

음식료

Overweight

주류전쟁: 진격(進擊)



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

Contents

Part I	일본 맥주 전쟁 100년의 교훈	5
Part II	[맥주전쟁] 진격(進擊), 무승부는 없다	11
Part III	[소주전쟁] 평정(平定), 역사는 만들어 가는 것	31
Part IV	식품 산업과 COVID-Normal	45
기업분석	하이트진로(000080) 주류전쟁 진격(進擊), 무승부는 없다	56
	CJ제일제당(097950) 위기에 강한 실적과 재무구조 개선이 핵심 투자포인트	59
	오리온(271560) 사드와는 다르다, 위기를 기회로	62
	농심(004370) 주가의 핵심변수는 신제품 성공 여부	65
	매일유업(267980) 매출 성장 동력은 중국 분유에서 국내 신제품으로 전환	68
	KT&G(033780) 국내 담배 우려대비 선방, 본격적인 수출 회복은 2Q20	71
	롯데칠성(005300) 주류 부문의 전년도 부담은 2Q20까지 지속	74
	CJ프레시웨이(051500) 1Q20 실적 충격 불가피 2Q20 이후 점진적인 회복 기대	77
	현대그린푸드(005440) 20년 본사실적은 상반기 부진에서 하반기 회복 예상	80
	롯데푸드(002270) 식재유통 부진을 B2B 유지 성장과 B2C 매출 회복으로 방어	83

주류전쟁: 진격(進擊)

I 산업분석

Part 1. 일본 맥주 전쟁 100년의 교훈 - 기업의 운명을 바꾸는 신제품 Asahi Super Dry, 일본 맥주 시장 M/S 30.2%pt 확대

- 아사히맥주의 성공요인은 ①경쟁제품(라거, 생맥주)과 차별화되는 Super Dry를 출시하고, ②모든 마케팅 역량을 Super Dry에 집중
- 아사히맥주는 당시 5,000명에 달하는 설문조사로 기존 맥주가 갖지 못한 드라이한 맛(단맛이 남는 무겁고 쓴맛 → 목 넘김이 좋은 깔끔한 맛, 씹스러운 맛)의 맥주를 개발해 차별화
- 이후 경쟁사의 드라이맥주 출시로 경쟁이 심화됐으나, 오히려 드라이맥주 시장의 확대로 이어져 아사히맥주의 점유율 상승에 기여. 아사히맥주의 실적은 87년 정체에서 벗어나 매출액 성장, 수익성 개선 지속. 01년 점유율 1위를 탈환

Part 2. [맥주전쟁] 진격(進擊), 무승부는 없다 - TERRA 매출 성장 가속화, 19년 맥주 비중은 35.5% 달성, 20년 맥주 비중 61.2% 전망

- 테라 월 판매량은 '19.3월 40만 상자로 출발한 이후 '19.12월 비수기에도 불구하고 250만 상자를 기록하며 연중 최고치 기록. '20.1월에는 280만 상자 판매로 최고점 재차 갱신. 코로나19 이슈에도 불구하고, 200만 상자를 상회하는 규모 유지
- '20.4월 점유율 설문 결과는 테라 71%, 카스 29% 기록. '19.9월 대비 테라 점유율 6.0%pt 확대. 미입점 점포 진입 확대 긍정적, 신제품 출시 효과에서 벗어나 주력 브랜드로 성장 확인

Part 3. [소주전쟁] 평정(平定), 역사는 만들어 가는 것 - 소주 시장 도전과 응전의 역사 참이슬 1위 유지, 진로이즈백 출시로 점유율 60% 돌파

- 진로이즈백 판매량 빠른 속도로 성장 중. '20.1월 130만 상자로 최대치 달성. '20.2월~3월 코로나19 이슈에 따른 비우호적 시장환경에도 불구하고 월 100만 상자를 상회하는 규모 달성
- '20.4월 점유율 설문 결과 참이슬+진로 75%, 처음처럼 25% 기록. 경쟁 제품 부진 시기, 신제품을 통한 시장 진입 전략이 주효했다는 판단

II 기업분석

하이트진로 (Buy, TP: 40,000원): 주류전쟁 진격(進擊), 무승부는 없다

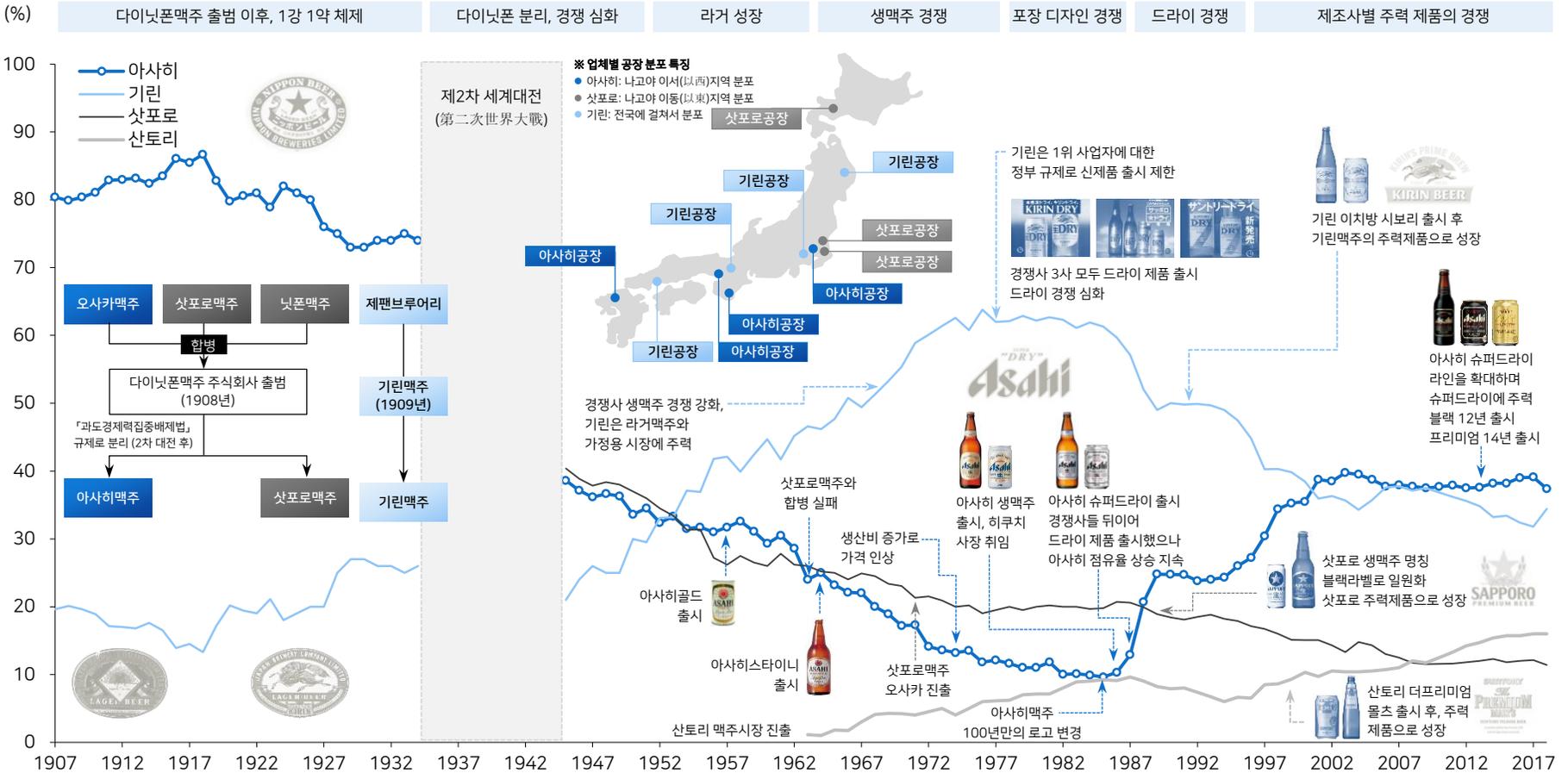
Part I

일본 맥주 전쟁 100년의 교훈



기업의 운명을 바꾸는 신제품 Asahi Super Dry, 일본 맥주 시장 M/S 30.2%pt 확대

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)



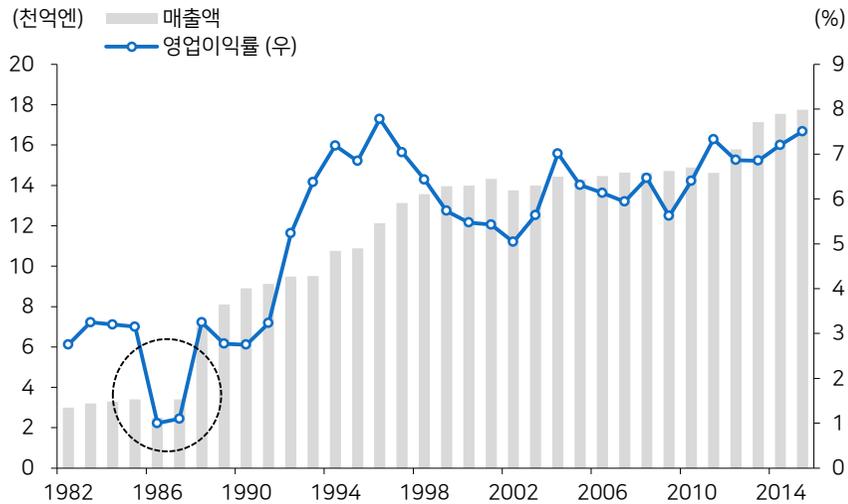
자료: 각 사, 아사히맥주의 대역전(アサヒビール大逆転), 메리츠증권 리서치센터

Asahi Super Dry 기존제품과 차별화되는 새로운 맛으로 드라이맥주 시장을 개척

일본 맥주 전쟁 100년의 교훈

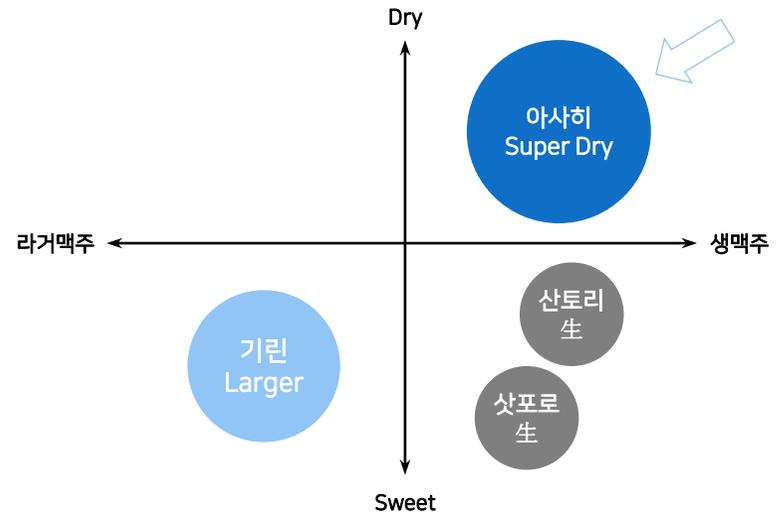
- 아사히맥주의 성공요인은 ①경쟁제품(라거, 생맥주)과 차별화되는 Super Dry를 출시하고, ②모든 마케팅 역량을 Super Dry에 집중
- 아사히맥주는 당시 5,000명에 달하는 설문조사로 기존 맥주가 갖지 못한 드라이한 맛(단맛이 남는 무겁고 쓴맛 → 목 넘김이 좋은 깔끔한 맛, 쌉싸름한 맛)의 맥주를 개발해 차별화
- 이후 경쟁사의 드라이맥주 출시로 경쟁이 심화됐으나, 오히려 드라이맥주 시장의 확대에 이어져 아사히맥주의 점유율 상승에 기여. 아사히맥주의 실적은 87년 정체에서 벗어나 매출액 성장, 수익성 개선 지속. 01년 점유율 1위를 탈환

아사히홀딩스 Asahi Super Dry 출시 이후 실적 정체 탈피, 영업이익률 개선



자료: 아사히홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

아사히 Super Dry는 드라이맥주 시장 개척. 기존 라거, 생맥주와 차별화



자료: 아사히맥주의 대역전(アサヒビール大逆転), 메리츠증권 리서치센터

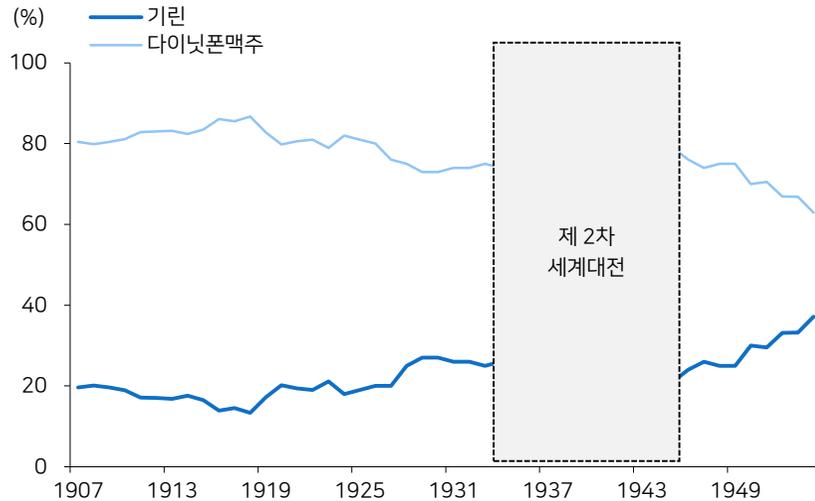
2차 세계대전 이후 기린맥주의 점유율 상승 배경 - 독점규제로 인한 다이닛폰의 몰락

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

일본 맥주 전쟁 100년의 교훈

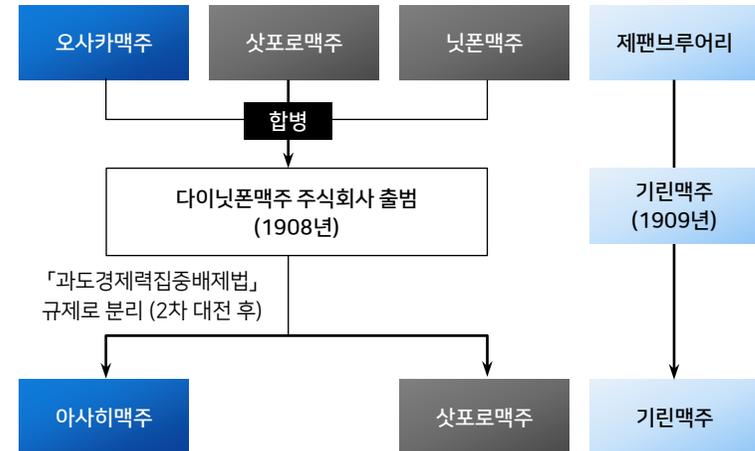
- 기린맥주의 점유율 확대 요인은 ①경쟁사 분할에 따른 반사이익, ②단일 브랜드의 전국 마케팅, ③가정용 맥주시장 공략
- 제2차 세계대전 이전 다이닛폰맥주와 일본 맥주시장을 양분하던 기린은 시장점유율이 20~25%에 불과했음
- 전쟁 후 독점 기업에 대한 미국의 전방위적인 규제 「과도 경제력 집중 배제법」에 의해 다이닛폰맥주는 아사히맥주와 삿포로맥주로 분리. 기린은 1위 업체의 분할에 따른 반사이익으로 시장점유율 상승 기회 확보

기린맥주는 2차 세계대전 이후 시장점유율 상승 시작



자료: 아사히맥주의 대역전(アサヒビール大逆転), 메리츠증권 리서치센터

독점 규제로 인한 다이닛폰맥주의 분할은 점유율 하락으로 이어진 시발점



자료: 아사히맥주의 대역전(アサヒビール大逆転), 메리츠증권 리서치센터

2차 세계대전 이후 기린맥주의 점유율 상승 배경 - 라거맥주/가정용 시장 성장 주도

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

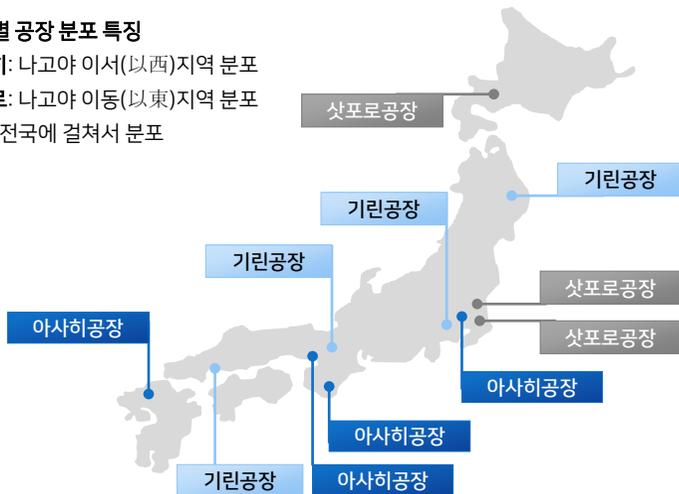
일본 맥주 전쟁 100년의 교훈

- 아사히/삿포로는 도매상이 명확히 정리되지 않은 상태로 분할됐기 때문에 초기 영업혼선 및 도매상 경쟁이 치열했음
- 두 업체가 전국에 분포한 공장을 동서로 나누어 확보하게 된 반면 기린은 요코하마, 아마가사키, 센다이, 히로시마 등 전국에 위치한 공장을 확보해 단일 브랜드의 전국영업이 가능
- 더불어 60년대는 냉장고의 가정용 보급이 매년 두 배로 증가하던 시기로 10년 뒤인 70년대는 냉장고 가정 보급률이 90%에 육박. 일본의 냉장고 보급률 상승은 가정용 맥주 시장 성장으로 이어졌음
- 경쟁사들이 업소용 생맥주 경쟁에 치중한 반면 기린은 라거맥주에 주력하며 가정용 맥주 시장 공략

기린은 전국에 걸친 맥주공장 분포로 경쟁우위, 아사히/삿포로 동서로 양분

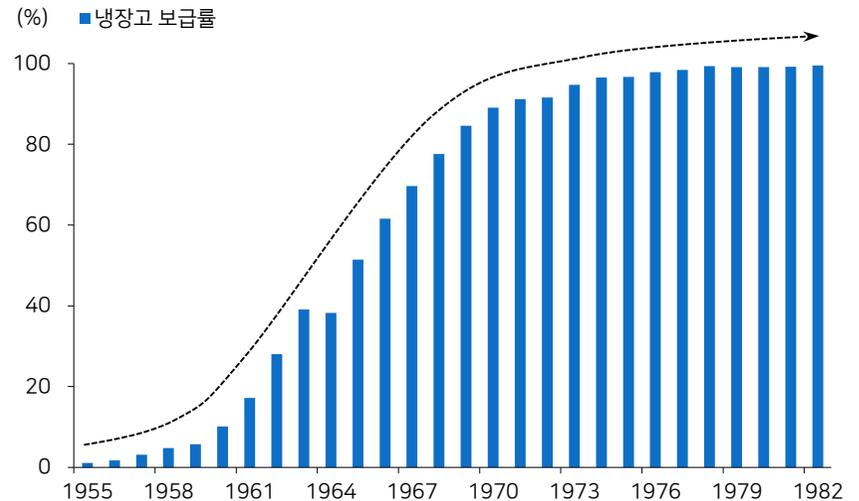
※ 업체별 공장 분포 특징

- 아사히: 나고야 이서(以西)지역 분포
- 삿포로: 나고야 이동(以東)지역 분포
- 기린: 전국에 걸쳐서 분포



자료: 아사히맥주의 대역전(アサヒビール大逆転), 메리츠증권 리서치센터

일본 60년대 10%에 불과하던 냉장고 보급률, 70년대 90%로 증가



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Part II

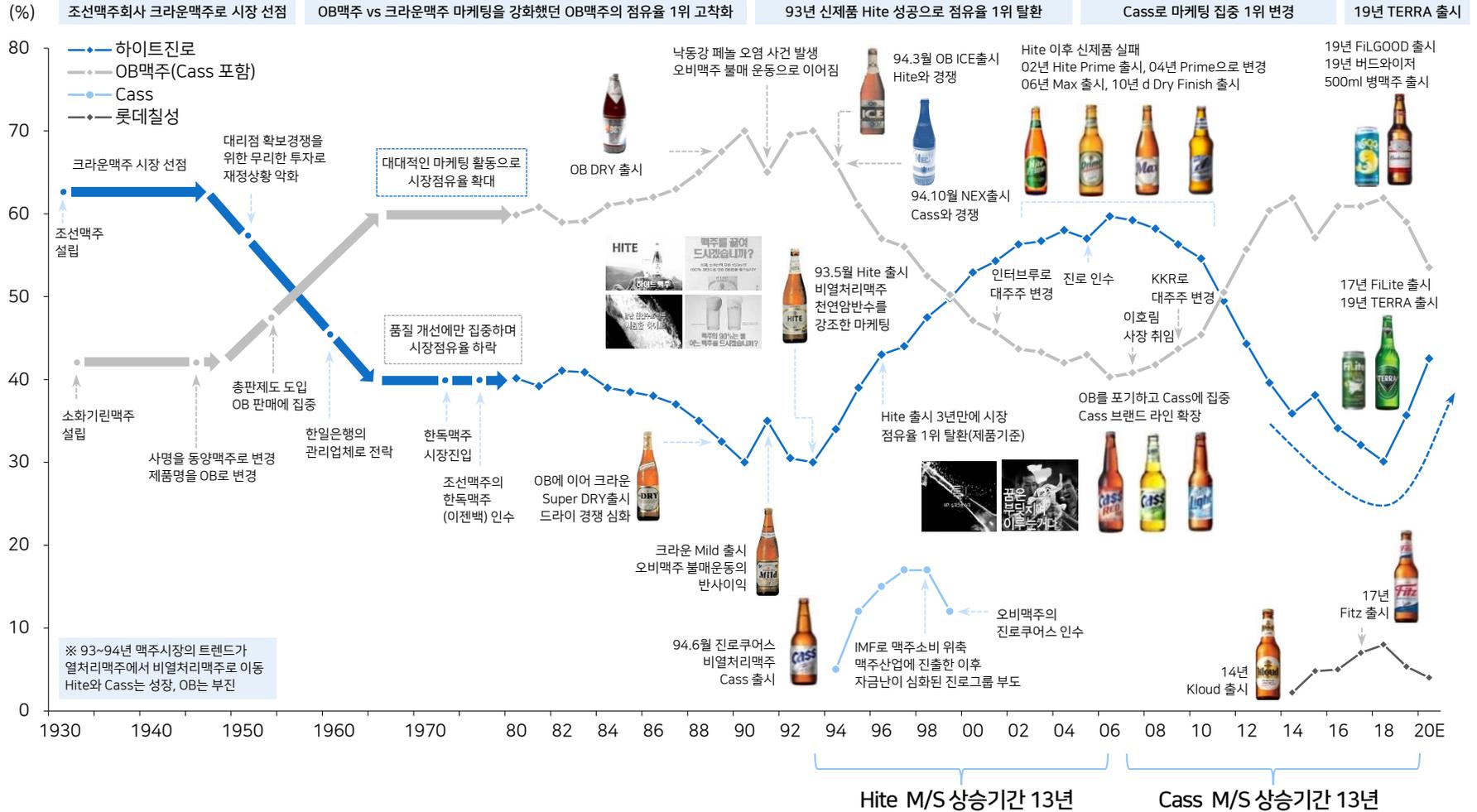
[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다



하이트진로 TERRA 출시로 맥주 시장 격변(激變), 신제품 성공으로 점유율 상승 반전

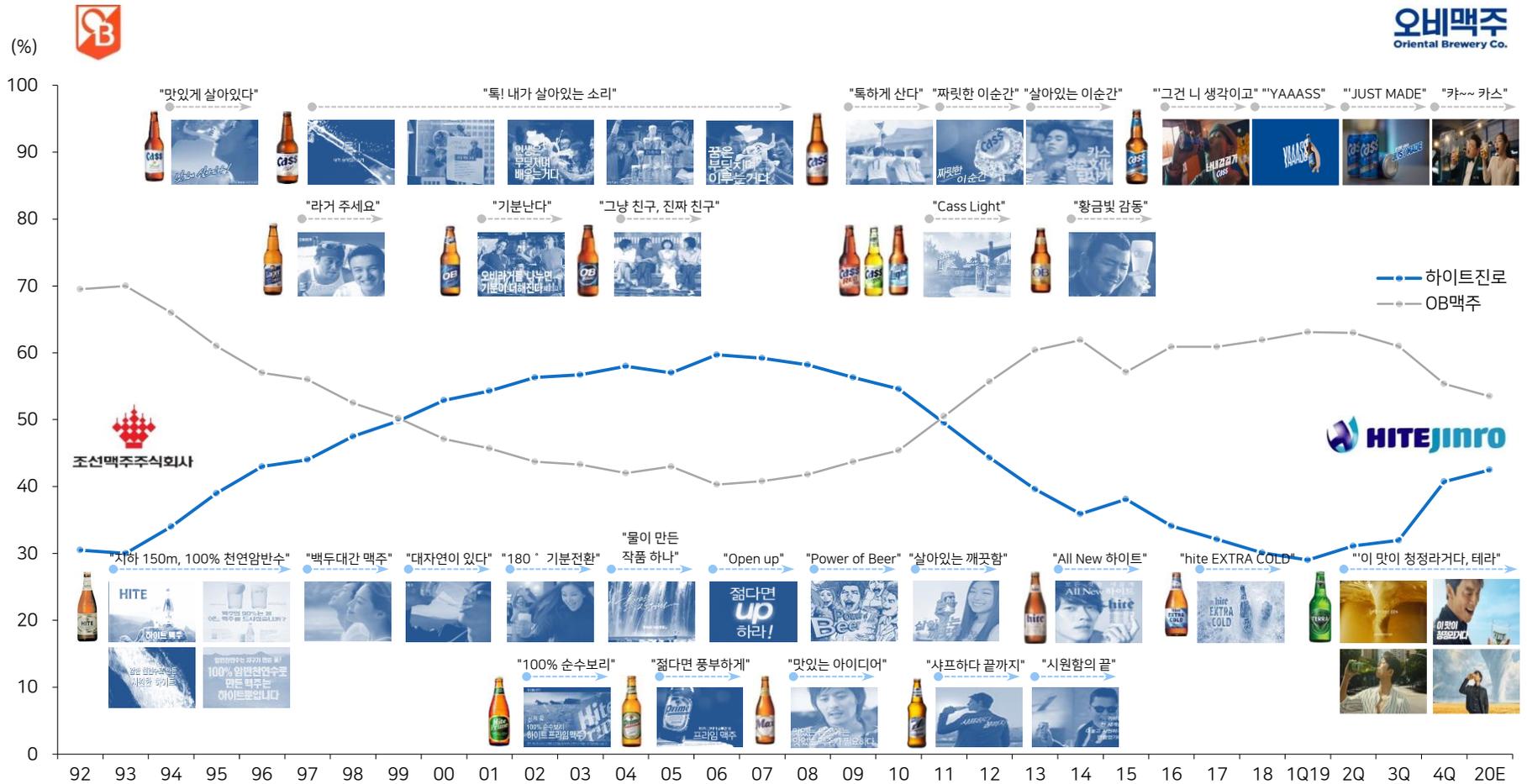
Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

단일 브랜드 집중 전략 및 일관된 브랜드 이미지가 시장점유율 상승의 주요인

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

맥주 시장 제조사별 브랜드 현황, 하이트진로 TERRA 출시 후 신제품 시장 주도

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

하이트진로 업소용 채널 성장을 위해 Dry d 이후 9년만의 신제품 테라 출시, 20년 가정용 시장 / 지방 맥주 시장 점유율 확대 전망

제조사	하이트진로				OB맥주			롯데칠성	
Capa(연간기준)	150만 kl → 116만 kl				167만 kl			30만 kl	
브랜드	TERRA	Hite	Max	FiLite	Cass	Premier OB	FiLGOOD	Fitz Super Clear	Kloud
이미지									
알코올 도수	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%	4.5%	4.5%	5.0%
출고 가격 (500 ml 기준)	1,147원	1,147원	1,147원	977원	1,147원	1,203원	977원	1,147 원	1,383원
특징	레귤러 맥주 호주 청정지역 맥아 원재료, 맥주 제조 과정의 자연 탄산 활용	레귤러 맥주 청량감 강조	100% 올몰트 맥주	저가 발포주 기타주류로 분류	레귤러 맥주 탄산 함유량 높음	100% 올몰트 맥주	저가 발포주 기타주류로 분류	레귤러 맥주 탄산 함유량 높음	오리지널 그래비티 100% 올몰트 맥주

자료: 언론보도, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

93년 Hite는 신공법과 깨끗한 물을 강조한 단일 브랜드 전략으로 점유율 상승 반전

맥주전쟁

진격(進擊), 무승부는 없다

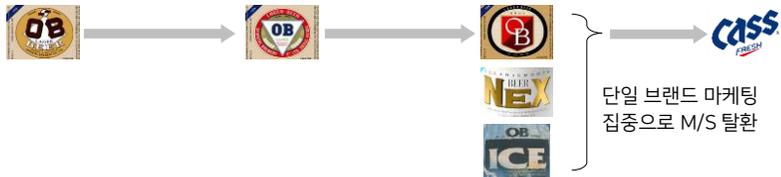
- 93년 Hite가 성공적으로 시장에 진입하고 점유율을 상승시킬 수 있었던 요인은 ①하이트진로 (조선맥주)는 Hite를 경쟁 제품과 차별화시켜 비열처리맥주, 천연암반수 맥주로 포지셔닝 했으며
- ②주력 제품의 특성에 기반을 둔 단일 브랜드 마케팅(물의 쟁점화, 비열처리 공법, 기존 주력 제품을 과감하게 포기)을 지속했기 때문
- Hite의 성공적인 출시 이후 경쟁사인 오비맥주(동양맥주)는 지속적인 점유율 하락을 겪었음. ①대응상품으로 출시된 OB ICE와 NEX는 비열처리맥주를 모방할 뿐 차별화 요소 부재, ②멀티브랜드 전략으로 쇠퇴기를 지나는 OB로 마케팅 역량이 분산됐기 때문

시장점유율 반전 시점에는 단일 브랜드 전략이 있었음

하이트진로(조선맥주)



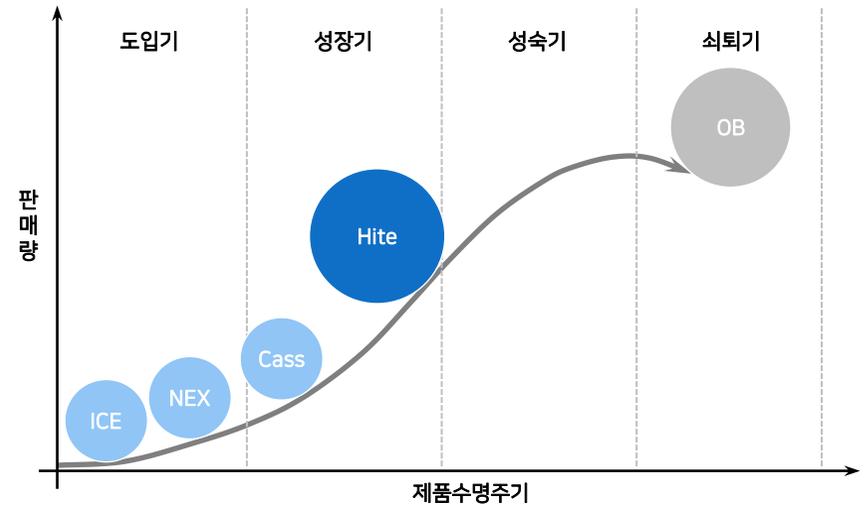
OB맥주(동양맥주)



1930 1950 1970 75 83 91 99 07

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

93년 이후 비열처리 맥주 선호 트렌드로 Hite는 성장기 진입



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

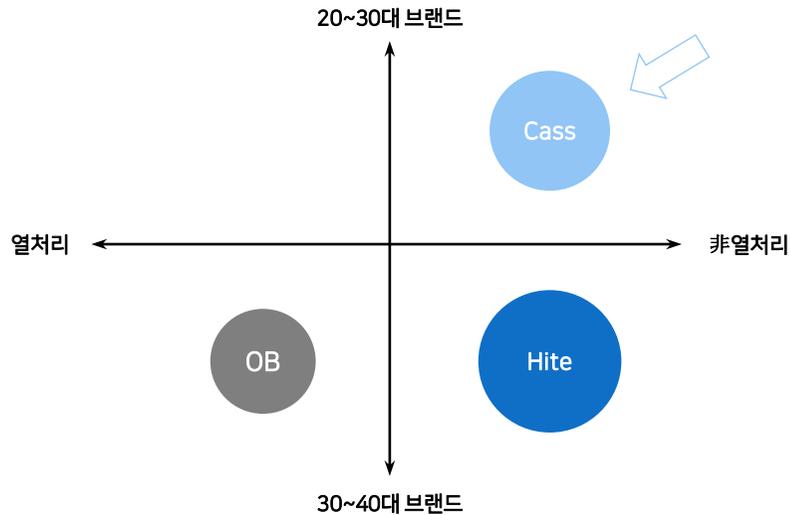
Cass는 두 번에 걸친 제품 포지셔닝과 지속적으로 젊은 맥주의 이미지 부여

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

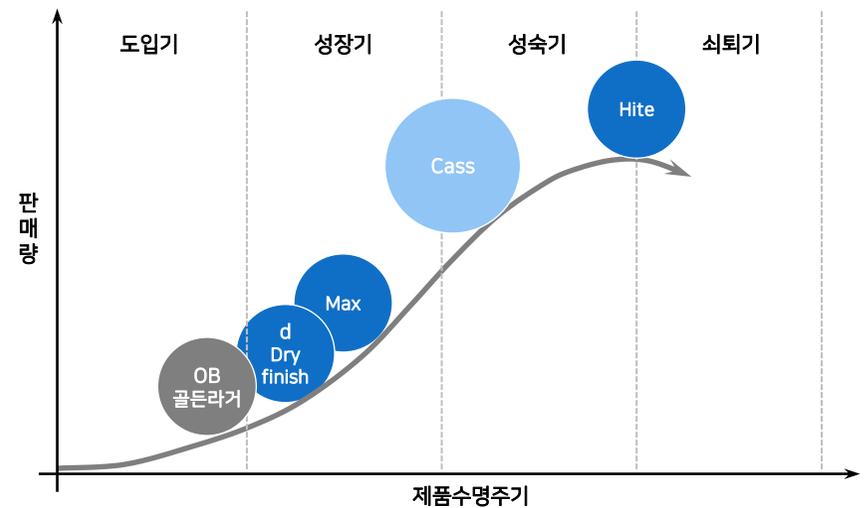
- Cass의 성공 요인은 ①94년 제품 출시 시기 비열처리 맥주로 차별화되면서 성공적으로 시장에 진입, 초년도 점유율 5.0%를 달성한 이후 꾸준한 상승세를 이어나감
- ②오비맥주로 인수된 2000년 이후 젊은 소비자가 음용하는 브랜드라는 이미지를 형성하기 위해 일관적인 마케팅을 지속했음
- ③07년 오비맥주가 기존 주력 브랜드인 OB의 리뉴얼과 마케팅을 전면 중단하고 Cass를 중심으로 단일 브랜드 마케팅에 주력. 00~08년 단일 주제를 활용한 광고를 지속하며 젊은 맥주라는 이미지를 각인 시켰으며 충성고객이 누적되는 가운데 20대의 신규고객이 유입되는 선순환 구조 확립

Cass 1차 포지셔닝 비열처리, 2차 포지셔닝 소비층이 젊은 맥주로 차별화



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

08년 이후 Hite는 쇠퇴기 진입, Cass는 성장기를 지나 성숙기 돌입



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

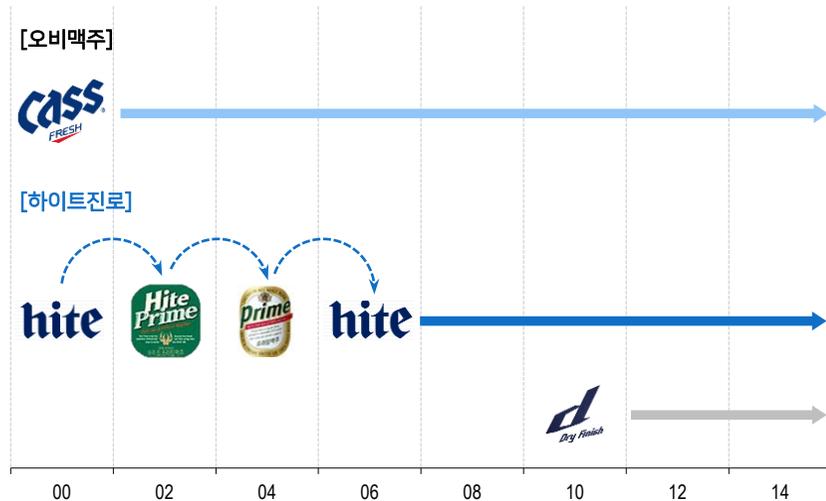
TERRA 출시 후 과감한 주력 제품 변경, “청정라거”의 일관된 마케팅 이미지 부여

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

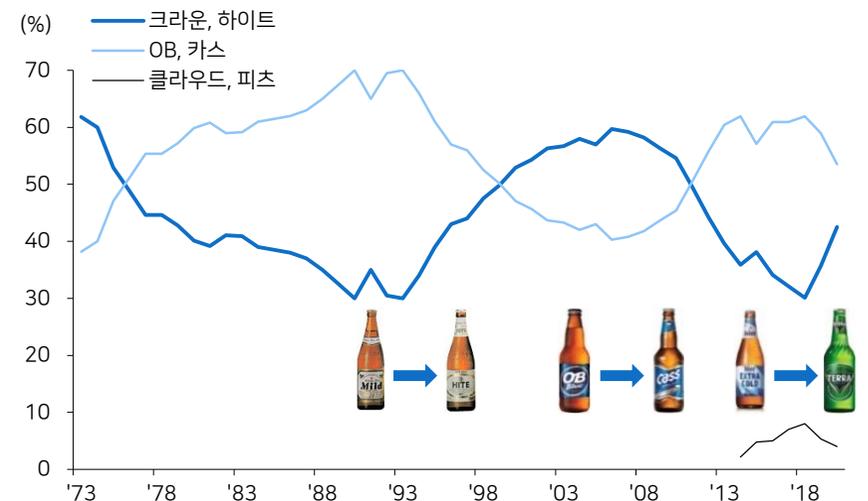
- 과거 Hite의 실패 요인은 ①주력 브랜드의 노후화, ②20~30대 공략 브랜드의 잦은 변경, ③ 멀티 브랜드 전략을 통한 마케팅 집중도 감소에 기인
- Hite의 경우 초기 성공 이후 일관된 마케팅이 이어지지 않아 “깨끗함”과 “젊음” 가운데 확고한 이미지를 각인시키지 못했고 브랜드의 노후화만 진행된 점이 점유율 하락의 주원인
- 맥주 시장의 점유율 역전은 주력 제품의 교체 및 단일 브랜드에 집중하는 마케팅 전략에 기인
- 하이트진로는 TERRA 출시 후 주력 제품을 Hite에서 TERRA로 교체, “청정라거”의 일관된 마케팅 이미지 부여

과거 실패요인으로 하이트는 젊은 고객을 겨냥하는 브랜드 지속 변경



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

맥주 시장, 93년 하이트, 08년 카스, 19년 테라 점유율 전환의 주요인



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

TERRA 매출 성장 가속화, 19년 맥주 비중은 35.5% 달성, 20년 맥주 비중 61.2% 전망

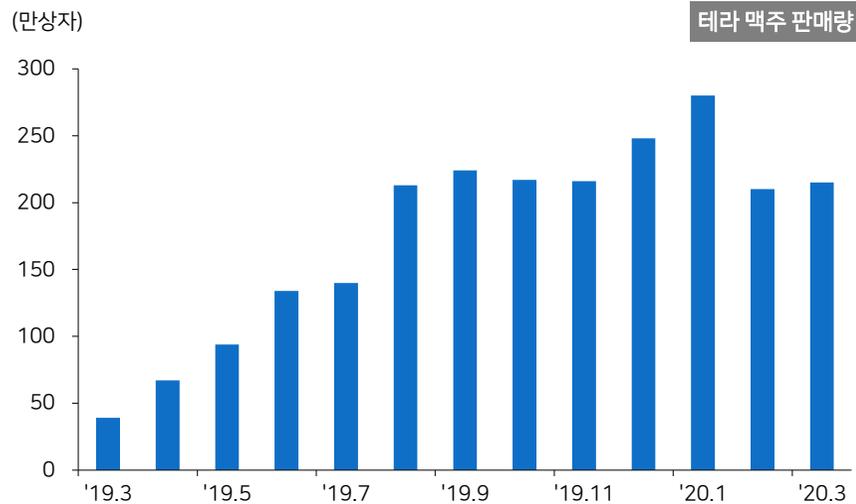
Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

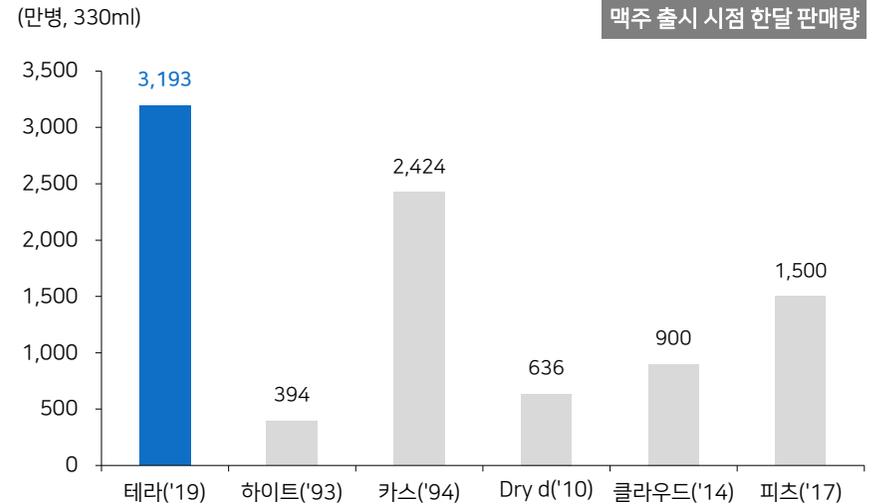
- 테라 월 판매량은 '19.3월 40만 상자로 출발한 이후 '19.12월 비수기에도 불구하고 250만 상자를 기록하며 연중 최고치 기록. '20.1월에는 280만 상자 판매로 최고점 재차 갱신
- '20.2~3월 코로나19 이슈에 따른 비우호적 시장환경에도 불구하고 월 200만 상자를 상회하는 규모 달성. 4월 주류업 회복 및 3분기 성수기 시즌 도래로 재차 월별 증가 추세 돌입 예상
- 테라 출시 한 달 3,193만 병 판매(330ml 기준). 과거 맥주 신제품들과 비교 시 빠른 속도로 시장에 입점 중. 과거 신제품 초기 한 달 판매량은 하이트 394만 병, 카스 2,424만 병, Dry d 636만 병, 클라우드 900만 병, 피츠 1,500만 병 등으로 테라 성과가 타제품을 크게 앞서는 상황

테라 월 판매량은 19.12월 250만 상자, 20.1월 280만 상자 달성



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

테라 출시 한 달 판매량, 과거 신제품들과 비교 시 빠른 속도로 입점 중



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

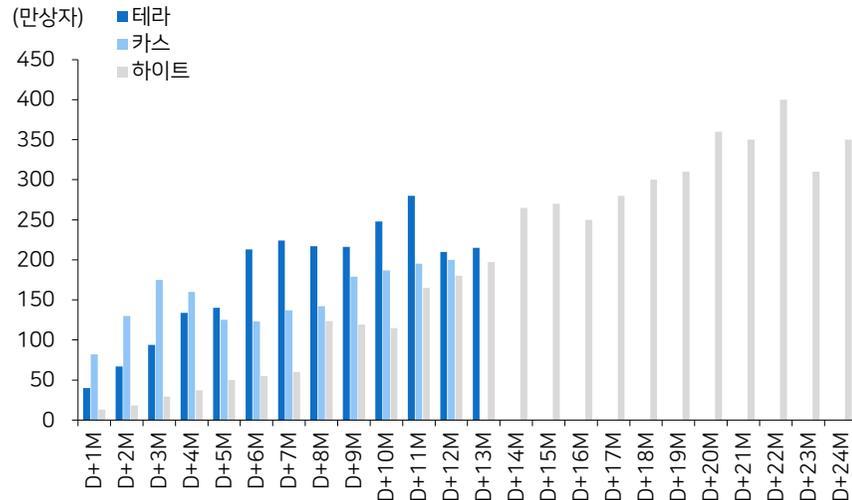
과거 맥주 신제품과 TERRA의 판매 속도 비교 시 Hite, Cass 대비 빠른 상황

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

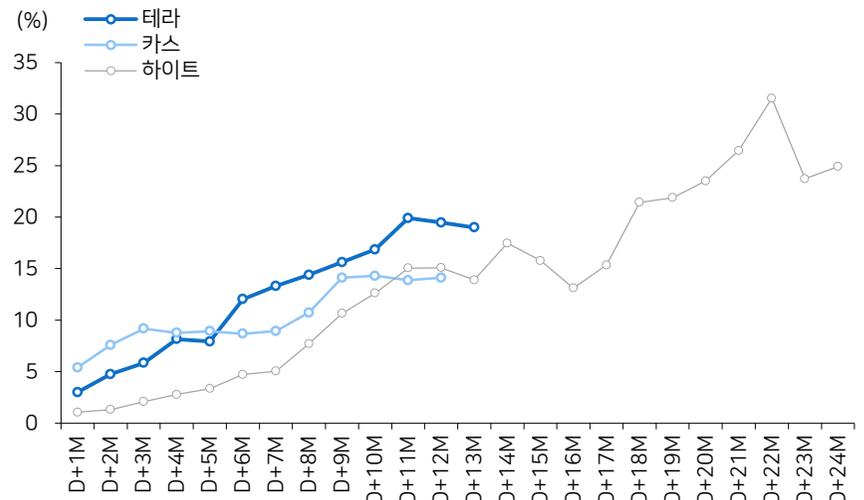
- 하이트진로의 테라는 하이트, 카스 대비 빠른 속도로 시장에 진입 중. 테라 출시 첫 달 판매량 40만 상자 달성하며 월 기준 맥주 점유율 3.0% 기록. 하이트의 출시 첫 달 기록인 13만 상자 판매, 1.1% 점유율 대비 우수한 성적
- 출시 후 11개월 시점의 월 판매 성과는 테라 280만 상자, 하이트 165만 상자, 카스 195만 상자로 테라가 크게 앞서는 상황(코로나19 이슈 발생 직전)
- 동 기간 맥주 시장 내 월별 점유율 테라 19.9%, 하이트 13.9%, 카스 15.1% 각각 기록

하이트진로 신제품 테라와 과거 하이트, 카스 출시 이후 판매량 비교



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 신제품 테라와 과거 하이트, 카스 출시 이후 점유율 비교



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 TERRA와 기존 맥주 브랜드의 판매량 1억병, 2억병, 4억병 돌파 시점 비교

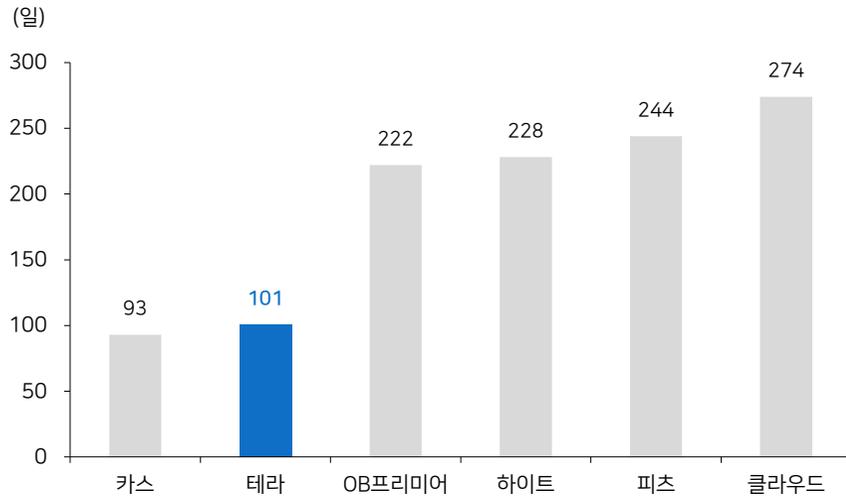
Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

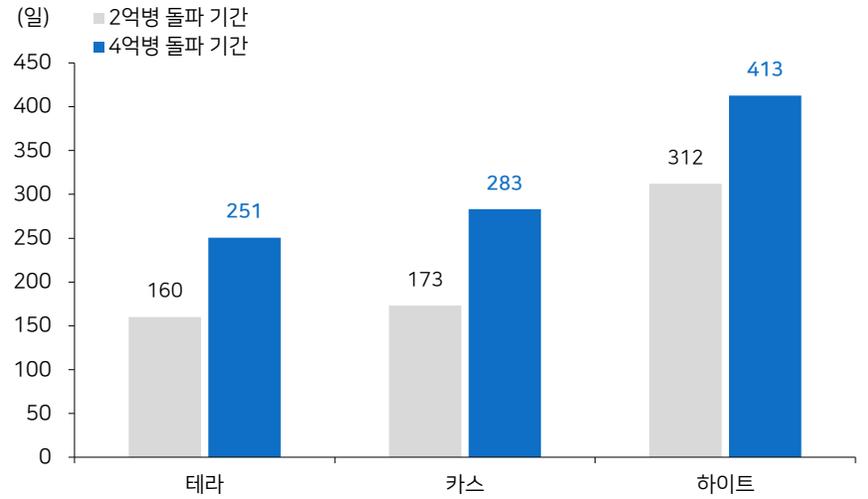
- 맥주 주요 브랜드별 판매량 1억병(330ml 소병 기준 환산) 돌파 시점 비교, 테라는 출시 101일 만에 1억 병 달성, 과거 신기록 카스 93일에 소폭 미달. OB프리미어 222일, 하이트 228일, 피츠 244일, 클라우드 274일로 이외 브랜드는 200일 이상 소요
- 맥주 주요 브랜드별 판매량 2억병 돌파 시점 비교. 테라는 출시 160일 만에 2억병 달성으로 최단기간 달성. 1억병 판매 속도가 빨랐던 카스가 173일 소요, 하이트는 312일 소요, 기타 브랜드는 1억병 돌파 이후 달성 기간 장기화되며 2억병 돌파 뉴스 부재
- 19년 12월 테라 4억병 돌파 뉴스 보도. 4억병 시점 비교도 테라는 251일로 가장 빠른 속도로 달성

판매량 1억병 돌파 시점 비교, 테라는 101일, 카스 93일, 하이트 228일



자료: 언론보도, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

테라 판매량 2억병 돌파 시점 160일, 4억병 돌파 시점 251일 최단기간 달성



자료: 언론보도, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

주류 시장 최전선(最前線) 팩트체크, 주요지역 설문 결과 TERRA/Cass 점유율 71:29

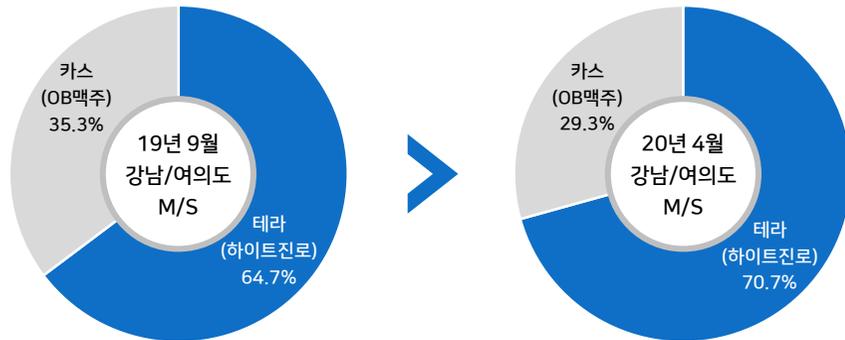
Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

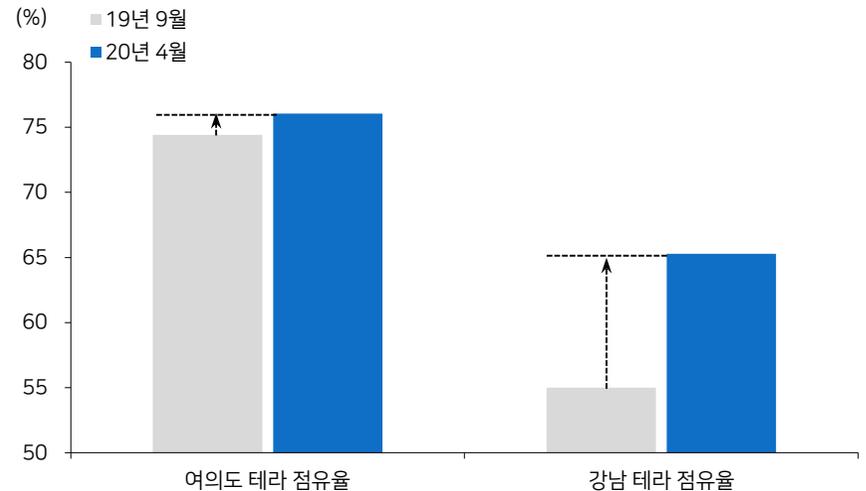
- 서울 주요 지역(강남, 여의도) 식당 맥주 점유율 설문 조사(①'19.9월, ②'20.4월 식당 방문을 통해 주류 제품별 점유율 설문 또는 POS 데이터 확인, 조사 대상 식당 리스트는 42페이지 참고)
- '20.4월 점유율 설문 결과는 테라 71%, 카스 29% 기록. '19.9월 대비 테라 점유율 6.0%pt 확대. 미입점 점포 진입 확대 긍정적, 신제품 출시 효과에서 벗어나 주력 브랜드로 성장 확인
- 지역별 결과 테라 강남 65.3%, 여의도 76.1% 기록. 직장인 상권 여의도는 점유율 80% 달성을 향해 순항 중. 20~30대 소비 지역인 강남은 점유율 10.3%pt 상승 긍정적. 서울 중심에서 서울외곽/수도권 으로의 점진적인 확대 예상. 유흥 채널의 선호도 증가로 가정용 시장에서의 추가 성장 전망

서울 지역 맥주 점유율 '20.4월 테라 70.7%, '19.9월 대비 +6.0%pt



자료: 메리츠증권 리서치센터

여의도 +1.7%pt 추가 상승, 강남 +10.3%pt 상승, 강남 지역 상승세 확인



자료: 메리츠증권 리서치센터

TERRA 판매일/생산일 비교, 출시 1년 이후에도 재고 관리 및 제품 회전율 양호한 상황

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

- '20.2~4월 소매점 확인 결과, 테라 제조일자는 대부분 '20.2~3월로 생산 후 한 달 내 서울 소매점에서 판매되는 모습 재확인. 재고 관리 및 제품 회전율이 양호한 상황으로 판단. 출시 12개월이 지난 후에도 양호한 재고 관리 증명
- 맥주의 유통기한은 통상적으로 1년 이내지만 실질적으로 4~5개월이 초과하게 되면 맛, 신선도 하락으로 판매에 부정적인 영향을 미침. 기존 비선호 제품의 경우 수도권 지역에서 생산날짜와 판매날짜의 갭 차이가 큰 제품이 다수 존재. 이는 신제품 없이 1위 제품과의 경쟁에서 점유율 탈환이 어려웠던 요인 중 하나였음

하이트진로 테라 소매점 판매일, 생산일 비교 ①



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 테라 소매점 판매일, 생산일 비교 ②



자료: 메리츠증권 리서치센터

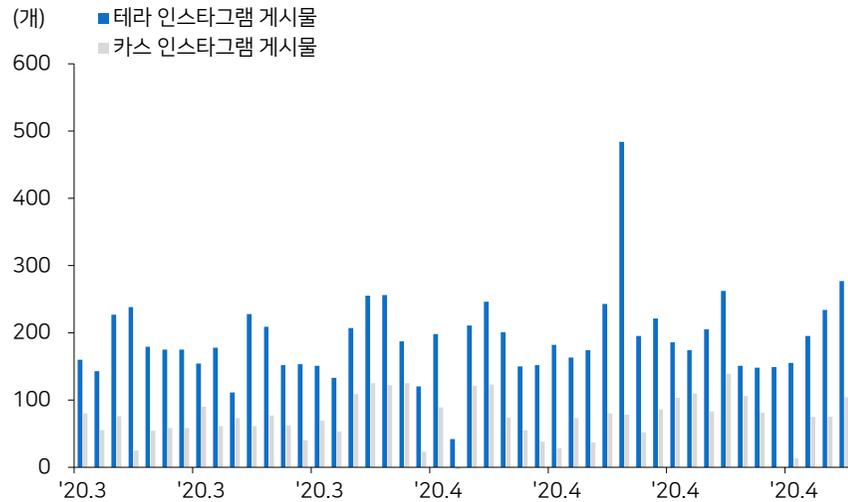
F&BIG data 분석, TERRA의 소비자 선호도 파악을 위한 온라인 데이터 조사

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

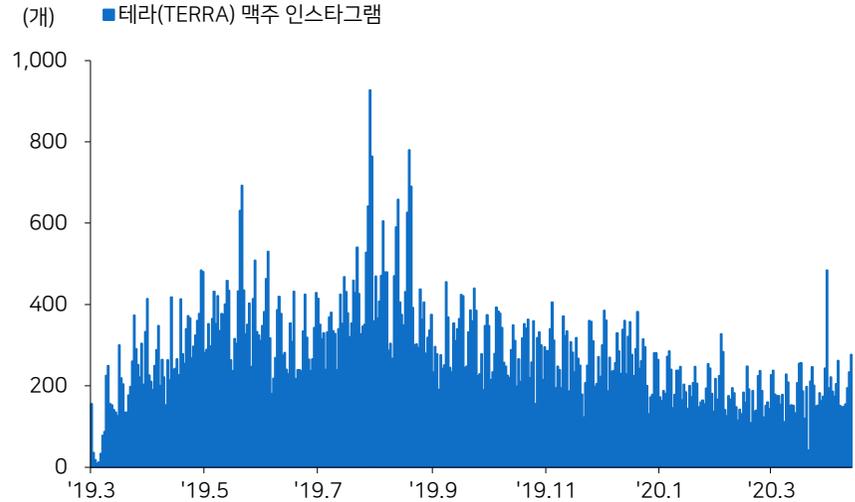
- 하이트진로 맥주 신제품 테라 출시 초기부터 1년까지 소비자 선호도 파악을 위한 온라인 데이터 조사. 인스타그램 게시물과 같은 SNS 플랫폼에 기반한 데이터 수집
- 조사 결과, 출시 직후 게시물은 증가/감소 이후 재차 반등 흐름으로 긍정적이며 출시 초기 일 평균 200~300개의 게시물에서 출시 한 달 이후 300~400개의 게시물로 성장. 소비자들의 실제 구매 후 긍정적인 후기 내용이 주를 이룸
- 출시 1년 후 절대 게시물 수는 200~300개로 안정세. 테라와 카스의 인스타그램 게시물은 일 평균 150~200개의 격차 유지 중

테라 맥주 인스타그램 일별 게시물 추이, 카스 맥주와 비교



자료: 인스타그램, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로 맥주 신제품 테라 출시 초기부터 1년까지의 온라인 데이터



자료: 인스타그램, 메리츠증권 리서치센터

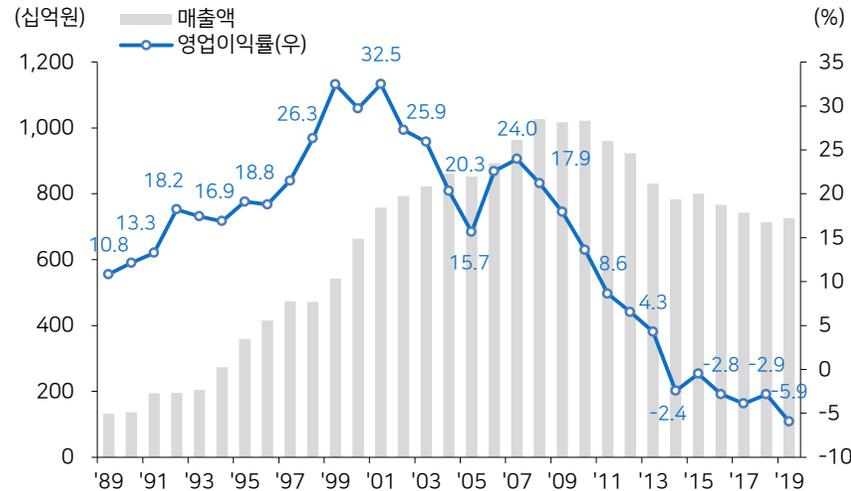
맥주 사업은 점유율, 가동률에 따른 영업이익률 변화가 극명한 산업

맥주전쟁

진격(進擊), 무승부는 없다

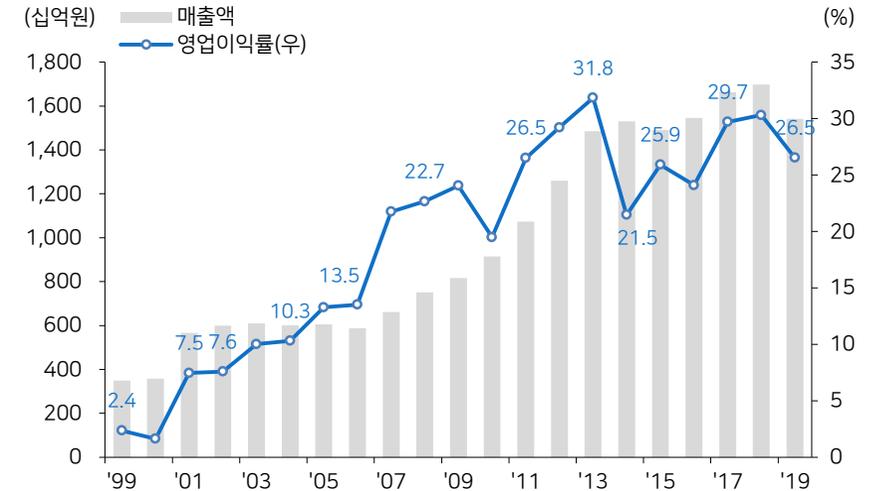
- 하이트 전성기 시절 하이트맥주 영업이익률은 89년 10.8%에서 01년 32.5%까지 상승, 동기간 점유율은 32%에서 54%로 확대. 가동률 90%를 상회하며, 영업이익률은 30%를 상회하는 고마진 달성. 이후 맥주 Capa 증설, 신제품 Prime, Max, Dry d 실패, 맥주 점유율 하락으로 수익성 급감. 맥주 점유율이 30% 초반까지 내려온 상황에서 적자 상황 지속 중
- OB맥주는 하이트맥주와 반대로 99~01년 수익성 최저점을 기록한 이후 카스의 성장으로 점유율 확대와 마진을 개선이 동행. 18년 맥주 시장 점유율 65%를 차지하는 상황에서 가동률은 80~90%를 상회, 맥주 영업이익률 30% 기록. 19년 매출액 9.2% 감소, 영업이익률 3.8%pt 하락

하이트 전성기 시절 맥주 영업이익률 89년 10.8%에서 01년 32.5%까지 상승



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

OB맥주 카스의 성장으로 점유율 확대와 마진을 개선이 동행. 19년 부진



자료: OB맥주, 메리츠증권 리서치센터

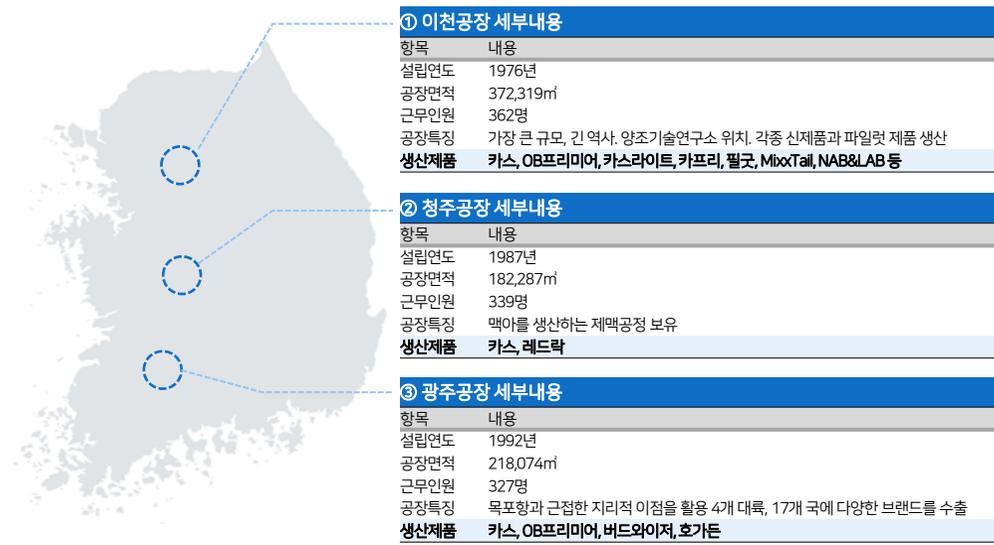
TERRA 출시 이후 오비맥주의 대응전략과 경쟁을 둘러싼 시장환경 이슈 점검

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

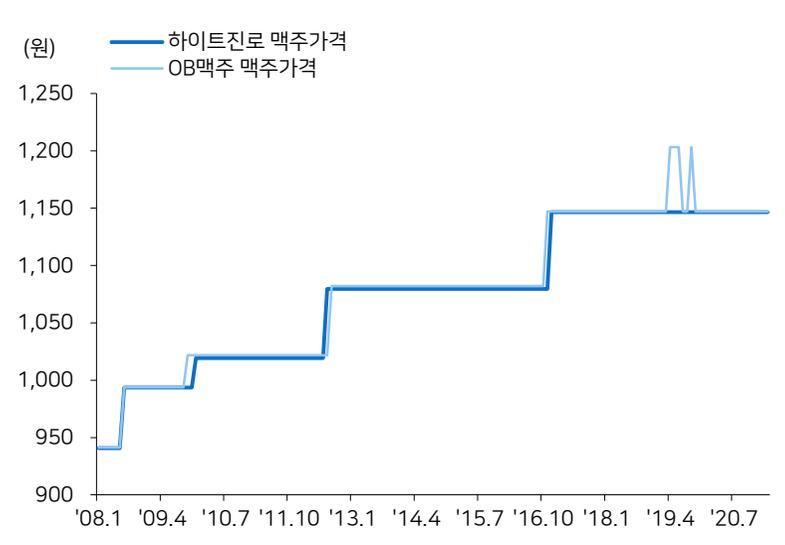
- 오비맥주 청주공장 4/6일부터 4주간 생산 중단. 청주 공장은 유흥 시장용 카스 제품을 주력으로 생산하며 카스 생산 비중이 높음. 중부 지역 맥주 판매 감소에 따른 재고 적체에 대한 대응으로 판단
- 19~20년 잦은 가격 변경으로 진통. '19.8월 카스의 한시적 가격 인하를 실시했으나 주류도매상의 반발로 갈등. '19.10월 카스 가격 인하하며 인상 전 가격으로 회귀
- 오비맥주의 마케팅 슬로건은 19년 이후 잦은 교체 중. "그건 니 생각이고", "YAAASS", "JUST MADE", "카~~ 카스" 에서 '19.10월 이후 6개월 만에 광고모델 추가 변경 계획 중

오비맥주 이천공장/청주공장/광주공장 세부내용



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

19년 10월 카스 가격 인하하며 이례적으로 인상 전 가격으로 회귀



자료: 언론보도, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

ABInBev의 글로벌 맥주 브랜드 현황: 매출 비중은 미주 71.1%, 유럽/중동 15.1%

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)



자료: ABInBev, 메리츠증권 리서치센터

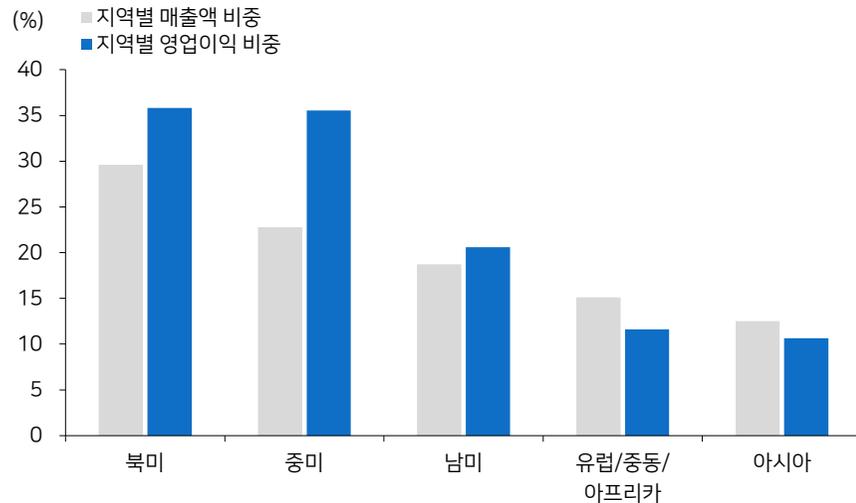
글로벌 주류 판매 감소에 따른 ABInbev의 실적 부진 한국과 1~2개월 시차 예상

맥주전쟁

진격(進擊), 무승부는 없다

- ABInbev의 글로벌 매출 비중은 북미 29.6%, 중미 22.8%, 남미 18.7%, 유럽/중동/아프리카 15.1%이며, 팬데믹에 따른 주류 판매 감소가 한국과 1~2개월의 시차를 두고 본격화될 전망
- 아시아 부문 상장사인 버드와이저APAC 실적 중 APAC East 부문 매출이 2019년 13.6% 감소했으며 3Q19 18.1% 감소, 4Q19 39.1% 감소로 추정. APAC East의 한국 맥주 부문은 주류시장 감소와 경쟁 심화로 매출 감소 판단

ABInbev 매출액/영업이익은 미주/유럽 지역 비중 절대적인 상황



자료: ABInbev, 메리츠증권 리서치센터

버드와이저APAC 18~19년 부문별 실적, APAC East 부문의 실적 부진 지속

(백만달러, 천HLS)	3Q18	4Q18	2018	3Q19	4Q19	2019
매출액	1,912	1,317	6,740	1,822	1,202	6,546
APAC East	405	435	1,585	332	265	1,370
APAC West	1,507	882	5,155	1,490	937	5,176
매출총이익	1,037	642	3,500	1,005	594	3,488
판관비	597	530	2,202	525	483	2,022
EBITDA	613	297	1,994	633	270	2,121
영업이익	440	112	1,298	480	111	1,466
총 판매량	29,463	16,469	96,245	27,525	15,414	93,168
APAC East	4,007	3,270	14,120	3,310	2,601	12,691
APAC West	25,456	13,199	82,125	24,215	12,813	80,477
yoy				-4.7	-8.7	-2.9
APAC East				-18.1	-39.1	-13.6
APAC West				-1.1	6.3	0.4
매출총이익				-3.1	-7.5	-0.3
판관비				-12.1	-8.9	-8.2
EBITDA				3.3	-9.1	6.4
영업이익				9.1	-0.9	12.9
총 판매량				-6.6	-6.4	-3.2
APAC East				-17.4	-20.5	-10.1
APAC West				-4.9	-2.9	-2.0

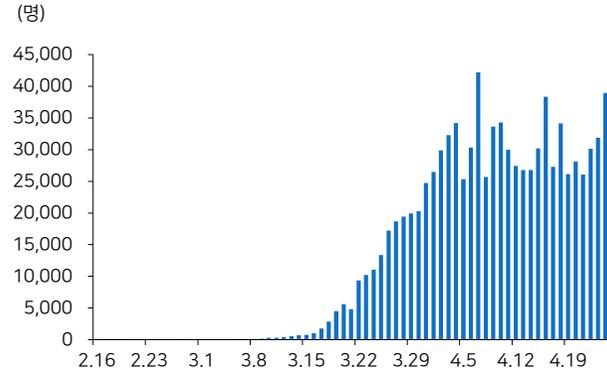
자료: 버드와이저APAC, 메리츠증권 리서치센터

한국/글로벌 COVID-19 신규 확진자 추이 비교, 주류판매 부진은 1~2개월의 시차 예상 Industry Indepth 주류전쟁: 진격(進擊)

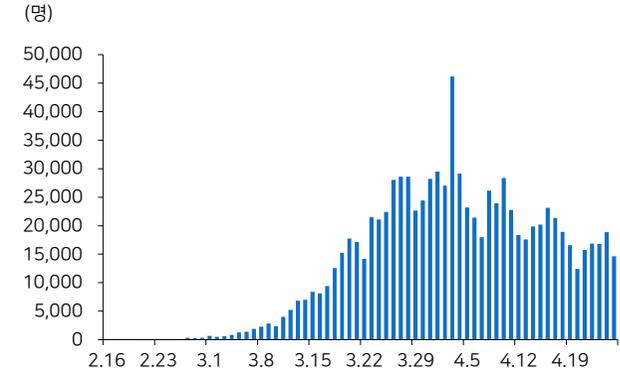
[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

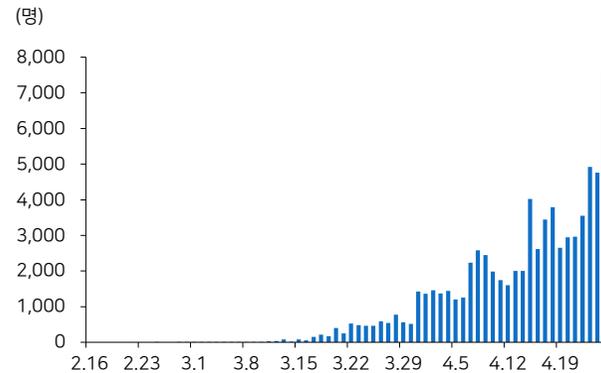
미국 코로나19 신규 확진자 추이



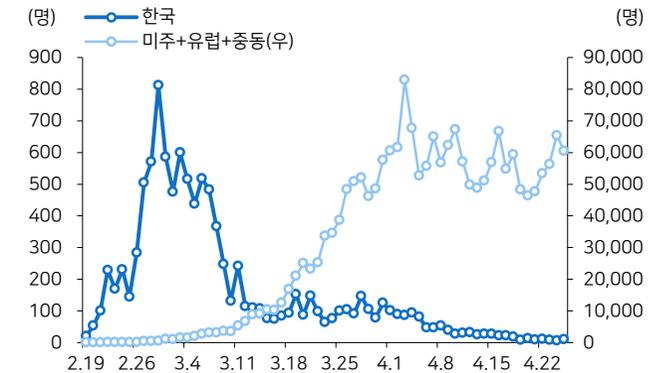
유럽 코로나19 신규 확진자 추이



중남미 코로나19 신규 확진자 추이



한국/글로벌 코로나19 신규 확진자 추이 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

수입맥주 시장의 변화, 수입금액 역성장 3Q19 -21%, 4Q19 -12%, 1Q20E -24%

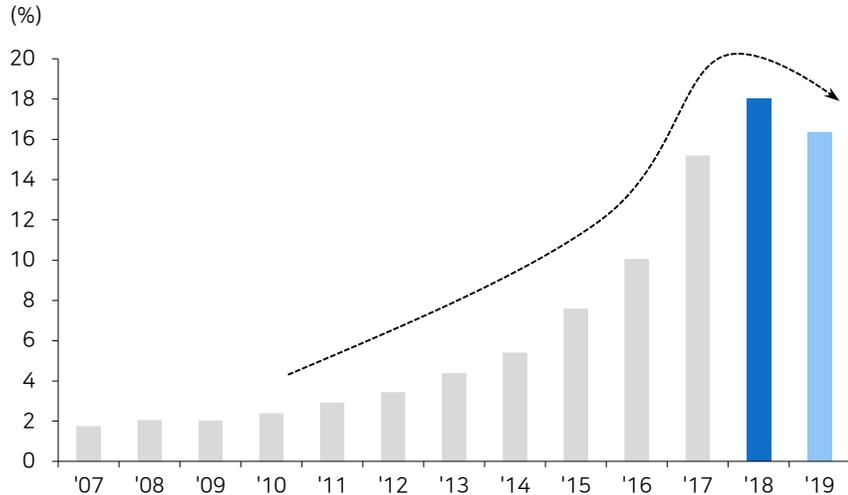
Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

- 수입맥주 비중은 18년 18%로 정점을 기록한 후 하락해 19년 16.3%로 축소. 20년 맥주 종량제 변경 및 국산맥주 신제품 시장 주도로 추가 하락 예상
- 수입맥주 시장 성장률은 17년 40~50%를 기록하며 피크를 형성하고 이후 지속 하락 중
- 수입맥주 성장률은 2Q19 -2.9%를 기록하며 10년 만에 최초로 역성장 기록. 이후 3Q19 -21.1%, 4Q19 -11.7% 기록하며 역성장 심화. 1Q20 수입맥주 역성장은 -24.4% 예상
- 수입맥주 시장의 비중이 18% 까지 확대된 상황에서 성숙기를 겪은 가운데 '19.7~8월 일본맥주에 대한 불매운동이 확산되며 수입맥주 감소 트렌드 지속 중

수입맥주 비중 18년 18%로 정점을 기록한 후 하락 19년 16.3%로 축소



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

2019 -2.9%로 최초로 역성장. 이후 3Q19 -21.1%, 4Q19 -11.7% 기록



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

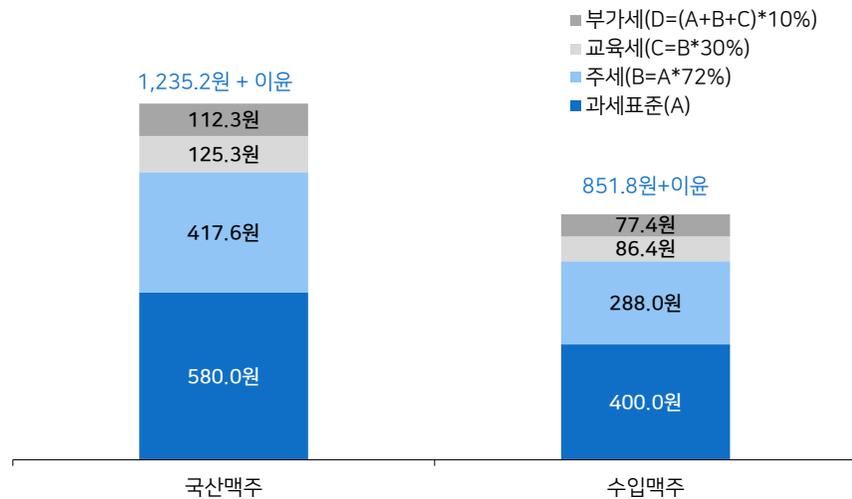
20년 맥주 종량세 변경, 소주 증가세 유지는 국내 주류업체에 긍정적인 변화

[맥주전쟁]

진격(進擊), 무승부는 없다

- 기획재정부는 맥주만 종량세로 전환하는 주세 개편안을 보고, 맥주만 종량세로 전환하는 단계적 추진으로 결정. 맥주에 대한 종량세 전환 시 소주 가격은 유지되는 가운데 국산맥주/수제맥주의 가격 경쟁력 제고 예상
- 맥주 세금의 종량세 전환이 이뤄지면 국내맥주와 수입맥주의 세금이 동일해질 가능성 높음. 아사히, 칭따오, 기린, 하이네켄 등 상위 브랜드에 영향은 제한적이지만 브랜드 인지도가 낮은 저가 브랜드 확대에는 제동. 상위 브랜드는 하이 싱글 마진을 미드-로우싱글 마진으로 낮추는 판촉이 가능한 반면, 저가 브랜드는 적자 상황에서 가격 할인 마케팅의 지속성이 떨어질 전망

증가세 산하 수입맥주 vs. 국산맥주 과세 체계 예시



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

종량세로 개편시 주종별 예상 가격변화

국산맥주	수입맥주	수제맥주	생맥주
363원 인하 (500ml 기준, 1L당 835원 과세 기준시)	고가 제품 인하 저가 제품 인상 전망	소매점 기준 약 1,000원 인하 (약 20%)	약 10% 인상 전망
일반소주	프리미엄소주	와인, 위스키	
약 10% 인상 가능성	인하 전망	인하 전망	

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Part III

[소주전쟁]

평정(平定), 역사는 만들어 가는 것



소주 시장 제조사별 브랜드 현황, 하이트진로 진로이즈백 출시 후 신제품 시장 주도

2020년 소주 시장은 참이슬/진로이즈백의 수도권 시장 탈환, 지방 침투 가속화 전망

제조사	하이트진로		롯데칠성	무학	대선주조
Capa(연간기준)	120만 kl		49만 kl	38만 kl	-
브랜드	참이슬	진로이즈백	처음처럼	좋은데이	대선
이미지					
알코올 도수	17.0%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
출고 가격	1,081원	1,016원	1,079원	1,007원	1,005원
특징	서울/전국	서울/전국	서울/전국	경남	부산

자료: 언론보도, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

주류시장 최전선(最前線) 팩트체크, 설문 결과 참이슬+진로/처음처럼 점유율 75:25

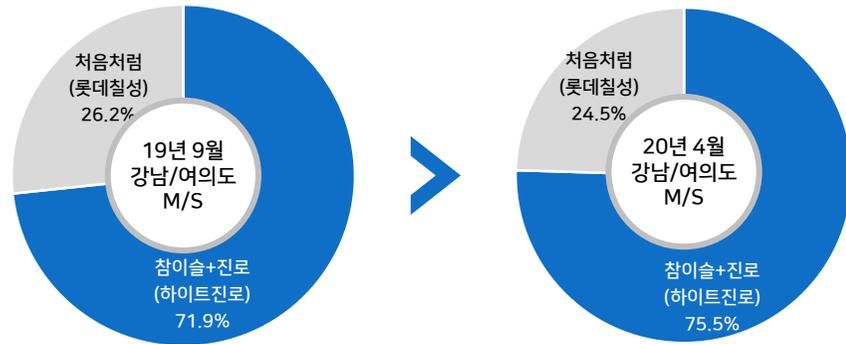
Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

[소주전쟁]

평정(平定), 역사는 만들어 가는 것

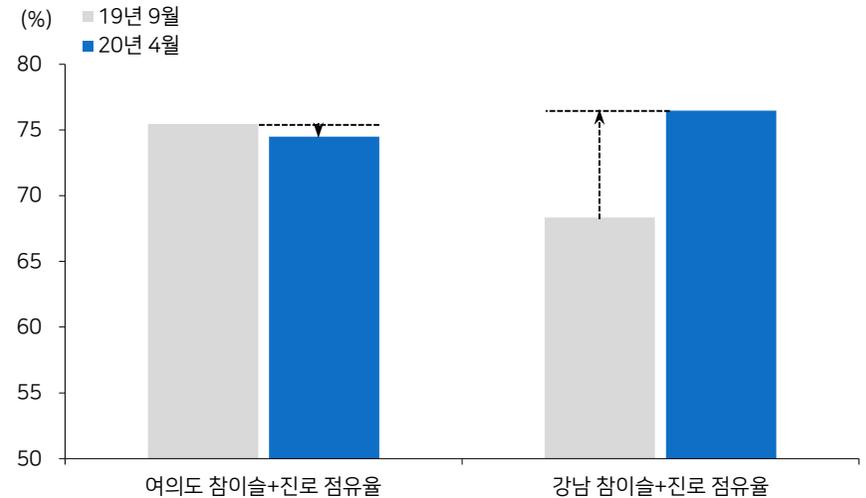
- 서울 주요 지역(강남, 여의도) 식당 소주 점유율 설문 조사(①'19.9월, ②'20.4월 식당 방문을 통해 주류 제품별 점유율 설문 또는 POS 데이터 확인, 조사 대상 식당 리스트는 42페이지 참고)
- '20.4월 점유율 설문 결과는 참이슬+진로 75%, 처음처럼 25% 기록. '19.9월 대비 참이슬+진로 점유율 3.6%pt 확대. 일본불매운동 이후에도 점유율 변동보다는 7:3 구조로 굳어지는 중
- 지역별 결과 참이슬 강남 76.5%, 여의도 74.5% 기록. 경쟁 제품 부진 시기 신제품을 통한 시장 진입 전략이 주효했다는 판단

서울 지역 소주 점유율 '20.4월 참이슬+진로 75.5%, '19.9월대비 +3.6%pt



자료: 메리츠증권 리서치센터

여의도 -1.0%pt 소폭 하락에도 강남 +8.1%pt 상승, 7:3 구조 굳어지는 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

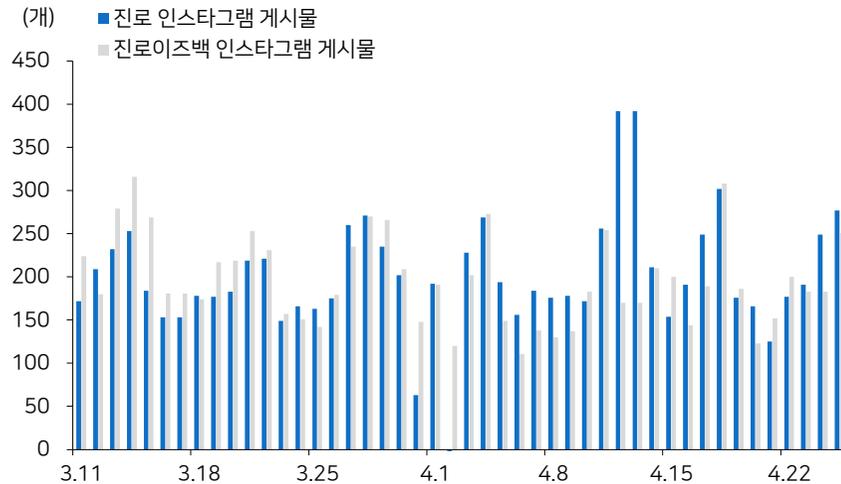
F&BIG data 분석, 진로이즈백 소비자 선호도 파악을 위한 온라인 데이터 조사

[소주전쟁]

평정(平定), 역사는 만들어 가는 것

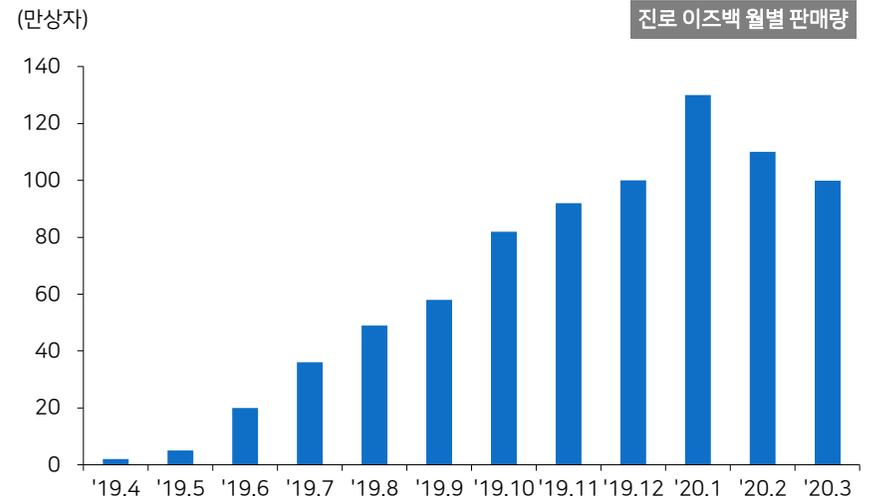
- 조사 결과 진로이즈백 관련 게시물 일 평균 250~300건을 유지하며 타 주류 제품 대비 높은 게시물 기록 중. 주음용층이 여성/젊은 소비자로 SNS 헤비 유저와 직결된 결과로 판단
- 진로이즈백 판매량도 빠른 속도로 성장 중. '20.1월 130만 상자로 최대치 달성. '20.2~3월 코로나19 이슈에 따른 비우호적 시장환경에도 불구하고, 월 100만 상자를 상회하는 규모 달성
- 4월 주류업 회복 및 3분기 성수기 시즌 도래로 재차 월별 증가 추세 돌입 예상

진로이즈백/진로 인스타그램 게시물 일 평균 250~300건으로 긍정적 반응



자료: 인스타그램, 메리츠증권 리서치센터

진로이즈백 판매량 20년 1월 130만 상자로 최대치 달성. 100만 상자 상회 지속



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

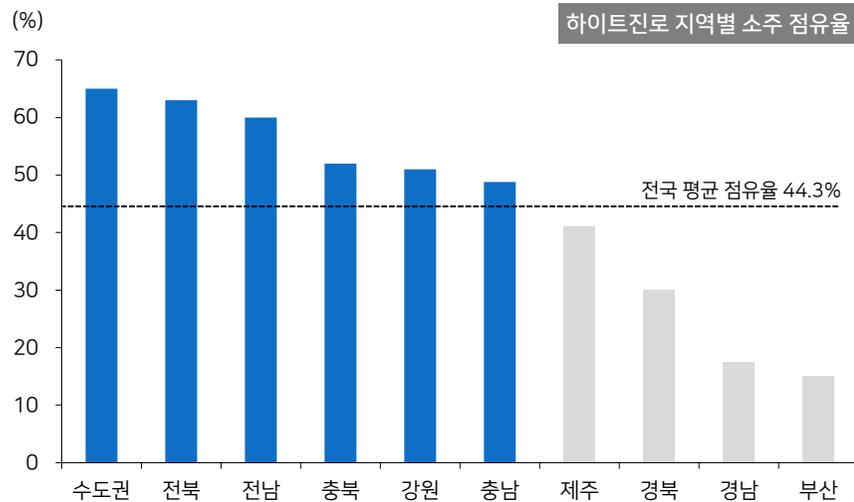
하이트진로 진로이즈백 16.9도 출시로 지방 점유율 확대 가속화 전망

[소주전쟁]

평정(平定), 역사는 만들어 가는 것

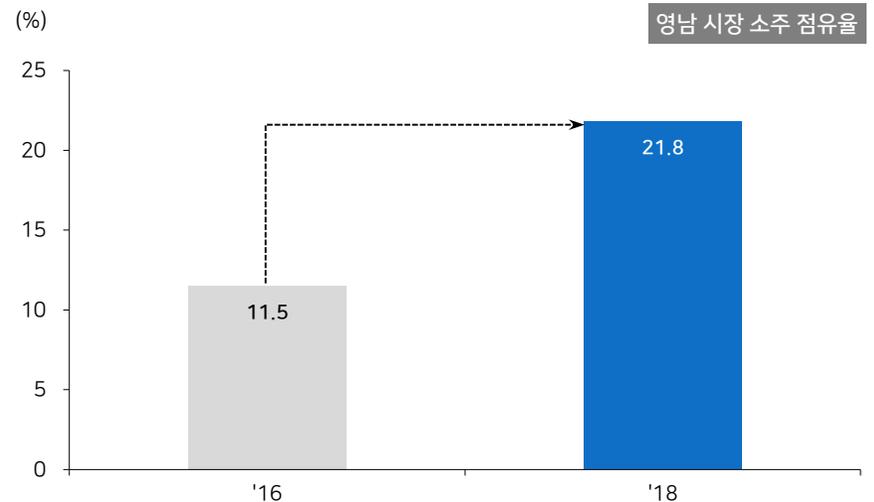
- 하이트진로의 전국 소주 점유율은 2Q20 60~65% 예상. 수도권/전북/전남에서 강세를 보이고 있으며 영남권은(경북, 경남, 부산 등) 약세
- '19.4월 마산 공장 라인 변경으로 소주 2개 라인 가동 시작 및 동시에 진로이즈백(16.9도) 신제품 출시. 16.9도의 진로 제품이 영남권에서 긍정적인 소비자 호응을 얻고 있는 상황
- 저도주화가 지속되며 소주 음용층이 젊은층/여성층으로 변화한 점이 수도권 소주의 저변 확대에 기여하고 있음

하이트진로 전국 소주 점유율은 수도권/전북/전남 강세, 영남권은 약세



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

하이트진로의 영남 시장 소주 점유율 16년 11.5% → 18년 21.8%로 확대

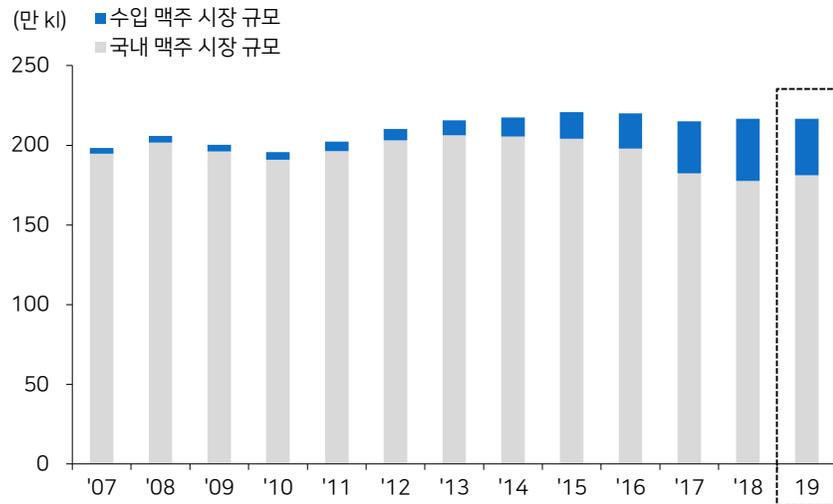


자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 맥주/소주 시장은 성장 정체기, 업체별 점유율 확보가 중요한 상황

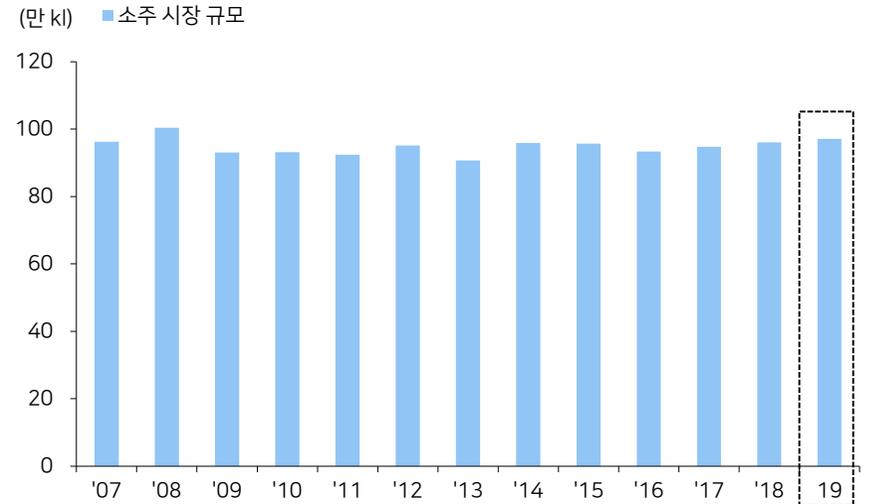
- '00년 이후 완만한 성장세를 지속하던 주류 산업이 '08년을 정점으로 소비가 정체되고 있는 상황. 장기적으로 출산율 저하에 따른 인구 감소가 주류 내수 시장 부진 심화로 이어질 가능성 존재
- 맥주 시장 성장 정체된 가운데 '19년 국내외 급속한 대외 환경 변화로 수입맥주 성장세 둔화. 소주 시장도 최근 5년간 1% 성장률에 그치며 사실상 정체 상태
- 업체별 경쟁이 심화된 가운데, 제품 차별화 전략으로 맥주/소주 시장의 점유율 확보가 중요한 상황

맥주 시장(국내/수입) 규모 추이



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

소주 시장 규모 추이

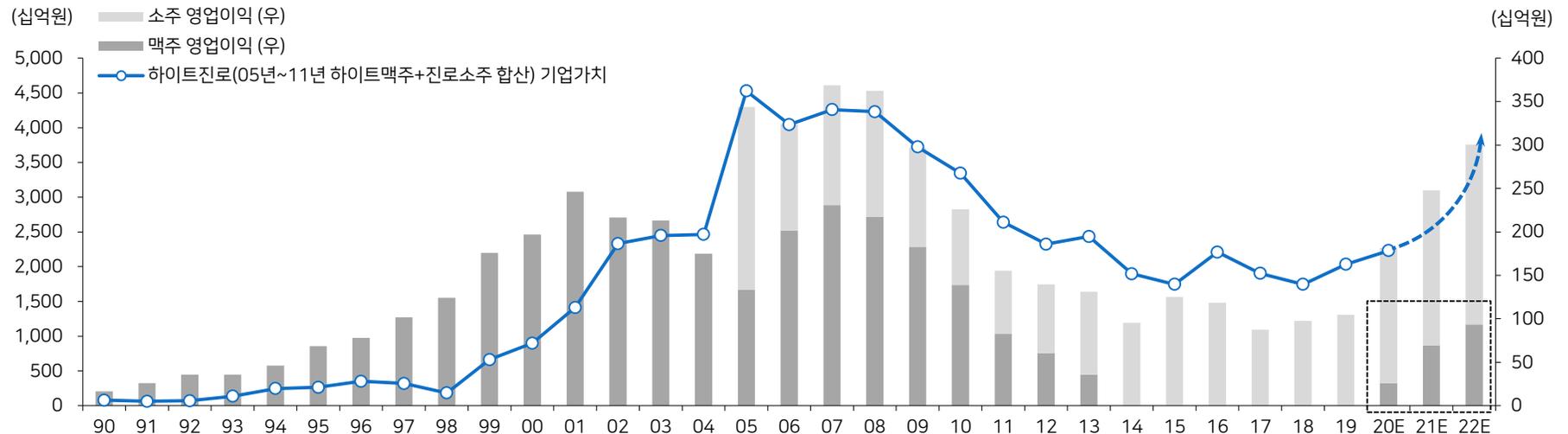


자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 주류기업의 점유율 확대는 실적 성장의 핵심 요인 투자판단의 중요한 포인트

- 하이트진로의 기업가치는 맥주/소주 사업부의 영업이익 변화에 따라 크게 세 가지 국면으로 구분
- ① 하이트 성공 이후 1차 상승기 93년~02년 영업이익 357억원에서 2,165억원으로 506.7% 증가 하이트 맥주 시가총액은 966억원에서 1.7조원으로 1,629.4% 상승
- ② 05년 진로소주 인수, 맥주 영업이익 1,335억원, 소주 영업이익 2,105억원, 하이트맥주 + 진로소주 합산 가치 4.5조원 기록
- ③ 하이트 점유율 축소로 맥주 사업부 부진, 맥주 영업이익 07년 2,307억원에서 18년 289억원 적자로 감소하며 기업가치는 1~1.5조원까지 급락

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

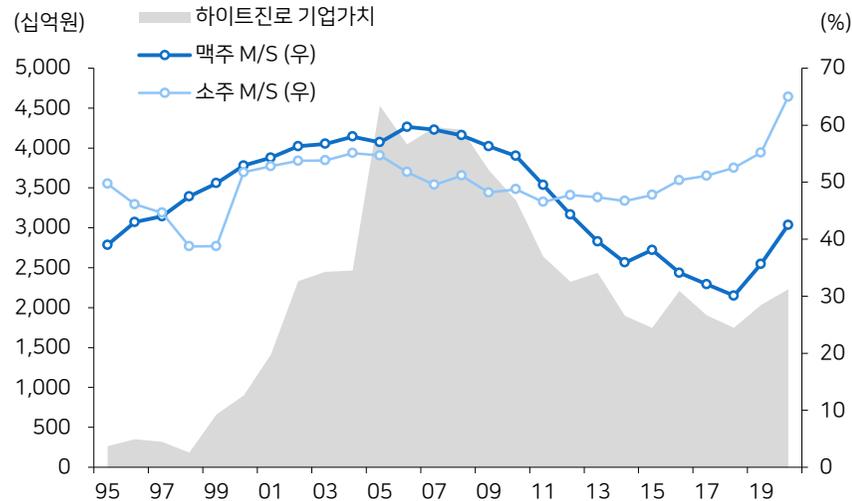


주: 90~05년 하이트맥주 기업가치, 05년~11년 하이트맥주+진로소주 기업가치, 11년 이후 하이트진로 기업가치
자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 맥주/소주 점유율과 하이트진로 기업가치 변화 과거 사례 분석

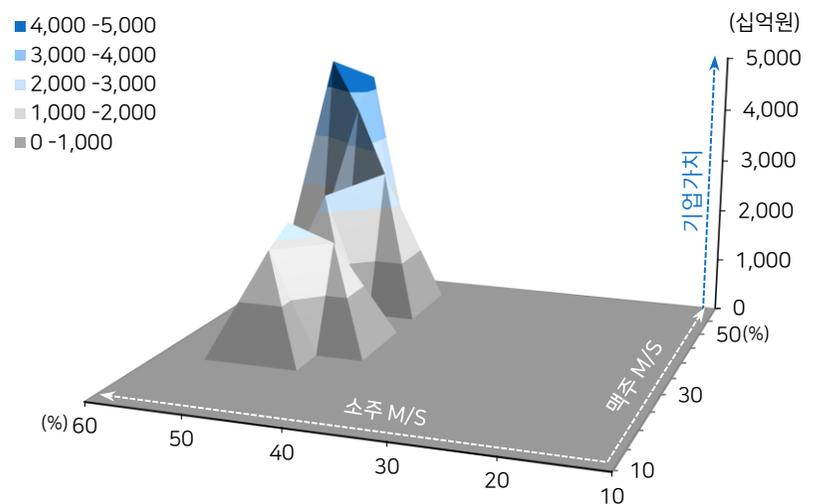
- 하이트진로의 기업가치와 맥주/소주 점유율 변화를 비교, 맥주 점유율은 최저 30%에서 최고 60% 범위에서 변동. 소주 점유율은 최저 39%에서 최고 55% 범위에서 변동
- 점유율 상승기 및 진로소주 인수로 기업 가치가 최대로 확대되었던 시기. 05년 맥주 점유율 57%, 소주 점유율 55% 달성하며 기업가치 4.5조원 기록
- 맥주/소주 점유율 동반 하락으로 부진, 15년 맥주 점유율 30%, 소주 점유율 53% 기록하며 기업가치 1.7조원으로 하락

하이트진로 맥주 점유율 범위 30~60%, 소주 점유율 과거 상단 55% 돌파



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

05년 맥주 점유율 57%, 소주 점유율 55% 달성하며 기업가치 4.5조원 기록



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 하이트진로 맥주/소주 점유율 변동에 따른 영업이익/기업가치 민감도 분석

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

- 2020년 예상 점유율은 맥주 40%, 소주 60%. 맥주+소주 합산 영업이익은 1,814억원으로 전망, 부문별 영업이익은 맥주 258억원, 소주 1,556억원. 기타 및 연결조정 감안한 전체 연결 영업이익은 1,791억원
- 가동률은 각각 60.0%, 61.7%로 가동률 상승에 따른 민감도 반영 시 맥주 영업이익률 3.1%, 소주 영업이익률 12.3% 전망. 영업외비용 345억원, 법인세율 24.2% 예상
- 적정가치는 12M Fwd 순이익 1,213억원에 PER 23배 적용한 2.8조원, 적정주가는 40,000원으로 8.0% 상향. 향후 맥주 점유율 5% 상승에 따른 기업 가치 변화 7,000~9,000억원, 소주 점유율 5% 상승에 따른 기업가치 변화 4,000~6,000억원 예상

하이트진로 맥주/소주 점유율 변동에 따른 영업이익 민감도 분석

(십억원)	소주 M/S(%)										
	40	45	50	55	60	65	70	75	80	85	
10	-3	15	36	59	81	108	138	170	205	241	
15	-5	14	34	57	79	107	137	169	203	240	
20	1	20	41	64	85	113	143	175	209	246	
25	15	33	54	77	99	126	156	188	223	260	
30	36	54	75	98	120	147	177	209	244	281	
35	64	83	103	126	148	176	205	238	272	309	
40	97	116	136	160	181	209	239	271	305	342	
45	140	159	179	202	224	252	282	314	348	385	
50	190	209	230	253	274	302	332	364	398	435	
55	248	266	287	310	332	360	389	422	456	493	
60	313	331	352	375	397	425	454	487	521	558	
65	385	404	425	448	470	497	527	559	593	630	
70	465	484	504	527	549	577	607	639	673	710	
75	487	506	526	549	571	599	629	661	695	732	
80	509	527	548	571	593	620	650	682	717	753	
85	529	548	569	592	614	641	671	703	737	774	
90	550	568	589	612	634	661	691	723	758	795	
95	570	588	609	632	654	681	711	743	778	814	
100	589	607	628	651	673	700	730	762	797	834	

자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

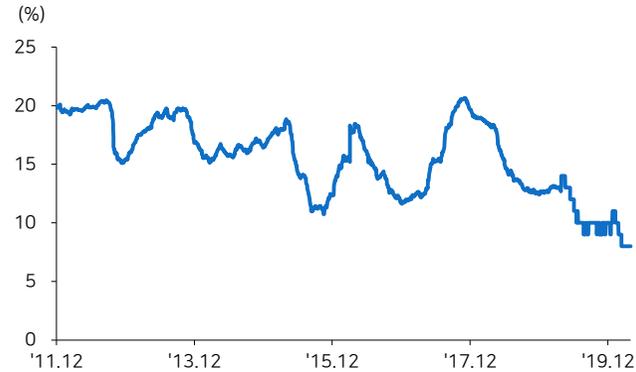
하이트진로 맥주/소주 점유율 변동에 따른 기업가치 민감도 분석

(십억원)	소주 M/S(%)										
	40	45	50	55	60	65	70	75	80	85	
10	-621	-342	-32	370	752	1,230	1,750	2,311	2,912	3,554	
15	-640	-361	-54	348	729	1,208	1,728	2,288	2,890	3,531	
20	-547	-269	52	454	836	1,315	1,835	2,395	2,996	3,638	
25	-342	-64	288	690	1,072	1,551	2,070	2,631	3,232	3,874	
30	-25	253	653	1,055	1,437	1,915	2,435	2,995	3,597	4,239	
35	404	682	1,146	1,548	1,930	2,409	2,929	3,489	4,090	4,732	
40	908	1,186	1,725	2,127	2,509	2,988	3,508	4,068	4,669	5,311	
45	1,557	1,836	2,472	2,874	3,256	3,735	4,255	4,815	5,416	6,058	
50	2,666	2,987	3,348	3,750	4,132	4,611	5,130	5,691	6,292	6,934	
55	3,671	3,991	4,352	4,754	5,136	5,615	6,135	6,695	7,296	7,938	
60	4,804	5,125	5,486	5,888	6,270	6,749	7,268	7,829	8,430	9,072	
65	6,066	6,387	6,748	7,150	7,532	8,011	8,531	9,091	9,692	10,334	
70	7,458	7,778	8,139	8,541	8,923	9,402	11,216	11,850	12,529	13,255	
75	7,840	8,160	8,521	8,923	9,305	9,784	11,648	12,281	12,961	13,687	
80	8,213	8,533	8,894	9,296	9,678	10,157	12,069	12,703	13,382	14,108	
85	8,576	8,897	9,258	9,660	10,042	10,521	12,481	13,114	13,794	14,519	
90	8,931	9,252	9,613	10,015	10,397	10,876	12,882	13,515	14,195	14,920	
95	9,277	9,597	9,959	10,361	10,743	11,222	13,273	13,906	14,586	15,311	
100	9,614	9,934	10,295	10,697	11,079	11,558	13,653	14,287	14,966	15,692	

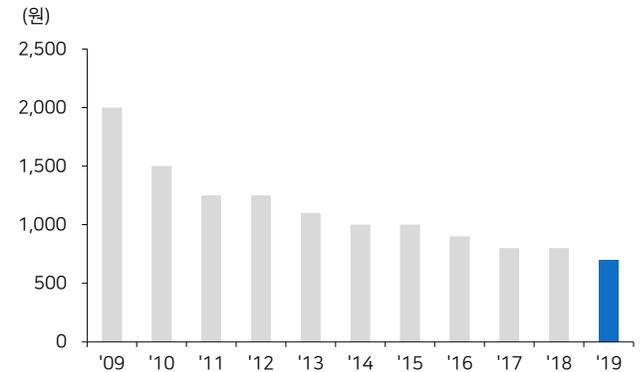
자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 하이트진로 관련 재무/비재무 DATA

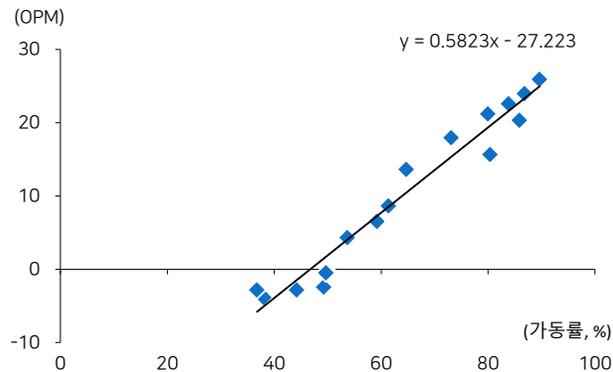
하이트진로 외국인 지분을 추이



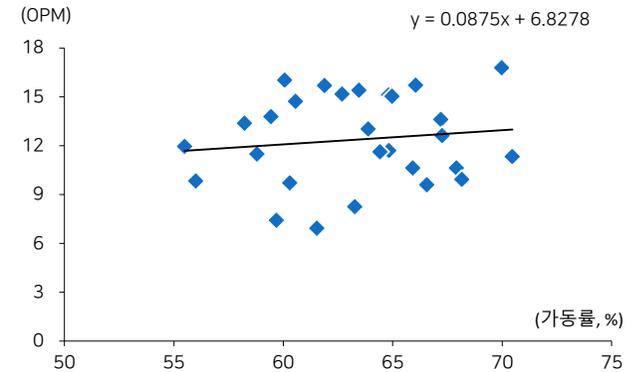
하이트진로 DPS 추이



하이트진로 맥주 가동률과 맥주 OPM 민감도



하이트진로 소주 가동률과 소주 OPM 민감도



자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 주류시장 최전선(最前線) 팩트체크 식당리스트

여의도	업종	19년 9월		20년 4월		19년 9월		20년 4월		코로나19 이전대비
		테라	카스	테라	카스	참이슬+진로	처음처럼	참이슬+진로	처음처럼	
북000	찜닭	0	100							
여000000	장어	70	30	67	33	90	10	67	33	75.0
북00	삼겹살	100	0	100	0			80	20	40.0
e0000	해전탕	80	20							
낙000000	횃집	70	30	77	23	50	50	70	30	55.0
벽0	갈매기	70	30	50	50			50	50	60.0
한00000	삼겹살	70	30	80	20	60	40	80	20	35.0
평00	이북음식	100	0	60	40	90	10	70	30	40.0
권00	횃집	100	0	100	0	100	0	100	0	35.0
대0000	삼겹살	80	20	83	17	70	30	77	23	35.0
강000000	해산물	80	20	90	10	80	20	90	10	33.0
해000	해전탕	70	30	60	40	70	30	70	30	55.0
두00	삼겹살	75	25	80	20	80	20	80	20	80.0
차00	중식당	80	20	75	25	70	30	90	10	35.0
해000000	찜닭	50	50	50	50			67	33	35.0
0000	낙구새	90	10	70	30			70	30	70.0
대0000	부대찌개	80	20	67	33			67	33	60.0
대0000	중식당			70	30			70	30	25.0
만00	한식			70	30			80	20	10.0
마0	한식			70	30			70	30	50.0
원00000	한식			50	50			60	40	35.0
여000000	해산물			100	0			80	20	45.0
구000	한식			100	0			67	33	70.0
다000	한식			91	9			80	20	50.0
한000000	한식			90	10			80	20	60.0
여의도 평균		74.4	25.6	76.1	23.9	75.5	24.5	74.5	25.5	47.3
강남	업종	19년 9월		20년 4월		19년 9월		20년 4월		코로나19 이전대비
		테라	카스	테라	카스	참이슬+진로	처음처럼	참이슬+진로	처음처럼	
마0000	갈매기	30	70			70	30			
평000000	순대국	60	40	60	40	100	0	100	0	30.0
가0000000	족발	60	40	50	50	80	20	50	50	40.0
동00	껌데기	50	50	70	30	50	50	80	20	50.0
미000000	해산물	50	50	60	40	90	10	70	30	40.0
황0000	소고기	70	30			20	10			
강0000000	횃집	70	30			50	50			
산0000000	곱창	50	50	70	30	70	30	90	10	60.0
북0000	소고기	0	100	60	40	75	25	80	20	40.0
이00	소고기	40	60			55	45			
오00000	횃집	100	0	80	20	100	0	90	10	20.0
해00000000	삼겹살	30	70			70	30			
북000	삼겹살	100	0	100	0	70	30	90	10	45.0
마0000	돼지갈비	30	70			50	50			
진0000	곱창	0	100	60	40	60	40	70	30	60.0
더00	막창	50	50			70	30			
유000000	삼겹살	100	0	60	40	90	10	80	20	45.0
유0000	육회	100	0			60	40			
포00000	포차			80	20			90	10	30.0
강0000	한식			50	50			60	40	45.0
북000000	한식			70	30			60	40	30.0
신00000000	포차			100	0			80	20	30.0
김00000000	곱창			100	0			80	20	60.0
정0000000	곱창			40	60			70	30	70.0
대0000000	삼겹살			0	100			60	40	35.0
강남 평균		55.0	45.0	65.3	34.7	68.3	27.8	76.5	23.5	42.9
전체 평균		64.7	35.3	70.7	29.3	71.9	26.2	75.5	24.5	45.1

자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 음식료 신제품 키팩터와 기업가치 상승 사례 분석: 삼양식품, 크라운해태

- ① 삼양식품 기업가치 상승의 키팩터는 불닭볶음면 수출 매출액, 기업가치 상승 기간은 16년 8월 ~ 18년 6월로 약 22개월. 기업가치 상승폭은 297%였으며, 수출 라면 매출액은 분기 기준 302억원 → 651억원으로 116% 증가. 동기간 영업이익은 253억원 → 552억원으로 118% 증가. PER 밸류에이션 기준 11배 → 23배로 확대
- ② 크라운해태 기업가치 상승의 키팩터는 허니버터칩+허니통통 매출액, 기업가치 상승 기간은 14년 10월 ~ 15년 7월로 약 9개월. 기업가치 상승폭은 332%였으며, 동기간 신제품 매출액은 172% 증가, 영업이익은 628억원 → 874억원으로 39% 증가. PER 밸류에이션 기준 11.8배 → 28.5배로 확대

삼양식품 불닭볶음면 수출 매출액이 기업가치 상승의 키팩터



자료: 삼양식품, 메리츠증권 리서치센터

크라운해태 신제품 허니버터칩+허니통통 매출액이 기업가치 상승의 키팩터

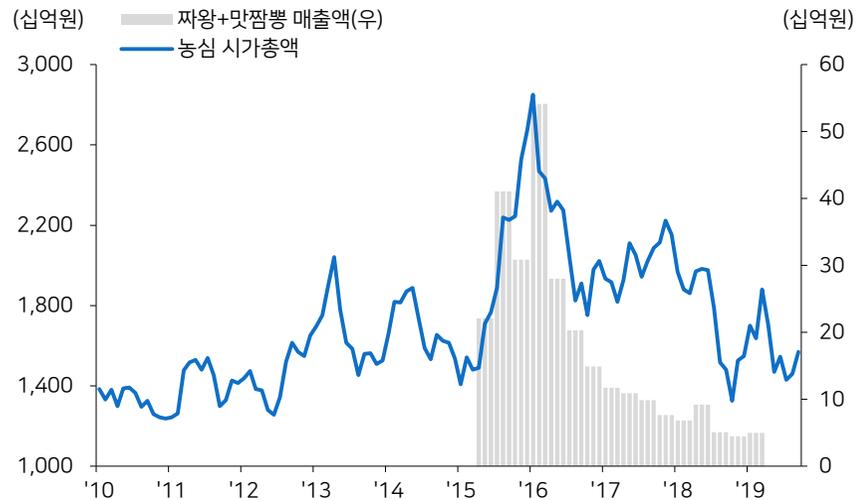


자료: 크라운해태, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 음료 신제품 키팩터와 기업가치 상승 사례 분석: 농심, 오뚜기

- ③ 농심 기업가치 상승의 키팩터는 짜왕, 맛짬뽕 매출액, 기업가치 상승 기간은 15년 4월 ~ 16년 1월로 약 9개월. 기업가치 상승폭은 91% 였으며, 동기간 신제품 매출액은 145% 증가, 영업이익은 735억원 → 1,183억원으로 39% 증가. PER 밸류에이션 기준 14.6배 → 27.9배로 확대
- ④ 오뚜기 기업가치 상승의 키팩터는 진짬뽕 매출액, 기업가치 상승 기간은 14년 12월 ~ 16년 1월로 약 13개월. 기업가치 상승폭은 191% 였으며, 동기간 신제품 매출액은 140% 증가, 영업이익 1,284억원 → 1,334억원으로 4% 증가. PER 밸류에이션 기준 16.0배 → 41.9배로 확대

농심 신제품 짜왕+맛짬뽕 매출액이 기업가치 상승의 키팩터



자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

오뚜기 신제품 진짬뽕 매출액이 기업가치 상승의 키팩터



자료: 오뚜기, 메리츠증권 리서치센터

Part IV

식품 산업과 COVID-Normal

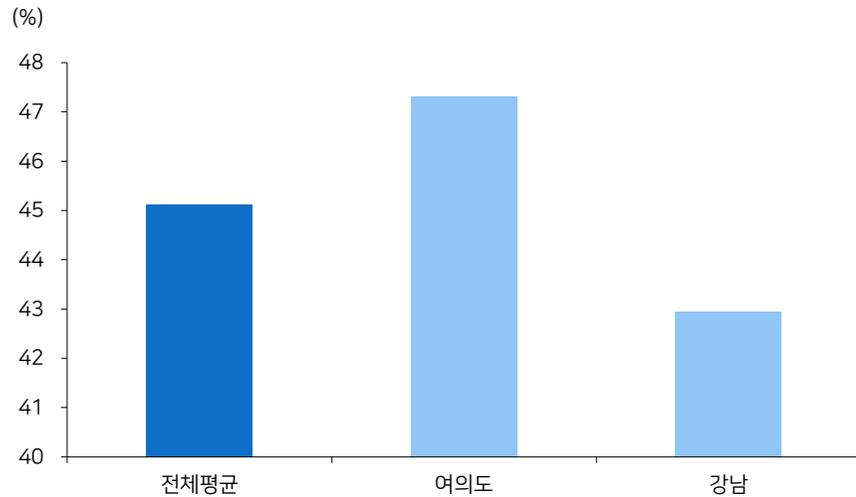


주류 시장 최전선(最前線) 팩트체크, 서울 주요지역 COVID-19 영향 설문 조사

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

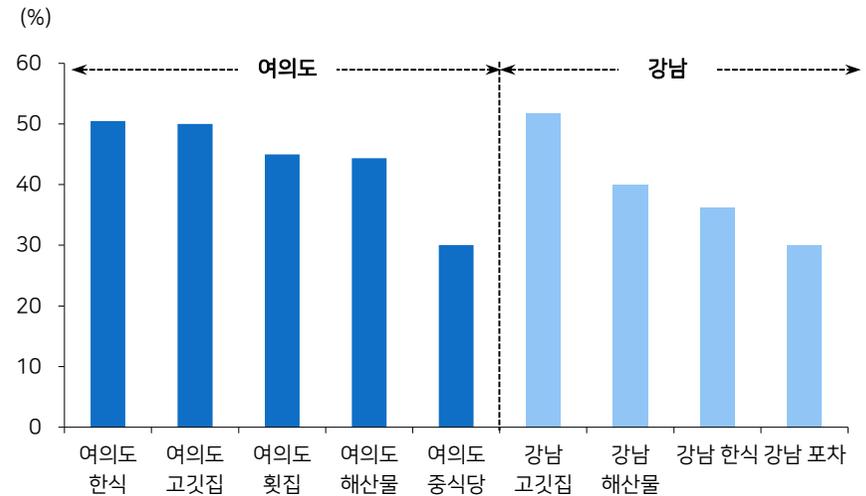
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- 서울 주요 지역(강남, 여의도) 식당 코로나19 이슈에 따른 식당 매출/손님 피해 여부 설문 조사
 - 소비자 인지도가 높은 식당의 경우 코로나19 이전 수준의 매출/손님의 70~80%를 회복. 다만 대부분의 식당의 경우 40~50% 수준의 회복률을 보이며 고전중
 - 인터뷰 결과 4월 중순 이후 체감회복률이 높다는 점이 긍정적이며, 5월 사회적 거리두기 완화와 함께 7~8월 주류 성수기 시즌까지 회복 가속화 전망

코로나19 이후 서울 주요 지역 식당의 손님 회복률 여의도/강남 평균 45.1%



자료: 메리츠증권 리서치센터

코로나19 이후 서울 주요 지역 식당의 손님 회복률, 지역별/업종별 분류

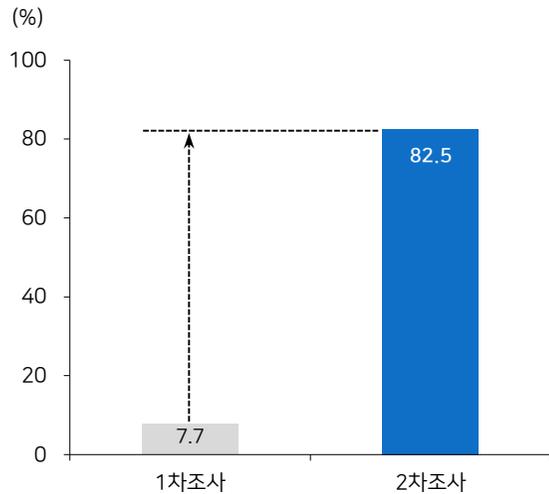


자료: 메리츠증권 리서치센터

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

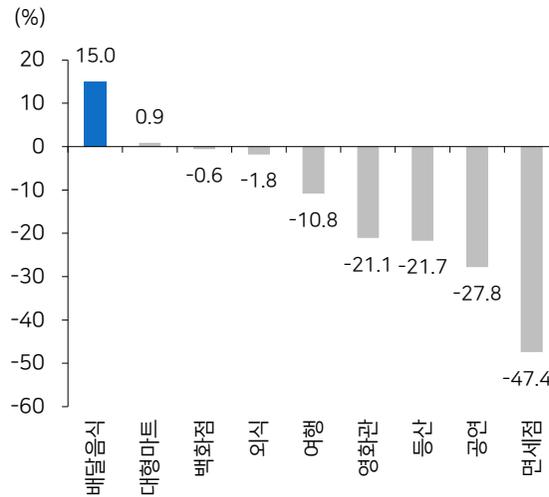
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- '외식을 줄인다'에 대한 응답률 1차조사(2/8~2/10일) 7.7% → 2차조사(4/2~4/4일) 82.5%로 확대. 단순 식사 목적의 외식보다 사교 목적의 외식이 감소하는 현상이 두드러짐
 - 대면 접촉 기피 현상으로 배달음식 선호도 증가. 주요 산업군 게시글 수 전년비 증감률 조사 결과 '배달 음식' 게시글 수 +15.0% 고성장. 집객 유도 업체인 백화점, 영화관, 면세점 등은 게시글 수 감소세

COVID-19 이후 '외식을 줄인다'에 대한 응답률



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

대면 접촉 기피 현상으로 배달음식 선호 현상 부각



자료: Nielsen Buzzword, 메리츠증권 리서치센터

배달음식 서비스 거래액 추이

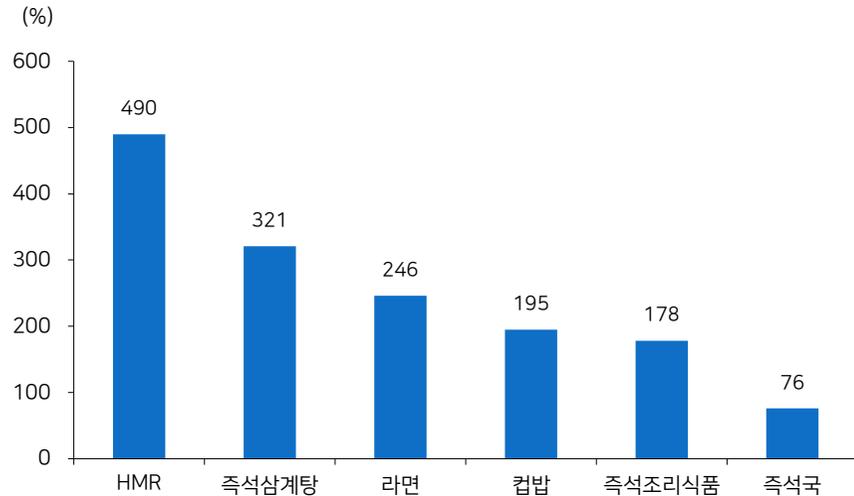


자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

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

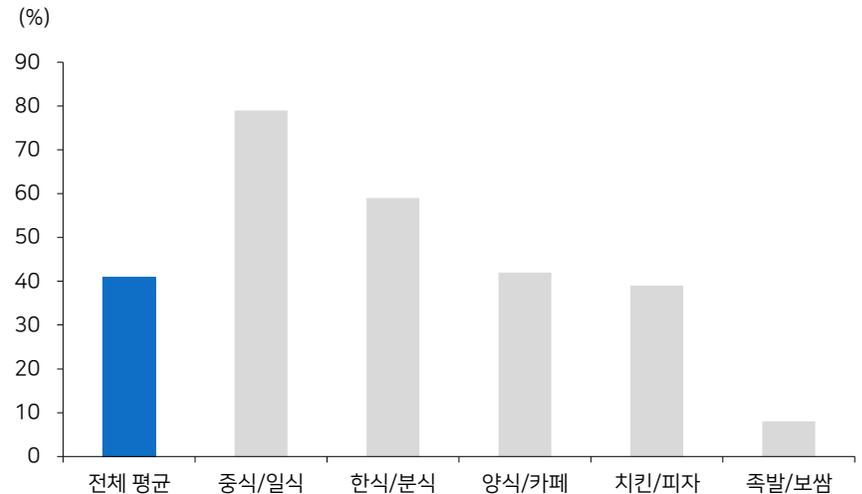
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- 집밥 선호 현상이 심화되며 가정간편식(HMR) 제품 매출 증가세가 두드러지는 상황. 위메프 '20.2월(1/28~2/27일) HMR 제품 매출이 전년비 490% 증가. 품목별로 즉석삼계탕 +321%, 라면 +246%, 컵밥 +195%, 즉석조리식품 +178%, 즉석국 +76%
 - 위메프 배달 픽업 서비스인 '위메프오' 배달 주문 매출도 +41.7% 증가. COVID-19가 확산됐던 2월 한 달간 외출을 자제하는 분위기와 개학 연기 및 재택근무로 인한 내식 문화 형성에 기인

20년 2월(1/28~2/27일) 위메프 전년비 매출 증가율



자료: 위메프, 메리츠증권 리서치센터

20년 2월(1/28~2/27일) 위메프오 배달 음식 매출 증가율

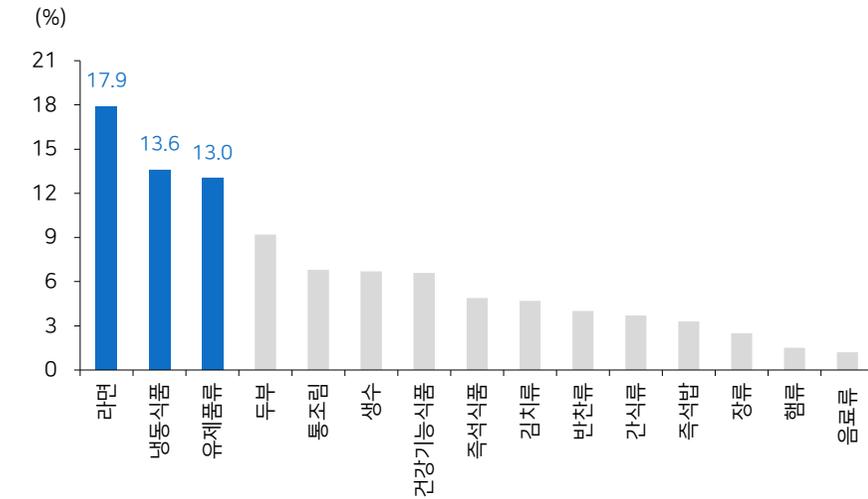


자료: 위메프, 메리츠증권 리서치센터

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

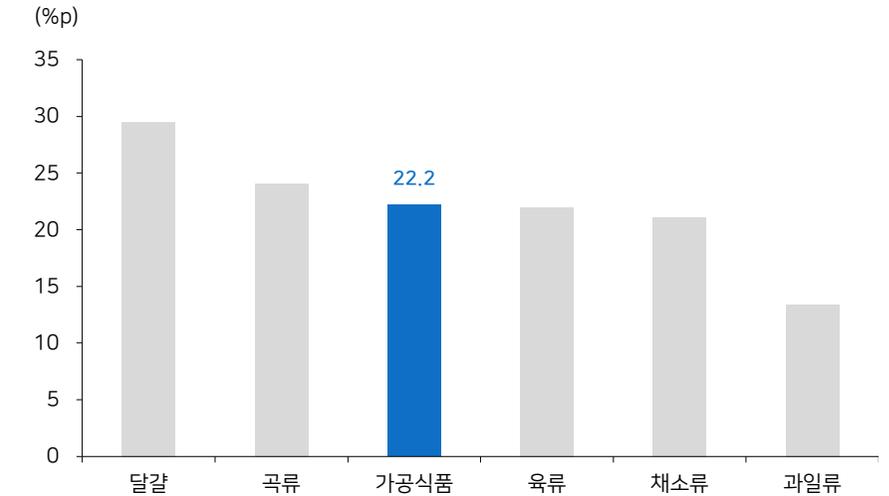
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- COVID-19 이후 농식품 구매 패턴 조사 결과, 신선 농산물 내 쌀 구매 비중 16.1%로 1위, 가공식품 내 구매 비중은 1위 라면(17.9%), 2위 냉동식품(13.6%), 3위 유제품류(13.0%) 기록
 - 채소/과일 품목은 외식/급식 수요 감소에도 불구하고 내식(가정식) 수요가 증가하며 평년 수준의 공급을 충족
 - COVID-19 이후 농식품 구매 패턴 조사 결과, '농식품 사서 직접 조리'의 비율이 83.0%로 집밥 선호 현상 부각. 장기 보관이 가능한 달걀, 곡류 등의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

가공식품 구매 비중 - 1위 라면, 2위 냉동식품, 3위 유제품



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

장기 보관이 가능한 신선 농산물과 가공식품 구매 증가



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

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

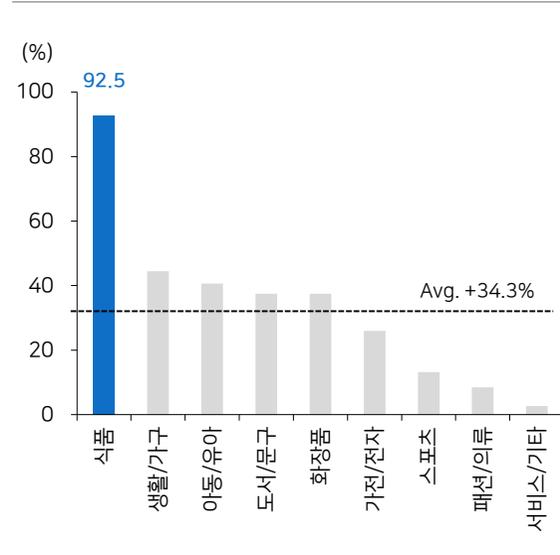
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- '20.2월 대면 접촉 기피 현상으로 온라인 유통 거래액은 전품목에서 평균 +34.3% 증가. 품목별로는 식품 거래액 증가율이 현저히 높은 수준. 식품 +92.5%, 생활/가구 +44.5%, 아동/유아 +40.6%, 도서/문구 +37.5%, 화장품 +37.5%, 가전/전자 +26.0%, 스포츠 +13.2%, 패션/의류 +8.5%, 서비스/기타 +2.7%
 - 온라인 식품 거래 비중은 21.7%로 타 카테고리 대비 높은 수준
 - COVID-19 확산이 온라인 식품 구매 경험을 일으키며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

20년 2월 온라인 품목별 거래액 증가율

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

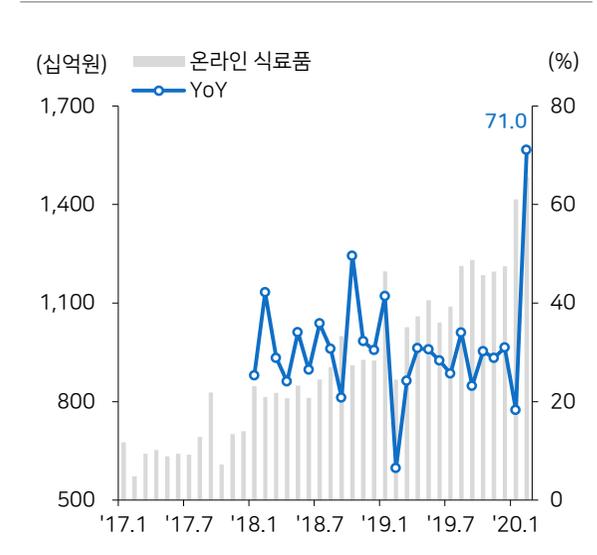
자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

20년 2월 온라인 식품군 전년비 거래액 증가율



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

최근 3년간 온라인 식료품 거래액



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

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

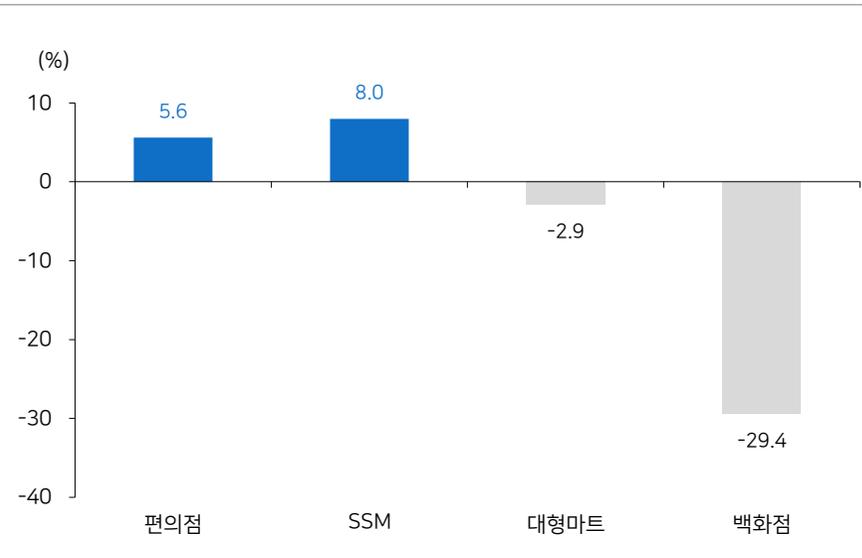
- 식품 산업 COVID-19 영향 분석
- 오프라인 매장의 경우 COVID-19 확산에 의한 대면 접촉 기피 현상으로 부정적 타격 불가피
 - '20.2월 오프라인 식품 거래액은 편의점 +5.6%, SSM +8.0, 대형마트 -2.9%, 백화점 -29.4%. 소비자와의 물리적 접점이 많고 가까우며, 상대적으로 소규모 형태인 편의점과 SSM 중심의 판매 채널 선호

20년 2월 오프라인 품목별 거래액 증가율 및 품목별 거래비중

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

자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

20년 2월 오프라인 식품군 전년비 거래액 증가율



자료: 농촌진흥청, 메리츠증권 리서치센터

음식료 1Q20 실적 부각되며 낙폭 만회, 2Q20 실적 소비회복에 따른 추가성장 예상

- 식품 산업 COVID-19 영향 분석**
- 13~15년 음식료 섹터 상승 요인 ①경기민감섹터의 실적 부진, ②12~15년 곡물가 장기 하락, ③대형 신제품 성공(짜왕, 진짬뽕, 순하리, 허니버터칩 등), ④식재유통/HMR/중국시장 등 구조적 Q 성장
 - 20년 음식료 섹터 낙폭 만회 요인 ①코로나19 이슈에도 견조한 1분기 실적(주요 대형주 CJ제일제당, 오리온, 농심, 하이트진로 실적 컨센서스 상회 예상), ②2Q20 식품 소비 회복 예상되며 경기민감섹터 실적 부진에도 양호한 실적 흐름 이어갈 전망, ③경기방어 성격 및 실적 안정성 재확인

코스피, 음식료 시가총액 비교, 음식료 3월 급락 이후 만회



자료: 메리츠증권 리서치센터

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



자료: 메리츠증권 리서치센터

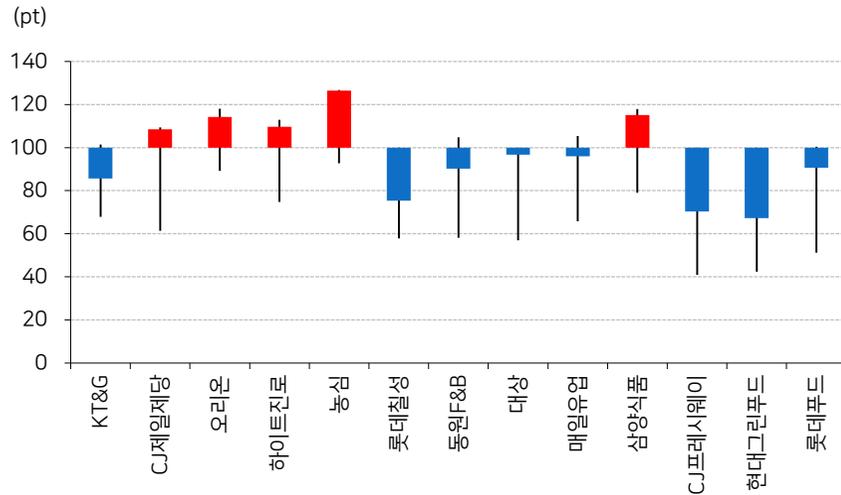
주요 종목 저점 대비 낙폭 만회 후 개별 모멘텀이 강한 종목 중심으로 연초 대비 상승세

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

식품 산업 COVID-19 영향 분석

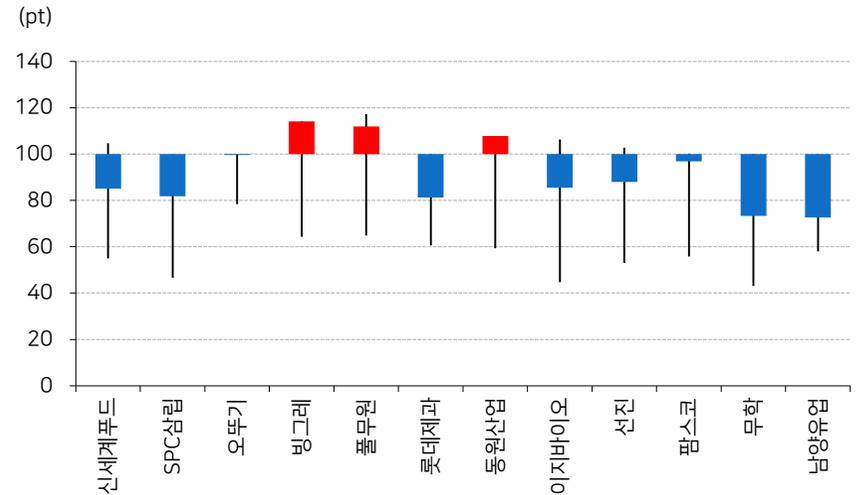
- 대형주 농심, 오리온, 하이트진로, CJ제일제당 연초 대비 상승세. 코로나19 이슈가 기회 요인으로 작용한 농심(라면 가수요)/오리온(경쟁사 생산/유통 차질) 연초 대비 각각 +26.4%, +14.2% 상승
- 1Q20 실적 선방에 이어 2Q20 실적 고성장이 예상되는 하이트진로(매출 성장 및 마케팅비 절감), CJ제일제당(B2B 식품 회복/해외바이오 실적 기여) 연초 대비 각각 +9.7%, +8.5% 상승
- 삼양식품 3~4월 양호한 라면 수출 부각 +15.1%, 빙그레 해태빙과사업 M&A 이슈 +14.1%, 풀무원 미국 법인 적자 축소 기대 +12.0%, 동원산업 어가 상승 반영 +7.8%

음식료 시총 상위 주요 종목 연초대비 주가 퍼포먼스



자료: 메리츠증권 리서치센터

음식료 시총 하위 주요 종목 연초대비 주가 퍼포먼스



자료: 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
하이트진로(000080)	Buy	40,000원
CJ제일제당(097950)	Buy	380,000원
오리온(271560)	Buy	150,000원
농심(004370)	Buy	370,000원
매일유업(267980)	Buy	115,000원
KT&G(033780)	Buy	107,000원
롯데칠성(005300)	Buy	160,000원
CJ프레시웨이(051500)	Buy	34,000원
현대그린푸드(005440)	Buy	15,000원
롯데푸드(002270)	Buy	600,000원

하이트진로(000080) 주류전쟁 진격(進擊), 무승부는 없다

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

Buy

적정주가(12개월)	40,000원
현재주가 (4월 28일)	31,800원
상승여력	25.8%
KOSPI	1,934.09pt
시가총액	22,302억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.59%
외국인비중	8.21%
52주 최고/최저가	32,750원/19,500원
평균거래대금	151.7억원

주요주주(%)		
하이트진로홀딩스 외 9인		53.81
국민연금공단		7.59
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	24.7	10.8
6개월	13.6	22.9
12개월	58.2	78.3



신제품 테라/진로 매출액 MoM 성장이 주류 성수기인 하반기까지 이어지는 강력한 주가상승 모멘텀 보유

- 맥주 신제품 테라 '20.1월 280만 상자 판매 후 코로나19 기간에도 월 판매 200만 상자 상회 순항 중
- 소주 신제품 진로 '20.1월 130만 상자 판매 후 코로나19 기간에도 월 판매 100만 상자 상회 순항 중
- 여의도/강남 주류시장 최전선 펙트체크 점유율 조사 결과 테라 70.7%, 참이슬+진로 75.5%

주류 기업의 점유율 확대는 실적 성장의 핵심 요인으로 투자 판단의 중요한 포인트

- 일본 맥주전쟁 100년의 교훈: 아사히 맥주 점유율은 Super Dry 출시전후 10% → 40%로 확대, 1위 탈환
- 테라 출시 후 차별화된 신제품에 대한 단일 브랜드 집중 및 일관된 브랜드 이미지 형성 M/S 확대 주요인
- 하이트진로 점유율 상승기+진로소주 인수로 05년 기업가치 4.5조원 도달(맥주 M/S 57%, 소주 M/S 55%)

투자의견 Buy, 기간변경을 반영 적정주가는 40,000원으로 8.1% 상향

- 20년 예상 점유율은 맥주 40%, 소주 60%. 12M Fwd 순이익 1,213억원, 적정 PER 23배 적용
- 주류 기업의 점유율 확대는 실적 성장의 핵심 요인으로 투자 판단의 중요한 포인트

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,885.6	90.4	22.3	304	81.0	16,301	54.7	1.0	8.6	1.9	194.9
2019	2,035.1	88.3	-42.4	-616	-302.9	14,488	-	2.0	13.0	-	216.6
2020E	2,239.3	179.2	109.6	1,548	-351.3	15,241	20.5	2.1	11.6	10.3	214.0
2021E	2,391.4	248.9	163.1	2,312	49.3	16,746	13.8	1.9	8.9	14.3	192.7
2022E	2,555.0	301.7	203.2	2,883	24.7	18,812	11.0	1.7	7.3	16.0	166.5

하이트진로[000080] 실적 전망

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	423.0	524.4	529.1	558.6	2,035.1	475.7	576.7	583.0	603.9	2,239.3	2,391.4	2,555.0
맥주	139.1	190.5	212.2	184.8	726.6	166.9	215.3	239.7	198.7	820.6	898.3	983.4
소주	251.7	291.2	277.4	336.1	1,156.5	275.7	317.4	302.4	366.4	1,261.8	1,331.2	1,404.4
생수	19.7	25.3	27.5	24.0	96.4	20.7	26.5	28.8	25.2	101.3	106.3	111.6
기타	12.4	17.4	12.0	13.6	55.5	12.4	17.4	12.0	13.6	55.5	55.5	55.5
(% YoY)	0.5	6.3	5.8	18.4	7.9	12.5	10.0	10.2	8.1	10.0	6.8	6.8
맥주	-6.1	-0.7	1.4	12.1	1.8	20.0	13.0	13.0	7.5	12.9	9.5	9.5
소주	2.8	8.7	9.2	23.1	11.2	9.5	9.0	9.0	9.0	9.1	5.5	5.5
생수	28.8	28.8	18.6	25.6	24.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	1.6	25.1	-12.8	-7.3	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-4.2	10.6	49.2	32.7	88.2	34.7	33.2	59.1	52.2	179.1	248.9	301.7
맥주	-20.5	-17.1	-3.9	-1.7	-43.1	-1.7	-11.8	24.5	14.9	25.8	69.6	93.6
소주	18.6	26.9	50.5	32.5	128.4	37.2	46.0	33.9	38.5	155.6	178.4	207.1
생수	-0.9	1.7	1.0	0.7	2.5	1.1	0.7	1.2	0.6	3.6	3.6	3.8
기타	-0.5	0.2	1.9	0.7	2.3	-0.5	-0.1	1.0	-0.2	0.2	0.2	0.2
조정 및 제거	-0.9	-1.1	-0.3	0.6	-1.8	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-6.0	-2.8	-2.8
(% YoY)	적전	-60.5	67.9	85.5	-2.4	흑전	213.8	20.1	59.8	103.0	38.9	21.2
맥주	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	169.2	34.5
소주	-34.5	-20.3	102.7	5.1	8.9	99.9	71.2	-32.9	18.5	21.2	14.7	16.1
생수	적지	흑전	778.9	흑전	흑전	흑전	-60.8	25.9	-12.7	44.1	0.0	5.0
기타	적지	흑전	63.6	흑전	1,527.4	적지	적전	-46.7	적전	-93.2	0.0	0.0
영업이익률(%)	-1.0	2.0	9.3	5.9	4.3	4.1	4.5	11.8	9.3	8.0	10.4	11.8
맥주	-14.8	-8.9	-1.8	-0.9	-5.9	-1.0	-5.5	10.2	7.5	3.1	7.7	9.5
소주	7.4	9.2	18.2	9.7	11.1	13.5	14.5	11.2	10.5	12.3	13.4	14.7
생수	-4.4	6.8	3.5	2.8	2.6	5.3	2.5	4.2	2.3	3.5	3.4	3.4
기타	-3.9	1.1	15.9	5.0	4.1	-3.9	-0.8	8.5	-1.8	0.3	0.3	0.3
지배순이익	-13.8	-29.2	25.9	-25.1	-42.3	20.3	19.6	36.7	33.0	109.6	163.2	203.3
(% YoY)	적전	적전	174.5	적전	적전	흑전	흑전	41.9	흑전	흑전	48.9	24.5
지배순이익률(%)	-3.3	-5.6	4.9	-4.5	-2.1	4.3	3.4	6.3	5.5	4.9	6.8	8.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

하이트진로(000080)

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,885.6	2,035.1	2,239.3	2,391.4	2,555.0
매출액증가율 (%)	-0.2	7.9	10.0	6.8	6.8
매출원가	1,123.8	1,163.2	1,273.6	1,352.9	1,437.8
매출중이익	761.9	871.8	965.7	1,038.5	1,117.2
판매관리비	671.4	783.6	786.5	789.6	815.5
영업이익	90.4	88.3	179.2	248.9	301.7
영업이익률	4.8	4.3	8.0	10.4	11.8
금융손익	-36.1	-44.1	-30.5	-30.0	-30.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-12.4	-43.7	-4.0	-3.5	-3.5
세전계속사업이익	42.0	0.5	144.6	215.4	268.2
법인세비용	19.7	42.8	35.0	52.1	64.9
당기순이익	22.3	-42.4	109.6	163.2	203.3
지배주주지분 순이익	22.3	-42.4	109.6	163.1	203.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,065.0	782.3	889.2	941.0	990.3
현금및현금성자산	291.0	144.2	199.4	206.3	207.5
매출채권	456.9	373.8	404.1	430.4	458.6
재고자산	166.0	177.3	191.7	204.1	217.5
비유동자산	2,363.2	2,488.6	2,523.3	2,555.1	2,584.7
유형자산	2,053.1	2,052.1	2,092.6	2,130.1	2,164.8
무형자산	186.8	174.8	166.2	158.2	150.5
투자자산	52.1	51.9	54.7	57.1	59.7
자산총계	3,428.1	3,270.9	3,412.5	3,496.0	3,575.0
유동부채	1,668.5	1,358.9	1,427.4	1,436.8	1,400.4
매입채무	112.0	136.6	147.7	157.3	167.6
단기차입금	439.5	316.3	316.3	266.3	216.3
유동성장기부채	0.0	25.2	25.2	25.2	25.2
비유동부채	597.3	878.8	898.2	865.0	832.9
사채	372.2	399.1	399.1	399.1	399.1
장기차입금	28.7	112.6	112.6	62.6	12.6
부채총계	2,265.8	2,237.7	2,325.5	2,301.7	2,233.3
자본금	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
자본잉여금	709.3	509.3	509.3	509.3	509.3
기타포괄이익누계액	1.6	9.7	9.7	9.7	9.7
이익잉여금	176.3	238.9	292.6	399.8	547.1
비지배주주지분	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0
자본총계	1,162.4	1,033.2	1,087.0	1,194.3	1,341.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	141.0	28.3	236.8	295.1	339.6
당기순이익(손실)	22.3	-42.4	109.6	163.2	203.3
유형자산상각비	114.0	137.6	89.5	92.5	95.3
무형자산상각비	11.0	10.4	8.6	8.1	7.6
운전자본의 증감	-46.1	-200.6	29.0	31.2	33.4
투자활동 현금흐름	-101.4	-66.0	-134.1	-133.6	-133.8
유형자산의증가(CAPEX)	-119.3	-160.7	-130.0	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	0.1	-2.8	-2.4	-2.6
재무활동 현금흐름	-38.7	-111.6	-47.5	-154.6	-204.5
차입금의 증감	18.1	106.7	1.4	-98.8	-148.7
자본의 증가	0.0	-200.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.5	-146.8	55.2	6.9	1.3
기초현금	287.4	291.0	144.2	199.4	206.3
기말현금	291.0	144.2	199.4	206.3	207.5
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	26,886	29,017	31,928	34,098	36,430
EPS(지배주주)	304	-616	1,548	2,312	2,883
CFPS	3,649	4,144	4,056	5,083	5,813
EBITDAPS	3,071	3,368	3,953	4,983	5,769
BPS	16,301	14,488	15,241	16,746	18,812
DPS	800	700	800	800	800
배당수익률(%)	4.8	2.4	2.5	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	54.7	-47.1	20.5	13.8	11.0
PCR	4.5	7.0	7.8	6.3	5.5
PSR	0.6	1.0	1.0	0.9	0.9
PBR	1.0	2.0	2.1	1.9	1.7
EBITDA	215.4	236.2	277.3	349.5	404.6
EV/EBITDA	8.6	13.0	11.6	8.9	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	-3.9	10.3	14.3	16.0
EBITDA 이익률	11.4	11.6	12.4	14.6	15.8
부채비율	194.9	216.6	214.0	192.7	166.5
금융비용부담률	2.1	2.3	2.0	1.8	1.6
이자보상배율(x)	2.3	1.9	4.1	5.7	7.6
매출채권회전율(x)	3.9	4.9	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	12.4	11.9	12.1	12.1	12.1

Buy

적정주가(12개월)	380,000원	
현재주가 (4월 28일)	269,500원	
상승여력	41.0%	
KOSPI	1,934.09pt	
시가총액	40,571억원	
발행주식수	1,505만주	
유동주식비율	51.86%	
외국인비중	19.40%	
52주 최고/최저가	317,500원/155,000원	
평균거래대금	177.9억원	
주요주주(%)		
CJ 외 8 인	45.51	
국민연금공단	13.46	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	32.4	17.6
6개월	16.9	26.6
12개월	-14.6	-3.7

주가그래프



코로나19 이슈로 가공식품 B2C 부문 선전, 실적 개선을 이끄는 쉬완스/사료 사업부

- 식품부문은 설선물 세트 일회성 선반영 부담과 B2B 매출 부진이 부담 요인이지만 B2C 핫반/HMR 매출 성장과 온라인 매출 확대로 방어
- 미국 쉬완스는 코로나19 이슈로 평년의 2배 주문량 소화중, 신선식품에서 냉동/가공식품으로 수요 변화
- 해외바이오 부문 핵산은 1분기 일시적 부진 예상. 사료부문은 베트남 돈가 상승 기반 실적 고성장

쉬완스 PPA 600억원 반영 후 매년 감소 전망 불확실성 해소. 순차입금 지속 감소 기조 유지 예상

- 쉬완스 PPA는 20년 600억원 반영 이후 21년 400억원, 22년 200억원으로 순차적 감소 흐름 예상
- 19년말 재무구조개선 방안(자산유동화, 세일엔리스백, RCPS 발행 등) 활용해서 순차입금 규모 4.8조로 축소. 20년 예상 투자금액 7~8,000억원 규모로 2,000~3,000억원의 차입금 축소 여력 추가 확보

투자의견 Buy, 적정주가 380,000원 유지

- 코로나19 이슈에도 B2C부문의 매출 성장으로 방어 중이며 식품 부문의 실적 성장이 기대되는 가운데 추가적인 재무구조 개선이 예상된다는 점이 핵심 투자 포인트

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	18,670.1	832.7	875.2	58,706	100.0	291,963	5.6	1.1	10.2	21.5	166.8
2019	22,352.5	896.9	152.6	9,820	-80.1	297,949	25.7	0.8	8.5	3.2	177.2
2020E	24,147.7	1,057.3	418.0	27,454	164.9	320,038	9.8	0.8	9.4	8.3	173.2
2021E	26,110.2	1,207.6	513.3	33,785	23.1	347,945	8.0	0.8	8.5	9.4	163.8
2022E	28,075.2	1,314.8	575.3	37,902	13.4	379,636	7.1	0.7	7.7	9.7	154.3

CI제일제당(097950) 실적 전망

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

(대한통운 포함, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,961.3	22,352.5	5,470.7	5,857.2	6,327.5	6,492.3	24,147.7	26,110.2	28,075.2
가공식품	1,024.2	928.9	1,092.4	1,001.6	4,047.1	1,106.1	1,003.2	1,179.8	1,081.7	4,370.9	4,764.2	5,145.4
- 쉬완스	245.9	608.0	659.9	586.2	2,100.0	258.2	638.4	692.9	615.5	2,205.0	2,383.7	2,455.2
소재식품	450.4	418.0	472.3	418.6	1,759.3	454.9	422.2	477.0	422.8	1,776.9	1,794.7	1,812.6
해외 바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	2,763.1	627.2	643.3	719.9	751.3	2,741.8	2,795.3	2,816.2
사료	500.8	489.3	502.4	500.7	1,993.2	525.8	513.8	527.5	525.7	2,092.9	2,197.5	2,307.4
대한통운/기타	2,207.1	2,328.9	2,412.0	2,637.7	9,585.7	2,498.4	2,636.3	2,730.4	2,985.9	10,851.0	12,174.8	13,538.4
(% YoY)	15.4	23.8	18.5	21.1	19.7	9.0	6.2	8.0	8.9	8.0	8.1	7.5
가공식품	20.0	20.7	12.4	18.8	17.7	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	9.0	8.0
- 쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	8.1	3.0
소재식품	-2.7	-9.1	-2.5	-2.0	-4.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
해외 바이오	-0.4	20.9	-2.3	-7.9	1.7	6.4	-13.3	0.1	5.5	-0.8	2.0	0.7
사료	2.3	-6.7	-9.2	-17.5	-8.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
대한통운/기타	20.2	11.6	9.6	16.1	14.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	12.2	11.2
영업이익	179.1	175.3	272.7	269.8	896.9	241.5	226.7	316.0	273.1	1,057.3	1,207.6	1,314.8
가공식품	70.0	19.3	82.5	48.6	220.4	55.0	44.3	107.5	43.6	250.4	309.7	360.2
- 쉬완스	13.9	16.7	13.6	-0.9	43.3	15.0	5.0	10.0	53.3	83.3	104.9	108.0
소재식품	17.0	18.0	35.4	8.0	78.4	19.4	20.3	38.1	10.2	88.1	89.7	90.6
해외바이오	52.4	59.4	52.4	68.6	232.8	58.8	60.0	65.2	68.2	252.2	274.4	279.8
사료	-9.7	-7.8	-2.9	47.8	27.4	15.8	15.4	10.6	5.3	47.0	51.5	56.4
대한통운/기타	35.5	69.8	91.7	97.7	294.6	77.4	81.7	84.6	92.6	336.4	377.4	419.7
(% YoY)	-14.8	-5.0	2.8	56.3	7.7	34.8	29.3	15.9	1.2	17.9	14.2	8.9
가공식품	-27.1	-60.3	-12.3	62.5	-17.9	-21.4	129.5	30.3	-10.3	13.6	23.7	16.3
- 쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.9	-70.1	-26.5	흑전	92.4	25.9	3.0
소재식품	-18.4	-10.0	-21.7	166.7	-11.9	14.4	12.7	7.7	27.4	12.3	1.9	1.0
해외 바이오	8.3	32.2	-3.7	47.8	19.9	12.2	1.0	24.5	-0.6	8.3	8.8	2.0
사료	49.2	-144.2	-116.6	92.0	-48.9	-262.6	-296.9	-463.8	-89.0	71.7	9.7	9.5
대한통운/기타	-10.4	30.6	69.6	42.7	36.7	118.4	17.2	-7.7	-5.3	14.2	12.2	11.2
영업이익률(%)	3.6	3.2	4.7	4.5	4.0	4.4	3.9	5.0	4.2	4.4	4.6	4.7
가공식품	6.8	2.1	7.6	4.9	5.4	5.0	4.4	9.1	4.0	5.7	6.5	7.0
- 쉬완스	5.7	2.7	2.1	-0.2	2.1	5.8	0.8	1.4	8.7	3.8	4.4	4.4
소재식품	3.8	4.3	7.5	1.9	4.5	4.3	4.8	8.0	2.4	5.0	5.0	5.0
해외 바이오	8.9	8.0	7.3	9.6	8.4	9.4	9.3	9.1	9.1	9.2	9.8	9.9
사료	-1.9	-1.6	-0.6	9.5	1.4	3.0	3.0	2.0	1.0	2.2	2.3	2.4
대한통운/기타	1.6	3.0	3.8	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
지배순이익	40.9	16.2	1.9	93.5	152.5	90.0	80.6	137.4	110.1	418.0	513.3	575.3
(% YoY)	-34.6	-97.9	-98.2	-273.8	-82.6	119.9	397.4	7,033.8	17.7	174.0	22.8	12.1
지배순이익률(%)	0.8	0.3	0.0	1.6	0.7	1.6	1.4	2.2	1.7	1.7	2.0	2.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

CI제일제당(097950)

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	18,670.1	22,352.5	24,147.7	26,110.2	28,075.2
매출액증가율 (%)	13.3	19.7	8.0	8.1	7.5
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,520.3	21,106.8	22,695.2
매출총이익	3,543.6	4,283.2	4,627.3	5,003.4	5,380.0
판매관리비	2,710.9	3,386.3	3,570.1	3,795.8	4,065.2
영업이익	832.7	896.9	1,057.3	1,207.6	1,314.8
영업이익률	4.5	4.0	4.4	4.6	4.7
금융손익	-252.6	-362.5	-177.4	-177.4	-177.4
중속/관계기업손익	-5.5	17.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	719.5	-213.1	-222.7	-222.7	-222.7
세전계속사업이익	1,294.2	338.8	657.3	807.6	914.8
법인세비용	368.8	147.8	159.1	195.5	221.4
당기순이익	925.4	191.0	498.2	612.2	693.4
지배주주지분 순이익	875.2	152.6	418.0	513.3	575.3
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,522.4	7,943.0	8,494.2	9,146.5	9,871.8
현금및현금성자산	547.6	691.0	596.2	606.5	689.1
매출채권	2,558.2	2,778.3	3,025.8	3,271.7	3,517.9
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,198.0	2,376.7	2,555.5
비유동자산	13,974.6	18,337.6	18,615.2	18,502.0	18,397.7
유형자산	9,741.7	10,817.9	11,141.0	11,070.7	11,006.4
무형자산	3,069.9	4,810.2	4,720.3	4,633.3	4,549.2
투자자산	550.3	567.5	611.9	656.0	700.1
자산총계	19,497.0	26,280.6	27,109.4	27,648.5	28,269.4
유동부채	6,680.4	8,202.2	8,539.6	8,674.2	8,809.3
매입채무	1,351.5	1,930.0	2,101.9	2,272.7	2,443.7
단기차입금	2,624.8	1,627.4	1,577.4	1,427.4	1,277.4
유동성장기부채	1,118.3	1,664.7	1,614.7	1,464.7	1,314.7
비유동부채	5,508.4	8,596.9	8,646.3	8,494.7	8,343.2
사채	3,259.2	3,290.2	3,240.2	3,090.2	2,940.2
장기차입금	890.8	2,156.1	2,106.1	1,956.1	1,806.1
부채총계	12,188.8	16,799.2	17,185.8	17,168.9	17,152.6
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,411.6	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
기타포괄이익누계액	-224.1	-124.7	-124.7	-124.7	-124.7
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,148.2	4,605.4	5,124.5
비지배주주지분	2,525.4	4,600.6	4,680.8	4,779.7	4,897.8
자본총계	7,308.2	9,481.5	9,923.6	10,479.6	11,116.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	471.4	2,143.1	2,679.8	2,718.6	2,705.5
당기순이익(손실)	925.4	191.0	498.2	612.2	693.4
유형자산상각비	523.2	966.6	676.9	670.3	664.3
무형자산상각비	117.4	143.9	89.9	87.0	84.2
운전자본의 증감	-754.0	607.0	30.4	30.2	30.3
투자활동 현금흐름	-1,034.6	-3,189.9	-1,021.0	-613.7	-608.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1,675.4	-1,553.9	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-120.9	-17.2	-44.4	-44.1	-44.1
재무활동 현금흐름	521.0	1,228.7	-1,753.6	-2,094.6	-2,014.3
차입금의 증감	833.6	2,305.8	-188.3	-588.4	-588.4
자본의 증가	588.0	-102.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.3	143.4	-94.8	10.4	82.6
기초현금	590.9	547.6	691.0	596.2	606.5
기말현금	547.6	691.0	596.2	606.5	689.1
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	1,259,169	1,484,801	1,604,050	1,734,418	1,864,943
EPS(지배주주)	58,706	9,820	27,454	33,785	37,902
CFPS	94,964	127,222	186,557	191,565	192,413
EBITDAPS	99,366	133,336	121,167	130,524	137,054
BPS	291,963	297,949	320,038	347,945	379,636
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	25.7	9.8	8.0	7.1
PCR	3.5	2.0	1.4	1.4	1.4
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDA	1,473.3	2,007.3	1,824.1	1,964.9	2,063.2
EV/EBITDA	10.2	8.5	9.4	8.5	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	3.2	8.3	9.4	9.7
EBITDA 이익률	7.9	9.0	7.6	7.5	7.3
부채비율	166.8	177.2	173.2	163.8	154.3
금융비용부담률	1.3	1.8	2.0	1.8	1.7
이자보상배율(x)	3.4	2.2	2.2	2.5	2.7
매출채권회전율(x)	7.8	8.4	8.3	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	13.3	12.7	11.5	11.4	11.4

오리온(271560) 사드와는 다르다, 위기를 기회로

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

Buy

적정주가(12개월)	150,000원	
현재주가 (4월 28일)	123,000원	
상승여력	22.0%	
KOSPI	1,934.09pt	
시가총액	48,629억원	
발행주식수	3,954만주	
유동주식비율	56.17%	
외국인비중	41.97%	
52주 최고/최저가	124,500원/78,500원	
평균거래대금	146.6억원	
주요주주(%)		
오리온홀딩스 외 7인	43.82	
국민연금공단	7.05	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	13.4	0.7
6개월	17.7	27.4
12개월	27.5	43.6
주가그래프		



코로나19 이슈는 사드와 반대로 중국시장에서 오리온의 기회 요인으로 작용

- 2월 일시적인 가동률 부진 겪었지만 3월 가동률 80~90%로 회복되며 주문 수요 충족, OPM 30% 달성
- 감자칩 경쟁 브랜드 레이즈는 생산 타격. 왕왕/달리/팅이 등은 IT 채널의 비중이 높아 불리한 환경
- 오리온의 파이/비스켓/스낵 제품이 중국 내 식품 대체 수요로 부각

국내, 베트남, 러시아 등 중국 외 국가는 외부 환경 변화보다는 신제품 효과로 순항 중

- 국내 시장은 19년 이후 매년 20~30개의 공격적인 신제품 출시로 제과 시장 매출 성장 주도
- 베트남은 쌀과자/양산빵 증산 물량 100% 소진. 러시아는 초코파이 라인업 확대 효과 긍정적

투자 의견 Buy, 코로나19 이슈에 따른 점유율 확대 효과를 반영 적정주가 150,000원으로 11.9% 상향

- 12M Fwd EPS 7,161원으로 상향 조정. 2Q20까지 이어지는 점유율 개선 효과 반영. 코로나19 이슈로 사드와 정반대의 상황이 연출. 경쟁사들의 생산/유통 차질 여파가 2분기까지 이어지는 가운데 M/S 확대의 기회로 활용. 사드 사례 참고시 매대 변화에 따르는 기간 소요는 6~9개월로 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,927.0	282.2	139.9	3,538	9.4	35,553	33.9	3.4	12.5	10.3	62.8
2019	2,023.3	327.6	215.6	5,453	54.1	41,042	19.3	2.6	9.3	14.2	47.1
2020E	2,211.1	384.3	283.9	7,180	33.3	47,622	17.1	2.6	9.4	16.2	38.3
2021E	2,384.7	409.2	302.7	7,657	6.4	54,707	16.1	2.2	8.5	15.0	31.6
2022E	2,575.5	446.4	331.0	8,371	9.0	62,486	14.7	2.0	7.5	14.3	26.3

오리온(271560) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	497.6	439.3	530.0	556.4	2,023.3	556.1	476.7	576.8	601.6	2,211.1	2,384.6	2,575.5
1.제과 사업	494.6	439.3	530.0	552.8	2,016.7	556.1	476.7	576.8	601.6	2,211.1	2,384.6	2,575.5
a.국내	164.0	177.8	182.7	176.4	700.9	190.8	186.7	191.8	185.2	754.5	792.3	831.9
b.중국	251.2	200.6	267.7	254.8	974.3	262.9	218.7	291.8	277.7	1,051.1	1,124.7	1,203.4
c.베트남	52.1	48.3	63.2	78.6	242.2	70.3	55.5	72.7	90.4	288.9	332.3	382.1
d.러시아	14.9	15.8	20.5	26.1	77.3	19.7	19.0	24.6	31.3	94.6	113.5	136.2
(% YoY)	-3.6	3.7	7.3	12.8	5.0	11.8	8.5	8.8	8.1	9.3	7.8	8.0
1.제과 사업	-4.3	3.8	3.8	13.0	3.0	12.4	8.5	8.8	8.8	9.6	7.8	8.0
a.국내	0.0	1.3	4.4	5.4	2.8	16.3	5.0	5.0	5.0	7.7	5.0	5.0
b.중국	-5.7	4.8	4.9	15.8	4.4	4.7	9.0	9.0	9.0	7.9	7.0	7.0
c.베트남	-16.9	4.3	25.6	16.1	6.7	34.9	15.0	15.0	15.0	19.3	15.0	15.0
d.러시아	38.0	6.0	20.6	18.1	19.3	32.2	20.0	20.0	20.0	22.4	20.0	20.0
영업이익	77.3	50.4	101.8	98.1	327.6	96.9	56.1	115.8	115.5	384.3	409.2	446.4
1.제과 사업	73.6	50.2	102.3	100.4	326.5	96.9	56.1	115.8	115.5	384.3	409.2	446.4
a.국내	23.2	26.2	27.9	30.5	107.8	30.0	28.0	30.7	33.3	122.0	124.7	130.9
b.중국	40.7	17.8	57.6	42.4	158.5	47.4	19.7	64.2	47.2	178.5	189.9	205.6
c.베트남	8.0	4.3	13.5	21.9	47.7	15.9	5.6	16.0	27.1	64.6	72.1	82.9
d.러시아	1.7	1.9	3.3	5.6	12.5	3.6	2.8	4.9	7.8	19.2	22.5	27.0
(% YoY)	-17.4	27.3	29.4	39.6	16.1	25.4	11.3	13.8	17.7	17.3	6.5	9.1
1.제과 사업	-18.6	25.2	30.3	35.7	15.4	31.7	11.7	13.2	15.0	17.7	6.5	9.1
a.국내	-3.3	12.9	34.8	25.5	16.9	29.3	6.9	10.0	9.3	13.2	2.2	5.0
b.중국	흑전	64.8	17.3	28.9	11.9	16.5	10.6	11.4	11.4	12.6	6.4	8.3
c.베트남	-53.2	10.3	107.7	61.0	16.1	98.8	29.2	18.4	23.8	35.3	11.7	15.0
d.러시아	325.0	-13.6	50.0	69.7	54.3	111.8	49.7	49.1	39.8	53.6	17.2	20.0
지배순이익	51.3	36.2	67.7	60.4	215.6	72.2	40.8	85.6	85.3	283.9	302.7	331.0
(% YoY)	-22.0	32.0	107.0	334.0	54.0	41.0	13.0	26.0	41.0	32.0	7.0	9.0
지배순이익률(%)	10.3	8.2	12.8	10.9	10.7	13.0	8.6	14.8	14.2	12.8	12.7	12.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

오리온(271560)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,927.0	2,023.3	2,211.1	2,384.7	2,575.5
매출액증가율 (%)	79.5	5.0	9.3	7.8	8.0
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,198.1	1,289.7	1,390.4
매출중이익	877.0	913.2	1,013.0	1,094.9	1,185.1
판매관리비	594.8	585.6	628.7	685.7	738.7
영업이익	282.2	327.6	384.3	409.2	446.4
영업이익률	14.6	16.2	17.4	17.2	17.3
금융손익	-12.1	-2.1	-1.7	-1.7	-1.7
중속/관계기업손익	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	-17.4	5.1	5.1	5.1
세전계속사업이익	275.2	308.1	387.7	412.6	449.8
법인세비용	132.2	87.6	93.8	99.8	108.9
당기순이익	143.0	220.5	293.9	312.7	341.0
지배주주지분 순이익	139.9	215.6	283.9	302.7	331.0
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	569.2	596.3	701.6	839.0	1,018.2
현금및현금성자산	184.6	165.0	235.2	335.0	472.7
매출채권	159.7	178.7	193.2	208.8	226.0
재고자산	156.6	147.6	159.6	172.5	186.7
비유동자산	1,782.1	1,856.0	1,978.9	2,091.5	2,194.8
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,778.1	1,890.0	1,992.2
무형자산	51.7	54.7	52.4	50.3	48.3
투자자산	30.4	51.9	54.5	57.3	60.5
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,680.5	2,930.4	3,213.0
유동부채	500.3	464.5	460.8	459.3	460.8
매입채무	82.5	88.5	95.7	103.4	111.9
단기차입금	105.3	7.0	6.0	5.0	4.0
유동성장기부채	50.1	120.0	90.0	60.0	30.0
비유동부채	406.5	320.3	281.9	244.5	208.3
사채	279.6	159.8	109.8	59.8	9.8
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	906.8	784.8	742.8	703.7	669.1
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
기타포괄이익누계액	-27.3	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	191.1	378.4	638.5	918.6	1,226.2
비지배주주지분	39.0	44.9	54.9	63.8	73.5
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,937.7	2,226.7	2,544.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	432.8	462.8	501.7
당기순이익(손실)	143.0	220.5	293.9	312.7	341.0
유형자산상각비	115.1	128.8	127.4	138.1	147.8
무형자산상각비	2.7	3.5	2.3	2.1	2.0
운전자본의 증감	42.2	-28.3	9.2	9.9	10.9
투자활동 현금흐름	-114.9	-187.5	-258.4	-259.0	-260.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-130.8	-125.9	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-7.5	-21.5	-2.6	-2.8	-3.1
재무활동 현금흐름	-199.2	-184.4	-104.1	-104.1	-104.0
차입금의 증감	-165.0	-123.8	-80.4	-80.4	-80.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	-19.7	70.3	99.7	137.7
기초현금	101.6	184.6	165.0	235.2	335.0
기말현금	184.6	165.0	235.2	335.0	472.7
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	48,742	51,176	55,926	60,316	65,144
EPS(지배주주)	3,538	5,453	7,180	7,657	8,371
CFPS	10,572	11,984	12,947	13,713	14,736
EBITDAPS	10,118	11,629	13,001	13,896	15,080
BPS	35,553	41,042	47,622	54,707	62,486
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	33.9	19.3	17.1	16.1	14.7
PCR	11.4	8.8	9.5	9.0	8.3
PSR	2.5	2.1	2.2	2.0	1.9
PBR	3.4	2.6	2.6	2.2	2.0
EBITDA	400.0	459.8	514.0	549.4	596.2
EV/EBITDA	12.5	9.3	9.4	8.5	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	14.2	16.2	15.0	14.3
EBITDA 이익률	20.8	22.7	23.2	23.0	23.1
부채비율	62.8	47.1	38.3	31.6	26.3
금융비용부담률	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	16.8	30.0	32.3	34.4	37.5
매출채권회전율(x)	13.7	12.0	11.9	11.9	11.8
재고자산회전율(x)	12.5	13.3	14.4	14.4	14.3

농심(004370) 주가의 핵심변수는 신제품 성공 여부

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

Buy

적정주가(12개월) 370,000원

현재주가 (4월 28일) 301,500원

상승여력 22.7%

KOSPI 1,934.09pt

시가총액 18,339억원

발행주식수 608만주

유동주식비율 49.58%

외국인비중 17.76%

52주 최고/최저가 305,000원/222,500원

평균거래대금 139.4억원

주요주주(%)

농심홀딩스 외 4인 45.49

국민연금공단 13.25

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 13.3 0.7

6개월 22.1 32.1

12개월 7.9 21.5

주가그래프



1Q20 매출 고성장으로 실적 서프라이즈 전망. 2Q20은 비빔면 신제품 성공 여부가 중요

- 라면 매출액 흐름은 1월 +3%, 2월 +15%, 3월 +3~5% 증가로 코로나19 이슈 최대 수혜
- 방송 매체 효과가 주력 제품 매출 증가로 이어지며 선순환 구조 형성. 이후 코로나19 가수요가 더해짐
- 1Q20 호실적 이후 가수요 해소와 2Q20 비빔면 시즌 도래로 신제품 성공 여부에 관심

과거 장기 박스권을 탈피한 주가 상승 사례 고려, 월 100억원 이상의 신제품 성공 여부가 중요

- 신라면 건면이 월 30~40억원 매출액 기록하며 선전했으나 메가 브랜드로의 성장은 미지수
- 너구리 RTA 출시 초기 단계, 과거 짜왕/맛짬뽕 수준의 월 매출액 150억원 상회 제품이 필요한 시기
- 2Q20 비빔면 성수기 도래하며 농심, 오뚜기, 삼양식품 각각 신제품 출시로 경쟁이 심화될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 370,000원 유지

- 매출 성장과 경쟁 심화를 타계하는 수익성 개선을 위해선 대형 신제품 출시와 월 100억원 대의 매출액 달성 확인이 필요할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,236.4	88.6	84.3	13,858	-7.0	309,918	18.4	0.8	5.9	4.5	33.4
2019	2,343.9	78.8	71.0	11,672	-15.7	316,955	20.6	0.8	5.7	3.7	36.7
2020E	2,496.1	112.1	102.5	16,847	44.4	329,999	17.9	0.9	6.1	5.2	35.6
2021E	2,598.7	114.5	101.4	16,674	-1.0	342,870	18.1	0.9	5.7	5.0	34.5
2022E	2,708.1	122.4	110.3	18,128	8.7	357,195	16.6	0.8	5.1	5.2	33.4

농심(004370) 실적 전망

(별도기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
총매출액	535.0	521.7	530.2	540.4	2,127.2	571.3	542.7	546.5	553.5	2,214.0	2,272.1	2,332.1
1.라면	341.8	336.4	333.0	357.5	1,368.7	370.1	349.8	343.0	364.7	1,427.6	1,460.5	1,494.0
2.스낵	84.7	82.4	89.7	87.8	344.6	87.2	84.9	90.6	88.7	351.4	354.9	358.5
3.햄쌀밥	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.네슬레	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5.기타	108.5	102.9	107.5	95.4	414.3	114.0	108.0	112.8	100.2	435.0	456.8	479.6
(% YoY)	3.3	3.9	1.6	1.7	2.6	6.8	4.0	3.1	2.4	4.1	2.6	2.6
1.라면	2.4	4.2	-0.4	-0.4	1.4	8.3	4.0	3.0	2.0	4.3	2.3	2.3
2.스낵	-3.2	-4.4	3.3	6.0	0.4	3.0	3.0	1.0	1.0	2.0	1.0	1.0
3.햄쌀밥	29.9	33.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.네슬레	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5.기타	12.3	10.5	6.7	6.8	9.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
순매출액	481.4	465.0	473.0	486.2	1,905.7	514.0	488.3	491.7	498.1	1,992.1	2,044.3	2,098.3
(% YoY)	2.6	4.7	1.1	2.0	2.6	6.8	5.0	3.9	2.4	4.5	2.6	2.6
판매장려금	53.6	56.6	57.2	54.2	221.5	57.3	54.4	54.8	55.5	222.0	227.8	233.8
매출비중(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
영업이익	22.9	3.6	10.8	12.0	49.3	34.7	8.7	16.1	17.3	76.9	75.6	79.7
(% YoY)	-19.1	23.3	-24.1	-44.0	-26.3	51.7	139.4	49.5	43.9	55.8	-1.6	5.4
영업이익률(%)	4.8	0.8	2.3	2.5	2.6	6.8	1.8	3.3	3.5	3.9	3.7	3.8
세전이익	30.9	13.6	17.4	19.8	81.8	42.8	18.9	23.1	25.8	110.6	109.4	113.5
(% YoY)	-15.6	19.1	-21.3	-33.9	-18.4	38.4	38.8	32.4	30.3	35.2	-1.1	3.7
세전이익률(%)	6.4	2.9	3.7	4.1	4.3	8.3	3.9	4.7	5.2	5.6	5.4	5.4
순이익	23.5	3.5	13.1	16.2	56.3	32.5	14.3	17.5	19.6	83.8	82.9	86.0
(% YoY)	-17.0	-58.2	-21.2	-27.7	-25.6	38.1	313.6	33.4	20.9	49.0	-1.1	3.7
순이익률(%)	4.9	0.7	2.8	3.3	3.0	6.3	2.9	3.6	3.9	4.2	4.1	4.1

(연결기준, 십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	588.6	568.2	589.9	597.3	2,343.9	637.3	606.9	626.1	625.8	2,496.0	2,598.7	2,708.1
(% YoY)	4.5	6.6	4.2	4.0	4.8	8.3	6.8	6.1	4.8	6.5	4.1	4.2
영업이익	31.6	8.2	18.6	20.4	78.8	43.4	17.0	25.5	26.2	112.1	114.5	122.4
(% YoY)	-8.1	26.9	-14.5	-21.3	-11.0	37.2	107.3	37.6	28.3	42.3	2.1	7.0
영업이익률(%)	5.4	1.4	3.1	3.4	3.4	6.8	2.8	4.1	4.2	4.5	4.4	4.5
지배순이익	29.0	4.7	16.2	21.1	71.0	38.5	16.9	22.4	24.7	102.5	101.4	110.3
(% YoY)	-9.4	-39.4	-17.1	-13.6	-15.2	32.5	263.0	38.4	17.0	44.3	-1.0	8.7
순이익률(%)	4.9	0.8	2.7	3.5	3.0	6.0	2.8	3.6	4.0	4.1	3.9	4.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

농심(004370)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,236.4	2,343.9	2,496.1	2,598.7	2,708.1
매출액증가율 (%)	1.3	4.8	6.5	4.1	4.2
매출원가	1,564.7	1,626.0	1,731.8	1,803.0	1,878.9
매출중이익	671.7	717.9	764.3	795.7	829.2
판매관리비	583.2	639.1	652.1	681.2	706.8
영업이익	88.6	78.8	112.1	114.5	122.4
영업이익률	4.0	3.4	4.5	4.4	4.5
금융손익	8.3	10.0	6.0	6.0	6.0
중속/관계기업손익	-0.2	-1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.6	16.0	17.2	13.5	17.2
세전계속사업이익	112.3	103.5	135.4	134.0	145.7
법인세비용	28.0	32.4	32.8	32.4	35.3
당기순이익	84.3	71.1	102.6	101.6	110.4
지배주주지분 순이익	84.3	71.0	102.5	101.4	110.3
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,053.8	1,078.6	1,121.7	1,166.6	1,226.6
현금및현금성자산	167.7	317.8	326.4	340.2	367.0
매출채권	196.9	210.6	220.6	229.7	239.3
재고자산	202.4	208.4	218.3	227.3	236.8
비유동자산	1,478.5	1,574.5	1,617.7	1,655.5	1,688.6
유형자산	1,157.8	1,208.3	1,252.5	1,291.3	1,325.3
무형자산	59.6	59.2	58.0	56.8	55.6
투자자산	59.9	76.3	76.5	76.7	77.0
자산총계	2,532.3	2,653.1	2,739.4	2,822.1	2,915.2
유동부채	522.2	585.0	599.0	610.6	623.7
매입채무	234.9	250.2	262.1	272.8	284.3
단기차입금	35.2	81.1	71.1	61.1	51.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	112.3	127.3	120.2	112.8	105.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.1	57.7	47.7	37.7	27.7
부채총계	634.5	712.3	719.2	723.4	729.3
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
기타포괄이익누계액	-27.7	-20.5	-20.5	-20.5	-20.5
이익잉여금	1,842.5	1,878.0	1,957.4	2,035.6	2,122.8
비지배주주지분	12.6	12.8	13.0	13.1	13.2
자본총계	1,897.8	1,940.7	2,020.2	2,098.7	2,185.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	146.9	162.5	214.7	218.6	232.5
당기순이익(손실)	84.3	71.1	102.6	101.6	110.4
유형자산상각비	83.1	94.7	105.8	111.2	116.0
무형자산상각비	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
운전자본의 증감	-46.5	-39.3	5.1	4.6	4.9
투자활동 현금흐름	-128.9	-30.7	-163.3	-162.0	-162.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-88.2	-153.9	-150.0	-150.0	-150.0
투자자산의 감소(증가)	16.7	-17.7	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-5.8	17.8	-42.8	-42.9	-42.8
차입금의 증감	20.1	65.7	-19.7	-19.7	-19.7
자본의 증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.3	150.1	8.6	13.8	26.9
기초현금	155.4	167.7	317.8	326.4	340.2
기말현금	167.7	317.8	326.4	340.2	367.0
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	367,675	385,350	410,356	427,236	445,222
EPS(지배주주)	13,858	11,672	16,847	16,674	18,128
CFPS	35,848	37,759	33,603	33,584	35,474
EBITDAPS	28,446	28,740	36,028	37,299	39,390
BPS	309,918	316,955	329,999	342,870	357,195
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.6	1.7	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.4	20.6	17.9	18.1	16.6
PCR	7.1	6.4	9.0	9.0	8.5
PSR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
EBITDA	173.0	174.8	219.1	226.9	239.6
EV/EBITDA	5.9	5.7	6.1	5.7	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.5	3.7	5.2	5.0	5.2
EBITDA 이익률	7.7	7.5	8.8	8.7	8.8
부채비율	33.4	36.7	35.6	34.5	33.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	24.3	13.8	5.9	7.0	8.7
매출채권회전율(x)	10.6	11.5	11.6	11.5	11.5
재고자산회전율(x)	11.9	11.4	11.7	11.7	11.7

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

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

Buy

적정주가(12개월) 115,000원

현재주가 (4월 28일) 80,500원

상승여력 42.9%

KOSDAQ 644.93pt

시가총액 6,314억원

발행주식수 784만주

유동주식비율 41.62%

외국인비중 19.66%

52주 최고/최저가 96,400원/56,600원

평균거래대금 21.1억원

주요주주(%)

김정완 외 14 인 56.41

브이아이피자산운용 7.96

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 22.7 -0.5

6개월 -8.6 -7.6

12개월 -6.7 7.2

주가그래프



코로나19 영향과 중국 조제분유 부진을 온라인 판매 확대와 신제품 효과로 극복하는 노력 지속

- 코로나19 영향이 일부 유음료 매출에 부정적인 상황이나 적정 재고관리 노력과 온라인 판매 확대, 신제품(상하목장, 아몬드브리즈, 셀렉스 등) 매출 성장으로 방어 중
- 중국 조제분유는 19년 350억원으로 부진(18년 400억원). 20년 400억원대 회복 목표. 사드 이후의 중국 내 로컬 분유의 강세가 부담 요인이지만 온라인 채널 강화를 통해 타계할 계획

매출 성장 동력은 중국 분유에서 국내 신제품으로 전환

- 중국 분유 수출 회복이 기대에 부합하지 못하는 상황은 아쉽지만, 매출 성장 동력이 오히려 국내 신제품으로 전환되며 성장의 가시성이 높아진 점은 긍정적
- 상하목장, 셀렉스, 아몬드브리즈, 치즈, 발효유 등 고수익성 제품군 중심의 매출 성장으로 조제분유의 3~5% 매출 감소를 지속적으로 상쇄하며 유제품 전 카테고리의 점유율 확대 긍정적

투자의견 Buy와 적정주가 11.5만원 유지

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

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,300.6	74.4	58.3	7,530		44,235	10.5	1.8	6.3	16.8	77.5
2019	1,393.3	85.3	64.3	8,202	8.9	51,460	10.5	1.7	5.5	17.1	67.3
2020E	1,447.4	100.3	67.4	8,596	4.8	59,271	9.4	1.4	2.6	15.5	56.6
2021E	1,505.3	116.8	77.9	9,932	15.6	68,419	8.1	1.2	2.3	15.6	47.7
2022E	1,565.5	123.2	82.8	10,551	6.2	78,186	7.6	1.0	1.8	14.4	40.5

매일유업(267980) 실적 전망

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	337.5	349.7	349.7	356.3	1,393.3	350.7	362.2	364.4	370.0	1,447.4	1,505.3	1,565.5
(% YoY)	5.1	9.4	4.8	9.3	7.1	3.9	3.6	4.2	3.8	3.9	4.0	4.0
영업이익	19.6	27.8	17.7	20.2	85.3	21.7	30.4	23.7	24.5	100.3	116.8	123.2
(% YoY)	19.5	50.9	-13.5	5.8	14.7	10.9	9.3	34.1	21.2	17.6	16.4	5.5
영업이익률(%)	5.8	8.0	5.1	5.7	6.1	6.2	8.4	6.5	6.6	6.9	7.8	7.9
세전이익	20.7	28.4	17.9	18.1	85.2	20.9	26.9	20.2	21.0	88.9	102.8	109.2
(% YoY)	31.5	19.8	0.1	-6.6	10.9	0.7	-5.4	13.1	15.6	4.4	15.6	6.2
순이익	16.1	21.3	14.8	12.2	64.3	15.8	20.4	15.3	15.9	67.4	77.9	82.8
(% YoY)	32.4	19.1	-11.5	4.9	10.3	-1.7	-4.1	3.5	30.7	4.8	15.6	6.2
순이익률(%)	4.8	6.1	4.2	3.4	4.6	4.5	5.6	4.2	4.3	4.7	5.2	5.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

매일유업(267980)

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,300.6	1,393.3	1,447.4	1,505.3	1,565.5
매출액증가율 (%)		7.1	3.9	4.0	4.0
매출원가	933.5	983.8	1,015.0	1,048.1	1,082.2
매출중이익	367.0	409.4	432.3	457.2	483.3
판매관리비	292.7	324.1	332.0	340.4	360.1
영업이익	74.4	85.3	100.3	116.8	123.2
영업이익률	5.7	6.1	6.9	7.8	7.9
금융손익	3.6	1.1	-2.6	-4.0	-4.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.2	-1.3	-8.8	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	76.8	85.2	88.9	102.8	109.2
법인세비용	18.4	20.8	21.5	24.9	26.4
당기순이익	58.3	64.3	67.4	77.9	82.8
지배주주지분 순이익	58.3	64.3	67.4	77.9	82.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	348.2	391.9	497.6	572.4	647.1
현금및현금성자산	64.1	84.4	178.7	241.2	303.2
매출채권	148.5	153.6	159.5	165.9	172.5
재고자산	111.3	116.3	120.7	125.6	130.6
비유동자산	267.6	283.3	230.7	220.0	214.7
유형자산	226.7	228.8	181.3	172.4	167.5
무형자산	8.2	8.2	2.9	1.1	0.4
투자자산	7.4	4.6	4.8	5.0	5.2
자산총계	615.7	675.2	728.3	792.4	861.7
유동부채	184.1	214.7	210.9	207.8	204.9
매입채무	71.0	73.6	76.4	79.5	82.7
단기차입금	0.0	2.7	2.2	1.7	1.2
유동성장기부채	21.9	35.3	25.3	15.3	5.3
비유동부채	84.7	56.9	52.4	48.0	43.6
사채	59.9	29.9	24.9	19.9	14.9
장기차입금	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	268.8	271.6	263.4	255.8	248.5
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	256.8	256.8	256.8	256.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5
이익잉여금	89.7	148.5	209.8	281.5	358.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	403.6	464.9	536.7	613.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	61.5	91.4	155.6	143.6	143.1
당기순이익(손실)	58.3	64.3	67.4	77.9	82.8
유형자산상각비	25.3	31.1	86.5	67.9	63.9
무형자산상각비	1.8	1.9	5.3	1.9	0.7
운전자본의 증감	-20.8	-7.8	-3.6	-4.1	-4.2
투자활동 현금흐름	-26.3	-40.4	-39.6	-59.7	-59.7
유형자산의증가(CAPEX)	-27.7	-36.4	-40.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	2.8	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-7.7	-30.5	-21.6	-21.5	-21.5
차입금의 증감	94.9	-9.9	-15.4	-15.4	-15.3
자본의 증가	260.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.3	20.3	94.4	62.5	61.9
기초현금	36.8	64.1	84.4	178.7	241.2
기말현금	64.1	84.4	178.7	241.2	303.2
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	167,883	177,629	184,527	191,908	199,584
EPS(지배주주)	7,530	8,202	8,596	9,932	10,551
CFPS	13,018	15,018	23,067	21,850	21,853
EBITDAPS	13,093	15,083	24,495	23,787	23,938
BPS	44,235	51,460	59,271	68,419	78,186
DPS	700	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	10.5	9.4	8.1	7.6
PCR	6.1	5.7	3.5	3.7	3.7
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.8	1.7	1.4	1.2	1.0
EBITDA	101.4	118.3	192.1	186.6	187.8
EV/EBITDA	6.3	5.5	2.6	2.3	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.8	17.1	15.5	15.6	14.4
EBITDA 이익률	7.8	8.5	13.3	12.4	12.0
부채비율	77.5	67.3	56.6	47.7	40.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	23.2	30.6	14.7	14.6	15.4
매출채권회전율(x)	8.8	9.2	9.2	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	11.7	12.2	12.2	12.2	12.2

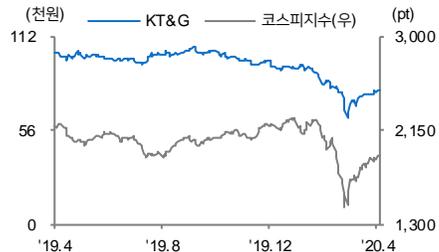
KT&G(033780) 국내 담배 우려대비 선방, 본격적인 수출 회복은 2Q20

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

Buy

적정주가(12개월)	107,000원	
현재주가 (4월 28일)	80,300원	
상승여력	33.3%	
KOSPI	1,934.09pt	
시가총액	110,246억원	
발행주식수	13,729만주	
유동주식비율	78.90%	
외국인비중	45.87%	
52주 최고/최저가	106,000원/63,600원	
평균거래대금	482.3억원	
주요주주(%)		
국민연금공단	11.18	
First Eagle Investment Managemen	7.12	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	7.8	-4.3
6개월	-21.3	-14.8
12개월	-21.3	-11.3

주가그래프



1Q20 국내담배는 우려대비 선방, 수출의 본격적인 회복은 2Q20 이후를 기대

- 1Q20 국내 담배는 코로나 영향에도 불구하고 전체 시장이 1% 증가, KT&G는 M/S 확대로 수량 성장 2~3%
- 전자담배는 4Q19 수준을 유지하며 전체 시장과 동사 모두 10% 감소. 껌련+스틱 수량은 전년비 1% 증가
- 수출담배 1Q20까지는 전년비 감소 지속. 알로코자이 3월부터 수출 시작, PMI 전자담배는 3분기 본격화

홍삼은 면세점 매출 회복 여부가 중요. 부동산 분양 수익은 예상치 부합

- 홍삼은 매출 비중의 20%인 면세점 매출 회복 여부가 중요. 1Q20 면세점 매출 감소는 70~80% 예상
- 수원 부동산 연간 분양 매출액은 5,500억원 전망. 예상 영업이익률은 48~49% 수준

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 수출 불확실성에 따른 프리미엄 축소를 반영 10.7만원으로 14.4% 하향

- 12M Fwd EPS는 8,230원이며 Target PER은 13.0배를 적용해 적정주가 기존대비 14.4% 하향
- 적정 배수는 음식료 섹터 평균을 적용, 수출계약 체결에도 수량에 대한 불확실성이 상존한 상황을 고려, 기존 프리미엄 요인 축소 판단. 금감원 이슈 역시 주가의 부담 요인으로 작용 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	4,471.5	1,255.1	901.7	6,567	-22.8	58,847	15.5	1.7	8.2	11.4	24.9
2019	4,963.2	1,382.0	1,036.5	7,549	15.6	63,008	12.4	1.5	6.7	12.4	23.0
2020E	5,288.8	1,458.7	1,103.0	8,034	6.3	66,546	10.0	1.2	5.3	12.4	21.9
2021E	5,521.1	1,512.3	1,143.5	8,329	3.7	70,384	9.6	1.1	5.0	12.2	21.0
2022E	5,726.5	1,555.2	1,175.9	8,565	2.8	75,384	9.4	1.1	4.6	11.8	20.2

KT&G(033780) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	1,185.0	1,257.8	1,322.2	1,198.2	4,963.2	1,289.1	1,333.2	1,442.7	1,223.7	5,288.8	5,521.1	5,726.5
1.KT&G	658.7	812.6	723.4	747.9	2,942.6	751.2	865.6	802.4	756.1	3,175.2	3,311.4	3,414.5
a.국내담배	447.6	488.5	514.1	459.6	1,909.8	442.1	485.5	511.9	471.4	1,911.0	1,901.3	1,893.7
b.해외담배	131.4	189.2	113.1	101.6	535.3	151.7	218.6	130.7	117.4	618.3	714.2	824.9
c.부동산 등	79.7	134.9	96.2	186.7	497.4	157.4	161.5	159.8	167.2	645.9	695.9	695.9
2.KGC	398.7	306.3	426.6	272.1	1,403.7	405.2	323.1	460.9	279.2	1,468.4	1,537.7	1,611.8
a.국내홍삼	365.0	276.7	390.6	238.1	1,270.4	368.1	290.5	421.3	241.8	1,321.8	1,376.4	1,434.4
b.해외홍삼	33.7	29.6	36.0	34.0	133.3	37.1	32.6	39.6	37.4	146.6	161.3	177.4
3.기타	127.6	138.9	172.2	180.7	619.4	132.8	144.5	179.4	188.4	645.1	672.1	700.2
(% YoY)	11.0	12.3	11.8	8.8	11.0	8.8	6.0	9.1	2.1	6.6	4.4	3.7
1.KT&G	15.1	15.2	9.0	9.5	12.1	14.0	6.5	10.9	1.1	7.9	4.3	3.1
a.국내담배	10.5	2.5	3.7	-0.2	3.9	-1.2	-0.6	-0.4	2.6	0.1	-0.5	-0.4
b.해외담배	-0.7	2.7	21.1	-19.8	-0.2	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
c.부동산 등	128.2	200.8	28.8	95.0	98.8	97.4	19.8	66.1	-10.4	29.8	7.7	0.0
2.KGC	1.4	5.0	5.5	14.0	5.7	1.6	5.5	8.1	2.6	4.6	4.7	4.8
a.국내홍삼	0.9	3.5	4.4	14.0	4.8	0.9	5.0	7.9	1.6	4.0	4.1	4.2
b.해외홍삼	7.0	21.8	19.2	25.9	18.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
3.기타	25.2	13.4	50.8	0.3	19.4	4.1	4.0	4.2	4.3	4.2	4.2	4.2
영업이익	348.2	399.1	382.5	252.3	1,382.0	375.6	416.4	417.6	249.1	1,458.7	1,512.3	1,555.2
1.KT&G	252.7	339.9	284.9	269.8	1,147.2	277.1	353.9	304.2	267.2	1,202.4	1,243.2	1,272.3
2.KGC	91.2	43.7	80.1	-9.2	205.8	92.7	44.9	93.4	-10.9	220.2	231.4	243.5
3.기타	4.2	15.5	17.5	-8.8	28.4	5.7	17.6	20.0	-7.3	36.1	37.7	39.3
(% YoY)	11.8	23.6	7.2	-4.4	10.1	7.9	4.3	9.2	-1.3	5.5	3.7	2.8
1. KT&G	18.5	23.3	3.5	12.4	14.2	9.7	4.1	6.8	-0.9	4.8	3.4	2.3
2.KGC	-0.7	7.6	-2.3	적지	-0.8	1.6	2.9	16.6	적지	7.0	5.1	5.2
3.기타	-31.2	131.7	흑전	적전	-34.2	35.3	13.7	14.7	적지	27.0	4.3	4.3
영업이익률(%)	29.4	31.7	28.9	21.1	27.8	29.1	31.2	28.9	20.4	27.6	27.4	27.2
1. KT&G	38.4	41.8	39.4	36.1	39.0	36.9	40.9	37.9	35.3	37.9	37.5	37.3
2.KGC	22.9	14.3	18.8	-3.4	14.7	22.9	13.9	20.3	-3.9	15.0	15.1	15.1
3.기타	3.3	11.2	10.1	-4.8	4.6	4.3	12.2	11.2	-3.9	5.6	5.6	5.6
순이익	273.8	324.5	322.1	118.3	1,038.7	282.7	317.8	315.8	187.9	1,104.2	1,144.9	1,177.4
(% YoY)	9.8	22.4	25.1	-6.7	15.6	3.2	-2.1	-1.9	58.8	6.3	3.7	2.8
순이익률(%)	23.1	25.8	24.4	9.9	20.9	21.9	23.8	21.9	15.4	20.9	20.7	20.6
지배순이익	273.0	322.8	320.8	119.8	1,036.5	281.9	316.2	314.6	190.4	1,103.0	1,143.5	1,175.9
(% YoY)	9.7	21.1	23.9	-11.2	15.0	3.2	-2.1	-1.9	58.8	6.4	3.7	2.8
지배순이익률(%)	23.0	25.7	24.3	10.0	20.9	21.9	23.7	21.8	15.6	20.9	20.7	20.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

KT&G(033780)

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,471.5	4,963.2	5,288.8	5,521.1	5,726.5
매출액증가율 (%)	-4.2	11.0	6.6	4.4	3.7
매출원가	1,836.0	2,088.6	2,235.7	2,344.1	2,441.5
매출총이익	2,635.5	2,874.6	3,053.1	3,177.0	3,284.9
판매관리비	1,380.4	1,492.6	1,594.4	1,664.7	1,729.8
영업이익	1,255.1	1,382.0	1,458.7	1,512.3	1,555.2
영업이익률	28.1	27.8	27.6	27.4	27.2
금융손익	84.6	82.9	125.8	125.8	125.8
중속/관계기업손익	9.3	1.5	1.5	1.5	1.5
기타영업외손익	-30.3	-3.8	-129.3	-129.3	-129.3
세전계속사업이익	1,318.7	1,462.7	1,456.8	1,510.4	1,553.2
법인세비용	420.0	424.0	352.5	365.5	375.9
당기순이익	898.7	1,038.7	1,104.2	1,144.9	1,177.4
지배주주지분 순이익	901.7	1,036.5	1,103.0	1,143.5	1,175.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	6,413.4	6,417.2	6,794.2	7,138.0	7,592.4
현금및현금성자산	933.0	891.3	1,177.1	1,359.8	1,683.8
매출채권	896.2	941.1	961.1	996.5	1,025.1
재고자산	2,461.3	2,447.2	2,499.3	2,591.3	2,665.7
비유동자산	3,741.7	4,294.9	4,388.3	4,585.6	4,858.1
유형자산	1,818.8	1,753.4	1,836.4	2,008.9	2,262.2
무형자산	72.0	89.7	82.1	75.1	68.7
투자자산	1,197.4	1,353.0	1,370.9	1,402.6	1,428.3
자산총계	10,155.1	10,712.1	11,182.5	11,723.6	12,450.5
유동부채	1,640.7	1,600.1	1,633.1	1,691.3	1,738.4
매입채무	72.6	62.1	63.5	65.8	67.7
단기차입금	129.9	27.1	27.1	27.1	27.1
유동성장기부채	5.0	24.2	24.2	24.2	24.2
비유동부채	381.3	406.1	372.2	343.0	351.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	93.5	91.0	51.0	11.0	11.0
부채총계	2,022.0	2,006.2	2,005.3	2,034.3	2,090.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.1	499.3	499.3	499.3	499.3
기타포괄이익누계액	-140.5	-110.6	-110.6	-110.6	-110.6
이익잉여금	7,108.9	7,625.7	8,111.4	8,638.4	9,324.7
비지배주주지분	53.8	55.4	41.0	26.0	10.7
자본총계	8,133.1	8,705.9	9,177.3	9,689.3	10,360.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	821.7	1,042.5	1,056.3	1,146.2	1,333.1
당기순이익(손실)	898.7	1,038.7	1,104.2	1,144.9	1,177.4
유형자산상각비	146.4	177.8	106.9	117.5	136.8
무형자산상각비	3.8	5.0	7.6	7.0	6.4
운전자본의 증감	-332.8	-259.8	-119.3	-76.6	64.6
투자활동 현금흐름	-46.3	-459.2	-167.5	-285.5	-372.5
유형자산의증가(CAPEX)	-353.3	-222.3	-200.0	-300.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-121.1	-155.6	-18.0	-31.7	-25.7
재무활동 현금흐름	-549.4	-632.2	-603.0	-677.9	-636.5
차입금의 증감	-46.7	-62.8	-40.0	-40.0	0.0
자본의 증가	0.0	15.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	217.9	-41.7	285.8	182.7	324.0
기초현금	715.1	933.0	891.3	1,177.1	1,359.8
기말현금	933.0	891.3	1,177.1	1,359.8	1,683.8
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	32,569	36,151	38,522	40,214	41,710
EPS(지배주주)	6,567	7,549	8,034	8,329	8,565
CFPS	10,887	12,556	11,131	11,569	11,977
EBITDAPS	10,236	11,398	11,459	11,922	12,370
BPS	58,847	63,008	66,546	70,384	75,384
DPS	4,000	4,400	5,000	5,500	5,500
배당수익률(%)	3.9	4.7	6.2	6.8	6.8
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	12.4	10.0	9.6	9.4
PCR	9.3	7.5	7.2	6.9	6.7
PSR	3.1	2.6	2.1	2.0	1.9
PBR	1.7	1.5	1.2	1.1	1.1
EBITDA	1,405.3	1,564.8	1,573.2	1,636.8	1,698.3
EV/EBITDA	8.2	6.7	5.3	5.0	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.4	12.4	12.4	12.2	11.8
EBITDA 이익률	31.4	31.5	29.7	29.6	29.7
부채비율	24.9	23.0	21.9	21.0	20.2
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	180.4	201.7	239.8	301.1	429.0
매출채권회전율(x)	4.6	5.4	5.6	5.6	5.7
재고자산회전율(x)	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2

롯데칠성(005300) 주류 부문의 전년도 부담은 2Q20까지 지속

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

Buy

적정주가(12개월)	160,000원
현재주가 (4월 28일)	108,000원
상승여력	48.1%

KOSPI	1,934.09pt
시가총액	8,633억원
발행주식수	799만주
유동주식비율	41.76%
외국인비중	20.64%
52주 최고/최저가	183,500원/81,000원
평균거래대금	28.1억원

주요주주(%)	
롯데지주 외 15인	52.98
국민연금공단	8.98

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	24.4	10.5
6개월	-25.3	-19.1
12개월	-37.6	-29.7

주가그래프



1Q20 음료 매출 전년비 5% 감소 예상, 1~2월 호조 불구하고 코로나19에 따른 외부활동제한/소비부진 영향

- 음료 부문 1~2월 성장세를 이어가며 긍정적이었으나 3월 이후 외부활동제한/소비부진 영향 현실화
- 음료 매출은 1분기 5~7% 매출 감소 예상. 수익성 개선 노력 지속됐으나 매출 감소 영향으로 영업이익 역시 5~7% 수준의 감익 예상

1Q20 주류 매출 전년비 두 자리 수 감소 예상. 코로나19 이슈와 전년도 높은 베이스 부담요인

- 소주 부문은 전년도 반일불매이슈가 7월부터 본격화된 점을 감안하면 상반기는 높은 베이스 부담 지속
- 맥주 부문은 20년 클라우드 중심의 제품 포트폴리오 전략 선회, 전년도 피츠 매출액은 YoY 감소 요인
- 수익성 개선을 위한 마케팅비 절감 노력에도 불구하고 큰 폭의 매출 감소 영향으로 전년대 적자폭 확대 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 코로나19 이슈에 따른 실적추정치 변경을 반영 16만원으로 13.5% 하향

- 12M Fwd EPS는 6,971원으로 코로나19 이슈에 따른 음료/주류 매출 감소 전망을 반영
- 12M Fwd 순이익(지배)을 기존 655억원에서 557억원으로 하향 조정. Target PER은 글로벌 음료주류업 평균 23.0배를 적용. 주류 M/S 하락은 부정적이거나 음료 M/S 확대 수익성 개선 노력, 배달 수요 확대를 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,346.3	85.0	-48.1	-6,227	-161.8	139,959	-	1.0	10.5	-	167.6
2019	2,429.5	107.7	-142.4	-18,034	181.7	138,233	-	1.0	9.2	-	165.2
2020E	2,470.9	103.2	40.8	4,891	-125.8	140,170	22.1	0.8	12.4	3.3	162.6
2021E	2,527.7	122.8	54.4	6,583	47.7	144,145	16.4	0.7	11.0	4.4	157.1
2022E	2,586.7	123.9	55.1	6,680	1.5	148,214	16.2	0.7	10.7	4.3	151.8

롯데칠성(005300) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	574.9	677.5	657.1	520.0	2,429.5	568.3	680.2	679.6	542.8	2,470.9	2,527.7	2,586.7
연결음료	376.3	477.2	493.5	383.3	1,730.2	385.7	489.0	509.6	396.4	1,780.6	1,812.1	1,844.2
음료(별도)	359.8	446.4	469.7	367.6	1,643.5	368.8	457.4	485.0	380.2	1,691.5	1,721.3	1,751.8
탄산(별도)	160.1	176.5	177.9	156.9	671.4	164.9	181.8	186.8	164.7	698.2	712.2	726.4
주스(별도)	54.4	65.3	64.3	50.5	234.5	55.0	65.9	65.0	51.0	236.9	239.3	241.6
커피(별도)	55.4	77.2	87.6	64.5	284.7	58.2	81.1	92.0	67.7	299.0	308.0	317.2
생수 및 기타(별도)	89.8	127.4	139.9	95.7	452.8	90.7	128.7	141.3	96.7	457.4	461.9	466.6
별도 외 음료	16.5	30.8	23.8	15.7	86.7	16.9	31.6	24.5	16.2	89.2	90.7	92.3
연결주류	198.6	200.3	163.7	136.7	699.3	182.6	191.2	170.0	146.4	690.3	715.6	742.5
주류(별도)	198.6	200.3	163.7	137.1	699.7	182.2	190.5	169.6	146.9	689.2	711.5	735.3
소주(별도)	102.3	116.3	69.2	72.3	360.1	92.0	110.5	72.7	79.5	354.7	361.8	369.1
맥주(별도)	34.2	44.4	39.2	21.5	139.2	27.4	39.9	41.1	23.6	132.0	145.2	159.7
기타주류(별도)	62.1	39.6	55.3	43.3	200.4	62.8	40.0	55.8	43.8	202.4	204.4	206.5
별도 외 주류	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.7	0.4	0.7	0.4	-0.4	1.1	4.1	7.2
(% YoY)	10.0	13.0	-1.9	-6.2	3.5	-1.1	0.4	3.4	4.4	1.7	2.3	2.3
연결음료	11.2	13.6	5.8	5.1	8.8	2.5	2.5	3.3	3.4	2.9	1.8	1.8
음료(별도)	7.2	7.0	1.2	1.4	4.9	1.4	1.4	1.4	1.4	2.9	1.8	1.8
탄산(별도)	5.8	6.8	2.1	4.0	5.0	3.0	3.0	5.0	5.0	4.0	2.0	2.0
주스(별도)	4.3	1.3	-6.2	1.0	-0.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
커피(별도)	14.3	11.0	-0.3	4.0	7.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	3.0	3.0
생수 및 기타(별도)	7.5	8.1	4.8	8.0	6.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	5.0	5.0
연결주류	7.8	11.6	-19.5	-27.9	-7.6	-8.1	-4.5	3.9	7.1	-1.3	3.7	3.8
주류(별도)	7.8	11.7	-19.5	-28.0	-7.6	-8.3	-4.9	3.6	7.2	-1.5	3.2	3.3
소주(별도)	3.5	12.5	-27.0	-30.0	-10.0	-10.0	-5.0	5.0	10.0	-1.5	2.0	2.0
맥주(별도)	18.0	16.0	-13.0	-40.0	-6.0	-20.0	-10.0	5.0	10.0	-5.2	10.0	10.0
기타주류(별도)	10.0	5.0	-12.9	-15.5	-4.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
기타사업	515.9	925.9	870.5	5.0	283.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	19.3	46.3	49.0	-6.9	107.7	5.6	47.9	50.5	-0.8	103.2	122.8	123.9
음료부문	25.3	53.0	69.5	18.7	166.6	22.1	54.3	71.8	19.4	167.6	174.4	177.5
주류부문	-6.0	-6.7	-20.5	-25.7	-58.9	-16.5	-6.4	-21.3	-20.2	-64.4	-51.6	-53.6
(% YoY)	123.7	97.5	-4.2	-500.1	26.7	-71.1	3.5	3.0	-88.5	-4.1	19.0	0.9
영업이익률(%)	3.3	6.8	7.5	-1.3	4.4	1.0	7.0	7.4	-0.1	4.2	4.9	4.8
음료부문	6.7	11.1	14.1	4.9	9.6	5.7	11.1	14.1	4.9	9.4	9.6	9.6
주류부문	-3.0	-3.3	-12.5	-18.8	-8.4	-9.0	-3.3	-12.5	-13.8	-9.3	-7.2	-7.2
순이익(지배)	2.4	-44.6	29.3	-129.5	-142.4	-3.9	26.2	28.5	-10.0	40.8	54.3	55.1
(% YoY)	흑전	-791.8	13.3	65.1	196.4	-263.2	-158.7	-2.7	-92.3	-128.7	33.1	1.4
지배순이익률(%)	0.4	-6.6	4.5	-24.9	-5.9	-0.7	3.9	4.2	-1.8	1.7	2.2	2.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

롯데칠성(005300)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,346.3	2,429.5	2,470.9	2,527.7	2,586.7
매출액증가율 (%)	2.9	3.5	1.7	2.3	2.3
매출원가	1,417.4	1,445.9	1,470.8	1,504.6	1,539.7
매출중이익	928.8	983.6	1,000.1	1,023.1	1,047.0
판매관리비	843.9	876.0	896.9	900.3	923.1
영업이익	85.0	107.7	103.2	122.8	123.9
영업이익률	3.6	4.4	4.2	4.9	4.8
금융손익	-38.6	-32.1	-31.6	-29.6	-29.6
중속/관계기업손익	3.2	-9.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-118.5	-204.3	-19.8	-17.8	-17.8
세전계속사업이익	-68.9	-137.9	51.8	75.4	76.5
법인세비용	-18.9	6.1	12.5	18.3	18.5
당기순이익	-50.0	-144.0	39.3	57.2	58.0
지배주주지분 순이익	-48.1	-142.4	40.8	54.4	55.1
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	688.7	788.4	785.7	821.4	857.1
현금및현금성자산	98.4	199.4	171.0	193.1	214.7
매출채권	260.6	242.4	253.0	258.6	264.4
재고자산	257.1	273.9	285.9	292.3	298.8
비유동자산	2,622.6	2,468.1	2,484.3	2,469.4	2,455.7
유형자산	2,165.7	2,014.6	2,032.8	2,021.3	2,010.6
무형자산	151.7	118.6	112.9	107.7	102.8
투자자산	150.4	108.7	112.2	114.1	116.1
자산총계	3,311.3	3,256.5	3,270.0	3,290.8	3,312.9
유동부채	689.0	941.6	943.3	937.1	931.2
매입채무	110.0	87.4	91.2	93.3	95.3
단기차입금	27.4	26.5	21.5	16.5	11.5
유동성장기부채	173.2	534.4	524.4	514.4	504.4
비유동부채	1,384.8	1,086.9	1,081.6	1,073.7	1,065.8
사채	1,028.7	838.8	828.8	818.8	808.8
장기차입금	181.2	60.0	59.0	58.0	57.0
부채총계	2,073.9	2,028.5	2,024.9	2,010.7	1,997.0
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
기타포괄이익누계액	-13.7	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	2,083.3	1,908.3	1,925.3	1,960.1	1,995.8
비지배주주지분	10.2	15.9	16.0	16.1	16.3
자본총계	1,237.4	1,228.0	1,245.1	1,280.1	1,315.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	85.9	134.1	118.7	137.3	136.8
당기순이익(손실)	-50.0	-144.0	39.3	57.2	58.0
유형자산상각비	129.9	151.6	71.8	71.6	70.7
무형자산상각비	21.8	12.1	5.6	5.2	4.9
운전자본의 증감	-132.8	-97.5	-3.0	-1.6	-1.6
투자활동 현금흐름	-141.0	-134.2	-94.0	-62.1	-62.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-138.7	-153.1	-100.0	-70.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	17.1	32.6	-3.6	-1.9	-2.0
재무활동 현금흐름	0.1	101.9	-53.2	-53.1	-53.0
차입금의 증감	28.4	93.8	-26.0	-26.0	-26.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.1	101.0	-28.4	22.1	21.6
기초현금	153.4	98.4	199.4	171.0	193.1
기말현금	98.4	199.4	171.0	193.1	214.7
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	293,525	303,939	309,120	316,215	323,601
EPS(지배주주)	-6,227	-18,034	4,891	6,583	6,680
CFPS	33,579	37,792	20,059	22,811	22,621
EBITDAPS	29,610	33,947	22,594	24,972	24,960
BPS	139,959	138,233	140,170	144,145	148,214
DPS	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
배당수익률(%)	1.9	1.9	2.5	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	-22.5	-7.8	22.1	16.4	16.2
PCR	4.2	3.7	5.4	4.7	4.8
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
EBITDA	236.7	271.4	180.6	199.6	199.5
EV/EBITDA	10.5	9.2	12.4	11.0	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	-11.7	3.3	4.4	4.3
EBITDA 이익률	10.1	11.2	7.3	7.9	7.7
부채비율	167.6	165.2	162.6	157.1	151.8
금융비용부담률	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	2.2	2.8	2.7	3.3	3.4
매출채권회전율(x)	9.0	9.7	10.0	9.9	9.9
재고자산회전율(x)	9.5	9.2	8.8	8.7	8.8

CJ프레시웨이(051500) 1Q20 실적 충격 불가피 2Q20 이후 점진적인 회복기대

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

Buy

적정주가(12개월)	34,000원
현재주가 (4월 28일)	20,800원
상승여력	63.5%
KOSDAQ	644.93pt
시가총액	2,469억원
발행주식수	1,187만주
유동주식비율	52.29%
외국인비중	20.14%
52주 최고/최저가	32,350원/11,700원
평균거래대금	14.0억원

주요주주(%)		
CJ 외 2인	47.71	
EFG PRIVATE BANK SA	10.95	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	41.5	14.7
6개월	-17.6	-16.7
12개월	-32.6	-22.5



1Q20 코로나19 이슈로 인한 외식경기 부진, 급식 식수 감소에 따른 실적 충격은 불가피

- 방문 고객 중심의 외식업종 매출 감소는 30~40% 수준으로 이에 동반한 식재유통 매출액 감소 불가피
- 낮은 학교급식 비중으로 개학연기에 따른 피해는 제한적이지만 병원/컨세션 등이 식수 감소 피해 예상

1Q20 축산관련 일회성 비용 마무리, 2Q20 이후 점진적인 매출 회복 예상

- 19년 구조조정에 따른 축육 부문 일회성 비용은 1Q20 20~30억원 반영되며 마무리 예상
- 4월~5월까지는 코로나19 영향에서 외식업의 완전한 회복을 기대하긴 어려운 상황. 5월 이후 점진적인 회복 흐름 예상. 외식업 회복과 함께 디마케팅 노력과 고마진 중심의 수주효과 실적 반영 전망

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 코로나19 이슈에 따른 실적추정치 변경을 반영 3.4만원으로 12.8% 하향

- 2Q20까지 지속되는 코로나19에 따른 실적 부진을 반영 20E 순이익(지배)을 기존 219억원으로 14.1% 하향
- Target PER은 19배를 적용. 국내 식자재 유통업은 산업화 비율이 10%로 기업들의 침투율 확대에 따른 매출 성장 여력이 기존 전통식품제조 대비 높음
- 비교 대상 기업인 미국의 식자재유통 성장 기업 Sysco의 적용 배수를 활용, 상대적으로 낮은 매출 성장률을 할인 요인으로 고려(vs. Sysco 매출 성장률 10%대)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,828.1	50.7	13.7	1,154	1,280.3	16,496	23.0	1.6	7.7	7.3	262.8
2019	3,055.1	58.1	5.2	434	-42.6	16,967	66.1	1.7	7.7	2.6	308.7
2020E	3,207.1	45.7	4.3	366	-8.4	17,083	56.9	1.2	11.0	2.1	331.7
2021E	3,452.0	65.2	19.2	1,613	168.7	18,446	12.9	1.1	8.4	9.1	317.5
2022E	3,716.9	77.0	28.1	2,365	37.9	20,561	8.8	1.0	7.3	12.1	296.7

CJ프레시웨이(051500) 실적 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	747.7	756.5	770.0	780.8	3,055.1	696.0	804.0	839.7	867.3	3,207.1	3,452.0	3,716.9
식자재유통	610.0	611.6	619.7	614.6	2,456.2	561.7	651.4	678.9	686.6	2,578.5	2,766.0	2,968.4
- 외식/급식유통	218.5	242.6	244.0	254.9	960.0	185.7	254.7	261.1	280.4	981.9	1,031.0	1,082.6
- 중소제휴(JV)	175.7	187.4	178.1	154.3	695.5	149.3	196.8	190.6	169.7	706.4	755.9	808.8
- 1차도매 및 원료	215.8	181.7	197.6	205.6	800.7	226.6	199.9	227.2	236.4	890.1	979.2	1,077.1
푸드서비스	103.0	119.9	124.6	120.3	467.8	97.9	125.9	133.3	132.3	489.4	538.3	592.2
해외 및 기타	28.6	24.0	24.8	44.7	122.1	30.0	25.2	26.0	46.9	128.2	134.6	141.3
영휘마트 향 매출	6.0	1.0	1.0	1.0	9.0	6.5	1.5	1.5	1.5	11.0	13.0	15.0
(% YoY)	10.6	3.8	9.3	8.6	8.0	-6.9	6.3	9.1	11.1	5.0	7.6	7.7
식자재유통	10.0	4.5	12.3	6.1	8.2	-7.9	6.5	9.6	11.7	5.0	7.3	7.3
- 외식/급식유통	4.1	4.5	6.6	8.7	6.0	-15.0	5.0	7.0	10.0	2.3	5.0	5.0
- 중소제휴(JV)	9.1	12.4	5.4	-2.8	6.1	-15.0	5.0	7.0	10.0	1.6	7.0	7.0
- 1차도매 및 원료	17.7	-2.5	28.6	10.8	12.9	5.0	10.0	15.0	15.0	11.2	10.0	10.0
푸드서비스	21.7	13.5	10.0	11.3	13.7	-5.0	5.0	7.0	10.0	4.6	10.0	10.0
해외 및 기타	-9.2	-24.5	-31.7	58.0	-4.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
중국 JV 연결 매출	9.1	-83.3	-66.7	-75.0	-51.4	5.0	5.0	5.0	5.0	22.2	5.0	5.0
영업이익	6.6	19.4	17.6	14.5	58.1	-5.5	15.1	19.3	16.8	45.7	65.2	77.0
식자재유통	5.7	10.3	8.0	8.2	32.2	-5.6	7.2	10.2	11.0	22.7	37.5	43.5
푸드서비스	0.4	8.1	8.3	5.0	21.8	-0.5	7.3	8.7	5.3	20.8	25.7	31.5
중국 JV 영업이익	0.5	1.0	1.3	1.3	4.0	0.6	0.6	0.5	0.5	2.2	2.0	2.0
(% YoY)	9.3	40.5	32.8	-17.4	14.6	적전	-22.1	9.9	15.4	-21.3	42.8	18.1
식자재유통	-5.8	80.6	28.4	-33.4	6.2	적전	-30.2	27.2	33.7	-29.5	65.0	16.1
푸드서비스	흑전	6.6	21.8	3.4	15.2	적전	-10.0	3.9	5.2	-4.9	24.0	22.3
영업이익률(%)	0.9	2.6	2.3	1.9	1.9	-0.8	1.9	2.3	1.9	1.4	1.9	2.1
식자재유통	0.9	1.7	1.4	1.5	1.3	-1.0	1.1	1.5	1.6	0.9	1.4	1.5
푸드서비스	0.4	6.8	5.8	3.8	4.7	-0.5	5.8	6.5	4.0	4.2	4.8	5.3
순이익	-1.5	7.7	1.3	2.2	9.6	-9.8	5.2	7.8	5.5	8.8	23.6	32.5
(% YoY)	적전	134.0	-75.0	-67.7	-42.6	적지	-32.2	523.4	156.8	-8.4	168.7	37.9
순이익률(%)	-0.2	1.0	0.2	0.3	0.3	-1.4	0.7	0.9	0.6	0.3	0.7	0.9
지배순이익	-2.0	7.0	1.4	-1.3	5.1	-10.3	4.5	8.0	2.1	4.3	19.1	28.1
(% YoY)	적전	190.7	-65.5	적전	-62.4	적지	-35.5	459.5	흑전	-15.7	341.2	46.6
지배순이익률(%)	-0.3	0.9	0.2	-0.2	0.2	-1.5	0.6	1.0	0.2	0.1	0.6	0.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

CJ프레시웨이(051500)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,828.1	3,055.1	3,207.1	3,452.0	3,716.9
매출액증가율 (%)	12.9	8.0	5.0	7.6	7.7
매출원가	2,469.5	2,658.6	2,787.0	2,998.1	3,226.4
매출중이익	358.6	396.5	420.0	453.9	490.6
판매관리비	308.0	338.4	374.4	388.6	413.5
영업이익	50.7	58.1	45.7	65.2	77.0
영업이익률	1.8	1.9	1.4	1.9	2.1
금융손익	-8.4	-18.3	-16.3	-15.3	-15.3
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.3	-23.5	-17.8	-18.8	-18.8
세전계속사업이익	26.8	16.3	11.6	31.1	42.9
법인세비용	10.1	6.7	2.8	7.5	10.4
당기순이익	16.7	9.6	8.8	23.6	32.5
지배주주지분 순이익	13.7	5.2	4.3	19.2	28.1
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	467.9	495.8	553.8	588.4	630.9
현금및현금성자산	26.0	21.3	26.6	21.1	20.3
매출채권	203.7	251.4	279.3	300.5	323.5
재고자산	210.4	191.4	212.6	228.8	246.3
비유동자산	449.5	685.8	719.5	729.2	738.1
유형자산	301.1	346.0	382.7	395.6	406.8
무형자산	93.2	108.7	102.8	97.5	92.9
투자자산	40.1	25.8	28.6	30.8	33.1
자산총계	917.3	1,181.7	1,273.2	1,317.6	1,369.0
유동부채	567.3	580.4	621.3	651.3	689.2
매입채무	243.0	260.7	289.6	311.7	335.5
단기차입금	148.2	114.8	112.3	109.8	109.8
유동성장기부채	75.0	51.1	48.6	46.1	46.1
비유동부채	97.2	312.2	357.0	350.7	334.7
사채	49.9	99.8	139.8	129.8	109.8
장기차입금	2.7	4.9	4.9	4.9	4.9
부채총계	664.5	892.5	978.3	1,002.0	1,023.9
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	89.4	87.0	87.0	87.0	87.0
기타포괄이익누계액	34.1	43.4	43.4	43.4	43.4
이익잉여금	38.5	37.1	38.5	54.7	79.8
비지배주주지분	57.0	87.7	92.1	96.6	101.0
자본총계	252.9	289.1	295.0	315.6	345.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	57.7	78.7	99.6	121.3	129.7
당기순이익(손실)	16.7	9.6	8.8	23.6	32.5
유형자산상각비	17.8	42.8	22.3	26.2	27.8
무형자산상각비	11.6	11.5	5.9	5.3	4.7
운전자본의 증감	6.0	-3.9	-5.2	-3.9	-4.3
투자활동 현금흐름	-51.9	-51.7	-53.8	-32.9	-33.8
유형자산의증가(CAPEX)	-36.6	-37.3	-60.0	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-13.5	14.3	-2.8	-2.2	-2.3
재무활동 현금흐름	-34.7	-31.8	-40.5	-93.9	-96.8
차입금의 증감	-23.1	192.3	39.3	-11.7	-16.5
자본의 증가	-2.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-28.8	-4.7	5.4	-5.5	-0.9
기초현금	54.7	26.0	21.3	26.6	21.1
기말현금	26.0	21.3	26.6	21.1	20.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	238,222	257,344	270,148	290,777	313,095
EPS(지배주주)	1,154	434	366	1,613	2,365
CFPS	4,544	7,135	9,059	11,184	12,159
EBITDAPS	6,749	9,471	6,224	8,142	9,218
BPS	16,496	16,967	17,083	18,446	20,561
DPS	200	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.8	0.9	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	23.0	66.1	56.9	12.9	8.8
PCR	5.8	4.0	2.3	1.9	1.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.7	1.2	1.1	1.0
EBITDA	80.1	112.4	73.9	96.7	109.4
EV/EBITDA	7.7	7.7	11.0	8.4	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	2.6	2.1	9.1	12.1
EBITDA 이익률	2.8	3.7	2.3	2.8	2.9
부채비율	262.8	308.7	331.7	317.5	296.7
금융비용부담률	0.3	0.6	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	5.8	3.3	1.5	2.1	2.5
매출채권회전율(x)	12.0	13.4	12.1	11.9	11.9
재고자산회전율(x)	15.5	15.2	15.9	15.6	15.7

Buy

적정주가(12개월) 15,000원

현재주가 (4월 28일) 8,170원

상승여력 83.6%

KOSPI 1,934.09pt

시가총액 7,982억원

발행주식수 9,770만주

유동주식비율 50.91%

외국인비중 12.15%

52주 최고/최저가 13,950원/5,020원

평균거래대금 22.9억원

주요주주(%)

정교선 외 2인 38.44

국민연금공단 12.15

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 24.0 10.1

6개월 -30.5 -24.7

12개월 -40.1 -32.6

주가그래프



외식 부문, 급식업체 向 식자재유통 부문 코로나19 이슈로 매출 감소 영향 있으나 동종업계 대비 방어

- 급식 부문은 IT 직군 보다는 제조업 직군 비중이 높은 영향으로 식수 감소는 우려 대비 방어
- 외식 부문은 실적 부진 불가피 대규모 푸드코트 고객 수의 감소가 원인
- 반면 유통 부문 백화점 식품관은 생필품 가수요 증가로 전년비 매출액 성장 달성, 외식/급식 부진을 상쇄

20년 본사실적은 상반기 부진에서 하반기 회복 예상, 자회사 실적 리바트 회복세, 에버다임 정체 지속

- 에버다임은 건설 경기 부진으로 주력제품(콘크리트 펌프카, 타워크레인 등) 국내 판매 부진 및 소방차 수주 부재로 부진한 실적 지속
- 리바트는 B2C 부문이 직영/온라인 중심으로 성장 지속, B2B 전년도 기저까지 반영되며 매출 성장 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 코로나19 이슈에 따른 실적추정치 변경을 반영 1.5만원으로 11.8% 하향

- 12M Fwd 순이익 기존 987억원 871억원으로 변경 코로나19 이슈에 따른 외식/급식 매출 감소 전망을 반영
- 실적 성장 본격 시점은 하반기 예상 ① 단체급식의 그룹사 단가 인상 효과가 반영, ② 식자재 산업 참여자들의 수익성 개선 노력이 지속, ③ 계열사 업황 회복으로 식수도 긍정적인 흐름 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,251.7	137.2	103.1	1,056	4.7	17,483	13.5	0.8	8.3	6.1	34.4
2019	3,124.3	89.9	54.8	561	-49.7	17,576	21.1	0.7	8.5	3.2	40.2
2020E	3,186.2	89.2	86.7	888	52.0	18,340	9.2	0.4	7.0	4.9	41.8
2021E	3,262.6	92.1	88.7	908	2.3	19,125	9.0	0.4	6.5	4.8	40.7
2022E	3,341.4	95.0	90.8	929	2.3	19,932	8.8	0.4	6.0	4.8	39.7

현대그린푸드(005440) 실적 전망

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	779.2	760.8	790.6	793.8	3,124.3	785.3	778.9	809.4	812.6	3,186.2	3,262.6	3,341.4
식재사업	91.5	95.2	93.4	96.2	376.2	93.3	99.5	97.6	100.5	390.9	408.5	426.9
푸드서비스사업	151.8	160.4	165.1	172.0	649.2	147.2	163.7	168.4	175.4	654.6	667.7	681.1
유통사업	107.5	85.7	111.5	82.4	387.1	110.8	88.3	114.8	84.8	398.7	410.7	423.0
법인영업	100.3	106.6	96.9	123.6	427.4	102.3	108.7	98.8	126.1	435.9	444.6	453.5
여행사업	4.9	5.3	5.1	5.0	20.4	2.5	5.5	5.3	5.2	18.4	19.0	19.5
LED사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업	51.3	53.4	54.6	54.8	214.1	51.8	54.0	55.1	55.4	216.3	218.4	220.6
에버다임	63.5	61.4	64.4	59.3	248.6	62.9	60.8	63.7	58.7	246.1	243.7	241.2
가구사업	208.4	192.8	199.6	200.5	801.2	214.6	198.6	205.6	206.5	825.3	850.0	875.5
(% YoY)	-6.3	-3.8	-2.3	-3.2	-3.9	0.8	2.4	2.4	2.4	2.0	2.4	2.4
식재사업	9.9	9.2	9.4	4.0	8.0	2.0	4.5	4.5	4.5	3.9	4.5	4.5
푸드서비스사업	-6.9	9.3	8.2	3.1	3.2	-3.0	2.0	2.0	2.0	0.8	2.0	2.0
유통사업	-0.3	-2.4	-5.3	-1.9	-2.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
법인영업	-4.2	1.0	-9.7	-2.1	-3.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
여행사업	15.8	-0.9	11.2	3.8	6.9	-50.0	3.0	3.0	3.0	-9.8	3.0	3.0
LED사업	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타사업	-14.3	15.3	11.4	3.9	2.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
에버다임	-15.5	-22.0	0.3	-36.2	-20.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
가구사업	-10.8	-17.4	-12.7	0.5	-10.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익	26.9	28.1	30.0	4.9	89.9	17.3	29.4	31.4	11.0	89.2	92.1	95.0
식재사업	5.9	7.7	7.6	8.3	29.3	5.0	8.1	8.0	8.7	29.9	31.2	32.6
푸드서비스사업	3.8	7.0	3.0	-5.8	8.0	2.2	7.3	3.2	1.1	13.8	14.1	14.4
유통사업	8.2	4.4	9.4	4.0	26.0	7.3	4.6	9.8	4.2	26.0	26.7	27.5
법인영업	1.3	2.8	0.6	3.7	8.4	1.4	3.0	0.7	3.9	9.0	9.2	9.4
여행사업	1.8	2.2	1.9	0.9	6.8	0.0	2.3	1.9	1.0	5.1	5.3	5.4
LED사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업	-0.7	0.3	1.1	-2.2	-1.5	-0.7	0.3	1.1	-6.0	-5.3	-5.4	-5.4
에버다임	-0.4	2.0	1.7	-0.3	3.1	-1.0	2.0	1.7	0.9	3.6	3.5	3.5
가구사업	8.5	3.1	6.1	-2.6	15.1	4.4	3.2	6.3	-1.6	12.4	12.6	12.9
연결조정	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-5.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-5.3	-5.3	-5.3
세전이익	48.4	42.4	42.5	-34.7	98.6	38.8	43.7	43.9	1.8	128.2	131.1	134.1
(% YoY)	-2.2	-28.7	1.8	적전	-45.9	-19.8	3.0	3.3	흑전	30.1	2.3	2.3
순이익(지배)	32.4	28.0	26.7	-32.4	54.8	26.2	29.8	29.3	1.3	86.7	88.7	90.8
(% YoY)	2.4	-16.8	4.8	적전	-46.9	-19.2	6.5	9.9	흑전	58.3	2.3	2.3
지배순이익률(%)	4.2	3.7	3.4	-4.1	1.8	3.3	3.8	3.6	0.2	2.7	2.7	2.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대그린푸드(005440)

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,251.7	3,124.3	3,186.2	3,262.6	3,341.4
매출액증가율 (%)	28.3	-3.9	2.0	2.4	2.4
매출원가	2,682.2	2,586.3	2,624.0	2,686.9	2,751.7
매출중이익	569.6	538.1	562.3	575.7	589.6
판매관리비	432.3	448.2	473.1	483.7	494.6
영업이익	137.2	89.9	89.2	92.1	95.0
영업이익률	4.2	2.9	2.8	2.8	2.8
금융손익	12.8	12.3	11.9	11.9	11.9
중속/관계기업손익	46.8	22.7	35.5	35.5	35.5
기타영업외손익	-14.5	-26.3	-8.3	-8.3	-8.3
세전계속사업이익	182.3	98.6	128.3	131.1	134.1
법인세비용	55.1	34.6	31.0	31.7	32.5
당기순이익	127.2	63.9	97.2	99.4	101.7
지배주주지분 순이익	103.1	54.8	86.7	88.7	90.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,132.4	1,119.7	1,216.9	1,227.0	1,247.7
현금및현금성자산	55.4	69.2	148.6	140.4	142.2
매출채권	436.8	423.4	433.4	443.8	454.4
재고자산	315.4	291.0	297.9	305.1	312.4
비유동자산	1,705.0	1,846.9	1,896.8	1,976.6	2,048.6
유형자산	440.2	545.1	596.9	666.8	728.6
무형자산	281.7	249.7	247.8	246.0	244.3
투자자산	932.4	945.0	945.0	956.6	968.6
자산총계	2,837.4	2,966.6	3,113.7	3,203.6	3,296.3
유동부채	455.4	527.2	588.8	590.7	593.0
매입채무	245.8	257.2	263.3	269.6	276.1
단기차입금	32.3	39.4	89.4	79.4	69.4
유동성장기부채	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동부채	270.9	323.0	329.7	336.6	343.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.0	1.4	1.4	1.4	1.4
부채총계	726.3	850.2	918.4	927.3	936.6
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	448.1	448.8	448.8	448.8	448.8
기타포괄이익누계액	157.1	144.2	144.2	144.2	144.2
이익잉여금	1,130.6	1,151.9	1,226.5	1,303.2	1,382.1
비지배주주지분	402.9	399.1	403.4	407.8	412.2
자본총계	2,111.1	2,116.4	2,195.3	2,276.3	2,359.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	95.4	177.2	137.4	146.4	156.7
당기순이익(손실)	127.2	63.9	97.2	99.4	101.7
유형자산상각비	33.7	54.2	38.3	45.1	53.2
무형자산상각비	7.6	7.4	1.8	1.8	1.8
운전자본의 증감	-95.8	13.5	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-98.4	-124.2	-90.0	-126.6	-127.0
유형자산의증가(CAPEX)	-71.6	-132.1	-100.0	-125.0	-125.0
투자자산의감소(증가)	-73.5	-12.6	0.0	-11.6	-12.0
재무활동 현금흐름	8.6	-39.4	32.0	-28.0	-28.0
차입금의 증감	-2.6	61.6	50.4	-9.6	-9.6
자본의 증가	3.9	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.7	13.8	79.5	-8.2	1.8
기초현금	49.7	55.4	69.2	148.6	140.4
기말현금	55.4	69.2	148.6	140.4	142.2
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,281	31,977	32,611	33,393	34,199
EPS(지배주주)	1,056	561	888	908	929
CFPS	2,180	1,929	1,707	1,802	1,913
EBITDAPS	1,827	1,550	1,323	1,422	1,535
BPS	17,483	17,576	18,340	19,125	19,932
DPS	210	210	210	210	210
배당수익률(%)	1.5	1.8	2.6	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	21.1	9.2	9.0	8.8
PCR	6.6	6.1	4.8	4.5	4.3
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
PBR	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
EBITDA	178.5	151.5	129.3	138.9	150.0
EV/EBITDA	8.3	8.5	7.0	6.5	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	3.2	4.9	4.8	4.8
EBITDA 이익률	5.5	4.8	4.1	4.3	4.5
부채비율	34.4	40.2	41.8	40.7	39.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	68.2	28.8	18.3	18.9	19.5
매출채권회전율(x)	7.3	7.3	7.4	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	10.6	10.3	10.8	10.8	10.8

롯데푸드(002270) 식재유통 부진을 B2B 유지 성장과 B2C 매출 회복으로 방어

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

Buy

적정주가(12개월) 600,000원

현재주가 (4월 28일) 385,000원

상승여력 55.8%

KOSPI 1,934.09pt

시가총액 4,358억원

발행주식수 113만주

유동주식비율 32.14%

외국인비중 12.70%

52주 최고/최저가 630,000원/211,500원

평균거래대금 11.4억원

주요주주(%)

롯데지주 외 11인 48.23

국민연금공단 6.40

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 32.8 17.9

6개월 -11.2 -3.9

12개월 -38.3 -30.5

주가그래프



외식 경기 침체에 따른 식자재유통 부문 부진을 B2B 가공유지 성장과 B2C 매출 회복으로 방어

- 가공유지 주 거래처 제과/빙과 고객사를 중심으로 B2B 매출액 확대 노력, 가격 인상으로 Q 감소 상쇄
- 외식/급식 매출 감소에 따른 B2B 매출 감소분을 편의점 도시락/즉석섭취식품 등 B2C 회복으로 방어

육가공 부문은 전년 대비 수익성 개선 노력, 파스퇴르 분유 수출 중국에서 동남아 지역으로 선회

- 육가공 부문은 전년도 매출액이 유지되는 가운데 신제품 관련 판촉비를 절감하며 수익성 개선 중
- 중국 분유 시장은 로컬 업체에 대한 정부의 지원 노력으로 수출 회복에 어려움 지속. 동남아 지역으로 수출처를 다변화해 전년 수준의 분유 수출 유지 중

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 코로나19 이슈에 따른 실적추정치 변경을 반영 60만원으로 14.3% 하향

- 12M Fwd 순이익 401억원에서 351억원으로 하향 조정. 코로나19 이슈에 따른 매출 감소 전망 반영
- Target PER은 19배를 적용. 비교 대상 기업인 미국 Sysco(식자재유통 성장 기업) 대비 국내 식자재 유통업체의 경우 디마케팅과 수익성 중심의 신규수주로 매출 성장률이 낮은 한 자리 수에 달하는 점을 할인 요인으로 감안 (vs. Sysco 매출 성장률 10%대)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,810.8	67.6	42.5	37,584	-47.9	602,962	18.9	1.2	8.4	6.3	77.0
2019	1,788.0	49.5	37.5	33,151	-11.8	625,100	12.5	0.7	6.5	5.4	86.7
2020E	1,825.9	54.1	35.6	31,489	-5.0	646,943	12.2	0.6	5.6	5.0	82.8
2021E	1,880.4	59.6	39.2	34,658	10.1	671,955	11.1	0.6	5.2	5.3	79.4
2022E	1,936.7	65.3	43.6	38,522	11.2	700,832	10.0	0.5	4.7	5.6	75.9

롯데푸드(002270) 실적 전망

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	425.2	466.4	477.6	418.8	1,788.0	432.5	474.5	490.6	428.3	1,825.9	1,880.4	1,936.6
유지식품	198.5	208.1	203.9	100.3	710.8	204.4	212.3	205.9	100.3	722.9	737.4	752.2
빙과 등	95.4	128.6	136.7	38.9	399.6	95.4	131.2	140.8	40.1	407.4	419.7	432.3
육가공 등	131.4	129.7	137.0	279.5	677.6	132.7	131.0	143.8	287.9	695.5	723.3	752.2
(% YoY)	-1.3	-0.8	-3.8	1.3	-1.3	1.7	1.7	2.7	2.3	2.1	3.0	3.0
유지식품	-3.2	-0.9	0.5	3.0	-13.2	3.0	2.0	1.0	0.0	1.7	2.0	2.0
빙과 등	4.2	0.0	-3.3	-4.0	-10.5	0.0	2.0	3.0	3.0	2.0	3.0	3.0
육가공 등	-2.1	-1.5	-10.0	1.5	24.2	1.0	1.0	5.0	3.0	2.6	4.0	4.0
영업이익	8.6	18.6	21.2	1.2	49.5	9.6	19.8	22.5	2.2	54.1	59.5	65.3
유지식품	5.9	9.7	10.4	17.9	43.9	6.3	10.1	10.7	18.0	45.1	46.8	48.5
빙과 등	3.3	11.5	13.0	-9.8	18.0	3.3	11.8	13.4	-10.1	18.4	18.9	19.5
육가공 등	-0.6	-2.6	-2.3	-7.0	-12.5	0.0	-2.0	-1.6	-5.7	-9.4	-6.1	-2.6
(% YoY)	-46.2	-18.8	-23.0	-10.2	-26.8	12.1	6.8	6.2	88.6	9.4	10.0	9.7
유지식품	-38.6	1.4	33.3	191.8	32.6	6.5	4.2	3.0	0.6	2.7	3.6	3.6
빙과 등	-8.7	-11.2	-5.5	323.3	-35.7	0.0	2.0	3.0	3.0	1.8	3.0	3.0
육가공 등	-124.3	-862.6	-138.1	175.8	-295.6	-101.3	-23.9	-26.9	-17.6	-25.0	-34.5	-57.2
영업이익률(%)	2.0	4.0	4.4	0.3	2.8	2.2	4.2	4.6	0.5	3.0	3.2	3.4
유지식품	3.0	4.6	5.1	17.9	6.2	3.1	4.7	5.2	18.0	6.2	6.3	6.4
빙과 등	3.5	9.0	9.5	-25.1	4.5	3.5	9.0	9.5	-25.1	4.5	4.5	4.5
육가공 등	-0.5	-2.0	-1.6	-2.5	-1.8	0.0	-1.5	-1.1	-2.0	-1.3	-0.8	-0.3
세전이익	10.0	19.1	20.2	0.3	49.6	8.5	17.8	20.3	0.4	47.0	51.7	57.5
(% YoY)	-28.9	-4.2	-14.7	-116.1	-11.4	-14.7	-7.0	0.8	42.7	-5.1	10.1	11.2
순이익	7.2	14.5	15.3	0.5	37.5	6.4	13.5	15.4	0.3	35.6	39.2	43.6
(% YoY)	-32.3	-4.2	-14.5	-146.2	-11.8	-10.6	-7.2	0.9	-41.3	-5.0	10.1	11.2
순이익률(%)	1.7	3.1	3.2	0.1	2.1	1.5	2.8	3.1	0.1	2.0	2.1	2.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

롯데푸드(002270)

Industry Indepth
주류전쟁: 진격(進擊)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,810.8	1,788.0	1,825.9	1,880.4	1,936.7
매출액증가율 (%)	-0.4	-1.3	2.1	3.0	3.0
매출원가	1,503.0	1,487.8	1,519.3	1,564.7	1,611.6
매출중이익	307.8	300.3	306.6	315.7	325.1
판매관리비	240.3	250.8	252.5	256.2	259.8
영업이익	67.6	49.5	54.1	59.6	65.3
영업이익률	3.7	2.8	3.0	3.2	3.4
금융손익	-8.8	-4.5	-6.6	-7.3	-7.3
중속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-2.8	4.7	-0.4	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	55.9	49.6	47.0	51.8	57.5
법인세비용	13.4	12.0	11.4	12.5	13.9
당기순이익	42.5	37.5	35.6	39.2	43.6
지배주주지분 순이익	42.5	37.5	35.6	39.2	43.6
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	450.2	624.5	636.6	657.6	683.9
현금및현금성자산	43.0	28.6	27.3	27.6	32.7
매출채권	189.4	192.4	196.8	203.6	210.6
재고자산	192.3	227.2	232.3	240.3	248.6
비유동자산	758.1	696.6	702.1	707.1	711.6
유형자산	541.0	582.9	588.6	593.6	597.9
무형자산	47.1	46.2	45.6	45.0	44.5
투자자산	40.0	27.2	27.6	28.3	29.0
자산총계	1,208.3	1,321.2	1,338.7	1,364.7	1,395.5
유동부채	181.0	453.8	455.6	461.6	468.1
매입채무	83.5	80.2	82.0	84.8	87.7
단기차입금	3.0	12.0	11.0	10.0	9.0
유동성장기부채	0.0	100.0	95.0	90.0	85.0
비유동부채	344.8	159.8	150.9	142.5	134.1
사채	149.8	49.9	44.9	39.9	34.9
장기차입금	50.0	50.0	45.0	40.0	35.0
부채총계	525.8	613.6	606.5	604.1	602.2
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	-11.1	2.8	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	911.7	922.9	947.6	975.9	1,008.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	682.5	707.5	732.3	760.6	793.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	96.8	47.7	77.6	89.9	94.2
당기순이익(손실)	42.5	37.5	35.6	39.2	43.6
유형자산상각비	42.0	48.2	53.4	54.1	54.7
무형자산상각비	3.9	3.1	0.6	0.6	0.6
운전자본의 증감	-6.1	-52.4	-4.6	-7.0	-7.3
투자활동 현금흐름	-33.2	-49.3	-57.8	-58.1	-58.0
유형자산의증가(CAPEX)	-59.2	-74.8	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	12.6	-0.4	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	-119.1	-12.8	-21.0	-31.5	-31.1
차입금의 증감	-90.4	17.4	-15.9	-15.9	-15.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.5	-14.4	-1.2	0.3	5.0
기초현금	98.4	43.0	28.6	27.3	27.6
기말현금	43.0	28.6	27.3	27.6	32.7
Key Financial Data					
	2018	2020E	2021E	2022E	
주당데이터(원)					
SPS	1,599,839	1,579,714	1,613,148	1,661,300	1,711,014
EPS(지배주주)	37,584	33,151	31,489	34,658	38,522
CFPS	105,304	99,925	92,238	96,670	101,897
EBITDAPS	100,286	89,073	95,491	100,873	106,481
BPS	602,962	625,100	646,943	671,955	700,832
DPS	15,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	2.1	2.9	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	12.5	12.2	11.1	10.0
PCR	6.7	4.1	4.2	4.0	3.8
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	113.5	100.8	108.1	114.2	120.5
EV/EBITDA	8.4	6.5	5.6	5.2	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	5.4	5.0	5.3	5.6
EBITDA 이익률	6.3	5.6	5.9	6.1	6.2
부채비율	77.0	86.7	82.8	79.4	75.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.0	9.5	7.4	7.4	8.1
매출채권회전율(x)	9.0	9.4	9.4	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	9.8	8.5	7.9	8.0	7.9

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

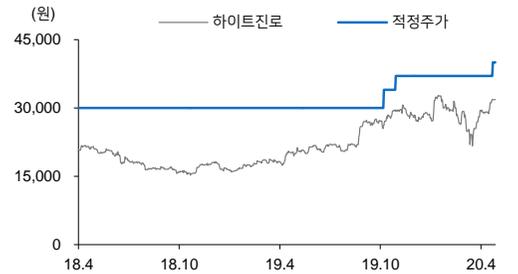
투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

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

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

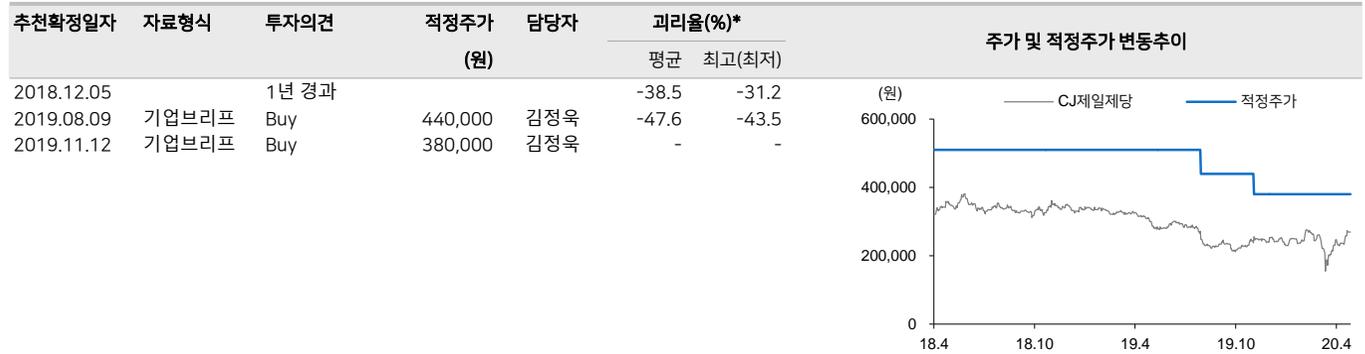
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.12.05		1년 경과			-32.4	-8.0	
2019.10.17	산업분석	Buy	34,000	김정욱	-17.1	-13.1	
2019.11.07	산업분석	Buy	37,000	김정욱	-22.5	-11.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	40,000	김정욱	-	-	



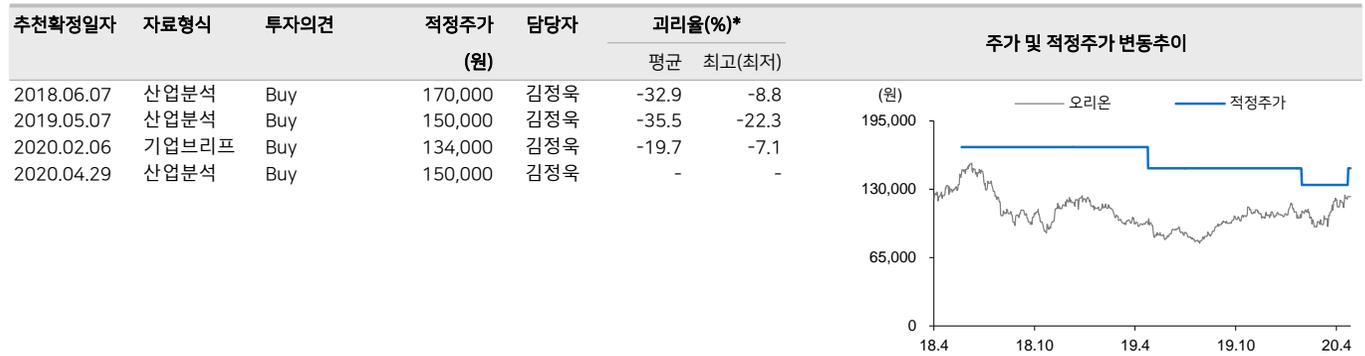
CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



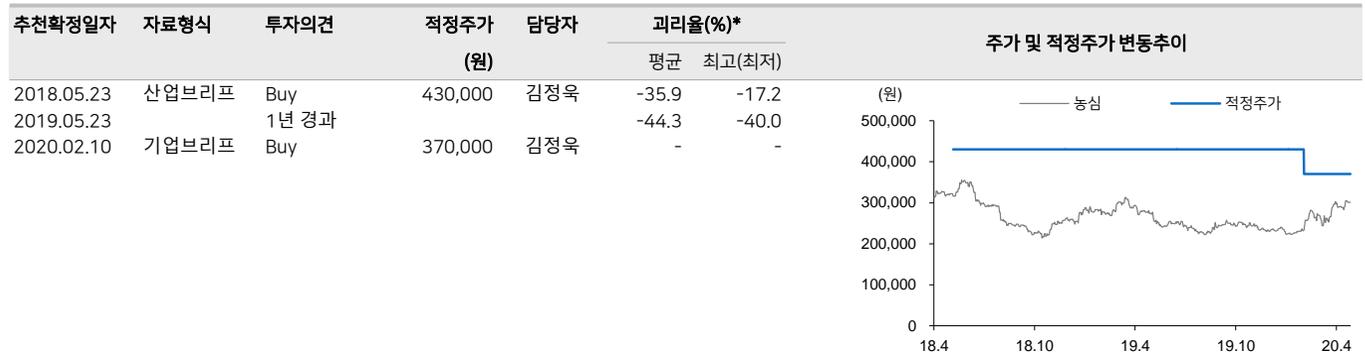
오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



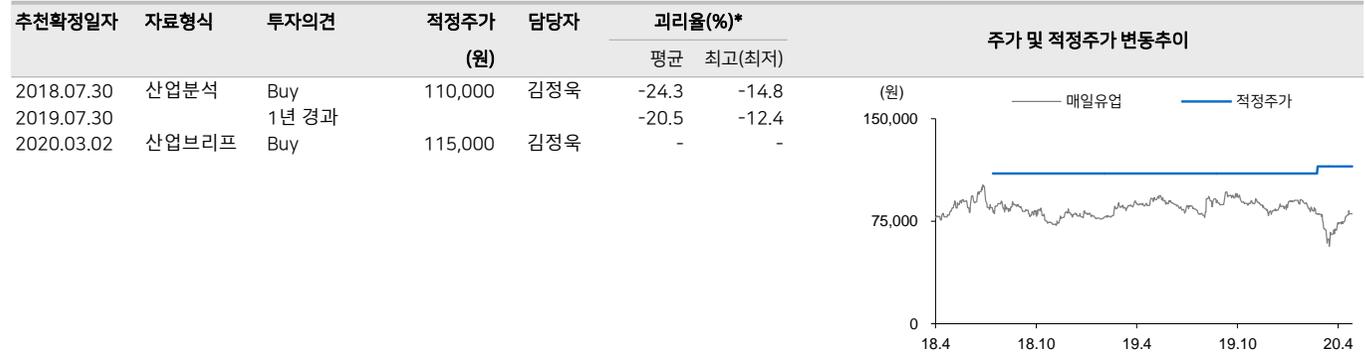
농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



매일유업 (267980) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데칠성 (005300) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



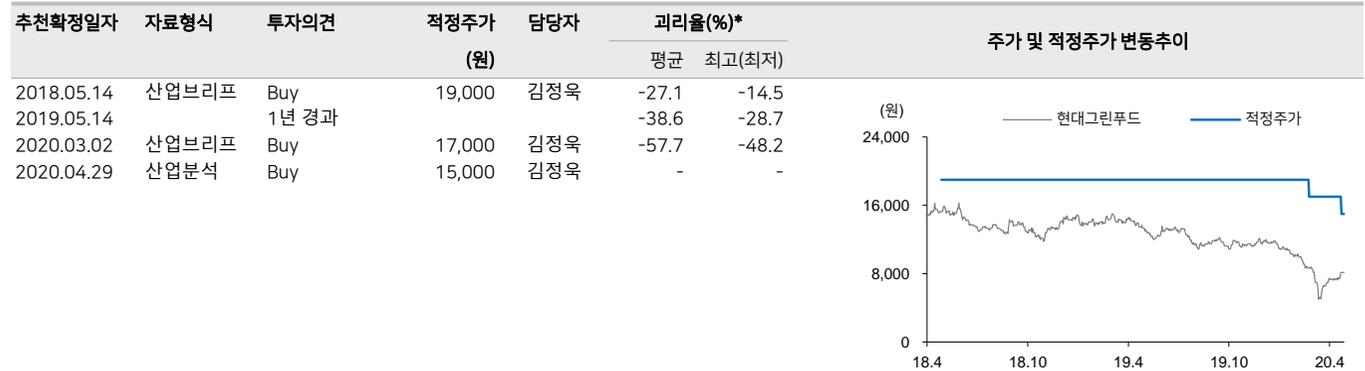
CJ프레시웨이 (051500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대그린푸드 (005440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



롯데푸드 (002270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

