

2020년 하반기 전망 시리즈

meritz 음료

15

Q의 시대

Q의 시대

Top Picks	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	50,000원
CJ제일제당(097950)	Buy	380,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
오리온(271560)	Buy	160,000원
농심(004370)	Buy	400,000원
매일유업(267980)	Buy	115,000원
KT&G(033780)	Buy	107,000원
롯데칠성(005300)	Buy	140,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	29,000원
현대그린푸드(005440)	Buy	13,000원
롯데푸드(002270)	Buy	520,000원



음식료
Analyst **김정욱**
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Contents

Part I	다시 쓰는 음식료 기초세미나	9
Part II	Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대	27
Part III	Q의 시대(2) 해외시장 개척	37
Part IV	식품 산업과 COVID-Normal	53
기업분석	하이트진로(000080) 실적 서프라이즈로 M/S 확대 효과를 눈으로 확인하는 하반기	60
	CJ제일제당(097950) 실적 성장의 핵심은 가공식품과 해외바이오	63
	오리온(271560) 상반기 지속되는 반사이익, 하반기는 신제품 성과를 기대	66
	농심(004370) 국내 실적과 해외 실적이 밸런스를 맞추는 2Q20	69
	매일유업(267980) 매출 성장 동력은 중국 분유에서 국내 신제품으로 전환	72
	KT&G(033780) 국내 담배 우려대비 선방, 본격적인 수출 회복은 2Q20	75
	롯데칠성(005300) 주류 부문의 전년도 부담은 2Q20까지 지속	78
	CJ프레시웨이(051500) 1Q20 실적 부진 이후 2Q20 전년비 감익 불가피	81
	현대그린푸드(005440) 20년 본사 실적 안정성 부각 및 자회사 실적 호조 전망	84
	롯데푸드(002270) 육가공 수익성 개선 노력 지속 및 이른 더위 효과 기대	87

Part I	
다시 쓰는 음식료 기초세미나	<ul style="list-style-type: none"> 음식료 섹터 P 인상, C 감소의 1~2차 Re-rating을 지나 Q의 시대로 음식료 섹터 1차(03~07년), 2차(11년~15년) Re-rating 경험. Price 인상 + Cost 감소에 의한 수익성 개선 16년 이후 4년간 De-rating 원당의 급격한 상승과 평가 전가력 약화로 실적 성장 모멘텀 둔화됐기 때문 20년 상반기 COVID-19 이슈로 수요 확대, 실적 안전성 재부각. P 인상 제한적, C 하향 안정화 지속 음식료 투자 전략은 Margin Gap Play → Quantity Momentum Play로 변화. 성장을 위한 Q의 시대 도래
Part II	
Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대	<ul style="list-style-type: none"> 주류산업 - 하이트진로의 기업가치는 맥주/소주 영업이익 변화에 따라 상승 하락 경험 유음료산업 - 매일유업의 기업가치는 내수 신제품 성공이 견인하며 수출 모멘텀 둔화 극복 음료주류산업 - 롯데칠성 음료 부문은 수익성 개선에도 불구하고 주류 부문 적자 심화 지속 중
Part III	
Q의 시대(2) 해외시장 개척	<ul style="list-style-type: none"> 종합식품산업 - CJ제일제당 기업가치 상승의 Key는 해외바이오에서 가공식품으로 전환 종합식품산업 - 풀무원 20년 해외부문 적자 축소 본격화로 기업가치 상승 전환 제과산업 - 오리온 중국 사업 영업이익 기여 본격화 Re-rating, 19~20년 실적 추가 성장 지속 라면산업 - 농심 기업가치 장기 박스권(15년 신제품 성공 시기 제외), 20년 국내외 동반 성장 기대 담배산업 - KT&G 기업가치는 부동산 영업이익 증가에도 불구하고, 담배 영업이익 감소에 동행
Part IV	
식품 산업과 COVID-Normal	<ul style="list-style-type: none"> ① COVID-19 확산 이후 가정식 선호 현상 부각 ② 보존성이 높은 농산물과 HMR, 가공식품 구매 증가 ③ 비대면 접촉 선호 현상으로 온라인 식료품 구매 증가 ④ 식품 거래처 편의점, SSM 선호도 증가(vs. 대형마트, 백화점)

Part I

2020년 하반기

다시 쓰는 음식료 기초세미나

음식료 섹터 P인상, C감소의 1~2차 Re-rating을 지나 Q의 시대로

다시 쓰는 음식료 기초세미나

- 음식료 섹터 1차(03~07년), 2차(11년~15년) Re-rating 경험. Price 인상 + Cost 감소에 의한 수익성 개선
- 16년 이후 4년간 De-rating, 원당의 급격한 상승과 판가 전가력 약화로 실적 성장 모멘텀 둔화됐기 때문
- 20년 상반기 COVID-19 이슈로 수요 확대, 실적 안전성 재부각. P 인상 제한적, C 하향 안정화 지속
- 음식료 투자 전략은 Margin Gap Play → Quantity Momentum Play로 변화. 성장을 위한 Q의 시대 도래

Price 인상 + Cost 감소에 의한 음식료 섹터 1차(03~07년), 2차(11년~15년) Re-rating 경험. P 인상 제한적, C 하향 안정화 지속 성장을 위한 Q의 시대 도래



자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

1H20 Review: 1Q20 실적 부각으로 낙폭 만회, 2Q20 소비회복에 따른 추가성장 예상

다시 쓰는 음식료 기초세미나

- 13~15년 음식료 섹터 상승 요인 ①경기민감섹터의 실적 부진, ②12~15년 곡물가 장기 하락, ③대형 신제품 성공(짜왕, 진짬뽕, 순하리, 허니버터칩 등), ④식재유통/HMR/중국시장 등 구조적 Q 성장
- 20년 음식료 섹터 낙폭 만회 요인 ①코로나19 이슈에도 견조한 1분기 실적(주요 대형주 CJ제일제당, 오리온, 농심, 하이트진로 실적 컨센서스 상회 예상), ②2Q20 식품 소비 회복 예상되며 경기민감섹터 실적 부진에도 양호한 실적 흐름 이어갈 전망, ③경기방어 성격 및 실적 안정성 재확인

코스피, 음식료 시가총액 비교, 음식료 3월 급락 이후 만회



자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

음식료 시총 비중은 15년말 5%로 정점 기록 후 하락세, 2~3% 수준 유지



자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

1H20 Review: 주요 종목 낙폭 만회 후 개별 모멘텀 강한 종목 중심으로 연초 대비 상승

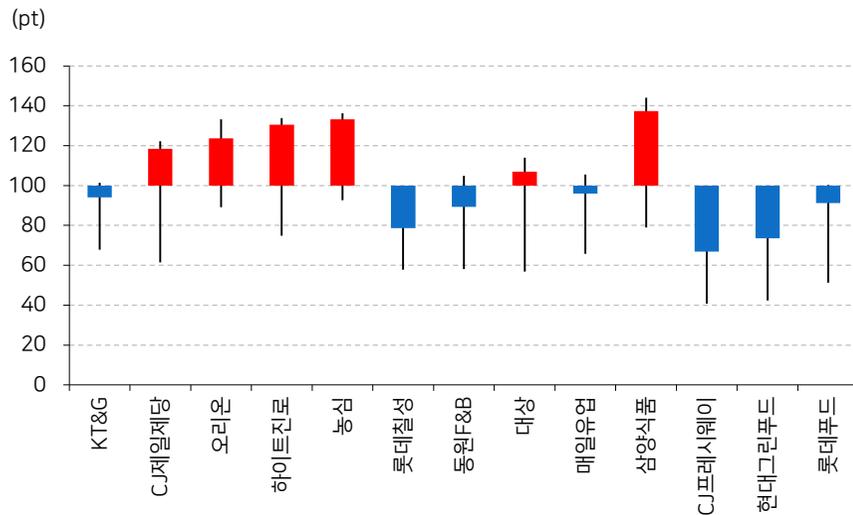
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

다시 쓰는 음식료 기초세미나

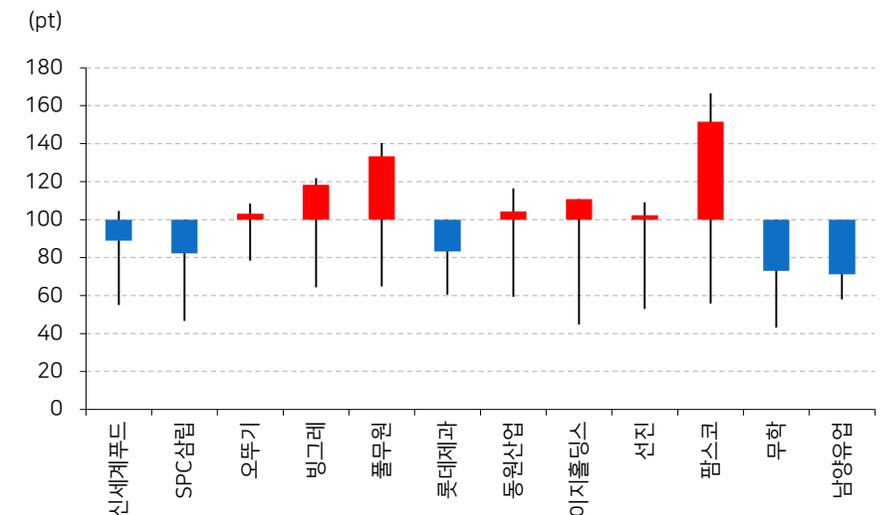
- 대형주 농심, 오리온, 하이트진로, CJ제일제당 연초 대비 상승세. 코로나19 이슈가 기회 요인으로 작용한 농심(라면 가수요)/오리온(경쟁사 생산/유통 차질) 연초 대비 각각 +33.2%, +23.7% 상승
- 1Q20 실적 선방에 이어 2Q20 실적 고성장이 예상되는 하이트진로(매출 성장 및 마케팅비 절감), CJ제일제당(B2B 식품 회복/해외바이오 실적 기여) 연초 대비 각각 +30.5%, +18.4% 상승
- 삼양식품 3~4월 양호한 라면 수출 부각 +37.4%, 빙그레 해태빙과사업 M&A 이슈 +18.4%, 풀무원 미국 법인 적자 축소 기대 +33.3%, 팜스코 돈가 상승 반영 +51.5%

음식료 시총 상위 주요 종목 연초 대비 주가 퍼포먼스



자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

음식료 시총 하위 주요 종목 연초 대비 주가 퍼포먼스



자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

음식료 산업 밸류 체인 - 가공식품은 세부 섹터별 기업, 업체, 원재료, 경쟁강도 상이

2020년 하반기 전망 시리즈

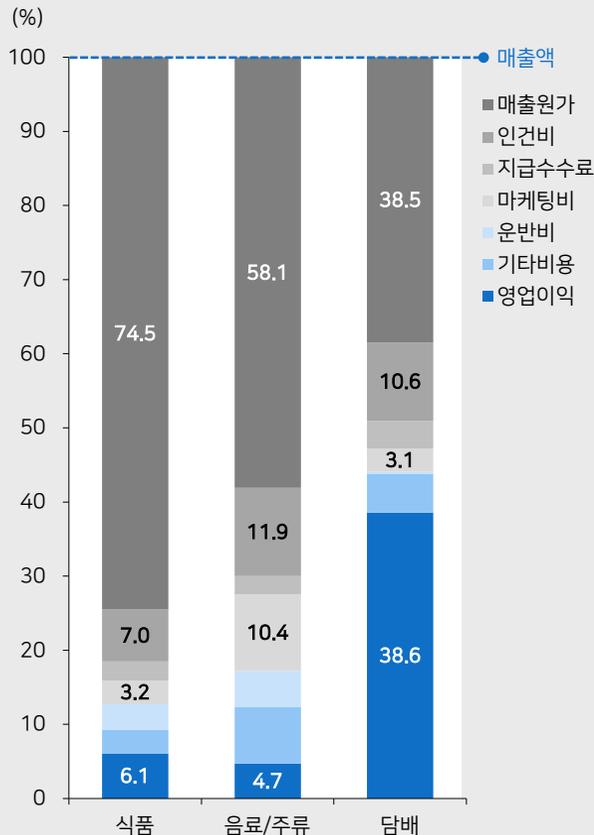
원재료	소재식품	가공식품	유통 및 비식품
	밀가루(제분) CJ제일제당, 대한제분, 사조동아원, 한타, SPC삼립(밀다원)	제빵  SPC삼립, 롯데제과, 서울식품	식자재 
	전분/전분당 CJ제일제당, 대상, 삼양사, 인그리디언코리아	라면  농심, 오뚜기, 삼양식품, 풀무원, 팔도	담배 
	배합사료 선진, 이지홀딩스, 팜스코, 하림, 동우팜투테이블, 체리부로	축산업  선진, 이지홀딩스, 팜스코, 우리손F&G, 하림, 동우팜투테이블, 체리부로	주류 
	대두유 CJ제일제당, 사조대림(사조해표)	유지가공  롯데푸드, 오뚜기, 사조대림(사조해표)	주류 
	설탕(제당) CJ제일제당, 삼양사, 대한제당	제과  오리온, 롯데제과, 크라운제과, 해태제과	주류 
	라이신, 핵산 CJ제일제당, 대상	청량음료  롯데칠성, LG생활건강(Coke)	주류 
	원양어업 동원산업, 사조산업, 동원수산	종합가공  CJ제일제당, 대상, 오뚜기, 동원F&B, 풀무원, 롯데푸드, 사조대림	주류 
	원유, 탈지분유	유제품  매일유업, 남양유업, 동원F&B, 빙그레	주류 
	주정 진로발효, MHE탄올, 풍국주정, 창해에탄올	빙과  빙그레, 롯데제과, 롯데푸드,	주류 
	맥아, 홉	주류  하이트진로, 롯데칠성, 무학, 보해양조, 국순당	주류 

자료: 메리츠증권 리서치센터

음식료 주요 섹터별 시장 규모 Map(출하금액 기준), 식품 산업 전체 89.2조원



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권 리서치센터



음식료 실적 변수: 실적 = f(P,Q,C / SG&A)

★★★★ Q 판매량

- 1) M/S 확대 = 신제품(주류, 라면, 제과, HMR) + 기업화(식자재유통, 양돈업)
- 2) 시장 확대 = 해외수출 + 해외법인 + M&A

☆☆☆ P 제품가격

- 1) 원재료(소맥, 대두, 옥수수, 원당) 가격 상승에 따른 판가 인상
 - B2B - 밀가루, 식용유, 전분/전분당, 설탕 - 곡물가격 하향 안정화
 - B2C - 주요 소재 식품 가격 상승 시 판가 인상 - B2C 가격 경쟁 심화
- 2) 프리미엄 신제품 출시를 통한 ASP 상승

☆☆☆ C 매출원가: 국제곡물가(6개월 래깅) x 환율(3개월 래깅)

- 1) 소재식품업 해외수입곡물
- 2) 가공식품업 국내 소재식품 + 해외 직수입 + 부자재
 - 제과: 식용유, 설탕, 밀가루 + 탈지분유, 코코아 + 필름, 박스
 - 라면: 밀가루, 농수축산물 + 팜유 + 필름
 - 맥주: 전분, 효모 + 맥아, 홉 + 병, 캔, PET
 - 소주: 주정 + 첨가물 + 병, PET
 - 음료: 전분당, 설탕 + 원액, 커피 + PET, 캔
 - 담배: 국산잎담배 + 외산잎담배, 필터플러, 궤련지 + 필름, 지류

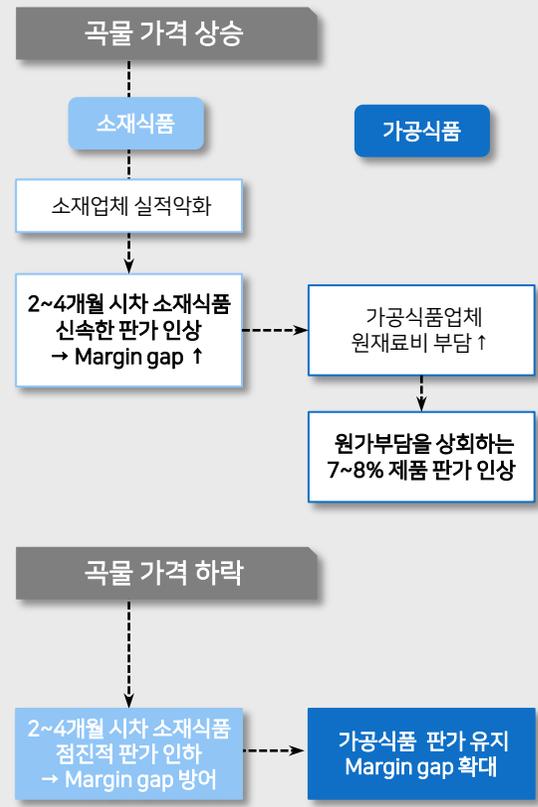
☆☆☆ SG&A 경쟁상황: 제품 차별화에 따른 비용 성격 분류

- 1) 차별화된 신제품 초기 마케팅비는 투자 성격의 비용 (TERRA, 비비고 등)
- 2) 기존 제품의 마케팅비 지출 성격의 비용 (진라면, 빙과 등)

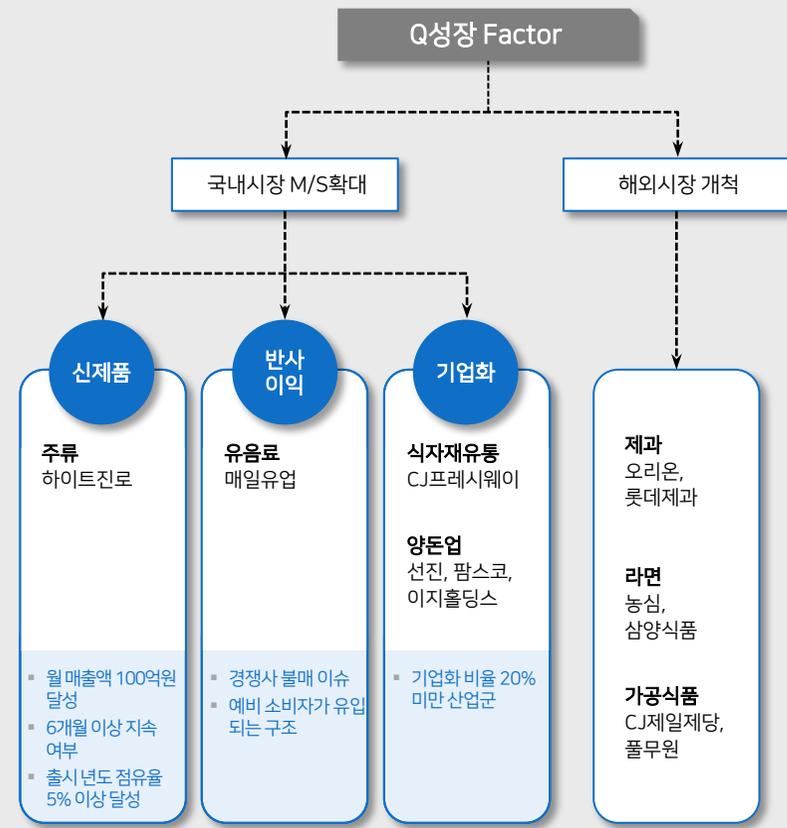
자료: 메리츠증권 리서치센터

음식료 투자 전략은 Margin Gap Play → Quantity Momentum Play로 변화

전통의 음식료 투자전략: Margin Gap Play



변화된 음식료 투자전략: Quantity Momentum Play



자료: 메리츠증권 리서치센터

Q성장에 따른 실적 레버리지 효과는 세부 섹터별 상이, 장치 산업 성격의 업태 극대화

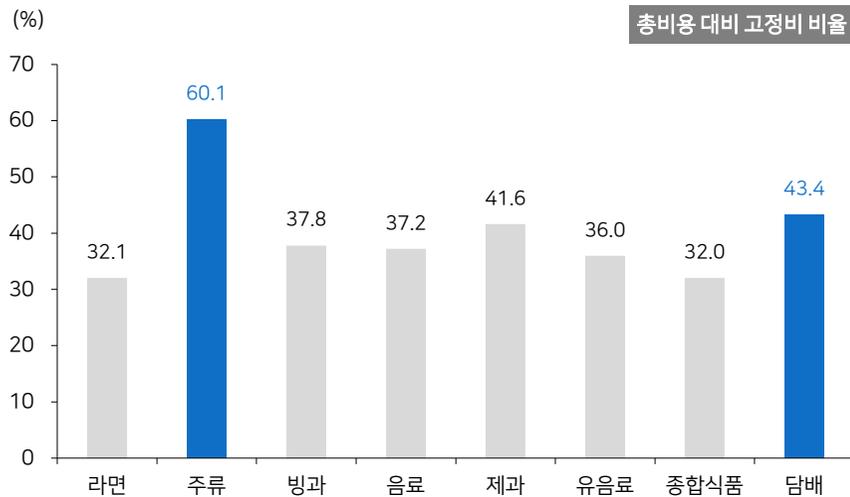
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

다시 쓰는 음식료 기초세미나

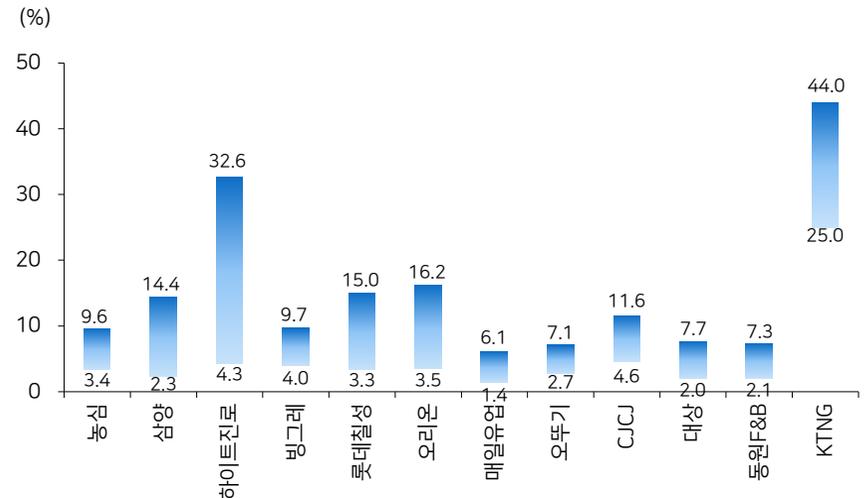
- Q성장에 따른 매출 증가로 영업이익의 레버리지 효과는 세부 섹터별 상이, 장치 산업 업태 극대화
- 총비용 대비 고정비 비율 주류 60.1%, 담배 43.4%, 제과 41.6%, 빙과 37.8%, 음료 37.2%, 종합식품 32.0%
- 지난 20년간 영업이익률 최저-최고 스프레드는 하이트진로 4%~33%, KT&G 25%~44%, 2nd 업체 3%~15%, 3rd 업체 2%~7%

음식료 세부 섹터별 총비용 대비 고정비 비율, 주류 60.1%, 담배 43.4%



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

00년~19년 영업이익률 최저-최고 스프레드, 하이트진로, KT&G 최대



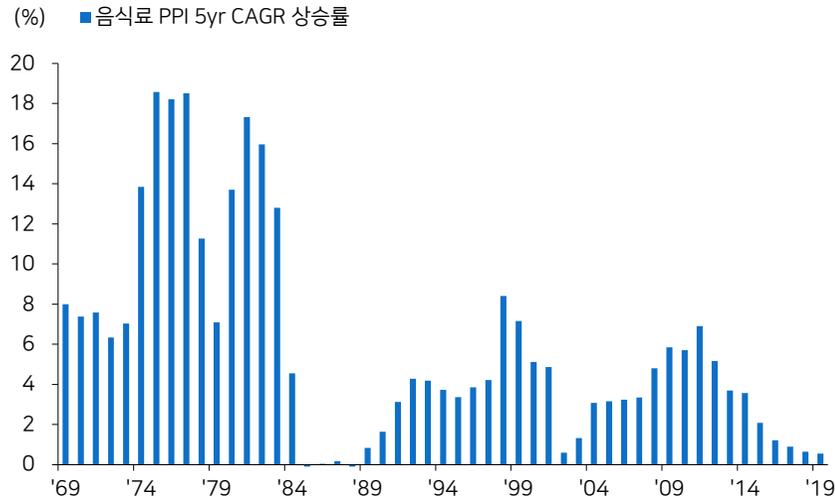
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

식품 업체들의 가격 인상을 통한 평가 전가력은 11~12년 정점 기록 후 약화되는 중

다시 쓰는 음식료 기초세미나

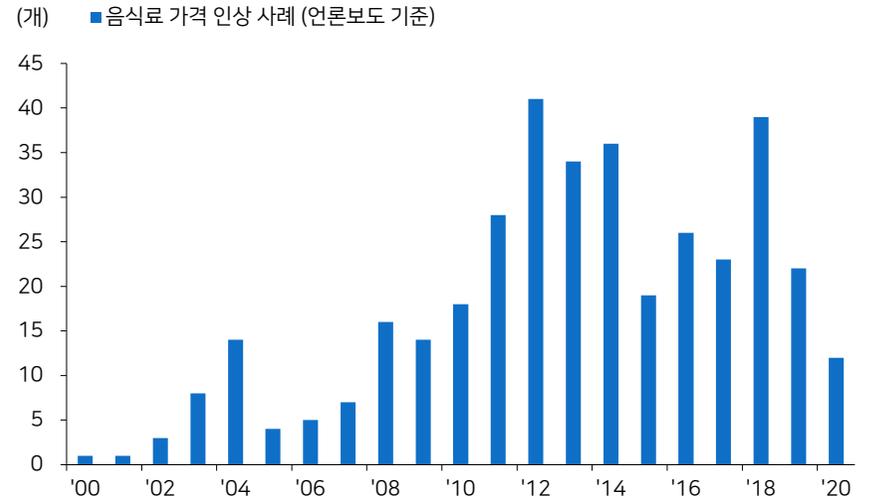
- 음식료 업체의 가격 인상 정점 11~12년, 정부의 가격 인상 통제로 지연된 가격 인상 대폭 현실화
- 5yr CAGR 음식료 품목 PPI 상승률 11년 +6.9%, 12년 +5.2% 기록. 17년 이후 +1.0%를 하회하며 둔화
- 음식료품 가격 인상 사례 수는(언론보도 기준) 11년 28개, 12년 41개 기록
- 18년 일시적 가격 인상 사례 급등은 39개 인상 중 프랜차이즈 제품 인상이 30%를 차지
- 최근 가격 인상 사례 수는 19년 22개, 20년 상반기 누계 12개로 둔화

5yr CAGR 음식료 품목 PPI 상승률 17년 이후 1.0%를 하회하며 둔화



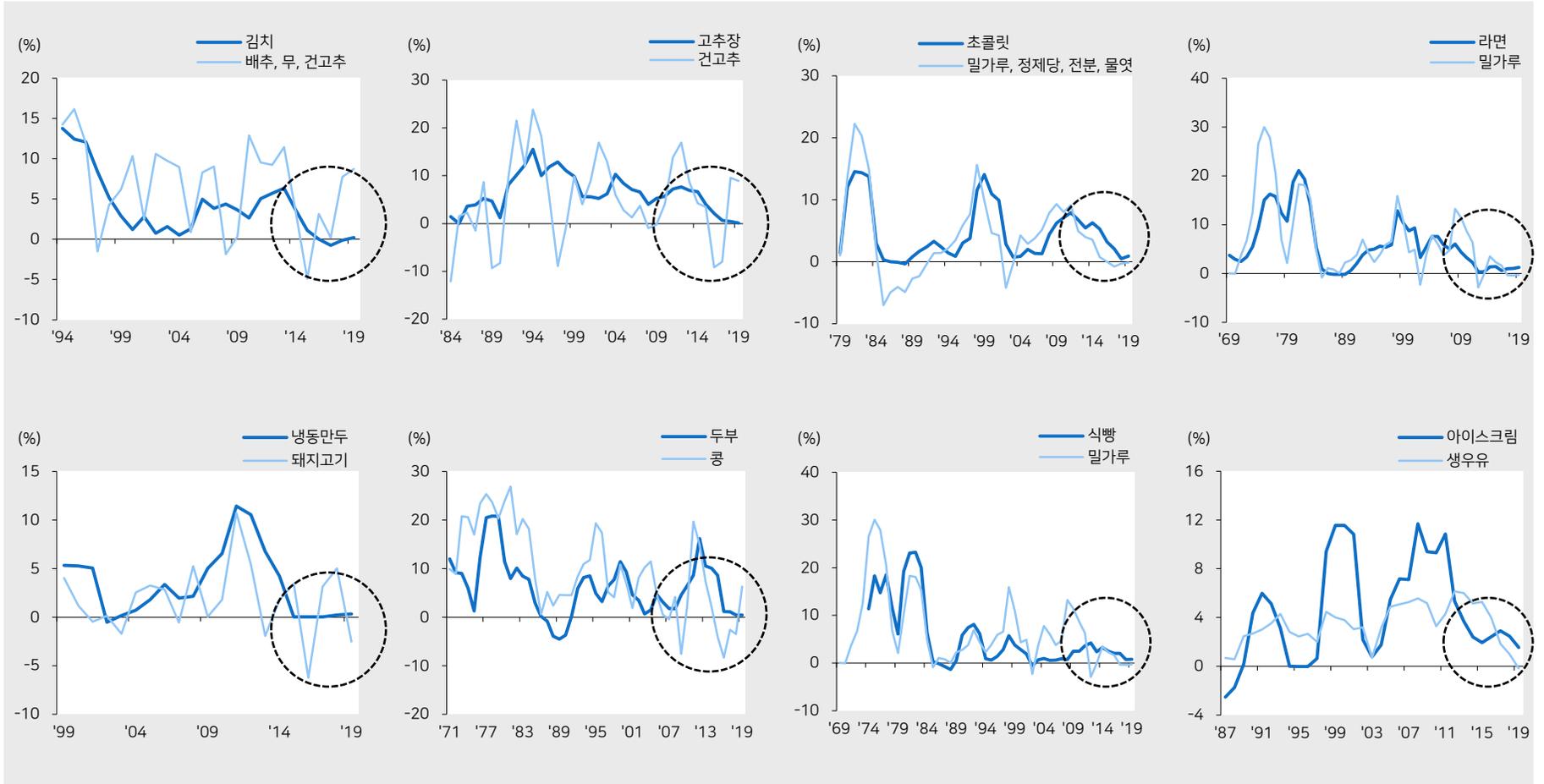
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

음식료품 가격 인상 사례 수 19년 22개, 20년 상반기 누계 12개로 둔화



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

주요 제품 판가와 원재료 가격 비교: 15년 이후 괴리 심화 또는 하락 동조화

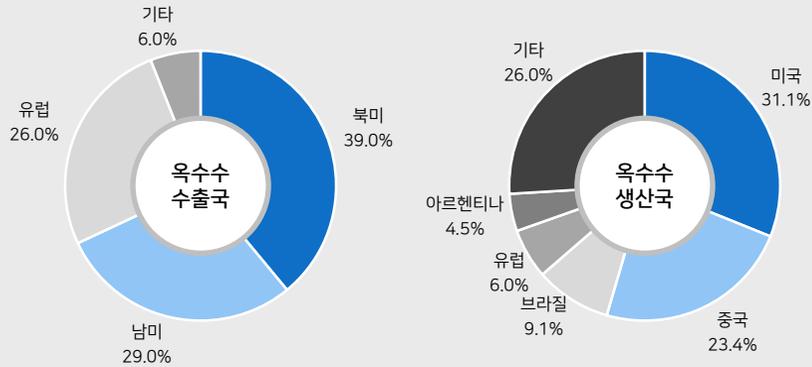


자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

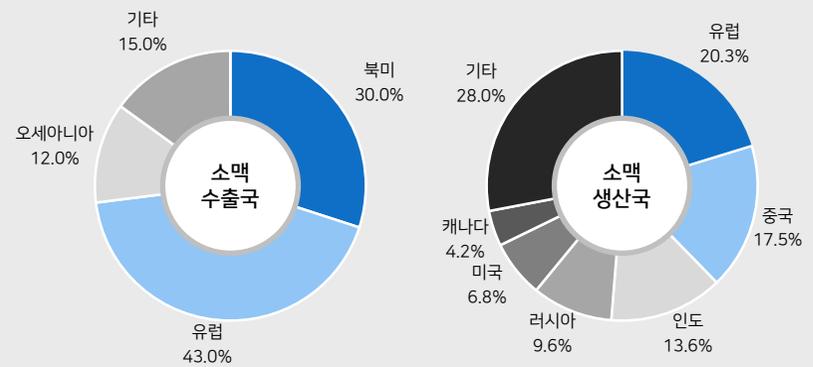
주요 4대 곡물 가격 전망을 위해선 수출국/생산국의 작황 중요, 핵심 지역은 북미/남미

2020년 하반기 전망 시리즈

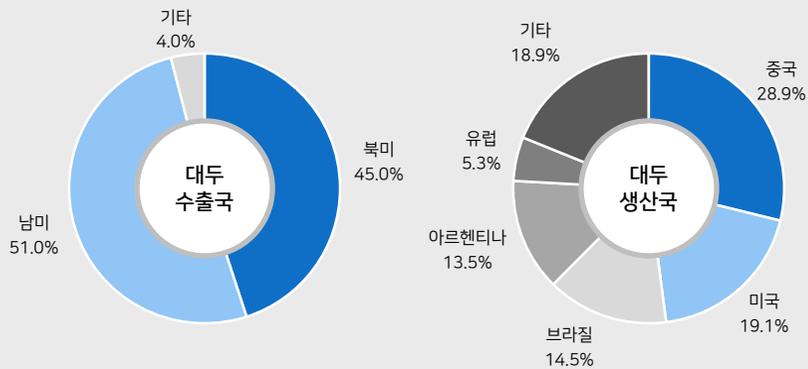
옥수수 주요 수출국은 북미, 남미, 옥수수 주요 생산국은 미국, 중국



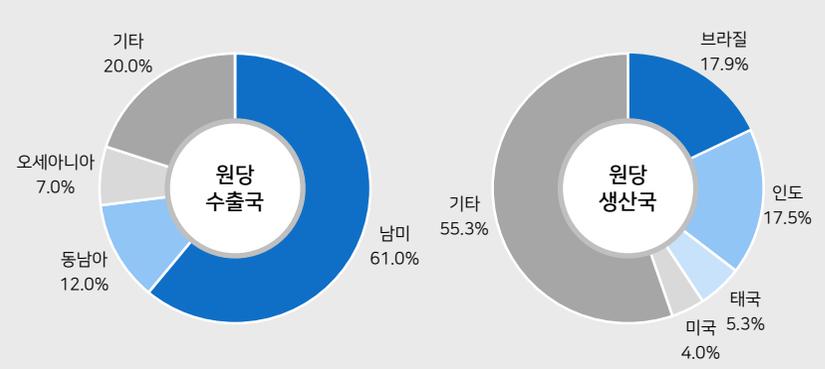
소맥 주요 수출국은 북미, 유럽, 소맥 주요 생산국은 유럽, 중국



대두 주요 수출국은 북미, 남미, 대두 주요 생산국은 중국, 미국



원당 주요 수출국은 남미, 동남아, 원당 주요 생산국은 브라질, 인도

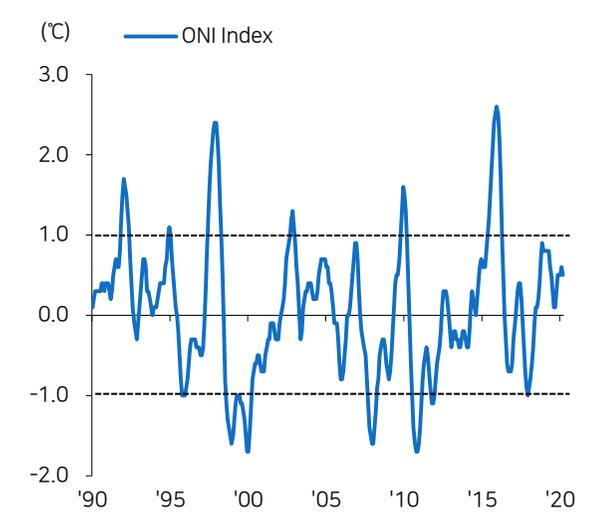


자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

ONI 지수 20년 3~5월 평균 0.3으로 하락, 19.11월 이후 지속된 약한 엘니뇨 종료

다시 쓰는 음식료 기초세미나

ONI 지수 기준점 ±0.5, 강도는 ±1.0 상회 여부



자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

ONI 지수 20.4~5월 평균 0.3으로 0.5 하회, 19.11월 이후 지속된 약한 엘니뇨 종료

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
1989	-1.7	-1.4	-1.1	-0.8	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
1990	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
1991	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.8	1.2	1.5
1992	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1	0.7	0.4	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1
1993	0.1	0.3	0.5	0.7	0.7	0.6	0.3	0.3	0.2	0.1	0	0.1
1994	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7	1	1.1
1995	1	0.7	0.5	0.3	0.1	0	-0.2	-0.5	-0.8	-1	-1	-1
1996	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
1997	-0.5	-0.4	-0.1	0.3	0.8	1.2	1.6	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4
1998	2.2	1.9	1.4	1	0.5	-0.1	-0.8	-1.1	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6
1999	-1.5	-1.3	-1.1	-1	-1	-1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.5	-1.7
2000	-1.7	-1.4	-1.1	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7
2001	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
2002	-0.1	0	0.1	0.2	0.4	0.7	0.8	0.9	1	1.2	1.3	1.1
2003	0.9	0.6	0.4	0	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
2004	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
2005	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.6	-0.8
2006	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	0	0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.9
2007	0.7	0.3	0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.8	-1.1	-1.4	-1.5	-1.6
2008	-1.6	-1.4	-1.2	-0.9	-0.8	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
2009	-0.8	-0.7	-0.5	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.5	0.7	1	1.3	1.6
2010	1.5	1.3	0.9	0.4	-0.1	-0.6	-1	-1.4	-1.6	-1.7	-1.7	-1.6
2011	-1.4	-1.1	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1	-1
2012	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0	-0.2
2013	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0	0.2	0.4	0.6	0.7
2015	0.6	0.6	0.6	0.8	1	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6
2016	2.5	2.2	1.7	1	0.5	0	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.9	-1
2018	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	0.9	0.8
2019	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.6	0.5	0.3								

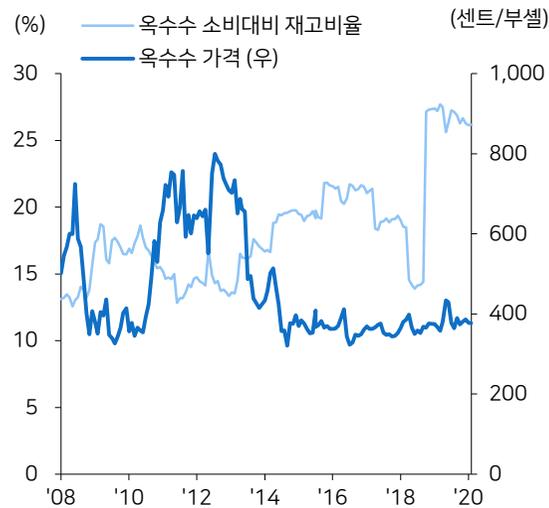
주: 푸른부분 엘니뇨, 회색부분 라니냐
자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

주요 곡물 가격 하향안정화전망 - 1) 옥수수

다시 쓰는 음식료 기초세미나

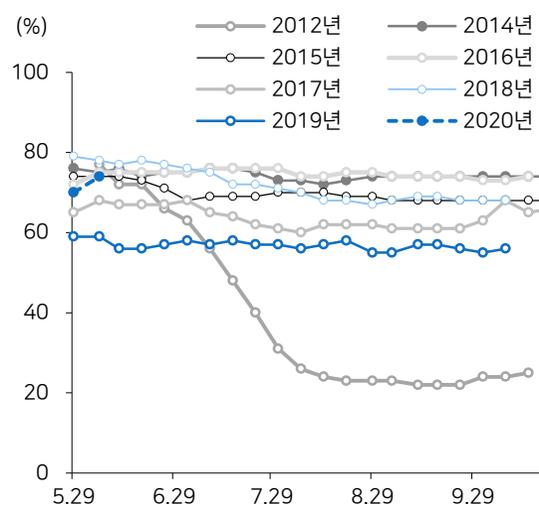
- 옥수수 소비대비 재고비율은 역사상 최고치를 기록하며 가격 약세 지속 중
- 최근 국제 유가 폭락에 기인한 에탄올 수요 위축은 가격에 추가적인 하방 압력 작용
- 다만 ① 브라질의 공급 여건이 타이트한 점, ② 중국의 수요가 뒷받침되는 점은 가격의 하단을 제한
옥수수 가격은 현 수준에서 안정화 전망

옥수수 가격 및 재고비율 추이



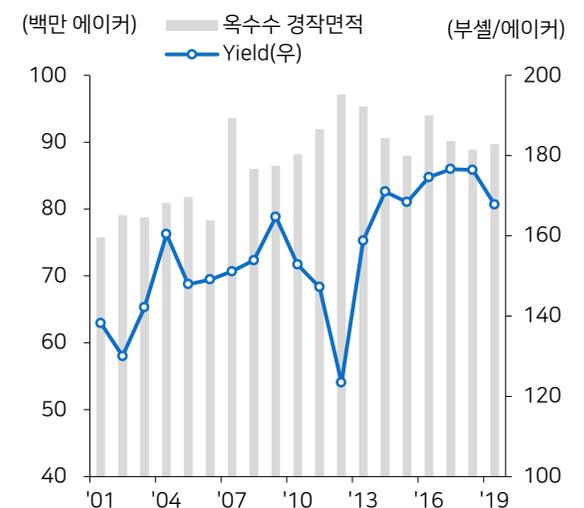
자료: USDA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

옥수수 작황 G+E 비율 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

옥수수 경작면적 및 Yield 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

주요 곡물 가격 하향안정화전망 - 2) 소맥

다시 쓰는 음식료 기초세미나

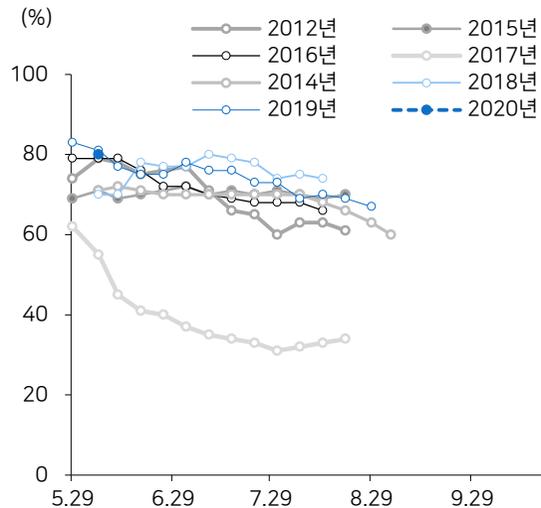
- 20.3월 코로나19로 인한 패닉 매수로 소맥 가격 상승했으나, ① 경기 침체 및 산업 수요 위축, ② 과거 금융위기 시기와 달리 풍부한 공급 여건에 기인해 가격은 약세 안정화. 재고비율도 지속 상승 중
- 최근 흑해 지역의 수출 규제 이슈와 주요 소맥 생산국의 기상 여건이 악화된 점은 가격 상승 요인
- 다만 ① 풍부한 생산/재고량 수준, ②저유가, ③ 이동수요 감소로 인한 서비스업 타격으로 상방 압력은 제한적일 전망

소맥 가격 및 재고비율 추이



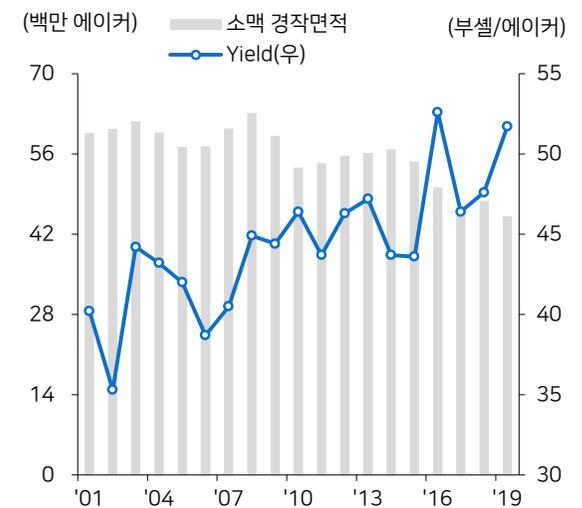
자료: USDA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

소맥(봄밀) 작황 G+E 비율 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

소맥 경작면적 및 Yield 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

주요 곡물가격 하향안정화전망 - 3) 대두

다시 쓰는 음식료 기초세미나

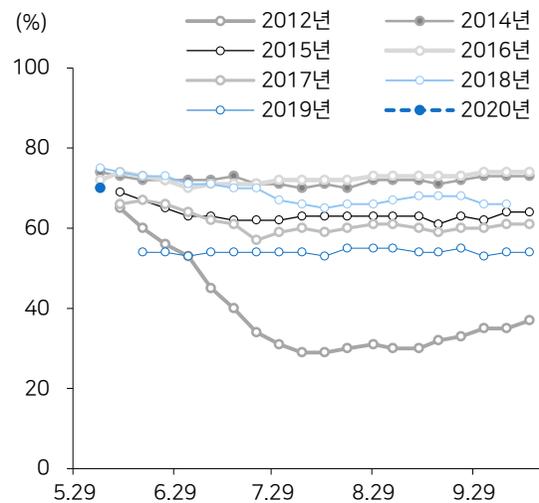
- 미국산 대두의 대중국 수출 불확실성이 지속되며 대두 가격은 약세를 지속해온 상황
- 20.4월 중국의 미국산 대두 구매 계획 발표와 미국 육가공업체 공장 셧다운에 따른 사료 수요 증가 기대감이 형성. 하지만 가격 상승을 이끌기엔 부족하다는 판단
- ① 미국산 옥수수 → 대두 파종 전환 가능성이 확대, ② 중국 ASF 재발병으로 사료 수요 회복에 대한 기대감 하락, ③ 미국산 대두 가격 역사상 최저치 기록 중인 점은 여전히 가격 상승을 제한하는 요소로 작용 가능

대두 가격 및 재고비율 추이



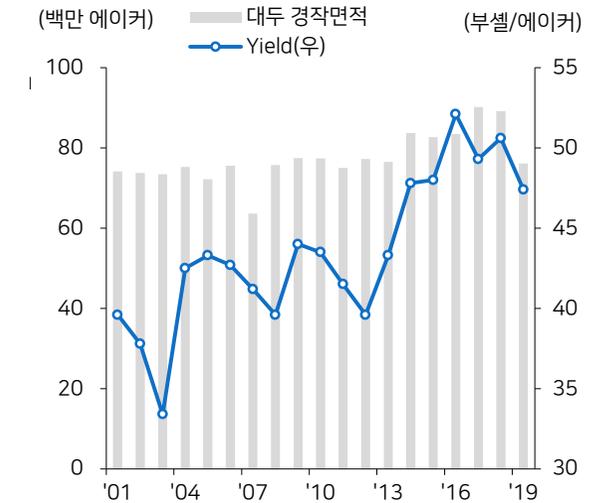
자료: USDA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대두 작황 G+E 비율 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

대두 경작면적 및 Yield 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

주요 곡물 가격 하향안정화전망 - 4) 원당

다시 쓰는 음식료 기초세미나

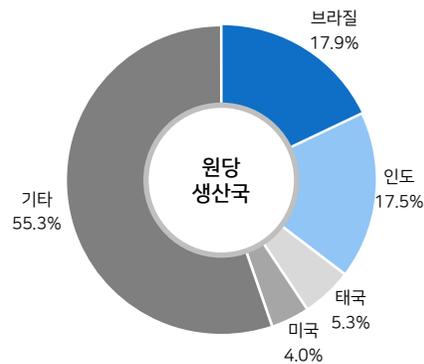
- 원당 글로벌 생산량 1위인 브라질 헤알화 약세가 장기간 지속되며 원당 가격도 약세를 지속
- 원당 가격은 국제 유가에 동조하는 경향. 최근 국제유가 급락 이후 회복하며 원당 가격 또한 일부 회복하고 있는 모습. 브라질의 코로나19 확산세가 지속 심화되며 단기적인 공급 부족 우려감이 가격에 반영
- 브라질 헤알화 약세 추세는 중기적으로 지속될 전망, 유가도 완전히 회복되지 않은 상황에서 원당 가격은 현 수준에서 안정화 예상

원당(미국) 가격 및 재고비율 추이



자료: USDA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원당 글로벌 생산량 비중



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

브라질 헤알화 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

음식료 섹터 원가추정시 주요 곡물은 6개월 래깅 반영, 환율은 3개월 래깅 반영

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
USD 기준	옥수수(¢/부셸)	332	348	364	368	359	346	366	384	354	370	374	391	390	382	375	335
	소맥(¢/부셸)	406	403	429	435	455	423	453	499	518	512	491	477	487	522	550	530
	대두(¢/부셸)	1,013	1,000	1,021	941	965	977	1,006	995	850	880	906	867	874	915	894	853
	원당(¢/lb)	20	21	20	15	14	15	13	12	11	13	13	12	12	13	14	11
	원/달러	1,158	1,154	1,129	1,132	1,106	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,223	1,215
KRW 기준	옥수수(원/부셸)	3,839	4,018	4,114	4,164	3,972	3,711	3,948	4,303	3,990	4,166	4,357	4,668	4,589	4,555	4,591	4,068
	소맥(원/부셸)	4,696	4,656	4,849	4,921	5,034	4,537	4,887	5,599	5,846	5,758	5,723	5,694	5,724	6,236	6,727	6,442
	대두(원/부셸)	11,721	11,542	11,532	10,658	10,671	10,481	10,850	11,165	9,580	9,900	10,566	10,343	10,282	10,924	10,939	10,367
	원당(원/lb)	235	240	222	172	154	156	145	134	122	145	148	146	137	153	168	134
(% YoY)	옥수수	-13.3	-10.2	-2.6	-3.5	3.5	-7.6	-4.0	3.3	0.5	12.3	10.4	8.5	15.0	9.3	5.4	-12.9
	소맥	-20.5	-21.2	-10.5	-5.1	7.2	-2.6	0.8	13.8	16.1	26.9	17.1	1.7	-2.1	8.3	17.5	13.1
	대두	6.9	9.1	12.6	-8.3	-9.0	-9.2	-5.9	4.8	-10.2	-5.5	-2.6	-7.4	7.3	10.3	3.5	0.2
	원당	79.7	35.8	32.5	-8.4	-34.3	-34.9	-34.5	-22.3	-21.2	-7.1	1.8	9.4	12.3	5.6	13.4	-8.5
원화환산 곡물가격(3Q07=100)		155	156	154	139	134	129	131	136	126	134	138	139	136	145	152	136
(% YoY)		13.2	6.2	10.3	-6.8	-13.7	-17.7	-14.8	-2.1	-5.5	4.0	5.5	2.3	7.6	8.3	9.9	-2.0

(억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
13개사 매출액	82,096	89,770	88,429	90,510	90,697	97,765	96,740	98,580	104,497	110,398	111,502	109,848
CJ제일제당	39,089	44,107	42,911	43,486	44,537	49,456	49,221	50,178	55,153	58,581	59,613	58,309
13개사 매출원가	62,783	67,438	66,987	68,930	70,538	75,248	76,720	76,462	81,655	85,570	87,249	84,059
매출원가율	76.5%	75.1%	75.8%	76.2%	77.8%	77.0%	79.3%	77.6%	78.1%	77.5%	78.2%	76.5%
매출원가율(별도)	73.7	71.9	72.3	73.4	74.7	72.1	74.9	73.6	74.1	74.1	75.5	74.8
영업이익률	4.1%	6.0%	3.6%	6.4%	4.4%	5.6%	3.8%	4.5%	3.9%	5.2%	4.5%	5.8%
매출증가율	6.4%	2.9%	0.4%	3.8%	10.5%	8.9%	9.4%	8.9%	15.2%	12.9%	15.3%	11.4%
영업이익증가율	-13.4%	16.5%	-9.5%	44.6%	18.3%	2.8%	24.6%	11.0%	2.2%	4.0%	36.1%	42.6%



* 별도기준 기업: CJ제일제당, 대상, 오투기, 농심, 오리온, 롯데제과, 크라운제과, 삼양식품, 대한제당, 대한제분, 매일유업, 남양유업, 동원F&B, 롯데푸드
자료: 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대

Part II

2020년 하반기

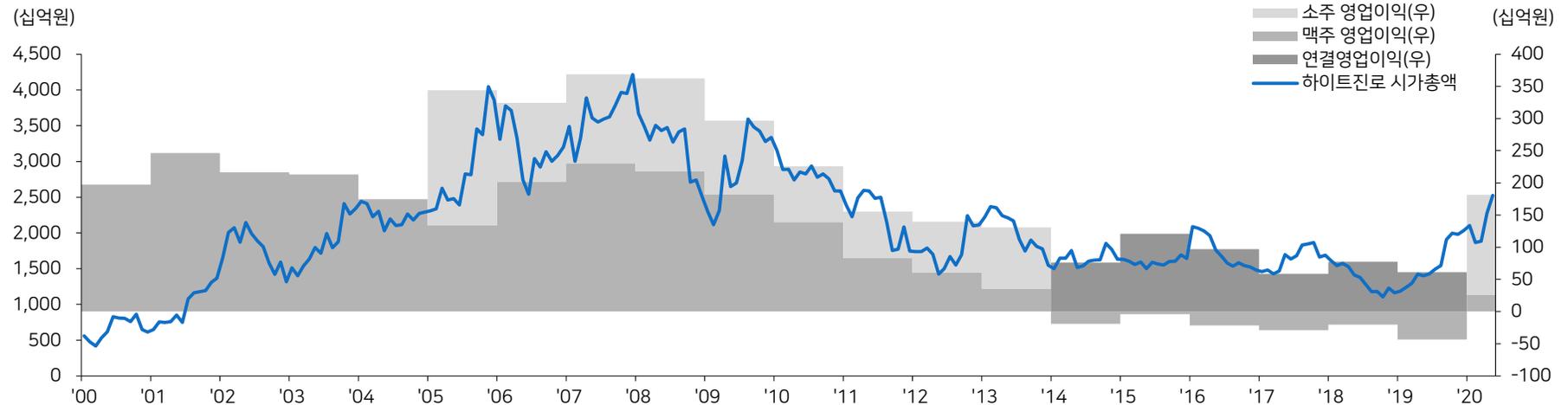
Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대

주류산업 - 하이트진로의기업가치는맥주/소주영업이익변화에따라상승하락경험

Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대 주류산업

- 하이트 성공 이후 1차 상승기 93년~02년 영업이익 357억원에서 2,165억원으로 506.7% 증가
하이트맥주 시가총액은 966억원에서 1.7조원으로 1,629.4% 상승
- 05년 진로소주 인수, 맥주 영업이익 1,335억원, 소주 영업이익 2,105억원, 하이트맥주 + 진로소주 합산
가치 4.5조원 기록
- 하이트 점유율 축소로 맥주 사업부 부진, 맥주 영업이익 07년 2,307억원에서 18년 289억원 적자로
감소하며 기업가치는 1~1.5조원까지 급락
- 19년 신제품 테라, 진로이즈백 성공으로 M/S, 실적 턴어라운드. 19년 이후 기업가치 상승 전환

안정적인 소주 사업과 달리 맥주 사업은 높은 영업이익 변동성을 기록, 맥주 사업의 점유율 상승은 실적 개선을 동반하기 때문에 투자판단의 중요한 포인트



주: 90~05년 하이트맥주 기업가치, 05년~11년 하이트맥주+진로소주 기업가치, 11년 이후 하이트진로 기업가치
자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

주류 투자포인트 점검 - 테라 판매량 월별 증가세 지속, 1Q20 맥주 점유율 40% 달성

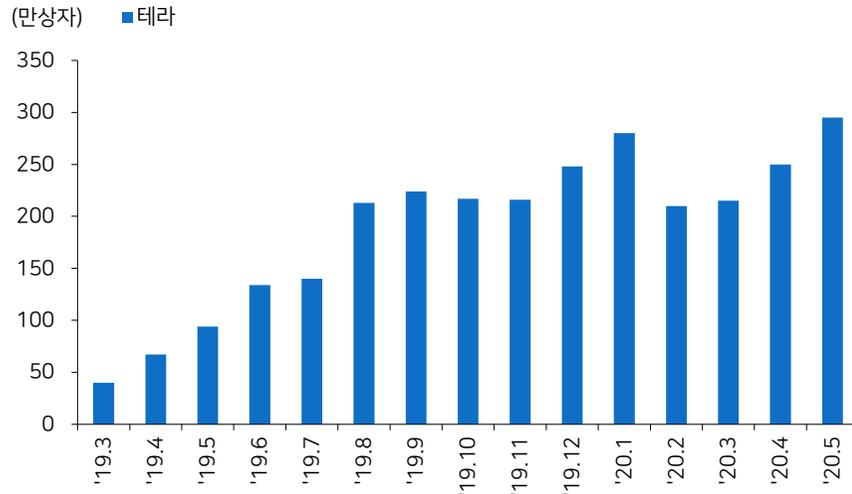
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대 주류산업

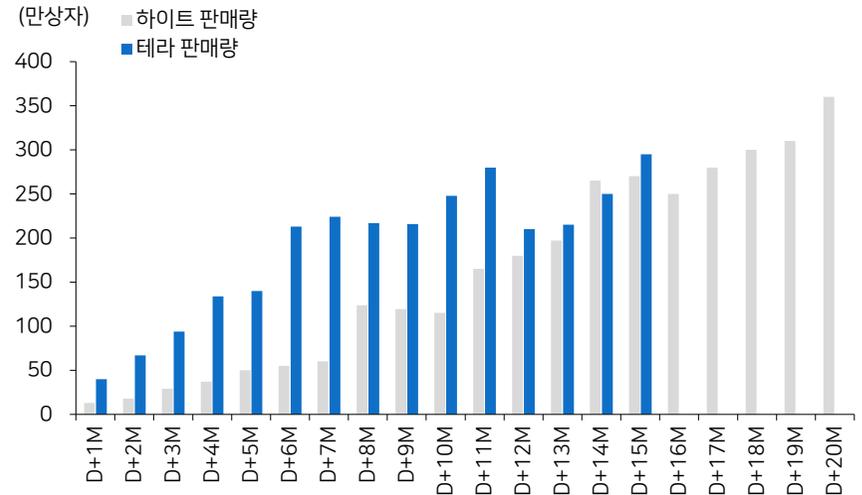
- 1Q20 맥주 점유율 40% 달성하며 전년동기 대비 10%pt 이상 상승
- 테라 판매 20.2~3월 코로나19의 비우호적 시장환경에도 불구하고 월 200만 상자를 상회하는 규모 달성
- 20.4~5월 주류업 회복하며 250만, 300만 상자 달성. 3분기 성수기 시즌 재차 월별 증가 추세 돌입 예상
- 신제품 테라와 과거 하이트 출시 시점 동일 기준 비교, 테라는 하이트 성과를 지속 상회하는 중

테라 월 판매량은 20.1월 280만 상자 달성 후 20.5월 300만 상자로 갱신



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 신제품 테라, 과거 하이트와 판매량 비교 시 지속 상회 중



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

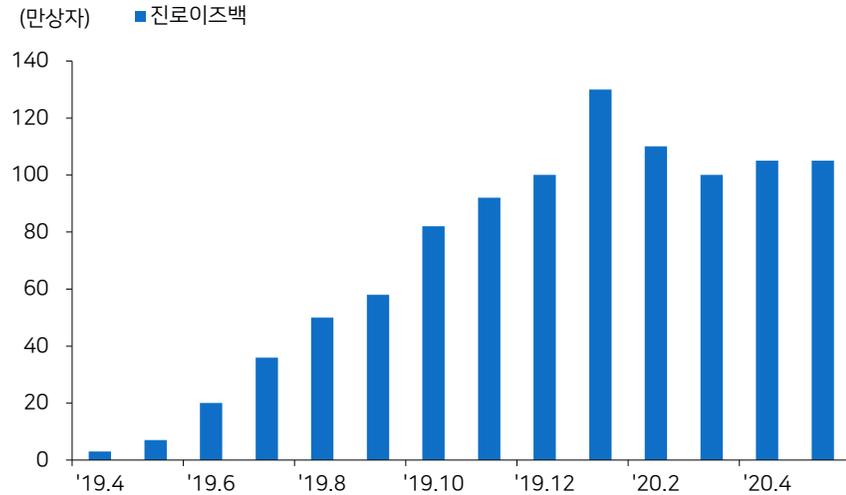
주류 투자포인트 점검 - 소주 점유율 1Q20 66% 달성, 참이슬 호조 신제품 진로 성공

2020년 하반기 전망 시리즈

Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대 주류산업

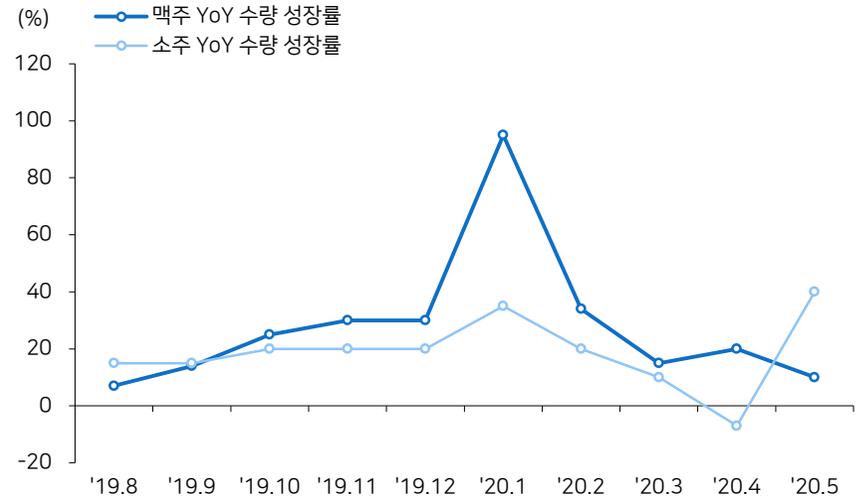
- 소주 점유율은 장기 점유율 55% 상단을 돌파하며 1Q20 66% 달성
- 19년 경쟁사 불매이슈에 따른 반사이익으로 참이슬이 선전하는 가운데 신제품 진로이즈백 성공
- 진로이즈백은 초기 10만 상자를 하회하던 월별 판매량이 20년 100만 상자로 확대
- 성수기 유흥채널 회복과 함께 진로이즈백 판매 MoM 성장 이어질 전망
- 맥주/소주 전년비 수량 성장은 기저효과가 사라진 2Q20 이후에도 두 자릿 수 성장 흐름 예상

진로이즈백 판매는 성수기 유흥채널 회복으로 추가 성장 전망



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

맥주/소주 성장은 기저효과가 사라진 2Q20 이후에도 두 자릿 수 성장 예상



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

유음료산업 - 매일유업의 기업가치는 내수 신제품 성공이 견인하며 수출 모멘텀 둔화 극복

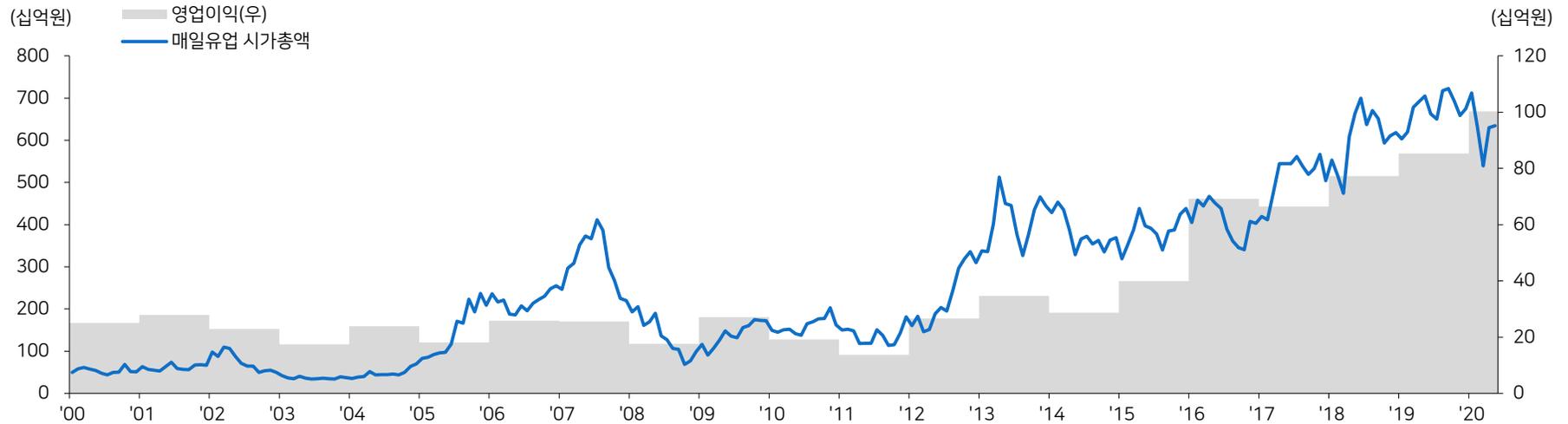
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대 유음료산업

- 국내 저출산 트렌드로 고수익 제품군인 조제분유 매출액 감소를 중국 분유 수출로 방어
- 사드 사태로 중국 내 판매 부진, 중국 정부의 로컬 기업 육성과 선진국 분유 경쟁 심화로 회복 지연
- 중국 분유의 매출 성장 둔화를 국내 신제품으로 극복 중
- 상하목장, 매일바이오, 아몬드브리즈, 셀렉스 등 연이은 신제품 성공으로 5~6% 매출 성장 지속

매일유업의 기업가치는 내수 신제품 성공(커피음료, 발효유, 상하목장, 셀렉스)이 견인하며 중국 조제분유 수출 모멘텀 둔화를 극복



자료: 매일유업, 메리츠증권 리서치센터

유음료투자포인트 점검 - 비우호적인외부환경에도 신제품 성공으로 매출믹스 변화 지속

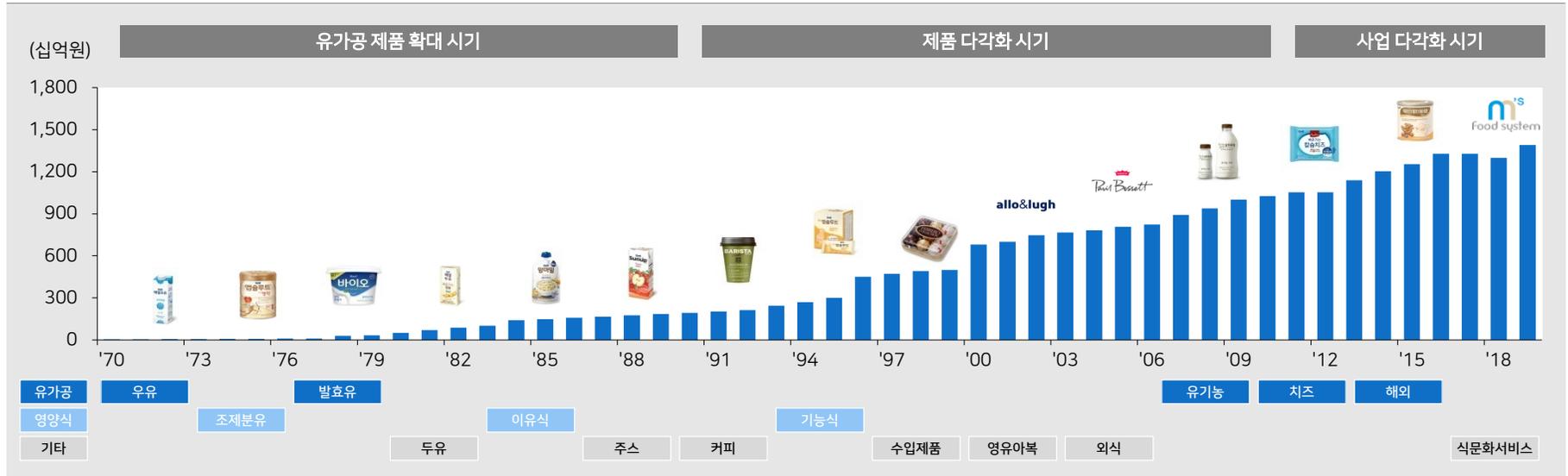
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

Q의 시대(1) 국내시장 M/S 확대 유음료산업

- 비우호적인 외부환경(저출산)에도 불구하고 유가공 제품 확대, 제품 카테고리 다각화로 극복
- 매출 비중은 백색우유 20%, 커피음료 10%, 상하목장 10%, 조제분유 9%, 가공유 5%, 발효유 7% 등
- 2019년 출시한 셀렉스 성공으로 조제분유 감소를 시니어 푸드로 전환할 수 있는 발판 마련

매출 비중은 백색우유 20%, 커피음료 10%, 상하목장 10%, 조제분유 9%, 가공유 5%, 발효유 7%이며 19년 셀렉스 성공으로 시니어 푸드 확대의 발판 마련

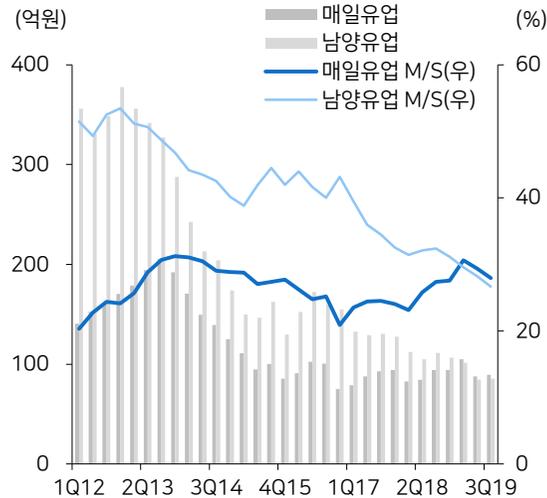


자료: 매일유업, 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대 유음료산업

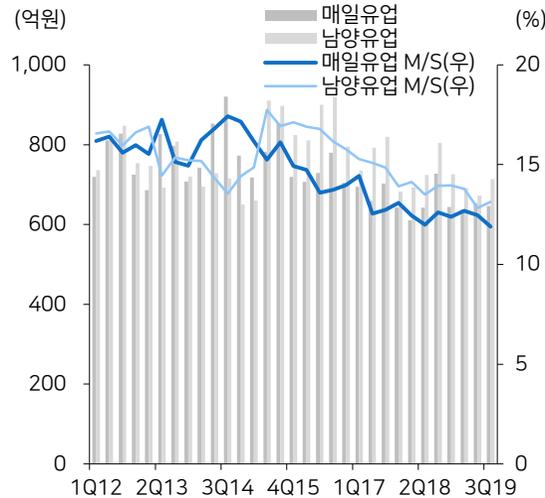
- 주요 카테고리 경쟁사의 불매 이슈에 따른 반사이익으로 국내 시장 M/S 확대 효과 기대
- 분유 M/S는 매일유업 27.9% vs. 남양유업 26.7%로 12~13년 25~30%pt 수준의 점유율 차이를 극복
- 우유 M/S는 매일유업 11.9% vs. 남양유업 13.1%로 기능성 우유 판매 호조에 따른 점유율 역전 기대
- 발효유 M/S는 매일유업 11.5% vs. 남양유업 18.5%로 12~13년 15~20%pt 수준의 점유율 차이 축소 중

매일유업/남양유업 분유 M/S 27.9% vs. 26.7%



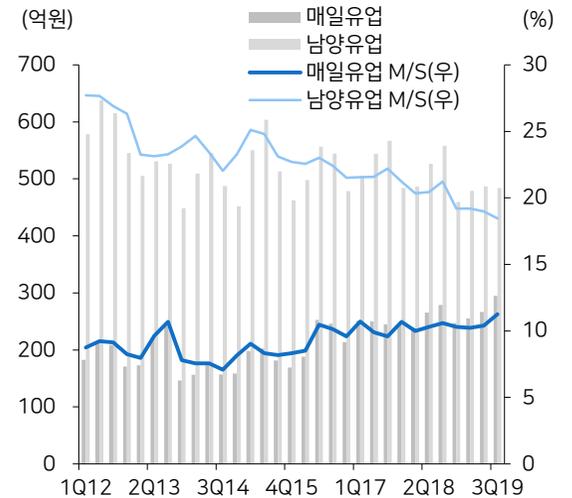
자료: aTFIS, 메리츠증권 리서치센터

매일유업/남양유업 우유 M/S 11.9% vs. 13.1%



자료: aTFIS, 메리츠증권 리서치센터

매일유업/남양유업 발효유 M/S 11.3% vs. 18.5%



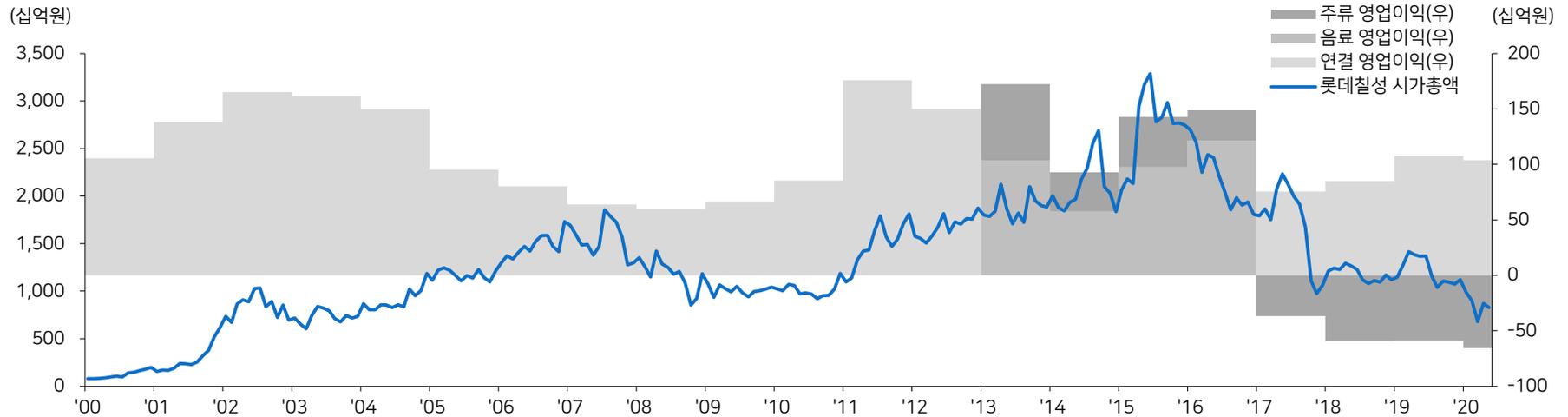
자료: aTFIS, 메리츠증권 리서치센터

음료주류산업 - 롯데칠성음료 부문은 수익성 개선에도 불구하고 주류 부문 적자 심화 지속 중

Q의 시대(1) 국내시장 M/S 확대 음료주류산업

- 14년 클라우드 출시 오리지널 그래비티 공법 차별화, 신제품 매출 호조로 맥주 사업 성공 기대감 반영
- 15년 순하리 출시 리큐르 시장 성장을 주도. 음료와 주류부문의 동반 이익 개선으로 기업가치 상승
- 16년 클라우드 올몰트 맥주의 대중화 한계, 순하리 단기 매출 급증 이후 시장 축소로 모멘텀 둔화
- 17년 피츠 출시 후 초기 가동률 저조, 마케팅비 부담으로 주류 부문 적자 전환
- 19년 일본 불매 이슈로 처음처럼 점유율 하락 전환, 주류 부문 적자 심화

음료와 주류부문의 동반 이익성장을 달성한 14~15년 기업가치 상승. 14년 클라우드 출시, 15년 순하리 출시. 17년 피츠 부진 이후 19년 불매 이슈 겹치며 주류 적자 심화



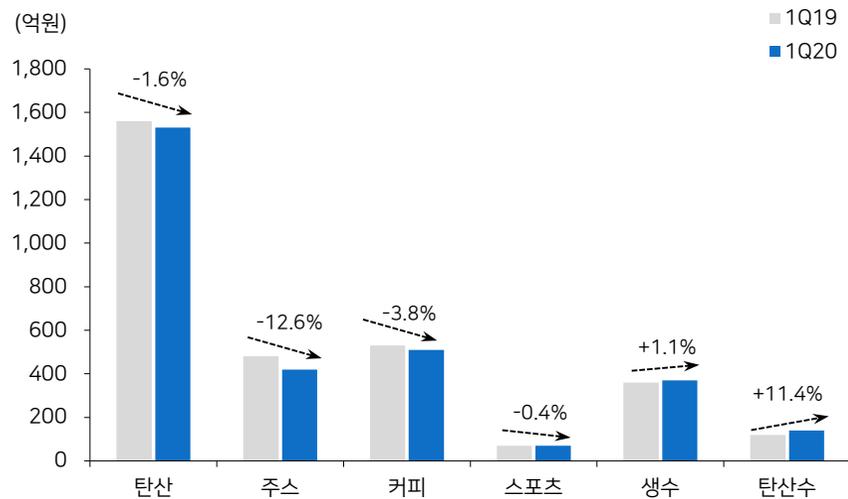
자료: 롯데칠성, 메리츠증권 리서치센터

음료투자포인트점검 - COVID19이슈로음료시장부진,주력브랜드점유율회복필요

Q의 시대(1) 국내시장 M/S확대 음료산업

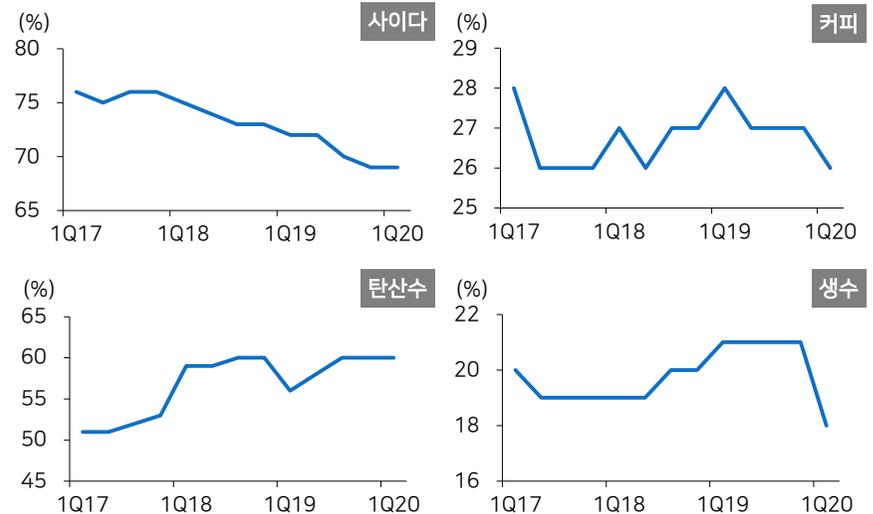
- COVID19 이슈로 2~3월 음료 시장 부진. 롯데칠성 탄산 -1.6%, 주스 -12.6%, 커피 -3.8%, 스포츠 -0.4%
- 기존 성장 카테고리인 생수/탄산수는 각각 +1.1%, +11.4% 성장하며 성장률 둔화
- 탄산수를 제외한 사이다, 커피, 생수 등 주력 브랜드의 점유율 회복 필요

COVID19 이슈로 2~3월 음료 시장 부진. 롯데칠성 탄산 -1.6%, 주스 -12.6%



자료: 롯데칠성, 메리츠증권 리서치센터

탄산수를 제외한 사이다, 커피, 생수 등 주력 브랜드의 점유율 회복 필요



자료: 롯데칠성, 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대

Part III

2020년 하반기

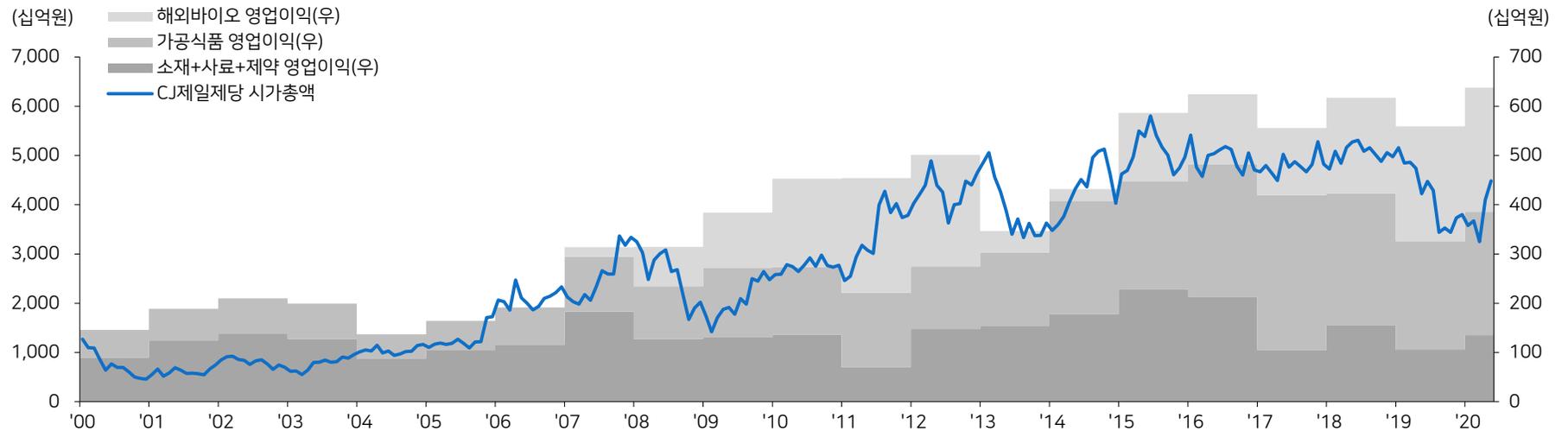
Q의 시대(2) 해외시장 개척

종합식품산업 - CJ제일제당기업가치상승의Key는해외바이오에서가공식품으로전환

Q의 시대(2) 해외시장 개척 종합식품산업

- 10~12년 라이신 시황 호조 및 해외바이오 사업부 영업이익 급증 구간 경험
- 13~14년 라이신 중국 신규사업자 진입으로 제품 판가 급락, 해외바이오 부문 영업이익 급감, 14년 전사 수익성 방어를 위한 가공식품 부문의 대대적인 구조조정(SKU축소, 판관비 감축)으로 대응
- 중국 라이신 기업 퇴출로 라이신 시황 저점 통과, 가공식품 부문의 수익성 개선으로 기업가치 반등, 해외바이오 부문은 사업 포트폴리오 다각화로 영업이익 규모 1,500~2,000억원 수준 안정화
- 19년 가공식품 경쟁심화 수익성 악화 이후 2차 구조조정 진행(SKU 축소, 판관비 절감), COVID19 이슈로 HMR/슈완스 매출 성장 동력으로 부각되며 기업가치 반등

기업가치 상승의 Key는 10~15년 해외바이오 부문에서 가공식품으로 전환. 19년 기업 가치 하락 이후 COVID 이슈로 HMR/슈완스 성장 동력으로 재부각, 기업가치 반등



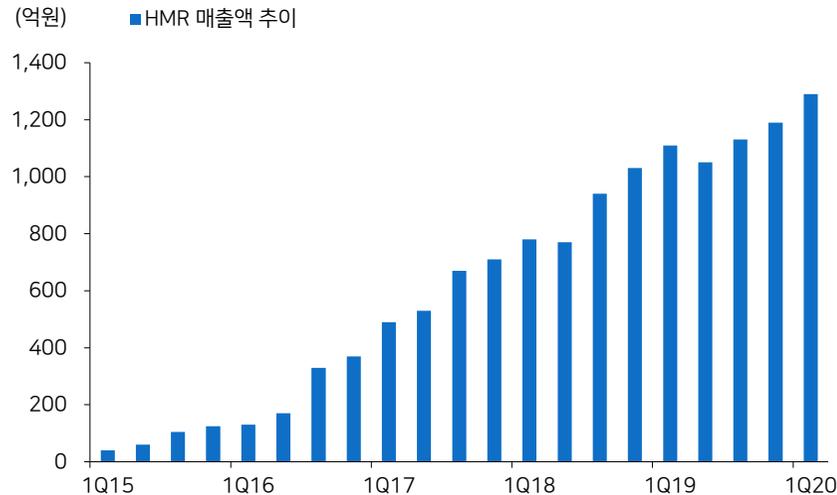
자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

종합식품 투자포인트 점검 - 국내시장은HMR 신제품 호조로매출성장지속

Q의 시대(2) 해외시장 개척 종합식품산업

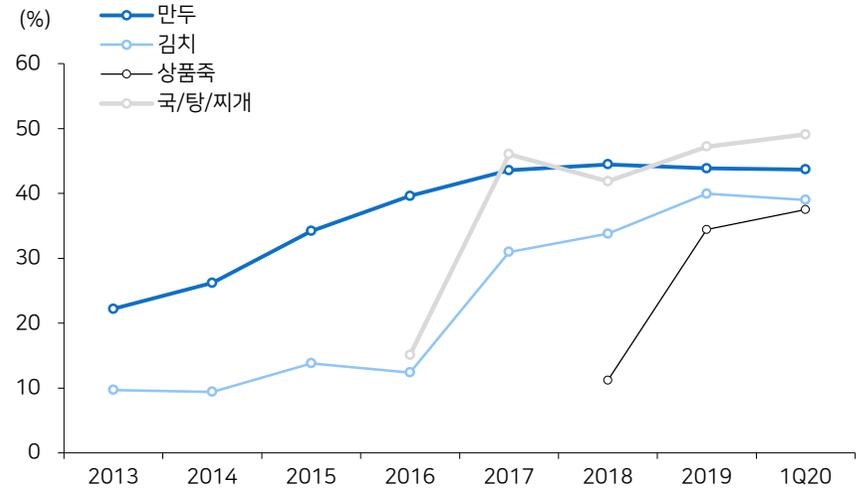
- 15~16년 HMR 신제품 본격 출시, 초창기 분기 매출액 100~200억원 수준
- 19~20년 즉석밥, 국/탕/찌개, 상품죽, 반찬류 성공으로 분기 매출액 1,100~1,200억원으로 성장
- HMR 프리미엄 신제품 출시로 점유율 확대 지속, 초기 10~20%의 점유율 40%로 확대
- 1Q20 점유율 만두 43.7%, 김치 39.0%, 상품죽 37.5%, 국/탕/찌개 49.1% 달성

19~20년 국/탕/찌개, 상품죽, 반찬류 성공으로 분기 매출액 1,100억원 지속



자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

1Q20 점유율 만두 43.7%, 김치 39.0%, 상품죽 37.5%, 국탕찌개 49.1% 달성



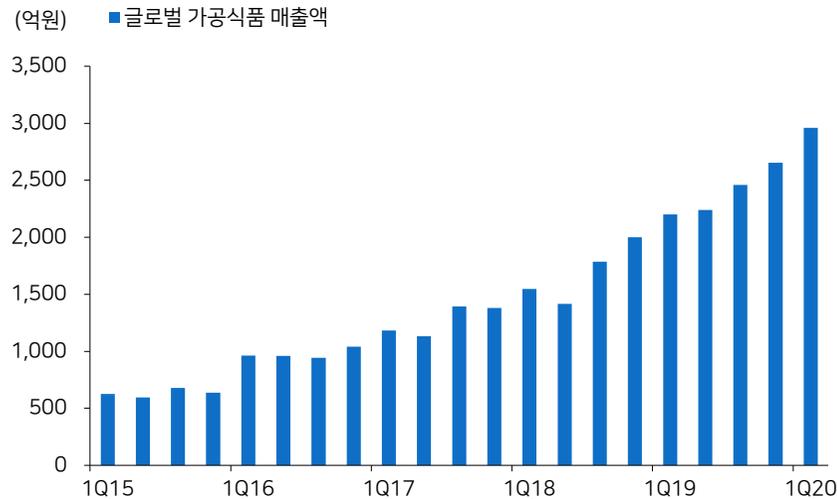
자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

종합식품 투자포인트 점검 - 해외시장은 미국/중국 중심의 매출 성장 지속

Q의 시대(2) 해외시장 개척 종합식품산업

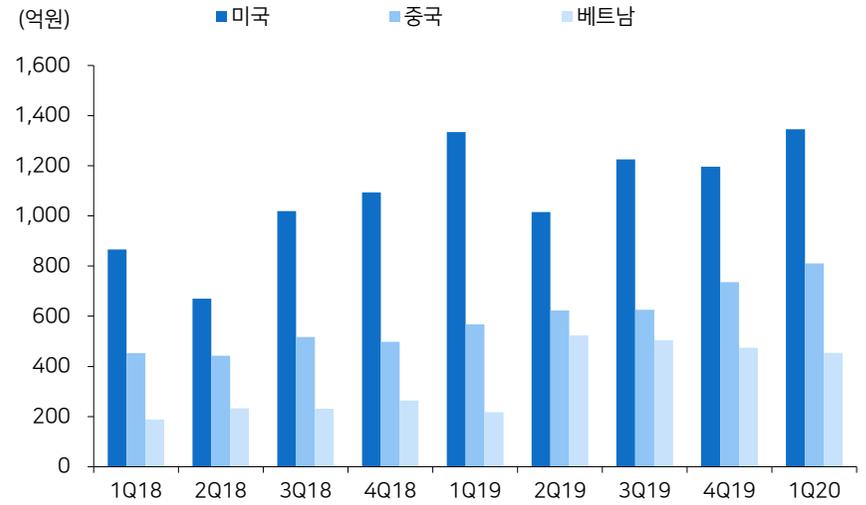
- 글로벌 가공식품 매출액은 15~16년 분기 500~1,000억원 수준에서 QoQ 성장 지속되며 19~20년 분기 2,500~3,000억원 수준으로 확대
- 미국 시장 냉동만두/레디밀 중심의 성장. 중국 냉동만두/반찬류 중심의 성장 지속
- 슈완스는 COVID19 이슈 이후 B2C 판매 호조로 B2B 부진 상쇄 중

글로벌 가공식품 매출액은 19~20년 분기 2,500~3,000억원 수준으로 확대



자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

미국 시장 냉동만두/레디밀 중심 성장. 중국 냉동만두/반찬류 중심 성장

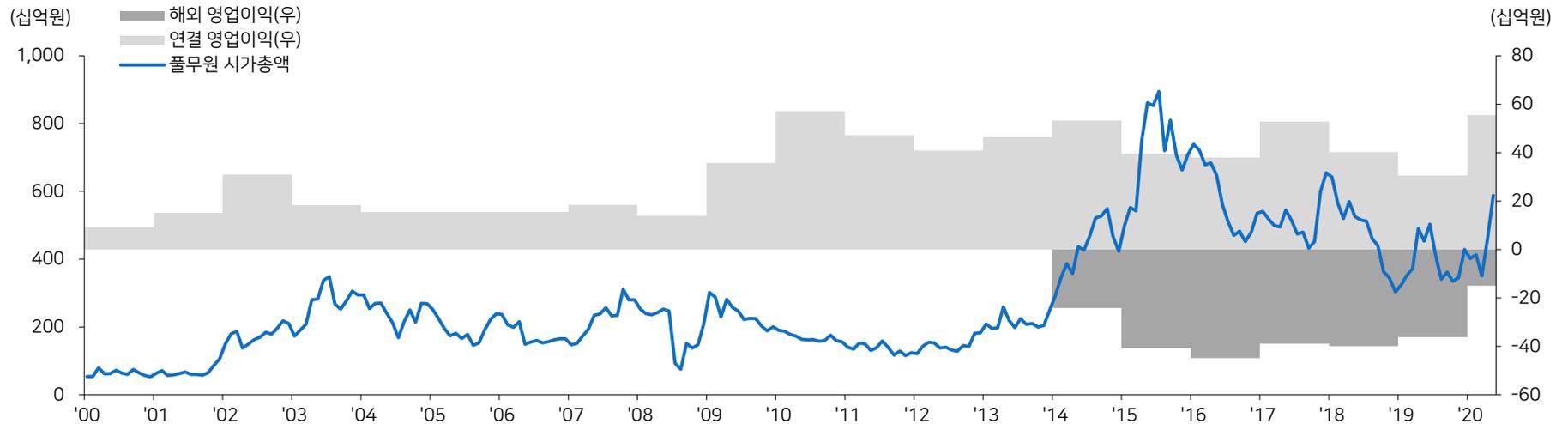


자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대(2) 해외시장 개척 종합식품산업

- 15년 음식료 섹터 Re-rating 기간 동반 기업가치 상승 후 해외사업부 적자 지속 및 연결 영업이익 감소 겪으며 기업가치 하락
- 19년 해외부문 적자 축소 기대감 확대되었으나 미국 적자 지속 및 일본 일회성 비용 발생하며 턴어라운드 지연
- 1Q20 매출 성장에 기반한 미국/중국/일본 수익성 개선. 미국은 HMR 성격의 두부 신제품 호조, 중국은 파스타 HMR 고성장, 일본은 디저트 HMR 중심의 매출 성장

15년 음식료 섹터 Re-rating 구간 동반 기업가치 상승 후 해외사업부 적자 지속으로 기업가치 하락. 1Q20 매출 성장에 기반한 미국/중국/일본 수익성 개선 전망



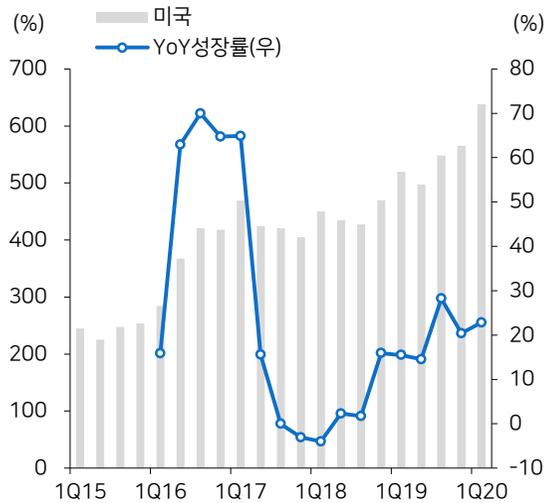
자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

종합식품 투자포인트 점검 - 풀무원 1Q20 매출 성장을 미국+22.8%, 중국+11.5%

Q의 시대(2) 해외시장 개척 종합식품산업

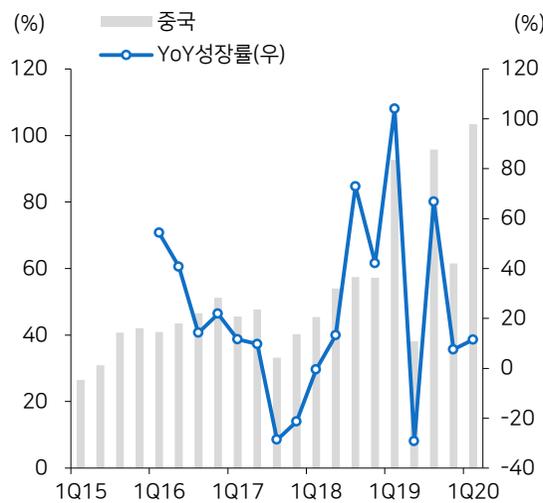
- 미국법인은 파스타 시장 경쟁심화, 전통 두부 판매 부진으로 16~18년 매출 정체 경험. 19년 비건 소비트렌드와 맞물린 HMR 두부 신제품 성공으로 매출 성장 견인. 1Q20 미국 적자 -15억원으로 전년 -40억원 대비 축소
- 중국법인은 16년~18년 분기 40~50억원 내외의 매출액 지속 후, 19년 HMR 파스타 매출 호조로 분기 100억원 규모로 성장. 1Q20 전년비 흑자 전환하며 매출 성장에 따른 턴어라운드 달성

풀무원 미국 법인 1Q20 매출 성장률 +22.8%



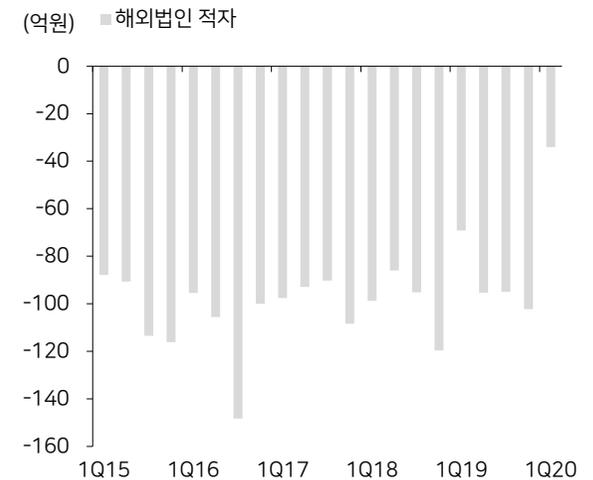
자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

풀무원 중국 법인 1Q20 매출 성장률 +11.5%



자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

분기 100억원 규모 해외 적자 1Q20 35억원으로 축소



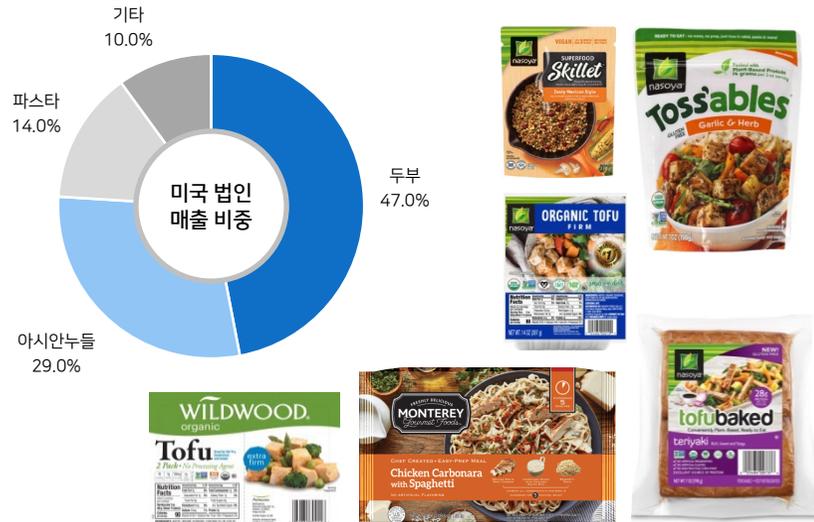
자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

종합식품 투자포인트 점검 - 미국HMR두부, 중국HMR파스타매출성장건인

Q의 시대(2) 해외시장 개척 종합식품산업

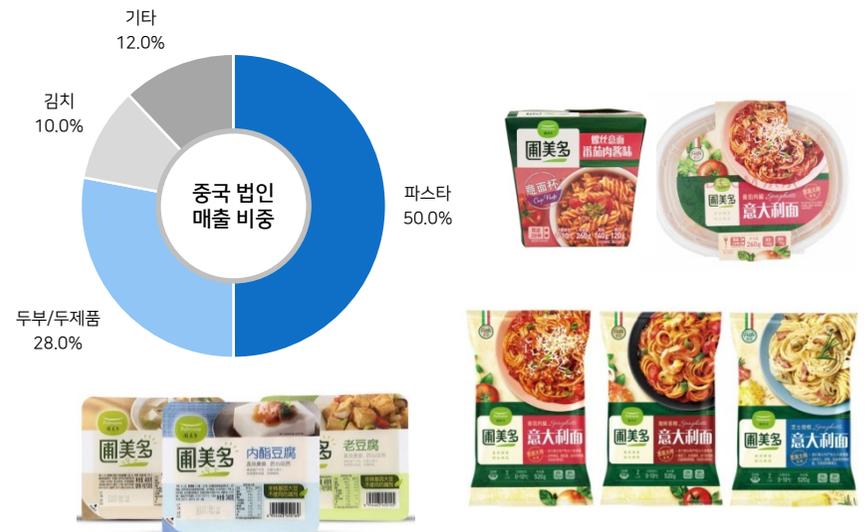
- 미국 법인 매출 비중은 두부 47%, 아시안누들 29%, 파스타 14%, 기타 10%. 미국 법인의 주요 브랜드는 Nasoya/Wildwood, 기존의 팩두부 형태에서 식사 성격이 강화. 대체육 시장 확대와 더불어 식물성 단백질 제품에 대한 소비자 관심 확대
- 중국 법인 매출 비중은 파스타 50%, 두부/두제품 28%, 김치 10%, 기타 12%. 중국은 Tmall(天猫), 허마선생(盒马鲜生) 등 현지채널 적극 활용하며 HMR 제품군 성장세

미국 법인 매출 비중은 두부 47%, 아시안누들 29%, 파스타 14%, 기타 10%



자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

중국 법인 매출 비중은 파스타 50%, 두부/두제품 28%, 김치 10%, 기타 12%



자료: 풀무원, 메리츠증권 리서치센터

제과산업 - 오리온중국사업영업이익기여본격화Re-rating, 19~20년 실적추가성장지속

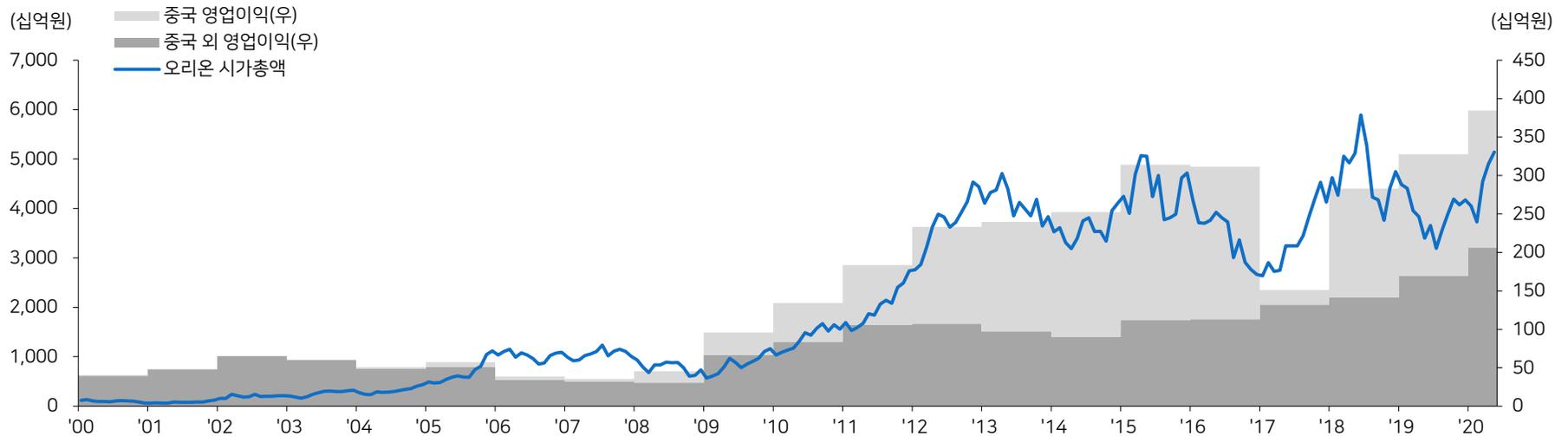
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

Q의 시대(2) 해외시장 개척 제과산업

- 04년~08년 계열사 실적 턴어라운드가 주가 상승을 견인. 당시 중국 법인 매출액 고성장은 지속되고 있었지만 매출비중은 20~30% 수준이었으며 낮은 영업이익 기여도 소폭에 그침
- 09년~16년은 중국법인 매출액이 고성장하며 09년 이후 중국 영업이익이 전사 영업이익에 기여하기 시작. 12년은 중국 법인의 영업이익 기여도가 중국외법인을 추월
- 17년~18년은 사드 사태에 따른 피해로 유통 업체의 매대 축소 영향 실적 부진 직결 기업가치 급감
- 사드 이슈 이후 매대 정상화 노력, 공격적인 신제품 출시로 대응. 19~20년 실적 추가 성장 지속 중

09년 이후 중국법인 영업이익이 전사 실적에 기여하며 Re-rating. 사드 이슈 이후 매대 정상화 노력, 공격적인 신제품 출시로 대응. 19~20년 실적 추가 성장 지속 중



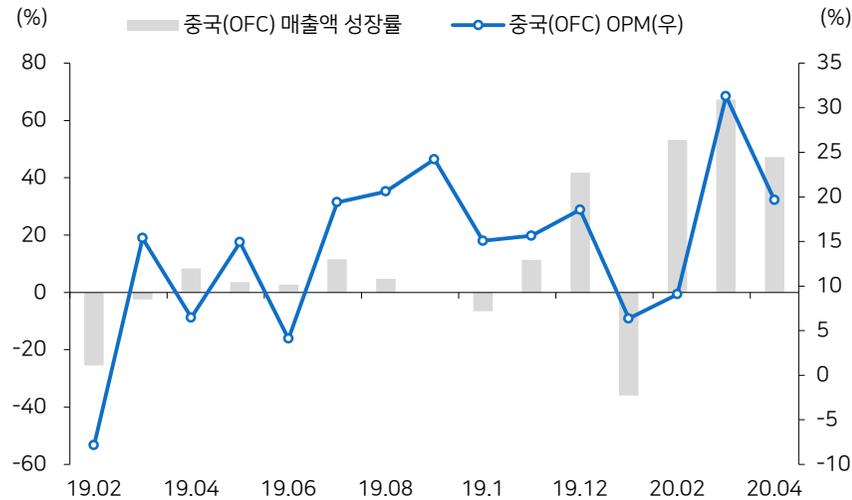
자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

제과투자포인트점검 - 중국COVID19이후매출성장지속여부,지역별신제품효과

Q의 시대(2) 해외시장 개척 제과산업

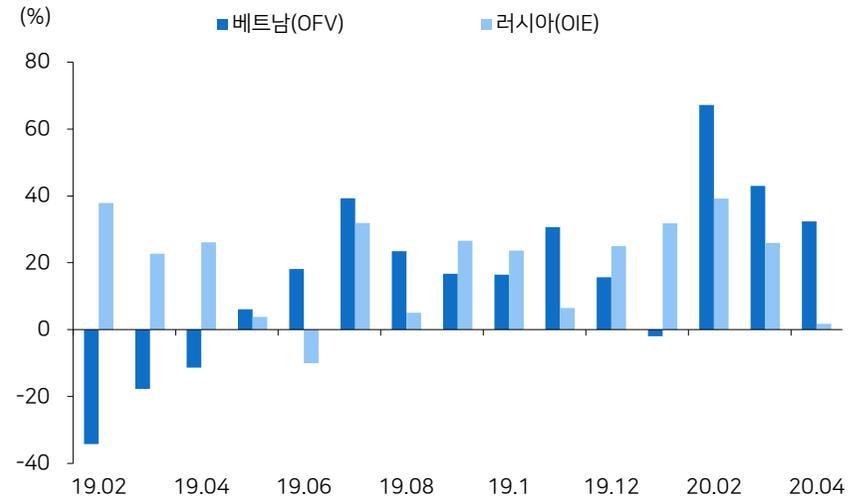
- 중국은 코로나 이슈가 제과 소비 침체보다는 식품 대체 성격이 부각되며 주문 수요 쏠림 현상 발생하며 가동률 상승. 경쟁사 공장가동 중단 이슈가 4월 부터 실제 판매에 영향을 미치며 스낵 점유율 확대
- 베트남 전년도 초코파이 재고 이슈에 따른 기저효과로 고성장. 양산빵/쌀과자 판매 호조 및 감자스낵 매출 증가는 기저효과 이후의 실적 견인 요소
- 러시아는 초코파이 카테고리 확대와 비스킷/크래커 신제품 출시로 매출 고성장 지속

중국 COVID19 수혜로 20.2월 이후 매출액 고성장 수익성 호조



자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

베트남 양산빵/쌀과자/감자스낵, 러시아 초코파이/비스킷/크래커 매출 성장 견인



자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

라면산업 - 농심기업가치장기박스권(15년 신제품성공시기제외), 20년 국내외 동반성장기대

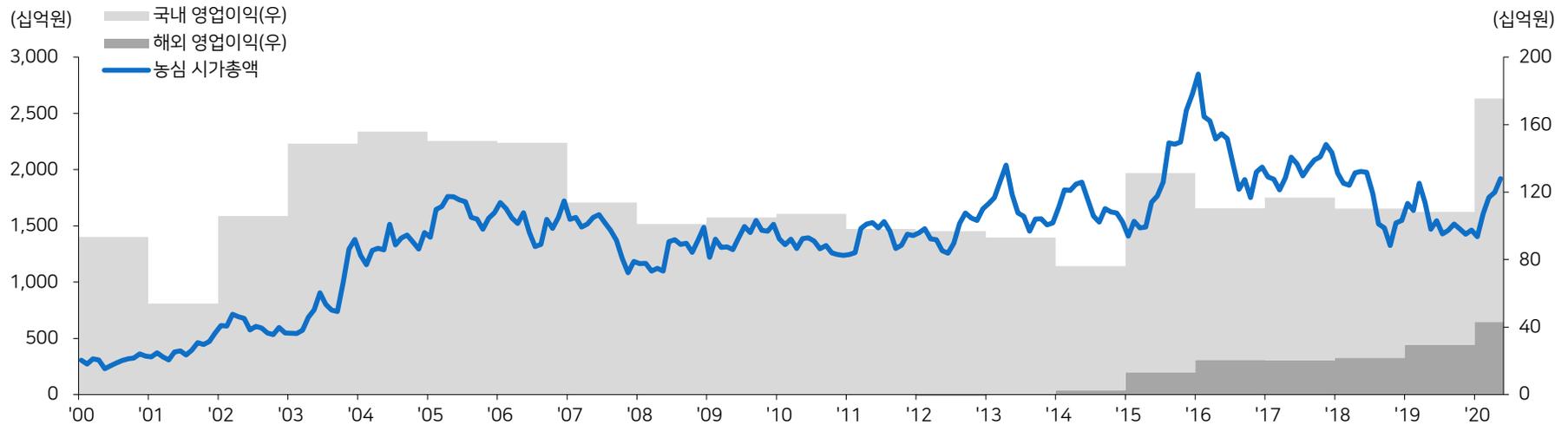
2020년 하반기 전망 시리즈

15
음식료

Q의 시대(2) 해외시장 개척 라면산업

- 농심은 14년 이후 오뚜기의 공격적인 할인 정책으로 주력 브랜드 신라면의 점유율 하락
- 15년 짜왕/맛짬뽕 성공으로 각각 분기 400억원 대의 브랜드로 성장. 이후 기존 브랜드로의 회귀
- 20년 COVID19로 촉발된 수요 급증, 프로모션 비용 절감, 기존 주력 브랜드 신라면/안성탕면/짜파게티/너구리의 수요 쏠림. 1Q20 국내 부분의 고성장, 2Q20 국내 정상화에도 해외부문 COVID19 본격화되며 실적 개선 이끌 전망

농심 기업가치는 15년 짜왕/맛짬뽕 성공기를 제외할 경우 장기 박스권 흐름 지속. 20년 COVID19로 촉발된 국내외 수요 회복으로 동반 실적 성장 기대



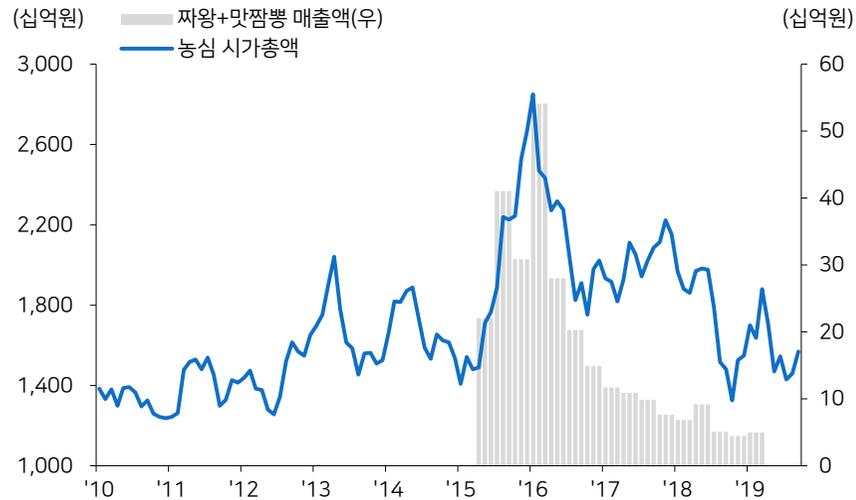
자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

라면 투자포인트 점검 - 국내시장 월 100억원 이상의 신제품 출시, 해외 성장 지속 여부

Q의 시대(2) 해외시장 개척 라면산업

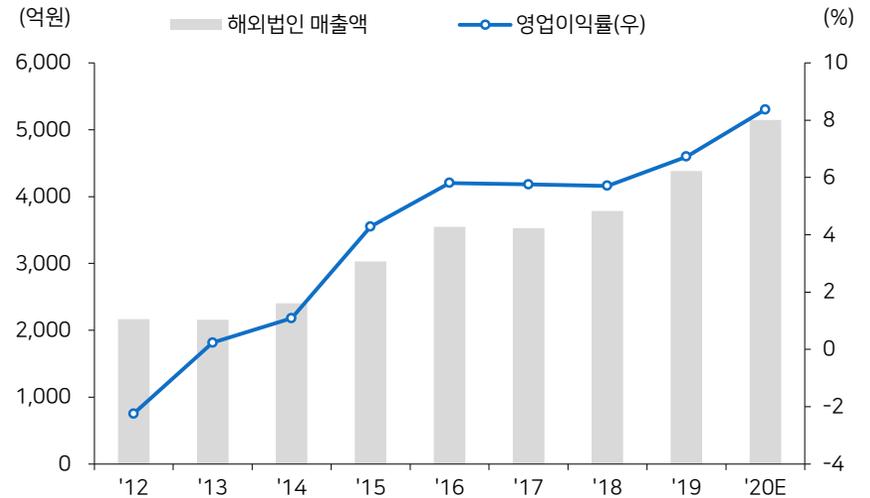
- 15년 농심 기업가치 상승의 키폭터는 짜왕, 맛짬뽕 매출액, 기업가치 상승 기간은 15년 4월 ~ 16년 1월로 약 9개월
- 기업가치 상승폭은 91% 였으며, 동기간 신제품 매출액은 145% 증가, 영업이익은 735억원 → 1,183억원으로 39% 증가. 짜왕, 맛짬뽕 각각 분기 매출액은 300~400억원에 육박
- 해외법인은 미국/중국을 중심으로 고성장 지속, 일본 시장도 정상화. COVID19 이슈를 기회로 해외 시장 라면 소비자 점점 확대 전망

15년 신제품 효과, 짜왕, 맛짬뽕 각각 분기 매출액은 300~400억원에 육박



자료: aTFIS, 메리츠증권 리서치센터

COVID19 이슈를 기회로 해외 시장 라면 소비자 점점 확대 전망



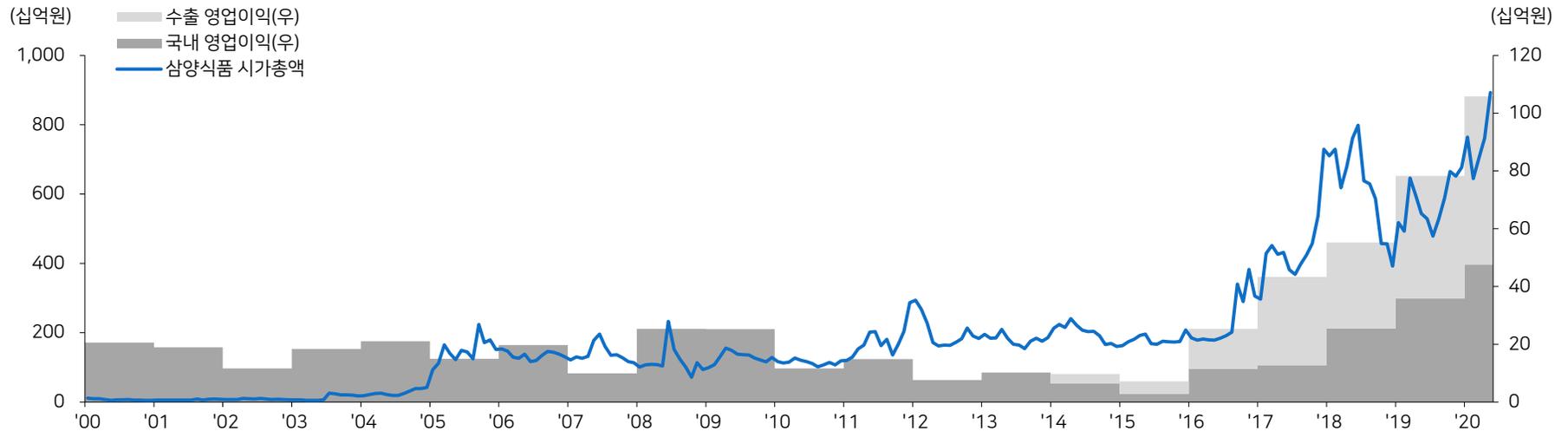
자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

라면산업 - 삼양식품 주력 제품의 수출 성장, 단일 브랜드 리스크보다는 대중화 주목

Q의 시대(2) 해외시장 개척 라면산업

- 삼양식품 기업가치 상승의 키폭터는 불닭볶음면 수출 매출액, 기업가치 상승 기간은 16년 8월 ~ 18년 6월로 약 22개월. 기업가치 상승폭은 297%
- 수출 라면 매출액은 분기 기준 302억원 → 651억원으로 116% 증가. 동기간 영업이익은 253억원 → 552억원으로 118% 증가
- 18년 하반기 중국 대리상 계약 종료에 따른 수출 감소 이슈가 수출 전반에 대한 우려로 확대되며 기업가치 급감 경험. 19년 유베이로 신규 변경 및 재차 수출 증가 구간 돌입하며 회복 및 반등

삼양식품 기업가치는 불닭볶음면 수출이 본격화되며 상승, 18년 대리상 계약 종료 및 변경에 따른 우려 확대로 급락 경험. 이후 신규 계약 및 수출 증가로 반등



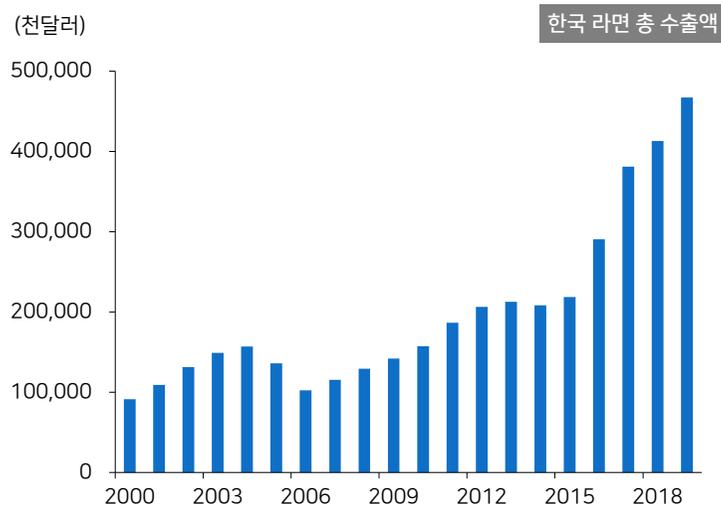
자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

라면 투자포인트 점검 - 라면 수출 증가세 지속되며 중국, 미국, 동남아, 일본 호조

Q의 시대(2) 해외시장 개척 라면산업

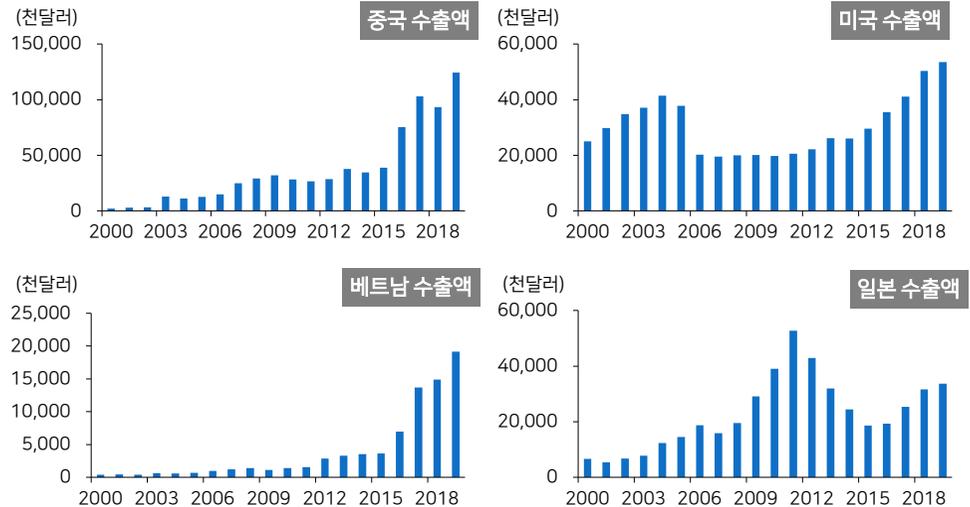
- 라면 수출은 16년 이후 불닭볶음면이 주도하며 고성장 지속, 전체 수출물량의 50% 이상이 삼양식품 수출물량에 포함, 농심은 상대적으로 현지법인 비중이 높은 상황
- 단일 브랜드 수출을 리스크 요인으로 인식하는 시각도 있지만, 불닭볶음면은 12년 출시 이후 국내에서 유일하게 스테디 제품으로 성장한 브랜드. 글로벌 스테디 제품으로의 성장을 기대
- COVID19 이후 해외 소비자들의 라면 접점 확대와, 불닭볶음면의 적극적인 카테고리 확장으로 제품 다변화 예상

한국 라면 총 수출액, 16년 이후 불닭볶음면 성장이 주도



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

라면 수출 국가별로는 중국, 미국, 동남아, 일본 고성장



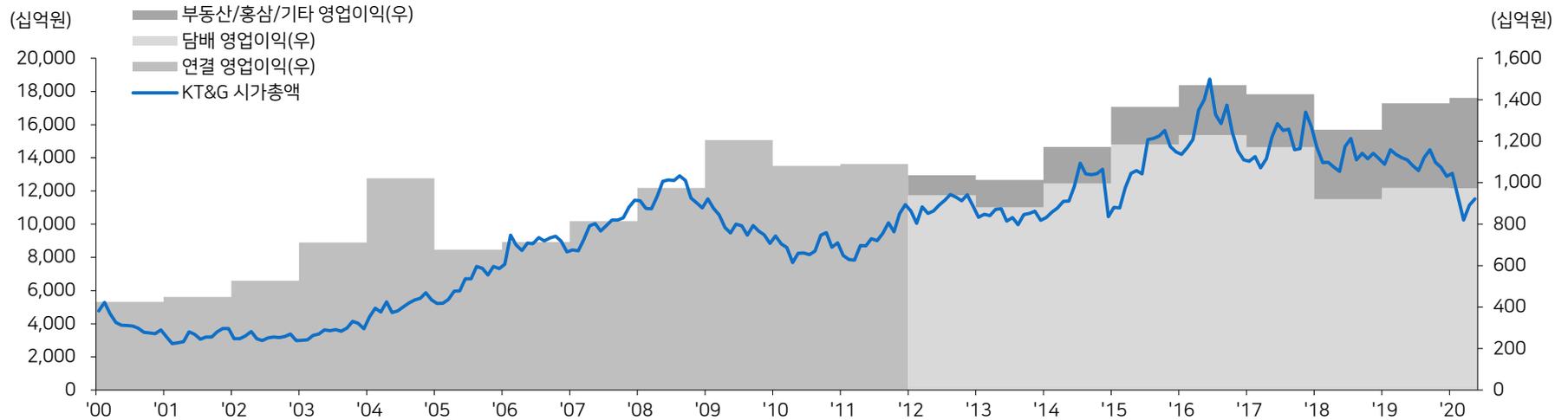
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

담배산업 - KT&G 기업가치는 부동산영업이익증가에도 불구하고, 담배영업이익감소에 동행

Q의 시대(2) 해외시장 개척 담배산업

- 00년~08년 장기 주가 상승 랠리, ASP 상승, 원가 개선, 홍삼부문 성장, 주주가치 제고 노력 동반 효과
- 08년 이후 담배 M/S 하락 부각되며 주가 급락, 동기간 실적은 정체 흐름
- 11년 BAT, PMI 담배 가격 200원 인상으로 M/S 반등 트리거 발생
- 14년~16년 담배 세금 인상 변수로 기업가치 급등락 경험
- 17년 iQOS 등장, 중동 수출 부진, JUUL 출시 등 외부 불확실성 요인 부각, 담배 영업이익 감소와 기업가치는 동반 하락

KT&G 기업가치는 부동산 영업이익 증가에도 불구하고, 담배 영업이익 감소에 동행. 00~08년 1차 랠리, 11~16년 2차 랠리 후 외부 불확실성 증가 지속 중

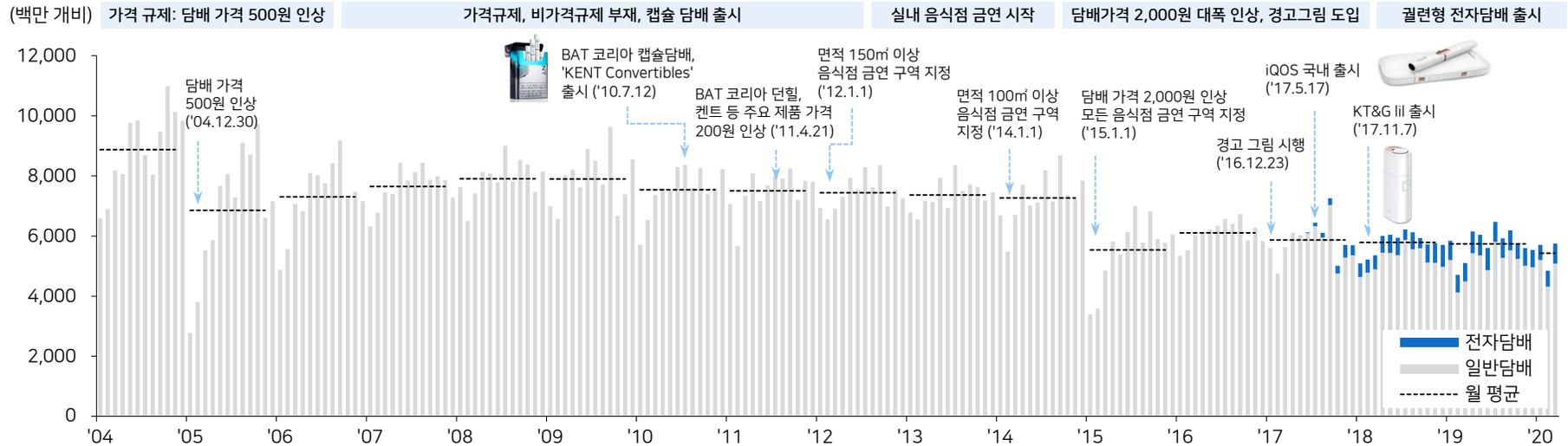


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대(2) 해외시장 개척 담배산업

- 최근 20년 내 담배 시장의 규모 변화는 1차 05년 담배가격 500원 인상, 2차 담배가격 2,000원 인상이 영향을 주며 계단식 감소. 감소 후 정체 흐름
- iQOS로 촉발된 궐련형 전자담배 확대로 기존 담배 시장의 급감이 우려됐으나 전체 궐련 수요가 유지되는 가운데 일정 부분 침투. 국내는 혼용률이 높은 특징을 지님
- 19년 JUUL의 출시로 액상형 전자담배 확대가 우려됐으나 정부 규제 및 부정적인 인식으로 대중화 실패

담배 시장의 규모 변화는 1차~2차 담배가격 인상이 영향을 주며 계단식 감소 후 정체 흐름. 궐련형, 액상형 전자담배는 니치 마켓을 형성하며 침투율 정체

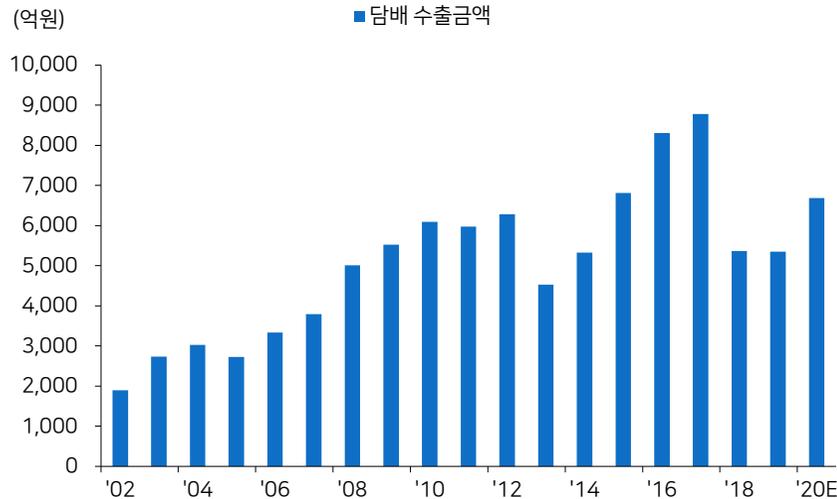


자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대(2) 해외시장 개척 담배산업

- 18년 이후 급감한 담배 수출은 18~19년 연속 부진을 겪었지만 20년 알로코자이와의 재계약 타결로 인해 성장 기대감 확대. 신규 계약은 최소구매 수량 조건을 포함, 20~27년간 최소 2.3조원 매출액 확보
- 예상되는 연평균 매출액은 3,000억원 수준. 중동/중앙아/러시아 매출 최대치는 10년 4,833억원, 17년 4,732억원, 최저치는 18년 1,699억원. 최소보증 3,000억원은 14년 기록했던 3,049억원에 준하는 수준
- 전자담배 시장은 KT&G의 지속적인 점유율 확대를 기대. 릴 하이브리드의 확대와 JUUL의 저조한 시장 반응 때문. 릴 하이브리드는 높은 편의성 외에도 타사 제품과 호환이 안되는 특징으로 KT&G의 전자담배(스틱) 판매량 증가에 기여. 전자담배 스틱 시장 침투율은 10~12%에서 안정화

18년 이후 급감한 담배 수출, 신규 계약의 최소구매 수량 조건으로 회복 기대



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

전자담배 스틱 시장 침투율은 10~12%에서 안정화



자료: KT&G, 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

Part IV

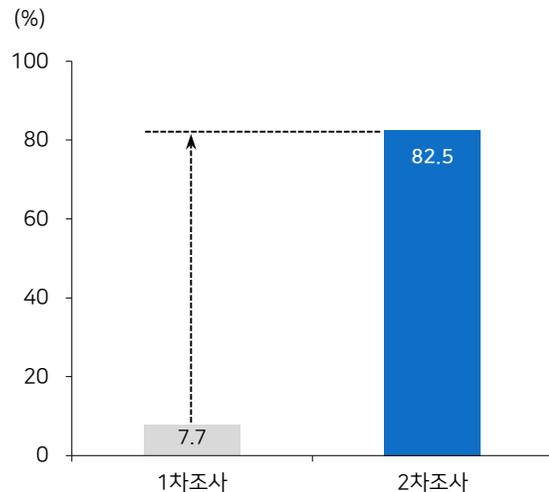
2020년 하반기

식품 산업과 COVID-Normal

COVID-Normal ① COVID-19 확산 이후 가정식 선호 현상 부각

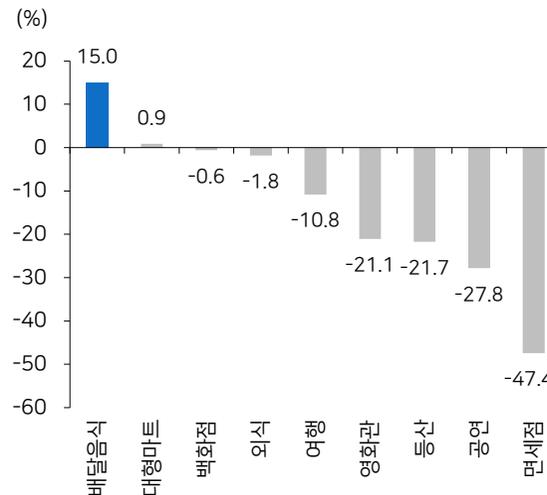
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- '외식을 줄인다'에 대한 응답률 1차조사(2/8~2/10일) 7.7% → 2차조사(4/2~4/4일) 82.5%로 확대. 단순 식사 목적의 외식보다 사교 목적의 외식이 감소하는 현상이 두드러짐
 - 대면 접촉 기피 현상으로 배달음식 선호도 증가. 주요 산업군 게시글 수 전년비 증감률 조사 결과 '배달음식' 게시글 수 +15.0% 고성장. 집객 유도 업체인 백화점, 영화관, 면세점 등은 게시글 수 감소세

COVID-19 이후 '외식을 줄인다'에 대한 응답률



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

대면 접촉 기피 현상으로 배달음식 선호 현상 부각



자료: Nielsen Buzzword, 메리츠증권 리서치센터

배달음식 서비스 거래액 추이

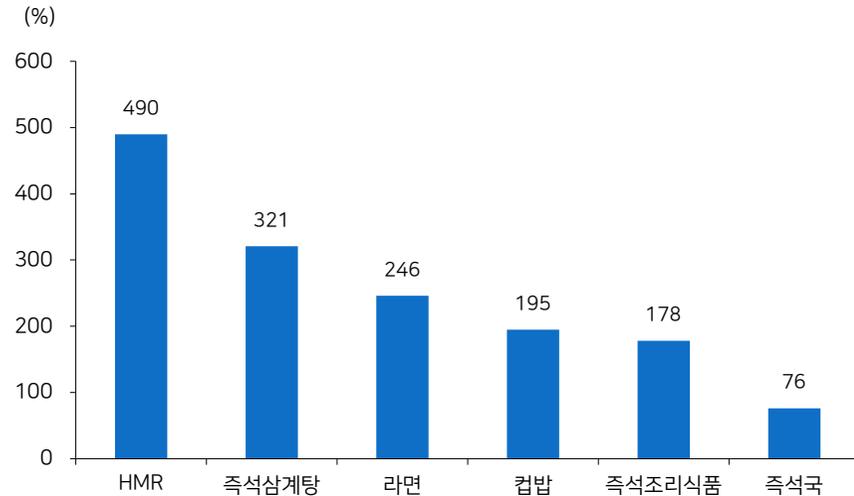


자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

COVID-Normal ② 보존성이 높은 농산물과 HMR, 가공식품 구매 증가

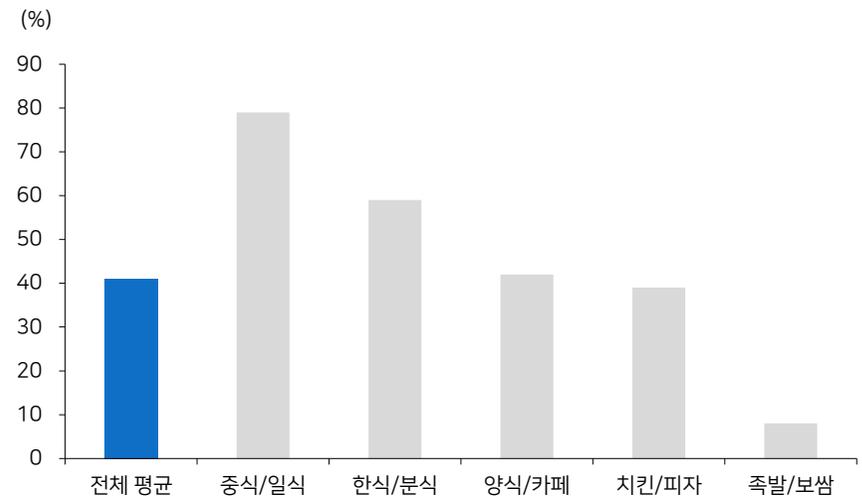
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- 집밥 선호 현상이 심화되며 가정간편식(HMR) 제품 매출 증가세가 두드러지는 상황. 위메프 '20.2월(1/28~2/27일) HMR 제품 매출이 전년비 490% 증가. 품목별로 즉석삼계탕 +321%, 라면 +246%, 컵밥 +195%, 즉석조리식품 +178%, 즉석국 +76%
 - 위메프 배달 픽업 서비스인 '위메프오' 배달 주문 매출도 +41.7% 증가. COVID-19가 확산됐던 2월 한 달간 외출을 자제하는 분위기와 개학 연기 및 재택근무로 인한 내식 문화 형성에 기인

20년 2월(1/28~2/27일) 위메프 전년비 매출 증가율



자료: 위메프, 메리츠증권 리서치센터

20년 2월(1/28~2/27일) 위메프오 배달 음식 매출 증가율



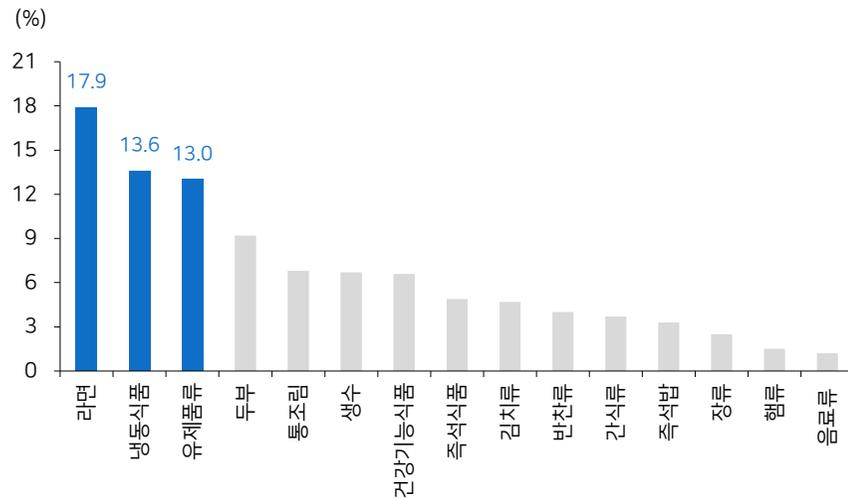
자료: 위메프, 메리츠증권 리서치센터

COVID-Normal ② 보존성이 높은 농산물과 HMR, 가공식품 구매 증가

식품 산업 COVID-19 영향 분석

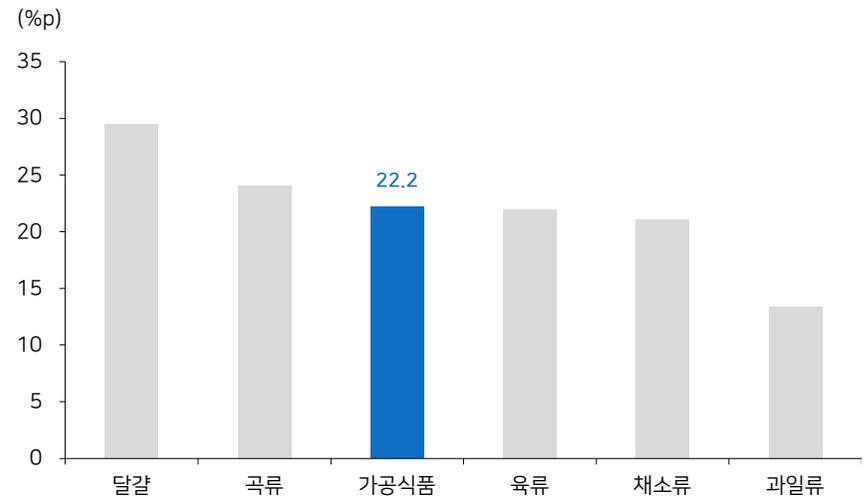
- COVID-19 이후 농식품 구매 패턴 조사 결과, 신선 농산물 내 쌀 구매 비중 16.1%로 1위, 가공식품 내 구매 비중은 1위 라면(17.9%), 2위 냉동식품(13.6%), 3위 유제품류(13.0%) 기록
- 채소/과일 품목은 외식/급식 수요 감소에도 불구하고 내식(가정식) 수요가 증가하며 평년 수준의 공급을 충족
- COVID-19 이후 농식품 구매 패턴 조사 결과, '농식품 사서 직접 조리'의 비율이 83.0%로 집밥 선호 현상 부각. 장기 보관이 가능한 달걀, 곡류 등의 신선 농산물과 가공식품 구매 증가

가공식품 구매 비중 - 1위 라면, 2위 냉동식품, 3위 유제품



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

장기 보관이 가능한 신선 농산물과 가공식품 구매 증가



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

COVID-Normal ③ 비대면 접촉 선호 현상으로 온라인 식료품 구매 증가

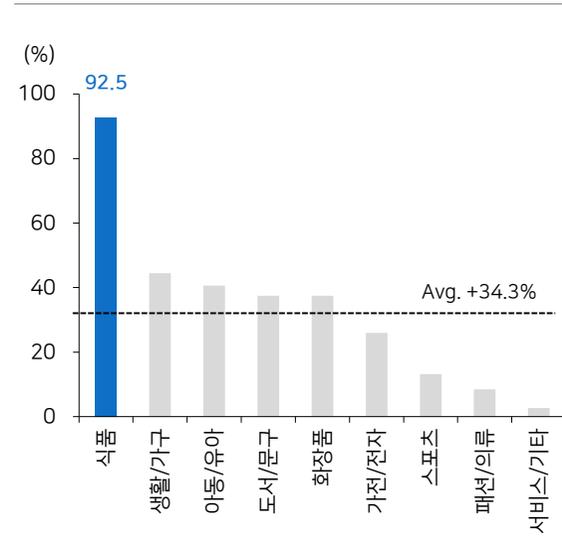
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- '20.2월 대면 접촉 기피 현상으로 온라인 유통 거래액은 전 품목에서 평균 +34.3% 증가. 품목별로는 식품 거래액 증가율이 현저히 높은 수준. 식품 +92.5%, 생활/가구 +44.5%, 아동/유아 +40.6%, 도서/문구 +37.5%, 화장품 +37.5%, 가전/전자 +26.0%, 스포츠 +13.2%, 패션/의류 +8.5%, 서비스/기타 +2.7%
 - 온라인 식품 거래 비중은 21.7%로 타 카테고리 대비 높은 수준
 - COVID-19 확산이 온라인 식품 구매 경험을 일으키며 향후 소비 행태의 변화가 예상

20년 2월 온라인 품목별 거래액 증가율

(%)	거래액 증가율	품목별 거래비중
식품	92.5	21.7
생활/가구	44.5	17.7
아동/유아	40.6	5.0
도서/문구	37.5	2.4
화장품	37.5	4.8
가전/전자	26	23.5
스포츠	13.2	3.2
패션/의류	8.5	9.0
서비스/기타	2.7	12.8
총계	34.3	100

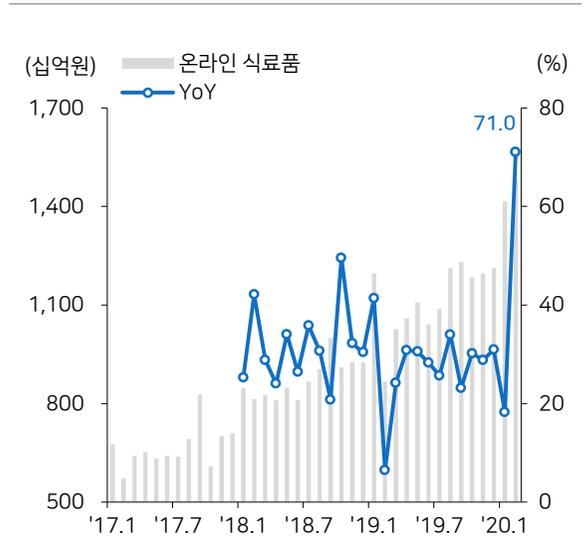
자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

20년 2월 온라인 식품군 전년비 거래액 증가율



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

최근 3년간 온라인 식료품 거래액



주: 온라인 거래액은 온라인 쇼핑+모바일 쇼핑 거래액
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

COVID-Normal ④ 식품 거래처 편의점, SSM 선호도 증가(vs. 대형마트, 백화점)

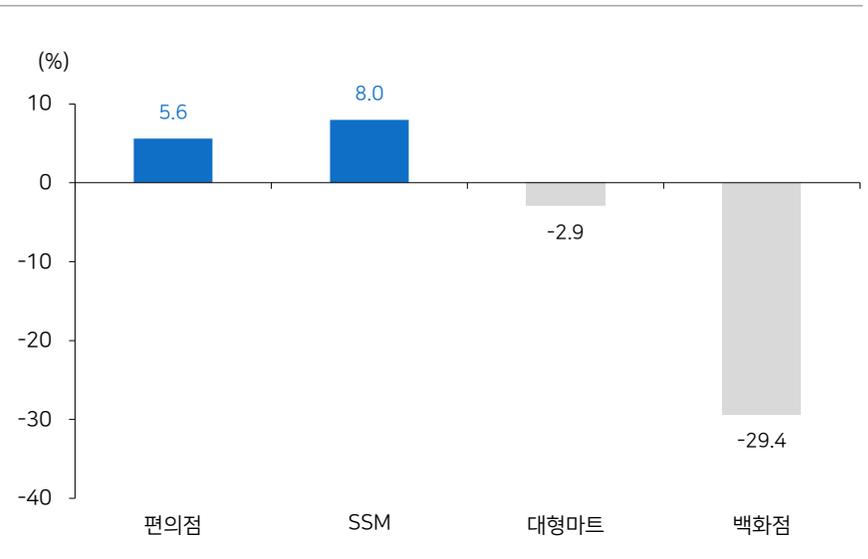
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- 오프라인 매장의 경우 COVID-19 확산에 의한 대면 접촉 기피 현상으로 부정적 타격 불가피
 - '20.2월 오프라인 식품 거래액은 편의점 +5.6%, SSM +8.0, 대형마트 -2.9%, 백화점 -29.4%. 소비자와의 물리적 접점이 많고 가까우며, 상대적으로 소규모 형태인 편의점과 SSM 중심의 판매 채널 선호

20년 2월 오프라인 품목별 거래액 증가율 및 품목별 거래비중

(%)		매출 증가률	매출비중
편의점	음료 등 가공식품	6.0	42.3
	즉석식품(신선일부)	3.8	9.4
	총계	5.6	51.7
SSM	농수축산	5.9	39.2
	신선/조리	7.8	21.9
	가공식품	11.1	29
	총계	8.0	90.2
대형마트	총계	-2.9	67.8
백화점	총계	-29.4	14.2

자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

20년 2월 오프라인 식품군 전년비 거래액 증가율



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

Q의 시대

기업분석

Top Picks	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	50,000원
CJ제일제당(097950)	Buy	380,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
오리온(271560)	Buy	160,000원
농심(004370)	Buy	400,000원
매일유업(267980)	Buy	115,000원
KT&G(033780)	Buy	107,000원
롯데칠성(005300)	Buy	140,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	29,000원
현대그린푸드(005440)	Buy	13,000원
롯데푸드(002270)	Buy	520,000원

Buy

적정주가(12개월)	50,000원
현재주가 (6월 8일)	37,150원
상승여력	34.6%
KOSPI	2,184.29pt
시가총액	26,055억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.59%
외국인비중	9.51%
52주 최고/최저가	38,800원/20,300원
평균거래대금	179.1억원

주요주주(%)		
하이트진로홀딩스 외 9인		53.81
국민연금공단		8.67
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	8.6	-3.2
6개월	30.6	24.5
12개월	73.6	64.7

주가그래프



1Q20 Review: 신제품 테라/진로 점유율 확대 효과로 실적 서프라이즈

- 내수 맥주 44.6% 증가, 시장 감소 14.4%를 방어. 1Q20 점유율 40% 기록하며 전년비 10%pt 이상 상승
- 내수 소주 23.0% 증가, 시장 감소 2.3%를 방어. 1Q20 점유율 66% 기록하며 전년비 10%pt 이상 상승

2Q20 Preview: 4~5월 월별 맥주/소주 판매 흐름 긍정적. 전년비 실적 고성장 이어갈 전망

- 4~5월 누적 맥주 판매량 전년비 10% 중반 증가. 5월 이태원 이슈로 회복 지연, 6월 추가 회복 예상
- 4~5월 누적 소주 판매량 전년비 10% 초반 증가. 유흥 비중 확대되는 가운데 비용 집행 제한적 환경 지속

투자의견 Buy, 실적추정치 변경을 반영 적정주가는 5만원으로 12.4% 상향

- 맥주 점유율 상승 초입, 소주 1등 지위 강화. 월별 신제품 매출 성장은 주가 상승의 가장 강력한 모멘텀
- COVID19 이후 대면 활동 제약은 마케팅비 절감 요인, 연간 2,400억원 눈높이 2,200억원으로 하향
- 50,000원으로 12.4% 상향, 12M Fwd EPS 2,164원으로 상향 조정. 적정 PER 23배 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,885.6	90.4	22.3	304	81.0	16,301	54.7	1.0	8.6	1.9	194.9
2019	2,035.1	88.3	-42.4	-616	-302.9	14,488	-47.1	2.0	13.0	-3.9	216.6
2020E	2,304.7	197.6	123.5	1,746	-383.0	14,789	21.3	2.5	8.3	11.8	239.8
2021E	2,461.5	278.7	192.0	2,724	56.0	16,699	13.6	2.2	6.2	17.1	197.7
2022E	2,630.0	332.5	232.8	3,306	21.4	19,182	11.2	1.9	5.2	18.2	163.4

하이트진로[000080] 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	423.0	524.4	529.1	558.6	2,035.1	533.9	576.7	600.6	593.5	2,304.6	2,461.4	2,630.0
맥주	139.1	190.5	212.2	184.8	726.6	180.0	215.3	254.6	195.0	844.9	924.9	1,012.5
소주	251.7	291.2	277.4	336.1	1,156.5	319.2	317.4	305.2	359.7	1,301.4	1,373.0	1,448.5
생수	19.7	25.3	27.5	24.0	96.4	23.9	26.5	28.8	25.2	104.5	109.7	115.2
기타	12.4	17.4	12.0	13.6	55.5	10.7	17.4	12.0	13.6	53.8	53.8	53.8
(% YoY)	0.5	6.3	5.8	18.4	7.9	26.2	10.0	13.5	6.2	13.2	6.8	6.8
맥주	-6.1	-0.7	1.4	12.1	1.8	29.4	13.0	20.0	5.5	16.3	9.5	9.5
소주	2.8	8.7	9.2	23.1	11.2	26.8	9.0	10.0	7.0	12.5	5.5	5.5
생수	28.8	28.8	18.6	25.6	24.9	21.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	1.6	25.1	-12.8	-7.3	1.5	-13.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-4.2	10.6	49.2	32.7	88.2	56.1	42.5	60.8	38.2	197.6	278.7	332.5
맥주	-20.5	-17.1	-3.9	-1.7	-43.1	8.9	2.2	23.4	8.8	43.2	84.3	109.1
소주	18.6	26.9	50.5	32.5	128.4	46.3	41.3	36.6	30.6	154.8	191.1	220.0
생수	-0.9	1.7	1.0	0.7	2.5	0.3	0.7	1.2	0.6	2.8	3.7	3.9
기타	-0.5	0.2	1.9	0.7	2.3	0.0	-0.1	1.0	-0.2	0.7	0.2	0.2
조정 및 제거	-0.9	-1.1	-0.3	0.6	-1.8	0.6	-1.5	-1.5	-1.5	-3.9	-0.8	-0.8
(% YoY)	적전	-60.5	67.9	85.5	-2.4	흑전	301.0	23.6	16.9	123.9	41.0	19.3
맥주	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	95.2	29.4
소주	-34.5	-20.3	102.7	5.1	8.9	148.9	53.5	-27.4	-5.8	20.5	23.5	15.1
생수	적지	흑전	778.9	흑전	흑전	흑전	-60.8	25.9	-12.7	13.0	33.6	5.0
기타	적지	흑전	63.6	흑전	1,527.4	흑전	적전	-46.7	적전	-70.2	-67.4	0.0
영업이익률(%)	-1.0	2.0	9.3	5.9	4.3	10.5	4.5	11.8	9.3	8.6	11.3	12.6
맥주	-14.8	-8.9	-1.8	-0.9	-5.9	4.9	1.0	9.2	4.5	5.1	9.1	10.8
소주	7.4	9.2	18.2	9.7	11.1	14.5	13.0	12.0	8.5	11.9	13.9	15.2
생수	-4.4	6.8	3.5	2.8	2.6	1.4	2.5	4.2	2.3	2.7	3.4	3.4
기타	-3.9	1.1	15.9	5.0	4.1	0.4	-0.8	8.5	-1.8	1.3	0.4	0.4
지배순이익	-13.8	-29.2	25.9	-25.1	-42.3	33.4	26.6	39.9	23.4	123.3	191.8	232.6
(% YoY)	-623.0	-404.4	174.5	-4,408.7	-290.3	-341.3	-191.0	54.4	-193.3	-391.2	55.5	21.3
지배순이익률(%)	-3.3	-5.6	4.9	-4.5	-2.1	6.3	4.6	6.6	4.0	5.4	7.8	8.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,885.6	2,035.1	2,304.7	2,461.5	2,630.0
매출액증가율 (%)	-0.2	7.9	13.2	6.8	6.8
매출원가	1,123.8	1,163.2	1,289.7	1,370.1	1,455.9
매출총이익	761.9	871.8	1,014.9	1,091.4	1,174.1
판매관리비	671.4	783.6	817.4	812.8	841.7
영업이익	90.4	88.3	197.6	278.7	332.5
영업이익률	4.8	4.3	8.6	11.3	12.6
금융손익	-36.1	-44.1	-26.2	-22.1	-22.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-12.4	-43.7	-7.7	-3.5	-3.5
세전계속사업이익	42.0	0.5	163.6	253.1	306.9
법인세비용	19.7	42.8	40.3	61.2	74.3
당기순이익	22.3	-42.4	123.3	191.8	232.6
지배주주지분 순이익	22.3	-42.4	123.5	192.0	232.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,065.0	782.3	1,159.3	1,229.4	1,383.3
현금및현금성자산	291.0	144.2	481.4	507.4	614.1
매출채권	456.9	373.8	397.1	423.0	450.6
재고자산	166.0	177.3	188.4	200.6	213.7
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,424.0	2,314.6	2,217.6
유형자산	2,053.1	2,052.1	2,008.7	1,906.4	1,815.7
무형자산	186.8	174.8	165.3	155.9	147.1
투자자산	52.1	51.9	50.5	52.8	55.3
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,583.2	3,544.0	3,600.9
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,907.6	1,766.0	1,628.4
매입채무	112.0	136.6	145.1	154.5	164.6
단기차입금	439.5	316.3	592.2	492.2	392.2
유동성장기부채	0.0	25.2	418.2	318.2	218.2
비유동부채	597.3	878.8	621.2	587.6	605.3
사채	372.2	399.1	169.4	169.4	169.4
장기차입금	28.7	112.6	74.2	24.2	24.2
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,528.8	2,353.6	2,233.7
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	509.3	509.3	509.3	509.3
기타포괄이익누계액	1.6	9.7	12.3	12.3	12.3
이익잉여금	176.3	238.9	257.7	393.9	570.8
비지배주주지분	0.6	0.7	0.5	0.3	0.1
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,054.5	1,190.4	1,367.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	141.0	28.3	283.0	462.4	493.2
당기순이익(손실)	22.3	-42.4	123.3	191.8	232.6
유형자산상각비	114.0	137.6	217.5	232.3	220.7
무형자산상각비	11.0	10.4	10.0	9.4	8.9
운전자본의 증감	-46.1	-200.6	-102.9	30.7	32.8
투자활동 현금흐름	-101.4	-66.0	-171.5	-131.7	-132.0
유형자산의증가(CAPEX)	-119.3	-160.7	-173.0	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	0.1	1.5	-2.4	-2.5
재무활동 현금흐름	-38.7	-111.6	222.9	-304.7	-254.6
차입금의 증감	18.1	106.7	224.6	-248.8	-198.7
자본의 증가	0.0	-200.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.5	-146.8	337.2	26.1	106.7
기초현금	287.4	291.0	144.2	481.4	507.4
기말현금	291.0	144.2	481.4	507.4	614.1
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	26,886	29,017	32,861	35,097	37,500
EPS(지배주주)	304	-616	1,746	2,724	3,306
CFPS	3,649	4,144	6,573	7,616	8,096
EBITDAPS	3,071	3,368	6,061	7,420	8,013
BPS	16,301	14,488	14,789	16,699	19,182
DPS	800	700	800	800	800
배당수익률(%)	4.8	2.4	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	54.7	-47.1	21.3	13.6	11.2
PCR	4.5	7.0	5.7	4.9	4.6
PSR	0.6	1.0	1.1	1.1	1.0
PBR	1.0	2.0	2.5	2.2	1.9
EBITDA	215.4	236.2	425.0	520.4	562.0
EV/EBITDA	8.6	13.0	8.3	6.2	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	-3.9	11.8	17.1	18.2
EBITDA 이익률	11.4	11.6	18.4	21.1	21.4
부채비율	194.9	216.6	239.8	197.7	163.4
금융비용부담률	2.1	2.3	1.9	1.8	1.4
이자보상배율(x)	2.3	1.9	4.4	6.3	9.0
매출채권회전율(x)	3.9	4.9	6.0	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	12.4	11.9	12.6	12.7	12.7

Buy

적정주가(12개월)	380,000원
현재주가 (6월 8일)	297,500원
상승여력	27.7%
KOSPI	2,184.29pt
시가총액	44,786억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	20.16%
52주 최고/최저가	308,500원/155,000원
평균거래대금	232.9억원

주요주주(%)		
CJ 외 8인		45.51
국민연금공단		13.46

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	7.4	-4.3
6개월	23.4	17.7
12개월	6.3	0.8

주가그래프



1Q20 Review: 가공식품과 사료 부문이 주도한 실적 서프라이즈

- 가공식품은 국내 HMR 비축성 수요 증가, 슈완스 영업이익 예상치 150억원 상회로 호실적 기록
- 사료 부문은 베트남 고돈가 기반의 축산부문이 이끌며 영업이익 서프라이즈 527억원 달성

2Q20 Preview: 가공식품 실적 성장이 지속되는 가운데 해외바이오 부문의 기여 확대 예상

- 4~5월 국내 가공식품 HMR 중심의 성장 지속. 코로나19 수혜 효과 국내는 완화되지만 미국은 강화
- 해외바이오 중국 레스토랑 영업 재개로 핵심 수요 확대. 주요 아미노산 가격 1Q20 저점 기록 후 반등

투자의견 Buy, 적정주가 38만원 유지

- 코로나19 이슈에도 B2C부문의 매출 성장으로 방어 중이며 식품/바이오 부문의 실적 성장을 기대
- 하반기 1,500억원의 차입금 상환 예정, 추가적인 재무구조 개선이 예상된다는 점도 핵심 투자 포인트

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	18,670.1	832.7	875.2	58,706	100.0	291,963	5.6	1.1	10.2	21.5	166.8
2019	22,352.5	896.9	152.6	9,820	-80.1	297,949	25.7	0.8	8.5	3.2	177.2
2020E	24,507.9	1,116.8	816.7	53,938	360.1	348,579	5.5	0.9	6.3	15.4	169.9
2021E	25,776.3	1,236.1	535.0	35,226	-26.6	377,811	8.4	0.8	5.6	9.0	155.3
2022E	27,519.6	1,338.3	596.4	39,303	12.3	410,789	7.6	0.7	5.1	9.2	142.4

CI제일제당(097950) 실적 전망

(대한통운 포함, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,961.3	22,352.5	5,830.9	5,857.2	6,327.5	6,492.3	24,507.9	25,776.3	27,519.6
가공식품	1,024.2	928.9	1,092.4	1,001.6	4,047.1	1,094.8	1,003.2	1,179.8	1,081.7	4,359.5	4,764.2	5,145.4
- 쉬완스	245.9	608.0	659.9	586.2	2,100.0	258.2	638.4	692.9	615.5	2,205.0	2,383.7	2,455.2
소재식품	450.4	418.0	472.3	418.6	1,759.3	423.2	422.2	477.0	422.8	1,745.2	1,794.7	1,812.6
해외 바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	2,763.1	677.7	643.3	719.9	751.3	2,792.2	2,795.3	2,816.2
사료	500.8	489.3	502.4	500.7	1,993.2	543.4	513.8	527.5	525.7	2,110.4	2,197.5	2,307.4
대한통운/기타	2,207.1	2,328.9	2,412.0	2,637.7	9,585.7	2,349.2	2,636.3	2,730.4	2,985.9	10,701.8	11,840.8	12,982.7
(% YoY)	15.4	23.8	18.5	21.1	19.7	16.2	6.2	8.0	8.9	9.6	5.2	6.8
가공식품	20.0	20.7	12.4	18.8	17.7	6.9	8.0	8.0	8.0	7.7	9.3	8.0
- 쉬완스	-	-	-	-	-	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	8.1	3.0
소재식품	-2.7	-9.1	-2.5	-2.0	-4.1	-6.0	1.0	1.0	1.0	-0.8	2.8	1.0
해외 바이오	-0.4	20.9	-2.3	-7.9	1.7	15.0	-13.3	0.1	5.5	1.1	0.1	0.7
사료	2.3	-6.7	-9.2	-17.5	-8.3	8.5	5.0	5.0	5.0	5.9	4.1	5.0
대한통운/기타	20.2	11.6	9.6	16.1	14.2	6.4	13.2	13.2	13.2	11.6	10.6	9.6
영업이익	179.1	175.3	272.7	269.8	896.9	275.9	251.7	316.0	273.1	1,116.7	1,236.1	1,338.3
가공식품	70.0	19.3	82.5	48.6	220.4	72.3	44.3	107.5	43.6	267.7	309.7	360.2
- 쉬완스	13.9	16.7	13.6	-0.9	43.3	28.0	30.0	10.0	53.3	121.3	104.9	108.0
소재식품	17.0	18.0	35.4	8.0	78.4	16.0	20.3	38.1	10.2	84.6	89.7	90.6
해외 바이오	52.4	59.4	52.4	68.6	232.8	51.1	60.0	65.2	68.2	244.5	274.4	279.8
사료	-9.7	-7.8	-2.9	47.8	27.4	52.7	15.4	10.6	5.3	83.9	90.3	97.1
대한통운/기타	35.5	69.8	91.7	97.7	294.6	55.8	81.7	84.6	92.6	314.7	367.1	402.5
(% YoY)	-14.8	-5.0	2.8	56.3	7.7	54.1	43.6	15.9	1.2	24.5	10.7	8.3
가공식품	-27.1	-60.3	-12.3	62.5	-17.9	3.3	129.5	30.3	-10.3	21.5	15.7	16.3
- 쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	180.1	-13.5	3.0
소재식품	-18.4	-10.0	-21.7	166.7	-11.9	-5.9	12.7	7.7	27.4	7.9	6.0	1.0
해외 바이오	8.3	32.2	-3.7	47.8	19.9	-2.5	1.0	24.5	-0.6	5.0	12.2	2.0
사료	49.2	-144.2	-116.6	92.0	-48.9	-643.3	-296.9	-463.8	-89.0	206.6	7.6	7.6
대한통운/기타	-10.4	30.6	69.6	42.7	36.7	57.3	17.2	-7.7	-5.3	6.8	16.6	9.6
영업이익률(%)	3.6	3.2	4.7	4.5	4.0	4.7	4.3	5.0	4.2	4.6	4.8	4.9
가공식품	6.8	2.1	7.6	4.9	5.4	6.6	4.4	9.1	4.0	6.1	6.5	7.0
- 쉬완스	5.7	2.7	2.1	-0.2	2.1	10.8	4.7	1.4	8.7	5.5	4.4	4.4
소재식품	3.8	4.3	7.5	1.9	4.5	3.8	4.8	8.0	2.4	4.8	5.0	5.0
해외 바이오	8.9	8.0	7.3	9.6	8.4	7.5	9.3	9.1	9.1	8.8	9.8	9.9
사료	-1.9	-1.6	-0.6	9.5	1.4	9.7	3.0	2.0	1.0	4.0	4.1	4.2
대한통운/기타	1.6	3.0	3.8	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	2.9	3.1	3.1
지배순이익	40.9	16.2	1.9	93.5	152.5	443.7	103.4	147.2	117.9	816.7	535.0	596.4
(% YoY)	-34.6	-97.9	-98.2	-273.8	-82.6	984.7	538.1	7,544.2	26.1	419.5	-32.5	11.5
지배순이익률(%)	0.8	0.3	0.0	1.6	0.7	7.6	1.8	2.3	1.8	3.2	2.1	2.2

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	18,670.1	22,352.5	24,507.9	25,776.3	27,519.6
매출액증가율 (%)	13.3	19.7	9.6	5.2	6.8
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,742.6	20,764.5	22,168.8
매출총이익	3,543.6	4,283.2	4,765.3	5,011.9	5,350.8
판매관리비	2,710.9	3,386.3	3,648.5	3,775.8	4,012.5
영업이익	832.7	896.9	1,116.8	1,236.1	1,338.3
영업이익률	4.5	4.0	4.6	4.8	4.9
금융손익	-252.6	-362.5	-247.3	-689.2	-689.2
중속/관계기업손익	-5.5	17.5	4.4	0.0	0.0
기타영업외손익	719.5	-213.1	289.2	289.2	289.2
세전계속사업이익	1,294.2	338.8	1,163.0	836.1	938.3
법인세비용	368.8	147.8	301.1	202.3	227.1
당기순이익	925.4	191.0	861.9	633.7	711.2
지배주주지분 손이익	875.2	152.6	816.7	535.0	596.4
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,522.4	7,943.0	9,555.8	10,292.0	11,140.4
현금및현금성자산	547.6	691.0	1,657.8	1,985.2	2,271.8
매출채권	2,558.2	2,778.3	3,025.8	3,182.4	3,397.6
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,198.0	2,311.8	2,468.1
비유동자산	13,974.6	18,337.6	18,565.1	17,777.8	17,094.7
유형자산	9,741.7	10,817.9	10,948.8	10,288.2	9,716.3
무형자산	3,069.9	4,810.2	4,897.3	4,742.6	4,592.7
투자자산	550.3	567.5	542.5	570.6	609.2
자산총계	19,497.0	26,280.6	28,121.0	28,069.8	28,235.1
유동부채	6,680.4	8,202.2	9,029.8	8,806.5	8,686.9
매입채무	1,351.5	1,930.0	2,101.9	2,210.6	2,360.1
단기차입금	2,624.8	1,627.4	2,193.8	1,943.8	1,693.8
유동성장기부채	1,118.3	1,664.7	1,488.4	1,238.4	988.4
비유동부채	5,508.4	8,596.9	8,673.6	8,268.1	7,898.0
사채	3,259.2	3,290.2	2,901.5	2,651.5	2,401.5
장기차입금	890.8	2,156.1	2,203.7	1,953.7	1,703.7
부채총계	12,188.8	16,799.2	17,703.4	17,074.7	16,584.9
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,411.6	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
기타포괄이익누계액	-224.1	-124.7	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,490.6	4,969.4	5,509.7
비지배주주지분	2,525.4	4,600.6	4,707.3	4,806.0	4,920.8
자본총계	7,308.2	9,481.5	10,417.6	10,995.2	11,650.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	471.4	2,143.1	2,652.9	2,268.4	2,259.4
당기순이익(손실)	925.4	191.0	861.9	633.7	711.2
유형자산상각비	523.2	966.6	1,434.0	1,460.7	1,371.9
무형자산상각비	117.4	143.9	157.8	154.7	149.9
운전자본의 증감	-754.0	607.0	408.4	19.3	26.5
투자활동 현금흐름	-1,034.6	-3,189.9	-990.1	-892.2	-926.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,675.4	-1,553.9	-1,421.8	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-120.9	-17.2	25.0	-28.1	-38.6
재무활동 현금흐름	521.0	1,228.7	-740.7	-1,048.7	-1,046.0
차입금의 증감	833.6	2,305.8	329.3	-992.6	-989.8
자본의 증가	588.0	-102.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.3	143.4	966.8	327.4	286.6
기초현금	590.9	547.6	691.0	1,657.8	1,985.2
기말현금	547.6	691.0	1,657.8	1,985.2	2,271.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	1,259,169	1,484,801	1,627,980	1,712,235	1,828,034
EPS(지배주주)	58,706	9,820	53,938	35,226	39,303
CFPS	94,964	127,222	160,783	162,843	163,407
EBITDAPS	99,366	133,336	179,924	189,413	189,978
BPS	291,963	297,949	348,579	377,811	410,789
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	25.7	5.5	8.4	7.6
PCR	3.5	2.0	1.9	1.8	1.8
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,708.6	2,851.5	2,860.0
EV/EBITDA	10.2	8.5	6.3	5.6	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	3.2	15.4	9.0	9.2
EBITDA 이익률	7.9	9.0	11.1	11.1	10.4
부채비율	166.8	177.2	169.9	155.3	142.4
금융비용부담률	1.3	1.8	1.3	4.0	3.8
이자보상배율(x)	3.4	2.2	3.4	1.2	1.3
매출채권회전율(x)	7.8	8.4	8.4	8.3	8.4
재고자산회전율(x)	13.3	12.7	11.6	11.4	11.5

오리온(271560) 상반기 지속되는 반사이익, 하반기는 신제품 성과를 기대

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	160,000원
현재주가 (6월 8일)	129,500원
상승여력	23.6%
KOSPI	2,184.29pt
시가총액	51,199억원
발행주식수	3,954만주
유동주식비율	56.18%
외국인비중	42.62%
52주 최고/최저가	140,500원/78,500원
평균거래대금	184.2억원

주요주주(%)

오리온홀딩스 외 6인	43.80
국민연금공단	7.05

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.4	-7.0
6개월	22.7	17.0
12개월	55.5	47.5

주가그래프



1Q20 Review: 코로나19 이슈가 우려와 달리 기회요인으로 작용. 중국 실적 서프라이즈 견인

- 중국 코로나19 이슈로 제과 제품의 식품 대체 성격 부각. 경쟁사 유통/생산 차질 반사이익 효과 발생
- 베트남은 전년 초코파이 과다 재고 기저효과, 한국과 러시아는 신제품 시장 주도하며 고성장

2Q20 Preview: 4월 경쟁사 반사사익 본격화, 5~6월 공격적인 신제품 출시 효과 기대

- 20.4월 실적 서프라이즈 지속. 스낵 시장 경쟁사 생산 차질 이슈 본격화, 4~5월 신제품 출시 재개
- 베트남은 쌀과자/양산빵 증산 물량 100% 소진. 러시아는 초코파이 라인업 확대 효과 긍정적

투자의견 Buy, 코로나19 이슈에 따른 점유율 확대 2분기 지속 효과 반영, 적정주가 16만원으로 6.7% 상향

- 12M Fwd EPS 7,483원으로 상향 조정, Target PER 21.5배 적용
- 2Q20까지 이어지는 코로나19 반사이익 및 점유율 개선 효과 반영

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,927.0	282.2	139.9	3,538	9.4	35,553	33.9	3.4	12.5	10.3	62.8
2019	2,023.3	327.6	215.6	5,453	54.1	41,042	19.3	2.6	9.3	14.2	47.1
2020E	2,194.8	403.6	299.2	7,569	40.0	47,900	17.1	2.7	9.5	17.0	38.4
2021E	2,365.8	423.5	314.2	7,948	4.9	55,253	16.3	2.3	8.6	15.4	31.5
2022E	2,555.2	461.7	343.2	8,680	9.0	63,317	14.9	2.0	7.6	14.6	26.2

오리온(271560) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	497.6	439.3	530.0	556.4	2,023.3	539.8	476.7	576.8	601.6	2,194.8	2,365.8	2,555.2
1.제과 사업	494.6	439.3	530.0	552.8	2,016.7	538.6	476.7	576.8	601.6	2,193.6	2,365.8	2,555.2
a.국내	164.0	177.8	182.7	176.4	700.9	176.9	186.7	191.8	185.2	740.6	777.7	816.6
b.중국	251.2	200.6	267.7	254.8	974.3	262.9	218.7	291.8	277.7	1,051.1	1,124.7	1,203.4
c.베트남	52.1	48.3	63.2	78.6	242.2	65.7	55.5	72.7	90.4	284.3	327.0	376.0
d.러시아	14.9	15.8	20.5	26.1	77.3	19.8	19.0	24.6	31.3	94.7	113.6	136.3
(% YoY)	-3.6	3.7	7.3	12.8	5.0	8.5	8.5	8.8	8.1	8.5	7.8	8.0
1.제과 사업	-4.3	3.8	3.8	13.0	3.0	8.9	8.5	8.8	8.8	8.8	7.8	8.0
a.국내	0.0	1.3	4.4	5.4	2.8	7.9	5.0	5.0	5.0	5.7	5.0	5.0
b.중국	-5.7	4.8	4.9	15.8	4.4	4.7	9.0	9.0	9.0	7.9	7.0	7.0
c.베트남	-16.9	4.3	25.6	16.1	6.7	26.1	15.0	15.0	15.0	17.4	15.0	15.0
d.러시아	38.0	6.0	20.6	18.1	19.3	32.9	20.0	20.0	20.0	22.5	20.0	20.0
영업이익	77.3	50.4	101.8	98.1	327.6	97.0	75.3	115.8	115.5	403.6	423.5	461.7
1.제과 사업	73.6	50.2	102.3	100.4	326.5	96.8	75.3	115.8	115.5	403.4	423.5	461.7
a.국내	23.2	26.2	27.9	30.5	107.8	30.0	28.0	30.7	33.3	122.0	122.6	128.8
b.중국	40.7	17.8	57.6	42.4	158.5	47.3	36.1	64.2	47.2	194.8	207.3	224.2
c.베트남	8.0	4.3	13.5	21.9	47.7	15.9	8.3	16.0	27.1	67.3	71.1	81.7
d.러시아	1.7	1.9	3.3	5.6	12.5	3.6	2.8	4.9	7.8	19.2	22.5	27.0
(% YoY)	-17.4	27.3	29.4	39.6	16.1	25.5	49.3	13.8	17.7	23.2	4.9	9.0
1.제과 사업	-18.6	25.2	30.3	35.7	15.4	31.5	49.9	13.2	15.0	23.5	5.0	9.0
a.국내	-3.3	12.9	34.8	25.5	16.9	29.3	6.9	10.0	9.3	13.2	0.5	5.0
b.중국	흑전	64.8	17.3	28.9	11.9	16.2	102.7	11.4	11.4	22.9	6.4	8.2
c.베트남	-53.2	10.3	107.7	61.0	16.1	98.8	93.8	18.4	23.8	41.2	5.5	15.0
d.러시아	325.0	-13.6	50.0	69.7	54.3	111.8	49.7	49.1	39.8	53.6	17.3	20.0
지배순이익	51.3	36.2	67.7	60.4	215.6	73.1	55.3	85.6	85.3	299.3	314.2	343.2
(% YoY)	-22.0	32.0	107.0	334.0	54.0	43.0	53.0	26.0	41.0	39.0	5.0	9.0
지배순이익률(%)	10.3	8.2	12.8	10.9	10.7	13.5	11.6	14.8	14.2	13.6	13.3	13.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,927.0	2,023.3	2,194.8	2,365.8	2,555.2
매출액증가율 (%)	79.5	5.0	8.5	7.8	8.0
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,201.6	1,292.9	1,393.8
매출총이익	877.0	913.2	993.2	1,072.9	1,161.3
판매관리비	594.8	585.6	589.6	649.4	699.6
영업이익	282.2	327.6	403.6	423.5	461.7
영업이익률	14.6	16.2	18.4	17.9	18.1
금융손익	-12.1	-2.1	-1.6	-1.7	-1.7
중속/관계기업손익	-1.1	0.0	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	-17.4	10.6	5.1	5.1
세전계속사업이익	275.2	308.1	412.9	426.9	465.2
법인세비용	132.2	87.6	104.3	103.3	112.6
당기순이익	143.0	220.5	308.6	323.6	352.6
지배주주지분 손이익	139.9	215.6	299.2	314.2	343.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	569.2	596.3	673.8	831.3	1,031.2
현금및현금성자산	184.6	165.0	190.1	310.1	468.3
매출채권	159.7	178.7	193.2	208.8	226.0
재고자산	156.6	147.6	159.6	172.5	186.7
비유동자산	1,782.1	1,856.0	2,025.2	2,128.5	2,222.9
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,834.0	1,936.6	2,029.9
무형자산	51.7	54.7	53.3	51.1	49.1
투자자산	30.4	51.9	44.5	47.3	50.4
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,699.0	2,959.8	3,254.0
유동부채	500.3	464.5	468.2	466.7	468.2
매입채무	82.5	88.5	95.7	103.4	111.9
단기차입금	105.3	7.0	13.4	12.4	11.4
유동성장기부채	50.1	120.0	90.0	60.0	30.0
비유동부채	406.5	320.3	280.6	243.1	207.0
사채	279.6	159.8	109.8	59.8	9.8
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	906.8	784.8	748.8	709.8	675.1
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
기타포괄이익누계액	-27.3	2.5	22.6	22.6	22.6
이익잉여금	191.1	378.4	629.4	920.1	1,238.9
비지배주주지분	39.0	44.9	56.3	65.5	75.6
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,950.1	2,250.0	2,578.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	404.1	483.1	522.2
당기순이익(손실)	143.0	220.5	308.6	323.6	352.6
유형자산상각비	115.1	128.8	136.1	147.4	156.7
무형자산상각비	2.7	3.5	2.8	2.2	2.0
운전자본의 증감	42.2	-28.3	-53.6	9.9	10.9
투자활동 현금흐름	-114.9	-187.5	-307.2	-259.0	-260.0
유형자산의증가(CAPEX)	-130.8	-125.9	-337.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-7.5	-21.5	7.7	-2.8	-3.1
재무활동 현금흐름	-199.2	-184.4	-74.6	-104.1	-104.0
차입금의 증감	-165.0	-123.8	-74.4	-80.4	-80.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	-19.7	25.2	120.0	158.2
기초현금	101.6	184.6	165.0	190.1	310.1
기말현금	184.6	165.0	190.1	310.1	468.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	48,742	51,176	55,514	59,839	64,629
EPS(지배주주)	3,538	5,453	7,569	7,948	8,680
CFPS	10,572	11,984	13,845	14,305	15,327
EBITDAPS	10,118	11,629	13,720	14,495	15,693
BPS	35,553	41,042	47,900	55,253	63,317
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	33.9	19.3	17.1	16.3	14.9
PCR	11.4	8.8	9.4	9.1	8.4
PSR	2.5	2.1	2.3	2.2	2.0
PBR	3.4	2.6	2.7	2.3	2.0
EBITDA	400.0	459.8	542.4	573.1	620.5
EV/EBITDA	12.5	9.3	9.5	8.6	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	14.2	17.0	15.4	14.6
EBITDA 이익률	20.8	22.7	24.7	24.2	24.3
부채비율	62.8	47.1	38.4	31.5	26.2
금융비용부담률	0.9	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	16.8	30.0	42.0	35.6	38.8
매출채권회전율(x)	13.7	12.0	11.8	11.8	11.8
재고자산회전율(x)	12.5	13.3	14.3	14.3	14.2

농심(004370) 국내 실적과 해외 실적이 밸런스를 맞추는 2Q20

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 400,000원

현재주가 (6월 8일) 318,500원

상승여력 25.6%

KOSPI 2,184.29pt

시가총액 19,373억원

발행주식수 608만주

유동주식비율 49.58%

외국인비중 19.07%

52주 최고/최저가 327,500원/222,500원

평균거래대금 137.3억원

주요주주(%)

농심홀딩스 외 4인 45.49

국민연금공단 13.25

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 7.2 -4.5

6개월 36.4 30.0

12개월 31.3 24.6

주가그래프



1Q20 Review: 코로나19 이슈에 따른 라면/스낵 매출 고성장으로 실적 서프라이즈

- 월별 라면 매출액 성장 1월 +3%, 2월 +15%, 3월 +10% 증가로 코로나19 이슈 최대 수혜
- 방송 매체 효과가 주력 제품 매출 증가로 이어지며 선순환 구조 형성. 이후 코로나19 가수요가 더해짐

2Q20 Preview: 국내는 전기대비 정상화, 해외 비축 수요 본격화로 국내외 밸런스 맞추며 호실적 지속 전망

- 국내 실적은 1분기 대비 정상화 전년비 마케팅비 절감 효과는 이어질 전망. 간헐적 내식 확대는 지속 중
- 해외부문은 2Q20 본격적인 고성장 도래, 해외법인 20~30% 외형 성장 전망

투자의견 Buy, 적정주가 40만원으로 8.1% 상향

- 12M Fwd EPS 18,698원으로 상향, Target PER 21.5배 적용. 1Q20 실적 서프라이즈, 2Q20 호실적 지속 전망
- 2Q20 전기비 국내부문 안정화되는 반면 해외법인 코로나19 효과 본격화되며 밸런스를 맞추는 실적 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,236.4	88.6	84.3	13,858	-7.0	309,918	18.4	0.8	5.9	4.5	33.4
2019	2,343.9	78.8	71.0	11,672	-15.7	316,955	20.6	0.8	5.7	3.7	36.7
2020E	2,568.9	153.5	128.7	21,155	81.5	334,970	15.1	1.0	5.7	6.5	35.9
2021E	2,669.4	141.1	116.5	19,159	-9.4	350,327	16.6	0.9	5.6	5.6	34.6
2022E	2,782.0	149.9	126.7	20,831	8.7	367,355	15.3	0.9	5.0	5.8	33.2

농심(004370) 실적 전망

(별도기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
총매출액	535.0	521.7	530.2	540.4	2,127.2	610.1	556.2	546.5	553.5	2,266.3	2,325.3	2,386.2
1.라면	341.8	336.4	333.0	357.5	1,368.7	405.2	363.3	343.0	364.7	1,476.2	1,510.1	1,544.9
2.스낵	84.7	82.4	89.7	87.8	344.6	96.7	84.9	90.6	88.7	360.8	364.5	368.1
3.햄살밥	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.네슬레	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5.기타	108.5	102.9	107.5	95.4	414.3	108.2	108.0	112.8	100.2	429.3	450.7	473.3
(% YoY)	3.3	3.9	1.6	1.7	2.6	14.0	6.6	3.1	2.4	6.5	2.6	2.6
1.라면	2.4	4.2	-0.4	-0.4	1.4	18.6	8.0	3.0	2.0	7.9	2.3	2.3
2.스낵	-3.2	-4.4	3.3	6.0	0.4	14.2	3.0	1.0	1.0	4.7	1.0	1.0
3.햄살밥	29.9	33.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.네슬레	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5.기타	12.3	10.5	6.7	6.8	9.1	-0.3	5.0	5.0	5.0	3.6	5.0	5.0
순매출액	481.4	465.0	473.0	486.2	1,905.7	553.9	500.4	491.7	498.1	2,044.1	2,092.2	2,147.0
(% YoY)	2.6	4.7	1.1	2.0	2.6	15.1	7.6	3.9	2.4	7.3	2.4	2.6
판매장려금	53.6	56.6	57.2	54.2	221.5	56.2	55.8	54.8	55.5	222.2	233.1	239.2
매출비중(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
영업이익	22.9	3.6	10.8	12.0	49.3	47.2	21.4	16.1	17.3	102.0	100.7	105.5
(% YoY)	-19.1	23.3	-24.1	-44.0	-26.3	105.9	489.8	49.5	43.9	106.7	-1.3	4.8
영업이익률(%)	4.8	0.8	2.3	2.5	2.6	8.5	4.3	3.3	3.5	5.0	4.8	4.9
세전이익	30.9	13.6	17.4	19.8	81.8	51.8	31.6	23.1	25.8	132.8	131.5	136.2
(% YoY)	-15.6	19.1	-21.3	-33.9	-18.4	67.5	132.4	32.4	30.3	62.4	-1.0	3.6
세전이익률(%)	6.4	2.9	3.7	4.1	4.3	9.4	6.3	4.7	5.2	6.5	6.3	6.3
순이익	23.5	3.5	13.1	16.2	56.3	39.1	23.9	17.5	19.6	100.6	99.6	103.3
(% YoY)	-17.0	-58.2	-21.2	-27.7	-25.6	66.4	592.6	33.4	20.9	78.8	-1.0	3.6
순이익률(%)	4.9	0.7	2.8	3.3	3.0	7.1	4.8	3.6	3.9	4.9	4.8	4.8

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	588.6	568.2	589.9	597.3	2,343.9	687.7	629.3	626.1	625.8	2,568.9	2,669.4	2,781.9
(% YoY)	4.5	6.6	4.2	4.0	4.8	16.8	10.8	6.1	4.8	9.6	3.9	4.2
영업이익	31.6	8.2	18.6	20.4	78.8	63.6	38.2	25.5	26.2	153.5	141.1	149.9
(% YoY)	-8.1	26.9	-14.5	-21.3	-11.0	101.1	365.7	37.6	28.3	94.8	-8.1	6.3
영업이익률(%)	5.4	1.4	3.1	3.4	3.4	9.2	6.1	4.1	4.2	6.0	5.3	5.4
지배순이익	29.0	4.7	16.2	21.1	71.0	48.7	32.9	22.3	24.7	128.7	116.5	126.7
(% YoY)	-9.3	-39.0	-17.5	-13.8	-15.2	67.7	611.1	38.9	17.0	81.5	-9.4	8.7
순이익률(%)	4.9	0.8	2.7	3.5	3.0	7.1	5.2	3.6	3.9	5.0	4.4	4.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,236.4	2,343.9	2,568.9	2,669.4	2,782.0
매출액증가율 (%)	1.3	4.8	9.6	3.9	4.2
매출원가	1,564.7	1,626.0	1,766.5	1,835.8	1,913.2
매출총이익	671.7	717.9	802.3	833.6	868.7
판매관리비	583.2	639.1	648.8	692.5	718.8
영업이익	88.6	78.8	153.5	141.1	149.9
영업이익률	4.0	3.4	6.0	5.3	5.4
금융손익	8.3	10.0	-0.5	-0.5	-0.5
중속/관계기업손익	-0.2	-1.3	-0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	15.6	16.0	18.2	13.5	18.2
세전계속사업이익	112.3	103.5	170.7	154.2	167.6
법인세비용	28.0	32.4	41.7	37.3	40.6
당기순이익	84.3	71.1	129.0	116.8	127.0
비배주주지분 순이익	84.3	71.0	128.7	116.5	126.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,053.8	1,078.6	1,109.6	1,168.2	1,243.2
현금및현금성자산	167.7	317.8	314.4	341.9	383.8
매출채권	196.9	210.6	220.6	229.7	239.3
재고자산	202.4	208.4	218.3	227.3	236.8
비유동자산	1,478.5	1,574.5	1,678.7	1,718.1	1,752.8
유형자산	1,157.8	1,208.3	1,309.2	1,349.5	1,385.1
무형자산	59.6	59.2	59.3	58.2	57.1
투자자산	59.9	76.3	76.6	76.8	77.1
자산총계	2,532.3	2,653.1	2,788.3	2,886.2	2,996.0
유동부채	522.2	585.0	616.9	628.5	641.5
매입채무	234.9	250.2	262.1	272.8	284.3
단기차입금	35.2	81.1	89.0	79.0	69.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	112.3	127.3	120.3	112.9	105.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.1	57.7	48.5	38.5	28.5
부채총계	634.5	712.3	737.2	741.4	747.2
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.8	120.8	120.8
기타포괄이익누계액	-27.7	-20.5	6.7	6.7	6.7
이익잉여금	1,842.5	1,878.0	1,960.4	2,053.8	2,157.4
비배주주지분	12.6	12.8	13.6	13.9	14.2
자본총계	1,897.8	1,940.7	2,051.1	2,144.8	2,248.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	146.9	162.5	238.9	232.3	247.5
당기순이익(손실)	84.3	71.1	129.0	116.8	127.0
유형자산상각비	83.1	94.7	103.2	109.7	114.4
무형자산상각비	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
운전자본의 증감	-46.5	-39.3	-21.0	4.6	4.9
투자활동 현금흐름	-128.9	-30.7	-228.7	-162.0	-162.8
유형자산의증가(CAPEX)	-88.2	-153.9	-216.5	-150.0	-150.0
투자자산의감소(증가)	16.7	-17.7	-0.8	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-5.8	17.8	-12.3	-42.9	-42.8
차입금의 증감	20.1	65.7	-1.7	-19.7	-19.7
자본의 증감	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.3	150.1	-3.4	27.5	41.9
기초현금	155.4	167.7	317.8	314.4	341.9
기말현금	167.7	317.8	314.4	341.9	383.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	367,675	385,350	422,325	438,858	457,358
EPS(지배주주)	13,858	11,672	21,155	19,159	20,831
CFPS	35,848	37,759	46,442	42,241	44,992
EBITDAPS	28,446	28,740	42,403	41,422	43,637
BPS	309,918	316,955	334,970	350,327	367,355
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.6	1.7	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.4	20.6	15.1	16.6	15.3
PCR	7.1	6.4	6.9	7.5	7.1
PSR	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EBITDA	173.0	174.8	257.9	252.0	265.4
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.7	5.6	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.5	3.7	6.5	5.6	5.8
EBITDA 이익률	7.7	7.5	10.0	9.4	9.5
부채비율	33.4	36.7	35.9	34.6	33.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	24.3	13.8	28.4	29.1	35.6
매출채권회전율(x)	10.6	11.5	11.9	11.9	11.9
재고자산회전율(x)	11.9	11.4	12.0	12.0	12.0

매일유업 (267980) 매출 성장 동력은 중국 분유에서 국내 신제품으로 전환

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	115,000원
현재주가 (6월 8일)	83,700원
상승여력	37.4%
KOSDAQ	753.04pt
시가총액	6,565억원
발행주식수	784만주
유동주식비율	41.62%
외국인비중	18.81%
52주 최고/최저가	96,400원/56,600원
평균거래대금	24.1억원

주요주주(%)

김정완 외 14인	56.41
브이아이피자산운용	7.96

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.6	-8.8
6개월	1.9	-15.0
12개월	-4.7	-9.3

주가그래프



1Q20 Review: 상하목장/셀렉스 등 신제품 매출 성장을 주도한 가운데 가공유, 커피음료 부진을 방어

- 적정 재고관리 노력과 온라인 판매 확대, 신제품(상하목장, 아몬드브리즈, 셀렉스 등) 매출 성장으로 방어
- 경쟁사 대규모 적자 전환과 차별화되는 실적 흐름. 매출 성장 지속력과 학교 급식의 낮은 비중이 기인

2Q20 Preview: 외부 활동 재개, 음료 판매 증가 기대. 유제품은 경쟁사 불매 이슈 수혜로 M/S 확대 전망

- 커피음료/가공유 1분기 부진 대비 회복 예상. 주력 신제품과 온라인 판매 증가 이슈는 지속
- 매일/남양 M/S 분유 27.9% vs.26.7%, 우유 11.9% vs.13.1%, 발효유 11.3% vs.18.5%로 성장 여력 확보

투자의견 Buy와 적정주가 11.5만원 유지

- 12M Fwd EPS는 8,788원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 13배를 적용
- 20년을 유제품 업체에 대한 밸류에이션 할인이 해소되는 원년으로 판단
- 신제품의 공격적인 출시를 통해 내수 시장에서의 매출 성장을 도모하고 있다는 점을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,300.6	74.4	58.3	7,530		44,235	10.5	1.8	6.3	16.8	77.5
2019	1,393.3	85.3	64.3	8,202	8.9	51,460	10.5	1.7	5.5	17.1	67.3
2020E	1,454.9	99.7	71.3	9,093	10.9	57,575	9.2	1.5	4.2	16.7	57.8
2021E	1,512.8	116.8	77.9	9,932	9.2	66,723	8.4	1.3	3.4	16.0	48.5
2022E	1,573.3	123.2	82.8	10,551	6.2	76,490	7.9	1.1	2.9	14.7	41.2

매일유업(267980) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	337.5	349.7	349.7	356.3	1,393.3	358.2	362.2	364.4	370.0	1,454.9	1,512.8	1,573.3
(% YoY)	5.1	9.4	4.8	9.3	7.1	6.1	3.6	4.2	3.8	3.9	4.0	4.0
영업이익	19.6	27.8	17.7	20.2	85.3	20.4	30.4	23.7	25.2	100.3	116.8	123.2
(% YoY)	19.5	50.9	-13.5	5.8	14.7	3.8	9.3	34.1	24.8	17.6	16.4	5.5
영업이익률(%)	5.8	8.0	5.1	5.7	6.1	5.7	8.4	6.5	6.8	6.9	7.8	7.9
세전이익	20.7	28.4	17.9	18.1	85.2	24.7	26.9	20.2	21.7	94.2	102.8	109.2
(% YoY)	31.5	19.8	0.1	-6.6	10.9	19.0	-5.4	13.1	19.7	10.6	9.1	6.2
지배순이익	16.1	21.3	14.8	12.2	64.3	19.2	20.4	15.3	16.5	71.4	77.9	82.8
(% YoY)	32.4	19.1	-11.5	4.9	10.3	19.0	-4.1	3.5	35.3	11.0	9.1	6.2
지배순이익률(%)	4.8	6.1	4.2	3.4	4.6	5.3	5.6	4.2	4.4	4.9	5.2	5.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,300.6	1,393.3	1,454.9	1,512.8	1,573.3
매출액증가율 (%)		7.1	4.4	4.0	4.0
매출원가	933.5	983.8	1,020.1	1,053.3	1,087.6
매출총이익	367.0	409.4	434.7	459.5	485.7
판매관리비	292.7	324.1	335.1	342.7	362.5
영업이익	74.4	85.3	99.7	116.8	123.2
영업이익률	5.7	6.1	6.9	7.7	7.8
금융손익	3.6	1.1	-0.1	-4.0	-4.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.2	-1.3	-6.1	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	76.8	85.2	93.5	102.8	109.2
법인세비용	18.4	20.8	22.2	24.9	26.4
당기순이익	58.3	64.3	71.3	77.9	82.8
지배주주지분 손이익	58.3	64.3	71.3	77.9	82.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	348.2	391.9	415.7	466.5	524.7
현금및현금성자산	64.1	84.4	96.9	135.4	180.8
매출채권	148.5	153.6	159.5	165.9	172.5
재고자산	111.3	116.3	120.7	125.6	130.6
비유동자산	267.6	283.3	296.8	310.7	322.3
유형자산	226.7	228.8	243.5	258.6	271.1
무형자산	8.2	8.2	6.6	5.3	4.2
투자자산	7.4	4.6	4.8	5.0	5.2
자산총계	615.7	675.2	712.5	777.2	847.0
유동부채	184.1	214.7	208.8	206.1	203.8
매입채무	71.0	73.6	76.4	79.5	82.7
단기차입금	0.0	2.7	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	21.9	35.3	25.3	15.3	5.3
비유동부채	84.7	56.9	52.2	47.7	43.3
사채	59.9	29.9	25.0	20.0	15.0
장기차입금	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	268.8	271.6	260.9	253.8	247.1
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	256.8	256.8	256.8	256.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5
이익잉여금	89.7	148.5	207.4	279.2	355.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	403.6	451.6	523.4	600.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	61.5	91.4	93.2	119.1	126.1
당기순이익(손실)	58.3	64.3	71.3	77.9	82.8
유형자산상각비	25.3	31.1	40.7	43.9	46.5
무형자산상각비	1.8	1.9	1.8	1.4	1.1
운전자본의 증감	-20.8	-7.8	-19.3	-4.1	-4.2
투자활동 현금흐름	-26.3	-40.4	-52.6	-59.7	-59.7
유형자산의증가(CAPEX)	-27.7	-36.4	-55.7	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	2.8	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-7.7	-30.5	-29.2	-21.0	-21.0
차입금의 증감	94.9	-9.9	-17.8	-14.9	-14.8
자본의 증가	260.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.3	20.3	12.6	38.5	45.4
기초현금	36.8	64.1	84.4	96.9	135.4
기말현금	64.1	84.4	96.9	135.4	180.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	167,883	177,629	185,481	192,863	200,578
EPS(지배주주)	7,530	8,202	9,093	9,932	10,551
CFPS	13,018	15,018	17,146	18,649	19,585
EBITDAPS	13,093	15,083	18,124	20,664	21,770
BPS	44,235	51,460	57,575	66,723	76,490
DPS	700	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	10.5	9.2	8.4	7.9
PCR	6.1	5.7	4.9	4.5	4.3
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
EBITDA	101.4	118.3	142.2	162.1	170.8
EV/EBITDA	6.3	5.5	4.2	3.4	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.8	17.1	16.7	16.0	14.7
EBITDA 이익률	7.8	8.5	9.8	10.7	10.9
부채비율	77.5	67.3	57.8	48.5	41.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	23.2	30.6	15.2	14.6	15.4
매출채권회전율(x)	8.8	9.2	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	11.7	12.2	12.3	12.3	12.3

KT&G(033780) 국내 담배 우려대비 선방, 본격적인 수출 회복은 2Q20

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 107,000원

현재주가 (6월 8일) 88,000원

상승여력 21.6%

KOSPI 2,184.29pt

시가총액 120,817억원

발행주식수 13,729만주

유동주식비율 77.61%

외국인비중 43.83%

52주 최고/최저가 106,000원/63,600원

평균거래대금 463.6억원

주요주주(%)

국민연금공단 12.46

First Eagle Investment Managemen 7.12

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 11.8 -0.4

6개월 -7.6 -11.9

12개월 -12.9 -17.3

주가그래프



1Q20 Review: 국내 담배 총수량, M/S는 예상치를 상회했으나 면세 부진으로 마진을 하락 불가피

- 코로나19 이슈로 면세점 채널 담배/홍삼 매출 판매 부진이 실적 악화 요인으로 작용
- 1Q20 국내 담배는 코로나 영향에도 불구하고 전체 시장이 1% 증가, 수출 담배 전년비 감소 지속

2Q20 Preview: 중동향 수출 물량 확대 재개 긍정적. 국내 담배/홍삼 면세 채널 부진에 따른 마진 하락 존재

- 알로코자이 신규 계약에 따른 수출 정상화 2분기 부터 반영, 상반기 내 전년 수준 중동 물량 수출 예상
- 내수 담배 대비 30~40% 가량 ASP 높은 면세담배 매출 감소 이슈는 2분기 지속 예상. 수익성 하락 요인

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 10.7만원으로 유지

- 12M Fwd EPS는 8,248원이며 Target PER은 13.0배를 적용. 적정 배수는 음식료 섹터 평균 감안
- 수출 수량 회복은 긍정적이거나 면세 채널 부진에 따른 수익성 하락이 존재된 상황

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	4,471.5	1,255.1	901.7	6,567	-22.8	58,847	15.5	1.7	8.2	11.4	24.9
2019	4,963.2	1,382.0	1,036.5	7,549	15.6	63,008	12.4	1.5	6.7	12.4	23.0
2020E	5,231.8	1,408.8	1,122.4	8,175	8.2	61,993	10.8	1.4	5.8	13.1	23.4
2021E	5,541.2	1,506.3	1,139.8	8,302	1.6	65,669	10.6	1.3	5.2	13.0	23.1
2022E	5,741.8	1,549.1	1,172.2	8,538	2.8	70,503	10.3	1.2	4.9	12.5	22.1

KT&G(033780) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	1,185.0	1,257.8	1,322.2	1,198.2	4,963.2	1,178.4	1,360.3	1,457.0	1,236.1	5,231.8	5,541.2	5,741.8
1.KT&G	658.7	812.6	723.4	747.9	2,942.6	661.3	892.7	816.6	771.0	3,141.6	3,368.1	3,479.6
a.국내담배	447.6	488.5	514.1	459.6	1,909.8	435.0	472.9	502.4	465.0	1,875.3	1,904.9	1,898.9
b.해외담배	131.4	189.2	113.1	101.6	535.3	116.9	258.3	154.4	138.7	668.3	758.2	875.7
c.부동산 등	79.7	134.9	96.2	186.7	497.4	109.4	161.5	159.8	167.2	598.0	705.0	705.0
2.KGC	398.7	306.3	426.6	272.1	1,403.7	391.1	323.1	460.9	279.2	1,454.3	1,510.8	1,572.3
a.국내홍삼	365.0	276.7	390.6	238.1	1,270.4	355.2	290.5	421.3	241.8	1,308.9	1,350.8	1,396.3
b.해외홍삼	33.7	29.6	36.0	34.0	133.3	35.9	32.6	39.6	37.4	145.5	160.0	176.0
3.기타	127.6	138.9	172.2	178.2	616.9	126.0	144.5	179.4	185.9	635.9	662.3	689.9
(% YoY)	11.0	12.3	11.8	8.8	11.0	-0.6	8.1	10.2	3.2	5.4	5.9	3.6
1.KT&G	15.1	15.2	9.0	9.5	12.1	0.4	9.9	12.9	3.1	6.8	7.2	3.3
a.국내담배	10.5	2.5	3.7	-0.2	3.9	-2.8	-3.2	-2.3	1.2	-1.8	1.6	-0.3
b.해외담배	-0.7	2.7	21.1	-19.8	-0.2	-11.0	36.5	36.5	36.5	24.8	13.4	15.5
c.부동산 등	128.2	200.8	28.8	95.0	98.8	37.3	19.8	66.1	-10.4	20.2	17.9	0.0
2.KGC	1.4	5.0	5.5	14.0	5.7	-1.9	5.5	8.1	2.6	3.6	3.9	4.1
a.국내홍삼	0.9	3.5	4.4	14.0	4.8	-2.7	5.0	7.9	1.6	3.0	3.2	3.4
b.해외홍삼	7.0	21.8	19.2	25.9	18.0	6.5	10.0	10.0	10.0	9.1	10.0	10.0
c.기타	25.2	13.4	50.8	-1.1	18.9	-1.2	4.0	4.2	4.3	3.1	4.2	4.2
영업이익	348.2	399.1	382.5	252.3	1,382.0	315.0	418.1	409.9	265.8	1,408.8	1,506.3	1,549.1
1.KT&G	252.7	339.9	284.9	269.8	1,147.2	249.9	354.4	303.3	260.2	1,167.8	1,255.3	1,287.1
2.KGC	91.2	43.7	80.1	-9.2	205.8	71.1	46.1	86.6	-1.1	202.6	211.0	220.3
3.기타	4.2	15.5	17.5	-8.8	28.4	-5.9	17.6	20.0	6.6	38.3	40.0	41.8
(% YoY)	11.8	23.6	7.2	-4.4	10.1	-9.5	4.8	7.2	5.3	1.9	6.9	2.8
1. KT&G	18.5	23.3	3.5	12.4	14.2	-1.1	4.3	6.5	-3.5	1.8	7.5	2.5
2.KGC	-0.7	7.6	-2.3	적지	-0.8	-22.1	5.5	8.1	적지	-1.6	4.1	4.4
3.기타	-31.2	131.7	흑전	적전	-34.2	적전	13.7	14.7	흑전	34.6	4.4	4.5
영업이익률(%)	29.4	31.7	28.9	21.1	27.8	26.7	30.7	28.1	21.5	26.9	27.2	27.0
1. KT&G	38.4	41.8	39.4	36.1	39.0	37.8	39.7	37.1	33.8	37.2	37.3	37.0
2.KGC	22.9	14.3	18.8	-3.4	14.7	18.2	14.3	18.8	-0.4	13.9	14.0	14.0
3.기타	3.3	11.2	10.1	-4.9	4.6	-4.7	12.2	11.2	3.5	6.0	6.0	6.1
순이익	273.8	324.5	322.1	118.3	1,038.7	293.9	319.1	310.0	200.6	1,123.5	1,140.9	1,173.4
(% YoY)	9.8	22.4	25.1	-6.7	15.6	7.3	-1.7	-3.8	69.5	8.2	1.6	2.8
순이익률(%)	23.1	25.8	24.4	9.9	20.9	24.9	23.5	21.3	16.2	21.5	20.6	20.4
지배순이익	273.0	322.8	320.8	119.8	1,036.5	293.0	317.4	308.8	203.2	1,122.4	1,139.8	1,172.2
(% YoY)	9.7	21.1	23.9	-11.2	15.0	7.3	-1.7	-3.8	69.5	8.3	1.6	2.8
지배순이익률(%)	23.0	25.7	24.3	10.0	20.9	24.9	23.3	21.2	16.4	21.5	20.6	20.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,471.5	4,963.2	5,231.8	5,541.2	5,741.8
매출액증가율 (%)	-4.2	11.0	5.4	5.9	3.6
매출원가	1,836.0	2,088.6	2,241.1	2,376.0	2,472.1
매출총이익	2,635.5	2,874.6	2,990.7	3,165.1	3,269.7
판매관리비	1,380.4	1,492.6	1,581.9	1,658.8	1,720.6
영업이익	1,255.1	1,382.0	1,408.8	1,506.3	1,549.1
영업이익률	28.1	27.8	26.9	27.2	27.0
금융손익	84.6	82.9	156.1	126.3	126.3
중속/관계기업손익	9.3	1.5	6.5	1.5	1.5
기타영업외손익	-30.3	-3.8	-61.3	-129.0	-129.0
세전계속사업이익	1,318.7	1,462.7	1,510.1	1,505.2	1,548.0
법인세비용	420.0	424.0	386.6	364.3	374.6
당기순이익	898.7	1,038.7	1,123.5	1,140.9	1,173.4
지배주주지분 순이익	901.7	1,036.5	1,122.4	1,139.8	1,172.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	6,413.4	6,417.2	6,382.3	6,957.3	7,572.3
현금및현금성자산	933.0	891.3	216.1	595.8	1,067.2
매출채권	896.2	941.1	970.9	1,013.8	1,045.3
재고자산	2,461.3	2,447.2	2,524.6	2,636.1	2,718.1
비유동자산	3,741.7	4,294.9	4,190.5	4,217.2	4,330.8
유형자산	1,818.8	1,753.4	1,667.0	1,664.9	1,758.6
무형자산	72.0	89.7	79.8	70.3	61.9
투자자산	1,197.4	1,353.0	1,295.0	1,333.4	1,361.7
자산총계	10,155.1	10,712.1	10,572.8	11,174.5	11,903.1
유동부채	1,640.7	1,600.1	1,640.3	1,710.9	1,762.8
매입채무	72.6	62.1	64.1	66.9	69.0
단기차입금	129.9	27.1	26.7	26.7	26.7
유동성장기부채	5.0	24.2	15.8	15.8	15.8
비유동부채	381.3	406.1	362.5	385.7	395.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	93.5	91.0	38.7	48.7	48.7
부채총계	2,022.0	2,006.2	2,002.8	2,096.5	2,158.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.1	499.3	499.3	499.3	499.3
기타포괄이익누계액	-140.5	-110.6	-180.0	-180.0	-180.0
이익잉여금	7,108.9	7,625.7	7,555.7	8,060.4	8,724.0
비지배주주지분	53.8	55.4	58.7	62.1	65.6
자본총계	8,133.1	8,705.9	8,569.9	9,078.0	9,745.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	821.7	1,042.5	31.2	1,275.2	1,455.0
당기순이익(손실)	898.7	1,038.7	1,123.5	1,140.9	1,173.4
유형자산상각비	146.4	177.8	274.6	292.2	296.3
무형자산상각비	3.8	5.0	10.8	9.5	8.4
운전자본의 증감	-332.8	-259.8	-1,269.4	-92.9	58.3
투자활동 현금흐름	-46.3	-459.2	-617.6	-267.0	-345.0
유형자산의증가(CAPEX)	-353.3	-222.3	-233.5	-300.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-121.1	-155.6	58.0	-38.4	-28.3
재무활동 현금흐름	-549.4	-632.2	-81.1	-628.5	-638.6
차입금의 증감	-46.7	-62.8	-61.4	10.0	0.0
자본의 증가	0.0	15.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	217.9	-41.7	-675.2	379.6	471.4
기초현금	715.1	933.0	891.3	216.1	595.8
기말현금	933.0	891.3	216.1	595.8	1,067.2
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	32,569	36,151	38,107	40,360	41,822
EPS(지배주주)	6,567	7,549	8,175	8,302	8,538
CFPS	10,887	12,556	12,079	12,618	12,902
EBITDAPS	10,236	11,398	12,340	13,169	13,503
BPS	58,847	63,008	61,993	65,669	70,503
DPS	4,000	4,400	5,000	5,500	5,500
배당수익률(%)	3.9	4.7	5.7	6.3	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	12.4	10.8	10.6	10.3
PCR	9.3	7.5	7.3	7.0	6.8
PSR	3.1	2.6	2.3	2.2	2.1
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,405.3	1,564.8	1,694.1	1,808.0	1,853.8
EV/EBITDA	8.2	6.7	5.8	5.2	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.4	12.4	13.1	13.0	12.5
EBITDA 이익률	31.4	31.5	32.4	32.6	32.3
부채비율	24.9	23.0	23.4	23.1	22.1
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	180.4	201.7	207.8	267.4	271.1
매출채권회전율(x)	4.6	5.4	5.5	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1

롯데칠성 (005300) 주류 부문의 전년도 부담은 2Q20까지 지속

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 140,000원

현재주가 (6월 8일) 109,500원

상승여력 27.9%

KOSPI 2,184.29pt

시가총액 8,753억원

발행주식수 799만주

유동주식비율 41.76%

외국인비중 19.74%

52주 최고/최저가 176,500원/81,000원

평균거래대금 36.6억원

주요주주(%)

롯데지주 외 15 인 52.98

국민연금공단 8.98

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -1.8 -12.5

6개월 -17.4 -21.2

12개월 -34.2 -37.6

주가그래프



1Q20 Review: 음료/주류 부문 모두 매출액 역신장. 비용 절감 노력에도 불구하고 매출 감소 영향 수익성 악화

- 음료는 1~2월 성장 흐름이 3월부터 반전. 연결음료 매출액 -1.9% 감소. 탄산음료 -2.3% 감소
- 주류는 코로나19 이슈로 맥주/소주 주류시장 5~10% 감소 영향과 전년도 높은 베이스 효과 반영

2Q20 Preview: 음료 부문은 외부 활동 재개+날씨 효과 긍정적. 주류 높은 역기저 탈피는 3Q20으로 전망

- 음료는 1분기 부진 대비 점진적 회복 예상, 2~3분기 전년비 고온 영향은 음료 매출에 긍정적
- 주류는 상반기 높은 베이스 효과 지속. 3Q20 이후 처음처럼 FLEX, 클라우드생 드래프트 효과 주목

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 코로나19 이슈에 따른 실적추정치 변경을 반영 14만원으로 12.5% 하향

- 12M Fwd EPS는 7,011원으로 코로나19 이슈에 따른 음료/주류 매출 감소 전망을 반영
- Target PER은 글로벌 음료주류업 평균 10% 할인 20배 적용. 지속적인 주류 M/S 하락을 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,346.3	85.0	-48.1	-6,227	-161.8	139,959	-22.5	1.0	10.5	-3.8	167.6
2019	2,429.5	107.7	-142.4	-18,034	181.7	138,233	-7.8	1.0	9.2	-11.7	165.2
2020E	2,410.0	103.9	41.7	5,004	-127.0	136,078	21.9	0.8	5.7	3.5	158.2
2021E	2,465.5	119.7	55.8	6,765	41.0	139,208	16.2	0.8	4.7	4.6	152.6
2022E	2,523.2	120.6	56.5	6,854	1.3	142,408	16.0	0.8	4.5	4.6	147.3

롯데칠성(005300) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	574.9	677.5	657.1	520.0	2,429.5	507.4	680.2	679.6	542.8	2,410.0	2,465.5	2,523.2
연결음료	376.3	477.2	493.5	383.3	1,730.2	369.0	489.0	509.6	396.4	1,764.0	1,795.1	1,826.8
음료(별도)	359.8	446.4	469.7	367.6	1,643.5	352.0	457.4	485.0	380.2	1,674.7	1,704.2	1,734.4
탄산(별도)	160.1	176.5	177.9	156.9	671.4	156.5	181.8	186.8	164.7	689.8	703.6	717.7
주스(별도)	54.4	65.3	64.3	50.5	234.5	48.7	65.9	65.0	51.0	230.6	232.9	235.2
커피(별도)	55.4	77.2	87.6	64.5	284.7	54.1	81.1	92.0	67.7	294.9	303.7	312.8
생수 및 기타(별도)	89.8	127.4	139.9	95.7	452.8	92.7	128.7	141.3	96.7	459.4	464.0	468.6
별도 외 음료	16.5	30.8	23.8	15.7	86.7	17.0	31.6	24.5	16.2	89.3	90.9	92.5
연결주류	198.6	200.3	163.7	136.7	699.3	138.4	191.2	170.0	146.4	646.1	670.4	696.4
주류(별도)	198.6	200.3	163.7	137.1	699.7	138.4	190.5	169.6	146.9	645.3	666.8	689.6
소주(별도)	102.3	116.3	69.2	72.3	360.1	76.7	110.5	72.7	79.5	339.4	346.2	353.1
맥주(별도)	34.2	44.4	39.2	21.5	139.2	24.0	39.9	41.1	23.6	128.6	141.4	155.6
기타주류(별도)	62.1	39.6	55.3	43.3	200.4	37.7	40.0	55.8	43.8	177.3	179.1	180.9
별도 외 주류	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.7	0.0	0.7	0.4	-0.4	0.7	3.7	6.8
(% YoY)	10.0	13.0	-1.9	-6.2	3.5	-11.7	0.4	3.4	4.4	-0.8	2.3	2.3
연결음료	11.2	13.6	5.8	5.1	8.8	-1.9	2.5	3.3	3.4	2.0	1.8	1.8
음료(별도)	7.2	7.0	1.2	1.4	4.9	-2.2	1.4	1.4	1.4	1.9	1.8	1.8
탄산(별도)	5.8	6.8	2.1	4.0	5.0	-2.3	3.0	5.0	5.0	2.7	2.0	2.0
주스(별도)	4.3	1.3	-6.2	1.0	-0.4	-10.6	1.0	1.0	1.0	-1.7	1.0	1.0
커피(별도)	14.3	11.0	-0.3	4.0	7.1	-2.4	5.0	5.0	5.0	3.6	3.0	3.0
생수 및 기타(별도)	7.5	8.1	4.8	8.0	6.3	3.3	1.0	1.0	1.0	1.4	5.0	5.0
연결주류	7.8	11.6	-19.5	-27.9	-7.6	-30.3	-4.5	3.9	7.1	-7.6	3.8	3.9
주류(별도)	7.8	11.7	-19.5	-28.0	-7.6	-30.3	-4.9	3.6	7.2	-7.8	3.3	3.4
소주(별도)	3.5	12.5	-27.0	-30.0	-10.0	-25.0	-5.0	5.0	10.0	-5.7	2.0	2.0
맥주(별도)	18.0	16.0	-13.0	-40.0	-6.0	-30.0	-10.0	5.0	10.0	-7.6	10.0	10.0
기타주류(별도)	10.0	5.0	-12.9	-15.5	-4.1	-39.3	1.0	1.0	1.0	-11.5	1.0	1.0
기타사업	515.9	925.9	870.5	5.0	283.5	3.2	5.0	5.0	5.0	4.7	5.0	5.0
영업이익	19.3	46.3	49.0	-6.9	107.7	6.3	47.9	50.5	-0.8	103.9	119.7	120.6
음료부문	25.3	53.0	69.5	18.7	166.6	23.9	54.3	71.8	19.4	169.4	176.1	179.2
주류부문	-6.0	-6.7	-20.5	-25.7	-58.9	-17.6	-6.4	-21.3	-20.2	-65.5	-56.4	-58.6
(% YoY)	123.7	97.5	-4.2	-500.1	26.7	-67.5	3.5	3.0	-88.5	-3.5	15.2	0.8
영업이익률(%)	3.3	6.8	7.5	-1.3	4.4	1.2	7.0	7.4	-0.1	4.3	4.9	4.8
음료부문	6.7	11.1	14.1	4.9	9.6	6.5	11.1	14.1	4.9	9.6	9.8	9.8
주류부문	-3.0	-3.3	-12.5	-18.8	-8.4	-12.7	-3.3	-12.5	-13.8	-10.1	-8.4	-8.4
순이익(지배)	2.4	-44.6	29.3	-129.5	-142.4	-3.0	26.2	28.5	-10.0	41.7	55.8	56.5
(% YoY)	흑전	-791.8	13.3	65.1	196.4	-226.0	-158.7	-2.7	-92.3	-129.3	33.8	1.3
지배순이익률(%)	0.4	-6.6	4.5	-24.9	-5.9	-0.6	3.9	4.2	-1.8	1.7	2.3	2.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,346.3	2,429.5	2,410.0	2,465.5	2,523.2
매출액증가율 (%)	2.9	3.5	-0.8	2.3	2.3
매출원가	1,417.4	1,445.9	1,443.5	1,476.7	1,511.2
매출총이익	928.8	983.6	966.5	988.8	1,012.0
판매관리비	843.9	876.0	862.6	869.1	891.4
영업이익	85.0	107.7	103.9	119.7	120.6
영업이익률	3.6	4.4	4.3	4.9	4.8
금융손익	-38.6	-32.1	-31.6	-29.6	-29.6
중속/관계기업손익	3.2	-9.2	-1.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-118.5	-204.3	-16.7	-14.7	-14.7
세전계속사업이익	-68.9	-137.9	54.3	75.4	76.3
법인세비용	-18.9	6.1	13.3	18.2	18.5
당기순이익	-50.0	-144.0	41.0	57.1	57.9
지배주주지분 손익	-48.1	-142.4	41.7	55.8	56.5
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	688.7	788.4	826.8	1,060.0	1,264.8
현금및현금성자산	98.4	199.4	212.0	431.7	622.4
매출채권	260.6	242.4	253.0	258.6	264.4
재고자산	257.1	273.9	285.9	292.3	298.8
비유동자산	2,622.6	2,468.1	2,308.5	2,096.1	1,913.2
유형자산	2,165.7	2,014.6	1,863.6	1,657.3	1,479.8
무형자산	151.7	118.6	110.1	102.1	94.7
투자자산	150.4	108.7	105.2	107.1	109.1
자산총계	3,311.3	3,256.5	3,135.3	3,156.1	3,178.0
유동부채	689.0	941.6	1,088.9	1,082.7	1,076.8
매입채무	110.0	87.4	91.2	93.3	95.3
단기차입금	27.4	26.5	78.4	73.4	68.4
유동성장기부채	173.2	534.4	613.1	603.1	593.1
비유동부채	1,384.8	1,086.9	832.0	824.1	816.2
사채	1,028.7	838.8	629.0	619.0	609.0
장기차입금	181.2	60.0	5.1	4.1	3.1
부채총계	2,073.9	2,028.5	1,921.0	1,906.8	1,893.0
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
기타포괄이익누계액	-13.7	-3.2	-9.0	-9.0	-9.0
이익잉여금	2,083.3	1,908.3	1,895.1	1,922.6	1,950.6
비지배주주지분	10.2	15.9	21.1	28.6	36.2
자본총계	1,237.4	1,228.0	1,214.3	1,249.3	1,285.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	85.9	134.1	261.4	329.9	301.1
당기순이익(손실)	-50.0	-144.0	41.0	57.1	57.9
유형자산상각비	129.9	151.6	256.0	266.3	237.5
무형자산상각비	21.8	12.1	8.6	8.0	7.4
운전자본의 증감	-132.8	-97.5	-46.0	-1.6	-1.6
투자활동 현금흐름	-141.0	-134.2	-107.1	-62.1	-62.2
유형자산의증가(CAPEX)	-138.7	-153.1	-116.8	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	17.1	32.6	2.2	-1.9	-2.0
재무활동 현금흐름	0.1	101.9	-141.6	-48.2	-48.2
차입금의 증감	28.4	93.8	-130.0	-26.0	-26.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.1	101.0	12.6	219.6	190.8
기초현금	153.4	98.4	199.4	212.0	431.7
기말현금	98.4	199.4	212.0	431.7	622.4
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	293,525	303,939	301,501	308,440	
EPS(지배주주)	-6,227	-18,034	5,004	6,765	
CFPS	33,579	37,792	44,532	47,089	
EBITDAPS	29,610	33,947	46,091	49,287	
BPS	139,959	138,233	136,078	139,208	
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	
배당수익률(%)	1.9	1.9	2.5	2.5	
Valuation(Multiple)					
PER	-22.5	-7.8	21.9	16.2	
PCR	4.2	3.7	2.5	2.3	
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	
EBITDA	236.7	271.4	368.4	394.0	
EV/EBITDA	10.5	9.2	5.7	4.7	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	-11.7	3.5	4.6	
EBITDA 이익률	10.1	11.2	15.3	16.0	
부채비율	167.6	165.2	158.2	152.6	
금융비용부담률	1.6	1.6	1.6	1.5	
이자보상배율(x)	2.2	2.8	2.7	3.2	
매출채권회전율(x)	9.0	9.7	9.7	9.6	
재고자산회전율(x)	9.5	9.2	8.6	8.5	

CJ프레시웨이(051500) 1Q20 실적 부진 이후 2Q20 전년비 감익 불가피

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	29,000원	
현재주가 (6월 8일)	19,000원	
상승여력	52.6%	
KOSDAQ	753.04pt	
시가총액	2,256억원	
발행주식수	1,187만주	
유동주식비율	52.29%	
외국인비중	16.70%	
52주 최고/최저가	32,000원/11,700원	
평균거래대금	22.1억원	
주요주주(%)		
CJ 외 2 인	47.71	
EFG PRIVATE BANK SA	10.95	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-10.8	-19.2
6개월	-25.6	-38.0
12개월	-31.0	-34.4
주가그래프		



1Q20 Review: 코로나19 이슈로 인한 외식경기 부진, 급식 식수 감소에 따른 예견된 실적 부진

- 식재유통, 단체급식 부문의 신규수주에도 불구하고 코로나19 이슈에 따른 점포당 매출 감소로 수익성 악화
- 푸드서비스 부문은 컨세션/병원(식당)/레저 매출 부진. 매출 감소로 물류 효율 악화와 고정비 부담 확대

2Q20 Preview: 3월 업황 바닥 회복 및 2분기 외부 활동 재개로 외식 경기 점진적 회복 예상

- 3월 업황 바닥은 확인, 4월 회복 진입 긍정적. 5월 이태원궤 재확산 우려 해소를 기다리는 상황
- 전년비 감익 흐름은 불가피하지만 1Q20를 바닥으로 하반기까지 지속적인 QoQ 회복 흐름 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 코로나19 이슈에 따른 실적추정치 변경을 반영 2.9만원으로 14.7% 하향

- 12M Fwd EPS는 1,548원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 19배를 적용
- 미국의 식자재유통 성장 기업 Sysco의 적용 배수를 활용, 상대적으로 낮은 매출 성장률 감안 20% 할인

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,828.1	50.7	13.7	1,154	1,280.3	16,496	23.0	1.6	7.7	7.3	262.8
2019	3,055.1	58.1	5.2	434	-42.6	16,967	66.1	1.7	7.7	2.6	308.7
2020E	3,113.5	29.3	-12.0	-1,007	-188.8	15,410	-18.9	1.2	5.8	-6.2	363.6
2021E	3,349.6	65.5	18.4	1,548	-356.1	16,708	12.3	1.1	4.1	9.6	349.0
2022E	3,604.7	75.9	26.2	2,207	35.9	18,665	8.6	1.0	3.8	12.5	326.6

디프्रेस이웨이(051500) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	747.7	756.5	770.0	780.8	3,055.1	602.5	804.0	839.7	867.3	3,113.5	3,349.5	3,604.7
식자재유통	610.0	611.6	619.7	614.6	2,456.2	479.6	651.4	678.9	686.6	2,496.4	2,675.2	2,868.0
- 외식/급식유통	218.5	242.6	244.0	254.9	960.0	202.3	254.7	261.1	280.4	998.5	1,048.4	1,100.8
- 중소제휴(JV)	175.7	187.4	178.1	154.3	695.5	139.9	196.8	190.6	169.7	697.0	745.8	798.0
- 1차도매 및 원료	215.8	181.7	197.6	205.6	800.7	137.4	199.9	227.2	236.4	801.0	881.0	969.1
푸드서비스	103.0	119.9	124.6	120.3	467.8	101.3	125.9	133.3	132.3	492.8	542.1	596.3
해외 및 기타	28.6	24.0	24.8	44.7	122.1	20.1	25.2	26.0	46.9	118.3	124.2	130.4
영휘마트 향 매출	6.0	1.0	1.0	1.0	9.0	1.5	1.5	1.5	1.5	6.0	8.0	10.0
(% YoY)	10.6	3.8	9.3	8.6	8.0	-19.4	6.3	9.1	11.1	1.9	7.6	7.6
식자재유통	10.0	4.5	12.3	6.1	8.2	-21.4	6.5	9.6	11.7	1.6	7.2	7.2
- 외식/급식유통	4.1	4.5	6.6	8.7	6.0	-7.4	5.0	7.0	10.0	4.0	5.0	5.0
- 중소제휴(JV)	9.1	12.4	5.4	-2.8	6.1	-20.4	5.0	7.0	10.0	0.2	7.0	7.0
- 1차도매 및 원료	17.7	-2.5	28.6	10.8	12.9	-36.3	10.0	15.0	15.0	0.0	10.0	10.0
푸드서비스	21.7	13.5	10.0	11.3	13.7	-1.7	5.0	7.0	10.0	5.4	10.0	10.0
해외 및 기타	-9.2	-24.5	-31.7	58.0	-4.5	-29.7	5.0	5.0	5.0	-3.1	5.0	5.0
중국 JV 연결 매출	9.1	-83.3	-66.7	-75.0	-51.4	-75.0	5.0	5.0	5.0	-33.3	5.0	5.0
영업이익	6.6	19.4	17.6	14.5	58.1	-12.6	5.7	19.3	16.8	29.3	65.5	75.9
식자재유통	5.7	10.3	8.0	8.2	32.2	-8.3	3.3	10.2	11.0	16.1	37.3	42.3
푸드서비스	0.4	8.1	8.3	5.0	21.8	-4.9	1.9	8.7	5.3	10.9	26.2	31.6
중국 JV 영업이익	0.5	1.0	1.3	1.3	4.0	0.6	0.6	0.5	0.5	2.2	2.0	2.0
(% YoY)	9.3	40.5	32.8	-17.4	14.6	적전	-70.3	9.9	15.4	-49.6	124.0	15.8
식자재유통	-5.8	80.6	28.4	-33.4	6.2	적전	-68.3	27.2	33.7	-49.9	131.1	13.3
푸드서비스	흑전	6.6	21.8	3.4	15.2	적전	-76.7	3.9	5.2	-50.0	140.0	20.5
영업이익률(%)	0.9	2.6	2.3	1.9	1.9	-2.1	0.7	2.3	1.9	0.9	2.0	2.1
식자재유통	0.9	1.7	1.4	1.5	1.3	-1.7	0.5	1.5	1.6	0.6	1.4	1.5
푸드서비스	0.4	6.8	5.8	3.8	4.7	-4.9	1.5	6.5	4.0	2.2	4.8	5.3
순이익	-1.5	7.7	1.3	2.2	9.6	-20.0	-1.8	7.8	5.5	-8.5	21.8	29.6
(% YoY)	적전	134.0	-75.0	-67.7	-42.6	적지	적전	523.4	156.8	적전	흑전	35.9
순이익률(%)	-0.2	1.0	0.2	0.3	0.3	-3.3	-0.2	0.9	0.6	-0.3	0.7	0.8
지배순이익	-2.0	7.0	1.4	-1.3	5.1	-19.5	-2.6	8.0	2.1	-12.0	18.4	26.2
(% YoY)	적전	190.7	-65.5	적전	-62.4	적지	적전	459.5	흑전	적전	흑전	42.6
지배순이익률(%)	-0.3	0.9	0.2	-0.2	0.2	-3.2	-0.3	1.0	0.2	-0.4	0.5	0.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,828.1	3,055.1	3,113.5	3,349.6	3,604.7
매출액증가율 (%)	12.9	8.0	1.9	7.6	7.6
매출원가	2,469.5	2,658.6	2,696.2	2,898.9	3,117.9
매출총이익	358.6	396.5	417.4	450.7	486.8
판매관리비	308.0	338.4	388.1	385.1	410.9
영업이익	50.7	58.1	29.3	65.5	75.9
영업이익률	1.8	1.9	0.9	2.0	2.1
금융손익	-8.4	-18.3	-19.6	-17.0	-17.0
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.3	-23.5	-17.8	-19.8	-19.8
세전계속사업이익	26.8	16.3	-8.2	28.8	39.1
법인세비용	10.1	6.7	0.3	7.0	9.5
당기순이익	16.7	9.6	-8.5	21.8	29.6
지배주주지분 손이익	13.7	5.2	-12.0	18.4	26.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	467.9	495.8	607.4	713.8	808.0
현금및현금성자산	26.0	21.3	80.2	147.0	198.3
매출채권	203.7	251.4	279.3	300.3	323.0
재고자산	210.4	191.4	212.6	228.6	245.9
비유동자산	449.5	685.8	662.3	600.5	554.3
유형자산	301.1	346.0	333.6	280.5	241.6
무형자산	93.2	108.7	97.0	86.2	76.6
투자자산	40.1	25.8	28.6	30.8	33.1
자산총계	917.3	1,181.7	1,269.6	1,314.3	1,362.3
유동부채	567.3	580.4	652.1	684.3	721.7
매입채무	243.0	260.7	289.6	311.4	335.0
단기차입금	148.2	114.8	191.0	188.5	188.5
유동성장기부채	75.0	51.1	0.8	0.8	0.8
비유동부채	97.2	312.2	343.7	337.3	321.3
사채	49.9	99.8	109.6	99.6	79.6
장기차입금	2.7	4.9	4.9	4.9	4.9
부채총계	664.5	892.5	995.8	1,021.6	1,042.9
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	89.4	87.0	87.0	87.0	87.0
기타포괄이익누계액	34.1	43.4	43.7	43.7	43.7
이익잉여금	38.5	37.1	18.4	33.8	57.0
비지배주주지분	57.0	87.7	90.9	94.3	97.8
자본총계	252.9	289.1	273.8	292.7	319.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	57.7	78.7	100.8	120.8	113.0
당기순이익(손실)	16.7	9.6	-8.5	21.8	29.6
유형자산상각비	17.8	42.8	90.0	92.1	77.9
무형자산상각비	11.6	11.5	12.1	10.8	9.6
운전자본의 증감	6.0	-3.9	7.3	-3.9	-4.2
투자활동 현금흐름	-51.9	-51.7	-57.3	-41.9	-42.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-36.6	-37.3	-68.4	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-13.5	14.3	-2.8	-2.1	-2.3
재무활동 현금흐름	-34.7	-31.8	15.4	-12.3	-19.5
차입금의 증감	-23.1	192.3	56.8	-9.3	-16.5
자본의 증가	-2.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-28.8	-4.7	59.0	66.7	51.4
기초현금	54.7	26.0	21.3	80.2	147.0
기말현금	26.0	21.3	80.2	147.0	198.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	238,222	257,344	262,266	282,148	303,641
EPS(지배주주)	1,154	434	-1,007	1,548	2,207
CFPS	4,544	7,135	8,779	11,092	10,665
EBITDAPS	6,749	9,471	11,070	14,188	13,761
BPS	16,496	16,967	15,410	16,708	18,665
DPS	200	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	23.0	66.1	-18.9	12.3	8.6
PCR	5.8	4.0	2.2	1.7	1.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.7	1.2	1.1	1.0
EBITDA	80.1	112.4	131.4	168.4	163.4
EV/EBITDA	7.7	7.7	5.8	4.1	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	2.6	-6.2	9.6	12.5
EBITDA 이익률	2.8	3.7	4.2	5.0	4.5
부채비율	262.8	308.7	363.6	349.0	326.6
금융비용부담률	0.3	0.6	0.8	1.0	0.9
이자보상배율(x)	5.8	3.3	1.2	1.9	2.2
매출채권회전율(x)	12.0	13.4	11.7	11.6	11.6
재고자산회전율(x)	15.5	15.2	15.4	15.2	15.2

현대그린푸드(005440) 20년 본사 실적 안정성 부각 및 자회사 실적 호조 전망

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 13,000원

현재주가 (6월 8일) 9,250원

상승여력 40.5%

KOSPI 2,184.29pt

시가총액 9,038억원

발행주식수 9,770만주

유동주식비율 50.91%

외국인비중 11.12%

52주 최고/최저가 13,550원/5,020원

평균거래대금 40.8억원

주요주주(%)

정교선 외 2인 38.44

국민연금공단 12.15

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 13.4 1.0

6개월 -20.3 -24.0

12개월 -25.4 -29.2

주가그래프



1Q20 Review: 코로나19 이슈에도 본업은 방어적인 포트폴리오 부각, 연결 자회사 실적 서프라이즈 달성

- 푸드서비스, 식재유통, 소매유통 코로나19 이슈에도 선전한 반면 외식과 신규사업(그리팅) 적자 발생
- 연결 영업이익은 현대리바트 실적 호조 및 에버다임 흑자 전환으로 서프라이즈 달성

2Q20 Preview: 외식 부진은 당분간 지속되는 이슈지만, 관계사 조업 회복 및 자회사 실적 호조 긍정적

- 외식 부문의 부진은 식품관 유통 매출액 증가로 상쇄, 관계사 업황 회복은 식수 확보에 긍정적
- 현대리바트 전년 실적을 저점으로 회복 중, B2C, B2B 동반 매출 증가. 에버다임은 고수익 제품 호조 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 1.3만원으로 13.3% 하향

- 12M Fwd EPS는 13,383원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 13배를 적용
- 본사 실적 안정성 부각 및 연결자회사 실적 호조를 감안해 음식료 평균 배수 활용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,251.7	137.2	103.1	1,056	4.7	17,483	13.5	0.8	8.3	6.1	34.4
2019	3,124.3	89.9	54.8	561	-49.7	17,576	21.1	0.7	8.5	3.2	40.2
2020E	3,235.6	115.5	102.2	1,046	85.2	17,388	8.8	0.5	3.8	6.0	41.3
2021E	3,313.1	114.0	100.4	1,028	-1.7	18,158	9.0	0.5	3.4	5.8	39.8
2022E	3,393.0	117.4	102.7	1,051	2.3	18,951	8.8	0.5	3.0	5.7	38.5

현대그린푸드(005440) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	779.2	760.8	790.6	793.8	3,124.3	834.7	778.9	809.4	812.6	3,235.6	3,313.1	3,393.0
식재사업	91.5	95.2	93.4	96.2	376.2	93.3	99.5	97.6	100.5	390.9	408.5	426.9
푸드서비스사업	151.8	160.4	165.1	172.0	649.2	155.5	163.7	168.4	175.4	662.9	676.2	689.7
유통사업	107.5	85.7	111.5	82.4	387.1	105.0	88.3	114.8	84.8	392.9	404.7	416.9
법인영업	100.3	106.6	96.9	123.6	427.4	138.6	108.7	98.8	126.1	472.2	481.7	491.3
여행사업	4.9	5.3	5.1	5.0	20.4	3.2	5.5	5.3	5.2	19.2	19.8	20.4
LED사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업	51.3	53.4	54.6	54.8	214.1	45.3	54.0	55.1	55.4	209.8	211.9	214.0
에버다임	63.5	61.4	64.4	59.3	248.6	63.6	60.8	63.7	58.7	246.8	244.4	241.9
가구사업	208.4	192.8	199.6	200.5	801.2	230.2	198.6	205.6	206.5	840.8	866.1	892.0
(% YoY)	-6.3	-3.8	-2.3	-3.2	-3.9	7.1	2.4	2.4	2.4	3.6	2.4	2.4
식재사업	9.9	9.2	9.4	4.0	8.0	2.0	4.5	4.5	4.5	3.9	4.5	4.5
푸드서비스사업	-6.9	9.3	8.2	3.1	3.2	2.5	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0
유통사업	-0.3	-2.4	-5.3	-1.9	-2.6	-2.4	3.0	3.0	3.0	1.5	3.0	3.0
법인영업	-4.2	1.0	-9.7	-2.1	-3.7	38.2	2.0	2.0	2.0	10.5	2.0	2.0
여행사업	15.8	-0.9	11.2	3.8	6.9	-34.5	3.0	3.0	3.0	-6.1	3.0	3.0
LED사업	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타사업	-14.3	15.3	11.4	3.9	2.9	-11.7	1.0	1.0	1.0	-2.0	1.0	1.0
에버다임	-15.5	-22.0	0.3	-36.2	-20.1	0.1	-1.0	-1.0	-1.0	-0.7	-1.0	-1.0
가구사업	-10.8	-17.4	-12.7	0.5	-10.5	10.5	3.0	3.0	3.0	4.9	3.0	3.0
영업이익	26.9	28.1	30.0	4.9	89.9	31.1	35.3	36.3	12.9	115.5	114.0	117.4
식재사업	5.9	7.7	7.6	8.3	29.3	6.7	8.1	8.0	8.7	31.5	32.9	34.4
푸드서비스사업	3.8	7.0	3.0	-5.8	8.0	4.3	7.3	3.2	1.1	16.0	16.3	16.6
유통사업	8.2	4.4	9.4	4.0	26.0	9.1	4.6	9.8	4.2	27.8	28.6	29.5
법인영업	1.3	2.8	0.6	3.7	8.4	3.5	3.0	0.7	3.9	11.2	11.4	11.6
여행사업	1.8	2.2	1.9	0.9	6.8	0.1	2.3	1.9	1.0	5.2	5.3	5.5
LED사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업	-0.7	0.3	1.1	-2.2	-1.5	-3.8	0.3	1.1	-6.0	-8.4	-8.5	-8.5
에버다임	-0.4	2.0	1.7	-0.3	3.1	1.1	4.0	3.7	1.7	10.6	5.7	5.6
가구사업	8.5	3.1	6.1	-2.6	15.1	11.2	7.1	9.1	-0.6	26.9	27.4	28.0
연결조정	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-5.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-5.2	-5.2	-5.2
세전이익	48.4	42.4	42.5	-34.7	98.6	53.1	49.6	48.7	3.7	155.1	153.6	157.0
(% YoY)	-2.2	-28.7	1.8	적전	-45.9	9.7	17.0	14.7	흑전	57.3	-1.0	2.3
순이익(지배)	32.4	28.0	26.7	-32.4	54.8	33.1	33.9	32.6	2.7	102.2	100.4	102.7
(% YoY)	2.4	-16.8	4.8	적전	-46.9	2.0	21.0	22.0	흑전	86.5	-1.8	2.3
지배순이익률(%)	4.2	3.7	3.4	-4.1	1.8	4.0	4.4	4.0	0.3	3.2	3.0	3.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,251.7	3,124.3	3,235.6	3,313.1	3,393.0
매출액증가율 (%)	28.3	-3.9	3.6	2.4	2.4
매출원가	2,682.2	2,586.3	2,677.7	2,741.8	2,808.0
매출총이익	569.6	538.1	557.9	571.3	585.1
판매관리비	432.3	448.2	442.4	457.3	467.6
영업이익	137.2	89.9	115.5	114.0	117.4
영업이익률	4.2	2.9	3.6	3.4	3.5
금융손익	12.8	12.3	11.3	11.3	11.3
중속/관계기업손익	46.8	22.7	37.9	37.9	37.9
기타영업외손익	-14.5	-26.3	-9.5	-9.5	-9.5
세전계속사업이익	182.3	98.6	155.1	153.6	157.1
법인세비용	55.1	34.6	36.7	37.2	38.0
당기순이익	127.2	63.9	118.5	116.4	119.0
지배주주지분 순이익	103.1	54.8	102.2	100.4	102.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,132.4	1,119.7	1,336.6	1,437.8	1,541.8
현금및현금성자산	55.4	69.2	263.4	346.3	431.4
매출채권	436.8	423.4	433.4	443.8	454.4
재고자산	315.4	291.0	297.9	305.1	312.4
비유동자산	1,705.0	1,846.9	1,656.9	1,662.5	1,668.6
유형자산	440.2	545.1	540.3	540.6	540.9
무형자산	281.7	249.7	242.7	236.4	230.2
투자자산	932.4	945.0	766.4	778.0	790.0
자산총계	2,837.4	2,966.6	2,993.5	3,100.3	3,210.4
유동부채	455.4	527.2	544.2	546.1	548.4
매입채무	245.8	257.2	263.3	269.6	276.1
단기차입금	32.3	39.4	34.8	24.8	14.8
유동성장기부채	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동부채	270.9	323.0	330.3	337.2	344.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.0	1.4	1.2	1.2	1.2
부채총계	726.3	850.2	874.5	883.3	892.7
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.1	448.8	448.8	448.8	448.8
기타포괄이익누계액	157.1	144.2	67.4	67.4	67.4
이익잉여금	1,130.6	1,151.9	1,210.3	1,285.6	1,363.0
비지배주주지분	402.9	399.1	420.1	442.9	466.2
자본총계	2,111.1	2,116.4	2,119.0	2,217.1	2,317.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	95.4	177.2	226.8	237.5	240.0
당기순이익(손실)	127.2	63.9	118.5	116.4	119.0
유형자산상각비	33.7	54.2	102.2	114.7	114.7
무형자산상각비	7.6	7.4	6.5	6.3	6.2
운전자본의 증감	-95.8	13.5	5.8	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-98.4	-124.2	-33.9	-126.6	-127.0
유형자산의증가(CAPEX)	-71.6	-132.1	-126.6	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-73.5	-12.6	178.6	-11.6	-12.0
재무활동 현금흐름	8.6	-39.4	0.6	-28.0	-28.0
차입금의 증감	-2.6	61.6	6.4	-9.6	-9.6
자본의 증가	3.9	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.7	13.8	194.2	82.9	85.1
기초현금	49.7	55.4	69.2	263.4	346.3
기말현금	55.4	69.2	263.4	346.3	431.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,281	31,977	33,116	33,909	34,728
EPS(지배주주)	1,056	561	1,046	1,028	1,051
CFPS	2,180	1,929	2,333	2,462	2,472
EBITDAPS	1,827	1,550	2,295	2,405	2,439
BPS	17,483	17,576	17,388	18,158	18,951
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	1.5	1.8	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	21.1	8.8	9.0	8.8
PCR	6.6	6.1	4.0	3.8	3.7
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EBITDA	178.5	151.5	224.2	234.9	238.3
EV/EBITDA	8.3	8.5	3.8	3.4	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	3.2	6.0	5.8	5.7
EBITDA 이익률	5.5	4.8	6.9	7.1	7.0
부채비율	34.4	40.2	41.3	39.8	38.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	68.2	28.8	24.5	19.5	20.1
매출채권회전율(x)	7.3	7.3	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	10.6	10.3	11.0	11.0	11.0

Buy

적정주가(12개월) 520,000원

현재주가 (6월 8일) 376,000원

상승여력 38.3%

KOSPI 2,184.29pt

시가총액 4,256억원

발행주식수 113만주

유동주식비율 32.14%

외국인비중 12.36%

52주 최고/최저가 600,000원/211,500원

평균거래대금 12.7억원

주요주주(%)

롯데지주 외 11인 48.23

국민연금공단 6.40

주가상승률(%)

절대주가 상대주가

1개월 -3.0 -13.6

6개월 -11.2 -15.4

12개월 -31.4 -34.9

주가그래프



1Q20 Review: 코로나19 피해 방어. 유지 부문은 가격 인상으로 수익성 유지 성공

- 병과는 3월 더위 효과, 가정용 디저트 수요 증가로 수혜. 파스퇴르는 전년수준 유지.
- 육가공 신선육 부진으로 매출 감소 기록했지만 전년부터 이어진 판촉비 절감 노력으로 수익성은 개선

2Q20 Preview: 육가공 부문은 전년 대비 수익성 개선 노력 지속, 이른 더위에 따른 병과 매출 호조 기대

- 육가공 부문은 전년도 매출액이 유지되는 가운데 신제품 관련 판촉비를 절감하며 수익성 개선 중
- 분유 수출은 동남아 지역으로 수출처를 다변화 노력, 이른 더위 효과로 병과 매출 호조 기대

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 52만원으로 13.3% 하향

- 12M Fwd EPS는 36,935원이며 적정주가 산출을 위한 Target PER은 14배를 적용
- 적용 배수는 1위 식자재 업체 CJ프레시웨이 대비 25% 할인 적용. 소재 성격이 강한 식품 포트폴리오 고려

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,810.8	67.6	42.5	37,584	-47.9	602,962	18.9	1.2	8.4	6.3	77.0
2019	1,788.0	49.5	37.5	33,151	-11.8	625,100	12.5	0.7	6.5	5.4	86.7
2020E	1,801.9	57.0	39.3	34,732	4.8	640,961	10.8	0.6	5.7	5.5	97.6
2021E	1,855.7	62.4	43.1	38,086	9.7	669,401	9.9	0.6	5.2	5.8	93.7
2022E	1,911.3	68.2	47.5	41,955	10.2	701,711	9.0	0.5	4.8	6.1	89.7

롯데푸드(002270) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	425.2	466.4	477.6	418.8	1,788.0	409.2	474.5	490.6	427.6	1,801.9	1,855.7	1,911.3
유지식품	175.3	208.1	203.9	123.5	710.8	165.6	212.3	205.9	123.5	707.4	721.5	735.9
빙과 등	83.2	128.6	136.7	51.1	399.6	84.0	131.2	140.8	52.6	408.6	420.9	433.5
육가공 등	166.8	129.7	137.0	244.2	677.6	159.5	131.0	143.8	251.5	685.9	713.3	741.8
(% YoY)	-1.3	-0.8	-3.8	1.3	-1.3	-3.8	1.7	2.7	2.1	0.8	3.0	3.0
유지식품	-14.5	-0.9	0.5	3.0	-13.2	-5.5	2.0	1.0	0.0	-0.5	2.0	2.0
빙과 등	-9.1	0.0	-3.3	-4.0	-10.5	1.0	2.0	3.0	3.0	2.3	3.0	3.0
육가공 등	24.2	-1.5	-10.0	1.5	24.2	-4.3	1.0	5.0	3.0	1.2	4.0	4.0
영업이익	8.6	18.6	21.2	1.2	49.5	9.9	21.1	23.1	2.8	56.9	62.4	68.2
유지식품	9.5	9.7	10.4	14.3	43.9	10.4	10.9	10.9	14.6	46.8	48.5	50.2
빙과 등	1.2	11.5	13.0	-7.7	18.0	1.2	11.9	13.5	-7.8	18.7	19.3	19.9
육가공 등	-2.2	-2.6	-2.3	-5.5	-12.5	-1.6	-1.7	-1.4	-3.9	-8.6	-5.4	-1.9
(% YoY)	-46.2	-18.8	-23.0	-10.2	-26.8	15.9	13.5	9.2	142.4	15.1	9.6	9.3
유지식품	-1.1	1.4	33.3	132.9	32.6	9.0	13.0	4.9	1.7	6.6	3.5	3.5
빙과 등	-67.1	-11.2	-5.5	231.7	-35.7	-3.4	3.1	4.1	2.3	3.7	3.0	3.0
육가공 등	-180.7	-862.6	-138.1	116.4	-295.6	-25.2	-33.9	-39.7	-29.2	-31.4	-37.6	-65.2
영업이익률(%)	2.0	4.0	4.4	0.3	2.8	2.4	4.4	4.7	0.7	3.2	3.4	3.6
유지식품	5.4	4.6	5.1	11.6	6.2	6.3	5.1	5.3	11.8	6.6	6.7	6.8
빙과 등	1.4	9.0	9.5	-15.0	4.5	1.4	9.1	9.6	-14.9	4.6	4.6	4.6
육가공 등	-1.3	-2.0	-1.6	-2.2	-1.8	-1.0	-1.3	-0.9	-1.5	-1.3	-0.8	-0.3
세전이익	10.0	19.1	20.2	0.3	49.6	8.8	19.6	21.5	1.5	51.4	56.5	62.3
(% YoY)	-28.9	-4.2	-14.7	-116.1	-11.4	-11.4	2.3	6.5	417.0	3.7	10.0	10.2
순이익	7.2	14.5	15.3	0.5	37.5	6.8	14.8	16.3	1.1	39.1	42.8	47.2
(% YoY)	-32.3	-4.2	-14.5	-146.2	-11.8	-5.3	2.2	6.7	112.8	4.1	9.6	10.2
순이익률(%)	1.7	3.1	3.2	0.1	2.1	1.7	3.1	3.3	0.3	2.2	2.3	2.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,810.8	1,788.0	1,801.9	1,855.7	1,911.3
매출액증가율 (%)	-0.4	-1.3	0.8	3.0	3.0
매출원가	1,503.0	1,487.8	1,498.9	1,543.7	1,590.0
매출총이익	307.8	300.3	303.0	312.0	321.3
판매관리비	240.3	250.8	246.1	249.6	253.2
영업이익	67.6	49.5	57.0	62.4	68.2
영업이익률	3.7	2.8	3.2	3.4	3.6
금융손익	-8.8	-4.5	-5.1	-5.0	-5.0
중속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-2.8	4.7	-0.1	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	55.9	49.6	51.7	56.9	62.7
법인세비용	13.4	12.0	12.4	13.8	15.2
당기순이익	42.5	37.5	39.3	43.1	47.5
지배주주지분 손이익	42.5	37.5	39.3	43.1	47.5
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	450.2	624.5	730.4	755.4	786.3
현금및현금성자산	43.0	28.6	122.1	127.3	137.8
매출채권	189.4	192.4	196.5	203.0	209.7
재고자산	192.3	227.2	232.0	239.6	247.5
비유동자산	758.1	696.6	702.9	712.2	720.4
유형자산	541.0	582.9	571.6	580.8	588.9
무형자산	47.1	46.2	45.1	44.5	44.0
투자자산	40.0	27.2	27.3	27.9	28.6
자산총계	1,208.3	1,321.2	1,433.4	1,467.6	1,506.7
유동부채	181.0	453.8	602.5	608.0	613.9
매입채무	83.5	80.2	81.9	84.6	87.3
단기차입금	3.0	12.0	21.0	20.0	19.0
유동성장기부채	0.0	100.0	232.4	227.4	222.4
비유동부채	344.8	159.8	105.4	101.9	98.5
사채	149.8	49.9	45.0	40.0	35.0
장기차입금	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	525.8	613.6	707.9	709.9	712.4
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	-11.1	2.8	2.6	2.6	2.6
이익잉여금	911.7	922.9	941.0	973.2	1,009.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	682.5	707.5	725.5	757.7	794.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	96.8	47.7	85.6	92.3	97.2
당기순이익(손실)	42.5	37.5	39.3	43.1	47.5
유형자산상각비	42.0	48.2	49.0	49.8	50.9
무형자산상각비	3.9	3.1	1.2	0.6	0.5
운전자본의 증감	-6.1	-52.4	-11.2	-6.7	-7.0
투자활동 현금흐름	-33.2	-49.3	-71.3	-58.4	-58.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-59.2	-74.8	-62.9	-60.0	-60.0
투자자산의 감소(증가)	-2.5	12.6	-0.1	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	-119.1	-12.8	79.1	-28.7	-28.4
차입금의 증감	-90.4	17.4	86.1	-10.9	-10.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.5	-14.4	93.5	5.2	10.5
기초현금	98.4	43.0	28.6	122.1	127.3
기말현금	43.0	28.6	122.1	127.3	137.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	1,599,839	1,579,714	1,591,938	1,639,506	1,688,619
EPS(지배주주)	37,584	33,151	34,732	38,086	41,955
CFPS	105,304	99,925	96,643	99,615	105,434
EBITDAPS	100,286	89,073	94,701	99,596	105,671
BPS	602,962	625,100	640,961	669,401	701,711
DPS	15,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	2.1	2.9	3.2	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	12.5	10.8	9.9	9.0
PCR	6.7	4.1	3.9	3.8	3.6
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	113.5	100.8	107.2	112.7	119.6
EV/EBITDA	8.4	6.5	5.7	5.2	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	5.4	5.5	5.8	6.1
EBITDA 이익률	6.3	5.6	5.9	6.1	6.3
부채비율	77.0	86.7	97.6	93.7	89.7
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	12.0	9.5	9.5	10.4	11.4
매출채권회전율(x)	9.0	9.4	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	9.8	8.5	7.8	7.9	7.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생될 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

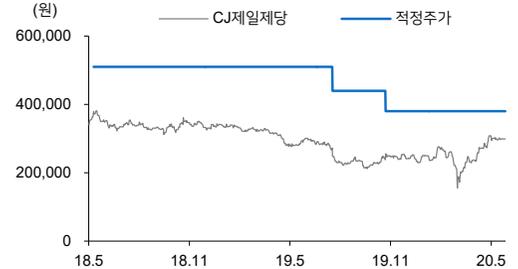
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.29	산업브리프	Buy	30,000	김정옥	-33.9	-8.0	
2019.10.17	산업분석	Buy	34,000	김정옥	-17.1	-13.1	
2019.11.07	산업분석	Buy	37,000	김정옥	-22.5	-11.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	40,000	김정옥	-13.7	-10.0	
2020.05.18	기업브리프	Buy	45,500	김정옥	-19.2	-14.7	
2020.06.09	산업분석	Buy	50,000	김정옥	-	-	

CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

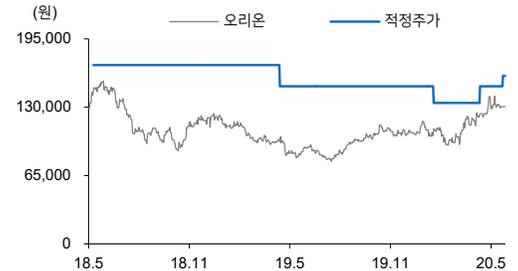
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.07		1년 경과			-43.6	-40.9	
2019.08.09	기업브리프	Buy	440,000	김정욱	-47.6	-43.5	
2019.11.12	기업브리프	Buy	380,000	김정욱	-	-	



오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

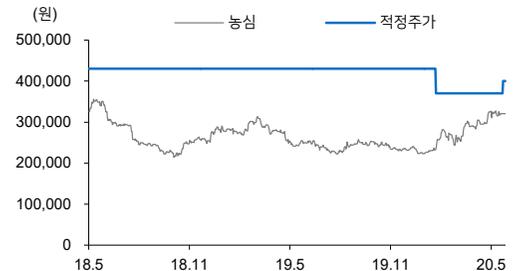
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.07	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-35.5	-22.3	
2020.02.06	기업브리프	Buy	134,000	김정욱	-19.7	-7.1	
2020.04.29	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-13.5	-6.3	
2020.06.09	산업분석	Buy	160,000	김정욱	-	-	



농심 (004370) 투자등급변경 내용

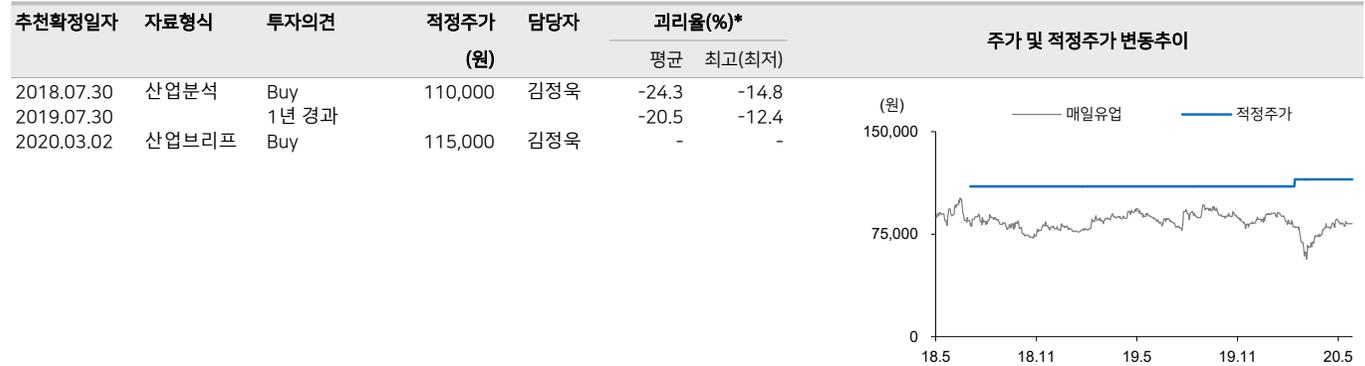
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.23		1년 경과			-44.3	-40.0	
2020.02.10	기업브리프	Buy	370,000	김정욱	-22.5	-11.5	
2020.06.09	산업분석	Buy	400,000	김정욱	-	-	



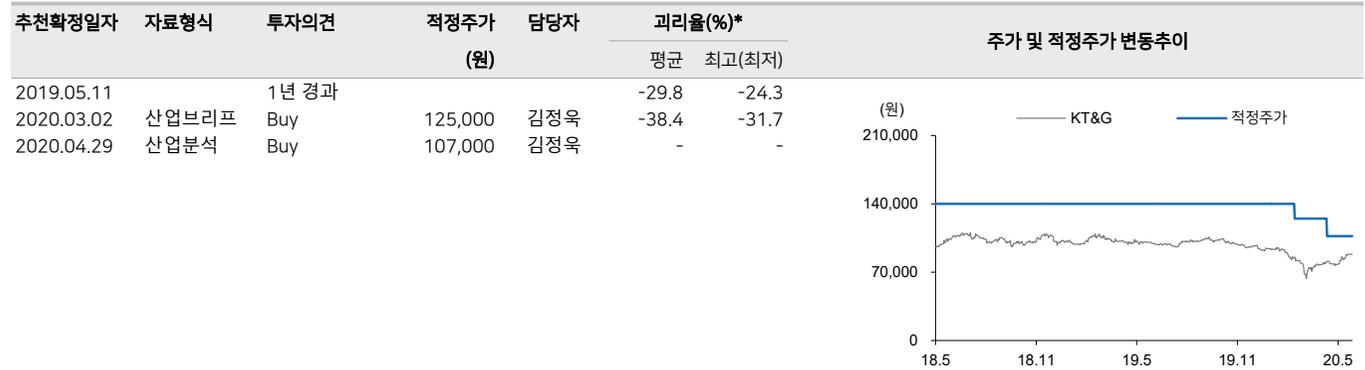
매일유업 (267980) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



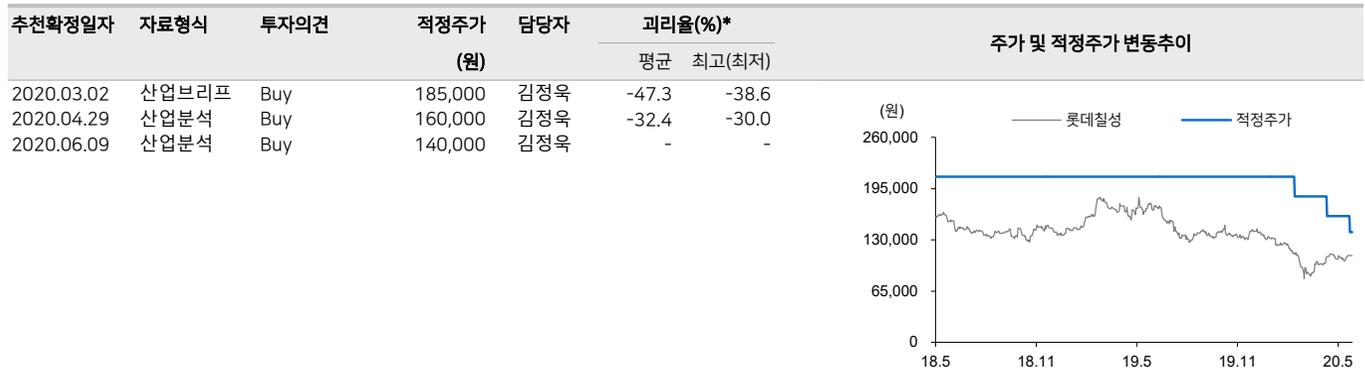
KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데칠성 (005300) 투자등급변경 내용

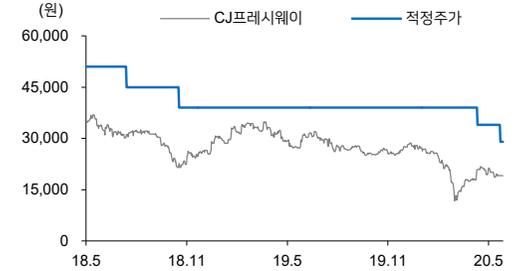
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



CJ프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

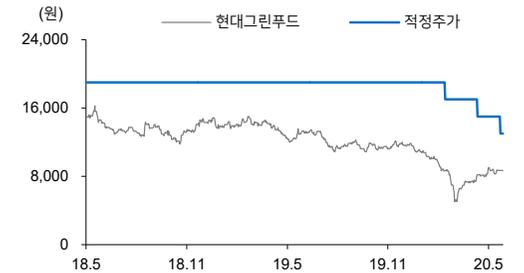
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.10	기업브리프	Buy	45,000	김정욱	-34.8	-27.7	
2018.11.12	기업브리프	Buy	39,000	김정욱	-25.9	-10.6	
2019.11.12	1년 경과				-41.0	-26.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	34,000	김정욱	-40.3	-36.2	
2020.06.09	산업분석	Buy	29,000	김정욱	-	-	



현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.14		1년 경과			-38.6	-28.7	
2020.03.02	산업브리프	Buy	17,000	김정욱	-57.7	-48.2	
2020.04.29	산업분석	Buy	15,000	김정욱	-43.5	-39.5	
2020.06.09	산업분석	Buy	13,000	김정욱	-	-	



롯데푸드 (002270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.07	산업분석	Buy	800,000	김정욱	-42.6	-24.4	
2020.03.02	산업브리프	Buy	700,000	김정욱	-54.7	-44.6	
2020.04.29	산업분석	Buy	600,000	김정욱	-36.9	-35.4	
2020.06.09	산업분석	Buy	520,000	김정욱	-	-	

