

# 음식료/담배/건기식

## 3Q20 Pre 및 내년 실적 전망

### 3Q20 Pre: 대부분 업체 시장 기대치 부합 예상

하나금융투자 커버리지 업체의 3분기 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 8.0%, 21.6% 증가할 것으로 추정한다. 대형주 3사(KT&G, 오리온, CJ제일제당)의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 8.6%, 20.1% 증가할 것으로 예상된다. 상반기와 유사하게 대형주 CJ제일제당을 필두로 중소형주(농심, 대상, 하이트진로)의 실적 모멘텀이 부각될 전망이다. 기대치가 높아진 건강기능식품 업체(콜마비엔에이치, 노바렉스)는 시장 기대치에 부합하는 실적을 시현할 것으로 예상된다.

### 내년에도 '성장'에 대한 프리미엄 확대될 것

2021년 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 5.1%, 8.5% 증가할 것으로 추정한다. 내년 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 합산 매출 및 영업이익은 각각 YoY 5.0%, 9.5% 증가해 견조한 실적 흐름을 보여줄 것으로 기대한다. 그러나 올해 실적 개선을 주도했던 하이트진로/농심/대상의 이익 성장 둔화가 불가피할 것으로 예상된다.

올해 업종 내에서는 매출 성장이 높았던 수출 업체와 내수 국한 업체와의 시가총액 격차는 큰 폭 벌어졌다. 수출 성장이 높았던 상위 5개 업체(콜마비, 농심, 풀무원, CJ제일제당, 오리온)의 합산 시가총액은 10.6조원→ 현재 16조원으로 51% 상승했다. 상시 업체의 주가는 EPS 성장 및 밸류에이션 Re-Rating 진행되면서 업종 대비 큰 폭 아웃퍼폼 했다. 내년 업종 EPS 성장이 제한적인 만큼 중장기 성장성을 보유한 업체에 대한 희소성은 더욱 높아질 것으로 판단한다. '코로나19'라는 대외변수가 촉발한 '내식 수요 확대(HMR 및 건강기능식품 수요 증가)' 및 'K-Food 인지도 확대'라는 중장기 트렌드에 부합하는 업체로의 투자가 유효해 보인다.

### Top Picks 및 관심종목

Top Pick으로 CJ제일제당(BUY, 62만원)과 농심(BUY, 50만원)을 유지한다. 관심 종목으로는 오리온(BUY, 17만원), 콜마비엔에이치(BUY, 8.5만원)를 제시한다.

### Earnings Preview

**Overweight**

#### Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(10월13일)
C제일제당(097950)	BUY	620,000원	398,000원
농심(004370)	BUY	500,000원	311,000원
오리온(271560)	BUY	170,000원	129,000원
콜마비엔에이치(200130)	BUY	85,000원	67,200원

#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	18,670.1	22,352.5	24,298.5	25,450.8	26,723.3
영업이익	십억원	832.7	896.9	1,357.6	1,454.1	1,607.0
세전이익	십억원	1,294.2	338.8	1,335.2	934.1	1,078.2
순이익	십억원	875.2	152.5	801.2	538.2	571.1
EPS	원	54,173	9,312	48,907	32,851	34,863
증감률	%	112.14	(82.81)	425.20	(32.83)	6.12
PER	배	6.10	27.12	8.38	12.48	11.76
PBR	배	1.11	0.83	1.17	1.08	1.00
EV/EBITDA	배	10.16	8.50	7.46	6.96	6.35
ROE	%	21.46	3.16	15.25	9.17	8.97
BPS	원	298,085	304,071	349,550	378,974	410,410
DPS	원	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500

주: CJ제일제당 재무제표



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

RA **김채란**  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

# CONTENTS

<b>1. 3Q20 Pre 및 내년 실적 전망</b>	<b>2</b>
1) 3Q20 Pre: 상반기와 유사한 흐름 예상	2
2) 2021년 실적 전망: 합산 영업이익 YoY 8.5% 증가 추산	5
<b>2. 달라진 시장, 어떤 업체에 투자할 것인가</b>	<b>7</b>
1) 벌어지는 밸류에이션 격차	7
2) 해외에서 유의미한 보폭 확대 중	9
3) Top Picks 및 관심종목	11
<b>3. 주요 업체 실적 동향</b>	<b>15</b>
1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 지금부터 YoY 증익 시작	15
2) 오리온(BUY, TP 17만원): 시장 기대치 충족 전망	18
3) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 높아진 시장 기대치 부합 예상	21
4) 농심(BUY, TP 50만원): 우려 과도	24
5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 비우호적인 영업 환경에서 선방	27
6) 동원F&B(BUY, TP 28만원, 하향): 시장 기대 부합 예상	30
7) 대상(BUY, TP 3.3만원): 판촉 절감 기인한 식품 마진 개선 지속	33
8) 롯데칠성(Neutral, TP 12만원): 매출 감소 폭은 둔화되나...	36
9) 롯데푸드(BUY, TP 42만원): 코로나19 기인해 B2B 채널 부진 불가피	38
10) 매일유업(BUY, TP 10만원): 유제품 수요 부진 VS. 견기식은 호조	40
11) 콜마비앤에이치(BUY, TP 8.5만원): 여전히 고성장 중	43
12) 노바렉스(BUY, TP 4.5만원): 시장 기대치 부합 전망	45

## 1. 3Q20 Pre 및 내년 실적 전망

### 1) 3Q20 Pre: 상반기와 유사한 흐름 예상

3분기 합산 매출액 및 영업이익  
각각 YoY 8.0%, 21.6% 증가 추정

하나금융투자 커버리지 업체의 2020년 3분기 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 8.0%, 21.6% 증가할 것으로 추정한다. 대형주 3사(KT&G, 오리온, CJ제일제당)의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 8.6%, 20.1% 증가할 것으로 예상한다. 상반기와 유사하게 대형주 CJ제일제당을 필두로 중소형주(농심/대상/하이트진로)의 실적 모멘텀이 부각될 전망이다.

상반기와 흐름은 유사하다. '코로나19'라는 외부변수에 따른 ① 내식 수요 증가 및 ② 경쟁 완화, ③ 가공식품 수출 Level-up, ④ 건강기능식품 수요 확대는 연말까지도 지속될 공산이 커 보인다. 대형주 3사는 시장 기대치에 부합하는 실적을 시현할 것으로 판단된다. 중소형주 가운데는 농심과 하이트진로가 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 기대한다. 기대치가 높아진 건강기능식품 업체(콜마비엔에이치, 노바렉스)는 시장 기대치에 부합하는 실적을 시현할 것으로 예상된다.

대형주 중에서는 **CJ제일제당**의 실적 모멘텀이 재차 확대될 전망이다. 높아진 기대치에 부합하는 호실적을 시현할 것으로 판단된다. 가공식품 국내 및 해외 수출 마진은 각각 YoY 1900bp, 600bp 개선될 것으로 추정한다. '쉬안즈'도 탑라인이 YoY 12% 증가하면서 전년 대비 유의미한 이익 증가가 기대된다. 바이오 부문도 제품 믹스 개선 기인해 700억원 내외 이익 기여가 가능할 것으로 예상된다.

상반기까지 YoY 감익을 시현했던 **KT&G**는 증익세로 전환(연결 OP 1Q YoY -9.5%, 2Q YoY -1.1%, 3Q YoY 6.0% 추정)이 전망된다. 내수 꺾린 담배 점유율 64%(YoY 0.1%p up)가 유지되는 가운데 해외 담배 법인은 상반기에 이어 YoY 두 자리 수 성장이 예상된다. 실적 개선의 Key는 중동 향 수출 재개이다. 기저효과 및 중동 물량 선적 증가로 수출 매출은 YoY 30.0% 증가할 것으로 추산된다.

**오리온**도 견조한 실적 흐름이 이어질 전망이다. 중국 법인은 3분기 YoY 18.1% 매출 성장(로컬통화 기준)을 시현할 것으로 예상된다. 상반기 파이 및 스낵 카테고리 점유율은 전년동기 대비 각각 2%p 상승한 것으로 파악된다. 점유율 상승세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. '타오 케노이' 제품 라인업 확대도 매출 성장에 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

**농심**도 시장 우려와는 달리 수출 및 해외법인 고성장 기인한 호실적을 전망한다. 3분기 농심의 라면 수출은 YoY 40.0% 증가할 것으로 추정한다. 참고로 관세청에 의하면 3분기 우리나라 라면 수출은 YoY 32.8% 증가했다. 미국 및 중국 법인 매출은 각각 YoY 20% 증가할 것으로 예상된다. 국내 라면 수요도 견조했던 것으로 파악(YoY 4.1% 추산)된다. 탑라인 개선 기인해 유의미한 이익 레버리지를 기대할 수 있겠다.

**대상**은 경쟁 완화에 따른 수혜가 지속될 것이다. 상반기 국내 식품(B2B+B2C) 마진은 전년동기 대비 330bp 개선되었다. 3분기 식품 마진은 YoY 340bp 상승할 것으로 추정한다. 일부 원재료 투입가 상승 요인이 혼재하나 손익 개선 흐름은 여전히 유효해 보인다.

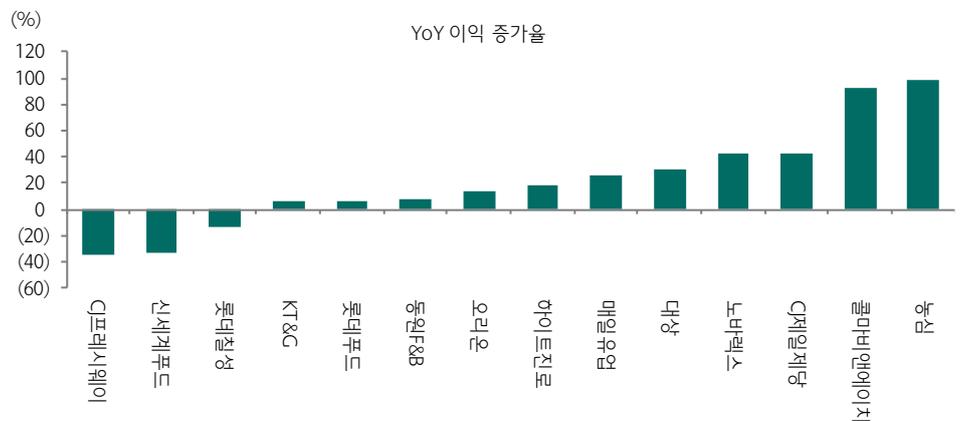
건강기능식품 업체도 시장 기대 부합하는 실적 시현할 듯

**하이트진로**는 주류 시장 부진에도 불구하고 신제품 판매 호조로 시장 기대치를 상회하는 실적 이 예상된다. 3분기 소주 및 제조 맥주 매출액은 각각 YoY 11.5% 11.1% 증가할 것으로 추정 한다. 3분기까지도 판촉에 대한 부담이 제한적이었다는 점을 감안하면 600억원 내외 이익 시 현이 가능할 것으로 판단된다.

**콜마비엔에이치**도 건기식 수요 호조 및 수출 확대 기인해 호실적이 예상된다. 본사 건기식 매 출은 코로나19 기인한 비타민 및 유산균 제품 판매 호조로 YoY 57.6% 증가할 것으로 추정 된다. 에터미 중국 향 수출은 2분기와 유사한 230억원으로 파악된다. 연간 사측 가이드نس (700억원) 시현은 무난해 보인다.

C제일제당/콜마비/농심  
유의미한 이익 증가 전망

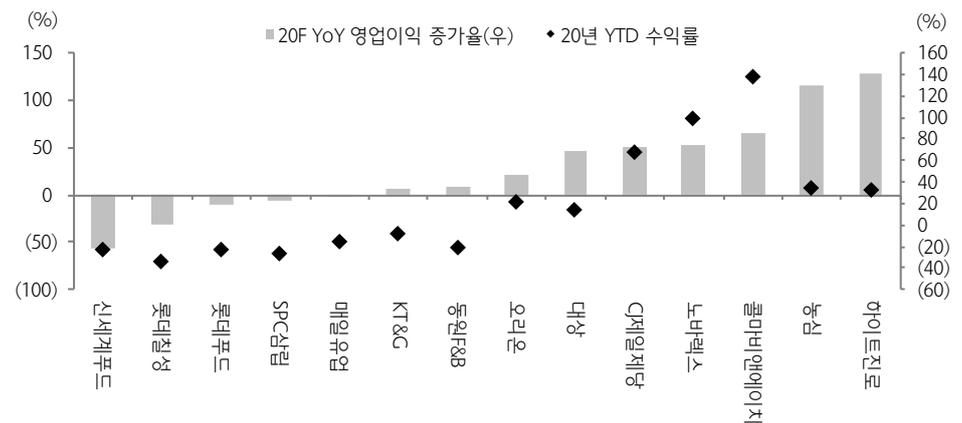
그림 1. 주요 커버리지 업체 3분기 영업이익 증가율 전망



자료: 하나금융투자

연초 이후  
콜마비/C제일제당/하이트/농심  
주가 수익률 좋아

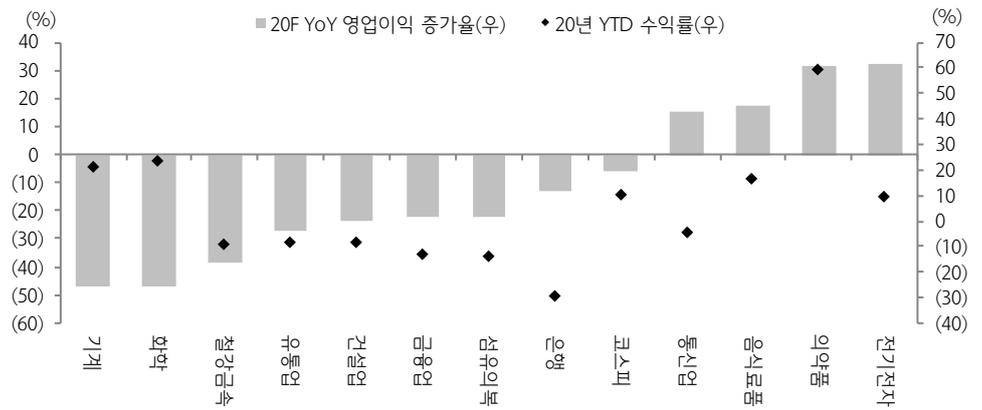
그림 2. 주요 커버리지 업체 연간 영업이익 증가율 및 주가 수익률 현황



자료: 하나금융투자

올해 업종 실적 유의미한 개선  
주가 코스피 대비 큰 폭 아웃퍼폼

그림 3. 주요 업종별 올해 영업이익의 증가율 전망 및 수익률 현황



자료: 하나금융투자

산업 구조 재편 본격화 전망  
중장기 기회 요인에 집중

그림 4. 코로나19가 촉발시킨 변화



자료: 하나금융투자

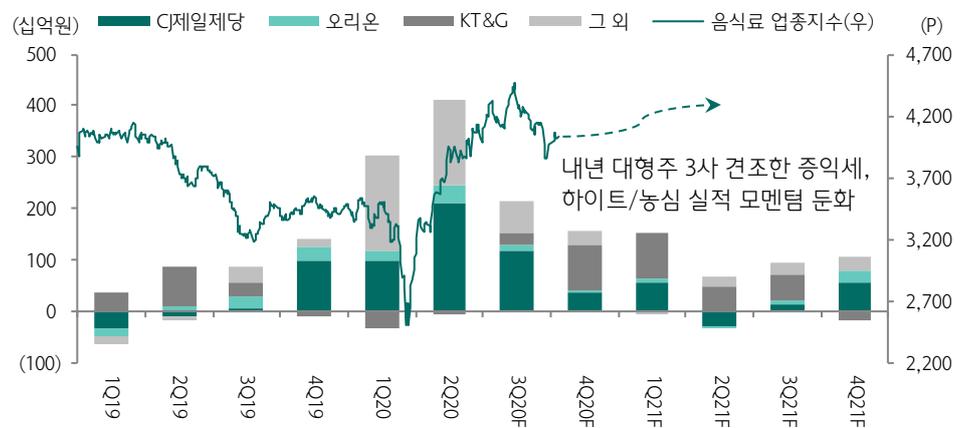
## 2) 2021년 실적 전망: 합산 영업이익 YoY 8.5% 증가 추산

내년 베이스 부담 불가피  
수출 확대되는 업체로 집중할 것

2021년 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 5.1%, 8.5% 증가할 것으로 추정한다. 올해 매출액 및 이익 성장이 각각 YoY 8.4%, 27.7%로 예상되는 점 감안시 실적 모멘텀은 다소 둔화될 것으로 전망된다. 내년 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 합산 매출 및 영업이익은 각각 YoY 5.0%, 9.5% 증가해 견조한 실적 흐름을 보여줄 것으로 기대한다. 그러나 올해 실적 개선을 주도했던 하이트진로/농심/대상의 이익 성장 둔화가 불가피할 것으로 예상된다.

올해 실적 모멘텀 확대되었던  
중소형주는 내년 베이스 부담

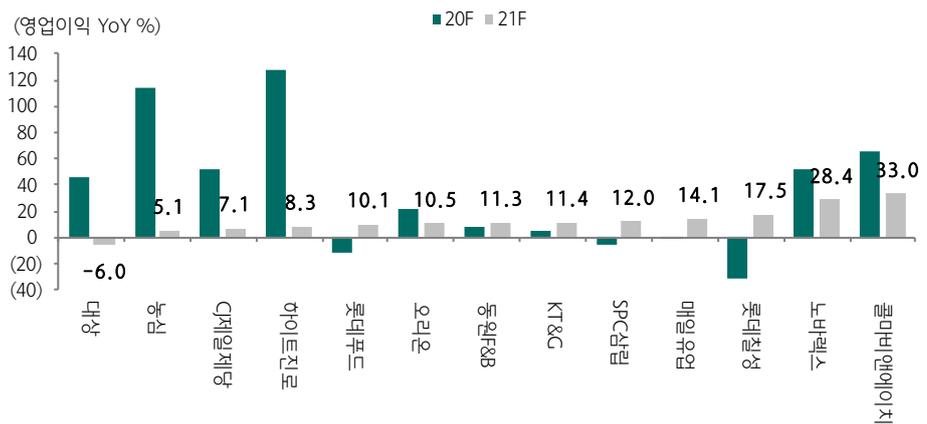
그림 5. 음식료/담배 영업이익 증감액 및 업종지수 추이



자료: 하나금융투자

올해 실적 모멘텀 확대되었던  
중소형주는 내년 베이스 부담

그림 6. 음식료/담배 영업이익의 증감액 및 업종지수 추이



기타: SPC삼립은 2020년 일회성비용(93억원) 감안한 성장 수치

자료: 하나금융투자

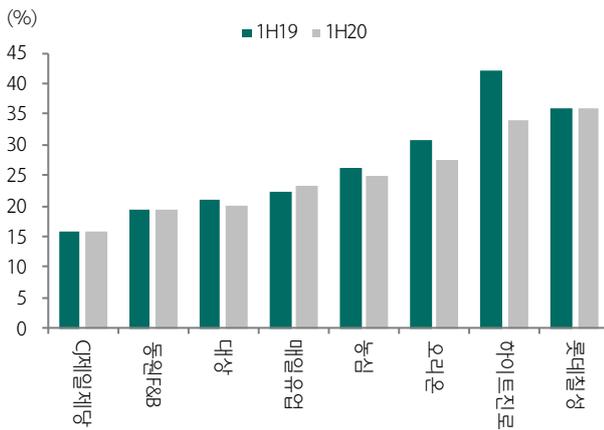
**올해 비용 절감 컸던 업체일수록  
내년 베이스 부담 커**

**EPS 성장 제한적인 만큼  
중장기 식품 트렌드에 집중 필요**

내년 이익 성장 둔화의 원인은 올해 '경쟁 완화' 기인해 베이스가 높은 업체가 존재하기 때문이다. 올해 상반기 주요 업체의 판관비율은 작년 24.0%→ 올해 23.0%으로 하락했다. 주류 업체(하이트진로, 롯데칠성)의 절감 규모가 가장 컸다. 양사 모두 올해 상반기 전년동기대비 300억 원 내외 광고판촉비를 절감했다. 동기간 CJ제일제당/대상은 각각 약 150억원, 50억원 절감한 것으로 파악된다. 가공식품의 경우 매출에누리가 크다는 점에서 실제 비용 절감 규모는 더 컸을 것으로 추정한다.

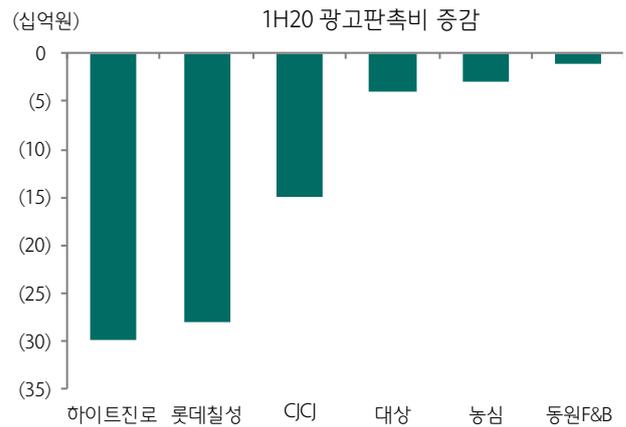
내년 EPS 성장이 제한적인 만큼 중장기 성장성을 보유한 업체에 대한 희소성은 더욱 높아질 것으로 판단한다. '코로나19'라는 대외변수가 촉발한 내식 수요 확대(HMR 및 건강기능식품 수요 증가) 및 K-Food 인지도 확대는 식품 시장의 중장기 트렌드로 자리잡고 있다. 재택 근무 확산, HMR 라인업 확대, 배달 시스템의 진화로 내식 선호 현상은 더욱 뚜렷해질 것으로 전망한다. 외국인인 '라면'을 한끼 식사 대용으로 인식하게 되었고 면역력에 효과가 있는 '김치'에도 관심을 갖기 시작했다. 매체 발달(ex. 유튜브)은 대면 판촉 없이도 제품 홍보를 가능케 했다. 상대적으로 자본 열위에 있는 우리나라 식품 업체에게는 큰 기회가 아닐 수 없다.

그림 7. 주요 업체 판관비율 추이



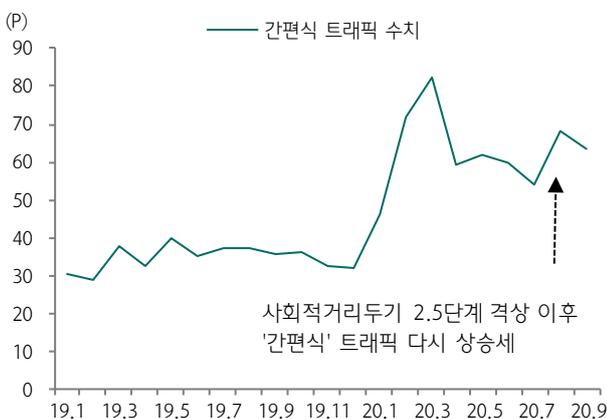
자료: 하나금융투자

그림 8. 주요 업체 광고판촉비 증감 현황



자료: 하나금융투자

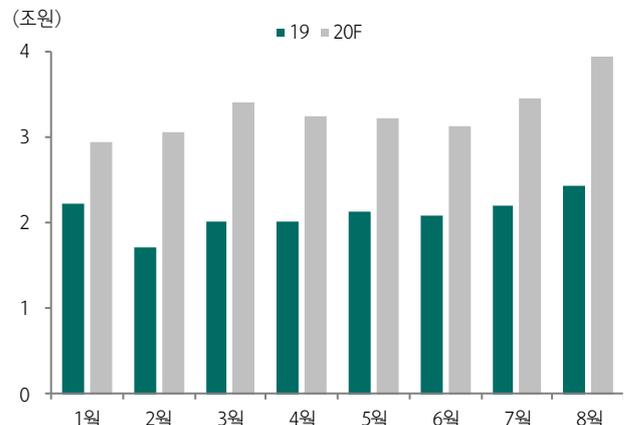
그림 9. HMR 트래픽 추이



주: 2020년 3월(가장 높은 시점)을 100으로 환산한 추이임

자료: 하나금융투자

그림 10. 월별 온라인 식품시장 거래금액 YoY 60% 증가



자료: 통계청, 하나금융투자

## 2. 달라진 시장, 어떤 업체에 투자할 것인가

### 1) 벌어지는 밸류에이션 격차

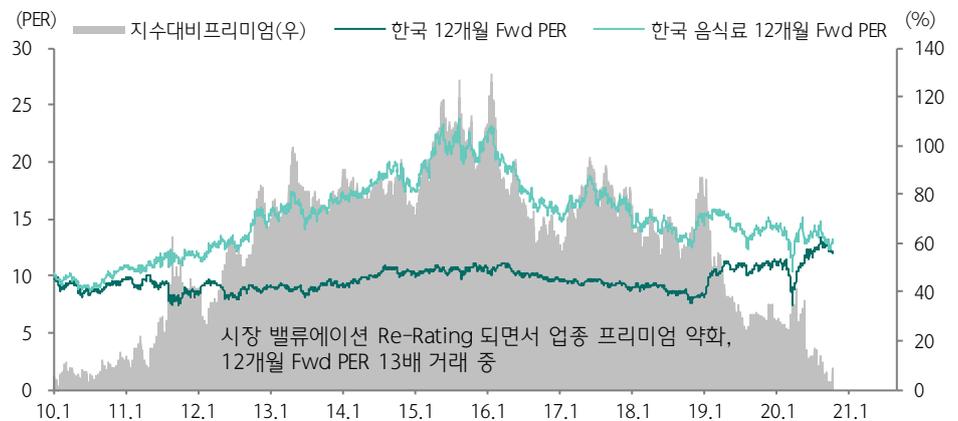
'성장'에 대한 밸류에이션 프리미엄 확대 중

올해 들어 시장(코스피)과 음식료 업종 밸류에이션 괴리가 급격히 줄어들었다. 음식료 업종 지수는 지난 10년 간 시장 대비 5~60% 밸류에이션 프리미엄을 향유했다. 올해 들어 밸류에이션 프리미엄은 20%로 급격히 축소되었다. 음식료 업종지수는 과거 평균 12개월 Fwd 15배→ 현재 14.5배에 거래 중인 것에 비해 시장은 과거 평균 10배→ 현재 13배로 Re-Rating이 진행되었다. 올해 매출 성장률이 높았던 Top 10개 업체(시가총액 순위 100위 내)의 합산 시가총액은 연초 18.9조원→ 현재 26.5조원까지 40% 상승했다. 반면, 매출 성장률이 낮았던 하위 Top 10개 업체의 합산 시가총액은 연초 6.3조원→ 현재 5.6조원으로 12% 하락했다.

업종 내에서도 매출 성장이 높았던 수출 업체와 내수에만 국한되어 있던 업체와의 격차가 커졌다. 수출 성장이 높았던 상위 5개 업체(콜마비, 농심, 풀무원, CJ제일제당, 오리온)의 합산 시가총액은 10.6조원→ 현재 16조원으로 51% 상승했다. 업종 내 시가총액 비중은 연초 45%→ 현재 57%로 큰 폭 상승했다. 상기업체의 주가는 EPS 성장 및 밸류에이션 Re-Rating 진행되면서 업종 대비 큰 폭 아웃퍼폼 했다.

그림 11. 음식료 업종 밸류에이션 추이

업종 밸류에이션은 과거 평균 수준 유지되고 있으나 프리미엄은 약화



자료: 하나금융투자

그림 12. 시가총액 상위 100개 업체 중 매출 성장 상위/하위 Top10 업체의 합산 시가총액 추이

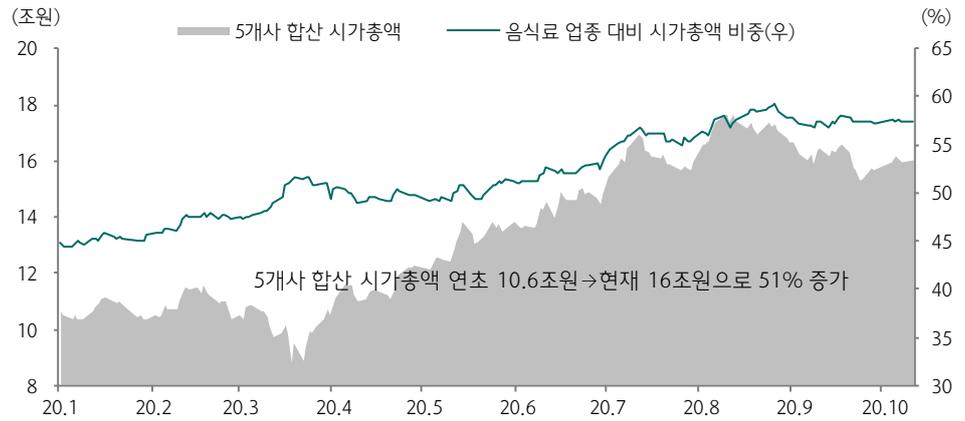
올해 시장 상승을 주도했던 업체는 '성장주'



기타: 매출 성장 상위 업체=셀트리온, 엔씨소프트, 삼성바이오로직스, 삼성증권, 카카오, 넷마블, 한샘, SK하이닉스, 농심, 네이버  
 매출 성장 하위 업체=한진칼, 한화생명, 강원랜드, 삼성생명, 호텔신라, 대한항공, DB손보, 에스오일, 현대중공업, 현대해상  
 자료: 하나금융투자

수출 성장 높은 업체 추가  
업종 내 큰 폭 아웃퍼폼

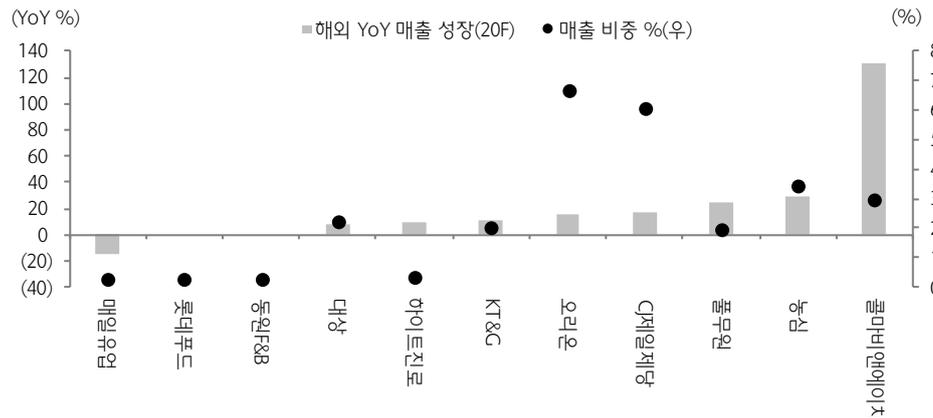
그림 13. 업종 내 수출 성장 상위 Top5 업체 합산 시가총액 추이



기타: 오리온, CJ제일제당, 콜마비엔에이치, 농심, 풀무원 합산  
자료: 하나금융투자

수출 성장 여력 높은 상위 5개 업체  
콜마비/농심/풀무원/CJ/오리온

그림 14. 주요 업체 2020년 해외 매출 성장률 및 매출 비중 현황



자료: 하나금융투자

## 2) 해외에서 유의미한 보폭 확대 중

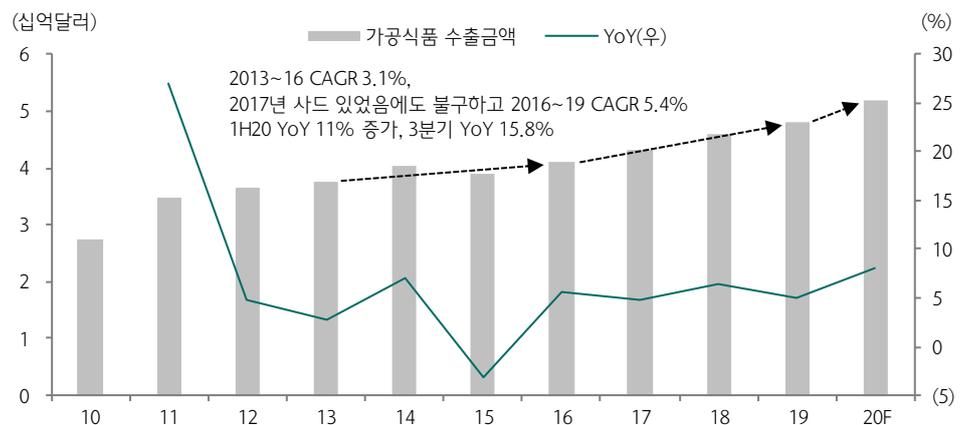
### 미국/중국에서의 의미있는 성과

관세청에 의하면 3분기 우리나라 가공식품 수출액은 전년동기대비 15.8% 증가했다. 수출 성장률은 2013~16년 CAGR 3.1%→ 2016~19년 CAGR 5.4%→ 올해 3분기 누계 12.5%로 Level-up 되는 추세이다. 과거 중국 비중이 절대적이었지만 미국이 중국과 대등해졌다. 지난 3년 간 미국 수출액은 연평균 11% 증가했다.

올해 CJ제일제당의 미국 및 중국 매출액은 각각 YoY 15%, 30% 증가할 것으로 추정된다. 식품 내 해외 비중은 2020년 45.6%(‘쉬안즈’ 포함)로 추정된다. 2023년에는 52.0%로 상승할 것으로 예상된다. 올해 농심의 해외 매출은 YoY 27% 증가할 것으로 추산된다. 수출 비중은 2020년 34%에서 2023년 41.0%까지 상승할 것으로 추정한다. 콜마비엔에이치는 올해 수출이 YoY 130% 큰 폭 증가했다. 수출 비중은 2020년 29%에서 2023년 50%로 큰 폭 상승할 것으로 예상된다. 오리온도 중국에서 Peer 대비 견조한 매출 성장을 시현 중이다. 하나금융투자는 올해 및 내년 오리온 중국 법인 매출 성장률을 각각 YoY 12.3%, 8.6%로 추정한다. 중국 음식료 Peer의 올해 및 내년 매출 성장률은 각각 3.9%, 6.5%로 예상되는 바 밸류에이션 프리미엄은 정당하다는 판단한다.

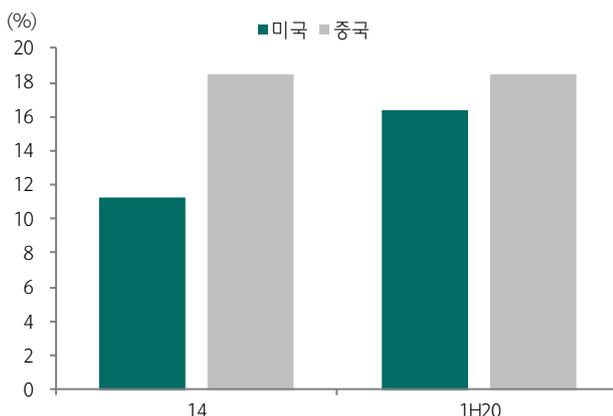
그림 15. 주요 업체 2020년 해외 매출 성장률 및 매출 비중 현황

### 우리나라 가공식품 수출 성장 Level-up



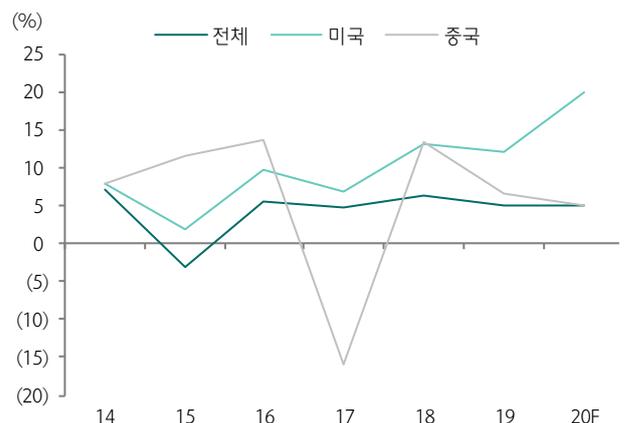
자료: 하나금융투자

그림 16. 주요 가공식품 국가별 수출 비중



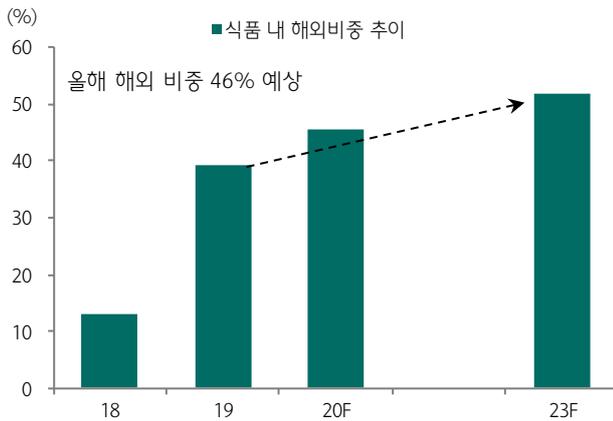
자료: 하나금융투자

그림 17. 주요 가공식품 수출 성장률 추이



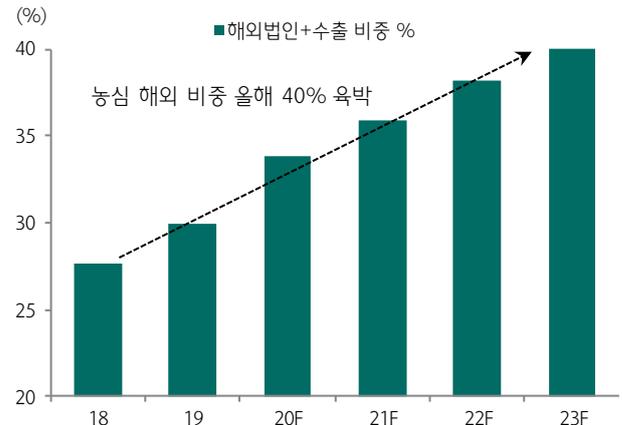
자료: 하나금융투자

그림 18. CJ제일제당 해외 매출(쉬안즈 제외) 추이



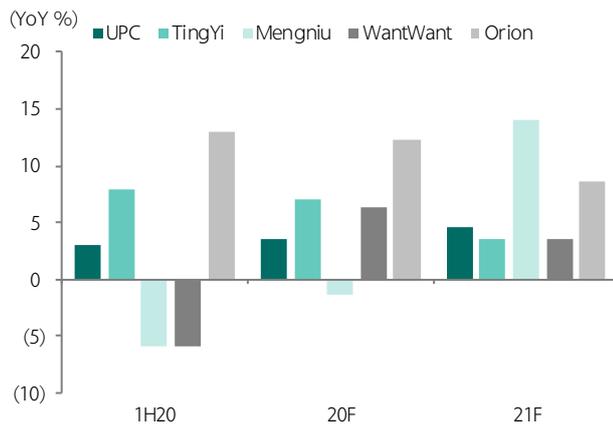
자료: 하나금융투자

그림 19. 농심 해외 매출 추이



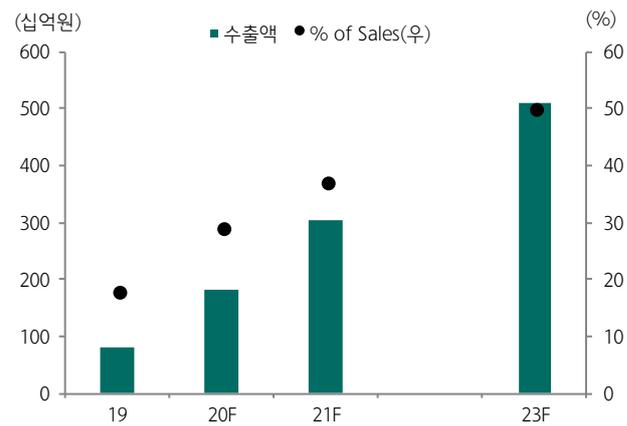
자료: 하나금융투자

그림 20. 오리온 중국 법인 매출 성장 전망 VS. Peer



자료: 하나금융투자

그림 21. 콜마비앤에이치 수출 비중 추이



자료: 하나금융투자

### 3) Top Picks 및 관심종목

2020년 Top Picks: CJ제일제당, 농심  
 관심종목: 오리온, 콜마비엔에이치

Top Pick으로 **CJ제일제당**(BUY, 62만원)과 **농심**(BUY, 50만원)을 유지한다. 관심 종목으로 는 **오리온**(BUY, 17만원), **콜마비엔에이치**(BUY, 8.5만원)를 제시한다.

**CJ제일제당** 및 **농심**은 올해 유의미한 해외 매출 증가가 가시화되면서 중장기 글로벌 사업 확대에 대한 기대감이 주가에 반영될 것으로 판단한다. 음식료 업종 내 상대적으로 고정비 부담이 큰 업체인 만큼 이익 레버리지 효과가 기대된다. **오리온**은 내년 1분기/4분기 춘절 효과, 중국에서의 점유율 상승 및 '타오케노이' 라인업 확대로 견조한 중국 법인 매출이 기대된다. **콜마비엔에이치**는 내년 에터미 중국 향 수출이 큰 폭 확대될 것으로 예상된다. 최근 주가 조정으로 밸류에이션도 여력이 생겼다.

표 1. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

종목	투자 의견		목표주가		변경 이유
	~에서	~으로	~에서	~으로	
CJ제일제당	BUY	BUY	620,000	620,000	투자 의견 및 목표주가 유지
농심	BUY	BUY	500,000	500,000	투자 의견 및 목표주가 유지
오리온	BUY	BUY	170,000	170,000	투자 의견 및 목표주가 유지
하이트진로	BUY	BUY	48,000	48,000	투자 의견 및 목표주가 유지
KT&G	BUY	BUY	103,000	103,000	투자 의견 및 목표주가 유지
대상	BUY	BUY	33,000	33,000	투자 의견 및 목표주가 유지
동원F&B	BUY	BUY	330,000	280,000	투자 의견 유지 및 목표주가 하향
노바렉스	BUY	BUY	45,000	45,000	투자 의견 및 목표주가 유지
콜마비엔에이치	BUY	BUY	85,000	85,000	투자 의견 및 목표주가 유지
매일유업	BUY	BUY	100,000	100,000	투자 의견 및 목표주가 유지
동원산업	BUY	BUY	300,000	300,000	투자 의견 및 목표주가 유지
SPC삼립	BUY	BUY	78,000	78,000	투자 의견 및 목표주가 유지
현대그린푸드	BUY	BUY	10,000	10,000	투자 의견 및 목표주가 유지
신세계푸드	BUY	BUY	63,000	63,000	투자 의견 및 목표주가 유지
롯데푸드	BUY	BUY	420,000	420,000	투자 의견 및 목표주가 유지
롯데칠성	Neutral	Neutral	120,000	120,000	투자 의견 및 목표주가 유지

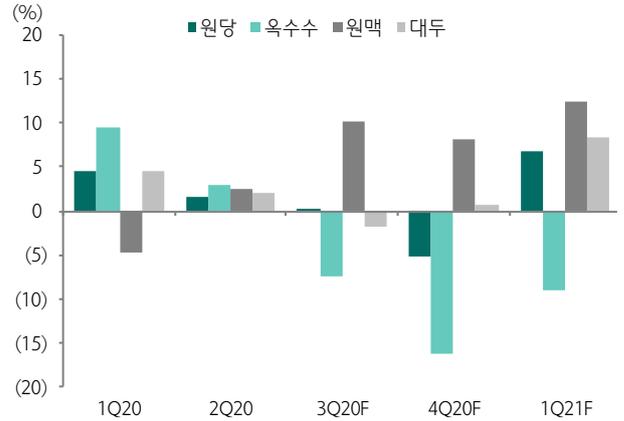
자료: 하나금융투자

그림 22. 하반기 갈수록 원달러 환율 우호적



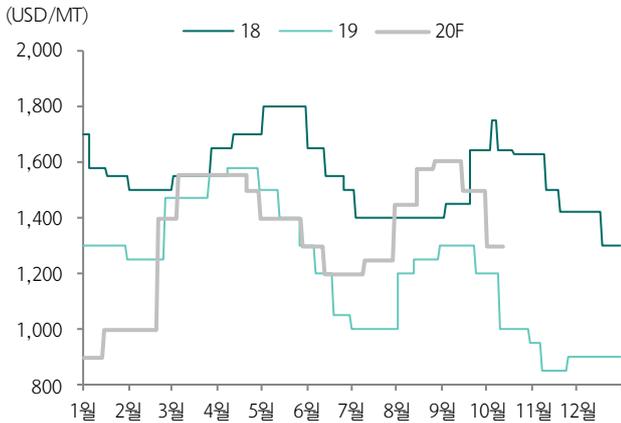
자료: 하나금융투자

그림 23. 곡물 투입가 추정: 원맥 다소 부담



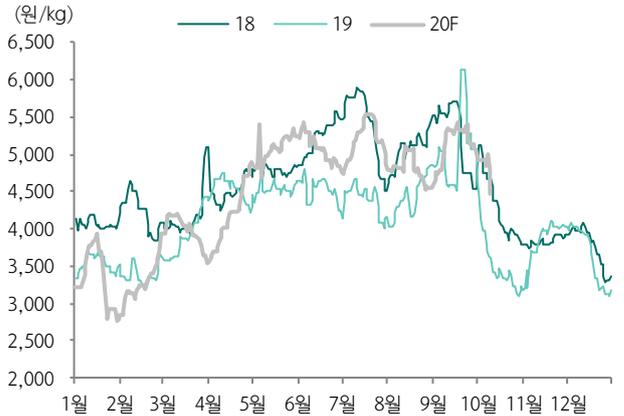
자료: 하나금융투자

그림 24. 글로벌 선망 참치어가 추이



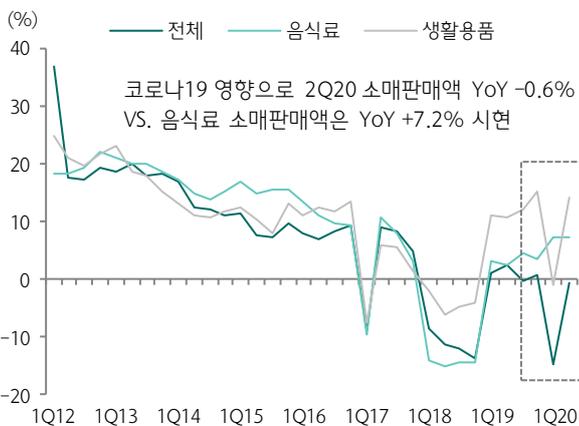
자료: 하나금융투자

그림 25. 국내 돈가 추이



자료: 하나금융투자

그림 26. 중국 소매판매액 추이



자료: 하나금융투자

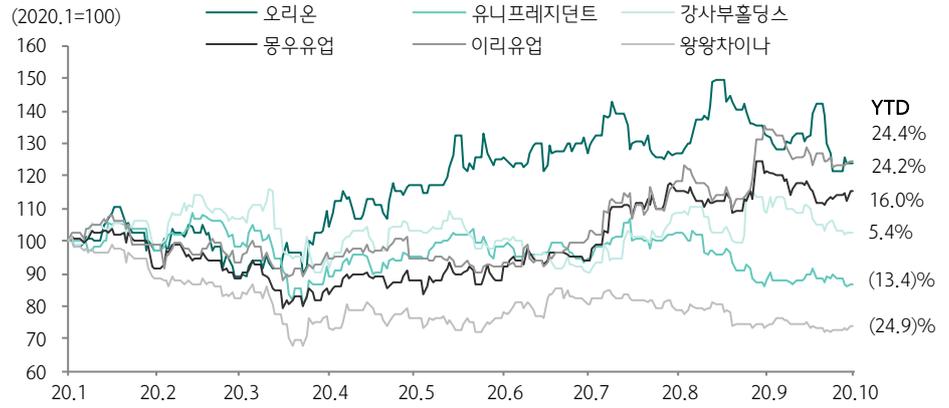
그림 27. 홍콩 항생 음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: 하나금융투자

그림 28. 오리온 VS. Peer 주가 추이

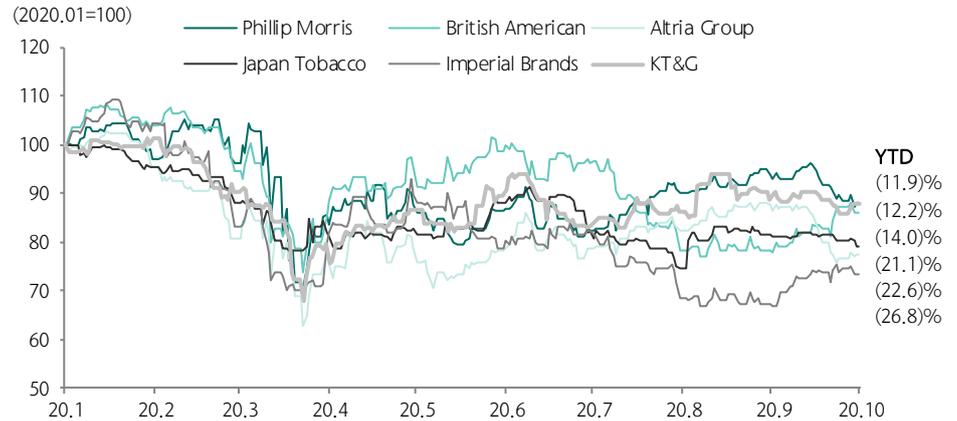
오리온 올해 Peer 대비 아웃퍼폼



자료: 하나금융투자

그림 29. KT&G VS. Peer 주가 추이

올해 담배 업체 주가 모두 부진



자료: 하나금융투자

표 3. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

	FY	매출액 십억원	영업이익 십억원	(지배)순이익 십억원	EPS 원	OPM %	NPM %	P/E x	P/B x	EV/EBITDA x	ROE %	Div_Ratio %
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	5.3
	20F	5,295.3	1,459.2	1,104.2	8,042.6	27.6	20.9	10.4	1.2	5.4	12.4	5.3
	21F	5,649.4	1,626.3	1,183.3	8,618.6	28.8	20.9	9.7	1.1	4.6	12.4	5.3
CJ제일제당	19	22,352.5	896.9	152.5	9,312.0	4.0	0.7	27.1	0.8	8.5	3.2	0.9
	20F	24,298.5	1,357.6	801.2	48,906.6	5.6	3.3	8.4	1.2	7.6	15.3	0.9
	21F	25,450.8	1,454.1	538.2	32,851.4	5.7	2.1	12.5	1.1	7.1	9.2	0.9
오리온	19	2,023.3	327.6	215.6	5,452.7	16.2	10.7	17.7	2.3	8.6	14.2	0.5
	20F	2,259.7	399.6	279.7	7,074.7	17.7	12.4	18.1	2.7	9.3	16.0	0.5
	21F	2,436.0	441.5	318.2	8,048.5	18.1	13.1	15.9	2.3	8.1	15.7	0.5
농심	19	2,343.9	78.8	71.0	11,671.8	3.4	3.0	20.6	0.7	5.9	3.7	1.3
	20F	2,637.8	169.1	142.7	23,463.7	6.4	5.4	13.4	0.9	4.9	7.2	1.3
	21F	2,802.6	177.7	149.7	24,603.7	6.3	5.3	12.8	0.9	4.0	7.1	1.3
롯데칠성	19	2,429.5	107.7	(142.4)	(16,243.1)	4.4	(5.9)	0.0	1.0	9.2	(11.7)	3.0
	20F	2,282.0	73.3	23.4	2,652.9	3.2	1.0	33.4	0.7	8.7	1.9	3.0
	21F	2,386.3	86.1	36.7	3,764.7	3.6	1.5	23.5	0.7	8.3	3.0	3.0
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	2,522.7	44.0	2.1	243.9	1.7	0.1	256.7	1.5	9.6	0.7	1.8
	21F	2,679.3	60.6	39.5	4,579.6	2.3	1.5	13.7	1.4	8.2	11.8	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	7.4	0.4	3.6	5.7	0.0
	21F	3,343.4	130.3	109.5	1,120.3	3.9	3.3	6.9	0.4	3.1	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)	1.8
	20F	2,284.6	200.8	113.9	1,597.7	8.8	5.0	23.7	2.3	10.3	10.7	1.8
	21F	2,419.6	224.0	125.8	1,765.3	9.3	5.2	21.5	2.2	9.3	11.1	1.8
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	2,871.2	254.3	159.0	47,286.0	8.9	5.5	4.6	0.6	4.1	14.2	0.0
	21F	3,149.5	257.3	164.8	48,993.3	8.2	5.2	4.5	0.5	3.8	12.9	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	3.9
	20F	1,725.7	44.0	75.5	66,704.7	2.5	4.4	4.6	0.4	5.0	10.2	3.9
	21F	1,774.7	48.4	33.9	29,926.6	2.7	1.9	10.4	0.4	4.6	4.3	3.9
대상	19	2,964.0	129.8	107.2	2,976.4	4.4	3.6	9.1	1.0	6.8	11.2	2.3
	20F	3,093.6	189.8	138.9	3,856.2	6.1	4.5	6.8	0.8	4.2	13.0	2.3
	21F	3,201.9	178.3	124.8	3,463.6	5.6	3.9	7.5	0.8	4.1	10.5	2.3
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	1.7
	20F	3,204.7	109.0	69.4	17,995.0	3.4	2.2	9.6	0.9	6.8	9.8	1.7
	21F	3,428.7	121.3	81.0	20,984.4	3.5	2.4	8.2	0.8	6.2	10.5	1.7
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	26.0	0.7	6.1	2.5	1.4
	21F	1,409.1	22.5	11.7	3,019.7	1.6	0.8	17.9	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	1.2
	20F	1,442.7	84.5	67.0	8,540.7	5.9	4.6	8.2	1.2	4.0	15.4	1.2
	21F	1,504.2	96.5	70.7	9,018.9	6.4	4.7	7.8	1.0	3.2	14.2	1.2
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	232.5	24.8	22.9	2,543.7	10.7	9.9	15.6	3.2	12.0	22.4	0.5
	21F	290.6	31.8	26.8	2,973.0	11.0	9.2	13.4	2.6	9.1	21.3	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	0.4
	20F	625.4	122.5	93.0	3,149.4	19.6	14.9	21.2	5.8	14.2	31.5	0.4
	21F	828.8	163.0	125.2	4,238.2	19.7	15.1	15.8	4.3	10.2	31.5	0.4

자료: 하나금융투자

### 3. 주요 업체 실적 동향

#### 1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 지금부터 YoY 증익 시작

##### (1) 3Q20 Preview

##### 수출 증가로 YoY 증익 시작

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 5,013억원(YoY +13.6%), 4,055억원(YoY +6.0%)으로 추정한다. ① 국내 궤련담배 총수요는 전년동기대비 소폭 증가(YoY +1.0%)할 것으로 예상된다. 국내 점유율은 64.0%(YoY +0.1%p)으로 파악된다. 점유율 상승 기인해 KT&G 궤련 담배 매출은 전년대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. ② 궤련형 전자담배판매량은 QoQ 소폭 증가할 것으로 예상된다. 국내 담배 매출 내 궤련형 전자담배(디바이스 포함) 매출 비중은 11% 내외로 전망한다. ③ 수출 담배 매출액(미국 제외)은 YoY 30.0% 증가할 것으로 전망한다. 중동 수출 물량은 6월부터 의미있게 선적되기 시작했다. 관세청에 의하면 7~8월 누계 담배 수출액은 YoY 30.9% 증가했다. 중동 ASP가 상대적으로 높은 점 감안 시 YoY 단가 상승도 동반되면서 유의미한 성장이 기대된다. ④ 해외 담배 법인 매출액은 YoY 20.0% 증가해 긍정적 흐름이 유지될 것으로 전망한다. 미국법인 판매 호조가 지속되고 있는 것으로 파악된다. ⑤ KGC 매출액은 YoY 5% 성장을 가정했다. 면세 채널 판매 부진에도 불구하고 추석 선물세트 라인업 확대 기인해 국내는 세 분기만에 순성장이 가능할 것으로 예상된다.

##### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

3분기부터는 YoY 증익이 가능할 것으로 전망한다, 3분기 및 4분기 연결 영업이익은 각각 YoY 6.0%, 36.3% 증가할 것으로 추정한다. 올해 및 2021년 연결 영업이익은 각각 YoY 5.6%, 11.4% 증가할 것으로 예상된다. ① 6월부터 중동 향 수출이 가시화되면서 내년 상반기까지는 기저효과가 이어질 전망이다. 중동이 타 지역 대비 단가가 높은 만큼 매출 및 마진의 동반 개선이 기대된다. ② 국내는 궤련 수요가 견조한 가운데 점유율 상승세가 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 올해 연간 점유율은 63.8%로 추정된다. 신제품 판매 호조가 지속되고 있는 만큼 내년에도 YoY 30bp 내외 점유율 상승 흐름이 이어질 것으로 전망한다. ③ 올해 수원 부동산 분양 매출 매출은 5,400억원으로 추산된다. 내년에도 5천억원 내외의 분양 매출이 발생할 것으로 파악되어 베이스 부담이 없다.

현 주가의 시가배당수익률은 5.5%에 육박한다. 실적이 회복세로 돌아서고 있는 만큼 추가 반등을 기대해 본다.

표 1. KT&G 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<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>1,318.8</b>	<b>1,501.3</b>	<b>1,296.7</b>	<b>4,963.2</b>	<b>5,295.3</b>	<b>5,649.4</b>
①KT&G	658.7	812.6	723.4	747.9	661.3	908.1	885.7	833.8	2,942.6	3,288.9	3,494.4
-내수	447.6	488.5	514.0	459.6	435.0	472.0	518.4	466.0	1,912.6	1,951.3	1,689.1
-수출	117.1	160.9	90.2	90.6	77.6	179.5	117.3	117.8	535.3	666.0	765.9
-부동산 등	94.0	163.2	119.2	197.7	148.7	256.6	250.0	250.0	494.7	671.5	1,039.4
②KGC	398.7	306.3	426.6	272.1	391.1	277.5	447.9	285.7	1,403.7	1,402.2	1,502.4
③종속회사	127.6	138.9	172.2	178.2	126.0	133.2	167.8	177.2	616.9	604.2	652.5
-해외담배	65.6	90.1	114.8	114.3	89.6	106.9	137.8	137.2	384.8	471.4	579.5
-기타	62.0	48.8	57.4	63.9	36.4	26.3	30.0	40.0	232.1	132.8	73.1
<b>YoY</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>13.6%</b>	<b>8.2%</b>	<b>11.0%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.7%</b>
①KT&G	15.1%	15.2%	9.0%	8.7%	0.4%	11.8%	22.4%	11.5%	11.9%	11.8%	6.3%
②KGC	1.3%	5.0%	5.5%	15.3%	-1.9%	-9.4%	5.0%	5.0%	5.9%	-0.1%	7.1%
③종속회사	25.2%	13.4%	51.7%	-0.3%	-1.2%	-4.1%	-2.6%	-0.6%	19.4%	-2.1%	8.0%
<b>영업이익</b>	<b>348.2</b>	<b>399.1</b>	<b>382.5</b>	<b>252.3</b>	<b>315.0</b>	<b>394.7</b>	<b>405.5</b>	<b>343.9</b>	<b>1,382.0</b>	<b>1,459.2</b>	<b>1,626.3</b>
①KT&G	252.7	339.9	284.9	269.8	249.9	369.9	328.9	333.9	1,147.3	1,282.6	1,400.9
②KGC	91.2	43.7	80.1	(9.1)	71.1	20.0	71.7	5.0	205.9	167.8	205.4
③종속회사	4.3	15.5	17.5	-8.4	-6.0	4.8	5.0	5.0	28.8	8.8	20.0
<b>YoY</b>	<b>11.8%</b>	<b>23.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>36.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>5.6%</b>	<b>11.4%</b>
①KT&G	18.5%	23.3%	3.5%	10.7%	-1.1%	8.8%	15.4%	23.8%	13.8%	11.8%	9.2%
②KGC	-0.8%	7.6%	-2.3%	-6.2%	-22.0%	-54.2%	-10.5%	-154.9%	0.5%	-18.5%	22.4%
③종속회사	-30.7%	131.9%	-4086.6%	-128.1%	-240.4%	-68.8%	-71.4%	-159.7%	-31.7%	-69.3%	126.1%
<b>OPM</b>	<b>29.4%</b>	<b>31.7%</b>	<b>28.9%</b>	<b>21.1%</b>	<b>26.7%</b>	<b>29.9%</b>	<b>27.0%</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.6%</b>	<b>28.8%</b>
①KT&G	38.4%	41.8%	39.4%	36.1%	37.8%	40.7%	37.1%	40.0%	39.0%	39.0%	40.1%
②KGC	22.9%	14.3%	18.8%	-3.3%	18.2%	7.2%	16.0%	1.8%	14.7%	12.0%	13.7%
③종속회사	3.3%	11.1%	10.1%	-4.7%	-4.8%	3.6%	3.0%	2.8%	4.7%	1.5%	3.1%
<b>세전이익</b>	<b>387.7</b>	<b>445.2</b>	<b>450.3</b>	<b>179.4</b>	<b>415.6</b>	<b>402.0</b>	<b>415.7</b>	<b>353.7</b>	<b>1,462.7</b>	<b>1,587.0</b>	<b>1,687.1</b>
YoY	7.8%	17.6%	25.9%	-19.5%	7.2%	-9.7%	-7.7%	97.1%	10.9%	8.5%	6.3%
<b>(지배)순이익</b>	<b>273.0</b>	<b>322.8</b>	<b>320.8</b>	<b>119.9</b>	<b>293.0</b>	<b>293.1</b>	<b>289.6</b>	<b>231.5</b>	<b>1,036.5</b>	<b>1,104.2</b>	<b>1,183.3</b>
YoY	9.7%	21.1%	23.9%	-5.9%	7.3%	-9.2%	-9.7%	93.1%	15.0%	6.5%	7.2%
NPM	23.0%	25.7%	24.3%	10.0%	24.9%	22.2%	19.3%	17.8%	20.9%	20.9%	20.9%

자료: 하나금융투자

## KT&amp;G 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,471.5	4,963.2	5,295.3	5,649.4	5,818.9
매출원가	1,836.0	2,088.6	2,234.6	2,384.0	2,455.6
매출총이익	2,635.5	2,874.6	3,060.7	3,265.4	3,363.3
판매비	1,380.4	1,492.6	1,601.5	1,639.1	1,687.5
영업이익	1,255.1	1,382.0	1,459.2	1,626.3	1,675.8
금융손익	84.6	82.9	42.1	45.6	49.8
종속/관계기업손익	9.3	1.5	85.7	15.3	15.0
기타영업외손익	(30.3)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,318.7	1,462.7	1,587.0	1,687.1	1,740.7
법인세	420.0	424.0	480.6	501.5	516.4
계속사업이익	898.7	1,038.7	1,106.4	1,185.6	1,224.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	898.7	1,038.7	1,106.4	1,185.6	1,224.3
비배주주지분 순이익	(3.0)	2.2	2.2	2.4	2.4
지배주주순이익	901.7	1,036.5	1,104.2	1,183.3	1,221.8
지배주주지분포괄이익	857.9	1,056.4	1,104.6	1,183.7	1,222.2
NOPAT	855.3	981.4	1,017.3	1,142.9	1,178.7
EBITDA	1,405.3	1,564.8	1,649.1	1,823.2	1,879.8
성장성(%)					
매출액증가율	(4.19)	11.00	6.69	6.69	3.00
NOPAT증가율	(30.68)	14.74	3.66	12.35	3.13
EBITDA증가율	(11.46)	11.35	5.39	10.56	3.10
영업이익증가율	(11.99)	10.11	5.59	11.45	3.04
(지배주주)순이익증가율	(22.52)	14.95	6.53	7.16	3.25
EPS증가율	(22.52)	14.95	6.54	7.16	3.26
수익성(%)					
매출총이익률	58.94	57.92	57.80	57.80	57.80
EBITDA이익률	31.43	31.53	31.14	32.27	32.31
영업이익률	28.07	27.84	27.56	28.79	28.80
계속사업이익률	20.10	20.93	20.89	20.99	21.04

## 투자지표

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,567	7,549	8,043	8,619	8,900
BPS	61,237	65,330	69,316	73,958	78,881
CFPS	10,887	12,556	12,620	13,375	13,786
EBITDAPS	10,236	11,398	12,012	13,280	13,692
SPS	32,569	36,151	38,569	41,148	42,383
DPS	4,000	4,400	4,400	4,400	4,400
주기지표(배)					
PER	15.46	12.43	10.42	9.72	9.42
PBR	1.66	1.44	1.21	1.13	1.06
PCFR	9.32	7.47	6.64	6.27	6.08
EV/EBITDA	8.22	6.75	5.40	4.67	4.25
PSR	3.12	2.59	2.17	2.04	1.98
재무비율(%)					
ROE	11.38	12.39	12.37	12.43	12.01
ROA	8.96	9.93	10.01	10.09	9.80
ROIC	19.63	21.82	21.83	23.44	23.34
부채비율	24.86	23.04	22.59	22.30	21.39
순부채비율	(30.04)	(27.26)	(28.92)	(30.90)	(33.97)
이자보상배율(배)	180.41	201.73	271.88	328.24	338.24

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	6,413.4	6,417.2	6,955.7	7,612.3	8,278.4
금융자산	2,675.6	2,542.5	2,822.1	3,202.5	3,736.5
현금성자산	933.0	891.3	1,143.3	1,494.3	2,014.3
매출채권	896.2	941.1	1,004.1	1,071.2	1,103.3
재고자산	2,461.3	2,447.2	2,610.9	2,785.5	2,869.1
기타유동자산	380.3	486.4	518.6	553.1	569.5
비유동자산	3,741.7	4,294.9	4,390.3	4,489.3	4,557.0
투자자산	1,197.4	1,353.0	1,409.4	1,469.6	1,498.4
금융자산	1,113.4	1,303.6	1,356.7	1,413.3	1,440.5
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	1,098.8	1,098.9	1,098.9
자산총계	10,155.1	10,712.1	11,346.1	12,101.6	12,835.4
유동부채	1,640.7	1,600.1	1,665.3	1,760.6	1,806.3
금융부채	135.4	51.3	27.1	27.1	27.1
매입채무	72.6	62.1	66.3	70.7	72.9
기타유동부채	1,432.7	1,486.7	1,571.9	1,662.8	1,706.3
비유동부채	381.3	406.1	425.3	445.9	455.7
금융부채	96.9	118.2	118.2	118.2	118.2
기타비유동부채	284.4	287.9	307.1	327.7	337.5
부채총계	2,022.0	2,006.2	2,090.6	2,206.5	2,262.0
지배주주지분	8,079.3	8,650.5	9,197.8	9,835.1	10,511.0
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	8,172.9	8,810.2	9,486.1
비지배주주지분	53.8	55.4	57.6	60.0	62.4
자본총계	8,133.1	8,705.9	9,255.4	9,895.1	10,573.4
순금융부채	(2,443.3)	(2,373.1)	(2,676.9)	(3,057.3)	(3,591.3)

## 현금흐름표

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	821.7	1,042.5	1,101.8	1,174.6	1,299.6
당기순이익	898.7	1,038.7	1,106.4	1,185.6	1,224.3
조정	26	26	15	15	15
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	(130.2)	(123.1)	(174.9)	(182.0)	(189.0)
영업활동 자산부채변동	(332.8)	(259.8)	(150.3)	(160.3)	(76.7)
투자활동 현금흐름	(46.3)	(459.2)	(263.3)	(272.6)	(228.8)
투자자산감소(증가)	(121.1)	(155.6)	(56.4)	(60.2)	(28.8)
자본증가(감소)	(326.0)	(218.5)	(228.9)	(235.8)	(242.9)
기타	400.8	(85.1)	22.0	23.4	42.9
재무활동 현금흐름	(549.4)	(632.1)	(586.5)	(550.9)	(550.9)
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)	(546.0)	(546.0)
현금의 증감	217.9	(41.7)	252.0	351.0	519.9
Unlevered CFO	1,494.7	1,723.9	1,732.6	1,836.3	1,892.7
Free Cash Flow	468.3	820.2	872.8	938.8	1,056.7

## 2) 오리온(BUY, TP 17만원): 시장 기대치 충족 전망

### (1) 3Q20 Preview

#### 중국법인 실적 호조 지속

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,113억원(YoY +15.3%), 1,157억원(YoY +13.7%)로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 판단한다. ① 중국 법인 매출액은 전년동기대비 22.0%(로컬 통화 YoY 18.1%) 증가할 것으로 예상된다. '타오케노이'와의 시너지 및 신제품 출시 효과 기인해 스낵이 전사 성장을 견인하고 있는 것으로 파악된다. 인건비 등 비용 효율화 기인해 영업이익도 YoY 16.3% 증가할 것으로 전망한다. ② 베트남 법인은 작년 상반기 재고조정에 따른 기저효과가 마무리 되었음에도 불구하고 쌀과자 매출 호조로 YoY 두자리수 성장이 지속될 것으로 예상된다. 베트남 법인 매출 및 영업이익은 각각 YoY 17.0%(로컬 통화 YoY 15.0%), 9.5% 증가할 것으로 예상된다. ③ 한국 법인도 선방 중이다. 7~8월 누계 매출액은 전년동기대비 4.6% 증가했다. 지난 '사회적 거리두기 2.5단계' 격상 이후 전반적인 제과 수요가 증가한 가운데 오리온의 점유율 확대가 지속되고 있는 것으로 파악된다.

### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 7.8%, 10.5% 증가할 것으로 추정한다. 올해 코로나19 기인한 역기저에도 불구하고, ① 내년 1분기 및 4분기 춘절 효과, ② 중국에서의 점유율 상승 및 '타오케노이' 라인업 확대, ③ 베트남에서의 쌀과자 시장 안착 기인해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 전망한다. 제품 믹스 개선 및 판관비(물류, 인건 등) 기인해 YoY 이익 개선도 가능할 것으로 전망한다.

3분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것이다. 올해 베이스가 높지만 내년에도 견조한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 올해 및 내년 연간 중국 법인 매출 성장률을 각각 YoY 12.3%, 8.6%로 추정한다. 중국 음식료 Peer의 올해 및 내년 매출 성장률은 각각 3.9%, 6.5%로 예상된다. Peer 대비 견조한 매출 성장을 시현 중인 만큼 밸류에이션 프리미엄은 마땅하다고 판단한다. 조정시마다 매수 전략이 유효하다.

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>497.6</b>	<b>439.3</b>	<b>530.0</b>	<b>556.4</b>	<b>539.8</b>	<b>515.1</b>	<b>611.3</b>	<b>593.5</b>	<b>2,023.3</b>	<b>2,259.7</b>	<b>2,436.0</b>
국내제과	178.0	177.8	182.7	194.3	190.8	184.1	190.0	200.1	732.8	765.0	780.3
중국제과	251.2	200.6	267.7	254.8	262.9	257.0	326.6	272.3	974.4	1,118.8	1,214.7
베트남제과	56.7	48.3	63.2	84.2	70.3	57.8	73.9	94.3	252.4	296.3	337.2
러시아제과	14.9	15.9	20.5	26.1	19.8	19.1	22.8	28.9	77.3	90.5	108.9
YoY	<b>-3.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>17.3%</b>	<b>15.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>7.8%</b>
국내제과	0.2%	1.3%	4.4%	5.7%	7.2%	3.5%	4.0%	3.0%	2.9%	4.4%	2.0%
중국제과	-5.6%	4.8%	4.9%	15.8%	4.6%	28.1%	22.0%	6.8%	4.4%	14.8%	8.6%
베트남제과	-15.8%	4.3%	25.5%	20.5%	23.9%	19.7%	17.0%	12.0%	7.9%	17.4%	13.8%
러시아제과	37.1%	6.7%	20.5%	18.0%	32.8%	20.1%	11.0%	11.0%	19.3%	17.1%	20.3%
<b>영업이익</b>	<b>77.3</b>	<b>50.4</b>	<b>101.8</b>	<b>97.8</b>	<b>97.0</b>	<b>86.2</b>	<b>115.7</b>	<b>100.7</b>	<b>327.6</b>	<b>399.6</b>	<b>441.5</b>
국내제과	23.2	26.2	27.9	30.5	30.0	29.1	30.0	31.0	107.8	120.1	124.9
중국제과	40.7	17.9	57.6	42.4	47.3	42.9	67.0	48.0	158.6	205.2	255.1
베트남제과	8.0	4.3	13.5	21.9	15.9	9.6	14.8	18.9	47.7	59.1	68.1
러시아제과	1.7	1.9	3.3	5.6	3.6	3.7	3.9	5.2	12.5	16.4	19.6
YoY	-17.4%	27.3%	29.4%	39.2%	25.5%	71.0%	13.7%	2.9%	16.0%	22.1%	10.5%
국내제과	-3.3%	12.8%	34.8%	25.4%	29.2%	11.3%	7.6%	1.6%	16.9%	11.5%	3.9%
중국제과	-16.8%	66.9%	17.4%	29.0%	16.2%	140.2%	16.3%	13.1%	12.0%	29.4%	24.3%
베트남제과	-53.2%	11.3%	107.7%	61.8%	98.8%	122.4%	9.5%	-14.0%	16.3%	23.9%	15.2%
러시아제과	325.0%	-10.3%	48.6%	72.6%	112.5%	94.0%	17.2%	-7.6%	56.6%	30.7%	19.6%
<b>OPM</b>	<b>15.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>19.2%</b>	<b>17.6%</b>	<b>18.0%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.2%</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.1%</b>
국내제과	13.0%	14.7%	15.3%	15.7%	15.7%	15.8%	15.8%	15.5%	14.7%	15.7%	16.0%
중국제과	16.2%	8.9%	21.5%	16.7%	18.0%	16.7%	20.5%	17.6%	16.3%	18.3%	21.0%
베트남제과	19.5%	8.9%	21.4%	26.0%	19.5%	16.6%	20.0%	20.0%	18.9%	20.0%	20.2%
러시아제과	11.4%	12.0%	16.1%	21.6%	18.3%	19.4%	17.0%	18.0%	16.2%	18.1%	18.0%
<b>세전이익</b>	<b>79.1</b>	<b>51.4</b>	<b>102.2</b>	<b>75.1</b>	<b>104.7</b>	<b>95.5</b>	<b>114.9</b>	<b>99.9</b>	<b>308.1</b>	<b>415.0</b>	<b>452.6</b>
YoY	-9.7%	43.4%	32.1%	0.8%	32.4%	85.8%	12.5%	33.0%	11.8%	34.9%	9.0%
<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>63.8</b>	<b>77.4</b>	<b>65.4</b>	<b>215.6</b>	<b>279.7</b>	<b>318.2</b>
YoY	-22.2%	31.1%	107.4%	341.4%	42.5%	76.2%	14.3%	8.6%	54.1%	29.8%	13.8%
NPM	10.3%	8.2%	12.8%	10.8%	13.5%	12.4%	12.7%	11.0%	10.6%	12.4%	13.1%

자료: 하나금융투자

오리온 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,926.9</b>	<b>2,023.3</b>	<b>2,259.7</b>	<b>2,436.0</b>	<b>2,582.2</b>
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,216.1	1,300.3	1,368.5
매출총이익	876.9	913.2	1,043.6	1,135.7	1,213.7
판매비	594.8	585.6	644.0	694.3	723.0
<b>영업이익</b>	<b>282.2</b>	<b>327.6</b>	<b>399.6</b>	<b>441.5</b>	<b>490.6</b>
금융손익	(12.1)	(2.1)	2.3	10.4	19.3
종속/관계기업손익	(1.0)	0.0	13.2	0.7	0.0
기타영업외손익	6.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>275.2</b>	<b>308.1</b>	<b>415.0</b>	<b>452.6</b>	<b>509.9</b>
법인세	132.2	87.6	128.7	126.8	148.7
계속사업이익	143.0	220.5	286.4	325.8	361.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>143.0</b>	<b>220.5</b>	<b>286.4</b>	<b>325.8</b>	<b>361.2</b>
비배주주지분 순이익	3.2	4.9	6.6	7.6	8.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>139.9</b>	<b>215.6</b>	<b>279.7</b>	<b>318.2</b>	<b>352.8</b>
지배주주지분포괄이익	121.0	242.0	279.5	318.0	352.6
NOPAT	146.6	234.4	275.7	317.8	347.6
EBITDA	400.0	459.8	533.2	578.1	631.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	79.53	5.00	11.68	7.80	6.00
NOPAT증가율	86.99	59.89	17.62	15.27	9.38
EBITDA증가율	130.95	14.95	15.96	8.42	9.24
영업이익증가율	162.76	16.09	21.98	10.49	11.12
(지배주주)순이익증가율	85.05	54.11	29.73	13.76	10.87
EPS증가율	8.49	54.13	29.75	13.77	10.87
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	45.51	45.13	46.18	46.62	47.00
EBITDA이익률	20.76	22.73	23.60	23.73	24.46
영업이익률	14.65	16.19	17.68	18.12	19.00
계속사업이익률	7.42	10.90	12.67	13.37	13.99

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>569.2</b>	<b>596.3</b>	<b>772.5</b>	<b>1,078.4</b>	<b>1,400.7</b>
금융자산	228.5	236.1	371.3	646.5	943.4
현금성자산	184.6	165.0	291.8	560.8	852.5
매출채권	159.7	178.7	199.6	215.1	228.0
재고자산	156.6	147.6	164.9	177.7	188.4
기타유동자산	24.4	33.9	36.7	39.1	40.9
<b>비유동자산</b>	<b>1,782.1</b>	<b>1,856.0</b>	<b>1,876.1</b>	<b>1,912.3</b>	<b>1,960.7</b>
투자자산	30.4	51.9	55.7	58.5	60.8
금융자산	0.0	19.6	19.6	19.6	19.6
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,675.0	1,711.1	1,759.8
무형자산	51.7	54.7	51.6	48.8	46.3
기타비유동자산	54.0	93.9	93.8	93.9	93.8
<b>자산총계</b>	<b>2,351.4</b>	<b>2,452.3</b>	<b>2,648.6</b>	<b>2,990.7</b>	<b>3,361.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>500.3</b>	<b>464.5</b>	<b>381.4</b>	<b>408.9</b>	<b>431.7</b>
금융부채	155.4	134.3	15.2	15.8	16.3
매입채무	82.5	88.5	98.8	106.5	112.9
기타유동부채	262.4	241.7	267.4	286.6	302.5
<b>비유동부채</b>	<b>406.5</b>	<b>320.3</b>	<b>337.1</b>	<b>349.6</b>	<b>359.9</b>
금융부채	279.6	176.9	176.9	176.9	176.9
기타비유동부채	126.9	143.4	160.2	172.7	183.0
<b>부채총계</b>	<b>906.8</b>	<b>784.8</b>	<b>718.4</b>	<b>758.4</b>	<b>791.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,405.5</b>	<b>1,622.6</b>	<b>1,878.6</b>	<b>2,173.1</b>	<b>2,502.2</b>
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	634.4	928.9	1,258.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>39.0</b>	<b>44.9</b>	<b>51.6</b>	<b>59.1</b>	<b>67.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,444.5</b>	<b>1,667.5</b>	<b>1,930.2</b>	<b>2,232.2</b>	<b>2,569.7</b>
순금융부채	206.5	75.1	(179.2)	(453.8)	(750.1)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,538	5,453	7,075	8,049	8,924
BPS	35,568	41,057	47,532	54,981	63,305
CFPS	10,571	11,984	13,820	14,641	15,972
EBITDAPS	10,118	11,629	13,487	14,623	15,972
SPS	48,742	51,176	57,156	61,614	65,311
DPS	600	600	600	600	600
<b>주기지표(배)</b>					
PER	33.92	19.35	18.37	16.15	14.57
PBR	3.37	2.57	2.73	2.36	2.05
PCFR	11.35	8.80	9.41	8.88	8.14
EV/EBITDA	12.47	9.33	9.47	8.28	7.12
PSR	2.46	2.06	2.27	2.11	1.99
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.31	14.24	15.98	15.71	15.09
ROA	6.07	8.98	10.97	11.29	11.11
ROIC	8.10	12.97	14.88	16.89	18.05
부채비율	62.77	47.06	37.22	33.98	30.81
순부채비율	14.29	4.50	(9.28)	(20.33)	(29.19)
이자보상배율(배)	16.77	30.00	54.25	78.40	86.87

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>400.6</b>	<b>347.8</b>	<b>431.7</b>	<b>471.2</b>	<b>509.3</b>
당기순이익	143.0	220.5	286.4	325.8	361.2
조정	22	16	13	14	14
감가상각비	117.8	132.2	133.6	136.7	140.9
외환거래손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(96.9)	(116.3)	(120.6)	(122.7)	(126.9)
영업활동 자산부채변동	42.2	(28.3)	11.7	8.7	7.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(114.9)</b>	<b>(187.5)</b>	<b>(162.1)</b>	<b>(179.0)</b>	<b>(194.5)</b>
투자자산감소(증가)	(5.4)	(21.5)	(3.8)	(2.8)	(2.3)
자본증가(감소)	(119.4)	(119.2)	(150.0)	(170.0)	(187.0)
기타	9.9	(46.8)	(8.3)	(6.2)	(5.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(199.2)</b>	<b>(184.4)</b>	<b>(142.9)</b>	<b>(23.1)</b>	<b>(23.2)</b>
금융부채증가(감소)	(165.0)	(123.8)	(119.1)	0.6	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.5)	(36.9)	(0.1)	(0.0)	0.0
배당지급	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>83.0</b>	<b>(19.7)</b>	<b>126.8</b>	<b>269.1</b>	<b>291.7</b>
Unlevered CFO	417.9	473.8	546.4	578.8	631.5
Free Cash Flow	269.8	222.0	281.7	301.2	322.3

### 3) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 높아진 시장 기대치 부합 예상

#### (1) 3Q20 Preview

##### 높아진 시장 기대 충족할 전망

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 2,639억원(YoY +6.9%), 3,893억원(YoY +42.8%)으로 추정한다. 물류를 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 7,037억원(YoY +7.5%), 2,943억원(YoY +62.6%)으로 예상한다. 상반기에 이어 가공 및 생물자원 부문의 호실적이 전망된다. 바이오 부문의 체력 Level-up도 기대된다.

① 국내 가공 부문은 매출 및 영업이익의 고른 개선이 전망된다. 8월 말 '사회적 거리두기 2.5단계' 격상으로 HMR 수요는 여전히 견조했던 것으로 판단된다. 올해부터 진천2공장이 가동되기 시작하면서 고정비 부담이 증가했음에도 불구하고 HMR 매출이 전년대비 두 자리 수 증가하면서 실적 개선을 동인하고 있는 것으로 파악된다. ② 해외 가공도 고성장세가 이어지고 있다. 미국 및 중국 모두 두 자리 수 성장세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 특히 중국은 온라인 채널 매출이 큰 폭 성장하면서 마진도 유의미하게 상승하고 있다. '쉬안즈'도 YoY 10% 매출 성장이 무난할 것으로 전망된다. ③ 바이오 부문은 2분기 주요 경쟁사의 물류 차질 이슈로 ASP가 급등했으나 3분기부터 정상화되고 있는 것으로 파악된다. 따라서 QoQ 이익 감소가 불가피 하겠으나 YoY 유의미한 개선 흐름은 여전하다. 제품 믹스 개선 기인해 분기 체력이 과거 OP 4~500억원에서 6~700억원으로 Level-up된 점에 주목할 필요가 있다. ④ 생물자원 부문도 예상과는 달리 3분기도 베트남 돈가 강세로 상반기 수준의 이익 기여가 가능할 것으로 판단된다.

#### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 및 2021년 연결 영업이익은 각각 YoY 51.4%, 7.1% 증가할 것으로 추정한다. 올해 생물자원 부문의 비경상적인 이익 기여로 내년 베이스 부담이 분명히 존재한다. 그러나 식품 부문의 해외 보폭 확대 및 바이오 부문의 이익 체력 향상에 주목해야 한다. 식품(소재+가공) 내 해외 비중은 2019년 39%→ 2020년 46%→ 2021년 48%로 유의미하게 상승할 것으로 예상된다. 과거 밸류에이션 할인의 주범이었던 바이오 부문은 지난 3년 동안 꾸준히 체력이 Level-up되고 있다. 코어 사업부의 실적 방향성이 우상향이라는 점에서 밸류에이션 재평가가 필요한 시점으로 판단한다. 현 주가는 역사적 밸류에이션 밴드 중단 수준에 불과해 여전히 매수 관점이 유효하다.

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<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>5,920.9</b>	<b>6,263.9</b>	<b>6,282.7</b>	<b>22,352.5</b>	<b>24,298.5</b>	<b>25,450.8</b>
① 소재	450.4	418.0	472.0	418.6	423.2	428.1	472.0	418.6	1,759.0	1,741.9	1,772.0
② 가공	1,270.1	1,536.9	1,752.6	1,691.9	1,837.4	1,762.9	1,940.3	1,801.5	6,251.5	7,342.2	7,912.0
- 국내	810.3	704.9	846.9	736.1	802.2	714.4	889.2	758.2	3,098.2	3,164.0	3,362.3
- 해외	220.0	224.0	245.8	265.5	296.0	325.7	312.0	318.5	955.3	1,252.2	1,517.9
- 쉬안즈	240.3	608.0	659.9	690.3	742.6	722.8	739.1	724.8	2,198.5	2,929.3	2,186.7
③ 바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	677.7	742.9	763.8	755.9	2,763.1	2,940.3	3,131.4
④ 생물자원	500.8	489.3	502.4	500.7	543.4	526.9	527.5	515.7	1,993.2	2,113.5	2,176.9
⑤ 물류	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,825.7	2,515.4	2,650.0	2,770.0	2,979.0	10,415.0	10,914.4	11,250.0
<b>YoY</b>	<b>15.4%</b>	<b>23.8%</b>	<b>18.5%</b>	<b>21.1%</b>	<b>16.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>19.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>4.7%</b>
① 소재	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-2.0%	-6.0%	2.4%	0.0%	0.0%	-4.1%	-1.0%	1.7%
② 가공	48.8%	99.7%	80.3%	100.7%	44.7%	14.7%	10.7%	6.5%	81.8%	17.4%	7.8%
③ 바이오	-0.4%	20.9%	-2.3%	-7.9%	15.0%	0.1%	6.2%	6.1%	1.7%	6.4%	6.5%
④ 생물자원	2.3%	-6.7%	-9.2%	-17.5%	8.5%	7.7%	5.0%	3.0%	-8.3%	6.0%	3.0%
⑤ 물류	21.5%	11.0%	8.4%	12.3%	3.4%	4.5%	5.7%	5.4%	13.0%	4.8%	3.1%
<b>영업이익</b>	<b>179.1</b>	<b>175.3</b>	<b>272.7</b>	<b>269.8</b>	<b>275.9</b>	<b>384.9</b>	<b>389.3</b>	<b>307.5</b>	<b>896.9</b>	<b>1,357.6</b>	<b>1,454.1</b>
① 소재	23.6	18.0	32.1	8.0	16.6	15.0	23.6	8.4	81.7	63.6	91.9
② 가공	77.3	36.0	99.4	47.7	99.7	111.4	153.0	102.0	260.4	466.1	553.6
③ 바이오	52.4	59.3	52.5	68.6	51.1	110.9	78.0	68.0	232.8	308.0	338.0
④ 생물자원	(9.7)	(7.9)	(3.0)	47.8	52.7	64.3	60.0	36.1	27.2	213.1	136.4
⑤ 물류	45.3	71.8	88.7	101.3	57.9	85.0	95.0	109.0	307.1	346.9	437.0
<b>YoY</b>	<b>-14.8%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>56.3%</b>	<b>54.1%</b>	<b>119.5%</b>	<b>42.8%</b>	<b>14.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>51.4%</b>	<b>7.1%</b>
① 소재	-21.8%	-14.3%	-13.6%	9.2%	-29.7%	-16.7%	-26.5%	4.7%	-14.6%	-22.2%	44.5%
② 가공	-10.8%	-24.4%	-2.6%	86.5%	29.0%	209.4%	53.9%	113.8%	-0.6%	79.0%	18.8%
③ 바이오	8.3%	32.1%	-3.5%	47.8%	-2.5%	87.0%	48.6%	-0.9%	19.9%	32.3%	9.7%
④ 생물자원	N/A	T/R	T/R	92.0%	T/B	T/B	T/B	-24.5%	-49.3%	683.9%	-36.0%
⑤ 물류	0.0%	25.7%	67.7%	15.9%	27.7%	18.4%	7.1%	7.6%	26.5%	12.9%	26.0%
<b>OPM</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.7%</b>
① 소재	5.2%	4.3%	6.8%	1.9%	3.9%	3.5%	5.0%	2.0%	4.6%	3.6%	5.2%
② 가공	6.1%	2.3%	5.7%	2.8%	5.4%	6.3%	7.9%	5.7%	4.2%	6.3%	7.0%
③ 바이오	8.9%	8.0%	7.3%	9.6%	7.5%	14.9%	10.2%	9.0%	8.4%	10.5%	10.8%
④ 생물자원	-1.9%	-1.6%	-0.6%	9.5%	9.7%	12.2%	11.4%	7.0%	1.4%	10.1%	6.3%
⑤ 물류	1.9%	2.8%	3.4%	3.6%	2.3%	3.2%	3.4%	3.7%	2.9%	3.2%	3.9%
<b>세전이익</b>	<b>76.5</b>	<b>44.3</b>	<b>68.4</b>	<b>149.6</b>	<b>622.2</b>	<b>256.2</b>	<b>269.3</b>	<b>187.5</b>	<b>338.8</b>	<b>1,335.2</b>	<b>934.1</b>
YoY	-31.8%	-95.8%	-57.9%	-624.5%	713.7%	477.7%	293.6%	25.4%	-73.8%	294.1%	-30.0%
<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>111.4</b>	<b>147.4</b>	<b>98.6</b>	<b>152.5</b>	<b>801.2</b>	<b>538.2</b>
YoY	-34.6%	-97.9%	-98.2%	-273.7%	984.7%	587.8%	7555.6%	5.4%	-82.6%	425.2%	-32.8%
NPM	0.8%	0.3%	0.0%	1.6%	7.6%	1.9%	2.4%	1.6%	0.7%	3.3%	2.1%

자료: 하나금융투자

CJ제일제당 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,352.5</b>	<b>24,298.5</b>	<b>25,450.8</b>	<b>26,723.3</b>
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,296.0	20,433.5	21,428.5
매출총이익	3,543.6	4,283.2	5,002.5	5,017.3	5,294.8
판매비	2,710.9	3,386.3	3,644.8	3,563.1	3,687.8
<b>영업이익</b>	<b>832.7</b>	<b>896.9</b>	<b>1,357.6</b>	<b>1,454.1</b>	<b>1,607.0</b>
금융손익	(252.6)	(362.5)	(383.8)	(360.8)	(328.8)
종속/관계기업손익	(5.5)	17.5	361.3	(159.3)	(200.0)
기타영업외손익	719.5	(213.1)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>1,294.2</b>	<b>338.8</b>	<b>1,335.2</b>	<b>934.1</b>	<b>1,078.2</b>
법인세	368.8	147.8	397.4	261.4	364.3
계속사업이익	925.4	191.0	937.8	672.7	713.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>925.4</b>	<b>191.0</b>	<b>937.8</b>	<b>672.7</b>	<b>713.9</b>
비배주주지분 순이익	50.2	38.5	136.6	134.5	142.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>875.2</b>	<b>152.5</b>	<b>801.2</b>	<b>538.2</b>	<b>571.1</b>
지배주주지분포괄이익	826.6	256.9	676.3	485.1	514.8
NOPAT	595.4	505.7	953.6	1,047.3	1,064.1
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,464.7	2,563.3	2,723.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	13.31	19.72	8.71	4.74	5.00
NOPAT증가율	8.53	(15.07)	88.57	9.83	1.60
EBITDA증가율	9.74	36.25	22.79	4.00	6.25
영업이익증가율	7.22	7.71	51.37	7.11	10.52
(지배주주)순이익증가율	136.41	(82.58)	425.38	(32.83)	6.11
EPS증가율	112.14	(82.81)	425.20	(32.83)	6.12
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	18.98	19.16	20.59	19.71	19.81
EBITDA이익률	7.89	8.98	10.14	10.07	10.19
영업이익률	4.46	4.01	5.59	5.71	6.01
계속사업이익률	4.96	0.85	3.86	2.64	2.67

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>5,522.4</b>	<b>7,943.0</b>	<b>9,448.4</b>	<b>10,428.9</b>	<b>9,772.9</b>
금융자산	741.1	1,829.3	2,846.7	3,538.3	2,563.2
현금성자산	547.6	691.0	1,609.3	2,242.2	1,202.3
매출채권	2,558.2	2,778.3	3,020.2	3,163.4	3,321.6
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,194.0	2,298.0	2,412.9
기타유동자산	725.5	1,317.1	1,387.5	1,429.2	1,475.2
<b>비유동자산</b>	<b>13,974.6</b>	<b>18,337.6</b>	<b>18,273.9</b>	<b>18,240.4</b>	<b>18,254.7</b>
투자자산	550.3	567.5	610.9	636.6	664.9
금융자산	345.5	346.6	370.7	385.0	400.8
유형자산	9,741.7	10,817.9	10,847.6	10,918.4	11,027.8
무형자산	<b>3,069.9</b>	<b>4,810.2</b>	<b>4,673.5</b>	<b>4,543.5</b>	<b>4,420.0</b>
기타비유동자산	<b>612.7</b>	<b>2,142.0</b>	<b>2,141.9</b>	<b>2,141.9</b>	<b>2,142.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>19,497.0</b>	<b>26,280.6</b>	<b>27,722.3</b>	<b>28,669.3</b>	<b>28,027.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,680.4</b>	<b>8,202.2</b>	<b>8,619.2</b>	<b>8,866.0</b>	<b>7,473.9</b>
금융부채	3,842.1	3,423.6	3,435.0	3,441.8	1,784.6
매입채무	1,351.5	1,929.9	2,098.0	2,197.5	2,307.3
기타유동부채	1,486.8	2,848.7	3,086.2	3,226.7	3,382.0
<b>비유동부채</b>	<b>5,508.4</b>	<b>8,596.9</b>	<b>8,742.9</b>	<b>8,829.3</b>	<b>8,924.8</b>
금융부채	<b>4,196.0</b>	<b>6,920.3</b>	<b>6,920.3</b>	<b>6,920.3</b>	<b>6,920.3</b>
기타비유동부채	1,312.4	1,676.6	1,822.6	1,909.0	2,004.5
<b>부채총계</b>	<b>12,188.8</b>	<b>16,799.2</b>	<b>17,362.0</b>	<b>17,695.3</b>	<b>16,398.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,782.8</b>	<b>4,880.9</b>	<b>5,625.9</b>	<b>6,107.9</b>	<b>6,622.9</b>
자본금	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>
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	4,531.4	5,013.4	5,528.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>2,525.4</b>	<b>4,600.6</b>	<b>4,734.4</b>	<b>4,866.1</b>	<b>5,006.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>7,308.2</b>	<b>9,481.5</b>	<b>10,360.3</b>	<b>10,974.0</b>	<b>11,628.9</b>
순금융부채	7,297.0	8,514.6	7,508.6	6,823.8	6,141.7

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	54,173	9,312	48,907	32,851	34,863
BPS	298,085	304,071	349,550	378,974	410,410
CFPS	87,161	116,913	171,926	146,168	153,466
EBITDAPS	91,201	122,532	150,454	156,476	166,258
SPS	1,155,703	1,364,484	1,483,275	1,553,618	1,631,299
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>주기지표(배)</b>					
PER	6.10	27.12	8.29	12.34	11.63
PBR	1.11	0.83	1.16	1.07	0.99
PCFR	3.79	2.16	2.36	2.77	2.64
EV/EBITDA	10.16	8.50	7.46	6.96	6.35
PSR	0.29	0.19	0.27	0.26	0.25
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	21.46	3.16	15.25	9.17	8.97
ROA	4.81	0.67	2.97	1.91	2.01
ROIC	4.21	2.97	5.11	5.62	5.71
부채비율	166.78	177.18	167.58	161.25	141.02
순부채비율	99.85	89.80	72.48	62.18	52.81
이자보상배율(배)	3.38	2.25	3.02	3.23	3.88

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>471.4</b>	<b>2,143.1</b>	<b>2,482.6</b>	<b>2,170.7</b>	<b>2,191.3</b>
당기순이익	925.4	191.0	937.8	672.7	713.9
조정	30	135	148	146	144
감가상각비	640.6	1,110.4	1,107.0	1,109.2	1,116.5
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(975.4)	(12.6)	0.0	0.0	0.0
기타	364.8	(962.8)	(959.0)	(963.2)	(972.5)
영업활동 자산부채변동	(754.0)	607.0	63.5	37.6	41.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,034.6)</b>	<b>(3,189.9)</b>	<b>(1,070.4)</b>	<b>(1,038.9)</b>	<b>(1,104.1)</b>
투자자산감소(증가)	(120.9)	(17.2)	(46.2)	(28.5)	(31.2)
자본증가(감소)	(1,648.2)	(1,172.0)	(1,000.0)	(1,050.0)	(1,102.5)
기타	734.5	(2,000.7)	(24.2)	39.6	29.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>521.0</b>	<b>1,228.7</b>	<b>(493.8)</b>	<b>(498.9)</b>	<b>(2,127.1)</b>
금융부채증가(감소)	833.6	2,305.8	11.4	6.8	(1,657.3)
자본증가(감소)	588.0	(102.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(839.0)	(880.7)	(449.1)	(449.6)	(413.7)
배당지급	(61.6)	(93.8)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>(43.3)</b>	<b>143.4</b>	<b>918.3</b>	<b>632.9</b>	<b>(1,039.9)</b>
Unlevered CFO	1,408.1	1,915.2	2,816.4	2,394.5	2,514.0
Free Cash Flow	(1,204.0)	589.2	1,482.6	1,120.7	1,088.8

#### 4) 농심(BUY, TP 50만원): 우려 과도

##### (1) 3Q20 Preview

국내는 라면 비축 수요 소진되면서  
견조한 성장세  
해외도 두 자리 수 매출 성장 지속

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6,521억원(YoY +10.5%), 370억원(YoY +99.5%)으로 전망한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 5,156억원(YoY +9.0%), 180억원(YoY +67.2%)으로 추정한다.

국내 라면 매출은 YoY 4~5% 증가할 것으로 예상된다. 상반기 비축 수요가 소진되면서 라면 시장은 다시 YoY 순성장하고 있는 것으로 파악된다. '사회적 거리두기 2.5단계' 이후인 9월 수요는 더욱 견조했을 것으로 판단한다. 라면 수출은 YoY 3~40% 성장할 것으로 전망한다. 참고로 관세청에 의하면 3분기 라면 수출은 YoY 32.8% 증가했다. 국내 스낵 매출도 광고 효과 기인해 YoY 10% 내외 성장할 것으로 기대한다. 해외 법인 호실적도 이어질 것으로 전망한다. 미국 및 중국 법인 매출 성장은 QoQ 소폭 둔화되었으나 여전히 YoY 20% 내외의 고성장을 예상한다.

##### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 12.5%, 114.5% 증가할 것으로 추정한다. 2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 6.2%, 5.1% 증가할 것으로 추정한다. 내년 베이스 부담이 존재하나 실적 개선을 전망하는 까닭은, ① 이미 코로나19 이전부터 시작된 국내 라면 시장의 신제품 피로감 및 ② 출혈 경쟁 완화로 내년에도 판촉 부담은 제한적일 것으로 판단하기 때문이다. ③ 무엇보다 실적 개선의 핵심은 수출이다. 한국 가공식품 수출 체력이 라면을 중심으로 Level-up 되고 있다는 점에 주목한다. 브랜드 인지도 상승 기인한 K-Food에 대한 관심이 증폭되고 있는 시점인 만큼 재구매율 상승과 더불어 신규 수요가 확대될 것으로 전망한다. 중장기 농심의 해외 매출 비중은 2019년 30%→2021년 36%→2023년 41%까지 상승할 것으로 추정한다. 해외 법인의 이익 기여가 가파르게 상승하고 있다는 점도 손익 개선에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다.

표 1. 농심 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>588.6</b>	<b>568.2</b>	<b>589.9</b>	<b>597.3</b>	<b>687.7</b>	<b>668.0</b>	<b>652.1</b>	<b>630.0</b>	<b>2,343.9</b>	<b>2,637.8</b>	<b>2,802.6</b>
① 국내	481.4	465.0	473.0	486.2	553.9	524.7	515.6	506.7	1,905.7	2,100.9	2,180.1
-라면	341.8	336.4	333.0	357.5	405.2	383.0	360.3	369.6	1,368.7	1,518.1	1,566.7
-스낵	84.7	82.4	89.7	87.8	96.7	91.7	98.7	92.2	344.6	379.3	392.5
-음료 기타	108.5	102.9	107.5	95.5	108.2	105.9	113.9	101.2	414.3	429.2	446.4
② 중국	43.3	38.5	44.1	40.7	55.9	59.7	52.9	44.8	186.0	234.6	262.9
③ 미국	71.0	67.4	77.1	76.1	87.0	92.9	92.5	87.6	291.7	360.0	423.0
④ 일본	11.8	14.5	13.4	13.5	16.4	20.8	17.4	16.1	53.2	70.8	77.8
<b>YoY</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>6.2%</b>
① 국내	2.6%	4.7%	1.1%	2.0%	15.1%	12.8%	9.0%	4.2%	2.6%	10.2%	3.8%
-라면	2.4%	4.2%	-0.4%	3.3%	18.6%	13.9%	8.2%	3.4%	2.4%	10.9%	3.2%
-스낵	-3.2%	-4.4%	3.3%	4.0%	14.2%	11.3%	10.0%	5.0%	-0.1%	10.1%	3.0%
-음료 기타	12.3%	10.5%	6.7%	-5.0%	-0.3%	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	3.6%	4.0%
② 중국	-0.6%	8.4%	5.3%	13.4%	29.0%	55.2%	20.0%	10.0%	6.6%	26.1%	12.1%
③ 미국	22.6%	17.4%	23.4%	18.2%	22.5%	37.8%	20.0%	15.0%	20.4%	23.4%	17.5%
④ 일본	6.7%	21.5%	16.5%	13.4%	38.5%	43.8%	30.0%	20.0%	14.7%	33.1%	10.0%
<b>영업이익</b>	<b>31.6</b>	<b>8.2</b>	<b>18.6</b>	<b>20.4</b>	<b>63.6</b>	<b>41.4</b>	<b>37.0</b>	<b>27.1</b>	<b>78.8</b>	<b>169.1</b>	<b>177.7</b>
YoY	-8.1%	26.9%	-14.5%	-21.3%	101.1%	404.8%	99.5%	32.4%	-11.0%	114.5%	5.1%
OPM	5.4%	1.4%	3.1%	3.4%	9.2%	6.2%	5.7%	4.3%	3.4%	6.4%	6.3%
<b>세전이익</b>	<b>38.3</b>	<b>15.7</b>	<b>22.3</b>	<b>27.2</b>	<b>65.0</b>	<b>50.1</b>	<b>43.0</b>	<b>34.1</b>	<b>103.5</b>	<b>192.3</b>	<b>201.7</b>
YoY	-8.5%	33.7%	-15.5%	-15.9%	69.8%	218.9%	93.4%	25.1%	-7.9%	85.8%	4.9%
<b>지배순이익</b>	<b>29.0</b>	<b>4.7</b>	<b>16.2</b>	<b>21.1</b>	<b>48.7</b>	<b>36.2</b>	<b>31.9</b>	<b>25.9</b>	<b>71.0</b>	<b>142.7</b>	<b>149.7</b>
YoY	-9.4%	-39.4%	-17.1%	-15.6%	67.9%	678.3%	97.4%	22.3%	-15.8%	101.0%	4.9%
NPM	4.9%	0.8%	2.7%	3.5%	7.1%	5.4%	4.9%	4.1%	3.0%	5.4%	5.3%

자료: 하나금융투자

농심 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,236.4</b>	<b>2,343.9</b>	<b>2,637.8</b>	<b>2,802.6</b>	<b>2,886.7</b>
매출원가	1,564.7	1,626.0	1,782.9	1,933.1	1,981.6
매출총이익	671.7	717.9	854.9	869.5	905.1
판매비	583.2	639.1	685.8	691.8	715.5
<b>영업이익</b>	<b>88.6</b>	<b>78.8</b>	<b>169.1</b>	<b>177.7</b>	<b>189.6</b>
금융손익	8.3	10.0	9.0	13.4	17.8
종속/관계기업손익	(0.2)	(1.3)	14.3	10.6	0.0
기타영업외손익	15.6	16.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>112.3</b>	<b>103.5</b>	<b>192.3</b>	<b>201.7</b>	<b>207.4</b>
법인세	28.0	32.4	49.3	51.7	57.1
계속사업이익	84.3	71.1	143.0	150.0	150.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>84.3</b>	<b>71.1</b>	<b>143.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.3</b>
비배주주지분 순이익	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>84.3</b>	<b>71.0</b>	<b>142.7</b>	<b>149.7</b>	<b>149.9</b>
지배주주지분포괄이익	79.8	66.0	142.5	149.4	149.7
NOPAT	66.5	54.1	125.7	132.1	137.4
EBITDA	173.0	174.8	255.2	255.0	259.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	1.27	4.81	12.54	6.25	3.00
NOPAT증가율	(9.15)	(18.65)	132.35	5.09	4.01
EBITDA증가율	(3.62)	1.04	46.00	(0.08)	1.61
영업이익증가율	(8.09)	(11.06)	114.59	5.09	6.70
(지배주주)순이익증가율	(7.06)	(15.78)	100.99	4.91	0.13
EPS증가율	(7.02)	(15.77)	101.03	4.86	0.19
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	30.03	30.63	32.41	31.02	31.35
EBITDA이익률	7.74	7.46	9.67	9.10	8.98
영업이익률	3.96	3.36	6.41	6.34	6.57
계속사업이익률	3.77	3.03	5.42	5.35	5.21

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,053.8</b>	<b>1,078.6</b>	<b>1,353.2</b>	<b>1,595.9</b>	<b>1,812.1</b>
금융자산	622.0	627.4	846.3	1,057.7	1,258.0
현금성자산	167.7	317.8	502.3	694.5	884.9
매출채권	196.9	210.6	237.0	251.8	259.4
재고자산	202.4	208.4	234.5	249.2	256.6
기타유동자산	32.5	32.2	35.4	37.2	38.1
<b>비유동자산</b>	<b>1,478.5</b>	<b>1,574.5</b>	<b>1,488.9</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,342.7</b>
투자자산	59.9	76.3	76.9	77.2	77.4
금융자산	53.7	71.4	71.4	71.4	71.4
유형자산	1,157.8	1,208.3	1,123.4	1,047.3	979.0
무형자산	<b>59.6</b>	<b>59.2</b>	<b>57.9</b>	<b>56.7</b>	<b>55.5</b>
기타비유동자산	<b>201.2</b>	<b>230.7</b>	<b>230.7</b>	<b>230.7</b>	<b>230.8</b>
<b>자산총계</b>	<b>2,532.3</b>	<b>2,653.0</b>	<b>2,842.1</b>	<b>3,007.9</b>	<b>3,154.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>522.2</b>	<b>585.0</b>	<b>646.5</b>	<b>681.0</b>	<b>698.7</b>
금융부채	35.2	87.5	88.3	88.8	89.0
매입채무	234.9	250.2	281.5	299.1	308.1
기타유동부채	252.1	247.3	276.7	293.1	301.6
<b>비유동부채</b>	<b>112.3</b>	<b>127.3</b>	<b>134.9</b>	<b>139.2</b>	<b>141.4</b>
금융부채	<b>53.1</b>	<b>66.5</b>	<b>66.5</b>	<b>66.5</b>	<b>66.5</b>
기타비유동부채	59.2	60.8	68.4	72.7	74.9
<b>부채총계</b>	<b>634.5</b>	<b>712.3</b>	<b>781.5</b>	<b>820.3</b>	<b>840.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,885.2</b>	<b>1,927.9</b>	<b>2,047.6</b>	<b>2,174.0</b>	<b>2,300.9</b>
자본금	<b>30.4</b>	<b>30.4</b>	<b>30.4</b>	<b>30.4</b>	<b>30.4</b>
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	1,997.6	2,124.1	2,250.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>12.6</b>	<b>12.8</b>	<b>13.1</b>	<b>13.5</b>	<b>13.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,897.8</b>	<b>1,940.7</b>	<b>2,060.7</b>	<b>2,187.5</b>	<b>2,314.7</b>
순금융부채	(533.8)	(473.4)	(691.5)	(902.5)	(1,102.5)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	13,858	11,672	23,464	24,604	24,651
BPS	323,198	330,234	349,895	370,696	391,545
CFPS	35,848	37,759	44,311	43,667	42,589
EBITDAPS	28,446	28,740	41,960	41,925	42,589
SPS	367,675	385,349	433,656	460,756	474,578
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	18.36	20.60	13.42	12.80	12.78
PBR	0.79	0.73	0.90	0.85	0.80
PCFR	7.10	6.37	7.11	7.21	7.40
EV/EBITDA	5.94	5.73	5.37	4.55	3.71
PSR	0.69	0.62	0.73	0.68	0.66
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.54	3.72	7.18	7.09	6.70
ROA	3.38	2.74	5.19	5.12	4.87
ROIC	5.57	4.40	10.35	11.70	13.04
부채비율	33.44	36.70	37.92	37.50	36.29
순부채비율	(28.13)	(24.39)	(33.56)	(41.26)	(47.63)
이자보상배율(배)	24.29	13.82	23.26	24.35	25.93

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>146.9</b>	<b>162.5</b>	<b>241.8</b>	<b>234.4</b>	<b>223.3</b>
당기순이익	84.3	71.1	143.0	150.0	150.3
조정	11	13	9	8	7
감가상각비	84.5	96.0	86.2	77.3	69.4
외환거래손익	2.2	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	1.3	0.0	0.0	0.0
기타	(75.9)	(84.9)	(77.2)	(69.3)	(62.4)
영업활동 자산부채변동	(46.5)	(39.3)	12.6	7.1	3.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(128.9)</b>	<b>(30.7)</b>	<b>(35.0)</b>	<b>(19.6)</b>	<b>(10.0)</b>
투자자산감소(증가)	17.0	(15.1)	(0.6)	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(87.7)	(153.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(58.2)	138.1	(34.4)	(19.3)	(9.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(5.8)</b>	<b>17.8</b>	<b>(22.4)</b>	<b>(22.7)</b>	<b>(22.9)</b>
금융부채증가(감소)	20.1	65.7	0.8	0.4	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(24.9)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>12.3</b>	<b>150.1</b>	<b>184.5</b>	<b>192.1</b>	<b>190.4</b>
Unlevered CFO	218.0	229.7	269.5	265.6	259.1
Free Cash Flow	58.7	8.5	241.8	234.4	223.3

## 5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 비우호적인 영업 환경에서 선방

### (1) 3Q20 Preview

시장 수요 부진에도  
신제품 판매 호조 지속

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,835억원(YoY +10.3%), 600억원(YoY +22.0%)으로 추정한다. 8월 '사회적 거리두기 2.5단계' 격상으로 B2B 주류 시장이 침체를 겪었으나 신제품 판매 호조 기인해 부정적 영향을 최소화했던 것으로 파악된다.

맥주 매출액은 전년대비 9.3% 증가할 것으로 판단된다. ① 수입 맥주를 제외한 하이트진로의 제조 맥주 매출액은 신제품 판매 호조 기인해 전년대비 11.1% 증가할 것으로 추정한다. 맥주 신제품 '테라' 1,200억원, '필라이트' 320억원을 예상한다. 2Q20 '테라' 매출액이 약 1,100억원 이었는데 유사한 흐름이 3분기도 이어지고 있는 것으로 파악된다. ② 상반기 판매가 부진했던 수입맥주는 3분기 들어 YoY 순성장한 것으로 파악된다. 3분기 수입맥주 매출은 전년대비 42% 증가한 320억원으로 추산한다. ③ 소주 매출액은 전년대비 11.5% 증가할 것으로 예상한다. 수출 제외한 국내 레귤러 소주 매출은 YoY 15.0% 증가할 것으로 추정한다. 시장 수요 감소에도 불구하고 하이트진로의 점유율은 상승 추세를 지속하고 있는 것으로 판단된다. 견조한 탑라인 성장 및 판촉비 절감 기인해 손익은 전년대비 큰 폭 개선될 것으로 전망한다.

### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 12.3%, 127.5% 증가할 것으로 추정한다. 2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 5.9%, 11.6% 증가할 것으로 추정한다. 하이트진로는 올해 상반기에 전년대비 광고판촉비 300억원을 절감했다. 내년 광고판촉 강도에 따라 손익 레벨은 다소 달라질 수 있겠다. 다만, 상대적으로 고마진인 소주 점유율 상승 및 수입 맥주 매출 회복에 따른 이익 레버리지 효과는 유효할 것으로 판단한다. 참고로 내년 맥주 및 소주 매출 성장률은 각각 YoY 6.9%, 5.3%로 가정했다.

표 1. 하이트진로 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>423.0</b>	<b>524.4</b>	<b>529.1</b>	<b>558.6</b>	<b>533.9</b>	<b>581.6</b>	<b>583.5</b>	<b>585.9</b>	<b>2,035.1</b>	<b>2,284.6</b>	<b>2,419.6</b>
① 맥주	139.1	190.5	212.2	184.8	180.0	214.6	232.0	200.0	726.6	826.3	883.0
- 국내	109.2	167.2	180.1	165.7	164.2	195.2	200.0	170.0	622.2	729.3	760.0
- 수입유통	27.2	31.9	22.5	22.8	16.0	19.0	32.0	30.0	104.4	97.0	123.0
② 소주	251.7	291.2	277.4	336.1	319.2	324.9	309.3	345.1	1,156.5	1,298.5	1,367.8
③ 생수	19.7	25.3	27.5	24.0	23.9	27.4	30.2	26.4	96.4	107.9	118.7
④ 기타조정	12.4	17.4	12.0	13.6	10.7	14.6	12.0	14.4	55.5	51.8	50.0
<b>YoY</b>	<b>0.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>18.4%</b>	<b>26.2%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>12.3%</b>	<b>5.9%</b>
① 맥주	-6.1%	-0.7%	1.4%	12.1%	29.5%	12.6%	9.3%	8.2%	1.8%	13.7%	6.9%
- 국내	-11.9%	3.0%	5.8%	25.3%	50.3%	16.7%	11.1%	2.6%	5.7%	17.2%	4.2%
- 수입유통	29.5%	18.1%	-40.2%	-35.0%	-41.2%	-40.4%	42.2%	31.9%	-13.5%	-7.0%	26.8%
② 소주	2.8%	8.7%	9.2%	23.1%	26.8%	11.6%	11.5%	2.7%	11.2%	12.3%	5.3%
③ 생수	28.8%	28.7%	18.6%	25.6%	21.1%	8.6%	10.0%	10.0%	24.9%	11.9%	10.0%
④ 기타조정	1.6%	25.1%	-12.8%	-7.4%	-13.7%	-15.9%	0.0%	5.6%	1.5%	-6.7%	-3.5%
<b>영업이익</b>	<b>(4.2)</b>	<b>10.6</b>	<b>49.2</b>	<b>32.7</b>	<b>56.1</b>	<b>54.1</b>	<b>60.0</b>	<b>35.0</b>	<b>88.2</b>	<b>200.8</b>	<b>224.0</b>
YoY	TR	-60.5%	67.9%	85.5%	TB	411.0%	22.0%	7.1%	-2.4%	127.5%	11.6%
OPM	-1.0%	2.0%	9.3%	5.9%	10.5%	9.3%	10.3%	6.0%	4.3%	8.8%	9.3%
맥주	(20.5)	(17.1)	(3.9)	(1.7)	8.8	12.1	7.0	(3.0)	(43.1)	24.9	33.0
소주	18.6	26.9	50.5	32.5	46.3	38.5	53.0	38.0	128.4	175.9	191.0
<b>세전이익</b>	<b>(14.5)</b>	<b>(23.7)</b>	<b>34.8</b>	<b>3.9</b>	<b>45.0</b>	<b>48.7</b>	<b>48.4</b>	<b>19.7</b>	<b>0.5</b>	<b>161.8</b>	<b>185.0</b>
YoY	TR	TB	129.8%	-27.8%	TB	TB	39.3%	402.0%	-98.8%	32265.6%	14.3%
<b>(지배)순이익</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(29.2)</b>	<b>25.9</b>	<b>(25.1)</b>	<b>33.4</b>	<b>34.9</b>	<b>31.7</b>	<b>14.0</b>	<b>(42.3)</b>	<b>113.9</b>	<b>125.8</b>
YoY	TR	TB	174.5%	TR	TB	TB	22.5%	TB	TR	TB	10.4%
NPM	-3.3%	-5.6%	4.9%	-4.5%	6.3%	6.0%	5.4%	2.4%	-2.1%	5.0%	5.2%

자료: 하나금융투자

## 하이트진로 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,885.6	2,035.1	2,284.6	2,419.6	2,516.4
매출원가	1,123.8	1,163.2	1,284.2	1,324.5	1,371.4
매출총이익	761.8	871.9	1,000.4	1,095.1	1,145.0
판매비	671.4	783.6	799.6	871.0	898.3
영업이익	90.4	88.2	200.8	224.0	246.6
금융손익	(36.1)	(44.1)	(46.6)	(45.5)	(44.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	7.6	6.5	0.0
기타영업외손익	(12.4)	(43.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	42.0	0.5	161.8	185.0	201.7
법인세	19.7	42.8	47.9	59.2	62.1
계속사업이익	22.3	(42.4)	113.9	125.8	139.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.3	(42.4)	113.9	125.8	139.6
비배주주지분 순이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	22.2	(42.3)	113.9	125.8	139.6
지배주주지분포괄이익	0.6	(73.5)	113.9	125.9	139.6
NOPAT	48.0	(8,313.0)	141.3	152.3	170.6
EBITDA	215.4	236.2	347.3	369.9	392.6
성장성(%)					
매출액증가율	(0.23)	7.93	12.26	5.91	4.00
NOPAT증가율	71.43	적전	흑전	7.78	12.02
EBITDA증가율	4.11	9.66	47.04	6.51	6.14
영업이익증가율	3.67	(2.43)	127.66	11.55	10.09
(지배주주)순이익증가율	74.80	적전	흑전	10.45	10.97
EPS증가율	75.28	적전	흑전	10.45	10.93
수익성(%)					
매출총이익률	40.40	42.84	43.79	45.26	45.50
EBITDA이익률	11.42	11.61	15.20	15.29	15.60
영업이익률	4.79	4.33	8.79	9.26	9.80
계속사업이익률	1.18	(2.08)	4.99	5.20	5.55

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	312	(594)	1,598	1,765	1,958
BPS	17,379	15,565	16,477	17,556	18,828
CFPS	3,591	4,078	4,979	5,281	5,509
EBITDAPS	3,023	3,315	4,873	5,190	5,509
SPS	26,458	28,555	32,056	33,950	35,308
DPS	800	700	700	700	700
주가지표(배)					
PER	53.21	(48.82)	23.59	21.36	19.25
PBR	0.96	1.86	2.29	2.15	2.00
PCFR	4.62	7.11	7.57	7.14	6.84
EV/EBITDA	8.60	12.98	9.59	8.70	7.91
PSR	0.63	1.02	1.18	1.11	1.07
재무비율(%)					
ROE	1.87	(3.86)	10.69	11.08	11.44
ROA	0.64	(1.26)	3.39	3.58	3.81
ROIC	2.42	(398.58)	6.43	7.04	7.94
부채비율	194.92	216.58	213.43	205.50	194.81
순부채비율	57.80	97.91	80.27	65.43	51.88
이자보상배율(배)	2.28	1.91	4.18	4.71	5.18

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,065.0	782.3	965.7	1,120.7	1,263.3
금융자산	393.8	160.7	267.9	381.7	494.7
현금성자산	291.0	144.2	249.4	362.1	474.4
매출채권	456.9	373.8	419.6	444.4	462.2
재고자산	166.0	177.3	199.0	210.8	219.2
기타유동자산	48.3	70.5	79.2	83.8	87.2
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,476.2	2,469.1	2,468.1
투자자산	52.1	51.9	56.1	58.4	60.0
금융자산	52.1	51.9	56.1	58.4	60.0
유형자산	2,053.1	2,052.1	2,045.3	2,045.1	2,050.9
무형자산	186.8	174.8	165.1	156.0	147.4
기타비유동자산	71.2	209.8	209.7	209.6	209.8
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,441.9	3,589.8	3,731.4
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,435.7	1,490.9	1,530.4
금융부채	664.8	532.2	509.2	510.4	511.2
매입채무	112.0	136.6	153.3	162.4	168.9
기타유동부채	891.7	690.1	773.2	818.1	850.3
비유동부채	597.3	878.8	908.1	923.9	935.2
금융부채	400.8	640.1	640.1	640.1	640.1
기타비유동부채	196.5	238.7	268.0	283.8	295.1
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,343.8	2,414.8	2,465.7
지배주주지분	1,161.8	1,032.5	1,097.5	1,174.4	1,265.0
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	303.9	380.8	471.4
비배주주지분	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,098.2	1,175.1	1,265.7
순금융부채	671.8	1,011.6	881.5	768.8	656.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	141.0	28.3	313.3	300.3	306.1
당기순이익	22.3	(42.4)	113.9	125.8	139.6
조정	16	27	15	15	15
감가상각비	125.0	148.0	146.5	145.9	146.0
외환거래손익	(0.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(108.6)	(121.1)	(131.5)	(130.9)	(131.0)
영업활동 자산부채변동	(46.1)	(200.6)	52.9	28.6	20.5
투자활동 현금흐름	(101.4)	(66.0)	(136.2)	(139.9)	(145.7)
투자자산감소(증가)	(1.3)	0.1	(4.2)	(2.3)	(1.6)
자본증가(감소)	(109.6)	(155.5)	(130.0)	(136.5)	(143.3)
기타	9.5	89.4	(2.0)	(1.1)	(0.8)
재무활동 현금흐름	(38.7)	(111.6)	(71.9)	(47.7)	(48.1)
금융부채증가(감소)	18.1	106.7	(23.0)	1.2	0.8
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)	(48.9)	(48.9)	(48.9)
현금의 증감	3.5	(146.7)	105.2	112.7	112.3
Unlevered CFO	255.9	290.7	354.9	376.4	392.6
Free Cash Flow	21.7	(132.5)	183.3	163.8	162.7

## 6) 동원F&B(BUY, TP 28만원, 하향): 시장 기대 부합 예상

### (1) 3Q20 Preview

3분기는 시장 기대 부합 전망,  
사업 환경은 올해보다 내년이 우호적

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,765억원(YoY +6.2%), 380억원(YoY +7.2%)으로 추정한다. ① 가공식품 매출액은 전년대비 6.0% 증가할 것으로 추정한다. 3분기 참치 투입 어가는 톤당 1,420불(YoY Flat)로 관련 원가 부담은 제한적일 것으로 전망된다. 최근 글로벌 어가가 톤당 1,600불 수준까지 상승했으나 3분기 수요는 비축 재고로 충당 가능하겠다. ② 9월 들어 내식이 다시 크게 증가하면서 편의식 수요가 견조한 것으로 파악된다. 선물세트 판매를 보수적으로 가정하더라도 YoY 매출 성장세는 지속될 것으로 전망한다. ③ 다만, 동원홈푸드는 코로나19 영향이 지속되면서 부정적 영향이 불가피해 보인다. 매출은 프랜차이즈 배달 수요 확대 기인해 YoY 순성장이 가능해 보인다. 상대적으로 저마진 채널비중 확대로 손익은 YoY 소폭 감익이 예상된다

### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 및 2021년 연결 영업이익은 각각 YoY 7.5%, 11.3% 증가할 것으로 추정한다. 올해 영업환경은 다소 부정적이었다. 내년은 올해보다 견조한 이익 개선 시현이 가능할 것으로 전망한다. ① 개혁이 정상화 된다면 유가공 수요 회복 및 원유 잉여에 따른 원가 부담 감소를 기대할 수 있다. 더불어, ② 동원홈푸드도 실적 회복을 기대해 볼 만하다. ③ 최근 글로벌 어가는 톤당 1,300불까지 하락했다. 내년 상반기까지는 관련원가 부담도 제한적이다.

반면, 올해 실적 부진으로 현 주가는 12개월 Fwd PER 8.5배에 거래 중이다. 국내 식품 시장 내 견조한 시장 점유율 및 동원홈푸드의 실적 회복 가능성 감안시 주가 낙폭은 과도해 보인다. 저가 매수 기회로 판단한다.

표 1. 동원F&amp;B 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>748.2</b>	<b>709.1</b>	<b>825.0</b>	<b>747.9</b>	<b>783.6</b>	<b>757.2</b>	<b>876.5</b>	<b>787.5</b>	<b>3,030.3</b>	<b>3,204.7</b>	<b>3,428.7</b>
식품	451.7	390.2	492.3	386.8	467.9	414.7	521.8	398.4	1,721.1	1,802.8	1,876.2
식자재	254.1	266.3	279.3	307.6	266.0	290.2	301.7	338.3	1,107.3	1,196.2	1,327.0
사료	42.1	52.2	53.0	53.2	49.4	51.9	53.0	50.7	200.4	205.0	225.5
YoY	6.1%	11.9%	4.5%	10.8%	4.7%	6.8%	6.2%	5.3%	8.1%	5.8%	7.0%
식품	1.4%	9.5%	1.8%	8.9%	3.6%	6.3%	6.0%	3.0%	4.9%	4.8%	4.1%
식자재	17.4%	14.0%	8.1%	14.5%	4.7%	9.0%	8.0%	10.0%	13.3%	8.0%	10.9%
사료	-1.1%	21.2%	13.2%	5.2%	17.4%	-0.7%	10.0%	-4.6%	9.6%	2.3%	10.0%
<b>영업이익</b>	<b>34.9</b>	<b>14.4</b>	<b>35.5</b>	<b>16.6</b>	<b>36.5</b>	<b>16.5</b>	<b>38.0</b>	<b>18.0</b>	<b>101.4</b>	<b>109.0</b>	<b>121.3</b>
YoY	52.6%	9.5%	-7.4%	29.2%	4.5%	14.8%	7.2%	8.1%	16.3%	7.5%	11.3%
OPM	4.7%	2.0%	4.3%	2.2%	4.7%	2.2%	4.3%	2.3%	3.3%	3.4%	3.5%
식품	28.7	7.5	28.9	7.6	29.8	12.5	33.0	9.0	72.7	84.3	90.0
식자재	5.4	5.7	7.3	8.9	5.5	3.7	4.8	8.5	27.3	22.5	29.6
사료	(0.2)	0.2	0.4	0.6	0.4	0.6	0.2	0.5	1.0	1.7	1.7
<b>세전이익</b>	<b>31.6</b>	<b>10.9</b>	<b>31.0</b>	<b>13.5</b>	<b>31.9</b>	<b>11.3</b>	<b>34.7</b>	<b>14.6</b>	<b>87.0</b>	<b>92.5</b>	<b>107.9</b>
(%YoY)	53.5%	34.6%	-12.5%	87.2%	1.1%	3.1%	12.0%	8.0%	22.0%	6.3%	16.7%
<b>지배순이익</b>	<b>25.0</b>	<b>8.4</b>	<b>23.5</b>	<b>8.7</b>	<b>23.9</b>	<b>8.2</b>	<b>26.0</b>	<b>11.4</b>	<b>65.7</b>	<b>69.4</b>	<b>81.0</b>
YoY	59.4%	33.0%	-10.5%	3.5%	-4.5%	-2.6%	10.5%	30.6%	15.8%	5.8%	16.6%
NPM	3.3%	1.2%	2.9%	1.2%	3.0%	1.1%	3.0%	1.4%	2.2%	2.2%	2.4%

자료: 하나금융투자

표 2. 동원F&amp;B 목표주가 28만원 도출

(단위: 십억원)

	20F	21F	비고
(지배)EPS (원)	17,995	20,984	
Target PER	15	15	업종 평균
목표주가	270,000	315,000	
현재가치(시간가중)		<b>280,000</b>	

자료: 하나금융투자

## 동원F&amp;B 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,802.5</b>	<b>3,030.3</b>	<b>3,204.7</b>	<b>3,428.7</b>	<b>3,600.1</b>
매출원가	2,189.2	2,348.6	2,486.8	2,660.6	2,793.7
매출총이익	613.3	681.7	717.9	768.1	806.4
판매비	526.1	580.3	608.9	646.7	666.1
<b>영업이익</b>	<b>87.2</b>	<b>101.4</b>	<b>109.0</b>	<b>121.3</b>	<b>140.3</b>
금융손익	(11.3)	(12.9)	(14.2)	(14.0)	(13.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.5	0.6	0.0
기타영업외손익	(4.5)	(1.5)	(2.8)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>71.4</b>	<b>87.0</b>	<b>92.5</b>	<b>107.9</b>	<b>126.9</b>
법인세	14.6	21.4	23.0	26.9	31.1
계속사업이익	56.7	65.7	69.4	81.0	95.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>56.7</b>	<b>65.7</b>	<b>69.4</b>	<b>81.0</b>	<b>95.8</b>
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>56.7</b>	<b>65.7</b>	<b>69.4</b>	<b>81.0</b>	<b>95.8</b>
지배주주지분포괄이익	48.6	59.9	70.2	81.0	95.8
NOPAT	69.3	76.5	81.9	91.0	105.9
EBITDA	132.8	161.2	172.0	185.2	205.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.79	8.13	5.76	6.99	5.00
NOPAT증가율	25.54	10.39	7.06	11.11	16.37
EBITDA증가율	15.18	21.39	6.70	7.67	11.07
영업이익증가율	20.44	16.28	7.50	11.28	15.66
(지배주주)순이익증가율	10.31	15.87	5.63	16.71	18.27
EPS증가율	10.41	15.76	5.76	16.61	18.30
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	21.88	22.50	22.40	22.40	22.40
EBITDA이익률	4.74	5.32	5.37	5.40	5.71
영업이익률	3.11	3.35	3.40	3.54	3.90
계속사업이익률	2.02	2.17	2.17	2.36	2.66

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	14,699	17,015	17,995	20,984	24,824
BPS	163,896	176,519	191,715	209,699	231,523
CFPS	37,610	45,721	46,124	48,145	53,291
EBITDAPS	34,411	41,765	44,571	47,989	53,291
SPS	726,208	785,219	830,428	888,461	932,884
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	19.56	13.28	9.56	8.20	6.93
PBR	1.75	1.28	0.90	0.82	0.74
PCFR	7.64	4.94	3.73	3.57	3.23
EV/EBITDA	11.58	8.55	6.90	6.26	5.40
PSR	0.40	0.29	0.21	0.19	0.18
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.26	10.00	9.77	10.46	11.25
ROA	4.09	4.41	4.27	4.69	5.25
ROIC	7.68	7.32	7.19	7.71	8.67
부채비율	121.92	130.99	126.68	119.17	110.05
순부채비율	67.66	74.21	68.82	59.52	48.58
이자보상배율(배)	6.60	6.96	7.16	7.91	9.15

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>631.4</b>	<b>679.0</b>	<b>740.9</b>	<b>820.6</b>	<b>904.6</b>
금융자산	35.0	44.3	72.6	100.6	148.6
현금성자산	23.3	36.7	64.7	92.1	139.6
매출채권	236.1	260.9	274.6	295.9	310.7
재고자산	349.4	355.9	374.7	403.8	424.0
기타유동자산	10.9	17.9	19.0	20.3	21.3
<b>비유동자산</b>	<b>772.2</b>	<b>894.5</b>	<b>936.2</b>	<b>953.0</b>	<b>972.2</b>
투자자산	32.6	20.6	30.8	31.6	32.1
금융자산	32.6	20.6	30.8	31.6	32.1
유형자산	542.2	676.7	695.5	713.8	734.3
무형자산	<b>79.8</b>	<b>79.3</b>	<b>77.8</b>	<b>75.7</b>	<b>73.8</b>
기타비유동자산	<b>117.6</b>	<b>117.9</b>	<b>132.1</b>	<b>131.9</b>	<b>132.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>1,403.6</b>	<b>1,573.5</b>	<b>1,677.1</b>	<b>1,773.7</b>	<b>1,876.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>341.7</b>	<b>516.4</b>	<b>591.7</b>	<b>616.3</b>	<b>633.5</b>
금융부채	71.0	204.5	268.4	268.9	269.3
매입채무	120.8	139.2	146.5	157.9	165.8
기타유동부채	149.9	172.7	176.8	189.5	198.4
<b>비유동부채</b>	<b>429.4</b>	<b>375.9</b>	<b>345.6</b>	<b>348.1</b>	<b>349.8</b>
금융부채	<b>392.0</b>	<b>345.3</b>	<b>313.4</b>	<b>313.4</b>	<b>313.4</b>
기타비유동부채	37.4	30.6	32.2	34.7	36.4
<b>부채총계</b>	<b>771.1</b>	<b>892.3</b>	<b>937.3</b>	<b>964.4</b>	<b>983.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>632.5</b>	<b>681.2</b>	<b>739.9</b>	<b>809.3</b>	<b>893.5</b>
자본금	<b>19.3</b>	<b>19.3</b>	<b>19.3</b>	<b>19.3</b>	<b>19.3</b>
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)	(27.7)	(27.7)	(27.7)
이익잉여금	526.0	580.1	638.0	707.4	791.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>632.5</b>	<b>681.2</b>	<b>739.9</b>	<b>809.3</b>	<b>893.5</b>
순금융부채	427.9	505.5	509.2	481.7	434.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>26.1</b>	<b>134.2</b>	<b>128.9</b>	<b>133.8</b>	<b>157.1</b>
당기순이익	56.7	65.7	69.4	81.0	95.8
조정	7	10	8	8	8
감가상각비	45.6	59.8	63.0	63.9	65.4
외환거래손익	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(38.4)	(49.6)	(55.0)	(55.9)	(57.4)
영업활동 자산부채변동	(102.6)	(27.8)	(21.8)	(25.1)	(17.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(84.3)</b>	<b>(160.0)</b>	<b>(94.4)</b>	<b>(80.0)</b>	<b>(83.0)</b>
투자자산감소(증가)	2.2	12.0	(10.2)	(0.7)	(0.5)
자본증가(감소)	(86.2)	(175.9)	(81.8)	(80.0)	(84.0)
기타	(0.3)	3.9	(2.4)	0.7	1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>16.4</b>	<b>39.0</b>	<b>(6.5)</b>	<b>(26.4)</b>	<b>(26.6)</b>
금융부채증가(감소)	40.4	86.8	32.0	0.5	0.3
자본증가(감소)	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.8)	(36.6)	(26.9)	(15.3)	(15.3)
배당지급	(9.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>(41.7)</b>	<b>13.4</b>	<b>28.0</b>	<b>27.3</b>	<b>47.5</b>
Unlevered CFO	145.1	176.4	178.0	185.8	205.7
Free Cash Flow	(63.6)	(43.8)	46.4	53.8	73.1

## 7) 대상(BUY, TP 3.3만원): 판촉 절감 기인한 식품 마진 개선 지속

### (1) 3Q20 Preview

#### 가공에서 비용 절감 기조 지속

연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,096억원(YoY +3.3%), 550억원(YoY +30.0%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 6,889억원(YoY +1.6%), 470억원(YoY +31.5%)으로 예상한다. 가공식품 경쟁 완화에 따른 비용 절감 및 라이신 흑자전환, 연결사 호실적 기인해 견조한 이익 개선세가 지속될 것으로 전망한다.

① 식품(가공+B2B) 부문 매출액은 YoY Flat을 예상한다. 3분기부터 베스트코 합병 효과 베이스가 제거되면서(2019년 5월 흡수합병) 상반기 대비 매출 성장 둔화는 불가피하겠다. 더불어 HMR 카테고리 고성장에도 불구하고 SKU 구조조정도 타라인 개선을 일부 상쇄할 것으로 판단한다. 그러나 적자 품목 스크랩 및 김치 판촉 경쟁 완화 기인해 식품 수익성 개선세는 이어질 것이다. 다만, 일부 원재료 투입가가 상승하면서(ex. 배추가격) 상반기 대비 수익성 개선 폭은 다소 둔화될 것으로 예상된다. 3분기 식품 영업마진은 YoY 3.4%p 개선을 전망한다. ② 소재 부문 손익은 전분당 투입가 YoY 상승에도 불구하고 아미노산 매출 비중 확대로 YoY 소폭 개선될 것으로 예상된다. 라이신도 YoY 흑자전환이 전망된다. ③ 연결 자회사 합산 영업이익은 80억원으로 추정한다. PT미원은 제조원가 절감 노력 기인해 YoY 수익성 개선 기조가 이어질 것으로 전망한다.

### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 영업이익은 YoY 46.2% 증가한 1,898억원으로 추정한다. 올해는 식품(가공+B2B) 부문 손익이 YoY 430억원 개선되면서 전사 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 식품 부문의 유의미한 수익성 개선은 SKU 구조조정 효과도 있겠지만 판촉 절감이 주효했다는 판단이다. 내년 추가적인 판촉 절감 여력은 제한적일 것으로 전망한다. 2021년 연결 영업이익은 높은 베이스 기인해 YoY -6.1% 감소할 것으로 추정한다. 실적 모멘텀은 올해 대비 내년 저하가 불가피해 보인다.

현 주기는 12개월 Fwd PER 7배에 거래 중으로 밸류에이션은 부담 없다.

표 1. 대상 연결 실적 전망

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>723.3</b>	<b>731.5</b>	<b>783.7</b>	<b>725.4</b>	<b>755.8</b>	<b>781.9</b>	<b>809.6</b>	<b>746.2</b>	<b>2,964.0</b>	<b>3,093.6</b>	<b>3,201.9</b>
① 본사	555.1	607.1	677.9	617.0	642.9	649.6	688.9	619.1	2,457.1	2,600.4	2,676.4
- 식품	359.3	406.8	492.1	431.0	431.7	443.4	493.7	422.2	1,689.2	1,791.0	1,834.7
- 소재	196.2	200.3	185.9	187.5	211.2	206.1	195.1	196.9	769.9	809.3	841.7
② PT인도네시아	54.7	55.6	56.9	60.9	63.3	56.7	63.0	65.0	228.0	248.0	272.8
③ 미원 베트남	26.6	26.8	27.2	27.7	27.6	27.4	28.0	30.0	108.3	113.0	118.7
YoY	-2.2%	1.0%	-0.2%	2.6%	4.5%	6.9%	3.3%	2.9%	0.2%	4.4%	3.5%
① 본사	-1.3%	12.1%	13.0%	16.0%	15.8%	7.0%	1.6%	0.3%	9.9%	5.8%	2.9%
② PT인도네시아	16.8%	16.9%	14.7%	15.3%	15.7%	2.1%	10.8%	6.7%	15.9%	10.0%	10.0%
③ 미원 베트남	26.4%	20.6%	10.3%	4.0%	3.8%	2.3%	2.9%	8.3%	14.6%	7.0%	10.0%
<b>영업이익</b>	<b>38.1</b>	<b>33.7</b>	<b>42.3</b>	<b>15.6</b>	<b>49.8</b>	<b>61.0</b>	<b>55.0</b>	<b>24.0</b>	<b>129.8</b>	<b>189.8</b>	<b>178.3</b>
YoY	26.1%	-4.5%	2.3%	18.3%	30.8%	80.8%	30.0%	53.4%	8.0%	46.2%	-6.1%
OPM	5.3%	4.6%	5.4%	2.2%	6.6%	7.8%	6.8%	3.2%	4.4%	6.1%	5.6%
① 본사	31.1	27.3	35.7	9.3	39.4	50.1	47.0	17.0	103.4	153.6	144.9
- 식품	14.9	13.0	26.6	4.0	25.6	34.4	36.0	5.0	58.5	101.0	87.0
- 소재	16.2	14.3	9.1	5.0	13.8	15.7	10.0	11.0	44.6	50.5	54.9
② PT인도네시아	5.8	4.4	4.2	6.4	7.6	5.2	7.0	6.0	20.9	25.8	28.5
③ 미원 베트남	1.5	1.2	1.4	0.8	1.3	0.8	1.0	1.0	4.8	4.1	4.9
<b>세전이익</b>	<b>33.4</b>	<b>47.0</b>	<b>30.1</b>	<b>40.1</b>	<b>81.1</b>	<b>58.7</b>	<b>51.5</b>	<b>18.5</b>	<b>150.6</b>	<b>209.9</b>	<b>172.6</b>
YoY	26.1%	-14.0%	1.4%	385.8%	142.5%	25.0%	71.2%	-53.7%	26.4%	39.4%	-17.8%
<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>34.3</b>	<b>37.6</b>	<b>13.9</b>	<b>107.2</b>	<b>138.9</b>	<b>124.8</b>
YoY	22.4%	-10.0%	53.3%	TB	128.3%	-6.4%	70.8%	-45.0%	65.2%	29.5%	-10.1%
NPM	3.2%	5.0%	2.8%	3.5%	7.0%	4.4%	4.6%	1.9%	3.6%	4.5%	3.9%

자료: 하나금융투자

대상 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,956.8</b>	<b>2,964.0</b>	<b>3,093.6</b>	<b>3,201.9</b>	<b>3,297.9</b>
매출원가	2,191.8	2,209.6	2,260.3	2,351.2	2,421.7
매출총이익	765.0	754.4	833.3	850.7	876.2
판매비	644.8	624.6	643.5	672.4	678.4
<b>영업이익</b>	<b>120.2</b>	<b>129.8</b>	<b>189.8</b>	<b>178.3</b>	<b>197.9</b>
금융손익	(25.7)	(17.7)	(19.5)	(18.2)	(17.6)
종속/관계기업손익	1.5	2.3	0.8	12.5	0.0
기타영업외손익	23.1	36.2	38.7	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>119.1</b>	<b>150.6</b>	<b>209.8</b>	<b>172.6</b>	<b>180.3</b>
법인세	53.7	41.7	69.2	46.6	48.7
계속사업이익	65.4	108.9	140.6	126.0	131.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>65.4</b>	<b>108.9</b>	<b>140.6</b>	<b>126.0</b>	<b>131.6</b>
비배주주지분 순이익	0.5	1.7	1.7	1.3	1.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>64.9</b>	<b>107.2</b>	<b>138.9</b>	<b>124.8</b>	<b>130.3</b>
지배주주지분포괄이익	62.1	109.5	152.0	120.3	125.7
NOPAT	66.0	93.9	127.2	130.2	144.5
EBITDA	202.3	228.5	294.3	281.0	302.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(0.40)	0.24	4.37	3.50	3.00
NOPAT증가율	10.18	42.27	35.46	2.36	10.98
EBITDA증가율	14.55	12.95	28.80	(4.52)	7.58
영업이익증가율	24.30	7.99	46.22	(6.06)	10.99
(지배주주)순이익증가율	23.15	65.18	29.57	(10.15)	4.41
EPS증가율	23.02	65.24	29.57	(10.17)	4.45
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	25.87	25.45	26.94	26.57	26.57
EBITDA이익률	6.84	7.71	9.51	8.78	9.17
영업이익률	4.07	4.38	6.14	5.57	6.00
계속사업이익률	2.21	3.67	4.54	3.94	3.99

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,801	2,976	3,856	3,464	3,618
BPS	25,405	27,896	31,559	34,422	37,440
CFPS	6,404	7,017	8,839	8,148	8,394
EBITDAPS	5,616	6,345	8,171	7,801	8,394
SPS	82,091	82,291	85,889	88,896	91,563
DPS	550	600	600	600	600
<b>주기지표(배)</b>					
PER	13.91	7.80	6.86	7.64	7.31
PBR	0.99	0.83	0.84	0.77	0.71
PCFR	3.91	3.31	2.99	3.25	3.15
EV/EBITDA	7.00	5.47	4.28	4.16	3.59
PSR	0.31	0.28	0.31	0.30	0.29
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.27	11.17	12.97	10.50	10.07
ROA	2.91	4.67	5.39	4.43	4.43
ROIC	4.74	6.46	8.62	8.73	9.55
부채비율	136.78	134.50	138.43	128.43	119.32
순부채비율	55.76	40.11	24.93	15.75	8.15
이자보상배율(배)	5.10	5.33	7.91	7.41	8.22

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>904.9</b>	<b>1,077.8</b>	<b>1,429.7</b>	<b>1,543.0</b>	<b>1,651.0</b>
금융자산	277.5	425.6	758.9	849.2	936.6
현금성자산	166.5	226.1	720.8	810.2	896.7
매출채권	253.5	260.1	267.6	276.9	285.2
재고자산	322.0	344.8	354.7	367.0	378.0
기타유동자산	51.9	47.3	48.5	49.9	51.2
<b>비유동자산</b>	<b>1,294.1</b>	<b>1,319.3</b>	<b>1,326.9</b>	<b>1,336.4</b>	<b>1,354.9</b>
투자자산	101.9	83.7	79.7	81.9	83.8
금융자산	45.3	43.2	38.0	38.8	39.4
유형자산	956.2	960.6	982.7	994.1	1,013.9
무형자산	131.7	126.0	122.8	118.6	115.4
기타비유동자산	104.3	149.0	141.7	141.8	141.8
<b>자산총계</b>	<b>2,199.0</b>	<b>2,397.1</b>	<b>2,756.6</b>	<b>2,879.4</b>	<b>3,005.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>738.5</b>	<b>795.1</b>	<b>938.8</b>	<b>951.2</b>	<b>962.3</b>
금융부채	417.5	425.0	559.5	560.1	560.7
매입채무	120.6	134.7	138.6	143.4	147.7
기타유동부채	200.4	235.4	240.7	247.7	253.9
<b>비유동부채</b>	<b>531.8</b>	<b>579.8</b>	<b>661.7</b>	<b>667.7</b>	<b>673.1</b>
금융부채	377.8	410.6	487.6	487.6	487.6
기타비유동부채	154.0	169.2	174.1	180.1	185.5
<b>부채총계</b>	<b>1,270.3</b>	<b>1,374.9</b>	<b>1,600.5</b>	<b>1,618.9</b>	<b>1,635.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>915.0</b>	<b>1,004.8</b>	<b>1,136.8</b>	<b>1,239.8</b>	<b>1,348.5</b>
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)	(17.3)	(17.3)	(17.3)
이익잉여금	651.0	730.1	856.5	959.7	1,068.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>13.7</b>	<b>17.4</b>	<b>19.4</b>	<b>20.7</b>	<b>22.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>928.7</b>	<b>1,022.2</b>	<b>1,156.2</b>	<b>1,260.5</b>	<b>1,370.5</b>
순금융부채	517.8	410.0	288.2	198.5	111.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>121.6</b>	<b>167.3</b>	<b>213.1</b>	<b>223.5</b>	<b>231.4</b>
당기순이익	65.4	108.9	140.6	126.0	131.6
조정	11	9	10	10	10
감가상각비	82.1	98.7	104.5	102.7	104.5
외환거래손익	(0.2)	(5.0)	0.3	0.0	0.0
지분법손익	(1.5)	(23.9)	(0.4)	0.0	0.0
기타	(69.4)	(60.8)	(94.4)	(92.7)	(94.5)
영업활동 자산채변동	(58.5)	(28.7)	(27.8)	(5.2)	(4.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(23.4)</b>	<b>(49.8)</b>	<b>100.7</b>	<b>(113.1)</b>	<b>(123.8)</b>
투자자산감소(증가)	4.9	20.4	4.5	(2.2)	(1.9)
자본증가(감소)	(144.1)	(12.4)	(103.8)	(110.0)	(121.0)
기타	115.8	(57.8)	200.0	(0.9)	(0.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(75.2)</b>	<b>(55.1)</b>	<b>178.7</b>	<b>(21.0)</b>	<b>(21.1)</b>
금융부채증가(감소)	(55.9)	40.4	211.6	0.6	0.5
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.3)	(75.7)	(11.3)	0.0	0.0
배당지급	(18.0)	(19.8)	(21.6)	(21.6)	(21.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>18.6</b>	<b>59.6</b>	<b>494.7</b>	<b>89.3</b>	<b>86.5</b>
Unlevered CFO	230.7	252.7	318.4	293.5	302.3
Free Cash Flow	(24.0)	57.5	108.6	113.5	110.4

## 8) 롯데칠성(Neutral, TP 12만원): 매출 감소 폭은 둔화되나...

## (1) 3Q20 Preview

음료 부진,  
주류는 베이스효과 기인해 YoY 매출  
소폭 성장 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6,437억원(YoY -2.0%), 424억원(YoY -13.4%)으로 추정한다. 일본 불매 부정적 영향이 3Q19부터 시작된 점을 감안시 YoY 매출 감소 폭은 둔화될 것으로 전망한다. 참고로 1분기 및 2분기 매출 성장은 각각 YoY -11.7%, -11.7%를 시현했다.

① 음료 매출은 YoY -3.0% 감소할 것으로 추정한다. 부정적인 날씨 및 코로나19 기인한 야외 활동 감소가 실적 부진의 주요 원인이다. 상대적으로 고마진인 사이다 매출이 YoY 감소한 것으로 파악된다. 영업마진도 YoY 2.0%p 하락할 것으로 추정한다. ② 주류 매출은 YoY 0.8% 증가할 것으로 추산된다. 전년 낮은 베이스 및 신제품 출시 효과에 기인한다. 소주 신제품 '처음처럼 플렉스' 및 맥주 신제품 '클라우드 생맥주'가 월 각각 10억원, 30억원 내외 기여하고 있는 것으로 파악된다. 상반기에 이어 맥주 판촉비 절감 기인해 주류 적자는 YoY 감소할 것으로 추산된다.

## (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 YoY -6.1%, -31.9% 감소할 것으로 추정된다. 일본 불매 부정적 영향으로 올해 소주 및 맥주 매출액은 각각 YoY 520억원, 160억원 감소할 것으로 예상된다. 2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 3,863억원(YoY +4.6%), 861억원(YoY +17.5%)로 전망한다. 내년 실적의 관전 포인트는 손익보다 매출 회복이다. 소주 신제품의 시장 안착 유무 및 경쟁 강도가 실적의 Key로 작용할 것으로 판단한다. 소주 점유율 반등 이후 주가도 바닥을 잡을 것으로 전망한다.

표 1. 롯데칠성 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>574.9</b>	<b>677.5</b>	<b>657.1</b>	<b>520.0</b>	<b>507.4</b>	<b>598.0</b>	<b>643.7</b>	<b>533.0</b>	<b>2,429.5</b>	<b>2,282.0</b>	<b>2,386.3</b>
음료	376.3	477.2	493.5	383.0	369.0	450.3	478.7	383.0	1,729.9	1,680.9	1,741.3
주류	198.6	200.3	163.7	137.1	138.4	147.7	165.0	150.0	699.6	601.1	645.0
<b>YoY</b>	<b>10.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>4.6%</b>
음료	11.2%	13.6%	5.8%	5.1%	-1.9%	-5.6%	-3.0%	0.0%	8.8%	-2.8%	3.6%
주류	7.8%	11.6%	-19.5%	-27.8%	-30.3%	-26.2%	0.8%	9.4%	-7.5%	-14.1%	7.3%
<b>영업이익</b>	<b>19.3</b>	<b>46.3</b>	<b>49.0</b>	<b>(6.9)</b>	<b>6.3</b>	<b>29.3</b>	<b>42.4</b>	<b>(4.7)</b>	<b>107.7</b>	<b>73.3</b>	<b>86.1</b>
YoY	123.7%	97.5%	-4.2%	TR	-67.5%	-36.8%	-13.4%	CR	26.7%	-31.9%	17.5%
OPM	3.3%	6.8%	7.5%	-1.3%	1.2%	4.9%	6.6%	-0.9%	4.4%	3.2%	3.6%
<b>세전이익</b>	<b>6.7</b>	<b>17.4</b>	<b>36.5</b>	<b>(198.5)</b>	<b>(3.5)</b>	<b>19.4</b>	<b>31.6</b>	<b>(17.7)</b>	<b>(137.9)</b>	<b>29.9</b>	<b>46.2</b>
YoY	123.7%	97.5%	-4.2%	CR	TR	11.3%	-13.2%	CR	CR	TB	54.8%
<b>(지배)순이익</b>	<b>2.4</b>	<b>(44.6)</b>	<b>29.3</b>	<b>(129.5)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>14.7</b>	<b>22.8</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(142.4)</b>	<b>23.4</b>	<b>36.7</b>
YoY	224.7%	99.1%	98.4%	CR	CR	TB	-25.7	CR	CR	TB	57.1%
NPM	0.4%	-6.6%	4.5%	-24.9%	-0.6%	2.5%	3.5%	-2.1%	-5.9%	1.0%	1.5%

자료: 하나금융투자

## 롯데칠성 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,346.3</b>	<b>2,429.5</b>	<b>2,282.0</b>	<b>2,386.3</b>	<b>2,457.9</b>
매출원가	1,417.4	1,445.9	1,398.6	1,462.5	1,499.3
매출총이익	928.9	983.6	883.4	923.8	958.6
판매비	843.9	876.0	810.1	837.7	862.7
<b>영업이익</b>	<b>85.0</b>	<b>107.7</b>	<b>73.3</b>	<b>86.1</b>	<b>95.9</b>
금융손익	(38.6)	(32.1)	(31.5)	(31.0)	(30.6)
중속/관계기업손익	3.2	(9.2)	(11.9)	(9.0)	(9.0)
기타영업외손익	(118.5)	(204.3)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(68.9)</b>	<b>(137.9)</b>	<b>29.9</b>	<b>46.2</b>	<b>56.3</b>
법인세	(18.9)	6.1	8.1	12.0	14.6
계속사업이익	(50.0)	(144.0)	21.8	34.2	41.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(50.0)</b>	<b>(144.0)</b>	<b>21.8</b>	<b>34.2</b>	<b>41.7</b>
비배주주지분 손익	(2.0)	(1.6)	(1.6)	(2.5)	(3.1)
<b>지배주주순이익</b>	<b>(48.1)</b>	<b>(142.4)</b>	<b>23.4</b>	<b>36.7</b>	<b>44.8</b>
지배주주지분포괄이익	(58.4)	(137.5)	21.3	33.5	40.8
NOPAT	61.6	112.4	53.4	63.7	70.9
EBITDA	236.7	271.4	235.2	247.1	256.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.94	3.55	(6.07)	4.57	3.00
NOPAT증가율	(10.20)	82.47	(52.49)	19.29	11.30
EBITDA증가율	5.39	14.66	(13.34)	5.06	3.84
영업이익증가율	12.73	26.71	(31.94)	17.46	11.38
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	56.84	22.07
EPS증가율	적전	적지	흑전	41.91	21.97
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	39.59	40.49	38.71	38.71	39.00
EBITDA이익률	10.09	11.17	10.31	10.35	10.44
영업이익률	3.62	4.43	3.21	3.61	3.90
계속사업이익률	(2.13)	(5.93)	0.96	1.43	1.70

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(5,480)	(16,243)	2,653	3,765	4,592
BPS	147,786	146,060	131,482	132,701	134,748
CFPS	30,610	34,450	25,114	24,246	25,225
EBITDAPS	26,992	30,946	26,649	25,338	26,317
SPS	267,572	277,066	258,583	244,738	252,080
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
<b>주가지표(배)</b>					
PER	(25.55)	(8.62)	33.40	23.53	19.29
PBR	0.95	0.96	0.67	0.67	0.66
PCFR	4.57	4.06	3.53	3.65	3.51
EV/EBITDA	10.52	9.21	8.78	8.31	7.93
PSR	0.52	0.51	0.34	0.36	0.35
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(3.78)	(11.68)	1.93	3.01	3.62
ROA	(1.41)	(4.34)	0.72	1.13	1.37
ROIC	2.55	4.63	2.21	2.65	2.95
부채비율	167.60	165.19	162.72	163.26	162.26
순부채비율	105.88	106.48	104.84	103.30	100.79
이자보상배율(배)	2.24	2.75	1.82	2.14	2.38

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>688.7</b>	<b>788.4</b>	<b>773.9</b>	<b>808.0</b>	<b>839.1</b>
금융자산	112.4	208.8	229.4	238.7	252.8
현금성자산	98.4	199.4	220.5	229.5	243.3
매출채권	260.5	242.4	227.7	238.1	245.3
재고자산	257.1	273.9	257.3	269.1	277.1
기타유동자산	58.7	63.3	59.5	62.1	63.9
<b>비유동자산</b>	<b>2,622.6</b>	<b>2,468.1</b>	<b>2,451.3</b>	<b>2,448.4</b>	<b>2,449.2</b>
투자자산	150.4	108.6	103.7	107.2	109.6
금융자산	93.7	85.6	82.1	84.6	86.3
유형자산	2,165.7	2,014.6	2,013.2	2,015.9	2,022.2
무형자산	151.7	118.6	108.1	99.0	91.0
기타비유동자산	154.8	226.3	226.3	226.3	226.4
<b>자산총계</b>	<b>3,311.3</b>	<b>3,256.5</b>	<b>3,225.2</b>	<b>3,256.4</b>	<b>3,288.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>689.0</b>	<b>941.6</b>	<b>918.7</b>	<b>934.9</b>	<b>946.0</b>
금융부채	200.6	560.9	560.9	560.9	560.9
매입채무	110.0	87.4	82.1	85.8	88.4
기타유동부채	378.4	293.3	275.7	288.2	296.7
<b>비유동부채</b>	<b>1,384.8</b>	<b>1,086.9</b>	<b>1,078.9</b>	<b>1,084.5</b>	<b>1,088.4</b>
금융부채	1,222.0	955.6	955.6	955.6	955.6
기타비유동부채	162.8	131.3	123.3	128.9	132.8
<b>부채총계</b>	<b>2,073.9</b>	<b>2,028.5</b>	<b>1,997.6</b>	<b>2,019.5</b>	<b>2,034.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,227.3</b>	<b>1,212.1</b>	<b>1,213.4</b>	<b>1,225.3</b>	<b>1,245.2</b>
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
자본조정	(849.4)	(700.0)	(700.0)	(700.0)	(700.0)
기타포괄이익누계액	(13.7)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
이익잉여금	2,083.3	1,908.3	1,909.5	1,921.4	1,941.4
<b>비배주주지분</b>	<b>10.1</b>	<b>15.9</b>	<b>14.2</b>	<b>11.7</b>	<b>8.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,237.4</b>	<b>1,228.0</b>	<b>1,227.6</b>	<b>1,237.0</b>	<b>1,253.8</b>
순금융부채	1,310.2	1,307.6	1,287.0	1,277.7	1,263.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>85.9</b>	<b>134.1</b>	<b>191.6</b>	<b>195.9</b>	<b>204.1</b>
당기순이익	(50.0)	(144.0)	21.8	34.2	41.7
조정	27	38	17	16	16
감가상각비	151.7	163.7	161.9	160.9	160.7
외환거래손익	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.2)	31.8	0.0	0.0	0.0
기타	(121.2)	(157.4)	(144.9)	(144.9)	(144.7)
영업활동 자산부채변동	(132.8)	(97.5)	4.2	(3.0)	(2.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(141.0)</b>	<b>(134.2)</b>	<b>(144.5)</b>	<b>(158.4)</b>	<b>(161.8)</b>
투자자산감소(증가)	17.1	50.9	5.0	(3.5)	(2.4)
자본증가(감소)	(131.2)	(139.4)	(150.0)	(154.5)	(159.1)
기타	(26.9)	(45.7)	0.5	(0.4)	(0.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.1</b>	<b>101.9</b>	<b>(25.9)</b>	<b>(28.6)</b>	<b>(28.6)</b>
금융부채증가(감소)	28.4	93.8	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.2)	30.3	(3.7)	(3.8)	(3.8)
배당지급	(27.1)	(22.2)	(22.2)	(24.8)	(24.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(55.1)</b>	<b>101.0</b>	<b>21.2</b>	<b>8.9</b>	<b>13.7</b>
Unlevered CFO	268.4	302.1	221.6	236.4	246.0
Free Cash Flow	(52.8)	(19.1)	41.6	41.4	45.0

### 9) 롯데푸드(BUY, TP 42만원): 코로나19 기인해 B2B 채널 부진 불가피

#### (1) 3Q20 Preview

**B2B 채널 부진 지속**

3분기 별도 매출액 및 영업이익은 각각 4,608억원(YoY -3.5%), 175억원(YoY -17.3%)으로 추정한다. B2B 채널 비중이 높은 특성 상 3분기도 코로나19 부정적 영향이 불가피할 것으로 판단한다.

① 유지/식품 매출은 YoY -6.0% 감소할 것으로 추정한다. B2B 채널(급식, 외식 등)로의 식자재 매출 감소 추세가 이어질 것으로 예상된다. 매출 감소 기인해 영업마진도 150bp 하락할 것으로 추정한다. ② 빙과/파스퇴르 매출은 YoY -0.9% 감소할 것으로 추산된다. 7~8월 비우호적인 날씨 기인해 빙과 매출이 부진했으나 9월 일부 만회한 것으로 파악된다. 다만 학교 등 급식 우유 매출 감소는 불가피하겠다. 수익성도 YoY 소폭 하락할 것으로 전망한다. ③ 육가공 매출은 YoY -4.0% 감소할 것으로 추산된다. 후레쉬델리리카의 비수의 거래처 구조조정으로 매출 감소 흐름이 유지될 전망이다. 다만, HMR 판촉 비용 절감 기인해 수익성 개선 기조는 유효하다. 투입 돈가도 안정적인 만큼 YoY 흑자전환이 예상된다.

#### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY -3.5%, -11.1% 감소할 것으로 추정한다. 하반기 갈수록 손익 하락 폭은 둔화되겠지만 B2B 채널 비중이 높은 만큼 3분기도 YoY 감익이 불가피할 전망이다. 2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 7,747억원(YoY +2.8%), 484억원(YoY +10.1%)로 전망한다. 내년은 전 사업부의 기저효과를 기대할 수 있겠다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 9배 거래 중으로 밸류에이션은 부담없다. 그러나 내년 기저효과 이외 추가 모멘텀이 부재해 아쉽다. 그룹 유통 채널을 활용한 시너지가 가시화되기까지는 기다림이 필요해 보인다.

표 1. 롯데푸드 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>425.2</b>	<b>467.0</b>	<b>477.6</b>	<b>418.2</b>	<b>409.2</b>	<b>440.6</b>	<b>460.8</b>	<b>415.1</b>	<b>1,788.0</b>	<b>1,725.7</b>	<b>1,774.7</b>
유지/식품	175.0	181.0	172.9	171.9	166.0	166.0	162.5	166.7	700.7	661.2	687.6
빙과/유가공	83.0	117.0	123.3	75.1	84.0	116.0	123.3	77.4	398.5	400.7	408.7
육가공	167.0	169.0	182.3	171.0	160.0	159.0	175.0	171.0	689.4	665.1	678.4
YoY	-1.3%	-0.7%	-3.8%	1.2%	-3.8%	-5.7%	-3.5%	-0.7%	-1.3%	-3.5%	2.8%
유지/식품	-14.7%	-13.8%	-14.8%	-14.4%	-5.1%	-8.3%	-6.0%	-3.0%	-14.4%	-5.6%	4.0%
빙과/유가공	-9.3%	-9.0%	-12.7%	-11.7%	1.2%	-0.9%	0.0%	3.0%	-10.8%	0.6%	2.0%
육가공	24.4%	28.3%	19.7%	28.6%	-4.2%	-5.9%	-4.0%	0.0%	25.0%	-3.5%	2.0%
<b>영업이익</b>	<b>8.6</b>	<b>18.6</b>	<b>21.2</b>	<b>1.2</b>	<b>10.0</b>	<b>14.0</b>	<b>17.5</b>	<b>2.5</b>	<b>49.5</b>	<b>44.0</b>	<b>48.4</b>
YoY	-46.2%	-18.8%	-23.0%	-10.2%	16.1%	-24.5%	-17.3%	113.4%	-26.8%	-11.1%	10.1%
OPM	2.0%	4.0%	4.4%	0.3%	2.4%	3.2%	3.8%	0.6%	2.8%	2.5%	2.7%
유지/식품	10.0	13.0	11.0	5.2	10.0	7.0	8.0	5.0	39.2	30.0	33.0
빙과/유가공	1.0	10.0	10.0	-1.5	1.0	9.0	9.0	-1.5	19.5	17.5	18.4
육가공	-2.0	-4.0	-0.5	-2.0	-1.0	-2.0	0.5	-1.0	-8.5	-3.5	-3.0
<b>세전이익</b>	<b>10.0</b>	<b>19.1</b>	<b>20.2</b>	<b>0.3</b>	<b>8.9</b>	<b>74.4</b>	<b>16.1</b>	<b>1.1</b>	<b>49.6</b>	<b>99.6</b>	<b>44.7</b>
YoY	-28.9%	-4.2%	-14.7%	-116.2%	-11.1%	288.7%	-20.0%	299.8%	-11.3%	101.0%	-55.1%
<b>지배순이익</b>	<b>7.2</b>	<b>14.5</b>	<b>15.3</b>	<b>0.5</b>	<b>6.9</b>	<b>56.3</b>	<b>12.1</b>	<b>0.9</b>	<b>37.5</b>	<b>75.5</b>	<b>33.9</b>
YoY	-32.3%	-4.2%	-14.5%	-146.3%	-4.9%	287.8%	-20.7%	74.0%	-11.8%	101.2%	-55.1%
NPM	1.7%	3.1%	3.2%	0.1%	1.7%	12.8%	2.6%	0.2%	2.1%	4.4%	1.9%

자료: 마나금융투자

## 롯데푸드 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,810.8	1,788.0	1,725.7	1,774.7	1,828.0
매출원가	1,503.0	1,487.8	1,440.2	1,482.8	1,526.4
매출총이익	307.8	300.2	285.5	291.9	301.6
판매비	240.3	250.8	241.6	243.5	250.4
영업이익	67.6	49.5	44.0	48.4	51.2
금융손익	(8.8)	(4.5)	(4.6)	(4.2)	(4.0)
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.1)	60.2	0.5	0.0
기타영업외손익	(2.8)	4.7	0.0	0.0	0.0
세전이익	55.9	49.6	99.6	44.7	47.1
법인세	13.4	12.0	24.1	10.8	11.4
계속사업이익	42.5	37.5	75.5	33.9	35.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	42.5	37.5	75.5	33.9	35.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	42.5	37.5	75.5	33.9	35.7
지배주주지분포괄이익	37.1	38.7	75.5	33.9	35.7
NOPAT	51.4	37.5	33.3	36.7	38.8
EBITDA	113.5	100.8	95.9	101.1	104.9
성장성(%)					
매출액증가율	(0.43)	(1.26)	(3.48)	2.84	3.00
NOPAT증가율	(9.03)	(27.04)	(11.20)	10.21	5.72
EBITDA증가율	(0.35)	(11.19)	(4.86)	5.42	3.76
영업이익증가율	2.11	(26.78)	(11.11)	10.00	5.79
(지배주주)순이익증가율	(55.31)	(11.76)	101.33	(55.10)	5.31
EPS증가율	(47.95)	(11.79)	101.22	(55.14)	5.49
수익성(%)					
매출총이익률	17.00	16.79	16.54	16.45	16.50
EBITDA이익률	6.27	5.64	5.56	5.70	5.74
영업이익률	3.73	2.77	2.55	2.73	2.80
계속사업이익률	2.35	2.10	4.38	1.91	1.95

## 투자지표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	37,584	33,151	66,705	29,927	31,569
BPS	726,876	749,015	806,074	826,355	848,277
CFPS	105,304	99,925	137,900	89,749	92,684
EBITDAPS	100,286	89,073	84,714	89,352	92,684
SPS	1,599,839	1,579,714	1,524,682	1,567,966	1,615,005
DPS	15,000	12,000	12,000	12,000	12,000
주기지표(배)					
PER	18.86	12.46	4.62	10.29	9.76
PBR	0.98	0.55	0.38	0.37	0.36
PCFR	6.73	4.13	2.23	3.43	3.32
EV/EBITDA	8.45	6.50	4.96	4.59	4.30
PSR	0.44	0.26	0.20	0.20	0.19
재무비율(%)					
ROE	6.31	5.40	10.21	4.32	4.43
ROA	3.50	2.97	5.61	2.44	2.51
ROIC	6.29	4.84	4.55	4.95	5.15
부채비율	77.04	86.73	77.75	76.82	75.89
순부채비율	22.88	26.62	16.76	14.77	12.76
이자보상배율(배)	11.95	9.48	8.10	8.92	9.43

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	450.2	624.5	668.4	692.2	717.9
금융자산	56.3	41.5	100.2	112.3	125.3
현금성자산	43.0	28.6	87.4	99.5	112.3
매출채권	189.4	192.4	185.7	191.0	196.7
재고자산	192.3	227.1	219.2	225.5	232.2
기타유동자산	12.2	163.5	163.3	163.4	163.7
비유동자산	758.1	696.6	704.1	713.6	724.1
투자자산	39.9	27.2	26.6	27.1	27.6
금융자산	39.4	26.8	26.1	26.6	27.2
유형자산	541.0	582.9	593.4	604.3	615.6
무형자산	47.1	46.2	43.9	42.0	40.6
기타비유동자산	130.1	40.3	40.2	40.2	40.3
자산총계	1,208.3	1,321.2	1,372.4	1,405.9	1,442.1
유동부채	181.0	453.8	442.1	451.3	461.3
금융부채	3.0	115.6	115.5	115.6	115.7
매입채무	83.4	80.2	77.4	79.6	81.9
기타유동부채	94.6	258.0	249.2	256.1	263.7
비유동부채	344.8	159.8	158.2	159.5	160.8
금융부채	209.4	114.2	114.2	114.2	114.2
기타비유동부채	135.4	45.6	44.0	45.3	46.6
부채총계	525.8	613.6	600.3	610.8	622.2
지배주주지분	682.5	707.5	772.1	795.1	819.9
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
자본조정	(283.8)	(283.8)	(283.8)	(283.8)	(283.8)
기타포괄이익누계액	(11.1)	2.8	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	911.7	922.9	987.5	1,010.4	1,035.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	682.5	707.5	772.1	795.1	819.9
순금융부채	156.1	188.3	129.4	117.4	104.6

## 현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	96.8	47.6	133.8	89.4	92.0
당기순이익	42.5	37.5	75.5	33.9	35.7
조정	6	6	6	6	6
감가상각비	45.9	51.4	51.9	52.7	53.7
외환거래손익	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(41.4)	(45.5)	(45.9)	(46.7)	(47.7)
영업활동 자산부채변동	(6.1)	(52.4)	1.8	(1.4)	(1.5)
투자활동 현금흐름	(33.2)	(49.3)	(58.4)	(61.1)	(62.9)
투자자산감소(증가)	(2.3)	12.8	0.6	(0.5)	(0.5)
자본증가(감소)	(54.0)	(74.6)	(60.0)	(61.8)	(63.7)
기타	23.1	12.5	1.0	1.2	1.3
재무활동 현금흐름	(119.1)	(12.8)	(16.5)	(16.2)	(16.2)
금융부채증가(감소)	(90.4)	17.4	(0.1)	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.7)	(16.6)	(5.5)	(5.4)	(5.4)
배당지급	(20.0)	(13.6)	(10.9)	(10.9)	(10.9)
현금의 증감	(55.5)	(14.4)	58.9	12.0	12.9
Unlevered CFO	119.2	113.1	156.1	101.6	104.9
Free Cash Flow	37.6	(27.2)	73.8	27.6	28.3

## 10) 매일유업(BUY, TP 10만원): 유제품 수요 부진 VS. 건기식은 호조

### (1) 3Q20 Preview

#### 유제품 시장 수요 부진

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,617억원(YoY +3.4%), 223억원(YoY +26.1%)으로 추정한다. 전년 기저효과 및 건기식 판매 호조 기인해 YoY 증익 가능할 전망이다.

① 국내 조제분유는 YoY 매출 감소가 지속되고 있다. 국내 출생아 수 감소 및 외산 분유 업체의 점유율 확대가 여전히 부담 요인이다. 중국 제조분유 수출액도 전년대비 소폭 감소한 것으로 파악된다. 참고로 관세청에 의하면 3분기 중국 향 제조분유 수출액은 YoY -24.2% 감소했다. ② 컵커피 및 가공유는 편의점 채널 부진으로 매출 및 수익성이 기대를 못 미치고 있는 것으로 파악된다. ③ 다행히도 상대적으로 고마진인 상하목장, 곡물우유 등은 견조한 성장세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. ④ 성인건강식 '셀렉스' 판매도 호조세가 지속되고 있다. 셀렉스 올해 매출 기여는 3.5%로 추정된다.

### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 4,427억원(YoY +3.5%), 845억원(YoY -0.9%)으로 추정한다. 2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.3%, 14.1% 증가할 것으로 예상된다. 영업환경은 올해보다 내년이 우호적일 것으로 판단한다. ① 올해는 개학이 연기되면서 전반적인 유제품 수요가 부진했다. 내년은 기저효과를 기대할 수 있겠다. ② 더불어, 한국유가공협회와 낙농협회가 올해 원유 가격을 동결(리터당 926원)하기로 합의했다. 내년 8월부터 리터당 947원으로 21원이 인상(YoY 2.3%)된다. 내년 7월까지 원유 가격이 동결됨으로써 단기 원가 부담 가중 우려가 해소된 점은 긍정적이다. 하반기는 판가 인상 가능성을 열어둘 수 있다. ③ 건기식 제품 '셀렉스' 판매가 좋다. 제품 라인업 확대를 통해 매출 성장을 도모하고 있다. 손익 측면에서도 흑자전환한 것으로 판단된다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 8배에 거래 중이다. 매력적인 밸류에이션을 제공한다. 내년 사업환경은 올해보다 우호적일 것으로 전망한다. 실적 모멘텀도 확대될 것으로 기대한다.

표 1. 매일유업 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>337.5</b>	<b>349.7</b>	<b>349.7</b>	<b>356.3</b>	<b>358.2</b>	<b>355.3</b>	<b>361.7</b>	<b>367.5</b>	<b>1,393.3</b>	<b>1,442.7</b>	<b>1,504.2</b>
제조분유	36.0	35.3	37.1	39.6	31.4	28.3	36.9	40.4	148.0	137.0	135.7
백색우유	74.6	84.7	81.8	80.2	77.6	91.5	83.4	81.8	321.2	334.2	351.0
상하목장	27.4	28.0	27.6	26.4	29.6	29.7	29.2	28.0	109.4	116.5	123.5
컵커피	44.2	49.2	43.0	39.0	46.4	50.2	44.3	41.0	175.4	181.9	192.8
<b>YoY</b>	<b>5.1%</b>	<b>9.6%</b>	<b>4.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.3%</b>
제조분유	-2.1%	-5.5%	-10.9%	-6.8%	-12.8%	-19.9%	-0.4%	2.1%	-6.5%	-7.4%	0.0%
백색우유	0.0%	2.0%	1.0%	1.0%	4.0%	8.0%	2.0%	2.0%	1.0%	4.0%	5.0%
상하목장	15.0%	10.0%	6.0%	6.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	9.2%	6.5%	6.0%
컵커피	8.0%	9.0%	3.0%	5.0%	5.0%	2.0%	3.0%	5.0%	6.3%	3.7%	6.0%
<b>영업이익</b>	<b>19.6</b>	<b>27.8</b>	<b>17.7</b>	<b>20.2</b>	<b>20.4</b>	<b>20.3</b>	<b>22.3</b>	<b>21.6</b>	<b>85.3</b>	<b>84.5</b>	<b>96.5</b>
YoY	19.5%	47.0%	-16.6%	13.0%	3.8%	-27.0%	26.1%	6.9%	14.6%	-0.9%	14.1%
OPM	5.8%	8.0%	5.1%	5.7%	5.7%	5.7%	6.2%	5.9%	6.1%	5.9%	6.4%
<b>세전이익</b>	<b>20.7</b>	<b>28.4</b>	<b>17.9</b>	<b>18.1</b>	<b>24.7</b>	<b>19.4</b>	<b>22.6</b>	<b>21.9</b>	<b>85.2</b>	<b>88.5</b>	<b>94.0</b>
YoY	31.5%	17.6%	-3.8%	-0.8%	19.0%	-31.9%	26.3%	20.6%	10.9%	3.9%	6.2%
<b>지배순이익</b>	<b>16.1</b>	<b>21.3</b>	<b>14.8</b>	<b>12.2</b>	<b>19.2</b>	<b>14.1</b>	<b>16.7</b>	<b>17.3</b>	<b>64.3</b>	<b>67.2</b>	<b>70.7</b>
YoY	32.4%	16.1%	-15.1%	17.1%	19.0%	-33.8%	12.9%	42.0%	10.4%	4.5%	5.2%
NPM	4.8%	6.1%	4.2%	3.4%	5.3%	4.0%	4.6%	4.7%	4.6%	4.7%	4.7%

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	1,442.7	1,504.2	1,564.4
매출원가	933.5	983.8	1,040.8	1,075.7	1,110.7
매출총이익	367.1	409.5	401.9	428.5	453.7
판매비	292.7	324.1	317.4	332.0	344.2
영업이익	74.4	85.3	84.5	96.5	109.5
금융손익	3.6	1.1	0.8	2.4	4.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.8	(5.8)	0.0
기타영업외손익	(1.2)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	76.8	85.2	88.2	93.1	113.6
법인세	18.4	20.8	21.2	22.4	27.4
계속사업이익	58.3	64.3	67.0	70.7	86.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	64.3	67.0	70.7	86.1
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	58.3	64.3	67.0	70.7	86.1
지배주주지분포괄이익	55.0	63.0	67.0	70.7	86.1
NOPAT	56.5	64.4	64.2	73.3	83.0
EBITDA	101.4	118.3	117.0	128.7	141.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	7.13	3.55	4.26	4.00
NOPAT증가율	N/A	13.98	(0.31)	14.17	13.23
EBITDA증가율	N/A	16.67	(1.10)	10.00	10.10
영업이익증가율	N/A	14.65	(0.94)	14.20	13.47
(지배주주)순이익증가율	N/A	10.29	4.20	5.52	21.78
EPS증가율	N/A	8.92	4.13	5.60	21.74
수익성(%)					
매출총이익률	28.23	29.39	27.86	28.49	29.00
EBITDA이익률	7.80	8.49	8.11	8.56	9.06
영업이익률	5.72	6.12	5.86	6.42	7.00
계속사업이익률	4.48	4.61	4.64	4.70	5.50

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	348.2	391.9	426.0	499.2	586.5
금융자산	77.9	107.4	131.4	192.1	267.0
현금성자산	64.1	84.3	107.9	168.1	242.6
매출채권	148.5	153.6	159.0	165.8	172.5
재고자산	111.3	116.3	120.4	125.5	130.5
기타유동자산	10.5	14.6	15.2	15.8	16.5
비유동자산	267.6	283.3	281.0	280.1	280.6
투자자산	7.4	4.6	4.8	5.0	5.2
금융자산	7.4	4.6	4.8	5.0	5.2
유형자산	226.7	228.8	227.9	228.1	229.4
무형자산	8.2	8.2	6.7	5.4	4.4
기타비유동자산	25.3	41.7	41.6	41.6	41.6
자산총계	615.7	675.2	706.9	779.4	867.0
유동부채	184.1	214.7	185.2	192.4	199.5
금융부채	22.2	41.6	6.5	6.6	6.8
매입채무	71.0	73.6	76.2	79.5	82.6
기타유동부채	90.9	99.5	102.5	106.3	110.1
비유동부채	84.7	56.9	57.4	58.0	58.6
금융부채	72.7	43.4	43.4	43.4	43.4
기타비유동부채	12.0	13.5	14.0	14.6	15.2
부채총계	268.8	271.6	242.6	250.4	258.0
지배주주지분	347.0	403.6	464.4	529.0	609.0
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	209.2	273.9	353.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	403.6	464.4	529.0	609.0
순금융부채	17.0	(22.4)	(81.5)	(142.1)	(216.9)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,530	8,202	8,541	9,019	10,980
BPS	44,268	51,598	59,340	67,579	77,780
CFPS	13,018	15,018	15,277	15,672	18,068
EBITDAPS	13,093	15,082	14,920	16,412	18,068
SPS	167,883	177,629	183,933	191,775	199,446
DPS	700	800	800	800	800
주기지표(배)					
PER	10.46	10.50	8.07	7.64	6.28
PBR	1.78	1.67	1.16	1.02	0.89
PCFR	6.05	5.73	4.51	4.40	3.81
EV/EBITDA	6.26	5.52	3.91	3.09	2.28
PSR	0.47	0.48	0.37	0.36	0.35
재무비율(%)					
ROE	16.81	17.14	15.44	14.24	15.14
ROA	9.47	9.97	9.69	9.52	10.46
ROIC	14.93	16.49	15.90	18.01	20.15
부채비율	77.46	67.28	52.23	47.33	42.37
순부채비율	4.91	(5.56)	(17.56)	(26.86)	(35.61)
이자보상배율(배)	23.19	30.57	40.41	62.31	70.48

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	61.5	91.4	95.5	98.1	113.6
당기순이익	58.3	64.3	67.0	70.7	86.1
조정	2	3	3	3	3
감가상각비	27.1	33.0	32.5	32.2	32.2
외환거래손익	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(25.3)	(30.5)	(29.5)	(29.2)	(29.2)
영업활동자산부채변동	(20.8)	(7.8)	(3.9)	(4.9)	(4.8)
투자활동 현금흐름	(26.3)	(40.4)	(30.6)	(31.9)	(33.1)
투자자산감소(증가)	(7.4)	2.7	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본증가(감소)	(27.3)	(35.6)	(30.0)	(31.2)	(32.4)
기타	8.4	(7.5)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(7.7)	(30.5)	(41.4)	(6.0)	(6.0)
금융부채증가(감소)	94.9	(9.9)	(35.2)	0.2	0.2
자본증가(감소)	260.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(359.9)	(15.1)	0.1	(0.1)	(0.1)
배당지급	(3.4)	(5.5)	(6.3)	(6.1)	(6.1)
현금의 증감	27.3	20.3	23.6	60.2	74.5
Unlevered CFO	100.9	117.8	119.8	122.9	141.7
Free Cash Flow	33.8	55.0	65.5	66.9	81.1

### 11) 콜마비엔에이치(BUY, TP 8.5만원): 여전히 고성장 중

#### (1) 3Q20 Preview

건기식, 화장품 모두 좋아

3분기 매출액 및 영업이익을 각각 1,687억원(YoY +56.0%), 336억원(YoY +92.4%)로 추정한다. 3분기가 비수기임에도 불구하고 2분기와 유사한 수준의 호실적이 기대된다.

본사 건기식 매출은 코로나19 기인한 비타민 및 유산균 제품 판매 호조로 YoY 57.6% 증가할 것으로 추정한다. 본사 화장품 매출은 높은 베이스 기인해 전년 수준을 예상한다. 연결 자회사 '에치엔지'가 좋다. 인플루언서의 화장품 OEM 주문이 늘어나면서 에치엔지 매출 및 이익 기여가 QoQ 증가할 것으로 추산된다. 에터미 중국 향 수출은 2분기와 유사한 230억원을 예상한다. 연간 사측 가이드스(700억원) 시현은 무난해 보인다.

#### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,254억원(YoY +42.5%), 1,225억원(YoY +65.4%)으로 추정한다. 2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 8,288억원(YoY +32.5%), 1,630억원(YoY +33.0%)으로 예상한다. 에터미 향 중국 수출 고성장에 기인해 수출 비중은 2019년 18%→2020년 29%→2021년 37%로 큰 폭 상승할 것으로 추산된다. 참고로 하나금융투자는 올해 및 내년 수출액(식품+화장품)은 각각 1,830억원, 3,030억원을 전망했다. 이는 각각 YoY 130%, 66% 증가한 수치이다. 에터미가 인도에서도 법인을 설립하면서 회원을 모집 중인 만큼 중장기 수출 성장성은 더욱 부각될 전망이다.

최근 주가 조정으로 현 주가는 12개월 Fwd PER 16배에 거래 중이다. 중장기 높은 수출 성장성 감안시 여전히 저가 매수가 유효하다는 판단이다.

표 1. 콜마비엔에이치 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>106.6</b>	<b>116.4</b>	<b>108.2</b>	<b>107.8</b>	<b>129.1</b>	<b>174.4</b>	<b>168.7</b>	<b>153.1</b>	<b>438.9</b>	<b>625.4</b>	<b>828.8</b>
① 본사	92.9	102.2	96.2	93.2	111.2	154.2	140.3	135.2	384.5	540.8	703.7
-식품	57.1	67.3	63.6	65.6	79.8	105.6	100.3	97.2	253.6	382.8	481.1
-화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	31.4	48.5	40.0	38.0	130.6	157.9	213.4
② 근오농림	7.3	11.6	7.0	10.2	8.6	10.2	7.7	11.2	36.1	37.7	41.5
③ 에치엔지	18.1	18.8	16.8	19.5	24.6	30.7	35.0	20.0	73.2	110.3	135.0
④ 강소콜마								5.0		5.0	40.0
<b>YoY</b>	<b>10.3%</b>	<b>28.1%</b>	<b>20.8%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>21.2%</b>	<b>49.8%</b>	<b>56.0%</b>	<b>42.1%</b>	<b>13.6%</b>	<b>42.5%</b>	<b>32.5%</b>
① 본사	10.7%	27.9%	24.3%	-1.7%	19.7%	50.9%	45.8%	45.1%	14.4%	40.7%	30.1%
-식품	15.6%	36.0%	32.5%	20.8%	39.8%	56.9%	57.6%	48.1%	25.9%	51.0%	25.7%
-화장품	3.8%	14.9%	10.9%	-31.7%	-12.0%	39.4%	23.1%	37.7%	-2.8%	20.9%	35.1%
② 근오농림	14.1%	314.3%	52.2%	61.9%	17.4%	-12.1%	10.0%	10.0%	79.6%	4.4%	10.0%
③ 에치엔지	16.0%	40.3%	13.5%	3.2%	36.0%	63.3%	108.3%	2.6%	16.7%	50.7%	22.4%
④ 강소콜마	NA										
<b>영업이익</b>	<b>16.7</b>	<b>19.8</b>	<b>17.5</b>	<b>20.1</b>	<b>24.1</b>	<b>35.5</b>	<b>33.6</b>	<b>29.3</b>	<b>74.1</b>	<b>122.5</b>	<b>163.0</b>
YoY	15.2%	44.5%	27.5%	20.9%	44.3%	79.1%	92.4%	46.0%	26.5%	65.4%	33.0%
OPM	15.7%	17.0%	16.1%	18.6%	18.7%	20.3%	19.9%	19.2%	16.9%	19.6%	19.7%
<b>세전이익</b>	<b>16.9</b>	<b>20.1</b>	<b>18.2</b>	<b>16.9</b>	<b>24.0</b>	<b>36.2</b>	<b>33.9</b>	<b>30.1</b>	<b>72.1</b>	<b>124.2</b>	<b>167.7</b>
YoY	20.6%	41.7%	17.8%	-18.0%	42.2%	79.9%	86.6%	78.1%	12.2%	72.3%	35.0%
<b>지배순이익</b>	<b>13.4</b>	<b>15.5</b>	<b>13.7</b>	<b>12.0</b>	<b>18.4</b>	<b>27.5</b>	<b>25.4</b>	<b>21.7</b>	<b>54.5</b>	<b>93.0</b>	<b>125.2</b>
YoY	28.1%	46.5%	13.4%	-21.8%	38.1%	77.8%	85.7%	81.2%	12.7%	70.8%	34.6%
NPM	12.5%	13.3%	12.6%	11.1%	14.3%	15.8%	15.0%	14.2%	12.4%	14.9%	15.1%

자료: 하나금융투자

콜마비엔에이치 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>386.4</b>	<b>438.9</b>	<b>625.4</b>	<b>828.8</b>	<b>1,036.0</b>
매출원가	309.3	343.9	478.4	633.2	790.5
매출총이익	77.1	95.0	147.0	195.6	245.5
판매비	18.5	20.9	24.5	32.6	41.4
<b>영업이익</b>	<b>58.5</b>	<b>74.1</b>	<b>122.5</b>	<b>163.0</b>	<b>204.1</b>
금융손익	3.8	(2.3)	0.6	1.1	2.0
중속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	1.1	3.6	0.0
기타영업외손익	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>64.2</b>	<b>72.1</b>	<b>124.2</b>	<b>167.7</b>	<b>206.1</b>
법인세	14.9	17.3	30.9	41.2	50.5
계속사업이익	49.3	54.8	93.2	126.5	155.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>49.3</b>	<b>54.8</b>	<b>93.2</b>	<b>126.5</b>	<b>155.6</b>
비배주주지분 손익	1.0	0.3	0.2	1.3	1.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>48.4</b>	<b>54.5</b>	<b>93.0</b>	<b>125.2</b>	<b>154.0</b>
지배주주지분포괄이익	48.2	53.7	92.8	125.9	154.8
NOPAT	45.0	56.3	92.0	123.0	154.1
EBITDA	62.7	79.3	129.9	172.5	215.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	14.45	13.59	42.49	32.52	25.00
NOPAT증가율	14.80	25.11	63.41	33.70	25.28
EBITDA증가율	20.11	26.48	63.81	32.79	25.10
영업이익증가율	19.88	26.67	65.32	33.06	25.21
(지배주주)순이익증가율	5.68	12.60	70.64	34.62	23.00
EPS증가율	5.68	12.65	70.77	34.58	22.96
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	19.95	21.65	23.50	23.60	23.70
EBITDA이익률	16.23	18.07	20.77	20.81	20.83
영업이익률	15.14	16.88	19.59	19.67	19.70
계속사업이익률	12.76	12.49	14.90	15.26	15.02

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>151.8</b>	<b>207.4</b>	<b>303.7</b>	<b>437.8</b>	<b>602.1</b>
금융자산	60.5	102.8	154.7	240.3	355.2
현금성자산	29.2	59.6	101.6	176.5	280.5
매출채권	40.7	39.7	56.6	75.0	93.8
채고자산	38.5	48.6	69.2	91.7	114.6
기타유동자산	12.1	16.3	23.2	30.8	38.5
<b>비유동자산</b>	<b>139.8</b>	<b>179.0</b>	<b>208.7</b>	<b>238.3</b>	<b>267.5</b>
투자자산	30.4	30.2	32.4	34.7	37.1
금융자산	30.1	26.6	27.3	28.0	28.7
유형자산	87.3	122.6	150.2	177.4	204.3
무형자산	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
기타비유동자산	5.2	9.0	8.9	9.0	8.9
<b>자산총계</b>	<b>291.5</b>	<b>386.4</b>	<b>512.4</b>	<b>676.1</b>	<b>869.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>81.5</b>	<b>116.1</b>	<b>155.2</b>	<b>198.6</b>	<b>242.8</b>
금융부채	10.6	12.7	13.2	14.5	15.9
매입채무	54.8	80.7	115.0	152.5	190.6
기타유동부채	16.1	22.7	27.0	31.6	36.3
<b>비유동부채</b>	<b>3.5</b>	<b>15.7</b>	<b>16.7</b>	<b>17.9</b>	<b>19.0</b>
금융부채	0.2	13.2	13.2	13.2	13.2
기타비유동부채	3.3	2.5	3.5	4.7	5.8
<b>부채총계</b>	<b>85.0</b>	<b>131.8</b>	<b>171.9</b>	<b>216.5</b>	<b>261.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>204.6</b>	<b>252.5</b>	<b>338.1</b>	<b>455.9</b>	<b>602.5</b>
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	166.9	214.5	300.1	418.0	564.5
<b>비배주주지분</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>3.7</b>	<b>5.3</b>
<b>자본총계</b>	<b>206.5</b>	<b>254.6</b>	<b>340.4</b>	<b>459.6</b>	<b>607.8</b>
순금융부채	(49.6)	(76.9)	(128.2)	(212.5)	(326.1)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,637	1,844	3,149	4,238	5,211
BPS	6,933	8,549	11,449	15,437	20,398
CFPS	1,695	2,207	4,423	5,950	7,293
EBITDAPS	2,122	2,684	4,397	5,840	7,305
SPS	13,078	14,856	21,168	28,054	35,068
DPS	200	250	250	250	250
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.19	15.05	21.21	15.76	12.82
PBR	2.88	3.25	5.83	4.33	3.27
PCFR	11.77	12.57	15.10	11.23	9.16
EV/EBITDA	8.64	9.40	13.52	9.70	7.23
PSR	1.53	1.87	3.16	2.38	1.90
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	25.89	23.84	31.51	31.54	29.09
ROA	17.18	16.07	20.70	21.07	19.92
ROIC	39.15	38.04	51.72	58.09	62.78
부채비율	41.16	51.79	50.51	47.11	43.08
순부채비율	(24.04)	(30.19)	(37.67)	(46.24)	(53.65)
이자보상배율(배)	209.69	213.42	247.77	318.67	380.68

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22.0</b>	<b>78.2</b>	<b>95.8</b>	<b>130.9</b>	<b>161.9</b>
당기순이익	49.3	54.8	93.2	126.5	155.6
조정	0	1	1	1	1
감가상각비	4.1	5.2	7.4	9.6	11.7
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(2.9)	(4.3)	(6.4)	(8.6)	(10.7)
영업활동 자산부채변동	(31.1)	10.8	(4.8)	(5.2)	(5.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(47.0)</b>	<b>(49.8)</b>	<b>(51.9)</b>
투자자산감소(증가)	(17.3)	0.2	(2.2)	(2.4)	(2.4)
자본증가(감소)	(9.4)	(33.5)	(35.0)	(36.8)	(38.6)
기타	24.0	(16.4)	(9.8)	(10.6)	(10.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(24.5)</b>	<b>1.8</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(6.1)</b>	<b>(6.1)</b>
금융부채증가(감소)	(4.8)	15.1	0.5	1.3	1.3
자본증가(감소)	(7.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.2)	(7.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.0)	(5.9)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>(5.2)</b>	<b>30.4</b>	<b>42.0</b>	<b>75.0</b>	<b>104.0</b>
Unlevered CFO	50.1	65.2	130.7	175.8	215.5
Free Cash Flow	12.4	40.6	60.8	94.1	123.4

## 12) 노바렉스(BUY, TP 4.5만원): 시장 기대치 부합 전망

### (1) 3Q20 Preview

루테인, 유산균 판매 호조 지속

3분기 매출액 및 영업이익을 각각 597억원(YoY +38.9%), 68억원(YoY +42.7%)로 추정한다. 건기식 시장 수요 호조에 기인해 2분기에 이어 호실적이 기대된다.

비타민, 루테인, 유산균 등 매출 고신장이 2분기 '크릴오일' 특수(60억원 내외 추정)를 상쇄시킬 전망이다. 개별인정형 매출 비중 상승세가 지속되면서 YoY 마진 개선 흐름도 유효할 것으로 판단한다. 노바렉스의 신규 개별인정형 '락티움'은 9월부터 홈쇼핑 판매를 시작한 것으로 파악된다. 연말 갈수록 매출 확대 및 추가 마진 개선도 기대해 볼 만하다.

### (2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 매출액 및 영업이익을 각각 2,325억원(YoY +46.1%), 248억원(YoY +52.1%)으로 추정한다. 2021년 매출액 및 영업이익은 각각 2,906억원(YoY +25.0%), 318억원(YoY +28.4%)으로 예상한다. 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. ③ 올해 9월부터 판매가 시작된 개별인정형 '락티움'도 내년 유의미한 매출 기여가 기대된다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 13배에 거래 중이다. 건강식품시장 고성장에 따른 높은 이익 가시성 감안시 여전히 저평가되어 있다고 판단한다.

표 1. 노바렉스 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	30.7	40.6	43.0	44.8	50.0	60.5	59.7	62.2	159.1	232.5	290.6
YoY	34.1%	41.2%	43.1%	75.0%	63.1%	49.0%	38.9%	38.8%	48.3%	46.1%	25.0%
영업이익	2.7	4.4	4.8	4.5	5.5	6.9	6.8	5.6	16.3	24.8	31.8
YoY	3.1%	23.2%	25.2%	229.4%	102.7%	58.5%	42.7%	25.0%	43.9%	52.1%	28.4%
OPM	8.8%	10.7%	11.1%	10.0%	10.9%	11.4%	11.4%	9.0%	10.2%	10.7%	11.0%
세전이익	3.4	4.1	4.8	4.7	5.5	7.1	7.3	6.1	17.0	26.0	32.4
YoY	25.5%	8.1%	27.9%	281.5%	65.0%	71.3%	51.9%	29.0%	48.0%	52.9%	24.7%
지배순이익	2.7	3.5	4.0	4.5	6.1	5.9	6.0	4.9	14.7	22.9	26.8
YoY	21.8%	7.4%	25.2%	476.9%	122.2%	69.1%	49.0%	8.5%	54.9%	56.1%	17.4%
NPM	8.9%	8.6%	9.4%	10.0%	12.2%	9.8%	10.0%	10.4%	9.2%	9.9%	9.3%

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>232.5</b>	<b>290.6</b>	<b>363.3</b>
매출원가	86.6	130.5	189.5	236.3	294.2
매출총이익	20.7	28.6	43.0	54.3	69.1
판매비	9.3	12.3	18.2	22.5	28.0
<b>영업이익</b>	<b>11.3</b>	<b>16.3</b>	<b>24.8</b>	<b>31.8</b>	<b>41.0</b>
금융손익	0.4	0.6	0.1	0.1	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	1.2	0.5	0.0
기타영업외손익	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>11.5</b>	<b>17.0</b>	<b>26.0</b>	<b>32.4</b>	<b>41.3</b>
법인세	2.3	2.5	3.2	5.7	6.1
계속사업이익	9.2	14.5	22.8	26.8	35.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>9.2</b>	<b>14.5</b>	<b>22.8</b>	<b>26.8</b>	<b>35.1</b>
비배주주지분 손익	(0.3)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>9.5</b>	<b>14.7</b>	<b>22.9</b>	<b>26.8</b>	<b>35.1</b>
지배주주지분포괄이익	8.7	14.4	23.2	27.2	35.6
NOPAT	9.0	13.9	21.7	26.3	34.9
EBITDA	13.1	19.0	29.1	37.1	47.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	32.63	48.28	46.13	24.99	25.02
NOPAT증가율	9.76	54.44	56.12	21.20	32.70
EBITDA증가율	14.91	45.04	53.16	27.49	27.22
영업이익증가율	14.14	44.25	52.15	28.23	28.93
(지배주주)순이익증가율	17.28	54.74	55.78	17.03	30.97
EPS증가율	11.03	38.71	55.69	16.86	31.25
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	19.29	17.98	18.49	18.69	19.02
EBITDA이익률	12.21	11.94	12.52	12.77	12.99
영업이익률	10.53	10.25	10.67	10.94	11.29
계속사업이익률	8.57	9.11	9.81	9.22	9.66

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,178	1,634	2,544	2,973	3,902
BPS	8,766	10,195	12,562	15,358	19,083
CFPS	1,470	2,071	3,358	4,172	5,246
EBITDAPS	1,627	2,114	3,228	4,116	5,246
SPS	13,318	17,671	25,818	32,276	40,345
DPS	200	200	200	200	200
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.46	12.30	15.61	13.35	10.17
PBR	1.81	1.97	3.16	2.58	2.08
PCFR	10.78	9.71	11.82	9.52	7.57
EV/EBITDA	8.17	9.10	12.76	9.71	7.23
PSR	1.19	1.14	1.54	1.23	0.98
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.51	17.23	22.36	21.30	22.66
ROA	10.66	11.28	13.15	12.52	13.53
ROIC	25.72	23.50	24.50	24.53	28.59
부채비율	34.43	68.02	71.48	69.00	66.12
순부채비율	(45.20)	(8.60)	(6.87)	(13.53)	(21.58)
이자보상배율(배)	0.00	389.16	294.10	373.74	477.28

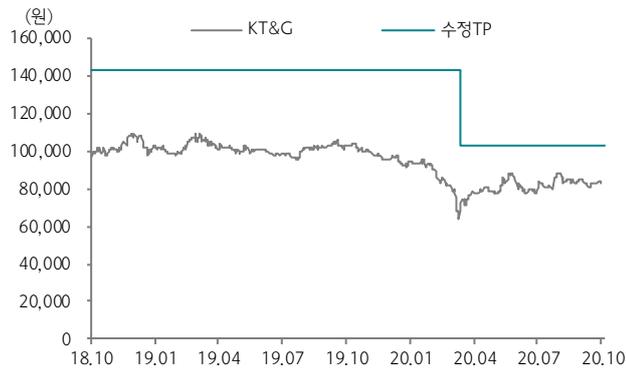
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>64.0</b>	<b>80.0</b>	<b>103.3</b>	<b>132.9</b>	<b>174.5</b>
금융자산	35.7	29.6	29.7	40.9	59.5
현금성자산	35.6	29.5	29.6	40.7	59.3
매출채권	14.1	23.9	34.9	43.6	54.5
재고자산	13.2	25.6	37.4	46.7	58.4
기타유동자산	1.0	0.9	1.3	1.7	2.1
<b>비유동자산</b>	<b>42.3</b>	<b>74.4</b>	<b>90.6</b>	<b>100.8</b>	<b>110.9</b>
투자자산	4.9	5.0	5.6	6.0	6.5
금융자산	4.9	5.0	5.6	6.0	6.5
유형자산	31.1	58.5	74.3	84.1	93.7
무형자산	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3
기타비유동자산	5.0	9.4	9.2	9.3	9.4
<b>자산총계</b>	<b>106.3</b>	<b>154.4</b>	<b>194.0</b>	<b>233.7</b>	<b>285.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>26.0</b>	<b>38.9</b>	<b>56.1</b>	<b>69.7</b>	<b>86.8</b>
금융부채	0.0	0.5	0.8	1.0	1.2
매입채무	14.7	20.7	30.2	37.8	47.3
기타유동부채	11.3	17.7	25.1	30.9	38.3
<b>비유동부채</b>	<b>1.2</b>	<b>23.6</b>	<b>24.8</b>	<b>25.7</b>	<b>26.8</b>
금융부채	0.0	21.2	21.2	21.2	21.2
기타비유동부채	1.2	2.4	3.6	4.5	5.6
<b>부채총계</b>	<b>27.2</b>	<b>62.5</b>	<b>80.9</b>	<b>95.4</b>	<b>113.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>78.9</b>	<b>91.8</b>	<b>113.1</b>	<b>138.3</b>	<b>171.8</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	76.6	101.8	135.4
<b>비배주주지분</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>79.1</b>	<b>91.9</b>	<b>113.1</b>	<b>138.3</b>	<b>171.8</b>
순금융부채	(35.7)	(7.9)	(7.8)	(18.7)	(37.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>7.4</b>	<b>(1.3)</b>	<b>22.0</b>	<b>28.0</b>	<b>36.2</b>
당기순이익	9.2	14.5	22.8	26.8	35.1
조정	0	(0)	0	1	1
감가상각비	1.8	2.7	4.3	5.2	6.2
외환거래손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.7)	(2.7)	(4.3)	(4.2)	(5.2)
영업활동 자산부채변동	(5.5)	(15.2)	(5.1)	(4.1)	(5.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(12.2)</b>	<b>(22.4)</b>	<b>(20.6)</b>	<b>(15.5)</b>	<b>(16.3)</b>
투자자산감소(증가)	(3.4)	(0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
자본증가(감소)	(9.0)	(20.9)	(20.0)	(15.0)	(15.8)
기타	0.2	(1.4)	(0.1)	(0.1)	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>18.6</b>	<b>17.6</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(1.3)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	21.7	0.2	0.2	0.2
자본증가(감소)	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	(2.5)	0.1	0.0	0.1
배당지급	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>13.9</b>	<b>(6.1)</b>	<b>0.1</b>	<b>11.1</b>	<b>18.6</b>
Unlevered CFO	11.8	18.6	30.2	37.6	47.2
Free Cash Flow	(1.5)	(22.2)	2.0	13.0	20.5

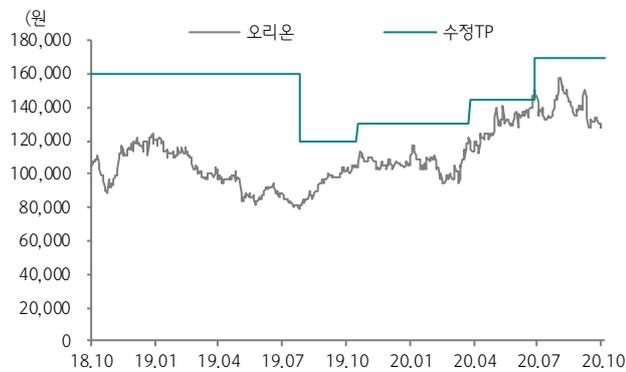
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



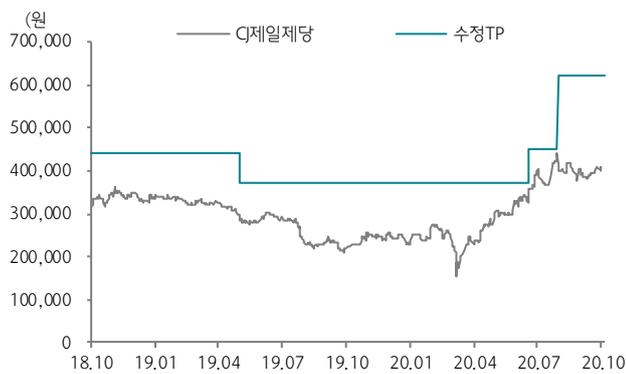
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.25	BUY	103,000	-	-
18.11.7	1년 경과		-	-
17.11.7	BUY	143,000	-26.62%	-12.59%

오리온



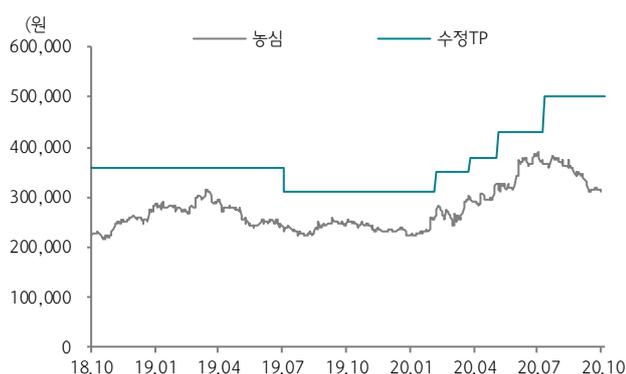
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	170,000	-	-
20.4.7	BUY	145,000	-10.63%	1.03%
19.10.29	BUY	130,000	-18.62%	-6.54%
19.8.8	BUY	120,000	-20.31%	-12.08%
18.11.15	1년 경과		-	-
17.11.15	BUY	160,000	-25.46%	-3.13%

C제일제당



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	620,000	-	-
20.7.1	BUY	450,000	-14.02%	-1.44%
20.5.14	1년 경과		-	-
19.5.14	BUY	370,000	-32.09%	-18.51%
18.12.20	1년 경과		-	-
17.12.20	BUY	440,000	-22.28%	-10.91%

농심



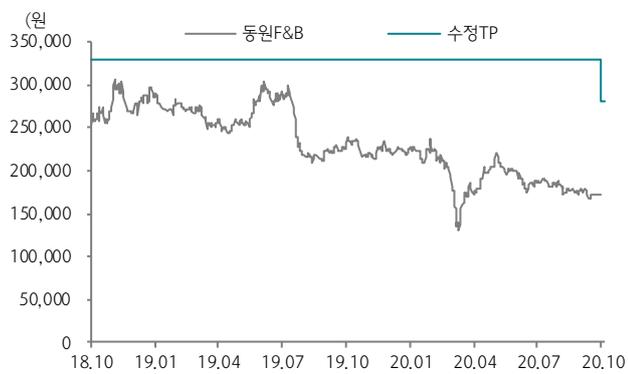
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.23	BUY	500,000	-	-
20.5.18	BUY	430,000	-18.03%	-8.95%
20.4.7	BUY	380,000	-21.39%	-14.47%
20.2.18	BUY	350,000	-22.84%	-13.43%
19.7.16	BUY	310,000	-23.19%	-16.13%
18.10.10	BUY	360,000	-26.87%	-12.92%

하이트진로



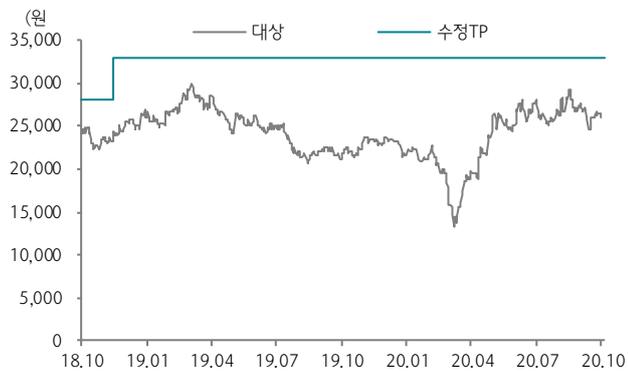
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	48,000		
20.4.7	BUY	36,000	2.57%	27.50%
19.10.15	BUY	30,000	-5.16%	9.17%
19.3.27	BUY	24,000	-9.34%	15.00%
18.11.16	BUY	19,000	-8.41%	-1.05%
18.7.17	BUY	25,000	-33.09%	-26.40%

동원F&B



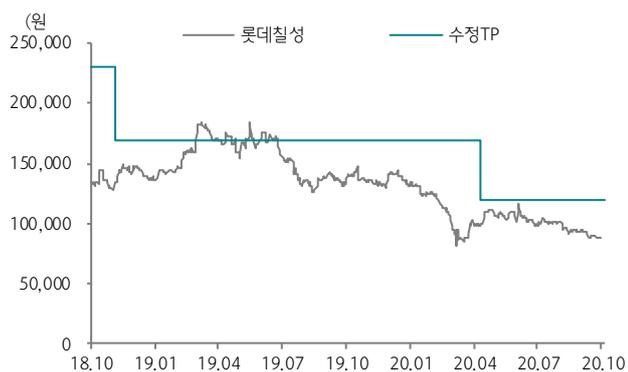
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.13	BUY	280,000		
19.7.17	1년 경과		-	-
18.7.17	BUY	330,000	-16.34%	0.61%

대상



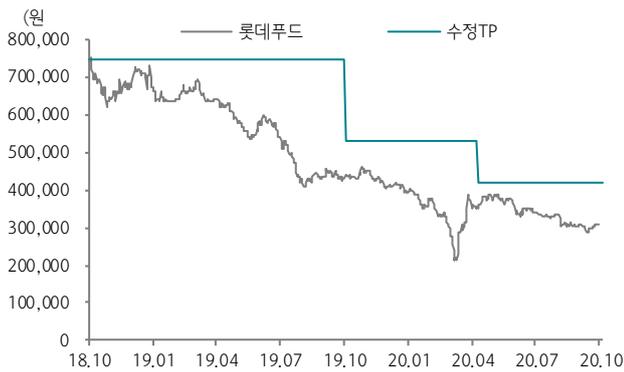
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.26	BUY	33,000		
18.10.18	1년 경과		-	-
17.10.18	BUY	28,000	-7.80%	3.57%

롯데칠성



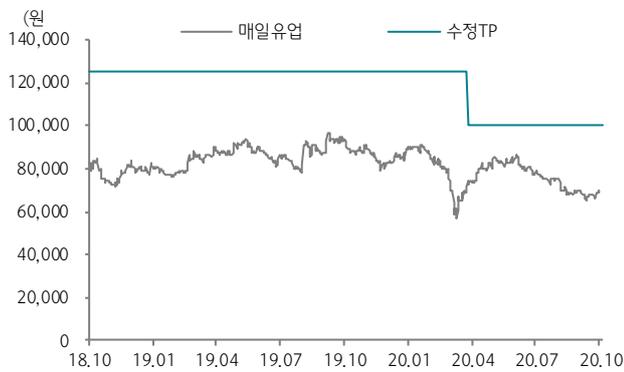
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.23	Neutral	120,000		
19.7.10	Neutral	170,000	-24.58%	-7.35%
18.11.16	BUY	170,000	-6.31%	8.41%
18.2.9	BUY	230,000	-35.66%	-27.17%

롯데푸드



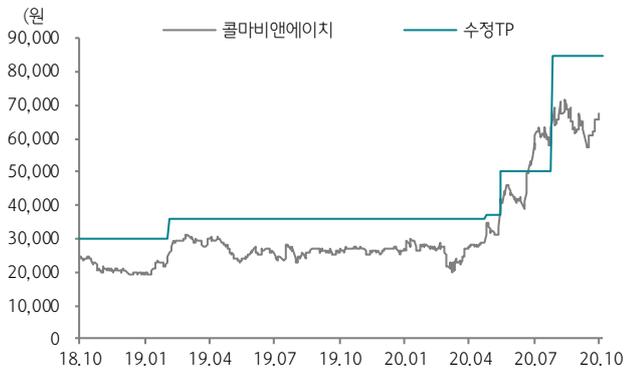
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.22	BUY	420,000	-	-
19.10.15	BUY	530,000	-28.43%	-13.02%
18.10.30	1년 경과	-	-	-
17.10.30	BUY	750,000	-6.62%	19.47%

매일유업



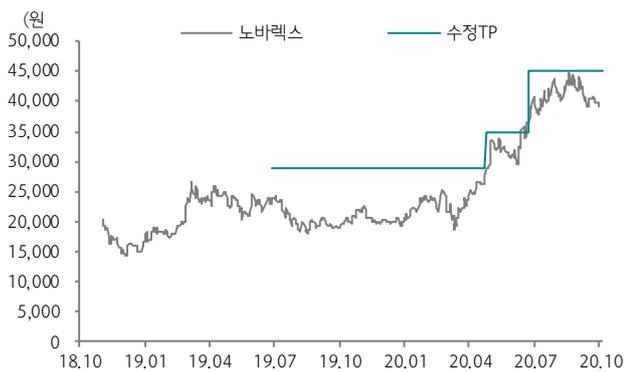
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.7	BUY	100,000	-	-
19.7.12	1년 경과	-	-	-
18.7.12	BUY	125,000	-33.23%	-19.60%

콜마비앤에이치



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.7	BUY	85,000	-	-
20.5.27	BUY	50,000	0.91%	27.00%
20.5.6	BUY	37,000	-11.53%	5.95%
20.4.28	담당자 변경	-	-	-
20.2.15	1년 경과	-	-	-
19.2.15	BUY	36,000	-25.29%	-13.19%
18.10.5	BUY	30,000	-28.68%	-17.83%

노바렉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.6	BUY	45,000	-	-
20.5.6	BUY	35,000	-8.15%	4.00%
20.5.4	담당자 변경	-	-	-
19.7.10	BUY	29,000	-26.23%	-8.45%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  - BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
  - Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 10월 10일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 10월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- 기타 거래주의 목록에 준하는 이해관계를 보유한 법인
- 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등

본 조사자료는 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.