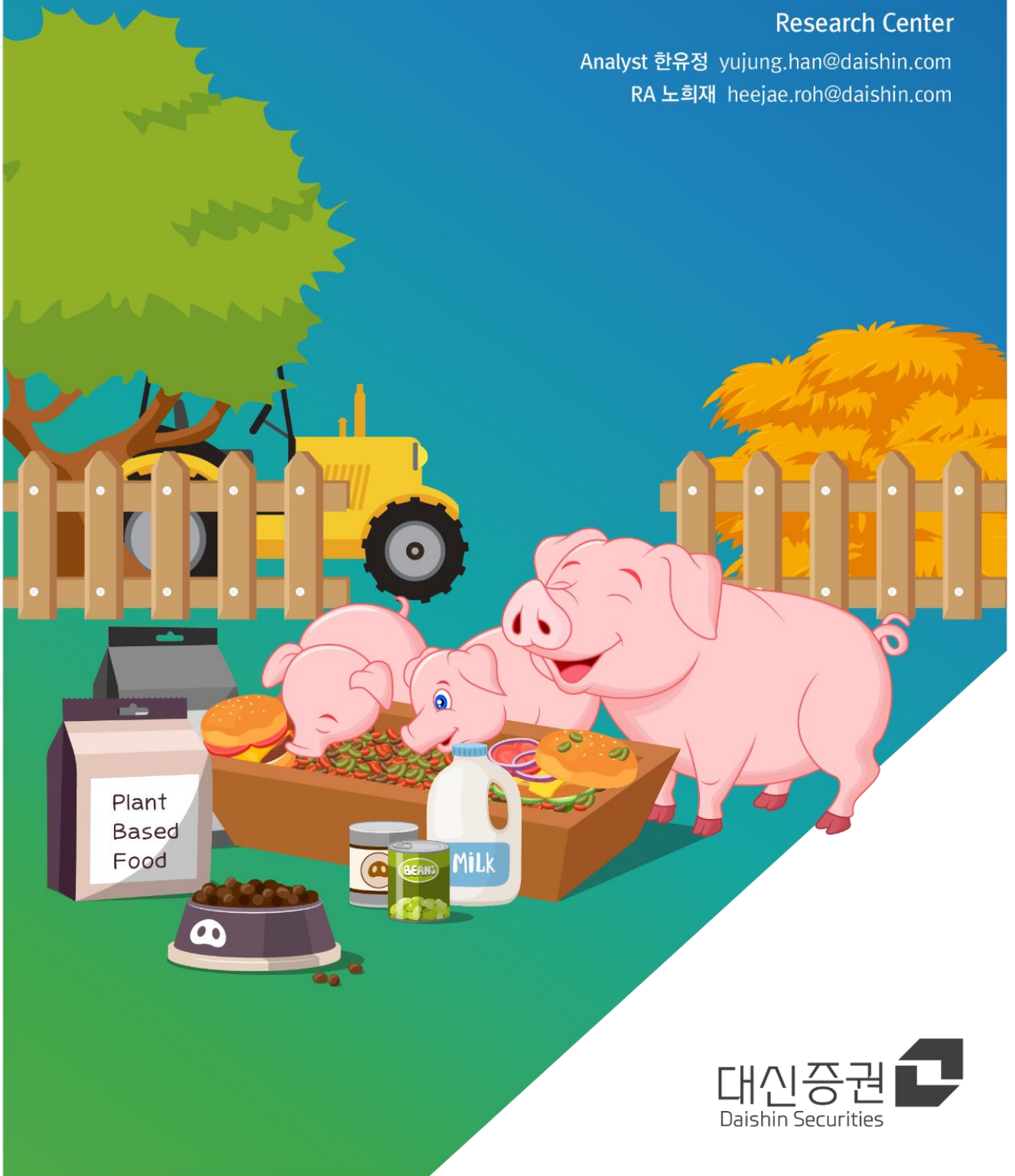


그냥 지나칠 뻔한 음식료 업종 두가지 변화

Research Center

Analyst 한유정 yujung.han@daishin.com

RA 노희재 heejae.roh@daishin.com



Contents

I. 구조적 성장 구간으로 진입할 사료첨가제 시장	3
- 아프리카돼지열병이 휩쓸어버린 양돈 업계	3
- 중국 양돈 시장 전망	5
- 베트남 양돈 시장 전망	8
- 양돈업 V자 반등으로 관련 업종 수혜 예상	10
II. 일상으로 다가온 식물성 식품	14
III. 기업분석	
이지바이오(353810)	20
대상(001680)	26
CJ제일제당(097950)	32
풀무원(017810)	38
롯데푸드(002270)	44

I. 구조적 성장 구간으로 진입할 사료첨가제 시장

아프리카돼지열병이 휩쓸어버린 양돈 업계

100년이 지나도록
잡히지 않은 바이러스

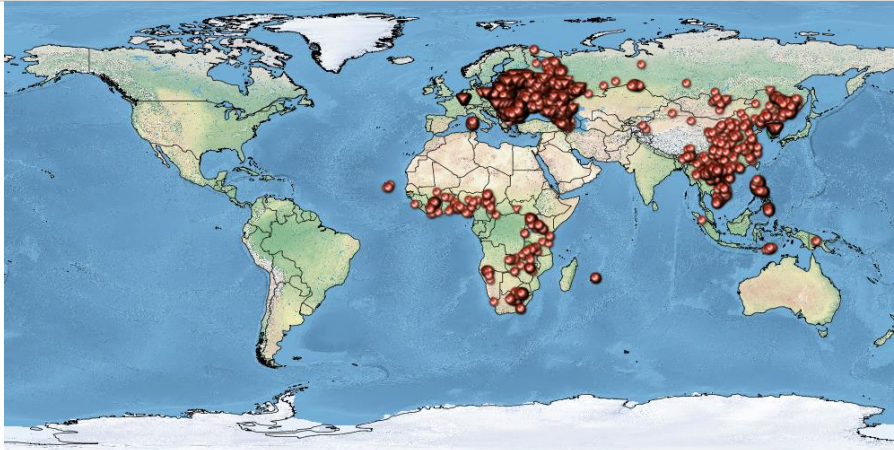
1921년 처음 보고된 아프리카돼지열병(African Swine Fever, ASF)은 케냐를 시작으로 포르투갈(1957), 스페인(1960), 프랑스(1964), 벨기에(1985), 네덜란드(1986)를 거쳐 1980년대 유럽 전역으로 확산되었다. 1990년대 유럽 대부분의 국가에서는 대대적인 소각 처분을 통해 추가 확산을 잠재웠다. 그러나 이후에도 야생멧돼지를 통한 감염이 산발적으로 발견되었다. 2000년대에는 조지아(2007)를 시작으로 동유럽, 중앙아시아, 중국, 동남아시아로 확산되며 전세계적으로 2000년대 보고된 아프리카돼지열병은 189건, 2010년대는 2만 2,901건에 달한다.

아프리카돼지열병의 1900년대의 확산과 2000년대 확산은 다른 양상을 보인다. 1900년대는 유럽 지역에 국한되었다. 당시 주요 유럽 국가들은 감염에 노출된 돼지들을 모두 폐사하고 1년 이상의 기간 동안 재입식을 금지했고 해당 기간동안 수입산 돈육으로 대체하며 확산을 진정시켰던 바 있다. 대표적인 예로 네덜란드의 경우에는 1988년부터 13년간 공식적으로 돼지 사육 금지 법을 공포하고 국가 내 관련 종자를 모두 폐사시켰던 바 있다.

반면 2000년대 확산의 경우 이전까지 발견된 바이러스 보다도 치사율이 높은 바이러스의 확산이 주를 이뤘고, 대륙 역시 유럽에서 유라시아로 확대되었다. 1900년대 확산 보다 국가간 확산이 더욱 빠르고, 강하게 나타나 현재까지도 글로벌 양돈 수급 불균형을 초래하고 있다. 23종 중 일부 바이러스는 치사율이 100%에 육박한다. 아직까지도 상용되고 있는 백신이나 치료제는 없다.

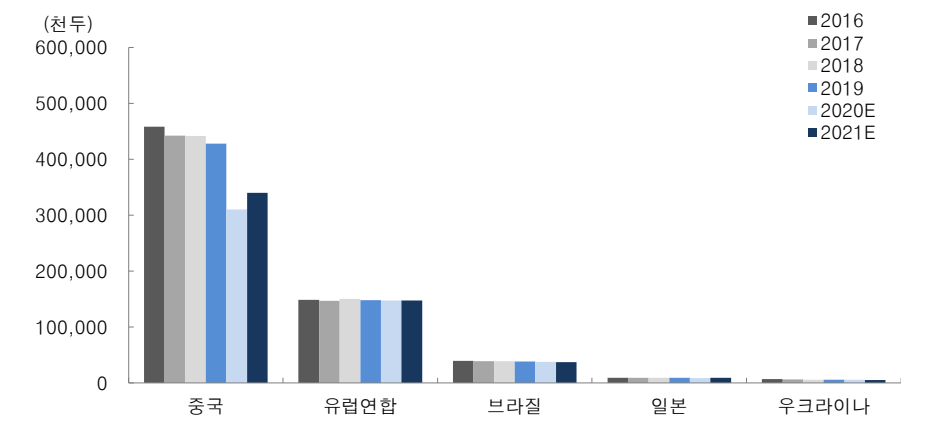
양돈 상위 10개국 중 아프리카돼지열병의 감염이 없었던 미주 지역(멕시코, 미국, 캐나다)과 2007년 확산이 시작된 러시아에서 2016년 이후 입식 두수를 크게 증가시켜 왔음에도 중국, 유럽연합, 브라질, 우크라이나에서 아프리카돼지열병 확산으로 폐사 두수가 크게 증가되며 양돈 사육 상위 10개국의 2020년 재고 두수는 6.5억두로 2016년 대비 17% 감소하였다.

그림 1. 전세계 아프리카돼지열병 발병 현황



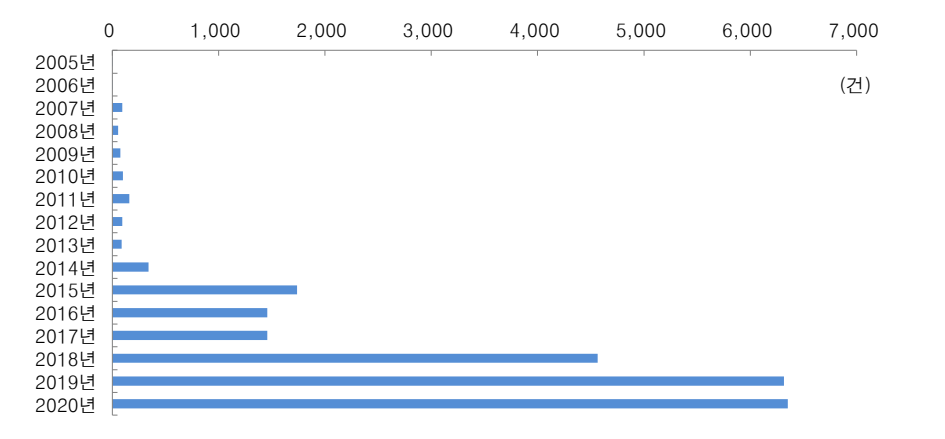
주: 2020.11.16 기준
자료: Global Animal Disease, 대신증권 Research Center

그림 2. 양돈 사육 상위 10 개국 중 최근 영향을 받은 5 개 지역의 비육돈 재고 두수 추이



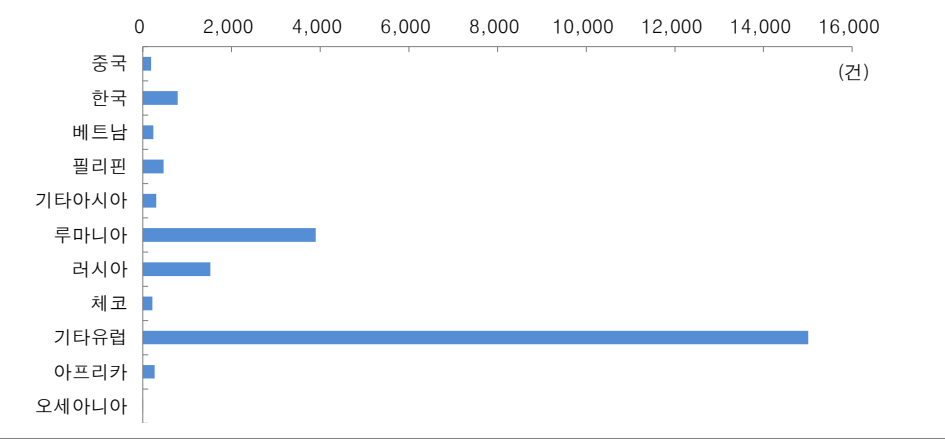
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 3. 시기별 아프리카돼지열병 발병 현황



주: 보고일 기준으로 발병일과 차이 있음
자료: Global Animal Disease, 대신증권 Research Center

그림 4. 국가별 아프리카돼지열병 발병 현황



주1: 보고일 기준으로 발병일과 차이 있음
주2: 기타아시아=아시아전역-중국-한국-베트남-필리핀, 기타유럽=유럽전역-루마니아-체코-러시아
자료: Global Animal Disease, 대신증권 Research Center

중국 양돈 시장 전망

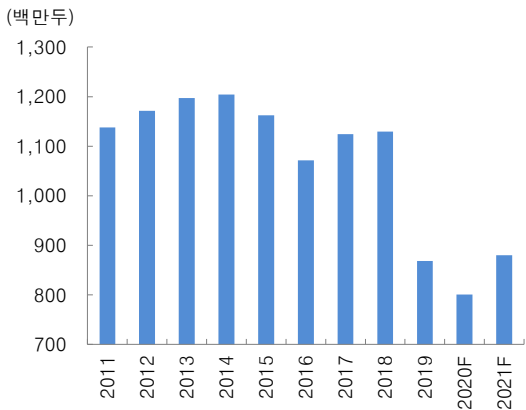
없어서 못 먹는
돼지고기

중국에서는 지난 2018년 8월 3일 북부 랴오닝성을 시작으로 아프리카돼지열병이 중국 전역으로 확산되었다. 공식적으로 발표된 중국의 아프리카돼지열병 발견 사례는 2020년 10월 22일 기준 184개에 달한다. 2018년까지도 10~11억두로 안정적으로 유지되던 중국의 돼지 사육 두수는 2019년 8.7억두로 전년 대비 23% 감소했고, 중국 돈육 생산량은 2019년 4,255만톤으로 전년 대비 21% 감소해 2011년 이후 처음으로 5,000만톤을 하회하였다.

중국 정부 기관인 상품비축관리센터가 비축 냉동 돈육 43만톤을 경쟁 입찰 방식으로 시장에 물량을 내어주고 미국산 돈육에 적용해온 보복 수입 관세를 철회하며 수입 확대에 주력했다. 이에 2019년 중국의 돈육 수입 금액은 45억 달러로 전년 대비 117% 증가하였으며, 수입량은 245만톤으로 전년 대비 57% 증가하였다.

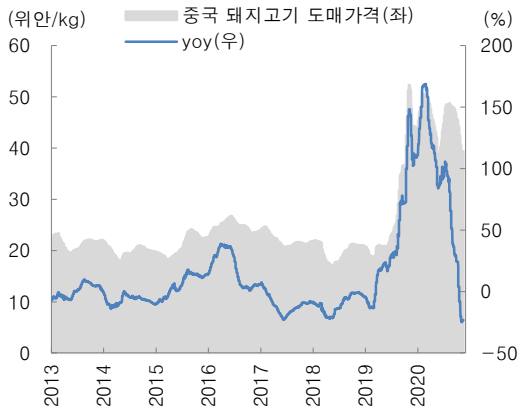
중국 정부는 단기적으로나마 최대한의 공급량을 확보하는 반면 인당 돈육 구매량을 제한하고, 구매 시 신분증을 제시하게 하는 등 수급 불균형을 최소화 하기 위한 소비 억제에도 최선을 다했다. 이에 2019년 중국의 돈육 소비량은 4,487만톤으로 2017년 5,581만톤 대비 23% 감소하였고, 동시에 수입량이 245만톤으로 2017년 대비 51% 증가하여 수입과 내수 생산을 합산한 전체 공급량은 4,500만톤으로 가까스로 공급 부족 사태가 발발하지 않을 수 있었다.

그림 5. 중국 돼지 사육 두수



자료: Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center

그림 6. 중국 돈육 도매가격 월별 추이



자료: Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center

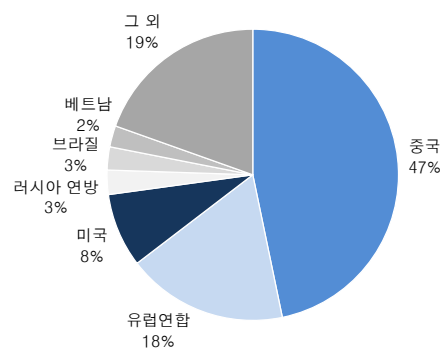
수급 불균형으로 2018년 8월 아프리카돼지열병 확산 이전까지 평균 kg당 17~21위안에서 거래되던 중국 돈육 도매 가격은 2019년 11월 52위안까지 폭등했다. 돈육 가격 폭등은 소비자물가지수 상승과 가공식품 가격 상승으로 이어져 중국 인당 육류 소비량 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 품종인 돈육의 공급 확대와 가격 안정이 중국 중앙 정부와 지방 정부의 공통의 과제가 되었다. 전세계 돈육 소비의 47%를 차지했던 돈육 소비 대국 중국의 수급 불균형은 스페인, 미국 등의 주요 돈육 수입국의 가격 상승까지 번지고 있다.

다행히 2020년 상반기 중국에서 보고된 아프리카돼지열병 발병 사례는 17개, 2020년 하반기에 보고된 발병 사례는 7월 1개, 10월 1개에 불과하다. 이마저도 중대형 농가가 아닌 방역 체계가 취약한 소형 농장에서 발견되었다. 과거 중국에서 보고된 아프리카돼지열병 발병 사례 건수가 2018년 102개, 2019년 63개에 달했던 점을 감안하면 진정되는 추세이다.

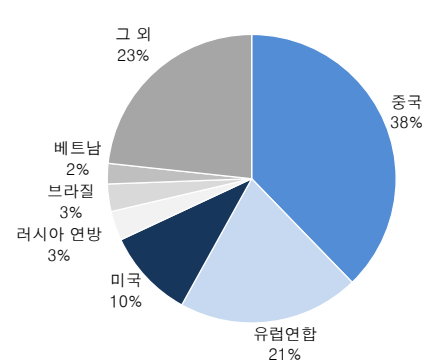
중국에서의 아프리카돼지열병 확산이 진정되는 가운데 공급량 증가를 위해 중국 정부가 1) 2020년 12월 31일까지 양돈 농장 건설 자금에 대한 이자 공제 및 대출 한도 확대, 2) 통행료 면제 그리고 지방 정부별 보조금 정책으로 3) 후난성은 농장 수리 혹은 증설로 1만두 이상 3만두 미만 사육 두수 확대 시 50만 위안(약 8,580만원), 3만두를 초과하여 확대 시 80만 위안(1억 3,710만원), 수입 종돈(Breeding stock) 두당 1,000위안을 지급하고, 4) 윈난성은 두당 2,000위안을 2022년 12월 31일까지, 5) 시추안성은 모돈(Sow) 두당 300위안을 지급하는 등 적극적인 지원 정책을 시행하고 있어 중국의 돼지 사육 두수는 2020년을 저점으로 회복될 전망이다.

그림 7. 주요 돈육 소비 국가 비중(2018년 기준)

그림 8. 주요 돈육 소비 국가 비중(2020년 전망)

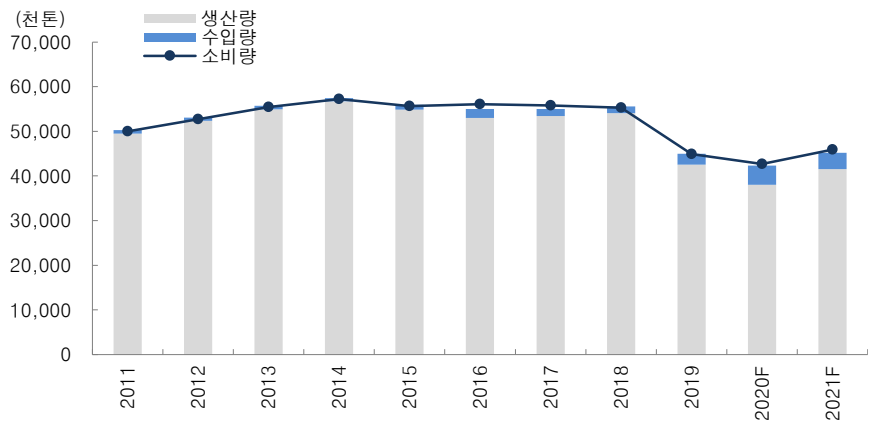


자료: USDA, Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center



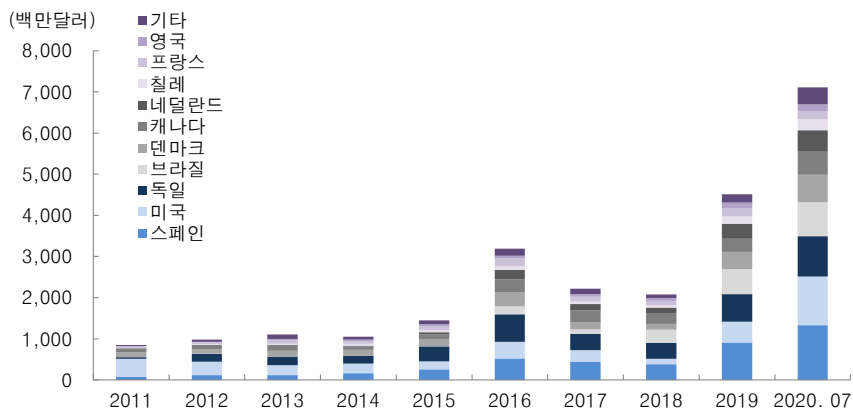
자료: USDA, Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 돈육 생산·수입·소비량 추이



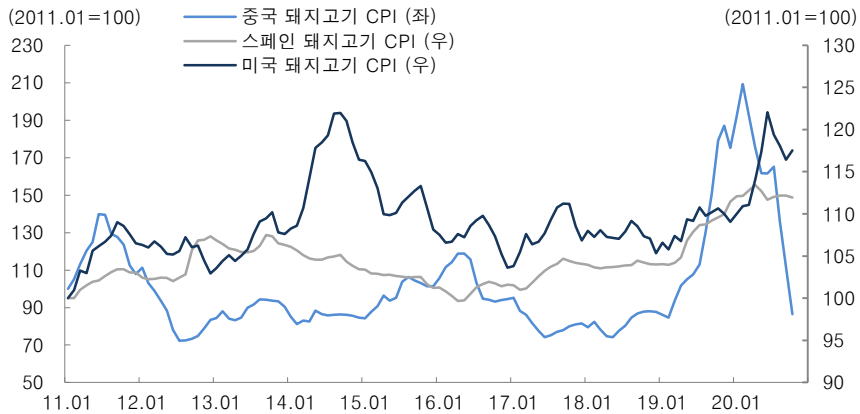
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 10. 중국의 국가별 돈육 수입량 추이



자료: National Bureau of Statistics, 대신증권 Research Center

그림 11. 주요 양돈 소비·수출국의 돼지고기 CPI 추이



주: 2011.01 = 100 기준

자료: Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center

중국, 유럽보다도
민감하게 반응한
베트남 돈가

베트남 양돈 시장 전망

2019년 2월, 베트남에서 최초의 아프리카돼지열병 발병이 보고된 이후 연중 급속도로 전역에 확산되며 2019년 공식적으로 보고된 아프리카돼지열병 발병 건수는 191건으로 중국의 2018년 102건 대비 1.9배에 달하였다. 2019년 12월까지 총 590만두가 폐사되었다. 이는 2018년 베트남 돼지 사육 두수의 21%에 해당되는 규모이다. 베트남도 중국과 마찬가지로 공급 가능 물량이 급감하며 2019년 8월 kg당 42,000동에 거래되던 베트남 돈가는 2019년 말 kg당 90,000동까지 치솟았다. 다행히 2020년 1분기 베트남에서 보고된 아프리카돼지열병 발병 건수가 전무했고 이에 1분기 폐사 두수 역시 2.3만두 내외에 불과하였다. 점차 안정되는 듯 하였으나 4월 베트남 북부 박칸성(Bac Kan) 산악 지역에서 재발병되며 2020년 4월부터 10월까지 공식적으로 보고된 아프리카돼지열병 발병 수는 49건에 달하였다. 이에 돈육 공급 부족 사태는 더욱 심화되며 2020년 5월 말 kg당 105,000동에 거래되며 역사상 최고 수준을 기록했다. 미국 농무부에 따르면 2020년 베트남에서 보고된 아프리카돼지열병 발병 건수 중 재발병으로 확인된 건수는 45%에 달한다.

그림 12. 베트남 돈가 추이

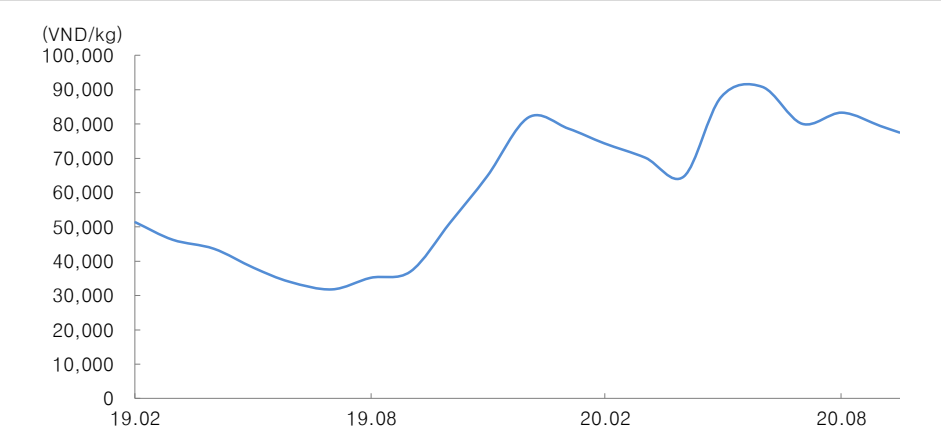
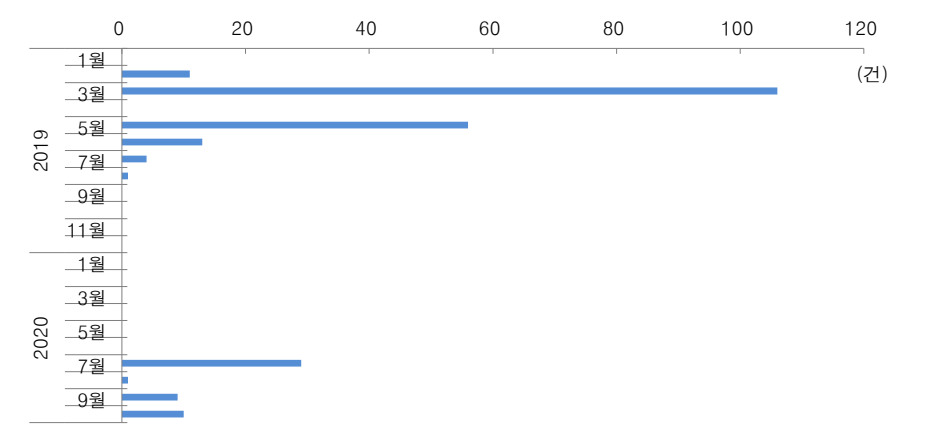


그림 13. 베트남 아프리카돼지열병 발병 현황

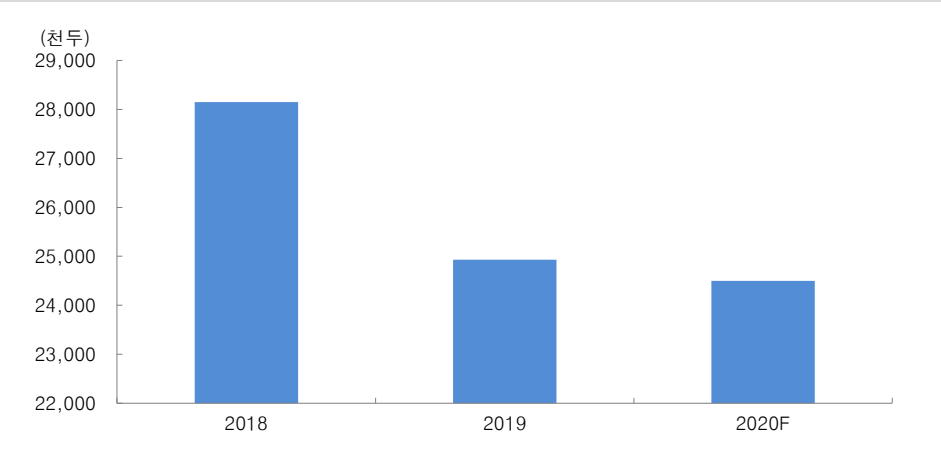


주: 보고일 기준으로 발병일과 차이 있음
자료: Global Animal Disease, 대신증권 Research Center

그럼에도 최근 기준 베트남 돼지 사육 두수는 2,518만두로 아프리카돼지열병 확산 이전 대비 82%까지 회복되었고 모든 역시 293만두로 연초 대비 8% 증가한 것으로 추산된다. 아프리카돼지열병 재발병에도 사육두수가 크게 확대되고 있는 이유는 정부의 대대적인 수급 안정화 정책과 상위 기업들의 입식 두수 확대에 기인한다.

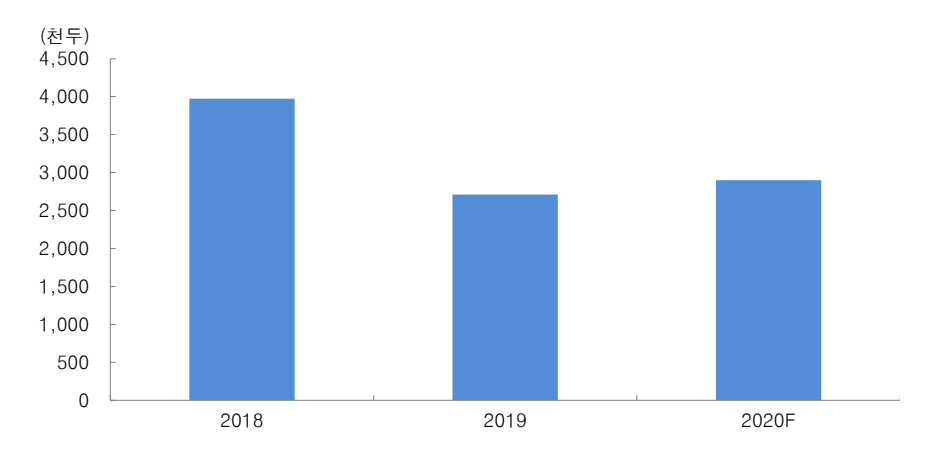
아프리카돼지열병 종식을 위해 중앙 정부가 총 6.2조동(약 3,060억원), 지방 정부가 총 7,000억동(약 345억원)의 예산을 집행하며 농가 재건에 총력을 기하고 있다. 다행히 베트남 63개 지역 중 12개 지역에서 재발병 없이 회복되는 중에 있으며 특히 큰 규모의 농가가 대거 포진되어 있는 남부의 빈 푸옥(Binh Phuoc) 지역이 가장 빠른 회복 속도를 보이고 있어 베트남 양돈 수급은 점차 안정화될 전망이다. 또한 높은 변동성 속 대기업의 축산·사료 통합 모델 효율성이 부각되며 상위 기업들 위주로 공급이 크게 증가될 것으로 예상된다. 베트남 양돈 상위 16개 양돈 기업의 2020년 상반기 말 돼지 사육 두수는 490만두로 2020년 초 대비 47% 증가되며, 2020년 말까지 돼지 사육 두수를 536만두까지 확대할 것으로 전망된다. 이에 베트남 양돈 시장은 아프리카돼지열병 발병을 계기로 양돈업의 기업화가 가속화될 것으로 예상된다.

그림 14. 베트남 돼지 사육 두수



자료: Vietnam Industry and Trade Information Center, 대신증권 Research Center

그림 15. 베트남 모돈 수



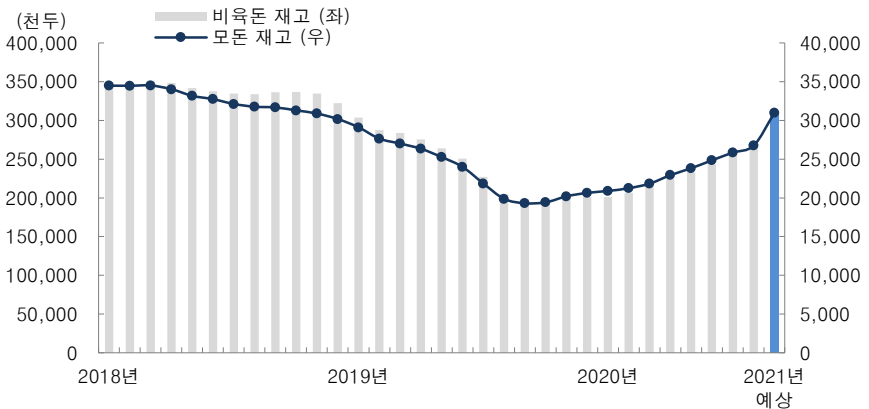
자료: Vietnam Industry and Trade Information Center, 대신증권 Research Center

곡물가 우상향 그리고
배합사료 · 첨가제
업종 수혜 예상

양돈업 V자 반등으로 관련 업종 수혜 예상

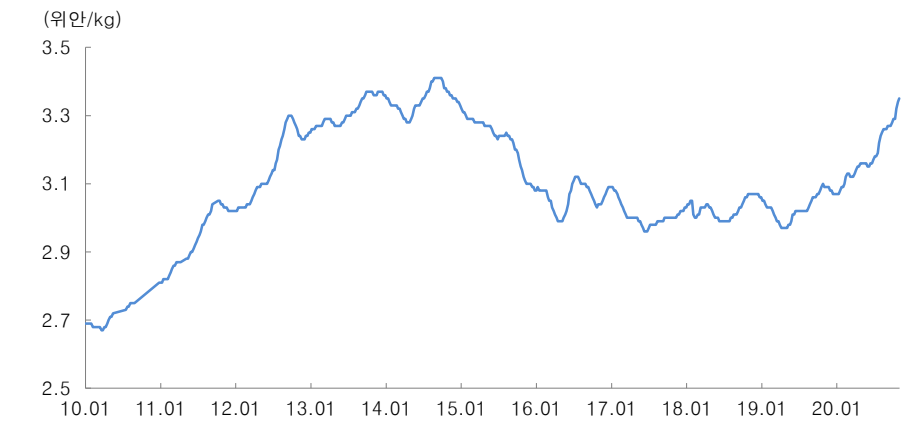
중국과 베트남의 돼지 입식 두수 증가와 관련된 1) 사료 원료곡, 2) 배합사료, 3) 사료첨가제 가격은 상승 곡선을 그리고 있다. 중국의 배합사료 가격은 2019년 5월 kg당 2.97 위안까지 하락 하였으나 최근 11월 거래 가격은 kg당 3.4위안으로 저점 대비 13% 상승하였다. 주요 사료 원료곡인 옥수수 역시 마찬가지이다. 2017~2018년 톤당 1,200~1,800위안의 범위 내에서 비교적 안정적인 가격대가 형성되어왔으나 이후 상승 추세를 보이며 지난 10월에는 톤당 2,341위안을 기록하였다. 이는 10년 내 최고 수준인 2,442위안 대비 4% 낮은 수준에 불과하며 2017년 하반기 대비 77% 상승한 수준이다. 옥수수 가격의 상승 폭이 유독 큰데 이는 돼지 사육 두수 증가로 수요가 크게 증가되는 동시에 중국 전체 파종 면적의 32%를 차지하는 동북 3성(흑룡강성, 길림성, 랴오닝성)에서 올해 여름에만 3차례의 태풍을 겪었고, 강풍, 폭우의 연속으로 대부분의 경작지가 침수되는 피해를 입으면서 공급이 감소한 영향이다. 체내에서 합성되지 않는 필수 아미노산인 라이신, 쓰레오닌 역시 마찬가지이다. 2017, 2018년 가격 급등 이후 급락했던 라이신, 쓰레오닌 가격 역시 연초 대비 각각 25%, 35% 상승하였으며 전년 동기 대비 각각 28%, 41% 상승하였다.

그림 16. 중국 비육돈 · 모돈 재고 추이



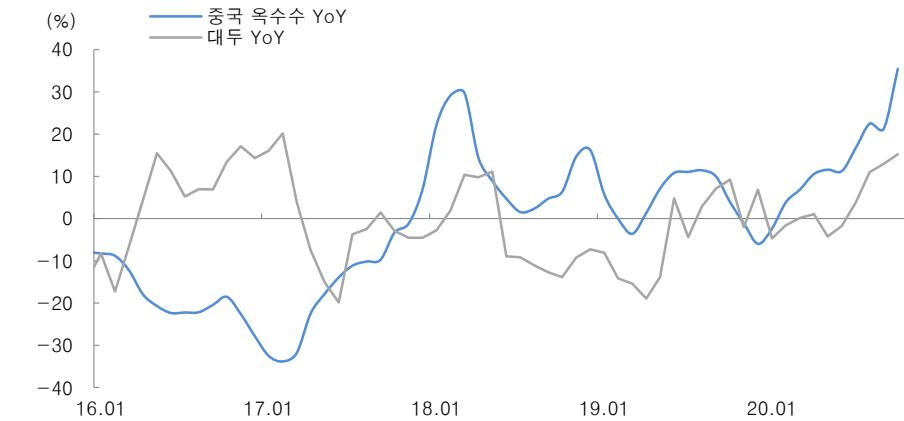
자료: Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center

그림 17. 중국 돼지 배합사료 가격 추이



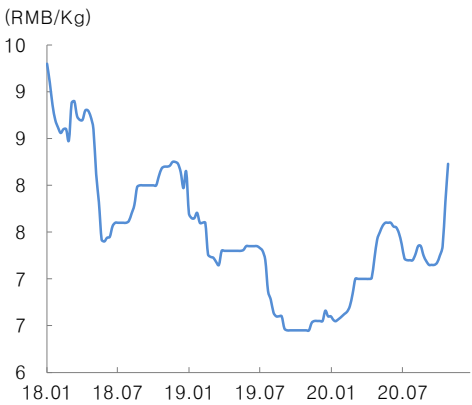
자료: Ministry of Agriculture and Rural Affairs, 대신증권 Research Center

그림 18. 중국 옥수수 및 대두 · 대두박 전년비 가격 추이



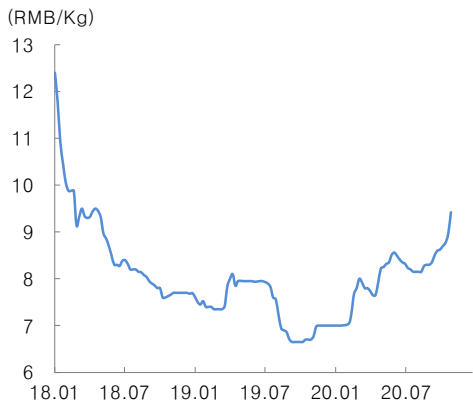
주: 중국 옥수수 가격은 홍콩상 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. 중국 라이신 판매 가격 추이



주: 98.5% 함량 기준
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 20. 중국 쓰레오닌 판매 가격 추이



주: 99% 함량 기준
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

엄격해지는 사육 규제

중국 정부는 양돈 농가의 재기와 돈육 수급 안정화를 위해 지난 2020년 6월 16일 ‘농가 사료 관련 규정’을 고시하였다. 관련 내용은 아래와 같다.

첫째, 농가에서 직접 사료를 제조하는 경우 자체 설비만을 사용해야 한다. 둘째, 농가에서 직접 제조한 사료 및 제조설비는 외부에 제공할 수 없다. 셋째, 농가에서 직접 제조할 때 판매용 배합사료에 허가된 항생제 등의 동물용 의약품 첨가를 금지한다. 넷째, 농가는 정부가 고시한 배합사료 및 사료첨가제 사용 규정을 준수해야하고 전통적으로 농가에서 사용되어왔던 약용식물을 제외하고는 그 외의 것을 사용해서는 안된다. 다섯째, 적정 수준 이상의 사료첨가제를 사용해서는 안되고, 금지 물질 사용은 엄격히 금지된다. 여섯째, 배합사료, 사료첨가제는 합법적인 제조업체의 적격 제품만을 사용해야 한다. 일곱째, 자가 생산 사료, 반제품, 완제품 등은 독성 제품과 같이 가축의 건강에 해를 끼칠 수 있는 물질과 분리 보관하고 교차 오염을 방지하기 위한 조치를 취해야한다.

아프리카돼지열병으로 전례없는 공급 감소를 겪은 중국 정부가 양돈 업계의 생산에 대대적인 규제를 가한 것이다. 여러가지 규정이 고지되었으나 대부분의 내용이 Backyard 사육, 영세 농가에 가장 불리하게 작용될 것으로 예상된다.

그림 21. 중국 농림부 고시 제 307 호 '농가 사료 관련 규정'



中华人民共和国农业农村部

Ministry of Agriculture and Rural Affairs of the People's Republic of China

首页

机构

新闻

公开

政务服务

专题

互动

数据

当前位置: [首页](#) > [公开](#)

索引号: 078260275202000305

信息所属单位: 畜牧兽医局

信息名称: 中华人民共和国农业农村部公告 第307号

生效日期: 2020年08月01日

文号: 中华人民共和国农业农村部公告 第307号

发布日期: 2020年06月16日

内容概述: 关于养殖者自行配制饲料的有关规定

中华人民共和国农业农村部公告 第307号

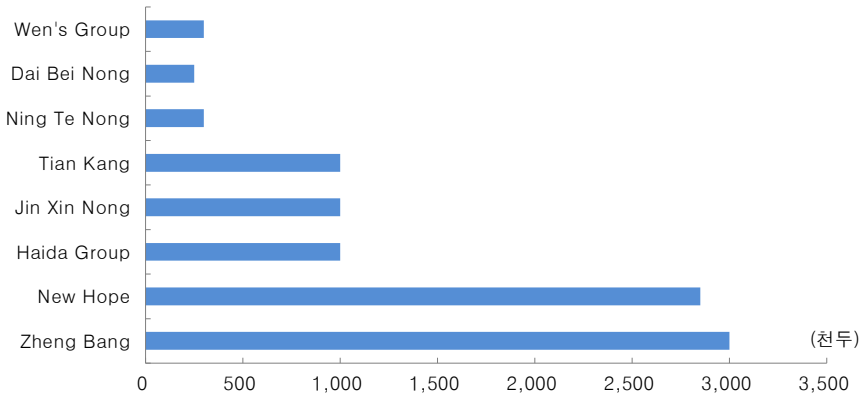
为规范养殖者自行配制饲料的行为,保障动物产品质量安全,按照《饲料和饲料添加剂管理条例》有关要求,我部规定如下。

자료: 중국 농림부, 대신증권 Research Center

또한 모든 가격 상승 및 사료곡의 가격 상승 부담으로 중국 양돈 농가의 재건은 대형 농가와 기업을 중심으로 이뤄질 전망이다. 2019년 이후 중국의 상위 8개 상위 양돈 기업(Zheng bang, New Hope, Haida, Jin Xin Nong, Tian Kang, Ning Te Nong, Dai Bei Nong, Wen's Group)이 발표한 농가 증설 규모는 970만두에 달한다. 또한 이들 기업의 경우 사료 가공→도축→가공→콜드체인 물류 시스템에 이르는 선진화된 수직 계열화 농장을 구축할 것으로 예정되어 있어 상위 기업들 중심으로 중국 양돈 업계는 대형화될 전망이다.

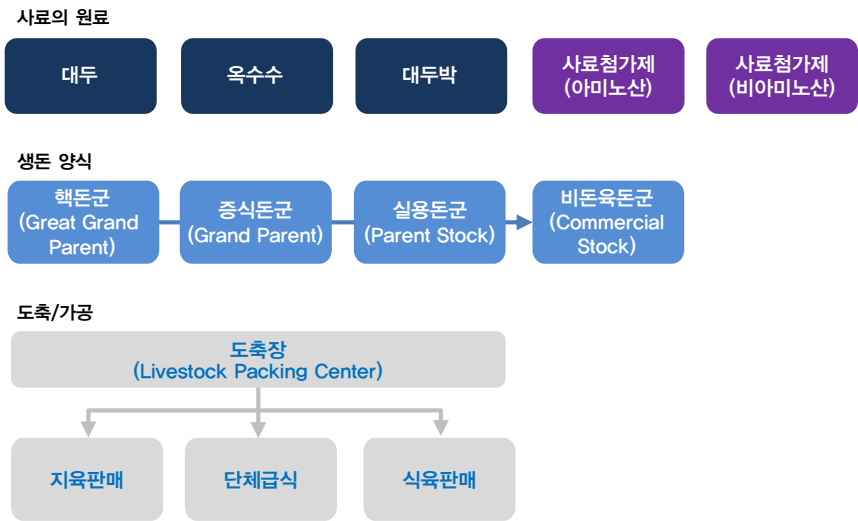
사육 농가 대형화는 면적당 사육 두수 증가로 이어져 폐사율 최소화가 관건이다. 폐사율 최소화 즉 생산성 향상을 위해 농가들의 사료 품질 향상 수요가 크게 증가될 것으로 예상된다.

그림 22. 중국 상위 양돈 기업들의 증설 계획



자료: 각사 홈페이지, 대신증권 Research Center

그림 23. 양돈업 공급 체인



자료: 대신증권 Research Center

II. 일상으로 다가온 식물성 식품

건강과 환경을 생각한 식물성 식품

건강한 음식에 대한
수요 증가

최신 자료 기준 미국의 비만율은 40%로 집계된다. 이는 OECD 국가 중 가장 높은 비율로 국가 차원의 문제로 대두되고 있다. 2020년 미국 시장 조사 기관인 VRG 조사 결과에 따르면 응답자 중 본인이 Vegetarian이라고 응답한 비중은 6%, 외식할 때 Vegetarian Meal을 찾는다고 응답한 비중은 54%로 집계된다. 음식을 고르는 기준(복수 선택 가능)으로는 맛이 57%, 비용이 38%, 건강이 36%순으로 집계 되었는데 Vegetarian의 경우에는 맛이 48%, 건강이 42%, 비용이 31%로 건강에 대한 비중이 더욱 높게 나타나기도 했다.

건강한 식품에 대한 수요 증가로 동물성 식품을 대체하는 식물성 식품의 시장 성장이 가파르다. 2019년 기준 식물성 식품 시장 규모는 49.8억 달러로 2018년 대비 11% 성장했다. 2019년 미국의 전체 식품 시장 규모가 2018년 대비 2% 성장한 점을 감안하면 전체 시장 성장률을 크게 상회하는 수치이다.

식물성 식품 시장의 선구자적인 카테고리는 유제품(Milk, Yogurt, Butter, Cheese)이다. 2019년 식물성 유제품 시장 규모는 26.9억 달러로 식물성 식품 시장의 54% 비중을 차지하고 있다. 식물성 유제품의 경우 대부분 소매점과 식료품점에서 판매되고 있다. 2017~2019년 3년간 식물성 유제품 매출액은 연평균 10% 성장률을 기록했는데 유통 채널 비중 변화는 미미하다. 즉, 매출 성장은 유통 채널 확장이 아닌 소비자 수의 증가에 기인하고 있다. 식물성 유제품 내에서도 심리적 저항감이 가장 낮은 품목은 아몬드 우유, 오트 우유 등의 식물성 우유로 파악되는데, 식물성 우유를 구매한 경험이 있는 소비자는 다른 카테고리의 식물성 식품으로도 확장되는 특성을 보이고 있다.

그림 24. 미국에서 판매되고 있는 식물성 유제품(1)



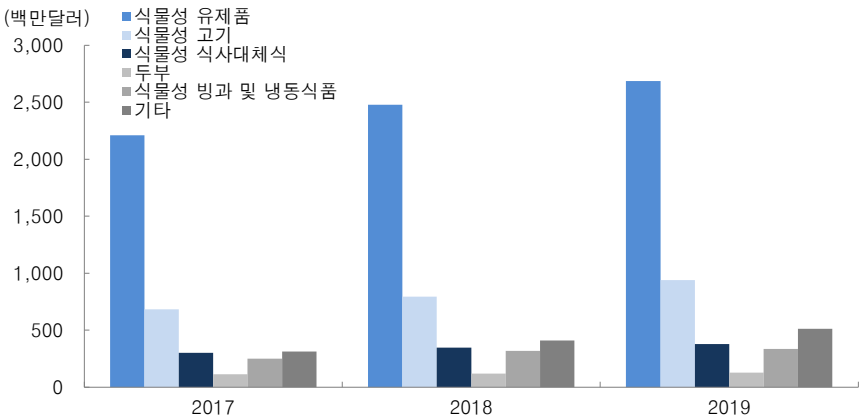
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 25. 미국에서 판매되고 있는 식물성 유제품(2)



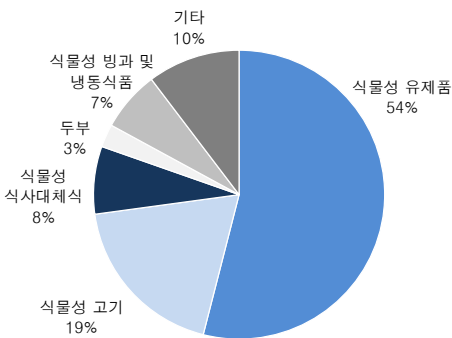
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 26. 식물성 식품 종류별 시장 규모



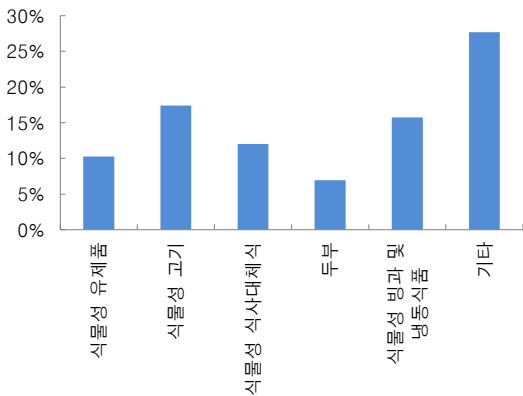
자료: 시장자료, 대신증권 Research Center

그림 27. 식물성 식품 종류별 시장 비중



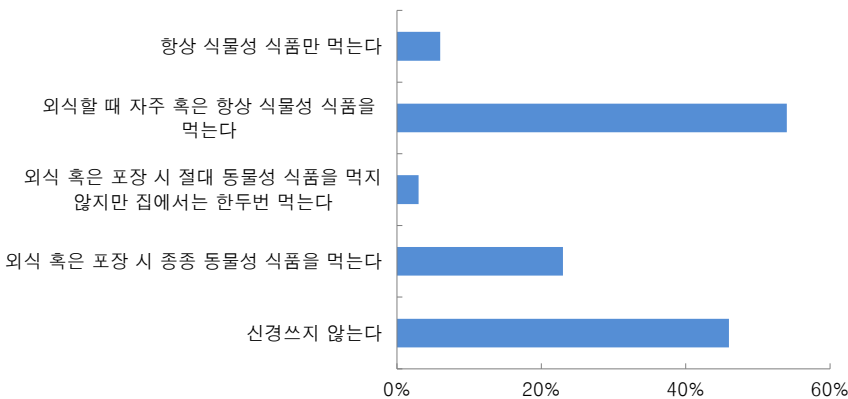
자료: 시장자료, 대신증권 Research Center

그림 28. 식물성 식품 종류별 최근 3년간 성장률



자료: 시장자료, 대신증권 Research Center

그림 29. 식물성 식품에 대한 섭취 빈도 설문조사



자료: VRG, 대신증권 Research Center

유제품이 캐리했던
식물성 식품 시장의
성장은 육류가
이어받는 중

식물성 유제품의 뒤를 잇는 제품군은 식물성 육류이다. 2019년 식물성 육류 시장 규모는 9.4억 달러로 식물성 식품 시장의 19%를 차지하며 2017~2019년 3년간 연평균 17% 성장률을 기록했다. 현재 식물성 육류 시장은 2000년 초반 식물성 유제품 시장 성장의 초창기와 비슷한 모습을 보이고 있다. 현재 미국의 유제품 시장에서 식물성 유제품 시장 비중은 13%를 차지하는 반면 육류 시장에서 식물성 육류 시장 비중은 1%에 불과하나 매년 높은 두자리 수의 성장이 지속되고 있고, 현재 식물성 육류는 대부분 식료품점에서 판매되고 있기 때문에 향후 소매점, 클럽채널 등에서의 판매 확대를 기대해 볼 수 있기 때문이다.

식물성 육류 시장에서 가장 모범적인 성과를 나타낸 기업은 비욘드미트(Beyond meat, 나스닥 상장)이다. 2019년 기준 미국 Plant Based Meat 시장 점유율 21%를 차지하는 비욘드미트의 2016년 이후 4년간 연평균 매출액 성장률은 164%에 달하였다. 2016년 10월 51개의 Whole Foods Market에 입점되며 첫 판매가 개시된 이후 Kroger, Target, Walmart, Costco, Sam's Club 등을 중심으로 B2C 유통 채널을 크게 하며 소비자와의 접점을 높였고 2020년 6월 2.6만개의 식품 매장에서 비욘드 미트 제품이 판매되고 있다.

비욘드미트의 2016년 이후 4년간 미국 Retail 매출액은 연평균 127% 성장했다. 비욘드미트의 고속 성장 가도의 발판은 B2C 입점 채널 확장에 이은 B2B 판매 확대였다. 비욘드미트의 2020년 6월 Restaurant and Food service 거래처는 3.9만여개에 달한다. 상장 당시 1.2만개 대비 3.1배 증가된 수치이다. 대형 식자재 유통업체인 Sysco, 외식 프랜차이즈인 Dunkin Donuts, TGI Fridays, Denny's, Pizza Rev 등은 Plant Based Food 수요 증가에 대응해 관련 메뉴를 출시하기 시작했다. Restaurant and Food service의 2016년 이후 4년간 연평균 매출액 성장률 242%를 기록하며 비중은 2019년 51%까지 확대되었다. 2020년 3분기 중 KFC, Papa John's, DEL TACO, Yum China, Einstein Bros Bagels 등프랜차이즈 업체들과 테스트 작업을 진행 중에 있으며 네덜란드 육가공회사 잔드버그(Zandbergen)과 협력해 네덜란드에 생산 공장을 건설하는 중이다. 해당 공장은 2020년 말부터 가동될 예정이며 비욘드미트의 첫 해외 생산 기지로서 유럽 진출 확대의 교두보가 될 것으로 기대된다.

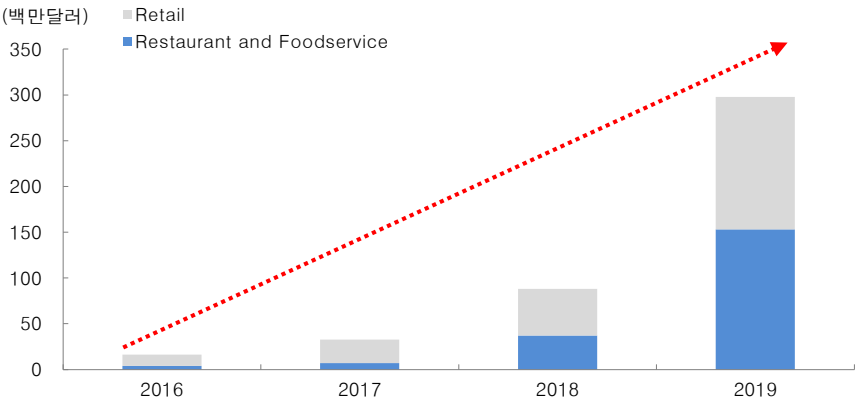
B2B 두부 판매
확대에 따른 시장
성장 기대

B2C 채널의 접근성이 가장 유리한 품목은 식물성 유제품, B2B 채널에서의 확장성이 가장 유리한 품목은 식물성 육류 그리고 두부로 판단된다.

2019년 두부 시장 규모는 1.3억 달러이다. 2017~2019년 3년간 연평균 7% 성장률을 기록했다. 시장 규모가 유제품 대비 5%, 육류 대비 14%에 불과하는 작은 시장임에도 성장률이 비교적 낮은 이유는 유제품, 육류와 다르게 동물성 식품의 대체재가 아닌 신생 카테고리이기 때문이다. 두부의 경우 식품 소재로서 적용 가능한 범위가 타 카테고리보다 넓기 때문에 향후 성장 가능성은 매우 높다고 판단된다.

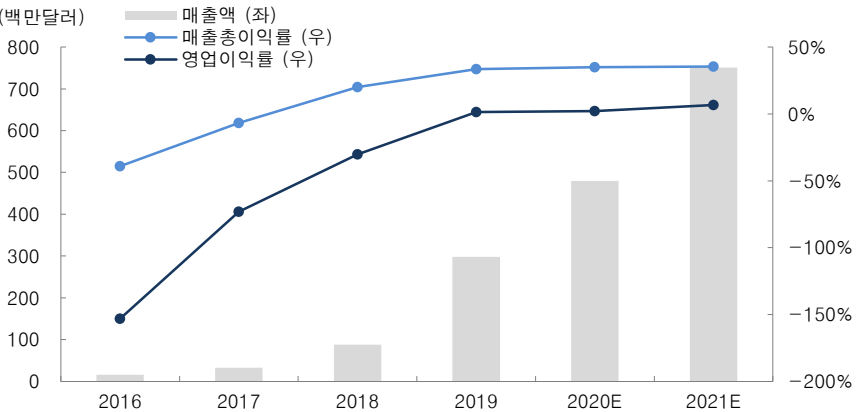
두부의 경우에는 식물성 육류 대비 B2B 침투율이 현저히 낮은 것으로 판단된다. 현재 미국 내 두부 시장점유율은 풀무원의 자회사인 나소야(Nasoya)가 75%로 높은 지배력을 유지 중이며 그 외 미국의 유기농·자연 식품 전문 회사인 하인셀레셜(Hain Celestial, 나스닥 상장), 일본의 종합 가공식품 회사인 모리나가(Morinaga, 도쿄 증시 상장), 하우스푸드(House Foods, 도쿄 증시 상장)가 그 뒤를 따른다. 미국 시장에서는 한국·일본 시장과 달리 가공 두부가 시장 성장을 주도할 것으로 예상된다.

그림 30. 비온드미트 연간 매출액 성장률



자료: 비온드미트, 대신증권 Research Center

그림 31. 비온드미트 연간 실적 추이 및 전망



자료: 비온드미트, 대신증권 Research Center

그림 32. KFC 에서 판매되고 있는 비온드미트 제품



자료: 비온드미트, 대신증권 Research Center

그림 33. 미국식 두부 요리 레시피



자료: Nasoya, 대신증권 Research Center

기업분석

이지바이오

(353810)

한유정

yujung.han@daishin.com

노희재

heejae.roh@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

50,000

상향

현재주가

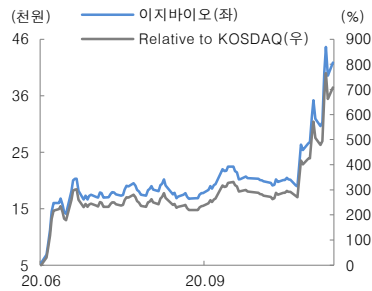
(20.11.16)

41,700

음식료업종

KOSDAQ	847.33
시가총액	285십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	3십억원
52주 최고/최저	44,600원 / 5,083원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	5.68%
주요주주	지현욱 외 7 인 41.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	109.6	116.5	-	-
상대수익률	106.2	113.3	-	-



비정상의 정상화일 뿐, 매수 추천 유지

투자 의견 매수 유지, 목표주가 50,000원으로 상향 조정(+36%)

- 종전 목표주가 산정 시 해외 Peer group(양돈+사료첨가제) 평균에 30%를 할인 적용 하였으나 업황 호조에 따른 실적 성장이 기대됨에 따라 할인 근거가 부족하다고 판단되어 업종 평균인 17배를 Target Multiple로 적용

고부가가치란 이런 것

- 중국, 베트남을 주도로 글로벌 양돈 업계 수급 개선 기대. 이지바이오의 대표 제품인 엔도파워, 리피돌(endopower, lipidol/사료 영양소의 분해 및 흡수를 효과적으로 촉진)은 효소·유화제로 평균 판매 단가는 kg당 5,000 원대로 최근 5년간 동일 판가 유지 중. 일반 배합사료의 판매 가격이 kg 당 400~500원 대비 10배 이상의 높은 가격이며 라이신 판매 가격이 kg 당 1,200~1,300원 대비로도 3배 이상 높은 수준. 또한 주원료는 발효배 지, 부원료는 탄산칼슘, 실리카, 미강 등의 부형제로 국제 곡물 가격의 변동에 의존도가 상당히 낮은 편으로 업황 반등에 따른 직접적 수혜 기대

기대치를 상회한 3분기

- 2020년 3분기 이지바이오의 별도 매출액은 358억원(+9% yoy, +9% qoq), 영업이익은 68억원(+14% yoy, +17% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 68억원에 부합. 1) [자돈사료] 내수 양돈 시장 성장으로 매출액은 194억원(+3% yoy), 영업이익은 26억원(+6% yoy) 기록. 2) [사료첨가제] 내수 매출액은 127억원, 수출 매출액은 37억원으로 2020년 1~3분기 누적 매출액은 2019년 연매출액 대비 각각 88%, 83% 달성률을 나타냄. 내수, 수출 합산 사료첨가제 영업이익 역시 43억원(+19% yoy)으로 크게 증가

구분	3Q19	2020	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	NA	22	35	36	NA	66.2	35	36	0.0	0.8
영업이익	NA	4	7	7	NA	75.0	7	7	0.0	2.4
순이익	NA	3	5	5	NA	67.1	5	5	0.0	0.6

자료: 이지바이오, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	-	-	93	152	167
영업이익	-	-	18	30	34
세전순이익	-	-	15	28	31
총당기순이익	-	-	12	21	24
지배지분순이익	-	-	12	21	24
EPS	-	-	2,691	3,142	3,567
PER	-	-	15.5	13.3	11.7
BPS	-	-	8,339	7,974	10,142
PBR	-	-	5.0	5.2	4.1
ROE	-	-	64.5	46.4	39.4

주1: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 주2: 2020년 6월 재상장된 법인으로 2020년 이전 수치 부재, 자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

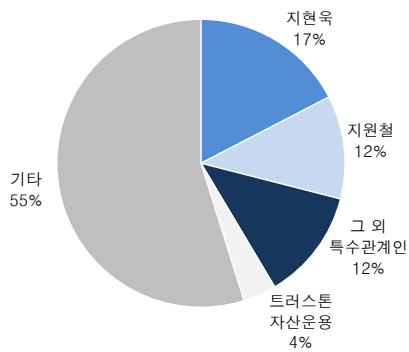
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	91	148	93	152	2.9	3.0
판매비와 관리비	13	22	14	22	2.9	3.0
영업이익	17	29	18	30	2.6	2.4
영업이익률	19.1	19.7	19.0	19.6	-0.1	-0.1
영업외손익	-2	-2	-2	-2	적자유지	적자유지
세전순이익	16	28	15	28	-1.9	-0.2
지배지분순이익	13	22	12	21	-1.9	-0.2
순이익률	13.8	14.5	13.2	14.1	-0.6	-0.5
EPS(지배지분순이익)	2,735	3,137	2,691	3,142	-1.6	0.2

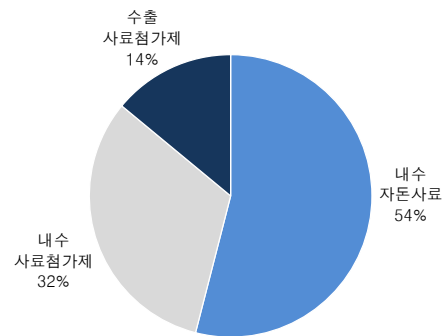
자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

그림 34. 이지바이오 주주구성



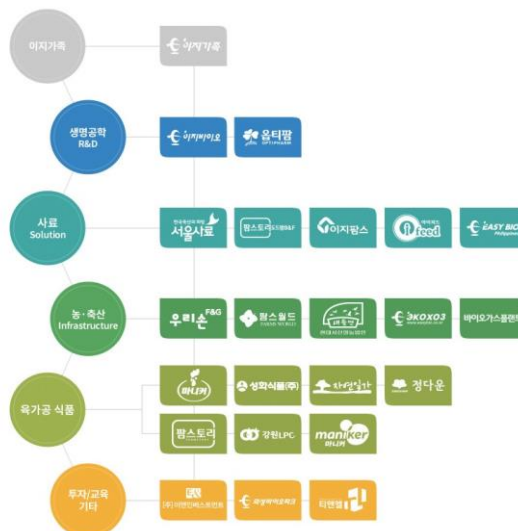
자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

그림 35. 1H2O 기준 매출액비중



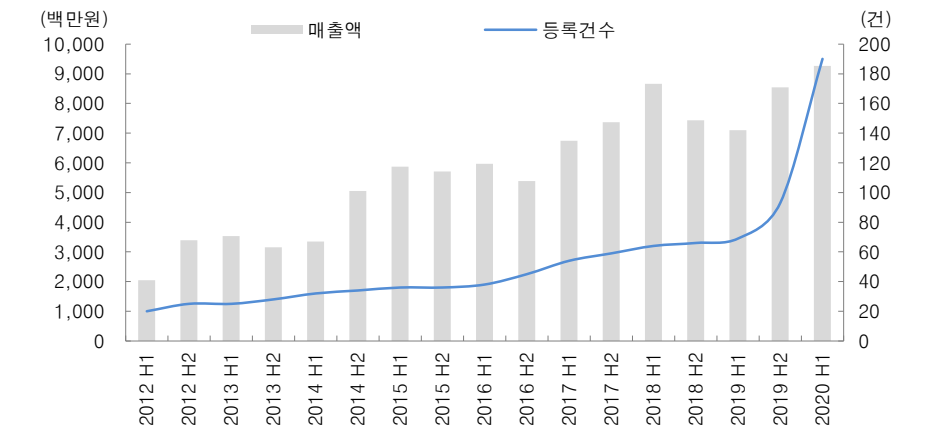
자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

그림 36. 이지홀딩스 계열사 사업구조



자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

그림 37. 이지바이오 해외 사료첨가제 제품 등록 건수 및 수출 매출액 추이



자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

표 1. 이지바이오 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	304	297	330	315	313	329	358	361	1,133	1,252	1,246	1,361	1,525
자돈사료	171	175	188	184	173	176	194	190	650	720	718	733	761
사료첨가제	133	123	142	131	141	153	164	171	484	532	528	629	764
YoY	-	-	-	-	3.0%	10.6%	8.6%	14.8%	7.7%	10.5%	-0.5%	9.3%	12.0%
자돈사료	-	-	-	-	0.8%	0.8%	3.0%	3.5%	10.0%	10.7%	-0.2%	2.1%	3.8%
사료첨가제	-	-	-	-	5.9%	24.5%	16.1%	30.6%	4.8%	10.1%	-0.8%	19.1%	21.6%
매출액 비중													
자돈사료	56.3%	58.7%	57.1%	58.4%	55.1%	53.6%	54.1%	52.7%	57.3%	57.5%	57.6%	53.8%	49.9%
사료첨가제	43.7%	41.3%	42.9%	41.6%	44.9%	46.4%	45.9%	47.3%	42.7%	42.5%	42.4%	46.2%	50.1%
영업이익	57	50	60	57	59	59	68	70	196	253	224	256	299
자돈사료	26	22	25	24	28	25	26	28	85	109	97	106	112
사료첨가제	32	28	36	32	31	34	43	42	110	144	127	150	187
YoY	-	-	-	-	3.0%	17.6%	13.7%	23.9%	-6.7%	29.3%	-11.5%	14.4%	16.4%
자돈사료	-	-	-	-	7.6%	11.0%	5.5%	15.2%	-7.6%	27.9%	-11.2%	9.8%	5.3%
사료첨가제	-	-	-	-	-0.7%	22.8%	19.3%	30.6%	-6.0%	30.5%	-11.8%	17.9%	24.4%
영업이익률	18.9%	16.8%	18.3%	18.0%	18.9%	17.9%	19.1%	19.4%	17.3%	20.2%	18.0%	18.8%	19.6%
자돈사료	15.0%	12.8%	13.0%	13.3%	16.0%	14.0%	13.4%	14.8%	13.1%	15.2%	13.5%	14.5%	14.7%
사료첨가제	23.8%	22.6%	25.2%	24.6%	22.3%	22.3%	25.9%	24.6%	22.8%	27.1%	24.1%	23.9%	24.4%

주: 2020년 6월 재상장된 법인으로 2Q20 이전 수치는 대신증권 추정치
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 연결 대상 법인으로 편입될 것으로 추정되는 현 이지홀딩스 소속 법인

회사명	소재지	자본금	2020년 상반기 매출액	이지홀딩스 보유 지분율
Pathway Intermediates Limited	영국	GBP 2,360 (약 346만원)	79억원	81.36%
Pathway Intermediates(Thailand) Co.LTD	태국	THB 2.2억 (약 80.8억원)	5.8억원	86.06%
Pathway Intermediates Vietnam	베트남	VND 70억 (약 3.4억원)	6.1억원	100.00%
Pathway Intermediates USA	미국	USD 30만 (약 3.3억원)	470만원	100.00%

주: 2020년 11월 16일 하나은행 환율 적용
자료: 대신증권 Research Center

표 3. Global Peer

영위사업		양돈/배합사료			사료첨가제		
회사명		이지바이오	FEED ONE	JAPFA	PHIBRO ANIMAL HEALTH	BALCHEM	BLUESTAR ADISSEO
코드		353810 KS equity	2060 JP equity	JAP SP Equity	PAHC US Equity	BCPC US Equity	600299 CH Equity
주가(2020.11.16 기준) (USD)		38	8.58	0.59	18	106	2.04
시가총액 (USDmn)		258	339	1,217	744	3,436	5,465
매출액 (USDmn)	19A	N/A	1,920	3,890	828	644	1,612
	20F	84	2,008	3,687	807	701	1,900
	21F	137	2,041	4,006	832	738	2,070
매출액 yoy (%)	19A	N/A	2.5	10.1	1.0	0.0	-6.7
	20F	N/A	4.6	-5.2	-2.5	8.8	17.8
	21F	63.1	1.6	8.7	3.1	5.4	9.0
영업이익 (USDmn)	19A	N/A	37	339	83	103	221
	20F	16	52	316	78	111	353
	21F	27	54	352	80	128	413
영업이익 yoy (%)	19A	N/A	11.2	-8.4	-15.9	-4.8	-10.4
	20F	N/A	40.6	-6.9	-6.3	8.0	60.1
	21F	68.0	3.6	11.6	2.6	15.3	17.0
OPM (%)	19A	N/A	1.9	8.7	10.1	15.9	13.7
	20F	17.5	2.6	8.6	9.7	15.8	18.6
	21F	17.8	2.7	8.8	9.6	17.3	20.0
PER (배)	19A	N/A	7.4	6.7	22.6	40.9	29.9
	20F	15.5	8.8	7.5	16.1	35.0	23.6
	21F	13.3	8.5	7.9	15.2	32.2	19.9
PBR (배)	19A	N/A	1.0	0.9	5.9	4.4	2.1
	20F	5.0	N/A	1.1	3.6	4.2	2.4
	21F	5.2	N/A	1.0	3.3	3.8	2.2
EV/EBITDA (배)	19A	N/A	6.2	5.2	12.9	22.6	11.1
	20F	12.8	N/A	6.3	10.4	21.7	10.4
	21F	8.5	N/A	5.6	10.0	19.9	9.4
ROE (%)	19A	N/A	13.5	14.5	27.3	11.1	7.2
	20F	64.5	9.6	16.4	26.2	10.7	10.1
	21F	46.4	N/A	13.2	19.5	10.7	11.1
ROA (%)	19A	N/A	5.3	3.9	7.8	7.5	4.7
	20F	38.9	N/A	6.0	N/A	7.2	6.7
	21F	30.0	N/A	5.8	N/A	7.6	7.3
EPS (USD)	19A	N/A	0.783	0.063	1.41	2.48	0.049
	20F	2.4	0.965	0.079	1.15	3.03	0.085
	21F	2.8	1.003	0.075	1.21	3.29	0.100

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

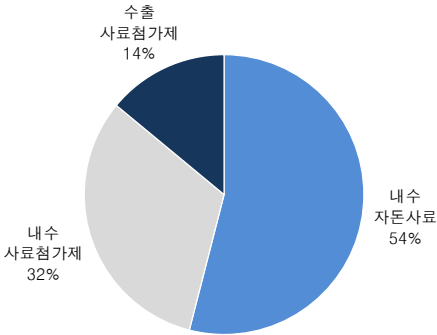
- 당사는 사료첨가제, 자돈사료 사업을 영위
- 사료첨가제는 가축 사료내 각 원료의 배합 시너지를 내도록 하는 기능성 물질로, 당사의 첨가제 대표 제품으로 리파돌, 엔도파워가 있음
- 자돈사료는 새끼 돼지의 모유 대체용 조제분유 및 이유식 사료로, 당사는 국내 자돈사료 M/S 1위인 'Feed' 브랜드 보유
- 자산 837억원, 부채 525억원, 자본 312억원

주가 변동요인

- 글로벌 양돈 수급
- 주요 곡물(소맥, 원당, 옥수수, 대두) 가격 변동
- 전염병, 기후 변화 등의 외부변수

주: 자산 규모는 2020년 3분기 기준
자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

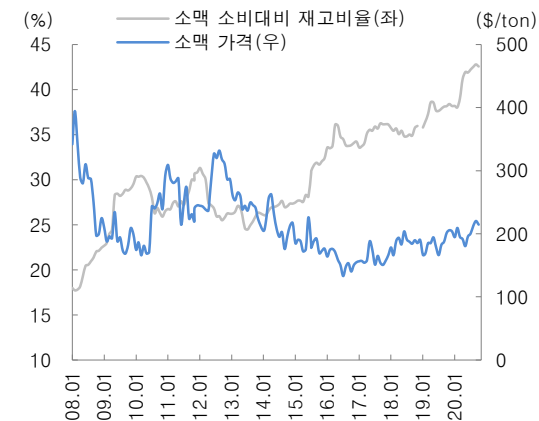
매출 비중



주: 1H20 기준 매출액비중
자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

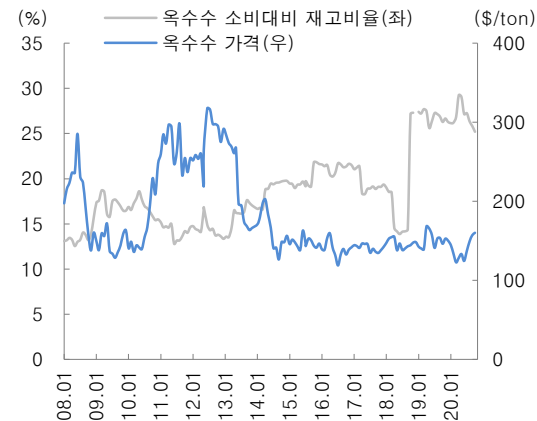
2. Earnings Driver

소맥 가격 및 재고율 추이



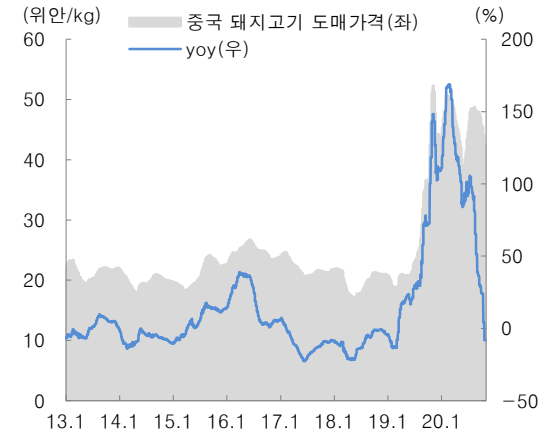
자료: USDA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

옥수수 가격 및 재고율 추이



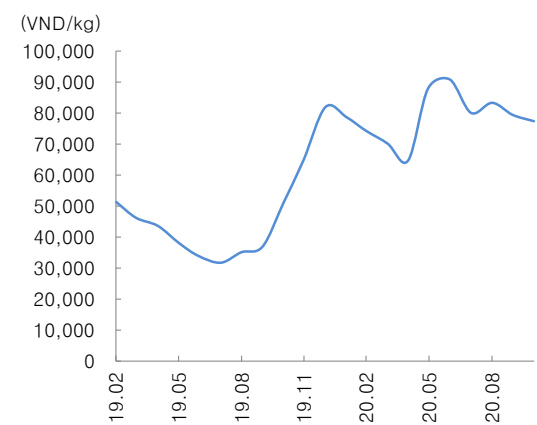
자료: USDA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 돈육 가격



주: 도매 가격
자료: China Ministry of Commerce, Bloomberg, 대신증권 Research Center

베트남 돈육 가격



자료: TRIDGE, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)		
	2020F	2021F	2022F
매출액	93	152	167
매출원가	62	100	109
매출총이익	31	52	58
판매비와관리비	14	22	24
영업이익	18	30	34
영업이익률	19.0	19.6	20.1
EBITDA	24	35	39
영업외손익	-2	-2	-2
관계기업손익	0	0	0
금융수익	0	0	0
외환관련이익	1	1	1
금융비용	-2	-2	-2
외환관련손실	1	1	1
기타	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	15	28	31
법인세비용	-3	-6	-7
계속사업순이익	12	21	24
중단사업순이익	0	0	0
당기순이익	12	21	24
당기순이익률	13.2	14.1	14.6
비지배지분순이익	0	0	0
지배지분순이익	12	21	24
매도가능금융자산평가	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0
포괄순이익	12	21	24
비지배지분포괄이익	0	0	0
지배지분포괄이익	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)		
	2020F	2021F	2022F
EPS	2,691	3,142	3,567
PER	15.5	13.3	11.7
BPS	8,339	7,974	10,142
PBR	5.0	5.2	4.1
EBITDAPS	5,185	5,180	5,738
EV/EBITDA	12.8	8.5	7.5
SPS	20,422	22,301	24,413
PSR	2.0	1.9	1.7
CFPS	4,949	5,009	5,553
DPS	750	1,400	1,500

재무비율	(단위: 원 배, %)		
	2020F	2021F	2022F
성장성			
매출액 증가율	na	63.1	9.5
영업이익 증가율	na	68.0	12.3
순이익 증가율	na	74.4	13.5
수익성			
ROIC	48.1	35.2	34.4
ROA	38.9	30.0	29.1
ROE	64.5	46.4	39.4
안정성			
부채비율	139.6	97.8	76.7
순차입금비율	50.0	31.3	10.6
이자보상배율	16.0	26.9	30.2

재무상태표	(단위: 십억원)		
	2020F	2021F	2022F
유동자산	57	71	84
현금및현금성자산	13	14	22
매출채권 및 기타채권	22	32	35
재고자산	19	23	25
기타유동자산	2	3	3
비유동자산	34	37	38
유형자산	33	35	36
관계기업투자금	0	0	0
기타비유동자산	2	2	2
자산총계	91	108	123
유동부채	48	47	45
매입채무 및 기타채무	12	14	15
차입금	32	29	26
유동성채무	0	0	0
기타유동부채	4	4	4
비유동부채	5	7	8
차입금	1	3	4
전환증권	0	0	0
기타비유동부채	4	4	5
부채총계	53	53	53
자배지분	38	55	69
자본금	3	3	3
자본잉여금	23	23	23
이익잉여금	12	29	43
기타지분변동	0	0	0
비지배지분	0	0	0
자본총계	38	55	69
순차입금	19	17	7

현금흐름표	(단위: 십억원)		
	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-10	15	26
당기순이익	12	21	24
비현금항목의 가감	10	13	14
감가상각비	6	6	6
외환손익	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0
기타	4	7	8
자산부채의 증감	-29	-12	-4
기타현금흐름	-4	-7	-8
투자활동 현금흐름	-42	-8	-7
투자자산	-2	0	0
유형자산	-39	-8	-7
기타	-1	0	0
재무활동 현금흐름	60	-7	-12
단기차입금	32	-3	-3
사채	0	0	0
장기차입금	1	1	1
유상증자	26	0	0
현금배당	0	-5	-10
기타	0	0	0
현금의 증감	13	0	8
기초 현금	0	13	14
기말 현금	13	14	22
NOPLAT	14	23	26
FCF	-18	21	25

주: 2020년 6월 재상장된 법인으로 2020년 이전 수치 부재, 자료: 이지바이오, 대신증권 Research Center

대상
(001680)

한유정 yujung.han@daishin.com
노희재 heejae.roh@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

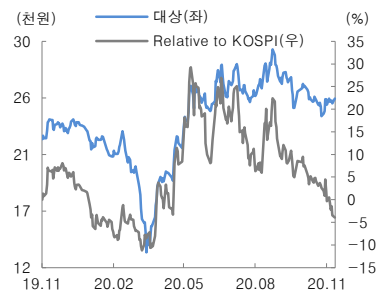
6개월 목표주가 38,000
유지

현재주가 25,450
(20.11.16)

음식료업종

KOSPI	2543.03
시가총액	906십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	29,350원 / 13,200원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	17.41%
주요주주	대상홀딩스 외 3 인 44.74% 국민연금공단 12.96%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	-3.0	-3.8	6.9
상대수익률	-7.7	-8.2	-27.1	-9.1



식품 부문 호조 지속

투자의견 매수, 목표주가 38,000원 유지

제품, 매출처 다변화로 소재 부문 턴어라운드 예상

- 대상의 2020년 소재 매출액은 7,871억원(전분당, 바이오 각각 3,900억원, 3,971억원)으로 추정됨. 라이신 판가 하락 및 음료, 주류, 빙과 등의 전방 산업 수요 감소로 2017년 8.8%에 달했던 소재 영업이익률은 2020년 5.0%로 추정됨. 알기닌, 트립토판, 히스티딘 등의 고부가 아미노산 판매 확대 및 환자식, 분유 등으로 적용 범위 확대 예상

기대치에 부합한 3분기

- 2020년 3분기 대상의 연결 기준 매출액은 8,362억원(+7% yoy, +7% qoq), 영업이익은 573억원(+36% yoy, -6% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 619억원은 하회하였으나 컨센서스 영업이익 565억원은 부합
- 부문별로는 1) **[식품]** 견조한 내식 수요로 주요 제품인 서구식품, 신선식품, 장류 매출액이 각각 +9%, +14%, +7% yoy 증가하며 별도 식품 부문 매출액은 5,249억원(+7% yoy), 영업이익은 434억원(+63% yoy)으로 기대에 부합하는 이익 개선 시현. 그럼에도 2) **[소재]** 전방산업 업황 부진으로 전분당 매출액은 전년 수준에 그친 반면 옥수수 투입가 상승으로 전분당 원가율이 +3%p yoy 상승하며 감익이 불가피 했고 바이오 부문의 경우 미주, 유럽 지역으로의 일시적 물류 차질로 수출에 차질을 빚은 영향으로 매출액과 영업이익이 두 자릿수로 감소하며 소재 매출액 1,762억원(-5% yoy), 영업이익 36억원(-60% yoy)으로 크게 부진하였음

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	784	782	811	836	6.7	6.9	818	751	3.5	-10.2
영업이익	42	61	62	57	35.5	-6.0	57	23	45.9	-60.2
순이익	22	34	48	38	72.0	10.4	34	8	-68.4	-78.9

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,957	2,964	3,125	3,190	3,316
영업이익	120	130	191	197	214
세전순이익	119	151	208	206	226
총당기순이익	65	109	135	144	162
지배지분순이익	65	107	133	142	160
EPS	1,850	3,070	3,820	4,081	4,592
PER	13.5	7.6	6.7	6.2	5.5
BPS	25,405	27,896	30,962	34,278	38,035
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	7.3	11.2	12.6	12.1	12.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 대상, 대신증권 Research Center

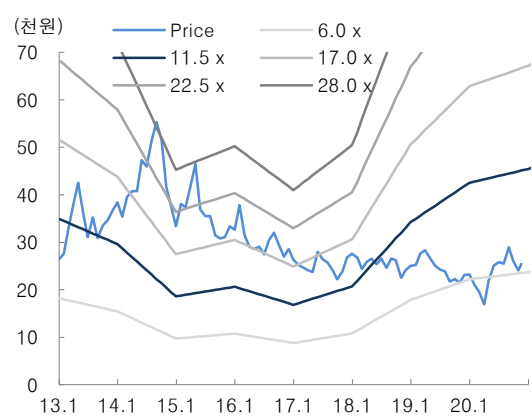
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	3,099	3,192	3,125	3,190	0.8	0.0
판매비와 관리비	641	675	647	669	0.9	-0.9
영업이익	195	197	191	197	-1.9	-0.1
영업이익률	6.3	6.2	6.1	6.2	-0.2	0.0
영업외손익	-3	2	17	9	흑자조정	302.5
세전순이익	191	200	208	206	8.9	3.3
지배지분순이익	135	142	133	142	-1.6	0.5
순이익률	4.4	4.5	4.3	4.5	-0.1	0.0
EPS(지배지분순이익)	3,882	4,062	3,820	4,081	-1.6	0.5

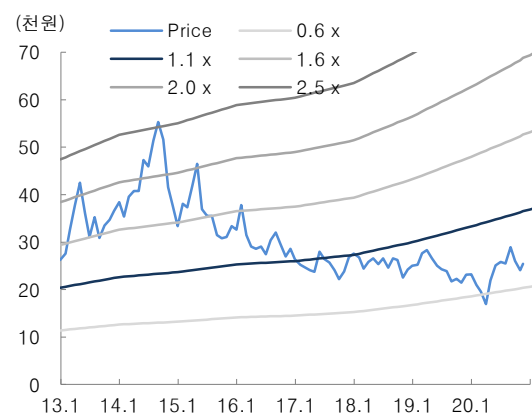
자료: 대상, 대신증권 Research Center

그림 38. 대상 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 39. 대상 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 4. 대상 분기/연간 연결 실적 추정									(단위: 억원, %)				
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	7,233	7,315	7,837	7,254	7,558	7,819	8,362	7,509	29,688	29,568	29,640	31,249	31,904
별도	5,555	6,071	6,779	6,165	6,429	6,496	7,011	6,401	21,901	22,359	24,571	26,337	27,398
식품	3,593	4,068	4,921	4,311	4,317	4,434	5,249	4,466	15,000	14,788	16,893	18,466	19,159
소재	1,962	2,003	1,859	1,854	2,112	2,061	1,762	1,935	6,901	7,571	7,678	7,871	8,239
베스트코	936	346	—	—	—	—	—	—	5,715	4,774	1,282	—	—
PT 미원	547	556	569	609	633	567	591	635	1,597	1,967	2,280	2,426	2,519
미원베트남	266	268	272	276	291	274	271	301	797	945	1,082	1,137	1,227
득비엣	79	73	84	90	113	96	99	106	225	242	326	414	479
기타 및 연결조정	-149	1	134	113	92	387	390	66	-548	-721	99	935	281
YoY (%)	-2.2	1.0	-0.2	2.6	4.5	6.9	6.7	3.5	4.0	-0.4	0.2	5.4	2.1
별도	-1.3	12.1	13.0	15.9	15.7	7.0	3.4	3.8	2.6	2.1	9.9	7.2	4.0
식품	-5.2	17.2	18.6	27.6	20.2	9.0	6.7	3.6	2.3	-1.4	14.2	9.3	3.8
소재	6.9	2.9	0.5	-4.4	7.6	2.9	-5.2	4.4	3.4	9.7	1.4	2.5	4.7
베스트코	-22.5	-73.3	—	—	—	—	—	—	17.1	-16.5	-73.1	—	—
PT 미원	16.8	16.9	14.7	15.3	15.7	2.1	4.0	4.3	27.3	23.2	15.9	6.4	3.8
미원베트남	26.4	20.6	10.3	3.8	9.5	2.3	-0.3	8.8	1.0	18.6	14.5	5.1	7.9
득비엣	34.1	40.3	36.3	29.1	44.1	30.5	17.6	17.5	-2.8	7.6	34.6	26.9	15.7
기타 및 연결조정	-12.8	-100.3	-168.5	-186.2	-161.4	60.286	191.8	-41.5	-1,053	31.5	-113.7	848.7	-70.0
매출액 비중 (%)													
별도	76.8	83.0	86.5	85.0	85.1	83.1	83.8	85.2	73.8	75.6	82.9	84.3	85.9
식품	49.7	55.6	62.8	59.4	57.1	56.7	62.8	59.5	50.5	50.0	57.0	59.1	60.1
소재	27.1	27.4	23.7	25.6	27.9	26.4	21.1	25.8	23.2	25.6	25.9	25.2	25.8
베스트코	12.9	4.7	—	—	—	—	—	—	19.3	16.1	4.3	0.0	0.0
PT 미원	7.6	7.6	7.3	8.4	8.4	7.3	7.1	8.5	5.4	6.7	7.7	7.8	7.9
미원베트남	3.7	3.7	3.5	3.8	3.9	3.5	3.2	4.0	2.7	3.2	3.7	3.6	3.8
득비엣	1.1	1.0	1.1	1.2	1.5	1.2	1.2	1.4	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5
기타 및 연결조정	-2.1	0.0	1.7	1.6	1.2	4.9	4.7	0.9	-1.8	-2.4	0.3	3.0	0.9
영업이익	381	337	423	156	498	610	573	228	967	1,202	1,298	1,910	1,973
별도	311	273	357	93	394	501	470	152	1,031	1,106	1,034	1,517	1,619
식품	148	129	266	40	256	344	434	86	426	459	584	1,120	1,180
소재	163	143	91	53	138	157	36	65	605	647	450	396	439
베스트코	-3	0	—	—	—	—	—	—	-154	-86	-3	—	—
PT 미원	58	44	42	64	76	52	61	66	33	122	209	255	271
미원베트남	15	12	14	4	13	8	7	3	7	30	45	31	35
득비엣	3	2	4	3	5	3	5	4	10	7	12	16	22
기타 및 연결조정	-3	7	6	-8	11	46	30	3	41	22	2	91	26
YoY (%)	26.1	-4.5	2.3	18.3	30.8	80.8	35.5	45.9	-12.9	24.2	8.0	47.1	3.3
별도	4.4	-20.3	-8.0	20.5	26.7	83.9	31.5	62.2	-6.3	7.2	-6.5	46.6	6.8
식품	15.9	8.0	2.2	흑전	72.5	166.3	62.9	114.4	-10.2	7.6	27.4	91.7	5.4
소재	-4.3	-35.5	-28.9	-58.2	-15.1	9.6	-60.4	22.6	-3.4	7.0	-30.5	-11.9	10.7
베스트코	적지	흑전	—	—	—	—	—	—	적지	적지	적지	—	—
PT 미원	294.8	93.4	10.1	37.5	30.2	17.3	44.9	3.3	-60.9	272.3	70.5	22.2	6.3
미원베트남	161.2	94.2	101.9	-62.3	-11.1	-31.3	-50.2	-25.3	흑전	357.4	48.0	-30.1	11.8
득비엣	24.2	198.2	233.6	44.7	44.1	42.0	23.5	23.3	-29.5	-33.0	84.1	31.9	33.1
기타 및 연결조정	적전	43.5	흑전	적지	흑전	571.7	428.3	흑전	-40.0	-45.2	-93.1	5,817.6	-71.8
영업이익률 (%)	5.3	4.6	5.4	2.2	6.6	7.8	6.9	3.0	3.3	4.1	4.4	6.1	6.2
별도	5.6	4.5	5.3	1.5	6.1	7.7	6.7	2.4	4.7	4.9	4.2	5.8	5.9
식품	4.1	3.2	5.4	0.9	5.9	7.8	8.3	1.9	2.8	3.1	3.5	6.1	6.2
소재	8.3	7.2	4.9	2.9	6.5	7.6	2.0	3.4	8.8	8.5	5.9	5.0	5.3
베스트코	-0.3	0.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
PT 미원	10.7	8.0	7.4	10.5	12.0	9.2	10.3	10.4	2.1	6.2	9.2	10.5	10.8
미원베트남	5.5	4.3	5.2	1.6	4.5	2.9	2.6	1.1	0.8	3.2	4.1	2.8	2.9
득비엣	4.1	2.9	4.4	3.7	4.1	3.1	4.6	3.9	4.5	2.8	3.8	4.0	4.6
기타 및 연결조정	2.3	1,078.8	4.3	-6.8	12.0	12.0	7.8	5.0	-7.4	-3.1	1.6	9.8	9.2

자료: 대신증권 Research Center

표 5. Global Peer

회사명		대상	AJINOMOTO	EVONIK INDUSTRIES	MEIHUA	KRAFT HEINZ	PEPSICO
코드		001680 KS Equity	2802 JP Equity	EVK GR Equity	600873 CH Equity	KHC US Equity	PEP US Equity
주가(2020.11.16 기준) (USD)		23	21	27	0.78	32	145
시가총액 (USDmn)		782	11,762	12,648	2,412	38,647	199,983
매출액 (USDmn)	19A	2,544	10,170	14,674	2,107	24,977	67,161
	20F	2,724	10,168	14,277	2,323	25,938	69,630
	21F	2,820	10,378	15,269	2,611	24,768	73,264
매출액 yoy (%)	19A	-5.4	1.1	-6.4	10.1	-4.9	3.9
	20F	7.0	0.0	-2.7	10.2	3.8	3.7
	21F	3.5	2.1	7.0	12.4	-4.5	5.2
영업이익 (USDmn)	19A	111	486	1,215	199	3,070	10,291
	20F	167	680	1,131	202	5,408	10,494
	21F	173	828	1,381	293	4,925	11,461
영업이익 yoy (%)	19A	0.6	-29.0	-0.5	-11.2	-130.1	1.8
	20F	49.8	40.0	-6.9	1.8	76.2	2.0
	21F	3.4	21.7	22.1	44.7	-8.9	9.2
OPM (%)	19A	4.4	4.8	8.3	9.4	12.3	15.3
	20F	6.1	6.7	7.9	8.7	20.9	15.1
	21F	6.1	8.0	9.0	11.2	19.9	15.6
PER (배)	19A	7.8	35.9	16.8	13.9	11.0	24.9
	20F	6.4	32.7	16.3	15.4	11.4	26.3
	21F	6.8	24.0	12.9	11.1	12.5	24.0
PBR (배)	19A	0.8	1.6	1.4	1.5	0.7	12.9
	20F	0.8	2.1	1.2	1.7	0.8	14.6
	21F	0.7	2.1	1.2	1.6	0.8	13.4
EV/EBITDA (배)	19A	5.5	8.8	6.9	6.5	11.5	16.2
	20F	4.5	10.5	7.1	N/A	9.9	17.9
	21F	4.4	9.6	6.3	N/A	10.7	16.3
ROE (%)	19A	10.8	4.7	25.2	10.9	3.7	49.9
	20F	13.1	6.7	6.9	10.0	6.1	52.0
	21F	11.1	8.4	8.7	13.6	5.9	57.9
ROA (%)	19A	4.7	2.1	10.0	5.2	1.9	9.4
	20F	5.7	3.2	3.2	5.5	2.7	8.6
	21F	5.3	4.1	4.1	7.6	3.1	9.1
EPS (USD)	19A	1.74	1.03	1.99	0.047	2.88	5.53
	20F	3.44	0.66	1.66	0.050	2.78	5.50
	21F	3.23	0.89	2.10	0.069	2.52	6.03

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 식품과 소재사업을 영위하는 종합식품기업
- 생산제품으로는 전통장류에서 청정원, 순창고추장, 조미료류에서 미원, 감치미 등이 있으며 아미노산, 핵산 등의 바이오 제품과 전분당 또한 생산
- 자산 2조 6,324억원, 부채 1조 5,818억원, 자본 1조 506억원
- 발행주식 수: 34,648,025주
- 2018년 기준 배당성향 20.2%

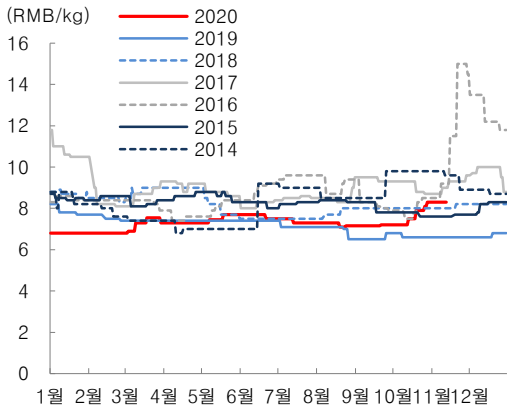
주가 변동요인

- 국내 가공식품 시장 경쟁 강도
- 주요 원재료 가격 변동
- 라이신 등 주요 아미노산 가격 변동
- 인도네시아 내 소재 시장 경쟁 심화

주: 주식의 수는 보통주 기준, 자산 규모는 2020년 3월 말 기준
자료: 대상, 대신증권 Research Center

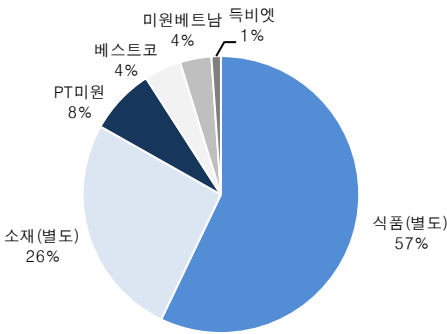
2. Earnings Driver

라이신 가격 추이



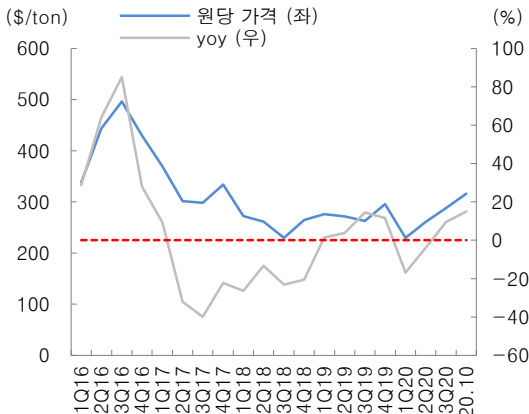
자료: 업계자료, 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중



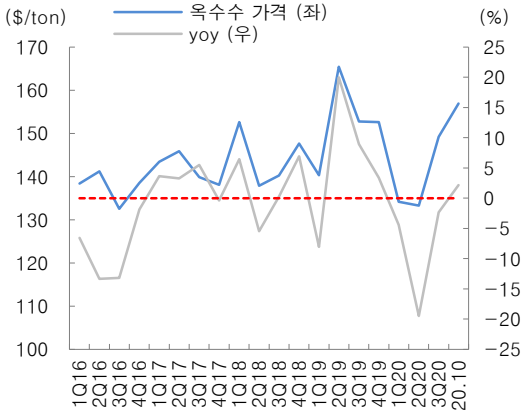
주: 2019년 매출액 기준
자료: 대상, 대신증권 Research Center

원당 분기 평균 가격 추이



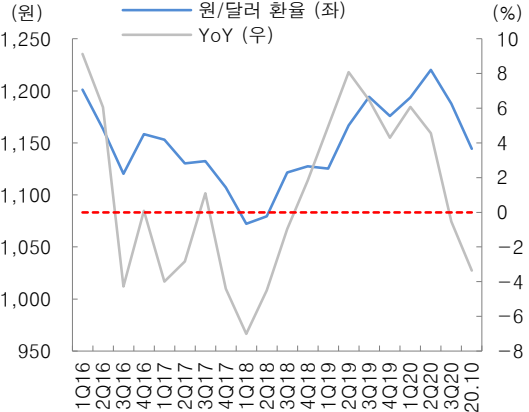
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

옥수수 분기 평균 가격 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원/달러 분기 평균 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,957	2,964	3,125	3,190	3,316
매출원가	2,192	2,210	2,287	2,324	2,415
매출총이익	765	754	838	866	901
판매비와관리비	645	625	647	669	687
영업이익	120	130	191	197	214
영업이익률	4.1	4.4	6.1	6.2	6.5
EBITDA	202	229	268	259	264
영업외손익	-1	21	17	9	11
관계기업손익	1	2	3	3	4
금융수익	12	18	19	17	18
외환관련이익	14	16	18	16	16
금융비용	-37	-35	-40	-39	-40
외환관련손실	14	10	13	12	12
기타	23	36	35	28	30
법인세비용차감전순손익	119	151	208	206	226
법인세비용	-54	-42	-73	-62	-63
계속사업순손익	65	109	135	144	162
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	109	135	144	162
당기순이익률	2.2	3.7	4.3	4.5	4.9
비지배지분순이익	1	2	2	2	2
지배지분순이익	65	107	133	142	160
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	3	1	1	1
포괄순이익	62	112	136	146	164
비지배지분포괄이익	0	3	2	2	3
지배지분포괄이익	62	110	134	143	161

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,850	3,070	3,820	4,081	4,592
PER	13.5	7.6	6.7	6.2	5.5
BPS	25,405	27,896	30,962	34,278	38,035
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	5,616	6,345	7,447	7,185	7,327
EV/EBITDA	7.0	5.5	4.1	3.3	2.4
SPS	82,091	82,291	86,758	88,577	92,078
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	6,404	7,017	9,589	9,057	9,257
DPS	550	600	600	650	700

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-0.4	0.2	5.4	2.1	4.0
영업이익 증가율	24.2	8.0	47.1	3.3	8.7
순이익 증가율	26.3	66.5	24.2	6.8	12.4
수익성					
ROIC	4.4	6.1	8.4	10.0	11.6
ROA	5.4	5.6	7.7	7.5	7.8
ROE	7.3	11.2	12.6	12.1	12.3
안정성					
부채비율	136.8	134.5	126.4	114.7	102.7
순차입금비율	55.8	40.1	14.3	-5.4	-21.0
이자보상배율	5.1	5.3	7.3	7.4	8.0

자료: 대상, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	905	1,078	1,372	1,608	1,831
현금및현금성자산	166	226	519	733	921
매출채권 및 기타채권	267	274	289	296	309
재고자산	322	345	326	332	345
기타유동자산	149	233	239	246	255
비유동자산	1,294	1,319	1,196	1,089	994
유형자산	956	961	875	804	744
관계기업투자금	57	40	2	-36	-74
기타비유동자산	281	318	319	321	324
자산총계	2,199	2,397	2,568	2,697	2,825
유동부채	738	795	755	754	765
매입채무 및 기타채무	277	303	299	302	307
차입금	228	188	138	118	108
유동성채무	190	220	231	243	255
기타유동부채	44	84	87	91	94
비유동부채	532	580	678	687	666
차입금	378	370	460	460	430
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	154	210	218	227	237
부채총계	1,270	1,375	1,434	1,441	1,432
자본지분	915	1,005	1,115	1,235	1,370
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	661	730	842	962	1,099
기타자본변동	-67	-56	-57	-59	-60
비지배지분	14	17	19	21	24
자본총계	929	1,022	1,135	1,256	1,394
순차입금	518	410	163	-67	-292

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	122	167	262	231	228
당기순이익	65	109	135	144	162
비현금항목의 가감	165	144	210	182	171
감가상각비	82	99	77	62	49
외환손익	0	-5	5	3	3
지분법평가손익	-1	-2	-3	-3	-4
기타	85	52	131	121	122
자산부채의 증감	-58	-29	10	-12	-21
기타현금흐름	-51	-57	-94	-83	-84
투자활동 현금흐름	-23	-50	43	42	40
투자자산	84	-40	37	37	36
유형자산	-144	-12	12	12	12
기타	37	3	-6	-7	-9
재무활동 현금흐름	-75	-55	21	-39	-60
단기차입금	25	-36	-50	-20	-10
사채	0	189	80	10	-10
장기차입금	19	9	10	-10	-20
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-20	-22	-22	-23
기타	-101	-198	3	3	4
현금의 증감	19	60	292	214	188
기초 현금	148	166	226	519	733
기말 현금	166	226	519	733	921
NOPLAT	66	94	124	138	154
FCF	-1	79	116	115	119

CJ제일제당
(097950)

한유정 yujung.han@daishin.com
노희재 heejae.roh@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 550,000
유지

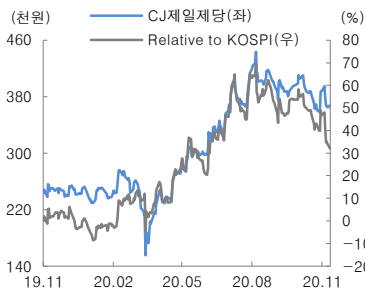
현재주가 367,000
(20.11.16)

음식료업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2543.03
시가총액	5,741십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	75십억원
52주 최고/최저	443,500원 / 155,000원
120일 평균거래대금	295억원
외국인지분율	23.48%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51% 국민연금공단 11.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-8.5	19.0	47.1
상대수익률	-12.8	-13.4	-9.8	25.1



오래 기다린 사이클

Commodity에서 Specialty로의 DNA 변화

- CJ제일제당의 아미노산 대표 제품인 라이신의 연 매출액은 6,800~7,000억원 수준. 2014년 수급 불균형에 따른 수익성 하락 이후 라이신 수익성은 CJ제일제당의 전사 수익성을 하회해온 것으로 추정
- 라이신 업황 호황기 대비 중국 경쟁사의 증설 물량 출회가 우려될 수 있으나 1) CJ제일제당의 바이오(아미노산) 판매 제품 수는 2009년 4종(사료 첨가제인 라이신, 쓰레오닌과 식품첨가인 MSG, 핵산을 포함)에 불과하였던 제품 포트폴리오가 2019년 기준 17종까지 확대되며 제품 경쟁력을 갖추었고, 2) 수율 개선 및 신공법 발굴을 통한 원가 절감, 3) 트립토판, 발린 등 점유율 상위 품목의 증설 및 영업 강화를 통한 점유율 추가 상승, 4) 고부가가치 품목 추가 개발이 가능할 것으로 기대됨. 결정적으로는 5) CJ제일제당은 중국뿐만 아니라 인도네시아, 미국, 브라질 등에 생산 공정을 보유하고 있어 중국 내 사료곡 수요 급증으로 중국 옥수수 가격이 폭등하는 현 사태에서도 상대적으로 원가·생산 경쟁력의 우위를 점할 가능성이 높음. 2020~2022년 CJ제일제당의 아미노산(Feed&Care, 2017년 인수한 셀렉타 제외) 연평균 매출액 성장률은 7%, 영업이익률은 10~11%로 추정됨

빈익빈 부익부 심화가 예상되는 아시아 양돈업

- CJ제일제당의 축산 연 매출액은 6,500~7,700억원 수준, 배합사료 연 매출액은 1.2~1.5조원 수준. 축산은 가격 변동에, 배합사료는 물량 변동에 노출이 불가피해 Feed&Care 영업이익은 2017년 -244억원, 2018년 551억원으로 변동이 큰 편
- Feed&Care 영업이익이 2020년 2,201억원에 달할 것으로 추정되는 만큼 2021년 이후 기저 부담이 부각되고 있으나 2019년 베트남에서 폐사된 돼지가 590만두에 달하며 공급이 크게 감소된 바 있어 선제적으로 모돈을 확대한 CJ제일제당에 유리한 시장 환경이 지속될 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	18,670	22,352	24,414	25,591	27,161
영업이익	833	897	1,377	1,422	1,567
세전순이익	1,294	339	1,384	824	1,001
총당기순이익	925	191	969	577	700
지배지분순이익	875	153	725	432	524
EPS	60,155	10,059	49,037	29,075	35,350
PER	5.5	25.1	7.5	12.6	10.4
BPS	296,063	297,949	338,422	360,967	388,673
PBR	1.1	0.8	1.1	1.0	0.9
ROE	21.5	3.2	13.9	7.5	8.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ제일제당, 대신증권 Research Center

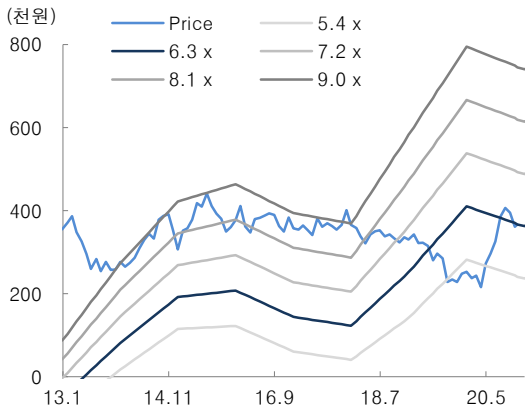
표 6. CJ 제일제당 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	50,178	55,153	58,581	59,613	58,309	59,209	63,426	63,196	164,772	186,700	223,525	244,140	255,910
식품	17,205	19,549	22,246	21,105	22,606	21,910	23,891	22,788	50,908	52,719	80,105	91,195	96,096
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	5,137	1,146	-	-	-
바이오	10,902	12,315	12,215	12,131	12,211	12,698	13,593	12,485	42,807	48,889	47,563	50,987	53,186
물류	22,071	23,289	24,120	26,377	23,492	24,601	25,942	27,923	65,920	83,946	95,857	101,958	106,627
YoY (%)	15.4	23.8	18.5	21.1	16.2	7.4	8.3	6.0	13.1	13.3	19.7	9.2	4.8
식품	30.7	59.0	52.7	66.2	31.4	12.1	7.4	8.0	10.4	3.6	51.9	13.8	5.4
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.0	-	-	-
바이오	0.8	8.2	-5.2	-12.1	12.0	3.1	11.3	2.9	12.2	14.2	-2.7	7.2	4.3
물류	20.2	11.6	9.6	16.1	6.4	5.6	7.6	5.9	17.3	27.3	14.2	6.4	4.6
영업이익	1,791	1,753	2,727	2,698	2,759	3,849	4,021	3,137	7,766	8,334	8,969	13,766	14,221
식품	1,009	540	1,315	557	1,163	1,264	1,758	1,002	3,627	3,581	3,421	5,187	6,087
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	814	120	-	-	-
바이오	427	514	495	1,164	1,038	1,752	1,359	1,119	1,122	2,477	2,600	5,268	4,437
물류	355	699	917	977	558	833	904	1,015	2,203	2,156	2,948	3,310	3,697
YoY (%)	-14.8	-5.0	2.8	55.7	54.0	119.5	47.5	16.3	-7.9	7.3	7.6	53.5	3.3
식품	-13.6	-21.3	-5.5	66.5	15.3	134.0	33.7	80.0	3.1	-1.3	-4.5	51.6	17.4
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	19.9	-85.3	-	-	-
바이오	1.9	-17.9	-31.2	63.3	143.1	240.9	174.5	-3.8	-45.2	120.8	5.0	102.6	-15.8
물류	-10.4	30.9	69.5	42.6	57.2	19.2	-1.4	3.9	0.5	-2.1	36.7	12.3	11.7
영업이익률 (%)	3.6	3.2	4.7	4.5	4.7	6.5	6.3	5.0	4.7	4.5	4.0	5.6	5.6
식품	5.9	2.8	5.9	2.6	5.1	5.8	7.4	4.4	7.1	6.8	4.3	5.7	6.3
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	15.8	10.5	-	-	-
바이오	3.9	4.2	4.1	9.6	8.5	13.8	10.0	9.0	2.6	5.1	5.5	10.3	8.3
물류	1.6	3.0	3.8	3.7	2.4	3.4	3.5	3.6	3.3	2.6	3.1	3.2	3.5

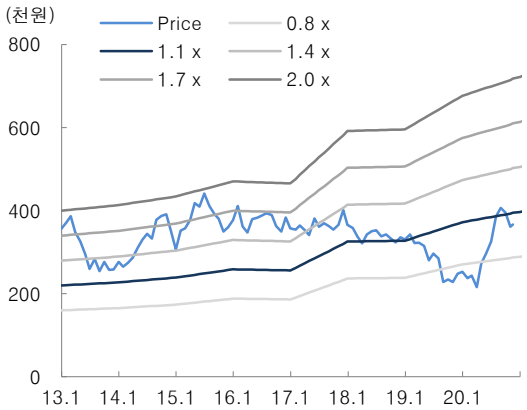
자료: 대신증권 Research Center

그림 40. CJ 제일제당 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 41. CJ 제일제당 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 7. Global Peer

		가공식품			사료첨가제		
회사명 코드		CJ 제일제당 097950 KS Equity	PEPSICO PEP US Equity	NESTLE NESN SW Equity	MONDELEZ MDLZ US Equity	EVONIK EVK GR Equity	ADM ADM US Equity
주가(2020.11.16 기준) (USD)		331	145	116	58	27	50
시가총액 (USDmn)		4,973	199,983	334,529	83,035	12,648	27,742
매출액 (USDmn)	19A	19,187	67,161	93,461	25,868	14,674	64,656
	20F	21,966	69,630	93,040	26,409	14,277	63,358
	21F	23,153	73,264	94,736	27,346	15,269	65,400
매출액 yoy (%)	19A	13.0	3.9	-0.4	-0.3	-6.4	0.5
	20F	14.5	3.7	-0.5	2.1	-2.7	-2.0
	21F	5.4	5.2	1.8	3.5	7.0	3.2
영업이익 (USDmn)	19A	770	10,291	16,181	3,843	1,215	1,351
	20F	1,238	10,494	16,586	4,355	1,131	2,128
	21F	1,294	11,461	16,951	4,684	1,381	2,584
영업이익 yoy (%)	19A	1.7	1.8	15.1	16.0	-0.5	-26.8
	20F	60.8	2.0	2.5	13.3	-6.9	57.5
	21F	4.5	9.2	2.2	7.5	22.1	21.4
OPM (%)	19A	4.0	15.3	17.3	14.9	8.3	2.1
	20F	5.6	15.1	17.8	16.5	7.9	3.4
	21F	5.6	15.6	17.9	17.1	9.0	4.0
PER (배)	19A	26.5	24.9	24.4	22.4	16.8	14.5
	20F	7.1	26.3	25.0	22.4	16.3	14.7
	21F	10.3	24.0	23.6	20.7	12.9	13.9
PBR (배)	19A	0.8	12.9	5.8	2.9	1.4	1.3
	20F	1.0	14.6	6.2	3.1	1.2	1.4
	21F	0.9	13.4	6.4	3.1	1.2	1.3
EV/EBITDA (배)	19A	8.3	16.2	16.7	17.5	6.9	11.5
	20F	7.3	17.9	18.2	18.5	7.1	11.3
	21F	7.1	16.3	17.7	17.5	6.3	9.9
ROE (%)	19A	2.9	49.9	23.1	14.6	25.2	7.2
	20F	13.9	52.0	26.1	13.7	6.9	9.1
	21F	9.2	57.9	25.8	14.7	8.7	9.1
ROA (%)	19A	0.7	9.4	9.5	6.1	10.0	3.3
	20F	3.3	8.6	9.1	5.6	3.2	3.9
	21F	2.5	9.1	9.6	5.9	4.1	4.1
EPS (USD)	19A	8.08	5.53	4.37	2.46	1.99	3.19
	20F	46.51	5.50	4.62	2.59	1.66	3.40
	21F	32.10	6.03	4.90	2.81	2.10	3.59

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

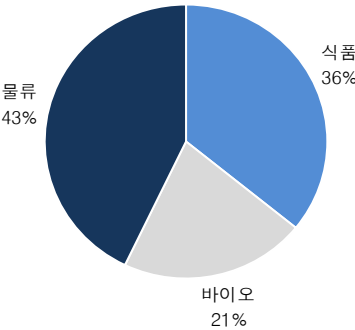
- 양념류, 가공식품, 냉동식품 등을 생산 및 판매하는 식품가공업체. 제당, 제분 등의 당분유사업 및 사료사업 등도 영위하고 있음
- 자산 26조 6,158억원, 부채 16조 3,851억원, 자본 10조 2,306억원
- 발행주식 수: 15,054,186주 / 자기주식수: 357,300주
- 배당성향 36.8%

주가 변동요인

- 중국, 베트남 돈가 급등락
- 주요 아미노산(라이신, 핵산, 메치오닌, 트립토판, 쓰레오닌 등) 수급 및 시세
- 주요 곡물(소맥, 원당, 옥수수, 대두) 가격 변동

주: 주식의 수는 보통주 기준, 자산 규모는 2020년 9월 기준
자료: CJ제일제당, 대신증권 Research Center

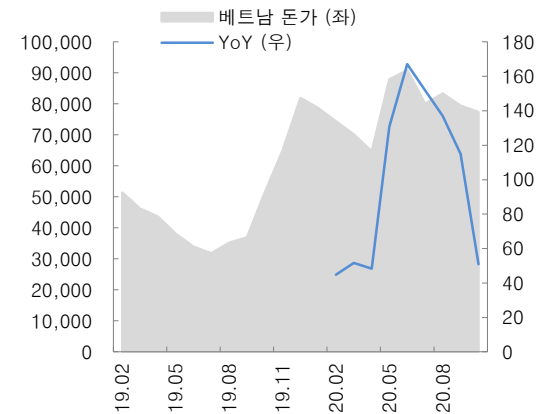
매출 비중



주: 2019년 매출액 기준
자료: CJ제일제당, 대신증권 Research Center

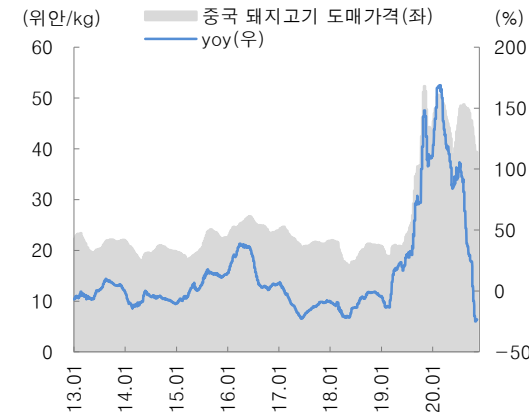
2. Earnings Driver

베트남 돈육 가격



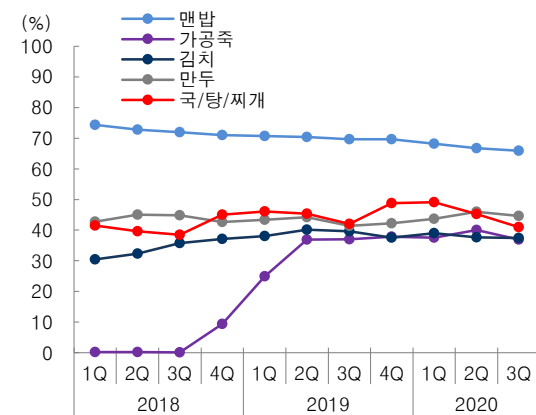
자료: Tridge, 대신증권 Research Center

중국 돈육 가격



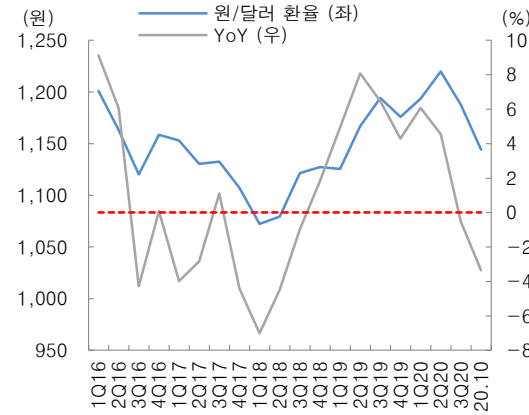
주: 도매 가격
자료: China Ministry of Commerce, Bloomberg, 대신증권 Research Center

CJ제일제당 주요 제품 시장점유율 추이



자료: CJ제일제당, 대신증권 Research Center

분기 평균 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	18,670	22,352	24,414	25,591	27,161
매출원가	15,126	18,069	19,454	20,390	21,641
매출총이익	3,544	4,283	4,960	5,201	5,519
판매비와관리비	2,711	3,386	3,584	3,779	3,952
영업이익	833	897	1,377	1,422	1,567
영업이익률	4.5	4.0	5.6	5.6	5.8
EBITDA	1,473	2,007	2,332	2,294	2,365
영업외손익	461	-558	8	-598	-567
관계기업손익	-5	18	18	19	20
금융수익	240	304	247	224	222
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-493	-667	-655	-664	-665
외환관련손실	199	183	143	141	140
기타	720	-213	398	-177	-144
법인세비용차감전순손익	1,294	339	1,384	824	1,001
법인세비용	-369	-148	-415	-247	-300
계속사업순손익	925	191	969	577	700
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	925	191	969	577	700
당기순이익률	5.0	0.9	4.0	2.3	2.6
비재배분순이익	50	38	244	145	176
재배분순이익	875	153	725	432	524
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-36	165	33	-26	28
포괄순이익	889	356	1,002	551	728
비재배분포괄이익	62	99	279	154	203
재배분포괄이익	827	257	723	397	525

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	60,155	10,059	49,037	29,075	35,350
PER	5.5	25.1	7.5	12.6	10.4
BPS	296,063	297,949	338,422	360,967	388,673
PBR	1.1	0.8	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	91,201	122,532	142,371	140,065	144,392
EV/EBITDA	10.2	8.5	8.1	8.9	8.6
SPS	1,155,703	1,364,484	1,490,332	1,562,176	1,657,991
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	87,161	116,913	167,426	129,660	135,904
DPS	3,500	3,500	3,500	4,000	4,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	13.3	19.7	9.2	4.8	6.1
영업이익 증가율	7.2	7.7	53.5	3.3	10.2
순이익 증가율	124.2	-79.4	407.3	-40.4	21.3
수익성					
ROIC	4.2	3.0	5.2	5.3	5.8
ROA	4.6	3.9	5.1	5.2	5.7
ROE	21.5	3.2	13.9	7.5	8.5
안정성					
부채비율	166.8	177.2	152.4	124.7	112.0
순차입금비율	99.8	89.8	73.6	71.0	56.4
이자보상배율	3.4	2.2	3.3	3.4	3.8

자료: CJ제일제당, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,522	7,943	8,874	8,624	10,128
현금및현금성자산	548	691	2,072	1,669	2,706
매출채권 및 기타채권	2,742	2,988	2,584	2,533	2,482
재고자산	1,498	2,018	2,197	2,303	2,716
기타유동자산	735	2,246	2,020	2,118	2,223
비유동자산	13,975	18,338	18,475	18,338	18,210
유형자산	9,742	10,818	10,693	10,684	10,743
관계기업투자금	205	221	190	158	127
기타비유동자산	4,028	7,299	7,593	7,497	7,340
자산총계	19,497	26,281	27,349	26,962	28,337
유동부채	6,680	8,202	8,103	7,158	7,120
매입채무 및 기타채무	2,288	3,495	2,882	2,103	2,085
차입금	2,625	1,627	2,277	2,127	1,977
유동성채무	1,118	1,665	1,582	1,661	1,744
기타유동부채	649	1,415	1,362	1,267	1,314
비유동부채	5,508	8,597	8,412	7,807	7,853
차입금	4,150	5,446	5,296	5,396	5,396
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,358	3,151	3,115	2,411	2,457
부채총계	12,189	16,799	16,514	14,965	14,973
자배지분	4,783	4,881	5,544	5,913	6,367
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,412	1,309	1,309	1,309	1,309
이익잉여금	3,694	3,786	4,456	4,831	5,292
기타지분변동	-405	-296	-303	-309	-316
비자배지분	2,525	4,601	5,291	6,084	6,997
자본총계	7,308	9,481	10,835	11,998	13,364
순차입금	7,297	8,515	7,969	8,515	7,531

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	471	2,143	1,423	1,041	1,047
당기순이익	925	191	969	577	700
비현금항목의 가감	483	1,724	1,774	1,547	1,526
감가상각비	641	1,110	956	872	798
외환손익	0	0	20	43	46
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-158	614	798	632	682
자산부채의 증감	-754	607	-523	-453	-499
기타현금흐름	-183	-379	-797	-630	-681
투자활동 현금흐름	-1,035	-3,190	-2,689	-1,771	-1,792
투자자산	-64	191	-134	127	108
유형자산	-1,648	-1,172	-680	-720	-721
기타	678	-2,209	-1,875	-1,178	-1,179
재무활동 현금흐름	521	1,229	-147	-535	-639
단기차입금	614	-998	650	-150	-150
사채	586	949	-300	-50	-50
장기차입금	442	1,702	150	150	50
유상증자	624	0	0	0	0
현금배당	-62	-94	-56	-56	-63
기타	-1,683	-331	-591	-429	-425
현금의 증감	-43	143	1,381	-403	1,037
기초 현금	591	548	691	2,072	1,669
기말 현금	548	691	2,072	1,669	2,706
NOPLAT	595	506	964	995	1,097
FCF	-536	-64	469	778	804

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

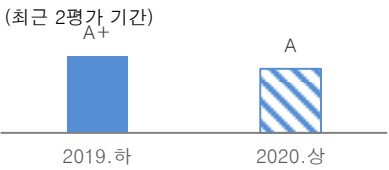
CJ제일제당 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.06.30

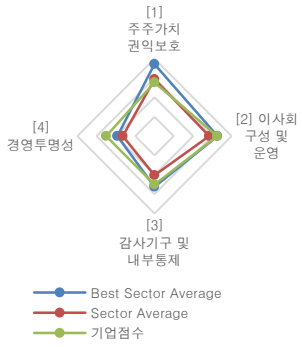
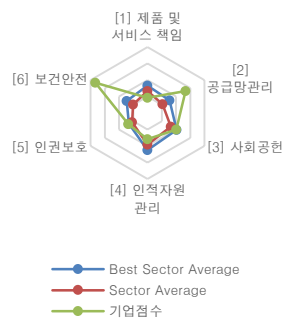
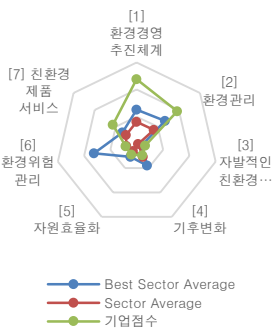
A

- CJ 제일제당은 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 전년 대비 등급이 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다.



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■■	제품 및 서비스 책임	■■	주주가치 권익보호	■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■	인적자원 관리	■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■■■■■		
친환경 제품 서비스	■■■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

풀무원
(017810)

한유정 yujung.han@daishin.com
노희재 heejae.roh@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월
목표주가 28,000
유지

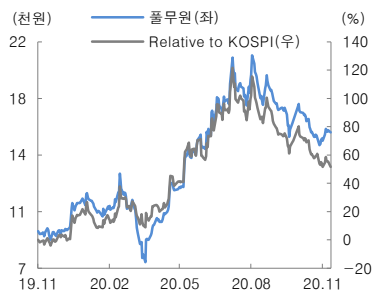
현재주가 15,950
(20.11.16)

음식료업중

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2543.03
시가총액	608십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	21,100원 / 7,300원
120일 평균거래대금	41억원
외국인지분율	1.12%
주요주주	남승우 외 7 인 60.72% 한미음평화연구재단 9.99%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	-17.1	10.8	71.9
상대수익률	-12.1	-21.6	-16.1	46.1



핵심 사업부의 실적 호조
지속

투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

American Tofu의 개척자

- 3분기 기준 미국 법인의 유통소매(Retail) 매출액 비중은 54%로 2016년 41% 대비 유의미한 확대 추세 지속. 다양한 두부 레시피를 전파하며 아시아 중심의 비주류 시장에서 주류 시장으로 점차 노출도 확대 중

기대치에 부합한 3분기

- 2020년 3분기 풀무원의 연결 기준 매출액은 6,033억원(-4% yoy, +7% qoq), 영업이익은 176억원(+56% yoy, +19% qoq)으로 컨센서스 영업이익 169억원에는 부합하였으나 종전 대신증권 추정 영업이익 193억원은 하회
- 부문별로는 1) **[국내_식품/식자재]** 코로나19 여파로 급식 매출액이 -21% yoy로 부진하였음에도 그 외 대부분의 B2C 카테고리 판매 호조 및 온라인 매출 확대로 내수 매출액이 +9% yoy를 기록하며 전체 식품/식자재 매출액은 4,772억원(+2% yoy), 영업이익은 193억원(+51% yoy)기록. 2) **[해외_미/일/중]** 두부, 토우장(중국식 두유) 등의 Plant Based Food 판매 호조 및 상온·냉장 아시아인 푸드 판매 호조로 미국, 일본, 중국 매출액이 각각 +18%, +3%, +30% yoy 성장하였고 매출 호조에 힘입어 해외 영업이익 역시 1억원으로 흑자 전환에 성공하였음. 일본에서 신제품 출시에 따른 초기 비용 지출이 3분기에 집중되며 전분기 대비 약 5억원 영업적자가 확대되었으나 4분기 이후로는 재차 손익 개선세가 이어질 것으로 기대됨
- 핵심 사업부 실적 호조에도 3) **[푸드서비스/외식]** 코로나19 여파로 매출액은 -27% yoy, 영업이익은 전년대비 131억원 감소하며 적자전환하였음

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2020	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	627	565	577	603	-3.7	6.8	635	618	1.5	2.4
영업이익	11	15	19	18	56.2	19.3	17	13	90.4	-23.6
순이익	9	7	15	12	29.3	63.1	11	0	적지	적전

자료: 풀무원, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,272	2,381	2,349	2,721	3,397
영업이익	40	31	50	81	98
세전순이익	24	7	29	60	74
총당기순이익	11	-8	23	36	45
지배지분순이익	22	3	25	40	49
EPS	5,491	56	681	1,068	1,317
PER	1.4	200.3	23.4	14.9	12.1
BPS	8,163	9,425	9,446	10,304	11,384
PBR	1.0	1.2	1.7	1.5	1.4
ROE	7.2	1.0	6.4	9.6	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,307	2,630	2,349	2,721	1.8	3.4
판매비와 관리비	553	625	571	647	3.3	3.4
영업이익	58	82	50	81	-13.8	-2.0
영업이익률	2.5	3.1	2.1	3.0	-0.4	-0.2
영업외손익	-21	-21	-21	-21	적자유지	적자유지
세전순이익	38	62	29	60	-21.5	-2.7
지배지분순이익	32	41	25	40	-21.5	-2.7
순이익률	1.3	1.4	1.0	1.3	-0.3	-0.1
EPS(지배지분순이익)	867	1,099	681	1,068	-21.5	-2.8

자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

그림 42. KFC 에서 판매되고 있는 비욤드미트 제품



자료: 비욤드미트, 대신증권 Research Center

그림 43. 미국식 두부 요리 레시피



자료: Nasoya, 대신증권 Research Center

그림 44. 풀무원 미국 법인이 판매 중인 주요 두부 제품들



자료: Nasoya, Wildwood, 대신증권 Research Center

표 8. 풀무원 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,493	5,971	6,268	6,082	5,626	5,651	6,033	6,177	22,381	22,720	23,815	23,488	27,210
지주	222	180	190	198	323	231	249	324	732	772	790	1,127	2,340
식품/식자재	3,793	4,872	4,686	4,626	4,319	4,415	4,772	4,694	14,996	16,077	17,977	18,201	19,710
푸드서비스/외식	1,549	1,675	1,800	1,608	1,261	1,154	1,322	1,393	6,324	6,596	6,633	5,130	5,757
물류	278	348	347	337	317	316	345	334	1,093	1,163	1,309	1,312	1,302
건강기능	354	-147	147	142	135	121	149	172	1,593	1,430	495	577	635
해외	890	864	950	982	1,065	1,186	1,113	1,127	3,078	3,165	3,685	4,491	5,028
중국	93	38	96	62	103	186	125	98	167	214	288	511	575
미국	520	497	548	566	638	657	645	671	1,719	1,782	2,131	2,612	3,048
일본	274	285	296	323	313	340	306	334	1,133	1,094	1,178	1,293	1,329
기타	3	43	10	31	10	3	37	23	60	76	88	74	77
기타	17	19	17	17.4	16	16	18	16.1	78	79	71	66	61
내부거래	1,609	1,840	1,869	1,827	1,810	1,787	1,934	1,884	5,512	6,561	7,146	7,415	7,622
YoY	0.8%	4.3%	6.9%	7.0%	2.4%	-5.3%	-3.7%	1.5%	10.2%	1.5%	4.8%	-1.4%	15.8%
지주	-25.0%	14.2%	19.9%	24.1%	45.5%	28.4%	31.0%	63.2%	6.4%	5.5%	2.4%	42.5%	107.7%
식품/식자재	0.7%	20.1%	10.8%	15.0%	13.9%	-9.4%	1.9%	1.5%	7.5%	7.2%	11.8%	1.2%	8.3%
푸드서비스/외식	-2.5%	3.8%	2.8%	-2.1%	-18.6%	-31.1%	-26.6%	-13.4%	27.4%	4.3%	0.6%	-22.6%	12.2%
물류	1.2%	17.8%	12.0%	19.2%	14.3%	-9.2%	-0.8%	-0.8%	4.0%	6.3%	12.6%	0.2%	-0.8%
건강기능	0.0%	-13.9%	-5.9%	-58.7%	-	-	-	21.8%	2.1%	-10.2%	-65.4%	16.5%	10.0%
해외	13.1%	11.3%	22.4%	18.8%	19.8%	37.3%	17.1%	14.8%	5.0%	2.8%	16.4%	21.9%	12.0%
중국	104.1%	-29.2%	66.8%	7.5%	11.5%	386.3%	30.1%	58.9%	-8.4%	28.3%	34.6%	77.5%	12.3%
미국	15.5%	14.5%	28.2%	20.4%	22.8%	32.1%	17.7%	18.7%	15.3%	3.7%	19.6%	22.6%	16.7%
일본	-0.6%	6.4%	8.9%	16.0%	14.4%	19.4%	3.3%	3.4%	-7.5%	-3.4%	7.7%	9.8%	2.7%
기타	-79.2%	116.2%	-49.7%	53.6%	222.8%	-92.1%	275.0%	-25.5%	65.4%	26.5%	16.4%	-15.7%	4.1%
기타	-7.7%	-9.1%	-6.5%	-14.4%	-9.5%	-15.6%	2.7%	-7.6%	-16.3%	1.0%	-9.5%	-7.8%	-7.2%
내부거래	-1.5%	16.7%	7.7%	13.2%	12.5%	-2.9%	3.4%	3.1%	11.8%	19.0%	8.9%	3.8%	2.8%
영업이익	15	108	112	70	45	147	176	134	535	402	306	502	808
지주	68	29	18	8	93	22	33	8	203	233	123	156	161
식품/식자재	105	121	127	141	158	188	193	168	605	599	494	706	766
푸드서비스/외식	-31	38	57	0	-111	-72	-74	-70	96	81	64	-327	-158
물류	-5	25	4	12	9	11	6	3	34	-7	37	30	29
건강기능	8	-16	-6	-2	-2	-9	9	4	67	30	-16	2	6
해외	-69	-95	-95	-102	-34	18	1	6	-389	-399	-362	-9	61
기타	-1	-1	-1	1	-1	-4	-1	1	-10	-1	-3	-6	-5
내부거래	-60	7	8	13	-66	-6	9	13	-71	-133	-31	-49	-51
YoY	213.8%	-18.8%	-30.0%	-32.6%	202.3%	36.5%	56.2%	90.8%	40.9%	-24.7%	-24.1%	64.4%	60.9%
지주	-59.1%	173.7%	-7.1%	-77.2%	35.9%	-26.1%	88.0%	3.0%	-17.6%	14.7%	-47.0%	26.5%	3.0%
식품/식자재	-1.4%	-26.7%	-24.0%	-11.8%	50.3%	54.9%	51.4%	19.2%	7.4%	-1.1%	-17.5%	42.9%	8.4%
푸드서비스/외식	적지	23.2%	-12.8%	-98.6%	적지	적전	적전	적전	116.0%	-16.0%	-21.1%	적전	적지
물류	적지	215.1%	흑전	흑전	흑전	-57%	36.8%	-71.3%	-11.6%	적전	흑전	-19.2%	-0.8%
건강기능	211.7%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-7.5%	-55.1%	적전	흑전	164.6%
해외	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	흑전
기타	적지	적지	적전	-71.0%	적지	적지	적지	-35.1%	적전	적지	적지	적지	적지
내부거래	적지	79.5%	232%	264%	적지	적전	8%	4%	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	0.3%	1.8%	1.8%	1.2%	0.8%	2.6%	2.9%	2.2%	2.4%	1.8%	1.3%	2.1%	3.0%
지주	30.7%	16.2%	9.3%	4.1%	28.7%	9.3%	13.4%	2.6%	27.7%	30.1%	15.6%	13.8%	6.9%
식품/식자재	2.8%	2.5%	2.7%	3.0%	3.7%	4.2%	4.0%	3.1%	4.0%	3.7%	2.7%	3.9%	3.9%
푸드서비스/외식	-2.0%	2.3%	3.1%	0.0%	-8.8%	-6.3%	-5.6%	-5.0%	1.5%	1.2%	1.0%	-6.4%	-2.7%
물류	-1.8%	7.3%	1.3%	3.5%	2.9%	3.4%	1.7%	1.0%	3.1%	-0.6%	2.8%	2.2%	2.2%
건강기능	2.3%	11.1%	-4.0%	-1.5%	-1.2%	-7.6%	5.7%	2.5%	4.2%	2.1%	-3.3%	0.4%	0.9%
해외	-7.8%	-11.0%	-10.0%	-10.4%	-3.2%	1.5%	0.1%	0.5%	-12.6%	-12.6%	-9.8%	-0.2%	1.2%
기타	-7.9%	-6.6%	-7.1%	7.1%	-9.1%	-24.7%	-5.5%	5.0%	-12.7%	-0.8%	-3.7%	-8.5%	-8.5%
내부거래	-3.7%	0.4%	0.4%	0.7%	-3.7%	-0.3%	0.5%	0.7%	-1.3%	-2.0%	-0.4%	-0.7%	-0.7%

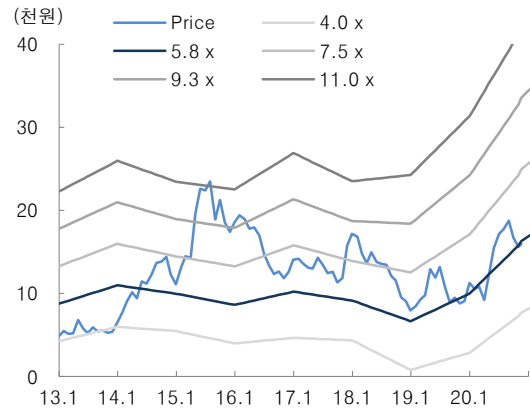
주: 2019년 5월 2일자로 기존 건강기능 사업부에 포함되어 있던 녹즙 사업부가 식품및식자재 사업부로 재편되어 2Q19부터 사업부별 실적 변동
자료: 대신증권 Research Center

표 9. Global Peer

회사명		풀무원	DANONE	PEPSICO INC	KRAFT	NISSIN FOODS	TINGYI
코드		017810 KS Equity	BN FP Equity	PEP US Equity	KHC US Equity	2897 JP Equity	322 HK Equity
주가(2020.11.16 기준) (USD)		14	64	145	32	83	1.77
시가총액 (USDmn)		549	44,157	199,983	38,647	8,750	9,938
매출액 (USDmn)	19A	2,044	28,308	67,161	24,977	4,068	8,974
	20F	2,100	28,101	69,630	25,938	4,693	10,050
	21F	2,295	28,621	73,264	24,768	4,742	10,393
매출액 yoy (%)	19A	-1.0	-2.8	3.9	-4.9	2.2	-2.3
	20F	2.7	-0.7	3.7	3.8	15.4	12.0
	21F	9.3	1.8	5.2	-4.5	1.0	3.4
영업이익 (USDmn)	19A	26	3,624	10,291	3,070	226	728
	20F	47	3,858	10,494	5,408	475	910
	21F	73	4,092	11,461	4,925	475	900
영업이익 yoy (%)	19A	-28.3	11.9	1.8	-130.1	-20.9	19.7
	20F	77.4	6.5	2.0	76.2	110.7	24.9
	21F	57.4	6.1	9.2	-8.9	0.0	-1.1
OPM (%)	19A	1.3	12.8	15.3	12.3	5.5	8.1
	20F	2.2	13.7	15.1	20.9	10.1	9.1
	21F	3.2	14.3	15.6	19.9	10.0	8.7
PER (배)	19A	200.9	25.1	24.9	11.0	40.9	20.1
	20F	19.7	16.6	26.3	11.4	25.3	16.9
	21F	14.8	15.5	24.0	12.5	25.3	16.8
PBR (배)	19A	1.1	2.8	12.9	0.7	2.4	3.4
	20F	1.8	2.0	14.6	0.8	2.6	3.3
	21F	1.6	1.9	13.4	0.8	2.4	3.1
EV/EBITDA (배)	19A	7.0	11.7	16.2	11.5	14.8	8.7
	20F	7.0	11.5	17.9	9.9	11.8	6.4
	21F	5.8	10.9	16.3	10.7	11.9	6.4
ROE (%)	19A	0.6	11.5	49.9	3.7	5.9	17.0
	20F	7.8	11.8	52.0	6.1	10.3	19.4
	21F	11.0	12.0	57.9	5.9	9.7	18.9
ROA (%)	19A	0.3	4.3	9.4	1.9	3.6	6.0
	20F	2.2	4.3	8.6	2.7	6.0	6.7
	21F	3.2	4.9	9.1	3.1	5.6	6.5
EPS (USD)	19A	0.06	4.07	5.53	2.88	1.92	0.071
	20F	0.71	3.85	5.50	2.78	3.25	0.104
	21F	0.95	4.12	6.03	2.52	3.25	0.105

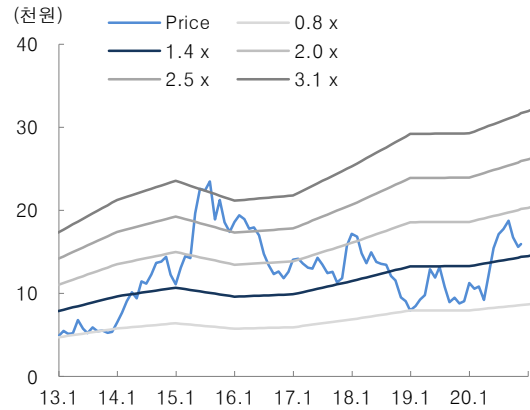
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 45. 풀무원 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 46. 풀무원 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

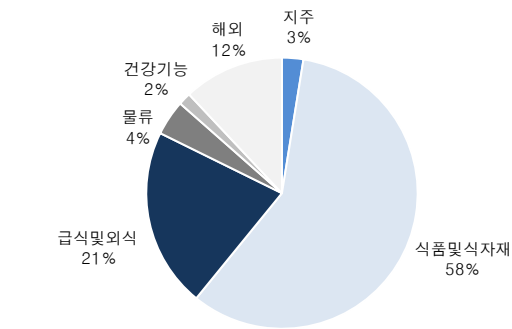
- 식품제조업 등을 주사업 목적으로 설립되었으며, 2008년 인적분할을 통해 순수자회사로 출범
- 풀무원식품, 풀무원건강생활 등 총 7개의 자회사를 가지고 있음
- 자산 1조 5,625억원, 부채 1조 891억원, 자본 4,734억원
- 발행주식 수: 38,120,539주 / 자기주식수: 849,700주

주가 변동요인

- 해외사업 정상화 속도
- 국내 가공식품 시장 경쟁 완화에 따른 수익성 개선 여부
- 코로나 19 완화에 따른 식자재 유통 및 외식 사업 정상화 여부

주: 주식의 수는 보통주 기준, 자산 규모는 2020년 6월 기준
자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

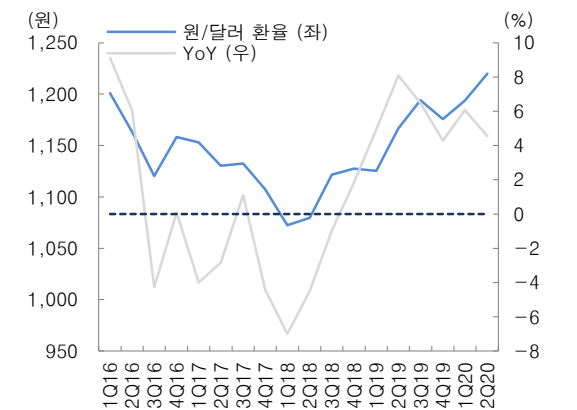
사업부별 매출 비중



주: 2019년 매출액 기준
자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

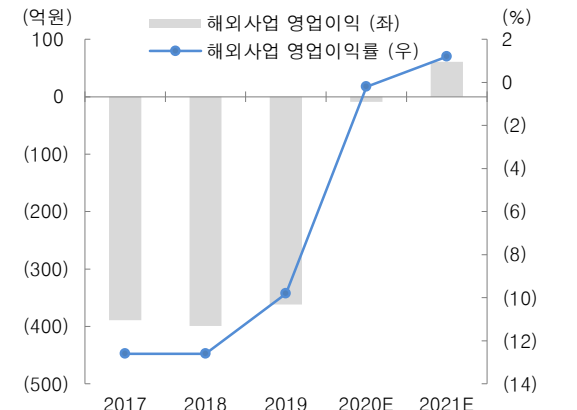
2. Earnings Driver

원/달러 환율 추이



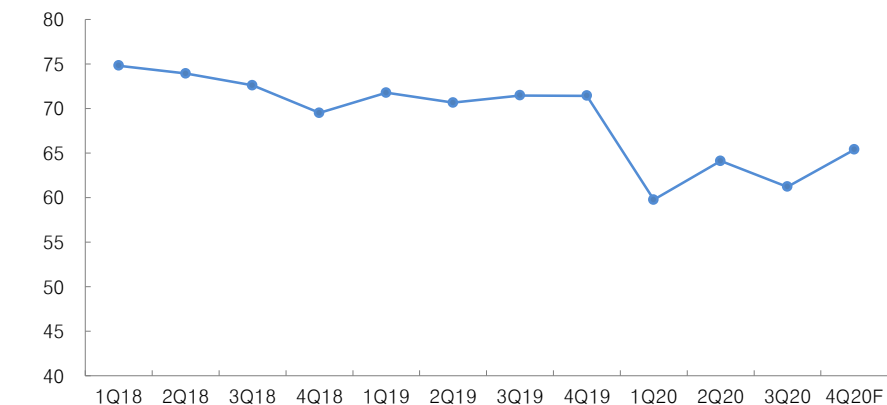
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

해외사업 영업이익 추이



자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

외식산업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,272	2,381	2,349	2,721	3,397
매출원가	1,713	1,791	1,728	1,994	2,499
매출총이익	559	590	621	727	898
판매비와관리비	519	559	571	647	800
영업이익	40	31	50	81	98
영업이익률	1.8	1.3	2.1	3.0	2.9
EBITDA	113	141	171	211	238
영업외손익	-16	-24	-21	-21	-24
관계기업손익	2	3	3	4	4
금융수익	8	4	4	4	4
외환관련이익	1	2	2	2	2
금융비용	-17	-30	-33	-31	-32
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-8	0	5	3	1
법인세비용차감전순이익	24	7	29	60	74
법인세비용	-14	-14	-6	-24	-30
계속사업순이익	11	-8	23	36	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	-8	23	36	45
당기순이익률	0.5	-0.3	1.0	1.3	1.3
비재배분순이익	-11	-11	-2	-4	-5
재배분순이익	22	3	25	40	49
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	10	7	7	7
포괄순이익	4	2	30	43	52
비재배분포괄이익	-12	-10	-3	-4	-5
재배분포괄이익	16	12	33	48	57

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	5,491	56	681	1,068	1,317
PER	1.4	200.3	23.4	14.9	12.1
BPS	8,163	9,425	9,446	10,304	11,384
PBR	1.0	1.2	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	2,738	3,355	4,070	5,006	5,647
EV/EBITDA	6.1	7.3	7.3	5.6	4.9
SPS	55,090	56,532	55,738	64,548	80,587
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	3,429	4,040	4,413	5,296	5,879
DPS	102	102	102	105	110

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	35	48	-1.4	15.8	24.8
영업이익 증가율	-23.7	-24.0	64.3	60.9	21.5
순이익 증가율	-63.9	작전	흑전	57.0	23.3
수익성					
ROIC	2.5	-3.8	3.8	4.8	5.9
ROA	3.5	2.3	3.3	5.0	5.7
ROE	7.2	1.0	6.4	9.6	10.7
안정성					
부채비율	1730	2206	231.0	219.9	216.2
순차입금비율	61.1	114.9	120.1	97.5	83.1
이자보상배율	2.9	1.2	1.8	3.2	3.7

자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	470	468	573	689	879
현금및현금성자산	104	121	230	300	363
매출채권 및 기타채권	191	214	223	244	320
재고자산	106	106	94	118	170
기타유동자산	71	27	26	26	27
비유동자산	746	1,017	986	956	917
유형자산	593	847	823	791	749
관계기업투자금	21	30	35	40	45
기타비유동자산	132	139	128	125	123
자산총계	1,217	1,485	1,559	1,645	1,795
유동부채	525	621	669	701	767
매입채무 및 기타채무	239	271	216	249	298
차입금	140	242	342	337	332
유동상채무	98	11	13	13	22
기타유동부채	49	98	99	101	115
비유동부채	246	400	419	430	460
차입금	172	169	259	264	289
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	231	159	165	171
부채총계	771	1,021	1,088	1,131	1,228
자배지분	337	397	398	434	480
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	59	78	78	78	78
이익잉여금	259	225	246	282	327
기타지분변동	-2	73	52	53	53
비재배지분	109	66	73	80	88
자본총계	446	463	471	514	568
순차입금	272	532	566	501	472

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	59	85	75	127	79
당기순이익	11	-8	23	36	45
비현금항목의 가감	130	178	163	187	203
감가상각비	73	111	121	130	140
외환손익	0	0	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	58	67	44	59	65
자산부채의 증감	-59	-48	-78	-47	-114
기타현금흐름	-23	-37	-33	-48	-55
투자활동 현금흐름	-137	-68	-71	-68	-68
투자자산	-5	0	-8	-6	-6
유형자산	-86	-110	-71	-71	-71
기타	-45	42	8	8	8
재무활동 현금흐름	107	-1	183	-8	19
단기차입금	0	0	100	-5	-5
사채	0	0	-70	10	10
장기차입금	27	10	160	-5	15
유상증자	105	0	0	0	0
현금배당	-5	-6	-4	-4	-4
기타	-20	-5	-3	-4	3
현금의 증감	30	17	109	71	63
기초 현금	73	104	121	230	300
기말 현금	104	121	230	300	363
NOPLAT	18	-33	39	48	59
FCF	-6	-50	75	94	114

롯데푸드
(002270)

한유정 yujung.han@daishin.com
노희재 heejae.roh@daishin.com

투자이건 Marketperform
시장수익률, 유지

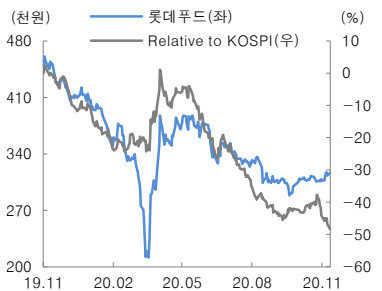
6개월
목표주가 370,000
유지

현재주가 316,500
(20.11.16)

음식료업중

KOSPI	2543.03
시가총액	358십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	454,000원 / 211,500원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	11.51%
주요주주	롯데자주 외 9 인 48.23% 국민연금공단 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	-5.0	-18.1	-30.3
상대수익률	-4.9	-10.0	-37.9	-40.7



한국판 비욘드미트

투자이건 시장수익률, 목표주가 370,000원 유지

- 목표주가 370,000원은 2021년 롯데푸드의 예상 EPS 39,772원에 음식료업중 평균 PER에 30%를 할인한 9배를 Target Multiple로 적용하였음
- 30% 할인 근거는 코로나19 사태가 장기화될 것으로 우려되는 반면 B2C 부문의 이익 기여보다 B2B 부문의 충격이 클 것으로 우려된다는 점과 현 시점에서 외형 성장이 제한적일 것으로 예상된다는 점임
- 추후 진행중인 신사업을 통해 성장동력 확인 시 주가도 실적도 저점을 통과할 것으로 예상됨

가장 적극적인 한국판 비욘드미트

- 지난 2월 롯데리아가 한국 프랜차이즈 업계 최초로 식물성 육류와 빵, 소스로 만든 '미라클 버거'를 출시해 누적 100만개의 패티가 판매되었음
- 또한 B2C 제품으로는 2019년 4월 '제로미트' 브랜드를 런칭해 현재 너깃, 크로켓, 함박스테이크 등으로 제품 수를 확대 중임. 롯데마트에 이어 지난 8월부터는 전국 21개의 이마트 점포에서 '베지함박' 브랜드가 채식주의존 매대에 입점되며 소비자와의 접점을 확대하는 추세. 누적 판매량은 6만개로 추정
- 그룹사인 롯데정밀화학이 육류 고유의 식감과 향을 내는 첨가제인 메틸셀룰로스를 개발·생산하고 있어 원료 확보에 강점을 보유
- 향후 입점 채널 및 제품 라인업 확대를 통해 실적 기여도 확대 기대

단기 모멘텀은 부재하나 좋아지는 중입니다

- 국내 유일 식물성 식품 생산·판매를 확대 중에 있으며, 2021년 4월 완공되는 김천 공장에서의 간편식 자체 생산 확대 통해 원가율 개선이 예상되며 베트남 분유 수출 물량 증가가 실적 성장을 견인할 것으로 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,811	1,788	1,731	1,808	1,872
영업이익	68	49	46	50	61
세전순이익	56	50	102	48	59
총당기준이익	43	38	72	36	44
지배지분순이익	43	38	72	36	44
EPS	46,757	41,242	78,662	39,772	48,813
PER	15.2	10.0	4.0	8.0	6.5
BPS	602,962	625,100	678,807	693,222	723,351
PBR	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	6.3	5.4	9.7	4.7	5.5

주1: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

주2: 푸드워드 연결 대상 법인 편입으로 2020년부터 연결 기준

자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

그림 47. 롯데푸드가 판매 중인 식물성 식품 제품(1)



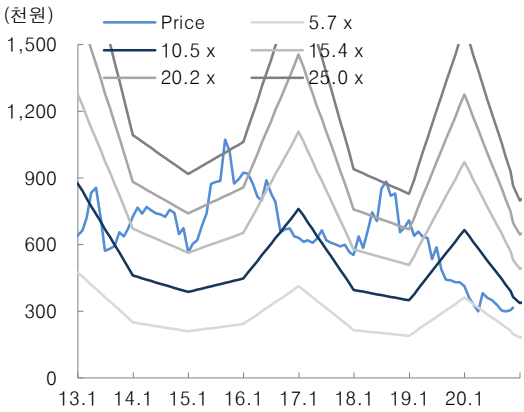
자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

그림 48. 롯데푸드가 판매 중인 식물성 식품 제품(2)



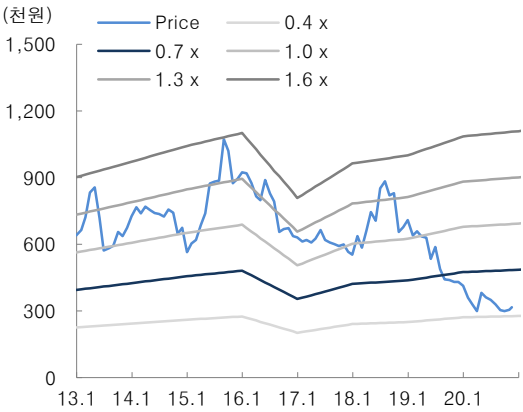
자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

그림 49. 롯데푸드 PER Band Chart



자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

그림 50. 롯데푸드 PBR Band Chart



자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

표 10. 롯데푸드 분기/연간 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,252	4,664	4,777	4,187	4,092	4,406	4,728	4,086	18,186	18,108	17,880	17,311	18,082
유지식품	-	-	1,767	1,765	1,656	1,657	1,675	1,651	-	-	-	6,639	6,855
빙과/유가공	-	-	1,250	750	840	1,156	1,223	712	-	-	-	3,932	4,053
육가공	-	-	1,760	1,669	1,595	1,592	1,830	1,723	-	-	-	6,741	7,174
YoY (%)	-1.3	-0.8	-3.8	1.3	-3.8	-5.5	-1.0	-2.4	3.2	-0.4	-1.3	-3.2	4.5
유지식품	-	-	-	-	-	-	-5.2	-6.5	-	-	-	-	3.3
빙과/유가공	-	-	-	-	-	-	-2.1	-5.0	-	-	-	-	3.1
육가공	-	-	-	-	-	-	4.0	3.2	-	-	-	-	6.4
매출액 비중(%)													
유지식품	-	-	37.0	42.2	40.5	37.6	35.4	40.4	-	-	-	38.3	37.9
빙과/유가공	-	-	26.2	17.9	20.5	26.2	25.9	17.4	-	-	-	22.7	22.4
육가공	-	-	36.8	39.9	39.0	36.1	38.7	42.2	-	-	-	38.9	39.7
영업이익	86	186	213	11	99	140	209	11	662	676	495	459	502
유지식품	-	-	124	93	104	72	85	74	-	-	-	335	334
빙과/유가공	-	-	118	-45	12	92	94	-46	-	-	-	151	158
육가공	-	-	-29	-37	-16	-22	29	-17	-	-	-	-26	10
YoY (%)	-46.2	-18.8	-22.6	-18.9	15.9	-24.5	-1.7	1.9	-17.0	2.0	-26.8	-7.1	9.2
유지식품	-	-	-	-	-	-	-31.8	-19.9	-	-	-	-	-0.4
빙과/유가공	-	-	-	-	-	-	-20.4	적지	-	-	-	-	5.2
육가공	-	-	-	-	-	-	흑전	적지	-	-	-	-	흑전
영업이익률 (%)	2.0	4.0	4.5	0.3	2.4	3.2	4.4	0.3	3.6	3.7	2.8	2.7	2.8
유지식품	-	-	7.0	5.3	6.3	4.4	5.1	4.5	-	-	-	5.0	4.9
빙과/유가공	-	-	9.4	-6.0	1.4	7.9	7.7	-6.5	-	-	-	3.8	3.9
육가공	-	-	-1.7	-2.2	-1.0	-1.4	1.6	-1.0	-	-	-	-0.4	0.1

주: 3Q19부터 사업활동의 구성단위 변경 및 자산손상평가기준 적용 영업부문 재분류로 공시 기준 변경
자료: 대신증권 Research Center

표 11. Global Peer

회사명		롯데푸드	JAPFA	INDOFOOD AGRI RESOURCES	FORMOSA OILSEED PROCESSING	FIRST RESOURCES
코드		002270 KS Equity	JAP SP Equity	IFAR SP Equity	1225 TT Equity	FR SP Equity
주가(2020.11.16 기준) (USD)		283	0.59	0.21	1.11	0.95
시가총액 (USDmn)		319	1,217	295	242	1,499
매출액 (USDmn)	19A	1604	3,890	965	345	615
	20F	1552	3,687	N/A	N/A	693
	21F	1622	4,006	N/A	N/A	769
매출액 yoy (%)	19A	-1.3	10.1	-2.4	-7.6	-2.9
	20F	-3.2	-5.2	N/A	N/A	12.8
	21F	4.4	8.7	N/A	N/A	10.9
영업이익 (USDmn)	19A	44	339	39	14	155
	20F	41	316	N/A	N/A	177
	21F	45	352	N/A	N/A	214
영업이익 yoy (%)	19A	-27.9	-8.4	-26.9	27.2	-17.4
	20F	-6.1	-6.9	N/A	N/A	14.5
	21F	8.7	11.6	N/A	N/A	21.1
OPM (%)	19A	2.7	8.7	4.0	4.2	25.1
	20F	2.7	8.6	N/A	N/A	25.5
	21F	2.8	8.8	N/A	N/A	27.9
PER (배)	19A	10.0	6.7	N/A	22.4	25.1
	20F	4.0	7.5	N/A	N/A	11.7
	21F	7.9	7.9	N/A	N/A	9.9
PBR (배)	19A	0.7	0.9	0.4	2.4	2.1
	20F	0.5	1.1	N/A	N/A	1.2
	21F	0.5	1.0	N/A	N/A	1.2
EV/EBITDA (배)	19A	6.5	5.2	12.0	17.0	12.1
	20F	4.8	6.3	N/A	N/A	7.5
	21F	4.5	5.6	N/A	N/A	6.6
ROE (%)	19A	5.4	14.5	-3.6	10.6	9.0
	20F	9.7	16.4	N/A	N/A	10.8
	21F	4.7	13.2	N/A	N/A	11.8
ROA (%)	19A	3.9	3.9	-1.1	4.8	5.4
	20F	3.4	6.0	N/A	N/A	6.7
	21F	3.5	5.8	N/A	N/A	7.6
EPS (USD)	19A	37	0.063	-0.021	0.050	0.056
	20F	71	0.079	N/A	N/A	0.081
	21F	36	0.075	N/A	N/A	0.096

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

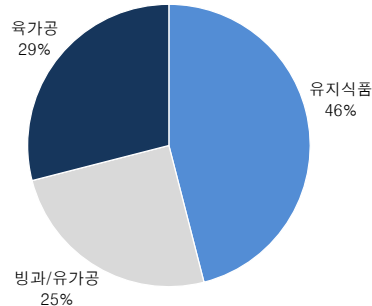
- 식료품류와 빙과류 등을 제조 및 판매하는 업체
- 주요 제품으로는 그랜드마가린 등의 유지식품과 구구콘, 뽕빼코, 돼지바 등의 빙과류, 로스팜 등의 육가공품이 있음
- 육가공 사업 브랜드로 파스퇴르 운영 중
- 자산 1조 3,440억원, 부채 5,799억원, 자본 7,641억원
- 발행주식 수: 1,131,870주 / 자기주식수: 222,060주
- 2019년 기준 배당성향 29.1% (배당 성향 30% 수준 지향)

주가 변동요인

- 중국항 조제분유 수출 금액 증가
- 원달러 환율, 팜유, 대두유, 돈육 가격 추이

주: 자산 규모는 2020년 9월 기준
자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

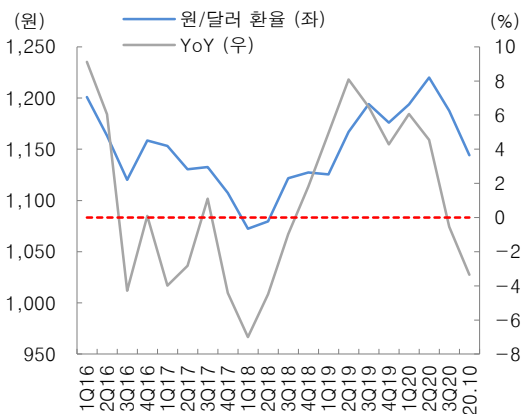
매출 비중 추이



주: 2019년 매출액 기준
자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

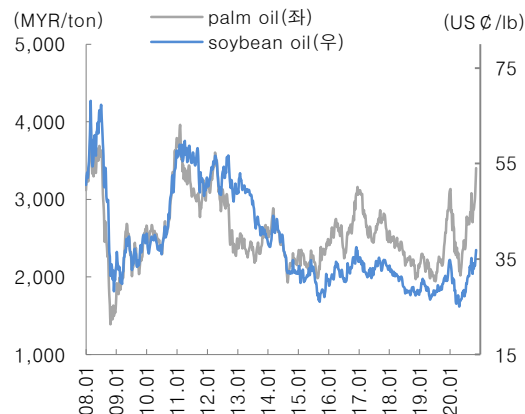
2. Earnings Driver

원/달러 분기 평균 환율 추이



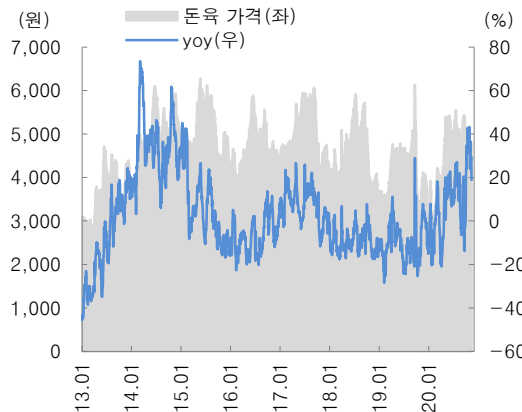
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

팜유, 대두유 가격 추이



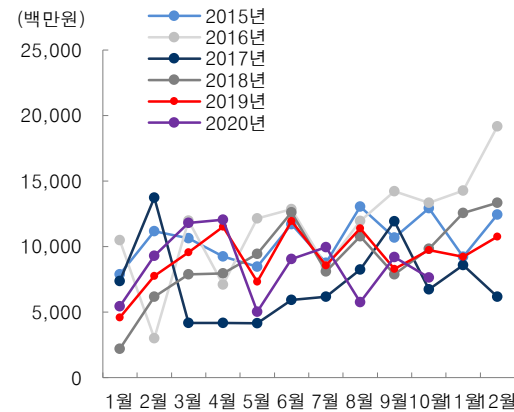
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

국내 돈육 가격 추이



주: 돈육도체의 kg 당 평균 가격
주: 푸드워드 연결 대상 법인 편입으로 2020년부터 연결 기준

분유 수출 추이



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,811	1,788	1,731	1,808	1,872
매출원가	1,503	1,488	1,437	1,496	1,540
매출총이익	308	300	294	312	332
판매비와관리비	240	251	248	262	272
영업이익	68	49	46	50	61
영업이익률	3.7	2.8	2.7	2.8	3.2
EBITDA	114	101	93	95	104
영업외손익	-12	0	56	-2	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	1	1	1	1
외환관련이익	1	0	0	0	0
금융비용	-11	-5	-6	-7	-7
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	-3	5	61	4	5
법인세비용차감전순손익	56	50	102	48	59
법인세비용	-13	-12	-31	-12	-15
계속사업순손익	43	38	72	36	44
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	38	72	36	44
당기순이익률	2.3	2.1	4.1	2.0	2.4
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	43	38	72	36	44
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	1	-4	-2	-2
포괄순이익	37	39	68	34	42
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	37	39	68	34	42

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	46,757	41,242	78,662	39,772	48,813
PER	152	100	40	80	65
BPS	602,962	625,100	678,807	693,222	723,351
PBR	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	100,286	89,073	82,154	84,055	91,640
EV/EBITDA	8.4	6.5	4.9	4.6	3.8
SPS	1,599,839	1,579,714	1,529,461	1,597,561	1,653,666
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	105,304	99,925	150,945	101,857	110,234
DPS	15,000	12,000	22,000	11,500	14,500

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-0.4	-1.3	-3.2	4.5	3.5
영업이익 증가율	2.0	-26.8	-7.1	9.2	20.7
순이익 증가율	-55.3	-11.8	90.7	-49.4	22.7
수익성					
ROIC	5.8	4.1	3.4	4.1	5.0
ROA	5.6	3.9	3.4	3.5	4.1
ROE	6.3	5.4	9.7	4.7	5.5
안정성					
부채비율	77.0	86.7	82.2	85.0	84.8
순차입금비율	22.9	26.6	12.4	9.6	4.5
이자보상배율	120	9.5	7.5	7.5	8.7

주: 푸드위드 연결 대상 법인 편입으로 2020년부터 연결 기준
자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	450	625	695	760	835
현금및현금성자산	43	29	131	171	223
매출채권 및 기타채권	190	196	190	198	205
재고자산	192	227	192	201	208
기타유동자산	25	173	181	190	199
비유동자산	758	697	706	691	678
유형자산	541	583	578	564	552
관계기업투자금	1	0	0	0	0
기타비유동자산	217	113	127	126	125
자산총계	1,208	1,321	1,400	1,451	1,513
유동부채	181	454	490	532	574
매입채무 및 기타채무	165	168	166	169	172
차입금	3	12	42	72	102
유동상채무	0	100	100	100	100
기타유동부채	13	173	182	191	200
비유동부채	345	160	142	134	120
차입금	200	100	80	70	53
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	145	60	62	65	67
부채총계	526	614	632	667	694
자배지분	682	708	768	785	819
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	60	60	60	60	60
이익잉여금	912	923	984	1,000	1,034
기타지분변동	-295	-281	-281	-281	-281
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	682	708	768	785	819
순차입금	156	188	96	75	37

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	97	48	163	74	83
당기순이익	43	38	72	36	44
비현금항목의 가감	77	76	99	79	80
감가상각비	46	51	47	45	43
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	24	52	34	37
자산부채의 증감	-6	-52	28	-23	-21
기타현금흐름	-16	-13	-36	-18	-21
투자활동 현금흐름	-33	-49	20	46	46
투자자산	-7	3	-1	-1	-1
유형자산	-54	-75	-40	-30	-30
기타	28	22	61	77	77
재무활동 현금흐름	-119	-13	-9	-8	-6
단기차입금	0	0	30	30	30
사채	-34	0	-10	-10	-10
장기차입금	-61	9	-10	0	-7
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-14	-11	-20	-10
기타	-5	-8	-8	-8	-8
현금의 증감	-55	-14	103	40	52
기초 현금	98	43	29	131	171
기말 현금	43	29	131	171	223
NOPLAT	51	37	32	38	45
FCF	38	14	39	53	59

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한유정)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상

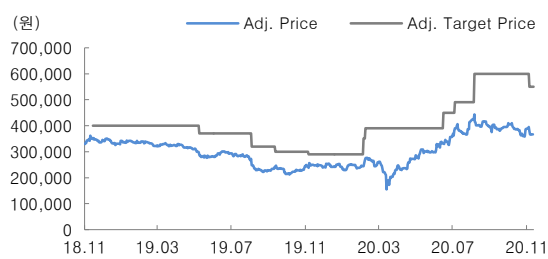
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.3%	11.3%	0.5%

(기준일자: 20201114)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ제일제당(097950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



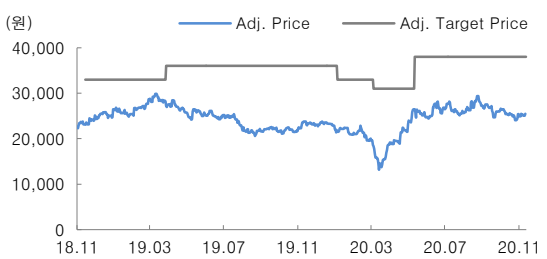
제시일자	20.11.17	20.11.10	20.08.11	20.07.10	20.06.21	20.02.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	550,000	550,000	600,000	490,000	450,000	390,000
과리율(평균%)		(33.34)	(34.53)	(19.81)	(22.06)	(32.34)
과리율(최대/최소 %)		(33.27)	(30.33)	(9.49)	(13.33)	(13.33)

제시일자	20.02.10	19.11.11	19.09.17	19.08.09	19.05.14	18.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	350,000	290,000	300,000	320,000	370,000	400,000
과리율(평균%)	(25.50)	(15.68)	(23.38)	(28.19)	(22.70)	(17.25)
과리율(최대/최소 %)	(23.86)	(11.72)	(17.17)	(24.22)	(18.51)	(12.00)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소 %)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소 %)	

대상(001680) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

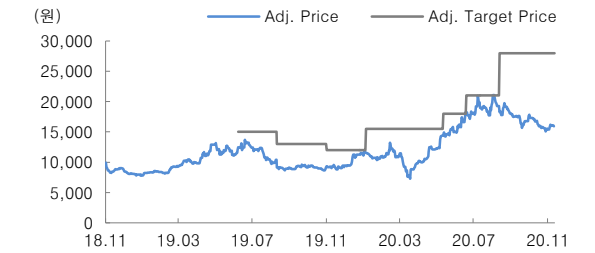


제시일자	20.11.17	20.05.17	20.03.10	20.01.10	19.04.02	18.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	38,000	38,000	31,000	33,000	36,000	33,000
과리율(평균%)		(31.01)	(38.19)	(35.80)	(32.35)	(20.33)
과리율(최대/최소 %)		(22.76)	(14.68)	(30.76)	(20.97)	(9.39)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소 %)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소 %)	

풀무원(017810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



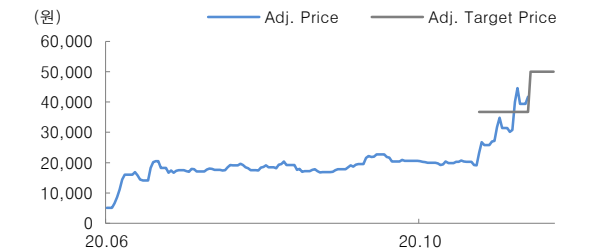
제시일자	20.11.17	20.08.18	20.06.24	20.05.17	20.01.10	19.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,000	28,000	21,000	18,000	15,500	12,000
과라율(평균%)		(39.16)	(9.99)	(12.89)	(29.93)	(17.30)
과라율(최대/최소, %)		(29.46)	0.48	1.67	(7.10)	(0.83)

제시일자	19.08.16	19.06.13
투자의견	Buy	Buy
목표주가	13,000	15,000
과라율(평균%)	(29.98)	(21.82)
과라율(최대/최소, %)	(26.23)	(8.67)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	

이지바이오(353810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



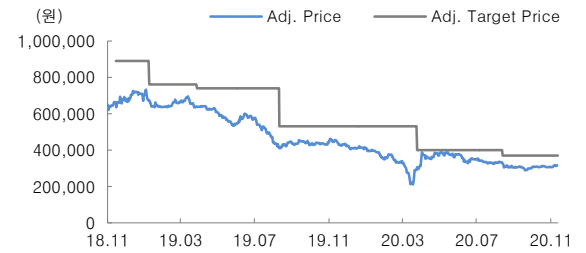
제시일자	20.11.17	20.10.28
투자의견	Buy	Buy
목표주가	50,000	36,800
과라율(평균%)		(9.83)
과라율(최대/최소, %)		21.24

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	

롯데푸드(002270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	20.11.17	20.08.18	20.03.30	19.08.16	19.04.02	19.01.13
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	370,000	370,000	400,000	530,000	740,000	760,000
과라율(평균%)		(17.00)	(11.64)	(20.62)	(23.98)	(13.84)
과라율(최대/최소, %)		(13.24)	(3.13)	(13.02)	(13.24)	(8.55)

제시일자	18.11.19
투자의견	Buy
목표주가	890,000
과라율(평균%)	(22.44)
과라율(최대/최소, %)	(17.75)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과라율(평균%)	
과라율(최대/최소, %)	