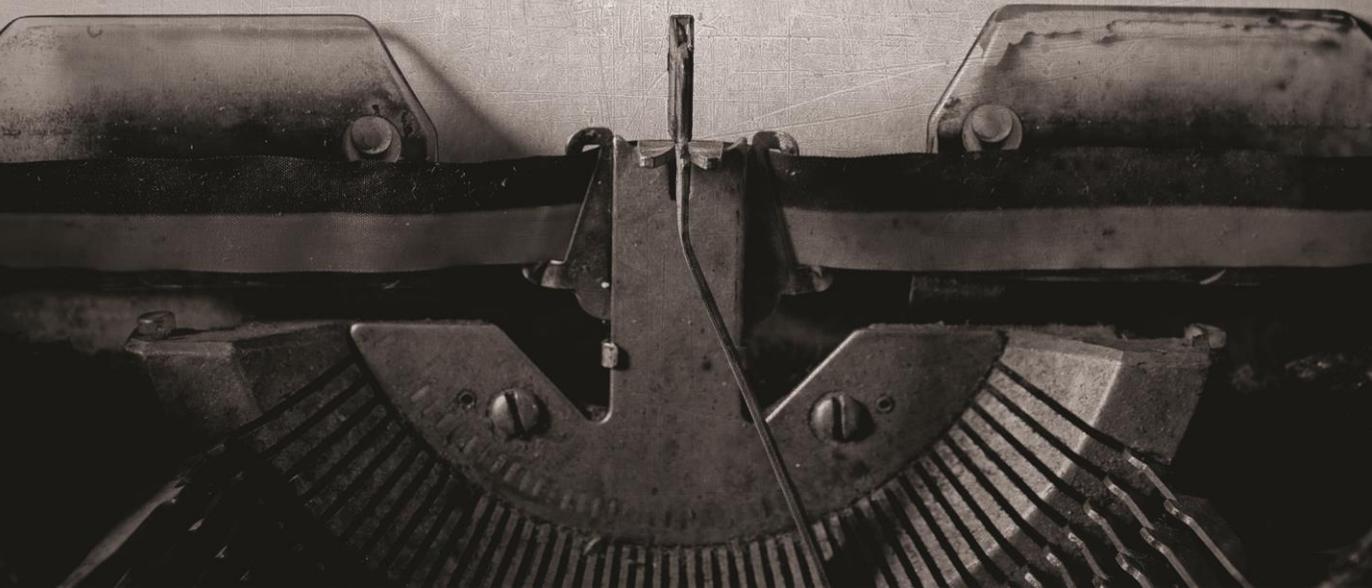


Analyst. 차재현
[음식료]

2020. 09. 17

리레이팅 말고,
실적개선에 대비하라

재매수 구간진입



Summary



코로나19로 음식료 업종에 대한 시장의 실적 기대치가 상승했지만 지나치게 높은 Valuation 적용을 경계한다. 높아진 실적 기대치에 또 다시 高 Valuation 적용하면 2015년과 같은 버블이 발생할 수 있기 때문이다. 2005년부터 2014년까지 합산 영업이익의 상승과 함께 시가총액이 동반 상승했다면 2015년은 이익대비 시가총액이 오버슈팅했다. 2016년부터 5년간 진행된 시가총액 하락과 영업이익의 상승으로 업종 Valuation은 힘겹게 합리적 수준으로 돌아왔다. 2020년 높아진 실적 기준에는 보수적인 Target P/E를 적용하고 2021년 정상화되는 실적 전망치에는 높은 Target P/E를 적용해야할 것을 추천한다. 2021년 지배주주순이익 기준 감익이 크지 않다면 실적 개선 만으로도 업종 주기는 양호한 상승세를 지속할 가능성이 높다.

음식료 대표 10개사의 영업이익률은 2005년 8.3%수준에서 2019년 4.5%로 15년간 3.8%pt 하락했다. 장기간 진행된 음식료 업종 영업이익률 하락의 가장 큰 원인은 GP마진율이 35.2%에서 23.5%로 11.7%pt 하락했기 때문이다. 판매수량 성장이 정체되는 상황에서 오프라인 대형 유통점들은 매출할인과 납품대금 감액, 부당한 반품 등을 통해 가격 결정권을 제대로 행사하지 못하게 했다. 글로벌 주요 음식료 기업들의 영업이익률은 15%를 넘어선다. 이와 비교시 한국 음식료 기업의 영업이익률은 비정상적으로 낮다. 오프라인 대형마트의 쇠락과 대리점 채널의 활성화, 온라인 식품 시장 침투율 상승, HMR시장의 성장 등으로 인해 비정상적으로 낮았던 한국 음식료 업종의 영업이익률이 중장기적 반등세를 보일 것이다.

국내 주요 음식료 기업의 지역별 매출액을 살펴보면, 매출 발생 지역이 다변화되며 국내 매출 비중은 감소하고 있다. CJ제일제당, 오리온, 삼양식품 등은 이미 해외 매출 규모가 국내를 추월했으며 농심, 대상 등의 해외 매출 비중도 빠르게 상승중이다. 주식시장에서 해외 진출로 주목받는 기업은 주로 오리온이었고 대상 시장은 대부분 중국이었다. 그러나, 최근 CJ제일제당, 농심, 풀무원 등이 한류 확산과 함께 미국내 약진이 주목된다. 미국은 세계인구의 4.3%, 세계소매시장의 18.5%, 세계 식품시장의 23.1%를 차지하는 만큼 미국 식품 시장 진출은 국내 식품 기업들에게 강력한 성장 요인이다.

높아진 실적 기대감에 당분간 보수적 Valuation을 적용해야 하겠지만, 15년간 하락해온 업종 평균 영업이익률은 추세적 반등을 시작했다. 코로나19에 따른 주가 상승후 재조정을 끝마친 실적 개선 대표주에 대한 재매수를 추천한다. 업황 변화와 Valuation, 분기 실적 모멘텀을 종합했을 때 Top PICK기업은 미국시장 등에서 한식의 세계화를 이끌고 있는 CJ제일제당과 주가 조정으로 Valuation부담이 완화된 하이트진로, 안정적인 이익창출력에도 불구하고 업종평균 대비 저평가된 대상이다.

Contents

I. 음식료, 리레이팅될 수 있을까?.....	4
지나치게 높은 Valuation 적용을 경계한다.....	4
2015 년의 교훈 : 고실적에는 低 PER, 低실적에는 高 PER.....	5
3Q20 Preview 및 Recommendation.....	7
II. 실적 개선 코로나 19에 따른 일회성뿐인가?.....	9
15년간 업종 영업이익률 하락의 가장 큰 원인은.. 제 값을 못 받아서.....	9
마트에 잘 안 간다. 시식이 없어졌다. 집근처 아니면 온라인으로 산다.....	11
대리점 매출 비중 확대 전망.....	13
식품시장의 온라인 침투율 지속 상승 전망.....	14
HMR 시장의 Central Kitchen 로써의 가치 상승.....	16
2Q20가 음식료업종의 실적 개선의 정점이 아니다.....	19
III. 식품기업 글로벌 진출과 한식의 세계화.....	21
국내 식품기업 해외 매출 비중 상승: 미국시장에 주목이 필요하다.....	21
한국 식품의 미국 시장 내 입지.....	24
주목받을 미국 진출 한국 식품 기업.....	27
V. Coverage Recommendation.....	29
CJ제일제당(097950).....	30
하이트진로(000080).....	33
대상(001680).....	36
오리온(27560).....	39
KT&G(033780).....	42
농심(004370).....	45
SPC삼립(005610).....	48
롯데칠성(005300).....	51
롯데푸드(002270).....	54

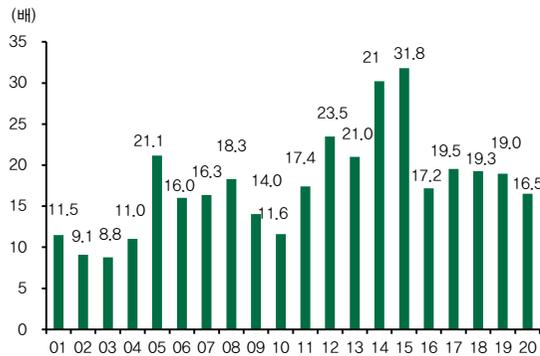
I. 음식료, 리레이팅될 수 있을까?

지나치게 높은 Valuation 적용을 경계한다

음식료업종 주요 10개사의 2020년 예상 실적기준 평균 P/E는 16.5배로 추정된다(일회성 손익 제외 후). 2001년 이후 음식료 대표기업의 연말 P/E 밴드는 8.8~31.8배로 비교적 넓었지만 20년간 업종 평균 P/E는 17.7배 수준이다. 한단계 더 낮아진 금리와 심화되는 저성장을 감안시 현재의 음식료 업종 평균 P/E 16.5배는 적절한 수준이다. 펀더멘탈, 실적 및 Valuation 변동의 흐름이 업종 평균과는 상이한 KT&G의 경우 업종 평균 산출시 제외한다. KT&G의 현재 시가총액은 11.6조원, 2020년 컨센서스 실적 기준 P/E는 11배다. KT&G 포함시 업종평균 P/E는 14.4배로 하락하지만, 이를 음식료업종 전반의 실체를 반영한 평균으로 보기는 어렵다. 평균 산출에 포함된 기업은 CJ제일제당, 하이트진로, 농심, 오리온, 대상, 롯데칠성, 롯데푸드, SPC삼립, 오뚜기, 동원F&B 등으로 20년간 시계열이 유지되는 시가총액 상위 기업이다.

코로나19에 따른 집밥 선호현상으로 2Q20 주요 음식료 기업들의 실적은 예상치를 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 문제는 2Q20 실적 개선에는 코로나19로 인한 재난지원금 사용과 근거리 쇼핑 채널 선호 현상에 따른 일시적 ASP상승 및 대형마트 판촉비 감소 효과가 존재한다는 것이다. 서프라이즈로 한껏 높아진 실적 기준치에 또 다시 지나치게 높은 Valuation 적용하거나 혹은 집밥이슈로 업종 전반의 밸류에이션이 리레이팅될 것이라는 기대는 아무래도 무리가 있다.

도표 1. 음식료 대표 10개사 평균 P/E

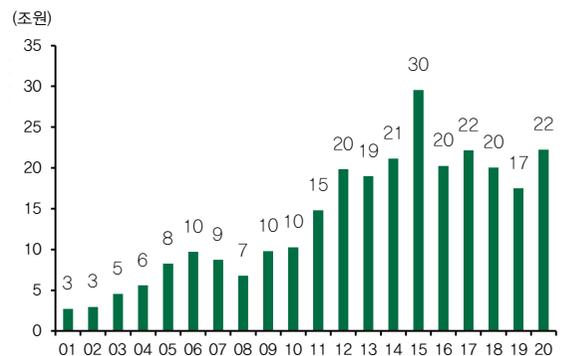


자료: DB금융투자, Datalguide

* 연말 종가기준

** CJ제일제당, 하이트진로, 농심, 오리온, 대상, 롯데칠성, 롯데푸드, SPC삼립, 오뚜기, 동원F&B 평균 P/E 사용

도표 2. 음식료 대표 10개사 합산 시가총액



자료: DB금융투자, Datalguide

2015년의 교훈 : 高실적에는 低 PER, 低실적에는 高 PER

코로나19로 음식료 업종에 대한 시장의 실적 기대치가 상승했다. 여기서 적용되는 高 Valuation은 또 다시 음식료 업종 전반의 Valuation의 버블을 형성할 가능성이 있으며, 당 애널리스트는 이를 경계한다. 지금은 2020년 높아진 실적 기준에는 보수적인 Target P/E를 적용하고 2021년 정상화되는 실적 전망 치에는 높은 Target P/E를 적용해야할 시점이다.

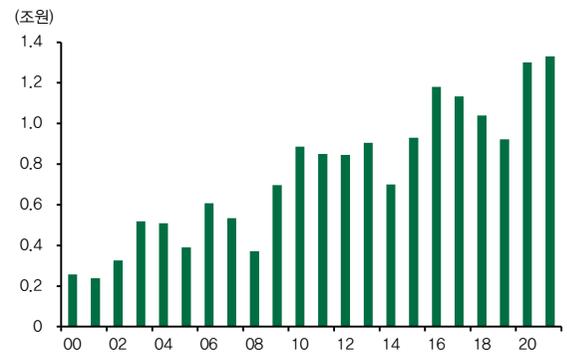
05년부터 2014년까지 합산 영업이익 상승과 함께 시가총액이 동반 상승했다면 2015년은 영업이익 대비 시가총액이 오버슈팅했다. 2016년부터 5년간 합산 시가총액 하락과 영업이익 상승으로 업종 Valuation이 힘겹게 합리적인 수준으로 돌아왔다. 2021년 지배주주순이익 기준 감익이 크지 않다면 리레이팅이 아닌 실적 개선 만으로도 업종 주가는 양호한 상승세를 지속할 수 있다. 참고적으로 현재 업종 지수기준 음식료의 KOSPI대비 초과상승률은 12.5%로 최근 20년 평균 초과상승률 28.5% 대비 과도한 수준은 아니다.

도표 3. 대표기업 10개사 합산 시총 VS 영업이익



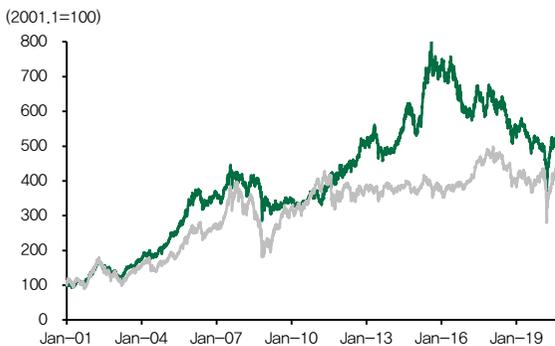
자료: DB금융투자, Dataguide

도표 4. 대표기업 10개사 합산 지배주주순이익



자료: DB금융투자, Dataguide

도표 5. 음식료업종 지수 VS KOSPI지수



자료: DB금융투자, Dataguide

도표 6. 음식료업종, KOSPI대비 초과수익률 추이



자료: DB금융투자, Dataguide

음식료 주요 10개사의 합산 시가총액은 21.6조원으로 19년말 기준 17.5조원대비 24%가량 상승했다. 전년말 대비 KOSPI지수가 11%상승했다는 점을 감안시 음식료 대표기업 기준으로도 시장대비 10% 초반의 초과수익률을 거두고 있다. 역사적으로 시장평균 대비 음식료 업종의 초과수익률은 2015년에 가장 컸다. 실제로 2015년 음식료 주요 10개사의 합산 시가총액은 연말 증가 기준으로 39.8%상승했고(KOSPI대비 +38%), 이는 곡물가격 안정과 함께 2015년 음식료 대표 기업의 영업이익이 22.9%YoY 증가하면서 나타난 현상이다.

사실 2015년의 문제점은 시장과 일부 투자자의 과도한 기대감으로 업종 주가 상승이 펀더멘탈을 너무 앞서 갔다는데 있다. 실제로 2015년 종가기준 음식료 대표 10개사의 P/E는 31.8배까지 상승했으며 연중 P/E 고점에서 40배를 넘기도 했다. 2016 ~17년 업종 영업이익이 감익되면서 음식료 주가는 실적 하락폭보다 더 많이 하락했다(16년 영업이익 -11.5%, 시가총액 KOSPI대비 -37%). 대표기업의 영업이익은 2018~19년 반등했으며(18년 +18.1%, 19년 +5.9%), 2015년 31.8배까지 상승했던 대표 기업의 평균 P/E는 2020년 실적 기준 16배 수준까지 내려갔다. 결론적으로 2015년에 발생한 음식료 업종의 버블이 해소되는데는 5년이라는 고통의 시간이 필요했고, 버블은 평균적인 시장 참여자에게 큰 이득이 되지 않는다.

3Q20 Preview 및 Recommendation

3Q20 커버리지 기업중 실적 개선을 보이는 기업은 CJ제일제당, 하이트진로, 대상, 농심 등이며 반면 KT&G, 롯데칠성, 롯데푸드는 부진한 실적을 보일 것으로 전망한다. 컨센서스 혹은 당사 예상치 대비 양호한 실적을 보일 가능성이 있는 기업은 CJ제일제당, 하이트진로, 대상 정도일 것으로 판단한다.

도표 7. 음식료 커버리지 9개사 3Q20 실적 Preview

(단위: 억원 %)

		3Q20E	3Q19	%YoY	컨센서스	% 차이	코멘트
CJ제일제당	매출액	63,078	58,581	7.7	63,296	-0.3	국내 가공식품 판가/판매량 증가로 3Q20 영업이익률
	영업이익	4,035	2,727	21.1	3,721	8.4	10.6%로 전년대비 대폭 개선 전망. 미국/베트남 등 해외
	(대한통운제외)	3,025	1,810	67.1	2,940	2.9	매출 고성장 지속. 바이오 영업이익 700억원 상회 추정.
	세전이익	2,767	684	197.4	2,444	13.2	대통제외 기준 3Q20 영업이익 67.1% 증가 추정
하이트진로	매출액	5,827	5,291	10.1	5,843	-0.3	맥주/소주 판매량 증가와 수입맥주 매출 감소 종료로
	영업이익	584	492	18.7	568	2.8	3Q20 매출액 10%YoY 증가 전망. 우려했던 판매비
	세전이익	434	348	24.7	441	-1.6	지출이 제한되면서 분기 영업이익의 전망치 상향함. 하반기
	지배주주순이익	324	259	25.1	329	-1.5	모멘텀 둔화에 대한 우려 주가에 선반영됨
대상	매출액	8,203	7,837	4.7	8,128	0.9	7~8월 수익성 개선, 신선/가공 중심으로 계속되고 있음.
	영업이익	509	423	20.3	550	-7.5	추석 선물세트 매출 9월에 집중되고 코로나19 영향
	세전이익	374	301	24.3	470	-20.4	제한적일 전망. 높은 이익 안정성과 ROE, 우량한
	지배주주순이익	287	220	30.5	325	-11.7	재무구조 감안시 저평가
오리온	매출액	5,816	5,300	9.7	5,843	-0.5	중국 두 자릿수 성장 지속. 베트남/러시아도 상반기
	영업이익	1,071	1,018	5.2	1,118	-4.2	성장을 추세 유지 전망. 국내 제과시장에서 시장점유율
	세전이익	1,076	1,022	5.3	1,157	-7.0	상승 추정. 타오케노, 용암수 등 신상품 도입과 공격적
	지배주주순이익	773	677	14.2	809	-4.4	성장 전략으로 하반기 수익성 다소 둔화될 전망
KT&G	매출액	13,929	13,222	5.3	14,124	-1.4	7~8월 내수 담배 판매량 소폭 증가 추세 유지. 중동 수출
	영업이익	3,884	3,825	1.5	4,005	-3.0	판매량 회복되나 신시장 부진 지속될 전망. 면세점
	세전이익	4,268	4,503	-5.2	4,211	1.4	부진으로 KGC 영업이익의 부진 지속. 3분기 영업이익
	지배주주순이익	3,079	3,208	-4.0	2,983	3.2	컨센서스 소폭 하회 전망
농심	매출액	6,693	5,899	13.5	6,580	1.7	국내 라면수요 3~5%성장, 강시리즈 히트로 스낵 매출
	영업이익	292	186	57.0	333	-12.3	증가 지속. 사재기 현상은 소멸했지만 미국 등 글로벌
	세전이익	328	223	47.1	394	-16.8	라면 판매량 고성장 지속. 중국은 한한령 해제시 추가
	지배주주순이익	245	169	45.0	272	-9.9	성장 기대. 영업이익 전년대비 57%개선 전망
SPC삼립	매출액	6,475	6,158	5.1	6,300	2.8	3분기 베이커리 부문 업황 소폭 개선 기대됨. 신석식품
	영업이익	92	23	300.0	92	0.0	10%수준의 성장 지속하고, 육가공도 매출 트렌드는
	세전이익	68	-7	-1071.4	75	-9.3	나쁘지 않음. 가명휴게소 적자 축소와 유통부문 일회성
	지배주주순이익	52	-6	-966.7	59	-11.9	비용 감소 전년대비 개선 기대
롯데칠성	매출액	6,456	6,571	-1.8	6,559	-1.6	상반기 급감했던 주류 매출이 수입 맥주 매출 감소
	영업이익	420	490	-14.3	486	-13.6	둔화와 신제품 매출 가세로 3Q20 소폭 성장할 것으로
	세전이익	299	365	-18.1	408	-26.7	전망(+1.9%YoY). 코로나19 영향으로 음료 부문 수익성
	지배주주순이익	211	293	-28.0	290	-27.2	둔화 전망. 3분기 영업이익 14.3%감의 추정
롯데푸드	매출액	4,628	4,776	-3.1	4,710	-1.7	길어진 장마로 여름 성수기 빙과 부문 실적 계획대비
	영업이익	180	212	-15.1	210	-14.3	부진할 것으로 판단됨. B2B사업의 코로나19 악영향이
	세전이익	170	202	-15.8	-	-	지속중이며 매출 감소에 따른 고정비 부담으로 영업이익
	지배주주순이익	128	153	-16.3	110	16.4	감의 지속될 것으로 전망

자료: DB금융투자

이번 보고서에서 음식료 업종에 대한 당사의 투자전략을 한마디로 요약하면 고점대비 조정을 보인 CJ제일제당, 하이트진로, 대상을 다시 시라는 것이다. 업황 변화와 Valuation, 분기 실적 모멘텀을 종합했을 때 Top PICK 기업은 미국시장 등에서 한식의 세계화를 이끌고 있는 CJ제일제당과 주가 조정으로 Valuation부담이 완화된 하이트진로, 안정적인 이익창출력에도 불구하고 업종평균 대비 저평가된 대상이다.

도표 8. 음식료 커버리지 Recommendation

		CJ제일제당	하이트진로	대상	오리온	KT&G	농심	SPC 삼립	롯데칠성	롯데푸드
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가(원)		590,000(↑)	52,000	40,000	180,000	120,000	450,000	76,000(↓)	124,000(↓)	410,000(↓)
현재주가(원, 9/16)		393,000	37,950	27,000	140,000	84,800	342,500	62,900	94,200	309,000
시가총액(억원)		59,163	26,616	9,355	55,351	116,424	20,833	5,428	7,530	3,479
매출액	19	223,525	20,351	29,640	20,233	49,632	23,439	24,992	24,295	17,880
(억원)	20E	244,681	23,098	31,090	22,257	51,722	26,955	25,849	22,814	17,211
	21E	258,549	24,321	31,813	23,439	52,071	27,066	27,060	23,336	17,321
영업이익	19	8,969	882	1,298	3,276	13,820	788	470	1,077	495
(억원)	20E	13,968	2,049	1,865	3,921	13,781	1,664	445	798	430
	21E	13,662	2,486	1,941	4,096	14,057	1,694	534	887	468
영업이익 증가율	19	7.7	-2.4	8.0	16.1	10.1	-11	-21.6	26.7	-26.8
(%)	20E	55.7	132.2	43.7	19.7	-0.3	111.1	-5.2	-25.8	-13
	21E	-2.2	21.3	4.0	4.5	2	1.8	20	11.1	8.7
EPS	19	9,820	-616	3,070	5,453	7,549	11,672	2,341	-18,034	33,151
(원)	20E	53,626	1,659	3,764	7,300	7,467	22,659	170	1,941	66,860
	21E	35,461	2,086	3,366	7,490	7,697	24,110	3,751	2,119	31,040
P/E	19	25.7	-	7.6	19.3	12.4	20.6	37.3	-	12.5
(배)	20E	7.3	23.2	7.2	19.0	11.3	15.2	371.7	48.6	4.6
	21E	11.1	18.5	8.1	18.6	11	14.3	16.8	44.5	9.9
ROE	19	3.2	-3.9	11.2	14.2	12.4	3.7	6.3	-11.7	5.4
(%)	20E	15.4	11.0	12.4	16.4	11.5	6.9	0.5	1.4	10.2
	21E	9.2	12.8	10.1	14.6	11.3	7	9.9	1.5	4.5
P/B	19	0.8	2.0	0.8	2.6	1.5	0.8	2.3	1	0.7
(배)	20E	1.1	2.5	0.9	2.9	1.3	1	1.7	0.7	0.5
	21E	1.1	2.3	0.8	2.5	1.2	1	1.6	0.7	0.4
시가총액/영업이익	19	4.0	23.1	5.2	14.2	7.7	22.3	13.4	7.4	8.2
(배)	20E	4.6	13.1	5.0	13.7	8.4	12.3	12.3	9.5	8.1
	21E	4.4	10.7	4.8	13.1	8.3	12.2	10.2	8.5	7.4

자료: DB금융투자

II. 실적 개선, 코로나19에 따른 일회성뿐인가?

15년간 업종 영업이익률 하락의 가장 큰 원인은... 제 값을 못 받아서

음식료 대표 10개사의 영업이익률은 2005년 8.3%수준에서 2019년 4.5%로 15년간 3.8%pt나 하락했다. 장기간 진행된 음식료 업종의 영업이익률 하락의 원인은 GP마진율이 35.2%에서 23.5%로 11.7%pt 하락했기 때문이다. 이는 수량 성장이 정체되는 상황에서 음식료 업체들이 매출할인과 납품 대금 감액, 부당한 반품 등으로 오프라인 대형 유통점들에게 가격 결정권을 제대로 행사하지 못했음을 시사한다.

인구성장을 정체와 노령화 등으로 향후에도 음식료 제품의 명목가격 상승폭은 제한적일 것으로 추정한다. 최근들어 온라인 매출 비중 확대와 언택트 소비 증가, 오프라인 대형점의 판매 비중 축소 등으로 제품가격 할인율이 축소되고 있다. 이는 간접적 판가 인상을 의미하며 음식료업종 전반의 매출이익률 반등에 기여할 것이다. 특히 최근 CJ제일제당, 롯데그룹, 농심 등 주요 기업들은 판촉 강화보다는 수익성 개선 중심의 내실 경영 전략을 추진하고 있다.

15년간의 성장 정체와 수익성 하락을 경험한 주요 음식료 기업들은 경쟁을 통한 무분별한 매출 확대 전략보다는 수익성 중심의 경영을 추구하고 있으며 M&A보다는 차입금을 축소하고 있다. 글로벌 주요 음식료 기업들의 영업이익률은 이미 15%를 넘어서고 있다. 이와 비교시 한국 음식료 기업의 영업이익률은 비정상적으로 낮은 수준이다. 음식료 업종의 영업이익률을 ① 오프라인 대형마트의 쇠퇴, ② 대리점 채널의 활성화, ③ 온라인 식품 비중 확대, ④ HMR시장의 성장 등으로 중장기적 반등 추세를 보일 것으로 추정한다.

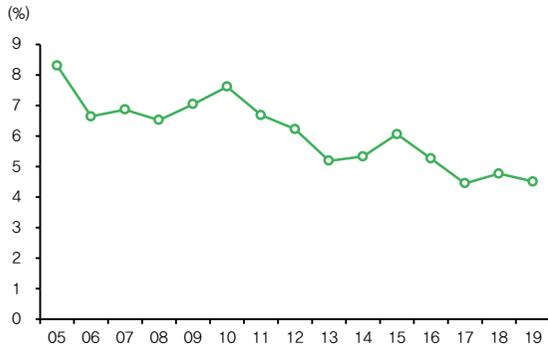
도표 9. 음식료 업종 최근 10년간 GP마진, 판관비율, 영업이익률의 변화

(단위: %)

	GP%	판관비율	OP%	인건비율	감가상각비	연구개발비	광고선전비	기타판관비
2005년	35.2	26.9	8.3	8.0	1.3	0.3	3.2	14.0
2006년	35.9	29.3	6.6	8.8	1.3	0.4	3.8	15.0
2007년	35.3	28.4	6.9	8.4	1.2	0.4	2.9	15.4
2008년	31.0	24.5	6.5	7.5	1.1	0.4	2.6	13.0
2009년	32.3	25.3	7.0	7.1	1.0	0.3	2.5	14.3
2010년	32.0	24.4	7.6	6.9	0.7	0.3	2.7	13.7
2011년	30.1	23.4	6.7	6.6	0.7	0.3	2.6	13.2
2012년	28.2	22.0	6.2	6.4	0.7	0.3	2.4	12.2
2013년	27.0	21.8	5.2	6.5	0.7	0.2	2.2	12.2
2014년	27.7	22.4	5.3	6.7	0.8	0.2	2.4	12.4
2015년	28.4	22.3	6.1	6.6	0.7	0.2	2.3	12.5
2016년	26.4	21.2	5.3	6.1	0.7	0.2	2.1	12.0
2017년	25.6	21.2	4.5	6.3	0.6	0.2	2.0	12.0
2018년	23.6	18.8	4.8	6.2	0.5	0.2	1.7	10.2
2019년	23.5	19.0	4.5	6.4	0.8	0.2	1.7	10.0
최근 10년간	-11.7	-7.9	-3.8	-1.7	-0.5	-0.1	-1.5	-4.0

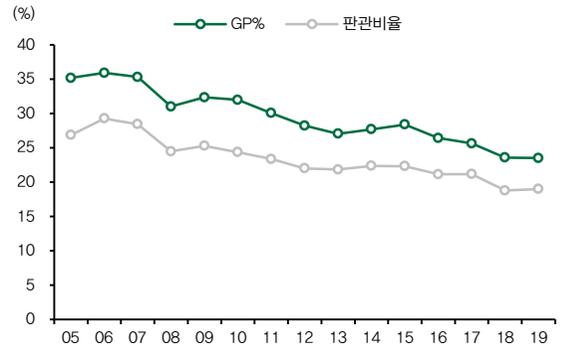
자료: DB금융투자, Dataguide

도표 10. 영업이익율 하락



자료: DB금융투자, Dataguide

도표 11. GP마진율, 판매비율 추이



자료: DB금융투자, Dataguide

도표 12. 대형마트에 대한 공정거래위원회 제재 사례 ≙ 음식료 업종 이익률 훼손의 원인

대형마트 법 위반 사항	대형마트 위반 행위별 구체적 사례	적용법조
부당한 납품대금 감액	<ul style="list-style-type: none"> - 홈플러스는 14년 1월~3월 동안 4개 납품업자에게 지급해야 할 납품대금중 121억원을 판촉비용 분담금 명목으로 공제하고 지급. 이는 판매촉진 노력과 무관한 기본장려금의 수취를 금지하자 이를 회피하기 위해 판촉비용 분담금으로 이름만 바꿔 수취함 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 유통업법 제 7조(감액 금지) - 납품 대금의 감액은 납품업자의 책임으로 상품이 훼손되는 등 예외적인 경우에만 적용됨
부당한 인건비 전가	<ul style="list-style-type: none"> - 홈플러스는 12년 6월부터 15년 8월까지 10개 납품업자로부터 파견반원 판촉사원을 직접 고용하면서 인건비를 납품업자에게 전가함. 직접 고용에 따른 인건비를 납품 대금 감액, 무상납품 등의 방식으로 전가하다가 위법으로 판단되자 점내 광고 추가 판매 등으로 방식을 바꿈 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 유통업법 제12조(납품업자 종업원 사용 금지) - 대형 유통업자는 자기가 고용한 자의 인건비를 납품업자 등에게 부담시킬 수 없음
납품업자 종업원 부당 사용	<ul style="list-style-type: none"> - 이마트는 2014년 6월부터 7월 기간동안 29개 점포를 리뉴얼하면서 24개 납품업자의 종업원 24명을 받고, 경산점을 개점하면서는 94개 납품업자의 종업원 181명을 파견반아 상품 진열 등에 사용함 - 롯데마트는 13년 10월부터 11월동안 5개 점포 리뉴얼 과정에서 245개 납품업자의 종업원 856명을 파견반아 상품 진열 등에 사용함 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 유통업법 제12조(납품업자 종업원 사용 금지) - 납품업자 등이 서면으로 자발적 파견을 요청하는 등 예외적인 경우 외에 납품업자의 종업원을 파견받을 수 없음
부당한 반품	<ul style="list-style-type: none"> - 이마트는 13년 8월부터 15년 1월 23개 납품업자에게 시즌 상품이 아닌 14,922개 제품을 시즌 상품을 반품하면서 함께 반품함. 롯데마트는 2012년 1월부터 15년 4월 45개 납품업자 292개 상품에 대해 약정한 반품 기간을 지나서 반품하고 96개 납품업자에게 시즌 상품에 대해 구체적인 반품 조건을 서면으로 확정하지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 유통업법 제10조(상품의 반품 금지) - 직매입거래의 경우 원칙적으로 반품은 금지되고 시즌 상품에 대한 사전에 구체적 조건을 약정한 경우 등 예외적인 경우에만 허용함
서면 교부 의무 위반	<ul style="list-style-type: none"> - 이마트는 2012년 1월부터 15년 3월 904개 납품업자와 총 1,098건의 직매입 거래 계약을 체결하면서 사전에 계약 서면을 교부하지 않음 - 롯데마트는 2012년 1월부터 15년 1월 기간 동안 103개 매장임차인과 임대차 계약을 체결하면서 거래 기간을 특정하지 않은 계약 서면을 교부함 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 유통업법 제6조(서면의 교부 및 서류의 보존) - 대형 유통업자는 납품업자와 거래 계약을 체결하는 즉시 거래 형태, 품목, 기간, 납품 방법 등을 기재한 계약 서면을 교부해야 함

자료: DB금융투자, 공정거래위원회 보도자료

도표 13. 1H20 주요 글로벌 식품회사 수익성, OP% 평균 10%중반

(단위: 백만USD, 백만원, 백만프랑, 억원)

	코카콜라	네슬레	몬델리즈인터네셔널	펩시코	이리(伊利)	산취엔(三全)	오리온
매출액	15,751	41,303	12,618	29,826	47,528	3,730	10,549
매출총이익	9,367	20,013	4,782	16,611	18,254	1,424	4,737
매출총이익률	59.5%	48.5%	37.9%	55.7%	38.4%	38.2%	44.9%
판매비	4,631	12,274	2,990	12,368	13,437	982	2,905
영업이익	4,361	7,833	1,569	4,243	4,592	444	1,832
영업이익률	27.7%	19.0%	12.4%	14.2%	9.7%	11.9%	17.4%

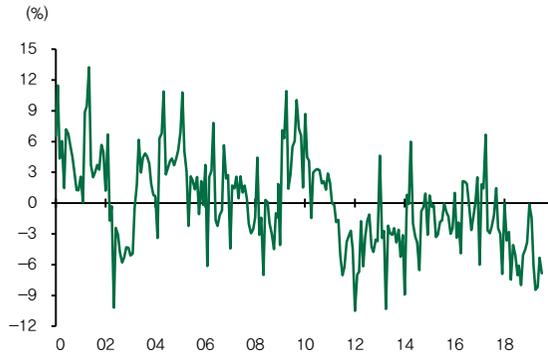
자료: DB금융투자, 블룸버그

마트에 잘 안 간다. 시식이 없어졌다. 집근처 아니면 온라인으로 산다.

국내 대형마트의 매출은 2011년 이후 대체로 감소 추세이며 대형마트 3사의 점포수도 감소하고 있다. 대형마트 1위 기업인 이마트의 오프라인 영업이익률이 2% 초반까지 하락했고 롯데마트는 영업적자를 기록했다. 대형마트에 대한 강화된 공정거래법, 오프라인 유통의 수익성 하락, 방문 객수 감소 등을 감안시 대형 유통업체가 오프라인 대형마트를 유지해야 할 이유가 없어지고 있다. 점포수가 늘어나는 시기에 대형마트들은 납품대금 감액, 부당한 인건비 전가, 납품업자 종업원 부당 사용, 부당한 반품, 불공정한 계약 등을 통해 갑의 지위를 행사했지만 이제는 그럴만한 힘이 없어졌다. 대형마트 업체의 쇠락은 식품업체에게는 일시적으로 매출이 감소되는 영향이 있지만 수익성 측면에서는 나쁘지 않다.

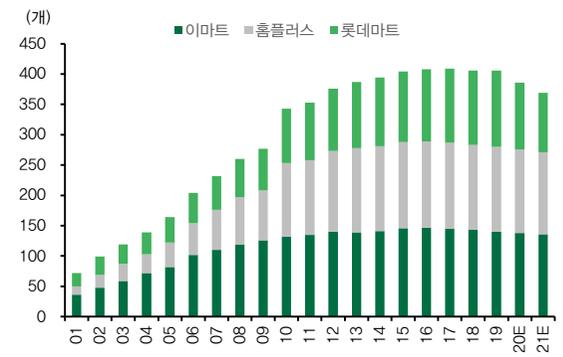
코로나19 이후 식품업체의 마케팅 활동이 예년보다 크게 줄었다. 보통 식품기업은 신제품 출시와 동시에 대형마트에서 각종 할인과 시식 행사로 점유율 확보에 나서지만 올해는 대형마트에 손님이 줄고 방역 당국에서도 코로나19 확산 우려로 시식 행사에 대한 자제를 요청했다. 사실 식품업계에서는 이미 지난해부터 출혈 경쟁을 지양하지는 분위기가 형성되어 왔으며, 자의 반 타의 반으로 줄인 마케팅 비용은 영업이익 확대로 연결됐다. 음식료 기업들은 저성장 환경하에서 공격적인 현장 마케팅을 통해 얻을 수 있는 효과가 크지 않다는 점을 자각하고 있으며 가정간편식과 온라인 침투율이 높아져 공격적인 행사의 필요성도 떨어지고 있다. 시식 행사를 하는 것은 소비자에게 익숙하지 않은 신제품을 알리고 첫 구매를 유도하기 위한 것이며, 코로나19 이후 간편식을 경험한 소비자가 많아져 그만큼 대규모 행사를 진행할 이유가 상당히 축소됐다.

도표 14. 대형마트 월별 매출성장률



자료: DB금융투자, 산업통상자원부

도표 15. 대형마트 점포수



자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 16. 대형마트 3사 점포수 추이

(단위: 개점)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20E	21E
이마트	36	48	59	72	82	102	110	119	126	132	135	140	139	141	146	147	145	143	140	138	136
홈플러스	14	21	28	31	40	52	66	78	82	121	123	133	139	140	142	142	142	140	140	138	135
롯데마트	22	30	32	36	42	50	56	63	69	90	95	103	109	113	116	119	122	123	126	110	98
3사 합계	72	99	119	139	164	204	232	260	277	343	353	376	387	394	404	408	409	406	406	386	369

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 17. 시식행사 사라진 대형마트



자료: DB금융투자, 언론보도

도표 18. 협력업체의 대형마트 판촉사원 규모



자료: DB금융투자, 언론보도

대리점 매출 비중 확대 전망

농심의 매출중 대리점 비중은 05년 50%수준에서 2019년 기준 21.1%까지 하락했다. 가격 결정력 측면에서 대리점이 대형마트 등 기업형 오프라인 유통 채널보다 음식료 기업에게는 유리하다. 대리점 매출 비중 하락은 05년 이후 진행된 음식료 기업의 영업이익률 하락에 큰 영향을 미쳤을 것으로 추정한다. 이제 대형마트 등 오프라인 기업형 유통 채널의 약화와 근거리 소포 채널의 성장에 따라 농심등 주요 식품 기업의 대리점 매출 비중이 상승할 것으로 예상된다.

1H20 농심의 대리점 매출 비중은 21.4%로 전년말 대비 1.7%p상승했고, CJ제일제당, 오리온, 오뚜기 등의 경우도 1.5~2%p수준의 대리점 매출 비중 상승이 나타난 것으로 추정된다. 국내 대형마트 3사의 점포수는 2017년 409개점을 정점으로 감소 추세에 접어들었다. 낮은 수익성과 객수 감소를 감안 시 폐점 및 구조조정이 가속화될 것이다. 오프라인 기업형 유통기업의 영향력 약화는 자체 유통망을 확보하고 있는 음식료 기업들의 대리점 매출 확대로 연결될 가능성이 있다.

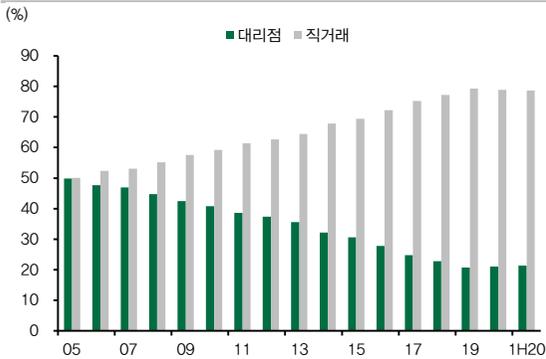
도표 19. 농심, 대상 대리점 매출비중 변화 추이

(단위: %)

		05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	1H19	1H20
농심	대리점	49.9	47.7	46.9	44.8	42.5	40.8	38.6	37.4	35.6	32.2	30.6	27.8	24.8	22.8	20.7	21.1	21.4
	직거래	50.1	52.3	53.1	55.2	57.5	59.2	61.4	62.6	64.4	67.8	69.4	72.2	75.2	77.2	79.3	78.9	78.6
대상	대리점	50	46.1	47.3	48.2	46.8	46.4	40.4	42.8	42.8	42.8	40.6	35	32.2	31	32.5	32	29.1
	직거래	50	53.9	52.7	51.8	53.2	53.6	59.6	57.2	57.2	57.2	59.4	65	67.8	69	67.5	60	70.9

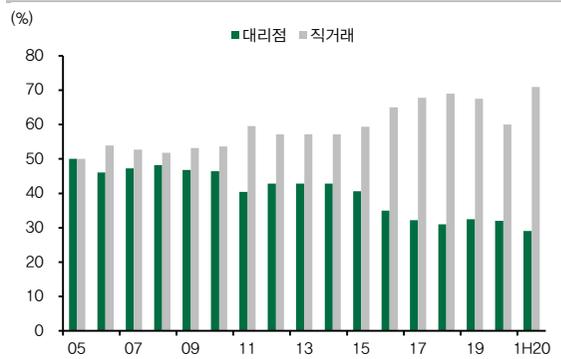
자료: DB금융투자, 사업보고서

도표 20. 농심, 대리점 매출 비중 1H20 증가 반전



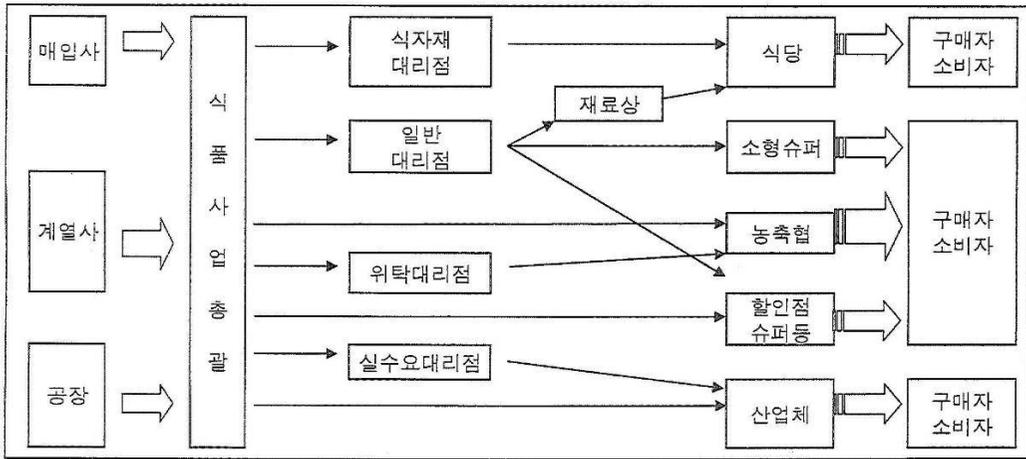
자료: DB금융투자, 사업보고서

도표 21. 대상, 대리점 매출 비중 바닥권 진입



자료: DB금융투자, 사업보고서

도표 22. 식품 유통 채널 예시



자료: DB금융투자, 사업보고서

참고로 식품 유통 채널에서 대리점은 타인의 위탁을 받아 매매를 하는 도매상의 일종이며, 매매대행이란 점에서는 보통의 도매상과 비슷하지만, 도매상이 자기 명의로 매매거래를 하는 것과는 달리, 대리점은 위탁자의 명의로 매매거래를 한다. 매매가격·매매방법·매매조건 등에 있어서 위탁자의 엄중한 지정을 받으며(제조사의 가격 결정력 강함), 대리점은 도매상에 비하여 그 권한이 훨씬 적고 위탁자에 대한 종속성이 강하다. 대리점은 매매수수료를 받을 뿐이며, 매매 결과로 생긴 손익은 위탁자에게 귀속된다. 대리점과 위임자의 관계는 사용인이 아니라 위임의 관계이다.

식품시장의 온라인 침투율 지속 상승 전망

통계청 기준 국내 음식료 소비의 온라인 침투율은 2017년 12.5%에서 2Q20 33.2%로 3년간 20.7%p 상승했다. 전체 소매판매에서 온라인 비중은 21.4%에서 31.5%로 10%p 상승했다는 점에서 식품 시장의 온라인화가 전체 평균대비 2배 가량 빠르게 진행중이다. 코로나19가 식품시장의 온라인 침투율 상승에 기여한 것이 사실이지만 기존 추세가 강화되는 것이지 일시적 이벤트후 다시 2017년으로 회귀하는 것은 아니다. 종합적으로 식품 제조업체 입장에서 온라인 매출 비중의 상승은 수익성 측면에서 상당히 유리하게 작용할 것으로 추정한다.

도표 23. 상품군별 온라인 침투율 상승, 음식료 카테고리 가장 빠름

(단위: 조원 %)

		2017	2018	2019	2Q20	3년CAGR*
상품군별	합계	440.3	465.0	473.2	119.1	7.0
소매판매	가전통신기기	43.8	45.3	44.7	12.2	3.9
	가구	7.1	7.5	8.2	2.6	15.8
	차량및차량연료	91.9	98.7	98.0	26.7	3.6
	의복신발패션	72.7	76.3	76.4	16.7	4.6
	음식료	105.3	109.5	111.4	28.9	8.1
	화장품	25.7	29.8	34.7	6.7	19.1
	서적문구	6.9	7.3	6.8	1.6	4.7
상품군별	합계	94.2	113.3	135.3	37.5	27.3
온라인매출	컴퓨터가전	14.07	16.92	20.32	6.32	21.9
	가구	2.61	3.14	3.48	1.21	27.6
	의복신발패션	17.54	19.65	21.76	5.79	33.8
	음식료	13.15	18.70	26.70	9.58	44.8
	화장품	8.12	9.85	12.38	2.88	33.8
	서적문구	2.41	2.61	2.80	0.80	15.6
상품군별	합계	21.4	24.4	28.6	31.5	11.6
온라인침투율	(차량및연료 제외)	27.0	30.9	36.1	40.6	14.0
	컴퓨터가전	32.1	37.4	45.5	51.8	17.3
	서적문구	35.2	36.0	41.3	49.7	10.6
	의복신발패션	24.1	25.7	28.5	34.7	14.9
	화장품	31.5	33.0	35.7	42.9	10.5
	음식료	12.5	17.1	24.0	33.2	14.0
	가구	36.6	41.6	42.3	47.4	10.7
온라인침투율	25.2	26.2	27.2	28.2	5.1	

자료: DB금융투자, 통계청

* 상품군별 성장률은 16~19년(3년), 상품군별 침투율 상승은 2017년대비 2Q20, 통계청 데이터를 임의적으로 분류후 산출함

도표 24. 17년 상품별 온라인 침투율

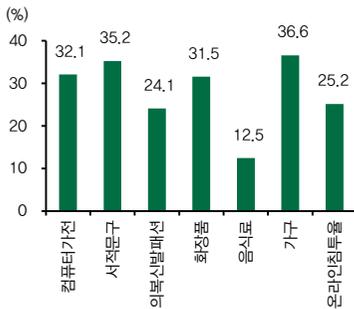


도표 25. 2Q20 상품별 온라인 침투율

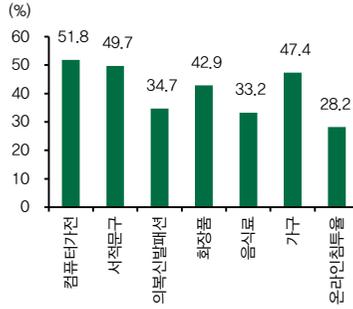
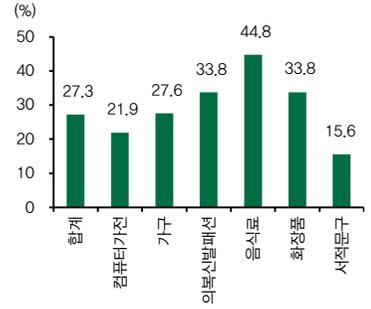


도표 26. 온라인 상품별 3년 CAGR



자료: DB금융투자, 통계청

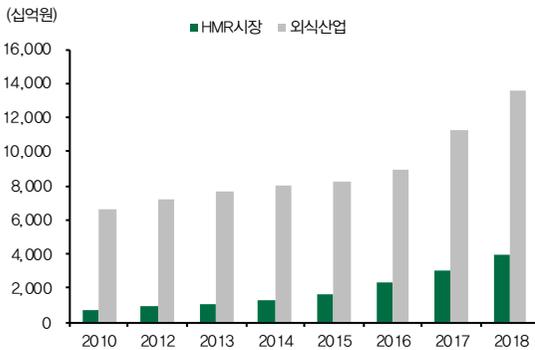
HMR시장의 Central Kitchen로써의 가치 상승

한국의 식품슈퍼와 대형마트, 편의점 매장의 밀솔루션화가 진행되고 있다. 각 매장이 소비자들에게 밀솔루션을 제안하고 있으며 저출산, 고령화, 맞벌이 가구 증가, 싱글세대 증가 등으로 식사 준비에 투입하는 시간과 수고를 줄이고자 하는 수요는 계속 커지고 있다. 밀솔루션은 유통업체와 식품업체가 소비자들의 이러한 수요를 충족시키기 위해 진행하는 일련의 생활 방식 제안이다. 삼시세끼를 해결하기 위한 소비자의 수요는 공급자들의 솔루션 개발의 동기가 되고 이로 인해 탄생한 HMR, 배달앱, 온라인 식품 시장은 빠르게 변화하는 산업구조상 내수 기업의 필수적인 앵커 텐넌트가 될 것이다.

한국의 여성 경제활동 참가율은 1995년에 48.4% 정도였으나 2018년 52.9%으로 약 4.5%pt 상승했다. 부부의 일평균 가사노동 시간은 2014년 여성과 남성이 각각 152분, 17.8분인데 이는 2007년에 대비 각각 42.4%, 18.2% 감소한 것이다. 1인 가구 비중 역시 1990년에 약 9%에 불과했으나 2018년에는 29.2%까지 무려 20%pt나 상승했다. 2023년 국내 밀솔루션 시장은 보수적으로 산출해도 8조원에 달할 것으로 추정한다. 이는 연평균 14%수준의 성장이 지속됨을 의미한다. 참고로 한국외식산업협회는 국내 HMR 시장이 2023년까지 약 10조원 규모까지 성장할 것으로 전망한다.

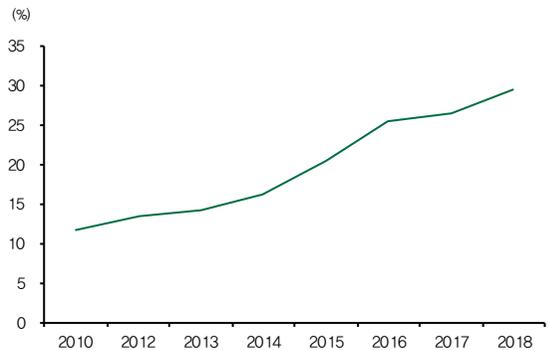
2018년 기준으로 일본 시장의 규모는 102,500엔 (약 110조원)으로 한국 시장의 대략 28배 규모이다. 1인당 HMR 연간 소비금액을 보더라도 한국의 경우 1인당 연간 약 77,800원을 소비하는 것에 비해 일본은 약 871,000원으로 한국인의 약 11배가 많다. 다시 말해 일본 시장에서 HMR은 이미 대중적인 식품으로 자리매김 하여 성숙한 시장이 되었으나 한국의 경우 HMR 시장이 이제 막 개화하였기 때문에 향후 가파른 시장의 성장을 기대해볼 수 있다.

도표 27. HMR시장 규모와 국내 외식산업 규모



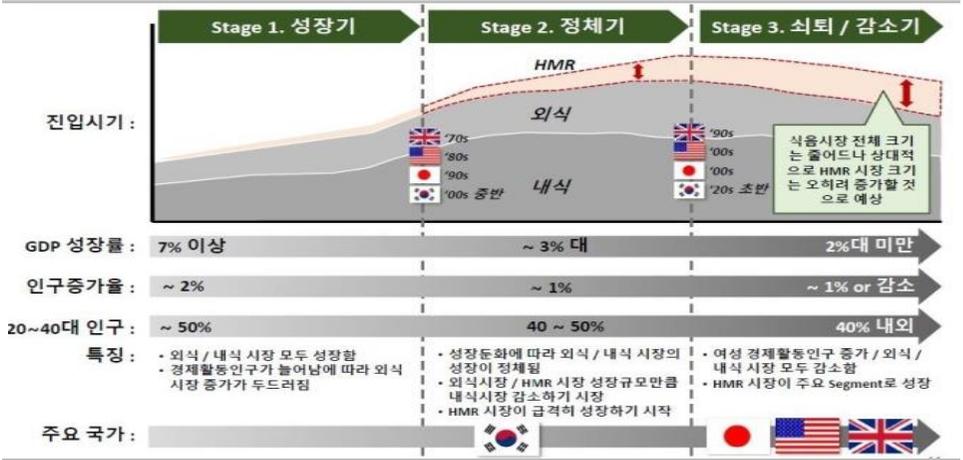
자료: DB금융투자, 외식산업협회

도표 28. 외식시장 VS HMR시장 비율 8년만에 20%이상



자료: DB금융투자, 외식산업협회

도표 45. HMR 및 Ready-Meal 시장 단계



자료: DB금융투자, Kotra

도표 29. 일본의 인구수, GDP, HMR시장규모

(단위: 백만명, 억엔 원/년 %)

일본	인구수	GDP	HMR시장	인당HMR소비액	GDP대비 HRM시장 규모
2010년	127.6	5,004,660	80,000	62,706	1.60
2014년	127.1	5,137,690	90,000	70,808	1.75
2018년	126.2	5,489,940	102,500	81,241	1.87

자료: DB금융투자, 통계청

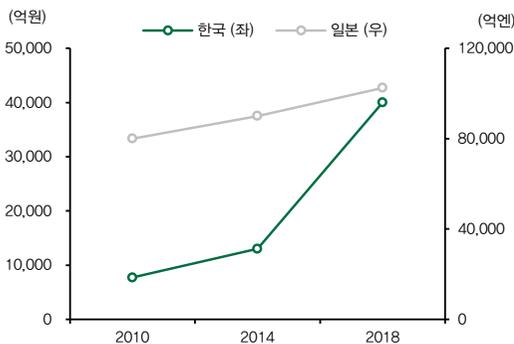
도표 30. 한국의 인구수, GDP, HMR시장규모

(단위: 백만명, 억원 원/년 %)

한국	인구수	GDP	HMR시장	인당HMR소비액	GDP대비 HRM시장 규모
2010년	49.3	12,653,080	7,700	15,632	0.06
2014년	50.3	14,860,790	13,000	25,822	0.09
2018년	51.4	18,934,970	40,000	77,794	0.21

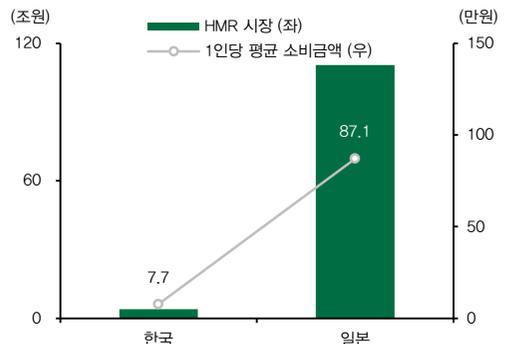
자료: DB금융투자, 통계청

도표 31. 한국, 일본 HMR 시장 규모



자료: DB금융투자, 체인스토어협회

도표 32. 2018년 한국, 일본 1인당 HMR 연간 소비 금액



자료: DB금융투자, 체인스토어협회

한국의 소비자들은 평균 10끼 중 3.9끼를 혼자 섭취하고 있다. 특히 1~2인 미혼 쉐어러 가구(경우)는 평균 4.8끼를 혼자 취식하고 있다. 시니어 가구 또한 4.4끼를 혼자 취식하며 비교적 높은 혼밥 비중을 보이고 있다. 취식 인원 수에 따라 선택하는 메뉴 순위 Top20를 살펴보면 거의 모든 구간에서 선호되는 것은 계란과 분식이었으며, 취식 인원 2~4인 구간에서 치킨, 돈까스, 4~5인 구간에서는 탕수육이 선호되는 것이 주목된다. 중요한 점은 선호되는 상위 20개 메뉴가 국내 주요 식품업체들에 의해 HMR 가공식품 형태로 개발이 되고 있으며 점차적인 품질 개선과 자동화에 따라 맛과 생산성, 그리고 기업들의 수익성까지 개선되고 있다는 점이다.

도표 33. 가구 형태 별 취식 인원

(단위: 끼)

	전체	1~2인 가구	미혼 쉐어러 가구	미취학자녀 가구	초등자녀 가구	중고등자녀 가구	성인자녀 가구	시니어 가구
혼자	3.9	4.8	4.8	3.3	3.0	3.4	3.3	4.2
2명	2.7	2.8	2.5	2.3	2.2	2.5	3.1	3.4
3~4명	2.5	1.6	2.1	3.2	3.8	3.1	2.6	1.9
5+명	0.9	0.8	0.7	1.2	1.0	1.0	0.9	0.5

자료: DB금융투자

*CJ제일제당 홈페이지 인용: 메뉴 빅데이터(대한민국 소비자 식음료 취식 행태 기록), 기간: 17년 6월, 18년 5월

**미혼 쉐어러 가구: 미혼으로 부모님과 함께 거주하는 가구

***시니어 가구: 자녀 출가 및 독립 후 부부 2인 또는 노부부를 모시고 사는 3인 가구 포함

도표 34. 인원 별 취식 메뉴 Top 20

순위	혼자	2인	3~4인	5인 이상
1	계란후라이	김	김	멸치볶음
2	김	멸치볶음	멸치볶음	김
3	멸치볶음	계란후라이	된장찌개	된장찌개
4	시리얼	된장찌개	계란후라이	치킨
5	라면	치킨	치킨	콩나물무침
6	미역국	김치찌개	콩나물무침	샐러드
7	된장찌개	콩나물무침	김치찌개	미역국
8	김치찌개	미역국	미역국	잡채
9	김밥	떡볶이	어묵볶음	탕수육
10	삶은 계란	어묵볶음	계란말이	된장국
11	치킨	콩나물국	시금치무침	김밥
12	콩나물국	김밥	계란찜	짜장면
13	콩나물무침	라면	떡볶이	어묵볶음
14	고구마	돈까스	김밥	돈까스
15	어묵볶음	시금치무침	콩나물국	시금치무침
16	된장국	계란말이	탕수육	볶음밥
17	계란말이	된장국	돈까스	콩나물국
18	돈까스	계란찜	된장국	김치찌개
19	시금치무침	샐러드	짜장면	떡볶이
20	계란찜	오이무침	샐러드	제육볶음

자료: DB금융투자 메뉴 빅데이터(대한민국 소비자 식음료 취식 행태 기록)

기간: 17년 6월, 18년 5월

2Q20가 음식료업종의 실적 개선의 정점이 아니다.

국내 22개 주요 식품 기업의 2분기 실적을 합산해보면 매출액은 6%YoY 증가했고 영업이익은 68.4%YoY 증가했다. 합산 영업이익이 개선 요인을 분석해보면 판관비율 하락이 전체 영업이익 개선에 25%정도 기여했다면 매출총이익률 개선에 따른 영업이익 개선 효과가 75%수준으로 추정된다. 시식행사가 축소되고, 대형마트 매출 비중이 감소하면서 근거리 채널 매출이 증가했다는 점은 대리점을 통한 매출이 증가했음을 의미한다. 대리점 매출 비중 증가는 간접적 판매가격 정상화를 유발한다. 실질적 개선의 가장 큰 원인이 판관비 축소보다 제대로된 물건 값을 받을 수 있었기 때문인 것으로 추정한다.

특히 2Q20의 실적 개선폭이 크기는 했지만, 사실상 음식료업종의 영업이익이 전년대비 개선되기 시작한 시점은 2Q19부터이며, 업종 전반의 GP마진율이 회복된 시점은 4Q19부터인 것으로 파악된다. 다시 말해서 코로나19로 2Q20 영업이익 개선이 극대화되기는 했지만 대형마트의 구조적인 쇠퇴와 이에 동반한 음식료업종의 수익성 개선 노력은 코로나19 이전부터 진행되어왔다. 음식료 업종의 GP마진율 반등은 코로나19 이후로도 지속될 수 있다.

2Q20 개별 기업별로 CJ제일제당, 하이트진로, 농심, 대상, 선진 등이 실적 서프라이즈를 기록했고 롯데칠성, 매일유업, 롯데푸드, SPC삼립 등은 실적이 부진했다. 실적이 호전된 기업은 하이트진로를 제외하고 대부분 집밥/HMR 사업과의 연관이 높은 기업이며 실적이 부진한 기업은 외식/식자재, 학교 급식과 관련된 사업을 주로 영위한다. 더불어서 실적 개선 기업들은 대부분 대리점 영업망을 구축하고 있거나 자체 유통망이 강한 기업이다. 다시 말해서 가공식품 부문의 자동화, 연구개발 능력, 가공/소재 사업영역에서의 사업포트폴리오, 자체 유통망 등에 따라 종목별 실적 개선의 차별화가 진행될 것으로 전망한다.

도표 35. 22개 음식료 기업 합산 분기 실적 변화 추이

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	%YoY
매출액	120,506	123,496	134,045	127,268	130,328	139,530	146,462	144,697	142,999	147,899	6.0
매출원가	90,329	93,547	100,501	99,298	99,177	105,890	110,723	111,164	107,661	109,637	3.5
매출총이익	30,177	29,949	33,544	27,970	31,151	33,639	35,738	33,534	35,338	38,262	13.7
GP%	25.0	24.3	25.0	22.0	23.9	24.1	24.4	23.2	24.7	25.9	1.8
판관비	24,626	24,569	25,918	24,007	25,890	28,083	28,143	28,194	27,784	28,904	2.9
판관비율	20.4	19.9	19.3	18.9	19.9	20.1	19.2	19.5	19.4	19.5	-0.6
영업이익	5,551	5,380	7,625	3,963	5,261	5,556	7,596	5,340	7,554	9,358	68.4
OP%	4.6	4.4	5.7	3.1	4.0	4.0	5.2	3.7	5.3	6.3	2.3
세전이익	4,176	13,776	6,299	20	3,811	3,794	4,723	1,297	10,407	8,582	126.2

자료: DB금융투자

도표 36. 22개 주요 음식료 기업 2Q20 실적 종합

(단위: 억원 %)

		2Q20	2Q19	%YoY			2Q20	2Q19	%YoY			2Q20	2Q19	%YoY	
KT&G	매출액	13,188	12,578	4.8	롯데칠성	매출액	5,980	6,775	-11.7	하림	매출액	2,264	2,137	5.9	
	영업이익	3,947	3,991	-1.1		영업이익	293	463	-36.7		영업이익	32	-58	흑자전환	
	세전이익	4,020	4,452	-9.7		세전이익	194	174	11.3		세전이익	41	-79	흑자전환	
	지배순익	2,931	3,228	-9.2		지배순익	147	-446	흑자전환		지배순익	22	-82	흑자전환	
CJ CJ	매출액	59,209	55,153	7.4	풀무원	매출액	5,651	5,971	-5.4	선진	매출액	3,330	2,304	44.5	
	영업이익	3,849	1,753	119.5		영업이익	147	108	36.1		영업이익	300	152	97.4	
	세전이익	2,562	443	477.7		세전이익	90	80	12.5		세전이익	346	92	276.1	
	지배순익	1,114	162	587.8		지배순익	71	92	-22.8		지배순익	269	30	796.7	
오리온	매출액	5,151	4,393	17.3	동원F&B	매출액	7,572	7,092	6.8	해태제과	매출액	1,881	1,861	1.1	
	영업이익	862	504	71.0		영업이익	165	144	14.6		식품	영업이익	170	85	100.0
	세전이익	955	514	85.8		세전이익	113	109	3.7		세전이익	140	55	154.5	
	지배순익	638	362	76.2		지배순익	82	84	-2.4		지배순익	109	-15	흑자전환	
하이트	매출액	5,816	5,244	10.9	롯데제과	매출액	4,970	5,457	-8.9	남양유업	매출액	2,242	2,639	-15.0	
	영업이익	541	106	411.0		영업이익	255	274	-6.9		영업이익	-120	6	적자전환	
	세전이익	488	-237	흑자전환		세전이익	240	212	13.2		세전이익	-1	275	적자전환	
	지배순익	349	-292	흑자전환		지배순익	182	151	20.5		지배순익	1	201	-99.5	
농심	매출액	6,680	5,682	17.6	빙그레	매출액	2,678	2,494	7.4	샘표식품	매출액	789	691	14.2	
	영업이익	414	82	404.9		영업이익	268	206	30.1		영업이익	155	97	59.8	
	세전이익	501	157	218.6		세전이익	363	226	60.6		세전이익	153	100	53.0	
	지배순익	362	47	678.1		지배순익	281	175	60.6		지배순익	128	83	54.2	
오뚜기	매출액	6,489	5,670	14.4	매일유업	매출액	3,553	3,497	1.6	팜스코	매출액	3,398	2,970	14.4	
	영업이익	529	379	39.6		영업이익	203	278	-27.0		영업이익	157	80	96.3	
	세전이익	504	364	38.5		세전이익	194	284	-31.7		세전이익	318	-2	흑자전환	
	지배순익	355	248	43.1		지배순익	141	213	-33.8		지배순익	290	-13	흑자전환	
대상	매출액	7,819	7,315	6.9	SPC삼립	매출액	6,190	6,187	0.1	합산실적	매출액	158,329	152,112	4.1	
	영업이익	610	337	80.8		영업이익	93	166	-44.0		영업이익	13,560	9,547	42.0	
	세전이익	587	470	25.0		세전이익	-240	145	적자전환		세전이익	12,970	8,244	57.3	
	지배순익	343	366	-6.4		지배순익	-193	114	적자전환		지배순익	8,146	4,888	66.7	
삼양식품	매출액	1,741	1,337	30.2	롯데푸드	매출액	4,406	4,664	-5.5	합산실적	매출액	147,899	139,530	6.0	
	영업이익	295	208	41.8		영업이익	140	186	-24.5		(KT&G	영업이익	9,358	5,556	68.4
	세전이익	291	218	33.5		세전이익	743	191	288.3		제외)	세전이익	8,582	3,794	126.2
	지배순익	228	181	26.0		지배순익	563	145	287.5		지배순익	5,482	1,807	203.3	

자료: DB금융투자

Ⅲ. 식품기업 글로벌 진출과 한식의 세계화

국내 식품기업 해외 매출 비중 상승: 미국시장에 주목이 필요하다

국내 주요 음식료 기업의 지역별 매출액을 살펴보면, 매출 발생 지역이 다변화되며 국내 매출 비중이 감소 추세에 있다. CJ제일제당, 오리온, 삼양식품 등은 이미 해외 매출이 국내 매출을 추월했으며 농심, 대상 등도 해외 매출이 급격히 상승중이다.

도표 37. 주요 음식료 기업, 감소하는 국내 매출 비중

(단위: 억원 %)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
CJ제일제당	국내	84,639	91,001	98,758	105,903	114,110	114,596
	아시아	23,032	27,768	35,603	43,744	49,037	57,598
	아메리카	4,860	5,601	6,420	10,871	18,431	46,514
	유럽	3,165	3,300	3,270	3,639	37,972	3,787
	기타	1,322	1,575	1,582	615	1,325	1,029
	합계	117,018	129,245	145,633	164,772	220,876	223,525
	국내비중	72	70	68	64	52	51
오리온	국내	7,517	7,074	6,794	7,119	6,982	7,328
	중국	11,614	13,329	13,460	7,948	9,330	9,744
	베트남	1,320	1,398	2,045	2,205	2,339	2,523
	러시아	827	581	612	773	649	773
	합계	21,278	22,382	22,912	18,046	19,299	20,369
	국내비중	35	32	30	39	36	36
농심	한국	17,556	18,208	17,940	17,816	17,655	18,005
	중국	1,094	1,452	1,693	1,465	1,569	1,666
	미국	1,408	1,743	2,045	2,239	2,453	2,917
	일본	267	271	348	389	464	532
	호주	92	142	145	173	224	251
	합계	20,417	21,816	22,170	22,083	22,364	23,439
	국내비중	86	83	81	81	79	77
대상	국내	21,344	21,477	21,820	22,464	21,379	20,525
	아시아	3,792	3,992	4,755	5,044	5,726	6,616
	아메리카	350	401	516	544	645	852
	유럽	315	376	1,339	1,496	1,670	1,464
	오세아니아	66	76	93	95	101	128
	합계	25,888	26,350	28,550	29,688	29,568	29,640
	국내비중	82	82	76	76	72	69
삼양식품	국내	2,924	2,601	2,662	2,533	2,692	2,708
	아시아	179	260	869	1,688	1,640	2,009
	아메리카	27	28	47	313	307	613
	유럽	13	14	11	40	43	65
	합계	3,146	2,909	3,593	4,585	4,694	5,436
	국내비중	93	89	74	55	57	50

자료: DB금융투자, 감사보고서

지금까지 주식시장에서 해외 진출로 주목받는 기업은 주로 오리온이었고 대상 시장은 대부분 중국이었다. 그러나, 최근 CJ제일제당, 농심, 풀무원 등 한류 확산과 함께 한국 식품 기업의 미국내 약진이 주목된다. 기존에 주로 한인 슈퍼마켓과 아시안 마켓 위주로 수출했던 것과는 달리, 최근 국내 식품업체들은 미국 주류 시장으로 진출을 시작했다. 미국은 세계인구 4.3%로 세계소매시장 18.5%, 세계식품시장 23.1%를 차지하는 만큼 미국 식품 시장에서의 성공은 국내 식품 기업들에게 장기적 매출 성장 요인이 될 수 있다.

도표 38. 2018년 기준 미국 Top 10 식품도매유통업체

(단위: 억달러, 개)

순위	업체명	2017년 매출	고객 및 서비스 형태	취급 품목	물류센터 수
1	Sysco	550	푸드서비스, 소매업체, 헬스케어 등 50만 곳 이상	40만	199
2	McLane	498	푸드서비스, 소매업체, 군납, 약국 등 11만 이상, 알코올음료 유통	5만	80
3	C&S Wholesale Grocers	315	소매업체, 도매클럽, 레스토랑, 군납 등 14,000곳	14만	27
4	US Foods	241	푸드서비스, 소매업체, 헬스케어, 군납 등 25만 곳	35만	60
5	Performance Food Group	168	푸드서비스, 소매업체, 헬스케어, 극장, 자판기 등 15만 곳 이상	15만	76
6	Wakefern Food	163	회원사 50곳의 식품점 및 계열사 소매점 329개 매장	2만	6
7	Associated Wholesale Grocers	97	회원사 식품점과 계열사 소매업체, 레스토랑 등 5,500 곳 이상	5만	10
8	United Natural Foods	93	소매업체, 전자상거래, 레스토랑 등 4만 3,000곳	11만	40
9	SpartanNash	81	군납, 소매업체 등 2,242 곳	6만	19
10	KeHE	39	유기농 전문점, 소매업체 등 3만 곳 이상	6만	15

자료: DB금융투자, 각 사, 농림축산식품부, 한국농수산식품유통공사

도표 39. 2019년 기준 미국 Top 20 식품소매유통업체

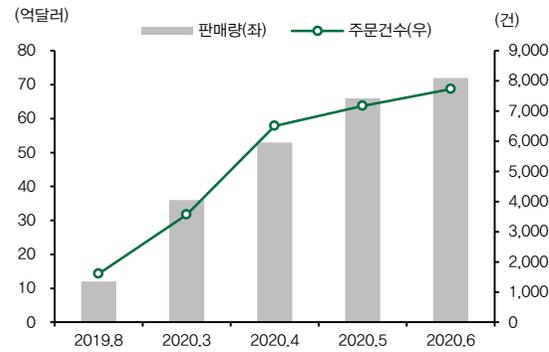
(단위: 억달러, 개)

순위	기업명	2018년 매출액	2019년 매출액	미국 내 매장 수
1	월마트(Sam's Club 포함)	1,183	2,701	5,764
2	크로거	1,185	1,172	2,765
3	코스트코	661	722	535
4	Albertson(Safeway 포함)	599	603	2,294
5	Ahold Delhaize	434	442	2,001
6	Publix Super Market	346	364	1,221
7	Loblaw Cos. Ltd.	353	353	2,422
8	Targer Corp.	309	324	1,841
9	C&S Wholesale Grocers	315	316	52
10	Amazon	143	281	491
11	Walgreens	267	274	9,560
12	H-E-B	231	234	408
13	CVS Health Corp.	198	202	9,824
14	Dollar General Corp.	181	198	15,358
15	Meijer	189	193	242
16	Sobeys	184	190	1,947
17	Aldi	169	184	1,864
18	7-Eleven	154	168	9,687
19	Wakefern Food	163	165	96
20	Trader Joe's Corp.	136	141	496

자료: DB금융투자, 각 사, 농림축산식품부, 한국농수산식품유통공사

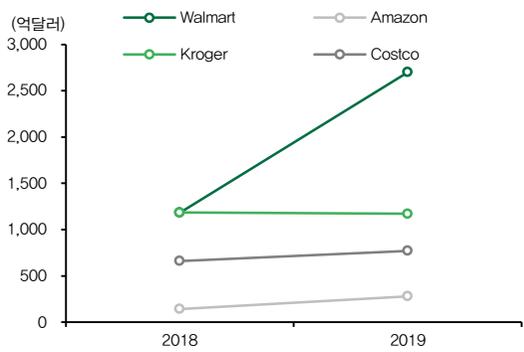
미국의 온라인 식품 판매량은 2019년 8월 12억달러에서 2020년 6월 72억달러로 6배 증가했다. 기존 온라인 식품 시장의 성장세가 코로나19 때문에 가속화됐다. 2017년 한 번이라도 온라인 신선식품을 구매한 인구는 전체 미국 인구의 1.7%에 불과했지만, 2020년 8월에는 전체 인구의 47.3%까지 상승했다. 미국의 HMR 및 Ready-Meal 시장이 우리나라보다 먼저 발달하였으며, 최근 1인 가구의 증가 및 혼밥 증가로 지속적인 성장을 보이고 있다. 미국인들이 평균적으로 1년에 섭취하는 821끼 중 약 40%인 387끼는 혼자서 밥을 먹는다. 특히, 1인 가구는 하루에 약 2끼 정도를 혼자 식사한다. 코로나 19 이후 약 60%의 미국 소비자가 집에서 평소보다 더 많이 요리하게 된 것으로 집계됐다. 1인 가구 및 혼밥 인구의 외식 비율이 줄어들수록, HMR 소비 비중이 높아질 것이다.

도표 40. 미국 온라인 식품 판매량 및 주문 건수



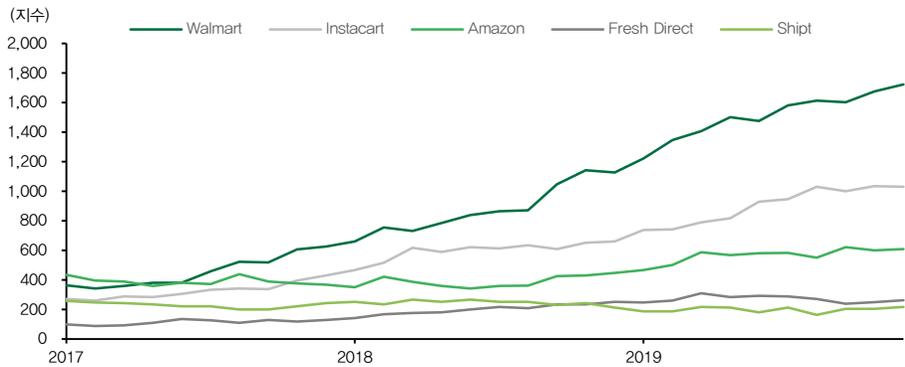
자료: DB금융투자, 360Commerce

도표 41. 월마트와 아마존의 매출액 증가(2019)



자료: DB금융투자, 각 사

도표 42. 미국, 온라인 소매업체 매출액



자료: DB금융투자 * SHIPT사의 2017년 1월 매출액을 100으로 가정하고 지수화

한국 식품의 미국 시장 내 입지

미국 인구 중 이국적 음식을 즐기는 사람들이 증가하고 있다. 미국 인구 중 66%는 5년전보다 더 많은 이국적 음식을 소비하며, 80%는 최소 한달에 한번 이국적 음식을 섭취했다. 한식의 확장성 때문에 현지식과 한국 식품을 함께 조리하는 경우가 늘어나면서 한국 식품 제품은 미국 내 주류 문화 중 하나로 자리잡고 있다. 예를 들어 김치의 경우 김치 자체만으로 섭취하기도 하고, 찌개나 볶음밥에 재료로 사용하기도 한다. 글로벌에서도 김치 자체를 섭취하는 것뿐만 아니라, 버거, 면 요리, 타코 등에 재료나 토핑으로 활용하고 있다. 김치뿐만 아니라, Korean BBQ 갈비나 불고기, 고추장 역시 비슷한 방식으로 활용도가 높을 수 있다.

도표 43. 김치가 올라간 타코



자료: DB금융투자, CJ제일제당

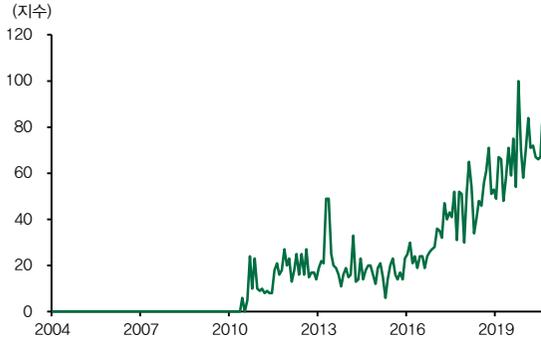
도표 44. 원하는 재료에 따라 활용도가 높은 비빔밥



자료: DB금융투자, CJ제일제당

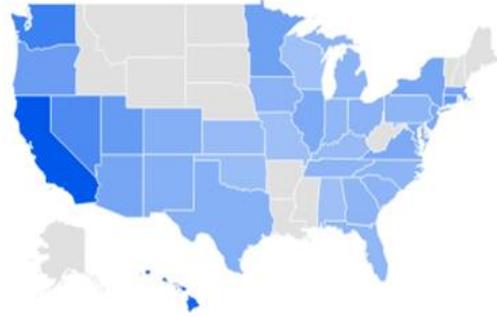
실제로 25년동안 점유율 1위를 차지하던 중국 회사의 만두 링링을 제치고 점유율 1위에 오른 CJ제일제당 비비고 만두의 경우, 다른 요리에 접목시키기 쉽게 하기 위하여 만두피를 얇게 한 것이 성공 요인이다. 또한, 고추장의 경우 미국 현지에서는 매운 맛을 내기 위해 어느 요리에나 넣을 수 있는 소스의 개념으로 주목받고 있다. 비비고의 구글 검색량은 작년 동기 대비 약 4배 가량 증가했으며, 검색 지역 또한 한인들이 많이 거주하는 LA나 서부쪽뿐만 아니라 미국 전역에 고르게 분포하고 있다. 고추장의 경우에도 구글 검색량이 2015년 대비 5배 증가했고 50개 주 중 와이오미와를 제외한 모든 주에서 검색됐다.

도표 45. 미국 내 비비고 검색 추이



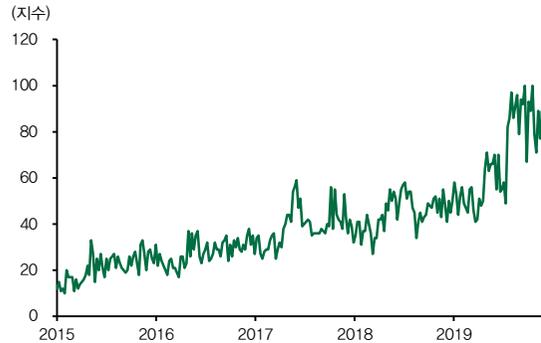
자료: DB금융투자, Google Trend, * 최고 검색량을 100으로 환산하여 지수화함

도표 46. 미국 내 '비비고' 검색 지역



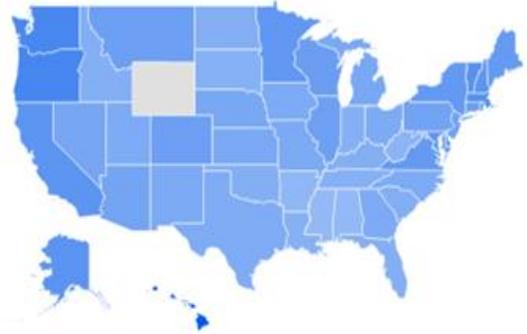
자료: DB금융투자, Google Trend * 색이 진할수록 검색 빈도가 높음

도표 47. 미국 내 고추장 검색 추이



자료: DB금융투자, Google Trend * 최고 검색량을 100으로 환산하여 지수화함

도표 48. 미국 내 '고추장' 검색 지역



자료: DB금융투자, Google Trend * 색이 진할수록 검색 빈도가 높음

한국 식품은 미국 온라인 식품 시장에서도 최근 주목받고 있다. 아마존에서 판매되는 한국 식품 품목 수는 2020년 8월 기준 1,371개였고 과자류, 소스류, HMR 및 Ready-Meal, 음료 등이 고르게 잘 팔린다. 가장 많이 판매된 한국 식품 1~4위는 라면류이며, 고추장, 커피믹스, 김, 기타 HMR 제품 등의 매출 비중이 크다. 2020년 8월 기준 아마존 라면 판매 매출 1위는 농심의 신라면, 3위는 삼양식품의 불닭볶음면이다. 신라면과 삼양식품 제품 리뷰의 83%, 67%는 재미교포나 한인들이 아닌 사람들에게 의해 작성되어 한국 라면은 미국 내 한인들 사이에서만 판매되는 상품이 아니라는 것을 알 수 있다. HMR의 경우 국·탕·찌개류 46개, 컵밥·덮밥류 41개, 떡볶이 37개, 죽 29개, 단품 요리 27개가 판매됐다. 판매량 1위는 CJ제일제당의 고추장, 2위는 CJ제일제당의 비비고 닭고기 만두, 3위는 CJ제일제당의 설렁탕이다. 월마트 온라인 판매 제품수는 151개로 까다로운 입점 절차를 거쳐야하기 때문에 아마존 보다 적다. 품목별로는 음료(34.9%)와 면류(23.9%)의 매출 비중이 컸다.

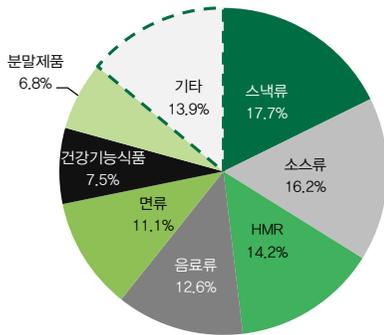
도표 49. 2020년 8월 기준 아마존 한국 식품 리뷰 순위

(단위: 개)

순위	제품명	제조사	리뷰 수
1	사발면 닭고기맛 (컵)	농심	3,813
2	화끈하게 매운 불닭볶음면 (봉지)	삼양식품	3,667
3	신라면 (봉지)	농심	3,075
4	핵불닭볶음면 (봉지)	삼양식품	2,462
5	순창 찰고추장	청정원	1,457
6	맥심 모카골드 마일드 커피 믹스	동서식품	1,275
7	고춧가루	태경농산	1,180
8	비비고 고추장	CJ제일제당	733
9	올리브 녹차김	대천맛김	594
10	순라면(컵)	농심	546
11	햇반	CJ제일제당	534
12	허니버터칩	해태	455
13	해찬들 진한맛 고추장	CJ제일제당	395
14	김치라면 (컵)	농심	353
15	불닭소스	삼양식품	318
16	유기농 보리차	청정원	279
17	연두	샘표	195
18	생생우동	농심	189
19	일품 짜장면 (봉지)	팔도	182
20	사골곰탕	CJ제일제당	175

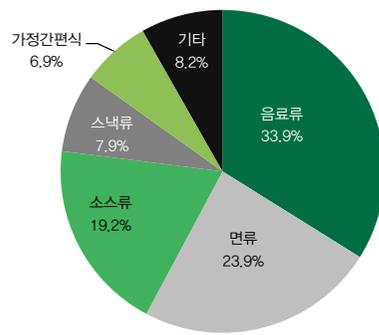
자료: DB금융투자, 아마존, Kotra

도표 50. 아마존 내 한국 식품 판매 비중



자료: DB금융투자, 아마존, Kotra

도표 51. 월마트 온라인 내 한국 식품 판매 비중



자료: DB금융투자, 아마존, Kotra

주목받을 미국 진출 한국 식품 기업

1. CJ제일제당 : 쉬완스 인수로 유통망 확보와 제품군 확대를 동시에 기대

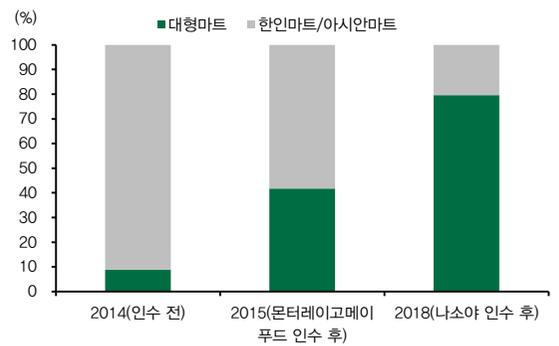
CJ제일제당은 2018년 쉬완스를 인수함에 따라 미국 전역의 대형 소매유통업체에 입점할 수 있게 됐다. 미국은 대형 소매유통업체에 입점하는 것이 매우 힘들며 협상에 따라 식품업체 별 매대 수를 정하기 때문에 초반 진입이 어렵다. 현지 기업을 인수할 경우 그 기업이 확보하고 있던 유통망과 매대에 입점하는 것이 가능하기 때문에 쉽게 유통망을 확보할 수 있다. CJ제일제당은 쉬완스 인수 전까지 월마트/코스트코, 아시안 마트, 한인 마트 등 3,000여개의 소매업체에 입점하고 있었지만 인수 후 월마트/코스트코/크로거 전 지점 및 기타 대형마트와 아시안 마트 등 3만여개 소매업체로 판매망이 확대됐다. 쉬완스 인수 전 CJ제일제당의 생산 공장 및 유통 기지는 동부 대도시 및 캘리포니아에 편중되어 있었기 때문에 미국 전역에 납품하기에 부족했다. 인수 이후 쉬완스의 시설을 활용할 수 있게 되면서 기존 5개였던 생산 공장 및 유통 기지는 21개로 확대됐다. 미국 중남부 지역 유통망을 활용할 수 있게 되면서 소매업체 입점이 더 쉬워졌다. 올해 8월 쉬완스의 피자 공장이 증설을 시작했고 CJ제일제당이 피자류 제품 활용하여 한식과의 시너지 효과를 낼 것으로 기대한다.

도표 52. 쉬완스 인수 전/후 입점 매장 수



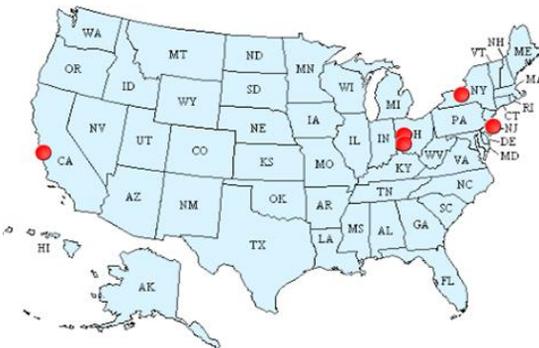
자료: DB금융투자, CJ제일제당, 각 사

도표 53. 미국 내 풀무원 입점 소매유통업체 비율



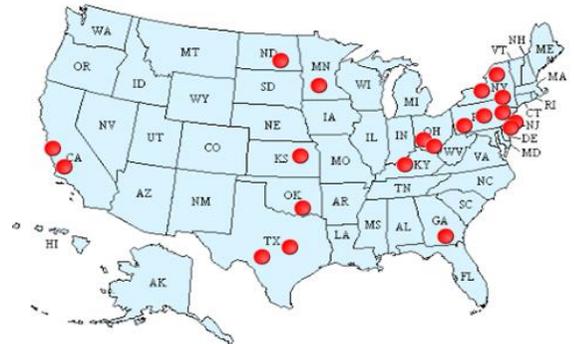
자료: DB금융투자, 풀무원

도표 54. 쉬완스 인수 전 CJ제일제당 미국 내 유통망



자료: DB금융투자, CJ제일제당

도표 55. 쉬완스 인수 후 CJ제일제당 미국 내 유통망



자료: DB금융투자, CJ제일제당

2. 풀무원 : 나소야 인수로 김치 제품을 미국 전역에 납품하다.

풀무원은 나소야 인수 전 미국 지역 매출액 중 대형마트 판매 비중이 8.9%에 불과했다. 인수 후 유통망 및 매대 확보로 대형마트 판매 비중이 79.6%까지 상승했으며, 2만여 개의 소매업체를 판매망으로 확보하게 됐다. 나소야는 미국 두부 시장 내 점유율 1위인 기업이었으며(인수 당시 시장점유율 60%), 현재 풀무원의 미국 두부 시장 내 점유율은 75%에 달한다. 또한 나소야의 영업망과 유통망을 바탕으로 풀무원 김치 제품을 월마트 전 매장에 입점시켜 매출 증대 효과가 나타날 것으로 전망한다. 풀무원은 미국 진출 후 26년 동안 미국 법인 영업이익 기준 적자를 기록했으나, 나소야를 인수한지 3년만인 2Q20 영업이익 7억원으로 흑자 전환했다. 이것은 미국 내 식품 시장 진입에 있어서 유통망 확보가 매우 중요함을 나타낸다.

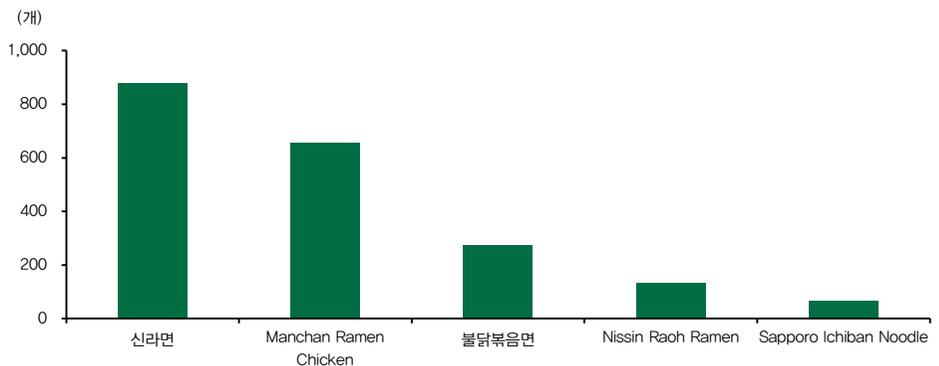
3. 농심 : 아마존 라면 1위, 월마트/코스트코 전 매장 입점

농심의 대표 제품 신라면 및 신라면 블랙의 1H20 미국 매출은 월마트에서 +31%YoY, 코스트코에서 +51%YoY, 아마존에서 +79%YoY 증가했다. 상반기 미국지역 매출액은 25%YoY 증가한 4,800만 달러를 기록했으며, 이는 납품 매장이 월마트 전 매장, 코스트코 전 매장으로 확대되고 아마존 인스턴트 누들류에서 판매량 1위를 기록했기 때문이다.

4. 삼양식품 : Fire Noodles Challenge로 고객층 확대

삼양식품은 대표 상품인 불닭볶음면을 홍보하기 위하여 SNS에 불닭볶음면을 다 먹는 영상을 올리는 챌린지(Fire Noodles Challenge)를 시행하고 있다. 현지 10~20대를 충성 소비자층으로 만들겠다는 전략이다. Fire Noodles Challenge는 아시안들이나 한인들만이 참여하는 것이 아니라 현지인들에게 폭발적인 반응을 얻으며 인스타그램 게시물 약 7,000여개, 유명 유튜버 조회수 100만~300만을 기록하고 있다. 삼양식품은 식품 도매유통업체인 UEC(United Exchange Corporation)과 계약을 체결했으며 UEC가 계약을 맺은 소매 히스패닉 업체에 불닭볶음면을 납품하고 있다.

도표 56. 2020년 8월 아마존 내 인스턴트 누들류 판매 순위 별 리뷰 수



자료: DB금융투자, 아마존



Coverage Recommendation

- › CJ제일제당(097950)
- › 하이트진로(000080)
- › 대상(001680)
- › 오리온(27560)
- › KT&G(033780)
- › 농심(004370)
- › SPC삼립(005610)
- › 롯데칠성(005300)
- › 롯데푸드(002270)

BUY(유지)

CJ제일제당

097950

목표주가(상향)

590,000원

현재주가(09/16)

393,000원

Up/Downside

+50.1%

투자의견(유지)

Buy

2020. 09. 17

HMR과 한식의 세계화로 지속 성장 기대

3Q20 실적도 서프라이즈 기대: 사재기 영향은 소멸했지만, 내식 트렌드가 자리를 잡으면서 주요 제품의 판가가 상승하고 판매량도 증가하고 있다. 7~8월 국내 가공식품의 매출 성장세는 5~6%의 견고한 추세를 유지하고 있으며 글로벌 식품 매출도 전년 대비 두 자릿수 증가할 것으로 추정한다. 국내 추석 시점 차이로 선물세트 매출은 9월에 집중될 전망이다. 우려했던 B2B 선물세트 수요 감소는 크지 않다. 지금은 B2C 선물세트 판매의 중요 시점이며 반품 규모가 예상보다 확대되지 않을 것이다. 판가 정상화와 판촉비 절감, 판매량 증가에 따른 국내의 가공식품 영업이익율 3Q20에도 매우 강할 것으로 추정한다(가공식품 OP% 10.6%, +3%pt). 바이오는 중국 경쟁사의 물류 시스템 회복 등으로 전분기 대비 판가가 다소 하락하겠지만 핵산, 트립토판 등 고수익 제품의 기여도 증가로 3Q20 영업이익은 700억원을 상회할 것이다. 베트남 돼지가격은 7~8월까지 7.8만동을 유지하고 있으며 9월에도 7.5만동 수준이다. 영업동향을 근거로 추정한 대한통운 제외 기준 3Q20 영업이익은 67.1%YoY 증가한 3,025억원 수준으로 최근 시장 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 추정한다.

목표주가 상향, 업종 Top pick 유지: 코로나19에 따른 2Q20 실적 서프라이즈 이후 기간 조정을 보이고 있지만 동사의 주가는 21년 추정실적 기준 P/E 11.1배로 업종평균을 크게 하회하고 있다. 분기 실적 서프라이즈를 그냥 일회성으로만 볼 것이 아니라 실적 서프라이즈 뒤에 숨어있는 펀더멘탈 개선 요인에 주목해야 할 시점이다. 1인 가구 증가, 노령화, 혼밥 증가로 국내 HMR부문의 고성장이 기대되며, 한식의 세계화는 동사의 글로벌 성장을 가속화시킬 것이다. 21년 실적 추정치 상황에 따라 목표주가를 590,000원으로 상향한다. 또한 HMR식품 부문의 독보적 경쟁력과 기술력을 확보하고 있다는 점에서 업종 Top pick의견을 지속한다.

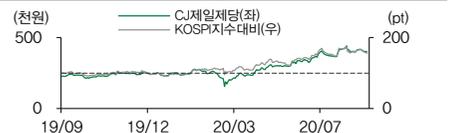
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	18,670	22,353	24,468	25,855	27,008
(증가율)	13.3	19.7	9.5	5.7	4.5
영업이익	833	897	1,397	1,366	1,455
(증가율)	7.2	7.7	55.7	-2.2	6.5
지배주주순이익	875	153	812	539	595
EPS	58,706	9,820	53,626	35,461	39,187
PER (H/L)	6.7/5.2	35.3/21.5	7.3	11.1	10.1
PBR (H/L)	1.3/1.1	1.2/0.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (H/L)	10.7/9.6	9.2/8.2	6.4	6.0	5.3
영업이익률	4.5	4.0	5.7	5.3	5.4
ROE	21.5	3.2	15.4	9.2	9.3

Stock Data

52주 최저/최고	155,000/443,500원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	59,313억원
60일-평균거래량	89,973
외국인지분율	22.7%
60일-외국인지분율변동추이	+2.7%p
주요주주	CJ 외 8인 45.5%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-1.7	24.5	68.4
상대기준	-3.2	3.5	41.2

도표 57. CJ제일제당 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
대한통운	매출액	28,107	31,864	34,461	33,236	34,817	34,608	36,196	33,963	127,668	139,583	145,885
제외기준	식품부문	17,205	19,549	22,246	21,105	22,606	21,910	23,683	21,520	80,105	89,719	94,947
	가공	12,701	15,369	17,526	16,919	18,374	17,629	18,892	17,287	62,544	72,182	77,235
	-쉬완즈외 가공	10,327	9,289	10,927	10,016	10,948	10,401	11,692	10,560	40,559	43,601	46,653
	-쉬완즈	2,403	6,080	6,599	6,903	7,426	7,228	7,200	6,727	21,985	28,581	30,581
	소재	4,504	4,180	4,720	4,186	4,232	4,281	4,791	4,233	17,590	17,537	17,713
	바이오부문	10,902	12,315	12,215	12,131	12,211	12,698	12,513	12,442	47,563	49,864	50,938
	바이오	5,894	7,422	7,191	7,124	6,777	7,429	7,263	7,267	27,631	28,736	29,598
	생물자원	5,008	4,893	5,024	5,007	5,434	5,269	5,250	5,175	19,932	21,128	21,339
	영업이익	1,436	1,054	1,810	1,721	2,201	3,016	3,025	2,246	6,021	10,488	9,931
	식품부문	1,009	540	1,315	557	1,163	1,264	1,789	1,171	3,421	5,386	5,216
	-쉬완즈외 식품	668	372	1,175	564	883	1,003	1,465	927	2,779	4,277	3,579
	-쉬완즈	341	168	140	-7	280	261	324	244	642	1,109	1,638
	바이오부문	427	514	495	1,164	1,038	1,752	1,237	1,075	2,600	5,101	4,714
	바이오	524	594	525	686	511	1,109	712	657	2,329	2,989	2,901
	생물자원	-97	-80	-30	478	527	643	525	418	271	2,113	1,814
	영업이익률	5.1	3.3	5.3	5.2	6.3	8.7	8.4	6.6	4.7	7.5	6.8
	식품부문	5.9	2.8	5.9	2.6	5.1	5.8	7.6	5.4	4.3	6.0	5.5
	바이오부문	3.9	4.2	4.1	9.6	8.5	13.8	9.9	8.6	5.5	10.2	9.3
	바이오	8.9	8.0	7.3	9.6	7.5	14.9	9.8	9.0	8.4	10.4	9.8
	생물자원	-1.9	-1.6	-1.6	9.6	9.7	12.2	10.0	8.1	-1.1	10.0	8.5
연결기준	매출액	50,178	55,153	58,581	59,613	58,309	59,209	63,078	64,086	223,525	244,681	258,549
	영업이익	1,791	1,753	2,727	2,698	2,759	3,849	4,035	3,325	8,969	13,968	13,662
	세전이익	765	443	684	1,496	6,221	2,562	2,767	1,358	3,387	12,908	8,680
	당기순이익	409	395	171	935	4,519	1,580	2,020	904	1,910	9,023	6,336
	지배주주 순이익	409	162	19	935	4,437	1,114	1,757	812	1,525	8,120	5,386

자료: DB금융투자, 사업보고서

다차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,522	7,943	8,432	9,883	11,782
현금및현금성자산	548	691	1,533	2,698	2,460
매출채권및기타채권	2,742	2,988	2,943	3,110	3,260
재고자산	1,498	2,018	1,687	1,783	1,863
유동부채	13,975	18,338	17,821	17,681	17,541
유형자산	9,742	10,818	10,395	10,344	10,288
무형자산	3,070	4,810	4,716	4,627	4,543
투자자산	550	568	568	568	568
자산총계	19,497	26,281	27,361	28,672	30,431
유동부채	6,680	8,202	8,437	9,230	10,405
매입채무및기타채무	2,288	3,495	3,755	4,563	5,754
단기차입금및단기사채	2,625	1,627	1,617	1,607	1,597
유동성장기부채	1,118	1,665	1,660	1,655	1,650
비유동부채	5,508	8,597	8,597	8,537	8,477
사채및장기차입금	4,150	5,446	5,446	5,386	5,326
부채총계	12,189	16,799	17,034	17,767	18,882
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,412	1,309	1,309	1,309	1,309
이익잉여금	3,694	3,786	4,542	5,025	5,563
비지배주주지분	2,525	4,601	4,691	4,786	4,891
자본총계	7,308	9,481	10,328	10,905	11,548

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	18,670	22,352	24,468	25,855	27,008
매출원가	15,126	18,069	19,480	20,628	21,502
매출총이익	3,544	4,283	4,988	5,227	5,506
판매비	2,711	3,386	3,591	3,860	4,051
영업이익	833	897	1,397	1,366	1,455
EBITDA	1,473	2,007	2,881	2,875	2,960
영업외손익	462	-557	-105	-499	-497
금융손익	-253	-362	-226	-219	-206
투자손익	-5	18	18	18	18
기타영업외손익	720	-213	103	-298	-309
세전이익	1,294	339	1,291	868	958
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	925	191	902	634	700
지배주주지분순이익	875	153	812	539	595
비지배주주지분순이익	50	38	90	95	105
총포괄이익	889	356	902	634	700
증감률(%YoY)					
매출액	13.3	19.7	9.5	5.7	4.5
영업이익	7.2	7.7	55.7	-2.2	6.5
EPS	111.1	-83.3	446.1	-33.9	10.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	471	2,143	3,389	3,040	3,483
당기순이익	925	191	902	634	700
현금유출이없는비용및수익	483	1,724	2,261	2,107	2,092
유형및무형자산상각비	641	1,110	1,484	1,509	1,505
영업관련자산부채변동	-754	607	614	534	950
매출채권및기타채권의감소	-20	315	45	-167	-149
재고자산의감소	-374	-316	331	-96	-80
매입채무및기타채무의증가	-166	825	260	808	1,190
투자활동현금흐름	-1,035	-3,190	-1,058	-1,436	-3,284
CAPEX	-1,675	-1,554	-918	-1,319	-1,315
투자자산의순증	-121	-17	0	0	0
재무활동현금흐름	521	1,229	-381	-440	-438
사채및차입금의 증가	834	2,306	-15	-75	-75
자본금및자본잉여금의증가	588	-103	0	0	0
배당금지급	-62	-94	-56	-56	-56
기타현금흐름	-1	-39	-1,107	0	0
현금의증가	-43	143	842	1,165	-238
기초현금	591	548	691	1,533	2,698
기말현금	548	691	1,533	2,698	2,460

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	58,706	9,820	53,626	35,461	39,187
BPS	291,963	297,949	344,089	373,536	406,408
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Multiple(배)					
P/E	5.6	25.7	7.3	11.1	10.1
P/B	1.1	0.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.2	8.5	6.4	6.0	5.3
수익성(%)					
영업이익률	4.5	4.0	5.7	5.3	5.4
EBITDA마진	7.9	9.0	11.8	11.1	11.0
순이익률	5.0	0.9	3.7	2.5	2.6
ROE	21.5	3.2	15.4	9.2	9.3
ROA	5.1	0.8	3.4	2.3	2.4
ROIC	4.3	3.0	5.3	5.7	6.4
안정성및기타					
부채비율(%)	166.8	177.2	164.9	162.9	163.5
이자보상배율(배)	3.4	2.2	4.5	4.4	4.7
배당성향(배)	5.6	26.9	5.7	8.1	7.4

자료: CJ제일제당, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
 - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
 - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
 - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
 - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
 - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
 - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ제일제당 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/04	Buy	490,000	-31.4	-26.2					
19/02/15	Buy	415,000	-28.5	-19.2					
19/08/29	Buy	328,000	-27.3	-18.8					
20/02/13	Buy	340,000	-28.1	-11.5					
20/05/15	Buy	410,000	-15.2	4.1					
20/08/11	Buy	582,000	-30.8	-28.2					
20/09/17	Buy	590,000	-	-					

BUY(유지)

하이트진로

000080

목표주가(유지) 52,000원 현재주가(09/16) 37,950원 Up/Downside +37.0% 투자이견(유지) Buy

2020. 09. 17

충분한 조정, 재매수 구간 진입

7~8월 판매 긍정, 판관비율 안정으로 3Q20 실적 개선 지속: 7월 소주, 맥주 매출액은 판매량 호조에 따라 각각 전년 대비 20%, 30%대의 높은 성장세가 지속될 전망이다. 8월초까지 긍정적인 판매량 증가가 유지됐지만, 8월 후반 코로나19 재확산과 장마 영향으로 전월 대비 판매량 증가 추세는 둔화됐다. 수입맥주는 1년간의 매출 감소가 마무리되면서 20%수준의 성장세로 전환됐으며 7~8월 동사의 전사 매출은 15%수준의 성장세를 유지할 것으로 추정한다. 9월 수도권 거리두기 2.5단계에 따른 맥주 시장의 일시적 감소가 있을 것으로 추정하지만 맥주 시장점유율 상승 추세에 문제가 없고 상대적으로 소주는 영향을 덜 받을 전망이다.

3분기부터 대규모로 집행될 것으로 우려했던 판관비 지출이 제한되면서 3Q20 수익성은 예상보다 크게 개선될 가능성이 있다. 3Q20 매출은 10.1%YoY 증가한 5,827억원, 영업이익은 18.7%YoY 증가한 584억원을 기록할 것으로 추정한다. 코로나19 악영향을 제외시 소주, 맥주, 수입맥주의 매출 성장이 견고하며 하반기 우려됐던 판관비 증가(하반기 +300억원 추정) 제한되면서 동사의 실적 개선은 4분기에도 지속될 것이다.

최근 1개월간 추가 조정으로 재매수 구간 진입중: 전월 대비 판매량 성장을 둔화와 하반기 영업이익 상승 모멘텀 약화로 최근 1개월 주가가 하락했다. 그러나, 3분기 판관비 집행 둔화로 수익성 개선이 예상보다 양호할 수 있고, 소주/맥주 시장에서의 시장점유율 상승 추세가 강하며, 수입맥주 매출도 플러스 전환했다. 추가 하락으로 Valuation 부담감이 완화됐으며 이제는 충분히 재매수해야 하는 가격대에 진입했다. 목표주가 52,000원과 투자이견을 BUY를 유지한다

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,886	2,035	2,310	2,432	2,551
(증가율)	-0.2	7.9	13.5	5.3	4.9
영업이익	90	88	205	249	303
(증가율)	3.7	-2.4	132.2	21.3	21.8
지배주주순이익	22	-42	117	147	190
EPS	303	-616	1,659	2,086	2,693
PER (H/L)	83.0/50.1	NA/NA	23.2	18.5	14.3
PBR (H/L)	1.5/0.9	2.2/1.1	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA (H/L)	11.3/8.2	13.5/9.1	10.3	9.2	7.9
영업이익률	4.8	4.3	8.9	10.2	11.9
ROE	1.9	-3.9	11.0	12.8	14.9

Stock Data

52주 최저/최고	21,700/46,500원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	27,001억원
60일-평균거래량	620,160
외국인지분율	10.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	하이트진로홀딩스 외 9인 53.8%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-6.9	-6.1	42.3
상대기준	-8.3	-22.0	19.4

도표 58. 하이투자증권 연결 기준 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,230	5,244	5,291	5,586	5,339	5,816	5,827	6,117	18,856	20,351	23,098	24,321
%YoY	0.5	6.3	5.8	18.4	26.2	10.9	10.1	9.5	-0.2	7.9	13.5	5.3
매주	1,391	1,905	2,122	1,848	1,800	2,146	2,291	1,988	7,139	7,266	8,225	8,965
소주	2,517	2,912	2,774	3,361	3,192	3,249	3,113	3,688	10,398	11,565	13,242	13,599
기타/조정	322	427	395	376	347	421	423	442	1,319	1,520	1,631	1,756
영업이익	-42	106	492	327	561	541	584	363	904	882	2,049	2,486
매주	-205	-171	-39	-17	89	120	43	41	-203	-431	293	550
소주	186	269	505	325	463	385	515	347	1,179	1,284	1,710	1,900
기타/조정	-23	8	26	19	10	35	26	-25	-72	30	46	36
OP%	-1.0	2.0	9.3	5.9	10.5	9.3	10.0	5.9	4.8	4.3	8.9	10.2
매주	-14.8	-8.9	-1.8	-0.9	4.9	5.6	1.9	2.1	-2.9	-5.9	3.6	6.1
소주	7.4	9.2	18.2	9.7	14.5	11.9	16.5	9.4	11.3	11.1	12.9	14.0
기타/조정	-7.0	1.8	6.5	5.1	2.7	8.4	6.2	-5.6	-5.4	2.0	2.8	2.1
세전이익	-145	-237	348	39	450	487	434	224	420	5	1,595	1,963
지배주주순이익	-138	-292	259	-252	334	349	324	166	222	-424	1,172	1,472

자료: DB금융투자, 감사보고서

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,065	782	827	923	995
현금및현금성자산	291	144	106	141	174
매출채권및기타채권	462	378	441	492	515
재고자산	166	177	197	208	218
비유동자산	2,363	2,489	2,444	2,418	2,397
유형자산	2,053	2,052	2,018	2,002	1,990
무형자산	187	175	164	155	146
투자자산	52	52	52	52	52
자산총계	3,428	3,271	3,337	3,407	3,458
유동부채	1,668	1,359	1,374	1,366	1,298
매입채무및기타채무	989	806	826	838	800
단기차입금및단기차채	664	489	484	464	434
유동성장기부채	0	25	25	25	25
비유동부채	597	879	862	842	820
사채및장기차입금	401	512	495	475	453
부채총계	2,266	2,238	2,235	2,208	2,118
자본금	369	369	369	369	369
자본잉여금	709	509	509	509	509
이익잉여금	176	239	307	405	546
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	1,162	1,033	1,102	1,200	1,341

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,886	2,035	2,310	2,432	2,551
매출원가	1,124	1,163	1,294	1,338	1,378
매출총이익	762	872	1,016	1,094	1,174
판매비	671	784	811	846	871
영업이익	90	88	205	249	303
EBITDA	215	236	363	402	453
영업외손익	-48	-88	-45	-52	-50
금융손익	-36	-44	-43	-40	-38
투자손익	0	0	-4	-4	-4
기타영업외손익	-12	-44	2	-8	-8
세전이익	42	0	159	196	253
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	-42	117	147	190
지배주주지분순이익	22	-42	117	147	190
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1	-73	117	147	190
증감률(%YoY)					
매출액	-0.2	7.9	13.5	5.3	4.9
영업이익	3.7	-2.4	132.2	21.3	21.8
EPS	81.6	적진	흑진	25.8	29.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	141	28	261	295	306
당기순이익	22	-42	117	147	190
현금유출이없는비용및수익	234	333	249	246	255
유형및무형자산상각비	125	148	158	153	150
영업관련자산부채변동	-46	-201	-63	-49	-75
매출채권및기타채권의감소	66	77	-62	-51	-24
재고자산의감소	-30	-22	-20	-10	-10
매입채무및기타채무의증가	-16	25	20	12	-38
투자활동현금흐름	-101	-66	-118	-131	-134
CAPEX	-119	-161	-113	-127	-129
투자자산의손증	-1	0	-4	-4	-4
재무활동현금흐름	-39	-112	-115	-128	-139
사채및차입금의 증가	18	107	-22	-40	-52
자본금및자본잉여금의증가	0	-200	0	0	0
배당금지급	-56	-56	-49	-49	-49
기타현금흐름	3	3	-66	0	0
현금의증가	4	-147	-38	35	33
기초현금	287	291	144	106	141
기말현금	291	144	106	141	174

주요 투자지표

12월 결산(십억 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	303	-616	1,659	2,086	2,693
BPS	16,301	14,488	15,446	16,825	18,802
DPS	800	700	700	700	700
Multiple(배)					
P/E	54.7	NA	23.2	18.5	14.3
P/B	1.0	2.0	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	8.6	13.0	10.3	9.2	7.9
수익성(%)					
영업이익률	4.8	4.3	8.9	10.2	11.9
EBITDAMargin	11.4	11.6	15.7	16.5	17.7
순이익률	1.2	-2.1	5.1	6.1	7.4
ROE	1.9	-3.9	11.0	12.8	14.9
ROA	0.6	-1.3	3.5	4.4	5.5
ROIC	2.4	-392.5	6.8	8.4	10.0
안정성및기타					
부채비율(%)	194.9	216.6	202.9	184.0	158.0
이자보상배율(배)	2.3	1.9	4.6	6.3	8.0
배당성향(배)	246.6	-113.3	41.0	32.6	25.3

자료: 하이투자증권, DB금융투자, 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대주주관련업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

하이투자증권 현금가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/04	Hold	19,000	-14.6	-10.0	20/03/26	Buy	38,000	-19.4	-5.3
18/11/14	Hold	17,000	3.3	15.3	20/05/18	Buy	47,000	-11.6	-1.1
19/04/25	Buy	26,000	-18.0	-0.2	20/08/14	Buy	52,000	-	-
19/09/09	Buy	34,000	-18.8	-12.9					
19/11/15	Buy	38,500	-24.8	-20.3					
19/12/12	Buy	36,500	-22.4	-13.3					
20/01/17	Buy	43,000	-33.7	-23.8					

대상

001680

목표주가(유지) 40,000원 현재주가(09/16) 27,000원 Up/Downside +48.1% 투자의견(유지) Buy

2020. 09. 17

식품부문 실적 개선, 일회성이 아니다

식품 실적 호조 > 소재 부진. 3Q20 영업이익 20%증가 전망: 7~8월 수익성 측면에서 전사적 개선 추세가 이어지고 있다. 부문별로 신선식품과 가공식품의 수익성 개선이 지속되고 있으며 채널별로는 대리점, 온라인, 수출 등 고수익 채널의 실적이 여전히 긍정적이다. B2B비중이 높은 소재 부문의 경우 아직까지 코로나19 악영향을 받고 있으며 2Q20 중국 경쟁사의 부진에 따라 흑자 전환했던 라이신 부문의 수익성 개선폭은 둔화될 수 있다. 추석 기간 차이로 전년동기 대비 8월 선물세트 매출이 부진하지만 9월 상당부분 만회할 가능성이 있다. 2Q20 수익성이 다소 부진했던 인도네시아/베트남 현지 법인의 실적은 물류차질 문제가 완화되면서 회복될 것이며, 수출 부문의 실적 호조가 3Q20에도 계속될 것으로 판단한다.

3Q20 연결기준 매출은 4.7%YoY증가한 8,203억원, 영업이익은 20%YoY증가한 509억원을 기록할 것으로 추정한다. 전반적으로 코로나19에 따른 고수익 채널 매출 개선과 판매비 안정에 따른 수익성 개선이 시현될 전망이다. 부문별로 소재식품의 영업이익은 전년대비 정체되었으나, 식품부문의 영업이익은 28%YoY개선될 것으로 추정한다.

편던멘탈 대비 저평가 상황: 2021년 예상 실적 기준 P/E 8.1배 수준에서 거래중이다. 연결기준 영업이익이 이미 2,000억원을 향해가는데 시가총액은 여전히 1조원 수준을 하회하고 있다. 동급의 음식료 기업대비 이익의 안정성이 상당히 높고, ROE는 10%초반으로 역시 업종 평균을 상회하며, 재무구조도 안정적이다. 절대 주가측면에서 Valuation부담이 없다는 점에서 투자 의견 BUY와 목표주가 40,000원을 유지한다

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,957	2,964	3,109	3,181	3,252
(증가율)	-0.4	0.2	4.9	2.3	2.2
영업이익	120	130	187	194	202
(증가율)	24.2	8.0	43.7	4.0	3.9
지배주주순이익	65	107	131	117	123
EPS	1,850	3,070	3,764	3,366	3,517
PER (H/L)	16.0/11.6	9.9/6.7	7.2	8.1	7.7
PBR (H/L)	1.2/0.8	1.1/0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (H/L)	7.7/6.5	6.5/5.1	4.9	4.4	4.1
영업이익률	4.1	4.4	6.0	6.1	6.2
ROE	7.3	11.2	12.4	10.1	9.7

Stock Data

52주 최저/최고	13,200/29,350원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	9,390억원
60일-평균거래량	327,836
외국인지분율	18.1%
60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p
주요주주	대상홀딩스 외 3인 44.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.2	7.3	22.6
상대기준	1.7	-10.8	2.8

도표 59. 대상 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
개별기준	매출액	5,555	6,071	6,779	6,165	6,429	6,495	7,013	6,386	24,571	26,323	27,113
	매출총이익	1,480	1,595	1,810	1,530	1,726	1,856	1,915	1,559	6,415	7,055	7,337
	GP%	26.6	26.3	26.7	24.8	26.8	28.6	27.3	24.4	26.1	26.8	27.1
	영업이익	311	272	357	93	394	501	435	145	1,034	1,475	1,508
	%YoY	4.4	-20.3	-8.0	20.5	26.8	84.0	21.7	55.1	-6.5	42.7	2.2
	식품	148	129	266	40	256	344	340	90	584	1,030	1,033
	소재	163	143	91	53	138	157	95	55	450	445	475
연결기준	매출액	7,233	7,315	7,837	7,254	7,558	7,819	8,203	7,510	29,640	31,090	31,813
	매출총이익	1,879	1,888	2,064	1,786	2,029	2,176	2,198	1,773	7,617	8,177	8,430
	GP%	26.0	25.8	26.3	24.6	26.8	27.8	26.8	23.6	25.7	26.3	26.5
	영업이익	381	337	423	156	498	610	509	248	1,298	1,865	1,941
	OP%	5.3	4.6	5.4	2.2	6.6	7.8	6.2	3.3	4.4	6.0	6.1
	세전이익	334	470	301	401	811	587	374	207	1,506	1,979	1,627
	당기순이익	237	370	223	258	533	351	288	155	1,089	1,326	1,188
	지배주주순이익	233	366	220	270	531	342	287	153	1,072	1,313	1,176
연결자회사 및 기타	매출액	1,678	1,244	1,058	1,089	1,129	1,324	1,190	1,124	5,069	4,767	4,700
	영업이익	70	65	66	63	104	109	74	104	264	390	432

자료: DB금융투자, 감사보고서

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	905	1,078	1,185	1,282	1,386
현금및현금성자산	166	226	172	256	314
매출채권및기타채권	267	274	292	295	301
재고자산	322	345	345	352	362
비유동자산	1,294	1,319	1,305	1,306	1,307
유형자산	956	961	952	956	960
무형자산	132	126	121	117	114
투자자산	102	84	84	84	84
자산총계	2,199	2,397	2,524	2,622	2,726
유동부채	738	795	823	835	850
매입채무및기타채무	277	303	321	327	338
단기차입금및단기사채	228	188	198	203	208
유동성장기부채	190	220	220	220	220
비유동부채	532	580	568	557	544
사채및장기차입금	378	370	358	347	334
부채총계	1,270	1,375	1,391	1,392	1,394
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	651	730	840	936	1,037
비배주주지분	14	17	19	20	21
자본총계	929	1,022	1,133	1,230	1,332

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	122	167	292	242	218
당기순이익	65	109	133	119	124
현금유출이없는비용및수익	165	144	194	173	175
유형및무형자산상각비	82	99	111	113	113
영업관련자산부채변동	-58	-29	30	-6	-35
매출채권및기타채권의감소	17	-3	-18	-3	-6
재고자산의감소	-2	-16	-1	-6	-10
매입채무및기타채무의증가	-81	-6	18	7	10
투자활동현금흐름	-23	-50	-91	-106	-105
CAPEX	-146	-110	-97	-113	-114
투자자산의손증	5	20	0	0	0
재무활동현금흐름	-75	-55	-49	-52	-54
사채및차입금의 증가	-56	40	-2	-6	-8
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-18	-20	-22	-22	-22
기타현금흐름	-4	-3	-207	0	0
현금의증가	19	60	-54	84	58
기초현금	148	166	226	172	256
기말현금	166	226	172	256	314

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,957	2,964	3,109	3,181	3,252
매출원가	2,192	2,210	2,291	2,338	2,390
매출총이익	765	754	818	843	862
판매비	645	625	631	649	660
영업이익	120	130	187	194	202
EBITDA	202	229	297	307	315
영업외손익	-2	20	11	-32	-33
금융손익	-26	-18	-13	-19	-19
투자손익	1	2	2	2	2
기타영업외손익	23	36	22	-15	-16
세전이익	119	151	198	163	170
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	109	133	119	124
지배주주지분순이익	65	107	131	117	123
비배주주지분순이익	1	2	1	1	1
총포괄이익	62	112	133	119	124
증감률(%YoY)					
매출액	-0.4	0.2	4.9	2.3	2.2
영업이익	24.2	8.0	43.7	4.0	3.9
EPS	23.0	65.9	22.6	-10.6	4.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(십억 원 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,850	3,070	3,764	3,366	3,517
BPS	25,405	27,896	30,940	33,600	36,407
DPS	550	600	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	13.5	7.6	7.2	8.1	7.7
P/B	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.0	5.5	4.9	4.4	4.1
수익성(%)					
영업이익률	4.1	4.4	6.0	6.1	6.2
EBITDA마진	6.8	7.7	9.6	9.6	9.7
순이익률	2.2	3.7	4.3	3.7	3.8
ROE	7.3	11.2	12.4	10.1	9.7
ROA	2.9	4.7	5.4	4.6	4.6
ROC	4.6	6.0	7.9	9.1	9.3
안정성및기타					
부채비율(%)	136.8	134.5	122.7	113.1	104.6
이자보상배율(배)	5.1	5.3	7.5	7.8	8.2
배당성향(배)	29.1	19.1	15.7	17.5	16.8

자료: 대상 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

일중 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대상 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/08/16	Buy	38,000	-34.1	-27.0					
18/11/29	Buy	36,000	-28.6	-24.6					
19/02/27	Buy	38,000	-31.8	-21.3					
19/08/16	Buy	34,500	-38.6	-31.0					
20/04/21	Buy	32,000	-27.9	-17.3					
20/05/18	Buy	40,000	-	-					

BUY(유지)

오리온

271560

목표주가(유지)	180,000원	현재주가(09/16)	140,000원	Up/Downside	+28.6%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2020. 09. 17

하반기 템포 조절, 저가 매수로 대응

지속적인 성장 전략 추구, 단기 마진율은 둔화: 중국 제과 매출은 두 자릿수 성장이 지속되고 있다. 중국 제과사업의 영업이익률이 10% 후반대까지 상승한 상황에서 시장점유율 확대와 신규 카테고리 상품 출시를 통한 매출 성장전략은 장기적으로 긍정적이다. 다만, 타오케노이, 견과류, 용암수 등의 신상품 매출이 확대되면서 2H20 원가율이 상승할 수 있다. 코로나19 이후 발생했던 중국 경쟁사의 물류 및 생산 측면에서의 혼란이 수습됐지만, 여전히 동사의 매대점유율이 확대되기 좋은 시장 상황이다. 베트남, 러시아의 경우도 2Q20 수준의 매출 성장 추세가 지속되고 있으며, 수익성 개선도 긍정적이다. 국내 제과 역시 양호한 시장지배력 상승을 보이고 있으며, 고원가 구조의 제주 용암수 판매 증가에 따라(월 매출 6~7억원) 3분기 내수 영업 마진율은 소폭 하락할 가능성이 있다.

3Q20 연결기준 매출액은 9.7%YoY 증가한 5,816억원으로 양호한 성장세를 기록하겠지만, 연결기준 영업이익 증가율은 +5.2%YoY로 다소 둔화될 수 있다. 이는 3Q20 기고효과, 신상품 매출 증가에 따른 마진율 하락, 시장점유율 확대 전략에 따른 비용 증가 때문이다. 4분기 영업이익 이익모멘텀 역시 춘절 기간 차이로 역시 다소 약화될 것으로 추정한다

목표주가 180,000원, 투자의견 BUY유지: 하반기 기고 효과와 춘절기간 차이로 수익성 둔화가 예상된다. 그럼에도 불구하고 해외 및 국내시장에서의 지속적인 성장 전략과 구조적 시장점유율 상승을 긍정적으로 평가한다. 글로벌 식품사 대비 압도적인 수익성을 감안할 때 하반기 실적 템포 조절 구간에서의 저가 매수 전략을 추천한다. 목표주가 180,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

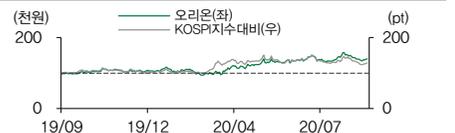
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,927	2,023	2,226	2,344	2,469
(증가율)	79.5	5.0	10.0	5.3	5.3
영업이익	282	328	392	410	439
(증가율)	162.7	16.1	19.7	4.5	7.3
지배주주순이익	140	216	289	296	318
EPS	3,538	5,453	7,300	7,490	8,035
PER (H/L)	45.2/23.8	23.7/13.9	19.0	18.6	17.3
PBR (H/L)	4.5/2.4	3.1/1.8	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA (H/L)	15.9/9.4	10.9/7.0	10.1	9.4	8.4
영업이익률	14.6	16.2	17.6	17.5	17.8
ROE	10.3	14.2	16.4	14.6	13.8

Stock Data

52주 최저/최고	94,100/158,000원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	54,955억원
60일-평균거래량	96,195
외국인지분율	44.3%
60일-외국인지분율변동추이	+1.5%p
주요주주	오리온홀딩스 외 6인 43.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-12.0	8.6	44.0
상대기준	-13.3	-9.7	20.8

도표 60. 오리온 부문별 실적 전망

(단위: 억원 %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
국내	매출액	1,780	1,778	1,827	1,943	1,908	1,841	1,902	2,017	7,119	7,328	7,667	7,736
	영업이익	232	262	279	304	300	291	302	341	918	1,078	1,234	1,199
	OP%	13.1	14.7	15.3	15.6	15.7	15.8	15.9	16.9	12.9	14.7	16.1	15.5
중국	매출액	2,512	2,006	2,677	2,548	2,629	2,570	2,920	2,463	9,330	9,744	10,582	11,164
	영업이익	407	179	576	424	473	429	569	391	1,416	1,586	1,862	1,943
	OP%	16.2	8.9	21.5	16.7	18.0	16.7	19.5	15.9	15.2	16.3	17.6	17.4
베트남	매출액	567	428	567	961	703	578	663	1,134	2,217	2,523	3,078	3,509
	영업이익	80	43	135	219	159	96	159	233	411	478	646	747
	OP%	14.1	10.1	23.9	22.8	22.6	16.6	23.9	20.5	18.5	18.9	21.0	21.3
러시아	매출액	149	159	205	261	198	191	232	289	648	773	909	1,011
	영업이익	17	19	33	60	36	37	41	63	80	129	177	207
	OP%	11.2	12.0	16.1	23.0	18.2	19.5	17.5	22.0	12.4	16.7	19.5	20.5
연결기준	매출액	4,976	4,393	5,300	5,564	5,398	5,151	5,816	5,893	19,269	20,233	22,257	23,439
	영업이익	773	504	1,018	981	970	862	1,071	1,017	2,822	3,276	3,921	4,096
	OP%	15.5	11.5	19.2	17.6	18.0	16.7	18.4	17.3	14.6	16.2	17.6	17.5
	세전이익	791	514	1,022	755	1,046	955	1,076	993	2,752	3,081	4,070	4,176
	당기순이익	529	368	697	611	749	657	785	739	1,430	2,205	2,930	3,006
	지배주주순이익	513	362	677	604	731	638	773	743	1,399	2,156	2,886	2,961

자료: DB금융투자, 오리온

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	569	596	820	1,078	1,363
현금및현금성자산	185	165	359	596	857
매출채권및기타채권	169	185	195	204	214
재고자산	157	148	162	171	180
비유동자산	1,782	1,856	1,874	1,890	1,906
유형자산	1,646	1,656	1,677	1,696	1,715
무형자산	52	55	51	48	45
투자자산	30	52	52	52	52
자산총계	2,351	2,452	2,720	2,996	3,296
유동부채	500	464	467	470	475
매입채무및기타채무	248	258	265	271	279
단기차입금및단기차세	105	7	6	4	3
유동성장기부채	50	120	117	115	114
비유동부채	406	320	316	312	308
사채및차입금	280	160	156	152	148
부채총계	907	785	783	782	784
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	191	378	643	916	1,210
비지배주주지분	39	45	49	54	59
자본총계	1,445	1,668	1,937	2,214	2,513

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	401	348	420	433	456
당기순이익	143	220	293	301	323
현금유출이없는비용및수익	275	253	260	261	271
유형및무형자산상각비	118	132	142	143	145
영업관련자산부채변동	42	-28	-19	-12	-12
매출채권및기타채권의감소	-35	-15	-10	-9	-10
재고자산의감소	-7	8	-15	-9	-9
매입채무및기타채무의증가	15	0	7	7	8
투자활동현금흐름	-115	-187	-158	-156	-156
CAPEX	-131	-126	-160	-160	-160
투자자산의손증	-7	-22	0	0	0
재무활동현금흐름	-199	-184	-41	-40	-39
사채및차입금의 증가	-165	-124	-8	-8	-6
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-24	-24	-24	-24
기타현금흐름	-3	4	-27	0	0
현금의증가	83	-20	194	236	261
기초현금	102	185	165	359	596
기말현금	185	165	359	596	857

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,927	2,023	2,226	2,344	2,469
매출원가	1,050	1,110	1,193	1,252	1,318
매출총이익	877	913	1,033	1,092	1,150
판매비	595	586	641	683	711
영업이익	282	328	392	410	439
EBITDA	400	460	534	553	584
영업외손익	-7	-19	15	8	9
금융손익	-12	-2	-1	1	1
투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	6	-17	16	7	8
세전이익	275	308	407	418	448
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	143	220	293	301	323
지배주주지분순이익	140	216	289	296	318
비지배주주지분순이익	3	5	4	5	5
총포괄이익	123	248	293	301	323
증감률(%YoY)					
매출액	79.5	5.0	10.0	5.3	5.3
영업이익	162.7	16.1	19.7	4.5	7.3
EPS	8.5	54.1	33.9	2.6	7.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(십억 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자표(원)					
EPS	3,538	5,453	7,300	7,490	8,035
BPS	35,553	41,042	47,742	54,632	62,068
DPS	600	600	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	33.9	19.3	19.0	18.6	17.3
P/B	3.4	2.6	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.5	9.3	10.1	9.4	8.4
수익성(%)					
영업이익률	14.6	16.2	17.6	17.5	17.8
EBITDA마진	20.8	22.7	24.0	23.6	23.7
순이익률	7.4	10.9	13.2	12.8	13.1
ROE	10.3	14.2	16.4	14.6	13.8
ROA	6.2	9.2	11.3	10.5	10.3
ROIC	8.2	13.0	15.3	15.7	16.6
안정성및기타					
부채비율(%)	62.8	47.1	40.4	35.3	31.2
이자보상배율(배)	16.8	30.0	43.6	46.8	48.5
배당성향(배)	16.6	10.8	8.1	7.9	7.4

자료: 오리온, DB금융투자, 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

오리온 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/04	Hold	125,000	-17.6	-12.0	20/04/21	Buy	157,000	-16.2	-6.7
18/10/11	Buy	120,000	-13.9	3.3	20/07/08	Buy	180,000	-	-
19/07/05	Buy	112,000	-19.0	-6.7					
19/10/21	Buy	130,000	-18.7	-13.1					
19/11/04	Buy	140,000	-23.7	-20.7					
19/12/17	Buy	150,000	-30.0	-22.3					
20/03/13	Buy	140,000	-21.1	-13.2					

목표주가(유지) 120,000원 현재주가(09/16) 84,800원 Up/Downside +41.5% 투자이견(유지) Buy

2020. 09. 17

분명한 저평가 VS 2% 부족한 실적

2%부족한 3Q20 실적: 7~8월 내수 담배 시장은 코로나19에 따른 해외 및 전자담배 수요 이전에 따라 전년동기대비 소폭 증가세를 유지하고 있다. 경쟁사의 영업력 약화와 동사의 신제품 출시 성공으로 시장점유율은 소폭 개선될 것으로 전망한다. 다만 면세점 부진에 따라 ASP는 전년대비 하락세를 보일 것으로 추산한다. 또한 해외담배 판매량의 경우 중동과 미국이 긍정적 성장세를 보이고 있으나 신시장의 경우 코로나19의 부정적 영향이 지속될 수 있다. KGC의 경우 비용절감과 면역력 마케팅에 힘입어 상반기 부진에서는 점차 벗어나겠지만, 면세점 매출 부진으로 3Q20에도 전년대비 큰 폭의 영업이익 감소가 나타날 전망이다. PMI과의 협업으로 궤련형 전자담배 (릴 솔리드)와 전용스틱(땃)을 러시아와 우크라이나에서 8월부터 판매하기 시작했지만 아직 의미있는 매출이 발생하고 있지는 않다.

3Q20 개별기준 KT&G의 영업이익은 수출 회복과 내수 담배사업의 견고한 실적, 분양 매출 증가 등에 힘입어 10.8%YoY증가한 3,157억원을 기록할 것으로 추정한다. 다만, 면세점 채널 부진에 따른 악영향으로 KGC의 감익이 지속되면서 연결기준 영업이익은 전년대비 소폭 개선된(+1.5%YoY) 3,884억원 수준에 머물 것으로 추정한다(컨센서스 4,005억원 하회).

저평가지만, 단기 상승 모멘텀은 약할 듯: 동사의 주가는 2020년 예상 실적 기준 P/E 11.3배에 거래중이다. 탄탄한 내수 담배 시장점유율, 수출 담배 판매량 회복 가능성 높은 시가 배당 수익률(5.2%) 등을 감안시 분명 업종 평균대비 저평가 상태다. 다만, 예상보다 더딘 분기 실적 개선세를 감안시 강한 단기 주가 상승을 기대하지는 않는다. 추정 실적 미세 조정했으며, 변동폭이 크지 않아 목표주가를 120,000원으로 유지한다.

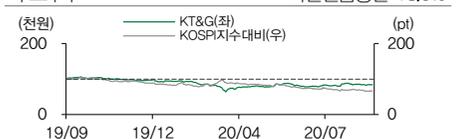
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,472	4,963	5,172	5,207	5,244
(증가율)	-4.2	11.0	4.2	0.7	0.7
영업이익	1,255	1,382	1,378	1,406	1,423
(증가율)	-12.0	10.1	-0.3	2.0	1.3
지배주주순이익	902	1,036	1,025	1,057	1,070
EPS	6,567	7,549	7,467	7,697	7,793
PER (H/L)	17.6/14.5	14.5/12.4	11.3	11.0	10.9
PBR (H/L)	2.0/1.6	1.7/1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (H/L)	9.5/7.7	8.1/6.7	6.4	6.0	5.7
영업이익률	28.1	27.8	26.6	27.0	27.1
ROE	11.4	12.4	11.5	11.3	10.8

Stock Data

52주 최저/최고	63,600/106,000원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	116,287억원
60일-평균거래량	414,695
외국인지분율	42.2%
60일-외국인지분율변동추이	-1.1%p
주요주주	국민연금공단 13.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.9	6.8	-16.6
상대기준	-5.3	-11.2	-30.0

도표 61. KT&G 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 백만갑, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
KT&G 매출액	6,587	8,126	7,234	7,479	6,613	9,080	8,285	8,348	26,246	29,426	32,326	31,911
국내담배매출	4,476	4,885	5,141	4,596	4,350	4,720	4,887	4,356	18,378	19,098	18,313	18,644
내수판매량(백만갑)	725	818	859	794	750	828	863	796	3,260	3,195	3,237	3,204
KT&G M/S	63.1	62.8	63.9	64.1	64.0	63.4	64.0	64.0	62.0	63.5	63.8	63.7
판매량(백만갑)	457	513	549	509	480	524	552	510	2,022	2,029	2,065	2,041
단가(원)	979	951	936	903	906	902	885	855	911	941	887	913
수출	1,314	1,892	1,131	1,016	1,169	2,241	1,946	1,793	5,366	5,353	7,149	8,065
판매량(백만갑)	376	474	289	290	215	505	448	460	1,614	1,428	1,628	1,775
단가(원)	349	400	391	351	544	444	434	389	333	375	439	454
기타	797	1,349	962	1,867	1,094	2,119	1,453	2,199	2,502	4,974	6,865	5,202
분양수익	473	983	614	1,444	764	1,763	1,100	1,773	1,187	3,515	5,400	3,700
매출총이익	4,074	5,024	4,524	4,546	4,142	5,485	5,178	5,075	16,472	18,105	19,881	19,817
GP%	61.8	61.8	62.5	60.8	62.6	60.4	62.5	60.8	63	62	62	62
영업이익	2,527	3,399	2,849	2,698	2,499	3,698	3,157	2,995	10,044	11,346	12,349	12,413
OP%	38.4	41.8	39.4	36.1	37.8	40.7	38.1	35.9	38	39	38	39
KGC 매출액	3,987	3,063	4,266	2,721	3,911	2,775	3,882	2,486	13,283	14,037	13,054	13,550
영업이익	912	437	801	-91	711	200	516	-148	2,048	2,059	1,279	1,545
OP%	22.9	14.3	18.8	-3.3	18.2	7.2	13.3	-6.0	15	15	10	11
연결기준 매출액	11,850	12,578	13,222	11,982	11,784	13,188	13,929	12,822	44,715	49,632	51,722	52,071
영업이익	3,482	3,991	3,825	2,523	3,150	3,947	3,884	2,799	12,551	13,820	13,781	14,057
세전이익	3,877	4,452	4,503	1,794	4,156	4,020	4,268	2,107	13,187	14,627	14,551	14,941
지배주주순이익	2,730	3,239	3,208	1,187	2,930	2,931	3,079	1,312	9,017	10,365	10,252	10,568

자료: DB금융투자, 감사보고서

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	6,413	6,417	6,800	7,316	7,843
현금및현금성자산	933	891	64	468	927
매출채권및기타채권	1,191	1,303	1,327	1,418	1,433
재고자산	2,461	2,447	2,463	2,480	2,528
비유동자산	3,742	4,295	4,317	4,335	4,353
유형자산	1,819	1,753	1,780	1,803	1,826
무형자산	72	90	85	80	76
투자자산	1,197	1,353	1,353	1,353	1,353
자산총계	10,155	10,712	11,241	11,775	12,320
유동부채	1,641	1,600	1,647	1,671	1,694
매입채무및기타채무	1,118	1,233	1,304	1,329	1,351
단기차입금및단기차입채	130	27	27	27	27
유동성장기부채	5	24	24	24	24
비유동부채	381	406	406	406	406
사채및장기차입금	93	91	91	91	91
부채총계	2,022	2,006	2,053	2,077	2,100
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	484	499	499	499	499
이익잉여금	7,109	7,626	8,103	8,611	9,133
비배주주지분	54	55	60	61	63
자본총계	8,133	8,706	9,188	9,698	10,220

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,472	4,963	5,172	5,207	5,244
매출원가	1,836	2,069	2,188	2,185	2,198
매출총이익	2,635	2,875	2,984	3,022	3,046
판매비	1,380	1,493	1,606	1,616	1,622
영업이익	1,255	1,382	1,378	1,406	1,423
EBITDA	1,405	1,565	1,599	1,635	1,658
영업외손익	64	81	77	89	89
금융손익	85	83	108	83	83
투자손익	9	2	9	9	10
기타영업외손익	-30	-4	-40	-3	-4
세전이익	1,319	1,463	1,455	1,494	1,513
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	899	1,039	1,030	1,058	1,071
지배주주지분순이익	902	1,036	1,025	1,057	1,070
비배주주지분순이익	-3	2	5	1	1
총포괄이익	854	1,058	1,030	1,058	1,071
증감률(%)YoY)					
매출액	-4.2	11.0	4.2	0.7	0.7
영업이익	-12.0	10.1	-0.3	2.0	1.3
EPS	-22.5	15.0	-1.1	3.1	1.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	822	1,042	1,238	1,178	1,234
당기순이익	899	1,039	1,030	1,058	1,071
현금유출이없는비용및수익	596	685	631	653	660
유형및무형자산상각비	150	183	221	229	235
영업관련자산부채변동	-333	-260	2	-97	-55
매출채권및기타채권의감소	73	-86	-24	-91	-15
재고자산의감소	-170	0	-16	-17	-49
매입채무및기타채무의증가	15	59	71	25	22
투자활동현금흐름	-46	-459	-139	-219	-221
CAPEX	-353	-222	-242	-247	-253
투자자산의손익	-121	-156	0	0	0
재무활동현금흐름	-549	-632	-563	-554	-554
사채및차입금의 증가	-47	-63	0	0	0
자본금및지분잉여금의증가	0	15	0	0	0
배당금지급	-505	-505	-557	-548	-548
기타현금흐름	-8	7	-1,364	0	0
현금의증가	218	-42	-828	404	459
기초현금	715	933	891	64	468
기말현금	933	891	64	468	927

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	6,567	7,549	7,467	7,697	7,793
BPS	58,847	63,008	66,482	70,186	73,986
DPS	4,000	4,400	4,400	4,400	4,400
Multiple(배)					
P/E	15.5	12.4	11.3	11.0	10.9
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.2	6.7	6.4	6.0	5.7
수익성(%)					
영업이익률	28.1	27.8	26.6	27.0	27.1
EBITDA마진	31.4	31.5	30.9	31.4	31.6
순이익률	20.1	20.9	19.9	20.3	20.4
ROE	11.4	12.4	11.5	11.3	10.8
ROA	8.9	10.0	9.4	9.2	8.9
ROC	18.1	17.9	17.5	17.6	17.5
안정성및기타					
부채비율(%)	24.9	23.0	22.3	21.4	20.5
이자보상배율(배)	180.4	201.7	232.4	237.0	240.0
비당상환(배)	56.2	53.6	53.2	51.8	51.2

자료: KT&G, D&D금융투자, 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 *독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

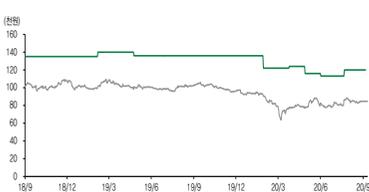
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

KT&G 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/02/01	Buy	135,000	-24.4	-18.1	20/06/17	Buy	113,000	-28.9	-23.9
19/02/01	1년결과		-26.7	-26.1	20/08/07	Buy	120,000	-	-
19/02/21	Buy	140,000	-25.8	-21.8					
19/05/10	Buy	136,000	-27.3	-22.1					
20/02/14	Buy	122,000	-35.4	-26.0					
20/04/10	Buy	124,000	-36.5	-34.6					
20/05/14	Buy	116,000	-27.9	-23.9					

목표주가(유지) 450,000원 현재주가(09/16) 342,500원 Up/Downside +31.4% 투자이견(유지) Buy

2020. 09. 17

펀더멘탈 개선중, 조정시 매수

국내외 성장 지속, 3Q20 영업이익의 57%증가 전망: 코로나19 장기화에 따라 국내 라면 수요는 긍정적인 흐름이지만(+3% ~ +5%) 코로나19 1차 유행시 발생했던 공포심을 동반한 사재기 현상은 나타나지 않고 있다. 3Q20 캄시리즈 스낵의 매출 성장이 기대되며 스낵, 라면 시장에서의 경쟁 완화와 기존 제품 매출 호조로 3Q20에도 수익성 개선이 지속될 것이다. 2분기 55%성장했던 중국 매출 성장세는 3분기 10%대로 완화될 수 있다. 미국 등 글로벌 매출 성장은 예상치를 상회할 것으로 추정한다. 중국의 경우 코로나19 이후 농심 제품의 프리미엄화가 진행중이며 한한령 완화시 긍정적 성장 모멘텀 회복이 기대된다.

미국 등 글로벌 매출 성장과 코로나19에 따른 라면 수요 성장, 스낵 매출 등에 따라 3Q20 연결기준 매출액은 13%YoY성장한 6,693억원을 기록할 것으로 추정한다. 매출 증가에 따른 고정비 감소와 경쟁 완화에 따른 판관비율 안정, 수익성 높은 대리점 매출 비중 상승 등에 힘입어 3Q20 연결기준 영업이익은 57%YoY증가한 292억원 수준을 기록할 것으로 추정한다.

펀더멘탈 개선중, 저가 매수 측면에서의 접근 유효함: 폭발적인 실적 개선에도 불구하고 동사의 주가는 최근 조정세를 보이고 있다. 코로나19에 따른 일시적 개선에 대한 시장은 반응은 나름대로 현명하다. 다만, 코로나19 효과를 건어내고 봐도 글로벌 판매량 증가, 국내 시장에서의 경쟁 완화, 유통 채널 상에서 동사의 경쟁력, 매출 증가시 영업이익 레버리지 효과 등은 농심의 펀더멘탈이 지속적으로 개선되고 있음을 시사한다. 2021년 시장의 이익 추정치가 하향될 가능성이 있지만, 추가적으로 개선될 확률이 높은 동사의 펀더멘탈을 고려할 때 P/E 15배 이하에서의 매수가 나쁜 선택은 아니다.

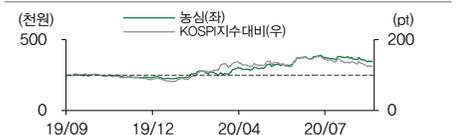
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,236	2,344	2,695	2,707	2,812
(증가율)	1.3	4.8	15.0	0.4	3.9
영업이익	89	79	166	169	180
(증가율)	-8.1	-11.0	111.1	1.8	6.1
지배주주순이익	84	71	138	147	155
EPS	13,858	11,672	22,659	24,110	25,532
PER (H/L)	25.9/15.3	27.4/18.6	15.2	14.3	13.5
PBR (H/L)	1.2/0.7	1.0/0.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	9.6/4.5	8.3/5.1	5.6	5.2	4.7
영업이익률	4.0	3.4	6.2	6.3	6.4
ROE	4.5	3.7	6.9	7.0	7.0

Stock Data

52주 최저/최고	223,000/391,500원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	21,016억원
60일-평균거래량	32,541
외국인지분율	19.7%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	농심홀딩스 외 4인 45.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.7	0.4	41.3
상대기준	-8.1	-16.5	18.5

도표 62. 농심, 개별기준 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
총매출액	5,350	5,217	5,302	5,407	6,101	5,806	5,679	5,722	21,276	23,307	23,435
1. 라면 매출액	3,418	3,364	3,330	3,575	4,052	3,830	3,610	3,808	13,687	15,300	15,198
판매량(백만식)	583	567	561	610	689	645	605	643	2,321	2,582	2,560
ASP(원)	586	594	593	586	588	594	596	592	590	592	594
2. 스낵매출	847	824	897	878	967	917	962	935	3,446	3,781	3,799
판매량(백만식)	98	97	105	104	111	105	111	109	404	437	432
ASP(원)	867	853	852	843	871	870	867	857	853	866	879
3. 기타	1,085	1,029	1,075	954	1,082	1,059	1,107	978	4,143	4,226	4,437
매출에누리	536	566	572	545	562	560	586	583	2,219	2,291	2,303
순매출액	4,814	4,650	4,730	4,863	5,539	5,247	5,093	5,138	19,057	21,017	21,132
%YoY	2.6	4.7	1.1	2.0	15.1	12.8	7.7	5.7	2.6	10.3	0.5
매출총이익	1,314	1,176	1,216	1,260	1,585	1,337	1,355	1,461	4,966	5,738	5,769
GP%	27.3	25.3	25.7	25.9	28.6	25.5	26.6	28.4	26.1	27.3	27.3
영업이익	229	36	108	120	472	162	183	318	494	1,135	1,120
%YoY	-19.1	23.3	-24.1	-43.9	105.9	345.6	69.8	164.6	-26.3	129.9	-1.3
OP%	4.8	0.8	2.3	2.5	8.5	3.1	3.6	6.2	2.6	5.4	5.3

자료: DB금융투자, 사업보고서

도표 63. 농심, 연결기준 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결매출액	5,886	5,682	5,899	5,973	6,877	6,680	6,693	6,705	23,439	26,955	27,066
한국	4,553	4,391	4,470	4,590	5,199	4,835	4,812	5,010	18,005	19,857	19,966
해외	1,319	1,273	1,412	1,362	1,525	1,699	1,707	1,507	5,366	6,438	6,424
%비중	22.4	22.4	23.9	22.8	22.2	25.4	25.5	22.5	22.9	23.9	23.7
중국	433	385	441	407	559	598	551	409	1,666	2,116	2,137
미국	710	674	771	762	740	803	910	902	2,917	3,354	3,321
일본	118	145	134	134	164	207	174	145	532	691	684
호주	57	69	67	58	62	91	73	50	251	277	282
연결영업손익	316	82	186	205	636	414	292	328	788	1,664	1,694
한국	232	35	108	116	472	167	183	318	490	1,135	1,120
해외	61	57	60	64	135	225	80	-20	243	419	453
%비중	19.4	69.5	32.6	31.3	21.2	54.3	27.4	-6.1	30.8	25.2	26.7
중국	24	28	25	28	64	101	31	4	104	199	219
미국	34	23	33	36	66	109	45	-21	126	199	213
일본	2	5	2	1	4	9	3	0	10	17	16
호주	1	1	1	-1	1	6	1	-4	3	4	5
세전이익	383	157	223	272	650	501	328	387	1,035	1,861	1,935
당기순이익	291	46	169	204	489	364	246	290	711	1,384	1,471
지배주주순이익	290	46	169	204	487	362	245	286	710	1,381	1,467

자료: DB금융투자, 사업보고서

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(삼익원)					
유동자산	1,054	1,079	1,206	1,284	1,385
현금및현금성자산	168	318	353	404	470
매출채권및기타채권	210	224	247	253	257
재고자산	202	208	223	224	232
비유동자산	1,479	1,574	1,578	1,619	1,660
유형자산	1,158	1,208	1,213	1,256	1,298
무형자산	60	59	58	57	55
투자자산	60	76	76	76	76
자산총계	2,532	2,653	2,803	2,923	3,064
유동부채	522	585	619	615	624
매입채무및기타채무	429	441	476	472	481
단기차입금및단기차세	35	81	81	81	81
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	112	127	127	127	127
사채및장기차입금	53	58	58	58	58
부채총계	635	712	747	743	752
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121	121
이익잉여금	1,842	1,878	1,993	2,116	2,248
비지배주주지분	13	13	13	14	14
자본총계	1,898	1,941	2,056	2,180	2,312

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(삼익원)					
영업활동현금흐름	147	162	245	248	266
당기순이익	84	71	138	147	156
현금유출이없는비용및수익	134	159	163	164	170
유형및무형자산상각비	84	96	120	125	131
영업관련자산부채변동	-47	-39	-8	-17	-11
매출채권및기타채권의감소	28	-12	-23	-6	-5
재고자산의감소	-32	-7	-14	-1	-9
매입채무및기타채무의증가	-2	14	34	-4	9
투자활동현금흐름	-129	-31	-125	-166	-170
CAPEX	-88	-154	-123	-167	-172
투자자산의손증	17	-18	-2	0	0
재무활동현금흐름	-6	18	-30	-30	-30
사채및차입금의 증가	20	66	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-23	-23	-23	-23
기타현금흐름	0	1	-55	0	0
현금의증가	12	150	35	51	66
기초현금	155	168	318	353	404
기말현금	168	318	353	404	470

자료: 농심 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

손익계산서

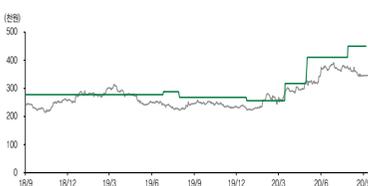
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(삼익원)					
매출액	2,236	2,344	2,695	2,707	2,812
매출원가	1,565	1,626	1,845	1,854	1,919
매출총이익	672	718	850	853	893
판매비	583	639	684	683	713
영업이익	89	79	166	169	180
EBITDA	173	175	286	295	310
영업외손익	24	25	20	24	25
금융손익	8	10	2	4	4
투자손익	0	-1	-2	0	0
기타영업외손익	16	16	20	20	21
세전이익	112	103	186	194	205
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	84	71	138	147	156
지배주주지분순이익	84	71	138	147	155
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	80	66	138	147	156
총감률(%YoY)					
매출액	1.3	4.8	15.0	0.4	3.9
영업이익	-8.1	-11.0	111.1	1.8	6.1
DPS	-7.0	-15.8	94.1	6.4	5.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(삼익원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자비(원)					
EPS	13,858	11,672	22,659	24,110	25,532
BPS	309,918	316,955	335,811	356,118	377,847
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	18.4	20.6	15.2	14.3	13.5
P/B	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.6	5.2	4.7
수익성(%)					
영업이익률	4.0	3.4	6.2	6.3	6.4
EBITDA마진	7.7	7.5	10.6	10.9	11.0
순이익률	3.8	3.0	5.1	5.4	5.5
ROE	4.5	3.7	6.9	7.0	7.0
ROA	3.4	2.7	5.1	5.1	5.2
ROIC	5.6	4.4	9.5	9.7	9.9
안정성및기타					
부채비율(%)	33.4	36.7	36.3	34.1	32.5
이자보상배율(배)	24.3	13.8	23.0	23.4	24.8
배당성향(배)	27.4	32.5	16.7	15.7	14.8

농심 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/03	Hold	278,000	-6.0	12.8					
19/07/12	Hold	288,000	-18.9	-15.3					
19/08/16	Hold	268,000	-10.2	-3.7					
20/01/08	Hold	256,000	-2.0	10.0					
20/03/31	Hold	317,000	-5.9	2.5					
20/05/18	Buy	410,000	-12.8	-4.5					
20/08/14	Buy	450,000	-	-					

BUY(유지)

SPC삼립

005610

목표주가(하향)	76,000원	현재주가(09/16)	62,900원	Up/Downside	+20.8%	투자의견(유지)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2020. 09. 17

예측 가능성 회복이 중요

베이커리 완만한 회복, 가평휴게소 적자 축소 전망: 2분기 부진했던 베이커리 사업의 업황이 약하지만 회복세를 보이고 있다. 7월 베이커리 매출 성장은 상당히 긍정적이지만, 8월 둔화됐고 코로나19 확산에 따라 9월에도 다소 약할 것이다. 베이커리 품목별로 케익이 회복되고 식빵류도 두자릿수 성장하고 있지만 일반빵과 샌드위치는 어려움이 지속되고 있다. 신선식품은 7~8월에도 10%수준의 매출 성장을 유지하고 있으며 육가공도 상반기 수준의 매출 성장 추세를 유지할 수 있다. 사회적 거리두기 2.5단계로 9월 이후 편의점, B2B, 학교 매점 등의 채널에서의 어려움이 예상된다. 7~8월 가평휴게소의 매출은 긴 장마에도 전년대비 성장세를 보이고 있으며 고정비 부담 축소로 2Q19보다 영업 적자폭이 더 축소될 것으로 전망한다(-10억원 수준).

3Q20 연결기준 매출액은 식품, 육가공, 일부 베이커리 부문의 성장으로 5.1%YoY증가한 6,475억원, 영업이익은 유통부문의 일회성 비용 축소와 휴게소 부문 적자 축소에 따라 92억원 수준을 기록할 전망이다. 성수기인 4분기 실적은 호빵 부문의 영업상황에 따라 연동되겠지만 현재의 영업 상황이라면 전년대비 개선될 가능성 있다.

예측 가능성 회복이 관건: 2020년에도 일회성 손실이 반영되면서 이익의 예측 가능성이 저하되고 있다. 신선식품 분야에서 그룹이 갖추고 있는 생산/유통/판매 부문의 잠재력은 높게 평가하지만, 실적 안정성 회복이 절실하다. Valuation 상승에 대한 막연했던 거품이 소멸되고 있다. 2H20을 시작으로 안정적 실적 흐름으로 보여주기를 기대한다. 상반기 실적 불안정성에도 불구하고 2.5조원대의 매출 규모, 성장 잠재력, 수익성 회복 가능성을 감안하여 BUY의견을 유지한다.

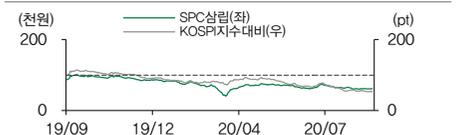
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,220	2,499	2,585	2,706	2,823
(증가율)	7.5	12.6	3.4	4.7	4.3
영업이익	60	47	45	53	67
(증가율)	9.6	-21.6	-5.2	20.0	26.3
지배주주순이익	42	20	1	32	44
EPS	4,883	2,341	170	3,751	5,060
PER (H/L)	34.6/21.7	62.4/34.3	371.7	16.8	12.5
PBR (H/L)	4.6/2.9	3.9/2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (H/L)	16.5/11.5	15.3/10.7	9.1	8.3	7.2
영업이익률	2.7	1.9	1.7	2.0	2.4
ROE	14.2	6.3	0.5	9.9	12.3

Stock Data

52주 최저/최고	40,650/101,500원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	5,445억원
60일-평균거래량	14,435
외국인지분율	3.2%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	파리크라상 외 5인 73.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.8	-4.7	-27.8
상대기준	-4.2	-20.8	-39.5

도표 64. SPC삼립, 연결 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	5,739	6,082	6,158	7,013	5,908	6,190	6,475	7,019	24,992	25,849	27,060
베이커리	1,359	1,441	1,449	1,832	1,473	1,502	1,529	1,973	6,082	6,476	6,866
식품	913	964	956	1,007	1,040	1,058	1,036	1,088	3,840	4,222	4,503
- 밀가루	296	295	283	302	287	303	288	309	1,176	1,188	1,223
- 육가공	170	155	181	163	183	185	208	187	669	763	801
- 신선/편의	247	288	301	323	311	328	341	365	1,159	1,344	1,533
- 기타	623	664	708	788	749	717	778	910	2,782	3,155	3,396
GFS	3,291	3,654	3,600	3,688	3,249	3,496	3,582	3,623	14,233	14,207	14,570
- 유통	2,722	3,079	3,008	3,001	2,604	2,847	2,797	2,734	11,809	10,982	11,202
- 물류	569	576	592	688	644	649	615	709	2,424	2,618	2,749
상해GFS	161	183	158	165	125	132	169	180	667	607	619
조정	-315	-493	-429	-539	-470	-473	-420	-529	-1,776	-1,891	-1,948
매출원가	4,896	5,147	5,372	5,829	4,942	5,224	5,472	5,921	21,244	21,817	22,731
매출총이익	935	1,040	880	894	965	966	1,004	1,098	3,749	4,032	4,330
판매비	747	769	857	906	897	873	911	906	3,279	3,587	3,795
영업이익	96	166	23	185	68	93	92	191	470	445	534
베이커리	68	106	64	164	81	74	64	156	403	376	426
식품	23	37	45	62	31	23	44	38	167	136	159
- 밀가루	32	42	28	45	36	34	35	38	147	143	159
- 육가공	0	7	7	2	1	8	7	2	16	18	20
- 신선/편의	-2	6	6	7	2	9	7	9	16	27	32
- 기타	-18	-27	5	-44	-67	-66	-39	120	-83	-52	-52
GFS	14	33	-63	8	14	32	4	0	-9	50	41
- 유통	4	24	-72	7	5	21	-6	2	-36	22	11
- 물류	8	9	9	0	9	11	9	-3	26	26	27
상해	1	1	1	0	1	1	1	0	2	2	2
조정	2	-1	0	-2	1	1	1	-0	-0	2	2
세전이익	76	145	-7	12	36	-240	68	172	225	35	431
순이익	58	114	-6	13	15	-193	52	140	179	15	324

자료: DB금융투자, 감사보고서

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	340	370	364	429	494
현금및현금성자산	6	15	2	51	101
매출채권및기타채권	197	207	208	218	227
재고자산	133	124	129	135	141
비유동자산	412	826	820	783	751
유형자산	323	748	744	708	677
무형자산	15	14	12	11	10
투자자산	38	18	18	18	18
자산총계	752	1,196	1,187	1,215	1,249
유동부채	408	454	454	461	462
매입채무및기타채무	236	264	267	275	278
단기차입금및단기차입금	118	114	113	112	111
유동성장기부채	42	23	22	21	20
비유동부채	31	420	418	416	414
사채및장기차입금	23	63	61	59	57
부채총계	438	874	872	877	875
자본금	43	43	43	43	43
자본잉여금	13	13	13	13	13
이익잉여금	296	305	297	321	355
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	314	323	315	339	373

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,220	2,499	2,585	2,706	2,823
매출원가	1,874	2,117	2,182	2,273	2,366
매출총이익	347	382	403	433	457
판매비	287	335	359	380	390
영업이익	60	47	45	53	67
EBITDA	96	116	121	126	137
영업외손익	-7	-25	-42	-11	-9
금융손익	-4	-8	-6	-3	-2
투자손익	0	0	-4	-4	-3
기타영업외손익	-3	-17	-32	-4	-4
세전이익	53	22	4	43	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	20	1	32	44
지배주주지분순이익	42	20	1	32	44
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	40	14	1	32	44
증감률(%YoY)					
매출액	7.5	12.6	3.4	4.7	4.3
영업이익	9.6	-21.6	-5.2	20.0	26.3
EPS	10.4	-52.1	-92.7	2,109.3	34.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	68	95	77	104	107
당기순이익	42	20	1	32	44
현금유출이없는비용및수익	76	133	84	89	90
유형및무형자산상각비	36	69	76	73	70
영업관련자산부채변동	-32	-40	-7	-7	-12
매출채권및기타채권의감소	-7	-32	-1	-10	-9
재고자산의감소	-38	2	-5	-6	-6
매입채무및기타채무의증가	4	11	2	9	3
투자활동현금흐름	-44	-70	-70	-37	-38
CAPEX	-41	-71	-70	-36	-38
투자자산의손증	-16	20	0	0	0
재무활동현금흐름	-36	-16	-16	-19	-19
사채및차입금의 증가	-31	403	-4	-4	-4
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-5	-5	-6	-9	-9
기타현금흐름	0	0	-3	0	0
현금의증가	-12	8	-13	49	50
기초현금	18	6	15	2	51
기말현금	6	15	2	51	101

주요 투자지표

12월 결산월 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자표(원)	4,883	2,341	170	3,751	5,060
EPS	36,397	37,411	36,544	39,257	43,280
BPS	1,004	1,104	1,104	1,104	1,104
DPS					
Multiple(배)					
P/E	26.1	37.3	371.7	16.8	12.5
P/B	3.5	2.3	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.3	11.2	9.1	8.3	7.2
수익성(%)					
영업이익률	2.7	1.9	1.7	2.0	2.4
EBITDA마진	4.3	4.7	4.7	4.7	4.9
순이익률	1.9	0.8	0.1	1.2	1.5
ROE	14.2	6.3	0.5	9.9	12.3
ROA	5.7	2.1	0.1	2.7	3.5
ROIC	11.5	6.9	2.3	5.0	6.5
안정성및기타					
부채비율(%)	139.6	270.7	276.6	258.9	234.5
이자보상배율(배)	12.0	5.4	7.6	9.2	11.7
배당성향(배)	12.7	29.2	610.8	27.6	20.5

자료: SPC삼립, DB금융투자 주: FRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SPC삼립 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/10/16	Buy	169,000	-25.0	-20.4	20/09/17	Buy	76,000	-	-
19/01/23	Buy	161,000	-27.2	-11.5					
19/07/12	Buy	118,000	-27.1	-14.0					
20/03/23	Buy	68,000	-6.7	7.4					
20/04/21	Buy	89,000	-19.4	-14.2					
20/05/08	Hold	89,000	-23.0	-16.1					
20/07/10	Buy	87,000	-25.5	-15.4					

롯데칠성

005300

목표주가(하향) 124,000원 현재주가(09/16) 94,200원 Up/Downside +31.6% 투자이견(유지) Buy

2020. 09. 17

여전히 약한 이익 모멘텀

주류 매출 감소 마무리, 음식료 수익성 부진 전망: 상반기 급감했던(-28%YoY) 주류 매출이 수입맥주 매출 감소폭 축소와 신제품 출시에 따라 3Q20 소폭 신장할 것으로 추정한다(+1.9%YoY). 신제품 처음처럼 플렉스와 클라우드생 드래프트의 월매출은 40~50억원 수준인 것으로 파악된다. 2월부터 추진중인 주류 및 음료 영업 통합에 따른 비용 효율화로 주류사업 부문 적자폭이 3Q20 축소될 것으로 추정한다. 음료 사업의 경우 코로나19의 영향으로 외식/B2B, 학교채널에서의 매출 감소가 계속되고 있다. 품목별로는 사이다 매출 감소를 콜라가 만회하고 있지만 탄산부문 매출 정체가 지속되고 있으며 주스는 SKU합리화 과정에서 매출 감소가 이어질 것이다. 다류, 커피, 생수 등도 코로나19 영향으로 매출 감소가 계속될 것으로 추정한다. 이에 따라 음료 부문 수익성은 2Q20와 비슷한 수준으로 전년 대비 부진할 것으로 전망한다.

9월 코로나19 재확산에 따른 불확실성까지 감안시 실적 회복을 위해서는 더 많은 시간이 필요할 것으로 전망한다. 3Q20 연결기준 매출액은 1.7%YoY감소한 6,456억원, 영업이익은 주류부문 적자와 음료부문 수익성 악화로 14.3%YoY감소한 420억원을 기록할 것으로 추정한다. 4Q20에도 주류 부문 적자폭이 축소될 것으로 전망하지만, 음료 실적 회복 지연으로 강한 이익 모멘텀을 기대하기는 어려울 것으로 전망한다.

추정실적, 목표주가 하향. 부동산 가치 감안 BUY유지: 20년, 21년 실적 추정치 하향에 따라 목표주가를 124,000원으로 하향한다. 개발 기대감이 높아진 서초동 부지 가치를 감안하여 투자이견을 BUY로 유지하지만, 이익 모멘텀을 동반한 추세적 주가 상승 기대하기는 아직 이른 것으로 판단한다.

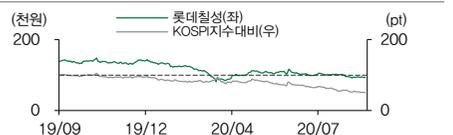
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,346	2,430	2,281	2,334	2,364
(증가율)	2.9	3.5	-6.1	2.3	1.3
영업이익	85	108	80	89	97
(증가율)	12.7	26.7	-25.8	11.1	9.3
지배주주순이익	-48	-142	17	19	26
EPS	-6,227	-18,034	1,941	2,119	3,027
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	48.6	44.5	31.1
PBR (H/L)	1.2/0.9	1.3/0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (H/L)	11.5/10.1	10.5/8.8	9.1	8.9	8.7
영업이익률	3.6	4.4	3.5	3.8	4.1
ROE	-3.8	-11.7	1.4	1.5	2.2

Stock Data

52주 최저/최고	81,000/148,500원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	7,538억원
60일-평균거래량	26,266
외국인지분율	18.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.7%p
주요주주	롯데지주 외 16 인 53.0%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-7.5	-13.9	-31.9
상대기준	-8.9	-28.4	-42.9

도표 65. 롯데칠성 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	5,749	6,775	6,571	5,200	5,074	5,980	6,456	5,263	24,295	22,814	23,336
탄산	1,601	1,765	1,779	1,569	1,565	1,766	1,781	1,569	6,714	6,680	6,747
주스	544	653	643	505	487	542	563	448	2,345	2,041	2,061
커피	554	772	876	645	541	724	845	629	2,847	2,739	2,800
다류	89	122	133	100	85	103	116	88	444	393	399
먹는샘물	489	657	682	499	508	649	693	490	2,328	2,339	2,409
기타음료	284	455	545	473	301	426	524	462	1,756	1,713	1,764
주류	1,986	2,003	1,637	1,371	1,384	1,477	1,669	1,417	6,996	5,947	6,185
기타/연결	201	348	277	38	203	293	265	159	864	962	971
매출원가	3,448	3,933	3,869	3,209	3,135	3,579	3,873	3,173	14,459	13,802	14,095
매출총이익	2,301	2,842	2,702	1,991	1,939	2,401	2,582	2,090	9,836	9,011	9,241
GP%	40.0	41.9	41.1	38.3	38.2	40.1	40.0	39.7	40.5	39.5	39.6
영업이익	193	463	490	-69	63	293	420	23	1,077	798	887
음료	251	532	695	187	239	401	545	144	1,666	1,328	1,487
주류	-58	-69	-205	-257	-176	-108	-125	-121	-589	-530	-600
OP%	3.3	6.8	7.5	-1.3	1.2	4.9	6.5	0.4	4.4	3.5	3.8
음료	6.7	11.2	14.1	4.9	6.5	8.9	11.4	3.7	9.6	7.9	8.7
주류	-2.9	-3.5	-12.5	-18.7	-12.7	-7.3	-7.5	-8.5	-8.4	-8.9	-9.7
세전이익	67	174	365	-1,985	-44	194	299	-204	-1,379	245	265
당기순이익	11	-450	298	-1,298	-35	155	212	-158	-1,440	174	188
지배주주순이익	24	-446	293	-1,295	-30	147	211	-157	-1,424	172	186

자료: DB금융투자, 감사보고서

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(삼익원)					
유동자산	689	788	748	769	790
현금및현금성자산	98	199	203	213	229
매출채권및기타채권	265	256	249	255	258
재고자산	257	274	244	250	255
비유동자산	2,623	2,468	2,450	2,420	2,397
유형자산	2,166	2,015	2,009	1,989	1,975
무형자산	152	119	106	96	88
투자자산	150	109	109	109	109
자산총계	3,311	3,257	3,248	3,239	3,237
유동부채	689	942	947	952	956
매입채무및기타채무	471	373	380	385	389
단기차입금및단기차입금	27	26	25	25	25
유동성장기부채	173	534	534	534	534
비유동부채	1,385	1,087	1,077	1,067	1,057
사채및장기차입금	1,210	899	889	879	869
부채총계	2,074	2,029	2,024	2,019	2,013
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	2,083	1,908	1,903	1,900	1,904
비지배주주지분	10	16	16	16	17
자본총계	1,237	1,228	1,223	1,220	1,224

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(삼익원)					
영업활동현금흐름	86	134	253	193	199
당기순이익	-50	-144	17	19	26
현금유출이없는비용및수익	318	446	196	190	186
유형및무형자산상각비	152	164	154	147	141
영업관련자산부채변동	-133	-97	46	-8	-2
매출채권및기타채권의감소	4	5	7	-6	-3
재고자산의감소	-9	-17	30	-6	-5
매입채무및기타채무의증가	-74	-14	7	5	4
투자활동현금흐름	-141	-134	-127	-111	-114
CAPEX	-139	-153	-136	-117	-118
투자자산의순증	17	33	0	0	0
재무활동현금흐름	0	102	-72	-71	-69
사채및장기차입금의 증가	28	94	-11	-10	-10
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-27	-22	-22	-22	-22
기타현금흐름	0	-1	-50	0	0
현금의증가	-55	101	4	10	16
기초현금	153	98	199	203	213
기말현금	98	199	203	213	229

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(삼익원)					
매출액	2,346	2,430	2,281	2,334	2,364
매출원가	1,417	1,446	1,380	1,410	1,423
매출총이익	929	984	901	924	941
판매비	844	876	821	835	844
영업이익	85	108	80	89	97
EBITDA	237	271	233	235	238
영업외손익	-154	-245	-55	-62	-60
금융손익	-39	-32	-32	-32	-33
투자손익	3	-9	-10	-11	-12
기타영업외손익	-118	-204	-13	-19	-15
세전이익	-69	-138	25	27	37
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-144	17	19	26
지배주주지분순이익	-48	-142	17	19	26
비지배주주지분순이익	-2	-2	0	0	0
총포괄이익	-62	-140	17	19	26
총감률(%YoY)					
매출액	2.9	3.5	-6.1	2.3	1.3
영업이익	12.7	26.7	-25.8	11.1	9.3
DPS	적전	적전	흑전	9.2	42.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(삼익원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자표(원)					
EPS	-6,227	-18,034	1,941	2,119	3,027
BPS	139,959	138,233	137,671	137,270	137,698
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	48.6	44.5	31.1
P/B	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.5	9.2	9.1	8.9	8.7
수익성(%)					
영업이익률	3.6	4.4	3.5	3.8	4.1
EBITDA마진	10.1	11.2	10.2	10.1	10.1
순이익률	-2.1	-5.9	0.8	0.8	1.1
ROE	-3.8	-11.7	1.4	1.5	2.2
ROA	-1.5	-4.4	0.5	0.6	0.8
ROIC	2.6	4.7	2.4	2.7	3.0
안정성및기타					
부채비율(%)	167.6	165.2	165.5	165.5	164.5
이자보상배율(배)	2.2	2.8	2.0	2.3	2.6
배당성향(배)	-40.9	-14.2	116.9	108.4	78.0

자료: 롯데칠성, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

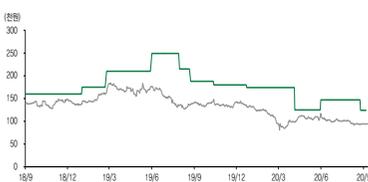
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

롯데칠성 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/04	Hold	1,600,000	-12.9	-7.0	20/01/08	Buy	174,000	-36.2	-22.7
19/01/17	Buy	1,750,000	-14.4	-7.3	20/04/21	Buy	125,000	-14.1	-10.4
19/03/11	Buy	2,100,000	-18.4	-12.2	20/06/16	Buy	147,000	-31.8	-23.1
19/06/17	Buy	249,000	-37.4	-29.3	20/09/17	Buy	124,000	-	-
19/08/16	Buy	215,000	-38.5	-35.8					
19/09/09	Buy	188,000	-26.2	-23.1					
19/10/29	Buy	180,000	-24.1	-20.0					

Buy

롯데푸드

002270

목표주가(하향) 410,000원 현재주가(09/16) 309,000원 Up/Downside +32.7% 투자의견(유지) Buy

2020. 09. 17

코로나19 악영향 지속

주력 매출 채널의 코로나19 악영향 지속될 전망: 여름 성수기 길어진 장마로 빙과 부문의 실적이 계획대비 부진할 전망이다. B2B 매출비중이 큰 유지사업의 경우 단가 상승이후 물량 감소현상이 나타나고 있으나 그래도 2분기 대비로는 매출 감소폭이 완화되고 있다. 매출 성장의 기대주였던 식자재의 경우 코로나19 영향으로 역신장을 기록할 전망이다. 타사대비 B2B비중이 높은 육가공도 식당 수요 감소로 부진한 매출 성장을 보이고 있으나, 프로모션 축소로 수익성은 다소 개선될 것으로 추정한다. 유음료의 경우 학교 급식 영향으로 부진하지만 프리미엄 신제품의 매출 기여로 전년수준의 실적을 기록할 것으로 추정한다. 복리후생비 관련 금 평가손실은 4Q20에 반영될 예정이며 3Q20 일회성 판관비 지출이 크지는 않을 것으로 추정한다. 전체적으로 코로나19 악영향이 B2B, 외식, 학교급식 채널의 매출 부진으로 연결되고 있고 매출 감소에 따른 고정비용 부담으로 실적 부진이 지속될 것으로 전망한다.

3Q20 동사의 매출은 길어진 장마와 코로나19 등의 영향으로 3.1%YoY감소한 4,628억원을 기록할 것으로 추정한다. 영업이익은 성수기 빙과 실적 부진과 매출 감소에 따른 고정비 부담으로 15.1%YoY감소한 180억원 수준에 그칠 것으로 전망한다.

추정치와 목표주가 하향: 부진한 분기 실적 흐름을 반영하여 21년 추정 EPS를 14%하향하고 실적추정치 하향에 따라 목표주가를 기존 475,000원에서 410,000원으로 13.7%하향 조정한다. 동사의 21년 예상 실적 기준 P/E는 업종 평균 대비 60%이상 할인되어 거래중이다. 단기적인 실적 모멘텀은 강하지 않지만, 낮아진 Valuation 부담을 감안하여 투자의견은 BUY를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,811	1,788	1,721	1,732	1,743
(증가율)	-0.4	-1.3	-3.7	0.6	0.6
영업이익	68	49	43	47	51
(증가율)	2.0	-26.8	-13.0	8.7	8.1
지배주주순이익	43	38	76	35	38
EPS	37,584	33,151	66,860	31,040	33,500
PER (H/L)	24.4/14.4	22.5/11.9	4.6	9.9	9.2
PBR (H/L)	1.5/0.9	1.2/0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	10.3/6.8	10.1/6.4	4.8	4.3	3.9
영업이익률	3.7	2.8	2.5	2.7	2.9
ROE	6.3	5.4	10.2	4.5	4.7

Stock Data

52주 최저/최고	211,500/461,000원
KOSDAQ /KOSPI	899/2,444pt
시가총액	3,486억원
60일-평균거래량	2,738
외국인지분율	11.7%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	롯데지주 외 9 인 48.2%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-7.5	-8.2	-29.4
상대기준	-8.9	-23.7	-40.8

도표 66. 롯데푸드 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,252	4,664	4,776	4,188	4,092	4,406	4,628	4,086	18,108	17,880	17,211	17,321
유지식품	1,985	2,081	2,039	2,017	1,656	1,657	1,713	1,716	8,188	8,122	6,741	6,762
빙과 등	954	1,286	1,367	823	840	1,156	1,231	742	4,465	4,429	3,969	3,981
육가공 등	1,314	1,297	1,370	1,348	1,595	1,592	1,685	1,628	5,455	5,329	6,501	6,579
매출총이익	705	826	866	606	682	768	852	590	3,078	3,003	2,891	2,927
GP%	16.6	17.7	18.1	14.5	16.7	17.4	18.4	14.4	17.0	16.8	16.8	16.9
영업이익	86	186	212	12	99	140	180	10	676	495	430	468
유지식품	59	97	104	89	49	77	88	76	331	349	290	291
빙과 등	33	115	130	-30	30	105	118	-23	281	248	230	235
육가공 등	-6	-26	-23	-47	20	-42	-25	-42	64	-103	-90	-58
OP%	2.0	4.0	4.4	0.3	2.4	3.2	3.9	0.3	3.7	2.8	2.5	2.7
유지식품	3.0	4.6	5.1	4.4	3.0	4.6	5.1	4.4	4.0	4.3	4.3	4.3
빙과 등	3.5	9.0	9.5	-3.7	3.6	9.1	9.6	-3.2	6.3	5.6	5.8	5.9
육가공 등	-0.5	-2.0	-1.6	-3.5	1.2	-2.6	-1.5	-2.6	1.2	-1.9	-1.4	-0.9
세전이익	100	191	202	3	88	744	170	-2	559	496	1,000	464
당기순이익	72	145	153	5	68	563	128	-2	425	375	757	351

자료: DB금융투자, 사업보고서

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실익원					
유동자산	450	625	685	709	734
현금및현금성자산	43	29	74	99	120
매출채권및기타채권	190	196	197	194	195
재고자산	192	227	229	231	232
비유동자산	758	697	698	698	702
유형자산	541	583	587	589	595
무형자산	47	46	43	41	39
투자자산	40	27	27	27	27
자산총계	1,208	1,321	1,383	1,407	1,436
유동부채	181	454	451	451	453
매입채무및기타채무	165	168	165	166	168
단기차입금및단기채	3	12	12	12	12
유동성장기부채	0	100	100	100	100
비유동부채	345	160	160	160	160
사채및차입금	200	100	100	100	100
부채총계	526	614	610	611	613
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	60	60	60	60	60
이익잉여금	912	923	988	1,012	1,039
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	682	708	772	797	824

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실익원					
영업활동현금흐름	97	48	133	102	104
당기순이익	43	38	76	35	38
현금유출이없는비용및수익	77	76	89	78	80
유형및무형자산상각비	46	51	60	62	63
영업관련자산부채변동	-6	-52	-8	0	-2
매출채권및기타채권의감소	23	-4	-1	3	-1
재고자산의감소	-12	-35	-2	-1	-1
매입채무및기타채무의증가	-4	-3	-3	0	2
투자활동현금흐름	-33	-49	100	-60	-67
CAPEX	-59	-75	-62	-62	-68
투자자산의순증	-2	13	0	0	0
재무활동현금흐름	-119	-13	-16	-16	-16
사채및차입금의 증가	-90	17	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-20	-14	-11	-11	-11
기타현금흐름	0	0	-171	0	0
현금의증가	-55	-14	46	25	21
기초현금	98	43	29	74	99
기말현금	43	29	74	99	120

자료: 롯데푸드, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실익원					
매출액	1,811	1,788	1,721	1,732	1,743
매출원가	1,503	1,488	1,432	1,439	1,447
매출총이익	308	300	289	293	296
판매비	240	251	246	246	246
영업이익	68	49	43	47	51
EBITDA	114	101	103	109	114
영업외손익	-12	1	57	0	0
금융손익	-9	-4	-5	-5	-5
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	5	62	5	5
세전이익	56	50	100	46	50
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	38	76	35	38
지배주주지분순이익	43	38	76	35	38
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	37	39	76	35	38
증감률(%YoY)					
매출액	-0.4	-1.3	-3.7	0.6	0.6
영업이익	2.0	-26.8	-13.0	8.7	8.1
EPS	-47.9	-11.8	101.7	-53.6	7.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	37,584	33,151	66,860	31,040	33,500
BPS	602,962	625,100	682,315	703,709	727,563
DPS	15,000	12,000	12,000	12,000	12,000
Multiple(배)					
P/E	18.9	12.5	4.6	9.9	9.2
P/B	1.2	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.4	6.5	4.8	4.3	3.9
수익성(%)					
영업이익률	3.7	2.8	2.5	2.7	2.9
EBITDA마진	6.3	5.6	6.0	6.3	6.5
순이익률	2.3	2.1	4.4	2.0	2.2
ROE	6.3	5.4	10.2	4.5	4.7
ROA	3.5	3.0	5.6	2.5	2.7
ROIC	6.3	4.4	3.6	3.9	4.3
안정성및기타					
부채비율(%)	77.0	86.7	79.0	76.7	74.4
이자보상배율(배)	12.0	9.5	7.9	8.6	9.3
배당성향(배)	32.1	29.1	14.4	31.1	28.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

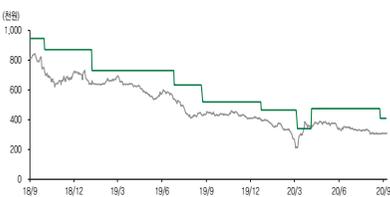
■ 기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

롯데푸드 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/04	Hold	945,000	-14.8	-10.7	20/04/21	Buy	475,000	-27.0	-18.4
18/10/17	Hold	870,000	-22.1	-15.9	20/09/17	Buy	410,000	-	-
19/01/23	Hold	730,000	-15.7	-4.8					
19/07/12	Hold	633,000	-27.2	-16.4					
19/09/09	Hold	520,000	-16.9	-11.3					
20/01/08	Hold	465,000	-25.7	-13.7					
20/03/23	Buy	340,000	-3.3	14.0					



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com
글로벌크레딧	유승우 팀장	3426	seyoo
채권전략파트			
채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark
주식전략파트			
주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국전략	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

금융	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
조선/기계/철강	김홍균 수석연구위원	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
에너지/케미칼	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hjpark
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj
연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92
크로스융합파트			
스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam



산업분석2팀

IT총괄/전기전자	권성률 팀장	3724	srkwon
음식료/유통	차재현 수석연구위원	3378	imcjh
반도체/IT소재장비	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
자동차/운송	김평모 연구위원	3053	pmkim
인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구위원	3385	realjun20
헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo
미디어/통신서비스	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 흥산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.