산업분석 | 음식료

2020 년 4 월 21 일

음식료

육류에도 관심을 가져보자

Analyst
심지현
02 3779 8640
simjin@ebestsec.co.kr

Overweight

음식료 (Overweight)

Top Picks	**이지바이오**	
	투자의견	NR
	목표주가	NR
	롯데푸드	
	투자의견	Buy (신규)
	목표주가	450,000 원 (신규)
	매일유업	
	투자의견	Buy (신규)
	목표주가	100,000 원 (신규)

어쩌면 육류 시장에도 해 뜰 날이

상반기 화재의 음식료 Top-Picks 는 단연코 라면과 간편식이지만, 드러나 보이지 않는 부문 중에서도 알짜배기를 골라낼 수 있다. 대표적 부문이 육류 시장이다. 축산/사료/육가공은 내수 시장의 경쟁 구도와 수익성이 오랫동안 고정된 채로 잘 움직이지 않아 다소 재미없는 시장으로 여겨져 왔지만, 이 시장에도 드디어 햇볕들 날이 기대되고 있다.

육류 시장 전반이 재미있어지고 있는 세 가지 이유가 있다. 1)먼저 미국 육가공 공장이 잇달아 셧다운되고 식량 이동이 제한되는 등 육류를 중심으로 단기적 공급 병목 현상 우려감이 증가하고 있다. 반면 국내 축산 시장은 코로나19 이후 수입산 육류 소비 위주의 외식 시장에서 국내산 육료 소비 위주의 가정식으로 수요가 이동하는 등 안정적 레벨 하에서 수요가 증가하고 있다. 2)또한 작년 말 ASF 여파로 인한 수입육류 악성재고가 올 초 시장에서 거의 소화되며, 장기간 저가에 머무르던 양돈 가격이 3 월을 기점으로 상당폭 반등했다. 3)또한 오랫동안 진행되어온 축산 업계 내 수직계열화 진행 과정에서 또 다시 한번 눈에 띄는 움직임이 포착되었다. 이에 축산/사료/육가공 시장의 마진에 대한 고민을 다시 한번 해보아야 하는 시기라고 판단된다.

이지바이오, 분할 및 해외 모멘텀 강력 기대

신설 이지바이오의 예상 시가총액은 약 1,500 억원대, 사료사업부는 14%대 중후반, 사료첨가제 사업부는 21~22%대 정도의 고마진을 유지할 것으로 예상한다. 이는 사료첨가제 시장 전체가 고성장이 예상되는 상황에서, 동사의 해외 시장 확대가 빠르게 이루어지고 있기 때문이다. 대리점에서 법인으로 판매 루트를 바꾸는 과정에서 매출 딜레이가 2 년정도 생기는데, 2 년 전 태국시장 현지법인 설립, 2019 년 미국 및 베트남 시장 현지법인 설립 등 성장 스토리가 넉넉하게 마련된 상황이다.

또한 일시적으로 높게 잡힌 부채비율은 분리하는 과정에서 높게 계산된 것이며, 부채 대비 이익이 굉장히 높게 잡혀있는 점을 주목해야 한다. 연간 200 억 가량의 영업이익이 발생할 것으로 추정되는 상황이기 때문에, 차입금 상환 시 몇 년 내 아주 빠르게 이루어질 가능성이 높아 배당성장 역시 기대되는 상황이다.

산업분석

음식료
Overweight

육류에 관심을 가져보자

Contents

Part I 어쩌면 육류 시장도 해 뜰 날이 4

Part II 육류 산업 기초 7

Part III 코로나 19 전후의 육류 17

기업분석

이지바이오(035810) 26

롯데푸드(002270) 35

매일유업(267980) 38

Part I 어쩌면 육류 시장도 해 뜰 날이

코로나 19 이후 음식료 소비의 특징

어느 글에서는 '이벤트'란 기존의 상태를 영구적으로 바꾸는 사건, 다시 말해 그 이전으로는 돌아가지 않게끔 항상성을 깨트릴 임계점 이상의 영향을 주는 사건을 일컫는다고 묘사했다. 이에 따르면 올 초 발발한 코로나 19 도 일종의 이벤트였다. 특히 잘 변하지 않는다고 생각했던 사람의 기본 행위, '먹는다'는 행동이 변하고 있다는 점에서 더더욱 그러하다.

예기치 못한 전 세계적 위기로 인해 미래의 식사에 대한 상상은 코앞까지 다가왔다. 드러난 사람들의 일상은 기존에 상상했던 모습과 닮은 면도 있고, 아닌 면도 있었다. 가령 간편가공식의 수요가 전국적으로 늘어난 반면, 사람들은 집에서 커피를 수백 번 휘저어 마시는 불편함을 즐기기도 했다. 이러한 입체성은 분명 단일한 요인으로만 만들어지지는 않았을 것이다. 13 일 발간된 <사과나무 시리즈>에서 간략히 소개했듯이, 코로나 19 확산 후의 음식료에 나타난 특징은 다음 8 가지 특징으로 정리된다[표 1].

표1 코로나 19 시대의 新 음식료

번호	특징	내용
1	외식에서 가공식품으로	외식업계가 부진하며 B2B 식자재 유통 기업 실적 악영향, 소재식품 수요 감소, 비축식 가공식품 선별적 수요 증가(라면, 간편식, 제과)
2	온라인 시대	의류, 전자 등 전체 소비재 품목 중에서 가장 빠르게 온라인 채널로 전환되는 업종이 음식료. 특히 코로나 19 이후 해당 움직임은 음식료에서 가장 가파르게 나타나는 중
3	구관이 명관	기존에는 신제품 위주로 매출 증대가 이루어졌다면 코로나 19 이후 사람들은 기존제품으로 돌아가려는 성향 강해짐. 이는 기업이 신제품 프로모션을 하기 힘든 상황이라는 점도 영향
4	돌아온 가성비	18~19 년도에 음식료 기업들은 대체로 프리미엄/가성비 양대루트 전략을 채택 중이었으나, 코로나 19 진정 이후 다시 가성비 위주로 넘어올 가능성 증가
5	잘게 쪼개진 소비	B2B 에서 B2C 로의 변화가 빠르게 일어나며, 1 인분으로 팔거나 작게 소분해서 파는 움직임이 더욱 두드러지게 나타남
6	오락성 음식소비	코로나 19 이후 집콕족이 늘어나며 기존의 SNS 공유 트렌드, 펀슈머 트렌드가 더욱 강화되어, 오락성 음식소비 증가 추이에 가속도 붙음(ex. 달고나 커피)
7	매크로가 미치는 영향 증가	전 세계가 코로나 19 로 영향을 받으며 매크로 변수가 음식료 주가에 미치는 영향이 늘어남
8	인식 확산	기존 얼리어답터, 젊은층 위주로 소비되던 HMR/밀키트 등도 자연스럽게 전 국민에 인식 범위 늘어남

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

해당 포인트에 따른 코로나 19 이후 음식료 세부 분류 별 전망을 크게 비축식량, 건강식품, 기호식품, 식료품, 식자재 유통 다섯 가지 부문으로 나눠 [표 2]에 정리했다. 다섯 가지 대분류를 나눈 기준은 사람들이 코로나 19 에 대해 각 부문에 대해 보인 서로 다른 반응이다.

표2 코로나 19 이후 세부 분류별 현황 및 전망

대분류	중분류	의견	현황 및 전망
비축식량 (상온보관 가능)	라면	↑↑	■ 코로나 19 발발 직후부터 국내외 양쪽 시장에서 오더 물량이 급증 ■ 국내 기업들은 가동률을 최대한 끌어올려 대응 중 ■ 해외 코로나 19 확산 시기가 국내보다 늦었던 것을 감안하면 증가한 수요는 적어도 2Q20 까지는 지속 전망 ■ 이후 코로나 19 이전보다 증가한 수준에서 수요 안정될 것 ■ 이는 해외 시장에서 제품 인식도가 오르며 판매 증가가 이뤄졌기 때문
	간편식/냉동식/HMR	↑↑	■ 간편/냉동/HMR 시장 역시 라면과 마찬가지로 오더 물량이 급증 ■ 특히 기존에 HMR 등을 경험해보지 못했던 계층에까지 인식을 확장
	제과-파이/스낵/제빵	↑	■ 기존에 전체적으로 디저트 수요가 많이 증가한 상황이었음 ■ 여기에 비축 가능/포만감 존재 제과를 중심으로 국내외 수요 가파르게 증가
건강식품	건강식품	↑	■ 코로나 19 이후 건강식품 관심 증대로 인해 건기식 제품 수요 증대 ■ 또한 및 매일유업의 프로틴 음료 등 건강을 타겟으로 한 제품도 반사 이익 예상
기호식품	주류	=	■ 주류 전체 시장은 코로나 19 이후 소폭 감소세 보였으나 채널별로 현황 상이 ■ 유흥채널 매출은 외식 수요 감소로 인해 상당 폭 하락 ■ 반면 가정채널 매출은 상대적으로 수요 안정적
	유제품(우유,분유)	↓	■ 온라인 채널 전환이 제한적인 유제품 특성상 오프라인 중심(편의점 등) 판매량 하락
	제과-Confectionary	=	■ 파이/스낵/제빵 등에 비해 비교적 포만감이 적어 대체로 수요 안정적 ■ 향후 디저트시장 성장과 함께 완만하게 외형 클 것으로 전망
	커피	=	■ 대형 커피 프랜차이즈 매출이 코로나 19 대비해 비교적 적게 감소 ■ 반면 홈까페 등 B2C 매출 증가로 인해 소폭 수요 상승, 전체적으로 상쇄 전망
	빙과/청량음료	↓	■ 빙과 역시 매출의 온라인 채널 전환이 비교적 힘들어 단기 수요 하락 불가피 ■ 다만 코로나 19 발발 시기가 비수기라 영향 제한적
식료품	신선식품,농산물	↓	■ 외식수요 급감으로 인해 신선식품 및 농산물 수요 급감 ■ 국내서 농산물꾸러미 등의 판매 방식으로 대응한 점 특징적
	조미료 (제분,제당,전분,유지)	↓	■ 외식 및 단체급식 등의 B2B 수요 하락으로 인해 상반기 내 둔화 불가피 ■ 다만 HMR/가공식품 조리에 들어가는 B2B 매출 및 홈쿡 수요 증가로 인한 B2C 수요가 둔화폭을 어느 정도 상쇄 가능할 것
	쌀 등	↑	■ 지난 2 년여간 정부 영향으로 가격이 가파르게 상승했다가 작년 말부터 하락 ■ 국내 쌀 공급우세 현황과 2~3 월 이후 급증한 농축산/가공물 수출 추이가 서로 상쇄돼 전체적으로 큰 변화 없을 것으로 전망
	육류(축산/사료)	=	■ 작년 말 악성재고를 시장이 어느 정도 소화한 것으로 판단, 가격 장기 회복 전망 ■ 주요 축산 기업의 해외 진출 가속화에 따른 마진 상승 전망
식자재유통	외식	↓↓	■ 연초부터 둔화되었던 외식업은 재택체제 본격화 이후 추가적으로 둔화된 것으로 판단 ■ 최소 2Q20 까지 악영향 불가피
	단체급식	↓↓	■ 재택 체제가 끝날 조짐이 조금씩 보이며 2Q20 를 기점으로 고비는 지날 것
	배달음식	↑	■ 언택트 배송 유행을 계기로 HMR 처럼 기존 경험해보지 않았던 소비자에게까지 경험 축적, 배달음식 시장 장기 성장 전망
	온라인 거래	↑↑	■ 2 월 온라인 유통업체 15 사 업종별 YoY 성장률: 식품 +92.5% ■ 중국과 같이 한번 온라인 및 모바일 채널로 식품 구매 수요가 넘어오면 되돌림 현상이 일어날 확률은 적다고 판단

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

정리된 것처럼 전체 음식료 내 세부업종 Top-picks 로는 여전히 라면, 간편, 냉동, HMR 등의 부문을 꼽고 있다. 다만 라면과 간편식을 보자는 이야기는 모두가 이미 1 월부터 끊임없이 반복해왔다. 따라서 코로나 19 이후 해당 부문 외에 어떤 세부 시장을 돌이켜볼 차례가 되었는지에 관해서는, 농축산/사료/육가공 시장을 가장 우선으로 꼽고 있다. 이유는 크게 세 가지다.

첫 번째, 국내와 해외의 육류 시장 흐름이 현재 약간 이질감을 보이고 있다. 미국 육가공 공장이 잇달아 셧다운되고 유럽 등 주요 국가 사이에서 식량 이동이 제한되며 육류를 중심으로 공급 병목 현상 우려감이 증가하고 있다. 반면 국내 축산 시장은 오랜 기간 동안의 공급우위 상태로 인해 육류 공급이 안정적인 상황이다. 또한 수입산 육류를 주로 사용하던 외식 업체에서부터 코로나19 이후 국내산 육류를 주로 사용하는 가정 요리(홈쿡)로 수요가 이동하며 상반기 내 국내산 육류 수요가 안정적일 것으로 전망되는 상황이다. 또한 2 월 이후 해외발 식량쇼크 문제가 대두되며 2~3 월 국내 농축산물 및 가공식품 전반의 수출량이 급증한 것도 해당 수요량을 뒷받침한다.

두 번째, 작년 말 ASF 여파로 인한 악성재고가 올 초에 거의 소화되며 장기간 저가에 머무르고 있던 양돈 가격이 3 월 기점으로 상당 폭 증가했다. 구조적으로 변동성 높은 상태로 저가에 머무르고 있던 육계 가격 역시 3 월을 기점으로 BEP 를 돌파했다. 향후 육류 가격이 적어도 작년만큼 하락하지는 않을 것으로 기대되는 상황이다.

세 번째, 오래 전부터 진행되어 온 축산 수직계열화 진행 과정에서, 계열화 농장 및 분할상장 등 또 다시 한번 눈에 띄는 움직임이 포착되었다. 이에 오랫동안 고정되어온 시장에 수익성 및 성장성에 대한 질문을 다시 던질만한 상황이다. 현재 국내 축산시장은 대부분의 부문에서 성장이 정체된 상태로, 작년 말 기준 육류 가격 하락으로 인해 수익성까지 가파르게 악화된 상황이다. 이 상황에서 고마진 사업부 분할상장을 카드로 들고 나온 이지바이오가 주목되는 상황이다.

Part II 육류 산업 기초

축산/사료 상장사 비교정리

실적 비교에 앞서 [표 3]에서 축산/사료 관련 상장사들의 사업부별 매출/영업이익 비중 및 마진을 2019 년 연간 실적 기준으로 정리해보았다. 국내 대형 축산/사료 기업은 밸류체인별로 나눴을 때 크게 사료 → 양돈, 가금 등의 농장/도축 → 기타(육가공)으로 분류되는 사업부의 일부 혹은 전체를 가지고 있다. 전체를 가지고 있는 경우 계열화가 상당히 진행된 경우며, 일부를 담당하는 기업을 자회사/계열사 형태로 가지고 있는 경우가 많다. 어느 정도 규모가 있는 계열화 그룹을 기준으로 나눈다면 이지바이오 계열, 하림지주 계열, 그리고 이 두 지주에 묶여있지 않은 기타 계열로 나눌 수 있다. 각 기업이 사업부에 붙인 명칭의 기준이 조금씩 상이하기 때문에 [표 3]에서 각 사업부가 구체적으로 어떤 사업을 영위하는지 간단히 정리했다.

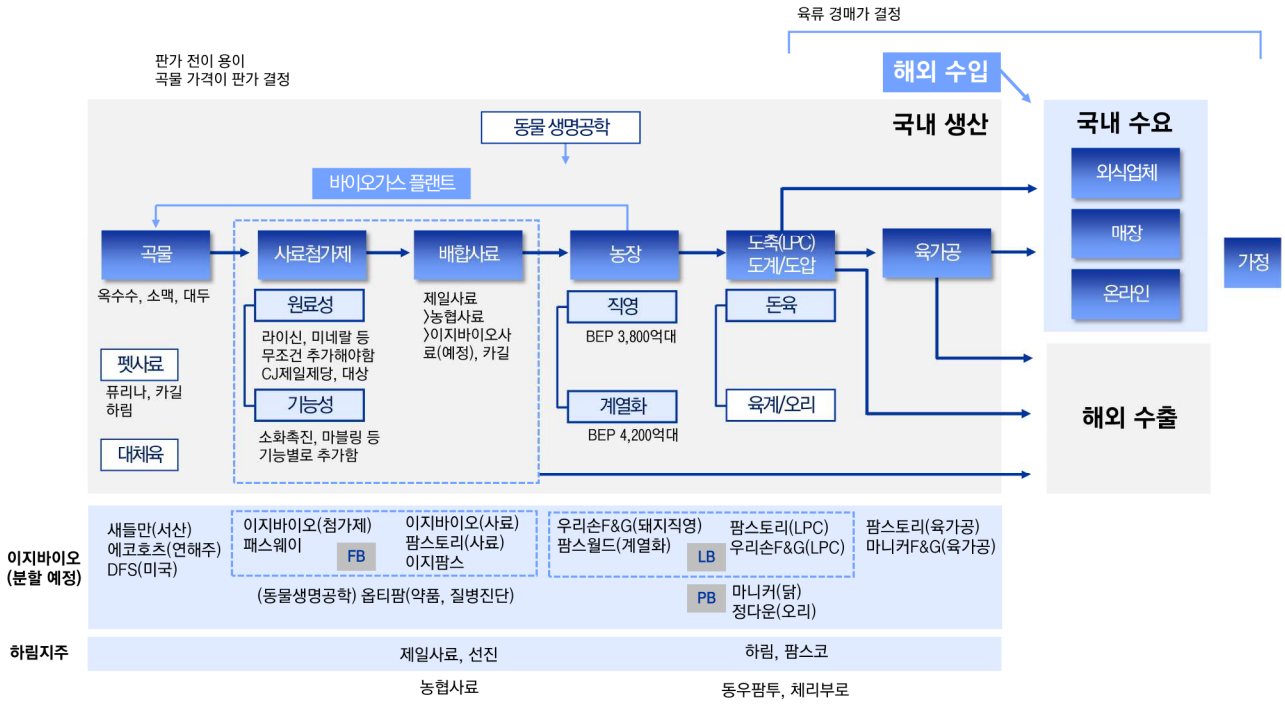
밸류체인을 더 자세히 살펴보면 [그림 1]와 같다. 먼저 옥수수, 소맥, 대두 등의 곡물로 동물이 먹는 사료가 만들어진다. 사료에 들어가는 사료첨가제는 크게 두 가지로 나뉘는데, 먼저 라이신, 미네랄 등 사료에 무조건 추가해야 하는 원료성 사료와, 소화촉진을 돕거나 마블링을 더 좋게 해주는 등 원하는 기능별로 추가 가능한 기능성 사료첨가제로 나뉜다. 원료성 첨가제는 CJ 제일제당, 대상 등에서 생산하고 기능성 첨가제는 이지바이오 등에서 생산한다. 기능성 첨가제는 가축을 키우는 농장에서 구매하기도 하고, 반대로 원하는 기능을 사료첨가제 기업에 생산요청 하기도 한다. 이를 통해 완성된 배합사료는 가축을 기르는 농장에서 구매하거나 수출한다. 사료첨가제 제품들은 해외 수요가 높기 때문에 해외 수출 비중이 매우 중요하며, 국내 사료첨가제 시장은 최근 몇 년간 빠른 속도로 해외에 진출했다.

표3 축산/사료/육가공 상장사 사업부 별 2019년 비중 및 마진

그룹	지분율 (%)	기업명	시총 (십억원)	사업부	매출比 (%)	OP比 (%)	OPM (%)	사업부 상세
이지바이오	-	이지바이오	232	사료	62.4	46.9	5.1	사료사업, 사료첨가제사업 등
				축산/육가공	32.5	-3.7	-0.8	종축 및 비육사업, 도축 및 유통사업 등
				가금(도계)	33.5	-7.5	-1.5	도계 및 가공사업, 도압 및 가공사업 등
				기타	4.4	3.4	5.4	해외자원개발사업, 곡물생산사업, 투자업 등
	66.68	팜스토리	106	사료	63.1	181.7	4.4	사료사업, 사료첨가제사업 등
				육가공	34.0	-100.6	-4.5	종축사업, 도축및유통사업 등
				가금	10.3	29.6	4.4	도계및가공사업, 도압및가공사업 등
				기타	1.1	-13.3	-18.2	해외자원개발사업, 곡물생산사업, 투자업 등
	39.42	우리손에프앤지	123	해외	18.5	2.7	0.7	사료 제조 및 판매 등
				양돈/가공유통	75.4	103.5	6.2	양돈사육 및 판매/축산물 도축 및 제조, 판매
				가금	7.8	-9.2	-5.3	종계사육 및 판매
				기타	0.3	0.9	14.7	임대업 등
	26.64	마니커	131	가금	100	100	-6.0	계육제품
	74.20	마니커에프앤지	83	육가공	100	100	4.4	육가공제품의 생산 및 판매와 육류, 장류의 제조 및 가공 판매업
	33.64	정다운	43	오리	100	100	2.5	오리육 및 오리털의 가공과 판매 등
하림지주	47.92	하림	277	육계	73.0	-34.7	-5.9	생계도계 및 단순가공 매출
				육가공	17.9	-6.4	-4.4	신선육의 2차가공 매출
				기타	9.1	-2.3	-3.1	사료, 부화 및 급식사업 매출 등
	50.00	선진	172	사료	50.2	149.4	11.8	조제동물사료의 생산 및 판매
				식육	38.5	-41.8	-4.3	식육제품의 생산 및 판매
				양돈	25.0	-29.1	-4.6	비육돈의 생산 및 판매
				육가공	15.2	16.8	4.4	육가공제품의 생산 및 판매
				기타	2.7	-2.4	-3.5	축산기자재 등
	56.34	팜스코	149	사료	70.2	110.5	2.7	배합사료 제조, 임가공 및 판매
				계열화	10.6	-17.2	-2.8	양돈 및 육우사업
				신선육	29.9	-1.2	-0.1	돈육제품 제조 및 판매
				육가공및기타	2.8	3.1	1.9	태양광 전력 발전업, 비료생산 및 가축분뇨처리,육가공제품 유통 및 판매,승마사업
기타	-	동우팜투테이블	75	육계	100	100	1.6	양계, 축산물의 제조 및 가공부문
	-	체리부로	59	육계	89.2	114.9	-6.2	생계도계, 단순가공 및 신선육의 2차가공 매출
				육가공유통	3.5	-0.9	1.2	신선육 및 육가공 제품의 유통
				종계 및 부화	7.3	-14.0	9.2	종계 사육 및 부화
롯데지주	23.08	롯데푸드	405	유지식품	39.8	88.8	6.2	식용유, 버터, 마가린 등(주요고객: 파리크라상, 해태제과식품, 삼성웰스토리 등)
				빙과	22.3	36.5	4.5	아이스크림, 분유, 우유 등(주요고객: 이마트, GS 리테일, 홈플러스 등)
				육가공	37.9	-25.3	-1.8	햄, 소시지, 식육 등(주요고객: 이마트, GS 리테일, 홈플러스 등)
사조대림 (외 3인)	60.53	사조오양	72.18	수산	18.2	37.2	17.0	참치,명태 등 수산물 어획 및 판매(주요고객: 삼양수산, 사조씨푸드(주) 등
				제품	80.8	58.7	6.0	맛살, 햄 등 식품가공(주요고객: (주)사조대림 등)
				기타	1.1	4.0	32.0	임대수익 등
신라홀딩스 (외)	58.3	신라에스지	36	수산물	47.1	-	-	수산물 매입, 가공, 제조 및 임대, 어육소시지 등
				축육유통	52.9	-	-	축산물 수입, 유통

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 연결조정 제외한 값

그림1 국내 육류 산업 밸류체인 및 관련 기업



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

농장 역시 기업에서 직접 경영하는 직영 농장과, 가축 생장을 외부 농장에 외주 주고 맡기는 식의 계열화 농장 두 가지 종류로 나뉜다. BEP 자체는 당연히 직영 농장이 낮아 유리하지만, 농장 하나를 갖추는데 들어가는 자산 투자 규모가 꽤 큰 편이므로 최근 축산/사료 기업은 계열화 농장을 늘리는데 집중하고 있다. 계열화 농장을 늘려 가축을 생장시키면 추가 자산 투자를 거의 하지 않은 채로 CAPA 를 늘릴 수 있기 때문이며, 계열화 농장에 들어가는 추가 사료/사료첨가제 수요를 확보할 수 있다는 장점도 있다.

농장에서 성장을 마친 가축은 도축장(LPC), 도계장, 도압장 등에서 도축되어 냉동 상태로 유통되거나 육가공 제품의 재료가 된다. 이런 식으로 형성된 국내산 육류 공급량은 해외 수입산 육류의 공급량과 같이 육류 경매가를 결정한다. 그리고 외식업체, 매장, 온라인, 해외 수출 등의 수요로 흘러 들어간다.

육가공 사업부의 경우 대표적으로 롯데푸드 육가공 사업부, 사조오양 제품 사업부의 햄 제품, 선진 육가공 사업부의 냉동/냉장 제품(페스트푸드 업체 납품 및 기타 채널에 직접 판매), 그리고 마니커에프엔지의 튀김, 패티, 구이, 햄류, 훈제류 등의 제품을 예로 들 수 있다. 식육 사업부도 비슷한 개념이다(선진 식육 사업부의 선진포크 등).

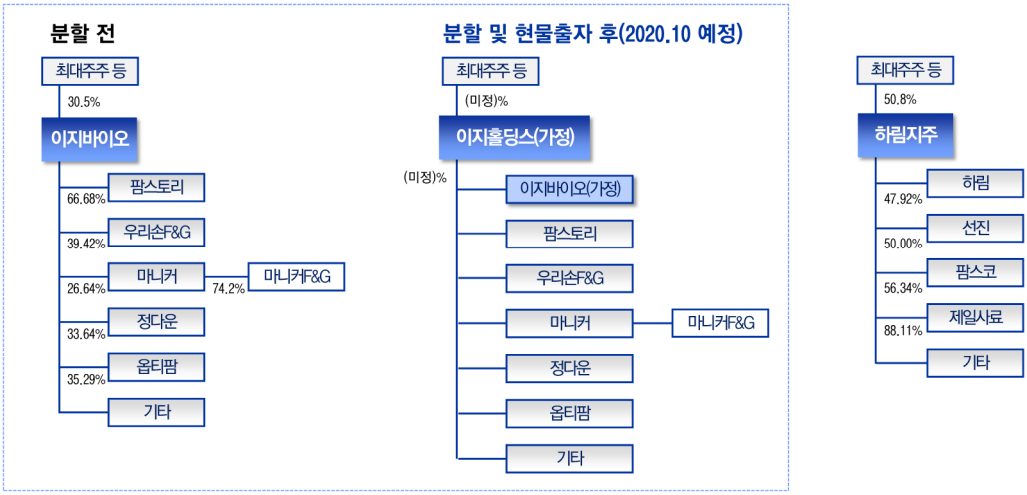
그리고 이 모든 생산 과정에서 바이오가스 플랜트, 동물 생명공학 등의 사업부가 추가로 따라붙는다. 동물 생명공학의 경우 가축에 들어가는 약품 생산이나 질병진단, 또는 질병을 막기 위한 방역 등을 담당한다. 그 외에 국내 기업의 비중은 높지 않지만

펫사료 사업부(대체로 해외 기업인 퓨리나, 카길이 국내 수요를 담당하며 하림, 이지바이오 등에서 미미한 비중으로 생산), 대체육 사업부 등도 존재한다.

해당 밸류체인별 사업부를 자회사 및 계열사 형태로 수직계열화 해서 보유하고 있는 이지바이오를 예로 들어본다면, 먼저 곡물을 서산, 연해주, 미국 등에서 공수해와 이지바이오 내의 사료/첨가제 사업부에서 생산한다. 배합사료 시장은 국내 생산기업별로 M/S 가 잘게 나뉘어져 있으며, 제일사료>농협사료>이지바이오사료=카길의 순서로 대략 M/S 가 분배된다. 배합사료의 경우 이지바이오 개별 사료사업부, 팜스토리 사료사업부, 이지팜스(비상장사) 등에서 담당하며, 농장을 통한 가축 생장은 우리손 F&G(돼지 직영농장 담당), 팜스윌드(계열화 농장 담당)에서 담당한다. 이렇게 성장한 가축은 양돈의 경우 팜스토리(LPC 부문), 우리손 F&G(LPC 부문)에서 도축하고, 가금의 경우 마니커(닭), 정다운(오리)등에서 도축한다. 이렇게 마련된 육류는 바로 유통되기도 하고, 팜스토리(양돈), 마니커 F&G(가금) 등에서 육가공 작업을 거치기도 한다.

축산 지주의 향후 장기 기업전망을 볼 때 놓치기 쉬운 부분 중 하나는, 아직까지는 계열사 사이 사업부 정돈이 100% 효율적으로 되어있지는 않다는 점이다. 가령 이지바이오의 경우 같은 계열사인데 한 계열사에서 사료나 도축을 담당하기도 하고, 다른 계열사에서도 사료나 도축을 담당하기도 한다. 이는 국내 대형 축산/사료기업이 여러 사업부를 가진 작은 업체들을 인수하는 방식으로 성장했고, 외형성장 후 아직 사업부/계열사 간 담당 업무의 교통정리가 다 안된 상태기 때문이다. 이는 추가적인 마진 손상의 이유가 되기 때문에, 향후 어느 기업에서 언제 사업부/계열사 정리를 하는지를 지켜보면 추가 모멘텀을 포착할 수 있다고 판단한다.

그림2 이지바이오 및 하림지주 지배구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

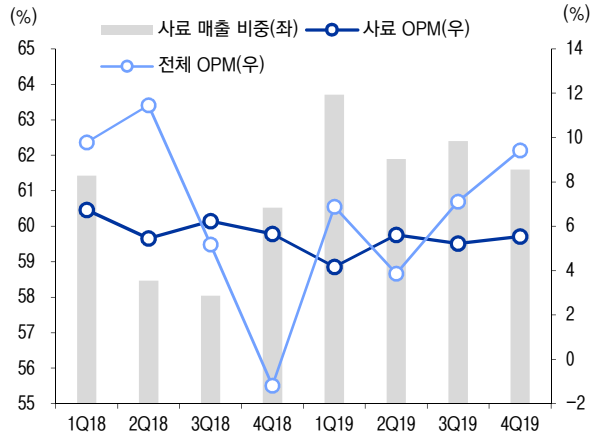
마진의 핵심은 사료/사료첨가제

다시 축산/사료 상장사 사업부별 비중 및 마진으로 돌아와보면, 각 기업 중 사료 사업부를 보유한 기업은 대체로 사료 사업부의 마진이 더 높다는 것을 알 수 있다. 이 때문에 매출 기준으로도 이미 비중이 높은 사료 사업부는, 영업이익 기준으로 하면 비중이 훨씬 더 높아진다. 마진 안정성 측면을 봐도, 농장/도축 및 식육 사업부는 육류 경매가 형성에 따라 일시적으로 사료/사료첨가제 사업부 대비 마진이 좋아질 수는 있으나 마진 안정성은 다소 떨어지는 측면이 있다. 즉 축산/사료 기업의 수익성을 살펴보려면 흔히 상상되는 냉동고기(식육 부문)을 떠올릴 것이 아니라 이 고기에 들어가는 먹이(사료 부문)를 가장 먼저 고려해야 한다.

사료/사료첨가제의 마진이 더 높은 이유는, 1)대체로 내수 시장 대상인 농장/도축 시장에 비해 해외 비중을 빠르게 확대할 수 있는 시장이며, 해외 수요는 구조적으로 계속해서 높아지는 추이기 때문이다. 2)또한 농장/도축 시장에 비해 공급 조절이 상대적으로 쉽다. 곡물도 마찬가지지만 육류의 경우 더더욱 수요에 따라 공급량을 조절하기 힘든 종류의 원자재에 속한다. 수요가 줄어든다고 해서 키우던 가축을 갑자기 폐사시킬 수는 없기 때문이다. 따라서 농장/도축 시장은 가축 생장기만큼의 과거 시점에서 예측한 투입량(자돈)을 가지고 현재의 수요에 대응할 수밖에 없기 때문에 마진 관리가 비교적 힘들다. 반면 사료/사료첨가제 사업부는 농장에 대략적으로 가축 수가 얼마나 있는지 아는 상태기 때문에 비교적 수요량 예측이 쉬우며, 수요 대비해 곡물 구입량을 조절할 수 있기 때문에 공급량 조절도 농장/도축 사업부보다는 수월하다.

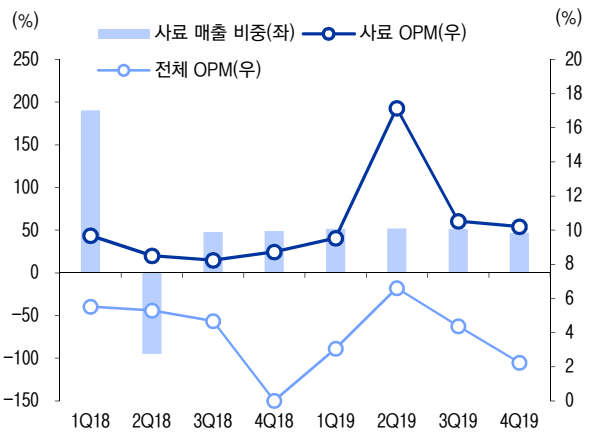
3)여기에 더불어, 타 사업부가 닭/돼지 시세 및 최종 소비자의 수요에 영향을 많이 받아 분기별 이익 변동성이 높은데 반해, 사료 관련 사업부의 경우 시세 등에 영향 받지 않고 꾸준히 수요가 발생한다는 장점도 추가로 작용한다.

그림3 이지바이오 사료 사업부



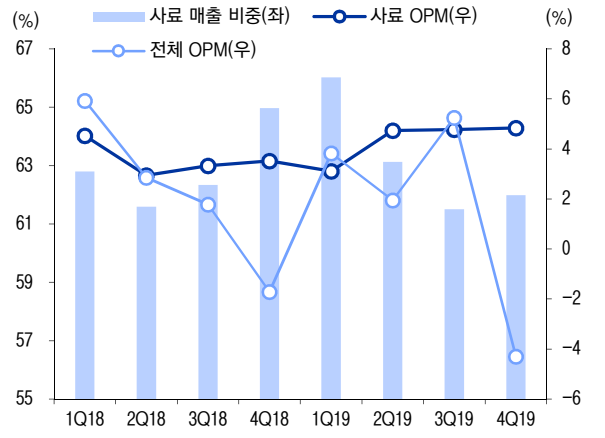
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 팜스토리 사료 사업부



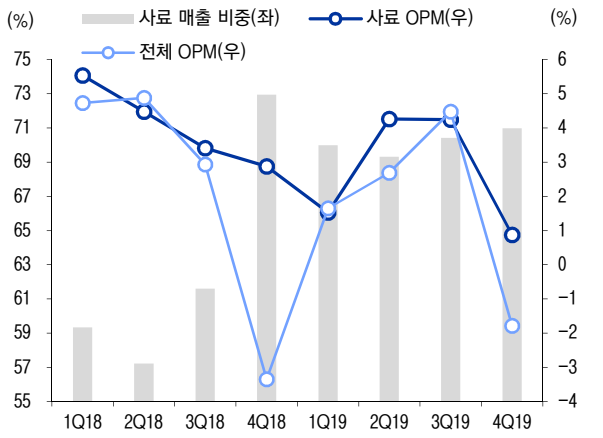
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 선진 사료 사업부



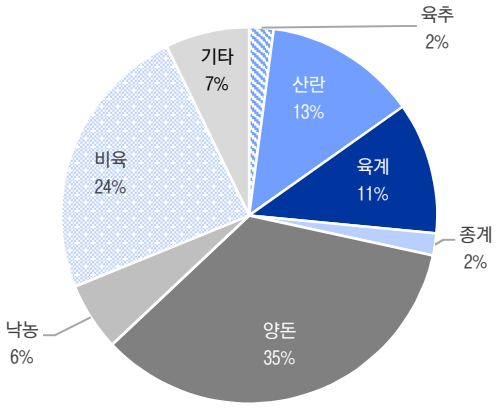
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 팜스코 사료 사업부



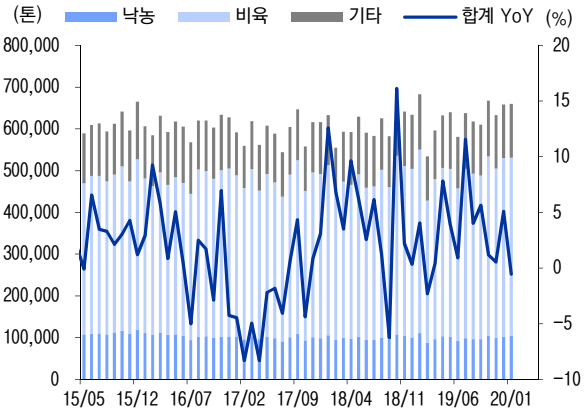
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 2020.01 기준 배합사료 생산실적(축종별)



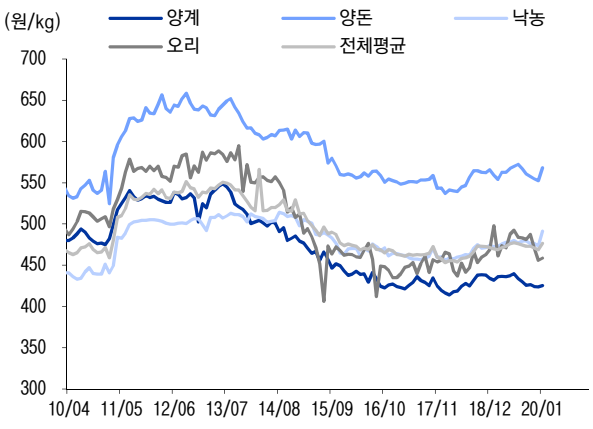
자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 월별 배합사료 생산실적 추이



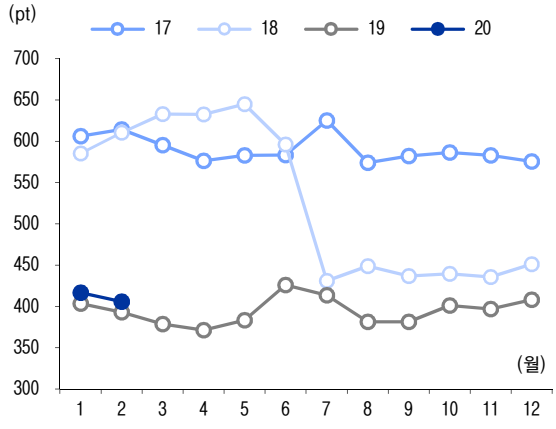
자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 배합사료 가격 추이



자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터

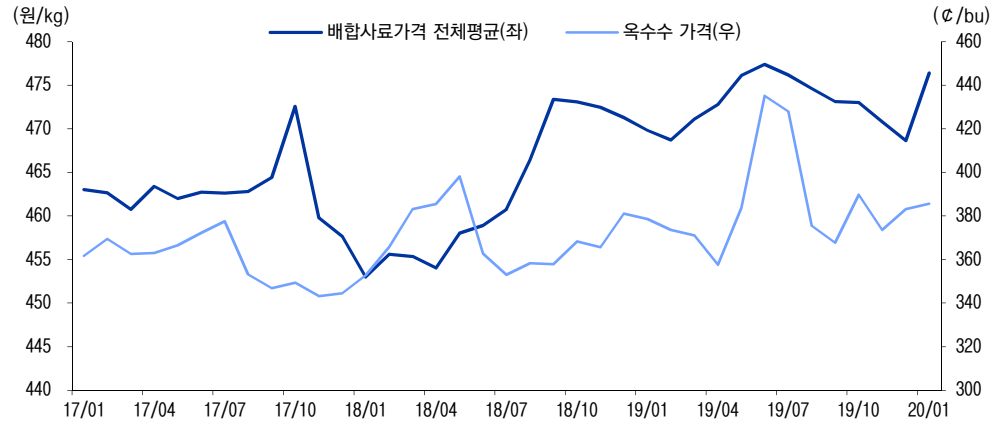
그림10 옥수수, 대두박, 소맥 선물가격 추이 평균



자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: ¢/bu, $/short ton 단위를 쓰는 세 원료의 월별 평균 가격을 다시 평균

4)무엇보다 중요한 요인은, 사료사업부의 원재료는 곡물이지만 사료 사업부 마진에 곡물가 등락이 미치는 영향이 비교적 적다는 점이다. 가령 옥수수 가격의 변동성이 높아졌던 08~10 년도, 11~14 년도에도 선진 및 팜스코 등의 사료사업부 OPM 추이는 비교적 평탄했다. 이는 옥수수 등의 곡물가 변동이 사료 가격에 어느 정도 가격전가가 되기 때문이다. 다만 그럼에도 불구하고 여전히 곡물가 하락 시기가 조금 더 유리한 이유는, 첫째로 가격전가가 이루어진 사료는 농장의 비용 부문에 반영이 되기 때문에 과거에 비해 계열화가 이루어진 축산 기업 전체를 고려했을 때 원가 상승 즉시 농가에 모두 전가하는데는 부담이 있기 때문이고, 두 번째로 사료 시장의 M/S 1 위인 농협계열의 가격 결정력을 고려했을 때 독점적으로 움직일 수 없기 때문이다. 이 때문에 각 기업의 사료 사업부 OPM 추이와 사료 스프레드(사료가격 평균에서 옥수수가격 차감) 추이를 비교해보면 적은 수준이나마 양의 상관관계가 있다는 것을 알 수 있다.

그림11 **옥수수 가격과 배합사료가격 전체 평균**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

성장성 측면에서는 사료 시장과 사료첨가제 시장이 서로 다른 여정을 걷고 있다. 먼저 사료 사업부의 경우 마진은 높지만 대체로 내수 시장 대상이며 성장에 한계가 있다. 사료를 섭취해야 하는 국내 사육두수를 무한정 늘릴 수는 없기 때문이다. 반면 사료첨가제 시장은 사료시장보다 훨씬 높은 마진으로 성장성까지 담보된 시장이다. 해외 시장 진출이 용이하기 때문이다. 원료성이 아닌 기능성 사료첨가제의 경우, 가축 두수당 소비하는 양이 고정된 것이 아니기 때문에 가축두수가 정체된 상황에서도 소비량이 늘어날 여력이 있다. 때문에 사료첨가제 시장의 경우 축산업 내에서 당장 성장성이 높은 유일한 사업 부문이라고 할 수 있다.

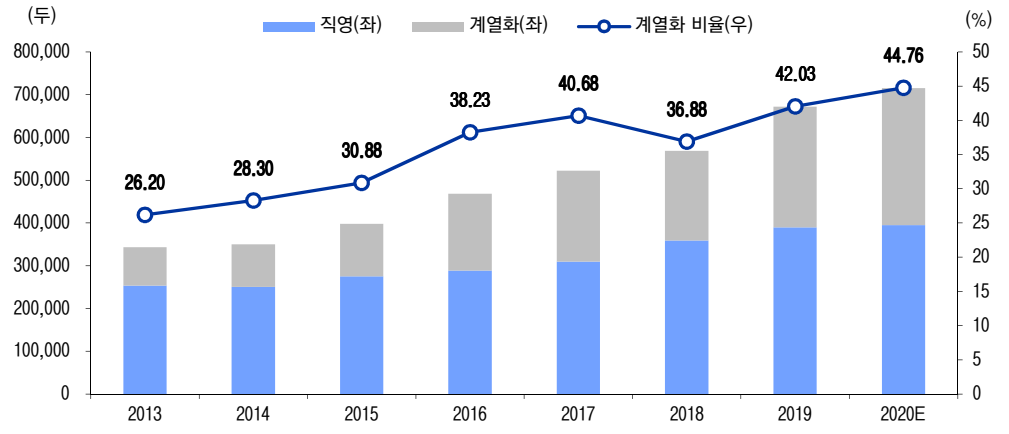
농장/도축/육가공의 미래는 수직계열화 및 계열화 농장

농장/도축(LPC)사업부의 마진은 수직계열화 및 계열화농장이 핵심이다. 농축산업에 있어서 수직계열화란 밸류체인에 따른 각각의 단계를 한 회사가 자회사 및 사업부의 형태로 갖춰, 서로의 전후방 사업끼리 긴밀하게 엮는 것을 일컫는다. 즉 사료, 종축, 사육, 도축 등 축산 연관산업을 M&A 등을 통해 결합시키는 것을 의미하는데 이는 규모의 경제를 달성하기 위한 노력으로, 안정적 거래처 확보 및 유통마진, 거래비용 축소 등이 목적이다.

계열화 농장은 비슷하지만 약간 다른 개념이다. 기업이 자산으로 보유하고 있는 직영 농장 외에 일반 농가와 위탁계약을 맺은 형태를 뜻한다. 예를 들어 돼지를 110kg 까지 성장시키는데 약 6 개월이 걸린다고 쳤을 때, 해당 무게까지 키워달라고 위탁한 후 수수료를 지급하는 형식이다. 기업 입장에선 농장 확보에 들어가는 자금을 아낄 수 있고 농가 입장에서는 들쭉날쭉한 시세에 영향을 비교적 덜 받으며 안정적 수익을 창출할 수 있다는 장점이 있다.

사실 축산업에 수직계열화 움직임이 일어난지는 상당히 많은 시간이 지났다. 2010 년대기업의 축산업 진출 제한조항이 삭제되면서 본격적으로 가속화되기 시작했기 때문이다. 다만 육계의 경우 약 90% 정도 계열화가 진행된 반면, 양돈은 약 10% 정도만이 계열화가 진행된 상황이기에 축종별로 향후 상이한 기회를 포착할 수 있다.

그림12 이지바이오 직영농장(우리손 F&G) 및 팜스월드(계열화농장) 출하량 비율 추이

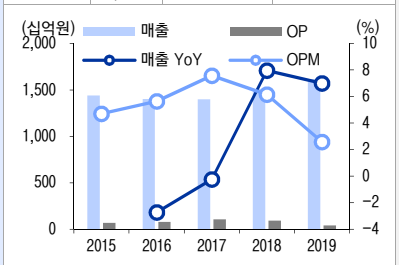
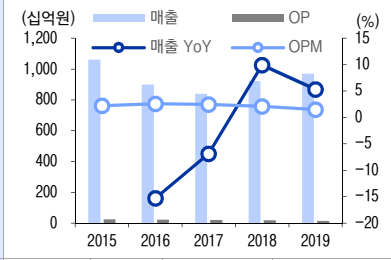
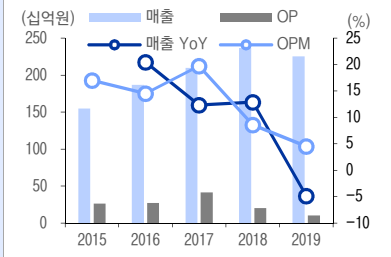
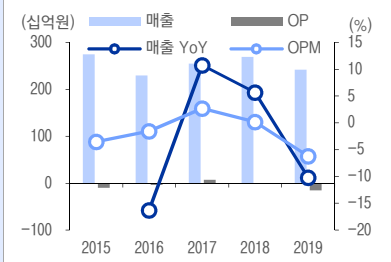
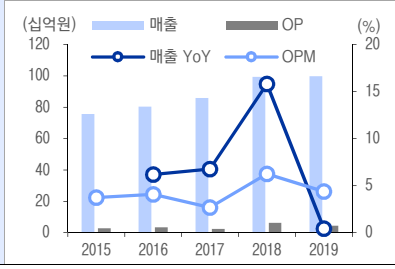


자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

계열화 정도가 아직 낮다는 것은 추가적인 계열화를 통해(계열화 농장 확대 등) 전후방산업 부문에서 성장성을 추구할 수 있는 여력이 더 남아있다는 것을 뜻한다. 즉 앞서 설명했듯이 전체적 사업부 계열화를 통해서는 유통마진이나 거래비용을 축소해 마진 상승을 도모하는 방향으로 해당 양돈농가 및 후방산업인 육가공/식육 사업부가 성장이 가능하다. 또한 계열 농장 추가적 확보 시에는 해당 계열화 농장으로 사료 매출이 증가할 수 있기 때문에 전방 산업인 사료/사료첨가제 사업부가 동반 성장 가능한 구조다.

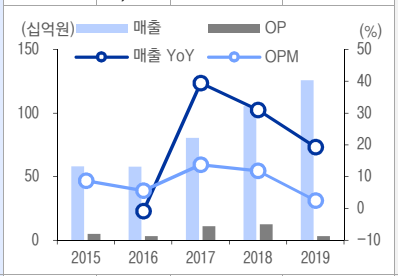
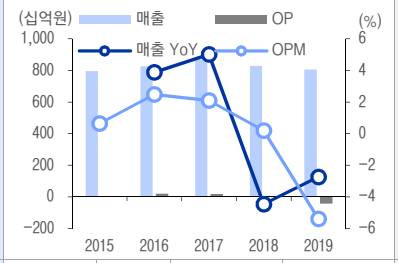
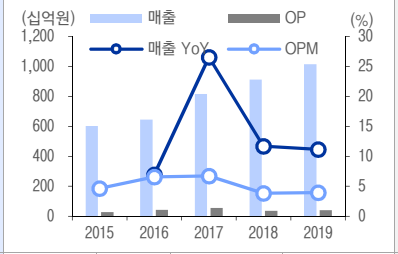
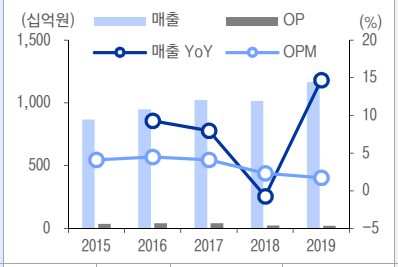
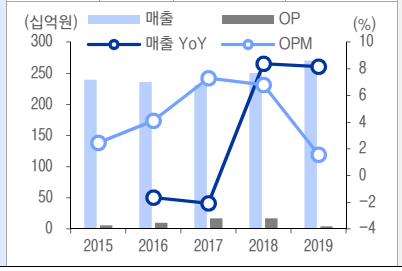
축산/사료 상장사 실적 비교정리

표4 축산/사료 상장사 연간 실적 비교 - (1)

기업명	시총	종가	1M 수익률	3M 수익률	구분	2015	2016	2017	2018	2019
이지바이오	232.87	4,020	21.27	-23.28	매출(십억원)	1440.57	1401.43	1398.09	1509.39	1614.87
					매출 YoY(%)		-2.72	-0.24	7.96	6.99
					OP(십억원)	67.9	79.05	106.03	92.96	41.63
					OPM(%)	4.71	5.64	7.58	6.16	2.58
					EBITDA(십억원)	92.26	118.14	146.65	119.64	94.15
					P/E(x)	13.91	14.1	11.67	11.68	148.77
					P/B(x)	1.23	1.04	1.03	1.06	0.82
					ROE(%)	4.03	7.07	9.06	7.43	-2.25
팜스토리	106.51	956	24.97	-16.14	매출(십억원)	1062.58	900.49	838.56	921.64	970.85
					매출 YoY		-15.25	-6.88	9.91	5.34
					OP(십억원)	23.88	23.57	20.59	19.22	14.77
					OPM(%)	2.25	2.62	2.46	2.09	1.52
					EBITDA(십억원)	25.61	40.61	37.3	27.91	14.9
					P/E(x)	40.29	7.97	9.09	-19.2	-20.03
					P/B(x)	1.08	0.95	0.81	0.76	0.78
					ROE(%)	1.5	8.49	7.61	-5.29	-8.13
우리손에프앤지	122.2	1,765	24.97	-16.14	매출(십억원)	155.02	186.7	209.73	236.79	225.23
					매출 YoY		20.44	12.34	12.90	-4.88
					OP(십억원)	26.33	27.15	41.42	20.3	10.17
					OPM(%)	16.98	14.54	19.75	8.57	4.52
					EBITDA(십억원)	34.87	35.48	54.38	38.9	30.1
					P/E(x)	0	10.25	6.23	5.55	35.85
					P/B(x)	0	1.16	1.03	0.83	0.82
					ROE(%)	18.89	11.97	18.2	15.74	2.3
마니커	131.06	827	22.52	0.36	매출(십억원)	274.55	229.83	254.62	269.06	241.68
					매출 YoY		-16.29	10.79	5.67	-10.18
					OP(십억원)	-9.72	-3.49	6.94	0.46	-15.03
					OPM(%)	-3.54	-1.52	2.73	0.17	-6.22
					EBITDA(십억원)	0.79	14.53	6.42	1.55	-5.19
					P/E(x)	-3.79	108.93	-8.14	-9.6	-8.52
					P/B(x)	0.8	1.21	1.01	1.27	1.68
					ROE(%)	-17.09	1.29	-10.65	-11.22	-18.28
마니커에프앤지	81.99	7,900	39.82	-4.13	매출(십억원)	75.74	80.42	85.86	99.42	99.83
					매출 YoY		6.18	6.76	15.79	0.41
					OP(십억원)	2.83	3.27	2.28	6.22	4.37
					OPM(%)	3.74	4.07	2.66	6.26	4.38
					EBITDA(십억원)	4.79	4.96	4.31	8.09	6.77
					P/E(x)	0	0	0	0	28.51
					P/B(x)	0	0	0	0	2.72
					ROE(%)	7.66	9.64	7.49	18.89	9.78

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 종가 기준일: 20.04.20

표5 축산/사료 상장사 연간 실적 비교 - (2)

기업명	시총	종가	1M 수익률	3M 수익률	구분	2015	2016	2017	2018	2019
정다운	44.14	2,150	42.38	-17.47	매출(십억원)	58.25	57.77	80.55	105.48	125.82
					매출 YoY(%)		-0.82	39.43	30.95	19.28
					OP(십억원)	5.11	3.26	11.07	12.49	3.16
					OPM(%)	8.77	5.64	13.74	11.84	2.51
					EBITDA(십억원)	6.4	2.99	15.2	16.12	9.06
					P/E(x)	0	-45.39	6.33	7.64	73.44
					P/B(x)	0	1.74	1.59	1.44	1.3
					ROE(%)	14.24	-3.84	28.87	20.45	1.8
하림	277.74	2,615	30.1	-7.76	매출(십억원)	795.2	826.02	867.33	828.6	805.86
					매출 YoY(%)		3.88	5.00	-4.47	-2.74
					OP(십억원)	4.99	20.4	18.06	1.51	-43.42
					OPM(%)	0.63	2.47	2.08	0.18	-5.39
					EBITDA(십억원)	22.96	71.45	73.54	29.49	15.08
					P/E(x)	-76.87	12.59	11.86	-22.81	-6.62
					P/B(x)	1.29	1.15	1.19	0.94	1.04
					ROE(%)	-1.61	9.55	8.58	-3.99	-14.46
선진	173.12	7,280	10.81	-22.64	매출(십억원)	603.42	645.35	816.71	912.41	1014.05
					매출 YoY(%)		6.95	26.55	11.72	11.14
					OP(십억원)	27.87	42.3	54.71	34.81	40.12
					OPM(%)	4.62	6.55	6.70	3.82	3.96
					EBITDA(십억원)	28.28	54.8	91.9	46.92	66.99
					P/E(x)	12.63	7.26	5.72	18.8	12.27
					P/B(x)	1.28	1.23	1.21	1.06	0.82
					ROE(%)	10.69	17.01	21.01	5.56	6.12
팜스코	149.67	4,075	25.38	-10.24	매출(십억원)	867.08	947.59	1023.26	1015.67	1164.97
					매출 YoY(%)		9.29	7.99	-0.74	14.70
					OP(십억원)	35.59	42.33	41.75	23.72	20.21
					OPM(%)	4.10	4.47	4.08	2.34	1.73
					EBITDA(십억원)	26.32	53.62	67.42	28.47	28.81
					P/E(x)	53.46	18.04	11.49	109.78	-28.43
					P/B(x)	2.15	1.62	1.4	1.28	0.77
					ROE(%)	4.01	9.46	12.81	1.1	-2.61
동우팜투테이블	75.17	2,910	15.48	-16.62	매출(십억원)	239.67	235.75	230.84	250.16	270.57
					매출 YoY(%)		-1.64	-2.08	8.37	8.16
					OP(십억원)	5.88	9.71	16.84	16.97	4.26
					OPM(%)	2.45	4.12	7.30	6.78	1.57
					EBITDA(십억원)	11.56	17.56	23.9	23.16	3.28
					P/E(x)	11.86	7.47	6.06	5.47	39.17
					P/B(x)	0.75	0.67	0.66	0.52	0.54
					ROE(%)	6.54	9.41	11.1	10.07	0

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 종가 기준일: 20.04.20

Part III 코로나 19 전후의 육류

육류 가격의 현재와 미래

축산/사료 시장과 관련이 있는 음식료 관련 2Q20 매크로 전망을 [표 6]에 정리해두었다. 전반적으로 곡물가의 경우 대두의 향후 추이에 우려감이 잔존해있는 것은 사실이나 옥수수, 소맥 가격이 계속해서 하향안정 될 것으로 전망하기 때문에 사료사업부 스프레드에 미치는 영향은 나쁘지 않을 것으로 판단한다.

표6 음식료 관련 매크로(곡물가격 및 육류, 환율, 물가) 2Q20 전망

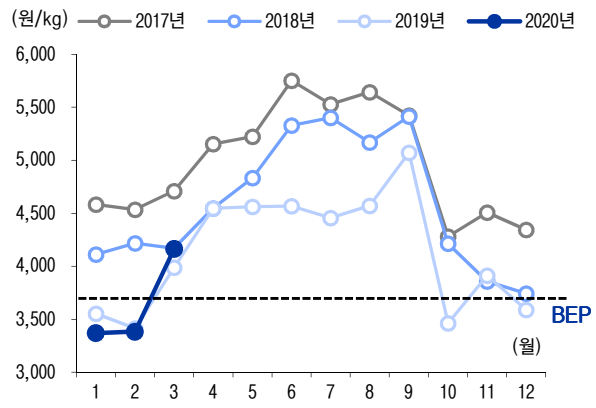
구분	전망 (국내영향)	국내 현황 및 전망	국내 영향 기업
옥수수	↓	원유가격 급락으로 인한 바이오연료 수요 하락+공급과다 문제로 계속해서 하락하는 중. 1)주요 생산국의 생산, 소비, 기말재고율이 동시에 상승하는 상황, 2)유가에 하방경직성이 확보되었으나 상승 여부는 불투명한 상황으로 미루어보아, 단기간 내 옥수수 가격은 계속해서 낮은 수준에서 유지될 것으로 전망	대상, 삼양사, CJ 제일제당 등
소맥	=	코로나 19 초기~중기까지 밀 가격은 유럽 국가들의 빵 등 비축수요가 증가하고 북아프리카 국가들의 교역이 증가하며 러시아가 소규모 수출제한 조치를 취하는 등 공급 하락이라는 요인이 복합적으로 작용해 가격이 급등하는 구간이 있었음. 다만 현재는 전반적으로 양호한 작황 전망 등으로 가격 다시 하락 추이	CJ 제일제당, 대한제분, 사조동아원, 삼양사 등
대두	=	단기적으로 중국 대두 공급 차질로 인해 약간의 가격 상승 있었으나, 향후 몇 개월 내 대두 공급 안정화 전망. 다만 미국 대두생산이 코로나 19 로 차질을 빚게 되느냐 여부에 따라 추이 불투명	CJ 제일제당, 사조, 오뚜기, 대상, 샘표식품 등
원당	↓	역사적 최저점에 가깝게 접근	CJ 제일제당, 삼양사, 대한제당
쌀	=	국제 쌀 가격은 베트남 수출 중단으로 상승했으나, 국내는 쌀 공급과잉 상태가 장기적으로 지속 중이었기에 큰 영향 없을 것으로 전망. 국내 농산물과 동반된 쌀 수출액 늘어날 것	CJ 제일제당, 오뚜기
돈육	↑	작년 악성재고 정리분으로 인해 낮아진 시세가 정리되고, 가정용 국내산 육류 소비가 증가하며 작년 대비 시세 다소 상승안정 될 것으로 전망	이지바이오 등
육계	=	육계 공급과잉 상황이 연초까지 유지되고 있기 때문에 육계 가격은 여전히 낮은 수준에서 유지될 것이라고 예상되나, 연초 이후 꾸준히 상승해 3 월 기점으로 BEP 까지 올라온 점이 향후 긍정적	하림, 마니커 등
환율	=	3 월 경 환율이 가파르게 올라온 바 있으나 향후 변동성 크지 않을 것	오리온, CJ 제일제당, 삼양식품 등
물가	=	국내의 경우 코로나 19 발발 이후 농/축/수산물 중 선별적으로 물가가 급하게 하락하는 품목이 있었는데 이는 특정 품목의 해외 시장이 막혔기 때문(ex. 중국 어시장 막힌 후 수산물 물가 하락). 다만 그 이후 2 월 말~3 월 초부터 해외 국가에서 코로나 19 확산이 본격화 되었고 이후 각 국가에서 식량쇼크 등의 상황이 우려되며 국내 농축산물 및 가공식품의 수출 수요가 늘어났기 때문에 국내 식량물가는 중기적으로 소폭 회복할 가능성 있음	-
수출	↑	코로나 19 여파로 국내 대비 해외 시장의 식량 수요가 가파르게 늘어나며 국내산 농축산물 및 가공식품의 수요가 2~3 월을 기점으로 가파르게 늘어남. 적어도 2Q20 까지 이러한 수출수요가 높은 수준에서 유지될 것	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

육류 가격은 전반적으로 소폭 상승해 농가/도축 사업부의 판가에 긍정적일 것으로 예상한다. 닭 가격은 지속적으로 낮은 상태에서 크게 벗어나지 않겠으나 BEP 까지 올라온 상태가 적어도 2Q20 까지는 지속될 것으로 판단한다. 또한 국내 돈육 가격의 경우 작년 축산 기업의 손익에 악영향을 미쳤던 수준의 저가에서 어느 정도 회복했으며, 상반기 내 상당 폭 상승 회복할 것으로 예상한다. 이에 대한 이유는 수급 양방 측면에서 크게 두 가지로 나뉜다.

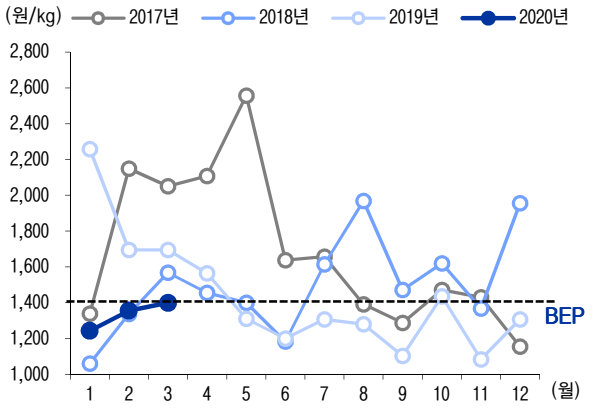
첫 번째 공급 측면에서는, 먼저 작년 말까지 쌓였던 악성재고 정리분으로 인해 크게 낮아졌던 시세가 올 초 기준으로 어느 정도 정리되었기 때문인 것으로 보이기 때문이다. 작년 말 ASF 가 국내에 상륙하기 전 국내 시장 충격을 예상한 수입업자들이 재고를 상당 폭 쌓아놓았는데, 국내 ASF 영향이 기존 예상보다는 충격을 덜 주며 팔리지 않은 수입재고 물량이 악성재고화 되는 일이 있었다. 해당 물량이 작년 하반기에 시장에 쏟아져나오며 비수기라는 특성과 만나 가격이 하락했던 때가 있었고, 올 초 3 월 기준으로 BEP 를 넘어 예년의 상승 사이클을 따라가고 있다는 점에서 해당 재고가 어느 정도 정리되었다는 시그널을 주고 있다.

그림13 돼지지육(탕박, 전국) 가격추이



자료: 축산물품질평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

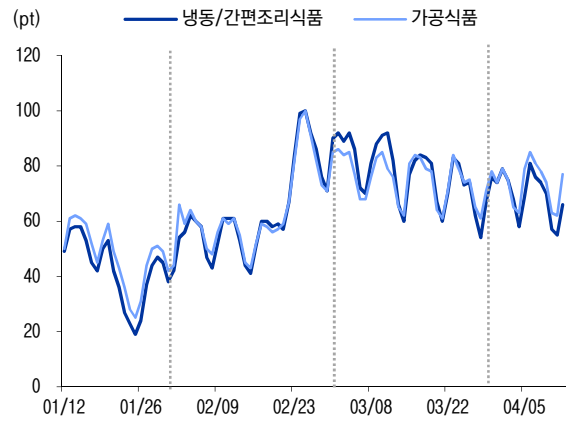
그림14 육계가격(센터) 가격 추이



자료: 양계협회, 이베스트투자증권 리서치센터

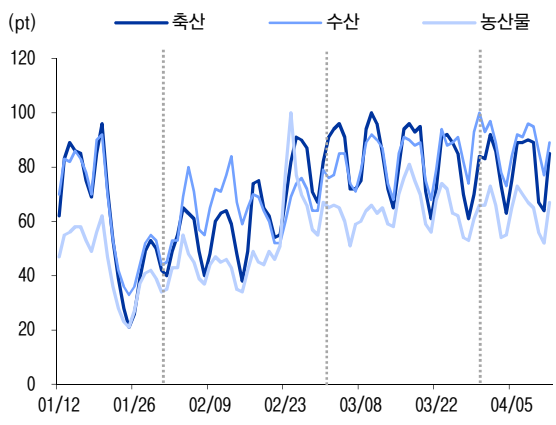
두 번째 수요 측면에서는, 코로나 19 이후 외식업 감소로 인해 육류 소비 역시 감소할 것이라는 예상과는 달리 국내 육류 수요가 일정 이상은 유지되고 있다. 여기에는 외식용 육류 소비에서 수입산이 차지하는 비중이 높은 반면, 가정용 육류 소비에서는 국내산이 차지하는 비중이 높다는 특징이 크게 영향을 미쳤다. 이 상황에서 2 월말 재택채제가 본격화된 이후 [그림 19]에서처럼 가정에서 하는 요리(홈쿡) 수요가 늘어났기 때문에 3 월 기점으로 가격이 크게 상승한 것으로 판단된다. 네이버 데이터랩 쇼핑클릭지수 데이터를 살펴보면 코로나 19 최고 기대주인 냉동/간편/가공식은 2 월 중 큰 폭으로 상승해 3~4 월 사이 높은 수준에서 약간 하락하며 안정되는 모습을 보이고 있다[그림 15]. 반면 축산/수산/농산물의 경우 2 월에 완만하게 상승한 수준이 3~4 월에도 꾸준히 유지되고 있는 모습이다[그림 16].

그림15 데이터랩 쇼핑클릭지수: 냉동/간편/가공



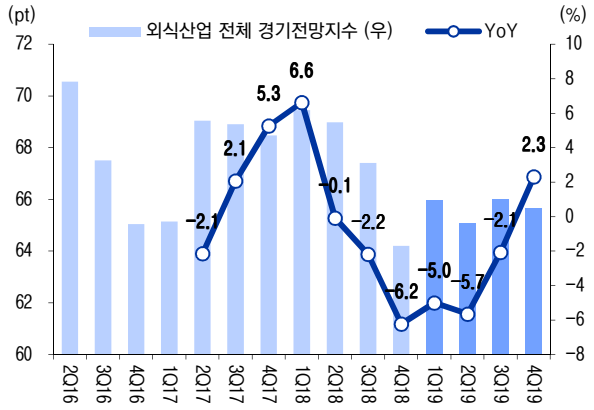
자료: 네이버데이터랩, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 데이터랩 쇼핑클릭지수: 축산/수산/농산



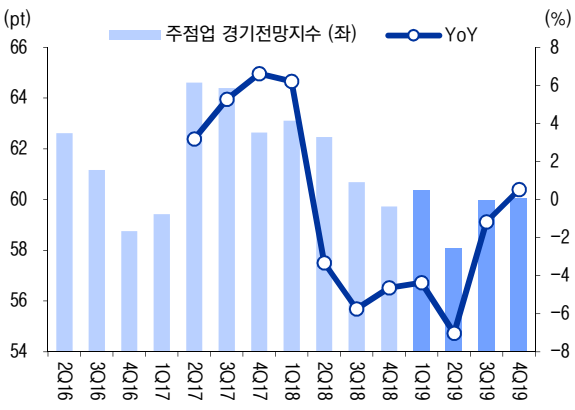
자료: 네이버데이터랩, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 외식산업 경기전망지수



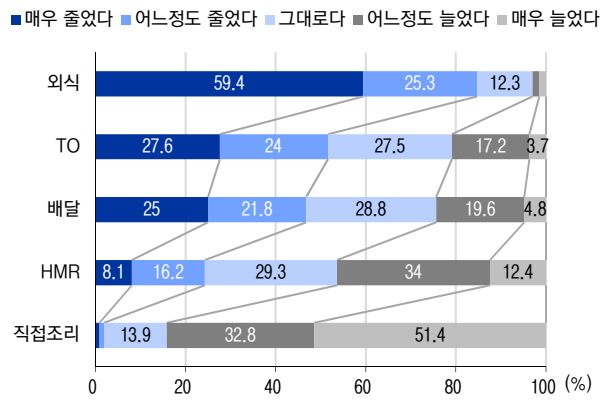
자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 주점업 경기전망지수



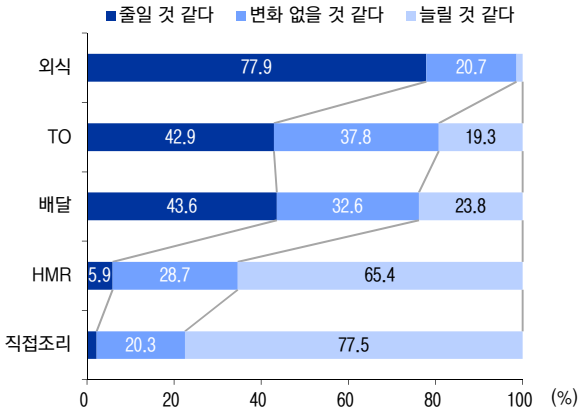
자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 코로나 19 이후 늘어난 것과 줄어든 것



자료: CJ 제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터
주: CJ 제일제당이 1,000 명을 대상으로 2/28 진행한 설문조사

그림20 코로나 19 장기화 시, 식사 마련법 변화

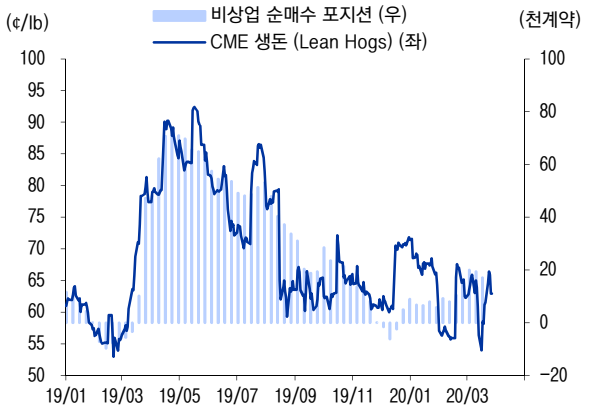


자료: CJ 제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터
주: CJ 제일제당이 1,000 명을 대상으로 2/28 진행한 설문조사

그림21 생우 가격 및 투기 포지션

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 생돈 가격 및 투기 포지션



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 축종별 연도별 수입량 추이

축종	2009 년	2010 년	2011 년	2012 년	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	2020 년	연평균증가율 ('09~'19)
소	197,863	245,101	289,386	252,707	259,931	280,490	297,409	361,532	344,183	415,696	426,644	34,527	8.0%
돼지	209,841	179,469	370,248	276,155	184,966	2,233,059	358,627	318,496	369,260	463,504	421,124	28,159	7.2%
닭	58,347	98,913	108,594	117,793	103,841	124,948	99,667	102,563	102,812	125,485	140,006	8,713	9.1%
소 YoY	-	23.87	18.07	-12.67	2.86	7.91	6.03	21.56	-4.80	20.78	2.63	-	-
돼지 YoY	-	-14.47	106.30	-25.41	-33.02	1,107.28	-83.94	-11.19	15.94	25.52	-9.14	-	-
닭 YoY	-	69.52	9.79	8.47	-11.85	20.33	-20.23	2.91	0.24	22.05	11.57	-	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

육가공 업체: 위기 vs 기회

해외 대형 육가공 업체, 잇따라 폐쇄

한편 해외는 국내와 상황이 상당히 다른 모습이다. 해외의 육가공 부문은 코로나 19 사태로 인해 식량 공급망에서 가장 약한 연결고리로 전락해 육류 생산에 큰 차질을 빚고 있다.

올해 4 월 초, 세계적 축산가공 업체 '스미스필드 푸즈'가 코로나 19 영향으로 사우스다코타 주의 돼지고기 가공 공장 가동을 잠정 중단했다. 근로자 중 200 명 이상이 코로나 19 에 감염되었다고 보도되었으며, 이는 사우스다코다 주 전체 감염자 절반 이상을 차지한다. 스미스필드는 2013 년 중국 최대 돼지고기 가공업체 WH 그룹이 인수해 현재 홍콩에 본사를 두고 있으며, 미국 돼지고기 생산의 4~5%를 차지하고 있다.

문제는 스미스필드 뿐만이 아니다. 최근 미국 내 육가공 업체가 잇달아 폐쇄하고 있다. 육류 가공업체 JBS 는 펜실베이니아 소고기 가공 공장을 폐쇄했다. 또 글로벌 식품업체 타이슨푸드도 20 명의 직원이 코로나 19 에 감염되어 아이오와주 돼지고기 공장 가동을 잠정 중단한 바 있다. 세계 최대 육가공 업체 카길의 경우 38 명의 직원이 코로나 19 확진판정을 받아, 노조 측에서 캐나다 앨버타주 하이리버(High River)에 있는 카길 육류 솔루션 공장을 2 주동안 폐쇄할 것을 요구했다고 보도되었다. 하이리버 공장은 하루 4,500~5,000 마리의 소를 처리하며, 카길의 북미책임자 존 내쉬는 하이리버 공장 가동을 일시적으로 줄일 것이라고 밝혔다.

잇따른 육가공 공장 폐쇄 현황을 종합해보면, 미국 축산가공업체의 연관 확진자는 4 월 16 일 기준 644 명으로 늘어난 상태며 18 일 기준으로 12 개 이상의 소/돼지/닭고기 공장이 폐쇄 혹은 생산속도 저하를 겪었다. 이는 미국 내 돼지고기 육가공 제품(베이컨, 햄 등)에 생각보다 큰 생산 차질을 빚는다. 미국 등 주요 국가의 경우 대형 기업에서 소유한 공장이 생산 체인을 서로 밀접한 공간에 엮어놓았기 때문이다. 가령 소고기 산업의 경우 50 개 공장이 미국 도축 및 가공 산업의 98%를 차지하고 있는 상황이기 때문에, 몇 주 동안이라도 공장 하나를 폐쇄하는 것은 미국 육류 시장의 허브 한군데를 폐쇄하는 것과 같아 시스템적으로 심각한 병목 현상이 발생한다.

표8 Appendix: 국내 음식료 월간 수익률 - (1)

개요				수익률							P/E		P/B	
세부업종	티커	기업명	시총(억원)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y	2020E	2021E	2020E	2021E
벤치마크	IKS001	코스피	12,581,785	-0.8	4.0	21.2	5.9	3.2	6.3	3.6	10.69	10.69	0.75	0.75
	IKS002	코스피 대형주	10,132,710	-1.2	3.7	18.6	7.1	6.3	9.7	6.5	10.94	10.94	0.77	0.77
	IKS003	코스피 중형주	1,386,110	1.4	5.5	35.3	1.1	-9.0	-9.3	-10.5	8.89	8.89	0.58	0.58
	IKS004	코스피 소형주	569,699	1.0	5.8	39.7	-2.5	-12.7	-4.1	-5.9	8.2	8.2	0.52	0.52
	IKQ001	코스닥	2,277,731	0.5	6.9	36.4	2.1	-11.5	-4.8	-5.6	14.83	14.83	1.98	1.98
담배	033780 KS	KT&G	127,270	-1.0	-0.2	3.0	10.0	5.4	1.2	10.0	8.34	8.35	1.15	1.02
라면	004370 KS	농심	13,564	0.4	6.3	3.6	11.2	8.1	7.8	21.7	19.80	18.93	0.86	0.82
	003230 KS	삼양식품	7,533	-2.6	-10.9	-15.0	-20.0	-32.1	-10.1	-42.1	10.95	10.26	2.15	1.78
식품가공	097950 KS	CJ 제일제당	34,775	-0.6	6.1	3.7	-6.3	22.9	9.3	46.1	8.08	6.69	0.67	0.62
	007310 KS	오뚜기	18,927	0.0	4.6	0.8	8.4	29.1	5.5	48.6	12.89	12.34	1.36	1.23
	049770 KS	동원 F&B	8,490	-0.2	1.6	2.7	3.4	28.9	2.7	31.8	9.29	9.29	0.9	0.9
	001680 KS	대상	7,588	-2.3	4.6	3.7	-0.5	14.2	5.9	22.6	7.8	7.8	0.64	0.64
	002270 KS	롯데푸드	4,516	-1.0	1.5	3.8	9.4	39.1	3.5	75.7	9.80	7.38	0.56	0.52
	017810 KS	풀무원	4,419	2.6	-0.4	-19.3	-19.8	3.9	-3.0	607.8	25.23	12.04	1.05	0.98
제과	271560 KS	오리온	41,908	0.5	-0.5	-0.5	-1.4	-18.4	-0.5	17.0	15.52	16.21	2.23	1.96
	280360 KS	롯데제과	9,433	0.7	1.7	1.0	0.7	11.2	1.7	10.9	-	-	-	-
	101530 KS	해태제과식품	2,082	-3.4	1.0	-0.7	6.3	22.0	0.4	32.3	-	-	-	-
	264900 KS	크라운제과	1,061	-2.0	2.0	-0.7	0.8	10.6	2.6	20.4	-	-	-	-
제빵	004410 KS	서울식품	560	-0.6	4.8	-4.2	7.8	18.1	6.0	7.2	-	-	-	-
육류	136480 KS	하림	2,443	-5.2	1.4	-4.8	15.5	1.8	0.5	4.3	-	-	-	-
	027740 KS	마니커	1,273	-3.6	1.4	0.1	22.0	12.6	1.0	-1.5	-	-	-	-
	900340 KS	윙입푸드	937	-6.7	1.6	-1.6	-4.6	-16.9	-0.9	-30.0	-	-	-	-
	088910 KS	동우팜투테이블	902	-3.9	3.2	-2.4	27.5	20.1	2.3	10.0	-	-	-	-
	195500 KS	마니커에프앤지	828	-5.0	3.9	-0.1	81.1		2.8		-	-	-	-
	066360 KS	체리부로	721	-5.4	4.4	2.7	17.8	-10.1	5.2	-5.6	-	-	-	-
	208140 KS	정다운	500	-3.1	4.7	1.0	19.9	16.0	3.9	39.2	-	-	-	-
유업	267980 KS	매일유업	6,895	-3.3	-4.1	-5.9	5.8	-7.1	-2.0	-6.4	8.02	7.68	1.16	1.01
	005180 KS	빙그레	5,566	-3.2	-0.4	-6.0	1.1	23.9	-0.9	32.4	12.37	12.37	0.79	0.79
	003920 KS	남양유업	3,024	-0.1	4.2	0.2	17.6	33.3	4.6	54.3	-	-	-	-
제분	001130 KS	대한제분	2,434	-0.7	3.8	7.6	14.6	35.1	2.4	26.0	-	-	-	-
	008040 KS	사조동아원	1,419	-1.5	2.0	0.0	6.0	28.4	0.0	27.4	-	-	-	-
	002680 KS	한탑	392	-1.1	2.4	5.0	5.3	18.6	2.4	36.3	-	-	-	-
당류	145990 KS	삼양사	4,980	-0.1	3.3	5.2	0.6	10.3	4.5	18.6	-	-	-	-
	001790 KS	대한제당	1,671	-1.3	4.2	0.3	1.3	10.1	5.6	5.0	-	-	-	-
	311390 KS	네오크레마	708	-3.8	3.5	-7.6	-32.8		0.8		-	-	-	-
대두가공	248170 KS	샘표식품	1,610	-3.1	0.6	-2.4	-12.2	-15.5	-3.5	-17.6	-	-	-	-
	006880 KS	신송홀딩스	462	-1.4	3.5	1.8	7.3	40.6	1.9	14.0	-	-	-	-
첨가물	002760 KS	보락	1,219	-2.9	1.5	-0.2	-1.2	5.4	0.2	6.1	-	-	-	-
	002600 KS	조흥	882	0.3	1.7	0.7	4.1	10.2	1.7	22.4	-	-	-	-
	009780 KS	엠에스씨	784	-5.7	5.5	8.9	20.1	47.3	6.3	69.5	-	-	-	-
어업	006040 KS	동원산업	7,944	-2.8	-1.4	-3.5	1.6	8.8	-2.1	-3.9	5.55	5.55	0.59	0.59
	004970 KS	신라교역	1,840	0.4	3.5	0.4	12.6	19.6	3.5	17.4	-	-	-	-
	007160 KS	사조산업	1,748	-0.6	7.6	6.4	15.9	45.4	6.7	51.6	-	-	-	-
	006090 KS	사조오양	697	-1.9	3.2	0.5	19.3	4.5	2.3	33.6	-	-	-	-
	030720 KS	동원수산	477	-4.4	0.0	0.0	-11.9	-22.3	-1.0	-12.5	-	-	-	-
	003680 KS	한성기업	315	-2.6	5.7	3.7	12.9	20.4	3.9	19.0	-	-	-	-

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 시가총액 순서 정렬. 당사 커버리지 종목은 당사의 추정치(커버리지 기업은 볼드 처리), 그 외는 시장 컨센서스, 2020.04.20 종가 기준

표9 Appendix: 국내 음식료 월간 수익률 - (2)

개요				수익률							P/E		P/B	
세부업종	티커	기업명	시총(억원)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y	2020E	2021E	2020E	2021E
축산업	035810 KS	이지바이오	2,743	-2.9	4.3	2.9	10.5	17.0	5.3	30.9	9.2	9.2	0.54	0.54
	136490 KS	선진	2,223	-0.7	2.8	-1.4	7.0	10.2	0.4	18.7	5.84	5.84	0.48	0.48
	036580 KS	팜스코	1,622	-1.7	4.4	-0.7	16.4	25.7	4.2	65.8	-	-	-	-
	073560 KS	우리손에프앤지	1,374	-3.3	2.3	-3.0	10.6	6.3	1.8	-19.4	-	-	-	-
	227840 KS	현대코퍼레이션홀딩스	1,019	-3.1	6.7	4.0	10.3	15.2	6.7	52.2	5.25	5.25	0.42	0.42
주정	023900 KS	풍국주정	2,029	-3.1	3.7	0.9	14.0	20.8	4.0	44.7	-	-	-	-
	018120 KS	진로발효	2,006	-0.5	0.0	2.3	-1.0	-1.3	1.3	-1.3	-	-	-	-
	004650 KS	창해에탄올	1,103	-2.1	3.8	4.2	5.0	14.2	4.6	14.6	-	-	-	-
	023150 KS	MH 에탄올	451	-0.5	-1.3	1.8	-3.4	4.7	0.5	-4.6	-	-	-	-
주류	000080 KS	하이트진로	19,532	-0.5	3.8	0.5	-2.2	-22.4	4.1	-40.0	30.03	21.78	1.79	1.73
	005300 KS	롯데칠성	10,591	0.0	3.0	-1.9	-0.4	21.1	5.7	946.8	15.83	15.83	0.68	0.68
	033920 KS	무학	2,317	0.0	3.4	6.5	13.3	31.6	4.4	71.6	-	-	-	-
	000890 KS	보해양조	1,430	-4.0	0.9	-11.9	1.8	7.9	-0.4	85.9	-	-	-	-
	043650 KS	국순당	570	-0.2	1.1	-5.2	-1.1	22.3	1.9	29.9	-	-	-	-
비주류음료	222980 KS	한국맥널티	681	-1.6	32.9	61.5	28.1	66.7	32.5	63.0	-	-	-	-
	189980 KS	흥국에프엔비	609	-4.2	7.2	6.0	413.3	418.1	7.2	301.8	-	-	-	-
식자재유통	026960 KS	동서	16,201	-1.2	3.1	6.2	8.6	10.5	7.1	13.2	-	-	-	-
	005440 KS	현대그린푸드	10,747	-0.5	5.9	4.1	1.8	18.6	7.7	33.2	7.75	7.75	0.36	0.36
	005610 KS	SPC 삼립	7,076	-0.4	5.1	4.5	19.9	17.9	6.3	56.7	14.2	14.2	1.59	1.59
	051500 KS	CJ 프레시웨이	3,306	-3.4	-0.2	-7.4	-7.0	9.7	2.9	4.1	33.16	21.85	1.50	1.42
	031440 KS	신세계푸드	2,664	0.4	3.5	-0.3	6.5	17.2	2.2	26.5	14.77	14.77	0.62	0.62
	220630 KS	해마로푸드서비스	2,656	0.2	2.5	-14.1	-5.3	-14.6	-0.7	-15.3	12.38	12.38	2.5	2.5
사료	027710 KS	팜스토리	1,231	-3.6	3.2	-3.6	-0.5	-5.9	1.8	-2.7	-	-	-	-
	006980 KS	우성사료	935	-5.5	1.5	-4.5	8.6	-2.8	-2.8	-17.0	-	-	-	-
	002140 KS	고려산업	855	-5.2	2.8	1.2	6.6	-8.6	-2.0	-34.8	-	-	-	-
	016790 KS	현대사료	769	-6.4	0.8	-4.0	12.8	30.0	0.4	68.8	-	-	-	-
	005860 KS	한일사료	711	-4.2	2.8	6.1	15.5	1.7	1.1	3.6	-	-	-	-
	218150 KS	미래생명자원	519	-2.7	5.2	6.1	19.1	13.1	4.0	8.5	-	-	-	-
	003310 KS	대주산업	501	-4.6	2.8	-5.7	-7.4	3.2	-0.4	7.4	-	-	-	-
	025880 KS	케이씨피드	413	-4.0	2.6	-6.3	0.8	-7.5	-5.7	-4.0	-	-	-	-
건강기능식품	007390 KS	네이처셀	3,965	-5.9	1.4	54.3	19.9	40.0	1.7	62.0	-	-	-	-
	239610 KS	에이치엘사이언스	2,684	-3.1	3.4	-1.7	25.1	74.7	4.8	-23.9	10.8	10.8	2.37	2.37
	194700 KS	노바렉스	1,751	-0.8	5.4	1.5	-0.8	17.5	3.3	-18.3	11.54	11.54	1.71	1.71
	270870 KS	뉴트리	1,278	-3.2	-0.7	-12.4	7.8	31.6	-1.1	-8.9	10.44	10.44	2.1	2.1
	222040 KS	코스맥스엔비티	1,262	-3.3	6.7	0.5	5.1	53.8	7.4	154.1	-	-	-	-
	290720 KS	푸드나무	1,041	-2.9	4.6	7.8	23.9	29.4	7.8	35.9	16.34	16.34	2.28	2.28
	238200 KS	비피도	924	-3.8	3.5	3.8	-3.1	16.6	2.4	30.3	-	-	-	-
지주	318010 KS	팜스빌	900	-3.5	0.4	-6.6			3.1		9.27	9.27	1.61	1.61
	277410 KS	인산가	493	-1.9	3.2	3.0	-12.1	-9.4	3.0	-7.3	-	-	-	-
	204990 KS	현성바이탈	401	-23.0	-13.5	-6.8	106.8	54.2	-15.5	85.3	-	-	-	-
	004990 KS	롯데지주	37,558	-1.0	5.3	-3.8	1.0	14.7	8.8	43.6	15.73	15.73	0.28	0.28
	001800 KS	오리온홀딩스	10,556	-0.6	4.2	-1.8	-3.9	1.5	5.6	10.7	-	-	-	-
	003380 KS	하림지주	7,403	-3.3	6.4	-1.8	15.3	37.8	8.3	53.6	-	-	-	-
	000070 KS	삼양홀딩스	5,258	0.5	9.6	4.2	-2.0	20.0	9.1	31.9	-	-	-	-
	072710 KS	농심홀딩스	3,548	0.9	3.8	-3.8	16.3	14.1	2.6	-2.2	-	-	-	-
	000140 KS	하이트진로홀딩스	3,133	-0.4	-2.2	-7.4	-20.0	-21.9	-2.2	-42.3	-	-	-	-
	084690 KS	대상홀딩스	2,307	-1.1	4.7	7.4	6.4	11.9	5.8	30.1	-	-	-	-

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 시가총액 순서 정렬. 당사 커버리지 종목은 당사의 추정치(커버리지 기업은 볼드 처리), 그 외는 시장 컨센서스, 2020.04.20 종가 기준

기업분석

이지바이오 (035810)	25
롯데푸드 (002270)	36
매일유업 (267980)	39

Universe

종목명	투자판단	목표주가
이지바이오	Not Rated	Not Rated
롯데푸드	Buy (신규)	450,000 원(신규)
매일유업	Buy (신규)	100,000 원(신규)

이지바이오(035810)

2020. 4. 21 | 음식료

(분할 예정) 고마진 사업부만 분리+빠른 해외

Analyst 심지현
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

수직계열화의 선두에 서있는 축산 기업

이지바이오(이하 동사)는 축산업 밸류체인 전 생산과정을 아우르는 수직계열화의 선두에 서있는 기업으로, 크게 사료사업부(FB), 육가공사업부(LB), 가금사업부(PB), 기타사업부로 나뉜다. 자회사로 팜스토리, 이지팜스, 우리손F&G, 팜스월드, 팜스토리, 마니커, 정다운, 마니커F&G, 옵티팜 등을 보유 중이다. 개별 이지바이오 자체는 현재 사료/사료첨가제/기타(업무대행) 부문의 사업을 영위하고 있다.

고마진 사업부만 분리되며 주식 분할비율은 3.9%

동사는 여기서 업무대행 부문을 남기고 고마진인 사료 및 사료첨가제 사업부만 따로 분할상장을 앞두고 있다. 분할은 5월 예정이며, 현물출자 완료 및 지주사 전환은 올해 하반기 내 완료 예정이다. 새로 신설해서 분리되는 신규 이지바이오는 사료와 사료첨가제 사업부를 들고 가고, 남게 되는 기존 이지바이오(이지홀딩스)는 업무대행만 유지한 채로 자회사 지분을 들고 있는 실질적 지주회사가 된다.

해당 분할상장을 특히 주목하는 이유는 기존 개별 이지바이오에서 실질적으로 사료와 사료첨가제만 이익을 내고 있었기 때문이다. 앞서 설명했듯 사료 및 사료첨가제 사업부는 고마진, 고성장 시장이나 동사의 경우 지주사로 엮여서 멀티플을 얼마 못 받고 있는 상황이었다. 이 때문에 해당 분할이 이루어질 경우 EV/EBITDA 멀티플을 사료와 사료첨가제 각각 최소 5배, 11배를 받을 수 있을 것으로 전망한다.

축산업에서 사료/사료첨가제 사업은 거의 유일하게 고성장 시장

신설 이지바이오의 예상 시가총액은 약 1,500 억원대, OPM 은 17%대 후반일 것으로 전망한다. 각각 사료사업부 OPM 은 14%대 중후반, 사료첨가제 사업부는 21~22%대의 고마진을 유지할 것으로 예상한다. 이는 사료첨가제 시장 전체가 고성장이 예상되는 상황에서, 동사의 해외 시장 확대가 빠르게 이루어지고 있기 때문이다. 대리점에서 법인으로 판매 루트를 바꾸는 과정에서 매출 딜레이가 2 년정도 생기는데, 2 년 전 태국시장 현지법인 설립, 2019 년 미국 및 베트남 시장 현지법인 설립 등 성장 스토리가 넉넉하게 마련된 상황이다. 또한 일시적으로 높게 잡힌 부채비율은 몇 년 내로 빠르게 상환이 예상되기에 배당 성장 역시 기대 가능하다.

Not Rated

목표주가	NR
현재주가	4,060 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(4/20)		1,898.36 pt
시가총액		2,352 억원
발행주식수		57,927 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		2,230/8,170 원
90 일 일평균거래대금		28 억원
외국인 지분율		7.0%
배당수익률(19.12E)		1.2%
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	10.5%
	6 개월	-20.1%
	12 개월	-13.8%
주주구성	지원철(외 7 인)	32.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	1,441	68	28	15	455	-16.5	103	12.5	10.2	1.1	8.9
2016	1,401	79	56	33	437	-4.1	114	14.1	8.0	1.0	7.9
2017	1,398	106	89	51	545	24.9	144	7.4	5.3	0.7	9.0
2018	1,509	93	53	47	620	13.8	139	6.5	6.4	0.6	9.6
2019	1,615	42	11	-16	40	-93.6	101	102.0	8.0	0.6	0.6

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준 (주: 분할 전 현재 사업부 기준 실적)

1. 이지바이오 기존 사업부 개요 및 현황

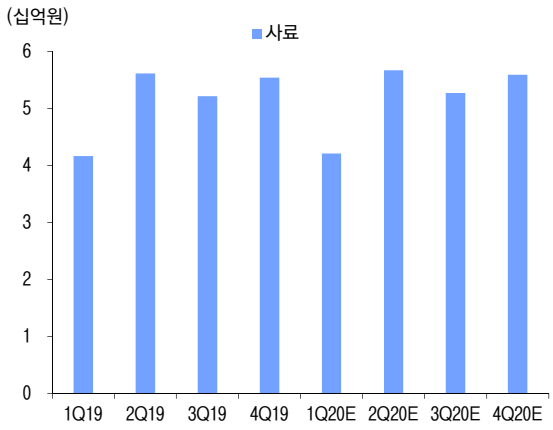
FB(사료사업부)는 사료첨가제, 배합사료 두 가지 사업으로 나뉜다. 배합사료의 경우 시장 상관없이 안정적 이익을 내는 캐쉬카우로, 동사가 국내 사료시장에서 차지하는 점유율은 8.4%다. 현재 국내 양돈 사육두수가 계속 증가하는 상황이기 때문에 이지바이오 자돈사료 매출과 연결되어 1Q20 기준 국내 업황이 긍정적이다.

한편 사업부 중 가장 마진이 높은 부문은 사료첨가제로, 2011 년 이후 해외시장에서 특히 빠르게 성장 중이다. 특히 올해 중국, 태국쪽 실적이 유의미하게 기대되는 상황이며, 내년부터는 미국/베트남 실적이 기대되는 상황이다.

LB(육가공사업부)의 경우 우리손 F&G(직영농장)과 팜스월드(계열화농장)으로 나뉘는데 최근 계열화농장이 많이 늘어나며 전체적으로 점진적으로 출하량이 증가하고 있다. 닭은 계열화가 90%, 돼지는 계열화가 10% 진행되었는데 닭은 시세 전망이 불투명한 반면 돈가는 계절성이 있어 비교적 안정적이다.

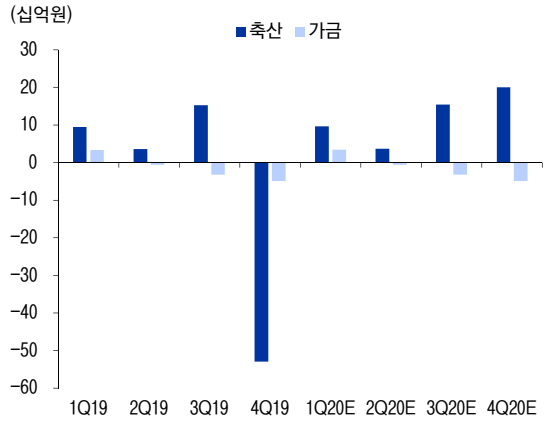
기타 부문에서는 옵티팜이 생산 프로세스 전반에 걸친 동물 백신 사업을 영위 중이다. 옵티팜은 이지바이오 내에서 유일하게 바이오쪽에 가까운 사업체며, 계약 및 보유중인 농장과 동물 약품이나 질병 진단에 대해 계약을 맺는 방식으로 사업을 영위한다.

그림23 사료 사업부 매출액 추이



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 축산/가금 사업부 매출액 추이



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 분할(5 월 1 일 예정)후 성장성/수익성

현재 자회사 외에 개별 이지바이오가 영위하는 사업부는 크게 사료, 사료첨가제, 업무대행 세 종류다. 먼저 사료 사업부에서는 자돈 사료를 판매한다. 사료첨가제는 다시 1)원료성 사료첨가제(라이신, 미네랄 등 CJ 제일제당 등이 주로 영위하는 사업), 2)기능성 사료첨가제(소화촉진, 마블링 등 동사가 주로 영위하는 사업)으로 나뉘는데 여기서 동사는 2 번, 기능성 사료첨가제 사업을 영위한다.

사업의 밸류체인은 첨가제->사료회사->농가->도축장->소비자 순서로 크게 흐름이 나뉘고, 이지바이오는 밸류체인을 수직계열화를 통해 모두 담당하고 있으나 새로 신설해서 분리되는 신규 이지바이오는 여기서 사료와 사료첨가제만 들고 가고, 남게 되는 기존 이지바이오(이지홀딩스)는 업무대행만 남고 자회사 지분을 들고 있는 실질적 지주회사로 남게 된다.

대리점에서 직접 판매(법인)으로 바뀌며 매출 증대 기대

분할되는 신설 이지바이오의 해외 고성장이 기대되는 이유 중 하나로, 기존 대리점 형태 판매 방식에서 직접 판매(법인)방식으로 변화가 진행되고 있다는 점이다. 먼저 대리점에 독점권 등을 줘서 판매하는 경우 판매 루트가 다양하지 못해 성장 및 시장 확장에 한계가 있다. 이 때문에 동사는 대리점을 현지법인 판매방식으로 점차 바꿔나가고 있다. 다만 현지법인 설립 시 기존의 대리점과 경쟁관계가 형성되니 바로 매출이 성장하는 형태가 아니라, 2~3 년의 정체기가 보통 존재한다. 반대로 생각하면 해당 기간이 지나면 매출이 본격적으로 뛰는 형태다.

동사는 2017 년에 태국에 현지법인을 설립해 올해부터 정상적 매출 증대가 기대되는 상황이고, 베트남/미국에는 2019 년에 현지법인을 설립했기 때문에 내년부터 본격적인 매출 증대가 예정되어 있다.

해당 판매루트 변경 건은 신설 이지바이오 입장에서 마진 측면에서는 두드러진 변화가 없다. 신설 회사 입장에서는 판매 단가는 같은 상황이기 때문이다. 다만 현지 법인이 실질적으로 이지홀딩스(예정)에 붙는 형태기 때문에 홀딩스 입장에서는 도매가/소매가 차이가 나는 구조가 되어 더 좋은 마진을 확보 가능하다.

사료첨가제 시장 전체도 고성장 예상

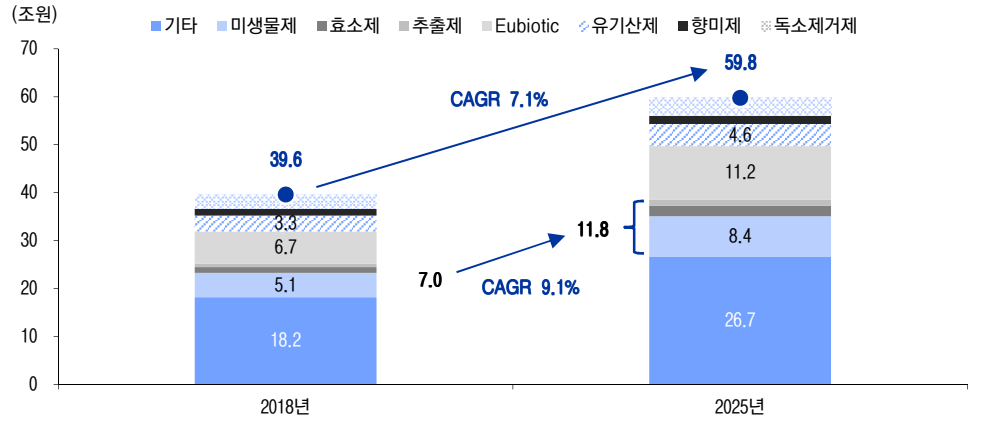
글로벌 사료 첨가제 시장은 2025 년까지 매년 7.1% 가량 성장할 것으로 전망된다[그림 25]. 이에 동사의 사료첨가제 사업부도 빠르게 해외 비중을 늘려 나가 2019 년 말 기준 40%를 넘긴 상황이다[그림 27]. 동사는 첨가제 종류 상당수를 보유하고 있어 타 사료관련 기업 대비 경쟁력이 높다[표 10].

표10 첨가제 종류

구분	분류	추가설명	이지바이오 제품군 보유여부
영양적 목적(Commodity)	아미노산제	필수 아미노산 공급	X
	비타민제	비타민 요구량 충족	O
	미네랄제	미네랄 요구량 충족	O
	비단백태 질소 화합물	반추동물 질소원 공급	X
특수 목적 (Specialty)	효소제	지방/단백질/인/당 분해 촉진	O
	유화제	지방 유화제, 흡수촉진제	O
	미생물제	유익균, 유익곰팡이, 유익효모, 박테리오파지	O
	보존제	항응고제, 항곰팡이제, 항산화제, 유기산제	O
	추출제	초목/종자/동물/세포별 추출물	O
	규산염제	곰팡이독소 흡착 및 배출	O
	향미제	착향료, 감미료, 조미료	X
	기타	올리고당, 완출제, 결착제, 착색제	O

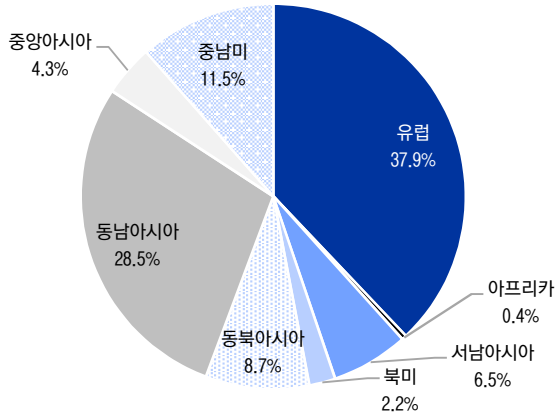
자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 글로벌 사료 첨가제 시장 규모



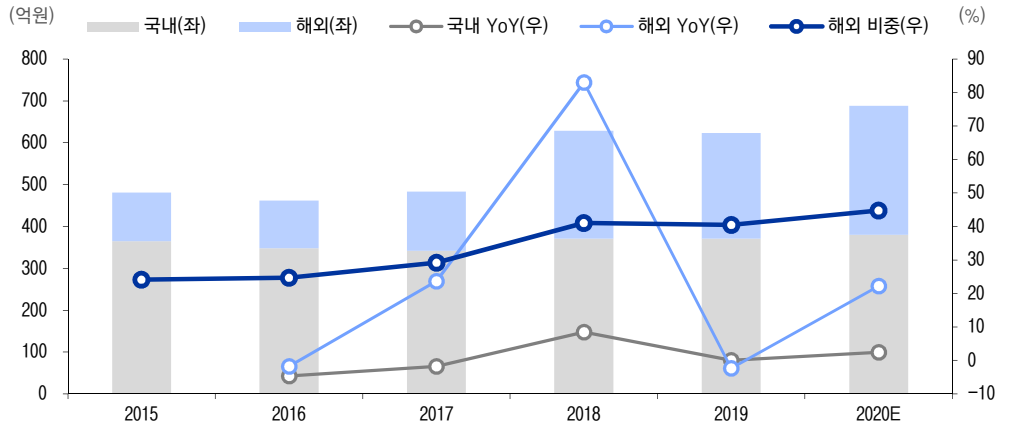
자료: Markets and Markets(2019), 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 2019년 지역별 매출 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 이지바이오 사료첨가제 국내외 매출 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. Valuation(분할 전후 추정)

가파른 영업 성장이라는 투자 매력에 별미를 더해주는 비영업적 요인은 주식 분할 비율에 있다. 현재 상장되어 있는 기존 이지바이오 주식에서 신규 이지바이오 주식으로 분할되는 비율은 3.9%다. 즉 고마진 사업부에 적은 수의 주식이 할당된다.

표11 분할 예정 비율

분할 예정 주식수	주식수 (주)	분할비율 (%)
분할전	57,927,351	100.0
분할 후 홀딩스	55,640,623	96.1
분할 후 이지바이오	**2,286,728**	**3.9**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

먼저 [표 12]의 현재 기존 이지바이오(연결) 추정을 살펴보면 OPM 이 대략 6~8% 사이라는 것을 알 수 있다. 전체 연결 사료사업부 5%대 초반, 축산사업부 10%대 초반, 가금사업부 적자인 상황이다. 반면 [표 13]의 분할 후 신규 이지바이오의 OPM 은 17%대 후반에서 유지될 것으로 추정된다. 각각 사료사업부는 14%대 중후반, 사료첨가제 사업부는 21~22%대 정도의 고마진을 유지할 것으로 예상한다. 즉 현재 이지바이오 전체 OPM 과 비교해보아도, 현재 이지바이오의 연결 사료사업부 OPM 과 비교해보아도 수익성이 현저히 높은 상황이다.

기존 이지바이오 추정은 사료, 축산, 가금 등 축산업 전반의 2020 년 업황 및 코로나 19 이후 축산업에 대한 가정을 반영해 추정했고, 분할 후 신규 이지바이오 추정은 개별 이지바이오 실적에서 분리되어 나오는 사료, 사료첨가제 사업부만 따로 분리해 과거 실적을 추정한 후 동일한 업황 가정을 반영해 미래 실적을 추정했다.

표12 기존 이지바이오 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	**380.08**	**407.07**	**404.60**	**423.11**	**421.55**	**492.75**	**494.69**	**461.66**	**1614.9**	**1870.7**	**2168.1**
사료	242.1	252.0	252.5	260.6	279.9	283.2	290.0	282.4	1007.2	1135.6	1282.6
축산	104.1	153.4	178.8	88.5	119.3	180.5	214.6	102.2	524.8	616.7	725.9
가금	122.4	147.2	102.1	169.9	136.1	158.5	107.2	180.9	541.6	582.8	619.9
기타	17.6	8.9	16.9	26.9	18.5	9.3	17.7	28.2	70.3	73.8	77.5
연결제거	-106.2	-154.4	-145.7	-122.8	-132.3	-138.8	-134.9	-132.2	-529.0	-538.1	-537.8
매출 YoY (%)	**9.0**	**6.1**	**6.7**	**6.4**	**10.9**	**21.0**	**22.3**	**9.1**	**7.0**	**15.8**	**15.9**
사료	13.0	12.3	14.7	8.3	15.6	12.4	14.9	8.4	12.0	12.7	12.9
축산	-7.2	26.6	59.5	-37.8	14.6	17.7	20.0	15.5	7.6	17.5	17.7
가금	-3.0	7.6	-20.4	-3.8	11.2	7.6	5.0	6.5	-4.6	7.6	6.4
기타	-36.7	-44.3	-7.7	27.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-15.6	5.0	5.0
OP	**26.2**	**15.8**	**28.8**	**-29.0**	**30.0**	**18.5**	**36.9**	**39.9**	**41.6**	**125.3**	**135.0**
사료	10.1	14.1	13.2	14.4	11.8	16.1	15.3	15.8	51.8	58.9	67.1
축산	9.9	5.5	27.3	-46.9	11.5	6.6	33.1	20.4	-4.1	71.6	73.5
가금	4.1	-0.8	-3.3	-8.3	4.6	-0.9	-3.5	-8.9	-8.3	-8.6	-9.3
기타	2.2	-3.0	-0.7	5.3	2.3	-3.2	-0.8	5.6	3.8	4.0	4.2
OP YoY (%)	**-23.3**	**-64.1**	**46.5**	**적지**	**14.7**	**17.2**	**28.4**	**흑전**	**-55.2**	**200.9**	**7.8**
사료	-30.1	15.7	-4.0	6.1	16.8	13.5	16.0	9.4	32.1	-4.0	13.7
축산	-38.2	-68.7	흑전	적지	15.7	18.9	21.2	흑전	-70.6	적전	흑전
가금	126.5	적전	적전	적지	12.3	적지	적지	적지	-27.5	적전	적지
기타	-50.1	적전	적전	11.0	6.1	적지	적지	6.1	1,224.4	-79.5	6.1
OPM (%)	**6.9**	**3.9**	**7.1**	**-6.9**	**7.1**	**3.7**	**7.5**	**8.6**	**2.6**	**6.7**	**6.2**
사료	4.2	5.6	5.2	5.5	4.2	5.7	5.3	5.6	5.1	5.2	5.2
축산	9.5	3.6	15.3	-52.9	9.6	3.6	15.4	20.0	-0.8	11.6	10.1
가금	3.4	-0.6	-3.2	-4.9	3.4	-0.6	-3.2	-4.9	-1.5	-1.5	-1.5
기타	12.5	-34.0	-4.3	19.7	12.7	-34.3	-4.3	19.9	5.4	5.4	5.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 분할 후 신규 이지바이오 추정(이전 실적도 분할 기준으로 예상 추정)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	**30.4**	**29.7**	**33.0**	**31.5**	**31.5**	**30.4**	**34.9**	**34.4**	**124.6**	**131.1**	**138.7**
사료	17.1	17.5	18.8	18.4	17.3	17.8	19.3	19.9	71.8	74.3	77.0
사료첨가제	13.3	12.3	14.2	13.1	14.2	12.7	15.6	14.5	52.8	56.9	61.7
매출 YoY (%)	**2.7**	**-7.9**	**5.2**	**-1.5**	**3.5**	**2.4**	**5.8**	**9.2**	**-0.5**	**5.3**	**5.8**
사료	0.3	-1.5	2.5	-2.2	1.1	1.7	2.7	8.1	-0.2	3.5	3.7
사료첨가제	6.0	-15.7	9.0	-0.6	6.6	3.3	9.9	10.8	-0.8	7.7	8.5
GP	**10.6**	**10.5**	**11.6**	**11.6**	**11.3**	**10.8**	**12.6**	**12.3**	**44.2**	**47.0**	**50.0**
사료	5.3	5.5	5.6	5.6	5.3	5.4	5.9	6.1	22.0	22.7	23.5
사료첨가제	5.3	5.1	5.9	5.9	6.0	5.4	6.7	6.3	22.2	24.3	26.5
GPM (%)	**34.8**	**35.4**	**35.1**	**36.7**	**35.8**	**35.6**	**36.0**	**35.9**	**35.5**	**35.9**	**36.1**
사료	31.0	31.3	29.8	30.6	30.7	30.6	30.4	30.5	30.6	30.5	30.5
사료첨가제	39.8	41.2	42.0	45.4	42.1	42.7	43.1	43.3	42.1	42.8	43.0
OP	**5.7**	**5.0**	**6.0**	**5.4**	**5.6**	**5.3**	**6.2**	**6.0**	**22.1**	**23.1**	**24.5**
사료	2.6	2.2	2.5	3.1	2.5	2.5	2.8	3.0	10.4	10.9	11.4
사료첨가제	3.2	2.8	3.6	2.2	3.1	2.8	3.3	3.0	11.7	12.2	13.2
OP YoY (%)	**-5.1**	**-23.8**	**3.3**	**-22.5**	**-1.7**	**6.0**	**2.8**	**11.9**	**-12.7**	**4.6**	**6.0**
사료	0.9	-15.0	-3.8	-2.4	-2.7	14.1	15.8	-3.9	-5.0	4.9	4.3
사료첨가제	-9.4	-29.6	8.8	-39.9	-0.8	-0.5	-6.2	34.2	-18.6	4.3	7.6
OPM (%)	**18.9**	**16.8**	**18.3**	**17.0**	**17.9**	**17.4**	**17.7**	**17.4**	**17.7**	**17.6**	**17.7**
사료	15.0	12.8	13.0	17.0	14.5	14.3	14.7	15.1	14.5	14.7	14.7
사료첨가제	23.8	22.6	25.2	17.0	22.1	21.7	21.5	20.6	22.2	21.5	21.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아직 분할 후 시작가에 대한 정보가 나오지 않은 시점이지만, 해당 추정을 바탕으로 SOTP Valuation 추정치에 따르면 예상 시가총액은 총 1,510 억원이다[표 14]. 먼저 사업부별 EBITDA 추정 과정은 다음과 같다: 1)분할 후 홀딩스에 남게되는 개별 사업부는 업무대행밖에 없는데 해당 사업부는 유형자산이 거의 필요 없는 부문이므로, 기존 개별 이지바이오의 유형자산 및 자산상각비 대다수가 분할 후 신규 이지바이오에 간다고 가정했다. 2)따라서 상각 흐름이 거의 동일하게 유지된다고 가정하고, 3)기존 개별 이지바이오의 OP/EBITDA 비율을 분할 후 신규 추정 사업부별 영업이익에 적용해 각 사업부의 EBITDA 를 추정했다.

그 다음 이를 토대로 각 사업부의 Target Multiple 을 산정했다. 먼저 사료사업부의 경우 대체로 내수시장을 대상으로 하므로 국내 사료기업 2019AS EV/EBITDA 평균은 11 배지만 보수적으로 5 배를 적용했다. 그 다음 사료첨가제의 경우 해외시장 진출 속도가 빠르고 해외시장의 성장률이 훨씬 높으므로 사료 사업부보다 훨씬 높은 수준인 11 배를 적용했다.

표14 분할 후 신규 이지바이오 추정 - 추정 SOTP Valuation

(십억원)	OP	EBITDA	Target Multiple	가치산정	비고
사료	10.9	12.7	5.0	63.3	국내 사료기업 멀티플 하단
사료첨가제	12.2	14.2	11.0	156.3	글로벌 사료첨가제 멀티플 밴드 내
영업가치				219.7	사료 및 사료첨가부 추정 가치 합산
순차입금				68.7	기존 이지바이오 개별 2019 년말 순차입금
예상 시가총액(총 기업가치)				**151.0**	**영업가치-순차입금**
분할예정주식수				2,286,728	분할 후 신규 이지바이오에게 할당되는 주수
적정주가				**66,025.1**	**예상 시가총액/할당 예정 주수**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그 다음 순차입금 추정의 경우 부채 분할비율을 35%로 가정하고 19 년도 말 기존 개별 이지바이오 순차입금에 적용하면 240 억원이 산출된다. 참고로 해당 비율로 산출된 총차입금은 1,234 억원, 부채총계는 530 억원 가량이다.

19 년도에 선제적으로 상당 폭 줄어든 순차입금은 동사가 작년부터 시작해 지속적으로 부채비율을 줄여나가고 있는 노력의 일환이며, 올해도 계속해서 지속적으로 부채비율을 줄여 재무구조를 건전화 해나갈 것으로 보인다.

한편 일시적으로 높게 잡힌 부채비율은 분리하는 과정에서 높게 계산된 것이며, 부채 대비 이익이 굉장히 높게 잡혀있는 점을 주목해야 한다. 연간 200 억 가량의 영업이익이 발생할 것으로 추정되는 상황이기 때문에, 차입금 상환 시 몇 년 내 아주 빠르게 이루어질 가능성이 높아 배당성장 역시 기대되는 상황이다.

이지바이오 (035810)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	703	604	576	743	797
현금 및 현금성자산	134	62	56	105	149
매출채권 및 기타채권	209	209	192	243	239
재고자산	193	170	156	221	194
기타유동자산	166	162	172	174	216
비유동자산	878	906	904	995	987
관계기업투자등	77	99	87	89	85
유형자산	644	646	660	699	724
무형자산	57	57	49	55	51
자산총계	**1,581**	**1,510**	**1,481**	**1,738**	**1,785**
유동부채	947	763	725	849	834
매입채무 및 기타재무	110	123	100	101	108
단기금융부채	783	580	571	687	667
기타유동부채	53	60	54	61	59
비유동부채	235	209	170	223	219
장기금융부채	177	148	96	143	162
기타비유동부채	58	60	74	80	58
부채총계	**1,182**	**972**	**895**	**1,072**	**1,054**
지배주주지분	271	313	346	396	418
자본금	27	27	28	29	29
자본잉여금	110	113	127	132	148
이익잉여금	150	170	197	221	219
비지배주주지분(연결)	128	225	240	271	313
자본총계	**399**	**538**	**586**	**667**	**731**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**1,441**	**1,401**	**1,398**	**1,509**	**1,615**
매출원가	1,204	1,151	1,119	1,220	1,354
매출총이익	**236**	**250**	**279**	**289**	**261**
판매비 및 관리비	168	171	173	196	219
영업이익	**68**	**79**	**106**	**93**	**42**
(EBITDA)	103	114	144	139	101
금융손익	-40	-32	-1	-28	-29
이자비용	36	33	26	27	32
관계기업등 투자손익	4	1	4	2	4
기타영업외손익	-4	8	-21	-15	-6
세전계속사업이익	**28**	**56**	**89**	**53**	**11**
계속사업법인세비용	11	22	37	6	26
계속사업이익	17	34	52	47	-16
중단사업이익	-2	-1	-1	0	0
당기순이익	**15**	**33**	**51**	**47**	**-16**
지배주주	23	23	30	36	2
총포괄이익	**14**	**46**	**49**	**41**	**-13**
매출총이익률 (%)	16.4	17.8	20.0	19.2	16.2
영업이익률 (%)	4.7	5.6	7.6	6.2	2.6
EBITDA 마진률 (%)	7.1	8.2	10.3	9.2	6.2
당기순이익률 (%)	1.1	2.4	3.6	3.1	-1.0
ROA (%)	1.5	1.5	2.0	2.2	0.1
ROE (%)	8.9	7.9	9.0	9.6	0.6
ROIC (%)	3.9	4.5	6.0	7.3	-4.9

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**74**	**137**	**128**	**24**	**129**
당기순이익(손실)	15	33	51	47	-16
비현금수익비용가감	82	103	125	110	132
유형자산감가상각비	34	35	37	44	57
무형자산상각비	1	1	1	2	2
기타현금수익비용	-7	3	2	-4	-9
영업활동 자산부채변동	16	37	-9	-89	49
매출채권 감소(증가)	-8	-3	3	-6	-27
재고자산 감소(증가)	22	22	15	-46	29
매입채무 증가(감소)	9	14	-23	-34	13
기타자산, 부채변동	-7	4	-4	-3	35
투자활동 현금	**-55**	**-40**	**-83**	**-195**	**-103**
유형자산처분(취득)	-53	-34	-47	-64	-54
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-3	0
투자자산 감소(증가)	15	15	-6	-32	-34
기타투자활동	-17	-21	-30	-97	-15
재무활동 현금	**18**	**-168**	**-51**	**220**	**17**
차입금의 증가(감소)	22	-233	-45	137	-33
자본의 증가(감소)	-4	4	6	45	-6
배당금의 지급	4	3	3	10	6
기타재무활동	-1	61	-12	38	55
현금의 증가	**36**	**-72**	**-6**	**49**	**45**
기초현금	98	134	62	56	105
기말현금	134	62	56	105	149

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	12.5	14.1	7.4	6.5	102.0
P/B	1.1	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.2	8.0	5.3	6.4	8.0
P/CF	3.0	2.4	1.3	1.5	2.0
배당수익률 (%)	0.9	0.8	1.2	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	3.0	-2.7	-0.2	8.0	7.0
영업이익	-36.0	16.4	34.1	-12.3	-55.2
세전이익	-68.1	98.5	57.9	-40.5	-79.5
당기순이익	-69.6	114.2	53.6	-8.6	적전
EPS	-16.5	-4.1	24.9	13.8	-93.6
안정성 (%)					
부채비율	295.9	180.6	152.9	160.8	144.1
유동비율	74.2	79.1	79.5	87.6	95.6
순차입금/자기자본(x)	187.9	110.0	90.6	97.4	78.5
영업이익/금융비용(x)	1.9	2.4	4.0	3.5	1.3
총차입금 (십억원)	960	729	667	830	829
순차입금 (십억원)	750	592	531	649	574
주당지표(원)					
EPS	455	437	545	620	40
BPS	5,117	5,914	6,154	6,828	7,220
CFPS	1,910	2,575	3,227	2,724	2,005
DPS	50	50	50	75	75

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

롯데푸드(002270)

2020. 4. 21 | 음식료

수익성이 나아질 수 밖에 없는 상황

Analyst 심지현
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

1Q20 Preview: 악영향 반영 고려해도 베이스가 낮은 상황

올해 유지류는 높은 B2B 매출 익스포저로 인해 1Q20 에 악영향이 불가피한 상황이나 작년 상반기 하락폭이 컸기에 기저효과로 큰 타격은 없을 것으로 전망하여, 1Q20 까지 YoY −1.2% 가량 감익 후 완만한 속도로 회복을 예상한다.

빙과류는 코로나19 확산이 비수기에 이루어졌기 때문에 1Q20 영향은 제한적일 것으로 전망하나, 성수기까지 영향이 잔존한다고 가정해 2Q20~3Q20 의 일시적인 OPM 하락은 불가피하다고 판단한다. 유제품/제과류 대비 온라인 판매 및 비축수요가 제한적일 수 밖에 없기 때문이다. 베이스가 낮기에 감익을 전망하지 않으나 성수기 마진은 작년 성수기 때의 마진보다 낮은 수준일 것으로 전망한다. 한편 경쟁사 빙그레의 해태아이스크림 인수로 빙과 시장의 M/S 에 변화가 있을 것으로 예상되나, 동사는 이와 대조적으로 올해 수익성 개선에 집중할 것으로 밝혔다. 해당 이슈에 대한 영향은 상반기 내 단기적으로 가시화될 것으로 보이지 않는다.

육가공부문은 18 년부터 시작된 브랜드 전략에 따라 비용지출이 지속되며 영업이익 적자가 지속되고 있는 상황이다. 1)다만 기저가 낮고, 2)상반기 HMR 수요 급증을 감안하면 전년 대비 소폭 증가한 레벨에서 영업이익이 형성될 수 있다고 판단한다. HMR 에 포커스를 맞춘 김천공장 시설 증설은 마감이 내년으로 연장돼 비용 부담이 한시적으로 완화된 점 역시 육가공부문에 숨통을 트이게 해주는 요인이다.

투자의견 Buy, 목표주가 450,000 원 신규 제시

투자의견 Buy, 1Y 목표주가를 450,000 원으로 신규 제시한다. 목표주가는 동사 5 년 연간 P/E 평균에서 15% 할인한 12.4x 를 2020E fwd EPS 추정치 36,512 원에 적용해 산출했다. Target Multiple 을 보수적으로 잡은 이유는 수익성 턴어라운드의 구체적 시기가 뚜렷하지 않기 때문이다. 다만 부진 요인을 모두 고려해도 여전히 밸류에이션이 저렴한 구간이라고 판단한다.

Buy(initiate)

목표주가 450,000 원
현재주가 352,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSPI(4/20)		1,898.36 pt
시가총액		3,990 억원
발행주식수		1,132 천주
액면가		5,000 원
52 주 최고가 / 최저가		211,500/636,000 원
90 일 일평균거래대금		11 억원
외국인 지분율		12.5%
배당수익률(20.12E)		2.1%
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	39.4%
	6 개월	−11.6%
	12 개월	−29.0%
주주구성	롯데지주(외 12 인)	48.2%
	자사주(외 1 인)	19.6%
	국민연금공단(외 1 인)	6.4%

Stock Price

Financial Data

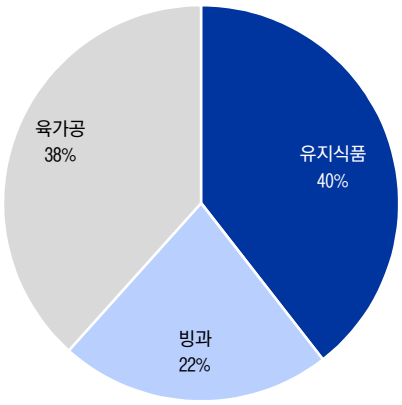
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,811	68	56	43	46,757	−44.4	114	15.2	8.5	1.2	6.3
2019	1,788	49	50	38	41,242	−11.8	101	10.0	6.5	0.7	5.4
2020E	1,822	51	44	33	36,512	−11.5	107	9.7	5.6	0.5	4.6
2021E	1,845	67	58	44	48,532	32.9	124	7.3	4.7	0.5	5.9
2022E	1,864	67	59	45	49,239	1.5	127	7.2	4.4	0.5	5.6

자료: 롯데푸드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망 및 Valuation

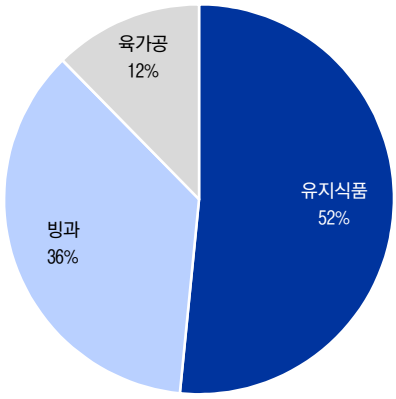
동사는 크게 유지류, 빙과, 육가공의 세 사업부를 영위하고 있기 때문에 타 육가공 기업 대비 축산업 익스포저는 다소 낮은 편이다. 2020E 연간 전망 매출 비중 기준으로 육가공 38%, 영업이익 비중 기준으로 육가공 12%의 비중을 차지할 것으로 예상한다.

그림28 매출 비중 (2020E) 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 영업이익 비중 (2020E) 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 롯데푸드 개별기준 분기/연간 실적추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	**425.2**	**466.4**	**477.6**	**418.8**	**429.9**	**474.7**	**494.5**	**422.9**	**1,788.0**	**1,822.0**	**1,845.5**
유지식품	198.5	208.1	203.9	100.3	196.1	210.4	210.8	101.5	710.8	718.8	727.1
빙과	95.4	128.6	136.7	38.9	96.5	129.2	139.7	39.1	399.6	404.5	408.6
육가공	131.4	129.7	137.0	279.5	137.3	135.0	144.0	282.3	677.6	698.7	709.7
매출 YoY(%)	**-1.3**	**-0.8**	**-3.8**	**1.3**	**1.1**	**1.8**	**3.5**	**1.0**	**-1.3**	**1.9**	**1.3**
유지식품	-3.2	-0.9	0.5	8.9	-1.2	1.1	3.4	1.2	0.1	1.1	1.2
빙과	4.2	0.0	-3.2	11.4	1.2	0.5	2.2	0.4	0.8	1.2	1.0
육가공	-2.1	-1.5	-10.1	-2.3	4.5	4.1	5.1	1.0	-3.8	3.1	1.6
OP	**8.6**	**18.6**	**21.2**	**1.2**	**10.4**	**13.1**	**19.9**	**7.7**	**49.5**	**51.1**	**66.6**
유지식품	5.9	9.7	10.4	17.9	6.9	8.6	9.5	4.2	43.9	29.1	29.8
빙과	3.3	11.5	13.0	-9.8	4.2	6.6	9.1	0.5	18.0	20.4	28.9
육가공	-0.6	-2.6	-2.3	-7.0	1.1	1.5	1.3	3.1	-12.5	7.0	7.9
OP YoY(%)	**-46.2**	**-18.8**	**-23.0**	**-10.2**	**21.3**	**-29.3**	**-6.2**	**561.5**	**-26.8**	**3.3**	**30.4**
유지식품	-38.6	1.4	33.3	0.7	16.0	-10.6	-9.0	-76.8	-1.9	-33.7	2.2
빙과	-8.7	-11.2	-5.5	적지	28.3	-42.8	-30.1	흑전	-8.7	13.0	41.9
육가공	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	13.8
OPM(%)	**2.0**	**4.0**	**4.4**	**0.3**	**2.4**	**2.8**	**4.0**	**1.8**	**2.8**	**2.8**	**3.6**
유지식품	3.0	4.6	5.1	17.9	3.5	4.1	4.5	4.1	6.2	4.1	4.1
빙과	3.5	9.0	9.5	-25.1	4.4	5.1	6.5	1.2	4.5	5.0	7.1
육가공	-0.5	-2.0	-1.6	-2.5	0.8	1.1	0.9	1.1	-1.8	1.0	1.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 부문간 수익을 제외한 외부수익만 고려

롯데푸드 (002270)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	450	625	832	865	900
현금 및 현금성자산	43	29	217	238	261
매출채권 및 기타채권	190	196	210	213	215
재고자산	192	227	225	228	230
기타유동자산	25	173	180	187	195
비유동자산	758	697	721	744	766
관계기업투자등	21	9	10	10	10
유형자산	541	583	607	629	651
무형자산	47	46	44	41	39
자산총계	**1,208**	**1,321**	**1,553**	**1,609**	**1,666**
유동부채	181	454	461	472	482
매입채무 및 기타재무	126	128	127	129	130
단기금융부채	3	116	116	116	116
기타유동부채	52	210	218	227	236
비유동부채	345	160	362	364	366
장기금융부채	209	114	314	314	314
기타비유동부채	135	46	47	49	51
부채총계	**526**	**614**	**823**	**835**	**848**
지배주주지분	682	708	730	774	819
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	60	60	60	60	60
이익잉여금	912	923	945	989	1,034
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**682**	**708**	**730**	**774**	**819**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,811**	**1,788**	**1,822**	**1,845**	**1,864**
매출원가	1,503	1,488	1,526	1,542	1,558
매출총이익	**308**	**300**	**296**	**304**	**306**
판매비 및 관리비	240	251	245	237	239
영업이익	**68**	**49**	**51**	**67**	**67**
(EBITDA)	114	101	107	124	127
금융손익	-6	-5	-8	-9	-9
이자비용	6	5	8	10	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	5	1	1	1
세전계속사업이익	**56**	**50**	**44**	**58**	**59**
계속사업법인세비용	13	12	11	14	14
계속사업이익	43	38	33	44	45
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**43**	**38**	**33**	**44**	**45**
지배주주	43	38	33	44	45
총포괄이익	**31**	**51**	**33**	**44**	**45**
매출총이익률 (%)	17.0	16.8	16.2	16.4	16.4
영업이익률 (%)	3.7	2.8	2.8	3.6	3.6
EBITDA 마진률 (%)	6.3	5.6	5.9	6.7	6.8
당기순이익률 (%)	2.3	2.1	1.8	2.4	2.4
ROA (%)	3.5	3.0	2.3	2.8	2.7
ROE (%)	6.3	5.4	4.6	5.9	5.6
ROIC (%)	6.2	4.4	4.3	5.4	5.3

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**97**	**48**	**79**	**102**	**105**
당기순이익(손실)	43	38	33	44	45
비현금수익비용가감	77	76	57	59	61
유형자산감가상각비	42	48	52	54	56
무형자산상각비	4	3	3	3	3
기타현금수익비용	1	0	2	2	2
영업활동 자산부채변동	-6	-52	-11	-1	-1
매출채권 감소(증가)	23	-4	-14	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-12	-35	2	-3	-2
매입채무 증가(감소)	-4	-3	-1	1	1
기타자산, 부채변동	-13	-10	2	2	2
투자활동 현금	**-33**	**-49**	**-80**	**-81**	**-82**
유형자산처분(취득)	-54	-75	-76	-77	-78
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	5	-1	-1	-1
기타투자활동	21	21	-2	-2	-3
재무활동 현금	**-119**	**-13**	**189**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-95	6	200	0	0
자본의 증가(감소)	-20	-14	-11	0	0
배당금의 지급	20	14	11	0	0
기타재무활동	-5	-5	0	0	0
현금의 증가	**-55**	**-14**	**188**	**21**	**23**
기초현금	98	43	29	217	238
기말현금	43	29	217	238	261

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	15.2	10.0	9.7	7.3	7.2
P/B	1.2	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.5	6.5	5.6	4.7	4.4
P/CF	6.7	4.1	4.4	3.9	3.8
배당수익률 (%)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
매출액	-0.4	-1.3	1.9	1.3	1.0
영업이익	2.0	-26.8	3.3	30.4	1.2
세전이익	-49.8	-11.4	-11.5	32.9	1.5
당기순이익	-55.3	-11.8	-11.5	32.9	1.5
EPS	-44.4	-11.8	-11.5	32.9	1.5
안정성 (%)					
부채비율	77.0	86.7	112.7	107.9	103.5
유동비율	248.8	137.6	180.4	183.5	186.8
순차입금/자기자본(x)	23.3	27.0	27.7	23.3	19.2
영업이익/금융비용(x)	12.0	9.5	6.1	7.0	7.1
총차입금 (십억원)	212	230	430	430	430
순차입금 (십억원)	159	191	202	181	157
주당지표(원)					
EPS	46,757	41,242	36,512	48,532	49,239
BPS	602,962	625,100	644,804	683,815	723,394
CFPS	105,304	99,925	79,966	91,460	93,661
DPS	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000

자료: 롯데푸드, 이베스트투자증권 리서치센터

매일유업(267980)

2020. 4. 21 | 음식료

먹는 입 늘리기

Analyst 심지현
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

매일유업이 유가공업계의 불황에 대처하는 방법: 고수익군 다변화

국내외 유제품 시장은 크게 보면 인구 수 따라 소비량이 결정된다. 분유는 모유수유 이외에 대체품이 없는 생필품 영역이고, 급식 채널 등을 중심으로 한 어린이와 청소년이 우유의 주 음용자기 때문이다. 따라서 국내뿐만 아니라 전지구적으로 출산율이 줄어들고 있는 지금, 유가공 업체의 장기 매출 하락 역시 전지구적인 문제라고 할 수 있다. 이 대변화가 필요해진 시점에, 매일유업(이하 동사)은 주 음용층을 확장시키려는 시도의 최전방선에 서있다.

먼저 락토프리, 아몬드브리즈 등 기존 유제품을 섭취하지 못하는 사람들을 위한 포트폴리오를 꾸준히 세분화 해왔으며, 영양식에 속하는 셀렉스 및 상하목장 등 포트폴리오 믹스를 수익 및 브랜드 파워가 높은 제품군으로 다변화한 것이 조금씩 가시화 되고 있다. 특히 셀렉스는 매 분기마다 매출이 늘어나 코로나 19 사태 이후 두각을 보였으며, 건강식 시장이 매년 커지며 향후 분기당 매출 100 억원을 능가하는 브랜드로 커나갈 전망이다.

코로나 19 후속 영향: 오프라인 채널 소폭 부진

편의점 등 오프라인 판매채널이 타격을 받으며 판매량이 전체적으로 하락한 것으로 보인다. 이는 유제품의 판매가 온라인 채널로 전환되는 비중이 타 카테고리 대비 상대적으로 낮기 때문인 것으로 판단된다. 다만 1)유가공 제품이 식음료 내에서도 비교적 더 필수소비재적 경향을 보이고, 2)안정적인 중국向 분유 매출 흐름과, 3)경쟁사 대비 높은 브랜드 시장지배력을 고려한다면 기대보다 빠른 회복 속도를 보일 수 있을 것이라고 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 100,000 원 신규 제시

투자의견 매수, 1Y 목표주가 100,000 원을 신규 제시한다. Target Multiple 12 배에 2020E Forward EPS 8,576 원을 적용해 산출했다. 프리미엄의 이유는 고수익군 다변화 전략이 현재 성공적으로 시장에 적용되고 있으며 유제품 시장 특성상 한번 고정된 시장 지배력이 오랫동안 유지되는 특징이 있기 때문이다.

Buy (initiate)

목표주가 100,000 원
현재주가 76,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(4/20)		1,898.36 pt
시가총액		6,008 억원
발행주식수		7,844 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		56,600/96,400 원
90 일 일평균거래대금		20 억원
외국인 지분율		19.8%
배당수익률(20.12E)		0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-12.6%
	6 개월	-12.7%
	12 개월	-6.3%
주주구성	김정완(외 15 인)	56.4%
	브이아이피자산운용	8.0%
	국민연금공단(외 1 인)	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,301	74	77	58	7,543	62.4	101	10.4	6.3	1.8	18.4
2019	1,393	85	85	64	8,216	8.9	118	10.2	5.4	1.6	17.1
2020E	1,463	88	89	67	8,576	4.4	122	8.9	4.4	1.3	15.5
2021E	1,536	92	93	70	8,953	4.4	126	8.6	3.8	1.1	14.0
2022E	1,613	96	97	74	9,395	4.9	131	8.2	3.2	1.0	12.9

자료: 매일유업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1. 매일유업 사업부 및 국내 시장 현황

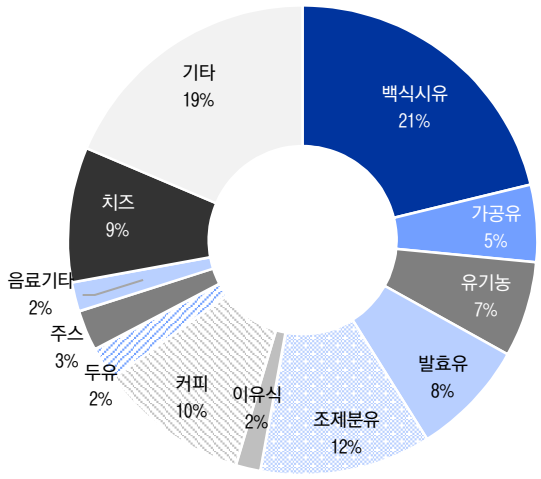
동사는 크게 시유, 분유, 발효유, 유음료로 나뉘는 유가공 부문과 셀렉스, 기능성 음료, 커피 등의 기타 부문의 사업을 영위하고 있다. 다음 [표 16]에서 사업 부문별 현황을 간략히 정리했다.

표16 매일유업 사업 부문별 개요

부문	대분류	제품군별 브랜드	현황
유가공	시유	매일우유, 상하목장 유기농우유	보존 기간 짧아 내수 중심 시장 형성. 출산율 감소로 1 인당 우유소비량 줄어드는 추세나 프리미엄급 제품 판매 증가, 그리고 B2B 시장에서의 우유 사용 증가 등이 상쇄
	분유	앱솔루트 명작, 유기농 궁, 센서티브	신생아 수 감소로 소비 줄어드는 추세나 해외시장 공략을 통한 내수시장 매출 감소 방어 노력. 최근 수입분유 관심증대 및 해외직구, 이커머스 발달로 수입분유 지속성장. 액상분유 및 신제품 출시를 통한 제품 포트폴리오 다양화, 해외시장 공략. 작년 처음 정식으로 중국에 무유당분유, 조산아분유 등 2 종 수출. 중국향 수출분유는 한중관계 악화 및 산아제한정책에 따라 매출 감소하였으나 2017 년 산아제한 정책 완화와 2019 년 이후 한중관계 회복에 따라 회복추세
	발효유	매일바이오, 상하목장 케피어 12, 엔요	-
	유음료	바리스타룰스, 카페라떼	-
기타	셀렉스	셀렉스	-
	기타	썬업, 뼈로가는 칼슘두유, 플로리다내추럴주스, 상하목장 슬로우키친 카레, 페레로(초콜릿) 등	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 매일유업 사업부 상세



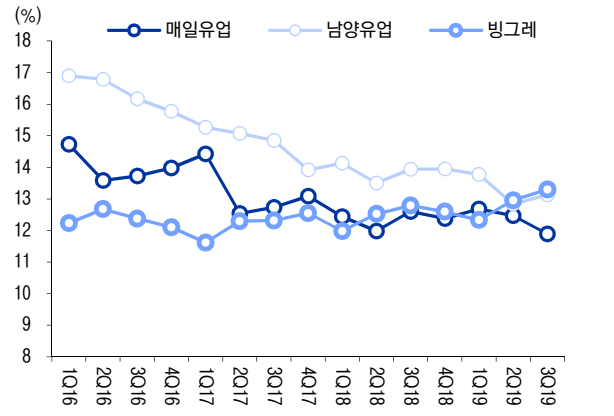
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 상장 유가공 4 사 실적 비교

1)유제품 세부 사업군별 소매점 매출액 추이

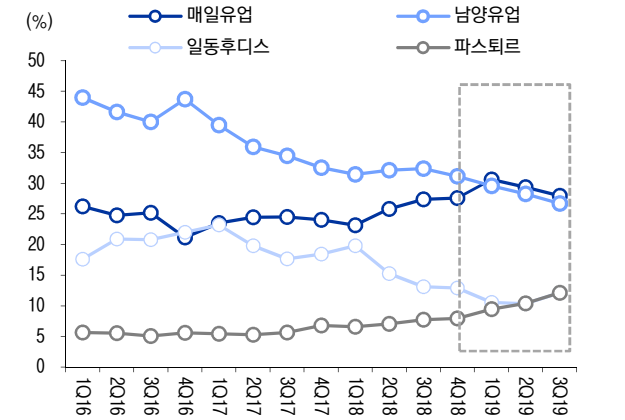
상장 유가공 4 사 중 남양유업의 분유 매출액 비중이 지속적으로 하락하며 19 년 연간 처음으로 매일유업이 남양유업의 분유 매출액을 상회하는 모습을 보였다. 아직 경쟁사 대비 높은 편은 아니지만 발효유 부문의 매출액이 소폭 증가했다는 것 역시 특징이다.

그림31 우유 분기별 소매점 매출액 제조사별 비중



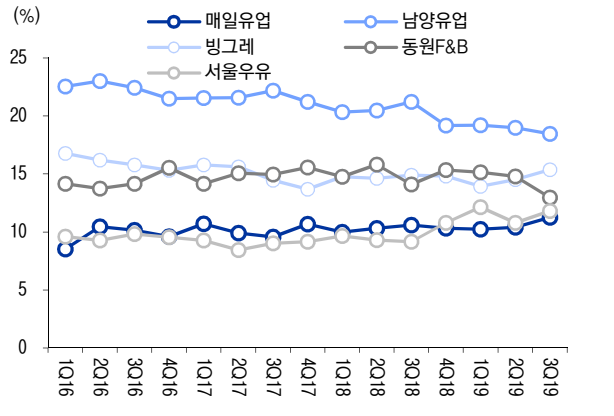
자료: 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 분유 분기별 소매점 매출액 제조사별 비중



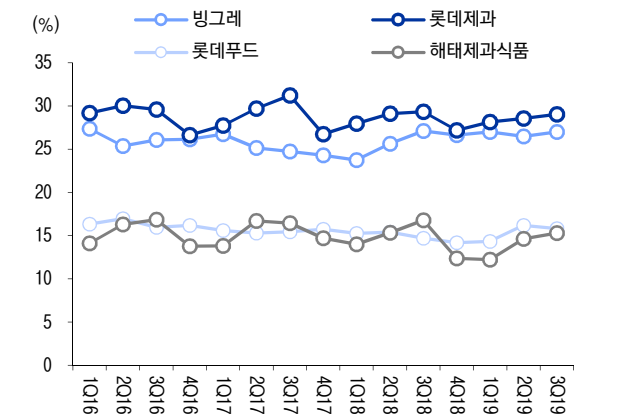
자료: 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 발효유 분기별 소매점 매출액 제조사별 비중



자료: 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 치즈 분기별 소매점 매출액 제조사별 비중



자료: 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

2)매출, 영업이익, OPM 추이

영업이익률 역시 동사가 상당히 높은데 이는 고수익 제품 위주의 포트폴리오 믹스 다변화가 2019 년부터 시작해 올해 본격적으로 가시화되고 있기 때문이다. 그러면서도 동시에 감가상각비 비율이 높지 않다는 점에서 재무적으로 비용 투입 여파가 크지 않은 것을 알 수 있다.

표17 상장 유가공 4 사 2019 년 실적 비교

(십억원, %)	매출	영업이익	영업이익률(%)	EBITDA	OP/EBITDA(%)
롯데푸드	1,788.0	49.5	2.8	100.8	49.1
남양유업	1,030.8	0.4	0.0	53.1	0.8
빙그레	878.3	45.8	5.2	78.9	58.0
매일유업	1,393.3	85.3	6.1	118.3	72.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. 실적전망 & Valuation

표18 매일유업 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019P	2020E	2021E
매출	**337.5**	**349.7**	**349.7**	**356.3**	**354.3**	**367.2**	**367.2**	**374.2**	**372.1**	**385.6**	**385.6**	**392.9**	**1,393.3**	**1,462.9**	**1,536.1**
매출 YoY (%)	5.1	9.4	4.8	9.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	7.1	5.0	5.0
매출원가	245.6	240.3	246.2	251.8	250.3	257.4	258.7	263.6	262.0	271.3	271.5	276.6	983.8	1,030.0	1,081.3
매출원가율	72.8	68.7	70.4	70.7	70.6	70.1	70.4	70.5	70.4	70.4	70.4	70.4	70.6	70.4	70.4
GP	**91.9**	**109.4**	**103.5**	**104.6**	**104.1**	**109.8**	**108.5**	**110.5**	**110.1**	**114.3**	**114.1**	**116.3**	**409.4**	**432.9**	**454.7**
GPM (%)	27.2	31.3	29.6	29.3	29.4	29.9	29.6	29.5	29.6	29.6	29.6	29.6	29.4	29.6	29.6
OP	**19.6**	**27.8**	**17.7**	**20.2**	**21.7**	**22.8**	**21.1**	**22.2**	**22.3**	**23.0**	**22.8**	**23.4**	**85.3**	**87.8**	**91.6**
OP YoY (%)	19.5	50.9	-13.5	5.8	10.6	-18.2	19.7	10.0	3.0	1.2	7.9	5.4	14.7	3.0	4.3
OPM	5.8	8.0	5.1	5.7	6.1	6.2	5.8	5.9	6.0	6.0	5.9	6.0	6.1	6.0	6.0
순이익	**16.1**	**21.3**	**14.8**	**16.1**	**17.4**	**18.3**	**17.3**	**17.1**	**18.2**	**19.2**	**18.3**	**17.9**	**68.3**	**70.1**	**73.6**
순이익 YoY	32.4	19.1	-11.5	39.2	8.3	-13.9	17.0	5.7	4.3	4.6	5.6	5.2	17.1	2.6	4.9
순이익률	4.8	6.1	4.2	4.5	4.9	5.0	4.7	4.6	4.9	5.0	4.7	4.6	4.9	4.8	4.8

자료: 매일유업, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 컨센서스 대비 당사 추정치

(십억원)	컨센서스		당사추정치		컨센서스		당사추정치		시장 컨센서스 대비 괴리율			
	2020E	2021E	2020E	2021E	1Q20	2Q20	1Q20	2Q20	2020E	2021E	1Q20	2Q20
매출액	1,447	1,519	**1,463**	1,536	353	360	**354**	367	1%	1%	0%	2%
영업이익	99	110	**88**	92	21	27	**22**	23	-11%	-16%	2%	-15%
순이익	77	86	**70**	74	21	21	**17**	18	-9%	-15%	-18%	-11%

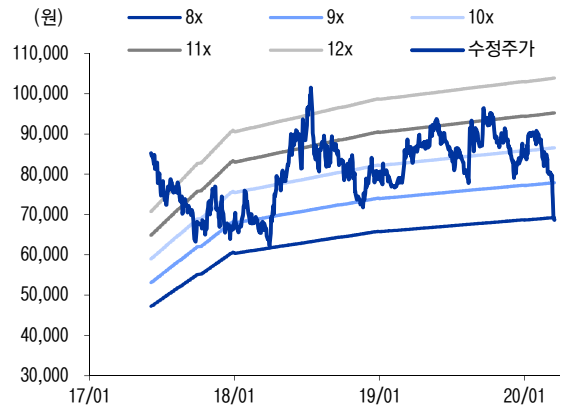
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 밸류에이션 및 목표주가 산정 기준 - PER Valuation

구분	추정치	비고
현재주가	76,600	20.04.20 기준 종가
Target P/E	**12.0**	**동사 5년 평균 하단에 프리미엄 10% 적용**
2020E EPS	8,576.2	-
적정주가	102,915	-
Target Price	**100,000**	**-**
상승여력	30.5%	**-**

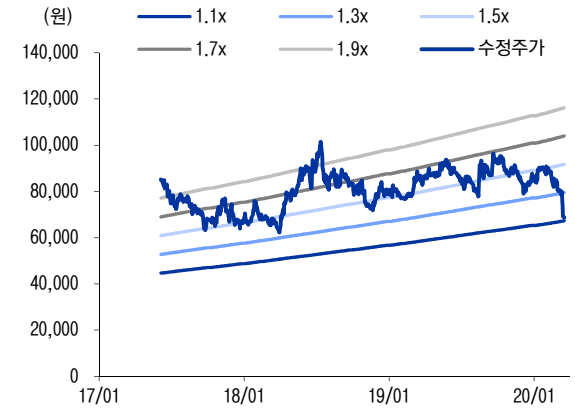
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 매일유업 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 매일유업 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

매일유업 (267980)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	348	392	453	527	603
현금 및 현금성자산	64	84	125	182	241
매출채권 및 기타채권	153	161	173	182	191
재고자산	111	116	125	131	137
기타유동자산	20	30	31	32	34
비유동자산	268	283	287	293	300
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	227	229	234	241	248
무형자산	8	8	5	2	-1
자산총계	**616**	**675**	**740**	**820**	**902**
유동부채	184	215	218	227	236
매입채무 및 기타재무	120	125	129	135	142
단기금융부채	22	42	42	42	42
기타유동부채	42	48	48	50	52
비유동부채	85	57	57	58	59
장기금융부채	73	43	43	43	43
기타비유동부채	12	14	14	15	15
부채총계	**269**	**272**	**276**	**285**	**294**
지배주주지분	347	404	465	535	608
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	257	257	257	257	257
이익잉여금	90	149	209	280	353
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**347**	**404**	**465**	**535**	**608**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,301**	**1,393**	**1,463**	**1,536**	**1,613**
매출원가	934	984	1,030	1,081	1,135
매출총이익	**367**	**409**	**433**	**455**	**477**
판매비 및 관리비	293	324	345	363	381
영업이익	**74**	**85**	**88**	**92**	**96**
(EBITDA)	101	118	122	126	131
금융손익	-1	-1	0	1	1
이자비용	3	3	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	1	1	1	1
세전계속사업이익	**77**	**85**	**89**	**93**	**97**
계속사업법인세비용	18	21	22	23	24
계속사업이익	58	64	67	70	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**58**	**64**	**67**	**70**	**74**
지배주주	58	64	67	70	74
총포괄이익	**55**	**63**	**67**	**70**	**74**
매출총이익률 (%)	28.2	29.4	29.6	29.6	29.6
영업이익률 (%)	5.7	6.1	6.0	6.0	6.0
EBITDA 마진률 (%)	7.8	8.5	8.3	8.2	8.1
당기순이익률 (%)	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
ROA (%)	9.7	10.0	9.5	9.0	8.5
ROE (%)	18.4	17.1	15.5	14.0	12.9
ROIC (%)	16.1	17.3	17.0	17.0	17.3

현금흐름표

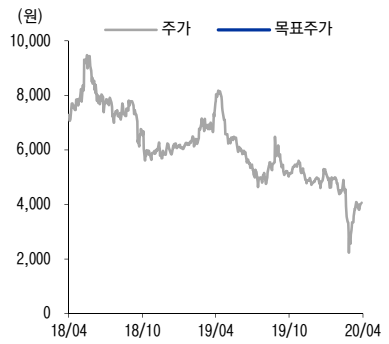
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**61**	**91**	**85**	**98**	**102**
당기순이익(손실)	58	64	67	70	74
비현금수익비용가감	43	53	33	35	35
유형자산감가상각비	25	31	33	34	35
무형자산상각비	2	2	1	1	0
기타현금수익비용	0	0	-1	1	1
영업활동 자산부채변동	-21	-8	-15	-7	-7
매출채권 감소(증가)	11	-4	-12	-9	-9
재고자산 감소(증가)	-9	-5	-8	-6	-7
매입채무 증가(감소)	-18	1	4	6	7
기타자산, 부채변동	-5	0	2	2	2
투자활동 현금	**-26**	**-40**	**-39**	**-41**	**-43**
유형자산처분(취득)	-27	-36	-38	-40	-42
무형자산 감소(증가)	-2	-1	2	2	2
투자자산 감소(증가)	6	-6	-1	-1	-1
기타투자활동	-3	2	-2	-2	-2
재무활동 현금	**-8**	**-31**	**-6**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-12	-24	0	0	0
자본의 증가(감소)	4	-5	-6	0	0
배당금의 지급	3	5	6	0	0
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	**27**	**20**	**40**	**57**	**59**
기초현금	37	64	84	125	182
기말현금	64	84	125	182	241

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.4	10.2	8.9	8.6	8.2
P/B	1.8	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.3	5.4	4.4	3.8	3.2
P/CF	6.0	5.6	6.0	5.7	5.5
배당수익률 (%)	0.9	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	47.6	7.1	5.0	5.0	5.0
영업이익	45.4	14.7	3.0	4.3	4.9
세전이익	75.1	10.9	4.4	4.4	4.9
당기순이익	67.9	10.3	4.4	4.4	4.9
EPS	62.4	8.9	4.4	4.4	4.9
안정성 (%)					
부채비율	77.5	67.3	59.4	53.3	48.4
유동비율	189.2	182.6	207.6	232.3	255.7
순차입금/자기자본(x)	4.9	-5.6	-13.7	-22.8	-29.9
영업이익/금융비용(x)	23.2	30.6	37.8	39.5	41.4
총차입금 (십억원)	95	85	85	85	85
순차입금 (십억원)	17	-22	-64	-122	-182
주당지표(원)					
EPS	7,543	8,216	8,576	8,953	9,395
BPS	44,235	51,460	59,223	68,162	77,541
CFPS	13,036	15,018	12,795	13,391	13,886
DPS	700	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 매일유업, 이베스트투자증권 리서치센터

이지바이오 목표주가 추이



투자의견 변동내역

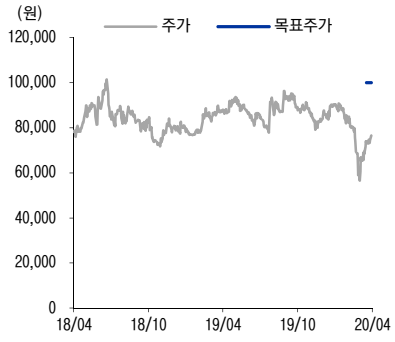
일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.04.21	신규	심지현									
2020.04.21	NR	NR									

롯데푸드 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.04.21	변경	심지현									
2020.04.21	Buy	심지현									

매일유업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.04.21	변경	심지현									
2020.04.21	Buy	100,000									

Compliance Notice

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

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

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)