



2021년 1월 19일 | Equity Research

음식료/담배

2009년 이후 역대급 디스카운트

2009년 이후 이런 디스카운트는 처음이다

2009년은 음식료 업종의 암흑기였다. 환율 및 곡물가 상승이 가팔랐으나 정부의 물가통제 기인해 평가 인상이 사실상 불가능했다. 업체들의 이익 훼손은 너무나도 당연한 결과였다. 그 후 15년 만에 음식료 업종의 밸류에이션 디스카운트가 현실화되었다. 현재 업종 12개월 Fwd PER은 12배로 시장(코스피) 대비 -10% 밸류에이션 디스카운트를 받고 있다. 4차 산업 관련 업체들이 시장 밸류에이션 Re-Rating을 주도하면서 시장-음식료 업종 간 프리미엄 갭이 축소된 점까지는 인정한다. 그러나 현재의 디스카운트는 다소 과도해 보인다. ① 2009년 대비 영업환경은 상당히 우호적이다. 곡물가가 바닥에서 반등했으나 원화 강세 감안하면 원가 부담은 제한적이며 연초 이후 평가 인상이 가시화되고 있다. ② 음식료 업체들의 체력도 달라졌다. 해외 수출 성과가 고무적이다. 밸류에이션 Re-Rating 요소이다. ③ 더불어, 코로나19 이후 유통 채널 주도권 변화(온라인 채널 비중 확대)는 브랜드력을 보유한 음식료 업체들의 중장기 유통 패권 및 영업마진에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

우리도 계획이 있다

2021년 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.9%, 7.6% 증가할 것으로 추정한다. 동기간 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 합산 매출 및 영업이익은 각각 YoY 5.0%, 8.6% 증가해 견조한 실적 흐름을 보여줄 것으로 기대한다. 올해 대다수 업체가 신규 투자보다는 기존 사업부 통합합을 통해 돈 되는 사업에 집중하겠다는 의지를 피력한 만큼 견조한 이익 개선을 기대 가능하다. 내수가 실리에 집중한다면 해외는 상대적으로 공격적인 확장 의지를 피력했다. 해외에서의 K-Food 인지도 확대는 중장기 분명 Re-Rating 요소이다.

Top Picks 및 관심종목

Top Picks 및 관심종목으로는 글로벌 커버리지를 넓혀가고 있는 오리온(BUY, 17만원), 쉬안즈와의 시너지가 기대되는 CJ제일제당(BUY, 62만원), 주류 규제 완화 수혜가 예상되는 롯데칠성(BUY, 16만원)을 유지한다.

Earnings Preview

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(1월18일)
오리온(271560)	BUY	170,000원	118,500원
CJ제일제당(097950)	BUY	620,000원	424,000원
롯데칠성(005300)	BUY	160,000원	121,000원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,926.9	2,023.3	2,245.8	2,436.0	2,582.2
영업이익	십억원	282.2	327.6	391.7	441.5	490.6
세전이익	십억원	275.2	308.1	417.7	452.6	510.9
순이익	십억원	139.9	215.6	282.0	319.4	354.6
EPS	원	3,538	5,453	7,133	8,078	8,969
증감률	%	8.49	54.13	30.81	13.25	11.03
PER	배	33.92	19.35	17.38	15.04	13.55
PBR	배	3.37	2.57	2.61	2.21	1.92
EV/EBITDA	배	12.47	9.33	9.61	8.27	7.11
ROE	%	10.31	14.24	16.10	15.74	15.14
BPS	원	35,568	41,057	47,590	55,068	63,437
DPS	원	600	600	600	600	600

주: 오리온 재무제표



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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

CONTENTS

1. 투자전략: 저가 매수를 고민해 볼 시점	2
1) 15년 만의 시장 대비 '밸류에이션 디스카운트'를 바라보는 시각	2
2) 2021년 커버리지 합산 영업이익 YoY 7.6% 증가 추산	4
3) 4Q20 Pre: 커버리지 영업이익 YoY 26% 증가 추산	5
4) Top Picks 및 관심종목	8
2. 업체별 2021년 전략 고찰	10
1) 2021년 내수는 '실리', 해외는 '확장'	10
(1) CJ제일제당: 식품은 '쉬안즈' 시너지, 바이오는 '중장기 먹거리'	13
(2) 롯데그룹: '수익성' 제고 중점	16
(3) 신세계그룹: '제조' 역량 증대 및 '프랜차이즈' 사업 확대	18
(4) 동원그룹: '온라인' 채널 강화	20
(5) 오리온: '종합식품회사'로 포트폴리오 다각화	21
(6) 농심: '해외' 강화	23
(7) 대상: '해외' 보폭 확대	24
3. 주요 업체 실적 동향	25
1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 우려를 희석시킬 호실적 예상	25
2) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 지속되는 호실적	28
3) 오리온(BUY, TP 17만원): 꾸준한 실적 대비 저평가된 주가	31
4) 농심(BUY, TP 50만원): 수출은 호조세 지속	34
5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 비우호적인 영업 환경 지속	37
6) 롯데칠성(BUY, TP 16만원): 주류 매출 바닥에서 회복세	40
7) 동원F&B(BUY, TP 28만원): 시장 기대 소폭 상회 예상	42
8) 대상(BUY, TP 3.3만원): 견조한 이익 개선세 지속	45
9) 동원산업(BUY, TP 30만원): 시장 기대 상회 예상	48
10) 매일유업(BUY, TP 10만원): 시장 기대 부합 예상	50

1. 투자전략: 저가 매수를 고민해 볼 시점

1) 15년 만의 시장 대비 '밸류에이션 디스카운트'를 바라보는 시각

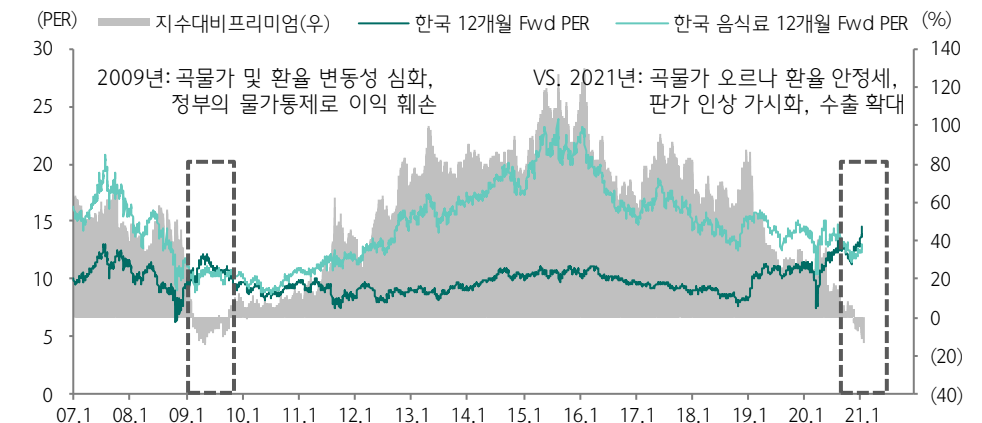
밸류에이션 디스카운트는 과하다

- ① 2009년 대비 영업환경 우호적,
- ② 고무적인 수출 성과는 밸류에이션 Re-Rating 요인,
- ③ 온라인 채널 비중 확대로 중장기 마진 Level-up 전망

2009년은 음식료 업종의 암흑기였다. 환율 및 곡물가 상승이 가팔랐으나 정부의 물가통제 기인해 판가 인상이 사실상 불가했다. 업체들의 이익 훼손은 너무나도 당연한 결과였다. 그 후 15년 만에 음식료 업종의 밸류에이션 디스카운트가 현실화 되었다. 현재 업종 12개월 Fwd PER은 12배로 시장(코스피) 대비 -10% 밸류에이션 디스카운트를 받고 있다. 4차 산업 관련 업체들이 시장 밸류에이션 Re-Rating을 주도하면서 시장-음식료 업종 간 프리미엄 갭이 축소된 점까지는 인정한다. 그러나 현재의 디스카운트는 다소 과도해 보인다. ① 2009년 대비 영업환경은 상당히 우호적이다. 곡물가가 바닥에서 반등했으나 원화 강세 감안 하면 원가 부담은 제한적이며 연초 이후 판가 인상이 가시화되고 있다. ② 음식료 업체들의 체력도 달라졌다. 해외 수출 성과가 고무적이다. 밸류에이션 Re-Rating 요소이다. ③ 더불어, 코로나19 이후 유통 채널 주도권 변화(온라인 채널 비중 확대)는 브랜드력을 보유한 음식료 업체들의 중장기 유통 패권 및 영업마진에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

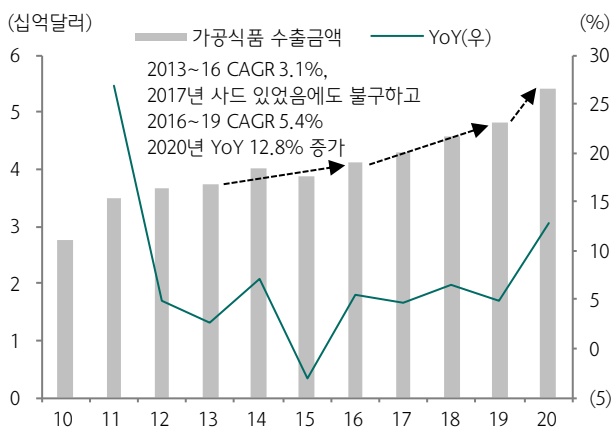
그림 1. 15년 만에 섹터 밸류에이션 디스카운트 현실화

2009년 이후 처음으로 밸류에이션 디스카운트 가시화 VS. 그때와는 다른 영업환경



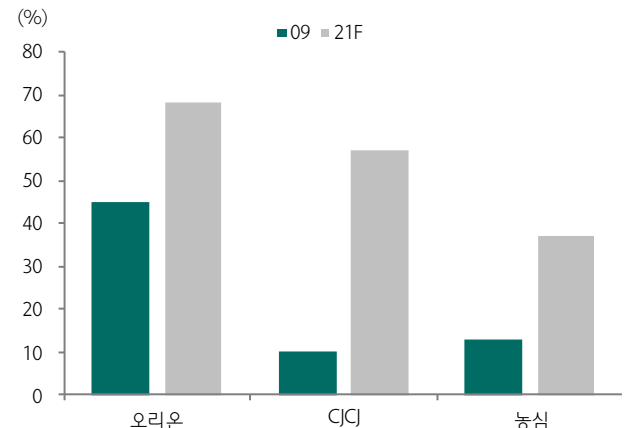
자료: 하나금융투자

그림 2. 가공식품 수출 성장을 Level-up 중



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 3. 주요 업체 해외 비중 추이



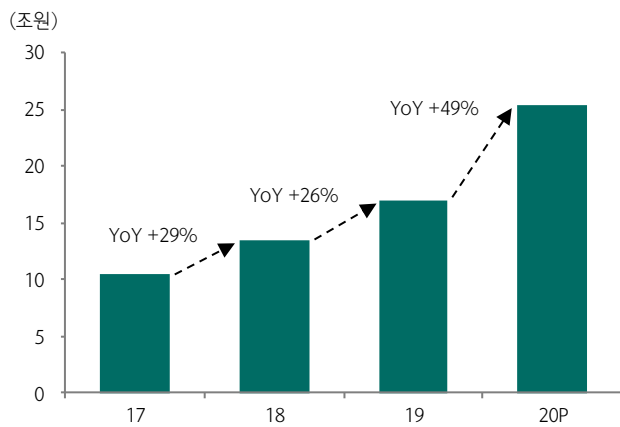
기타: CJ제일제당은 가공식품 내 해외 비중임
자료: 하나금융투자

표 1. 연초 이후 판가 인상 내역

기업명	인상일	인상내역
코카콜라음료	1월	코카콜라 등 주요 제품 100~200원 인상
해태음료	1월	평창수(2L) 100원, 갈아만든배(1.5L) 400원 인상
동아오츠카	1월	포카리스웨트 등 주요 제품 평균 14.7% 인상
풀무원	1월	두부, 콩나물 가격 각각 최대 14%, 10% 인상
샘표식품	1월	반찬 통조림 제품 12종 가격 평균 35% 인상
동원F&B	1월	수산물 통조림 제품 4종 평균 42% 인상

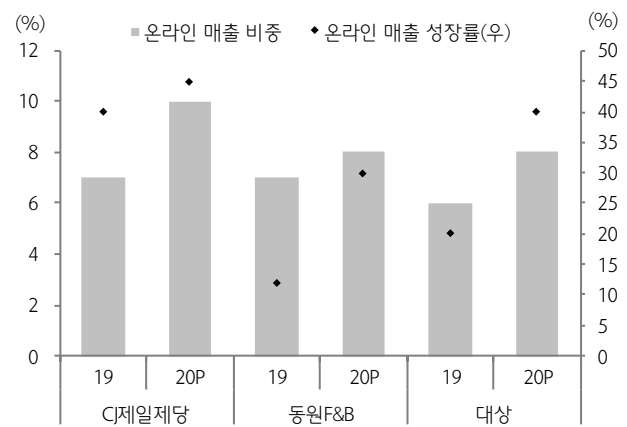
자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 4. 온라인 식품 시장 규모 약 25조원



자료: 하나금융투자

그림 5. 주요 업체 온라인 매출 비중 큰 폭 증가



자료: 하나금융투자

2) 2021년 커버리지 합산 영업이익 YoY 7.6% 증가 추산

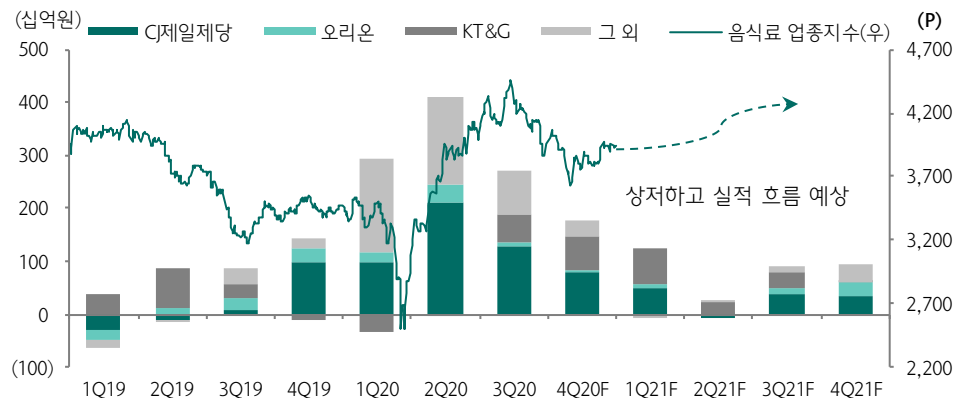
대형주 중심 견조한 증익세 예상

2021년 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.9%, 7.6% 증가할 것으로 추정한다. 동기간 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 합산 매출 및 영업이익은 각각 YoY 5.0%, 8.6% 증가해 견조한 실적 흐름을 보여줄 것으로 기대한다. 올해 실적 개선을 주도했던 하이트진로, 농심, 동원산업, 대상은 실적 모멘텀 둔화가 다소 불가피할 것으로 예상된다.

전년 높은 베이스에도 불구하고 견조한 이익 증가를 전망하는 이유는, ① 우리나라 식품 업체의 글로벌 보폭 확대가 본격화되고 있기 때문이다. 성장 여력이 높은 수출주에 대한 중장기 투자는 여전히 유효해 보인다. ② 해외 인수합병이나 합작이 적극적으로 진행되고 있다는 점도 긍정적이다. 'CJ제일제당-쉬안즈', '오리온-타오케노이', '콜마비앤에이치-애틀미' 등의 영업 시너지가 기대된다. 매일유업은 호주 파우더 원료 공장을 약 115억원에 인수한 것으로 파악된다. 중장기 수직 계열화를 통한 시너지가 예상된다. ③ 수익성 제고 의지 기인해 실적 턴어라운드 기대되는 롯데칠성, 신세계푸드도 주목할 만한 시점으로 판단한다.

그림 6. 전년 높은 베이스에도 불구하고 대형주 중심으로 견조한 증익 예상

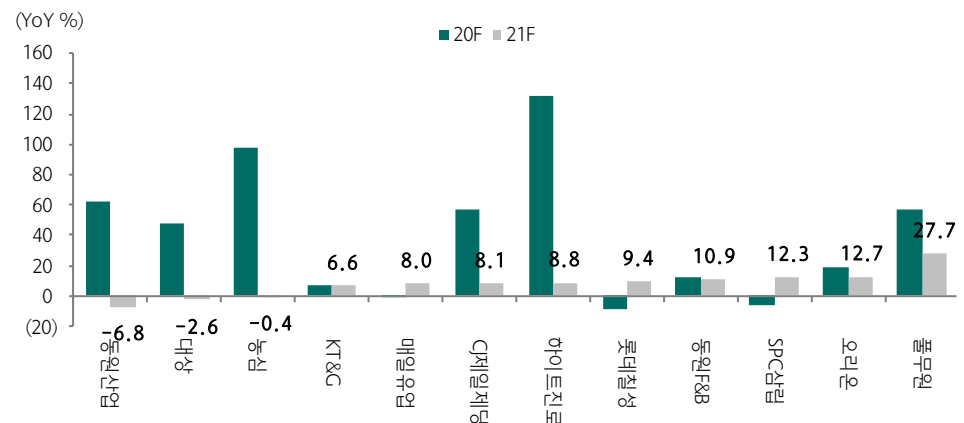
분기별로는 상저하고 실적 흐름 전망



자료: 하나금융투자

그림 7. 업체별 영업이익 증가율 전망

대형주는 오리온, CJ제일제당
중소형주는 풀무원, 롯데칠성
실적 모멘텀 부각 전망



기타: SPC삼립은 2020년 일회성 비용 제거한 수치로 계산

자료: 하나금융투자

KT&G, CJ제일제당, 동원그룹은
시장 기대 상회 예상

3) 4Q20 Pre: 커버리지 영업이익 YoY 26% 증가 추산

2020년 4분기 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 5.9%, 26.0% 증가할 것으로 추정한다.

2020년 4분기는 전년동기대비 영업일수가 작기 때문에 전반적으로 실적에 부정적 영향이 불가피하나, ① 내식 수요 증가 및 업체 간 경쟁 완화 기조가 지속되면서 가공식품 업체(CJ제일제당/대상/동원F&B/풀무원)의 이익 개선세가 지속될 것으로 판단된다. CJ제일제당과 동원F&B는 시장 기대치가 낮아 보인다. 상회할 공산이 크다. 동원산업도 연결 자회사 '스타키스트' 호실적 기인해 시장 기대를 상회하는 실적이 예상된다. ② 다만, 농심은 주요 원자재 투입가 상승(원맥, 팜유 등) 및 복지관련 금 평가차손 기인해 최근 낮아지고 있는 시장 기대치에 부합하는 손익을 시현할 것으로 전망한다. ③ 사회적 거리두기 영향으로 주류 및 담배 총수요는 전년대비 감소가 불가피해 보인다. 하이트진로의 탑라인 성장은 시장 기대를 하회할 것으로 예상된다. 손익은 비용 절감 기인해 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다. KT&G는 담배 총수요 감소에도 불구하고 전년 기저효과 및 수출 ASP 상승 기인해 시장 기대치를 상회하는 실적이 전망된다.

그림 8. 4Q20 시장 동향

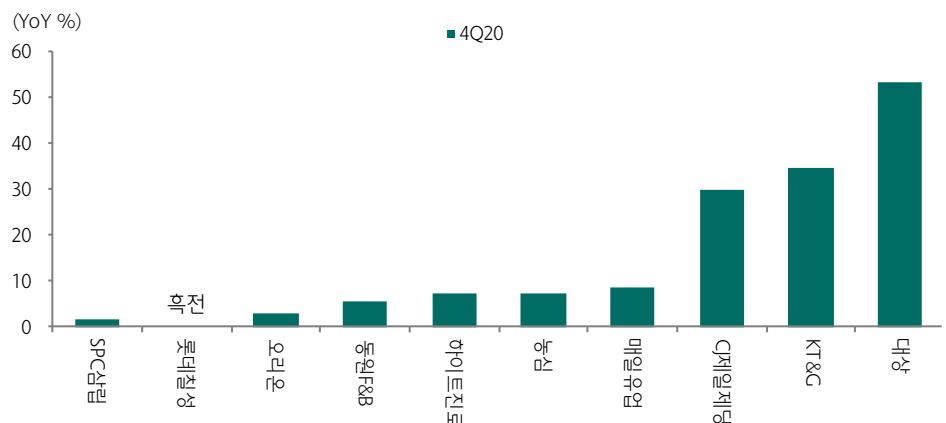
대부분 업체 시장 기대 부합 전망

시장 기대 상회 or 부합	가공식품 수요 확대 및 경쟁 완화	CJ제일제당/동원/대상/풀무원
	해외 법인 실적 호조	KT&G/오리온/동원산업
시장 기대 하회	사회적 거리두기로 시장 부진	하이트진로/매일유업
	원부자재 투입가 상승	농심

자료: 하나금융투자

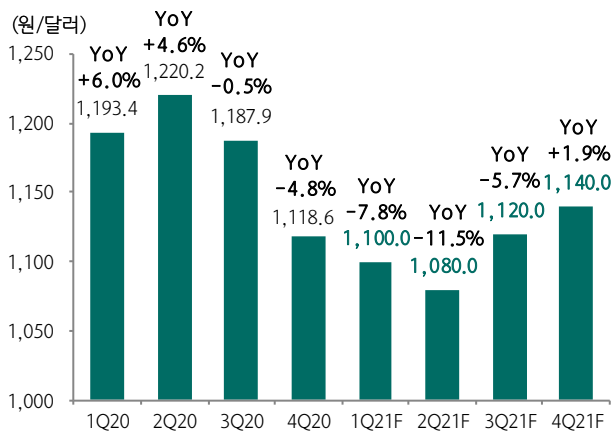
그림 9. 업체별 4Q20 영업이익 증가율 전망

대형주는 KT&G, CJ제일제당
중소형주는 대상, 롯데칠성
실적 모멘텀 부각 예상



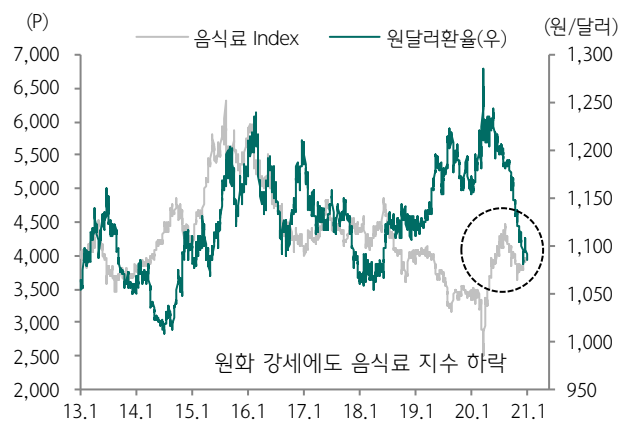
자료: 하나금융투자

그림 10. 원화 강세 전망



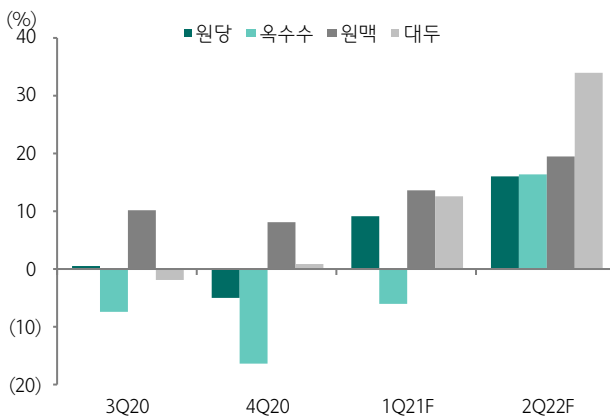
자료: 하나금융투자

그림 11. 원달러 및 음식료 지수 추이



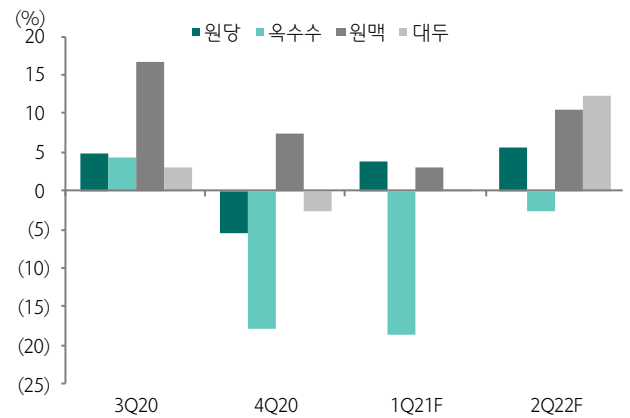
자료: 하나금융투자

그림 12. 환율 감안하지 않은 곡물 투입가 추이



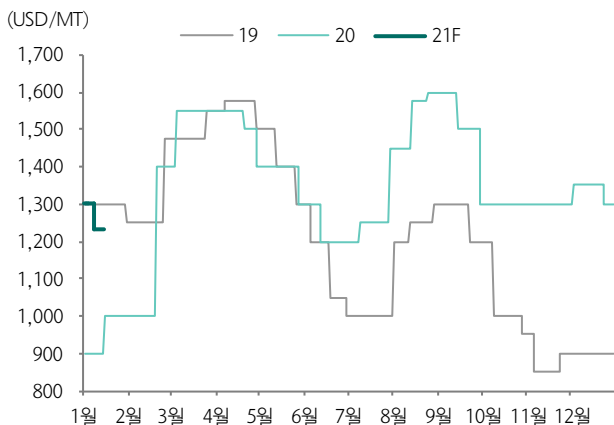
자료: 하나금융투자

그림 13. 환율 감안한 곡물 투입가 추이



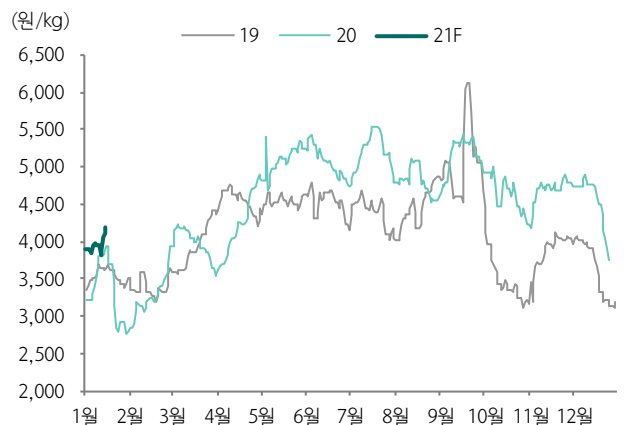
자료: 하나금융투자

그림 14. 글로벌 어가 추이



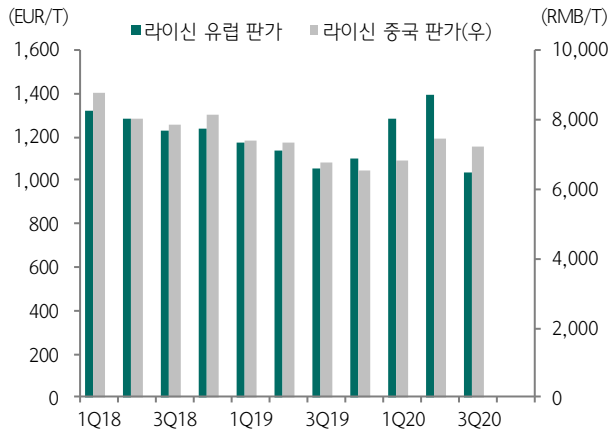
자료: Atuna, 하나금융투자

그림 15. 국내 돈가 추이



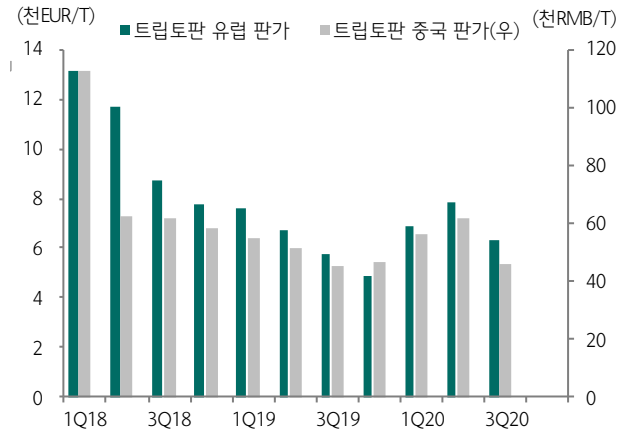
자료: 하나금융투자

그림 16. CJ제일제당 라이신 판가 추이



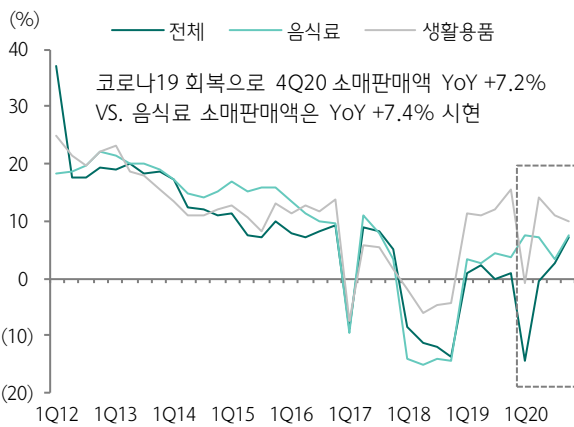
자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 17. CJ제일제당 트립토판 판가 추이



자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 18. 중국 소매판매액 추이



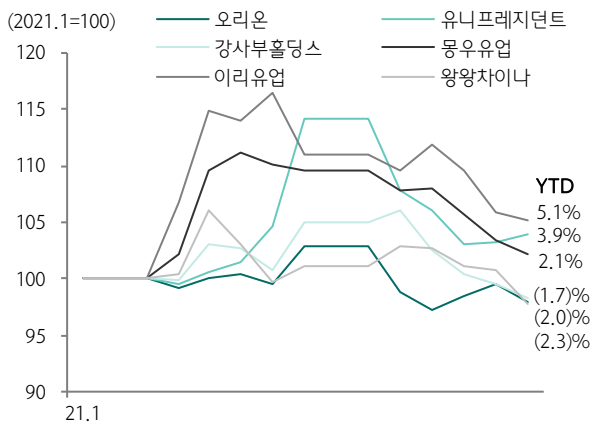
자료: 하나금융투자

그림 19. 홍콩恒生 음식료 업종 밸류에이션 추이



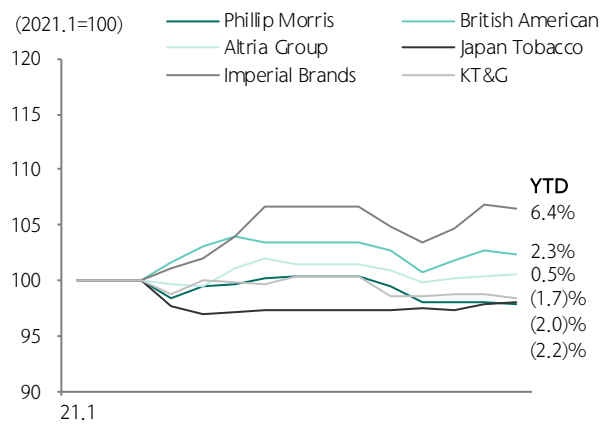
자료: 하나금융투자

그림 20. 주요 중국 음식료 업체 YTD 주가 추이



자료: 하나금융투자

그림 21. 글로벌 담배 업체 YTD 주가 추이



자료: 하나금융투자

4) Top Picks 및 관심종목

Top Picks 및 관심종목

오리온, CJ제일제당, 롯데칠성 유지

2021년 Top Pick으로 **오리온**(BUY, 17만원)과 **CJ제일제당**(BUY, 62만원)을 유지한다. 관심 종목으로도 **롯데칠성**(BUY, 16만원)을 유지한다.

오리온은 올해 ① 1분기/4분기 준절 효과, ② 중국에서의 점유율 상승 및 ③ ‘타오케노이’ 라인업 확대로 견조한 중국 법인 매출(2021년 YoY 8.0% 추산)이 기대된다. ④ 중국 생수시장 진출은 주가의 알파 요소이다. 지난 달 상장한 중국 생수 시장 점유율 No.1 업체인 ‘농부산천(NongFu Spring)’은 2021년 기준 PER 83.4배에 거래 중이다. 오리온의 생수 사업 안착이 가시화될 경우 중장기 기업가치 Level-up에 긍정적 영향이 기대된다. **CJ제일제당**은 올해 ‘쉬안즈’와의 시너지(영업력 통합 등) 가시화 및 중국 모든 수 회복에 따른 바이오 부문의 이익 Level-up이 예상된다. 코어사업부의 체력이 현저히 증진되고 있는 만큼 밸류에이션 정상화를 기대한다. **롯데칠성**은 정부의 주류 규제 완화에 따른 수혜가 전망된다. 맥주 OEM이 본격화되면서 가동률의 유의미한 상승이 예상된다.

표 2. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

종목	투자 의견		목표주가		변경 이유
	~에서	~으로	~에서	~으로	
오리온	BUY	BUY	170,000	170,000	투자 의견 및 목표주가 유지
CJ제일제당	BUY	BUY	620,000	620,000	투자 의견 및 목표주가 유지
롯데칠성	BUY	BUY	160,000	160,000	투자 의견 및 목표주가 유지
KT&G	BUY	BUY	103,000	103,000	투자 의견 및 목표주가 유지
하이트진로	BUY	BUY	48,000	48,000	투자 의견 및 목표주가 유지
농심	BUY	BUY	500,000	500,000	투자 의견 및 목표주가 유지
콜마비앤에이치	BUY	BUY	85,000	85,000	투자 의견 및 목표주가 유지
대상	BUY	BUY	33,000	33,000	투자 의견 및 목표주가 유지
동원산업	BUY	BUY	300,000	300,000	투자 의견 및 목표주가 유지
현대그린푸드	BUY	BUY	10,000	10,000	투자 의견 및 목표주가 유지
동원F&B	BUY	BUY	280,000	280,000	투자 의견 및 목표주가 유지
SPC삼립	BUY	BUY	78,000	78,000	투자 의견 및 목표주가 유지
매일유업	BUY	BUY	100,000	100,000	투자 의견 및 목표주가 유지
롯데푸드	BUY	BUY	420,000	420,000	투자 의견 및 목표주가 유지
노바렉스	BUY	BUY	45,000	45,000	투자 의견 및 목표주가 유지
신세계푸드	BUY	BUY	63,000	63,000	투자 의견 및 목표주가 유지

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	4.7
	20F	5,233.3	1,484.4	1,088.7	7,929.9	28.4	20.8	10.5	1.2	5.2	12.2	5.9
	21F	5,583.5	1,582.9	1,152.5	8,394.5	28.3	20.6	9.7	1.1	4.6	12.2	5.9
CJ제일제당	19	22,352.5	896.9	152.5	9,312.0	4.0	0.7	27.1	0.8	8.5	3.2	1.4
	20F	24,447.8	1,413.2	816.6	49,845.8	5.8	3.3	7.6	1.1	7.2	15.5	0.8
	21F	25,590.3	1,527.3	580.4	35,432.1	6.0	2.3	12.3	1.1	7.0	9.8	0.8
오리온	19	2,023.3	327.6	215.6	5,452.7	16.2	10.7	17.7	2.3	8.6	14.2	0.6
	20F	2,245.8	391.7	282.0	7,133.0	17.4	12.6	17.4	2.6	9.1	16.1	0.5
	21F	2,436.0	441.5	319.4	8,077.8	18.1	13.1	15.0	2.2	7.6	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	1.7
	20F	2,644.3	156.2	136.3	22,407.4	5.9	5.2	13.4	0.9	4.8	6.9	1.3
	21F	2,789.1	155.6	133.7	21,980.1	5.6	4.8	13.5	0.8	4.1	6.4	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)	1.9
	20F	2,270.9	98.9	39.0	4,414.7	4.4	1.7	24.6	0.8	8.8	3.2	2.2
	21F	2,393.0	108.2	50.1	5,139.4	4.5	2.1	24.0	0.9	9.0	4.0	2.2
SPC삼립	19	2,499.2	47.0	20.2	2,340.9	1.9	0.8	37.3	2.0	11.2	6.3	1.3
	20F	2,522.7	44.0	2.1	243.9	1.7	0.1	295.2	1.7	10.4	0.7	1.5
	21F	2,679.3	60.6	39.5	4,579.6	2.3	1.5	16.3	1.6	9.0	11.8	1.5
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	3,242.7	92.9	88.7	907.6	2.9	2.7	9.7	0.5	6.0	5.1	2.3
	21F	3,414.0	108.5	94.7	969.0	3.2	2.8	9.2	0.5	5.2	5.2	2.3
하이트진로	19	2,035.1	88.2	(42.3)	(594.2)	4.3	(2.1)	0.0	1.2	9.7	(3.9)	2.4
	20F	2,301.7	204.5	114.5	1,606.0	8.9	5.0	19.8	1.9	8.9	10.7	2.0
	21F	2,409.0	222.4	124.7	1,750.4	9.2	5.2	20.4	2.0	9.0	11.0	2.0
동원산업	19	2,682.6	193.6	44.8	13,327.2	7.2	1.7	18.3	0.8	5.9	4.4	0.0
	20F	2,874.5	314.7	199.9	54,366.2	10.9	7.0	4.1	0.7	4.0	17.6	0.8
	21F	3,036.6	293.2	170.2	46,269.8	9.7	5.6	5.5	0.7	4.1	12.9	0.8
롯데푸드	19	1,788.0	49.5	37.5	33,151.1	2.8	2.1	19.3	0.9	9.1	5.4	2.9
	20F	1,725.7	44.0	75.5	66,704.7	2.5	4.4	5.0	0.4	5.3	10.2	3.5
	21F	1,774.7	48.4	33.9	29,926.6	2.7	1.9	11.6	0.4	5.1	4.3	3.5
대상	19	2,964.0	129.8	107.2	2,976.4	4.4	3.6	9.1	1.0	6.8	11.2	2.6
	20F	3,120.2	192.2	139.1	3,863.3	6.2	4.5	6.7	0.8	4.2	13.1	2.6
	21F	3,204.2	187.2	124.8	3,463.8	5.8	3.9	8.1	0.8	4.1	10.6	2.1
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	1.3
	20F	3,225.6	114.4	73.9	19,146.4	3.5	2.3	9.3	0.9	6.6	10.4	1.6
	21F	3,451.2	126.8	86.0	22,280.7	3.7	2.5	8.5	0.9	6.1	11.0	1.6
신세계푸드	19	1,320.1	22.2	4.4	1,124.0	1.7	0.3	62.5	0.9	6.6	1.4	1.1
	20F	1,248.6	6.5	(1.0)	(258.8)	0.5	(0.1)	(252.3)	0.8	7.9	(0.3)	1.1
	21F	1,285.0	16.0	7.9	2,037.6	1.2	0.6	32.2	0.8	6.8	2.5	1.1
매일유업	19	1,393.3	85.3	64.3	8,202.2	6.1	4.6	10.5	1.7	5.6	17.1	0.9
	20F	1,456.4	84.4	62.6	7,982.4	5.8	4.3	8.8	1.2	4.0	14.5	1.1
	21F	1,535.5	91.2	65.9	8,403.6	5.9	4.3	8.9	1.1	3.7	13.5	1.1
노바렉스	19	159.1	16.3	14.7	1,633.7	10.2	9.2	12.3	2.0	9.1	17.2	1.0
	20F	232.5	24.8	22.9	2,543.7	10.7	9.9	15.3	3.1	11.8	22.4	0.5
	21F	290.6	31.8	26.8	2,973.0	11.0	9.2	12.9	2.5	8.8	21.3	0.5
클마비앤에이치	19	438.9	74.1	54.5	1,844.2	16.9	12.4	15.0	3.2	9.4	23.8	0.9
	20F	601.2	107.7	82.5	2,792.9	17.9	13.7	18.6	4.7	12.3	28.5	0.5
	21F	802.8	146.5	112.8	3,819.3	18.2	14.1	13.7	3.6	8.7	29.7	0.5

자료: 하나금융투자

2. 업체별 2021년 전략 고찰

1) 2021년 내수는 '실리', 해외는 '확장'

모회사가 유통업에 종사하는 롯데나
신세계는 변화 불가피,
CJ제일제당도 '쉬안즈'와의 시너지
위해 조직 개편

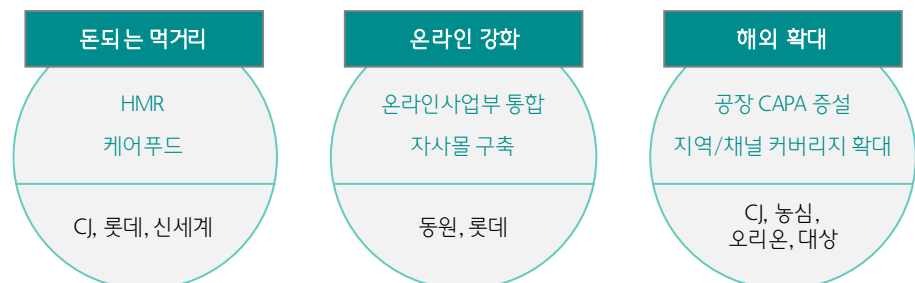
'에프터 코로나'를 준비하는 식품 업체는 급격한 변화보다는 실리를 택하는 듯하다. 대다수 업체가 신규 투자보다는 ① 기존 사업부 통폐합을 통해 돈 되는 사업에 집중하겠다는 의지를 피력했다. 공통적으로는 내식 수요 확대라는 큰 틀의 식문화 변화에 대응하기 위해 HMR을 강화하고 온라인 채널 강화에 힘쓰는 모양새이다. 중장기 신규 먹거리(케어푸드, 비건푸드 등) 찾기에도 적극적인 모습을 보였다. 신세계푸드는 식품 가공사업 중심으로 사업을 재편했다. 제조 부문에 힘을 실어 주는 대신 식품유통과 급식은 비용 절감을 택했다. 지난해 경쟁사 대비 온라인 채널 대응이 아쉬웠던 동원그룹은 각 사업부의 온라인 조직을 통합 운영하기로 결정했다. 동원몰/더반찬/금천미트의 온라인 사업부를 동원홈푸드 온라인 사업부로 합쳤다.

② 내수가 실리에 집중한다면 해외는 상대적으로 공격적인 확장 의지를 피력했다. 오리온은 베트남 신공장의 안정화 및 러시아 신공장 건설을 통해 유럽 시장을 공략한다는 포석이다. 간편 대용식이나 바이오 등 신사업 확대를 통해 중장기 식품/헬스케어 업체로 도약하겠다는 각오를 밝혔다. 농심은 올해 말 미국 제2공장 완공을 목표로 내년 남미까지 커버리지를 확대시켜 나갈 계획이다. 대상도 중국/미국/베트남 공장 증축을 통해 해외 매출 확대 의지를 피력했다.

③ 눈에 띄는 조직개편이나 인사이동이 수반된 업체는 CJ와 롯데 그룹에 국한되었다. CJ제일제당은 미국 업체 '쉬안즈' 인수로 조직 변화가 불가피한 상황일 터이다. '쉬안즈'와의 영업 시너지를 위한 다양한 작업들이 진행될 것으로 판단된다. 롯데그룹은 신동빈 회장의 쇄신 의지 및 그간의 실적 악화로 그룹 전반 중장기 전략에 변화가 있을 것으로 전망된다. 모회사가 유통업에 종사하고 있는 만큼 롯데는 그룹 전반에 걸쳐 구조조정이 진행 중이다. 특히 식품 3사 중에서는 롯데푸드가 중장기 전략에 새 판을 짜 것으로 전망된다.

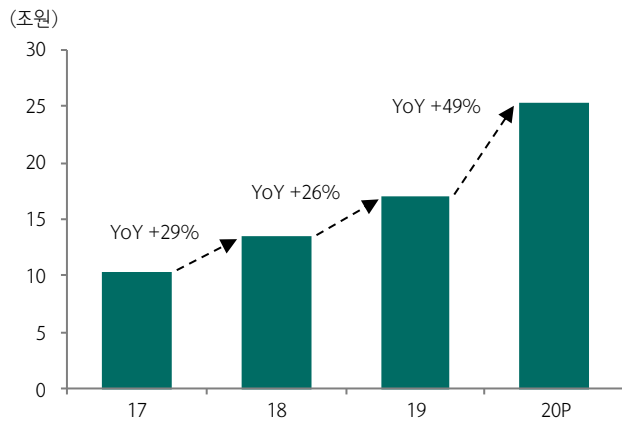
그림 22. '에프터 코로나' 대응전략은?

국내는 실속 찾기,
해외는 보폭 확대



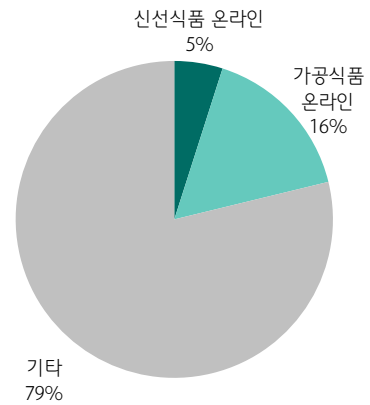
자료: 하나금융투자

그림 23. 온라인 식품 시장 규모 약 25조원



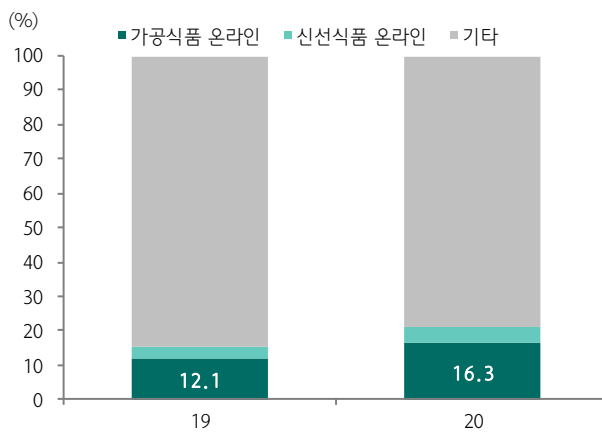
자료: 하나금융투자

그림 24. 전체 식품 내 가공식품 온라인 구매 비중은 약 16%



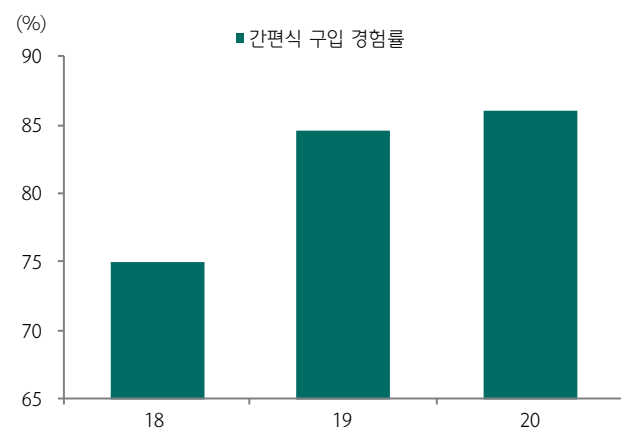
자료: 하나금융투자

그림 25. 가공식품 온라인 구매는 코로나19 이후 큰 폭 증가



자료: 하나금융투자

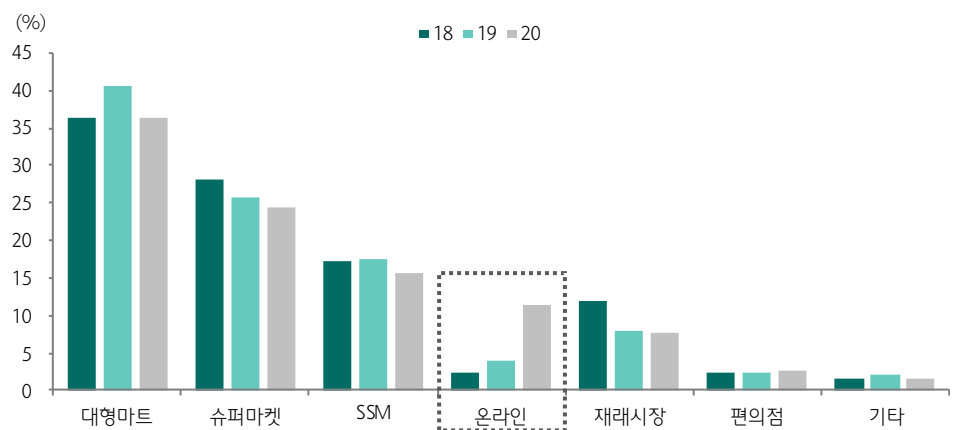
그림 26. 간편식 구입 경험을 추이



자료: 농림축산식품부 설문조사, 하나금융투자

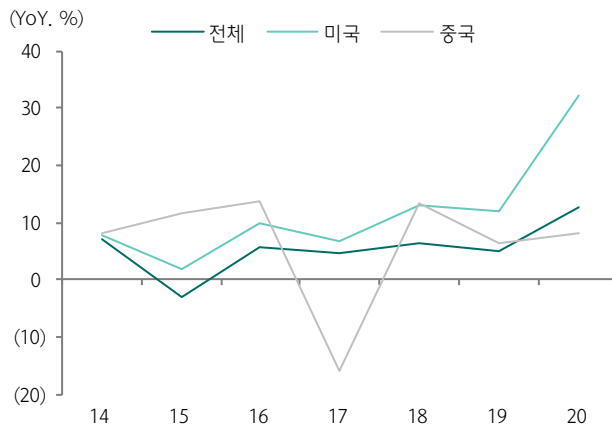
오프라인 구매 감소를
온라인 구매가 상쇄

그림 27. 온라인 구매 큰 폭 증가



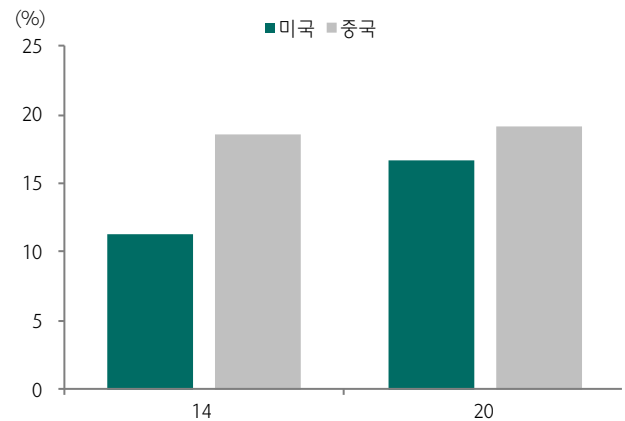
자료: 농림축산식품부 설문조사, 하나금융투자

그림 28. 국가별 가공식품 수출 성장률 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

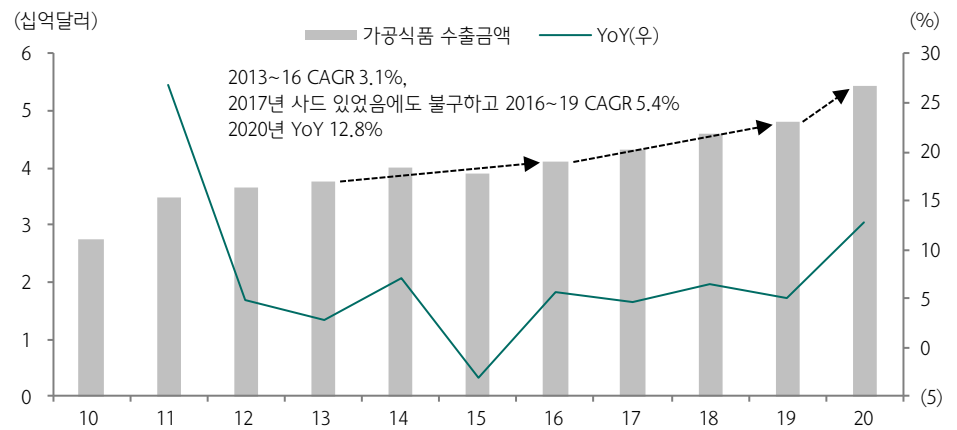
그림 29. 국가별 가공식품 수출 비중 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

2020년 가공식품 수출액
YoY 13% 증가

그림 30. 우리나라 가공식품 수출 증가 추세



자료: 관세청, 하나금융투자

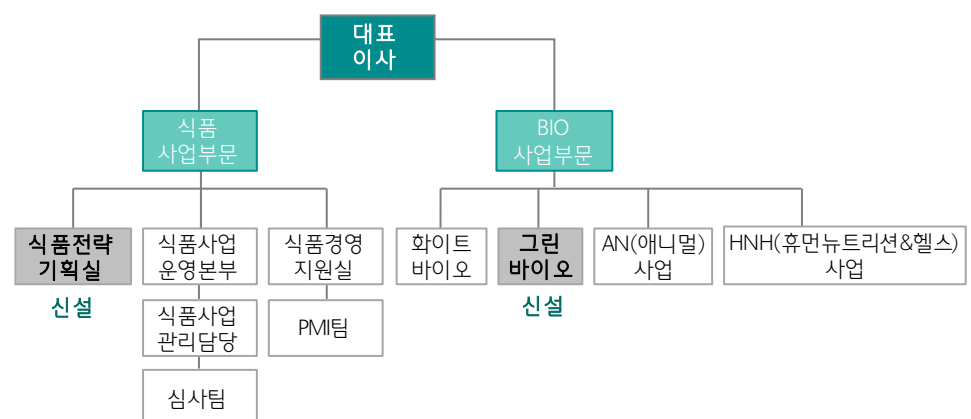
(1) CJ제일제당: 식품은 '쉬안즈' 시너지, 바이오는 '중장기 먹거리'

글로벌 식품 업체로의 도약

CJ제일제당은 선택과 집중 전략을 유지하는 한 해가 될 것으로 사료된다. 성장의 양대 축인 식품 및 바이오 부문을 골자로 미래 역량 강화를 위한 사업부를 신설했다. 우선 식품 부문 직속에 '식품전략기획실'을 신설했다. '비비고 만두'라는 단일 카테고리를 1조원까지 성장시킨 노하우를 바탕으로 HMR 카테고리를 확장하고 해외 커버리지 확대를 통해 '쉬안즈' 인수 시너지를 극대화할 것으로 판단된다. 사측에 의하면 작년 하반기부터 '쉬안즈'와의 영업조직 통합이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 작년 10월부터 '쉬안즈' 채널을 이용해서 메인 스트림(타깃, 월마트)으로 제품 입점이 시작된 것으로 파악된다. 그 결과, 미국 점포 입점률(ACV, All Commodity Volume)은 2019년 말 기준 28.1%에서 3Q20 37.9%까지 상승했다. 올해는 50% 이상 입점이 타깃이다.

올해부터 바이오 부문은 화이트 바이오/ 그린 바이오 두 축으로 운영된다. 기존 뉴카테고리담당을 화이트 바이오로 재편했고 그린 바이오를 신설했다. 그린 바이오는 발효 기술을 기반으로 기존 사업인 동물 사료용 필수아미노산 생산을 담당한다. 화이트 바이오 사업은 바이오 물질 및 공법을 활용하여 연료/플라스틱 등 화학 제품의 대체제 생산을 담당한다. CJ제일제당이 생산하게 될 PHA는 100% 해양 생분해 가능한 친환경 바이오 플라스틱 소재로 알려져 있다. 올해 연 5천톤 규모의 생산 체계를 구축할 계획이다. 바이오 플라스틱 내 생분해 플라스틱 비중은 2020년 58.1%→ 2025년 62.7%로 큰 폭 증가가 예상된다. 특히 PHA는 향후 5년 간 연평균 56% 증가할 것으로 예상된다. 바이오 플라스틱 내 PHA 비중은 2020년 1.7%에 불과하지만 2025년 11.5%로 큰 폭 상승이 전망된다.

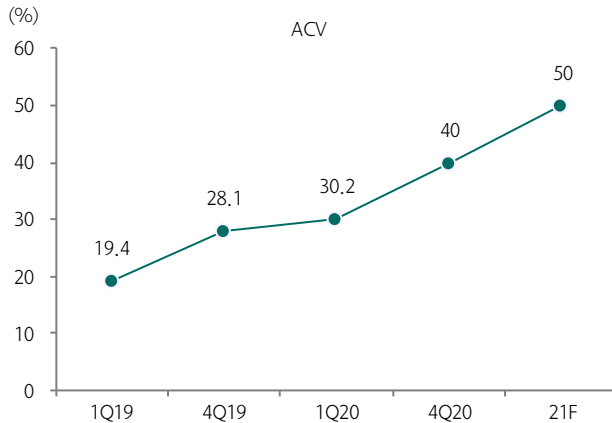
그림 31. 조직 개편 현황



자료: 하나금융투자

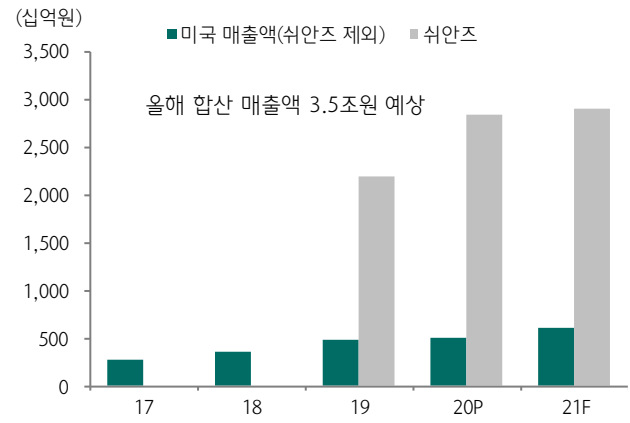
해외 공격적 확대 및
바이오 새 먹거리 위한
사업부 신설

그림 32. 미국 ACV 추이



자료: 하나금융투자

그림 33. CJ제일제당-쉬안즈 미국 매출 추이



자료: 하나금융투자

표 4. CJ제일제당-쉬안즈 공장 현황

공장	제조 제품	Capa(십억원)
FMC	만두	150
TMI	누들, 만두, 롤	120
TMA	누들, 만두, 레디밀	120
Kahili	레디밀	100
Schwan's	피자, 파이, 에그롤, 아이스크림	3,100
MBC	김, 누들, 소스, 만두, 레디밀	300

자료: 하나금융투자

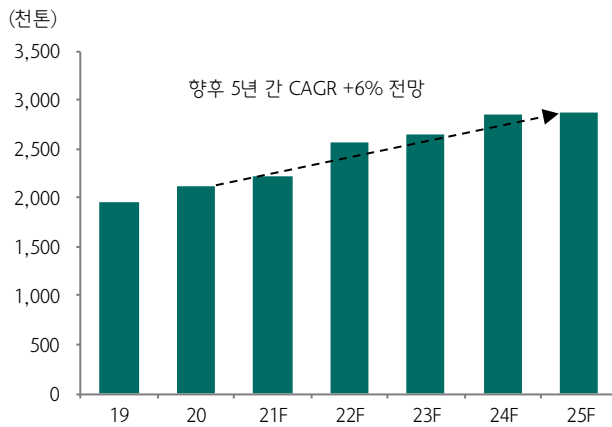
그림 34. 그린바이오에서 화이트바이오로 사업 확장 계획

바이오 새로운 먹거리로 PHA 생산
본격화 전망



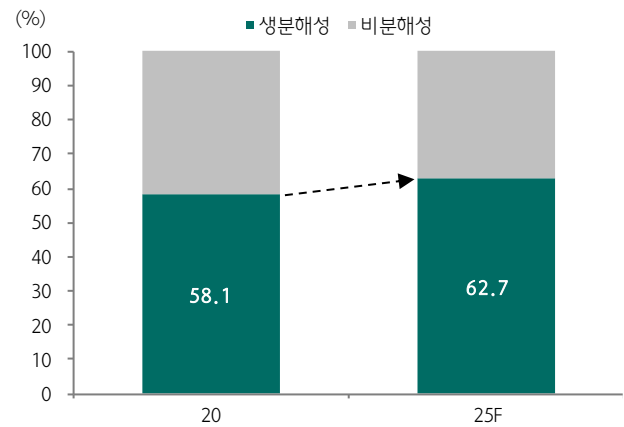
자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 35. 글로벌 바이오플라스틱 Capa 현황



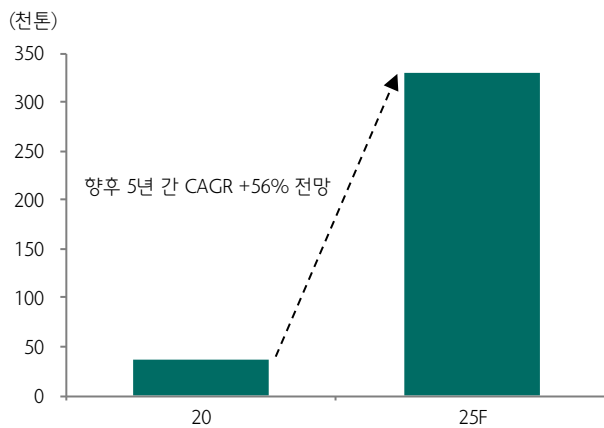
자료: 하나금융투자

그림 36. 바이오플라스틱 내 생분해/비분해 비중



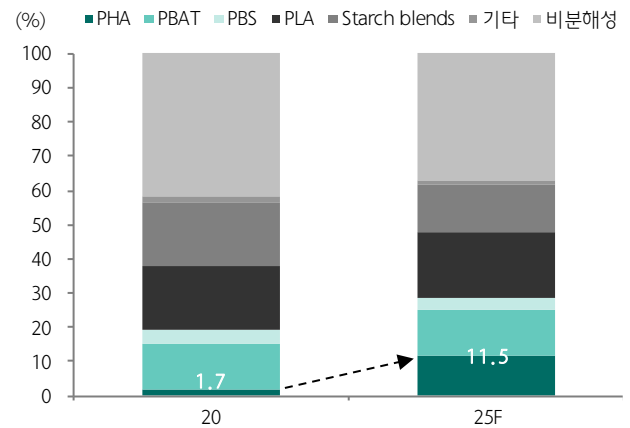
자료: 하나금융투자

그림 37. 생분해 플라스틱 종류인 PHA Capa 전망



자료: 하나금융투자

그림 38. 바이오플라스틱 내 PHA 비중 커질 전망



자료: 하나금융투자

(2) 롯데그룹: '수익성' 제고 중점

롯데제과/롯데칠성음 수익성 개선,
롯데푸드는 변화 불가피 전망

롯데그룹은 작년 대대적인 조직개편에 이어 2021년에도 많은 변화가 예상된다. 신동빈 회장의 쇄신 의지와 더불어 그간의 실적 악화로 중장기 전략에 새 판을 짤 공산이 커 보인다.

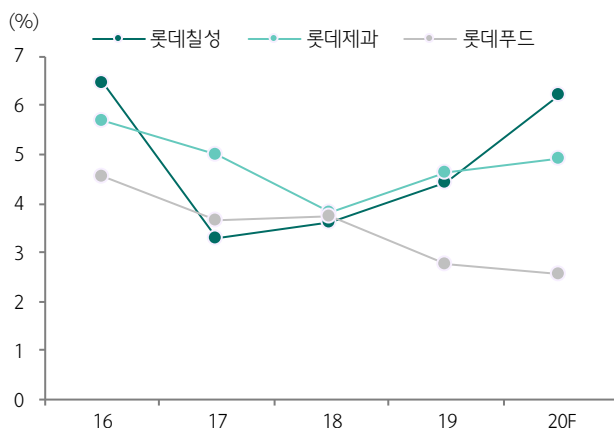
올해 인사에서는 롯데그룹 4개 사업 부분 중 식품 BU 장이 교체됐다. 새로운 식품 BU 사장은 이영구 롯데칠성음료 대표이사가 승진했다. 2017년부터 롯데칠성음료 대표를, 2020년에는 음료와 주류 부문을 통합해 대표를 역임했다. 롯데칠성음료의 신입 대표이사는 박윤기 경영 전략부문장이 승진했다. 롯데푸드 대표이사는 롯데미래전략연구소장을 역임한 이진성 부사장이 역임한다. 롯데제과 대표이사는 기존과 동일하다.

식품 3사의 수익성 하락 추이 감안시, 올해는 수익성 제고에 초점을 맞출 것으로 전망된다. 롯데제과는 그간 진행된 저수익 점포 구조조정 등을 바탕으로 올해도 수익성 제고에 집중할 것으로 판단된다.

롯데칠성도 공격적인 주류 마케팅을 지양하는 수익성 경영 전략을 펼칠 것으로 예상된다. 다만, 맥주 가동률 상승을 위해 주류 규제 완화를 적극 활용할 것으로 판단된다. 대한제분과 '곰표 밀맥주' OEM(주문자 상표 부착 위탁 생산) 생산 협약을 맺은 것으로 파악된다. 관련 매출액을 2~300억원 수준으로 추정한다. 롯데칠성의 맥주 가동률은 전년 대비 4~50% 상승하는 효과가 있을 것으로 판단한다. 참고로 하나금융투자는 맥주 가동률이 2020년 18%→2021년 26%로 상승할 것으로 예상한다. 중장기 맥아 등을 이용한 식품이나 화장품 생산 등 사업 영역 확대 가능성도 열어둘 수 있어 긍정적이다.

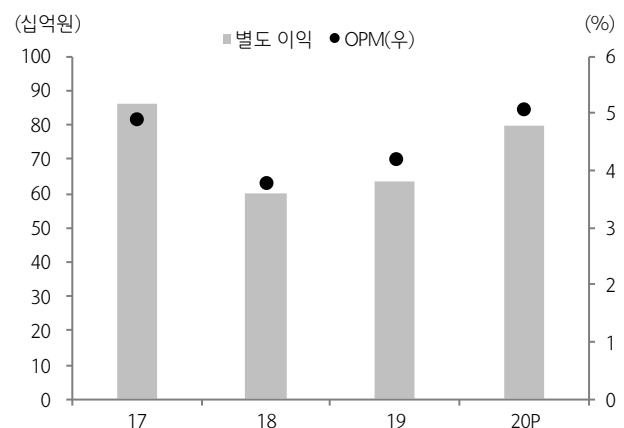
롯데푸드는 변화가 불가피해 보인다. 미래전략연구소장을 역임한 이진성 부사장이 수장을 맡은 만큼 비건식품/케어푸드(환자식) 등 새 먹거리 찾기에 적극적인 행보를 보일 것으로 전망된다. 더불어, HMR 브랜드 강화에 집중할 것으로 사료된다. 김천 공장 증축으로 HMR 생산 Capa가 확대되었고(기존 Capa 3천억원→4천억원) 그룹 온라인 채널과의 시너지도 가능하기 때문이다. 참고로, 지난 4월 유통 BU는 온라인 채널 강화를 위해 백화점/대형마트/편의점/가전 등 전국 1만 오천여개 오프라인 매장을 연계시킨 '롯데온'을 런칭했다. HMR의 B2C 브랜드 역량만 전제된다면 충분한 채널 시너지를 발현할 수 있을 것이다.

그림 39. 식품 3사 수익성 추이



자료: 하나금융투자

그림 40. 롯데제과 구조조정 노력으로 본업 수익성 개선세



자료: 하나금융투자

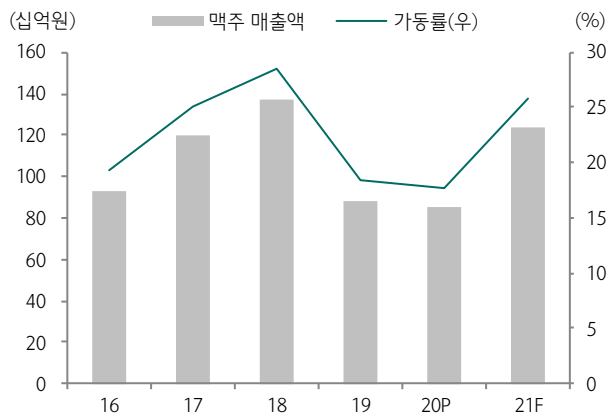
그림 41. 정부의 주류 산업 규제 완화 방안

규제 완화로 타사 OEM 및
식품 생산 가능해져

주류 제조	• 타 제조업체의 제조시설을 이용한 주류의 위탁제조(OEM) 허용 • 주류 제조방법 변경 절차 간소화(승인 → 신고사항으로 변경) • 주류 제조 시설을 이용한 주류 이외의 제품 생산 허용 • 주류 제조면허 취소 규정 합리화 • 주류 신제품 출시 소요 기간 단축(30일 → 15일) • 주류 첨가재료 확대(질소가스 첨가 허용 등) 
유통	• 주류제조자 및 주류수입업자의 주류 판매 시 택배 운반이 가능하도록 개선 (주류 운반차량 표시 의무 면제) • 주류통신판매기록부에서 구매자 주민등록번호 제외 (성인인증 거치는 통신판매 방식의 경우) 
판매	• 통신판매가 허용되는 음식점의 주류 배달 기준 명확화 (음식과 함께 배달하는 주류로서 주류 가격이 음식 가격보다 낮은 경우에 한해 통신판매 허용) • 홍보 등 목적의 경우 제조면허 주종 이외의 주류 제조 허용

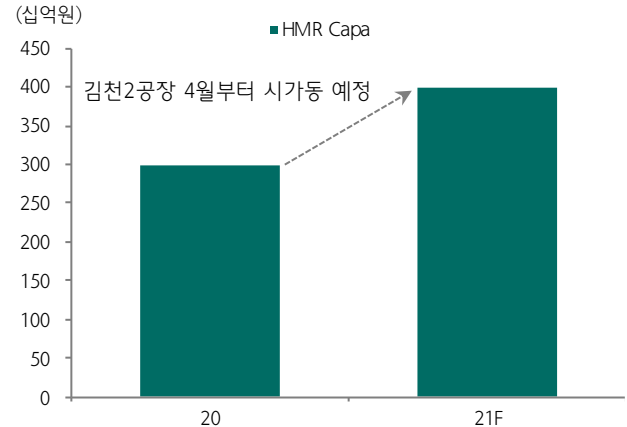
자료: 기재부, 언론보도, 하나금융투자

그림 42. 롯데칠성 맥주 가동률 전망



자료: 하나금융투자

그림 43. 롯데푸드 HMR Capa 현황



자료: 하나금융투자

(3) 신세계그룹: '제조' 역량 증대 및 '프랜차이즈' 사업 확대

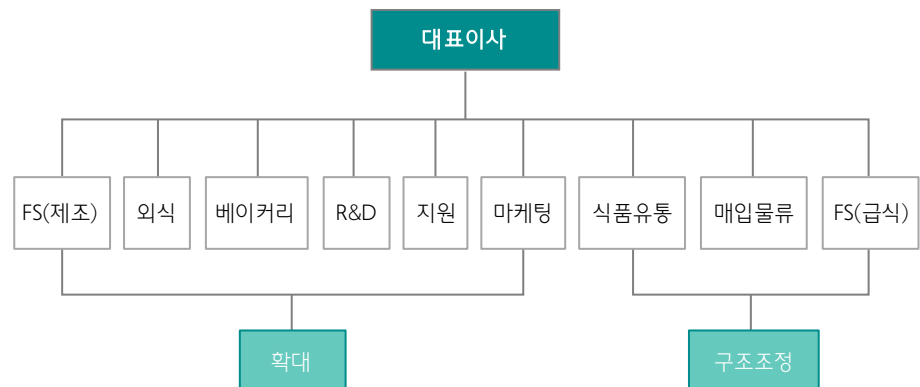
돈 안되는 사업부 과감한 구조조정
프랜차이즈 사업 본격화 전망

신세계푸드는 2년 만에 단일 대표 체제로 돌아갔다. 송현석 대표는 2018년 신세계푸드 마케팅 상무로 역임되기 전까지 맥도날드, 피자헛, 오비맥주에서 마케팅 경력을 쌓아온 것으로 파악된다. 신세계푸드의 '노브랜드 버거' 프랜차이즈 사업 확대에 상당한 힘이 실릴 것으로 판단된다. 더불어, 조직 개편을 통해 제조 사업 확대를 주문했으며 급식/식품유통/매입물류 부문은 비용 절감 및 구조조정이 수반될 것으로 보인다. 결론적으로 HMR 및 밀키트 제조 라인 확대를 기반으로 외식 및 베이커리 사업과의 시너지를 시현하는 방향으로 중장기 사업 전략이 재편될 것으로 판단된다.

현재 '노브랜드 버거'는 직영점 60개가 운영 중인 것으로 추정된다. 점당 매출액은 5~6천만원(월)으로 추산된다. 공정거래위원회에 의하면 이는 경쟁사의 평균 수준으로 파악된다. 작년 말부터 가맹점주 모집을 시작한 것으로 파악된다. 올해 100개 내외의 점포 수 증가를 예상한다. 경쟁사 가맹점 수 감산시 확장 여력은 높아 보인다.

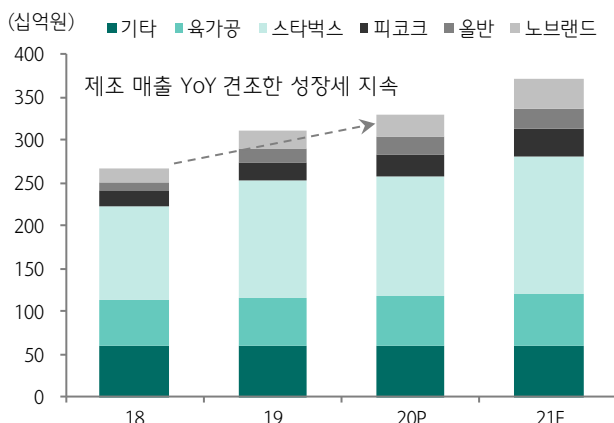
그림 44. 중장기 사업 전략 재편

제조/외식 사업부에 힘 실을 듯



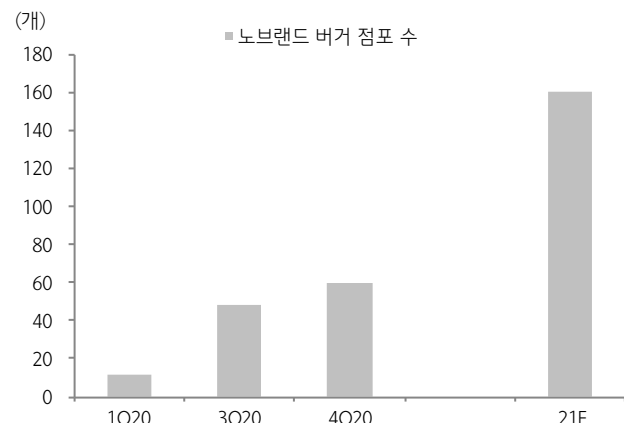
자료: 신세계푸드, 언론보도, 하나금융투자

그림 45. 제조 매출 추이



자료: 하나금융투자

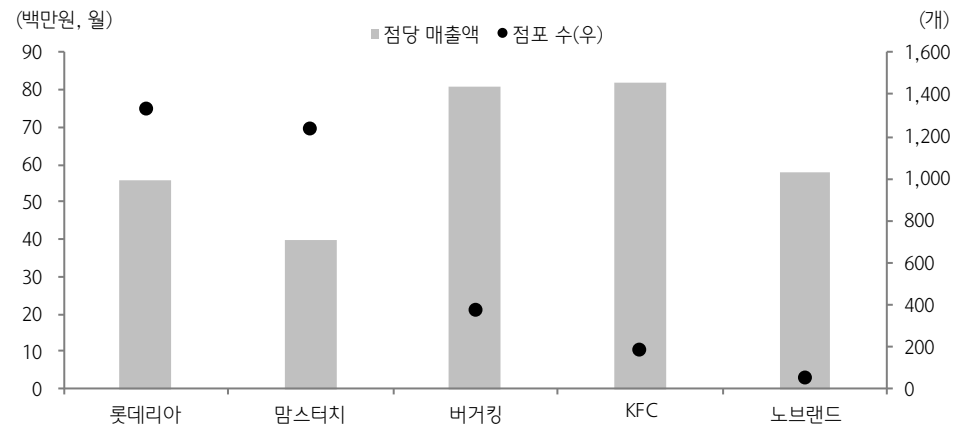
그림 46. '노브랜드 버거' 점포 수 추이



자료: 하나금융투자

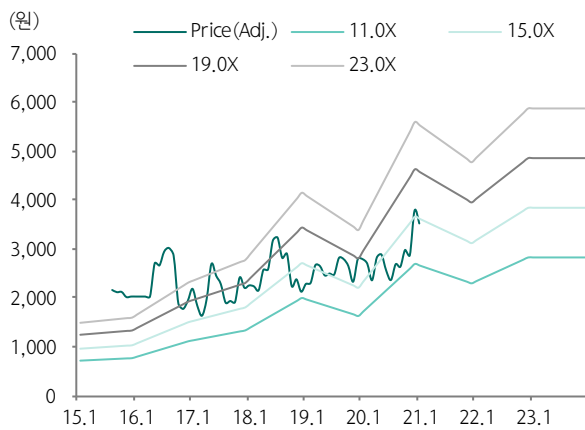
그림 47. 버거 프랜차이즈 점당 매출액 및 점포 수 현황

‘노브랜드 버거’ 점당 매출액
롯데리아/맘스터치와 유사



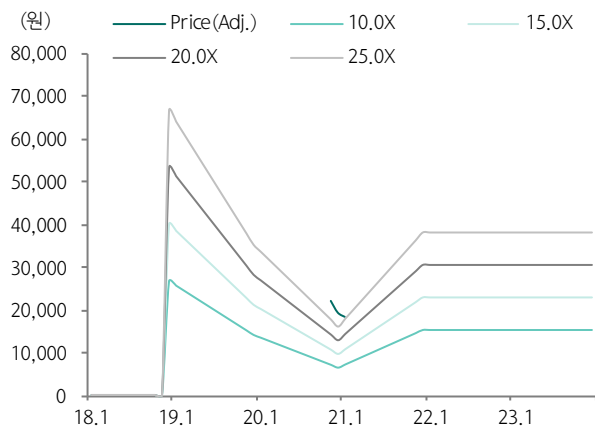
자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

그림 48. 해마로푸드서비스 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 49. 교촌에프앤비 12개월 Fwd PER Band



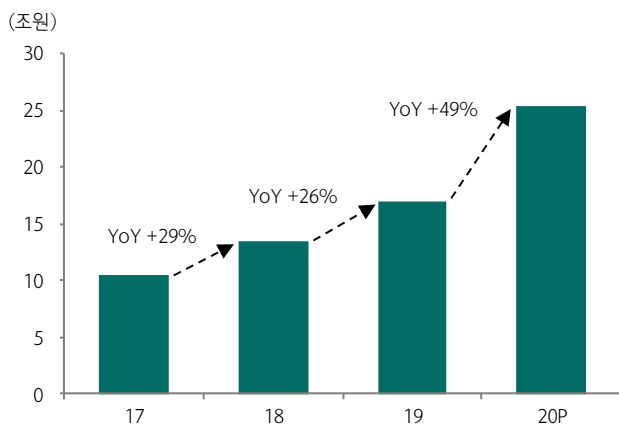
자료: 하나금융투자

(4) 동원그룹: '온라인' 채널 강화

온라인 채널 강화 전망

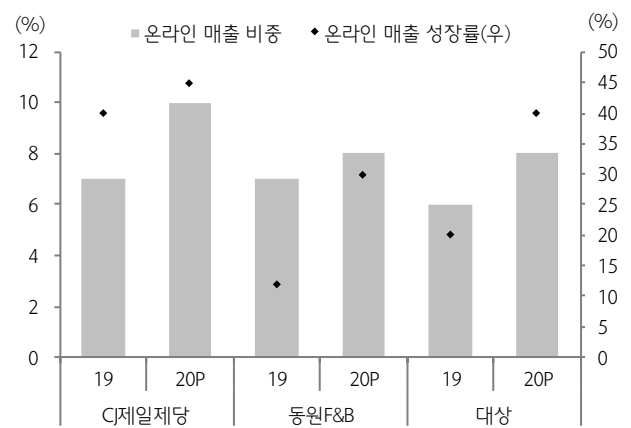
작년 경쟁사 대비 온라인 채널 대응이 아쉬웠던 동원 그룹은 온라인 조직을 재정비했다. '동원몰(동원F&B 온라인 사업부)', '더반찬(동원홈푸드 HMR 사업부)', '금천미트(동원홈푸드 금천 사업부)'를 동원홈푸드 온라인 사업부로 통폐합 했다. 향후 '동원몰'은 동원그룹 식품 사업의 통합 온라인몰 역할을 책임질 것으로 판단된다. 참고로, 2020년 동원F&B의 온라인 채널 매출 비중은 8%로 추산된다. 전년대비 30% 이상 성장한 것으로 파악된다.

그림 50. 온라인 식품 시장 규모 약 25조원



자료: 하나금융투자

그림 51. 업체별 온라인 채널 비중 및 성장률 추이



자료: 하나금융투자

(5) 오리온: '종합식품회사'로 포트폴리오 다각화

베트남 및 러시아 Capa 확대

오리온은 2021년에도 해외 사업 확대에 박차를 가할 것으로 전망된다. 제품 포트폴리오 다각화가 본격화되면서 '종합식품회사'로의 목표에 한 걸음 다가가는 한 해가 될 것으로 판단된다.

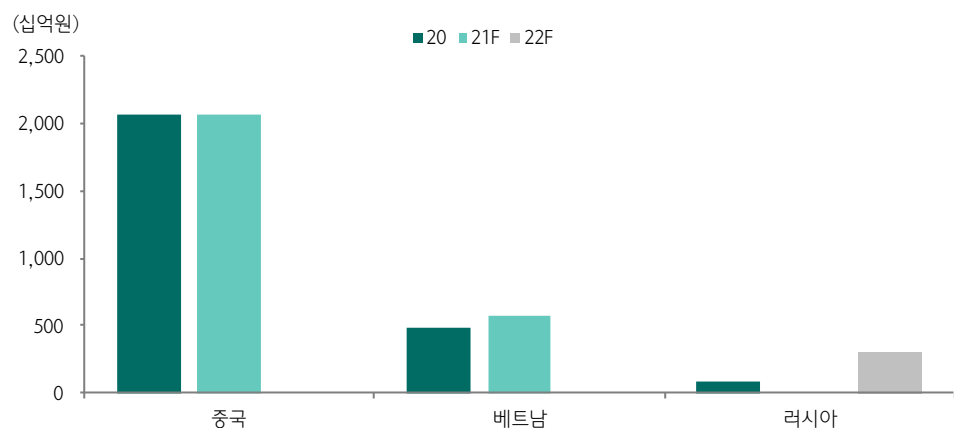
국내 및 중국은 포트폴리오 다각화(간편식, 음료 등)를 통해 성장을 도모할 것으로 파악된다. 간편식은 '마켓오', 음료는 '닥터유' 브랜드를 활용할 계획이다. 약 34조원 규모의 중국 생수 시장 진출을 위해 '용암수'도 런칭했다. 병당 4~5위안의 준프리미엄 미네랄워터 시장이 타깃이다. 작년 말부터 편의점 및 대형마트, 자동판매기 등에 입점을 시작한 것으로 파악된다. 중장기 매출 2천억원까지 확대시켜 갈 계획이다.

베트남 및 러시아는 Capa 증설을 추진 중이다. 베트남은 올해 라인 증설을 통해 쌀과자 및 양산빵 매출 비중을 늘려나갈 계획이다. 참고로 현재 쌀과자 및 양산빵은 각각 월 25억원, 20억원 내외 기여 중이다. 러시아는 2022년 완공을 목표로 신공장 건설을 추진 중이다. 완공 이후 러시아 Capa는 기존 대비 약 3배 증가할 것으로 파악된다. 러시아 Capa 증설은 중장기 유럽 커버리지 확대를 위한 초석이 될 것으로 판단된다.

한편, 오리온홀딩스는 지난 10월 중국 국영 제약기업 '산둥루캉 의약'과 바이오 사업 진출을 위한 합자계약을 체결했다. 오리온홀딩스와 루캉 지분은 각각 65%, 35%이다. 국내 바이오 기술은 중국 합자법인이 중국 내 임상을 추진하고 루캉은 중국 내 제품 생산 및 판매를 담당한다. 발병률이 높은 '암 중증질환'과 '전염성 질환' 등을 조기 발견하는 '진단키트'가 중점 사업 영역이다.

그림 52. 오리온 글로벌 Capa 현황

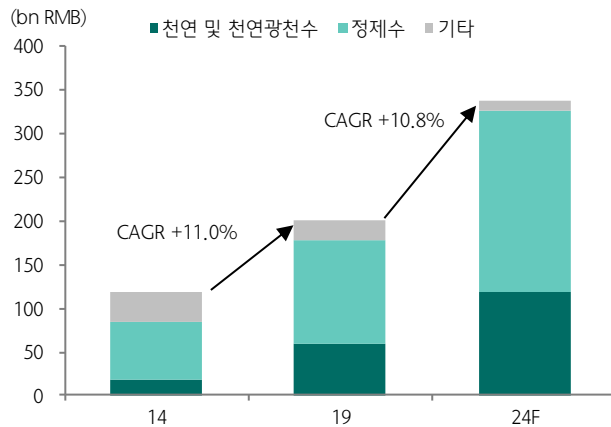
러시아는 22년 신공장 건설 이후
Capa 약 3배 증가 추산



자료: 하나금융투자

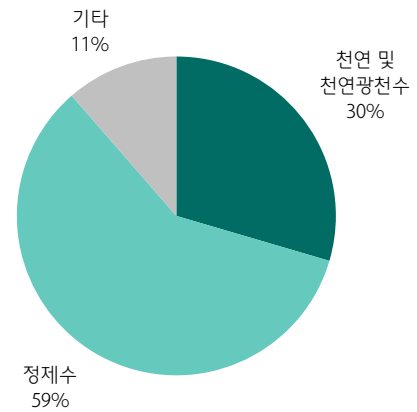
기타: 매출액을 가동률로 나눈 수치임

그림 53. 중국 생수시장 약 34조원 규모



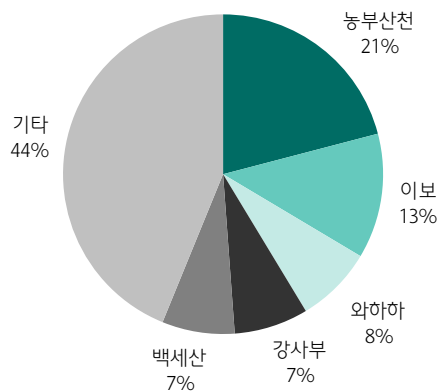
기타: 천연 및 천연광천수는 'Mineral Water' 일컬음
 자료: Frost & Sullivan, 하나금융투자

그림 54. 중국 생수시장 내 미네랄워터는 약 30% 차지



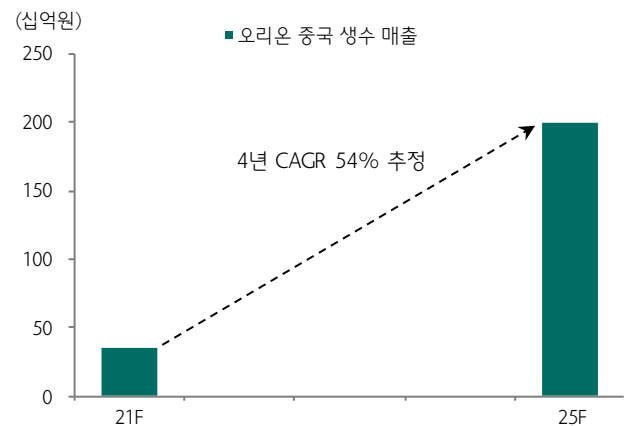
자료: Frost & Sullivan, 하나금융투자

그림 55. 중국 생수시장 점유율 현황



자료: Frost & Sullivan, 하나금융투자

그림 56. 오리온 '제주 용암수' 중국 매출 예상



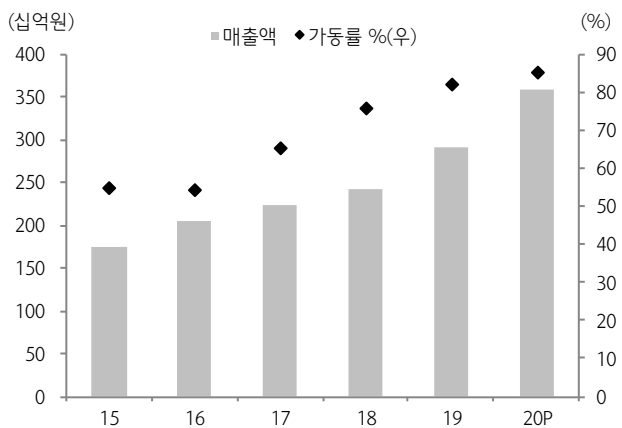
자료: 하나금융투자

(6) 농심: '해외' 강화

미국 제2공장 완공시 남미로 공격적
커버리지 확대 전망

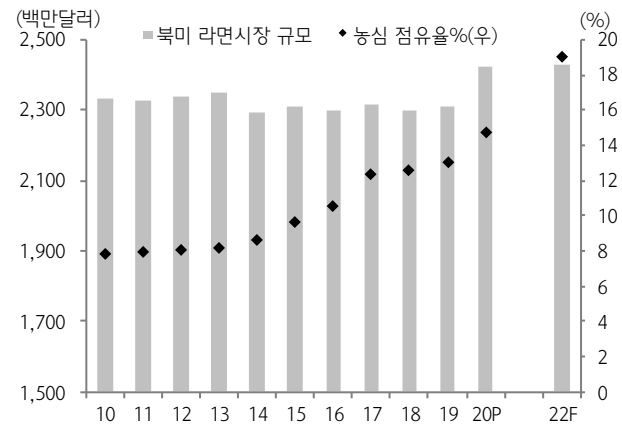
농심은 최고재무책임자(CFO)를 김종우 경영지원실 상무로 임명했다. 김종우 CFO는 오랫동안 재무회계를 담당해왔던 것으로 파악된다. 따라서 재원 관리가 핵심 임무일 것으로 추측된다. 2020년 말 기준 농심의 순현금은 5,700억원으로 추산된다. 중장기 해외 보폭 확대를 위한 투자가 집행될 것으로 전망한다. 매출이 큰 폭 증가하고 있는 미국은 제2공장 설립이 추진 중이다. 완공시 Capa는 기존 대비 2배 증대될 것으로 추정한다. 완공 이후 북미 커버리지 확대 및 남미 진출이 가속화될 것으로 전망된다.

그림 57. 농심 미국 공장 가동률 추이



자료: 농심, 하나금융투자

그림 58. 농심 미국 라면 점유율 추이



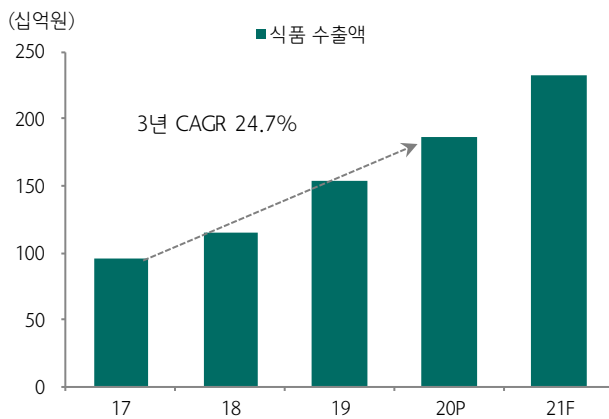
자료: 하나금융투자

(7) 대상: '해외' 보폭 확대

해외 매출 확대를 위한
선제적 Capa 증설

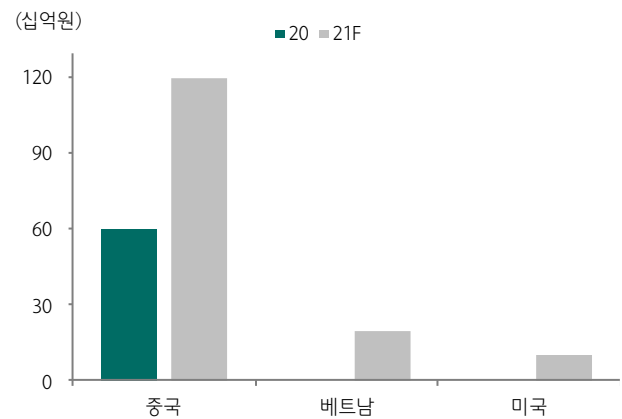
대상은 임정배 대표이사가 연임되었다. 중동, 중국, 베트남, 미국에서의 보폭 확대에 박차를 가할 것으로 전망된다. 중동은 작년 말 카타르 주요 유통마트 입점을 시작했다. 김치, 두부 등 가공식품을 판매 중이다. 중국/미국/베트남은 공장 Capa가 증대되었다. 중국 련원강 공장은 작년 말부터 가동을 시작했다. 중국에서는 김치, 떡볶이, 밀키트 등을 판매 중으로 작년 매출은 600억원 내외로 추산된다. 이번 증설로 Capa가 2배 이상 확대된 것으로 파악된다. 미국은 올해 3~4월부터 김치공장 가동이 시작될 예정이다. 초기 투자금액은 200억원으로 Capa를 점진적 확장해 나갈 것으로 판단된다. 베트남에서도 작년 말 하이즈영 공장 가동이 시작되었다. 이번 증설로 가공식품 생산은 기존 소스에서 편의식까지 카테고리 확대되었다.

그림 59. 대상 식품 해외 매출 추이



자료: 하나금융투자

그림 60. 가공식품 글로벌 Capa 증설 현황



기타: 베트남은 미원베트남 공장에서 소스류 등 생산하고 있었으나 이는 감안하지 않음
자료: 하나금융투자

3. 주요 업체 실적 동향

1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 우려를 희석시킬 호실적 예상

(1) 4Q20 Preview

실적도 배당도 YoY 개선 예상

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 2,727억원(YoY +6.2%), 3,400억원(YoY +34.7%)으로 추정한다. 중동 향 수출 회복이 본격화되면서 전사 실적을 동인할 것으로 전망한다. 특히 ASP가 높은 제품이 다량 수출되면서 Q와 P의 동반 상승이 예상된다. ① 4분기 국내 담배(필련+필련형 전자담배) 총수요는 영업일수 하락 감안시 YoY -5.5% 감소할 것으로 추산된다. 필련 수요는 YoY -3.7% 감소할 것으로 예상된다. KT&G 국내 점유율은 63.5%(YoY -0.6%p, QoQ -1.4%p)로 전망한다. ② 수출 담배 매출액(미국 제외)은 보수적으로 YoY 30.0% 증가할 것으로 추정한다. 참고로 관세청에 의하면 4분기 누계 담배 수출은 전년동기대비 34.0% 증가했다. 2분기부터 중동 향 수출이 본격화되면서 물량 회복이 가팔라지고 있다. 신시장도 코로나19 기인한 락다운에서 벗어나 회복 중인 것으로 파악된다. ASP 높은 제품 비중이 상승하면서 P도 동반 상승한 것으로 파악된다. ③ 해외법인도 미국 판매 호조 기인해 두 자리 수 탑라인 성장이 이어질 것으로 예상된다. ④ KGC 매출액은 전년 수준, 영업이익은 50억원을 가정했다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5조 5,835억원(YoY +6.7%), 1조 5,829억원(YoY +6.6%)으로 추정한다. ① 중동 및 신시장 수출 회복이 가시화된 점 감안하면 상반기는 기저효과가 예상된다. ② PM과의 필련형 전자담배 제휴 효과도 3Q20부터 반영되기 시작한 만큼 올해는 유의미한 YoY 성장을 기대한다. ③ 국내 담배 점유율은 신제품 인지도 확대 기인해 64% 수준을 유지할 것으로 예상된다. ④ 수원 부동산 분양 매출이 2020년 5,400억원 반영된 것에 이어 올해도 유사한 수준이 인식될 것으로 파악된다.

KT&G 주주 정책에 의하면 올해 DPS는 최소 200원 상향될 것으로 예상된다. 하나금융투자는 올해 DPS를 4,800원으로 전망한다. 실적 회복이 본격화되고 있다는 점까지 감안하면 중장기 관점의 저가 매수가 유효해 보인다.

표 1. KT&G 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,272.7	1,300.1	1,360.3	1,542.7	1,271.3	4,963.2	5,233.3	5,583.5
①KT&G	661.3	908.1	908.8	823.4	742.0	882.4	886.1	754.1	2,942.6	3,301.6	3,529.8
-내수	435.0	472.0	529.4	455.6	455.6	504.9	544.5	468.7	1,912.6	1,955.4	1,720.8
-수출	77.6	179.5	140.5	117.8	116.4	197.5	161.6	135.4	535.3	733.1	843.0
-부동산 등	148.7	256.6	238.9	250.0	170.0	180.0	180.0	150.0	494.7	613.2	966.0
②KGC	391.1	277.5	422.4	272.1	410.7	299.7	443.5	285.7	1,403.7	1,363.1	1,439.6
③종속회사	126.0	133.2	132.2	177.2	147.5	178.3	213.0	231.5	616.9	568.6	614.1
-해외담배	89.6	106.9	122.4	137.2	107.5	128.3	153.0	171.5	384.8	456.1	560.3
-기타	36.4	26.3	9.8	40.0	40.0	50.0	60.0	60.0	232.1	112.6	53.9
YoY	-0.6%	4.8%	10.7%	6.2%	10.3%	3.1%	5.4%	-0.1%	11.0%	5.4%	6.7%
①KT&G	0.4%	11.8%	25.6%	10.1%	12.2%	-2.8%	-2.5%	-8.4%	11.9%	12.2%	6.9%
②KGC	-1.9%	-9.4%	-1.0%	0.0%	5.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.9%	-2.9%	5.6%
③종속회사	-1.2%	-4.1%	-23.2%	-0.6%	17.1%	33.8%	61.1%	30.6%	19.4%	-7.8%	8.0%
영업이익	315.0	394.7	434.6	340.0	380.0	415.4	462.6	324.9	1,382.0	1,484.4	1,582.9
①KT&G	249.9	369.9	353.6	325.0	304.0	379.4	377.7	314.9	1,147.3	1,298.4	1,376.1
②KGC	71.1	20.0	81.4	5.0	76.0	36.0	79.8	0.0	205.9	177.5	191.8
③종속회사	-6.0	4.8	-0.4	10.0	0.0	0.0	5.0	10.0	28.8	8.5	15.0
YoY	-9.5%	-1.1%	13.6%	34.7%	20.6%	5.2%	6.4%	-4.4%	10.1%	7.4%	6.6%
①KT&G	-1.1%	8.8%	24.1%	20.4%	21.7%	2.6%	6.8%	-3.1%	13.8%	13.2%	6.0%
②KGC	-22.0%	-54.2%	1.6%	-154.9%	6.9%	79.8%	-1.9%	-100.0%	0.5%	-13.8%	8.0%
③종속회사	-240.4%	-68.8%	-102.0%	-219.4%	-100.0%	-100.0%	-1520.5%	0.0%	-31.7%	-70.5%	76.6%
OPM	26.7%	29.9%	29.7%	26.7%	29.2%	30.5%	30.0%	25.6%	27.8%	28.4%	28.3%
①KT&G	37.8%	40.7%	38.9%	39.5%	41.0%	43.0%	42.6%	41.8%	39.0%	39.3%	39.0%
②KGC	18.2%	7.2%	19.3%	1.8%	18.5%	12.0%	18.0%	0.0%	14.7%	13.0%	13.3%
③종속회사	-4.8%	3.6%	-0.3%	5.6%	0.0%	0.0%	2.3%	4.3%	4.7%	1.5%	2.4%
세전이익	415.6	402.0	395.5	349.8	395.2	430.6	477.8	340.3	1,462.7	1,562.8	1,643.9
YoY	7.2%	-9.7%	-12.2%	94.9%	-4.9%	7.1%	20.8%	-2.7%	10.9%	6.8%	5.2%
(지배)순이익	293.0	293.1	278.2	224.4	275.8	313.9	338.2	224.6	1,036.5	1,088.7	1,152.5
YoY	7.3%	-9.2%	-13.3%	87.2%	-5.9%	7.1%	21.6%	0.1%	15.0%	5.0%	5.9%
NPM	24.9%	22.2%	19.0%	17.6%	21.2%	23.1%	21.9%	17.7%	20.9%	20.8%	20.6%

자료: 하나금융투자

KT&G 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,471.5	4,963.2	5,233.3	5,583.5	5,751.0
매출원가	1,836.0	2,088.6	2,208.5	2,356.2	2,426.9
매출총이익	2,635.5	2,874.6	3,024.8	3,227.3	3,324.1
판매비	1,380.4	1,492.6	1,540.5	1,644.4	1,667.8
영업이익	1,255.1	1,382.0	1,484.4	1,582.9	1,656.3
금융손익	84.6	82.9	42.2	45.4	49.0
종속/관계기업손익	9.3	1.5	36.2	15.6	15.0
기타영업외손익	(30.3)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,318.7	1,462.7	1,562.8	1,643.9	1,720.3
법인세	420.0	424.0	471.9	489.1	510.0
계속사업이익	898.7	1,038.7	1,090.9	1,154.8	1,210.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	898.7	1,038.7	1,090.9	1,154.8	1,210.3
비지배주주지분 순이익	(3.0)	2.2	2.2	2.3	2.4
지배주주순이익	901.7	1,036.5	1,088.7	1,152.5	1,207.9
지배주주지분포괄이익	857.9	1,056.4	1,089.1	1,152.9	1,208.3
NOPAT	855.3	981.4	1,036.2	1,111.9	1,165.3
EBITDA	1,405.3	1,564.8	1,674.3	1,779.8	1,860.3
성장성(%)					
매출액증가율	(4.19)	11.00	5.44	6.69	3.00
NOPAT증가율	(30.68)	14.74	5.58	7.31	4.80
EBITDA증가율	(11.46)	11.35	7.00	6.30	4.52
영업이익증가율	(11.99)	10.11	7.41	6.64	4.64
(지배주주)순이익증가율	(22.52)	14.95	5.04	5.86	4.81
EPS증가율	(22.52)	14.95	5.05	5.85	4.81
수익성(%)					
매출총이익률	58.94	57.92	57.80	57.80	57.80
EBITDA이익률	31.43	31.53	31.99	31.88	32.35
영업이익률	28.07	27.84	28.36	28.35	28.80
계속사업이익률	20.10	20.93	20.85	20.68	21.05

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,567	7,549	7,930	8,394	8,798
BPS	61,237	65,330	69,203	73,260	77,720
CFPS	10,887	12,556	12,443	13,062	13,643
EBITDAPS	10,236	11,398	12,195	12,964	13,550
SPS	32,569	36,151	38,118	40,668	41,888
DPS	4,000	4,400	4,800	4,800	4,800
주가지표(배)					
PER	15.46	12.43	10.48	9.73	9.29
PBR	1.66	1.44	1.20	1.12	1.05
PCFR	9.32	7.47	6.68	6.25	5.99
EV/EBITDA	8.22	6.75	5.30	4.82	4.36
PSR	3.12	2.59	2.18	2.01	1.95
재무비율(%)					
ROE	11.38	12.39	12.21	12.18	12.02
ROA	8.96	9.93	9.89	9.90	9.81
ROIC	19.63	21.82	22.31	22.96	23.23
부채비율	24.86	23.04	22.41	22.30	21.51
순부채비율	(30.04)	(27.26)	(29.22)	(30.64)	(33.36)
이자보상배율(배)	180.41	201.73	276.57	319.48	334.30

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	6,413.4	6,417.2	6,930.4	7,505.9	8,108.2
금융자산	2,675.6	2,542.5	2,845.1	3,147.6	3,619.2
현금성자산	933.0	891.3	1,171.5	1,444.9	1,902.6
매출채권	896.2	941.1	992.3	1,058.7	1,090.5
재고자산	2,461.3	2,447.2	2,580.4	2,753.0	2,835.6
기타유동자산	380.3	486.4	512.6	546.6	562.9
비유동자산	3,741.7	4,294.9	4,379.8	4,478.1	4,545.4
투자자산	1,197.4	1,353.0	1,398.9	1,458.4	1,486.8
금융자산	1,113.4	1,303.6	1,346.8	1,402.8	1,429.6
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	11,310.2	11,984.0	12,653.6
유동부채	1,640.7	1,600.1	1,648.6	1,742.9	1,788.0
금융부채	135.4	51.3	27.1	27.1	27.1
매입채무	72.6	62.1	65.5	69.9	72.0
기타유동부채	1,432.7	1,486.7	1,556.0	1,645.9	1,688.9
비유동부채	381.3	406.1	421.7	442.0	451.8
금융부채	96.9	118.2	118.2	118.2	118.2
기타비유동부채	284.4	287.9	303.5	323.8	333.6
부채총계	2,022.0	2,006.2	2,070.4	2,184.9	2,239.8
지배주주지분	8,079.3	8,650.5	9,182.3	9,739.2	10,351.5
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	8,157.5	8,714.4	9,326.7
비지배주주지분	53.8	55.4	57.6	59.9	62.3
자본총계	8,133.1	8,705.9	9,239.9	9,799.1	10,413.8
순금융부채	(2,443.3)	(2,373.1)	(2,699.9)	(3,002.3)	(3,474.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	821.7	1,042.5	1,114.2	1,145.7	1,287.3
당기순이익	898.7	1,038.7	1,090.9	1,154.8	1,210.3
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)	(122.3)	(158.5)	(75.8)
투자활동 현금흐름	(46.3)	(459.2)	(247.5)	(271.8)	(229.1)
투자자산감소(증가)	(121.1)	(155.6)	(45.9)	(59.5)	(28.5)
자본증가(감소)	(326.0)	(218.5)	(228.9)	(235.8)	(242.9)
기타	400.8	(85.1)	27.3	23.5	42.3
재무활동 현금흐름	(549.4)	(632.1)	(586.5)	(600.5)	(600.5)
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)	(595.6)	(595.6)
현금의 증감	217.9	(41.7)	280.2	273.4	457.7
Unlevered CFO	1,494.7	1,723.9	1,708.3	1,793.2	1,873.1
Free Cash Flow	468.3	820.2	885.3	909.9	1,044.5

2) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 지속되는 호실적

(1) 4Q20 Preview

높아진 시장 기대 충족할 전망

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 3,535억원(YoY +6.6%), 3,503억원(YoY +29.8%)으로 추정한다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 3조 5,625억원(YoY +7.2%), 2,413억원(YoY +40.2%)으로 예상한다.

① 국내 가공은 이른 추위 및 ‘사회적 거리두기’ 격상 영향으로 매출 및 영업이익의 고른 개선이 전망된다. 10~11월 누계 매출액은 전년대비 두 자리 수 성장한 것으로 추산된다. 특히 온라인 채널이 전년동기대비 50% 이상 성장한 것으로 파악된다. HMR 관련해서는 냉동 피자 라인이 추가 가동되면서 매출 성장에 기여할 것으로 기대된다. ② 해외 가공도 고성장세가 이어지고 있다. ‘쉬안즈’ 10~11월 누계 매출액은 YoY 10% 성장한 것으로 파악된다. 환율이 관건이나 견조한 성장이 이어지고 있다는 점은 분명 긍정적이다. ③ 바이오는 중국 돼지 사육두수 및 외식 조미료 수요 회복 기인해 OP 770억원 내외 기여가 가능할 것으로 예상된다. ④ 생물자원은 베트남 돈가 약세 속도가 다행히도 예상보다 더디면서 OP 400억원 내외 기여가 가능해 보인다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 25조 5,903억원(YoY +4.7%), 1조 5,273억원(YoY +8.1%)으로 추정한다. 대한통운 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 15조 1,010(YoY +5.9%), 1조 903억원(YoY +1.5%)으로 예상한다. 작년 비정상적인 실적을 시현한 생물자원 제외시 코어사업의 영업이익은 YoY 13% 증가해 견조한 이익 개선세를 지속할 것으로 전망한다. ① 식품(소재+가공) 내 해외 비중은 2019년 39%→ 2021년 48%로 유의미한 상승이 예상된다. ② 특히 올해는 ‘쉬안즈’와의 채널 및 제품 시너지가 본격화될 것으로 기대된다. ③ 바이오 부문은 지난 3년 간 믹스 개선 기인해 꾸준히 체력이 Level-up되고 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 지난주 중국 사육두수 회복 기인해 라이신 및 쓰레오닌 Spot 가격이 유의미하게 상승한 점도 긍정적이다.

현 주가는 2021년 예상 PER 12배에 거래 중이다. 증진된 체력 감안시 밸류에이션도 재평가 되어야 한다.

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,353.5	6,183.0	6,228.0	6,631.0	6,548.3	22,352.5	24,447.8	25,590.3
① 소재	423.2	428.1	470.9	418.6	440.1	432.4	475.6	422.8	1,759.0	1,740.8	1,770.9
② 가공	1,837.4	1,762.9	1,917.8	1,837.2	1,982.4	1,891.2	2,070.6	1,972.7	6,251.5	7,355.3	7,917.0
- 국내	802.2	714.4	897.8	795.0	866.3	757.3	951.7	834.7	3,098.2	3,209.3	3,410.0
- 해외	296.0	325.7	355.4	338.1	358.6	396.7	434.4	412.8	955.3	1,315.2	1,602.5
- 쉬안즈	742.6	722.8	664.6	704.1	757.5	737.3	684.5	725.2	2,198.5	2,834.1	4,996.0
③ 바이오	677.7	742.9	771.3	755.9	725.2	791.1	818.6	802.9	2,763.1	2,947.8	3,137.8
④ 생물자원	543.4	526.9	588.0	550.8	559.7	542.7	605.6	567.3	1,993.2	2,209.1	2,275.3
⑤ 물류	2,515.4	2,650.0	2,774.5	2,979.0	2,650.0	2,770.0	2,850.0	2,980.0	10,415.0	10,918.9	11,250.0
YoY	16.2%	7.4%	8.3%	6.6%	6.0%	5.2%	4.5%	3.1%	19.7%	9.4%	4.7%
① 소재	-6.0%	2.4%	-0.2%	0.0%	4.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-4.1%	-1.0%	1.7%
② 가공	44.7%	14.7%	9.4%	8.6%	7.9%	7.3%	8.0%	7.4%	81.8%	17.7%	7.6%
③ 바이오	15.0%	0.1%	7.3%	6.1%	7.0%	6.5%	6.1%	6.2%	1.7%	6.7%	6.4%
④ 생물자원	8.5%	7.7%	17.0%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-8.3%	10.8%	3.0%
⑤ 물류	3.4%	4.5%	5.8%	5.4%	5.4%	4.5%	2.7%	0.0%	13.0%	4.8%	3.0%
영업이익	275.9	384.9	402.1	350.3	324.0	377.8	440.6	384.9	896.9	1,413.2	1,527.3
① 소재	16.6	15.0	23.5	8.4	17.6	17.3	28.5	8.5	81.7	63.5	71.9
② 가공	99.7	111.4	152.3	114.6	124.8	130.9	177.9	133.8	260.4	478.0	567.4
③ 바이오	51.1	110.9	79.2	77.0	71.0	87.0	90.0	90.0	232.8	318.2	338.0
④ 생물자원	52.7	64.3	56.7	41.3	33.6	32.6	24.2	22.7	27.2	215.0	113.1
⑤ 물류	57.9	85.0	91.6	109.0	77.0	110.0	120.0	130.0	307.1	343.4	437.0
YoY	54.1%	119.5%	47.5%	29.8%	17.4%	-1.8%	9.6%	9.9%	7.7%	57.6%	8.1%
① 소재	-29.7%	-16.7%	-26.6%	4.7%	6.1%	15.3%	21.2%	1.0%	-14.6%	-22.3%	13.2%
② 가공	29.0%	209.4%	53.2%	140.3%	25.2%	17.5%	16.8%	16.7%	-0.6%	83.5%	18.7%
③ 바이오	-2.5%	87.0%	50.9%	12.2%	38.9%	-21.6%	13.6%	16.9%	19.9%	36.7%	6.2%
④ 생물자원	T/B	T/B	T/B	-13.6%	-36.3%	-49.4%	-57.3%	-45.1%	-49.3%	690.9%	-47.4%
⑤ 물류	27.7%	18.4%	3.2%	7.6%	33.1%	29.4%	31.1%	19.3%	26.5%	11.8%	27.3%
OPM	4.7%	6.5%	6.3%	5.5%	5.2%	6.1%	6.6%	5.9%	4.0%	5.8%	6.0%
① 소재	3.9%	3.5%	5.0%	2.0%	4.0%	4.0%	6.0%	2.0%	4.6%	3.6%	4.1%
② 가공	5.4%	6.3%	7.9%	6.2%	6.3%	6.9%	8.6%	6.8%	4.2%	6.5%	7.2%
③ 바이오	7.5%	14.9%	10.3%	10.2%	9.8%	11.0%	11.0%	11.2%	8.4%	10.8%	10.8%
④ 생물자원	9.7%	12.2%	9.6%	7.5%	6.0%	6.0%	4.0%	4.0%	1.4%	9.7%	5.0%
⑤ 물류	2.3%	3.2%	3.3%	3.7%	2.9%	4.0%	4.2%	4.4%	2.9%	3.1%	3.9%
세전이익	622.2	256.2	302.8	230.3	184.0	237.8	320.6	264.9	338.8	1,411.5	1,007.3
YoY	713.7%	477.7%	342.6%	54.0%	-70.4%	-7.2%	5.9%	15.0%	-73.8%	316.6%	-28.6%
(지배)순이익	443.7	111.4	140.2	121.2	106.0	138.9	187.2	148.4	152.5	816.6	580.4
YoY	984.7%	587.8%	7180.7%	29.6%	-76.1%	24.6%	33.5%	22.4%	-82.6%	435.3%	-28.9%
NPM	7.6%	1.9%	2.2%	1.9%	1.7%	2.2%	2.8%	2.3%	0.7%	3.3%	2.3%

자료: 하나금융투자

CJ제일제당 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	18,670.1	22,352.5	24,447.8	25,590.3	26,869.8
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,367.4	20,480.3	21,477.5
매출총이익	3,543.6	4,283.2	5,080.4	5,110.0	5,392.3
판매비	2,710.9	3,386.3	3,667.2	3,582.6	3,708.0
영업이익	832.7	896.9	1,413.2	1,527.3	1,684.3
금융손익	(252.6)	(362.5)	(383.4)	(359.4)	(325.4)
종속/관계기업손익	(5.5)	17.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	719.5	(213.1)	381.7	(160.6)	(200.0)
세전이익	1,294.2	338.8	1,411.5	1,007.3	1,158.9
법인세	368.8	147.8	451.1	281.8	347.3
계속사업이익	925.4	191.0	960.4	725.5	811.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	925.4	191.0	960.4	725.5	811.6
비지배주주지분 순이익	50.2	38.5	143.8	145.1	162.3
지배주주순이익	875.2	152.5	816.6	580.4	649.3
지배주주지분포괄이익	826.6	256.9	692.6	523.2	585.3
NOPAT	595.4	505.7	961.6	1,100.1	1,179.6
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,520.2	2,636.5	2,800.8
성장성(%)					
매출액증가율	13.31	19.72	9.37	4.67	5.00
NOPAT증가율	8.53	(15.07)	90.15	14.40	7.23
EBITDA증가율	9.74	36.25	25.55	4.61	6.23
영업이익증가율	7.22	7.71	57.56	8.07	10.28
(지배주주)순이익증가율	136.41	(82.58)	435.48	(28.92)	11.87
EPS증가율	112.14	(82.81)	435.29	(28.92)	11.86
수익성(%)					
매출총이익률	18.98	19.16	20.78	19.97	20.07
EBITDA이익률	7.89	8.98	10.31	10.30	10.42
영업이익률	4.46	4.01	5.78	5.97	6.27
계속사업이익률	4.96	0.85	3.93	2.84	3.02

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	54,173	9,312	49,846	35,432	39,635
BPS	298,085	304,071	350,489	382,494	418,701
CFPS	87,161	116,913	176,563	150,556	158,183
EBITDAPS	91,201	122,532	153,846	160,943	170,975
SPS	1,155,703	1,364,484	1,492,391	1,562,134	1,640,241
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	6.10	27.12	7.64	12.33	11.03
PBR	1.11	0.83	1.09	1.14	1.04
PCFR	3.79	2.16	2.16	2.90	2.76
EV/EBITDA	10.16	8.50	7.29	6.75	6.13
PSR	0.29	0.19	0.26	0.28	0.27
재무비율(%)					
ROE	21.46	3.16	15.52	9.83	10.05
ROA	4.81	0.67	3.02	2.05	2.28
ROIC	4.21	2.97	5.16	5.90	6.32
부채비율	166.78	177.18	167.63	160.51	139.31
순부채비율	99.85	89.80	72.09	61.06	50.56
이자보상배율(배)	3.38	2.25	3.15	3.40	4.07

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,522.4	7,943.0	9,510.8	10,541.6	9,985.1
금융자산	741.1	1,829.3	2,871.7	3,616.0	2,738.7
현금성자산	547.6	691.0	1,626.7	2,312.8	1,370.3
매출채권	2,558.2	2,778.3	3,038.7	3,180.8	3,339.8
채고자산	1,497.6	2,018.3	2,207.4	2,310.6	2,426.1
기타유동자산	725.5	1,317.1	1,393.0	1,434.2	1,480.5
비유동자산	13,974.6	18,337.6	18,277.3	18,243.5	18,258.0
투자자산	550.3	567.5	614.2	639.7	668.2
금융자산	345.5	346.6	372.6	386.7	402.6
유형자산	9,741.7	10,817.9	10,847.6	10,918.4	11,027.8
무형자산	3,069.9	4,810.2	4,673.5	4,543.5	4,420.0
기타비유동자산	612.7	2,142.0	2,142.0	2,141.9	2,142.0
자산총계	19,497.0	26,280.6	27,788.1	28,785.1	28,243.1
유동부채	6,680.4	8,202.2	8,651.2	8,895.9	7,505.3
금융부채	3,842.1	3,423.6	3,435.9	3,442.6	1,785.4
매입채무	1,351.5	1,929.9	2,110.9	2,209.5	2,320.0
기타유동부채	1,486.8	2,848.7	3,104.4	3,243.8	3,399.9
비유동부채	5,508.4	8,596.9	8,754.1	8,839.8	8,935.7
금융부채	4,196.0	6,920.3	6,920.3	6,920.3	6,920.3
기타비유동부채	1,312.4	1,676.6	1,833.8	1,919.5	2,015.4
부채총계	12,188.8	16,799.2	17,405.2	17,735.7	16,441.1
지배주주지분	4,782.8	4,880.9	5,641.3	6,165.6	6,758.7
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,411.6	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
자본조정	(180.9)	(171.7)	(171.7)	(171.7)	(171.7)
기타포괄이익누계액	(224.1)	(124.7)	(124.7)	(124.7)	(124.7)
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,546.8	5,071.1	5,664.2
비지배주주지분	2,525.4	4,600.6	4,741.6	4,883.8	5,043.3
자본총계	7,308.2	9,481.5	10,382.9	11,049.4	11,802.0
순금융부채	7,297.0	8,514.6	7,484.5	6,746.9	5,967.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	471.4	2,143.1	2,509.7	2,221.9	2,285.8
당기순이익	925.4	191.0	960.4	725.5	811.6
조정	30	135	148	146	143
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)	(973.5)
영업활동 자산부채변동	(754.0)	607.0	68.4	37.3	41.8
투자활동 현금흐름	(1,034.6)	(3,189.9)	(1,081.0)	(1,036.8)	(1,101.2)
투자자산감소(증가)	(120.9)	(17.2)	(49.5)	(28.3)	(31.4)
자본증가(감소)	(1,648.2)	(1,172.0)	(1,000.0)	(1,050.0)	(1,102.5)
기타	734.5	(2,000.7)	(31.5)	41.5	32.7
재무활동 현금흐름	521.0	1,228.7	(493.0)	(499.0)	(2,127.1)
금융부채증가(감소)	833.6	2,305.8	12.3	6.7	(1,657.2)
자본증가(감소)	588.0	(102.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(839.0)	(880.7)	(449.2)	(449.6)	(413.8)
배당지급	(61.6)	(93.8)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
현금의 증감	(43.3)	143.4	935.7	686.1	(942.5)
Unlevered CFO	1,408.1	1,915.2	2,892.4	2,466.3	2,591.3
Free Cash Flow	(1,204.0)	589.2	1,509.7	1,171.9	1,183.3

3) 오리온(BUY, TP 17만원): 꾸준한 실적 대비 저평가된 주가

(1) 4Q20 Preview

중국법인 실적 호조 지속

오리온의 4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,935억원(YoY +6.7%), 1,007억원(YoY +2.9%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다.

하나금융투자는 4분기 한국/중국/베트남/러시아 법인 탑라인 성장을 각각 YoY 3.0%/ 6.8%(로컬 통화 4.8%)/ 12.0%(로컬 통화 10.0%)/ 11.0%(로컬 통화 20.0%)로 추정한다. 10~11월 두 달 누계 기준 매출 성장률은 각각 Flat/ 17.3%/ 10.4%/ 3.9%를 시현했다. 흐름이 상이한 중국 법인은 춘절 영향 유무에 기인하다. 2019년 12월 춘절 물량이 반영되었지만 2020년 12월은 춘절 효과가 제한적일 것으로 전망된다. 올해 1월에 춘절 물량 반영 효과가 클 것이다. 춘절 영향을 차치하고 중국 법인 월 매출액은 800억원 수준으로 Level-up된 점은 시장의 재평가가 필요해 보인다. 중국은 '초코파이'를 중심으로 '닥터유 에너지바' 등 신제품 매출 확대 및 '타오케노이'와의 시너지가 본격화되면서 호실적이 이어지고 있다. 베트남도 초코파이 Flavour 확대 및 양산빵 '세봉' 등 판매 호조가 이어지면서 매출 Level-up이 가시화되고 있다. 러시아도 부정적 환율 효과 제외시 두 자리 수 매출 성장을 유지 중이다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 8.5%, 12.7% 증가할 것으로 추정한다. 올해 코로나19 기인한 높은 베이스에도 불구하고, ① 중국에서의 성공적인 신제품 안착에 따른 점유율 확대 지속(닥터유 에너지바, 초코코팅 제품 등), ② 올해 1분기 및 4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 중국 법인이 전사 성장을 견인할 전망이다. 참고로 2020년 및 2021년 중국 법인 매출 성장률을 각각 YoY 11.0%, 8.7%(로컬 통화)로 예상한다. ④ 베트남 법인도 쌀과자 및 양산빵 신규 제품 매출 확대를 통해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 기대된다. ⑤ 글로벌 Peer 대비 여전히 높은 오리온의 광고판촉비율 감안시 비용 효율화 기인해 이익 레버리지가 지속될 것으로 전망한다.

오리온은 글로벌 시장에서 Peer 대비 견조한 매출 성장을 시현 중인 만큼 밸류에이션 프리미엄은 마땅하다고 판단한다. 최근 호실적을 주가는 반영하지 못하고 있다. 적극적인 매수 관점이 유효해 보인다.

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	539.8	515.1	597.4	593.5	601.5	542.0	633.1	659.4	2,023.3	2,245.8	2,436.0
국내제과	190.8	184.1	194.3	200.1	195.1	189.6	202.1	210.2	732.8	769.4	797.0
중국제과	262.9	257.0	306.2	272.3	305.6	265.6	316.5	306.3	974.4	1,098.4	1,194.1
베트남제과	70.3	57.8	74.6	94.3	80.8	66.5	85.8	108.4	252.4	297.0	341.5
러시아제과	19.8	19.1	23.8	28.9	21.9	22.3	29.8	36.2	77.3	91.6	110.2
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	6.7%	11.4%	5.2%	6.0%	11.1%	5.0%	11.0%	8.5%
국내제과	7.2%	3.5%	6.4%	3.0%	2.3%	3.0%	4.0%	5.0%	2.9%	5.0%	3.6%
중국제과	4.6%	28.1%	14.4%	6.8%	16.2%	3.3%	3.4%	12.5%	4.4%	12.7%	8.7%
베트남제과	23.9%	19.7%	18.0%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	7.9%	17.7%	15.0%
러시아제과	32.8%	20.1%	16.1%	11.0%	11.0%	17.0%	25.0%	25.0%	19.3%	18.4%	20.3%
영업이익	97.0	86.2	107.8	100.7	107.9	87.7	120.7	125.2	327.6	391.7	441.5
국내제과	30.0	29.1	28.7	31.0	31.2	30.3	32.3	33.6	107.8	118.8	127.5
중국제과	47.3	42.9	58.4	48.0	56.5	42.5	66.5	58.2	158.6	196.6	223.7
베트남제과	15.9	9.6	16.7	18.9	16.2	10.6	17.2	24.9	47.7	61.1	68.9
러시아제과	3.6	3.7	4.9	5.2	3.9	4.2	4.8	8.0	12.5	17.4	20.9
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	2.9%	11.2%	1.8%	11.9%	24.4%	16.1%	19.6%	12.7%
국내제과	29.2%	11.3%	2.9%	1.6%	4.1%	4.3%	12.7%	8.4%	16.9%	10.2%	7.3%
중국제과	16.2%	140.2%	1.4%	13.1%	19.5%	-0.9%	13.8%	21.3%	12.0%	24.0%	13.8%
베트남제과	98.8%	122.4%	23.7%	-14.0%	1.6%	10.8%	2.7%	32.3%	16.3%	27.9%	12.8%
러시아제과	112.5%	94.0%	48.5%	-7.6%	9.3%	14.8%	-2.9%	52.8%	56.6%	38.9%	20.0%
OPM	18.0%	16.7%	18.1%	17.0%	17.9%	16.2%	19.1%	19.0%	16.2%	17.4%	18.1%
국내제과	15.7%	15.8%	14.8%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	14.7%	15.4%	16.0%
중국제과	18.0%	16.7%	19.1%	17.6%	18.5%	16.0%	21.0%	19.0%	16.3%	17.9%	18.7%
베트남제과	19.5%	16.6%	22.4%	20.0%	20.0%	16.0%	20.0%	23.0%	18.9%	20.6%	20.2%
러시아제과	18.3%	19.4%	20.6%	18.0%	18.0%	19.0%	16.0%	22.0%	16.2%	19.0%	19.0%
세전이익	104.7	95.5	112.7	104.9	111.9	91.7	124.7	129.2	308.1	417.7	452.6
YoY	32.4%	85.8%	10.3%	39.6%	6.9%	-4.0%	10.7%	23.2%	12.0%	35.7%	8.3%
(지배)순이익	73.1	63.8	76.4	68.7	80.7	66.0	89.1	91.0	215.6	282.0	319.4
YoY	42.5%	76.2%	12.9%	14.0%	10.4%	3.3%	16.6%	32.5%	54.1%	30.8%	13.2%
NPM	13.5%	12.4%	12.8%	11.6%	13.4%	12.2%	14.1%	13.8%	10.7%	12.6%	13.1%

자료: 하나금융투자

오리온 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,926.9	2,023.3	2,245.8	2,436.0	2,582.2
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,214.0	1,300.2	1,368.5
매출총이익	876.9	913.2	1,031.8	1,135.8	1,213.7
판매비	594.8	585.6	640.1	694.3	723.0
영업이익	282.2	327.6	391.7	441.5	490.6
금융손익	(12.1)	(2.1)	2.3	10.4	19.3
종속/관계기업손익	(1.0)	0.0	23.7	0.7	1.0
기타영업외손익	6.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	275.2	308.1	417.7	452.6	510.9
법인세	132.2	87.6	130.0	126.8	149.2
계속사업이익	143.0	220.5	287.7	325.8	361.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	143.0	220.5	287.7	325.8	361.8
비지배주주지분 손이익	3.2	4.9	5.7	6.5	7.2
지배주주순이익	139.9	215.6	282.0	319.4	354.6
지배주주지분포괄이익	121.0	242.0	280.9	318.1	353.1
NOPAT	146.6	234.4	269.8	317.8	347.4
EBITDA	400.0	459.8	525.4	578.2	631.5
성장성(%)					
매출액증가율	79.53	5.00	11.00	8.47	6.00
NOPAT증가율	86.99	59.89	15.10	17.79	9.31
EBITDA증가율	130.95	14.95	14.27	10.05	9.22
영업이익증가율	162.76	16.09	19.57	12.71	11.12
(지배주주)순이익증가율	85.05	54.11	30.80	13.26	11.02
EPS증가율	8.49	54.13	30.81	13.25	11.03
수익성(%)					
매출총이익률	45.51	45.13	45.94	46.63	47.00
EBITDA이익률	20.76	22.73	23.39	23.74	24.46
영업이익률	14.65	16.19	17.44	18.12	19.00
계속사업이익률	7.42	10.90	12.81	13.37	14.01

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,538	5,453	7,133	8,078	8,969
BPS	35,568	41,057	47,590	55,068	63,437
CFPS	10,571	11,984	13,888	14,642	15,997
EBITDAPS	10,118	11,629	13,289	14,624	15,972
SPS	48,742	51,176	56,804	61,614	65,311
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	33.92	19.35	17.38	15.04	13.55
PBR	3.37	2.57	2.61	2.21	1.92
PCFR	11.35	8.80	8.93	8.30	7.60
EV/EBITDA	12.47	9.33	9.61	8.27	7.11
PSR	2.46	2.06	2.18	1.97	1.86
재무비율(%)					
ROE	10.31	14.24	16.10	15.74	15.14
ROA	6.07	8.98	11.06	11.33	11.16
ROIC	8.10	12.97	14.57	16.89	18.04
부채비율	62.77	47.06	37.03	33.95	30.78
순부채비율	14.29	4.50	(9.33)	(20.38)	(29.24)
이자보상배율(배)	16.77	30.00	53.19	78.42	86.87

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	569.2	596.3	771.0	1,079.8	1,402.5
금융자산	228.5	236.1	372.2	647.9	945.2
현금성자산	184.6	165.0	293.1	562.2	854.4
매출채권	159.7	178.7	198.3	215.1	228.0
재고자산	156.6	147.6	163.8	177.7	188.4
기타유동자산	24.4	33.9	36.7	39.1	40.9
비유동자산	1,782.1	1,856.0	1,875.9	1,912.3	1,960.7
투자자산	30.4	51.9	55.4	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	93.9	93.9	93.8
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,646.9	2,992.0	3,363.3
유동부채	500.3	464.5	379.2	408.9	431.7
금융부채	155.4	134.3	15.1	15.8	16.3
매입채무	82.5	88.5	98.2	106.5	112.9
기타유동부채	262.4	241.7	265.9	286.6	302.5
비유동부채	406.5	320.3	336.1	349.6	359.9
금융부채	279.6	176.9	176.9	176.9	176.9
기타비유동부채	126.9	143.4	159.2	172.7	183.0
부채총계	906.8	784.8	715.3	758.4	791.6
지배주주지분	1,405.5	1,622.6	1,880.9	2,176.6	2,507.4
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	636.7	932.3	1,263.2
비지배주주지분	39.0	44.9	50.6	57.1	64.3
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,931.5	2,233.7	2,571.7
순금융부채	206.5	75.1	(180.1)	(455.2)	(752.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	432.4	471.9	509.9
당기순이익	143.0	220.5	287.7	325.8	361.8
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)	11.0	9.4	7.2
투자활동 현금흐름	(114.9)	(187.5)	(161.4)	(179.7)	(194.5)
투자자산감소(증가)	(5.4)	(21.5)	(3.6)	(3.0)	(2.3)
자본증가(감소)	(119.4)	(119.2)	(150.0)	(170.0)	(187.0)
기타	9.9	(46.8)	(7.8)	(6.7)	(5.2)
재무활동 현금흐름	(199.2)	(184.4)	(142.9)	(23.0)	(23.2)
금융부채증가(감소)	(165.0)	(123.8)	(119.2)	0.7	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.5)	(36.9)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감	83.0	(19.7)	128.1	269.2	292.2
Unlevered CFO	417.9	473.8	549.1	578.9	632.5
Free Cash Flow	269.8	222.0	282.4	301.9	322.9

국내 라면 매출 성장 둔화는
불가피하나, 해외 두 자리 수
매출 성장은 지속 중

4) 농심(BUY, TP 50만원): 수출은 호조세 지속

(1) 4Q20 Preview

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,371억원(YoY +6.7%), 219억원(YoY +7.2%)으로 추정한다. 별도 기준 매출액 및 영업이익은 각각 5,107억원(YoY +5.0%), 148억원(YoY +23.3%)으로 추정한다. 복지관련 금 평가손실 반영 및 주요 원자재 투입가 상승(원맥 등) 부담 기인해 탑라인 성장 대비 이익 레버리지가 제한적일 전망이다. 최근 낮아진 시장 기대치에는 부합 가능할 것으로 판단한다.

① 라면 총매출액(국내+해외)은 YoY 5.5% 증가할 것으로 예상한다. 국내 및 수출 각각 YoY 3.4%, 20.0% 성장을 가정했다. 10~11월 누계 국내 라면 매출액은 3% 내외 증가한 것으로 파악된다. 국내 성장은 2020년 상반기 대비 둔화가 불가피하나 수출은 여전히 호조세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. ② 스낵 매출은 '깡 시리즈' 판매 호조가 지속되면서 견조한 성장세가 이어질 것으로 판단한다. ③ 해외법인 합산 매출은 YoY 17.0% 증가할 것으로 전망한다. 미국(캐나다 포함) 및 중국 법인이 두 자리 수 탑라인 성장을 지속할 것으로 기대한다. 해외에서의 인지도 확대로 해외 법인 매출이 Level-up되고 있는 점이 긍정적이다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 7,891억원(YoY +5.5%), 1,556억원(YoY -0.4%)으로 추정한다. 2020년 높은 베이스 기인해 올해 실적에 대한 우려가 크지만 전년과 유사한 이익 수준을 예상한다. 해외법인 및 수출의 견조한 성장세가 이어지면서 이익 기여도도 상승할 것으로 전망하기 때문이다. 코로나19를 계기로 농심의 글로벌 인지도 확대가 탄력을 받고 있는 만큼 글로벌 업체로의 도약에 주목해야 한다는 판단이다.

현 주가는 올해 실적에 대한 우려로 12개월 Fwd PBR 0.8배까지 하락한 상황이다. 올해 실적은 상저하고 흐름이 예상된다. 하반기를 대비한 저가 매수가 유효하다.

표 1. 농심 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	687.7	668.0	651.5	637.1	697.9	702.3	698.9	689.9	2,343.9	2,644.3	2,789.1
① 국내	553.9	524.7	519.8	510.7	546.4	539.8	546.1	543.4	1,905.7	2,109.1	2,175.7
-라면	405.2	383.0	372.7	377.0	386.4	390.0	389.2	404.1	1,368.7	1,537.9	1,569.7
-스낵	96.7	91.7	99.3	92.2	101.5	96.3	101.3	94.0	344.6	379.8	393.1
-음료 기타	108.2	105.9	108.7	98.3	(487.9)	(486.3)	(490.4)	(498.2)	414.3	421.1	438.0
② 중국	87.0	92.9	90.0	87.6	100.1	106.8	108.0	105.1	291.7	357.5	420.0
③ 북미	55.9	59.7	47.6	44.8	61.5	65.7	54.8	51.5	186.0	229.3	256.8
④ 일본	16.4	20.8	17.5	16.8	18.0	22.9	19.3	18.5	53.2	71.5	78.7
YoY	16.8%	17.6%	10.4%	6.7%	1.5%	5.1%	7.3%	8.3%	4.8%	12.8%	5.5%
① 국내	15.1%	12.8%	9.9%	5.0%	-1.4%	2.9%	5.1%	6.4%	2.6%	10.7%	3.2%
-라면	18.6%	13.9%	11.9%	5.5%	-4.6%	1.8%	4.4%	7.2%	2.4%	12.4%	2.1%
-스낵	14.2%	11.3%	10.6%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%	2.0%	-0.1%	10.2%	3.0%
-음료 기타	-0.3%	3.0%	1.1%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	6.0%	1.6%	4.0%
② 중국	22.5%	37.8%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	20.4%	22.6%	17.5%
③ 북미	29.0%	55.2%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	6.6%	23.3%	12.0%
④ 일본	38.5%	43.8%	30.8%	25.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	14.7%	34.6%	10.0%
영업이익	63.6	41.4	29.3	21.9	57.1	37.3	34.0	27.2	78.8	156.2	155.6
YoY	101.1%	404.8%	57.9%	7.2%	-10.2%	-9.9%	15.9%	24.1%	-11.0%	98.2%	-0.4%
OPM	9.2%	6.2%	4.5%	3.4%	8.2%	5.3%	4.9%	3.9%	3.4%	5.9%	5.6%
세전이익	65.0	50.1	39.5	28.9	63.0	43.3	40.0	33.2	103.5	183.6	179.5
YoY	69.8%	218.9%	77.7%	6.2%	-3.1%	-13.7%	1.1%	14.8%	-7.9%	77.4%	-2.3%
지배순이익	48.7	36.2	29.5	21.9	47.3	31.4	29.8	25.2	71.0	136.3	133.7
YoY	67.9%	678.3%	82.4%	3.8%	-3.1%	-13.4%	1.2%	14.9%	-15.8%	92.1%	-2.0%
NPM	7.1%	5.4%	4.5%	3.4%	6.8%	4.5%	4.3%	3.7%	3.0%	5.2%	4.8%

자료: 하나금융투자

농심 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,236.4	2,343.9	2,644.3	2,789.1	2,900.6
매출원가	1,564.7	1,626.0	1,800.6	1,928.5	1,997.7
매출총이익	671.7	717.9	843.7	860.6	902.9
판매비	583.2	639.1	687.5	705.1	733.3
영업이익	88.6	78.8	156.2	155.6	169.7
금융손익	8.3	10.0	8.9	13.1	17.2
종속/관계기업손익	(0.2)	(1.3)	18.5	10.8	10.0
기타영업외손익	15.6	16.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	112.3	103.5	183.6	179.5	196.9
법인세	28.0	32.4	46.7	45.6	53.9
계속사업이익	84.3	71.1	136.8	133.9	143.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	84.3	71.1	136.8	133.9	143.0
비배주주지분 순이익	0.0	0.1	0.5	0.2	0.2
지배주주순이익	84.3	71.0	136.3	133.7	142.7
지배주주지분포괄이익	79.8	66.0	136.3	133.4	142.4
NOPAT	66.5	54.1	116.4	116.0	123.2
EBITDA	173.0	174.8	242.3	232.9	239.1
성장성(%)					
매출액증가율	1.27	4.81	12.82	5.48	4.00
NOPAT증가율	(9.15)	(18.65)	115.16	(0.34)	6.21
EBITDA증가율	(3.62)	1.04	38.62	(3.88)	2.66
영업이익증가율	(8.09)	(11.06)	98.22	(0.38)	9.06
(지배주주)순이익증가율	(7.06)	(15.78)	91.97	(1.91)	6.73
EPS증가율	(7.02)	(15.77)	91.97	(1.91)	6.77
수익성(%)					
매출총이익률	30.03	30.63	31.91	30.86	31.13
EBITDA이익률	7.74	7.46	9.16	8.35	8.24
영업이익률	3.96	3.36	5.91	5.58	5.85
계속사업이익률	3.77	3.03	5.17	4.80	4.93

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	13,858	11,672	22,407	21,980	23,468
BPS	323,198	330,234	348,839	367,016	386,682
CFPS	35,848	37,759	42,883	40,062	40,957
EBITDAPS	28,446	28,740	39,842	38,286	39,313
SPS	367,675	385,349	434,721	458,531	476,872
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	18.36	20.60	13.39	13.54	12.68
PBR	0.79	0.73	0.86	0.81	0.77
PCFR	7.10	6.37	7.00	7.43	7.26
EV/EBITDA	5.94	5.73	5.68	5.08	4.14
PSR	0.69	0.62	0.69	0.65	0.62
재무비율(%)					
ROE	4.54	3.72	6.87	6.38	6.46
ROA	3.38	2.74	4.96	4.59	4.67
ROIC	5.57	4.40	9.58	10.27	11.69
부채비율	33.44	36.70	38.11	37.74	36.91
순부채비율	(28.13)	(24.39)	(33.37)	(40.62)	(46.97)
이자보상배율(배)	24.29	13.82	21.49	21.32	23.21

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,053.8	1,078.6	1,348.4	1,570.4	1,785.7
금융자산	622.0	627.4	840.3	1,034.8	1,228.9
현금성자산	167.7	317.8	495.6	673.1	854.2
매출채권	196.9	210.6	237.6	250.6	260.6
재고자산	202.4	208.4	235.1	248.0	257.9
기타유동자산	32.5	32.2	35.4	37.0	38.3
비유동자산	1,478.5	1,574.5	1,488.9	1,411.9	1,342.7
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	59.6	59.2	57.9	56.7	55.5
기타비유동자산	201.2	230.7	230.7	230.7	230.8
자산총계	2,532.3	2,653.0	2,837.4	2,982.3	3,128.4
유동부채	522.2	585.0	647.9	678.2	701.6
금융부채	35.2	87.5	88.3	88.7	89.0
매입채무	234.9	250.2	282.2	297.7	309.6
기타유동부채	252.1	247.3	277.4	291.8	303.0
비유동부채	112.3	127.3	135.1	138.9	141.8
금융부채	53.1	66.5	66.5	66.5	66.5
기타비유동부채	59.2	60.8	68.6	72.4	75.3
부채총계	634.5	712.3	783.0	817.1	843.4
지배주주지분	1,885.2	1,927.9	2,041.1	2,151.6	2,271.3
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
자본조정	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	(27.7)	(20.5)	(20.5)	(20.5)	(20.5)
이익잉여금	1,842.5	1,878.0	1,991.2	2,101.7	2,221.4
비배주주지분	12.6	12.8	13.4	13.6	13.8
자본총계	1,897.8	1,940.7	2,054.5	2,165.2	2,285.1
순금융부채	(533.8)	(473.4)	(685.5)	(879.6)	(1,073.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	146.9	162.5	235.9	217.5	217.2
당기순이익	84.3	71.1	136.8	133.9	143.0
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)	12.9	6.2	4.8
투자활동 현금흐름	(128.9)	(30.7)	(35.7)	(17.2)	(13.3)
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	(35.1)	(16.9)	(13.1)
재무활동 현금흐름	(5.8)	17.8	(22.3)	(22.7)	(22.8)
금융부채증가(감소)	20.1	65.7	0.8	0.4	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(24.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
현금의 증감	12.3	150.1	177.8	177.5	181.1
Unlevered CFO	218.0	229.7	260.8	243.7	249.1
Free Cash Flow	58.7	8.5	235.9	217.5	217.2

5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 비우호적인 영업 환경 지속

(1) 4Q20 Preview

시장 수요 부진했지만 나름 선방

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,631억원(YoY +0.8%), 350억원(YoY +7.1%)으로 추정한다. ‘사회적 거리두기’ 격상으로 연말 모임 활동이 제한되면서 주류 총수요가 전년대비 15% 내외 감소할 것으로 판단된다. 주류 시장 부진 기인해 하이트진로 탑라인 성장도 제한적이었을 것으로 추정된다.

맥주 매출액은 전년대비 5.0% 증가에 그칠 것으로 전망한다. 3Q20 누계 성장률이 18%였다는 점을 감안하면 성장률은 큰 폭 둔화된 수치이다. ① 수입 맥주를 제외한 하이트진로의 제조 맥주 매출액은 전년수준을 유지할 것으로 추정한다. 시장 총수요 큰 폭 감소에도 불구하고 맥주 신제품 ‘테라’ 및 ‘필라이트’의 점유율 확장세는 유지되고 있는 것으로 파악된다. ‘테라’ 및 ‘필라이트’ 매출액은 각각 1,100억원, 200억원을 예상한다. 참고로 3Q20 매출액은 각각 1,300억원, 380억원으로 파악된다. ② 수입맥주는 전년 기저효과 및 ‘블랑’ 등 판매 호조 기인해 YoY 9.9% 성장했을 것으로 예상한다. ③ 소주 매출액은 전년대비 2.3% 감소할 것으로 추정한다. 수출 제외한 국내 레귤러 소주 매출은 YoY 소폭 성장했을 것으로 추정한다. ④ 탑라인 성장은 당초 시장 기대 하회 가능성이 불가피하나 판촉비 절감 기인해 손익은 시장 기대를 충족할 것으로 판단한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.7%, 8.8% 증가할 것으로 추정한다. 2021년 들어서도 ‘5인 이상 집합금지’가 이어지면서 주류 시장 회복이 불투명한 상황이다. 그러나 코로나19 확진자 수가 급감하고 있는 만큼 올해 상회하고 실적 흐름이 예상된다. 물론 하반기 광고판촉 강도에 따라 손익 레벨은 다소 달라질 수 있겠다. 그러나 상대적으로 고마진인 소주 점유율 상승 및 수입 맥주 매출 회복에 따른 이익 레버리지 효과는 유효할 것으로 판단한다.

현 주가는 실적 둔화 우려로 12개월 Fwd PBR 2.0배까지 하락한 상황이다. 단기 실적 모멘텀은 다소 제한적이나 조정시마다 하반기를 대비한 저가 매수는 유효해 보인다.

표 1. 하이트진로 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	533.9	581.6	624.3	563.1	556.6	611.3	632.7	608.4	2,035.1	2,301.7	2,409.0
① 맥주	180.0	214.6	244.0	194.0	201.0	232.0	260.0	217.0	726.6	831.6	910.0
- 국내	164.2	195.2	217.6	169.0	176.0	204.0	230.0	187.0	622.2	745.9	797.0
- 수입유통	16.0	19.0	25.7	25.0	25.0	28.0	30.0	30.0	104.4	85.7	113.0
② 소주	319.2	324.9	335.0	328.3	319.2	335.2	328.2	348.4	1,156.5	1,307.4	1,331.0
③ 생수	23.9	27.4	29.5	26.4	26.3	30.2	32.5	29.0	96.4	107.3	118.0
④ 기타조정	10.7	14.6	15.7	14.4	10.0	14.0	12.0	14.0	55.5	55.4	50.0
YoY	26.2%	10.9%	18.0%	0.8%	4.2%	5.1%	1.4%	8.1%	7.9%	13.1%	4.7%
① 맥주	29.5%	12.6%	15.0%	5.0%	11.7%	8.1%	6.5%	11.9%	1.8%	14.5%	9.4%
- 국내	50.3%	16.7%	20.8%	2.0%	7.2%	4.5%	5.7%	10.7%	5.7%	19.9%	6.8%
- 수입유통	-41.2%	-40.4%	14.2%	9.9%	56.3%	47.4%	16.7%	20.0%	-13.5%	-17.9%	31.9%
② 소주	26.8%	11.6%	20.8%	-2.3%	0.0%	3.2%	-2.0%	6.1%	11.2%	13.0%	1.8%
③ 생수	21.1%	8.6%	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	24.9%	11.2%	10.0%
④ 기타조정	-13.7%	-15.9%	30.2%	5.6%	-6.7%	-4.5%	-23.4%	-2.8%	1.5%	-0.2%	-9.8%
영업이익	56.1	54.1	64.4	35.0	52.9	56.6	68.0	45.0	88.2	204.5	222.4
YoY	TB	411.0%	30.9%	7.1%	-5.8%	4.6%	5.6%	28.6%	-2.4%	131.8%	8.8%
OPM	10.5%	9.3%	10.3%	6.2%	9.5%	9.3%	10.7%	7.4%	4.3%	8.9%	9.2%
맥주	8.8	12.1	18.9	(3.0)	5.0	15.0	10.0	3.0	(43.1)	36.8	33.0
소주	46.3	38.5	44.8	38.0	47.9	41.6	58.0	42.0	128.4	167.7	189.4
세전이익	45.0	48.7	46.5	19.7	43.3	47.0	58.7	34.4	0.5	159.9	183.5
YoY	TB	TB	24.9%	TB	-9.2%	-9.7%	20.2%	72.5%	-98.8%	31871.0%	14.8%
(지배)순이익	33.4	34.9	32.3	14.0	30.3	31.5	38.8	24.1	(42.3)	114.5	124.7
YoY	TB	TB	24.8%	TB	-9.2%	-9.7%	20.2%	72.5%	TR	TB	8.9%
NPM	6.3%	6.0%	5.2%	2.5%	5.4%	5.1%	6.1%	4.0%	-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	2,301.7	2,409.0	2,505.4
매출원가	1,123.8	1,163.2	1,291.6	1,319.3	1,365.4
매출총이익	761.8	871.9	1,010.1	1,089.7	1,140.0
판매비	671.4	783.6	805.6	867.2	894.4
영업이익	90.4	88.2	204.5	222.4	245.5
금융손익	(36.1)	(44.1)	(46.6)	(45.5)	(44.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	1.9	6.5	0.0
기타영업외손익	(12.4)	(43.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	42.0	0.5	159.9	183.5	200.6
법인세	19.7	42.8	45.4	58.7	60.6
계속사업이익	22.3	(42.4)	114.5	124.7	140.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.3	(42.4)	114.5	124.7	140.0
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	22.2	(42.3)	114.5	124.7	140.0
지배주주지분포괄이익	0.6	(73.5)	114.5	124.8	140.1
NOPAT	48.0	(8,313.0)	146.4	151.3	171.4
EBITDA	215.4	236.2	351.1	368.3	391.5
성장성(%)					
매출액증가율	(0.23)	7.93	13.10	4.66	4.00
NOPAT증가율	71.43	적전	흑전	3.35	13.28
EBITDA증가율	4.11	9.66	48.65	4.90	6.30
영업이익증가율	3.67	(2.43)	131.86	8.75	10.39
(지배주주)순이익증가율	74.80	적전	흑전	8.91	12.27
EPS증가율	75.28	적전	흑전	8.97	12.29
수익성(%)					
매출총이익률	40.40	42.84	43.88	45.23	45.50
EBITDA이익률	11.42	11.61	15.25	15.29	15.63
영업이익률	4.79	4.33	8.88	9.23	9.80
계속사업이익률	1.18	(2.08)	4.97	5.18	5.59

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	312	(594)	1,606	1,750	1,965
BPS	17,379	15,565	16,485	17,549	18,828
CFPS	3,591	4,078	4,953	5,259	5,493
EBITDAPS	3,023	3,315	4,926	5,168	5,493
SPS	26,458	28,555	32,297	33,802	35,154
DPS	800	700	700	700	700
주가지표(배)					
PER	53.21	(48.82)	19.83	20.43	18.19
PBR	0.96	1.86	1.93	2.04	1.90
PCFR	4.62	7.11	6.43	6.80	6.51
EV/EBITDA	8.60	12.98	9.54	8.80	8.00
PSR	0.63	1.02	0.99	1.06	1.02
재무비율(%)					
ROE	1.87	(3.86)	10.74	10.98	11.48
ROA	0.64	(1.26)	3.41	3.55	3.83
ROIC	2.42	(398.58)	6.67	6.99	7.97
부채비율	194.92	216.58	214.13	205.11	194.35
순부채비율	57.80	97.91	79.86	65.67	52.05
이자보상배율(배)	2.28	1.91	4.26	4.68	5.16

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,065.0	782.3	975.0	1,114.8	1,257.7
금융자산	393.8	160.7	272.0	379.1	492.5
현금성자산	291.0	144.2	253.4	359.6	472.3
매출채권	456.9	373.8	422.8	442.5	460.2
재고자산	166.0	177.3	200.5	209.9	218.3
기타유동자산	48.3	70.5	79.7	83.3	86.7
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,476.5	2,469.0	2,467.9
투자자산	52.1	51.9	56.4	58.2	59.8
금융자산	52.1	51.9	56.4	58.2	59.8
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	209.7	209.8
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,451.5	3,583.8	3,725.6
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,442.7	1,486.6	1,525.9
금융부채	664.8	532.2	509.4	510.3	511.1
매입채무	112.0	136.6	154.5	161.7	168.1
기타유동부채	891.7	690.1	778.8	814.6	846.7
비유동부채	597.3	878.8	910.1	922.6	934.0
금융부채	400.8	640.1	640.1	640.1	640.1
기타비유동부채	196.5	238.7	270.0	282.5	293.9
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,352.8	2,409.2	2,459.9
지배주주지분	1,161.8	1,032.5	1,098.0	1,173.9	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	304.5	380.3	471.4
비지배주주지분	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,098.7	1,174.6	1,265.7
순금융부채	671.8	1,011.6	877.5	771.3	658.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	141.0	28.3	317.5	293.4	306.4
당기순이익	22.3	(42.4)	114.5	124.7	140.0
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)	56.5	22.7	20.4
투자활동 현금흐름	(101.4)	(66.0)	(136.6)	(139.2)	(145.7)
투자자산감소(증가)	(1.3)	0.1	(4.5)	(1.8)	(1.6)
자본증가(감소)	(109.6)	(155.5)	(130.0)	(136.5)	(143.3)
기타	9.5	89.4	(2.1)	(0.9)	(0.8)
재무활동 현금흐름	(38.7)	(111.6)	(71.7)	(48.0)	(48.1)
금융부채증가(감소)	18.1	106.7	(22.8)	0.9	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)	109.2	106.2	112.6
Unlevered CFO	255.9	290.7	353.0	374.8	391.5
Free Cash Flow	21.7	(132.5)	187.5	156.9	163.1

6) 롯데칠성(BUY, TP 16만원): 주류 매출 바닥에서 회복세

(1) 4Q20 Preview

주류 판촉비 절감 기인해 연결 손익
YoY 흑자전환 전망

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,230억원(YoY +0.1%), 50억원(YoY 흑전)으로 추정한다. 일본 불매 부정적 영향이 3Q19부터 시작된 점을 감안시 YoY 매출 성장은 소폭이나마 (+)로 돌아설 것으로 전망한다.

① 음료 매출은 YoY -2.0% 감소할 것으로 추정한다. 코로나19 기인한 야외 활동 감소가 실적 부진의 주요 원인이다. 배달 수요가 확대되면서 콜라는 전년대비 매출 성장을 시현했으나 상대적으로 고마진인 사이다 매출이 YoY 감소한 것으로 파악된다. 더불어 커피/주스/스포츠음료 등 판매 부진이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 탑라인 성장 부진으로 영업마진은 YoY 1.9%p 하락할 것으로 추정한다. ② 주류 매출은 YoY 5.8% 증가할 것으로 추산된다. 전년 기저효과 및 신제품 출시 효과에 기인한다. 소주 신제품 '처음처럼 플렉스' 및 맥주 신제품 '클라우드 생맥주'가 매출 성장을 견인하고 있는 것으로 파악된다. 상반기에 이어 맥주 판촉비 절감 기인해 주류 부문 적자는 큰 폭 개선이 예상된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 YoY 5.4%, 9.4% 증가할 것으로 추정된다. 2020년 일본 불매 부정적 영향으로 베이스가 낮다. 올해 1분기부터 연결 매출의 견조한 성장세가 예상된다. ① 2021년 들어서도 '5인 이상 집합금지'가 이어지면서 주류 시장 회복이 불투명한 상황이다. 그러나 코로나19 확진자 수가 급감하고 있는 만큼 시장 수요는 상회하고 흐름이 전망된다. ② 롯데칠성은 1분기부터 맥주 위탁 생산 및 신제품 출시 효과(클라우드 생)에 따른 올해 유의미한 맥주 가동률 상승이 전망된다. 하나금융투자는 위탁 생산 관련 매출액을 2~300억원 수준으로 추정한다. 맥주 가동률은 2020년 18%→2021년 26%로 상승할 것으로 예상된다. ③ 정부의 주류 규제 완화로 중장기 그룹사 채널을 활용해 식품, 화장품 등 사업 영역 확대도 가능하게 되어 긍정적이다.

최근 주가 상승에도 현 주가는 여전히 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치한다. 적극적인 매수 관점이 유효해 보인다.

표 1. 롯데칠성 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	507.4	598.0	645.2	520.3	530.1	637.8	672.4	552.8	2,429.5	2,270.9	2,393.0
음료	369.0	450.3	473.4	375.3	380.1	472.8	492.4	382.8	1,729.9	1,668.0	1,728.0
주류	138.4	147.7	171.8	145.0	150.0	165.0	180.0	170.0	699.6	602.9	665.0
YoY	-11.7%	-11.7%	-1.8%	0.1%	4.5%	6.6%	4.2%	6.2%	3.5%	-6.5%	5.4%
음료	-1.9%	-5.6%	-4.1%	-2.0%	3.0%	5.0%	4.0%	2.0%	8.8%	-3.6%	3.6%
주류	-30.3%	-26.2%	5.0%	5.8%	8.4%	11.7%	4.8%	17.2%	-7.5%	-13.8%	10.3%
영업이익	6.3	29.3	58.4	5.0	10.8	33.5	56.5	7.2	107.7	98.9	108.2
YoY	-67.5%	-36.8%	19.0%	TB	73.4%	14.5%	-3.1%	45.3%	26.7%	-8.2%	9.4%
OPM	1.2%	4.9%	9.0%	1.0%	2.0%	5.3%	8.4%	1.3%	4.4%	4.4%	4.5%
세전이익	(3.5)	19.4	45.7	(8.0)	0.9	23.6	46.5	(2.8)	(137.9)	53.6	68.4
YoY	TR	11.3%	25.5%	CR	TB	21.9%	1.8%	CR	CR	TB	27.5%
(지배)순이익	(3.0)	14.7	32.3	(5.1)	0.7	17.4	33.4	(1.5)	(142.4)	39.0	50.1
YoY	TR	TB	10.2%	CR	TB	18.2%	3.4%	CR	CR	TB	28.5%
NPM	-0.6%	2.5%	5.0%	-1.0%	0.1%	2.7%	5.0%	-0.3%	-5.9%	1.7%	2.1%

자료: 하나금융투자

롯데칠성 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,346.3	2,429.5	2,270.9	2,393.0	2,464.8
매출원가	1,417.4	1,445.9	1,365.9	1,439.3	1,503.5
매출총이익	928.9	983.6	905.0	953.7	961.3
판매비	843.9	876.0	806.2	845.5	865.1
영업이익	85.0	107.7	98.9	108.2	96.1
금융손익	(38.6)	(32.1)	(31.2)	(30.0)	(29.3)
중속/관계기업손익	3.2	(9.2)	(14.1)	(9.7)	(9.0)
기타영업외손익	(118.5)	(204.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(68.9)	(137.9)	53.6	68.4	57.8
법인세	(18.9)	6.1	13.9	17.4	14.7
계속사업이익	(50.0)	(144.0)	39.7	51.1	43.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.0)	(144.0)	39.7	51.1	43.1
비배주주지분 순이익	(2.0)	(1.6)	0.7	1.0	0.8
지배주주순이익	(48.1)	(142.4)	39.0	50.1	42.3
지배주주지분포괄이익	(58.4)	(137.5)	38.9	50.0	42.3
NOPAT	61.6	112.4	73.2	80.7	71.7
EBITDA	236.7	271.4	260.8	269.1	256.9
성장성(%)					
매출액증가율	2.94	3.55	(6.53)	5.38	3.00
NOPAT증가율	(10.20)	82.47	(34.88)	10.25	(11.15)
EBITDA증가율	5.39	14.66	(3.91)	3.18	(4.53)
영업이익증가율	12.73	26.71	(8.17)	9.40	(11.18)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	28.46	(15.57)
EPS증가율	적전	적지	흑전	16.40	(15.51)
수익성(%)					
매출총이익률	39.59	40.49	39.85	39.85	39.00
EBITDA이익률	10.09	11.17	11.48	11.25	10.42
영업이익률	3.62	4.43	4.36	4.52	3.90
계속사업이익률	(2.13)	(5.93)	1.75	2.14	1.75

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(5,480)	(16,243)	4,415	5,139	4,342
BPS	147,786	146,060	133,077	135,670	137,467
CFPS	30,610	34,450	27,763	26,434	25,252
EBITDAPS	26,992	30,946	29,547	27,598	26,344
SPS	267,572	277,066	257,325	245,426	252,789
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
주가지표(배)					
PER	(25.55)	(8.62)	24.58	24.03	28.44
PBR	0.95	0.96	0.82	0.91	0.90
PCFR	4.57	4.06	3.91	4.67	4.89
EV/EBITDA	10.52	9.21	7.85	7.52	7.82
PSR	0.52	0.51	0.42	0.50	0.49
재무비율(%)					
ROE	(3.78)	(11.68)	3.19	4.04	3.35
ROA	(1.41)	(4.34)	1.20	1.53	1.28
ROIC	2.55	4.63	3.03	3.36	2.98
부채비율	167.60	165.19	160.20	158.90	157.81
순부채비율	105.88	106.48	101.83	97.76	95.17
이자보상배율(배)	2.24	2.75	2.45	2.68	2.38

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	688.7	788.4	789.9	844.1	876.6
금융자산	112.4	208.8	248.1	273.2	288.6
현금성자산	98.4	199.4	239.3	263.9	279.1
매출채권	260.5	242.4	226.6	238.8	245.9
재고자산	257.1	273.9	256.1	269.8	277.9
기타유동자산	58.7	63.3	59.1	62.3	64.2
비유동자산	2,622.6	2,468.1	2,450.9	2,448.6	2,449.4
투자자산	150.4	108.6	103.3	107.4	109.8
금융자산	93.7	85.6	81.8	84.8	86.5
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
자산총계	3,311.3	3,256.5	3,240.8	3,292.6	3,326.0
유동부채	689.0	941.6	917.0	936.0	947.1
금융부채	200.6	560.9	560.9	560.9	560.9
매입채무	110.0	87.4	81.7	86.1	88.7
기타유동부채	378.4	293.3	274.4	289.0	297.5
비유동부채	1,384.8	1,086.9	1,078.3	1,084.9	1,088.8
금융부채	1,222.0	955.6	955.6	955.6	955.6
기타비유동부채	162.8	131.3	122.7	129.3	133.2
부채총계	2,073.9	2,028.5	1,995.3	2,020.9	2,035.9
지배주주지분	1,227.3	1,212.1	1,228.9	1,254.2	1,271.7
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	1,925.1	1,950.4	1,967.9
비배주주지분	10.1	15.9	16.6	17.6	18.4
자본총계	1,237.4	1,228.0	1,245.5	1,271.8	1,290.1
순금융부채	1,310.2	1,307.6	1,268.4	1,243.3	1,227.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	85.9	134.1	209.9	212.3	205.6
당기순이익	(50.0)	(144.0)	39.7	51.1	43.1
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)	4.5	(3.5)	(2.0)
투자활동 현금흐름	(141.0)	(134.2)	(144.1)	(159.1)	(161.8)
투자자산감소(증가)	17.1	50.9	5.3	(4.1)	(2.4)
자본증가(감소)	(131.2)	(139.4)	(150.0)	(154.5)	(159.1)
기타	(26.9)	(45.7)	0.6	(0.5)	(0.3)
재무활동 현금흐름	0.1	101.9	(25.9)	(28.6)	(28.6)
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)
현금의 증감	(55.1)	101.0	39.9	24.6	15.2
Unlevered CFO	268.4	302.1	245.0	257.7	246.2
Free Cash Flow	(52.8)	(19.1)	59.9	57.8	46.5

7) 동원F&B(BUY, TP 28만원): 시장 기대 소폭 상회 예상

(1) 4Q20 Preview

시장 기대 높지 않아 충분히 상회
가능할 듯

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,875억원(YoY +5.3%), 175억원(YoY +5.3%)으로 추정한다. 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 예상된다.

① 가공식품 매출액은 전년대비 3.0% 증가할 것으로 추정한다. 참치캔 매출액은 전년대비 소폭 증가한 것으로 파악된다. 축산/수산물 매출이 두 자리 수 성장을 지속하고 있는 것으로 추산된다. ② 4분기 참치 투입어가는 톤당 1,400불(YoY 15%)로 추정된다. 관련 원가 부담은 10~15억원으로 추산된다. 참고로 최근 글로벌 어가는 톤당 1,230불까지 하락했다. ③ 동원홈푸드는 코로나19에 대한 부정적 영향이 불가피한 상황이다. 매출은 프랜차이즈 배달 수요 확대 기인해 YoY 순성장이 가능해 보인다. 상대적으로 저마진 채널 비중 확대로 손익은 YoY 전년수준이 예상된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 영업이익은 각각 YoY 10.9% 증가할 것으로 추정한다. ① 작년 국/탕류 등 HMR 카테고리를 확대했고 온라인 채널 강화를 위한 조직 개편이 단행되었다. 올해 가공식품의 견조한 매출 성장을 기대해 볼 만하다. ② 최근 글로벌 어가가 톤당 1,230불까지 하락해 상반기 관련 어가 부담은 제한적일 것으로 판단된다. ③ 동원홈푸드는 기저효과를 기대해 볼 수 있다. 작년 코로나19 기인해 부정적 영향이 불가피했으나 하반기 갈수록 점진적 회복이 예상된다.

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&B 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	783.6	757.2	897.4	787.5	834.9	803.4	964.4	848.5	3,030.3	3,225.6	3,451.2
식품	467.9	414.7	530.9	398.4	495.9	427.1	552.1	410.4	1,721.1	1,811.9	1,885.6
식자재	266.0	290.2	317.1	338.3	284.6	319.2	358.3	382.3	1,107.3	1,211.6	1,344.5
사료	49.4	51.9	49.1	50.7	54.3	57.0	54.0	55.8	200.4	201.0	221.1
YoY	4.7%	6.8%	8.8%	5.3%	6.5%	6.1%	7.5%	7.7%	8.1%	6.4%	7.0%
식품	3.6%	6.3%	7.8%	3.0%	6.0%	3.0%	4.0%	3.0%	4.9%	5.3%	4.1%
식자재	4.7%	9.0%	13.5%	10.0%	7.0%	10.0%	13.0%	13.0%	13.3%	9.4%	11.0%
사료	17.4%	-0.7%	-7.4%	-4.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.6%	0.3%	10.0%
영업이익	36.5	16.5	43.9	17.5	38.9	19.4	46.5	22.0	101.4	114.4	126.8
YoY	4.5%	14.8%	23.6%	5.3%	6.7%	17.2%	6.1%	25.5%	16.3%	12.8%	10.9%
OPM	4.7%	2.2%	4.9%	2.2%	4.7%	2.4%	4.8%	2.6%	3.3%	3.5%	3.7%
식품	29.8	12.5	35.8	8.5	32.0	14.0	35.0	10.0	72.7	86.7	91.0
식자재	5.5	3.7	7.2	8.5	6.5	4.8	10.7	11.5	27.3	24.9	33.6
사료	0.4	0.6	0.8	0.5	0.4	0.6	0.8	0.5	1.0	2.2	2.2
세전이익	31.9	11.3	40.0	14.2	35.6	16.0	43.2	18.6	87.0	97.4	113.4
(%YoY)	1.1%	3.1%	29.1%	4.6%	11.4%	42.3%	7.9%	31.6%	22.0%	11.9%	16.5%
지배순이익	23.9	8.2	30.8	11.0	26.6	11.6	33.2	14.5	65.7	73.9	86.0
YoY	-4.5%	-2.6%	30.7%	26.5%	11.4%	42.3%	7.9%	31.6%	15.8%	12.5%	16.4%
NPM	3.0%	1.1%	3.4%	1.4%	3.2%	1.4%	3.4%	1.7%	2.2%	2.3%	2.5%

자료: 하나금융투자

동원F&B 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,802.5	3,030.3	3,225.6	3,451.2	3,685.9
매출원가	2,189.2	2,348.6	2,498.4	2,669.7	2,847.5
매출총이익	613.3	681.7	727.2	781.5	838.4
판매비	526.1	580.3	612.9	654.8	695.6
영업이익	87.2	101.4	114.4	126.8	142.8
금융손익	(11.3)	(12.9)	(12.8)	(9.5)	(5.3)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(4.2)	(3.9)	(4.0)
기타영업외손익	(4.5)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	71.4	87.0	97.4	113.4	133.5
법인세	14.6	21.4	23.5	27.4	32.4
계속사업이익	56.7	65.7	73.9	86.0	101.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.7	65.7	73.9	86.0	101.1
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	56.7	65.7	73.9	86.0	101.1
지배주주지분포괄이익	48.6	59.9	73.9	86.0	101.1
NOPAT	69.3	76.5	86.7	96.2	108.1
EBITDA	132.8	161.2	165.5	170.5	180.2
성장성(%)					
매출액증가율	9.79	8.13	6.44	6.99	6.80
NOPAT증가율	25.54	10.39	13.33	10.96	12.37
EBITDA증가율	15.18	21.39	2.67	3.02	5.69
영업이익증가율	20.44	16.28	12.82	10.84	12.62
(지배주주)순이익증가율	10.31	15.87	12.48	16.37	17.56
EPS증가율	10.41	15.76	12.52	16.37	17.54
수익성(%)					
매출총이익률	21.88	22.50	22.54	22.64	22.75
EBITDA이익률	4.74	5.32	5.13	4.94	4.89
영업이익률	3.11	3.35	3.55	3.67	3.87
계속사업이익률	2.02	2.17	2.29	2.49	2.74

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	14,699	17,015	19,146	22,281	26,189
BPS	163,896	176,519	192,666	211,946	235,135
CFPS	37,610	45,721	41,795	43,178	45,659
EBITDAPS	34,411	41,765	42,884	44,189	46,695
SPS	726,208	785,219	835,850	894,301	955,113
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	19.56	13.28	9.35	8.46	7.20
PBR	1.75	1.28	0.93	0.89	0.80
PCFR	7.64	4.94	4.28	4.37	4.13
EV/EBITDA	11.58	8.55	6.65	5.97	5.06
PSR	0.40	0.29	0.21	0.21	0.20
재무비율(%)					
ROE	9.26	10.00	10.37	11.01	11.72
ROA	4.09	4.41	4.77	5.44	5.97
ROIC	7.68	7.32	7.87	8.92	10.17
부채비율	121.92	130.99	105.09	98.56	91.68
순부채비율	67.66	74.21	55.11	37.75	22.27
이자보상배율(배)	6.60	6.96	8.21	10.54	11.85

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	631.4	679.0	683.7	832.3	988.6
금융자산	35.0	44.3	8.0	109.5	216.6
현금성자산	23.3	36.7	0.0	100.9	207.4
매출채권	236.1	260.9	277.7	297.1	317.3
재고자산	349.4	355.9	378.9	405.4	432.9
기타유동자산	10.9	17.9	19.1	20.3	21.8
비유동자산	772.2	894.5	844.0	800.9	764.2
투자자산	32.6	20.6	21.2	21.9	22.6
금융자산	32.6	20.6	21.2	21.9	22.6
유형자산	542.2	676.7	627.8	586.1	550.5
무형자산	79.8	79.3	77.0	75.0	73.2
기타비유동자산	117.6	117.9	118.0	117.9	117.9
자산총계	1,403.6	1,573.5	1,527.7	1,633.3	1,752.8
유동부채	341.7	516.4	403.5	426.0	449.4
금융부채	71.0	204.5	72.5	72.9	73.4
매입채무	120.8	139.2	148.1	158.5	169.3
기타유동부채	149.9	172.7	182.9	194.6	206.7
비유동부채	429.4	375.9	377.9	380.1	382.5
금융부채	392.0	345.3	345.3	345.3	345.3
기타비유동부채	37.4	30.6	32.6	34.8	37.2
부채총계	771.1	892.3	781.4	806.2	831.9
지배주주지분	632.5	681.2	743.5	817.9	907.4
자본금	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
자본잉여금	110.5	110.8	110.8	110.8	110.8
자본조정	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	(22.8)	(28.5)	(28.5)	(28.5)	(28.5)
이익잉여금	526.0	580.1	642.4	716.8	806.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	632.5	681.2	743.5	817.9	907.4
순금융부채	427.9	505.5	409.7	308.7	202.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	26.1	134.2	117.9	116.3	119.9
당기순이익	56.7	65.7	73.9	86.0	101.1
조정	7	10	6	5	4
감가상각비	45.6	59.8	51.1	43.7	37.4
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)	(45.1)	(38.7)	(33.4)
영업활동 자산부채변동	(102.6)	(27.8)	(19.8)	(22.9)	(23.8)
투자활동 현금흐름	(84.3)	(160.0)	0.1	1.3	5.5
투자자산감소(증가)	2.2	12.0	(0.6)	(0.7)	(0.7)
자본증가(감소)	(86.2)	(175.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	3.9	0.7	2.0	6.2
재무활동 현금흐름	16.4	39.0	(157.5)	(23.2)	(23.2)
금융부채증가(감소)	40.4	86.8	(132.0)	0.4	0.5
자본증가(감소)	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.8)	(36.6)	(13.9)	(12.0)	(12.1)
배당지급	(9.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
현금의 증감	(41.7)	13.4	(39.5)	94.4	102.2
Unlevered CFO	145.1	176.4	161.3	166.6	176.2
Free Cash Flow	(63.6)	(43.8)	117.9	116.3	119.9

8) 대상(BUY, TP 3.3만원): 견조한 이익 개선세 지속

(1) 4Q20 Preview

가공에서 비용 절감 기조 지속

연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,462억원(YoY +2.9%), 240억원(YoY +53.4%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 6,191억원(YoY +0.3%), 170억원(YoY +82.0%)으로 예상한다. 가공식품 경쟁 완화에 따른 비용 절감세가 지속되고 있는 것으로 파악된다.

① 식품(가공+B2B) 부문 매출액은 YoY 소폭 감소를 예상한다. 가공은 YoY 2.0% 매출 성장할 것으로 추정한다. 3Q20부터 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 스낵 및 김치 판촉 경쟁 완화 기인해 식품 수익성 개선세는 이어질 것이다. 2020년 한해 매분기 100~150억원 수준 이익 개선세가 이어지고 있는데 4분기도 유사한 흐름으로 파악된다. 다만, B2B는 코로나19 기인한 부정적 영업환경 및 저수익 거래처 구조조정 기인해 YoY 매출 감소가 불가피해 보인다. 손익은 BEP 수준으로 파악된다. ② 소재 부문 손익은 전분당 수요 감소(음료, 주류 등 전분수요 부진)가 부담이나 전분당 투입가 하락 기인해 QoQ 및 YoY 이익 개선이 가능할 것으로 전망한다. ③ 연결 자회사 합산 영업이익은 70억원으로 추정한다. PT인도네시아는 전년 수준 실적을 예상한다. PT미원도 신공장(간편식 제조) 가동에 따른 고정비 및 판촉비 증가로 이익 개선이 제한적일 것으로 판단하기 때문이다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 2.7%, -2.6%로 추정한다. 올해 전년 수준의 손익을 전망하는 까닭은 높은 베이스 때문이다. 2020년 식품(가공+B2B) 부문 손익은 YoY 500억원 개선될 것으로 예상한다. 식품 부문의 유의미한 수익성 개선은 SKU 구조조정 효과 및 신제품 판매 호조 영향도 있겠으나 판촉 절감이 주효했다는 판단이다. 특히, 김치 관련 판촉비용 절감이 컸던 것으로 파악된다. 올해 추가적인 판촉 절감 여력은 제한적일 것으로 전망한다. 연결 자회사도 베트남 신공장 가동 등 기인해 타라인은 견조한 성장이 예상되나 이익 개선 폭은 제한적일 것으로 판단한다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 8배에 거래 중으로 매력적인 밸류에이션을 제공한다. 올해 국내 이익 개선은 제한적일 것으로 전망하나 해외로의 보폭 확대는 분명 주가에 긍정적인 요인이다. 해외 성과가 가시화될 경우 밸류에이션 재평가도 동반 진행될 것으로 기대한다.

표 1. 대상 연결 실적 전망

(십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	755.8	781.9	836.2	746.2	801.7	791.7	838.6	772.2	2,964.0	3,120.2	3,204.2
① 본사	642.9	649.6	701.1	619.1	672.8	664.8	712.4	633.8	2,457.1	2,612.7	2,683.9
- 식품	431.7	443.5	524.9	422.2	453.2	450.5	529.1	429.1	1,689.2	1,822.3	1,861.9
- 소재	211.2	206.1	176.2	196.9	219.6	214.3	183.2	204.8	769.9	790.4	822.0
② PT인도네시아	63.3	56.7	59.1	65.0	69.6	62.4	65.0	71.5	228.0	244.1	268.5
③ 미원 베트남	27.6	27.4	27.1	30.0	29.0	28.8	28.5	31.5	108.3	112.1	117.7
YoY	4.5%	6.9%	6.7%	2.9%	6.1%	1.3%	0.3%	3.5%	0.2%	5.3%	2.7%
① 본사	15.8%	7.0%	3.4%	0.3%	4.7%	2.3%	1.6%	2.4%	9.9%	6.3%	2.7%
② PT인도네시아	15.7%	2.1%	4.0%	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	15.9%	10.0%	10.0%
③ 미원 베트남	3.8%	2.3%	-0.4%	8.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	14.6%	7.0%	10.0%
영업이익	49.8	61.0	57.3	24.0	51.4	59.8	52.3	23.8	129.8	192.2	187.2
YoY	30.8%	80.8%	35.5%	53.4%	3.1%	-2.0%	-8.8%	-0.9%	8.0%	48.0%	-2.6%
OPM	6.6%	7.8%	6.9%	3.2%	6.4%	7.5%	6.2%	3.1%	4.4%	6.2%	5.8%
① 본사	39.4	50.1	47.0	17.0	39.4	50.1	41.1	13.3	103.4	153.6	143.8
- 식품	25.6	34.4	43.4	10.0	24.0	33.0	30.0	0.0	58.5	113.4	87.0
- 소재	13.8	15.7	3.6	6.0	15.4	16.1	10.1	12.3	44.6	39.1	53.8
② PT인도네시아	7.6	5.2	6.1	6.0	8.0	6.0	7.5	7.0	20.9	24.9	28.5
③ 미원 베트남	1.3	0.8	0.7	1.0	1.5	1.2	1.2	1.0	4.8	3.8	4.9
세전이익	81.1	58.7	50.3	18.5	51.3	59.7	52.2	23.7	150.6	208.6	186.8
YoY	142.5%	25.0%	66.9%	-53.7%	-36.7%	1.6%	3.8%	27.8%	26.4%	38.5%	-10.4%
(지배)순이익	53.1	34.3	37.8	13.9	35.5	36.3	36.8	16.2	107.2	139.1	124.8
YoY	128.3%	-6.4%	72.0%	-45.0%	-33.1%	5.8%	-2.7%	16.0%	65.2%	29.8%	-10.3%
NPM	7.0%	4.4%	4.5%	1.9%	4.4%	4.6%	4.4%	2.1%	3.6%	4.5%	3.9%

자료: 하나금융투자

대상 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,956.8	2,964.0	3,120.2	3,204.2	3,300.3
매출원가	2,191.8	2,209.6	2,279.0	2,344.1	2,411.1
매출총이익	765.0	754.4	841.2	860.1	889.2
판매비	644.8	624.6	649.0	672.9	691.4
영업이익	120.2	129.8	192.2	187.2	197.8
금융손익	(25.7)	(17.7)	(14.8)	(10.4)	(7.5)
종속/관계기업손익	1.5	2.3	31.3	10.0	20.7
기타영업외손익	23.1	36.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	119.1	150.6	208.6	186.8	211.0
법인세	53.7	41.7	67.8	60.8	65.2
계속사업이익	65.4	108.9	140.8	126.0	145.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	65.4	108.9	140.8	126.0	145.7
비지배주주지분 손이익	0.5	1.7	1.6	1.3	1.5
지배주주순이익	64.9	107.2	139.1	124.8	144.3
지배주주지분포괄이익	62.1	109.5	137.4	123.0	142.2
NOPAT	66.0	93.9	129.7	126.3	136.6
EBITDA	202.3	228.5	276.7	259.6	259.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.40)	0.24	5.27	2.69	3.00
NOPAT증가율	10.18	42.27	38.13	(2.62)	8.16
EBITDA증가율	14.55	12.95	21.09	(6.18)	0.04
영업이익증가율	24.30	7.99	48.07	(2.60)	5.66
(지배주주)순이익증가율	23.15	65.18	29.76	(10.28)	15.63
EPS증가율	23.02	65.24	29.81	(10.33)	15.65
수익성(%)					
매출총이익률	25.87	25.45	26.96	26.84	26.94
EBITDA이익률	6.84	7.71	8.87	8.10	7.87
영업이익률	4.07	4.38	6.16	5.84	5.99
계속사업이익률	2.21	3.67	4.51	3.93	4.41

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	904.9	1,077.8	1,085.2	1,274.7	1,475.6
금융자산	277.5	425.6	399.0	570.3	750.2
현금성자산	166.5	226.1	198.1	368.6	547.7
매출채권	253.5	260.1	273.9	281.2	289.7
재고자산	322.0	344.8	363.0	372.7	383.9
기타유동자산	51.9	47.3	49.3	50.5	51.8
비유동자산	1,294.1	1,319.3	1,238.0	1,167.4	1,107.4
투자자산	101.9	83.7	86.9	88.7	90.6
금융자산	45.3	43.2	44.3	44.9	45.6
유형자산	956.2	960.6	880.2	811.1	751.8
무형자산	131.7	126.0	122.0	118.7	116.0
기타비유동자산	104.3	149.0	148.9	148.9	149.0
자산총계	2,199.0	2,397.1	2,323.2	2,442.1	2,582.9
유동부채	738.5	795.1	593.0	602.9	614.1
금융부채	417.5	425.0	205.5	206.0	206.5
매입채무	120.6	134.7	141.8	145.6	150.0
기타유동부채	200.4	235.4	245.7	251.3	257.6
비유동부채	531.8	579.8	588.7	593.5	599.0
금융부채	377.8	410.6	410.6	410.6	410.6
기타비유동부채	154.0	169.2	178.1	182.9	188.4
부채총계	1,270.3	1,374.9	1,181.7	1,196.4	1,213.1
지배주주지분	915.0	1,004.8	1,122.2	1,225.4	1,348.0
자본금	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
자본잉여금	294.9	294.9	294.9	294.9	294.9
자본조정	(33.5)	(33.5)	(33.5)	(33.5)	(33.5)
기타포괄이익누계액	(33.3)	(22.7)	(22.7)	(22.7)	(22.7)
이익잉여금	651.0	730.1	847.6	950.7	1,073.4
비지배주주지분	13.7	17.4	19.1	20.3	21.8
자본총계	928.7	1,022.2	1,141.3	1,245.7	1,369.8
순금융부채	517.8	410.0	217.1	46.3	(133.1)

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,801	2,976	3,863	3,464	4,006
BPS	25,405	27,896	31,159	34,022	37,427
CFPS	6,404	7,017	8,538	7,473	7,773
EBITDAPS	5,616	6,345	7,681	7,207	7,211
SPS	82,091	82,291	86,628	88,959	91,628
DPS	550	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	13.91	7.80	6.74	8.08	6.99
PBR	0.99	0.83	0.84	0.82	0.75
PCFR	3.91	3.31	3.05	3.75	3.60
EV/EBITDA	7.00	5.47	4.29	3.92	3.23
PSR	0.31	0.28	0.30	0.31	0.31
재무비율(%)					
ROE	7.27	11.17	13.08	10.63	11.21
ROA	2.91	4.67	5.90	5.24	5.74
ROIC	4.74	6.46	9.03	9.22	10.41
부채비율	136.78	134.50	103.54	96.04	88.56
순부채비율	55.76	40.11	19.02	3.72	(9.72)
이자보상배율(배)	5.10	5.33	8.87	10.18	10.74

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	121.6	217.6	194.3	203.0	
당기순이익	65.4	140.8	126.0	145.7	
조정	11	8	7	6	
감가상각비	82.1	84.5	72.4	62.0	
외환거래손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(1.5)	0.0	0.0	0.0	
기타	(69.4)	(76.5)	(65.4)	(56.0)	
영업활동 자산부채변동	(58.5)	(7.7)	(4.1)	(4.7)	
투자활동 현금흐름	(23.4)	(4.6)	(2.5)	(2.8)	
투자자산감소(증가)	4.9	(3.2)	(1.7)	(2.0)	
자본증가(감소)	(144.1)	0.0	0.0	0.0	
기타	115.8	(57.8)	(1.4)	(0.8)	
재무활동 현금흐름	(75.2)	(55.1)	(241.1)	(21.2)	
금융부채증가(감소)	(55.9)	40.4	(219.5)	0.5	
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	
기타재무활동	(1.3)	(75.7)	0.0	(0.1)	
배당지급	(18.0)	(19.8)	(21.6)	(21.6)	
현금의 증감	18.6	59.6	(28.1)	170.6	
Unlevered CFO	230.7	252.7	307.5	269.1	
Free Cash Flow	(24.0)	57.5	217.6	194.3	

9) 동원산업(BUY, TP 30만원): 시장 기대 상회 예상

(1) 4Q20 Preview

연결 자회사 '스타키스트' 실적 써프 4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,748억원(YoY +5.9%), 690억원(YoY +246.1%)으로 추정한다. 시장 기대치를 상회할 것으로 판단한다. 호실적은 연결 자회사 '스타키스트'의 호실적 및 수산 사업부 선방에 기인한다.

우선, ① 본업인 수산 사업부 손익은 QoQ 증익 가능할 것으로 추정된다. 4분기 평균 선망 참치어가는 톤당 1,350불(YoY +35.0%, QoQ -12.9%), 어획량은 5.5만톤(외국선 포함, 작년 6.4만톤, YoY -14.2%, QoQ +27.6%)으로 파악된다. ② 연결 자회사 '스타키스트'는 미국 코로나19 확산 기인한 캔 수요 증가 기인해 유의미한 실적 개선이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 영업이익은 전년대비 100~150억원 증가한 350~400억원이 예상된다. ③ '동부 익스프레스' 영업이익은 전년 수준을 가졌다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY +5.6%, -6.8%로 추정한다. 올해 감익을 예상하는 까닭은 연결 자회사 '스타키스트'의 높은 베이스 때문이다. 본업인 수산사업부는 상저하고 실적 흐름이 예상된다. 최근 글로벌 어가가 톤당 1,230불까지 하락했기 때문이다.

현 주가는 12개월 Fwd PBR 0.7배에 거래 중으로 밸류에이션은 부담 없어 보인다. 다만 전년 높은 베이스 기인해 올해 실적 모멘텀은 다소 제한적일 것으로 전망한다.

표 1. 동원산업 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	744.5	720.9	734.1	674.8	784.6	783.4	770.3	698.2	2,682.6	2,874.5	3,036.6
YoY	10.5%	7.7%	4.5%	5.9%	5.4%	8.7%	4.9%	3.5%	9.7%	7.2%	5.6%
① 수산	80.6	90.5	106.6	103.6	90.0	124.0	120.0	104.3	355.5	381.3	438.3
YoY	-2.9%	-10.9%	23.2%	22.9%	11.6%	37.0%	12.6%	0.7%	3.0%	-7.9%	-6.8%
② 유통	401.2	350.7	346.5	291.9	421.2	368.3	356.8	300.6	1,258.7	1,390.2	1,447.0
YoY	20.2%	16.7%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	11.0%	10.5%	4.1%
③ 물류	260.4	277.3	279.5	279.4	273.4	291.2	293.5	293.4	1,058.4	1,096.6	1,151.4
YoY	2.2%	4.7%	4.5%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	10.7%	3.6%	5.0%
영업이익	62.4	89.8	93.4	69.0	55.0	79.0	96.0	63.2	193.6	314.7	293.2
YoY	8.4%	55.4%	60.3%	246.1%	-11.9%	-12.1%	2.8%	-8.4%	8.9%	62.5%	-6.8%
OPM	8.4%	12.5%	12.7%	10.2%	7.0%	10.1%	12.5%	9.1%	7.2%	10.9%	9.7%
① 수산	2.0	15.0	17.8	20.0	(7.0)	20.0	22.0	20.0	7.9	54.8	55.0
② 유통	43.6	45.0	60.0	35.0	45.0	40.0	55.0	30.0	115.8	183.6	159.2
③ 물류	15.3	18.0	18.0	13.0	16.0	18.0	18.0	13.0	66.1	64.3	68.0
세전이익	32.0	107.3	88.0	56.5	43.5	67.5	84.5	51.7	74.9	283.8	246.9
YoY	-33.9%	126.9%	2904.9%	-337.4%	35.9%	-37.1%	-4.0%	-8.5%	-17.0%	279.1%	-12.9%
지배순이익	23.8	83.9	51.4	40.9	30.9	45.3	56.8	37.2	44.8	199.9	170.2
YoY	-26.4%	191.8%	2613.5%	-325.8%	30.0%	-45.9%	10.4%	-8.9%	-36.5%	346.0%	-14.9%
NPM	3.2%	11.6%	7.0%	6.1%	3.9%	5.8%	7.4%	5.3%	1.7%	7.0%	5.6%

자료: 하나금융투자

동원산업 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,444.6	2,682.6	2,874.5	3,036.6	3,188.5
매출원가	2,082.3	2,274.2	2,428.9	2,562.9	2,689.5
매출총이익	362.3	408.4	445.6	473.7	499.0
판매비	184.6	214.8	130.9	180.5	189.5
영업이익	177.7	193.6	314.7	293.2	309.5
금융손익	(28.0)	(41.4)	(40.1)	(32.7)	(25.8)
종속/관계기업손익	12.0	11.4	9.3	(13.6)	(15.0)
기타영업외손익	(71.3)	(88.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	90.3	74.9	283.8	246.9	268.7
법인세	19.3	23.5	78.0	69.6	77.9
계속사업이익	71.0	51.4	205.8	177.3	190.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.0	51.4	205.8	177.3	190.8
비지배주주지분 손이익	1.9	6.6	5.9	7.1	7.6
지배주주순이익	69.1	44.8	199.9	170.2	183.1
지배주주지분포괄이익	87.6	61.9	186.4	160.5	172.7
NOPAT	139.7	132.9	228.2	210.5	219.7
EBITDA	259.6	324.2	438.6	412.5	425.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.67	9.74	7.15	5.64	5.00
NOPAT증가율	(18.40)	(4.87)	71.71	(7.76)	4.37
EBITDA증가율	(17.64)	24.88	35.29	(5.95)	3.20
영업이익증가율	(20.88)	8.95	62.55	(6.83)	5.56
(지배주주)순이익증가율	(58.57)	(35.17)	346.21	(14.86)	7.58
EPS증가율	(58.58)	(38.53)	330.38	(14.89)	7.62
수익성(%)					
매출총이익률	14.82	15.22	15.50	15.60	15.65
EBITDA이익률	10.62	12.09	15.26	13.58	13.35
영업이익률	7.27	7.22	10.95	9.66	9.71
계속사업이익률	2.90	1.92	7.16	5.84	5.98

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	20,549	12,632	54,366	46,270	49,795
BPS	289,909	282,744	335,110	379,525	427,465
CFPS	77,462	95,889	121,588	108,249	111,453
EBITDAPS	77,175	91,358	119,267	112,155	115,740
SPS	726,870	755,997	781,603	825,698	866,983
DPS	3,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	9.88	16.74	4.09	5.46	5.07
PBR	0.70	0.75	0.66	0.67	0.59
PCFR	2.62	2.21	1.83	2.33	2.27
EV/EBITDA	6.46	5.80	3.92	3.80	3.30
PSR	0.28	0.28	0.28	0.31	0.29
재무비율(%)					
ROE	7.35	4.45	17.60	12.95	12.34
ROA	2.68	1.61	6.60	5.36	5.41
ROIC	9.35	8.04	13.12	12.06	12.51
부채비율	166.25	176.88	140.55	126.40	114.15
순부채비율	102.22	98.72	68.38	49.23	33.35
이자보상배율(배)	5.07	4.02	6.70	6.69	7.05

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,009.0	1,201.8	1,305.6	1,522.2	1,743.2
금융자산	114.6	142.3	181.4	343.3	513.0
현금성자산	62.5	109.4	146.1	306.0	473.9
매출채권	288.9	277.6	297.4	314.2	329.9
재고자산	492.6	506.5	542.7	573.3	602.0
기타유동자산	112.9	275.4	284.1	291.4	298.3
비유동자산	1,583.2	1,784.3	1,766.1	1,754.7	1,750.2
투자자산	412.7	433.7	449.5	462.9	475.4
금융자산	200.6	213.0	213.0	213.0	213.0
유형자산	766.4	889.9	859.0	837.2	823.1
무형자산	208.6	110.0	107.0	104.0	101.1
기타비유동자산	195.5	350.7	350.6	350.6	350.6
자산총계	2,592.2	2,986.0	3,071.7	3,276.9	3,493.4
유동부채	855.8	951.7	828.1	853.8	877.8
금융부채	467.4	401.8	249.4	250.7	251.9
매입채무	153.3	170.4	182.6	192.9	202.6
기타유동부채	235.1	379.5	396.1	410.2	423.3
비유동부채	762.8	955.9	966.7	975.8	984.3
금융부채	642.5	805.2	805.2	805.2	805.2
기타비유동부채	120.3	150.7	161.5	170.6	179.1
부채총계	1,618.6	1,907.6	1,794.7	1,829.5	1,862.1
지배주주지분	975.0	1,039.9	1,232.5	1,395.8	1,572.0
자본금	16.8	18.4	18.4	18.4	18.4
자본잉여금	37.3	108.0	108.0	108.0	108.0
자본조정	10.6	(48.6)	(48.6)	(48.6)	(48.6)
기타포괄이익누계액	(10.2)	6.9	6.9	6.9	6.9
이익잉여금	920.4	955.2	1,147.8	1,311.1	1,487.4
비지배주주지분	(1.4)	38.6	44.5	51.6	59.3
자본총계	973.6	1,078.5	1,277.0	1,447.4	1,631.3
순금융부채	995.3	1,064.7	873.2	712.6	544.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	52.8	344.0	307.2	312.0	
당기순이익	71.0	205.8	177.3	190.8	
조정	14	16	15	14	
감가상각비	81.9	124.0	119.3	116.2	
외환거래손익	(0.7)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(12.0)	0.0	0.0	0.0	
기타	(55.2)	(108.0)	(104.3)	(102.2)	
영업활동 자산부채변동	(161.4)	(25.2)	(21.3)	(19.9)	
투자활동 현금흐름	(66.3)	(100.5)	(98.0)	(94.7)	
투자자산감소(증가)	(25.2)	(15.8)	(13.3)	(12.5)	
자본증가(감소)	(60.5)	(75.9)	(90.0)	(94.5)	
기타	19.4	5.3	9.8	17.0	
재무활동 현금흐름	(89.8)	(206.8)	(49.3)	(49.5)	
금융부채증가(감소)	(33.0)	(152.4)	1.3	1.2	
자본증가(감소)	(12.4)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(30.8)	(249.2)	(47.0)	(43.8)	
배당지급	(13.6)	(7.4)	(6.8)	(6.8)	
현금의 증감	(100.7)	46.8	36.7	159.9	167.9
Unlevered CFO	260.5	340.3	447.2	398.1	409.9
Free Cash Flow	(17.9)	106.2	254.0	212.7	212.8

10) 매일유업(BUY, TP 10만원): 시장 기대 부합 예상

(1) 4Q20 Preview

‘셀렉스’ 판매 호조

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,632억원(YoY +1.9%), 219억원(YoY +8.5%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다.

① 국내 제조분유는 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. 하나금융투자는 중국 수출액을 40억원으로 추정한다. 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. 셀렉스의 2020년 매출 기여는 3.5%로 추산된다.

(2) 내년 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 5,355억원(YoY +5.4%), 912억원(YoY +8.0%)으로 추정한다. 개혁이 진행되면서 영업환경은 작년보다 개선될 것으로 기대한다. 작년 말부터 건기식 제품 ‘셀렉스’의 이익 기여가 시작된 것으로 추산된다. 건기식은 제품 라인업 확대를 통해 매출 성장을 도모해 나갈 것으로 기대된다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 9배에 거래 중이다. 매력적인 밸류에이션을 제공한다. 올해 실적 개선이 전망되는 만큼 저가 매수 유효해 보인다.

표 1. 매일유업 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	358.2	355.3	379.7	363.2	376.9	377.2	400.8	380.6	1,393.3	1,456.4	1,535.5
제조분유	31.4	28.3	30.7	31.5	30.5	27.7	32.9	33.6	148.0	122.0	124.7
백색우유	77.6	91.5	86.7	81.8	81.5	96.0	91.1	85.8	321.2	337.5	354.4
상하목장	29.6	29.7	29.8	28.0	31.4	32.1	32.2	29.6	109.4	117.1	125.3
컵커피	46.4	50.2	45.6	41.0	49.1	53.2	48.4	43.4	175.4	183.1	194.1
YoY	6.1%	1.6%	8.6%	1.9%	5.2%	6.2%	5.5%	4.8%	7.1%	4.5%	5.4%
제조분유	-12.8%	-19.9%	-17.1%	-20.4%	-2.7%	-2.2%	6.9%	6.6%	-6.5%	-17.6%	2.2%
백색우유	4.0%	8.0%	6.0%	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.0%	5.1%	5.0%
상하목장	8.0%	6.0%	8.0%	6.0%	6.0%	8.0%	8.0%	6.0%	9.2%	7.0%	6.0%
컵커피	5.0%	2.0%	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.3%	4.4%	6.0%
영업이익	20.4	20.3	21.8	21.9	19.0	25.4	23.6	23.2	85.3	84.4	91.2
YoY	3.8%	-27.0%	23.6%	8.5%	-6.7%	25.1%	7.9%	6.0%	14.6%	-1.0%	8.0%
OPM	5.7%	5.7%	5.7%	6.0%	5.0%	6.7%	5.9%	6.1%	6.1%	5.8%	5.9%
세전이익	24.7	19.4	18.3	22.8	18.7	25.1	23.3	22.9	85.2	85.2	90.0
YoY	19.0%	-31.9%	2.7%	25.7%	-24.2%	29.6%	26.9%	0.6%	10.9%	0.0%	5.7%
지배순이익	19.2	14.1	11.4	18.0	14.6	18.3	16.3	16.7	64.3	62.6	65.9
YoY	19.0%	-33.8%	-23.0%	48.0%	-23.9%	30.1%	43.0%	-7.0%	10.4%	-2.6%	5.2%
NPM	5.3%	4.0%	3.0%	5.0%	3.9%	4.9%	4.1%	4.4%	4.6%	4.3%	4.3%

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	1,456.4	1,535.5	1,596.9
매출원가	933.5	983.8	1,051.6	1,098.3	1,133.8
매출총이익	367.1	409.5	404.8	437.2	463.1
판매비	292.7	324.1	320.4	345.9	359.3
영업이익	74.4	85.3	84.4	91.2	103.8
금융손익	3.6	1.1	0.8	2.2	3.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	(3.4)	(4.0)
기타영업외손익	(1.2)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	76.8	85.2	85.2	90.0	103.4
법인세	18.4	20.8	22.6	24.1	26.8
계속사업이익	58.3	64.3	62.6	65.9	76.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	64.3	62.6	65.9	76.7
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	58.3	64.3	62.6	65.9	76.7
지배주주지분포괄이익	55.0	63.0	62.6	65.9	76.7
NOPAT	56.5	64.4	62.1	66.8	76.9
EBITDA	101.4	118.3	116.9	123.4	136.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	7.13	4.53	5.43	4.00
NOPAT증가율	N/A	13.98	(3.57)	7.57	15.12
EBITDA증가율	N/A	16.67	(1.18)	5.56	10.21
영업이익증가율	N/A	14.65	(1.06)	8.06	13.82
(지배주주)순이익증가율	N/A	10.29	(2.64)	5.27	16.39
EPS증가율	N/A	8.92	(2.68)	5.29	16.30
수익성(%)					
매출총이익률	28.23	29.39	27.79	28.47	29.00
EBITDA이익률	7.80	8.49	8.03	8.04	8.52
영업이익률	5.72	6.12	5.80	5.94	6.50
계속사업이익률	4.48	4.61	4.30	4.29	4.80

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,530	8,202	7,982	8,404	9,774
BPS	44,268	51,598	58,782	66,405	75,400
CFPS	13,018	15,018	14,904	15,301	16,830
EBITDAPS	13,093	15,082	14,904	15,735	17,340
SPS	167,883	177,629	185,682	195,758	203,589
DPS	700	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	10.46	10.50	8.76	8.95	7.69
PBR	1.78	1.67	1.19	1.13	1.00
PCFR	6.05	5.73	4.69	4.91	4.47
EV/EBITDA	6.26	5.52	3.97	3.32	2.53
PSR	0.47	0.48	0.38	0.38	0.37
재무비율(%)					
ROE	16.81	17.14	14.50	13.46	13.81
ROA	9.47	9.97	9.08	8.92	9.43
ROIC	14.93	16.49	15.34	16.33	18.53
부채비율	77.46	67.28	53.11	48.94	44.41
순부채비율	4.91	(5.56)	(16.53)	(25.07)	(33.12)
이자보상배율(배)	23.19	30.57	40.34	58.81	66.69

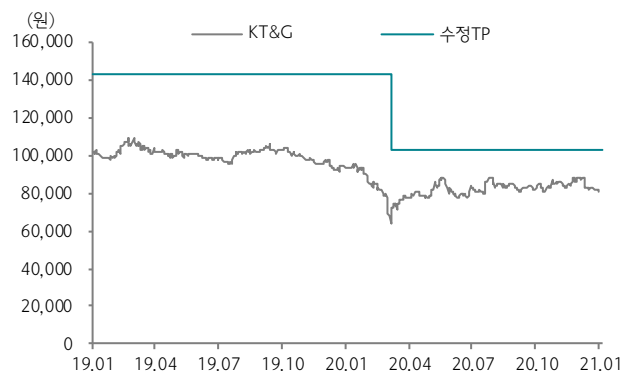
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	348.2	391.9	423.3	493.9	571.8
금융자산	77.9	107.4	125.9	180.4	245.8
현금성자산	64.1	84.3	102.3	156.2	221.1
매출채권	148.5	153.6	160.6	169.3	176.0
재고자산	111.3	116.3	121.5	128.1	133.3
기타유동자산	10.5	14.6	15.3	16.1	16.7
비유동자산	267.6	283.3	281.0	280.2	280.7
투자자산	7.4	4.6	4.8	5.1	5.3
금융자산	7.4	4.6	4.8	5.1	5.3
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	704.3	774.1	852.5
유동부채	184.1	214.7	186.8	196.1	203.3
금융부채	22.2	41.6	6.5	6.7	6.9
매입채무	71.0	73.6	76.9	81.1	84.4
기타유동부채	90.9	99.5	103.4	108.3	112.0
비유동부채	84.7	56.9	57.5	58.3	58.9
금융부채	72.7	43.4	43.4	43.4	43.4
기타비유동부채	12.0	13.5	14.1	14.9	15.5
부채총계	268.8	271.6	244.3	254.4	262.2
지배주주지분	347.0	403.6	460.0	519.8	590.3
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	204.9	264.6	335.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	403.6	460.0	519.8	590.3
순금융부채	17.0	(22.4)	(76.0)	(130.3)	(195.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	61.5	91.4	90.1	91.9	104.0
당기순이익	58.3	64.3	62.6	65.9	76.7
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)
영업활동 자산부채변동	(20.8)	(7.8)	(5.0)	(6.3)	(4.9)
투자활동 현금흐름	(26.3)	(40.4)	(30.7)	(32.1)	(33.1)
투자자산감소(증가)	(7.4)	2.7	(0.2)	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(27.3)	(35.6)	(30.0)	(31.2)	(32.4)
기타	8.4	(7.5)	(0.5)	(0.6)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(7.7)	(30.5)	(41.4)	(5.9)	(6.0)
금융부채증가(감소)	94.9	(9.9)	(35.1)	0.2	0.2
자본증가(감소)	260.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(359.9)	(15.1)	0.0	(0.0)	(0.1)
배당지급	(3.4)	(5.5)	(6.3)	(6.1)	(6.1)
현금의 증감	27.3	20.3	18.0	53.9	64.9
Unlevered CFO	100.9	117.8	116.9	120.0	132.0
Free Cash Flow	33.8	55.0	60.1	60.7	71.5

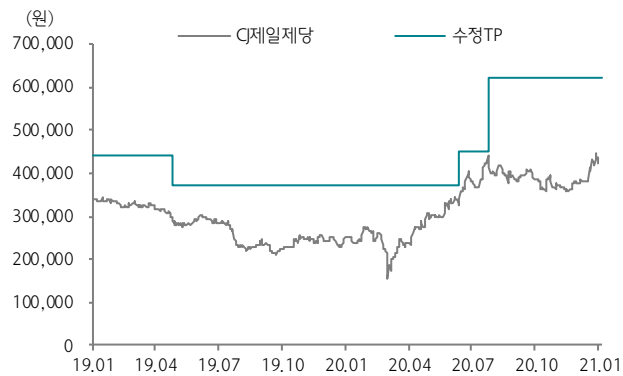
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



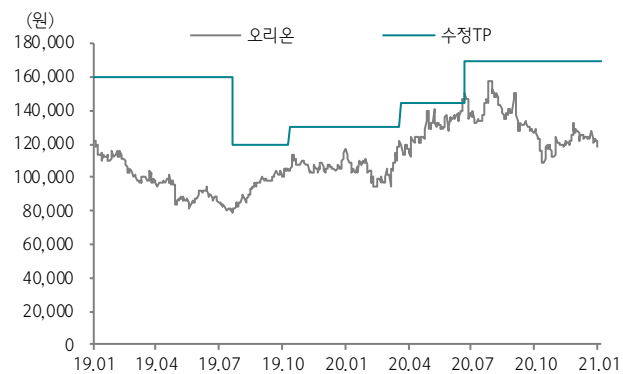
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.25	BUY	103,000	-	-
19.2.1	1년 경과		-	-
18.2.1	BUY	143,000	-28.63%	-22.73%

CJ제일제당



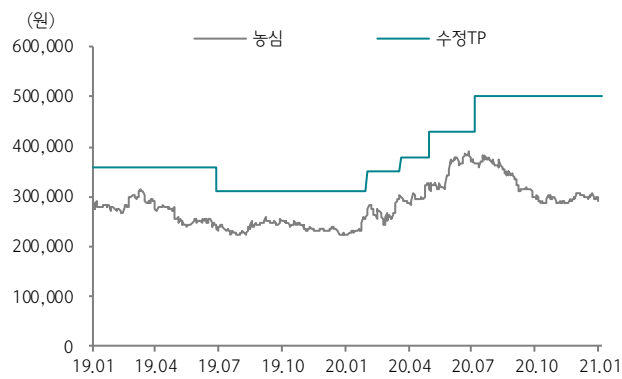
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	620,000	-	-
20.7.1	BUY	450,000	-14.02%	-1.44%
20.5.14	1년 경과		-	-
19.5.14	BUY	370,000	-32.09%	-18.51%
19.5.10	1년 경과		-	-
18.5.10	BUY	440,000	-23.56%	-13.30%

오리온



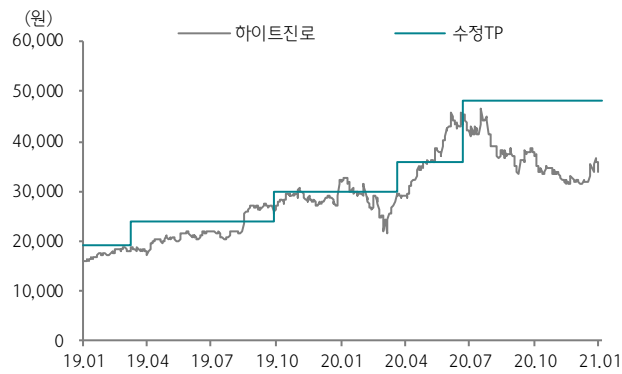
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	170,000	-	-
20.4.7	BUY	145,000	-10.63%	1.03%
19.10.29	BUY	130,000	-18.62%	-6.54%
19.8.8	BUY	120,000	-20.31%	-12.08%
19.1.22	1년 경과		-	-
18.1.22	BUY	160,000	-25.25%	-3.13%

농심



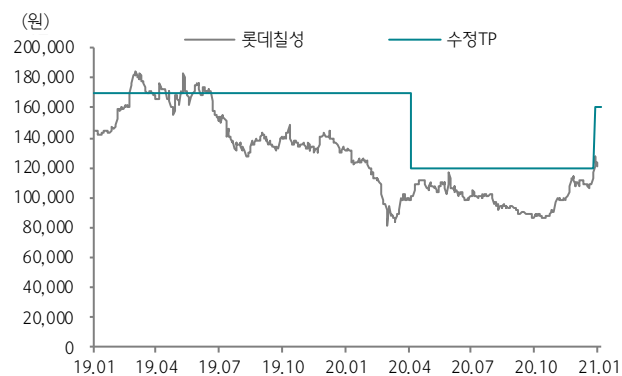
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.23	BUY	500,000		
20.5.18	BUY	430,000	-18.03%	-8.95%
20.4.7	BUY	380,000	-21.39%	-14.47%
20.2.18	BUY	350,000	-22.84%	-13.43%
19.7.16	BUY	310,000	-23.19%	-16.13%
18.10.10	BUY	360,000	-26.87%	-12.92%

하이트진로



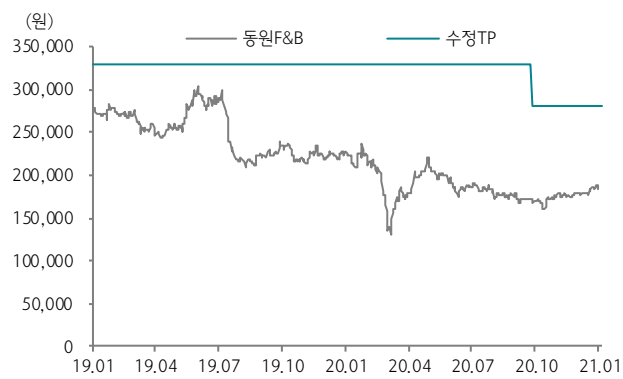
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	48,000		
20.4.7	BUY	36,000	2.57%	27.50%
19.10.15	BUY	30,000	-5.16%	9.17%
19.3.27	BUY	24,000	-9.34%	15.00%
18.11.16	BUY	19,000	-8.41%	-1.05%

롯데칠성



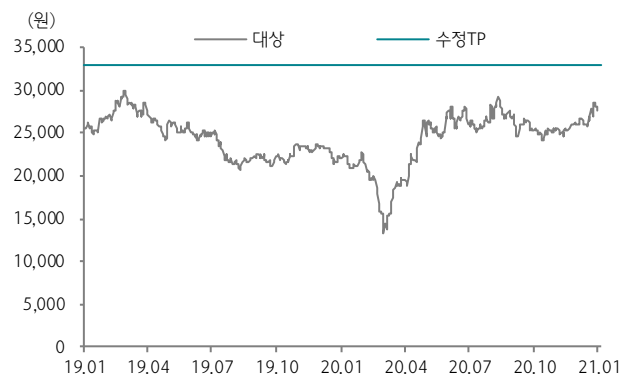
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.13	BUY	160,000		
20.11.25	BUY	120,000	-10.69%	-2.08%
20.4.23	Neutral	120,000	-17.63%	-2.50%
19.7.10	Neutral	170,000	-24.58%	-7.35%
18.11.16	BUY	170,000	-6.31%	8.41%

동원F&B



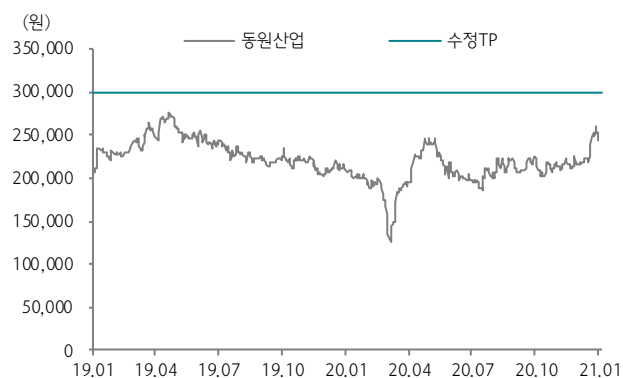
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.13	BUY	280,000	-	-
19.7.17	1년 경과			
18.7.17	BUY	330,000	-16.34%	0.61%

대상



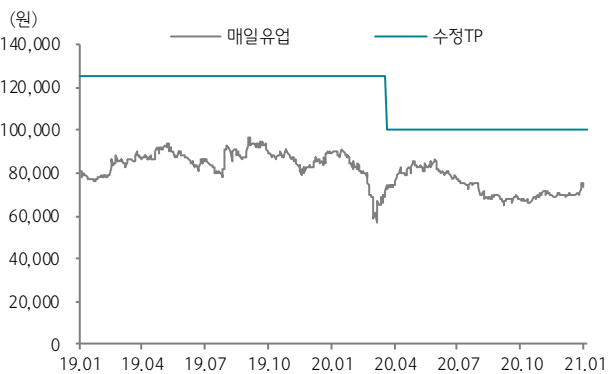
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.26	BUY	33,000		

동원산업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.8	BUY	300,000		

매일유업



날짜	투자 의견	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%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

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

- 산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 1월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 1월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2021년 1월 19일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대방인(5%초과)
- 기타 거래주의 목록에 준하는 이해관계를 보유한 법인

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