2021년 5월 25일 I Equity Research

음식료/담배/건기 Overweight

각기 다른 매력의 개별주

I 아직도 '기회'는 다양

I 실적은 하반기 갈수록 편안, 단기로는 계절성 보유 업체 주목

I Top picks 및 관심종목: 최선호주는 CJ제일제당, 롯데칠성

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

CJ제일제당(097950) I BUY I TP 620,000원 I CP(5월24일) 451,500원

롯데칠성(005300) I BUY I TP 200,000원 I CP(5월24일) 158,000원

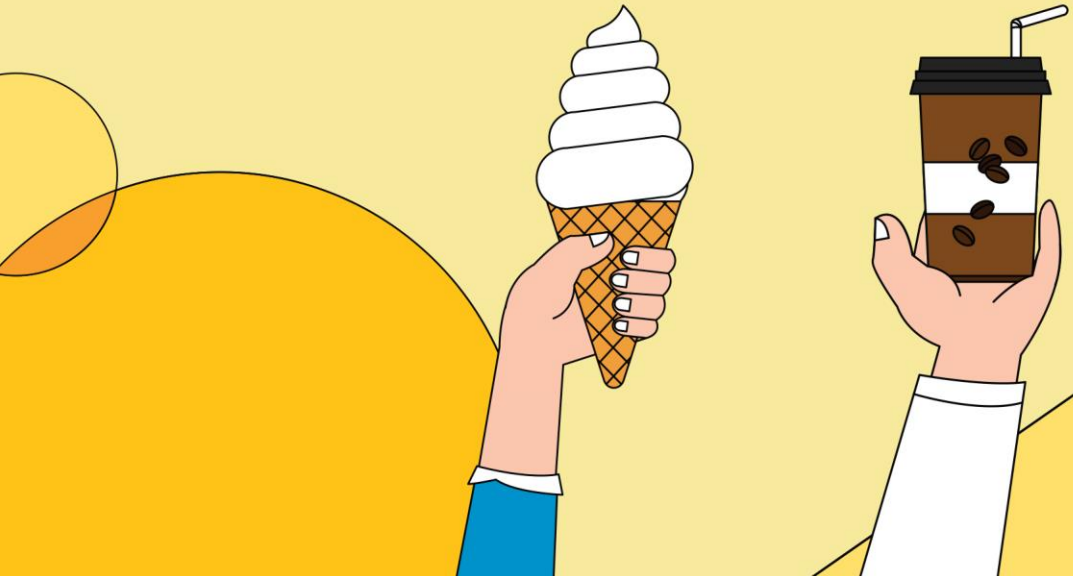
신세계푸드(031440) I BUY I TP 140,000원(상향) I CP(5월24일) 96,500원

매일유업(267980) I BUY I TP 100,000원 I CP(5월24일) 77,000원

빙그레(005180) I BUY(신규) I TP 80,000원(신규) I CP(5월24일) 60,600원

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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com



하나금융투자

CONTENTS

Summary 3

1. 투자전략 고찰 4
   1) 곡물가는 여전히 부담이나 추가 판가 인상 가능성 상존 5
   2) 실질 ASP 상승 추정 7
   3) B2B 구조조정 효과 가시화 9

2. 이슈 점검 14
   1) 주류 시장: 복잡해진 셈법 14
   2) 빙과 시장: 뜻밖의 성장 15
   3) 유가공 시장: 회복 기대 17

3. 실적 전망 19
   1) 2분기 일부 업체 역기저 부담이나 하반기는 편안 19
   2) 대형주는 편안, 중소형주는 계절성 보유한 업체에 베팅 20

Top Picks 및 관심종목 25
   CJ제일제당 26
   롯데칠성 30
   신세계푸드 34
   매일유업 38
   빙그레 42

Analyst 심은주 02-3771-8538

2021년 5월 25일 I Equity Research

음식료/담배/건기

각기 다른 매력의 개별주

아직도 '기회'는 다양

하반기 업종 '비중확대' 의견을 제시한다. 하반기는 ① 전년 역기저 효과가 완화될 뿐만 아니라 가공식품 업체의 마진 스프레드 회복이 가시화될 것으로 전망하기 때문이다. 더불어, ② 코로나19에 대한 부정적 영향을 받았던 B2B(식자재) 사업은 자체 구조조정을 통해 빠르게 적자가 축소되고 있다. 1분기 주요 중소형 업체의 실적(동원F&B, SPC삼립, 풀무원 등) 개선 요인은 대부분 식자재 사업부에서 발현되었다는 점을 상기할 필요가 있겠다. ③ 반면, 현재 업종 12개월 Fwd PER은 12배에 불과하다. 이는 15년 만의 역대급 디스카운트이다. 업종 실적 모멘텀 확대 감안시 저가 매력이 재차 부각될 것으로 기대한다.

실적은 하반기 갈수록 편안, 단기는 계절성 보유 업체 주목

올해 당사 커버리지 업체의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.4%, 8.7% 증가할 것으로 추정한다. 역기저에도 불구하고 견조한 이익 개선을 전망한다. 분기별 이익 성장은 2Q YoY 3.5%, 3Q 5.4%, 4Q 16.1%를 예상한다. ① B2B 채널의 적자 축소, ② 판가 인상 효과가 점진적으로 반영되면서 QoQ 개선세를 보여줄 것이다. ③ 계절성을 보유한 음료 및 빙과 업체는 2분기부터 기저효과를 기대할 수 있다.

Top picks 및 관심종목: 최선호주는 CJ제일제당, 롯데칠성

하반기 대형주 Top pick으로 CJ제일제당(TP 62만원)을 제시한다. CJ제일제당은 2분기 베이스 부담이 상당함에도 불구하고 증익이 예상된다. 올해 연결 영업이익은 YoY 16.8% 증가해 업종 내 눈에 띄는 개선세를 보여줄 것으로 전망한다. 중장기 전략 변화에 따른 기업 가치 제고가 기대되는 롯데칠성(TP 20만원)과 신세계푸드(TP 14만원, 상향)에 대해서도 여전히 긍정적 관점을 유지한다. 단기적으로는 B2B 채널 실적 회복(풀무원, Not Rated)이나 계절성을 보유한 업체(매일유업, TP 10만원/ 빙그레, TP 8만원, 신규)의 Trading BUY 전략이 편안해 보인다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월24일)
CJ제일제당(097950)	BUY	620,000원	451,500원
롯데칠성(005300)	BUY	200,000원	158,000원
신세계푸드(031440)	BUY	140,000원(상향)	96,500원
매일유업(267980)	BUY	100,000원	77,000원
빙그레(005180)	BUY(신규)	80,000원(신규)	60,600원

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

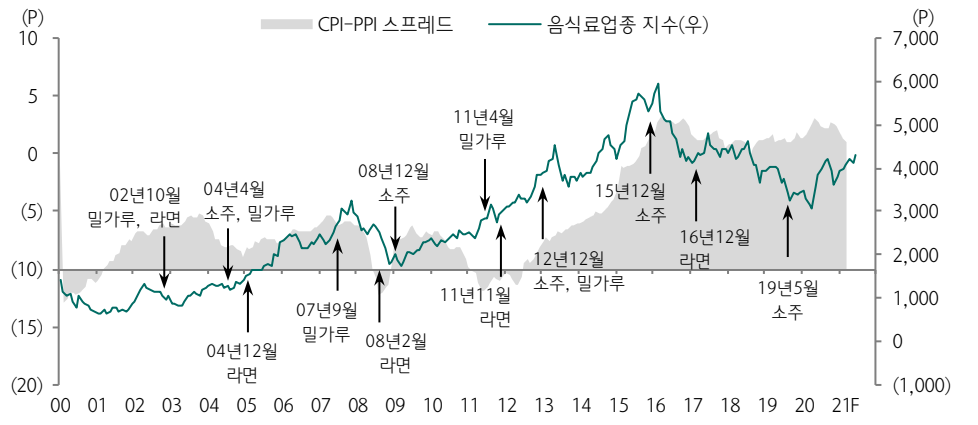
RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

Analyst 심은주 02-3771-8538

Summary

과거 업종 대세 상승 시기 공통점은 서민물가품목(소재, 라면, 소주)의 판가 인상 두드러짐 (01년, 04년, 13년)

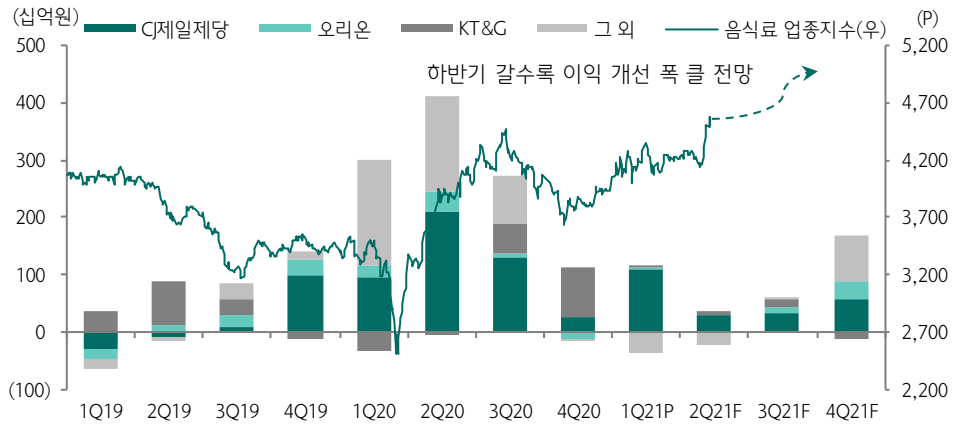
서민물가품목 판가 인상과 업종 지수 추이



자료: 하나금융투자

2분기까지 역기저 부담이나 하반기 YoY 견조한 이익 성장 전망

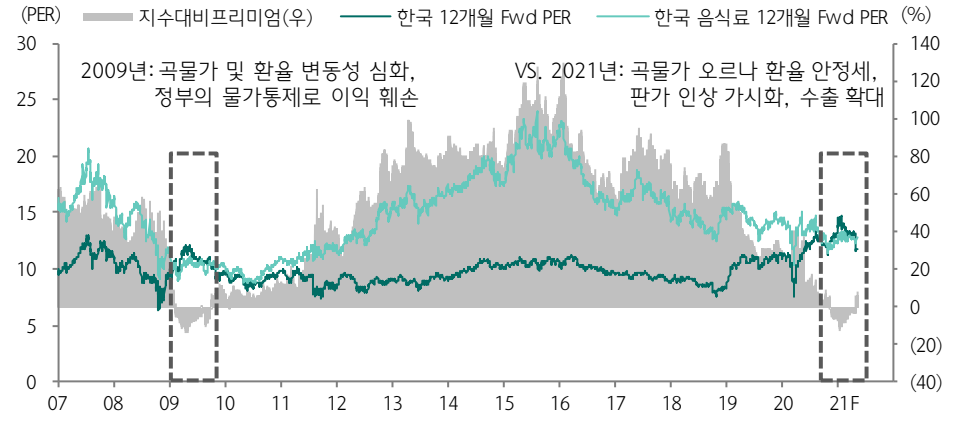
하반기 갈수록 실적 개선 폭은 클 것



자료: 하나금융투자

연초 15년 만의 밸류에이션 디스카운트, 저가 매력 부각 전망

업종 역대급 밸류에이션 디스카운트



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

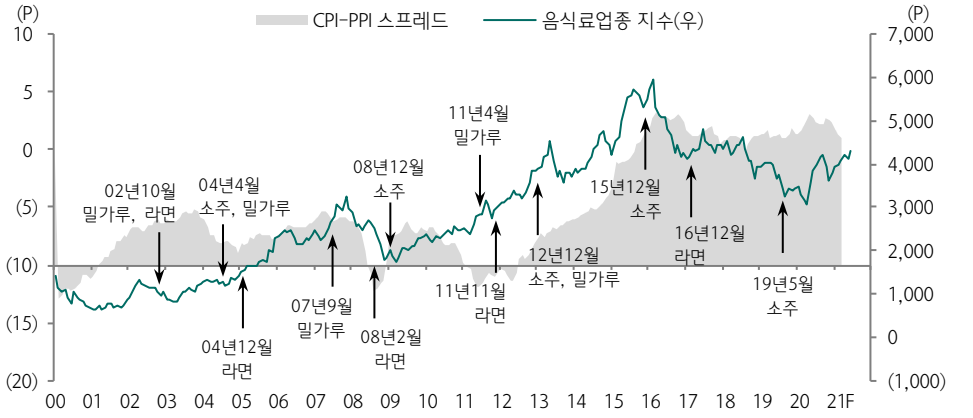
1. 투자전략 고찰

실적은 하반기 갈수록 편안해져

하반기 업종 '비중확대' 의견을 제시한다. ① 전년 역기저 효과가 완화될 뿐만 아니라 가공식품 업체의 마진 스프레드 회복이 가시화될 것으로 전망하기 때문이다. 2020년 하반기부터 가파르게 올랐던 곡물가 기인해 상반기 원가 부담은 불가피했다. 여전히 옥수수를 필두로 한 곡물가 상승은 부담이다. 다만 6월경부터 판가 인상 효과가 실적에 반영되기 시작할 것이다. 경쟁 완화 기조가 지속되고 있다는 점도 긍정적인 요인이다. 코로나19 이후 주요 제품의 실질 ASP가 상승했음에 주목할 필요가 있다. 더불어, ② 코로나19에 대한 부정적 영향을 받았던 B2B(식자재) 사업은 자체 구조조정을 통해 빠르게 적자가 축소되고 있다. 1분기 주요 중소형 업체의 실적(동원F&B, SPC삼립, 풀무원 등) 개선 요인은 대부분 식자재 사업부에서 발현되었다는 점을 상기할 필요가 있겠다. 코로나19 이전 low single에서 유지되었던 B2B 사업부 영업마진은 2020년 -high single까지 큰 폭 하락했다. 적극적인 고객사 스크랩을 통해 올해 영업마진은 -low single~BEP까지 회복할 것으로 전망한다. ③ 현재 업종 12개월 Fwd PER은 12배에 불과하다. 이는 15년 만의 역대급 디스카운트이다. 하반기 업종 실적 모멘텀 확대 감안시 저가 매력이 재차 부각될 것으로 기대한다.

그림 1. 서민물가품목 판가 인상과 업종 지수 추이

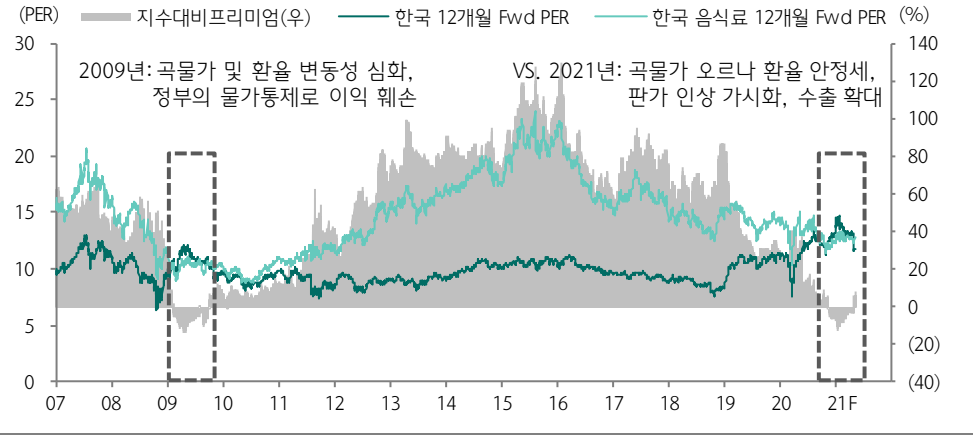
과거 업종 대세 상승 시기 공통점은 서민물가품목(소재, 라면, 소주)의 판가 인상 두드러짐 (01년, 04년, 13년)



자료: 하나금융투자

그림 2. 업종 역대급 밸류에이션 디스카운트

연초 15년 만의 밸류에이션 디스카운트 이후, 빠르게 회복 추세



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

1) 곡물가는 여전히 부담이나 추가 판가 인상 가능성 상존

옥수수, 대두 하반기 갈수록 투입가 부담 VS. 소맥과 원당은 안정세

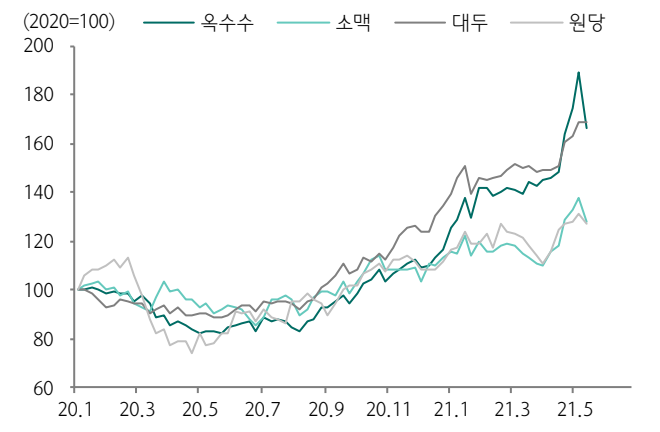
곡물가는 작년 하반기부터 가파르게 상승 중이다. 주요 곡물인 소맥/옥수수/대두/원당 가격은 지난 연초 이후 각각 10.4%/33.0%/20.6%/9.5% 상승했다.

지난 1분기 프리뷰 자료(하반기 기회 요인 세 가지, 4/13 발간)를 통해 예측했던 것처럼, 특히 옥수수 상승세가 무섭다. 지난 한 달 간 30% 상승했다. 올해 중국의 옥수수 수입은 전년대비 3배 가량 증가할 것으로 전망(19/20년 760만톤→ 20/21년 2,400만톤)된다. 중국의 수입 증가는 미국 옥수수 가격 상승을 견인하는 중이다. 브라질의 옥수수 이모작이 대두 수확 지연으로 파종 시기를 놓친 점도 우려를 증폭시키고 있다.

다행히도 소맥은 아르헨티나 수출 재개 및 호주의 풍작으로 상승 속도가 다소 둔화되고 있다. 러시아는 연초 소맥에 관세를 부과하기 시작했고 3월에는 관세를 한 번 더 인상했다. 관세 인상 이전에 가수요가 잡히면서 소맥 가격이 한 차례 급등했으나 최근 호주 풍작이 더해지면서 중단기 안정이 전망된다.

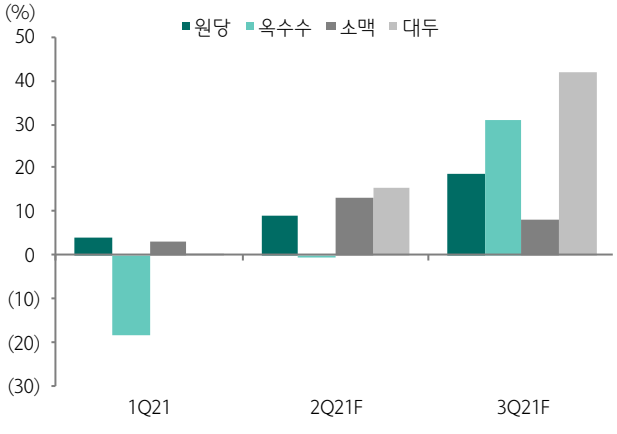
1분기 실적 발표를 통해 업체들은 2~3분기까지 원가 부담 가중을 예상했다. 실제로 곡물 투입가를 추정해보면 3분기까지도 부담이 불가피해 보인다. 다만 곡물 재고 확대, 통합 구매 등을 통해 실제 투입가는 일부 상쇄 가능할 것으로 판단한다. 곡종별로는 하반기 갈수록 옥수수 및 대두 부담 가중, 소맥 부담 완화를 전망한다. 따라서 연초 이후 대부분 업체들이 판가 인상을 단행했지만 하반기 추가 인상 가능성도 열어 놓을 수 있다. 라면(농심)과 제과(오리온)는 아직까지 판가 인상을 단행하지 않았다.

그림 3. 4대 곡물가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

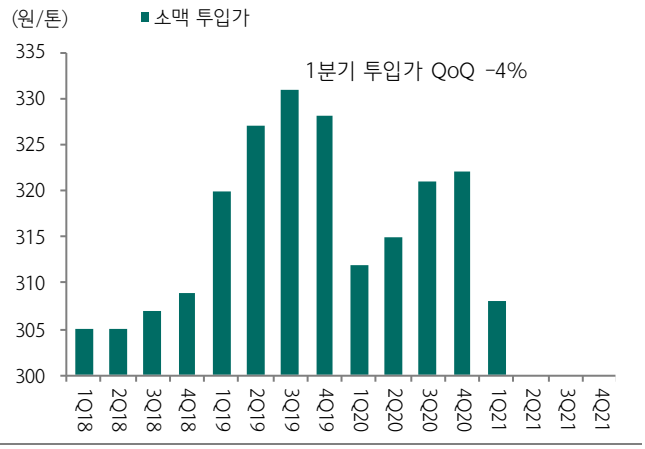
그림 4. 환율 감안한 곡물 투입가 추정



자료: 하나금융투자

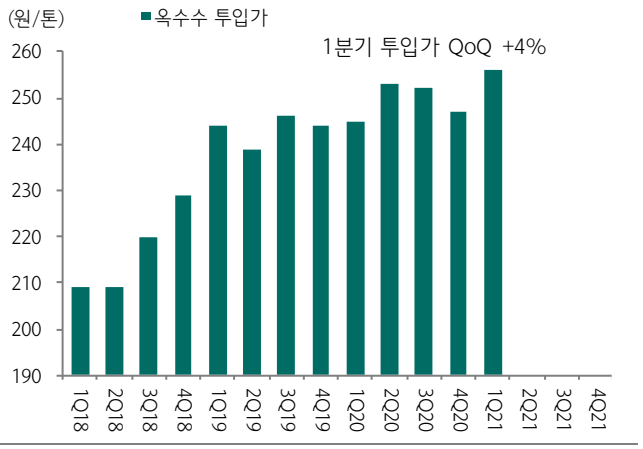
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 5. 소맥 투입가 추이



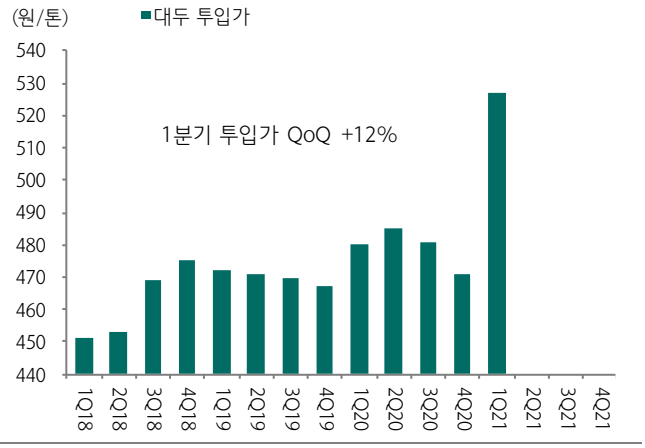
자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 6. 옥수수 투입가 추이



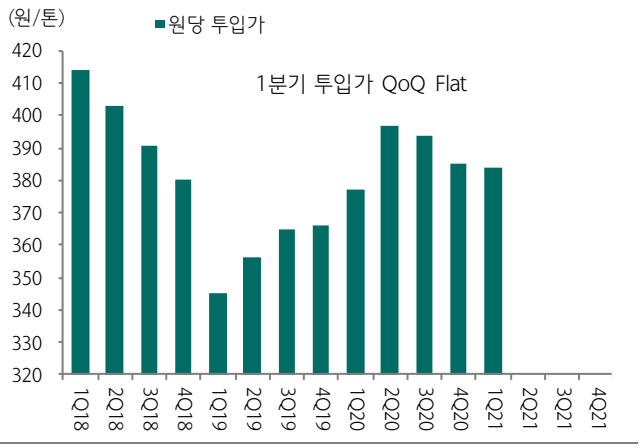
자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 7. 대두 투입가 추이



자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 8. 원당 투입가 추이



자료: CJ제일제당, 하나금융투자

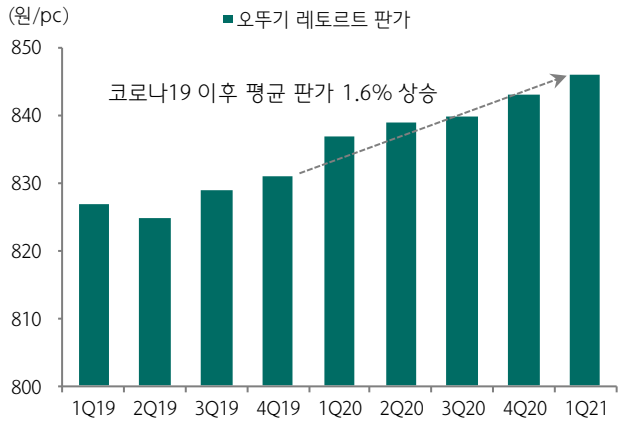
코로나19 계기로 실질 ASP 상승 추정, 6월부터 판가 인상 효과 반영

2) 실질 ASP 상승 추정

식품 업계의 경쟁 강도가 과거 대비 약화되었다는 점에 이견은 없을 것이다. 온라인 채널 비중이 확대된 점도 실질 판가에 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 판가 인상 효과가 5~6월부터 실적에 반영되면서 유의미한 실질 ASP 상승이 예상된다. 원가 부담은 지속되는 흐름이나, 판가 인상 분이 이를 일부 상쇄하기 시작하는 3분기부터는 YoY 실적 개선을 전망한다.

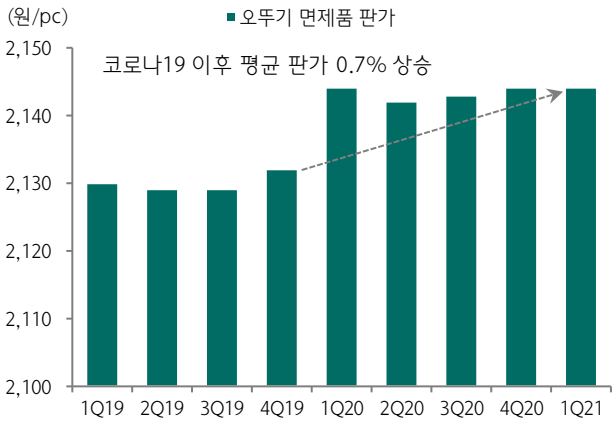
각 사의 연간 판가 인상 효과는 CJ제일제당 약 200억원(햇반, 장류), 롯데칠성 약 250억원(탄산음료), 풀무원 약 60억원(신선식품)으로 추정한다. 하반기 추가 판가 인상 가능성이 높은 업체는 오리온(중국 초코파이 2011년 이후 전무, 중국만 10% 인상시 손익 5% 개선 효과)과 농심(라면 2016년 12월 이후 전무, 5% 인상시 손익 24% 개선 효과)으로 판단한다.

그림 9. 레토르트 판가 추이



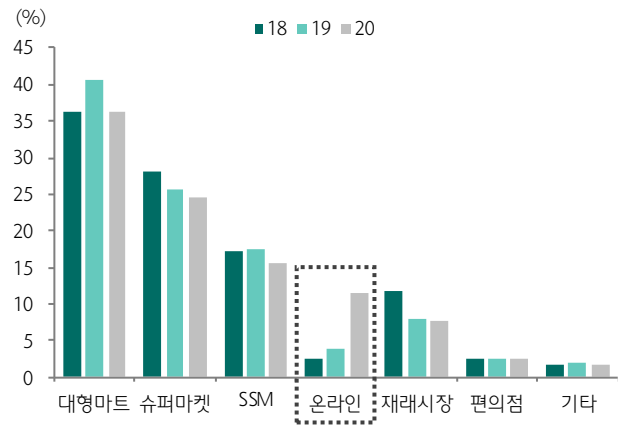
자료: 오뚜기, 하나금융투자

그림 10. 면제품 판가 추이



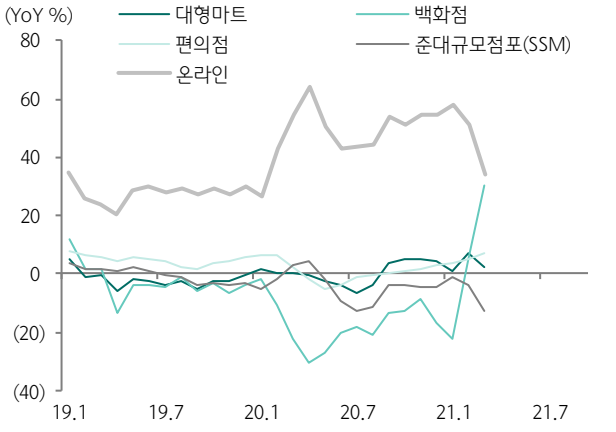
자료: 오뚜기, 하나금융투자

그림 11. 가공식품 구입 채널 설문조사



자료: 농림축산식품부, 하나금융투자

그림 12. 주유 유통업체 식품 매출 성장률 추이



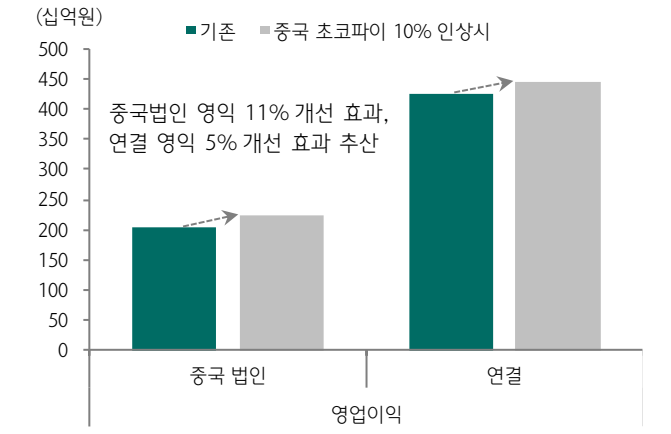
자료: 통계청, 하나금융투자

표 1. 연초 이후 판가 인상 현황

기업명	인상일	인상내역
코카콜라음료	1월	코카콜라 등 주요 제품 가격 5~10% 인상
풀무원	1월	두부, 콩나물 가격 각각 최대 14%, 10% 인상
샘표식품	1월	반찬통조림, 수산통조림 가격 평균 35%, 42% 인상
동원F&B	1월	즉석밥 가격 6~11% 인상
롯데리아	2월	25종 가격 평균 2% 인상
롯데칠성	2월	칠성사이다 등 음료 가격 평균 7% 인상
CJ제일제당, 오뚜기	2월	즉석밥 가격 6~9% 인상
파리바게트	2월	95종 가격 평균 6% 인상
CJ제일제당, 대상	2월	양념장, 고추장 가격 평균 6%, 9% 인상
오뚜기	3월	마요네즈, 컵밥, 상품죽, 참치캔 편의점 가격 각각 31%, 29%, 22%, 14% 인상
동원F&B	3월	덴마크 드링킹 요구르트 5.2% 인상
SPC삼립	3월	양산빵 20여종 가격 평균 9% 인상
오비맥주	4월	카스, 카프리 등 맥주 가격 1.36% 인상
하이트진로	5월	테라, 하이트, 맥스 등 맥주 가격 1.36% 인상
CJ제일제당	5월	햇반 컵반 편의점 가격 7~8% 인상

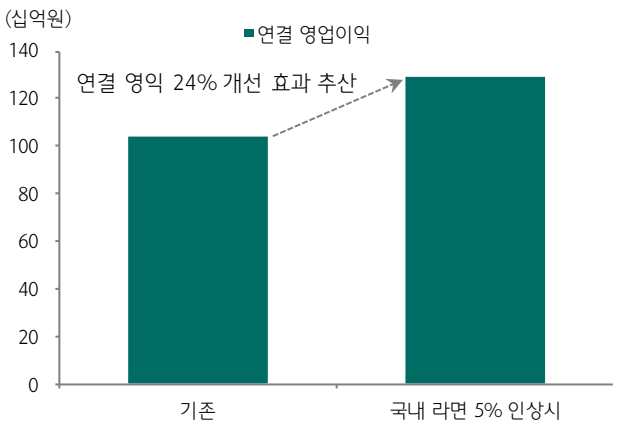
자료: 하나금융투자

그림 13. 오리온 판가 인상 가정시 손익 개선 효과



자료: 하나금융투자

그림 14. 농심 판가 인상 가정시 손익 개선 효과



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

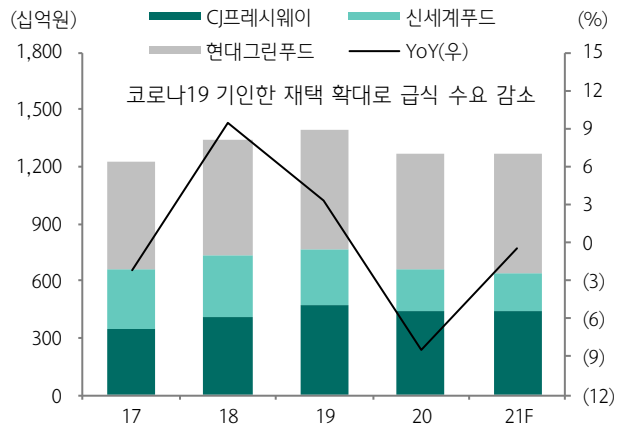
3) B2B 구조조정 효과 가시화

B2B 채널 손익 개선 가시화

1분기 주요 중소형 가공식품업체(동원F&B, SPC삼립, 풀무원 등)가 시장 기대를 상회하는 호실적을 발표했다. 이들의 실적 개선은 대부분 B2B(식자재) 사업부에서 발현되었다. 코로나19 기인해 전년 큰 폭의 적자를 기록했던 B2B 사업부의 적자 폭은 올해 들어 빠르게 축소되고 있다. 외식 시황 회복에 따른 전반적인 업황 실적 턴어라운드보다는, 자체적인 구조조정 효과(저수익 거래처 스크랩)에 기인한 것으로 판단한다.

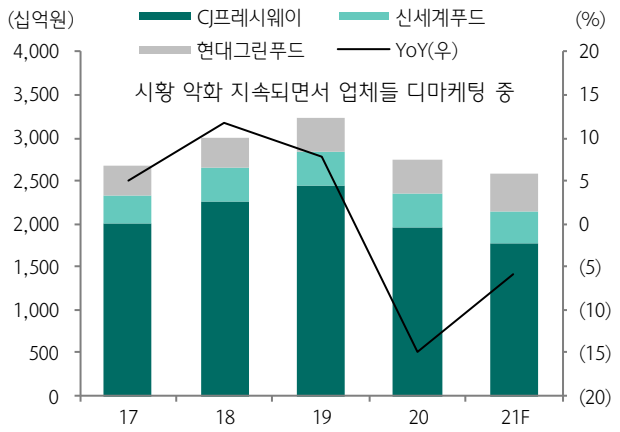
1분기 외식업 경기지표는 63.9를 기록했다. 백신 유통이 더뎌지고 있고 여전히 일일 확진자 수는 400명을 상회한다. 식자재 3사(현대그린푸드, 신세계푸드, CJ프레시웨이)의 2020년 합산 급식 및 식자재 매출은 각각 YoY -8.5%, -14.8% 감소했다. 2021년 일부 기저효과는 있겠지만, ① 재택 활성화, ② 내식 문화 트렌드(HMR 확대), ③ 산업체 구조조정 등 감안 시 큰 폭의 개선을 기대하기는 어려워 보인다.

그림 15. 올해 식자재 3사 합산 급식 매출 YoY Flat 추정



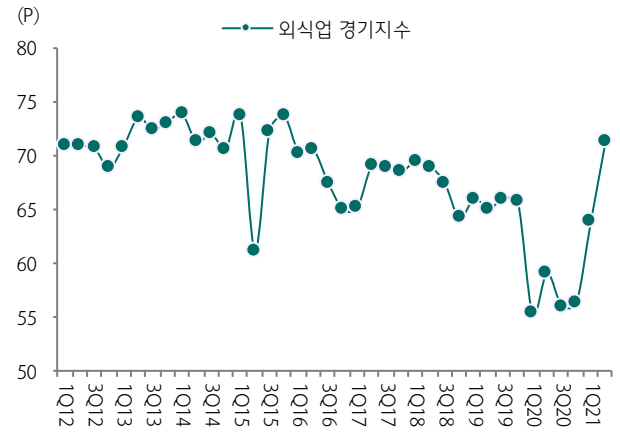
자료: 하나금융투자

그림 16. 올해 식자재 3사 합산 식자재 매출 YoY -6% 감소 추정



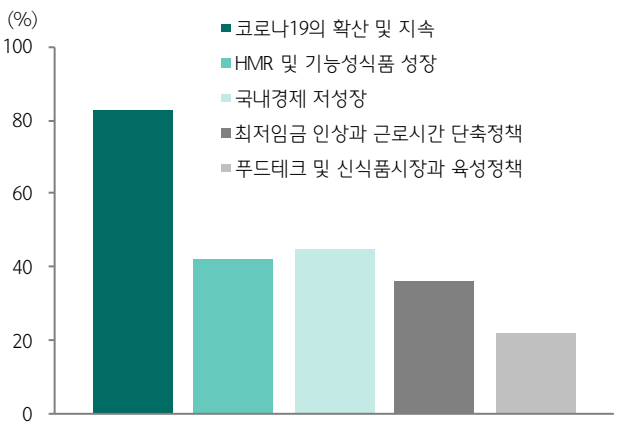
자료: 하나금융투자

그림 17. 외식경기지수는 반등은 했으나 여전히 100에 한참 못미쳐



자료: aT, 하나금융투자

그림 18. 2021년 식품산업에 영향 미칠 이슈



출처: 식품기업 관리자급 100인 대상 설문조사
자료: aT, 하나금융투자

적자 고객처 빠르게 스크랩 중
→ B2B 적자 축소하면서 실적 개선세 이어질 듯

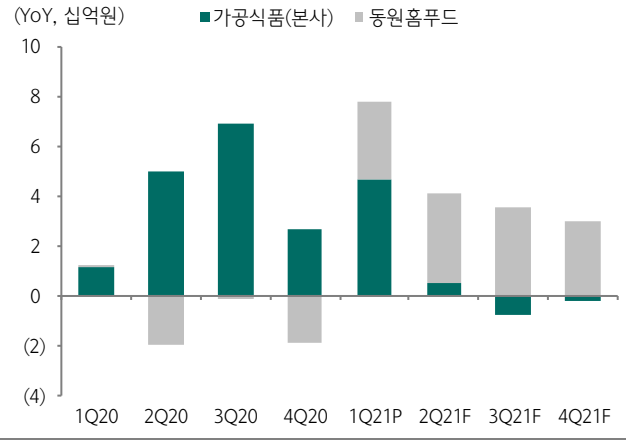
그럼에도 불구하고 각사의 자체 구조조정 효과는 주목할 만하다. 작년 적자 폭이 컸던 공항이나 컨벤션 센터 케이터링 등을 스크랩 하면서 손익이 빠르게 개선되고 있기 때문이다. 1분기 동원F&B의 동원홈푸드는 손익이 YoY 31억원 증가했다. 풀무원의 푸드앤컬쳐도 손익이 YoY 30억원 개선되었다. SPC삼립의 GFS 및 휴게소 사업부 합산 손익도 30억원 증가하면서 전사 실적 개선을 견인했다. 순수 식자재 업체의 손익 개선 폭은 더욱 컸다. 1분기 신세계푸드 및 CJ프레시웨이 손익은 각각 YoY 90억원/ 157억원 증가해 시장 기대치를 큰 폭 상회했다. 캡티브 비중이 커 스크랩이 제한적이었던 현대그린푸드는 영업이익(별도)이 YoY 30억원 감소했다.

결론적으로 중소형 가공식품업체 및 식자재 3사의 단기 실적 모멘텀은 재차 부각될 것으로 판단한다. 다만, ① 중장기 시황 개선에 대한 확신이 없는 만큼 순수 식자재 업체보다는, ② 중소형 가공식품업체나, ③ 중장기 전략 변화가 수반된 업체를 선호한다.

중소형 가공식품업체는 B2B 사업부의 적자 축소와 더불어 하반기 본업의 마진 스프레드 개선도 기대할 수 있다. 풀무원은 작년 해외 실적 회복이 가팔랐다면 올해는 국내 실적 개선을 기대할 수 있다. 푸드앤컬쳐 손익은 2019년 60억원→ 2020년 -390억원으로 급변했다. 이익 기여가 컸던 가평휴게소를 차치하더라도(3Q19까지 반영) 코로나19 이후 공항, 리조트 등 컨셉션 적자가 큰 폭 증가한데다 작년 하반기에는 스크랩 비용도 반영되었기 때문이다. 올해 보수적으로 추정해도 푸드앤컬쳐 영업적자는 YoY 130억원 감소할 것으로 판단한다. 이미 1분기 적자만 YoY 30억원 감소했다. 본업(가공식품)도 하반기부터 실적 개선세를 보여줄 것으로 기대한다. 풀무원은 연초 주요 신선식품(두부, 콩나물) 판가를 10% 인상했다. 원재료 투입 부담 감안시 3분기부터 스프레드 개선이 가시화될 것으로 예상한다. 하나금융투자는 연간 판가 인상 효과를 60억원 내외로 추정한다.

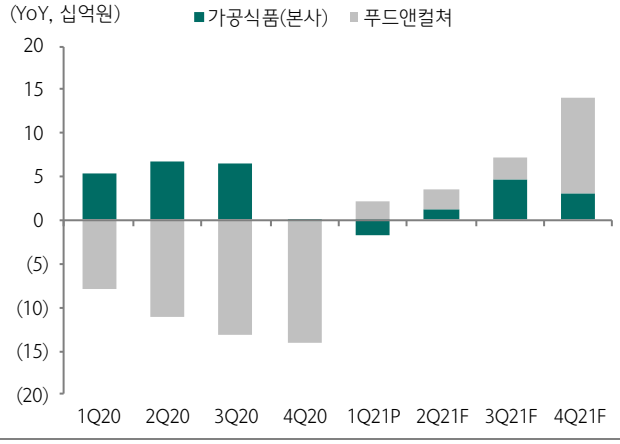
식자재 3사 중 신세계푸드를 여전히 가장 선호한다. HMR 및 밀키트 제조 라인 확대를 기반으로 외식 및 베이커리 사업 간 시너지를 시현하는 방향으로 중장기 사업 전략이 재편되었기 때문이다. 1분기 실적 개선은 급식 및 외식 사업부의 적자 축소가 주효했지만 내년~내후년 가맹점 확대에 따른 유의미한 개선이 기대된다. 올해 연말까지 '노브랜드 버거' 가맹점 100개, 내년 말까지 300개를 오픈할 예정이다. 참고로 1분기 기준 가맹점 수는 약 30개로 파악(직영점까지 합산시 80개)된다. 경쟁사 가맹점 수가 1천개 내외 임을 감안시 중장기 확장 여력은 높아 보인다. 1분기 호실적이 반영되면서 실적 추정치가 대폭 상향 조정되었다. 목표주가는 올라간 추정치를 반영하여 기존 10만원에서 14만원으로 상향한다. Target 밸류에이션은 직전 목표주가 산출 때와 동일하다(4월 12일 발간자료).

그림 19. 동원F&B: 본업 및 B2B 사업부 영업이익 증감액 추이



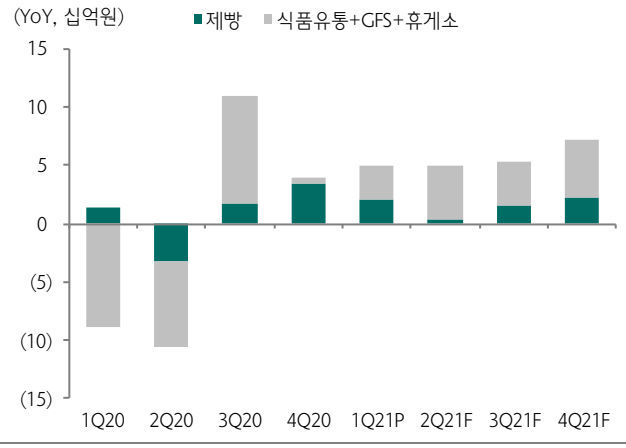
자료: 하나금융투자

그림 20. 풀무원: 본업 및 B2B 사업부 영업이익 증감액 추이



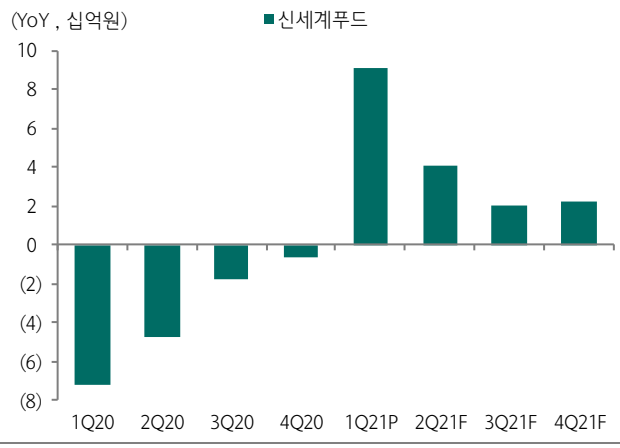
자료: 하나금융투자

그림 21. SPC삼립: 본업 및 B2B 사업부 영업이익 증감액 추이



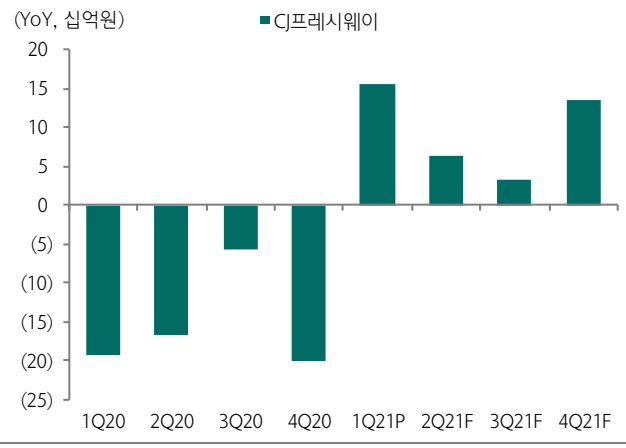
자료: 하나금융투자

그림 22. 신세계푸드 연결 영업이익 증감액 추이



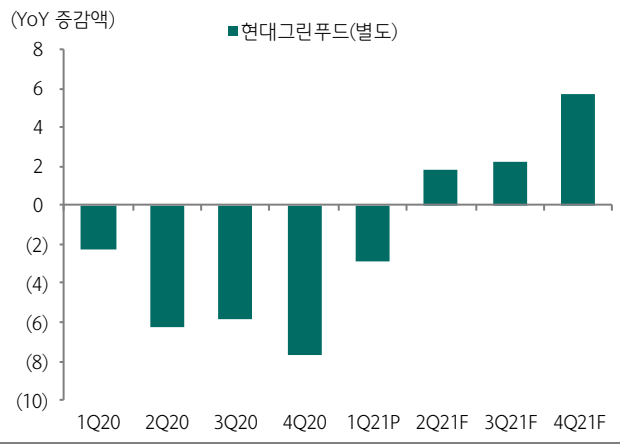
자료: 하나금융투자

그림 23. CJ프레시웨이 연결 영업이익 증감액 추이



자료: 하나금융투자

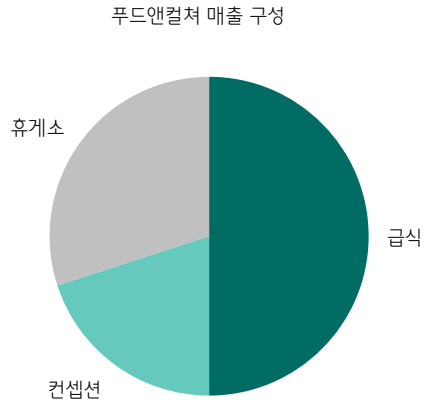
그림 24. 현대그린푸드 별도 영업이익 증감액 추이



자료: 하나금융투자

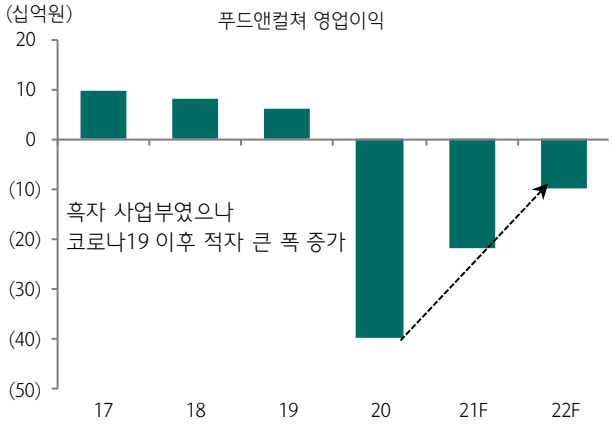
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 25. 풀무원: 푸드앤컬쳐 매출 구성



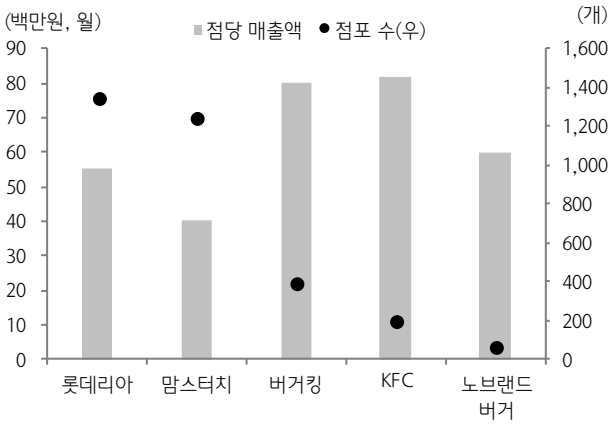
자료: 하나금융투자

그림 26. 푸드앤컬쳐 손익 전망



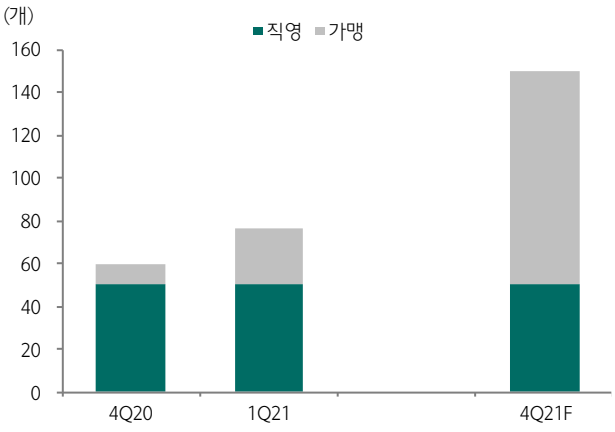
자료: 하나금융투자

그림 27. 신세계푸드: 버거 프랜차이즈 매출 및 점포 수 현황



자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

그림 28. 신세계푸드: '노브랜드 버거' 점포 수 추이



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 2. 신세계푸드 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**305.0**	**307.2**	**321.0**	**307.1**	**320.0**	**311.5**	**335.9**	**352.6**	**1,240.3**	**1,320.0**	**1,380.4**
매입유통	173.9	177.1	181.6	189.7	179.1	184.2	196.1	205.6	722.3	765.1	821.5
제조서비스	128.2	132.6	139.8	141.3	121.7	127.3	139.8	147.0	541.8	535.8	558.9
YoY	-3.6%	-6.2%	-4.9%	-9.3%	4.9%	1.4%	4.7%	14.8%	-6.0%	6.4%	4.3%
매입유통	3.2%	5.0%	3.7%	5.5%	3.0%	4.0%	8.0%	8.4%	4.4%	5.9%	7.4%
제조서비스	-13.3%	-12.4%	-11.8%	-9.0%	-5.0%	-4.0%	0.0%	4.0%	-11.6%	-1.1%	3.0%
영업이익	**(4.0)**	**2.4**	**4.5**	**4.8**	**5.1**	**6.5**	**6.5**	**7.0**	**7.7**	**25.1**	**36.8**
YoY	TR	-66.2%	-28.1%	-12.7%	TB	165.6%	44.7%	47.2%	-65.1%	224.7%	46.6%
OPM	-1.3%	0.8%	1.4%	1.5%	1.6%	2.1%	1.9%	2.0%	0.6%	1.9%	2.7%
세전이익	**(5.6)**	**0.1**	**1.9**	**(23.3)**	**4.3**	**5.5**	**5.5**	**5.0**	**(26.8)**	**20.3**	**33.0**
YoY	TR	-97.8%	-68.6%	CR	TB	5782.4%	189.3%	TB	TR	TB	62.4%
(지배)순이익	**(4.3)**	**0.9**	**1.5**	**(20.0)**	**3.2**	**4.2**	**4.2**	**3.5**	**(22.0)**	**15.0**	**25.7**
YoY	TR	-72.9%	-68.2%	CR	TB	377.3%	186.1%	TB	TR	TB	71.0%
NPM	-1.4%	0.3%	0.5%	-6.5%	1.0%	1.3%	1.2%	1.0%	-1.8%	1.1%	1.9%

자료: 하나금융투자

표 3. 풀무원 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**562.6**	**565.1**	**603.3**	**580.1**	**580.6**	**602.8**	**670.1**	**614.7**	**2,311.2**	**2,468.3**	**2,611.5**
①풀무원식품	312.8	313.8	343.3	331.5	342.3	340.6	382.2	349.9	1,301.5	1,414.9	1,499.8
②푸드앤컬쳐	125.6	114.8	131.6	122.0	111.9	114.8	146.6	130.0	494.0	503.3	533.5
③해외	105.5	118.2	107.6	107.3	107.8	129.5	121.6	119.1	438.6	478.0	541.1
미국	63.8	65.7	64.5	62.1	60.9	72.3	71.0	68.3	256.1	272.4	299.6
일본	31.3	34.0	30.6	30.8	28.3	32.3	30.6	30.8	126.7	122.0	124.4
중국	10.3	18.6	12.5	14.5	18.6	25.0	20.0	20.0	55.8	83.6	117.1
YoY	2.4%	-5.3%	-3.7%	-4.6%	3.2%	6.7%	11.1%	6.0%	-2.9%	6.8%	5.8%
①풀무원식품	11.2%	-8.0%	4.2%	-0.1%	9.4%	8.5%	11.3%	5.5%	1.4%	8.7%	6.0%
②푸드앤컬쳐	-18.5%	-31.4%	-26.8%	-24.0%	-10.9%	0.0%	11.4%	6.6%	-25.3%	1.9%	6.0%
③해외	19.0%	44.2%	14.4%	12.9%	2.2%	9.6%	13.0%	10.9%	21.9%	9.0%	13.2%
미국	22.8%	32.1%	17.7%	9.7%	-4.7%	10.0%	10.0%	10.0%	20.2%	6.3%	10.0%
일본	14.4%	19.4%	3.3%	-4.7%	-9.7%	-5.0%	0.0%	0.0%	7.6%	-3.7%	2.0%
중국	11.5%	386.3%	30.1%	135.0%	80.3%	34.6%	60.6%	38.3%	93.7%	49.8%	40.0%
영업이익	**4.5**	**14.7**	**17.6**	**9.2**	**7.4**	**22.0**	**23.0**	**12.0**	**46.0**	**64.4**	**81.0**
YoY	202.3%	36.5%	56.2%	30.0%	62.4%	49.5%	31.0%	31.0%	50.4%	40.0%	25.9%
OPM	0.8%	2.6%	2.9%	1.6%	1.3%	3.6%	3.4%	2.0%	2.0%	2.6%	3.1%
풀무원식품	15.8	18.8	19.3	12.0	15.5	20.0	22.0	17.0	65.8	74.5	75.0
푸드앤컬쳐	(11.1)	(7.2)	(7.4)	(6.6)	(8.4)	(5.0)	(4.0)	(6.0)	(32.4)	(23.4)	(10.0)
해외	(3.4)	1.8	0.1	(2.7)	(2.2)	6.0	4.0	1.0	(4.2)	8.8	16.0
미국	(1.5)	0.7	0.3	(1.0)	(1.9)	1.0	2.0	0.0	(1.5)	1.1	3.0
일본	(1.9)	(1.7)	(2.3)	(2.0)	(1.5)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(7.9)	(4.5)	(2.0)
중국	0.0	4.0	1.9	1.0	1.2	6.0	3.0	2.0	6.9	12.2	15.0
세전이익	**3.0**	**9.0**	**15.0**	**(9.0)**	**11.9**	**16.1**	**17.1**	**6.1**	**18.0**	**51.2**	**63.5**
YoY	TB	12.1%	60.7%	CR	301.0%	78.6%	14.0%	TB	160.7%	185.4%	23.9%
순이익	**5.7**	**6.0**	**11.8**	**(11.7)**	**10.8**	**12.2**	**13.0**	**4.6**	**11.8**	**40.7**	**49.5**
YoY	TB	5.9%	113.0%	CR	89.7%	103.2%	10.2%	TB	TB	244.0%	21.7%
지배순이익	**7.2**	**7.1**	**11.5**	**(9.5)**	**11.6**	**13.5**	**12.7**	**3.9**	**16.3**	**41.7**	**51.0**
YoY	TB	-22.7%	29.3%	CR	61.4%	90.2%	10.4%	TB	366.3%	156.1%	22.4%
NPM	1.3%	1.3%	1.9%	-1.6%	2.0%	2.2%	1.9%	0.6%	0.7%	1.7%	2.0%

자료: 하나금융투자

2. 이슈 점검

1) 주류 시장: 복잡해진 셈법

수제맥주 성장과 주류 규제 완화

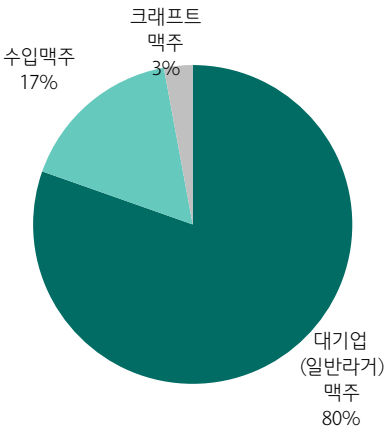
주류 시장은 큰 변화를 맞이하고 있다. ① 코로나19 이후 주류 총수요 감소세가 지속되는 가운데, ② 수제맥주가 빠르게 성장하면서 수입맥주의 빈자리를 대체하고 있다. ③ 급변하는 시장 상황에서 정부가 작년 하반기 주류 규제 완화를 발표하면서 업체들 간 셈법이 복잡해지고 있는 상황이다.

업계에 따르면 2020년 맥주 및 소주 총수요는 각각 YoY -9%, -4% 감소한 것으로 파악된다. 올해 1분기 맥주 및 소주 총수요는 YoY -9%, -4% 감소해 유사한 흐름이 지속되고 있다. 동기간 수입맥주는 YoY -10% 이상 감소한 것으로 파악된다. 반면, 수제맥주는 작년 한 해 YoY 34% 성장한 것으로 추산된다. 수제맥주의 고성장은 정부의 주류 규제 완화와 더불어 중장기 점유율 변동에 상당한 영향을 미칠 것으로 보인다.

롯데칠성은 선제적으로 맥주 OEM 확대를 선포했다. 현재 수주 금액은 350억원 수준으로 파악된다. 추가 OEM 계약도 진행 중인 것으로 추정되는 만큼 맥주 가동률은 작년 20%→올해 35~40%로 상승할 것으로 전망한다. 소주는 제품 리뉴얼을 통해 점유율을 회복한다는 계획이다. 사측 점유율 목표는 YoY 2~3%p 상승한 17%로 파악된다.

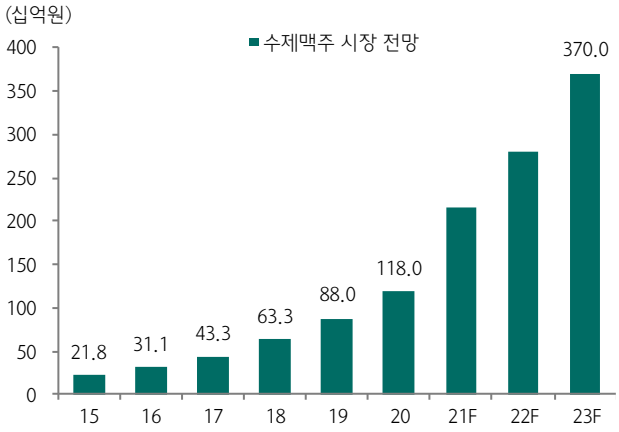
오비맥주도 OEM 사업을 준비 중인 것으로 파악된다. 동시에 '카스' 점유율 상승을 위한 제품 리뉴얼 및 판촉도 진행 중이다. 하이트진로의 맥주 및 소주 점유율은 지난 2년 간 유의미한 상승을 시현했다. 현재는 점유율 사수에 집중해야되는 만큼 올해 광고판촉비는 YoY 증가가 불가피할 것으로 판단된다.

그림 29. 작년 맥주 시장 현황



자료: 하나금융투자

그림 30. 수제맥주 향후 3년 간 CAGR 46% 성장 추정



자료: 수제맥주협회, 하나금융투자

2) 빙과 시장: 뜻밖의 성장

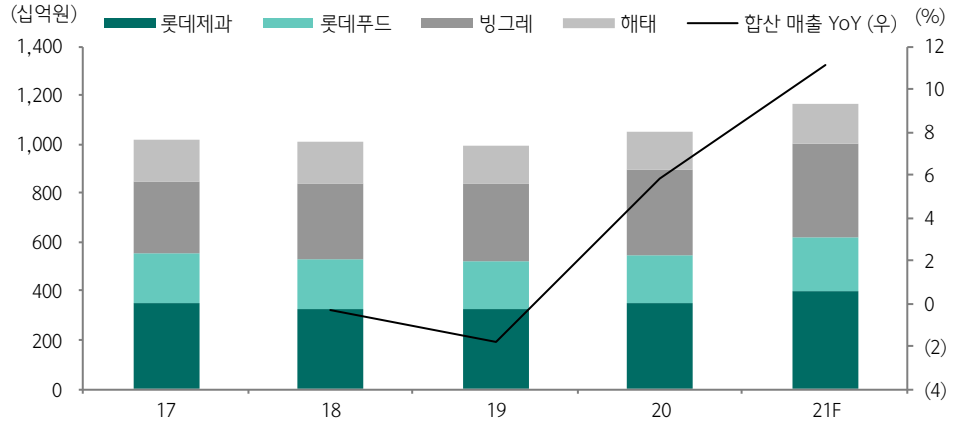
빙과 전문점의 등장과 빙그레의 해태 인수

그 동안 정체되었던 빙과 시장은, ① 코로나19 기인한 가정용 대용량 수요 증가, ② 빙과 전문 채널 등장 기인해 성장세를 보이고 있다. 2020년 4사 합산 빙과 매출액은 YoY 5.8% 증가한 것으로 추정된다. 올해 1분기도 두 자리 수 매출 성장을 시현한 것으로 파악된다. 업계에 따르면 혜성처럼 나타난 빙과 전문 채널(아이스크림 할인점)의 매출 비중은 25% 수준까지 확대된 것으로 파악된다. 빙과 전문점의 매대 수는 편의점 대비 3~4배 많아 유의미한 파급력을 미치고 있는 것으로 판단된다. 초기 자본 투자가 미미하다는 점에서 당분간 전문점 채널 수는 증가가 예상된다. 더불어, ③ 지난해 빙그레-해태 인수 기인해 경쟁 강도도 다소 완화될 것으로 기대된다.

빙그레는 2020년 10월 해태아이스크림 지분 100%를 1,325억원에 인수했다. 해태의 피인수 기인해 국내 아이스크림 시장은 '롯데(MS 47%)' VS. '빙그레(MS 41%)' 양강 체제로 재편되었다. 4사 가운데 유일하게 적자를 기록했던 해태는 작년 흑자전환에 성공한 것으로 추산된다. 중장기 높아진 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지 감안시 빙그레의 유의미한 실적 개선이 전망된다.

정체되어 있었던 빙과시장은 2020년부터 성장

그림 31. 빙과 4사 매출 추이

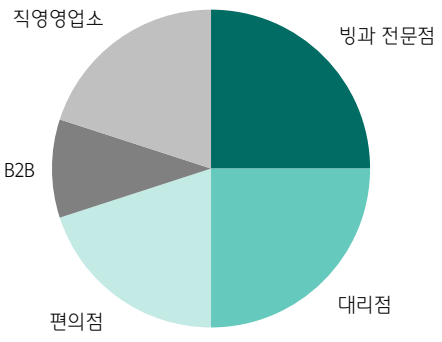


자료: 하나금융투자

그림 32. 혜성처럼 나타난 아이스크림 전문점

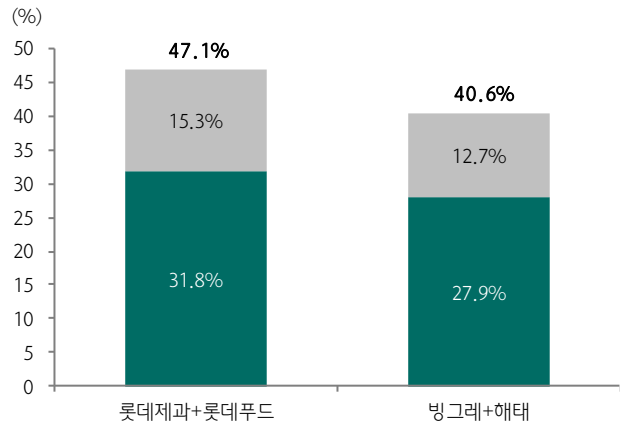
자료: 하나금융투자

그림 33. 빙과 채널별 매출 비중



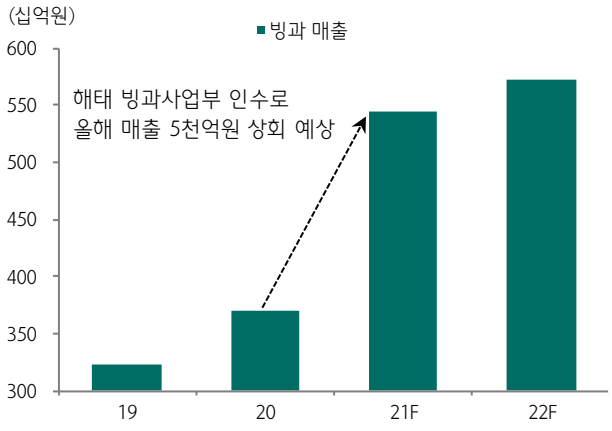
자료: 하나금융투자

그림 34. 국내 아이스크림 시장 양강구도로 재편



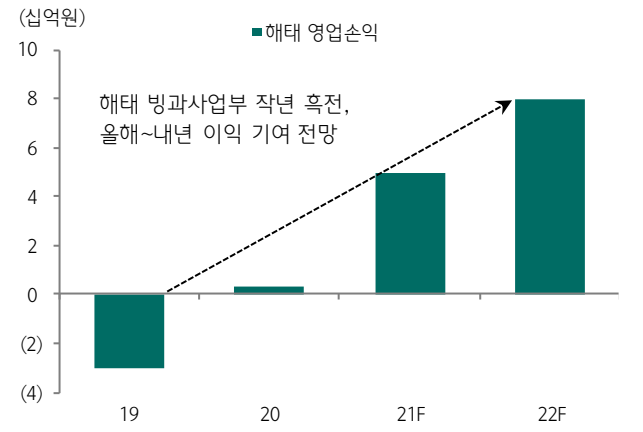
주: 2020년 상반기 기준
자료: 언론보도, 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 35. 빙그레 빙과 매출 전망



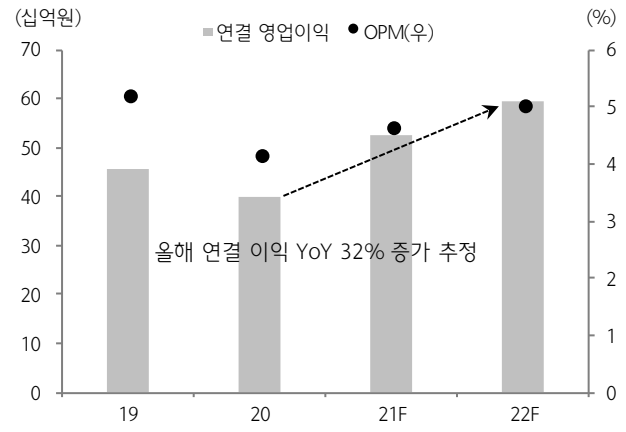
기타: 4Q20부터 해태 반영
자료: 하나금융투자

그림 36. 해태 빙과사업부 손익 추정



자료: 하나금융투자

그림 37. 빙그레 올해 견조한 이익 개선 예상



자료: 하나금융투자

표 4. 빙그레 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**194.3**	**267.8**	**275.8**	**221.2**	**233.9**	**325.8**	**344.6**	**226.6**	**959.1**	**1,130.8**	**1,181.6**
① 유음료	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	138.2	144.0	132.8	515.3	537.8	556.6
② 빙과 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	129.8	136.5	68.7	392.2	421.3	442.4
③ 해태	-	-	-	23.9	26.9	57.9	64.0	25.1	23.9	173.9	182.6
YoY	**9.6%**	**7.4%**	**4.3%**	**18.2%**	**20.4%**	**21.7%**	**24.9%**	**2.4%**	**9.2%**	**17.9%**	**4.5%**
① 유음료	8.7%	2.6%	3.0%	1.3%	2.2%	4.6%	5.3%	5.1%	3.8%	4.4%	3.5%
② 빙과 및 기타	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	4.4%	4.7%	2.7%	8.7%	7.4%	5.0%
③ 해태	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-	-	5.0%
영업이익	**6.3**	**26.8**	**20.9**	**(14.2)**	**1.2**	**30.8**	**27.0**	**(6.4)**	**39.8**	**52.6**	**60.0**
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	CR	-80.8%	15.0%	29.4%	CR	-13.0%	32.1%	14.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	9.5%	7.8%	-2.8%	4.2%	4.7%	5.1%
빙그레	4.5	22.3	20.9	(5.3)	5.7	24.0	22.0	(0.5)	42.4	51.2	55.0
해태	-	-	-	(5.4)	(4.0)	6.0	6.0	(3.0)	(5.4)	5.0	8.0
기타 연결조정	1.9	4.5	(0.0)	(3.5)	(0.5)	0.8	(1.0)	(2.9)	(2.7)	(3.5)	(3.0)
세전이익	**8.5**	**36.3**	**21.1**	**(18.4)**	**2.3**	**35.4**	**30.5**	**(10.9)**	**47.5**	**57.3**	**65.0**
YoY	4.0%	60.7%	-5.1%	TR	-72.9%	-2.7%	44.6%	CR	-10.5%	20.6%	13.5%
(지배)순이익	**6.6**	**28.1**	**15.0**	**(14.8)**	**1.4**	**26.9**	**22.9**	**(8.7)**	**34.9**	**42.5**	**48.1**
YoY	8.2%	60.0%	-11.8%	TR	-78.9%	-4.2%	52.5%	CR	-15.1%	21.7%	13.3%
NPM	3.4%	10.5%	5.4%	-6.7%	0.6%	8.2%	6.6%	-3.8%	3.6%	3.8%	4.1%

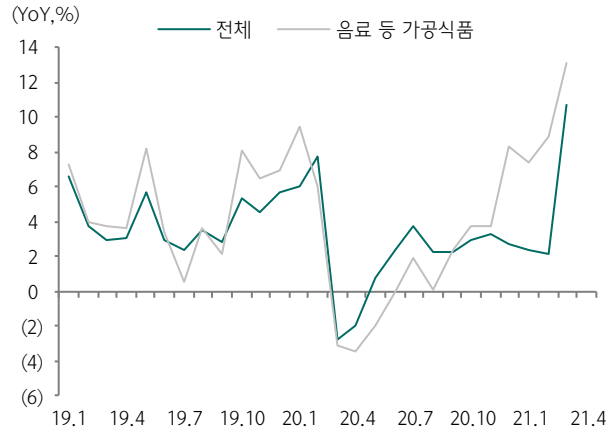
자료: 하나금융투자

3) 유가공 시장: 회복 기대

유가공 업체 편의점 트래픽 회복 긍정적

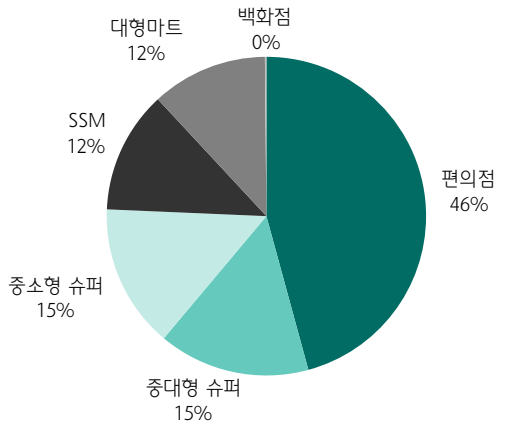
유가공 업체들의 영업환경은 녹록치 않다. 코로나19 기인한 개학 연기 및 야외 활동 제한으로 백색시유를 포함한 가공유, 컵커피 등 유제품 수요가 부진하기 때문이다. 다행히도 올해 편의점 트래픽은 가파르게 회복 중인 것으로 파악된다. 상대적으로 고마진 제품(가공유, 컵커피 등)의 높은 편의점 채널 비중 감안시 올해 기저효과를 기대할 수 있겠다. 더불어, 작년 비우호적이었던 날씨(높은 강수량 및 낮은 기온) 감안시 올해 유음료 수요는 회복할 공산이 커 보인다.

그림 38. 편의점 기존점 성장률 추이



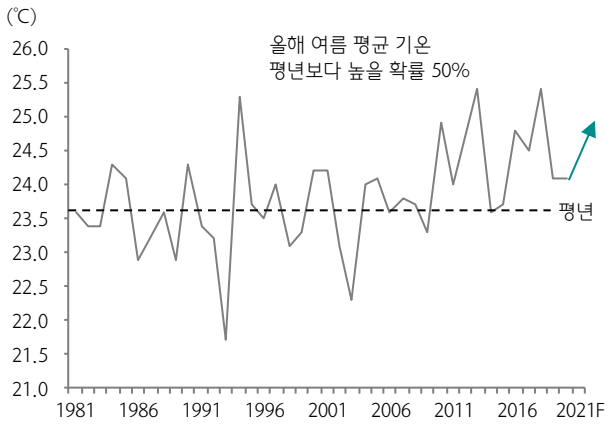
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 39. 가공유 채널별 매출 비중 현황



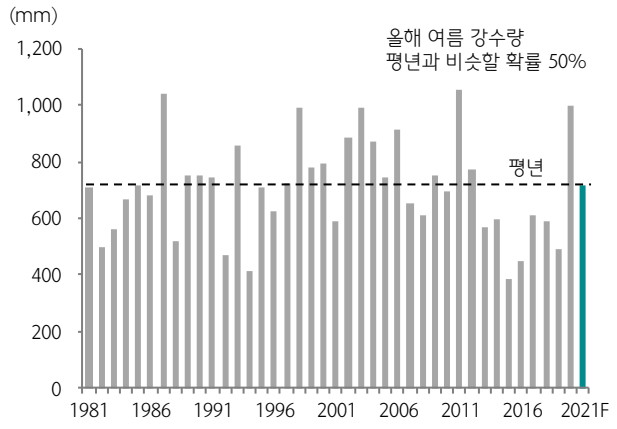
기타: 빙그레 가공유 채널별 매출 비중
자료: aT, 하나금융투자

그림 40. 여름철 평균 기온 추이



자료: 기상청, 하나금융투자

그림 41. 여름철 강수량 추이



자료: 기상청, 하나금융투자

표 5. 매일유업 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**358.2**	**355.3**	**379.7**	**369.8**	**370.3**	**376.2**	**397.8**	**377.6**	**1,463.1**	**1,521.9**	**1,596.3**
제조분유	31.4	28.3	30.7	31.5	27.7	26.7	29.9	30.6	122.0	114.9	112.1
백색우유	77.6	91.5	86.7	81.8	81.5	96.0	91.1	85.8	337.5	354.4	372.1
상하목장	29.6	29.7	29.8	28.0	31.4	32.1	32.2	29.6	117.1	125.3	132.8
컵커피	46.4	50.2	45.6	41.0	49.1	53.2	48.4	43.4	183.1	194.1	205.8
YoY	6.1%	1.6%	8.6%	3.8%	3.4%	5.9%	4.8%	2.1%	5.0%	4.0%	4.9%
제조분유	-12.8%	-19.9%	-17.1%	-20.4%	-11.6%	-5.8%	-2.8%	-2.9%	-17.6%	-5.8%	-2.4%
백색우유	4.0%	8.0%	6.0%	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%
상하목장	8.0%	6.0%	8.0%	6.0%	6.0%	8.0%	8.0%	6.0%	7.0%	6.0%	6.0%
컵커피	5.0%	2.0%	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.4%	6.0%	6.0%
영업이익	**20.4**	**20.3**	**21.8**	**24.0**	**17.7**	**25.0**	**23.5**	**21.7**	**86.5**	**87.9**	**98.8**
YoY	3.8%	-27.0%	23.6%	18.8%	-12.9%	22.8%	7.6%	-9.3%	1.4%	1.6%	12.3%
OPM	5.7%	5.7%	5.7%	6.5%	4.8%	6.6%	5.9%	5.8%	5.9%	5.8%	6.2%
세전이익	**24.7**	**19.4**	**18.3**	**18.1**	**20.6**	**24.7**	**23.2**	**21.4**	**80.5**	**89.9**	**97.8**
YoY	19.0%	-31.9%	2.7%	-0.2%	-16.5%	27.2%	26.5%	18.5%	-5.5%	11.7%	8.8%
지배순이익	**19.2**	**14.1**	**11.4**	**13.0**	**16.1**	**18.0**	**16.2**	**15.6**	**57.7**	**65.9**	**71.8**
YoY	19.0%	-33.8%	-23.0%	7.0%	-16.2%	27.7%	42.6%	19.7%	-10.4%	14.3%	9.0%
NPM	5.3%	4.0%	3.0%	3.5%	4.3%	4.8%	4.1%	4.1%	3.9%	4.3%	4.5%

자료: 하나금융투자

3. 실적 전망

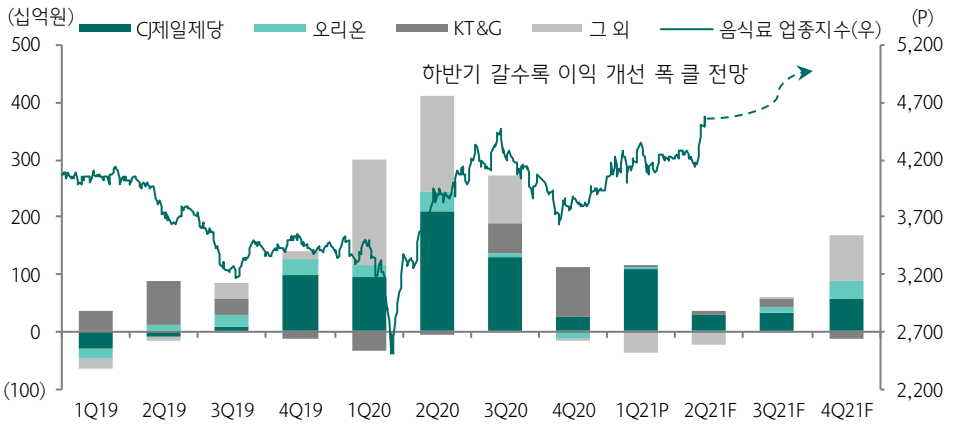
1) 2분기 일부 업체 역기저 부담이나 하반기는 편안

① B2B 채널 적자 축소,
② 판가 인상 효과,
③ 계절성 보유한 음료 및 빙과 업체 기저효과 기대

올해 당사 커버리지 업체의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.4%, 8.7% 증가할 것으로 추정한다. 역기저에도 불구하고 견조한 이익 개선을 전망한다. 분기별 이익 성장은 2Q YoY 3.5%, 3Q 5.4%, 4Q 16.1%를 예상한다. 2분기까지는 역기저가 부담이나, ① B2B 채널의 적자 축소, ② 판가 인상 효과가 점진적으로 반영되면서 QoQ 개선세를 보여줄 것이다. ③ 계절성을 보유한 음료 및 빙과 업체는 2분기부터 기저효과를 기대할 수 있어 긍정적이다.

2분기까지 역기저 부담이나
하반기 YoY 견조한 이익 성장 전망

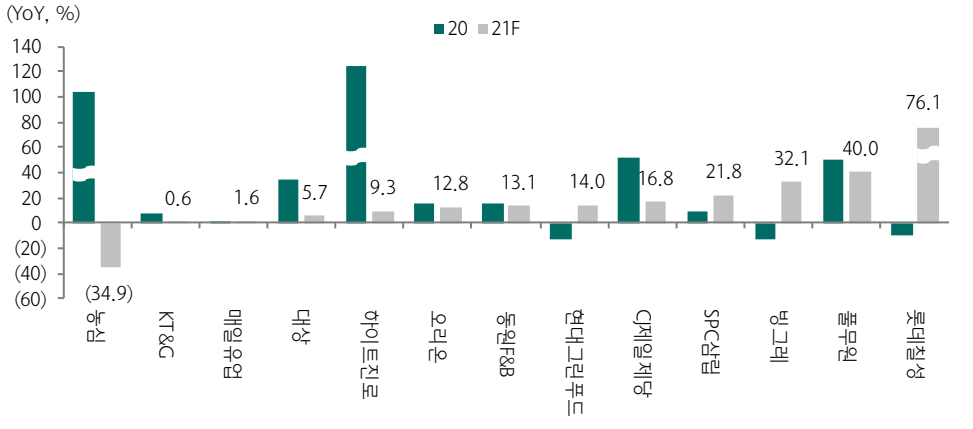
그림 42. 하반기 갈수록 실적 개선 폭은 클 것



자료: 하나금융투자

대형주는 CJ제일제당, 오리온
중소형주는 신푸, 롯칠, 풀무원 등
유의미한 실적 개선 전망

그림 43. 연간 업체별 영업이익 성장률 전망



자료: 하나금융투자

2) 대형주는 편안, 중소형주는 계절성 보유한 업체에 베팅

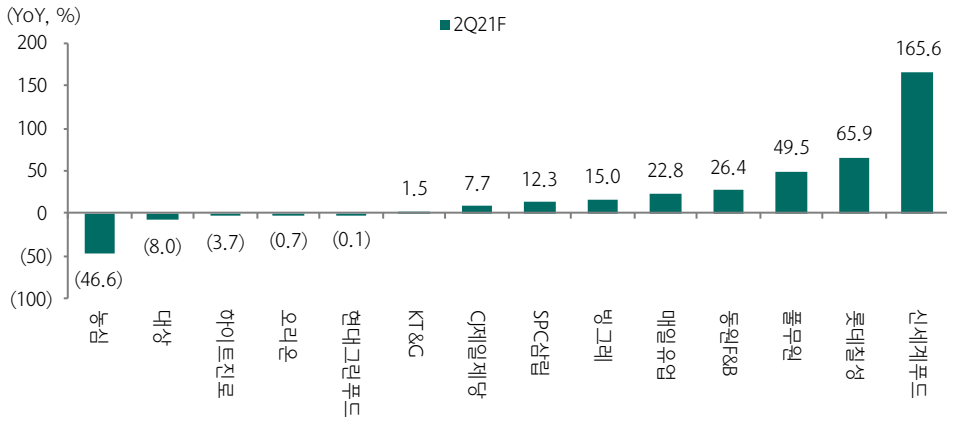
대형주는 CJ제일제당, 오리온 선호
중소형주는 단기적으로 계절성 보유한 업체 실적 모멘텀 부각 전망

대형주는 KT&G 대비 CJ제일제당과 오리온이 편안한다. CJ제일제당은 올해 2분기 베이스 부담이 상당함에도 불구하고, ① 식품은 비용 효율화를 통해 실적 개선을 도모할 것이며, ② 미국 백신 보급에 따른 '쉬안즈' B2B 실적 개선을 전망했다. ③ 바이오 및 생물자원은 1분기 시황 호조가 2분기까지 이어질 것으로 예상했다. 오리온은 2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,340억원(YoY +3.7%), 856억원(YoY -0.7%)으로 추정한다. 사측은 주요 원재료 부담이 2분기까지 이어지다 하반기부터 완화될 것으로 전망했다. 실적은 상저하고 흐름이 예상되며 주가는 밸류에이션 하단에 위치한다.

중소형주는 업체별로 실적 흐름이 상이하다. 아무래도 작년 실적 개선 폭이 컸던 업체보다는 B2B 채널 실적 회복이나 계절성을 보유(음료/빙과)한 업체가 편안하다. 롯데칠성은 맥주 가동률 상승 및 음료 수요 회복을 기대해 볼 만하다. 매일유업도 편의점 트래픽 회복에 따라 가공유/컵커피 매출이 유의미하게 증가하고 있는 것으로 파악된다. 신세계푸드 및 풀무원도 작년 적자 사업부의 실적 회복세가 이어질 전망이다.

그림 44. 2분기 업체별 영업이익 성장률 전망

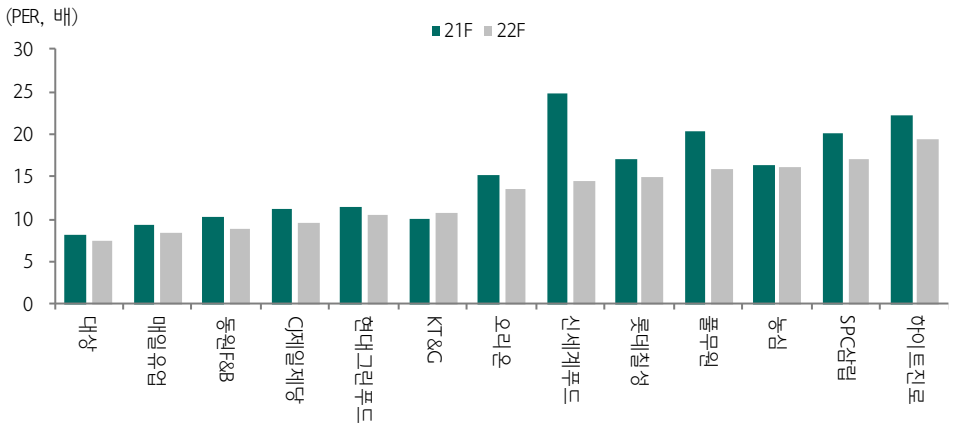
1분기와 유사한 흐름 유지 전망
계절성 보유 업체의 기저효과 기대



자료: 하나금융투자

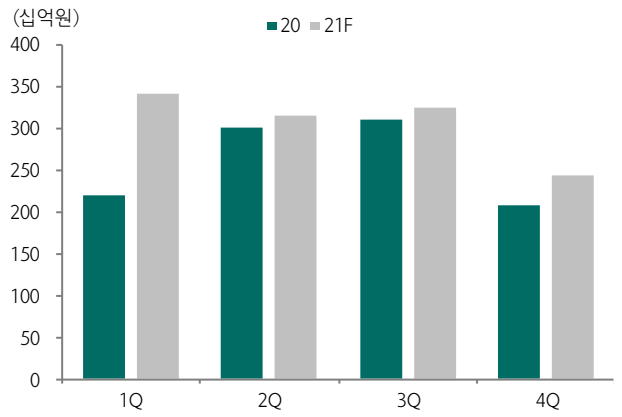
그림 45. 업체별 밸류에이션 전망

저가 메리트 부각



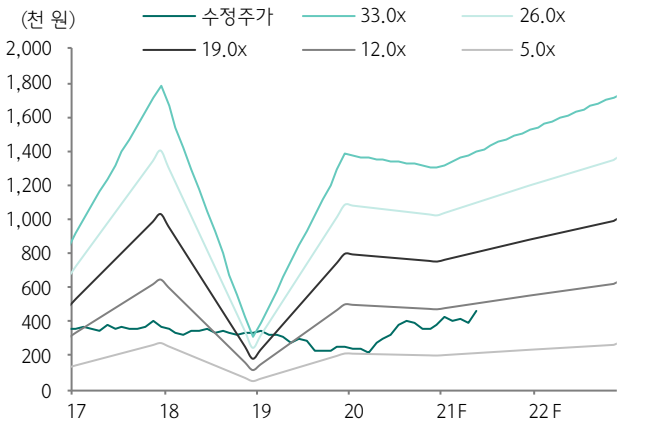
자료: 하나금융투자

그림 46. CJCJ: 전년 높은 베이스에도 불구하고 2분기도 YoY 증익 전망



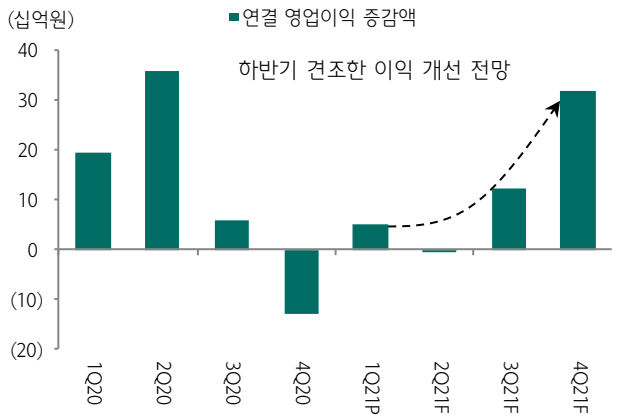
기타: 물류 제외 손익 전망치임
자료: 하나금융투자

그림 47. CJCJ: 12개월 Fwd PER Band



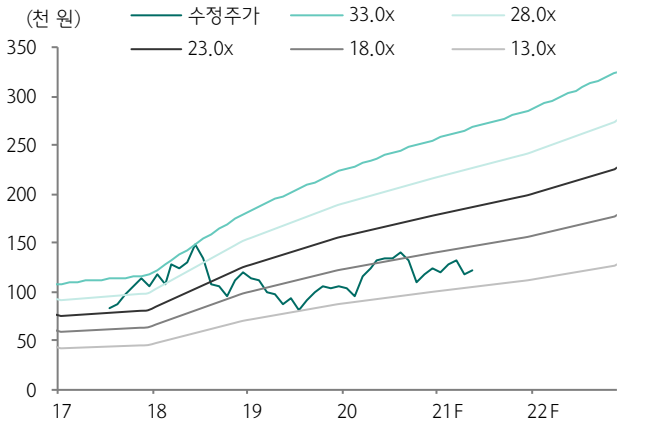
자료: 하나금융투자

그림 48. 오리온: 하반기 실적 개선 기대



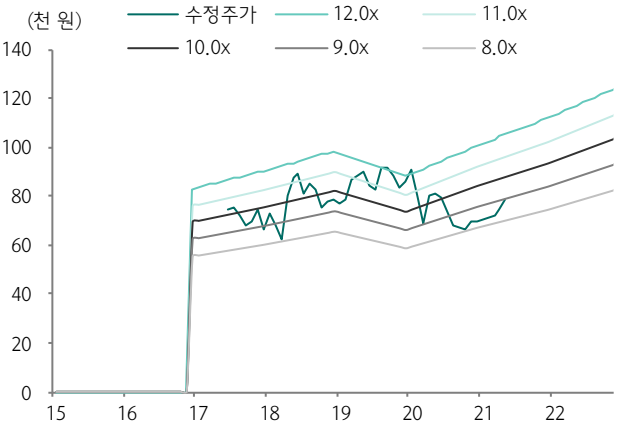
자료: 하나금융투자

그림 49. 오리온: 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 50. 매일유업: 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 51. 롯데칠성: 12개월 Fwd PBR Band

자료: 하나금융투자

표 6. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

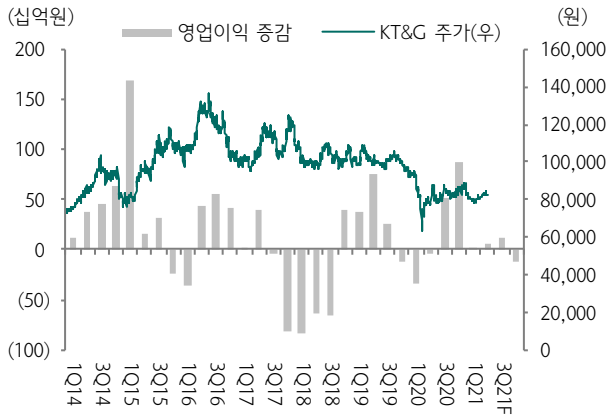
		매출액	영업이익	(지배)순이익	EPS	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	Div_Ratio
	FY	십억원	십억원	십억원	원	%	%	x	x	x	%	%
KT&G	20	5,301.6	1,481.1	1,171.7	8,534.6	27.9	22.1	9.7	1.2	5.4	13.2	5.8
	21F	5,299.0	1,489.2	1,144.3	8,335.1	28.1	21.6	9.9	1.1	5.0	12.3	5.8
	22F	5,099.0	1,427.7	1,063.3	7,745.0	28.0	20.9	10.7	1.1	4.8	10.8	5.8
CJ제일제당	20	24,245.7	1,359.6	685.6	41,850.7	5.6	2.8	9.1	1.2	7.1	13.5	1.1
	21F	25,441.1	1,587.6	646.0	39,436.4	6.2	2.5	11.2	1.2	6.6	11.6	0.9
	22F	27,352.3	1,745.6	759.8	46,381.7	6.4	2.8	9.5	1.1	6.0	12.2	0.9
오리온	20	2,229.8	376.1	267.6	6,768.1	16.9	12.0	18.3	2.7	9.3	15.5	0.6
	21F	2,415.4	424.4	306.2	7,745.0	17.6	12.7	15.2	2.2	7.6	15.6	0.6
	22F	2,560.3	473.7	342.1	8,652.2	18.5	13.4	13.6	1.9	6.5	15.1	0.6
농심	20	2,639.8	160.3	148.5	24,415.5	6.1	5.6	12.3	0.9	5.1	7.5	1.3
	21F	2,648.9	104.4	105.6	17,363.0	3.9	4.0	16.4	0.8	5.7	5.1	1.4
	22F	2,728.4	114.6	108.1	17,769.7	4.2	4.0	16.1	0.8	5.0	5.0	1.4
롯데칠성	20	2,258.0	97.2	(12.5)	(1,397.0)	4.3	(0.6)	0.0	0.8	9.2	(1.0)	2.5
	21F	2,388.7	171.2	87.9	9,010.7	7.2	3.7	17.1	1.1	8.3	6.6	1.8
	22F	2,494.4	191.1	101.0	10,359.2	7.7	4.0	14.9	1.0	7.6	7.2	1.8
SPC삼립	20	2,542.7	51.1	(12.5)	(1,443.6)	2.0	(0.5)	0.0	1.8	8.2	(4.0)	1.5
	21F	2,692.3	58.9	35.6	4,130.2	2.2	1.3	20.2	1.9	9.9	11.2	1.3
	22F	2,800.0	66.9	41.9	4,853.8	2.4	1.5	17.2	1.7	9.0	12.0	1.3
현대그린푸드	20	3,238.5	78.6	71.1	728.1	2.4	2.2	12.0	0.5	7.0	4.1	2.4
	21F	3,424.9	104.5	91.2	933.5	3.1	2.7	11.3	0.5	6.4	5.1	2.0
	22F	3,527.7	117.5	97.6	998.7	3.3	2.8	10.6	0.5	5.6	5.2	2.0
하이트진로	20	2,256.3	198.5	86.7	1,216.5	8.8	3.8	26.2	2.0	8.5	8.2	2.4
	21F	2,327.7	217.0	116.3	1,632.0	9.3	5.0	22.1	2.1	8.7	10.5	2.1
	22F	2,420.8	237.2	132.3	1,856.1	9.8	5.5	19.4	2.0	8.0	11.2	2.1
빙그레	20	959.1	39.8	34.9	3,540.3	4.2	3.6	16.1	0.9	4.7	6.0	2.8
	21F	1,130.8	52.6	42.5	4,310.2	4.7	3.8	13.9	0.9	4.0	7.0	2.7
	22F	1,181.6	60.0	48.1	4,885.0	5.1	4.1	12.3	0.9	3.4	7.6	2.7
롯데푸드	20	1,718.9	44.6	70.5	62,268.1	2.6	4.1	5.3	0.4	5.1	9.6	3.6
	21F	1,774.7	48.4	33.9	29,926.6	2.7	1.9	13.8	0.5	5.8	4.3	2.9
	22F	1,828.0	51.2	35.7	31,568.5	2.8	2.0	13.1	0.5	5.5	4.4	2.9
대상	20	3,113.2	174.4	125.1	3,473.3	5.6	4.0	7.5	0.9	4.5	12.0	2.7
	21F	3,188.6	183.6	122.3	3,395.8	5.8	3.8	8.2	0.8	4.4	10.6	2.5
	22F	3,316.2	204.2	136.5	3,791.0	6.2	4.1	7.4	0.8	3.8	10.8	2.5
동원F&B	20	3,170.3	116.3	77.9	20,194.0	3.7	2.5	8.9	0.9	6.6	10.9	2.0
	21F	3,390.6	127.0	85.3	22,112.2	3.7	2.5	10.2	1.1	6.8	10.9	1.6
	22F	3,628.0	141.3	97.2	25,181.1	3.9	2.7	8.9	1.0	6.0	11.2	1.6
신세계푸드	20	1,240.3	7.7	(22.0)	(5,677.1)	0.6	(1.8)	0.0	0.9	10.1	(7.3)	1.2
	21F	1,320.0	25.1	15.0	3,881.8	1.9	1.1	24.8	1.3	9.6	5.2	0.8
	22F	1,380.4	36.8	25.7	6,637.2	2.7	1.9	14.5	1.2	8.3	8.4	0.8
매일유업	20	1,463.1	86.5	57.7	7,350.3	5.9	3.9	9.5	1.2	4.5	13.7	1.1
	21F	1,521.9	87.9	65.9	8,401.2	5.8	4.3	9.2	1.2	4.5	14.0	1.0
	22F	1,596.3	98.8	71.8	9,158.6	6.2	4.5	8.4	1.0	3.7	13.5	1.0
노바렉스	20	222.8	27.0	25.1	2,792.8	12.1	11.3	13.9	3.0	12.1	24.2	0.8
	21F	284.6	34.6	29.0	3,222.0	12.2	10.2	14.5	2.9	10.0	22.5	0.6
	22F	355.8	42.7	36.1	4,010.0	12.0	10.1	11.6	2.4	7.7	22.6	0.6
콜마비앤에이치	20	606.9	109.2	80.5	2,724.3	18.0	13.3	19.1	4.7	12.2	27.9	0.6
	21F	695.7	129.2	101.1	3,422.8	18.6	14.5	15.6	3.8	10.1	27.2	0.6
	22F	800.0	150.4	116.5	3,942.8	18.8	14.6	13.5	3.0	8.1	24.6	0.6

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

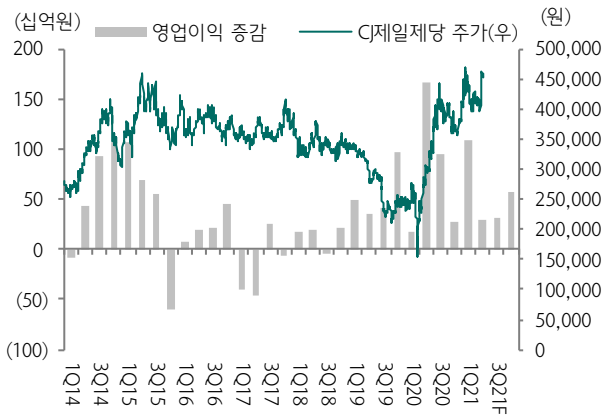
Chart Book

그림 1. KT&G: 영업이익 증감액 및 주가 추이



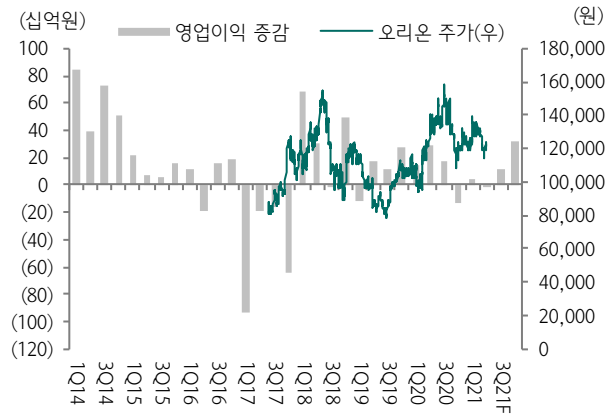
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ제일제당: 영업이익 증감액 및 주가 추이



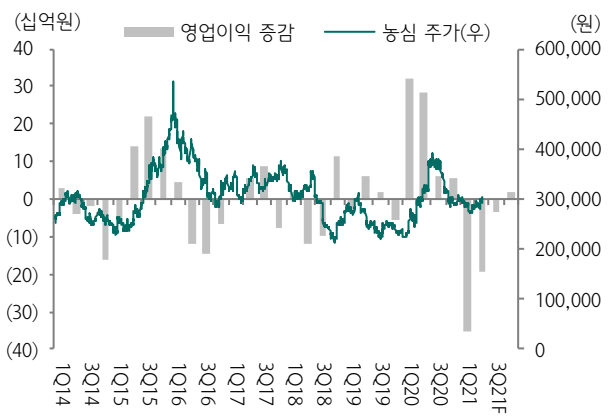
자료: 하나금융투자

그림 3. 오리온: 영업이익 증감액 및 주가 추이



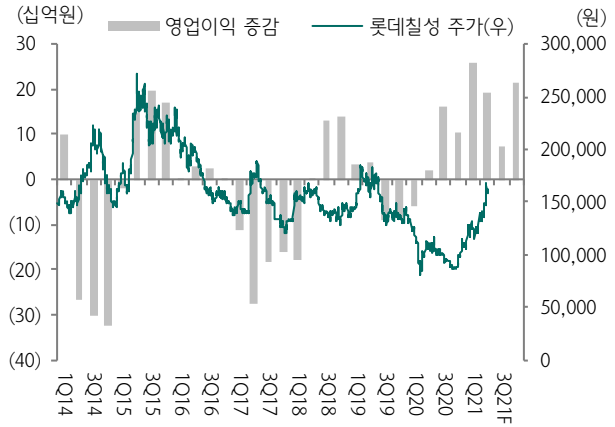
자료: 하나금융투자

그림 4. 농심: 영업이익 증감액 및 주가 추이



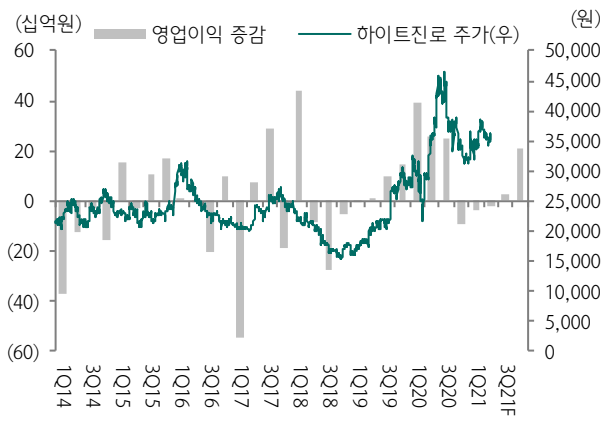
자료: 하나금융투자

그림 5. 롯데칠성: 영업이익 증감액 및 주가 추이



자료: 하나금융투자

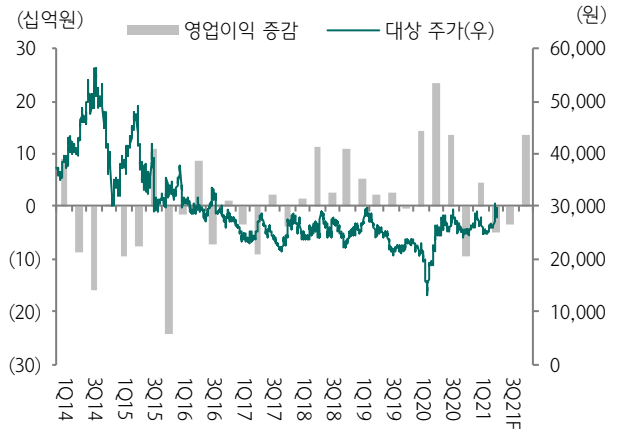
그림 6. 하이트진로: 영업이익 증감액 및 주가 추이



자료: 하나금융투자

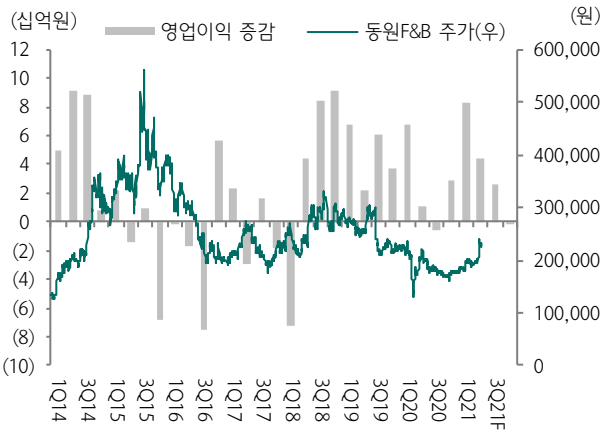
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 7. 대상: 영업이익 증감액 및 주가 추이



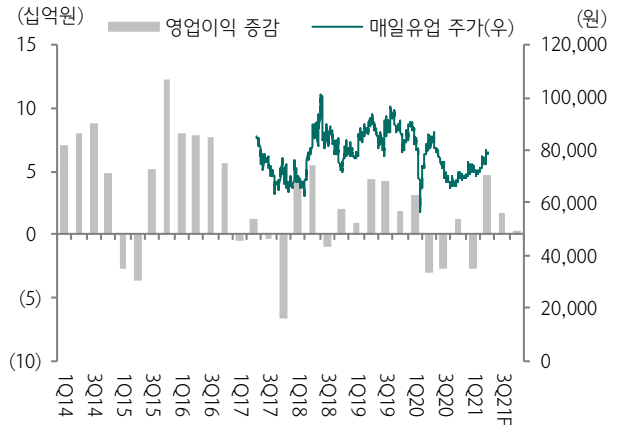
자료: 하나금융투자

그림 8. 동원F&B: 영업이익 증감액 및 주가 추이



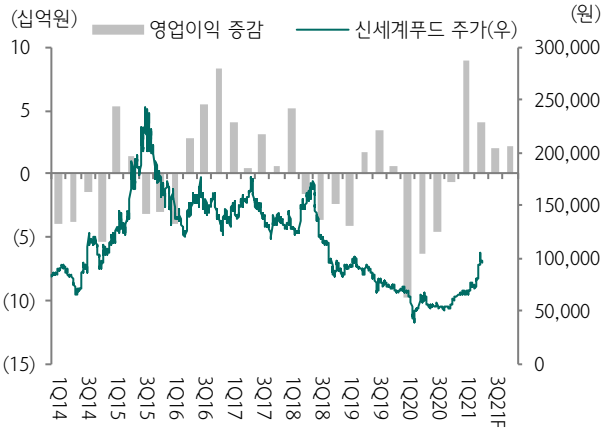
자료: 하나금융투자

그림 9. 매일유업: 영업이익 증감액 및 주가 추이



자료: 하나금융투자

그림 10. 신세계푸드: 영업이익 증감액 및 주가 추이



자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

CJ제일제당 (097950)	26
롯데칠성 (005300)	30
신세계푸드 (031440)	34
매일유업 (267980)	38
빙그레 (005180)	42

Analyst 심은주 02-3771-8538

2021년 5월 25일

CJ제일제당(097950)

체력 증진 대비 저평가

중장기 글로벌 식품 업체로의 기업가치 제고 기대

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 25조 4,411억원(YoY 4.9%), 1조 5,876억원(YoY 16.8%)으로 추정한다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 14조 8,936억원(YoY 5.2%), 1조 2,249억원(YoY 17.6%)으로 예상한다. 3년 전 5천억원에 불과했던 본업 이익 체력(물류 제외)은 현재 1조원을 상회한다. 지난 3년 간 ① 국내 가공식품 시장에서의 독보적인 지배력 및 ② K-Food 인지도 확대 기인한 견조한 글로벌 성장을 시현했다. ③ 바이오 부문의 높아진 이익 가시성 감안시 기업가치 재평가가 필요하다는 판단이다. 올해부터 '쉬안즈'와의 채널 시너지가 본격화되면서 글로벌 보폭 확대가 기대된다. 식품(가공+소재) 내 해외 비중은 2018년 13%→ 2021년 47%→ 2022년 50%까지 상승할 것으로 전망한다.

2분기 호실적 예상 + 하반기는 편안한 증익 국면

연간으로는 올해 2분기 베이스 부담이 가장 크다. 그럼에도 불구하고 사측은 매출 YoY mid-high single 성장, OPM 8~9%를 제시했다. ① 식품은 원재료 투입 부담에도 불구하고 재고 활용 및 비용 효율화를 통해 실적 개선을 도모할 것이며, ② 미국 백신 보급에 따른 '쉬안즈'의 B2B 실적 개선을 전망했다. ③ 바이오 및 생물자원은 1분기 시황 호조가 2분기까지 이어질 것으로 예상했다. 하반기부터는 전년 베이스 부담이 완화되는 가운데 판가 인상 효과가 가시화될 것으로 판단한다. 3분기 및 4분기 물류 제외한 영업이익은 각각 YoY 3.9%, 17.3% 증가해 완연한 증익 흐름이 이어질 것으로 전망한다.

체력 대비 현저히 저평가

전년 높은 베이스에도 불구하고 2분기도 YoY 증익이 예상된다. 하반기까지도 증익 기조는 유지될 것이다. 올해 업종 대형주 가운데 가장 견조한 실적 개선을 시현할 것으로 전망된다. 반면, 현 주가는 12개월 Fwd PER 11배에 거래 중이다. 그동안 보여주었던 체력 증진 대비 현저히 저평가되어 있다는 판단이다.

Top Picks

BUY

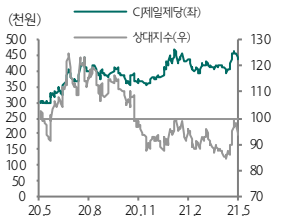
| TP(12M): 620,000원 | CP(5월24일): 451,500원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	3,144.30
52주최고/최저(원)	471,000/297,000
시가총액(십억원)	6,797.0
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균거래량(천주)	62.4
60일 평균거래대금(십억원)	26.6
21년 배당금(예상,원)	4,000
21년 배당수익률(예상,%)	0.92
외국인 지분율(%)	25.15
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	10.59

주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.0	23.0	49.8
상대	11.4	2.4	(6.2)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	25,627.2	26,934.1
영업이익(십억원)	1,544.1	1,639.8
순이익(십억원)	773.3	849.5
EPS(원)	37,624	42,679
BPS(원)	362,850	398,266

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	22,352.5	24,245.7	25,441.1	27,352.3	28,993.4
영업이익	십억원	896.9	1,359.6	1,587.6	1,745.6	1,908.3
세전이익	십억원	338.8	1,178.5	1,144.4	1,346.0	1,497.0
순이익	십억원	152.5	685.6	646.0	759.8	825.9
EPS	원	9,312	41,851	39,436	46,382	50,415
증감율	%	(82.81)	349.43	(5.77)	17.61	8.70
PER	배	27.12	9.10	11.16	9.49	8.73
PBR	배	0.83	1.16	1.21	1.08	0.97
EV/EBITDA	배	8.54	7.10	6.62	6.02	5.45
ROE	%	3.16	13.50	11.61	12.25	11.91
BPS	원	304,071	328,093	363,612	406,078	452,576
DPS	원	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000

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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

Analyst 심은주 02-3771-8538

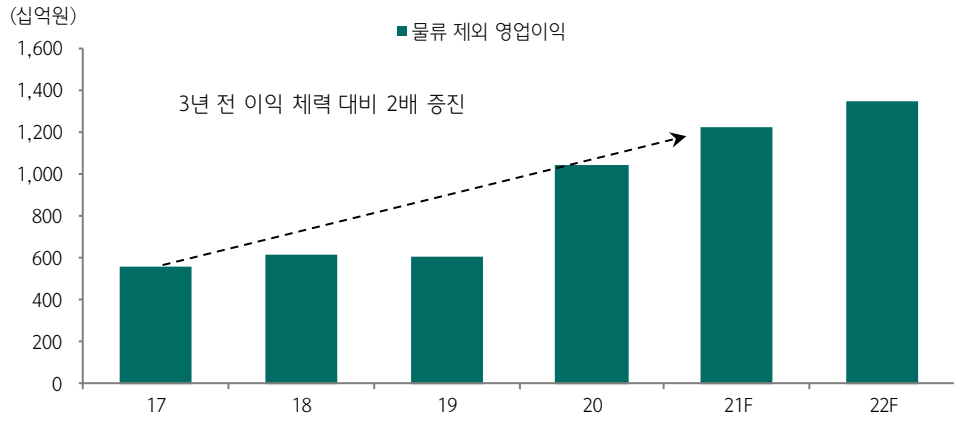
달라진 체력

불과 3년 전 OP 5천억원 VS. 올해 1조원 상회 추산

CJ제일제당의 이익 체력(물류 제외)은 3년 전 5천억원에 불과했다. 현재는 1조원을 상회한다. 지난 3년 간 ① 국내 가공식품 시장에서의 독보적인 지배력 및 ② K-Food 인지도 확대 기인한 견조한 글로벌 성장을 시현했다. ③ 바이오 부문의 높아진 이익 가시성 감안시 기업가치 재평가가 필요하다는 판단이다. 올해부터 '쉬안즈'와의 채널 시너지가 본격화되면서 글로벌 보폭 확대가 기대된다. 식품(가공+소재) 내 해외 비중은 2018년 13%→ 2021년 47%→ 2022년 50%까지 상승할 것으로 전망한다.

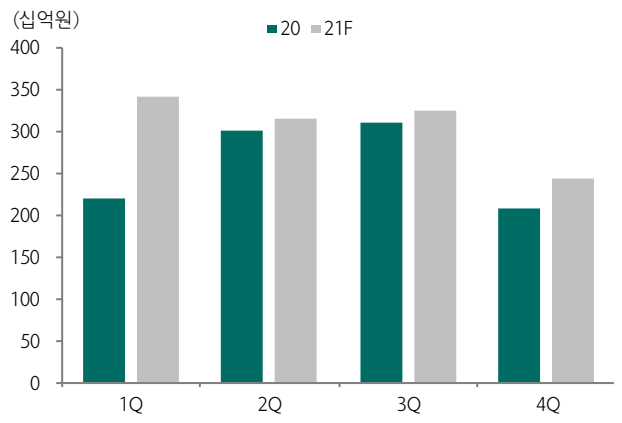
3년 전 이익 체력(물류 제외) 5천억원VS. 현재 1조원 상회

그림 1. 기본 체력 큰 폭 향상



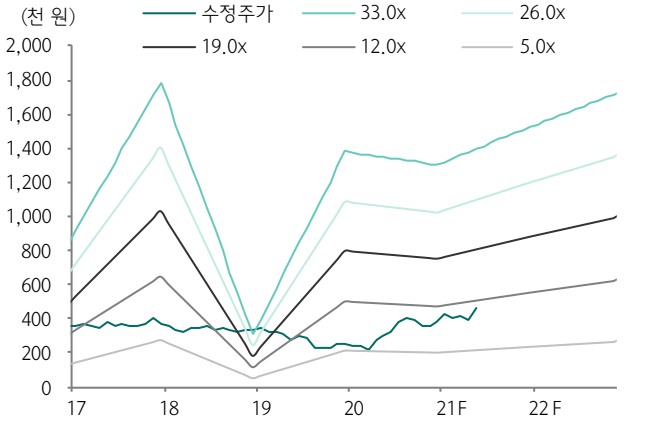
자료: 하나금융투자

그림 2. 전년 높은 베이스에도 불구하고 2분기도 YoY 증익 전망



기타: 물류 제외 손익 전망치임
자료: 하나금융투자

그림 3. 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**5,830.9**	**5,920.9**	**6,342.5**	**6,151.4**	**6,178.1**	**6,192.7**	**6,608.7**	**6,461.6**	**24,245.7**	**25,441.1**	**27,352.3**
① 소재	423.2	428.1	470.9	362.5	423.4	428.1	470.9	362.5	1,684.7	1,684.9	1,735.4
② 가공	1,837.4	1,762.9	1,917.8	1,765.5	1,883.0	1,833.9	2,070.6	1,894.6	7,283.6	7,682.1	8,243.8
- 국내	798.8	714.4	897.8	743.4	857.0	714.4	951.7	780.6	3,154.4	3,303.6	3,468.8
- 해외	296.0	325.7	355.4	319.9	338.0	396.7	434.4	390.7	1,297.0	1,559.8	1,871.8
- 쉬안즈	742.6	722.8	664.6	702.2	688.0	722.8	684.5	723.3	2,832.2	4,908.2	4,185.4
③ 바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	777.3	791.1	818.6	840.2	2,981.7	3,227.2	3,388.6
④ 생물자원	543.4	526.9	588.0	555.0	587.4	569.1	588.0	555.0	2,213.3	2,299.5	2,184.5
⑤ 물류	2,515.4	2,650.0	2,774.5	2,841.2	2,692.6	2,770.0	2,850.0	2,980.0	10,781.1	11,292.6	11,800.0
YoY	**16.2%**	**7.4%**	**8.3%**	**3.2%**	**6.0%**	**4.6%**	**4.2%**	**5.0%**	**8.5%**	**4.9%**	**7.5%**
① 소재	-6.0%	2.4%	-0.2%	-13.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-4.2%	0.0%	3.0%
② 가공	44.7%	14.7%	9.4%	4.4%	2.5%	4.0%	8.0%	7.3%	16.5%	5.5%	7.3%
③ 바이오	15.0%	0.1%	7.3%	10.9%	14.7%	6.5%	6.1%	6.4%	7.9%	8.2%	5.0%
④ 생물자원	8.5%	7.7%	17.0%	10.8%	8.1%	8.0%	0.0%	0.0%	11.0%	3.9%	-5.0%
⑤ 물류	3.4%	4.5%	5.8%	0.5%	7.0%	4.5%	2.7%	4.9%	3.5%	4.7%	4.5%
영업이익	**275.9**	**384.9**	**402.1**	**296.6**	**385.1**	**414.4**	**434.0**	**354.1**	**1,359.6**	**1,587.6**	**1,745.6**
① 소재	16.6	15.0	23.5	3.6	27.5	17.1	28.3	7.3	58.8	80.1	86.8
② 가공	99.7	111.4	152.3	87.9	147.6	129.0	182.2	129.7	451.2	588.6	694.1
③ 바이오	51.1	110.9	79.2	71.0	77.0	100.0	90.0	85.0	312.2	352.0	372.7
④ 생물자원	52.7	64.3	56.7	45.6	88.9	68.3	23.5	22.2	219.3	203.0	142.0
⑤ 물류	57.9	85.0	91.6	90.8	48.1	100.0	110.0	110.0	325.2	368.1	450.0
YoY	**54.1%**	**119.5%**	**47.5%**	**9.9%**	**39.6%**	**7.7%**	**7.9%**	**19.4%**	**51.6%**	**16.8%**	**9.9%**
① 소재	-29.7%	-16.7%	-26.6%	-63.8%	65.8%	14.2%	20.0%	100.0%	-29.8%	36.4%	8.3%
② 가공	29.0%	209.4%	53.2%	92.3%	48.1%	15.8%	19.7%	47.6%	74.6%	30.4%	17.9%
③ 바이오	-2.5%	87.0%	50.9%	3.5%	50.7%	-9.8%	13.6%	19.7%	34.1%	12.7%	5.9%
④ 생물자원	T/B	T/B	T/B	-4.6%	68.7%	6.2%	-58.5%	-51.3%	706.7%	-7.5%	-30.0%
⑤ 물류	27.7%	18.4%	3.2%	-10.4%	-16.9%	17.6%	20.1%	21.1%	5.9%	13.2%	22.2%
OPM	**4.7%**	**6.5%**	**6.3%**	**4.8%**	**6.2%**	**6.7%**	**6.6%**	**5.5%**	**5.6%**	**6.2%**	**6.4%**
① 소재	3.9%	3.5%	5.0%	1.0%	6.5%	4.0%	6.0%	2.0%	3.5%	4.8%	5.0%
② 가공	5.4%	6.3%	7.9%	5.0%	7.8%	7.0%	8.8%	6.8%	6.2%	7.7%	8.4%
③ 바이오	7.5%	14.9%	10.3%	9.0%	9.9%	12.6%	11.0%	10.1%	10.5%	10.9%	11.0%
④ 생물자원	9.7%	12.2%	9.6%	8.2%	15.1%	12.0%	4.0%	4.0%	9.9%	8.8%	6.5%
⑤ 물류	2.3%	3.2%	3.3%	3.2%	1.8%	3.6%	3.9%	3.7%	3.0%	3.3%	3.8%
세전이익	**622.2**	**256.2**	**302.8**	**-2.7**	**311.8**	**284.4**	**314.0**	**234.1**	**1,178.5**	**1,144.4**	**1,346.0**
YoY	713.7%	477.7%	342.6%	-101.8%	-49.9%	11.0%	3.7%	-8872.9%	247.9%	-2.9%	17.6%
(지배)순이익	**443.7**	**111.4**	**140.2**	**-9.8**	**165.4**	**166.1**	**183.4**	**131.1**	**685.6**	**646.0**	**759.8**
YoY	984.7%	587.8%	7180.7%	-110.5%	-62.7%	49.1%	30.8%	-1439.0%	349.4%	-5.8%	17.6%
NPM	7.6%	1.9%	2.2%	-0.2%	2.7%	2.7%	2.8%	2.0%	2.8%	2.5%	2.8%

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**22,352.5**	**24,245.7**	**25,441.1**	**27,352.3**	**28,993.4**
매출원가	18,069.3	19,059.3	19,961.0	21,367.1	22,591.1
매출총이익	4,283.2	5,186.4	5,480.1	5,985.2	6,402.3
판관비	3,386.3	3,826.9	3,892.5	4,239.6	4,494.0
영업이익	**896.9**	**1,359.6**	**1,587.6**	**1,745.6**	**1,908.3**
금융손익	(362.5)	(340.3)	(265.1)	(238.6)	(211.3)
종속/관계기업손익	17.5	17.8	56.4	39.0	0.0
기타영업외손익	(213.1)	141.4	(234.5)	(200.0)	(200.0)
세전이익	**338.8**	**1,178.5**	**1,144.4**	**1,346.0**	**1,497.0**
법인세	147.8	392.1	324.9	382.1	449.3
계속사업이익	191.0	786.4	819.5	963.9	1,047.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**191.0**	**786.4**	**819.5**	**963.9**	**1,047.7**
비지배주주지분 순이익	38.5	100.8	173.5	204.0	221.8
지배주주순이익	**152.5**	**685.6**	**646.0**	**759.8**	**825.9**
지배주주지분포괄이익	256.9	469.0	825.1	970.4	1,054.8
NOPAT	505.7	907.2	1,136.9	1,250.0	1,335.5
EBITDA	2,007.3	2,645.3	2,848.1	2,989.7	3,144.3
성장성(%)					
매출액증가율	19.72	8.47	4.93	7.51	6.00
NOPAT증가율	(15.07)	79.39	25.32	9.95	6.84
EBITDA증가율	36.25	31.78	7.67	4.97	5.17
영업이익증가율	7.71	51.59	16.77	9.95	9.32
(지배주주)순익증가율	(82.58)	349.57	(5.78)	17.62	8.70
EPS증가율	(82.81)	349.43	(5.77)	17.61	8.70
수익성(%)					
매출총이익률	19.16	21.39	21.54	21.88	22.08
EBITDA이익률	8.98	10.91	11.19	10.93	10.84
영업이익률	4.01	5.61	6.24	6.38	6.58
계속사업이익률	0.85	3.24	3.22	3.52	3.61

대차대조표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**7,943.0**	**7,469.9**	**8,736.6**	**8,970.1**	**10,432.7**
금융자산	1,756.1	1,939.7	2,935.6	2,736.2	3,827.1
현금성자산	691.0	1,212.2	2,172.3	1,915.5	2,957.2
매출채권	2,778.3	2,667.4	2,798.9	3,009.2	3,189.7
재고자산	2,018.3	1,861.5	1,953.3	2,100.0	2,226.0
기타유동자산	1,390.3	1,001.3	1,048.8	1,124.7	1,189.9
비유동자산	**18,337.6**	**18,142.0**	**17,895.5**	**17,723.8**	**17,609.5**
투자자산	435.6	728.3	742.2	764.6	783.8
금융자산	214.7	518.0	521.6	527.4	532.3
유형자산	10,817.9	10,462.0	10,348.8	10,293.7	10,291.4
무형자산	**4,810.2**	**4,517.5**	**4,370.3**	**4,231.3**	**4,100.0**
기타비유동자산	**2,273.9**	**2,434.2**	**2,434.2**	**2,434.2**	**2,434.3**
자산총계	**26,280.6**	**25,611.9**	**26,632.1**	**26,693.8**	**28,042.1**
유동부채	**8,202.2**	**7,082.7**	**7,272.7**	**6,313.2**	**6,574.1**
금융부채	3,423.6	3,091.2	3,100.0	1,850.9	1,863.1
매입채무	1,929.9	1,793.7	1,882.2	2,023.6	2,145.0
기타유동부채	2,848.7	2,197.8	2,290.5	2,438.7	2,566.0
비유동부채	**8,596.9**	**8,362.8**	**8,440.7**	**8,565.3**	**8,672.2**
금융부채	**6,920.3**	**6,782.5**	**6,782.5**	**6,782.5**	**6,782.5**
기타비유동부채	1,676.6	1,580.3	1,658.2	1,782.8	1,889.7
부채총계	**16,799.2**	**15,445.5**	**15,713.4**	**14,878.5**	**15,246.3**
지배주주지분	**4,880.9**	**5,274.4**	**5,856.2**	**6,551.9**	**7,313.6**
자본금	**81.9**	**81.9**	**81.9**	**81.9**	**81.9**
자본잉여금	1,309.0	1,277.8	1,277.8	1,277.8	1,277.8
자본조정	(171.7)	(154.0)	(154.0)	(154.0)	(154.0)
기타포괄이익누계액	(124.7)	(338.1)	(338.1)	(338.1)	(338.1)
이익잉여금	3,786.4	4,406.8	4,988.6	5,684.3	6,446.0
비지배주주지분	**4,600.6**	**4,892.0**	**5,062.5**	**5,263.5**	**5,482.2**
자본총계	**9,481.5**	**10,166.4**	**10,918.7**	**11,815.4**	**12,795.8**
순금융부채	8,587.8	7,934.0	6,947.0	5,897.3	4,818.6

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	9,312	41,851	39,436	46,382	50,415
BPS	304,071	328,093	363,612	406,078	452,576
CFPS	116,913	159,806	162,554	172,243	179,302
EBITDAPS	122,532	161,482	173,857	182,502	191,942
SPS	1,364,484	1,480,057	1,553,026	1,669,693	1,769,874
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	27.12	9.10	11.16	9.49	8.73
PBR	0.83	1.16	1.21	1.08	0.97
PCFR	2.16	2.38	2.71	2.55	2.45
EV/EBITDA	8.54	7.10	6.62	6.02	5.45
PSR	0.19	0.26	0.28	0.26	0.25
재무비율(%)					
ROE	3.16	13.50	11.61	12.25	11.91
ROA	0.67	2.64	2.47	2.85	3.02
ROIC	3.14	5.01	6.29	6.97	7.49
부채비율	177.18	151.93	143.91	125.92	119.15
순부채비율	90.57	78.04	63.62	49.91	37.66
이자보상배율(배)	2.25	4.29	5.13	6.02	7.05

현금흐름표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**2,143.1**	**2,001.8**	**2,369.4**	**2,489.7**	**2,531.0**
당기순이익	191.0	786.4	819.5	963.9	1,047.7
조정	135	164	152	148	144
감가상각비	1,110.4	1,285.8	1,260.4	1,244.1	1,236.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(12.6)	(31.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(962.8)	(1,090.5)	(1,108.4)	(1,096.1)	(1,092.0)
영업활동자산부채변동	607.0	(422.4)	31.4	50.2	43.1
투자활동 현금흐름	**(3,189.9)**	**(345.1)**	**(1,001.3)**	**(1,074.1)**	**(1,107.4)**
투자자산감소(증가)	114.7	(292.6)	(17.0)	(25.4)	(22.3)
자본증가(감소)	(1,172.0)	(728.7)	(1,000.0)	(1,050.0)	(1,102.5)
기타	(2,132.6)	676.2	15.7	1.3	17.4
재무활동 현금흐름	**1,228.7**	**(1,097.9)**	**(364.9)**	**(1,603.5)**	**(322.8)**
금융부채증가(감소)	2,305.8	(470.2)	8.9	(1,249.1)	12.2
자본증가(감소)	(102.6)	(31.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(880.7)	(540.4)	(309.6)	(290.2)	(270.8)
배당지급	(93.8)	(56.1)	(64.2)	(64.2)	(64.2)
현금의 증감	**143.4**	**558.7**	**922.6**	**(256.8)**	**1,041.7**
Unlevered CFO	1,915.2	2,617.9	2,662.9	2,821.6	2,937.3
Free Cash Flow	589.2	1,033.3	1,369.4	1,439.7	1,428.5

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

2021년 5월 25일

롯데칠성(005300)

전례 없는 실적 모멘텀

올해 유의미한 실적 개선 전망

사측은 올해 연결 매출액 2조 2,890억원(YoY 5.9%), 영업이익 1,750억원(YoY 80.0%)을 제시했다. 2분기부터 원가 부담이 가중될 것으로 예상하나(원당, 박스 등), ① 그룹사 ZBB 프로젝트 기인한 비용 효율화, ② 탄산음료 판가 인상 효과, ③ 맥주 적자 축소, ④ 와인 수익성 개선 기인해 유의미한 실적 개선을 전망했다. 특히, 맥주는 4월부터 '곰표 밀맥주' 및 '제주 에일' OEM 본격화, 기능성 음료 생산을 통해 가동률이 2020년 20%에서 올해 35%까지 상승할 것으로 예상되어 고무적이다. 하반기 크래프트 맥주의 OEM 확대를 통해 중장기 맥주 가동률의 점진적 상승이 전망된다. 하나금융투자는 올해 맥주 적자가 YoY 200억원 감소할 것으로 추정한다. 내년은 흑자전환이 가능해 보인다.

2분기 호실적 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,310억원(YoY 5.5%), 486억원(YoY 65.9%)으로 추정한다. 높아진 시장 기대치(OP 460억원)를 충족시킬 것으로 전망한다. ① 4월부터 맥주 OEM(곰표, 제주 에일)이 본격화되기 시작했으며, ② 소주 점유율도 제품 리뉴얼 이후 바닥에서 반등 중인 것으로 파악된다. ③ 음료는 작년 비우호적인 날씨로 베이스가 낮다. '칠성사이다 제로', '무라벨 생수' 등 신제품 판매 호조까지 더해서 유의미한 마진 개선세가 예상된다.

중장기 기업가치 제고 전망

정부의 주류 규제 완화 기인해 중장기 기업가치 제고가 기대된다. 작년 롯데칠성의 맥주 가동률은 20%에 불과했으나, ① 수제맥주 업체와의 협업 기인한 OEM 확대(올해 수주액 350억원 추산) 및 ② 주류 이외의 식품 생산(ex. 기능성음료)을 통해 2021년 35~40%→ 2022년 40~45%로 상승할 것으로 추정한다. ③ 주류 사업부는 자체 자원 효율화 노력까지 더해져 올해는 흑자전환이 예상된다. 주류 사업부 손익은 작년 -260억원→ 2021년 111억원→ 2022년 270억원으로 큰 폭 개선세를 보여줄 것으로 전망한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 200,000원 | CP(5월24일): 158,000원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	3,144.30
52주최고/최저(원)	167,500/85,900
시가총액(십억원)	1,418.1
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	8,975.1
60일 평균거래량(천주)	44.9
60일 평균거래대금(십억원)	6.4
21년 배당금(예상,원)	2,700
21년 배당수익률(예상,%)	1.88
외국인 지분율(%)	9.69
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 16 인	62.80
국민연금공단	9.97

주가상승률	1M	6M	12M
절대	15.3	58.0	46.3
상대	16.9	31.5	(8.3)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	2,384.3	2,471.3
영업이익(십억원)	158.8	175.7
순이익(십억원)	77.9	90.5
EPS(원)	7,455	8,690
BPS(원)	145,901	152,094

Stock Price

Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,429.5	2,258.0	2,388.7	2,494.4	2,594.2
영업이익	십억원	107.7	97.2	171.2	191.1	215.3
세전이익	십억원	(137.9)	(22.9)	131.2	150.9	176.1
순이익	십억원	(142.4)	(12.5)	87.9	101.0	119.3
EPS	원	(16,243)	(1,397)	9,011	10,359	12,231
증감율	%	적지	적지	흑전	14.96	18.07
PER	배	(8.62)	(77.67)	17.09	14.87	12.59
PBR	배	0.96	0.81	1.10	1.04	0.98
EV/EBITDA	배	9.21	9.23	8.01	7.35	6.62
ROE	%	(11.68)	(1.00)	6.63	7.24	8.06
BPS	원	146,060	133,667	140,016	147,830	157,515
DPS	원	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700

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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

Analyst 심은주 02-3771-8538

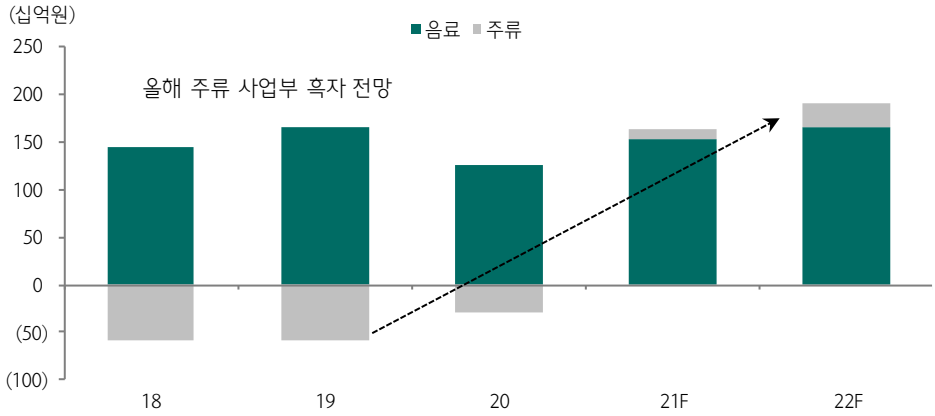
중장기 기업 가치 제고 전망

올해도 좋지만 내년도 기대

정부의 주류 규제 완화 기인해 중장기 기업가치 제고가 기대된다. 작년 롯데칠성의 맥주 가동률은 20%에 불과했으나, ① 수제맥주 업체와의 협업 기인한 OEM 확대(올해 수주액 350억원 추산) 및 ② 주류 이외의 식품 생산(ex. 기능성음료)을 통해 2021년 35~40%→ 2022년 40~45%로 상승할 것으로 추정한다. ③ 주류 사업부는 자체 자원 효율화 노력까지 더해져 올해는 흑자전환이 예상된다. 기능성음료 등 추가적인 제품 생산까지 더해진다면 맥주 사업부의 실적 개선 폭은 하나금융투자 예상 대비 탄력적일 것이다.

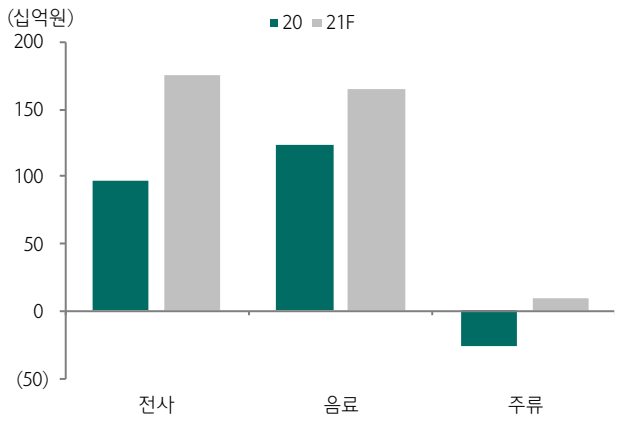
올해 주류 사업부는 흑자전환 예상

그림 1. 주류 사업부 실적 추정



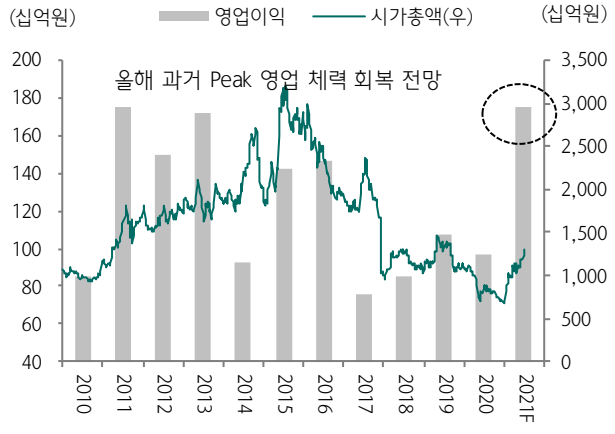
자료: 하나금융투자

그림 2. 사측 손익 가이던스



자료: 하나금융투자

그림 3. 올해 과거 이상의 영업 체력 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 1. 롯데칠성 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**507.4**	**598.0**	**645.2**	**507.4**	**538.8**	**631.0**	**677.4**	**541.6**	**2,258.0**	**2,388.7**	**2,494.4**
음료	369.0	450.3	473.4	347.3	351.6	466.0	492.4	371.6	1,639.9	1,681.5	1,748.8
주류	138.4	147.7	171.8	160.1	165.6	165.0	185.0	170.0	618.0	685.6	745.6
YoY	-11.7%	-11.7%	-1.8%	-2.4%	6.2%	5.5%	5.0%	6.7%	-7.1%	5.8%	4.4%
음료	-1.9%	-5.6%	-4.1%	-9.3%	-4.7%	3.5%	4.0%	7.0%	-5.2%	2.5%	4.0%
주류	-30.3%	-26.2%	5.0%	16.8%	19.7%	11.7%	7.7%	6.2%	-11.7%	10.9%	8.8%
영업이익	**6.3**	**29.3**	**58.4**	**3.3**	**32.3**	**48.6**	**65.5**	**24.8**	**97.2**	**171.2**	**191.1**
YoY	-67.5%	-36.8%	19.0%	TB	415.8%	65.9%	12.2%	646.9%	-9.7%	76.1%	11.6%
OPM	1.2%	4.9%	9.0%	0.7%	6.0%	7.7%	9.7%	4.6%	4.3%	7.2%	7.7%
음료	25.0	39.0	57.4	4.0	22.3	46.6	66.5	17.8	125.4	153.2	166.1
주류	(17.0)	(11.4)	0.9	(0.7)	9.1	0.0	(3.0)	5.0	(28.2)	11.1	25.0
세전이익	**(4.4)**	**19.4**	**45.7**	**(84.6)**	**22.2**	**38.7**	**55.5**	**14.8**	**(22.9)**	**131.2**	**150.9**
YoY	TR	11.3%	25.5%	CR	TB	99.5%	21.3%	TB	CR	TB	15.0%
(지배)순이익	**(3.0)**	**14.7**	**32.3**	**(56.5)**	**16.3**	**26.3**	**37.7**	**7.7**	**(12.5)**	**87.9**	**101.0**
YoY	TR	TB	10.2%	CR	TB	78.2%	16.6%	TB	CR	TB	14.9%
NPM	-0.6%	2.5%	5.0%	-11.1%	3.0%	4.2%	5.6%	1.4%	-0.6%	3.7%	4.0%

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**2,429.5**	**2,258.0**	**2,388.7**	**2,494.4**	**2,594.2**
매출원가	1,445.9	1,349.5	1,364.7	1,412.8	1,452.7
매출총이익	983.6	908.5	1,024.0	1,081.6	1,141.5
판관비	876.0	811.2	852.8	890.5	926.1
영업이익	**107.7**	**97.2**	**171.2**	**191.1**	**215.3**
금융손익	(32.1)	(32.2)	(32.2)	(31.3)	(30.2)
종속/관계기업손익	(9.2)	(7.7)	(7.8)	(9.0)	(9.0)
기타영업외손익	(204.3)	(80.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**(137.9)**	**(22.9)**	**131.2**	**150.9**	**176.1**
법인세	6.1	(6.1)	38.3	44.0	49.9
계속사업이익	(144.0)	(16.8)	93.0	106.9	126.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(144.0)**	**(16.8)**	**93.0**	**106.9**	**126.2**
비지배주주지분 순이익	(1.6)	(4.3)	5.1	5.9	6.9
지배주주순이익	**(142.4)**	**(12.5)**	**87.9**	**101.0**	**119.3**
지배주주지분포괄이익	(137.5)	(23.1)	75.1	86.4	102.0
NOPAT	112.4	71.3	121.3	135.4	154.3
EBITDA	271.4	248.1	319.4	337.6	360.7
성장성(%)					
매출액증가율	3.55	(7.06)	5.79	4.43	4.00
NOPAT증가율	82.47	(36.57)	70.13	11.62	13.96
EBITDA증가율	14.66	(8.59)	28.74	5.70	6.84
영업이익증가율	26.71	(9.75)	76.13	11.62	12.66
(지배주주)순익증가율	적지	적지	흑전	14.90	18.12
EPS증가율	적지	적지	흑전	14.96	18.07
수익성(%)					
매출총이익률	40.49	40.23	42.87	43.36	44.00
EBITDA이익률	11.17	10.99	13.37	13.53	13.90
영업이익률	4.43	4.30	7.17	7.66	8.30
계속사업이익률	(5.93)	(0.74)	3.89	4.29	4.86

대차대조표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**788.4**	**893.3**	**997.2**	**1,106.9**	**1,230.0**
금융자산	208.8	327.8	399.3	482.7	581.1
현금성자산	199.4	158.8	220.5	296.1	387.0
매출채권	242.4	238.4	252.2	263.4	273.9
재고자산	273.9	257.4	272.3	284.3	295.7
기타유동자산	63.3	69.7	73.4	76.5	79.3
비유동자산	**2,468.1**	**2,572.8**	**2,569.2**	**2,568.4**	**2,572.0**
투자자산	108.6	271.4	285.9	297.7	308.7
금융자산	85.6	140.8	147.8	153.4	158.7
유형자산	2,014.6	1,939.7	1,931.2	1,927.1	1,927.1
무형자산	**118.6**	**116.6**	**106.9**	**98.4**	**90.9**
기타비유동자산	**226.3**	**245.1**	**245.2**	**245.2**	**245.3**
자산총계	**3,256.5**	**3,466.1**	**3,566.3**	**3,675.2**	**3,802.0**
유동부채	**941.6**	**864.9**	**891.3**	**912.6**	**932.7**
금융부채	560.9	409.2	409.2	409.2	409.2
매입채무	87.4	172.1	182.1	190.1	197.7
기타유동부채	293.3	283.6	300.0	313.3	325.8
비유동부채	**1,086.9**	**1,296.3**	**1,303.1**	**1,308.7**	**1,313.9**
금융부채	**955.6**	**1,178.1**	**1,178.1**	**1,178.1**	**1,178.1**
기타비유동부채	131.3	118.2	125.0	130.6	135.8
부채총계	**2,028.5**	**2,161.2**	**2,194.4**	**2,221.3**	**2,246.6**
지배주주지분	**1,212.1**	**1,294.6**	**1,356.5**	**1,432.7**	**1,527.1**
자본금	**4.4**	**4.9**	**4.9**	**4.9**	**4.9**
자본잉여금	(22.5)	50.0	50.0	50.0	50.0
자본조정	(674.8)	(614.9)	(614.9)	(614.9)	(614.9)
기타포괄이익누계액	(3.2)	(21.7)	(21.7)	(21.7)	(21.7)
이익잉여금	1,908.3	1,876.2	1,938.1	2,014.3	2,108.8
비지배주주지분	**15.9**	**10.3**	**15.4**	**21.3**	**28.2**
자본총계	**1,228.0**	**1,304.9**	**1,371.9**	**1,454.0**	**1,555.3**
순금융부채	1,307.6	1,259.4	1,188.0	1,104.5	1,006.2

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(16,243)	(1,397)	9,011	10,359	12,231
BPS	146,060	133,667	140,016	147,830	157,515
CFPS	34,450	31,268	31,959	33,697	36,073
EBITDAPS	30,946	27,704	32,759	34,620	36,996
SPS	277,066	252,104	244,985	255,824	266,057
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
주가지표(배)					
PER	(8.62)	(77.67)	17.09	14.87	12.59
PBR	0.96	0.81	1.10	1.04	0.98
PCFR	4.06	3.47	4.82	4.57	4.27
EV/EBITDA	9.21	9.23	8.01	7.35	6.62
PSR	0.51	0.43	0.63	0.60	0.58
재무비율(%)					
ROE	(11.68)	(1.00)	6.63	7.24	8.06
ROA	(4.34)	(0.37)	2.50	2.79	3.19
ROIC	4.94	3.17	5.48	6.15	7.04
부채비율	165.19	165.63	159.96	152.77	144.45
순부채비율	106.48	96.52	86.59	75.97	64.69
이자보상배율(배)	2.75	2.65	4.57	5.10	5.74

현금흐름표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**134.1**	**303.4**	**245.8**	**257.0**	**275.1**
당기순이익	(144.0)	(16.8)	93.0	106.9	126.2
조정	38	26	15	15	15
감가상각비	163.7	150.9	148.2	146.4	145.4
외환거래손익	(0.1)	(2.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	31.8	34.9	0.0	0.0	0.0
기타	(157.4)	(156.9)	(133.2)	(131.4)	(130.4)
영업활동자산부채변동	(97.5)	63.4	4.6	3.7	3.5
투자활동 현금흐름	**(134.2)**	**(388.5)**	**(154.3)**	**(153.6)**	**(156.5)**
투자자산감소(증가)	50.9	(155.0)	(14.5)	(11.7)	(11.1)
자본증가(감소)	(139.4)	(115.0)	(130.0)	(133.9)	(137.9)
기타	(45.7)	(118.5)	(9.8)	(8.0)	(7.5)
재무활동 현금흐름	**101.9**	**45.9**	**(26.0)**	**(24.8)**	**(24.8)**
금융부채증가(감소)	93.8	70.8	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(25.2)	73.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	59.4	(75.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(26.1)	(22.2)	(26.0)	(24.8)	(24.8)
현금의 증감	**101.0**	**(39.2)**	**60.3**	**75.6**	**90.9**
Unlevered CFO	302.1	280.0	311.6	328.6	351.7
Free Cash Flow	(19.1)	174.1	115.8	123.1	137.2

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

2021년 5월 25일

신세계푸드(031440)

상향된 추정치 반영해 목표주가 상향

2분기도 유의미한 실적 개선 전망

1분기 호실적이 반영되면서 실적 추정치가 대폭 상향 조정되었다. 목표주가는 올라간 추정치를 반영하여 기존 10만원에서 14만원으로 상향한다. Target 밸류에이션은 직전 목표주가 산출 때와 동일하다. 2분기도 1분기와 유사한 흐름이 예상된다. ① 급식 부문은 기저효과(작년 코로나19 기인한 쇼크) 및 저수익처 구조조정 기인해 YoY 수익성 회복이 기대된다. ② 베이커리 부문은 '스타벅스' 향 매출 확대에 따라 실적 기여가 확대될 것으로 판단한다. ③ 외식 부문도 저수익 점포 스크랩 및 '노브랜드 버거' 가맹 확대로 실적 개선세가 전망된다.

제조 매출 견조한 성장 궁정적

신세계푸드의 제조 매출액은 올해 4천억원에 육박할 것으로 추정한다. 가장 큰 기여는 '스타벅스'이다. 스타벅스 향 매출액은 작년 1,350억원에서 올해 1,600억원까지 증가할 것으로 추정한다. 스타벅스 향 매출은 지난 3년(2017년~2020년) 동안 연평균 16% 성장했다. 스타벅스가 국내 커피 시장 내 독보적인 인지도를 바탕으로 견조한 성장세를 시현하면서 베이커리 매출도 동반 상승하고 있는 것으로 파악된다. 하반기부터는 '노브랜드 버거' 가맹이 확대되면서 제조 공정의 시너지가 기대된다. 중장기 제조 매출 확대에 따른 이익 레버리지가 기대되는 대목이다.

올해 하반기부터 턴어라운드, 내년 개선 폭 클 듯

향후 가맹점 확대에 따라 유의미한 실적 개선이 기대된다. 가맹점 수에 비례해 로열티 수취와 제조 공장 가동률 상승(패티, 햄버거빵, 양상추 등 공급) 시너지가 기대되기 때문이다. 하나금융투자는 가맹점 수 100개 확대시 영업이익 80~100억원의 개선 효과를 추정한다. 월 평균 매출은 6천만원, 원부자재 비율은 35%를 가정했다. 물론 가맹점이 확대됨에 따라 제조 마진 개선 폭은 더욱 클 것이다. 실적 개선은 100개 가맹점 오픈이 마무리되는 올해 연말부터 본격화될 것이다. 내년/내후년은 상당히 유의미한 실적 개선세를 보여줄 것으로 판단한다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 140,000원(상향) | CP(5월24일): 96,500원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	3,144.30
52주최고/최저(원)	105,000/50,700
시가총액(십억원)	373.7
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	3,872.5
60일 평균거래량(천주)	30.5
60일 평균거래대금(십억원)	2.6
21년 배당금(예상,원)	750
21년 배당수익률(예상,%)	0.93
외국인 지분율(%)	4.41
주요주주 지분율(%)	
이마트 외 4 인	55.55
국민연금공단	11.59

주가상승률	1M	6M	12M
절대	20.6	59.2	54.9
상대	22.2	32.6	(2.9)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	1,306.2	1,390.2
영업이익(십억원)	25.7	35.7
순이익(십억원)	12.8	23.0
EPS(원)	3,267	5,952
BPS(원)	75,098	79,651

Stock Price

Financial Data

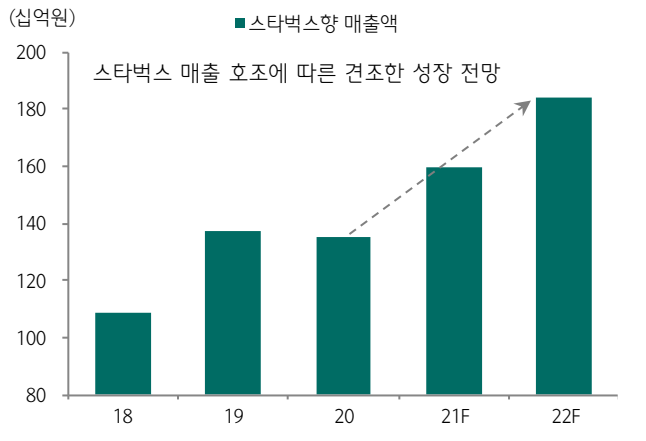
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,320.1	1,240.3	1,320.0	1,380.4	1,481.0
영업이익	십억원	22.2	7.7	25.1	36.8	46.6
세전이익	십억원	4.6	(26.8)	20.3	33.0	44.8
순이익	십억원	4.4	(22.0)	15.0	25.7	34.9
EPS	원	1,124	(5,677)	3,882	6,637	9,008
증감율	%	(48.86)	적전	흑전	70.97	35.72
PER	배	62.54	(11.50)	24.76	14.48	10.67
PBR	배	0.86	0.89	1.26	1.17	1.06
EV/EBITDA	배	6.59	10.13	8.84	7.61	6.65
ROE	%	1.38	(7.35)	5.20	8.38	10.44
BPS	원	81,374	73,157	76,289	82,176	90,435
DPS	원	750	750	750	750	750

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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

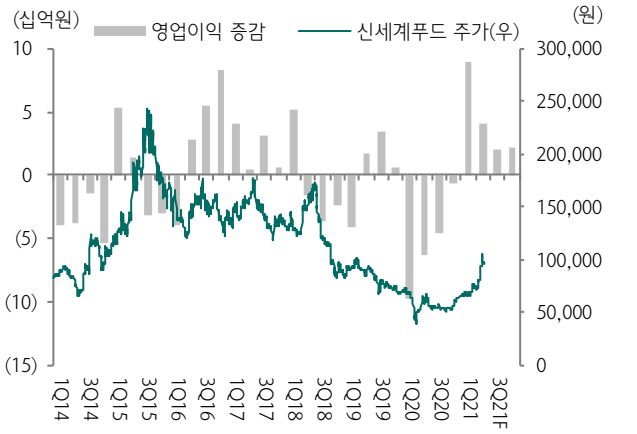
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 1. 스타벅스 향 매출 추이



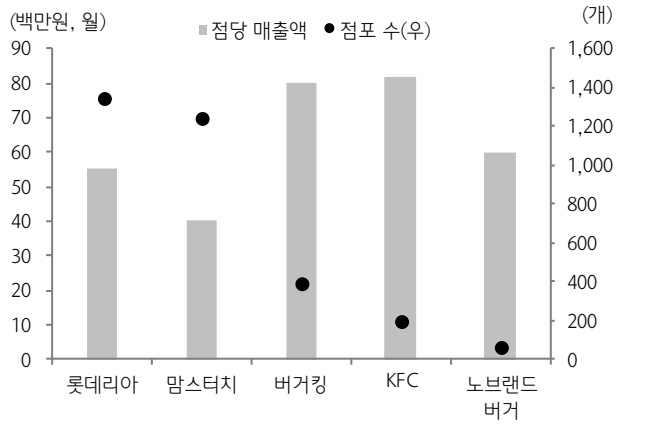
자료: 하나금융투자

그림 2. 실적 호조 이어질 전망



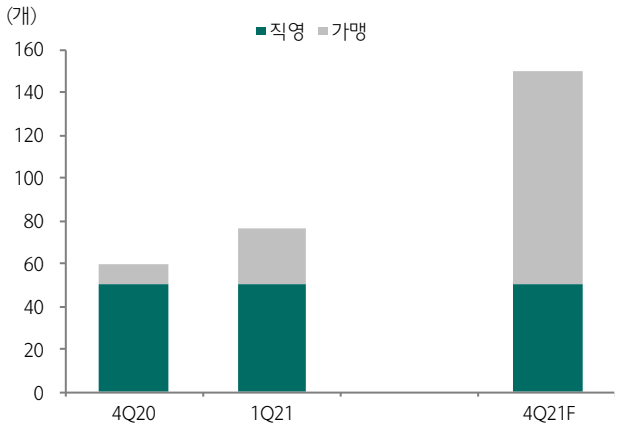
자료: 하나금융투자

그림 3. 버거 프랜차이즈 매출 및 점포 수 현황



자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

그림 4. 신세계푸드: '노브랜드 버거' 점포 수 추이



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 1. 신세계푸드 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**305.0**	**307.2**	**321.0**	**307.1**	**320.0**	**311.5**	**335.9**	**352.6**	**1,240.3**	**1,320.0**	**1,380.4**
매입유통	173.9	177.1	181.6	189.7	179.1	184.2	196.1	205.6	722.3	765.1	821.5
제조서비스	128.2	132.6	139.8	141.3	121.7	127.3	139.8	147.0	541.8	535.8	558.9
YoY	-3.6%	-6.2%	-4.9%	-9.3%	4.9%	1.4%	4.7%	14.8%	-6.0%	6.4%	4.3%
매입유통	3.2%	5.0%	3.7%	5.5%	3.0%	4.0%	8.0%	8.4%	4.4%	5.9%	7.4%
제조서비스	-13.3%	-12.4%	-11.8%	-9.0%	-5.0%	-4.0%	0.0%	4.0%	-11.6%	-1.1%	3.0%
영업이익	**(4.0)**	**2.4**	**4.5**	**4.8**	**5.1**	**6.5**	**6.5**	**7.0**	**7.7**	**25.1**	**36.8**
YoY	TR	-66.2%	-28.1%	-12.7%	TB	165.6%	44.7%	47.2%	-65.1%	224.7%	46.6%
OPM	-1.3%	0.8%	1.4%	1.5%	1.6%	2.1%	1.9%	2.0%	0.6%	1.9%	2.7%
세전이익	**(5.6)**	**0.1**	**1.9**	**(23.3)**	**4.3**	**5.5**	**5.5**	**5.0**	**(26.8)**	**20.3**	**33.0**
YoY	TR	-97.8%	-68.6%	CR	TB	5782.4%	189.3%	TB	TR	TB	62.4%
(지배)순이익	**(4.3)**	**0.9**	**1.5**	**(20.0)**	**3.2**	**4.2**	**4.2**	**3.5**	**(22.0)**	**15.0**	**25.7**
YoY	TR	-72.9%	-68.2%	CR	TB	377.3%	186.1%	TB	TR	TB	71.0%
NPM	-1.4%	0.3%	0.5%	-6.5%	1.0%	1.3%	1.2%	1.0%	-1.8%	1.1%	1.9%

자료: 하나금융투자

표 2. 신세계푸드 목표주가 14만원 도출

연결 실적	21F	22F	23F	비고
연결순이익(십억원)	15.0	25.1	36.8	
Target PER			20	프랜차이즈 Peer 평균 멀티플
기업가치	300	502	736	
Present Value(D=10%)		456	608	
주당가치		117,800	157,000	
목표주가(원)			**140,000**	

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,320.1**	**1,240.3**	**1,320.0**	**1,380.4**	**1,481.0**
매출원가	1,147.4	1,080.4	1,139.1	1,187.1	1,269.2
매출총이익	172.7	159.9	180.9	193.3	211.8
판관비	150.5	152.1	155.8	156.4	165.2
영업이익	**22.2**	**7.7**	**25.1**	**36.8**	**46.6**
금융손익	(5.6)	(7.4)	(9.5)	(7.9)	(5.8)
종속/관계기업손익	0.1	0.2	4.7	4.0	4.0
기타영업외손익	(12.2)	(27.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**4.6**	**(26.8)**	**20.3**	**33.0**	**44.8**
법인세	0.2	(4.9)	5.3	7.3	9.9
계속사업이익	4.4	(22.0)	15.0	25.7	34.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4.4**	**(22.0)**	**15.0**	**25.7**	**34.9**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**4.4**	**(22.0)**	**15.0**	**25.7**	**34.9**
지배주주지분포괄이익	2.3	(28.9)	15.0	25.7	34.9
NOPAT	21.1	6.3	18.6	28.7	36.3
EBITDA	74.8	66.3	80.2	89.3	97.2
성장성(%)					
매출액증가율	3.25	(6.04)	6.43	4.58	7.29
NOPAT증가율	22.67	(70.14)	195.24	54.30	26.48
EBITDA증가율	17.43	(11.36)	20.97	11.35	8.85
영업이익증가율	(18.98)	(65.32)	225.97	46.61	26.63
(지배주주)순익증가율	(48.24)	적전	흑전	71.33	35.80
EPS증가율	(48.86)	적전	흑전	70.97	35.72
수익성(%)					
매출총이익률	13.08	12.89	13.70	14.00	14.30
EBITDA이익률	5.67	5.35	6.08	6.47	6.56
영업이익률	1.68	0.62	1.90	2.67	3.15
계속사업이익률	0.33	(1.77)	1.14	1.86	2.36

대차대조표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**283.9**	**247.1**	**283.4**	**324.4**	**376.2**
금융자산	43.1	38.6	61.5	92.3	127.2
현금성자산	23.8	20.8	42.6	72.5	106.0
매출채권	111.6	112.4	119.7	125.2	134.3
재고자산	121.7	84.9	90.3	94.5	101.4
기타유동자산	7.5	11.2	11.9	12.4	13.3
비유동자산	**449.4**	**640.1**	**627.2**	**617.5**	**612.0**
투자자산	17.6	32.9	35.0	36.6	39.2
금융자산	15.5	30.7	32.6	34.1	36.6
유형자산	307.2	285.8	272.3	262.4	255.4
무형자산	**62.9**	**61.0**	**59.4**	**58.0**	**56.8**
기타비유동자산	**61.7**	**260.4**	**260.5**	**260.5**	**260.6**
자산총계	**733.3**	**887.2**	**910.6**	**941.9**	**988.2**
유동부채	**260.5**	**246.7**	**256.2**	**263.3**	**275.2**
금융부채	126.6	128.6	130.4	131.8	134.1
매입채무	48.5	42.4	45.1	47.2	50.6
기타유동부채	85.4	75.7	80.7	84.3	90.5
비유동부채	**157.6**	**357.2**	**359.0**	**360.5**	**362.8**
금융부채	**136.8**	**328.3**	**328.3**	**328.3**	**328.3**
기타비유동부채	20.8	28.9	30.7	32.2	34.5
부채총계	**418.2**	**603.9**	**615.2**	**623.8**	**638.0**
지배주주지분	**315.1**	**283.3**	**295.4**	**318.2**	**350.2**
자본금	**19.4**	**19.4**	**19.4**	**19.4**	**19.4**
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
자본조정	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타포괄이익누계액	0.1	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
이익잉여금	227.8	197.4	209.5	232.3	264.3
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**315.1**	**283.3**	**295.4**	**318.2**	**350.2**
순금융부채	220.3	418.3	397.2	367.8	335.2

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,124	(5,677)	3,882	6,637	9,008
BPS	81,374	73,157	76,289	82,176	90,435
CFPS	23,331	20,980	21,922	24,099	26,138
EBITDAPS	19,314	17,110	20,708	23,066	25,105
SPS	340,894	320,273	340,875	356,465	382,448
DPS	750	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	62.54	(11.50)	24.76	14.48	10.67
PBR	0.86	0.89	1.26	1.17	1.06
PCFR	3.01	3.11	4.38	3.99	3.68
EV/EBITDA	6.59	10.13	8.84	7.61	6.65
PSR	0.21	0.20	0.28	0.27	0.25
재무비율(%)					
ROE	1.38	(7.35)	5.20	8.38	10.44
ROA	0.64	(2.71)	1.67	2.77	3.61
ROIC	4.91	1.17	3.06	4.83	6.19
부채비율	132.71	213.19	208.26	196.03	182.19
순부채비율	69.92	147.67	134.46	115.58	95.72
이자보상배율(배)	3.72	0.78	1.98	2.90	3.65

현금흐름표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**28.8**	**65.5**	**70.7**	**78.6**	**86.2**
당기순이익	4.4	(22.0)	15.0	25.7	34.9
조정	8	10	6	5	5
감가상각비	52.6	58.5	55.1	52.5	50.6
외환거래손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(45.0)	(48.3)	(49.1)	(47.5)	(45.6)
영업활동자산부채변동	(51.9)	(8.9)	0.6	0.4	0.7
투자활동 현금흐름	**(63.3)**	**(28.2)**	**(43.3)**	**(43.7)**	**(46.5)**
투자자산감소(증가)	13.6	(15.1)	(2.1)	(1.6)	(2.7)
자본증가(감소)	(53.9)	(29.5)	(40.0)	(41.2)	(42.4)
기타	(23.0)	16.4	(1.2)	(0.9)	(1.4)
재무활동 현금흐름	**51.8**	**(39.7)**	**(1.1)**	**(1.5)**	**(0.6)**
금융부채증가(감소)	119.0	193.5	1.8	1.4	2.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.3)	(230.3)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
현금의 증감	**17.3**	**(2.4)**	**21.2**	**29.9**	**33.5**
Unlevered CFO	90.3	81.2	84.9	93.3	101.2
Free Cash Flow	(40.5)	32.6	30.7	37.4	43.8

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

2021년 5월 25일

매일유업(267980)

영업환경의 변화 감지

녹록치 않았던 영업환경의 변화 감지

2020년 유가공 업체들의 영업환경은 녹록치 않았다. 코로나19 기인한 개학 연기 및 야외 활동 제한으로 백색시유를 포함한 가공유, 컵커피 등 유제품 수요가 부진했기 때문이다. 다행히도 3월 이후 영업환경의 변화가 감지된다. 편의점 트래픽이 가파르게 회복 중인 것으로 파악된다. 상대적으로 고마진 제품(가공유, 컵커피 등)의 높은 편의점 채널 비중 감안시 올해 기저효과를 기대할 수 있겠다. 더불어, 기상청에 의하면 올해 여름 기온은 작년보다 높을 공산이 크다. 작년 비우호적이었던 날씨(높은 강수량 및 낮은 기온) 감안시 올해 유음료 수요는 회복할 확률이 높다.

2분기 호실적 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3,762억원(YoY 5.9%), 250억원(YoY 22.8%)으로 추정한다. 3월부터 편의점 트래픽 회복과 더불어 매일유업의 매출도 유의미한 신장세를 기록하고 있는 것으로 파악된다. 4월도 동일한 기조가 이어져 전사 매출액은 YoY high single 증가한 것으로 추정된다. ① 편의점 채널 비중이 높은 상대적으로 고마진 제품(가공유, 컵커피)의 매출 성장세 감안시 견조한 이익 개선이 기대된다. ② 더불어, 작년 비우호적이었던 날씨(높은 강수량 및 낮은 기온)로 부진했던 음료 총수요는 전반적으로 회복될 공산이 크다. 2분기부터 기저효과도 본격화될 것으로 판단한다. ③ '셀렉스'는 라인업 확대를 통해 QoQ 매출 증가가 예상된다. 1분기 비용 선집행 기인해 2분기는 이익 기여에도 긍정적인 영향이 전망된다.

저가 매수 유효

현 주가는 12개월 Fwd PER 9배에 불과하다. 작년 부정적인 영업환경 속에서도 제품 믹스 개선 기인한 기초 체력 증진을 긍정적으로 판단한다. 올해는 기저효과와 더불어 '셀렉스' 매출 확대에 따른 이익 기여도 기대해 볼 수 있겠다.

관심종목

BUY

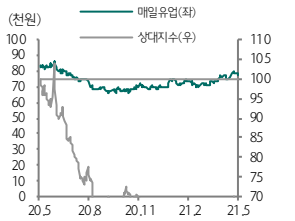
| TP(12M): 100,000원 | CP(5월24일): 77,000원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	948.37
52주최고/최저(원)	86,800/65,600
시가총액(십억원)	604.0
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	7,843.6
60일 평균거래량(천주)	36.9
60일 평균거래대금(십억원)	2.8
21년 배당금(예상,원)	800
21년 배당수익률(예상,%)	1.04
외국인 지분율(%)	16.62
주요주주 지분율(%)	
김정완 외 13 인	56.27
브이아이피자산운용	5.68

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.5	8.6	(6.7)
상대	8.8	(0.1)	(30.3)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	1,545.7	1,621.1
영업이익(십억원)	92.4	102.2
순이익(십억원)	70.9	78.5
EPS(원)	9,090	10,225
BPS(원)	66,447	76,198

Stock Price



Financial Data

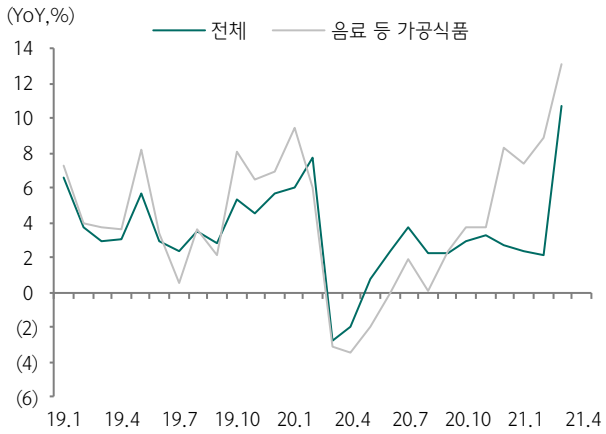
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,393.3	1,463.1	1,521.9	1,596.3	1,676.1
영업이익	십억원	85.3	86.5	87.9	98.8	110.5
세전이익	십억원	85.2	80.5	89.9	97.8	110.1
순이익	십억원	64.3	57.7	65.9	71.8	80.1
EPS	원	8,202	7,350	8,401	9,159	10,215
증감율	%	8.92	(10.39)	14.30	9.02	11.53
PER	배	10.50	9.51	9.20	8.44	7.57
PBR	배	1.67	1.20	1.17	1.04	0.92
EV/EBITDA	배	5.52	4.45	4.45	3.70	3.02
ROE	%	17.14	13.67	14.02	13.48	13.29
BPS	원	51,598	58,357	65,981	74,364	83,804
DPS	원	800	800	800	800	800

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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

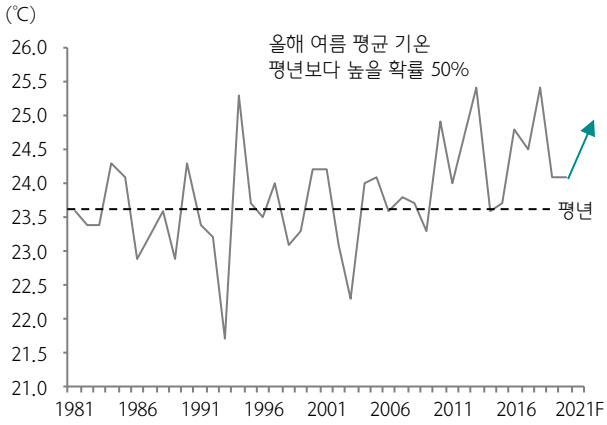
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 1. 편의점 기존점 성장률 추이



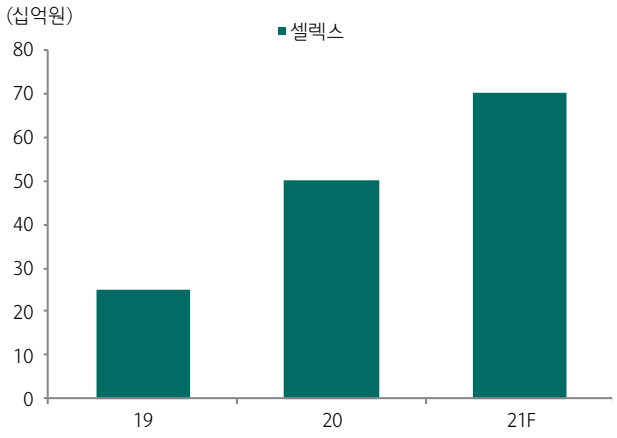
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 2. 여름철 평균 기온 추이



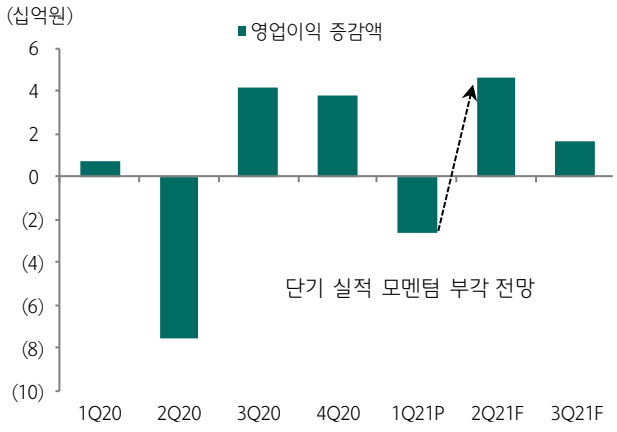
자료: 기상청, 하나금융투자

그림 3. '셀렉스' 견조한 성장세



자료: 하나금융투자

그림 4. 2분기 및 3분기 호실적 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 1. 매일유업 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**358.2**	**355.3**	**379.7**	**369.8**	**370.3**	**376.2**	**397.8**	**377.6**	**1,463.1**	**1,521.9**	**1,596.3**
제조분유	31.4	28.3	30.7	31.5	27.7	26.7	29.9	30.6	122.0	114.9	112.1
백색우유	77.6	91.5	86.7	81.8	81.5	96.0	91.1	85.8	337.5	354.4	372.1
상하목장	29.6	29.7	29.8	28.0	31.4	32.1	32.2	29.6	117.1	125.3	132.8
컵커피	46.4	50.2	45.6	41.0	49.1	53.2	48.4	43.4	183.1	194.1	205.8
YoY	6.1%	1.6%	8.6%	3.8%	3.4%	5.9%	4.8%	2.1%	5.0%	4.0%	4.9%
제조분유	-12.8%	-19.9%	-17.1%	-20.4%	-11.6%	-5.8%	-2.8%	-2.9%	-17.6%	-5.8%	-2.4%
백색우유	4.0%	8.0%	6.0%	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%
상하목장	8.0%	6.0%	8.0%	6.0%	6.0%	8.0%	8.0%	6.0%	7.0%	6.0%	6.0%
컵커피	5.0%	2.0%	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.4%	6.0%	6.0%
영업이익	**20.4**	**20.3**	**21.8**	**24.0**	**17.7**	**25.0**	**23.5**	**21.7**	**86.5**	**87.9**	**98.8**
YoY	3.8%	-27.0%	23.6%	18.8%	-12.9%	22.8%	7.6%	-9.3%	1.4%	1.6%	12.3%
OPM	5.7%	5.7%	5.7%	6.5%	4.8%	6.6%	5.9%	5.8%	5.9%	5.8%	6.2%
세전이익	**24.7**	**19.4**	**18.3**	**18.1**	**20.6**	**24.7**	**23.2**	**21.4**	**80.5**	**89.9**	**97.8**
YoY	19.0%	-31.9%	2.7%	-0.2%	-16.5%	27.2%	26.5%	18.5%	-5.5%	11.7%	8.8%
지배순이익	**19.2**	**14.1**	**11.4**	**13.0**	**16.1**	**18.0**	**16.2**	**15.6**	**57.7**	**65.9**	**71.8**
YoY	19.0%	-33.8%	-23.0%	7.0%	-16.2%	27.7%	42.6%	19.7%	-10.4%	14.3%	9.0%
NPM	5.3%	4.0%	3.0%	3.5%	4.3%	4.8%	4.1%	4.1%	3.9%	4.3%	4.5%

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,393.3**	**1,463.1**	**1,521.9**	**1,596.3**	**1,676.1**
매출원가	983.8	1,033.4	1,080.7	1,130.3	1,183.5
매출총이익	409.5	429.7	441.2	466.0	492.6
판관비	324.1	343.2	353.3	367.2	382.2
영업이익	**85.3**	**86.5**	**87.9**	**98.8**	**110.5**
금융손익	1.1	(0.4)	(0.2)	0.7	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.2	(1.7)	(2.0)
기타영업외손익	(1.3)	(5.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**85.2**	**80.5**	**89.9**	**97.8**	**110.1**
법인세	20.8	22.8	24.1	25.9	29.9
계속사업이익	64.3	57.7	65.9	71.8	80.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**64.3**	**57.7**	**65.9**	**71.8**	**80.1**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**64.3**	**57.7**	**65.9**	**71.8**	**80.1**
지배주주지분포괄이익	63.0	58.6	65.9	71.8	80.1
NOPAT	64.4	62.0	64.4	72.6	80.4
EBITDA	118.3	122.1	125.6	138.6	152.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.13	5.01	4.02	4.89	5.00
NOPAT증가율	13.98	(3.73)	3.87	12.73	10.74
EBITDA증가율	16.67	3.21	2.87	10.35	9.88
영업이익증가율	14.65	1.41	1.62	12.40	11.84
(지배주주)순익증가율	10.29	(10.26)	14.21	8.95	11.56
EPS증가율	8.92	(10.39)	14.30	9.02	11.53
수익성(%)					
매출총이익률	29.39	29.37	28.99	29.19	29.39
EBITDA이익률	8.49	8.35	8.25	8.68	9.09
영업이익률	6.12	5.91	5.78	6.19	6.59
계속사업이익률	4.61	3.94	4.33	4.50	4.78

대차대조표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**391.9**	**446.3**	**471.1**	**533.8**	**605.5**
금융자산	107.4	122.2	133.9	180.2	234.2
현금성자산	84.3	68.8	79.6	124.6	177.3
매출채권	153.6	162.5	169.0	177.2	186.1
재고자산	116.3	145.1	151.0	158.3	166.2
기타유동자산	14.6	16.5	17.2	18.1	19.0
비유동자산	**283.3**	**298.5**	**310.9**	**323.2**	**335.5**
투자자산	4.6	3.5	3.5	3.6	3.7
금융자산	4.6	3.5	3.5	3.6	3.7
유형자산	228.8	249.8	263.7	277.2	290.6
무형자산	**8.2**	**10.0**	**8.5**	**7.1**	**6.0**
기타비유동자산	**41.7**	**35.2**	**35.2**	**35.3**	**35.2**
자산총계	**675.2**	**744.8**	**782.0**	**857.0**	**941.0**
유동부채	**214.7**	**215.5**	**192.4**	**201.3**	**210.7**
금융부채	41.6	36.9	7.1	7.5	7.9
매입채무	73.6	80.3	83.5	87.6	91.9
기타유동부채	99.5	98.3	101.8	106.2	110.9
비유동부채	**56.9**	**89.2**	**89.6**	**90.0**	**90.5**
금융부채	**43.4**	**80.5**	**80.5**	**80.5**	**80.5**
기타비유동부채	13.5	8.7	9.1	9.5	10.0
부채총계	**271.6**	**304.7**	**282.0**	**291.3**	**301.2**
지배주주지분	**403.6**	**440.1**	**499.9**	**565.7**	**639.7**
자본금	**3.9**	**3.9**	**3.9**	**3.9**	**3.9**
자본잉여금	256.8	257.5	257.5	257.5	257.5
자본조정	(1.1)	(17.6)	(17.6)	(17.6)	(17.6)
기타포괄이익누계액	(4.5)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
이익잉여금	148.5	199.9	259.7	325.4	399.5
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**403.6**	**440.1**	**499.9**	**565.7**	**639.7**
순금융부채	(22.4)	(4.9)	(46.3)	(92.3)	(145.9)

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,202	7,350	8,401	9,159	10,215
BPS	51,598	58,357	65,981	74,364	83,804
CFPS	16,573	16,917	16,292	17,444	19,167
EBITDAPS	15,082	15,563	16,012	17,666	19,422
SPS	177,629	186,533	194,034	203,518	213,694
DPS	800	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	10.50	9.51	9.20	8.44	7.57
PBR	1.67	1.20	1.17	1.04	0.92
PCFR	5.20	4.13	4.74	4.43	4.03
EV/EBITDA	5.52	4.45	4.45	3.70	3.02
PSR	0.48	0.37	0.40	0.38	0.36
재무비율(%)					
ROE	17.14	13.67	14.02	13.48	13.29
ROA	9.97	8.12	8.63	8.77	8.91
ROIC	20.65	17.91	17.10	18.50	19.68
부채비율	67.28	69.23	56.41	51.49	47.09
순부채비율	(5.56)	(1.11)	(9.27)	(16.31)	(22.80)
이자보상배율(배)	30.57	36.13	36.26	47.57	52.98

현금흐름표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**92.4**	**62.6**	**100.9**	**108.2**	**118.3**
당기순이익	64.3	57.7	65.9	71.8	80.1
조정	5	5	4	4	4
감가상각비	33.0	35.6	37.7	39.8	41.8
외환거래손익	0.5	1.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(28.5)	(32.4)	(33.7)	(35.8)	(37.8)
영업활동자산부채변동	(19.1)	(43.2)	(2.7)	(3.4)	(3.6)
투자활동 현금흐름	**(41.4)**	**(81.6)**	**(51.0)**	**(53.3)**	**(55.5)**
투자자산감소(증가)	2.7	1.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(35.6)	(51.3)	(50.0)	(52.0)	(54.1)
기타	(8.5)	(31.4)	(1.0)	(1.2)	(1.3)
재무활동 현금흐름	**(30.5)**	**4.8**	**(35.8)**	**(5.7)**	**(5.7)**
금융부채증가(감소)	(9.9)	32.3	(29.7)	0.3	0.4
자본증가(감소)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.1)	(21.9)	0.0	0.1	(0.0)
배당지급	(5.5)	(6.3)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
현금의 증감	**20.3**	**(14.2)**	**9.4**	**45.0**	**52.7**
Unlevered CFO	130.0	132.7	127.8	136.8	150.3
Free Cash Flow	55.9	11.0	50.9	56.2	64.3

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

2021년 5월 25일

빙그레(005300)

빙과 시장의 자이언트로 변모

빙과 시장의 호황

그 동안 정체되었던 빙과 시장은, ① 코로나19 기인한 가정용 대용량 수요 증가, ② 빙과 전문 채널 등장 기인해 성장세를 보이고 있다. 2020년 4사 합산 빙과 매출액은 YoY 5.8% 증가한 것으로 추정된다. 올해 1분기도 두 자리 수 매출 성장을 시현한 것으로 파악된다. 업계에 따르면 혜성처럼 나타난 빙과 전문 채널(아이스크림 할인점)의 매출 비중은 25% 수준까지 확대된 것으로 파악된다. 빙과 전문점은 매대가 일단 편의점 대비 3~4배 많아 파급력이 더 큰 것으로 판단된다. 초기 자본 투자가 미미하다는 점에서 당분간 전문점 채널 수는 증가가 예상된다. 더불어, ③ 지난해 빙그레는 2020년 10월 해태아이스크림 지분 100%를 1,325억원에 인수했다. 해태의 피인수 기인해 국내 아이스크림 시장은 '롯데(MS 47%) VS. '빙그레(MS 41%)' 양강 체제로 재편되었다. 중장기 경쟁 완화가 기대되는 대목이다.

빙과시장의 자이언트로!

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,308억원(YoY 17.9%), 526억원(YoY 32.1%)으로 추정한다. 해태 인수 효과 기인해 매출액 1조 클럽 입성에 성공할 것으로 전망된다. ① 해태 빙과 사업부는 작년 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다. 중장기 높아진 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지를 기대해 볼 만하다. ② 작년 비우호적이었던 날씨 및 ③ 최근 편의점 트래픽 회복 감안시 빙그레의 유가공 사업부 실적도 큰 폭 개선될 것으로 판단한다.

중장기 기업가치 제고 전망

과거 600억원 이익 체력을 보유했던 빙그레는 작년 398억원을 시현하는데 그쳤다. ① 올해는 시황 개선 기인한 유의미한 실적 개선을 예상한다. 더불어, ② 해태 빙과 사업부 인수 기인한 중장기 마진 개선이 전망된다. ③ 안정적인 영업현금흐름을 바탕으로 향후 추가적인 사업 확대 가능성도 열려있는 만큼 기업 가치 제고가 기대된다. 투자의견 BUY, 목표주가 8만원을 신규로 제시한다.

관심종목

BUY(신규)

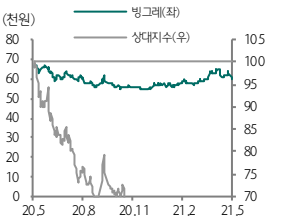
| TP(12M): 80,000원(신규) | CP(5월24일): 60,600원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	3,144.30
52주최고/최저(원)	67,200/55,000
시가총액(십억원)	597.0
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	9,851.2
60일 평균거래량(천주)	46.2
60일 평균거래대금(십억원)	2.8
21년 배당금(예상,원)	1,600
21년 배당수익률(예상,%)	2.63
외국인 지분율(%)	22.47
주요주주 지분율(%)	
김호연 외 3 인	40.89
국민연금공단	6.26

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.8)	8.6	(8.6)
상대	(4.5)	(9.6)	(42.7)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	1,134.9	1,172.7
영업이익(십억원)	49.3	54.1
순이익(십억원)	43.0	47.0
EPS(원)	4,365	4,771
BPS(원)	69,858	73,514

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	878.3	959.1	1,130.8	1,181.6	1,228.8
영업이익	십억원	45.8	39.8	52.6	60.0	67.6
세전이익	십억원	53.1	47.5	57.3	65.0	72.0
순이익	십억원	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
EPS	원	4,168	3,540	4,310	4,885	5,400
증감율	%	20.05	(15.07)	21.75	13.34	10.54
PER	배	13.44	16.13	13.92	12.28	11.11
PBR	배	0.93	0.92	0.92	0.88	0.83
EV/EBITDA	배	3.46	4.70	4.13	3.51	2.94
ROE	%	7.36	6.01	7.03	7.58	7.92
BPS	원	60,259	62,126	65,000	68,449	72,413
DPS	원	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600

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

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

Analyst 심은주 02-3771-8538

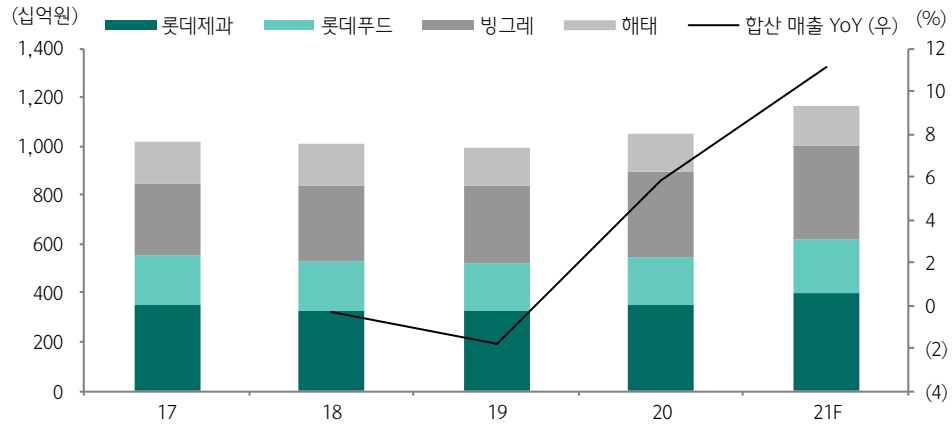
올해 유의미한 실적 개선 전망

빙과 시장 호황의 수혜 전망

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,308억원(YoY 17.9%), 526억원(YoY 32.1%)로 추정한다. 해태 인수 효과 기인해 매출액 1조 클럽 입성에 성공할 것으로 전망된다. ① 해태 빙과 사업부는 작년 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다. 중장기 높아진 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지를 기대해 볼 만하다. ② 작년 비우호적이었던 날씨 및 ③ 최근 편의점 트래픽 회복 감안시 유음료 사업부 실적도 큰 폭 개선될 것으로 판단한다.

정체되어 있었던 빙과시장은 2020년부터 성장

그림 1. 빙과 4사 매출 추이

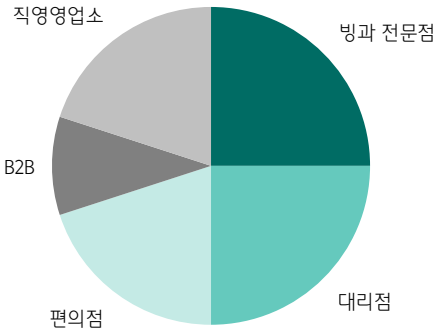


자료: 하나금융투자

그림 2. 혜성처럼 나타난 아이스크림 전문점

자료: 하나금융투자

그림 3. 빙과 채널별 매출 비중



자료: 하나금융투자

표 1. 빙그레 목표주가 8만원 도출

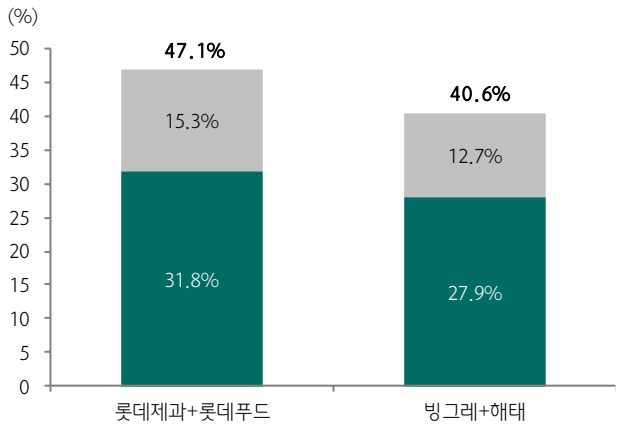
(단위: 십억원)

	21F	22F	비고
(지배)BPS (원)	65,000	68,449	
Target PBR	1.2	1.2	역사적 밴드 중단 값
목표주가	77,999	82,138	
현재가치(시간가중)		**80,000**	

자료: 하나금융투자

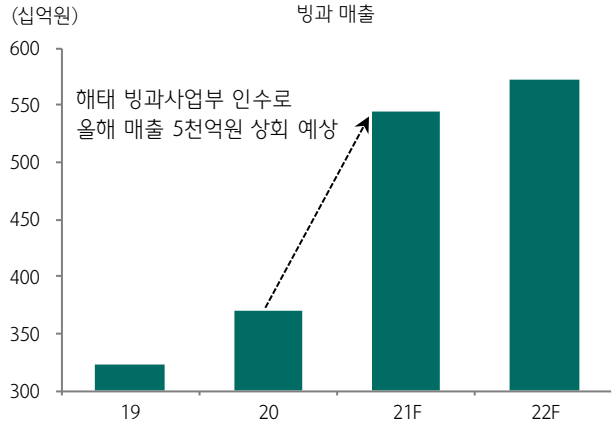
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 4. 국내 아이스크림 시장 양강구도로 재편



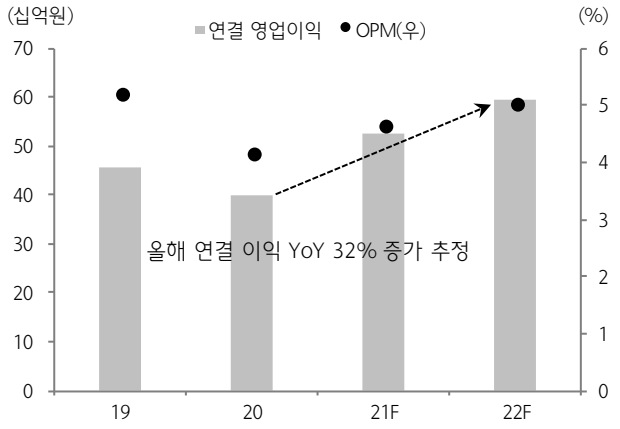
주: 2020년 상반기 기준
자료: 언론보도, 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 5. 빙그레 빙과 매출 전망



기타: 4Q20부터 해태 반영
자료: 하나금융투자

그림 6. 빙그레 올해 견조한 이익 개선 예상



자료: 하나금융투자

그림 7. 빙그레 12개월 Fwd PBR Band

자료: 하나금융투자

표 2. 빙그레 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**194.3**	**267.8**	**275.8**	**221.2**	**233.9**	**325.8**	**344.6**	**226.6**	**959.1**	**1,130.8**	**1,181.6**
① 유음료	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	138.2	144.0	132.8	515.3	537.8	556.6
② 빙과 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	129.8	136.5	68.7	392.2	421.3	442.4
③ 해태	-	-	-	23.9	26.9	57.9	64.0	25.1	23.9	173.9	182.6
YoY	**9.6%**	**7.4%**	**4.3%**	**18.2%**	**20.4%**	**21.7%**	**24.9%**	**2.4%**	**9.2%**	**17.9%**	**4.5%**
① 유음료	8.7%	2.6%	3.0%	1.3%	2.2%	4.6%	5.3%	5.1%	3.8%	4.4%	3.5%
② 빙과 및 기타	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	4.4%	4.7%	2.7%	8.7%	7.4%	5.0%
③ 해태	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-	-	5.0%
영업이익	**6.3**	**26.8**	**20.9**	**(14.2)**	**1.2**	**30.8**	**27.0**	**(6.4)**	**39.8**	**52.6**	**60.0**
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	CR	-80.8%	15.0%	29.4%	CR	-13.0%	32.1%	14.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	9.5%	7.8%	-2.8%	4.2%	4.7%	5.1%
빙그레	4.5	22.3	20.9	(5.3)	5.7	24.0	22.0	(0.5)	42.4	51.2	55.0
해태	-	-	-	(5.4)	(4.0)	6.0	6.0	(3.0)	(5.4)	5.0	8.0
기타 연결조정	1.9	4.5	(0.0)	(3.5)	(0.5)	0.8	(1.0)	(2.9)	(2.7)	(3.5)	(3.0)
세전이익	**8.5**	**36.3**	**21.1**	**(18.4)**	**2.3**	**35.4**	**30.5**	**(10.9)**	**47.5**	**57.3**	**65.0**
YoY	4.0%	60.7%	-5.1%	TR	-72.9%	-2.7%	44.6%	CR	-10.5%	20.6%	13.5%
(지배)순이익	**6.6**	**28.1**	**15.0**	**(14.8)**	**1.4**	**26.9**	**22.9**	**(8.7)**	**34.9**	**42.5**	**48.1**
YoY	8.2%	60.0%	-11.8%	TR	-78.9%	-4.2%	52.5%	CR	-15.1%	21.7%	13.3%
NPM	3.4%	10.5%	5.4%	-6.7%	0.6%	8.2%	6.6%	-3.8%	3.6%	3.8%	4.1%

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**878.3**	**959.1**	**1,130.8**	**1,181.6**	**1,228.8**
매출원가	647.1	698.4	795.5	838.0	866.3
매출총이익	231.2	260.7	335.3	343.6	362.5
판관비	185.4	220.9	282.7	283.6	294.9
영업이익	**45.8**	**39.8**	**52.6**	**60.0**	**67.6**
금융손익	6.6	4.0	3.5	3.9	4.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	1.2	1.1	0.0
기타영업외손익	0.7	3.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	**53.1**	**47.5**	**57.3**	**65.0**	**72.0**
법인세	12.0	12.6	14.8	16.9	18.9
계속사업이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**41.1**	**34.9**	**42.5**	**48.1**	**53.2**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**41.1**	**34.9**	**42.5**	**48.1**	**53.2**
지배주주지분포괄이익	38.1	31.2	42.5	48.1	53.2
NOPAT	35.4	29.2	39.0	44.4	49.9
EBITDA	78.9	82.4	96.7	105.7	115.1
성장성(%)					
매출액증가율	2.70	9.20	17.90	4.49	3.99
NOPAT증가율	16.83	(17.51)	33.56	13.85	12.39
EBITDA증가율	19.91	4.44	17.35	9.31	8.89
영업이익증가율	16.54	(13.10)	32.16	14.07	12.67
(지배주주)순익증가율	20.18	(15.09)	21.78	13.18	10.60
EPS증가율	20.05	(15.07)	21.75	13.34	10.54
수익성(%)					
매출총이익률	26.32	27.18	29.65	29.08	29.50
EBITDA이익률	8.98	8.59	8.55	8.95	9.37
영업이익률	5.21	4.15	4.65	5.08	5.50
계속사업이익률	4.68	3.64	3.76	4.07	4.33

대차대조표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**405.1**	**325.3**	**376.0**	**411.5**	**450.7**
금융자산	287.6	187.9	213.9	242.2	274.6
현금성자산	46.6	82.2	89.3	112.0	139.2
매출채권	57.8	67.0	78.9	82.5	85.8
재고자산	44.3	55.3	65.2	68.1	70.9
기타유동자산	15.4	15.1	18.0	18.7	19.4
비유동자산	**279.8**	**438.8**	**445.1**	**452.1**	**459.8**
투자자산	25.9	30.8	31.2	31.3	31.4
금융자산	25.9	30.8	31.2	31.3	31.4
유형자산	215.1	280.2	289.5	299.4	310.0
무형자산	**6.0**	**73.4**	**70.0**	**66.9**	**64.0**
기타비유동자산	**32.8**	**54.4**	**54.4**	**54.5**	**54.4**
자산총계	**684.9**	**764.1**	**821.1**	**863.6**	**910.5**
유동부채	**94.3**	**126.3**	**147.5**	**153.7**	**159.5**
금융부채	4.5	6.5	7.7	8.0	8.4
매입채무	40.7	57.2	67.4	70.5	73.3
기타유동부채	49.1	62.6	72.4	75.2	77.8
비유동부채	**19.5**	**48.3**	**55.8**	**58.1**	**60.1**
금융부채	**4.5**	**6.1**	**6.1**	**6.1**	**6.1**
기타비유동부채	15.0	42.2	49.7	52.0	54.0
부채총계	**113.8**	**174.6**	**203.3**	**211.8**	**219.7**
지배주주지분	**571.1**	**589.5**	**617.8**	**651.8**	**690.9**
자본금	**49.8**	**49.8**	**49.8**	**49.8**	**49.8**
자본잉여금	64.8	64.8	64.8	64.8	64.8
자본조정	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)
기타포괄이익누계액	(1.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	481.0	501.6	530.0	563.9	603.0
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**571.1**	**589.5**	**617.8**	**651.8**	**690.9**
순금융부채	(278.7)	(175.3)	(200.1)	(228.1)	(260.2)

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	4,310	4,885	5,400
BPS	60,259	62,126	65,000	68,449	72,413
CFPS	8,875	9,579	9,935	10,840	11,680
EBITDAPS	8,009	8,362	9,814	10,729	11,680
SPS	89,160	97,361	114,788	119,941	124,739
DPS	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600
주가지표(배)					
PER	13.44	16.13	13.92	12.28	11.11
PBR	0.93	0.92	0.92	0.88	0.83
PCFR	6.31	5.96	6.04	5.54	5.14
EV/EBITDA	3.46	4.70	4.13	3.51	2.94
PSR	0.63	0.59	0.52	0.50	0.48
재무비율(%)					
ROE	7.36	6.01	7.03	7.58	7.92
ROA	6.13	4.81	5.36	5.71	6.00
ROIC	13.72	8.71	9.53	10.63	11.72
부채비율	19.92	29.62	32.90	32.49	31.80
순부채비율	(48.79)	(29.73)	(32.39)	(34.99)	(37.66)
이자보상배율(배)	231.22	144.90	156.32	168.54	185.42

현금흐름표

(단위:십억원)

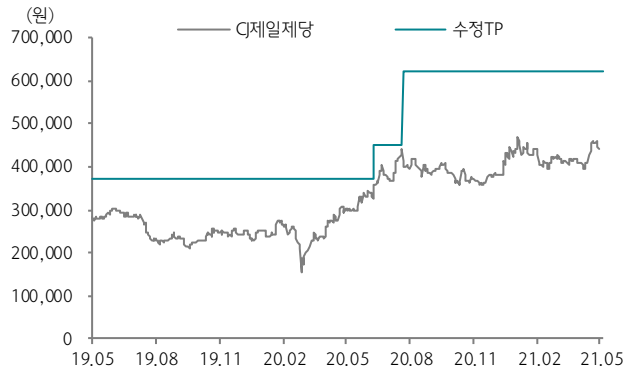
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**62.8**	**71.6**	**87.7**	**91.3**	**97.5**
당기순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
조정	4	5	4	4	4
감가상각비	33.1	42.5	44.0	45.7	47.5
외환거래손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(29.2)	(37.5)	(40.0)	(41.7)	(43.5)
영업활동자산부채변동	(13.8)	(11.6)	4.7	1.4	1.3
투자활동 현금흐름	**(30.9)**	**(13.7)**	**(65.5)**	**(53.9)**	**(55.6)**
투자자산감소(증가)	(4.0)	(4.9)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(26.7)	(48.1)	(50.0)	(52.5)	(55.1)
기타	(0.2)	39.3	(15.1)	(1.3)	(0.4)
재무활동 현금흐름	**(17.8)**	**(21.4)**	**(13.3)**	**(14.2)**	**(14.2)**
금융부채증가(감소)	9.0	3.7	1.2	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.9)	(12.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
배당지급	(11.9)	(12.8)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
현금의 증감	**14.1**	**35.6**	**7.1**	**22.7**	**27.2**
Unlevered CFO	87.4	94.4	97.9	106.8	115.1
Free Cash Flow	35.3	23.2	37.7	38.8	42.4

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

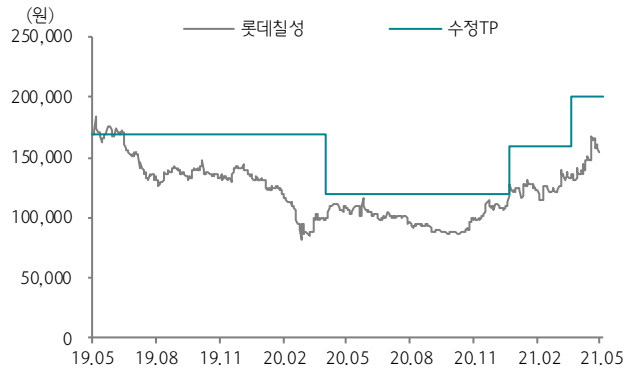
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ제일제당



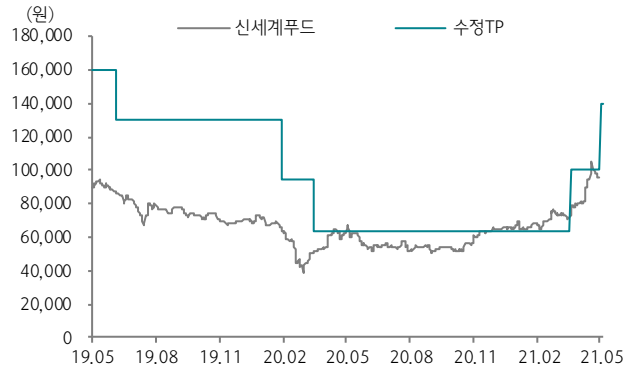
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	620,000		
20.7.1	BUY	450,000	-14.02%	-1.44%
20.5.14		1년 경과	-	-
19.5.14	BUY	370,000	-32.09%	-18.51%

롯데칠성



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.12	BUY	200,000		
21.1.13	BUY	160,000	-21.53%	-13.13%
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%
19.5.16	BUY	170,000	0.34%	7.94%

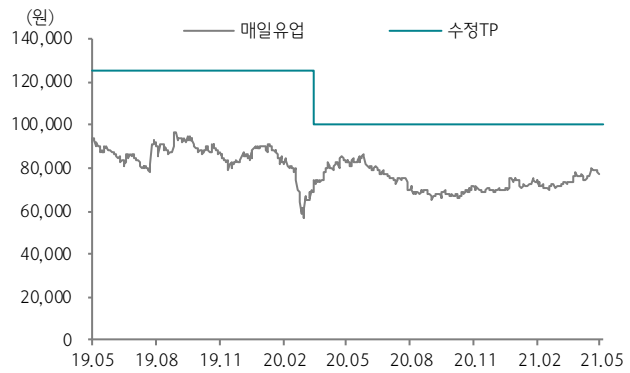
신세계푸드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.25	BUY	140,000		
21.4.12	BUY	100,000	-12.52%	5.00%
21.4.7		1년 경과	-	-
20.4.7	BUY	63,000	-4.99%	21.59%
20.2.21	BUY	95,000	-46.49%	-33.47%
19.6.27	BUY	130,000	-43.29%	-33.92%
18.11.5	BUY	160,000	-43.31%	-36.25%

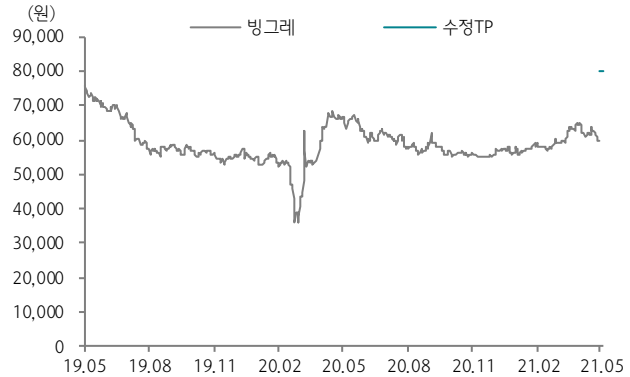
Analyst 심은주 02-3771-8538

매일유업



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

빙그레



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.25	BUY	80,000		

Analyst 심은주 02-3771-8538

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

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

- **산업의 분류**

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	5.43%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 5월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 5월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2021년 5월 25일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- 기타 거래주의 목록에 준하는 이해관계를 보유한 법인

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