

음식료  
(Positive)

# 이보다 더 좋을 수 없다

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

RA 이다연  
dayeon.lee@hanwha.com  
3772-7690

## 분석종목

KT&G  
CJ제일제당  
오리온  
농심  
삼양식품  
롯데윌푸드  
롯데칠성  
이지바이오







음식료

## 목차

03

### Summary

05

I. 하락 추세 이어지는 곡물가 원가 점검 이상 무

10

II. 원화 약세 지속 환율에 웃는 기업과 우는 기업

14

III. 새로운 변수 중국 그리고 금리

17

IV. 투자판단 모든 것이 갖춰졌다

21

### IV. 기업분석

KT&G, CJ제일제당, 오리온, 농심, 삼양식품, 롯데웰푸드, 롯데칠성, 이지바이오

# Summary

## 곡물가 하향 안정화 전망

- 2024년 1~3월 소맥, 옥수수, 대두, 팜유 가격은 2022년 대비 -35.7%, -37.0%, -25.5%, -32.0%
- 코코아, 원당 등 일부 원재료 가격은 상승 추세 이어지고 있으나 개별 기업들의 해당 원재료 노출도는 극히 낮은 편이며, 원당 재고율 전망치는 회복 추세로 연내 가격 안정화 전망
- 음식료 기업들의 원재료 투입 단가는 2023년 대비 2024년 하락, 2024년 상반기 대비 2024년 하반기 하락 전망

## 원화 약세 불리하지 않아

- 원화 약세 추세 지속. 4월 16일 장중 원달러 환율은 1,400원을 터치
- 과거와 달리 M&A, 수출 확대로 해외 판매 비중이 높은 기업 多
- 환율 변동에 따른 영향은 기업별로 차별화될 것

## 중국도 금리도 문제 없어

- 중국 경기 회복 및 수급 안정화로 중국 라이신, 트립토판 등의 주요 아미노산 판가 회복 추세
- 금리 인하에 대한 불확실성 확대 중이나 한국 음식료 기업들의 재무구조는 대체로 안정적
- 하반기 음식료 업종 Re-rating 가능성 높아져 비중 확대 추천

# Summary

## 한화투자증권 분석 종목 요약

	종목명	투자의견	목표주가 (변동)	상승여력 (%)	Target PER (배)	EPS (원)		PER (배)		YTD 주가수익률
						2024E	2025E	2024E	2025E	
대 형 주 3 사	KT&G	BUY	120,000원 (-)	33.6	13.9	8,610	9,947	10.4	9.0	3.3
	CJ제일제당	BUY	470,000원 (-)	41.6	11.7	40,109	49,298	8.3	6.7	2.5
	오리온	BUY	130,000원 (-)	42.5	12.3	10,591	11,242	8.6	8.1	-21.5
해 외 성 장 주	농심	BUY	600,000원 (-)	57.9	17.8	33,783	36,789	11.2	10.3	-6.6
	삼양식품	BUY	300,000원 (-)	11.7	14.9	20,108	23,932	13.4	11.2	24.3
	롯데웰푸드	BUY	190,000원 (-)	53.2	13.7	13,900	17,505	8.9	7.1	0.2
저 평 가 소 외 주	롯데칠성	BUY	160,000원 (하향)	27.0	10.4	15,322	20,604	8.2	6.1	-14.1
	이지바이오	Not Rated	-	-	-	-	-	-	-	10.9

주: 4월 18일 종가 기준

음식료  
(Positive)



---

I

---

하락 추세 이어지는 곡물가

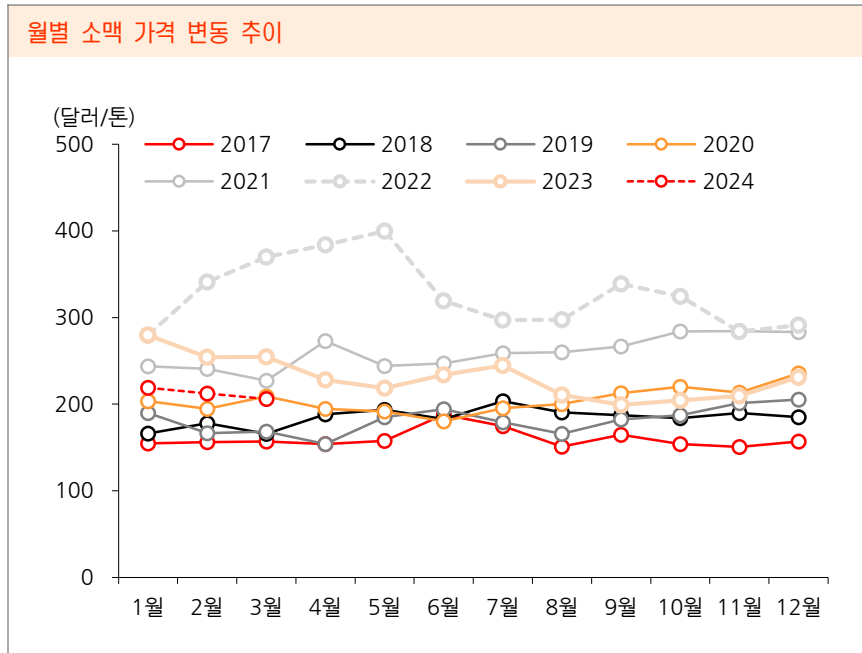
원가 점검 이상 무



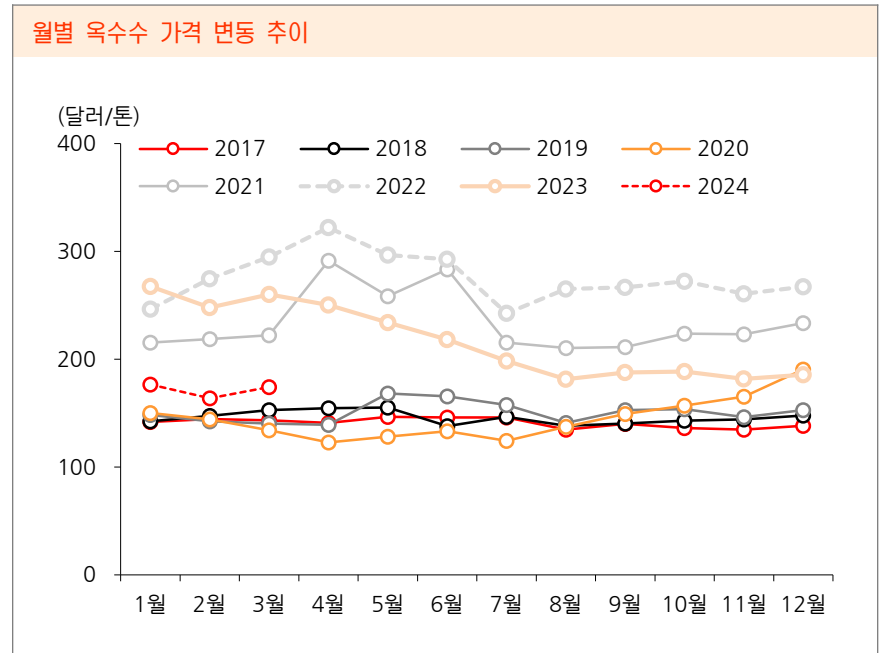
# 하락 추세 이어지는 곡물가 기다리고 기다렸던 그 순간

[한화리서치센터]

- ❖ 2024년 1~3월 평균 소맥 가격은 2023년 대비 -10.5%, 2022년 대비 -35.7%, 2023년 대비 -19.2%, 2024년 1~3월 평균 옥수수 가격은 2023년 대비 -33.7%, 2022년 대비 -37.0%, 2021년 대비 -21.6%
- ❖ 삼양사, 대한제분 등 주요 제분업체들은 4월 1일부터 B2C 판매 가격을 평균 5~6.6% 인하하였으나
- ❖ B2B 가격 인하는 연내 순차적으로 진행될 예정
- ❖ 밀가루를 주원재료로 쓰는 가공식품 기업들의 원재료 투입 단가는 상반기 대비 하반기 하락 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



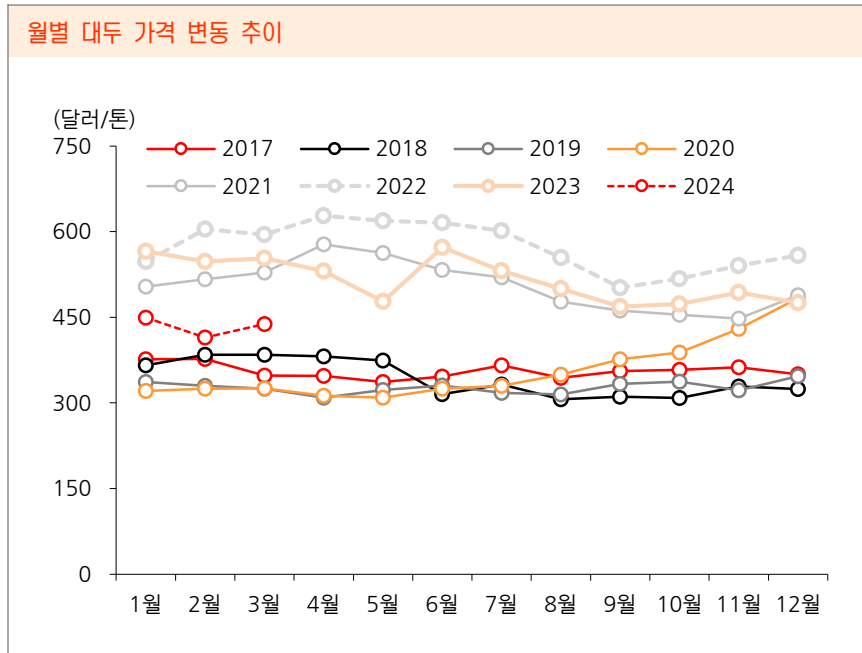
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



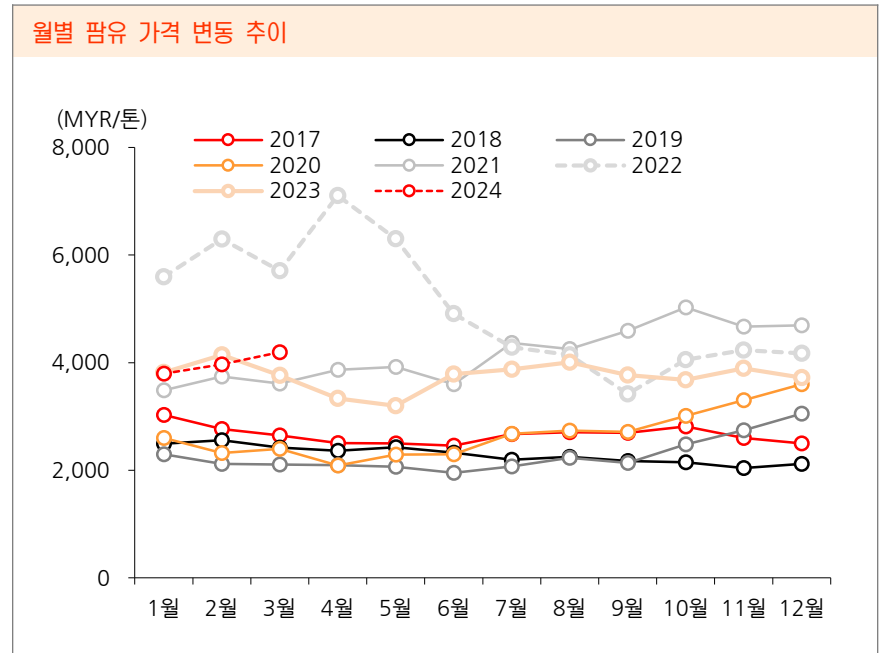
# 하락 추세 이어지는 곡물가 기다리고 기다렸던 그 순간

[한화리서치센터]

- ❖ 2024년 1~3월 평균 대두 가격은 2023년 대비 -21.9%, 2022년 대비 -25.5%, 2023년 대비 -15.9%, 2024년 1~3월 평균 팥유 가격은 2023년 대비 +2.1%, 2022년 대비 -32.0%, 2021년 대비 +10.3%
- ❖ 소맥, 옥수수 가격 따라 대두 가격도 완만한 하향 안정화 추세
- ❖ 2022년 상반기 가격 급등(1H22 +61.6% YoY)으로 사상 최고치를 기록했던 팥유 가격. 이에 식용유 등 유지 기업 뿐만 아니라 라면, 과자 등 가공식품, 외식업계 전반 원가 상승 부담이 가중되었던 바 있음
- ❖ 유지 가격 급등으로 원가 상승 부담의 가중치가 높았던 기업 순으로 연내 이익 개선 가시화 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

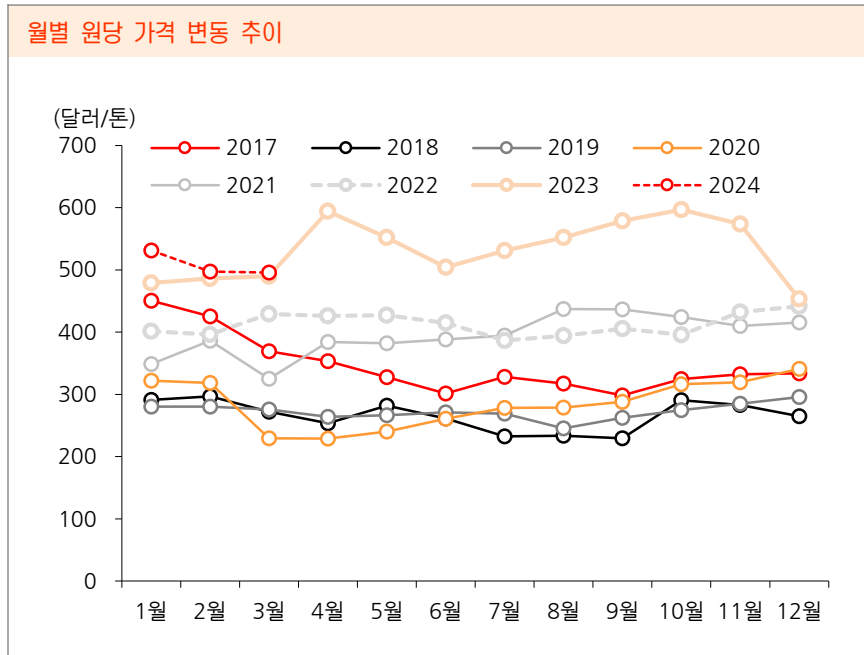


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

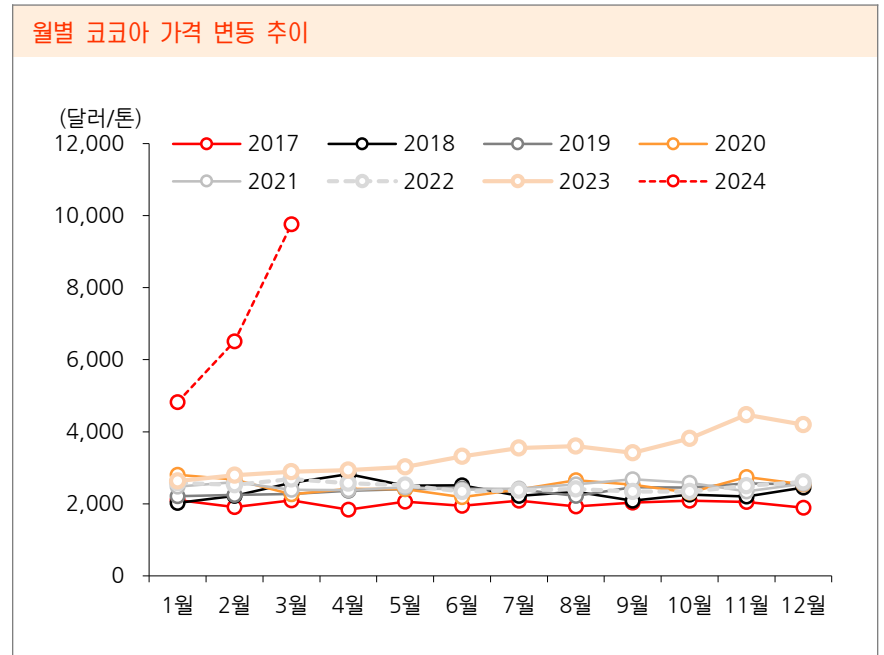


# 하락 추세 이어지는 곡물가 기다리고 기다렸던 그 순간

- ❖ 2024년 1~3월 평균 원당 가격은 2023년 대비 +4.8%, 2022년 대비 +24.3%, 2023년 대비 +43.8%, 2024년 1~3월 평균 코코아 가격은 2023년 대비 +108%, 2022년 대비 +183%, 2021년 대비 +183%
- ❖ 유일하게 원당, 코코아 가격만 상승세가 이어지는 중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, Investing.com, 한화투자증권 리서치센터

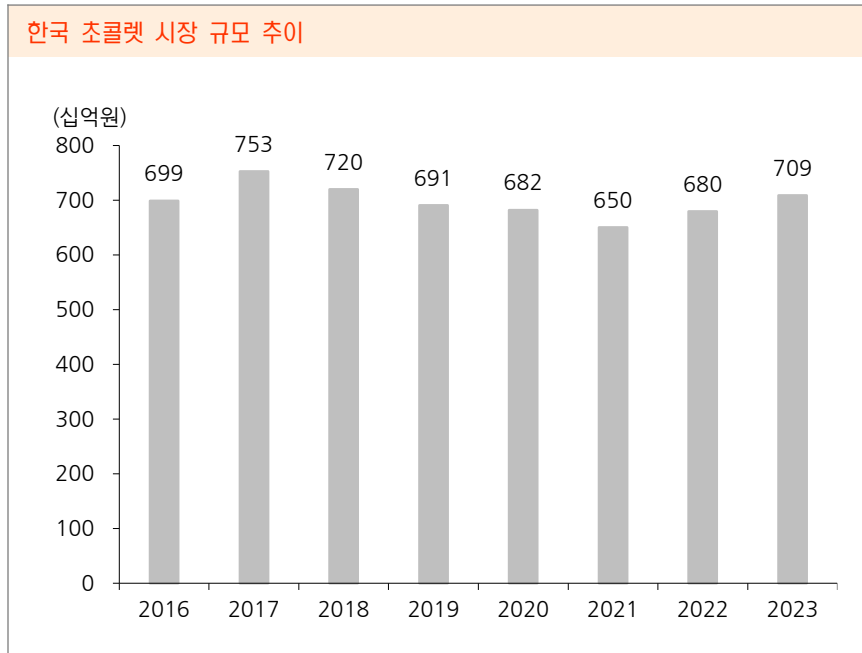




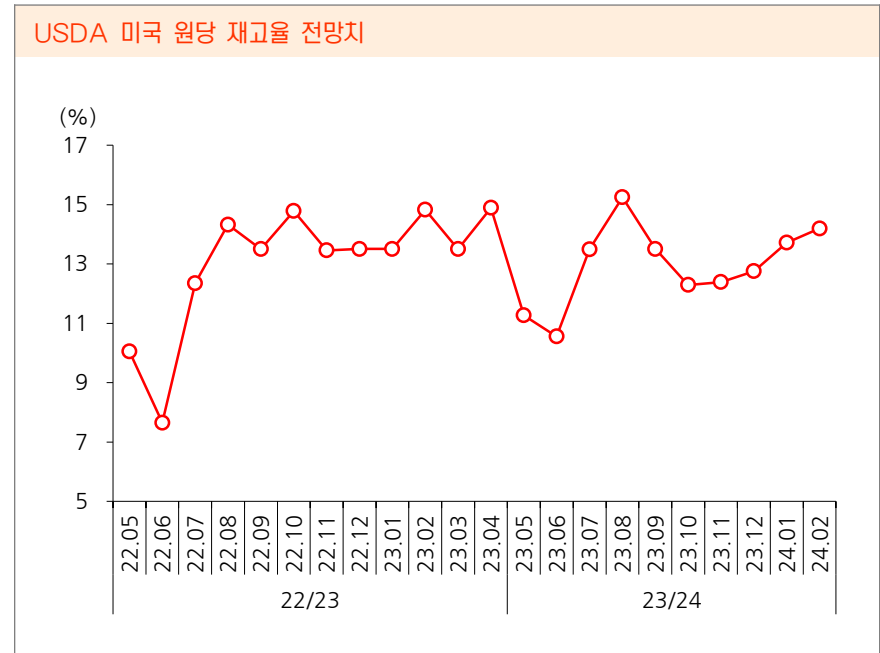
# 하락 추세 이어지는 곡물가 기다리고 기다렸던 그 순간

[한화리서치센터]

- ❖ 코코아에 대한 개별 기업들의 원재료 노출도는 극히 낮은 편으로 실적 영향 미미
- ❖ 원당 재고율 전망치는 회복 추세로 연내 가격 안정화 전망



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터



자료: USDA, 한화투자증권 리서치센터

음식료  
(Positive)



---

# II

---

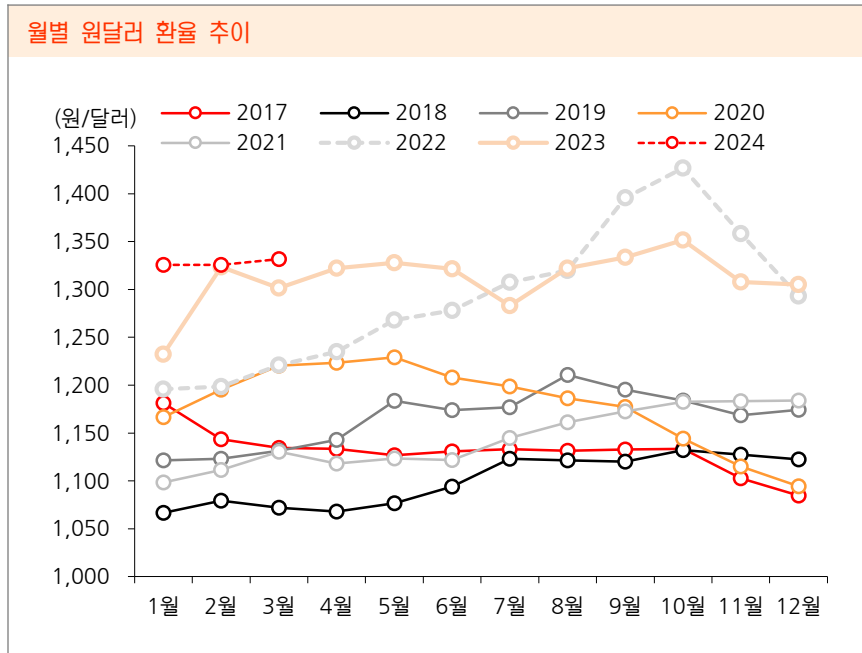
원화 약세 지속

환율에 웃는 기업과 우는 기업



# 원화 약세 지속 환율에 웃는 기업과 우는 기업

- ❖ 4월 들어 원달러 환율 상승. 4월 16일 장중 원달러 환율은 1,400원을 터치
- ❖ 해외 판매 비중은 낮고, 원재료 수입 비중은 높았던 과거의 음식료 섹터의 모습에서 환골탈태



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

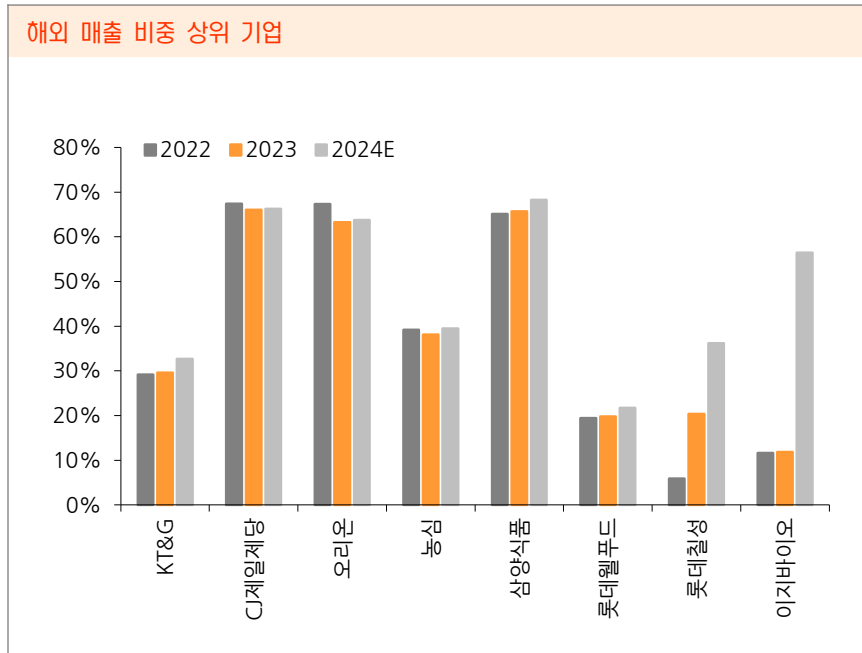




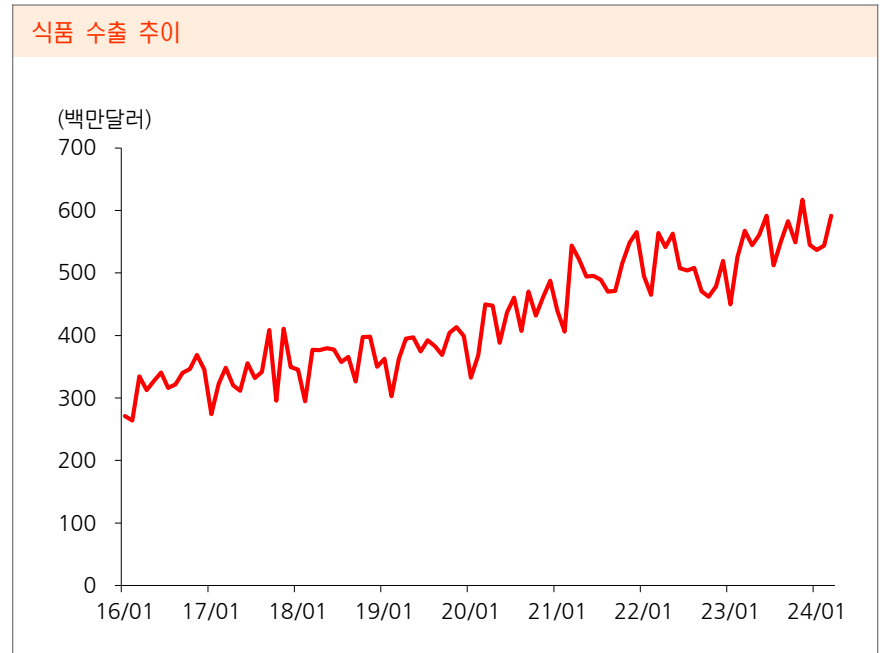
# 원화 약세 지속 환율에 웃는 기업과 우는 기업

[한화리서치센터]

- ❖ KT&G는 기존 궤련담배 수출에 이어 2020년 1월 Philip Morris Products와의 공급계약 체결을 통해 NGP 판매 확대 중
- ❖ CJ제일제당은 2019년 슈완스컴퍼니 인수 이후 양사 사업 시너지 본격화 추세
- ❖ 롯데칠성은 2023년 9월 PCPPI 인수, 이지바이오는 2024년 3월 Devenish 인수로 해외 매출 급속 확대



자료: 한화투자증권 리서치센터



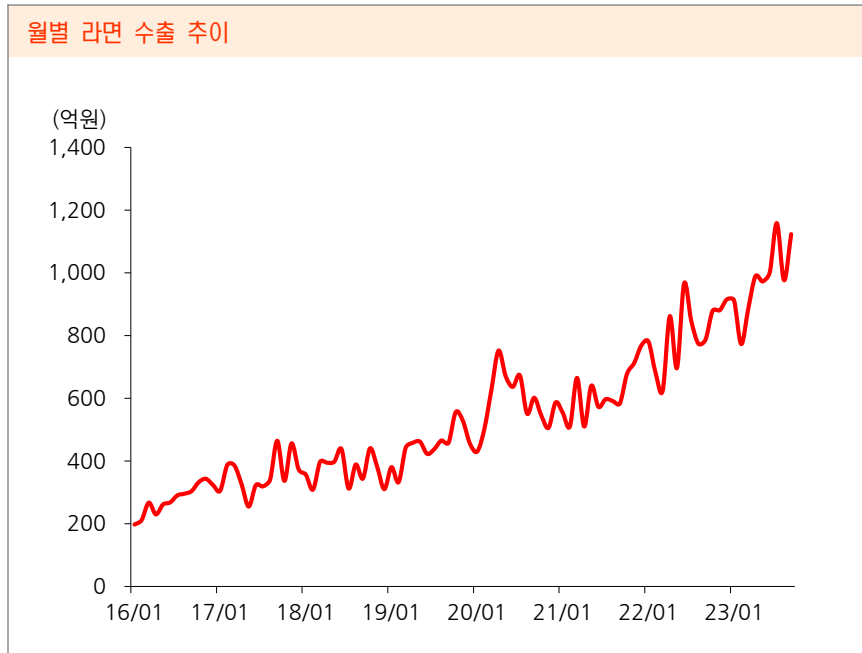
주: HS Code 대분류 11, 15~22 합산 기준  
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



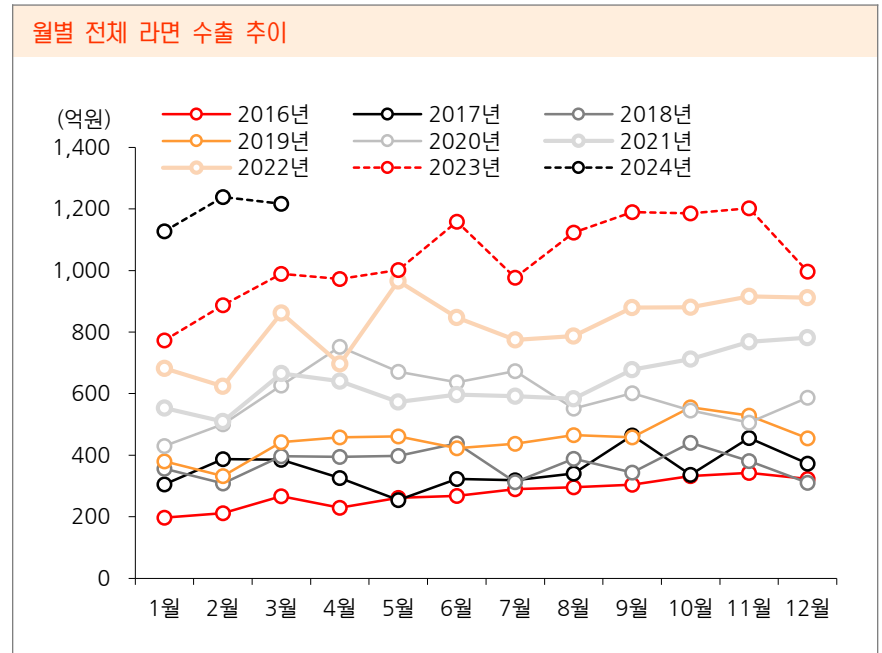
# 원화 약세 지속 환율에 웃는 기업과 우는 기업

[한화리서치센터]

- ❖ 한국인의 소울푸드 라면은 아시아 지역 뿐만 아니라 유럽, 미주, 호주 등으로 해외 판로가 확대되며
- ❖ 2024년에도 동월 최고 수출 금액 경신 중
- ❖ 라면 수출 성장을 주도하는 기업은 농심, 삼양식품으로 일부에 국한되지만
- ❖ 한국적인 맛으로 세계화를 이뤄낸 사례로 후발주자 탄생 가능성은 과거 대비 높아져



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

음식료  
(Positive)



---

# III

---

새로운 변수

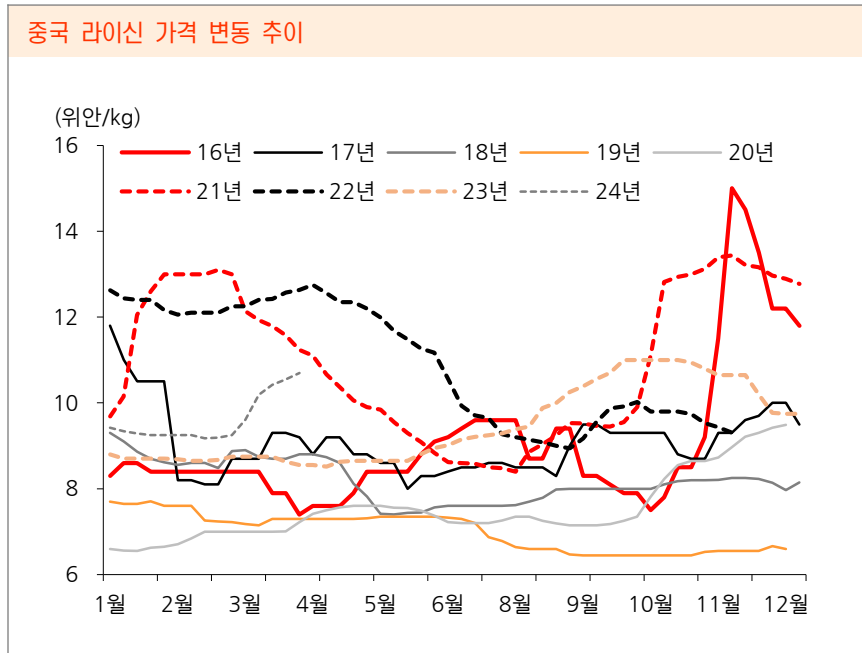
중국 그리고 금리



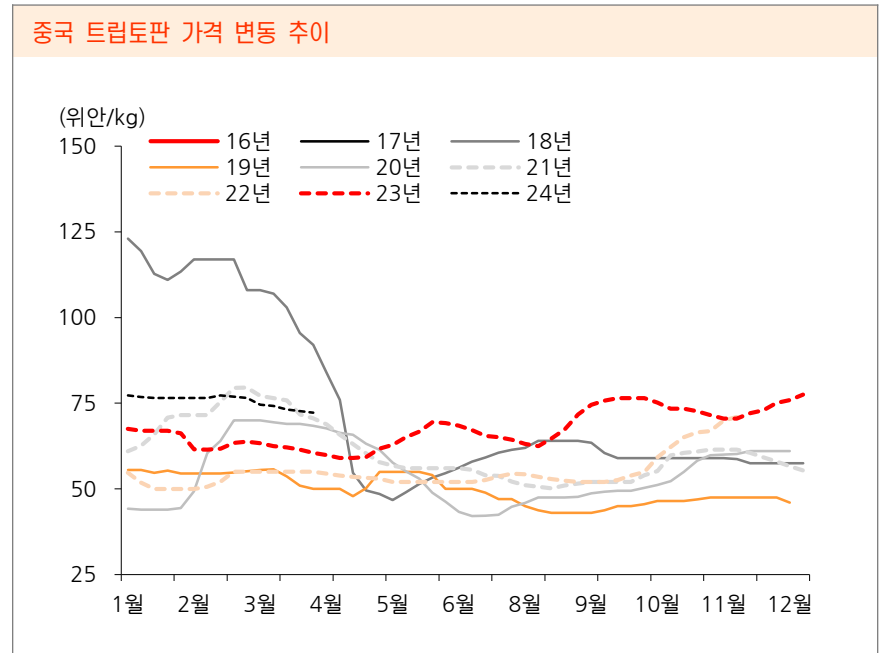


# 완만한 회복이 예상되는 중국 수요 어려워도 포기할 수 없는 시장 [한화리서치센터]

- ❖ 2021~2022년 상반기 가격 급등 이후 하락세가 이어지던 중국 라이신 가격은 최근 반등 추세. 2024년 3월 평균 가격은 kg당 9.9위안(+13.0% YoY), 4월 둘째주 누적 평균 가격은 kg당 10.7위안(+23.7% YoY)
- ❖ 2020년 7월 kg당 43.3위안까지 하락했던 트립토판 가격은 완만한 회복 추세로 2024년 3월 평균 가격은 kg당 74.6위안(+18.4% YoY), 4월 둘째주 누적 평균 가격은 kg당 72.4위안(+18.7% YoY)
- ❖ 장기 공급 계약 비중이 높은 아미노산 업계 특성상 2024년 상반기 대비 하반기 실질 반영 판가 상승 예상



주: 98.5% 기준 가격, 자료: 한화투자증권 리서치센터



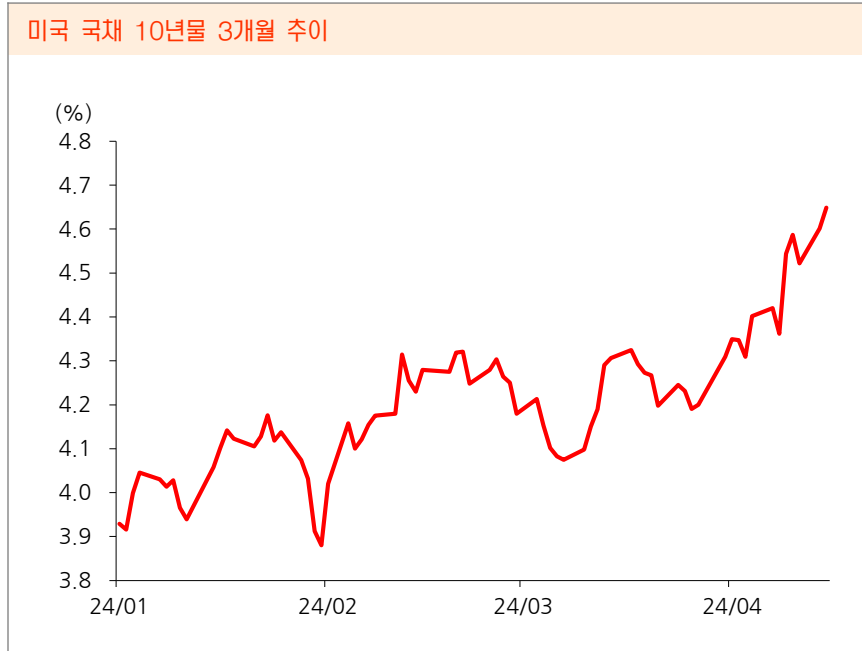
자료: 한화투자증권 리서치센터



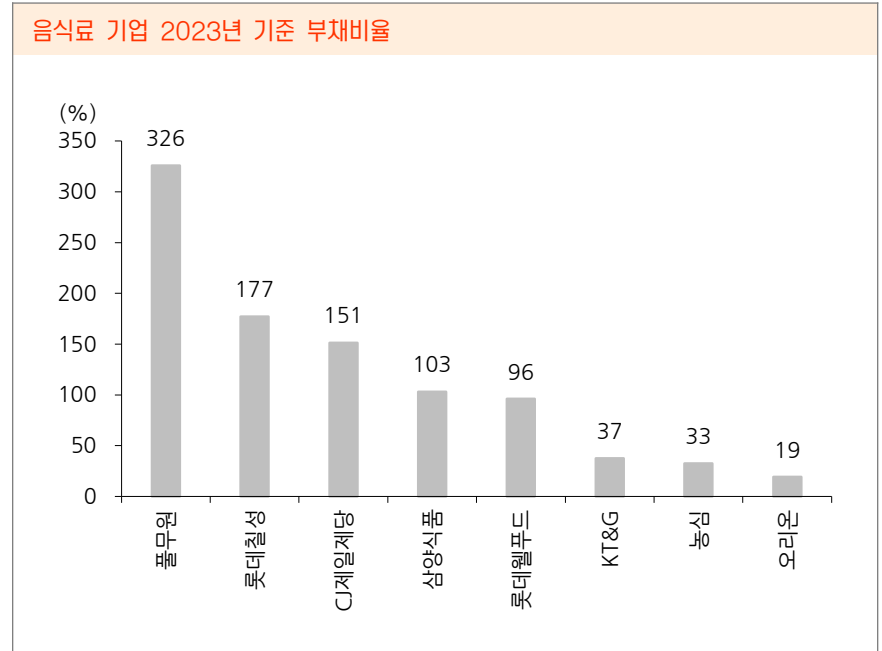
# 쉽사리 내려가지 않을 금리 재무구조 건전성도 따져봐야

[한화리서치센터]

- ❖ 상반기 금리 인하에 대한 기대는 물론 하반기 인하에 대한 불확실성이 높아지는 중이나 한국 음식료 기업들의 재무구조는 대체로 안정적
- ❖ 생산시설 통폐합 및 자동화물류센터 구축에 투자를 확대해온 롯데칠성의 경우 2026년까지 부채비율 120%대로 개선 목표
- ❖ 최종 매각 금액은 확정 전이나 글로벌 곡물 가공 업체 번지(Bunge)에 셀렉타 지분 전량 매각 결정(연내 매각 절차 완료 예정). 지난 4월 12일, 언론보도를 통해 CJ푸드앤케어(F&C) 매각 가능성 대두. 시황 변동에 따라 손익 변동성이 높은 법인이지만 인도네시아, 베트남, 중국 등에 걸쳐 아시아 네트워크가 굳건한 법인인 점을 고려했을 때 예상 매각가액은 1조원 이상으로 추정. 비주력 사업부 매각으로 CJ제일제당의 재무구조 개선 가능성 확대. 참고로 2023년 말 기준 CJ제일제당의 순차입금은 7.1조원, 대통 제외 순차입금은 5.7조원



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



주: 대한통운을 제외한 CJ제일제당 부채비율은 139%

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

음식료  
(Positive)



---

# IV

---

투자판단

모든 것이 갖춰졌다

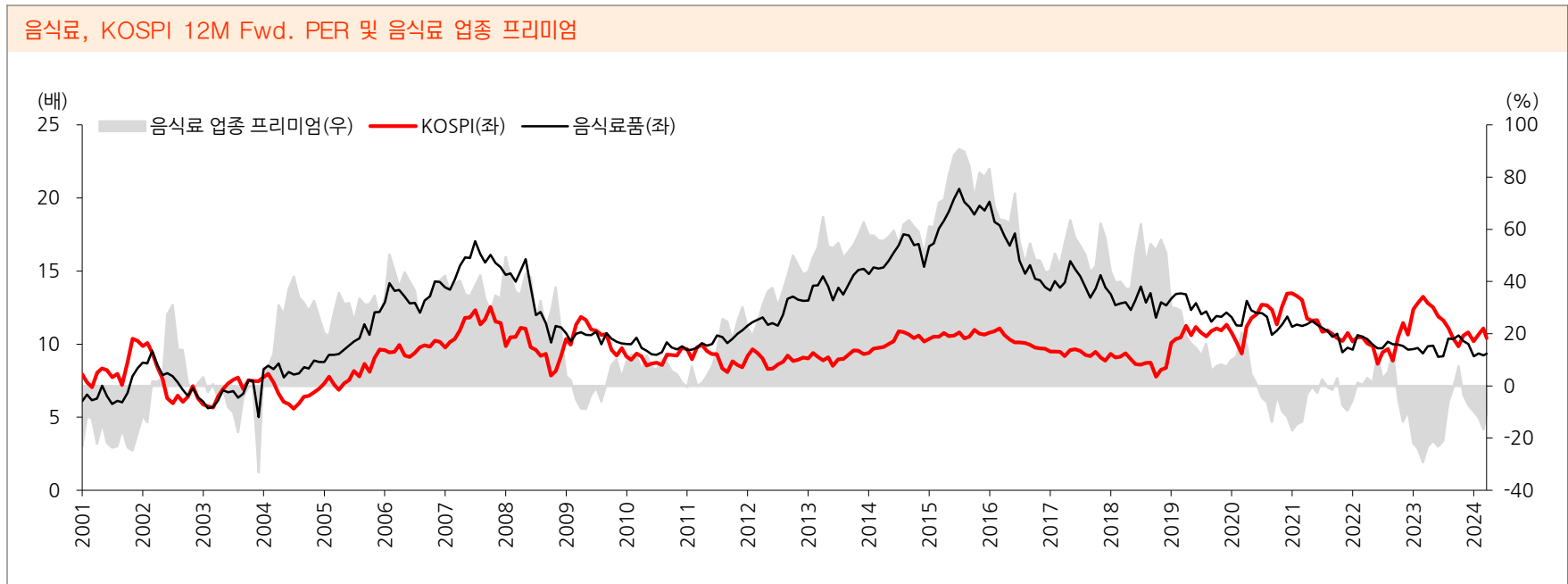




# 투자판단 모든 것이 갖춰졌다

[한화리서치센터]

- ❖ 주요 곡물 가격 하향 안정화. 음료 기업들의 원재료 투입 단가는 2023년 대비 2024년 하락, 2024년 상반기 대비 2024년 하반기 하락 전망
- ❖ 과거와 달리 M&A, 수출 확대로 해외 판매 비중이 높은 기업 多. 환율 변동에 따른 영향은 기업별로 차별화될 것
- ❖ 중국 경기 회복 및 수급 안정화로 중국 라이신, 트립토판 등의 주요 아미노산 판가 회복 추세
- ❖ 금리 인하에 대한 불확실성 확대 중이나 한국 음료 기업들의 재무구조는 대체로 안정적



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



# 투자판단 모든 것이 갖춰졌다

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 음식료 업종의 12M Fwd PER 9.3배에 불과. 하반기 음식료 업종 Re-rating 가능성 높아져 비중 확대 추천
- ❖ 음식료 대형주 3사는 CJ제일제당 > KT&G > 오리온 순, 중소형주는 삼양식품 > 롯데웰푸드 > 농심 순으로 선호
- ❖ 미국 사료첨가제 제조판매 기업인 Devenish 인수 후 매출액 +152.3%, 영업이익 +69.7%가 증가될 것으로 예상되는 저평가 소외주 이지바이오도 관심종목으로 추천

한화투자증권 음식료 커버리지 기업 요약						
종목명	투자의견	목표주가	Target PER(배)	2024 PER(배)	2025 PER(배)	YTD 주가수익률(%)
KT&G	BUY	120,000원	13.9	10.4	9.0	3.3
CJ제일제당	BUY	470,000원	11.7	8.3	6.7	2.5
오리온	BUY	130,000원	12.3	8.6	8.1	-21.5
농심	BUY	600,000원	17.8	11.2	10.3	-6.6
삼양식품	BUY	300,000원	14.9	13.4	11.2	24.3
롯데웰푸드	BUY	190,000원	13.7	8.9	7.1	0.2
롯데칠성	BUY	160,000원	10.4	8.2	6.1	-14.1

자료: 한화투자증권 리서치센터

해외 음식료 기업 Valuation				(단위: Local Currency, Local Bil, 배)							
기업명	통화	주가	시가총액	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA	
				24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
Philip Morris	USD	91	142	14.4	13.1	-	-	-	-	12.2	11.2
Nestle	CHF	93	249	18.5	17.2	6.7	6.1	36.0	36.9	15.0	14.1
Ajinomoto	JPY	5,372	2,801	29.0	25.8	3.6	3.4	12.1	13.4	14.3	13.3
Kraft Heinz	USD	37	45	12.2	11.6	0.9	0.9	7.4	7.5	9.8	9.5
Mondelez	USD	67	90	19.1	17.7	3.1	3.0	16.7	17.4	14.6	13.8
Pepsico	USD	172	237	21.1	19.6	11.1	9.6	55.6	51.8	15.1	14.1
Want Want	HKD	4	52	12.3	11.5	2.9	1.6	24.9	24.5	7.7	7.3
Nissin	JPY	4,065	1,254	21.8	20.1	2.7	2.4	12.5	12.6	11.2	10.4
Toyosuisan	JPY	9,122	1,011	18.9	17.5	2.2	2.0	12.0	12.0	10.5	9.7
AB Inbev	EUR	54	109	17.2	15.0	1.3	1.2	8.1	8.9	9.1	8.5
Constellation Brands	USD	259	47	19.0	17.1	4.2	3.7	23.6	23.1	14.8	13.6

주: 4월 18일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



## 음식료 (Positive)



# IV

## 기업분석

KT&G | CJ제일제당 | 오리온 | 농심 |  
삼양식품 | 롯데웰푸드 | 롯데칠성 | 이지바이오 |



# KT&G (033780) 한 템포 쉬고

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 120,000원

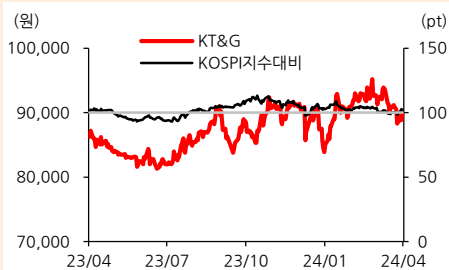
### Stock Data

현재 주가(4/18)	89,800원
상승여력	▲ 33.6%
시가총액	117,030억원
발행주식수	130,322천주
52주 최고가/최저가	95,200/81,300원
90일 일평균 거래대금	182.02억원
외국인 지분율	44.5%

### 주주 구성

자사주 (외 1인)	13.4%
FirstEagleInvestmentManagement,LLC (외 1인)	7.5%
중소기업은행 (외 1인)	7.3%

### Stock Price



### 1분기는 비록 쉬지만

- 2024년 1분기 KT&G의 연결 매출액은 1조 3,140억원(-5.8% YoY, -8.8% QoQ), 영업이익은 2,787억원(-11.9% YoY, +40.8% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 3,007억원 하회 전망
- 1) 국내 관련 담배 MS는 +0.1%p YoY로 견조했고 국내 NGP MS는 +0.4%p QoQ로 회복 추세였으나
- 2) 전체 담배 시장 수요가 -1.0% YoY로 부진했고, 3) 한국인삼공사의 명절 가수요 물량이 2023년 4분기에 반영되었던 영향, 4) 부동산 개발 신규 프로젝트 실적 반영이 2024년 2분기부터 본격화됨에 따라 담배, 건기식, 부동산 모두 전년 동기 대비 감익 예상

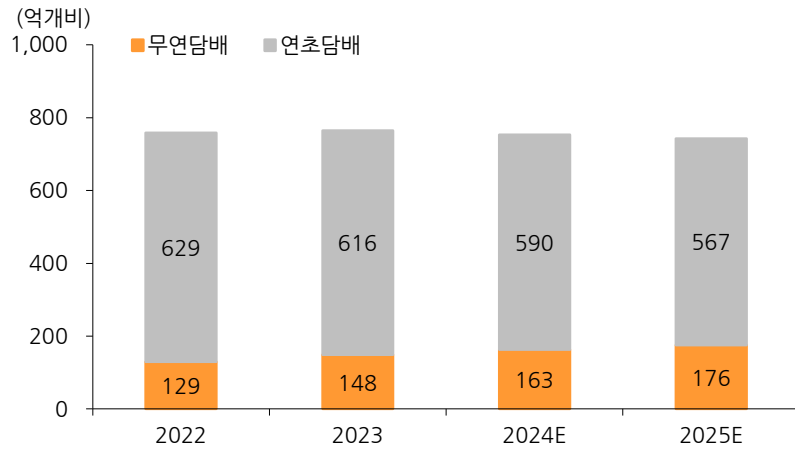
### 1분기 이후는 전력 질주 예상

- 2024년 2~4분기 합산 매출액은 +15.0%, 영업이익은 +12.7% 성장해야 가이던스(매출액 +10.0~10.5%, 영업이익 +6.0~6.5% YoY) 부합 가능
- 1분기 이후 매출 성장은 NGP 해외 디바이스 매출 회복, 수도권 부동산 개발 실적 반영이, 이익 증가는 수출 관련 믹스 개선, 해외 NGP 스틱 판매 확대가 주도할 전망

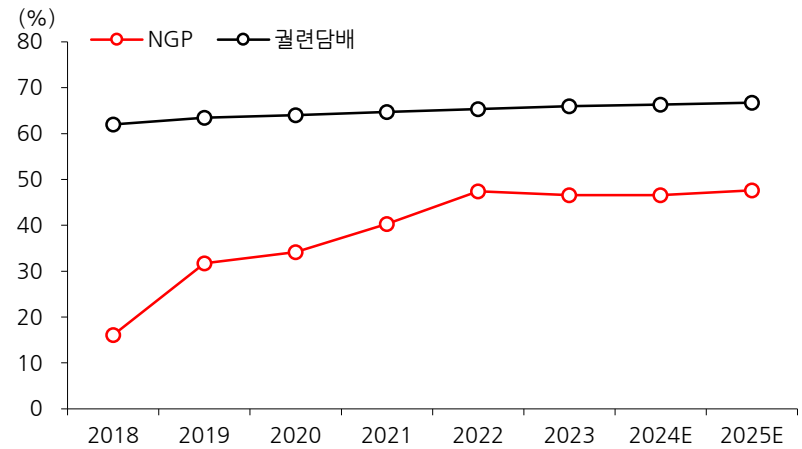
재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,228	5,851	5,863	6,233	6,597
영업이익	1,338	1,268	1,167	1,203	1,345
EBITDA	1,556	1,493	1,408	1,516	1,731
지배주주순이익	977	1,016	903	947	1,055
EPS	7,118	7,399	8,002	8,610	9,947
순차입금	-1,234	-1,423	-770	97	675
PER	11.1	12.4	10.9	10.4	9.0
PBR	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.2	7.5	7.7	7.8	7.1
배당수익률(%)	6.1	5.5	6.0	6.0	6.2
ROE	10.7	11.0	9.8	10.1	10.8

자료: 한화투자증권 리서치센터

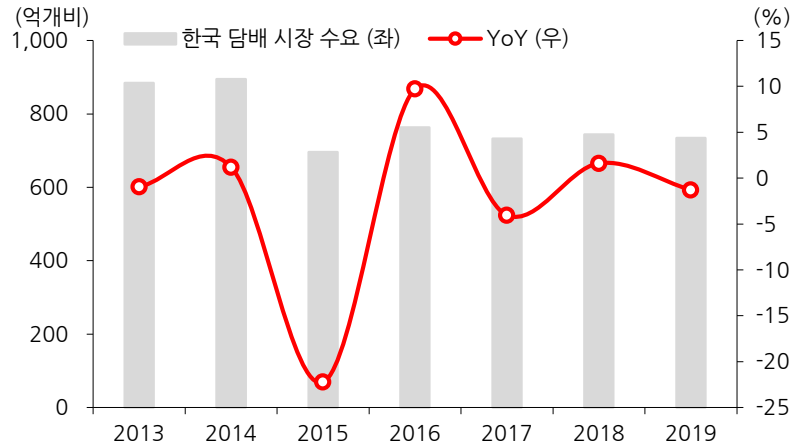
### 한국 담배 시장 전망



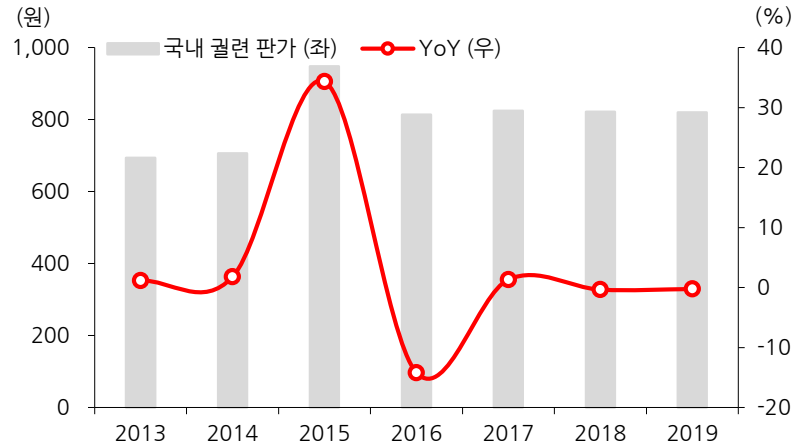
### KT&G 내수 시장 점유율 추이



### 과거 한국 담배 시장 수요



### 과거 KT&G 국내 굴련 판매 단가



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터



# KT&G (033780) 한 템포 쉬고

[한화리서치센터]

## KT&G 분기 및 연간 실적 추정

(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,396</b>	<b>1,336</b>	<b>1,690</b>	<b>1,441</b>	<b>1,314</b>	<b>1,482</b>	<b>1,854</b>	<b>1,583</b>	<b>5,863</b>	<b>6,233</b>	<b>6,597</b>
담배	858	888	973	901	869	976	1,063	989	3,619	3,896	4,174
NGP	200	190	195	195	186	232	235	226	779	878	1,026
국내	128	124	136	132	136	152	155	153	519	596	662
해외	72	66	59	63	50	80	80	72	260	283	364
관련	655	692	770	701	679	738	822	758	2,817	2,998	3,128
국내	390	427	448	414	384	421	429	396	1,678	1,630	1,578
해외	265	266	322	287	295	318	392	362	1,140	1,368	1,550
반제품	3	6	8	5	3	5	7	5	22	20	20
건기식	384	261	413	336	324	279	450	360	1,394	1,413	1,527
국내	320	194	350	192	251	205	371	200	1,056	1,027	1,081
해외	64	67	63	144	73	74	79	160	337	386	446
부동산	84	114	225	130	44	147	253	152	553	595	529
개발	37	44	100	139	7	67	116	166	321	356	364
임대	18	18	17	18	19	18	17	19	71	73	74
자회사	29	52	108	-27	18	62	119	-33	161	166	91
기타	70	73	79	74	78	81	88	83	297	329	366
<b>YoY (%)</b>	<b>-0.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>	<b>-5.8</b>	<b>11.0</b>	<b>9.7</b>	<b>9.8</b>	<b>0.2</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>
담배	3.6	-5.7	3.1	4.7	1.3	9.9	9.2	9.8	1.3	7.6	7.1
NGP	-2.8	-17.7	-16.1	-6.1	-6.8	22.2	20.5	15.7	-11.0	12.7	16.8
국내	20.9	6.0	12.5	7.5	6.1	22.7	13.8	16.5	11.5	14.7	11.1
해외	-27.9	-42.1	-47.1	-25.7	-29.9	21.3	35.9	13.9	-36.6	8.7	28.9
관련	6.6	-1.7	9.3	8.3	3.8	6.7	6.7	8.2	5.5	6.4	4.4
국내	0.5	-2.0	-0.3	7.0	-1.5	-1.4	-4.2	-4.2	1.1	-2.9	-3.2
해외	17.1	-1.3	26.3	10.4	11.5	19.7	22.0	26.0	12.8	20.0	13.4
반제품	-61.4	-2.8	6.5	-17.2	0.5	-15.8	-20.7	0.5	-20.6	-11.7	0.5
건기식	-3.2	-2.2	-8.2	21.9	-15.6	6.9	9.0	7.0	0.4	1.4	8.1
국내	-5.3	-10.1	-6.5	9.6	-21.5	5.5	6.0	4.0	-4.3	-2.8	5.3
해외	8.7	31.4	-16.2	43.5	13.8	11.0	25.8	11.1	18.4	14.3	15.6
부동산	-24.4	-21.3	40.3	-31.9	-48.0	28.9	12.5	16.4	-9.0	7.6	-11.1
개발	-43.6	-53.7	-1.6	12.7	-80.0	50.1	16.0	19.1	-17.0	11.1	2.1
임대	1.7	3.5	-6.1	4.6	2.3	2.3	2.3	2.3	0.9	2.3	2.3
자회사	3.6	63.1	167.4	-153.4	-38.8	19.8	10.9	20.8	7.1	3.2	-45.3
기타	5.1	13.1	11.6	-6.1	10.8	10.7	11.0	11.3	5.5	10.9	11.2
<b>영업이익</b>	<b>317</b>	<b>246</b>	<b>407</b>	<b>198</b>	<b>279</b>	<b>257</b>	<b>427</b>	<b>241</b>	<b>1,167</b>	<b>1,203</b>	<b>1,345</b>
담배 및 기타	237	243	270	231	232	250	304	236	981	1,022	1,114
건기식	55	-11	61	11	40	-9	70	9	116	109	126
부동산	24	14	76	-44	7	16	53	-4	70	72	105
<b>YoY (%)</b>	<b>-4.9</b>	<b>-24.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>-11.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.9</b>	<b>21.5</b>	<b>-7.9</b>	<b>3.1</b>	<b>11.8</b>
담배 및 기타	-8.3	-18.2	1.6	29.1	-2.3	3.0	12.7	2.4	-1.9	4.2	9.0
건기식	70.8	적지	-14.5	육전	-27.0	적지	14.6	-24.6	32.7	-6.1	15.4
부동산	-42.5	-65.8	10.4	적전	-72.3	15.8	-30.0	적지	-61.0	2.5	45.8
<b>영업이익률(%)</b>	<b>22.7</b>	<b>18.4</b>	<b>24.1</b>	<b>13.7</b>	<b>21.2</b>	<b>17.4</b>	<b>23.0</b>	<b>15.2</b>	<b>19.9</b>	<b>19.3</b>	<b>20.4</b>
담배 및 기타	25.6	25.2	25.6	23.7	24.5	23.6	26.4	22.1	25.0	24.2	24.5
건기식	14.3	-4.1	14.7	3.4	12.4	-3.2	15.5	2.4	8.4	7.7	8.3
부동산	28.8	12.5	33.9	-34.0	15.4	11.2	21.1	-2.9	12.7	12.1	19.9

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터



# KT&G 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,228	5,851	5,863	6,233	6,597
매출총이익	2,878	2,960	2,808	3,022	3,277
영업이익	1,338	1,268	1,167	1,203	1,345
EBITDA	1,556	1,493	1,408	1,516	1,731
순이자손익	20	29	52	75	81
외화관련손익	129	105	24	-7	-7
지분법손익	12	30	10	20	15
세전계속사업손익	1,440	1,430	1,248	1,323	1,472
당기순이익	972	1,005	922	952	1,060
지배주주순이익	977	1,016	903	947	1,055
<b>증가율(%)</b>					
매출액	3.4	11.9	0.2	6.3	5.8
영업이익	-9.2	-5.3	-7.9	3.1	11.8
EBITDA	-7.2	-4.0	-5.7	7.6	14.2
순이익	-17.1	3.5	-8.3	3.3	11.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	55.0	50.6	47.9	48.5	49.7
영업이익률	25.6	21.7	19.9	19.3	20.4
EBITDA이익률	29.8	25.5	24.0	24.3	26.2
세전이익률	27.5	24.4	21.3	21.2	22.3
순이익률	18.6	17.2	15.7	15.3	16.1

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	6,256	6,510	6,418	6,166	6,047
현금성자산	1,421	1,644	1,393	485	-102
매출채권	1,321	1,786	1,772	2,269	2,466
재고자산	2,375	2,576	2,764	2,901	3,153
비유동자산	5,381	5,792	6,354	7,137	7,946
투자자산	3,495	3,787	4,083	4,248	4,421
유형자산	1,741	1,837	2,096	2,703	3,331
무형자산	146	168	175	185	194
<b>자산총계</b>	<b>11,637</b>	<b>12,302</b>	<b>12,772</b>	<b>13,302</b>	<b>13,993</b>
유동부채	2,064	2,527	2,672	2,875	3,093
매입채무	1,684	2,172	2,323	2,526	2,743
유동성이자부채	96	93	108	98	88
비유동부채	364	416	805	783	794
비유동이자부채	91	128	515	484	485
<b>부채총계</b>	<b>2,428</b>	<b>2,943</b>	<b>3,478</b>	<b>3,658</b>	<b>3,887</b>
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	533	533	534	534	534
이익잉여금	8,638	9,131	8,979	9,339	9,801
자본조정	-968	-1,304	-1,294	-1,304	-1,304
자기주식	-880	-1,237	-1,237	-1,570	-1,904
<b>자본총계</b>	<b>9,209</b>	<b>9,359</b>	<b>9,295</b>	<b>9,644</b>	<b>10,106</b>







# KT&G 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	1,420	888	1,266	1,138	1,541
당기순이익	972	1,005	922	952	1,060
자산상각비	217	225	241	312	386
운전자본증감	222	-321	185	-443	-240
매출채권 감소(증가)	202	-510	-45	-497	-197
재고자산 감소(증가)	66	-98	19	-138	-251
매입채무 증가(감소)	48	545	338	202	218
<b>투자현금흐름</b>	-798	548	-848	-1,099	-1,207
유형자산처분(취득)	-219	-238	-466	-892	-984
무형자산 감소(증가)	-44	-41	-40	-35	-35
투자자산 감소(증가)	-89	583	45	-26	-30
<b>재무현금흐름</b>	-948	-932	-776	-961	-936
차입금의 증가(감소)	-3	11	329	-41	-9
자본의 증가(감소)	-944	-933	-884	-920	-927
배당금의 지급	-596	-576	-581	-587	-594
<b>총현금흐름</b>	1,610	1,631	1,461	1,580	1,782
(-)운전자본증가(감소)	-278	-435	30	443	240
(-)설비투자	224	241	473	897	989
(+)자산매각	-38	-37	-32	-29	-30
Free Cash Flow	1,626	1,787	926	211	522
(-)기타투자	502	512	174	146	158
잉여현금	1,124	1,275	753	65	364
<b>NOPLAT</b>	952	899	869	867	969
(+) Dep	217	225	241	312	386
(-)운전자본투자	-278	-435	30	443	240
(-)Capex	224	241	473	897	989
OpFCF	1,223	1,319	608	-161	125

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	7,118	7,399	8,002	8,610	9,947
BPS	66,710	67,853	68,557	71,168	74,619
DPS	4,800	5,000	5,200	5,400	5,600
CFPS	11,730	11,878	10,917	11,810	13,313
ROA(%)	8.5	8.5	7.2	7.3	7.7
ROE(%)	10.7	11.0	9.8	10.1	10.8
ROIC(%)	13.5	12.6	12.0	10.9	10.7
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	11.1	12.4	10.9	10.4	9.0
PBR	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
PSR	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
PCR	6.7	7.7	8.0	7.6	6.7
EV/EBITDA	6.2	7.5	7.7	7.8	7.1
배당수익률	6.1	5.5	6.0	6.0	6.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	26.4	31.4	37.4	37.9	38.5
Net debt/Equity	-13.4	-15.2	-8.3	1.0	6.7
Net debt/EBITDA	-79.4	-95.3	-54.6	6.4	39.0
유동비율	303.1	257.6	240.2	214.5	195.5
이자보상배율(배)	75.0	36.5	25.5	50.8	60.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	59.4	56.6	57.5	64.4	68.9
현금+투자자산	40.6	43.4	42.5	35.6	31.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	2.0	2.3	6.3	5.7	5.4
자기자본	98.0	97.7	93.7	94.3	94.6



# CJ제일제당 (097950) 꿈은 이루어진다

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 470,000원

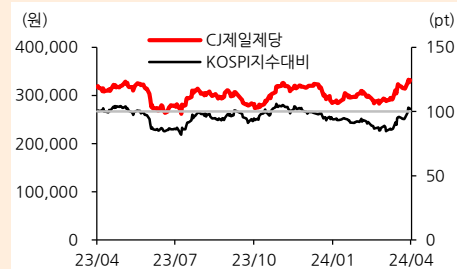
### Stock Data

현재 주가(4/18)	332,000원
상승여력	▲ 41.6%
시가총액	49,980억원
발행주식수	15,054천주
52주 최고가/최저가	332,500/262,000원
90일 일평균 거래대금	100.33억원
외국인 지분율	24.8%

### 주주 구성

CJ (외 9인)	45.5%
국민연금공단 (외 1인)	11.1%
자사주 (외 1인)	2.4%

### Stock Price



## Dreams Come True

- 2024년 국내, 해외 식품 매출액은 6.15조원, 5.85조원으로 추정하는데, 5.85조원 해외 매출액 중 미주 매출액은 4.80조원으로 추정
- 미주 식품 시장에서 1) 슈완스 인수 이후 Red Baron 2Q23 B2C 피자, 2) 2Q21 B2C 만두 MS 1위 달성 이후 주력 제품 판매량 확대 집중 전략으로 시장 지위를 공고해질 전망. 이에 더해 3) GSP(Global Strategic Product, 치킨/P-Rice/김치/K-소스/김 등) 매출 확대 및 KSF(K-Street Food, 냉동 RMR, 봉어빵 등) 카테고리 확장 개시로 초과 성장 기대
- 미주 식품 수익성은 전사 수익성을 상회하는 수준으로 미주 매출 성장에 따른 전사 수익성 개선도 확인 가능

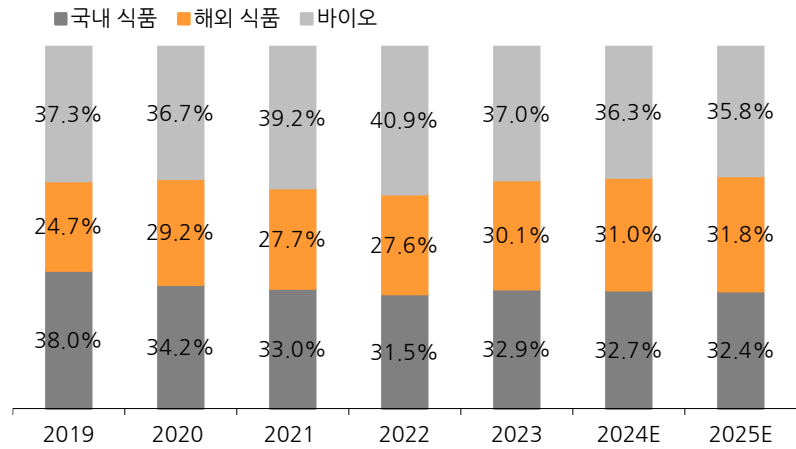
## 미국 받고, 일본/중국 가고

- 일본은 미초 판매 안정화 이후, 중국은 지상취(자차이/장류)를 생산하던 중국 자회사로 23년 7월 매각) 매각 이후 CJ제일제당만의 차별화된 제품 파이프라인을 기반으로 일본, 중국에서의 Core 제품군 육성으로 중장기 성장 동력 확보 기대

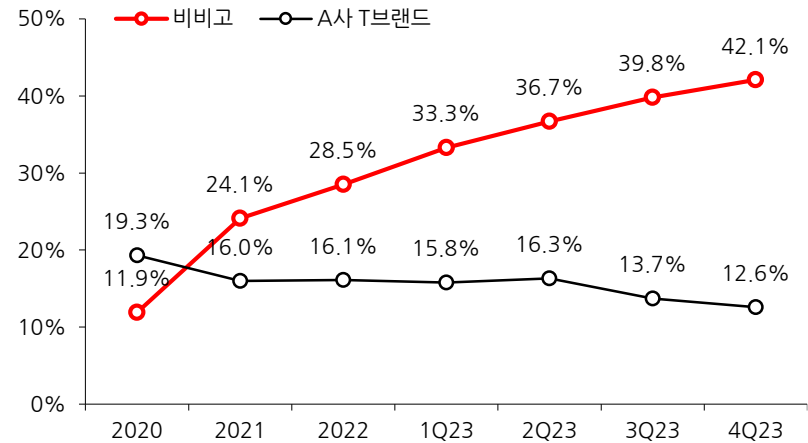
재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	26,289	30,080	29,023	30,443	32,008
영업이익	1,524	1,665	1,292	1,626	1,830
EBITDA	2,790	3,068	2,834	3,076	3,254
지배주주순이익	613	596	386	597	735
EPS	40,267	39,097	25,759	40,109	49,298
순차입금	8,602	9,731	9,490	9,554	8,908
PER	9.6	9.7	12.6	8.3	6.7
PBR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.3	5.1	5.1	4.8	4.3
배당수익률(%)	1.3	1.4	1.7	2.4	2.7
ROE	10.8	9.3	5.6	8.1	9.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

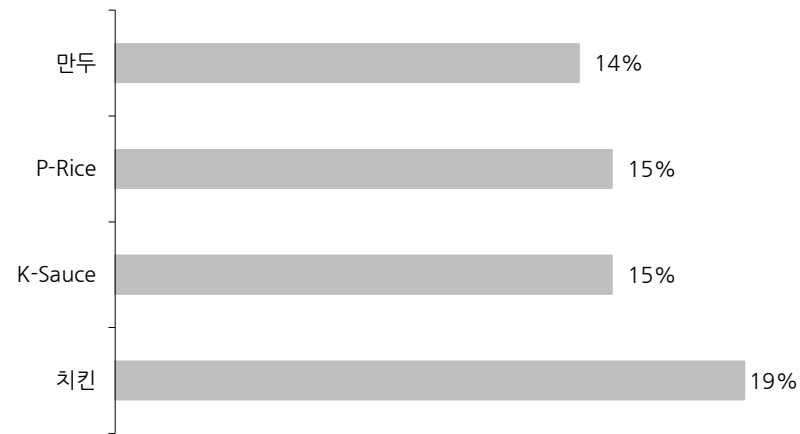
### 대한통운 제외 매출액 비중



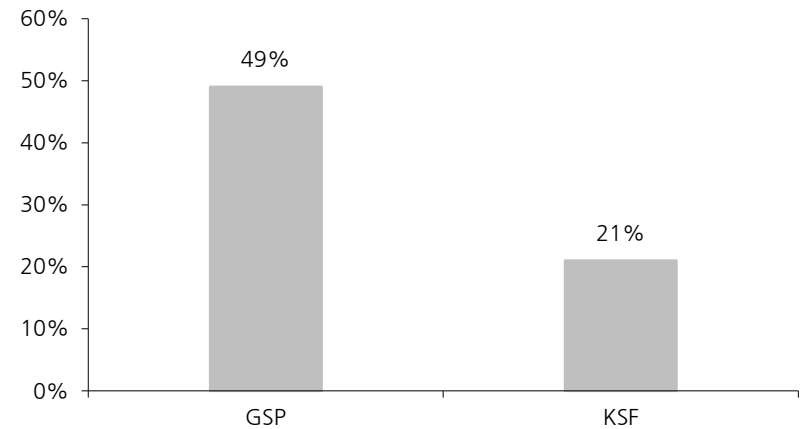
### 미주 B2C 만두 브랜드 점유율 추이



### 2023년 미주 GSP 주요 품목 성장률



### 2023년 해외 매출액 비중



주1: GSP(Global Strategic Product)는 K-Food 글로벌 확장을 위한 전략제품으로 만두/롤/치킨/P-Rice/김치/K-소스/김 등을 포함

주2: KSF(K-Street Food)는 소바바 치킨 등 냉동 RMR, 봉어빵을 포함한 제품군

자료: Circana Market Advantage, CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터



# CJ제일제당 (097950) 꿈은 이루어진다

[한화리서치센터]

## CJ제일제당 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>7,071</b>	<b>7,219</b>	<b>7,443</b>	<b>7,289</b>	<b>7,326</b>	<b>7,390</b>	<b>7,920</b>	<b>7,806</b>	<b>29,023</b>	<b>30,443</b>	<b>32,008</b>
식품	2,760	2,732	3,006	2,767	2,929	2,844	3,251	2,991	11,264	12,015	12,843
가공	2,222	2,151	2,389	2,328	2,409	2,286	2,592	2,512	9,091	9,798	10,539
국내	868	841	1,054	942	967	885	1,110	981	3,705	3,943	4,171
해외	1,354	1,310	1,335	1,387	1,442	1,401	1,482	1,531	5,386	5,856	6,368
미주	1,077	1,037	1,092	1,175	1,188	1,129	1,201	1,287	4,381	4,805	5,187
중국	110	104	67	48	73	79	81	58	329	290	334
일본	88	88	83	65	88	97	93	74	324	353	383
기타	79	82	93	98	93	96	107	112	353	408	465
소재	538	581	617	438	520	558	659	479	2,173	2,216	2,304
바이오	992	1,046	1,058	1,038	973	1,077	1,124	1,110	4,134	4,285	4,542
Feed&Care	657	645	609	581	635	592	665	673	2,492	2,564	2,623
물류	2,663	2,796	2,770	2,904	2,789	2,877	2,880	3,032	11,133	11,579	12,000
YoY (%)	1.3	-4.0	-7.1	-3.7	3.7	2.4	6.4	7.1	-3.5	4.9	5.1
식품	5.8	4.8	-1.6	-2.3	6.1	4.1	8.1	8.1	1.4	6.7	6.9
가공	6.5	5.9	-1.4	1.3	8.4	6.3	8.5	7.9	2.9	7.8	7.6
국내	-4.6	3.3	1.3	5.6	11.4	5.2	5.3	4.2	1.3	6.4	5.8
해외	15.1	7.7	-3.4	-1.4	6.5	6.9	11.0	10.4	4.0	8.7	8.7
미주	17.7	13.1	1.2	4.5	10.3	8.9	10.0	9.5	8.6	9.7	7.9
중국	8.2	-11.6	-45.1	-58.4	-34.0	-24.0	20.3	20.7	-28.1	-11.7	15.0
일본	7.0	-16.3	-16.1	-20.7	0.8	9.9	12.6	14.3	-12.1	9.0	8.5
기타	2.1	6.2	13.1	18.7	16.8	17.6	14.5	13.8	10.2	15.5	14.0
소재	2.8	0.9	-2.7	-18.1	-3.3	-3.9	6.9	9.3	-4.1	2.0	4.0
바이오	-8.4	-20.7	-19.2	-9.1	-1.9	3.0	6.2	6.9	-14.8	3.6	6.0
Feed&Care	4.8	-3.5	-21.4	-22.8	-3.3	-8.3	9.2	15.8	-11.7	2.9	2.3
물류	0.1	-4.3	-3.5	2.1	4.7	2.9	4.0	4.4	-1.5	4.0	3.6
<b>영업이익</b>	<b>253</b>	<b>345</b>	<b>396</b>	<b>298</b>	<b>350</b>	<b>358</b>	<b>476</b>	<b>443</b>	<b>1,292</b>	<b>1,626</b>	<b>1,830</b>
식품	134	143	234	144	174	165	263	170	655	772	850
바이오	63	84	47	57	70	68	74	115	251	327	385
Feed&Care	-47	9	-6	-43	-16	-9	7	9	-86	-9	36
물류	102	109	121	140	121	133	132	149	472	536	559
YoY (%)	-42.0	-31.7	-18.2	24.0	38.3	3.9	20.1	48.4	-22.4	25.9	12.5
식품	-21.0	-14.9	11.8	86.5	29.9	15.8	12.2	18.2	4.9	17.9	10.1
바이오	-64.1	-62.1	-70.6	-27.4	11.6	-18.8	56.6	101.9	-60.5	30.2	17.6
Feed&Care	적전	158.8	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
물류	44.6	-1.9	23.8	19.6	18.1	22.7	9.7	6.4	19.1	13.5	4.3
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>3.6</b>	<b>4.8</b>	<b>5.3</b>	<b>4.1</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>5.7</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>
식품	4.9	5.2	7.8	5.2	5.9	5.8	8.1	5.7	5.8	6.4	6.6
바이오	6.4	8.1	4.5	5.5	7.2	6.4	6.6	10.3	6.1	7.6	8.5
Feed&Care	-7.1	1.4	-1.0	-7.3	-2.5	-1.5	1.0	1.3	-3.5	-0.4	1.4
물류	3.8	3.9	4.4	4.8	4.3	4.6	4.6	4.9	4.2	4.6	4.7

자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터



# CJ제일제당 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	26,289	30,080	29,023	30,443	32,008
매출총이익	5,782	6,555	6,053	6,537	6,999
영업이익	1,524	1,665	1,292	1,626	1,830
EBITDA	2,790	3,068	2,834	3,076	3,254
순이자손익	-239	-329	-459	-288	-267
외화관련손익	-91	-99	3	-48	-23
지분법손익	216	32	139	86	113
세전계속사업손익	1,218	1,246	732	1,226	1,469
당기순이익	892	803	559	860	1,030
지배주주순이익	613	596	386	597	735
<b>증가율(%)</b>					
매출액	8.4	14.4	-3.5	4.9	5.1
영업이익	12.1	9.2	-22.4	25.9	12.5
EBITDA	5.5	10.0	-7.6	8.5	5.8
순이익	13.5	-10.1	-30.3	53.7	19.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	22.0	21.8	20.9	21.5	21.9
영업이익률	5.8	5.5	4.5	5.3	5.7
EBITDA이익률	10.6	10.2	9.8	10.1	10.2
세전이익률	4.6	4.1	2.5	4.0	4.6
순이익률	3.4	2.7	1.9	2.8	3.2

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	7,726	9,788	9,580	9,884	10,633
현금성자산	1,407	2,400	2,192	1,748	2,098
매출채권	2,921	3,136	2,941	3,306	3,477
재고자산	2,338	3,201	2,649	2,958	3,110
비유동자산	19,130	20,225	20,023	19,928	19,863
투자자산	3,449	3,654	3,839	3,962	4,089
유형자산	11,161	11,913	11,875	11,632	11,387
무형자산	4,520	4,658	4,308	4,334	4,387
<b>자산총계</b>	<b>26,856</b>	<b>30,013</b>	<b>29,603</b>	<b>29,812</b>	<b>30,496</b>
유동부채	7,916	9,750	9,556	9,225	9,091
매입채무	3,677	4,140	3,314	3,290	3,460
유동성이자부채	3,663	5,064	4,971	4,613	4,255
비유동부채	8,133	8,735	8,271	8,347	8,519
비유동이자부채	6,346	7,067	6,711	6,689	6,750
<b>부채총계</b>	<b>16,049</b>	<b>18,484</b>	<b>17,826</b>	<b>17,573</b>	<b>17,609</b>
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,116	1,129	1,223	1,223	1,223
이익잉여금	4,940	5,452	5,731	6,240	6,887
자본조정	-24	93	115	66	66
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
<b>자본총계</b>	<b>10,807</b>	<b>11,529</b>	<b>11,780</b>	<b>12,240</b>	<b>12,887</b>







# CJ제일제당 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	1,686	1,627	2,445	1,303	1,997
당기순이익	892	803	559	860	1,030
자산상각비	1,265	1,403	1,542	1,450	1,424
운전자본증감	-693	-1,134	-155	-719	-176
매출채권 감소(증가)	-570	-644	160	-366	-171
재고자산 감소(증가)	-246	-704	366	-308	-153
매입채무 증가(감소)	236	341	-338	-24	170
<b>투자현금흐름</b>	-625	-1,498	-703	-1,292	-1,277
유형자산처분(취득)	-1,252	-1,309	-1,017	-1,079	-1,055
무형자산 감소(증가)	-96	-115	-135	-166	-194
투자자산 감소(증가)	381	-122	219	-14	-14
<b>재무현금흐름</b>	-1,274	552	-1,658	-468	-385
차입금의 증가(감소)	-100	1,130	-793	-380	-296
자본의 증가(감소)	-114	-180	-88	-88	-88
배당금의 지급	-114	-180	-88	-88	-88
<b>총현금흐름</b>	2,849	3,130	2,832	2,023	2,173
(-)운전자본증가(감소)	527	637	101	719	176
(-)설비투자	1,343	1,443	1,124	1,180	1,160
(+)자산매각	-6	19	-27	-64	-89
Free Cash Flow	973	1,070	1,580	59	748
(-)기타투자	-177	450	-176	35	14
잉여현금	1,150	620	1,756	25	734
<b>NOPLAT</b>	1,117	1,073	987	1,140	1,283
(+) Dep	1,265	1,403	1,542	1,450	1,424
(-)운전자본투자	527	637	101	719	176
(-)Capex	1,343	1,443	1,124	1,180	1,160
OpFCF	512	397	1,304	690	1,371

주: IFRS 별도 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	40,267	39,097	25,759	40,109	49,298
BPS	373,194	412,396	436,576	464,632	504,131
DPS	5,000	5,500	5,500	8,000	9,000
CFPS	173,896	191,092	172,904	123,489	132,640
ROA(%)	2.3	2.1	1.3	2.0	2.4
ROE(%)	10.8	9.3	5.6	8.1	9.3
ROIC(%)	6.2	5.5	4.8	5.5	6.1
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	9.6	9.7	12.6	8.3	6.7
PBR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.2	2.0	1.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	5.3	5.1	5.1	4.8	4.3
배당수익률	1.3	1.4	1.7	2.4	2.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	148.5	160.3	151.3	143.6	136.6
Net debt/Equity	79.6	84.4	80.6	78.1	69.1
Net debt/EBITDA	308.4	317.2	334.9	310.6	273.8
유동비율	97.6	100.4	100.3	107.1	117.0
이자보상배율(배)	5.6	4.5	2.5	4.9	5.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	79.2	77.2	77.2	78.6	77.2
현금+투자자산	20.8	22.8	22.8	21.4	22.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	48.1	51.3	49.8	48.0	46.1
자기자본	51.9	48.7	50.2	52.0	53.9



# 오리온 (271560) 성장을 기다리며

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 130,000원

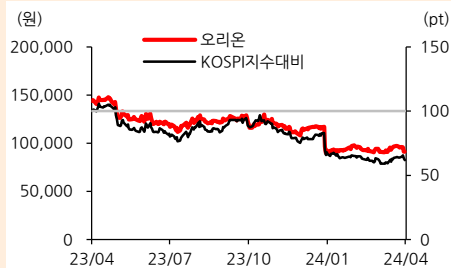
### Stock Data

현재 주가(4/18)	91,200원
상승여력	▲ 42.5%
시가총액	36,057억원
발행주식수	39,536천주
52주 최고가/최저가	147,800/89,700원
90일 일평균 거래대금	280.억원
외국인 지분율	32.0%

### 주주 구성

오리온홀딩스 (외 8인)	43.8%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%
WestwoodGlobalInvestmentsLLC (외 1인)	5.0%

### Stock Price



### 더딘 중국 외형 회복은 아쉽지만

- 춘절 연휴 시점 차이에 따른 캘린더 영향을 제거하기 위해 2023년 11~12월, 2024년 1~2월 4개월 누적 중국 매출액을 비교해보면 위안화 기준 -4.7% YoY, 2024년 3월 역시 -1.7% YoY로 소폭 역성장
- 중국 현지 주요 할인점 판매의 간접 판매 전환 여파
- 중국 역시 오프라인 대형마트 입지 약화, 온라인 판매 비중 확대 추세가 이어지고 있어 채널 전환 작업은 필수적이나 2분기까지 성장 둔화 요인으로 작용될 전망

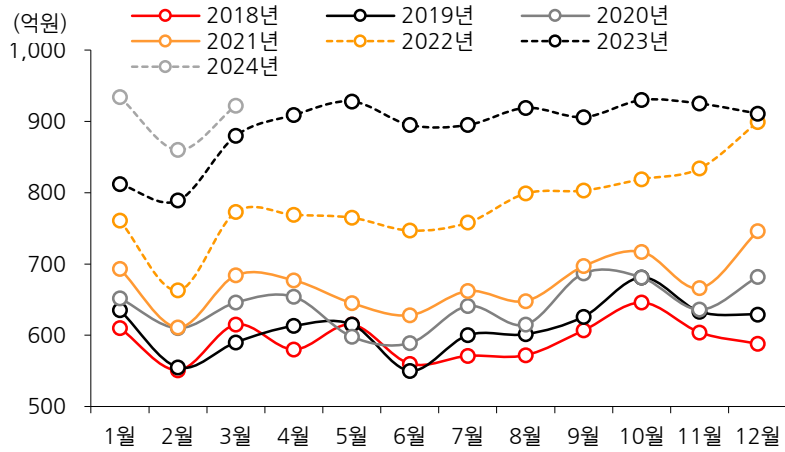
### 주주가치 제고 긍정적

- 지난 4월 17일 공시를 통해 2024~2026년 신규 배당정책 발표
- 변경 전 별도 재무제표 기준 잉여현금흐름의 20~60%에서 연결 재무제표 기준 배당성향 20% 이상으로 변경
- 2024, 2025, 2026년 오리온의 보통주 주당 배당금은 2,300원, 2,500원, 2,600원으로 추정. 2023년 1,250원 대비 큰 폭 증가

재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,355	2,873	2,912	3,206	3,445
영업이익	373	467	492	557	602
EBITDA	523	628	650	722	773
지배주주순이익	258	392	377	419	444
EPS	6,518	9,924	9,528	10,591	11,242
순차입금	-431	-877	-1,104	-877	-1,207
PER	15.9	12.9	12.2	8.6	8.1
PBR	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	6.7	5.4	3.8	3.1
배당수익률(%)	0.7	0.7	1.1	2.5	2.7
ROE	12.8	16.5	13.9	13.6	12.8

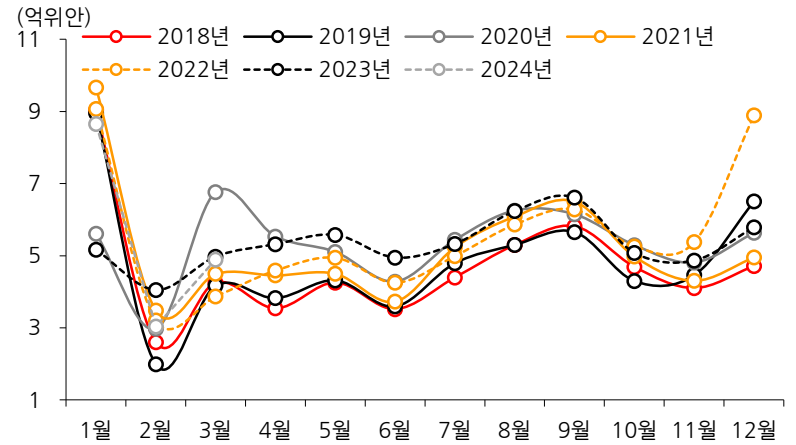
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 오리온 월별 한국 매출액



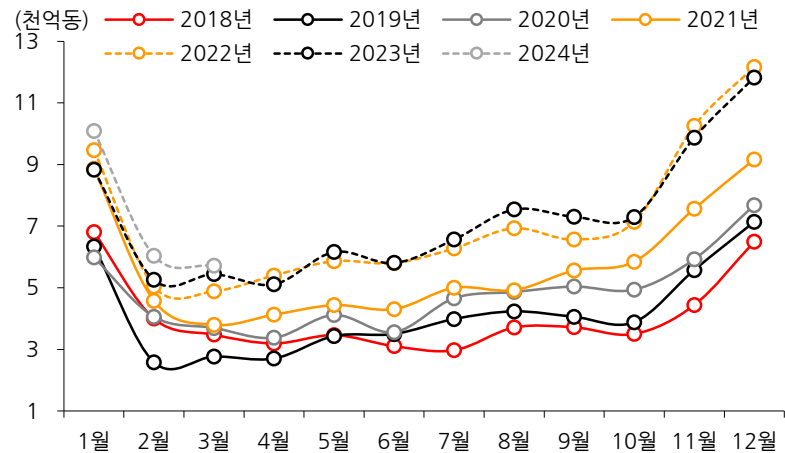
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 오리온 월별 중국 현지 통화 기준 매출액



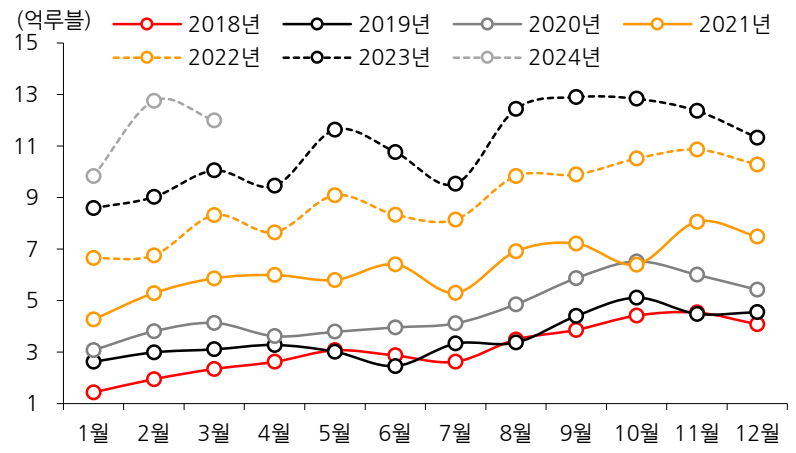
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 오리온 월별 베트남 현지 통화 기준 매출액



자료: 한화투자증권 리서치센터

### 오리온 월별 러시아 현지 통화 기준 매출액



자료: 한화투자증권 리서치센터



# 오리온 (271560) 성장을 기다리며

[한화리서치센터]

오리온 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>664</b>	<b>714</b>	<b>766</b>	<b>768</b>	<b>745</b>	<b>758</b>	<b>828</b>	<b>875</b>	<b>2,912</b>	<b>3,206</b>	<b>3,445</b>
한국	248	273	272	277	272	298	292	299	1,070	1,161	1,220
중국	264	297	330	288	307	310	354	328	1,179	1,299	1,392
베트남	105	96	118	157	118	101	126	193	475	538	592
러시아	48	52	48	52	51	53	57	61	200	222	256
연결조정	-2	-4	-1	-5	-2	-4	-1	-5	-12	-14	-15
<b>YoY(%)</b>	<b>1.6</b>	<b>13.8</b>	<b>3.4</b>	<b>-9.8</b>	<b>12.2</b>	<b>6.2</b>	<b>8.0</b>	<b>13.8</b>	<b>1.4</b>	<b>10.1</b>	<b>7.5</b>
한국	12.9	19.8	15.3	8.4	9.6	9.1	7.2	8.1	13.9	8.5	5.1
중국	-13.5	13.1	-1.8	-22.4	16.0	4.2	7.5	13.8	-7.5	10.1	7.2
베트남	2.8	2.6	4.0	-4.4	12.3	5.8	7.1	23.0	0.5	13.2	10.0
러시아	59.2	6.4	-22.2	-24.3	4.8	3.2	18.3	16.9	-4.5	10.8	15.1
<b>현지통화 기준 YoY(%)</b>											
중국	-12.4	15.3	5.5	-18.8	17.5	6.0	5.5	12.3	-3.9	10.0	7.2
베트남	0.5	0.4	7.7	3.5	12.3	9.5	8.9	16.5	3.2	12.4	10.0
러시아	28.4	21.9	19.3	11.2	25.0	15.1	14.7	15.4	19.3	17.2	15.1
<b>영업이익</b>	<b>99</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>140</b>	<b>124</b>	<b>123</b>	<b>153</b>	<b>158</b>	<b>492</b>	<b>557</b>	<b>602</b>
한국	37	44	43	44	44	50	46	48	169	188	199
중국	38	51	73	59	54	54	78	64	221	250	267
베트남	16	14	22	36	20	15	24	44	87	102	114
러시아	8	8	7	9	8	8	8	11	32	36	43
연결조정	-1	-4	-4	-8	-1	-5	-4	-9	-17	-19	-20
<b>YoY(%)</b>	<b>-8.7</b>	<b>25.1</b>	<b>15.6</b>	<b>-4.4</b>	<b>25.0</b>	<b>9.4</b>	<b>8.6</b>	<b>12.5</b>	<b>5.5</b>	<b>13.2</b>	<b>8.1</b>
한국	9.7	25.0	29.3	17.9	17.2	13.2	7.2	8.2	20.4	11.2	5.8
중국	-22.6	44.8	22.0	-11.9	41.4	6.2	7.7	8.1	4.6	13.3	6.6
베트남	-11.7	-6.9	4.6	-0.3	18.7	8.2	8.5	23.6	-2.6	16.5	12.2
러시아	112.3	-0.2	-36.6	-24.4	-5.3	8.5	26.5	20.1	-7.4	12.1	18.3
<b>현지통화 기준 YoY(%)</b>											
중국	-21.4	47.0	29.2	-8.3	42.9	8.0	5.6	6.5	8.3	13.1	6.6
베트남	-14.0	-9.1	8.3	7.6	18.7	11.9	10.3	17.1	0.0	15.7	12.2
러시아	81.5	15.3	4.9	11.1	14.8	20.4	22.9	18.5	16.4	18.5	18.3
<b>영업이익률(%)</b>	<b>14.9</b>	<b>15.7</b>	<b>18.4</b>	<b>18.3</b>	<b>16.6</b>	<b>16.2</b>	<b>18.4</b>	<b>18.0</b>	<b>16.9</b>	<b>17.4</b>	<b>17.5</b>
한국	15.1	16.2	15.8	15.9	16.1	16.8	15.8	16.0	15.8	16.2	16.3
중국	14.5	17.2	22.1	20.4	17.7	17.5	22.1	19.4	18.7	19.3	19.2
베트남	15.6	14.1	18.7	22.7	16.5	14.4	18.9	22.8	18.4	18.9	19.3
러시아	17.2	14.9	13.8	18.3	15.5	15.7	14.8	18.8	16.1	16.3	16.7

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터



# 오리온 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,355	2,873	2,912	3,206	3,445
매출총이익	946	1,091	1,127	1,272	1,374
영업이익	373	467	492	557	602
EBITDA	523	628	650	722	773
순이자손익	8	21	34	63	67
외화관련손익	1	2	2	2	2
지분법손익	0	1	1	0	0
세전계속사업손익	379	487	520	622	671
당기순이익	264	398	385	453	488
지배주주순이익	258	392	377	419	444
<b>증가율(%)</b>					
매출액	5.6	22.0	1.4	10.1	7.5
영업이익	-0.9	25.1	5.5	13.2	8.1
EBITDA	1.5	20.2	3.4	11.1	7.1
순이익	-4.0	51.1	-3.3	17.6	7.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	40.2	38.0	38.7	39.7	39.9
영업이익률	15.8	16.2	16.9	17.4	17.5
EBITDA이익률	22.2	21.9	22.3	22.5	22.4
세전이익률	16.1	16.9	17.9	19.4	19.5
순이익률	11.2	13.9	13.2	14.1	14.2

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,146	1,470	1,628	1,398	1,706
현금성자산	685	995	1,133	847	1,120
매출채권	191	224	212	246	261
재고자산	208	235	260	282	300
비유동자산	1,974	1,901	1,893	2,537	2,600
투자자산	143	179	181	737	743
유형자산	1,774	1,668	1,658	1,748	1,806
무형자산	57	55	54	53	51
<b>자산총계</b>	<b>3,120</b>	<b>3,372</b>	<b>3,521</b>	<b>3,936</b>	<b>4,306</b>
유동부채	522	556	399	395	366
매입채무	268	361	304	354	376
유동성이자부채	171	104	14	-43	-98
비유동부채	306	176	167	171	176
비유동이자부채	83	14	14	12	10
<b>부채총계</b>	<b>828</b>	<b>732</b>	<b>566</b>	<b>566</b>	<b>541</b>
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	847	1,218	1,560	1,941	2,336
자본조정	746	718	684	718	718
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
<b>자본총계</b>	<b>2,293</b>	<b>2,639</b>	<b>2,955</b>	<b>3,370</b>	<b>3,765</b>







# 오리온 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	405	546	437	619	614
당기순이익	264	398	385	453	488
자산상각비	150	162	157	165	171
운전자본증감	-59	16	-108	-3	-8
매출채권 감소(증가)	-12	-32	9	-33	-15
재고자산 감소(증가)	-14	-30	-30	-22	-18
매입채무 증가(감소)	3	35	-24	50	22
<b>투자현금흐름</b>	-227	-292	-541	-837	-266
유형자산처분(취득)	-139	-75	-165	-250	-225
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-39	43	-27	-28	-32
<b>재무현금흐름</b>	-40	-177	-138	-97	-106
차입금의 증가(감소)	-10	-147	-101	-59	-57
자본의 증가(감소)	-30	-30	-38	-38	-49
배당금의 지급	-30	-30	-38	-38	-49
<b>총현금흐름</b>	538	646	663	623	622
(-)운전자본증가(감소)	89	-87	88	3	8
(-)설비투자	142	85	166	250	225
(+)자산매각	0	9	-1	-3	-3
Free Cash Flow	307	657	409	366	385
(-)기타투자	16	330	367	556	6
잉여현금	292	327	42	-189	379
<b>NOPLAT</b>	259	382	365	405	438
(+) Dep	150	162	157	165	171
(-)운전자본투자	89	-87	88	3	8
(-)Capex	142	85	166	250	225
OpFCF	178	545	268	317	376

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	6,518	9,924	9,528	10,591	11,242
BPS	55,925	64,594	72,400	82,882	92,872
DPS	750	950	1,250	2,300	2,500
CFPS	13,610	16,350	16,779	15,755	15,732
ROA(%)	8.9	12.1	10.9	11.2	10.8
ROE(%)	12.8	16.5	13.9	13.6	12.8
ROIC(%)	14.9	21.7	20.7	21.8	22.6
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	15.9	12.9	12.2	8.6	8.1
PBR	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
PSR	1.7	1.8	1.6	1.1	1.0
PCR	7.6	7.8	6.9	5.8	5.8
EV/EBITDA	7.0	6.7	5.4	3.8	3.1
배당수익률	0.7	0.7	1.1	2.5	2.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	36.1	27.8	19.1	16.8	14.4
Net debt/Equity	-18.8	-33.2	-37.4	-26.0	-32.1
Net debt/EBITDA	-82.4	-139.6	-170.0	-121.5	-156.1
유동비율	219.6	264.4	408.2	354.3	466.6
이자보상배율(배)	58.4	106.2	136.8	6,547.6	335.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	68.6	59.3	58.0	54.6	51.4
현금+투자자산	31.4	40.7	42.0	45.4	48.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	10.0	4.3	1.0	-0.9	-2.4
자기자본	90.0	95.7	99.0	100.9	102.4



# 농심 (004370) 하반기 반등 기대

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 600,000원

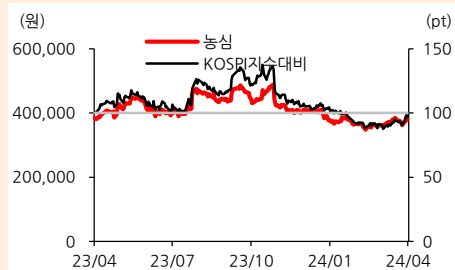
### Stock Data

현재 주가(4/18)	380,000원
상승여력	▲ 57.9%
시가총액	23,114억원
발행주식수	6,083천주
52주 최고가/최저가	488,000/348,000원
90일 일평균 거래대금	84.99억원
외국인 지분율	19.9%

### 주주 구성

농심홀딩스 (외 6인)	44.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.1%
자사주 (외 1인)	4.9%

### Stock Price



## 약한 상반기, 강한 하반기

- 농심의 2024년 상반기 영업이익은 전년 동기 대비 4.2% 증가, 하반기 영업이익은 전년 동기 대비 15.6% 증가 전망
- 1) 지난 1월 그리고 3월 국내 4개 라인 증설 및 생산성 향상 작업 완료. 내수 라면 수요는 연중 견조할 전망이며 해외 법인이 설립되어 있는 미주/중국/일본/베트남 외 국가로도 수출 판로가 확대되며 별도 매출 성장 지속 전망
- 2) 팬데믹 기간 미국 라면 시장 급성장 및 2022년 4월 말 미국 제2공장 가동에 따른 공급 부족 해소로 2022~2023년 상반기 미주 매출 고성장 이후 숨고르기 중. 2024년 3분기 말 미국 제2공장 내 4호라인 증설 완료로 4분기부터 본격 생산 예상. 추가 라인 증설 완료 후 제품/채널 확대 본격화 기대
- 3) 각종 부재료 및 유틸리티 비용 증가로 상반기 수익성 개선 효과는 제한적일 전망이나 하반기 주요 원재료 투입 단가 하락으로 이익 개선 기대.
- 4) 지난 2023년 4분기 판관비 및 영업외에서 각종 일회성 비용이 반영되었던 바 있어 기저효과 역시 강할 전망

## 투자 의견 Buy, 목표 주가는 600,000원 유지

- 하반기 실적 모멘텀 부각 기대. 저가 매수 유효

재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,663	3,129	3,411	3,627	3,868
영업이익	106	112	212	232	260
EBITDA	211	229	330	355	382
지배주주순이익	100	116	172	195	213
EPS	16,412	19,091	29,728	33,783	36,789
순차입금	-296	-437	-612	-780	-979
PER	19.4	18.7	13.7	11.2	10.3
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.8	7.6	5.6	4.3	3.5
배당수익률(%)	1.3	1.4	1.2	1.3	1.6
ROE	4.7	5.2	7.3	7.8	7.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 농심 (004370) 하반기 반등 기대

[한화리서치센터]

농심 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>860</b>	<b>838</b>	<b>856</b>	<b>857</b>	<b>911</b>	<b>893</b>	<b>908</b>	<b>916</b>	<b>3,411</b>	<b>3,627</b>	<b>3,868</b>
한국	596	596	620	618	640	634	646	645	2,430	2,565	2,689
중국	58	44	42	44	60	48	46	49	189	202	219
미주	172	156	154	154	172	167	172	177	635	689	771
일본	22	25	22	27	24	25	24	29	95	102	109
호주	11	13	14	11	12	16	16	12	49	56	65
베트남	3	3	3	3	3	3	3	3	11	13	15
YoY (%)	16.9	10.8	5.3	4.0	5.9	6.6	6.1	6.9	9.0	6.3	6.6
한국	14.0	11.9	8.5	6.3	7.4	6.4	4.2	4.3	10.0	5.5	4.8
중국	-1.4	-14.9	-11.6	-4.5	2.7	6.9	8.6	10.5	-7.9	6.8	8.5
미주	40.1	12.8	-1.5	-3.4	0.3	6.9	11.9	15.5	10.3	8.4	12.0
일본	0.1	24.4	-1.7	14.5	10.9	1.3	9.3	7.7	9.1	7.1	6.5
호주	25.7	21.3	14.1	-0.6	16.4	18.5	12.0	12.1	14.6	14.7	15.0
베트남	28.3	38.1	21.3	24.8	10.7	13.2	14.8	15.0	27.8	13.5	14.0
<b>영업손익</b>	<b>64</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>39</b>	<b>66</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>48</b>	<b>212</b>	<b>232</b>	<b>260</b>
한국	39	27	34	19	41	30	36	25	118	132	147
중국	5	2	5	0	5	2	6	0	12	13	14
미주	19	17	14	14	18	16	16	17	64	67	77
일본	1	1	0	1	1	1	0	1	3	4	4
호주	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3
베트남	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
조정	0	5	5	4	0	5	5	5	14	14	15
YoY (%)	85.8	1,119.7	110.6	-15.9	3.5	5.0	10.3	23.6	89.1	9.4	12.0
한국	53.0	흑전	181.1	-26.5	6.1	12.1	7.5	30.3	98.6	11.8	10.8
중국	297.8	-1.4	65.9	적지	5.2	11.2	10.4	적지	411.0	8.2	11.0
미주	527.4	444.9	52.4	14.5	-4.2	-8.0	17.5	20.0	131.9	4.8	15.4
일본	22.0	-57.6	-76.8	-4.8	19.5	9.4	22.0	12.3	-37.8	15.1	12.6
호주	41.7	30.9	186.1	52.0	113.3	101.3	103.9	120.8	62.7	108.3	65.4
베트남	74.3	흑전	3,683.9	-65.7	4.3	15.5	38.3	840.1	675.1	38.0	13.7
<b>영업이익률(%)</b>	<b>7.4</b>	<b>6.2</b>	<b>6.7</b>	<b>4.5</b>	<b>7.2</b>	<b>6.1</b>	<b>7.0</b>	<b>5.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>
한국	6.5	4.5	5.4	3.1	6.4	4.8	5.6	3.9	4.9	5.2	5.5
중국	8.1	5.0	12.1	-0.9	8.3	5.2	12.3	-1.0	6.1	6.2	6.4
미주	11.0	10.9	8.9	9.2	10.5	9.4	9.3	9.6	10.0	9.7	10.0
일본	4.6	2.5	1.7	4.7	5.0	2.7	1.9	4.9	3.4	3.7	3.9
호주	1.7	1.7	1.5	1.2	3.1	2.9	2.7	2.4	1.5	2.8	4.0
베트남	8.5	6.1	3.7	0.5	8.0	6.2	4.5	4.0	4.6	5.6	5.6

자료: 농심, 한화투자증권 리서치센터



# 농심 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,663	3,129	3,411	3,627	3,868
매출총이익	818	900	1,035	1,094	1,194
영업이익	106	112	212	232	260
EBITDA	211	229	330	355	382
순이자손익	6	9	18	13	14
외화관련손익	3	-2	-1	-2	-1
지분법손익	-1	0	-1	0	0
세전계속사업손익	137	159	230	258	282
당기순이익	100	116	170	195	213
지배주주순이익	100	116	172	195	213
<b>증가율(%)</b>					
매출액	0.9	17.5	9.0	6.3	6.6
영업이익	-33.8	5.7	89.1	9.4	12.0
EBITDA	-19.4	8.2	44.4	7.6	7.6
순이익	-33.2	16.5	46.4	15.0	8.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	30.7	28.7	30.4	30.2	30.9
영업이익률	4.0	3.6	6.2	6.4	6.7
EBITDA이익률	7.9	7.3	9.7	9.8	9.9
세전이익률	5.1	5.1	6.7	7.1	7.3
순이익률	3.7	3.7	5.0	5.4	5.5

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,089	1,209	1,420	1,630	1,870
현금성자산	402	501	673	835	1,029
매출채권	239	296	313	339	360
재고자산	256	297	318	336	356
비유동자산	1,811	1,826	1,815	1,797	1,780
투자자산	339	252	218	224	230
유형자산	1,428	1,527	1,535	1,514	1,495
무형자산	44	47	62	59	55
<b>자산총계</b>	<b>2,900</b>	<b>3,035</b>	<b>3,235</b>	<b>3,427</b>	<b>3,650</b>
유동부채	537	616	696	730	769
매입채무	493	519	596	629	668
유동성이자부채	12	30	32	29	27
비유동부채	162	103	97	97	96
비유동이자부채	94	34	29	26	23
<b>부채총계</b>	<b>699</b>	<b>719</b>	<b>794</b>	<b>827</b>	<b>866</b>
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	122	122	122	122
이익잉여금	2,083	2,197	2,316	2,483	2,666
자본조정	-50	-45	-38	-45	-45
자기주식	-81	-81	-81	-81	-81
<b>자본총계</b>	<b>2,201</b>	<b>2,315</b>	<b>2,441</b>	<b>2,600</b>	<b>2,784</b>





# 농심 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	163	160	327	300	331
당기순이익	100	116	171	195	213
자산상각비	105	116	118	123	122
운전자본증감	-63	-74	1	-12	-5
매출채권 감소(증가)	-6	-60	-12	-26	-21
재고자산 감소(증가)	-23	-43	-24	-17	-21
매입채무 증가(감소)	2	38	50	33	39
<b>투자현금흐름</b>	-319	-107	-267	-125	-126
유형자산처분(취득)	-189	-51	-107	-100	-100
무형자산 감소(증가)	2	-1	0	0	1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-22	-22
<b>재무현금흐름</b>	-25	-86	-45	-35	-35
차입금의 증가(감소)	-2	-59	-16	-6	-6
자본의 증가(감소)	-23	-23	-29	-29	-29
배당금의 지급	-23	-23	-29	-29	-29
<b>총현금흐름</b>	270	266	362	312	336
(-)운전자본증가(감소)	155	-40	-39	12	5
(-)설비투자	195	93	108	100	100
(+)자산매각	9	41	1	0	1
Free Cash Flow	-72	254	294	201	232
(-)기타투자	40	169	198	4	4
잉여현금	-111	84	96	197	228
<b>NOPLAT</b>	77	82	157	175	196
(+) Dep	105	116	118	123	122
(-)운전자본투자	155	-40	-39	12	5
(-)Capex	195	93	108	100	100
OpFCF	-168	146	206	187	214

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	16,412	19,091	29,728	33,783	36,789
BPS	359,145	378,810	399,535	425,709	455,930
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	6,000
CFPS	44,397	43,659	59,561	51,298	55,217
ROA(%)	3.5	3.9	5.5	5.9	6.0
ROE(%)	4.7	5.2	7.3	7.8	7.9
ROIC(%)	4.6	4.5	8.8	10.0	11.3
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	19.4	18.7	13.7	11.2	10.3
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	7.2	8.2	6.8	7.4	6.9
EV/EBITDA	7.8	7.6	5.6	4.3	3.5
배당수익률	1.3	1.4	1.2	1.3	1.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	31.8	31.1	32.5	31.8	31.1
Net debt/Equity	-13.5	-18.9	-25.1	-30.0	-35.2
Net debt/EBITDA	-140.2	-191.2	-185.4	-219.6	-256.2
유동비율	202.6	196.0	203.9	223.2	243.0
이자보상배율(배)	54.1	36.6	54.9	95.9	120.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	71.2	70.5	66.3	62.2	57.9
현금+투자자산	28.8	29.5	33.7	37.8	42.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	4.6	2.7	2.4	2.1	1.8
자기자본	95.4	97.3	97.6	97.9	98.2





# 삼양식품 (003230) 못 하는게 뭘까

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

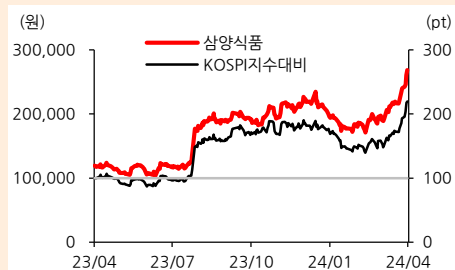
### Stock Data

현재 주가(4/18)	268,500원
상승여력	11.7%
시가총액	20,226억원
발행주식수	7,533천주
52주 최고가/최저가	268,500/103,800원
90일 일평균 거래대금	137.19억원
외국인 지분율	12.4%

### 주주 구성

삼양내츄럴스 (외 9인)	45.2%
국민연금공단 (외 1인)	10.6%
자사주신탁 (외 1인)	1.0%

### Stock Price



### 미국과 중국의 앞서거나 뒤서거나

- 2021년 8월 설립 이후 2022년 2월부터 본격적인 매출이 발생하기 시작한 미국 법인의 경우 안정적인 유통 체계가 잡혀가는 중. 지난해 입점이 완료된 월마트와 코스트코의 경우 초도 물량에 대한 긍정적 판매 데이터를 기반으로 추가 매장 입점 및 라면/스낵/소스 제품군 확대 기대
- 2022년 2월 영업을 개시한 중국 법인의 경우 2023년 채널 구조조정 완료. 중국에서 급부상 중인 간식 채널 및 CVS 입점 확대, 지역 커버리지 확대로 중국 매출 반등 기대

### 투자 의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지

- 상반기 대비 하반기 전년도 베이스가 높은 편이지만 그럼에도 두자리수의 외형 성장세가 지속될 전망이며, 2025년 6월 밀양 제2공장 완공 후 또 한번의 퀀텀점프 기대
- 음식료 업종 최선호주 유지

재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	642	909	1,193	1,405	1,657
영업이익	65	90	148	180	216
EBITDA	81	117	180	215	255
지배주주순이익	56	80	126	150	178
EPS	7,480	10,593	16,929	20,108	23,932
순차입금	77	172	103	81	5
PER	12.7	12.0	12.8	13.4	11.2
PBR	1.8	2.1	2.9	2.9	2.3
EV/EBITDA	9.8	9.7	9.6	9.8	8.0
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.0	0.9	1.2
ROE	15.4	18.9	24.8	23.6	22.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 삼양식품 (003230) 못 하는게 뭘까

[한화리서치센터]

삼양식품 분기 및 연간 실적 추정											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>246</b>	<b>285</b>	<b>335</b>	<b>327</b>	<b>329</b>	<b>340</b>	<b>373</b>	<b>363</b>	<b>1,193</b>	<b>1,405</b>	<b>1,657</b>
내수	88	95	95	105	99	102	107	109	384	418	461
면/스낵	79	81	79	90	85	85	83	94	329	347	361
일반식품	19	22	19	23	22	26	23	24	83	95	114
기타	2	7	11	8	5	7	17	8	27	37	55
매출에누리	-11	-14	-14	-16	-13	-16	-16	-17	-56	-62	-69
해외	158	190	240	222	230	238	266	253	809	987	1,196
면/스낵	155	187	235	217	226	233	259	248	793	966	1,169
일반식품	4	4	6	5	5	6	8	7	20	26	31
매출에누리	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-4	-4	-5
YoY(%)	21.5	11.8	58.5	36.1	33.9	19.1	11.4	11.1	31.2	17.8	18.0
내수	26.5	32.6	23.9	23.6	12.8	7.1	12.2	4.2	26.5	8.9	10.4
면/스낵	16.5	25.9	16.3	71.4	7.6	5.5	4.9	4.3	30.3	5.5	3.9
일반식품	79.2	31.7	3.9	-44.9	18.5	17.3	19.6	5.6	-5.0	14.9	20.0
기타	442.0	2,094.6	3,747.7	807.0	200.0	1.0	50.0	1.0	1,460.7	33.3	50.6
해외	18.9	3.6	78.3	43.0	45.6	25.2	11.1	14.3	33.6	22.0	21.1
면/스낵	16.1	2.1	74.6	42.8	45.8	24.9	10.6	13.9	31.6	21.7	21.1
일반식품	47.7	18.3	77.9	14.1	31.1	37.7	29.5	28.6	36.8	31.3	22.5
매출액 비중(%)											
내수	35.7	33.4	28.5	32.1	30.1	30.1	28.7	30.2	32.2	29.7	27.8
면/스낵	32.1	28.4	23.6	27.6	25.8	25.1	22.3	25.9	27.6	24.7	21.8
일반식품	7.6	7.8	5.7	7.0	6.7	7.7	6.1	6.7	7.0	6.8	6.9
기타	0.7	2.3	3.4	2.4	1.5	1.9	4.6	2.2	2.3	2.6	3.3
해외	64.3	66.6	71.5	67.9	69.9	69.9	71.3	69.8	67.8	70.3	72.2
면/스낵	63.1	65.4	70.0	66.5	68.7	68.6	69.5	68.2	66.5	68.7	70.5
일반식품	1.7	1.4	1.8	1.7	1.6	1.6	2.1	1.9	1.6	1.8	1.9
<b>영업이익</b>	<b>24</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>148</b>	<b>180</b>	<b>216</b>
YoY (%)	-2.6	61.1	124.7	88.3	51.1	14.2	11.2	25.4	63.2	22.1	19.9
영업이익률 (%)	9.7	15.4	13.0	11.1	11.0	14.8	12.9	12.5	12.4	12.8	13.0

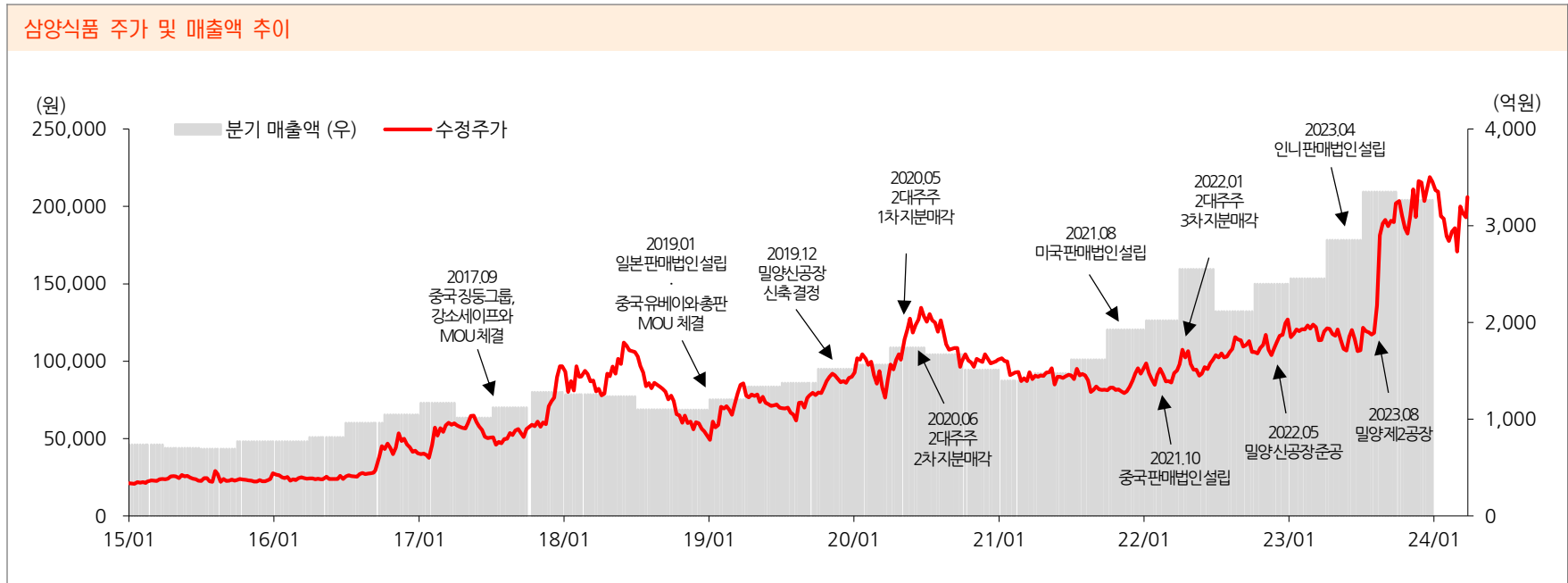
자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터



# 삼양식품 (003230) 못 하는게 뭘까

[한화리서치센터]

- ❖ 1) 법인화를 통한 유통 체계 내재화,  
2) 브랜드화를 위한 공격적 마케팅 투자,  
3) 선제적 증설,  
4) 수평적 제품 포트폴리오 확장이 뒷받침이 된 결과
- ❖ 공고한 브랜드력은 패스트팔로워들의 미투 제품으로부터 점유율을 지켜주고,
- ❖ 유통망에 대한 투자는 중장기 전략 수립을 가능하게 해 지속가능한 성장을 만들어낼 수 있음을 증명한 대표적 사례



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

2024 메이저리그사커(MLS) 홈개막전 스폰서십으로 참여한 삼양라운드스퀘어



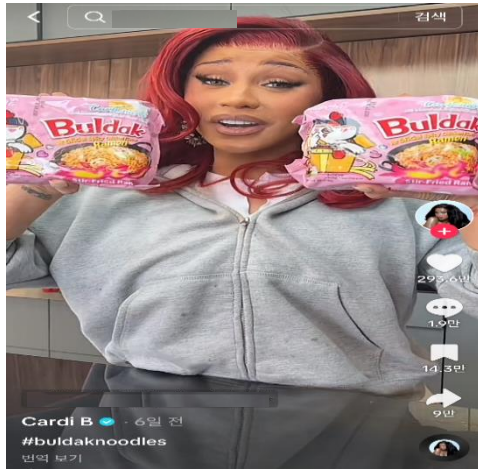
자료: 한화투자증권 리서치센터

2024 메이저리그사커(MLS) 홈개막전 스폰서십으로 참여한 삼양라운드스퀘어



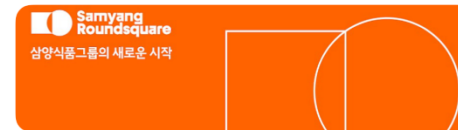
자료: 한화투자증권 리서치센터

2024년 3월 21일 카디비 틱톡에 게시된 불닭볶음면 리뷰



주: 2024년 3월 26일 기준 2,500만뷰  
자료: 한화투자증권 리서치센터

자체 콘텐츠 제작에 들어간 삼양라운드스퀘어



삼양식품 공식 유튜브 채널입니다. >



자료: 한화투자증권 리서치센터

### 2020년 밀양공장 착공식



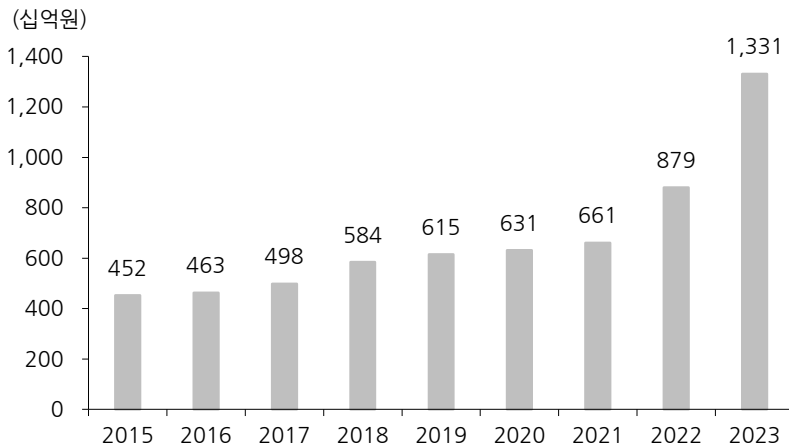
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 2024년 밀양 제2공장 착공식



자료: 한화투자증권 리서치센터

### 2015~2023년 삼양식품 생산능력



주: 사업보고서상 2교대 작업 기준 수치  
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 다양한 불닭볶음면 라인업



자료: 한화투자증권 리서치센터





# 삼양식품 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	642	909	1,193	1,405	1,657
매출총이익	171	251	417	487	572
영업이익	65	90	148	180	216
EBITDA	81	117	180	215	255
순이자손익	1	-3	-7	-7	-7
외화관련손익	6	0	2	9	5
지분법손익	0	2	6	0	0
세전계속사업손익	72	102	156	187	222
당기순이익	57	80	127	150	179
지배주주순이익	56	80	126	150	178
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-1.0	41.6	31.2	17.8	18.0
영업이익	-31.4	38.3	63.2	22.1	19.9
EBITDA	-25.8	45.1	53.6	19.6	18.4
순이익	-16.6	41.7	57.7	18.7	19.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	26.6	27.6	34.9	34.6	34.5
영업이익률	10.2	9.9	12.4	12.8	13.0
EBITDA이익률	12.6	12.9	15.1	15.3	15.4
세전이익률	11.2	11.2	13.1	13.3	13.4
순이익률	8.8	8.8	10.6	10.7	10.8

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	279	354	497	525	639
현금성자산	132	111	241	251	316
매출채권	58	86	81	97	117
재고자산	45	110	142	142	171
비유동자산	474	571	672	751	821
투자자산	47	42	73	76	79
유형자산	421	475	543	610	668
무형자산	6	54	55	65	75
<b>자산총계</b>	<b>753</b>	<b>925</b>	<b>1,169</b>	<b>1,275</b>	<b>1,460</b>
유동부채	182	225	402	370	396
매입채무	117	141	175	148	178
유동성이자부채	53	52	176	169	162
비유동부채	175	245	192	188	184
비유동이자부채	157	231	169	164	159
<b>부채총계</b>	<b>357</b>	<b>470</b>	<b>594</b>	<b>558</b>	<b>580</b>
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	11	11	11	11
이익잉여금	339	409	522	662	825
자본조정	2	-5	-6	-5	-5
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
<b>자본총계</b>	<b>396</b>	<b>455</b>	<b>577</b>	<b>717</b>	<b>880</b>







# 삼양식품 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	58	48	168	146	200
당기순이익	57	80	69	150	179
자산상각비	15	27	32	35	39
운전자본증감	-13	-63	-8	-42	-18
매출채권 감소(증가)	-10	-25	0	-16	-20
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-39	0	-29
매입채무 증가(감소)	24	15	21	-27	30
<b>투자현금흐름</b>	-173	-100	-24	-115	-110
유형자산처분(취득)	-139	-87	-45	-100	-95
무형자산 감소(증가)	-2	8	-3	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-42	10	14	-1	-1
<b>재무현금흐름</b>	125	37	-20	-22	-27
차입금의 증가(감소)	131	68	4	-12	-11
자본의 증가(감소)	-6	-20	-10	-10	-16
배당금의 지급	-6	-14	-10	-10	-16
<b>총현금흐름</b>	77	107	117	188	218
(-)운전자본증가(감소)	49	53	-41	42	18
(-)설비투자	140	88	45	100	95
(+)자산매각	-1	9	-3	-12	-12
Free Cash Flow	-113	-24	109	34	94
(-)기타투자	-46	41	38	3	3
잉여현금	-67	-66	71	32	91
<b>NOPLAT</b>	51	71	119	145	174
(+) Dep	15	27	32	35	39
(-)운전자본투자	49	53	-41	42	18
(-)Capex	140	88	45	100	95
OpFCF	-122	-43	147	38	100

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	7,480	10,593	16,929	20,108	23,932
BPS	51,824	60,129	74,979	93,646	115,261
DPS	1,000	1,400	2,100	2,500	3,100
CFPS	10,209	14,246	15,503	24,974	28,960
ROA(%)	8.6	9.5	12.1	12.3	13.0
ROE(%)	15.4	18.9	24.8	23.6	22.7
ROIC(%)	13.5	13.2	18.6	19.9	20.8
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	12.7	12.0	12.8	13.4	11.2
PBR	1.8	2.1	2.9	2.9	2.3
PSR	1.1	1.1	1.4	1.4	1.2
PCR	9.3	8.9	13.9	10.8	9.3
EV/EBITDA	9.8	9.7	9.6	9.8	8.0
배당수익률	1.1	1.1	1.0	0.9	1.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	90.3	103.4	102.9	77.8	65.9
Net debt/Equity	19.6	37.8	17.8	11.3	0.6
Net debt/EBITDA	96.0	147.1	57.1	37.8	2.2
유동비율	152.9	157.1	123.7	141.7	161.5
이자보상배율(배)	182.2	18.9	12.1	16.1	19.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	72.2	80.1	68.0	70.7	69.0
현금+투자자산	27.8	19.9	32.0	29.3	31.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	34.6	38.4	37.4	31.7	26.7
자기자본	65.4	61.6	62.6	68.3	73.3



# 롯데웰푸드 (280360) 국내는 이익 개선, 해외는 성장 확인 기대

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 190,000원

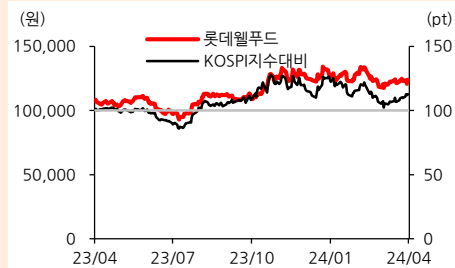
### Stock Data

현재 주가(4/18)	124,000원
상승여력	▲ 53.2%
시가총액	11,699억원
발행주식수	9,435천주
52주 최고가/최저가	134,200/93,000원
90일 일평균 거래대금	12.09억원
외국인 지분율	11.8%

### 주주 구성

롯데지주 (외 18인)	70.2%
자사주 (외 1인)	6.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

### Stock Price



### 국내는 이익 개선

- 2022년 상반기 유종 가격 급등 여파로 2023년 하반기까지 고원가 재고 소진 지속. 2024년 유지 원재료 투입 단가 안정화 기대
- ‘Zero’, ‘프로틴’ 등 Health&Wellness 비중 확대에 따른 믹스 개선 예상
- 2024년 Bakery, 2025년 육가공, 2026년 빙과 공장 통합으로 생산성 향상 및 자산 유동화에 따른 재무구조 개선 기대

### 해외는 성장 확인 기대

- 인도 건과 초코파이 3rd라인 가동 후 상반기 중 판매 확대 예상. 2024년 6월 중 인도 푸네 빙과 신공장 완공으로 서부에서 중남부 지역으로 커버리지 확대 및 신제품 출시로 제품 라인업 확대 기대. 참고로 회사측 가이던스는 2023~2028년 인도 매출액 CAGR +16~20%
- 기진출 국가에서 한국 본사의 Mega Brand 출시, 미국, 중화권, 일본, 호주, 유럽 등 신시장으로 K-Food 매출 확대로 중장기 성장 동력 확보 전망

재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,145	3,203	4,066	4,292	4,510
영업이익	108	112	177	239	275
EBITDA	227	266	368	437	482
지배주주순이익	35	47	71	123	155
EPS	5,438	4,985	7,978	13,900	17,505
순차입금	519	907	781	833	802
PER	22.2	24.6	15.5	8.9	7.1
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.7	7.8	5.3	4.6	4.1
배당수익률(%)	1.3	1.9	2.4	3.1	3.9
ROE	2.9	2.9	3.5	5.8	7.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 롯데웰푸드 (280360) 국내는 이익 개선, 해외는 성장 확인 기대

[한화리서치센터]

## 롯데웰푸드 분기 및 연간 실적 추정

(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>960</b>	<b>1,041</b>	<b>1,087</b>	<b>980</b>	<b>995</b>	<b>1,090</b>	<b>1,156</b>	<b>1,051</b>	<b>4,066</b>	<b>4,292</b>	<b>4,510</b>
국내	769	833	883	777	786	859	914	802	3,262	3,361	3,463
건과	266	250	271	300	282	263	282	312	1,088	1,138	1,177
빙과	107	185	224	93	112	193	232	96	609	633	655
유지	118	114	110	129	117	120	112	135	471	484	500
육가공 및 HMR	133	131	140	128	136	137	153	136	532	561	595
기타	146	152	138	126	140	146	135	124	562	545	537
해외	191	208	203	203	208	231	242	249	804	931	1,046
카자흐스탄	66	67	64	73	68	67	79	96	270	310	341
인도	61	86	68	55	71	102	83	70	269	327	380
러시아	19	19	20	20	20	23	25	24	78	92	110
기타	45	36	52	55	49	39	55	58	188	202	215
YoY	5.1%	-0.5%	-1.5%	-4.6%	3.7%	4.7%	6.4%	7.3%	-0.5%	5.5%	5.1%
국내	2.2%	-1.7%	-1.3%	-2.8%	2.3%	3.1%	3.4%	3.3%	-1.0%	3.0%	3.0%
건과	11.1%	11.3%	7.3%	3.1%	6.2%	4.9%	3.9%	3.9%	7.9%	4.7%	3.4%
빙과	-6.3%	5.5%	7.2%	0.9%	4.6%	4.0%	3.9%	3.3%	3.1%	4.0%	3.5%
유지	-5.6%	-28.5%	-18.1%	0.7%	-0.3%	5.0%	2.0%	4.0%	-13.9%	2.7%	3.3%
육가공 및 HMR	5.6%	3.5%	-6.4%	-4.0%	2.0%	4.5%	8.9%	5.9%	-0.6%	5.4%	6.0%
기타	-2.0%	-5.2%	-7.2%	-18.1%	-4.1%	-3.6%	-2.5%	-1.8%	-8.1%	-3.1%	-1.5%
해외	18.8%	4.4%	-2.6%	-10.8%	9.2%	11.3%	19.1%	23.0%	1.2%	15.7%	12.4%
카자흐스탄	55.1%	32.5%	7.7%	-10.2%	3.3%	0.1%	23.9%	30.7%	15.4%	14.8%	10.1%
인도	16.1%	7.7%	8.5%	3.8%	17.8%	18.9%	21.6%	29.3%	8.8%	21.4%	16.4%
러시아	58.1%	-1.5%	-15.4%	-23.2%	5.4%	21.7%	27.2%	21.0%	-3.5%	18.9%	19.0%
기타	-15.9%	-27.2%	-18.4%	-18.0%	7.8%	8.4%	6.8%	7.1%	-19.6%	7.4%	6.6%
현시통화 기준 매출액 YoY											
카자흐스탄	48.7%	29.5%	5.4%	-7.9%	-2.7%	-1.3%	20.8%	25.9%	13.1%	11.0%	10.1%
인도	19.3%	9.7%	14.0%	7.7%	14.7%	18.9%	20.8%	28.5%	12.5%	20.3%	16.4%
러시아	34.0%	14.5%	22.3%	11.0%	21.9%	31.8%	22.6%	18.8%	16.6%	24.6%	19.0%
<b>영업이익</b>	<b>19</b>	<b>49</b>	<b>81</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>65</b>	<b>97</b>	<b>44</b>	<b>177</b>	<b>239</b>	<b>275</b>
국내	10	33	62	13	19	44	74	24	118	162	185
해외	9	16	18	16	14	20	22	20	59	77	90
YoY	38.6%	5.4%	40.9%	50.6%	78.6%	32.9%	19.8%	51.2%	30.0%	34.8%	15.4%
국내	16.6%	1.5%	37.0%	109.6%	98.5%	34.2%	19.2%	80.6%	27.8%	36.8%	14.3%
해외	74.5%	14.6%	56.0%	21.5%	56.9%	30.3%	21.5%	26.3%	34.8%	30.5%	17.6%
영업이익률	1.9%	4.7%	7.4%	3.0%	3.3%	5.9%	8.4%	4.2%	4.4%	5.6%	6.1%
국내	1.3%	3.9%	7.1%	1.7%	2.5%	5.1%	8.1%	3.0%	3.6%	4.8%	5.3%
해외	4.7%	7.6%	9.0%	7.8%	6.7%	8.9%	9.2%	8.0%	7.3%	8.2%	8.6%

자료: 롯데웰푸드, 한화투자증권 리서치센터



# 롯데웰푸드 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,145	3,203	4,066	4,292	4,510
매출총이익	733	912	1,132	1,211	1,288
영업이익	108	112	177	239	275
EBITDA	227	266	368	437	482
순이자손익	-14	-20	-29	-37	-35
외화관련손익	-8	-13	-15	-11	-13
지분법손익	0	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	54	52	110	169	209
당기순이익	36	44	68	119	150
지배주주순이익	35	47	71	123	155
<b>증가율(%)</b>					
매출액	3.3	49.3	26.9	5.5	5.1
영업이익	-3.6	3.6	57.5	34.8	15.4
EBITDA	-4.0	17.3	38.2	18.9	10.2
순이익	-12.9	20.7	54.4	76.1	25.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	34.2	28.5	27.8	28.2	28.6
영업이익률	5.1	3.5	4.4	5.6	6.1
EBITDA이익률	10.6	8.3	9.0	10.2	10.7
세전이익률	2.5	1.6	2.7	3.9	4.6
순이익률	1.7	1.4	1.7	2.8	3.3

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	828	1,449	1,489	1,505	1,530
현금성자산	328	386	584	480	451
매출채권	186	369	358	423	446
재고자산	247	623	481	533	561
비유동자산	1,839	2,656	2,710	2,795	2,873
투자자산	228	490	440	421	433
유형자산	1,294	1,853	1,976	2,091	2,168
무형자산	317	312	294	283	272
<b>자산총계</b>	<b>2,667</b>	<b>4,105</b>	<b>4,199</b>	<b>4,300</b>	<b>4,403</b>
유동부채	686	921	932	946	940
매입채무	260	415	415	454	478
유동성이자부채	374	429	450	422	389
비유동부채	654	1,073	1,124	1,109	1,089
비유동이자부채	472	865	915	891	863
<b>부채총계</b>	<b>1,340</b>	<b>1,994</b>	<b>2,056</b>	<b>2,054</b>	<b>2,030</b>
자본금	3	5	5	5	5
자본잉여금	1,179	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	94	499	529	632	760
자본조정	-41	390	390	390	390
자기주식	-1	-23	-23	-23	-23
<b>자본총계</b>	<b>1,327</b>	<b>2,112</b>	<b>2,143</b>	<b>2,245</b>	<b>2,373</b>





# 롯데웰푸드 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	213	94	453	252	343
당기순이익	36	44	68	119	150
자산상각비	118	154	191	199	206
운전자본증감	8	-144	97	-78	-27
매출채권 감소(증가)	26	12	0	-65	-23
재고자산 감소(증가)	-14	-100	143	-51	-29
매입채무 증가(감소)	15	-9	-14	39	24
<b>투자현금흐름</b>	-126	-105	-237	-287	-288
유형자산처분(취득)	-133	-125	-256	-300	-270
무형자산 감소(증가)	0	-1	-3	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	-66	5	-3	-4
<b>재무현금흐름</b>	-107	33	-35	-72	-87
차입금의 증가(감소)	-79	85	29	-52	-61
자본의 증가(감소)	-11	-33	-20	-20	-27
배당금의 지급	-11	-11	-20	-20	-27
<b>총현금흐름</b>	234	272	390	330	370
(-)운전자본증가(감소)	-30	382	-148	78	27
(-)설비투자	143	127	325	300	270
(+)자산매각	10	1	65	-2	-2
Free Cash Flow	131	-236	278	-51	70
(-)기타투자	16	-325	33	-19	12
잉여현금	115	90	245	-32	58
<b>NOPLAT</b>	73	96	109	168	198
(+) Dep	118	154	191	199	206
(-)운전자본투자	-30	382	-148	78	27
(-)Capex	143	127	325	300	270
OpFCF	79	-259	123	-11	108

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	5,438	4,985	7,978	13,900	17,505
BPS	192,328	214,514	217,729	228,592	242,184
DPS	1,600	2,300	3,000	3,800	4,800
CFPS	36,485	28,867	41,285	34,962	39,199
ROA(%)	1.3	1.4	1.7	2.9	3.6
ROE(%)	2.9	2.9	3.5	5.8	7.0
ROIC(%)	4.0	4.0	3.8	5.8	6.5
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	22.2	24.6	15.5	8.9	7.1
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	3.3	4.2	3.0	3.5	3.2
EV/EBITDA	5.7	7.8	5.3	4.6	4.1
배당수익률	1.3	1.9	2.4	3.1	3.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	101.0	94.4	96.0	91.5	85.5
Net debt/Equity	39.1	43.0	36.5	37.1	33.8
Net debt/EBITDA	228.8	341.1	212.5	190.6	166.5
유동비율	120.8	157.3	159.7	159.1	162.7
이자보상배율(배)	5.4	4.0	3.7	5.0	6.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	76.8	77.0	73.5	76.9	77.8
현금+투자자산	23.2	23.0	26.5	23.1	22.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	38.9	38.0	38.9	36.9	34.5
자기자본	61.1	62.0	61.1	63.1	65.5



# 롯데칠성 (005300) 지연되는 턴어라운드

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(하향): 160,000원

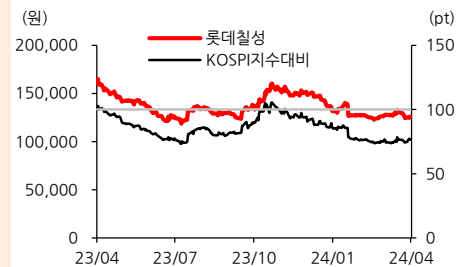
### Stock Data

현재 주가(4/18)	126,000원
상승여력	▲ 27.0%
시가총액	11,691억원
발행주식수	9,279천주
52주 최고가/최저가	165,000/118,800원
90일 일평균 거래대금	28.1억원
외국인 지분율	12.1%

### 주주 구성

롯데지주 (외 15인)	62.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.7%
브이아이피자산운용 (외 1인)	6.7%

### Stock Price



### 지연되는 턴어라운드

- 2024년 1분기 연결 매출액 9,231억원(+35.8% YoY, +0.5% QoQ), 영업이익은 434억원(-26.8% YoY, +445.2% QoQ)으로 낮아진 컨센서스 하회 전망
- 탄산음료 성장 둔화와 비탄산음료 저성장 지속으로 별도 음료 매출액은 +1.9% YoY에 그친 것으로 추정되며 원재료 투입 단가 상승 영향으로 음료 영업이익은 -37.9% YoY로 큰 폭의 감익 추정
- 소주 MS는 건조하나 비우호적 시장 환경으로 별도 주류 매출액은 +3.2% YoY, 맥주 신제품 출시 후 초기 마케팅 비용 투입으로 주류 영업이익은 +4.7% YoY로 턴어라운드 지연 예상
- PCPPI 매출액은 2,274억원, 영업적자 20억원 추정

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 160,000원으로 하향 조정(-11%)

- 목표주가 하향 조정은 이익 추정치 하향 조정에 기인

재무정보	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,506	2,842	3,225	4,171	4,391
영업이익	182	223	211	228	280
EBITDA	340	386	398	421	472
지배주주순이익	136	128	166	145	194
EPS	14,399	13,563	17,602	15,322	20,604
순차입금	1,093	1,195	1,522	1,477	1,334
PER	9.3	13.0	8.3	8.2	6.1
PBR	0.9	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.0	7.5	7.4	6.4	5.4
배당수익률(%)	2.2	1.9	2.3	2.6	2.9
ROE	10.0	9.1	11.6	9.5	11.7

자료: 한화투자증권 리서치센터





# 롯데칠성 (005300) 지연되는 턴어라운드

[한화리서치센터]

## 롯데칠성 분기 및 연간 실적 추정

(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>680</b>	<b>796</b>	<b>830</b>	<b>918</b>	<b>923</b>	<b>1,126</b>	<b>1,136</b>	<b>985</b>	<b>3,225</b>	<b>4,171</b>	<b>4,391</b>
별도	631	736	769	621	646	770	806	646	2,757	2,869	2,977
음료	423	538	568	425	431	561	591	437	1,953	2,020	2,095
내수	398	504	534	402	405	522	553	411	1,837	1,891	1,950
탄산	214	240	238	205	221	249	247	209	897	925	951
비탄산	185	264	296	196	184	273	307	202	941	966	999
수출	25	34	34	23	27	39	38	26	116	129	145
주류	208	198	201	197	214	210	215	209	804	848	882
내수	189	179	183	179	194	188	195	188	730	765	787
소주	85	86	84	84	93	93	91	93	339	370	381
맥주	19	21	20	21	24	23	24	21	81	93	97
청주/와인/스파리츠	61	47	54	50	55	47	55	49	213	206	208
수제맥주OEM	3	2	0	1	-	-	-	-	6	-	-
기타	21	23	24	24	22	25	25	24	92	96	101
수출	19	19	18	18	20	21	20	21	74	83	95
PCPPI	-	-	-	240	227	294	268	281	240	1,070	1,177
그외연결법인및조정	49	60	61	57	50	61	63	58	227	232	237
YoY	9%	4%	6%	37%	36%	41%	37%	7%	13%	29%	5%
별도	8%	4%	5%	0%	2%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
음료	8%	4%	6%	1%	2%	4%	4%	3%	5%	3%	4%
내수	8%	3%	5%	0%	2%	4%	4%	2%	4%	3%	3%
탄산	15%	6%	3%	3%	3%	4%	4%	2%	6%	3%	3%
비탄산	1%	0%	6%	-2%	0%	4%	4%	3%	1%	3%	3%
수출	20%	24%	26%	11%	8%	13%	12%	12%	21%	12%	12%
주류	7%	5%	4%	-1%	3%	6%	7%	6%	4%	6%	4%
내수	7%	6%	4%	-1%	3%	5%	7%	5%	4%	5%	3%
소주	27%	29%	28%	8%	9%	9%	9%	10%	22%	9%	3%
맥주	-19%	-22%	-27%	0%	26%	12%	18%	4%	-18%	15%	5%
청주/와인/스파리츠	6%	-8%	-5%	-12%	-9%	0%	0%	-1%	-5%	-3%	1%
수제맥주OEM	-57%	-67%	-97%	-83%	-100%	-100%	-100%	-100%	-74%	-	-
기타	-5%	21%	17%	19%	4%	6%	5%	3%	12%	5%	5%
수출	12%	-2%	6%	-2%	8%	10%	10%	21%	3%	12%	14%
PCPPI	-	-	-	-	-	-	-	17%	-	346%	10%
그외연결법인및조정	16%	9%	13%	18%	2%	2%	2%	2%	14%	2%	2%
<b>영업이익</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>8</b>	<b>43</b>	<b>66</b>	<b>97</b>	<b>22</b>	<b>211</b>	<b>228</b>	<b>280</b>
별도	57	50	76	13	43	59	84	20	196	205	219
음료	39	48	62	13	24	53	68	16	162	162	170
주류	18	2	14	-	18	6	16	4	34	44	49
PCPPI	-	-	-	8	2	2	4	5	8	5	42
그외연결법인및조정	3	9	8	5	3	9	8	3	15	17	19
YoY	-1%	-7%	12%	-67%	-27%	11%	15%	174%	-5%	8%	23%
별도	4%	-8%	8%	-45%	-25%	17%	11%	55%	-4%	5%	7%
음료	19%	6%	-3%	-46%	-38%	11%	10%	23%	-2%	0%	5%
주류	-19%	-76%	109%	직지	5%	142%	15%	특진	-9%	31%	13%
PCPPI	직지	직지	직지	직지	직지	직지	특진	특진	-	특진	766%
그외연결법인및조정	-47%	-2%	88%	직전	3%	3%	3%	직지	-24%	14%	9%
영업이익률	9%	7%	10%	1%	5%	6%	8%	2%	7%	5%	6%
별도	9%	7%	10%	2%	7%	8%	10%	3%	7%	7%	7%
음료	9%	9%	11%	3%	6%	9%	12%	4%	8%	8%	8%
주류	8%	1%	7%	0%	9%	3%	8%	2%	4%	5%	6%
PCPPI	-	-	-	-3%	-1%	-1%	1%	2%	-3%	0%	4%
그외연결법인및조정	6%	15%	13%	-8%	6%	15%	13%	-6%	7%	7%	8%

자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터



# 롯데칠성 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,506	2,842	3,225	4,171	4,391
매출총이익	1,046	1,148	1,235	1,510	1,620
영업이익	182	223	211	228	280
EBITDA	340	386	398	421	472
순이자손익	-30	-33	-44	-47	-46
외화관련손익	-7	-9	-3	-6	-4
지분법손익	3	2	46	24	35
세전계속사업손익	175	169	207	189	250
당기순이익	137	131	167	146	194
지배주주순이익	136	128	166	145	194
<b>증가율(%)</b>					
매출액	11.0	13.4	13.5	29.3	5.3
영업이익	87.4	22.3	-5.5	8.0	23.0
EBITDA	37.1	13.5	3.1	5.7	12.3
순이익	흑전	-4.4	27.0	-12.2	32.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	41.7	40.4	38.3	36.2	36.9
영업이익률	7.3	7.8	6.5	5.5	6.4
EBITDA이익률	13.6	13.6	12.3	10.1	10.8
세전이익률	7.0	6.0	6.4	4.5	5.7
순이익률	5.5	4.6	5.2	3.5	4.4

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	995	1,020	1,150	1,288	1,466
현금성자산	404	366	261	287	413
매출채권	226	239	332	395	417
재고자산	305	343	484	530	559
비유동자산	2,602	2,676	3,108	3,130	3,145
투자자산	449	500	579	597	617
유형자산	2,048	2,078	2,439	2,451	2,454
무형자산	105	98	90	82	74
<b>자산총계</b>	<b>3,597</b>	<b>3,696</b>	<b>4,258</b>	<b>4,418</b>	<b>4,611</b>
유동부채	971	1,155	1,265	1,317	1,352
매입채무	474	534	727	789	832
유동성이자부채	458	578	501	490	480
비유동부채	1,181	1,129	1,456	1,455	1,454
비유동이자부채	1,039	983	1,282	1,274	1,266
<b>부채총계</b>	<b>2,152</b>	<b>2,284</b>	<b>2,721</b>	<b>2,771</b>	<b>2,805</b>
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	40	40	40
이익잉여금	1,962	2,079	2,195	2,307	2,467
자본조정	-627	-779	-776	-779	-779
자기주식	-9	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,445</b>	<b>1,412</b>	<b>1,537</b>	<b>1,646</b>	<b>1,806</b>





# 롯데칠성 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	321	268	268	276	361
당기순이익	137	131	167	146	194
자산상각비	158	163	187	193	192
운전자본증감	-17	-79	-76	-49	-9
매출채권 감소(증가)	14	-15	-29	-63	-22
재고자산 감소(증가)	-45	-42	3	-46	-29
매입채무 증가(감소)	39	39	-27	61	43
<b>투자현금흐름</b>	81	-166	-194	-198	-184
유형자산처분(취득)	-130	-151	-204	-200	-196
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-3	-3
투자자산 감소(증가)	154	5	-1	-1	-1
<b>재무현금흐름</b>	-177	-139	-166	-52	-52
차입금의 증가(감소)	-146	36	-122	-19	-18
자본의 증가(감소)	-31	-22	-33	-33	-34
배당금의 지급	-31	-31	-33	-33	-34
<b>총현금흐름</b>	364	409	424	325	370
(-)운전자본증가(감소)	-32	0	47	49	9
(-)설비투자	202	152	205	200	196
(+)자산매각	72	0	0	-3	-3
Free Cash Flow	266	257	172	73	162
(-)기타투자	-9	98	17	-5	-15
잉여현금	275	159	155	78	177
<b>NOPLAT</b>	143	172	169	176	217
(+) Dep	158	163	187	193	192
(-)운전자본투자	-32	0	47	49	9
(-)Capex	202	152	205	200	196
OpFCF	131	184	105	120	204

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	14,399	13,563	17,602	15,322	20,604
BPS	141,904	138,556	145,622	156,483	172,352
DPS	3,000	3,300	3,400	3,300	3,700
CFPS	36,241	40,728	42,219	32,325	36,774
ROA(%)	3.8	3.5	4.2	3.3	4.3
ROE(%)	10.0	9.1	11.6	9.5	11.7
ROIC(%)	6.0	7.1	6.3	5.9	7.2
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	9.3	13.0	8.3	8.2	6.1
PBR	0.9	1.3	1.0	0.8	0.7
PSR	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3
PCR	3.7	4.3	3.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	7.0	7.5	7.4	6.4	5.4
배당수익률	2.2	1.9	2.3	2.6	2.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	148.9	161.7	177.0	168.4	155.4
Net debt/Equity	75.6	84.6	99.0	89.7	73.9
Net debt/EBITDA	321.2	309.7	382.5	351.2	282.5
유동비율	102.4	88.3	90.9	97.8	108.5
이자보상배율(배)	5.2	5.5	3.8	3.9	4.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	73.6	73.9	77.8	77.2	74.6
현금+투자자산	26.4	26.1	22.2	22.8	25.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	50.9	52.5	53.7	51.7	49.2
자기자본	49.1	47.5	46.3	48.3	50.8



# 이지바이오 (353810) 팬데믹의 끝은 본격 해외 성장의 시작

[한화리서치센터]

N/R  
 목표주가: n/a

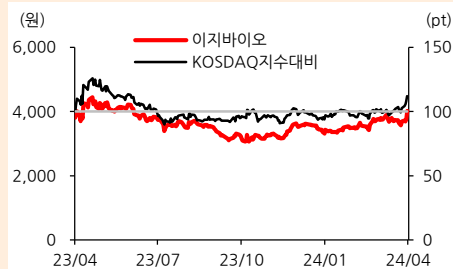
### Stock Data

현재 주가(4/18)	4,015원
상승여력	-
시가총액	1,373억원
발행주식수	34,192천주
52주 최고가/최저가	4,445/3,060원
90일 일평균 거래대금	4.28억원
외국인 지분율	1.7%

### 주주 구성

이지홀딩스 (외 4인)	49.8%
자사주 (외 1인)	0.2%

### Stock Price



### 2020년 6월 상장된 자돈사료 및 사료첨가제 기업

- 2020년 5월 이지홀딩스(존속), 이지바이오(신설)로 분할되어 신규 설립된 법인. 영위 사업은 1) 자돈사료, 2) 사료첨가제
- 1) 자돈사료는 전체 양돈용 배합사료 중 자돈기의 일부에 급여하는 사료로 내수 매출이 대부분. 물량 성장은 제한적이지만 진입 장벽이 높은 사업으로 안정적 Cash cow 역할. 2) 사료첨가제는 사료의 기능적 특성을 강화하는 목적으로 사용하는 제품. 축산 농가의 선진화 및 기업화로 글로벌 사료첨가제 시장은 점진적으로 확대되는 추세. 전체 사료첨가제 매출액 중 21%가 해외 수출에서 발생. 수출 국가는 아시아, 북미, 중남미 등

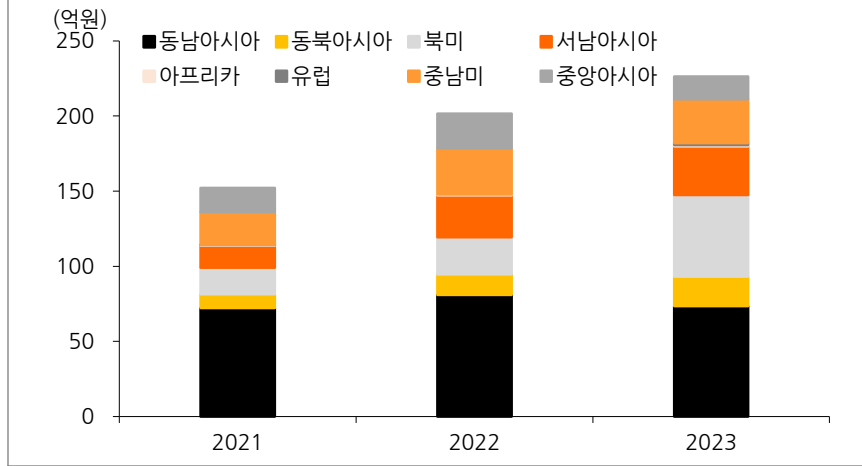
### 2024년 3월 1일, 미국 사료첨가제 제조판매 기업인 Devenish Nutrition 지분 100%를 883억원에 인수

- FY2021~FY2023 연평균 매출액, 영업이익, 세전이익은 각각 1,670억원, 68억원, 72억원. 연평균 실적 비교 이유는 2020~2023년 글로벌 공급망 이슈 및 곡물가 급등 영향으로 변동성이 확대되었던 점을 고려
- 2024년 3월 실적부터 연결 실적 반영. 2023년 기준 사료첨가제 수출 금액 중 24%가 북미, 13%가 중남미에서 발생. Devenish를 교두보로 기존 사료첨가제 수출 부문과 시너지 기대
- 시너지 효과를 기대하지 않더라도 인수 효과만으로 2024년 매출액, 영업이익 각각 +152.3%, +69.7% 증가 전망

재무정보	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	-	-	129	156	165
영업이익	-	-	17	16	21
EBITDA	-	-	20	20	24
지배주주순이익	-	-	11	9	16
EPS	-	-	318	267	455
순차입금	-	-	28	41	12
PER	-	-	14.9	15.1	8.0
PBR	-	-	3.8	2.8	2.0
EV/EBITDA	-	-	9.7	9.0	5.6
배당수익률(%)	-	-	1.6	1.9	2.2
ROE	-	-	n/a	19.7	27.6

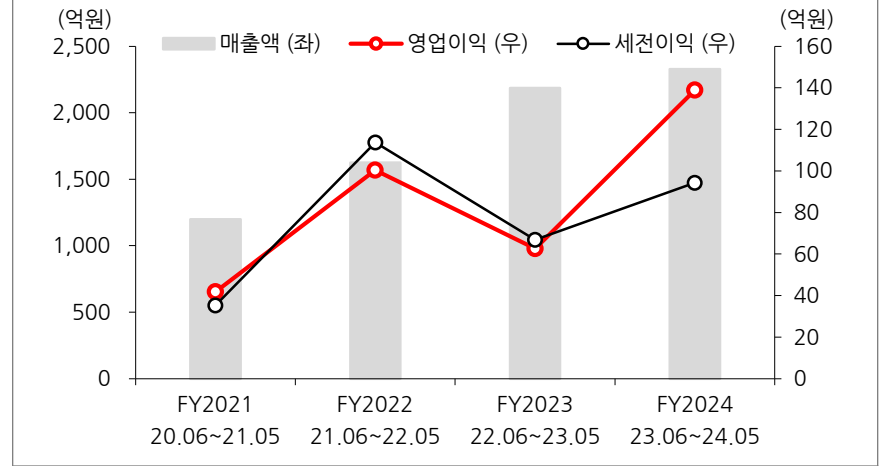
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 이지바이오 첨가제 해외 매출액 추이



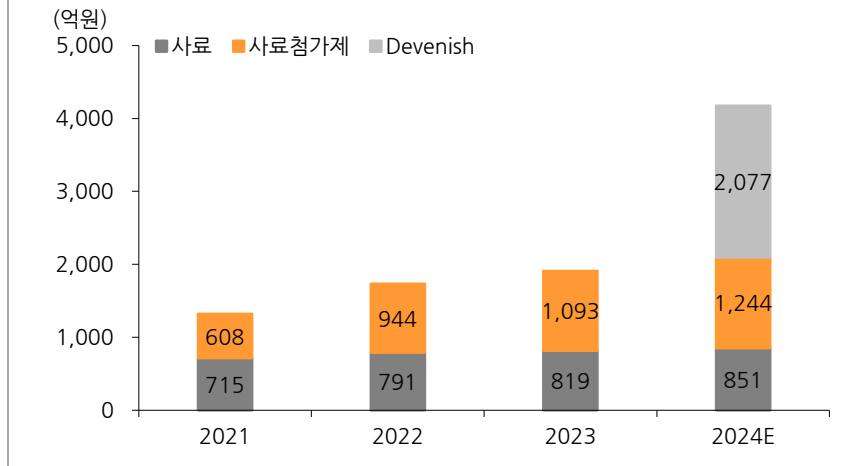
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 2024년 3월 인수한 미국 Devenish 과거 실적 추이



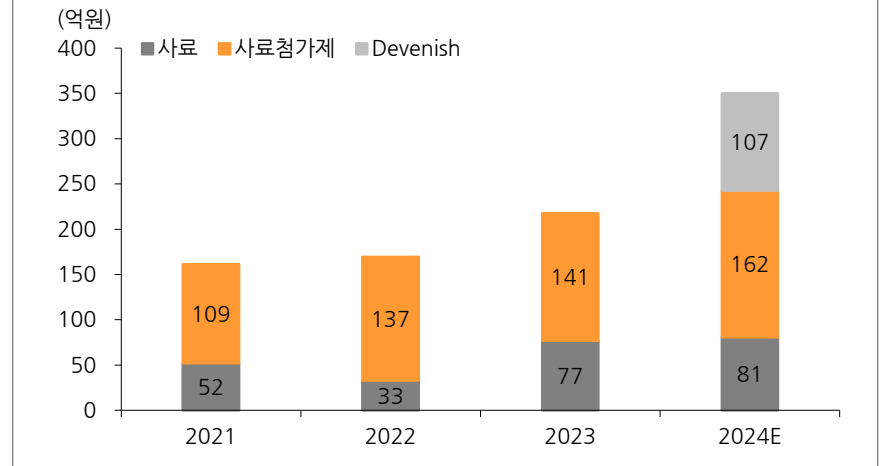
주1: Devenish는 5월 결산 법인, 주2: FY2024는 한화투자증권 추정치, 자료: 한화투자증권 리서치센터

### 이지바이오 매출액 과거 추이 및 추정치



주: Devenish 실적은 2024년 3월부터 반영되어 2024년 실적에는 3~12월만 반영  
자료: 한화투자증권 리서치센터

### 이지바이오 영업이익 과거 추이 및 추정치



주: Devenish 실적은 2024년 3월부터 반영되어 2024년 실적에는 3~12월만 반영  
자료: 한화투자증권 리서치센터



# 이지바이오 (353810) 팬데믹의 끝은 본격 해외 성장의 시작

[한화리서치센터]

이지바이오 분기 및 연간 실적 추정											
(억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
<b>매출액</b>	<b>396</b>	<b>406</b>	<b>427</b>	<b>426</b>	<b>688</b>	<b>1,146</b>	<b>1,170</b>	<b>1,168</b>	<b>1,556</b>	<b>1,654</b>	<b>4,172</b>
사료	201	200	213	205	207	206	221	216	791	819	851
사료첨가제	250	283	280	280	282	314	323	325	944	1,093	1,244
Devenish	-	-	-	-	199	626	626	626	-	-	2,077
연결조정	-55	-78	-66	-59	-58	-83	-70	-62	-180	-258	-273
YoY	12.8%	5.2%	5.3%	2.9%	73.8%	182.7%	174.3%	174.2%	20.2%	6.3%	152.3%
사료	17.1%	2.6%	0.6%	-3.8%	2.9%	3.0%	4.0%	5.6%	10.6%	3.5%	3.9%
사료첨가제	15.7%	22.5%	12.5%	12.7%	12.8%	10.9%	15.3%	16.3%	55.2%	15.7%	13.8%
Devenish	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>영업이익</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>91</b>	<b>98</b>	<b>97</b>	<b>162</b>	<b>206</b>	<b>350</b>
사료	17	20	22	18	19	20	22	19	33	77	81
사료첨가제	31	34	37	39	36	38	43	45	137	141	162
Devenish	-	-	-	-	10	32	32	32	-	-	107
연결조정	-1	-2	-1	-8	0	0	0	0	-8	-11	0
YoY	26.4%	21.4%	28.3%	35.7%	34.2%	76.6%	68.8%	98.0%	-3.7%	27.7%	69.7%
사료	120.1%	86.4%	225.9%	135.6%	6.5%	3.0%	4.0%	6.8%	-36.9%	134.3%	5.0%
사료첨가제	1.1%	-8.8%	9.2%	10.5%	14.6%	12.8%	16.2%	16.3%	25.1%	2.9%	15.1%
Devenish	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>영업이익률</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>8.4%</b>
사료	8.7%	9.8%	10.2%	8.9%	9.0%	9.8%	10.2%	9.0%	4.2%	9.4%	9.5%
사료첨가제	12.4%	11.8%	13.2%	14.0%	12.6%	12.0%	13.3%	14.0%	14.5%	12.9%	13.0%
Devenish	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.2%

자료: 이지바이오, 한화투자증권 리서치센터





# 이지바이오 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	-	-	129	156	165
매출총이익	-	-	41	47	52
영업이익	-	-	17	16	21
EBITDA	-	-	20	20	24
순이자손익	-	-	-1	-1	-2
외화관련손익	-	-	0	-2	1
지분법손익	-	-	0	1	1
세전계속사업손익	-	-	14	12	20
당기순이익	-	-	11	9	16
지배주주순이익	-	-	11	9	16
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-	-	n/a	20.2	6.3
영업이익	-	-	n/a	-3.7	27.7
EBITDA	-	-	n/a	1.7	22.1
순이익	-	-	n/a	-13.8	72.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-	-	31.4	30.4	31.5
영업이익률	-	-	13.0	10.4	12.5
EBITDA이익률	-	-	15.1	12.8	14.7
세전이익률	-	-	10.9	7.7	12.1
순이익률	-	-	8.4	6.0	9.7

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
<b>유동자산</b>	-	-	65	107	120
현금성자산	-	-	24	41	70
매출채권	-	-	16	35	22
재고자산	-	-	24	29	26
<b>비유동자산</b>	-	-	52	50	52
투자자산	-	-	10	9	11
유형자산	-	-	36	35	34
무형자산	-	-	7	7	7
<b>자산총계</b>	-	-	118	158	172
<b>유동부채</b>	-	-	64	85	72
매입채무	-	-	13	16	15
유동성이자부채	-	-	46	65	52
<b>비유동부채</b>	-	-	9	20	34
비유동이자부채	-	-	5	17	30
<b>부채총계</b>	-	-	72	105	106
자본금	-	-	3	3	3
자본잉여금	-	-	22	21	21
이익잉여금	-	-	19	26	39
자본조정	-	-	-2	-1	-1
자기주식	-	-	0	0	0
<b>자본총계</b>	-	-	45	53	66





# 이지바이오 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
<b>영업현금흐름</b>	-	-	14	-8	34
당기순이익	-	-	11	9	16
자산상각비	-	-	3	4	4
운전자본증감	-	-	0	-22	15
매출채권 감소(증가)	-	-	6	-6	0
재고자산 감소(증가)	-	-	-2	-5	3
매입채무 증가(감소)	-	-	-2	2	0
<b>투자현금흐름</b>	-	-	-20	1	-41
유형자산처분(취득)	-	-	-2	-2	-2
무형자산 감소(증가)	-	-	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-	-	-1	2	-37
<b>재무현금흐름</b>	-	-	6	28	-3
차입금의 증가(감소)	-	-	9	30	-1
자본의 증가(감소)	-	-	-3	-3	-3
배당금의 지급	-	-	-3	-3	-3
<b>총현금흐름</b>	-	-	18	18	23
(-)운전자본증가(감소)	-	-	24	22	-16
(-)설비투자	-	-	2	2	2
(+)자산매각	-	-	0	0	0
Free Cash Flow	-	-	-8	-6	37
(-)기타투자	-	-	-7	0	3
잉여현금	-	-	-1	-6	34
<b>NOPLAT</b>	-	-	13	13	17
(+) Dep	-	-	3	4	4
(-)운전자본투자	-	-	24	22	-16
(-)Capex	-	-	2	2	2
OpFCF	-	-	-10	-7	35

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
<b>주당지표</b>					
EPS	-	-	318	267	455
BPS	-	-	1,255	1,461	1,836
DPS	-	-	75	75	80
CFPS	-	-	538	521	659
ROA(%)	-	-	-	6.6	9.4
ROE(%)	-	-	-	19.7	27.6
ROIC(%)	-	-	-	16.3	20.9
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	-	-	14.9	15.1	8.0
PBR	-	-	3.8	2.8	2.0
PSR	-	-	1.3	0.9	0.7
PCR	-	-	8.8	7.7	5.5
EV/EBITDA	-	-	9.7	9.0	5.6
배당수익률	-	-	1.6	1.9	2.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	-	-	159.2	198.8	160.0
Net debt/Equity	-	-	60.7	77.2	18.9
Net debt/EBITDA	-	-	140.8	204.8	51.3
유동비율	-	-	102.6	126.2	166.3
이자보상배율(배)	-	-	15.2	9.4	6.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	-	-	66.8	63.4	46.7
현금+투자자산	-	-	33.2	36.6	53.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	-	-	53.0	60.9	55.4
자기자본	-	-	47.0	39.1	44.6

## Compliance Notices

### Compliance Notice

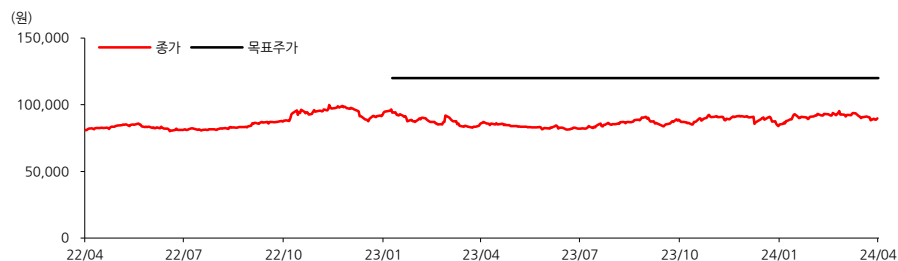
(공표일: 2024년 04월 19일)

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, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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.

### KT&G (033780)



### 투자이건 변동내역

일 시	2016.08.12	2023.01.27	2023.01.27	2023.01.31	2023.04.17	2023.07.06
투자이건	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.01.05	2024.02.08	2024.04.19			
투자이건	Buy	Buy	Buy			
목표가격	120,000	120,000	120,000			

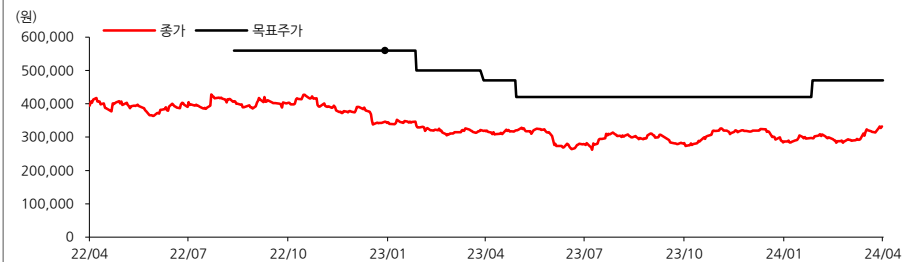
### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (KT&G)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.27	Buy	120,000	-27.79	-21.50
2024.02.08	Buy	120,000		

## Compliance Notices

### CJ제일제당 (097950)



### 투자의견 변동내역

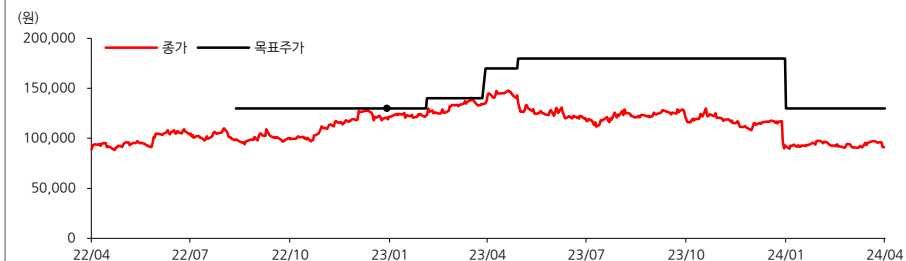
일 시	2016.08.12	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.15	2022.12.09
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	560,000	560,000	560,000	560,000
일 시	2023.01.04	2023.02.14	2023.04.17	2023.05.17	2023.06.22	2023.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	560,000	500,000	470,000	420,000	420,000	420,000
일 시	2023.11.20	2024.02.14	2024.03.28	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	420,000	470,000	470,000	470,000	470,000	470,000

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (CJ제일제당)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	560,000	-31.33	-23.66
2023.02.14	Buy	500,000	-36.10	-33.10
2023.04.17	Buy	470,000	-32.83	-31.38
2023.05.17	Buy	420,000	-28.70	-21.79
2024.02.14	Buy	470,000		

### 오리는 (271560)



### 투자의견 변동내역

일 시	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.16	2023.02.22	2023.04.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	130,000	130,000	130,000	140,000	170,000
일 시	2023.04.19	2023.05.17	2023.06.21	2023.08.14	2023.10.18	2024.01.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	180,000	180,000	180,000	180,000	130,000
일 시	2024.02.07	2024.03.13	2024.04.19			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	130,000	130,000	130,000			

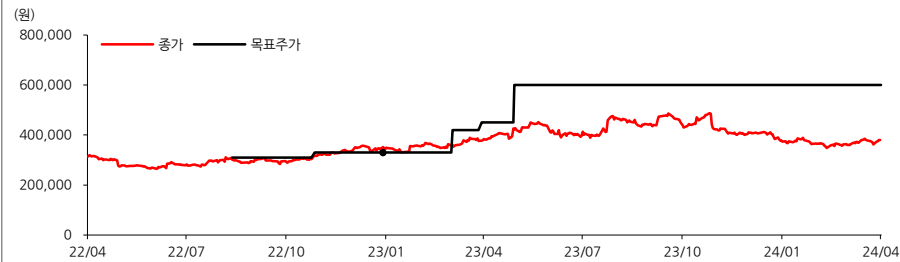
## Compliance Notices

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (오리온)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	130,000	-14.29	-1.54
2023.02.22	Buy	140,000	-6.03	0.29
2023.04.17	Buy	170,000	-15.59	-13.06
2023.05.17	Buy	180,000	-32.91	-24.89
2024.01.19	Buy	130,000		

### 농심 (004370)



### 투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.14	2023.01.04
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		한유정	310,000	310,000	330,000	330,000
일 시	2023.03.21	2023.04.17	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.25	2024.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	420,000	450,000	600,000	600,000	600,000	600,000
일 시	2024.02.08	2024.04.19				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	600,000	600,000				

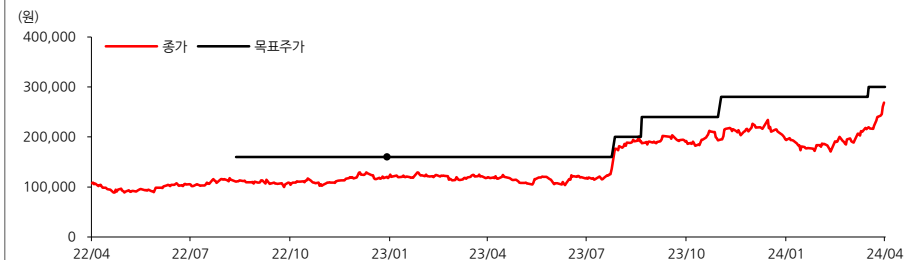
### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (농심)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Hold	310,000	-3.79	-0.48
2022.11.14	Hold	330,000	3.83	11.52
2023.03.21	Buy	420,000	-11.32	-7.38
2023.04.17	Buy	450,000	-12.17	-5.33
2023.05.17	Buy	600,000		

## Compliance Notices

### 삼양식품 (003230)



### 투자의견 변동내역

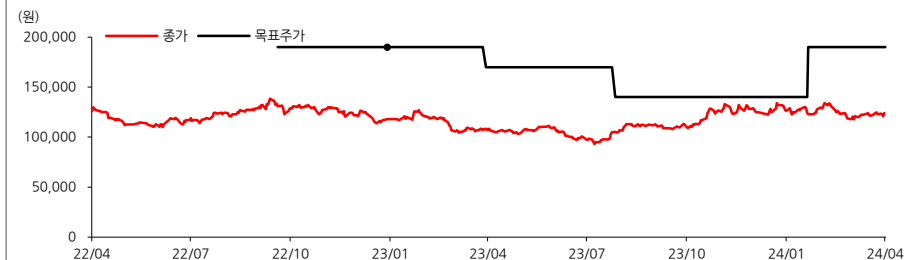
일 시	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.15	2023.03.13	2023.04.27
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.08	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	200,000	240,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	300,000	300,000

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼양식품)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	160,000	-27.65	-14.94
2023.08.14	Buy	200,000	-6.83	0.50
2023.09.08	Buy	240,000	-19.23	-11.46
2023.11.20	Buy	280,000	-28.49	-16.25
2024.04.04	Buy	300,000		

### 롯데웰푸드 (280360)



### 투자의견 변동내역

일 시	2022.10.07	2022.10.07	2022.10.14	2023.02.09	2023.04.17	2023.08.14
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	190,000	190,000	190,000	170,000	140,000
일 시	2023.11.02	2023.11.20	2024.02.08	2024.02.29	2024.03.25	2024.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	190,000	190,000	190,000	190,000
일 시	2024.04.19					
투자의견	Buy					
목표가격	190,000					



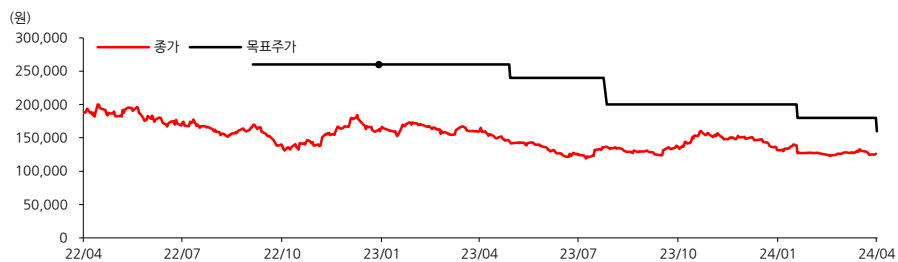
## Compliance Notices

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데웰푸드)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.07	Buy	190,000	-36.56	-30.53
2023.04.17	Buy	170,000	-39.05	-34.53
2023.08.14	Buy	140,000	-14.24	-4.14
2024.02.08	Buy	190,000		

### 롯데칠성 (005300)



### 투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	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	2023.03.28	2023.04.17	2023.05.17	2023.08.14	2023.10.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	260,000	240,000	200,000	200,000
일 시	2023.11.03	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	180,000
일 시	2024.04.19					
투자의견	Buy					
목표가격	160,000					

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데칠성)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.22	Buy	260,000	-39.39	-29.04
2023.05.17	Buy	240,000	-45.04	-40.21
2023.08.14	Buy	200,000	-29.61	-19.80
2024.02.06	Buy	180,000	-29.48	-26.06
2024.04.19	Buy	160,000		

## Compliance Notices

### 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 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

### 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	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
엄수진	연구위원	ESG/지주	3772-7407	sujineom@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/Energy/지주 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

### [ 투자전략팀 ]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
권병재	책임연구위원	EMP 전략	3772-7624	byeongjae.kwon@hanwha.com
최규호	연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	퀀트 RA	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

### [ 기업분석팀 ]

이봉진, CFA	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
김소혜	수석연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	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	yu.jung.han@hanwha.com
이진협	책임연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
박수영	책임연구위원	운송/엔터	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
유영솔	책임연구위원	통신	3772-7613	youngsol.yu@hanwha.com
배성조	책임연구위원	기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
윤용식	연구위원	정유/화학	3772-7691	yongs0928@hanwha.com
최영주	연구위원	반도체/유통/의류/2차전지 RA	3772-7647	yeongjuchoi@hanwha.com
이다연	연구위원	건설/건자재/유틸리티/음식료/화장품/운송/엔터 RA	3772-7690	dayeon.lee@hanwha.com
권지우	연구위원	방산/조선/기계/자동차 RA	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com

### [ 글로벌 리서치팀 ]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
정정영	연구위원	중국/신중국 주식	3772-7473	jeongyoung@hanwha.com
강재구	책임연구위원	미국주식	3772-7581	jaekoo.kang@hanwha.com
김유민	연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com
임해인	연구위원	자산관리	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
설호섭	연구위원	중국/신중국 주식 RA	3772-7743	hosub.seol@hanwha.com

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.

## 본 · 지점망

### 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
갤러리아지점	02) 3445-8700	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자63지점	02) 308-6363	증 앙 지 점	02) 743-7311
금융플라자시청지점	02) 2021-6900		

### 대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

### 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

### 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

### 부산/울산/경남

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

### 인천/경기

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

### 제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------



**한화투자증권**

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