

2023년 전망 시리즈

16

음식료/유통

중간은 없다

2023년 전망 시리즈 **16**
음식료/유통

중간은 없다

음식료 (Overweight)

Top Picks	투자판단	적정주가
CJ제일제당 (097950)	Buy	540,000원
농심 (004370)	Buy	400,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
CJ프레시웨이(051500)	Buy	47,000원
롯데칠성 (005300)	Buy	195,000원
KT&G (033780)	Buy	115,000원
하이트진로(000080)	Buy	39,000원
오리온 (271560)	Buy	130,000원
현대그린푸드 (005440)	Buy	10,000원
풀무원 (017810)	Buy	18,000원
삼양식품 (003230)	Buy	140,000원
매일유업 (267980)	Buy	88,000원

유통 (Neutral)

Top Picks	투자판단	적정주가
BGF리테일 (282330)	Buy (신규)	245,000원
호텔신라 (008770)	Buy (신규)	90,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
신세계(004170)	Buy	300,000원
현대백화점(069960)	Buy	87,000원



음식료/유통

Analyst 김정욱

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

Contents

Part I	중간은 없다 - 두 개의 평균	09
Part II	Food Recession Market - 라면/종합식품	19
Part III	Retail Recession Market - 편의점/면세점	43

기업분석 음식료	CJ제일제당 (097950) 고물가 환경 내식/HMR 수요 성장, 원가 하락 수혜 기대	58
	농심 (004370) 2년 연속 가격 인상 사이클, 23년 국내/해외 동반 성장 예상	61
	CJ프레시웨이(051500) 외식 경기 둔화 환경을 수주 경쟁력으로 극복할 전망	64
	롯데칠성 (005300) 음료/주류 시장 부진을 신제품 효과로 타계	67
	KT&G (033780) HNB/홍삼/해외담배의 실적 견인 + 주주환원 정책	70
	하이트진로 (000080) 23년 비용 이슈 해소에 따른 기저효과 기대	73
	오리온 (271560) 지연되는 중국제과 성장 전환 확인 필요	76
	현대그린푸드 (005440) 자회사 실적 불확실성 해소되는 분할 이슈 긍정적	79
	풀무원 (017810) 23년 국내 식품의 원가 개선, 해외법인 흑자 전환 기대	82
	삼양식품 (003230) 23년 국내라면 가격효과, 해외수출 수량 효과로 성장	85
매일유업 (267980) 주력 제품의 수요 둔화, 신제품 경쟁심화 지속	88	
기업분석 유통	BGF리테일(282330) 대체 불가능한 식품 소비 채널로 성장 중	92
	호텔신라(008770) 불황기에도 억눌린 해외여행 수요는 회복된다	95
	신세계(004170) 고객 확산의 22년, 불경기 영향이 맞물릴 23년	98
	현대백화점(069960) 불황기 소비 환경, 지주사 분할 영향이 혼재될 23년	101

Summary

중간은 없다

Overweight/Neutral

중간은 없다
- 두 개의 평균

- I
- 불황기 소비 트렌드 계층간 양극화와 개인 소비 내에서의 양극화가 동시에 진행. 중간 상실, 두 개의 평균 등장
 - 지속되는 고물가 환경, 금리인상 기조에 따라 실질임금 감소, 가계신용 증가세 둔화, 자산 가격 축소
 - 식료품비 상승은 소득계층별 가처분 소득의 격차 확대 요인으로 작용
 - 줄어드는 소득에도 FLEX를 충족시키는 방법, 중간 포지션 소비 축소
 - Recession Market - 음식료 라면/종합식품, 유통 편의점/면세점

Food Recession Market
- 라면/종합식품

- II
- 23년 음식료 투자 의견 Overweight 제시, 불황형 식품 소비, 내식/외식 공존과 원가 스프레드 개선 기대
 - 물가 상승에 따른 내식/외식 비중은 43:57 → 47:52으로 내식 비중 4.8%pt 상승
 - 21~22년 2년 연속 라면 가격 인상, 후발업체의 동참으로 1등 기업 수혜
 - 라면 신제품 경쟁 브랜드 익스텐션으로 변화, 인지도 높은 브랜드 보유 기업 유리
 - HMR 수요 증가 요인 내식 확대, 맞벌이/1인가구 증가, MZ세대의 시성비(시간대비성능비) 소비

Retail Recession Market
- 편의점/면세점

- III
- 23년 유통 투자 의견 Neutral 제시, 불황형 소비 트렌드는 계층 뿐만 아닌 개인 소비 활동 내 양극화
 - 근린형 소량 구매 증가, 억눌린 해외여행 수요 회복 수혜 여부로 채널간 매력도 결정
 - 업태별 선호도 편의점>면세점>백화점>대형마트>홈쇼핑 순
 - 편의점 근린형 채널로서의 강점에 장보기 역할이 더해지며 대형마트 대체
 - 면세점 23년 개인 고객 비중 확대 시, 다양한 경쟁 환경 노출 여부에 따른 경쟁력 차이 부각

2023년 전망 시리즈 **16**
음식료/유통

기업분석 [음식료]

종목	투자판단	적정주가
CJ제일제당 (097950)	Buy	540,000원
농심 (004370)	Buy	400,000원
CJ프레시웨이 (051500)	Buy	47,000원
롯데칠성 (005300)	Buy	195,000원
KT&G (033780)	Buy	115,000원
하이트진로 (000080)	Buy	39,000원
오리온 (271560)	Buy	130,000원
현대그린푸드 (005440)	Buy	10,000원
풀무원 (017810)	Buy	18,000원
삼양식품 (003230)	Buy	140,000원
매일유업 (267980)	Buy	88,000원

CJ제일제당(097950) 고물가 환경 내식/HMR 수요 성장, 원가 하락 수혜 기대

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

Buy

적정주가 (12개월) 540,000원

현재주가 (11.11) 415,500원

상승여력 30.1%

KOSPI	2,483.16pt
시가총액	62,550억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	24.99%
52주 최고/최저가	428,500원/332,000원
평균거래대금	131.7억원

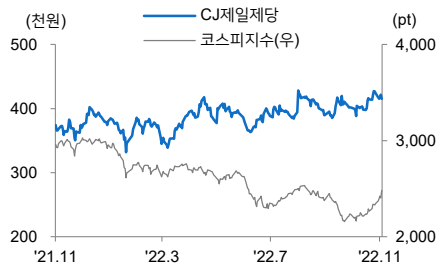
주요주주(%)

CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	13.26

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	4.1	13.5
상대주가	-8.3	8.7	33.7

주가그래프



3Q22 Preview

- 국내 가공식품 주력 품목(만두/김치/장류)의 매출 성장 견인과 가격 인상 효과 10~15% 외형 성장 긍정적
- 바이오 부문은 2분기 호실적 이후 연착륙 예상, 라이신/사료 부문은 2분기를 저점으로 QoQ 증익 전망

2023년 전망

- 가공식품의 가격 인상 효과 지속과 환율/원가 안정화에 따른 수익성 개선 전망
- 고마진 스페셜티 아미노산 제품의 비중 확대로 해외바이오 정상 마진을 지속 상승 예상

투자의견 Buy 및 적정주가 540,000원 유지

- 불황기 내식 수요 확대의 수혜가 예상되며 가공식품/해외바이오 주도의 증익 흐름 이어질 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	24,245.7	1,359.6	685.6	45,184	319.2	321,970	8.4	1.2	7.1	13.5	151.9
2021	26,289.2	1,524.4	612.9	40,267	13.4	373,194	9.6	1.0	6.9	10.8	148.5
2022E	29,462.5	1,783.9	747.6	49,042	2.0	435,498	8.5	1.0	6.0	11.3	151.2
2023E	31,170.9	1,854.2	866.5	56,939	4.2	481,543	7.3	0.9	5.5	11.5	142.9
2024E	32,556.9	1,960.1	936.1	61,560	8.5	531,835	6.7	0.8	5.0	11.3	134.2

CJ제일제당(097950) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(대한통운 포함, 억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	69,798.9	75,166.1	76,569.8	73,090.5	294,625.3	74,036.4	79,668.0	80,465.8	77,538.4	311,708.7	325,569.0
가공식품	13,256.0	12,791.0	14,759.8	12,816.3	53,623.1	14,183.9	13,686.4	15,793.0	13,713.4	57,376.7	59,671.8
- 쉬완스	7,609.0	7,516.0	8,372.0	8,415.7	31,912.7	8,369.9	8,267.6	8,455.7	9,257.2	34,350.5	35,381.0
소재식품	5,230.0	5,756.0	6,619.6	4,427.8	22,033.4	5,491.5	6,043.8	6,950.6	4,649.2	23,135.1	23,366.5
해외 바이오	10,828.0	13,197.0	12,530.4	10,417.1	46,972.5	11,369.4	13,856.9	13,156.9	10,937.9	49,321.1	51,787.1
사료	6,263.0	6,682.0	6,311.6	6,645.5	25,902.0	6,576.2	7,016.1	6,627.1	6,977.7	27,197.1	28,557.0
대한통운/기타	26,612.9	29,224.1	27,976.5	30,368.1	114,181.7	28,045.6	30,797.3	29,482.5	32,002.9	120,328.2	126,805.7
(% YoY)	13.0	19.1	11.7	5.2	12.1	6.1	6.0	5.1	6.1	5.8	4.4
가공식품	10.9	13.7	10.0	5.0	9.8	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	4.0
- 쉬완스	10.6	16.0	15.0	4.0	11.1	10.0	10.0	1.0	10.0	7.6	3.0
소재식품	23.5	30.8	30.0	1.0	21.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	1.0
해외 바이오	39.3	43.8	20.0	5.0	25.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
사료	6.6	6.8	5.0	5.0	5.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
대한통운/기타	6.2	14.5	6.4	6.4	8.3	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
영업이익	4,356.6	5,042.9	5,171.1	3,268.8	17,839.4	4,322.4	5,031.2	5,442.0	3,746.3	18,542.0	19,600.6
가공식품	1,150.0	788.5	1,328.4	147.5	3,414.4	1,266.0	877.9	1,460.9	192.2	3,796.9	4,097.9
- 쉬완스	447.0	350.0	334.9	607.6	1,739.5	512.6	405.7	359.4	691.5	1,969.2	2,116.7
소재식품	100.0	538.5	494.0	-50.5	1,082.0	105.0	565.4	518.7	-53.0	1,136.1	1,147.5
해외 바이오	1,758.0	2,223.0	1,566.3	1,041.7	6,589.0	1,364.3	1,662.8	1,578.8	1,312.5	5,918.5	6,214.5
사료	194.0	34.0	315.6	332.3	875.9	328.8	350.8	331.4	348.9	1,359.9	1,427.8
대한통운/기타	707.6	1,108.9	1,132.0	1,190.1	4,138.6	745.7	1,168.6	1,192.9	1,254.2	4,361.4	4,596.2
(% YoY)	13.1	7.4	19.4	38.1	17.0	-0.8	-0.2	5.2	14.6	3.9	5.7
가공식품	-3.8	-9.7	10.2	34.1	0.9	10.1	11.3	10.0	30.2	11.2	7.9
- 쉬완스	24.9	54.9	21.8	7.7	22.2	14.7	15.9	7.3	13.8	13.2	7.5
소재식품	-52.4	169.3	30.0	1.0	46.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	1.0
해외 바이오	128.3	14.6	22.8	38.4	39.1	-22.4	-25.2	0.8	26.0	-10.2	5.0
사료	-78.2	-93.9	258.6	-1,105.5	-41.8	69.5	931.8	5.0	5.0	55.3	5.0
대한통운/기타	65.4	23.7	2.1	6.4	16.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
영업이익률(%)	6.2	6.7	6.8	4.5	6.1	5.8	6.3	6.8	4.8	5.9	6.0
가공식품	8.7	6.2	9.0	1.2	6.4	8.9	6.4	9.3	1.4	6.6	6.9
- 쉬완스	5.9	4.7	4.0	7.2	5.5	6.1	4.9	4.3	7.5	5.7	6.0
소재식품	1.9	9.4	7.5	-1.1	4.9	1.9	9.4	7.5	-1.1	4.9	4.9
해외 바이오	16.2	16.8	12.5	10.0	14.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
사료	3.1	0.5	5.0	5.0	3.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
대한통운/기타	2.7	3.8	4.0	3.9	3.6	2.7	3.8	4.0	3.9	3.6	3.6
지배순이익	1,989.5	1,766.7	2,510.6	1,209.6	7,476.4	1,950.0	2,439.7	2,723.6	1,551.9	8,665.2	9,360.9
(% YoY)	20.3	1.4	0.0	0.0	22.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.9	8.0
지배순이익률(%)	2.9	2.4	3.3	1.7	2.5	2.6	3.1	3.4	2.0	2.8	2.9

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

CJ제일제당(097950)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,245.7	26,289.2	29,462.5	31,170.9	32,556.9
매출액증가율 (%)	8.5	8.4	12.1	5.8	4.4
매출원가	19,059.3	20,507.1	22,978.4	24,311.0	25,392.0
매출총이익	5,186.4	5,782.1	6,484.2	6,859.9	7,164.9
판매관리비	3,826.9	4,257.7	4,700.2	5,005.7	5,204.8
영업이익	1,359.6	1,524.4	1,783.9	1,854.2	1,960.1
영업이익률	5.6	5.8	6.1	5.9	6.0
금융손익	-340.3	-296.6	-406.2	-390.6	-390.6
중속/관계기업손익	17.8	33.1	20.4	0.0	0.0
기타영업외손익	141.4	-43.2	-123.5	-209.5	-209.5
세전계속사업이익	1,178.5	1,217.8	1,274.6	1,254.2	1,360.1
법인세비용	392.1	325.4	361.7	303.5	329.1
당기순이익	786.4	892.4	912.9	950.7	1,030.9
지배주주지분 순이익	685.6	612.9	747.6	866.5	936.1
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,469.9	7,725.6	10,670.0	12,221.2	13,726.9
현금및현금성자산	1,212.2	1,096.9	3,712.0	4,839.8	6,013.1
매출채권	2,409.4	2,616.1	2,752.1	2,919.6	3,051.1
재고자산	1,861.5	2,338.3	2,459.8	2,609.5	2,727.0
비유동자산	18,142.0	19,130.2	19,622.2	19,105.0	18,628.4
유형자산	10,462.1	11,160.9	11,898.2	11,525.7	11,192.2
무형자산	4,517.5	4,520.3	4,656.8	4,492.3	4,333.7
투자자산	728.3	932.8	706.5	726.4	741.9
자산총계	25,611.9	26,855.8	30,292.2	31,326.2	32,355.3
유동부채	7,082.7	7,915.9	9,328.1	9,509.2	9,629.8
매입채무	1,793.7	2,153.0	2,265.0	2,402.8	2,511.0
단기차입금	1,647.9	1,455.6	2,770.6	2,720.6	2,670.6
유동성장기부채	1,263.3	2,069.4	1,201.6	1,151.6	1,101.6
비유동부채	8,362.8	8,133.1	8,904.3	8,918.8	8,908.6
사채	2,877.7	2,945.2	3,338.0	3,288.0	3,238.0
장기차입금	2,412.8	1,966.0	1,787.9	1,737.9	1,687.9
부채총계	15,445.5	16,049.0	18,232.4	18,428.0	18,538.4
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	534.0	534.0	534.0
이익잉여금	4,406.8	4,940.2	5,574.9	6,329.2	7,153.0
비지배주주지분	4,892.1	4,693.3	4,925.6	5,009.8	5,104.6
자본총계	10,166.4	10,806.8	12,059.8	12,898.2	13,816.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	2,001.8	1,686.4	3,196.1	2,370.8	2,409.8
당기순이익(손실)	786.4	892.4	912.9	950.7	1,030.9
유형자산상각비	1,129.9	1,114.5	1,259.3	1,272.6	1,233.5
무형자산상각비	155.9	150.8	163.5	164.5	158.7
운전자본의 증감	-422.4	-692.7	534.2	-16.9	-13.3
투자활동 현금흐름	-345.1	-625.4	-633.8	-939.7	-931.2
유형자산의증가(CAPEX)	-968.5	-1,342.8	-1,594.5	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-292.6	-204.5	226.2	-19.8	-15.6
재무활동 현금흐름	-1,097.9	-1,273.9	9.6	-303.4	-305.3
차입금의 증감	-470.2	135.6	1,869.4	-191.1	-193.0
자본의 증가	-31.2	-162.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	521.3	-115.4	2,615.1	1,127.8	1,173.4
기초현금	691.0	1,212.2	1,096.9	3,712.0	4,839.8
기말현금	1,212.2	1,096.9	3,712.0	4,839.8	6,013.1
Key Financial Data					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	1,610,564	1,746,307	1,957,099	2,070,578	2,162,648
EPS(지배주주)	45,184	40,267	49,042	56,939	61,560
CFPS	173,897	189,230	194,436	178,770	182,821
EBITDAPS	175,721	185,312	213,012	218,626	222,677
BPS	321,970	373,194	435,498	481,543	531,835
DPS	4,000	5,000	7,000	7,000	7,000
배당수익률(%)	1.0	1.3	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	9.6	8.5	7.3	6.7
PCR	2.2	2.0	2.1	2.3	2.3
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	3,206.7	3,291.2	3,352.2
EV/EBITDA	7.1	6.9	6.0	5.5	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	10.8	11.3	11.5	11.3
EBITDA 이익률	10.9	10.6	10.9	10.6	10.3
부채비율	151.9	148.5	151.2	142.9	134.2
금융비용부담률	1.3	1.0	1.1	1.9	1.9
이자보상배율(x)	4.3	5.6	5.5	3.1	3.2
매출채권회전율(x)	9.3	10.5	11.0	11.0	10.9
재고자산회전율(x)	12.5	12.5	12.3	12.3	12.2

농심(004370) 2년 연속 가격 인상 사이클, 23년 국내/해외 동반 성장 예상

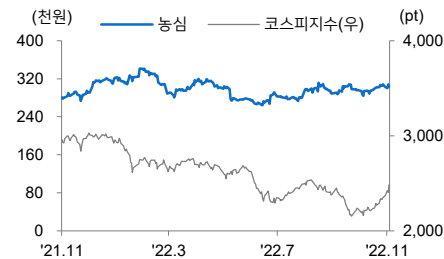
Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	400,000원
현재주가 (11.11)	303,500원
상승여력	31.8%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	18,461억원
발행주식수	608만주
유동주식비율	49.98%
외국인비중	14.40%
52주 최고/최저가	341,500원/264,500원
평균거래대금	58.0억원
주요주주(%)	
농심홀딩스 외 6 인	45.08
국민연금공단	12.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	0.5	8.2
상대주가	-8.9	4.9	27.4

주가그래프



3Q22 Preview

- 라면 가격 인상 전 가수요 발생 국내 10% 매출 성장, 해외 침투율 상승으로 15~20% 매출 성장 예상
- 원가 상승 부담은 지속되나, 팜유/소맥 등 주요 원재료 가격 정점 통과, 2분기 이후 광고/판촉비 절감 예상

2023년 전망

- 라면 가격 인상의 매출 효과는 1,700억원 수준, 제반 비용 상승 효과를 감안해도 400~500억원 증익 예상
- 경쟁사의 가격 인상 동참, 국내 M/S 하락 우려 제거. 해외법인은 침투율 상승 + 가격 인상으로 매출 성장 지속

투자의견 Buy, 적정주가 400,000원으로 11.1% 상향

- 23년 국내/해외 동반 성장의 원년을 기대. 가격 인상 효과를 반영한 실적 추정치 변경으로 적정주가 상향
- 적정주가 산정은 Target PER 18배 유지, 12M Fwd EPS 21,822원 적용

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,639.8	160.3	148.5	24,416	109.7	334,382	12.3	0.9	5.1	7.5	33.0
2021	2,663.0	106.1	99.8	16,412	-33.2	359,145	19.4	0.9	7.1	4.7	31.8
2022E	2,985.5	87.1	109.9	18,075	11.2	380,172	16.8	0.8	6.1	4.9	30.2
2023E	3,110.3	153.3	132.7	21,822	21.2	398,191	13.9	0.8	4.0	5.6	29.5
2024E	3,245.4	178.5	151.6	24,930	14.2	419,319	12.2	0.7	3.2	6.1	28.7

농심(004370) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(별도기준, 억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
총매출액	6,328	6,536	6,389	6,744	25,997	6,493	6,712	6,555	6,918	26,678	27,381
1.라면	4,075	4,139	4,213	4,479	16,906	4,169	4,234	4,310	4,582	17,295	17,693
2.스낵	1,029	971	996	1,072	4,068	1,039	981	1,006	1,082	4,108	4,149
3.기타	1,224	1,426	1,180	1,194	5,024	1,285	1,497	1,239	1,253	5,275	5,539
(% YoY)	12.7	15.9	9.0	6.6	10.9	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
1.라면	12.7	13.3	10.0	7.0	10.6	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
2.스낵	12.7	13.1	10.0	7.0	10.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
3.기타	12.7	26.7	5.0	5.0	12.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
순매출액	5,690	5,845	5,720	6,038	23,292	5,813	6,009	5,869	6,193	23,884	24,513
(% YoY)	12.7	15.6	9.3	6.2	10.8	2.2	2.8	2.6	2.6	2.5	2.6
판매장려금	638	685	669	706	2,698	680	703	687	725	2,794	2,868
영업이익	263	-30	118	209	559	327	29	180	276	811	832
(% YoY)	137.1	-141.5	-36.8	-17.7	-10.3	24.3	-196.1	52.4	32.3	45.1	2.6
영업이익률(%)	4.6	-0.5	2.1	3.5	2.4	5.6	0.5	3.1	4.5	3.4	3.4
세전이익	362	77	214	296	949	378	136	276	363	1,153	1,174
(% YoY)	56.6	-50.4	-21.6	1.2	-0.3	4.5	76.2	28.8	22.8	21.5	1.8
세전이익률(%)	6.4	1.3	3.7	4.9	4.1	6.5	2.3	4.7	5.9	4.8	4.8
순이익	274	57	163	225	719	287	103	210	276	874	890
(% YoY)	50.7	-50.9	-20.5	7.8	1.1	5.1	80.6	28.8	22.8	21.5	1.8
순이익률(%)	4.8	1.0	2.8	3.7	3.1	4.9	1.7	3.6	4.5	3.7	3.6
(연결기준, 억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	7,363	7,562	7,364	7,567	29,855	7,654	7,898	7,677	7,875	31,103	32,454
(% YoY)	16.1	16.7	9.4	6.9	12.1	4.0	4.4	4.2	4.1	4.2	4.3
영업이익	343	43	200	285	871	511	218	360	444	1,533	1,785
(% YoY)	21.2	-75.4	-31.3	-9.3	-17.9	48.8	412.3	80.1	55.8	76.1	16.4
영업이익률(%)	4.7	0.6	2.7	3.8	2.9	6.7	2.8	4.7	5.6	4.9	5.5
지배순이익	330	277	230	262	1,099	363	233	350	381	1,327	1,516
(% YoY)	13.5	53.4	-8.1	-1.9	11.2	11.1	-15.8	52.2	45.5	21.2	14.2
순이익률(%)	4.5	3.7	3.1	3.5	3.7	4.7	3.0	4.6	4.8	4.3	4.7

자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

농심(004370)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

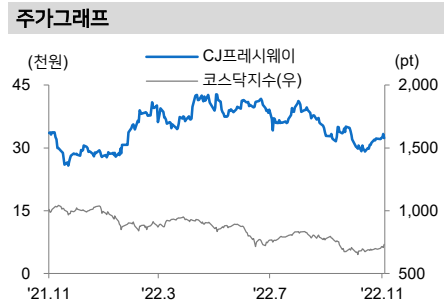
Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,639.8	2,663.0	2,985.5	3,110.3	3,245.4
매출액증가율 (%)	12.6	0.9	12.1	4.2	4.3
매출원가	1,802.6	1,844.9	2,108.4	2,165.5	2,259.6
매출총이익	837.2	818.1	877.1	944.9	985.9
판매관리비	676.9	712.0	790.0	791.5	807.3
영업이익	160.3	106.1	87.1	153.3	178.5
영업이익률	6.1	4.0	2.9	4.9	5.5
금융손익	13.9	9.1	12.5	9.7	9.7
중속/관계기업손익	-1.7	-0.7	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	18.1	22.3	45.0	14.0	14.0
세전계속사업이익	190.6	136.8	144.3	177.1	202.3
법인세비용	41.5	37.2	33.5	42.9	49.0
당기순이익	149.1	99.6	110.8	134.2	153.3
지배주주지분 순이익	148.5	99.8	109.9	132.7	151.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,074.4	1,088.7	1,189.1	1,353.8	1,534.8
현금및현금성자산	321.5	157.5	228.4	359.3	504.3
매출채권	211.5	224.0	239.5	249.3	259.7
재고자산	228.4	256.0	273.8	284.9	296.8
비유동자산	1,651.1	1,811.2	1,837.7	1,800.3	1,767.3
유형자산	1,271.4	1,427.5	1,557.0	1,520.4	1,488.3
무형자산	46.1	44.2	47.1	46.2	45.2
투자자산	69.4	73.2	79.7	79.8	79.9
자산총계	2,725.5	2,899.9	3,026.8	3,154.1	3,302.2
유동부채	522.2	537.3	591.6	614.8	639.6
매입채무	275.2	282.9	302.5	314.8	327.9
단기차입금	3.3	3.8	21.1	21.1	21.1
유동성장기부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	154.4	161.8	110.2	103.1	96.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	68.3	82.2	22.6	12.6	2.6
부채총계	676.6	699.1	701.7	717.9	735.8
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.8	120.8	121.8	121.8	121.8
기타포괄이익누계액	-37.2	31.0	71.1	71.1	71.1
이익잉여금	2,000.7	2,083.1	2,169.9	2,279.5	2,408.0
비지배주주지분	15.0	16.2	12.6	14.1	15.8
자본총계	2,049.0	2,200.8	2,325.0	2,436.1	2,566.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	231.5	162.7	218.8	274.4	289.2
당기순이익(손실)	149.1	99.6	110.8	134.2	153.3
유형자산상각비	100.8	103.8	126.1	136.5	132.1
무형자산상각비	0.8	1.3	1.1	1.0	1.0
운전자본의 증감	-62.6	-62.6	-6.9	2.7	2.8
투자활동 현금흐름	-132.0	-318.9	-77.0	-110.8	-111.5
유형자산의증가(CAPEX)	-180.3	-195.1	-116.9	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-4.5	-6.8	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-94.3	-25.3	-78.3	-32.8	-32.8
차입금의 증감	-60.3	12.1	-38.5	-9.7	-9.6
자본의 증가	0.1	0.0	1.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.8	-164.1	71.0	130.9	145.0
기초현금	317.8	321.5	157.5	228.4	359.3
기말현금	321.5	157.5	228.4	359.3	504.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	433,988	437,800	490,828	511,347	533,558
EPS(지배주주)	24,416	16,412	18,075	21,822	24,930
CFPS	52,955	44,397	40,902	50,343	53,321
EBITDAPS	43,057	34,725	35,224	47,817	51,230
BPS	334,382	359,145	380,172	398,191	419,319
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	16.8	13.9	12.2
PCR	5.7	7.2	7.4	6.0	5.7
PSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	261.9	211.2	214.3	290.9	311.6
EV/EBITDA	5.1	7.1	6.1	4.0	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.7	4.9	5.6	6.1
EBITDA 이익률	9.9	7.9	7.2	9.4	9.6
부채비율	33.0	31.8	30.2	29.5	28.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	41.0	54.1	32.2	63.5	86.5
매출채권회전율(x)	12.5	12.2	12.9	12.7	12.8
재고자산회전율(x)	12.1	11.0	11.3	11.1	11.2

Buy

적정주가 (12개월)	47,000원
현재주가 (11.11)	32,350원
상승여력	45.3%
KOSDAQ	731.22pt
시가총액	3,840억원
발행주식수	1,187만주
유동주식비율	52.29%
외국인비중	15.11%
52주 최고/최저가	42,800원/25,800원
평균거래대금	19.7억원
주요주주(%)	
CJ 외 2 인	47.7
EFG PRIVATE BANK SA	10.95

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	-24.4	-2.4
상대주가	-2.1	-10.4	32.5



3Q22 Review

- 영업이익 352억원 전년비 +114.9%, 전 부문 매출액 고성장이며 선별 수주를 통한 우량 고객 확보 결과
- 수익성 개선 노력으로 GPM 19.1% 달성. 개선된 이익체력으로 4Q22에도 실적 고성장 기조 이어갈 전망

2023년 전망

- 23년은 전년도 실적의 높은 기저효과가 부담 요인이지만, 매 분기 20% 이상 증가하는 수주 성과 긍정적
- GPM 19% 레벨은 M/S 확대를 위한 전략적 판단을 가능케 함. 개선된 이익체력으로 재무구조 개선도 기대

투자의견 Buy 유지, 적정주가 47,000원으로 17.5% 하향

- 수주 성과 긍정적이거나, 외식 경기 둔화 및 경쟁 심화 불가피. 적용 배수, 실적 추정치 변경을 반영. 적정주가 17.5% 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 8배로 조정, 12M Fwd EPS 5,880원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,478.5	-3.6	-39.3	-3,307	적전	15,839	-5.8	1.2	11.3	-20.2	292.3
2021	2,291.4	55.6	26.7	2,245	흑전	20,715	12.8	1.4	6.6	12.3	255.0
2022E	2,722.7	109.0	69.5	5,854	143.2	25,936	5.5	1.2	4.4	25.1	237.9
2023E	2,920.2	124.1	69.9	5,884	-4.7	31,520	5.5	1.0	3.5	20.5	207.1
2024E	3,129.8	136.1	78.9	6,647	12.6	37,866	4.9	0.9	2.9	19.2	185.1

CJ프레시웨이(051500) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	5,643	7,209	7,517	6,858	27,227	6,059	7,730	8,066	7,347	29,202	31,298
식자재유통	4,345	5,559	5,702	5,289	20,895	4,625	5,909	6,063	5,627	22,224	23,646
- 외식/급식유통	2,514	3,408	3,461	3,067	12,450	2,640	3,578	3,634	3,220	13,073	13,726
- 중소제휴(JV)	944	1,199	1,158	1,267	4,568	1,010	1,283	1,239	1,356	4,888	5,230
- 1차도매 및 원료	887	952	1,082	955	3,876	976	1,047	1,190	1,050	4,263	4,690
푸드서비스	1,122	1,476	1,631	1,378	5,607	1,234	1,624	1,794	1,515	6,167	6,784
해외 및 기타	176	174	184	181	715	185	183	193	190	751	788
(% YoY)	3.3	25.2	33.5	13.0	18.8	7.4	7.2	7.3	7.1	7.3	7.2
식자재유통	3.3	26.3	33.3	12.8	18.9	6.5	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4
- 외식/급식유통	14.3	36.5	44.3	15.0	27.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
- 중소제휴(JV)	-24.5	12.9	7.9	10.0	0.7	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
- 1차도매 및 원료	17.2	13.1	34.4	10.0	18.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
푸드서비스	12.3	24.5	39.2	15.0	23.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
해외 및 기타	-31.0	-20.2	2.6	0.0	-14.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	106	346	352	285	1,089	158	378	387	319	1,241	1,361
식자재유통	123	246	239	212	820	140	273	266	236	916	998
푸드서비스	-33	89	104	69	229	12	100	116	77	305	343
기타(송림푸드 JV 포함)	16	11	9	5	41	5	5	5	5	20	20
(% YoY)	236.7	81.7	114.9	67.5	95.8	48.6	9.1	10.1	11.6	13.9	9.6
식자재유통	91.3	128.6	82.4	141.6	109.9	14.0	11.1	11.4	11.7	11.8	9.0
푸드서비스	적지	34.3	593.3	3.7	125.9	흑전	11.8	11.7	12.2	33.4	12.2
영업이익률(%)	1.9	4.8	4.7	4.2	4.0	2.6	4.9	4.8	4.3	4.3	4.3
식자재유통	2.8	4.4	4.2	4.0	3.9	3.0	4.6	4.4	4.2	4.1	4.2
푸드서비스	-2.9	6.0	6.4	5.0	4.1	1.0	6.1	6.5	5.1	5.0	5.1
지배순이익	55	232	241	167	695	68	220	218	192	698	789
(% YoY)	1.0	3.2	3.2	2.4	2.6	1.1	2.8	2.7	2.6	2.4	2.5
지배순이익률(%)	흑전	79.7	47.2	244.7	160.8	24.4	-5.2	-9.6	15.1	0.5	13.0

자료: CJ프레시웨이, 메리츠증권 리서치센터

CJ프레시웨이(051500)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,478.5	2,291.4	2,722.7	2,920.2	3,129.8
매출액증가율 (%)	-18.9	-7.5	18.8	7.3	7.2
매출원가	2,130.8	1,888.7	2,220.1	2,379.7	2,549.0
매출총이익	347.8	402.7	502.6	540.5	580.8
판매관리비	351.3	347.1	393.6	416.3	444.7
영업이익	-3.6	55.6	109.0	124.1	136.1
영업이익률	-0.1	2.4	4.0	4.3	4.3
금융손익	-17.7	-12.4	-8.4	-14.9	-14.9
중속/관계기업손익	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-26.5	-11.9	-6.2	-14.1	-14.1
세전계속사업이익	-48.5	31.4	94.4	95.2	107.1
법인세비용	-6.0	0.3	18.7	23.0	25.9
당기순이익	-42.5	31.1	75.7	72.1	81.2
지배주주지분 순이익	-39.3	26.7	69.5	69.9	78.9

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	431.1	502.2	652.6	749.3	874.9
현금및현금성자산	85.6	153.7	258.8	327.4	422.7
매출채권	200.8	216.3	244.5	261.9	280.7
재고자산	120.2	115.2	130.2	139.5	149.5
비유동자산	691.6	714.3	729.4	717.2	707.9
유형자산	360.0	400.7	416.5	405.2	396.2
무형자산	85.5	75.9	73.6	68.4	63.6
투자자산	34.9	54.6	61.4	65.6	70.2
자산총계	1,122.8	1,216.5	1,382.0	1,466.5	1,582.8
유동부채	442.1	607.8	660.7	694.2	730.4
매입채무	236.8	267.1	301.9	323.4	346.6
단기차입금	79.0	90.9	116.9	116.9	116.9
유동성장기부채	0.7	100.7	73.3	73.3	73.3
비유동부채	394.4	266.0	312.3	294.7	297.2
사채	179.7	79.9	119.7	99.7	99.7
장기차입금	0.8	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	836.5	873.9	973.0	988.9	1,027.6
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	86.5	75.1	73.2	73.2	73.2
기타포괄이익누계액	43.8	88.0	87.7	87.7	87.7
이익잉여금	-6.0	19.1	83.3	149.6	225.0
비지배주주지분	98.2	96.7	101.1	103.4	105.7
자본총계	286.2	342.6	409.0	477.6	555.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	126.3	140.6	249.1	133.6	141.4
당기순이익(손실)	-42.5	31.1	75.7	72.1	81.2
유형자산상각비	52.6	50.1	50.3	50.3	49.0
무형자산상각비	12.5	6.4	5.5	5.2	4.8
운전자본의 증감	73.8	41.3	112.6	6.0	6.5
투자활동 현금흐름	-52.8	-34.2	-52.6	-43.6	-44.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.9	-16.4	-57.2	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-9.8	-19.7	-6.8	-4.2	-4.5
재무활동 현금흐름	-8.6	-39.4	-92.1	-21.4	-1.2
차입금의 증감	-9.2	-8.6	44.6	-17.9	2.3
자본의 증가	-0.6	-11.4	-1.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	64.3	68.2	105.0	68.6	95.3
기초현금	21.3	85.6	153.7	258.8	327.4
기말현금	85.6	153.7	258.8	327.4	422.7

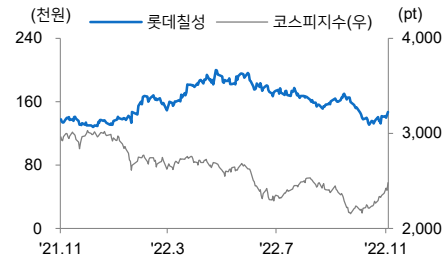
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	208,778	193,018	229,342	245,983	263,642
EPS(지배주주)	-3,307	2,245	5,854	5,884	6,647
CFPS	5,489	8,596	12,028	12,686	13,553
EBITDAPS	5,181	9,438	13,878	15,127	15,994
BPS	15,839	20,715	25,936	31,520	37,866
DPS	0	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	-5.8	12.8	5.5	5.5	4.9
PCR	3.5	3.3	2.7	2.6	2.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	1.2	1.4	1.2	1.0	0.9
EBITDA	61.5	112.0	164.8	179.6	189.9
EV/EBITDA	11.3	6.6	4.4	3.5	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-20.2	12.3	25.1	20.5	19.2
EBITDA 이익률	2.5	4.9	6.1	6.1	6.1
부채비율	292.3	255.0	237.9	207.1	185.1
금융비용부담률	0.7	0.6	0.2	1.1	1.0
이자보상배율(x)	-0.2	4.3	24.0	4.0	4.3
매출채권회전율(x)	11.0	11.0	11.8	11.5	11.5
재고자산회전율(x)	15.9	19.5	22.2	21.7	21.7

롯데칠성(005300) 음료/주류시장부진을신제품효과로타계

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

Buy

적정주가 (12개월)	195,000원		
현재주가 (11.11)	147,000원		
상승여력	32.7%		
KOSPI	2,483.16pt		
시가총액	13,640억원		
발행주식수	928만주		
유동주식비율	34.66%		
외국인비중	12.78%		
52주 최고/최저가	200,000원/128,000원		
평균거래대금	44.1억원		
주요주주(%)			
롯데지주 외 13 인	65.34		
국민연금공단	10.90		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	-20.1	9.7
상대주가	-11.4	-16.6	29.2
주가그래프			



3Q22 Review

- 음료/주류 매출액 고성장 기조는 이어졌으나, 원재료비 상승 부담과 임금 인상 소급 적용 기간 차이로 감익
- 4분기 제로탄산/소주 점유율 상승으로 매출 증가 지속 및 일회성 비용 제거로 이익 성장으로 전환 예상

2023년 전망

- 22년 대비 원재료비 상승 부담 완화, 음료/주류 시장 성장률 둔화를 주력 카테고리 점유율 상승으로 방어 예상
- 제로 탄산 카테고리 확대로 점유율 확대. 소주는 처음처럼 브랜드 선호도 회복 및 신제품 “새로” 침투율 확대 예상

투자의견 Buy, 적정주가 195,000원으로 15.2% 하향

- 23년 유흥시장의 성장 정체를 반영. 적용 배수, 실적 추정치 변경. 적정주가 15.2% 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 11.5배로 조정, 12M Fwd EPS 16,985원 적용

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,258.0	97.2	-12.5	-1,740	적지	132,776	-62.4	0.8	9.2	-1.0	165.6
2021	2,506.1	182.2	135.5	14,636	흑전	141,904	9.1	0.9	7.1	10.0	148.9
2022E	2,832.7	222.8	135.3	14,333	-2.6	139,213	10.3	1.1	6.6	9.6	154.0
2023E	2,976.5	252.1	157.6	16,729	15.7	151,261	8.8	1.0	5.7	10.8	135.7
2024E	3,079.9	286.6	182.8	19,449	16.9	165,814	7.6	0.9	4.9	11.5	121.2

롯데칠성(005300) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	6,263.0	7,621.9	7,842.6	6,599.5	28,326.9	6,594.0	7,997.6	8,228.5	6,945.2	29,765.4	30,799.1
연결음료	4,216.8	5,668.3	5,743.4	4,522.3	20,150.9	4,355.3	5,857.4	5,935.8	4,674.4	20,822.9	21,518.5
음료(별도)	3,898.8	5,188.0	5,373.9	4,211.8	18,672.5	4,026.8	5,361.1	5,553.9	4,353.4	19,295.1	19,939.7
탄산(별도)	1,865.0	2,269.6	2,301.8	2,201.1	8,637.6	1,920.9	2,337.7	2,370.9	2,267.1	8,896.7	9,163.6
주스(별도)	310.7	392.4	398.5	160.4	1,262.0	313.8	396.3	402.5	162.0	1,274.6	1,287.4
커피(별도)	545.2	827.1	897.8	685.4	2,955.6	567.0	860.2	933.8	712.8	3,073.8	3,196.7
생수 및 기타(별도)	1,177.9	1,698.9	1,775.7	1,164.8	5,817.3	1,225.0	1,766.9	1,846.7	1,211.4	6,050.0	6,292.0
별도 외 음료	318.1	480.3	369.5	310.6	1,478.4	328.5	496.3	381.9	321.0	1,527.7	1,578.7
연결주류	2,045.8	1,953.6	2,099.1	2,077.1	8,175.6	2,238.8	2,140.2	2,292.8	2,270.8	8,942.5	9,280.7
주류(별도)	1,941.7	1,884.8	1,927.6	1,900.7	7,654.9	2,124.2	2,060.0	2,106.6	2,080.5	8,371.2	8,655.4
소주+청주(별도)	904.2	848.1	923.0	898.1	3,573.4	994.7	932.9	1,015.3	987.9	3,930.8	4,088.0
맥주(별도)	235.3	265.2	276.5	206.3	983.1	247.0	278.4	290.3	216.6	1,032.3	1,125.2
기타주류(별도)	802.2	771.5	728.1	796.4	3,098.3	882.5	848.7	800.9	876.0	3,408.1	3,442.2
별도 외 주류	104.0	68.7	171.5	176.4	520.6	114.6	80.2	186.2	190.3	571.3	625.2
(% YoY)	16.2	13.9	12.2	10.1	13.0	5.3	4.9	4.9	5.2	5.1	3.5
연결음료	13.8	14.1	11.3	9.7	12.2	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3	3.3
음료(별도)	12.2	13.1	11.3	9.7	11.6	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3	3.3
탄산(별도)	21.5	26.2	19.7	15.0	20.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
주스(별도)	-20.0	-20.0	-16.2	-10.0	-17.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
커피(별도)	3.7	10.7	7.8	7.5	7.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
생수 및 기타(별도)	14.9	9.7	11.1	5.0	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	5.0	5.0
연결주류	21.7	13.5	15.0	10.9	15.1	9.4	9.6	9.2	9.3	9.4	3.8
주류(별도)	21.1	15.0	11.4	8.6	13.9	9.4	9.3	9.3	9.5	9.4	3.4
소주+청주(별도)	18.4	16.8	24.6	15.0	18.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	4.0
맥주(별도)	14.1	4.6	-1.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	9.0
기타주류(별도)	26.8	17.0	2.7	3.0	11.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	1.0
기타사업	36.0	18.1	26.3	20.0	24.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	597.0	637.8	749.9	243.2	2,227.9	593.5	692.8	863.4	371.3	2,520.9	2,866.2
음료부문	328.0	449.0	640.0	180.9	1,597.9	392.0	585.7	771.7	280.5	2,029.8	2,354.4
주류부문	216.0	96.0	67.0	62.3	441.3	201.5	107.0	91.7	90.8	491.0	511.7
(% YoY)	84.9	39.9	-12.2	28.4	22.3	-0.6	8.6	15.1	52.7	13.1	13.7
영업이익률(%)	9.5	8.4	9.6	3.7	7.9	9.0	8.7	10.5	5.3	8.5	9.3
음료부문	7.8	7.9	11.1	4.0	7.9	9.0	10.0	13.0	6.0	9.7	10.9
주류부문	10.6	4.9	3.2	3.0	5.4	9.0	5.0	4.0	4.0	5.5	5.5
순이익(지배)	367.0	399.2	462.2	124.8	1,353.2	371.3	422.8	545.1	236.3	1,575.5	1,827.9
(% YoY)	125.2	28.3	-49.6	-440.8	-0.1	1.2	5.9	17.9	89.4	16.4	16.0
지배순이익률(%)	5.9	5.2	5.9	1.9	4.8	5.6	5.3	6.6	3.4	5.3	5.9

자료: 롯데칠성, 메리츠증권 리서치센터

롯데칠성(005300)

2023년 전망 시리즈 16

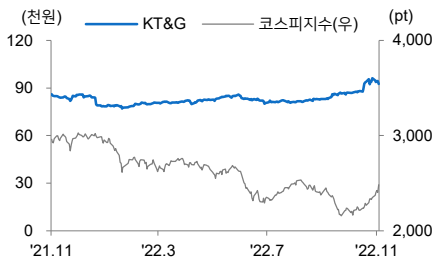
음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,258.0	2,506.1	2,832.7	2,976.5	3,079.9
매출액증가율 (%)	-7.1	11.0	13.0	5.1	3.5
매출원가	1,349.5	1,460.3	1,686.5	1,772.2	1,833.8
매출총이익	908.5	1,045.8	1,146.1	1,204.3	1,246.2
판매관리비	811.2	863.6	923.3	952.3	959.6
영업이익	97.2	182.2	222.8	252.1	286.6
영업이익률	4.3	7.3	7.9	8.5	9.3
금융손익	-32.2	-32.2	-30.3	-30.3	-30.3
종속/관계기업손익	-7.7	3.1	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-80.2	21.8	-11.3	-14.5	-14.5
세전계속사업이익	-22.9	175.0	181.1	207.3	241.9
법인세비용	-6.1	37.9	44.9	50.2	58.5
당기순이익	-16.8	137.1	136.2	157.2	183.3
지배주주지분 순이익	-12.5	135.5	135.3	157.6	182.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	893.3	994.5	1,024.5	1,110.7	1,252.2
현금및현금성자산	158.9	384.6	354.8	405.9	523.0
매출채권	238.4	215.6	237.3	249.8	258.4
재고자산	257.4	305.4	336.1	353.7	366.0
비유동자산	2,572.8	2,602.3	2,585.5	2,538.1	2,511.0
유형자산	1,939.7	2,048.2	2,015.5	1,968.0	1,943.0
무형자산	116.6	105.4	94.6	83.0	72.9
투자자산	271.4	228.2	243.4	255.0	263.1
자산총계	3,466.1	3,596.8	3,610.0	3,648.8	3,763.2
유동부채	864.9	971.0	1,049.7	1,054.3	1,074.8
매입채무	172.1	180.3	198.5	208.9	216.1
단기차입금	27.4	32.6	125.8	120.8	120.8
유동성장기부채	381.8	425.6	359.5	339.5	339.5
비유동부채	1,296.3	1,180.8	1,139.2	1,046.4	987.0
사채	1,006.5	871.6	866.9	766.9	706.9
장기차입금	114.7	116.4	67.3	66.3	61.3
부채총계	2,161.2	2,151.8	2,188.8	2,100.6	2,061.8
자본금	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	50.1	87.4	87.5	87.5	87.5
기타포괄이익누계액	-21.7	-12.4	-14.2	-14.2	-14.2
이익잉여금	1,876.2	1,961.5	2,077.1	2,198.2	2,344.5
비지배주주지분	10.3	18.3	21.5	27.4	34.2
자본총계	1,304.9	1,445.1	1,421.2	1,548.2	1,701.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	303.4	321.1	324.8	320.0	341.2
당기순이익(손실)	-16.8	137.1	136.2	157.2	183.3
유형자산상각비	140.0	145.5	149.4	147.5	145.0
무형자산상각비	10.9	12.5	13.0	11.6	10.2
운전자본의 증감	63.4	-16.5	-1.4	3.8	2.6
투자활동 현금흐름	-388.5	81.4	-131.5	-112.7	-128.8
유형자산의증가(CAPEX)	-129.3	-202.4	-113.6	-100.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	-170.4	46.3	-15.2	-11.6	-8.1
재무활동 현금흐름	45.9	-177.2	-222.1	-156.2	-95.2
차입금의 증감	70.8	-90.3	-28.9	-126.0	-65.0
자본의 증가	73.0	37.5	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-40.6	225.7	-29.8	51.1	117.1
기초현금	199.4	158.9	384.6	354.8	405.9
기말현금	158.9	384.6	354.8	405.9	523.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	275,995	274,543	305,279	320,786	331,927
EPS(지배주주)	-1,740	14,636	14,333	16,729	19,449
CFPS	34,231	39,917	42,700	42,806	45,657
EBITDAPS	30,330	37,270	41,509	44,309	47,611
BPS	132,776	141,904	139,213	151,261	165,814
DPS	2,700	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	2.5	2.2	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	-62.4	9.1	10.3	8.8	7.6
PCR	3.2	3.3	3.4	3.4	3.2
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9
EBITDA	248.1	340.2	385.2	411.1	441.8
EV/EBITDA	9.2	7.1	6.6	5.7	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.0	10.0	9.6	10.8	11.5
EBITDA 이익률	11.0	13.6	13.6	13.8	14.3
부채비율	165.6	148.9	154.0	135.7	121.2
금융비용부담률	1.6	1.4	1.5	1.7	1.6
이자보상배율(x)	2.7	5.2	5.2	5.1	5.8
매출채권회전율(x)	9.4	11.0	12.5	12.2	12.1
재고자산회전율(x)	8.5	8.9	8.8	8.6	8.6

Buy

적정주가 (12개월)	115,000원		
현재주가 (11.11)	92,600원		
상승여력	24.2%		
KOSPI	2,483.16pt		
시가총액	127,133억원		
발행주식수	13,729만주		
유동주식비율	76.35%		
외국인비중	43.67%		
52주 최고/최저가	96,200원/77,100원		
평균거래대금	324.1억원		
주요주주(%)			
국민연금공단	8.03		
First Eagle Investment Management, LLC	7.12		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	13.2	8.8
상대주가	-5.9	18.2	28.2
주가그래프			



3Q22 Review

- 영업이익 기준 4,056억원으로 컨센서스 4,022억원에 부합. 국내외 HNB 성장과 해외담배 고성장 효과
- 일시적 판관비 증가를 홍삼 부분의 수익성 개선으로 상쇄 4분기 일회성비용 제거로 증익 전환 예상

2023년 전망

- 국내 HNB 시장의 침투율 지속적인 상승 및 동사의 디바이스/스틱 경쟁력으로 M/S 확대 이어질 전망
- 홍삼/HNB/해외 담배의 실적 견인이 예상되는 가운데, 자사주 매입/배당 증가 등 주주환원 정책 확대 기대

투자의견 Buy, 적정주가 115,000원으로 13.9% 상향

- 홍삼/HNB/해외 담배 부분의 실적 성장을 감안. 적용 배수와 실적 추정치 상향, 적정주가 115,000원으로 13.9% 상향
- 적정주가 산정은 Target PER 15배로 상향, 12M Fwd EPS 7,592원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	5,055.3	1,473.2	1,171.7	8,535	13.0	65,822	9.7	1.3	5.4	13.2	26.1
2021	5,228.4	1,338.4	977.3	7,118	-17.1	66,710	11.1	1.2	5.6	10.7	26.4
2022E	5,695.9	1,353.3	1,257.8	9,161	32.2	72,351	10.1	1.3	6.7	13.2	28.5
2023E	5,789.9	1,387.0	1,042.4	7,592	-16.9	75,600	12.2	1.2	6.4	10.3	27.7
2024E	5,954.0	1,431.3	1,075.2	7,832	3.1	80,142	11.8	1.2	5.9	10.1	26.9

KT&G(033780) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	14,026	14,175	16,210	12,549	56,959	14,364	14,145	16,611	12,779	57,899	59,540
1.KT&G	8,448	9,663	9,704	8,608	36,424	8,769	9,725	9,668	8,684	36,846	37,888
a.국내담배	4,937	5,521	5,703	4,889	21,050	4,962	5,548	5,732	4,914	21,155	21,261
b.해외담배	2,366	2,587	2,395	2,385	9,733	2,839	3,104	2,874	2,863	11,680	14,016
c.부동산 등	1,145	1,162	1,234	1,333	4,875	968	1,073	1,062	908	4,011	2,611
2.KGC	3,742	2,464	4,290	2,442	12,938	3,686	2,289	4,638	2,534	13,147	13,424
a.국내홍삼	3,383	2,109	3,782	1,799	11,073	3,292	1,898	4,080	1,827	11,096	11,168
b.해외홍삼	358	355	508	644	1,865	394	391	559	708	2,051	2,256
3.기타	1,836	2,047	2,215	1,499	7,597	1,909	2,131	2,305	1,560	7,906	8,228
(% YoY)	16.1	10.9	8.5	0.6	8.9	2.4	-0.2	2.5	1.8	1.7	2.8
1.KT&G	11.5	1.6	4.3	1.1	4.4	3.8	0.6	-0.4	0.9	1.2	2.8
a.국내담배	7.7	14.7	6.5	0.0	7.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
b.해외담배	30.6	16.5	34.6	15.5	23.6	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
c.부동산 등	-3.1	-53.0	-43.1	-14.5	-34.0	-15.5	-7.7	-13.9	-31.9	-17.7	-34.9
2.KGC	-1.6	-5.0	2.7	3.6	0.1	-1.5	-7.1	8.1	3.8	1.6	2.1
a.국내홍삼	-2.2	-3.8	1.6	1.6	-0.7	-2.7	-10.0	7.9	1.6	0.2	0.6
b.해외홍삼	4.1	-11.5	12.4	10.0	4.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
3.기타	162.2	201.3	51.1	-6.6	70.7	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
영업이익	3,330	3,276	4,056	2,870	13,533	3,430	3,509	4,134	2,797	13,870	14,313
1.KT&G	2,726	3,128	3,078	2,729	11,660	2,873	3,195	3,114	2,797	11,979	12,318
2.KGC	342	30	748	-1	1,119	338	28	809	-1	1,174	1,233
3.기타	262	270	230	142	905	219	286	211	1	717	762
(% YoY)	6.3	1.0	-2.7	8.3	2.6	3.0	7.1	1.9	-2.6	2.5	3.2
1. KT&G	9.9	-4.2	-5.1	47.7	7.6	5.4	2.2	1.2	2.5	2.7	2.8
2.KGC	-35.8	-53.8	9.0	적지	-4.2	-1.2	-7.1	8.1	적지	4.9	5.1
3.기타	117.5	흑전	-4.6	-84.5	-24.1	-16.5	5.7	-8.5	-99.3	-20.8	6.2
영업이익률(%)	23.7	23.1	25.0	22.9	23.8	23.9	24.8	24.9	21.9	24.0	24.0
1. KT&G	32.3	32.4	31.7	31.7	32.0	32.8	32.9	32.2	32.2	32.5	32.5
2.KGC	9.1	1.2	17.4	0.0	8.7	9.2	1.2	17.4	0.0	8.9	9.2
3.기타	14.3	13.2	10.4	9.5	11.9	11.5	13.4	9.1	0.1	9.1	9.3
지배순이익	2,641	3,395	4,641	1,900	12,577	2,655	2,787	3,129	1,853	10,423	10,752
(% YoY)	-3.4	36.7	28.4	102.2	28.7	0.5	-17.9	-32.6	-2.5	-17.1	3.2
지배순이익률(%)	18.8	24.0	28.6	15.1	22.1	18.5	19.7	18.8	14.5	18.0	18.1

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,055.3	5,228.4	5,695.9	5,789.9	5,954.0
매출액증가율 (%)	1.9	3.4	8.9	1.7	2.8
매출원가	2,127.1	2,350.2	2,772.4	2,754.4	2,830.4
매출총이익	2,928.2	2,878.2	2,923.5	3,035.6	3,123.5
판매관리비	1,455.1	1,539.8	1,570.2	1,648.6	1,692.3
영업이익	1,473.2	1,338.4	1,353.3	1,387.0	1,431.3
영업이익률	29.1	25.6	23.8	24.0	24.0
금융손익	104.6	46.9	71.1	133.9	133.9
중속/관계기업손익	4.1	10.9	14.3	4.1	4.1
기타영업외손익	23.0	43.4	374.5	-116.4	-116.4
세전계속사업이익	1,604.9	1,439.6	1,813.2	1,408.6	1,452.9
법인세비용	438.5	415.4	523.2	340.9	351.6
당기순이익	1,171.6	971.8	1,284.2	1,067.7	1,101.3
지배주주지분 순이익	1,171.7	977.3	1,257.8	1,042.4	1,075.2

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,750.4	6,255.9	6,881.8	7,190.7	7,704.4
현금및현금성자산	1,253.6	946.6	897.5	1,111.2	1,455.1
매출채권	1,115.3	904.5	1,081.5	1,101.3	1,136.6
재고자산	2,535.0	2,375.4	2,840.1	2,892.2	2,985.0
비유동자산	4,718.0	5,381.4	5,944.0	6,118.1	6,313.4
유형자산	1,718.4	1,741.0	1,993.5	2,151.4	2,301.6
무형자산	134.1	145.7	150.7	132.6	116.7
투자자산	1,599.8	2,096.5	2,351.5	2,385.8	2,446.9
자산총계	11,468.4	11,637.3	12,825.8	13,308.8	14,017.8
유동부채	1,991.5	2,064.0	2,448.5	2,491.7	2,568.7
매입채무	57.9	60.3	72.1	73.5	75.8
단기차입금	17.3	75.4	78.8	78.8	78.8
유동성장기부채	57.4	19.4	15.4	15.4	15.4
비유동부채	385.3	364.5	396.7	392.7	403.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.5	53.2	39.7	29.7	29.7
부채총계	2,376.8	2,428.4	2,845.3	2,884.4	2,972.1
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	9,324.9	9,770.9	10,394.5
비지배주주지분	54.7	50.1	47.3	45.1	42.9
자본총계	9,091.6	9,208.9	9,980.6	10,424.4	11,045.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,261.7	1,419.8	954.0	1,255.4	1,271.8
당기순이익(손실)	1,171.6	971.8	1,284.2	1,067.7	1,101.3
유형자산상각비	194.8	202.7	211.0	232.1	249.9
무형자산상각비	8.5	14.5	18.7	18.1	15.9
운전자본의 증감	-47.9	222.2	-422.8	-35.7	-63.6
투자활동 현금흐름	-85.8	-797.6	-403.8	-381.9	-423.2
유형자산의증가(CAPEX)	-216.1	-224.4	-459.9	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-242.7	-485.8	-240.2	-34.3	-61.1
재무활동 현금흐름	-808.9	-947.6	-629.4	-659.8	-504.7
차입금의 증감	-13.8	30.9	-21.7	-10.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	362.3	-307.0	-49.0	213.7	343.9
기초현금	891.3	1,253.6	946.6	897.5	1,111.2
기말현금	1,253.6	946.6	897.5	1,111.2	1,455.1

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	36,822	38,082	41,487	42,172	43,367
EPS(지배주주)	8,535	7,118	9,161	7,592	7,832
CFPS	12,627	11,730	13,492	11,887	12,288
EBITDAPS	12,211	11,330	11,530	11,925	12,361
BPS	65,822	66,710	72,351	75,600	80,142
DPS	4,800	4,800	5,200	4,000	4,000
배당수익률(%)	5.8	6.1	5.6	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	11.1	10.1	12.2	11.8
PCR	6.6	6.7	6.9	7.8	7.5
PSR	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1
PBR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2
EBITDA	1,676.5	1,555.5	1,582.9	1,637.2	1,697.1
EV/EBITDA	5.4	5.6	6.7	6.4	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	10.7	13.2	10.3	10.1
EBITDA 이익률	33.2	29.8	27.8	28.3	28.5
부채비율	26.1	26.4	28.5	27.7	26.9
금융비용부담률	0.1	0.3	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	245.4	75.0	45.7	53.5	57.8
매출채권회전율(x)	4.9	5.2	5.7	5.3	5.3
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.2	2.0	2.0

하이트진로(000080) 23년 비용 이슈해소에 따른 기저효과 기대

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

Buy

적정주가 (12개월)	39,000원
현재주가 (11.11)	27,400원
상승여력	42.3%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	19,217억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.65%
외국인비중	13.15%
52주 최고/최저가	37,850원/24,000원
평균거래대금	50.3억원

주요주주(%)	
하이트진로홀딩스 외 8 인	53.81
국민연금공단	6.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	-22.3	-18.1
상대주가	-2.7	-18.9	-3.5



3Q22 Preview

- 리오프닝 효과 이어지며 3분기 내수 맥주 매출 15~16% 성장, 내수 소주 매출은 18~19% 성장 전망
- 맥주/소주 외형 투자 자리 수 성장으로 매출 호조 예상하나 일회성 비용(인건비/물류비)으로 수익성 부진 예상

2023년 전망

- 22년 비용 이슈, 인건비, 물류비 영향으로 매출대비 수익성 부진, 23년 기저효과로 작용할 전망
- 물가상승/경기둔화 우려로 외식 경기 불확실성은 여전하지만 맥주/소주 점유율 상승 모멘텀 유효

투자의견 Buy 유지, 적정주가 39,000원으로 18.8% 하향

- 매출 성장에도 불구하고 비용 이슈가 반복되는 점을 감안. 적용 배수, 추정치 변경, 적정주가 39,000원으로 18.8% 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 20배로 조정, 12M Fwd EPS 1,968원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,256.3	198.5	86.7	1,223	흑전	15,067	26.0	2.1	8.5	8.2	207.0
2021	2,202.9	174.1	71.7	1,009	-17.4	15,331	29.9	2.0	7.9	6.6	232.2
2022E	2,507.6	199.7	119.8	1,695	62.4	16,148	16.2	1.7	6.2	10.7	226.6
2023E	2,668.6	241.9	138.1	1,955	19.3	17,307	14.0	1.6	5.2	11.6	211.9
2024E	2,841.6	314.2	192.9	2,736	40.0	19,238	10.0	1.4	3.9	14.8	184.4

하이트진로(000080) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	5,837	6,478	6,574	6,186	25,076	6,212	6,895	7,006	6,574	26,686	28,416
맥주	1,832	2,034	2,246	1,804	7,916	2,015	2,237	2,470	1,985	8,707	9,578
소주	3,541	3,909	3,729	3,801	14,980	3,718	4,105	3,916	3,991	15,729	16,516
생수	298	349	407	336	1,390	313	366	428	353	1,459	1,532
기타	167	186	192	245	790	167	186	192	245	790	790
(% YoY)	9.1	14.6	17.9	13.5	13.8	6.4	6.4	6.6	6.3	6.4	6.5
맥주	5.2	5.1	9.9	14.0	8.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
소주	9.6	19.6	22.0	13.0	15.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
생수	29.9	20.4	31.1	20.0	25.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	12.0	15.5	18.3	10.0	13.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	581	624	570	222	1,997	662	713	694	349	2,419	3,142
맥주	79	135	113	36	363	167	238	223	119	747	1,301
소주	495	451	435	228	1,610	520	474	457	239	1,690	1,857
생수	26	43	26	-17	78	16	9	17	8	50	52
기타	16	0	16	-12	19	-7	-1	16	-4	4	4
(% YoY)	9.8	46.5	27.0	-34.0	14.7	14.0	14.3	21.8	57.1	21.1	29.9
맥주	-4.0	127.0	18.4	흑전	105.2	112.4	76.4	97.2	230.0	106.0	74.1
소주	10.6	17.4	41.1	-36.6	7.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	9.9
생수	115.9	흑전	-32.7	적전	36.5	-38.2	-79.7	-33.0	흑전	-36.1	5.0
기타	177.5	-96.0	14.7	적전	-39.7	적전	적전	4.7	적지	-79.6	0.0
영업이익률(%)	10.0	9.6	8.7	10.8	8.0	6.3	6.1	12.7	10.8	9.1	11.1
맥주	4.3	6.6	5.0	2.0	4.6	8.3	10.6	9.0	6.0	8.6	13.6
소주	14.0	11.5	11.7	6.0	10.7	14.0	11.5	11.7	6.0	10.7	11.2
생수	8.6	12.4	6.3	-5.0	5.6	5.1	2.4	4.0	2.2	3.4	3.4
기타	9.3	0.2	8.1	-5.0	2.4	-3.9	-0.8	8.5	-1.8	0.5	0.5
지배순이익	371	397	368	62	1,198	389	426	407	158	1,381	1,929
(% YoY)	27.5	67.5	175.0	12.1	67.0	4.7	7.4	10.7	154.9	15.2	39.7
지배순이익률(%)	6.4	6.1	5.6	1.0	4.8	6.3	6.2	5.8	2.4	5.2	6.8

자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로(000080)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,256.3	2,202.9	2,507.6	2,668.6	2,841.6
매출액증가율 (%)	10.9	-2.4	13.8	6.4	6.5
매출원가	1,281.3	1,276.5	1,437.9	1,522.1	1,612.3
매출총이익	975.0	926.4	1,069.7	1,146.4	1,229.3
판매관리비	776.5	752.3	870.0	904.5	915.1
영업이익	198.5	174.1	199.7	241.9	314.2
영업이익률	8.8	7.9	8.0	9.1	11.1
금융손익	-44.8	-31.5	-25.9	-52.1	-52.1
중속/관계기업손익	-7.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.1	-37.0	-11.8	-7.7	-7.7
세전계속사업이익	123.6	103.3	162.0	182.1	254.5
법인세비용	37.0	31.5	46.1	44.1	61.6
당기순이익	86.6	71.8	115.9	138.1	192.9
지배주주지분 순이익	86.7	71.7	119.8	138.1	192.9
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	899.4	1,304.3	1,393.7	1,498.5	1,564.5
현금및현금성자산	264.5	469.8	446.3	491.8	494.1
매출채권	342.8	345.4	392.1	416.6	443.0
재고자산	187.8	187.6	212.9	226.3	240.6
비유동자산	2,398.4	2,326.7	2,366.1	2,349.3	2,333.8
유형자산	1,997.3	1,953.5	1,995.0	1,986.2	1,978.0
무형자산	165.9	152.1	142.2	132.4	123.3
투자자산	53.8	50.5	53.7	55.5	57.3
자산총계	3,297.8	3,631.1	3,759.8	3,847.8	3,898.3
유동부채	1,435.6	1,836.8	1,950.7	1,942.2	2,040.5
매입채무	123.7	143.6	163.0	173.2	184.1
단기차입금	302.5	370.2	326.6	226.6	226.6
유동성장기부채	221.4	179.1	162.5	162.5	162.5
비유동부채	787.9	701.1	657.7	672.0	487.4
사채	367.1	381.1	295.1	295.1	95.1
장기차입금	75.9	9.7	27.7	27.7	27.7
부채총계	2,223.5	2,537.9	2,608.5	2,614.3	2,527.8
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	4.0	4.0	4.0
이익잉여금	281.1	302.5	363.0	445.6	583.2
비지배주주지분	0.5	0.6	0.5	0.0	-0.5
자본총계	1,074.3	1,093.2	1,151.3	1,233.5	1,370.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	382.8	622.3	388.7	348.0	406.1
당기순이익(손실)	86.6	71.8	115.9	138.1	192.9
유형자산상각비	149.7	134.6	139.6	138.8	138.2
무형자산상각비	10.2	10.5	10.4	9.8	9.1
운전자본의 증감	11.8	341.9	56.5	61.4	65.9
투자활동 현금흐름	-141.1	-316.5	-220.4	-147.7	-149.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-151.2	-134.3	-189.7	-130.0	-130.0
투자자산의 감소(증가)	-8.8	0.9	-3.2	-1.8	-1.9
재무활동 현금흐름	-116.6	-101.3	-194.4	-154.8	-254.7
차입금의 증감	-67.4	-40.2	-128.7	-98.9	-198.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.3	205.3	-23.5	45.5	2.3
기초현금	144.2	264.5	469.8	446.3	491.8
기말현금	264.5	469.8	446.3	491.8	494.1
Key Financial Data					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	32,172	31,410	35,754	38,050	40,517
EPS(지배주주)	1,223	1,009	1,695	1,955	2,736
CFPS	6,132	5,207	5,554	5,073	5,983
EBITDAPS	5,110	4,552	4,987	5,568	6,581
BPS	15,067	15,331	16,148	17,307	19,238
DPS	750	800	800	800	800
배당수익률(%)	2.4	2.7	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	29.9	16.2	14.0	10.0
PCR	5.2	5.8	4.9	5.4	4.6
PSR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR	2.1	2.0	1.7	1.6	1.4
EBITDA	358.4	319.2	349.7	390.5	461.6
EV/EBITDA	8.5	7.9	6.2	5.2	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	6.6	10.7	11.6	14.8
EBITDA 이익률	15.9	14.5	13.9	14.6	16.2
부채비율	207.0	232.2	226.6	211.9	184.4
금융비용부담률	2.1	1.7	1.4	1.2	0.9
이자보상배율(x)	4.3	4.7	5.6	7.4	12.5
매출채권회전율(x)	6.3	6.4	6.8	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	12.4	11.7	12.5	12.2	12.2

오리온(271560) 지연되는 중국제과 성장 전환 확인 필요

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

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (11.11)	103,000원
상승여력	26.2%

KOSPI	2,483.16pt
시가총액	40,722억원
발행주식수	3,954만주
유동주식비율	56.18%
외국인비중	36.23%
52주 최고/최저가	110,500원/81,100원
평균거래대금	117.5억원

주요주주(%)	
오리온홀딩스 외 6 인	43.80
국민연금공단	9.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	13.7	-6.8
상대주가	-7.4	18.7	9.8

주가그래프



3Q22 Review

- 영업이익 1,245억원으로 전년비 7.8% 성장하며 컨센서스 부합. 한국/베트남/러시아 고성장 영향
- 중국 소비 침체와 원재료 부담 지속. 춘절 수량 효과 이전까지는 위안화 기준 매출 감소 이어질 전망

2023년 전망

- 22년 하반기 중국 소비 둔화로 인한 실적 부진 지속 중이나 춘절을 기점으로 수요 회복 전환을 기대
- 베트남/러시아 신제품/신규카테고리 중심의 성장 이어지는 가운데 원재료비 부담 완화 효과 예상

투자의견 Buy, 적정주가 130,000원으로 18.8% 하향

- 중국 성장을 구조적 하락분을 감안. 적용 배수, 실적 추정치 변경, 적정주가는 130,000원으로 18.8% 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 13배로 조정, 12M Fwd EPS 10,064원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,229.8	376.1	267.6	6,768	24.5	46,286	18.3	2.7	9.3	15.5	40.5
2021	2,355.5	372.9	257.7	6,518	-4.0	55,925	15.9	1.9	7.1	12.8	36.1
2022E	2,708.3	455.5	338.3	8,557	30.3	67,359	12.0	1.5	5.5	13.9	27.6
2023E	2,916.6	526.9	397.9	10,065	17.0	76,367	10.2	1.3	4.4	14.0	24.4
2024E	3,172.5	575.7	435.0	11,003	9.2	86,274	9.4	1.2	3.6	13.5	21.9

오리온(271560) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	6,532	6,274	7,471	6,806	27,083	7,009	6,757	8,051	7,350	29,166	31,725
1.제과 사업	6,577	6,332	7,471	6,880	27,260	7,054	6,815	8,051	7,424	29,343	31,902
a.국내	2,197	2,282	2,360	2,235	9,074	2,307	2,396	2,478	2,347	9,528	10,005
b.중국	3,052	2,632	3,357	2,867	11,908	3,205	2,764	3,525	3,010	12,503	13,378
c.베트남	1,025	932	1,130	1,350	4,437	1,179	1,072	1,300	1,553	5,103	5,868
d.러시아	303	486	624	428	1,841	364	583	749	514	2,210	2,652
(% YoY)	8.5	25.1	19.5	8.6	15.0	7.3	7.7	7.8	8.0	7.7	8.8
1.제과 사업	8.4	25.3	18.7	8.5	14.8	7.2	7.6	7.8	7.9	7.6	8.7
a.국내	10.5	17.0	17.6	5.0	12.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
b.중국	1.1	19.5	5.0	7.0	7.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	7.0
c.베트남	23.6	48.4	43.9	15.0	29.9	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
d.러시아	31.2	76.7	103.9	20.0	57.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
영업이익	1,086	897	1,245	1,326	4,554	1,155	1,023	1,620	1,470	5,269	5,757
1.제과 사업	1,062	934	1,245	1,326	4,554	1,155	1,023	1,620	1,470	5,269	5,757
a.국내	342	355	333	402	1,432	359	373	396	423	1,551	1,625
b.중국	495	357	596	412	1,860	520	375	768	433	2,095	2,365
c.베트남	186	145	210	405	946	226	177	299	481	1,183	1,259
d.러시아	39	77	106	107	329	50	98	157	134	440	509
(% YoY)	6.6	62.8	9.0	30.4	22.1	6.4	14.1	30.1	10.8	15.7	9.3
1.제과 사업	5.0	67.7	7.9	23.6	20.0	8.8	9.6	30.1	10.8	15.7	9.3
a.국내	-3.1	15.3	13.7	13.3	9.4	5.0	5.0	19.1	5.0	8.3	4.8
b.중국	6.5	170.5	-14.4	7.0	10.8	5.0	5.0	28.8	5.0	12.6	12.9
c.베트남	18.5	85.9	65.4	45.7	47.8	21.3	22.4	42.3	18.8	25.1	6.4
d.러시아	8.3	97.4	178.9	94.7	95.9	29.3	27.6	48.3	24.8	33.6	15.7
지배순이익	768	680	937	998	3,382	878	773	1,221	1,107	3,979	4,350
(% YoY)	7.3	75.3	28.0	38.4	31.3	14.4	13.7	30.4	10.9	17.6	9.3
지배순이익률(%)	11.8	10.8	12.5	14.7	12.5	12.5	11.4	15.2	15.1	13.6	13.7

자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

오리온(271560)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,229.8	2,355.5	2,708.3	2,916.6	3,172.5
매출액증가율 (%)	10.2	5.6	15.0	7.7	8.8
매출원가	1,276.8	1,409.1	1,644.4	1,754.7	1,908.6
매출총이익	953.1	946.4	1,063.9	1,162.0	1,263.9
판매관리비	576.9	573.5	608.4	635.1	688.2
영업이익	376.1	372.9	455.5	526.9	575.7
영업이익률	16.9	15.8	16.8	18.1	18.1
금융손익	3.4	7.6	11.3	-1.7	-1.7
중속/관계기업손익	0.6	0.5	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	17.2	-1.9	3.6	5.1	5.1
세전계속사업이익	397.4	379.1	470.6	530.3	579.2
법인세비용	122.8	115.4	127.1	128.3	140.2
당기순이익	274.6	263.7	343.6	401.9	439.0
지배주주지분 순이익	267.6	257.7	338.3	397.9	435.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	797.5	1,146.2	1,314.8	1,622.4	1,983.9
현금및현금성자산	367.4	550.4	709.8	969.1	1,271.6
매출채권	151.5	176.4	191.6	206.9	225.6
재고자산	179.7	208.5	226.5	244.6	266.7
비유동자산	1,867.9	1,974.2	2,207.0	2,272.2	2,331.8
유형자산	1,662.6	1,773.7	2,000.6	2,065.6	2,124.0
무형자산	55.5	57.3	55.7	53.3	51.0
투자자산	58.3	48.3	51.0	53.8	57.1
자산총계	2,665.4	3,120.4	3,521.8	3,894.6	4,315.7
유동부채	345.5	521.9	555.5	586.7	624.9
매입채무	102.6	117.1	127.2	137.3	149.7
단기차입금	2.5	1.7	44.2	44.2	44.2
유동성장기부채	0.0	160.0	119.9	119.9	119.9
비유동부채	422.4	306.0	206.7	176.0	149.6
사채	229.7	69.9	-50.0	-100.0	-150.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	767.9	827.9	762.2	762.7	774.5
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	266.0	266.0	266.0
이익잉여금	622.2	847.5	1,157.2	1,513.3	1,905.1
비지배주주지분	67.6	81.5	96.5	112.6	130.3
자본총계	1,897.5	2,292.6	2,759.6	3,131.9	3,541.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	461.0	404.7	544.0	602.5	648.8
당기순이익(손실)	274.6	263.7	343.6	401.9	439.0
유형자산상각비	134.7	145.6	166.9	185.0	191.6
무형자산상각비	4.3	4.2	3.6	2.4	2.2
운전자본의 증감	-35.0	-59.1	20.1	13.1	16.0
투자활동 현금흐름	-163.2	-226.7	-249.8	-264.5	-267.7
유형자산의증가(CAPEX)	-151.8	-142.3	-337.6	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-5.8	10.5	-2.4	-2.8	-3.4
재무활동 현금흐름	-86.5	-39.9	-156.9	-78.8	-78.6
차입금의 증감	-55.0	-1.6	-115.3	-49.2	-49.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	202.5	183.0	159.4	259.3	302.5
기초현금	165.0	367.4	550.4	709.8	969.1
기말현금	367.4	550.4	709.8	969.1	1,271.6
Key Financial Data					
(원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	56,400	59,578	68,502	73,772	80,244
EPS(지배주주)	6,768	6,518	8,557	10,065	11,003
CFPS	14,198	13,610	15,756	17,457	18,610
EBITDAPS	13,028	13,220	15,830	18,067	19,464
BPS	46,286	55,925	67,359	76,367	86,274
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	18.3	15.9	12.0	10.2	9.4
PCR	8.7	7.6	6.5	5.9	5.5
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	625.9	714.3	769.5
EV/EBITDA	9.3	7.1	5.5	4.4	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.5	12.8	13.9	14.0	13.5
EBITDA 이익률	23.1	22.2	23.1	24.5	24.3
부채비율	40.5	36.1	27.6	24.4	21.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
이자보상배율(x)	51.1	58.4	60.3	44.3	48.4
매출채권회전율(x)	13.5	14.4	14.7	14.6	14.7
재고자산회전율(x)	13.6	12.1	12.5	12.4	12.4

현대그린푸드(005440) 자회사 실적 불확실성 해소되는 분할 이슈 긍정적

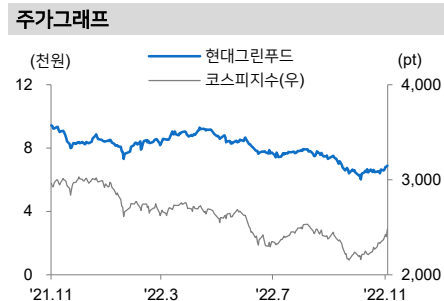
Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	10,000원
현재주가 (11.11)	6,890원
상승여력	45.1%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	6,732억원
발행주식수	9,770만주
유동주식비율	50.91%
외국인비중	10.35%
52주 최고/최저가	9,320원/6,010원
평균거래대금	11.8억원

주요주주(%)	
정교선 외 2인	38.44
국민연금공단	8.78

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.9	-20.6	-25.4
상대주가	-3.0	-17.1	-12.1



3Q22 Review

- 영업이익 283억원으로 전년비 101.6% 성장. 리오프닝 효과로 현대그린푸드 별도 실적 개선 지속
- 고환율 환경 에버다임 실적 호조 반영. 4분기 별도 실적 개선, 에버다임 수출 모멘텀으로 고성장 예상

2023년 전망

- 22년 급식/식자재/유통/외식의 정상화로 23년은 점진적인 개선이 기대. 단가인상/수주성과 등이 핵심
- 자회사 실적 불확실성은 여전, 가구부문 주택 시장 침체 영향 장기화, 중장비는 22년 고환율을 높은 기저 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가 10,000원으로 16.7% 하향

- 실적보다는 현대그린푸드 지주사 분할 이슈로 자회사 실적 불확실성 해소가 긍정적인 포인트
- 적정주가 산정은 Target PER 10배로 조정, 12M Fwd EPS 978원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	3,238.5	78.6	71.1	728	27.6	18,231	12.0	0.5	7.0	4.1	40.1
2021	3,486.1	58.6	43.5	445	-49.3	18,680	19.3	0.5	9.2	2.4	40.7
2022E	3,830.6	85.1	95.0	973	156.8	19,189	7.1	0.4	6.4	5.1	45.3
2023E	3,919.7	90.4	95.6	978	0.6	20,014	7.0	0.3	5.7	5.0	44.4
2024E	4,011.6	93.0	97.3	996	1.8	20,858	6.9	0.3	5.3	4.9	43.6



현대그린푸드(005440) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	9,323	9,234	10,155	9,594	38,305	9,540	9,446	10,395	9,816	39,197	40,116
식재사업	1,232	1,350	1,506	1,431	5,519	1,288	1,410	1,574	1,495	5,767	6,027
푸드서비스사업	1,830	1,940	2,133	2,130	8,033	1,866	1,979	2,176	2,173	8,194	8,357
유통사업	1,057	730	1,118	746	3,651	1,088	752	1,152	769	3,760	3,873
법인영업	1,367	1,481	1,526	1,596	5,970	1,394	1,510	1,556	1,628	6,089	6,211
기타사업	654	763	712	841	2,970	661	770	719	849	2,999	3,029
에버다임	903	884	921	825	3,533	894	875	912	817	3,498	3,463
가구사업	2,280	2,086	2,239	2,025	8,630	2,349	2,148	2,306	2,086	8,889	9,155
(% YoY)	12.7	7.4	13.6	6.0	9.9	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3
식재사업	10.1	16.3	25.0	10.0	15.3	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
푸드서비스사업	15.3	14.4	17.2	15.0	15.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
유통사업	3.8	-3.9	2.2	3.0	1.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
법인영업	26.9	16.2	11.1	10.0	15.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
기타사업	25.2	28.7	25.1	28.0	26.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
에버다임	23.6	1.3	21.5	1.0	11.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
가구사업	2.7	-6.9	5.6	-10.0	-2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익	234	244	283	89	851	274	281	237	112	904	930
(% YoY)	5.4	-5.7	101.7	흑전	45.1	17.0	15.2	-16.3	25.5	6.3	2.8
식재사업	76	101	113	79	369	79	105	126	83	394	411
푸드서비스사업	62	106	62	-46	184	63	108	109	-47	233	237
유통사업	50	-18	57	15	105	52	-18	-12	15	37	39
법인영업	5	59	-10	32	85	5	60	31	33	129	131
기타사업	-14	39	11	17	52	-15	39	14	17	56	56
에버다임	45	31	47	-31	92	44	30	27	-31	72	71
가구사업	24	-61	3	26	-9	48	-42	-69	44	-19	-19
순이익(지배)	306	258	283	104	950	329	279	231	117	956	973
(% YoY)	2.3	9.6	-1.2	흑전	118.7	7.6	8.1	-18.2	12.2	0.6	1.8
지배순이익률(%)	3.3	2.8	2.8	1.1	2.5	3.4	3.0	2.2	1.2	2.4	2.4

자료: 현대그린푸드, 메리츠증권 리서치센터

현대그린푸드(005440)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,238.5	3,486.1	3,830.6	3,919.7	4,011.6
매출액증가율 (%)	3.7	7.6	9.9	2.3	2.3
매출원가	2,687.8	2,901.5	3,192.3	3,266.6	3,343.2
매출총이익	550.7	584.6	638.3	653.1	668.4
판매관리비	472.1	526.0	553.2	562.7	575.5
영업이익	78.6	58.6	85.1	90.4	93.0
영업이익률	2.4	1.7	2.2	2.3	2.3
금융손익	12.0	10.0	8.3	10.5	10.5
중속/관계기업손익	30.3	34.0	42.6	40.7	40.7
기타영업외손익	-17.4	-45.5	4.2	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	103.5	57.0	140.1	140.9	143.5
법인세비용	21.9	15.7	34.0	34.1	34.7
당기순이익	81.6	41.3	106.1	106.8	108.8
지배주주지분 순이익	71.1	43.5	95.0	95.6	97.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,101.8	990.6	1,145.7	1,201.7	1,263.8
현금및현금성자산	76.3	59.4	73.1	108.1	148.5
매출채권	401.0	471.9	500.1	511.7	523.6
재고자산	274.6	330.0	349.8	357.9	366.2
비유동자산	1,966.7	2,119.4	2,148.5	2,200.7	2,249.4
유형자산	589.6	588.2	618.8	659.8	696.4
무형자산	245.9	210.8	206.3	198.7	191.4
투자자산	1,000.3	1,191.8	1,197.1	1,215.9	1,235.3
자산총계	3,068.5	3,110.0	3,294.2	3,402.5	3,513.3
유동부채	546.7	588.5	700.7	714.0	727.6
매입채무	265.1	278.0	294.6	301.5	308.5
단기차입금	69.9	49.9	129.9	129.9	129.9
유동성장기부채	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	331.6	311.0	325.8	332.4	339.1
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	1,026.6	1,046.3	1,066.7
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	151.0	151.0	151.0
이익잉여금	1,203.0	1,228.5	1,306.8	1,387.5	1,469.9
비지배주주지분	409.0	385.3	392.8	400.6	408.6
자본총계	2,190.2	2,210.5	2,267.6	2,356.1	2,446.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	167.4	15.4	175.8	186.8	192.8
당기순이익(손실)	81.6	41.3	106.1	106.8	108.8
유형자산상각비	58.5	63.5	66.5	74.0	78.4
무형자산상각비	7.0	7.4	7.7	7.6	7.3
운전자본의 증감	-6.9	-160.8	-20.8	-1.6	-1.6
투자활동 현금흐름	-151.6	53.3	-214.9	-133.9	-134.6
유형자산의증가(CAPEX)	-110.2	-70.8	-104.4	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-55.3	-191.5	-5.3	-18.8	-19.4
재무활동 현금흐름	-8.1	-85.7	52.1	-17.9	-17.9
차입금의 증감	46.6	-31.0	79.9	0.4	0.5
자본의 증가	0.0	-4.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.1	-16.9	13.7	35.0	40.4
기초현금	69.2	76.3	59.4	73.1	108.1
기말현금	76.3	59.4	73.1	108.1	148.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	33,146	35,680	39,205	40,118	41,059
EPS(지배주주)	728	445	973	978	996
CFPS	1,858	1,804	2,059	2,228	2,283
EBITDAPS	1,474	1,325	1,629	1,760	1,829
BPS	18,231	18,680	19,189	20,014	20,858
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	2.4	2.5	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	19.3	7.1	7.0	6.9
PCR	4.7	4.7	3.3	3.1	3.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
EBITDA	144.1	129.5	159.2	172.0	178.7
EV/EBITDA	7.0	9.2	6.4	5.7	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	2.4	5.1	5.0	4.9
EBITDA 이익률	4.4	3.7	4.2	4.4	4.5
부채비율	40.1	40.7	45.3	44.4	43.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
이자보상배율(x)	24.2	19.0	23.0	15.1	15.6
매출채권회전율(x)	7.9	8.0	7.9	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	11.5	11.5	11.3	11.1	11.1

풀무원(017810) 23년 국내 식품의 원가개선, 해외법인 흑자 전환 기대

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

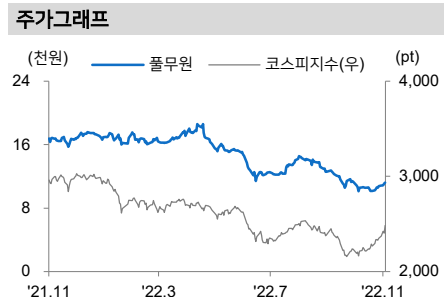
Buy

적정주가 (12개월)	18,000원
현재주가 (11.11)	11,200원
상승여력	60.7%

KOSPI	2,483.16pt
시가총액	4,270억원
발행주식수	3,812만주
유동주식비율	36.41%
외국인비중	0.57%
52주 최고/최저가	18,600원/10,100원
평균거래대금	3.8억원

주요주주(%)	
남승우 외 8 인	60.05
한마음평화연구재단	9.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	-27.5	-33.3
상대주가	-8.9	-24.3	-21.5



3Q22 Preview

- 리오프닝 효과로 F&C와 푸드머스가 주도하는 실적 성장 기조 예상. 식품 원가 부담 가격 인상으로 상쇄
- 해외법인 적자 기조는 3분기까지 지속. 해상운임/물류비 영향으로 4분기 이후 점진적인 개선 예상

2023년 전망

- 22년 리오프닝 영향으로 부진했던 관련 사업부의 회복 긍정적이나, 해상운임/물류비 증가가 아쉬운 실적
- 23년 국내 식품의 가격 인상 효과와 원가 개선이 맞물리는 가운데, 해외법인 수익성 개선을 기대

투자의견 Buy, 적정주가 18,000원으로 18.2% 하향

- 외식 경기 둔화 및 경쟁 심화 불가피. 적용 배수, 실적 추정치 변경을 반영, 적정주가 18.2% 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 12배로 조정, 12M Fwd EPS 1,519원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,311.2	46.0	16.3	391	흑전	10,677	42.4	1.6	7.6	3.8	230.2
2021	2,518.9	38.5	13.4	314	적전	11,068	55.1	1.6	8.9	2.9	233.9
2022E	2,900.6	58.5	46.1	1,210	흑전	12,538	9.0	0.9	6.1	9.3	234.3
2023E	3,099.8	63.7	57.9	1,519		14,243	7.2	0.8	5.5	10.3	225.8
2024E	3,312.0	69.9	62.6	1,643		16,154	6.6	0.7	4.9	9.8	217.0

풀무원(017810) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	6,506	7,059	7,892	7,549	29,006	6,989	7,559	8,426	8,025	30,998	33,120
지주	390	301	338	254	1,284	429	331	372	280	1,412	1,553
식품/식자재	5,400	5,802	6,926	6,038	24,166	5,454	5,860	6,995	6,098	24,407	24,651
급식/외식	1,357	1,689	1,758	1,638	6,443	1,425	1,774	1,846	1,720	6,765	7,103
건강생활	131	199	146	144	620	135	205	150	149	639	658
해외	1,369	1,347	1,339	1,365	5,419	1,574	1,549	1,540	1,569	6,232	7,167
내부거래	-2,142	-2,279	-2,614	-1,891	-8,925	-2,030	-2,159	-2,477	-1,791	-8,456	-8,012
(% YoY)	12.1	11.2	19.3	17.6	15.2	7.4	7.1	6.8	6.3	6.9	6.8
지주	3.3	7.0	10.0	10.0	7.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
식품/식자재	14.9	11.6	10.0	10.0	11.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
급식/외식	21.3	24.2	20.0	20.0	21.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
건강생활	1.8	44.2	3.0	3.0	13.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
해외	23.0	33.4	15.0	15.0	21.1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
내부거래	9.0	13.9	-5.3	-5.3	2.3	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
영업이익	61	157	236	131	585	83	166	254	133	637	698
(% YoY)	-17.2	70.1	20.6	445.9	51.8	36.7	6.0	7.9	1.3	8.9	9.7
영업이익률(%)	0.9	2.2	3.0	1.7	2.0	1.2	2.2	3.0	1.7	2.1	2.1
지주	137	53	45	25	261	151	58	50	28	287	316
식품/식자재	155	198	277	176	806	157	200	280	178	814	823
급식/외식	-60	24	53	25	42	-63	25	55	26	44	46
건강생활	-1	-17	-7	-7	-32	-1	-17	-8	-7	-33	-34
해외	-72	-95	-67	-41	-275	-67	-94	-62	-47	-270	-257
내부거래	-99	-6	-65	-47	-217	-93	-5	-62	-45	-205	-195
지배순이익	33	82	201	146	461	94	123	215	147	579	626
(% YoY)	-71.7	98.7	57.4	흑전	245.4	188.0	50.2	7.0	0.9	25.5	8.1
순이익률(%)	0.5	1.2	2.6	1.9	1.6	1.3	1.6	2.6	1.8	1.9	1.9

자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

플무원(017810)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement7					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,311.2	2,518.9	2,900.6	3,099.8	3,312.0
매출액증가율 (%)	-2.9	9.0	15.2	6.9	6.8
매출원가	1,699.7	1,862.7	2,147.7	2,295.2	2,452.2
매출총이익	611.5	656.2	752.9	804.6	859.8
판매관리비	565.5	617.7	694.4	741.0	789.9
영업이익	46.0	38.5	58.5	63.7	69.9
영업이익률	2.0	1.5	2.0	2.1	2.1
금융손익	-26.9	-26.6	-26.5	-18.8	-18.8
종속/관계기업손익	2.9	-2.9	-0.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.1	4.5	12.5	9.1	9.1
세전계속사업이익	18.0	13.5	43.9	54.0	60.2
법인세비용	6.1	13.2	14.8	13.1	14.6
당기순이익	11.8	0.3	29.1	40.9	45.6
지배주주지분 순이익	16.3	13.4	46.1	57.9	62.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	630.4	711.0	879.9	998.7	1,117.2
현금및현금성자산	99.0	121.8	195.5	281.0	363.9
매출채권	199.8	221.0	260.0	276.4	293.9
재고자산	123.1	141.5	166.5	177.0	188.2
비유동자산	1,063.2	1,258.4	1,261.0	1,208.9	1,163.6
유형자산	907.7	1,085.1	1,086.8	1,039.8	999.2
무형자산	48.2	102.8	96.2	90.5	85.2
투자자산	42.6	14.9	16.1	16.7	17.2
자산총계	1,693.6	1,969.4	2,141.0	2,207.6	2,280.9
유동부채	776.8	803.8	933.8	960.5	989.1
매입채무	154.2	185.3	217.9	231.7	246.4
단기차입금	286.7	320.4	476.1	476.1	476.1
유동성장기부채	168.7	121.6	33.7	33.7	33.7
비유동부채	403.8	575.7	566.8	569.5	572.3
사채	59.9	69.7	0.0	0.0	0.0
장기차입금	76.3	203.2	261.4	261.4	261.4
부채총계	1,180.6	1,379.6	1,500.5	1,530.0	1,561.4
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	29.2	29.2	29.2
이익잉여금	242.6	247.2	293.6	365.5	446.0
비지배주주지분	62.9	123.2	111.9	77.2	38.5
자본총계	512.9	589.8	640.4	677.6	719.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	104.0	118.5	164.5	170.4	168.1
당기순이익(손실)	11.8	0.3	29.1	40.9	45.6
유형자산상각비	114.1	119.8	128.8	126.9	120.6
무형자산상각비	7.0	8.7	7.6	5.7	5.3
운전자본의 증감	-23.1	-35.8	-12.9	-3.1	-3.4
투자활동 현금흐름	-270.8	-213.9	-134.7	-81.3	-81.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-145.5	-217.1	-118.2	-80.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	1.0	27.7	-1.2	-0.5	-0.6
재무활동 현금흐름	145.5	117.1	42.6	-3.8	-3.8
차입금의 증감	158.2	154.7	51.0	0.0	0.0
자본의 증가	-2.0	6.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-21.8	22.8	73.8	85.4	83.0
기초현금	120.7	99.0	121.8	195.5	281.0
기말현금	99.0	121.8	195.5	281.0	363.9
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	60,654	66,077	76,090	81,316	86,882
EPS(지배주주)	391	314	1,210	1,519	1,643
CFPS	5,253	5,271	5,897	5,705	5,653
EBITDAPS	4,386	4,379	5,111	5,150	5,133
BPS	10,677	11,068	12,538	14,243	16,154
DPS	102	102	102	102	102
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	42.4	55.1	9.3	7.4	6.8
PCR	3.2	3.3	1.9	2.0	2.0
PSR	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.6	0.9	0.8	0.7
EBITDA	167.1	166.9	194.8	196.3	195.7
EV/EBITDA	7.6	8.9	6.2	5.5	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	2.9	9.3	10.3	9.8
EBITDA 이익률	7.2	6.6	6.7	6.3	5.9
부채비율	230.2	233.9	234.3	225.8	217.0
금융비용부담률	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.7	1.7	1.9
매출채권회전율(x)	11.4	12.0	12.1	11.6	11.6
재고자산회전율(x)	20.2	19.0	18.8	18.1	18.1

삼양식품(003230) 23년 국내라면 가격효과, 해외수출 수량 효과로 성장

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

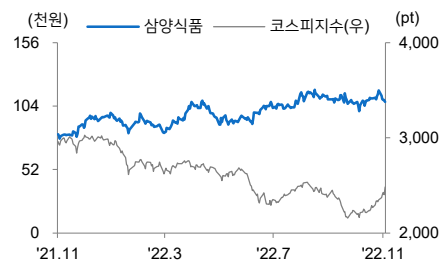
Buy

적정주가 (12개월)	140,000원
현재주가 (11.11)	107,500원
상승여력	30.2%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	8,098억원
발행주식수	753만주
유동주식비율	53.13%
외국인비중	8.37%
52주 최고/최저가	117,500원/77,400원
평균거래대금	81.4억원

주요주주(%)	
삼양내츄럴스 외 11 인	45.88
국민연금공단	8.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	13.8	38.9
상대주가	-11.7	18.8	63.6

주가그래프



3Q22 Preview

- 중국 라면 수출 고성장세 지속, 해외법인의 영업활동이 본격화됐으며 밀양 공장 가동률 상승 지속 중
- 원가 상승 부담은 전기대비 확대가 예상되지만, 환율 상승에 따른 수출 매출 증가 효과로 상쇄 예상

2023년 전망

- 미국/중국 메인스트림 진입을 통한 추가적인 수요처 확대를 기대, 밀양 가동률 70% 상회 예상
- 국내 라면 가격인상에 따른 원가 부담 방어, 원재료 가격 하락 시 수익성 개선 예상

투자의견 Buy, 적정주가 140,000원으로 9.4% 상향

- 수출 라면 성장 및 국내 가격 인상 효과를 반영한 실적 추정치 변경, 적정주가 9.4% 상향
- 적정주가 산정은 Target PER 13배, 12M Fwd EPS 10,739원 적용

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	648.5	95.3	67.2	8,922	13.2	45,470	11.3	2.2	6.7	21.5	60.2
2021	642.0	65.4	56.4	7,480	-16.6	51,824	12.7	1.8	9.5	15.4	90.3
2022E	863.7	97.7	78.9	10,480	40.0	59,659	10.3	1.8	9.1	18.8	91.3
2023E	952.2	107.7	80.9	10,737	1.9	68,543	10.0	1.6	7.8	16.7	82.2
2024E	1,030.2	116.5	87.6	11,624	8.3	78,308	9.2	1.4	6.7	15.8	73.7

삼양식품(003230) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	2,022	2,553	1,846	2,216	8,637	2,233	2,777	2,044	2,468	9,522	10,302
면스낵류(21년 변경)	2,010	2,470	1,801	2,197	8,479	2,231	2,764	1,995	2,442	9,431	10,181
수출면스낵류	1,334	1,827	1,163	1,486	5,810	1,534	2,101	1,337	1,709	6,681	7,349
내수면스낵류	676	643	639	712	2,670	697	662	658	733	2,750	2,832
유제품(제품)	14	7	27	25	73	14	7	28	25	75	77
조미소재	57	69	64	66	256	62	74	70	71	277	299
기타제품	7	14	-32	-3	-15	7	15	-35	-3	-16	-18
유제품(상품)	17	14	17	13	61	17	15	18	14	64	68
기타상품	22	21	57	36	137	22	22	58	37	140	142
용역	2	3	2	-0	6	2	3	2	-0	7	7
기타	1	-0	2	2	5	1	-0	2	2	5	6
연결조정	-124	-123	-93	-121	-460	-124	-123	-93	-121	-460	-460
(% YoY)	44.4	73.0	14.2	15.0	34.5	10.5	8.8	10.8	11.3	10.3	8.2
면스낵류(21년 변경)	50.1	72.9	14.2	14.7	35.4	11.0	11.9	10.7	11.1	11.2	8.0
수출면스낵류	70.8	110.2	20.0	20.0	50.6	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	10.0
내수면스낵류	21.1	15.0	5.0	5.0	11.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
유제품(제품)	-45.7	-73.2	3.0	3.0	-28.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
조미소재	20.7	52.6	8.0	8.0	20.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
기타제품	-63.2	-32.0	10.0	10.0	적전	10.0	10.0	10.0	10.0	적지	적지
유제품(상품)	-10.0	-14.2	5.0	5.0	-4.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타상품	29.5	69.4	2.0	2.0	12.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
용역	15.0	149.6	5.0	5.0	55.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	85.3	적전	5.0	5.0	-5.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
연결조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	245	273	210	248	977	271	297	233	276	1,077	1,165
(% YoY)	70.7	91.9	38.5	15.0	49.4	10.5	8.8	10.8	11.3	10.3	8.2
영업이익률(%)	12.1	10.7	11.4	11.2	11.3	12.1	10.7	11.4	11.2	11.3	11.3
세전이익	265	349	202	226	1,042	295	293	224	254	1,067	1,155
(% YoY)	59.6	147.8	3.6	3.0	44.4	11.3	-15.8	11.2	12.4	2.4	8.3
세전이익률(%)	13.1	13.7	10.9	10.2	12.1	13.2	10.6	11.0	10.3	11.2	11.2
지배순이익	191	274	153	172	789	223	222	170	193	809	876
(YoY)	46.0	158.3	2.6	-3.5	40.1	17.3	-19.0	11.2	12.4	2.5	8.3
순이익률(%)	9.4	10.7	8.3	7.7	9.1	10.0	8.0	8.3	7.8	8.5	8.5

자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

삼양식품(003230)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	648.5	642.0	863.7	952.2	1,030.2
매출액증가율 (%)	19.3	-1.0	34.5	10.3	8.2
매출원가	457.0	471.4	632.0	696.7	753.8
매출총이익	191.5	170.6	231.7	255.5	276.4
판매관리비	96.1	105.3	134.0	147.8	159.9
영업이익	95.3	65.4	97.7	107.7	116.5
영업이익률	14.7	10.2	11.3	11.3	11.3
금융손익	0.4	0.6	-0.2	-0.1	-0.1
중속/관계기업손익	-1.3	-0.5	2.9	0.1	0.1
기타영업외손익	-3.8	6.7	3.9	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	90.7	72.1	104.2	106.7	115.5
법인세비용	22.7	15.5	24.8	25.8	28.0
당기순이익	68.0	56.7	79.3	80.9	87.6
지배주주지분 순이익	67.2	56.4	78.9	80.9	87.6

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	200.0	278.9	289.1	353.9	421.9
현금및현금성자산	104.0	114.5	138.4	186.2	240.6
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	571.9	589.0	605.8
유형자산	308.7	421.1	476.4	491.4	506.4
무형자산	5.0	6.1	50.4	50.4	50.4
투자자산	19.2	21.7	25.2	27.4	29.2
자산총계	556.2	753.1	860.9	943.0	1,027.7
유동부채	163.6	182.4	197.4	209.6	218.3
매입채무	47.5	69.0	79.3	88.3	95.5
단기차입금	43.6	49.1	44.3	39.3	34.3
유동성장기부채	1.9	1.4	1.5	1.5	1.5
비유동부채	45.4	175.0	213.5	215.8	217.8
사채	0.0	74.8	74.9	74.9	74.9
장기차입금	26.1	79.3	115.3	115.3	115.3
부채총계	209.0	357.4	410.8	425.4	436.0
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	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	290.5	338.5	402.8	469.7	543.3
비지배주주지분	4.8	5.3	0.7	1.2	1.8
자본총계	347.3	395.7	450.1	517.6	591.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	80.9	58.4	121.0	85.4	91.2
당기순이익(손실)	68.0	56.7	79.3	80.9	87.6
유형자산상각비	13.0	14.9	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-22.2	-12.7	49.4	4.5	3.6
투자활동 현금흐름	-66.2	-173.1	-92.3	-19.5	-18.6
유형자산의증가(CAPEX)	-65.8	-139.7	-74.9	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	1.0	-2.5	-3.6	-2.2	-1.8
재무활동 현금흐름	3.5	125.2	-5.6	-18.1	-18.2
차입금의 증감	9.1	134.8	31.3	-4.7	-4.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.6	10.5	23.9	47.8	54.4
기초현금	87.5	104.0	114.5	138.4	186.2
기말현금	104.0	114.5	138.4	186.2	240.6

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	86,089	85,229	114,653	126,407	136,762
EPS(지배주주)	8,922	7,480	10,480	10,737	11,624
CFPS	13,308	10,209	12,279	14,165	15,335
EBITDAPS	14,419	10,704	12,966	14,298	15,468
BPS	45,470	51,824	59,659	68,543	78,308
DPS	800	1,000	1,800	1,800	1,800
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.3	12.7	10.3	10.0	9.2
PCR	7.6	9.3	8.8	7.6	7.0
PSR	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8
PBR	2.2	1.8	1.8	1.6	1.4
EBITDA	108.6	80.6	97.7	107.7	116.5
EV/EBITDA	6.7	9.5	9.1	7.8	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	15.4	18.8	16.7	15.8
EBITDA 이익률	16.7	12.6	11.3	11.3	11.3
부채비율	60.2	90.3	91.3	82.2	73.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	104.1	182.2			
매출채권회전율(x)	13.2	13.1	15.1	14.7	14.5
재고자산회전율(x)	20.9	16.2	17.9	17.5	17.3

매일유업 (267980) 주력 제품의 수요 둔화, 신제품 경쟁심화 지속

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

Buy

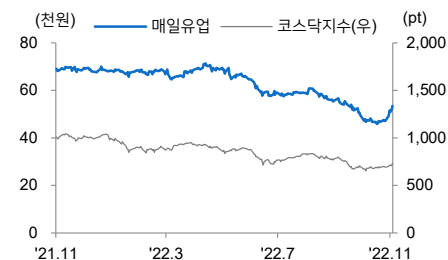
적정주가 (12개월)	88,000원
현재주가 (11.11)	53,400원
상승여력	64.8%

KOSDAQ	731.22pt
시가총액	4,189억원
발행주식수	784만주
유동주식비율	36.53%
외국인비중	14.55%
52주 최고/최저가	71,300원/45,900원
평균거래대금	6.6억원

주요주주(%)	
김정원 외 13 인	56.51
브이아이피자산운용	5.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	-22.4	-21.9
상대주가	3.5	-8.0	6.0

주가그래프



3Q22 Preview

- 가격 추가 인상 반영 전으로 원재료비/마케팅비 상승 부담 및 조제분유/유제품 수요 감소 영향 지속
- 전년도 높은 기저 영향으로 감익 기조 이어질 전망. 가격 인상 효과 및 수익성 개선 4분기 이후 기대

2023년 전망

- 출산율 하락에 따른 수요 부진 기간 장기화, 중국 분유 수출 회복 지연, 단백질 분유 시장은 경쟁 심화
- 수량 성장의 모멘텀 부재가 길어지는 환경에서 가격 인상을 통한 비용 부담 상쇄 노력 이어질 전망

투자의견 Buy, 적정주가 88,000원으로 18.5% 하향

- 유제품 수요 둔화 환경을 고려, 적용 배수, 실적 추정치 하향, 적정 주가는 88,000원으로 18.5% 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 12.5배로 조정, 12M Fwd EPS 7,076원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,463.1	86.5	57.7	7,350	-10.4	56,113	9.5	1.2	4.5	13.7	69.2
2021	1,551.9	87.8	74.3	9,466	28.8	63,401	7.3	1.1	4.1	15.8	97.4
2022E	1,668.8	72.5	33.4	4,254	-54.3	65,696	12.6	0.8	4.0	6.6	94.6
2023E	1,737.2	84.7	55.5	7,076	66.8	71,855	7.5	0.7	3.3	10.3	86.4
2024E	1,808.5	90.0	59.5	7,586	7.1	78,529	7.0	0.7	2.9	10.1	79.0

매일유업(267980) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16
음식료/유통

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	4,020	4,156	4,206	4,306	16,688	4,184	4,327	4,378	4,483	17,372	18,085
(% YoY)	8.5	7.7	7.0	7.0	7.5	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
영업이익	170	138	195	221	725	181	148	256	262	847	900
(% YoY)	-4.2	-45.1	-12.0	-2.5	-17.5	6.6	7.2	31.0	18.3	16.9	6.2
영업이익률(%)	4.2	3.3	5.7	5.7	4.3	4.3	3.4	5.8	5.8	4.9	5.0
세전이익	134	-13	160	186	467	146	139	221	227	732	785
(% YoY)	-34.9	적전	-30.7	-25.9	-51.7	8.8	흑전	37.8	21.7	56.7	7.2
지배순이익	88	-17	121	141	334	111	105	167	172	555	595
(% YoY)	-45.1	적전	-30.8	-29.0	-55.0	25.5	흑전	37.8	21.7	66.3	7.2
지배순이익률(%)	2.2	-0.4	2.9	3.3	2.0	2.6	2.4	3.8	3.8	3.2	3.3

자료: 매일유업, 메리츠증권 리서치센터

매일유업(267980)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,463.1	1,551.9	1,668.8	1,737.2	1,808.5
매출액증가율 (%)	5.0	6.1	7.5	4.1	4.1
매출원가	1,033.4	1,088.6	1,183.7	1,232.3	1,282.8
매출총이익	429.7	463.2	485.1	504.9	525.6
판매관리비	343.2	375.4	412.6	420.3	435.7
영업이익	86.5	87.8	72.5	84.7	90.0
영업이익률	5.9	5.7	4.3	4.9	5.0
금융손익	-0.4	8.7	-16.8	-0.3	-0.3
중속/관계기업손익	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.7	0.1	-8.0	-9.7	-9.7
세전계속사업이익	80.5	96.7	47.5	74.7	80.0
법인세비용	22.8	22.4	13.5	18.1	19.4
당기순이익	57.7	74.3	34.0	56.6	60.6
지배주주지분 순이익	57.7	74.3	33.4	55.5	59.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	446.3	641.6	610.0	640.2	676.6
현금및현금성자산	68.8	120.1	33.8	47.1	66.0
매출채권	162.5	140.9	150.7	156.9	163.3
재고자산	145.1	175.0	187.2	194.9	202.9
비유동자산	298.5	340.1	393.4	410.2	425.2
유형자산	249.8	271.9	313.4	331.4	347.2
무형자산	10.0	10.3	10.1	8.3	6.8
투자자산	3.5	27.8	34.5	35.2	35.9
자산총계	744.8	981.7	1,003.4	1,050.4	1,101.8
유동부채	215.5	196.6	280.3	288.9	297.9
매입채무	80.3	94.4	101.0	105.2	109.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	30.0	0.0	69.9	69.9	69.9
비유동부채	89.2	287.8	207.5	198.0	188.5
사채	69.8	269.4	189.5	179.5	169.5
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	304.7	484.4	487.8	486.9	486.4
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	257.5	257.6	257.3	257.3	257.3
기타포괄이익누계액	-3.6	-1.6	-2.2	-2.2	-2.2
이익잉여금	199.9	270.1	295.4	343.7	396.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.3	-0.1	-0.6
자본총계	440.1	497.3	515.6	563.5	615.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	62.6	100.7	81.6	93.4	99.1
당기순이익(손실)	57.7	74.3	34.0	56.6	60.6
유형자산상각비	33.7	37.0	37.6	41.0	43.2
무형자산상각비	1.9	2.0	2.1	1.8	1.5
운전자본의 증감	-42.5	-23.5	-12.1	-6.1	-6.3
투자활동 현금흐름	-81.6	-193.2	-138.6	-61.5	-61.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-51.6	-53.7	-80.7	-60.0	-60.0
투자자산의 감소(증가)	1.1	-24.2	-6.9	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	4.8	143.3	-29.7	-18.6	-18.6
차입금의 증감	32.3	162.9	-10.9	-9.8	-9.8
자본의 증가	0.7	0.2	-0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-15.5	51.3	-86.3	13.3	18.9
기초현금	84.4	68.8	120.1	33.8	47.1
기말현금	68.8	120.1	33.8	47.1	66.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	186,533	197,851	212,759	221,482	230,563
EPS(지배주주)	7,350	9,466	4,254	7,076	7,586
CFPS	16,826	18,651	14,899	15,138	16,002
EBITDAPS	15,563	16,165	14,289	16,253	17,171
BPS	56,113	63,401	65,696	71,855	78,529
DPS	800	1,200	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	1.1	1.7	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	9.5	7.3	12.6	7.5	7.0
PCR	4.2	3.7	3.6	3.5	3.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7
EBITDA	122.1	126.8	112.1	127.5	134.7
EV/EBITDA	4.5	4.1	4.0	3.3	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	15.8	6.6	10.3	10.1
EBITDA 이익률	8.3	8.2	6.7	7.3	7.4
부채비율	69.2	97.4	94.6	86.4	79.0
금융비용부담률	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	36.1	17.7	10.7	11.2	12.0
매출채권회전율(x)	9.3	10.2	11.4	11.3	11.3
재고자산회전율(x)	11.2	9.7	9.2	9.1	9.1

2023년 전망 시리즈 **16**
음식료/유통

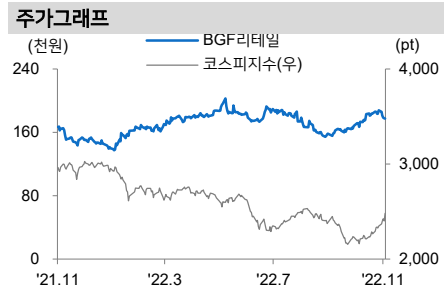
기업분석 [유통]

종목	투자판단	적정주가
BGF리테일 (282330)	Buy (신규)	245,000원
호텔신라 (008770)	Buy (신규)	90,000원
신세계 (004170)	Buy	300,000원
현대백화점 (069960)	Buy	87,000원

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	245,000원
현재주가 (11.11)	177,500원
상승여력	38.0%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	30,679억원
발행주식수	1,728만주
유동주식비율	45.81%
외국인비중	32.47%
52주 최고/최저가	203,000원/137,500원
평균거래대금	88.0억원
주요주주(%)	
비지엠프 외 21 인	54.14
국민연금공단	8.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	-7.6	9.2
상대주가	-8.9	-3.5	28.7



투자포인트 1) 마트의 영역을 넘보는 편의점

- 편의점/대형마트 매출액 비중 2010년 25.7%에서 빠르게 성장해 2015년 50.9%, 2022년 누계 87.9% 기록
- 편의점 채널이 근린형 오프라인 채널로서의 강점에 장보기 역할이 더해진 결과

투자포인트 2) 대체 불가능한 채널로서 소비자 세대 변화에 대응

- 편의점 이용 불가능 상황을 가정, 10대~30대의 30% 이상이 대체 채널이 없다고 응답(특히 10대 45.1%)
- MZ 세대들의 높은 충성도 반증. MZ세대의 식품 소비 문화 대형마트 -> 편의점 이동 중

투자포인트 3) 런치플레이션 환경 고마진 식품 믹스 확대 지속

- 편의점 방문 구매 목적 식료품 구매 69.5%. 22년 식료품 판매 동향은 간편식류 +32.3%, 과자류 +27.4% 증가
- 런치플레이션 환경, 즉석섭취 식품의 가격 경쟁력으로 소비자 유입 확대 예상

투자의견 Buy 및 적정주가 245,000원으로 분석 개시

- 적정주가 산정은 Target PER 18배에 12M Fwd EPS 13,625원 적용
- 점포 출점 성장을 확대 및 상품군 다변화를 고려 19~22년 PER밴드(15~21배) 평균 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	6,181.3	162.2	122.7	7,100	-18.9	40,317	19.1	3.4	5.1	18.6	240.3
2021	6,781.2	199.4	147.6	8,542	20.3	46,825	17.0	3.1	5.1	19.6	220.8
2022E	7,632.1	271.8	205.7	11,901	39.3	55,685	14.9	3.2	4.8	23.2	193.9
2023E	8,617.7	311.7	235.5	13,625	14.5	66,312	13.0	2.7	4.6	22.3	161.4
2024E	9,531.7	366.8	278.4	16,105	18.2	79,419	11.0	2.2	4.3	22.1	133.2

BGF리테일(282330) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액(연결)	1,692	1,919	2,056	1,966	7,632	1,911	2,167	2,322	2,218	8,618	9,532
편의점(별도)	1,687	1,909	2,070	1,945	7,611	1,889	2,138	2,319	2,179	8,525	9,377
물류	62	68	76	70	276	74	82	91	84	331	380
기타	44	56	49	50	199	53	68	58	60	239	274
연결조정	-101	-115	-139	-99	-454	-106	-121	-146	-104	-476	-500
(% YoY)	12.7	12.8	11.9	12.8	12.5	12.9	12.9	13.0	12.8	12.9	10.6
편의점(별도)	12.6	12.6	13.0	12.0	12.6	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	10.0
물류	22.2	18.8	20.0	18.0	19.7	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	15.0
기타	24.2	41.2	20.0	20.0	26.3	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	15.0
영업이익	38	71	92	72	272	47	85	94	86	312	367
편의점(별도)	39	71	74	68	252	48	84	89	82	303	357
물류	-1	1	4	3	8	-1	1	5	4	9	10
기타	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0
연결조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(% YoY)	74.5	20.7	31.7	44.4	36.3	24.2	19.6	2.8	20.0	14.7	17.7
편의점(별도)	57.8	24.7	13.0	35.6	27.7	24.2	19.6	19.8	20.0	20.5	17.7
물류	적지	-74.8	20.0	349.8	36.5	적지	20.0	20.0	20.0	20.0	15.0
기타	적지	적전	20.0	흑전	적지	적지	적지	20.0	20.0	적지	적지
OPM (%)	2.2	3.7	4.5	3.6	3.6	2.5	3.9	4.1	3.9	3.6	3.8
편의점(별도)	2.3	3.7	3.6	3.5	3.3	2.6	4.0	3.8	3.8	3.6	3.8
물류	-1.2	0.8	5.7	5.0	2.7	-1.2	0.8	5.7	5.0	2.7	2.7
기타	-1.1	-0.3	0.4	0.5	-0.1	-1.1	-0.3	0.4	0.5	-0.1	-0.1
지배주주 순이익	26	57	69	53	206	34	68	71	63	235	278
(% YoY)	63.7	22.6	40.5	48.6	39.3	29.1	17.9	2.3	19.6	14.5	18.2
지배순이익률(%)	1.5	3.0	3.4	2.7	2.7	1.8	3.1	3.1	2.9	2.7	2.9

자료: BGF리테일, 메리츠증권 리서치센터

BGF리테일 (282330)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

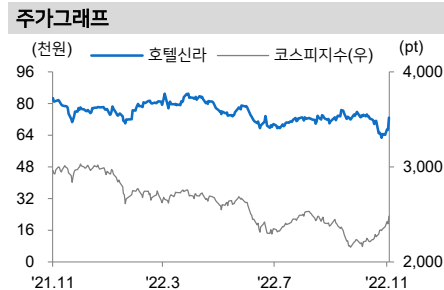
Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	6,181.3	6,781.2	7,632.1	8,617.7	9,531.7
매출액증가율 (%)	4.0	9.7	12.5	12.9	10.6
매출원가	5,129.5	5,604.1	6,251.6	7,058.9	7,807.6
매출총이익	1,051.8	1,177.1	1,380.5	1,558.8	1,724.1
판매관리비	889.6	977.7	1,108.7	1,247.0	1,357.3
영업이익	162.2	199.4	271.8	311.7	366.8
영업이익률	2.6	2.9	3.6	3.6	3.8
금융손익	-2.5	-7.8	-1.0	-0.1	0.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	3.3	0.9	-1.5	-1.0	-0.5
세전계속사업이익	163.1	192.5	269.0	310.7	367.2
법인세비용	40.4	44.9	63.3	75.2	88.9
당기순이익	122.7	147.6	205.7	235.5	278.4
지배주주지분 순이익	122.7	147.6	205.7	235.5	278.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	829.1	808.3	1,058.6	1,355.2	1,610.8
현금및현금성자산	24.0	54.4	208.4	395.8	550.2
매출채권	54.4	73.2	82.5	93.1	102.9
재고자산	121.5	108.5	122.3	138.0	152.6
비유동자산	1,542.1	1,788.1	1,769.7	1,640.9	1,590.2
유형자산	591.5	614.1	537.0	378.3	297.9
무형자산	37.9	34.0	33.8	24.3	17.5
투자자산	243.1	289.9	324.4	363.7	400.3
자산총계	2,371.2	2,596.4	2,828.3	2,996.0	3,201.0
유동부채	1,003.4	1,016.5	1,085.1	1,165.8	1,241.1
매입채무	569.7	504.2	568.7	641.7	709.4
단기차입금	8.5	6.1	7.3	7.3	7.3
유동성장기부채	1.8	14.5	10.2	10.2	10.2
비유동부채	671.0	770.6	780.8	684.1	587.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.9	1.1	0.9	0.9	0.9
부채총계	1,674.3	1,787.1	1,865.8	1,849.9	1,828.3
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.7	321.7	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액	-0.2	2.3	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	335.7	445.7	599.0	782.6	1,009.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	696.8	809.3	962.5	1,146.1	1,372.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	507.3	538.2	766.7	610.3	568.9
당기순이익(손실)	122.7	147.6	205.7	235.5	278.4
유형자산상각비	338.4	370.6	411.5	318.7	240.3
무형자산상각비	14.3	11.8	11.2	9.5	6.9
운전자본의 증감	27.6	-17.8	134.3	46.6	43.4
투자활동 현금흐름	-266.4	-239.1	-246.5	-273.7	-265.5
유형자산의증가(CAPEX)	-173.0	-162.1	-191.0	-160.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	-3.3	-46.7	-34.8	-39.4	-36.5
재무활동 현금흐름	-245.0	-268.6	-366.4	-149.1	-149.1
차입금의 증감	79.2	146.1	6.8	-97.3	-97.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.0	30.4	153.9	187.5	154.3
기초현금	28.1	24.0	54.4	208.4	395.8
기말현금	24.0	54.4	208.4	395.8	550.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	357,632	392,340	441,572	498,595	551,480
EPS(지배주주)	7,100	8,542	11,901	13,625	16,105
CFPS	30,421	34,531	40,063	35,989	34,354
EBITDAPS	29,792	33,662	40,183	37,026	35,523
BPS	40,317	46,825	55,685	66,312	79,419
DPS	2,400	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	1.8	2.1	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	17.0	14.9	13.0	11.0
PCR	4.5	4.2	4.4	4.9	5.2
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	3.4	3.1	3.2	2.7	2.2
EBITDA	514.9	581.8	694.5	640.0	614.0
EV/EBITDA	5.1	5.1	4.8	4.6	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.6	19.6	23.2	22.3	22.1
EBITDA 이익률	8.3	8.6	9.1	7.4	6.4
부채비율	240.3	220.8	193.9	161.4	133.2
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	9.0	10.7			
매출채권회전율(x)	112.1	106.4	98.1	98.1	97.2
재고자산회전율(x)	58.2	59.0	66.1	66.2	65.6

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	90,000원
현재주가 (11.11)	72,900원
상승여력	23.5%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	28,612억원
발행주식수	3,925만주
유동주식비율	77.22%
외국인비중	16.37%
52주 최고/최저가	85,100원/62,700원
평균거래대금	215.4억원
주요주주(%)	
삼성생명보험 외 5인	17.34
국민연금공단	7.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.1	-4.2	-10.1
상대주가	-11.8	0.0	5.9



투자포인트 1) 글로벌 해외여행 재개의 최대 수혜

- 23년 이후 출입국자 수 증가를 통한 개인 고객 비중 확대는 고마진 고객 비중의 확대로 직결
- 인천공항 여객 19년 대비 비중 20~21년 4% 수준에서 22년 7월 28.1%, 8월 30.7%, 9월 33.4% 강한 회복세

투자포인트 2) 다양한 업황을 겪은 경쟁력 부각

- 면세산업은 중국인 인바운드, 경쟁 심화, 중국 THADD 보복 조치, COVID-19 팬데믹 등 외부 환경 변화를 통과
- 동사는 1986년 면세업 진입으로 15~16년 진입한 짧은 업력의 경쟁사 대비 개인 고객 MD 경쟁력 확보

투자포인트 3) 계륵이었던 호텔 사업부의 수익성 개선

- 팬데믹 기간을 거치며 수익성 개선 작업 완료. 국내 이용객 증가로 매출 방어, 23년 이후는 외국인 유입 예상

투자의견 Buy 및 적정주가 90,000원으로 분석 개시

- 적정주가 산정은 Target PER 20배에 12M Fwd EPS 4,491원 적용
- 글로벌 면세점&호텔(듀프리, 라가르데르, 메리어트, ACCOR 등)의 동기간 12M Fwd PER 평균 20% 할인
- 면세점+호텔 복합 기업, 기업형 다이고 비중 감소가 아직 진행 중인 점을 고려

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	3,188.1	-185.3	-283.4	-7,226	적전	15,588	-11.4	5.3	117.3	-36.7	363.8
2021	3,779.1	118.8	27.1	685	흑전	14,411	113.9	5.4	17.7	4.5	360.5
2022E	4,952.4	115.0	51.7	1,313		15,851	55.5	4.6	17.0	8.5	358.0
2023E	6,231.3	259.5	176.3	4,487		20,079	16.2	3.6	10.5	24.5	298.7
2024E	7,413.6	331.6	230.8	5,875		25,673	12.4	2.8	8.8	25.2	245.5

호텔신라(008770) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
매출액(연결)	1,094	1,166	1,362	1,330	4,952	1,371	1,466	1,712	1,683	6,231	7,414
면세점	979	1,010	1,196	1,183	4,368	1,244	1,294	1,532	1,521	5,590	6,728
시내	897	884	1,052	1,016	3,849	1,121	1,105	1,315	1,270	4,811	5,773
공항	82	126	144	167	519	123	189	217	251	779	954
호텔/레저	116	156	164	147	583	127	171	181	162	641	686
(% YoY)	50.5	22.3	40.6	17.7	31.0	25.3	25.7	25.7	26.5	25.8	19.0
면세점	54.7	19.3	39.5	17.5	30.6	27.1	28.1	28.0	28.5	28.0	20.3
시내	60.4	14.4	34.0	10.0	26.6	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	20.0
공항	11.4	71.2	99.0	100.0	71.3	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	22.5
호텔/레저	22.4	45.7	47.7	20.0	33.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.0
영업이익	15	43	27	30	115	44	60	77	79	260	332
면세점	13	15	1	5	33	25	32	46	53	156	222
호텔/레저	2	28	26	25	82	19	27	31	26	103	110
(% YoY)	-43.0	-6.8	27.5	20.0	-3.2	190.6	38.3	188.1	163.7	125.7	27.8
면세점	-69.5	-68.6	-97.0	-78.4	-74.9	95.8	118.6	7,557.9	964.6	372.5	41.8
호텔/레저	흑전	흑전	2,788.9	1,215.8	흑전	696.8	-3.4	18.0	3.5	26.0	6.4
OPM (%)	1.4	3.7	2.0	2.3	2.3	3.2	4.1	4.5	4.7	4.2	4.5
면세점	1.3	1.5	0.1	0.4	0.8	2.0	2.5	3.0	3.5	2.8	3.3
호텔/레저	2.1	18.2	15.8	17.0	14.0	15.0	16.0	17.0	16.0	16.1	16.0
지배주주 순이익	-8	25	14	21	52	20	39	52	66	176	231
(% YoY)	적지	103.6	흑전	18.2	91.1	흑전	57.2	273.7	214.6	240.8	30.9
NPM (%)	-0.7	2.1	1.0	1.6	1.0	1.4	2.6	3.1	3.9	2.8	3.1

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

호텔신라(008770)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,188.1	3,779.1	4,952.4	6,231.3	7,413.6
매출액증가율 (%)	-44.2	18.5	31.0	25.8	19.0
매출원가	2,092.7	2,056.4	2,283.4	2,935.6	3,493.4
매출총이익	1,095.4	1,722.7	2,669.0	3,295.7	3,920.2
판매관리비	1,280.7	1,603.9	2,554.1	3,036.2	3,588.6
영업이익	-185.3	118.8	115.0	259.5	331.6
영업이익률	-5.8	3.1	2.3	4.2	4.5
금융손익	-36.2	-31.5	-30.2	-30.2	-30.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-139.2	-39.4	-16.1	3.9	3.9
세전계속사업이익	-360.7	47.9	68.6	233.2	305.2
법인세비용	-77.3	20.9	16.9	56.4	73.9
당기순이익	-283.4	27.1	51.7	176.7	231.4
지배주주지분 순이익	-283.4	27.1	51.7	176.3	230.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,164.0	1,087.2	1,319.8	1,545.0	1,816.2
현금및현금성자산	240.2	242.9	325.7	287.6	304.2
매출채권	28.6	44.6	52.5	66.4	79.9
재고자산	620.2	625.8	736.9	932.0	1,120.6
비유동자산	1,729.9	1,569.2	1,586.5	1,659.3	1,733.2
유형자산	624.8	589.9	607.7	605.2	603.3
무형자산	54.0	42.2	31.1	21.3	14.6
투자자산	324.5	274.3	322.8	408.1	490.5
자산총계	2,893.8	2,656.5	2,906.3	3,204.3	3,549.3
유동부채	775.3	1,011.8	1,167.4	1,328.0	1,481.2
매입채무	137.9	169.0	199.0	251.7	302.6
단기차입금	89.6	4.4	94.6	74.6	54.6
유동성장기부채	0.0	299.9	239.8	199.8	159.8
비유동부채	1,494.6	1,067.8	1,104.3	1,072.7	1,040.7
사채	848.4	549.1	618.6	578.6	538.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,269.9	2,079.6	2,271.7	2,400.6	2,521.9
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-10.4	-4.3	9.4	9.4	9.4
이익잉여금	341.8	288.6	332.6	501.7	725.4
비지배주주지분	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	624.0	576.9	634.5	803.7	1,027.4

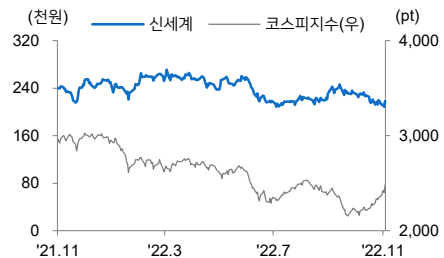
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-51.7	42.3	152.1	275.3	327.0
당기순이익(손실)	-283.4	27.1	51.7	176.7	231.4
유형자산상각비	205.2	111.4	115.7	122.6	121.9
무형자산상각비	18.7	16.3	13.4	9.8	6.7
운전자본의 증감	-62.6	-206.9	-90.8	-78.2	-75.6
투자활동 현금흐름	-260.2	134.3	-161.2	-210.8	-207.8
유형자산의증가(CAPEX)	-47.8	-22.1	-102.8	-120.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	-67.8	50.3	-48.5	-85.3	-82.4
재무활동 현금흐름	47.8	-180.2	85.9	-102.5	-102.5
차입금의 증감	69.9	-127.8	90.0	-50.7	-52.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-268.1	2.7	82.8	-38.1	16.7
기초현금	508.3	240.2	242.9	325.7	287.6
기말현금	240.2	242.9	325.7	287.6	304.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	81,229	96,288	126,181	158,766	188,890
EPS(지배주주)	-7,226	685	1,313	4,487	5,875
CFPS	1,352	6,323	6,408	10,217	11,900
EBITDAPS	985	6,280	6,219	9,986	11,725
BPS	15,588	14,411	15,851	20,079	25,673
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-11.4	113.9	55.5	16.2	12.4
PCR	60.9	12.3	11.4	7.1	6.1
PSR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4
PBR	5.3	5.4	4.6	3.6	2.8
EBITDA	38.6	246.5	244.1	391.9	460.2
EV/EBITDA	117.3	17.7	17.0	10.5	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-36.7	4.5	8.5	24.5	25.2
EBITDA 이익률	1.2	6.5	4.9	6.3	6.2
부채비율	363.8	360.5	358.0	298.7	245.5
금융비용부담률	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	-4.2	3.0	2.6	5.9	7.8
매출채권회전율(x)	41.9	103.3	102.0	104.8	101.3
재고자산회전율(x)	4.3	6.1	7.3	7.5	7.2

신세계(004170) 고객 확산의 22년, 불경기 영향이 맞물릴 23년

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

Buy

적정주가 (12개월)	300,000원		
현재주가 (11.11)	218,500원		
상승여력	37.3%		
KOSPI	2,483.16pt		
시가총액	21,512억원		
발행주식수	985만주		
유동주식비율	71.34%		
외국인비중	27.22%		
52주 최고/최저가	271,000원/208,500원		
평균거래대금	131.1억원		
주요주주(%)			
정유경 외 2인	28.56		
국민연금공단	11.80		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	-14.0	-8.8
상대주가	-15.8	-10.2	7.5
주가그래프			



3Q22 Review

- 영업이익 1,530억원으로 컨센서스 대비 11.9% 하회, 백화점 실적의 성장과 면세점 부진이 혼재
- 백화점 10월 전년비 8.9% 성장, 11월 15% 성장세이나 4분기 면세 임차료 비용 230억원 추가 반영 예상

2023년 전망

- 백화점은 VIP 고객 중심의 영업으로 불황기 방어적이나, COVID-19 이후 20~30대 소비자 유입 확대가 변수
- 백화점 22년 매출 고성장의 높은 기저 효과와 면세점 개인 고객 확대를 통한 회복이 혼재될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 300,000원으로 9.1% 하향

- 늘어난 20~30 소비자의 비중 확대로 소비 침체 영향 불가피. 적용 배수, 실적 변경을 통한 적정 주가 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 9배로 조정, 12M Fwd EPS 33,978원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	4,769.3	88.5	-103.5	-10,512	적전	349,650	-22.8	0.7	11.5	-2.8	152.5
2021	6,316.4	517.4	306.8	31,165	흑전	380,297	8.2	0.7	7.3	8.5	136.8
2022E	7,637.5	730.3	345.4	35,084	3.2	408,184	6.2	0.5	5.4	8.9	128.9
2023E	8,276.0	791.4	334.5	33,978	7.3	439,164	6.4	0.5	4.9	8.0	120.9
2024E	8,816.8	887.0	390.1	39,624	16.8	475,790	5.5	0.5	4.3	8.7	111.9

신세계(004170) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
총매출액	2,841	3,061	3,067	3,329	12,297	3,100	3,332	3,300	3,593	13,325	14,196
백화점	1,602	1,747	1,663	1,854	6,867	1,688	1,841	1,752	1,954	7,234	7,556
- 신세계(별도)	1,172	1,271	1,202	1,353	4,998	1,241	1,346	1,273	1,433	5,293	5,552
- 동대구	195	211	198	221	824	204	221	207	231	863	897
- 대전	119	127	140	137	522	123	132	144	142	541	557
- 광주	117	138	124	143	522	120	142	128	147	537	550
신인터	352	384	388	456	1,579	380	410	416	469	1,675	1,787
센트럴시티	70	80	85	85	320	76	88	94	94	352	370
면세(DF)	825	870	914	960	3,569	949	1,001	1,051	1,103	4,104	4,515
까사미아	73	68	68	65	273	77	71	71	66	285	293
기타/연결조정	-82	-89	-50	-90	-311	-71	-77	-83	-94	-325	-325
(% YoY)	30.6	32.4	19.4	5.4	20.4	9.1	8.9	7.6	7.9	8.4	6.5
백화점	35.1	40.9	31.0	4.5	25.5	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	4.5
- 신세계(별도)	12.9	18.3	17.9	5.0	13.1	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	4.9
- 동대구	31.1	27.5	17.6	4.0	18.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	3.9
- 대전			70.1	3.0	142.9	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	2.9
- 광주				2.5	273.6	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.5
신인터	3.0	12.7	10.6	9.0	8.8	8.0	6.7	7.4	3.0	6.1	6.7
센트럴시티	16.4	22.1	41.6	10.0	21.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	5.0
면세(DF)	37.9	26.2	2.1	5.7	15.5	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	10.0
까사미아	47.9	40.4	12.8	-10.5	18.8	5.0	4.1	4.6	3.1	4.2	3.0
기타/연결조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
순매출액	1,767	1,877	1,955	2,039	7,637	1,928	2,044	2,104	2,200	8,276	8,817
(% YoY)	33.8	34.5	17.3	5.4	20.9	9.1	8.9	7.6	7.9	8.4	6.5
영업이익	164	187	153	226	730	179	204	165	244	791	887
(% YoY)	32.4	94.7	49.4	15.9	41.1	9.1	8.9	7.7	7.9	8.4	12.1
영업이익률(%)	9.3	10.0	7.8	11.1	9.6	9.3	10.0	7.8	11.1	9.6	10.1
순이익(지배)	121	51	68	105	345	79	68	57	130	335	390
(% YoY)	72.9	1137.2	-61.1	84.4	12.6	-34.6	34.4	-16.5	23.5	-3.2	16.6
지배순이익률(%)	6.9	2.7	3.5	5.2	4.5	4.1	3.3	2.7	5.9	4.0	4.4

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 (004170)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,769.3	6,316.4	7,637.5	8,276.0	8,816.8
매출액증가율 (%)	-25.4	32.4	20.9	8.4	6.5
매출원가	2,368.8	2,607.1	2,682.2	2,865.3	3,008.5
매출총이익	2,400.5	3,709.3	4,955.3	5,410.8	5,808.3
판매관리비	2,312.0	3,191.9	4,225.0	4,619.3	4,921.3
영업이익	88.5	517.4	730.3	791.4	887.0
영업이익률	1.9	8.2	9.6	9.6	10.1
금융손익	-85.2	-75.3	-79.4	-159.4	-159.4
중속/관계기업손익	-1.9	-11.3	-1.8	26.0	26.0
기타영업외손익	-119.9	86.8	-112.4	-89.7	-89.7
세전계속사업이익	-118.5	517.6	536.7	568.3	663.9
법인세비용	-49.3	128.7	135.3	137.5	160.7
당기순이익	-69.1	388.9	401.4	430.8	503.2
지배주주지분 손이익	-103.5	306.8	345.4	334.5	390.1
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,663.7	1,910.4	2,452.4	2,931.5	3,416.3
현금및현금성자산	388.7	577.8	1,007.8	1,375.5	1,768.2
매출채권	216.9	272.9	287.7	310.5	329.4
재고자산	862.9	756.0	796.9	860.1	912.4
비유동자산	11,105.4	11,734.1	11,379.6	11,306.3	11,246.9
유형자산	6,603.6	6,943.0	6,829.7	6,628.3	6,464.2
무형자산	381.8	428.2	412.8	403.7	395.1
투자자산	1,635.3	2,097.0	2,223.9	2,361.0	2,474.3
자산총계	12,769.1	13,644.5	13,832.0	14,237.8	14,663.2
유동부채	3,609.0	3,570.5	4,281.3	4,420.5	4,521.6
매입채무	72.1	91.8	96.8	104.4	110.8
단기차입금	457.2	390.5	399.1	359.1	319.1
유동성장기부채	904.7	558.5	1,118.8	1,078.8	1,038.8
비유동부채	4,102.9	4,311.5	3,506.8	3,372.1	3,222.7
사채	1,597.3	2,151.5	1,630.1	1,430.1	1,230.1
장기차입금	216.9	221.5	82.0	62.0	42.0
부채총계	7,711.9	7,882.1	7,788.1	7,792.6	7,744.3
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	347.8	402.6	402.6	402.6	402.6
기타포괄이익누계액	260.7	211.4	172.0	172.0	172.0
이익잉여금	2,788.2	3,084.5	3,398.4	3,703.4	4,064.0
비지배주주지분	1,614.9	2,018.4	2,025.3	2,121.5	2,234.6
자본총계	5,057.3	5,762.5	6,043.9	6,445.2	6,918.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	552.4	1,104.5	1,062.7	1,205.8	1,212.0
당기순이익(손실)	-69.1	388.9	401.4	430.8	503.2
유형자산상각비	633.8	627.2	626.2	601.3	564.2
무형자산상각비	22.5	24.4	18.3	9.1	8.6
운전자본의 증감	98.1	332.9	113.2	164.5	136.0
투자활동 현금흐름	-389.1	-825.4	-619.3	-542.2	-517.6
유형자산의증가(CAPEX)	-476.8	-584.4	-372.9	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-25.9	-461.8	-126.9	-137.1	-113.3
재무활동 현금흐름	48.0	-90.6	-14.8	-295.8	-301.7
차입금의 증감	435.4	-348.1	-269.5	-266.3	-272.2
자본의 증가	-49.7	54.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	211.1	189.1	430.0	367.7	392.7
기초현금	177.7	388.7	577.8	1,007.8	1,375.5
기말현금	388.7	577.8	1,007.8	1,375.5	1,768.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	484,428	641,576	775,759	840,615	895,542
EPS(지배주주)	-10,512	31,165	35,084	33,978	39,624
CFPS	62,122	88,462	115,275	127,337	131,690
EBITDAPS	75,649	118,740	139,632	142,392	148,268
BPS	349,650	380,297	408,184	439,164	475,790
DPS	1,500	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	0.6	1.2	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	-22.8	8.2	6.2	6.4	5.5
PCR	3.9	2.9	1.9	1.7	1.7
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EBITDA	744.8	1,169.0	1,374.7	1,401.9	1,459.7
EV/EBITDA	11.5	7.3	5.4	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.8	8.5	8.9	8.0	8.7
EBITDA 이익률	15.6	18.5	18.0	16.9	16.6
부채비율	152.5	136.8	128.9	120.9	111.9
금융비용부담률	2.6	1.7	1.4	1.2	1.1
이자보상배율(x)	0.7	4.8	6.6	7.7	9.2
매출채권회전율(x)	20.8	25.8	27.2	27.7	27.6
재고자산회전율(x)	4.9	7.8	9.8	10.0	9.9

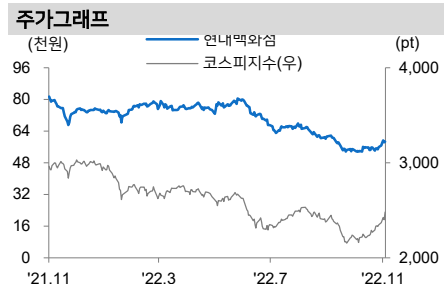
현대백화점 (069960) 불황기 소비 환경, 지주사 분할 영향이 혼재될 23년

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

Buy

적정주가 (12개월)	87,000원
현재주가 (11.11)	58,700원
상승여력	48.2%
KOSPI	2,483.16pt
시가총액	13,737억원
발행주식수	2,340만주
유동주식비율	57.30%
외국인비중	23.68%
52주 최고/최저가	80,500원/53,700원
평균거래대금	45.5억원
주요주주(%)	
정지선 외 3인	36.08
국민연금공단	9.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	-24.3	-25.5
상대주가	-3.5	-20.9	-12.3



3Q22 Review

- 영업이익 922억원으로 컨센서스 8.1% 상회. 백화점 부문 매출액 13.2% 성장, 영업이익 64.6% 성장
- 4분기 백화점 매출 성장/면세점 부진의 혼재가 예상되며 대전점 영업 중단에 따른 영향 100억원 감익 반영 전망

2023년 전망

- 백화점은 VIP 고객 중심의 영업으로 불황기 방어적이나, COVID-19 이후 20~30대 소비자 유입 확대가 변수
- 백화점 22년 매출 고성장의 높은 기저 효과와 면세점 개인 고객 확대를 통한 회복이 혼재될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 87,000원으로 19.4% 하향

- 늘어난 20~30 소비자의 비중 확대로 소비 침체 영향 불가피. 적용 배수, 실적 변경을 통한 적정 주가 하향
- 적정주가 산정은 Target PER 8배로 조정, 12M Fwd EPS 10,898원 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,273.2	135.9	70.3	3,005	-56.8	182,313	23.8	0.4	8.9	1.7	73.0
2021	3,572.4	264.4	189.4	8,092	122.2	188,909	9.3	0.4	6.4	4.4	71.6
2022E	4,740.8	370.9	237.8	10,160	23.4	198,657	5.8	0.3	5.9	5.2	91.2
2023E	5,359.7	402.7	255.1	10,898	2.5	208,373	5.4	0.3	5.2	5.4	87.2
2024E	5,673.5	431.7	267.9	11,447	4.3	218,557	5.1	0.3	4.7	5.4	82.4

현대백화점(069960) 실적 전망

2023년 전망 시리즈 16
음식료/유통

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
총매출액	2,282	2,432	2,666	3,050	10,430	2,770	2,870	2,879	3,298	11,817	12,513
백화점	1,735	1,836	1,716	2,005	7,292	1,822	1,928	1,802	2,105	7,656	7,962
면세(DF)	587	637	658	787	2,669	676	732	757	905	3,070	3,285
기타/연결조정	40	-122	5	-42	-118	-42	-122	5	-42	-201	-156
지누스	-	-	286	301	587	316	331	315	331	1,292	1,421
(% YoY)	12.2	5.4	20.3	18.9	14.3	21.4	18.0	8.0	8.1	13.3	5.9
백화점	10.0	8.7	13.2	6.0	9.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0
면세(DF)	19.2	-2.9	-10.3	10.0	2.7	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	7.0
기타/연결조정	흑전	적지	흑전	적지	적지	적전	적지	0.0	적지	적지	적지
지누스	-	-	-	-	-	10.0	10.0	10.0	10.0	120.3	10.0
순매출액	934	1,125	1,372	1,309	4,741	1,134	1,328	1,482	1,416	5,360	5,674
(% YoY)	36.8	30.3	48.4	18.9	32.7	21.4	18.0	8.0	8.1	13.1	5.9
영업이익	89	71	92	119	371	91	84	100	128	403	432
(% YoY)	36.7	23.5	94.1	25.9	40.3	2.3	18.0	8.0	8.1	8.6	7.2
영업이익률(%)	9.5	6.3	6.7	9.1	7.8	8.0	6.3	6.7	9.1	7.5	7.6
순이익(지배)	62	46	50	80	238	66	43	64	82	255	268
(% YoY)	44.1	12.9	-6.8	53.4	25.6	5.1	-5.2	28.5	2.8	7.3	5.0
지배순이익률(%)	6.7	4.1	3.6	6.1	5.0	5.8	3.3	4.3	5.8	4.8	4.7

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

2023년 전망 시리즈 16

음식료/유통

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,273.2	3,572.4	4,740.8	5,359.7	5,673.5
매출액증가율 (%)	3.4	57.2	32.7	13.1	5.9
매출원가	845.0	1,232.2	1,495.8	1,738.4	1,837.4
매출총이익	1,428.2	2,340.3	3,245.0	3,621.3	3,836.1
판매관리비	1,292.3	2,075.9	2,874.2	3,218.6	3,404.4
영업이익	135.9	264.4	370.9	402.7	431.7
영업이익률	6.0	7.4	7.8	7.5	7.6
금융손익	-15.3	-12.7	-21.6	-42.7	-46.7
중속/관계기업손익	21.1	39.0	20.2	22.4	22.4
기타영업외손익	5.2	26.2	22.6	6.8	-1.3
세전계속사업이익	146.9	316.9	392.1	389.2	406.2
법인세비용	41.9	83.5	104.1	94.2	98.3
당기순이익	105.1	233.4	288.0	295.1	307.9
지배주주지분 순이익	70.3	189.4	237.8	255.1	267.9

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,985.9	1,945.3	2,993.3	3,215.7	3,374.6
현금및현금성자산	34.6	46.6	714.8	817.6	889.5
매출채권	545.0	706.5	840.3	908.8	958.5
재고자산	233.7	365.0	434.1	469.5	495.2
비유동자산	6,721.1	7,023.9	8,262.7	8,309.7	8,378.9
유형자산	5,299.9	5,298.0	5,552.4	5,543.1	5,572.3
무형자산	81.2	77.9	724.3	711.7	701.6
투자자산	715.5	778.2	944.2	1,013.1	1,063.2
자산총계	8,707.0	8,969.2	11,255.9	11,525.4	11,753.5
유동부채	2,276.2	1,978.5	3,458.5	3,527.3	3,550.0
매입채무	52.5	64.6	76.9	83.1	87.7
단기차입금	505.0	116.0	1,055.5	995.5	935.5
유동성장기부채	349.9	120.0	330.6	290.6	250.6
비유동부채	1,398.5	1,765.1	1,910.2	1,839.9	1,761.5
사채	351.9	650.1	587.4	507.4	427.4
장기차입금	200.0	100.0	264.7	244.7	224.7
부채총계	3,674.7	3,743.6	5,368.7	5,367.1	5,311.4
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타포괄이익누계액	3.1	7.5	17.2	17.2	17.2
이익잉여금	3,694.8	3,869.0	4,087.3	4,314.6	4,553.0
비지배주주지분	765.7	804.7	1,238.2	1,281.8	1,327.3
자본총계	5,032.3	5,225.6	5,887.2	6,158.2	6,442.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	259.4	500.2	1,181.4	707.1	699.8
당기순이익(손실)	105.1	233.4	288.0	295.1	307.9
유형자산상각비	229.1	288.4	315.1	329.2	330.8
무형자산상각비	12.6	15.0	16.1	12.6	10.1
운전자본의 증감	-81.9	-77.3	564.1	70.2	51.1
투자활동 현금흐름	-1,084.7	42.1	-1,316.5	-390.6	-411.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-514.8	-263.3	-235.4	-320.0	-360.0
투자자산의 감소(증가)	-33.2	-62.7	-166.0	-68.9	-50.1
재무활동 현금흐름	806.3	-530.3	803.2	-213.7	-216.5
차입금의 증감	1,040.2	-171.2	1,257.4	-189.7	-192.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.1	12.0	668.2	102.8	71.9
기초현금	53.7	34.6	46.6	714.8	817.6
기말현금	34.6	46.6	714.8	817.6	889.5

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	97,133	152,652	202,577	229,023	242,432
EPS(지배주주)	3,005	8,092	10,160	10,898	11,447
CFPS	18,453	27,144	32,053	32,120	32,533
EBITDAPS	16,129	24,260	29,997	31,816	33,010
BPS	182,313	188,909	198,657	208,373	218,557
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	23.8	9.3	5.8	5.4	5.1
PCR	3.9	2.8	1.8	1.8	1.8
PSR	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	377.5	567.7	702.0	744.6	772.5
EV/EBITDA	8.9	6.4	5.9	5.2	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.7	4.4	5.2	5.4	5.4
EBITDA 이익률	16.6	15.9	14.8	13.9	13.6
부채비율	73.0	71.6	91.2	87.2	82.4
금융비용부담률	1.4	1.2	1.2	1.2	1.0
이자보상배율(x)	4.4	6.4	6.6	6.4	7.3
매출채권회전율(x)	4.0	5.7	6.1	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	10.9	11.9	11.9	11.9	11.8

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

투자의견 비율

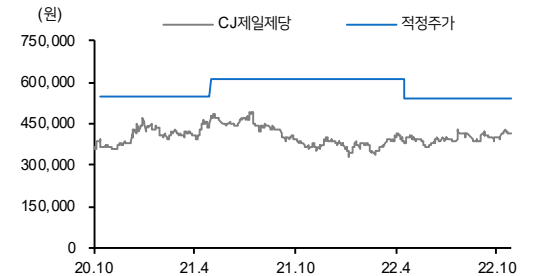
투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

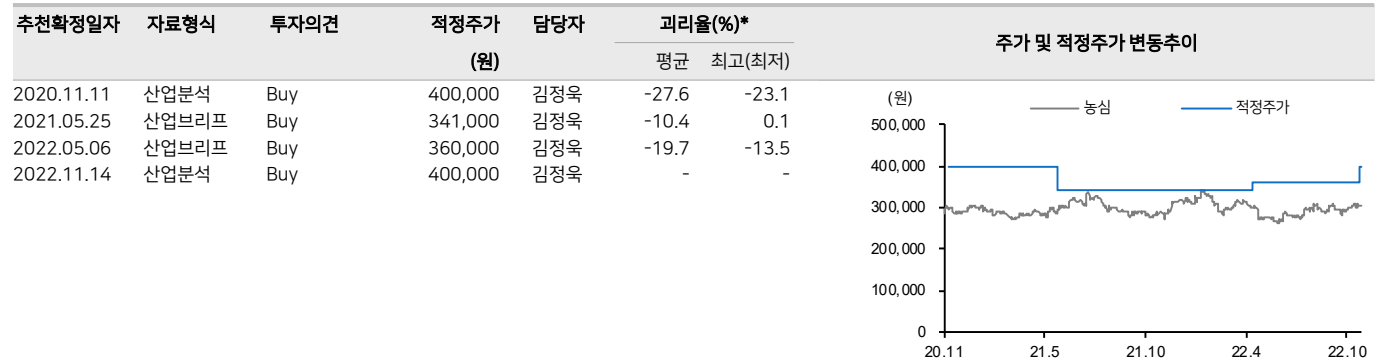
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.11	산업분석	Buy	550,000	김정욱	-25.5	-14.4	
2021.05.25	산업브리프	Buy	610,000	김정욱	-33.2	-19.3	
2022.05.06	산업브리프	Buy	540,000	김정욱	-	-	



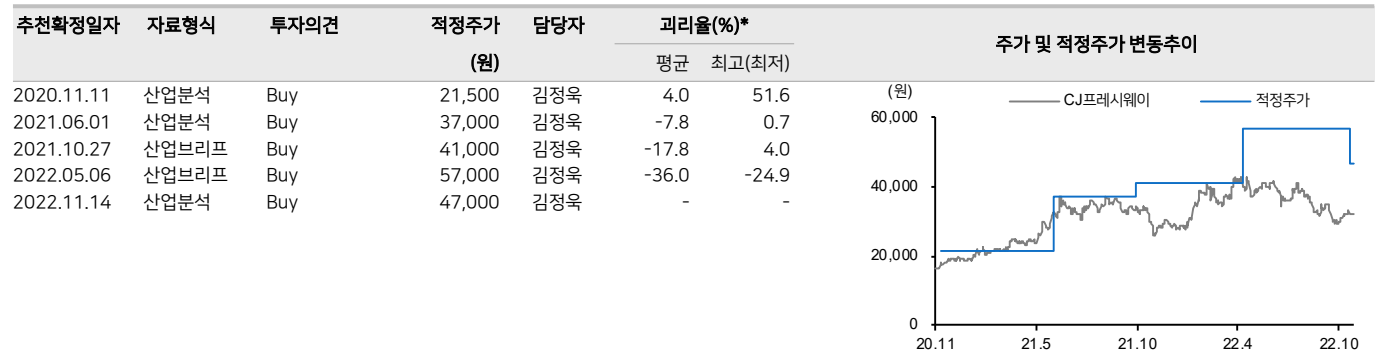
농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



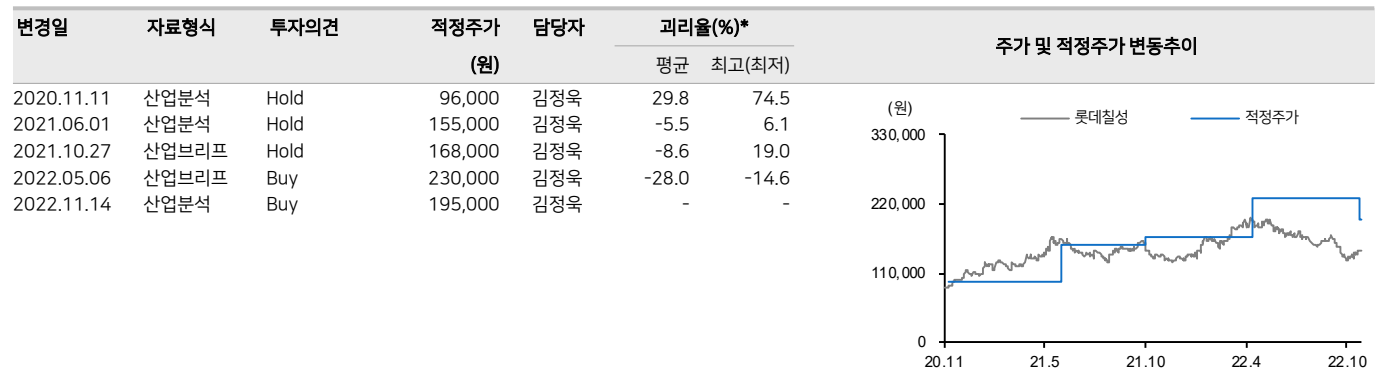
CJ프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



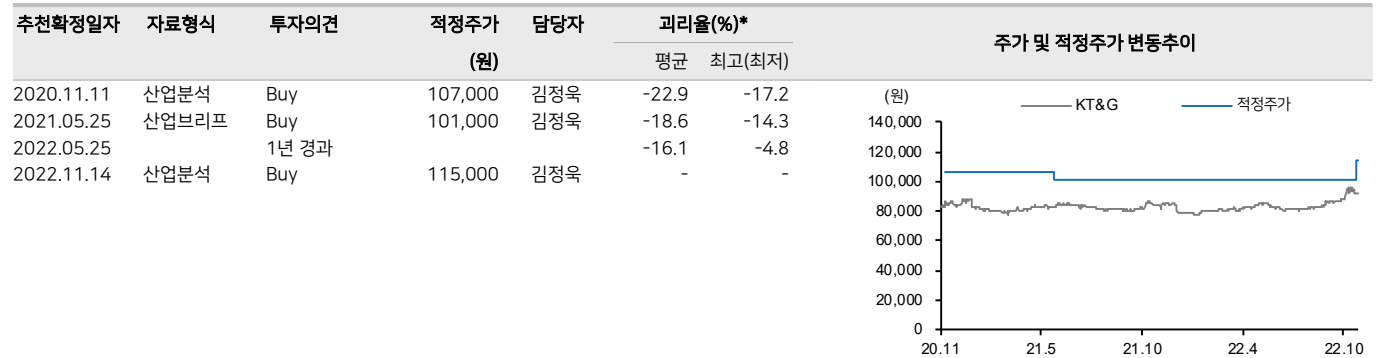
롯데칠성 (005300) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



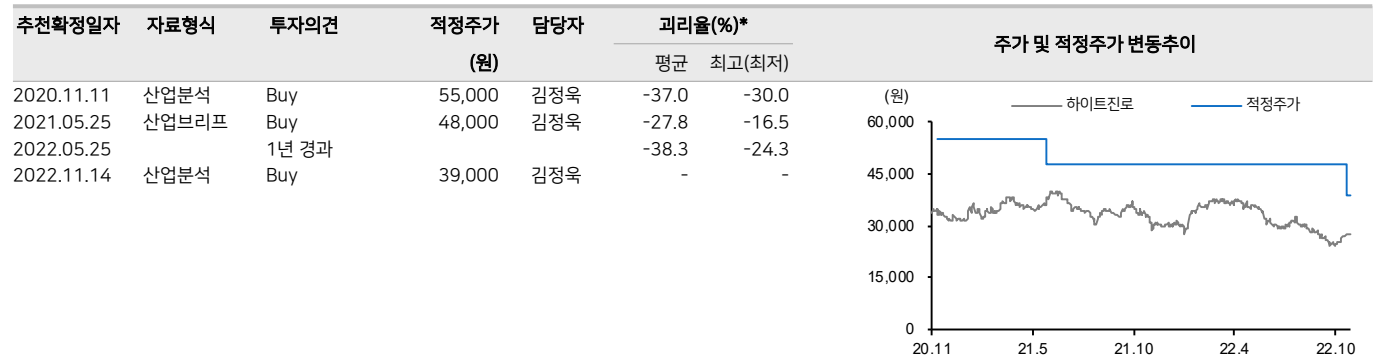
KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



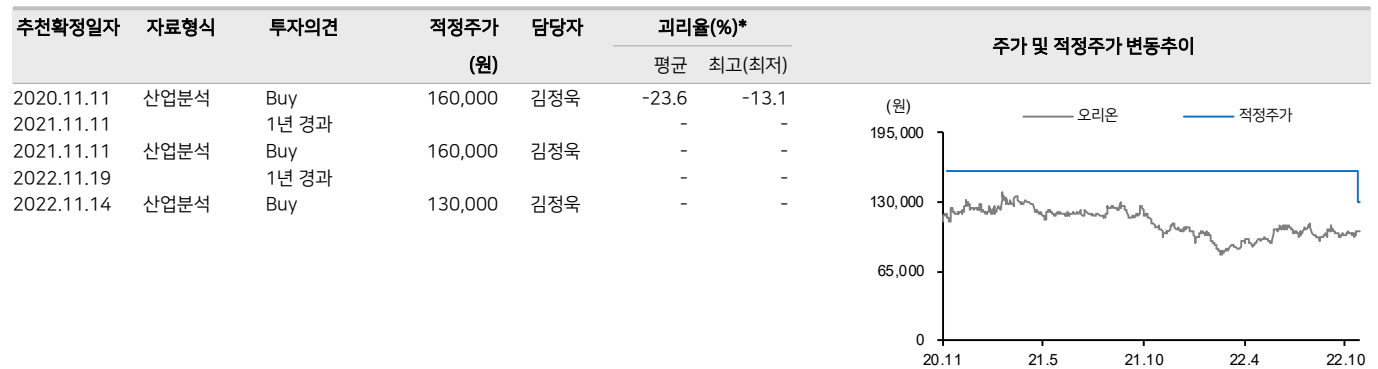
하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



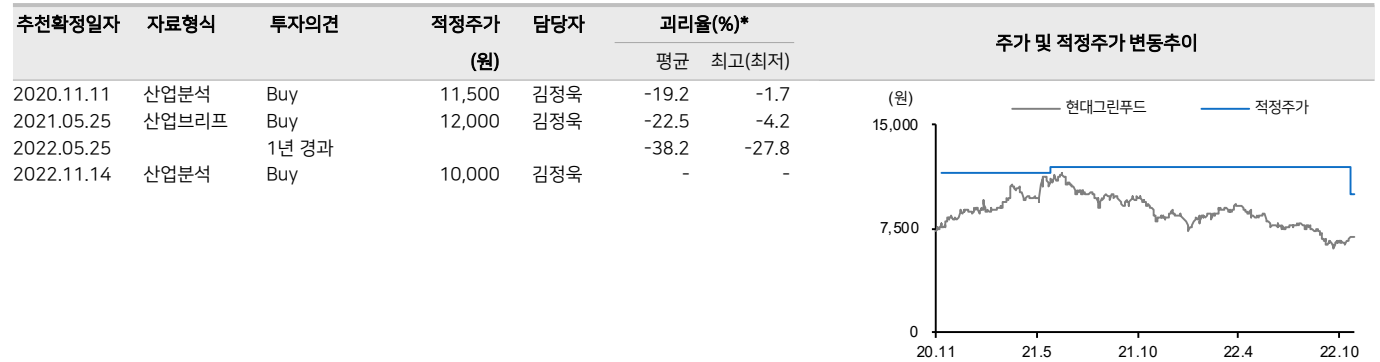
오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



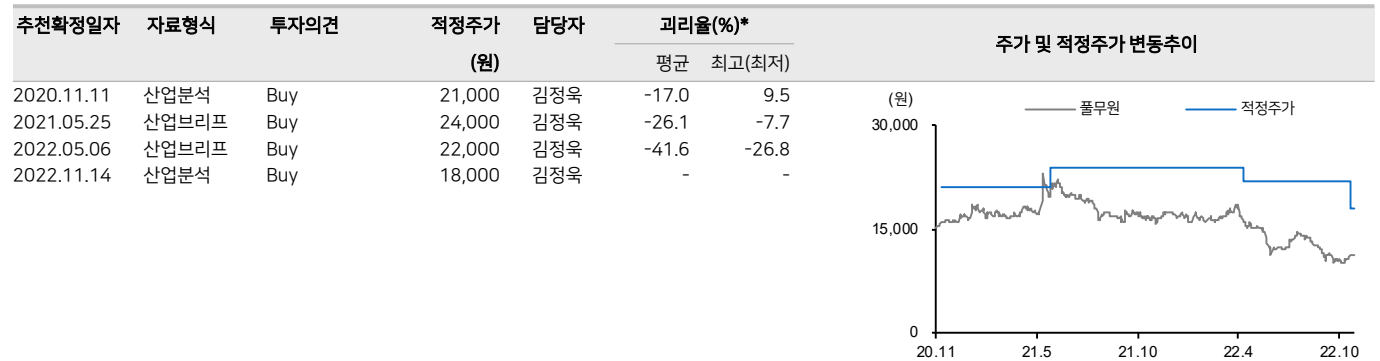
현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



풀무원 (017810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼양식품 (003230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



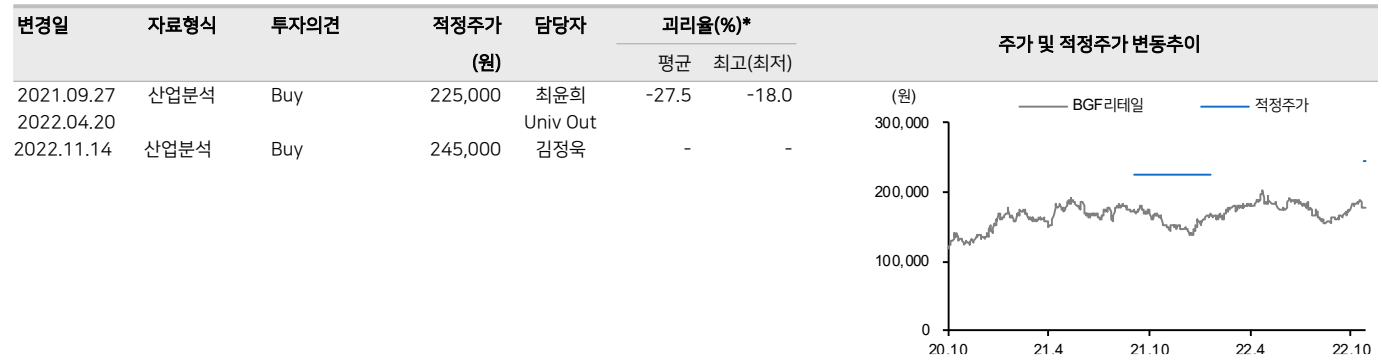
매일유업 (267980) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



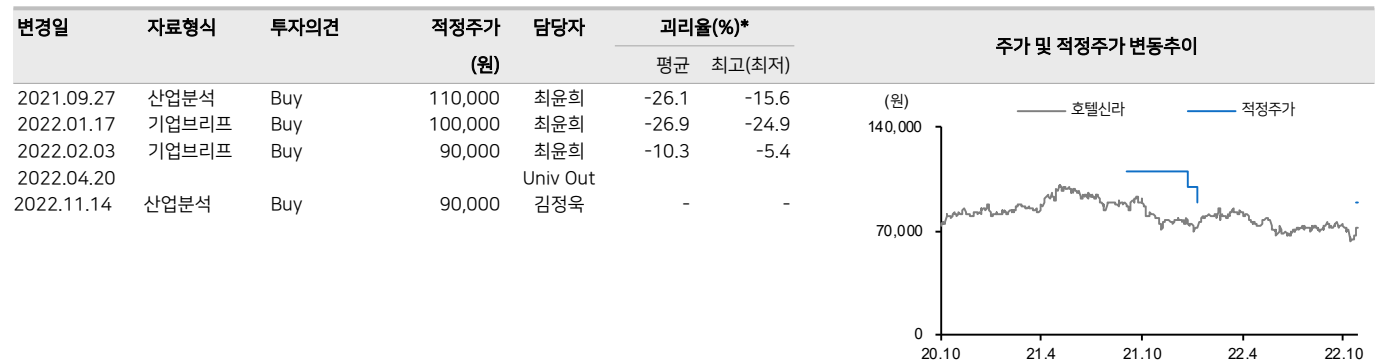
BGF리테일(282330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



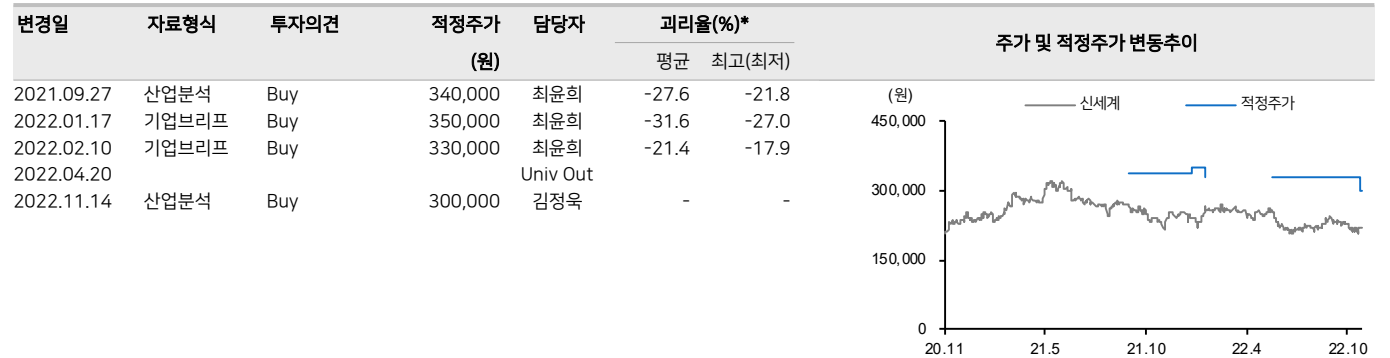
호텔신라(008770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



신세계(004170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대백화점(069960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

