

음식료 (Positive)

월급 빼고
더 오른다

음식료 한유정
yujung.han@hanwha.com
3772-7693

RA 조정현
controlh@hanwha.com
3772-7509





목차

03	Summary
04	I. 끝나지 않는 원가 상승 부담
07	II. 월급 빼고 더 오른다
12	III. 2023년 소비 트렌드 ‘불황’
18	IV. 소비자 선택지 넓히기
23	V. 상향조정 되어온 실적 추정치
27	기업분석
	CJ제일제당, 롯데칠성, 농심

Summary

❖ 원재료 가격 상승 분을 충분히 반영하지 못한 제품 가격

- 2020년부터 이어진 주요 원재료 가격 상승 영향으로 주요 기업들의 수익성 악화 흐름 지속
- 원재료 가격 상승 부담이 누적되는 품목의 경우 2023년 추가 가격 인상이 불가피할 전망

❖ 원가 상승 부담은 상반기 정점 통과 예상

- 2022년 말, 달러 기준 소맥/옥수수/대두/대두유 가격은 연중 고점 대비 각각 -44.9%/-9.4%/-9.3%/-18.3%로 피크아웃
- 하지만 2022년 9~11월 원달러 환율 급등으로 5~6개월 Lagging 감안 시 4Q22, 1Q23 원달러 환율 상승 부담분 반영 예상
- 곡물 가격 및 원달러 환율 고려 시 음식료 기업들의 원가 상승 부담은 2022년 하반기 정점 통과 이후 2023년 2분기부터 점차 완화될 전망

❖ 소비자 선택지 넓히기

- 과거 경기 침체 시기 식료품 지출 금액은 증가 흐름
- 과거 사례를 미루어 보아 이번 경기 침체 시기 식료품 카테고리에 대한 기대가 커질 수 있으나 2020년 이후 팬데믹 3년 여간 식료품 출하량이 이미 큰 폭의 증가세를 보인 바 있어 과거와는 다른 기저 형성 중인 점을 고려할 필요
- 1) 2022년 주요 곡물 가격 급등 이후 이익 스프레드 개선의 초입에 위치해있다는 점, 2) 경기침체, 소비위축이 우려되는 상황에서 가격인상에 대한 물량저항의 가능성을 배제할 수 없다는 점에서 2023년 실적 개선 그리고 음식료 업종 추가 상승의 핵심은 P, Q가 아닌 C



I

끝나지 않는 원가 상승 부담



상반기 정점 통과 예상

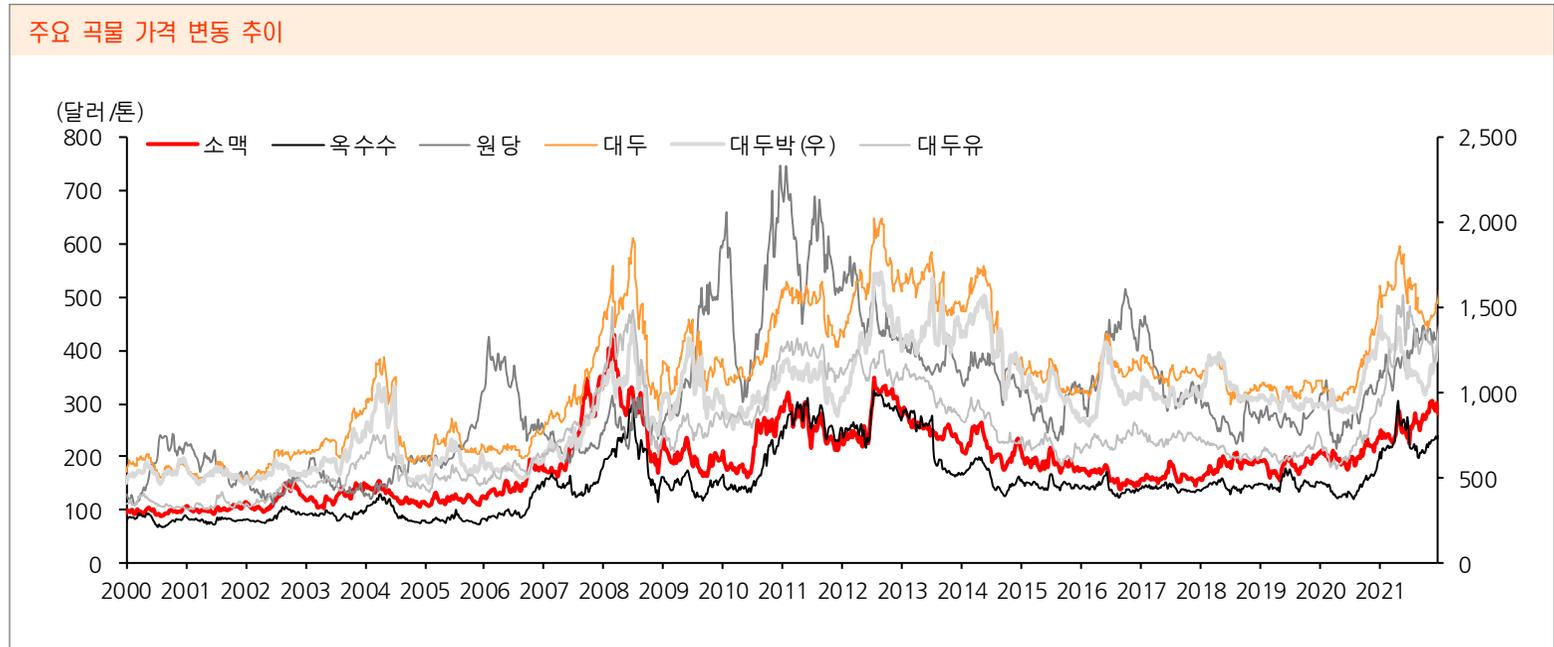


끝나지 않는 원가 상승 부담 상반기 정점 통과 예상

[한화리서치센터]

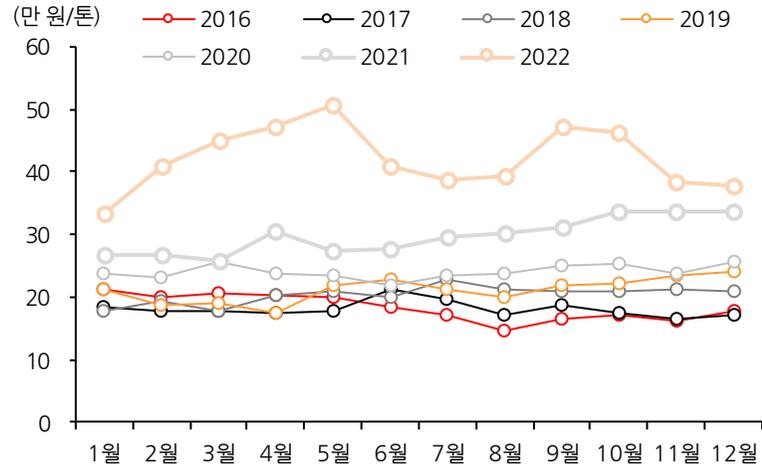
- ❖ 이익 스프레드 개선은 언제쯤
 - ✓ 2022년 말, 달러 기준 소맥/옥수수/대두/대두유 가격은 연중 고점 대비 각각 -44.9%/-9.4%/-9.3%/-18.3%로 피크아웃
- ❖ 2023년 이익 스프레드 개선에 대한 기대가 클 수 있으나
 - ✓ 2022년 9~11월 두드러진 원달러 환율 급등으로 9월 1,396원(+19% YoY), 10월 1,427원(+21% YoY), 11월 1,358원(+15% YoY) 기록
 - ✓ 5~6개월 Lagging 감안 시 4Q22, 1Q23 원달러 환율 상승 영향 고려 필요
 - ✓ 2023년 상반기 곡물가 보합 전망 유지

주요 곡물 가격 변동 추이

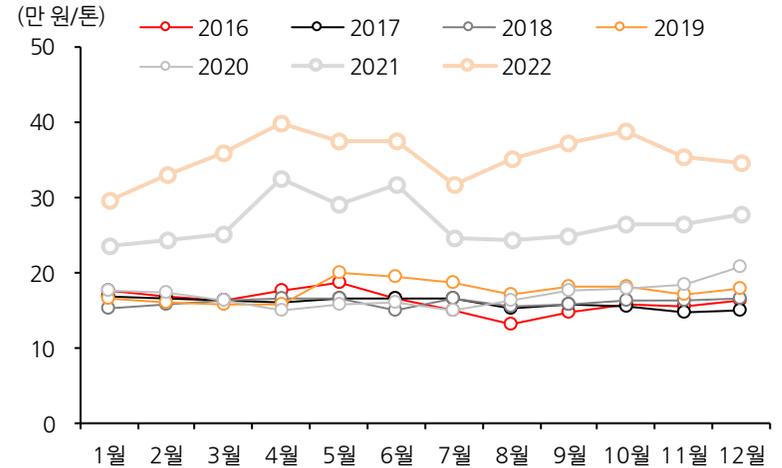


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

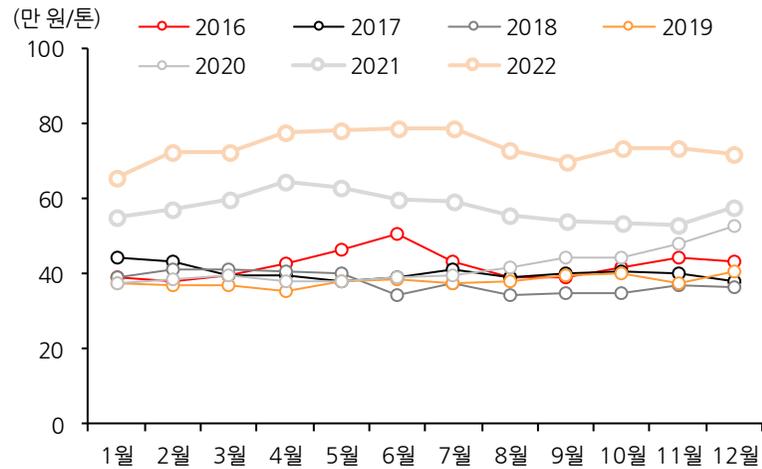
원화 환산한 월평균 소맥 가격 변동 추이



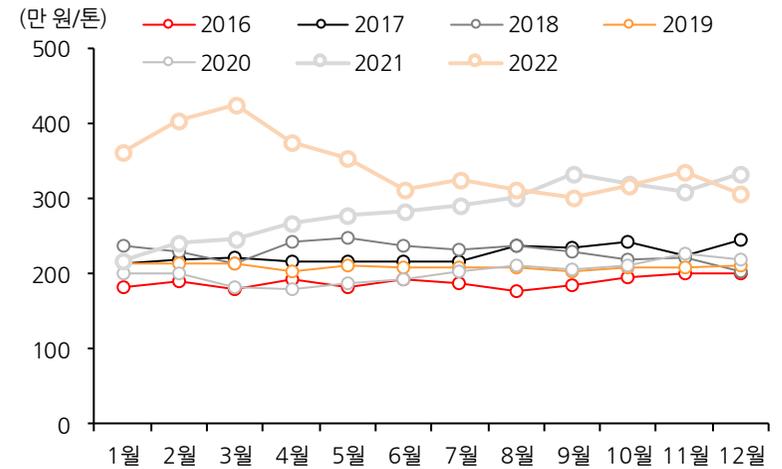
원화 환산한 월평균 옥수수 가격 변동 추이



원화 환산한 월평균 대두 가격 변동 추이



원화 환산한 월평균 알루미늄 가격 변동 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II

월급 빼고
더 오른다



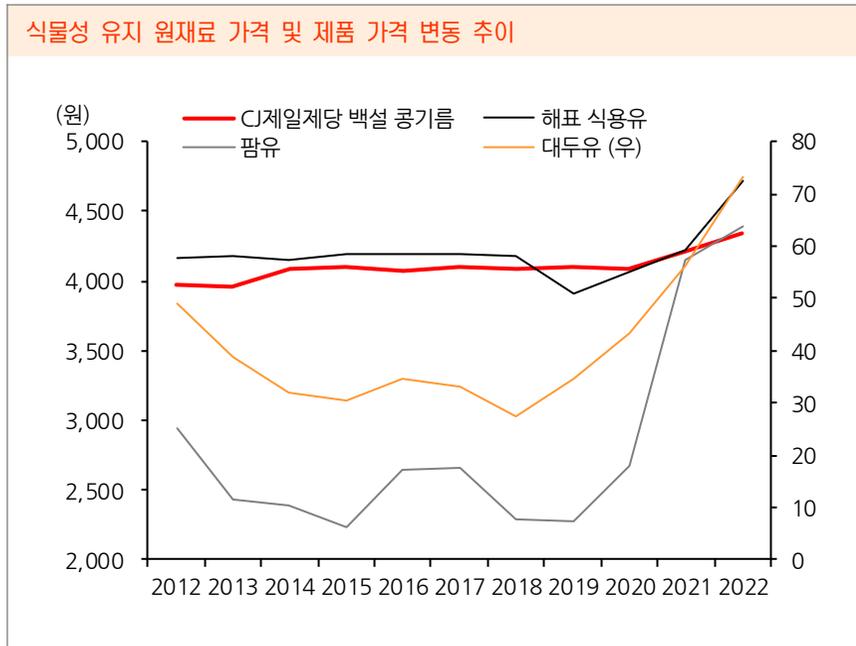
추가 가격 인상 불가피



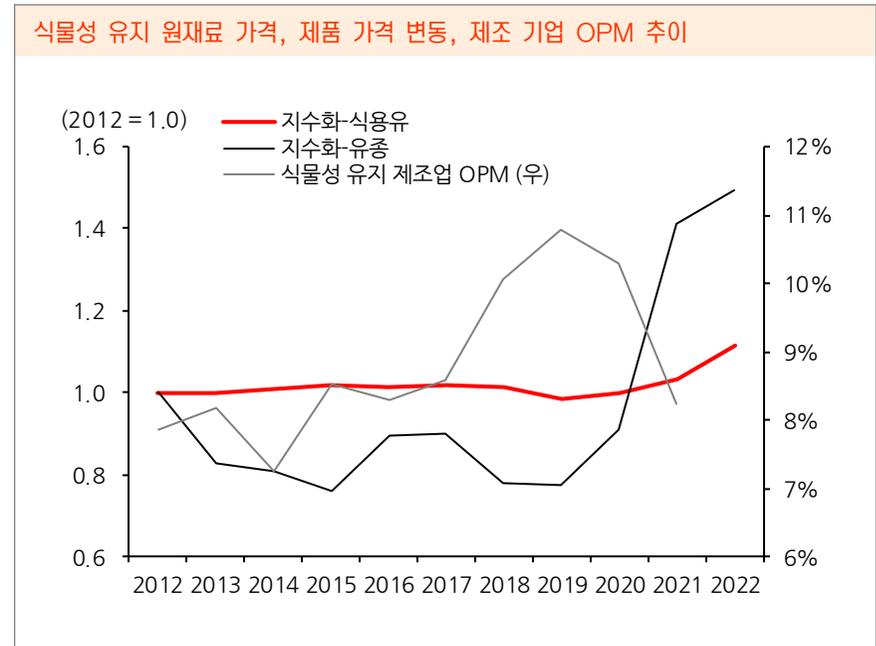
물금 빼고 더 오른다 추가 가격 인상 불가피

[한화리서치센터]

- ❖ 원재료 가격 상승 분을 충분히 반영하지 못한 제품 가격
 - ✓ 2020년 대비 CJ제일제당 백설 콩기름, 해표 식용유 제품 가격은 각각 +6.4%, +16.0% 인상되었음
 - ✓ 그러나 2020년 대비 팜유, 대두유 가격은 각각 +64.5%, +69.0% 상승
 - ✓ 원가 상승분이 제품 가격에 온전히 반영되지 못하며 2020, 2021년 식물성 유지 제조기업들의 수익성 악화



주: 제품 가격은 900ml 기준
 자료: 나이스평가정보, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



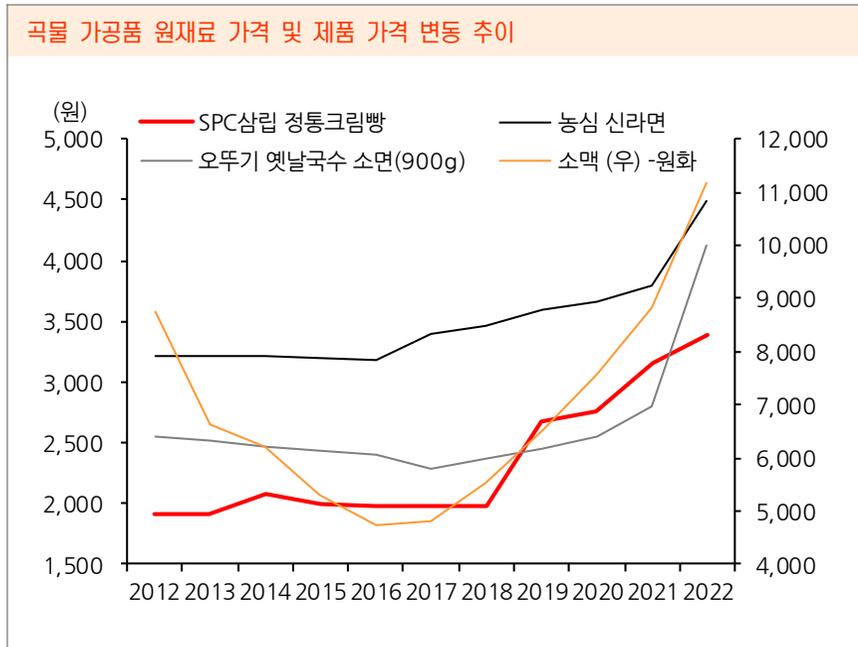
주1: 2012년을 기준으로 각 품목에 동일 가중치를 적용해 지수화한 수치
 주2: 식물성 유지 제조업 상위 5개 기업인 동서유지, 오투기제유지주, 유백, 신형물산, 동량제유의 합산 실적
 자료: 나이스평가정보, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



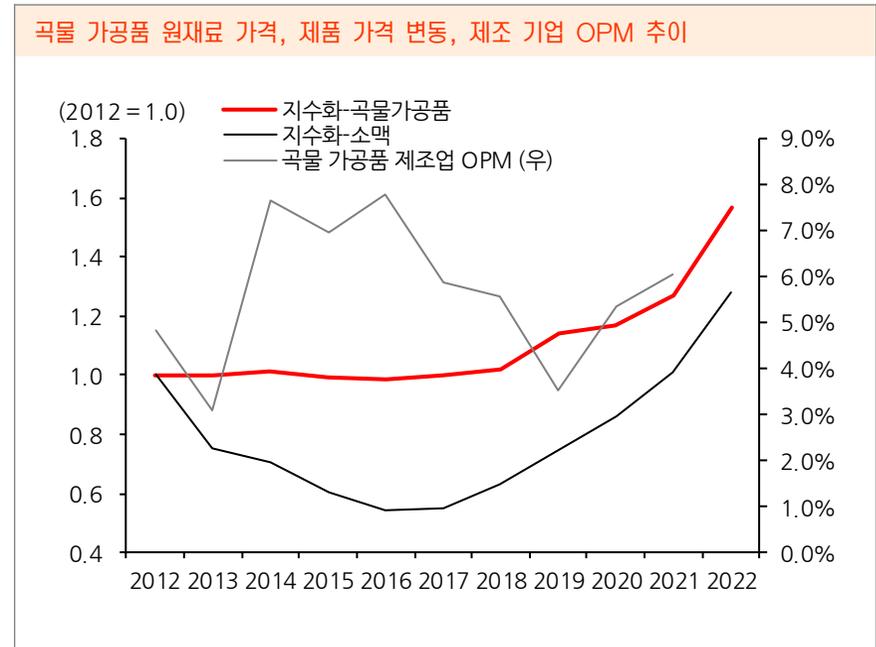
월급 빼고 더 오른다 추가 가격 인상 불가피

[한화리서치센터]

- ❖ 원재료 가격 상승 분을 충분히 반영하지 못한 제품 가격
 - ✓ 원화 환산한 소맥 가격은 2021년 대비 26.9% 상승, 2020년 대비 48.1%, 2019년 대비 71.9% 상승
 - ✓ 곡물 가공품(제빵, 라면, 소면 등) 판매 가격은 2021년 대비 23.1% 상승, 2020년 대비 33.8% 상승, 2019년 대비 37.4% 상승
 - ✓ 다 품목들 대비 제품 가격 상승 흐름이 가파르게 나타났지만 2022년 들어 소맥 가격 상승과 환율 상승이 동반되며 추가 가격 인상 불가피



자료: 나이스평가정보, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



주1: 2012년을 기준으로 각 품목에 동일 가중치를 적용해 지수화한 수치
 주2: 곡물가공품 제조업 상위 5개 기업인 대한제분, 농심켈로그, 대두식품, 두보식품, 대선제분의 합산 실적
 자료: 나이스평가정보, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

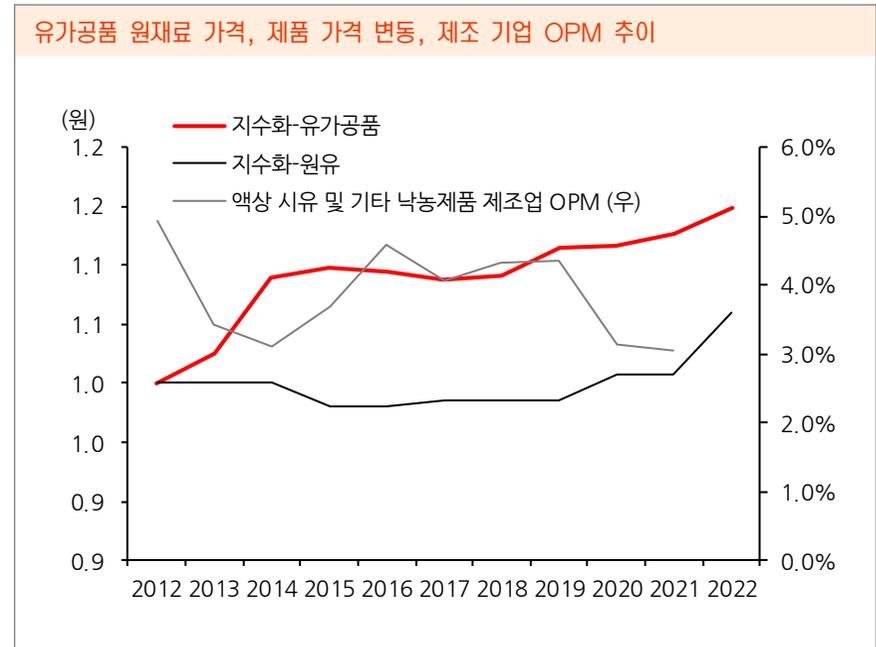
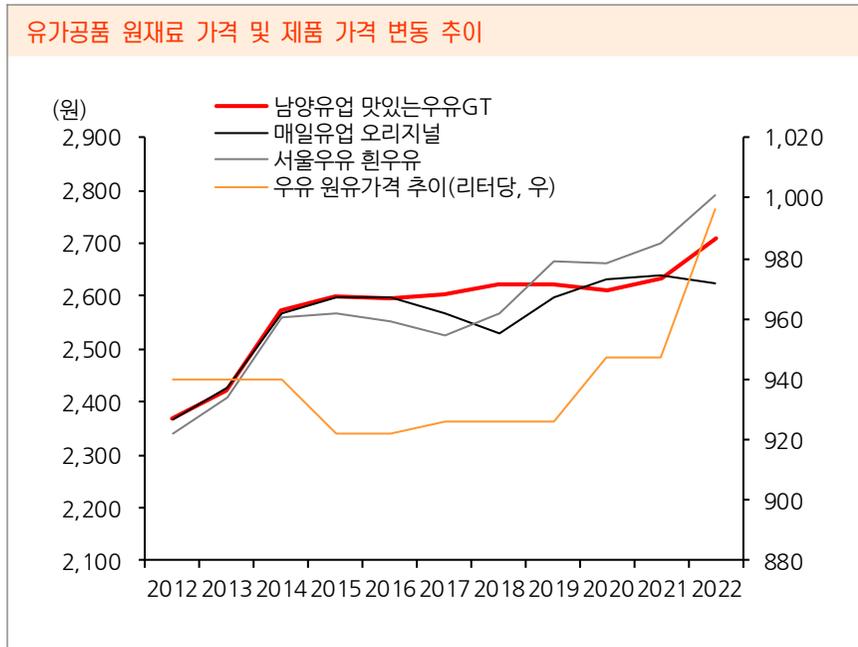


물금 배고 더 오른다 추가 가격 인상 불가피

[한화리서치센터]

❖ 원재료 가격 상승 분을 충분히 반영하지 못한 제품 가격

- ✓ 지난 11월 3일, 낙농진흥회가 원유 리터당 가격을 기존 947원에서 996원으로 49원 인상하기로 결정하면서 유제품 가격 가격 인상이 잇따르는 중
- ✓ 서울우유협동조합, 매일유업, 남양유업은 11월 17일 부터 흰우유 900ml 제품 가격을 평균 6%, 8.7%, 9.6% 인상
- ✓ 동원F&B, 빙그레 역시 11월 중순부터 주요 유제품 가격 최대 16%, 평균 5% 인상하기로 결정



주: 1L 기준
 자료: 나이스평가정보, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주1: 2012년을 기준으로 각 품목에 동일 가중치를 적용해 지수화한 수치
 주2: 액상 시유 및 기타 낙농제품 제조업 상위 5개 기업인 서울우유, 매일유업, 에이치와이, 남양유업, 일동우디스의 합산 실적
 자료: 나이스평가정보, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

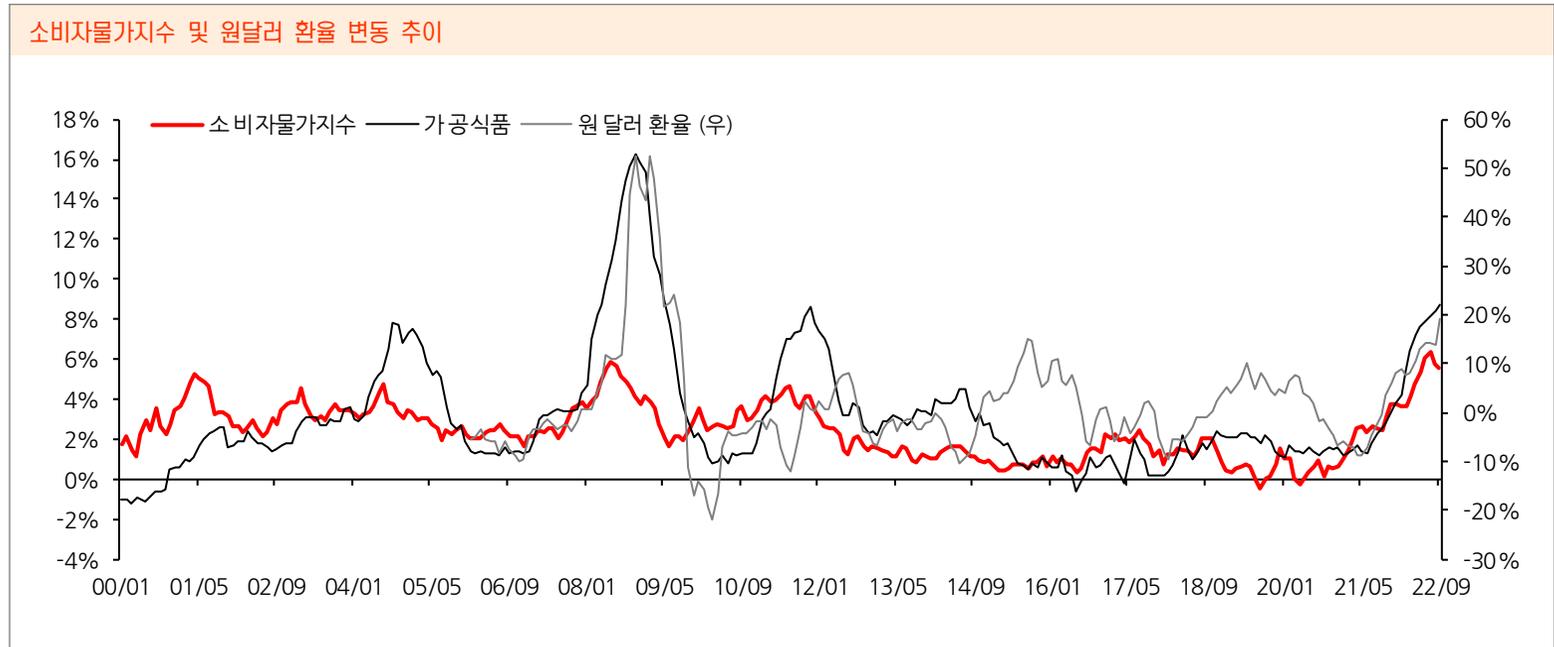


물금 빼고 더 오른다 추가 가격 인상 불가피

[한화리서치센터]

- ❖ 결론: 상향 안정화된 곡물가 및 원달러 환율 영향으로 2023년 추가 가격 인상 불가피
 - ✓ 수급 불균형에 2022년 초 러시아의 우크라이나 침공으로 지정학적 리스크가 부각되며 곡물가 단기 급등
 - ✓ 이후 상향 안정화되는 듯 하였으나 3분기 원달러 환율 급등으로
 - ✓ 곡물가 상승에 환율 상승 부담이 누적되는 품목의 경우 2023년 가격 인상 불가피
 - ✓ 추가 가격 인상에 부담이 있는 품목에 한해서도 믹스 개선으로 ASP 상승 지속 전망

소비자물가지수 및 원달러 환율 변동 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

III

2023년 소비 트렌드 '불황'



아끼고 또 아끼자

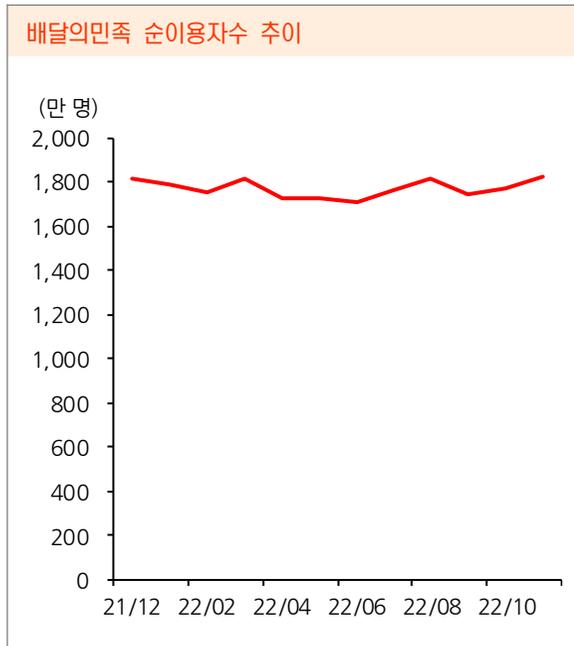


2023년 소비 트렌드 ‘불황’ 아끼고 또 아끼자

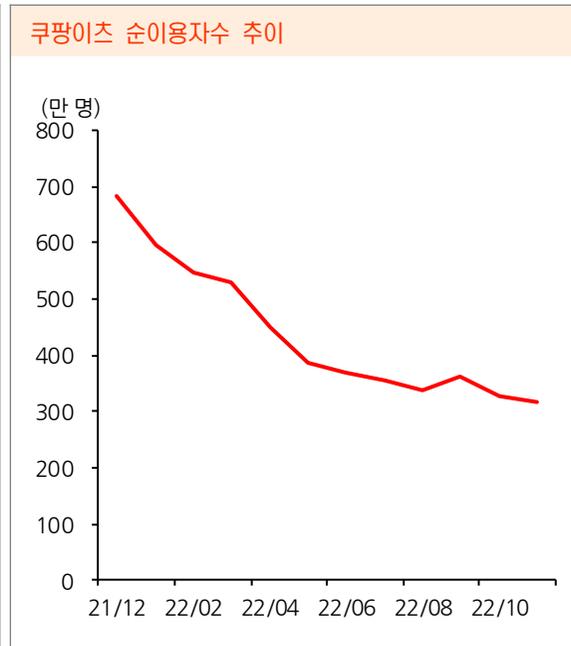
[한화리서치센터]

❖ 3대 배달 플랫폼 트래픽 감소 추세 뚜렷

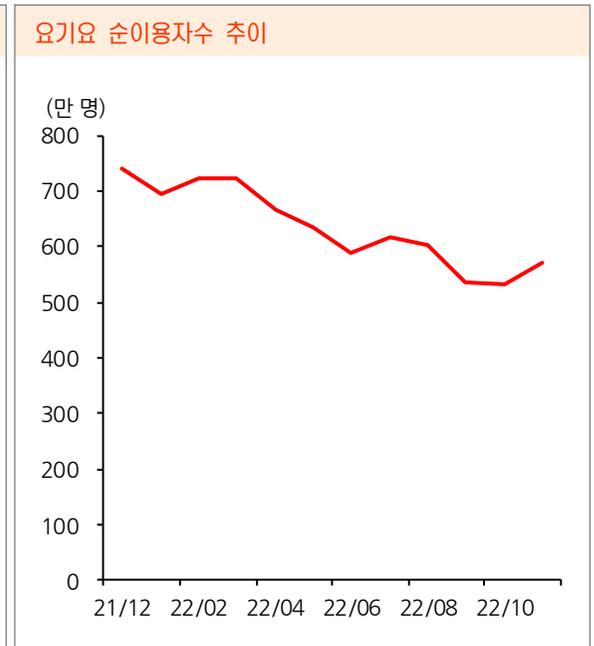
- ✓ 2022년 11월 배달의민족, 쿠팡이츠, 요기요의 합산 순이용자수는 2,713만명으로 2022년 3월 대비 11.5% 감소
- ✓ 2022년 4월 18일부터 2년 1개월간 시행해오던 모든 사회적 거리두기 단계가 마스크 의무화를 제외하고 전면 해제된 영향
- ✓ 그리고 치솟는 배달비, 외식 물가에 대한 부담이 가중된 영향
- ✓ 2023년 경기침체, 소비위축 가능성이 높은 가운데 내식 시장의 반사수혜에 대한 고민 필요



자료: 닐슨코리아, 한화투자증권 리서치센터



자료: 닐슨코리아, 한화투자증권 리서치센터



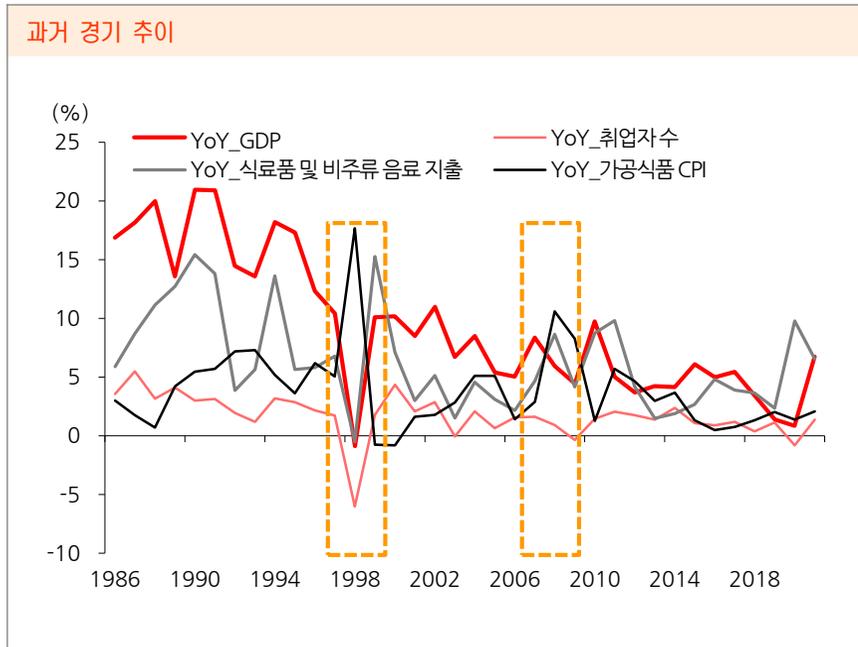
자료: 닐슨코리아, 한화투자증권 리서치센터



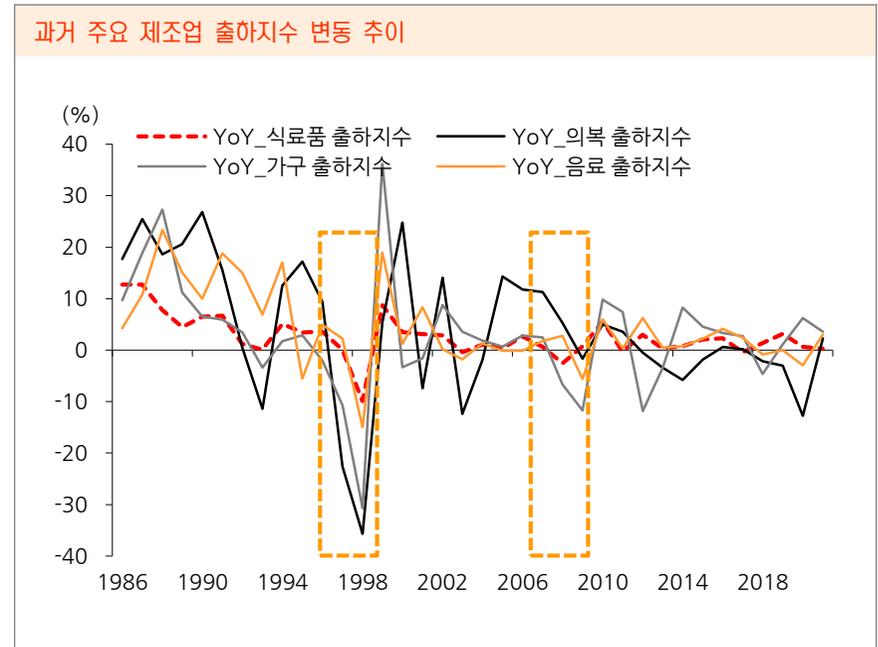
2023년 소비 트렌드 '불황' 아끼고 또 아끼자

[한화리서치센터]

- ❖ 과거 경기침체 구간에서 홀로 웃었던 음식료
 - ✓ 과거 경기 침체 시기에 의복, 가구 등 준내구재 출하량 감소에도 식료품 출하는 견조
 - ✓ 가공식품 CPI는 상승하며 식료품 지출 금액은 증가 흐름을 보임



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

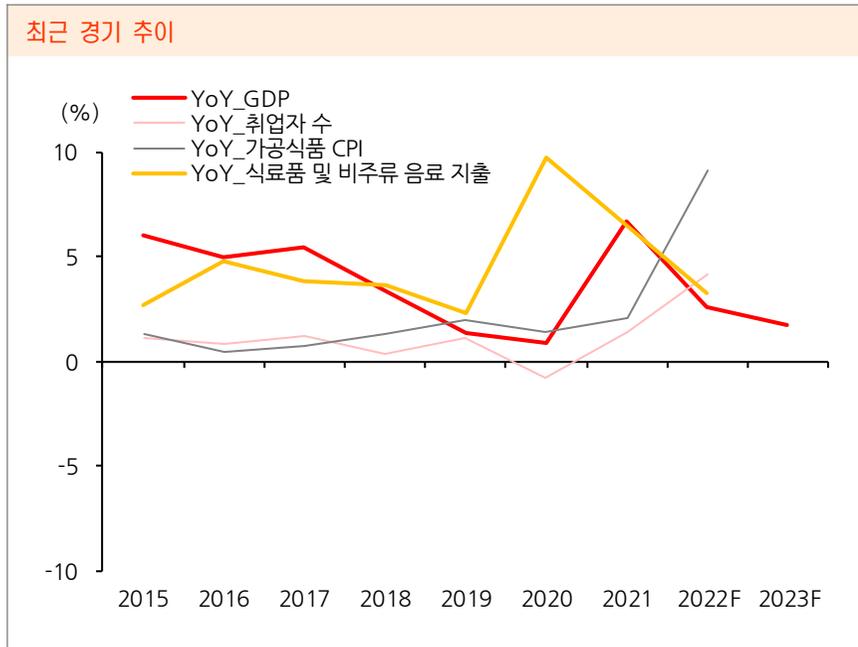


2023년 소비 트렌드 '불황' 아끼고 또 아끼자

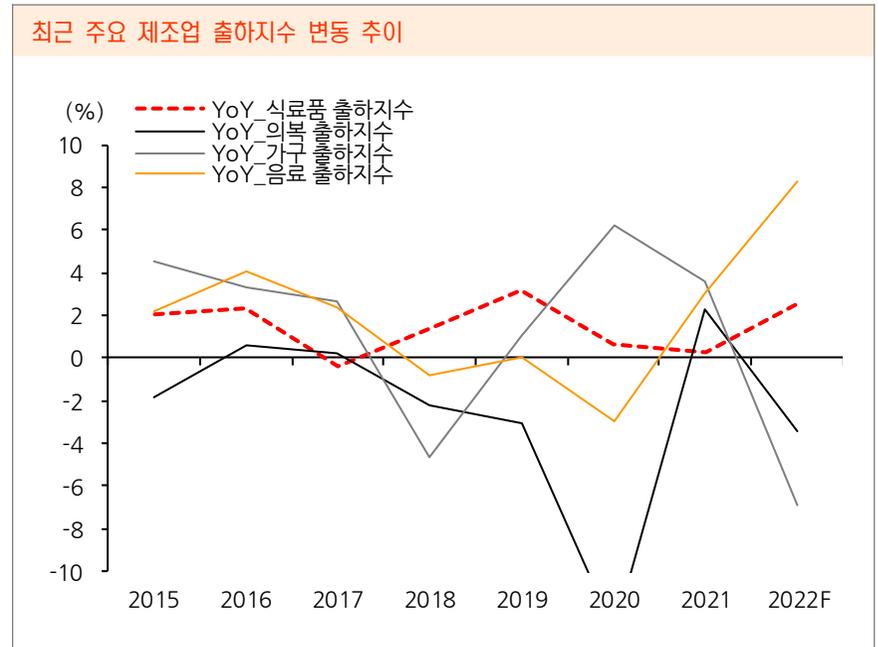
[한화리서치센터]

❖ 이번에도 그럴까?

- ✓ 2020~2022년 팬데믹 기간 동안 식품 출하량이 큰 폭의 증가세를 보인 바 있어 과거 경기 침체기와 다른 기저 형성
- ✓ 때문에 2023년 식품 판매의 큰 폭의 증가세 기대하긴 어려울 것으로 판단



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

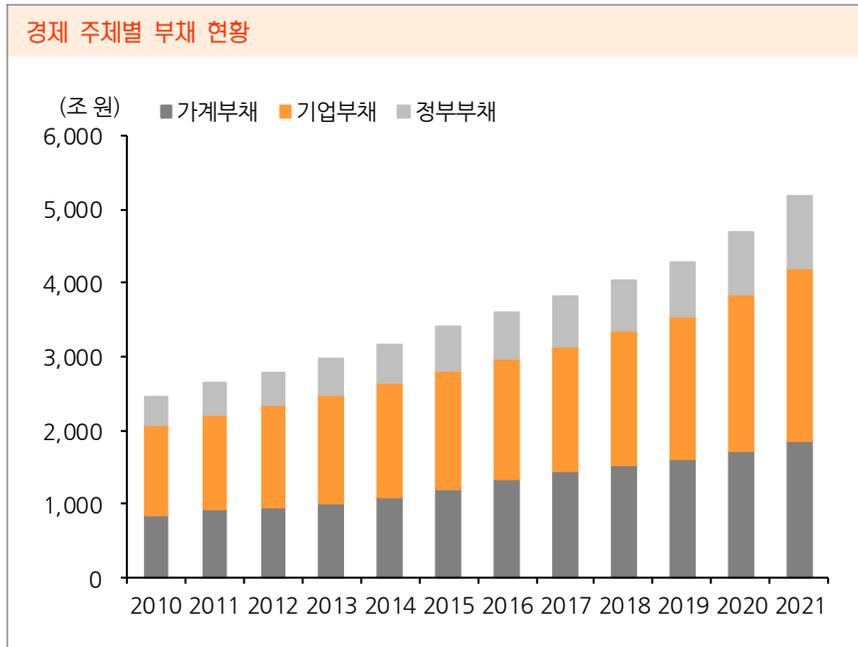


2023년 소비 트렌드 '불황' 아끼고 또 아끼자

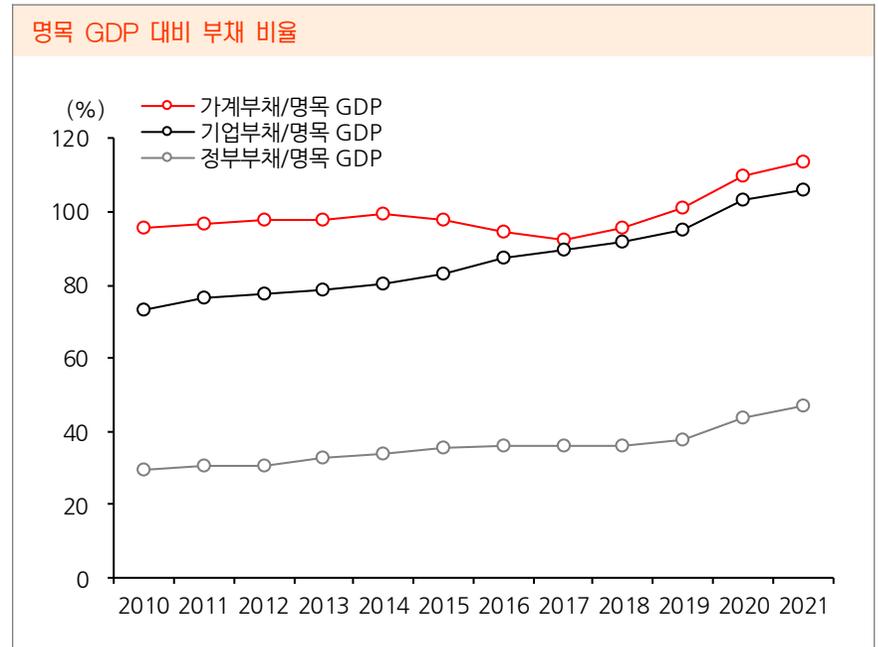
[한화리서치센터]

❖ 높은 인플레이션으로 인한 실질 소비 감소

- ✓ 물가가 높은 상승세를 이어가는 가운데 금리 인상에 따른 이자 비용 상승으로 실질 소득 감소 예상
- ✓ 실질 소득 감소로 식료품 지출 여력 축소 가능성



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

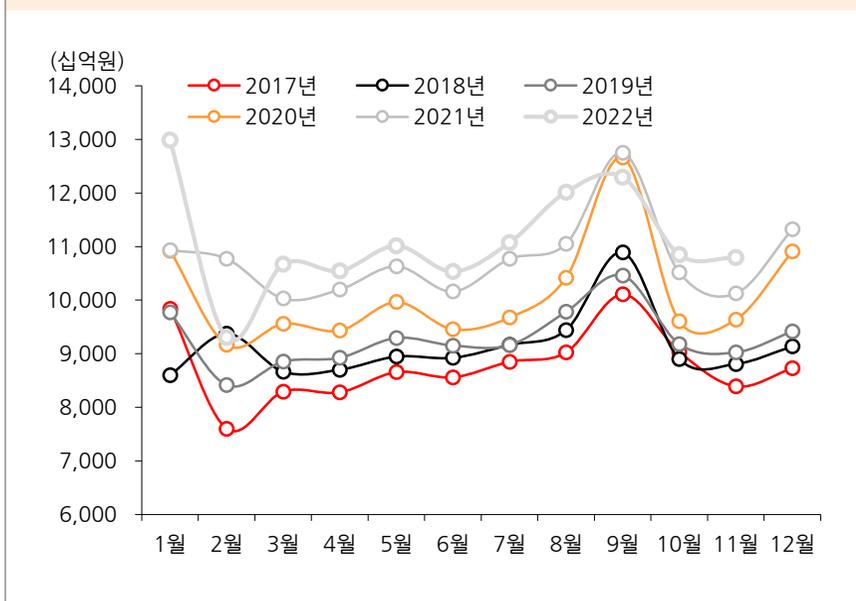


2023년 소비 트렌드 '불황' 아끼고 또 아끼자

[한화리서치센터]

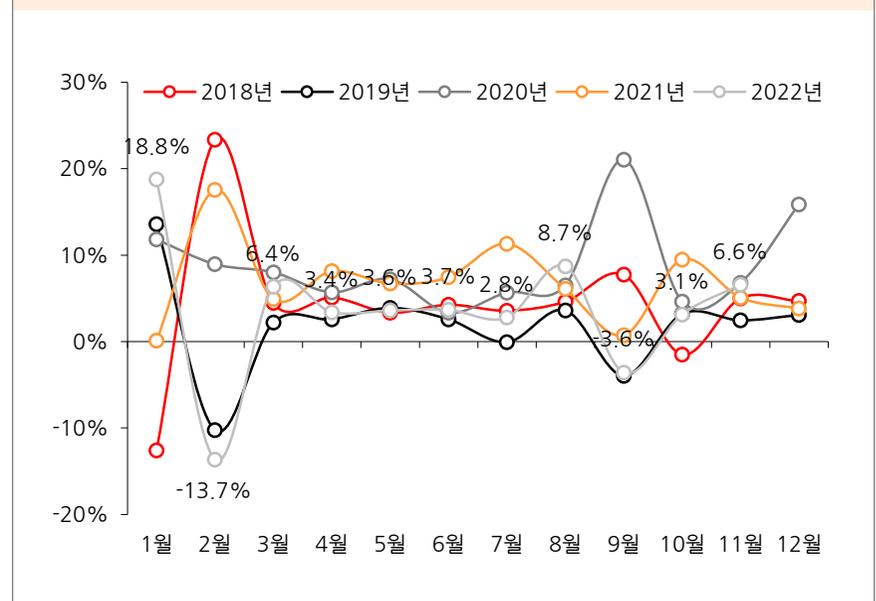
- ❖ 추가 P 인상으로 매출액은 성장 추세 이어가겠지만
 - ✓ 인플레이션 지속으로 원가 상승 분의 추가 가격 전가 시 가격 저항 불가피
 - ✓ 결국 C가 유의미하게 하락 반전하여야 Q도, 수익성도 되살아날 수 있어 2023년 핵심은 Cost

음식료 소매판매 금액 월별 추이



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

음식료 소매판매 금액 월별 전년 동기대비 추이



자료: 기획재정부, 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

IV

소비자 선택지 넓히기



방어를 위한 총력전



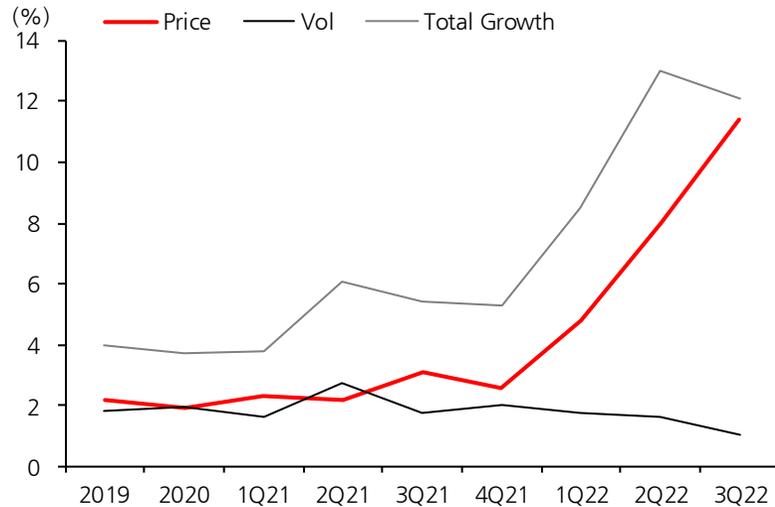
소비자 선택지 넓히기 방어를 위한 총력전

[한화리서치센터]

❖ 경기 둔화·물가 급등에 대처하는 자세: 사례 (1) Coca cola

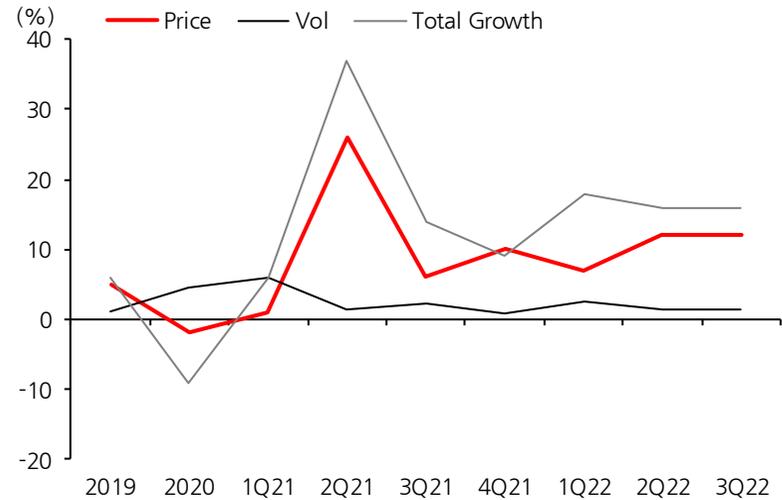
- ✓ 글로벌 대표 음식료 기업 Mondelez와 Coca cola는 2022년 3분기 누적 매출액 +11.2%, +16.7% YoY 성장
- ✓ 매출 성장의 60% 이상을 Price/mix 상승이 주도

Mondelez 최근 실적



자료: Mondelez, 한화투자증권 리서치센터

Coca cola 최근 실적



자료: Coca cola, 한화투자증권 리서치센터



소비자 선택지 넓히기 방어를 위한 총력전

[한화리서치센터]

- ❖ 경기 둔화•물가 급등에 대처하는 자세: 사례 (1) Coca cola
 - ✓ 특히 Coca cola이 경우 세분화 전략을 통해 믹스 개선
 - ✓ 기존 주력 제품 500ml PET → 350ml, 700ml PET로의 세분화를 통해 진입 가격대를 낮추고 바쁜 일상에서의, 집에서 머무르는 시간 동안의 소비 촉진

Coca cola의 Dual Pack Strategy



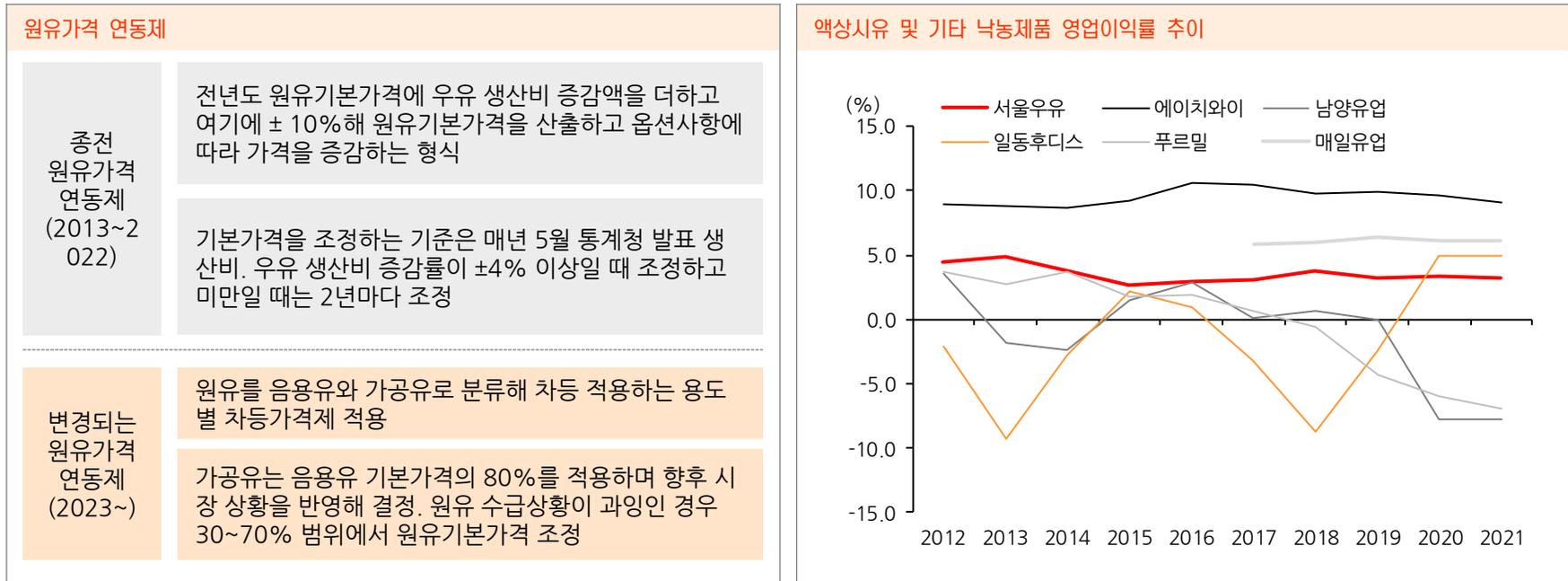
자료: Coca cola, 한화투자증권 리서치센터



소비자 선택지 넓히기 방어를 위한 총력전

[한화리서치센터]

- ❖ 경기 둔화•물가 급등에 대처하는 자세: 사례 (2) 매일유업
 - ✓ 낙농업은 장기 투자를 요구하는 장치 산업
 - ✓ 원유는 저장성이 낮은 제품으로 단기적인 수요 변화에 탄력적으로 대응하기 어려운 특징이 있음
 - ✓ 이에 2013년 8월부터 원유가격 연동제, 원유할당제 도입
 - ✓ 생산비에 연동되어 원유가격이 수급과 무관하게 지속적인 상승세를 보이며 유업계 수익성은 동반 악화 흐름



자료: 농림축산식품부, 낙농진흥회, 한화투자증권 리서치센터

자료: 나이스평가정보, 한화투자증권 리서치센터



소비자 선택지 넓히기 방어를 위한 총력전

[한화리서치센터]

❖ 경기 둔화·물가 급등에 대처하는 자세: 사례 (2) 매일유업

✓ 매일유업의 경우

- 1) 유통기한이 긴 멸균 유제품 라인업,
- 2) 차별화된 제품인 소화가 잘되는 우유(락토프리 우유), 지방 함량(0%, 1%, 2%) 세분화,
- 3) 프리미엄 유기농 브랜드 상하목장 제품,
- 4) 아몬드 브리즈, 어메이징 오트와 같은 식물성 음료 제품군을 확대해 프리미엄 라인업을 강화하며 믹스 개선

매일유업 차별화 제품 (1)



자료: 매일유업, 한화투자증권 리서치센터

매일유업 차별화 제품 (2)



자료: 매일유업, 한화투자증권 리서치센터

V

상향조정 되어온
실적 추정치



C 하락을 기다리며



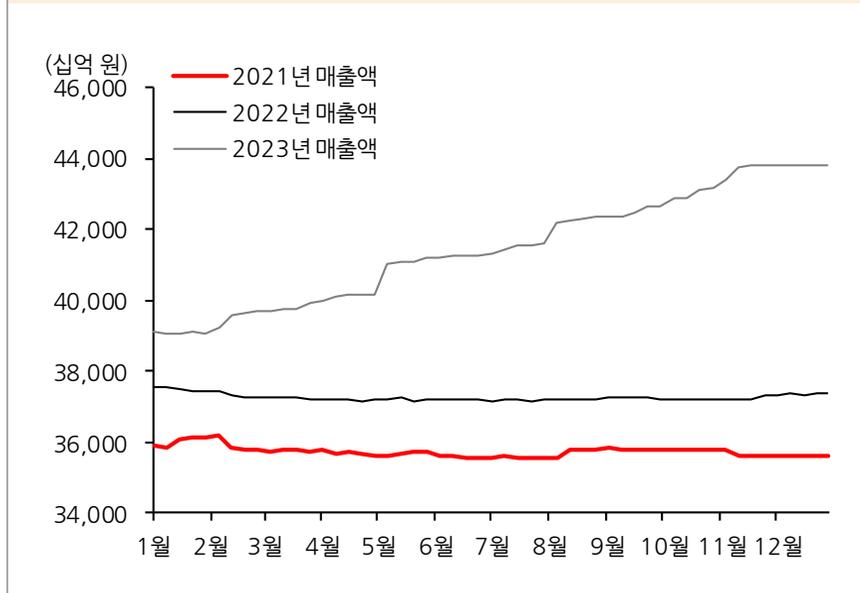
상향조정 되어온 실적 추정치 C 하락을 기다리며

[한화리서치센터]

❖ 여전히 보수적인 이익 전망치

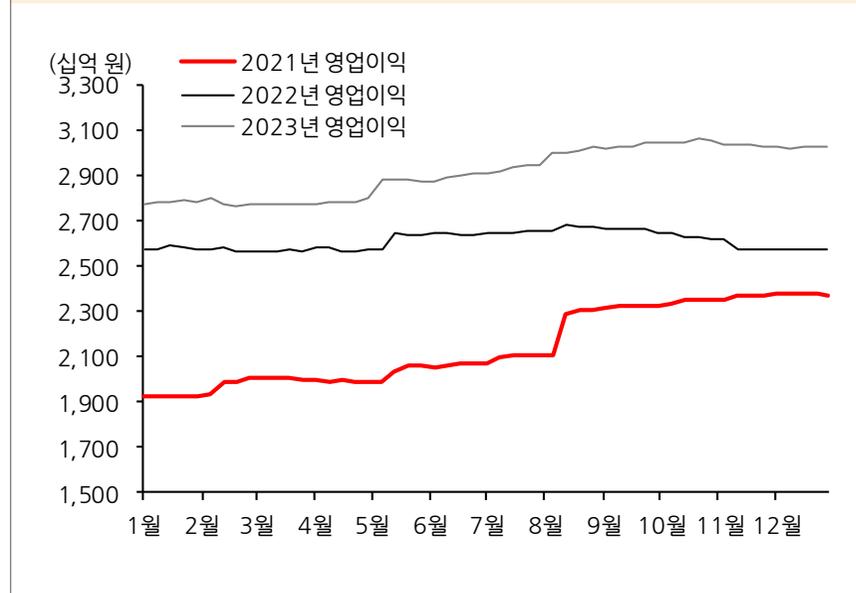
- ✓ 음료업종 시가총액 상위 5개 종목(CJ제일제당, 오리온, 롯데칠성, 농심, 하이트진로) 합산 2023년 매출액 컨센서스는 최근 1년간 12.1% 상향 조정
- ✓ 반면 같은 기간 영업이익 컨센서스는 8.2% 상향 조정에 그침

음식료 업종 시가총액 상위 5개 종목 FY1 매출액 컨센서스 추이



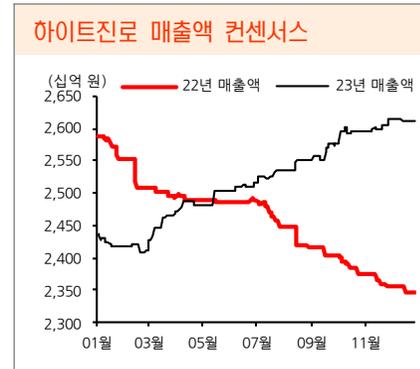
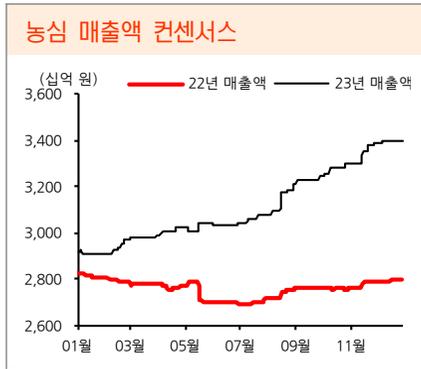
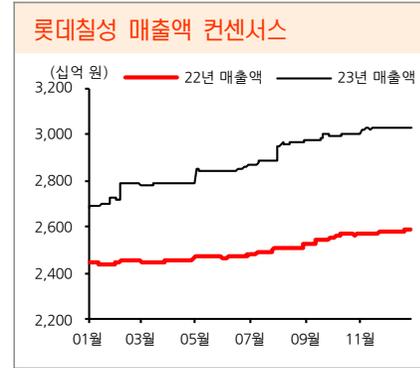
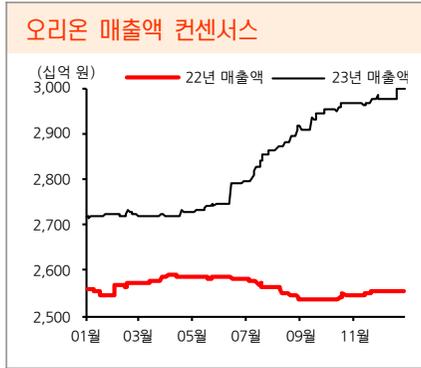
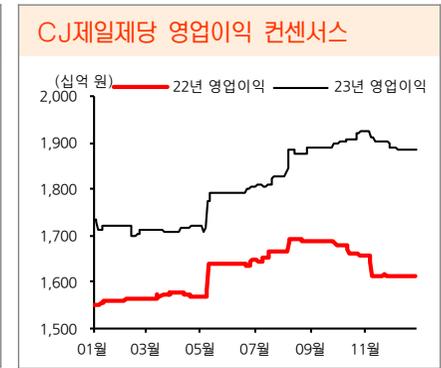
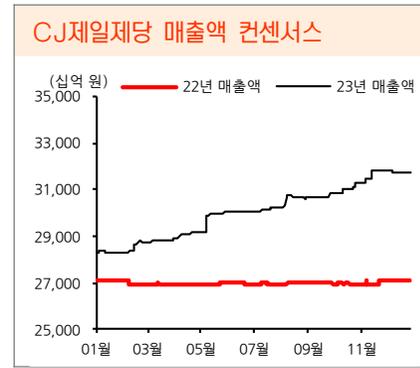
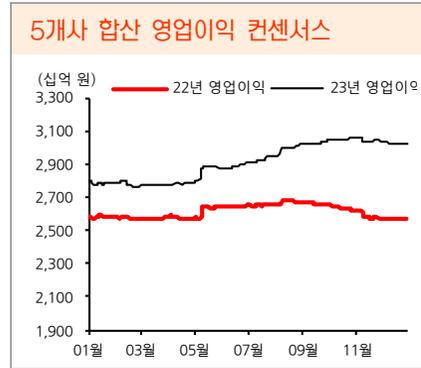
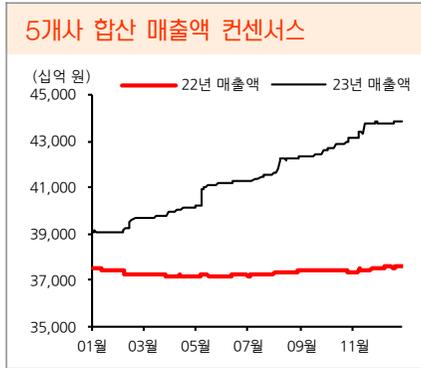
주: CJ제일제당, 오리온, 롯데칠성, 농심, 하이트진로, 자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

음식료 업종 시가총액 상위 5개 종목 FY1 영업이익 컨센서스 추이



주: CJ제일제당, 오리온, 롯데칠성, 농심, 하이트진로, 자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

▶ 주요 음료 기업 실적 컨센서스 추이



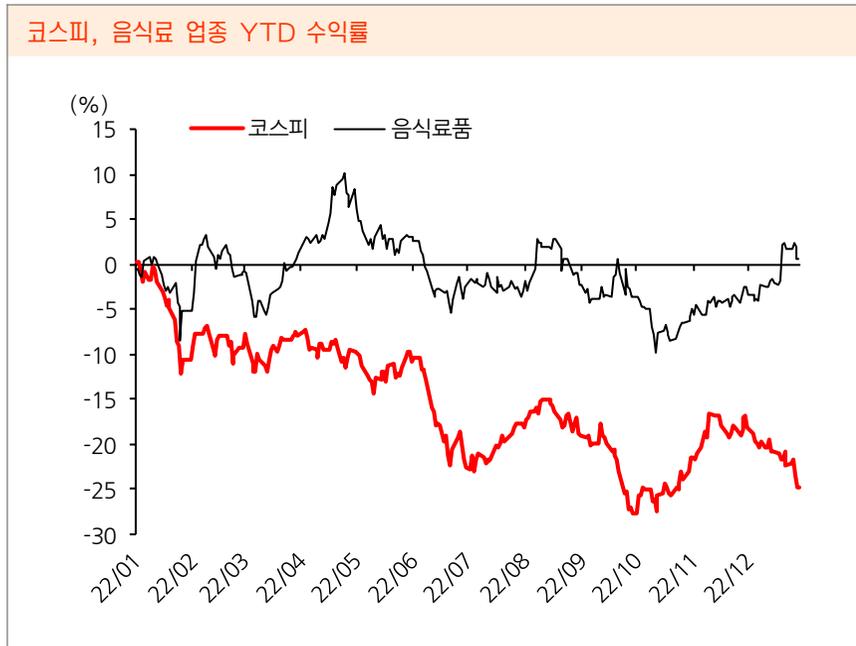
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



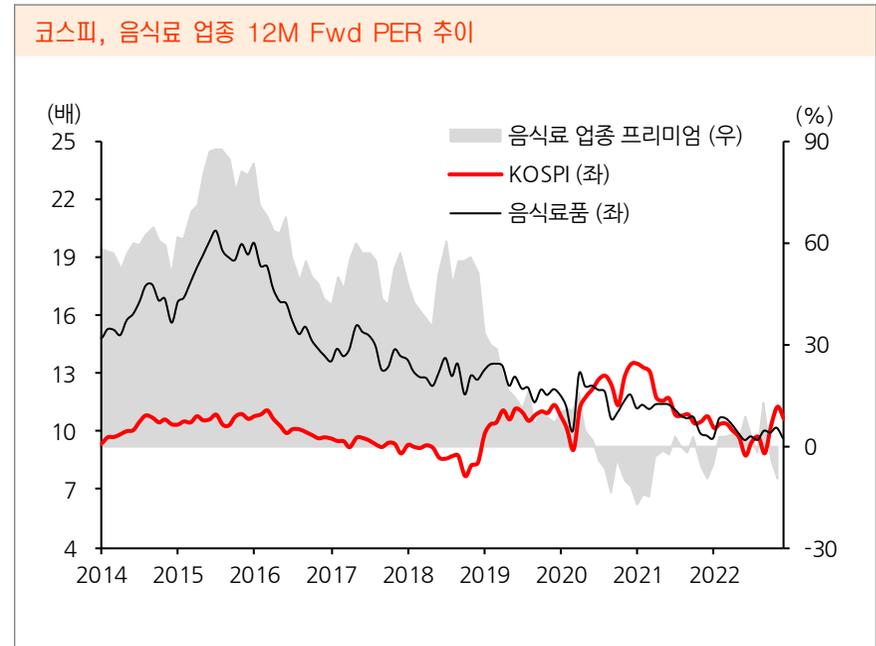
상향조정 되어온 실적 추정치 C 하락을 기다리며

[한화리서치센터]

- ❖ 방어주로서의 면모가 돋보였던 2022년
 - ✓ 음식료 업종의 YTD 수익률은 +0.5%. 코스피 -24.9% 대비 25.4%p Outperform
 - ✓ 2015년 이후 이어진 장기 De-rating으로 음식료 업종의 12M Fwd PER은 9.6배에 불과
 - ✓ 과거 대비 부담 없는 Valuation 수준이나 방어주 이상의 성과 시현을 위해서는 반등의 트리거 필요



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



주: CJ제일제당, 오리온, 롯데칠성, 농심, 하이트진로, 자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

기업 분석



CJ제일제당 (097950)

롯데칠성 (005300)

농심 (004370)



CJ제일제당 (097950/Buy) 달혀버린 지갑

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 560,000원

Stock Data

현재 주가(01/04)	349,000원
상승여력	▲ 60.5%
시가총액	52,539억원
발행주식수	15,054천주
52주 최고가/최저가	428,500 / 332,000원
90일 일평균 거래대금	146.71억원
외국인 지분율	24.6%

주주 구성

CJ (외 9인)	45.5%
국민연금공단 (외 1인)	13.3%
자사주 (외 1인)	2.4%

Stock Price



기대치를 하회할 4분기

- 2022년 4분기 CJ제일제당의 연결 매출액은 7조 8,623억원(+13.2% YoY, -1.9% QoQ), 영업이익은 3,147억원(+33.0% YoY, -35.0% QoQ)로 컨센서스 영업이익 3,504억원, 종전 추정 영업이익 3,694억원 하회 전망
- 실적 하회 예상 주요 요인은 1) 국내 가공식품 가격 인상 효과 반영에도 판매량이 전년 동기 대비 소폭 감소하며 매출 성장률이 +5.0% YoY에 그친 것으로 추정되고, 2) HNH 수요 회복 및 스페셜티 아미노산 판매 호조에도 ANA 주요 제품군의 단기 시장 악화로 바이오 영업이익률 5.7%로 전년 동기 대비 1.9%p 하락한 것으로 전망되고 3) 4분기 베트남 평균 돈가가 BEP 수준을 하회하며 F&C 영업손실 24억원을 기록 했을 것으로 추정하기 때문

투자 의견 Buy, 목표주가는 560,000원 유지

- 바이오 시장 둔화에 대한 우려는 오랜 기간 주가에 선반영되어왔고 오히려 대두 가격 강세 흐름이 이어지고 있어 바이오 실적 추정치의 추가 하향 조정 가능성은 낮을 것으로 판단. 하지만 급격한 소비 침체기에 들어서며 소비행태 변화에 따른 식품 매출 성장 약화에 대한 부담은 고려될 필요

재무정보	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	22,352	24,246	26,289	30,371	31,586
영업이익	897	1,360	1,524	1,739	1,858
EBITDA	2,007	2,645	2,790	3,149	3,344
지배주주순이익	153	686	613	743	673
EPS	9,820	45,184	40,267	48,837	44,177
순차입금	8,588	7,934	8,602	9,787	9,245
PER	25.7	8.4	9.6	8.3	7.9
PBR	0.8	1.2	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.3	5.1	4.4
배당수익률(%)	1.4	1.0	1.3	1.4	1.7
ROE	3.2	13.5	10.8	10.8	8.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



CJ제일제당 실적 추정

[한화리서치센터]

CJ제일제당 분기 및 실적 추이										(단위: 십억 원)		
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	
매출액	6,980	7,517	8,012	7,862	7,479	7,779	8,276	8,053	26,289	30,371	31,586	
식품	2,610	2,606	3,056	2,816	2,833	2,792	3,232	2,989	9,566	11,088	11,845	
바이오	1,083	1,320	1,309	1,232	1,133	1,352	1,262	1,161	3,731	4,944	4,908	
F&C	626	668	775	795	648	675	759	755	2,447	2,864	2,837	
물류	2,661	2,922	2,872	3,019	2,864	2,960	3,023	3,148	10,545	11,475	11,996	
YoY (%)	13.0	19.1	16.9	13.2	7.1	3.5	3.3	2.4	8.4	15.5	4.0	
식품	13.1	17.8	18.5	14.1	8.5	7.1	5.8	6.1	6.7	15.9	6.8	
바이오	39.3	43.8	25.4	24.2	4.7	2.4	-3.6	-5.7	25.1	32.5	-0.7	
F&C	6.6	6.8	28.9	25.6	3.5	1.0	-2.0	-5.0	10.6	17.0	-0.9	
물류	6.2	14.5	9.2	5.8	7.6	1.3	5.3	4.3	4.6	8.8	4.5	
영업이익	436	504	484	315	471	508	524	355	1,524	1,739	1,858	
식품	170	168	209	130	187	182	245	145	555	676	759	
바이오	176	222	160	70	170	188	129	52	473	628	539	
F&C	19	3	17	-2	18	17	25	17	151	38	76	
물류	71	111	98	118	97	121	125	141	346	397	484	
YoY (%)	13.1	7.4	11.8	33.0	8.1	0.7	8.2	12.9	12.1	14.1	6.8	
식품	-3.8	29.1	12.5	107.7	10.0	8.4	17.3	11.8	8.8	21.9	12.2	
바이오	128.3	14.6	26.0	-7.3	-3.4	-15.4	-19.7	-24.8	51.5	32.7	-14.2	
F&C	-78.2	-93.9	89.7	적지	-9.8	396.2	46.5	흑전	-31.2	-75.1	102.7	
물류	65.5	23.7	-12.2	15.2	37.1	9.0	28.1	19.9	8.7	14.8	21.9	
영업이익률 (%)	6.2	6.7	6.0	4.0	6.3	6.5	6.3	4.4	5.8	5.7	5.9	
식품	6.5	6.4	6.8	4.6	6.6	6.5	7.6	4.8	5.8	6.1	6.4	
바이오	16.2	16.8	12.2	5.7	15.0	13.9	10.2	4.5	12.7	12.7	11.0	
F&C	3.1	0.5	2.2	-0.3	2.7	2.5	3.3	2.2	6.2	1.3	2.7	
물류	2.7	3.8	3.4	3.9	3.4	4.1	4.1	4.5	3.3	3.5	4.0	

자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터



CJ제일제당 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	22,352	24,246	26,289	30,371	31,586
매출총이익	4,283	5,186	5,782	6,598	6,942
영업이익	897	1,360	1,524	1,739	1,858
EBITDA	2,007	2,645	2,790	3,149	3,344
순이자손익	-362	-284	-239	-360	-475
외화관련손익	7	4	-91	55	-86
지분법손익	29	21	216	258	237
세전계속사업손익	339	1,179	1,218	1,391	1,254
당기순이익	191	786	892	1,031	905
지배주주순이익	153	686	613	743	673
증가율(%)					
매출액	19.7	8.5	8.4	15.5	4.0
영업이익	7.7	51.6	12.1	14.1	6.8
EBITDA	36.2	31.8	5.5	12.9	6.2
순이익	-79.4	311.7	13.5	15.5	-12.2
이익률(%)					
매출총이익률	19.2	21.4	22.0	21.7	22.0
영업이익률	4.0	5.6	5.8	5.7	5.9
EBITDA이익률	9.0	10.9	10.6	10.4	10.6
세전이익률	1.5	4.9	4.6	4.6	4.0
순이익률	0.9	3.2	3.4	3.4	2.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	7,943	7,470	7,726	11,076	11,291
현금성자산	1,756	1,940	1,407	3,317	3,321
매출채권	3,061	2,742	2,921	3,139	3,215
재고자산	2,018	1,861	2,338	3,274	3,354
비유동자산	18,338	18,142	19,130	20,150	20,084
투자자산	2,841	3,162	3,449	2,844	2,766
유형자산	10,818	10,462	11,161	12,270	12,295
무형자산	4,810	4,517	4,520	5,036	5,023
자산총계	26,281	25,612	26,856	31,226	31,375
유동부채	8,202	7,083	7,916	9,320	9,411
매입채무	3,495	3,273	3,677	3,010	3,083
유동성이자부채	3,424	3,091	3,663	5,570	5,558
비유동부채	8,597	8,363	8,133	9,191	8,665
비유동이자부채	6,920	6,783	6,346	7,534	7,008
부채총계	16,799	15,445	16,049	18,511	18,076
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,309	1,278	1,116	1,116	1,116
이익잉여금	3,786	4,407	4,940	5,570	6,153
자본조정	-296	-492	-24	884	884
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
자본총계	9,481	10,166	10,807	12,715	13,298





CJ제일제당 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	2,143	2,002	1,686	1,918	1,822
당기순이익	191	786	892	1,031	905
자산상각비	1,110	1,286	1,265	1,410	1,487
운전자본증감	607	-422	-693	-1,660	-107
매출채권 감소(증가)	315	-79	-570	-460	-76
재고자산 감소(증가)	-316	9	-246	-778	-80
매입채무 증가(감소)	825	-369	236	-277	73
투자현금흐름	-3,190	-345	-625	-1,067	-1,224
유형자산처분(취득)	-1,172	-729	-1,252	-1,174	-1,397
무형자산 감소(증가)	-126	-96	-96	-110	-108
투자자산 감소(증가)	-900	373	381	-46	-34
재무현금흐름	1,229	-1,098	-1,274	392	-628
차입금의 증가(감소)	237	-695	-100	825	-538
자본의 증가(감소)	-94	-106	-114	0	-90
배당금의 지급	-94	-106	-114	0	-90
총현금흐름	1,915	2,618	2,849	3,779	1,930
(-)운전자본증가(감소)	-535	130	527	1,943	107
(-)설비투자	1,554	968	1,343	1,329	1,520
(+)자산매각	256	144	-6	45	14
Free Cash Flow	1,152	1,663	973	553	317
(-)기타투자	920	185	-177	-546	-315
잉여현금	233	1,477	1,150	1,098	632
NOPLAT	506	907	1,117	1,289	1,341
(+) Dep	1,110	1,286	1,265	1,410	1,487
(-)운전자본투자	-535	130	527	1,943	107
(-)Capex	1,554	968	1,343	1,329	1,520
OpFCF	597	1,094	512	-573	1,201

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	9,820	45,184	40,267	48,837	44,177
BPS	297,949	321,970	373,194	467,067	502,651
DPS	3,500	4,000	5,000	5,500	6,000
CFPS	116,913	159,806	173,896	230,702	117,788
ROA(%)	0.7	2.6	2.3	2.6	2.2
ROE(%)	3.2	13.5	10.8	10.8	8.5
ROIC(%)	3.1	5.1	6.2	6.3	6.0
Multiples(x,%)					
PER	25.7	8.4	9.6	8.3	8.4
PBR	0.8	1.2	1.0	0.9	0.7
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	2.2	2.4	2.2	1.8	3.1
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.3	5.1	4.5
배당수익률	1.4	1.0	1.3	1.4	1.6
안정성(%)					
부채비율	177.2	151.9	148.5	145.6	135.9
Net debt/Equity	90.6	78.0	79.6	77.0	69.5
Net debt/EBITDA	427.8	299.9	308.4	310.8	276.4
유동비율	96.8	105.5	97.6	118.8	120.0
이자보상배율(배)	2.2	4.3	5.6	4.3	3.6
자산구조(%)					
투하자본	79.6	77.4	79.2	78.3	78.5
현금+투자자산	20.4	22.6	20.8	21.7	21.5
자본구조(%)					
차입금	52.2	49.3	48.1	50.8	48.6
자기자본	47.8	50.7	51.9	49.2	51.4



롯데칠성 (005300/Buy) 중요한 건 꺾이지 않는 매출

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 260,000원

Stock Data

현재 주가(01/04)	163,000원
상승여력	▲ 59.5%
시가총액	15,125억원
발행주식수	9,279천주
52주 최고가/최저가	200,000 / 131,000원
90일 일평균 거래대금	63.68억원
외국인 지분율	13.1%

주주 구성

롯데지주 (외 13인)	62.4%
국민연금공단 (외 1인)	10.7%

Stock Price



기대치에 부합할 4분기

- 2022년 4분기 롯데칠성의 연결 매출액은 6,582억원(+9.8% YoY, -16.1% QoQ), 영업이익은 255억원(+34.4% YoY, -66.1% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 279억원은 소폭 하회하나 컨센서스 영업이익 265억원에는 부합 전망
- 1) 높은 기저 부담에도 탄산음료 매출액은 +11.4% YoY 성장하며 음료 매출 성장을 견인한 것으로 추정. 2) 처음으로 분기 온 기 실적이 반영된 '새로' 매출액은 146억원으로 소주 매출액 +28.6% YoY, 3) 청주, 와인, 스피리츠 매출액은 각각 +10.2%, +8.3%, +19.0% YoY 성장하며 주류 매출액은 +11.5% YoY로 추정되어 매출액은 컨센서스와 종전 추정치를 부합할 전망. 견조한 매출 성장에도 영업이익이 종전 추정치를 하회할 것으로 예상하는 이유는 신제품 '새로' 출시 이후 초기 비용 발생으로 주류 영업이익이 -53.1% YoY 감소할 것으로 예상되기 때문

투자 의견 Buy, 목표주가는 270,000원 유지

- '새로' 가 16년 만에 처음 선보인 신제품인 만큼 시장 안착을 위한 초기 비용 발생은 필연적. 2023년 주류 이익 개선 기여분은 소주, 맥주, 기타주류 12%, 66%, 22%로 추정. 실적 개선의 키를 쥐고 있는 핵심 카테고리들의 판매 동향에 집중할 필요

재무정보	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,430	2,258	2,506	2,831	3,096
영업이익	108	97	182	224	299
EBITDA	271	248	340	387	465
지배주주순이익	-142	-13	136	125	182
EPS	-18,034	-1,586	14,399	13,249	19,289
순차입금	1,308	1,259	1,093	1,124	1,002
PER	-7.8	-68.4	9.3	12.5	8.5
PBR	1.0	0.8	0.9	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.1	9.2	7.0	7.0	5.5
배당수익률(%)	1.9	2.5	2.2	1.6	2.5
ROE	-11.7	-1.0	10.0	8.8	12.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데칠성 실적 추정

[한화리서치센터]

롯데칠성 분기 및 실적 추이									(단위: 십억 원)		
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	626	762	784	658	694	840	857	704	2,506	2,831	3,096
별도	584	707	730	613	646	780	798	656	2,345	2,634	2,881
음료	390	519	537	418	413	551	566	444	1,673	1,864	1,975
주류	194	188	193	195	233	228	232	212	672	771	905
연결법인및조정	42	55	54	45	48	60	59	48	161	197	215
YoY (%)	16.2	13.9	12.2	9.8	10.9	10.2	9.3	7.0	11.0	13.0	9.4
별도	15.0	13.6	11.3	9.6	10.7	10.2	9.3	7.1	8.5	12.3	9.3
음료	12.2	13.1	11.3	8.8	6.0	6.2	5.4	6.4	7.8	11.4	6.0
주류	21.1	15.0	11.4	11.5	20.0	21.2	20.2	8.7	10.3	14.6	17.5
연결법인및조정	36.0	18.1	26.3	11.9	13.9	10.0	8.9	5.3	67.7	22.2	9.4
영업이익	60	64	75	25	61	84	111	41	182	224	299
별도	54	55	71	26	55	74	107	42	175	206	278
음료	33	45	64	24	35	57	85	27	150	166	204
주류	22	10	7	2	20	17	22	15	24	40	74
연결법인및조정	5	9	4	-0	6	10	5	-0	8	18	21
YoY (%)	84.8	39.9	-12.2	34.4	2.7	32.3	48.7	62.6	89.7	22.9	33.4
별도	72.5	29.9	-11.9	25.2	1.6	35.9	51.0	61.4	79.6	17.8	35.2
음료	47.3	6.5	-6.6	41.7	7.0	26.7	32.8	10.1	21.8	10.6	22.7
주류	133.3	흑전	-43.1	-53.1	-6.7	78.7	225.3	798.5	흑전	61.8	87.6
연결법인및조정	617.3	157.4	-16.4	적지	15.0	11.1	10.0	적지	흑전	138.2	12.4
영업이익률 (%)	9.5	8.4	9.6	3.9	8.8	10.0	13.0	5.9	7.3	7.9	9.6
별도	9.3	7.7	9.7	4.2	8.6	9.5	13.4	6.4	7.4	7.8	9.7
음료	8.4	8.7	11.9	5.8	8.5	10.3	15.0	6.0	9.0	8.9	10.3
주류	11.1	5.1	3.5	0.9	8.7	7.5	9.4	7.1	3.6	5.1	8.2
연결법인및조정	12.4	16.8	7.9	-1.0	12.5	17.0	8.0	-0.9	4.8	9.3	9.6

자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터



롯데칠성 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,430	2,258	2,506	2,831	3,096
매출총이익	984	908	1,046	1,162	1,328
영업이익	108	97	182	224	299
EBITDA	271	248	340	387	465
순이자손익	-32	-32	-30	-31	-36
외화관련손익	0	2	-7	-21	-13
지분법손익	-32	-35	3	2	2
세전계속사업손익	-138	-23	175	170	249
당기순이익	-144	-17	137	127	184
지배주주순이익	-142	-13	136	125	182
증가율(%)					
매출액	3.5	-7.1	11.0	13.0	9.4
영업이익	26.7	-9.7	87.4	22.9	33.3
EBITDA	14.6	-8.6	37.1	13.8	20.1
순이익	적지	적지	흑전	-7.0	44.2
이익률(%)					
매출총이익률	40.5	40.2	41.7	41.1	42.9
영업이익률	4.4	4.3	7.3	7.9	9.6
EBITDA이익률	11.2	11.0	13.6	13.7	15.0
세전이익률	-5.7	-1.0	7.0	6.0	8.1
순이익률	-5.9	-0.7	5.5	4.5	5.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	788	893	995	850	897
현금성자산	209	328	404	269	271
매출채권	256	247	226	226	247
재고자산	274	257	305	292	312
비유동자산	2,468	2,573	2,602	2,627	2,650
투자자산	335	517	449	474	484
유형자산	2,015	1,940	2,048	2,049	2,073
무형자산	119	117	105	104	93
자산총계	3,257	3,466	3,597	3,477	3,547
유동부채	942	865	971	855	829
매입채무	373	437	474	456	488
유동성이자부채	561	409	458	344	284
비유동부채	1,087	1,296	1,181	1,193	1,134
비유동이자부채	956	1,178	1,039	1,049	990
부채총계	2,029	2,161	2,152	2,049	1,963
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	-22	50	87	87	87
이익잉여금	1,908	1,876	1,962	2,072	2,227
자본조정	-678	-637	-627	-756	-756
자기주식	-69	-9	-9	0	0
자본총계	1,228	1,305	1,445	1,429	1,584





롯데칠성 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	134	303	321	325	328
당기순이익	-144	-17	137	128	184
자산상각비	164	151	158	163	166
운전자본증감	-97	63	-17	-8	-10
매출채권 감소(증가)	5	7	14	0	-21
재고자산 감소(증가)	-17	27	-45	13	-20
매입채무 증가(감소)	-14	61	39	-33	32
투자현금흐름	-134	-388	81	-147	-181
유형자산처분(취득)	-139	-115	-130	-133	-170
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	14	-159	154	5	-1
재무현금흐름	102	46	-177	-309	-146
차입금의 증가(감소)	-2	32	-146	-137	-119
자본의 증가(감소)	-17	14	-31	9	-27
배당금의 지급	-26	-27	-31	0	-27
총현금흐름	302	280	364	384	339
(-)운전자본증가(감소)	111	-89	-32	-8	10
(-)설비투자	153	129	202	148	186
(+)자산매각	14	13	72	15	15
Free Cash Flow	52	253	266	258	158
(-)기타투자	-4	139	-9	34	9
잉여현금	56	114	275	224	149
NOPLAT	78	70	143	168	220
(+) Dep	164	151	158	163	166
(-)운전자본투자	111	-89	-32	-8	10
(-)Capex	153	129	202	148	186
OpFCF	-22	181	131	191	190

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-18,034	-1,586	14,399	13,249	19,289
BPS	138,233	132,776	141,904	140,126	155,537
DPS	2,700	2,700	3,000	2,700	4,000
CFPS	34,450	28,722	36,241	38,152	33,687
ROA(%)	-4.3	-0.4	3.8	3.5	5.2
ROE(%)	-11.7	-1.0	10.0	8.8	12.3
ROIC(%)	3.2	2.9	6.0	7.1	9.2
Multiples(x,%)					
PER	-7.8	-68.4	9.3	12.5	8.7
PBR	1.0	0.8	0.9	1.2	1.1
PSR	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
PCR	4.1	3.8	3.7	4.3	5.0
EV/EBITDA	9.1	9.2	7.0	7.0	5.6
배당수익률	1.9	2.5	2.2	1.6	2.4
안정성(%)					
부채비율	165.2	165.6	148.9	143.4	124.0
Net debt/Equity	106.5	96.5	75.6	78.7	63.3
Net debt/EBITDA	481.9	507.6	321.2	290.4	215.7
유동비율	83.7	103.3	102.4	99.4	108.2
이자보상배율(배)	2.8	2.7	5.2	5.8	6.8
자산구조(%)					
투하자본	82.0	74.1	73.6	76.3	76.2
현금+투자자산	18.0	25.9	26.4	23.7	23.8
자본구조(%)					
차입금	55.3	54.9	50.9	49.4	44.6
자기자본	44.7	45.1	49.1	50.6	55.4



농심 (004370/Hold) 4분기 호실적

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(유지): 330,000원

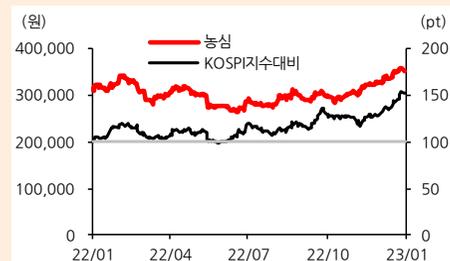
Stock Data

현재 주가(01/04)	338,000원
상승여력	-2.4%
시가총액	20,559억원
발행주식수	6,083천주
52주 최고가/최저가	357,000 / 264,500원
90일 일평균 거래대금	53.78억원
외국인 지분율	15.3%

주주 구성

농심홀딩스 (외 7인)	45.1%
국민연금공단 (외 1인)	12.1%
자사주 (외 1인)	4.9%

Stock Price



기대치를 상회할 4분기

- 2022년 4분기 농심의 연결 기준 매출액은 8,316억원(+17.5% YoY, +2.3% QoQ), 영업이익은 362억원(+15.1% YoY, +32.6% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 342억원 상회, 종전 추정 영업이익 373억원 부합 전망
- 9월 한국에서의 제품 가격 인상으로 가격 인상 직전 출고가 집중된 영향으로 10월 판매는 다소 부진했던 것으로 파악되나 11~12월 완전한 회복세를 그리며 한국 매출액은 +18.5% YoY로 견조했던 것으로 추정. 4분기 가격 인상 효과가 온전히 반영되지는 못했지만 인건비 등의 판관비율 하락 영향으로 한국에서의 수익성은 전년 수준으로 방어된 것으로 추정
- 4분기 북미 매출액은 원화 기준 +15.8% YoY로 1~3분기 누적 +37.3% YoY 대비 둔화된 것으로 추정되나 해외 법인의 경우 현지 상황에 따라 변동성이 높은 편으로 2023년 1분기 부터는 다시 높은 20%대의 성장률을 기록할 전망

투자의견 Hold 유지, 목표주가는 330,000원 유지

- 2023년 1분기 이후 원가 상승 부담 완화가 예상되나 2015년 수준의 이익 스프레드 개선을 기대할 정도의 원재료 가격 하락 흐름이 이어지고 있다고 보긴 어려움
- 원재료 가격 추가 하락 시 혹은 영업 환경 상황 개선으로 매출 에너지를 축소 시 투자의견 및 목표주가 상향 가능

재무정보	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,344	2,640	2,663	3,137	3,515
영업이익	79	160	106	102	140
EBITDA	175	262	211	219	260
지배주주순이익	71	149	100	123	145
EPS	11,672	24,416	16,412	20,241	23,856
순자입금	-438	-465	-296	-434	-556
PER	20.6	12.3	19.4	15.2	14.2
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.9	5.2	7.8	6.6	5.8
배당수익률(%)	1.7	1.3	1.3	1.3	1.2
ROE	3.7	7.5	4.7	5.4	5.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



농심 실적 추정

[한화리서치센터]

농심 분기 및 실적 추이									(단위: 십억 원)		
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	736	756	813	832	852	882	887	894	2,663	3,137	3,515
한국	523	532	572	622	604	612	613	651	1,927	2,249	2,481
중국	59	52	48	44	65	57	53	49	193	203	224
북미	123	138	156	130	148	175	180	156	416	547	660
일본	22	20	22	24	24	22	24	26	85	88	95
호주	8	11	13	8	10	13	14	10	35	41	47
베트남	2	2	2	2	2	2	3	2	7	8	9
YoY (%)	16.1	16.7	20.8	17.5	15.8	16.6	9.1	7.5	0.9	17.8	12.1
한국	13.4	16.3	18.4	18.5	15.5	15.0	7.3	4.6	-1.9	16.7	10.3
중국	7.3	14.2	-10.4	14.3	9.9	10.0	10.0	11.0	-5.9	5.4	10.2
북미	35.6	24.8	52.4	15.8	20.7	26.8	15.3	19.9	15.5	31.5	20.5
일본	12.1	-8.0	0.4	10.3	9.5	6.9	8.0	7.0	17.6	3.4	7.8
호주	17.3	11.1	25.6	13.2	16.4	18.5	12.0	12.1	12.2	17.0	14.7
베트남	21.2	11.7	9.9	11.3	9.8	8.8	7.0	7.0	8.9	13.2	8.1
영업손익	34	4	27	36	42	14	38	45	106	102	140
한국	25	-4	12	28	29	2	20	34	61	61	84
중국	1	2	3	-1	2	3	4	-1	-4	5	9
북미	3	3	9	4	5	6	10	6	33	19	28
일본	1	1	2	1	1	2	2	1	5	4	6
호주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
베트남	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
조정	4	1	2	5	4	1	2	5	11	11	12
YoY (%)	21.2	-75.4	-6.2	15.1	23.1	235.3	40.1	25.1	-33.8	-3.8	37.2
한국	127.5	적전	-34.3	14.1	15.8	흑전	65.5	21.0	-33.0	0.3	37.9
중국	2.9	흑전	흑전	적지	75.5	40.5	30.5	적지	적전	흑전	59.3
북미	-71.8	-68.4	16.8	-9.3	79.7	94.1	16.8	52.3	-24.2	-41.4	46.9
일본	-2.4	-18.0	0.7	16.4	44.0	24.4	25.7	62.8	92.7	-5.4	33.2
호주	37.9	85.1	-78.4	적지	109.5	107.9	242.4	흑전	-66.3	-30.7	189.2
베트남	156.7	적전	-97.6	22.6	30.9	적지	1,079.4	32.7	13,983	-58.1	97.4
영업이익률 (%)	4.7	0.6	3.4	4.4	5.0	1.6	4.3	5.1	4.0	3.3	4.0
한국	4.8	-0.7	2.1	4.5	4.8	0.3	3.2	5.2	3.2	2.7	3.4
중국	2.0	4.3	6.4	-2.5	3.2	5.5	7.6	-1.3	-2.3	2.7	3.9
북미	2.5	2.3	5.7	3.2	3.7	3.5	5.8	4.0	7.9	3.5	4.3
일본	3.8	7.3	7.3	2.3	5.0	8.5	8.5	3.5	5.6	5.1	6.3
호주	1.5	1.6	0.6	-0.6	2.7	2.8	1.8	0.6	1.4	0.8	2.0
베트남	6.3	-5.0	0.1	5.0	7.5	-3.8	1.3	6.2	3.9	1.5	2.7

자료: 농심, 한화투자증권 리서치센터



농심 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,344	2,640	2,663	3,137	3,515
매출총이익	718	837	818	895	1,004
영업이익	79	160	106	102	140
EBITDA	175	262	211	219	260
순이자손익	8	7	6	8	6
외화관련손익	1	5	3	2	4
지분법손익	-1	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	103	191	137	157	186
당기순이익	71	149	100	123	145
지배주주순이익	71	149	100	123	145
증가율(%)					
매출액	4.8	12.6	0.9	17.8	12.1
영업이익	-11.0	103.4	-33.8	-3.8	37.2
EBITDA	1.0	49.8	-19.4	3.7	18.9
순이익	-15.7	109.7	-33.2	23.6	17.9
이익률(%)					
매출총이익률	30.6	31.7	30.7	28.5	28.6
영업이익률	3.4	6.1	4.0	3.3	4.0
EBITDA이익률	7.5	9.9	7.9	7.0	7.4
세전이익률	4.4	7.2	5.1	5.0	5.3
순이익률	3.0	5.6	3.7	3.9	4.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,079	1,074	1,089	1,215	1,403
현금성자산	592	559	402	500	641
매출채권	224	229	239	255	274
재고자산	208	228	256	300	322
비유동자산	1,574	1,651	1,811	1,882	1,856
투자자산	307	334	339	240	246
유형자산	1,208	1,271	1,428	1,595	1,563
무형자산	59	46	44	47	47
자산총계	2,653	2,726	2,900	3,097	3,258
유동부채	585	522	537	602	622
매입채무	441	471	493	529	549
유동성이자부채	88	12	12	32	30
비유동부채	127	154	162	104	124
비유동이자부채	66	81	94	35	55
부채총계	712	677	699	706	746
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	122	122
이익잉여금	1,878	2,001	2,083	2,183	2,304
자본조정	-101	-118	-50	44	44
자기주식	-81	-81	-81	-81	-81
자본총계	1,941	2,049	2,201	2,392	2,512





농심 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	162	231	163	220	240
당기순이익	71	149	100	123	145
자산상각비	96	102	105	117	120
운전자본증감	-39	-63	-63	-5	-25
매출채권 감소(증가)	-12	-4	-6	-4	-19
재고자산 감소(증가)	-7	0	-23	-29	-22
매입채무 증가(감소)	14	-27	2	9	20
투자현금흐름	-31	-132	-319	-132	-106
유형자산처분(취득)	-154	-180	-189	-58	-86
무형자산 감소(증가)	0	0	2	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-3	-13
재무현금흐름	18	-94	-25	-88	-5
차입금의 증가(감소)	41	-71	-2	-61	19
자본의 증가(감소)	-23	-23	-23	0	-24
배당금의 지급	-23	-23	-23	0	-24
총현금흐름	230	322	270	250	265
(-)운전자본증가(감소)	45	17	155	-17	25
(-)설비투자	154	180	195	99	88
(+)자산매각	0	0	9	40	2
Free Cash Flow	31	126	-72	208	153
(-)기타투자	-129	-2	40	91	7
잉여현금	160	127	-111	117	147
NOPLAT	54	125	77	80	109
(+) Dep	96	102	105	117	120
(-)운전자본투자	45	17	155	-17	25
(-)Capex	154	180	195	99	88
OpFCF	-49	30	-168	114	116

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	11,672	24,416	16,412	20,241	23,856
BPS	316,955	334,382	359,145	391,180	411,036
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
CFPS	37,759	52,955	44,397	41,169	43,520
ROA(%)	2.7	5.5	3.5	4.1	4.6
ROE(%)	3.7	7.5	4.7	5.4	5.9
ROIC(%)	4.0	8.5	4.6	4.3	5.8
Multiples(x,%)					
PER	20.6	12.3	19.4	15.2	14.7
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	6.4	5.7	7.2	7.5	8.1
EV/EBITDA	5.9	5.2	7.8	6.6	6.1
배당수익률	1.7	1.3	1.3	1.3	1.1
안정성(%)					
부채비율	36.7	33.0	31.8	29.5	29.7
Net debt/Equity	-22.6	-22.7	-13.5	-18.1	-22.1
Net debt/EBITDA	-250.4	-177.6	-140.2	-198.1	-213.6
유동비율	184.4	205.8	202.6	201.9	225.5
이자보상배율(배)	13.8	41.0	54.1	143.8	55.2
자산구조(%)					
투하자본	61.4	62.9	71.2	71.7	67.8
현금+투자자산	38.6	37.1	28.8	28.3	32.2
자본구조(%)					
차입금	7.4	4.4	4.6	2.7	3.3
자기자본	92.6	95.6	95.4	97.3	96.7

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2023년 01월 04일)

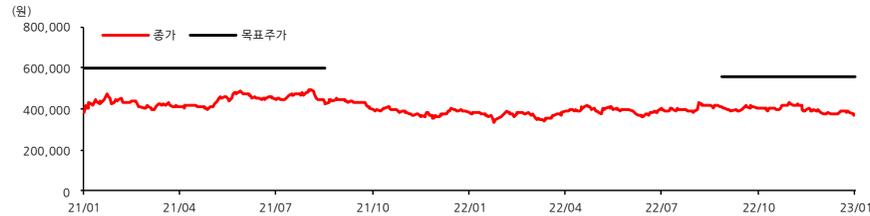
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 조정현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

*과리율 산정: 수정주가 적용

CJ제일제당 (097950)



투자이건 변동내역

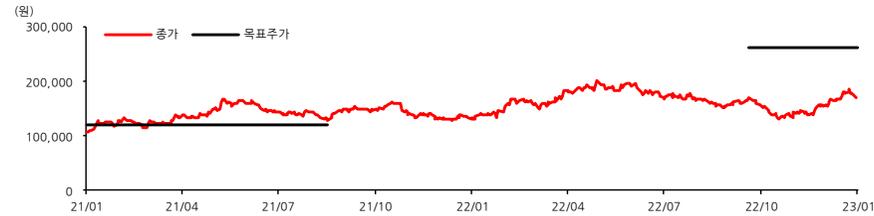
일 시	2016.08.12	2021.05.11	2021.07.20	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14
투자이건	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		600,000	600,000	한유정	560,000	560,000
일 시	2022.11.15	2022.12.09	2023.01.04			
투자이건	Buy	Buy	Buy			
목표가격	560,000	560,000	560,000			

목표주가 변동 내역별 과리율 (CJ제일제당)

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

Compliance Notices

롯데칠성 (005300)



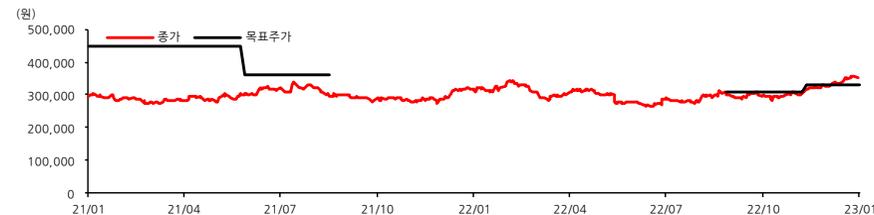
투자의견 변동내역

일 시	투자등급변경	2022.09.22	2022.09.22	2022.10.14	2022.11.04	2022.11.24
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	260,000	260,000	260,000	260,000
일 시	2023.01.04					
투자의견	Buy					
목표가격	260,000					

목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데칠성)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.22	Buy	260,000		

농심 (004370)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.07.15	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14
투자등급변경	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Hold	Hold
목표가격		360,000	360,000	한유정	310,000	310,000
일 시	2022.11.14	2023.01.04				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	330,000	330,000				

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (농심)

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	-3.79	-0.48
2022.11.14	Hold	330,000		

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 주장에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

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 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	책임연구원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
김성수	책임연구원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
임혜운	책임연구원	경제	3772-7728	hyllim@hanwha.com
오덕균	연구원	매크로/채권 RA	3772-7625	deokgyun.oh@hanwha.com
권병재	연구원	EMP 전략	3772-7624	byeongjae.kwon@hanwha.com
안소영	연구원	크레딧	3772-7725	so.an1@hanwha.com
최규호	연구원	경제 RA	3772-7720	choi.gh@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진, CFA	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
김형수	수석연구위원	제약/바이오	3772-7463	knkhs@hanwha.com
김소혜	연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구위원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
김도하	연구위원	금융	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
김광진	연구위원	반도체	3772-7583	kwangjin.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
김용호	책임연구원	스몰캡	3772-7596	yonghokim@hanwha.com
이진협	책임연구원	유통	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
이용욱	연구원	2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
박수영	연구원	운송/엔터/레저	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
윤용식	연구원	정유/화학/에너지 RA	3772-7691	yongs0928@hanwha.com
유영솔	연구원	제약/바이오/인터넷/게임/미디어 RA	3772-7613	youngsol.yu@hanwha.com
배성조	연구원	방산/조선/기계/자동차/스몰캡 RA	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
조정현	연구원	건설/건자재/음식료/화장품 RA	3772-7509	controlh@hanwha.com
서주원	연구원	금융/ESG RA	3772-7481	juwon.seo@hanwha.com
최영주	연구원	반도체/유통 RA	3772-7647	yeongjuchoi@hanwha.com

[글로벌 리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
정정영	책임연구원	중국주식	3772-7473	jeongyoung@hanwha.com
강재구	책임연구원	미국주식	3772-7581	jaekoo.kang@hanwha.com
김유민	연구원	해외주식 RA	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com
임해인	연구원	중국/미국주식 RA	3772-7799	haein.lim@hanwha.com

본 · 지점망

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

서울

본 사 02) 3772-7000 노 원 지 점 02) 931-2711
 리더스라운지강남지점 02) 6975-2000 목 동 지 점 02) 2654-2300
 강 서 지 점 02) 2606-4712 송 파 지 점 02) 449-3677
 갤 러 리 아 지 점 02) 3445-8700 신 촌 지 점 02) 6944-7700
 금융플라자63지점 02) 308-6363 영 업 부 02) 3775-0775
 금융플라자시청지점 02) 2021-6900 종 앙 지 점 02) 743-7311

인천/경기

과 천 지 점 02) 507-7070 안 성 지 점 031) 677-0233
 부 천 지 점 032) 322-0909 일 산 지 점 031) 929-1313
 분 당 지 점 031) 707-7114 평 촌 지 점 031) 381-6004
 송 도 I F E Z 지 점 032) 851-7233 평 택 지 점 031) 652-8668
 신 갈 지 점 031) 285-7233

대전/충청

공 주 지 점 041) 856-7233 타임월드지점 042) 488-7233
 천 안 지 점 041) 563-2001 흥 성 지 점 041) 631-2200
 청 주 지 점 043) 224-3300

광주/전라

광 주 지 점 062) 713-5700 순 천 지 점 061) 724-6400
 군 산 지 점 063) 730-8400 전 주 지 점 063) 710-1000

제주

제 주 지 점 064) 800-7500

대구/경북

문 경 지 점 054) 550-3500 영 주 지 점 054) 633-8811
 범 어 지 점 053) 741-3211 영 천 지 점 054) 331-5000
 성 서 지 점 053) 588-3211 포 향 지 점 054) 231-4111

부산/울산/경남

거 항 지 점 055) 943-3000 삼 산 지 점 052) 265-0505
 동 울 산 지 점 052) 233-9229 언 앙 지 점 052) 262-9300
 마 린 시 티 지 점 051) 751-8321 창 원 지 점 055) 285-2211
 부 산 지 점 051) 465-7533



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
 고객센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234