



산업분석 | 음식료

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

Overweight

음식료 (Overweight)

Top Picks	CJ 제일제당 투자의견 Buy (유지) 목표주가 610,000 원 (유지)
Top Picks	하이트진로 투자의견 Buy (유지) 목표주가 57,000 원 (유지)
	풀무원 투자의견 Buy (유지) 목표주가 22,000 원 (유지)
	KT&G 투자의견 Buy (유지) 목표주가 110,000 원 (유지)
	대상 투자의견 Buy (신규) 목표주가 36,000 원 (신규)
	삼양식품 투자의견 Buy (유지) 목표주가 170,000 원 (유지)
	농심 투자의견 Buy (유지) 목표주가 490,000 원 (유지)
	오뚜기 투자의견 Buy (유지) 목표주가 710,000 원 (유지)
	오리온 투자의견 Buy (유지) 목표주가 180,000 원 (유지)

음식료

좋았던 기업이 계속 좋아진다

2Q20 Review: 레버리지 효과 한번 더 확인

국내 COVID19 확산이 생각보다 장기화되고 있다. 외식 수요 부진과 함께 여전히 간편/즉석/냉동식, 라면, 간식 등 가공식품 위주의 굳건한 내식 수요가 지속되며 음식료 업체들은 2 분기에도 전반적으로 1 분기와 유사한 방향성을 보였다. 이에 CJ 제일제당, 대상, 농심, 삼양식품, 오뚜기, 풀무원, 오리온 등 주요 대형 가공식품 업체들이 2 분기에도 상당폭의 이익 증가를 이어갔다. 2Q20 음식료/담배 커버리지 9개 기업 매출액 합산 11 조 1,665 억원(YoY +8.1%), 영업이익 합산 1 조 1,194 억원(YoY +49.9%), 지배순이익 6,391 억원(YoY +45.5%)만큼 증익이 있었다. 상반기 음식료 주요 업체들의 실적에서 볼 수 있었던 특징은 다음과 같다. 1)해외 드라이브가 주가를 견인하는 흐름은 10~15 년의 상승기와 같지만 이번 상승기에는 중국 단일 시장의 영향이 다소 분산되고 미국 시장 및 기타시장의 영향이 늘어났다. 2)프로모션 제한 등으로 판관비가 감소하며 이익률이 크게 개선되는 흐름이 여전히 지속되고 있다. 3)이에 가공식품 업체 전반이 경쟁에 집중하기보다는 Q 확대(외형 성장)에 더더욱 집중하며, 가동률이 빠르게 올라가고 고정비 비율이 하락하며 GPM 이 상승하는 현상을 한번 더 확인했다. 4)여기에 더불어 19 년까지 이어진 대규모 투자가 대체로 마무리되는 등 투자비용이 축소된 모습이 확인되어 현금흐름 역시 상당히 개선되고 있다.

3Q20 Preview: 해외 성장, 내식 제품믹스, 채널 전환, M/S 확대

이미 숨가쁘게 달려온 만큼, 음식료는 상반기부터 하반기 이익을 이미 고려하고 있었고 현재는 내년 이익 기대감까지 끌어와 일부 반영하기 시작했다. 따라서 현 시점에서 향후 주가에 고민이 있다면 상반기 폭증했던 주요 가공식품 업체들의 성장 둔화 우려 및 내년 고베이스 우려, 언택트와 컨택트의 주도 흐름 전환 여부 및 그 시기, 그리고 하반기와 2021 년의 방향성에 대한 것이다. 이에 상반기 실적 호조를 보였던 기업들이 하반기 및 21 년에도 흐름을 주도할 것이라고 판단한다. 그 이유는 이번 상반기 COVID19 로 인한 이례적 호조가 단순히 이익 증가에서 그치는 것이 아니라, 국내외 음식료 업체들이 벌어들인 이익을 활용해 미래 경쟁력을 확보하기 위한 구조적 변화 전략에 집중하고 있기 때문이다. 이 전략의 방향성은 크게 1)해외 확장 모멘텀 본격화, 2)내식에 적합한 포트폴리오 믹스 보유, 3)B2B 에서 B2C 혹은 온라인으로의 채널 확장, 4)신제품 히트 등으로 M/S 확장을 이어나가고 있는 기업 등으로 요약되는데 이는 상반기에 국내에서 실적 호조를 보였던 기업의 특징과 일치한다.

Top-picks: CJ 제일제당, 하이트진로 > 풀무원, KT&G, 대상, 삼양식품

따라서 상위 조건에 각각 부합하는 기업 중 실적 모멘텀이 확인된 기업 및 시현 실적 대비 저평가에 있는 위주로 선호 순서를 내림차순하여 CJ제일제당을 해외 모멘텀 최선호주로, 하이트진로를 내수 모멘텀 최선호주로 제시한다. 차선호주로 풀무원, KT&G, 대상, 삼양식품을 선정하였다.

산업분석

음식료 Overweight

좋았던 기업이 계속 좋아진다

Contents

Part I	음식료 1H20 Review	4
Part II	음식료 2H20 Preview	16
Part III	종목별 하반기 전망	28
기업분석		
	대상(001680)	48

Part I

음식료 1H20 Review

2Q20 Review: 레버리지 효과 한번 더 확인

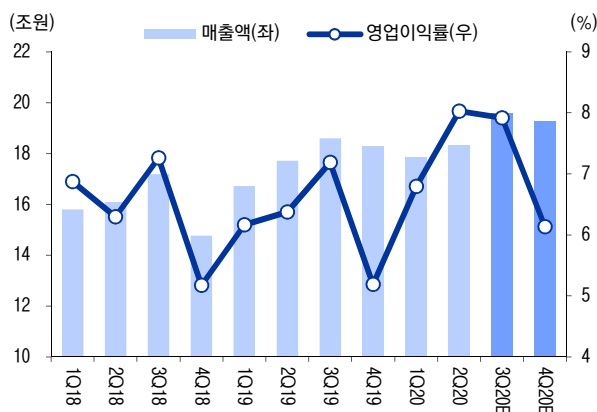
외식 수요 부진과 함께 여전히 간편/즉석/냉동식, 라면, 간식 중심의 가공식품 위주의 굳건한 내식 수요가 지속되며 음식료 업체들은 2 분기에도 전반적으로 1 분기와 유사한 방향성을 보였다. 국내 식품 사재기 현상은 4 월까지 이어지다가 5~6 월에 다소 누그러졌고 7 월 및 현재 다시 이전보다 확연히 높은 레벨에서 수요가 상승하고 있다. 이에 CJ 제일제당, 대상, 농심, 삼양식품, 오뚜기, 풀무원, 오리온 등 주요 대형 가공식품 업체들이 2 분기에도 상당폭의 이익 증가를 이어갔다는 점이 눈에 띈다. 상반기 음식료 주요 업체들의 실적에서 볼 수 있었던 특징은 다음과 같다. 1)해외 드라이브가 주가를 견인하고 있지만 과거와 달리 중국 단일 시장의 영향 축소, 2)프로모션 제한 등으로 여전히 판관비 감소, 3)이에 가공식품 업체 전반이 경쟁에 집중하기보다는 Q 확대(외형 성장)에 더더욱 집중하며, 가동률이 빠르게 올라가고 고정비 비율이 하락하며 GPM 상승, 여기에 4)19년까지 이어진 대규모 투자가 대체로 마무리되는 등 현금흐름 개선 등이다.

음식료 1H20 Review

2Q20 Review

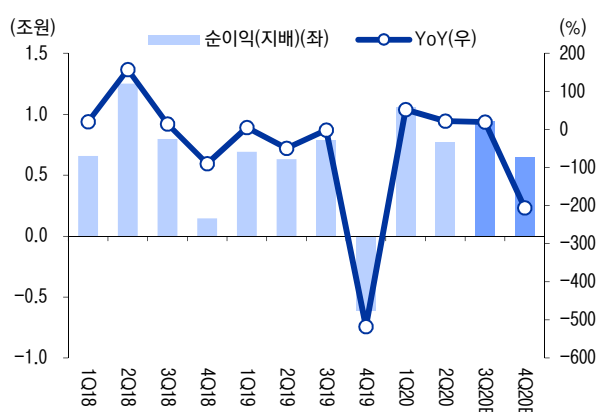
2Q20 음식료/담배 커버리지 9 개 기업 매출액 합산 11 조 1,665 억원(YoY +8.1%), 영업이익 합산 1 조 1,194 억원(YoY +49.9%), 지배순이익 6,391 억원(YoY +45.5%)만큼 증익이 있었다. 기존 커버리지 기업 11 개에서 3 개 기업을 제외하고 대상을 신규편입했다. KT&G 를 제외하면 매출액 합산 9 조 8,477 억원(YoY +8.5%), 영업이익 합산 7,246 억원(YoY +108.4%), 지배순이익 3,460 억원(YoY +196.9%)만큼 증익이 있었다. 다음은 음식료 업종 118 개 유니버스 중 3 년치 분기실적(3Q17~1Q20) 및 연간실적(2017~2019) 기준으로 매출, 영업이익, 순이익이 모두 존재하고, 20, 21 년도 및 다음 분기에 모두 컨센서스가 존재하거나 혹은 커버리지 기업에 속하는 조건을 만족하는 21 개 기업의 합산 실적 추이다. 전체적으로 비용 축소에 따라 이익률이 가파르게 올라온 모습을 확인할 수 있었으며 이에 순이익 역시 크게 늘어난 모습이다.

그림1 음식료 업종 분기 매출액 및 OPM 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 음식료 업종 분기 순이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Top-picks: CJ 제일제당, 하이트진로 > 풀무원, KT&G, 대상

하반기 음식료 업종 의견 Overweight 를 유지하고, Top-picks 으로 하이트진로, CJ 제일제당을 유지한다. 커버리지 9 개 기업 3Q20 매출액 합산 12 조 3,529 억원(YoY +12.6%), 영업이익 합산 1 조 1,355 억원(YoY +21.3%)만큼 증익이 있을 것으로 전망한다.

표1 2Q20 음식료 커버리지 실적 비교 (단위: 십억원, %)

기업명, TP	구분	2Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ	실적 비교
CJ제일제당 TP: 610,000	매출액	5,515.3	5,830.9	5,920.9	7.4%	1.5%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 주가 방향성은 이미 확인, 이제 21년 지속가능성에 집중 ■ 간편식 수요 호조로 HMR YoY 20% 성장 ■ 슈완스의 B2C 피자시장 M/S 23.6%를 달성 ■ 바이오, F&C 양쪽에서 최대 영업이익 달성
	영업이익	175.3	275.9	384.9	119.5%	39.5%	
	OPM	3.2%	4.7%	6.5%	3.3%p	1.8%p	
	지배순익	16.2	443.7	111.4	흑전	-74.9%	
하이트진로 TP: 57,000	매출액	524.4	533.9	581.6	10.9%	8.9%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 하반기는 신중하나 오히려 지배력 굳건히 하는 기간 될 것 ■ 맥주, 소주 양쪽에서 판매량 및 M/S 증대 지속 ■ 하반기는 베이스 효과가 제거되며 마케팅비 상승 가능한 구간 ■ 그럼에도 불구하고 가동률 상승 지속되고 있어 긍정적
	영업이익	10.6	56.1	54.1	410.9%	-3.6%	
	OPM	2.0%	10.5%	9.3%	7.3%p	-1.2%p	
	지배순익	-29.2	33.4	34.9	-219.4%	4.4%	
풀무원 TP: 22,000	매출액	597.1	562.6	565.1	-5.3%	0.4%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 해외 식품 드디어 흑자전환 ■ 국내는 급식 및 외식에서 다소 매출 역성장 ■ 다만 해외 식품 영업이익이 18 억원으로 기대보다 빠르게 흑전 ■ 상반기 두부 수출이 전년동기 대비 네 배 성장
	영업이익	10.8	4.5	14.7	36.5%	224.8%	
	OPM	1.8%	0.8%	2.6%	0.8%p	1.8%p	
	지배순익	9.2	7.2	7.1	-22.7%	-1.1%	
KT&G TP: 110,000	매출액	1,257.8	1,178.4	1,318.8	4.8%	11.9%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 하반기 해외 수출 본격화 기대 ■ 중동향 수출 기저 및 PM 계약 전자담배 수출 시작 크게 기대 ■ 7월 수출 기준 필터담배 YoY +59%, 전자담배 YoY +9,616% ■ 현재 수출 추이 대비 주가 수준이 아직 낮은 상황
	영업이익	399.1	315.0	394.7	-1.1%	25.3%	
	OPM	31.7%	26.7%	29.9%	-1.8%p	3.2%p	
	지배순익	322.8	293.0	293.1	-9.2%	0.0%	
대상 TP: 36,000	매출액	731.5	755.8	781.9	6.9%	3.5%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 식품, 소재산업 모두에서 이익률 크게 상승 ■ 식품 수출 확대/채널 확장에 따라 영업이익 YoY +155% ■ 소재는 전방산업 부진에도 불구하고, 고마진 제품 수출 확대로 성장 ■ 하반기도 식품 수익성 개선 중심 이익 증가세 지속 전망
	영업이익	33.7	49.8	61.0	80.8%	22.4%	
	OPM	4.6%	6.6%	7.8%	3.2%p	1.2%p	
	지배순익	36.6	53.1	34.3	-6.4%	-35.5%	
삼양식품 TP: 170,000	매출액	133.7	156.4	174.1	30.2%	11.3%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2분기 역대 최대 실적, 역대 최고치 6개 분기 연속 경신 ■ 면류 매출 YoY +33%(국내 +5%, 해외 +55%, 별도 기준) ■ 유가공/조미소재 매출이 소폭 감소했으나 GPM 5%p 개선 ■ 또한 수출이 사상 처음으로 1,000 억원을 돌파하며 호실적 견인
	영업이익	20.8	26.7	29.5	41.6%	10.5%	
	OPM	15.6%	17.1%	16.9%	1.4%p	-0.1%p	
	지배순익	18.1	22.3	22.8	26.2%	2.2%	
농심 TP: 490,000	매출액	568.2	687.7	668.0	17.6%	-2.9%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 해외에서 43% 성장 ■ 4월 사재기 물량이 5~6월에 어느정도 소화되며 7월 재상승 ■ 특히 중국 시장에서 COVID19 이후 동사 제품 선호 상당 회복 ■ 하반기도 중국 30%대, 미국 20%대 성장 가능할 것
	영업이익	8.2	63.6	41.4	404.8%	-34.9%	
	OPM	1.4%	9.2%	6.2%	4.8%p	-3.0%p	
	지배순익	4.7	48.7	36.2	678.3%	-25.7%	
오뚜기 TP: 710,000	매출액	567.0	645.5	640.9	13.0%	-0.7%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 예상했던 내식류 호조 & 예상외의 외식류 호조 ■ 건조식품류 YoY +16.6%, 면류 +15.1%, 농수산가공류 +24.6% ■ 양념소스류 +2.1%, 유지류 +17.1% (업소용 유지 QoQ +40%) ■ 해외 매출 상당폭 증가(미국 법인에서 절반 이상)
	영업이익	37.9	57.2	52.9	39.7%	-7.6%	
	OPM	6.7%	8.9%	8.3%	1.6%p	-0.6%p	
	지배순익	24.8	48.7	35.5	42.9%	-27.2%	
오리온 TP: 180,000	매출액	439.3	539.8	515.1	17.3%	-4.6%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 코로나 19를 기회로 중국 시장점유율 확대에 성공 ■ 국내 수요 견조한 가운데 중국, 베트남, 러시아 시장 호조 ■ 스낵 M/S 10.8%(+1.1%p), 파이 M/S 39.2% ■ 프로모션 제한 상황에서의 수요 우위 효과 지속
	영업이익	50.4	97.0	86.2	71.0%	-11.1%	
	OPM	11.5%	18.0%	16.7%	5.3%p	-1.2%p	
	지배순익	36.2	73.1	63.8	76.1%	-12.7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2H20E 음식료 Preview 종합

기업명, TP	구분	3Q20E 추정			4Q20E 추정			2020E 추정			2021E 추정		
		컨센	당사	YoY	컨센	당사	YoY	컨센	당사	YoY	컨센	당사	YoY
CJ 제일제당 TP: 610,000	매출액	6,319.2	6,714.9	14.6%	6,382.0	6,717.8	12.7%	24,455.9	25,184.5	12.7%	25,897.2	27,533.5	0.0%
	영업이익	364.5	381.6	39.9%	307.6	330.7	22.6%	1,317.9	1,373.1	53.1%	1,383.8	1,320.9	-3.8%
	OPM	5.8%	5.7%	1.0%p	4.8%	4.9%	0.4%p	5.4%	5.5%	1.4%p	5.3%	4.8%	-0.7%p
	순이익	127.9	142.2	7283.2%	103.6	26.5	-71.6%	777.6	722.5	373.6%	509.1	391.1	-45.9%
하이트진로 TP: 57,000	매출액	590.0	614.4	16.1%	562.1	593.0	6.2%	2,288.6	2,322.9	14.1%	2,420.1	2,531.6	0.0%
	영업이익	36.8	52.7	7.1%	53.2	36.9	12.8%	200.7	199.8	126.4%	227.5	243.6	22.0%
	OPM	6.2%	8.6%	-0.7%p	9.5%	6.2%	0.4%p	8.8%	8.6%	4.3%p	9.4%	9.6%	1.0%p
	순이익	32.8	30.5	17.8%	14.0	12.5	흑전	110.0	111.7	흑전	128.7	128.2	14.8%
풀무원 TP: 22,000	매출액	629.8	621.3	-0.9%	626.5	615.5	1.2%	2,384.0	2,364.6	-0.7%	2,570.2	2,502.7	0.0%
	영업이익	17.5	16.1	42.9%	17.9	19.1	171.1%	54.6	54.4	78.0%	79.9	89.5	64.5%
	OPM	2.8%	2.6%	0.8%p	2.9%	3.1%	1.9%p	2.3%	2.3%	1.0%p	3.1%	3.6%	1.3%p
	순이익	11.8	8.8	-1.4%	4.5	3.4	흑전	29.8	26.0	흑전	43.5	42.1	62.1%
KT&G TP: 110,000	매출액	1,412.8	1,455.1	10.1%	1,302.6	1,287.6	7.5%	5,217.7	5,239.9	5.6%	5,446.5	5,558.1	0.0%
	영업이익	401.6	421.5	10.2%	305.8	388.3	53.9%	1,421.4	1,519.5	9.9%	1,524.2	1,646.3	8.3%
	OPM	28.4%	29.0%	0.0%p	23.5%	30.2%	9.1%p	27.2%	29.0%	1.2%p	28.0%	29.6%	0.6%p
	순이익	299.5	281.7	-12.2%	220.7	260.6	117.5%	1,103.4	1,173.3	13.2%	1,154.7	1,220.8	4.0%
대상 TP: 36,000	매출액	825.2	825.2	5.3%	730.4	730.4	0.7%	3,080.4	3,093.3	4.4%	3,196.3	3,224.4	0.0%
	영업이익	56.0	56.0	32.3%	23.4	23.4	49.8%	160.8	190.2	46.5%	170.3	192.3	1.1%
	OPM	6.8%	6.8%	1.4%p	3.2%	3.2%	1.1%p	5.2%	6.1%	1.8%p	5.3%	6.0%	-0.2%p
	순이익	35.8	35.8	62.9%	12.3	12.3	-51.4%	122.4	140.7	31.2%	113.1	120.6	-14.3%
삼양식품 TP: 170,000	매출액	161.1	176.7	28.4%	177.9	175.1	15.3%	663.3	682.3	25.5%	719.6	766.7	0.0%
	영업이익	25.3	29.2	39.1%	26.3	28.9	36.4%	108.3	114.2	45.9%	111.6	126.5	10.8%
	OPM	15.7%	16.5%	1.3%p	14.8%	16.5%	2.6%p	16.3%	16.7%	2.3%p	15.5%	16.5%	-0.2%p
	순이익	18.8	23.1	42.9%	19.1	21.4	54.1%	84.5	17.2	38.1%	84.7	16.4	-4.9%
농심 TP: 490,000	매출액	652.6	685.7	16.2%	649.7	696.3	16.6%	2,651.3	2,737.8	16.8%	2,731.7	2,916.1	0.0%
	영업이익	31.9	32.0	72.4%	30.8	27.5	34.5%	165.2	164.5	108.7%	152.2	149.6	-9.0%
	OPM	4.9%	4.7%	1.5%p	4.7%	3.9%	0.5%p	6.2%	6.0%	2.6%p	5.6%	5.1%	-0.9%p
	순이익	32.8	23.5	45.5%	25.3	20.4	-3.3%	137.6	128.9	81.6%	130.6	109.1	-15.4%
오뚜기 TP: 710,000	매출액	634.6	659.4	10.5%	617.1	615.7	2.8%	2,527.7	2,561.6	8.6%	2,611.7	2,660.9	0.0%
	영업이익	44.9	53.4	45.9%	29.7	38.2	82.2%	181.5	201.7	36.0%	184.2	206.0	2.1%
	OPM	7.1%	8.1%	2.0%p	4.8%	6.2%	2.7%p	7.2%	7.9%	1.6%p	7.1%	7.7%	-0.1%p
	순이익	33.6	43.2	50.5%	22.4	27.6	107.8%	140.0	155.0	60.1%	140.7	158.0	1.9%
오리온 TP: 180,000	매출액	584.3	600.2	13.2%	591.8	614.9	10.5%	2,230.1	2,270.0	12.2%	2,365.8	2,431.9	0.0%
	영업이익	112.2	93.1	-8.5%	107.1	97.4	-0.4%	401.5	373.8	14.2%	427.2	394.5	5.6%
	OPM	19.2%	15.5%	-3.7%p	18.1%	15.8%	-1.7%p	18.0%	16.5%	0.3%p	18.1%	16.2%	-0.2%p
	순이익	81.6	66.5	-1.9%	78.1	69.5	15.0%	294.1	281.4	3.2%	308.8	304.2	8.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 국내 음식료 기간별 수익률 - (1)

개요				수익률								P/E		P/B	
세부업종	티커	기업명	시총(억원)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y	2020E	2021E	2020E	2021E	
벤치마크	IKS001	코스피	14,580,838	1.3	4.3	2.3	5.9	3.2	6.3	3.6	12.42	12.42	0.89	0.89	
	IKS002	코스피 대형주	11,685,054	1.5	4.7	2.9	7.1	6.3	9.7	6.5	12.59	12.59	0.9	0.9	
	IKS003	코스피 중형주	1,580,154	0.7	1.8	-0.5	1.1	-9.0	-9.3	-10.5	10.48	10.48	0.69	0.69	
	IKS004	코스피 소형주	649,097	0.4	2.1	-2.3	-2.5	-12.7	-4.1	-5.9	7.75	7.75	0.58	0.58	
	IKQ001	코스닥	2,375,778	0.6	2.4	-2.8	2.1	-11.5	-4.8	-5.6	16.2	16.2	2.36	2.36	
담배	033780 KS	KT&G	127,270	1.3	0.6	-4.7	-5.6	-5.2	-5.6	-12.1	8.5	8.2	1.2	1.0	
라면	004370 KS	농심	13,564	-0.7	0.6	-5.4	-3.9	-7.1	-7.7	-10.8	16.6	19.6	1.1	1.1	
	003230 KS	삼양식품	7,533	0.0	-1.3	-5.9	10.8	19.8	65.6	48.7	10.0	9.7	2.5	2.0	
식품가공	017810 KS	풀무원	4,419	-1.7	0.0	2.2	6.3	-24.5	18.6	16.3	24.9	16.1	1.8	1.6	
	007310 KS	오뚜기	18,927	1.9	1.9	-4.4	-2.8	-23.1	-24.0	-26.2	12.5	12.3	1.5	1.3	
	097950 KS	CJ 제일제당	34,775	-0.9	5.4	0.0	8.6	-11.8	-23.2	-27.6	8.5	15.7	1.2	1.2	
	049770 KS	동원 F&B	8,490	1.2	-3.9	3.9	0.7	-25.2	-21.9	-16.9	8.7	8.7	0.9	0.9	
	001680 KS	대상	7,588	-4.3	2.2	0.2	6.8	-9.8	-5.8	-6.2	7.0	8.2	0.9	0.8	
	002270 KS	롯데푸드	4,516	1.2	-3.0	-7.6	-5.7	-29.9	-42.0	-40.0	6.9	6.9	0.4	0.4	
제과	280360 KS	롯데제과	9,433	0.5	1.7	2.8	-2.7	-13.0	-2.7	-13.0	-	-	-	-	
	101530 KS	해태제과식품	2,082	-0.2	-0.6	-7.6	-8.0	-28.0	-23.2	-27.4	-	-	-	-	
	264900 KS	크라운제과	1,061	0.0	0.7	-0.6	-2.1	-14.7	-9.1	-15.5	-	-	-	-	
	271560 KS	오리온	41,908	-2.0	2.8	0.9	12.4	27.1	-9.6	-9.6	20.2	19.6	3.0	2.6	
제빵	004410 KS	서울식품	560	0.0	8.9	-1.7	-9.5	-13.6	-2.8	-10.4	-	-	-	-	
육류	136480 KS	하림	2,443	0.8	3.2	-5.2	-2.3	-19.8	-2.3	-1.6	-	-	-	-	
	027740 KS	마니커	1,273	1.3	4.6	-1.8	-1.0	-35.8	7.7	6.3	-	-	-	-	
	900340 KS	왕입푸드	937	-1.4	-3.1	-2.2	-2.0	3.8	57.7	26.8	-	-	-	-	
	088910 KS	동우팜투데이블	902	0.8	2.9	-9.7	-6.8	-29.9	-6.3	-1.3	-	-	-	-	
	066360 KS	체리부로	721	0.0	7.1	-2.1	-24.0	-6.2	19.4	16.0	-	-	-	-	
	208140 KS	정다운	500	-0.4	3.1	-5.8	-3.6	-21.6	-21.2	-19.2	-	-	-	-	
	195500 KS	마니커에프앤지	828	2.3	7.0	-6.2	22.3	0.0	0.0	0.0	25.7	25.7	-	-	
유업	003920 KS	남양유업	3,024	0.0	-5.2	-11.6	-15.0	-28.4	-33.1	-36.1	-	-	-	-	
	005180 KS	빙그레	5,566	-0.2	0.7	-2.5	-5.7	-23.7	-24.6	-28.1	12.4	12.4	0.8	0.8	
	267980 KS	매일유업	6,895	0.9	1.0	-8.5	-4.9	-8.1	5.2	2.0	7.3	7.3	1.0	1.0	
제분	001130 KS	대한제분	2,434	-1.2	-3.3	-6.5	-13.4	-29.4	-17.6	-20.3	-	-	-	-	
	008040 KS	사조동아원	1,419	0.5	1.6	-9.0	-7.3	-26.8	-14.8	-15.5	-	-	-	-	
	002680 KS	한타	392	2.0	-0.5	-5.1	-2.8	-22.5	-16.5	-26.1	-	-	-	-	
당류	145990 KS	삼양사	4,980	-2.1	1.2	6.7	2.1	-6.4	-4.7	-7.8	-	-	-	-	
	001790 KS	대한제당	1,671	0.8	12.7	13.9	11.8	-1.0	9.7	6.7	-	-	-	-	
	311390 KS	네오크레마	708	2.7	17.6	10.5	30.9	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	
대두가공	248170 KS	샘표식품	1,610	-1.9	-3.5	11.4	5.7	8.3	19.4	16.7	-	-	-	-	
	006880 KS	신송홀딩스	462	-0.8	-3.7	-8.1	-13.0	-20.5	-12.6	-9.7	-	-	-	-	
첨가물	002760 KS	보락	1,219	3.2	4.3	0.7	0.7	-16.4	1.7	-5.0	-	-	-	-	
	002600 KS	조흥	882	-0.7	-1.0	-3.0	-4.9	-18.8	-19.7	-20.8	-	-	-	-	
	009780 KS	엠에스씨	784	2.3	0.9	-8.9	-6.8	-28.2	-34.7	-34.6	-	-	-	-	
어업	004970 KS	신라교역	1,840	1.3	1.7	-4.5	-6.8	-18.8	-9.3	-11.4	-	-	-	-	
	007160 KS	사조산업	1,748	-0.7	1.5	-6.6	-11.1	-31.8	-24.2	-26.2	-	-	-	-	
	006090 KS	사조오양	697	-0.5	3.7	-3.8	1.8	-7.3	-19.8	-19.0	-	-	-	-	
	248170 KS	샘표식품	1,610	-1.9	-3.5	11.4	5.7	8.3	19.4	16.7	-	-	-	-	
	006880 KS	신송홀딩스	462	-0.8	-3.7	-8.1	-13.0	-20.5	-12.6	-9.7	-	-	-	-	
	002760 KS	보락	1,219	3.2	4.3	0.7	0.7	-16.4	1.7	-5.0	-	-	-	-	

자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 시가총액 순서 정렬. 당사 커버리지 종목은 당사의 추정치(커버리지 기업은 볼드 처리), 그 외는 시장 컨센서스, 2020.08.21 증가 기준

표4 국내 음식료 기간별 수익률 - (2)

개요				수익률								P/E		P/B	
세부업종	티커	기업명	시총(억원)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y	2020E	2021E	2020E	2021E	
축산업	353810 KS	이지바이오	2,743	1.6	-10.6	-1.72	-	-	-	-	-	-	-	-	
	036580 KS	팜스코	1,622	-1.3	-0.2	-16.5	-10.7	-34.5	-43.4	-45.7	-	-	-	-	
	073560 KS	우리손에프앤지	1,374	5.7	3.9	-6.6	-14.4	-17.9	26.4	23.2	-	-	-	-	
	136490 KS	선진	2,223	2.0	1.7	-6.8	-9.5	-22.2	-17.1	-15.2	7.4	7.4	0.6	0.6	
	227840 KS	현대코퍼레이션홀딩스	1,019	1.8	3.0	-1.2	-0.4	-16.9	-24.7	-28.9	4.3	4.3	0.4	0.4	
주정	023900 KS	풍국주정	2,029	-1.0	0.6	-3.6	-15.5	4.5	-15.1	25.4	-	-	-	-	
	018120 KS	진로발효	2,006	2.1	-1.4	-1.0	2.5	1.8	1.7	1.3	-	-	-	-	
	004650 KS	창해에탄올	1,103	-2.1	1.6	-1.9	-4.5	-13.4	-5.2	-12.8	-	-	-	-	
	023150 KS	MH 에탄올	451	-4.8	0.3	-3.6	4.1	-6.4	4.6	6.9	-	-	-	-	
주류	033920 KS	무학	2,317	-0.4	-4.9	-10.0	-8.6	-26.0	-38.8	-34.5	-	-	-	-	
	000890 KS	보해양조	1,430	0.8	1.1	-10.2	-17.6	-25.2	-46.6	-40.9	-	-	-	-	
	043650 KS	국순당	570	0.9	7.4	3.2	-2.7	-22.4	-21.2	-29.7	-	-	-	-	
	000080 KS	하이트진로	19,532	0.1	-4.4	-7.0	0.6	24.8	63.9	52.0	26.1	22.7	2.8	2.5	
	005300 KS	롯데칠성	10,591	1.5	6.0	3.7	1.4	-17.8	0.4	-2.6	19.6	19.6	0.6	0.6	
비주류음료	189980 KS	흥국에프앤비	609	-2.1	-4.2	-15.9	-1.5	8.0	33.7	28.9	-	-	-	-	
	222980 KS	한국맥널티	681	3.6	15.9	54.1	53.0	28.8	20.1	4.6	8.0	8.0	1.6	1.6	
식자재유통	026960 KS	동서	16,201	4.9	2.0	1.7	1.1	-8.0	-0.3	-2.7	-	-	-	-	
	051500 KS	CJ 프레시웨이	3,306	0.3	4.1	-1.9	-0.4	-2.0	0.4	4.5	25.2	25.2	1.0	1.0	
	031440 KS	신세계푸드	2,664	1.4	-0.2	-7.2	-7.3	-25.3	-19.9	-23.0	18.0	18.0	0.6	0.6	
	005610 KS	SPC 삼립	7,076	0.3	-0.7	-9.4	-0.9	-13.1	-32.1	-32.1	15.7	15.7	1.3	1.3	
	220630 KS	해마로푸드서비스	2,656	1.8	13.7	3.6	-6.5	4.0	29.6	20.0	9.7	9.7	2.2	2.2	
	005440 KS	현대그린푸드	10,747	-0.1	1.7	3.1	-0.4	-12.9	-17.5	-16.3	7.0	7.0	0.4	0.4	
사료	027710 KS	팜스토리	1,231	0.0	2.4	1.9	7.4	-12.8	6.3	2.8	-	-	-	-	
	006980 KS	우성사료	935	1.3	2.3	-9.0	-5.3	-24.6	22.7	21.2	-	-	-	-	
	002140 KS	고려산업	855	4.3	0.2	-8.2	-25.3	4.1	58.3	52.0	-	-	-	-	
	016790 KS	현대사료	769	0.0	2.1	-9.9	-5.4	-35.5	-38.9	-38.6	-	-	-	-	
	005860 KS	한일사료	711	1.2	1.3	-4.2	8.4	-12.6	11.9	8.1	-	-	-	-	
	218150 KS	미래생명자원	519	0.2	-3.1	-3.0	-7.4	-25.3	-2.8	-6.8	-	-	-	-	
	003310 KS	대주산업	501	-2.6	6.7	-1.4	8.3	-9.2	-1.0	-7.1	-	-	-	-	
	025880 KS	케이씨피드	413	-0.8	2.6	-7.7	0.2	-15.3	4.3	-8.1	-	-	-	-	
지주	000140 KS	하이트진로홀딩스	3,133	-0.8	-2.0	-13.6	10.3	30.6	76.2	75.7	-	-	-	-	
	084690 KS	대상홀딩스	2,307	2.0	-1.8	-4.6	-0.3	-13.8	-14.8	-17.2	-	-	-	-	
	005740 KS	크라온해태홀딩스	1,626	-1.7	0.0	0.5	-3.6	-6.6	-6.2	-13.1	-	-	-	-	
	005990 KS	매일홀딩스	1,434	0.0	1.0	-7.6	-21.2	-24.1	-0.5	-4.2	-	-	-	-	
	007540 KS	샘표	1,168	-0.4	-2.5	0.6	-10.0	-11.9	18.7	6.7	-	-	-	-	
	004990 KS	롯데지주	37,558	-0.2	4.6	1.3	1.5	-17.2	-31.2	-34.9	18.8	18.8	0.3	0.3	
	035810 KS	이지홀딩스	305	-0.6	1.8	-9.8	-9.0	-22.1	-18.0	-16.6	9.8	9.8	0.5	0.5	
	003380 KS	하림지주	7,403	3.6	7.9	-7.9	-13.5	-28.7	-28.4	-27.7	9.2	9.2	0.3	0.3	

자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 시가총액 순서 정렬. 당사 커버리지 종목은 당사의 추정치(커버리지 기업은 볼드 처리), 그 외는 시장 컨센서스, 2020.08.21 종가 기준

표5 코로나 19 이후 2H20 세부 업종별 현황 및 전망

대분류	중분류	의견	현황 및 전망
가공식품	라면	↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 생각보다 라면 수요가 오래 지속되며 국내 라면 기업들은 가동률을 여전히 높게 유지 ■ 해외 COVID19 확산 시기가 국내보다 늦었던 것을 감안하면 증가한 해외 수요는 하반기에도 지속될 것으로 전망 ■ 해외 시장에서 제품 인식이 오르며 판매 증가가 같이 이뤄지고 있기 때문 ■ 국내 역시 COVID19 장기화 조짐에 따라 이전보다 증가한 수준에서 수요 안정될 것
	간편식/냉동식/HMR	↑↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 간편/냉동/HMR 시장 역시 라면과 마찬가지로 국내외 오더 물량이 급증 ■ 특히 기존에 HMR 등을 경험해보지 못했던 계층에까지 인식을 확장 ■ 대형업체 위주로 시장이 재편되는 흐름이 이어질 것으로 전망 ■ 해외 간편식/냉동식/HMR 수출 증가세가 크게 나타난 것을 확인
	제과/제빵	↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 기존에 전체적으로 디저트 수요가 많이 증가한 상황이었음 ■ 여기에 비축 가능/포만감 존재 제과를 중심으로 국내외 수요 완만히 증가 중
	유제품(우유,분유)	↓	<ul style="list-style-type: none"> ■ COVID19로 학교 공급이 끊겨 유가공 업계 직격탄, 올 1~5월 생산량 YoY +1.9% ■ 그러나 사용량 +0.2% 증가에 그쳐 잉여량 +16% ■ 내년 8월부터는 원유값도 인상 (유가공협회, 낙농가는 1당 21원으로 인상 결정) ■ 조제분유 수출은 YTD YoY -0.4%, 7월 YoY +13%로 우려보다는 선방
	농축산 가공식품	↑↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2020년 YTD 수출 추이 김치 YoY +40%, 두부 YoY +188%, 삼계탕 YoY +71% 등 ■ 뿐만 아니라 찐 쌀가공품 +54.8%, 튀긴 쌀가공품 +158% 등 쌀가공식품 시장 고성장 ■ 국내 소비도 굳건하나 이처럼 해외 수출 모멘텀이 특징적이며 관련 기업 크게 상승
기타 기호식품	주류	≡	<ul style="list-style-type: none"> ■ 주류 전체 시장은 코로나 19 이후 소폭 감소세 보였으나 채널별로 현황 상이 ■ 유흥채널 매출은 외식 수요 감소로 인해 상당 폭 하락 ■ 반면 가정채널 매출은 상대적으로 수요 안정적
	커피	≡	<ul style="list-style-type: none"> ■ 대형 커피 프랜차이즈 매출이 코로나 19 대비해 비교적 적게 감소(해외량 상반) ■ 반면 홈카페 등 B2C 매출 증가로 인해 소폭 수요 상승, 전체적으로 상쇄 전망 ■ 커피 원두 가격은 최근 변동성 상당히 늘어나있는 상황
	빙과/청량음료	≡	<ul style="list-style-type: none"> ■ 빙과 역시 매출의 온라인 채널 전환이 비교적 ■ 기대보다 역대급 고온 여름 모멘텀이 약하게 작용, 단기 수요는 약세를 띠 것
	담배	↑↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국내 총소비는 다소 감소하거나 플랫폼 할 것 ■ 반면 하반기의 중동향 수출 및 PM 전자담배 수출 상승 모멘텀 광장히 클 것
식료품/식품소재	신선식품,농축산물	≡	<ul style="list-style-type: none"> ■ YTD로 다양한 품목의 농산물 수출액이 증가하고 있다는 점 긍정적 ■ 쌀(가공 제외)은 상반기보다 갈수록 수출이 늘어나 7월 수출은 YoY +11.6%
	조미료 (제분,제당,전분,유지)	≡	<ul style="list-style-type: none"> ■ COVID19 장기화 조짐에 외식 및 단체급식 등의 B2B 수요는 하반기도 둔화 불가피 ■ 다만 HMR/가공식품 조리에 들어가는 B2B 매출 및 홈쿡 수요 증가로 인한 B2C 수요가 둔화폭을 상당폭 상쇄 가능한 것으로 상반기 실적에서 확인 ■ 해외 수출 조미료 품목, 내식 전환 조미료 품목의 선방에 집중
	쌀 등	↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지난 2년여간 정부 영향으로 가격이 가파르게 상승했다가 작년 말부터 하락 ■ 국내 쌀 공급우세 현황과 2~3월 이후 급증한 농축산/가공물 수출 추이가 서로 상쇄돼 전체적으로 큰 변화는 없을 것으로 전망
	육류(축산/사료)	≡	<ul style="list-style-type: none"> ■ 작년 말 악성재고를 시장이 어느 정도 소화한 것으로 판단, 가격 장기 회복 전망 ■ 주요 축산 기업의 해외 진출 가속화에 따른 마진 상승 전망
식자재유통	외식	↓↓	<ul style="list-style-type: none"> ■ 최근 COVID19 재확산이 터지며 외식업 회복 예상 시기가 다시한번 늦춰짐 ■ 하반기까지 악영향 불가피, 이에 외식과 연관있는 B2B 사업 등 동반 부진 예상
	단체급식	↓↓	<ul style="list-style-type: none"> ■ 8월 재확산으로 인해 개학 시점이 재차 연기되며 하반기까지 악영향 불가피
	배달음식	↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 언택트 배송 유행을 계기로 HMR 처럼 기존 경험해보지 않았던 소비자에게까지 경험 축적, 배달음식 시장 장기 성장 전망
	온라인 거래	↑↑	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중국과 같이 한번 온라인 및 모바일 채널로 식품 구매 수요가 넘어오면 되돌림 현상이 일어날 확률은 적다고 판단 ■ 최근 네이버에서 홈플러스 장보기가 등장하는 등 새벽배송 시장이 더욱 치열해짐

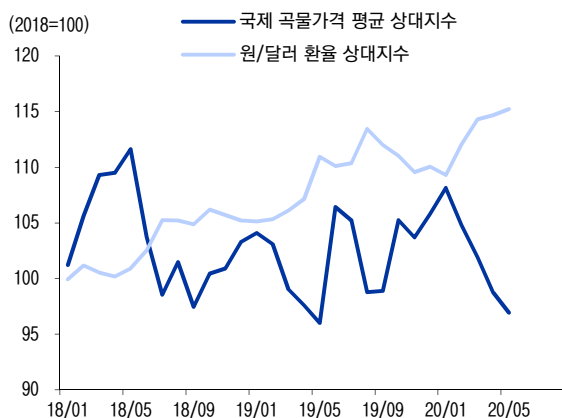
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 음식료 관련 이익결정변수 리뷰 및 전망

구분	전망 (국내영향)	국내 현황 및 전망	국내 영향 기업
옥수수	=	3월 저점 이후 다소 가격이 상승했지만 장기 가격 하락 추이는 여전. 당분간 비슷한 저가 수준에서 가격 유지될 것으로 전망. 사료 및 소재식품(바이오 등) 원가 부담 증가할 가능성 적음	대상, 삼양사, CJ 제일제당 등
소맥	=	3월 말, 6월 말 경에 밀 가격은 유럽 국가들의 빵 등 비축수요가 증가하고 북아프리카 국가들의 교역이 증가하며 러시아가 소규모 수출제한 조치를 취하는 등 공급 하락이라는 요인이 복합적으로 작용해 가격이 급등하는 구간이 있었음. 다만 장기 흐름에서 봤을 때 여전히 하락 추이 유지되는 중	CJ 제일제당, 대한제분, 사조동아원, 삼양사 등
대두	=	정치적 불확실성으로 단기 내에 등락하는 구간은 있었으나 전반적으로 장기간 낮은 가격 레벨이 유지되고 있는 중. 장류 및 사료 기업 원가에 수혜 있을 것으로 예상	CJ 제일제당, 사조, 오투기, 대상, 샘표식품 등
원당	↓	4월경까지 역사적 최저점에 가깝게 접근하여 원당 익스포저 높은 기업 반사이익 예상되었으나 이후 현재까지 가격은 작년 말 수준까지 회복한 모습	CJ 제일제당, 삼양사, 대한제당
쌀	=	국제 쌀 가격은 베트남 수출 중단으로 6월경까지 급격하게 치솟은 구간이 있었으나 이후 현재까지 작년 말 수준으로 빠르게 하락한 상황. 국내 역시 쌀 공급과잉 상태가 장기적으로 지속 중이었기에 큰 영향 없을 것으로 전망. 국내 농산물과 동반된 쌀 수출액 늘어날 것	CJ 제일제당, 오투기
돈육	↑	글로벌 육류 공급망 차질이 전방위로 피해를 확산하며 여전히 육류 공급이 타이트하게 유지되는 중. 이에 국내에 들어오는 육류, 특히 돈육 수입량이 예년보다 확연히 낮은 수준에서 계속 유지되는 중. 한편 외식/급식 채널 육류 수요가 제한적이나 돈육 내식 수요가 높아진 수준에서 유지되고 있기에 하반기도 작년 대비 상당폭 돈가 강세 유지 가능	이지바이오, 우리손에프앤지, 선진, 팜스코
육계	=	육계 역시 수입량이 제한되고 있으며 내식 소비 수요가 늘어나는 추이지만, 국내 육계 공급량이 여전히 공급우위 상태에 있기에 아직은 신중히 지켜볼 필요 있음	하림, 마니커 등
환율	=	4월경까지 환율이 가파르게 상승했으나 이후 지금까지 달러 가치가 하락하며 환율 어느정도 안정화. 다만 작년보다 높은 환율 레벨인 것은 분명하기에 관련 기업에 약간의 영향은 있을 것	오리온, CJ 제일제당, 농심, 삼양식품 등
수출	↑↑	COVID19 여파로 국내 대비 해외 시장의 식량 수요가 가파르게 늘어나며 국내산 농축산물 및 가공식품의 수요가 2~3월을 기점으로 가파르게 늘어남. 적어도 2Q20 까지 이러한 수출수요가 높은 수준에서 유지될 것	CJ 제일제당, 풀무원, 농심, 삼양식품, 대상, 오리온 등

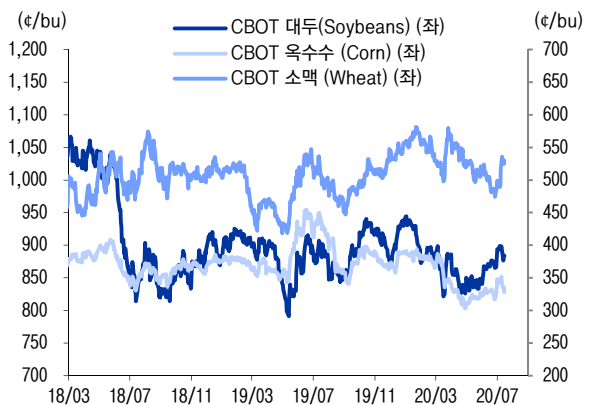
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 곡물가격 평균 및 환율 상대지수



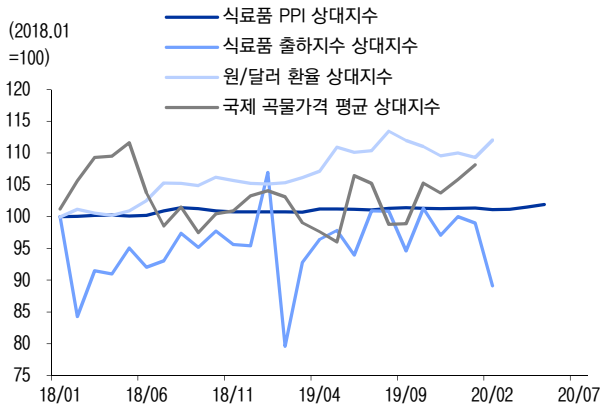
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 3대곡물 가격 추이



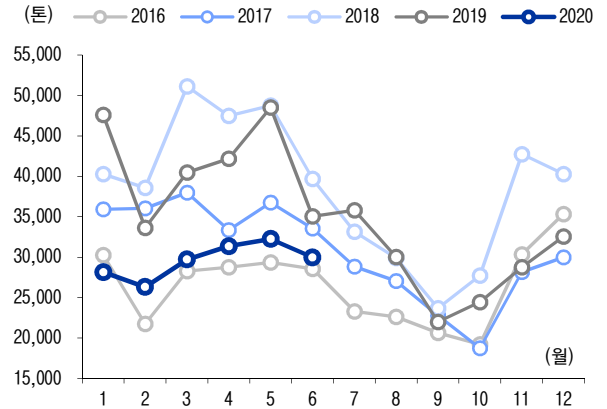
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 출하, 환율, 곡물평균가, 물가지수



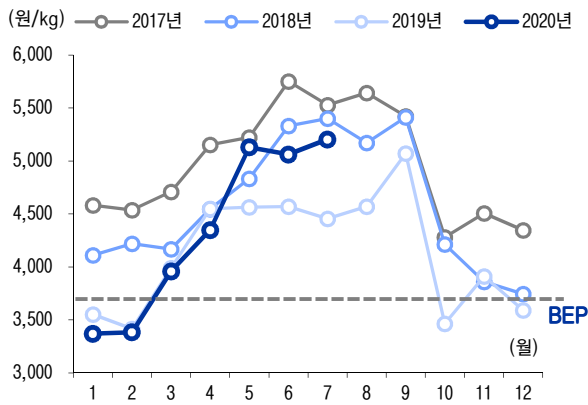
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 돈육 수입량



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 국내 돈가



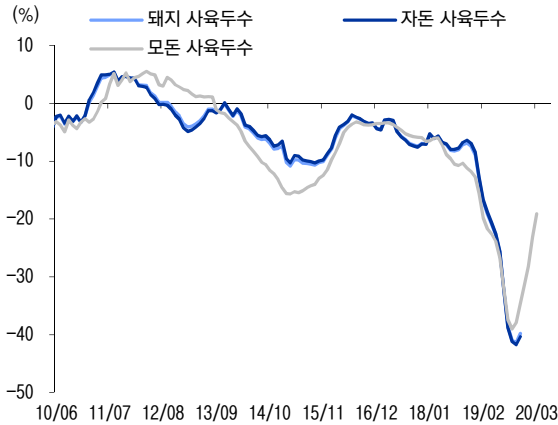
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 중국 돈가 및 곡물가



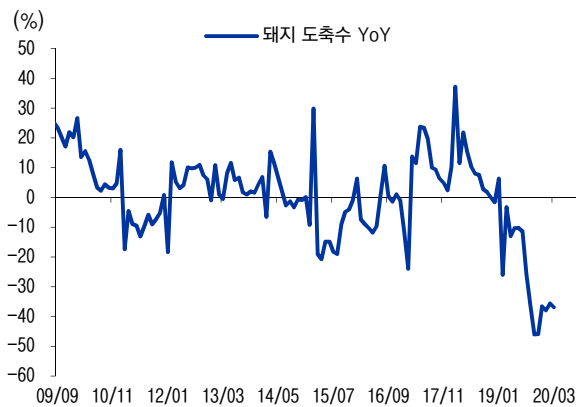
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 중국 돈육 사육두수 YoY



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 중국 돼지 도축 수 YoY



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Back to Basic

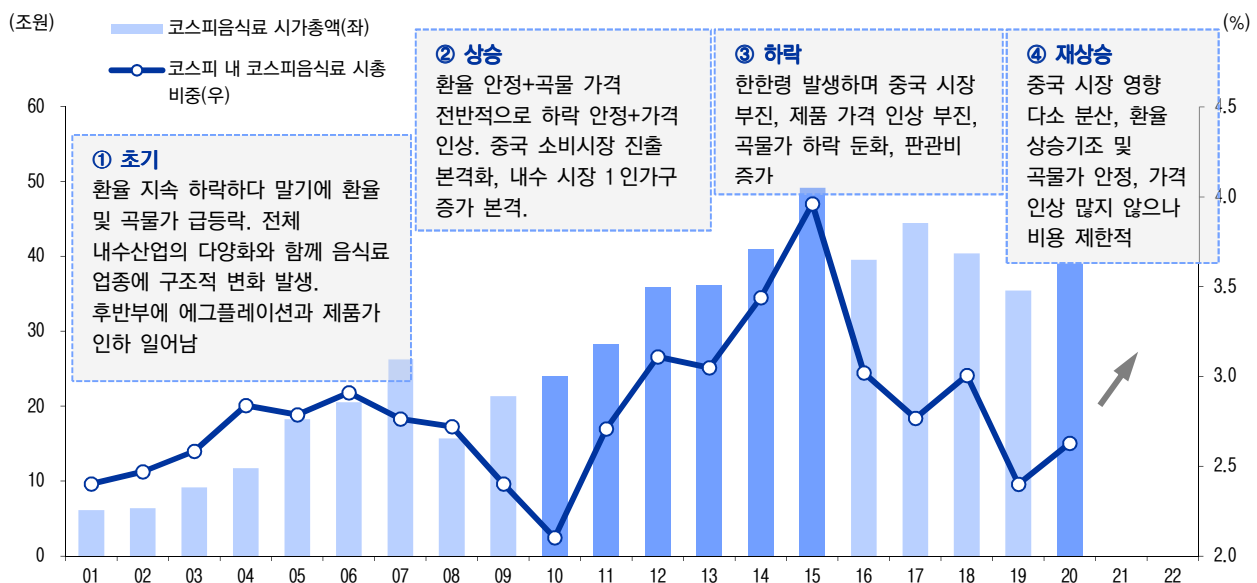
예전과 지금이 다른 이유

COVID19 가 발발한지도 이제 반년 가량의 시간이 흘렀다. 그 동안 증시에 유입된 많은 자금이 증명하듯, 미래에 대해 낙관론이 형성될 때든 재확산이 퍼지며 다시 전망이 어두워질때든 이번에는 많은 사람들이 다같이 COVID19 이후의 미래에 대해 치열하게 고민한 듯 하다.

당사는 COVID19 발발 직전 20.01.13 에 발간된 음식료 연간전망 <국경을 넘어야 한다>에서, 국내 음식료 시장이 성숙기를 지난 완숙기에 위치하기 때문에 기존의 산업 구조에서 벗어나 체질 개선을 시도하고 있으며, 그 방법으로는 1)온라인 등 채널 확장을 꾀하거나 신제품 히트 및 다양화에 성공해서 내수 시장의 수요를 확대하거나, 2)해외사업부 확대 및 수출을 통해 국경 너머의 수요를 공략하는 방식을 택하고 있다고 분석하였다.

또한 2019 년까지 경쟁 및 투자확대로 인한 판관비/CAPEX 비용이 증가했으나 2020 년부터는 이로 인한 레버리지 사이클 시작을 기대하기 때문에 2020 년이 턴어라운드 시점일 것이라고 추정했으며, 구조적 변화에 비용을 많이 지출한 기업 중 상위 두 가지 요인에 해당하는 기업의 저가 매수 매력이라고 분석하였다. COVID19 피크 시점을 한 차례 겪고 지나간 현 시점에서, 코로나 19 이전에 작성된 연간 전망의 전략을 이전 프리뷰 및 이번 리뷰를 통해 살펴보았다.

그림11 코스피 내 음식료 시가총액 비중 연간 추이

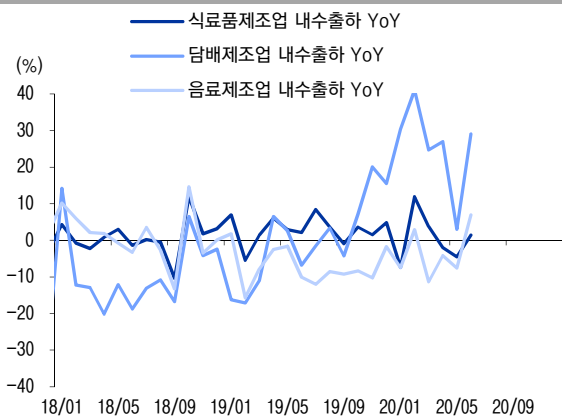


자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 20 년은 현재 기준, 나머지는 연말 기준. 업종 기준은 WICS26 KSE 식품,음료

19 년의 대규모 비용 지출 및 투자 흐름 이후 20 년부터 레버리지 사이클 시작으로 인한 실적 반영 구간이 있을 것이라는 예상은, 코로나 19 라는 예기치 못한 전지구적 이벤트를 끼고 생각보다 시기가 일찍 찾아왔다. 예전과 지금을 다르게 바라봐야 하는 이유는 [그림 11]에서 보다시피 음식료를 둘러싼 환경 자체가 상당히 많이 변했기 때문이다.

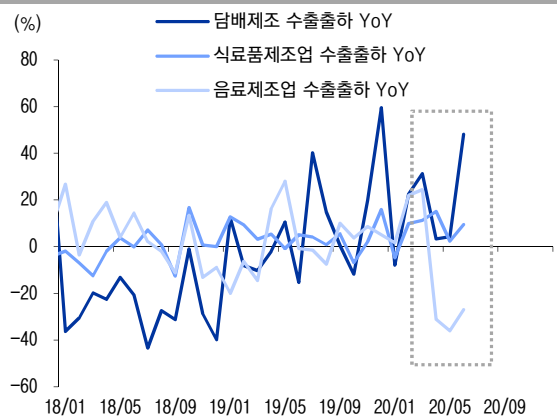
가령 지난 상승기 때는 이익결정변수 모두가 좋았고 가격 인상이 가능했으며 중국 소비시장이 본격 부상하고 내수 시장에서 1 인가구가 본격적으로 증가했다. 반면 지금은 다르다. 수출이 중요하지만 중국의 영향력은 미국 수출의 증가로 다소 분산되었고 이익결정변수에 변동성이 높아진 상태다. 또한 직전 하락기와도 차이가 큰데, COVID19 가 없었다면 원래대로 시장 외형 확장에 한계가 있는 범위 내에서 치열하게 파이를 쪼개며 판관비 및 투자에 비용을 많이 썼을 것이다. COVID19 는 이러한 완속기 시장에도 파이의 크기를 키울 기회를 제공하며 경쟁에 들어가던 비용을 크게 제한시켰다.

그림12 내수출하지수 YoY



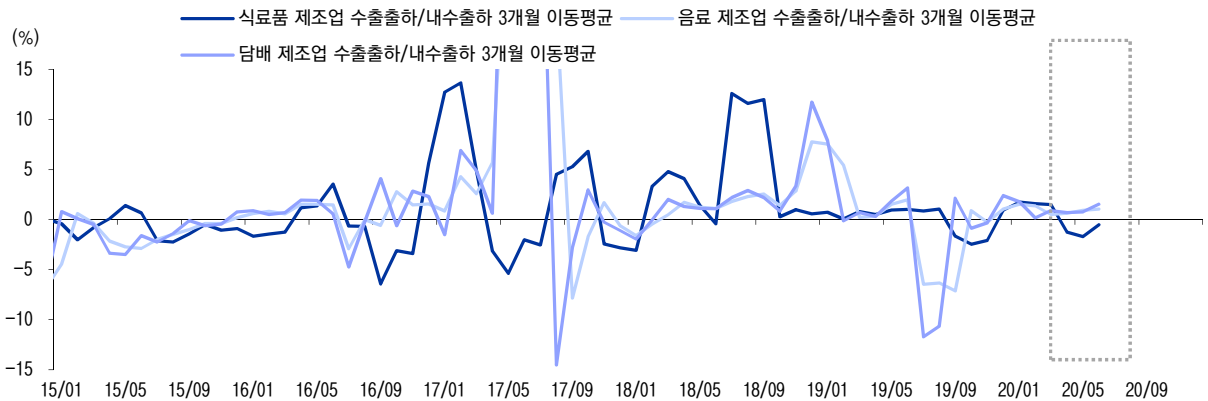
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 수출출하지수 YoY



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 수출출하/내수출하 장기 시계열



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

가동률 증가, 외형확대

위에서 살펴보았듯 음식료 기업 전반이 예전과는 달리 가격 인상보다 Q 확대(외형 성장)에 집중하고 있기 때문에 가동률 추이를 살펴보는 것도 중요하다. 다음은 주요 가공식품 업체의 분기 환산 가동률이다(연간 누적 기준으로 공시한 가동률을 개별 분기 기준으로 재환산). 대부분의 업체가 올 상반기에 가동률을 끌어올렸다.

표7 주요 가공식품 업체 분기 환산 가동률 추이

기업명	사업부별	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
하이트진로	맥주	34.2	35.9	37.9	36.8	27.6	38.6	44.1	46.2	70.6	77.6
	소주	64.4	65.8	62.3	64.3	59.7	60.2	59.5	61.5	88.9	89.5
농심	국내	60.8	60.6	62.3	57.7	59.0	57.0	64.2	60.2	64.9	64.0
	해외	48.2	31.5	43.9	42.0	43.8	42.0	43.1	46.4	44.1	51.1
CJ 제일제당	식 품	91.5	89.2	89.4	105.9	90.1	90.3	85.2	106.4	91.0	83.3
	바이오	73.4	67.8	72.1	83.3	78.1	65.3	59.0	75.3	71.9	62.9
KT&G	합 계	73.7	72.7	72.7	71.6	70.1	70.8	71.1	69.9	70.4	69.5
삼양식품	면/스낵 원주	67.3	60.8	52.4	49.9	53.3	57.3	59.9	70.7	69.7	90.0
	면/스낵 익산	83.5	73.9	56.8	57.3	68.7	72.2	74.4	84.9	86.6	98.4
	우유류 원주	17.2	37.1	33.1	32.2	35.2	28.7	74.1	41.4	36.0	37.5
	조미소재료 원주	98.8	96.9	91.0	100.7	94.0	99.8	90.4	78.3	83.3	102.5
	합계	65.9	58.7	56.3	50.9	55.7	58.7	63.6	71.9	71.3	88.9
오뚜기	카레,3분류	67.9	85.6	416.7	40.0	71.1	237.4	47.1	63.8	96.5	87.3
	케찹,소스	72.3	76.4	86.8	69.1	90.1	94.4	71.8	76.7	82.4	87.2
	마요네스,드레싱	126.5	130.9	399.3	79.2	135.4	311.4	95.8	139.1	146.5	156.5
	식초,잼,물엿	268.3	218.0	698.1	164.1	279.8	201.1	413.2	280.5	298.8	327.1
	기타	20.1	19.9	27.0	21.5	21.5	23.6	15.8	21.1	248.2	196.7
	합계	67.4	71.5	102.3	57.1	77.5	100.2	57.5	66.8	218.1	220.0
풀무원	두부	90.6	89.2	91.7	283.0	89.5	84.1	88.5	251.2	91.3	90.1
	나물	69.0	59.5	65.4	125.3	74.8	67.8	73.1	157.1	83.1	76.4
	생면	66.1	74.6	75.8	152.2	53.6	70.9	59.3	108.8	73.3	95.6
	건기식	71.3	70.3	69.8	123.8	71.5	72.1	71.3	153.1	72.5	72.3
	녹즙	82.7	84.3	84.0	296.5	75.5	74.4	109.1	199.3	74.5	64.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

음식료 2H20 Preview

3Q20 Preview: 해외 성장, 내식 제품믹스, 채널 전환, M/S 확대

음식료는 현재 하반기 이익을 이미 고려하고 있고 일부는 내년 이익 기대감까지 끌어와 반영하기 시작하는 단계에 있다. 따라서 지금 시점에서 주가에 고민이 있다면 언택트와 컨택트간의 전환은 언제일지, 상반기 폭증했던 주요 가공식품 업체들의 성장이 둔화될지에 관한 우려, 그리고 하반기와 2021 년의 방향성에 대한 것이다. 이에 상반기에 실적 호조를 보였던 기업 위주로 하반기 및 21 년 흐름 역시 형성될 것이라고 판단한다. 그 이유는 이번 상반기 COVID19 로 인한 이례적 호조가 단순히 이익에서 그치는 것이 아니라, 이 이익을 활용해 음식료 업체들이 미래 경쟁력을 확보하기 위한 구조적 노력에 총력을 기울이고 있기 때문이다. 그 방향성은 크게 1)해외 확장 모멘텀 본격화, 2)내식에 적합한 포트폴리오 믹스 보유, 3)B2B 에서 B2C 혹은 온라인으로의 채널 확장에 성공적, 4)신제품 히트 등으로 M/S 확장을 이어나가고 있는 기업 등으로 요약되는데 이는 상반기에 국내에서 실적 호조를 보였던 기업의 특징과 일치한다.

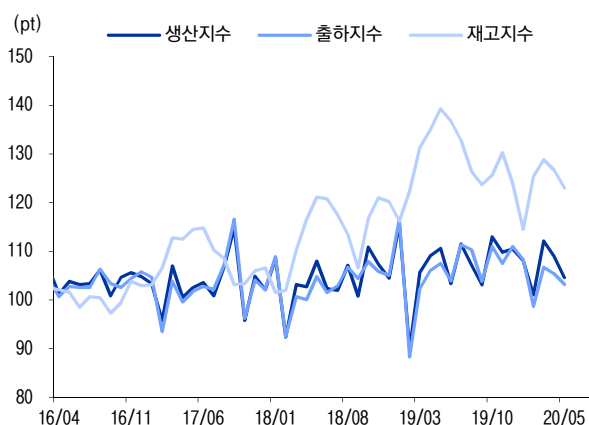
음식료 2H20 Preview

사재기 현상은 예전보다 높은 수준에서 안정화

국내외 음식료는 코로나 19 종식 이후에도 이전으로 모두 돌아가지 않고 일정 부분 내식/간편식 수요에 잔존하는 방식으로 소비 패턴이 영구히 변화할 것으로 전망된다. 사회적 거리두기, 이동 제한, 대면 접촉 최소화, 위생 점검 등 전 세계가 라이프스타일의 변화를 겪는 중이기 때문이다. 이에 소비패턴의 변화가 실제 예상하는 것보다 더 크게 나타날 가능성이 높다.

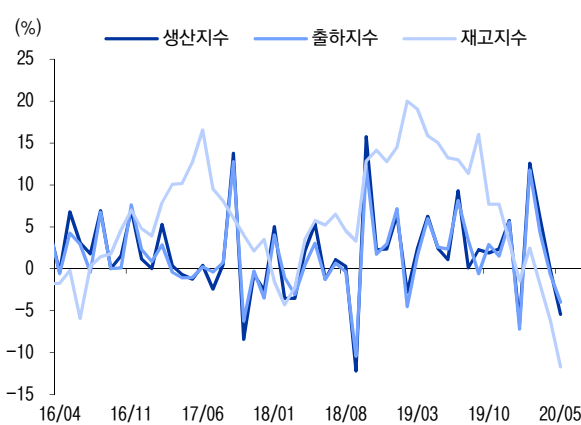
조사에 따르면 신종플루, 메르스가 창궐했던 시기와 비교했을 때 코로나 19 확산 이후 식품이 일용소비재에 비해 더 많은 성장세를 보였다고 한다. 과거 신종플루와 메르스 확산 시기에 식품시장이 6% 가량 증가했다면 코로나 19 확산 이후에는 13% 이상 성장세를 보였다. 반면 비식품 시장은 4% 감소했다(출처: 칸타월드패널)

그림15 식품품 제조업 지수



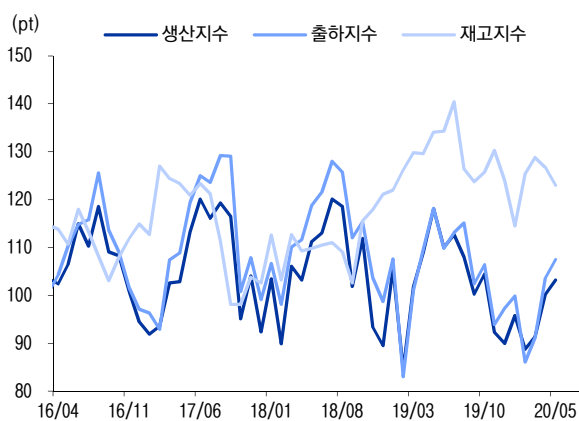
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 식품품 제조업 지수 YoY



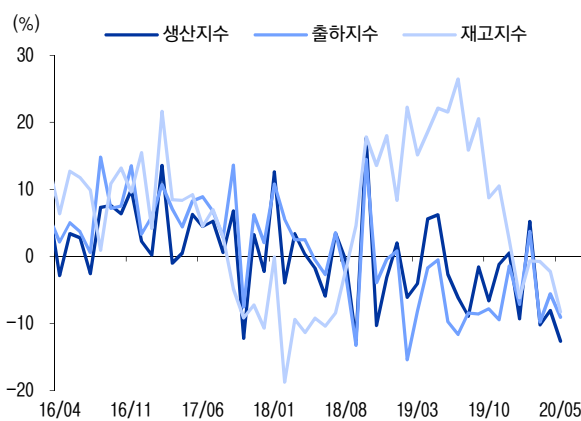
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 음료 제조업 지수



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 음료 제조업 지수 YoY



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 사재기 현상은 4~5 월 초까지 크게 지속되다가 5 월~6 월에는 대체로 안정된 것으로 파악된다. 즉 최초 확진자 발표 이후 2 월 23 일 코로나 19 심각 격상이라는 정부 발표 기점까지를 '확산기', 그 이후부터 팬데믹 선언이 있었던 4 주간을 '본격기', 그리고 그 이후를 '둔화기' 3 단계로 나뉘었을 때 확산기에 일시적으로 식품 소비가 치솟았으나 이후 본격기와 둔화기에는 식품 소비가 정상화 되어 안정되고 있는 모습을 보인 것이다. 이는 사재기 재고가 소진되는 기간으로 판단되기 때문에 7 월 들어서는 소진이 끝나며 다시 수요가 소폭 증가하는 모습을 보였다.

다만 카테고리별로 살펴보면 소비 행태가 양극단으로 갈린다. 식품 소비에서 가공식품을 한 번에 많이 사는 '사재기' 형태의 소비행태와 달리 요리에 쓰이는 식자재와 HMR 의 경우에는 더 자주, 소량으로 구매하는 경우가 많았다. 이러한 카테고리별 소비 행태의 차이 때문에 식품 수요 호조는 카테고리, 시장, 유통채널별로 차별화 흐름이 나타났다.

상반기 전체 식품 시장을 신선/비신선 시장으로 구분했을 때 신선식품은 명절 시기 이후 코로나 19 확산 전 시기동안 3.9% 상승, 비신선 식품은 13.1% 전년 동기 대비 성장했다. 이러한 성장세는 비신선식품, 즉 가공식품에서 뚜렷하게 나타나 1 단계 확산기에는 11.6%, 본격기에는 20.9%, 둔화기에는 20.1% 증가해 두 자릿수 성장세를 유지했다(출처: 칸타월드패널) 특히 국내 확산 시점에 따라 1 단계에는 쌀이 상위 카테고리 20 위 내에 진입, 12.4% 상승했으며, 2 단계에는 소고기(34.6%), 야채(33.8%) 상승, 그리고 3 단계에는 돼지고기(34.6%), 오리고기(32.3%), 닭고기(20.9%) 제품의 구매가 증가했다.

새로운 시대 먹거리의 네 가지 조건

국내외 음식료는 코로나 19 종식 이후에도 이전으로 모두 돌아가지 않고 일정 부분 내식/간편식 수요에 잔존하는 방식으로 소비 패턴이 영구히 변화할 것으로 전망한다. 사회적 거리두기, 이동 제한, 대면 접촉 최소화, 위생 점검 등 전 세계가 라이프 스타일의 변화를 겪는 중이기 때문이다. 이에 소비패턴의 변화가 실제 예상하는 것보다 더 크게 나타날 가능성이 높다.

이와 같은 업황을 고려하여, 하반기에도 흐름을 이어갈 기업을 다음 Q 의 확장(외형 확장)에 관련된 네 가지 조건으로 요약해보았다.

첫 번째, Q 의 확대를 위해 해외 확장에 박차를 가하고 있는 기업이다. 두 번째, 보유한 포트폴리오 믹스가 변화할 소비 패턴인 내식 위주 수요에 적합한 기업이다. 세 번째, 코로나 19 를 전후로 B2B 에서 B2C 로의 움직임 혹은 온라인 채널 강화 등 채널 확장을 성공적으로 이뤄낸 기업이다. 네 번째, 신제품 히트에 크게 성공해서 M/S 를 안정적으로 확보한 기업이다.

표8 새로운 시대 먹거리의 네 가지 조건

(점)	해외 확장	포플 믹스	채널 확장	신제품 히트	종합점수
CJ 제일제당	2	2	2	1	7
풀무원	2	2	2	1	7
삼양식품	2	2	1	1	6
농심	2	2	2	0	6
대상	2	1	2	0	5
오리온	2	1	1	1	5
오뚜기	1	2	2	0	5
하이트진로	1	0	1	2	4
KT&G	2	0	0	1	3

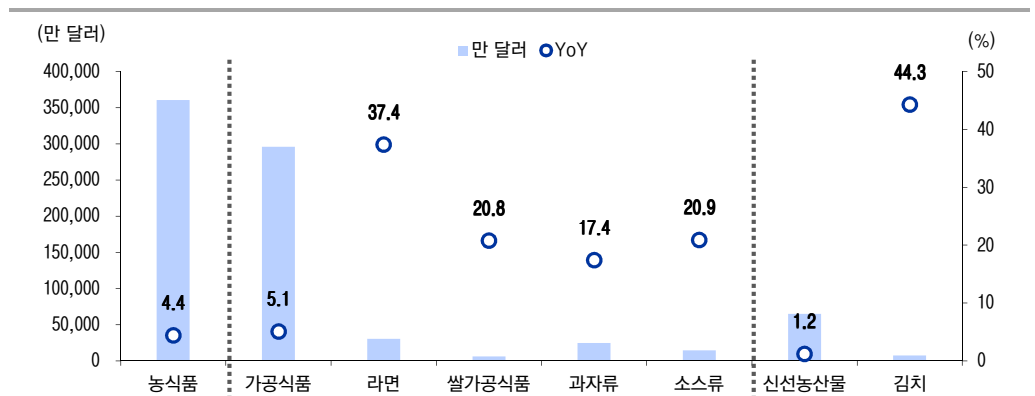
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 매우 해당 2점, 적당히 해당 1점, 해당 없음 0점

1. 해외 확장으로 Q의 확대를 도모하고 있는 기업

1 분기가 내수 모멘텀이 주가에 반영되기 시작하는 시기였다면 2 분기부터는 코로나 19 영향이 본격 반영되는 동시에 해외 시장 확장 모멘텀이 시작되는 시기였다고 요약할 수 있다. 특히 해외 시장의 경우 미국을 중심으로 최근 신선식품은 물론 통조림 등 저장식품까지 구하기 어려워지는 등 식량난 논의가 자주 논의되었다. 이에 국내 시장 모멘텀보다 해외에서 훨씬 큰 투자 기회를 찾을 수 있을 것이라는 판단이다.

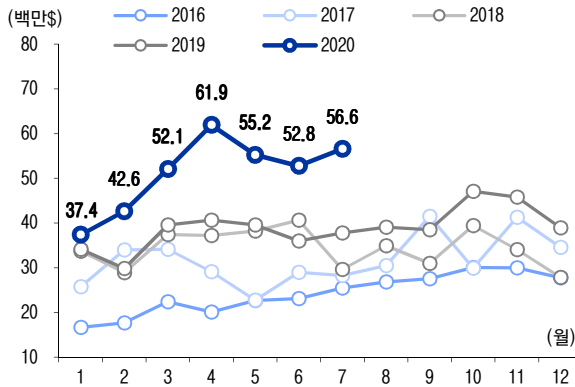
먼저 올 상반기(6 월 누계) 기준 농식품 수출액은 36 억 784 만 달러(YoY +4.4%), 농식품 하위 카테고리로 가공식품 수출액 29 억 6,064 만 달러(YoY +5.1%) 및 신선농산물 6 억 4,720 만 달러 (YoY +1.2%)씩 달성했다. 가공식품 하위 카테고리에서 라면 3 억 210 만 달러(YoY +37.4%), 쌀가공식품 6,150 만 달러(YoY +20.8%), 과자류 2 억 4,500 만 달러(YoY +17.4%), 소스류 1 억 4,570 만 달러(YoY +20.9%) 등이 전체 가공식품 수출 성장을 견인했다. 반면 외식업 침체 영향으로 식당에서 주로 소비되는 주류, 음료 등의 수출은 감소했다. 신선농산물 하위 카테고리에서는 특히 김치가 크게 수출이 상승했는데, 미국에서 건강식품이라는 인식이 증가하며 7,500 만 달러 (YoY +44.3%)를 기록했다[그림 19]

그림19 1H20 누계 기준 카테고리별 음식료 수출 주요 품목



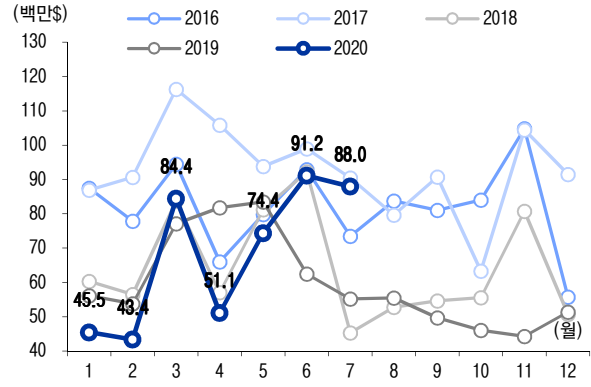
자료: 농식품부, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 농식품 아래 가공식품, 신선농산물 카테고리. 가공식품 아래 라면, 쌀가공식품, 과자류 소스류. 신선농산물 아래 김치.

그림20 월별 라면 수출금액 추이



자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

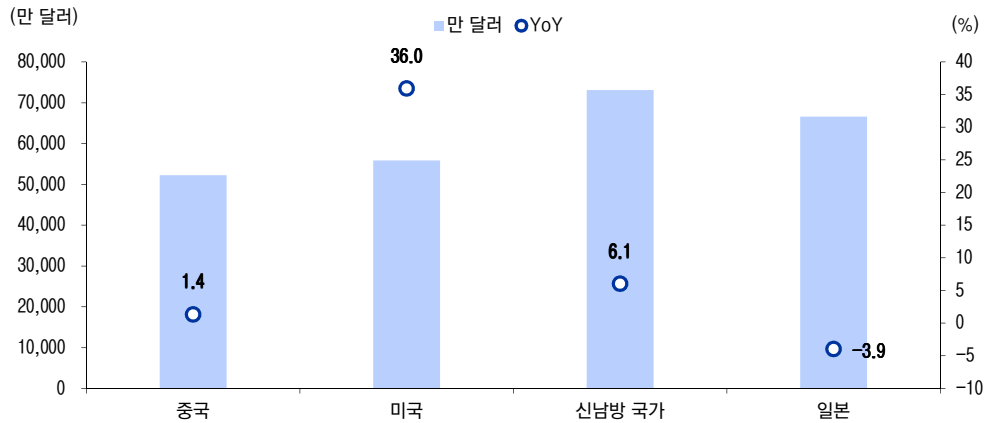
그림21 월별 담배 수출금액 추이



자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

라면/스낵/담배 외에도 글로벌 수출 호조를 보이고 있는 식품의 컨셉에는 건기식이거나 건강하다는 인식이 조성되고 있는 아시안/에스닉푸드 류가 있으며 이러한 업체들은 'K 푸드' 이름을 앞세워 해외 진출 드라이브를 걸고 있다. 혹은 풀무원처럼 PBP(Plant-Based-Product) 시장을 확장하고 있는 있는 경우도 있다.

그림22 1H20 누계 기준 음식료 수출 주요 국가



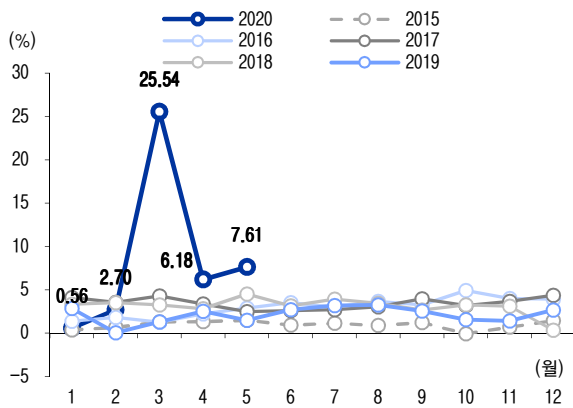
자료: 농식품부, 이베스트투자증권 리서치센터

국가별로는 연초 부진했던 중국 5억 2,210만 달러(YoY +1.4%), 미국 5억 5,880만 달러(YoY +36%)를 달성하며 미국이 대중국 수출액을 추월한 모습을 보였다. 신남방 국가는 낙농품과 면류 등 호조로 수출액 7억 3,084만 달러(YoY +6.1%)를 달성한 반면 일본은 라면/김치 수출 증가에도 전체적인 소비가 감소하며 수출액이 6억 6,600만 달러(YoY -3.9%)로 감소했다[그림 22]

여기서 주목할 부분은 미국 시장 확대폭이 상당히 가팔라서 중국 시장 규모를 추월했다는 사실이다. 앞서 설명했듯 과거 10년간은 중국 소비재 시장 업황에 따라 음식료 업종 전체의 가치가 등락하는 모습을 보였다면, 이번 구간에서는 미국의 영향력이 확대되어 과거와 같은 중국 시장 연동폭이 경감될 것이라는 점이 미국 시장 확장의 첫 번째 이점이다.

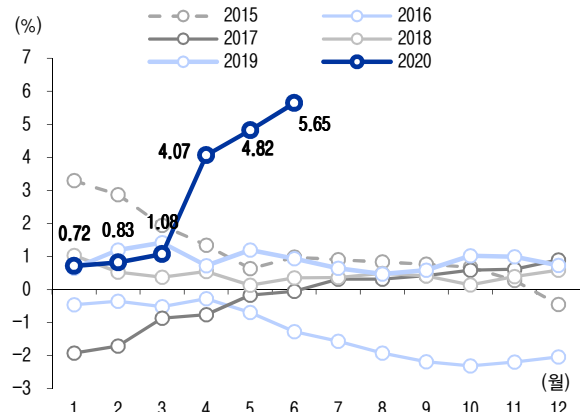
두 번째 이점은 현재 미국 음식료 시장이 국내 시장보다 큰 격변의 시기를 겪고 있다는 점이다. [그림 23]에서 알 수 있듯이 미국 소비 수준은 3월에 비축수요 및 패닉바잉 현상으로 폭증했다가 4,5월에 예년보다 높아진 수준에서 다시 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 이로 인해 [그림 24]에서처럼 전체 식품 CPI가 오히려 3월 이후로 가파르게 이어지며 꾸준한 가격 상승 현상을 보여주고 있다. 이는 미국 시장에 진입하였을 때 P와 Q를 동시에 잡을 수 있는 가능성이 높다고 유추해볼 수 있다.

그림23 미국 Total Food Expenditures YoY 월간 추이



자료: BEA, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 미국 Food CPI YoY 월간 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이렇듯 전반적으로 수출 호조를 보이는 주요 품목이 기존 수출 주요 품목에서 약간 바뀌거나 변경된 것이 확인되어, 올해 실제로 무슨 품목이 수출 성장세가 컸는지 알아보기 위해 다시 수출 데이터를 재분류했다. [표 9]는 HS 코드 4 자리수 분류 기준으로 전체 수출 품목을 올해 YTD 수출 증가량으로 내림차순한 후 수출액 규모가 천만달러 이상인 품목 중에서 음식료와 관련이 있는 품목을 따로 정리해 본 것이다. 이 중 유의미한 추이를 보인 항목을 찾아 6~8 자리수 기준으로 다시 세분해 살펴보는 방식으로 올해 음식료 수출 성장 명예의 전당을 최종 선정했다.

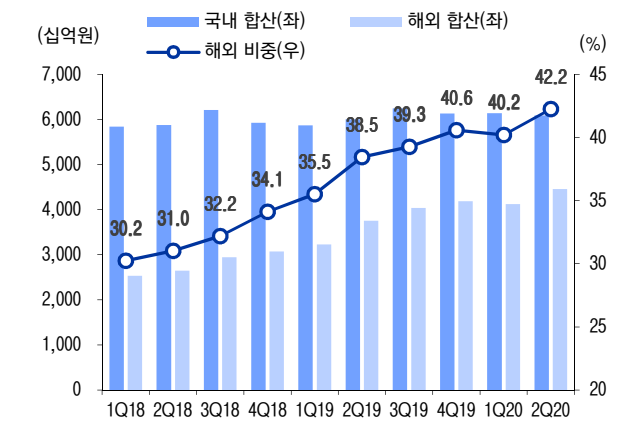
표9 올해 음식료 관련 주요 수출 성장 품목 실적

대분류	품목코드	품목명	19/07	20/07	YoY	2019 1~7	2020 1~7	YoY
담배	8478	담배의 조제기나 제조기	3.5	3.8	9.7	7.7	19.7	154.2
	2402201000	필터담배	55.3	88.0	59.2	470.3	478.0	1.6
	8543704090	전자담배	0.1	11.6	9,615.7	15.3	13.1	-14.0
농축산물(신선)	1006	쌀	0.3	0.4	11.6	24.5	21.5	-11.9
	0709	기타 채소(신선/냉장)	13.8	15.6	12.4	91.2	86.1	-5.6
농축산 가공식품	0305	건조 및 훈제 어류	1.4	2.0	37.4	16.9	12.3	-27.6
	2005	조제/보존 채소	10.1	14.1	39.5	68.3	93.7	37.0
	2005991000	김치	9.0	12.6	39.9	60.8	84.9	39.6
	2106101000	두부	0.4	1.1	157.8	2.1	6.1	189.7
	2106109020	단백질농축물	0.1	0.2	58.6	1.2	1.6	28.3
	1602	조제/보존 육류	1.5	2.0	34.1	10.0	19.0	90.4
	1602321010	삼계탕	0.7	0.7	-4.8	5.1	8.6	70.5
가공식품	2104	수프류	1.5	2.2	46.0	10.1	16.5	63.8
	1901	맥아추출물과 이를 사용한 조제식료품	16.0	20.1	25.8	113.3	121.3	7.1
	1901101010	조제분유	7.4	8.4	13.0	53.7	53.5	-0.4
	1904	곡물 등의 조제식료품	6.3	8.1	27.4	40.2	52.6	31.0
	1904901010	찌거나 삶은 쌀	2.2	3.0	33.0	14.3	22.1	54.8
	1904103000	튀긴 쌀	0.1	0.1	37.1	0.5	1.4	157.8
	1905	베이커리류	21.7	25.7	18.5	140.1	166.5	18.9
	0210	아이스크림, 기타 빙과류	5.6	6.7	19.6	37.9	41.4	9.2
	1902	파스타(면류)	49.3	73.6	49.3	340.7	468.3	37.5
	1902301010	라면	37.8	56.5	49.8	257.6	358.6	39.2
	2206	발효주 (사과술, 배술 등)	4.7	5.7	19.9	29.1	31.1	7.1
	220210	당류 첨가 음료 및 비알코올 음료	10.3	13.2	28.1	77.5	72.8	-6.0
	소스/유지/장류/당류	2209	식초류	2.8	6.9	144.8	19.0	28.4
1518		동식물성 유지	0.6	2.4	284.7	3.3	17.8	432.6
2103		소스류	22.0	30.4	38.2	143.7	177.5	23.5
2103100000		간장	1.3	1.7	30.1	8.4	9.1	7.8
2103201000		토마토케첩	0.2	0.2	-14.5	1.4	1.6	16.0
2103901010		된장	0.7	1.0	47.9	5.2	6.8	31.1
2103901030		고추장	2.9	5.2	79.6	21.5	28.8	34.3
1701		사탕수수당, 사탕무당, 자당	9.4	11.3	19.9	58.0	69.2	19.3
사료		2309	사료용 조제품	9.2	10.9	18.4	55.7	84.2
	230910	개나고양이용사료(소매용)	2.8	4.6	64.7	15.1	35.3	133.3
	230990	배합사료, 보조사료, 사료첨가제, 기타	6.4	6.3	-1.6	40.6	48.9	20.6
	23099030	사료첨가제	1.3	1.2	-4.3	6.6	10.4	58.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

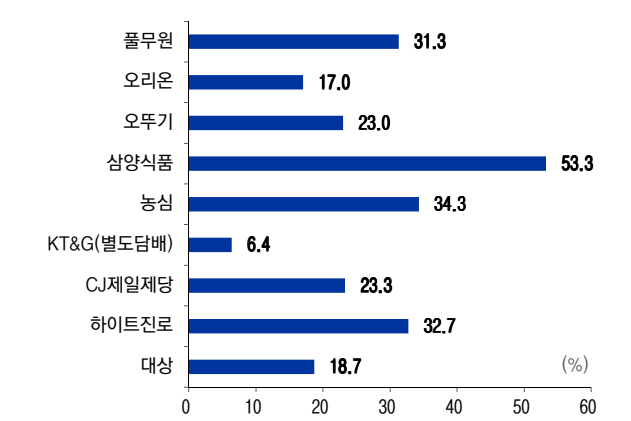
살펴보면 KT&G 의 재계약 수출 모멘텀으로 인해 담배 관련 품목이 대체로 가장 빠르게 올라왔고, 예상 외로 쌀 및 기타채소 등 농산물 수출과 간장 등의 소스류 수출이 견조한 점을 확인할 수 있다. 또한 예상했던대로 견조한 라면 수출, 예상보다는 선방하고 있는 조제분유 수출 등을 확인할 수 있었다. 주목하는 항목은 두부 및 김치 등 국내 기업이 선방하는 품목의 성장 속도, 쌀가공식품 수출 현황, 글로벌 육류 시장 과동으로 인해 육류와 사료 및 사료첨가제에 관련된 품목도 눈에 띄었다는 것이다.

그림25 9개 기업 해외 매출 합산 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 주요 기업 해외 매출 성장률 (1H20 YoY 기준)



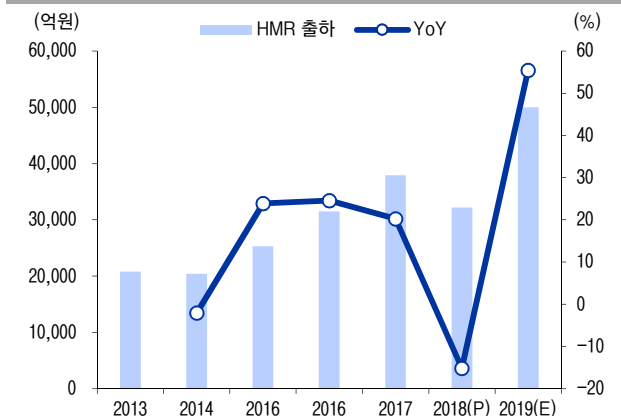
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 포트폴리오 믹스가 변화한 소비패턴에 적합한 기업

두 번째로 내식/간편식 수요 확대 트렌드에 적합한 포트폴리오 믹스를 보유한 기업에 경쟁우위가 쏠리며 시장이 재편되고 있다. 이는 특히 기존 수익이 부진했던 HMR/간편식/밀키트 등이 가파르게 성장하며 해당 사업부를 가지고 있는 기업 위주로 기대감이 몰렸다. 특히 전체 HMR 시장은 매년 15~20% 가량 성장할 것으로 추정되는데, HMR 업체 중에서도 선도업체들은 높은 M/S 및 브랜드 로열티를 지니고 있어 COVID19 로 누적된 소비자의 경험이 그대로 지속 가능한 시장 확대로 이어지거나 높은 재구매율을 유지한다는 특징이 있다.

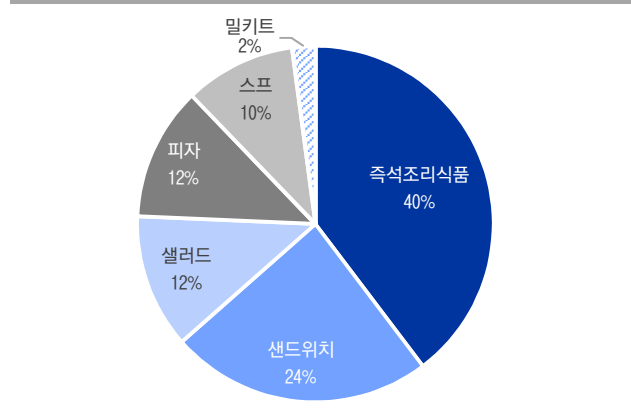
다시 정리하자면 기존 HMR 시장은 마진이 적고 영세 업체들 진출이 가파르게 이어지고 있었기 때문에 높은 전체 시장 성장률에도 불구하고 아직 수익성이 거의 없다는 시각이 있었다. 하지만 이와 같이 코로나 19 를 계기로 시장 재편이 이어지며 대형 업체 위주로 재편될 가능성이 더욱 공고해지고 있다는 것이다. 이에 국내 주요 HMR 업체들은 시장 성장률보다 높은 레벨의 연간 성장률을 보이며 동반 성장 할 것으로 전망한다.

그림27 HMR 제품 국내 출하 연간 현황



자료: 식품의약품안전처, 한국농촌경제연구원, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 광의의 가정간편식 기준= 즉석섭취/편의식품류+만두류+카레+튀김식품+빵류(피자)+빵류(핫도그)+ 파스타류 판매실적의 합계값

그림28 세계 가정간편식 유형별 시장 규모



자료: Global Market Data, GlobalData Intelligence, 이베스트투자증권 리서치센터

1) 쌀가공시장

특히 상반기 쌀가공간편식이 간편식(HMR) 시장을 견인했는데 해당 시장은 올해 매출 8 천억원 이상이 전망된다. 이 제품들은 온라인몰 및 배달앱에서 구매가 용이하다는 점에서 더욱 매출 모멘텀이 커질 것으로 전망한다.

표10 연도별 쌀가공 간편식 시장 규모

(백만원)	2017년	2018년	2019년	1H19	1H20	1H20 YoY
상품밥	310,266	365,601	399,080	189,082	211,997	12.1%
컵밥류	93,324	103,366	104,021	49,223	55,822	13.4%
상품죽	71,695	88,383	135,708	61,096	72,292	18.3%
냉동밥	82,455	91,487	88,610	42,912	50,898	18.6%
합계	557,740	648,837	727,419	342,312	391,009	14.2%

자료: 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

쌀가공식은 수출 추이 역시 견조한데, 찌거나 삶은 쌀로분류되는 항목이 내수 시장에서 흔히 섭취하는 쌀가공식품에 해당된다. 해당 품목의 수출은 올해 YTD YoY 54.8% 성장했다.

기업 중에서는 CJ 제일제당이 올해 쌀가공 간편식 매출이 8,000 억원을 넘어설 것으로 예상된다고 밝혔다. CJ 제일제당의 대표 쌀가공 간편식은 '햇반' '햇반컵반' '비비고 죽' '비비고 냉동밥'이다. 이들 제품의 합산 매출(소비자가 기준)은 2017년 4,680 억원, 2018년 5,810 억원에 이어 지난해 7,000 억원을 기록하며 연평균 20% 이상 성장했다. 올해 들어서도 7월까지 누계 매출은 4,430 억원으로 상승세여서 연간 8,000 억원이 넘는 매출을 올릴 것으로 기대된다고 밝혔다.

2) 농축산 가공품

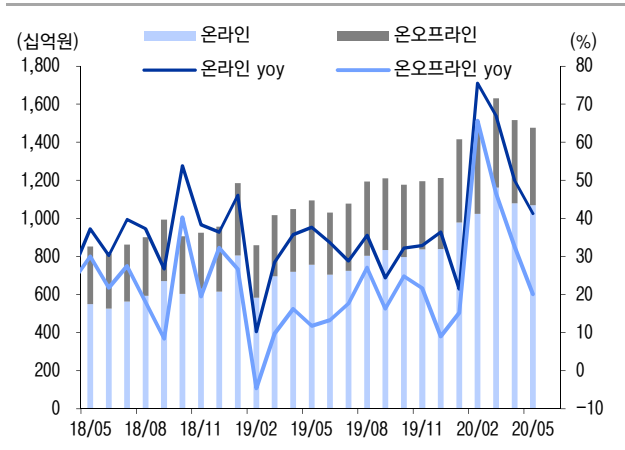
쌀가공식품 뿐만 아니라 김치, 두부, 삼계탕 등 농축산 가공품 수출이 크게 늘어난 점도 특징적이다. 특히 삼계탕 품목의 경우 중국 수출액이 지난해 10 만 달러를 웃돌아 4년 전인 2013년보다 22 배나 증가한 것으로 나타났다. 중국에서 삼계탕 소비가 늘어나는 데는 1인 가구 '혼밥족'이 늘어나 간편식이 인기를 끌고, 젊은 층을 중심으로 보양식에 대한 관심이 늘어난 점이 긍정적으로 작용한 것이다.

3. 채널 확장이 성공적으로 이루어지고 있는 기업

외식 채널의 부진이 장기화되며 채널 다변화 및 확장에 성공하고 있는 기업 역시 주목 받고 있다. 이에는 B2B 에서 B2C 로의 대전환을 맞이하고 있는 기업뿐만 아니라 온라인 채널이 급부상하며 각 기업에서 온라인 채널을 보강하려는 움직임이 두드러지는 현상 역시 포함된다. 특히 전 연령대에서 온라인 구매가 증가했지만 그 동안 온라인 소비에 소극적이었던 중장년층도 적극적인 소비행태를 보이는 점이 이전과 가장 다른 특징이다. 이에 1 분기 및 2 분기에 각 기업에서 온라인 매출이 차지하는 비중이 가파르게 상승하며, 해당 기업들은 향후에도 온라인 채널을 집중 공략할 것이라는 뜻을 밝혔다.

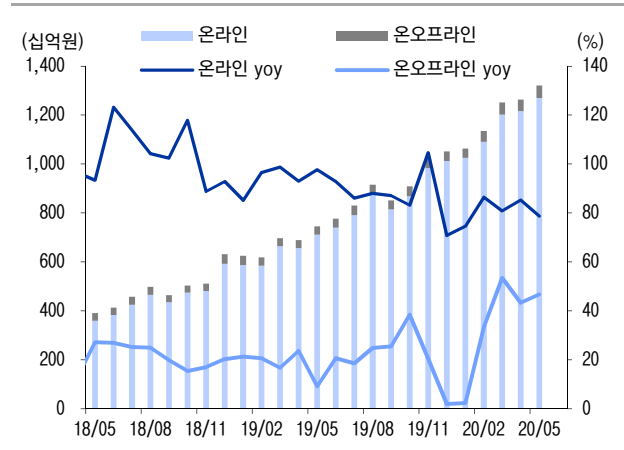
특히 코로나 19 기간에 온라인 성장을 맞본 기업들은 자사몰에 집중하려는 모습을 보이고 있다. 자사몰이 마진이 더 높다는 이유도 있고, 입점수수료 등이 거의 없기도 하기 때문이다. 특히 계열사 및 내부 보유 사업부를 통해 물류를 효율적으로 관리할 수 있는 기업에게 자사몰 전략은 특히 유리하다. 이에는 CJ 제일제당의 CJ 더마켓 등을 예로 들 수 있다.

그림29 온라인 거래액 - 음식료품 (온/오프라인)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 2017.01 이후부터 개정 후 기준, 4,5 월은 잠정치

그림30 온라인 거래액 - 음식서비스 (온/오프라인)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 2017.01 이후부터 개정 후 기준, 4,5 월은 잠정치

2 분기 온라인쇼핑 거래액 사상 최대, 37 조 4617 억 원으로, 온라인 쇼핑은 확산기에는 48%, 본격기에는 70%가 넘는 성장률을 보이며, 둔화기에는 46.6% 성장해 실상 과반 이상의 성장률을 유지해왔다. 이러한 온라인 시장의 성장은 코로나 19 이전에도 지속세를 보였기 때문에 코로나 19 를 계기로 그 속도를 가속해갈 것으로 보인다.

특히 디지털 뉴딜 중 비대면 산업 육성 관련 내용이 식사배달 및 온라인 전용 식품 거래 등의 산업 활성화 할 수 있을 것으로 기대한다. B2B 에서 B2C 로, 혹은 오프라인에서 온라인 채널로 빠르게 전환 중인 기업이 유리하기 때문이다. 또한 식사 배달 시장이 크게 확장되는 중인데 직접적으로 관련된 국내 상장 기업은 없다. 다만 배달 시장이 최근 편의점 품목 및 신선식품(식자재) 소량배송에 활발히 투자하며 이 역시 앞서 언급한 온라인 채널 전환에 유리한 가공식품 기업 등을 뒷받침한다.

4. 신제품 메가히트에 성공해 M/S 확장을 이어나가고 있는 기업

채널확장도 아니고, 내식 중심 포트폴리오도 아니면서 성장하려면 신제품 메가히트 등으로 M/S 및 시장 외형을 확대해가야 한다. 대표적 기업으로 하이트진로가 있다. 하이트진로는 작년 출시했던 진로이즈백, 테라가 시장을 빠른 속도로 잠식해가며, 코로나 19 이후 전체 주류시장이 유흥채널 부진 위주로 정체되고 있는 가운데 동사 2Q 누적 맥주 부문 판매량은 12.6% 성장, 소주 부문 판매량은 11.6% 가량 성장할 것으로 예상된다. 특히 주류는 유흥채널 비중이 높기 때문에 부진을 피할 수 없는데, 하이트진로는 유흥채널이 낮아진 기간에도 견조한 성장률을 유지했다. 여기서 가정채널로의 전환이 어느 정도 성공적으로 이루어졌을 것이라는 점을 유추 가능하다. M/S 는 맥주 40%대, 소주 60% 중반대로 이전 수준을 유지하고 있다. 또한 오리온 역시 최근 중국 시장에서 신제품을 안정적으로 안착시키며 M/S 를 확대해나가고 있다.

해외 음식료 현황

국내 음식료와 글로벌(주로 북미) 음식료 업황이 차이나는 지점은 소위 식료품주의 향방에 관한 것이다. 미국에서 Kroger, Target, Walmart, Costco 등 미국 도소매업자들의 매출은 올해 연간 높은 한자리수에서 낮은 두자리수 사이로 유지될 것으로 전망되고 있다. 반면 국내 식료품 관련주나 식자재 유통 업체는 외식업의 큰 부진과 함께 연간 역성장이 예상되는 상황이다.

이런 차이는 국내 및 미국의 코로나 확산 과정이 다소 다른 일로를 걷고 있으며, 식사 및 요리를 대하는 태도에 국가별로 다소 차이가 있는데서 온다. 일례로 해외에서는 재고 부족 사태가 더 심각하게 지속되며 식량난 이야기까지 종종 나오기도 했다. 반면 북미 등의 해외에서 대체육, 밀키트 등 푸드테크 업종 중 그 동안 이익 수준이 낮아 빛을 보지 못했던 시장이 내식 위주의 트렌드를 만나며 크게 상승했다. 특히 식사 배달 시장은 국내외 양쪽에서 크게 상승하고 있기도 하다.

이러한 글로벌 음식료 업황 속에서 북미 주요 대형 음식료 업체들은 크게 다음과 같은 양상을 보이고 있다. 1)근로자 부족, 공장 셧다운 등의 공급망 붕괴를 겪으며 투입 비용 증가 우려 존재, 2)이에 공급체인 단순화 작업 또는 생산라인 합리화 등의 시도 중, 3)공급체인 단순화 작업 진행, 4)수요를 맞추기 힘든 상황에서 매출 대비 재고 비율이 높은 업체들이 유리, 5)현금흐름 방어 일환으로 M&A 흐름이 약화되며 음식료 업체들이 자사주 매입을 줄이거나 심지어 배당을 줄일 것으로 예상되는 점이 그것이다.

글로벌 음식료 업체의 장기 향방은 여전히 코로나 19 모멘텀을 로열티나 브랜드 충성도로 얼마나 끌어오는지에 달려있다고 판단한다. 다만 그러기 위해서 현재 지나야 하는 관건은 국내보다 큰 폭으로 겪었던 공급체인 차질 및 공급 부족에 어떻게 대처하고 있는지 여부다. 공급 차질은 크게 두 가지 요인이 영향을 미치고 있다. 먼저 국내보다 수요 우위가 큰 폭으로 우세를 차지하며 매대에서 식품 등을 찾아보기 힘든 구간이 계속 발생하는 등 수요만큼 공급을 빨리 못 맞춰주는 현상이다. 이에 대해서는 기존 재고가 충분했던 가공식품 업체 위주로 매출 방어에 유리한 위치를 차지했다는

분석이다. 가령 콘아그라, 맥코믹, 스머커, 호벨과 같은 가공식품 업체들은 장기화되는 코로나 19로 인해 북미 중심으로 공급체인 붕괴가 길어지는 상황에서 좀 더 잘 버티고 있다고 보여진다. 이들 업체의 최근 매출 대비 재고 비율은 북미 주요 가공식품 업체들 중위값보다 위에 있는데, 이는 공급붕괴가 길어지거나 공장 폐쇄가 일어날 경우 수요를 더 잘 맞출 수 있어 유리하다.

두 번째로는 투입 비용 자체가 증가할 수 있는 우려에 관한 것이다. 코로나가 농축산업 분야의 근로자에게 영향을 미치고, 이는 다시 원재료의 수급 여부와 비용에 영향을 미쳤기 때문에 대규모의 원재료 수급과 관여해야 했던 북미 등 지역의 대형 음식료 업체는 이에 투입비용이 늘어나는 방향 등의 영향을 받았다. 육류 공장이 근로자 감염 확산 등으로 잇따라 섰다운했던 부분 외에도, 타이트한 국경 통제와 2주의 재택체제 기간(대체로 무급일 것) 견디는걸 원하지 않는다는 요인 때문에 대체로 계절적 이주 노동력으로 채워지던 농축산업 인력 비용에 변동이 있었다.

이러한 난항과는 다소 다르게 미국은 2분기 초까지도 서비스레벨이 상당히 견고했다. 이는 북미 가공식품 업체들이 1H20에 판매량이 부진한 라인을 축소하거나 중단하는 등 공급체인 단순화 작업을 빠르게 진행해 제조 부진이 생각보다 제한적이었기 때문에 90% 이상의 소비자 서비스 레벨을 유지할 수 있었던 것이다. 이런 다소 다급한 생산라인 합리화는 특정 음식료 업체에게 예상치 못한 반사 수혜를 가져다 주었다. 이에 몬텔레즈, 캠벨수프, 켈로그, 콘아그르를 포함하는 많은 업체들은 브랜드 포트폴리오를 최적화하기 위해 작업 중이다.

또한 국내와 마찬가지로 변화하는 트렌드에 맞춰 채널 전환을 유연하게 시도하고 있다는 점 역시 특징적이다. B2B에서 B2C로, 오프라인 매대 확보 노력의 일부를 온라인 채널 확보로 전환하는 등의 노력이 그것이다. 이에 따라 단기적으로 채널 전환에 따른 비용을 부담하는 업체가 생겼지만, 해당 비용은 장기 이익으로 충분히 치환될 수 있는 종류라고 보여진다.

Part III

종목별 하반기 전망

Top-picks: CJ제일제당, 하이트진로 > 풀무원, KT&G, 대상

앞서 설명한 조건에 각각 부합하는 기업 중 실적 모멘텀이 확인된 기업 위주로 선호 순서를 내림차순하여 CJ 제일제당을 해외 모멘텀 최선호주로, 하이트진로를 내수 모멘텀 최선호주로 제시한다. 차선호주로 풀무원, KT&G, 대상, 삼양식품을 제시하고 관심종목으로 농심, 오투기, 오리온을 선정하였다.

음식료업종 2H20 실적전망

1. 하이트진로

표11 하이트진로 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	423.0	524.4	529.1	558.6	533.9	581.6	614.4	593.0	582.0	628.5	674.3	646.8	2,035	2,323	2,532
소주	251.7	291.2	277.4	336.1	319.2	324.9	328.7	356.0	344.6	345.1	357.0	384.6	1,156	1,329	1,431
맥주	139.1	190.5	212.2	184.8	180.0	214.6	244.8	198.7	195.7	233.7	268.3	216.9	726.6	838.2	914.6
생수	19.7	25.3	27.5	24.0	23.9	27.4	28.3	24.5	30.3	34.3	35.7	30.8	96.4	104.2	131.1
기타	12.4	17.4	12.0	13.6	10.7	14.7	12.5	13.8	11.4	15.5	13.2	14.5	55.5	51.7	54.6
매출 YoY (%)	0.5	6.3	5.8	18.4	26.2	10.9	16.1	6.2	9.0	8.1	9.7	9.1	7.9	14.1	9.0
소주	2.8	8.7	9.2	23.1	26.8	11.6	18.5	5.9	8.0	6.2	8.6	8.0	11.2	14.9	7.7
맥주	-6.1	-0.7	1.4	12.1	29.4	12.6	15.4	7.5	8.7	8.9	9.6	9.1	1.8	15.4	9.1
생수	28.8	28.8	18.6	25.6	21.2	8.5	3.2	2.1	26.5	25.0	26.0	26.0	24.9	8.0	25.8
기타	1.6	25.1	-12.8	-7.3	-13.7	-15.9	4.2	1.2	5.9	5.7	5.3	5.3	1.5	-6.9	5.5
OP	-4.2	10.6	49.2	32.7	56.1	54.1	52.7	36.9	57.3	59.2	69.8	57.2	88.2	199.8	243.6
소주	18.6	26.9	50.5	32.5	46.3	38.5	42.4	29.5	48.9	47.6	55.3	49.2	128.4	156.8	201.1
맥주	-20.5	-17.1	-3.9	-1.7	8.9	12.0	9.5	7.0	8.0	11.2	14.0	7.6	-43.1	37.4	40.8
생수	-0.9	1.7	1.0	0.7	0.3	2.9	0.7	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	2.5	4.3	1.7
기타	-0.5	0.2	1.9	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	0.1	0.1
OP YoY (%)	적전	-60.5	67.9	85.5	흑전	410.9	7.1	12.8	2.1	9.5	32.6	55.3	-2.4	126.4	22.0
소주	-34.5	-20.3	102.7	5.1	148.9	43.3	-16.0	-9.0	5.6	23.6	30.5	66.6	8.9	22.1	28.3
맥주	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-9.4	-6.9	46.1	9.1	적지	흑전	9.0
OPM (%)	-0.99	2.02	9.29	5.85	10.52	9.30	8.57	6.22	9.85	9.43	10.36	8.85	4.34	8.60	9.62
소주	7.39	9.23	18.19	9.65	14.52	11.86	12.90	8.30	14.20	13.80	15.50	12.80	11.10	11.80	14.05
맥주	-14.76	-8.95	-1.82	-0.92	4.92	5.61	3.90	3.50	4.10	4.80	5.20	3.50	-5.94	4.46	4.46

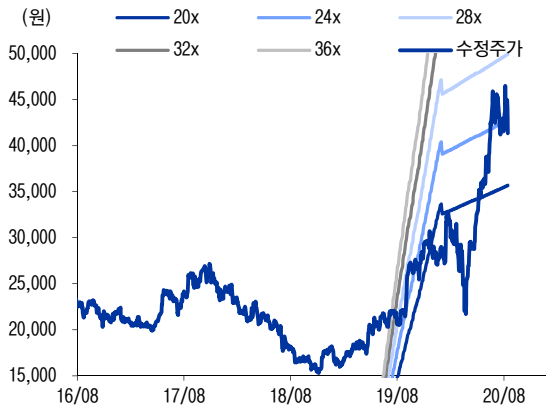
자료: 하이트진로, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가(원)	38,900	2020.08.21 기준
Target P/E (배)	30.8	동사 5년 내 연간 PER 하단: 30.8 에서 10% 할증, 기존 Target 유지
2020E EPS (원)	1,627.4	기존 추정치에서 큰 변화 없음
2021E EPS (원)	1,868.0	기존 추정치에서 큰 변화 없음
20E 기준 적정주가(원)	50,123	-
21E 기준 적정주가(원)	57,534	-
Target Price(원)	57,000	계산된 21E 적정주가에서 1,000 원 이하 단위 반올림, 기존 TP 유지
상승여력 (%)	46.5%	-

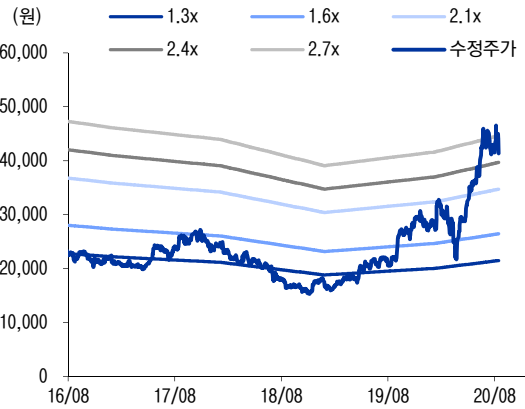
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 하이트진로 PER 밴드



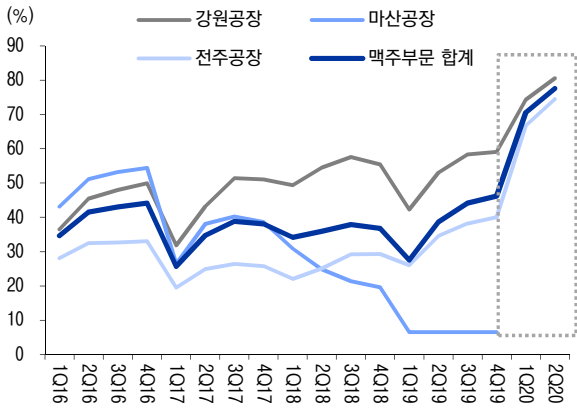
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 하이트진로 PBR 밴드



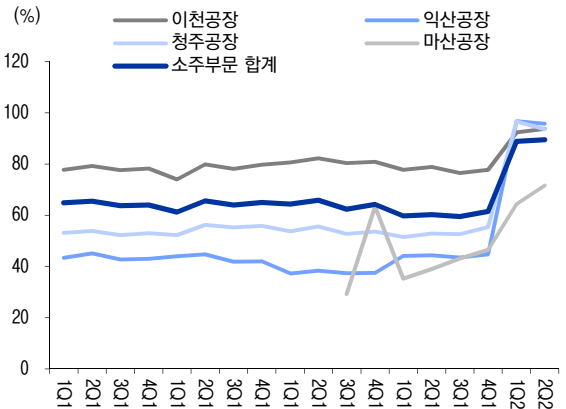
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 맥주 공장 가동률 (부문 합계 QoQ +7.0%p)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 소주 공장 가동률 (부문 합계 QoQ +0.6%p)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 판관비 추이 및 추정 세부

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
전체 판관비	151.2	179.3	175.2	165.7	167.2	230.6	183.8	202.0	174.4	217.50	211.4	212.0
매출대비	36%	36%	35%	35%	40%	44%	35%	36%	33%	36%	34%	35%
①인건비	47.5	49.4	51.0	52.9	55.3	48.5	64.4	57.1	59.3	59.8	61.4	59.3
매출대비	11.3%	10.0%	10.2%	11.2%	13.1%	9.2%	12.2%	10.2%	11.1%	10.3%	10.0%	10.0%
②유무형상각비	5.2	5.2	5.2	5.4	8.6	8.6	9.3	9.2	9.1	9.0	10.4	10.1
매출대비	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	2.0%	1.6%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
③대손상각비	1.1	2.9	1.8	0.7	2.1	2.8	2.0	6.1	9.9	0.7	6.8	6.5
매출대비	0.3%	0.6%	0.4%	0.1%	0.5%	0.5%	0.4%	1.1%	1.9%	1.1%	1.1%	1.1%
④광고선전비	28.8	45.5	38.2	27.5	34.3	73.2	36.8	42.8	30.8	56.3	55.3	47.4
매출대비	6.8%	9.2%	7.6%	5.8%	8.1%	14.0%	7.0%	7.7%	5.8%	11.4%	9.0%	8.0%
⑤기타판관비	68.6	76.3	79.1	79.3	66.9	97.5	71.3	86.8	65.3	80.6	71.4	88.9
매출대비	16.3%	15.5%	15.8%	16.8%	15.8%	18.6%	13.5%	15.5%	12.2%	13.9%	11.6%	15.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 인건비는 급여+퇴직급여+복리후생비, 기타판관비에는 운반비, 기타판매비, 지급수수료, 용역비, 기타관리비 포함

2. CJ 제일제당

표14 CJ 제일제당 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	1Q21E	1Q21E	1Q21E	2019	2020E	2021E
매출	5,018	5,515	5,858	5,961	5,831	5,921	6,715	6,718	6,493	6,599	7,250	7,191	22,352	25,184	27,533
대통제외	2,811	3,186	3,446	3,324	3,482	3,461	3,968	3,690	3,773	3,725	4,267	3,946	12,767	14,600	15,711
식품 (슈완스有)	1,721	1,955	2,225	2,111	2,261	2,191	2,644	2,419	2,507	2,408	2,893	2,628	8,011	9,514	10,435
- 소재	450	418	472	419	423	428	484	428	433	438	489	435	1,759	1,764	1,794
- 가공	1,271	1,537	1,094	1,002	1,095	1,040	1,317	1,178	1,257	1,175	1,478	1,299	4,054	4,630	5,209
· 국내	810	705	847	736	799	714	871	774	844	754	942	811	3,098	3,159	3,351
· 글로벌(슈완스外)	220	224	247	266	296	326	446	403	414	421	536	487	957	1,471	1,858
· 슈완스	240	608	660	690	743	723	842	813	817	795	926	894	2,199	3,120	3,432
바이오부문	1,090	1,232	1,222	1,213	1,221	1,270	1,324	1,271	1,266	1,317	1,374	1,319	4,756	5,086	5,276
- 바이오	589	742	719	712	678	743	775	742	712	780	814	779	2,763	2,938	3,085
- F&C	501	489	502	501	543	527	549	529	554	537	560	539	1,993	2,148	2,191
대한통운	2,433	2,535	2,622	2,826	2,515	2,650	2,747	3,028	2,720	2,874	2,983	3,245	10,415	10,940	11,822
매출 YoY (%)	15.4	23.8	18.5	21.1	16.2	7.4	14.6	12.7	11.3	11.5	8.0	7.0	19.7	12.7	9.3
대통제외	11.9	34.6	25.5	25.4	23.9	8.6	15.1	11.0	8.4	7.6	7.5	7.0	24.2	14.4	7.6
식품	30.7	59.0	52.7	66.2	31.4	12.1	18.8	14.6	10.9	9.9	9.4	8.6	51.9	18.8	9.7
- 소재	-2.7	-9.1	-2.4	-2.0	-6.0	2.4	2.5	2.3	2.3	2.2	1.0	1.5	-4.1	0.2	1.7
- 가공	20.8	20.8	12.5	18.8	6.3	12.0	20.5	17.6	14.8	13.0	12.2	10.3	18.0	14.2	12.5
바이오부문	0.8	8.2	-5.2	-12.1	12.0	3.1	8.4	4.8	3.7	3.8	3.8	3.8	-2.7	6.9	3.7
- 바이오	-0.4	20.9	-2.3	-7.9	15.0	0.1	7.8	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0	1.7	6.3	5.0
- F&C	2.3	-6.7	-9.2	-17.5	8.5	7.7	9.3	5.6	2.0	2.0	2.0	2.0	-8.3	7.8	2.0
대한통운	21.5	11.0	8.4	12.3	3.4	4.5	4.8	7.2	8.2	8.5	8.6	7.2	13.0	5.0	8.1
OP	179.1	175.3	272.7	269.8	275.9	384.9	381.6	330.7	287.4	315.7	354.2	363.5	896.9	1,373.1	1,320.9
대통제외	143.6	105.4	181.0	172.1	220.1	301.6	291.6	217.7	202.4	222.7	256.2	242.5	602.1	1,031.0	923.9
식품	100.9	54.0	131.5	55.7	116.3	126.4	156.0	135.5	137.9	146.9	182.3	152.4	342.1	534.1	619.4
바이오부문	42.7	51.4	49.5	116.4	103.8	175.2	135.7	82.2	64.5	75.9	73.9	90.1	260.0	496.9	304.4
- 바이오	52.5	59.4	52.5	68.4	51.1	110.9	82.9	65.3	51.2	63.0	60.0	75.6	232.7	310.3	249.8
- F&C	-9.5	-7.8	-3.0	47.6	52.7	64.3	52.7	16.9	13.3	12.8	13.9	14.5	27.2	186.6	54.6
대한통운	45.3	71.8	88.7	101.3	58.0	84.0	90.0	113.0	85.0	93.0	98.0	121.0	307.2	345.0	397.0
OP YoY (%)	-14.8	-5.0	2.8	56.3	54.1	119.6	39.9	22.6	4.2	-18.0	-7.2	9.9	7.7	53.1	-3.8
대통제외	-15.9	-19.7	-14.3	65.2	53.3	186.1	61.1	26.5	-8.0	-26.2	-12.1	11.4	-2.4	71.2	-10.4
식품	-13.6	-21.3	-5.5	69.3	15.3	134.1	18.6	143.2	18.6	16.2	16.9	12.5	-4.3	56.1	16.0
바이오부문	1.9	-17.9	-31.2	63.3	143.1	240.8	174.1	-29.3	-37.8	-56.7	-45.5	9.5	5.0	91.1	-38.7
- 바이오	8.4	32.2	-3.5	47.4	-2.6	86.8	58.0	-4.5	0.3	-43.2	-27.6	15.7	19.9	33.3	-19.5
- F&C	적지	적전	적전	0.9	흑전	흑전	흑전	-64.4	-74.8	-80.0	-73.6	-14.2	-49.2	585.9	-70.7
대한통운	0.1	25.7	67.9	15.9	27.9	17.0	1.4	11.5	46.6	10.7	8.9	7.1	26.6	12.3	15.1
OPM (%)	3.6	3.2	4.7	4.5	4.7	6.5	5.7	4.9	4.4	4.8	4.9	5.1	4.0	5.5	4.8
대통제외	5.1	3.3	5.3	5.2	6.3	8.7	7.3	5.9	5.4	6.0	6.0	6.1	4.7	7.1	5.9
식품	5.9	2.8	5.9	2.6	5.1	5.8	5.9	5.6	5.5	6.1	6.3	5.8	4.3	5.6	5.9
바이오부문	3.9	4.2	4.1	9.6	8.5	13.8	10.2	6.5	5.1	5.8	5.4	6.8	5.5	9.8	5.8
- 바이오	8.9	8.0	7.3	9.6	7.5	14.9	10.7	8.8	7.2	8.1	7.4	9.7	8.4	10.6	8.1
- F&C	-1.9	-1.6	-0.6	9.5	9.7	12.2	9.6	3.2	2.4	2.4	2.5	2.7	1.4	8.7	2.5
대한통운	1.9	2.8	3.4	3.6	2.3	3.2	3.3	3.7	3.1	3.2	3.3	3.7	2.9	3.2	3.4

자료: CJ 제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 글로벌에서는 슈완스 및 수출실적 제외, 생물자원 부문은 3Q19부터 Feed&Care

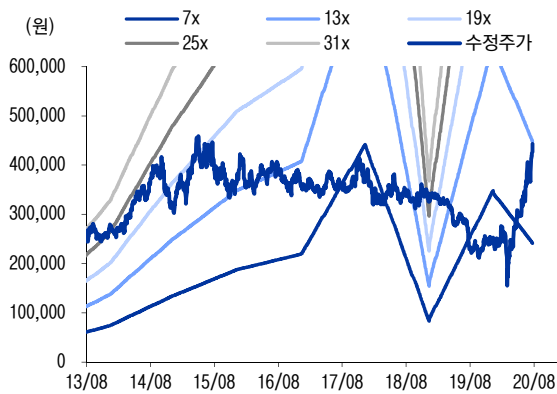
표15 밸류에이션 및 목표주가 산정 기준 - SOTP Valuation

(단위: 십억원)

멀티플	구분	2020E	Target Multiple	가치산정	비고
식품	OP	534.1	13.18	9,908	해외 가공식품 EV/EBITDA 평균에서 15% 할인
	EBITDA	752			
바이오부문	OP	497	6.47	4,873	기존 Target 유지
	EBITDA	753			
대한통운	OP	345	9.3	3,215	기존 Target 유지 (가치산정에 대한통운 지분율 적용)
	EBITDA	685			
영업가치 20E		17,995	식품부문, 바이오부문, 대한통운 가치산정 합산		
순차입금 20E		9,092.7	-		
총기업가치 20E		8,902.5	영업가치-순차입금		
유통주식수 (상장주수-자사주수)		14,695,755	-		
적정주가		605,789	총기업가치/유통주식수		
목표주가		610,000	적정주가에서 10,000 원 이하 단위 반올림해서 산정, 기존 TP 유지		
현재주가		397,000	20.08.21 기준		
상승여력		53.7%	-		

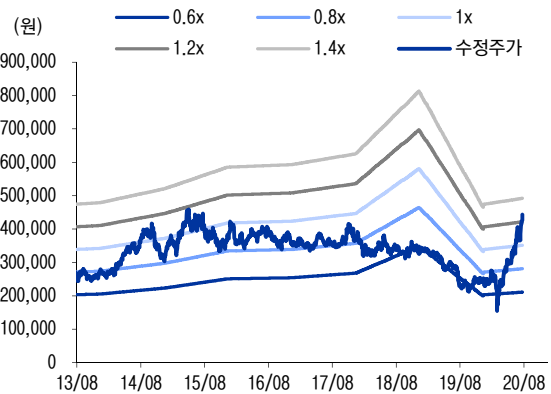
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 CJ 제일제당 PER 밴드



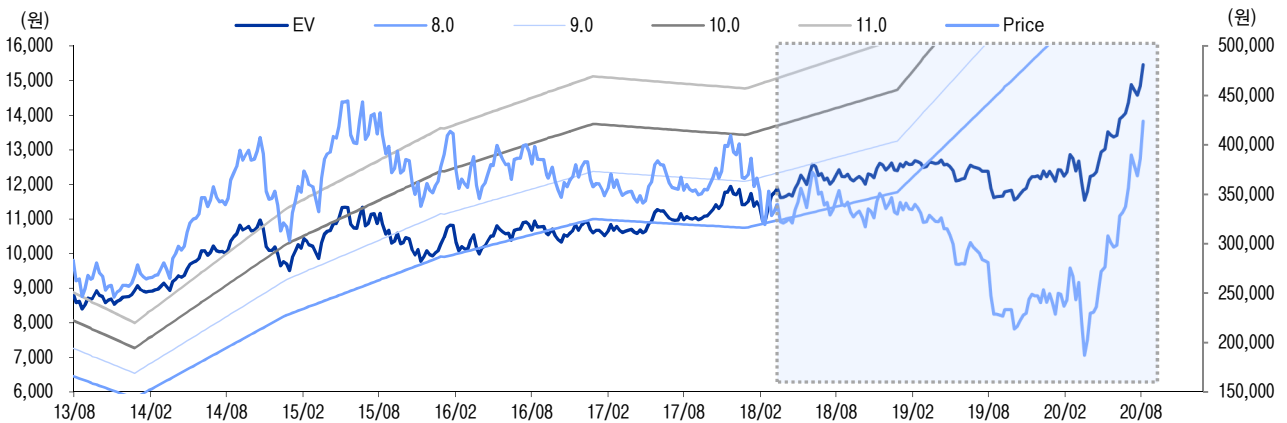
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 CJ 제일제당 PBR 밴드



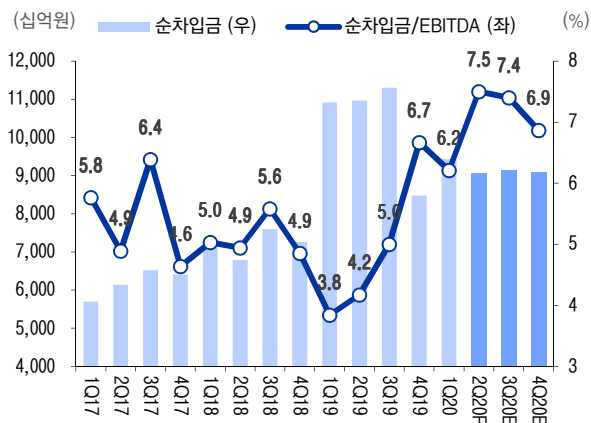
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 CJ 제일제당 EV/EBITDA 밴드



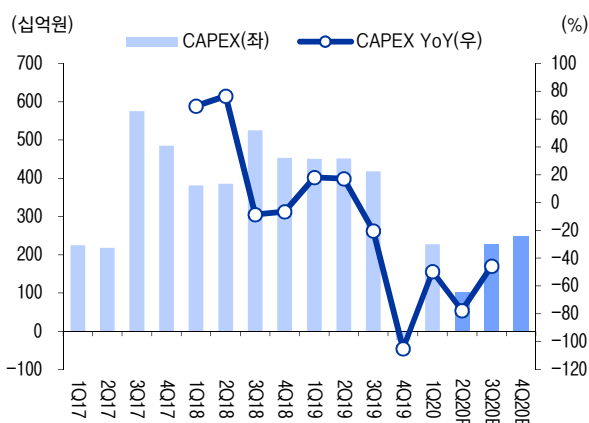
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 순차입금 추이 및 추정



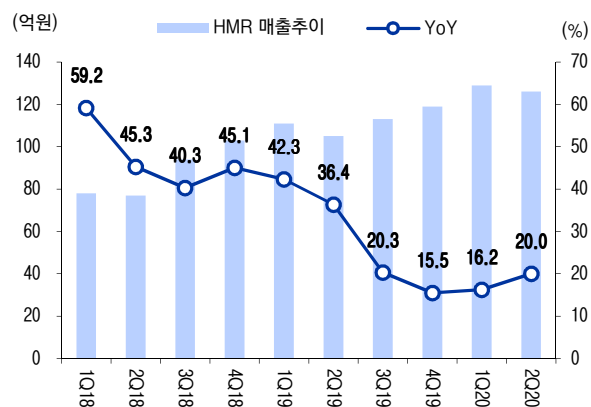
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 잠정 기준, 대통 포함 전사 기준

그림39 CAPEX 추이 및 추정



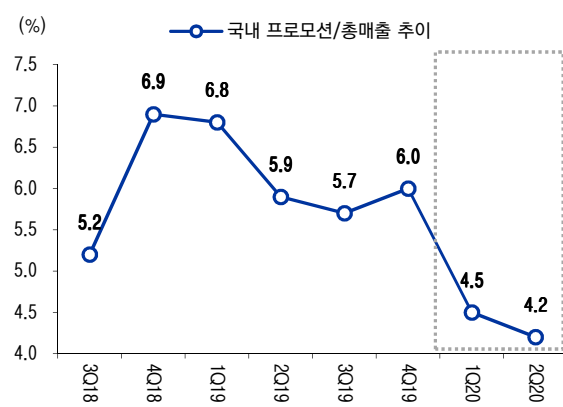
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 잠정 기준, 대통 포함 전사 기준

그림40 HMR 매출 성장 속도 반등



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 프로모션 비용 여전히 제한적



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. 삼양식품

표16 삼양식품 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	120.4	133.7	137.6	151.9	156.4	174.1	176.7	175.1	175.2	202.6	198.9	189.9	543.6	682.3	766.7
면/스낵	117.9	129.2	133.9	149.2	153.4	170.5	167.9	167.3	166.4	193.0	190.3	182.5	530.2	659.1	732.2
면류	108.5	119.0	122.9	138.5	141.1	158.8	155.7	155.1	153.3	180.5	177.5	169.8	488.9	610.8	681.1
국내	57.4	51.2	54.7	59.7	66.6	53.6	55.8	60.6	67.6	54.4	56.6	61.5	223.1	236.6	240.1
수출	51.0	67.8	68.2	78.8	74.6	105.2	99.9	94.5	85.7	126.1	120.9	108.2	265.8	374.2	440.9
스낵	6.2	6.2	6.0	5.6	6.5	6.0	6.2	6.1	7.1	6.6	6.7	6.7	24.0	24.8	27.1
유가공,조미소재	8.0	10.4	9.7	9.6	10.0	10.1	9.8	9.9	11.0	11.1	10.7	10.8	37.7	39.7	43.7
기타	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.6
매출에누리	-5.6	-6.0	-6.1	-7.1	-7.2	-6.6	-7.1	-8.2	-8.4	-7.7	-8.2	-9.5	-24.8	-29.2	-33.8
매출 YoY (%)	-4.4	8.2	25.0	38.3	29.9	30.2	28.4	15.3	12.0	16.4	12.6	8.5	15.8	25.5	12.4
면/스낵	-6.1	6.6	24.1	37.7	30.2	32.0	25.3	12.1	8.5	13.2	13.3	9.1	14.5	24.3	11.1
면류	-9.2	4.0	21.4	38.1	30.1	33.5	26.6	12.0	8.6	13.6	14.0	9.4	12.3	24.9	11.5
국내	-22.9	-7.3	6.8	6.7	15.9	4.6	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	-5.8	6.0	1.5
수출	13.4	14.5	36.4	77.6	46.1	55.3	46.5	20.0	15.0	19.8	21.0	14.5	33.9	40.8	17.8
스낵	43.6	32.0	38.5	7.5	4.7	-3.4	3.2	9.5	9.2	9.2	9.2	9.2	29.3	3.4	9.2
GP	33.3	39.6	40.1	44.1	47.8	54.2	53.8	53.6	53.4	62.7	61.7	59.0	157.1	209.4	236.7
면/스낵	38.3	44.2	45.1	50.2	54.0	59.9	58.8	58.6	58.2	67.6	66.6	63.9	177.9	231.1	256.3
GPM (%)	28	30	29	29	31	31	30	31	30	31	31	31	29	31	31
면/스낵	33	34	34	34	35	35	35	35	35	35	35	35	34	35	35
OP	15.3	20.8	21.0	21.2	26.7	29.5	29.2	28.9	28.9	33.4	32.8	31.3	78.3	114.2	126.5
OP YoY (%)	-15.0	60.1	65.1	85.2	74.0	41.6	39.1	36.4	8.4	13.3	12.6	8.5	41.9	45.9	10.8
OPM (%)	12.7	15.6	15.2	13.9	17.1	16.9	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	14.4	16.7	16.5

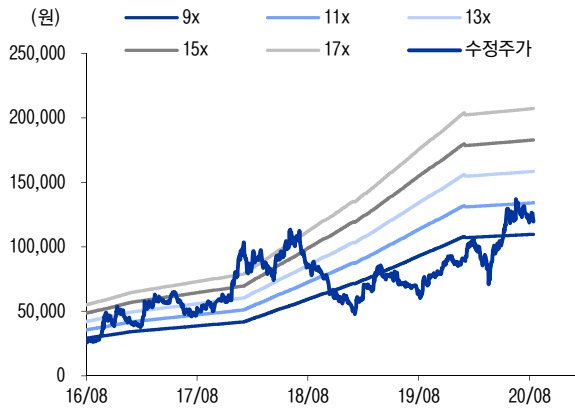
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 면류와 스낵 구분은 별도 재무제표 기준

표17 밸류에이션 및 목표주가 산정 기준 - 최근 5년 동사 연간 PER 평균

구분	추정치	비고
현재주가(원)	111,000	2020.08.21 종가 기준
Target P/E (배)	15.0	기존 Target 유지
2020E EPS(원)	11,903.9	-
적정주가(원)	178,559	적정주가에서 1,000 원 단위 내림해서 목표주가 설정
Target Price (원)	170,000	기존 TP 유지
상승여력(%)	53.2%	-

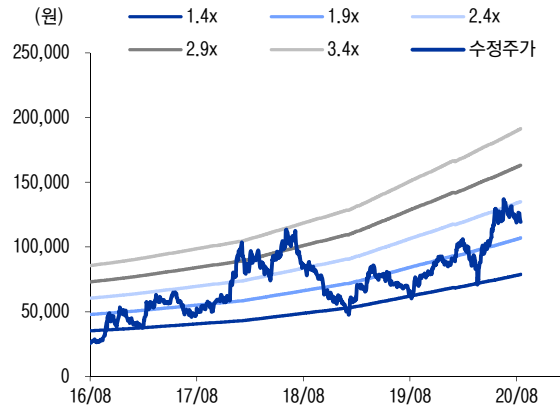
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 삼양식품 PER 밴드



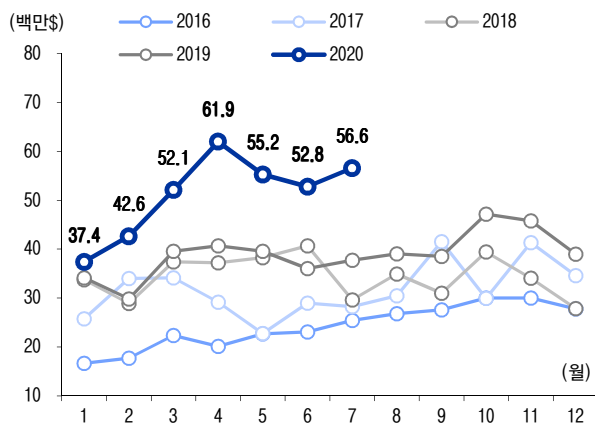
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 삼양식품 PBR 밴드



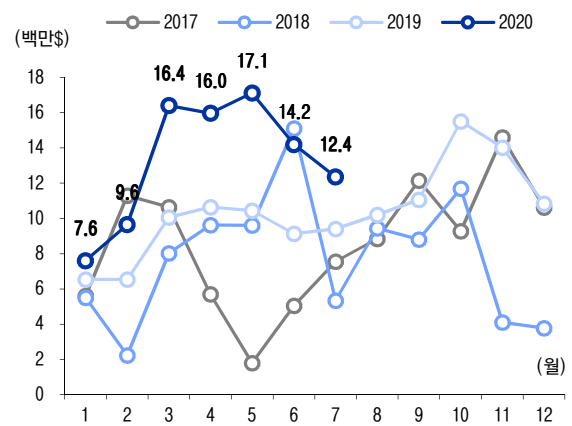
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 라면 전체 수출 추이



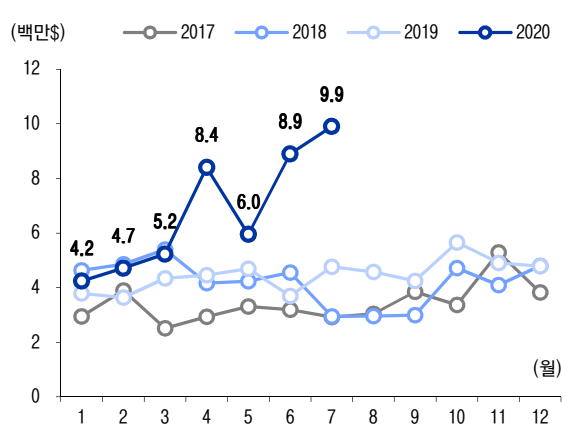
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 라면 중국 수출 추이



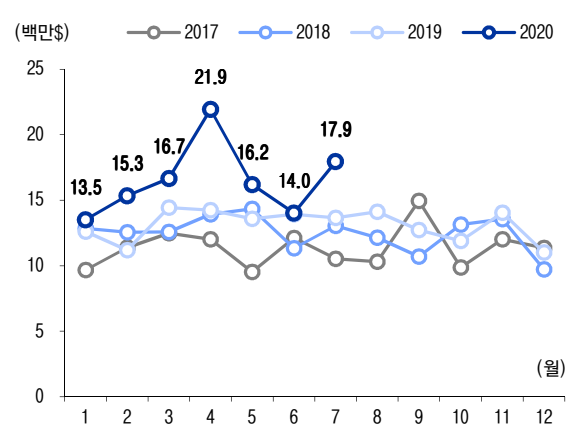
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 라면 미국 수출 추이



자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 라면 중국외 주요 아시아 국가 수출 추이



자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 일본, 대만, 태국, 베트남, 말레이시아, 필리핀, 홍콩, 인도네시아

4. 풀무원

표18 풀무원 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2020E
매출	549.3	597.1	626.8	608.2	562.6	565.1	621.3	615.5	594.4	601.0	657.6	649.7	2,381.5	2,364.6	2,502.7
지주	0.1	2.1	0.4	0.7	0.9	0.7	0.4	0.7	0.8	0.7	0.4	0.7	3.4	2.7	2.7
국내 식품	281.2	341.2	329.5	332.0	312.8	313.8	342.1	347.9	321.6	328.9	354.0	358.7	1,283.9	1,316.6	1,363.2
급식 및 외식	154.2	167.4	179.6	160.4	125.6	114.8	128.3	125.9	129.4	118.3	132.1	129.7	661.6	494.6	509.5
물류	6.0	9.7	9.0	8.5	7.7	8.2	8.8	8.6	9.9	6.9	8.5	8.7	33.2	33.3	34.1
건강기능	29.8	-16.6	14.0	11.4	9.9	9.0	13.9	11.3	9.4	8.5	13.2	10.8	38.5	44.1	41.9
국내 소계	471.3	503.8	532.5	513.0	456.9	446.6	493.3	494.5	471.1	463.3	508.2	508.6	2,020.6	1,891.3	1,951.3
해외 식품	88.6	82.0	94.0	95.0	105.5	118.2	128.0	120.9	123.3	137.7	149.4	141.0	359.7	472.7	551.4
매출 YoY (%)	0.8	4.3	6.9	7.0	2.4	-5.3	-0.9	1.2	5.6	6.3	5.8	5.6	4.8	-0.7	5.8
지주	-79.9	151.1	-52.2	-3.7	480.5	-64.2	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	7.0	-19.4	-2.0
국내 식품	3.6	16.0	11.3	16.0	11.2	-8.0	3.8	4.8	2.8	4.8	3.5	3.1	11.8	2.5	3.5
급식 및 외식	-2.7	4.0	2.8	-2.1	-18.5	-31.4	-28.6	-21.5	3.0	3.0	3.0	3.0	0.5	-25.2	3.0
물류	-4.6	32.2	17.0	27.4	28.6	-16.0	-2.5	1.5	28.9	-16.2	-2.5	1.5	18.6	0.2	2.5
건강기능	-4.1	적전	-54.9	-61.9	-66.7	흑전	-0.8	-0.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-69.2	14.5	-5.0
국내 소계	0.7	1.5	4.3	5.2	-3.1	-11.4	-7.4	-3.6	3.1	3.7	3.0	2.9	3.0	-6.4	3.2
해외 식품	15.0	8.5	24.2	18.0	19.0	44.2	36.2	27.3	16.8	16.4	16.7	16.6	16.4	31.4	16.7
OP	1.5	10.8	11.2	7.0	4.5	14.7	16.1	19.1	20.1	23.9	24.1	21.4	30.6	54.4	89.5
지주	6.8	2.9	1.8	0.8	9.3	2.2	0.6	1.1	1.3	1.1	0.6	1.0	12.3	13.0	4.0
국내 식품	10.5	12.1	12.7	14.1	15.8	18.8	19.2	16.0	16.4	19.9	20.0	16.7	49.4	69.7	73.0
급식 및 외식	-3.1	3.8	5.7	0.0	-11.1	-7.2	-5.8	-0.1	0.1	0.6	1.6	1.4	6.4	-24.2	3.7
물류	-0.5	2.5	0.4	1.2	0.9	1.1	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9	0.9	3.7	3.8	3.6
건강기능	0.8	-1.6	-0.6	-0.2	-0.2	-0.9	-0.6	-0.2	-0.2	0.1	-0.6	-0.2	-1.6	-1.9	-0.8
국내 소계	14.5	19.8	20.0	15.8	14.7	13.9	14.3	17.6	18.7	22.4	22.5	19.9	70.1	60.5	83.4
해외 식품	-6.9	-9.5	-9.5	-10.2	-3.4	1.8	1.8	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	-36.2	1.6	6.1
OP YoY (%)	213.4	-18.8	-30.0	-32.5	202.3	36.5	42.9	171.1	342.4	62.3	50.2	12.1	-24.0	78.0	64.5
국내 식품	-1.4	-26.7	-24.0	-11.8	50.3	54.9	50.3	13.8	3.8	5.8	4.5	4.1	-17.5	41.0	4.6
급식 및 외식	적지	23.2	-12.8	-98.6	적지	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-21.1	적전	흑전
물류	적지	2,151.3	흑전	흑전	흑전	-57.2	111.5	-22.3	11.7	-33.8	-2.5	1.5	흑전	5.3	-7.0
건강기능	211.7	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적전	적지	적지
국내 소계	-41.9	-9.2	-20.5	-26.7	1.5	-29.8	-28.7	11.3	27.1	61.4	57.5	12.6	-25.0	-13.7	37.9
해외 식품	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-0.2	-0.1	0.1	적지	흑전	2.7
OPM (%)	0.3	1.8	1.8	1.2	0.8	2.6	2.6	3.1	3.4	4.0	3.7	3.3	1.3	2.3	3.6
국내 식품	3.7	3.6	3.9	4.2	5.1	6.0	5.6	4.6	5.1	6.0	5.7	4.6	3.9	5.3	5.4
급식 및 외식	-2.0	2.3	3.2	0.0	-8.9	-6.3	-4.5	-0.1	0.1	0.5	1.2	1.1	1.0	-4.9	0.7
물류	-8.2	26.1	4.8	13.7	12.1	13.3	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	11.0	11.6	10.5
건강기능	2.7	9.8	-4.2	-1.9	-1.6	-10.2	-4.3	-1.9	-1.6	1.3	-4.3	-1.9	-4.2	-4.3	-1.9
국내 소계	3.1	3.9	3.8	3.1	3.2	3.1	2.9	3.6	4.0	4.8	4.4	3.9	3.5	3.2	4.3
해외 식품	-7.8	-11.6	-10.1	-10.8	-3.2	1.5	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	-10.1	0.3	1.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 전체에서 기타부문 생략, OP에서 지주 생략, 부문별 매출은 외부수익 기준

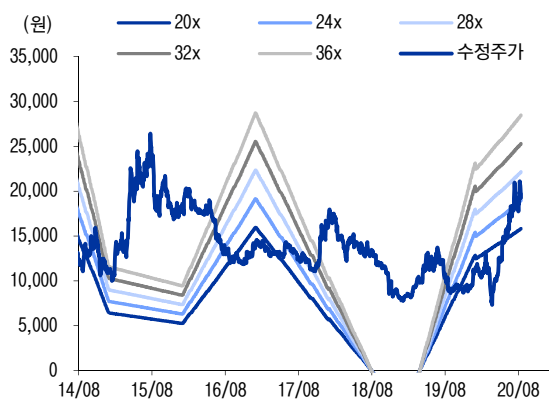
OP 사업부별 구분은 보고서에서 "보고부문의익(손실)"에 나타난 내용으로, 해당 기준은 영업이익에 근거한 성과 평가지만 총합이 실제 영업이익과 약간의 차이 있음

표19 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가	17,800	20.08.21 종가 기준
① Target P/B	1.8	최근 5년 동사 연간 PBR 평균, 기존 PBR Target 유지
2020E BPS	9,921.8	기존 추정치에서 유의미한 변화 없음
21E BPS	10,797.6	-
20E 기준 적정주가	17,859	-
21E 기준 적정주가	19,436	20E 기준에서 21E 기준으로 변경
② Target P/E	24.0	동사 PER 밴드 중단, 기존 PER Target 유지
2020E EPS	698.3	-
21E EPS	1,082.4	-
20E 기준 적정주가	16,760	-
21E 기준 적정주가	25,977	21E 기준
③ 20E 기준 평균	17,310	-
21E 기준 평균	22,706	P/B 기준 추정치와 P/E 기준 추정치 평균
Target Price	22,000	21E 적정주가 평균값에서 1,000 원 이하 내림, 기존 TP 유지
상승여력	23.6%	-

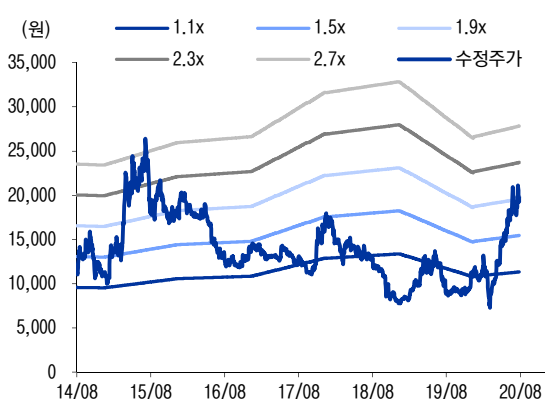
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 풀무원 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 풀무원 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

5. 농심

표20 농심 분기/연간 실적 추이 및 전망

십억원, %	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
연결매출	588.6	568.2	589.9	597.3	687.7	668.0	685.7	696.3	750.1	709.9	723.7	732.4	2,343.9	2,737.8	2,916.1
한국	455.3	439.1	447.0	459.0	519.9	483.5	525.3	539.9	577.7	525.7	554.6	566.9	1,800.5	2,068.7	2,224.9
중국	43.3	38.5	44.1	40.7	55.9	59.8	57.4	46.8	71.3	65.8	64.4	51.8	166.6	219.8	253.4
미국	71.0	67.4	77.1	76.2	74.0	80.3	91.4	89.3	89.9	88.2	102.4	97.2	291.7	334.9	377.7
별도매출	535.0	521.7	530.2	540.7	610.1	580.6	595.7	606.3	660.1	619.9	633.7	642.4	2,127.6	2,392.8	2,556.1
-라면	341.8	336.4	333.0	357.5	405.2	383.0	377.4	408.7	439.8	406.8	399.0	430.2	1,368.7	1,574.3	1,675.9
내수	300.0	294.9	295.2	314.1	352.5	316.7	322.4	356.8	372.6	333.8	337.9	371.4	1,204.2	1,348.4	1,415.7
수출	41.8	41.5	37.8	43.4	52.7	66.3	55.0	51.9	67.2	73.1	61.1	58.8	164.5	225.9	260.2
-스낵	84.7	82.4	89.7	87.8	96.7	91.7	98.9	91.5	99.0	93.9	101.2	93.7	344.6	378.7	387.8
내수	79.1	77.8	84.6	82.0	91.2	85.6	92.9	85.5	93.5	87.7	95.2	87.6	323.5	355.2	364.1
수출	5.5	4.6	5.1	5.8	5.4	6.1	6.0	6.0	5.5	6.2	6.0	6.1	21.1	23.6	23.7
-기타	108.5	102.9	107.5	95.4	108.2	105.9	119.5	106.2	121.2	119.2	133.4	118.6	414.3	439.8	492.5
내수	101.5	97.9	100.1	88.8	100.5	94.1	110.0	97.7	111.5	104.2	121.5	107.9	388.3	402.3	445.1
수출	7.0	5.0	7.4	6.6	7.7	11.8	9.4	8.5	9.7	14.9	12.0	10.7	26.0	37.5	47.3
연결매출 YoY	4.5	6.6	4.2	4.0	16.8	17.6	16.2	16.6	9.1	6.3	5.5	5.2	4.8	16.8	6.5
한국	2.3	4.1	0.6	1.1	14.2	10.1	17.5	17.6	11.1	8.7	5.6	5.0	2.0	14.9	7.5
중국	-0.6	8.4	5.1	13.5	28.9	55.3	30.2	15.0	27.6	10.2	12.3	10.6	6.2	31.9	15.3
미국	22.7	17.3	23.3	13.0	4.2	19.1	18.5	17.2	21.6	9.8	12.1	8.9	18.9	14.8	12.8
별도매출 YoY	3.3	3.9	1.6	1.8	14.0	11.3	12.4	12.1	8.2	6.8	6.4	6.0	0.0	0.0	0.0
-라면	2.4	4.2	-0.4	3.3	18.6	13.9	13.3	14.3	8.5	6.2	5.7	5.3	2.4	15.0	6.5
내수	1.8	3.0	-0.5	1.5	17.5	7.4	9.2	13.6	5.7	5.4	4.8	4.1	1.4	12.0	5.0
수출	7.2	13.9	0.5	18.3	26.0	60.0	45.6	19.5	27.6	10.2	11.2	13.2	9.9	37.3	15.2
-스낵	-3.2	-4.4	3.3	4.0	14.2	11.3	10.2	4.2	2.4	2.4	2.4	2.4	-0.1	9.9	2.4
내수	-3.6	-4.4	3.7	4.1	15.3	10.1	9.8	4.2	2.5	2.5	2.5	2.5	-0.1	9.8	2.5
수출	3.1	-3.2	-2.9	2.5	-2.0	32.0	16.5	4.5	1.0	0.8	0.4	0.5	0.0	11.8	0.7
-기타	12.3	10.5	6.7	-5.0	-0.3	3.0	11.2	11.2	12.0	12.5	11.7	11.7	6.0	6.1	12.0
내수	11.6	9.8	4.9	-6.3	-1.0	-3.9	10.0	10.0	11.0	10.8	10.4	10.4	4.9	3.6	10.7
수출	24.8	28.6	37.4	15.7	10.3	138.7	27.7	27.6	25.6	26.1	26.9	26.8	26.3	44.2	26.4
OP	31.6	8.2	18.6	20.4	63.6	41.4	32.0	27.5	44.4	27.9	35.0	42.4	78.8	164.5	149.6
한국	23.2	3.5	10.8	11.6	47.2	16.7	22.1	18.4	30.0	18.4	23.8	31.2	49.0	104.4	103.5
중국	2.4	2.8	2.5	2.8	6.4	10.1	3.6	2.2	5.6	3.2	3.6	2.9	10.4	22.2	15.2
미국	3.4	2.3	3.3	3.6	6.6	10.9	4.5	4.1	5.8	4.3	5.6	5.3	12.6	26.0	21.1
OP YoY (%)	-8.1	26.9	-14.5	-21.3	101.1	404.8	72.4	34.5	-30.2	-32.7	9.3	54.0	-11.0	108.7	-9.0
한국	-18.1	22.8	-24.0	-45.6	104.0	375.7	105.2	58.0	-36.4	10.2	8.1	69.8	-26.4	112.8	-0.9
중국	49.1	194.6	-43.3	1,189.9	162.8	264.5	44.7	-20.8	-13.0	-68.6	1.4	31.8	46.6	112.9	-31.5
미국	119.2	54.3	54.2	29.0	93.3	364.1	37.5	14.4	-10.9	-60.3	25.8	30.2	58.0	106.9	-18.8
OPM	5.4	1.4	3.1	3.4	9.2	6.2	4.7	3.9	5.9	3.9	4.8	5.8	3.4	6.0	5.1
한국	4.8	0.7	2.2	2.4	8.7	3.4	4.2	3.4	5.2	3.5	4.3	5.5	2.6	5.0	4.7
중국	5.6	7.2	5.6	6.8	11.4	16.9	6.2	4.7	7.8	4.8	5.6	5.6	6.3	10.1	6.0
미국	4.8	3.5	4.2	4.7	8.9	13.6	4.9	4.6	6.5	4.9	5.5	5.5	4.3	7.8	5.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

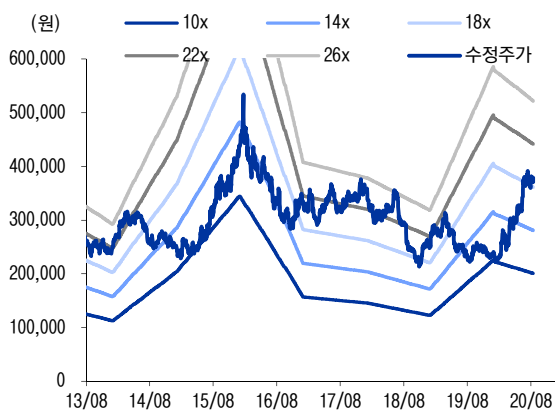
주: 연결매출 하위에서 캐나다, 일본, 호주, 베트남 법인 생략

표21 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가(원)	361,000	20.08.14 종가 기준
Target P/E(배)	22.2	글로벌 Peer 2 개사(닛신,토요) 20E PER 평균에서 20% 할인, Target 유지
2020E EPS(원)	22,291.3	기존 추정치에서 변동폭 미미
적정주가(원)	493,976	계산된 적정주가에서 10,000 원 아래 자리를 내려서 목표주가 산정
목표주가(원)	490,000	TP 유지
상승여력(%)	35.7%	-

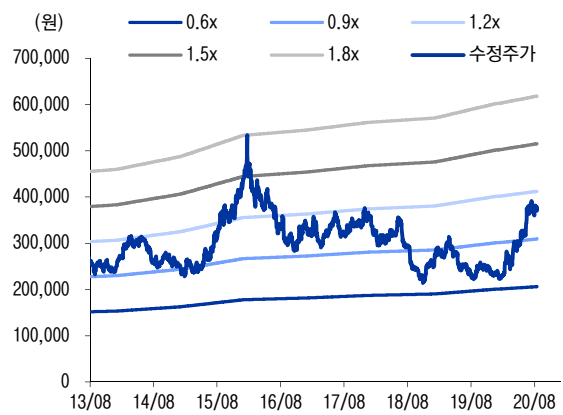
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 농심 PER 밴드



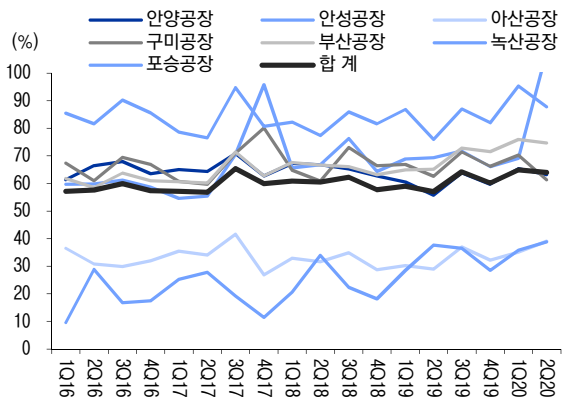
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 농심 PBR 밴드



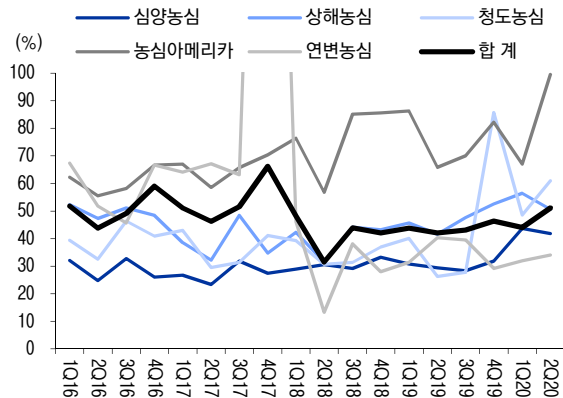
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 국내 분기 환산 평균 가동률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 해외 분기 환산 평균 가동률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

6. 오리온

표22 오리온 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	497.6	439.3	530.0	556.4	539.8	515.1	600.2	614.9	574.6	555.9	645.2	656.3	2,023	2,270	2,432
한국	178.0	177.8	182.7	194.3	190.8	184.1	189.5	201.3	198.2	190.9	197.0	209.1	732.8	765.7	795.3
중국	325.0	273.5	367.8	382.8	355.1	342.9	427.4	429.9	373.6	365.1	456.0	452.2	1,349.1	1,555.3	1,646.9
베트남	61.3	48.7	50.0	60.6	67.4	46.3	50.3	69.8	56.7	48.3	63.2	84.2	252.4	298.1	343.2
러시아	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	15.9	20.5	26.1	77.4	96.0	110.3
매출 YoY (%)	-3.6	3.7	7.3	12.8	8.5	17.3	13.2	10.5	6.4	7.9	7.5	6.7	5.0	12.2	7.1
한국	0.2	1.3	4.4	5.7	7.2	3.5	3.7	3.6	3.9	3.7	4.0	3.9	2.9	4.5	3.9
중국	-8.1	-0.1	2.7	10.3	9.3	25.4	16.2	12.3	5.2	6.5	6.7	5.2	1.2	15.3	5.9
베트남	-15.9	4.3	25.6	20.6	24.0	19.7	16.9	14.2	10.2	19.9	17.1	14.3	8.0	18.1	15.1
러시아	38.0	6.7	20.6	18.1	32.9	20.1	25.6	20.1	12.5	15.2	15.6	15.6	19.4	24.0	14.9
영업이익	77.3	50.4	101.8	97.8	97.0	86.2	93.1	97.4	92.0	89.1	103.9	109.5	327.3	373.8	394.5
한국	23.2	26.2	27.9	30.5	30.0	29.1	29.7	31.7	31.9	30.9	31.5	33.7	107.8	120.5	128.0
중국	40.7	17.9	57.5	42.5	47.3	43.0	57.7	57.6	51.9	52.2	66.6	67.4	158.6	205.6	238.1
베트남	8.0	4.3	13.6	21.9	15.9	9.6	16.3	21.0	16.9	14.5	17.8	23.6	47.8	62.7	72.8
러시아	1.7	1.9	3.3	5.6	3.6	3.7	5.1	6.5	4.7	4.5	6.1	7.4	12.5	18.9	22.8
OP YoY (%)	-17.4	27.3	29.4	39.1	25.5	71.0	-8.5	-0.4	-5.2	3.4	11.5	12.4	16.0	14.2	5.6
한국	-3.3	12.9	34.8	25.5	29.2	11.1	6.6	3.8	6.5	6.3	6.0	6.4	16.9	11.8	6.3
중국	-17.1	68.9	17.6	28.8	16.2	140.2	0.3	35.5	9.8	21.4	15.4	17.0	12.0	29.6	15.8
베트남	-53.2	10.3	109.2	61.0	98.8	123.3	19.5	-4.3	6.3	51.3	9.8	12.5	16.5	31.2	16.1
러시아	325.0	-9.5	50.0	69.7	111.8	94.7	56.0	15.3	31.8	21.9	17.7	15.3	56.3	51.3	20.4
OPM (%)	15.5	11.5	19.2	17.6	18.0	16.7	15.5	15.8	16.0	16.0	16.1	16.7	16.2	16.5	16.2
한국	13.0	14.7	15.3	15.7	15.7	15.8	15.7	15.7	16.1	16.2	16.0	16.1	14.7	15.7	16.1
중국	12.5	6.5	15.6	11.1	13.3	12.5	13.5	13.4	13.9	14.3	14.6	14.9	11.8	13.2	14.5
베트남	14.1	8.9	21.5	26.0	22.6	16.6	22.0	21.8	21.8	21.0	20.6	21.4	18.9	21.0	21.2
러시아	11.4	11.9	16.1	21.5	18.2	19.4	20.0	20.6	21.3	20.5	20.4	20.6	16.1	19.7	20.6

자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가(원)	148,000	2020.08.21 기준
Target P/E(배)	25.0	중국 주요 제과 Peer(펩시, 왕왕) 21E PER 평균에서 20% 할증
2021E EPS(원)	7,119.1	기존 EPS 추정치에서 상향
적정주가(원)	177,693	-
Target Price(원)	180,000	계산된 적정주가에서 1,000 원 이하 단위 내림
상승여력(%)	21.6%	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

7. KT&G

표24 KT&G 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	1,185	1,258	1,322	1,198	1,178	1,319	1,455	1,288	1,256	1,396	1,539	1,367	4,963	5,240	5,558
KT&G	659	813	723	748	661	908	847	833	704	961	893	885	2,943	3,249	3,444
- 담배	579	678	627	561	552	696	696	611	582	724	724	637	2,445	2,555	2,667
내수	448	489	514	460	435	472	498	455	450	492	517	472	1,910	1,860	1,931
수출	131	189	113	102	117	224	199	156	132	232	208	165	535	695	736
- 부동산/기타	80	135	96	187	109	212	150	222	123	237	168	249	497	694	777
KGC	399	306	427	272	391	278	440	280	423	297	472	300	1,404	1,389	1,492
기타	128	139	172	179	126	133	168	175	129	138	174	182	618	603	622
매출 YoY (%)	11.0	12.3	11.8	8.8	-0.6	4.8	10.1	7.5	6.6	5.8	5.8	6.2	11.0	5.6	6.1
KT&G	15.1	15.2	9.0	9.5	0.4	11.7	17.0	11.3	6.5	5.9	5.5	6.3	12.1	10.4	6.0
- 담배	7.7	2.6	6.5	-4.4	-4.7	2.7	11.0	8.8	5.5	4.0	4.0	4.2	3.0	4.5	4.4
내수	10.5	2.5	3.7	-0.2	-2.8	-3.4	-3.2	-1.0	3.5	4.3	3.9	3.7	3.9	-2.6	3.9
수출	-0.7	2.7	21.1	-19.8	-11.0	18.4	75.6	53.2	12.6	3.4	4.5	5.8	-0.2	29.9	5.8
- 부동산/기타	128.2	200.8	28.8	95.0	37.3	57.2	56.3	18.9	12.0	12.0	12.0	12.0	98.8	39.5	12.0
KGC	1.4	5.0	5.5	14.0	-1.9	-9.4	3.2	2.8	8.1	6.9	7.2	7.4	5.7	-1.1	7.4
기타	25.2	13.4	50.8	-0.6	-1.2	-4.1	-2.3	-2.1	2.3	3.5	3.4	3.7	19.1	-2.4	3.3
영업이익	348	399	382	252	315.0	395	421	388	354	437	443	413	1,382	1,520	1,646
KT&G	253	340	285	257	250	370	337	328	277	378	352	349	1,135	1,284	1,357
KGC	91	44	80	-9	71	20	69	44	65	46	75	47	206	204	232
기타	4	15	17	5	-6	5	16	16	12	13	16	17	42	31	58
OP YOY (%)	11.8	23.6	7.2	-4.4	-9.5	-1.1	10.2	53.9	12.2	10.7	5.1	6.4	10.1	9.9	8.3
KT&G	18.5	23.3	3.5	7.1	-1.1	8.8	18.1	27.4	10.9	2.3	4.7	6.6	13.0	13.2	5.7
KGC	-0.7	7.6	-2.3	적지	-22.1	-54.2	-14.2	흑전	-9.0	128.9	8.6	5.6	-0.8	-0.8	13.6
기타	-31.2	131.7	흑전	-83.1	적전	-68.7	-7.3	2.1	흑전	165.2	-1.1	3.8	-1.8	-25.9	83.5
OPM (%)	29.4	31.7	28.9	21.1	26.7	29.9	29.0	30.2	28.1	31.3	28.8	30.2	27.8	29.0	29.6
KT&G	38.4	41.8	39.4	34.4	37.8	40.7	39.8	39.3	39.3	39.3	39.5	39.4	38.6	39.5	39.4
KGC	22.9	14.3	18.8	-3.3	18.2	7.2	15.6	15.9	15.3	15.4	15.8	15.6	14.7	14.7	15.5
기타	3.3	11.2	10.1	2.9	-4.7	3.6	9.6	9.3	9.2	9.3	9.2	9.3	6.9	5.2	9.3

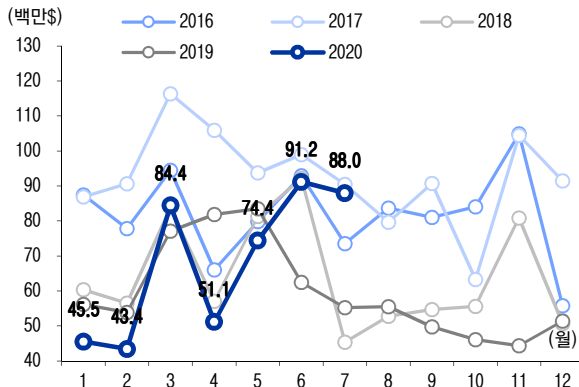
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

표25 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가(원)	84,200	20.08. 21 기준
Target P/E(배)	11.9	글로벌 담배 Peer 4 개사 20E fwd PER 평균에 5% 할증, 기존 타겟 유지
2020E EPS(원)	9,269.3	기존 EPS 추정치에서 유의미한 변화 없음
적정주가(원)	109,980	-
Target Price	110,000	계산된 적정주가에서 10,000 원 이하 단위 내림
상승여력(%)	30.6%	-

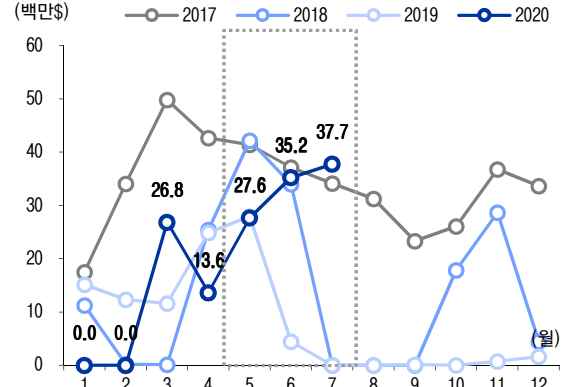
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 필터담배 수출추이: 전체



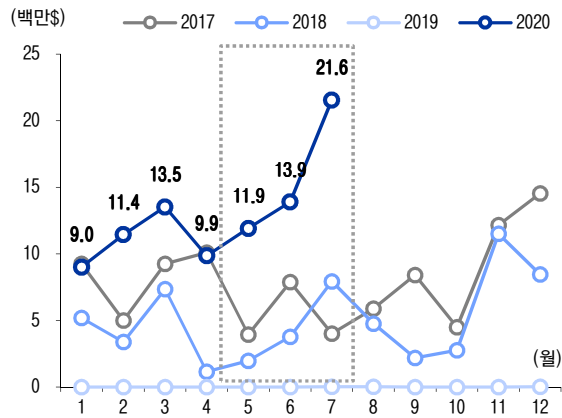
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 주요 국가별 필터담배 수출 추이: 중동



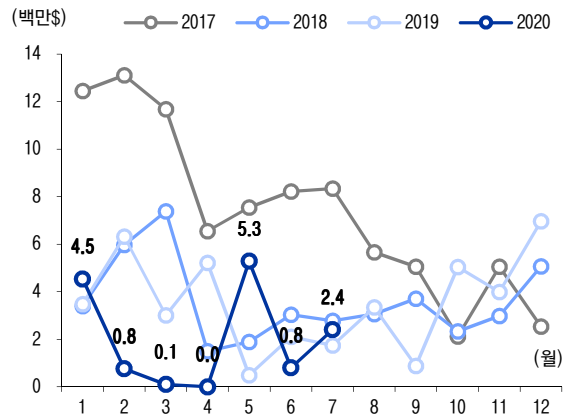
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 주요 국가별 필터담배 수출 추이: 미국



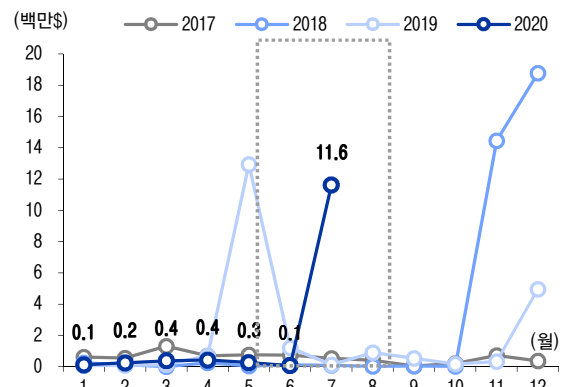
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 주요 국가별 필터담배 수출 추이: 베트남



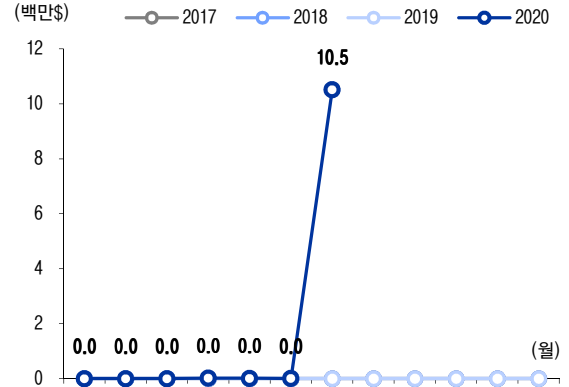
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 전자담배 수출 추이: 전체



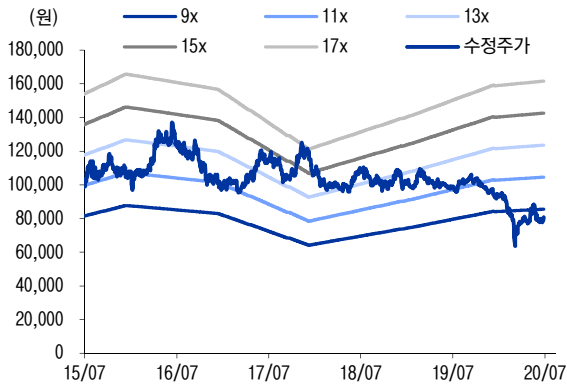
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 주요 국가별 담배 수출 추이: 러시아



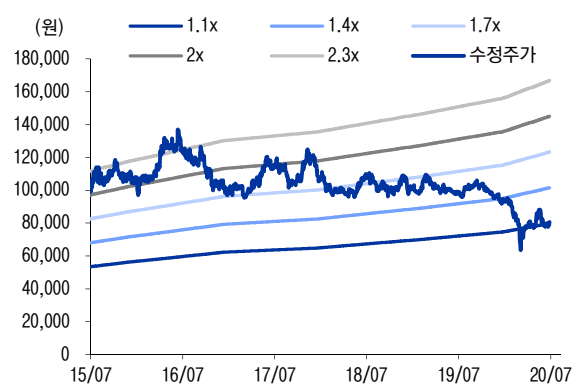
자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 KT&G PER 밴드



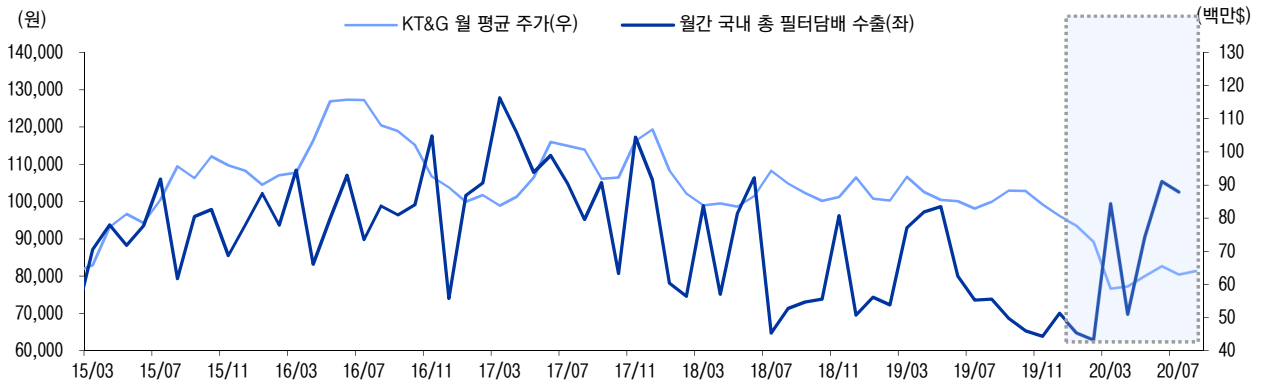
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 KT&G PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 현 수출 추이 대비 주가 수준이 아직 낮은 상황



자료: TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

8. 오뚜기

표26 오뚜기 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	596.7	567.0	597.0	598.8	645.5	640.9	659.4	615.7	666.8	660.7	688.8	644.6	2,359.7	2,561.6	2,660.9
건조식품류	79.1	71.1	88.3	93.6	92.5	82.9	98.2	99.3	97.0	87.5	104.7	104.9	332.2	372.9	394.0
양념소스류	95.3	103.5	120.0	45.3	92.8	105.7	121.8	50.8	92.5	106.9	124.9	52.0	364.2	371.2	376.3
유지류	73.6	70.0	61.1	87.3	74.2	82.0	72.2	87.4	76.5	86.2	76.2	94.1	291.9	315.8	333.1
면제품류	177.0	162.7	178.3	127.6	198.5	187.3	199.9	138.8	204.1	193.3	212.9	145.2	645.7	724.5	755.4
농수산가공품류	70.7	69.2	72.3	64.5	84.4	86.2	87.9	66.1	91.8	88.0	89.6	71.5	276.7	324.6	340.9
기타	101.0	90.5	76.9	180.7	103.1	96.8	79.4	173.3	105.0	98.7	80.6	176.9	449.0	452.5	461.3
매출 YoY (%)	3.4	5.6	3.0	8.3	8.2	13.0	10.5	2.8	3.3	3.1	4.5	4.7	5.0	8.6	3.9
건조식품류	16.9	2.9	31.2	26.8	16.9	16.6	11.2	6.1	4.8	5.6	6.6	5.6	19.5	12.3	5.6
양념소스류	-0.3	-1.7	18.5	-42.2	-2.7	2.1	1.5	12.3	-0.3	1.1	2.5	2.2	-4.3	1.9	1.4
유지류	18.8	9.0	-3.3	69.6	0.8	17.1	18.2	0.2	3.1	5.2	5.6	7.7	21.2	8.2	5.5
면제품류	1.8	-5.5	-3.5	6.6	12.1	15.1	12.1	8.8	2.8	3.2	6.5	4.6	-0.8	12.2	4.3
농수산가공품류	8.6	1.1	1.9	7.3	19.5	24.6	21.5	2.5	8.7	2.1	1.9	8.2	4.5	17.3	5.0
기타	-10.7	97.3	-16.4	-0.3	2.1	7.0	3.2	-4.1	1.8	2.0	1.6	2.1	3.9	0.8	1.9
GP	109.8	101.0	102.4	95.3	118.4	119.8	122.0	113.9	123.4	122.2	127.4	119.3	408.5	474.0	492.3
GP YoY (%)	-1.5	0.2	0.5	12.3	7.8	18.6	19.1	19.5	4.2	2.1	4.5	4.7	2.4	16.1	3.8
GPM (%)	18.4	17.8	17.2	15.9	18.3	18.7	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	17.3	18.5	18.5
OP	52.9	37.9	36.6	20.9	57.2	52.9	53.4	38.2	56.7	53.5	55.8	40.0	148.3	201.7	206.0
OP YoY (%)	37.1	-1.7	-9.3	-38.9	8.3	39.7	45.9	82.2	-1.0	1.2	4.5	4.7	-2.3	36.0	2.1
OPM (%)	8.9	6.7	6.1	3.5	8.9	8.3	8.1	6.2	8.5	8.1	8.1	6.2	6.3	7.9	7.7

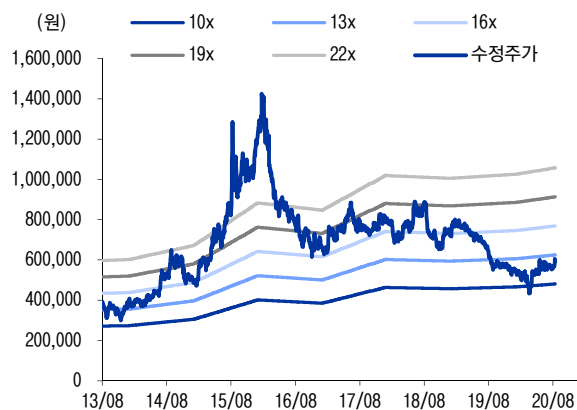
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가(원)	585,000	20.08.21
Target P/E(배)	15.6	면류 글로벌 피어 PER 20E 평균에 20% 할인 / Target 유지
2020E EPS(원)	45,700.8	기존 추정치에서 소폭 상향
적정주가(원)	710,876	-
목표주가(원)	710,000	기존 목표주가 684,000 원에서 상향
상승여력(%)	21%	-

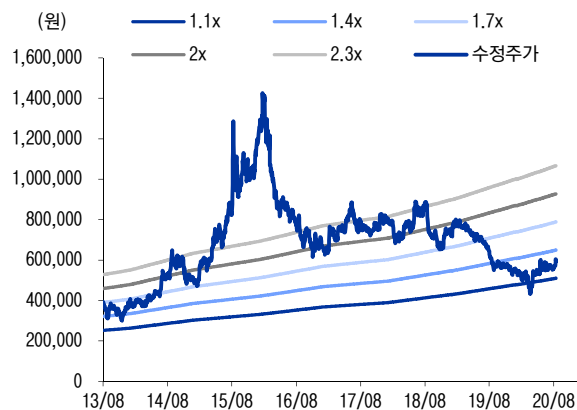
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 오뚜기 PER 밴드



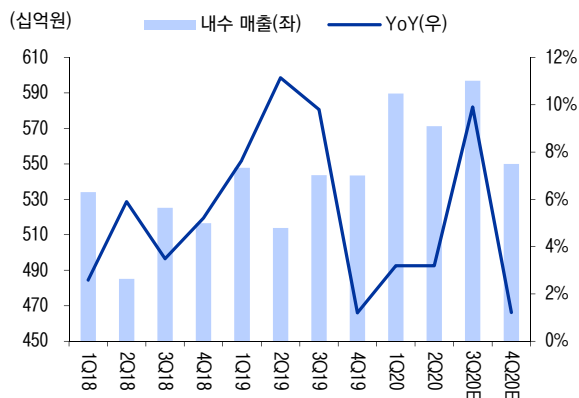
자료: 오뚜기, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 오뚜기 PBR 밴드



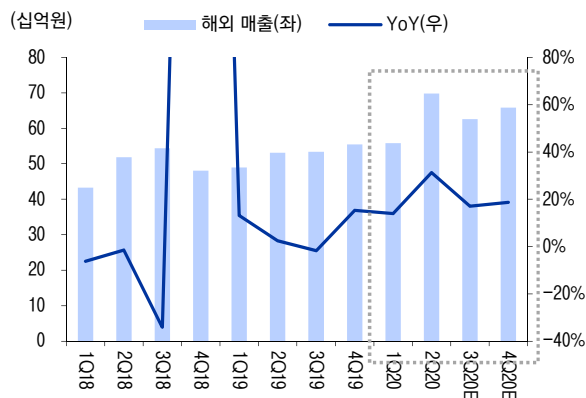
자료: 오뚜기, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 내수 매출 성장 추이 및 추정



자료: 오뚜기, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 해외 매출 성장 추이 및 추정



자료: 오뚜기, 이베스트투자증권 리서치센터

표28 수익성 추이

(%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
GP Margin	21.5	23.9	24.0	20.3	19.3	18.8	17.6	15.4	18.4	17.8	17.2	15.9	18.3	18.7
OP Margin	5.6	8.1	7.9	5.8	6.7	7.2	7.0	6.2	8.9	6.7	6.1	3.5	8.9	8.3
NI Margin	6.2	7.0	8.4	3.2	5.3	6.3	13.7	3.1	5.2	4.6	5.0	2.2	7.7	5.8
건조식품류	9.3	10.2	12.8	2.6	7.9	8.7	20.9	4.1	6.8	7.7	5.5	5.2	10.4	7.5
양념소스류	8.0	9.1	11.5	2.3	6.6	8.5	23.6	7.2	6.8	7.4	6.8	23.9	11.8	7.2
유지류	2.5	3.8	4.4	1.0	3.2	3.2	3.2	2.2	2.3	3.1	7.5	2.6	4.6	2.5
면제품류	5.2	5.9	7.1	3.0	5.7	6.2	12.1	4.7	5.6	4.0	6.4	2.5	7.3	4.6
농수산가공품	3.7	4.5	5.7	1.1	2.8	2.8	7.3	0.7	4.0	2.2	0.8	5.0	5.9	4.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

대상 (001680)

48

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
대상	Buy (신규)	36,000 원(신규)

대상 (001680)

2020. 8. 24

음식료

Analyst **심지현**

02. 3779. 8640

simjin@ebestsec.co.kr

해외 시장 모멘텀을 가진 음식료 업체 대비 저평가

2Q20 Review

대상의 2Q20 연결 실적은 매출액 7,819 억(YoY +6.9%), 영업이익 610 억(YoY +80.8%)원으로 컨센서스를 상회하며 상반기 합산 역대 최고 이익을 달성했다. 1 분기와 마찬가지로 식품 및 소재부문 모두에서 이익률이 크게 상승해 서프라이즈를 이끌어냈다. 1)식품: COVID19 에 따른 B2B 매출 감소에도 불구하고 장류, 김치류 등 글로벌 수출 및 B2C 및 온라인 채널이 성장하며 영업이익을 전년대비 +155.3% 끌어올렸다. 특히 캐쉬카우인 소스류가 내식 쪽에서 수요가 늘어나며 이익 개선에 기여했다. 식품 수익 개선에는 원래 확보하고 있던 B2C(소매, 대리점 등) 채널이 COVID 19 를 만나 수요가 좋아졌고, 마진이 좋은 김치 수출 흐름이 크게 증가하고 있으며 편의식 등에서 판촉경쟁이 줄어들며 따른 것이다. 한편 장류 역시 수출이 늘어나고 판촉이 줄어들어 매출 및 수익성이 확대되었다. 또한 신선식품이 흑자전환해 한자리수 초반대 영업이익률을 보였다. 2)소재: 전분당 전방 수요(음료/맥주/제지) 위축에도 불구하고 전분당 수출 확대 및 고부가 바이오 제품 확대로 영업이익이 전년동기대비 +5.9% 상승했다. 라이신 역시 중국산 물량을 동사 등 국내 기업이 대체해가며 반사이익을 얻었다. 3)자회사: PT 미원에서 전년 진행한 Capa 확대가 반영, 미원베트남에서는 판촉비 확대로 이익률이 소폭 감소되었다. 전반적으로 동남아 지역 두 군데 모두 COVID19 로 물류 락다운을 겪으며 실적이 다소 둔화되었다.

3Q20 Preview

전반적으로 순조로운 식품 매출과 제한적인 비용 지출로 이익 증가세는 이어질 것으로 예상하며, 여기에 베트남 공장 신축이 정상화 및 인도네시아 법인의 하반기 증설 예정은 향후 추가 매출 성장을 가능케하는 포인트다. 또한 하반기 라이신 판가의 향방은 신중히 지켜볼 필요가 있지만 전분당이 전년동기대비 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상되며 바이오 및 라이신에서 하반기 성장을 기대한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 36,000 원 신규 제시

20E EPS 4,036 원에 Target P/E 9.1x 를 적용해 투자 의견 Buy, 목표주가 36,000 원을 신규 제시한다. 해외 시장 모멘텀 확대로 상반기에 주가 상승폭이 상당했던 여타 음식료 업체 대비 현저히 저평가된 종목이라고 판단한다.

Buy(Initiate)

목표주가 **36,000 원**

현재주가 **26,800 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(8/21)	2,304.59 pt
시가총액	9,286 억원
발행주식수	34,648 천주
액면가	1,000 원
52 주 최고가 / 최저가	13,200/28,250 원
90 일 일평균거래대금	93 억원
외국인 지분율	18.5%
배당수익률(20.12E)	2.2%
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 0.3%
	6 개월 19.3%
	12 개월 5.1%
주주구성	대상홀딩스 (외 4 인) 44.7%
	국민연금공단 (외 1 인) 13.7%
	KB 자산운용 (외 1 인) 5.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,957	120	119	65	1,850	22.9	202	13.5	6.9	1.0	7.3
2019	2,964	130	151	109	3,070	65.9	229	7.6	5.4	0.8	11.2
2020E	3,093	190	202	141	4,037	31.5	294	6.6	4.2	0.9	13.2
2021E	3,224	192	167	121	3,457	-14.3	297	7.8	3.9	0.8	10.2
2022E	3,344	202	177	128	3,669	6.1	309	7.3	3.5	0.7	10.0

자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표29 대상 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	723.3	731.5	783.7	725.4	755.8	781.9	825.2	730.4	805.6	816.4	851.6	750.9	2,964.0	3,093.3	3,224.4
① 식품	593.1	584.1	641.2	548.0	591.9	628.8	678.3	580.8	617.6	649.4	698.8	594.7	2,366.4	2,479.8	2,560.4
대상	361.4	406.8	492.1	429.0	431.5	443.7	510.3	441.0	440.6	453.9	522.0	451.2	1,689.3	1,826.5	1,867.6
미원인니	54.7	55.6	56.9	60.9	63.3	56.7	60.1	63.0	69.7	58.5	63.0	64.5	228.0	243.2	255.8
정품	-	-	-	-	7.9	10.2	11.0	12.5	12.7	11.7	11.0	11.0	0.0	41.6	46.4
소재산업	251.4	259.7	240.3	243.8	277.9	278.3	266.9	269.7	308.0	287.0	272.8	276.2	995.2	1,092.7	1,144.0
대상	194.1	200.3	185.8	187.5	211.4	205.9	191.6	193.3	230.4	212.1	196.6	199.3	767.8	802.2	838.4
미원베트남	26.6	26.8	27.2	27.7	29.1	27.4	28.3	29.3	30.6	27.9	29.2	29.8	-	114.1	117.6
기타	57.0	59.6	54.5	56.3	37.4	45.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	227.4	176.4	188.0
조정및제거	-121.1	-112.3	-97.8	-99.3	-114.1	-125.1	-120.0	-120.0	-120.0	-120.0	-120.0	-120.0	-430.5	-479.2	-480.0
② 국내	500.5	500.4	557.6	494.0	499.2	499.7	557.1	494.5	505.2	505.7	563.8	500.4	2,052.5	2,050.5	2,075.1
아시아	154.7	165.2	168.9	172.8	176.5	199.1	198.5	180.0	188.5	225.4	207.4	188.8	661.6	754.1	810.2
아메리카	19.4	21.6	21.0	23.3	29.1	34.8	30.7	26.2	36.9	42.1	35.1	28.8	85.2	120.8	142.9
유럽	44.0	39.0	31.6	31.8	47.0	42.0	33.4	32.1	47.3	42.5	33.7	32.4	146.4	154.5	156.0
매출액 YoY	-2.2	1.0	-0.2	2.6	4.5	6.9	5.3	0.7	6.6	4.4	3.2	2.8	0.2	4.4	4.2
① 식품	-5.2	-3.5	-4.5	-5.6	-0.2	7.7	5.8	6.0	4.3	3.3	3.0	2.4	-4.7	4.8	3.3
소재산업	6.3	6.2	1.0	-4.4	10.6	7.2	11.1	10.6	10.8	3.1	2.2	2.4	2.2	9.8	4.7
② 국내	-7.5	-4.3	-4.4	0.7	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	1.2	1.2	1.2	1.2	-4.0	-0.1	1.2
아시아	14.5	16.6	18.4	12.8	14.1	20.5	17.5	4.2	6.8	13.2	4.5	4.9	15.6	14.0	7.4
아메리카	36.4	30.9	26.3	35.8	50.1	61.1	46.7	12.3	27.0	21.0	14.0	10.0	32.2	41.7	18.3
영업이익	38.1	33.7	42.3	15.6	49.8	61.0	56.0	23.4	50.4	61.2	58.5	22.2	129.8	190.2	192.3
식품	20.5	17.7	31.6	9.3	33.1	45.3	42.1	10.5	33.3	44.2	42.6	8.9	79.1	130.9	129.1
소재산업	17.8	15.5	10.8	6.6	17.1	16.4	14.4	13.5	17.6	17.5	16.4	13.8	50.7	61.3	65.2
조정및제거	-0.2	0.6	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	-2.0	-2.0
OP YoY (%)	26.1	-4.5	2.3	18.3	30.8	80.8	32.3	49.8	1.2	0.3	4.5	-5.2	8.0	46.5	1.1
식품	70.9	31.0	7.4	2,318.2	62.1	155.3	33.0	12.3	0.6	-2.4	1.4	-14.7	43.0	65.5	-1.4
소재산업	0.0	-32.8	-21.4	-45.9	-4.2	5.9	33.7	103.3	2.9	6.8	13.6	2.4	-24.1	21.0	6.3
OPM (%)	5.3	4.6	5.4	2.2	6.6	7.8	6.8	3.2	6.3	7.5	6.9	3.0	4.4	6.1	6.0
식품	3.4	3.0	4.9	1.7	5.6	7.2	6.2	1.8	5.4	6.8	6.1	1.5	3.3	5.3	5.0
소재산업	7.1	6.0	4.5	2.7	6.1	5.9	5.4	5.0	5.7	6.1	6.0	5.0	5.1	5.6	5.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 국가별에서 오세아니아, 아프리카는 생략. 사업부별에서 2019년 5월에 대상에 흡수합병된 대상베스트코는 생략

표30 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가(원)	26,800	2020.08.21 종가 기준일
Target P/E	9.1	동사 작년 PER에서 20% 할증
2020E EPS(원)	4,036.5	-
20E 기준 적정주가(원)	36,813	-
Target Price(원)	36,000	20E 기준 적정주가에서 1,000원 이하 내림
상승여력(%)	34.3%	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대상(001680)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	905	1,078	1,427	1,521	1,621
현금 및 현금성자산	166	226	605	673	746
매출채권 및 기타채권	267	273	279	286	295
재고자산	322	345	318	327	336
기타유동자산	149	234	226	235	244
비유동자산	1,294	1,319	1,320	1,344	1,371
관계기업투자등	68	50	50	52	54
유형자산	956	961	981	1,001	1,023
무형자산	132	126	121	117	112
자산총계	2,199	2,397	2,747	2,865	2,993
유동부채	738	795	975	988	1,002
매입채무 및 기타채무	236	248	227	233	240
단기금융부채	418	425	588	588	588
기타유동부채	85	122	160	166	173
비유동부채	532	580	622	629	636
장기금융부채	378	411	455	455	455
기타비유동부채	154	169	167	174	181
부채총계	1,270	1,375	1,597	1,617	1,638
지배주주지분	915	1,005	1,133	1,232	1,339
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	651	730	859	958	1,064
비지배주주지분(연결)	14	17	16	16	16
자본총계	929	1,022	1,150	1,249	1,355

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	122	167	220	222	231
당기순이익(손실)	65	109	141	121	128
비현금수익비용가감	165	144	129	108	111
유형자산감가상각비	77	94	99	100	102
무형자산상각비	5	5	5	5	5
기타현금수익비용	-1	-74	25	4	4
영업활동 자산부채변동	-58	-29	-35	-7	-8
매출채권 감소(증가)	17	-3	-3	-8	-9
재고자산 감소(증가)	-2	-16	27	-9	-10
매입채무 증가(감소)	-81	-6	-17	6	7
기타자산, 부채변동	8	-3	-42	3	3
투자활동 현금	-23	-50	-38	-132	-137
유형자산처분(취득)	-144	-12	-131	-119	-124
무형자산 감소(증가)	-3	-4	0	0	0
투자자산 감소(증가)	93	-78	59	-5	-6
기타투자활동	31	44	34	-7	-7
재무활동 현금	-75	-55	188	-22	-22
차입금의 증가(감소)	-57	-36	188	0	0
자본의 증가(감소)	-18	-20	-22	-22	-22
배당금의 지급	18	20	22	22	22
기타재무활동	0	1	22	0	0
현금의 증가	19	60	379	69	72
기초현금	148	166	226	605	673
기말현금	166	226	605	673	746

자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	2,957	2,964	3,093	3,224	3,344
매출원가	2,192	2,210	2,269	2,370	2,449
매출총이익	765	754	825	854	895
판매비 및 관리비	645	625	634	662	693
영업이익	120	130	190	192	202
(EBITDA)	202	229	294	297	309
금융손익	-22	-14	-21	-20	-20
이자비용	24	24	26	27	27
관계기업등 투자손익	1	24	3	3	3
기타영업외손익	19	11	30	-8	-8
세전계속사업이익	119	151	202	167	177
계속사업법인세비용	54	42	61	46	49
계속사업이익	65	109	141	121	128
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	109	141	121	128
지배주주	65	107	141	121	128
총포괄이익	55	119	141	121	128
매출총이익률 (%)	25.9	25.5	26.7	26.5	26.8
영업이익률 (%)	4.1	4.4	6.1	6.0	6.0
EBITDA 마진률 (%)	6.8	7.7	9.5	9.2	9.2
당기순이익률 (%)	2.2	3.7	4.6	3.7	3.8
ROA (%)	2.9	4.7	5.5	4.3	4.4
ROE (%)	7.3	11.2	13.2	10.2	10.0
ROIC (%)	4.9	6.8	9.6	9.9	10.3

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	13.5	7.6	6.6	7.8	7.3
P/B	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.9	5.4	4.2	3.9	3.5
P/CF	3.9	3.3	3.6	4.2	4.0
배당수익률 (%)	2.2	2.6	2.2	2.2	2.2
성장성 (%)					
매출액	-0.4	0.2	4.4	4.2	3.7
영업이익	24.2	8.0	46.5	1.1	5.1
세전이익	42.6	26.4	34.3	-17.5	6.1
당기순이익	26.3	66.5	29.4	-14.4	6.1
EPS	22.9	65.9	31.5	-14.3	6.1
안정성 (%)					
부채비율	136.8	134.5	138.9	129.5	120.9
유동비율	122.5	135.6	146.3	154.0	161.9
순차입금/자기자본(x)	55.8	40.1	25.3	17.4	10.2
영업이익/금융비용(x)	5.1	5.3	7.3	7.2	7.6
총차입금 (십억원)	795	836	1,044	1,044	1,044
순차입금 (십억원)	518	410	291	217	138
주당지표(원)					
EPS	1,850	3,070	4,037	3,457	3,669
BPS	25,405	27,896	31,465	34,214	37,167
CFPS	6,404	7,017	7,501	6,356	6,623
DPS	550	600	600	600	600

하이트진로 목표주가 추이		투자이건 변동내역									
		투자 이건	목표 가격	과리율(%)			투자 이건	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.01.13	변경	심지현									
2020.01.13	Buy	36,000	-9.0	-13.4							
2020.01.23	Buy	43,000	-24.1	-34.9							
2020.04.02	Buy	40,000	-10.0	-21.9							
2020.05.18	Buy	48,000	-4.4	-16.4							
2020.07.08	Buy	57,000									

CJ 제일제당 목표주가 추이		투자이건 변동내역									
		투자 이건	목표 가격	과리율(%)			투자 이건	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.01.13	변경	심지현									
2020.01.13	Buy	340,000	-11.5	-27.9							
2020.05.15	Buy	380,000	6.8	-13.3							
2020.07.16	Buy	500,000	-11.3	-21.6							
2020.08.12	Buy	610,000									

풀무원 목표주가 추이		투자이건 변동내역									
		투자 이건	목표 가격	과리율(%)			투자 이건	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.01.13	변경	심지현									
2020.01.13	Buy	15,000	-4.0	-27.6							
2020.05.18	Buy	17,000	2.4	-9.4							
2020.06.21	Buy	22,000									

삼양식품 목표주가 추이		투자이건 변동내역									
		투자 이건	목표 가격	과리율(%)			투자 이건	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.01.13	변경	심지현									
2020.01.13	Buy	123,000	-13.8	-18.8							
2020.02.24	Buy	130,000	5.4	-17.0							
2020.07.08	Buy	170,000									

오뚜기 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2020.04.13	신규	심지현										
		2020.04.13	Buy	684,000										
		2020.08.18	Buy	710,000	-11.5	-17.8								

농심 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.04.30	Buy	420,000	-15.2	-33.7								
		2019.05.01	Buy	420,000	-33.1	-42.1								
		2019.05.10	커버리지제외											
		2020.01.13	변경	심지현										
		2020.01.13	Buy	330,000	-14.7	-23.7								
		2020.04.01	Buy	392,000	-17.1	-23.9								
		2020.05.18	Buy	430,000	-9.0	-18.7								
		2020.07.16	Buy	490,000										

오리온 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2020.01.13	변경	심지현	0.5	-6.5								
		2020.01.13	Buy	148,000	-21.3	-29.6								
		2020.04.01	Buy	155,000	-19.9	-24.6								
		2020.08.10	Buy	180,000										

KT&G 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.04.30	Hold	110,000	0.5	-6.5								
		2019.03.04	Buy	커버리지제외										
		2020.01.13	변경	심지현										
		2020.01.13	Buy	127,000	-25.1	-49.9								
		2020.05.14	Buy	110,000										

대상 목표주가 추이	투자이전 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
최고 대비				최저 대비	평균 대비	최고 대비				최저 대비	평균 대비	
	2020.08.24	변경	심지현									
	2020.08.24	Buy	36,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자이전 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이전 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)