

음식료/담배

상반기보다 하반기!

하반기를 겨냥한 비중 확대 유효

2021년 당사 주요 음식료/담배 커버리지 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.2%, 7.0% 증가할 것으로 추정한다. 분기별 합산 영업이익의 증감률은, 1Q YoY 12.7%/ 2Q YoY -3.2%/ 3Q YoY 4.6%/ 4Q YoY 17.7%로 예상한다. 상반기는 전년 역기저 및 원부자재 투입가 상승 기인한 스프레드 축소로 실적 개선 폭이 제한적이다. 하반기 갈수록 ① 역기저 소멸 및 B2B 채널 회복, ② 판가 인상 효과가 반영되기 시작하면서 YoY 증익이 가능할 것으로 판단한다. 곡물가도 가파른 상승 이후 약보합세 흐름을 보이고 있어 긍정적이다. ③ 아직 판가 인상을 단행하지 않은 업체의 주가는 역사적 밴드 하단에 위치한다. 인상 가능성을 열어놓는다면 저가 매수 기회로 활용 가능하다.

2Q21 Pre: 역기저와 원가 부담의 이중고

2분기 당사 주요 커버리지의 합산 매출액은 YoY 3.0% 증가하나, 영업이익은 YoY -3.2% 감소할 것으로 추정한다. 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)는 CJ제일제당 제외하고 YoY 감익이 예상된다. 라면은 전년 역기저 및 원가 부담이 가장 큰 카테고리이다. 주류도 녹록치 않다. 최근 델타 바이러스 확대 기인해 투자심리와 하반기 실적 가시성 모두 저하된 상황이다. 음료/유음료 업체는 편의점 트래픽 회복 기인해 탑라인은 견조한 성장을 시현했다. 빙과 업체는 6월 잦은 비로 다소 아쉬운 실적을 시현할 전망이다. 식자재 업체들은 1분기 이어 호실적이 예상된다. 저수익의 거래처 스크랩 기인해 매출은 YoY 감소하나 손익은 개선될 것이다.

Top Picks 및 관심종목

Top Pick은 CJ제일제당(BUY, 62만원), 롯데칠성(BUY, 20만원), 신세계푸드(BUY, 14만원)를 유지한다. 상기 업체는 중장기 전략 변화를 통해 올해 뿐만 아니라 내년에도 견조한 실적을 시현할 것으로 판단된다. 단기 실적이 부진 하더라도 중장기 기업 가치 Re-Rating 가능성에 집중할 필요가 있다. 관심종목으로는 농심(BUY, 50만원)과 빙그레(BUY, 8만원)를 제시한다.

Earnings Preview

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(7월8일)
C제일제당(097950)	BUY	620,000원	446,000원
롯데칠성(005300)	BUY	200,000원	140,000원
신세계푸드(031440)	BUY	140,000원	99,300원
농심(004370)	BUY	500,000원	310,500원
빙그레(005180)	BUY	80,000원	62,100원

Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	22,352.5	24,245.7	25,377.0	27,274.8	28,911.3
영업이익	십억원	896.9	1,359.6	1,582.9	1,741.4	1,903.7
세전이익	십억원	338.8	1,178.5	1,139.7	1,341.8	1,492.3
순이익	십억원	152.5	685.6	643.2	757.3	823.0
EPS	원	9,312	41,851	39,264	46,226	50,242
증감률	%	(82.81)	349.43	(6.18)	17.73	8.69
PER	배	27.12	9.10	11.52	9.79	9.01
PBR	배	0.83	1.16	1.25	1.12	1.00
EV/EBITDA	배	8.54	7.10	6.83	6.22	5.65
ROE	%	3.16	13.50	11.56	12.21	11.88
BPS	원	304,071	328,093	363,440	405,749	452,074
DPS	원	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000

주: CJ제일제당 재무제표



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

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

CONTENTS

1. 실적 전망	2
1) 하반기 갈수록 좋아질 것	2
2) 2Q21 Pre: 2분기가 전년 역기저 가장 부담	4
3) Top Picks 및 관심종목	5
2.업황 점검	7
1) 곡물가는 기술적 조정세	7
2) 판가 인상 불가피한 선택	10
3. 주요 업체 실적 동향	12
1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 국내는 호조, 수출은 다소 아쉬워	12
2) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 사측 가이던스 부합 예상	15
3) 오리온(BUY, TP 17만원): 단기 실적은 기대치 낮춰야...	18
4) 농심(BUY, TP 50만원): 실적은 시장 기대 부합 전망	21
5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 주류 총수요 부진 지속	24
6) 롯데칠성(BUY, TP 20만원): 단기 실적보단 큰 그림에 주목	27
7) 동원F&B(BUY, TP 28만원): 시장 기대치 충족 예상	29
8) 대상(BUY, TP 3.3만원): 옥수수 투입가 상승 부담	32
9) 매일유업(BUY, TP 10만원): 시장 기대 충족 예상	35
10) 신세계푸드(BUY, TP 14만원): 1분기 이어 2분기도 호실적 전망	37
11) 빙그레(BUY, TP 8만원): 잦은 비가 아쉬워	39
12) 동원산업(BUY, TP 30만원): 작년 역기저 불구하고 선방 중	41

1. 실적 전망

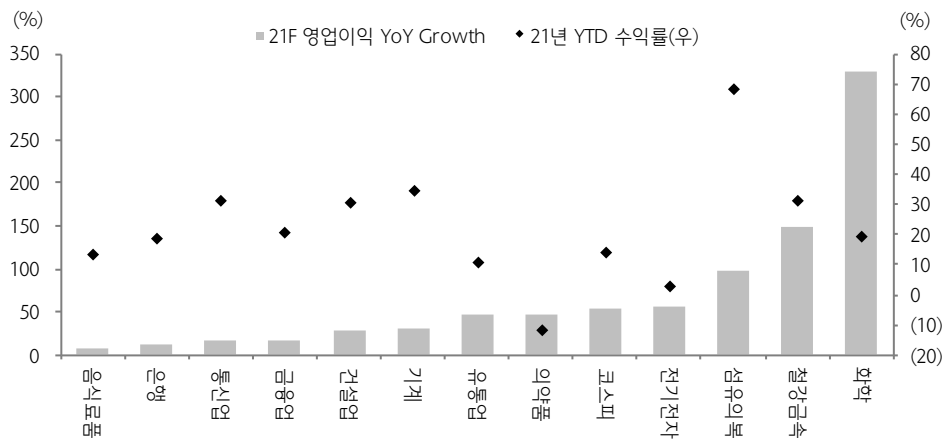
1) 하반기 갈수록 좋아질 것

하반기 갈수록 실적 개선세 전망

2021년 당사 주요 음식료/담배 커버리지 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 4.2%, 7.0% 증가할 것으로 추정한다. 분기별 합산 영업이익 증감률은, 1Q YoY 12.7%/ 2Q YoY -3.2%/ 3Q YoY 4.6%/ 4Q YoY 17.7%로 예상한다. 상반기는 전년 역기저 및 원부자재 투입가 상승 기인한 스프레드 축소로 실적 개선 폭이 제한적이다. 하반기 갈수록 ① 역기저 소멸 및 B2B 채널 회복, ② 판가 인상 효과가 반영되기 시작하면서 YoY 증익이 가능할 것으로 판단한다. 곡물가도 가파른 상승 이후 약보합세 흐름을 보이고 있어 긍정적이다. ③ 아직 판가 인상을 단행하지 않은 업체의 주기는 역사적 밴드 하단에 위치한다. 인상 가능성을 열어놓는다면 저가 매수 기회로 활용 가능하다.

하반기는 중소형주 실적 개선 예상

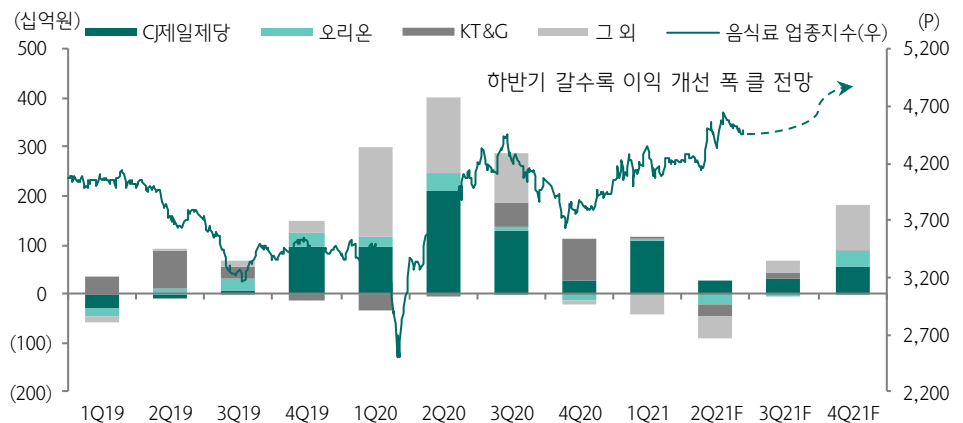
그림 1. 주요 산업별 올해 영업이익 증가율 및 YTD 수익률



자료: 퀀티와이즈, 하나금융투자

그림 2. 음식료/담배 업종 실적은 2분기가 가장 부진

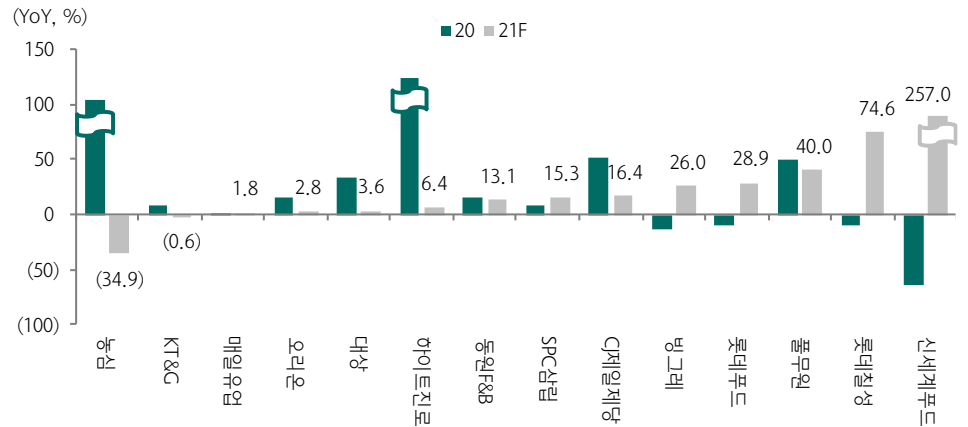
2분기는 전년 역기저 및 원가 부담 가중 이중고



자료: 하나금융투자

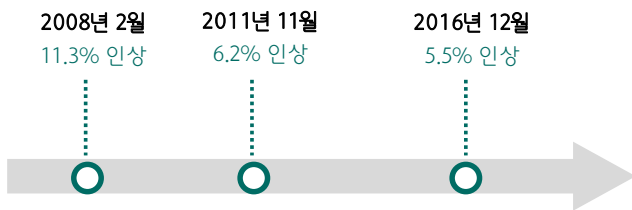
대형주는 오리온, CJ제일제당
중소형주는 풀무원, 롯데칠성
실적 모멘텀 부각 전망

그림 3. 연간 업체별 영업이익 증가율 전망



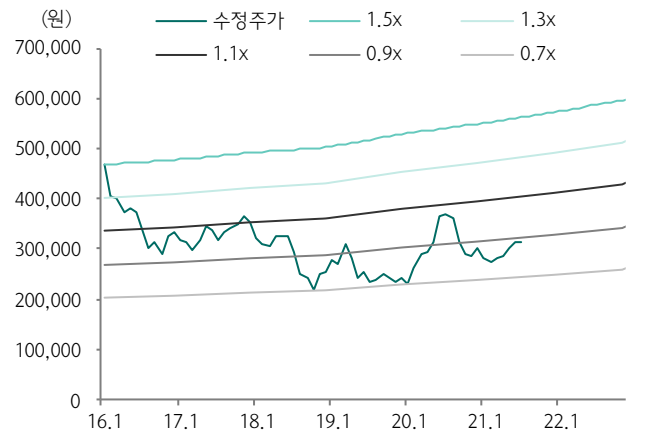
자료: 하나금융투자

그림 4. 농심 라면 평가 인상 추이



자료: 하나금융투자

그림 5. 농심 12개월 Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

2) 2Q21 Pre: 2분기가 전년 역기저 가장 부담

대형주는 CJ제일제당,
중소형주는 식자재/음료 업체가
시장 기대 충족 예상

2분기 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.0%, -3.2% 증가할 것으로 추정한다. 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)는 CJ제일제당 제외하고 YoY 감익이 예상된다. KT&G는 중동 향 수출 수주가 일부 지연되면서 수익성 하락이 예상된다. 오리온은 아직 판가 인상을 하지 않은 업체 중 하나이다. 원가 부담은 연중 지속될 것이다. 3분기까지도 YoY 감익이 불가피해 보인다. CJ제일제당은 국내 가공식품 판가 인상이 6월부터 순차적으로 반영되기 시작한 것으로 파악된다. 실적 호조는 바이오 및 생물자원 시장 호조에 기인한다.

중소형주는 대부분 YoY 감익이 예상된다. 라면(농심)은 전년 역기저 및 원가 부담이 가장 큰 카테고리이다. 주류(하이트진로, 롯데칠성)도 녹록치 않다. 최근 델타 바이러스 확대 기인해 투자심리와 하반기 실적 가시성 모두 저하된 상황이다. 2분기는 하반기 B2B 채널 회복 기대감으로 마케팅 비용 집행도 컸기 때문에 탐라인/손익 모두 부진할 것으로 판단된다. 음료/유음료(롯데칠성, 매일유업) 업체는 편의점 트래픽 회복 기인해 탐라인은 견조한 성장을 시현했다. 빙과 업체(빙그레)는 6월 잦은 비로 다소 아쉬운 실적을 시현할 전망이다. 식자재 업체들은 1분기 이어 호실적이 예상된다. 저수익 거래처 스크랩 기인해 매출은 YoY 감소하나 손익은 개선될 것이다. 동원F&B는 동원홈푸드 실적 개선 기인해 시장 기대 부합하는 실적이 전망된다. 신세계푸드도 적자 사업부 손익 개선 및 베이커리 사업부 호조 기인해 호실적이 기대된다.

그림 6. 2Q21 실적 특징

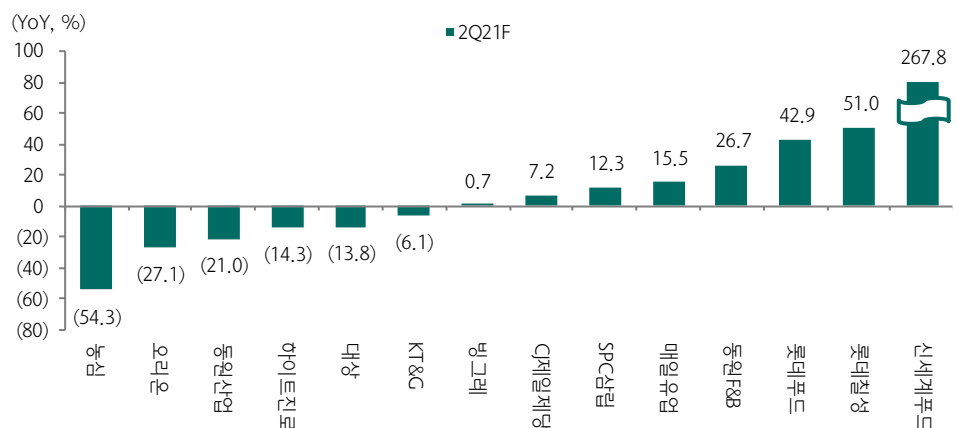
가공/유음료/식자재 업체
시장 기대 충족 전망



자료: 하나금융투자

그림 7. 업체별 2Q21 영업이익 증가율 전망

대형주는 CJ제일제당,
중소형주는 신푸, 롯데푸드, 동원F&B
2분기 시장 기대치 충족 예상



자료: 하나금융투자

3) Top Picks 및 관심종목

Top Picks 및 관심종목
CJ제일제당, 롯데칠성, 신푸 유지
농심과 빙그레도 관심

Top Pick은 **CJ제일제당**(BUY, 62만원), **롯데칠성**(BUY, 20만원), **신세계푸드**(BUY, 14만원)를 유지한다. 상기 업체는 중장기 전략 변화를 통해 올해 뿐만 아니라 내년에도 견조한 실적을 시현할 것으로 판단된다. CJ제일제당은 미국에서 '쉬안즈'와의 시너지가 올해부터 가시화되고 있다. 롯데칠성의 단기 실적은 시장 기대치를 하회하겠지만 맥주 OEM 확대에 따라 중장기 기업가치 제고가 기대된다. 신세계푸드는 내년부터 '노브랜드 버거' 가맹 효과가 실적에 본격적으로 반영되기 시작할 것이다.

관심종목으로는 **농심**(BUY, 50만원)과 **빙그레**(BUY, 8만원)를 제시한다. 농심 단기 실적은 부진하겠으나 주가에 선반영되어 있다. 하나금융투자는 라면 5% 평가 인상시 약 300억원 내외 이익 개선을 추정한다. 이는 올해 기준 연결 영업이익 및 지배순이익이 각각 27%, 20% 개선되는 효과이다. 빙그레는 해태 빙과 사업부 인수 기인해 성수기 유의미한 레버리지가 기대된다. 3분기부터는 전년 베이스에 대한 부담도 경감되기 시작한다.

표 1. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

종목	투자 의견		목표주가		변경 이유
	~에서	~으로	~에서	~으로	
KT&G	BUY	BUY	103,000	103,000	투자 의견 및 목표주가 유지
CJ제일제당	BUY	BUY	620,000	620,000	투자 의견 및 목표주가 유지
오리온	BUY	BUY	170,000	170,000	투자 의견 및 목표주가 유지
하이트진로	BUY	BUY	48,000	48,000	투자 의견 및 목표주가 유지
농심	BUY	BUY	500,000	500,000	투자 의견 및 목표주가 유지
콜마비앤에이치	BUY	BUY	85,000	85,000	투자 의견 및 목표주가 유지
롯데칠성	BUY	BUY	200,000	200,000	투자 의견 및 목표주가 유지
현대그린푸드	BUY	BUY	10,000	10,000	투자 의견 및 목표주가 유지
동원산업	BUY	BUY	300,000	300,000	투자 의견 및 목표주가 유지
대상	BUY	BUY	33,000	33,000	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
빙그레	BUY	BUY	80,000	80,000	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	53,000	53,000	투자 의견 및 목표주가 유지
신세계푸드	BUY	BUY	140,000	140,000	투자 의견 및 목표주가 유지

자료: 하나금융투자

표 2. 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	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	5,321.9	1,472.6	1,131.3	8,240.3	27.7	21.3	10.1	1.1	5.1	12.2	5.7
	22F	5,121.9	1,434.1	1,067.9	7,778.4	28.0	20.8	10.7	1.1	4.9	10.9	5.7
C제일제당	20	24,245.7	1,359.6	685.6	41,850.7	5.6	2.8	9.1	1.2	7.1	13.5	1.0
	21F	25,377.0	1,582.9	643.2	39,263.8	6.2	2.5	11.5	1.2	6.7	11.6	0.9
	22F	27,274.8	1,741.4	757.3	46,225.7	6.4	2.8	9.8	1.1	6.1	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	2,381.0	386.7	279.4	7,067.8	16.2	11.7	17.0	2.3	8.3	14.3	0.6
	22F	2,531.9	425.6	307.6	7,781.3	16.8	12.2	15.4	2.0	7.3	13.9	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	2,609.2	104.4	105.7	17,383.5	4.0	4.1	18.1	0.9	6.5	5.1	1.3
	22F	2,695.9	117.4	115.6	19,011.6	4.4	4.3	16.5	0.8	5.7	5.3	1.3
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	2,404.5	169.8	87.0	8,922.0	7.1	3.6	15.9	1.0	8.0	6.6	1.9
	22F	2,510.8	192.7	102.1	10,473.5	7.7	4.1	13.5	1.0	7.2	7.3	1.9
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	20.4	1.9	9.9	11.2	1.3
	22F	2,800.0	66.9	41.9	4,853.8	2.4	1.5	17.3	1.8	9.1	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	11.0	0.5	6.3	5.1	2.0
	22F	3,527.7	117.5	97.6	998.7	3.3	2.8	10.3	0.5	5.5	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	2,319.1	211.3	112.5	1,579.1	9.1	4.9	22.8	2.1	8.8	10.2	2.1
	22F	2,435.0	238.6	133.2	1,868.5	9.8	5.5	19.2	2.0	8.0	11.3	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	1,131.1	50.2	42.1	4,269.2	4.4	3.7	14.7	1.0	4.4	7.0	2.6
	22F	1,178.8	56.0	46.6	4,728.5	4.8	4.0	13.3	0.9	3.9	7.4	2.6
동원산업	20	2,857.3	306.5	240.6	65,430.2	10.7	8.4	3.4	0.6	4.2	21.0	2.3
	21F	2,898.8	279.3	166.2	45,180.0	9.6	5.7	5.7	0.7	4.4	12.5	1.9
	22F	2,985.8	293.7	173.3	47,135.5	9.8	5.8	5.5	0.6	3.9	11.7	1.9
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	15.0	0.5	6.2	4.3	2.7
	22F	1,828.0	51.2	35.7	31,568.5	2.8	2.0	14.2	0.5	5.8	4.4	2.7
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	3,264.0	180.7	123.6	3,432.1	5.5	3.8	8.0	0.8	4.3	10.9	2.6
	22F	3,394.6	201.5	136.9	3,802.0	5.9	4.0	7.2	0.8	3.7	11.1	2.6
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	3,325.1	131.5	88.2	22,867.4	4.0	2.7	9.7	1.0	6.7	11.3	1.6
	22F	3,557.9	153.1	105.3	27,274.0	4.3	3.0	8.2	0.9	5.7	12.1	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	1,338.3	27.6	17.0	4,387.4	2.1	1.3	22.8	1.3	9.5	5.9	0.8
	22F	1,398.7	39.4	26.7	6,890.5	2.8	1.9	14.5	1.2	8.2	8.6	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	1,522.9	88.0	66.0	8,410.5	5.8	4.3	9.0	1.2	4.4	14.0	1.1
	22F	1,596.3	97.3	72.0	9,181.3	6.1	4.5	8.3	1.0	3.7	13.5	1.1
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	14.3	2.9	9.8	22.5	0.7
	22F	355.8	42.7	36.1	4,010.0	12.0	10.1	11.5	2.3	7.6	22.6	0.7
콜마비엔에이치	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	14.4	3.5	9.2	27.2	0.6
	22F	800.0	150.4	116.5	3,942.8	18.8	14.6	12.5	2.8	7.4	24.6	0.6

자료: 하나금융투자

2. 업황 점검

1) 곡물가는 기술적 조정세

4대 곡물 가파른 상승 이후
약보합세 흐름

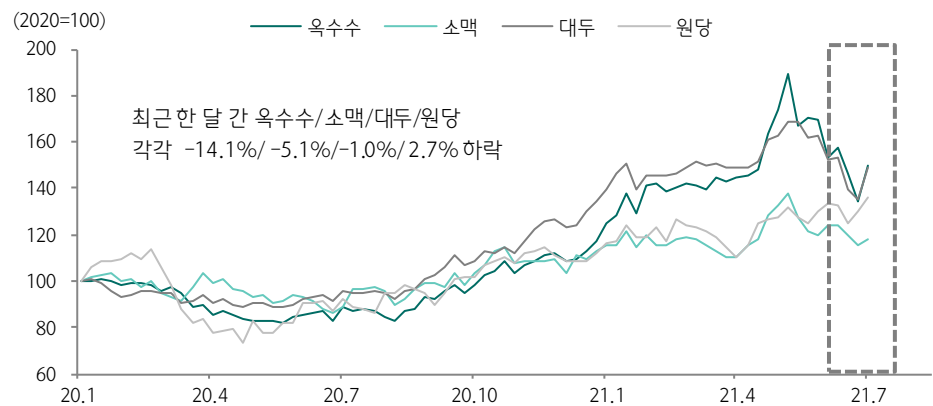
5월 이후 주요 4대 곡물가는 약보합세 흐름을 이어가고 있다. 최근 한 달간 옥수수/소맥/대두는 각각 -14.1%/ -5.1%/ -1.0% 하락했다. 6월 USDA의 글로벌 재고율 전망치에 따르면 글로벌 곡물 재고율은 전월대비 0.1%p 하락했다. 소맥과 옥수수 재고율은 전월 수준을 기록한 반면, 대두는 MoM 0.4%p 상승했다.

지난 5/25 발간자료('각기 다른 매력의 개별주')를 통해 언급했듯, ① 작년 팬데믹 이후 주요 국가의 수출 재개, ② 호주 밀 풍작으로 일부 곡종은 약보합세를 이어갈 것으로 전망한다. ③ 미국 금리인상 시기에 따른 달러 강세→원자재 약세 가능성도 열어둘 수 있다. 다만, ① 중국의 축산 사료 수입 증가(대두 등)와 ② 브라질의 옥수수 이모작 지연 및 남미 수송 우려(아르헨티나 트럭 노조 파업), ③ 바이든의 탄소 배출 축소 의지에 따른 에탄올 생산 확대 기대는 곡물가를 지지하는 요인이다. 따라서 단기 곡물가는 지지와 하락 간 팽팽한 줄다리기가 예상된다.

연말까지 곡물 투입가를 추정해보면, 하반기 갈수록 옥수수 및 대두 투입가 부담이 가중될 것으로 판단된다. 이미 전분당 업체는 원가 부담을 토로 중이다. 사료 업체들의 수익성 하락도 불가피 할 것으로 판단된다.

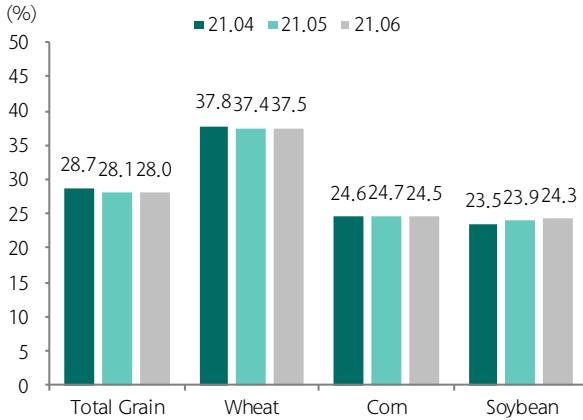
그림 8. 4대 곡물가 추이

곡물가는 가파른 상승 이후
기술적 조정세



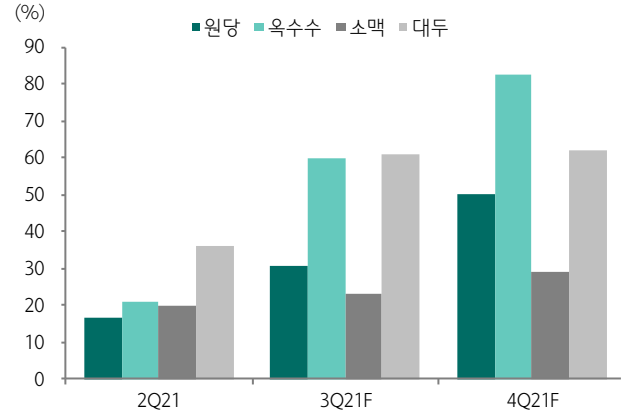
자료: 하나금융투자

그림 9. 6월 곡물 재고율 전망치는 5월과 유사



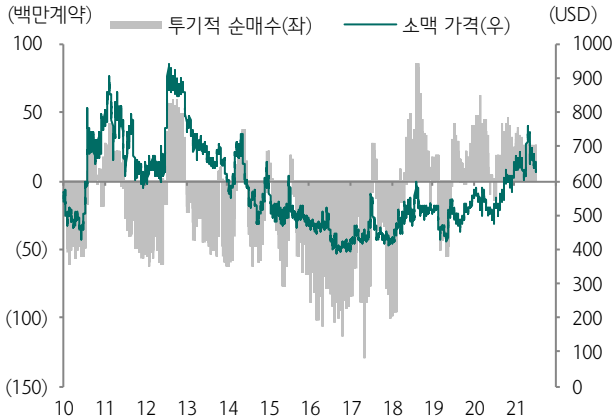
자료: USDA, 하나금융투자

그림 10. 환율 감안하지 않은 곡물 투입가 추정



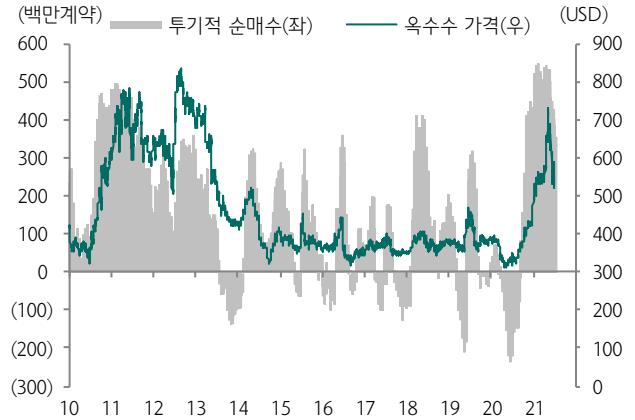
자료: 하나금융투자

그림 11. 소맥 Long-Short 포지션 현황



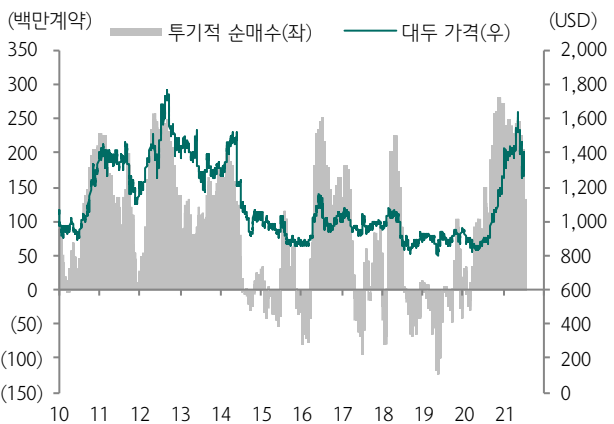
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 12. 옥수수 Long-Short 포지션 현황



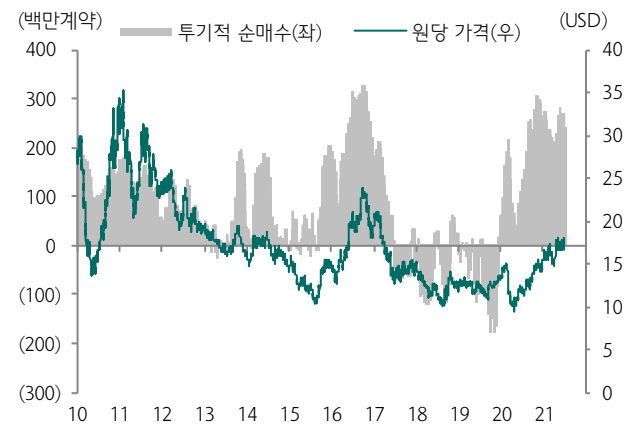
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 13. 대두 Long-Short 포지션 현황



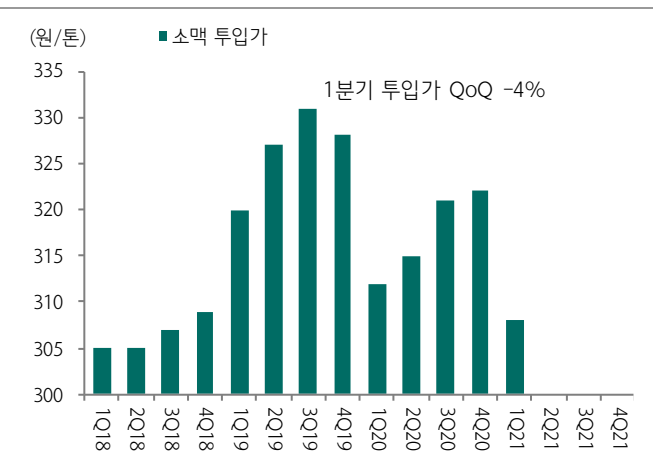
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 14. 원당 Long-Short 포지션 현황



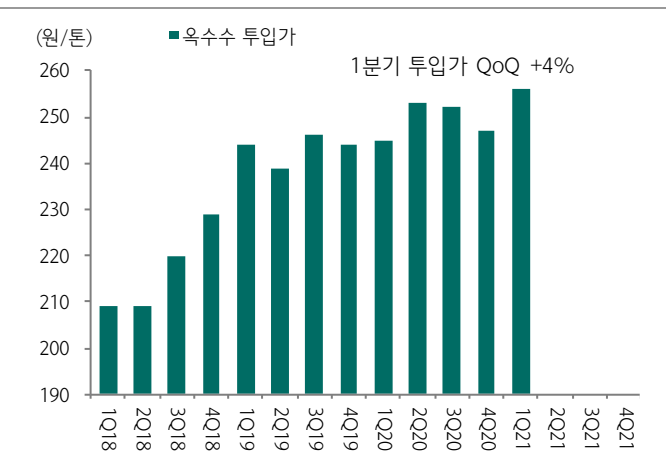
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 15. 소맥 투입가 추이



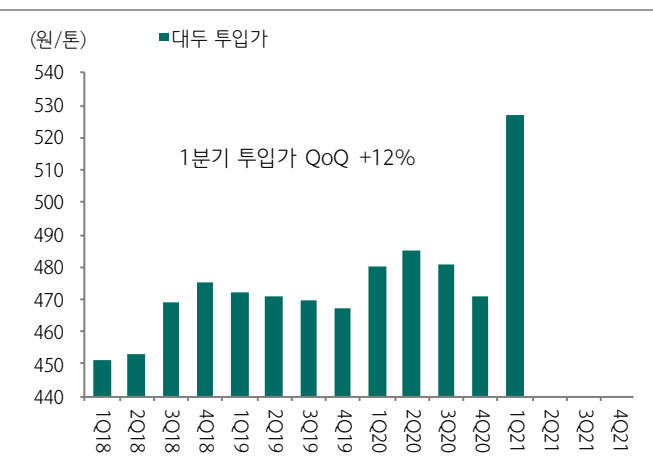
자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 16. 옥수수 투입가 추이



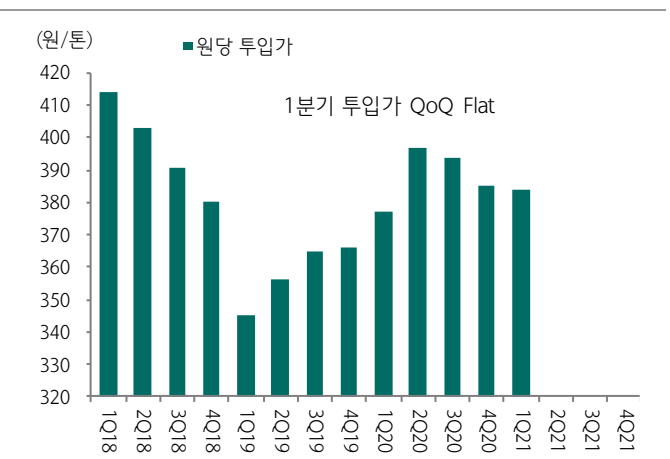
자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 17. 대두 투입가 추이



자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 18. 원당 투입가 추이



자료: CJ제일제당, 하나금융투자

2) 판가 인상 불가피한 선택

하반기 스프레드는 개선 전망

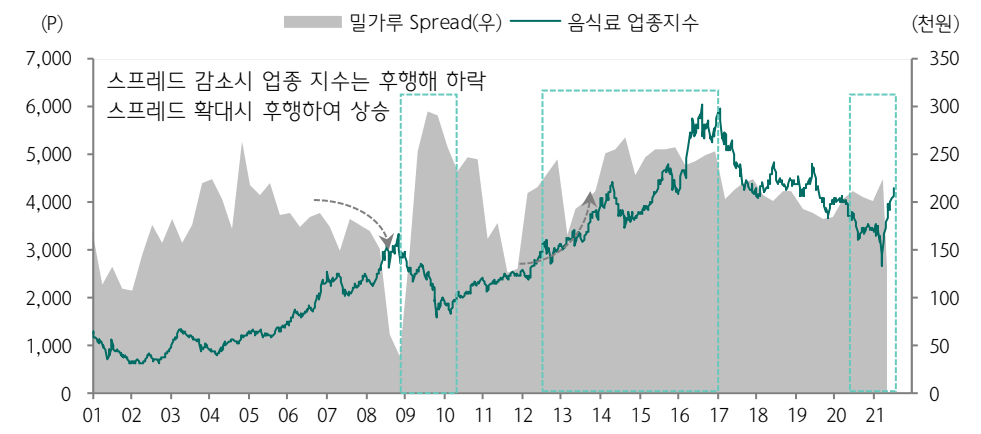
3월 이후 판가 인상을 단행한 업체는 6월경부터 인상 효과가 실적에 반영되기 시작할 것이다. 판가 인상은 원재료 부담 가중에 따른 불가피한 결정이었다. 곡물을 포함한 주요 원재료 이외에도 캔/박스 등 부자재 가격 급등에 따른 부담도 만만치 않기 때문이다.

판가 인상 시점 감안시 3분기부터는 스프레드의 QoQ 회복을 기대할 만하다. 최근 곡물가가 고점에서 2~30% 하락한 점도 긍정적인 요인이다. 실제로 4대 곡물 중 상대적으로 가장 약세 흐름을 보이고 있는 소맥 스프레드는 최근 소폭 반등에 성공했다.

아직 판가 인상을 단행하지 않은 카테고리 중에서는 '라면'을 주목할 만하다. 라면은 원가 부담 뿐만 아니라 전년 역기저도 가장 크다. 마지막 판가 인상 시점이 2016년 12월인 점도 판가 인상 가능성을 지지하는 요인이다.

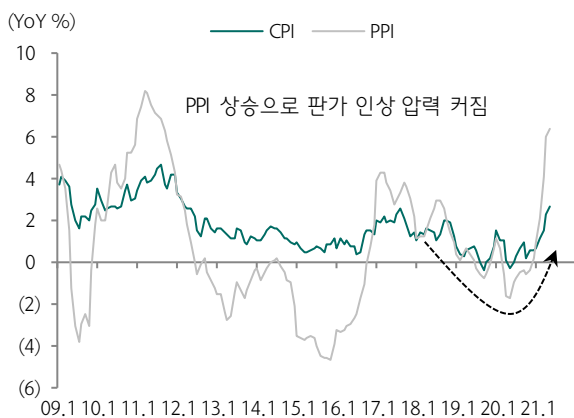
그림 19. 밀가루 Spread와 업종 지수 추이

Spread 개선시 당연히 업종 지수도 상승



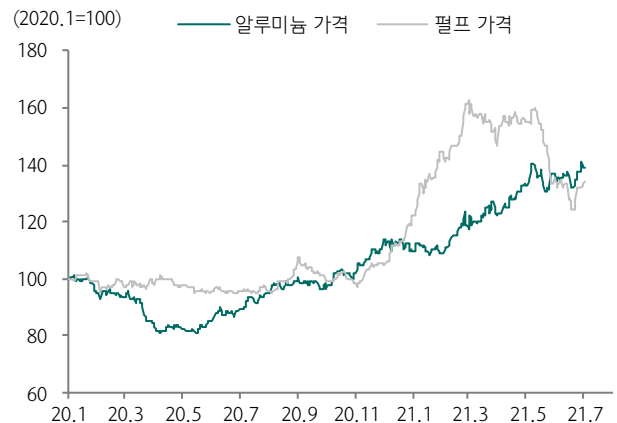
기타: 원맥 스프레드(판가-투입가)
자료: 하나금융투자

그림 20. 원부자재 가격 가파른 상승세



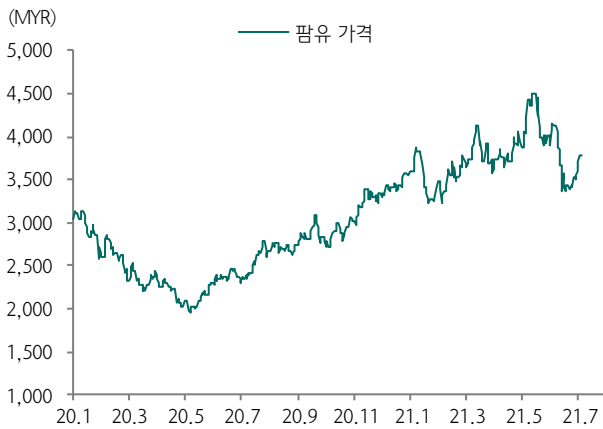
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 21. 알루미늄 및 펄프 가격 추이



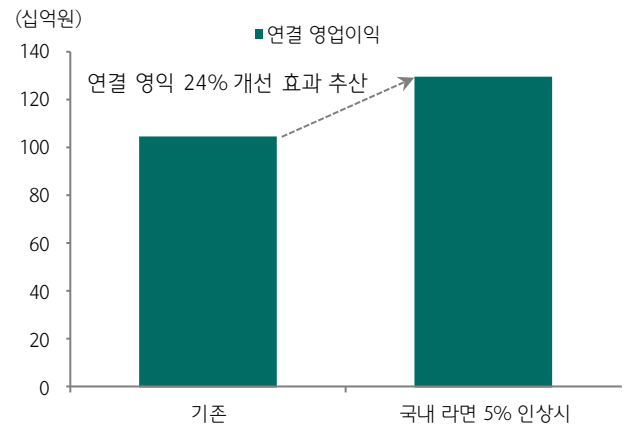
자료: 하나금융투자

그림 22. 팜유 가격 추이



자료: 하나금융투자

그림 23. 농심 판가 인상 가정시, 실적 개선 효과 추정



자료: 하나금융투자

표 3. 2021년 주요 식품업체 가격 인상 현황

구분	업체명	인상 시기	인상품목(수)	평균인상률
음료/생수	한국코카콜라	1월	코카콜라, 씨그램 등	7%
	동아오츠카	1월	포카리스웨트, 데미소다 등	14%
	해태htb	1월	평창수, 갈아만든배	8%
	롯데칠성음료	2월	칠성사이다 등 14종	7%
즉석밥/컵밥/죽	동원F&B	1월	썬죽 7종	11%
	C제일제당	2월	햇반 17종	6~7%
	오뚜기	2월	오뚜기밥	7~9%
	오뚜기	3월	컵밥, 죽 등 편의점용 23종	7~28.5%
	C제일제당	5월	햇반 컵반 편의점용	7~8%
소스/장류	C제일제당	2월	고추장 5종, 양념장 4종	6~9%
	오뚜기	3월	마요네즈 편의점용	31%
	대상	3월	고추장	7%
식료품	풀무원	1월	두부, 콩나물	10~14%
	C제일제당	2월	두부, 콩나물	10~12%
	풀무원	6월	냉장면, 떡류	8%
	C제일제당	7월	육가공 20여종	9.5%
제과/제빵	뚜레쥬르	1월	베이커리 90여종	9%
	파리바게뜨	2월	베이커리 95종	5.6%
	SPC삼립	3월	양산빵 20여종	9%
	해태제과	8월	홈런볼, 맛동산 등 5종	10.8%

자료: 언론보도, 하나금융투자

3. 주요 업체 실적 동향

1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 국내는 호조, 수출은 다소 아쉬워

(1) 2Q21 Preview

국내 견조, 수출은 추정치 하회 예상 2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 3,212억원(YoY +0.2%), 3,707억원(YoY -6.1%)으로 추정한다. 국내 담배 총수요는 견조하나 중동 향 수출 선적이 하반기로 일부 지연된 것으로 판단된다.

① 국내 담배 총수요(퀄런+HNB)는 견조하다. 퀄런 수요 감소 폭도 제한적이지만(YoY -2% 추정), HNB가 YoY 및 QoQ 큰 폭 증가한 것으로 파악된다. KT&G 국내 퀄런 점유율은 64%(YoY 60bp up, QoQ 50bp down)로 추정된다. ② 수출 담배 매출액(미국 제외)은 YoY Flat 추산한다. 관세청에 의하면 4~5월 누계 수출액은 전년동기대비 4.9% 감소했다. 중동 선적이 하반기로 일부 지연되면서 수출은 예상보다 다소 부진할 것으로 전망된다. ③ 해외 담배 법인 매출액은 인니 및 러시아 판매 호조 기인해 YoY 두 자리 수 성장 가능할 것으로 추정한다. ④ PM 제휴향 퀄런형 전자담배 '릴핏' 수출은 QoQ 증가세가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 일본 전국 편의점 확대에 이어 유라시아 4개국으로도 초도 물량 발주가 기대된다. 참고로 KT&G 경영진은 2025년 NGP(Next Generation Product, 퀄런형 전자담배) 판매량을 200억개비 이상으로 전망했다. 국내 견조한 성장과 더불어 PM 수출이 본격화되면서 유의미한 성장세가 예상된다. 특히 올해부터 유라시아 4개국이 추가되면서 내년은 국내 이상의 실적 기여가 예상된다. PM 수출은 초기부터 이익이 발생하는 구조이나 규모의 경제 효과까지 더해진다면 중장기 유의미한 마진 개선까지도 시현할 것으로 판단되어 긍정적이다. ⑤ KGC는 면세점 채널 부진이 이어지고 있다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

단기 주가 모멘텀은 다소 제한적이다. 다만, 주당 배당금 4,800원 가정시 현재 시가배당수익률은 5.7%에 이른다. 하반기 시장이 불안한 투자자에게는 견고한 방어주가 되어줄 수 있겠다.

표 1. KT&G 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,341.0	1,263.9	1,321.2	1,501.2	1,235.6	4,963.2	5,301.6	5,321.9
①KT&G	661.3	908.1	908.8	960.0	757.8	896.1	906.9	810.3	2,942.6	3,438.2	3,371.2
-내수	435.0	472.0	529.4	445.5	457.7	496.6	558.3	484.1	1,912.6	1,945.1	2,039.6
-수출	77.6	179.5	140.5	135.9	98.3	179.5	168.7	156.2	535.3	808.8	930.1
-부동산 등	148.7	256.6	238.9	378.7	201.8	220.0	180.0	170.0	494.7	684.3	401.4
②KGC	391.1	277.5	422.4	242.6	380.1	277.5	443.5	254.7	1,403.7	1,333.6	1,355.9
③종속회사	126.0	133.2	132.2	138.4	126.0	147.6	150.8	170.6	616.9	529.8	594.9
-해외담배	89.6	106.9	122.4	133.8	95.4	117.6	140.8	160.6	384.8	452.7	514.3
-기타	36.4	26.3	9.8	4.6	30.6	30.0	10.0	10.0	232.1	77.1	80.6
YoY	-0.6%	4.8%	10.7%	11.9%	7.3%	0.2%	2.6%	-7.9%	11.0%	6.8%	0.4%
①KT&G	0.4%	11.8%	25.6%	28.4%	14.6%	-1.3%	-0.2%	-15.6%	11.9%	16.8%	4.9%
②KGC	-1.9%	-9.4%	-1.0%	-10.8%	-2.8%	0.0%	5.0%	5.0%	5.9%	-5.0%	1.7%
③종속회사	-1.2%	-4.1%	-23.2%	-22.4%	0.0%	10.8%	14.0%	23.3%	19.4%	-14.1%	12.3%
영업이익	314.0	394.7	434.6	337.6	317.7	370.7	446.6	337.6	1,379.6	1,481.1	1,472.6
①KT&G	249.9	369.9	353.6	368.1	247.9	349.9	366.8	332.6	1,134.6	1,341.5	1,297.1
②KGC	71.1	20.0	81.4	(14.6)	53.3	20.8	79.8	0.0	205.9	157.9	153.9
③종속회사	-7.0	4.8	-0.4	-15.9	16.5	0.0	0.0	5.0	39.1	-18.3	21.5
YoY	-9.8%	-1.1%	13.6%	35.1%	1.2%	-6.1%	2.8%	0.0%	10.1%	7.4%	-0.6%
①KT&G	-1.1%	8.8%	24.1%	43.2%	-0.8%	-5.4%	3.7%	-9.7%	12.5%	18.2%	-3.3%
②KGC	-22.0%	-54.2%	1.6%	CR	-25.0%	4.1%	-1.9%	-	0.5%	-23.3%	-2.5%
③종속회사	TR	-68.8%	TR	CR	TB	-	-	TB	-7.3%	TR	TB
OPM	26.6%	29.9%	29.7%	25.2%	25.1%	28.1%	29.8%	27.3%	27.8%	27.9%	27.7%
①KT&G	37.8%	40.7%	38.9%	38.3%	32.7%	39.0%	40.4%	41.0%	38.6%	39.0%	38.5%
②KGC	18.2%	7.2%	19.3%	-6.0%	14.0%	7.5%	18.0%	0.0%	14.7%	11.8%	11.4%
③종속회사	-5.5%	3.6%	-0.3%	-11.5%	13.1%	0.0%	0.0%	2.9%	6.3%	-3.5%	3.6%
세전이익	414.6	402.0	395.5	400.1	383.1	385.9	461.8	353.0	1,460.2	1,612.1	1,583.7
YoY	6.9%	-9.7%	-12.2%	123.0%	-7.6%	-4.0%	16.8%	-11.8%	10.4%	10.4%	-1.8%
(지배)순이익	292.3	293.1	278.2	308.2	290.2	281.4	326.9	232.9	1,035.0	1,171.7	1,131.3
YoY	7.0%	-9.2%	-13.3%	157.1%	-0.7%	-4.0%	17.5%	-24.4%	14.2%	13.2%	-3.4%
NPM	24.8%	22.2%	19.0%	23.0%	23.0%	21.3%	21.8%	18.8%	20.9%	22.1%	21.3%

자료: 하나금융투자

KT&G 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,963.2	5,301.6	5,321.9	5,121.9	5,224.4
매출원가	2,088.6	2,331.5	2,340.3	2,202.4	2,236.0
매출총이익	2,874.6	2,970.1	2,981.6	2,919.5	2,988.4
판매비	1,495.0	1,489.1	1,509.0	1,485.4	1,473.3
영업이익	1,379.6	1,481.1	1,472.6	1,434.1	1,515.1
금융손익	82.9	104.4	41.8	46.7	50.6
중속/관계기업손익	1.5	4.1	69.4	15.0	15.0
기타영업외손익	(3.8)	22.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,460.2	1,612.1	1,583.7	1,495.8	1,580.7
법인세	423.0	440.5	469.3	428.5	451.0
계속사업이익	1,037.2	1,171.6	1,114.4	1,067.4	1,129.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,037.2	1,171.6	1,114.4	1,067.4	1,129.7
비배주주지분 손익	2.2	(0.1)	(16.9)	(0.5)	(0.6)
지배주주순이익	1,035.0	1,171.7	1,131.3	1,067.9	1,130.2
지배주주지분포괄이익	1,054.9	1,122.4	1,115.0	1,068.0	1,130.3
NOPAT	979.9	1,076.4	1,036.2	1,023.4	1,082.8
EBITDA	1,564.8	1,684.4	1,679.4	1,644.9	1,730.2
성장성(%)					
매출액증가율	11.00	6.82	0.38	(3.76)	2.00
NOPAT증가율	14.45	9.85	(3.73)	(1.24)	5.80
EBITDA증가율	11.35	7.64	(0.30)	(2.05)	5.19
영업이익증가율	10.06	7.36	(0.57)	(2.61)	5.65
(지배주주)순이익증가율	14.19	13.21	(3.45)	(5.60)	5.83
EPS증가율	14.19	13.21	(3.46)	(5.61)	5.84
수익성(%)					
매출총이익률	57.92	56.02	56.03	57.00	57.20
EBITDA이익률	31.53	31.77	31.56	32.12	33.12
영업이익률	27.80	27.94	27.67	28.00	29.00
계속사업이익률	20.90	22.10	20.94	20.84	21.62

투자지표

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	7,539	8,535	8,240	7,778	8,232
BPS	65,575	69,694	73,596	77,037	80,931
CFPS	12,556	12,627	12,729	12,081	12,702
EBITDAPS	11,398	12,268	12,232	11,981	12,602
SPS	36,151	38,615	38,763	37,307	38,053
DPS	4,400	4,800	4,800	4,800	4,800
주가지표(배)					
PER	12.44	9.74	10.15	10.75	10.16
PBR	1.43	1.19	1.14	1.09	1.03
PCFR	7.47	6.58	6.57	6.92	6.58
EV/EBITDA	6.75	5.35	5.14	4.90	4.40
PSR	2.59	2.15	2.16	2.24	2.20
재무비율(%)					
ROE	12.32	13.22	12.16	10.89	10.96
ROA	9.88	10.55	9.67	8.80	8.96
ROIC	26.57	29.99	29.86	29.55	31.21
부채비율	23.03	26.14	24.21	22.34	21.58
순부채비율	(27.15)	(26.93)	(30.58)	(34.86)	(37.35)
이자보상배율(배)	201.37	246.67	313.95	395.01	417.30

자료: 하나금융투자

대차대조표

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,417.2	6,750.4	7,199.4	7,619.6	8,149.7
금융자산	2,542.5	2,603.6	3,036.7	3,613.3	4,063.3
현금성자산	891.3	1,253.6	1,685.1	2,278.1	2,719.7
매출채권	941.1	1,115.2	1,119.5	1,077.4	1,099.0
재고자산	2,447.2	2,535.0	2,544.7	2,449.1	2,498.1
기타유동자산	486.4	496.6	498.5	479.8	489.3
비유동자산	4,335.2	4,718.0	4,737.9	4,714.6	4,757.0
투자자산	1,353.0	1,599.8	1,604.0	1,562.3	1,583.7
금융자산	1,303.6	1,467.6	1,471.4	1,434.6	1,453.4
유형자산	1,753.7	1,718.4	1,742.1	1,767.9	1,795.8
무형자산	129.6	134.1	126.1	118.7	111.8
기타비유동자산	1,098.9	1,265.7	1,265.7	1,265.7	1,265.7
자산총계	10,752.4	11,468.4	11,937.3	12,334.3	12,906.7
유동부채	1,600.1	1,991.5	1,940.5	1,877.1	1,909.6
금융부채	51.3	74.8	17.4	17.4	17.4
매입채무	62.1	57.9	58.1	55.9	57.1
기타유동부채	1,486.7	1,858.8	1,865.0	1,803.8	1,835.1
비유동부채	412.8	385.3	386.5	375.0	380.9
금융부채	118.2	80.9	80.9	80.9	80.9
기타비유동부채	294.6	304.4	305.6	294.1	300.0
부채총계	2,012.9	2,376.8	2,327.0	2,252.1	2,290.5
지배주주지분	8,684.2	9,036.9	9,572.6	10,045.0	10,579.5
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.4	533.4	533.4	533.4
자본조정	(318.8)	(531.6)	(531.6)	(531.6)	(531.6)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7,514.7	8,080.1	8,615.9	9,088.2	9,622.8
비배주주지분	55.4	54.7	37.8	37.2	36.7
자본총계	8,739.6	9,091.6	9,610.4	10,082.2	10,616.2
순금융부채	(2,373.1)	(2,447.9)	(2,938.4)	(3,515.0)	(3,965.0)

현금흐름표

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,042.5	1,261.7	1,274.0	1,271.7	1,271.6
당기순이익	1,037.2	1,171.6	1,114.4	1,067.4	1,129.7
조정	27	14	16	16	16
감가상각비	185.2	203.3	206.8	210.8	215.1
외환거래손익	(32.0)	162.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.7)	(4.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(124.5)	(347.4)	(190.8)	(194.8)	(199.1)
영업활동 자산부채변동	(259.8)	(47.9)	(4.2)	41.5	(21.3)
투자활동 현금흐름	(459.2)	(85.8)	(180.7)	(119.5)	(210.4)
투자자산감소(증가)	(154.3)	(242.7)	(4.2)	41.7	(21.4)
자본증거(감소)	(218.5)	(211.2)	(222.5)	(229.2)	(236.1)
기타	(86.4)	368.1	46.0	68.0	47.1
재무활동 현금흐름	(632.1)	(808.9)	(657.7)	(599.2)	(599.2)
금융부채증거(감소)	(62.8)	(13.8)	(57.4)	(0.0)	0.0
자본증거(감소)	15.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(79.5)	(238.1)	(4.7)	(3.6)	(3.6)
배당지급	(505.1)	(557.0)	(595.6)	(595.6)	(595.6)
현금의 증감	(41.7)	366.9	426.9	592.9	441.7
Unlevered CFO	1,723.9	1,733.5	1,747.5	1,658.7	1,743.9
Free Cash Flow	820.2	1,045.6	1,051.5	1,042.5	1,035.5

2) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 사측 가이던스 부합 예상

(1) 2Q21 Preview

바이오 및 사료 시장 호조
국내 가공 평가 인상 효과 반영 시작

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 1,861억원(YoY +4.5%), 4,125억원(YoY +7.2%)으로 추정한다. 물류 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 6,155억원(YoY +4.5%), 3,125억원(YoY +3.6%, OPM 8.6%)으로 예상한다. 전년 높은 베이스에도 불구하고 매출 및 이익 동반 성장이 가능할 것으로 전망한다.

① 국내 가공 매출은 전년 높은 베이스에도 불구하고 햇반 등 평가 인상 효과가 6월부터 반영되기 시작하면서 YoY 성장이 예상된다. ② 해외 가공도 전년 높은 베이스에도 불구하고 매출 성장세를 보여줄 것으로 기대한다. '쉬안즈'는 B2B 채널 회복이 높은 베이스를 상쇄하면서 YoY low single 매출 성장(달러 기준)을 시현할 것으로 예상된다. CJ제일제당 미국 및 중국 법인 매출도 YoY 소폭 성장할 것으로 전망한다. ③ 바이오는 중국 돼지 사육두수 및 외식 조미료 수요 회복 기인해 전년 수준의 높은 이익 기여(OP 1천억원 내외)가 가능할 것으로 보인다. ④ 생물자원도 상반기까지는 베트남 고돈가 영향으로 전년 수준 이상의 이익 기여가 예상된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

하반기 갈수록 베이스 효과가 소멸되면서 상반기 대비 편만한 증익세를 기대할 수 있을 것이다. 6월부터 햇반 등 평가 인상 효과가 반영되기 시작하면서 작년 하반기부터 이어져온 원가 부담 우려가 희석되기 시작할 것으로 예상된다. 참고로 하나금융투자는 하반기 국내 가공 마진이 YoY 120bp 개선될 것으로 추정한다. 해외도 '쉬안즈'와의 채널 시너지가 본격화되면서 견조한 실적 개선세가 지속될 것으로 판단한다.

현 주가는 2021년 예상 PER 12배에 거래 중으로 매력적인 밸류에이션을 제공한다. 2분기 대형주 가운데 가장 선방하는 실적을 시현할 것으로 예상된다. 국내외 가공식품 시장 지배력 확대 및 바이오의 높아진 이익 가시성에 대한 시장 재평가가 기대된다.

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	6,178.1	6,186.1	6,575.3	6,437.6	22,352.5	24,245.7	25,377.0
① 소재	423.2	428.1	470.9	362.5	423.4	428.1	470.9	362.5	1,759.0	1,684.7	1,684.9
② 가공	1,837.4	1,762.9	1,917.8	1,765.5	1,883.0	1,827.2	2,037.3	1,870.6	6,251.5	7,283.6	7,618.0
- 국내	798.8	714.4	897.8	743.4	857.0	757.3	951.7	780.6	3,098.2	3,154.4	3,346.5
- 해외	296.0	325.7	355.4	319.9	338.0	361.6	421.0	366.7	955.3	1,297.0	1,487.3
- 쉬안즈	742.6	722.8	664.6	702.2	688.0	708.3	664.6	723.3	2,198.5	2,832.2	4,873.8
③ 바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	777.3	791.1	818.6	840.2	2,763.1	2,981.7	3,227.2
④ 생물자원	543.4	526.9	588.0	555.0	587.4	569.1	588.0	555.0	1,993.2	2,213.3	2,299.5
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	10,415.0	10,781.1	11,292.6
YoY	16.2%	7.4%	8.3%	3.2%	6.0%	4.5%	3.7%	4.7%	19.7%	8.5%	4.7%
① 소재	-6.0%	2.4%	-0.2%	-13.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-4.1%	-4.2%	0.0%
② 가공	44.7%	14.7%	9.4%	4.4%	2.5%	3.6%	6.2%	6.0%	81.8%	16.5%	4.6%
③ 바이오	15.0%	0.1%	7.3%	10.9%	14.7%	6.5%	6.1%	6.4%	1.7%	7.9%	8.2%
④ 생물자원	8.5%	7.7%	17.0%	10.8%	8.1%	8.0%	0.0%	0.0%	-8.3%	11.0%	3.9%
⑤ 물류	3.4%	4.5%	5.8%	0.5%	7.0%	4.5%	2.7%	4.9%	13.0%	3.5%	4.7%
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.6	385.1	412.5	432.9	352.5	896.9	1,359.6	1,582.9
① 소재	16.6	15.0	23.5	3.6	27.5	17.1	28.3	7.3	83.7	58.8	80.1
② 가공	99.7	111.4	152.3	87.9	147.6	127.1	181.1	128.0	258.4	451.2	583.9
③ 바이오	51.1	110.9	79.2	71.0	77.0	100.0	90.0	85.0	232.8	312.2	352.0
④ 생물자원	52.7	64.3	56.7	45.6	88.9	68.3	23.5	22.2	27.2	219.3	203.0
⑤ 물류	57.9	85.0	91.6	90.8	48.1	100.0	110.0	110.0	307.1	325.2	368.1
YoY	54.1%	119.5%	47.5%	9.9%	39.6%	7.2%	7.6%	18.8%	7.7%	51.6%	16.4%
① 소재	-29.7%	-16.7%	-26.6%	-63.8%	65.8%	14.2%	20.0%	100.0%	-12.5%	-29.8%	36.4%
② 가공	29.0%	209.4%	53.2%	92.3%	48.1%	14.1%	19.0%	45.7%	-1.3%	74.6%	29.4%
③ 바이오	-2.5%	87.0%	50.9%	3.5%	50.7%	-9.8%	13.6%	19.7%	19.9%	34.1%	12.7%
④ 생물자원	TB	TB	TB	-4.6%	68.7%	6.2%	-58.5%	-51.3%	-49.3%	706.7%	-7.5%
⑤ 물류	27.7%	18.4%	3.2%	-10.4%	-16.9%	17.6%	20.1%	21.1%	26.5%	5.9%	13.2%
OPM	4.7%	6.5%	6.3%	4.8%	6.2%	6.7%	6.6%	5.5%	4.0%	5.6%	6.2%
① 소재	3.9%	3.5%	5.0%	1.0%	6.5%	4.0%	6.0%	2.0%	4.8%	3.5%	4.8%
② 가공	5.4%	6.3%	7.9%	5.0%	7.8%	7.0%	8.9%	6.8%	4.1%	6.2%	7.7%
③ 바이오	7.5%	14.9%	10.3%	9.0%	9.9%	12.6%	11.0%	10.1%	8.4%	10.5%	10.9%
④ 생물자원	9.7%	12.2%	9.6%	8.2%	15.1%	12.0%	4.0%	4.0%	1.4%	9.9%	8.8%
⑤ 물류	2.3%	3.2%	3.3%	3.2%	1.8%	3.6%	3.9%	3.7%	2.9%	3.0%	3.3%
세전이익	622.2	256.2	302.8	(2.7)	311.8	282.5	312.9	232.5	338.8	1,178.5	1,139.7
YoY	713.7%	477.7%	342.6%	TR	-49.9%	10.3%	3.3%	TB	-73.8%	247.9%	-3.3%
(지배)순이익	443.7	111.4	140.2	(9.8)	165.4	165.0	182.7	130.2	152.5	685.6	643.2
YoY	984.7%	587.8%	7180.7%	TR	-62.7%	48.1%	30.3%	TB	-82.6%	349.6%	-6.2%
NPM	7.6%	1.9%	2.2%	-0.2%	2.7%	2.7%	2.8%	2.0%	0.7%	2.8%	2.5%

자료: 하나금융투자

CJ제일제당 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	22,352.5	24,245.7	25,377.0	27,274.8	28,911.3
매출원가	18,069.3	19,059.3	19,911.4	21,305.9	22,526.4
매출총이익	4,283.2	5,186.4	5,465.6	5,968.9	6,384.9
판매비	3,386.3	3,826.9	3,882.7	4,227.6	4,481.3
영업이익	896.9	1,359.6	1,582.9	1,741.4	1,903.7
금융손익	(362.5)	(340.3)	(265.1)	(238.6)	(211.4)
종속/관계기업손익	17.5	17.8	56.4	39.1	0.0
기타영업외손익	(213.1)	141.4	(234.5)	(200.0)	(200.0)
세전이익	338.8	1,178.5	1,139.7	1,341.8	1,492.3
법인세	147.8	392.1	323.6	380.9	447.9
계속사업이익	191.0	786.4	816.1	960.9	1,044.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	191.0	786.4	816.1	960.9	1,044.4
비배주주지분 순이익	38.5	100.8	172.9	203.6	221.3
지배주주순이익	152.5	685.6	643.2	757.3	823.0
지배주주지분포괄이익	256.9	469.0	821.7	967.4	1,051.5
NOPAT	505.7	907.2	1,133.5	1,247.0	1,332.3
EBITDA	2,007.3	2,645.3	2,843.4	2,985.5	3,139.7
성장성(%)					
매출액증가율	19.72	8.47	4.67	7.48	6.00
NOPAT증가율	(15.07)	79.39	24.94	10.01	6.84
EBITDA증가율	36.25	31.78	7.49	5.00	5.16
영업이익증가율	7.71	51.59	16.42	10.01	9.32
(지배주주)순이익증가율	(82.58)	349.57	(6.18)	17.74	8.68
EPS증가율	(82.81)	349.43	(6.18)	17.73	8.69
수익성(%)					
매출총이익률	19.16	21.39	21.54	21.88	22.08
EBITDA이익률	8.98	10.91	11.20	10.95	10.86
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	8,719.6	8,947.2	10,405.5
금융자산	1,756.1	1,939.7	2,933.1	2,730.9	3,818.5
현금성자산	691.0	1,212.2	2,171.7	1,912.5	2,951.1
매출채권	2,778.3	2,667.4	2,791.9	3,000.6	3,180.7
재고자산	2,018.3	1,861.5	1,948.3	2,094.0	2,219.7
기타유동자산	1,390.3	1,001.3	1,046.3	1,121.7	1,186.6
비유동자산	18,337.6	18,142.0	17,894.8	17,722.9	17,608.5
투자자산	435.6	728.3	741.5	763.7	782.8
금융자산	214.7	518.0	521.4	527.1	532.1
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	26,614.4	26,670.1	28,014.0
유동부채	8,202.2	7,082.7	7,262.5	6,300.9	6,561.1
금융부채	3,423.6	3,091.2	3,099.6	1,850.4	1,862.5
매입채무	1,929.9	1,793.7	1,877.4	2,017.8	2,138.9
기타유동부채	2,848.7	2,197.8	2,285.5	2,432.7	2,559.7
비유동부채	8,596.9	8,362.8	8,436.5	8,560.2	8,666.9
금융부채	6,920.3	6,782.5	6,782.5	6,782.5	6,782.5
기타비유동부채	1,676.6	1,580.3	1,654.0	1,777.7	1,884.4
부채총계	16,799.2	15,445.5	15,699.0	14,861.1	15,227.9
지배주주지분	4,880.9	5,274.4	5,853.5	6,546.5	7,305.4
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	4,985.8	5,678.9	6,437.8
비지배주주지분	4,600.6	4,892.0	5,061.9	5,262.5	5,480.7
자본총계	9,481.5	10,166.4	10,915.4	11,809.0	12,786.1
순금융부채	8,587.8	7,934.0	6,949.0	5,902.0	4,826.5

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	9,312	41,851	39,264	46,226	50,242
BPS	304,071	328,093	363,440	405,749	452,074
CFPS	116,913	159,806	162,267	171,993	179,020
EBITDAPS	122,532	161,482	173,570	182,245	191,660
SPS	1,364,484	1,480,057	1,549,117	1,664,967	1,764,864
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
주기지표(배)					
PER	27.12	9.10	11.52	9.79	9.01
PBR	0.83	1.16	1.25	1.12	1.00
PCFR	2.16	2.38	2.79	2.63	2.53
EV/EBITDA	8.54	7.10	6.83	6.22	5.65
PSR	0.19	0.26	0.29	0.27	0.26
재무비율(%)					
ROE	3.16	13.50	11.56	12.21	11.88
ROA	0.67	2.64	2.46	2.84	3.01
ROIC	3.14	5.01	6.27	6.96	7.47
부채비율	177.18	151.93	143.83	125.85	119.10
순부채비율	90.57	78.04	63.66	49.98	37.75
이자보상배율(배)	2.25	4.29	5.11	6.00	7.03

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,143.1	2,001.8	2,364.3	2,486.4	2,527.7
당기순이익	191.0	786.4	816.1	960.9	1,044.4
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)	29.7	49.8	43.0
투자활동 현금흐름	(3,189.9)	(345.1)	(998.7)	(1,073.6)	(1,107.3)
투자자산감소(증가)	114.7	(292.6)	(16.3)	(25.3)	(22.2)
자본증가(감소)	(1,172.0)	(728.7)	(1,000.0)	(1,050.0)	(1,102.5)
기타	(2,132.6)	676.2	17.6	1.7	17.4
재무활동 현금흐름	1,228.7	(1,097.9)	(365.4)	(1,603.5)	(322.8)
금융부채증가(감소)	2,305.8	(470.2)	8.4	(1,249.2)	12.1
자본증가(감소)	(102.6)	(31.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(880.7)	(540.4)	(309.6)	(290.1)	(270.7)
배당지급	(93.8)	(56.1)	(64.2)	(64.2)	(64.2)
현금의 증감	143.4	558.7	922.0	(259.1)	1,038.6
Unlevered CFO	1,915.2	2,617.9	2,658.2	2,817.5	2,932.6
Free Cash Flow	589.2	1,033.3	1,364.3	1,436.4	1,425.2

3) 오리온(BUY, TP 17만원): 단기 실적은 기대치 낮춰야...

(1) 2Q21 Preview

단기 실적 모멘텀 둔화 전망

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,084억원(YoY -1.3%), 628억원(YoY -27.1%)으로 예상된다. 4~5월 누계 연결 매출 및 이익 성장률은 각각 YoY -4.0%, -39.7%(OP 402 억원)을 시현했다. 전년 역기저 및 원가 부담 가중으로 시장 기대치를 하회할 공산이 커 보인다.

① 4~5월 누계 중국 제과 매출 성장은 YoY -15.7%를 시현했다. 6월부터 역기저가 다소 완화되기 시작하는 점을 고려하여 2분기 매출 성장은 YoY -8.0%으로 추정한다. 6월 매출액 800억원을 가정했다. 손익은 매출 대비 감소 폭이 클 것이다. 주요 원자재(소프트닝 등) 부담 및 작년 사회보장세 감면 혜택 역기저(월 10억원)가 여전히 부담이다. 중국 법인 손익은 180억원 내외로 추정한다. ② 베트남 제과 매출(수출 포함)은 YoY 3.0%으로 전망한다. 로컬 통화 기준 성장률은 YoY 10.0%을 예상한다. 베트남은 물류 직체계 전환 기인한 기존 유통 달러 재고 소진 영향이 2분기까지 이어질 것으로 예상된다. 팜유 등 원부자재 부담도 지속되고 있어 손익 개선 가능성을 제한적으로 판단한다. ③ 한국 제과 매출은 전년대비 4.0% 증가할 것으로 추정한다. 예감 및 참봉어 라인업 확대가 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

작년 3분기 중국법인 매출액은 3,062억원을 시현했다. 월 평균 1천억원을 벌어들인 셈이다. 원부자재 가격 상승 부담도 당분간은 이어질 것으로 파악된다. 따라서 3분기까지는 실적 눈높이를 낮춰야 할 것으로 판단된다. 4분기는 춘절효과가 반영되기 시작하고 일부 원재료 투입가도 다소 안정화될 것으로 기대한다. 분기별 연결 영업이익 증감률을 각각 2Q YoY -27.1%, 3Q -2.6%, 4Q 37.4%로 추정한다.

단기 실적 모멘텀 둔화가 불가피할 것으로 판단된다. 다만, 현 주가가 12개월 Fwd PER 16 배에 불과해 중장기 측면의 저가 매수는 유효해 보인다.

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	539.8	515.1	597.4	577.6	602.0	508.4	627.5	643.1	2,023.3	2,229.8	2,381.0
국내제과	190.8	184.1	194.3	200.0	198.8	191.5	202.1	210.0	732.8	769.2	802.3
중국제과	262.9	257.0	306.2	265.4	301.9	236.4	316.5	299.2	974.4	1,091.5	1,154.0
베트남제과	70.3	57.8	74.6	89.3	82.9	59.5	82.1	102.7	252.4	292.0	327.1
러시아제과	19.8	19.1	23.8	26.4	23.1	22.9	27.8	32.9	77.3	89.0	106.8
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	3.8%	11.5%	-1.3%	5.0%	11.3%	5.0%	10.2%	6.8%
국내제과	7.2%	3.5%	6.4%	2.9%	4.2%	4.0%	4.0%	5.0%	2.9%	5.0%	4.3%
중국제과	4.6%	28.1%	14.4%	4.2%	14.8%	-8.0%	3.4%	12.7%	4.4%	12.0%	5.7%
베트남제과	23.9%	19.7%	18.0%	6.1%	17.9%	3.0%	10.0%	15.0%	7.9%	15.7%	12.0%
러시아제과	32.8%	20.1%	16.1%	1.1%	17.0%	20.0%	17.0%	25.0%	19.3%	15.1%	20.0%
영업이익	97.0	86.2	107.8	85.1	101.9	62.8	105.0	116.8	327.6	376.1	386.7
국내제과	30.0	29.1	28.7	36.0	35.3	30.6	30.3	33.6	107.8	123.7	129.8
중국제과	47.3	42.9	58.4	24.4	46.5	18.9	52.2	50.9	158.6	173.0	168.5
베트남제과	15.9	9.6	16.7	21.5	15.7	8.9	18.1	24.6	47.7	63.7	67.3
러시아제과	3.6	3.7	4.9	4.8	3.6	4.4	4.5	7.2	12.5	17.0	19.7
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	-13.0%	5.1%	-27.1%	-2.6%	37.4%	16.1%	14.8%	2.8%
국내제과	29.2%	11.3%	2.9%	17.8%	17.7%	5.3%	5.6%	-6.6%	16.9%	14.8%	4.9%
중국제과	16.2%	140.2%	1.4%	-42.5%	-1.7%	-55.9%	-10.6%	108.6%	12.0%	9.1%	-2.6%
베트남제과	98.8%	122.4%	23.7%	-1.9%	-1.3%	-7.0%	8.1%	14.6%	16.3%	33.5%	5.7%
러시아제과	112.5%	94.0%	48.5%	-15.1%	0.9%	17.7%	-9.1%	51.4%	56.6%	35.5%	15.9%
OPM	18.0%	16.7%	18.1%	14.7%	16.9%	12.4%	16.7%	18.2%	16.2%	16.9%	16.2%
국내제과	15.7%	15.8%	14.8%	18.0%	17.8%	16.0%	15.0%	16.0%	14.7%	16.1%	16.2%
중국제과	18.0%	16.7%	19.1%	9.2%	15.4%	8.0%	16.5%	17.0%	16.3%	15.8%	14.6%
베트남제과	19.5%	16.6%	22.4%	24.1%	18.9%	15.0%	22.0%	24.0%	18.9%	21.8%	20.6%
러시아제과	18.3%	19.4%	20.6%	18.2%	15.8%	19.0%	16.0%	22.0%	16.2%	19.1%	18.4%
세전이익	104.7	95.5	112.7	84.5	102.4	66.8	109.0	120.8	308.1	397.4	399.2
YoY	32.4%	85.8%	10.3%	12.5%	-2.1%	-30.0%	-3.2%	43.0%	11.8%	29.1%	0.5%
(지배)순이익	73.1	63.8	76.4	54.2	71.6	48.1	77.9	85.1	215.6	267.6	279.4
YoY	42.5%	76.2%	12.9%	-10.0%	-2.0%	-24.7%	1.9%	56.9%	54.1%	24.1%	4.4%
NPM	13.5%	12.4%	12.8%	9.4%	11.9%	9.5%	12.4%	13.2%	10.6%	12.0%	11.7%

자료: 하나금융투자

오리온 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,023.3	2,229.8	2,381.0	2,531.9	2,658.5
매출원가	1,110.1	1,276.8	1,351.4	1,422.7	1,435.6
매출총이익	913.2	953.0	1,029.6	1,109.2	1,222.9
판매비	585.6	576.9	642.9	683.6	704.5
영업이익	327.6	376.1	386.7	425.6	518.4
금융손익	(2.1)	3.4	12.1	20.0	29.1
종속/관계기업손익	0.0	0.6	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(17.4)	17.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	308.1	397.4	399.2	445.6	547.5
법인세	87.6	122.8	112.6	130.0	161.1
계속사업이익	220.5	274.6	286.6	315.5	386.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	220.5	274.6	286.6	315.5	386.3
비배주주지분 순이익	4.9	7.0	7.2	7.9	9.7
지배주주순이익	215.6	267.6	279.4	307.6	376.7
지배주주지분포괄이익	242.0	232.1	278.0	306.0	374.7
NOPAT	234.4	259.9	277.6	301.4	365.8
EBITDA	459.8	515.1	528.2	571.1	669.1
성장성(%)					
매출액증가율	5.00	10.21	6.78	6.34	5.00
NOPAT증가율	59.89	10.88	6.81	8.57	21.37
EBITDA증가율	14.95	12.03	2.54	8.12	17.16
영업이익증가율	16.09	14.80	2.82	10.06	21.80
(지배주주)순이익증가율	54.11	24.12	4.41	10.09	22.46
EPS증가율	54.13	24.12	4.43	10.09	22.45
수익성(%)					
매출총이익률	45.13	42.74	43.24	43.81	46.00
EBITDA이익률	22.73	23.10	22.18	22.56	25.17
영업이익률	16.19	16.87	16.24	16.81	19.50
계속사업이익률	10.90	12.32	12.04	12.46	14.53

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	596.3	797.5	1,056.4	1,331.1	1,658.2
금융자산	236.1	440.4	675.1	925.6	1,232.4
현금성자산	165.0	367.4	597.2	842.7	1,145.4
매출채권	178.7	151.5	161.8	172.0	180.6
재고자산	147.6	179.7	191.9	204.1	214.3
기타유동자산	33.9	25.9	27.6	29.4	30.9
비유동자산	1,856.0	1,867.9	1,899.0	1,943.2	2,000.5
투자자산	51.9	58.3	61.0	63.7	66.0
금융자산	19.6	27.2	27.8	28.4	28.9
유형자산	1,655.5	1,662.5	1,694.7	1,739.6	1,797.6
무형자산	54.7	55.5	51.7	48.4	45.5
기타비유동자산	93.9	91.6	91.6	91.5	91.4
자산총계	2,452.3	2,665.4	2,955.4	3,274.4	3,658.8
유동부채	464.5	345.5	366.6	387.7	405.4
금융부채	134.3	10.1	10.6	11.1	11.5
매입채무	88.5	102.6	109.5	116.5	122.3
기타유동부채	241.7	232.8	246.5	260.1	271.6
비유동부채	320.3	422.4	434.3	446.3	456.3
금융부채	176.9	246.1	246.1	246.1	246.1
기타비유동부채	143.4	176.3	188.2	200.2	210.2
부채총계	784.8	767.9	801.0	834.0	861.7
지배주주지분	1,622.6	1,829.9	2,079.8	2,357.7	2,704.7
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	623.8	622.8	622.8	622.8	622.8
기타포괄이익누계액	2.5	(32.9)	(32.9)	(32.9)	(32.9)
이익잉여금	378.4	622.2	872.0	1,150.0	1,497.0
비지배주주지분	44.9	67.6	74.7	82.6	92.3
자본총계	1,667.5	1,897.5	2,154.5	2,440.3	2,797.0
순금융부채	75.1	(184.2)	(418.3)	(668.3)	(974.7)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	5,453	6,768	7,068	7,781	9,528
BPS	41,057	46,301	52,619	59,650	68,428
CFPS	11,984	14,198	13,374	14,444	16,923
EBITDAPS	11,629	13,028	13,361	14,444	16,923
SPS	51,176	56,400	60,223	64,041	67,243
DPS	600	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	19.35	18.32	16.98	15.42	12.59
PBR	2.57	2.68	2.28	2.01	1.75
PCFR	8.80	8.73	8.97	8.31	7.09
EV/EBITDA	9.33	9.29	8.14	7.11	5.62
PSR	2.06	2.20	1.99	1.87	1.78
재무비율(%)					
ROE	14.24	15.50	14.29	13.87	14.88
ROA	8.98	10.46	9.94	9.88	10.87
ROIC	13.59	14.60	15.21	16.20	19.17
부채비율	47.06	40.47	37.18	34.18	30.81
순부채비율	4.50	(9.71)	(19.42)	(27.39)	(34.85)
이자보상배율(배)	30.00	51.09	58.10	63.82	77.60

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	347.8	461.0	439.9	472.7	546.8
당기순이익	220.5	274.6	286.6	315.5	386.3
조정	16	22	14	15	15
감가상각비	132.2	139.0	141.6	145.5	150.7
외환거래손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(116.3)	(116.3)	(127.6)	(130.5)	(135.7)
영업활동자산부채변동	(28.3)	(35.0)	11.7	11.7	9.8
투자활동 현금흐름	(187.5)	(163.2)	(177.7)	(194.6)	(212.1)
투자자산감소(증가)	(21.5)	(5.8)	(2.7)	(2.7)	(2.3)
자본증가(감소)	(119.2)	(144.6)	(170.0)	(187.0)	(205.7)
기타	(46.8)	(12.8)	(5.0)	(4.9)	(4.1)
재무활동 현금흐름	(184.4)	(86.5)	(29.1)	(29.1)	(29.2)
금융부채증가(감소)	(123.8)	(55.0)	0.5	0.5	0.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(36.9)	(7.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(23.7)	(23.7)	(29.6)	(29.6)	(29.6)
현금의 증감	(19.7)	211.3	220.9	245.6	302.7
Unlevered CFO	473.8	561.3	528.7	571.1	669.1
Free Cash Flow	222.0	309.2	269.9	285.7	341.1

4) 농심(BUY, TP 50만원): 실적은 시장 기대 부합 전망

(1) 2Q21 Preview

국내 역기저 지속

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,332억원(YoY -5.2%), 189억원(YoY -54.3%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 4,949억원(YoY -5.7%), 74억원(YoY -54.4%)으로 추정한다. YoY 큰 폭 감익은 전년 높은 베이스(코로나19 기인한 비축 수요)에 기인한다.

① 라면 총매출액(국내+해외)은 YoY -6.6% 감소할 것으로 예상된다. 국내는 YoY -9.0% 큰 폭 감소하겠으나 수출은 높은 베이스를 상쇄시킬 만큼 견조하다. YoY 5% 수출 성장을 예상한다. 국내 라면 점유율(금액 기준)은 55.0%(YoY 0.6%p up)로 추정한다. 신제품 '배홍동' 판매 호조(2분기 5~60억원 추정)로 점유율은 상승해 시장 대비 아웃퍼폼하는 실적을 시현할 것으로 판단한다. ② 스낵 매출도 전년 높은 베이스 기인해 YoY -8.0% 감소할 것으로 예상된다. ③ 해외법인 합산 매출은 YoY 소폭 감소하여 별도 실적(국내)의 높은 베이스를 일부 상쇄할 것으로 전망한다. 미국(캐나다 포함)은 전년 높은 베이스에도 불구하고 성장세(YoY 5.0% 추정)이나 중국은 YoY 매출 감소가 불가피할 것으로 판단된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

전년 역기저 및 원가 부담 가중으로 단기 실적 모멘텀은 제한적이다. 역기저를 차치하더라도 원맥/팜유 등 농심의 주요 원재료 가격이 큰 폭 상승해 하반기까지도 이익 개선은 쉽지 않아 보인다. 마지막 국내 라면 평가 인상 시점이 2016년 12월 임을 감안하면 가능성은 열려있다. 하나금융투자는 5% 평가 인상시 약 300억원 내외 이익 개선을 추정한다. 이는 올해 기준 연결 영업이익 및 지배순이익이 각각 27%, 20% 개선되는 효과이다.

현 주가는 12개월 Fwd PBR 0.9배에 거래 중이다. 역사적 밴드 하단에 위치한다. 단기 실적 모멘텀은 제한적이거나 평가 인상 가능성 및 유의미한 해외 보폭 확대 감안시 저가 매수가 유효해 보인다.

표 1. 농심 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	687.7	668.0	651.5	632.6	634.4	633.2	670.7	670.8	2,343.9	2,639.8	2,609.2
① 국내	553.9	524.7	519.8	507.3	504.6	494.9	531.7	531.0	1,905.7	2,105.7	2,062.3
-라면	405.2	383.0	372.7	382.0	361.4	357.8	373.3	392.7	1,368.7	1,542.9	1,485.2
-스낵	96.7	91.7	99.3	89.4	91.3	84.4	101.3	91.2	344.6	377.1	368.2
-음료 기타	108.2	105.9	108.7	98.9	108.6	105.9	113.0	102.8	414.3	421.7	430.4
② 북미	87.0	92.9	90.0	90.4	90.3	97.5	99.0	104.0	291.7	360.3	390.8
③ 중국	55.9	59.7	47.6	41.7	54.9	50.7	50.0	45.8	186.0	226.2	224.9
④ 일본	16.4	20.8	17.5	17.6	19.3	22.9	19.3	19.3	53.2	72.3	80.8
YoY	16.8%	17.6%	10.4%	5.9%	-7.7%	-5.2%	3.0%	6.0%	4.8%	12.6%	-1.2%
① 국내	15.1%	12.8%	9.9%	4.3%	-8.9%	-5.7%	2.3%	4.7%	2.6%	10.5%	-2.1%
-라면	18.6%	13.9%	11.9%	6.8%	-10.8%	-6.6%	0.1%	2.8%	2.4%	12.7%	-3.7%
-스낵	14.2%	11.3%	10.6%	1.9%	-5.6%	-8.0%	2.0%	2.0%	-0.1%	9.4%	3.0%
-음료 기타	-0.3%	3.0%	1.1%	3.6%	0.4%	0.0%	4.0%	4.0%	6.0%	1.8%	2.1%
② 북미	22.5%	37.8%	16.7%	18.7%	3.8%	5.0%	10.0%	15.0%	20.4%	23.5%	8.5%
③ 중국	29.0%	55.2%	8.0%	2.4%	-1.8%	-15.0%	5.0%	10.0%	6.6%	21.6%	-0.6%
④ 일본	38.5%	43.8%	30.8%	30.6%	17.7%	10.0%	10.0%	10.0%	14.7%	36.0%	11.7%
영업이익	63.6	41.4	29.3	26.0	28.3	18.9	29.3	27.8	78.8	160.3	104.4
YoY	101.1%	404.8%	57.9%	27.3%	-55.5%	-54.3%	0.0%	7.0%	-11.0%	103.4%	-34.9%
OPM	9.2%	6.2%	4.5%	4.1%	4.5%	3.0%	4.4%	4.1%	3.4%	6.1%	4.0%
세전이익	65.0	50.1	39.5	35.9	38.3	24.9	35.3	33.8	103.5	190.6	132.4
YoY	69.8%	218.9%	77.7%	31.7%	-41.1%	-50.3%	-10.7%	-5.6%	-7.9%	84.1%	-30.5%
지배순이익	48.7	36.2	29.5	34.1	29.0	18.1	26.4	32.3	71.0	148.5	105.7
YoY	67.9%	678.3%	82.4%	61.2%	-40.5%	-50.1%	-10.6%	-5.3%	-15.8%	109.2%	-28.8%
NPM	7.1%	5.4%	4.5%	5.4%	4.6%	2.9%	3.9%	4.8%	3.0%	5.6%	4.1%

자료: 하나금융투자

농심 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,343.9	2,639.8	2,609.2	2,695.9	2,790.3
매출원가	1,626.0	1,802.6	1,826.4	1,873.7	1,936.5
매출총이익	717.9	837.2	782.8	822.2	853.8
판매비	639.1	676.9	678.4	704.9	725.5
영업이익	78.8	160.3	104.4	117.4	128.4
금융손익	10.0	13.9	8.7	10.4	12.1
종속/관계기업손익	(1.3)	(1.7)	19.3	20.6	21.0
기타영업외손익	16.0	18.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	103.5	190.6	132.4	148.4	161.5
법인세	32.4	41.5	26.6	32.6	34.4
계속사업이익	71.1	149.0	105.8	115.8	127.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	149.0	105.8	115.8	127.1
비배주주지분 손이익	0.1	0.5	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	71.0	148.5	105.7	115.6	127.0
지배주주지분포괄이익	66.0	129.1	105.4	115.2	126.5
NOPAT	54.1	125.4	83.4	91.6	101.0
EBITDA	174.8	261.9	204.8	217.2	228.2
성장성(%)					
매출액증가율	4.81	12.62	(1.16)	3.32	3.50
NOPAT증가율	(18.65)	131.79	(33.49)	9.83	10.26
EBITDA증가율	1.04	49.83	(21.80)	6.05	5.06
영업이익증가율	(11.06)	103.43	(34.87)	12.45	9.37
(지배주주)순이익증가율	(15.78)	109.15	(28.82)	9.37	9.86
EPS증가율	(15.77)	109.18	(28.80)	9.36	9.82
수익성(%)					
매출총이익률	30.63	31.71	30.00	30.50	30.60
EBITDA이익률	7.46	9.92	7.85	8.06	8.18
영업이익률	3.36	6.07	4.00	4.35	4.60
계속사업이익률	3.03	5.64	4.05	4.30	4.56

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,078.6	1,074.4	1,161.0	1,277.5	1,402.3
금융자산	627.4	594.3	686.4	787.2	894.9
현금성자산	317.8	321.5	416.4	509.4	608.6
매출채권	210.6	211.5	209.0	216.0	223.6
재고자산	208.4	228.4	225.8	233.3	241.4
기타유동자산	32.2	40.2	39.8	41.0	42.4
비유동자산	1,574.5	1,651.1	1,640.6	1,635.4	1,634.9
투자자산	76.3	69.4	69.4	69.5	69.6
금융자산	71.4	66.2	66.2	66.2	66.2
유형자산	1,208.3	1,271.4	1,261.8	1,257.3	1,257.4
무형자산	59.2	46.1	45.3	44.5	43.7
기타비유동자산	230.7	264.2	264.1	264.1	264.2
자산총계	2,653.0	2,725.5	2,801.6	2,912.9	3,037.3
유동부채	585.0	522.1	516.4	532.7	550.4
금융부채	87.5	12.4	12.3	12.6	12.9
매입채무	250.2	275.1	272.0	281.0	290.8
기타유동부채	247.3	234.6	232.1	239.1	246.7
비유동부채	127.3	154.4	153.6	156.0	158.6
금융부채	66.5	81.3	81.3	81.3	81.3
기타비유동부채	60.8	73.1	72.3	74.7	77.3
부채총계	712.3	676.6	669.9	688.7	709.0
지배주주지분	1,927.9	2,034.0	2,116.6	2,209.0	2,312.9
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.8	120.8	120.8	120.8
자본조정	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	(20.5)	(37.2)	(37.2)	(37.2)	(37.2)
이익잉여금	1,878.0	2,000.7	2,083.3	2,175.8	2,279.7
비배주주지분	12.8	15.0	15.1	15.3	15.4
자본총계	1,940.7	2,049.0	2,131.7	2,224.3	2,328.3
순금융부채	(473.4)	(500.6)	(592.9)	(693.4)	(800.7)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	11,672	24,416	17,384	19,012	20,879
BPS	330,234	347,662	361,243	376,452	393,528
CFPS	37,759	52,955	36,842	39,102	40,967
EBITDAPS	28,740	43,057	33,669	35,716	37,515
SPS	385,349	433,988	428,957	443,219	458,732
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주기지표(배)					
PER	20.60	12.29	18.06	16.52	15.04
PBR	0.73	0.86	0.87	0.83	0.80
PCFR	6.37	5.67	8.52	8.03	7.66
EV/EBITDA	5.73	5.11	5.94	5.14	4.42
PSR	0.62	0.69	0.73	0.71	0.68
재무비율(%)					
ROE	3.72	7.50	5.10	5.35	5.62
ROA	2.74	5.52	3.83	4.05	4.27
ROIC	4.26	9.16	5.83	6.43	7.10
부채비율	36.70	33.02	31.43	30.96	30.45
순부채비율	(24.39)	(24.43)	(27.81)	(31.17)	(34.39)
이자보상배율(배)	13.82	40.98	35.29	39.66	43.21

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	162.5	231.5	206.1	216.2	227.6
당기순이익	71.1	149.0	105.8	115.8	127.1
조정	13	15	10	10	10
감가상각비	96.0	101.6	100.4	99.8	99.8
외환거래손익	0.6	(2.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.3	1.7	0.0	0.0	0.0
기타	(84.9)	(85.7)	(90.4)	(89.8)	(89.8)
영업활동자산부채변동	(39.3)	(62.6)	(0.2)	0.6	0.6
투자활동 현금흐름	(30.7)	(132.0)	(87.2)	(102.4)	(107.8)
투자자산감소(증가)	(15.1)	8.5	0.0	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(153.7)	(179.7)	(90.0)	(94.5)	(99.2)
기타	138.1	39.2	2.8	(7.8)	(8.5)
재무활동 현금흐름	17.8	(94.3)	(23.3)	(22.8)	(22.8)
금융부채증가(감소)	65.7	(60.3)	(0.1)	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(24.9)	(10.9)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
현금의 증감	150.1	5.2	93.3	93.2	99.2
Unlevered CFO	229.7	322.1	224.1	237.8	249.2
Free Cash Flow	8.5	51.2	116.1	121.7	128.4

5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 주류 총수요 부진 지속

(1) 2Q21 Preview

B2B 채널 회복 더디

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,664억원(YoY -2.6%), 463억원(YoY -14.3%)으로 추정한다. '사회적 거리두기'가 본격적으로 시행된 시점이 작년 하반기 임을 감안하면 상반기는 베이스 부담이 크다.

B2B 주류 시장 수요는 여전히 부진하다. 4~5월 누계 주류 총수요도 전년동기대비 5% 이상 감소했을 것으로 추정한다. 주류 시장 부진 기인해 하이트진로의 국내 맥주 및 소주(레귤러) 매출액도 각각 YoY -7.8%, -4.0% 감소할 것으로 전망한다. 수입 맥주를 포함한 맥주 매출액은 YoY -4.5% 감소할 것으로 추정한다. 시장 수요 부진에도 불구하고 백신 상용화에 따른 B2B 시장 회복 기대감 기인해 경쟁이 심화되고 있는 것으로 파악된다. 판촉 및 마케팅 강도가 높아지면서 하이트진로도 비용 지출이 불가피할 것으로 판단된다. 손익도 시장 기대치를 하회할 공산이 커 보인다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 3,191억원(YoY +2.8%), 2,113억원(YoY +6.4%)으로 추정한다. 주류 총수요는 전년대비 2% 내외 감소를 예상한다. 하반기는 '사회적 거리두기' 지침 완화가 예상되는 만큼 하이트진로의 탑라인도 YoY 개선을 기대할 수 있겠다. 특히 '테라'의 점유율 확대 속도가 주가 업사이드를 결정지을 것으로 예상된다. 단기적으로 광고마케팅 비용 투하는 불가피 하겠으나, 하반기 '테라' 매출액이 YoY 두 자리 수 성장세를 보여준다면 박스권 탈피가 가능할 것으로 판단한다. 실적은 2분기를 저점으로 점진적 회복이 예상된다.

표 1. 하이진로 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	533.9	581.6	624.3	516.6	535.1	566.4	662.9	555.6	2,035.1	2,256.3	2,319.1
① 맥주	180.0	214.6	244.0	173.3	174.1	205.0	273.0	203.0	726.6	812.0	854.2
② 소주	319.2	324.9	335.0	308.0	323.2	317.3	341.4	312.4	1,156.5	1,287.1	1,294.3
③ 생수	23.9	27.4	29.5	23.8	22.9	30.2	32.5	26.2	96.4	104.7	111.8
YoY	26.2%	10.9%	18.0%	-7.5%	0.2%	-2.6%	6.2%	7.5%	7.9%	10.9%	2.8%
① 맥주	29.5%	12.6%	15.0%	-6.2%	-3.3%	-4.5%	11.9%	17.1%	1.8%	11.7%	5.2%
② 소주	26.8%	11.6%	20.8%	-8.4%	1.3%	-2.3%	1.9%	1.4%	11.2%	11.3%	0.6%
③ 생수	21.1%	8.6%	7.6%	-0.8%	-4.2%	10.0%	10.0%	10.0%	24.9%	8.5%	6.8%
영업이익	56.1	54.1	64.4	23.9	52.9	46.3	67.0	45.0	88.2	198.5	211.3
YoY	TB	411.0%	30.9%	-27.0%	-5.7%	-14.3%	4.1%	88.5%	-2.4%	124.9%	6.4%
OPM	10.5%	9.3%	10.3%	4.6%	9.9%	8.2%	10.1%	8.1%	4.3%	8.8%	9.1%
맥주	8.8	12.1	18.9	0.7	8.2	7.0	20.0	3.0	(43.1)	40.5	38.2
소주	46.3	38.5	44.8	23.6	44.8	39.3	47.0	42.0	128.4	153.3	173.1
세전이익	45.0	48.7	46.5	(16.5)	47.9	34.9	55.4	33.4	0.5	123.6	171.7
YoY	TB	TB	24.9%	CR	-12.7%	-33.0%	13.5%	TB	-98.8%	24620.6%	38.9%
(지배)순이익	33.4	34.9	32.3	(13.9)	29.1	23.4	36.6	23.4	(42.3)	86.7	112.5
YoY	TB	TB	24.8%	CR	-12.9%	-33.0%	13.4%	TB	TR	TB	29.7%
NPM	6.3%	6.0%	5.2%	-2.7%	5.4%	4.1%	5.5%	4.2%	-2.1%	3.8%	4.9%

자료: 하나금융투자

하이틴로 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,035.1	2,256.3	2,319.1	2,435.0	2,532.4
매출원가	1,163.2	1,281.3	1,272.9	1,327.1	1,375.1
매출총이익	871.9	975.0	1,046.2	1,107.9	1,157.3
판매비	783.6	776.5	834.9	869.3	901.5
영업이익	88.2	198.5	211.3	238.6	255.8
금융손익	(44.1)	(44.8)	(36.7)	(32.2)	(30.6)
종속/관계기업손익	0.0	(7.0)	(2.8)	(10.0)	(10.0)
기타영업외손익	(43.7)	(23.1)	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.5	123.6	171.7	196.4	215.2
법인세	42.8	37.0	59.2	63.2	69.3
계속사업이익	(42.4)	86.6	112.5	133.2	145.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(42.4)	86.6	112.5	133.2	145.9
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주지분포괄이익	(42.3)	86.7	112.5	133.2	145.9
지배주주지분포괄이익	(73.5)	90.0	112.8	133.4	146.2
NOPAT	(8,313.0)	139.1	138.4	161.8	173.4
EBITDA	236.2	358.4	368.3	393.8	410.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.93	10.87	2.78	5.00	4.00
NOPAT증가율	적전	흑전	(0.50)	16.91	7.17
EBITDA증가율	9.66	51.74	2.76	6.92	4.11
영업이익증가율	(2.43)	125.06	6.45	12.92	7.21
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	29.76	18.40	9.53
EPS증가율	적전	흑전	29.85	18.30	9.58
수익성(%)					
매출총이익률	42.84	43.21	45.11	45.50	45.70
EBITDA이익률	11.61	15.88	15.88	16.17	16.19
영업이익률	4.33	8.80	9.11	9.80	10.10
계속사업이익률	(2.08)	3.84	4.85	5.47	5.76

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(594)	1,216	1,579	1,868	2,047
BPS	15,565	16,145	16,988	18,122	19,434
CFPS	4,078	6,034	5,127	5,383	5,611
EBITDAPS	3,315	5,029	5,167	5,525	5,753
SPS	28,555	31,659	32,540	34,167	35,534
DPS	700	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	(48.82)	26.19	22.77	19.25	17.56
PBR	1.86	1.97	2.12	1.98	1.85
PCFR	7.11	5.28	7.01	6.68	6.41
EV/EBITDA	12.98	8.54	8.96	8.07	7.45
PSR	1.02	1.01	1.10	1.05	1.01
재무비율(%)					
ROE	(3.86)	8.23	10.20	11.34	11.57
ROA	(1.26)	2.64	3.48	4.12	4.33
ROIC	(460.30)	7.30	7.73	9.24	10.12
부채비율	216.58	206.98	179.11	171.74	163.01
순부채비율	97.91	74.92	62.23	48.12	35.31
이자보상배율(배)	1.91	4.29	5.22	6.63	7.10

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	782.3	899.4	794.0	946.8	1,096.0
금융자산	160.7	300.1	178.0	300.0	423.4
현금성자산	144.2	264.5	141.5	261.6	383.5
매출채권	373.8	342.8	352.4	370.0	384.8
재고자산	177.3	187.8	193.0	202.7	210.8
기타유동자산	70.5	68.7	70.6	74.1	77.0
비유동자산	2,488.6	2,398.4	2,372.4	2,355.5	2,346.1
투자자산	51.9	53.8	54.7	56.5	58.0
금융자산	51.9	50.9	51.8	53.4	54.8
유형자산	2,052.1	1,997.3	1,979.9	1,970.2	1,967.6
무형자산	174.8	165.9	156.3	147.4	139.0
기타비유동자산	209.8	181.4	181.5	181.4	181.5
자산총계	3,270.9	3,297.8	3,166.3	3,302.3	3,442.1
유동부채	1,358.9	1,435.6	1,237.8	1,281.4	1,318.0
금융부채	532.2	541.1	320.1	321.0	321.8
매입채무	136.6	123.7	127.2	133.5	138.9
기타유동부채	690.1	770.8	790.5	826.9	857.3
비유동부채	878.8	787.9	794.1	805.7	815.3
금융부채	640.1	563.8	563.8	563.8	563.8
기타비유동부채	238.7	224.1	230.3	241.9	251.5
부채총계	2,237.7	2,223.5	2,031.9	2,087.0	2,133.3
지배주주지분	1,032.5	1,073.8	1,133.9	1,214.7	1,308.2
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	509.3	509.3	509.3	509.3	509.3
자본조정	(94.2)	(94.2)	(94.2)	(94.2)	(94.2)
기타포괄이익누계액	9.7	8.8	8.8	8.8	8.8
이익잉여금	238.9	281.1	341.2	422.0	515.5
비지배주주지분	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	1,033.2	1,074.3	1,134.4	1,215.2	1,308.7
순금융부채	1,011.6	804.8	705.9	584.8	462.2

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	28.3	382.8	288.3	323.0	329.3
당기순이익	(42.4)	86.6	112.5	133.2	145.9
조정	27	28	16	16	15
감가상각비	148.0	159.9	157.0	155.1	154.2
외환거래손익	0.1	2.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	(121.1)	(141.1)	(141.0)	(139.1)	(139.2)
영업활동자산부채변동	(200.6)	11.7	18.8	34.7	29.2
투자활동 현금흐름	(66.0)	(141.1)	(132.0)	(140.1)	(146.4)
투자자산감소(증가)	0.1	5.1	(1.0)	(1.8)	(1.5)
자본증가(감소)	(155.5)	(119.5)	(130.0)	(136.5)	(143.3)
기타	89.4	(26.7)	(1.0)	(1.8)	(1.6)
재무활동 현금흐름	(111.6)	(116.6)	(273.4)	(51.5)	(51.7)
금융부채증가(감소)	106.7	(67.4)	(221.0)	0.9	0.7
자본증가(감소)	(200.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	37.4	(0.3)	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(55.7)	(48.9)	(52.4)	(52.4)	(52.4)
현금의 증감	(146.7)	125.2	(128.0)	120.1	121.8
Unlevered CFO	290.7	430.0	365.4	383.7	399.9
Free Cash Flow	(132.5)	231.6	158.3	186.5	185.9

6) 롯데칠성(BUY, TP 20만원): 단기 실적보단 큰 그림에 주목

(1) 2Q21 Preview

마케팅비용 선집행으로 기존
하나금융투자 추정치 소폭 하회 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,468억원(YoY +8.2%), 442억원(YoY +51.0%)으로 추정한다. 음료 및 주류 브랜드 정립을 위한 비용 집행 기인해 손익은 기존 하나금융투자 추정치(OP 486억원)를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 이는 최근 시장 기대치에 부합하는 수치이다.

음료 및 주류 매출은 각각 YoY 7.0%, 11.7% 증가할 것으로 예상된다. 전년 기저효과 및 편의점 트래픽 회복으로 음료 부문은 호실적이 기대된다. 탑라인 성장 기인해 마진율도 YoY 1.1%p 개선될 것으로 추정한다. 주류는 총수요 부진에도 불구하고 신제품 '클라우드 생' 판매 호조(월 매출액 50억원까지 증가) 및 맥주 OEM 본격화, 건조한 와인 수요 기인해 YoY 성장세를 이어갈 것으로 판단한다. 다만, B2B 채널 회복 기대감에 따른 마케팅 선집행으로 손익은 기존 추정치를 다소 하회할 것으로 판단된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

'맥주 OEM 확대를 통한 중장기 기업 가치 제고'의 투자포인트는 여전히 유효하다. 4월부터 '곰표 밀맥주' 및 '제주 에일' 등 OEM이 본격화 되었다. 상반기 중으로 탄산음료 '트레비'도 맥주공장에서 생산을 시작한 것으로 파악된다. 참고로 하나금융투자는 올해 '트레비' 매출액을 약 700억원으로 추정한다. 상기 감안시 맥주 가동률은 2020년 20%에서 올해 40%까지 상승할 것으로 예상되어 고무적이다. 하반기는 크래프트 맥주 OEM의 추가 수주 가능성도 열어놓을 수 있는 만큼 연말 갈수록 유의미한 가동률 상승이 기대된다. 올해 맥주 적자는 YoY 200억원 내외 감소할 것으로 추정한다. 내년은 흑자전환 가능할 것으로 판단한다.

사측은 올해 손익 가이드스 1,750억원을 유지했다. 단기 손익 보다는 하반기 및 중장기 체력 증진에 주목해야 한다는 판단이다. BUY&Hold 전략이 유효해 보인다.

표 1. 롯데칠성 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	507.4	598.0	645.2	507.4	538.8	646.8	677.4	541.6	2,429.5	2,258.0	2,404.5
음료	369.0	450.3	473.4	347.3	351.6	481.8	492.4	371.6	1,729.9	1,639.9	1,697.3
주류	138.4	147.7	171.8	160.1	165.6	165.0	185.0	170.0	699.6	618.0	685.6
YoY	-11.7%	-11.7%	-1.8%	-2.4%	6.2%	8.2%	5.0%	6.7%	3.5%	-7.1%	6.5%
음료	-1.9%	-5.6%	-4.1%	-9.3%	-4.7%	7.0%	4.0%	7.0%	8.8%	-5.2%	3.5%
주류	-30.3%	-26.2%	5.0%	16.8%	19.7%	11.7%	7.7%	6.2%	-7.5%	-11.7%	10.9%
영업이익	6.3	29.3	58.4	3.3	32.3	44.2	68.5	24.8	107.7	97.2	169.8
YoY	-67.5%	-36.8%	19.0%	TB	415.8%	51.0%	17.3%	646.9%	26.7%	-9.7%	74.6%
OPM	1.2%	4.9%	9.0%	0.7%	6.0%	6.8%	10.1%	4.6%	4.4%	4.3%	7.1%
음료	25.0	39.0	57.4	4.0	22.3	47.2	66.5	17.8	166.6	125.4	153.8
주류	(17.0)	(11.4)	0.9	(0.7)	9.1	(5.0)	0.0	5.0	(58.9)	(28.2)	9.1
세전이익	(3.5)	19.4	45.7	(84.6)	22.2	34.3	58.5	14.8	(137.9)	(22.9)	129.8
YoY	TR	11.3%	25.5%	CR	TB	76.9%	27.8%	TB	CR	CR	TB
(지배)순이익	(3.0)	14.7	32.3	(56.5)	16.3	23.3	39.7	7.7	(142.4)	(12.5)	87.0
YoY	TR	TB	10.2%	CR	TB	58.0%	22.9%	TB	CR	CR	TB
NPM	-0.6%	2.5%	5.0%	-11.1%	3.0%	3.6%	5.9%	1.4%	-5.9%	-0.6%	3.6%

자료: 하나금융투자

롯데칠성 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,429.5	2,258.0	2,404.5	2,510.8	2,611.2
매출원가	1,445.9	1,349.5	1,376.3	1,421.7	1,462.3
매출총이익	983.6	908.5	1,028.2	1,089.1	1,148.9
판매비	876.0	811.2	858.4	896.4	932.2
영업이익	107.7	97.2	169.8	192.7	216.7
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)	129.8	152.4	177.5
법인세	6.1	(6.1)	37.6	44.1	50.0
계속사업이익	(144.0)	(16.8)	92.3	108.3	127.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(144.0)	(16.8)	92.3	108.3	127.5
비배주주지분 순이익	(1.6)	(4.3)	5.3	6.2	7.3
지배주주순이익	(142.4)	(12.5)	87.0	102.1	120.2
지배주주지분포괄이익	(137.5)	(23.1)	74.5	87.5	103.0
NOPAT	112.4	71.3	120.7	136.9	155.6
EBITDA	271.4	248.1	318.0	339.1	362.1
성장성(%)					
매출액증가율	3.55	(7.06)	6.49	4.42	4.00
NOPAT증가율	82.47	(36.57)	69.28	13.42	13.66
EBITDA증가율	14.66	(8.59)	28.17	6.64	6.78
영업이익증가율	26.71	(9.75)	74.69	13.49	12.45
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	17.36	17.73
EPS증가율	적지	적지	흑전	17.40	17.69
수익성(%)					
매출총이익률	40.49	40.23	42.76	43.38	44.00
EBITDA이익률	11.17	10.99	13.23	13.51	13.87
영업이익률	4.43	4.30	7.06	7.67	8.30
계속사업이익률	(5.93)	(0.74)	3.84	4.31	4.88

투자지표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(16,243)	(1,397)	8,922	10,474	12,327
BPS	146,060	133,667	139,927	147,855	157,636
CFPS	34,450	31,268	31,816	33,857	36,218
EBITDAPS	30,946	27,704	32,616	34,780	37,141
SPS	277,066	252,104	246,601	257,505	267,805
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
주가지표(배)					
PER	(8.62)	(77.67)	15.86	13.51	11.48
PBR	0.96	0.81	1.01	0.96	0.90
PCFR	4.06	3.47	4.45	4.18	3.91
EV/EBITDA	9.21	9.23	8.47	7.71	6.96
PSR	0.51	0.43	0.57	0.55	0.53
재무비율(%)					
ROE	(11.68)	(1.00)	6.56	7.32	8.12
ROA	(4.34)	(0.37)	2.47	2.82	3.21
ROIC	4.94	3.17	5.45	6.22	7.10
부채비율	165.19	165.63	160.33	152.99	144.54
순부채비율	106.48	96.52	86.81	76.00	64.60
이자보상배율(배)	2.75	2.65	4.53	5.14	5.78

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	788.4	893.3	998.7	1,109.9	1,234.4
금융자산	208.8	327.8	396.9	481.7	581.3
현금성자산	199.4	158.8	217.0	293.8	385.8
매출채권	242.4	238.4	253.9	265.1	275.7
재고자산	273.9	257.4	274.1	286.2	297.6
기타유동자산	63.3	69.7	73.8	76.9	79.8
비유동자산	2,468.1	2,572.8	2,570.9	2,570.2	2,573.9
투자자산	108.6	271.4	287.7	299.5	310.6
금융자산	85.6	140.8	148.6	154.3	159.7
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	245.1	245.2	245.3
자산총계	3,256.5	3,466.1	3,569.6	3,680.1	3,808.2
유동부채	941.6	864.9	894.5	915.9	936.2
금융부채	560.9	409.2	409.2	409.2	409.2
매입채무	87.4	172.1	183.3	191.4	199.0
기타유동부채	293.3	283.6	302.0	315.3	328.0
비유동부채	1,086.9	1,296.3	1,303.9	1,309.5	1,314.8
금융부채	955.6	1,178.1	1,178.1	1,178.1	1,178.1
기타비유동부채	131.3	118.2	125.8	131.4	136.7
부채총계	2,028.5	2,161.2	2,198.4	2,225.4	2,251.0
지배주주지분	1,212.1	1,294.6	1,355.7	1,433.0	1,528.3
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	1,937.3	2,014.6	2,110.0
비지배주주지분	15.9	10.3	15.5	21.7	29.0
자본총계	1,228.0	1,304.9	1,371.2	1,454.7	1,557.3
순금융부채	1,307.6	1,259.4	1,190.3	1,105.5	1,006.0

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	134.1	303.4	245.6	258.5	276.4
당기순이익	(144.0)	(16.8)	92.3	108.3	127.5
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)
영업활동 자산부채변동	(97.5)	63.4	5.1	3.7	3.5
투자활동 현금흐름	(134.2)	(388.5)	(157.2)	(153.7)	(156.6)
투자자산감소(증가)	50.9	(155.0)	(16.3)	(11.8)	(11.2)
자본증가(감소)	(139.4)	(115.0)	(130.0)	(133.9)	(137.9)
기타	(45.7)	(118.5)	(10.9)	(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)	56.7	76.9	92.1
Unlevered CFO	302.1	280.0	310.2	330.1	353.1
Free Cash Flow	(19.1)	174.1	115.6	124.6	138.5

7) 동원F&B(BUY, TP 28만원): 시장 기대치 충족 예상

(1) 2Q21 Preview

홈푸드 호실적 이어질 전망

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,877억원(YoY +4.0%), 209억원(YoY +26.7%)으로 추정한다. 1분기와 유사한 흐름이다. 동원홈푸드의 손익 개선 기인해 시장 기대치를 충족 가능할 것으로 전망한다.

① 가공식품 매출액은 전년 코로나19 기인한 역기저 기인해 YoY 2% 내외 성장에 그칠 것으로 추정한다. ② 2분기 참치 투입어가는 톤당 1,330불(YoY -2.2%)로 관련 원가 부담은 제한적일 것으로 추산된다. 다만, 포장재 등 부자재 구입 부담은 가중되는 추세이다. 상기 감안시 식품 부문 수익성 개선 가능성은 제한적으로 판단한다. ③ 동원홈푸드는 외식 등 B2B 채널 회복 기인해 실적 호조가 예상된다. 매출액은 YoY 두 자리 수 성장, 수익성은 1%p 개선을 전망한다. ④ 동원팜스는 보수적으로 전년 수준 손익을 가정했다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 3,251억원(YoY +4.9%), 1,315억원(YoY +13.1%)으로 추정한다. 작년 하반기부터 알루미늄, 박스 등 포장재 가격이 급등하고 있는 점 및 경쟁사 동향 감안시 평가 인상 가능성을 열어놓을 수 있다. 참고로 참치캔은 마지막 평가 인상 시점이 2017년 1월이다.

2분기 실적은 시장 기대치를 충족할 것으로 예상된다. 동원홈푸드의 실적 개선세는 연내 이어질 공산이 크다. 본업(가공식품)은 최근 경쟁사 동향 감안시, 주요 카테고리의 평가 인상 가능성을 열어놓을 수 있겠다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 9배에 거래 증으로 매력적인 밸류에이션을 제공한다.

표 1. 동원F&B 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	783.6	757.2	897.4	732.1	827.8	787.7	963.2	782.8	3,030.3	3,170.3	3,325.1
식품	467.9	414.7	530.9	387.3	478.6	409.7	543.8	385.5	1,721.1	1,800.7	1,817.6
조미유통	266.0	290.2	317.1	295.0	307.3	319.2	358.3	333.3	1,107.3	1,168.3	1,318.2
사료	49.4	51.9	49.1	49.5	41.6	46.7	49.1	52.0	200.4	199.8	189.3
YoY	4.7%	6.8%	8.8%	-2.1%	5.6%	4.0%	7.3%	6.9%	8.1%	4.6%	4.9%
식품	3.6%	6.3%	7.8%	0.1%	2.3%	-1.2%	2.4%	-0.5%	4.9%	4.6%	0.9%
조미유통	4.7%	9.0%	13.5%	-4.1%	15.5%	10.0%	13.0%	13.0%	13.3%	5.5%	12.8%
사료	17.4%	-0.7%	-7.4%	-6.9%	-15.8%	-10.0%	0.0%	5.0%	9.6%	-0.3%	-5.3%
영업이익	36.5	16.5	43.9	19.4	44.8	20.9	46.5	19.3	101.4	116.3	131.5
YoY	4.5%	14.8%	23.6%	17.0%	22.7%	26.7%	6.1%	-0.9%	16.3%	14.7%	13.1%
OPM	4.7%	2.2%	4.9%	2.7%	5.4%	2.7%	4.8%	2.5%	3.3%	3.7%	4.0%
식품	29.8	12.5	35.8	10.2	35.3	13.0	35.0	10.0	72.7	88.4	93.3
조미유통	5.5	3.7	7.2	7.0	8.6	7.3	10.7	10.0	27.3	23.4	36.7
사료	0.4	0.6	0.8	(0.7)	0.8	0.6	0.8	(0.7)	1.0	1.0	1.5
세전이익	31.9	11.3	40.0	20.0	40.1	17.6	43.2	15.9	87.0	103.3	117.1
YoY	1.1%	3.1%	29.1%	48.1%	25.5%	56.3%	7.9%	-20.5%	22.0%	18.6%	13.4%
지배순이익	23.9	8.2	30.8	15.1	29.9	12.8	33.2	12.0	65.7	77.9	88.2
YoY	-4.5%	-2.6%	30.7%	73.2%	25.5%	56.3%	7.9%	-20.5%	15.8%	18.7%	13.1%
NPM	3.0%	1.1%	3.4%	2.1%	3.6%	1.6%	3.4%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%

자료: 하나금융투자

동원F&B 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,030.3	3,170.3	3,325.1	3,557.9	3,735.8
매출원가	2,348.6	2,449.5	2,567.5	2,738.3	2,865.9
매출총이익	681.7	720.8	757.6	819.6	869.9
판매비	580.3	604.4	626.1	666.4	702.3
영업이익	101.4	116.3	131.5	153.1	167.5
금융손익	(12.9)	(14.6)	(14.4)	(13.6)	(12.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.5)	1.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	87.0	103.3	117.1	139.6	155.3
법인세	21.4	25.3	28.9	34.3	38.2
계속사업이익	65.7	77.9	88.2	105.3	117.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	65.7	77.9	88.2	105.3	117.1
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	65.7	77.9	88.2	105.3	117.1
지배주주지분포괄이익	59.9	77.3	88.2	105.3	117.1
NOPAT	76.5	87.8	99.1	115.5	126.3
EBITDA	161.2	182.1	198.0	220.8	236.7
성장성(%)					
매출액증가율	8.13	4.62	4.88	7.00	5.00
NOPAT증가율	10.39	14.77	12.87	16.55	9.35
EBITDA증가율	21.39	12.97	8.73	11.52	7.20
영업이익증가율	16.28	14.69	13.07	16.43	9.41
(지배주주)순이익증가율	15.87	18.57	13.22	19.39	11.21
EPS증가율	15.76	18.68	13.24	19.27	11.28
수익성(%)					
매출총이익률	22.50	22.74	22.78	23.04	23.29
EBITDA이익률	5.32	5.74	5.95	6.21	6.34
영업이익률	3.35	3.67	3.95	4.30	4.48
계속사업이익률	2.17	2.46	2.65	2.96	3.13

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	17,015	20,194	22,867	27,274	30,351
BPS	176,519	193,553	212,920	236,694	263,546
CFPS	45,721	51,358	51,318	57,227	61,343
EBITDAPS	41,765	47,193	51,318	57,227	61,343
SPS	785,219	821,497	861,621	921,934	968,031
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주기지표(배)					
PER	13.28	8.86	9.73	8.16	7.33
PBR	1.28	0.92	1.04	0.94	0.84
PCFR	4.94	3.49	4.34	3.89	3.63
EV/EBITDA	8.55	6.65	6.77	5.78	5.06
PSR	0.29	0.22	0.26	0.24	0.23
재무비율(%)					
ROE	10.00	10.91	11.25	12.13	12.13
ROA	4.41	4.78	5.10	5.75	6.12
ROIC	8.25	8.69	9.60	11.01	11.82
부채비율	130.99	125.44	115.92	106.84	90.73
순부채비율	74.21	69.58	56.38	43.75	31.57
이자보상배율(배)	6.96	7.65	8.22	9.56	11.09

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	679.0	701.8	788.4	897.4	939.7
금융자산	44.3	91.6	148.4	212.6	220.6
현금성자산	36.7	46.8	103.4	167.2	174.9
매출채권	260.9	261.5	274.3	293.5	308.2
재고자산	355.9	331.2	347.4	371.7	390.3
기타유동자산	17.9	17.5	18.3	19.6	20.6
비유동자산	894.5	982.2	985.8	991.9	1,000.1
투자자산	20.6	25.1	25.4	25.7	25.9
금융자산	20.6	25.1	25.4	25.7	25.9
유형자산	676.7	690.4	696.6	704.9	715.0
무형자산	79.3	84.0	81.2	78.7	76.5
기타비유동자산	117.9	182.7	182.6	182.6	182.7
자산총계	1,573.5	1,683.9	1,774.2	1,889.3	1,939.8
유동부채	516.4	449.9	464.0	485.1	430.3
금융부채	204.5	153.6	154.0	154.6	84.0
매입채무	139.2	135.0	141.6	151.5	159.1
기타유동부채	172.7	161.3	168.4	179.0	187.2
비유동부채	375.9	487.1	488.6	490.7	492.4
금융부채	345.3	457.6	457.6	457.6	457.6
기타비유동부채	30.6	29.5	31.0	33.1	34.8
부채총계	892.3	937.0	952.5	975.9	922.7
지배주주지분	681.2	746.9	821.7	913.4	1,017.1
자본금	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
자본잉여금	110.8	110.8	110.8	110.8	110.8
자본조정	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	(28.5)	(29.1)	(29.1)	(29.1)	(29.1)
이익잉여금	580.1	646.5	721.2	813.0	916.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	681.2	746.9	821.7	913.4	1,017.1
순금융부채	505.5	519.7	463.3	399.6	321.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	134.2	156.3	160.7	173.8	188.8
당기순이익	65.7	77.9	88.2	105.3	117.1
조정	10	10	8	8	8
감가상각비	59.8	65.8	66.6	67.7	69.2
외환거래손익	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(4.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(49.6)	(51.5)	(58.6)	(59.7)	(61.2)
영업활동 자산부채변동	(27.8)	(17.3)	(8.5)	(12.7)	(9.7)
투자활동 현금흐름	(160.0)	(152.0)	(68.8)	(71.8)	(74.8)
투자자산감소(증가)	12.0	(4.5)	(0.2)	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(175.9)	(85.5)	(70.0)	(73.5)	(77.2)
기타	3.9	(62.0)	1.4	2.0	2.6
재무활동 현금흐름	39.0	6.0	(29.1)	(29.0)	(99.2)
금융부채증가(감소)	86.8	61.5	0.4	0.6	(70.6)
자본증가(감소)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(36.6)	(43.9)	(16.0)	(16.1)	(15.1)
배당지급	(11.6)	(11.6)	(13.5)	(13.5)	(13.5)
현금의 증감	13.4	10.3	56.4	63.8	7.8
Unlevered CFO	176.4	198.2	198.0	220.8	236.7
Free Cash Flow	(43.8)	68.3	90.7	100.3	111.6

8) 대상(BUY, TP 3.3만원): 옥수수 투입가 상승 부담

(1) 2Q21 Preview

탑라인 성장 이어질 듯,
옥수수 투입가 상승은 부담

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,125억원(YoY +3.9%), 526억원(YoY -13.8%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 6,756억원(YoY +4.0%), 455억원(YoY -9.3%)으로 예상한다. 전년 역기저에도 불구하고 YoY 탑라인 성장이 이어질 전망이다. 신규 HMR 브랜드 '호밍스' 정립을 위한 비용 투자 및 옥수수 투입가 상승 부담 기인해 손익은 YoY 감소가 예상된다.

식품(가공+B2B) 부문 매출액은 YoY 4.0% 증가할 것으로 예상된다. 전반적으로 가공식품 업체의 전년 베이스가 높음에도 불구하고 서구 및 편의식품 카테고리의 견조한 성장이 지속되고 있는 것으로 판단된다. 다만 신규 브랜드 '호밍스'가 정립 기인한 판촉비 증가로 영업마진은 YoY 1.6%p 하락할 것으로 전망한다. ② 소재 부문 손익은 옥수수 투입가 상승이 부담이다. 라이신 시황 호조 기인해 아미노산 이익 기여도가 증가하면서 전년 수준 손익은 가능할 것으로 추정한다. ③ 연결 자회사 합산 영업이익은 YoY -21.1% 감소한 45억원으로 예상된다. YoY 이익 감소는 옥수수 투입가 상승에 기인한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3조 2,640억원(YoY +4.8%), 1,807억원(YoY +3.6%)으로 추정한다. 작년 높은 베이스에도 불구하고 가공식품의 견조한 탑라인 성장세를 긍정적으로 판단한다. 3분기까지도 전년 베이스가 높은 점을 감안시 하반기 옥수수 투입가 상승 전가 여부가 실적에 Key로 작용할 것으로 판단한다.

표 1. 대상 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	755.8	781.9	836.2	739.3	816.6	812.5	866.2	768.7	2,964.0	3,113.2	3,264.0
① 본사	642.9	649.6	701.1	611.3	675.0	675.6	725.1	634.5	2,457.1	2,604.9	2,710.1
- 식품	431.7	443.5	524.9	430.4	475.0	461.2	541.8	446.4	1,687.2	1,830.5	1,924.4
- 소재	211.2	206.1	176.2	180.9	200.0	214.3	183.2	188.1	769.9	774.4	785.7
② PT인도네시아	63.3	56.7	59.1	57.9	63.8	62.4	65.0	63.7	228.0	237.0	254.9
③ 미원 베트남	27.6	27.4	27.1	28.7	30.3	28.8	28.5	30.1	108.3	110.8	117.7
YoY	4.5%	6.9%	6.7%	1.9%	8.1%	3.9%	3.6%	4.0%	0.2%	5.0%	4.8%
① 본사	15.8%	7.0%	3.4%	-0.9%	5.0%	4.0%	3.4%	3.8%	9.9%	6.0%	4.0%
② PT인도네시아	15.7%	2.1%	4.0%	-4.9%	0.8%	10.0%	10.0%	10.0%	15.9%	10.0%	10.0%
③ 미원 베트남	3.8%	2.3%	-0.4%	3.6%	9.8%	5.0%	5.0%	5.0%	14.6%	7.0%	10.0%
영업이익	49.8	61.0	57.3	6.2	54.5	52.6	53.8	19.9	129.8	174.4	180.7
YoY	30.8%	80.8%	35.5%	-60.1%	9.3%	-13.8%	-6.2%	219.1%	8.0%	34.3%	3.6%
OPM	6.6%	7.8%	6.9%	0.8%	6.7%	6.5%	6.2%	2.6%	4.4%	5.6%	5.5%
① 본사	39.4	50.1	47.0	(1.0)	44.1	45.5	44.1	10.4	103.4	135.5	144.1
- 식품	25.6	34.4	43.4	(4.8)	31.2	28.4	33.0	0.0	58.5	98.6	92.6
- 소재	13.8	15.7	3.6	3.8	12.8	16.1	10.1	9.4	44.6	36.9	48.4
② PT인도네시아	7.6	5.2	6.1	4.4	5.3	4.5	6.0	5.0	20.9	23.3	20.8
③ 미원 베트남	1.3	0.8	0.7	0.3	1.8	0.0	1.2	1.0	4.8	3.1	4.0
세전이익	81.1	58.7	50.3	0.7	49.8	52.5	53.7	19.8	150.6	190.8	175.8
YoY	142.5%	25.0%	66.9%	-98.3%	-38.6%	-10.7%	6.8%	2758.1%	26.4%	26.7%	-7.9%
(지배)순이익	53.1	34.3	37.8	(0.1)	40.7	31.6	37.9	13.5	107.2	125.1	123.6
YoY	128.3%	-6.4%	72.0%	TR	-23.4%	-7.9%	0.1%	TB	65.2%	16.7%	-1.2%
NPM	7.0%	4.4%	4.5%	0.0%	5.0%	3.9%	4.4%	1.8%	3.6%	4.0%	3.8%

자료: 하나금융투자

대상 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,964.0	3,113.2	3,264.0	3,394.6	3,530.4
매출원가	2,209.6	2,266.1	2,378.3	2,466.6	2,548.9
매출총이익	754.4	847.1	885.7	928.0	981.5
판매비	624.6	672.7	705.0	726.4	748.4
영업이익	129.8	174.4	180.7	201.5	233.0
금융손익	(17.3)	(7.1)	(14.5)	(12.7)	(11.6)
종속/관계기업손익	2.3	0.9	9.5	10.0	10.0
기타영업외손익	35.8	22.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	150.6	190.8	175.8	198.9	231.4
법인세	41.7	63.7	49.8	59.3	70.6
계속사업이익	108.9	127.0	126.0	139.6	160.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	108.9	127.0	126.0	139.6	160.8
비배주주지분 순이익	1.7	1.9	2.4	2.7	3.1
지배주주순이익	107.2	125.1	123.6	136.9	157.7
지배주주지분포괄이익	109.5	107.9	125.3	138.8	159.9
NOPAT	93.9	116.1	129.6	141.5	161.9
EBITDA	228.5	279.5	284.7	305.4	337.5
성장성(%)					
매출액증가율	0.24	5.03	4.84	4.00	4.00
NOPAT증가율	42.27	23.64	11.63	9.18	14.42
EBITDA증가율	12.95	22.32	1.86	7.27	10.51
영업이익증가율	7.99	34.36	3.61	11.51	15.63
(지배주주)순이익증가율	65.18	16.70	(1.20)	10.76	15.19
EPS증가율	65.24	16.70	(1.18)	10.78	15.18
수익성(%)					
매출총이익률	25.45	27.21	27.14	27.34	27.80
EBITDA이익률	7.71	8.98	8.72	9.00	9.56
영업이익률	4.38	5.60	5.54	5.94	6.60
계속사업이익률	3.67	4.08	3.86	4.11	4.55

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,976	3,473	3,432	3,802	4,379
BPS	27,689	30,083	32,815	35,916	39,595
CFPS	7,289	8,976	8,141	8,728	9,620
EBITDAPS	6,345	7,760	7,905	8,478	9,370
SPS	82,291	86,434	90,622	94,247	98,017
DPS	600	700	700	700	700
주가지표(배)					
PER	7.80	7.50	7.95	7.18	6.23
PBR	0.84	0.87	0.83	0.76	0.69
PCFR	3.18	2.90	3.35	3.13	2.84
EV/EBITDA	5.47	4.55	4.53	3.89	3.17
PSR	0.28	0.30	0.30	0.29	0.28
재무비율(%)					
ROE	11.21	12.02	10.91	11.06	11.60
ROA	4.67	5.09	4.88	5.25	5.72
ROIC	7.11	8.83	10.00	10.86	12.32
부채비율	135.49	129.53	111.41	103.48	95.46
순부채비율	40.40	29.56	19.21	9.60	0.39
이자보상배율(배)	5.33	8.38	9.10	10.90	12.59

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,077.8	1,302.2	1,316.8	1,450.4	1,601.4
금융자산	425.6	545.2	526.8	631.9	753.3
현금성자산	226.1	506.5	486.8	590.7	710.9
매출채권	260.1	254.7	267.1	277.7	288.8
재고자산	344.8	375.4	393.6	409.3	425.7
기타유동자산	47.3	126.9	129.3	131.5	133.6
비유동자산	1,311.8	1,226.1	1,225.1	1,228.8	1,237.2
투자자산	83.7	67.7	70.6	73.2	75.9
금융자산	43.2	27.7	28.7	29.6	30.5
유형자산	960.6	935.8	936.5	941.3	949.9
무형자산	118.6	110.0	105.4	101.7	98.8
기타비유동자산	148.9	112.6	112.6	112.6	112.6
자산총계	2,389.6	2,528.3	2,541.9	2,679.2	2,838.6
유동부채	795.1	781.5	686.1	702.0	718.5
금융부채	425.0	394.1	281.0	281.6	282.2
매입채무	134.7	128.8	135.0	140.4	146.1
기타유동부채	235.4	258.6	270.1	280.0	290.2
비유동부채	579.8	645.3	653.4	660.5	667.9
금융부채	410.6	476.8	476.8	476.8	476.8
기타비유동부채	169.2	168.5	176.6	183.7	191.1
부채총계	1,374.9	1,426.8	1,339.5	1,362.5	1,386.4
지배주주지분	997.3	1,083.5	1,181.9	1,293.6	1,426.2
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	(22.7)	(41.4)	(41.4)	(41.4)	(41.4)
이익잉여금	722.6	827.5	925.9	1,037.6	1,170.2
비지배주주지분	17.4	18.0	20.4	23.1	26.1
자본총계	1,014.7	1,101.5	1,202.3	1,316.7	1,452.3
순금융부채	410.0	325.6	230.9	126.4	5.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	167.3	121.1	229.0	242.6	264.4
당기순이익	108.9	127.0	126.0	139.6	160.8
조정	10	11	10	10	10
감가상각비	98.7	105.1	104.0	103.8	104.5
외환거래손익	(5.0)	(5.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(23.9)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(59.8)	(87.7)	(94.0)	(93.8)	(94.5)
영업활동 자산부채변동	(38.5)	(114.6)	(1.0)	(0.9)	(0.9)
투자활동 현금흐름	(49.8)	129.8	(104.3)	(108.7)	(114.1)
투자자산감소(증가)	20.4	16.9	(2.9)	(2.6)	(2.7)
자본증가(감소)	(12.4)	(79.3)	(100.0)	(105.0)	(110.3)
기타	(57.8)	192.2	(1.4)	(1.1)	(1.1)
재무활동 현금흐름	(55.1)	31.6	(138.3)	(24.6)	(24.6)
금융부채증가(감소)	40.4	35.3	(113.1)	0.6	0.6
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(75.7)	17.9	(0.0)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(19.8)	(21.6)	(25.2)	(25.2)	(25.2)
현금의 증감	59.6	282.4	(21.7)	104.0	120.1
Unlevered CFO	262.5	323.3	293.2	314.4	346.5
Free Cash Flow	57.5	17.3	129.0	137.6	154.1

9) 매일유업(BUY, TP 10만원): 시장 기대 충족 예상

(1) 2Q21 Preview

1분기 비용 선집행으로
YoY 견조한 이익 개선 전망

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,772(YoY +6.2%), 235억원(YoY +15.5%)으로 추정한다. 1분기 광고관측비용이 선집행 되면서 2분기는 YoY 견조한 이익 개선이 기대된다.

전년 기저 및 편의점 트래픽 회복에 따라 컵커피 및 가공유 매출은 YoY high single 성장할 것으로 예상된다. 상대적으로 고마진인 컵커피, 상하목장, 곡물우유(아몬드브리즈)도 견조한 성장세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 성인건강식 '셀렉스'는 라인업 확대 기인해 견조한 매출 성장세가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 국내 제조분유 매출 감소를 '셀렉스'가 상쇄 중이다. 중국 수출 분유는 60억원 내외로 추정한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 5,229억원(YoY +4.1%), 880억원(YoY +1.8%)으로 추정한다. 프리미엄 제품 확대에 따른 믹스 개선 및 '셀렉스' 시장 안착에 따른 이익 기여가 기대된다. 현 주가는 12개월 Fwd P/E 9배에 거래 중으로 밸류에이션도 매력적이다.

표 1. 매일유업 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	358.2	355.3	379.7	369.8	370.3	377.2	397.8	377.6	1,393.3	1,463.1	1,522.9
제조분유	31.4	28.3	30.7	31.5	27.7	27.7	29.9	30.6	148.0	122.0	115.9
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%	3.8%	3.4%	6.2%	4.8%	2.1%	7.1%	5.0%	4.1%
제조분유	-12.8%	-19.9%	-17.1%	-20.4%	-11.6%	-2.2%	-2.8%	-2.9%	-6.5%	-17.6%	-5.0%
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	24.0	17.7	23.5	23.5	23.3	85.3	86.5	88.0
YoY	3.8%	-27.0%	23.6%	18.8%	-12.9%	15.5%	7.6%	-2.7%	14.6%	1.4%	1.8%
OPM	5.7%	5.7%	5.7%	6.5%	4.8%	6.2%	5.9%	6.2%	6.1%	5.9%	5.8%
세전이익	24.7	19.4	18.3	18.1	20.6	23.2	23.2	23.0	85.2	80.5	90.0
YoY	19.0%	-31.9%	2.7%	-0.2%	-16.5%	19.6%	26.5%	27.2%	10.9%	-5.5%	11.8%
(지배)순이익	19.2	14.1	11.4	13.0	16.1	16.9	16.2	16.8	64.3	57.7	66.0
YoY	19.0%	-33.8%	-23.0%	7.0%	-16.2%	20.0%	42.6%	28.7%	10.4%	-10.4%	14.4%
NPM	5.3%	4.0%	3.0%	3.5%	4.3%	4.5%	4.1%	4.4%	4.6%	3.9%	4.3%

자료: 하나금융투자

매일유업 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,393.3	1,463.1	1,522.9	1,596.3	1,676.1
매출원가	983.8	1,033.4	1,081.4	1,130.3	1,183.5
매출총이익	409.5	429.7	441.5	466.0	492.6
판매비	324.1	343.2	353.5	368.7	385.5
영업이익	85.3	86.5	88.0	97.3	107.1
금융손익	1.1	(0.4)	(0.2)	0.7	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.3)	(5.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	85.2	80.5	90.0	98.0	108.7
법인세	20.8	22.8	24.1	26.0	29.6
계속사업이익	64.3	57.7	66.0	72.0	79.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	64.3	57.7	66.0	72.0	79.1
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주지분포괄이익	64.3	57.7	66.0	72.0	79.1
지배주주지분포괄이익	63.0	58.6	66.0	72.0	79.1
NOPAT	64.4	62.0	64.5	71.5	78.0
EBITDA	118.3	122.1	125.7	137.1	149.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.13	5.01	4.09	4.82	5.00
NOPAT증가율	13.98	(3.73)	4.03	10.85	9.09
EBITDA증가율	16.67	3.21	2.95	9.07	8.68
영업이익증가율	14.65	1.41	1.73	10.57	10.07
(지배주주)순이익증가율	10.29	(10.26)	14.38	9.09	9.86
EPS증가율	8.92	(10.39)	14.42	9.17	9.89
수익성(%)					
매출총이익률	29.39	29.37	28.99	29.19	29.39
EBITDA이익률	8.49	8.35	8.25	8.59	8.89
영업이익률	6.12	5.91	5.78	6.10	6.39
계속사업이익률	4.61	3.94	4.33	4.51	4.72

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,202	7,350	8,410	9,181	10,089
BPS	51,598	58,357	65,991	74,396	83,710
CFPS	16,573	16,917	16,305	17,474	18,995
EBITDAPS	15,082	15,563	16,024	17,474	18,995
SPS	177,629	186,533	194,161	203,518	213,694
DPS	800	800	800	800	800
주기지표(배)					
PER	10.50	9.51	9.02	8.27	7.52
PBR	1.67	1.20	1.15	1.02	0.91
PCFR	5.20	4.13	4.66	4.34	4.00
EV/EBITDA	5.52	4.45	4.47	3.77	3.11
PSR	0.48	0.37	0.39	0.37	0.36
재무비율(%)					
ROE	17.14	13.67	14.03	13.51	13.14
ROA	9.97	8.12	8.64	8.79	8.81
ROIC	20.65	17.91	17.11	18.22	19.09
부채비율	67.28	69.23	56.43	51.47	47.14
순부채비율	(5.56)	(1.11)	(9.27)	(16.35)	(22.71)
이자보상배율(배)	30.57	36.13	36.30	46.85	51.38

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	391.9	446.3	471.3	534.1	604.7
금융자산	107.4	122.2	133.9	180.5	233.4
현금성자산	84.3	68.8	79.6	124.9	176.6
매출채권	153.6	162.5	169.1	177.2	186.1
재고자산	116.3	145.1	151.1	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	782.2	857.3	940.2
유동부채	214.7	215.5	192.6	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	102.0	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	282.1	291.3	301.2
지배주주지분	403.6	440.1	500.0	565.9	639.0
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	259.8	325.7	398.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	403.6	440.1	500.0	565.9	639.0
순금융부채	(22.4)	(4.9)	(46.3)	(92.5)	(145.1)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	92.4	62.6	100.9	108.4	117.4
당기순이익	64.3	57.7	66.0	72.0	79.1
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)	(3.3)	(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	45.3	51.7
Unlevered CFO	130.0	132.7	127.9	137.1	149.0
Free Cash Flow	55.9	11.0	50.9	56.4	63.3

10) 신세계푸드(BUY, TP 14만원): 1분기 이어 2분기도 호실적 전망

(1) 2Q21 Preview

베이커리 호조

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3,228억원(YoY +5.1%), 90억원(YoY +267.8%)으로 추정한다. 1분기에 이어 2분기도 호실적이 기대된다. 탑라인 성장을 제조 및 베이커리 부문이 견인하는 가운데 급식 및 외식 부문은 수익성 개선이 가시화되고 있다.

① 급식 매출은 저수익처 구조조정 기인해 YoY 감소가 불가피하나 자체 비용 노력에 기인해 수익성은 소폭 개선될 것으로 전망한다. ② 외식 적자도 저수익처 구조조정 및 '노브랜드 버거' 가맹 사업 효과 기인해 YoY 20억원 개선될 것으로 추정한다. 참고로 6월 기준 '노브랜드 버거' 가맹점 수는 60여개로 파악된다. 'SSG랜더스' 마케팅 효과 기인해 연초 계획 대비 가맹 확대가 빠르게 진행되고 있는 것으로 파악된다. ③ '노브랜드 버거' 가맹으로 제조 매출도 동반 성장 중이다. 2분기도 YoY 두 자리 수 성장이 예상된다. '스타벅스' 및 '트레이더스' 베이커리 판매 호조도 긍정적이다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 영업이익을 276억원(YoY +257.0%, OPM 2.1%)으로 전망한다. 기존 사업부의 수익성 개선세가 예상보다 빠르게 진행 중이다. 내년부터는 신사업의 실적 기여가 본격화될 전망이다. '노브랜드 버거' 가맹점 수에 비례해 로열티 수취와 제조 공장 가동률 상승(패티, 햄버거빵, 양상추 등 공급) 시너지가 기대되기 때문이다. 'SSG랜더스' 마케팅 효과로 출점은 예상보다 빠르게 진행 중이다. 올해 연말까지 직영 포함해 총 170개점이 오픈될 것으로 예상된다. 가맹점 100개 오픈이 마무리되는 올해 연말부터 실적 기여가 본격화될 것이다. 구조적 체력 증진을 긍정적으로 평가한다.

표 1. 신세계푸드 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	305.0	307.2	321.0	307.1	320.0	322.8	342.9	352.6	1,320.1	1,240.3	1,338.3
매입유통	173.9	177.1	181.6	189.7	183.9	184.2	196.1	205.6	692.0	722.3	769.9
제조서비스	128.2	132.6	139.8	141.3	133.2	138.6	146.8	147.0	613.0	541.8	565.6
YoY	-3.6%	-6.2%	-4.9%	-9.3%	4.9%	5.1%	6.8%	14.8%	3.2%	-6.0%	7.9%
매입유통	3.2%	5.0%	3.7%	5.5%	5.8%	4.0%	8.0%	8.4%	13.0%	4.4%	6.6%
제조서비스	-13.3%	-12.4%	-11.8%	-9.0%	4.0%	4.5%	5.0%	4.0%	-7.9%	-11.6%	4.4%
영업이익	(4.0)	2.4	4.5	4.8	5.1	9.0	7.5	6.0	22.2	7.7	27.6
YoY	TR	-66.2%	-28.1%	-12.7%	TB	267.8%	67.0%	26.2%	-19.0%	-65.1%	257.0%
OPM	-1.3%	0.8%	1.4%	1.5%	1.6%	2.8%	2.2%	1.7%	1.7%	0.6%	2.1%
세전이익	(5.6)	0.1	1.9	(23.3)	4.3	8.0	6.5	4.0	4.6	(26.8)	22.8
YoY	TR	-97.8%	-68.6%	235.6%	TB	8456.2%	241.9%	TB	-66.2%	TR	TB
(지배)순이익	(4.3)	0.9	1.5	(20.0)	3.2	6.1	4.9	2.8	4.4	(22.0)	17.0
YoY	TR	-72.9%	-68.2%	356.1%	TB	594.2%	238.1%	TB	-48.9%	TR	TB
NPM	-1.4%	0.3%	0.5%	-6.5%	1.0%	1.9%	1.4%	0.8%	0.3%	-1.8%	1.3%

비고: 제조서비스=급식+외식+연결사 합산 실적/ 매입유통=제조+식재유통 합산 실적

자료: 하나금융투자

신세계푸드 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,320.1	1,240.3	1,338.3	1,398.7	1,499.3
매출원가	1,147.4	1,080.4	1,152.8	1,202.9	1,284.9
매출총이익	172.7	159.9	185.5	195.8	214.4
판매비	150.5	152.1	157.9	156.5	165.3
영업이익	22.2	7.7	27.6	39.4	49.1
금융손익	(5.6)	(7.4)	(9.5)	(7.8)	(5.7)
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)	22.8	35.6	47.4
법인세	0.2	(4.9)	5.8	8.9	10.9
계속사업이익	4.4	(22.0)	17.0	26.7	36.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.4	(22.0)	17.0	26.7	36.6
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	4.4	(22.0)	17.0	26.7	36.6
지배주주지분포괄이익	2.3	(28.9)	17.0	26.7	36.6
NOPAT	21.1	6.3	20.6	29.5	37.9
EBITDA	74.8	66.3	82.7	91.8	99.7
성장성(%)					
매출액증가율	3.25	(6.04)	7.90	4.51	7.19
NOPAT증가율	22.67	(70.14)	226.98	43.20	28.47
EBITDA증가율	17.43	(11.36)	24.74	11.00	8.61
영업이익증가율	(18.98)	(65.32)	258.44	42.75	24.62
(지배주주)순이익증가율	(48.24)	적전	흑전	57.06	37.08
EPS증가율	(48.86)	적전	흑전	57.05	37.10
수익성(%)					
매출총이익률	13.08	12.89	13.86	14.00	14.30
EBITDA이익률	5.67	5.35	6.18	6.56	6.65
영업이익률	1.68	0.62	2.06	2.82	3.27
계속사업이익률	0.33	(1.77)	1.27	1.91	2.44

투자지표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,124	(5,677)	4,387	6,890	9,446
BPS	81,374	73,157	76,795	82,935	91,631
CFPS	23,331	20,980	22,567	24,750	26,789
EBITDAPS	19,314	17,110	21,354	23,717	25,756
SPS	340,894	320,273	345,601	361,191	387,175
DPS	750	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	62.54	(11.50)	22.79	14.51	10.59
PBR	0.86	0.89	1.30	1.21	1.09
PCFR	3.01	3.11	4.43	4.04	3.73
EV/EBITDA	6.59	10.13	9.46	8.18	7.19
PSR	0.21	0.20	0.29	0.28	0.26
재무비율(%)					
ROE	1.38	(7.35)	5.85	8.63	10.82
ROA	0.64	(2.71)	1.89	2.87	3.77
ROIC	4.91	1.17	3.39	4.96	6.45
부채비율	132.71	213.19	207.76	195.04	180.55
순부채비율	69.92	147.67	133.41	114.02	93.55
이자보상배율(배)	3.72	0.78	2.18	3.09	3.84

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	283.9	247.1	287.4	329.5	383.0
금융자산	43.1	38.6	62.4	94.4	130.9
현금성자산	23.8	20.8	43.2	74.3	109.4
매출채권	111.6	112.4	121.3	126.8	135.9
재고자산	121.7	84.9	91.6	95.7	102.6
기타유동자산	7.5	11.2	12.1	12.6	13.6
비유동자산	449.4	640.1	627.7	618.0	612.5
투자자산	17.6	32.9	35.4	37.0	39.7
금융자산	15.5	30.7	33.1	34.6	37.1
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	260.6	260.6	260.6
자산총계	733.3	887.2	915.1	947.5	995.4
유동부채	260.5	246.7	258.3	265.5	277.4
금융부채	126.6	128.6	130.8	132.2	134.5
매입채무	48.5	42.4	45.7	47.8	51.2
기타유동부채	85.4	75.7	81.8	85.5	91.7
비유동부채	157.6	357.2	359.5	360.9	363.2
금융부채	136.8	328.3	328.3	328.3	328.3
기타비유동부채	20.8	28.9	31.2	32.6	34.9
부채총계	418.2	603.9	617.8	626.4	640.6
지배주주지분	315.1	283.3	297.4	321.1	354.8
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	211.5	235.2	268.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	315.1	283.3	297.4	321.1	354.8
순금융부채	220.3	418.3	396.7	366.2	331.9

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	28.8	65.5	72.7	79.6	87.9
당기순이익	4.4	(22.0)	17.0	26.7	36.6
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)	0.7	0.4	0.7
투자활동 현금흐름	(63.3)	(28.2)	(44.0)	(43.7)	(46.5)
투자자산감소(증가)	13.6	(15.1)	(2.6)	(1.6)	(2.7)
자본증가(감소)	(53.9)	(29.5)	(40.0)	(41.2)	(42.4)
기타	(23.0)	16.4	(1.4)	(0.9)	(1.4)
재무활동 현금흐름	51.8	(39.7)	(0.6)	(1.5)	(0.6)
금융부채증가(감소)	119.0	193.5	2.3	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)	21.9	30.9	35.2
Unlevered CFO	90.3	81.2	87.4	95.8	103.7
Free Cash Flow	(40.5)	32.6	32.7	38.4	45.5

11) 빙그레(BUY, TP 8만원): 잦은 비가 아쉬워

(1) 2Q21 Preview

6월 잦은 호우 부담

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,262억원(YoY +21.8%), 270억원(YoY +0.7%)으로 추정한다. 작년 역기저 및 6월 비우호적인 날씨 기인해 하나금융투자 기준 추정치(OP 300억원)를 하회할 것으로 전망된다.

유음료 및 빙과 매출액은 각각 YoY 4.6%, 54.6% 증가할 것으로 추정한다. 빙과 부문 고성장은 해태 빙과사업부 인수 효과에 기인한다. 인수 효과 제외시 YoY 3% 성장에 그칠 것으로 전망한다. 6월 잦은 호우로 빙과 수요가 부진했던 것으로 파악된다. 손익에는 해태 빙과사업부 인수 관련 상각비(20억원)가 반영되었다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,311억원(YoY +17.9%), 502억원(YoY +26.0%)으로 추정한다. 단기적으로 2분기 실적은 기존 추정치를 소폭 하회하겠으나 3분기는 기저효과를 기대해 볼 만하다. 중장기로는 높아진 빙과 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지를 기대해 볼 만하다.

표 1. 빙그레 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	194.3	267.8	275.8	221.2	233.9	326.2	341.9	229.1	878.3	959.1	1,131.1
① 유음료	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	138.1	142.8	131.4	496.4	515.3	535.1
② 빙과 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	127.5	136.4	68.6	360.8	392.2	418.9
③ 해태	-	-	-	23.9	26.9	54.2	61.1	25.1	-	23.9	167.3
YoY	9.6%	7.4%	4.3%	18.2%	20.4%	21.8%	24.0%	3.6%	2.7%	9.2%	17.9%
① 유음료	8.7%	2.6%	3.0%	1.3%	2.2%	4.6%	4.4%	4.0%	5.3%	3.8%	3.8%
② 빙과 및 기타	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	2.5%	4.6%	2.6%	-1.6%	8.7%	6.8%
③ 해태	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-	-	-
영업이익	6.3	26.8	20.9	(14.2)	1.2	27.0	27.0	(5.0)	45.8	39.8	50.2
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	CR	-80.8%	0.7%	29.5%	CR	16.4%	-13.0%	26.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	8.3%	7.9%	-2.2%	5.2%	4.2%	4.4%
빙그레	4.5	22.3	20.9	(5.3)	5.7	23.0	23.0	0.0	41.8	42.4	51.7
해태	-	-	-	(5.4)	(4.0)	6.0	6.0	(3.0)	-	(5.4)	5.0
세전이익	8.5	36.3	21.1	(18.4)	2.3	29.6	30.0	(5.8)	53.1	47.5	56.1
YoY	4.0%	60.7%	-5.1%	TR	-72.9%	-18.7%	42.2%	CR	19.7%	-10.5%	18.1%
(지배)순이익	6.6	28.1	15.0	(14.8)	1.4	22.8	22.5	(4.6)	41.1	34.9	42.1
YoY	8.2%	60.0%	-11.8%	TR	-78.9%	-19.9%	50.0%	CR	20.0%	-15.1%	20.6%
NPM	3.4%	10.5%	5.4%	-6.7%	0.6%	6.9%	6.6%	-2.0%	4.7%	3.6%	3.7%

자료: 하나금융투자

빙그레 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878.3	959.1	1,131.1	1,178.8	1,226.0
매출원가	647.1	698.4	798.1	825.9	856.5
매출총이익	231.2	260.7	333.0	352.9	369.5
판매비	185.4	220.9	282.8	296.9	308.9
영업이익	45.8	39.8	50.2	56.0	60.6
금융손익	6.6	4.0	3.5	3.9	4.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.4	2.0	2.0
기타영업외손익	0.7	3.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	53.1	47.5	56.1	61.9	67.0
법인세	12.0	12.6	14.0	15.3	17.0
계속사업이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
비배주주지분 손이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
지배주주지분포괄이익	38.1	31.2	42.1	46.6	49.9
NOPAT	35.4	29.2	37.7	42.1	45.1
EBITDA	78.9	82.4	94.3	101.7	108.0
성장성(%)					
매출액증가율	2.70	9.20	17.93	4.22	4.00
NOPAT증가율	16.83	(17.51)	29.11	11.67	7.13
EBITDA증가율	19.91	4.44	14.44	7.85	6.19
영업이익증가율	16.54	(13.10)	26.13	11.55	8.21
(지배주주)순이익증가율	20.18	(15.09)	20.63	10.69	7.08
EPS증가율	20.05	(15.07)	20.59	10.75	7.17
수익성(%)					
매출총이익률	26.32	27.18	29.44	29.94	30.14
EBITDA이익률	8.98	8.59	8.34	8.63	8.81
영업이익률	5.21	4.15	4.44	4.75	4.94
계속사업이익률	4.68	3.64	3.72	3.95	4.07

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	405.1	325.3	375.6	409.1	445.0
금융자산	287.6	187.9	213.6	240.2	269.3
현금성자산	46.6	82.2	88.9	110.3	134.2
매출채권	57.8	67.0	79.0	82.3	85.6
재고자산	44.3	55.3	65.2	68.0	70.7
기타유동자산	15.4	15.1	17.8	18.6	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	820.8	861.2	904.8
유동부채	94.3	126.3	147.5	153.4	159.2
금융부채	4.5	6.5	7.7	8.0	8.3
매입채무	40.7	57.2	67.5	70.3	73.1
기타유동부채	49.1	62.6	72.3	75.1	77.8
비유동부채	19.5	48.3	55.8	57.9	60.0
금융부채	4.5	6.1	6.1	6.1	6.1
기타비유동부채	15.0	42.2	49.7	51.8	53.9
부채총계	113.8	174.6	203.3	211.3	219.2
지배주주지분	571.1	589.5	617.4	649.9	685.6
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	529.6	562.0	597.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	571.1	589.5	617.4	649.9	685.6
순금융부채	(278.7)	(175.3)	(199.7)	(226.1)	(254.9)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	4,269	4,728	5,067
BPS	60,259	62,126	64,959	68,251	71,882
CFPS	8,875	9,579	9,811	10,526	11,169
EBITDAPS	8,009	8,362	9,568	10,323	10,966
SPS	89,160	97,361	114,820	119,661	124,448
DPS	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600
주기지표(배)					
PER	13.44	16.13	14.69	13.26	12.37
PBR	0.93	0.92	0.97	0.92	0.87
PCFR	6.31	5.96	6.39	5.96	5.61
EV/EBITDA	3.46	4.70	4.39	3.81	3.32
PSR	0.63	0.59	0.55	0.52	0.50
재무비율(%)					
ROE	7.36	6.01	6.97	7.35	7.47
ROA	6.13	4.81	5.31	5.54	5.65
ROIC	13.72	8.71	9.20	10.09	10.60
부채비율	19.92	29.62	32.93	32.52	31.97
순부채비율	(48.79)	(29.73)	(32.35)	(34.79)	(37.17)
이자보상배율(배)	231.22	144.90	149.11	157.40	166.35

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	62.8	71.6	87.3	89.7	94.3
당기순이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
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	1.3	1.3
투자활동 현금흐름	(30.9)	(13.7)	(65.5)	(53.6)	(55.7)
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)	(1.0)	(0.5)
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	6.7	21.4	23.9
Unlevered CFO	87.4	94.4	96.7	103.7	110.0
Free Cash Flow	35.3	23.2	37.3	37.2	39.1

12) 동원산업(BUY, TP 30만원): 작년 역기저 불구하고 선방 중

(1) 2Q21 Preview

본업 호조

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,699억원(YoY +6.8%), 710억원(YoY -21.0%)으로 추정한다. 전년 '스타키스트' 실적 호조에 따른 역기저에도 불구하고 본업(수산)은 선방하는 실적을 보여줄 것으로 판단된다.

2분기 평균 선망 참치어가는 톤당 1,365불(YoY -1.1%, QoQ +0.7%), 어획량은 5.2만톤(외국선 포함, 작년 5.5만톤, YoY -6.2%)으로 파악된다. 수산사업부 손익은 유류비 부담에도 불구하고 자체 생산 효율화를 통해 150억원 내외 기여가 가능할 것으로 추정한다. 연결 자회사 '스타키스트'는 작년 미국 코로나19 확산 기인한 수요 증가로 실적 서프라이즈를 시현했다. YoY 실적 부진은 당연하나 2019년 대비 이익 개선세 중인 것으로 파악된다. '동부익스프레스' 영업이익은 전년 수준을 가정했다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 8,988억원(YoY +1.4%), 2,793억원(YoY -8.9%)으로 추정한다. 분기별 영업이익 YoY 증감률은 2Q -21.0%, 3Q -10.0%, 4Q -7.8%로 예상한다. 본업의 선방에도 불구하고 연결 자회사 '스타키스트'의 역기저가 연중 부담으로 작용할 것으로 예상된다.

표 1. 동원산업 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	744.5	720.9	734.1	657.8	687.2	769.9	762.3	679.4	2,682.6	2,857.3	2,898.8
YoY	10.5%	7.7%	4.5%	3.3%	-7.7%	6.8%	3.8%	3.3%	9.7%	6.5%	1.4%
① 수산	80.6	90.5	106.6	101.0	80.4	110.4	112.0	104.3	355.5	378.8	407.1
YoY	-2.9%	-10.9%	23.2%	19.9%	-0.3%	22.0%	5.1%	3.2%	3.0%	-8.5%	-13.5%
② 유통	401.2	350.7	346.5	269.2	316.1	368.3	356.8	277.3	1,258.7	1,367.6	1,318.5
YoY	20.2%	16.7%	0.0%	-3.2%	-21.2%	5.0%	3.0%	3.0%	11.0%	8.7%	-3.6%
③ 물류	260.4	277.3	279.5	283.7	286.1	291.2	293.5	297.9	1,058.4	1,100.9	1,168.7
YoY	2.2%	4.7%	4.5%	4.6%	9.9%	5.0%	5.0%	5.0%	10.7%	4.0%	6.2%
영업이익	62.4	89.8	93.4	61.0	68.1	71.0	84.0	56.2	193.6	306.5	279.3
YoY	8.4%	55.4%	60.3%	205.8%	9.1%	-21.0%	-10.0%	-7.8%	8.9%	58.4%	-8.9%
OPM	8.4%	12.5%	12.7%	9.3%	9.9%	9.2%	11.0%	8.3%	7.2%	10.7%	9.6%
① 수산	2.0	10.3	12.2	10.5	10.9	14.0	20.0	13.0	7.9	35.0	55.0
② 유통	43.6	59.2	62.4	33.9	39.8	35.0	45.0	30.0	115.8	199.1	145.0
③ 물류	15.3	20.1	18.9	22.4	17.6	21.0	18.0	13.0	66.1	76.6	68.0
세전이익	32.0	107.3	88.0	79.3	62.9	59.5	72.5	44.5	74.9	306.6	239.3
YoY	-33.9%	126.9%	2904.9%	TB	96.6%	-44.6%	-17.7%	-43.9%	-17.0%	309.6%	-21.9%
지배순이익	23.8	83.9	51.4	81.6	45.4	40.0	48.7	32.1	44.8	240.6	166.2
YoY	-26.4%	191.8%	2613.5%	TB	90.9%	-52.3%	-5.3%	-60.6%	-35.2	437.1%	-30.9%
NPM	3.2%	11.6%	7.0%	12.4%	6.6%	5.2%	6.4%	4.7%	1.7%	8.4%	5.7%

자료: 하나금융투자

동원산업 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,682.6	2,857.3	2,898.8	2,985.8	3,075.4
매출원가	2,274.2	2,363.4	2,394.8	2,463.7	2,534.5
매출총이익	408.4	493.9	504.0	522.1	540.9
판매비	214.8	187.4	224.6	228.4	232.2
영업이익	193.6	306.5	279.3	293.7	308.7
금융손익	(41.4)	(36.2)	(35.7)	(30.4)	(26.3)
종속/관계기업손익	11.4	12.0	(4.3)	(20.0)	(20.0)
기타영업외손익	(88.7)	24.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	74.9	306.6	239.3	243.3	262.3
법인세	23.5	63.0	68.8	65.4	66.6
계속사업이익	51.4	243.6	170.5	177.9	195.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	51.4	243.6	170.5	177.9	195.7
비배주주지분 순이익	6.6	3.0	4.4	4.6	5.0
지배주주순이익	44.8	240.6	166.2	173.3	190.7
지배주주지분포괄이익	61.9	221.1	168.2	175.5	193.0
NOPAT	132.9	243.5	199.1	214.8	230.3
EBITDA	324.2	435.0	401.5	411.5	423.6
성장성(%)					
매출액증가율	9.74	6.51	1.45	3.00	3.00
NOPAT증가율	(4.87)	83.22	(18.23)	7.89	7.22
EBITDA증가율	24.88	34.18	(7.70)	2.49	2.94
영업이익증가율	8.95	58.32	(8.87)	5.16	5.11
(지배주주)순이익증가율	(35.17)	437.05	(30.92)	4.27	10.04
EPS증가율	(38.53)	417.97	(30.95)	4.33	10.01
수익성(%)					
매출총이익률	15.22	17.29	17.39	17.49	17.59
EBITDA이익률	12.09	15.22	13.85	13.78	13.77
영업이익률	7.22	10.73	9.64	9.84	10.04
계속사업이익률	1.92	8.53	5.88	5.96	6.36

투자지표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	12,632	65,430	45,180	47,136	51,854
BPS	282,744	356,337	396,879	439,377	486,594
CFPS	95,889	117,298	108,015	106,445	109,750
EBITDAPS	91,358	118,291	109,184	111,884	115,188
SPS	755,997	776,947	788,228	811,875	836,231
DPS	2,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주기지표(배)					
PER	16.74	3.40	5.71	5.47	4.98
PBR	0.75	0.62	0.65	0.59	0.53
PCFR	2.21	1.90	2.39	2.42	2.35
EV/EBITDA	5.80	4.17	4.43	3.93	3.41
PSR	0.28	0.29	0.33	0.32	0.31
재무비율(%)					
ROE	4.45	21.01	12.54	11.73	11.61
ROA	1.61	7.90	5.38	5.54	5.83
ROIC	8.68	14.56	11.69	12.75	13.73
부채비율	176.88	139.82	111.76	98.55	86.89
순부채비율	98.72	73.55	53.51	37.80	24.15
이자보상배율(배)	4.02	6.92	6.65	7.82	8.61

자료: 하나금융투자

대차대조표

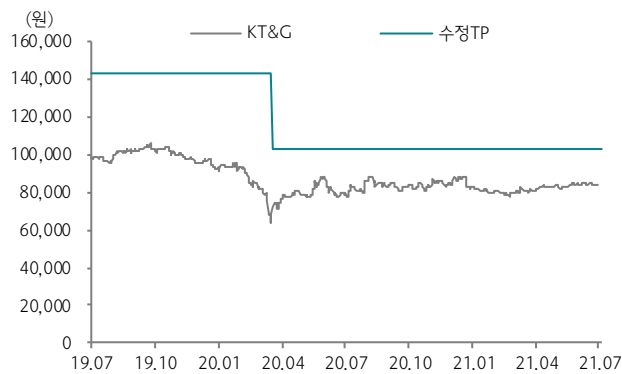
	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,201.8	1,183.3	1,173.7	1,317.7	1,472.2
금융자산	142.3	324.6	302.6	420.6	548.5
현금성자산	109.4	171.2	149.0	266.7	394.1
매출채권	277.6	277.2	281.2	289.6	298.3
재고자산	506.5	465.5	472.3	486.5	501.1
기타유동자산	275.4	116.0	117.6	121.0	124.3
비유동자산	1,784.3	1,922.7	1,894.0	1,877.9	1,869.6
투자자산	433.7	459.8	463.2	470.4	477.8
금융자산	213.0	223.3	223.3	223.3	223.3
유형자산	889.9	867.9	839.4	819.7	807.4
무형자산	110.0	103.0	99.3	95.7	92.3
기타비유동자산	350.7	492.0	492.1	492.1	492.1
자산총계	2,986.0	3,106.0	3,067.6	3,195.6	3,341.8
유동부채	951.7	1,060.7	866.7	829.3	792.3
금융부채	401.8	674.3	474.9	426.2	377.5
매입채무	170.4	151.9	154.1	158.8	163.5
기타유동부채	379.5	234.5	237.7	244.3	251.3
비유동부채	955.9	750.2	752.3	756.8	761.4
금융부채	805.2	602.8	602.8	602.8	602.8
기타비유동부채	150.7	147.4	149.5	154.0	158.6
부채총계	1,907.6	1,810.9	1,619.0	1,586.1	1,553.7
지배주주지분	1,039.9	1,250.8	1,399.9	1,556.2	1,729.8
자본금	18.4	18.4	18.4	18.4	18.4
자본잉여금	108.0	108.0	108.0	108.0	108.0
자본조정	(48.6)	(51.4)	(51.4)	(51.4)	(51.4)
기타포괄이익누계액	6.9	(12.6)	(12.6)	(12.6)	(12.6)
이익잉여금	955.2	1,188.4	1,337.5	1,493.8	1,667.5
비지배주주지분	38.6	44.3	48.7	53.3	58.3
자본총계	1,078.5	1,295.1	1,448.6	1,609.5	1,788.1
순금융부채	1,064.7	952.5	775.1	608.3	431.8

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	193.2	402.2	325.4	319.8	330.5
당기순이익	51.4	243.6	170.5	177.9	195.7
조정	27	13	16	15	14
감가상각비	130.6	128.5	122.2	117.8	115.0
외환거래손익	(0.5)	1.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(11.2)	(12.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(91.9)	(104.6)	(106.2)	(102.8)	(101.0)
영업활동 자산부채변동	(126.9)	33.2	(3.0)	(6.3)	(6.5)
투자활동 현금흐름	(50.0)	(130.5)	(87.4)	(94.9)	(97.6)
투자자산감소(증가)	(21.0)	(26.0)	(3.4)	(7.2)	(7.4)
자본증가(감소)	(75.9)	(66.9)	(90.0)	(94.5)	(99.2)
기타	46.9	(37.6)	6.0	6.8	9.0
재무활동 현금흐름	(90.0)	(213.0)	(258.4)	(103.4)	(101.6)
금융부채증가(감소)	97.1	70.1	(199.4)	(48.7)	(48.7)
자본증가(감소)	72.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(249.2)	(275.7)	(41.9)	(37.6)	(35.8)
배당지급	(10.1)	(7.4)	(17.1)	(17.1)	(17.1)
현금의 증감	46.8	61.8	(22.2)	117.6	127.4
Unlevered CFO	340.3	431.4	397.2	391.5	403.6
Free Cash Flow	106.2	331.4	235.4	225.3	231.3

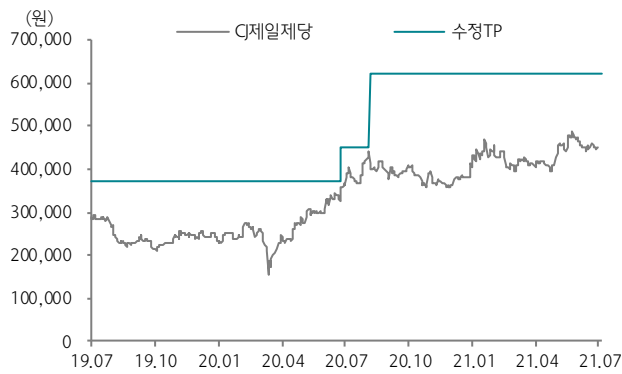
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



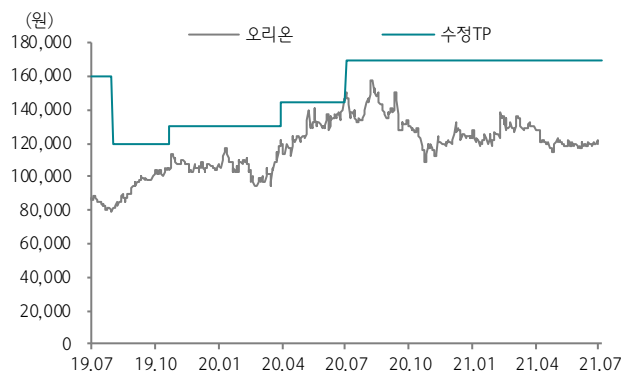
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.25	BUY	103,000	-	-
19.7.8	1년 경과			
18.7.8	BUY	143,000	-28.18%	-32.66%

C제일제당



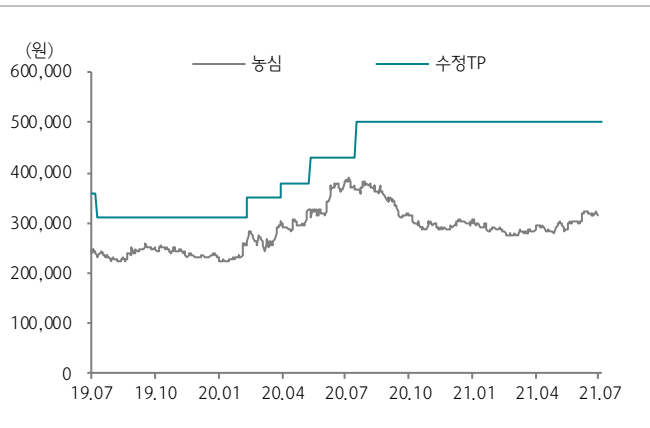
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	620,000		
20.7.1	BUY	450,000	-14.02%	-1.44%
20.5.14	1년 경과			
19.5.14	BUY	370,000	-32.09%	-18.51%

오리온



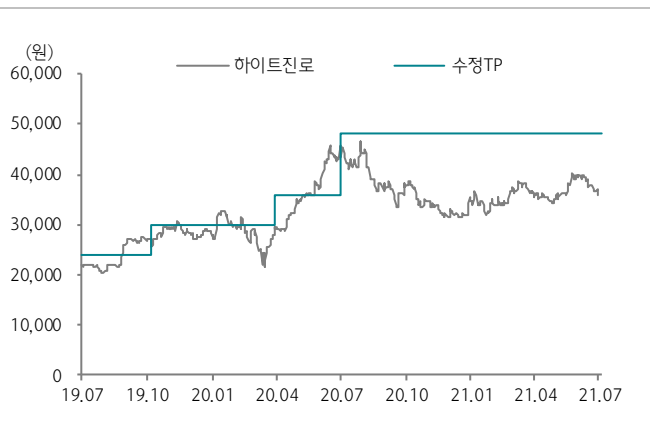
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	170,000		
20.4.7	BUY	145,000	-10.63%	1.03%
19.10.29	BUY	130,000	-18.62%	-6.54%
19.8.8	BUY	120,000	-20.31%	-12.08%
19.7.16	1년 경과			
18.7.16	BUY	160,000	-34.16%	-13.75%

농심



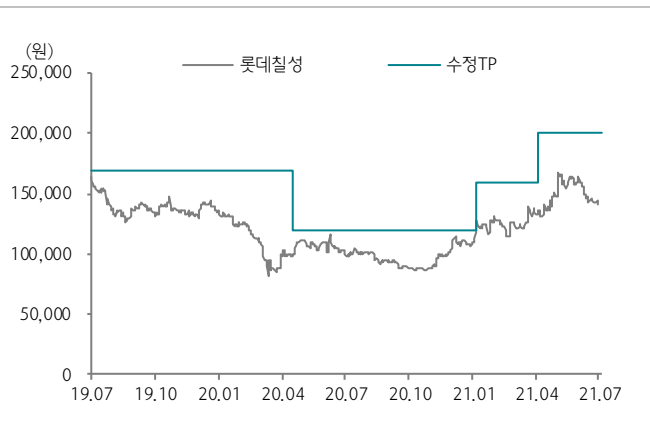
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.23	BUY	500,000		
20.5.18	BUY	430,000	-18.03%	-8.95%
20.4.7	BUY	380,000	-21.39%	-14.47%
20.2.18	BUY	350,000	-22.84%	-13.43%
19.7.16	BUY	310,000	-23.19%	-16.13%
18.10.10	BUY	360,000	-26.87%	-12.92%

하이트진로



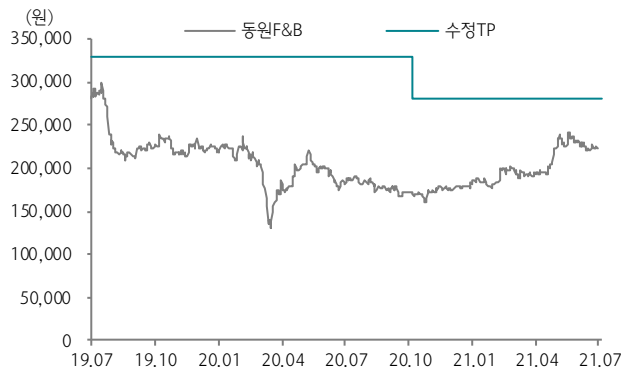
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	48,000		
20.4.7	BUY	36,000	2.57%	27.50%
19.10.15	BUY	30,000	-5.16%	9.17%
19.3.27	BUY	24,000	-9.34%	15.00%

롯데칠성



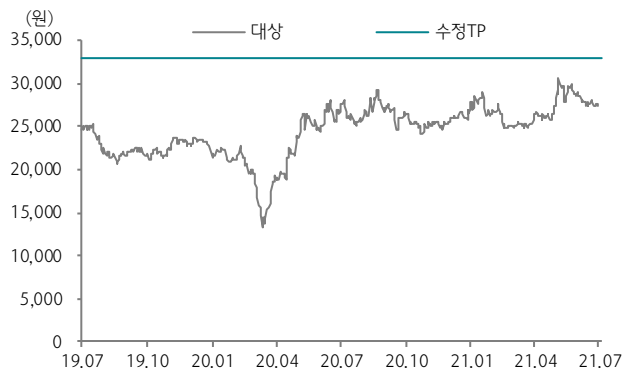
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.12	BUY	200,000		
21.1.13	BUY	160,000	-21.53%	-13.13%
20.11.25	BUY	120,000	-10.69%	-2.08%
20.4.23	Neutral	120,000	-17.63%	-2.50%
19.7.10	Neutral	170,000	-24.58%	-7.35%
19.5.16	BUY	170,000	0.34%	7.94%

동원F&B



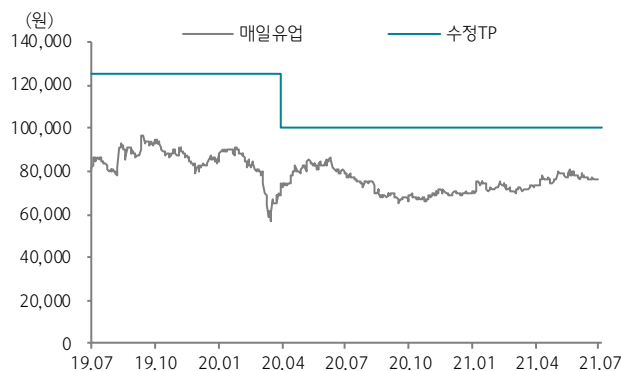
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.13	BUY	280,000	-	-
19.7.17	1년 경과			
18.7.17	BUY	330,000	-16.34%	0.61%

대상



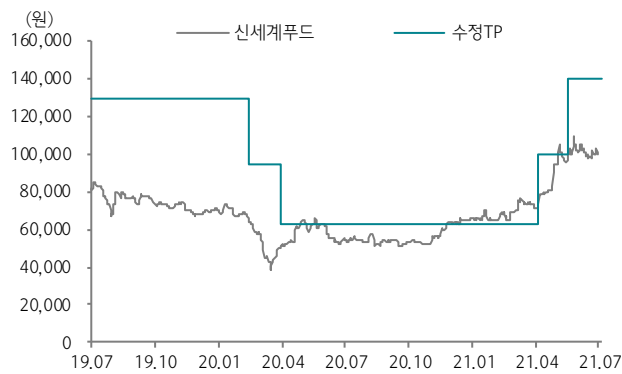
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.26	BUY	33,000		

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%

신세계푸드



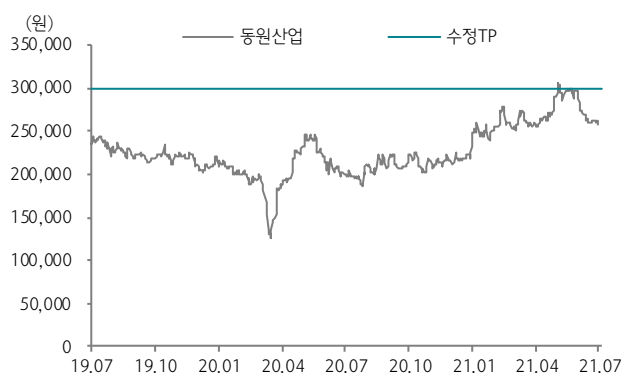
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.25	BUY	140,000		
21.4.12	BUY	100,000	-12,20%	5,00%
21.4.7	1년 경과		-	-
20.4.7	BUY	63,000	-4,99%	21,59%
20.2.21	BUY	95,000	-46,49%	-33,47%
19.6.27	BUY	130,000	-43,29%	-33,92%

빙그레



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

동원산업



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

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

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

- 산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.05%	6.95%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 7월 7일

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 7월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2021년 7월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대방인(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.