (123.4) |
| 지분법손익          | (975.4)   | (12.6)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 634.8     | 247.3     | 372.2   | 346.4   | 321.9   |
| 영업활동 자산부채 변동   | (754.0)   | 607.0     | 57.3    | 52.9    | 50.4    |
| 투자활동 현금흐름      | (1,034.6) | (3,189.9) | (632.1) | (633.2) | (419.9) |
| 투자자산감소(증가)     | (120.9)   | (17.2)    | (41.9)  | (39.0)  | (37.2)  |
| 유형자산감소(증가)     | (1,648.2) | (1,172.0) | (700.0) | (735.0) | (550.0) |
| 기타             | 734.5     | (2,000.7) | 109.8   | 140.8   | 167.3   |
| 재무활동 현금흐름      | 521.0     | 1,228.7   | (543.8) | (542.9) | (541.6) |
| 금융부채증가(감소)     | 833.6     | 2,305.8   | (39.7)  | (40.5)  | (40.9)  |
| 자본증가(감소)       | 588.0     | (102.6)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | (839.0)   | (880.7)   | (448.0) | (446.3) | (444.6) |
| 배당지급           | (61.6)    | (93.8)    | (56.1)  | (56.1)  | (56.1)  |
| 현금의 증감         | (43.3)    | 143.4     | 991.1   | 603.3   | 885.2   |
| Unlevered CFO  | 1,408.1   | 1,915.2   | 2,408.0 | 1,909.6 | 2,029.8 |
| Free Cash Flow | (1,204.0) | 589.2     | 1,467.0 | 1,044.4 | 1,296.7 |

#### 4) 농심(BUY, TP 43만원): 밸류에이션 Re-Rating의 길

##### (1) 2Q20 Preview

국내도 좋지만  
해외가 더 좋아

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 6,487억원(YoY +14.2%), 404억원(YoY +392.4%)으로 추정한다. 1분기에 이어 2분기도 시장 기대치를 상회할 것으로 전망한다. 여전히 국내외 모두 '라면' 매출이 좋기 때문이다.

국내 라면 총매출액은 YoY 11.5% 증가할 것으로 예상한다. 국내 라면 점유율(금액 기준)은 전년대비 1.3%p 상승한 55%로 전망한다. 국내 라면 매출이 YoY 7.5%, 수출이 YoY 40% 증가할 것으로 추산된다. 경쟁 완화 기조까지 더해져 국내 영업이익은 전년대비 큰 폭 증가할 것이다. 해외 법인 매출 성장은 1분기를 능가할 것으로 전망된다. 미국 및 중국 법인 매출은 각각 YoY 25%, 30% 증가할 것으로 예상한다.

##### (2) 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 10.4%, 98.9% 증가할 것으로 추정한다. 2015년 이후 내리막을 걷던 이익 체력은 올해 쿼터 점프해 사상 최대 실적을 시현할 것으로 판단한다. 올해 실적 개선을 코로나19 기인한 깜짝 실적으로 판단하지 않는 이유는, ① 이미 코로나19 이전부터 시작된 국내 라면 시장의 신제품 피로감 및 ② 출혈 경쟁 완화가 가시화되고 있었기 때문이다. ③ 매체 광고에서 벗어나 유튜브 등 다양한 채널 활용을 통한 광고효과도 매출 성장에 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 무엇보다도 ④ 아시아계 미국인에 대한 인식 변화 기인한 한국 가공식품 수출 체력이 라면을 중심으로 Level-up 되고 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 브랜드 인지도 상승 기인한 K-Food에 대한 관심이 증폭되고 있는 시점인 만큼 밸류에이션 Re-Rating이 기대되는 시점이다.

표 1. 농심 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

|              | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19         | 1Q20         | 2Q20F        | 3Q20F        | 4Q20F        | 18             | 19             | 20F            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>588.6</b> | <b>568.2</b> | <b>589.9</b> | <b>597.3</b> | <b>687.7</b> | <b>648.7</b> | <b>627.8</b> | <b>623.9</b> | <b>2,236.4</b> | <b>2,343.9</b> | <b>2,588.1</b> |
| ① 국내         | 481.4        | 465.0        | 473.0        | 486.2        | 553.9        | 517.4        | 490.8        | 495.6        | 1,857.8        | 1,905.7        | 2,057.7        |
| -라면          | 341.8        | 336.4        | 333.0        | 357.5        | 405.2        | 375.2        | 339.0        | 359.0        | 1,336.9        | 1,368.7        | 1,478.4        |
| -스낵          | 84.7         | 82.4         | 89.7         | 87.8         | 96.7         | 90.6         | 92.4         | 90.4         | 345.0          | 344.6          | 370.2          |
| -음료 기타       | 108.5        | 102.9        | 107.5        | 95.5         | 108.2        | 109.0        | 113.9        | 101.2        | 390.9          | 414.3          | 432.3          |
| ② 중국         | 43.3         | 38.5         | 44.1         | 40.7         | 55.9         | 50.0         | 48.5         | 44.8         | 174.5          | 186.0          | 220.5          |
| ③ 미국         | 71.0         | 67.4         | 77.1         | 76.1         | 87.0         | 84.3         | 92.5         | 87.6         | 242.3          | 291.7          | 351.4          |
| ④ 일본         | 11.8         | 14.5         | 13.4         | 13.5         | 16.4         | 15.2         | 14.1         | 14.1         | 46.4           | 53.2           | 59.8           |
| <b>YoY</b>   | <b>4.5%</b>  | <b>6.6%</b>  | <b>4.2%</b>  | <b>4.0%</b>  | <b>16.8%</b> | <b>14.2%</b> | <b>6.4%</b>  | <b>4.5%</b>  | <b>1.3%</b>    | <b>4.8%</b>    | <b>10.4%</b>   |
| ① 국내         | 2.6%         | 4.7%         | 1.1%         | 2.0%         | 15.1%        | 11.3%        | 3.7%         | 1.9%         | 0.1%           | 2.6%           | 8.0%           |
| -라면          | 2.4%         | 4.2%         | -0.4%        | 3.3%         | 18.6%        | 11.5%        | 1.8%         | 0.4%         | 0.6%           | 2.4%           | 8.0%           |
| -스낵          | -3.2%        | -4.4%        | 3.3%         | 4.0%         | 14.2%        | 10.0%        | 3.0%         | 3.0%         | 1.2%           | -0.1%          | 7.4%           |
| -음료 기타       | 12.3%        | 10.5%        | 6.7%         | -5.0%        | -0.3%        | 6.0%         | 6.0%         | 6.0%         | 10.7%          | 6.0%           | 4.3%           |
| ② 중국         | -0.6%        | 8.4%         | 5.3%         | 13.4%        | 29.0%        | 30.0%        | 10.0%        | 10.0%        | 7.4%           | 6.6%           | 18.6%          |
| ③ 미국         | 22.6%        | 17.4%        | 23.4%        | 18.2%        | 22.5%        | 25.0%        | 20.0%        | 15.0%        | 8.2%           | 20.4%          | 20.5%          |
| ④ 일본         | 6.7%         | 21.5%        | 16.5%        | 13.4%        | 38.5%        | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 19.1%          | 14.7%          | 12.5%          |
| <b>영업이익</b>  | <b>31.6</b>  | <b>8.2</b>   | <b>18.6</b>  | <b>20.4</b>  | <b>63.6</b>  | <b>40.4</b>  | <b>26.2</b>  | <b>26.6</b>  | <b>88.6</b>    | <b>78.8</b>    | <b>156.8</b>   |
| YoY          | -8.1%        | 26.9%        | -14.5%       | -21.3%       | 101.1%       | 392.4%       | 41.2%        | 30.2%        | -8.1%          | -11.0%         | 98.9%          |
| OPM          | 5.4%         | 1.4%         | 3.1%         | 3.4%         | 9.2%         | 6.2%         | 4.2%         | 4.3%         | 4.0%           | 3.4%           | 6.1%           |
| <b>세전이익</b>  | <b>38.3</b>  | <b>15.7</b>  | <b>22.3</b>  | <b>27.2</b>  | <b>65.0</b>  | <b>46.4</b>  | <b>32.2</b>  | <b>33.6</b>  | <b>112.3</b>   | <b>103.5</b>   | <b>177.2</b>   |
| YoY          | -8.5%        | 33.7%        | -15.5%       | -15.9%       | 69.8%        | 194.9%       | 44.8%        | 23.5%        | -6.0%          | -7.9%          | 71.2%          |
| <b>지배순이익</b> | <b>29.0</b>  | <b>4.7</b>   | <b>16.2</b>  | <b>21.1</b>  | <b>48.7</b>  | <b>32.9</b>  | <b>23.9</b>  | <b>25.5</b>  | <b>84.3</b>    | <b>71.0</b>    | <b>131.1</b>   |
| YoY          | -9.4%        | -39.4%       | -17.1%       | -15.6%       | 67.9%        | 607.8%       | 47.7%        | 20.7%        | -7.0%          | -15.8%         | 84.6%          |
| NPM          | 4.9%         | 0.8%         | 2.7%         | 3.5%         | 7.1%         | 5.1%         | 3.8%         | 4.1%         | 3.8%           | 3.0%           | 5.1%           |

자료: 하나금융투자

## 농심 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 2,236.4   | 2,343.9 | 2,588.1 | 2,775.8 | 2,914.6 |
| 매출원가         | 1,564.7   | 1,626.0 | 1,758.4 | 1,880.4 | 1,968.5 |
| 매출총이익        | 671.7     | 717.9   | 829.7   | 895.4   | 946.1   |
| 판매비          | 583.2     | 639.1   | 672.9   | 737.7   | 771.7   |
| 영업이익         | 88.6      | 78.8    | 156.8   | 157.7   | 174.3   |
| 금융손익         | 8.3       | 10.0    | 7.7     | 9.8     | 12.0    |
| 종속/관계기업손익    | (0.2)     | (1.3)   | (8.9)   | (7.0)   | (7.0)   |
| 기타영업외손익      | 15.6      | 16.0    | 21.7    | 21.7    | 21.7    |
| 세전이익         | 112.3     | 103.5   | 177.2   | 182.1   | 201.0   |
| 법인세          | 28.0      | 32.4    | 46.0    | 46.5    | 51.4    |
| 계속사업이익       | 84.3      | 71.1    | 131.2   | 135.6   | 149.6   |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 84.3      | 71.1    | 131.2   | 135.6   | 149.6   |
| 비지배주주지분 순이익  | 0.0       | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 지배주주순이익      | 84.3      | 71.0    | 131.1   | 135.4   | 149.5   |
| 지배주주지분포괄이익   | 79.8      | 66.0    | 130.7   | 135.1   | 149.1   |
| NOPAT        | 66.5      | 54.1    | 116.1   | 117.4   | 129.8   |
| EBITDA       | 173.0     | 174.8   | 259.4   | 266.7   | 281.4   |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | 1.3       | 4.8     | 10.4    | 7.3     | 5.0     |
| NOPAT증가율     | (9.2)     | (18.6)  | 114.6   | 1.1     | 10.6    |
| EBITDA증가율    | (3.6)     | 1.0     | 48.4    | 2.8     | 5.5     |
| 영업이익증가율      | (8.1)     | (11.1)  | 99.0    | 0.6     | 10.5    |
| (지배주주)순이익증가율 | (7.1)     | (15.8)  | 84.6    | 3.3     | 10.4    |
| EPS증가율       | (7.0)     | (15.8)  | 84.6    | 3.3     | 10.4    |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 30.0      | 30.6    | 32.1    | 32.3    | 32.5    |
| EBITDA이익률    | 7.7       | 7.5     | 10.0    | 9.6     | 9.7     |
| 영업이익률        | 4.0       | 3.4     | 6.1     | 5.7     | 6.0     |
| 계속사업이익률      | 3.8       | 3.0     | 5.1     | 4.9     | 5.1     |

| 투자지표      | 2018    | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 13,858  | 11,672  | 21,549  | 22,266  | 24,576  |
| BPS       | 323,198 | 330,234 | 347,980 | 366,444 | 387,217 |
| CFPS      | 35,848  | 37,759  | 44,737  | 46,248  | 48,675  |
| EBITDAPS  | 28,446  | 28,740  | 42,641  | 43,839  | 46,266  |
| SPS       | 367,675 | 385,349 | 425,488 | 456,342 | 479,159 |
| DPS       | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   |
| 주가지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 18.4    | 20.6    | 17.6    | 17.1    | 15.5    |
| PBR       | 0.8     | 0.7     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| PCFR      | 7.1     | 6.4     | 8.5     | 8.2     | 7.8     |
| EV/EBITDA | 5.9     | 5.9     | 6.8     | 6.4     | 5.5     |
| PSR       | 0.7     | 0.6     | 0.9     | 0.8     | 0.8     |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 4.5     | 3.7     | 6.6     | 6.5     | 6.8     |
| ROA       | 3.4     | 2.7     | 4.8     | 4.7     | 4.9     |
| ROIC      | 5.6     | 4.3     | 8.8     | 8.5     | 9.3     |
| 부채비율      | 33.4    | 36.7    | 37.6    | 37.7    | 37.0    |
| 순부채비율     | (28.1)  | (22.6)  | (27.7)  | (29.2)  | (34.0)  |
| 이자보상배율(배) | 24.3    | 13.8    | 21.6    | 21.6    | 23.8    |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 1,053.8   | 1,078.6 | 1,259.0 | 1,360.9 | 1,536.9 |
| 금융자산      | 622.0     | 591.7   | 722.1   | 785.5   | 933.1   |
| 현금성자산     | 167.7     | 317.8   | 419.6   | 461.1   | 592.5   |
| 매출채권 등    | 210.3     | 223.8   | 247.1   | 265.0   | 278.3   |
| 재고자산      | 202.4     | 208.4   | 230.1   | 246.8   | 259.1   |
| 기타유동자산    | 19.1      | 54.7    | 59.7    | 63.6    | 66.4    |
| 비유동자산     | 1,478.5   | 1,574.5 | 1,559.6 | 1,614.3 | 1,597.5 |
| 투자자산      | 59.9      | 76.3    | 5.4     | 5.8     | 6.1     |
| 금융자산      | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 유형자산      | 1,157.8   | 1,208.3 | 1,265.5 | 1,321.1 | 1,305.2 |
| 무형자산      | 59.6      | 59.2    | 57.9    | 56.7    | 55.5    |
| 기타비유동자산   | 201.2     | 230.7   | 230.8   | 230.7   | 230.7   |
| 자산총계      | 2,532.3   | 2,653.0 | 2,818.6 | 2,975.2 | 3,134.4 |
| 유동부채      | 522.2     | 585.0   | 636.1   | 675.4   | 704.5   |
| 금융부채      | 35.2      | 87.5    | 88.2    | 88.7    | 89.1    |
| 매입채무 등    | 429.1     | 441.5   | 487.4   | 522.8   | 548.9   |
| 기타유동부채    | 57.9      | 56.0    | 60.5    | 63.9    | 66.5    |
| 비유동부채     | 112.3     | 127.3   | 133.7   | 138.5   | 142.1   |
| 금융부채      | 53.1      | 66.5    | 66.5    | 66.5    | 66.5    |
| 기타비유동부채   | 59.2      | 60.8    | 67.2    | 72.0    | 75.6    |
| 부채총계      | 634.5     | 712.3   | 769.8   | 814.0   | 846.6   |
| 지배주주지분    | 1,885.2   | 1,927.9 | 2,035.8 | 2,148.2 | 2,274.6 |
| 자본금       | 30.4      | 30.4    | 30.4    | 30.4    | 30.4    |
| 자본잉여금     | 120.7     | 120.7   | 120.7   | 120.7   | 120.7   |
| 자본조정      | (80.8)    | (80.8)  | (80.8)  | (80.8)  | (80.8)  |
| 기타포괄이익누계액 | (27.7)    | (20.5)  | (20.5)  | (20.5)  | (20.5)  |
| 이익잉여금     | 1,842.5   | 1,878.0 | 1,986.0 | 2,098.3 | 2,224.6 |
| 비지배주주지분   | 12.6      | 12.8    | 13.0    | 13.1    | 13.2    |
| 자본총계      | 1,897.8   | 1,940.7 | 2,048.8 | 2,161.3 | 2,287.8 |
| 순금융부채     | (533.8)   | (437.7) | (567.5) | (630.4) | (777.5) |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 146.9     | 162.5   | 240.6   | 249.7   | 260.6   |
| 당기순이익          | 84.3      | 71.1    | 131.2   | 135.6   | 149.6   |
| 조정             | 109.1     | 130.7   | 102.6   | 108.9   | 107.1   |
| 감가상각비          | 84.5      | 96.0    | 102.6   | 109.0   | 107.1   |
| 외환거래손익         | 2.2       | 0.6     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | 0.2       | 1.3     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 22.2      | 32.8    | 0.0     | (0.1)   | 0.0     |
| 영업활동 자산부채 변동   | (46.5)    | (39.3)  | 6.8     | 5.2     | 3.9     |
| 투자활동 현금흐름      | (128.9)   | (30.7)  | (116.2) | (185.6) | (106.5) |
| 투자자산감소(증가)     | 17.0      | (15.1)  | 70.9    | (0.4)   | (0.3)   |
| 유형자산감소(증가)     | (87.7)    | (153.7) | (158.6) | (163.3) | (90.0)  |
| 기타             | (58.2)    | 138.1   | (28.5)  | (21.9)  | (16.2)  |
| 재무활동 현금흐름      | (5.8)     | 17.8    | (22.5)  | (22.6)  | (22.8)  |
| 금융부채증가(감소)     | 20.1      | 65.7    | 0.6     | 0.5     | 0.4     |
| 자본증가(감소)       | 0.0       | 0.1     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | (2.8)     | (24.9)  | 0.0     | 0.0     | (0.1)   |
| 배당지급           | (23.1)    | (23.1)  | (23.1)  | (23.1)  | (23.1)  |
| 현금의 증감         | 12.3      | 150.1   | 101.8   | 41.5    | 131.3   |
| Unlevered CFO  | 218.0     | 229.7   | 272.1   | 281.3   | 296.1   |
| Free Cash Flow | 58.7      | 8.5     | 82.0    | 86.4    | 170.6   |

## 5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원, 상향): 호실적 예상

### (1) 2Q20 Preview

시장 수요 부진에도  
점유율 확대 호실적 시현 전망

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,883억원(YoY +12.2%), 469억원(YoY +342.9%)으로 추정한다. 전년 기저효과 및 신제품 판매 호조 기인해 시장 기대치를 상회하는 호실적이 예상된다.

맥주 매출액은 전년대비 15.4% 증가할 것으로 판단된다. 수입 맥주를 제외한 하이트진로의 제조 맥주 매출액은 신제품 판매 호조 기인해 전년대비 13.6% 증가할 것으로 추정한다. 맥주 신제품 '테라' 1천억원, '필라이트' 300억원을 예상한다. 1Q20 '테라' 매출액이 약 900억원 이었는데 유사한 흐름이 2분기도 이어지고 있는 것으로 파악된다. 반면, 2분기 맥주 시장(수입맥주 포함)은 YoY -7% 역성장한 것으로 파악된다. 소주 매출액은 전년대비 11.0% 증가할 것으로 추산된다. QoQ 매출 성장은 둔화는 작년 5월 판가 인상 효과가 2분기부터 상쇄되었기 때문이다. 2분기 소주 시장은 전년 판가 인상을 앞둔 가수요 기인해 YoY -high single 감소할 것으로 추산된다. 시장 수요 감소에도 불구하고 하이트진로의 점유율은 상승 추세를 지속하고 있는 것으로 판단된다. 견조한 탑라인 성장 기인해 손익은 전년대비 큰 폭 개선될 것으로 전망한다.

### (2) 실적 전망 및 투자 판단

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 기존 3.6만원에서 4.8만원으로 상향한다. 올해 및 추정치 조정에 기인한다. 2분기도 호실적이 예상되어 단기 실적 모멘텀이 부각될 것으로 판단한다. 다만, 신제품 '테라' 및 '진로'가 6월부터 매출에 본격적으로 기여하기 시작했음을 감안하면 상반기 대비 하반기는 매출 성장 둔화가 불가피할 것으로 판단된다. 조정시마다 매수 관점이 유효해 보인다.

표 1. 하이트진로 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

|         | 1Q19   | 2Q19   | 3Q19   | 4Q19   | 1Q20   | 2Q20F  | 3Q20F  | 4Q20F  | 18      | 19      | 20F     |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 423.0  | 524.4  | 529.1  | 558.6  | 533.9  | 588.3  | 558.9  | 580.9  | 1,885.6 | 2,035.1 | 2,262.2 |
| ① 맥주    | 139.1  | 190.5  | 212.2  | 184.8  | 180.0  | 219.9  | 220.0  | 195.0  | 713.9   | 726.6   | 815.1   |
| - 국내    | 109.2  | 167.2  | 180.1  | 165.7  | 164.2  | 190.0  | 195.0  | 160.0  | 588.8   | 622.2   | 709.2   |
| - 수입유통  | 27.2   | 31.9   | 22.5   | 22.8   | 16.0   | 29.9   | 25.0   | 35.0   | 120.6   | 104.4   | 105.9   |
| ② 소주    | 251.7  | 291.2  | 277.4  | 336.1  | 319.2  | 323.2  | 296.7  | 345.1  | 1,039.8 | 1,156.5 | 1,284.2 |
| ③ 생수    | 19.7   | 25.3   | 27.5   | 24.0   | 23.9   | 27.8   | 30.2   | 26.4   | 77.2    | 96.4    | 108.3   |
| ④ 기타조정  | 12.4   | 17.4   | 12.0   | 13.6   | 10.7   | 17.4   | 12.0   | 14.4   | 54.7    | 55.5    | 54.6    |
| YoY     | 0.5%   | 6.3%   | 5.8%   | 18.4%  | 26.2%  | 12.2%  | 5.6%   | 4.0%   | -0.2%   | 7.9%    | 11.2%   |
| ① 맥주    | -6.1%  | -0.7%  | 1.4%   | 12.1%  | 29.5%  | 15.4%  | 3.7%   | 5.5%   | -3.8%   | 1.8%    | 12.2%   |
| - 국내    | -11.9% | 3.0%   | 5.8%   | 25.3%  | 50.3%  | 13.6%  | 8.3%   | -3.5%  | -6.3%   | 5.7%    | 14.0%   |
| - 수입유통  | 29.5%  | 18.1%  | -40.2% | -35.0% | -41.2% | -6.3%  | 11.1%  | 53.8%  | 41.9%   | -13.5%  | 1.5%    |
| ② 소주    | 2.8%   | 8.7%   | 9.2%   | 23.1%  | 26.8%  | 11.0%  | 7.0%   | 2.7%   | 0.5%    | 11.2%   | 11.0%   |
| ③ 생수    | 28.8%  | 28.7%  | 18.6%  | 25.6%  | 21.1%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 15.3%   | 24.9%   | 12.3%   |
| ④ 기타조정  | 1.6%   | 25.1%  | -12.8% | -7.4%  | -13.7% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 18.3%   | 1.5%    | -1.7%   |
| 영업이익    | (4.2)  | 10.6   | 49.2   | 32.7   | 56.1   | 46.9   | 47.0   | 34.5   | 90.4    | 88.2    | 184.5   |
| YoY     | TR     | -60.5% | 67.9%  | 85.5%  | TB     | 342.9% | -4.4%  | 5.5%   | 3.7%    | -2.4%   | 109.1%  |
| OPM     | -1.0%  | 2.0%   | 9.3%   | 5.9%   | 10.5%  | 8.0%   | 8.4%   | 5.9%   | 4.8%    | 4.3%    | 8.2%    |
| 맥주      | (20.5) | (17.1) | (3.9)  | (1.7)  | 8.8    | 5.0    | (3.0)  | (5.0)  | (20.3)  | (43.1)  | 5.8     |
| 소주      | 18.6   | 26.9   | 50.5   | 32.5   | 46.3   | 41.9   | 50.0   | 40.5   | 117.9   | 128.4   | 178.7   |
| 세전이익    | (14.5) | (23.7) | 34.8   | 3.9    | 45.0   | 35.3   | 35.4   | 20.2   | 42.0    | 0.5     | 135.9   |
| YoY     | TR     | TR     | 129.8% | -27.8% | TB     | TB     | 1.9%   | 414.7% | 5.8%    | -98.8%  | N/A     |
| (지배)순이익 | (13.8) | (29.2) | 25.9   | (25.1) | 33.4   | 23.0   | 23.2   | 14.3   | 22.2    | (42.3)  | 93.8    |
| YoY     | TR     | TR     | 174.5% | TR     | TB     | TB     | -10.4% | TB     | 75.4%   | TR      | TB      |
| NPM     | -3.3%  | -5.6%  | 4.9%   | -4.6%  | 2.7%   | 2.4%   | 4.7%   | 2.3%   | 1.2%    | -2.1%   | 3.0%    |

자료: 하나금융투자

표 2. 하이트진로, 적정주가 4.8만원 도출

(단위: 원, 배)

| 구분                        | 12M Fwd | 비고             |
|---------------------------|---------|----------------|
| Ebitda                    | 3,450   |                |
| Target EV/Ebitda Multiple | 12      | 역사적 밴드 상단 값    |
| 순차입금                      | 800     |                |
| 주식수(천주)                   | 70133   |                |
| Target Price(원)           | 48,000  | 적정 주가 4.8만원 산출 |

자료: 하나금융투자

## 하이트진로 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |           |         |         |         |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019      | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 1,885.6   | 2,035.1   | 2,262.2 | 2,356.5 | 2,427.2 |
| 매출원가         | 1,123.8   | 1,163.2   | 1,285.9 | 1,310.2 | 1,344.6 |
| 매출총이익        | 761.8     | 871.9     | 976.3   | 1,046.3 | 1,082.6 |
| 판매비          | 671.4     | 783.6     | 791.8   | 848.3   | 868.9   |
| 영업이익         | 90.4      | 88.2      | 184.5   | 198.0   | 213.6   |
| 금융손익         | (36.1)    | (44.1)    | (42.5)  | (39.6)  | (36.9)  |
| 종속/관계기업손익    | 0.0       | 0.0       | 9.5     | 18.6    | 20.0    |
| 기타영업외손익      | (12.4)    | (43.7)    | (15.6)  | (18.0)  | (20.7)  |
| 세전이익         | 42.0      | 0.5       | 135.9   | 159.0   | 176.1   |
| 법인세          | 19.7      | 42.8      | 42.1    | 50.9    | 55.5    |
| 계속사업이익       | 22.3      | (42.4)    | 93.8    | 108.1   | 120.6   |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 22.3      | (42.4)    | 93.8    | 108.1   | 120.6   |
| 비배주주지분 순이익   | 0.0       | (0.0)     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주순이익      | 22.2      | (42.3)    | 93.8    | 108.1   | 120.6   |
| 지배주주지분포괄이익   | 0.6       | (73.5)    | 93.8    | 108.2   | 120.7   |
| NOPAT        | 48.0      | (8,313.0) | 127.3   | 134.6   | 146.3   |
| EBITDA       | 215.4     | 236.2     | 334.6   | 350.2   | 368.1   |
| 성장성(%)       |           |           |         |         |         |
| 매출액증가율       | (0.2)     | 7.9       | 11.2    | 4.2     | 3.0     |
| NOPAT증가율     | 71.4      | 적전        | 흑전      | 5.7     | 8.7     |
| EBITDA증가율    | 4.1       | 9.7       | 41.7    | 4.7     | 5.1     |
| 영업이익증가율      | 3.7       | (2.4)     | 109.2   | 7.3     | 7.9     |
| (지배주주)순이익증가율 | 74.8      | 적전        | 흑전      | 15.2    | 11.6    |
| EPS증가율       | 75.3      | 적전        | 흑전      | 15.3    | 11.6    |
| 수익성(%)       |           |           |         |         |         |
| 매출총이익률       | 40.4      | 42.8      | 43.2    | 44.4    | 44.6    |
| EBITDA이익률    | 11.4      | 11.6      | 14.8    | 14.9    | 15.2    |
| 영업이익률        | 4.8       | 4.3       | 8.2     | 8.4     | 8.8     |
| 계속사업이익률      | 1.2       | (2.1)     | 4.1     | 4.6     | 5.0     |

| 투자지표      | 2018   | 2019    | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |        |         |        |        |        |
| EPS       | 312    | (594)   | 1,316  | 1,517  | 1,693  |
| BPS       | 17,379 | 15,565  | 16,881 | 18,398 | 20,091 |
| CFPS      | 3,591  | 4,078   | 4,609  | 4,923  | 5,156  |
| EBITDAPS  | 3,023  | 3,315   | 4,694  | 4,914  | 5,165  |
| SPS       | 26,458 | 28,555  | 31,741 | 33,065 | 34,057 |
| DPS       | 800    | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 주가지표(배)   |        |         |        |        |        |
| PER       | 53.2   | N/A     | 34.7   | 30.1   | 26.9   |
| PBR       | 1.0    | 1.9     | 2.7    | 2.5    | 2.3    |
| PCFR      | 4.6    | 7.1     | 9.9    | 9.3    | 8.8    |
| EV/EBITDA | 9.0    | 13.0    | 12.2   | 11.4   | 10.5   |
| PSR       | 0.6    | 1.0     | 1.4    | 1.4    | 1.3    |
| 재무비율(%)   |        |         |        |        |        |
| ROE       | 1.9    | (3.9)   | 8.7    | 9.2    | 9.3    |
| ROA       | 0.6    | (1.3)   | 2.8    | 3.0    | 3.2    |
| ROIC      | 2.4    | (390.1) | 5.8    | 6.1    | 6.6    |
| 부채비율      | 194.9  | 216.6   | 209.2  | 194.9  | 180.3  |
| 순부채비율     | 65.6   | 97.9    | 77.2   | 61.4   | 47.2   |
| 이자보상배율(배) | 2.3    | 1.9     | 4.2    | 4.7    | 5.3    |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 1,065.0   | 782.3   | 995.7   | 1,136.9 | 1,277.5 |
| 금융자산      | 303.6     | 160.7   | 304.8   | 417.2   | 536.2   |
| 현금성자산     | 291.0     | 144.2   | 286.5   | 398.2   | 516.6   |
| 매출채권 등    | 462.2     | 378.3   | 420.5   | 438.1   | 451.2   |
| 재고자산      | 166.0     | 177.3   | 197.1   | 205.3   | 211.4   |
| 기타유동자산    | 133.2     | 66.0    | 73.3    | 76.3    | 78.7    |
| 비유동자산     | 2,363.2   | 2,488.6 | 2,488.4 | 2,505.0 | 2,522.2 |
| 투자자산      | 52.1      | 51.9    | 37.9    | 39.5    | 40.7    |
| 금융자산      | 43.6      | 34.1    | 37.9    | 39.5    | 40.7    |
| 유형자산      | 2,053.1   | 2,052.1 | 2,075.7 | 2,099.8 | 2,124.4 |
| 무형자산      | 186.8     | 174.8   | 165.1   | 156.0   | 147.4   |
| 기타비유동자산   | 71.2      | 209.8   | 209.7   | 209.7   | 209.7   |
| 자산총계      | 3,428.1   | 3,270.9 | 3,484.1 | 3,641.9 | 3,799.7 |
| 유동부채      | 1,668.5   | 1,358.9 | 1,451.7 | 1,490.2 | 1,519.1 |
| 금융부채      | 664.8     | 532.2   | 534.2   | 535.0   | 535.6   |
| 매입채무 등    | 988.7     | 805.9   | 895.8   | 933.2   | 961.2   |
| 기타유동부채    | 15.0      | 20.8    | 21.7    | 22.0    | 22.3    |
| 비유동부채     | 597.3     | 878.8   | 905.4   | 916.5   | 924.8   |
| 금융부채      | 400.8     | 640.1   | 640.1   | 640.1   | 640.1   |
| 기타비유동부채   | 196.5     | 238.7   | 265.3   | 276.4   | 284.7   |
| 부채총계      | 2,265.8   | 2,237.7 | 2,357.1 | 2,406.7 | 2,443.9 |
| 지배주주지분    | 1,161.8   | 1,032.5 | 1,126.3 | 1,234.4 | 1,355.0 |
| 자본금       | 368.8     | 368.8   | 368.8   | 368.8   | 368.8   |
| 자본잉여금     | 709.3     | 509.3   | 509.3   | 509.3   | 509.3   |
| 자본조정      | (94.2)    | (94.2)  | (94.2)  | (94.2)  | (94.2)  |
| 기타포괄이익누계액 | 1.6       | 9.7     | 9.7     | 9.7     | 9.7     |
| 이익잉여금     | 176.3     | 238.9   | 332.7   | 440.8   | 561.4   |
| 비배주주지분    | 0.6       | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| 자본총계      | 1,162.4   | 1,033.2 | 1,127.0 | 1,235.1 | 1,355.7 |
| 순금융부채     | 762.0     | 1,011.6 | 869.5   | 757.9   | 639.5   |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 141.0     | 28.3    | 292.0   | 280.3   | 290.1   |
| 당기순이익          | 22.3      | (42.4)  | 93.8    | 108.1   | 120.6   |
| 조정             | 164.8     | 271.3   | 150.1   | 152.2   | 154.5   |
| 감가상각비          | 125.0     | 148.0   | 150.1   | 152.2   | 154.5   |
| 외환거래손익         | (0.4)     | 0.1     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 40.2      | 123.2   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 영업활동 자산부채 변동   | (46.1)    | (200.6) | 48.1    | 20.0    | 15.0    |
| 투자활동 현금흐름      | (101.4)   | (66.0)  | (151.7) | (169.5) | (172.3) |
| 투자자산감소(증가)     | (1.3)     | 0.1     | 14.0    | (1.6)   | (1.2)   |
| 유형자산감소(증가)     | (109.6)   | (155.5) | (163.9) | (167.2) | (170.5) |
| 기타             | 9.5       | 89.4    | (1.8)   | (0.7)   | (0.6)   |
| 재무활동 현금흐름      | (38.7)    | (111.6) | 2.0     | 0.8     | 0.6     |
| 금융부채증가(감소)     | 18.1      | 106.7   | 2.0     | 0.8     | 0.6     |
| 자본증가(감소)       | 0.0       | (200.0) | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | (1.1)     | 37.4    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당지급           | (55.7)    | (55.7)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증감         | 3.5       | (146.7) | 142.2   | 111.6   | 118.4   |
| Unlevered CFO  | 255.9     | 290.7   | 328.4   | 350.8   | 367.5   |
| Free Cash Flow | 21.7      | (132.5) | 128.1   | 113.1   | 119.6   |

## 6) 동원F&B(BUY, TP 33만원): 3분기를 기대

### (1) 2Q20 Preview

유가공 및 식자재 사업부 부진  
3분기 회복 기대

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,347억원(YoY +3.6%), 145억원(YoY +0.8%)으로 추정한다. 전년수준의 손익을 예상하는 까닭은, 코로나19 기인해 동원홈푸드 실적 부진이 전망되기 때문이다. 개학 연기 기인해 유가공 부문 실적도 부진할 것으로 판단된다. ① 가공 식품 매출액은 전년대비 3.0% 증가할 것으로 추정한다. 2분기 참치 투입어가는 톤당 1,360불(YoY -2.8%)로 관련 원가 부담은 제한적일 것으로 전망된다. 그러나, 개학이 미뤄지면서 원유 잉여 기인한 비용 증가가 다소 부담이다. ② 코로나19 기인해 전반적인 경쟁 강도는 높지 않으나 죽 등 일부 카테고리는 판촉 경쟁이 있었던 것으로 파악된다. ③ 동원홈푸드는 2분기 코로나19 영향이 지속되면서 1분기 대비 부정적 영향이 불가피했던 것으로 판단된다.

### (2) 실적 전망 및 투자 판단

3분기부터는 YoY 견조한 이익 증가가 가능할 것으로 전망한다. 상저하고 실적 흐름 감안시 연간 손익은 전년대비 7.5% 증가할 것으로 추정한다. ① 6월부터 순차적으로 개학이 시행되면서 유가공 수요 회복 및 ② 원유 잉여에 따른 원가 부담이 감소할 것으로 예상한다. 더불어, ③ 최근 글로벌 어가 하락으로 관련 원가 부담도 제한적일 것으로 판단되기 때문이다. 6월 들어 글로벌 선망참치 어가는 톤당 1,550불에서 1,200불까지 하락했다. 글로벌 수급 상황 감안시 추가 하락 가능성도 열려 있는 만큼 동원F&B 원가 절감에 긍정적 효과가 있을 것으로 기대된다. ④ 상반기 실적이 부진했던 동원홈푸드도 하반기 갈수록 경제활동 재개에 따른 실적 회복세를 기대해 볼 만하다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 8배에 거래 중이다. 하반기 겨냥한 저가 매수가 유효하다는 판단이다.

표 1. 동원F&amp;B 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

|              | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19         | 1Q20         | 2Q20F        | 3Q20F        | 4Q20F        | 18             | 19             | 20F            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>748.2</b> | <b>709.1</b> | <b>825.0</b> | <b>747.9</b> | <b>783.6</b> | <b>734.7</b> | <b>883.5</b> | <b>792.5</b> | <b>2,802.5</b> | <b>3,030.3</b> | <b>3,194.3</b> |
| 식품           | 451.7        | 390.2        | 492.3        | 386.8        | 467.9        | 401.9        | 521.8        | 398.4        | 1,640.9        | 1,721.1        | 1,789.9        |
| 식자재          | 254.1        | 266.3        | 279.3        | 307.6        | 266.0        | 274.3        | 301.7        | 338.3        | 977.3          | 1,107.3        | 1,180.3        |
| 사료           | 42.1         | 52.2         | 53.0         | 53.2         | 49.4         | 58.5         | 60.0         | 55.7         | 183.0          | 200.4          | 223.6          |
| YoY          | 6.1%         | 11.9%        | 4.5%         | 10.8%        | 4.7%         | 3.6%         | 7.1%         | 6.0%         | 9.8%           | 8.1%           | 5.4%           |
| 식품           | 1.4%         | 9.5%         | 1.8%         | 8.9%         | 3.6%         | 3.0%         | 6.0%         | 3.0%         | 4.0%           | 4.9%           | 4.0%           |
| 식자재          | 17.4%        | 14.0%        | 8.1%         | 14.5%        | 4.7%         | 3.0%         | 8.0%         | 10.0%        | 17.0%          | 13.3%          | 6.6%           |
| 사료           | -1.1%        | 21.2%        | 13.2%        | 5.2%         | 17.4%        | 12.0%        | 10.0%        | 4.8%         | 31.3%          | 9.6%           | 11.5%          |
| <b>영업이익</b>  | <b>34.9</b>  | <b>14.4</b>  | <b>35.5</b>  | <b>16.6</b>  | <b>36.5</b>  | <b>14.5</b>  | <b>40.0</b>  | <b>18.0</b>  | <b>87.2</b>    | <b>101.4</b>   | <b>109.0</b>   |
| YoY          | 52.6%        | 9.5%         | -7.4%        | 29.2%        | 4.5%         | 0.8%         | 12.9%        | 8.1%         | 20.5%          | 16.3%          | 7.5%           |
| OPM          | 4.7%         | 2.0%         | 4.3%         | 2.2%         | 4.7%         | 2.0%         | 4.5%         | 2.3%         | 3.1%           | 3.3%           | 3.4%           |
| 식품           | 28.7         | 7.5          | 28.9         | 7.6          | 29.8         | 9.0          | 32.0         | 9.0          | 63.3           | 72.7           | 79.8           |
| 식자재          | 5.4          | 5.7          | 7.3          | 8.9          | 5.5          | 5.2          | 7.8          | 8.5          | 23.6           | 27.3           | 27.0           |
| 사료           | (0.2)        | 0.2          | 0.4          | 0.6          | 0.4          | 0.3          | 0.2          | 0.5          | (0.9)          | 1.0            | 1.4            |
| <b>세전이익</b>  | <b>31.6</b>  | <b>10.9</b>  | <b>31.0</b>  | <b>13.5</b>  | <b>31.9</b>  | <b>10.7</b>  | <b>39.9</b>  | <b>14.6</b>  | <b>71.4</b>    | <b>87.0</b>    | <b>97.1</b>    |
| (%YoY)       | 53.5%        | 34.6%        | -12.5%       | 87.2%        | 1.1%         | -2.4%        | 28.7%        | 8.0%         | 6.0%           | 22.0%          | 11.5%          |
| <b>지배순이익</b> | <b>25.0</b>  | <b>8.4</b>   | <b>23.5</b>  | <b>8.7</b>   | <b>23.9</b>  | <b>8.1</b>   | <b>29.9</b>  | <b>11.4</b>  | <b>56.7</b>    | <b>65.7</b>    | <b>73.3</b>    |
| YoY          | 59.4%        | 33.0%        | -10.5%       | 3.5%         | -4.5%        | -3.3%        | 27.0%        | 30.6%        | 10.4%          | 15.8%          | 11.6%          |
| NPM          | 3.3%         | 1.2%         | 2.9%         | 1.2%         | 3.0%         | 1.1%         | 3.4%         | 1.4%         | 2.0%           | 2.2%           | 2.3%           |

자료: 하나금융투자

## 동원F&amp;B 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 2,802.5   | 3,030.3 | 3,194.3 | 3,417.9 | 3,623.0 |
| 매출원가         | 2,189.2   | 2,348.6 | 2,478.4 | 2,648.4 | 2,803.7 |
| 매출총이익        | 613.3     | 681.7   | 715.9   | 769.5   | 819.3   |
| 판매비          | 526.1     | 580.3   | 606.9   | 646.0   | 681.1   |
| 영업이익         | 87.2      | 101.4   | 109.0   | 123.5   | 138.1   |
| 금융손익         | (11.3)    | (12.9)  | (12.7)  | (10.4)  | (8.0)   |
| 종속/관계기업손익    | 0.0       | 0.0     | 0.8     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | (4.5)     | (1.5)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 71.4      | 87.0    | 97.1    | 113.1   | 130.2   |
| 법인세          | 14.6      | 21.4    | 23.8    | 27.1    | 31.7    |
| 계속사업이익       | 56.7      | 65.7    | 73.3    | 85.9    | 98.5    |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 56.7      | 65.7    | 73.3    | 85.9    | 98.5    |
| 비배주주지분 순이익   | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주순이익      | 56.7      | 65.7    | 73.3    | 85.9    | 98.5    |
| 지배주주지분포괄이익   | 48.6      | 59.9    | 73.3    | 85.9    | 98.5    |
| NOPAT        | 69.3      | 76.5    | 82.3    | 93.9    | 104.5   |
| EBITDA       | 132.8     | 161.2   | 170.4   | 186.5   | 202.8   |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | 9.8       | 8.1     | 5.4     | 7.0     | 6.0     |
| NOPAT증가율     | 25.5      | 10.4    | 7.6     | 14.1    | 11.3    |
| EBITDA증가율    | 15.2      | 21.4    | 5.7     | 9.4     | 8.7     |
| 영업이익증가율      | 20.4      | 16.3    | 7.5     | 13.3    | 11.8    |
| (지배주주)순이익증가율 | 10.3      | 15.9    | 11.6    | 17.2    | 14.7    |
| EPS증가율       | 10.4      | 15.8    | 11.6    | 17.2    | 14.6    |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 21.9      | 22.5    | 22.4    | 22.5    | 22.6    |
| EBITDA이익률    | 4.7       | 5.3     | 5.3     | 5.5     | 5.6     |
| 영업이익률        | 3.1       | 3.3     | 3.4     | 3.6     | 3.8     |
| 계속사업이익률      | 2.0       | 2.2     | 2.3     | 2.5     | 2.7     |

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 631.4     | 679.0   | 772.7   | 873.4   | 984.2   |
| 금융자산      | 35.0      | 44.3    | 103.6   | 157.5   | 225.4   |
| 현금성자산     | 23.3      | 36.7    | 95.7    | 149.0   | 216.3   |
| 매출채권 등    | 241.1     | 272.2   | 287.0   | 307.1   | 325.5   |
| 재고자산      | 349.4     | 355.9   | 375.2   | 401.4   | 425.5   |
| 기타유동자산    | 5.9       | 6.6     | 6.9     | 7.4     | 7.8     |
| 비유동자산     | 772.2     | 894.5   | 892.2   | 902.0   | 912.2   |
| 투자자산      | 32.6      | 20.6    | 9.6     | 10.3    | 10.9    |
| 금융자산      | 20.3      | 9.1     | 9.6     | 10.3    | 10.9    |
| 유형자산      | 542.2     | 676.7   | 687.6   | 698.8   | 710.1   |
| 무형자산      | 79.8      | 79.3    | 77.0    | 75.0    | 73.2    |
| 기타비유동자산   | 117.6     | 117.9   | 118.0   | 117.9   | 118.0   |
| 자산총계      | 1,403.6   | 1,573.5 | 1,664.9 | 1,775.4 | 1,896.4 |
| 유동부채      | 341.7     | 516.4   | 532.8   | 555.1   | 575.6   |
| 금융부채      | 71.0      | 204.5   | 204.8   | 205.2   | 205.7   |
| 매입채무 등    | 249.3     | 283.7   | 299.1   | 320.0   | 339.2   |
| 기타유동부채    | 21.4      | 28.2    | 28.9    | 29.9    | 30.7    |
| 비유동부채     | 429.4     | 375.9   | 377.5   | 379.8   | 381.9   |
| 금융부채      | 392.0     | 345.3   | 345.3   | 345.3   | 345.3   |
| 기타비유동부채   | 37.4      | 30.6    | 32.2    | 34.5    | 36.6    |
| 부채총계      | 771.1     | 892.3   | 910.3   | 934.9   | 957.4   |
| 지배주주지분    | 632.5     | 681.2   | 754.5   | 840.4   | 938.9   |
| 자본금       | 19.3      | 19.3    | 19.3    | 19.3    | 19.3    |
| 자본잉여금     | 110.5     | 110.8   | 110.8   | 110.8   | 110.8   |
| 자본조정      | (0.6)     | (0.6)   | (0.6)   | (0.6)   | (0.6)   |
| 기타포괄이익누계액 | (22.8)    | (28.5)  | (28.5)  | (28.5)  | (28.5)  |
| 이익잉여금     | 526.0     | 580.1   | 653.4   | 739.4   | 837.8   |
| 비지배주주지분   | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 632.5     | 681.2   | 754.5   | 840.4   | 938.9   |
| 순금융부채     | 427.9     | 505.5   | 446.5   | 393.0   | 325.6   |

| 투자지표      | 2018    | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 14,699  | 17,015  | 18,994  | 22,269  | 25,518  |
| BPS       | 163,896 | 176,519 | 195,514 | 217,782 | 243,300 |
| CFPS      | 37,610  | 45,721  | 44,870  | 48,835  | 53,074  |
| EBITDAPS  | 34,411  | 41,765  | 44,144  | 48,317  | 52,556  |
| SPS       | 726,208 | 785,219 | 827,727 | 885,668 | 938,808 |
| DPS       | 3,000   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 주가지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 19.6    | 13.3    | 9.6     | 8.2     | 7.2     |
| PBR       | 1.8     | 1.3     | 0.9     | 0.8     | 0.8     |
| PCFR      | 7.6     | 4.9     | 4.1     | 3.7     | 3.4     |
| EV/EBITDA | 11.6    | 8.5     | 6.8     | 5.9     | 5.1     |
| PSR       | 0.4     | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 9.3     | 10.0    | 10.2    | 10.8    | 11.1    |
| ROA       | 4.1     | 4.4     | 4.5     | 5.0     | 5.4     |
| ROIC      | 7.7     | 7.3     | 7.3     | 8.1     | 8.8     |
| 부채비율      | 121.9   | 131.0   | 120.7   | 111.2   | 102.0   |
| 순부채비율     | 67.7    | 74.2    | 59.2    | 46.8    | 34.7    |
| 이자보상배율(배) | 6.6     | 7.0     | 6.9     | 7.8     | 8.7     |

자료: 하나금융투자

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |        |        |        |
|----------------|-----------|---------|--------|--------|--------|
|                | 2018      | 2020F   | 2021F  | 2022F  |        |
| 영업활동 현금흐름      | 26.1      | 134.2   | 132.7  | 138.6  | 152.3  |
| 당기순이익          | 56.7      | 65.7    | 73.3   | 85.9   | 98.5   |
| 조정             | 72.0      | 96.3    | 76.1   | 75.4   | 74.6   |
| 감가상각비          | 45.6      | 59.8    | 61.3   | 63.0   | 64.7   |
| 외환거래손익         | (0.2)     | (0.2)   | 2.0    | 2.0    | 2.0    |
| 지분법손익          | 0.0       | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 26.6      | 36.7    | 12.8   | 10.4   | 7.9    |
| 영업활동 자산부채 변동   | (102.6)   | (27.8)  | (16.7) | (22.7) | (20.8) |
| 투자활동 현금흐름      | (84.3)    | (160.0) | (58.3) | (69.9) | (69.5) |
| 투자자산감소(증가)     | 2.2       | 12.0    | 11.0   | (0.7)  | (0.6)  |
| 유형자산감소(증가)     | (86.2)    | (175.9) | (70.0) | (72.1) | (74.3) |
| 기타             | (0.3)     | 3.9     | 0.7    | 2.9    | 5.4    |
| 재무활동 현금흐름      | 16.4      | 39.0    | (15.5) | (15.4) | (15.5) |
| 금융부채증가(감소)     | 40.4      | 86.8    | 0.3    | 0.4    | 0.4    |
| 자본증가(감소)       | 0.4       | 0.4     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (14.8)    | (36.6)  | (15.8) | (15.8) | (15.9) |
| 배당지급           | (9.6)     | (11.6)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 현금의 증감         | (41.7)    | 13.4    | 58.9   | 53.3   | 67.3   |
| Unlevered CFO  | 145.1     | 176.4   | 173.2  | 188.5  | 204.8  |
| Free Cash Flow | (63.6)    | (43.8)  | 62.7   | 66.5   | 78.0   |

## 7) 대상(BUY, TP 3.3만원): 유의미한 이익 개선세 지속

## (1) 2Q20 Preview

가공에서 비용 절감 기조 지속

연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,420억원(YoY +1.4%), 460억원(YoY +36.3%)으로 추정한다. 가공식품 경쟁 완화에 따른 비용 절감 및 라이신 흑자전환, 연결사 호실적 기인해 시장 기대치를 다시 한 번 상회할 것으로 예상된다.

① 가공식품 부문 매출액은 전년수준을 예상한다. HMR 카테고리 고성장에도 불구하고 SKU 구조조정 효과가 탑라인 개선을 상쇄할 것으로 판단한다. 그러나 적자 품목 스크랩 및 김치 판촉 경쟁 완화 기인해 식품 수익성은 전년대비 2.9%p 개선될 것으로 추산된다. ② 소재는 라이신이 QoQ 흑자전환하면서 전년수준의 영업이익 시현이 가능할 것으로 전망한다. ③ 연결 자회사 합산 영업이익은 1Q와 유사한 80억원으로 추정한다. ④ 유통 부문 매출액은 베스트코 합병 효과(2Q19는 두 달 반영) 기인해 두 자리 수 성장할 것으로 추정된다. 합병 시점에 따른 착시 감안시 저수익 스크랩 및 코로나19 부정적 영향으로 매출 감소세는 지속될 것으로 판단한다. 영업이익은 BEP 수준으로 추산된다.

## (2) 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 영업이익을 1,708억원(YoY +31.6%)로 상향 조정한다. 본업의 수익성 개선 흐름이 하반기까지 이어질 것으로 전망된다. ① 저수익 가공 제품 SKU 구조조정, ② 김치 판촉 완화, ③ 유통 부문 저수익 고객사 구조조정으로 별도 영업 마진은 YoY 1.7%p 큰 폭 개선될 것으로 추정한다. ④ 연결 자회사(PT인도네시아, 미원 베트남)도 호실적이 이어지고 있는 만큼 실적 모멘텀이 부각될 한 해가 될 것이다.

현재 주가는 12개월 Fwd PER 7.6배에 거래 중이다. 실적 모멘텀 감안시 저가 매수 유효하다.

표 1. 대상 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

|                | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19         | 1Q20         | 2Q20F        | 3Q20F        | 4Q20F        | 18             | 19             | 20F            |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>723.3</b> | <b>731.5</b> | <b>783.7</b> | <b>725.4</b> | <b>755.8</b> | <b>742.0</b> | <b>792.7</b> | <b>745.2</b> | <b>2,956.8</b> | <b>2,964.0</b> | <b>3,035.8</b> |
| ① 본사           | 555.1        | 607.1        | 677.9        | 617.0        | 642.9        | 633.9        | 682.9        | 629.1        | 2,235.9        | 2,457.1        | 2,588.8        |
| ② PT인도네시아      | 54.7         | 55.6         | 56.9         | 60.9         | 63.3         | 60.0         | 63.0         | 65.0         | 196.7          | 228.0          | 251.3          |
| ③ 미원 베트남       | 26.6         | 26.8         | 27.2         | 27.7         | 29.1         | 28.0         | 28.0         | 30.0         | 94.5           | 108.3          | 115.1          |
| YoY            | -2.2%        | 1.0%         | -0.2%        | 2.6%         | 4.5%         | 1.4%         | 1.1%         | 2.7%         | -0.4%          | 0.2%           | 2.4%           |
| ① 본사           | -1.3%        | 12.1%        | 13.0%        | 16.0%        | 15.8%        | 4.4%         | 0.7%         | 2.0%         | 2.1%           | 9.9%           | 5.4%           |
| ② PT인도네시아      | 16.8%        | 16.9%        | 14.7%        | 15.3%        | 15.7%        | 8.0%         | 10.8%        | 6.7%         | 23.2%          | 15.9%          | 10.0%          |
| ③ 미원 베트남       | 26.4%        | 20.6%        | 10.3%        | 4.0%         | 9.5%         | 4.5%         | 2.9%         | 8.3%         | 18.6%          | 14.6%          | 7.0%           |
| <b>영업이익</b>    | <b>38.1</b>  | <b>33.7</b>  | <b>42.3</b>  | <b>15.6</b>  | <b>49.8</b>  | <b>46.0</b>  | <b>49.0</b>  | <b>26.0</b>  | <b>120.2</b>   | <b>129.8</b>   | <b>170.8</b>   |
| YoY            | 26.1%        | -4.5%        | 2.3%         | 18.3%        | 30.8%        | 36.3%        | 15.8%        | 66.1%        | 24.2%          | 8.0%           | 31.6%          |
| OPM            | 5.3%         | 4.6%         | 5.4%         | 2.2%         | 6.6%         | 6.2%         | 6.2%         | 3.5%         | 4.1%           | 4.4%           | 5.6%           |
| ① 본사           | 31.1         | 27.3         | 35.7         | 9.3          | 39.4         | 38.0         | 41.0         | 19.0         | 110.6          | 103.4          | 137.4          |
| - 식품           | 14.9         | 13.0         | 26.6         | 4.0          | 25.6         | 23.0         | 30.0         | 5.0          | 45.9           | 58.5           | 83.6           |
| - 소재           | 16.2         | 14.3         | 9.1          | 5.0          | 13.8         | 14.0         | 10.0         | 13.0         | 64.7           | 44.6           | 50.8           |
| ② PT인도네시아      | 5.8          | 4.4          | 4.2          | 6.4          | 7.6          | 7.0          | 7.0          | 6.0          | 3.0            | 20.9           | 27.6           |
| ③ 미원 베트남       | 1.5          | 1.2          | 1.4          | 0.8          | 1.3          | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 3.0            | 4.8            | 4.3            |
| <b>세전이익</b>    | <b>33.4</b>  | <b>47.0</b>  | <b>30.1</b>  | <b>40.1</b>  | <b>81.1</b>  | <b>42.5</b>  | <b>45.5</b>  | <b>20.5</b>  | <b>119.1</b>   | <b>150.6</b>   | <b>189.6</b>   |
| YoY            | 26.1%        | -14.0%       | 1.4%         | 385.8%       | 142.5%       | -9.4%        | 51.2%        | -48.7%       | 42.6%          | 26.4%          | 26.0%          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>23.3</b>  | <b>36.6</b>  | <b>22.0</b>  | <b>25.3</b>  | <b>53.1</b>  | <b>31.0</b>  | <b>33.2</b>  | <b>15.4</b>  | <b>64.9</b>    | <b>107.2</b>   | <b>132.7</b>   |
| YoY            | 22.4%        | -10.0%       | 53.3%        | TB           | 128.3%       | -15.3%       | 50.9%        | -39.1%       | 23.0%          | 65.2%          | 23.8%          |
| NPM            | 3.2%         | 5.0%         | 2.8%         | 3.5%         | 7.0%         | 4.2%         | 4.2%         | 2.1%         | 2.2%           | 3.6%           | 4.4%           |

자료: 하나금융투자

## 대상 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 2,956.8   | 2,964.0 | 3,035.8 | 3,162.8 | 3,257.7 |
| 매출원가         | 2,191.8   | 2,209.6 | 2,233.5 | 2,317.8 | 2,380.8 |
| 매출총이익        | 765.0     | 754.4   | 802.3   | 845.0   | 876.9   |
| 판매비          | 644.8     | 624.6   | 631.4   | 664.2   | 680.9   |
| 영업이익         | 120.2     | 129.8   | 170.8   | 180.8   | 196.0   |
| 금융손익         | (25.7)    | (17.7)  | (15.2)  | (9.7)   | (4.8)   |
| 종속/관계기업손익    | 1.5       | 2.3     | 34.0    | 4.5     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | 23.1      | 36.2    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 119.1     | 150.6   | 189.6   | 175.6   | 191.2   |
| 법인세          | 53.7      | 41.7    | 55.5    | 47.4    | 51.6    |
| 계속사업이익       | 65.4      | 108.9   | 134.2   | 128.2   | 139.6   |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 65.4      | 108.9   | 134.2   | 128.2   | 139.6   |
| 비지배주주지분 순이익  | 0.5       | 1.7     | 1.5     | 1.4     | 1.5     |
| 지배주주순이익      | 64.9      | 107.2   | 132.7   | 126.8   | 138.1   |
| 지배주주지분포괄이익   | 62.1      | 109.5   | 130.9   | 125.1   | 136.3   |
| NOPAT        | 66.0      | 93.9    | 120.9   | 132.0   | 143.1   |
| EBITDA       | 202.3     | 228.5   | 255.3   | 253.2   | 258.0   |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | (0.4)     | 0.2     | 2.4     | 4.2     | 3.0     |
| NOPAT증가율     | 10.2      | 42.3    | 28.8    | 9.2     | 8.4     |
| EBITDA증가율    | 14.6      | 13.0    | 11.7    | (0.8)   | 1.9     |
| 영업이익증가율      | 24.3      | 8.0     | 31.6    | 5.9     | 8.4     |
| (지배주주)순이익증가율 | 23.1      | 65.2    | 23.8    | (4.4)   | 8.9     |
| EPS증가율       | 23.0      | 65.2    | 23.8    | (4.5)   | 8.9     |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 25.9      | 25.5    | 26.4    | 26.7    | 26.9    |
| EBITDA이익률    | 6.8       | 7.7     | 8.4     | 8.0     | 7.9     |
| 영업이익률        | 4.1       | 4.4     | 5.6     | 5.7     | 6.0     |
| 계속사업이익률      | 2.2       | 3.7     | 4.4     | 4.1     | 4.3     |

| 투자지표      | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |        |        |        |        |        |
| EPS       | 1,801  | 2,976  | 3,684  | 3,520  | 3,833  |
| BPS       | 25,405 | 27,896 | 31,580 | 35,100 | 38,933 |
| CFPS      | 6,404  | 7,017  | 8,021  | 7,142  | 7,150  |
| EBITDAPS  | 5,616  | 6,345  | 7,089  | 7,029  | 7,162  |
| SPS       | 82,091 | 82,291 | 84,284 | 87,810 | 90,445 |
| DPS       | 550    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 주가지표(배)   |        |        |        |        |        |
| PER       | 13.9   | 7.8    | 7.2    | 7.6    | 6.9    |
| PBR       | 1.0    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |
| PCFR      | 3.9    | 3.3    | 3.3    | 3.7    | 3.7    |
| EV/EBITDA | 7.4    | 6.2    | 5.1    | 4.5    | 3.6    |
| PSR       | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 재무비율(%)   |        |        |        |        |        |
| ROE       | 7.3    | 11.2   | 12.4   | 10.6   | 10.4   |
| ROA       | 2.9    | 4.7    | 5.4    | 4.8    | 5.0    |
| ROIC      | 4.6    | 5.9    | 7.5    | 8.5    | 9.6    |
| 부채비율      | 136.8  | 134.5  | 120.0  | 109.7  | 100.1  |
| 순부채비율     | 65.4   | 57.0   | 30.3   | 13.0   | (1.6)  |
| 이자보상배율(배) | 5.1    | 5.3    | 6.8    | 7.2    | 7.8    |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 904.9     | 1,077.8 | 1,330.2 | 1,550.2 | 1,766.4 |
| 금융자산      | 188.1     | 252.5   | 485.1   | 670.1   | 860.1   |
| 현금성자산     | 166.5     | 226.1   | 458.0   | 641.9   | 831.0   |
| 매출채권 등    | 267.4     | 273.8   | 280.4   | 292.1   | 300.9   |
| 재고자산      | 322.0     | 344.8   | 353.1   | 367.9   | 378.9   |
| 기타유동자산    | 127.4     | 206.7   | 211.6   | 220.1   | 226.5   |
| 비유동자산     | 1,294.1   | 1,319.3 | 1,213.5 | 1,143.7 | 1,083.7 |
| 투자자산      | 101.9     | 83.7    | 62.4    | 65.0    | 67.0    |
| 금융자산      | 19.1      | 20.4    | 20.9    | 21.8    | 22.5    |
| 유형자산      | 956.2     | 960.6   | 880.2   | 811.1   | 751.8   |
| 무형자산      | 131.7     | 126.0   | 122.0   | 118.7   | 116.0   |
| 기타비유동자산   | 104.3     | 149.0   | 148.9   | 148.9   | 148.9   |
| 자산총계      | 2,199.0   | 2,397.1 | 2,543.6 | 2,693.9 | 2,850.1 |
| 유동부채      | 738.5     | 795.1   | 803.5   | 818.3   | 829.4   |
| 금융부채      | 417.4     | 425.0   | 425.4   | 426.1   | 426.6   |
| 매입채무 등    | 276.6     | 302.6   | 310.0   | 322.9   | 332.6   |
| 기타유동부채    | 44.5      | 67.5    | 68.1    | 69.3    | 70.2    |
| 비유동부채     | 531.8     | 579.8   | 583.9   | 591.1   | 596.6   |
| 금융부채      | 377.8     | 410.5   | 410.5   | 410.5   | 410.5   |
| 기타비유동부채   | 154.0     | 169.3   | 173.4   | 180.6   | 186.1   |
| 부채총계      | 1,270.3   | 1,374.9 | 1,387.4 | 1,409.5 | 1,426.0 |
| 지배주주지분    | 915.0     | 1,004.8 | 1,137.4 | 1,264.2 | 1,402.3 |
| 자본금       | 36.0      | 36.0    | 36.0    | 36.0    | 36.0    |
| 자본잉여금     | 294.9     | 294.9   | 294.9   | 294.9   | 294.9   |
| 자본조정      | (33.5)    | (33.5)  | (33.5)  | (33.5)  | (33.5)  |
| 기타포괄이익누계액 | (33.3)    | (22.7)  | (22.7)  | (22.7)  | (22.7)  |
| 이익잉여금     | 651.0     | 730.1   | 862.7   | 989.5   | 1,127.6 |
| 비지배주주지분   | 13.7      | 17.4    | 18.9    | 20.3    | 21.8    |
| 자본총계      | 928.7     | 1,022.2 | 1,156.3 | 1,284.5 | 1,424.1 |
| 순금융부채     | 607.1     | 583.0   | 350.8   | 166.5   | (22.9)  |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |        |       |        |        |
|----------------|-----------|--------|-------|--------|--------|
|                | 2018      | 2019   | 2020F | 2021F  | 2022F  |
| 영업활동 현금흐름      | 121.6     | 167.3  | 211.0 | 186.9  | 191.4  |
| 당기순이익          | 65.4      | 108.9  | 134.2 | 128.2  | 139.6  |
| 조정             | 114.7     | 87.1   | 84.5  | 72.3   | 62.0   |
| 감가상각비          | 82.1      | 98.7   | 84.5  | 72.4   | 62.0   |
| 외환거래손익         | (0.2)     | (5.0)  | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | (1.5)     | (23.9) | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 34.3      | 17.3   | 0.0   | (0.1)  | 0.0    |
| 영업활동 자산부채 변동   | (58.5)    | (28.7) | (7.7) | (13.6) | (10.2) |
| 투자활동 현금흐름      | (23.4)    | (49.8) | 20.7  | (3.7)  | (2.8)  |
| 투자자산감소(증가)     | 4.9       | 20.4   | 21.3  | (2.6)  | (2.0)  |
| 유형자산감소(증가)     | (144.1)   | (12.4) | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 115.8     | (57.8) | (0.6) | (1.1)  | (0.8)  |
| 재무활동 현금흐름      | (75.2)    | (55.1) | 0.4   | 0.7    | 0.5    |
| 금융부채증가(감소)     | (55.9)    | 40.4   | 0.4   | 0.7    | 0.5    |
| 자본증가(감소)       | 0.0       | (0.0)  | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (1.3)     | (75.7) | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 배당지급           | (18.0)    | (19.8) | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 현금의 증감         | 18.6      | 59.6   | 232.0 | 183.9  | 189.1  |
| Unlevered CFO  | 230.7     | 252.7  | 288.9 | 257.2  | 257.5  |
| Free Cash Flow | (24.0)    | 57.5   | 211.0 | 186.9  | 191.4  |

## 8) 매일유업(BUY, TP 10만원): 2분기는 눈높이 낮춰야

## (1) 2Q20 Preview

## 유제품 시장 수요 부진

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,619억원(YoY +3.5%), 217억원(YoY -21.9%)으로 추정한다. 개학이 연기되면서 전반적으로 유제품 수요가 부진했던 것으로 파악된다.

① 국내 조제분유는 YoY 매출 감소가 지속될 전망이다. 국내 출생아 수 감소 및 외산 분유 업체의 점유율 확대가 여전히 부담 요인이다. 중국 제조분유 수출액도 전년대비 소폭 감소한 것으로 파악된다. 참고로 2분기 중국 분유 수출액은 50억원 내외로 추정한다. ② 컵커피 및 가공유는 시장 침체 및 판촉 집행 기인해 수익성이 YoY 큰 폭 하락한 것으로 판단된다. ③ 다행히도 상대적으로 고마진인 상하목장, 곡물우유 등은 견조한 성장세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. ④ 성인건강식 ‘셀렉스’ 판매도 호조세가 지속되고 있다. 하반기 카테고리 확대를 통해 매출 신장을 도모할 것으로 판단된다

## (2) 실적 전망 및 투자 판단

2분기는 유제품 시장 수요 부진에 따른 부정적 영향이 불가피해 보인다. 3분기부터는 증익을 예상한다. 전년기저효과가 본격화될 것으로 판단되기 때문이다. 더불어, 올해 무더위가 전망되는 만큼 수요 회복을 기대해 볼 수 있겠다.

표 1. 매일유업 실적 추정

(단위: 십억원)

|              | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19         | 1Q20         | 2Q20F        | 3Q20F        | 4Q20F        | 18             | 19             | 20F            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>337.5</b> | <b>349.7</b> | <b>349.7</b> | <b>356.3</b> | <b>358.8</b> | <b>361.9</b> | <b>365.9</b> | <b>365.0</b> | <b>1,300.6</b> | <b>1,393.3</b> | <b>1,451.0</b> |
| 제조분유         | 36.0         | 35.3         | 37.1         | 39.6         | 31.4         | 28.3         | 36.9         | 40.4         | 158.2          | 148.0          | 137.0          |
| 백색우유         | 74.6         | 84.7         | 81.8         | 80.2         | 77.6         | 91.5         | 83.4         | 81.8         | 318.0          | 321.2          | 334.2          |
| 상하목장         | 27.4         | 28.0         | 27.6         | 26.4         | 29.6         | 29.7         | 29.2         | 28.0         | 100.2          | 109.4          | 116.5          |
| 컵커피          | 44.2         | 49.2         | 43.0         | 39.0         | 46.4         | 50.2         | 46.5         | 41.0         | 165.0          | 175.4          | 184.0          |
| <b>YoY</b>   | <b>5.1%</b>  | <b>9.6%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>9.2%</b>  | <b>6.1%</b>  | <b>3.5%</b>  | <b>4.6%</b>  | <b>2.4%</b>  | <b>-1.3%</b>   | <b>7.2%</b>    | <b>4.1%</b>    |
| 제조분유         | -2.1%        | -5.5%        | -10.9%       | -6.8%        | -12.8%       | -19.9%       | -0.4%        | 2.1%         | 3.5%           | -6.5%          | -7.4%          |
| 백색우유         | 0.0%         | 2.0%         | 1.0%         | 1.0%         | 4.0%         | 8.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 0.5%           | 1.0%           | 4.0%           |
| 상하목장         | 15.0%        | 10.0%        | 6.0%         | 6.0%         | 8.0%         | 6.0%         | 6.0%         | 6.0%         | 9.0%           | 9.2%           | 6.5%           |
| 컵커피          | 8.0%         | 9.0%         | 3.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 2.0%         | 8.0%         | 5.0%         | 5.0%           | 6.3%           | 4.9%           |
| <b>영업이익</b>  | <b>19.6</b>  | <b>27.8</b>  | <b>17.7</b>  | <b>20.2</b>  | <b>20.4</b>  | <b>21.7</b>  | <b>22.3</b>  | <b>21.4</b>  | <b>74.4</b>    | <b>85.3</b>    | <b>85.8</b>    |
| YoY          | 19.5%        | 47.0%        | -16.6%       | -2.5%        | 3.8%         | -21.9%       | 26.1%        | 6.0%         | 9.5%           | 10.4%          | 0.6%           |
| OPM          | 5.8%         | 8.0%         | 5.1%         | 5.7%         | 5.7%         | 6.0%         | 6.1%         | 5.9%         | 5.7%           | 6.1%           | 5.9%           |
| <b>세전이익</b>  | <b>20.7</b>  | <b>28.4</b>  | <b>17.9</b>  | <b>18.1</b>  | <b>24.7</b>  | <b>22.0</b>  | <b>22.5</b>  | <b>21.7</b>  | <b>76.8</b>    | <b>85.2</b>    | <b>90.9</b>    |
| YoY          | 31.5%        | 17.6%        | -3.8%        | -13.9%       | 19.0%        | -22.6%       | 26.3%        | 19.6%        | -67.0%         | 7.0%           | 6.8%           |
| <b>지배순이익</b> | <b>16.1</b>  | <b>21.3</b>  | <b>14.8</b>  | <b>12.2</b>  | <b>19.2</b>  | <b>16.3</b>  | <b>16.7</b>  | <b>17.1</b>  | <b>58.3</b>    | <b>64.3</b>    | <b>69.3</b>    |
| YoY          | 32.4%        | 16.1%        | -15.1%       | -8.1%        | 19.0%        | -23.4%       | 12.9%        | 40.9%        | -73.6%         | 5.2%           | 7.7%           |
| NPM          | 4.8%         | 6.1%         | 4.2%         | 3.4%         | 5.3%         | 4.5%         | 4.6%         | 4.7%         | 4.5%           | 4.6%           | 4.8%           |

기타: 카테고리별 매출액은 하나금융투자 추정치임  
자료: 하나금융투자

## 매일유업 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 1,300.6   | 1,393.3 | 1,451.0 | 1,509.0 | 1,616.5 |
| 매출원가         | 933.5     | 983.8   | 1,046.0 | 1,084.8 | 1,158.9 |
| 매출총이익        | 367.1     | 409.5   | 405.0   | 424.2   | 457.6   |
| 판매비          | 292.7     | 324.1   | 319.2   | 329.0   | 349.2   |
| 영업이익         | 74.4      | 85.3    | 85.8    | 95.2    | 108.5   |
| 금융손익         | 3.6       | 1.1     | 1.4     | 3.6     | 5.3     |
| 종속/관계기업손익    | 0.0       | 0.0     | 3.8     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | (1.2)     | (1.3)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 76.8      | 85.2    | 90.9    | 98.8    | 113.8   |
| 법인세          | 18.4      | 20.8    | 21.6    | 23.8    | 27.4    |
| 계속사업이익       | 58.3      | 64.3    | 69.3    | 75.0    | 86.4    |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 58.3      | 64.3    | 69.3    | 75.0    | 86.4    |
| 비지배주주지분 손이익  | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주순이익      | 58.3      | 64.3    | 69.3    | 75.0    | 86.4    |
| 지배주주지분포괄이익   | 55.0      | 63.0    | 69.3    | 75.0    | 86.4    |
| NOPAT        | 56.5      | 64.4    | 65.4    | 72.3    | 82.3    |
| EBITDA       | 101.4     | 118.3   | 119.5   | 129.8   | 144.1   |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | N/A       | 7.1     | 4.1     | 4.0     | 7.1     |
| NOPAT증가율     | N/A       | 14.0    | 1.6     | 10.6    | 13.8    |
| EBITDA증가율    | N/A       | 16.7    | 1.0     | 8.6     | 11.0    |
| 영업이익증가율      | N/A       | 14.7    | 0.6     | 11.0    | 14.0    |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A       | 10.3    | 7.8     | 8.2     | 15.2    |
| EPS증가율       | N/A       | 8.9     | 7.7     | 8.2     | 15.2    |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 28.2      | 29.4    | 27.9    | 28.1    | 28.3    |
| EBITDA이익률    | 7.8       | 8.5     | 8.2     | 8.6     | 8.9     |
| 영업이익률        | 5.7       | 6.1     | 5.9     | 6.3     | 6.7     |
| 계속사업이익률      | 4.5       | 4.6     | 4.8     | 5.0     | 5.3     |

| 투자지표      | 2018    | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 7,530   | 8,202   | 8,837   | 9,564   | 11,013  |
| BPS       | 44,268  | 51,598  | 59,636  | 68,415  | 78,644  |
| CFPS      | 13,018  | 15,018  | 15,717  | 16,552  | 18,378  |
| EBITDAPS  | 13,093  | 15,082  | 15,232  | 16,552  | 18,378  |
| SPS       | 167,883 | 177,629 | 184,986 | 192,386 | 206,095 |
| DPS       | 700     | 800     | 800     | 800     | 800     |
| 주가지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 10.5    | 10.5    | 9.0     | 8.3     | 7.2     |
| PBR       | 1.8     | 1.7     | 1.3     | 1.2     | 1.0     |
| PCFR      | 6.1     | 5.7     | 5.1     | 4.8     | 4.3     |
| EV/EBITDA | 6.4     | 5.6     | 4.3     | 3.5     | 2.8     |
| PSR       | 0.5     | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 16.8    | 17.1    | 15.9    | 15.0    | 15.0    |
| ROA       | 9.5     | 10.0    | 9.8     | 9.8     | 10.4    |
| ROIC      | 14.5    | 16.0    | 16.4    | 18.6    | 20.4    |
| 부채비율      | 77.5    | 67.3    | 59.8    | 46.9    | 43.0    |
| 순부채비율     | 8.4     | (2.6)   | (22.5)  | (30.4)  | (36.8)  |
| 이자보상배율(배) | 23.2    | 30.6    | 32.5    | 45.4    | 69.7    |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |        |         |         |         |
|-----------|-----------|--------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019   | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 348.2     | 391.9  | 499.0   | 534.2   | 621.2   |
| 금융자산      | 65.8      | 95.3   | 190.2   | 213.0   | 277.1   |
| 현금성자산     | 64.1      | 84.3   | 178.7   | 201.1   | 264.4   |
| 매출채권 등    | 153.4     | 161.5  | 168.2   | 174.9   | 187.4   |
| 재고자산      | 111.3     | 116.3  | 121.1   | 125.9   | 134.9   |
| 기타유동자산    | 17.7      | 18.8   | 19.5    | 20.4    | 21.8    |
| 비유동자산     | 267.6     | 283.3  | 246.5   | 252.3   | 259.1   |
| 투자자산      | 7.4       | 4.6    | 4.8     | 5.0     | 5.4     |
| 금융자산      | 7.4       | 4.6    | 4.8     | 5.0     | 5.4     |
| 유형자산      | 226.7     | 228.8  | 234.9   | 241.8   | 249.3   |
| 무형자산      | 8.2       | 8.2    | 6.7     | 5.4     | 4.4     |
| 기타비유동자산   | 25.3      | 41.7   | 0.1     | 0.1     | 0.0     |
| 자산총계      | 615.7     | 675.2  | 745.5   | 786.5   | 880.4   |
| 유동부채      | 184.1     | 214.7  | 221.4   | 193.0   | 205.6   |
| 금융부채      | 22.2      | 41.6   | 41.8    | 6.6     | 6.9     |
| 매입채무 등    | 148.8     | 157.0  | 163.5   | 170.0   | 182.2   |
| 기타유동부채    | 13.1      | 16.1   | 16.1    | 16.4    | 16.5    |
| 비유동부채     | 84.7      | 56.9   | 57.5    | 58.0    | 59.1    |
| 금융부채      | 72.7      | 43.4   | 43.4    | 43.4    | 43.4    |
| 기타비유동부채   | 12.0      | 13.5   | 14.1    | 14.6    | 15.7    |
| 부채총계      | 268.8     | 271.6  | 278.9   | 251.0   | 264.7   |
| 지배주주지분    | 347.0     | 403.6  | 466.7   | 535.5   | 615.8   |
| 자본금       | 3.9       | 3.9    | 3.9     | 3.9     | 3.9     |
| 자본잉여금     | 256.8     | 256.8  | 256.8   | 256.8   | 256.8   |
| 자본조정      | (0.3)     | (1.1)  | (1.1)   | (1.1)   | (1.1)   |
| 기타포괄이익누계액 | (3.2)     | (4.5)  | (4.5)   | (4.5)   | (4.5)   |
| 이익잉여금     | 89.7      | 148.5  | 211.6   | 280.4   | 360.6   |
| 비지배주주지분   | 0.0       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 347.0     | 403.6  | 466.7   | 535.5   | 615.8   |
| 순금융부채     | 29.1      | (10.3) | (105.0) | (163.0) | (226.9) |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2018      | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
| 영업활동 현금흐름      | 61.5      | 91.4   | 97.9   | 104.5  | 112.5  |
| 당기순이익          | 58.3      | 64.3   | 69.3   | 75.0   | 86.4   |
| 조정             | 24.0      | 34.9   | 33.7   | 34.6   | 35.6   |
| 감가상각비          | 27.1      | 33.0   | 33.7   | 34.6   | 35.7   |
| 외환거래손익         | 0.2       | 0.5    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | 0.0       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | (3.3)     | 1.4    | 0.0    | 0.0    | (0.1)  |
| 영업활동 자산부채 변동   | (20.8)    | (7.8)  | (5.1)  | (5.1)  | (9.5)  |
| 투자활동 현금흐름      | (26.3)    | (40.4) | 2.6    | (40.8) | (43.4) |
| 투자자산감소(증가)     | (7.4)     | 2.7    | (0.2)  | (0.2)  | (0.4)  |
| 유형자산감소(증가)     | (27.3)    | (35.6) | (38.3) | (40.2) | (42.2) |
| 기타             | 8.4       | (7.5)  | 41.1   | (0.4)  | (0.8)  |
| 재무활동 현금흐름      | (7.7)     | (30.5) | (6.1)  | (41.3) | (5.9)  |
| 금융부채증가(감소)     | 94.9      | (9.9)  | 0.2    | (35.1) | 0.3    |
| 자본증가(감소)       | 260.7     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (359.9)   | (15.1) | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당지급           | (3.4)     | (5.5)  | (6.3)  | (6.2)  | (6.2)  |
| 현금의 증감         | 27.3      | 20.3   | 94.4   | 22.4   | 63.3   |
| Unlevered CFO  | 100.9     | 117.8  | 123.3  | 129.8  | 144.1  |
| Free Cash Flow | 33.8      | 55.0   | 59.7   | 64.3   | 70.4   |

## 9) 동원산업(BUY, TP 30만원): 스타키스트 실적 호조

## (1) 2Q20 Preview

미국 참치캔 제조업체  
'스타키스트' 실적 호조

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,516억원(YoY +12.3%), 780억원(YoY +34.9%)으로 추정한다. 시장 기대치를 큰 폭 상회할 것으로 판단한다. 시장 기대와의 괴리는 연결 자회사 '스타키스트'의 호실적에 기인한다.

2분기 평균 선망 참치어가는 톤당 1,330불(YoY -1.5%, QoQ -5.0%), 어획량은 5.5만톤(외국선 포함, 작년 6.2만톤, YoY -11.3%, QoQ +26.3%)으로 파악된다. 수산사업부 손익은 어획량 호조 기인해 QoQ 큰 폭 증가할 것으로 예상된다. 연결 자회사 '스타키스트'는 미국 코로나19 확산 기인한 수요 증가 기인해 유의미한 실적 개선이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 영업이익은 전년대비 171.1% 증가한 450억원으로 추정한다. '동부익스프레스' 영업 이익은 전년 수준을 가정했다.

## (2) 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 8,961억원(YoY +8.0%), 2,404억원(YoY +24.2%)으로 추정한다. 3분기 및 4분기 연결 영업이익은 각각 YoY 13.3%, 70.6% 증가해 견조한 실적 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 실적 호조는, 연결 자회사 '스타키스트'의 실적 개선 및 수산사업부 기저효과에 기인한다. 우선, 스타키스트의 올해 영업이익은 코로나19 기인한 반사수혜 기인해 전년대비 50.3% 증가할 것으로 예상된다. 수산사업부는 글로벌 선망참치 어가가 현 수준에서 유지될 경우 하반기 YoY 흑자전환할 공산이 크다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 5.2배에 거래 중으로 매력적인 밸류에이션을 제공한다.

표 1. 동원산업 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

|       | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19    | 4Q19    | 1Q20   | 2Q20F | 3Q20F   | 4Q20F   | 18      | 19      | 20F     |
|-------|-------|-------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액   | 673.8 | 669.2 | 702.5   | 637.1   | 744.5  | 751.6 | 738.7   | 661.3   | 2,444.6 | 2,682.6 | 2,896.1 |
| YoY   | 11.3% | 12.1% | 14.0%   | 1.8%    | 10.5%  | 12.3% | 5.1%    | 3.8%    | 2.7%    | 9.7%    | 8.0%    |
| ① 수산  | 83.0  | 101.6 | 86.5    | 84.3    | 80.6   | 103.2 | 99.6    | 90.0    | 345.3   | 355.5   | 467.9   |
| YoY   | -9.2% | 9.2%  | -1.8%   | 16.0%   | -2.9%  | 1.5%  | 15.1%   | 6.8%    | -26.6%  | 3.0%    | 13.1%   |
| ② 유통  | 333.9 | 300.4 | 346.4   | 278.0   | 401.2  | 375.6 | 363.7   | 291.9   | 1,133.6 | 1,258.7 | 1,321.6 |
| YoY   | 14.1% | 4.7%  | 9.7%    | 16.6%   | 20.2%  | 25.0% | 5.0%    | 5.0%    | 6.7%    | 11.0%   | 5.0%    |
| ③ 물류  | 254.8 | 264.9 | 267.4   | 271.3   | 260.4  | 272.8 | 275.4   | 279.4   | 956.2   | 1,058.4 | 1,090.1 |
| YoY   | 6.6%  | 8.9%  | 9.0%    | 18.7%   | 2.2%   | 3.0%  | 3.0%    | 3.0%    | 1.2%    | 10.7%   | 3.0%    |
| 영업이익  | 57.6  | 57.8  | 58.2    | 19.9    | 62.4   | 78.0  | 66.0    | 34.0    | 177.7   | 193.6   | 240.4   |
| YoY   | 16.0% | 15.0% | 72.6%   | -54.9%  | 8.4%   | 34.9% | 13.3%   | 70.6%   | -20.9%  | 8.9%    | 24.2%   |
| OPM   | 8.5%  | 8.6%  | 8.3%    | 3.1%    | 8.4%   | 10.4% | 8.9%    | 5.1%    | 7.3%    | 7.2%    | 8.3%    |
| ① 수산  | 12.3  | 17.7  | (1.7)   | (20.3)  | 2.0    | 15.0  | 8.0     | (5.0)   | 31.6    | 7.9     | 20.0    |
| ② 유통  | 28.4  | 21.1  | 40.7    | 25.6    | 43.6   | 45.0  | 40.0    | 26.0    | 91.6    | 115.8   | 154.6   |
| ③ 물류  | 16.0  | 18.5  | 18.3    | 13.4    | 15.3   | 18.0  | 18.0    | 13.0    | 51.1    | 66.1    | 64.3    |
| 세전이익  | 48.4  | 47.3  | 2.9     | (23.8)  | 32.0   | 66.5  | 54.5    | 21.5    | 90.3    | 74.9    | 174.5   |
| YoY   | 4.8%  | 9.5%  | -149.5% | -452.4% | -33.9% | 40.6% | 1760.2% | -190.3% | -59.0%  | -17.0%  | 133.1%  |
| 지배순이익 | 32.3  | 28.7  | 1.9     | (18.1)  | 23.8   | 42.3  | 37.3    | 15.5    | 69.1    | 44.8    | 118.9   |
| YoY   | -8.3% | 9.8%  | -125.0% | -207.6% | -26.4% | 47.2% | 1867.6% | -185.9% | -57.7%  | -36.5%  | 165.3%  |
| NPM   | 4.8%  | 4.3%  | 0.3%    | -2.8%   | 3.2%   | 5.6%  | 5.0%    | 2.4%    | 2.9%    | 1.7%    | 4.1%    |

자료: 하나금융투자

## 동원산업 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 매출액          | 2,444.6   | 2,682.6 | 2,896.1 | 3,011.9 | 3,132.4 |
| 매출원가         | 2,082.3   | 2,274.2 | 2,447.2 | 2,542.0 | 2,640.6 |
| 매출총이익        | 362.3     | 408.4   | 448.9   | 469.9   | 491.8   |
| 판매비          | 184.6     | 214.8   | 208.4   | 216.8   | 225.5   |
| 영업이익         | 177.7     | 193.6   | 240.4   | 253.1   | 266.3   |
| 금융손익         | (28.0)    | (41.4)  | (37.2)  | (27.5)  | (21.6)  |
| 종속/관계기업손익    | 12.0      | 11.4    | (28.7)  | (30.0)  | (30.0)  |
| 기타영업외손익      | (71.3)    | (88.7)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 90.3      | 74.9    | 174.5   | 195.6   | 214.7   |
| 법인세          | 19.3      | 23.5    | 49.0    | 58.7    | 66.2    |
| 계속사업이익       | 71.0      | 51.4    | 125.5   | 136.9   | 148.5   |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 71.0      | 51.4    | 125.5   | 136.9   | 148.5   |
| 비지배주주지분 손이익  | 1.9       | 6.6     | 6.7     | 7.3     | 7.9     |
| 지배주주순이익      | 69.1      | 44.8    | 118.9   | 129.7   | 140.7   |
| 지배주주지분포괄이익   | 87.6      | 61.9    | 113.7   | 124.0   | 134.5   |
| NOPAT        | 139.7     | 132.9   | 173.0   | 177.2   | 184.3   |
| EBITDA       | 259.6     | 324.2   | 364.7   | 372.8   | 383.2   |
| 성장성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | 2.7       | 9.7     | 8.0     | 4.0     | 4.0     |
| NOPAT증가율     | (18.4)    | (4.9)   | 30.2    | 2.4     | 4.0     |
| EBITDA증가율    | (17.6)    | 24.9    | 12.5    | 2.2     | 2.8     |
| 영업이익증가율      | (20.9)    | 8.9     | 24.2    | 5.3     | 5.2     |
| (지배주주)순이익증가율 | (58.6)    | (35.2)  | 165.4   | 9.1     | 8.5     |
| EPS증가율       | (58.6)    | (35.1)  | 165.2   | 9.1     | 8.5     |
| 수익성(%)       |           |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 14.8      | 15.2    | 15.5    | 15.6    | 15.7    |
| EBITDA이익률    | 10.6      | 12.1    | 12.6    | 12.4    | 12.2    |
| 영업이익률        | 7.3       | 7.2     | 8.3     | 8.4     | 8.5     |
| 계속사업이익률      | 2.9       | 1.9     | 4.3     | 4.5     | 4.7     |

| 투자지표      | 2018    | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 20,549  | 13,327  | 35,348  | 38,558  | 41,824  |
| BPS       | 289,909 | 309,179 | 344,527 | 383,085 | 424,909 |
| CFPS      | 77,462  | 101,170 | 99,666  | 101,702 | 104,788 |
| EBITDAPS  | 77,175  | 96,389  | 108,427 | 110,849 | 113,936 |
| SPS       | 726,870 | 797,632 | 861,100 | 895,544 | 931,366 |
| DPS       | 3,000   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 주가지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 9.9     | 15.9    | 5.7     | 5.2     | 4.8     |
| PBR       | 0.7     | 0.7     | 0.6     | 0.5     | 0.5     |
| PCFR      | 2.6     | 2.1     | 2.0     | 2.0     | 1.9     |
| EV/EBITDA | 6.5     | 5.8     | 4.2     | 3.7     | 3.3     |
| PSR       | 0.3     | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 7.3     | 4.4     | 10.8    | 10.6    | 10.4    |
| ROA       | 2.7     | 1.6     | 3.9     | 4.0     | 4.1     |
| ROIC      | 9.3     | 8.0     | 9.9     | 10.1    | 10.5    |
| 부채비율      | 166.2   | 176.9   | 162.2   | 147.5   | 134.6   |
| 순부채비율     | 102.2   | 98.7    | 61.4    | 45.0    | 31.2    |
| 이자보상배율(배) | 5.1     | 4.0     | 4.8     | 5.0     | 5.3     |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018      | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 1,009.0   | 1,201.8 | 1,601.2 | 1,777.2 | 1,957.7 |
| 금융자산      | 114.6     | 142.3   | 469.7   | 606.6   | 746.5   |
| 현금성자산     | 62.5      | 109.4   | 434.2   | 569.7   | 708.0   |
| 매출채권 등    | 340.5     | 345.1   | 372.6   | 387.5   | 403.0   |
| 재고자산      | 492.6     | 506.5   | 546.8   | 568.6   | 591.4   |
| 기타유동자산    | 61.3      | 207.9   | 212.1   | 214.5   | 216.8   |
| 비유동자산     | 1,583.2   | 1,784.3 | 1,556.2 | 1,542.0 | 1,535.8 |
| 투자자산      | 412.7     | 433.7   | 238.4   | 247.9   | 257.9   |
| 금융자산      | 0.1       | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 유형자산      | 766.4     | 889.9   | 860.2   | 839.4   | 826.2   |
| 무형자산      | 208.6     | 110.0   | 107.0   | 104.0   | 101.1   |
| 기타비유동자산   | 195.5     | 350.7   | 350.6   | 350.7   | 350.6   |
| 자산총계      | 2,592.2   | 2,986.0 | 3,157.4 | 3,319.2 | 3,493.6 |
| 유동부채      | 855.8     | 951.7   | 985.5   | 1,003.9 | 1,022.9 |
| 금융부채      | 467.4     | 401.8   | 403.5   | 404.5   | 405.5   |
| 매입채무 등    | 316.6     | 360.1   | 388.8   | 404.3   | 420.5   |
| 기타유동부채    | 71.8      | 189.8   | 193.2   | 195.1   | 196.9   |
| 비유동부채     | 762.8     | 955.9   | 967.9   | 974.4   | 981.1   |
| 금융부채      | 642.5     | 805.2   | 805.2   | 805.2   | 805.2   |
| 기타비유동부채   | 120.3     | 150.7   | 162.7   | 169.2   | 175.9   |
| 부채총계      | 1,618.6   | 1,907.6 | 1,953.4 | 1,978.2 | 2,004.1 |
| 지배주주지분    | 975.0     | 1,039.9 | 1,158.7 | 1,288.4 | 1,429.1 |
| 자본금       | 16.8      | 18.4    | 18.4    | 18.4    | 18.4    |
| 자본잉여금     | 37.3      | 108.0   | 108.0   | 108.0   | 108.0   |
| 자본조정      | 10.6      | (48.6)  | (48.6)  | (48.6)  | (48.6)  |
| 기타포괄이익누계액 | (10.2)    | 6.9     | 6.9     | 6.9     | 6.9     |
| 이익잉여금     | 920.4     | 955.2   | 1,074.1 | 1,203.7 | 1,344.4 |
| 비지배주주지분   | (1.4)     | 38.6    | 45.3    | 52.5    | 60.4    |
| 자본총계      | 973.6     | 1,078.5 | 1,204.0 | 1,340.9 | 1,489.5 |
| 순금융부채     | 995.3     | 1,064.7 | 739.0   | 603.1   | 464.2   |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |        |        |         |
|----------------|-----------|---------|--------|--------|---------|
|                | 2018      | 2019    | 2020F  | 2021F  | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 52.8      | 193.2   | 258.2  | 268.2  | 270.5   |
| 당기순이익          | 71.0      | 51.4    | 125.5  | 136.9  | 148.5   |
| 조정             | 143.2     | 268.7   | 160.7  | 146.5  | 137.8   |
| 감가상각비          | 81.9      | 130.6   | 124.2  | 119.7  | 116.9   |
| 외환거래손익         | (0.7)     | (0.5)   | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 지분법손익          | (12.0)    | (11.2)  | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 기타             | 74.0      | 149.8   | 36.5   | 26.8   | 20.9    |
| 영업활동 자산부채 변동   | (161.4)   | (126.9) | (28.0) | (15.2) | (15.8)  |
| 투자활동 현금흐름      | (66.3)    | (50.0)  | 115.0  | (83.4) | (82.8)  |
| 투자자산감소(증가)     | (25.2)    | (21.0)  | 195.3  | (9.5)  | (9.9)   |
| 유형자산감소(증가)     | (60.5)    | (75.9)  | (91.4) | (96.0) | (100.8) |
| 기타             | 19.4      | 46.9    | 11.1   | 22.1   | 27.9    |
| 재무활동 현금흐름      | (89.8)    | (90.0)  | (48.4) | (49.3) | (49.3)  |
| 금융부채증가(감소)     | (33.0)    | 97.1    | 1.7    | 0.9    | 1.0     |
| 자본증가(감소)       | (12.4)    | 72.2    | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 기타재무활동         | (30.8)    | (249.2) | (50.1) | (50.2) | (50.3)  |
| 배당지급           | (13.6)    | (10.1)  | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 현금의 증감         | (100.7)   | 46.8    | 324.8  | 135.5  | 138.4   |
| Unlevered CFO  | 260.5     | 340.3   | 335.2  | 342.0  | 352.4   |
| Free Cash Flow | (17.9)    | 106.2   | 166.8  | 172.2  | 169.7   |

## 10) 노바렉스(BUY, TP 4.5만원): 올해도 좋고 내년도 좋아

## (1) 2Q20 Preview

실적 호조 지속,  
올해보다 내년 전망 더 밝아

2분기 매출액 및 영업이익을 각각 547억원(YoY +34.6%), 60억원(YoY +37.9%)로 추정한다. 1분기에 이어 호실적이 이어질 전망이다. 코로나19 기인한 비타민 및 유산균 제품 판매 호조 및 4월 개별인정형 '락티움' 제품 출시에 기인한다. 2분기 기준 개별인정형 매출 비중은 25%까지 상승한 것으로 추정된다. 개별인정형 제품의 마진이 상대적으로 높다는 점 감안 시 하반기 '락티움' 매출 확대에 따른 추가 마진 개선도 기대해 볼 만하다.

## (2) 실적 전망 및 투자 판단

① 내년 상반기(3월 완공 예정) 오송 공장 증설 완공시 Capa는 기존 2천억원에서 4천억원으로 증가한다. ② 오송 공장의 자동화 설비 기인해 유의미한 이익 레버리지 효과가 본격화될 것으로 추정된다. 선제적인 Capa 증설 기인해 향후 3년 간 매출 및 영업이익은 연평균 각각 23%, 29% 증가할 것으로 추정한다. ③ 건강식품시장 고성장예 따른 높은 이익 가시성 감안시 여전히 저평가되어 있다고 판단한다.

표 1. 노바렉스 실적 전망

(단위: 십억원)

|       | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19   | 1Q20   | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 18    | 19    | 20F   |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 30.7  | 40.6  | 43.0  | 44.8   | 50.0   | 54.7  | 54.4  | 52.2  | 107.3 | 159.1 | 211.3 |
| YoY   | 34.1% | 41.2% | 43.1% | 75.0%  | 63.1%  | 34.6% | 26.5% | 16.5% | 32.7% | 48.3% | 32.8% |
| 영업이익  | 2.7   | 4.4   | 4.8   | 4.5    | 5.5    | 6.0   | 6.0   | 4.7   | 11.3  | 16.3  | 22.2  |
| YoY   | 3.1%  | 23.2% | 25.2% | 229.4% | 102.7% | 37.9% | 25.4% | 4.9%  | 14.4% | 43.9% | 36.0% |
| OPM   | 8.8%  | 10.7% | 11.1% | 10.0%  | 10.9%  | 11.0% | 11.0% | 9.0%  | 10.6% | 10.2% | 10.5% |
| 세전이익  | 3.4   | 4.1   | 4.8   | 4.7    | 5.5    | 6.0   | 6.5   | 5.3   | 11.5  | 17.0  | 23.3  |
| YoY   | 25.5% | 8.1%  | 27.9% | 281.5% | 65.0%  | 45.9% | 34.8% | 12.1% | 20.2% | 48.0% | 37.2% |
| 지배순이익 | 2.7   | 3.5   | 4.0   | 4.5    | 6.1    | 5.0   | 5.3   | 4.2   | 9.5   | 14.7  | 20.6  |
| YoY   | 21.8% | 7.4%  | 25.2% | 476.9% | 122.2% | 43.0% | 32.2% | -5.8% | 17.2% | 54.9% | 40.4% |
| NPM   | 8.9%  | 8.6%  | 9.4%  | 10.0%  | 12.2%  | 9.1%  | 9.8%  | 8.1%  | 8.8%  | 9.2%  | 9.8%  |

자료: 하나금융투자

## 노바렉스 추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위: 십억원)    |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2018         | 2019         | 2020F        | 2021F        | 2022F        |
| <b>매출액</b>     | <b>107.3</b> | <b>159.1</b> | <b>211.3</b> | <b>255.4</b> | <b>306.5</b> |
| 매출원가           | 86.6         | 130.5        | 172.7        | 207.9        | 248.6        |
| 매출총이익          | 20.7         | 28.6         | 38.6         | 47.5         | 57.9         |
| 판매비            | 9.3          | 12.3         | 16.5         | 19.4         | 22.9         |
| <b>영업이익</b>    | <b>11.3</b>  | <b>16.3</b>  | <b>22.2</b>  | <b>28.1</b>  | <b>35.0</b>  |
| 금융손익           | 0.4          | 0.6          | 0.0          | (0.0)        | 0.1          |
| 종속/관계기업손익      | 0.0          | 0.0          | 1.1          | 1.5          | 1.5          |
| 기타영업외손익        | (0.2)        | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전이익</b>    | <b>11.5</b>  | <b>17.0</b>  | <b>23.3</b>  | <b>29.6</b>  | <b>36.6</b>  |
| 법인세            | 2.3          | 2.5          | 2.7          | 5.0          | 5.3          |
| 계속사업이익         | 9.2          | 14.5         | 20.6         | 24.6         | 31.3         |
| 중단사업이익         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>9.2</b>   | <b>14.5</b>  | <b>20.6</b>  | <b>24.6</b>  | <b>31.3</b>  |
| 비지배주주지분 손이익    | (0.3)        | (0.2)        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>9.5</b>   | <b>14.7</b>  | <b>20.6</b>  | <b>24.6</b>  | <b>31.3</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 8.7          | 14.4         | 20.9         | 24.9         | 31.8         |
| NOPAT          | 9.0          | 13.9         | 19.6         | 23.3         | 29.9         |
| EBITDA         | 13.1         | 19.0         | 29.0         | 35.1         | 42.2         |
| <b>성장성(%)</b>  |              |              |              |              |              |
| 매출액증가율         | 32.6         | 48.3         | 32.8         | 20.9         | 20.0         |
| NOPAT증가율       | 9.8          | 54.4         | 41.0         | 18.9         | 28.3         |
| EBITDA증가율      | 14.9         | 45.0         | 52.6         | 21.0         | 20.2         |
| 영업이익증가율        | 14.1         | 44.2         | 36.2         | 26.6         | 24.6         |
| (지배주주)순이익증가율   | 17.3         | 54.7         | 40.1         | 19.4         | 27.2         |
| EPS증가율         | 11.0         | 38.7         | 39.9         | 19.3         | 27.6         |
| <b>수익성(%)</b>  |              |              |              |              |              |
| 매출총이익률         | 19.3         | 18.0         | 18.3         | 18.6         | 18.9         |
| EBITDA이익률      | 12.2         | 11.9         | 13.7         | 13.7         | 13.8         |
| 영업이익률          | 10.5         | 10.2         | 10.5         | 11.0         | 11.4         |
| 계속사업이익률        | 8.6          | 9.1          | 9.7          | 9.6          | 10.2         |

| 투자지표           | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS            | 1,178  | 1,634  | 2,286  | 2,727  | 3,479  |
| BPS            | 8,766  | 10,195 | 12,304 | 14,854 | 18,157 |
| CFPS           | 1,470  | 2,071  | 3,338  | 4,063  | 4,854  |
| EBITDAPS       | 1,627  | 2,114  | 3,216  | 3,896  | 4,688  |
| SPS            | 13,318 | 17,671 | 23,469 | 28,366 | 34,039 |
| DPS            | 200    | 200    | 200    | 200    | 200    |
| <b>주가지표(배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER            | 13.5   | 12.3   | 16.4   | 13.8   | 10.8   |
| PBR            | 1.8    | 2.0    | 3.0    | 2.5    | 2.1    |
| PCFR           | 10.8   | 9.7    | 11.2   | 9.2    | 7.7    |
| EV/EBITDA      | 8.2    | 9.1    | 12.3   | 9.7    | 7.5    |
| PSR            | 1.2    | 1.1    | 1.6    | 1.3    | 1.1    |
| <b>재무비율(%)</b> |        |        |        |        |        |
| ROE            | 14.5   | 17.2   | 20.3   | 20.1   | 21.1   |
| ROA            | 10.7   | 11.3   | 12.1   | 12.1   | 13.0   |
| ROIC           | 25.7   | 23.5   | 19.5   | 18.5   | 22.6   |
| 부채비율           | 34.4   | 68.0   | 68.2   | 64.7   | 60.8   |
| 순부채비율          | (45.2) | (8.6)  | 16.5   | 0.6    | (14.0) |
| 이자보상배율(배)      | 0.0    | 389.2  | 263.5  | 331.4  | 409.8  |

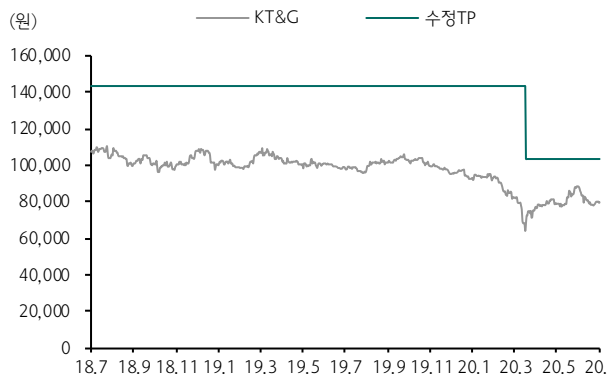
자료: 하나금융투자

| 대차대조표          | (단위: 십억원)    |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2018         | 2019         | 2020F        | 2021F        | 2022F        |
| <b>유동자산</b>    | <b>64.0</b>  | <b>80.0</b>  | <b>70.5</b>  | <b>102.1</b> | <b>142.1</b> |
| 금융자산           | 35.7         | 29.6         | 3.5          | 21.2         | 45.0         |
| 현금성자산          | 35.6         | 29.5         | 3.4          | 21.0         | 44.9         |
| 매출채권 등         | 14.5         | 24.1         | 32.0         | 38.7         | 46.5         |
| 재고자산           | 13.2         | 25.6         | 34.0         | 41.1         | 49.3         |
| 기타유동자산         | 0.6          | 0.7          | 1.0          | 1.1          | 1.3          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>42.3</b>  | <b>74.4</b>  | <b>116.0</b> | <b>118.3</b> | <b>120.9</b> |
| 투자자산           | 4.9          | 5.0          | 5.4          | 5.7          | 6.1          |
| 금융자산           | 0.9          | 1.2          | 1.6          | 1.9          | 2.3          |
| 유형자산           | 31.1         | 58.5         | 99.8         | 101.8        | 104.1        |
| 무형자산           | 1.3          | 1.5          | 1.5          | 1.4          | 1.3          |
| 기타비유동자산        | 5.0          | 9.4          | 9.3          | 9.4          | 9.4          |
| <b>자산총계</b>    | <b>106.3</b> | <b>154.4</b> | <b>186.4</b> | <b>220.4</b> | <b>263.0</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>26.0</b>  | <b>38.9</b>  | <b>51.1</b>  | <b>61.5</b>  | <b>73.5</b>  |
| 금융부채           | 0.0          | 0.5          | 0.7          | 0.9          | 1.0          |
| 매입채무 등         | 19.0         | 36.0         | 47.8         | 57.8         | 69.3         |
| 기타유동부채         | 7.0          | 2.4          | 2.6          | 2.8          | 3.2          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>1.2</b>   | <b>23.6</b>  | <b>24.4</b>  | <b>25.1</b>  | <b>25.9</b>  |
| 금융부채           | 0.0          | 21.2         | 21.2         | 21.2         | 21.2         |
| 기타비유동부채        | 1.2          | 2.4          | 3.2          | 3.9          | 4.7          |
| <b>부채총계</b>    | <b>27.2</b>  | <b>62.5</b>  | <b>75.6</b>  | <b>86.6</b>  | <b>99.4</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>78.9</b>  | <b>91.8</b>  | <b>110.8</b> | <b>133.7</b> | <b>163.5</b> |
| 자본금            | 4.5          | 4.5          | 4.5          | 4.5          | 4.5          |
| 자본잉여금          | 32.0         | 32.0         | 32.0         | 32.0         | 32.0         |
| 자본조정           | (0.1)        | (0.0)        | (0.0)        | (0.0)        | (0.0)        |
| 기타포괄이익누계액      | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 이익잉여금          | 42.5         | 55.3         | 74.3         | 97.3         | 127.0        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0.2</b>   | <b>0.1</b>   | <b>0.1</b>   | <b>0.1</b>   | <b>0.1</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>79.1</b>  | <b>91.9</b>  | <b>110.9</b> | <b>133.8</b> | <b>163.6</b> |
| 순금융부채          | (35.7)       | (7.9)        | 18.3         | 0.9          | (22.8)       |

| 현금흐름표            | (단위: 십억원)     |               |               |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
|                  | 2018          | 2019          | 2020F         | 2021F        | 2022F        |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>7.4</b>    | <b>(1.3)</b>  | <b>23.7</b>   | <b>28.5</b>  | <b>35.0</b>  |
| 당기순이익            | 9.2           | 14.5          | 20.6          | 24.6         | 31.3         |
| 조정               | 3.7           | (0.6)         | 6.7           | 7.0          | 7.3          |
| 감가상각비            | 1.8           | 2.7           | 6.8           | 7.0          | 7.2          |
| 외환거래손익           | (0.1)         | (0.0)         | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익            | (0.0)         | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 기타               | 2.0           | (3.3)         | (0.1)         | 0.0          | 0.1          |
| 영업활동 자산부채 변동     | (5.5)         | (15.2)        | (3.6)         | (3.1)        | (3.6)        |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(12.2)</b> | <b>(22.4)</b> | <b>(48.4)</b> | <b>(9.3)</b> | <b>(9.9)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | (3.4)         | (0.1)         | (0.4)         | (0.3)        | (0.4)        |
| 유형자산감소(증가)       | (9.0)         | (20.9)        | (48.0)        | (9.0)        | (9.5)        |
| 기타               | 0.2           | (1.4)         | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>18.6</b>   | <b>17.6</b>   | <b>(1.4)</b>  | <b>(1.4)</b> | <b>(1.4)</b> |
| 금융부채증가(감소)       | 0.0           | 21.7          | 0.2           | 0.1          | 0.2          |
| 자본증가(감소)         | 21.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 기타재무활동           | (0.9)         | (2.5)         | 0.0           | 0.1          | 0.0          |
| 배당지급             | (1.5)         | (1.6)         | (1.6)         | (1.6)        | (1.6)        |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>13.9</b>   | <b>(6.1)</b>  | <b>(26.1)</b> | <b>17.7</b>  | <b>23.7</b>  |
| Unlevered CFO    | 11.8          | 18.6          | 30.1          | 36.6         | 43.7         |
| Free Cash Flow   | (1.5)         | (22.2)        | (24.3)        | 19.5         | 25.5         |

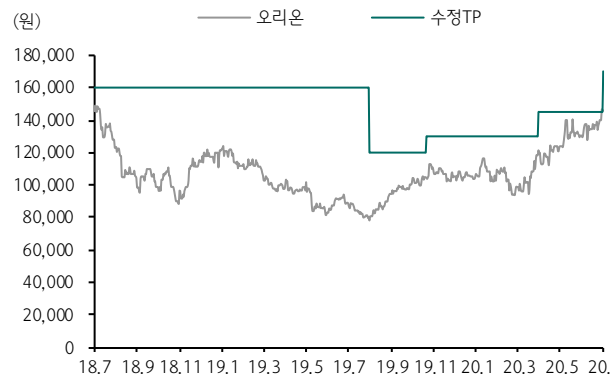
## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## KT&amp;G



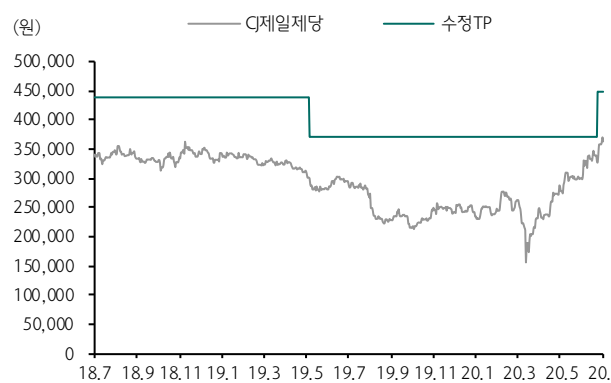
| 날짜      | 투자 의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|---------|-------|---------|---------|---------|
|         |       |         | 평균      | 최고/최저   |
| 20.3.25 | BUY   | 103,000 |         |         |
| 18.7.8  | BUY   | 143,000 | -30.14% | -22.73% |
| 17.11.6 | BUY   | 130,000 | -18.70% | -3.85%  |

## 오리온



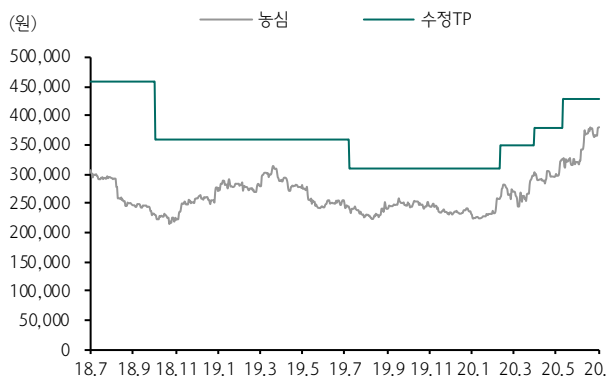
| 날짜       | 투자 의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|-------|---------|---------|---------|
|          |       |         | 평균      | 최고/최저   |
| 20.7.9   | BUY   | 170,000 |         |         |
| 20.4.7   | BUY   | 145,000 | -10.93% | 1.03%   |
| 19.10.29 | BUY   | 130,000 | -18.74% | -8.85%  |
| 19.8.8   | BUY   | 120,000 | -20.69% | -12.08% |
| 18.7.16  | BUY   | 160,000 | -34.94% | -10.31% |
| 17.11.14 | BUY   | 140,000 | -11.44% | 10.71%  |

## C제일제당



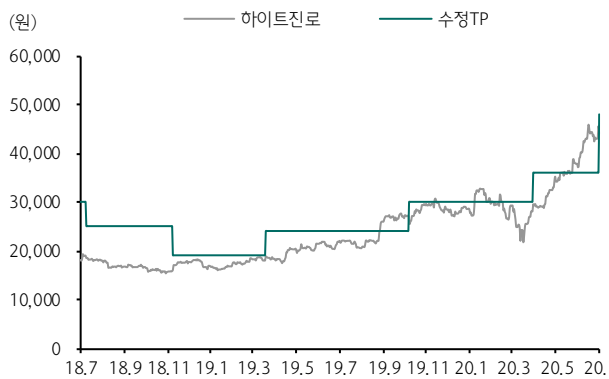
| 날짜       | 투자 의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|-------|---------|---------|---------|
|          |       |         | 평균      | 최고/최저   |
| 20.7.1   | BUY   | 450,000 |         |         |
| 19.5.14  | BUY   | 370,000 | -30.05% | -6.49%  |
| 18.7.16  | BUY   | 440,000 | -24.33% | -17.84% |
| 17.12.19 | BUY   | 510,000 | -32.14% | -23.14% |

## 농심



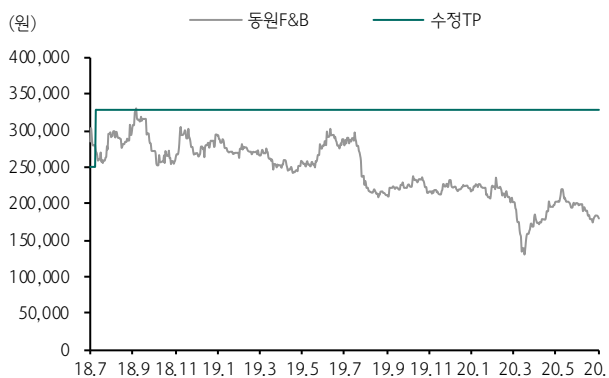
| 날짜       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|------|---------|---------|---------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 20.5.18  | BUY  | 430,000 |         |         |
| 20.4.7   | BUY  | 380,000 | -21.40% | -14.47% |
| 20.2.18  | BUY  | 350,000 | -23.18% | -15.14% |
| 19.7.16  | BUY  | 310,000 | -23.24% | -16.77% |
| 18.10.10 | BUY  | 360,000 | -26.88% | -12.92% |
| 18.7.8   | BUY  | 460,000 | -41.90% | -34.57% |

## 하이트진로



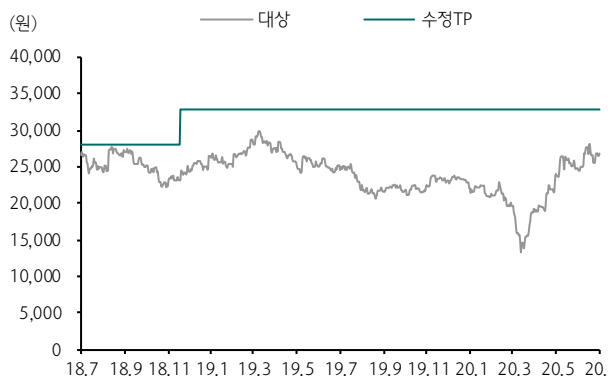
| 날짜       | 투자의견 | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|------|--------|---------|---------|
|          |      |        | 평균      | 최고/최저   |
| 20.7.9   | BUY  | 48,000 |         |         |
| 20.4.7   | BUY  | 36,000 | 1.91%   | 27.50%  |
| 19.10.15 | BUY  | 30,000 | -5.27%  | 9.17%   |
| 19.3.27  | BUY  | 24,000 | -9.56%  | 15.00%  |
| 18.11.16 | BUY  | 19,000 | -8.52%  | -1.84%  |
| 18.7.17  | BUY  | 25,000 | -32.97% | -26.00% |
| 18.3.31  | BUY  | 30,000 | -31.49% | -23.17% |

## 동원F&amp;B



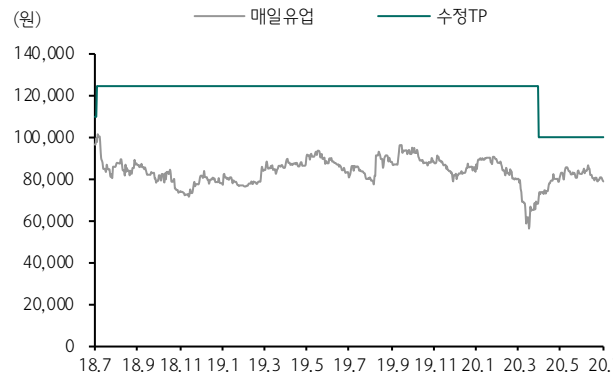
| 날짜      | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율   |        |
|---------|------|---------|-------|--------|
|         |      |         | 평균    | 최고/최저  |
| 18.7.17 | BUY  | 330,000 |       |        |
| 18.5.5  | BUY  | 250,000 | 6.74% | 22.00% |

## 대상



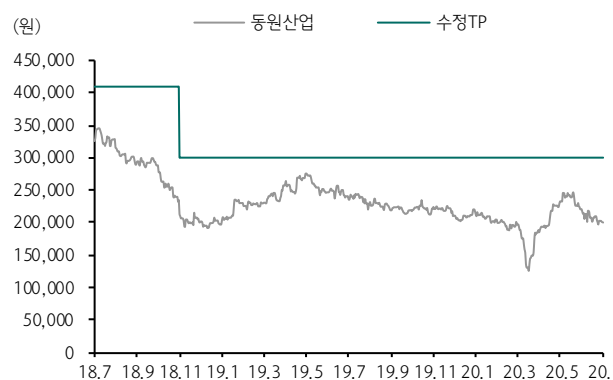
| 날짜       | 투자의견 | 목표주가   | 괴리율     |        |
|----------|------|--------|---------|--------|
|          |      |        | 평균      | 최고/최저  |
| 18.11.26 | BUY  | 33,000 |         |        |
| 18.7.25  | BUY  | 28,000 | -10.47% | -0.89% |

## 매일유업



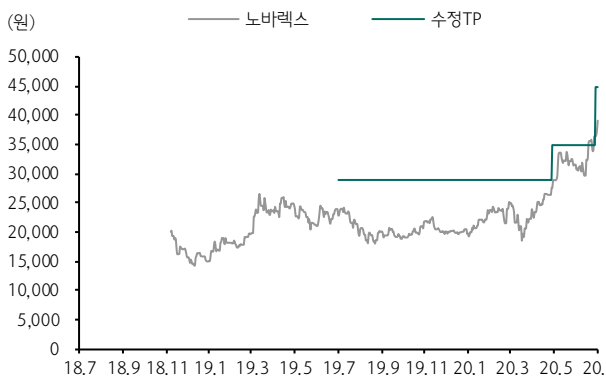
| 날짜      | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |          |
|---------|------|---------|---------|----------|
|         |      |         | 평균      | 최고/최저    |
| 20.4.7  | BUY  | 100,000 |         |          |
| 18.7.12 | BUY  | 125,000 | -32.71% | -18.80%  |
| 18.4.17 | BUY  | 110,000 | -21.94% | -9.36%   |
| 18.4.15 | BUY  | 88,000  |         | -100.00% |
| 17.8.28 | BUY  | 110,000 | -37.13% | -30.09%  |

## 동원산업



| 날짜      | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|---------|------|---------|---------|---------|
|         |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 18.11.8 | BUY  | 300,000 |         |         |
| 18.10.9 | BUY  | 410,000 | -38.62% | -32.44% |

## 노바렉스



| 날짜      | 투자의견  | 목표주가   | 괴리율     |        |
|---------|-------|--------|---------|--------|
|         |       |        | 평균      | 최고/최저  |
| 20.7.6  | BUY   | 45,000 |         |        |
| 20.5.6  | BUY   | 35,000 | -8.37%  | 4.00%  |
| 20.5.4  | 담당자변경 |        | -       | -      |
| 19.7.10 |       | 29,000 | -26.19% | -8.45% |
| 19.7.8  |       |        |         | -      |

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계     |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 91.9%   | 8.1%        | 0.0%       | 100.0% |

\* 기준일: 2020년 7월 8일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 07월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 07월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.