

음식료/담배

하반기 기회 요인 세 가지

곡물가 스프레드는 바닥을 찍고 반등

전년 높은 베이스(코로나19 기인한 비축수요) 기인해 상반기 실적 개선은 제한적이다. 하반기부터 베이스 효과가 소멸되긴 하지만 가파른 곡물가 상승에 따른 우려도 상존한다. 다행인 점은 업체들의 평가 인상이 진행되고 있다는 점이다. 평가 인상 및 현지점의 곡물가 추이 감안시 5~6월부터는 스프레드가 점차 개선될 것으로 추정한다. 가장 중요한 원재료인 소맥 스프레드와 업종 지수를 살펴보면(그림1), 스프레드 확대에 후행해 업종 지수가 상승했다. 소맥 스프레드는 2016년 이후 하락세를 지속하다가 바닥에서 소폭 반등했다. 중단기 소맥 가격 전망이 우호적인 만큼 하반기 업종 스프레드 개선에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다.

식자재/건기 업체들은 기회 요인

식자재 업체는 코로나19의 대표적인 피해주였다. 올해 들어 백신 상용화 기대감 기인해 식자재 3사의 주가는 유사한 흐름을 보여주고 있다. 현대그린푸드/ 신세계푸드/ CJ프레시웨이 주가는 연초 이후 각각 9.2%/ 10.0%/ 24.1% 상승했다. 코로나19 식자재 3사가 급식을 캐쉬카우 삼아 식자재 점유율을 확대시키는 동일한 전략을 구사했다면, 포스트 코로나에는 이들의 달라진 전략에 주목할 필요가 있다. 하나금융투자는 신세계푸드의 전략 변화에 주목한다. 건기 시장 호조는 여전히 이어지고 있다. 건기 식 주요 3사(콜마비, 노바렉스, 뉴트리)의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 23.4%, 25.3% 증가할 것으로 추산한다. 콜마비앤에이치는 '애틀미' 향 중국 수출이 본격화되면서 성장을 견인할 것으로 판단한다. 노바렉스는 Capa 증설로 기초 체력이 Level-up 되었다.

Top Picks 및 관심종목

2021년 Top Pick으로 오리온(BUY, 17만원)과 롯데칠성(BUY, 20만원, 상향)을 유지한다. 관심 종목으로 CJ제일제당(BUY, 62만원), 콜마비앤에이치(BUY, 8.5만원)과 신세계푸드(BUY, 10만원)를 제시한다.

Earnings Preview

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(4월12일)
오리온(271560)	BUY	170,000원	127,500원
롯데칠성(005300)	BUY	200,000원(상향)	133,000원
CJ제일제당(097950)	BUY	620,000원	416,500원
콜마비앤에이치(200130)	BUY	85,000원	53,600원
신세계푸드(031440)	BUY	100,000원	72,500원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	1,926.9	2,023.3	2,229.8	2,420.1	2,565.3
영업이익	십억원	282.2	327.6	376.1	435.7	487.4
세전이익	십억원	275.2	308.1	397.4	451.7	510.4
순이익	십억원	139.9	215.6	267.6	320.8	354.1
EPS	원	3,538	5,453	6,769	8,115	8,956
증감률	%	8.49	54.13	24.13	19.88	10.36
PER	배	33.92	19.35	18.32	15.77	14.29
PBR	배	3.37	2.57	2.63	2.34	2.03
EV/EBITDA	배	12.47	9.33	9.94	8.38	7.17
ROE	%	10.31	14.24	15.34	15.92	15.20
BPS	원	35,568	41,057	47,226	54,742	63,098
DPS	원	600	600	600	600	600

주: 오리온 재무제표



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

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

CONTENTS

1. 하반기 기회 요인 세 가지	2
1) 하반기 스프레드 개선 전망	2
곡물가: 소맥 약보합세 전망	3
2) 식자재 업체의 중장기 전략 변화 주목	5
3) 건기식 업체는 올해도 고성장 예상	7
4) Top Picks 및 관심종목	12
2. 실적 전망	16
1) 1Q21 Pre: 대형주 선방	16
2) 2021년 커버리지 합산 영업이익 YoY 7.3% 증가 추산	17
3. 주요 업체 실적 동향	19
1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 편더멘탈은 이상 무	19
2) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 가공 및 사료 실적 호조	22
3) 오리온(BUY, TP 17만원): 중국에서 MS 확대 중	25
4) 농심(BUY, TP 50만원): 전년 높은 베이스 부담	28
5) 하이트진로(BUY, TP 4.8만원): 비우호적인 영업 환경 지속	31
6) 롯데칠성(BUY, TP 20만원, 상향): 주류 매출 바닥에서 회복세	34
7) 동원F&B(BUY, TP 28만원): 순항 중	37
8) 대상(BUY, TP 3.3만원): 전년 높은 베이스에도 불구하고 편더멘탈 견조	39
9) 현대그린푸드(BUY, TP 1만원): '더현대' 효과로 탐라인 성장 예상	42
10) 신세계푸드(BUY, TP 10만원): 단기 실적보다는 내년을 기대	45
11) 콜마비앤에이치(BUY, TP 8.5만원): 중국 '애틀미' 수출 호조	47
12) 노바렉스(BUY, TP 5.3만원, 상향): 호실적 예상	49

1. 하반기 기회 요인 세 가지

1) 하반기 스프레드 개선 전망

5~6월부터 스프레드는 개선 전망

전년 높은 베이스(코로나19 기인한 비축수요) 기인해 상반기 실적 개선은 제한적이다. 하반기 기부터 베이스 효과가 소멸되긴 하지만 가파른 곡물가 상승에 따른 우려도 상존한다. 다행인 점은 업체들의 판가 인상이 진행되고 있다는 점이다. 판가 인상 및 현 시점의 곡물가 추이 감안시 5~6월부터는 스프레드가 점차 개선될 것으로 추정한다.

가장 중요한 원재료인 소맥 스프레드와 업종 지수를 살펴보면(그림1), 스프레드 확대에 후행해 업종 지수가 상승했다. 소맥 스프레드는 2016년 이후 하락세를 지속하다가 바닥에서 소폭 반등했다. 중단기 소맥 가격 전망이 우호적인 만큼 하반기 업종 스프레드 개선에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다.

그림 1. 곡물가 Spread와 업종 지수 추이

Spread 개선시 당연히 업종 지수도 상승



기타: 월맥 스프레드(판가-투입가)
자료: 하나금융투자

그림 2. 서민물가품목 판가 인상과 업종 지수 추이

서민물가품목 판가 인상은 업종 관심 환기 요인



자료: 하나금융투자

하나금융투자는 중단기
소맥 약보합세/ 대두 강보합세/
옥수수 강세를 전망

곡물가: 소맥 약보합세 전망

연초 이후 곡물가는, ① 남미 및 북미의 이상 기후, ② 러시아의 밀 수출 관세 부과 및 아르헨티나의 수출 중단, ③ 중국의 사육두수 회복에 따른 수입 증가가 맞물리면서 가파르게 상승했다. 지난 6개월 간 주요 곡물인 소맥/ 옥수수/ 대두/ 원당은 각각 8%/ 46%/ 32%/ 8% 상승했다.

3월 이후는 곡종별 상이한 흐름을 보이고 있다. 대두는 남미의 수확 지연 및 선적 문제 기인해 고공행진 중인 반면, 소맥은 아르헨티나 수출 재개 및 호주의 풍작으로 하락세를 보이고 있다. 4월 USDA의 글로벌 재고율 전망치에 따르면 대두를 제외한 곡물 재고율 모두 전월대비 하락했다. 여전히 곡물 수급은 타이트하다. 전체 곡물 재고율은 전월 29.1%에서 28.7%로 하락했다. 소맥과 옥수수 재고율도 각각 MoM 1.0%p, 0.4%p 하락했다. 대두는 그동안 지연되고 있었던 브라질의 수확에 따른 기대감이 반영된 듯 홀로 MoM 0.9%p 상승했다.

하나금융투자는 중단기 소맥 약보합세/ 대두 강보합세/ 옥수수 강세를 전망한다. 업종 내 가장 중요한 소재인 소맥의 부담 완화는 가공식품 업체에게 분명 긍정적 요인이다. 그러나, 전분당 및 사료 업체의 원가 부담은 가중될 것으로 전망한다.

① 소맥: 러시아는 연초 소맥에 관세를 부과하기 시작했다. 3월에는 관세를 한 번 더 인상했다. 관세 인상 이전에 가수요가 잡히면서 소맥 가격은 급등했다. 가수요 물량 소진 시점 및 최근 호주 풍작 감안시 약보합세 흐름이 예상된다.

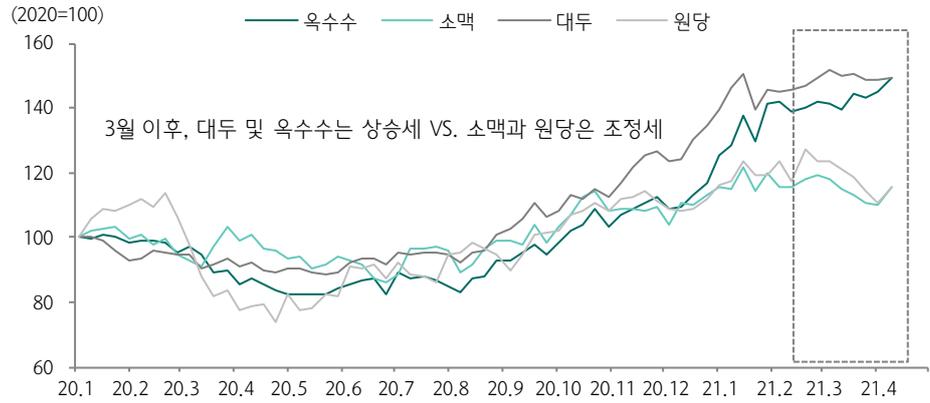
② 대두: 중국의 사육두수 회복으로 수입이 본격화되고 있다는 점은 부담이다. 다만, 비우호적인 날씨로 지연되었던 브라질 수확이 시작된 점은 긍정적인 요소이다. 선적 이슈는 여전히 공존하나 브라질의 대두 수확 전망치가 높은 수치로 유지되고 있는 만큼 가격은 다소 안정을 찾을 것으로 예상된다.

③ 옥수수: 올해 중국의 옥수수 수입은 전년 대비 3배 가량 증가할 것으로 전망(19/20년 760만톤→ 20/21년 2,400만톤)된다. 중국의 수입 증가는 미국 옥수수 가격 상승을 견인하고 있다. 브라질 옥수수 이모작도 대두 수확 지연으로 파종 시기를 놓치고 있어 우려가 확대되고 있다. 만약 브라질의 옥수수 생산량 전망치가 하향 조정이 가시화 된다면 가격 상승은 더 가팔라질 가능성도 배제할 수 없다.

④ 기타: 글로벌 식용유 공급 감소로 팜유 가격도 고공행진 중이다.

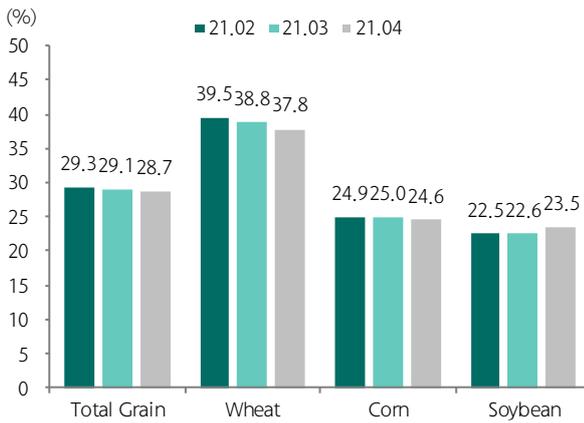
그림 3. 4대 곡물가 추이

3월 이후 곡종별 상이한 흐름



자료: 하나금융투자

그림 4. 4월 곡물 재고율 전망치는 대두 제외하고 모두 MoM 하락



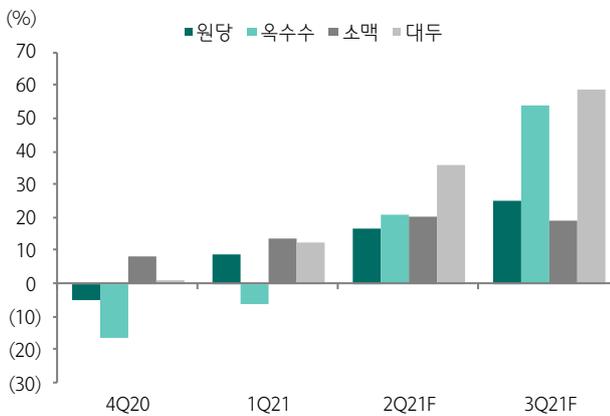
자료: 하나금융투자

그림 5. 팜유도 큰 폭 상승세



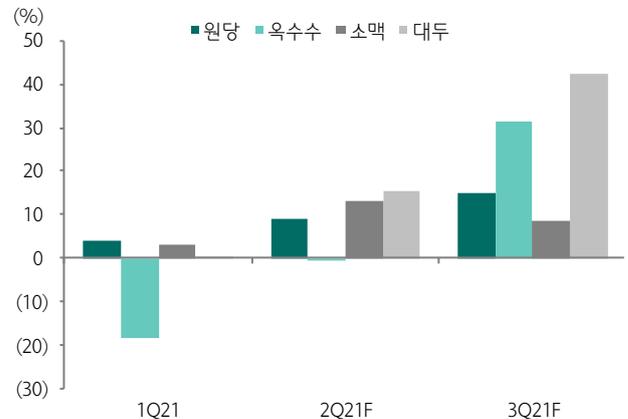
자료: 하나금융투자

그림 6. 환율 감안하지 않은 곡물 투입가 추이



자료: 하나금융투자

그림 7. 환율 감안한 곡물 투입가 추이



자료: 하나금융투자

2) 식자재 업체의 증장기 전략 변화 주목

이제는 달라진 식자재 3사의 전략
신세계푸드의 증장기 전략 변화에
주목

식자재 업체는 코로나19의 대표적인 피해주였다. 올해 들어 백신 상용화 기대감 기인해 식자재 3사의 주가는 유사한 흐름을 보여주고 있다. 현대그린푸드/ 신세계푸드/ CJ프레시웨이 주가는 연초 이후 각각 9.2%/ 10.0%/ 24.1% 상승했다. 코로나19 식자재 3사가 급식을 캐쉬카우 삼아 식자재 점유율을 확대시키는 동일한 전략을 구사했다면, 포스트 코로나에는 이들의 달라진 전략에 주목할 필요가 있다. 급식은 재택 근무 활성화에 따른 식수 감소 및 최저임금 상승 기인한 마진 악화로 과거와 같은 캐쉬카우 역할이 녹록치 않다. 이에 식자재 업체는 각 사별로 증장기 새 판을 짜고 있다. 달라진 증장기 전략에 따라 주가 흐름도 상이할 것으로 전망한다.

3사 중 눈에 띄는 전략 변화가 수반된 업체는 신세계푸드이다. HMR 및 밀키트 제조 라인 확대를 기반으로 외식 및 베이커리 사업 간 시너지를 시현하는 방향으로 증장기 사업 전략이 재편되었다. 올해 연말까지 ‘노브랜드 버거’ 가맹점 100개를 오픈할 예정이다. 참고로 1분기 기준 가맹점 수는 약 30개로 파약(직영점까지 합산시 80개)된다. 경쟁사 가맹점 수가 1천개 내외임을 감안시 증장기 확장 여력은 높아 보인다.

신세계푸드 실적은 가맹점 확대에 따라 유의미한 개선이 기대된다. 가맹점 수에 비해 로열티 수취와 제조 공장 가동률 상승(패티, 햄버거빵, 양상추 등 공급) 시너지가 기대되기 때문이다. 하나금융투자는 가맹점 수 100개 확대시 영업이익 80~100억원의 개선 효과를 추정한다. 월 평균 매출은 6천만원, 원부자재 비율은 35%를 가정했다. 물론 가맹점이 확대됨에 따라 제조 마진 개선 폭은 더욱 클 것이다. 실적 개선은 100개 가맹점 오픈이 마무리되는 올해 연말부터 본격화될 것이다. 내년/내후년은 상당히 유의미한 실적 개선 세를 보여줄 것으로 판단한다. 내년이면 과거 연결 이익 수준인 300억원 체력을 회복할 것이며 내후년은 과거 Peak 이익 체력을 상회할 것으로 전망한다.

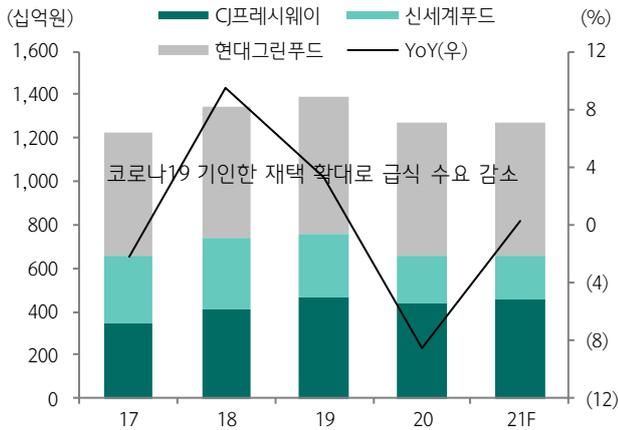
그림 8. 식자재 3사 시가총액 추이

3사의 주가 흐름 동일



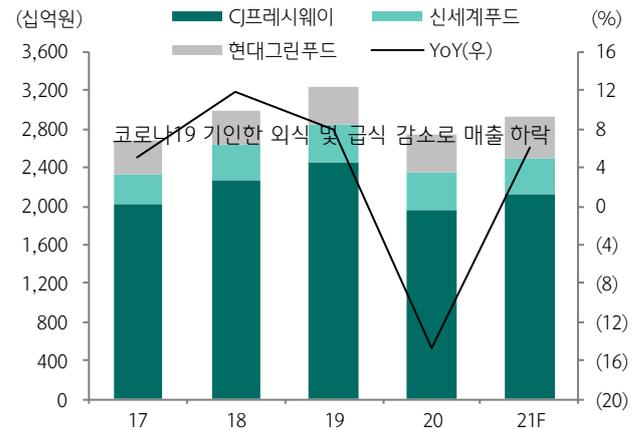
자료: 하나금융투자

그림 9. 3사 합산 급식 매출 추이



자료: 하나금융투자

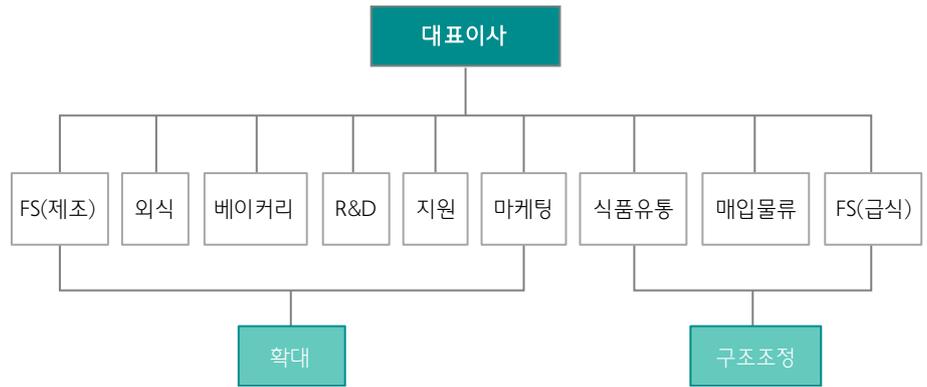
그림 10. 3사 합산 식자재 매출 추이



자료: 하나금융투자

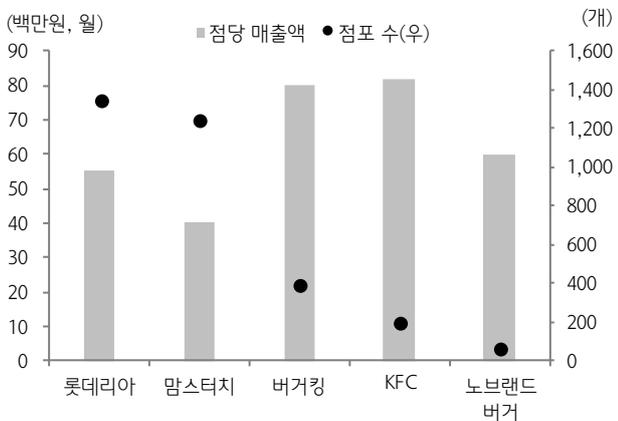
그림 11. 신세계푸드: 중장기 사업 전략 재편

제조/외식 사업부에 힘 실을 듯



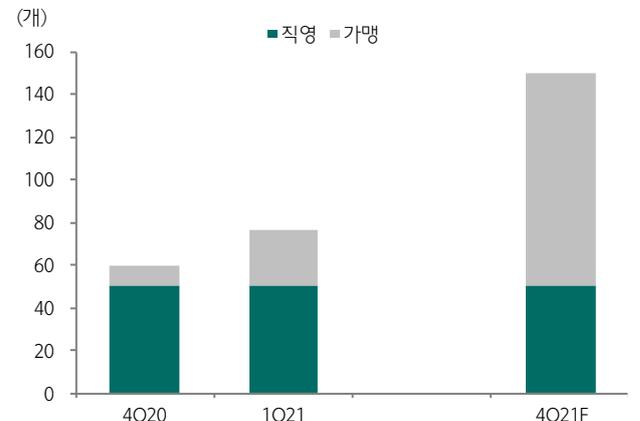
자료: 신세계푸드, 언론보도, 하나금융투자

그림 12. 버거 프랜차이즈 매출 및 점포 수 현황



자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

그림 13. '노브랜드 버거' 점포 수 추이



자료: 하나금융투자

3) 건기식 업체는 올해도 고성장 예상

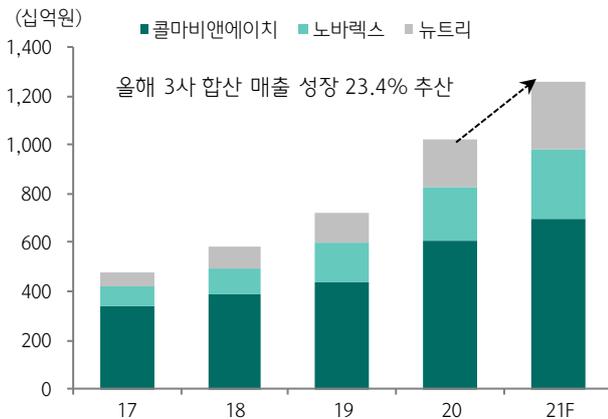
역기저에 대한 우려를 불식시킬 호실적 전망

건기식 업체는 작년 코로나19 기인해 큰 폭의 매출 성장을 시현했다. 올해 역기저에 대한 우려가 있음에도 불구하고 시황 호조는 이어지고 있는 것으로 파악된다. 건기식 주요 3사의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 23.4%, 25.3% 증가할 것으로 추산한다.

콜마비엔에이치: 수출 유의미한 성장

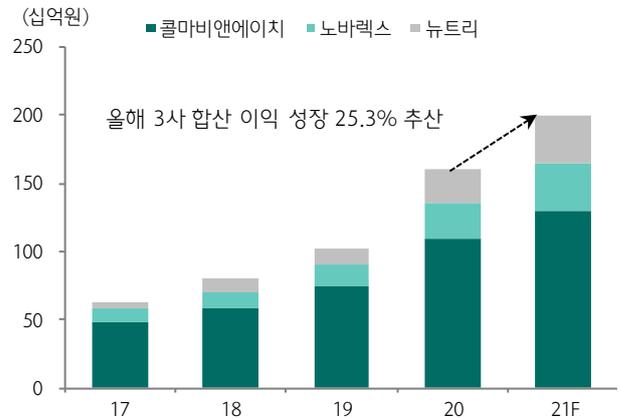
대장주인 콜마비엔에이치는 ‘에터미’ 향 중국 수출이 본격화되면서 성장을 견인할 것으로 판단한다. 콜마비엔에이치의 2021년 수출액은 YoY 45% 증가한 2,700억원에 달할 것으로 추정한다. 수출 비중은 2019년 18%→2020년 31%→2021년 38%로 상승이 예상된다. 참고로 ‘에터미’ 향 중국 수출액은 작년 700억원→2021년 1,500억원으로 전망한다. 2025년은 3,500억원까지 증가할 것으로 전망한다. ① ‘에터미’의 회원수 증가(작년 말 400만명→현재 500만명), ② 품목 수 확대(건기 및 화장품 라인업 확대 및 생활용품 품목 추가), ③ 인당 구매 한도 증액 기인해 견조한 성장세를 이어갈 것으로 기대한다. 과거 삼양식품의 사례를 보더라도, 분기 수출에 따른 주가 등락 이후 재차 상승하는 패턴을 보여주었다. ‘에터미’의 중국 사업 확대에 따른 콜마비엔에이치의 높은 성장 가시성 감안시 재매수 기회로 판단한다.

그림 14. 건기식 3사 매출 전망



자료: 하나금융투자

그림 15. 건기식 3사 이익 전망



자료: 하나금융투자

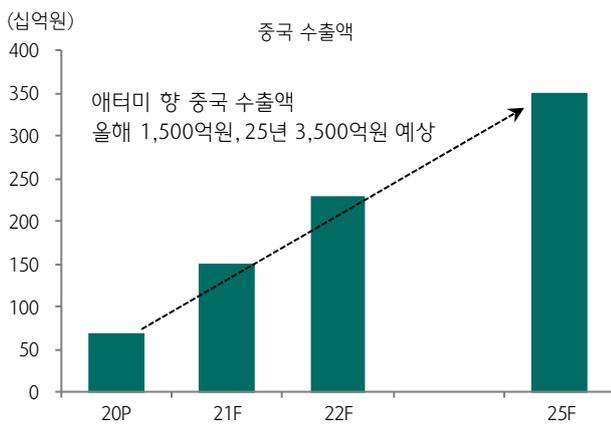
그림 16. 콜마비앤에이치의 시가총액 추이

과거 삼양식품 사례를 반추하면,
분기 실적에 따른 주가 등락 이후
주가는 꾸준히 우상향



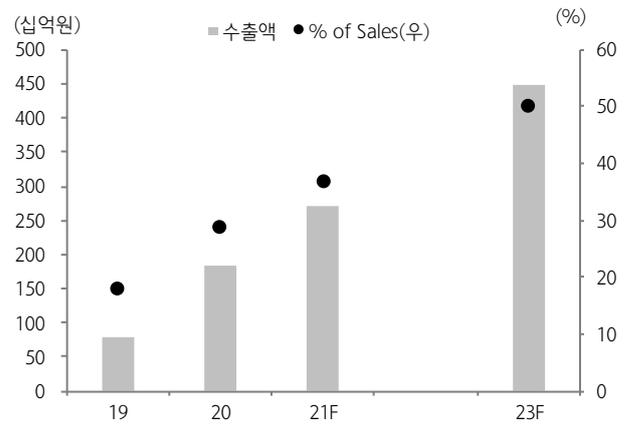
자료: 하나금융투자

그림 17. 콜마비앤에이치 '애터미' 향 중국 수출 전망



자료: 하나금융투자

그림 18. 콜마비앤에이치 전사 수출액 전망



자료: 하나금융투자

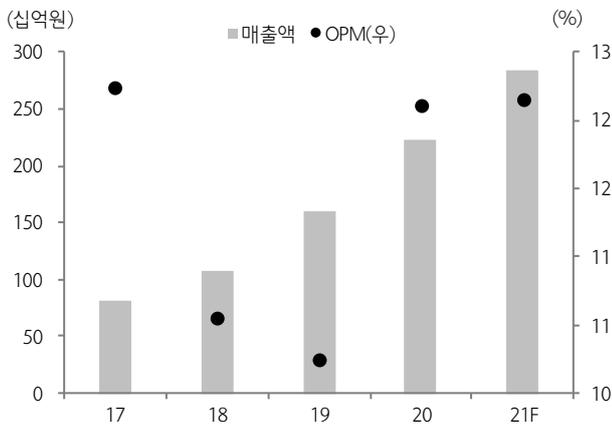
노바렉스: Capa 확대

노바렉스는 올해 Capa 증설에 따른 유의미한 실적 개선이 예상된다. 올해 오송 공장 증설 완공으로 연간 Design Capa는 기존 2천억원에서 4천억원으로 증가한다. 오송 공장은 7월부터 가동을 시작할 예정이다. 신공장의 자동화 설비 감안시 매출 및 이익도 하반기 갈수록 가파른 개선세를 보여줄 것으로 기대한다.

뉴트리: 제품 라인업 확대

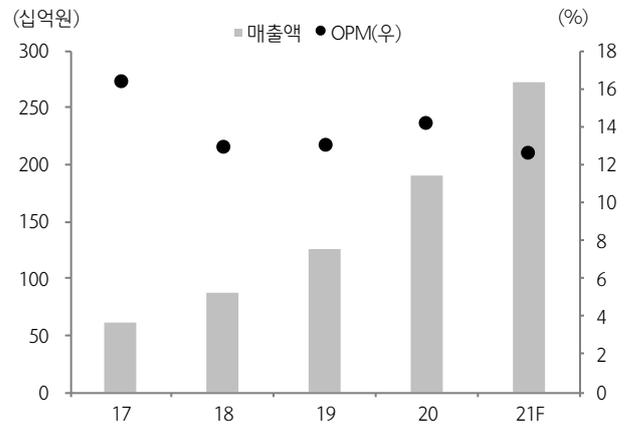
뉴트리는 온라인 채널 및 제품 라인업 확대(콜라겐 앰플 형태 출시, 유산균 제품 출시)를 통해 YoY 50% 매출 성장을 시현한다는 계획이다. 최근 확대되고 있는 유산균 시장 진출을 통한 단일 브랜드(‘에버콜라겐’)의 포트폴리오 취약점을 극복할 것으로 전망한다.

그림 19. 노바렉스 실적 전망



자료: 하나금융투자

그림 20. 뉴트리 실적 전망



자료: 하나금융투자

에이치피오: 상장 예정

에이치피오(H.PIO)는 2012년에 설립된 건강기능식품 브랜드 업체이다. 프리미엄 브랜드 ‘덴프스(Denps)’ 하에 ‘덴마크유산균이야기(유산균)’, ‘트루바이타민(비타민)’ 제품을 주력으로 판매하고 있다. 2020년 별도 매출에서 유산균 및 비타민 제품이 차지하는 비중은 각각 59%, 24%이다. 2020년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,428억원(YoY 143.6%), 257억원(YoY 162.6%, OPM 18.0%)를 시현했다. 2019년 10월 ‘비오팜’ 인수 효과를 감안해도 YoY 약 88% 매출 성장을 시현한 것으로 추산된다.

사측은 올해 연결 매출액 및 영업이익 각각 2천억원, 400억원을 제시했다. ① 자사 온라인 채널 강화, ② ‘비오팜’ Capa 확장(Capa 증설로 연간 6~700억원 매출까지 커버 가능), ③ 해외 매출 확대(2020년 100억원→ 2021년 200억원 타겟)를 통해 고성장을 지속한다는 계획이다. 과거 건기식 브랜드 Peer인 종근당의 ‘락토픽’ 및 뉴트리의 ‘에버콜라겐’ 매출이 2천억원까지 빠르게 성장했음을 상기하면 에이치피오의 올해 매출 시현 가시성은 높아 보인다.

표 1. 공모 개요

	하단	상단
공모가격 밴드(원)	22,200	25,400
상장예정주식수(천주)	19,938	
공모 예정 금액(십억원)	88.5	101.3
예상 시가총액(십억원)	442.6	506.4
PER(21F)	15.8	18.1

자료: 하나금융투자

표 2. 공모 일정

	비고
수요예측일	2021.4.27(화) ~ 28(수)
청약예정일	2021.5.3(월) ~ 4(화)
납입예정일	2021.5.7(금)
상장예정일	미정

자료: 하나금융투자

그림 21. 종근당 ‘락토픽’ 매출 성장 추이



자료: 하나금융투자

그림 22. 뉴트리 ‘에버콜라겐’ 매출 성장 추이



자료: 하나금융투자

표 3. 건기식 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원)

		콜마비앤에이치	노바렉스	뉴트리	에이치피오
시가총액		1,601.3	370.1	313.5	-
매출액	20	606.9	222.8	190.1	142.8
	21F	695.7	284.6	273.3	200.0
	22F	800.0	355.8	354.6	-
영업이익	20	109.2	27.0	23.5	25.7
	21F	129.2	34.6	35.3	40.0
	22F	150.4	42.7	47.3	-
(지배)순이익	20	80.5	25.1	19.2	17.1
	21F	101.1	29.0	28.0	28.0
	22F	116.5	36.1	37.0	-
OPM(%)	20	18.0	12.1	12.4	18.0
	21F	18.6	12.2	12.9	20.0
	22F	18.8	12.0	13.3	-
NPM(%)	20	13.3	11.3	10.1	12.0
	21F	14.5	10.2	10.2	14.0
	22F	14.6	10.1	10.4	-
PER(배)	20	19.1	14.0	11.8	-
	21F	15.8	12.8	11.2	15.8~18.1
	22F	13.7	10.2	8.5	-
PBR(배)	20	4.7	3.0	3.2	-
	21F	3.8	2.6	3.0	-
	22F	3.0	2.1	2.8	-

주: 뉴트리, 에이치피오는 컨센서스 수치임

자료: 하나금융투자

4) Top Picks 및 관심종목

Top Picks 및 관심종목
오리온, 롯데칠성,
C제일제당, 콜마비엔에이치,
신세계푸드 제시

2021년 Top Pick으로 오리온(BUY, 17만원)과 롯데칠성(BUY, 20만원, 상향)을 유지한다. 관심 종목으로 CJ제일제당(BUY, 62만원), 콜마비엔에이치(BUY, 8.5만원)과 신세계푸드(BUY, 10만원)를 제시한다.

오리온은 올해 ① 양산빵(썬빵), 견과바 등 적극적인 신제품 출시 및 ② 1분기/4분기 준절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 YoY 8.9%(로컬통화 기준) 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 중국 법인은 2011년을 마지막으로 초코파이 판가 인상이 전무하다. 최근 판가 인상 흐름 감안시 충분히 가능성을 열어둘 수 있다. 초코파이 판가 10% 인상시(중국만), 오리온 연결 영업이익은 기존 추정치 대비 6% 개선 효과가 있을 것으로 추정한다. 롯데칠성은 정부의 주류 규제 완화에 따른 수혜가 전망된다. 맥주 OEM이 본격화되면서 가동률의 유의미한 상승이 예상된다. CJ제일제당은 올해 미국 내 보폭 확대 및 '쉬안즈'와의 시너지가 기대된다. 콜마비엔에이치는 올해 애터미 향 수출이 본격화될 것으로 전망한다. 증장기 달라질 체력 감안하면 저평가되어 있다고 판단한다. 신세계푸드는 '노브랜드 버거' 가맹 사업을 통해 내년~내후년 가파른 실적 개선세를 보여줄 것으로 전망한다. 변화된 증장기 전략 감안시 저가 매수가 유효해 보인다.

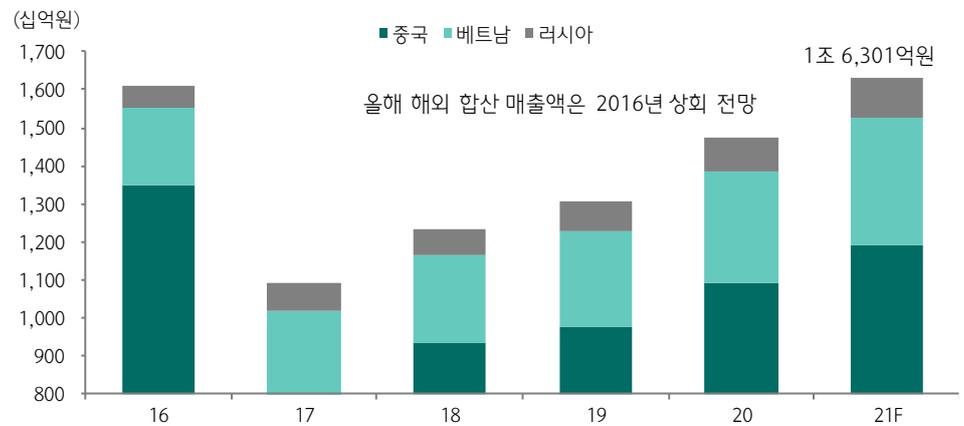
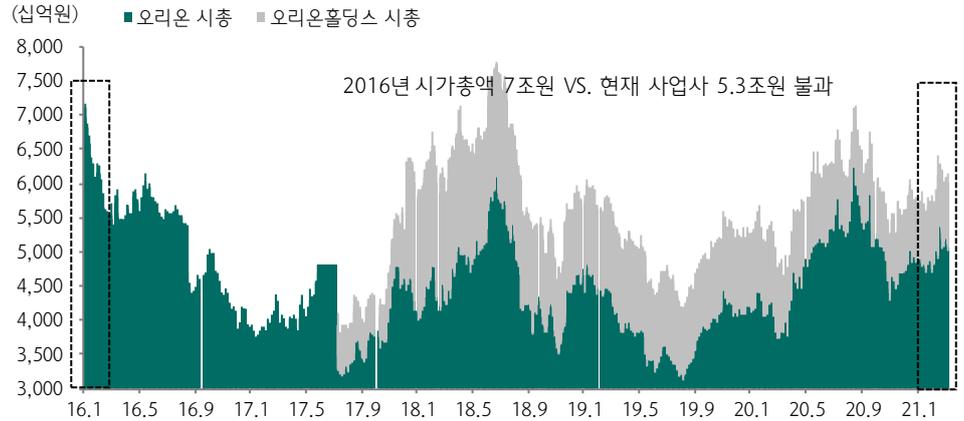
표 4. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

종목	투자의견		목표주가		변경 이유
	~에서	~으로	~에서	~으로	
오리온	BUY	BUY	170,000	170,000	투자의견 및 목표주가 유지
C제일제당	BUY	BUY	620,000	620,000	투자의견 및 목표주가 유지
롯데칠성	BUY	BUY	160,000	200,000	투자의견 유지, 목표주가 상향
KT&G	BUY	BUY	103,000	103,000	투자의견 및 목표주가 유지
하이트진로	BUY	BUY	48,000	48,000	투자의견 및 목표주가 유지
농심	BUY	BUY	500,000	500,000	투자의견 및 목표주가 유지
콜마비엔에이치	BUY	BUY	85,000	85,000	투자의견 및 목표주가 유지
대상	BUY	BUY	33,000	33,000	투자의견 및 목표주가 유지
동원산업	BUY	BUY	300,000	300,000	투자의견 및 목표주가 유지
현대그린푸드	BUY	BUY	10,000	10,000	투자의견 및 목표주가 유지
동원F&B	BUY	BUY	280,000	280,000	투자의견 및 목표주가 유지
SPC삼립	BUY	BUY	78,000	78,000	투자의견 및 목표주가 유지
매일유업	BUY	BUY	100,000	100,000	투자의견 및 목표주가 유지
롯데푸드	BUY	BUY	420,000	420,000	투자의견 및 목표주가 유지
노바렉스	BUY	BUY	45,000	53,000	투자의견 유지, 목표주가 상향
신세계푸드	BUY	BUY	100,000	100,000	투자의견 및 목표주가 유지

자료: 하나금융투자

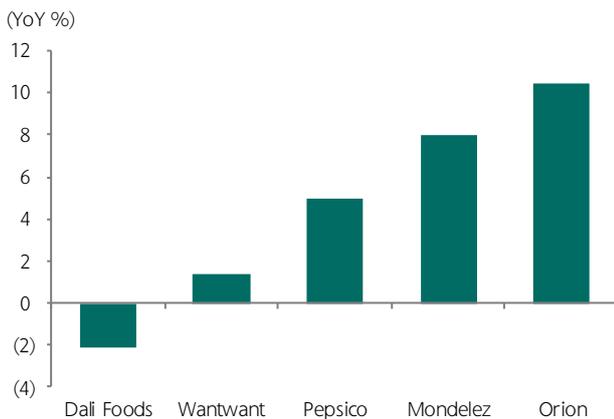
그림 23. 오리온의 시가총액 추이

현재 홀딩스 합산 시가총액
6.1조원 불과



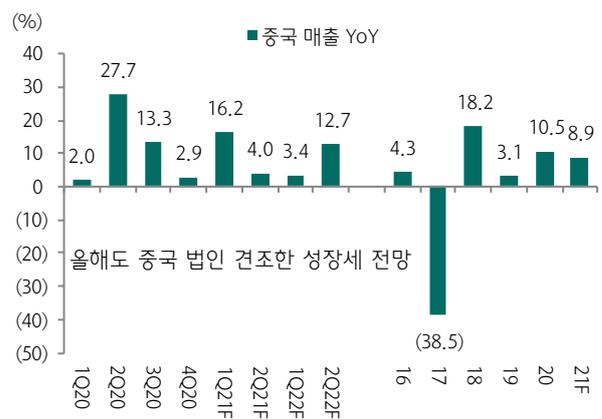
자료: 하나금융투자

그림 24. 2020년 주요 Peer의 제과 매출 성장률



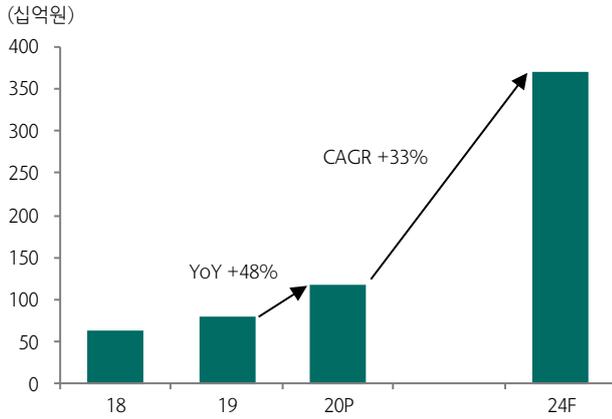
기타: Dali는 1H20 누계 성장률임, Wantwant은 3Q20 누계 성장률,
Pepsico는 'Be & Cheery' 인수효과 제거한 수치임
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 25. 오리온 중국 법인 매출 성장 추이(로컬통화 기준)



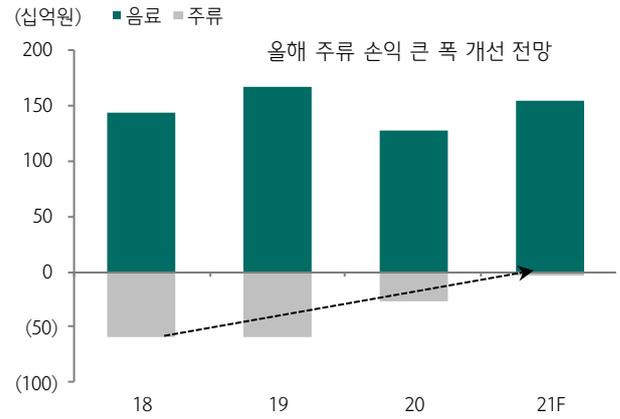
자료: 하나금융투자

그림 26. 국내 수제맥주 시장 전망



자료: 한국수제맥주협회, 하나금융투자

그림 27. 롯데칠성 부문별 손익 전망



자료: 하나금융투자

규제 완화로 타사 OEM 및 식품 생산 가능해져

그림 28. 정부의 주류 산업 규제 완화 방안

주류 제조	<ul style="list-style-type: none"> • 타 제조업체의 제조시설을 이용한 주류의 위탁제조(OEM) 허용 • 주류 제조방법 변경 절차 간소화(승인 → 신고사항으로 변경) • 주류 제조 시설을 이용한 주류 이외의 제품 생산 허용 • 주류 제조면허 취소 규정 합리화 • 주류 신제품 출시 소요 기간 단축(30일 → 15일) • 주류 첨가재료 확대(질소가스 첨가 허용 등) 	
유통	<ul style="list-style-type: none"> • 주류제조자 및 주류수입업자의 주류 판매 시 택배 운반이 가능하도록 개선 (주류 운반차량 표시 의무 면제) • 주류통신판매기록부에서 구매자 주민등록번호 제외 (성인인증 거치는 통신판매 방식의 경우) 	
판매	<ul style="list-style-type: none"> • 통신판매가 허용되는 음식점의 주류 배달 기준 명확화 (음식과 함께 배달하는 주류로서 주류 가격이 음식 가격보다 낮은 경우에 한해 통신판매 허용) • 홍보 등 목적의 경우 제조면허 주종 이외의 주류 제조 허용 	

자료: 기재부, 언론보도, 하나금융투자

표 5. 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	20P	5,301.6	1,481.1	1,171.6	8,533.9	27.9	22.1	9.7	1.2	5.3	13.1	5.7
	21F	5,261.7	1,512.2	1,109.5	8,081.2	28.7	21.1	10.1	1.1	4.9	11.7	5.9
	22F	5,061.7	1,457.8	1,084.8	7,901.6	28.8	21.4	10.3	1.1	4.7	10.8	5.9
C제일제당	20P	24,245.7	1,359.6	685.6	41,850.2	5.6	2.8	9.1	1.1	7.5	13.2	0.9
	21F	25,229.3	1,499.7	576.2	35,175.4	5.9	2.3	11.9	1.1	6.9	10.0	1.0
	22F	26,743.0	1,696.7	647.4	39,520.6	6.3	2.4	10.6	1.0	6.2	10.2	1.0
오리온	20P	2,229.8	376.1	267.6	6,768.8	16.9	12.0	18.3	2.6	10.0	15.3	0.5
	21F	2,420.1	435.7	320.8	8,115.3	18.0	13.3	15.8	2.3	8.4	15.9	0.6
	22F	2,565.3	487.4	354.1	8,956.0	19.0	13.8	14.3	2.0	7.2	15.2	0.6
농심	20P	2,639.8	160.3	148.5	24,414.7	6.1	5.6	12.3	0.9	5.7	7.5	1.2
	21F	2,713.9	124.1	116.8	19,204.2	4.6	4.3	15.3	0.8	6.1	5.6	1.4
	22F	2,822.5	137.3	127.3	20,922.3	4.9	4.5	14.0	0.8	5.3	5.8	1.4
롯데칠성	20P	2,258.0	97.5	(12.5)	(1,418.1)	4.3	(0.6)	(76.5)	0.8	8.1	(1.0)	3.0
	21F	2,364.2	150.9	74.6	7,651.6	6.4	3.2	17.3	1.0	6.6	6.2	2.0
	22F	2,491.6	181.9	96.5	9,892.3	7.3	3.9	13.4	0.9	5.8	7.6	2.0
SPC삼립	20P	2,542.7	51.1	(12.5)	(1,443.8)	2.0	(0.5)	(49.9)	1.8	9.9	(4.0)	1.5
	21F	2,692.3	58.9	35.6	4,130.2	2.2	1.3	17.9	1.7	9.2	11.2	1.5
	22F	2,800.0	66.9	41.9	4,853.8	2.4	1.5	15.2	1.5	8.4	12.0	1.5
현대그린푸드	20P	3,238.5	78.6	68.0	696.3	2.4	2.1	12.6	0.5	6.0	3.9	2.7
	21F	3,424.9	104.5	91.2	933.5	3.1	2.7	10.3	0.5	4.8	5.1	2.2
	22F	3,527.7	117.5	97.6	998.7	3.3	2.8	9.6	0.5	4.1	5.2	2.2
하이트진로	20P	2,256.3	198.5	86.7	1,216.7	8.8	3.8	26.2	2.0	9.8	8.2	2.0
	21F	2,332.9	216.2	117.2	1,645.0	9.3	5.0	21.8	2.1	9.1	10.6	2.1
	22F	2,426.2	237.8	133.6	1,875.3	9.8	5.5	19.1	2.0	8.3	11.3	2.1
동원산업	20P	2,874.5	314.7	199.9	54,366.2	10.9	7.0	4.1	0.7	4.0	17.6	0.9
	21F	3,036.6	293.2	170.2	46,269.8	9.7	5.6	5.5	0.7	4.1	12.9	1.9
	22F	3,188.5	309.5	183.1	49,794.9	9.7	5.7	5.2	0.6	3.6	12.3	1.9
롯데푸드	20P	1,725.7	44.0	75.5	66,704.7	2.5	4.4	5.0	0.4	5.3	10.2	3.9
	21F	1,774.7	48.4	33.9	29,926.6	2.7	1.9	12.4	0.5	5.3	4.3	3.2
	22F	1,828.0	51.2	35.7	31,568.5	2.8	2.0	11.8	0.4	5.0	4.4	3.2
대상	20P	3,113.2	174.4	125.1	3,473.0	5.6	4.0	7.5	0.8	4.7	11.8	2.2
	21F	3,188.6	183.6	122.3	3,395.8	5.8	3.8	7.8	0.8	4.2	10.6	2.7
	22F	3,316.2	204.2	136.5	3,791.0	6.2	4.1	7.0	0.7	3.6	10.8	2.7
동원F&B	20P	3,170.3	116.3	77.8	20,157.1	3.7	2.5	8.9	0.9	6.4	10.9	0.0
	21F	3,390.6	127.0	85.3	22,112.2	3.7	2.5	8.8	0.9	5.8	10.9	1.8
	22F	3,628.0	141.3	97.2	25,181.1	3.9	2.7	7.7	0.8	5.1	11.2	1.8
신세계푸드	20P	1,240.3	7.7	(22.0)	(5,674.3)	0.6	(1.8)	(11.5)	0.9	7.5	(7.3)	1.4
	21F	1,300.9	16.0	8.0	2,057.1	1.2	0.6	34.9	0.9	6.6	2.7	1.0
	22F	1,354.2	28.4	19.0	4,903.3	2.1	1.4	14.6	0.9	5.4	6.3	1.0
매일유업	20P	1,456.4	84.4	62.6	7,982.4	5.8	4.3	8.8	1.2	4.0	14.5	1.2
	21F	1,535.5	91.2	65.9	8,403.6	5.9	4.3	8.7	1.1	3.6	13.5	1.1
	22F	1,596.9	103.8	76.7	9,773.8	6.5	4.8	7.5	1.0	2.8	13.8	1.1
노바렉스	20P	222.8	27.0	25.1	2,791.9	12.1	11.3	14.0	3.0	11.8	24.3	0.5
	21F	284.6	34.6	29.0	3,222.0	12.2	10.2	12.8	2.6	8.9	22.5	0.7
	22F	355.8	42.7	36.1	4,010.0	12.0	10.1	10.2	2.1	6.9	22.6	0.7
클마비엔에이치	20P	606.9	109.2	80.5	2,723.9	18.0	13.3	19.1	4.7	15.2	27.8	0.4
	21F	695.7	129.2	101.1	3,422.8	18.6	14.5	15.8	3.8	12.3	27.2	0.6
	22F	800.0	150.4	116.5	3,942.8	18.8	14.6	13.7	3.0	10.0	24.6	0.6

자료: 하나금융투자

2. 실적 전망

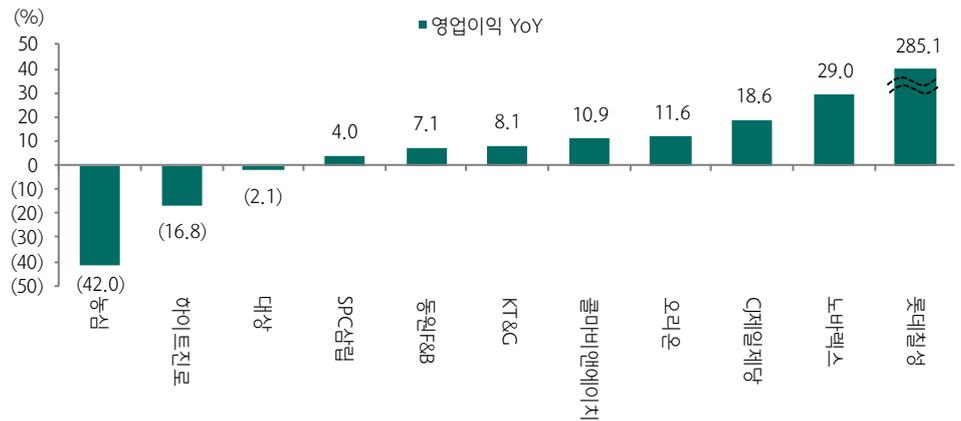
1) 1Q21 Pre: 대형주 선방

롯데칠성의 단기 모멘텀 부각 예상

1분기 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.8%, 7.6% 증가할 것으로 추정한다. 대형주 3사(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 합산 영업이익이 YoY 12.9% 증가하면서 전사 업종 손익 개선을 견인할 것으로 전망한다. 작년 상반기 실적 서프라이즈를 시현했던 농심, 하이트진로, 대상은 YoY 감익을 예상한다. 중소형주 중에서는 유일하게 롯데칠성이 시장 기대치를 상회할 것으로 기대한다. 건기식 업체는 높은 시장 기대에도 불구하고 부합하는 실적을 시현할 것으로 예상된다. 상반기까지 식자재 업체의 실적 개선 가능성은 제한적으로 판단한다.

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

그림 29. 업체별 1Q21 영업이익 증가율 전망



자료: 하나금융투자

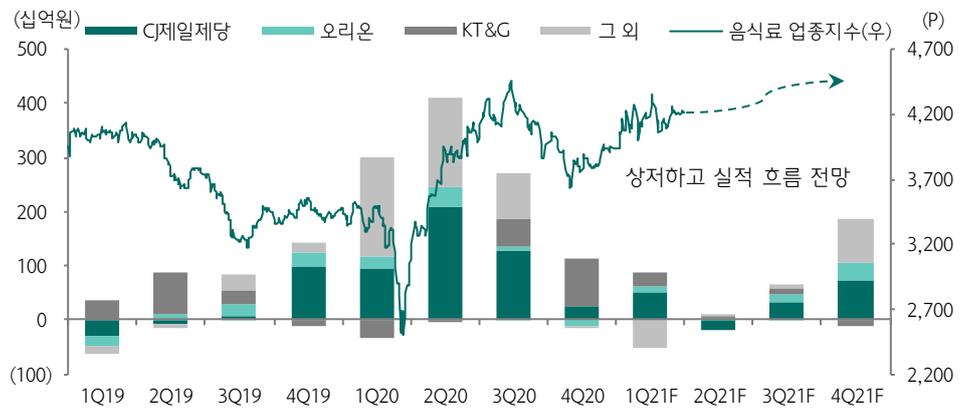
2) 2021년 커버리지 합산 영업이익 YoY 7.3% 증가 추산

식품 업체 하반기에는 스프레드 회복 전망
 건기시황은 여전히 호조
 식자재 업체는 선별적 투자 필요

2021년 당사 주요 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.9%, 7.3% 증가할 것으로 추정한다. 상반기는 전년 역기저 및 원부자재 투입가 상승 기인한 스프레드 축소로 실적 개선 폭이 제한적이다. 그러나 하반기 갈수록, ① 역기저 소멸, ② 판가 인상 효과가 반영되기 시작하면서 YoY 증익이 가능할 것으로 판단한다. ③ 수출 성장은 여전히 견조하다. 코로나19를 계기로 높아진 글로벌 인지도 감안시 중장기 수출주에 대한 재평가가 기대된다. ④ 건기 시황 호조가 이어지고 있는 만큼 조정시마다 건기식 업체에 대한 분할 매수는 유효해 보인다. ⑤ 작년 대표적인 피해주였던 식자재 업체는 연간 실적 개선 폭이 클 것이다. 다만 중장기 전략 변화에 따라 선별적 투자가 유효해 보인다.

그림 30. 1분기는 전년 높은 베이스에도 불구하고 대형주 중심으로 견조한 증익 예상

하반기는 중소형주 실적 개선 예상



자료: 하나금융투자

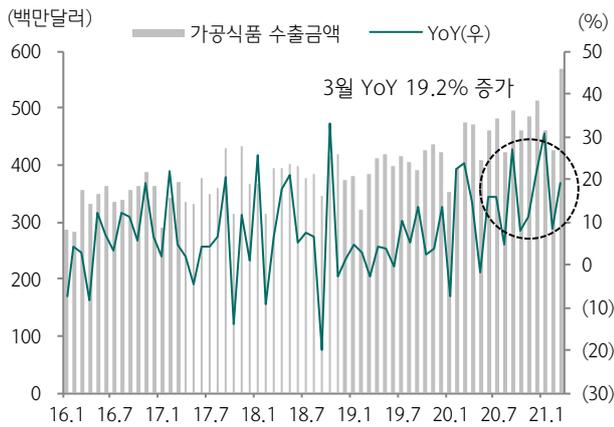
그림 31. 연간 업체별 영업이익 증가율 전망

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



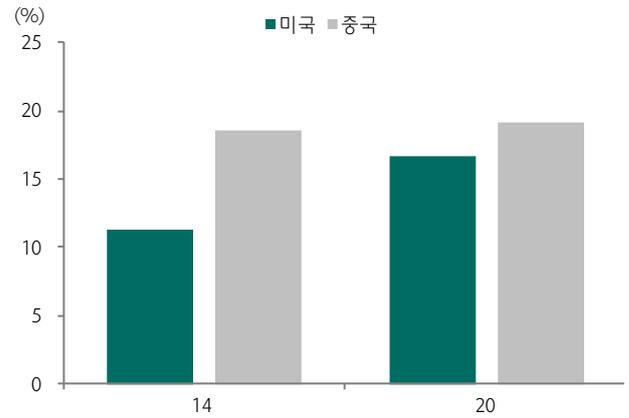
자료: 하나금융투자

그림 32. 가공식품 수출 추이



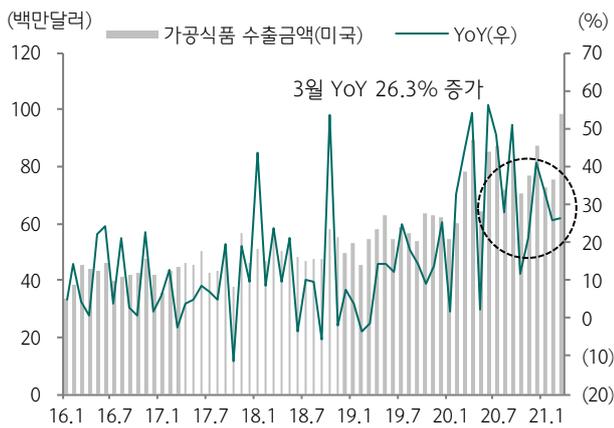
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 33. 가공식품 수출은 미국 및 중국 비중 커



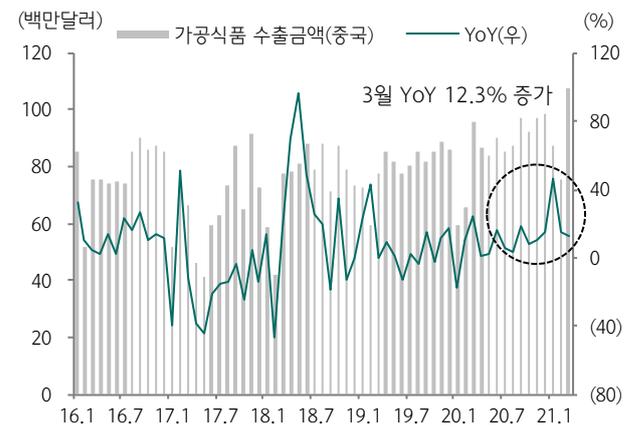
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 34. 미국 향 가공식품 수출 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 35. 중국 향 가공식품 수출 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

3. 주요 업체 실적 동향

1) KT&G(BUY, TP 10.3만원): 펀더멘탈은 이상 무

(1) 1Q21 Preview

펀더멘탈은 견조

연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 2,267억원(YoY +4.1%), 3,407억원(YoY +8.1%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다.

① 국내 담배 총수요(퀄런+HNB)는 견조하다. 1분기 계절적 비수기 임에도 불구하고 전년 수준을 유지할 것으로 예상된다. 퀄런 수요 감소 폭도 제한적이지만(YoY -2% 추정), HNB가 YoY 및 QoQ 큰 폭 증가한 것으로 파악된다. KT&G 국내 퀄런 점유율은 64.3%(YoY 30bp, QoQ 60bp up)로 예상된다. ② 수출 담배 매출액(미국 제외)은 YoY 10% 증가할 것으로 추산한다. 원화 강세에도 불구하고 중동 선적이 3월부터 본격화되면서 1분기보다는 2분기 증가 폭이 더 클 것으로 판단한다. ③ 해외 담배 법인 매출액은 미국 판매 호조 기인해 YoY 20% 증가할 것으로 추정한다. ④ PM 제휴향 퀄런형 전자담배 '릴핏' 수출은 QoQ 큰 폭 증가한 것으로 파악된다. 일본 편의점 입점이 전국으로 확대되면서 물량 성장이 상당히 유의미했을 것으로 보인다. ⑤ KGC 매출액은 선물세트 판매 호조에도 불구하고 전년 역기저가 부담이다. 전년 수준 손익을 가정했다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 영업이익은 전년과 유사한 1조 5,122억원으로 전망한다. ① 중동 및 신시장 수출 회복이 가시화된 점 감안하면 상반기는 기저효과가 예상된다. ② 특히 PM 제휴를 통한 HNB 수출액이 유의미하게 증가할 것으로 전망한다. '릴'은 연초 일본에서 테스트 판매를 마친 후, 전국 편의점으로 판매 채널이 확대되었다. 지난 실적 발표에서 경영진은 2023년 국내와 해외 HNB 매출이 역전될 것으로 전망했다. 현재 우호적인 일본 내 반응 및 향후 국가수 확대 감안시 시점은 더 빨라질 가능성도 열어둘 수 있다. ③ 수원 부동산 분양 매출도 작년과 유사한 수준이 인식될 것으로 파악된다. ④ 견조한 펀더멘탈에도 불구하고 최근 주가 약세는 ESG 투자 강화 및 과거 대비 상대적으로 약해진 배당 매력(타 산업 대형주의 배당 확대)에 기인한 것으로 판단된다.

표 1. KT&G 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	1,178.4	1,318.8	1,463.4	1,341.0	1,226.7	1,331.2	1,487.5	1,216.3	4,963.2	5,301.6	5,261.7
①KT&G	661.3	908.1	908.8	960.0	694.2	891.6	893.2	797.8	2,942.6	3,438.2	3,276.7
-내수	435.0	472.0	529.4	445.5	438.8	496.2	544.5	471.6	1,912.6	1,945.1	1,749.3
-수출	77.6	179.5	140.5	135.9	85.4	215.4	168.7	156.2	535.3	776.2	892.6
-부동산 등	148.7	256.6	238.9	378.7	170.0	180.0	180.0	170.0	494.7	717.0	634.9
②KGC	391.1	277.5	422.4	242.5	395.0	291.4	443.5	254.6	1,403.7	1,333.5	1,384.5
③종속회사	126.0	133.2	132.2	138.5	137.5	148.3	150.8	163.9	616.9	529.9	600.4
-해외담배	89.6	106.9	122.4	133.8	107.5	128.3	140.8	153.9	384.8	452.7	530.4
-기타	36.4	26.3	9.8	4.7	30.0	20.0	10.0	10.0	232.1	77.2	70.0
YoY	-0.6%	4.8%	10.7%	11.9%	4.1%	0.9%	1.6%	-9.3%	11.0%	6.8%	-0.8%
①KT&G	0.4%	11.8%	25.6%	28.4%	5.0%	-1.8%	-1.7%	-16.9%	11.9%	16.8%	4.3%
②KGC	-1.9%	-9.4%	-1.0%	-10.9%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.9%	-5.0%	3.8%
③종속회사	-1.2%	-4.1%	-23.2%	-22.3%	9.1%	11.3%	14.0%	18.4%	19.4%	-14.1%	13.3%
영업이익	315.0	394.7	434.6	336.7	340.7	400.5	446.6	324.4	1,382.0	1,481.1	1,512.2
①KT&G	249.9	369.9	353.6	368.1	270.4	371.3	366.8	324.4	1,134.6	1,341.5	1,332.9
②KGC	71.1	20.0	81.4	(14.6)	70.3	29.1	79.8	0.0	205.9	157.9	179.3
③종속회사	(6.0)	4.8	(0.4)	(16.8)	0.0	0.0	0.0	0.0	39.1	(18.3)	0.0
YoY	-9.5%	-1.1%	13.6%	34.7%	8.1%	1.5%	2.8%	-3.6%	10.1%	7.2%	2.1%
①KT&G	-1.1%	8.8%	24.1%	43.2%	8.2%	0.4%	3.7%	-11.9%	12.5%	18.2%	-0.6%
②KGC	-22.0%	-54.2%	1.6%	CR	-1.1%	45.7%	-1.9%	-	0.5%	-23.3%	13.5%
③종속회사	TR	-68.8%	TR	CR	-	-	-	-	-7.3%	TR	-
OPM	26.7%	29.9%	29.7%	25.1%	27.8%	30.1%	30.0%	26.7%	27.8%	27.9%	28.7%
①KT&G	37.8%	40.7%	38.9%	38.3%	38.9%	41.6%	41.1%	40.7%	38.6%	39.0%	40.7%
②KGC	18.2%	7.2%	19.3%	-6.0%	17.8%	10.0%	18.0%	-	14.7%	11.8%	12.9%
③종속회사	-4.8%	3.6%	-0.3%	-12.2%	-	-	-	-	6.3%	-3.5%	-
세전이익	415.6	402.0	395.5	399.1	365.9	415.7	461.8	339.8	1,462.7	1,612.1	1,583.2
YoY	7.2%	-9.7%	-12.2%	122.4%	-12.0%	3.4%	16.8%	-14.9%	10.9%	10.2%	-1.8%
(지배)순이익	293.0	293.1	278.2	307.4	255.3	303.1	326.9	224.2	1,036.5	1,171.6	1,109.5
YoY	7.3%	-9.2%	-13.3%	156.4%	-12.8%	3.4%	17.5%	-27.1%	15.0%	13.0%	-5.3%
NPM	24.9%	22.2%	19.0%	22.9%	20.8%	22.8%	22.0%	18.4%	20.9%	22.1%	21.1%

자료: 하나금융투자

KT&G 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	4,471.5	4,963.2	5,301.6	5,261.7	5,061.7
매출원가	1,836.0	2,088.6	2,331.4	2,313.9	2,136.0
매출총이익	2,635.5	2,874.6	2,970.2	2,947.8	2,925.7
판매비	1,380.4	1,492.6	1,489.1	1,435.7	1,467.9
영업이익	1,255.1	1,382.0	1,481.1	1,512.2	1,457.8
금융손익	84.6	82.9	42.4	46.7	51.7
중속/관계기업손익	9.3	1.5	88.7	24.3	15.0
기타영업외손익	(30.3)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,318.7	1,462.7	1,612.1	1,583.2	1,524.5
법인세	420.0	424.0	440.5	471.5	437.5
계속사업이익	898.7	1,038.7	1,171.6	1,111.7	1,087.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	898.7	1,038.7	1,171.6	1,111.7	1,087.0
비배주주지분 손익	(3.0)	2.2	0.0	2.2	2.2
지배주주순이익	901.7	1,036.5	1,171.6	1,109.5	1,084.8
지배주주지분포괄이익	857.9	1,056.4	1,169.7	1,109.9	1,085.2
NOPAT	855.3	981.4	1,076.4	1,061.8	1,039.4
EBITDA	1,405.3	1,564.8	1,671.0	1,709.1	1,661.8
성장성(%)					
매출액증가율	(4.19)	11.00	6.82	(0.75)	(3.80)
NOPAT증가율	(30.68)	14.74	9.68	(1.36)	(2.11)
EBITDA증가율	(11.46)	11.35	6.79	2.28	(2.77)
영업이익증가율	(11.99)	10.11	7.17	2.10	(3.60)
(지배주주)순이익증가율	(22.52)	14.95	13.03	(5.30)	(2.23)
EPS증가율	(22.52)	14.95	13.05	(5.31)	(2.22)
수익성(%)					
매출총이익률	58.94	57.92	56.02	56.02	57.80
EBITDA이익률	31.43	31.53	31.52	32.48	32.83
영업이익률	28.07	27.84	27.94	28.74	28.80
계속사업이익률	20.10	20.93	22.10	21.13	21.47

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	6,413.4	6,417.2	7,021.9	7,493.0	7,914.1
금융자산	2,675.6	2,542.5	2,883.4	3,385.6	3,962.6
현금성자산	933.0	891.3	1,204.1	1,709.5	2,303.2
매출채권	896.2	941.1	1,005.3	997.7	959.8
재고자산	2,461.3	2,447.2	2,614.1	2,594.4	2,495.8
기타유동자산	380.3	486.4	519.1	515.3	495.9
비유동자산	3,741.7	4,294.9	4,391.4	4,423.4	4,428.3
투자자산	1,197.4	1,353.0	1,410.5	1,403.7	1,369.7
금융자산	1,113.4	1,303.6	1,357.7	1,351.3	1,319.3
유형자산	1,818.8	1,753.4	1,797.1	1,840.3	1,883.4
무형자산	72.0	89.7	85.0	80.5	76.3
기타비유동자산	653.5	1,098.8	1,098.8	1,098.9	1,098.9
자산총계	10,155.1	10,712.1	11,413.3	11,916.4	12,342.4
유동부채	1,640.7	1,600.1	1,667.0	1,656.3	1,602.4
금융부채	135.4	51.3	27.1	27.1	27.1
매입채무	72.6	62.1	66.4	65.9	63.4
기타유동부채	1,432.7	1,486.7	1,573.5	1,563.3	1,511.9
비유동부채	381.3	406.1	425.7	423.4	411.8
금융부채	96.9	118.2	118.2	118.2	118.2
기타비유동부채	284.4	287.9	307.5	305.2	293.6
부채총계	2,022.0	2,006.2	2,092.7	2,079.6	2,014.2
지배주주지분	8,079.3	8,650.5	9,265.2	9,779.2	10,268.4
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.1	499.3	499.3	499.3	499.3
자본조정	(328.2)	(318.8)	(318.8)	(318.8)	(318.8)
기타포괄이익누계액	(140.5)	(110.6)	(110.6)	(110.6)	(110.6)
이익잉여금	7,108.9	7,625.7	8,240.4	8,754.3	9,243.5
비배주주지분	53.8	55.4	55.4	57.6	59.8
자본총계	8,133.1	8,705.9	9,320.6	9,836.8	10,328.2
순금융부채	(2,443.3)	(2,373.1)	(2,738.1)	(3,240.3)	(3,817.4)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,567	7,549	8,534	8,081	7,902
BPS	61,237	65,330	69,808	73,551	77,114
CFPS	10,887	12,556	12,801	12,610	12,197
EBITDAPS	10,236	11,398	12,171	12,449	12,104
SPS	32,569	36,151	38,615	38,325	36,868
DPS	4,000	4,400	4,800	4,800	4,800
주가지표(배)					
PER	15.46	12.43	9.74	10.10	10.33
PBR	1.66	1.44	1.19	1.11	1.06
PCFR	9.32	7.47	6.49	6.47	6.69
EV/EBITDA	8.22	6.75	5.29	4.88	4.67
PSR	3.12	2.59	2.15	2.13	2.21
재무비율(%)					
ROE	11.38	12.39	13.08	11.65	10.82
ROA	8.96	9.93	10.59	9.51	8.94
ROIC	19.63	21.82	23.08	22.22	21.86
부채비율	24.86	23.04	22.45	21.14	19.50
순부채비율	(30.04)	(27.26)	(29.38)	(32.94)	(36.96)
이자보상배율(배)	180.41	201.73	275.95	305.21	294.23

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	821.7	1,042.5	1,163.8	1,277.9	1,327.6
당기순이익	898.7	1,038.7	1,171.6	1,111.7	1,087.0
조정	26	26	15	15	15
감가상각비	150.2	182.8	189.9	197.0	204.0
외환거래손익	15.3	(32.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.3)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(130.2)	(123.1)	(174.9)	(182.0)	(189.0)
영업활동 자산부채변동	(332.8)	(259.8)	(153.2)	18.1	90.5
투자활동 현금흐름	(46.3)	(459.2)	(264.6)	(171.8)	(133.4)
투자자산감소(증가)	(121.1)	(155.6)	(57.5)	6.8	34.0
자본증가(감소)	(326.0)	(218.5)	(228.9)	(235.8)	(242.9)
기타	400.8	(85.1)	21.8	57.2	75.5
재무활동 현금흐름	(549.4)	(632.1)	(586.5)	(600.5)	(600.5)
금융부채증가(감소)	(46.7)	(62.8)	(24.2)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	15.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	2.4	(79.5)	(5.3)	(4.9)	(4.9)
배당지급	(505.1)	(505.1)	(557.0)	(595.6)	(595.6)
현금의 증감	217.9	(41.7)	312.7	505.5	593.7
Unlevered CFO	1,494.7	1,723.9	1,757.5	1,731.2	1,674.6
Free Cash Flow	468.3	820.2	934.9	1,042.1	1,084.8

2) CJ제일제당(BUY, TP 62만원): 가공 및 사료 실적 호조

(1) 1Q21 Preview

전년 높은 베이스에도 불구하고
증익 전망

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 656억원(YoY +4.0%), 3,274억원(YoY +18.6%)으로 추정한다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 3조 5,901억원(YoY +3.1%), 2,504억원(YoY +13.8%)으로 예상한다.

① 국내 가공 매출은 전년 높은 베이스에도 불구하고 설날 선물세트 판매 호조로 YoY 소폭 성장이 예상된다. 일부 원부자재 투입가 상승은 비용 효율화로 상쇄 가능할 것으로 전망한다. 영업마진은 전년 수준을 유지할 것으로 판단한다. ② 해외 가공도 고성장세가 이어지고 있다. ‘쉬안즈’는 역기저에도 불구하고 1~2월 누계 매출액이 YoY 소폭 성장한 것으로 파악된다. 다만, 원화 강세 기인해 환산 매출액은 YoY 소폭 감소할 전망이다. CJ제일제당 중국 법인 매출도 두 자리 수 탑라인 성장이 가능할 것으로 기대한다. ③ 바이오는 중국 돼지 사육두수 및 외식 조미료 수요 회복 기인해 OP 600억원 내외 기여가 가능할 것으로 예상된다. ④ 생물자원은 베트남 고돈가가 이어지면서 OP 500억원 내외 기여가 가능해 보인다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 25조 2,293억원(YoY +4.1%), 1조 4,997억원(YoY +10.3%)으로 추정한다. 물류 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 14조 7,133(YoY +5.9%), 1조 627억원(YoY +2.0%)으로 예상한다. 작년 비정상적인 실적을 시현한 생물자원 제외시 코어사업의 영업이익은 YoY 13.5% 증가해 견조한 이익 개선세를 지속할 것으로 전망한다. 실적 모멘텀은 하반기 갈수록 부각될 공산이 크다. 올해 실적 개선의 Key는 ‘쉬안즈’와의 시너지이다. 현재 ‘비비고만두’의 미국 점포 입점율은 작년 초 30.2%에서 54%까지 상승한 것으로 파악된다. 연말 타깃은 60%이다. 만두의 채널 확대 여력이 여전히 유효한 가운데 다른 카테고리로의 확장도 기대된다. 참고로 올해 해외 가공식품 매출(쉬안즈 포함)은 높은 베이스에도 불구하고 YoY 7.8% 성장할 것으로 추정한다. 식품 사업부 내 이익 기여도도 40%까지 증가할 것으로 전망한다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 12배에 거래 증으로 매력적인 밸류에이션을 제공한다. 1분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 예상되는 만큼 주가는 재차 반등을 시도할 것으로 전망한다.

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	6,065.6	6,150.6	6,579.3	6,433.8	22,352.5	24,245.7	25,229.3
① 소재	423.2	428.1	470.9	362.5	402.0	428.1	470.9	362.5	1,759.0	1,684.7	1,663.5
② 가공	1,837.4	1,762.9	1,917.8	1,765.5	1,919.4	1,833.9	2,070.6	1,894.6	6,251.5	7,283.6	7,718.5
- 국내	802.2	714.4	897.8	743.4	818.2	714.4	951.7	780.6	3,098.2	3,157.8	3,264.8
- 해외	296.0	325.7	355.4	319.9	358.6	396.7	434.4	390.7	955.3	1,297.0	1,580.4
- 쉬안즈	742.6	722.8	664.6	702.2	742.6	722.8	684.5	723.3	2,198.5	2,832.2	4,962.8
③ 바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	725.2	791.1	818.6	840.2	2,763.1	2,981.7	3,175.1
④ 생물자원	543.4	526.9	588.0	555.0	543.4	526.9	558.6	527.3	1,993.2	2,213.3	2,156.2
⑤ 물류	2,515.4	2,650.0	2,774.5	2,841.2	2,650.0	2,770.0	2,850.0	2,980.0	10,415.0	10,781.1	11,250.0
YoY	16.2%	7.4%	8.3%	3.2%	4.0%	3.9%	3.7%	4.6%	19.7%	8.5%	4.1%
① 소재	-6.0%	2.4%	-0.2%	-13.4%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-4.1%	-4.2%	-1.3%
② 가공	44.7%	14.7%	9.4%	4.4%	4.5%	4.0%	8.0%	7.3%	81.8%	16.5%	6.0%
③ 바이오	15.0%	0.1%	7.3%	10.9%	7.0%	6.5%	6.1%	6.4%	1.7%	7.9%	6.5%
④ 생물자원	8.5%	7.7%	17.0%	10.8%	0.0%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-8.3%	11.0%	-2.6%
⑤ 물류	3.4%	4.5%	5.8%	0.5%	5.4%	4.5%	2.7%	4.9%	13.0%	3.5%	4.3%
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.6	327.4	367.8	433.5	371.1	896.9	1,359.6	1,499.7
① 소재	16.6	15.0	23.5	3.6	14.1	17.1	28.3	7.3	83.7	58.8	66.7
② 가공	99.7	111.4	152.3	87.9	121.0	127.0	177.9	127.7	258.4	451.2	553.6
③ 바이오	51.1	110.9	79.2	71.0	61.0	82.0	85.0	85.0	232.8	312.2	313.0
④ 생물자원	52.7	64.3	56.7	45.6	54.3	31.6	22.3	21.1	27.2	219.3	129.4
⑤ 물류	57.9	85.0	91.6	90.8	77.0	110.0	120.0	130.0	307.1	325.2	437.0
YoY	54.1%	119.5%	47.5%	9.9%	18.6%	-4.4%	7.8%	25.1%	7.7%	51.6%	10.3%
① 소재	-29.7%	-16.7%	-26.6%	-63.8%	-15.2%	14.2%	20.0%	100.0%	-12.5%	-29.8%	13.5%
② 가공	29.0%	209.4%	53.2%	92.3%	21.3%	14.0%	16.8%	45.4%	-1.3%	74.6%	22.7%
③ 바이오	-2.5%	87.0%	50.9%	3.5%	19.4%	-26.1%	7.3%	19.7%	19.9%	34.1%	0.3%
④ 생물자원	TB	TB	TB	-4.6%	3.1%	-50.8%	-60.6%	-53.8%	-49.3%	706.7%	-41.0%
⑤ 물류	27.7%	18.4%	3.2%	-10.4%	33.1%	29.4%	31.1%	43.2%	26.5%	5.9%	34.4%
OPM	4.7%	6.5%	6.3%	4.8%	5.4%	6.0%	6.6%	5.8%	4.0%	5.6%	5.9%
① 소재	3.9%	3.5%	5.0%	1.0%	3.5%	4.0%	6.0%	2.0%	4.8%	3.5%	4.0%
② 가공	5.4%	6.3%	7.9%	5.0%	6.3%	6.9%	8.6%	6.7%	4.1%	6.2%	7.2%
③ 바이오	7.5%	14.9%	10.3%	9.0%	8.4%	10.4%	10.4%	10.1%	8.4%	10.5%	9.9%
④ 생물자원	9.7%	12.2%	9.6%	8.2%	10.0%	6.0%	4.0%	4.0%	1.4%	9.9%	6.0%
⑤ 물류	2.3%	3.2%	3.3%	3.2%	2.9%	4.0%	4.2%	4.4%	2.9%	3.0%	3.9%
세전이익	622.2	256.2	302.8	(2.7)	197.4	237.8	313.5	251.1	338.8	1,178.5	999.7
YoY	713.7%	477.7%	342.6%	TR	-68.3%	-7.2%	3.5%	TB	-73.8%	247.9%	-15.2%
(지배)순이익	443.7	111.4	140.2	(9.8)	113.7	138.9	183.1	140.6	152.5	685.6	576.2
YoY	984.7%	587.8%	7180.7%	TR	-74.4%	24.6%	30.5%	TB	-82.6%	349.6%	-16.0%
NPM	7.6%	1.9%	2.2%	-0.2%	1.9%	2.3%	2.8%	2.2%	0.7%	2.8%	2.3%

자료: 하나금융투자

C제일제당 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	18,670.1	22,352.5	24,245.7	25,229.3	26,743.0
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,249.3	20,197.5	21,355.8
매출총이익	3,543.6	4,283.2	4,996.4	5,031.8	5,387.2
판매비	2,710.9	3,386.3	3,636.9	3,532.1	3,690.5
영업이익	832.7	896.9	1,359.6	1,499.7	1,696.7
금융손익	(252.6)	(362.5)	(385.8)	(364.3)	(330.4)
종속/관계기업손익	(5.5)	17.5	0.2	0.4	0.0
기타영업외손익	719.5	(213.1)	204.6	(136.1)	(200.0)
세전이익	1,294.2	338.8	1,178.5	999.7	1,166.3
법인세	368.8	147.8	392.1	279.4	357.0
계속사업이익	925.4	191.0	786.4	720.3	809.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	925.4	191.0	786.4	720.3	809.3
비배주주지분 손익	50.2	38.5	100.8	144.1	161.9
지배주주순이익	875.2	152.5	685.6	576.2	647.4
지배주주지분포괄이익	826.6	256.9	567.1	519.4	583.6
NOPAT	595.4	505.7	907.2	1,080.5	1,177.3
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,466.6	2,608.9	2,813.2
성장성(%)					
매출액증가율	13.31	19.72	8.47	4.06	6.00
NOPAT증가율	8.53	(15.07)	79.39	19.10	8.96
EBITDA증가율	9.74	36.25	22.88	5.77	7.83
영업이익증가율	7.22	7.71	51.59	10.30	13.14
(지배주주)순이익증가율	136.41	(82.58)	349.57	(15.96)	12.36
EPS증가율	112.14	(82.81)	349.42	(15.95)	12.36
수익성(%)					
매출총이익률	18.98	19.16	20.61	19.94	20.14
EBITDA이익률	7.89	8.98	10.17	10.34	10.52
영업이익률	4.46	4.01	5.61	5.94	6.34
계속사업이익률	4.96	0.85	3.24	2.86	3.03

투자지표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	54,173	9,312	41,850	35,175	39,521
BPS	298,085	304,071	342,494	374,242	410,335
CFPS	87,161	116,913	162,489	150,390	158,938
EBITDAPS	91,201	122,532	150,570	159,257	171,730
SPS	1,155,703	1,364,484	1,480,057	1,540,096	1,632,502
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	6.10	27.12	9.10	11.94	10.63
PBR	1.11	0.83	1.11	1.12	1.02
PCFR	3.79	2.16	2.34	2.79	2.64
EV/EBITDA	10.16	8.50	7.51	6.87	6.15
PSR	0.29	0.19	0.26	0.27	0.26
재무비율(%)					
ROE	21.46	3.16	13.20	9.99	10.23
ROA	4.81	0.67	2.55	2.06	2.29
ROIC	4.21	2.97	4.87	5.80	6.31
부채비율	166.78	177.18	169.92	162.20	141.17
순부채비율	99.85	89.80	75.04	63.75	52.92
이자보상배율(배)	3.38	2.25	3.03	3.34	4.10

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	5,522.4	7,943.0	9,282.9	10,266.0	9,769.7
금융자산	741.1	1,829.3	2,694.5	3,430.9	2,555.1
현금성자산	547.6	691.0	1,459.7	2,146.1	1,193.2
매출채권	2,558.2	2,778.3	3,013.6	3,135.9	3,324.0
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,189.2	2,278.0	2,414.7
기타유동자산	725.5	1,317.1	1,385.6	1,421.2	1,475.9
비유동자산	13,974.6	18,337.6	18,272.8	18,235.5	18,255.2
투자자산	550.3	567.5	609.7	631.6	665.4
금융자산	345.5	346.6	370.1	382.2	401.0
유형자산	9,741.7	10,817.9	10,847.6	10,918.4	11,027.8
무형자산	3,069.9	4,810.2	4,673.5	4,543.5	4,420.0
기타비유동자산	612.7	2,142.0	2,142.0	2,142.0	2,142.0
자산총계	19,497.0	26,280.6	27,555.7	28,501.5	28,024.9
유동부채	6,680.4	8,202.2	8,607.9	8,818.6	7,478.2
금융부채	3,842.1	3,423.6	3,434.7	3,440.5	1,784.7
매입채무	1,351.5	1,929.9	2,093.4	2,178.3	2,309.0
기타유동부채	1,486.8	2,848.7	3,079.8	3,199.8	3,384.5
비유동부채	5,508.4	8,596.9	8,738.9	8,812.7	8,926.2
금융부채	4,196.0	6,920.3	6,920.3	6,920.3	6,920.3
기타비유동부채	1,312.4	1,676.6	1,818.6	1,892.4	2,005.9
부채총계	12,188.8	16,799.2	17,346.8	17,631.3	16,404.4
지배주주지분	4,782.8	4,880.9	5,510.3	6,030.4	6,621.7
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,411.6	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
자본조정	(180.9)	(171.7)	(171.7)	(171.7)	(171.7)
기타포괄이익누계액	(224.1)	(124.7)	(124.7)	(124.7)	(124.7)
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,415.8	4,935.9	5,527.1
비배주주지분	2,525.4	4,600.6	4,698.6	4,839.8	4,998.8
자본총계	7,308.2	9,481.5	10,208.9	10,870.2	11,620.5
순금융부채	7,297.0	8,514.6	7,660.6	6,929.9	6,149.9

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2020	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	471.4	2,331.5	2,216.3	2,296.1	
당기순이익	925.4	191.0	786.4	809.3	
조정	30	135	148	144	
감가상각비	640.6	1,110.4	1,107.0	1,109.2	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(975.4)	(12.6)	0.0	0.0	
기타	364.8	(962.8)	(959.0)	(963.2)	
영업활동 자산부채변동	(754.0)	607.0	61.8	32.1	
투자활동 현금흐름	(1,034.6)	(3,189.9)	(1,068.6)	(1,030.1)	
투자자산감소(증가)	(120.9)	(17.2)	(45.0)	(24.8)	
자본증가(감소)	(1,648.2)	(1,172.0)	(1,000.0)	(1,050.0)	
기타	734.5	(2,000.7)	(23.6)	44.7	
재무활동 현금흐름	521.0	1,228.7	(494.1)	(499.8)	
금융부채증가(감소)	833.6	2,305.8	11.1	5.8	
자본증가(감소)	588.0	(102.6)	0.0	0.0	
기타재무활동	(839.0)	(880.7)	(449.1)	(449.5)	
배당지급	(61.6)	(93.8)	(56.1)	(56.1)	
현금의 증감	(43.3)	143.4	768.8	686.4	
Unlevered CFO	1,408.1	1,915.2	2,661.8	2,463.6	
Free Cash Flow	(1,204.0)	589.2	1,331.5	1,166.3	

3) 오리온(BUY, TP 17만원): 중국에서 MS 확대 중

(1) 1Q21 Preview

실적 모멘텀 부각 전망

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,034억원(YoY +11.8%), 1,083억원(YoY +11.6%)으로 추정한다. 1분기 업종 합산 영업이익의 성장이 제한적인 점을 감안하면 오리온의 실적 모멘텀이 부각될 것으로 전망한다.

전년 높은 베이스에도 불구하고, ① 춘절 효과, ② 신제품(중국 법인: 양산빵 '송송케익', 견과바 등) 판매 호조에 따른, ③ 점유율 상승으로 호실적이 예상된다. 중국 법인 매출이 전년 동기대비 16% 증가하면서 전사 실적 개선을 견인할 것으로 전망한다. 춘절 물량이 본격 반영되면서 이미 1월 월 최대 실적을 시현했다. 당연히 2월은 실적이 MoM 하락할 수 밖에 없다. 코로나19 이후 월평균 실적 체력이 과거 800억원 수준에서 850~900억원으로 Level-up된 점에 주목해야 한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 4,201억원(YoY +8.5%), 4,357억원(YoY +16.0%)으로 추정한다. 중국 법인은 ① 양산빵(썬빵), 견과바 등 적극적인 신제품 출시 및 ② 1분기/4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 YoY 8.9%(로컬통화 기준) 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 중국 법인은 2011년을 마지막으로 초코파이 판가 인상이 전무하다. 최근 판가 인상 흐름 감안시 충분히 가능성을 열어둘 수 있다. 초코파이 판가 10% 인상시(중국만), 오리온 연결 영업이익은 기존 추정치 대비 6% 개선 효과가 있을 것으로 추정한다. ④ 한국/베트남/러시아도 신규 제품 및 Flavour 확대를 통해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 기대된다. ⑤ 인도에서도 초코파이 생산이 본격화된다. 중장기 또 다른 성장 축으로 작용할 공산이 크다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 15배에 불과하다. 역사적 밴드 하단에 위치한다. 업종 내 부각될 실적 모멘텀 감안시 적극적인 매수 관점이 유효하다고 판단한다.

표 1. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	539.8	515.1	597.4	577.6	603.4	542.4	631.2	643.1	2,023.3	2,229.8	2,420.1
국내제과	190.8	184.1	194.3	200.0	195.1	189.6	202.1	210.0	732.8	769.2	796.8
중국제과	262.9	257.0	306.2	265.4	305.6	267.3	316.5	299.2	974.4	1,091.5	1,188.7
베트남제과	70.3	57.8	74.6	89.3	84.4	66.5	85.8	102.7	252.4	292.0	339.3
러시아제과	19.8	19.1	23.8	26.4	20.4	21.0	27.8	32.9	77.3	89.0	102.1
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	3.8%	11.8%	5.3%	5.7%	11.3%	5.0%	10.2%	8.5%
국내제과	7.2%	3.5%	6.4%	2.9%	2.3%	3.0%	4.0%	5.0%	2.9%	5.0%	3.6%
중국제과	4.6%	28.1%	14.4%	4.2%	16.2%	4.0%	3.4%	12.7%	4.4%	12.0%	8.9%
베트남제과	23.9%	19.7%	18.0%	6.1%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	7.9%	15.7%	16.2%
러시아제과	32.8%	20.1%	16.1%	1.1%	3.0%	10.0%	17.0%	25.0%	19.3%	15.1%	14.8%
영업이익	97.0	86.2	107.8	85.1	108.3	88.4	122.1	116.8	327.6	376.1	435.7
국내제과	30.0	29.1	28.7	36.0	31.2	30.3	32.3	33.6	107.8	123.7	127.5
중국제과	47.3	42.9	58.4	24.4	56.5	42.8	66.5	50.9	158.6	173.0	216.6
베트남제과	15.9	9.6	16.7	21.5	16.9	11.3	18.9	24.6	47.7	63.7	71.7
러시아제과	3.6	3.7	4.9	4.8	3.7	4.0	4.5	7.2	12.5	17.0	19.4
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	-13.0%	11.6%	2.6%	13.3%	37.4%	16.1%	14.8%	15.8%
국내제과	29.2%	11.3%	2.9%	17.8%	4.1%	4.3%	12.7%	-6.6%	16.9%	14.8%	3.0%
중국제과	16.2%	140.2%	1.4%	-42.5%	19.5%	-0.3%	13.8%	108.6%	12.0%	9.1%	25.2%
베트남제과	98.8%	122.4%	23.7%	-1.9%	6.1%	17.7%	13.0%	14.6%	16.3%	33.5%	12.5%
러시아제과	112.5%	94.0%	48.5%	-15.1%	1.4%	7.9%	-9.1%	51.4%	56.6%	35.5%	13.9%
OPM	18.0%	16.7%	18.1%	14.7%	17.9%	16.3%	19.3%	18.2%	16.2%	16.9%	18.0%
국내제과	15.7%	15.8%	14.8%	18.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	14.7%	16.1%	16.0%
중국제과	18.0%	16.7%	19.1%	9.2%	18.5%	16.0%	21.0%	17.0%	16.3%	15.8%	18.2%
베트남제과	19.5%	16.6%	22.4%	24.1%	20.0%	17.0%	22.0%	24.0%	18.9%	21.8%	21.1%
러시아제과	18.3%	19.4%	20.6%	18.2%	18.0%	19.0%	16.0%	22.0%	16.2%	19.1%	19.0%
세전이익	104.7	95.5	112.7	84.5	112.3	92.4	126.1	120.8	308.1	397.4	451.7
YoY	32.4%	85.8%	10.3%	12.5%	7.3%	-3.3%	11.9%	43.0%	11.8%	29.1%	13.7%
(지배)순이익	73.1	63.8	76.4	54.2	81.0	66.5	90.1	85.1	215.6	267.6	320.8
YoY	42.5%	76.2%	12.9%	-10.0%	10.8%	4.1%	17.9%	56.9%	54.1%	24.1%	19.9%
NPM	13.5%	12.4%	12.8%	9.4%	13.4%	12.3%	14.3%	13.2%	10.6%	12.0%	13.3%

자료: 하나금융투자

오리온 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,926.9	2,023.3	2,229.8	2,420.1	2,565.3
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,243.5	1,331.0	1,359.6
매출총이익	876.9	913.2	986.3	1,089.1	1,205.7
판매비	594.8	585.6	610.2	653.4	718.3
영업이익	282.2	327.6	376.1	435.7	487.4
금융손익	(12.1)	(2.1)	2.1	10.1	19.0
중속/관계기업손익	(1.0)	0.0	19.2	6.0	4.0
기타영업외손익	6.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	275.2	308.1	397.4	451.7	510.4
법인세	132.2	87.6	122.8	122.5	147.1
계속사업이익	143.0	220.5	274.6	329.2	363.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	143.0	220.5	274.6	329.2	363.3
비배주주지분 손익	3.2	4.9	7.0	8.4	9.2
지배주주순이익	139.9	215.6	267.6	320.8	354.1
지배주주지분포괄이익	121.0	242.0	268.0	321.4	354.7
NOPAT	146.6	234.4	259.9	317.5	346.9
EBITDA	400.0	459.8	509.7	572.3	628.3
성장성(%)					
매출액증가율	79.53	5.00	10.21	8.53	6.00
NOPAT증가율	86.99	59.89	10.88	22.16	9.26
EBITDA증가율	130.95	14.95	10.85	12.28	9.79
영업이익증가율	162.76	16.09	14.80	15.85	11.87
(지배주주)순이익증가율	85.05	54.11	24.12	19.88	10.38
EPS증가율	8.49	54.13	24.13	19.88	10.36
수익성(%)					
매출총이익률	45.51	45.13	44.23	45.00	47.00
EBITDA이익률	20.76	22.73	22.86	23.65	24.49
영업이익률	14.65	16.19	16.87	18.00	19.00
계속사업이익률	7.42	10.90	12.32	13.60	14.16

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	569.2	596.3	754.4	1,066.7	1,390.9
금융자산	228.5	236.1	358.4	637.5	936.5
현금성자산	184.6	165.0	279.9	552.4	846.2
매출채권	159.7	178.7	196.9	213.7	226.5
재고자산	156.6	147.6	162.7	176.6	187.1
기타유동자산	24.4	33.9	36.4	38.9	40.8
비유동자산	1,782.1	1,856.0	1,875.6	1,912.0	1,960.5
투자자산	30.4	51.9	55.2	58.2	60.5
금융자산	0.0	19.6	19.6	19.6	19.6
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,675.0	1,711.1	1,759.8
무형자산	51.7	54.7	51.6	48.8	46.3
기타비유동자산	54.0	93.9	93.8	93.9	93.9
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,630.1	2,978.7	3,351.3
유동부채	500.3	464.5	376.7	406.4	429.1
금융부채	155.4	134.3	15.1	15.8	16.3
매입채무	82.5	88.5	97.5	105.8	112.2
기타유동부채	262.4	241.7	264.1	284.8	300.6
비유동부채	406.5	320.3	334.9	348.4	358.7
금융부채	279.6	176.9	176.9	176.9	176.9
기타비유동부채	126.9	143.4	158.0	171.5	181.8
부채총계	906.8	784.8	711.6	754.8	787.8
지배주주지분	1,405.5	1,622.6	1,866.5	2,163.7	2,494.0
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	623.8	623.8	623.8	623.8	623.8
기타포괄이익누계액	(27.3)	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	191.1	378.4	622.3	919.4	1,249.8
비배주주지분	39.0	44.9	51.9	60.2	69.5
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,918.4	2,223.9	2,563.5
순금융부채	206.5	75.1	(166.4)	(444.9)	(743.3)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,538	5,453	6,769	8,115	8,956
BPS	35,568	41,057	47,226	54,742	63,098
CFPS	10,571	11,984	13,379	14,628	15,993
EBITDAPS	10,118	11,629	12,893	14,476	15,891
SPS	48,742	51,176	56,400	61,213	64,886
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	33.92	19.35	18.32	15.77	14.29
PBR	3.37	2.57	2.63	2.34	2.03
PCFR	11.35	8.80	9.27	8.75	8.00
EV/EBITDA	12.47	9.33	9.94	8.38	7.17
PSR	2.46	2.06	2.20	2.09	1.97
재무비율(%)					
ROE	10.31	14.24	15.34	15.92	15.20
ROA	6.07	8.98	10.53	11.44	11.19
ROIC	8.10	12.97	14.03	16.88	18.02
부채비율	62.77	47.06	37.10	33.94	30.73
순부채비율	14.29	4.50	(8.67)	(20.00)	(29.00)
이자보상배율(배)	16.77	30.00	51.08	77.41	86.33

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	418.5	475.3	511.4
당기순이익	143.0	220.5	274.6	329.2	363.3
조정	22	16	13	14	14
감가상각비	117.8	132.2	133.6	136.7	140.9
외환거래손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(96.9)	(116.3)	(120.6)	(122.7)	(126.9)
영업활동 자산부채변동	42.2	(28.3)	10.2	9.4	7.2
투자활동 현금흐름	(114.9)	(187.5)	(160.6)	(179.7)	(194.4)
투자자산감소(증가)	(5.4)	(21.5)	(3.3)	(3.0)	(2.3)
자본증가(감소)	(119.4)	(119.2)	(150.0)	(170.0)	(187.0)
기타	9.9	(46.8)	(7.3)	(6.7)	(5.1)
재무활동 현금흐름	(199.2)	(184.4)	(143.0)	(23.0)	(23.2)
금융부채증가(감소)	(165.0)	(123.8)	(119.3)	0.7	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.5)	(36.9)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감	83.0	(19.7)	114.9	272.6	293.8
Unlevered CFO	417.9	473.8	528.9	578.3	632.3
Free Cash Flow	269.8	222.0	268.5	305.3	324.4

4) 농심(BUY, TP 50만원): 전년 높은 베이스 부담

(1) 1Q21 Preview

국내 역기저를 해외 성장이 일부 상쇄 전망

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,806억원(YoY -1.0%), 369억원(YoY -42.0%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 5,278억원(YoY -4.7%), 238억원(YoY -49.6%)으로 추정한다. YoY 큰 폭 감익은 전년 높은 베이스(코로나19 기인한 비축수요)에 기인한다.

① 라면 총매출액(국내+해외)은 YoY -6.8% 감소할 것으로 예상된다. 국내는 YoY -10.5% 큰 폭 감소하겠으나 수출은 견조하다. YoY 18% 수출 성장이 예상되어 긍정적이다. 국내 라면 점유율(금액 기준)은 56.5%(YoY 0.3%p up)로 추정한다. ② 스낵 매출도 전년 높은 베이스 기인해 YoY -7.0% 감소할 것으로 추산된다. ③ 해외법인 합산 매출은 YoY 13.5% 증가해 별도 실적(국내)의 높은 베이스를 일부 상쇄할 것으로 전망한다. 미국(캐나다 포함) 및 중국 법인 모두 YoY 두 자리 수 탑라인 성장 중인 것으로 파악된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 2.8%, -22.6% 증가할 것으로 추정한다. 분기별로는 상저하고 흐름이 예상된다. 하반기부터는 역기저가 완화되면서 YoY 증익이 가능할 것으로 판단한다. 국내 높은 베이스에 따른 별도 실적 모멘텀 저하는 불가피하나 해외 성장에 주목할 필요가 있다. 코로나19를 계기로 농심의 글로벌 인지도가 확대되면서 수출 및 해외 법인은 두 자리 수 매출 성장을 지속할 것으로 판단한다. 농심의 해외 비중은 2019년 30%에서 2021년 38%까지 확대될 것으로 추정한다. 중장기 해외 성장에 대한 재평가가 기대되는 대목이다.

현 주가는 12개월 Fwd PBR 0.8배에 거래 중이다. 역사적 밴드 하단에 위치한다. 단기 실적 모멘텀은 제한적이나 유의미한 해외 성장 감안시 중장기 관점에서 저점 매수가 유효하다는 판단이다.

표 1. 농심 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	687.7	668.0	651.5	632.6	680.6	699.4	685.8	648.1	2,343.9	2,639.8	2,713.9
① 국내	553.9	524.7	519.8	507.3	527.8	536.9	537.5	506.2	1,905.7	2,105.7	2,108.5
-라면	405.2	383.0	372.7	382.0	377.6	386.8	379.6	365.3	1,368.7	1,542.9	1,509.4
-스낵	96.7	91.7	99.3	89.4	89.9	96.3	101.3	91.2	344.6	377.1	378.7
-음료 기타	108.2	105.9	108.7	98.9	(467.5)	(483.1)	(480.9)	(456.6)	414.3	421.7	438.5
② 북미	87.0	92.9	90.0	90.4	95.7	106.8	103.5	104.0	291.7	360.3	410.0
③ 중국	55.9	59.7	47.6	41.7	67.1	65.7	54.8	47.9	186.0	226.2	258.9
④ 일본	16.4	20.8	17.5	17.6	18.0	22.9	19.3	19.3	53.2	72.3	79.5
YoY	16.8%	17.6%	10.4%	5.9%	-1.0%	4.7%	5.3%	2.5%	4.8%	12.6%	2.8%
① 국내	15.1%	12.8%	9.9%	4.3%	-4.7%	2.3%	3.4%	-0.2%	2.6%	10.5%	0.1%
-라면	18.6%	13.9%	11.9%	6.8%	-6.8%	1.0%	1.8%	-4.4%	2.4%	12.7%	-2.2%
-스낵	14.2%	11.3%	10.6%	1.9%	-7.0%	5.0%	2.0%	2.0%	-0.1%	9.4%	3.0%
-음료 기타	-0.3%	3.0%	1.1%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	6.0%	1.8%	4.0%
② 북미	22.5%	37.8%	16.7%	18.7%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	20.4%	23.5%	13.8%
③ 중국	29.0%	55.2%	8.0%	2.4%	20.0%	10.0%	15.0%	15.0%	6.6%	21.6%	14.4%
④ 일본	38.5%	43.8%	30.8%	30.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	14.7%	36.0%	10.0%
영업이익	63.6	41.4	29.3	26.0	36.9	30.5	29.6	27.1	78.8	160.3	124.1
YoY	101.1%	404.8%	57.9%	27.3%	-42.0%	-26.2%	1.0%	4.1%	-11.0%	103.4%	-22.6%
OPM	9.2%	6.2%	4.5%	4.1%	5.4%	4.4%	4.3%	4.2%	3.4%	6.1%	4.6%
세전이익	65.0	50.1	39.5	35.9	42.9	36.5	35.6	33.1	103.5	190.6	148.1
YoY	69.8%	218.9%	77.7%	31.7%	-34.1%	-27.2%	-9.9%	-7.7%	-7.9%	84.1%	-22.3%
지배순이익	48.7	36.2	29.5	34.1	32.2	26.5	26.6	31.6	71.0	148.5	116.8
YoY	67.9%	678.3%	82.4%	61.2%	-34.0%	-26.9%	-9.8%	-7.4%	-15.8%	109.2%	-21.4%
NPM	7.1%	5.4%	4.5%	5.4%	4.7%	3.8%	3.9%	4.9%	3.0%	5.6%	4.3%

자료: 하나금융투자

농심 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,236.4	2,343.9	2,639.8	2,713.9	2,822.5
매출원가	1,564.7	1,626.0	1,793.2	1,875.0	1,941.7
매출총이익	671.7	717.9	846.6	838.9	880.8
판매비	583.2	639.1	686.3	714.8	743.4
영업이익	88.6	78.8	160.3	124.1	137.3
금융손익	8.3	10.0	8.2	10.7	12.8
종속/관계기업손익	(0.2)	(1.3)	22.1	13.3	12.0
기타영업외손익	15.6	16.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	112.3	103.5	190.6	148.1	162.1
법인세	28.0	32.4	41.5	31.2	34.7
계속사업이익	84.3	71.1	149.0	116.9	127.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	84.3	71.1	149.0	116.9	127.4
비배주주지분 손익	0.0	0.1	0.5	0.1	0.1
지배주주순이익	84.3	71.0	148.5	116.8	127.3
지배주주지분포괄이익	79.8	66.0	148.5	116.5	126.9
NOPAT	66.5	54.1	125.4	98.0	107.9
EBITDA	173.0	174.8	255.8	219.6	233.3
성장성(%)					
매출액증가율	1.27	4.81	12.62	2.81	4.00
NOPAT증가율	(9.15)	(18.65)	131.79	(21.85)	10.10
EBITDA증가율	(3.62)	1.04	46.34	(14.15)	6.24
영업이익증가율	(8.09)	(11.06)	103.43	(22.58)	10.64
(지배주주)순이익증가율	(7.06)	(15.78)	109.15	(21.35)	8.99
EPS증가율	(7.02)	(15.77)	109.18	(21.34)	8.95
수익성(%)					
매출총이익률	30.03	30.63	32.07	30.91	31.21
EBITDA이익률	7.74	7.46	9.69	8.09	8.27
영업이익률	3.96	3.36	6.07	4.57	4.86
계속사업이익률	3.77	3.03	5.64	4.31	4.51

투자지표

투자지표	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	13,858	11,672	24,415	19,204	20,922
BPS	323,198	330,234	350,846	366,247	383,367
CFPS	35,848	37,759	45,683	38,283	40,320
EBITDAPS	28,446	28,740	42,050	36,096	38,347
SPS	367,675	385,349	433,988	446,174	464,021
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	18.36	20.60	12.29	15.28	14.03
PBR	0.79	0.73	0.86	0.80	0.77
PCFR	7.10	6.37	6.57	7.67	7.28
EV/EBITDA	5.94	5.73	5.65	6.14	5.33
PSR	0.69	0.62	0.69	0.66	0.63
재무비율(%)					
ROE	4.54	3.72	7.46	5.56	5.79
ROA	3.38	2.74	5.40	4.02	4.21
ROIC	5.57	4.40	9.98	7.84	8.64
부채비율	33.44	36.70	37.84	37.00	36.43
순부채비율	(28.13)	(24.39)	(29.85)	(33.08)	(36.21)
이자보상배율(배)	24.29	13.82	22.06	17.02	18.80

자료: 하나금융투자

대차대조표

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,053.8	1,078.6	1,279.0	1,391.0	1,517.4
금융자산	622.0	627.4	771.7	869.7	975.4
현금성자산	167.7	317.8	427.5	516.8	609.9
매출채권	196.9	210.6	237.2	243.9	253.6
재고자산	202.4	208.4	234.7	241.3	250.9
기타유동자산	32.5	32.2	35.4	36.1	37.5
비유동자산	1,478.5	1,574.5	1,569.6	1,568.8	1,572.3
투자자산	59.9	76.3	76.9	77.1	77.3
금융자산	53.7	71.4	71.4	71.4	71.4
유형자산	1,157.8	1,208.3	1,204.1	1,204.3	1,208.8
무형자산	59.6	59.2	57.9	56.7	55.5
기타비유동자산	201.2	230.7	230.7	230.7	230.7
자산총계	2,532.3	2,653.0	2,848.6	2,959.8	3,089.7
유동부채	522.2	585.0	646.9	662.5	685.2
금융부채	35.2	87.5	88.3	88.5	88.8
매입채무	234.9	250.2	281.8	289.7	301.3
기타유동부채	252.1	247.3	276.8	284.3	295.1
비유동부채	112.3	127.3	135.0	136.9	139.7
금융부채	53.1	66.5	66.5	66.5	66.5
기타비유동부채	59.2	60.8	68.5	70.4	73.2
부채총계	634.5	712.3	781.9	799.4	825.0
지배주주지분	1,885.2	1,927.9	2,053.3	2,146.9	2,251.1
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
자본조정	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	(27.7)	(20.5)	(20.5)	(20.5)	(20.5)
이익잉여금	1,842.5	1,878.0	2,003.4	2,097.1	2,201.2
비배주주지분	12.6	12.8	13.3	13.5	13.6
자본총계	1,897.8	1,940.7	2,066.6	2,160.4	2,264.7
순금융부채	(533.8)	(473.4)	(616.9)	(714.7)	(820.1)

현금흐름표

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	146.9	162.5	257.2	215.6	228.0
당기순이익	84.3	71.1	149.0	116.9	127.4
조정	11	13	10	10	10
감가상각비	84.5	96.0	95.5	95.5	96.0
외환거래손익	2.2	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	1.3	0.0	0.0	0.0
기타	(75.9)	(84.9)	(85.5)	(85.5)	(86.0)
영업활동 자산부채변동	(46.5)	(39.3)	12.7	3.2	4.7
투자활동 현금흐름	(128.9)	(30.7)	(125.2)	(103.3)	(112.1)
투자자산감소(증가)	17.0	(15.1)	(0.6)	(0.2)	(0.2)
자본증가(감소)	(87.7)	(153.7)	(90.0)	(94.5)	(99.2)
기타	(58.2)	138.1	(34.6)	(8.6)	(12.7)
재무활동 현금흐름	(5.8)	17.8	(22.3)	(22.9)	(22.8)
금융부채증가(감소)	20.1	65.7	0.8	0.2	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(24.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
현금의 증감	12.3	150.1	109.7	89.3	93.0
Unlevered CFO	218.0	229.7	277.9	232.9	245.3
Free Cash Flow	58.7	8.5	167.2	121.1	128.8

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

(1) 1Q21 Preview

주류 수요 부진

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,072억원(YoY -5.0%), 467억원(YoY -16.8%)으로 추정한다. 1분기는 YoY 감익이 불가피 하겠으나 하반기 가면서 QoQ 개선이 예상된다. '사회적 거리두기' 영향 기인해 여전히 B2B 주류 시장 수요가 부진하다. 업계에 따르면 지난 해 맥주 및 소주 시장은 코로나19 기인해 각각 YoY -9%, -4% 감소한 것으로 파악된다. 올해 1~2월 누계 주류 총수요도 전년동기대비 10% 이상 감소했을 것으로 추정한다.

주류 시장 부진 기인해 하이트진로의 국내 맥주 및 소주(레귤러) 매출액은 각각 YoY -14.7%, -5.0% 감소할 것으로 전망한다. 수입 맥주를 포함한 맥주 매출액은 YoY -8.3% 감소할 것으로 추정한다. 참고로 맥주 신제품 '테라' 매출액은 약 800억원을 예상한다. 영업 활동이 제한적인 외부환경 감안시 비용 절감 기조는 지속되고 있는 것으로 파악된다. 따라서 타라인 부진에도 불구하고 손익은 시장 기대치에 부합 가능해 보인다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

2021년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 3,329억원(YoY +3.4%), 2,162억원(YoY +9.0%)으로 추정한다. 1분기는 YoY 감익이 불가피 하겠으나 이를 바탕으로 QoQ 개선세가 예상된다. 2분기부터는 YoY 소폭의 증익을 기대한다. 연간 국내 맥주 및 소주 매출액은 각각 YoY 4.0%, 2.5% 증가를 가정했다. 광고관측비는 전년대비 소폭 증가를 예상한다. 다만, 일부 원재료(맥아) 단가 하락 감안시 비용 부담이 손익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

현 주가는 12개월 Fwd PBR 2.1배 거래 중으로 밸류에이션 부담은 제한적이다. 트레이딩 매수 가능 시점으로 판단한다.

표 1. 하이진로 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	533.9	581.6	624.3	516.6	507.2	622.3	665.7	537.6	2,035.1	2,256.3	2,332.9
① 맥주	180.0	214.6	244.0	173.3	165.0	235.0	270.0	203.0	726.6	812.0	873.0
② 소주	319.2	324.9	335.0	308.0	305.9	343.2	347.2	294.4	1,156.5	1,287.1	1,290.7
③ 생수	23.9	27.4	29.5	23.8	26.3	30.2	32.5	26.2	96.4	104.7	115.2
YoY	26.2%	10.9%	18.0%	-7.5%	-5.0%	7.0%	6.6%	4.1%	7.9%	10.9%	3.4%
① 맥주	29.5%	12.6%	15.0%	-6.2%	-8.3%	9.5%	10.6%	17.1%	1.8%	11.7%	7.5%
② 소주	26.8%	11.6%	20.8%	-8.4%	-4.2%	5.6%	3.6%	-4.4%	11.2%	11.3%	0.3%
③ 생수	21.1%	8.6%	7.6%	-0.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	24.9%	8.5%	10.0%
영업이익	56.1	54.1	64.4	23.9	46.7	57.6	67.0	45.0	88.2	198.5	216.2
YoY	TB	411.0%	30.9%	-27.0%	-16.8%	6.4%	4.1%	88.5%	-2.4%	124.9%	9.0%
OPM	10.5%	9.3%	10.3%	4.6%	9.2%	9.2%	10.1%	8.4%	4.3%	8.8%	9.3%
맥주	8.8	12.1	18.9	0.7	6.0	15.0	20.0	3.0	(43.1)	40.5	44.0
소주	46.3	38.5	44.8	23.6	40.7	42.6	47.0	42.0	128.4	153.3	172.2
세전이익	45.0	48.7	46.5	(16.5)	35.6	46.1	55.4	33.4	0.5	123.6	170.6
YoY	TB	TB	24.9%	CR	-21.0%	-11.4%	13.5%	TB	-98.8%	24620.6%	38.0%
(지배)순이익	33.4	34.9	32.3	(13.9)	26.4	30.9	36.6	23.4	(42.3)	86.7	117.2
YoY	TB	TB	24.8%	CR	-21.1%	-11.5%	13.4%	TB	TR	TB	35.2%
NPM	6.3%	6.0%	5.2%	-2.7%	5.2%	5.0%	5.5%	4.4%	-2.1%	3.8%	5.0%

자료: 하나금융투자

하이트진로 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,885.6	2,035.1	2,256.3	2,332.9	2,426.2
매출원가	1,123.8	1,163.2	1,281.3	1,276.8	1,322.3
매출총이익	761.8	871.9	975.0	1,056.1	1,103.9
판매비	671.4	783.6	776.5	839.8	866.2
영업이익	90.4	88.2	198.5	216.2	237.8
금융손익	(36.1)	(44.1)	(46.7)	(45.7)	(45.2)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(28.2)	0.1	0.0
기타영업외손익	(12.4)	(43.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	42.0	0.5	123.6	170.6	192.6
법인세	19.7	42.8	37.0	53.4	58.9
계속사업이익	22.3	(42.4)	86.6	117.2	133.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.3	(42.4)	86.6	117.2	133.6
비배주주지분 손익	0.0	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	22.2	(42.3)	86.7	117.2	133.6
지배주주지분포괄이익	0.6	(73.5)	86.7	117.3	133.7
NOPAT	48.0	(8,313.0)	139.1	148.6	165.0
EBITDA	215.4	236.2	345.0	362.1	383.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.23)	7.93	10.87	3.39	4.00
NOPAT증가율	71.43	적전	흑전	6.83	11.04
EBITDA증가율	4.11	9.66	46.06	4.96	5.97
영업이익증가율	3.67	(2.43)	125.06	8.92	9.99
(지배주주)순이익증가율	74.80	적전	흑전	35.18	13.99
EPS증가율	75.28	적전	흑전	35.17	13.98
수익성(%)					
매출총이익률	40.40	42.84	43.21	45.27	45.50
EBITDA이익률	11.42	11.61	15.29	15.52	15.81
영업이익률	4.79	4.33	8.80	9.27	9.80
계속사업이익률	1.18	(2.08)	3.84	5.02	5.51

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,065.0	782.3	924.1	1,040.8	1,175.8
금융자산	393.8	160.7	234.9	328.3	434.8
현금성자산	291.0	144.2	216.7	309.4	415.1
매출채권	456.9	373.8	414.4	428.5	445.6
재고자산	166.0	177.3	196.6	203.2	211.4
기타유동자산	48.3	70.5	78.2	80.8	84.0
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,475.8	2,467.7	2,466.6
투자자산	52.1	51.9	55.6	56.9	58.5
금융자산	52.1	51.9	55.6	56.9	58.5
유형자산	2,053.1	2,052.1	2,045.3	2,045.1	2,050.9
무형자산	186.8	174.8	165.1	156.0	147.4
기타비유동자산	71.2	209.8	209.8	209.7	209.8
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,399.8	3,508.5	3,642.3
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,424.2	1,455.5	1,493.6
금융부채	664.8	532.2	509.0	509.6	510.4
매입채무	112.0	136.6	151.4	156.6	162.8
기타유동부채	891.7	690.1	763.8	789.3	820.4
비유동부채	597.3	878.8	904.7	913.7	924.7
금융부채	400.8	640.1	640.1	640.1	640.1
기타비유동부채	196.5	238.7	264.6	273.6	284.6
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,328.9	2,369.2	2,418.3
지배주주지분	1,161.8	1,032.5	1,070.3	1,138.7	1,223.4
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	509.3	509.3	509.3	509.3
자본조정	(94.2)	(94.2)	(94.2)	(94.2)	(94.2)
기타포괄이익누계액	1.6	9.7	9.7	9.7	9.7
이익잉여금	176.3	238.9	276.7	345.1	429.8
비배주주지분	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,070.9	1,139.3	1,224.0
순금융부채	671.8	1,011.6	914.2	821.5	715.8

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	312	(594)	1,217	1,645	1,875
BPS	17,379	15,565	16,096	17,055	18,244
CFPS	3,591	4,078	4,445	5,082	5,385
EBITDAPS	3,023	3,315	4,841	5,081	5,385
SPS	26,458	28,555	31,659	32,734	34,043
DPS	800	700	700	700	700
주가지표(배)					
PER	53.21	(48.82)	26.17	21.82	19.15
PBR	0.96	1.86	1.98	2.10	1.97
PCFR	4.62	7.11	7.17	7.06	6.67
EV/EBITDA	8.60	12.98	9.81	9.09	8.31
PSR	0.63	1.02	1.01	1.10	1.05
재무비율(%)					
ROE	1.87	(3.86)	8.25	10.61	11.32
ROA	0.64	(1.26)	2.60	3.39	3.74
ROIC	2.42	(398.58)	6.33	6.85	7.65
부채비율	194.92	216.58	217.46	207.96	197.57
순부채비율	57.80	97.91	85.36	72.11	58.48
이자보상배율(배)	2.28	1.91	4.14	4.55	5.00

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	141.0	28.3	280.1	279.3	299.4
당기순이익	22.3	(42.4)	86.6	117.2	133.6
조정	16	27	15	15	15
감가상각비	125.0	148.0	146.5	145.9	146.0
외환거래손익	(0.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(108.6)	(121.1)	(131.5)	(130.9)	(131.0)
영업활동 자산부채변동	(46.1)	(200.6)	46.9	16.2	19.8
투자활동 현금흐름	(101.4)	(66.0)	(135.5)	(138.4)	(145.6)
투자자산감소(증가)	(1.3)	0.1	(3.7)	(1.3)	(1.6)
자본증가(감소)	(109.6)	(155.5)	(130.0)	(136.5)	(143.3)
기타	9.5	89.4	(1.8)	(0.6)	(0.7)
재무활동 현금흐름	(38.7)	(111.6)	(72.1)	(48.2)	(48.1)
금융부채증가(감소)	18.1	106.7	(23.2)	0.7	0.8
자본증가(감소)	0.0	(200.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.1)	37.4	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(55.7)	(55.7)	(48.9)	(48.9)	(48.9)
현금의 증감	3.5	(146.7)	72.5	92.7	105.7
Unlevered CFO	255.9	290.7	316.8	362.2	383.7
Free Cash Flow	21.7	(132.5)	150.1	142.8	156.1

자료: 하나금융투자

6) 롯데칠성(BUY, TP 20만원, 상향): 주류 매출 바닥에서 회복세

(1) 1Q21 Preview

시장 기대치 상회 예상

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,143억원(YoY +1.4%), 241억원(YoY +285.1%)으로 추정한다. 높은 시장 기대치(OP 180억원)를 상회할 것으로 전망한다. ① 음료 매출은 전년 동기 대비 기인해 매출 감소가 불가피할 것으로 판단된다. 그러나 물류 효율화 등 비용 절감 기인해 손익은 전년 수준을 시현할 것으로 예상된다. ② 탄산음료 판가 인상 효과는 2분기부터 실적에 반영되기 시작할 것으로 판단한다. 참고로 하나금융투자는 판가 인상 관련 이익 개선 효과를 연간 200억원으로 추정한다. ③ 주류 매출은 전년 기저 및 신제품 ‘클라우드생’ 판매 호조 기인해 YoY 16% 증가할 것으로 추산한다. 영업인력 및 광고판촉비용 효율화 기인해 손익은 BEP~소폭 흑자를 예상한다. ④ 맥주 OEM 생산은 이번달부터 본격화될 것으로 파악된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익이 각각 YoY 4.7%, 54.8% 증가할 것으로 추정한다. ① 상반기까지는 전년 일본 불매 부정적 영향으로 베이스가 낮다. ② 롯데 그룹의 ZBB(Zero Base Budget) 프로젝트 기인한 비용 효율화도 유효하다. ③ 특히, 정부의 주류 규제 완화 정책 큰 수혜가 전망된다. 2020년 맥주 가동률은 약 20%에 불과했으나 올해는 OEM 및 음료 생산을 통한 유의미한 가동률 상승이 예상된다. 1공장은 OEM, 2공장은 자체 브랜드 맥주 및 음료 생산을 통해 중장기 가동률을 끌어올릴 것으로 판단된다. ‘곰표 밀맥주’ 위탁생산(OEM)이 본격화될 것으로 파악된다. 관련 매출 기여는 연간 약 300억원으로 추정한다. 맥주 가동률은 50% 상승하는 효과이다. 코로나19 이후 수제맥주 시장이 확대된 점을 감안하면 추가 OEM 수주 가능성은 매우 높다. 상반기 내로 기능성 음료 생산도 본격화될 것으로 파악된다.

최근 주가 상승에도 현 주가는 여전히 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치한다. 적극적인 매수 관점이 유효해 보인다. 높아진 실적 가시성 감안하여 목표주가를 기존 16만원에서 20만원으로 상향한다.

표 1. 롯데칠성 목표주가 18만원 도출

구분	21F	22F	비고
(지배)BPS (원)	132,900	140,250	
Target PBR		1.5	역사적 밴드 상단 값
목표주가	199,350	210,370	
현재가치(시간가중)		200,000	

자료: 하나금융투자

표 2. 롯데칠성 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	507.4	598.0	645.2	507.4	514.3	631.0	677.4	541.6	2,429.5	2,258.0	2,364.2
음료	369.0	450.3	473.4	347.3	354.3	466.0	492.4	371.6	1,729.9	1,639.9	1,684.2
주류	138.4	147.7	171.8	160.1	160.0	165.0	185.0	170.0	699.6	618.0	680.0
YoY	-11.7%	-11.7%	-1.8%	-2.4%	1.4%	5.5%	5.0%	6.7%	3.5%	-7.1%	4.7%
음료	-1.9%	-5.6%	-4.1%	-9.3%	-4.0%	3.5%	4.0%	7.0%	8.8%	-5.2%	2.7%
주류	-30.3%	-26.2%	5.0%	16.8%	15.6%	11.7%	7.7%	6.2%	-7.5%	-11.7%	10.0%
영업이익	6.3	29.3	58.4	3.3	24.1	44.6	63.5	18.7	107.7	97.5	150.9
YoY	-67.5%	-36.8%	19.0%	TB	285.1%	52.3%	8.7%	463.0%	26.7%	-9.5%	54.8%
OPM	1.2%	4.9%	9.0%	0.7%	4.7%	7.1%	9.4%	3.5%	4.4%	4.3%	6.4%
세전이익	(3.5)	19.4	45.7	(84.6)	14.2	34.7	53.5	8.7	(137.9)	(22.9)	111.1
YoY	TR	11.3%	25.5%	CR	TB	78.9%	16.9%	TB	CR	CR	TB
(지배)순이익	(3.0)	14.7	32.3	(56.5)	10.2	23.6	36.3	4.5	(142.4)	(12.5)	74.6
YoY	TR	TB	10.2%	CR	TB	59.8%	12.4%	TB	CR	CR	TB
NPM	-0.6%	2.5%	5.0%	-11.1%	2.0%	3.7%	5.4%	0.8%	-5.9%	-0.6%	3.2%

자료: 하나금융투자

롯데칠성 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,346.3	2,429.5	2,258.0	2,364.2	2,491.6
매출원가	1,417.4	1,445.9	1,349.5	1,413.0	1,470.0
매출총이익	928.9	983.6	908.5	951.2	1,021.6
판매비	843.9	876.0	810.9	800.3	839.7
영업이익	85.0	107.7	97.5	150.9	181.9
금융손익	(38.6)	(32.1)	(32.2)	(31.5)	(29.3)
중속/관계기업손익	3.2	(9.2)	(88.3)	(8.3)	(9.0)
기타영업외손익	(118.5)	(204.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(68.9)	(137.9)	(22.9)	111.1	143.6
법인세	(18.9)	6.1	(6.1)	32.4	41.9
계속사업이익	(50.0)	(144.0)	(16.8)	78.7	101.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.0)	(144.0)	(16.8)	78.7	101.7
비배주주지분 손익	(2.0)	(1.6)	(4.3)	4.1	5.3
지배주주순이익	(48.1)	(142.4)	(12.5)	74.6	96.5
지배주주지분포괄이익	(58.4)	(137.5)	(16.5)	77.1	99.7
NOPAT	61.6	112.4	71.5	106.9	128.9
EBITDA	236.7	271.4	259.4	311.8	342.6
성장성(%)					
매출액증가율	2.94	3.55	(7.06)	4.70	5.39
NOPAT증가율	(10.20)	82.47	(36.39)	49.51	20.58
EBITDA증가율	5.39	14.66	(4.42)	20.20	9.88
영업이익증가율	12.73	26.71	(9.47)	54.77	20.54
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	29.36
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	29.27
수익성(%)					
매출총이익률	39.59	40.49	40.23	40.23	41.00
EBITDA이익률	10.09	11.17	11.49	13.19	13.75
영업이익률	3.62	4.43	4.32	6.38	7.30
계속사업이익률	(2.13)	(5.93)	(0.74)	3.33	4.08

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	688.7	788.4	731.1	810.2	911.0
금융자산	112.4	208.8	192.4	246.2	316.7
현금성자산	98.4	199.4	183.6	237.0	307.1
매출채권	260.5	242.4	225.3	235.9	248.6
재고자산	257.1	273.9	254.6	266.6	280.9
기타유동자산	58.7	63.3	58.8	61.5	64.8
비유동자산	2,622.6	2,468.1	2,450.5	2,447.6	2,450.3
투자자산	150.4	108.6	102.9	106.5	110.7
금융자산	93.7	85.6	81.5	84.1	87.1
유형자산	2,165.7	2,014.6	2,013.2	2,015.9	2,022.2
무형자산	151.7	118.6	108.1	99.0	91.0
기타비유동자산	154.8	226.3	226.3	226.2	226.4
자산총계	3,311.3	3,256.5	3,181.6	3,257.8	3,361.3
유동부채	689.0	941.6	915.0	931.5	951.3
금융부채	200.6	560.9	560.9	560.9	560.9
매입채무	110.0	87.4	81.2	85.1	89.6
기타유동부채	378.4	293.3	272.9	285.5	300.8
비유동부채	1,384.8	1,086.9	1,077.6	1,083.3	1,090.2
금융부채	1,222.0	955.6	955.6	955.6	955.6
기타비유동부채	162.8	131.3	122.0	127.7	134.6
부채총계	2,073.9	2,028.5	1,992.6	2,014.8	2,041.5
지배주주지분	1,227.3	1,212.1	1,177.4	1,227.2	1,298.8
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
자본조정	(849.4)	(700.0)	(700.0)	(700.0)	(700.0)
기타포괄이익누계액	(13.7)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
이익잉여금	2,083.3	1,908.3	1,873.6	1,923.4	1,995.0
비배주주지분	10.1	15.9	11.6	15.7	21.0
자본총계	1,237.4	1,228.0	1,189.0	1,242.9	1,319.8
순금융부채	1,310.2	1,307.6	1,324.1	1,270.3	1,199.7

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(5,480)	(16,243)	(1,418)	7,652	9,892
BPS	147,786	146,060	127,797	132,903	140,250
CFPS	30,610	34,450	19,203	30,959	34,048
EBITDAPS	26,992	30,946	29,395	31,979	35,139
SPS	267,572	277,066	255,858	242,470	255,533
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
주가지표(배)					
PER	(25.55)	(8.62)	(76.52)	17.32	13.39
PBR	0.95	0.96	0.85	1.00	0.94
PCFR	4.57	4.06	5.65	4.28	3.89
EV/EBITDA	10.52	9.21	8.09	6.57	5.79
PSR	0.52	0.51	0.42	0.55	0.52
재무비율(%)					
ROE	(3.78)	(11.68)	(1.05)	6.21	7.64
ROA	(1.41)	(4.34)	(0.39)	2.32	2.91
ROIC	2.55	4.63	2.96	4.45	5.35
부채비율	167.60	165.19	167.58	162.11	154.68
순부채비율	105.88	106.48	111.36	102.20	90.90
이자보상배율(배)	2.24	2.75	2.42	3.74	4.51

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	85.9	134.1	153.7	240.4	262.6
당기순이익	(50.0)	(144.0)	(16.8)	78.7	101.7
조정	27	38	17	16	16
감가상각비	151.7	163.7	161.9	160.9	160.7
외환거래손익	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.2)	31.8	0.0	0.0	0.0
기타	(121.2)	(157.4)	(144.9)	(144.9)	(144.7)
영업활동 자산부채변동	(132.8)	(97.5)	4.9	(3.0)	(3.6)
투자활동 현금흐름	(141.0)	(134.2)	(143.6)	(158.5)	(163.9)
투자자산감소(증가)	17.1	50.9	5.8	(3.6)	(4.3)
자본증가(감소)	(131.2)	(139.4)	(150.0)	(154.5)	(159.1)
기타	(26.9)	(45.7)	0.6	(0.4)	(0.5)
재무활동 현금흐름	0.1	101.9	(25.9)	(28.6)	(28.6)
금융부채증가(감소)	28.4	93.8	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.2)	30.3	(3.7)	(3.8)	(3.8)
배당지급	(27.1)	(22.2)	(22.2)	(24.8)	(24.8)
현금의 증감	(55.1)	101.0	(15.8)	53.3	70.1
Unlevered CFO	268.4	302.1	169.5	301.9	332.0
Free Cash Flow	(52.8)	(19.1)	3.7	85.9	103.5

7) 동원F&B(BUY, TP 28만원): 순항 중

(1) 1Q21 Preview

선물세트 판매 호조

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,349억원(YoY +6.5%), 391억원(YoY +7.1%)으로 추정한다. 설날 선물세트 반영 시점 차이 감안시 시장 기대치를 충분히 충족할 것으로 판단한다. ① 가공식품 매출액은 전년대비 6.0% 증가할 것으로 추정한다. 견조한 탑라인을 예상하는 까닭은 설날 선물세트 매출이 반영되기 때문이다. '사회적 거리두기'가 여전히 진행 중인 만큼 HMR 및 캔햄 수요도 견조할 것으로 전망된다. ② 1분기 참치 투입어가는 전년과 유사한 1,300불로 관련 원가 부담은 제한적일 것으로 전망된다. 식품 부문 수익성은 YoY 개선될 공산이 크다. ③ 동원홈푸드 실적에 대해서는 보수적으로 전년 수준을 가정했다. 동원팜스는 저수익 거래처 스크랩 기인해 전년대비 소폭 증익할 것으로 예상된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 3,906억원(YoY +7.0%), 1,270억원(YoY +9.2%)으로 추정한다. 동원그룹의 온라인 강화 포석 감안시, 매출 성장은 하나금융투자 추정치를 상회할 공산도 크다. 단기적으로 1분기 실적도 시장 기대치에 충족할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 8배에 거래 중이다. 매력적인 밸류에이션을 제공한다.

표 1. 동원F&B 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	783.6	757.2	897.4	732.1	834.9	803.4	964.4	787.9	3,030.3	3,170.3	3,390.6
식품	467.9	414.7	530.9	386.8	495.9	427.1	552.1	398.4	1,721.1	1,800.3	1,873.7
식자재	266.0	290.2	317.1	295.3	284.6	319.2	358.3	333.6	1,107.3	1,168.6	1,295.8
사료	49.4	51.9	49.1	50.7	54.3	57.0	54.0	55.8	200.4	201.0	221.1
YoY	4.7%	6.8%	8.8%	-2.1%	6.5%	6.1%	7.5%	7.6%	8.1%	4.6%	7.0%
식품	3.6%	6.3%	7.8%	0.0%	6.0%	3.0%	4.0%	3.0%	4.9%	4.6%	4.1%
식자재	4.7%	9.0%	13.5%	-4.0%	7.0%	10.0%	13.0%	13.0%	13.3%	5.5%	10.9%
사료	17.4%	-0.7%	-7.4%	-4.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.6%	0.3%	10.0%
영업이익	36.5	16.5	43.9	19.4	39.1	19.4	46.5	22.0	101.4	116.3	127.0
YoY	4.5%	14.8%	23.6%	17.0%	7.1%	17.2%	6.1%	13.2%	16.3%	14.7%	9.2%
OPM	4.7%	2.2%	4.9%	2.7%	4.7%	2.4%	4.8%	2.8%	3.3%	3.7%	3.7%
식품	29.8	12.5	35.8	8.5	33.0	14.0	35.0	10.0	72.7	86.7	92.0
식자재	5.5	3.7	7.2	7.0	5.4	4.8	10.7	10.0	27.3	23.4	31.0
사료	0.4	0.6	0.8	2.0	0.7	0.6	0.8	2.0	1.0	3.7	4.0
세전이익	31.9	11.3	40.0	20.0	35.8	16.0	43.2	18.7	87.0	103.2	113.1
YoY	1.1%	3.1%	29.1%	48.1%	12.0%	42.3%	7.9%	-6.9%	22.0%	18.6%	10.1%
지배순이익	23.9	8.2	30.8	15.1	26.7	11.6	33.2	14.1	65.7	77.8	85.3
YoY	-4.5%	-2.6%	30.7%	73.2%	12.0%	42.3%	7.9%	-6.9%	15.8%	18.7%	9.9%
NPM	3.0%	1.1%	3.4%	2.1%	3.2%	1.4%	3.4%	1.8%	2.2%	2.5%	2.5%

자료: 하나금융투자

동원F&B 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,802.5	3,030.3	3,170.3	3,390.6	3,628.0
매출원가	2,189.2	2,348.6	2,451.6	2,620.3	2,801.9
매출총이익	613.3	681.7	718.7	770.3	826.1
판매비	526.1	580.3	602.3	643.3	684.7
영업이익	87.2	101.4	116.3	127.0	141.3
금융손익	(11.3)	(12.9)	(13.0)	(11.3)	(9.5)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.1)	(2.6)	(3.0)
기타영업외손익	(4.5)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	71.4	87.0	103.2	113.1	128.8
법인세	14.6	21.4	25.4	27.7	31.6
계속사업이익	56.7	65.7	77.8	85.3	97.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.7	65.7	77.8	85.3	97.2
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	56.7	65.7	77.8	85.3	97.2
지배주주지분포괄이익	48.6	59.9	77.8	85.3	97.2
NOPAT	69.3	76.5	87.7	95.9	106.6
EBITDA	132.8	161.2	177.6	190.2	206.6
성장성(%)					
매출액증가율	9.79	8.13	4.62	6.95	7.00
NOPAT증가율	25.54	10.39	14.64	9.35	11.16
EBITDA증가율	15.18	21.39	10.17	7.09	8.62
영업이익증가율	20.44	16.28	14.69	9.20	11.26
(지배주주)순이익증가율	10.31	15.87	18.42	9.64	13.95
EPS증가율	10.41	15.76	18.47	9.70	13.88
수익성(%)					
매출총이익률	21.88	22.50	22.67	22.72	22.77
EBITDA이익률	4.74	5.32	5.60	5.61	5.69
영업이익률	3.11	3.35	3.67	3.75	3.89
계속사업이익률	2.02	2.17	2.45	2.52	2.68

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	631.4	679.0	751.5	838.5	937.5
금융자산	35.0	44.3	87.4	128.3	177.6
현금성자산	23.3	36.7	79.5	119.8	168.6
매출채권	236.1	260.9	272.9	291.9	312.3
재고자산	349.4	355.9	372.4	398.2	426.1
기타유동자산	10.9	17.9	18.8	20.1	21.5
비유동자산	772.2	894.5	903.6	914.6	927.2
투자자산	32.6	20.6	21.1	21.7	22.4
금융자산	32.6	20.6	21.1	21.7	22.4
유형자산	542.2	676.7	687.6	700.0	713.6
무형자산	79.8	79.3	77.0	75.0	73.2
기타비유동자산	117.6	117.9	117.9	117.9	118.0
자산총계	1,403.6	1,573.5	1,655.1	1,753.1	1,864.8
유동부채	341.7	516.4	530.4	552.4	576.1
금융부채	71.0	204.5	204.8	205.2	205.7
매입채무	120.8	139.2	145.6	155.7	166.6
기타유동부채	149.9	172.7	180.0	191.5	203.8
비유동부채	429.4	375.9	377.3	379.5	381.9
금융부채	392.0	345.3	345.3	345.3	345.3
기타비유동부채	37.4	30.6	32.0	34.2	36.6
부채총계	771.1	892.3	907.7	931.9	958.0
지배주주지분	632.5	681.2	747.4	821.2	906.8
자본금	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
자본잉여금	110.5	110.8	110.8	110.8	110.8
자본조정	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	(22.8)	(28.5)	(28.5)	(28.5)	(28.5)
이익잉여금	526.0	580.1	646.3	720.1	805.7
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	632.5	681.2	747.4	821.2	906.8
순금융부채	427.9	505.5	462.6	422.2	373.3

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	14,699	17,015	20,157	22,112	25,181
BPS	163,896	176,519	193,676	212,789	234,970
CFPS	37,610	45,721	46,006	48,606	52,760
EBITDAPS	34,411	41,765	46,032	49,280	53,538
SPS	726,208	785,219	821,497	878,595	940,097
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	19.56	13.28	8.88	8.80	7.72
PBR	1.75	1.28	0.92	0.91	0.83
PCFR	7.64	4.94	3.89	4.00	3.69
EV/EBITDA	11.58	8.55	6.42	5.78	5.09
PSR	0.40	0.29	0.22	0.22	0.21
재무비율(%)					
ROE	9.26	10.00	10.89	10.88	11.25
ROA	4.09	4.41	4.82	5.01	5.37
ROIC	7.68	7.32	7.77	8.27	8.92
부채비율	121.92	130.99	121.44	113.48	105.65
순부채비율	67.66	74.21	61.89	51.42	41.17
이자보상배율(배)	6.60	6.96	7.35	8.02	8.91

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	26.1	134.2	137.9	137.5	147.9
당기순이익	56.7	65.7	77.8	85.3	97.2
조정	7	10	7	7	7
감가상각비	45.6	59.8	61.3	63.2	65.3
외환거래손익	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(38.4)	(49.6)	(54.3)	(56.2)	(58.3)
영업활동 자산부채변동	(102.6)	(27.8)	(14.2)	(22.4)	(24.1)
투자활동 현금흐름	(84.3)	(160.0)	(68.0)	(70.2)	(72.1)
투자자산감소(증가)	2.2	12.0	(0.4)	(0.7)	(0.7)
자본증가(감소)	(86.2)	(175.9)	(70.0)	(73.5)	(77.2)
기타	(0.3)	3.9	2.4	4.0	5.8
재무활동 현금흐름	16.4	39.0	(27.1)	(27.0)	(27.0)
금융부채증가(감소)	40.4	86.8	0.3	0.4	0.5
자본증가(감소)	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.8)	(36.6)	(15.8)	(15.8)	(15.9)
배당지급	(9.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
현금의 증감	(41.7)	13.4	42.8	40.3	48.8
Unlevered CFO	145.1	176.4	177.5	187.6	203.6
Free Cash Flow	(63.6)	(43.8)	67.9	64.0	70.7

8) 대상(BUY, TP 3.3만원): 전년 높은 베이스에도 불구하고 펀더멘탈 견조

(1) 1Q21 Preview

가공에서 비용 절감 기조 지속,
소재는 역기저 부담

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,017억원(YoY +6.1%), 488억원(YoY -2.1%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 6,728억원(YoY +4.7%), 388억원(YoY -1.6%)으로 예상한다. 가공식품 경쟁 완화에 따른 비용 절감세가 지속되고 있으나 소재 역기저 기인해 전년수준 손익을 시현할 것으로 전망한다. ① 식품(가공+B2B) 부문 매출액은 YoY 5.0% 증가할 것으로 예상된다. 가공은 YoY 2.0% 매출 성장할 것으로 추정한다. 전반적으로 가공식품 업체의 전년 베이스가 높음에도 불구하고 설날선물세트 판매 매출 반영 기인해 탑라인 성장이 가능해 보인다. 판촉 경쟁 완화 기인해 손익은 전년대비 개선이 전망된다. ② 소재 부문 손익은 전년 역기저 및 전분당 수요 감소(음료, 주류 등 전방수요 부진) 기인해 YoY 감익이 불가피해 보인다. ③ 연결 자회사 합산 영업이익은 전년수준인 80~90억원으로 추정한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 2.4%, 5.3% 증가할 것으로 추정한다. 전년 베이스가 높음에도 불구하고, ① 식품 부문의 SKU 구조조정 및 판촉 절감 기조가 이어질 것으로 전망하기 때문이다. ② 소재는 옥수수 투입가 부담을 얼마나 상쇄시킬지가 관건이다. ③ 연결 자회사 '미원베트남'은 하반기 갈수록 신공장 가동률 상승 기인해 실적 개선세를 기대해 볼만하다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 8배에 거래 중으로 매력적인 밸류에이션을 제공한다.

표 1. 대상 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	755.8	781.9	836.2	739.3	801.7	791.7	838.6	756.6	2,964.0	3,113.2	3,188.6
① 본사	642.9	649.6	701.1	611.3	672.8	664.8	712.4	627.5	2,457.1	2,604.9	2,677.5
- 식품	431.7	443.5	524.9	430.4	453.2	450.5	529.1	439.3	1,687.2	1,830.5	1,872.1
- 소재	211.2	206.1	176.2	180.9	219.6	214.3	183.2	188.1	769.9	774.4	805.4
② PT인도네시아	63.3	56.7	59.1	57.9	69.6	62.4	65.0	63.7	228.0	237.0	260.7
③ 미원 베트남	27.6	27.4	27.1	28.7	29.0	28.8	28.5	30.1	108.3	110.8	116.3
YoY	4.5%	6.9%	6.7%	1.9%	6.1%	1.3%	0.3%	2.4%	0.2%	5.0%	2.4%
① 본사	15.8%	7.0%	3.4%	-0.9%	4.7%	2.3%	1.6%	2.6%	9.9%	6.0%	2.8%
② PT인도네시아	15.7%	2.1%	4.0%	-4.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	15.9%	10.0%	10.0%
③ 미원 베트남	3.8%	2.3%	-0.4%	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	14.6%	7.0%	10.0%
영업이익	49.8	61.0	57.3	6.2	48.8	59.8	52.3	22.8	129.8	174.4	183.6
YoY	30.8%	80.8%	35.5%	-60.1%	-2.1%	-2.0%	-8.8%	265.3%	8.0%	34.3%	5.3%
OPM	6.6%	7.8%	6.9%	0.8%	6.1%	7.5%	6.2%	3.0%	4.4%	5.6%	5.8%
① 본사	39.4	50.1	47.0	(1.0)	38.8	50.1	41.1	12.3	103.4	135.5	142.2
- 식품	25.6	34.4	43.4	(4.8)	30.0	33.0	30.0	0.0	58.5	98.6	93.0
- 소재	13.8	15.7	3.6	3.8	8.8	16.1	10.1	11.3	44.6	36.9	46.2
② PT인도네시아	7.6	5.2	6.1	4.4	7.0	6.0	7.5	7.0	20.9	23.3	27.5
③ 미원 베트남	1.3	0.8	0.7	0.3	1.5	1.2	1.2	1.0	4.8	3.1	4.9
세전이익	81.1	58.7	50.3	0.7	48.7	59.7	52.2	22.7	150.6	190.8	183.2
YoY	142.5%	25.0%	66.9%	-98.3%	-39.9%	1.6%	3.8%	3173.9%	26.4%	26.7%	-3.9%
(지배)순이익	53.1	34.3	37.8	(0.1)	33.7	36.3	36.8	15.5	107.2	125.1	122.3
YoY	128.3%	-6.4%	72.0%	TR	-36.5%	5.8%	-2.7%	TB	65.2%	16.7%	-2.2%
NPM	7.0%	4.4%	4.5%	0.0%	4.2%	4.6%	4.4%	2.0%	3.6%	4.0%	3.8%

자료: 하나금융투자

대상 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,956.8	2,964.0	3,113.2	3,188.6	3,316.2
매출원가	2,191.8	2,209.6	2,266.1	2,316.3	2,402.3
매출총이익	765.0	754.4	847.1	872.3	913.9
판매비	644.8	624.6	672.7	688.7	709.7
영업이익	120.2	129.8	174.4	183.6	204.2
금융손익	(25.7)	(17.7)	(15.7)	(12.7)	(11.1)
중속/관계기업손익	1.5	2.3	32.1	12.2	10.0
기타영업외손익	23.1	36.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	119.1	150.6	190.8	183.2	203.2
법인세	53.7	41.7	63.8	57.2	62.6
계속사업이익	65.4	108.9	127.0	126.0	140.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	65.4	108.9	127.0	126.0	140.6
비배주주지분 손익	0.5	1.7	1.9	3.7	4.1
지배주주순이익	64.9	107.2	125.1	122.3	136.5
지배주주지분포괄이익	62.1	109.5	124.0	122.9	137.3
NOPAT	66.0	93.9	116.1	126.3	141.4
EBITDA	202.3	228.5	273.0	283.0	305.0
성장성(%)					
매출액증가율	(0.4)	0.24	5.03	2.42	4.00
NOPAT증가율	10.18	42.27	23.64	8.79	11.96
EBITDA증가율	14.55	12.95	19.47	3.66	7.77
영업이익증가율	24.30	7.99	34.36	5.28	11.22
(지배주주)순이익증가율	23.15	65.18	16.70	(2.24)	11.61
EPS증가율	23.02	65.24	16.70	(2.22)	11.63
수익성(%)					
매출총이익률	25.87	25.45	27.21	27.36	27.56
EBITDA이익률	6.84	7.71	8.77	8.88	9.20
영업이익률	4.07	4.38	5.60	5.76	6.16
계속사업이익률	2.21	3.67	4.08	3.95	4.24

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	904.9	1,077.8	984.4	1,094.7	1,223.8
금융자산	277.5	425.6	299.7	393.6	494.9
현금성자산	166.5	226.1	98.9	192.1	292.3
매출채권	253.5	260.1	273.2	279.9	291.1
재고자산	322.0	344.8	362.1	370.9	385.8
기타유동자산	51.9	47.3	49.4	50.3	52.0
비유동자산	1,294.1	1,319.3	1,323.7	1,330.9	1,343.0
투자자산	101.9	83.7	86.8	88.3	91.0
금융자산	45.3	43.2	44.3	44.8	45.7
유형자산	956.2	960.6	966.0	974.9	987.1
무형자산	131.7	126.0	122.0	118.7	116.0
기타비유동자산	104.3	149.0	148.9	149.0	148.9
자산총계	2,199.0	2,397.1	2,308.1	2,425.6	2,566.8
유동부채	738.5	795.1	592.2	601.0	616.0
금융부채	417.5	425.0	205.5	205.9	206.6
매입채무	120.6	134.7	141.5	144.9	150.7
기타유동부채	200.4	235.4	245.2	250.2	258.7
비유동부채	531.8	579.8	588.3	592.6	599.9
금융부채	377.8	410.6	410.6	410.6	410.6
기타비유동부채	154.0	169.2	177.7	182.0	189.3
부채총계	1,270.3	1,374.9	1,180.5	1,193.7	1,215.9
지배주주지분	915.0	1,004.8	1,108.3	1,208.9	1,323.8
자본금	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
자본잉여금	294.9	294.9	294.9	294.9	294.9
자본조정	(33.5)	(33.5)	(33.5)	(33.5)	(33.5)
기타포괄이익누계액	(33.3)	(22.7)	(22.7)	(22.7)	(22.7)
이익잉여금	651.0	730.1	833.5	934.2	1,049.1
비지배주주지분	13.7	17.4	19.3	23.0	27.1
자본총계	928.7	1,022.2	1,127.6	1,231.9	1,350.9
순금융부채	517.8	410.0	316.3	222.9	122.2

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,801	2,976	3,473	3,396	3,791
BPS	25,405	27,896	30,769	33,564	36,755
CFPS	6,404	7,017	8,460	8,184	8,734
EBITDAPS	5,616	6,345	7,581	7,857	8,468
SPS	82,091	82,291	86,434	88,528	92,069
DPS	550	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	13.91	7.80	7.50	7.77	6.96
PBR	0.99	0.83	0.85	0.79	0.72
PCFR	3.91	3.31	3.08	3.23	3.02
EV/EBITDA	7.00	5.47	4.71	4.23	3.61
PSR	0.31	0.28	0.30	0.30	0.29
재무비율(%)					
ROE	7.27	11.17	11.84	10.56	10.78
ROA	2.91	4.67	5.32	5.17	5.47
ROIC	4.74	6.46	7.85	8.45	9.35
부채비율	136.78	134.50	104.70	96.90	90.00
순부채비율	55.76	40.11	28.05	18.09	9.05
이자보상배율(배)	5.10	5.33	8.05	9.98	11.09

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	121.6	167.3	218.3	221.6	235.1
당기순이익	65.4	108.9	127.0	126.0	140.6
조정	11	9	10	10	10
감가상각비	82.1	98.7	98.7	99.4	100.8
외환거래손익	(0.2)	(5.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.5)	(23.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(69.4)	(60.8)	(88.7)	(89.4)	(90.8)
영업활동 자산부채변동	(58.5)	(28.7)	(7.3)	(3.7)	(6.3)
투자활동 현금흐름	(23.4)	(49.8)	(104.4)	(107.2)	(114.0)
투자자산감소(증가)	4.9	20.4	(3.1)	(1.6)	(2.6)
자본증가(감소)	(144.1)	(12.4)	(100.0)	(105.0)	(110.3)
기타	115.8	(57.8)	(1.3)	(0.6)	(1.1)
재무활동 현금흐름	(75.2)	(55.1)	(241.1)	(21.2)	(20.9)
금융부채증가(감소)	(55.9)	40.4	(219.5)	0.4	0.7
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.3)	(75.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(18.0)	(19.8)	(21.6)	(21.6)	(21.6)
현금의 증감	18.6	59.6	(127.2)	93.2	100.2
Unlevered CFO	230.7	252.7	304.7	294.8	314.6
Free Cash Flow	(24.0)	57.5	118.3	116.6	124.9

자료: 하나금융투자

9) 현대그린푸드(BUY, TP 1만원): '더현대' 효과로 탑라인 성장 예상

(1) 1Q21 Preview

'더현대' 기인해 별도 호실적 전망

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 8,733(YoY +4.6%), 333억원(YoY +7.1%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3,907억원(YoY +2.6%), 153억원(YoY +13.9%)으로 예상한다. 별도는 여의도 '더현대' 오픈 기인해 호실적이 전망된다. ① 본업인 급식은 코로나19 부정적 영향이 불가피하다. 급식 매출은 YoY -3.8% 감소할 것으로 추정한다. 영업마진도 YoY 소폭 하락할 것으로 판단한다. ② 유통B2C 매출은 YoY 4.7% 증가할 것으로 기대한다. 설날 선물세트 판매 호조 및 '더현대' 오픈에 기인한다. ③ '더현대' 관련해서는 외식 쪽 매출 증가분이 가장 클 것으로 판단된다. 이팔리/ 조앤더주스/ 와인웍스 등 일곱개의 외식 브랜드가 입점된 것으로 파악된다. ④ 식자재 매출은 전년대비 5.0% 증가할 것으로 추정한다. ⑤ 연결 자회사 합산 이익은 전년수준을 가정했다. 작년 상반기 코로나19 기인해 '현대리바트' 손익이 큰 폭 개선되었던 점을 감안하여 보수적으로 추정했다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3조 4,249억원(YoY +5.8%), 1,045억원(YoY +33.0%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 1조 5,770억원(YoY +4.3%), 555억원(YoY +23.0%)으로 예상한다. 작년 본업인 급식, 유통B2C 및 연결자회사 '현대그림투어'는 코로나19 기인해 사업 환경이 녹록치 않았다. 올해는 일부 기저효과 및 '더현대' 오픈에 따른 수혜가 전망된다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 10배에 거래 중으로 밸류에이션은 매력적이다. 다만, 연결 실적에서 자회사('현대리바트', '에버다임' 등) 비중이 점점 증가(50% 상회)하고 있어 중장기 성장 전략에 대한 고민이 필요해 보인다.

표 1. 현대그린푸드 개별 기준 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	380.6	351.4	402.9	377.6	390.7	371.6	420.3	394.4	1,542.8	1,512.5	1,577.0
급식	150.7	148.5	151.2	161.0	145.0	153.0	155.7	165.8	626.2	611.4	619.5
유통(B2C)	105.5	80.3	110.3	76.2	110.5	83.3	113.3	79.2	388.1	372.3	386.3
식자재	93.5	91.1	107.4	104.3	98.2	95.7	112.8	109.5	377.2	396.3	416.1
외식	27.0	27.7	30.5	32.9	34.0	36.7	35.5	36.9	139.8	118.1	143.1
YoY	0.0%	-5.8%	-0.1%	-2.1%	2.6%	5.7%	4.3%	4.5%	1.9%	-2.0%	4.3%
급식	3.3%	-4.1%	-5.1%	-3.1%	-3.8%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	-2.4%	1.3%
유통(B2C)	-2.3%	-6.3%	-1.5%	-7.5%	4.7%	3.7%	2.7%	3.9%	-2.5%	-4.1%	3.8%
식자재	1.9%	-4.5%	9.3%	8.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.9%	5.1%	5.0%
외식	-15.6%	-19.2%	-14.1%	-13.4%	25.9%	32.5%	16.4%	12.2%	-1.2%	-15.5%	21.2%
영업이익	13.4	11.2	14.7	5.8	15.3	12.7	16.4	11.1	67.1	45.1	55.5
OPM	3.5%	3.2%	3.6%	1.5%	3.9%	3.4%	3.9%	2.8%	4.3%	3.0%	3.5%

자료: 하나금융투자

표 2. 현대그린푸드 연결 기준 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	834.7	785.8	808.1	809.9	873.3	829.1	859.6	862.9	3,124.4	3,238.5	3,424.9
① 본사	380.6	351.4	402.9	377.6	390.7	371.6	420.3	394.4	1,542.8	1,512.5	1,577.0
② 연결사	444.1	425.7	394.7	422.0	472.6	448.8	428.8	458.2	1,541.9	1,686.5	1,808.4
YoY	7.1%	3.3%	2.2%	2.0%	4.6%	5.5%	6.4%	6.6%	-3.9%	3.7%	5.8%
① 본사	0.0%	-5.8%	-0.1%	-2.1%	2.6%	5.7%	4.3%	4.5%	1.9%	-2.0%	4.3%
② 연결사	14.2%	12.5%	4.7%	6.1%	6.4%	5.4%	8.6%	8.6%	-10.3%	9.4%	7.2%
영업이익	31.1	22.0	23.4	2.1	33.3	26.7	27.4	17.1	89.9	78.6	104.5
YoY	15.4%	-21.6%	-22.2%	-56.2%	7.1%	21.1%	17.5%	703.1%	-34.5%	-12.6%	33.0%
① 본사	13.4	11.2	14.7	5.8	15.3	12.7	16.4	11.1	67.1	45.1	55.5
② 연결사	17.7	10.8	8.7	(3.7)	18.0	14.0	11.0	6.0	22.8	33.5	49.0
OPM	3.7%	2.8%	2.9%	0.3%	3.8%	3.2%	3.2%	2.0%	2.9%	2.4%	3.1%
① 본사	3.5%	3.2%	3.6%	1.5%	3.9%	3.4%	3.9%	2.8%	4.3%	3.0%	3.5%
② 연결사	4.0%	2.5%	2.2%	-0.9%	3.8%	3.1%	2.6%	1.3%	1.5%	2.0%	2.7%
세전이익	53.1	33.6	33.5	(16.8)	50.1	38.5	36.2	18.9	98.6	103.4	143.7
YoY	9.7%	-20.9%	-21.0%	CR	-5.7%	14.6%	8.0%	TB	-45.9%	4.9%	38.9%
(지배)순이익	33.1	20.0	20.9	(6.0)	32.3	24.2	22.2	12.5	54.8	68.0	91.2
YoY	2.0%	-28.8%	-21.6%	CR	-2.2%	21.2%	5.9%	TB	-46.9%	24.1%	34.1%
NPM	4.0%	2.5%	2.6%	-0.7%	3.7%	2.9%	2.6%	1.5%	1.8%	2.1%	2.7%

자료: 하나금융투자

현대그린푸드 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	3,251.7	3,124.3	3,238.5	3,424.9	3,527.7
매출원가	2,682.2	2,586.3	2,687.7	2,841.0	2,916.3
매출총이익	569.5	538.0	550.8	583.9	611.4
판매비	432.3	448.2	472.2	479.5	493.9
영업이익	137.2	89.9	78.6	104.5	117.5
금융손익	12.8	12.3	11.8	12.7	14.4
종속/관계기업손익	46.8	22.7	13.0	26.6	30.0
기타영업외손익	(14.5)	(26.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	182.3	98.6	103.4	143.7	161.9
법인세	55.0	34.6	27.7	36.4	47.1
계속사업이익	127.2	63.9	75.7	107.3	114.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	127.2	63.9	75.7	107.3	114.8
비배주주지분 손익	24.1	9.1	7.6	16.1	17.2
지배주주순이익	103.1	54.8	68.0	91.2	97.6
지배주주지분포괄이익	37.1	27.1	60.4	85.7	91.7
NOPAT	95.8	58.3	57.5	78.0	83.3
EBITDA	178.5	151.5	145.5	171.6	185.0
성장성(%)					
매출액증가율	28.32	(3.92)	3.66	5.76	3.00
NOPAT증가율	45.59	(39.14)	(1.37)	35.65	6.79
EBITDA증가율	56.72	(15.13)	(3.96)	17.94	7.81
영업이익증가율	57.52	(34.48)	(12.57)	32.95	12.44
(지배주주)순이익증가율	(9.08)	(46.85)	24.09	34.12	7.02
EPS증가율	(9.04)	(46.88)	24.06	34.05	7.07
수익성(%)					
매출총이익률	17.51	17.22	17.01	17.05	17.33
EBITDA이익률	5.49	4.85	4.49	5.01	5.24
영업이익률	4.22	2.88	2.43	3.05	3.33
계속사업이익률	3.91	2.05	2.34	3.13	3.25

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,132.3	1,119.7	1,158.8	1,261.5	1,362.9
금융자산	350.7	370.3	382.0	440.1	516.9
현금성자산	55.4	69.2	80.9	139.0	215.8
매출채권	436.8	423.4	438.8	464.1	478.0
재고자산	315.4	291.0	301.7	319.0	328.6
기타유동자산	29.4	35.0	36.3	38.3	39.4
비유동자산	1,705.0	1,846.9	1,887.8	1,914.7	1,930.1
투자자산	932.4	945.0	962.8	991.8	1,007.8
금융자산	457.3	458.5	458.5	458.5	458.5
유형자산	440.2	545.1	574.9	578.9	583.8
무형자산	281.7	249.7	243.0	236.9	231.4
기타비유동자산	50.7	107.1	107.1	107.1	107.1
자산총계	2,837.4	2,966.6	3,046.5	3,176.2	3,293.0
유동부채	455.4	527.2	544.0	572.4	588.0
금융부채	32.9	55.0	55.1	56.0	56.5
매입채무	245.8	257.2	266.6	282.0	290.4
기타유동부채	176.7	215.0	222.3	234.4	241.1
비유동부채	270.9	323.0	333.3	350.1	359.4
금융부채	1.9	41.4	41.4	41.4	41.4
기타비유동부채	269.0	281.6	291.9	308.7	318.0
부채총계	726.3	850.2	877.3	922.5	947.4
지배주주지분	1,708.2	1,717.3	1,766.9	1,839.8	1,919.1
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.1	448.8	448.8	448.8	448.8
자본조정	(76.4)	(76.4)	(76.4)	(76.4)	(76.4)
기타포괄이익누계액	157.1	144.2	144.2	144.2	144.2
이익잉여금	1,130.6	1,151.9	1,201.5	1,274.4	1,353.7
비배주주지분	402.9	399.1	402.3	413.8	426.5
자본총계	2,111.1	2,116.4	2,169.2	2,253.6	2,345.6
순금융부채	(315.9)	(273.9)	(285.6)	(342.7)	(419.0)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,056	561	696	933	999
BPS	18,243	18,336	18,844	19,590	20,401
CFPS	2,180	1,929	1,526	1,932	2,104
EBITDAPS	1,827	1,550	1,490	1,756	1,894
SPS	33,281	31,977	33,146	35,054	36,106
DPS	210	210	210	210	210
주가지표(배)					
PER	13.54	21.12	12.59	10.26	9.58
PBR	0.78	0.65	0.46	0.49	0.47
PCFR	6.56	6.14	5.74	4.95	4.55
EV/EBITDA	8.31	8.47	6.02	4.84	4.14
PSR	0.43	0.37	0.26	0.27	0.27
재무비율(%)					
ROE	6.10	3.20	3.91	5.06	5.19
ROA	3.66	1.89	2.26	2.93	3.02
ROIC	8.75	5.18	4.96	6.58	6.96
부채비율	34.40	40.17	40.45	40.93	40.39
순부채비율	(14.96)	(12.94)	(13.17)	(15.21)	(17.86)
이자보상배율(배)	68.16	28.83	17.15	22.68	25.32

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	95.4	177.2	142.3	174.0	182.1
당기순이익	127.2	63.9	75.7	107.3	114.8
조정	6	10	7	7	7
감가상각비	41.3	61.6	66.9	67.1	67.5
외환거래손익	(0.3)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(46.2)	(23.1)	0.0	0.0	0.0
기타	11.2	(27.8)	(59.9)	(60.1)	(60.5)
영업활동 자산부채변동	(95.8)	13.5	(0.3)	(0.5)	(0.2)
투자활동 현금흐름	(98.4)	(124.2)	(112.3)	(98.6)	(87.5)
투자자산감소(증가)	(73.5)	(12.6)	(22.3)	(33.6)	(20.5)
자본증가(감소)	(70.7)	(119.7)	(90.0)	(65.0)	(67.0)
기타	45.8	8.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	8.6	(39.4)	(18.3)	(17.4)	(17.8)
금융부채증가(감소)	(2.6)	61.6	0.0	0.9	0.5
자본증가(감소)	3.9	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	18.3	(75.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(11.0)	(26.1)	(18.3)	(18.3)	(18.3)
현금의 증감	5.7	13.8	11.7	58.0	76.8
Unlevered CFO	213.0	188.5	149.1	188.8	205.6
Free Cash Flow	23.9	45.0	52.3	109.0	115.1

10) 신세계푸드(BUY, TP 10만원): 단기 실적보다는 내년을 기대

(1) 1Q21 Preview

적자 YoY 축소 예상

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,009억원(YoY -1.4%), -20억원(YoY 적자지속)으로 추정한다. 코로나19 기인한 기존 사업부(급식 및 식자재)의 부진 및 신규 사업 확대(가맹)로 상반기까지 실적 개선 폭은 제한적일 것으로 전망한다.

제조서비스(급식 및 레스토랑) 매출액은 YoY -5.0% 감소할 것으로 추정한다. 코로나19 기인한 급식 식수 감소 및 저마진 고객사 스크랩 등에 기인한다. 중장기 재택 활성화 및 최저임금 인상 흐름을 감안해 급식 사업은 캡티브 위주로 영위될 것으로 전망한다. ② 매입유통 매출은 YoY 3.0% 증가할 것으로 예상된다. 1분기 기준 ‘노브랜드버거’ 가맹점 수는 약 30여개로 파악된다. 하반기부터는 제조공장 마진 상승(패티, 양상추, 빵 등 납품)이 가시화될 것으로 판단한다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

신세계푸드 실적은 가맹점 확대에 따라 유의미한 개선이 기대된다. 가맹점 수에 비례해 로열티 수취와 제조 공장 가동률 상승(패티, 햄버거빵, 양상추 등 공급) 시너지가 기대되기 때문이다. 하나금융투자는 가맹점 수 100개 확대시 영업이익 80~100억원의 개선 효과를 추정한다. 월 평균 가맹 매출은 6천만원, 신세계푸드의 납품 원부자재 비율 35%를 가정했다. 물론 가맹점이 확대됨에 따라 제조 마진 개선 폭은 더욱 클 것이다. 실적 개선은 100개 가맹점 오픈이 마무리되는 올해 연말부터 본격화될 것이다. 내년/내후년은 상당히 유의미한 실적 개선세를 보여줄 것으로 판단한다. 내년이면 과거 연결 이익 수준인 300억원 체력을 회복할 것이며 내후년은 과거 Peak 이익 체력을 상회할 것으로 전망한다.

표 1. 신세계푸드 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	305.0	307.2	321.0	307.1	300.9	311.5	335.9	352.6	1,320.1	1,240.3	1,300.9
매입유통	173.9	177.1	181.6	189.7	179.1	184.2	196.1	205.6	692.0	722.3	765.1
제조서비스	128.2	132.6	139.8	141.3	121.7	127.3	139.8	147.0	613.0	541.8	535.8
YoY	-3.6%	-6.2%	-4.9%	-9.3%	-1.4%	1.4%	4.7%	14.8%	3.2%	-6.0%	4.9%
매입유통	3.2%	5.0%	3.7%	5.5%	3.0%	4.0%	8.0%	8.4%	13.0%	4.4%	5.9%
제조서비스	-13.3%	-12.4%	-11.8%	-9.0%	-5.0%	-4.0%	0.0%	4.0%	-7.9%	-11.6%	-1.1%
영업이익	(4.0)	2.4	4.5	4.8	(2.0)	3.5	6.5	8.0	22.2	7.7	16.0
YoY	TR	-66.2%	-28.1%	-12.7%	CR	43.0%	44.7%	68.3%	-19.0%	-65.1%	106.7%
OPM	-1.3%	0.8%	1.4%	1.5%	-0.7%	1.1%	1.9%	2.3%	1.7%	0.6%	1.2%
세전이익	(5.6)	0.1	1.9	(23.3)	(3.0)	2.5	5.5	6.0	4.6	(26.8)	11.0
YoY	TR	-97.8%	-68.6%	CR	CR	2573.8%	189.3%	TB	-66.2%	TR	TB
(지배)순이익	(4.3)	0.9	1.5	(20.0)	(2.3)	1.9	4.2	4.2	4.4	(22.0)	8.0
(%YoY)	TR	-72.9%	-68.2%	CR	CR	116.9%	186.1%	TB	-48.9%	TR	TB
NPM	-1.4%	0.3%	0.5%	-6.5%	-0.8%	0.6%	1.2%	1.2%	0.3%	-1.8%	0.6%

자료: 하나금융투자

신세계푸드 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,278.6	1,320.1	1,240.3	1,300.9	1,354.2
매출원가	1,112.2	1,147.4	1,081.7	1,131.8	1,171.4
매출총이익	166.4	172.7	158.6	169.1	182.8
판매비	139.0	150.5	150.9	153.1	154.4
영업이익	27.4	22.2	7.7	16.0	28.4
금융손익	(2.2)	(5.5)	(6.8)	(7.0)	(6.8)
중속/관계기업손익	(1.2)	0.1	(27.7)	2.0	3.0
기타영업외손익	(10.5)	(12.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	13.5	4.6	(26.8)	11.0	24.6
법인세	5.0	0.2	(4.8)	3.1	5.6
계속사업이익	8.5	4.4	(22.0)	8.0	19.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.5	4.4	(22.0)	8.0	19.0
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.5	4.4	(22.0)	8.0	19.0
지배주주지분포괄이익	4.7	2.3	(22.0)	8.0	19.0
NOPAT	17.2	21.1	6.3	11.6	21.9
EBITDA	63.7	74.8	59.9	68.2	80.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.89	3.25	(6.04)	4.89	4.10
NOPAT증가율	(29.22)	22.67	(70.14)	84.13	88.79
EBITDA증가율	(4.78)	17.43	(19.92)	13.86	18.48
영업이익증가율	(8.05)	(18.98)	(65.32)	107.79	77.50
(지배주주)순이익증가율	(58.74)	(48.24)	적전	흑전	137.50
EPS증가율	(58.71)	(48.86)	적전	흑전	138.36
수익성(%)					
매출총이익률	13.01	13.08	12.79	13.00	13.50
EBITDA이익률	4.98	5.67	4.83	5.24	5.97
영업이익률	2.14	1.68	0.62	1.23	2.10
계속사업이익률	0.66	0.33	(1.77)	0.61	1.40

투자지표

	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,198	1,124	(5,674)	2,057	4,903
BPS	81,840	81,374	74,950	76,257	80,411
CFPS	20,276	23,331	8,327	18,124	21,644
EBITDAPS	16,462	19,314	15,480	17,608	20,869
SPS	330,169	340,894	320,273	335,929	349,698
DPS	750	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	38.85	62.54	(11.51)	34.91	14.64
PBR	1.04	0.86	0.87	0.94	0.89
PCFR	4.21	3.01	7.84	3.96	3.32
EV/EBITDA	7.35	6.59	7.47	6.55	5.39
PSR	0.26	0.21	0.20	0.21	0.21
재무비율(%)					
ROE	2.69	1.38	(7.26)	2.72	6.26
ROA	1.40	0.64	(3.07)	1.13	2.63
ROIC	4.21	4.33	1.19	2.20	4.14
부채비율	97.21	132.71	140.57	140.78	135.70
순부채비율	43.47	69.92	81.53	79.80	72.08
이자보상배율(배)	8.79	3.72	1.00	2.08	3.70

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	214.5	283.9	252.2	264.9	286.4
금융자산	6.6	43.1	25.9	27.6	39.3
현금성자산	6.5	23.8	7.7	8.5	19.6
매출채권	99.9	111.6	104.8	109.9	114.4
재고자산	97.5	121.7	114.3	119.9	124.9
기타유동자산	10.5	7.5	7.2	7.5	7.8
비유동자산	410.4	449.4	446.0	446.2	447.5
투자자산	31.1	17.6	16.5	17.3	18.0
금융자산	29.2	15.5	14.6	15.3	15.9
유형자산	311.0	307.2	306.2	306.6	308.3
무형자산	60.1	62.9	61.7	60.6	59.6
기타비유동자산	8.2	61.7	61.6	61.7	61.6
자산총계	625.0	733.3	698.2	711.0	733.9
유동부채	186.7	260.5	251.6	258.4	264.3
금융부채	43.9	126.6	125.8	126.4	127.0
매입채무	46.7	48.5	45.5	47.7	49.7
기타유동부채	96.1	85.4	80.3	84.3	87.6
비유동부채	121.4	157.6	156.4	157.3	158.2
금융부채	100.5	136.8	136.8	136.8	136.8
기타비유동부채	20.9	20.8	19.6	20.5	21.4
부채총계	308.1	418.2	408.0	415.7	422.5
지배주주지분	316.9	315.1	290.2	295.3	311.4
자본금	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
자본조정	(1.9)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타포괄이익누계액	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	229.3	227.8	202.9	207.9	224.0
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	316.9	315.1	290.2	295.3	311.4
순금융부채	137.8	220.3	236.6	235.6	224.4

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	30.0	28.8	35.5	56.2	67.9
당기순이익	8.5	4.4	(22.0)	8.0	19.0
조정	6	8	5	5	5
감가상각비	36.4	52.6	52.3	52.2	52.4
외환거래손익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	(31.5)	(45.0)	(47.3)	(47.2)	(47.4)
영업활동 자산부채변동	(36.2)	(51.9)	5.2	(4.0)	(3.5)
투자활동 현금흐름	(82.7)	(63.3)	(47.9)	(53.1)	(54.5)
투자자산감소(증가)	6.5	13.6	1.1	(0.8)	(0.7)
자본증가(감소)	(78.6)	(53.9)	(50.0)	(51.5)	(53.0)
기타	(10.6)	(23.0)	1.0	(0.8)	(0.8)
재무활동 현금흐름	7.9	51.8	(3.8)	(2.3)	(2.3)
금융부채증가(감소)	10.9	119.0	(0.9)	0.7	0.6
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	(64.3)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
현금의 증감	(44.7)	17.3	(16.1)	0.8	11.1
Unlevered CFO	78.5	90.3	32.2	70.2	83.8
Free Cash Flow	(52.2)	(40.5)	(14.5)	4.7	14.8

11) 콜마비엔에이치(BUY, TP 8.5만원): 중국 '애틀미' 수출 호조

(1) 1Q21 Preview

국내도 좋지않 수출이 더 좋아

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,486억원(YoY +15.1%), 268억원(YoY +10.9%)으로 추정한다. 수출이 분기 성장을 견인할 것으로 파악된다. 1~2월 '애틀미' 중국 수출액은 200억원을 상회한 것으로 파악된다. 3월 수출 실적까지 합산된다면 QoQ 유의미한 성장이 전망된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6,957억원(YoY +14.6%), 1,292억원(YoY +18.4%)으로 추정한다. ① 중국에서 애틀미 판매가 본격화 되면서 콜마비엔에이치의 전사 실적을 견인할 것으로 전망한다. 올해 콜마비엔에이치의 중국 수출액은 YoY 114% 성장한 1,500억원으로 예상된다. 올해 1분기 기준 애틀미 회원수가 500만명까지 증가한 것으로 파악되며, 인당 판매 금액 한도가 상향될 것으로 전망되기 때문이다. 건강기능식품 및 화장품 이외의 다른 품목(생활용품 등)으로 포트폴리오 확장도 긍정적이다. ② '강소콜마'도 올해부터 가동이 본격화된다. 연간 3~500억원의 신규 매출이 발생될 것으로 예상된다. ③ 국내는 코로나 19 기인한 높은 베이스가 부담이나 건기 시장 호황이 지속되고 있다. 여주 개별인정형 승인이 완료되었으며 네 개 품목이 추가 승인 받을 예정이다.

표 1. 콜마비엔에이치 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	129.1	174.4	146.3	157.1	148.6	200.0	171.2	175.8	438.9	606.9	695.7
① 본사	111.2	154.2	129.6	141.4	132.9	180.9	153.3	164.5	384.5	536.4	631.6
-식품	79.8	105.6	87.2	94.4	92.5	127.8	106.6	115.0	253.6	367.0	441.9
-화장품	31.4	48.5	42.4	47.0	40.4	53.1	46.7	49.5	130.6	169.3	189.7
② 근오농림	8.6	10.2	5.4	11.2	9.4	11.2	5.9	12.3	36.1	35.4	38.9
③ 에치엔지	24.6	30.7	22.9	20.0	24.6	30.7	22.9	20.0	73.2	98.2	98.2
YoY	21.2%	49.8%	35.2%	45.8%	15.1%	14.7%	17.0%	12.0%	13.6%	38.3%	14.6%
① 본사	19.7%	50.9%	34.7%	51.8%	19.5%	17.3%	18.3%	16.3%	14.4%	39.5%	17.7%
-식품	39.8%	56.9%	37.1%	43.9%	15.9%	21.0%	22.2%	21.8%	25.9%	44.7%	20.4%
-화장품	-12.0%	39.4%	30.5%	70.3%	28.6%	9.5%	10.1%	5.4%	-2.8%	29.6%	12.0%
② 근오농림	17.4%	-12.1%	-22.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	79.6%	-2.0%	10.0%
③ 에치엔지	36.0%	63.3%	36.3%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	34.2%	0.0%
영업이익	24.1	35.5	23.1	26.4	26.8	37.6	32.6	32.3	74.1	109.2	129.2
YoY	44.3%	79.1%	32.5%	31.5%	10.9%	5.8%	40.9%	22.3%	26.5%	47.4%	18.4%
OPM	18.7%	20.3%	15.8%	16.8%	18.0%	18.8%	19.0%	18.4%	16.9%	18.0%	18.6%
① 본사	20.3	29.7	20.8	20.0	23.3	32.6	27.6	27.3	63.2	90.8	110.7
② 근오농림	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	(0.4)	0.0
③ 에치엔지	3.5	5.0	2.0	5.0	3.5	5.0	4.0	4.0	9.7	15.5	16.5
세전이익	24.0	36.2	23.3	26.2	27.4	39.2	34.2	33.9	72.1	109.7	134.6
YoY	42.2%	79.9%	28.1%	55.0%	13.9%	8.3%	47.0%	29.3%	12.2%	52.2%	22.7%
지배순이익	18.4	27.5	18.2	16.3	20.9	29.5	25.7	25.1	54.5	80.5	101.1
YoY	38.1%	77.8%	33.1%	36.3%	13.0%	7.0%	41.4%	53.9%	12.7%	47.7%	25.7%
NPM	14.3%	15.8%	12.4%	10.4%	14.0%	14.7%	15.0%	14.3%	12.4%	13.3%	14.5%

자료: 하나금융투자

콜마비엔에이지 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	386.4	438.9	606.9	695.7	800.0
매출원가	309.3	343.9	464.3	531.5	609.6
매출총이익	77.1	95.0	142.6	164.2	190.4
판매비	18.5	20.9	33.5	35.0	40.0
영업이익	58.5	74.1	109.2	129.2	150.4
금융손익	3.8	(2.3)	0.5	1.0	1.6
중속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	0.0	4.4	5.0
기타영업외손익	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	64.2	72.1	109.7	134.6	157.0
법인세	14.9	17.3	29.6	32.4	39.3
계속사업이익	49.3	54.8	80.1	102.1	117.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	49.3	54.8	80.1	102.1	117.7
비배주주지분 손익	1.0	0.3	(0.4)	1.0	1.2
지배주주순이익	48.4	54.5	80.5	101.1	116.5
지배주주지분포괄이익	48.2	53.7	79.7	101.6	117.1
NOPAT	45.0	56.3	79.7	98.1	112.7
EBITDA	62.7	79.3	116.6	138.8	162.1
성장성(%)					
매출액증가율	14.45	13.59	38.28	14.63	14.99
NOPAT증가율	14.80	25.11	41.56	23.09	14.88
EBITDA증가율	20.11	26.48	47.04	19.04	16.79
영업이익증가율	19.88	26.67	47.37	18.32	16.41
(지배주주)순이익증가율	5.68	12.60	47.71	25.59	15.23
EPS증가율	5.68	12.65	47.72	25.66	15.19
수익성(%)					
매출총이익률	19.95	21.65	23.50	23.60	23.80
EBITDA이익률	16.23	18.07	19.21	19.95	20.26
영업이익률	15.14	16.88	17.99	18.57	18.80
계속사업이익률	12.76	12.49	13.20	14.68	14.71

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	151.8	207.4	286.6	372.6	477.6
금융자산	60.5	102.8	142.0	206.8	287.0
현금성자산	29.2	59.6	89.9	150.1	224.7
매출채권	40.7	39.7	54.9	63.0	72.4
재고자산	38.5	48.6	67.2	77.0	88.5
기타유동자산	12.1	16.3	22.5	25.8	29.7
비유동자산	139.8	179.0	208.5	236.7	264.8
투자자산	30.4	30.2	32.1	33.2	34.4
금융자산	30.1	26.6	27.2	27.5	27.9
유형자산	87.3	122.6	150.2	177.4	204.3
무형자산	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
기타비유동자산	5.2	9.0	9.0	8.9	8.9
자산총계	291.5	386.4	495.1	609.3	742.5
유동부채	81.5	116.1	151.3	170.2	192.5
금융부채	10.6	12.7	13.1	13.7	14.3
매입채무	54.8	80.7	111.6	128.0	147.2
기타유동부채	16.1	22.7	26.6	28.5	31.0
비유동부채	3.5	15.7	16.6	17.1	17.7
금융부채	0.2	13.2	13.2	13.2	13.2
기타비유동부채	3.3	2.5	3.4	3.9	4.5
부채총계	85.0	131.8	167.9	187.3	210.2
지배주주지분	204.6	252.5	325.5	419.2	528.4
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	166.9	214.5	287.6	381.3	490.4
비배주주지분	1.9	2.1	1.7	2.8	3.9
자본총계	206.5	254.6	327.2	422.0	532.3
순금융부채	(49.6)	(76.9)	(115.7)	(179.9)	(259.4)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,637	1,844	2,724	3,423	3,943
BPS	6,933	8,549	11,023	14,196	17,889
CFPS	1,695	2,207	3,934	4,835	5,645
EBITDAPS	2,122	2,684	3,945	4,697	5,487
SPS	13,078	14,856	20,542	23,547	27,079
DPS	200	250	250	250	250
주가지표(배)					
PER	12.19	15.05	19.05	15.83	13.75
PBR	2.88	3.25	4.71	3.82	3.03
PCFR	11.77	12.57	13.19	11.21	9.60
EV/EBITDA	8.64	9.40	15.17	12.28	10.03
PSR	1.53	1.87	2.53	2.30	2.00
재무비율(%)					
ROE	25.89	23.84	27.85	27.16	24.59
ROA	17.18	16.07	18.26	18.31	17.23
ROIC	39.15	38.04	44.88	46.89	47.10
부채비율	41.16	51.79	51.31	44.39	39.49
순부채비율	(24.04)	(30.19)	(35.35)	(42.64)	(48.74)
이자보상배율(배)	209.69	213.42	221.27	257.28	292.68

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	22.0	78.2	83.1	109.4	126.7
당기순이익	49.3	54.8	80.1	102.1	117.7
조정	0	1	1	1	1
감가상각비	4.1	5.2	7.4	9.6	11.7
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(2.9)	(4.3)	(6.4)	(8.6)	(10.7)
영업활동 자산부채변동	(31.1)	10.8	(4.3)	(2.3)	(2.7)
투자활동 현금흐름	(2.7)	(49.7)	(45.8)	(42.5)	(45.3)
투자자산감소(증가)	(17.3)	0.2	(1.9)	(1.0)	(1.2)
자본증가(감소)	(9.4)	(33.5)	(35.0)	(36.8)	(38.6)
기타	24.0	(16.4)	(8.9)	(4.7)	(5.5)
재무활동 현금흐름	(24.5)	1.8	(7.0)	(6.8)	(6.7)
금융부채증가(감소)	(4.8)	15.1	0.4	0.6	0.7
자본증가(감소)	(7.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.2)	(7.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.0)	(5.9)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
현금의 증감	(5.2)	30.4	30.3	60.1	74.7
Unlevered CFO	50.1	65.2	116.2	142.8	166.8
Free Cash Flow	12.4	40.6	48.1	72.7	88.1

12) 노바렉스(BUY, TP 5.3만원, 상향): 호실적 예상

(1) 1Q21 Preview

시황 여전히 좋아

1분기 매출액 및 영업이익을 각각 614억원(YoY +22.7%), 71억원(YoY +29.0%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 코로나19 기인한 건기 시황 호조가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 작년 4분기부터 반영되기 시작한 ‘락티움’과 ‘루테인’이 성장을 견인하고 있는 것으로 파악된다. 개별인정형 매출 비중이 상승하면서 전사 마진도 전년 대비 개선될 것으로 예상된다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 오송 공장 증설 완공으로 연간 Capa는 기존 2천억원에서 4천억원으로 증가한다. 오송 공장은 7월부터 시가동을 시작할 예정이다. 신공장의 자동화 설비 감산시 매출 및 이익도 하반기 갈수록 가파른 개선세를 보여줄 것으로 기대한다. 목표주가는 실적 추정치를 상향 조정해 기존 4.5만원에서 5.3만원으로 상향 조정한다.

표 1. 노바렉스 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	50.0	60.5	57.2	55.1	61.4	77.2	76.7	69.4	159.1	222.8	284.6
YoY	63.1%	49.0%	33.0%	23.0%	22.7%	27.6%	34.2%	25.8%	48.3%	40.1%	27.7%
영업이익	5.5	6.9	7.4	7.2	7.1	9.3	10.0	8.3	16.3	27.0	34.6
YoY	102.7%	58.5%	55.6%	60.5%	29.0%	34.1%	34.3%	15.8%	43.9%	65.6%	28.2%
OPM	10.9%	11.4%	13.0%	13.0%	11.5%	12.0%	13.0%	12.0%	10.2%	12.1%	11.0%
세전이익	5.5	7.1	7.7	6.6	7.3	9.5	10.1	8.4	17.0	26.8	35.2
YoY	65.0%	71.3%	59.3%	38.5%	31.3%	34.1%	31.5%	28.6%	48.1%	57.5%	31.4%
지배순이익	6.1	5.9	6.4	6.7	6.1	7.9	8.3	6.7	14.7	25.1	29.0
YoY	122.2%	69.1%	60.4%	49.0%	0.1%	34.7%	28.1%	0.5%	54.9%	71.1%	15.5%
NPM	12.2%	9.8%	11.3%	12.2%	9.9%	10.3%	10.8%	9.7%	9.2%	11.3%	10.2%

자료: 하나금융투자

표 2. 적정주가 5.3만원 도출

구분	21F	22F	비고
EPS(원)	3,222	4,010	
Target PER		14	필수소비재 역사적 밴드 중단 값
Target Price(원)		53,000	시간 가중평균, 적정 주가 5.3만원 산출

자료: 하나금융투자

노바렉스 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	107.3	159.1	222.8	284.6	355.8
매출원가	86.6	130.5	181.6	231.4	288.2
매출총이익	20.7	28.6	41.2	53.2	67.6
판매비	9.3	12.3	14.2	18.6	24.9
영업이익	11.3	16.3	27.0	34.6	42.7
금융손익	0.4	0.6	0.1	0.1	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.3)	0.4	0.5
기타영업외손익	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	11.5	17.0	26.8	35.2	43.4
법인세	2.3	2.5	1.8	6.2	7.3
계속사업이익	9.2	14.5	25.0	29.0	36.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.2	14.5	25.0	29.0	36.1
비배주주지분 손익	(0.3)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	9.5	14.7	25.1	29.0	36.1
지배주주지분포괄이익	8.7	14.4	25.3	29.4	36.6
NOPAT	9.0	13.9	25.2	28.6	35.5
EBITDA	13.1	19.0	31.3	39.9	48.9
성장성(%)					
매출액증가율	32.63	48.28	40.04	27.74	25.02
NOPAT증가율	9.76	54.44	81.29	13.49	24.13
EBITDA증가율	14.91	45.04	64.74	27.48	22.56
영업이익증가율	14.14	44.25	65.64	28.15	23.41
(지배주주)순이익증가율	17.28	54.74	70.75	15.54	24.48
EPS증가율	11.03	38.71	70.87	15.40	24.46
수익성(%)					
매출총이익률	19.29	17.98	18.49	18.69	19.00
EBITDA이익률	12.21	11.94	14.05	14.02	13.74
영업이익률	10.53	10.25	12.12	12.16	12.00
계속사업이익률	8.57	9.11	11.22	10.19	10.15

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,178	1,634	2,792	3,222	4,010
BPS	8,766	10,195	12,810	15,855	19,689
CFPS	1,470	2,071	3,440	4,471	5,484
EBITDAPS	1,627	2,114	3,473	4,427	5,429
SPS	13,318	17,671	24,749	31,613	39,516
DPS	200	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	13.46	12.30	13.95	12.76	10.25
PBR	1.81	1.97	3.04	2.59	2.09
PCFR	10.78	9.71	11.32	9.19	7.49
EV/EBITDA	8.17	9.10	11.76	8.90	6.86
PSR	1.19	1.14	1.57	1.30	1.04
재무비율(%)					
ROE	14.51	17.23	24.27	22.48	22.56
ROA	10.66	11.28	14.44	13.48	13.74
ROIC	25.72	23.50	28.53	26.85	29.16
부채비율	34.43	68.02	68.06	65.82	63.06
순부채비율	(45.20)	(8.60)	(9.26)	(16.57)	(24.28)
이자보상배율(배)	0.00	389.16	320.51	407.05	496.94

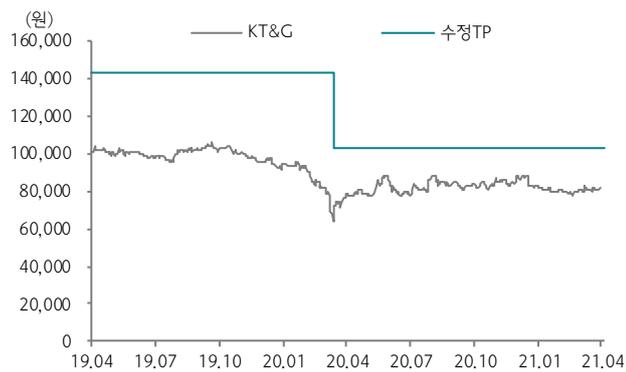
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	64.0	80.0	103.2	135.9	178.1
금융자산	35.7	29.6	32.6	45.8	65.4
현금성자산	35.6	29.5	32.5	45.6	65.2
매출채권	14.1	23.9	33.5	42.7	53.4
재고자산	13.2	25.6	35.8	45.8	57.2
기타유동자산	1.0	0.9	1.3	1.6	2.1
비유동자산	42.3	74.4	90.6	100.8	110.9
투자자산	4.9	5.0	5.5	6.0	6.5
금융자산	4.9	5.0	5.5	6.0	6.5
유형자산	31.1	58.5	74.3	84.1	93.7
무형자산	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3
기타비유동자산	5.0	9.4	9.3	9.3	9.4
자산총계	106.3	154.4	193.7	236.7	289.0
유동부채	26.0	38.9	53.8	68.3	85.1
금융부채	0.0	0.5	0.8	1.0	1.2
매입채무	14.7	20.7	29.0	37.0	46.3
기타유동부채	11.3	17.7	24.0	30.3	37.6
비유동부채	1.2	23.6	24.6	25.6	26.7
금융부채	0.0	21.2	21.2	21.2	21.2
기타비유동부채	1.2	2.4	3.4	4.4	5.5
부채총계	27.2	62.5	78.5	93.9	111.7
지배주주지분	78.9	91.8	115.4	142.8	177.3
자본금	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
자본조정	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	42.5	55.3	78.9	106.3	140.8
비지배주주지분	0.2	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	79.1	91.9	115.3	142.7	177.2
순금융부채	(35.7)	(7.9)	(10.7)	(23.7)	(43.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	7.4	(1.3)	24.8	29.9	37.3
당기순이익	9.2	14.5	25.0	29.0	36.1
조정	0	(0)	0	1	1
감가상각비	1.8	2.7	4.3	5.2	6.2
외환거래손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.7)	(2.7)	(4.3)	(4.2)	(5.2)
영업활동 자산부채변동	(5.5)	(15.2)	(4.4)	(4.3)	(5.0)
투자활동 현금흐름	(12.2)	(22.4)	(20.5)	(15.5)	(16.3)
투자자산감소(증가)	(3.4)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
자본증가(감소)	(9.0)	(20.9)	(20.0)	(15.0)	(15.8)
기타	0.2	(1.4)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	18.6	17.6	(1.4)	(1.4)	(1.3)
금융부채증가(감소)	0.0	21.7	0.2	0.2	0.2
자본증가(감소)	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	(2.5)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
현금의 증감	13.9	(6.1)	2.9	13.1	19.7
Unlevered CFO	11.8	18.6	31.0	40.3	49.4
Free Cash Flow	(1.5)	(22.2)	4.8	14.9	21.6

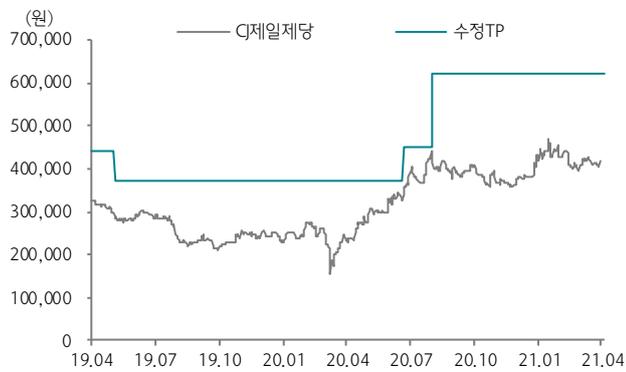
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



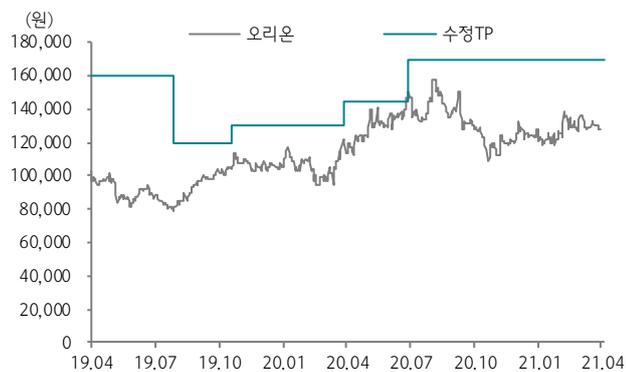
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.25	BUY	103,000	-	-
19.4.15	1년 경과			
18.4.15	BUY	143,000	-28.18%	-22.73%

C제일제당



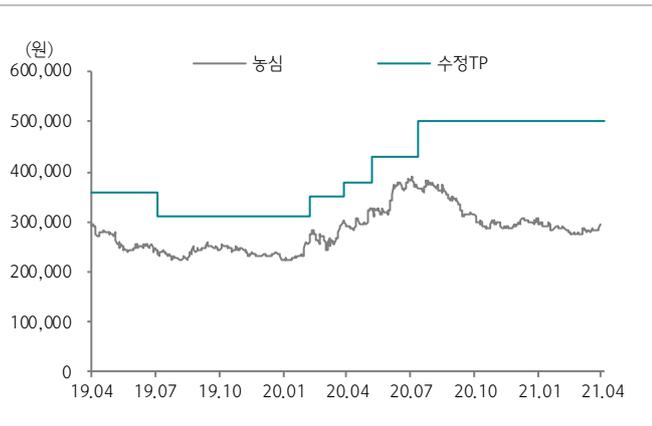
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	620,000		
20.7.1	BUY	450,000	-14.02%	-1.44%
20.5.14	1년 경과			
19.5.14	BUY	370,000	-32.09%	-18.51%
19.5.10	1년 경과			
18.5.10	BUY	440,000	-23.56%	-13.30%

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%
19.5.4	1년 경과			
18.5.4	BUY	160,000	-27.83%	-3.13%

농심



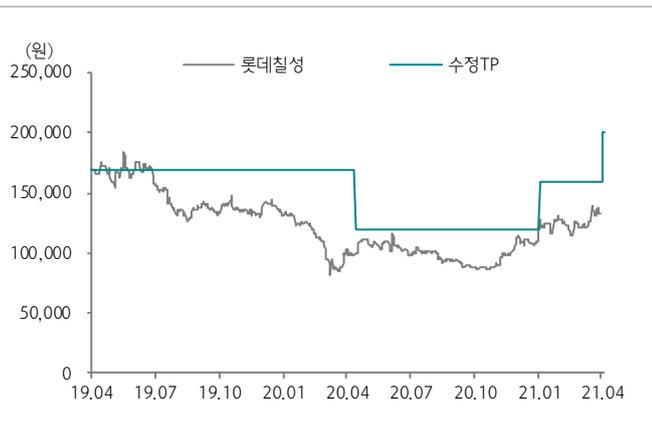
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.23	BUY	500,000		
20.5.18	BUY	430,000	-18.03%	-8.95%
20.4.7	BUY	380,000	-21.39%	-14.47%
20.2.18	BUY	350,000	-22.84%	-13.43%
19.7.16	BUY	310,000	-23.19%	-16.13%
18.10.10	BUY	360,000	-26.87%	-12.92%

하이트진로



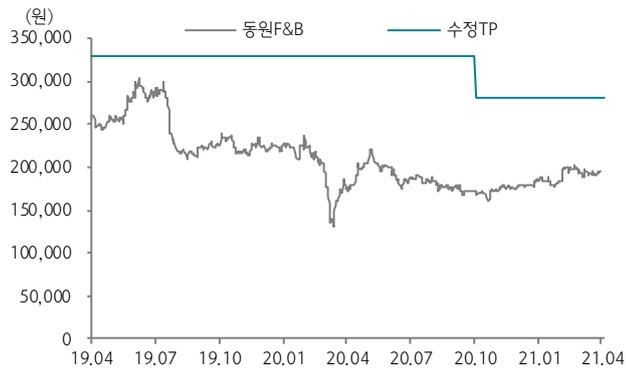
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	48,000		
20.4.7	BUY	36,000	2.57%	27.50%
19.10.15	BUY	30,000	-5.16%	9.17%
19.3.27	BUY	24,000	-9.34%	15.00%

롯데칠성



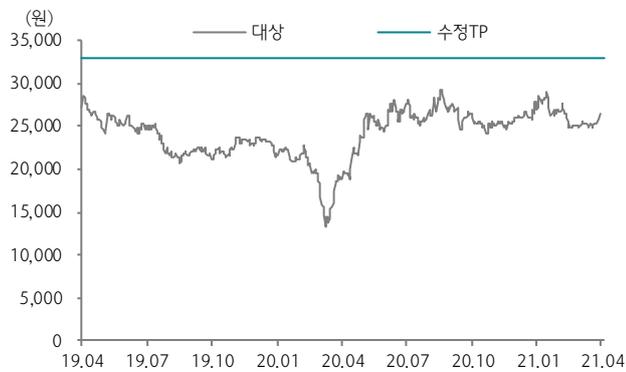
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.13	BUY	200,000		
21.1.13	BUY	160,000	-21.53%	-13.13%
20.11.25	BUY	120,000	-10.69%	-2.08%
20.4.23	Neutral	120,000	-17.63%	-2.50%
19.7.10	Neutral	170,000	-24.58%	-7.35%
18.11.16	BUY	170,000	-6.31%	8.41%

동원F&B



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

대상



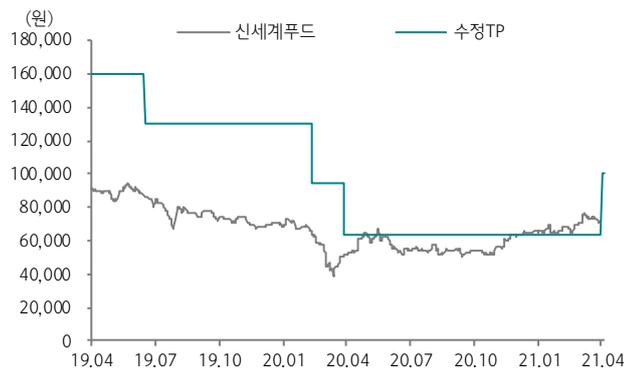
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.26	BUY	33,000		

현대그린푸드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.7	BUY	10,000		
19.11.5	1년 경과			
18.11.5	BUY	16,000	-18.41%	-6.25%

신세계푸드



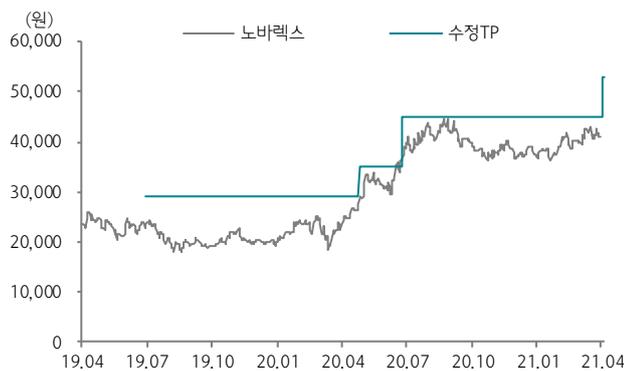
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.12	BUY	100,000	-	-
21.4.7	1년 경과			
20.4.7	BUY	63,000	-4.99%	21.59%
20.2.21	BUY	95,000	-46.49%	-33.47%
19.6.27	BUY	130,000	-43.29%	-33.92%
18.11.5	BUY	160,000	-43.31%	-36.25%

콜마비엔에이치



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

노바렉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.13	BUY	53,000		
20.7.6	BUY	45,000	-11.87%	-0.56%
20.5.6	BUY	35,000	-8.15%	4.00%
20.5.4	담당자 변경		-	-
19.7.10	BUY	29,000	-26.23%	-8.45%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

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

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.85%	6.15%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 4월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2021년 4월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

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.