



INDUSTRY
2022년 8월 31일

음식료 (Positive)

모든 것이 맞아 떨어지는 지금

“ ”

최근 음식료업종의 실적 개선이 비축 수요 증가에 기인한 일시적인 현상일 것이라는 시장의 우려를 뒤로 하고 국내 음식료 기업들의 실적은 사상 최고치를 경신 중입니다. 팬데믹 장기화로 외식 수요 감소가 지속되고 편의식의 범주가 확대되며 소비자 유인이 이어지고 있습니다. 경기 불황으로 내식 수요는 더욱 견조하게 유지될 것으로 예상되는 가운데 원부자재 비용 상승에 따른 가격 전가가 이어지며 기업들의 증익 기조는 지속될 전망입니다. 또한 해외에서 K-Food수요가 증가하며 해외 매출 확대가 기업들의 실적 성장과 Valuation 상향을 주도할 전망입니다. 음식료 업종에 대한 의견을 Positive로, Top Pick은 CJ제일제당과 삼양식품을 제시합니다.

| Contents |

I. 핵심요약	03
II. 글로벌 무대로 나아가는 K-Food	04
1. 초창기 K-Food	04
2. K-Food의 간판이 된 라면	08
3. Who's Next?	15
III. 러우 사태 이후 곡물가 점검	20
1. 최악을 반영한 곡물가 급등	20
2. 우려 대비 양호한 생산, 수출 전망	23
IV. 투자전략	28
V. 주요지표	31
VI. 기업분석	35
1. CJ제일제당 (097950)	36
2. 오리온 (271560)	40
3. 농심 (004370)	44
4. 오뚜기 (007310)	48
5. 삼양식품 (003230)	52
6. 대상 (001680)	55
7. SPC삼립 (005610)	59
8. 동원F&B (049770)	63
9. 풀무원 (017810)	67

I. 핵심 요약

1세대 K-Food의 패인	음식을 통한 식문화 전파는 사회적, 경제적으로 국가의 위상과 브랜드를 높일 수 있는 좋은 수단이다. 한국의 경우 2008년 정부 주도로 한식의 세계화 사업을 추진하였다. 하지만 이미 세계화에 성공한 일본, 프랑스, 이탈리아 등의 국가들에 비해 기간이 짧고, 주력 식품들로 선정된 떡볶이, 비빔밥, 김치 등도 세계 시장에서 인지도가 높지 않아 결국 1세대 K-Food는 흐지부지 되었다. 이후 절치부심하여 현지화에 보다 집중하고 영향력 있는 K-Contents까지 가세하는 2세대 K-Food의 시대가 열리게 되었다.
이번엔 진짜다 2세대 K-Food	2세대 K-Food의 선봉에는 라면이 있다. 전세계 라면 시장은 2016년 이후 단 한번의 역신장 없이 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 최근 5년간 시장 성장의 기여도는 베트남, 인도, 나이지리아, 미국, 필리핀 순으로 높았다. 라면에 대한 역사가 길고 이해도가 높은 아시아 지역을 제외하면 미국에서의 라면 수요 증가가 인상적이다. 미국인에게 주식에 가까운 Pasta 판매는 소비량 감소로 정체된 반면 특식에 가까운 Instant Noodles(라면)의 판매금액은 2016~2021년 연평균 4.2% 성장했다. 미국 Instant Noodles 시장은 아시아 기업 특히 농심, 삼양식품 등의 한국 기업들이 선전하고 있어 Instant Noodles의 2021~2026년 연평균 성장률은 5.8% 육박할 전망이다. 섬세한 현지화 전략으로 CJ제일제당은 미국 만두 점유율 1위, 풀무원은 미국 두부 점유율 1위에 위치해있다. CJ제일제당은 만두를 시작으로 Frozen Ready Meals(냉동 레디밀)로 K-Food 라인업을 확대하고 기존 슈완스 Frozen Pizza(냉동 피자) 제품들의 프리미엄화를 통한 점유율 반등으로 추가 성장 동력을 확보해 나갈 계획이다. 풀무원은 Food Service 등의 B2B 경로 확대를 통해 두부 시장 확대를 주도하고 두부의 확장된 범위의인 Plant Based Protein 카테고리 사업 영역을 확장해 식물성 단백질 시장에서의 입지를 공고히 할 전망이다.
곡물가의 추가 상승 가능성은 제한적	2022/2023 전세계 소맥 수출은 2021/2022 대비 3.0% 증가한 수준, 전세계 옥수수 수출은 2021/2022 대비 7.4% 감소하는 수준에 그칠 것으로 예상된다. 이에 지정학적 리스크 부각 당시 최악을 반영해 급등한 국제 곡물 가격은 연초 상승분을 대부분 반납하고 진정되는 분위기이다. 여전히 우크라이나에서는 국지적 충돌이 이어지고 있지만 지난 7월 유엔과 튀르키예의 중재로 우크라이나산 곡물 수출을 위한 흑해 안전 항로 확보 합의로 수출 재개가 이뤄지고 있다는 점, 주요 곡물 수출국들의 파종 면적 확대가 예상되는 점, 2020~2021년 곡물가 상승을 촉발했던 중국발 수요 증가 및 가뭄으로 인한 캐나다의 소맥 공급 감소의 원인이 해소된 점을 근거로 주요 곡물 가격의 추가 상승 가능성은 제한적일 것으로 판단한다.
업종 의견은 Positive, Top Pick은 CJ제일제당과 삼양식품으로 제시	팬데믹 장기화로 외식 수요 감소가 지속되고 편의식의 범주는 확대되는 추세이다. 경기 불황으로 내식 수요는 더욱 견조하게 유지될 것으로 예상되며, 원부자재 비용 상승에 따른 가격 전가가 이뤄지며 기업들의 증익 기조는 지속될 전망이다. 또한 해외에서 K-Food 수요가 증가함에 따라 해외 매출 확대가 기업들의 실적과 추가 상승을 견인할 전망이다. 음식료 업종 의견을 Positive, Top Pick은 CJ제일제당과 삼양식품으로 제시한다.

II. 글로벌 무대로 나아가는 K-Food

1. 초창기 K-Food

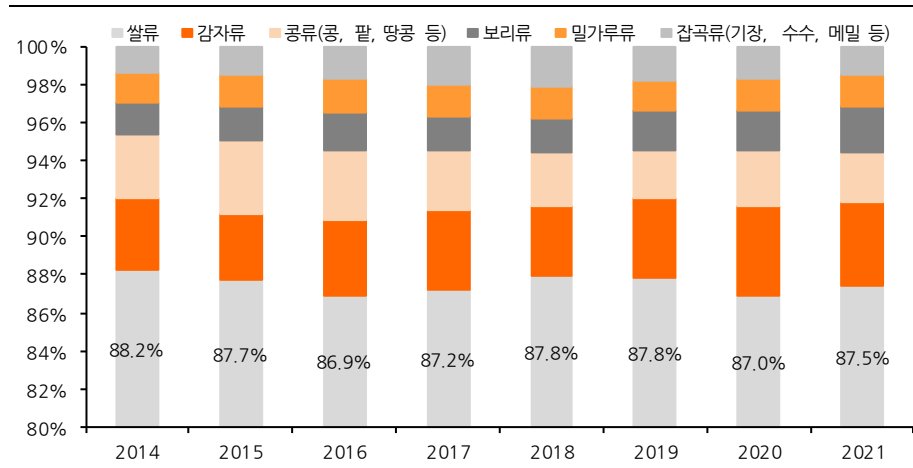
변화가 가장 어려운 식문화

음식은 국가와 민족의 정체성을 포함하고 있으며 그 국가의 생활양식을 반영하고 있다. 그렇기 때문에 여러 문화 중 가장 바꾸기 어려운 문화가 식문화이다. 한국 역시 밥 대신 빵을 선호하는 식생활 변화가 오래 전부터 나타났지만 여전히 쌀 소비 비중은 88%로 2014년 이후로 비중 변동이 미미하다. 여전히 한국인은 밥심인 것이다.

타국 음식이 한번의 체험에 그치지 않고 세계화되어 해외 시장에 스며드는 일은 결코 쉬운 일이 아니다. 그럼에도 음식을 통한 식문화 전파가 사회적, 경제적으로 국가의 위상과 브랜드를 높일 수 있는 좋은 수단이기 때문에 일본, 태국, 프랑스, 이탈리아 등의 국가들은 자국 음식을 세계화 하기 위해 오래 전부터 심혈을 기울여 왔다.

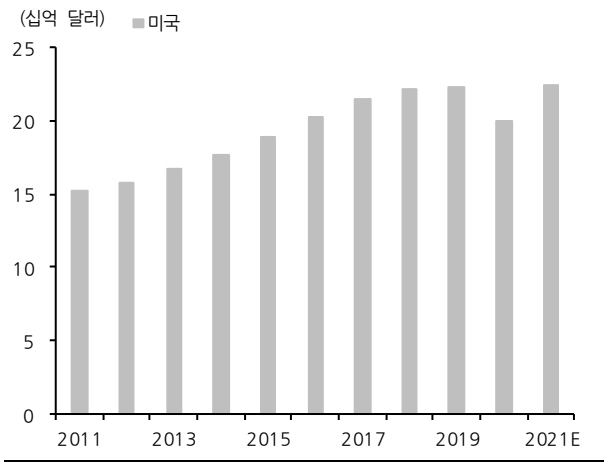
일례로 일본의 스시는 1964년 도쿄올림픽 당시 대대적인 매스컴 노출을 통해 세계인들의 관심을 끌기 시작하였다. 이후 1981년에는 농림수산성 산하에 외식산업실이 설립되고 2005년에는 세계 일식 인구를 2배 이상 늘려 프랑스, 중국의 뒤를 잇는 세계 3대 음식이 되겠다는 목표 하에 관련 관광 상품 개발, 일본 농수산물 및 식품 수출 지원, 해외 일본 식당 인증제 도입 등을 통해 아낌없는 정부의 지원이 이어졌다. 덕분에 2021년 미국 스시 레스토랑 시장은 225억 달러, 일본 스시 레스토랑 시장은 122억 달러로 자국 시장보다 큰 시장이 외국에 형성되어 있다.

[그림1] 한국 연도별 인당 식량 소비 비중 추이



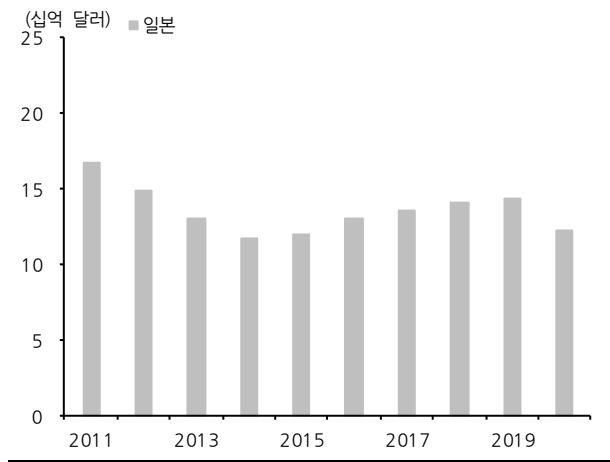
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 스시 레스토랑 시장 규모



자료: IBIS World, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 일본 스시 레스토랑 시장 규모

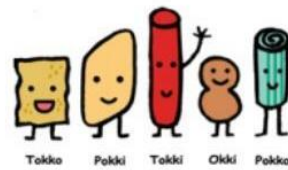


자료: IBIS World, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2008년 한식의 세계화 사업
: '한국적인 것이 세계적인
것이다'

한국의 경우 2008년 정부 주도로 한식의 세계화 사업을 추진하였다. 농림수산물식품부 안에 한식세계화추진단을 꾸리고 떡볶이, 비빔밥, 김치, 전통주를 4대 주력 식품으로 선정 하였으나 이미 세계화에 성공한 국가들에 비해 기간이 짧고 주력 식품들 역시 세계 시장에서 인지도가 높지 않은 식품들이 대부분으로 강한 양념과 익숙하지 않은 식감이 외국인의 입맛을 사로잡지 못해 1세대 K-Food는 흐지부지되었다. 그러나 철치부심하며 해외 시장에서 비교적 익숙한 면류, 만두류가 중심에 섰고 젓갈이 들어가지 않은 김치, 제형이 변경된 고추장 등의 현지화 노력을 통해 2세대 K-Food의 시대가 시작되었다.

[그림4] 1세대 K-Food 떡볶이(TOPOKKI)



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

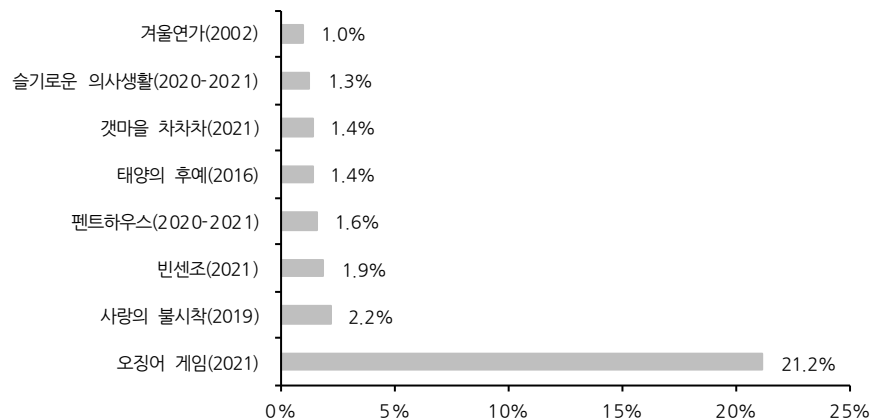
현지화 노력이 더해진 2세대 K-Food

현지화 노력이 더해 드라마, 영화, 음악 등 영향력 있는 K-Contents는 K-Food의 세계화에 이바지하고 있다. 드라마 오징어게임에서 주인공이 라면을 안주 삼아 술을 마시는 장면, 영화 기생충에서 짜파구리를 먹는 모습, 드라마 사랑의 불시착에서 치킨에 맥주를 먹는 모습 등을 통해 한국의 식문화, 식품이 자연스럽게 노출되고 있다. 이러한 콘텐츠를 통한 노출은 한국 음식에 대한 호기심을 불러 일으키고 낯선 음식에 대한 거부감을 낮춘다.

문화체육관광부는 2020년 방탄소년단의 다이어나이트가 빌보드 차트 1위를 차지한 것에 대한 직접적 경제 효과를 6,174억 원, 간접적 산업 연관 효과를 1조 7,000억 원으로 추산했다. 직접 효과 6,174억 원 중 화장품, 식료품, 의류 수출 증가가 각각 2,763억 원, 741억 원, 213억 원으로 추산되었으며 간접 효과 1조 7,000억 원 중 화장품, 식료품, 의류 생산/부가가치유발효과가 각각 8,020억 원, 2,328억 원, 526억 원으로 추산되었다. 최근 방탄소년단의 멤버 지민이 SNS를 통해 떡볶이를 먹는 모습, 불닭볶음면을 먹는 모습을 본 해외 팬들은 열광했다. 그들이 사용하는 화장품, 먹는 음식, 입는 옷 모든 것이 세계 팬들의 이목이 집중되기에 K-Pop 스타들이 한국 문화 확산에 미치는 효과는 감히 추산하기 어려울 정도이다.

K-Contents의 영향력이 확대되면서 한국을 방문하는 관광객의 여행지 선택 이유도 변화하고 있다. 한국관광공사의 인바운드 관광객 조사에 따르면 2014년까지만 하더라도 관광객이 한국을 선택한 가장 큰 이유는 쇼핑(72.3%, 중복응답가능) 이었고, 그 다음이 자연 풍경 감상(49.5%), 음식/미식 탐방(41.1%) 순이었다. 하지만 2021년 관광객이 한국을 선택한 가장 큰 이유로 음식/미식 탐방(47.0%)이 선정되었고 그 다음 자연 풍경 감상(36.5%), 쇼핑(33.5%)이 뒤를 이었다.

[그림5] 2021년 전세계에서 가장 좋아하는 한국 드라마



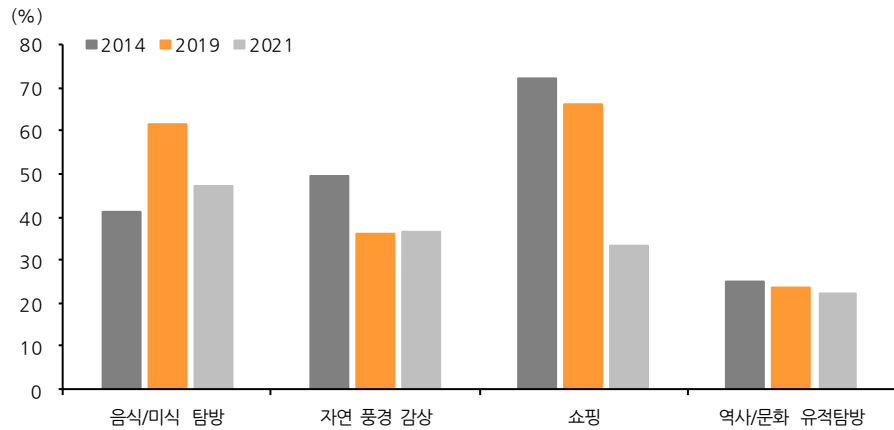
자료: Research Lab, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 방탄소년단 <다이너마이트> 빌보드 핫 100 1 위 달성의 경제적 효과 추정

구분	직접효과 및 수출 증가	유발효과			
		생산유발	부가가치유발	고용유발	
<다이너마이트> 빌보드 1위	2,457억 원	4,168억 원	2,081억 원	4,302명	
소비재 수출	화장품	2,763억 원	5,959억 원	2,061억 원	2,331명
	식료품	741억 원	1,787억 원	541억 원	1,102명
	의류	213억 원	409억 원	117억 원	192명
합계	6,174억 원	12,324억 원	4,081억 원	7,928명	

자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 설문조사: 관광객이 한국 여행을 선택한 이유



주: 중복응답가능

자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

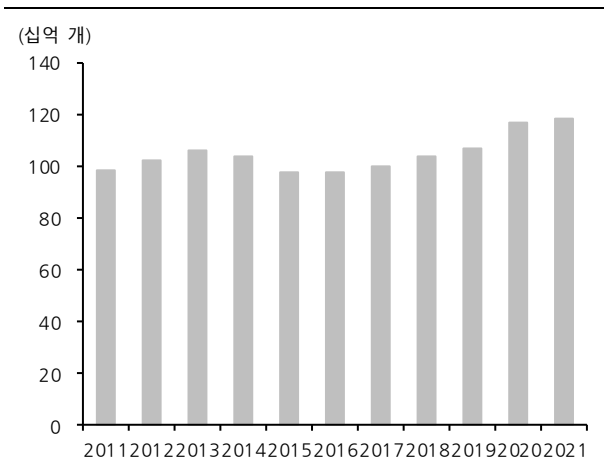
2. K-Food 의 간판이 된 라면

2021년 글로벌 라면 수요는
1,182억개

Instant Noodles로 대변되는 라면 시장은 2016년 이후 단 한번의 역신장 없이 꾸준한 증가세를 보여왔다. 전세계 라면 시장에서 중국/홍콩의 점유율이 37.2%에 달하기 때문에 중국/홍콩을 제외한 전세계 라면 수요는 2021년 기준 742억 개로 2017년 대비 21.3% 성장하였고 코로나19 팬데믹으로 수요가 급증했던 2020년 대비로도 5.7% 성장하였다.

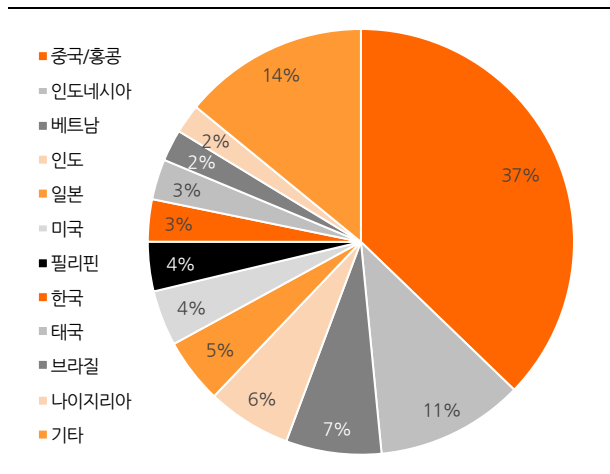
최근 5년간 중국/홍콩을 제외한 전세계 라면 시장 성장의 기여도는 베트남, 인도, 나이지리아, 미국, 필리핀 순으로 높았다. 라면에 대한 역사가 길고 이해도가 높은 아시아 지역을 제외하면 나이지리아와 미국에서의 라면 수요 증가가 인상적이다.

[그림7] 전세계 라면 시장 규모



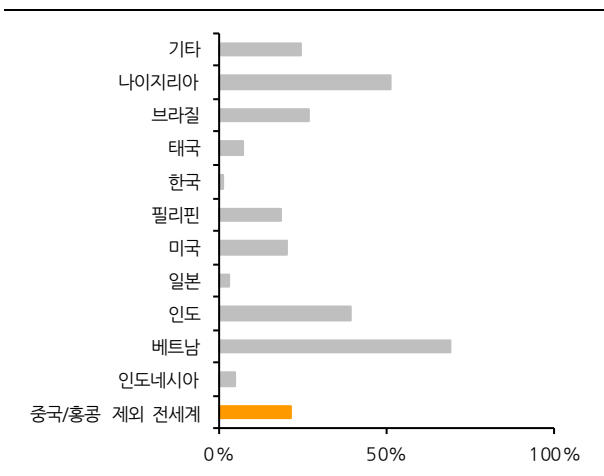
자료: WINA, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 국가별 라면 시장점유율



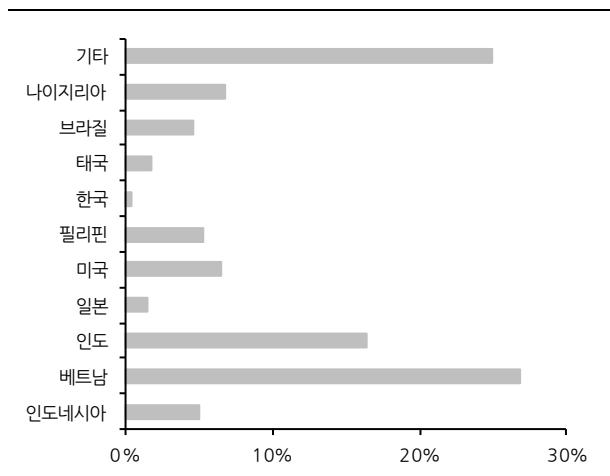
자료: WINA, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2017년 대비 2021년 라면 수요 증가율



자료: WINA, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2017년 대비 2021년 라면 수요 증가 기여도



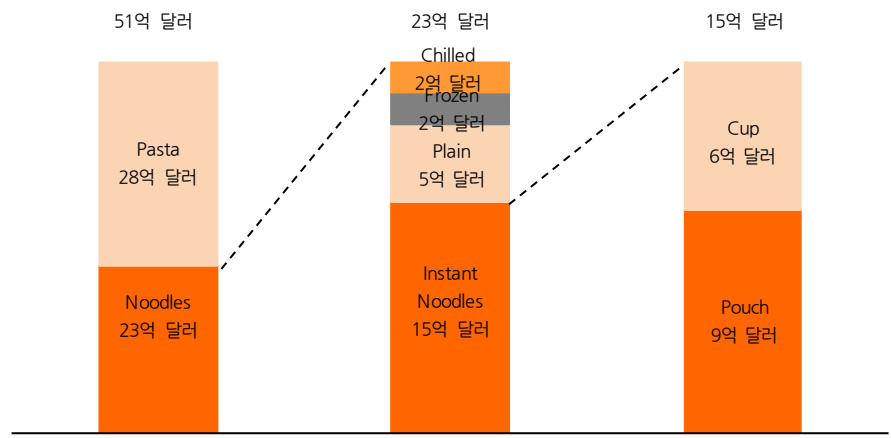
자료: WINA, 한화투자증권 리서치센터

미국 시장에서
보편화된 Pasta 인기를
뛰어넘는 Instant Noodles

가장 의미 있는 성장이 기대되는 시장은 미국이다. Euromonitor에 따르면 2026년 미국 면류 시장은 62억 달러까지 성장할 것으로 예상된다. 면류 시장은 Instant Noodles(라면)이 속해있는 Noodles와 Pasta로 나뉘는데, 2016년까지만 하더라도 Noodles, Pasta 시장 비중은 금액 기준 41%, 59% 수량 기준 35%, 65%으로 Pasta 비중이 높았다. 소비량이 많은 Pasta가 주식에 가깝고, Noodles는 특식에 가까웠다.

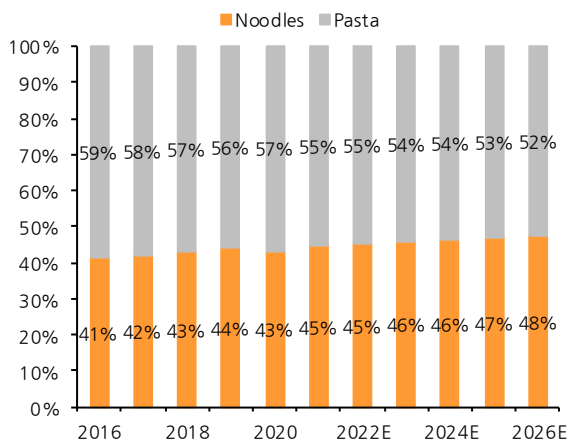
하지만 2016~2021년 5년간 연평균 성장률은 Noodles는 금액 기준 2.7%, 수량 기준 0.4% 성장한 반면 Pasta는 금액 기준 0.0%, 수량 기준 -1.3%로 부진한 소비 흐름이 이어졌다. 2021년 기준 Noodles, Pasta 시장 비중은 금액 기준 45%, 55%, 수량 기준 37%, 63%로 Noodles 시장의 비중이 확대되었다. 2021~2026년 5년간 연평균 성장률은 Noodles는 금액 기준 5.2%, 수량 기준 2.9% 성장할 것으로 전망되는 반면 Pasta 시장은 금액 기준 2.8%, 수량 기준 0.5%로 Noodles 대비 저조한 성장 흐름이 지속될 것으로 예상된다. Pasta 소비량은 정체될 것으로 예상되는 반면 Noodles는 Instant Noodles를 중심으로 소비 증가가 지속될 것으로 예상되어 미국 면류 시장 내 Noodles 비중은 지속적으로 확대될 전망이다.

[그림13] 미국 면류 시장 구성



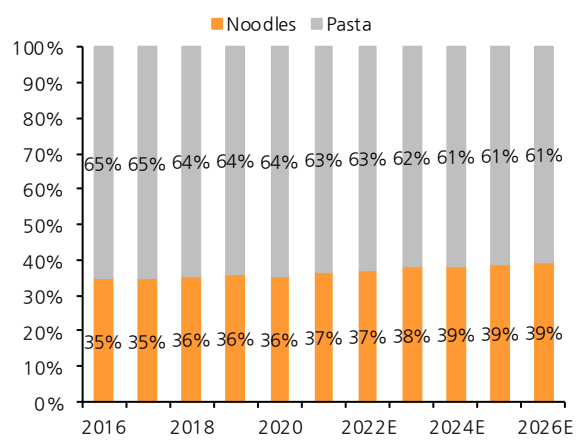
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 미국 면류 금액 기준 시장 구성



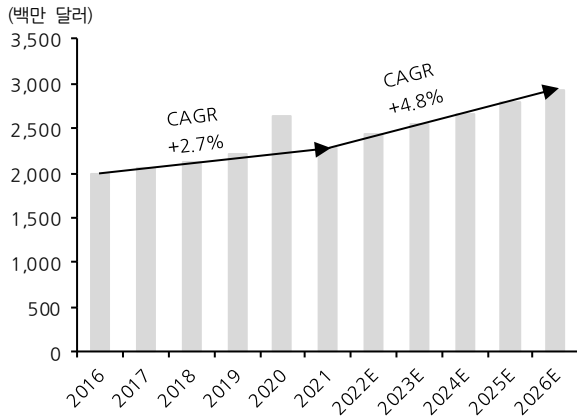
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 미국 면류 종량 기준 시장 구성



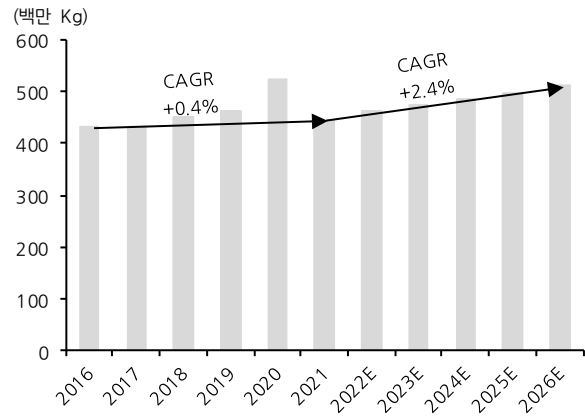
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 미국 Noodles 금액 기준 시장 규모



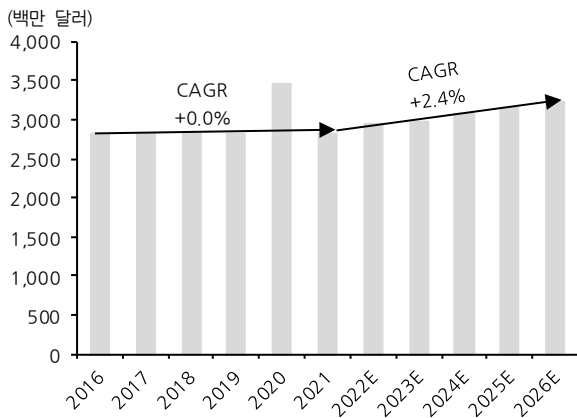
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 미국 Noodles 중량 기준 시장 규모



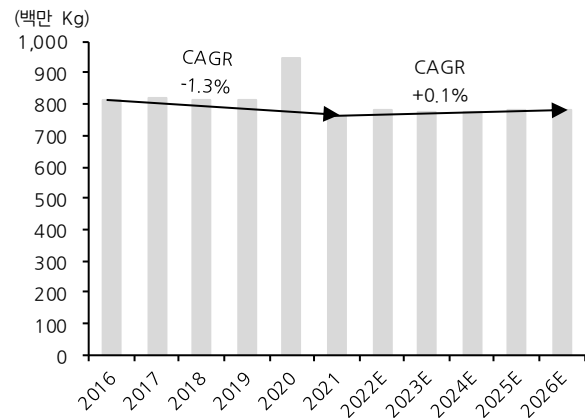
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 미국 Pasta 금액 기준 시장 규모



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 미국 Pasta 중량 기준 시장 규모



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 미국 Pasta MS 1 위 기업 Barilla Alimentare 대표 제품



자료: Barilla, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 미국 Pasta MS 2 위 기업 Riviana Foods 대표 제품



자료: Riviana, 한화투자증권 리서치센터

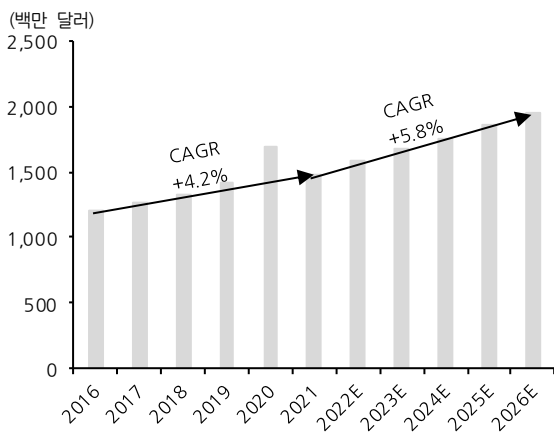
한국기업들이 주도하는 미국 Instant Noodles 시장 성장

미국 Instant Noodles 시장 성장은 한국기업들이 주도하고 있다. 2016년 12억 달러에 불과했던 Instant Noodles 시장 규모는 2021년 15억 달러까지 성장하였으며 2026년에는 20억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. Pasta와 달리 Instant Noodles은 아시아 기업들이 과점 중인 시장이다. 1위 기업인 일본 Toyo Suisan, 2위 기업인 한국 Nong shim, 3위 기업인 일본 Nissin 3개 기업의 합산 점유율은 90%를 초과한다.

2016년까지만 하더라도 20.6%에 불과했던 농심의 점유율은 2021년 23.0%까지 확대되었다. 또한 2016년 1%를 밑돌았던 삼양식품의 점유율은 2021년 3.2%를 기록한 것으로 추정된다. 농심, 삼양식품의 점유율 상승분을 역산해보면 미국 Instant Noodles의 시장 성장은 한국기업이 주도 중이다. 농심은 지난 상반기 미국 2공장 본격 가동 개시로 신라면, 신라면블랙, 육개장사발면 등의 주력 제품 대량생산 체계를 갖추었다. CAPA 확대에 더해 미국 MT채널 확대와 멕시코 등의 중남미 시장 개척에 주력할 전망이다. 삼양식품은 지난해 하반기 미국 판매 법인 설립 이후 방탄소년단 콘서트에 메인스폰서로 참여하고 미국 한정 신제품을 출시하는 등 본격적인 영업활동에 나서고 있다. 삼양식품의 2022년 미국 수출 금액은 1,000억 원을 초과할 것으로 기대된다.

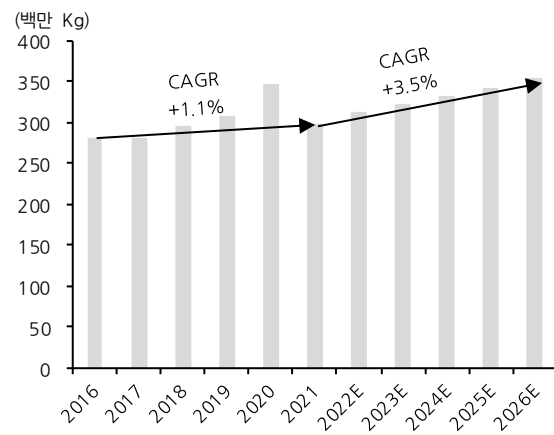
한 시장조사 기관에서 실시한 2021년 인스타그램에서 가장 많이 태그된 음식 순위 조사에서 한국 요리가 4위를 차지했다. 지난 2월 Youtube에 업로드 된 한국 무인 라면 편의점, 한국 라면 생산 과정 소개 동영상은 현재 1,500만, 3,000만뷰를 기록 중이다. 한국 음식에 대한 관심과 인기가 꾸준한 상승세를 보이는 만큼 해외 시장에서 의미있는 성과를 내기 시작하는 기업들에 대한 지속적인 관심이 필요하다.

[그림22] 미국 Instant Noodles 금액 기준 시장



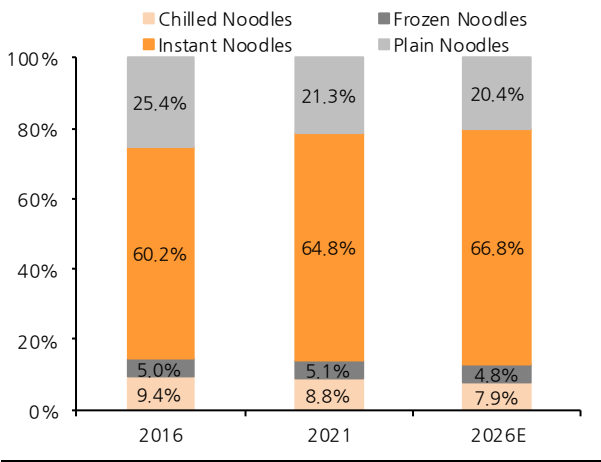
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 미국 Instant Noodles 중량 기준 시장



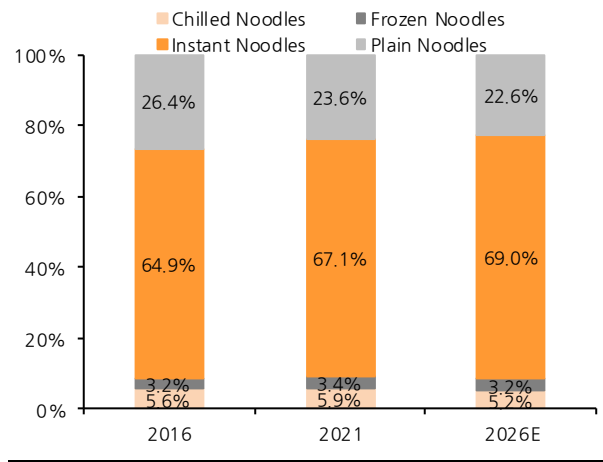
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 미국 Noodles 금액 기준 시장 구성



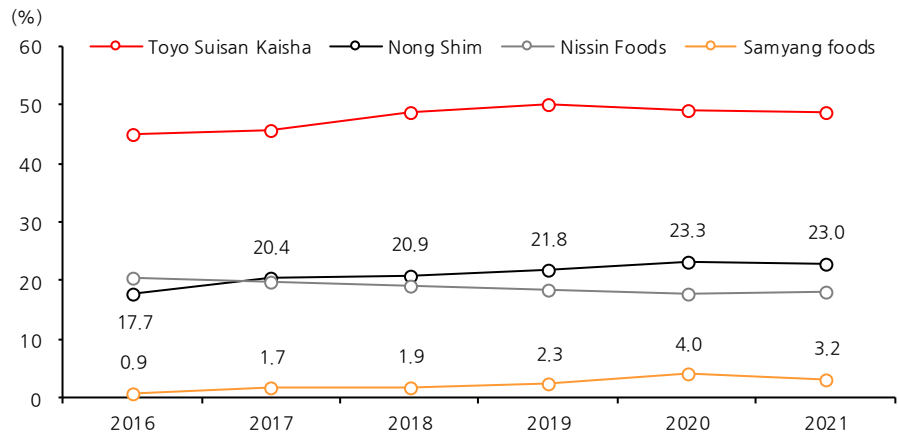
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 미국 Noodles 중량 기준 시장 구성



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 미국 Instant Noodles 시장 점유율



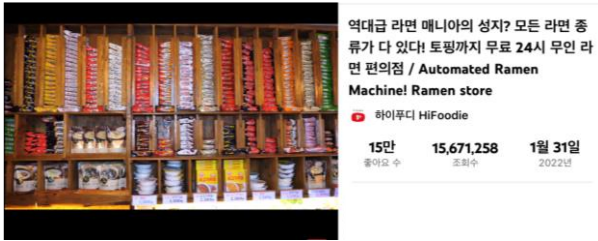
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 2021년 인스타그램에서 가장 많이 태그된 음식 순위

순위	국가	태그 수
1	이탈리아	3,884,921
2	인도	3,305,000
3	일본	3,040,000
4	한국	1,439,000
5	멕시코	1,428,000
6	중국	1,222,000
7	태국	974,000
8	인도네시아	459,000
9	베트남	410,000
10	그리스	384,000
11	필리핀	344,000
12	터키	319,000
13	나이지리아	317,000
14	프랑스	296,000
15	레바논	266,000

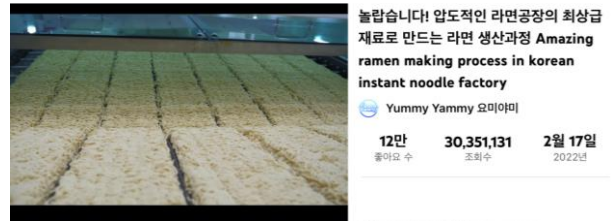
자료: Chefspencil, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 1,500 만뷰를 기록한 한국 무인 라면 편의점 영상



자료: Youtube, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 3,000 만뷰를 기록한 한국 라면 생산 과정



자료: Youtube, 한화투자증권 리서치센터

3. Who's Next?

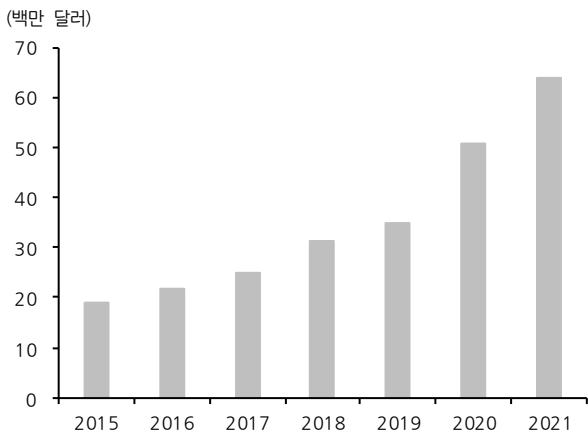
교자·딤섬·짜조를 위협하는
한국 만두

2021년 한국 만두 수출 금액은 63.7억 달러로 역대 최고 수출 금액을 경신했다. 2015~2021년 6년간 연평균 성장률은 22.3%로 추산되는데 상위 기업들의 생산 공장이 국내와 해외에 분산되어 있음을 감안하면 실제 한국 만두의 해외 매출은 1조원에 육박할 것으로 추정된다. 이미 일본의 교자, 중국의 딤섬, 베트남의 짜조 등 만두와 유사한 식품들이 해외 시장을 선점하고 있었음에도 유의미한 성과를 거두고 있다.

미국 만두 시장점유율 1위
C제일제당

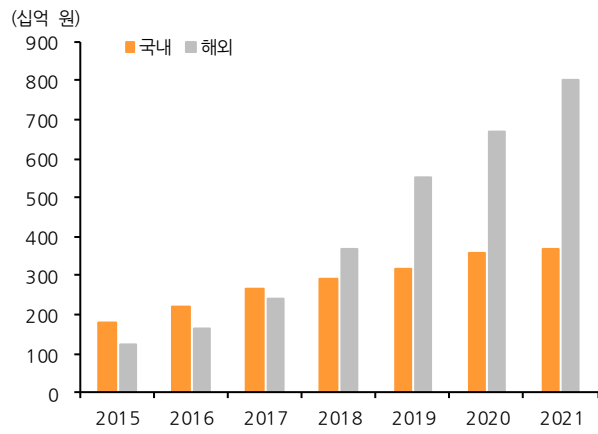
C제일제당의 경우 2018년 해외 만두 매출액이 국내 만두 매출액을 앞지르기 시작하였다. 해외 만두 매출액 중 미국 비중은 60%를 초과한다. C제일제당은 미국에서 섬세한 현지화 전략과 공격적인 마케팅으로 2021년에는 Grocery 채널 만두 점유율 1위에 올랐다. FS(B2B) 판매 확대, Grocery 내 입점률(2020년 54%→2025년 목표 75%) 확대를 통해 2위 업체와의 격차는 더욱 확대될 전망이다.

[그림29] 한국 만두 수출 금액



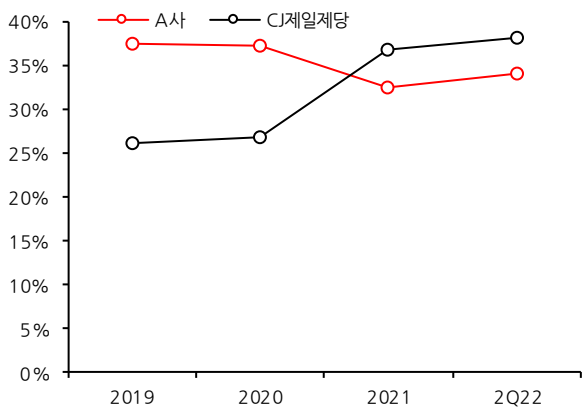
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] C제일제당의 소비자가 기준 만두 실적



자료: C제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 미국 Grocery 채널 만두 점유율



자료: IRI Market Advantage, C제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 2020년 미국 유명 셰프 조지듀란의 비비고 만두 소개



자료: 한국경제, 한화투자증권 리서치센터

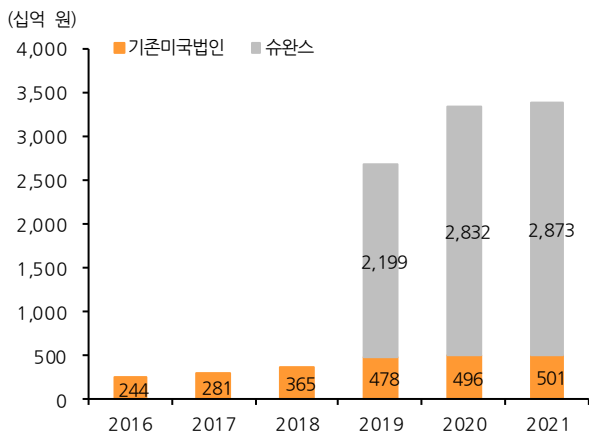
만두를 시작으로 미국 냉동 레디밀 시장 공략

CJ제일제당은 미국 시장에서 인지도를 높여온 비비고 브랜드를 중심으로 냉동 레디밀로 K-Food 라인업을 확대하고 기존 슈완스 냉동 피자 제품들의 프리미엄화를 통한 점유율 반등으로 추가 성장 동력을 확보해 나갈 계획이다.

2021년 미국의 냉동 레디밀, 냉동 피자 시장 규모는 각각 165억 달러, 54억 달러로 앞서 언급한 Instant Noodles 대비 11배, 3배 이상 큰 주요 시장이다. 2021년 CJ제일제당은 미국 매출액은 3조 3,744억 원을 기록했다. 만두 외 K-Food 매출액 비중은 12%로 만두 보다 높지만 품목당 매출액은 아직 미미한 수준으로 높은 성장 잠재력을 보유하고 있다.

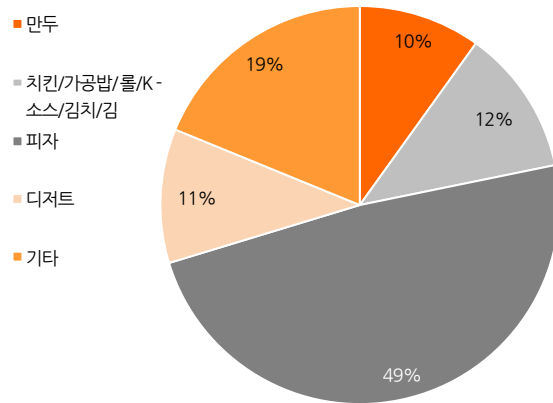
미국 냉동 레디밀 시장에서 2014년 0.2%에 불과했던 CJ제일제당 점유율은 2021년 2.5%까지 확대되었다. 슈완스 점유율까지 합산한 점유율은 3.3%로 미국 General Mills와 공동 4위에 위치해있으며 Kraft Heinz가 뒤를 잇고 있다. 슈완스의 미국 냉동 피자 점유율 역시 CJ제일제당에 피인수된 2019년 점유율 19.6%를 저점으로 반등 추세가 이어지고 있어 향후 CJ제일제당의 행보에 주목할 필요가 있다.

[그림33] CJ제일제당 미국 매출액 추이



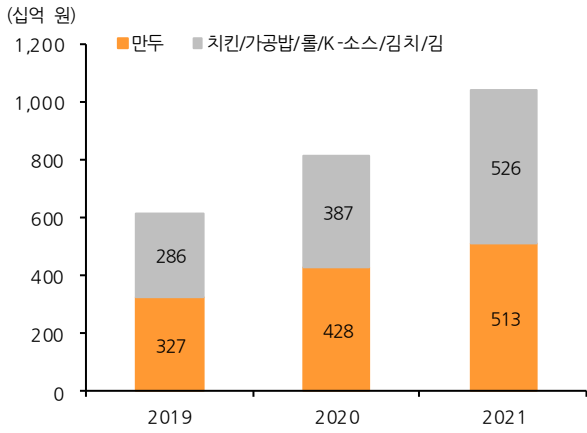
자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] CJ제일제당 미국 제품별 매출액 비중



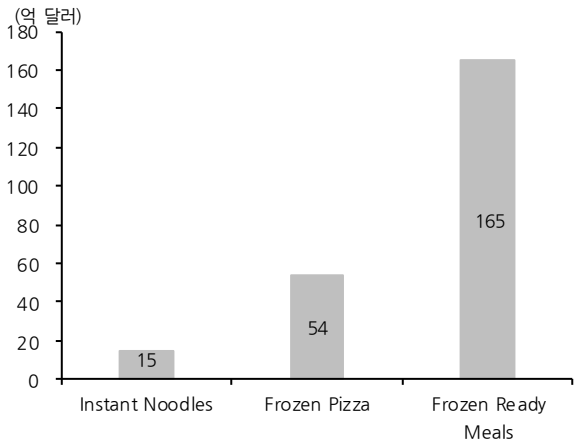
자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] CJ제일제당 글로벌 전략 제품 해외 매출 추이



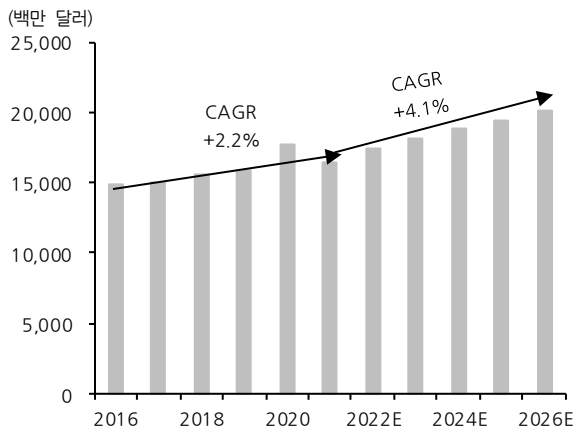
자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 미국 주요 시장 규모 비교



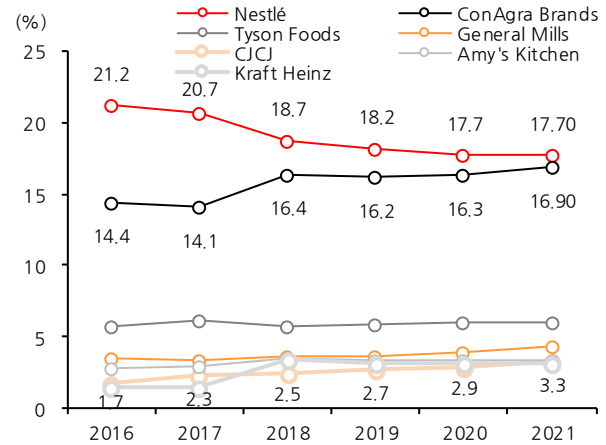
주: 2021년 기준, 자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 미국 Frozen Ready Meals 금액 기준 시장



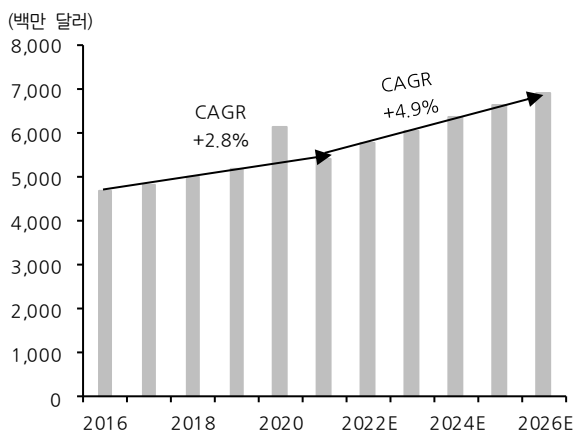
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 미국 Frozen Ready Meals 시장점유율



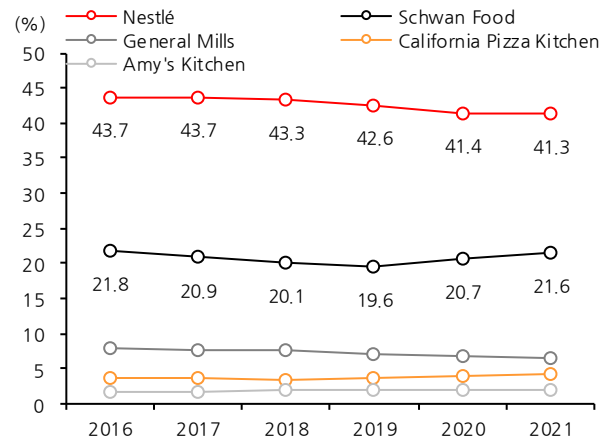
주: CJ 점유율은 Schwan와 합산한 점유율
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 미국 Frozen Pizza 금액 기준 시장



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 미국 Frozen Pizza 시장점유율



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 뉴욕 록펠러센터에 오픈한 비비고 매장



자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 미국 NBA 구단 LA 레이커스와 파트너십을 통한 마케팅

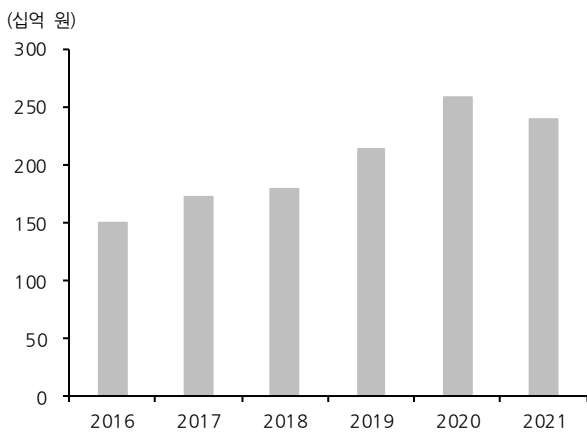


자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

미국 두부 MS 1위 풀무원

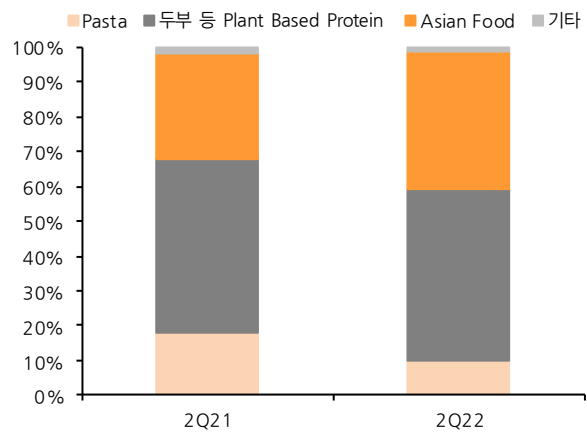
풀무원 역시 미국 시장 공략에 박차를 가하고 있다. 2021년 기준 미국 매출액은 2,386억 원으로 풀무원 해외 매출액 중 53% 비중, 연결 매출액 중 9% 비중을 차지하고 있다. 이번 2022년 상반기에도 전년 동기 대비 매출 성장률 32%를 기록했다. 미국 매출 구성비는 두부 등의 Plant Based Protein(혹은 Plant Based Food)가 49%, Asian Food가 40%이다. 미국 두부 시장은 2016년 1.6억 달러에 불과하는 작은 시장이었으나 건강에 대한 의식 제고로 단백질 관련 식품들이 인기를 끌며 2021년 2.9억 달러까지 성장하였다. 풀무원은 독보적인 미국 두부 시장 점유율 1위이다. 두부 FS(B2B) 경로 침투 확대, 확장된 범위의 Plant Based Protein 카테고리 사업 영역을 확장해 나갈 전망이다.

[그림43] 풀무원 미국 매출액 추이



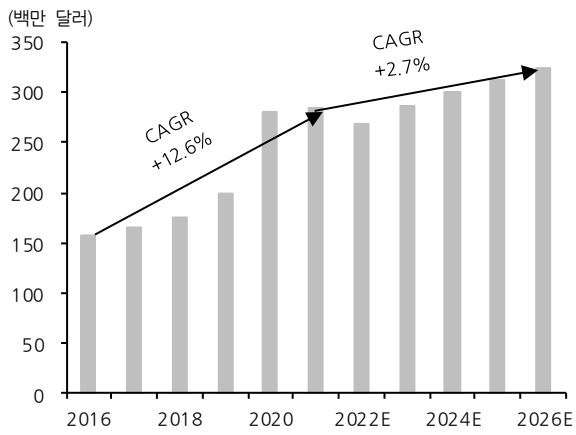
자료: 풀무원, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 풀무원 미국 매출액 비중



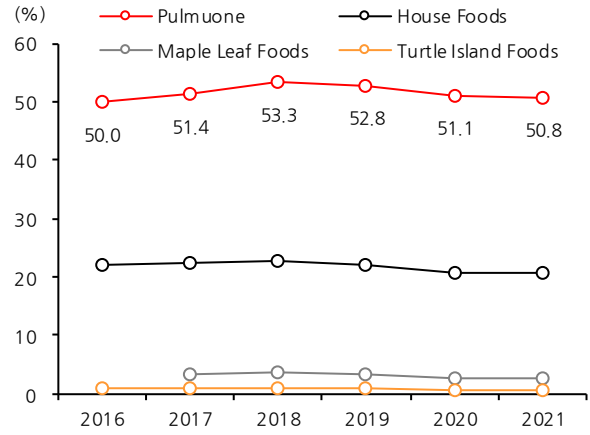
자료: 풀무원, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 미국 Tofu 금액 기준 시장



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 미국 Tofu 시장점유율



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 러-우 사태 이후 곡물가 점검

1. 최악을 반영한 곡물가 급등

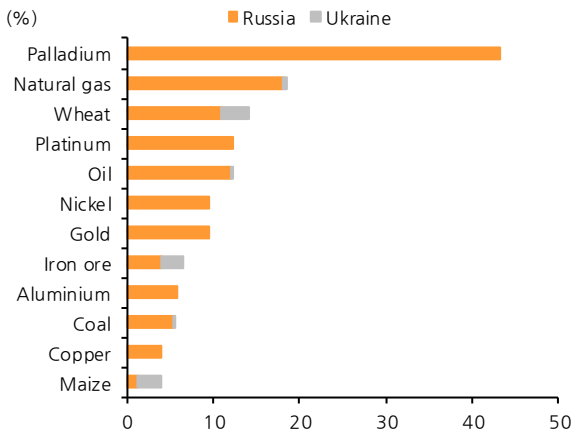
지정학적 리스크로 곡물
수급 차질 우려

2022년 러시아-우크라이나 사태로 원자재 시장에 사상 초유의 불확실성이 대두되었다. 2020년 기준으로 러시아-우크라이나 생산 비중이 높은 원자재는 팔라듐, 천연가스, 소맥, 수출 비중은 소맥, 팔라듐, 비료 순이었다.

러시아, 우크라이나가 전세계 소맥 수출에서 차지하는 비중은 30%에 달하였다. 러시아의 소맥 수출 비중은 2016년 11.6%대에서 2020년 20.7%까지 확대되어 유럽연합의 뒤를 잇는 주요 소맥 수출국이며 우크라이나 역시 전세계 소맥 수출 비중이 5번째로 높은 수출 상위 국가이다. 소맥뿐만 아니라 해바라기유 및 종자, 옥수수, 보리의 양국 합산 수출 비중도 각각 53%, 14%, 23%으로 의존도가 높다. 러시아의 옥수수 수출 비중은 2016년 2.9%에서 2020년 1.1%까지 축소되었지만 우크라이나의 러시아 수출 비중은 13.5% 수준으로 미국, 아르헨티나의 뒤를 잇는 수출 3위 국가이다.

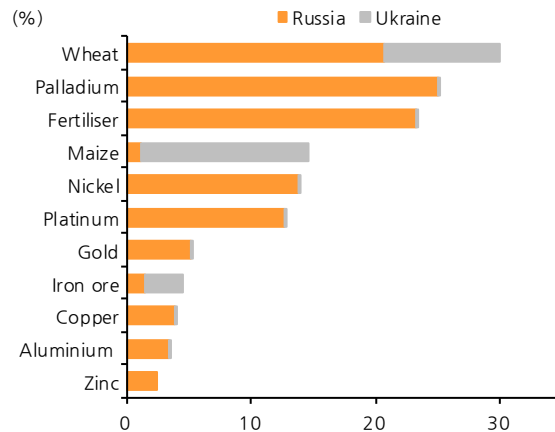
러시아의 우크라이나 침공 이후 양국의 의존도가 높은 순으로 원자재 가격이 급등했다. 하지만 주요 곡물 불안정한 수급 전망은 비축 수요 증가로, 주요 곡물 가격 급등은 구매력이 낮은 국가들의 대체곡 수입 증가로 이어지기 때문에 결국 전체 곡물 가격이 상승하는 결과를 초래했다.

[그림47] 2020년 러시아, 우크라이나의 품목별 생산 점유율



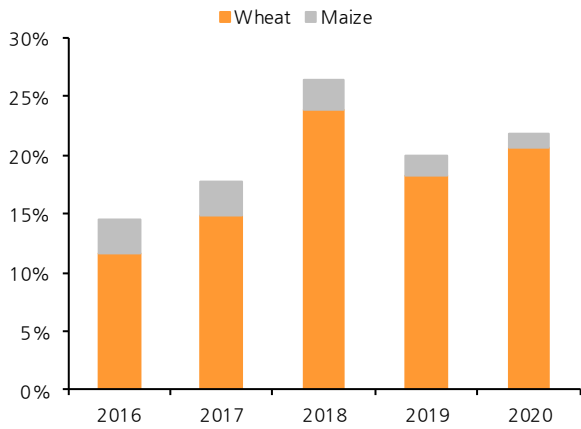
자료: Refinitiv, World Bank, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 2020년 러시아, 우크라이나의 품목별 수출 점유율



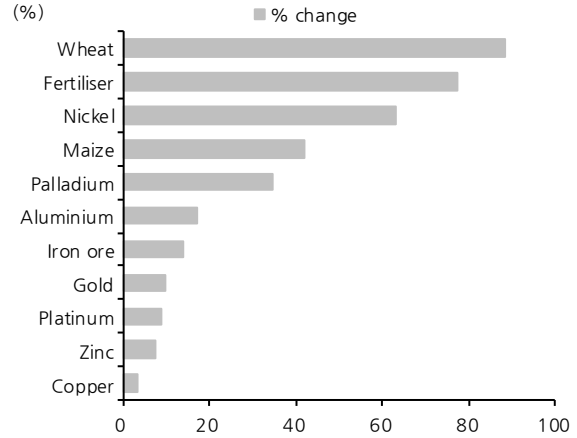
자료: Refinitiv, World Bank, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 전세계 소맥, 옥수수 수출에서 러시아의 비중



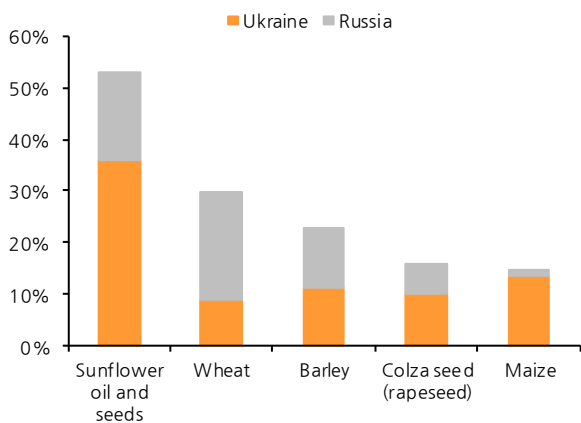
자료: Investment Monitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 주요 원자재의 2022년 1월 대비 2월 가격 변동



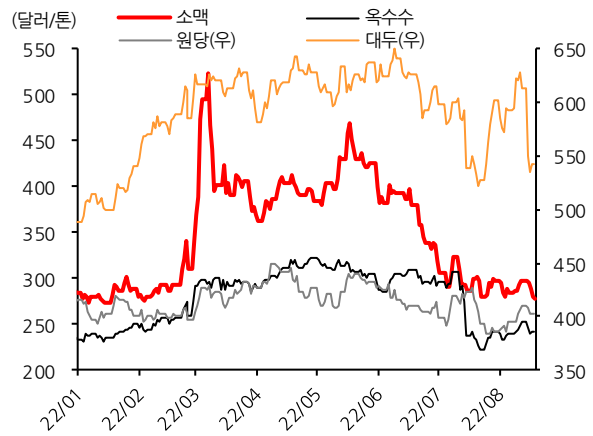
자료: World Bank, International Energy Agency, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 2020년 주요 농산물의 러시아, 우크라이나 수출 비중



자료: UNCTAD, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 주요 곡물 가격 변동 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

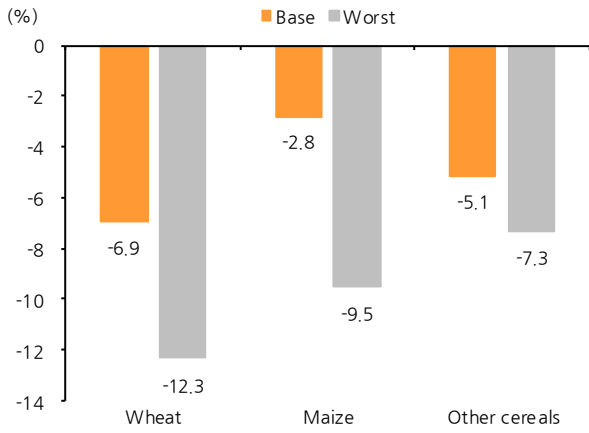
OECD의 시나리오 분석

2022년 3월 OECD가 발표한 경제 전망에 따르면 러시아, 우크라이나의 1) 경기 침체, 2) 수출 차질, 3) 우크라이나 수확 면적 20% 감소한다는 가정의 Base Scenario에서는 소맥 수출은 6.9%, 옥수수 수출은 2.8% 감소할 것으로 계산되었다. 1~3 가정에 더해 4) 우크라이나 수출이 2022년에 아예 불가능하다는 가정의 Worst Scenario에서는 소맥 수출은 12.3%, 옥수수 수출은 9.5% 감소할 것으로 계산되었다.

러시아의 우크라이나 침공이 없었다면 2022년 FAO Food price index는 2021년 대비 5% 상승할 것으로 예상되었으나 Base Scenario하에서는 9%, Worst Scenario하에서는 13%까지 상승할 것으로 예상되었다.

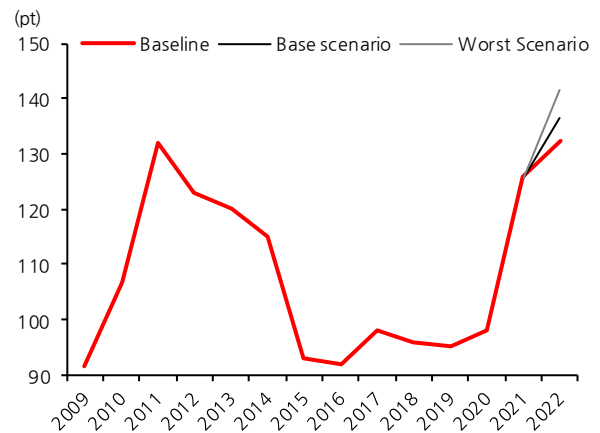
한국은 2016년부터 2020년까지 우크라이나 소맥 수입 상위 8번째 국가였다. 한국은 소맥 수입이 미국, 캐나다, 호주 등으로 분산되어 있었기에 다행히 수급 차질은 피할 수 있었다. 하지만 소맥 가격이 한달 만에 80% 상승하여 역사상 최고치를 갈아치운 사상 초유의 사태로 한국의 주요 면, 제과, 제빵 기업들의 주가 조정이 잇따랐다.

[그림53] 러-우 사태에 따른 곡물 수출 차질 시나리오 가정



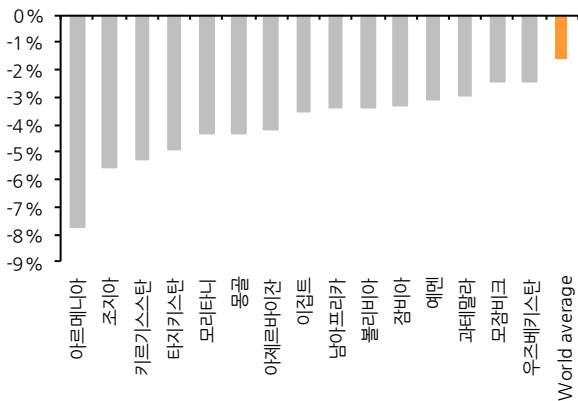
자료: World Bank, International Energy Agency, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 시나리오 가정에 따른 FAO Food price index 변화



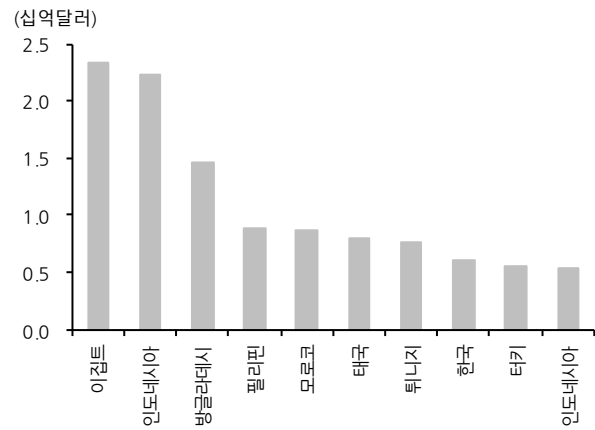
자료: World Bank, International Energy Agency, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 곡물 가격 상승으로 인한 실질 가계 소득 감소 추정



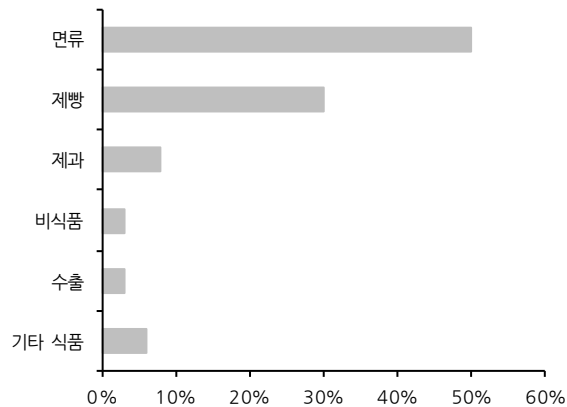
주: 2022년 실질 가계 소득 감소 추정치
자료: UNCTAD, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 2016~2020년 우크라이나 소맥 수출 상위 국가



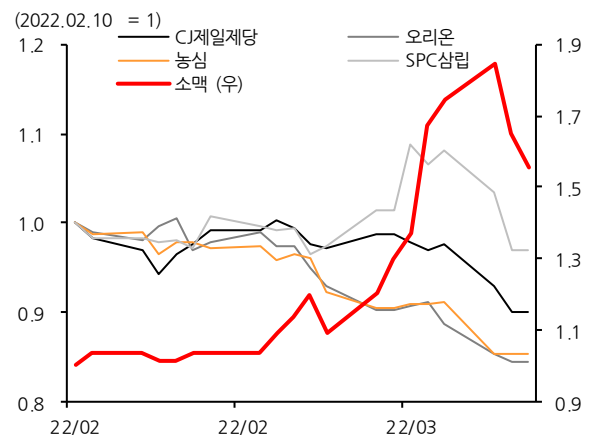
자료: Investment Monitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 2021년 한국 밀가루 소비 분포



자료: USDA Foreign Agricultural Service, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 2022년 2~3월 소맥과 주요 기업 주가 추이



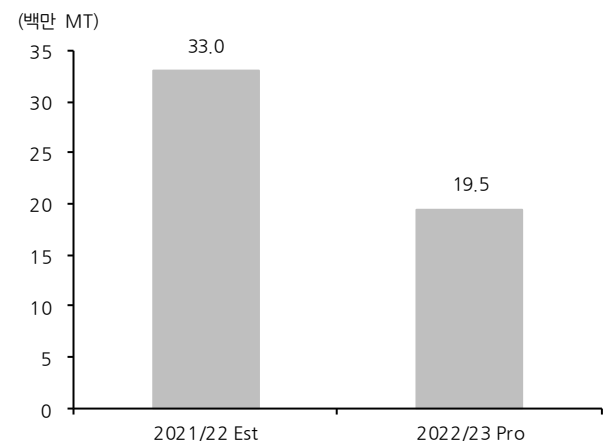
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 우려 대비 양호한 생산, 수출 전망

우크라이나의 소맥, 옥수수
생산, 수출 차질 불가피

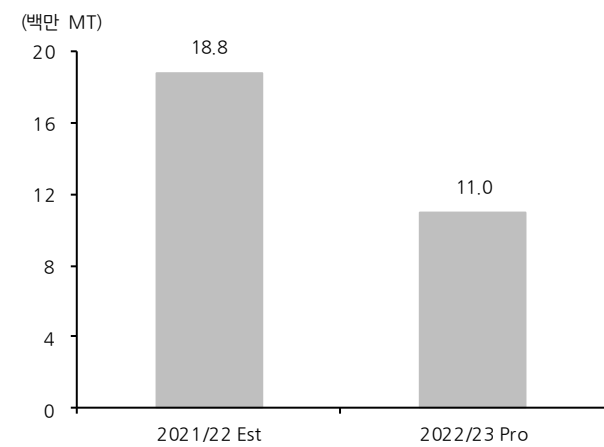
2022년 7월 USDA 발표에 따르면 2022/2023 우크라이나의 소맥 생산은 19.5백만 MT로 2021/2022 대비 40.9% 감소할 것으로 예측되었으며 우크라이나의 소맥 수출은 11.0백만 MT로 2021/2022 대비 41.5% 감소할 것으로 예측되었다. 2022/2023 우크라이나의 옥수수 생산의 경우 30.0백만 MT로 2021/2022 대비 28.8% 감소, 수출은 12.5백만 MT로 2021/2022 대비 49.0% 감소할 것으로 예상되고 있다.

[그림59] 우크라이나 소맥 생산 전망



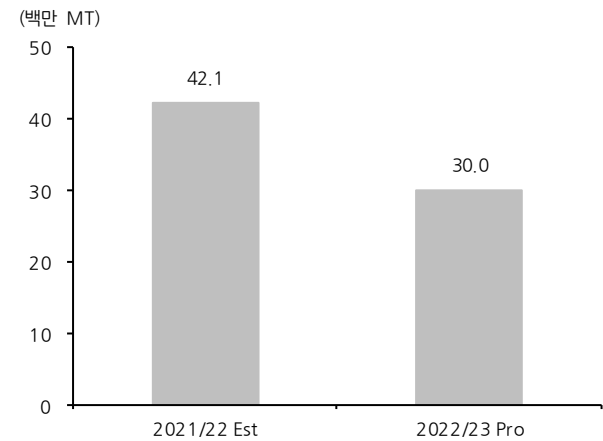
자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 우크라이나 소맥 수출 전망



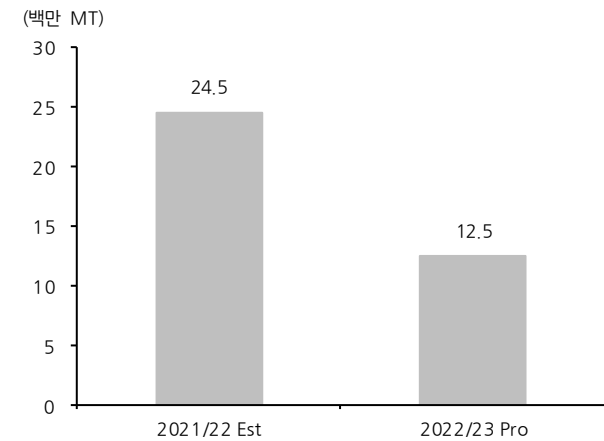
자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 우크라이나 옥수수 생산 전망



자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 우크라이나 옥수수 수출 전망



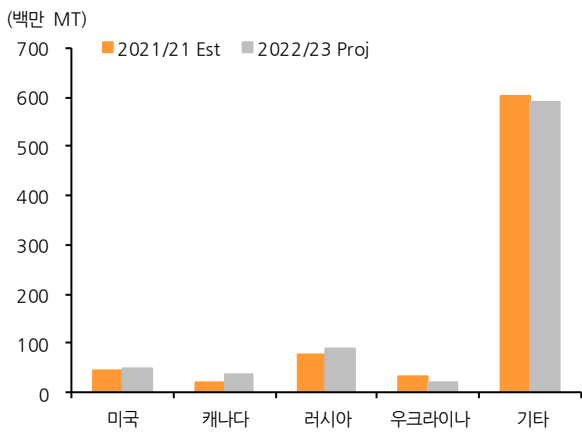
자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

우크라이나의 생산, 수출
차질에도 전체 생산, 수출
전망은 예상외로 견조

우크라이나의 생산과 수출이 크게 감소할 것으로 예상됨에도 2022/2023 전세계 소맥 생산은 779.6백만 MT로 2021/2022 수준, 수출은 208.65백만 MT로 2021/2022 대비 3.0% 증가한 수준, 전세계 옥수수 생산은 1,179.61백만 MT로 2021/2022 대비 3.2% 감소한 수준, 수출은 185.62백만 MT로 2021/2022대비 7.4% 감소한 수준으로 전망된다.

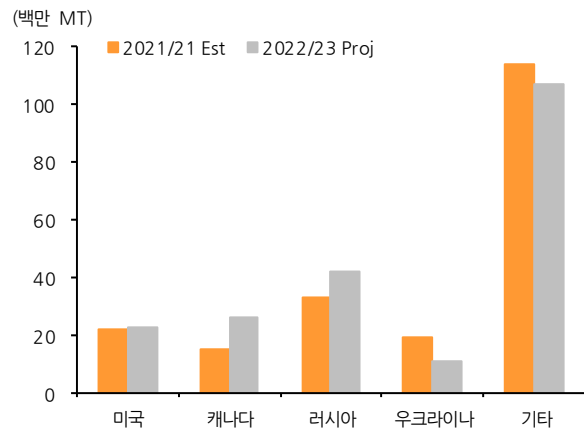
소맥은 미국, 캐나다, 러시아의 생산, 수출 확대가, 옥수수는 아르헨티나, 브라질, 남아프리카의 생산, 수출 확대가 우크라이나 공백을 상쇄해줄 것으로 예상되기 때문이다. 우크라이나의 소맥, 옥수수 생산, 수출 차질에도 전체 생산, 수출 전망은 견조할 것으로 예상되기에 전세계 소맥 생산에서 우크라이나가 차지하는 비율은 2021/2022 2.7%→2022/2023 1.7%, 소맥 수출은 2021/2022 9.4%→2022/2023 5.9%로, 전세계 옥수수 생산에서 우크라이나가 차지하는 비율은 2021/2022 3.5%→2022/2023 2.5%, 옥수수 수출은 2021/2022 12.2%→2022/2023 6.7%로 우크라이나의 입지가 크게 약화될 것으로 예상되고 있다.

[그림63] 소맥 생산 전망



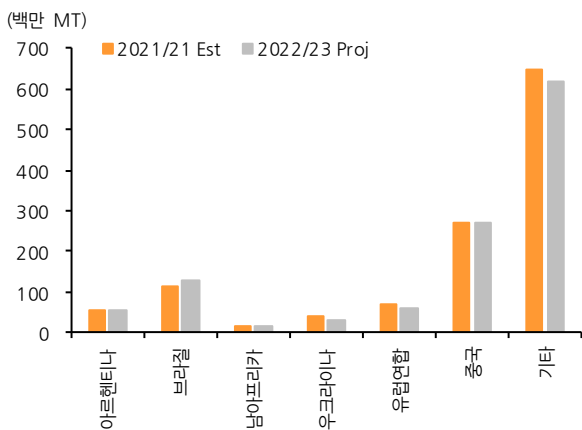
자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 소맥 수출 전망



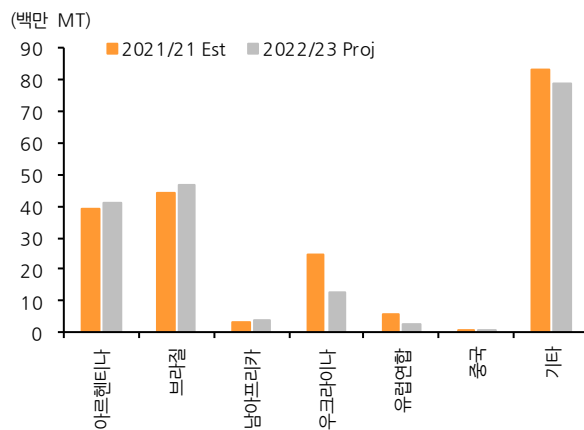
자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 옥수수 생산 전망



자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 옥수수 수출 전망



자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 주요 국가들의 소맥 수출 실적

(단위: 백만 MT)

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022 Est	2022/2023 Proj
수출 실적	164.4	172.8	183.4	182.5	173.1	191.5	203.4	202.7	208.7
유럽연합	35.5	34.7	27.4	24.9	24.7	39.8	29.7	37.5	33.5
러시아	22.8	24.5	27.8	41.4	35.9	34.5	39.1	35.0	42.0
호주	16.6	15.8	22.1	15.5	9.8	10.1	19.7	26.0	42.0
우크라이나	11.3	17.4	18.1	17.8	16.0	21.0	16.9	24.2	11.0
미국	23.0	21.8	29.3	23.2	26.2	26.4	26.7	23.0	22.5
캐나다	24.9	22.1	20.3	22.0	24.5	23.5	27.7	15.5	26.0
아르헨티나	4.2	8.8	12.3	14.0	12.7	13.6	9.6	14.0	13.0
카자흐스탄	5.5	7.6	7.3	8.5	8.8	6.9	8.1	7.2	8.0
수출 비중									
유럽연합	21.6%	20.1%	15.0%	13.6%	14.3%	20.8%	14.6%	18.5%	16.1%
러시아	13.9%	14.2%	15.2%	22.7%	20.7%	18.0%	19.2%	17.3%	20.1%
호주	10.1%	9.1%	12.0%	8.5%	5.7%	5.3%	9.7%	12.8%	20.1%
우크라이나	6.9%	10.1%	9.9%	9.7%	9.3%	11.0%	8.3%	11.9%	5.3%
미국	14.0%	12.6%	16.0%	12.7%	15.1%	13.8%	13.1%	11.3%	10.8%
캐나다	15.1%	12.8%	11.1%	12.1%	14.1%	12.3%	13.6%	7.6%	12.5%
아르헨티나	2.6%	5.1%	6.7%	7.7%	7.3%	7.1%	4.7%	6.9%	6.2%
카자흐스탄	3.3%	4.4%	4.0%	4.7%	5.1%	3.6%	4.0%	3.6%	3.8%

자료: US Department of Agriculture, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 주요 국가들의 옥수수 수출 실적

(단위: 백만 MT)

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022 Est	2022/2023 Proj
수출 실적	142.2	121.1	160.1	148.2	181.7	170.0	182.6	200.4	185.6
미국	47.4	48.2	58.3	61.9	52.5	45.2	69.8	62.2	60.3
브라질	34.5	15.0	31.6	24.2	39.7	35.0	21.0	44.5	47.0
우크라이나	19.7	16.6	21.3	18.0	30.3	28.9	23.9	24.5	12.5
아르헨티나	19.0	21.7	26.0	22.5	37.2	35.5	40.9	39.0	41.0
유럽연합	4.0	2.0	2.2	1.8	3.6	4.8	3.7	5.8	2.7
동남아시아	1.1	0.9	1.3	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
멕시코	0.8	1.6	1.5	1.0	0.7	1.0	0.5	0.4	0.6
남아프리카	0.7	0.8	2.3	2.1	1.5	2.5	3.7	3.2	3.7
수출 비중									
미국	33.4%	39.8%	36.4%	41.8%	28.9%	26.6%	38.2%	31.0%	32.5%
브라질	24.2%	12.4%	19.7%	16.3%	21.8%	20.6%	11.5%	22.2%	25.3%
우크라이나	13.8%	13.7%	13.3%	12.2%	16.7%	17.0%	13.1%	12.2%	6.7%
아르헨티나	13.3%	17.9%	16.2%	15.2%	20.5%	20.9%	22.4%	19.5%	22.1%
유럽연합	2.8%	1.6%	1.4%	1.2%	2.0%	2.8%	2.0%	2.9%	1.5%
동남아시아	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
멕시코	0.5%	1.3%	1.0%	0.6%	0.4%	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%
남아프리카	0.5%	0.7%	1.4%	1.4%	0.8%	1.5%	2.0%	1.6%	2.0%

자료: US Department of Agriculture, 한화투자증권 리서치센터

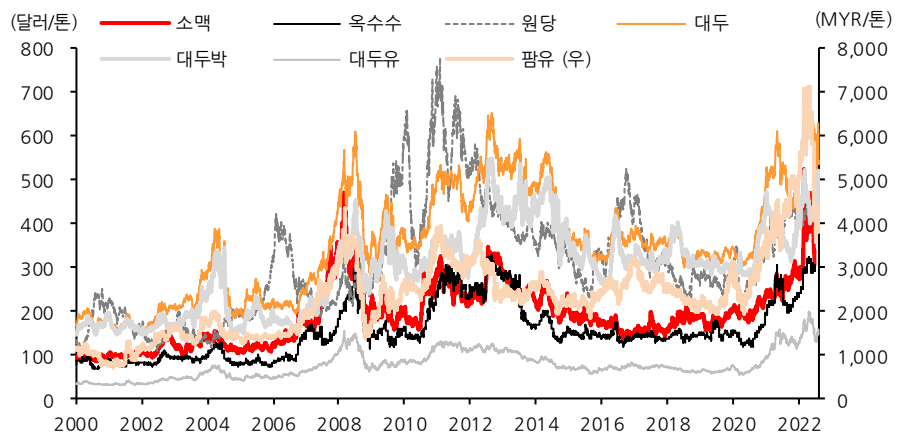
곡물가의 추가 상승
가능성은 제한적

통상적으로 수급 불균형에서 촉발된 곡물가 상승은 균형점을 찾아가며 가격이 안정화된다. 과거 곡물가 상승기였던 2006~2008년도 같은 양상이었다. 2006년 초 톤당 130달러 내외에서 거래되던 소맥 국제 선물 가격은 2007년 261달러, 2008년 상반기 326달러까지 상승하며 2년여만에 150%대 상승 폭을 기록했다. 마찬가지로 2006년 초 톤당 90달러 내외에서 거래되던 옥수수 국제 선물 가격은 2008년 상반기 254달러까지 상승했고 대두 국제 선물 가격은 2006년 초 톤당 210달러에서 2008년 상반기 515달러까지 상승했다.

당시는 곡물가 상승은 수요 증가에서 기인한 수급 불균형이 주 원인이었다. 과거 곡물의 주 수요처는 사람이 먹는 식품용과 가축이 먹는 사료용이었다. 하지만 미국 등에서 에너지 안보 차원에서 친환경 바이오 연료 생산을 확대하던 가운데 당시 국제 유가 급등으로 친환경 바이오연료 효율성이 더욱 부각되며 바이오연료 수요가 늘어나게 되었다. 미국 옥수수 소비량 중 바이오에탄올 생산에 투입되는 비중은 1990년 6%대에서 2007/2008에는 30%까지 확대되었다. 파죽지세로 상승해 식량안보를 위협하던 국제 곡물 가격은 2008/2009부터 미국, 러시아 등 주요 생산국을 중심으로 생산량이 증가될 것으로 전망되어 재고를 상향 조정이 잇따랐고 이는 가격 안정화로 이어졌다.

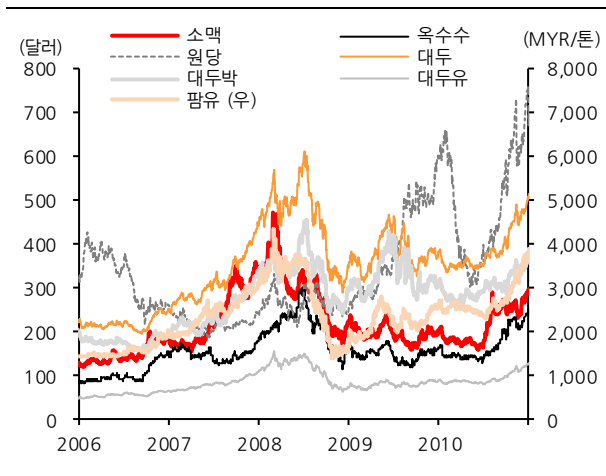
수요 증가에서 시작된 이번 곡물가 상승은 공급 부족 우려까지 겹쳐 더욱 길고 깊어졌다. 2019년 중국의 아프리카돼지열병 확산 이후 돼지 입식 두수 확대로 사료곡 수요가 급격히 증가되었고 여기에 러시아의 우크라이나 침공까지 겹치며 지정학적 리스크가 부각되었다. 침공 당시 최악을 반영해 급등한 곡물가는 최근 연초 상승분을 대부분 반납하고 진정되는 분위기이다. 여전히 우크라이나에서는 국지적 충돌이 이어지고 있지만 1) 지난 7월 유엔과 튀르키예의 중재로 우크라이나산 곡물 수출을 위한 흑해 안전항로 확보 합의로 수출 재개가 이뤄지고 있는 점, 2) 주요 수출국의 파종 면적 확대가 예상되는 점, 3) 중국 돈육 수급이 안정화 되고 있고 4) 2021/2022 캐나다 가뭄으로 인한 소맥 공급 차질의 영향이 일단락 되고 있는 점 등을 고려하면 곡물 수급은 재차 균형점을 찾아가며 가격 안정화로 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

[그림67] 주요 곡물 가격 변동 추이



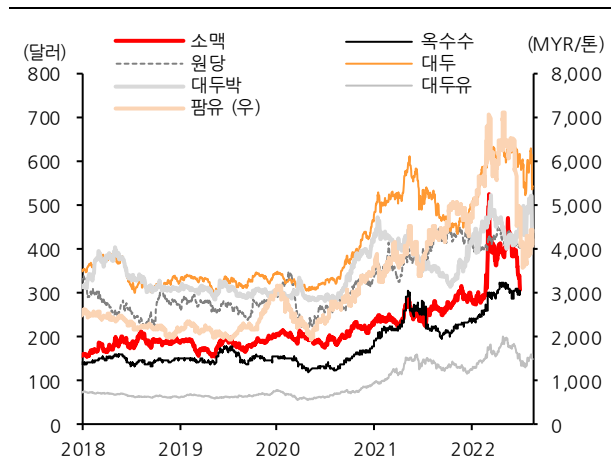
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 주요 곡물 가격 변동 추이(2006~2010)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 주요 곡물 가격 변동 추이(2018~현재)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자전략

음식료 업종 투자 의견
Positive,
Top Pick CJ제일제당,
삼양식품 제시

음식료 업종의 12M Fwd PER은 10.2배로 KOSPI 대비 4.2% 할증에 불과하다. 코로나 19 팬데믹 초기인 2020년 큰 폭의 실적 개선이 비축 수요 증가에 기인한 일시적인 현상일 것이라는 시장의 우려를 뒤로 하고 국내 음식료 기업들의 실적은 사상 최고치를 경신 중이다.

팬데믹 장기화로 이전 대비 외식 수요 감소가 지속되고 2) HMR(Home Meal Replacement)로 대변되는 편의식의 범주가 RMR(Restaurant Meal Replacement), 밀키트 등으로 확대되며 소비자 유인이 이어지고 있고 3) 경기 불황으로 내식 수요는 더욱 견조하게 유지될 것으로 예상되는 가운데 4) 곡물가 등의 원자재, 포장재 등의 부자재 그리고 각종 유틸리티 비용 상승에 따른 판가 인상이 이어지며 기업들의 외형 성장 및 증익 기초는 지속될 전망이다. 또한 해외 식품 시장에서 아시안 푸드 특히 K-Food 수요가 증가되며 국내 시장에서의 출혈 경쟁을 뒤로 하고 해외 매출 확대가 기업들의 실적 성장과 Valuation 상향을 주도할 전망이다.

내식 수요 증가에 따른 수혜가 예상되고 사업 구조개편을 통해 실적 개선이 지속될 것으로 기대되는 오투기, SPC삼립은 업종 평균 PER에 30% 할증한 13.2배를 Target Multiple로 적용하였다. 내수 시장의 한계를 벗어나 해외에서 높은 성장성을 보유하고 있는 오리온, 농심, 삼양식품, 풀무원의 업종 평균 PER에 각각 50%, 40%, 20%, 50% 할증된 수치를 Target Multiple로 적용하였다. 삼양식품의 할증 폭이 비교 기업 대비 낮은 이유는 특정 브랜드의 수출 비중이 80% 이상으로 높은 점을 감안하였다. 농심, 풀무원의 경우 가격 인상 발표, 2분기 실적 호조 이후 최근 주가 반등이 이어진 바 있어 현재 주가와 목표주가 간의 괴리를 부족으로 투자의견은 Hold로 제시한다. 반면 특별한 모멘텀이 보이지 않는 대상, 동원F&B는 음식료 업종 평균 PER을 적용하였으며 CJ제일제당은 최근 바이오 사업 부문의 이익 변동성이 확대된 점을 고려해 보수적으로 음식료 업종 평균 PER을 적용하였으나 변동성 축소 확인 시 Re-rating이 지속될 전망이다. 음식료 업종에 대한 의견을 Positive로 제시하고 CJ제일제당과 삼양식품을 Top pick으로 제시한다.

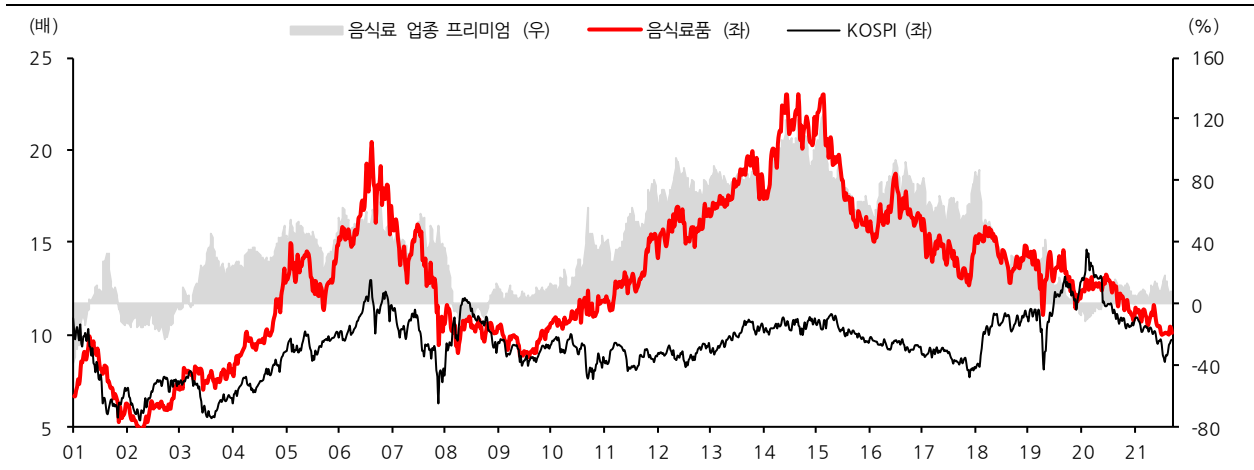
[표5] 음식료 커버리지 종목 Valuation

(단위: 원, 배)

추천 종목	투자의견	목표주가	Target PER	목표주가 산정 근거
CJ 제일제당	BUY	560,000원	10.2	국내 음식료 업종 평균 PER 적용
오리온	BUY	130,000원	15.3	국내 음식료 업종 평균 PER에 50% 할증 적용
농심	HOLD	310,000원	14.2	국내 음식료 업종 평균 PER에 40% 할증 적용
오뚜기	BUY	640,000원	13.2	국내 음식료 업종 평균 PER에 30% 할증 적용
삼양식품	BUY	160,000원	12.2	국내 음식료 업종 평균 PER에 20% 할증 적용
대상	BUY	30,000원	10.2	국내 음식료 업종 평균 PER 적용
SPC 삼립	BUY	100,000원	13.2	국내 음식료 업종 평균 PER에 30% 할증 적용
동원 F&B	BUY	230,000원	10.2	국내 음식료 업종 평균 PER 적용
풀무원	HOLD	14,000원	15.3	국내 음식료 업종 평균 PER에 50% 할증 적용

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림70] KOSPI, 음식료 업종 12M Fwd PER 추이 비교



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 음식료 국내/해외 주요 종목 Valuation

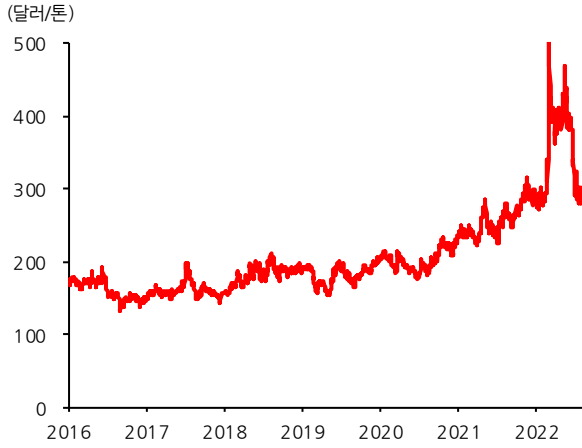
(단위: Local, Local bn, %)

기업명	통화	주가	시가총액	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA	
				22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
국내기업											
KT&G	KRW	82,500	11,327	9.8	10.0	1.1	1.1	11.5	10.9	5.8	5.5
CJ제일제당	KRW	409,500	6,165	8.5	8.0	0.9	0.8	11.5	11.0	7.0	6.7
오리온	KRW	98,900	3,910	12.5	11.3	1.6	1.4	13.3	12.9	5.7	5.3
오뚜기	KRW	482,500	1,772	-	-	-	-	-	-	-	-
농심	KRW	304,500	1,852	18.1	15.5	0.8	0.8	4.6	5.2	6.6	5.5
현대그린푸드	KRW	7,570	740	7.2	6.6	0.4	0.4	5.5	5.6	-	-
하이트진로	KRW	30,500	2,139	17.2	15.1	1.9	1.7	11.1	11.8	7.2	6.8
롯데칠성	KRW	151,000	1,401	9.9	8.6	1.0	0.9	10.3	11.2	6.6	6.1
롯데제과	KRW	124,000	1,170	-	-	-	-	-	-	-	-
동원 F&B	KRW	156,000	602	-	-	-	-	-	-	-	-
SPC삼립	KRW	80,200	692	12.6	11.0	1.7	1.5	15.4	15.4	7.2	7.1
대상	KRW	22,600	783	7.8	6.5	0.6	0.6	8.1	9.1	5.3	4.8
동원산업	KRW	225,500	829	-	-	-	-	-	-	-	-
빙그레	KRW	44,750	441	19.9	14.2	0.8	0.8	3.9	5.4	3.7	3.7
매일유업	KRW	57,600	452	-	-	-	-	-	-	-	-
삼양식품	KRW	111,000	836	12.4	-	1.9	-	16.1	-	9.5	-
CJ프레시웨이	KRW	37,050	440	8.5	7.0	1.7	1.4	19.0	19.6	5.5	5.1
신세계푸드	KRW	58,300	226	41.2	21.2	0.8	0.8	1.9	3.7	7.4	7.0
풀무원	KRW	13,800	526	-	-	-	-	-	-	-	-
이지바이오	KRW	4,720	161	-	-	-	-	-	-	-	-
해외기업											
AJINOMOTO	JPY	3,859	2,072	25.4	22.7	2.8	2.6	11.4	12.0	11.9	10.9
ADM	USD	91	51	13.3	14.6	2.1	2.0	16.2	13.1	10.1	11.3
KRAFT	USD	38	47	14.1	13.7	0.9	0.9	6.6	6.7	11.2	11.0
NISSIN FOODS	JPY	10,050	1,047	28.6	25.5	2.4	2.3	8.7	9.4	12.6	11.6
EVONIK	EUR	19	9	8.4	9.3	0.9	0.9	10.3	8.8	5.0	5.3
TYSON	USD	78	28	8.8	10.2	1.4	1.3	17.2	12.6	6.3	7.1
KEWPIE	JPY	2,300	325	20.7	19.0	1.3	1.2	6.3	6.3	7.6	7.2
MEIJI	JPY	6,640	985	16.4	16.3	1.3	1.3	8.5	8.1	7.7	6.9
DALI	HKD	4	49	12.3	11.0	2.1	1.9	17.6	18.1	6.4	5.7
TINGY	HKD	13	76	23.1	17.1	4.1	4.1	16.7	25.0	9.8	8.1
WANT WANT	HKD	5	65	13.3	12.3	3.5	3.3	25.7	27.8	8.2	7.5
MONDELEZ	USD	62	86	21.5	20.0	3.2	3.1	14.6	15.7	17.2	16.3
PEPSICO	USD	174	241	26.1	24.1	12.5	11.4	53.5	48.6	18.4	17.0
CALBEE	JPY	2,776	372	21.7	19.4	2.0	1.9	9.1	9.9	9.2	8.4
NESTLE	CHF	116	319	24.3	22.6	6.6	6.6	25.7	29.3	18.7	17.7
YILI	CNY	36	231	21.7	18.5	4.2	3.8	20.5	21.5	15.0	12.6
光明乳業	CNY	11	16	22.5	19.7	1.8	1.7	8.3	8.8	9.1	7.9
MENGNIU	HKD	35	139	21.2	18.1	2.9	2.6	14.9	15.2	17.4	15.1
DANONE	EUR	52	35	15.9	14.7	1.9	1.8	11.5	12.1	10.6	10.0
FONTERRA	NZD	3	5	9.2	8.2	0.7	0.7	7.3	8.0	6.9	6.6

주: 2022.08.29 기준, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

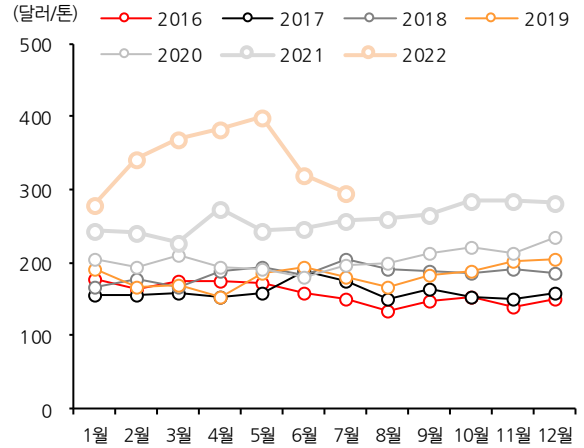
V. 주요 지표

[그림71] 일간 소맥 가격 변동 추이



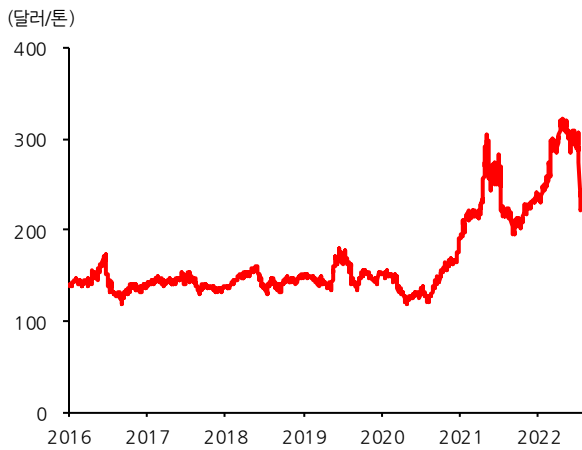
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 월별 소맥 가격 변동 추이



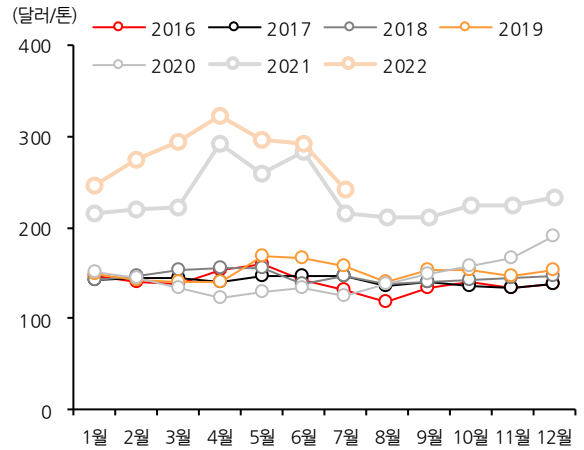
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 일간 옥수수 가격 변동 추이



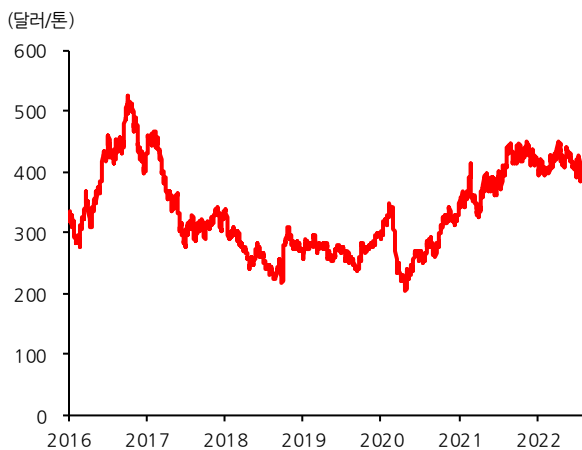
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 월별 옥수수 가격 변동 추이



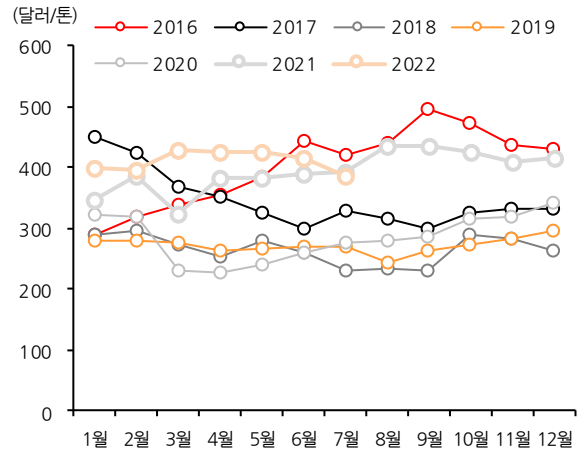
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 일간 원당 가격 변동 추이



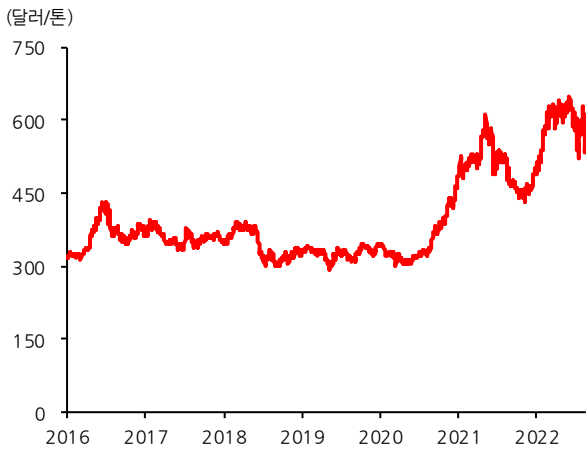
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 월별 원당 가격 변동 추이



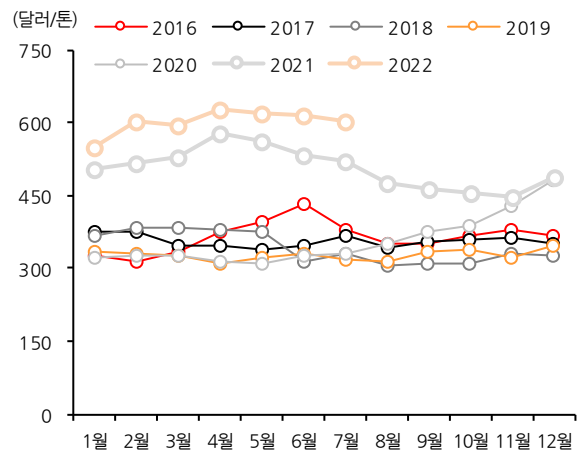
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 일간 대두 가격 변동 추이



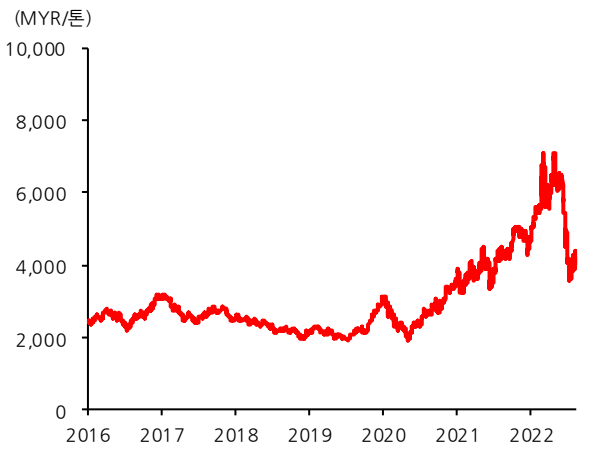
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 월별 대두 가격 변동 추이



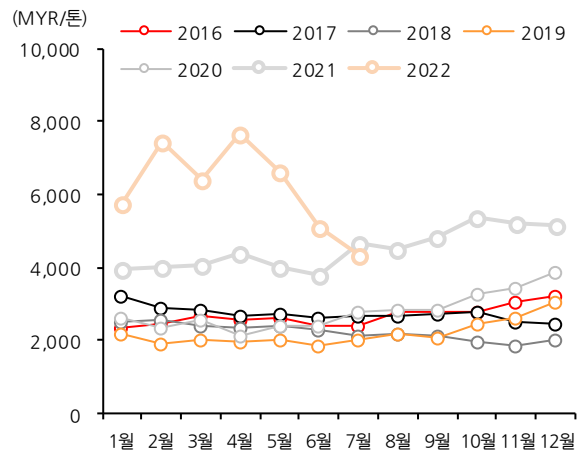
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 일간 팜유 가격 변동 추이



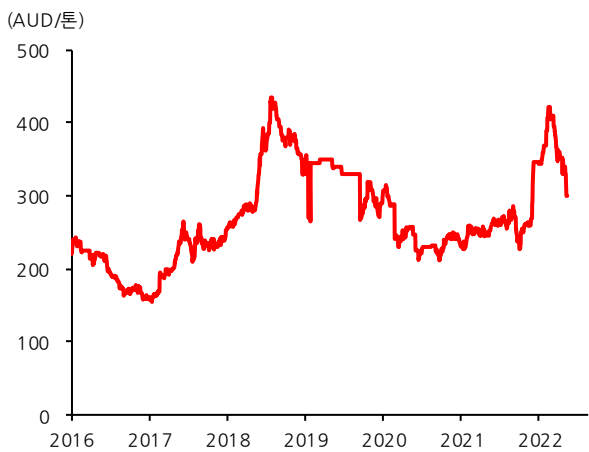
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 월별 팜유 가격 변동 추이



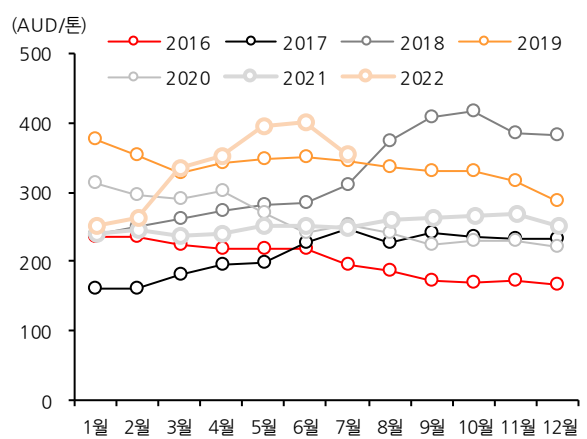
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 일간 보리 가격 변동 추이



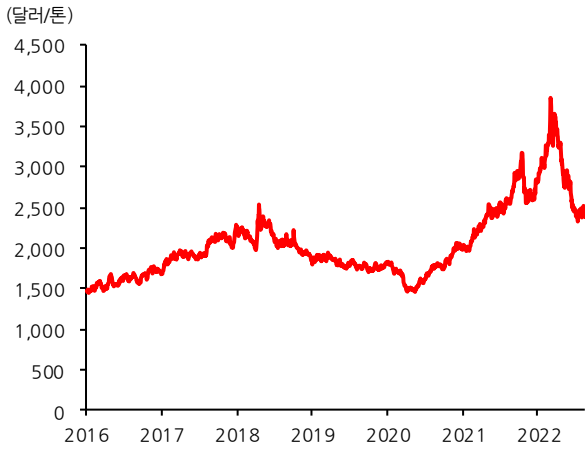
자료: ASX, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 월별 보리 가격 변동 추이



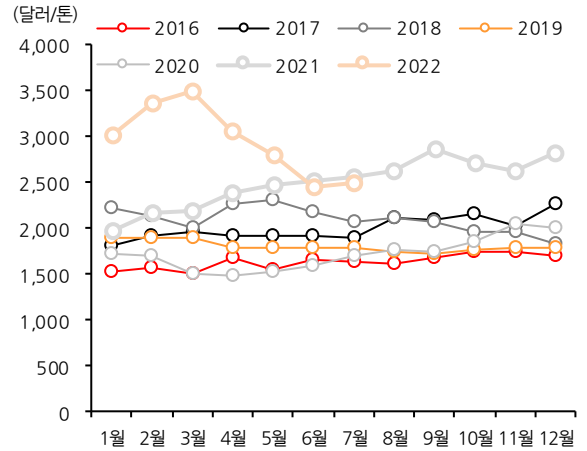
자료: ASX, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 일간 알루미늄 가격 변동 추이



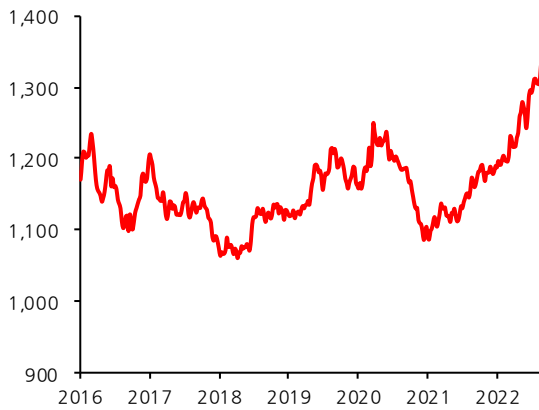
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 월별 알루미늄 가격 변동 추이



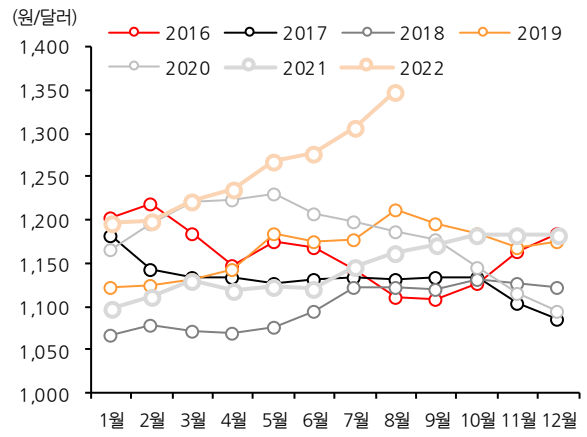
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 일간 원달러 환율 변동 추이



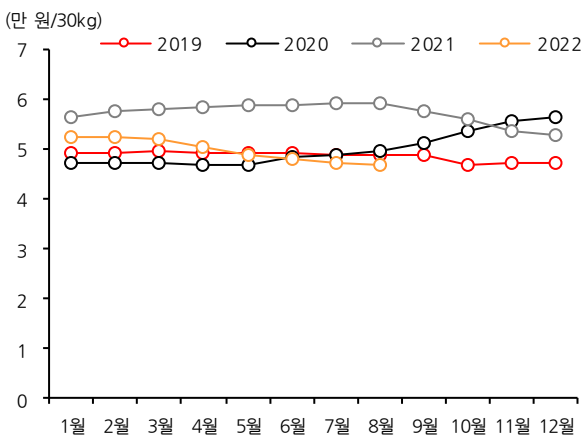
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 월별 원달러 환율 변동 추이



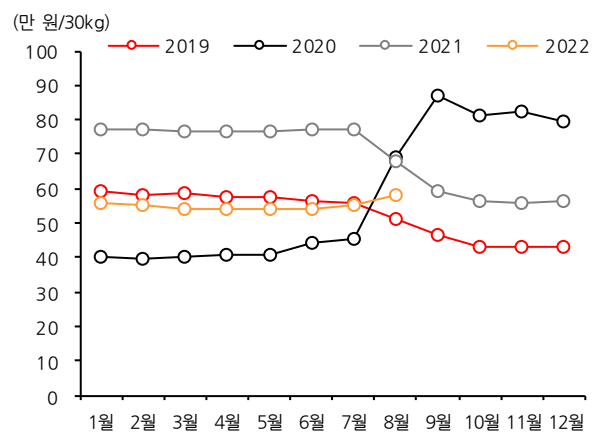
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 국내 쌀 가격 변동 추이



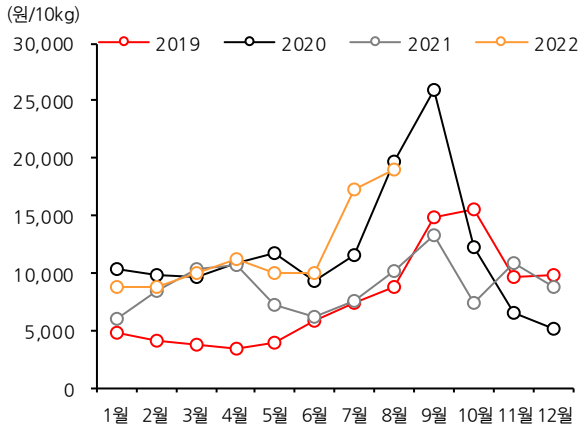
주: 도매시장 중도매인 상회에서 소상공인 및 실수요자에게 판매하는 가격
자료: 중도매인상회, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 국내 건고추 가격 변동 추이



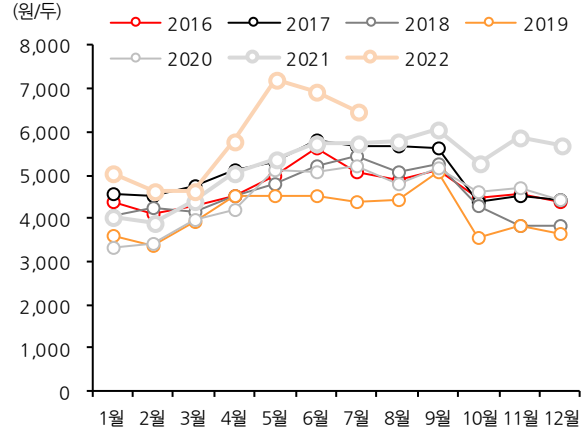
주: 도매시장 중도매인 상회에서 소상공인 및 실수요자에게 판매하는 가격
자료: 중도매인상회, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 국내 배추 가격 변동 추이



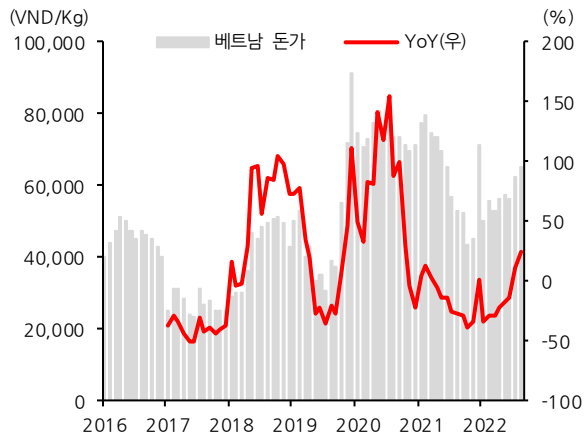
주: 도매시장 중도매인 상회에서 소상공인 및 실수요자에게 판매하는 가격
 자료: 중도매인상회, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 국내 돈가 변동 추이



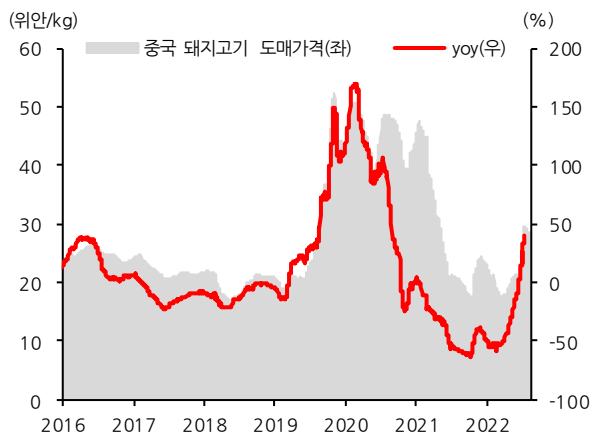
자료: 축산물품질평가원, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 베트남 돈가 변동 추이



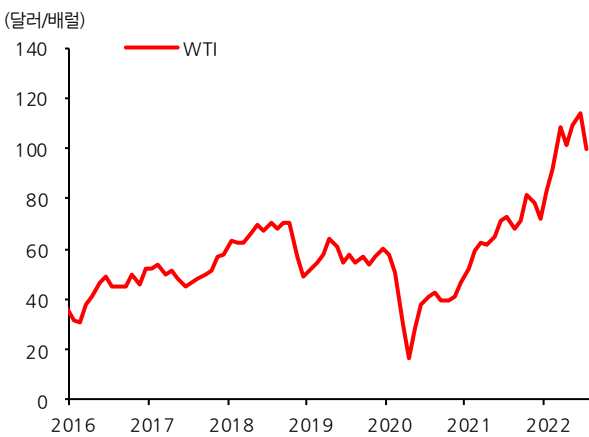
주: 남부 평균 가격 기준
 자료: MIRAC, Vietnambiz, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 중국 돈가 변동 추이



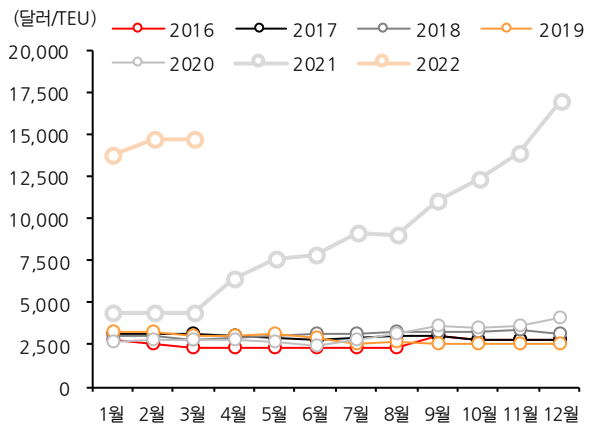
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 유가 변동 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 월별 해상운임비 변동 추이

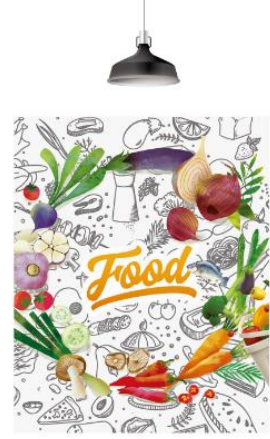


자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



VI. 기업분석

1. CJ제일제당 (097950)
2. 오리온 (271560)
3. 농심 (004370)
4. 오뚜기 (007310)
5. 삼양식품 (003230)
6. 대상 (001680)
7. SPC삼립 (005610)
8. 동원F&B (049770)
9. 풀무원 (017810)



CJ제일제당 (097950)

단기 실적 보다 장기 추세에 집중할 시기

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 560,000원

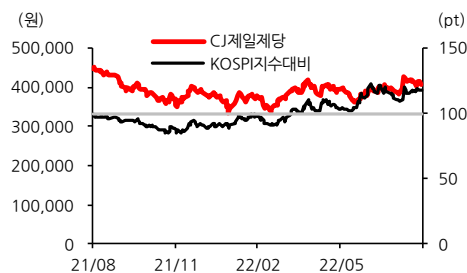
현재 주가(8/30)	408,000원
상승여력	▲37.3%
시가총액	61,421억원
발행주식수	15,054천주
52 주 최고가 / 최저가	453,500 / 332,000원
90 일 일평균 거래대금	150.36억원
외국인 지분율	24.6%
주주 구성	
CJ (외 9인)	45.5%
국민연금공단 (외 1인)	13.1%
자사주 (외 1인)	2.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.2	3.4	7.8	-8.9
상대수익률(KOSPI)	4.2	11.6	17.0	13.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	24,246	26,289	29,636	30,889
영업이익	1,360	1,524	1,801	1,894
EBITDA	2,645	2,790	3,202	3,325
지배주주순이익	686	613	768	851
EPS	45,184	40,267	51,745	57,349
순차입금	7,934	8,602	9,821	9,144
PER	8.4	9.6	7.9	7.1
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.3	5.3	5.1	4.7
배당수익률	1.0	1.3	1.3	1.5
ROE	13.5	10.8	11.8	11.6

주가 추이



CJ 제일제당은 국내 1 위 종합식품 기업입니다. 탄탄한 제품력을 기반으로 글로벌 K-Food 확대에 앞장서고 있으며, 식품뿐만 아니라 바이오로 사업 포트폴리오 다각화하여 안정적인 수익구조와 신성장 동력을 확보해 가고 있습니다.

연이은 서프라이즈로 주목받지 못한 펀더멘털 개선

코로나19 팬데믹 장기화로 내식 선호 식품업이 고착화되는 추세이다. HMR(Home Meal Replacement)에서 외식 퀄리티의 RMR(Restaurant Meal Replacement) 등으로 편의식 시장이 확대되며 양적, 질적성장이 지속될 전망이다. 바이오 사업 구조는 과거 라이신 중심에서 고수익/스페셜티 품목으로의 다변화되어 라이신 의존도가 크게 축소됨과 동시에 호환생산을 통한 원가 경쟁력 확보가 기대된다. 그린 바이오 매출액 중 라이신 비중은 2021년 이후 30% 미만으로 안정적으로 유지되고 있고 알지닌과 발린, 이소류신 등 스페셜티 제품 생산 확대로 라이신 비중은 더욱 축소되어갈 전망이다.

쉬지 않을 이익 증가

사료첨가제 시황 호조가 지속되지 않더라도 바이오 이익 하방 경직성은 견고할 전망이다. 식품 중심의 증익 기조는 지속될 전망이다. 2023년 바이오(F&C 제외) 매출액은 2022년 대비 2% 감소할 것으로 추정한다. 판가 하락을 물량 증가가 대부분 상쇄할 것으로 가정하였다. 영업 이익률은 11.4%로 2022년 대비 2%p 하락하나 스페셜티 비중 확대를 이유로 2021년 수준은 상회할 것으로 추정한다. 2023년 국내 식품 매출액은 2022년 대비 2% 증가, 해외 식품 매출액은 10% 증가할 것으로 보수적으로 추정하였다. 하반기 국내 제품 가격 추가 인상 시, 미국 시장에서의 점유율 상승 지속 시 추가 상향 조정 예정이다.

투자의견 BUY, 목표주가 560,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER을 적용해 목표주가를 산출하였다. 국내외 식품 시장에서 CJ제일제당의 입지와 성장 잠재력을 고려한다면 큰 폭의 할증도 가능하나 바이오 부문의 이익 변동성을 감안하였다. 실적 Peak out에 대한 우려가 길기에 하반기 실적확인으로 저평가 해소가 이어질 전망이다. 음식료 업종 Top pick으로 추천한다.

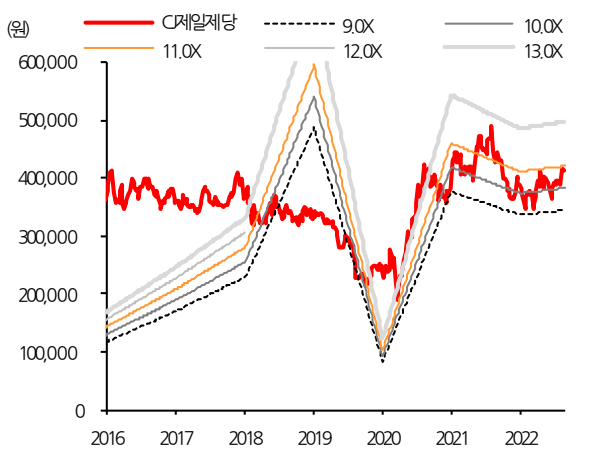
[표7] CJ제일제당 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	6,178	6,309	6,854	6,948	6,980	7,517	7,702	7,438	26,289	29,636	30,889
식품	2,306	2,213	2,579	2,468	2,610	2,606	2,971	2,706	9,566	10,893	11,525
바이오	1,365	1,543	1,645	1,625	1,709	1,988	1,954	1,850	6,178	7,501	7,522
물류	2,507	2,553	2,630	2,855	2,661	2,922	2,776	2,883	10,545	11,243	11,842
YoY (%)	6.0	6.6	8.1	12.9	13.0	19.1	12.4	7.1	8.4	12.7	4.2
식품	2.0	1.0	7.9	16.0	13.1	17.8	15.2	9.6	6.7	13.9	5.8
바이오	11.8	21.5	21.0	20.8	25.2	28.8	18.8	13.8	18.9	21.4	0.3
물류	6.7	3.8	1.4	6.6	6.2	14.5	5.6	1.0	4.6	6.6	5.3
매출액 비중 (%)											
식품	37.3	35.1	37.6	35.5	37.4	34.7	38.6	36.4	36.4	36.8	37.3
바이오	22.1	24.5	24.0	23.4	24.5	26.4	25.4	24.9	23.5	25.3	24.4
물류	40.6	40.5	38.4	41.1	38.1	38.9	36.0	38.8	40.1	37.9	38.3
영업이익	385	470	433	237	436	504	508	353	1,524	1,801	1,894
식품	176	130	186	62	170	168	213	139	555	690	773
바이오	166	250	136	72	195	226	182	97	624	700	617
물류	43	90	111	102	71	111	112	117	346	411	504
YoY (%)	39.6	22.0	7.7	-20.2	13.1	7.4	17.2	49.3	12.1	18.1	5.2
식품	51.7	2.8	5.8	-31.8	-3.8	29.1	14.6	123.3	8.8	24.4	12.0
바이오	59.8	42.7	0.2	-38.3	17.7	-9.7	34.0	34.8	17.4	12.2	-11.8
물류	-23.3	7.7	22.8	15.5	65.5	23.7	0.9	14.5	8.7	18.8	22.8
영업이익 비중 (%)											
식품	45.8	27.7	42.9	26.4	38.9	33.3	42.0	39.4	36.4	38.3	40.8
바이오	43.1	53.2	31.4	30.4	44.8	44.8	36.0	27.4	40.9	38.9	32.6
물류	11.1	19.1	25.6	43.2	16.2	22.0	22.1	33.1	22.7	22.8	26.6
영업이익률 (%)	6.2	7.4	6.3	3.4	6.2	6.7	6.6	4.8	5.8	6.1	6.1
식품	7.6	5.9	7.2	2.5	6.5	6.4	7.2	5.2	5.8	6.3	6.7
바이오	12.2	16.2	8.3	4.4	11.4	11.4	9.3	5.2	10.1	9.3	8.2
물류	1.7	3.5	4.2	3.6	2.7	3.8	4.0	4.1	3.3	3.7	4.3

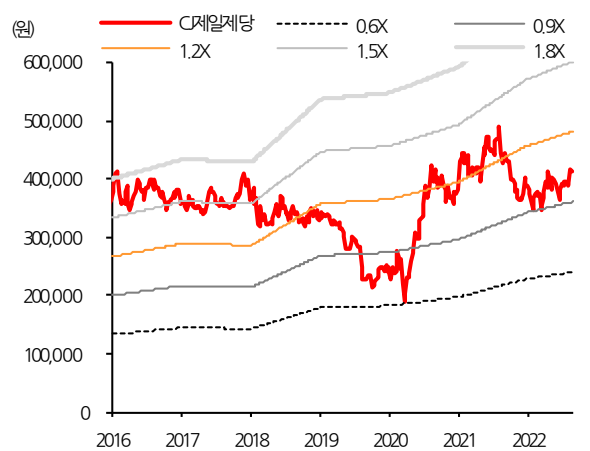
자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] CJ제일제당 PER Band 차트



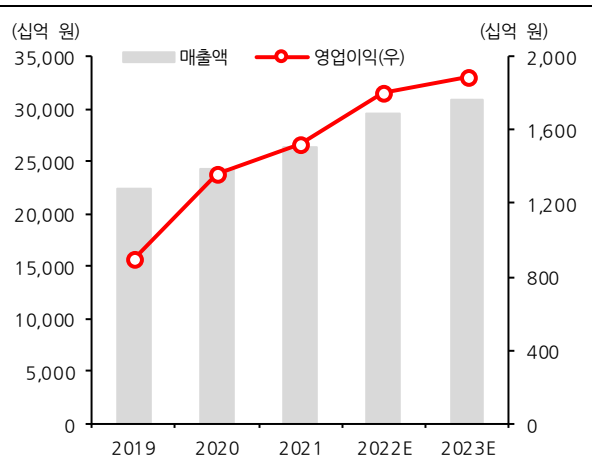
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] CJ제일제당 PBR Band 차트



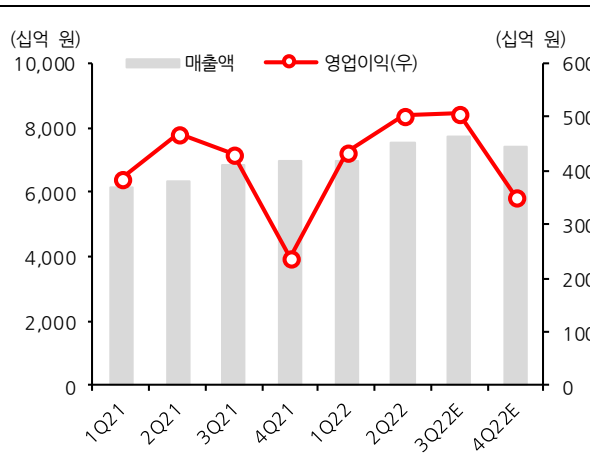
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] CJ제일제당 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] CJ제일제당 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

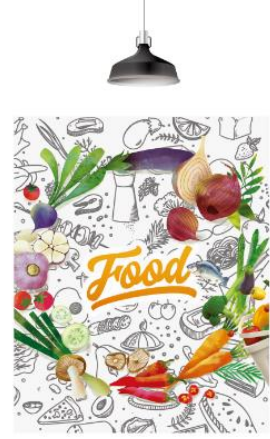
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	22,352	24,246	26,289	29,636	30,889
매출총이익	4,283	5,186	5,782	6,547	6,868
영업이익	897	1,360	1,524	1,801	1,894
EBITDA	2,007	2,645	2,790	3,202	3,325
순이자손익	-362	-284	-239	-367	-353
외화관련손익	7	4	-91	-43	-67
지분법손익	29	21	216	250	237
세전계속사업손익	339	1,179	1,218	1,318	1,411
당기순이익	191	786	892	989	1,060
지배주주순이익	153	686	613	768	851
증가율(%)					
매출액	19.7	8.5	8.4	12.7	4.2
영업이익	7.7	51.6	12.1	18.1	5.2
EBITDA	36.2	31.8	5.5	14.8	3.9
순이익	-79.4	311.7	13.5	10.8	7.2
이익률(%)					
매출총이익률	19.2	21.4	22.0	22.1	22.2
영업이익률	4.0	5.6	5.8	6.1	6.1
EBITDA 이익률	9.0	10.9	10.6	10.8	10.8
세전이익률	1.5	4.9	4.6	4.4	4.6
순이익률	0.9	3.2	3.4	3.3	3.4

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	2,143	2,002	1,686	1,411	1,945
당기순이익	191	786	892	989	1,060
자산상각비	1,110	1,286	1,265	1,401	1,431
운전자본증감	607	-422	-693	-1,309	-170
매출채권 감소(증가)	315	-79	-570	-367	-138
재고자산 감소(증가)	-316	9	-246	-469	-147
매입채무 증가(감소)	825	-369	236	-183	140
투자현금흐름	-3,190	-345	-625	-1,155	-1,205
유형자산처분(취득)	-1,172	-729	-1,252	-1,174	-1,300
무형자산 감소(증가)	-126	-96	-96	-103	-108
투자자산 감소(증가)	-900	373	381	60	-26
재무현금흐름	1,229	-1,098	-1,274	132	-621
차입금의 증가(감소)	237	-695	-100	405	-533
자본의 증가(감소)	-94	-106	-114	0	-88
배당금의 지급	-94	-106	-114	0	-88
총현금흐름	1,915	2,618	2,849	2,853	2,115
(-)운전자본증가(감소)	-535	130	527	1,605	170
(-)설비투자	1,554	968	1,343	1,267	1,392
(+)자산매각	256	144	-6	-10	-16
Free Cash Flow	1,152	1,663	973	-29	537
(-)기타투자	920	185	-177	-359	-229
잉여현금	233	1,477	1,150	330	766
NOPLAT	506	907	1,117	1,351	1,423
(+) Dep	1,110	1,286	1,265	1,401	1,431
(-)운전자본투자	-535	130	527	1,605	170
(-)Capex	1,554	968	1,343	1,267	1,392
OpFCF	597	1,094	512	-119	1,292

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	7,943	7,470	7,726	9,490	9,973
현금성자산	1,756	1,940	1,407	2,163	2,308
매출채권	3,061	2,742	2,921	2,911	3,049
재고자산	2,018	1,861	2,338	3,097	3,244
비유동자산	18,338	18,142	19,130	19,567	19,546
투자자산	2,841	3,162	3,449	3,212	3,219
유형자산	10,818	10,462	11,161	11,636	11,658
무형자산	4,810	4,517	4,520	4,719	4,669
자산총계	26,281	25,612	26,856	29,057	29,519
유동부채	8,202	7,083	7,916	8,803	8,959
매입채무	3,495	3,273	3,677	2,949	3,088
유동성이자부채	3,424	3,091	3,663	5,147	5,135
비유동부채	8,597	8,363	8,133	8,419	7,962
비유동이자부채	6,920	6,783	6,346	6,838	6,317
부채총계	16,799	15,445	16,049	17,222	16,922
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,309	1,278	1,116	1,116	1,116
이익잉여금	3,786	4,407	4,940	5,611	6,374
자본조정	-296	-492	-24	141	141
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
자본총계	9,481	10,166	10,807	11,835	12,598

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	9,820	45,184	40,267	51,745	57,349
BPS	297,949	321,970	373,194	424,243	470,800
DPS	3,500	4,000	5,000	5,500	6,000
CFPS	116,913	159,806	173,896	174,185	129,108
ROA(%)	0.7	2.6	2.3	2.7	2.9
ROE(%)	3.2	13.5	10.8	11.8	11.6
ROIC(%)	3.1	5.1	6.2	6.8	6.8
Multiples(x, %)					
PER	25.7	8.4	9.6	7.9	7.1
PBR	0.8	1.2	1.0	1.0	0.9
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	2.2	2.4	2.2	2.3	3.2
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.3	5.1	4.7
배당수익률	1.4	1.0	1.3	1.3	1.5
안정성(%)					
부채비율	177.2	151.9	148.5	145.5	134.3
Net debt/Equity	90.6	78.0	79.6	83.0	72.6
Net debt/EBITDA	427.8	299.9	308.4	306.7	275.0
유동비율	96.8	105.5	97.6	107.8	111.3
이자보상배율(배)	2.2	4.3	5.6	4.9	5.4
자산구조(%)					
투하자본	79.6	77.4	79.2	79.6	79.2
현금+투자자산	20.4	22.6	20.8	20.4	20.8
자본구조(%)					
차입금	52.2	49.3	48.1	50.3	47.6
자기자본	47.8	50.7	51.9	49.7	52.4



오리온 (271560)

제과 기업에서 식품 기업으로의 도약

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 130,000원

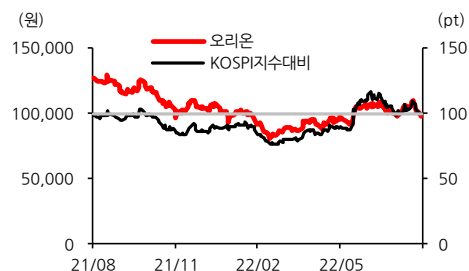
현재 주가(8/30)	99,000원
상승여력	▲31.3%
시가총액	39,141억원
발행주식수	39,536천주
52 주 최고가 / 최저가	129,500 / 81,100원
90 일 일평균 거래대금	150.8억원
외국인 지분율	35.8%
주주 구성	
오리온홀딩스 (외 7인)	43.8%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%
WestwoodGlobalInvestmentsLLC(외1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.5	4.0	8.2	-22.0
상대수익률(KOSPI)	-1.5	12.2	17.4	0.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,230	2,355	2,751	2,938
영업이익	376	373	448	492
EBITDA	515	523	610	655
지배주주순이익	268	258	317	342
EPS	6,768	6,518	8,012	8,656
순차입금	-184	-431	-686	-1,011
PER	18.3	15.9	12.4	11.4
PBR	2.7	1.9	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.2	7.0	5.3	4.4
배당수익률	0.6	0.7	0.9	1.0
ROE	15.5	12.8	13.4	12.8

주가 추이



오리온은 한국 대표 제과 회사입니다. 한국과 중국, 베트남, 러시아에 현지 법인을 두고 있으며 향후 성장 가능성이 높은 인도에도 진출해 해외 신시장 개척에 나서고 있습니다.

글로벌 식품 기업으로의 도약

국가별 차별화된 전략을 통해 제과 기업에서 식품 기업으로 변모중이다. 1) 한국: 비우호적인 원가 흐름에도 공격적인 신제품 출시로 시장 성장률을 상회하는 호실적이 지속될 전망이다. 간편대용식 제품 매출액은 2022년 1,000억 원에 육박할 것으로 추정한다. 2) 중국: 간접 영업 체제로의 전환이 지난해 완료되어 제품과 영업력 중심의 성장에 보다 속도가 붙을 수 있을 것으로 기대한다. 중국 소비 시장의 불확실성이 대두되는 점은 부담 요인이거나 필수소비재의 특성상 경기 불황이 제품 수요 부진으로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다. 3) 베트남: 파이 시장 점유율 유지, 스낵 시장 점유율 확대, 양산빵/젤리/견과류 등신규 카테고리 확장을 통한 포트폴리오 확대가 지속될 전망이다. 4) 러시아: 초코파이 익스텐션 제품 출시 지속으로 다제품 체제를 공고히 하고 하반기 프베리주 신공장 가동으로 파이, 비스킷 등의 제품 공급량 확대가 기대된다. 인근 동유럽 국가로의 수출 확대도 본격화될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER에 50% 할증하여 목표주가를 산출하였다. 할증 근거는 1) 국내, 중국, 베트남 제과 시장에서 높은 점유율을 차지하고 있는 점, 2) 국내보다 해외에서 더 많은 이익이 창출되고 있는 점, 3) 국내 식품 기업 중 가장 높은 수익성을 시현 중인 점 등이다. 국내외 경쟁사들이 지난 1년간 원가 상승 부담을 판매 가격으로 전가한 반면 오리온은 가격 인상에 소극적으로 대처하며 수익성 훼손에 대한 우려가 불거지는 양상이다. 한국, 베트남, 러시아에서 시장 성장률을 상회하는 외형 성장이 지속되고 있어 판매량 증가에 기인한 영업 레버리지 확대로 방어 가능할 전망이다. 중국 역시 점유율 반등을 위해 유통 체계 전환을 시도하는 만큼 원부재료 가격 상승 부담이 장기간 이어지지 않는다면 평가 조정 보다는 영업력 확대가 중장기 실적 개선에 유의미한 영향을 미칠 가능성이 높다고 판단한다.

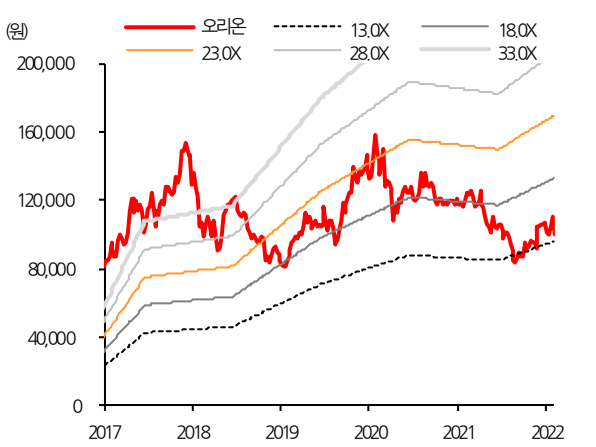
[표8] 오리온 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	602	502	625	630	653	627	742	729	2,359	2,751	2,938
한국	199	195	201	213	220	228	224	234	807	906	941
중국	302	220	320	268	305	263	371	301	1,109	1,241	1,310
베트남	83	63	78	117	102	93	105	146	341	447	500
러시아	23	27	31	36	30	49	47	52	117	178	207
연결조정	-5	-4	-4	-3	-5	-6	-5	-4	-16	-19	-21
YoY(%)	11.5	-2.6	4.7	9.1	8.5	25.0	18.6	15.6	5.8	16.6	6.8
한국	4.2	5.9	3.3	6.5	10.5	17.0	11.4	10.0	5.0	12.2	3.9
중국	14.8	-14.3	4.3	1.2	1.1	19.6	16.2	12.3	1.7	11.8	5.6
베트남	17.9	8.6	5.1	31.5	23.7	48.6	34.0	24.1	16.9	30.8	11.9
러시아	17.0	43.8	28.7	35.6	30.9	76.6	52.0	46.3	31.4	51.9	16.8
매출액 비중 (%)											
한국	33.0	38.9	32.1	33.8	33.6	36.4	30.2	32.1	34.2	32.9	32.0
중국	50.1	43.9	51.1	42.5	46.7	42.0	50.0	41.3	47.0	45.1	44.6
베트남	13.8	12.5	12.6	18.6	15.7	14.9	14.2	20.0	14.5	16.2	17.0
러시아	3.8	5.5	4.9	5.7	4.6	7.7	6.3	7.2	5.0	6.5	7.1
영업이익	102	55	114	102	109	90	131	118	373	448	492
한국	35	31	29	35	34	35	33	39	131	141	155
중국	46	13	70	38	49	36	77	44	168	206	219
베트남	16	8	13	28	19	15	17	34	64	85	95
러시아	4	4	4	5	4	8	6	8	17	26	33
연결조정	1	-1	-1	-6	2	-4	-1	-6	-7	-9	-10
YoY(%)	5.1	-36.1	5.9	19.6	6.5	62.9	15.2	16.1	-0.9	20.1	9.9
한국	17.8	5.8	2.2	34.6	-3.3	15.2	11.0	8.8	14.7	7.5	10.1
중국	-1.7	-69.2	19.0	11.5	6.4	170.3	10.8	13.4	-8.4	22.7	6.5
베트남	-1.3	-18.1	-24.2	29.5	18.6	85.2	35.8	22.8	0.6	32.0	12.3
러시아	0.9	4.3	-21.9	14.9	6.9	98.1	61.2	47.3	-0.9	53.4	26.4
영업이익률(%)	16.9	11.0	18.3	16.1	16.6	14.3	17.7	16.2	15.8	16.3	16.8
한국	17.8	15.8	14.6	16.7	15.5	15.6	14.6	16.5	16.2	15.5	16.5
중국	15.4	6.0	21.8	14.4	16.2	13.6	20.8	14.5	15.1	16.6	16.7
베트남	18.9	12.5	16.1	23.7	18.2	15.6	16.3	23.5	18.8	18.9	19.0
러시아	15.8	14.1	12.3	15.4	12.9	15.9	13.0	15.5	14.4	14.5	15.7

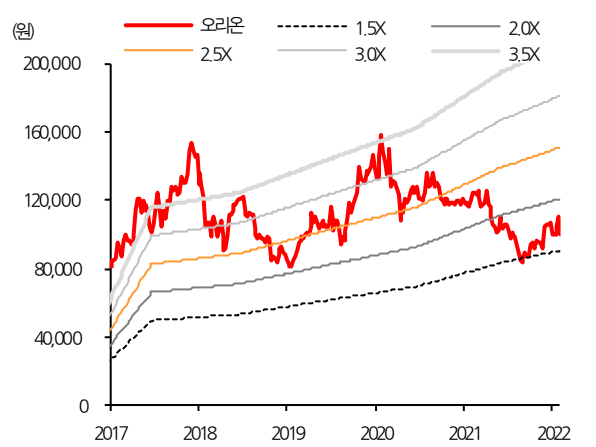
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 오리온 PER Band 차트



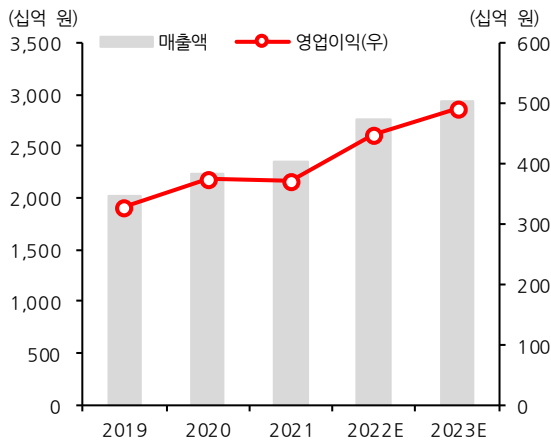
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 오리온 PBR Band 차트



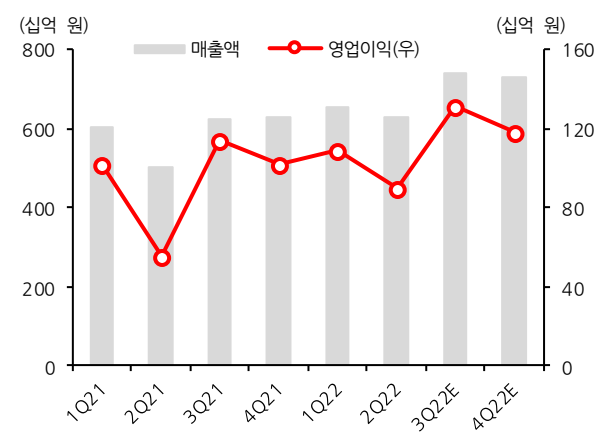
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 오리온 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 오리온 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,023	2,230	2,355	2,751	2,938
매출총이익	913	953	946	1,082	1,180
영업이익	328	376	373	448	492
EBITDA	460	515	523	610	655
순이자손익	-3	5	8	18	17
외화관련손익	2	-2	1	3	2
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	308	397	379	470	510
당기순이익	220	275	264	325	350
지배주주순이익	216	268	258	317	342
증가율(%)					
매출액	5.0	10.2	5.6	16.8	6.8
영업이익	16.1	14.8	-0.9	20.1	9.9
EBITDA	14.9	12.0	1.5	16.7	7.4
순이익	54.1	24.5	-4.0	23.2	7.8
이익률(%)					
매출총이익률	45.1	42.7	40.2	39.3	40.2
영업이익률	16.2	16.9	15.8	16.3	16.8
EBITDA 이익률	22.7	23.1	22.2	22.2	22.3
세전이익률	15.2	17.8	16.1	17.1	17.4
순이익률	10.9	12.3	11.2	11.8	11.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	348	461	405	334	490
당기순이익	220	275	264	325	350
자산상각비	132	139	150	162	163
운전자본증감	-28	-35	-59	-28	-17
매출채권 감소(증가)	-15	26	-12	11	-12
재고자산 감소(증가)	8	-36	-14	4	-14
매입채무 증가(감소)	0	15	3	3	9
투자현금흐름	-187	-163	-227	-95	-136
유형자산처분(취득)	-119	-145	-139	-103	-116
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-4	-5	-10
투자자산 감소(증가)	15	-3	-39	68	-7
재무현금흐름	-184	-86	-40	-77	-48
차입금의 증가(감소)	-161	-63	-10	-47	-13
자본의 증가(감소)	-24	-24	-30	-30	-36
배당금의 지급	-24	-24	-30	-30	-36
총현금흐름	474	561	538	410	507
(-)운전자본증가(감소)	2	-8	89	14	17
(-)설비투자	126	152	142	108	120
(+)자산매각	3	2	0	-1	-6
Free Cash Flow	350	420	307	287	364
(-)기타투자	107	54	16	69	3
잉여현금	243	366	292	219	361
NOPLAT	234	260	259	309	338
(+) Dep	132	139	150	162	163
(-)운전자본투자	2	-8	89	14	17
(-)Capex	126	152	142	108	120
OpFCF	239	255	178	350	364

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	596	798	1,146	1,350	1,691
현금성자산	236	440	685	905	1,218
매출채권	185	164	191	192	204
재고자산	148	180	208	221	235
비유동자산	1,856	1,868	1,974	2,035	1,999
투자자산	146	150	143	149	152
유형자산	1,656	1,663	1,774	1,826	1,782
무형자산	55	55	57	60	65
자산총계	2,452	2,665	3,120	3,386	3,691
유동부채	464	346	522	530	538
매입채무	258	264	268	272	281
유동성이자부채	134	10	171	209	206
비유동부채	320	422	306	240	231
비유동이자부채	177	246	83	11	1
부채총계	785	768	828	770	768
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	378	622	847	1,141	1,448
자본조정	626	590	746	768	768
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	1,668	1,898	2,293	2,616	2,922

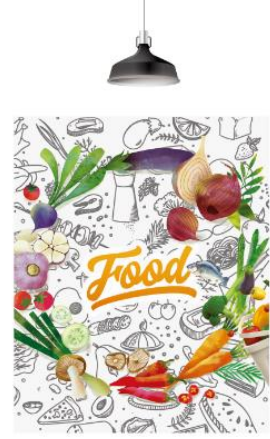
주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	5,453	6,768	6,518	8,012	8,656
BPS	41,042	46,286	55,925	63,916	71,671
DPS	600	750	750	900	950
CFPS	11,984	14,198	13,610	10,360	12,828
ROA(%)	9.0	10.5	8.9	9.7	9.7
ROE(%)	14.2	15.5	12.8	13.4	12.8
ROIC(%)	14.0	15.5	14.9	16.7	18.1
Multiples(x, %)					
PER	19.3	18.3	15.9	12.4	11.4
PBR	2.6	2.7	1.9	1.5	1.4
PSR	2.1	2.2	1.7	1.4	1.3
PCR	8.8	8.7	7.6	9.6	7.7
EV/EBITDA	9.2	9.2	7.0	5.3	4.4
배당수익률	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
안정성(%)					
부채비율	47.1	40.5	36.1	29.4	26.3
Net debt/Equity	4.5	-9.7	-18.8	-26.2	-34.6
Net debt/EBITDA	16.3	-35.8	-82.4	-112.4	-154.4
유동비율	128.4	230.8	219.6	254.9	314.5
이자보상배율(배)	30.0	51.1	58.4	88.4	91.7
자산구조(%)					
투하자본	81.6	73.8	68.6	64.1	57.6
현금+투자자산	18.4	26.2	31.4	35.9	42.4
자본구조(%)					
차입금	15.7	11.9	10.0	7.7	6.6
자기자본	84.3	88.1	90.0	92.3	93.4

농심 (004370)

기다렸던 가격 인상은 반갑지만



▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Hold (신규)

목표주가(신규): 310,000원

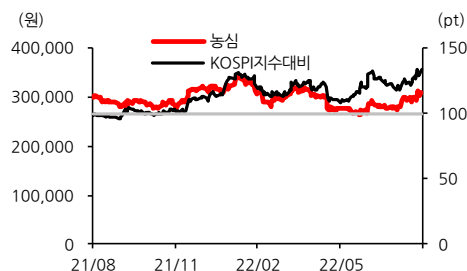
현재 주가(8/30)	302,500원
상승여력	▲ 2.5%
시가총액	18,400억원
발행주식수	6,083천주
52 주 최고가 / 최저가	341,500 / 264,500원
90 일 일평균 거래대금	66.35억원
외국인 지분율	13.5%
주주 구성	
농심홀딩스 (외 7 인)	45.4%
국민연금공단 (외 1 인)	11.1%
자사주 (외 1 인)	4.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.2	9.4	-1.5	1.2
상대수익률(KOSPI)	8.3	17.6	7.7	23.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,640	2,663	3,100	3,407
영업이익	160	106	91	133
EBITDA	262	211	208	252
지배주주순이익	149	100	110	137
EPS	24,416	16,412	18,972	23,659
순차입금	-465	-296	-354	-465
PER	12.3	19.4	15.9	12.8
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.2	7.8	7.1	5.5
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	7.5	4.7	4.9	5.9

주가 추이



농심은 국내 1 위 라면 기업입니다. 국내 라면 이익 비중이 가장 높은 농심이 오는 9 월 15 일부터 국내 라면 가격 인상을 결정함에 따라 하반기 실적 반전에 귀추가 주목되고 있습니다. 해외 시장에서는 지난 2 분기 미국 2 공장 본격 가동으로 미국 MT 채널 확대와 멕시코 중심의 중남미 시장 개척이 기대됩니다.

기다렸습니다 가격 인상

농심의 주요 원재료 가격이 지난 가격 인상 시기인 2021년 8월 이후로도 추가적인 상승세를 보임에 따라 오는 9월 15일부터 국내 라면, 스낵 가격이 각각 11.3%, 5.7% 인상된다. 식품 물가 급등으로 이번 가격 인상에 의한 물량 저항은 미미할 것으로 예상된다. 2022년 국내 라면 시장은 2.48조원으로 2021년 대비 11% 성장할 것으로 추정하는데 물량 증가 효과는 한자리 초반, 판가 인상 효과는 한자리 후반으로 추정한다. 이번 농심의 가격 인상 결정으로 2023년 국내 라면 시장은 2.60조원으로 2022년 대비 5% 성장할 것으로 추정한다. 경쟁사의 가격 인상 동참 시 2023년 시장 성장률은 9% 내외로 추정한다.

반갑지만 과도한 기대는 말아요

연초 이후 이례적인 상승세를 보인 원자재 가격 동향을 고려했을 때 이번 가격 인상에 따른 이익 증가 효과에 대한 과도한 기대는 자제할 필요가 있다는 판단이다. 농심의 별도 기준 매출원가율은 2022년 3분기 +1.9%p yoy로 원가 상승 부담이 정점에 달한 뒤 가격 인상 효과 반영으로 4분기 원가율은 +0.5%p yoy에 그칠 것으로 예상된다. 2023년 별도 기준 매출원가율은 2022년 대비 0.9%p 하락할 것으로 추정했다.

투자의견 Hold, 목표주가 310,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER에 40% 할증 적용해 목표주가를 산출하였다. 가격 인상에도 추가 비용 증가 폭이 제한적이고 시장 경쟁 구도에도 흔들림이 없음이 확인되었을 때 추가적인 이익 상향 조정이 가능하다고 판단한다.

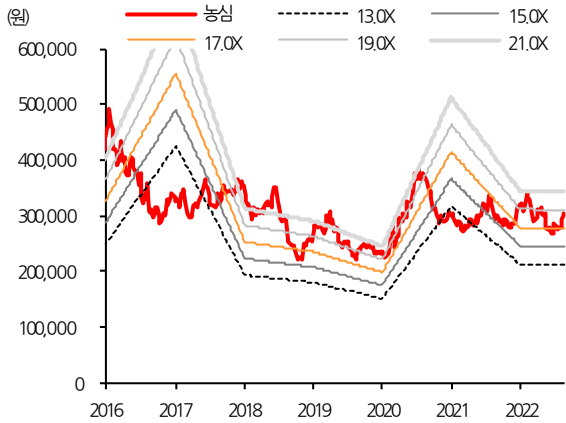
[표9] 농심 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	634	648	673	708	736	756	782	826	2,663	3,100	3,407
한국	461	458	483	525	523	532	556	613	1,927	2,224	2,441
중국	55	46	53	39	59	52	59	44	193	214	236
북미	90	111	103	113	123	138	130	135	416	525	581
일본	19	22	22	22	22	20	24	24	85	90	98
호주	7	10	10	7	8	11	11	8	35	38	41
베트남	2	2	2	2	2	2	2	2	7	9	9
YoY(%)	-7.7	-3.0	3.3	11.9	16.1	16.7	16.2	16.7	0.9	16.4	9.9
한국	-11.3	-5.3	-0.6	10.5	13.4	16.3	15.1	16.7	-1.9	15.4	9.8
중국	-1.8	-23.5	12.3	-7.2	7.3	14.2	10.6	14.3	-5.9	11.3	10.2
북미	3.9	19.3	14.0	24.5	35.6	24.8	26.5	19.8	15.5	26.2	10.6
일본	17.2	5.7	25.3	24.1	12.1	-8.0	9.6	10.3	17.6	5.8	8.6
호주	14.9	9.4	7.2	21.1	17.3	11.1	6.0	3.2	12.2	9.2	8.0
베트남	-24.8	-8.3	56.1	46.1	21.2	11.7	10.9	11.3	8.9	13.5	9.1
매출액 비중 (%)											
한국	72.7	70.6	71.7	74.2	71.0	70.4	71.1	74.2	72.4	71.7	71.7
중국	8.6	7.1	7.9	5.5	8.0	6.9	7.6	5.4	7.2	6.9	6.9
북미	14.2	17.1	15.2	15.9	16.6	18.3	16.6	16.3	15.6	16.9	17.1
일본	3.0	3.4	3.3	3.1	2.9	2.7	3.1	2.9	3.2	2.9	2.9
호주	1.1	1.5	1.5	1.1	1.1	1.5	1.4	0.9	1.3	1.2	1.2
베트남	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
영업손익	28	17	29	31	34	4	21	32	106	91	133
한국	11	7	18	24	25	-4	10	25	61	57	84
중국	1	0	-3	-3	1	2	1	-3	-4	2	5
북미	11	10	8	5	3	3	3	4	33	14	23
일본	1	2	2	0	1	1	1	1	5	4	6
호주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
베트남	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
조정	4	-2	4	5	4	1	4	5	11	14	14
YoY(%)	-55.5	-58.3	-0.7	20.9	21.2	-75.4	-28.7	1.8	-33.8	-13.9	46.0
한국	-76.5	-56.0	8.0	139.3	127.5	적전	-43.1	3.7	-33.0	-6.4	47.2
중국	-82.0	적전	적전	적지	2.9	흑전	흑전	적지	적전	흑전	173.4
북미	48.8	-14.8	-25.3	-68.0	-71.8	-68.4	-57.6	-6.2	-24.2	-58.4	69.9
일본	111.1	90.1	171.0	-7.4	-2.4	-18.0	-15.8	16.4	92.7	-11.0	36.5
호주	-14.4	-82.7	-48.0	적전	37.9	85.1	11.3	적지	-66.3	35.7	85.2
베트남	-26.0	0.8	흑전	흑전	156.7	적전	12.9	22.6	13,983	-12.6	52.4
영업이익률(%)	4.5	2.7	4.3	4.4	4.7	0.6	2.7	3.9	4.0	2.9	3.9
한국	2.4	1.6	3.8	4.6	4.8	-0.7	1.9	4.1	3.2	2.6	3.4
중국	2.1	-0.3	-5.2	-6.7	2.0	4.3	2.0	-6.6	-2.3	0.8	2.0
북미	11.8	8.9	7.5	4.0	2.5	2.3	2.5	3.2	7.9	2.6	4.0
일본	4.4	8.2	7.3	2.2	3.8	7.3	5.6	2.3	5.6	4.7	5.9
호주	1.3	1.0	3.4	-0.8	1.5	1.6	3.6	-0.6	1.4	1.7	2.9
베트남	3.0	2.4	5.6	4.5	6.3	-5.0	5.7	5.0	3.9	3.0	4.2

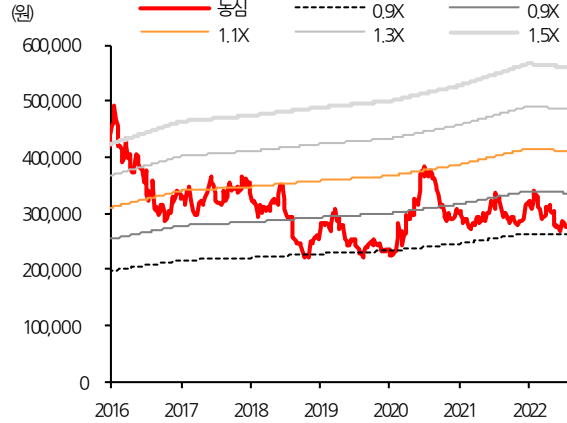
자료: 농심, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 농심 PER Band 차트



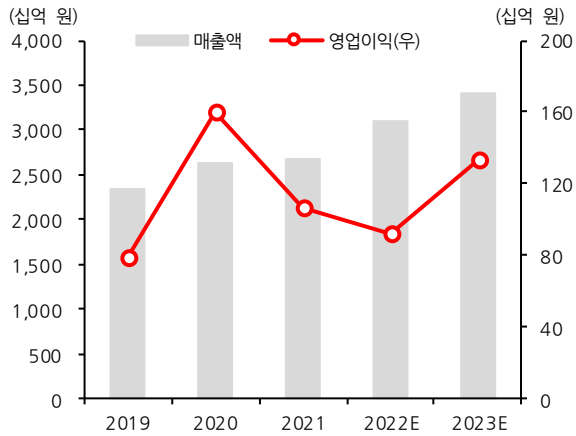
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 농심 PBR Band 차트



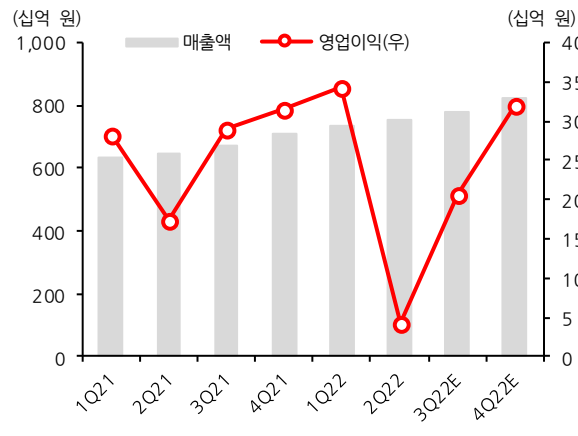
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 농심 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 농심 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,344	2,640	2,663	3,100	3,407
매출총이익	718	837	818	913	1,005
영업이익	79	160	106	91	133
EBITDA	175	262	211	208	252
순이자손익	8	7	6	5	7
외화관련손익	1	5	3	2	4
지분법손익	-1	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	103	191	137	144	179
당기순이익	71	149	100	111	137
지배주주순이익	71	149	100	110	137
증가율(%)					
매출액	4.8	12.6	0.9	16.4	9.9
영업이익	-11.0	103.4	-33.8	-13.9	46.0
EBITDA	1.0	49.8	-19.4	-1.4	21.2
순이익	-15.7	109.7	-33.2	11.3	23.5
이익률(%)					
매출총이익률	30.6	31.7	30.7	29.5	29.5
영업이익률	3.4	6.1	4.0	2.9	3.9
EBITDA 이익률	7.5	9.9	7.9	6.7	7.4
세전이익률	4.4	7.2	5.1	4.6	5.3
순이익률	3.0	5.6	3.7	3.6	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	162	231	163	163	234
당기순이익	71	149	100	110	137
자산상각비	96	102	105	117	119
운전자본증감	-39	-63	-63	-13	-24
매출채권 감소(증가)	-12	-4	-6	-13	-17
재고자산 감소(증가)	-7	0	-23	-27	-20
매입채무 증가(감소)	14	-27	2	24	16
투자현금흐름	-31	-132	-319	-140	-112
유형자산처분(취득)	-154	-180	-189	-72	-86
무형자산 감소(증가)	0	0	2	-4	-7
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-6	-13
재무현금흐름	18	-94	-25	-97	-42
차입금의 증가(감소)	41	-71	-2	-70	-18
자본의 증가(감소)	-23	-23	-23	-23	-23
배당금의 지급	-23	-23	-23	-23	-23
총현금흐름	230	322	270	186	258
(-)운전자본증가(감소)	45	17	155	-24	24
(-)설비투자	154	180	195	112	88
(+)자산매각	0	0	9	36	-5
Free Cash Flow	31	126	-72	135	141
(-)기타투자	-129	-2	40	96	7
잉여현금	160	127	-111	39	134
NOPLAT	54	125	77	70	102
(+) Dep	96	102	105	117	119
(-)운전자본투자	45	17	155	-24	24
(-)Capex	154	180	195	112	88
OpFCF	-49	30	-168	100	109

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,079	1,074	1,089	1,106	1,240
현금성자산	592	559	402	402	494
매출채권	224	229	239	253	271
재고자산	208	228	256	288	308
비유동자산	1,574	1,651	1,811	1,861	1,842
투자자산	307	334	339	248	255
유형자산	1,208	1,271	1,428	1,562	1,532
무형자산	59	46	44	50	56
자산총계	2,653	2,726	2,900	2,967	3,082
유동부채	585	522	537	596	612
매입채무	441	471	493	525	541
유동성이자부채	88	12	12	29	28
비유동부채	127	154	162	87	72
비유동이자부채	66	81	94	19	2
부채총계	712	677	699	682	684
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	122	122
이익잉여금	1,878	2,001	2,083	2,170	2,283
자본조정	-101	-118	-50	-50	-50
자기주식	-81	-81	-81	-81	-81
자본총계	1,941	2,049	2,201	2,284	2,398

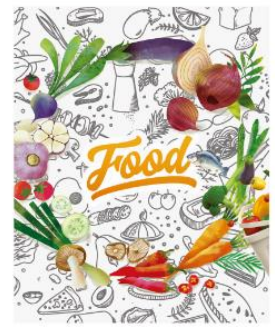
주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	11,672	24,416	16,412	18,972	23,659
BPS	316,955	334,382	359,145	373,534	392,224
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
CFPS	37,759	52,955	44,397	30,627	42,373
ROA(%)	2.7	5.5	3.5	3.7	4.5
ROE(%)	3.7	7.5	4.7	4.9	5.9
ROIC(%)	4.0	8.5	4.6	3.8	5.5
Multiples(x, %)					
PER	20.6	12.3	19.4	15.9	12.8
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
PCR	6.4	5.7	7.2	9.9	7.1
EV/EBITDA	5.9	5.2	7.8	7.1	5.5
배당수익률	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	36.7	33.0	31.8	29.9	28.5
Net debt/Equity	-22.6	-22.7	-13.5	-15.5	-19.4
Net debt/EBITDA	-250.4	-177.6	-140.2	-170.0	-184.1
유동비율	184.4	205.8	202.6	185.7	202.6
이자보상배율(배)	13.8	41.0	54.1	28.7	119.3
자산구조(%)					
투하자본	61.4	62.9	71.2	73.9	71.1
현금+투자자산	38.6	37.1	28.8	26.1	28.9
자본구조(%)					
차입금	7.4	4.4	4.6	2.1	1.2
자기자본	92.6	95.6	95.4	97.9	98.8

오뚜기 (007310)

오뚜기답다, 오뚜기스럽다



▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 640,000원

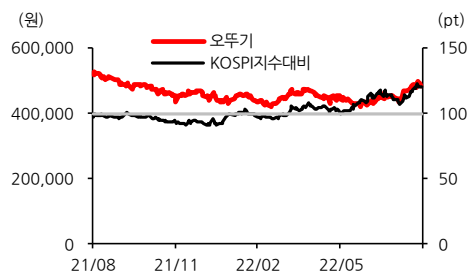
현재 주가(8/30)	482,500원
상승여력	▲32.6%
시가총액	17,717억원
발행주식수	3,672천주
52 주 최고가 / 최저가	528,000 / 420,000원
90 일 일평균 거래대금	29.62억원
외국인 지분율	12.1%
주주 구성	
함영준 (외 24 인)	56.7%
자사주 (외 1 인)	7.4%
FIDELITYMANAGEMENT&RESEARCHCOMPANYLLC(외5인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.3	6.6	11.4	-7.2
상대수익률(KOSPI)	7.4	14.8	20.6	14.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,596	2,739	3,054	3,197
영업이익	198	167	202	241
EBITDA	309	287	326	388
지배주주순이익	106	129	156	169
EPS	28,937	35,243	45,893	49,606
순차입금	312	352	362	277
PER	19.9	12.9	10.5	9.7
PBR	1.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	7.1	6.6	5.3
배당수익률	1.4	1.8	1.8	1.9
ROE	7.9	8.9	9.9	9.8

주가 추이



오뚜기는 국내 2 위 라면 기업이자 종합식품 기업입니다. 다수의 관계기업들을 연결 편입하여 몸집을 키워가고 있고 10 월 1 일자로 라면 제조 법인이 합병 되어 또 한번의 퀀텀 점프가 예상됩니다.

놀라운 서프라이즈의 연속

리오프닝에 따른 B2B 채널 판매량 회복 및 견고한 시장 입지를 기반으로 한 탄력적인 가격 전가로 상반기 호실적을 시현했다. 2022년 상반기 연결 매출액은 전년 동기 대비 14% 성장한 1.5조원을 기록했으며 영업이익은 전년 동기 대비 24% 증가된 1,067억 원을 기록했다. 카테고리별로는 오뚜기 그룹 유지 사업 통합 및 증설 효과로 유지 매출 성장이 전사 실적 개선을 주도했고 채널별로는 리오프닝에 따른 B2B 수요 회복 및 판가 인상이 실적 개선을 주도했다.

오뚜기다움을 보여줘야 할 때

유지 제조, 광고대행, 물류 법인 등에 이어 10월 1일부로 라면 제조 법인까지 연결 편입됨에 따라 법인별로 분산되어있던 각종 비용들을 절감하며 수익성 제고 흐름이 이어질 전망이다. 하지만 10여년간 상승 추세를 그려온 라면 시장점유율은 2018년 24.0% 기록 이후 보험세를 그리고 있고 2015년 진짬뽕 히트 이후 뚜렷한 성장동력이 부재한 점은 아쉽다. 이번 라면 제조 법인 연결 편입으로 지배구조 개편이 일단락될 것으로 예상되는 만큼 다음 성장 동력에 대한 갈증 해소가 이어지기를 기다려본다.

투자의견 BUY, 목표주가 640,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER에 30% 할증 적용해 목표주가를 산출하였다. 체질 개선에 성장 동력 확인 시 보다 유의미한 주가 반등이 이어질 전망이다.

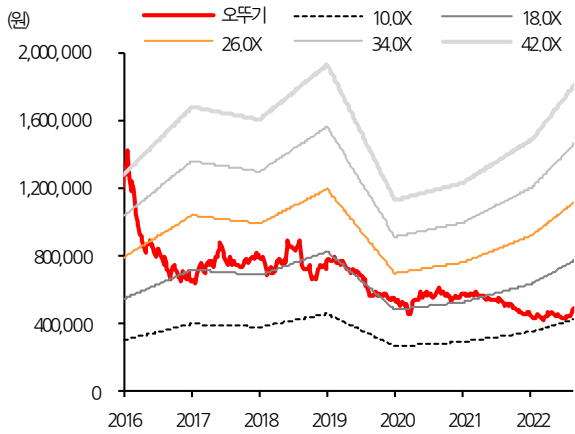
[표10] 오뚜기 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	671	669	707	692	742	789	777	745	2,739	3,054	3,197
건조식품류	90	83	86	84	95	93	92	93	344	372	395
양념소스류	102	112	113	69	103	115	119	77	396	413	428
유지류	101	112	116	113	122	155	129	126	443	532	562
면제품류	189	179	196	135	192	198	202	141	699	733	765
농수산가공품류	88	84	91	119	98	91	99	128	381	417	448
기타	100	100	105	171	132	138	136	180	476	587	598
YoY(%)	4.0	4.3	3.7	10.2	10.6	18.0	10.0	7.6	5.5	11.5	4.7
건조식품류	-2.3	0.6	-20.7	-10.2	4.9	11.0	7.5	10.3	-8.9	8.4	6.2
양념소스류	10.1	5.5	52.9	-16.9	0.6	3.0	5.0	10.3	11.2	4.2	3.7
유지류	36.6	36.3	8.0	41.4	20.9	38.6	10.6	11.3	28.7	20.2	5.6
면제품류	-4.6	-4.6	26.5	-15.2	1.6	10.8	3.3	4.1	-0.1	4.9	4.3
농수산가공품류	3.7	-3.0	18.3	39.6	12.0	8.8	8.8	7.9	14.6	9.3	7.6
기타	-2.5	3.1	-34.5	35.8	31.3	38.4	30.3	5.3	-2.0	23.2	2.0
매출액 비중 (%)											
건조식품류	13.5	12.5	12.1	12.1	12.8	11.7	11.9	12.4	12.5	12.2	12.4
양념소스류	15.2	16.7	16.0	10.0	13.8	14.6	15.3	10.3	14.5	13.5	13.4
유지류	15.1	16.7	16.5	16.4	16.5	19.6	16.5	16.9	16.2	17.4	17.6
면제품류	28.2	26.7	27.7	19.5	25.9	25.1	26.0	18.9	25.5	24.0	23.9
농수산가공품류	13.0	12.5	12.9	17.2	13.2	11.5	12.8	17.2	13.9	13.6	14.0
기타	15.0	14.9	14.8	24.7	17.8	17.5	17.5	24.2	17.4	19.2	18.7
영업이익	50	36	53	27	59	48	57	38	167	202	241
YoY(%)	-12.3	-31.6	-11.1	-5.3	17.6	31.8	7.4	39.8	-16.1	21.1	19.5
영업이익률 (%)	7.5	5.4	7.5	3.9	8.0	6.0	7.3	5.1	6.1	6.6	7.5

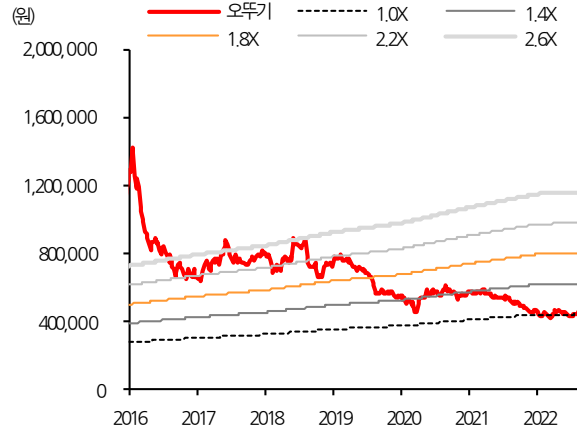
자료: 오뚜기, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 오뚜기 PER Band 차트



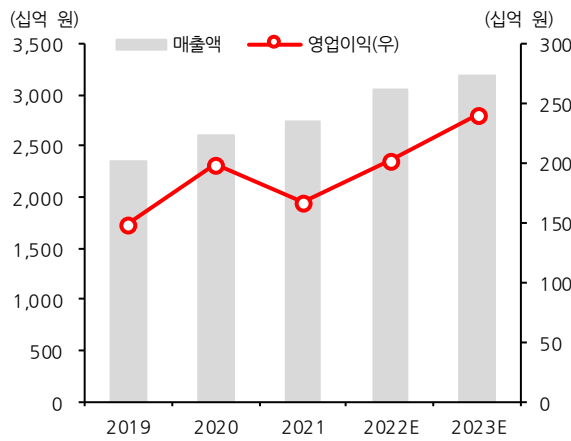
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 오뚜기 PBR Band 차트



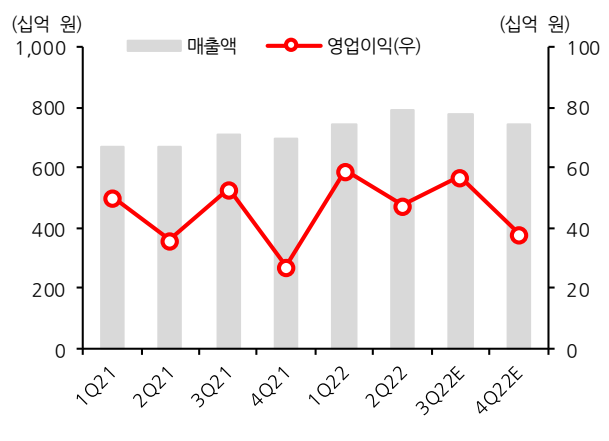
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 오뚜기 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 오뚜기 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,360	2,596	2,739	3,054	3,197
매출총이익	408	462	442	506	558
영업이익	148	198	167	202	241
EBITDA	242	309	287	326	388
순이자손익	-2	-5	-5	-1	-5
외화관련손익	-1	8	-14	-12	-5
지분법손익	7	11	12	2	0
세전계속사업손익	142	177	163	212	229
당기순이익	100	110	130	157	169
지배주주순이익	97	106	129	156	169
증가율(%)					
매출액	5.0	10.0	5.5	11.5	4.7
영업이익	-2.3	33.8	-16.1	21.1	19.5
EBITDA	14.3	27.7	-7.1	13.3	19.2
순이익	-37.9	10.6	17.8	20.6	7.7
이익률(%)					
매출총이익률	17.3	17.8	16.1	16.6	17.5
영업이익률	6.3	7.6	6.1	6.6	7.5
EBITDA 이익률	10.3	11.9	10.5	10.7	12.1
세전이익률	6.0	6.8	5.9	6.9	7.2
순이익률	4.2	4.3	4.7	5.1	5.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	179	92	150	-116	303
당기순이익	100	110	130	157	169
자산상각비	94	111	121	124	147
운전자본증감	-18	-203	-76	-119	-15
매출채권 감소(증가)	-10	-29	12	-67	-13
재고자산 감소(증가)	6	-96	-88	-10	-16
매입채무 증가(감소)	19	-58	35	-24	13
투자현금흐름	-137	-193	-131	137	-185
유형자산처분(취득)	-272	-108	-93	-81	-181
무형자산 감소(증가)	-4	-16	-4	-4	-5
투자자산 감소(증가)	132	-52	-37	211	3
재무현금흐름	-57	66	117	-144	-111
차입금의 증가(감소)	-31	92	153	-117	-82
자본의 증가(감소)	-26	-25	-27	-27	-29
배당금의 지급	-26	-25	-27	-27	-29
총현금흐름	254	337	299	25	318
(-)운전자본증가(감소)	147	190	110	-114	15
(-)설비투자	283	109	102	100	201
(+)자산매각	7	-15	5	14	15
Free Cash Flow	-169	23	92	54	117
(-)기타투자	-136	30	-37	221	2
잉여현금	-34	-7	129	-167	114
NOPLAT	104	124	133	149	178
(+) Dep	94	111	121	124	147
(-)운전자본투자	147	190	110	-114	15
(-)Capex	283	109	102	100	201
OpFCF	-232	-64	42	288	109

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	670	780	1,028	789	823
현금성자산	154	86	222	109	113
매출채권	197	223	212	286	299
재고자산	178	259	344	357	373
비유동자산	1,482	1,559	1,578	1,849	1,890
투자자산	197	233	262	266	268
유형자산	1,247	1,262	1,256	1,526	1,567
무형자산	51	64	60	57	55
자산총계	2,152	2,339	2,606	2,638	2,713
유동부채	525	570	701	633	581
매입채무	338	289	311	286	299
유동성이자부채	157	213	343	286	219
비유동부채	281	327	366	322	309
비유동이자부채	133	184	231	185	171
부채총계	806	897	1,067	955	890
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	132	178	176	176	176
이익잉여금	1,331	1,412	1,516	1,655	1,794
자본조정	-203	-206	-205	-199	-199
자기주식	-216	-216	-216	-216	-216
자본총계	1,346	1,442	1,538	1,684	1,823

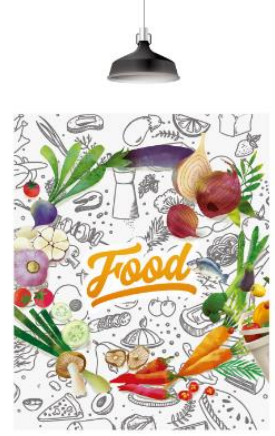
주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	26,861	28,937	35,243	45,893	49,606
BPS	354,385	381,649	409,905	449,257	487,325
DPS	7,500	8,000	8,000	8,500	9,000
CFPS	70,476	91,696	81,470	6,862	86,577
ROA(%)	4.6	4.7	5.2	6.0	6.3
ROE(%)	7.8	7.9	8.9	9.9	9.8
ROIC(%)	9.2	8.7	8.3	8.5	9.6
Multiples(x, %)					
PER	20.6	19.9	12.9	10.5	9.7
PBR	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0
PSR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	7.9	6.3	5.6	70.3	5.6
EV/EBITDA	8.8	7.9	7.1	6.6	5.3
배당수익률	1.4	1.4	1.8	1.8	1.9
안정성(%)					
부채비율	59.8	62.2	69.4	56.7	48.8
Net debt/Equity	10.1	21.6	22.8	21.5	15.2
Net debt/EBITDA	56.1	100.8	122.3	111.3	71.3
유동비율	127.6	136.8	146.6	124.6	141.7
이자보상배율(배)	18.8	23.0	18.5	15.7	20.4
자산구조(%)					
투하자본	78.9	82.9	77.6	83.0	83.2
현금+투자자산	21.1	17.1	22.4	17.0	16.8
자본구조(%)					
차입금	17.7	21.6	27.2	21.9	17.6
자기자본	82.3	78.4	72.8	78.1	82.4

삼양식품 (003230)

고유명사로 굳어지는 불닭



▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 160,000원

현재 주가(8/30)	110,500원
상승여력	▲44.8%
시가총액	8,324억원
발행주식수	7,533천주
52 주 최고가 / 최저가	117,500 / 77,400원
90 일 일평균 거래대금	86.4억원
외국인 지분율	7.6%
주주 구성	
삼양내츄럴스 (외 12 인)	45.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.3%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.3	21.4	26.0	32.3
상대수익률(KOSPI)	7.3	29.6	35.2	54.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	649	642	960	1,112
영업이익	95	65	108	131
EBITDA	109	81	133	157
지배주주순이익	67	56	86	101
EPS	8,922	7,480	11,460	13,413
순차입금	-41	77	81	10
PER	11.3	12.7	9.6	8.2
PBR	2.2	1.8	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.6	9.8	6.9	5.4
배당수익률	0.8	1.1	1.4	1.7
ROE	21.5	15.4	20.4	20.2

주가 추이



삼양식품은 국내 3위 라면 기업입니다. 2019년 이후로 라면 수출 매출액이 지속적인 성장세를 보이고 있고 해외 시장에서 탄탄한 제품력을 인정받아 높은 수익성을 기록 중입니다. 지난 2분기부터 밀양 신공장이 가동됨에 따라 보다 본격적인 성장 흐름이 기대됩니다.

안정적이면서 폭발적이다

지난해 하반기 설립된 중국, 미국 판매 법인이 본격적인 영업활동을 개시했다. 수십년의 경험이 밑거름이 되어 법인화 초기 시행착오 없이 안정적인 성장세가 이어지고 있다. 2분기말 본격 가동이 시작된 밀양 공장의 Ramp-up은 이제 시작이다. 하반기 밀양 공장 라인 추가 투입이 예정되어 있으며 선가동 라인들은 이미 BEP 가동률을 넘어선 것으로 추정한다. 추가 생산 라인 가동 시 국내 제품 포트폴리오 보완에 기인한 국내 라면 시장점유율 반등도 기대해볼 수 있다.

Peak-out하는 원가 상승 부담

국내 경쟁사의 라면 가격 인상 결정으로 삼양식품 역시 국내 라면 가격 인상에 동참할 가능성이 높으며 국내 라면 가격 조정 시 수출 라면 가격 조정도 함께 이뤄질 가능성이 높다고 판단한다. 라면 제조 기업들의 원가 상승 부담은 3분기가 Peak일 가능성이 높다. 또한 주요 원재료 생산이 내재화되어 있는 삼양식품은 원가 하락 시기에 보다 빠르고 큰 이익 스프레드 개선이 가능할 것으로 추정된다.

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER에 20% 할증 적용해 목표주가를 산출하였다. 해외 수출 매출액이 안정적인 성장세를 기록함에 따라 Peer group 간의 Valuation gap 축소가 기대된다. 음식료 업종 Top Pick으로 추천한다.

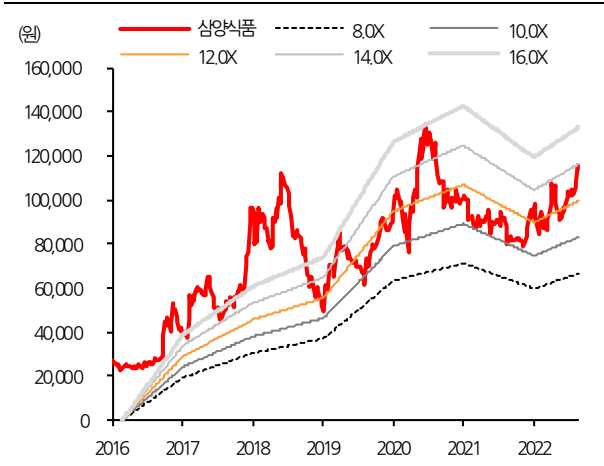
[표11] 삼양식품 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	140	148	162	193	202	255	231	271	642	960	1,112
국내	62	61	65	69	69	72	71	73	256	285	297
해외	78	87	97	124	134	183	160	198	386	675	815
YoY(%)	-10.5	-15.1	-3.2	27.7	44.4	72.8	43.0	40.6	-1.0	49.4	15.8
국내	-23.8	-10.4	-6.8	-0.8	11.3	19.2	10.0	5.1	-11.0	11.2	4.2
해외	3.8	-18.2	-0.7	52.0	70.5	110.4	65.1	60.3	7.0	74.9	20.8
매출액 비중(%)											
국내	44.1	41.2	40.1	35.8	34.0	28.4	30.8	26.8	39.9	29.7	26.7
해외	55.9	58.8	59.9	64.2	66.0	71.6	69.2	73.2	60.1	70.3	73.3
영업이익	14	14	15	22	25	27	25	31	65	108	131
YoY(%)	-46.2	-51.7	-35.0	36.3	70.7	91.9	65.1	42.2	-31.5	64.6	22.1
영업이익률(%)	10.3	9.6	9.4	11.2	12.1	10.7	10.9	11.3	10.2	11.2	11.8

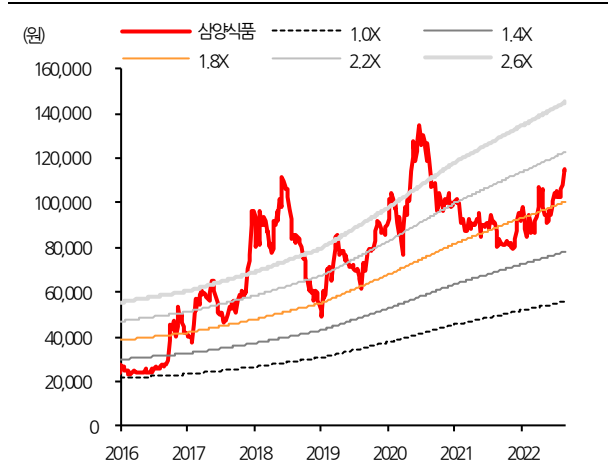
자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 삼양식품 PER Band 차트



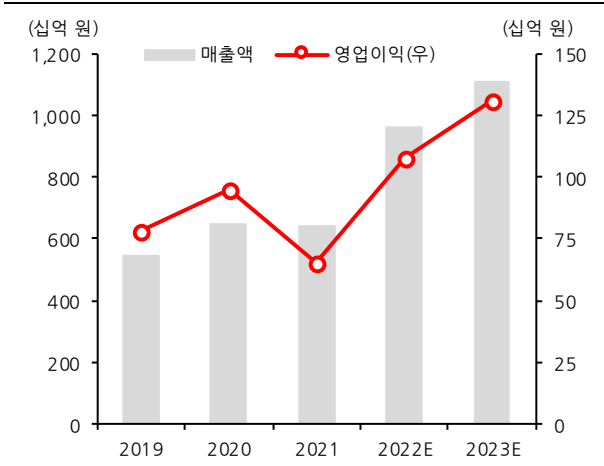
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 삼양식품 PBR Band 차트



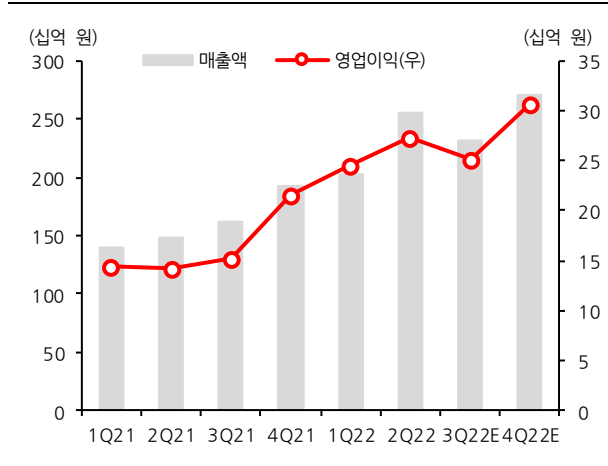
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 삼양식품 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 삼양식품 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	544	649	642	960	1,112
매출총이익	157	191	171	259	304
영업이익	78	95	65	108	131
EBITDA	90	109	81	133	157
순이자손익	0	0	1	0	0
외화관련손익	1	-5	6	-1	3
지분법손익	0	-1	0	3	0
세전계속사업손익	78	91	72	113	135
당기순이익	60	68	57	87	102
지배주주순이익	60	67	56	86	101
증가율(%)					
매출액	15.8	19.3	-1.0	49.5	15.8
영업이익	41.9	21.8	-31.4	64.6	22.1
EBITDA	39.5	20.1	-25.8	64.8	18.1
순이익	70.0	13.2	-16.6	53.2	17.3
이익률(%)					
매출총이익률	28.9	29.5	26.6	27.0	27.3
영업이익률	14.4	14.7	10.2	11.2	11.8
EBITDA 이익률	16.6	16.7	12.6	13.8	14.1
세전이익률	14.4	14.0	11.2	11.8	12.2
순이익률	11.0	10.5	8.8	9.0	9.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	53	81	58	144	119
당기순이익	60	68	57	87	102
자산상각비	12	13	15	25	26
운전자본증감	-28	-22	-13	39	-7
매출채권 감소(증가)	-13	1	-10	-15	-5
재고자산 감소(증가)	-4	-7	-10	11	-6
매입채무 증가(감소)	7	-1	24	46	4
투자현금흐름	-12	-66	-173	-113	-36
유형자산처분(취득)	-13	-65	-139	-105	-31
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-3	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-42	31	-1
재무현금흐름	-6	3	125	-4	-38
차입금의 증가(감소)	-1	11	131	20	-25
자본의 증가(감소)	-3	-6	-6	-18	-13
배당금의 지급	-3	-6	-6	-14	-13
총현금흐름	79	100	77	115	126
(-)운전자본증가(감소)	14	-27	49	-25	7
(-)설비투자	13	66	140	105	31
(+)자산매각	0	0	-1	-3	-1
Free Cash Flow	52	61	-113	32	86
(-)기타투자	13	49	-46	22	2
잉여현금	39	12	-67	11	84
NOPLAT	60	71	51	83	99
(+) Dep	12	13	15	25	26
(-)운전자본투자	14	-27	49	-25	7
(-)Capex	13	66	140	105	31
OpFCF	45	46	-122	28	86

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

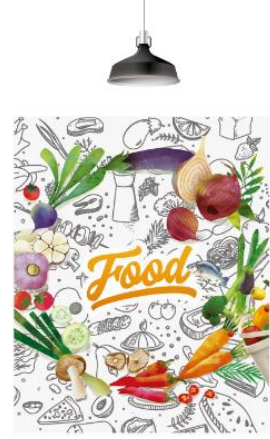
(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	185	200	279	320	378
현금성자산	99	116	132	161	207
매출채권	55	45	58	82	87
재고자산	28	34	45	63	69
비유동자산	286	356	474	566	575
투자자산	35	42	47	33	35
유형자산	246	309	421	481	487
무형자산	5	5	6	52	53
자산총계	470	556	753	886	954
유동부채	149	164	182	218	213
매입채무	77	98	117	146	150
유동성이자부채	59	48	53	52	42
비유동부채	33	45	175	212	197
비유동이자부채	6	27	157	190	175
부채총계	183	209	357	431	410
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	231	290	339	410	499
자본조정	3	2	2	-5	-5
자기주식	0	0	0	-5	-5
자본총계	288	347	396	455	543

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	7,906	8,922	7,480	11,460	13,413
BPS	37,661	45,470	51,824	60,377	72,090
DPS	800	800	1,000	1,600	1,900
CFPS	10,546	13,308	10,209	15,305	16,754
ROA(%)	13.5	13.1	8.6	10.5	11.0
ROE(%)	23.1	21.5	15.4	20.4	20.2
ROIC(%)	25.8	26.4	13.5	16.7	18.6
Multiples(x, %)					
PER	11.4	11.3	12.7	9.6	8.2
PBR	2.4	2.2	1.8	1.8	1.5
PSR	1.2	1.2	1.1	0.9	0.7
PCR	8.5	7.6	9.3	7.2	6.6
EV/EBITDA	7.1	6.6	9.8	6.9	5.4
배당수익률	0.9	0.8	1.1	1.4	1.7
안정성(%)					
부채비율	63.5	60.2	90.3	94.6	75.6
Net debt/Equity	-11.7	-11.9	19.6	17.8	1.8
Net debt/EBITDA	-37.4	-38.1	96.0	61.0	6.1
유동비율	123.5	122.3	152.9	146.6	177.6
이자보상배율(배)	50.5	104.1	182.2	71.6	145.2
자산구조(%)					
투하자본	64.5	65.3	72.2	73.0	69.0
현금+투자자산	35.5	34.7	27.8	27.0	31.0
자본구조(%)					
차입금	18.6	17.7	34.6	34.7	28.6
자기자본	81.4	82.3	65.4	65.3	71.4



대상 (001680)

신성장동력 모색의 시기

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 30,000원

현재 주가(8/30)	22,650원
상승여력	▲32.5%
시가총액	7,848억원
발행주식수	34,648천주
52 주 최고가 / 최저가	26,050 / 19,700원
90 일 일평균 거래대금	24.89억원
외국인 지분율	10.6%

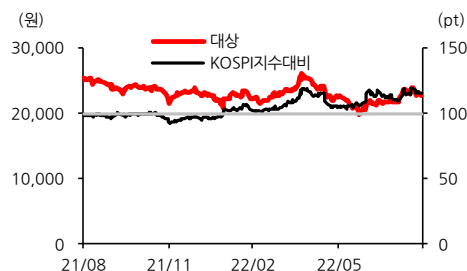
주주 구성	
대상홀딩스 (외 4 인)	44.3%
국민연금공단 (외 1 인)	12.4%
김재갑 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.9	-0.2	1.8	-10.7
상대수익률(KOSPI)	3.9	8.0	11.0	11.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,113	3,470	4,070	4,282
영업이익	174	153	160	188
EBITDA	279	263	277	301
지배주주순이익	125	144	95	108
EPS	3,583	4,128	2,755	3,130
순차입금	337	388	562	552
PER	7.3	5.6	8.2	7.2
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.5	4.6	4.9	4.5
배당수익률	2.7	3.4	3.5	3.5
ROE	12.0	12.5	7.5	8.0

주가 추이



대상은 식품, 소재 사업을 영위하고 있는 종합식품 기업입니다. 국내 식품 시장에서는 편의식 포트폴리오 확대, 해외 식품 시장에서는 인도네시아, 베트남, 미국 등 각 국가별 주력 카테고리 육성에 집중하고 있습니다.

신성장동력 모색의 시기

2021년 2분기 런칭한 편의식 신규 브랜드 호밍스 중심의 매출 성장세가 이어질 전망이나 매출 증대를 위해 확대한 광고판매비 증가 부담은 단기간 내 완화되기 어려울 전망이다. 라이선 업황 개선으로 소재 부문 호실적이 이어진 바 있어 점차 기저부담이 부각될 가능성이 높다. 고부가가치 소재 발굴로 기저부담을 경감시키고자 하나 실적 추정에 구체적으로 반영하기에는 아직 모호하다고 판단한다. 인도네시아 법인은 거래처 확대로, 베트남 법인은 K-Food 판매량 증가로 매출 고성장세는 지속될 전망이나 이익 레벨에 대한 눈높이를 상향하기에는 다소 이르다는 판단이다.

원가 안정화 기대 vs 소재 기저 부담

최근 4개 분기 동안 원재료 가격 상승 영향으로 제조원가율은 4.5%p 상승한 것으로 추정된다. 별도 식품, 해외 사업 부문에서 주요 원재료 가격 상승 부담이 가중되었기 때문이다. 개별 품목별 원재료 가격 추세는 상이하지만 제조원가율 상승 추세는 2분기가 정점일 것으로 추정하였다. 다만 최근 연결 실적 개선을 주도한 소재 사업 부문의 변동성 확대 가능성도 배제할 수는 없다.

투자의견 BUY, 목표주가 30,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER을 적용해 목표주가를 산출하였다. 현재 대상의 12M Fwd PER은 6.8배에 불과하다. 국내 음식료 업종 평균 대비 할인되어 거래되고 있으며 Historical Band 하단에 위치해있다. 최근 제조원가율 상승과 매출 활성화와 비용 상승에 대한 기저 효과로 투자릿 수의 이익 증가 흐름은 지속될 전망이나, 신성장 동력들에 대한 이익 기여 확인시 보다 의미 있는 주가 반등이 가능할 전망이다.

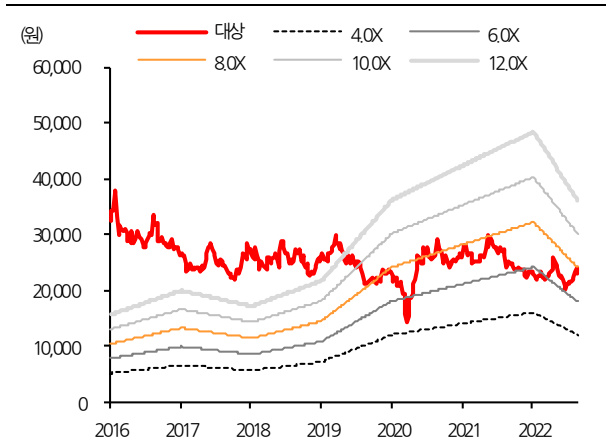
[표12] 대상 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	817	832	916	905	987	1,026	1,038	1,019	3,470	4,070	4,282
별도	675	699	745	757	813	829	838	836	2,875	3,316	3,441
식품	475	477	538	495	526	550	604	547	1,984	2,227	2,321
소재	200	222	207	262	287	280	233	289	891	1,089	1,120
PT 미원	64	63	72	78	81	91	100	105	277	377	418
미원베트남	30	30	30	38	40	45	35	43	129	162	187
득비엣	10	8	10	10	12	12	11	11	38	46	51
기타 및 연결조정	38	32	60	21	40	49	54	24	151	168	185
YoY (%)	8.1	6.4	9.6	22.4	20.8	23.4	13.3	12.5	11.5	17.3	5.2
별도	5.0	7.6	6.2	23.8	20.4	18.6	12.5	10.5	10.4	15.3	3.8
식품	10.0	7.5	2.5	14.9	10.7	15.4	12.4	10.6	8.4	12.2	4.2
소재	-5.3	7.9	17.4	44.8	43.5	25.7	12.8	10.5	15.1	22.2	2.8
PT 미원	0.8	10.6	22.0	35.5	27.8	45.3	39.1	33.3	16.9	36.3	10.7
미원베트남	4.1	10.3	10.5	34.1	31.7	48.0	15.8	10.7	14.8	25.6	15.4
득비엣	-11.3	-19.3	-0.4	3.5	23.1	56.1	10.3	9.8	-7.0	22.9	10.3
기타 및 연결조정	310.2	-16.2	53.2	-32.3	6.7	51.9	-8.9	12.3	27.6	11.0	10.3
매출액 비중 (%)											
별도	82.7	84.0	81.3	83.6	82.4	80.8	80.7	82.1	82.9	81.5	80.4
식품	58.2	57.3	58.7	54.7	53.3	53.6	58.2	53.7	57.2	54.7	54.2
소재	24.5	26.7	22.6	28.9	29.1	27.2	22.5	28.4	25.7	26.8	26.2
PT 미원	7.8	7.5	7.9	8.7	8.3	8.9	9.7	10.3	8.0	9.3	9.8
미원베트남	3.7	3.6	3.3	4.2	4.0	4.4	3.3	4.2	3.7	4.0	4.4
득비엣	1.2	0.9	1.1	1.1	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
기타 및 연결조정	4.6	3.9	6.5	2.4	4.1	4.8	5.2	2.4	4.4	4.1	4.3
영업이익	54	46	36	17	43	49	46	22	153	160	188
별도	44	41	29	16	44	46	42	17	129	148	162
식품	31	24	27	5	23	21	30	6	87	80	88
소재	13	17	2	11	21	25	11	11	42	68	74
PT 미원	5	0	1	1	-1	0	1	2	8	2	13
미원베트남	2	1	1	2	0	1	1	1	5	3	5
기타 및 연결조정	3	4	6	-1	0	1	3	2	11	6	7
YoY (%)	9.3	-25.4	-37.4	178.5	-21.5	6.8	28.8	28.6	-12.1	4.4	17.5
별도	11.9	-19.0	-39.2	흑전	-1.4	12.6	45.7	9.6	-4.8	14.8	9.5
식품	21.9	-30.2	-37.7	흑전	-26.6	-12.5	11.7	27.0	-11.8	-7.9	10.0
소재	-6.5	5.7	-57.2	190.5	59.7	48.8	642.9	2.2	14.0	61.6	8.9
PT 미원	-30.3	-92.3	-85.2	-79.5	적전	0.0	0.3	167.2	-67.8	-67.9	444.2
미원베트남	38.5	-12.5	14.3	533.3	-83.3	57.1	30.2	-57.5	67.7	-37.5	61.4
기타 및 연결조정	114.2	-22.0	58.8	적전	-91.5	-62.8	-53.3	흑전	-8.1	-46.5	21.3
영업이익률 (%)	6.7	5.5	3.9	1.9	4.3	4.7	4.5	2.2	4.4	3.9	4.4
별도	6.5	5.8	3.8	2.1	5.4	5.5	5.0	2.1	4.5	4.5	4.7
식품	6.6	5.0	5.0	1.0	4.4	3.8	5.0	1.1	4.4	3.6	3.8
소재	6.4	7.5	0.7	3.0	7.2	8.8	4.9	3.9	4.7	6.2	6.6
PT 미원	8.3	0.6	1.2	7.0	-1.6	0.4	0.9	2.3	2.7	0.6	3.1
미원베트남	5.9	2.3	2.7	1.5	0.8	2.5	3.0	1.9	4.0	2.0	2.8
기타 및 연결조정	6.9	9.5	8.0	5.2	0.5	2.3	4.0	5.2	7.6	3.7	4.0

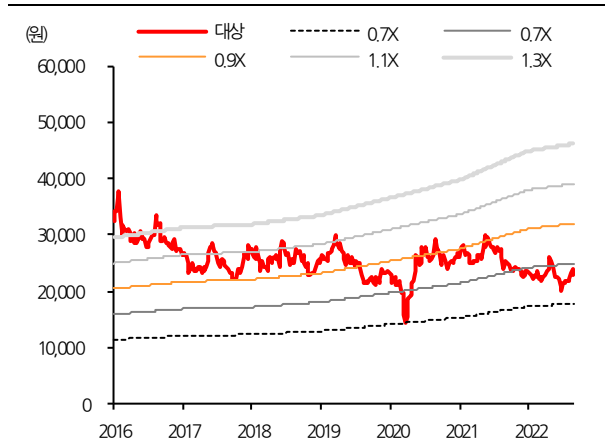
자료: 대상, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 대상 PER Band 차트



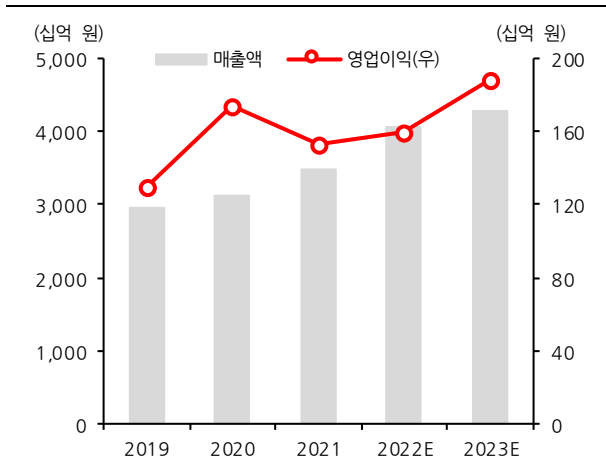
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 대상 PBR Band 차트



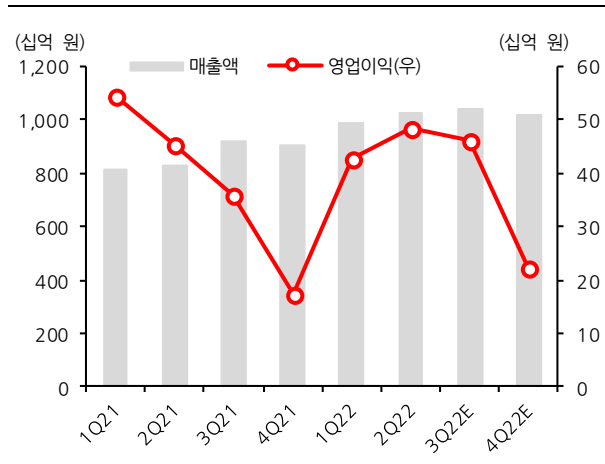
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 대상 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 대상 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,964	3,113	3,470	4,070	4,282
매출총이익	754	847	883	987	1,064
영업이익	130	174	153	160	188
EBITDA	229	279	263	277	301
순이자손익	-18	-16	-14	-15	-13
외화관련손익	4	3	-6	-7	-7
지분법손익	24	1	12	4	3
세전계속사업손익	151	191	184	127	151
당기순이익	109	127	145	95	109
지배주주순이익	107	125	144	95	108
증가율(%)					
매출액	0.2	5.0	11.5	17.3	5.2
영업이익	8.0	34.3	-12.1	4.4	17.5
EBITDA	13.0	22.3	-5.7	5.3	8.5
순이익	66.5	16.7	14.1	-34.3	14.0
이익률(%)					
매출총이익률	25.5	27.2	25.5	24.3	24.9
영업이익률	4.4	5.6	4.4	3.9	4.4
EBITDA 이익률	7.7	9.0	7.6	6.8	7.0
세전이익률	5.1	6.1	5.3	3.1	3.5
순이익률	3.7	4.1	4.2	2.3	2.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	167	121	59	51	184
당기순이익	109	127	145	95	109
자산상각비	99	105	110	117	113
운전자본증감	-38	-115	-189	-186	-35
매출채권 감소(증가)	-3	-3	-71	-26	-20
재고자산 감소(증가)	-26	-46	-140	-96	-33
매입채무 증가(감소)	-6	-4	98	-72	23
투자현금흐름	-50	130	-30	-170	-146
유형자산처분(취득)	-12	-79	-152	-129	-129
무형자산 감소(증가)	-4	-7	-3	-5	-4
투자자산 감소(증가)	-78	173	-5	-21	-1
재무현금흐름	-55	32	47	-46	-30
차입금의 증가(감소)	-27	70	99	-4	-1
자본의 증가(감소)	-20	-22	-25	-29	-29
배당금의 지급	-20	-22	-25	-29	-29
총현금흐름	263	323	290	269	219
(-)운전자본증가(감소)	59	-74	65	132	35
(-)설비투자	110	104	160	130	130
(+)자산매각	93	17	5	-4	-3
Free Cash Flow	187	311	70	4	51
(-)기타투자	-65	145	-7	70	12
잉여현금	252	166	77	-66	39
NOPLAT	94	116	121	120	135
(+) Dep	99	105	110	117	113
(-)운전자본투자	59	-74	65	132	35
(-)Capex	110	104	160	130	130
OpFCF	24	192	6	-25	83

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

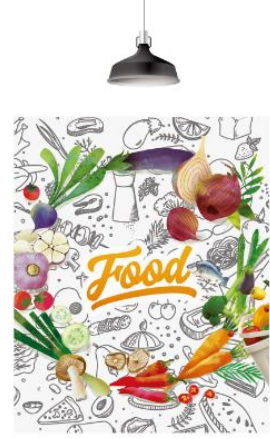
(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,078	1,302	1,523	1,505	1,574
현금성자산	253	534	617	449	458
매출채권	274	269	346	382	403
재고자산	345	375	515	610	643
비유동자산	1,312	1,226	1,347	1,490	1,524
투자자산	233	180	243	299	314
유형자산	961	936	993	1,074	1,094
무형자산	119	110	112	116	116
자산총계	2,390	2,528	2,871	2,995	3,098
유동부채	795	782	954	1,047	1,127
매입채무	303	322	412	431	454
유동성이자부채	425	394	493	568	624
비유동부채	580	645	670	615	559
비유동이자부채	411	477	512	443	386
부채총계	1,375	1,427	1,623	1,662	1,686
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	723	828	947	1,014	1,094
자본조정	-56	-75	-51	-34	-34
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,015	1,102	1,247	1,332	1,412

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	3,070	3,583	4,128	2,755	3,130
BPS	27,689	30,083	34,063	36,408	38,621
DPS	600	700	800	800	800
CFPS	7,289	8,976	8,057	7,472	6,077
ROA(%)	4.7	5.1	5.3	3.3	3.6
ROE(%)	11.2	12.0	12.5	7.5	8.0
ROIC(%)	6.3	7.9	8.1	7.1	7.4
Multiples(x, %)					
PER	7.6	7.3	5.6	8.2	7.2
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	3.2	2.9	2.9	3.0	3.7
EV/EBITDA	6.1	4.5	4.6	4.9	4.5
배당수익률	2.6	2.7	3.4	3.5	3.5
안정성(%)					
부채비율	135.5	129.5	130.2	124.8	119.4
Net debt/Equity	57.4	30.6	31.1	42.2	39.1
Net debt/EBITDA	255.1	120.5	147.3	202.8	183.4
유동비율	135.6	166.6	159.7	143.8	139.6
이자보상배율(배)	5.3	8.4	8.7	7.5	9.5
자산구조(%)					
투하자본	76.0	66.1	64.7	70.5	70.6
현금+투자자산	24.0	33.9	35.3	29.5	29.4
자본구조(%)					
차입금	45.2	44.2	44.6	43.1	41.7
자기자본	54.8	55.8	55.4	56.9	58.3



SPC삼립 (005610)

눈앞에 다가온 전사업부 턴어라운드

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 100,000원

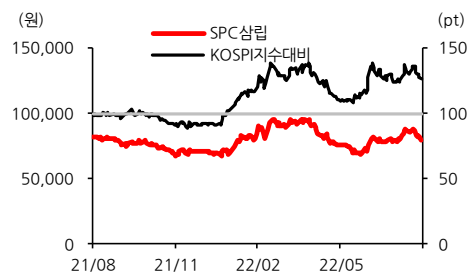
현재 주가(8/30)	80,000원
상승여력	▲25.0%
시가총액	6,903억원
발행주식수	8,629천주
52 주 최고가 / 최저가	95,900 / 67,100원
90 일 일평균 거래대금	11.03억원
외국인 지분율	3.0%
주주 구성	
파리크라상 (외 6 인)	73.6%
자사주 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.3	4.7	-4.9	-1.7
상대수익률(KOSPI)	1.3	12.9	4.3	20.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,543	2,947	3,391	3,723
영업이익	51	66	91	104
EBITDA	143	158	181	189
지배주주순이익	-12	40	56	67
EPS	-1,444	4,687	6,515	7,754
순차입금	552	514	425	329
PER	-49.9	15.1	12.3	10.3
PBR	2.1	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.2	7.1	6.2	5.4
배당수익률	1.5	2.1	1.9	2.0
ROE	-4.0	12.7	15.7	16.4

주가 추이



SPC 삼립은 국내 1 위 제빵 기업입니다. 1 위 기업으로서 국내 제빵 시장의 카테고리 다변화를 주도하며 고부가가치 제품판매를 확대 중입니다. 제빵 사업을 중심으로 육가공, 신선/편의식품의 B2C 매출이 지속적으로 확대될 전망이며 수익성 중심의 경영으로 유통 사업부의 이익 기여도 확대가 기대됩니다.

식지 않는 열풍

지난 2월 출시된 Bakery 신제품 인기로 주가 반등이 이어졌던 바 있다. CAPA 증설 없이도 관련 제품 군을 확장해가며 신제품 매출액이 전분기 대비 확대되는 추세가 지속되고 있다. 관련 라인업 확대 및 겨울 시즌 제품 판매 호조가 예상되어 하반기 Bakery 매출 성장률은 +16% yoy, 영업이익 증가율은 +17% yoy로 전사 실적 개선의 상당 부분이 Bakery에서 발생될 것으로 기대한다.

기다림 끝에 찾아온 리오프닝

코로나19 팬데믹 기간동안 손익이 크게 악화되었던 Food 사업부는 Brand/휴게소를 중심으로 수익성 회복이 예상된다. 맥분 사업부는 거래처 확대에 기인한 물량 성장이 지속될 것으로 기대하며 투입원가 부담은 빠르면 2분기, 늦어도 3분기에는 정점을 통과할 전망이다. 연결 기준 매출액 비중 50%를 차지하는 유통 사업부의 턴어라운드가 이익 추정치의 상향 조정을 주도할 전망이다. 저수익 거래처 디마케팅에 집중해온 유통 사업부는 구조조정 효과와 리오프닝에 따른 물동량 증가에 기인한 이익 기여 확대가 예상되기 때문이다. 최근 국내 코로나19 신규 확진자 수가 재차 증가되는 양상이지만 팬데믹 장기화로 민감도가 낮아져 외부 활동 트래픽과 신규 확진자 수 간의 상관관계가 약화되고 있는 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER에 30%를 할증해 목표 주가를 산정하였다. 현재 12M Fwd PER은 11.0배로 업종 평균 수준에 위치해있으나 불확실성이 확대되었던 외부 변수들이 제거되며 전체 사업부의 턴어라운드가 가시화될 전망이다. 과거 대비 증진된 체력으로 이익 레벨이 상향 조정되며 점진적인 주가 반등이 기대된다.

[표13] SPC 삼립 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	653	715	746	833	725	815	873	979	2,947	3,391	3,723
Bakery	161	161	157	202	175	204	184	231	681	794	834
Food	158	172	179	182	178	201	199	188	691	766	802
유통	315	367	428	376	347	394	434	379	1,486	1,554	1,608
기타	70	71	39	133	83	83	47	142	312	355	388
조정	18	16	-18	73	25	16	9	38	89	88	91
YoY (%)	10.5	15.5	13.4	23.4	11.1	14.0	17.0	17.5	15.9	15.1	9.8
Bakery	9.2	7.2	1.0	5.0	8.7	26.8	17.3	14.5	5.5	16.7	5.0
Food	3.3	11.8	10.6	19.6	12.8	17.0	11.3	3.4	11.3	11.0	4.6
유통	15.5	23.0	33.1	21.1	9.9	7.5	1.3	0.9	23.5	4.6	3.5
기타	7.2	8.3	-44.0	87.8	19.6	17.5	20.6	6.5	15.4	13.7	9.4
조정	3.6	-8.9	-194.7	263.2	37.2	0.8	-150.9	-47.9	20.4	-1.1	2.7
매출액 비중 (%)											
Bakery	24.7	22.5	21.0	24.2	24.1	25.0	21.1	23.6	23.1	23.4	22.4
Food	24.2	24.0	24.0	21.8	24.6	24.6	22.8	19.2	23.4	22.6	21.5
유통	48.3	51.3	57.4	45.1	47.8	48.4	49.7	38.8	50.4	45.8	43.2
기타	10.7	9.9	5.2	16.0	11.5	10.2	5.4	14.5	10.6	10.5	10.4
조정	2.8	2.2	-2.4	8.8	3.4	2.0	1.1	3.9	3.0	2.6	2.4
영업이익	10	15	14	27	14	24	19	34	66	91	104
Bakery	10	10	10	25	12	15	12	29	55	67	70
Food	0	4	3	2	1	5	4	5	9	14	23
유통	0	1	2	0	1	4	3	1	2	8	11
기타	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1
조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY (%)	52.9	56.7	4.6	25.6	30.1	61.5	38.8	26.0	29.4	37.1	14.2
Bakery	25.2	34.7	19.7	26.0	17.0	47.0	19.8	15.4	26.1	22.2	4.6
Food	흑전	흑전	2.7	-10.6	109.8	29.5	54.2	98.6	817.7	57.2	59.6
유통	적전	-55.4	7.3	적전	흑전	284.7	108.4	흑전	-51.5	299.9	26.9
기타	-59.9	적전	적전	적지	29.6	흑전	적지	적지	-98.2	1,271.7	135.0
조정	적지	적전	흑전	흑전	흑전	적지	적전	689.2	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	1.6	2.0	1.9	3.3	1.9	2.9	2.2	3.5	2.2	2.7	2.8
Bakery	6.3	6.2	6.2	12.4	6.8	7.2	6.3	12.5	8.1	8.5	8.4
Food	0.2	2.2	1.5	1.3	0.3	2.4	2.1	2.5	1.3	1.9	2.8
유통	-0.1	0.3	0.4	0.0	0.2	0.9	0.8	0.2	0.1	0.5	0.7
기타	0.6	0.0	-0.8	0.0	0.6	0.6	-0.8	0.0	0.0	0.2	0.4
조정	-0.2	-0.7	-0.6	0.0	0.1	-1.1	-0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1
영업이익 비중 (%)											
Bakery	97.7	68.8	69.7	92.0	87.8	62.6	60.2	84.3	83.1	74.1	67.9
Food	2.7	25.5	19.7	8.5	4.4	20.5	21.9	13.4	13.7	15.7	22.0
유통	-3.8	6.5	12.0	-0.4	3.9	15.5	18.0	2.2	3.2	9.2	10.3
기타	3.7	-0.1	-2.2	-0.1	3.7	2.2	-1.9	-0.1	0.1	0.7	1.4
조정	-0.3	-0.7	0.8	0.0	0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1

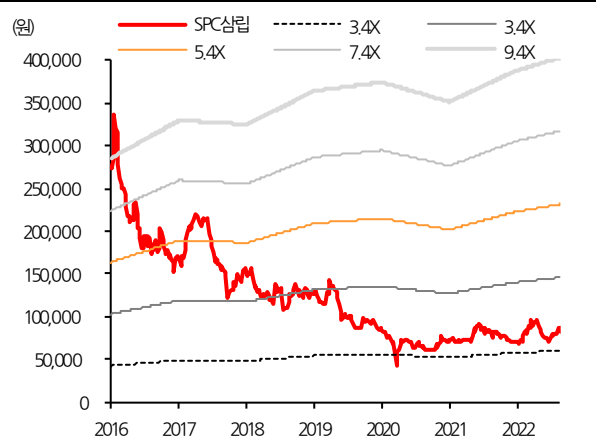
자료: SPC삼립, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] SPC 삼립 PER Band 차트



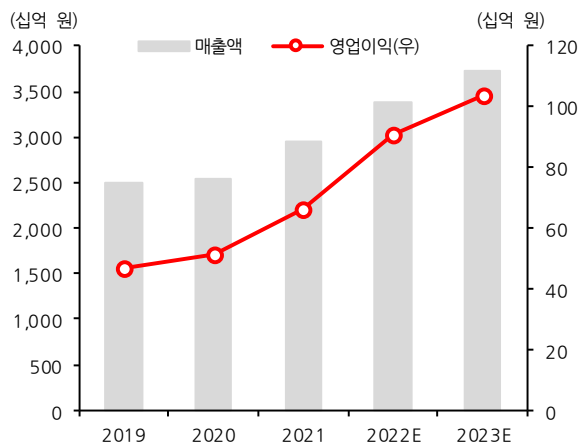
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] SPC 삼립 PBR Band 차트



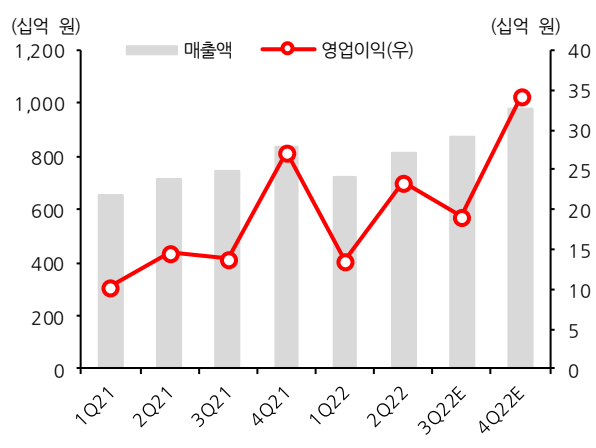
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] SPC 삼립 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림122] SPC 삼립 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,499	2,543	2,947	3,391	3,723
매출총이익	382	413	473	568	626
영업이익	47	51	66	91	104
EBITDA	116	143	158	181	189
순이자손익	-8	-10	-9	-11	-10
외화관련손익	-1	2	0	1	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	22	4	53	74	89
당기순이익	20	-12	40	56	67
지배주주순이익	20	-12	40	56	67
증가율(%)					
매출액	12.6	1.7	15.9	15.1	9.8
영업이익	-21.6	8.8	29.4	37.1	14.2
EBITDA	21.1	22.6	10.4	14.9	4.6
순이익	-52.0	적전	흑전	38.9	19.0
이익률(%)					
매출총이익률	15.3	16.2	16.0	16.8	16.8
영업이익률	1.9	2.0	2.2	2.7	2.8
EBITDA 이익률	4.7	5.6	5.3	5.3	5.1
세전이익률	0.9	0.2	1.8	2.2	2.4
순이익률	0.8	-0.5	1.4	1.7	1.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	95	107	97	133	164
당기순이익	20	-12	40	56	67
자산상각비	69	92	91	90	86
운전자본증감	-40	-13	-64	-24	11
매출채권 감소(증가)	-32	-53	-52	-52	3
재고자산 감소(증가)	2	16	-41	-20	-6
매입채무 증가(감소)	11	14	53	79	16
투자현금흐름	-70	-80	-47	-46	-56
유형자산처분(취득)	-64	-66	-45	-43	-48
무형자산 감소(증가)	-1	-2	0	-3	-4
투자자산 감소(증가)	0	14	0	0	-1
재무현금흐름	-16	-29	-56	-22	-64
차입금의 증가(감소)	-11	-23	-50	-13	-51
자본의 증가(감소)	-5	-6	-6	0	-13
배당금의 지급	-5	-6	-6	0	-13
총현금흐름	153	140	182	172	153
(-)운전자본증가(감소)	-25	-12	37	12	-11
(-)설비투자	83	78	53	43	48
(+)자산매각	19	11	8	-3	-4
Free Cash Flow	114	84	99	114	112
(-)기타투자	71	52	29	11	3
잉여현금	43	33	71	103	110
NOPLAT	43	-157	51	69	78
(+) Dep	69	92	91	90	86
(-)운전자본투자	-25	-12	37	12	-11
(-)Capex	83	78	53	43	48
OpFCF	55	-131	52	104	128

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	370	364	445	586	636
현금성자산	36	16	22	94	140
매출채권	207	245	282	318	315
재고자산	124	98	132	147	154
비유동자산	826	818	778	723	691
투자자산	64	89	81	76	79
유형자산	748	714	681	629	593
무형자산	14	14	16	17	20
자산총계	1,196	1,182	1,223	1,308	1,328
유동부채	454	568	577	654	648
매입채무	264	284	319	372	389
유동성이자부채	180	267	239	260	237
비유동부채	420	311	311	272	244
비유동이자부채	405	301	297	259	231
부채총계	874	879	888	927	892
자본금	43	43	43	43	43
자본잉여금	13	13	13	13	13
이익잉여금	305	285	317	364	418
자본조정	-38	-38	-37	-38	-38
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50
자본총계	323	303	335	382	436

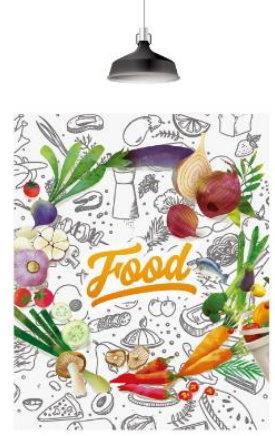
주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	2,341	-1,444	4,687	6,515	7,754
BPS	37,411	35,114	38,826	44,240	50,494
DPS	1,104	1,104	1,500	1,500	1,600
CFPS	17,718	16,199	21,063	19,939	17,702
ROA(%)	2.1	-1.0	3.4	4.4	5.1
ROE(%)	6.3	-4.0	12.7	15.7	16.4
ROIC(%)	6.3	-18.3	6.0	8.4	10.1
Multiples(x, %)					
PER	37.3	-49.9	15.1	12.3	10.3
PBR	2.3	2.1	1.8	1.8	1.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	4.9	4.4	3.4	4.0	4.5
EV/EBITDA	11.2	8.2	7.1	6.2	5.4
배당수익률	1.3	1.5	2.1	1.9	2.0
안정성(%)					
부채비율	270.7	290.1	265.0	242.7	204.7
Net debt/Equity	170.1	182.3	153.4	111.4	75.4
Net debt/EBITDA	471.4	386.8	326.1	234.7	173.4
유동비율	81.5	64.1	77.1	89.5	98.2
이자보상배율(배)	5.4	4.7	7.1	7.9	9.9
자산구조(%)					
투하자본	89.7	89.0	89.0	82.4	77.5
현금+투자자산	10.3	11.0	11.0	17.6	22.5
자본구조(%)					
차입금	64.4	65.2	61.5	57.6	51.8
자기자본	35.6	34.8	38.5	42.4	48.2

동원F&B (049770)

쉽지 않은 영업환경



▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 230,000원

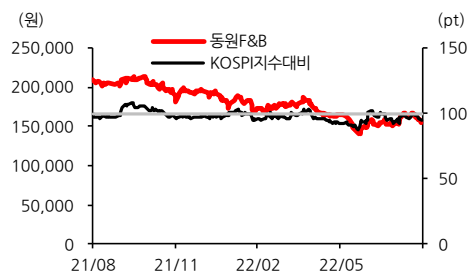
현재 주가(8/30)	155,500원
상승여력	▲47.9%
시가총액	6,001억원
발행주식수	3,859천주
52 주 최고가 / 최저가	214,000 / 140,500원
90 일 일평균 거래대금	4.87억원
외국인 지분율	6.1%
주주 구성	
동원엔터프라이즈 (외 3 인)	74.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.1%
김재욱 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	-6.0	-10.1	-26.0
상대수익률(KOSPI)	2.3	2.2	-0.9	-3.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,170	3,491	4,025	4,285
영업이익	116	130	123	143
EBITDA	182	206	202	219
지배주주순이익	78	69	80	92
EPS	20,194	18,009	20,774	23,758
순차입금	563	675	509	468
PER	8.9	10.8	7.5	6.5
PBR	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.9	6.9	5.5	4.9
배당수익률	2.0	1.8	2.3	2.6
ROE	10.9	9.0	9.4	9.8

주가 추이



동원 F&B 는 일반식품, 조미유통, 사료 사업을 영위하는 종합식품 기업입니다. 국내 참치캔 시장에서 압도적인 점유율 1 위를 유지하고 있습니다.

통제하기 어려운 외부변수

상반기 일반식품 매출액은 온라인 사업부 분사 영향으로 -6% yoy를 기록하였으나 관련 영향 제거 시에는 +4% yoy 성장한 것으로 파악됩니다. 외부 활동 확대에도 수요는 견조하게 유지되고 가격 인상 효과가 반영되면서 두자릿 수의 매출 성장세를 보인 경쟁 기업들 대비 부진한 흐름이었다. 또한 해외 매출 비중은 미미한 반면 수산물, 육가공 등의 수입 원재료 비중이 높아 상반기 별도 기준 매출원가율은 3%p 확대되어 매출총이익과 영업이익이 모두 감소했다.

조미유통의 하드캐리

식재 유통의 탄력적인 가격 전가, 축육 유통 사업 확장 지속으로 조미유통 사업부의 하반기 매출액은 높은 두자릿 수의 성장세를 시현할 전망이다. 조미유통 매출 호조에도 원화 약세, 달러 강세 기조가 지속됨에 따라 일반식품의 매입 원가 상승 부담이 이어지며 하반기 연결 기준 영업이익은 전년 수준에 그칠 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 230,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER을 적용해 목표주가를 산정하였다. 현재 동원F&B의 12M Fwd PER은 7.0배에 불과하다. 하지만 녹록치 않은 영업환경으로 실적 개선은 제한적일 전망이다. 이에 유의미한 주가 반등까지는 상당 시간이 소요될 것으로 예상된다.

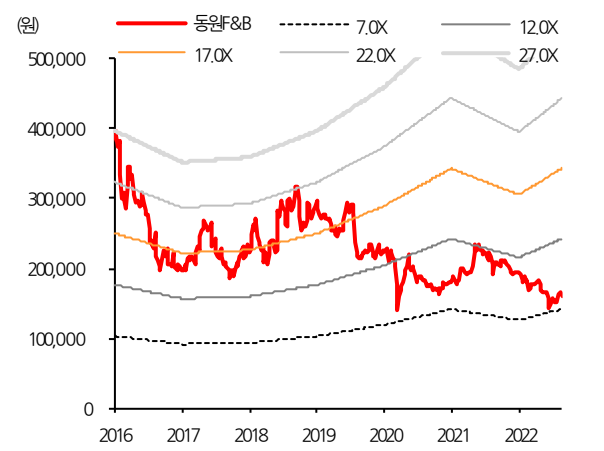
[표14] 동원 F&B 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22 E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	828	810	965	888	948	964	1,107	1,005	3,491	4,025	4,285
일반식품	479	411	522	405	444	396	510	401	1,816	1,751	1,843
조미유통	307	349	395	434	411	468	506	516	1,486	1,900	2,049
사료 및 기타	42	50	48	49	93	100	92	88	188	373	394
YoY (%)	5.6	7.0	7.5	21.3	14.5	19.0	14.7	13.3	10.1	15.3	6.5
일반식품	2.3	-0.9	-1.7	4.5	-7.2	-3.6	-2.3	-0.9	0.9	-3.6	5.2
조미유통	15.6	20.4	24.6	47.2	33.7	33.8	27.9	18.9	27.2	27.9	7.8
사료 및 기타	-15.7	-5.1	-2.8	-2.0	121.3	102.5	90.8	80.6	-6.4	98.0	5.5
매출액 비중 (%)											
일반식품	57.8	50.7	54.1	45.6	46.9	41.1	46.0	39.9	52.0	43.5	43.0
조미유통	37.1	43.1	40.9	48.9	43.4	48.5	45.7	51.3	42.6	47.2	47.8
사료 및 기타	5.1	6.1	5.0	5.5	9.8	10.4	8.3	8.8	5.4	9.3	9.2
영업이익	45	21	49	16	32	22	48	20	130	123	143
일반식품	35	13	37	6	25	10	33	8	90	76	85
조미유통	9	10	12	11	7	11	14	13	41	44	53
사료 및 기타	1	-1	0	-1	0	1	1	-1	-1	2	5
YoY (%)	22.7	26.5	11.9	-19.4	-28.0	7.3	-2.2	29.3	12.1	-5.7	16.3
일반식품	18.3	0.4	3.0	-46.2	-28.6	-17.0	-11.6	45.4	2.1	-15.5	11.6
조미유통	57.2	162.1	64.1	56.7	-21.2	10.2	19.5	17.3	75.9	8.2	19.2
사료 및 기타	-24.2	적전	-55.9	적전	-66.9	흑전	230.4	적지	적전	흑전	122.0
영업이익률 (%)	5.4	2.6	5.1	1.8	3.4	2.3	4.3	2.0	3.7	3.1	3.3
일반식품	7.4	3.1	7.1	1.4	5.7	2.6	6.4	2.0	5.0	4.4	4.6
조미유통	2.8	2.8	3.0	2.5	1.6	2.3	2.8	2.5	2.8	2.3	2.6
사료 및 기타	2.2	-2.9	0.8	-1.7	0.3	1.2	1.4	-0.7	-0.5	0.6	1.2

자료: 동원F&B, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 동원 F&B PER Band 차트



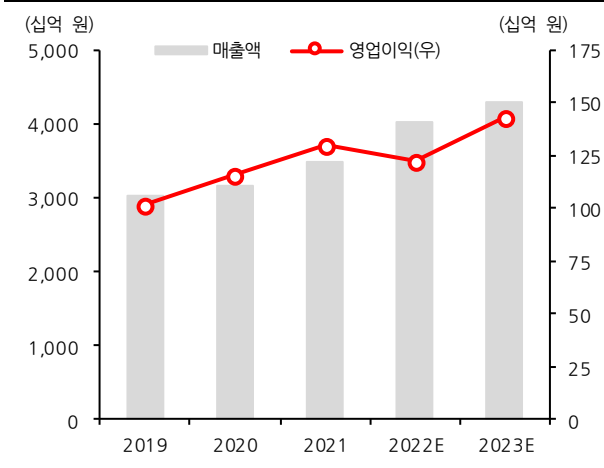
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림124] 동원 F&B PBR Band 차트



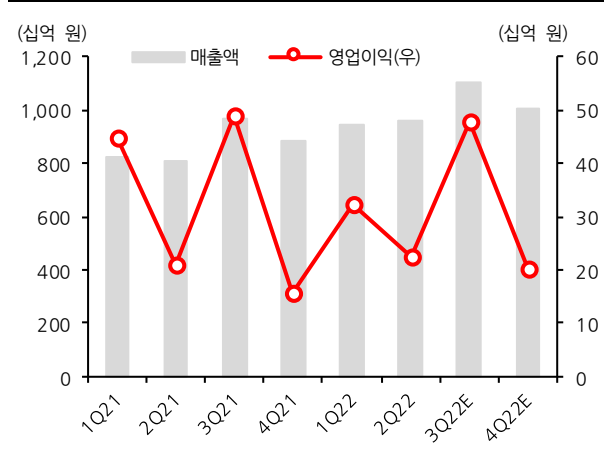
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 동원 F&B 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림126] 동원 F&B 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,030	3,170	3,491	4,025	4,285
매출총이익	682	721	798	871	937
영업이익	101	116	130	123	143
EBITDA	161	182	206	202	219
순이자손익	-13	-14	-13	-13	-15
외화관련손익	-1	0	-2	-5	-5
지분법손익	0	4	0	0	0
세전계속사업손익	87	103	96	105	122
당기순이익	66	78	69	80	92
지배주주순이익	66	78	69	80	92
증가율(%)					
매출액	8.1	4.6	10.1	15.3	6.5
영업이익	16.3	14.7	12.1	-5.7	16.3
EBITDA	21.4	13.0	12.9	-2.0	8.8
순이익	15.7	18.7	-10.8	14.6	15.1
이익률(%)					
매출총이익률	22.5	22.7	22.9	21.6	21.9
영업이익률	3.3	3.7	3.7	3.1	3.3
EBITDA 이익률	5.3	5.7	5.9	5.0	5.1
세전이익률	2.9	3.3	2.7	2.6	2.8
순이익률	2.2	2.5	2.0	2.0	2.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	134	156	160	133	140
당기순이익	66	78	69	80	92
자산상각비	60	66	75	79	76
운전자본증감	-28	-17	-36	-69	-21
매출채권 감소(증가)	-25	-4	-10	-37	-21
재고자산 감소(증가)	-7	20	-48	-31	-29
매입채무 증가(감소)	18	-1	45	-4	21
투자현금흐름	-160	-152	-208	68	-86
유형자산처분(취득)	-176	-86	-70	-73	-74
무형자산 감소(증가)	-2	-5	-3	-3	-4
투자자산 감소(증가)	0	-55	-116	149	0
재무현금흐름	39	6	77	-7	-44
차입금의 증가(감소)	65	33	121	13	-30
자본의 증가(감소)	-12	-12	-14	-14	-14
배당금의 지급	-12	-12	-14	-14	-14
총현금흐름	176	198	223	217	167
(-)운전자본증가(감소)	-3	34	133	-75	27
(-)설비투자	178	88	72	76	77
(+)자산매각	0	-2	-1	0	0
Free Cash Flow	2	74	17	217	62
(-)기타투자	13	-10	-78	149	9
잉여현금	-11	84	94	68	54
NOPLAT	76	88	94	93	107
(+) Dep	60	66	75	79	76
(-)운전자본투자	-3	34	133	-75	27
(-)Capex	178	88	72	76	77
OpFCF	-39	31	-35	171	79

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	679	702	921	1,034	1,093
현금성자산	44	52	82	275	285
매출채권	272	273	283	320	341
재고자산	356	331	399	430	459
비유동자산	895	982	1,015	1,029	1,040
투자자산	139	208	236	241	249
유형자산	677	690	700	710	712
무형자산	79	84	79	79	79
자산총계	1,574	1,684	1,936	2,063	2,133
유동부채	516	450	691	688	691
매입채무	284	260	314	320	341
유동성이자부채	204	157	342	344	325
비유동부채	376	487	446	476	465
비유동이자부채	345	458	414	440	429
부채총계	892	937	1,137	1,164	1,156
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	111	111	111	111	111
이익잉여금	580	646	702	769	847
자본조정	-29	-30	-34	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	681	747	799	899	977

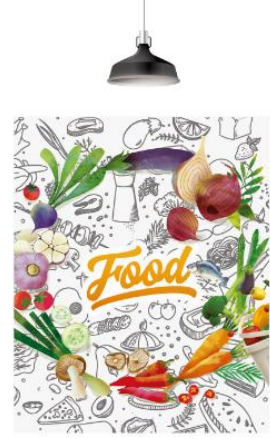
주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	17,015	20,194	18,009	20,774	23,758
BPS	176,519	193,553	206,995	232,878	253,136
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	4,000
CFPS	45,721	51,358	57,657	56,360	43,335
ROA(%)	4.4	4.8	3.8	4.0	4.4
ROE(%)	10.0	10.9	9.0	9.4	9.8
ROIC(%)	6.9	7.1	6.9	6.6	7.7
Multiples(x, %)					
PER	13.3	8.9	10.8	7.5	6.5
PBR	1.3	0.9	0.9	0.7	0.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	4.9	3.5	3.4	2.8	3.6
EV/EBITDA	8.5	6.9	6.9	5.5	4.9
배당수익률	1.3	2.0	1.8	2.3	2.6
안정성(%)					
부채비율	131.0	125.4	142.3	129.5	118.4
Net debt/Equity	74.2	75.3	84.5	56.6	47.9
Net debt/EBITDA	313.6	309.0	328.1	252.4	213.7
유동비율	131.5	156.0	133.2	150.3	158.2
이자보상배율(배)	7.0	7.7	9.0	8.2	8.4
자산구조(%)					
투하자본	86.5	83.2	82.0	72.8	72.6
현금+투자자산	13.5	16.8	18.0	27.2	27.4
자본구조(%)					
차입금	44.7	45.1	48.6	46.6	43.6
자기자본	55.3	54.9	51.4	53.4	56.4

풀무원 (017810)

보여줄 것은 많지만



▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610

Hold (신규)

목표주가(신규): 14,000원

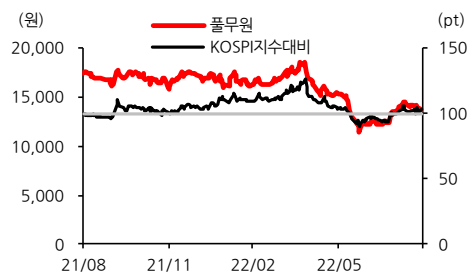
현재 주가(8/30)	13,750원
상승여력	▲1.8%
시가총액	5,242억원
발행주식수	38,121천주
52 주 최고가 / 최저가	18,600 / 11,400원
90 일 일평균 거래대금	7.94억원
외국인 지분율	0.6%
주주 구성	
남승우 (외 8인)	60.1%
한마음평화연구재단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	3.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.9	-11.0	-15.4	-20.7
상대수익률(KOSPI)	1.9	-2.8	-6.2	1.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,311	2,519	2,923	3,090
영업이익	46	39	52	65
EBITDA	167	167	190	209
지배주주순이익	16	13	31	36
EPS	390	314	838	969
순차입금	718	851	921	919
PER	42.4	55.2	16.4	14.2
PBR	1.6	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.1	9.1	7.6	6.9
배당수익률	0.6	0.6	0.8	0.8
ROE	3.8	2.9	6.4	7.0

주가 추이



풀무원은 식품제조유통, 식품서비스유통 사업을 영위하는 종합식품 기업입니다. 국내 B2B 식자재유통을 담당하는 푸드머스, 푸드서비스/컨세션을 담당하는 식품서비스유통 사업부의 객단가 상승 및 객수 회복이 기대됩니다.

부진했던 국내 식품 vs 성장 전환한 해외 식품

상반기 국내 B2C 식품제조를 담당하는 풀무원식품의 주요 제품(두부/나물, 면/Ready Meal, 계란/수산/어묵) 매출액은 +0.9% yoy를 기록했다. 가격 인상 효과 감안 시 판매량이 전년 동기 대비 감소한 것으로 판단된다. 반면 영업 체제 개편으로 매출 감소가 이어졌던 미국 법인 매출액은 성장 전환하였다.

B2B 중심의 실적 개선 기대

풀무원식품의 전년 기저부담과 일본, 미국 법인의 비용 상승 부담이 지속될 전망이다. 하지만 하반기 실적 개선은 국내 B2B 사업부가 주도할 것으로 예상된다. 기업체, 산업체 중심의 신규 수주 확대로 푸드머스 실적 개선이 기대되고 지난 2년간 부침이 이어졌던 식품서비스유통 사업은 리오프닝 효과로 흑자 기조가 이어질 전망이다.

투자의견 HOLD, 목표주가 14,000원 제시

12M Fwd EPS에 국내 음식료 업종 평균 PER에 50%를 할증 적용해 목표주가를 산정하였다. 상반기 대비 하반기 이익 개선 폭이 더욱 확대될 것으로 기대되나 턴어라운드에 대한 기대감이 주가에 선반영 되어 Valuation 매력이 크지 않은 상황이다. 금리 인상기에 9천억 원을 초과하는 높은 차입금 규모도 다소 부담이다.

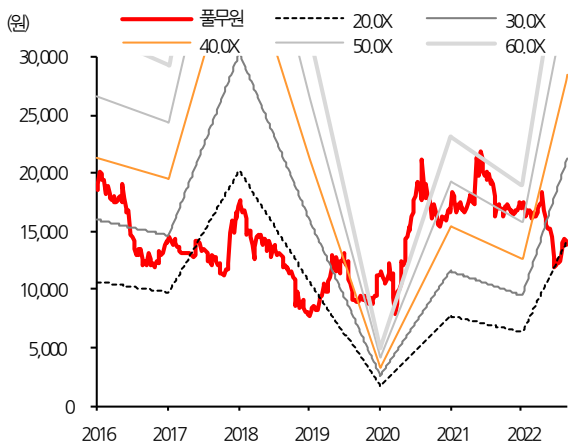
[표15] 플무원 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	581	635	731	572	651	706	839	728	2,519	2,923	3,090
지주	38	28	31	23	39	30	32	25	120	126	130
식품제조유통	470	520	630	549	540	580	691	585	2,168	2,397	2,457
식품서비스유통	112	136	147	137	136	169	171	162	531	638	690
물류	32	35	-	-	-	-	-	-	66	-	-
건강기능	13	14	14	14	13	20	17	16	55	65	69
해외	111	101	116	119	137	135	140	145	447	557	619
중국	19	19	24	26	27	29	31	38	87	124	143
미국	61	53	63	62	78	72	77	74	239	302	341
일본	29	27	27	28	28	29	29	29	110	115	117
기타	2	2	3	3	3	5	4	3	11	15	17
기타	2	2	-	-	-	-	-	-	3	-	-
내부거래	197	200	206	200	214	228	212	205	802	860	876
YoY (%)	3.2	12.4	21.2	-1.4	12.1	11.2	14.7	27.3	9.0	16.1	5.7
지주	17.0	21.6	23.5	-18.2	3.3	7.0	4.2	7.5	10.3	5.2	2.9
식품제조유통	8.8	17.8	31.9	18.9	14.9	11.6	9.8	6.7	19.6	10.5	2.5
식품서비스유통	-11.3	17.9	10.9	11.4	21.3	24.2	16.9	18.8	7.0	20.2	8.2
물류	0.1	9.7	-	-	-	-	-	-	-49.0	-	-
건강기능	-4.1	14.2	-5.3	4.5	1.8	44.2	16.8	13.0	1.8	19.2	6.0
해외	4.4	-14.8	4.6	9.2	23.0	33.4	20.4	22.1	0.5	24.4	11.2
중국	80.3	1.2	90.6	110.9	44.4	53.4	29.2	44.7	62.5	42.3	15.0
미국	-4.7	-18.7	-3.0	-4.3	28.9	35.3	23.2	20.5	-7.7	26.7	13.0
일본	-6.5	-21.4	-12.7	-9.3	-3.6	7.6	6.8	5.3	-12.7	3.9	2.4
기타	139.8	503.4	-9.5	167.1	32.8	132.9	12.6	11.3	75.5	39.9	13.4
기타	0.8	9.5	-	-	-	-	-	-	-50.3	-	-
영업이익	7	9	20	2	6	16	24	6	39	52	65
지주	13	5	4	2	14	5	4	2	24	25	26
식품제조유통	15	16	20	11	16	20	21	12	63	68	72
식품서비스유통	-8	-3	0	-1	-6	2	3	-2	-12	-3	-3
물류	0	0	-	-	-	-	-	-	0	-	-
건강기능	0	-1	0	1	0	-2	-1	0	0	-2	-1
해외	-2	-8	-5	-11	-7	-10	-4	-7	-27	-27	-19
기타	0	0	-	-	-	-	-	-	0	-	-
내부거래	-10	0	1	0	-10	-1	1	0	-9	-9	-10
YoY (%)	62.4	-37.3	11.3	-74.1	-17.2	70.1	22.5	164.5	-16.2	35.1	24.9
지주	43.3	137.6	14.0	-67.7	3.5	3.5	3.0	3.0	18.1	3.4	3.0
식품제조유통	-3.1	-12.7	5.9	-8.9	1.3	20.8	3.1	8.6	-4.2	8.2	6.2
식품서비스유통	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	1171.7	적지	적지	적지	적지
물류	-81.7	적전	-	-	-	-	-	-	적전	-	-
건강기능	적지	적지	적전	277.1	적지	적지	적지	-70.7	적전	적지	적지
해외	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
기타	적지	적지	-	-	-	-	-	-	적지	-	-
영업이익률 (%)	1.3	1.5	2.7	0.4	0.9	2.2	2.9	0.9	1.5	1.8	2.1
지주	35.1	18.2	12.4	7.8	35.2	17.6	12.2	7.4	20.0	19.7	19.7
식품제조유통	3.3	3.2	3.2	2.0	2.9	3.4	3.0	2.0	2.9	2.8	2.9
식품서비스유통	-7.5	-2.6	0.1	-4.0	-4.4	1.4	1.5	-1.0	-2.3	-0.4	-0.4
물류	0.5	-0.5	-	-	-	-	-	-	0.0	-	-
건강기능	-3.1	-4.7	-3.5	2.5	-1.0	-8.3	-3.4	2.6	-0.2	-3.0	-1.9
해외	-2.0	-7.4	-4.6	-9.7	-5.3	-7.1	-2.8	-4.5	-5.9	-4.9	-3.1
기타	-11.3	-7.0	-	-	-	-	-	-	-9.0	-	-

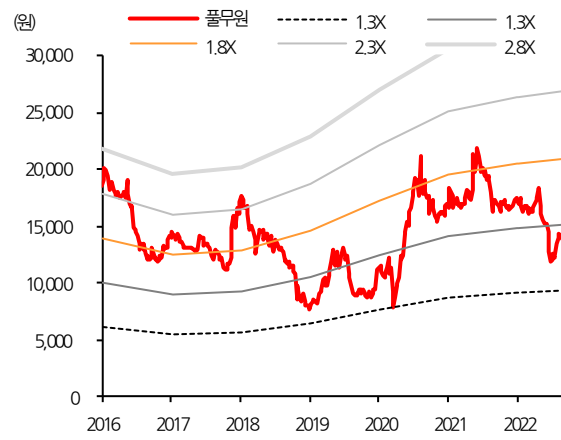
자료: 플무원, 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 풀무원 PER Band 차트



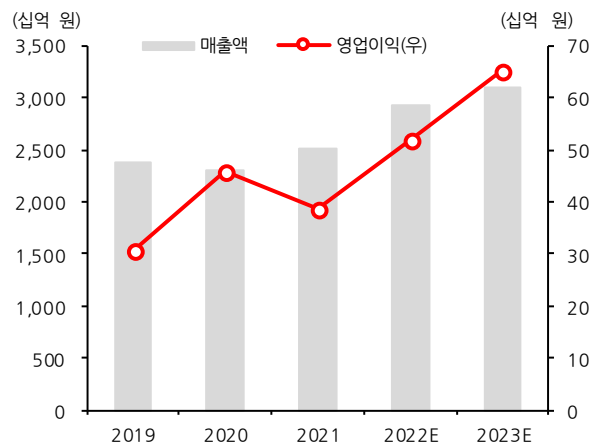
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 풀무원 PBR Band 차트



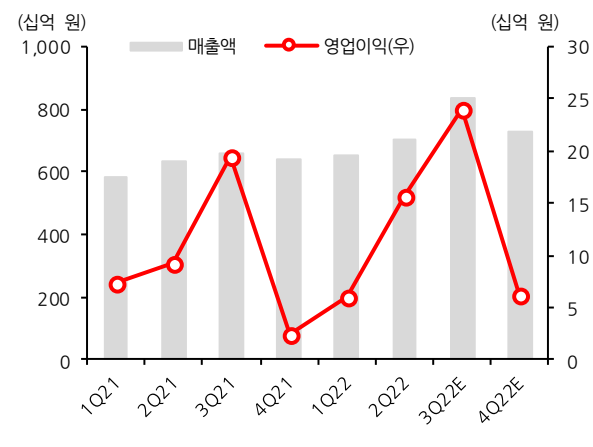
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림129] 풀무원 연간 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 풀무원 분기 영업실적 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,381	2,311	2,519	2,923	3,090
매출총이익	590	611	656	764	816
영업이익	31	46	39	52	65
EBITDA	141	167	167	190	209
순이자손익	-23	-25	-26	-31	-33
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	3	3	-3	-1	0
세전계속사업손익	7	18	14	33	48
당기순이익	-8	12	0	20	24
지배주주순이익	3	16	13	31	36
증가율(%)					
매출액	4.8	-2.9	9.0	16.1	5.7
영업이익	-24.0	50.4	-16.2	35.1	24.9
EBITDA	25.1	18.2	-0.1	13.9	10.1
순이익	적전	흑전	-97.4	6,333.2	23.5
이익률(%)					
매출총이익률	24.8	26.5	26.1	26.2	26.4
영업이익률	1.3	2.0	1.5	1.8	2.1
EBITDA 이익률	5.9	7.2	6.6	6.5	6.8
세전이익률	0.3	0.8	0.5	1.1	1.6
순이익률	-0.3	0.5	0.0	0.7	0.8

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	85	104	118	120	181
당기순이익	-8	12	0	20	24
자산상각비	111	121	128	138	144
운전자본증감	-48	-23	-36	-43	5
매출채권 감소(증가)	-25	7	-12	-18	-14
재고자산 감소(증가)	4	-19	0	-11	-8
매입채무 증가(감소)	10	-6	22	27	35
투자현금흐름	-68	-271	-214	-182	-175
유형자산처분(취득)	-110	-138	-208	-164	-166
무형자산 감소(증가)	-3	-4	-6	-4	-5
투자자산 감소(증가)	37	-134	10	-15	0
재무현금흐름	-1	146	117	36	24
차입금의 증가(감소)	-22	113	63	30	29
자본의 증가(감소)	-6	-5	-14	-5	-4
배당금의 지급	-6	-5	-5	-5	-4
총현금흐름	170	200	201	187	175
(-)운전자본증가(감소)	-54	182	11	65	-5
(-)설비투자	124	146	217	169	170
(+)자산매각	11	4	3	1	-1
Free Cash Flow	111	-124	-25	-47	9
(-)기타투자	94	-164	34	-24	4
잉여현금	17	40	-59	-23	6
NOPLAT	-33	30	1	31	32
(+) Dep	111	121	128	138	144
(-)운전자본투자	-54	182	11	65	-5
(-)Capex	124	146	217	169	170
OpFCF	7	-176	-99	-65	12

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	468	630	711	755	817
현금성자산	127	111	132	106	136
매출채권	214	215	246	263	278
재고자산	106	123	141	156	164
비유동자산	1,017	1,063	1,258	1,306	1,338
투자자산	115	107	71	73	76
유형자산	847	908	1,085	1,136	1,168
무형자산	54	48	103	97	94
자산총계	1,485	1,694	1,969	2,061	2,155
유동부채	621	777	804	862	890
매입채무	271	275	319	310	345
유동성이자부채	306	465	443	498	488
비유동부채	400	404	576	575	610
비유동이자부채	364	363	539	529	567
부채총계	1,021	1,181	1,380	1,437	1,500
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	78	76	82	82	82
이익잉여금	225	243	247	267	298
자본조정	73	110	116	-61	-61
자기주식	-4	-4	-13	-13	-13
자본총계	463	513	589	623	655

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	55	390	314	838	969
BPS	9,425	10,677	11,068	12,723	13,543
DPS	102	102	102	110	110
CFPS	4,040	4,748	4,766	4,852	4,554
ROA(%)	0.3	1.0	0.7	1.5	1.7
ROE(%)	1.0	3.8	2.9	6.4	7.0
ROIC(%)	-3.9	2.8	0.1	2.1	2.1
Multiples(x, %)					
PER	204.9	42.4	55.2	16.4	14.2
PBR	1.2	1.6	1.6	1.1	1.0
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	2.8	3.5	3.6	2.8	3.0
EV/EBITDA	6.9	8.1	9.1	7.6	6.9
배당수익률	0.9	0.6	0.6	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	220.6	230.2	233.9	230.6	229.1
Net debt/Equity	117.3	139.9	144.3	147.7	140.3
Net debt/EBITDA	384.4	429.5	510.0	484.2	439.0
유동비율	75.3	81.1	88.4	87.5	91.8
이자보상배율(배)	1.2	1.7	1.3	1.5	1.7
자산구조(%)					
투하자본	80.0	84.5	87.6	89.6	88.0
현금+투자자산	20.0	15.5	12.4	10.4	12.0
자본구조(%)					
차입금	59.1	61.8	62.5	62.2	61.7
자기자본	40.9	38.2	37.5	37.8	38.3

[Compliance Notice]

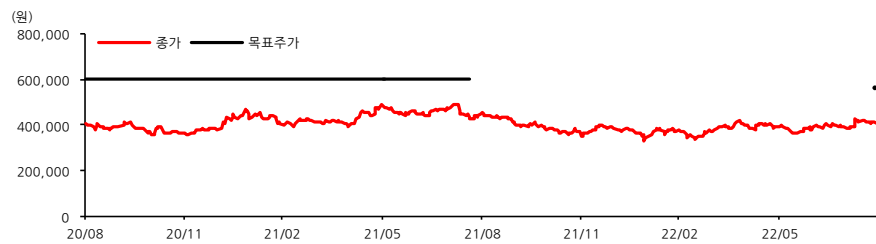
(공표일: 2022년 8월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ제일제당 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

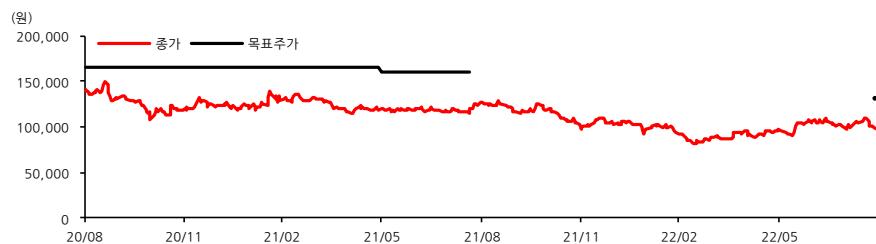
일 시	2016.08.12	2021.05.11	2021.07.20	2022.08.30	2022.08.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		600,000	600,000	한유정	560,000

[목표주가 변동 내역별 괴리를]

*괴리를 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	560,000		

[오리온 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

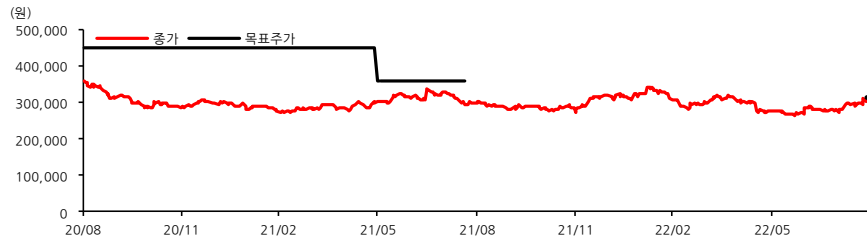
일 시	2020.09.17	2021.05.31	2021.07.15	2022.08.30	2022.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	166,000	160,000	160,000	한유정	130,000

[목표주가 변동 내역별 괴리를]

*괴리를 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	160,000	-32.92	-19.06
2022.08.30	Buy	130,000		

[농심 주가와 목표주가 추이]



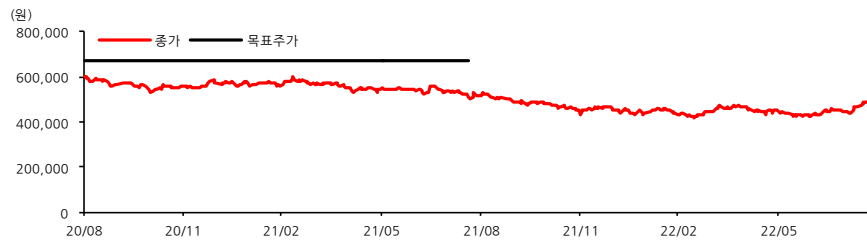
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.07.15	2022.08.30	2022.08.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Hold
목표가격		360,000	360,000	한유경	310,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	360,000	-15.43	-5.14
2022.08.30	Hold	310,000		

[오뚜기 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

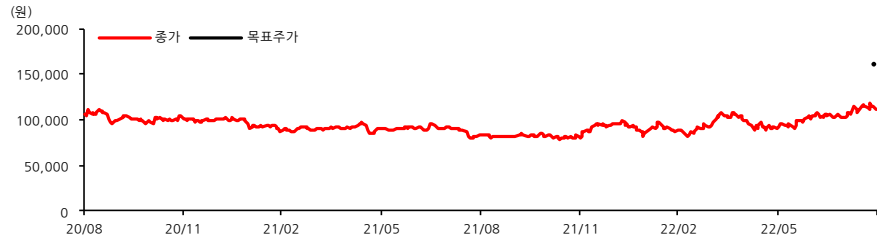
일 시	2022.08.30	2022.08.30			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		640,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	640,000		

[삼양식품 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

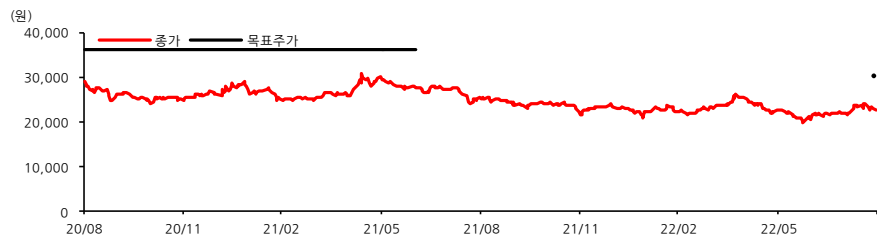
일 시	2022.08.30	2022.08.30			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		160,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	160,000		

[대상 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

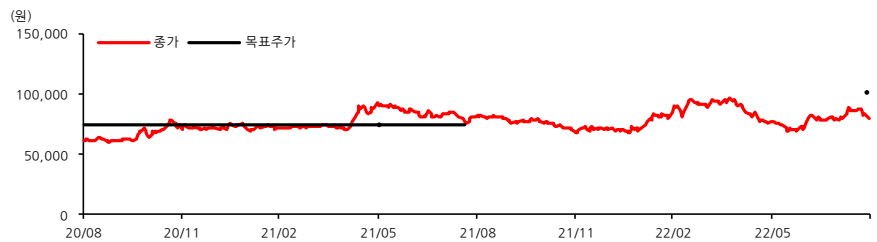
일 시	2022.08.30	2022.08.30			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		30,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	30,000		

[SPC삼립 주가와 목표주가 추이]



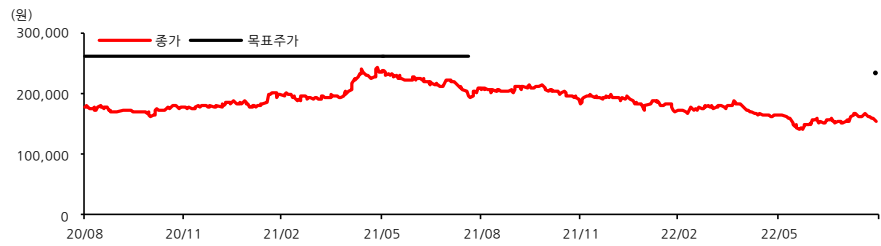
[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.30	2022.08.30			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		100,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	100,000		

[동원F&B 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

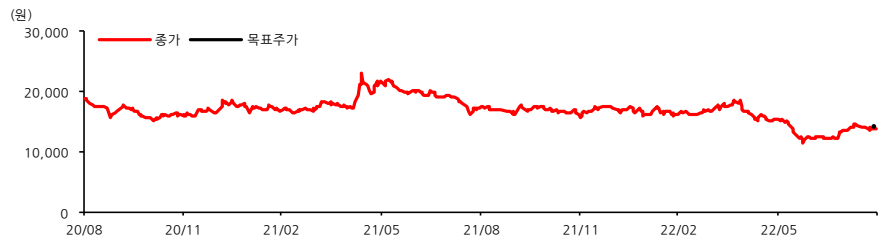
일 시	2022.08.30	2022.08.30			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		230,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	230,000		

[풀무원 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.30	2022.08.30			
투자의견	담당자 변경	Hold			
목표가격		14,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	14,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%