

2022. 5. 6



▲ 음식료

Analyst **김정욱**
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

하이트진로(000080)	Buy	48,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	57,000원

관심종목

오리온(271560)	Buy	160,000원
롯데칠성(005300)	Buy	230,000원

음식료

실적판단: 인플레이보다는 리오프닝

- ✓ 하이트진로: 리오프닝 환경 속 유흥 매출 회복에 따른 이익 성장 가시성 확대
- ✓ CJ프레시웨이: 21년 구조조정 마무리와 외식소비심리 회복에 따른 수혜 예상
- ✓ 롯데칠성: 제로 탄산 고성장, 유흥시장 회복 및 가정용 PET 제품 판매 호조
- ✓ 오리온: 중국/러시아의 대외 불확실성 환경 속, 수익성 방어 및 저가 매력 부각

[하이트진로] 1Q22 실적은 매출액 5,698억원(+6.5% YoY), 영업이익 530억원(+0.1% YoY)으로 컨센서스 545억원에 부합할 것으로 전망한다. 원재료 상승 부담이 제한적인 가운데, 맥주 두 자리 수, 소주 높은 한 자리 수 성장할 것으로 예상된다. 1분기 맥주 부문은 10% 성장세를 보일 것으로 전망한다. 2~3월 확진자가 급증하는 비우호적인 외부환경에도 유흥시장 업황 회복과 3월 가격 인상에 따른 가수요 발생으로 양호한 매출 성장이 예상되기 때문이다. 1분기 소주 부문은 7~8% 성장세를 보일 것으로 전망한다. 2월 소주 가격 인상을 앞둔 가수요와 3월 가수요 제거 영향이 혼재된 상황으로, 2~3월 확진자 급증의 외부환경 고려 시 양호한 매출 성장을 할 것으로 판단한다.

[CJ프레시웨이] 1Q22 실적은 매출액 5,566억원(+1.9% YoY), 영업이익 88억원(+180.8% YoY)으로 컨센서스 95억원에 부합할 것으로 전망한다. 1월 실적 호조 이후 2~3월 급격한 확진자 증가로 급식 매출 영향은 불가피할 것으로 보이나, 식자재 유통 매출은 양호한 흐름을 보여줄 것으로 판단한다. 1분기를 저점으로 연간으로 양호한 실적 성장세가 전망된다. 식자재 유통 부문은 1월 실적 호조 이후 2~3월 코로나 확진자 폭증에 따른 성장 둔화 우려가 있는 상황이나, 견조한 실적 흐름을 이어나가고 있는 것으로 파악된다. 급식 부문은 2월~3월 확진자 증가에 따른 사업체 재택근무 확산으로 식수회복은 예상대비 부진할 것으로 예상된다.

[롯데칠성] 1Q22 실적은 매출액 6,263억원(+16.2% YoY), 영업이익 597억원(+84.9% YoY) 성장하며 영업이익 기준 컨센서스 443억원을 +34.8% 상회하는 실적 서프라이즈 달성했다. 음료부문의 제로 탄산 고성장과 주류부문의 유흥시장 회복 및 가정용 PET 제품 판매 호조에 따른 매출 고성장으로 원부자재 상승 부담에도 불구하고 호실적 달성했다. 2분기 거리두기 완화에 따른 유흥시장 주류 매출 본격 회복과 음료 부문은 성수기 도래 효과가 점진적으로 반영될 것으로 전망한다.

하이트진로 (000080)

Buy, TP 48,000원

1Q22 영업이익 530억원 전망

1Q22 실적은 매출액 5,698억원(+6.5% YoY), 영업이익 530억원(+0.1% YoY)으로 컨센서스 545억원에 부합할 것으로 전망한다. 원재료 상승 부담이 제한적인 가운데, 맥주 두 자리 수, 소주 높은 한 자리 수 성장할 것으로 예상된다.

1분기 맥주 부문은 10% 성장세를 보일 것으로 전망한다. 2~3월 확진자가 급증하는 비우호적인 외부환경에도 유흥시장 업황 회복과 3월 가격 인상에 따른 가수요 발생으로 양호한 매출 성장이 예상되기 때문이다. 4월은 전월의 가수요 효과로 일시적인 매출 감소 가능성이 있으나, 거리두기 규제가 본격 완화되는 긍정적 요인도 존재되어 있는 상황으로, 2분기에는 전체로 억눌렸던 소비가 올라오는 효과를 기대한다. 원재료 상승 부담은 제한적인데, 연 단위 계약 구조하에 전년도 저가 환경 선구매 전략으로 1년 정도의 재고를 비축하고 있는 상황이다.

1분기 소주 부문은 7~8% 성장세를 보일 것으로 전망한다. 2월 소주 가격 인상을 앞둔 가수요와 3월 가수요 제거 영향이 존재된 상황으로, 2~3월 확진자 급증의 외부환경 고려 시 양호한 매출 성장을 할 것으로 판단한다. 원가 부담은 주정 가격 상승 분을 감안한 가격 인상으로 대응하고 있다. 지방 소주의 경쟁력 약화와 수도권 내 동사 제품의 브랜드 선호도 지속 확대로 60% 후반 점유율 유지하고 있으며, 연내 소폭의 상승도 기대한다. 맥주 점유율 상승을 위한 마케팅 비용 집중이 예상된다.

투자의견 Buy와 적정주가 48,000원을 유지한다. 리오프닝 환경 속 유흥 매출 회복에 따른 이익 성장 가능성이 확대되고 있으며, 수도권 매출 회복으로 연간 맥주 점유율의 상승도 기대해 볼 수 있는 국면이라고 판단한다.

표1 하이트진로 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	5,351	5,655	5,574	5,449	22,029	5,698	6,026	5,947	5,790	23,461	25,001
맥주	1,741	1,935	2,044	1,583	7,302	1,915	2,128	2,248	1,741	8,032	8,835
소주	3,232	3,269	3,058	3,364	12,923	3,394	3,433	3,211	3,532	13,569	14,247
생수	229	289	311	280	1,110	241	304	326	294	1,165	1,223
기타	149	161	162	223	695	149	161	162	223	695	695
(% YoY)	0.2	-2.8	-10.7	5.5	-2.4	6.5	6.6	6.7	6.2	6.5	6.6
맥주	-3.3	-9.8	-16.3	-8.7	-10.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
소주	1.3	0.6	-8.7	9.2	0.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
생수	-4.3	5.6	5.2	17.8	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	39.0	10.0	3.5	92.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	529	426	449	337	1,741	530	523	677	623	2,353	3,022
맥주	82	59	96	-60	177	134	128	292	192	745	1,262
소주	448	384	308	360	1,500	407	395	353	441	1,597	1,748
생수	12	-3	38	9	57	12	7	13	7	39	41
기타	6	11	14	2	32	-6	-1	14	-4	3	3
조정 및 제거	-18	-26	-7	26	-25	-18	-5	5	-13	-31	-31
(% YoY)	-5.7	-21.2	-30.3	41.2	-12.3	0.1	22.7	50.8	84.9	35.1	28.5
맥주	-7.5	-50.7	-49.5	적전	-56.4	63.6	115.2	205.5	흑전	321.7	69.3
소주	-3.3	-0.2	-31.3	52.5	-2.1	-9.1	2.7	14.6	22.7	6.4	9.5
생수	259.6	적전	78.9	53.7	-4.9	2.8	흑전	-65.6	-31.2	-31.2	5.0
기타	1240.6	66971.7	183.1	흑전	흑전	적전	적전	1.5	적전	-91.5	0.0
영업이익률(%)	9.9	7.5	8.0	6.2	7.9	6.3	6.1	12.7	10.8	10.0	12.1
맥주	4.7	3.1	4.7	-3.8	2.4	7.0	6.0	13.0	11.0	9.3	14.3
소주	13.9	11.8	10.1	10.7	11.6	12.0	11.5	11.0	12.5	11.8	12.3
생수	5.2	-0.9	12.3	3.4	5.1	5.1	2.4	4.0	2.2	3.4	3.4
기타	3.8	6.9	8.4	0.8	4.6	-3.9	-0.8	8.5	-1.8	0.4	0.4
지배순익	291	237	134	55	717	288	282	395	366	1,330	1,837
(% YoY)	-12.9	-32.0	-58.5	-140.0	-17.3	-1.1	18.9	194.9	559.9	85.4	38.1
순이익률(%)	5.4	4.2	2.4	1.0	3.3	5.1	4.7	6.6	6.3	5.7	7.3

자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 (000080)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,256.3	2,202.9	2,346.1	2,500.1	2,665.8
매출액증가율 (%)	10.9	-2.4	6.5	6.6	6.6
매출원가	1,281.3	1,276.5	1,352.4	1,433.6	1,520.6
매출총이익	975.0	926.4	993.7	1,066.5	1,145.2
판매관리비	776.5	752.3	758.5	764.3	765.4
영업이익	198.5	174.1	235.3	302.2	379.8
영업이익률	8.8	7.9	10.0	12.1	14.2
금융손익	-44.8	-31.5	-52.1	-52.1	-52.1
중속/관계기업손익	-7.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.1	-37.0	-7.7	-7.7	-7.7
세전계속사업이익	123.6	103.3	175.5	242.4	320.0
법인세비용	37.0	31.5	42.5	58.7	77.5
당기순이익	86.6	71.8	133.0	183.7	242.6
지배주주지분 손익	86.7	71.7	133.0	183.7	242.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	382.8	622.3	261.8	319.7	385.9
당기순이익(손실)	86.6	71.8	133.0	183.7	242.6
유형자산상각비	149.7	134.6	66.5	70.3	73.8
무형자산상각비	10.2	10.5	8.3	7.8	7.3
운전자본의 증감	11.8	341.9	54.0	57.9	62.2
투자활동 현금흐름	-141.1	-316.5	-145.6	-146.7	-148.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-151.2	-134.3	-130.0	-130.0	-130.0
투자자산의 감소(증가)	-8.8	0.9	-1.5	-1.7	-1.8
재무활동 현금흐름	-116.6	-101.3	-154.9	-154.9	-254.8
차입금의 증감	-67.4	-40.2	-99.0	-99.0	-198.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.3	205.3	-38.7	18.1	-16.9
기초현금	144.2	264.5	469.8	431.1	449.3
기말현금	264.5	469.8	431.1	449.3	432.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	899.4	1,304.3	1,317.8	1,391.9	1,435.1
현금및현금성자산	264.5	469.8	431.1	449.3	432.4
매출채권	342.8	345.4	366.9	390.1	415.0
재고자산	187.8	187.6	199.3	211.8	225.4
비유동자산	2,398.4	2,326.7	2,383.4	2,437.0	2,487.7
유형자산	1,997.3	1,953.5	2,017.0	2,076.7	2,133.0
무형자산	165.9	152.1	143.8	136.0	128.7
투자자산	53.8	50.5	52.1	53.7	55.5
자산총계	3,297.8	3,631.1	3,701.2	3,828.9	3,922.7
유동부채	1,435.6	1,836.8	1,817.2	1,803.6	1,896.3
매입채무	123.7	143.6	152.5	162.2	172.5
단기차입금	302.5	370.2	270.2	170.2	170.2
유동성장기부채	221.4	179.1	179.1	179.1	179.1
비유동부채	787.9	701.1	713.7	727.2	541.6
사채	367.1	381.1	381.1	381.1	181.1
장기차입금	75.9	9.7	9.7	9.7	9.7
부채총계	2,223.5	2,537.9	2,530.9	2,530.7	2,437.9
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	509.3	509.3	509.3	509.3	509.3
기타포괄이익누계액	8.8	6.2	6.2	6.2	6.2
이익잉여금	281.1	302.5	378.9	505.7	691.0
비지배주주지분	0.5	0.6	1.3	2.3	3.7
자본총계	1,074.3	1,093.2	1,170.3	1,298.1	1,484.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	32,172	31,410	33,452	35,647	38,010
EPS(지배주주)	1,223	1,009	1,883	2,606	3,445
CFPS	6,132	5,207	3,937	4,896	5,961
EBITDAPS	5,110	4,552	4,422	5,422	6,572
BPS	15,067	15,331	16,403	18,182	20,783
DPS	750	800	800	800	800
배당수익률(%)	2.4	2.7	2.1	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	29.9	20.1	14.5	11.0
PCR	5.2	5.8	9.6	7.7	6.3
PSR	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
PBR	2.1	2.0	2.3	2.1	1.8
EBITDA	358.4	319.2	310.1	380.3	460.9
EV/EBITDA	8.5	7.9	9.6	7.5	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	6.6	11.8	14.9	17.5
EBITDA 이익률	15.9	14.5	13.2	15.2	17.3
부채비율	207.0	232.2	216.3	194.9	164.2
금융비용부담률	2.1	1.7	1.4	1.2	0.8
이자보상배율(x)	4.3	4.7	7.4	10.5	17.0
매출채권회전율(x)	6.3	6.4	6.6	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	12.4	11.7	12.1	12.2	12.2

CJ프레시웨이 (051500) 1Q22 실적 영업이익 88억원 전망

Buy, TP 57,000원

1Q22 실적은 매출액 5,566억원(+1.9% YoY), 영업이익 88억원(+180.8% YoY)으로 컨센서스 95억원에 부합할 것으로 전망한다. 1월 실적 호조 이후 2~3월 급격한 확진자 증가로 식자재유통과 급식부문 매출 영향은 불가피할 것으로 보이나, 1분기를 저점으로 2분기부터 본격 회복되며 연간 양호한 실적 성장세가 전망된다.

식자재유통 부문은 1월 실적 호조 이후 2~3월 코로나 확진자 폭증에 따른 성장을 둔화가 불가피했다. 수익성 개선 효과로 영업이익 자체는 견조한 실적 흐름을 이어나가고 있는 것으로 파악된다. 2분기부터는 원재료 가격 상승의 평가 전가가 중요한 상황인데, 유지류/전분류 등의 원재료 가격이 두 자리 수 이상 상승하여 부담으로 작용하고 있기 때문이다. 러시아-우크라이나 관련 수산물 매입 금액은 연간 70억원 수준으로 실적 영향은 제한적이거나, 유가 상승에 따른 물류비 부담 증가는 비우호적일 것으로 판단한다.

급식 부문은 2월~3월 확진자 증가에 따른 사업체 재택근무 확산으로 식수회복은 예상대비 부진할 것으로 예상한다. 급식 부문은 사업체 비중이 50% 수준이며, 나머지 50%는 골프, 병원, 키즈, 실버로 구성되어 있다. 확진자 감소 및 재택근무 축소에 따라 식수 물량의 분기별 개선세를 예상하며, 신규 수주 시장 정상화에 따른 식단가 상승을 전망한다.

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 기준 41,000원에서 57,000원으로 상향 조정한다. 21년 구조조정 마무리와 외식소비심리 회복에 따른 영업이익의 큰 폭의 개선세가 예상된다. 경기회복 흐름과 평가 인상 환경도 동사에게 우호적인 환경으로 판단한다.

표2 CJ프레시웨이 적정주가 산출

항목	금액
12M Fwd 지배주주순이익(억원)	357
주식 수(만주)	1,187
12M Fwd EPS(원)	3,011
Target PER(배)	19.0
EPS*Target PER(원)	57,209
적정주가(원)	57,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	5,461	5,757	5,629	6,067	22,914	5,566	6,320	6,133	6,610	24,629	26,399
식자재유통	4,207	4,400	4,278	4,688	17,573	4,339	4,753	4,622	5,068	18,782	19,995
외식/급식유통	2,200	2,496	2,399	2,667	9,762	2,244	2,696	2,591	2,880	10,411	10,932
중소제휴(JV)	1,250	1,062	1,073	1,152	4,537	1,300	1,131	1,146	1,233	4,810	5,146
1차도매 및 원료	757	842	805	868	3,272	795	926	886	955	3,561	3,917
푸드서비스	999	1,186	1,172	1,198	4,555	949	1,328	1,313	1,342	4,932	5,425
해외 및 기타	255	218	179	181	833	268	229	188	190	875	919
yoy(%)	-9.4	-7.8	-13.6	1.1	-7.5	1.9	9.8	9.0	8.9	7.5	7.2
식자재유통	-12.3	-11.4	-17.8	-0.9	-10.8	3.1	8.0	8.1	8.1	6.9	6.5
외식/급식유통	8.7	21.5	3.0	17.3	12.5	2.0	8.0	8.0	8.0	6.6	5.0
중소제휴(JV)	-10.7	-30.8	-26.5	-0.3	-18.2	4.0	6.5	6.8	7.0	6.0	7.0
1차도매 및 원료	-44.9	-38.9	-43.1	-33.3	-40.2	5.0	10.0	10.0	10.0	8.8	10.0
푸드서비스	-1.4	8.8	2.3	7.8	4.5	-5.0	12.0	12.0	12.0	8.3	10.0
해외 및 기타	18.1	17.2	11.4	13.1	15.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	31	191	164	170	556	88	275	240	211	814	899
식자재유통	64	108	131	88	390	66	190	162	152	570	627
푸드서비스	-46	66	15	66	101	17	80	74	54	224	252
기타(송림푸드, JV 포함)	14	17	17	17	65	5	5	5	5	20	20
yoy(%)	흑전	603.7	38.6	흑전	흑전	180.8	44.2	46.7	23.6	46.4	10.4
식자재유통	흑전	468.5	51.6	흑전	흑전	3.1	76.7	23.5	73.6	46.0	10.0
푸드서비스	적지	흑전	-31.0	흑전	흑전	흑전	20.2	390.1	-19.2	121.1	12.4
OPM	0.6	3.3	2.9	2.8	2.4	1.6	4.3	3.9	3.2	3.3	3.4
식자재유통	1.5	2.4	3.1	1.9	2.2	1.5	4.0	3.5	3.0	3.0	3.1
푸드서비스	-4.6	5.6	1.3	5.5	2.2	1.8	6.0	5.6	4.0	4.5	4.6
순이익(지배)	-75	129	164	48	267	-14	150	106	110	353	417
순이익률	-1.4	2.2	2.9	0.8	1.2	-0.2	2.4	1.7	1.7	1.4	1.6
yoy(%)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	15.9	-35.0	127.7	32.4	18.2

자료: CJ프레시웨이, 메리츠증권 리서치센터

CJ프레시웨이 (051500)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,478.5	2,291.4	2,462.9	2,639.9	2,830.6
매출액증가율 (%)	-18.9	-7.5	7.5	7.2	7.2
매출원가	2,130.8	1,888.7	2,027.9	2,172.4	2,327.9
매출총이익	347.8	402.7	434.9	467.5	502.7
판매관리비	351.3	347.1	353.5	377.6	403.5
영업이익	-3.6	55.6	81.4	89.9	99.2
영업이익률	-0.1	2.4	3.3	3.4	3.5
금융손익	-17.7	-12.4	-14.9	-14.9	-14.9
종속/관계기업손익	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-26.5	-11.9	-14.1	-14.1	-14.1
세전계속사업이익	-48.5	31.4	52.4	60.9	70.2
법인세비용	-6.0	0.3	12.7	14.7	17.0
당기순이익	-42.5	31.1	39.8	46.2	53.2
지배주주지분 손익	-39.3	26.7	35.3	41.7	48.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	126.3	140.6	112.9	118.9	125.7
당기순이익(손실)	-42.5	31.1	39.8	46.2	53.2
유형자산상각비	52.6	50.1	23.9	25.9	27.8
무형자산상각비	12.5	6.4	2.0	1.8	1.7
운전자본의 증감	73.8	41.3	6.7	5.8	6.3
투자활동 현금흐름	-52.8	-34.2	-34.6	-32.7	-32.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.9	-16.4	-40.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-9.8	-19.7	-4.7	-4.1	-4.4
재무활동 현금흐름	-8.6	-39.4	-101.3	-71.4	-50.1
차입금의 증감	-9.2	-8.6	-47.6	-17.9	2.3
자본의 증가	-0.6	-11.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	64.3	68.2	-23.0	14.9	42.9
기초현금	21.3	85.6	153.7	130.8	145.6
기말현금	85.6	153.7	130.8	145.6	188.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	431.1	502.2	510.3	552.4	624.7
현금및현금성자산	85.6	153.7	130.8	145.6	188.5
매출채권	200.8	216.3	235.6	252.5	270.7
재고자산	120.2	115.2	125.5	134.5	144.2
비유동자산	691.6	714.3	732.2	747.5	762.4
유형자산	360.0	400.7	415.8	428.8	441.1
무형자산	85.5	75.9	73.9	72.1	70.4
투자자산	34.9	54.6	59.3	63.4	67.8
자산총계	1,122.8	1,216.5	1,242.5	1,299.9	1,387.1
유동부채	442.1	607.8	585.0	617.6	652.6
매입채무	236.8	267.1	291.0	311.9	334.4
단기차입금	79.0	90.9	30.9	30.9	30.9
유동성장기부채	0.7	100.7	100.7	100.7	100.7
비유동부채	394.4	266.0	278.7	260.9	263.4
사채	179.7	79.9	89.9	69.9	69.9
장기차입금	0.8	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	836.5	873.9	863.7	878.5	916.0
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	86.5	75.1	75.1	75.1	75.1
기타포괄이익누계액	43.8	88.0	88.0	88.0	88.0
이익잉여금	-6.0	19.1	50.8	88.9	134.1
비지배주주지분	98.2	96.7	101.2	105.6	110.1
자본총계	286.2	342.6	378.8	421.4	471.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	208,778	193,018	207,459	222,371	238,435
EPS(지배주주)	-3,307	2,245	2,973	3,513	4,108
CFPS	5,489	8,596	10,022	10,767	11,490
EBITDAPS	5,181	9,438	9,035	9,911	10,838
BPS	15,839	20,715	23,388	26,601	30,409
DPS	0	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	1.0	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	-5.8	12.8	13.7	11.6	9.9
PCR	3.5	3.3	4.1	3.8	3.6
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.4	1.7	1.5	1.3
EBITDA	61.5	112.0	107.3	117.7	128.7
EV/EBITDA	11.3	6.6	8.0	7.0	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-20.2	12.3	13.5	14.1	14.4
EBITDA 이익률	2.5	4.9	4.4	4.5	4.5
부채비율	292.3	255.0	228.0	208.5	194.4
금융비용부담률	0.7	0.6	1.3	1.2	1.1
이자보상배율(x)	-0.2	4.3	2.6	2.9	3.2
매출채권회전율(x)	11.0	11.0	10.9	10.8	10.8
재고자산회전율(x)	15.9	19.5	20.5	20.3	20.3

롯데칠성 (005300)

Buy, TP 230,000원

1Q22 영업이익 597억원 기록

1Q22 실적은 매출액 6,263억원(+16.2% YoY), 영업이익 597억원(+84.9% YoY)으로 영업이익 기준 컨센서스 443억원을 +34.8% 상회하는 실적 서프라이즈 달성했다. 음료부문의 제로 탄산 고성장과 주류부문의 유흥시장 회복 및 가정용 PET 제품 판매 호조에 따른 매출 고성장으로 원부자재 상승 부담에도 불구하고 실적 달성했다.

2분기 거리두기 완화에 따른 유흥시장 주류 매출 본격 회복과 음료 부문은 성수기 도래 효과가 점진적으로 반영될 것으로 전망한다. 원부자재 상승 부담은 2분기에 정점 도달이 예상되나 가격 인상 및 ZBB 정책으로 지속 방어할 전망이다. QNA를 통해 서초동 부동산 관련 개발 가능성 언급하였는데, 회사의 이익과 주주 이익을 극대화하는 방향으로 과거대비 가시권에 들어왔다는 코멘트 역시 긍정적인 상황이다.

가이드라인 기준, 올해 연간 원가 상승은 1,000 ~1,200 억원 수준을 예상한다. 가격 인상 효과, 내부 ZBB 로 상쇄 가능한 수준으로, 제품 믹스 개선, 판매량 증가에 따른 증익을 예상한다.

투자의견을 기존 Hold 에서 Buy 로 변경하며, 적정주가를 기존 168,000 원에서 230,000 원으로 상향 조정한다. 제로탄산 매출이 고성장을 보여줌에 따라 연간 1,800 억원 규모로 성장할 것으로 판단하며, 수제맥주 OEM 확대 및 충주공장 하이브리드 가동에 따른 고정비 절감 효과가 기대되는 상황이다. 서초동 부동산 개발 가시성 확대도 긍정적인 상황이다.

표4 롯데칠성 적정주가 산출

항목	금액
12M Fwd 지배주주순이익(억원)	1,329
주식 수(만주)	928
12M Fwd EPS(원)	14,321
Target PER(배)	16.0
EPS*Target PER(원)	229,136
적정주가(원)	230,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 롯데칠성 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	5,388	6,689	6,988	5,996	25,061	6,263	6,994	7,309	6,255	26,821	27,637
연결음료	3,707	4,968	4,839	3,839	17,352	4,131	5,199	5,067	4,015	18,411	19,010
음료(별도)	3,477	4,588	4,839	3,839	16,743	3,899	4,803	5,067	4,015	17,784	18,362
탄산(별도)	1,542	1,790	1,926	1,753	7,011	1,865	1,841	2,022	1,840	7,568	7,795
주스(별도)	396	483	476	545	1,900	311	546	486	556	1,898	1,917
커피(별도)	519	754	833	659	2,765	545	784	875	691	2,895	3,011
생수 및 기타(별도)	1,020	1,561	1,604	883	5,068	1,178	1,633	1,684	927	5,422	5,639
별도 외 음료	230	380	0	0	609	232	395	0	0	627	647
연결주류	1,681	1,722	1,730	1,751	6,884	2,132	1,796	2,242	2,240	8,410	8,627
주류(별도)	1,603	1,640	1,730	1,751	6,724	1,942	1,708	1,802	1,814	7,267	7,517
소주(별도)	764	726	741	761	2,992	904	763	778	799	3,244	3,374
맥주(별도)	206	254	280	169	909	235	281	308	186	1,009	1,100
기타주류(별도)	633	660	709	821	2,823	803	665	716	829	3,013	3,043
별도 외 주류	78	82	419	406	984	94	87	440	426	1,047	1,110
*별도 외 음료+주류	308	461	419	406	1,594	325	482	440	426	1,673	1,757
영업이익	323	456	854	189	1,822	597	626	872	228	2,323	2,549
음료부분	229	458	685	171	1,543	328	572	760	161	1,820	2,073
주류부분	108	2	119	36	265	216	54	112	67	449	476
내부조정	-14	-4	50	-18	14	53	0	0	0	0	0
yoy %	416.2	55.7	46.3	469.8	87.4	84.9	37.2	2.1	20.3	27.5	9.7
음료 opm	6.2	9.2	15.1	4.5	8.9	7.9	11.0	15.0	4.0	9.9	10.9
주류 opm	6.4	0.1	4.0	2.1	3.8	10.1	3.0	5.0	3.0	5.3	5.5
지배순이익	163	311	918	-37	1,355	367	363	556	111	1,397	1,581
yoy %	-636.5	110.9	184.1	-93.5	흑전	125.2	16.8	-39.4	-404.2	3.1	13.2

자료: 롯데칠성, 메리츠증권 리서치센터

롯데칠성 (005300)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,258.0	2,506.1	2,682.1	2,763.7	2,858.8
매출액증가율 (%)	-7.1	11.0	7.0	3.0	3.4
매출원가	1,349.5	1,460.3	1,567.7	1,615.4	1,670.9
매출총이익	908.5	1,045.8	1,114.4	1,148.3	1,187.9
판매관리비	811.2	863.6	882.1	893.5	924.4
영업이익	97.2	182.2	232.3	254.9	263.5
영업이익률	4.3	7.3	8.7	9.2	9.2
금융손익	-32.2	-32.2	-32.9	-32.9	-32.9
중속/관계기업손익	-7.7	3.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-80.2	21.8	-14.5	-14.5	-14.5
세전계속사업이익	-22.9	175.0	184.9	207.6	216.2
법인세비용	-6.1	37.9	45.3	50.2	52.3
당기순이익	-16.8	137.1	139.6	157.3	163.9
지배주주지분 손익	-12.5	135.5	139.7	158.1	164.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	303.4	321.1	222.9	241.1	249.7
당기순이익(손실)	-16.8	137.1	139.6	157.3	163.9
유형자산상각비	140.0	145.5	71.7	73.7	76.6
무형자산상각비	10.9	12.5	8.7	7.8	7.0
운전자본의 증감	63.4	-16.5	2.9	2.3	2.3
투자활동 현금흐름	-388.5	81.4	-109.5	-107.5	-127.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-129.3	-202.4	-100.0	-100.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	-170.4	46.3	-8.7	-6.8	-7.1
재무활동 현금흐름	45.9	-177.2	-155.8	-155.8	-94.8
차입금의 증감	70.8	-90.3	-126.0	-126.0	-65.0
자본의 증가	73.0	37.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-40.6	225.7	-42.4	-22.2	27.2
기초현금	199.4	158.9	384.6	342.2	320.0
기말현금	158.9	384.6	342.2	320.0	347.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	893.3	994.5	978.4	976.9	1,025.6
현금및현금성자산	158.9	384.6	342.2	320.0	347.1
매출채권	238.4	215.6	224.9	232.3	239.9
재고자산	257.4	305.4	318.6	329.0	339.7
비유동자산	2,572.8	2,602.3	2,630.6	2,656.0	2,699.6
유형자산	1,939.7	2,048.2	2,076.6	2,102.8	2,146.3
무형자산	116.6	105.4	96.6	88.9	81.9
투자자산	271.4	228.2	236.9	243.8	250.9
자산총계	3,466.1	3,596.8	3,609.0	3,632.8	3,725.1
유동부채	864.9	971.0	968.1	960.6	978.7
매입채무	172.1	180.3	188.1	194.2	200.6
단기차입금	27.4	32.6	27.6	22.6	22.6
유동성장기부채	381.8	425.6	405.6	385.6	385.6
비유동부채	1,296.3	1,180.8	1,085.9	989.8	929.8
사채	1,006.5	871.6	771.6	671.6	611.6
장기차입금	114.7	116.4	115.4	114.4	109.4
부채총계	2,161.2	2,151.8	2,054.1	1,950.3	1,908.5
자본금	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	50.1	87.4	87.4	87.4	87.4
기타포괄이익누계액	-21.7	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4
이익잉여금	1,876.2	1,961.5	2,092.2	2,243.1	2,401.6
비지배주주지분	10.3	18.3	-2.4	-25.8	-50.2
자본총계	1,304.9	1,445.1	1,554.9	1,682.5	1,816.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	275,995	274,543	289,050	297,848	308,101
EPS(지배주주)	-1,740	14,636	14,854	16,837	17,548
CFPS	34,231	39,917	31,923	34,203	35,037
EBITDAPS	30,330	37,270	33,694	36,254	37,400
BPS	132,776	141,904	154,897	169,912	185,675
DPS	2,700	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	2.5	2.2	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	-62.4	9.1	13.4	11.8	11.4
PCR	3.2	3.3	6.2	5.8	5.7
PSR	0.4	0.5	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.9	1.3	1.2	1.1
EBITDA	248.1	340.2	312.6	336.4	347.0
EV/EBITDA	9.2	7.1	9.3	8.3	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.0	10.0	9.4	9.7	9.2
EBITDA 이익률	11.0	13.6	11.7	12.2	12.1
부채비율	165.6	148.9	132.1	115.9	105.1
금융비용부담률	1.6	1.4	1.6	1.6	1.5
이자보상배율(x)	2.7	5.2	5.4	5.9	6.1
매출채권회전율(x)	9.4	11.0	12.2	12.1	12.1
재고자산회전율(x)	8.5	8.9	8.6	8.5	8.6

오리온 (271560)

Buy, TP 160,000원

1Q22 영업이익 1,061억원 기록

22년 1분기 국가별 합산 매출액 6,581억원(+8.4% YoY), 영업이익 1,061억원(+4.8% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 중국법인은 봉쇄조치 영향에 따른 매출 감소에도 불구하고 경소상 간접화에 따른 인건비 절감, 마케팅비, 물류비 축소로 3월 영업이익률 14.4% 기록하며 전년동기비 5.4%pt 개선세를 보여줬다. 중국 정부의 민생 품목 생산 허가로 현재 평소의 70% 수준으로 주요 공장을 가동 중에 있으며 4월은 높은 한 자리수 매출 성장 전환이 예상된다. 중국 펩시의 10% 스낵 가격 인상을 M/S 확대의 계기로 활용할 계획이다.

한국은 3월 확진자 증가 영향이 반영됐으며, 베트남은 신제품 기여도가 올라가며 성장 동력으로 활용하며, 22년 연 매출액 4,000억원 달성을 목표로 하고 있는 상황이다. 러시아는 F&B 인플레이션을 고려 납품 단가 20% 인상 결정하며, 비우호적인 원재료/환율 영향을 방어할 계획이다. 가격 인상 효과는 2분기부터 성과를 예상한다.

투자의견 Buy와 적정주가 160,000원을 유지한다. 중국/러시아의 대외 불확실성 환경은 지속되고 있으나 수익성 방어 노력이 성과를 내는 가운데 현 주가는 Meritz 추정 기준 22E Fwd PER 10.6배로 저가 매력은 지속 부각될 전망이다.

표6 오리온 연결실적 추이

(억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	6,020	5,017	6,253	6,265	23,555	6,534	5,418	6,756	6,806	25,514	27,648
제과 사업	6,067	5,055	6,294	6,339	23,755	6,581	5,456	6,797	6,880	25,714	27,848
국내	1,988	1,950	2,007	2,129	8,074	2,197	2,048	2,107	2,235	8,587	9,017
중국	3,019	2,202	3,196	2,679	11,096	3,056	2,356	3,420	2,867	11,698	12,517
베트남	829	628	785	1,174	3,416	1,025	722	903	1,350	4,000	4,600
러시아	231	275	306	357	1,169	303	330	367	428	1,429	1,714
기타	-47	-38	-41	-74	-200	-47	-38	-41	-74	-200	-200
영업이익	1,019	551	1,142	1,017	3,729	1,061	570	1,354	1,326	4,311	5,035
제과 사업	1,011	557	1,154	1,073	3,795	1,061	570	1,354	1,326	4,311	5,035
국내	353	308	293	355	1,309	341	307	337	402	1,388	1,468
중국	465	132	696	385	1,678	495	141	745	412	1,793	2,219
베트남	157	78	127	278	640	186	72	199	405	862	1,013
러시아	36	39	38	55	168	39	50	73	107	269	334
지배주주순이익	716	388	732	721	2,577	807	430	1,019	998	3,254	3,802

자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

오리온 (271560)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,229.8	2,355.5	2,551.4	2,764.8	3,000.8
매출액증가율 (%)	10.2	5.6	8.3	8.4	8.5
매출원가	1,276.8	1,409.1	1,526.2	1,653.8	1,795.0
매출총이익	953.1	946.4	1,025.3	1,111.0	1,205.8
판매관리비	576.9	573.5	594.1	607.6	657.6
영업이익	376.1	372.9	431.2	503.5	548.2
영업이익률	16.9	15.8	16.9	18.2	18.3
금융손익	3.4	7.6	-1.7	-1.7	-1.7
중속/관계기업손익	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	17.2	-1.9	5.1	5.1	5.1
세전계속사업이익	397.4	379.1	434.6	506.9	551.6
법인세비용	122.8	115.4	105.2	122.7	133.5
당기순이익	274.6	263.7	329.4	384.2	418.1
지배주주지분 손이익	267.6	257.7	325.4	380.2	414.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	797.5	1,146.2	1,349.4	1,621.8	1,942.4
현금및현금성자산	367.4	550.4	705.4	924.4	1,185.7
매출채권	151.5	176.4	191.6	208.5	227.3
재고자산	179.7	208.5	226.5	246.5	268.7
비유동자산	1,867.9	1,974.2	2,071.2	2,159.3	2,239.2
유형자산	1,662.6	1,773.7	1,870.4	1,957.7	2,036.4
무형자산	55.5	57.3	54.9	52.7	50.6
투자자산	58.3	48.3	51.0	54.0	57.4
자산총계	2,665.4	3,120.4	3,420.6	3,781.0	4,181.6
유동부채	345.5	521.9	553.1	587.6	626.0
매입채무	102.6	117.1	127.2	138.4	150.9
단기차입금	2.5	1.7	1.7	1.7	1.7
유동성장기부채	0.0	160.0	160.0	160.0	160.0
비유동부채	422.4	306.0	275.2	246.6	220.3
사채	229.7	69.9	19.9	-30.1	-80.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	767.9	827.9	828.3	834.2	846.3
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타포괄이익누계액	-33.0	123.7	123.7	123.7	123.7
이익잉여금	622.2	847.5	1,141.3	1,488.9	1,869.9
비지배주주지분	67.6	81.5	87.4	94.3	101.9
자본총계	1,897.5	2,292.6	2,592.3	2,946.9	3,335.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	461.0	404.7	498.2	563.7	607.7
당기순이익(손실)	274.6	263.7	329.4	384.2	418.1
유형자산상각비	134.7	145.6	153.3	162.8	171.3
무형자산상각비	4.3	4.2	2.4	2.3	2.1
운전자본의 증감	-35.0	-59.1	13.1	14.5	16.1
투자활동 현금흐름	-163.2	-226.7	-264.4	-266.0	-267.8
유형자산의증가(CAPEX)	-151.8	-142.3	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-5.8	10.5	-2.7	-3.0	-3.4
재무활동 현금흐름	-86.5	-39.9	-78.8	-78.7	-78.6
차입금의 증감	-55.0	-1.6	-49.2	-49.1	-49.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	202.5	183.0	155.0	219.0	261.3
기초현금	165.0	367.4	550.4	705.4	924.4
기말현금	367.4	550.4	705.4	924.4	1,185.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	56,400	59,578	64,534	69,932	75,901
EPS(지배주주)	6,768	6,518	8,230	9,617	10,475
CFPS	14,198	13,610	14,530	16,435	17,590
EBITDAPS	13,028	13,220	14,844	16,908	18,252
BPS	46,286	55,925	63,356	72,150	81,785
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	18.3	15.9	11.6	9.9	9.1
PCR	8.7	7.6	6.6	5.8	5.4
PSR	2.2	1.7	1.5	1.4	1.3
PBR	2.7	1.9	1.5	1.3	1.2
EBITDA	515.1	522.7	586.9	668.5	721.6
EV/EBITDA	9.3	7.1	5.4	4.3	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.5	12.8	13.8	14.2	13.6
EBITDA 이익률	23.1	22.2	23.0	24.2	24.0
부채비율	40.5	36.1	32.0	28.3	25.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	51.1	58.4	36.2	42.3	46.1
매출채권회전율(x)	13.5	14.4	13.9	13.8	13.8
재고자산회전율(x)	13.6	12.1	11.7	11.7	11.6

KT&G (033780)

Buy, TP 101,000원

1Q22 영업이익 3,019억원 전망

KT&G 1분기 실적은 매출액 12,835억원(+6.2% YoY), 영업이익 3,019억원(-3.6% YoY)으로 컨센서스 3,113억원에 부합할 전망이다. 1~2월 국내 일반 쉐어링 판매는 정체된 수요 환경에서 신제품 효과로 M/S 상승 트렌드가 이어진다는 점이 긍정적이다. HNB 스틱은 침투율의 점진적 상승 환경에서 특정월 점유율 1위를 기록하는 등 고무적인 성과를 내고 있다. 해외수출은 주력 시장의 회복이 더딘 상황으로 장기계약의 이행을 통한 하반기 회복을 예상한다. 중동 경기 부진이 수입 담배 수요를 위축시키고 로컬 제품으로의 변화를 이끌었지만 두 세그먼트의 현격한 품질 차이를 고려했을 때 환율 안정 및 경기 정상화 국면에서는 수입 담배로의 수요 회복이 예상된다.

홍삼 역시 상반기보다는 하반기 본격적인 회복을 기대한다. 계절적 성수기 기간 프로모션 강화로 매출 성과는 긍정적이며 해외 수출 증가 기조도 이어가고 있지만 면세 채널의 회복은 여전히 부진한 상황이다. 리오프닝 효과에 따른 해외 이동 수요 확대가 시작되는 하반기 고마진 면세채널의 회복으로 전년비 부진에서 탈피하는 모습을 예상한다. 실적 기조는 연간 가이드런스 수준인 감익 기조를 이어갈 전망이다. 낮은 기대감으로 추가적인 하회 리스크 역시 제한적으로 판단한다. 올해도 강화될 주주환원 정책에 대한 기대감은 여전히며 지방선거 이후 부각될 수 있는 담배 세금 인상 이슈 등은 실적 방향성의 우상향 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 101,000원을 유지한다. 해외 수출 주력 시장 부진, 면세 채널 회복 지연에도 불구하고, 추가적인 하회 리스크가 낮다는 점에서 중장기 관점의 접근이 필요하다고 판단한다.

표7 KT&G 연결실적 추이											
(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	12,080	12,782	14,946	12,475	52,284	12,835	12,576	14,673	12,549	52,633	52,783
1.KT&G	7,578	9,509	9,304	8,513	34,905	7,783	8,719	8,726	8,608	33,836	33,503
2.KGC	3,802	2,593	4,176	2,356	12,928	3,744	2,414	4,514	2,442	13,114	13,366
3.기타	700	680	1,466	1,605	4,451	1,308	1,443	1,433	1,499	5,683	5,914
(% YoY)	7.1	2.0	6.9	-2.3	3.4	6.2	-1.6	-1.8	0.6	0.7	0.3
1.KT&G	14.6	4.7	2.4	-11.1	1.6	2.7	-8.3	-6.2	1.1	-3.1	-1.0
2.KGC	-2.8	-6.6	-1.1	-2.8	-3.1	-1.5	-6.9	8.1	3.6	1.4	1.9
3.기타	-7.6	1.0	120.2	109.2	55.4	86.9	112.3	-2.3	-6.6	27.7	4.1
영업이익	3,133	3,243	4,170	2,649	13,195	3,019	3,244	3,912	2,975	13,150	13,158
1.KT&G	2,479	3,264	3,243	1,742	10,728	2,391	2,993	3,041	3,098	11,523	11,413
2.KGC	533	65	686	-116	1,168	525	61	742	-121	1,206	1,250
3.기타	121	-86	241	1,023	1,299	103	191	129	-2	422	495
(% YoY)	0.8	-15.8	-2.1	-24.5	-10.4	-3.6	0.0	-6.2	12.3	-0.3	0.1
1. KT&G	-0.8	-11.8	-8.3	-52.1	-19.8	-3.6	-8.3	-6.2	77.8	7.4	-1.0
2.KGC	-25.0	-67.6	-15.7	적지	-26.1	-1.5	-6.9	8.1	적지	3.2	3.7
3.기타	흑전	적지	흑전	5280.3	흑전	-14.5	흑전	-46.4	적전	-67.5	17.4
영업이익률(%)	25.9	25.4	27.9	21.2	25.2	23.5	25.8	26.7	23.7	25.0	24.9
1. KT&G	32.7	34.3	34.9	20.5	30.7	30.7	34.3	34.9	36.0	34.1	34.1
2.KGC	14.0	2.5	16.4	-4.9	9.0	14.0	2.5	16.4	-5.0	9.2	9.4
3.기타	17.2	-12.7	16.5	63.7	29.2	7.9	13.2	9.0	-0.1	7.4	8.4
지배순이익	2,735	2,484	3,614	1,115	9,947	2,340	2,523	2,960	2,333	10,156	10,161
(% YoY)	-6.7	-15.2	29.9	-63.7	-15.1	-14.4	1.5	-18.1	109.3	2.1	0.1
지배순이익률(%)	22.6	19.4	24.2	8.9	19.0	18.2	20.1	20.2	18.6	19.3	19.3

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

표8 KT&G 별도실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	7,578	9,509	9,304	8,513	34,905	7,783	8,719	8,726	8,608	33,836	33,503
국내담배	4,585	4,814	5,357	4,889	19,645	4,580	4,811	5,363	4,889	19,643	19,630
해외담배	1,811	2,219	1,779	2,065	7,875	1,902	2,563	2,055	2,385	8,905	10,286
부동산 등	1,182	2,476	2,168	1,559	7,384	1,301	1,345	1,308	1,333	5,288	3,588
분양	781	2,030	1,760	1,126	5,697	900	900	900	900	3,600	1,900
임대	196	188	193	198	775	196	188	193	198	775	775
기타	205	257	215	235	912	205	257	215	235	912	912
(% YoY)	14.6	4.7	2.4	-11.1	1.6	2.7	-8.3	-6.2	1.1	-3.1	-1.0
국내담배	5.4	2.0	1.2	9.7	4.4	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
해외담배	54.9	-1.0	-24.1	-11.6	-2.6	5.0	15.5	15.5	15.5	13.1	15.5
부동산 등	8.0	16.8	49.4	-44.0	-0.8	10.1	-45.7	-39.7	-14.5	-28.4	-32.2
영업이익	2,479	3,264	3,243	1,742	10,728	2,391	2,993	3,041	3,098	11,523	11,413
(% YoY)	-0.8	-11.8	-8.3	-52.1	-19.8	-3.6	-8.3	-6.2	77.8	7.4	-1.0
영업이익률(%)	32.7	34.3	34.9	20.5	30.7	30.7	34.3	34.9	36.0	34.1	34.1
순이익	2,370	2,433	2,976	957	8,735	2,002	2,458	2,495	2,538	9,492	9,409
(% YoY)	-9.1	-11.5	23.3	-67.9	-18.8	-15.5	1.0	-16.2	165.3	8.7	-0.9
순이익률(%)	31.3	25.6	32.0	11.2	25.0	25.7	28.2	28.6	29.5	28.1	28.1

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

표9 KGC 별도실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	3,802	2,593	4,176	2,356	12,927	3,744	2,414	4,514	2,442	13,114	13,366
국내홍삼	3,458	2,192	3,724	1,771	11,145	3,365	1,973	4,017	1,799	11,153	11,210
해외홍삼	344	401	452	585	1,782	378	441	497	644	1,960	2,156
(% YoY)	-2.8	-6.6	-1.1	-2.9	-3.1	-1.5	-6.9	8.1	3.7	1.4	1.9
국내홍삼	-2.6	-13.0	-4.2	-6.7	-6.0	-2.7	-10.0	7.9	1.6	0.1	0.5
해외홍삼	-4.2	56.6	33.7	11.2	20.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
영업이익	533	65	686	-116	1,167	525	61	742	-121	1,206	1,250
(% YoY)	-25.0	-67.6	-15.7	-20.3	-26.1	-1.5	-6.9	8.1	4.5	3.3	3.7
영업이익률(%)	14.0	2.5	16.4	-4.9	9.0	14.0	2.5	16.4	-5.0	9.2	9.4
순이익	407	64	531	-114	888	400	21	540	-137	825	857
(% YoY)	-26.3	-39.7	-8.9	-21.3	-19.0	-1.6	-66.4	1.7	20.3	-7.1	3.9
순이익률(%)	10.7	2.5	12.7	-4.8	6.9	10.7	0.9	12.0	-5.6	6.3	6.4

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G (033780)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,055.3	5,228.4	5,263.3	5,278.3	5,352.5
매출액증가율 (%)	1.9	3.4	0.7	0.3	1.4
매출원가	2,127.1	2,350.2	2,449.8	2,453.9	2,488.0
매출총이익	2,928.2	2,878.2	2,813.5	2,824.4	2,864.6
판매관리비	1,455.1	1,539.8	1,498.5	1,508.7	1,534.1
영업이익	1,473.2	1,338.4	1,315.0	1,315.8	1,330.4
영업이익률	29.1	25.6	25.0	24.9	24.9
금융손익	104.6	46.9	131.4	131.4	131.4
중속/관계기업손익	4.1	10.9	4.1	4.1	4.1
기타영업외손익	23.0	43.4	-116.4	-116.4	-116.4
세전계속사업이익	1,604.9	1,439.6	1,334.1	1,334.9	1,349.5
법인세비용	438.5	415.4	322.9	323.0	326.6
당기순이익	1,171.6	971.8	1,011.3	1,011.8	1,023.0
지배주주지분 손이익	1,171.7	977.3	1,015.6	1,016.1	1,027.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,750.4	6,255.9	6,575.2	6,747.8	7,109.1
현금및현금성자산	1,253.6	946.6	416.1	548.0	810.0
매출채권	1,115.3	904.5	1,081.5	1,089.9	1,110.6
재고자산	2,535.0	2,375.4	2,840.1	2,862.3	2,916.7
비유동자산	4,718.0	5,381.4	5,926.2	6,152.5	6,385.5
유형자산	1,718.4	1,741.0	1,993.7	2,217.7	2,426.1
무형자산	134.1	145.7	132.1	119.7	108.5
투자자산	1,599.8	2,096.5	2,402.3	2,417.0	2,452.7
자산총계	11,468.4	11,637.3	12,501.4	12,900.3	13,494.7
유동부채	1,991.5	2,064.0	2,449.2	2,467.6	2,512.7
매입채무	57.9	60.3	72.1	72.7	74.1
단기차입금	17.3	75.4	75.4	75.4	75.4
유동성장기부채	57.4	19.4	19.4	19.4	19.4
비유동부채	385.3	364.5	408.0	400.5	406.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.5	53.2	43.2	33.2	33.2
부채총계	2,376.8	2,428.4	2,857.2	2,868.2	2,919.5
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.4	533.4	533.4	533.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8,080.1	8,550.4	8,994.4	9,390.9	9,942.7
비지배주주지분	54.7	50.1	41.5	32.8	24.1
자본총계	9,091.6	9,208.9	9,644.2	10,032.2	10,575.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,261.7	1,419.8	830.9	1,160.0	1,170.7
당기순이익(손실)	1,171.6	971.8	1,011.3	1,011.8	1,023.0
유형자산상각비	194.8	202.7	137.4	166.0	191.6
무형자산상각비	8.5	14.5	13.7	12.4	11.2
운전자본의 증감	-47.9	222.2	-318.4	-15.2	-37.2
투자활동 현금흐름	-85.8	-797.6	-747.5	-367.3	-403.2
유형자산의증가(CAPEX)	-216.1	-224.4	-400.0	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-242.7	-485.8	-305.8	-14.6	-35.8
재무활동 현금흐름	-808.9	-947.6	-613.9	-660.7	-505.5
차입금의 증감	-13.8	30.9	-9.8	-10.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	362.3	-307.0	-530.5	132.0	262.0
기초현금	891.3	1,253.6	946.6	416.1	548.0
기말현금	1,253.6	946.6	416.1	548.0	810.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	36,822	38,082	38,336	38,446	38,986
EPS(지배주주)	8,535	7,118	7,397	7,401	7,483
CFPS	12,627	11,730	10,722	10,913	11,177
EBITDAPS	12,211	11,330	10,678	10,882	11,168
BPS	65,822	66,710	69,944	72,832	76,851
DPS	4,800	4,800	5,200	4,000	4,000
배당수익률(%)	5.8	6.1	6.3	4.8	4.8
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	11.1	11.2	11.1	11.0
PCR	6.6	6.7	7.7	7.6	7.4
PSR	2.3	2.1	2.2	2.1	2.1
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA	1,676.5	1,555.5	1,466.1	1,494.1	1,533.2
EV/EBITDA	5.4	5.6	6.5	6.3	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	10.7	10.8	10.4	10.0
EBITDA 이익률	33.2	29.8	27.9	28.3	28.6
부채비율	26.1	26.4	29.6	28.6	27.6
금융비용부담률	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	245.4	75.0	46.7	49.1	52.0
매출채권회전율(x)	4.9	5.2	5.3	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.0	1.9	1.9

CJ제일제당 (097950) 1Q22 영업이익 3,910억원 전망

Buy, TP 540,000원

CJ제일제당의 1Q22 실적은 매출액 64,979억원(+5.2% YoY), 영업이익 3,910억원(+1.5% YoY)으로 컨센서스 3,948억원에 부합할 것으로 전망한다.

1Q22 실적은 해외바이오 부문의 실적 호조와 식품 부문의 원가 압박 영향이 혼재될 전망이다. 곡물가 상승으로 인한 사료 가격 상승, 축산 시세 호조와 중국 로컬 기업들의 생산 부진이 맞물리며 22년 상반기 라이신 등 첨가제 시장이 호황기를 누리고 있다. 글로벌 생산 체제를 구축했다는 장점으로 시황을 주도하며 매출 이익 모두 양호한 상황이다. 전년도 높은 베이스가 부담이지만 기초체력 이익이 개선된 해외바이오 부문이 예상된다.

식품 부문은 예상을 뛰어넘으며 급상승한 원재료비, 환율 등 외부환경이 비우호적이다. 품목별 가격 인상으로 대응하고 있지만 단기에 가파르게 상승한 원가는 부담 요인이다. 20~21년 팬데믹 기간 동안 이어진 내식수요 증가 트렌드로 뒷받침되었던 매출 성장도 수량 측면에서는 부담 요인이다. 1Q22 실적 이후에도 식품 부문과 해외바이오 부문의 균형 잡힌 이익 기여가 예상된다.

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 610,000원에서 540,000원으로 하향 조정한다. 적정 PER 13배를 유지하며, 리오프닝에 따른 내식 수요 둔화 및 원가 상승 압박에 따른 수익성 악화로 실적 추정치를 하향 조정했다.

표10 CJ제일제당 적정주가 산출

항목	금액
12M Fwd 지배주주순이익(억원)	6,227
주식 수(만주)	1,505
12M Fwd EPS(원)	41,363
Target PER(배)	13.0
EPS*Target PER(원)	537,719
적정주가(원)	540,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표11 CJ제일제당 연결실적 추이											
(억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	61,781	63,092	68,541	69,478	262,892	64,979	66,359	72,055	73,090	276,484	289,408
식품	23,064	22,126	25,790	24,682	95,662	23,979	22,992	26,803	25,660	99,433	103,076
가공식품	11,950	11,248	13,418	12,206	48,822	12,548	11,810	14,089	12,816	51,263	53,826
- 쉬완스	6,880	6,479	7,280	8,092	28,731	7,155	6,738	7,571	8,416	29,880	30,777
소재식품	4,234	4,399	5,092	4,384	18,109	4,276	4,443	5,143	4,428	18,290	18,473
생명공학	7,773	9,176	10,442	9,921	37,312	8,162	9,635	10,964	10,417	39,178	41,136
사료	5,874	6,256	6,011	6,329	24,470	6,168	6,569	6,312	6,645	25,694	26,978
대한통운/기타	25,070	25,534	26,298	28,546	105,448	26,670	27,164	27,976	30,368	112,179	118,218
영업이익	3,851	4,696	4,332	2,366	15,244	3,910	3,646	4,580	3,269	15,405	15,830
식품	1,764	1,299	1,860	624	5,547	1,574	1,400	1,989	705	5,668	6,105
가공식품	1,196	873	1,205	110	3,384	1,067	946	1,300	148	3,461	3,768
- 쉬완스	358	226	275	564	1,423	358	252	305	608	1,522	1,645
소재식품	210	200	380	-50	740	150	202	384	-51	685	692
생명공학	770	1,939	1,275	752	4,736	1,306	963	1,096	1,042	4,407	4,114
사료	889	561	88	-33	1,505	308	328	316	332	1,285	1,349
대한통운/기타	428	897	1,109	1,119	3,552	722	954	1,179	1,190	4,045	4,263
지배주주순이익	1,654	1,742	1,506	1,227	6,129	1,648	1,467	2,106	1,209	6,431	6,655

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,245.7	26,289.2	27,648.4	28,940.8	30,243.9
매출액증가율 (%)	8.5	8.4	5.2	4.7	4.5
매출원가	19,059.3	20,507.1	21,512.7	22,518.4	23,532.3
매출총이익	5,186.4	5,782.1	6,135.6	6,422.4	6,711.6
판매관리비	3,826.9	4,257.7	4,595.1	4,839.4	5,035.7
영업이익	1,359.6	1,524.4	1,540.5	1,583.0	1,675.9
영업이익률	5.6	5.8	5.6	5.5	5.5
금융손익	-340.3	-296.6	-390.6	-390.6	-390.6
중속/관계기업손익	17.8	33.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	141.4	-43.2	-209.5	-209.5	-209.5
세전계속사업이익	1,178.5	1,217.8	940.5	983.0	1,075.9
법인세비용	392.1	325.4	227.6	237.9	260.4
당기순이익	786.4	892.4	712.9	745.2	815.6
지배주주지분 순이익	685.6	612.9	643.1	665.5	725.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,469.9	7,725.6	8,526.3	9,297.8	10,146.5
현금및현금성자산	1,212.2	1,096.9	1,553.7	1,999.1	2,518.3
매출채권	2,409.4	2,616.1	2,752.1	2,881.1	3,011.5
재고자산	1,861.5	2,338.3	2,459.8	2,575.1	2,691.6
비유동자산	18,142.0	19,130.2	19,133.5	19,131.5	19,126.0
유형자산	10,462.1	11,160.9	11,233.8	11,299.4	11,358.5
무형자산	4,517.5	4,520.3	4,434.6	4,351.7	4,271.6
투자자산	728.3	932.8	948.9	964.1	979.6
자산총계	25,611.9	26,855.8	27,659.8	28,429.3	29,272.5
유동부채	7,082.7	7,915.9	8,094.2	8,210.6	8,329.4
매입채무	1,793.7	2,153.0	2,265.0	2,371.1	2,478.4
단기차입금	1,647.9	1,455.6	1,455.6	1,405.6	1,355.6
유동성장기부채	1,263.3	2,069.4	2,019.4	1,969.4	1,919.4
비유동부채	8,362.8	8,133.1	8,126.1	8,114.2	8,103.2
사채	2,877.7	2,945.2	2,895.2	2,845.2	2,795.2
장기차입금	2,412.8	1,966.0	1,916.0	1,866.0	1,816.0
부채총계	15,445.5	16,049.0	16,220.2	16,324.8	16,432.6
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,277.8	1,115.7	1,115.7	1,115.7	1,115.7
기타포괄이익누계액	-338.1	146.0	146.0	146.0	146.0
이익잉여금	4,406.8	4,940.2	5,503.1	6,088.4	6,733.7
비지배주주지분	4,892.1	4,693.3	4,763.1	4,842.7	4,932.8
자본총계	10,166.4	10,806.8	11,439.5	12,104.5	12,839.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	2,001.8	1,686.4	2,613.2	2,601.5	2,620.4
당기순이익(손실)	786.4	892.4	712.9	745.2	815.6
유형자산상각비	1,129.9	1,114.5	827.1	834.4	840.9
무형자산상각비	155.9	150.8	85.7	82.9	80.1
운전자본의 증감	-422.4	-692.7	-13.7	-13.0	-13.2
투자활동 현금흐름	-345.1	-625.4	-824.3	-789.5	-752.6
유형자산의증가(CAPEX)	-968.5	-1,342.8	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-292.6	-204.5	-16.1	-15.3	-15.4
재무활동 현금흐름	-1,097.9	-1,273.9	-1,332.1	-1,366.5	-1,348.6
차입금의 증감	-470.2	135.6	-142.8	-193.2	-193.1
자본의 증가	-31.2	-162.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	521.3	-115.4	456.8	445.4	519.2
기초현금	691.0	1,212.2	1,096.9	1,553.7	1,999.1
기말현금	1,212.2	1,096.9	1,553.7	1,999.1	2,518.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	1,610,564	1,746,307	1,836,589	1,922,444	2,009,003
EPS(지배주주)	45,184	40,267	42,277	43,760	47,743
CFPS	173,897	189,230	189,617	189,476	192,235
EBITDAPS	175,721	185,312	162,968	166,085	172,505
BPS	321,970	373,194	407,559	443,288	482,676
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률(%)	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	9.6	9.5	9.2	8.4
PCR	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA	2,645.3	2,789.7	2,453.4	2,500.3	2,596.9
EV/EBITDA	7.1	6.9	7.8	7.4	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	10.8	10.1	9.5	9.6
EBITDA 이익률	10.9	10.6	8.9	8.6	8.6
부채비율	151.9	148.5	141.8	134.9	128.0
금융비용부담률	1.3	1.0	2.2	2.1	2.0
이자보상배율(x)	4.3	5.6	2.5	2.6	2.8
매출채권회전율(x)	9.3	10.5	10.3	10.3	10.3
재고자산회전율(x)	12.5	12.5	11.5	11.5	11.5

농심 (004370)

Buy, TP 360,000원

1Q22 실적 영업이익 320억원 전망

1Q22 실적은 매출액 6,607억원(+4.1% YoY), 영업이익 320억원(+13.0% YoY)으로 컨센서스 350억원을 하회할 것으로 전망한다. 국내 라면 점유율 상승 및 가격 인상 효과, 해외 신공장 가동에 따른 매출 규모 확대에 따라 연간으로 실적 호조세가 유지될 것으로 판단한다.

국내 라면은 전년도 가격 인상 효과에 수량 성장이 더해지며 2월 기준 7~8% 매출 성장세를 보였다. 스낵은 3/1일 가격 인상에 따른 가수요 효과로 1~2월은 새 우강 중심의 매출 호조세가 예상되며 1분기 누계 10% 상회도 가능할 것으로 판단한다. 라면 점유율은 21년 3분기 이후 주력 브랜드 중심으로 회복세를 보임에 따라 라면/스낵 모두 기존 브랜드 활용한 익스텐션 신제품 전략을 활용 중에 있다. 소맥 가격 상승은 제분업계 2분기 래깅 효과 반영되기 때문에 향후 라면 가격은 제분업계의 계약 단가 인상 여부가 중요할 전망이다.

해외 부문은 21년 4분기와 유사한(미국 20%, 중국 일본 등 10%대) 매출 성장세가 예상된다. 미국 신공장은 4월 가동 시작으로 기존 레귤러 제품에 신라면 블랙, 돈코츠 라멘 등 고부가 가치 제품 생산 주력하고 있다. 돈코츠 라멘은 21년 매출 600억원 상회했으며 22년은 코스트코 외 다른 유통상으로 입점을 지속 확대해 나갈 계획이다. 미국은 21년 4분기 5% 가격 인상 완료했으며 미국 외 국가들은 원재료 부담 여부에 따라 가격 인상을 검토할 계획이다.

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 기존 341,000원에서 360,000원으로 상향 조정한다. 가격 인상 효과, 국내 점유율 상승, 미국 2공장 가동에 따른 외형 성장이 기대되는 한 해이다.

표12 농심 적정주가 산출

항목	금액
12M Fwd 지배주주순이익(억원)	1,218
주식 수(만주)	608
12M Fwd EPS(원)	20,027
Target PER(배)	18.0
EPS*Target PER(원)	360,486
적정주가(원)	360,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 농심 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	6,344	6,479	6,730	7,077	26,630	6,607	6,766	7,050	7,362	27,786	28,970
(% YoY)	-7.7	-3.0	3.3	11.9	0.9	4.1	4.4	4.8	4.0	4.3	4.3
영업이익	283	173	291	314	1,061	320	242	368	397	1,327	1,470
(% YoY)	-55.5	-58.3	-0.7	20.8	-33.8	13.0	39.9	26.2	26.4	25.0	10.8
영업이익률(%)	4.5	2.7	4.3	4.4	4.0	4.8	3.6	5.2	5.4	4.8	5.1
순이익(지배)	290	182	254	272	998	223	255	362	352	1,193	1,302
(% YoY)	-40.5	-49.9	-14.3	-21.1	-33.2	-23.6	39.1	42.0	29.7	19.0	9.2

자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

표14 농심 별도실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
총매출액	5,614	5,637	5,860	6,324	23,434	5,760	5,786	6,013	6,487	24,046	24,678
라면	3,614	3,653	3,830	4,186	15,284	3,697	3,737	3,918	4,282	15,635	15,995
스낵	913	859	905	1,001	3,678	922	867	914	1,011	3,715	3,752
기타	1,086	1,125	1,124	1,137	4,472	1,141	1,181	1,180	1,194	4,696	4,931
(% YoY)	-8.0	-2.9	0.9	10.9	0.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
라면	-10.8	-4.6	2.8	9.6	-0.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
스낵	-5.6	-6.4	-8.8	12.0	-2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
기타	0.4	6.2	3.4	15.0	6.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
순매출액	5,046	5,057	5,236	5,687	21,026	5,180	5,202	5,407	5,833	21,622	22,190
(% YoY)	-8.9	-3.6	0.7	12.1	-0.1	2.6	2.9	3.3	2.6	2.8	2.6
판매장려금	568	580	624	638	2,409	581	583	606	654	2,425	2,488
영업이익	111	73	186	253	623	191	101	220	260	772	792
(% YoY)	-76.5	-55.1	16.0	131.7	-31.0	72.7	38.6	17.8	2.6	23.8	2.6
영업이익률(%)	2.2	1.4	3.6	4.5	3.0	3.7	1.9	4.1	4.5	3.6	3.6
순이익	182	116	205	208	711	185	158	240	264	844	859
(% YoY)	-53.6	-41.1	8.9	38.2	-23.4	1.7	35.5	17.2	26.5	18.6	1.8
순이익률(%)	3.6	2.3	3.9	3.7	3.4	3.6	3.0	4.4	4.5	3.9	3.9

자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

농심 (004370)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,639.8	2,663.0	2,778.6	2,897.0	3,023.5
매출액증가율 (%)	12.6	0.9	4.3	4.3	4.4
매출원가	1,802.6	1,844.9	1,925.0	2,007.0	2,094.6
매출총이익	837.2	818.1	853.7	890.0	928.9
판매관리비	676.9	712.0	721.0	743.0	773.0
영업이익	160.3	106.1	132.7	147.0	155.9
영업이익률	6.1	4.0	4.8	5.1	5.2
금융손익	13.9	9.1	9.7	9.7	9.7
중속/관계기업손익	-1.7	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	18.1	22.3	14.0	14.0	14.0
세전계속사업이익	190.6	136.8	156.4	170.8	179.6
법인세비용	41.5	37.2	37.9	41.3	43.5
당기순이익	149.1	99.6	118.6	129.4	136.2
지배주주지분 손이익	148.5	99.8	119.3	130.2	137.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,074.4	1,088.7	1,210.7	1,343.7	1,484.0
현금및현금성자산	321.5	157.5	248.1	347.7	452.4
매출채권	211.5	224.0	233.1	242.7	252.9
재고자산	228.4	256.0	266.3	277.4	289.1
비유동자산	1,651.1	1,811.2	1,799.0	1,788.1	1,778.4
유형자산	1,271.4	1,427.5	1,416.1	1,406.1	1,397.2
무형자산	46.1	44.2	43.3	42.3	41.4
투자자산	69.4	73.2	73.3	73.4	73.5
자산총계	2,725.5	2,899.9	3,009.6	3,131.8	3,262.4
유동부채	522.2	537.3	558.9	581.8	606.2
매입채무	275.2	282.9	294.3	306.5	319.4
단기차입금	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
유동성장기부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	154.4	161.8	154.6	147.5	140.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	68.3	82.2	72.2	62.2	52.2
부채총계	676.6	699.1	713.4	729.3	746.8
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.8	120.8	120.8	120.8	120.8
기타포괄이익누계액	-37.2	31.0	31.0	31.0	31.0
이익잉여금	2,000.7	2,083.1	2,179.2	2,286.3	2,400.1
비지배주주지분	15.0	16.2	15.5	14.8	13.9
자본총계	2,049.0	2,200.8	2,296.2	2,402.5	2,515.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	231.5	162.7	233.4	243.1	248.8
당기순이익(손실)	149.1	99.6	118.6	129.4	136.2
유형자산상각비	100.8	103.8	111.4	110.1	108.9
무형자산상각비	0.8	1.3	1.0	1.0	0.9
운전자본의 증감	-62.6	-62.6	2.5	2.6	2.8
투자활동 현금흐름	-132.0	-318.9	-110.0	-110.6	-111.3
유형자산의증가(CAPEX)	-180.3	-195.1	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-4.5	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-94.3	-25.3	-32.8	-32.8	-32.8
차입금의 증감	-60.3	12.1	-9.7	-9.7	-9.6
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.8	-164.1	90.6	99.7	104.7
기초현금	317.8	321.5	157.5	248.1	347.7
기말현금	321.5	157.5	248.1	347.7	452.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	433,988	437,800	456,810	476,280	497,066
EPS(지배주주)	24,416	16,412	19,606	21,405	22,516
CFPS	52,955	44,397	40,617	41,824	42,096
EBITDAPS	43,057	34,725	40,282	42,419	43,681
BPS	334,382	359,145	374,948	392,550	411,263
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	19.4	15.6	14.3	13.6
PCR	5.7	7.2	7.5	7.3	7.3
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	261.9	211.2	245.0	258.0	265.7
EV/EBITDA	5.1	7.1	5.4	4.6	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.7	5.3	5.6	5.6
EBITDA 이익률	9.9	7.9	8.8	8.9	8.8
부채비율	33.0	31.8	31.1	30.4	29.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	41.0	54.1	18.2	22.2	26.1
매출채권회전율(x)	12.5	12.2	12.2	12.2	12.2
재고자산회전율(x)	12.1	11.0	10.6	10.7	10.7

현대그린푸드 (005440) 1Q22 영업이익 239억원 전망

Buy, TP 12,000원

현대그린푸드 1Q22 실적은 매출액 8,472억원(+2.4% YoY), 영업이익 239억원(+7.4% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 1분기 리오프닝 효과에 따른 전부문 수혜를 기대했으나 2~3월 확진자 급증으로 인한 식수 감소로 외식과 급식 부문의 등락이 혼재되었다. 급식 부문의 단가 인상 효과는 긍정적이거나, 상시화된 재택근무 사업장과 일시적으로 늘어난 격리자 영향으로 식수 회복이 더딘 가운데, 2Q22 이후 완치자율 확대, 재택근무에 대한 기준 강화로 식수 정상화 및 신규 수주 효과를 기대한다.

식자재유통은 전방 외식 채널의 회복과 신규 수주 효과로 매출 성장세를 이어갔으며 외식부문은 더현대서울 외식채널 호조와 텍사스로드하우스 출점 이어지며 정상화 단계를 지나고 있다. 일반 유통은 설선물세트 실적은 역대 최대 수준을 기록하며 긍정적이었으나 온라인으로의 수요 이동으로 객수 회복이 더딘 상황이 장기화됐다. 오프라인만의 차별화된 상품 구성, 배송 서비스 강화로 돌파구를 모색 중이다. 1분기까지는 급식 부문의 부진이 여전히 장애요소로 남아있으나 2분기 리오프닝 본격화에 따른 전부문 수혜 효과로 1분기 실적 이후 본격적인 회복이 기대된다.

투자의견 Buy 및 적정주가 12,000원을 유지한다. 급식 회복 지연에 따라 1분기 약세는 불가피하나, 사업장 복귀에 따른 급식 수요 회복, 리오프닝에 따른 외식 확대 영향으로 연간으로 양호한 실적을 기록할 것으로 전망한다.

표15 현대그린푸드 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	8,273	8,596	8,939	9,052	34,861	8,472	8,795	9,152	9,264	35,683	36,532
식재사업	1,119	1,160	1,204	1,301	4,785	1,169	1,213	1,259	1,359	5,000	5,225
푸드서비스사업	1,587	1,696	1,820	1,852	6,955	1,619	1,730	1,856	1,889	7,094	7,236
유통사업	1,018	760	1,094	724	3,596	1,048	783	1,127	746	3,704	3,815
법인영업	1,077	1,274	1,374	1,451	5,176	1,099	1,300	1,401	1,480	5,280	5,386
기타사업	522	593	569	657	2,341	528	599	575	663	2,364	2,388
에버다임	730	873	758	817	3,178	723	864	750	809	3,147	3,115
가구사업	2,220	2,240	2,120	2,250	8,830	2,286	2,307	2,184	2,317	9,094	9,367
영업이익	222	259	140	-35	586	239	275	156	-23	647	669
식재사업	59	71	73	72	275	62	74	76	75	287	300
푸드서비스사업	51	132	32	-40	175	52	135	33	-41	178	182
유통사업	46	-14	46	-13	64	48	-15	47	-14	66	68
법인영업	19	29	30	-13	66	20	30	31	-13	67	69
기타사업	-22	0	-32	-23	-77	-22	0	-32	-23	-78	-79
에버다임	2	33	-6	-31	-1	2	33	-6	-30	-1	-1
가구사업	79	21	9	25	134	80	21	9	26	137	139
연결조정	-12	-12	-12	-12	-49	-12	-12	-12	-12	-49	-49
순이익(지배)	299	235	286	-386	435	266	278	175	41	760	775

자료: 현대그린푸드, 메리츠증권 리서치센터

현대그린푸드 (005440)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,238.5	3,486.1	3,568.3	3,653.2	3,740.8
매출액증가율 (%)	3.7	7.6	2.4	2.4	2.4
매출원가	2,687.8	2,901.5	2,969.9	3,040.5	3,113.4
매출총이익	550.7	584.6	598.4	612.7	627.3
판매관리비	472.1	526.0	533.7	545.7	558.2
영업이익	78.6	58.6	64.7	66.9	69.2
영업이익률	2.4	1.7	1.8	1.8	1.8
금융손익	12.0	10.0	10.5	10.5	10.5
중속/관계기업손익	30.3	34.0	40.7	40.7	40.7
기타영업외손익	-17.4	-45.5	-0.7	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	103.5	57.0	115.2	117.4	119.7
법인세비용	21.9	15.7	27.9	28.4	29.0
당기순이익	81.6	41.3	87.4	89.0	90.7
지배주주지분 손이익	71.1	43.5	76.1	77.5	79.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,101.8	990.6	987.0	992.8	1,007.1
현금및현금성자산	76.3	59.4	35.8	20.9	13.8
매출채권	401.0	471.9	482.9	494.3	506.1
재고자산	274.6	330.0	337.7	345.7	354.0
비유동자산	1,966.7	2,119.4	2,210.8	2,295.2	2,373.4
유형자산	589.6	588.2	663.5	731.2	792.0
무형자산	245.9	210.8	208.9	207.1	205.3
투자자산	1,000.3	1,191.8	1,209.8	1,228.4	1,247.5
자산총계	3,068.5	3,110.0	3,197.9	3,288.0	3,380.5
유동부채	546.7	588.5	601.2	614.2	627.6
매입채무	265.1	278.0	284.5	291.2	298.2
단기차입금	69.9	49.9	49.9	49.9	49.9
유동성장기부채	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	331.6	311.0	317.2	323.7	330.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	878.3	899.5	918.4	937.9	958.0
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.8	444.6	444.6	444.6	444.6
기타포괄이익누계액	157.0	179.6	179.6	179.6	179.6
이익잉여금	1,203.0	1,228.5	1,274.6	1,321.9	1,370.5
비지배주주지분	409.0	385.3	408.3	431.6	455.4
자본총계	2,190.2	2,210.5	2,279.5	2,350.2	2,422.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	167.4	15.4	127.4	136.6	145.1
당기순이익(손실)	81.6	41.3	87.4	89.0	90.7
유형자산상각비	58.5	63.5	39.7	47.3	54.2
무형자산상각비	7.0	7.4	1.9	1.9	1.8
운전자본의 증감	-6.9	-160.8	-1.5	-1.5	-1.6
투자활동 현금흐름	-151.6	53.3	-133.1	-133.7	-134.3
유형자산의증가(CAPEX)	-110.2	-70.8	-125.0	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-55.3	-191.5	-18.0	-18.6	-19.1
재무활동 현금흐름	-8.1	-85.7	-17.9	-17.9	-17.9
차입금의 증감	46.6	-31.0	0.4	0.4	0.4
자본의 증가	0.0	-4.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.1	-16.9	-23.6	-15.0	-7.1
기초현금	69.2	76.3	59.4	35.8	20.9
기말현금	76.3	59.4	35.8	20.9	13.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	33,146	35,680	36,522	37,390	38,286
EPS(지배주주)	728	445	778	793	808
CFPS	1,858	1,804	1,553	1,660	1,757
EBITDAPS	1,474	1,325	1,088	1,188	1,281
BPS	18,231	18,680	19,152	19,636	20,134
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	19.3	11.8	11.6	11.3
PCR	4.7	4.7	5.9	5.5	5.2
PSR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	144.1	129.5	106.3	116.1	125.1
EV/EBITDA	7.0	9.2	12.2	11.5	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	2.4	4.1	4.1	4.1
EBITDA 이익률	4.4	3.7	3.0	3.2	3.3
부채비율	40.1	40.7	40.3	39.9	39.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	24.2	19.0	10.8	11.2	11.6
매출채권회전율(x)	7.9	8.0	7.5	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	11.5	11.5	10.7	10.7	10.7

삼양식품 (003230)

1Q22 영업이익 211억원 전망

Buy, TP 128,000원

삼양식품 1Q22 매출액 1,592억원(+13.7% YoY), 영업이익 211억원(+47.0% YoY)으로 컨센서스 215억원 부합할 것으로 전망한다. 3Q21 라면 가격 인상 사이클 이후 오투기의 가격 인상 주도로 반사이익을 얻으며 국내 점유율은 견조한 흐름을 유지하고 있다. 팜유, 농산물 등 밀가루를 제외한 주요 원자재 가격 상승 부담이 이어지고 있으나 밀가루 가격 인상이 본격화 된 이후 가격 전가가 가능할 전망이다.

중국 라면 수출은 4Q21에 이어 고성장세를 이어가고 있는 점에서 긍정적이다. 현지 판매 법인 설립에 따른 성과가 빠르게 현실화되며 수출 증가 중에 있다. 국내 가격 인상 효과가 이어지는 가운데 최근 원화 가치 하락으로 인해 수출 실적의 기여도가 높아질 전망이다. 1Q22 수출 증가율은 40~50% 수준으로 예상된다. 원재료 상승 부담은 국내 가격인상 효과와 수출 호조로 상쇄함으로써 1분기 호실적 달성이 예상된다.

투자의견 Buy 및 적정주가 128,000원을 유지한다. 밀양 신공장 준공에 따른 외형 성장 기대감이 있는 상황이다. 연내 가동률은 50% 내외를 예상한다.

표16 삼양식품 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	1,400	1,476	1,617	1,928	6,420	1,592	1,685	1,846	2,216	7,339	8,138
면스낵류	1,339	1,428	1,577	1,916	6,261	1,524	1,630	1,801	2,197	7,153	7,923
수출면스낵류	781	869	969	1,238	3,857	937	1,043	1,163	1,486	4,629	5,323
내수면스낵류	558	559	608	678	2,403	586	587	639	712	2,524	2,599
유제품(제품)	25	26	26	24	102	26	27	27	25	105	108
조미소재	48	45	60	61	213	51	49	64	66	230	249
기타제품	18	20	-29	-2	7	20	22	-32	-3	7	8
유제품(상품)	18	17	16	13	64	19	18	17	13	67	71
기타상품	17	13	56	36	121	17	13	57	36	124	126
용역	1	1	2	-0	4	1	1	2	-0	4	4
기타	1	1	2	2	5	1	1	2	2	6	6
연결 조정	-68	-75	-93	-121	-357	-68	-75	-93	-121	-357	-357
영업이익	144	142	152	216	654	211	196	210	248	866	960
(% YoY)	-46.2	-51.7	-35.0	36.5	-31.4	47.0	37.9	38.5	15.0	32.4	10.9
영업이익률(%)	10.3	9.7	9.4	11.2	10.2	13.3	11.7	11.4	11.2	11.8	11.8
당기순이익(지배)	131	106	149	178	563	178	146	153	172	649	720
(% YoY)	-41.6	-53.5	-13.2	263.6	-16.2	36.6	37.3	2.6	-3.5	15.1	11.0
당기순이익률(%)	9.3	7.2	9.2	9.2	8.8	11.2	8.7	8.3	7.7	8.8	8.8

자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

삼양식품 (003230)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	648.5	642.0	733.9	813.8	877.8
매출액증가율 (%)	19.3	-1.0	14.3	10.9	7.9
매출원가	457.0	471.4	538.8	597.4	644.5
매출총이익	191.5	170.6	195.1	216.3	233.4
판매관리비	96.1	105.3	108.5	120.3	129.8
영업이익	95.3	65.4	86.6	96.0	103.5
영업이익률	14.7	10.2	11.8	11.8	11.8
금융손익	0.4	0.6	-0.1	-0.1	-0.1
중속/관계기업손익	-1.3	-0.5	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-3.8	6.7	-1.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	90.7	72.1	85.6	95.0	102.5
법인세비용	22.7	15.5	20.7	23.0	24.8
당기순이익	68.0	56.7	64.9	72.0	77.7
지배주주지분 손이익	67.2	56.4	64.9	72.0	77.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	80.9	58.4	91.4	94.5	96.1
당기순이익(손실)	68.0	56.7	64.9	72.0	77.7
유형자산상각비	13.0	14.9	23.7	22.4	21.3
무형자산상각비	0.3	0.4	1.4	1.0	0.7
운전자본의 증감	-22.2	-12.7	5.2	4.5	3.6
투자활동 현금흐름	-66.2	-173.1	-16.9	-14.5	-11.8
유형자산의증가(CAPEX)	-65.8	-139.7	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	1.0	-2.5	-2.5	-2.2	-1.8
재무활동 현금흐름	3.5	125.2	-11.7	-11.8	-11.8
차입금의 증감	9.1	134.8	-4.7	-4.7	-4.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.6	10.5	62.8	68.2	72.5
기초현금	87.5	104.0	114.5	177.3	245.4
기말현금	104.0	114.5	177.3	245.4	317.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	200.0	278.9	361.3	446.5	532.6
현금및현금성자산	104.0	114.5	177.3	245.4	317.9
매출채권	44.5	53.2	61.2	68.1	73.6
재고자산	34.5	44.8	51.5	57.3	62.0
비유동자산	356.2	474.2	466.6	460.4	455.2
유형자산	308.7	421.1	412.4	405.1	398.8
무형자산	5.0	6.1	4.7	3.6	2.9
투자자산	19.2	21.7	24.2	26.4	28.1
자산총계	556.2	753.1	827.9	907.0	987.8
유동부채	163.6	182.4	197.1	209.3	218.1
매입채무	47.5	69.0	79.3	88.3	95.5
단기차입금	43.6	49.1	44.1	39.1	34.1
유동성장기부채	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
비유동부채	45.4	175.0	177.7	180.1	182.0
사채	0.0	74.8	74.8	74.8	74.8
장기차입금	26.1	79.3	79.3	79.3	79.3
부채총계	209.0	357.4	374.9	389.4	400.1
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
기타포괄이익누계액	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
이익잉여금	290.5	338.5	395.6	459.8	529.7
비지배주주지분	4.8	5.3	5.6	5.8	6.2
자본총계	347.3	395.7	453.0	517.5	587.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	86,089	85,229	97,422	108,025	116,532
EPS(지배주주)	8,922	7,480	8,610	9,556	10,316
CFPS	13,308	10,209	14,200	14,995	15,569
EBITDAPS	14,419	10,704	14,821	15,844	16,662
BPS	45,470	51,824	59,399	67,922	77,202
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.3	12.7	11.4	10.3	9.5
PCR	7.6	9.3	6.9	6.5	6.3
PSR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
PBR	2.2	1.8	1.7	1.4	1.3
EBITDA	108.6	80.6	111.7	119.4	125.5
EV/EBITDA	6.7	9.5	6.4	5.4	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	15.4	15.5	15.0	14.2
EBITDA 이익률	16.7	12.6	15.2	14.7	14.3
부채비율	60.2	90.3	82.7	75.3	68.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	104.1	182.2	49.0	54.7	59.6
매출채권회전율(x)	13.2	13.1	12.8	12.6	12.4
재고자산회전율(x)	20.9	16.2	15.3	15.0	14.7

풀무원 (017810)

Buy, TP 22,000원

1Q22 영업이익 53억원 전망

풀무원 1Q22 실적은 매출액 6,226억원(+7.2% YoY), 영업이익 53억원(-27.6% YoY)으로 컨센서스 73억원을 하회할 것으로 예상된다. 국내 식품의 매출 성장과 푸드머스, F&C의 매출 회복에도 원재료비 상승 부담과 해외법인 실적부진 이어지며 감익 기조가 이어질 전망이다.

식품 부문은 매출 성장세를 이어가지만 코로나 팬데믹 효과가 약화되며 성장 강도는 약화되는 추세이다. 전방 시장 및 키즈 채널의 정상화로 푸드머스의 회복은 이어지만 F&C는 공항 채널의 부진이 장기화되며 하반기까지의 점진적인 개선을 기다려야 하는 상황이다. 해외부문은 팬데믹에 따른 비축 수요 확대 이후 직판 변경에 따른 구조조정 영향이 이어지고 있다. 또한 지속되는 물류비 부담으로 연간 흑자 전환은 지연될 전망이다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 24,000원에서 22,000원으로 하향 조정한다.

표17 풀무원 적정주가 산출

항목	금액
12M Fwd 지배주주순이익(억원)	424
주식 수(만주)	3,812
12M Fwd EPS(원)	1,113
Target PER(배)	20.0
EPS*Target PER(원)	22,260
적정주가(원)	22,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 풀무원 연결실적 추이											
(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	5,806	6,351	6,615	6,417	25,189	6,226	6,766	7,106	6,850	26,948	28,812
지주	378	281	307	231	1,198	416	309	338	254	1,317	1,449
식품/식자재	4,699	5,199	6,296	5,489	21,683	4,746	5,251	6,359	5,544	21,900	22,119
급식/외식	1,119	1,360	1,465	1,365	5,310	1,175	1,428	1,538	1,433	5,575	5,854
물류	318	346	-	-	664	324	353	0	0	677	691
건강생활	129	138	141	140	548	133	142	146	144	565	582
해외	1,113	1,010	1,164	1,187	4,473	1,280	1,161	1,339	1,365	5,144	5,916
기타	16	18	-	-	34	15	17	0	0	32	30
내부거래	-1,965	-2,001	-2,759	-1,995	-8,721	-1,862	-1,896	-2,614	-1,891	-8,263	-7,829
영업이익	74	92	195	24	385	53	107	167	95	423	500
지주	133	51	38	-21	201	146	56	45	-24	224	246
식품/식자재	153	164	204	160	682	60	113	194	162	528	534
급식/외식	-84	-35	2	-207	-324	-76	-22	-24	-14	-137	-144
물류	2	-2	-	-	0	2	-2	0	0	0	0
건강생활	-4	-6	-5	14	-1	-4	-7	4	4	-2	-3
해외	-22	12	-141	118	-32	-26	14	14	14	17	63
기타	-2	2	-	-	0	-2	2	0	0	0	0
내부거래	-102	-94	97	-40	-140	-47	-47	-65	-47	-207	-196
영업이익률(%)	1.3	1.5	3.0	0.4	1.5	0.9	1.6	2.4	1.4	1.6	1.7
지주	35.1	18.2	13.4	-9.3	16.7	35.1	18.2	13.4	-9.3	17.0	17.0
식품/식자재	3.3	3.2	3.0	2.9	3.1	1.3	2.2	3.0	2.9	2.4	2.4
급식/외식	-7.5	-2.6	-2.6	-15.1	-6.1	-6.5	-1.6	-1.6	-1.0	-2.5	-2.5
물류	0.5	-0.5	1.7	-	0.0	0.5	-0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
건강생활	-3.1	-4.7	2.7	10.0	-0.2	-3.1	-4.7	2.7	3.0	-0.4	-0.4
해외	-2.0	1.2	1.1	9.9	-0.7	-2.0	1.2	1.1	1.0	0.3	1.1
기타	-11.3	11.8	-5.5	-	0.9	-11.3	11.8	-5.5	0.0	0.9	0.9
지배순이익	116	41	128	-151	134	42	96	150	118	406	436
지배순이익률(%)	2.0	0.6	1.9	-2.4	0.5	0.7	1.4	2.1	1.7	1.5	1.5

자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

플무원 (017810)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,311.2	2,518.9	2,694.8	2,881.2	3,079.9
매출액증가율 (%)	-2.9	9.0	7.0	6.9	6.9
매출원가	1,699.7	1,862.7	1,989.6	2,127.1	2,273.8
매출총이익	611.5	656.2	705.2	754.1	806.1
판매관리비	565.5	617.7	663.0	704.0	746.9
영업이익	46.0	38.5	42.3	50.0	59.3
영업이익률	2.0	1.5	1.6	1.7	1.9
금융손익	-26.9	-26.6	-18.8	-18.8	-18.8
중속/관계기업손익	2.9	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.1	4.5	12.8	9.1	9.1
세전계속사업이익	18.0	13.5	36.3	40.3	49.6
법인세비용	6.1	13.2	8.8	9.8	12.0
당기순이익	11.8	0.3	27.5	30.6	37.6
지배주주지분 순이익	16.3	13.4	40.6	43.6	50.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	630.4	711.0	821.0	928.4	1,037.2
현금및현금성자산	99.0	121.8	201.5	276.6	350.9
매출채권	199.8	221.0	235.9	251.8	268.8
재고자산	123.1	141.5	151.1	161.2	172.1
비유동자산	1,063.2	1,258.4	1,197.5	1,145.4	1,101.0
유형자산	907.7	1,085.1	1,029.2	981.6	941.0
무형자산	48.2	102.8	97.3	92.4	87.9
투자자산	42.6	14.9	15.4	15.9	16.5
자산총계	1,693.6	1,969.4	2,018.5	2,073.8	2,138.1
유동부채	776.8	803.8	828.2	854.1	881.8
매입채무	154.2	185.3	197.8	211.1	225.3
단기차입금	286.7	320.4	320.4	320.4	320.4
유동성장기부채	168.7	121.6	121.6	121.6	121.6
비유동부채	403.8	575.7	578.2	580.8	583.6
사채	59.9	69.7	69.7	69.7	69.7
장기차입금	76.3	203.2	203.2	203.2	203.2
부채총계	1,180.6	1,379.6	1,406.4	1,434.9	1,465.3
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	76.3	82.4	82.4	82.4	82.4
기타포괄이익누계액	0.3	14.0	14.0	14.0	14.0
이익잉여금	242.6	247.2	262.2	280.8	304.5
비지배주주지분	62.9	123.2	130.6	138.8	148.9
자본총계	512.9	589.8	612.1	639.0	672.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	104.0	118.5	166.0	160.1	159.4
당기순이익(손실)	11.8	0.3	27.5	30.6	37.6
유형자산상각비	114.1	119.8	135.9	127.6	120.5
무형자산상각비	7.0	8.7	5.5	5.0	4.5
운전자본의 증감	-23.1	-35.8	-2.9	-3.0	-3.3
투자활동 현금흐름	-270.8	-213.9	-81.2	-81.2	-81.3
유형자산의증가(CAPEX)	-145.5	-217.1	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	1.0	27.7	-0.5	-0.5	-0.6
재무활동 현금흐름	145.5	117.1	-5.2	-3.8	-3.8
차입금의 증감	158.2	154.7	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	-2.0	6.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-21.8	22.8	79.7	75.1	74.3
기초현금	120.7	99.0	121.8	201.5	276.6
기말현금	99.0	121.8	201.5	276.6	350.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	60,654	66,077	70,692	75,581	80,794
EPS(지배주주)	391	314	1,064	1,144	1,328
CFPS	5,253	5,271	5,435	5,285	5,305
EBITDAPS	4,386	4,379	4,818	4,790	4,835
BPS	10,677	11,068	11,424	11,865	12,429
DPS	102	102	102	102	102
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	42.4	55.1	15.7	14.6	12.6
PCR	3.2	3.3	3.1	3.2	3.2
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EBITDA	167.1	166.9	183.7	182.6	184.3
EV/EBITDA	7.6	8.9	7.6	7.3	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	2.9	8.6	8.9	9.9
EBITDA 이익률	7.2	6.6	6.8	6.3	6.0
부채비율	230.2	233.9	229.7	224.6	217.8
금융비용부담률	1.2	1.2	1.3	1.2	1.1
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.2	1.5	1.7
매출채권회전율(x)	11.4	12.0	11.8	11.8	11.8
재고자산회전율(x)	20.2	19.0	18.4	18.5	18.5

매일유업 (267980)

Buy, TP 108,000원

1Q22 영업이익 188억원 전망

매일유업 1Q22 실적은 매출액 3,852억원(+4.0% YoY), 영업이익 188억원(+6.2% YoY)으로 컨센서스 181억원에 부합할 것으로 전망한다. 전년비 외부활동 증가로 편의점 관련 제품군의 판매 호조가 매출 성장을 견인하는 가운데 원재료비 부담 확대, 조제분유 매출 감소, 일부 채널의 프로모션 비용 집행으로 이익 증가는 매출 증가대비 하회할 전망이다.

가공유, 발효유, 커피음료, 곡물음료 등 편의점 관련 제품군과 백색시유 매출 성장을 견인하고 있다. 백색시유는 멸균 제품의 소비자 호응과 온라인 채널 성장에 기반에 성장을 이어가고 있다. 높은 수익성의 조제분유의 매출 감소가 이어지는 부분은 부담 요인이다. 21년도 코로나 팬데믹 환경에서의 조혼인율은 3.8(인구 1천명당 혼인건수)로 최저치를 기록하며 22년 출산 감소 및 조제분유 시장의 저점을 형성할 가능성이 높다. 셀렉스는 전년도 700억원 매출 달성 후 추가 성장이 예상되나, 경쟁심화 등의 이슈로 수익성 개선은 점진적인 흐름이 예상된다.

원가 부담은 올라오고 경쟁 심화 카테고리인 수익성 하락도 감지 되지만, 21.10월 백색시유 가격 인상, 21.12월 컵커피 가격 인상 22.2월 치즈 인상으로 가격 인상 효과 반영되며 매출액은 5% 성장, 영업이익률은 전년 수준 유지를 예상한다. 컵커피, 가공유, 발효유 등에서 원가 상승 및 경쟁 심화로 수익성 하락이 있으나 백색시유 매출 증가가 이를 상쇄하고 있으며 마케팅비 집행은 카테고리별로 전년 수준의 집행이 예상된다.

투자의견 Buy 및 적정주가 108,000원을 유지한다. 원가부담 심화, 조혼인율 최저치 기록 등 대내외 환경 악화로 비우호적인 영업환경이 지속되고 있으나, 가격 인상, 곡물음료 등 고성장 카테고리에 집중해 나가면서 수익성 개선에 노력하고 있는 상황이다.

표19 매일유업 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	3,703	3,860	3,931	4,025	15,519	3,852	4,014	4,088	4,186	16,139	16,801
yoy	3.4	8.6	3.5	8.8	6.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1
영업이익	177	252	222	227	878	188	266	235	240	929	984
yoy	-12.9	24.0	1.6	-5.4	1.5	6.2	5.6	5.8	5.8	5.8	5.9
OPM	4.8	6.5	5.6	5.6	5.7	4.9	6.6	5.7	5.7	5.8	5.9
순이익(지배)	161	208	175	199	742	116	195	151	156	617	659
yoy	-16.2	47.4	54.0	52.7	28.8	-27.7	-6.4	-13.7	-21.8	-16.8	6.7
이익률	4.3	5.4	4.5	4.9	4.8	3.0	4.8	3.7	3.7	3.8	3.9

자료: 매일유업, 메리츠증권 리서치센터

매일유업 (267980)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,463.1	1,551.9	1,613.9	1,680.1	1,749.0
매출액증가율 (%)	5.0	6.1	4.0	4.1	4.1
매출원가	1,033.4	1,088.6	1,132.2	1,178.7	1,227.0
매출총이익	429.7	463.2	481.7	501.5	522.0
판매관리비	343.2	375.4	388.8	403.0	417.8
영업이익	86.5	87.8	92.9	98.4	104.2
영업이익률	5.9	5.7	5.8	5.9	6.0
금융손익	-0.4	8.7	2.6	2.6	2.6
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.7	0.1	-9.7	-9.7	-9.7
세전계속사업이익	80.5	96.7	85.9	91.4	97.2
법인세비용	22.8	22.4	20.8	22.1	23.5
당기순이익	57.7	74.3	65.1	69.3	73.6
지배주주지분 순이익	57.7	74.3	61.8	65.9	70.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	446.3	641.6	666.9	700.4	741.8
현금및현금성자산	68.8	120.1	130.1	147.2	171.6
매출채권	162.5	140.9	146.5	152.5	158.8
재고자산	145.1	175.0	182.0	189.4	197.2
비유동자산	298.5	340.1	369.4	395.1	417.8
유형자산	249.8	271.9	302.5	329.1	352.4
무형자산	10.0	10.3	8.4	6.8	5.6
투자자산	3.5	27.8	28.5	29.1	29.8
자산총계	744.8	981.7	1,036.2	1,095.5	1,159.6
유동부채	215.5	196.6	204.5	212.8	221.6
매입채무	80.3	94.4	98.2	102.2	106.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	89.2	287.8	278.3	268.8	259.3
사채	69.8	269.4	259.4	249.4	239.4
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	304.7	484.4	482.7	481.6	480.8
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	257.5	257.6	257.6	257.6	257.6
기타포괄이익누계액	-3.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
이익잉여금	199.9	270.1	326.4	386.8	451.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	440.1	497.3	553.5	613.9	678.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	62.6	100.7	89.9	97.3	104.5
당기순이익(손실)	57.7	74.3	65.1	69.3	73.6
유형자산상각비	33.7	37.0	28.4	32.3	35.8
무형자산상각비	1.9	2.0	1.9	1.6	1.3
운전자본의 증감	-42.5	-23.5	-5.5	-5.9	-6.1
투자활동 현금흐름	-81.6	-193.2	-61.3	-61.4	-61.5
유형자산의증가(CAPEX)	-51.6	-53.7	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-24.2	-0.6	-0.6	-0.7
재무활동 현금흐름	4.8	143.3	-18.7	-18.7	-18.7
차입금의 증감	32.3	162.9	-9.9	-9.8	-9.8
자본의 증가	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-15.5	51.3	9.9	17.2	24.4
기초현금	84.4	68.8	120.1	130.1	147.2
기말현금	68.8	120.1	130.1	147.2	171.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	186,533	197,851	205,765	214,201	222,983
EPS(지배주주)	7,350	9,466	7,872	8,403	8,962
CFPS	16,826	18,651	14,602	15,709	16,788
EBITDAPS	15,563	16,165	15,716	16,869	18,005
BPS	56,113	63,401	70,568	78,271	86,532
DPS	800	1,200	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	1.1	1.7	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	9.5	7.3	8.7	8.1	7.6
PCR	4.2	3.7	4.7	4.3	4.1
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	122.1	126.8	123.3	132.3	141.2
EV/EBITDA	4.5	4.1	4.0	3.5	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	15.8	11.8	11.3	10.9
EBITDA 이익률	8.3	8.2	7.6	7.9	8.1
부채비율	69.2	97.4	87.2	78.4	70.8
금융비용부담률	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	36.1	17.7	12.3	13.1	13.8
매출채권회전율(x)	9.3	10.2	11.2	11.2	11.2
재고자산회전율(x)	11.2	9.7	9.0	9.0	9.0

롯데푸드 (002270)

Hold, TP 400,000원

1Q22 영업이익 97억원 전망

롯데푸드 1Q22 매출액은 4,255억원(+3.0% YoY), 영업이익은 97억원(-10.5% YoY)으로 컨센서스 90억원에 부합할 전망이다.

유지가공부문이 가격인상효과로 매출 성장을 견인하는 가운데에도 전반적인 원가 부담 환경이 이어지며 이익 성장은 제한적일 전망이다. 유지 외 사업부는 빙과와 델리카 실적은 양호한 반면 HMR 간편식 성과 부진도 혼재되어 있다.

식자재유통 매출은 전년수준이 유지가 된다. 1분기까지는 더딘 회복세가 예상되며 리오프닝 효과로 2~3분기 본격 성장이 예상된다. 빙과는 비수기임에도 매출 성장 흐름을 이어갔으나 무인점포별 쇼케이스 비용이 증가하며 수익성은 전년비 하락이 예상된다. 2~3분기 우호적인 날씨 영향과 가격 인상을 통한 원재료 상승 부담을 완화하며 점진적인 개선을 전망한다.

유제품은 원가 상승 부담이 이어지는 가운데 우유/분유B2C 매출이 부진, 내수 분유 수요 감소를 수출 확대로 대응할 계획이다. B2C 식품 카테고리별 동향은 델리카 호조, 육가공/HMR 부진이 예상된다. 육가공은 매출 소폭 증가세에도 수입/국내 원료육 상승 부담이 크다. 델리카는 B2B 거래처 확대 효과로 매출 성장이 지속되고 있어 긍정적이나, HMR 카테고리는 소비자 점점 확대가 아직 더 필요한 상황으로 마케팅비 부담이 실적의 발목을 잡고 있다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 기존 430,000원에서 400,000원으로 하향 조정한다. 원재료 가격 상승에 따른 유지 부문의 매출 성장은 가시적이겠지만, 추가적인 이익 성장은 제한적인 상황이다. 신성장 동력인 HMR은 리오프닝에 따른 내식수요 둔화 및 마케팅비 추가 집행 등 단기적인 관점에서 실적 부진이 불가피한 상황이다.

표20 롯데푸드 적정주가 산출

항목	금액
12M Fwd 지배주주순이익(억원)	372
주식 수(만 주)	121
12M Fwd EPS(원)	30,736
Target PER(배)	13.0
EPS*Target PER(원)	399,568
적정주가(원)	400,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 롯데푸드 연결실적 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	4,132	4,575	4,872	2,498	16,078	4,255	4,711	5,019	2,634	16,619	17,091
유지식품	1,644	1,804	1,802	1,981	7,231	1,677	1,840	1,838	2,020	7,375	7,523
빙과 등	858	1,152	1,255	803	4,068	884	1,187	1,293	827	4,190	4,316
육가공	1,612	1,602	1,798	-222	4,790	1,676	1,666	1,870	-231	4,981	5,180
기타(임대)	18	18	18	-64	-10	18	18	18	18	72	72
(% YoY)	1.0	3.9	3.1	25.1	5.6	3.0	3.0	3.0	5.4	3.4	2.8
유지식품	0.4	10.3	8.6	16.2	8.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
빙과 등	2.6	0.0	3.0	2.5	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
육가공 등	0.8	0.1	-1.8	-47.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
영업이익	109	195	173	-92	385	97	165	213	71	546	598
유지식품	97	133	104	70	404	67	74	74	81	295	339
빙과 등	7	75	74	-57	99	18	71	90	-8	171	176
육가공 등 기타(임대)	2	-13	-6	-102	-119	12	19	48	-2	76	79
기타	1	1	0	-2	0	1	1	1	1	4	4
(% YoY)	9.3	39.1	-17.3	2,609.4	-13.6	-10.5	-15.5	23.1	-177.3	42.1	9.5
유지식품	-7.6	87.3	30.0	-1.9	23.4	-30.9	-44.7	-29.3	15.1	-27.0	14.8
빙과 등	-36.4	-17.6	-26.7	32.0	-37.9	152.5	-5.1	22.3	-85.4	72.1	3.0
육가공 등	-111.1	-45.8	-123.1	286.7	180.8	477.3	-246.2	-901.1	-97.7	-164.1	4.0
당기순이익	76	136	112	-316	8	62	113	151	37	363	403
(% YoY)	11.5	-75.9	6.0	836.2	-98.9	-18.1	-16.4	35.1	-111.7	4,636.0	10.8
순이익률(%)	1.8	3.0	2.3	-12.6	0.0	1.5	2.4	3.0	1.4	2.2	2.4

자료: 롯데푸드, 메리츠증권 리서치센터

롯데푸드 (002270)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,522.4	1,608.4	1,661.9	1,709.1	1,757.8
매출액증가율 (%)	-14.9	5.7	3.3	2.8	2.9
매출원가	1,237.0	1,312.0	1,356.1	1,394.7	1,434.5
매출총이익	285.4	296.5	305.7	314.4	323.3
판매관리비	240.7	256.6	251.1	254.6	258.2
영업이익	44.7	39.9	54.6	59.8	65.2
영업이익률	2.9	2.5	3.3	3.5	3.7
금융손익	-5.0	-4.1	-4.7	-4.7	-4.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	57.1	-25.3	-2.0	-2.0	-2.0
세전계속사업이익	96.8	10.5	47.9	53.1	58.5
법인세비용	26.3	7.3	11.6	12.9	14.2
당기순이익	70.5	1.4	36.3	40.3	44.3
지배주주지분 손이익	70.5	1.4	36.3	40.3	44.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	552.0	479.4	500.0	522.2	548.9
현금및현금성자산	121.1	59.9	59.2	72.2	89.6
매출채권	179.0	181.1	190.6	194.6	198.7
재고자산	183.3	219.1	230.5	235.4	240.4
비유동자산	736.1	795.7	803.3	808.3	812.9
유형자산	585.9	514.2	518.4	522.1	525.3
무형자산	43.4	43.2	43.0	42.7	42.5
투자자산	37.3	77.8	81.5	83.1	84.7
자산총계	1,288.1	1,275.1	1,303.3	1,330.5	1,361.8
유동부채	317.8	257.7	267.3	271.8	276.4
매입채무	73.7	89.7	94.4	96.4	98.4
단기차입금	4.0	0.0	-1.0	-1.0	-1.0
유동성장기부채	53.7	55.7	55.7	55.7	55.7
비유동부채	207.5	227.9	220.1	211.1	202.0
사채	149.8	169.8	159.8	149.8	139.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	525.3	485.6	487.4	482.8	478.4
자본금	5.7	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	60.0	95.9	95.9	95.9	95.9
기타포괄이익누계액	-1.4	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
이익잉여금	982.2	973.3	999.8	1,031.5	1,067.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	762.8	789.5	815.9	847.6	883.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	130.2	47.8	87.1	96.1	100.2
당기순이익(손실)	70.5	1.4	36.3	40.3	44.3
유형자산상각비	49.8	54.1	54.8	55.3	55.8
무형자산상각비	2.9	1.6	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	34.8	-3.8	-8.5	-3.6	-3.7
투자활동 현금흐름	-92.2	-20.1	-62.2	-60.0	-59.9
유형자산의증가(CAPEX)	-81.7	-63.9	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-9.6	-40.5	-3.7	-1.6	-1.6
재무활동 현금흐름	54.5	-88.9	-25.6	-23.1	-22.9
차입금의 증감	74.4	-62.9	-11.0	-10.0	-10.0
자본의 증가	0.0	36.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	92.5	-61.2	-0.7	13.0	17.4
기초현금	28.6	121.1	59.9	59.2	72.2
기말현금	121.1	59.9	59.2	72.2	89.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	1,345,002	1,373,794	1,455,588	1,588,648	1,633,930
EPS(지배주주)	62,268	1,211	31,827	37,418	41,194
CFPS	95,537	66,781	93,840	104,611	109,713
EBITDAPS	86,083	81,605	96,092	107,262	112,663
BPS	673,881	652,954	758,422	787,904	821,163
DPS	12,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	3.6	2.9	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	5.3	284.5	10.8	9.2	8.3
PCR	3.5	5.2	3.7	3.3	3.1
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	97.4	95.5	109.7	115.4	121.2
EV/EBITDA	5.1	6.1	5.2	4.8	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	0.2	4.5	4.8	5.1
EBITDA 이익률	6.4	5.9	6.6	6.8	6.9
부채비율	68.9	61.5	59.7	57.0	54.2
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	7.4	8.1	10.5	11.5	12.5
매출채권회전율(x)	8.2	8.9	8.9	8.9	8.9
재고자산회전율(x)	7.4	8.0	7.4	7.3	7.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.29	산업분석	Buy	40,000	김정옥	-13.7	-10.0	
2020.05.18	기업브리프	Buy	45,500	김정옥	-19.1	-14.7	
2020.06.09	산업분석	Buy	50,000	김정옥	-14.0	-7.0	
2020.08.18	기업브리프	Buy	55,000	김정옥	-35.9	-28.5	
2021.05.25	산업브리프	Buy	48,000	김정옥	-	-	

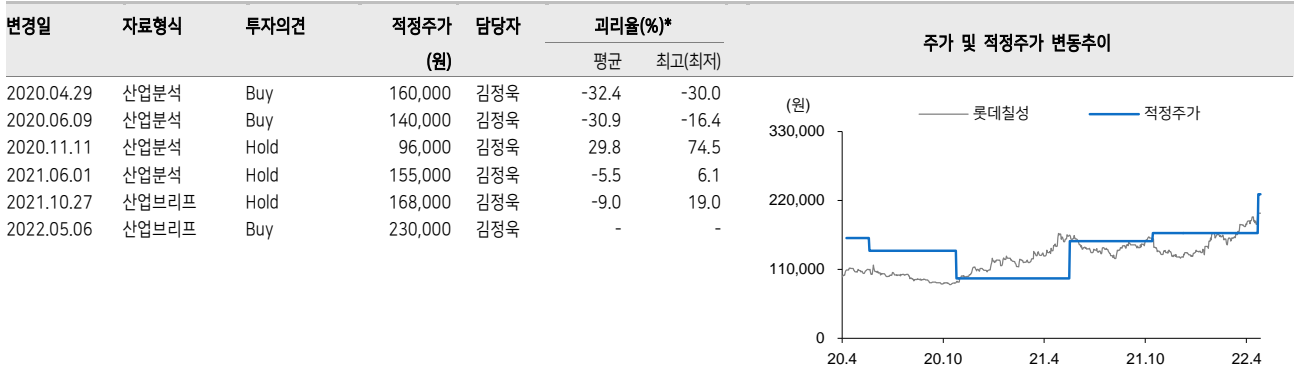
CJ 프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.29	산업분석	Buy	34,000	김정옥	-40.5	-36.2	
2020.06.09	산업분석	Buy	29,000	김정옥	-44.7	-34.1	
2020.08.13	기업브리프	Buy	25,000	김정옥	-33.7	-28.4	
2020.11.11	산업분석	Buy	21,500	김정옥	4.0	51.6	
2021.06.01	산업분석	Buy	37,000	김정옥	-7.8	0.7	
2021.10.27	산업브리프	Buy	41,000	김정옥	-18.1	4.0	
2022.05.06	산업브리프	Buy	57,000	김정옥	-	-	

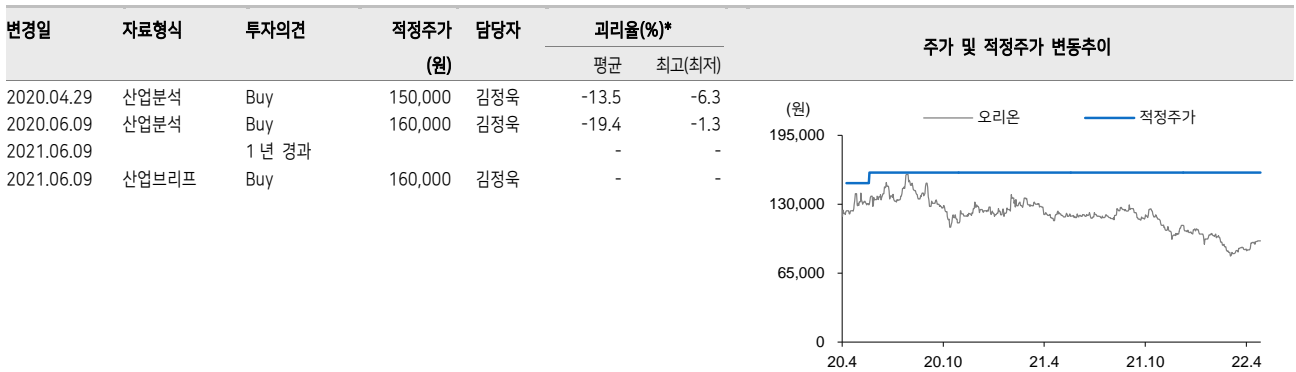
롯데칠성 (005300) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



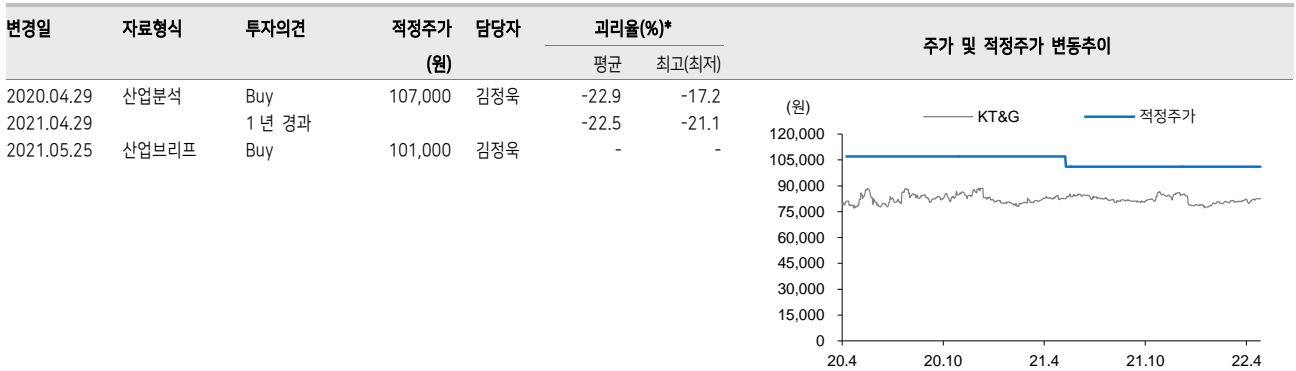
오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



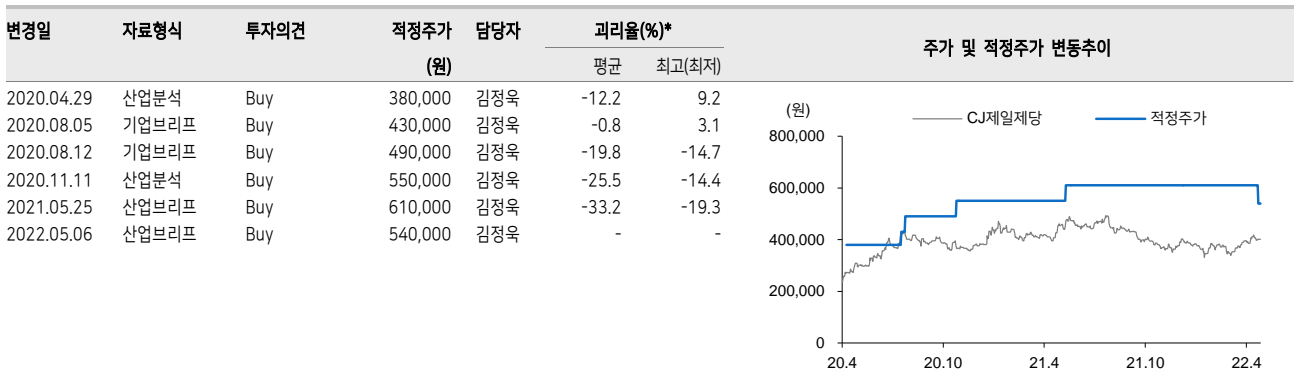
KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



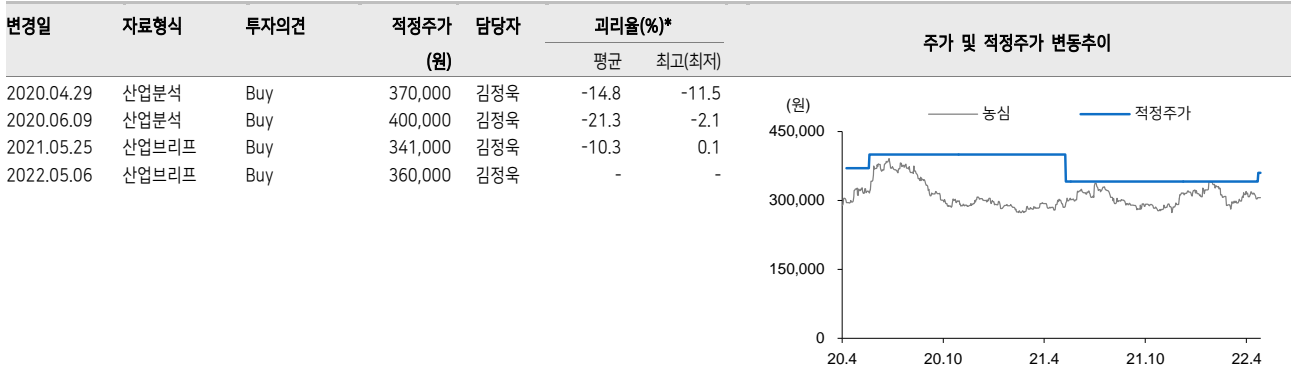
CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



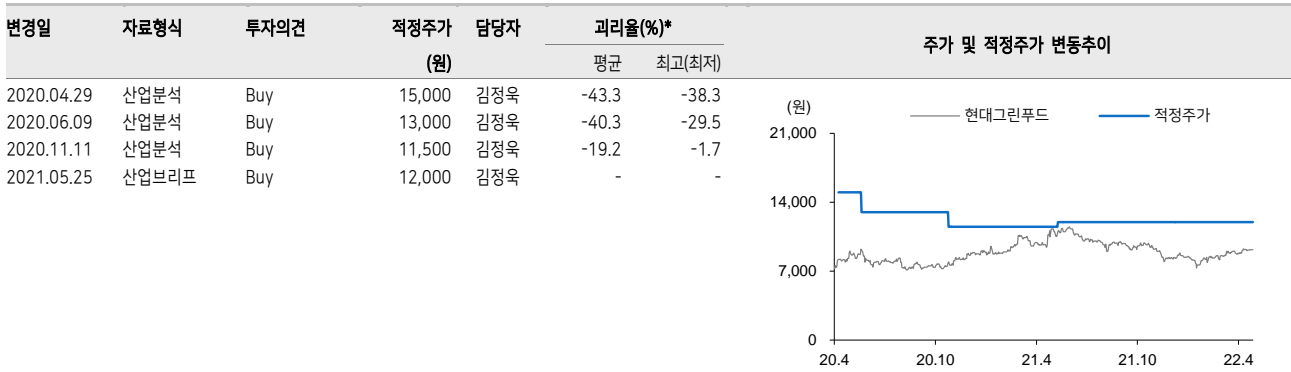
농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



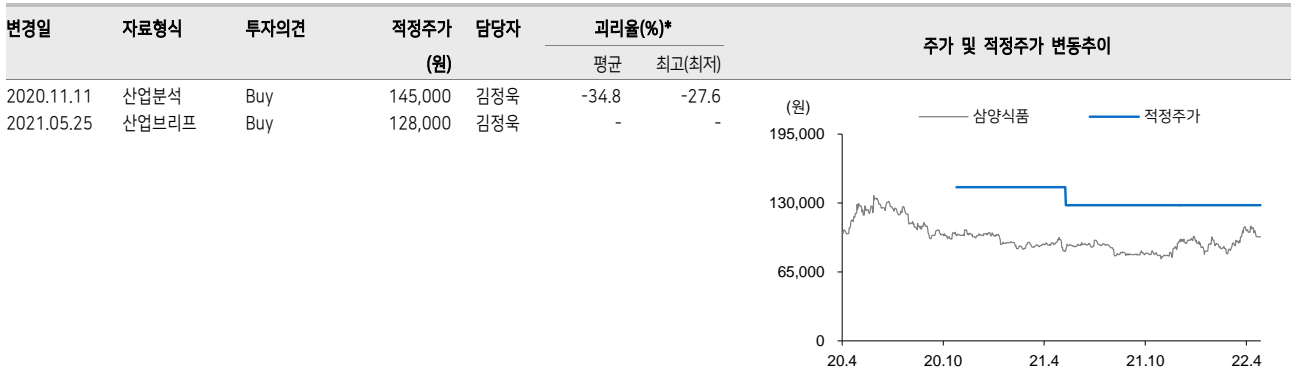
현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



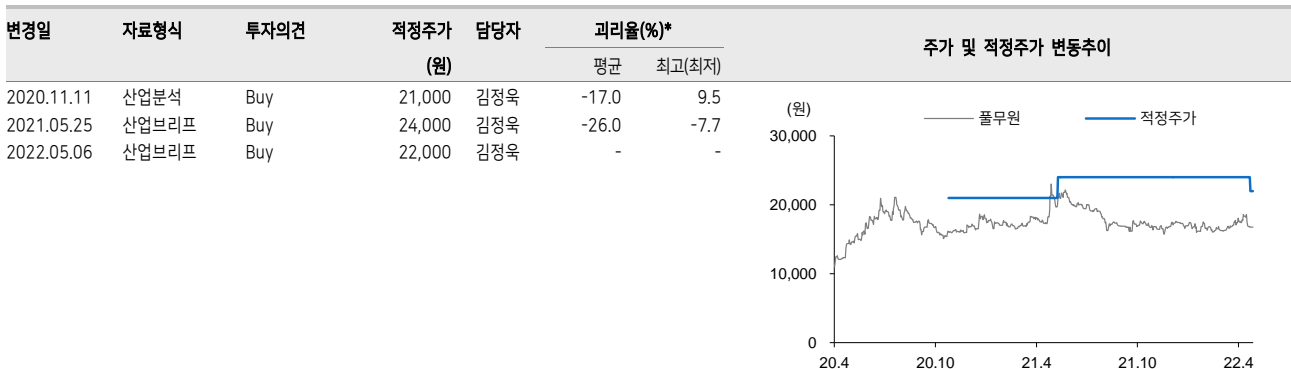
삼양식품 (003230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



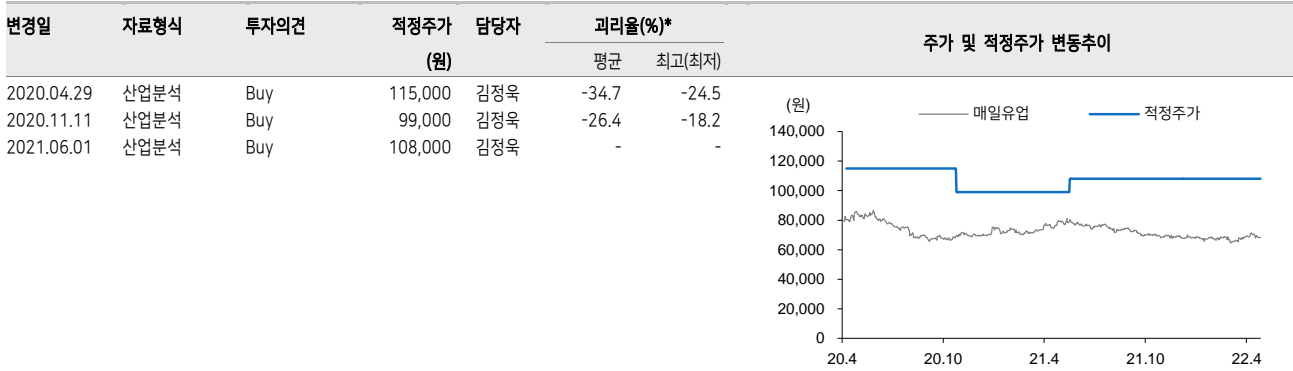
풀무원 (017810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



매일유업 (267980) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데푸드 (002270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

