

Overweight  
(Maintain)음식료/유통  
Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

 실적 Review

## 음식료

## 1분기 실적 리뷰 및 시사점



5/15에 발표된 주요 음식료 업체들의 1분기 실적은 대체로 양호하였다. 코로나19 영향으로 내식 수요가 크게 증가하면서, 매출 성장률과 수익성이 동시에 호조를 보였기 때문이다. 코로나19 영향이 지속되면서, 2분기에도 실적 개선 모멘텀이 강할 것으로 기대된다. 다만, 코로나19 우려가 완화될 수 있는 가능성을 감안하여, MS 상승과 신규 소비층 유입 효과가 있는 업체 중심의 비중확대 전략을 추천한다.

## &gt;&gt;&gt; 내식(内食) 수요 증가로 어닝 서프라이즈 시현

5/15에 발표된 주요 음식료 업체들의 1분기 실적을 살펴보면, 영업이익 기준으로 농심/대상/오뚜기/하이트진로가 시장 컨센서스를 상회하였고, 롯데푸드/롯데칠성/매일유업/빙그레는 시장 컨센서스에 부합하였다.

이처럼 주요 음식료 업체들의 실적 흐름은 시장 기대치 대비 대체로 양호한 편이었다. 코로나19 영향으로 내식 수요가 증가했기 때문이다. 코로나19 영향으로 사람들의 외부 활동이 줄어들고, 학생들의 개학이 연기되면서, 가정에서 주식(라면/간편식)과 간식(스낵/발효유/빙과) 수요가 크게 증가하였다. 이로 인해, 음식료 업종은 다른 업종과 달리 실적 측면에서 코로나19 확산에 따른 큰 수혜를 볼 수 있었다.

## &gt;&gt;&gt; 하이트진로, 위기 국면에서 경쟁사 대비 우월한 실적 시현

한편, 외식 경로 매출 비중이 높은 주류와 식자재유통 업종은 코로나19 영향으로 수요가 위축되면서, 대체로 실적이 부진하였다. 하지만, 하이트진로는 경쟁사와 달리 매출액이 +26% 증가하면서 어닝 서프라이즈를 시현하였다(경쟁사 매출: 오비맥주 -20% 이상, 롯데주류 -30% 이상 역신장). 동사의 핵심 브랜드인 테라와 진로에 대한 소비자들의 선호도가 강하게 상승했다는 것이 다시 한번 입증된 셈이다. 따라서, 향후에도 판매량과 MS 상승세가 지속될 것으로 기대된다.

특히, EBITDA 측면에서 하이트진로가 오비맥주를 1분기에 근소한 차이로 역전한 상황이다(하이트진로 939억원, 오비맥주 919억원 추산). 이와 같은 수익성 역전은 향후 주류 시장의 판촉 주도권과 시장 지배력이 점차 하이트진로로 넘어가고 있음을 의미한다. 따라서, 하이트진로의 맥주 MS 1위 탈환에 대한 시장의 기대감이 점차 강해질 것으로 기대된다.

## Compliance Notice

- 당사는 5월 15일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 코로나19 영향은 얼마나 지속될까?

2분기 핵심 관전포인트는 코로나19 영향의 지속 가능성이다. 코로나19는 1) 내식 수요 증가로 전반적인 가공식품의 수요 증가를 야기하였고, 2) 할인점 시식 행사 판촉을 축소 시켰으며, 3) 식료품 사재기 영향으로 전반적인 매출할인을 완화를 초래하였다. 코로나19 확산에 따른 공포심리는 3월에 정점을 찍고, 4월부터 둔화되는 추세였으나, 5월 중순에 이태원 클럽 관련 확진자 수 증가가 발생하면서, 다시 불안심리가 확대되고 있는 상황이다. 만약, 코로나19 영향이 장기화되고, 개학 연기 상황이 지속되면, 가정 내 주식과 간식의 수요는 계속해서 호조를 보일 수 있다.

## ‘변화한 것’과 ‘돌아올 것’을 구분할 필요

하지만, 이러한 코로나19 사태에 따른 반사수혜가 얼마나 어느 정도 지속될지는 확신하기 어렵다. 이태원 클럽 사태의 영향을 지켜봐야겠지만, 사회적 거리두기 영향으로 코로나19 확진자 수 증가세가 2월 하순 ~ 3월 초순 대비해서는 크게 둔화되었기 때문이다.

따라서, 1분기에 발생한 소비 패턴의 변화에서 ‘변화한 것’과 ‘돌아올 것’을 구분할 필요가 있다. ‘변화한 것’은 시장 점유율 변화와 신규 소비층 유입과 관련된 것이다. 주류 시장에서는 하이트진로의 MS 상승세가 돋보이고, 간편식 카테고리에서는 CJ제일제당과 풀무원식품의 성과가 돋보였다. 특히, 코로나19 영향으로 판매량이 크게 증가한 간편식 카테고리는 라면/스낵과 달리 신규 소비층 유입 효과가 기대된다. 아직 국내 시장 침투율이 낮아서, 신규 소비자 경험 증가에 따른 추가적인 시장 규모 확대가 가능하기 때문이다.

한편, 높아진 내식 소비 비중이 그대로 유지될지는 의문스러운 부분이다. 이미 사람들은 외부 활동을 일부 재개하며 ‘보복적 소비’를 하고 있는 상황이다. 5월초 연휴기간에 제주도/강원도 등지에 관광객이 크게 증가하였고, 백화점 기존점 성장률도 3월을 저점으로 회복세를 보이고 있다. 따라서, 코로나19 우려가 완화된다면, 사람들은 다시 외식 소비로 돌아올 가능성이 높다. 작년 보다는 내식 소비 비중이 높은 편이겠지만, 올해 1분기 보다 높은 추세가 이어질 수 있을지는 단언하기 어렵다.

## 업종 투자전략

코로나19 확산은 전반적으로 음식료 업체들에게 긍정적인 영향을 미쳤고, 주요 업체들의 실적 개선 모멘텀은 2분기에도 지속될 전망이다. 이에 따라, 음식료 업체들의 주가 강세는 중기적으로 지속될 것으로 판단된다. 다만, 코로나19 이후의 상황까지 감안한다면, ‘돌아올 것’ 보다는 ‘변화한 것’에 집중하는 전략을 통해 초과수익을 확보할 필요가 있다. 따라서, MS 상승세와 신규 소비층 유입 효과가 기대되는 하이트진로와 CJ제일제당 중심의 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단된다.

## 주요 음식료 업체 1Q20 실적 Review (1) (단위: 억원)

회사명	구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY
KT&G	매출액	11,850	12,578	13,222	11,982	11,784	-0.6%
	영업이익	3,482	3,991	3,825	2,523	3,150	-9.5%
	OPM	29.4%	31.7%	28.9%	21.1%	26.7%	-2.6%p
	순이익	2,730	3,228	3,208	1,198	2,930	7.3%
오리온	매출액	4,976	4,393	5,300	5,564	5,398	8.5%
	영업이익	773	504	1,018	981	970	25.5%
	OPM	15.5%	11.5%	19.2%	17.6%	18.0%	2.4%p
	순이익	513	362	677	604	731	42.5%
CJ 제일제당	매출액	50,178	55,153	58,581	59,613	58,309	16.2%
	영업이익	1,791	1,753	2,727	2,698	2,759	54.1%
	OPM	3.6%	3.2%	4.7%	4.5%	4.7%	1.2%p
	순이익	409	162	19	935	4,437	984.7%
CJ 프레시웨이	매출액	7,477	7,565	7,700	7,808	6,025	-19.4%
	영업이익	66	193	176	145	-126	적전
	OPM	0.9%	2.6%	2.3%	1.9%	-2.1%	-3.0%p
	순이익	-20	70	14	-13	-195	적지
SPC 삼립	매출액	5,739	6,082	6,158	6,575	5,908	2.9%
	영업이익	96	166	23	182	68	-28.7%
	OPM	1.7%	2.7%	0.4%	2.8%	1.2%	-0.5%p
	순이익	58	114	-6	135	15	-73.8%
남양유업	매출액	2,511	2,639	2,553	2,605	2,315	-7.8%
	영업이익	13	6	-9	-6	-206	적전
	OPM	0.5%	0.2%	-0.3%	-0.2%	-8.9%	-9.4%p
	순이익	53	201	-14	52	-268	적전
농심	매출액	5,886	5,682	5,899	5,973	6,877	16.8%
	영업이익	316	82	186	204	636	101.1%
	OPM	5.4%	1.4%	3.1%	3.4%	9.2%	3.9%p
	순이익	290	47	162	211	487	67.8%
대상	매출액	7,233	7,315	7,837	7,254	7,558	4.5%
	영업이익	381	337	423	156	498	30.8%
	OPM	5.3%	4.6%	5.4%	2.2%	6.6%	1.3%p
	순이익	233	366	220	253	531	128.3%
동원 F&B	매출액	7,482	7,092	8,250	7,479	7,836	4.7%
	영업이익	349	144	355	166	365	4.5%
	OPM	4.7%	2.0%	4.3%	2.2%	4.7%	0.0%p
	순이익	250	84	235	87	239	-4.5%
동원산업	매출액	6,738	6,692	7,025	6,371	7,445	10.5%
	영업이익	576	578	582	199	624	8.4%
	OPM	8.5%	8.6%	8.3%	3.1%	8.4%	-0.2%p
	순이익	323	299	19	-192	238	-26.4%
롯데제과	매출액	4,918	5,457	5,402	5,153	5,018	2.0%
	영업이익	151	274	386	162	184	21.5%
	OPM	3.1%	5.0%	7.1%	3.2%	3.7%	0.6%p
	순이익	83	151	253	-107	-1	적전
롯데칠성	매출액	5,749	6,775	6,571	5,200	5,074	-11.7%
	영업이익	193	463	490	-69	63	-67.5%
	OPM	3.3%	6.8%	7.5%	-1.3%	1.2%	-2.1%p
	순이익	24	-446	293	-1,295	-30	적전
롯데푸드	매출액	4,252	4,664	4,776	4,246	4,092	-3.8%
	영업이익	86	186	212	-13	99	15.9%
	OPM	2.0%	4.0%	4.4%	-0.3%	2.4%	0.4%p
	순이익	72	145	153	-27	68	-5.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 주요 음식료 업체 1Q20 실적 Review (2) (단위: 억원)

회사명	구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY
매일유업	매출액	3,375	3,497	3,497	3,563	3,582	6.1%
	영업이익	196	278	177	202	204	3.8%
	OPM	5.8%	8.0%	5.1%	5.7%	5.7%	-0.1%p
	순이익	161	213	148	122	192	19.0%
무학	매출액	459	450	374	382	361	-21.3%
	영업이익	-19	-42	-40	-33	4	흑전
	OPM	-4.1%	-9.5%	-10.6%	-8.7%	1.2%	5.3%p
	순이익	233	61	-56	-1	-529	적전
빙그레	매출액	1,774	2,494	2,645	1,871	1,943	9.6%
	영업이익	62	206	204	-15	63	1.9%
	OPM	3.5%	8.3%	7.7%	-0.8%	3.3%	-0.2%p
	순이익	61	175	170	4	66	8.2%
삼양식품	매출액	1,204	1,337	1,376	1,519	1,564	29.9%
	영업이익	153	208	210	212	267	74.0%
	OPM	12.7%	15.6%	15.2%	13.9%	17.1%	4.3%p
	순이익	114	181	162	139	223	95.7%
신세계푸드	매출액	3,166	3,274	3,374	3,387	3,050	-3.6%
	영업이익	32	72	62	54	-40	적전
	OPM	1.0%	2.2%	1.9%	1.6%	-1.3%	-2.3%p
	순이익	9	32	46	-44	-43	적전
오뚜기	매출액	5,967	5,670	5,970	5,988	6,455	8.2%
	영업이익	529	379	366	209	572	8.3%
	OPM	8.9%	6.7%	6.1%	3.5%	8.9%	0.0%p
	순이익	300	248	287	133	487	62.4%
크라운제과	매출액	997	945	926	998	1,009	1.2%
	영업이익	80	62	48	75	95	19.7%
	OPM	8.0%	6.6%	5.2%	7.5%	9.5%	1.5%p
	순이익	58	42	33	58	64	12.0%
풀무원	매출액	5,493	5,971	6,268	6,082	5,626	2.4%
	영업이익	15	108	112	70	45	202.3%
	OPM	0.3%	1.8%	1.8%	1.2%	0.8%	0.5%p
	순이익	-59	92	89	-87	72	흑전
하이트진로	매출액	4,230	5,244	5,291	5,586	5,339	26.2%
	영업이익	-42	106	492	327	561	흑전
	OPM	-1.0%	2.0%	9.3%	5.9%	10.5%	11.5%p
	순이익	-138	-292	259	-251	334	흑전
해태제과식품	매출액	1,608	1,861	1,870	1,561	1,635	1.7%
	영업이익	18	85	103	-61	53	196.3%
	OPM	1.1%	4.6%	5.5%	-3.9%	3.2%	2.1%p
	순이익	-11	-15	56	-378	26	흑전
현대그린푸드	매출액	7,792	7,608	7,906	7,938	8,347	7.1%
	영업이익	269	281	300	49	311	15.4%
	OPM	3.5%	3.7%	3.8%	0.6%	3.7%	0.3%p
	순이익	324	280	267	-324	331	2.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 1) 농심 1Q20 Review

투자의견 Outperform,  
목표주가 360,000원

농심의 1Q20 연결기준 영업이익은 636억원(+101% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 코로나19 영향에 따른 공포심리가 확산되면서, 식료품 사재기와 내식 증가로 인한 라면/스낵 수요 호조로 큰 수혜를 본 것으로 판단된다. 또한, 코로나19 영향은 해외 매출에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 중국은 2~3월에, 미국은 3월부터 매출이 크게 증가하였고, 1분기 일본 수출도 크게 증가하였다.

국내 라면/스낵 수요 증가율은 3월에 정점을 찍고, 4월에 둔화되는 추세이다(4월 +10% 이상 성장). 하지만, 최근 이태원 클럽 관련 확진자 수 증가로 인해, 5월 중순부터 다시 코로나19 우려가 커지고 있는 상황이다. 이로 인해, 1분기 가정 내 재고 증가 가능성에도 불구하고, 2분기 수요가 예상보다 강할 가능성이 있다.

올해 상반기 실적 모멘텀은 업종 내에서 가장 돋보이기 때문에, 단기적으로 주가 강세 기조가 가능할 것으로 판단된다. 다만, 코로나 영향으로 실적이 좋아졌기 때문에(특히, 개학 연기 영향이 큰 것으로 추산), 코로나 우려가 완화된 후에 국내 라면과 스낵 수요 레벨이 얼마나 유지되는지가 중요할 것이다.

다만, 해외는 코로나 영향으로 인해, 한국 보다는 중장기적인 실적 레벨 상승이 크게 나타날 수 있다는 점이 긍정적이다. 한국은 시장 수요의 추가적인 성장 여력이 크지 않지만, 미국과 중국은 시장 점유율이 낮아서 성장 여력이 높은 편이기 때문이다. 이와 같은 국내외 수요 증가와 동사의 실적 추정치 상향을 감안하여, 목표주가를 36만원으로 상향한다(투자의견은 Outperform 유지).

### 농심 목표주가 변경 내역

EPS(원)	19,753	'21E EPS
Target PER(배)	18	최근 1년 FW12M PER 상단에서 10% 할인
목표주가(원)	360,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 농심 연결기준 실적 추이 및 전망 (5/15 종가: 325,000원)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>588.6</b>	<b>568.2</b>	<b>589.9</b>	<b>597.3</b>	<b>687.7</b>	<b>630.0</b>	<b>607.6</b>	<b>621.7</b>	<b>2,343.9</b>	<b>2,547.0</b>	<b>2,543.5</b>
(YoY)	4.5%	6.6%	4.2%	4.0%	16.8%	10.9%	3.0%	4.1%	4.8%	8.7%	-0.1%
<b>국내</b>	<b>455.3</b>	<b>439.1</b>	<b>447.0</b>	<b>459.1</b>	<b>519.9</b>	<b>466.4</b>	<b>450.6</b>	<b>464.1</b>	<b>1,800.5</b>	<b>1,901.0</b>	<b>1,865.0</b>
(YoY)	2.3%	4.1%	0.6%	1.1%	14.2%	6.2%	0.8%	1.1%	2.0%	5.6%	-1.9%
면류	302.6	297.7	298.0	317.0	354.7	318.3	303.9	323.3	1,215.3	1,300.2	1,252.0
(YoY)	1.7%	2.8%	-0.6%	1.5%	17.2%	6.9%	2.0%	2.0%	1.3%	7.0%	-3.7%
스낵	79.1	77.8	84.6	82.0	91.2	82.5	85.4	82.8	323.5	341.9	332.6
(YoY)	-3.7%	-4.4%	3.7%	4.1%	15.3%	6.0%	1.0%	1.0%	-0.1%	5.7%	-2.7%
음료	34.5	45.3	49.1	33.1	34.7	47.4	51.5	35.4	162.0	169.0	180.9
(YoY)	18.6%	5.6%	1.2%	-4.6%	0.6%	4.7%	4.9%	6.9%	4.4%	4.3%	7.0%
수출/상품/기타	118.7	101.0	98.5	108.6	129.4	108.1	99.5	109.7	426.8	446.7	461.9
(YoY)	9.0%	14.3%	7.1%	3.2%	9.0%	7.0%	1.0%	1.0%	8.2%	4.7%	3.4%
차이	-79.6	-82.7	-83.2	-81.7	-90.1	-89.9	-89.8	-87.0	-327.1	-356.9	-362.4
<b>해외</b>	<b>133.2</b>	<b>129.0</b>	<b>142.9</b>	<b>138.3</b>	<b>168.4</b>	<b>163.6</b>	<b>157.1</b>	<b>157.5</b>	<b>543.4</b>	<b>646.6</b>	<b>678.5</b>
(YoY)	13.1%	16.3%	17.3%	14.8%	26.4%	26.8%	9.9%	13.9%	15.4%	19.0%	4.9%
<b>중국</b>	<b>43.3</b>	<b>38.5</b>	<b>44.1</b>	<b>40.7</b>	<b>55.9</b>	<b>42.6</b>	<b>47.2</b>	<b>44.5</b>	<b>166.6</b>	<b>190.2</b>	<b>193.3</b>
(YoY)	-0.6%	8.4%	5.1%	13.5%	29.0%	10.8%	7.2%	9.2%	6.2%	14.2%	1.6%
<b>미국</b>	<b>71.0</b>	<b>67.4</b>	<b>77.1</b>	<b>76.2</b>	<b>87.0</b>	<b>89.8</b>	<b>85.8</b>	<b>89.2</b>	<b>291.7</b>	<b>351.7</b>	<b>380.0</b>
(YoY)	22.7%	17.3%	23.3%	13.0%	22.5%	33.1%	11.3%	17.1%	18.9%	20.6%	8.0%
일본	11.8	14.5	13.4	13.4	17.1	21.5	14.4	14.9	53.2	67.9	62.9
(YoY)	6.3%	22.0%	16.6%	13.3%	44.4%	48.6%	7.7%	10.6%	14.7%	27.7%	-7.3%
호주	5.7	6.9	6.7	5.8	6.2	7.4	7.1	6.3	25.1	27.0	30.2
(YoY)	11.0%	12.3%	12.8%	11.7%	8.1%	7.0%	6.8%	8.7%	12.0%	7.6%	11.9%
베트남	1.3	1.8	1.7	2.1	2.2	2.4	2.5	2.7	6.8	9.7	12.1
<b>영업이익</b>	<b>31.6</b>	<b>8.2</b>	<b>18.6</b>	<b>20.4</b>	<b>63.6</b>	<b>34.3</b>	<b>25.1</b>	<b>25.4</b>	<b>78.8</b>	<b>148.4</b>	<b>125.6</b>
(YoY)	-8.1%	26.9%	-14.5%	-21.3%	101.1%	318.2%	35.3%	24.4%	-11.0%	88.3%	-15.4%
(OPM)	5.4%	1.4%	3.1%	3.4%	9.2%	5.4%	4.1%	4.1%	3.4%	5.8%	4.9%
<b>국내</b>	<b>23.2</b>	<b>3.5</b>	<b>10.8</b>	<b>11.6</b>	<b>47.2</b>	<b>22.6</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>49.0</b>	<b>96.3</b>	<b>74.2</b>
(OPM)	5.1%	0.8%	2.4%	2.5%	9.1%	4.9%	2.9%	2.9%	2.7%	5.1%	4.0%
<b>해외</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>6.0</b>	<b>6.4</b>	<b>14.2</b>	<b>12.7</b>	<b>10.3</b>	<b>9.7</b>	<b>24.5</b>	<b>46.8</b>	<b>46.1</b>
(OPM)	4.7%	4.5%	4.2%	4.7%	8.4%	7.8%	6.5%	6.1%	4.5%	7.2%	6.8%
연결조정	2.2	-1.1	1.8	2.4	2.2	-1.1	1.8	2.4	5.3	5.3	5.3
<b>세전이익</b>	<b>38.3</b>	<b>15.7</b>	<b>22.3</b>	<b>30.9</b>	<b>65.0</b>	<b>44.2</b>	<b>35.0</b>	<b>35.3</b>	<b>107.2</b>	<b>179.6</b>	<b>158.5</b>
당기순이익	29.1	4.6	16.1	21.2	48.9	33.5	26.6	26.7	71.1	135.7	120.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>29.0</b>	<b>4.7</b>	<b>16.2</b>	<b>21.1</b>	<b>48.7</b>	<b>33.5</b>	<b>26.6</b>	<b>26.7</b>	<b>71.0</b>	<b>135.5</b>	<b>120.2</b>
(YoY)	-9.4%	-39.4%	-17.1%	-15.6%	67.9%	620.2%	64.3%	26.4%	-15.8%	90.9%	-11.3%
<b>현지 통화 기준 매출 성장률</b>											
중국	0.6%	7.5%	1.9%	10.8%	25.8%	10.0%	6.0%	6.0%	4.9%	12.1%	1.4%
미국	17.0%	8.3%	16.3%	8.3%	15.6%	26.5%	8.0%	12.0%	12.4%	15.2%	7.2%
BPS(원)									316,955	335,237	350,990
EPS(원)									11,672	22,282	19,753
DPS(원)									4,000	4,000	4,000
ROE(%)									3.7%	6.8%	5.8%
배당성향(%)									34%	18%	20%
PBR(배)									0.8	1.0	0.9
PER(배)									20.6	14.6	16.5
배당수익률(%)									1.7%	1.2%	1.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 2) 대상 1Q20 Review

투자의견 BUY,  
목표주가 32,000원

대상의 1Q20 연결기준 영업이익은 498억원(+31% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 코로나19 영향에 따른 가공식품 수요 증가로 식품 부문의 매출할인율이 축소되면서, 전사 실적이 시장 컨센서스를 상회한 것으로 판단된다. 한편, 영업외이익이 크게 발생하면서 세전이익이 811억원을 기록하였는데, 이는 2003년 매각한 아스파탐 관련 자산매매계약에 대한 소송사건 승소로 충당금이 환입된 부분이 있기 때문이다(358억원).

**별도기준 식품** 부문은 코로나19 영향으로 B2B 경로의 매출이 감소하였으나, 내식 증가 영향으로 인해, 신선식품/소스류/육가공류가 매출 성장을 견인한 것으로 추산된다(식품 제조 매출 +2.2% 성장). 특히, 김치가 매출이 +20% 이상 성장하고, 경쟁강도도 완화되면서, 식품 사업부의 실적 개선을 견인한 것으로 추산된다.

**별도기준 소재** 부문은 전분당 수율 개선과 고부가 바이오 매출 확대(테아닌/히스티딘 등)에도 불구하고, 라이신 시황 악화로 인해 전년동기 대비 이익이 감소하였다. 자회사 **PT미원 인도네시아**는 전분당/MSG 매출 증가로 인해 전년동기 대비 이익이 증가하였다 (+22억원 YoY).

수익성 중심의 경영 전략이 지속되는 가운데, 코로나19 영향으로 가공식품 수요가 증가하면서, 김치를 중심으로 수익성 개선이 크게 나타난 상황이다. 이에 따라, 전사 실적 추정치를 상향하고, 목표주가를 32,000원으로 상향한다(투자의견 BUY 유지).

### 대상 목표주가 변경 내역

EPS(원)	3,257	'21E EPS
Target PER(배)	9.9	최근 1년 FW12M PER 상단에서 10% 할인
목표주가(원)	32,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 대상 연결기준 실적 추이 및 전망 (5/15 종가: 26,450원)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>723.3</b>	<b>731.5</b>	<b>783.7</b>	<b>725.4</b>	<b>755.8</b>	<b>755.6</b>	<b>804.3</b>	<b>750.7</b>	<b>2,964.0</b>	<b>3,066.4</b>	<b>3,163.3</b>
(YoY)	-2.2%	1.0%	-0.2%	2.6%	4.5%	3.3%	2.6%	3.5%	0.2%	3.5%	3.2%
<b>별도기준</b>	<b>555.5</b>	<b>607.1</b>	<b>677.9</b>	<b>616.5</b>	<b>642.9</b>	<b>647.9</b>	<b>693.5</b>	<b>638.5</b>	<b>2,457.1</b>	<b>2,622.8</b>	<b>2,703.6</b>
(YoY)	-1.3%	12.1%	13.0%	15.9%	15.7%	6.7%	2.3%	3.6%	9.9%	6.7%	3.1%
식품	361.4	406.8	492.1	429.0	431.5	432.9	502.3	439.7	1,689.3	1,806.4	1,849.0
(YoY)	-4.9%	17.5%	18.7%	27.8%	19.4%	6.4%	2.1%	2.5%	14.4%	6.9%	2.4%
소재	194.1	200.3	185.8	187.5	211.4	214.9	191.2	198.8	767.8	816.4	854.6
(YoY)	6.2%	2.5%	0.4%	-4.4%	8.9%	7.3%	2.9%	6.0%	1.1%	6.3%	4.7%
<b>PT 미원 인도네시아</b>	<b>54.7</b>	<b>55.6</b>	<b>56.9</b>	<b>60.9</b>	<b>63.3</b>	<b>59.1</b>	<b>60.7</b>	<b>62.7</b>	<b>228.0</b>	<b>245.8</b>	<b>258.0</b>
(YoY)	16.8%	16.9%	14.7%	15.3%	15.7%	6.5%	6.7%	2.9%	15.9%	7.8%	5.0%
<b>미원 베트남</b>	<b>26.6</b>	<b>26.8</b>	<b>27.2</b>	<b>27.7</b>	<b>29.1</b>	<b>28.6</b>	<b>28.3</b>	<b>29.2</b>	<b>108.3</b>	<b>115.3</b>	<b>119.2</b>
(YoY)	26.4%	20.6%	10.3%	4.0%	9.5%	6.9%	4.1%	5.6%	14.6%	6.5%	3.4%
기타 및 연결조정	-7.1	7.4	21.8	20.3	20.5	20.0	21.8	20.3	42.4	82.6	82.6
<b>매출총이익</b>	<b>187.9</b>	<b>188.8</b>	<b>206.4</b>	<b>171.3</b>	<b>202.9</b>	<b>200.9</b>	<b>213.6</b>	<b>183.6</b>	<b>754.4</b>	<b>801.1</b>	<b>815.2</b>
(GPM)	26.0%	25.8%	26.3%	23.6%	26.8%	26.6%	26.6%	24.5%	25.5%	26.1%	25.8%
<b>판관비</b>	<b>149.8</b>	<b>155.0</b>	<b>164.1</b>	<b>155.7</b>	<b>153.1</b>	<b>159.4</b>	<b>167.2</b>	<b>159.1</b>	<b>624.6</b>	<b>638.8</b>	<b>651.8</b>
(판관비율)	20.7%	21.2%	20.9%	21.5%	20.3%	21.1%	20.8%	21.2%	21.1%	20.8%	20.6%
<b>영업이익</b>	<b>38.1</b>	<b>33.7</b>	<b>42.3</b>	<b>15.6</b>	<b>49.8</b>	<b>41.4</b>	<b>46.4</b>	<b>24.6</b>	<b>129.8</b>	<b>162.3</b>	<b>163.4</b>
(YoY)	26.1%	-4.5%	2.3%	18.3%	30.8%	22.7%	9.7%	57.2%	8.0%	25.0%	0.7%
(OPM)	5.3%	4.6%	5.4%	2.2%	6.6%	5.5%	5.8%	3.3%	4.4%	5.3%	5.2%
<b>별도기준</b>	<b>31.1</b>	<b>27.3</b>	<b>35.7</b>	<b>9.3</b>	<b>39.4</b>	<b>32.3</b>	<b>36.4</b>	<b>16.4</b>	<b>103.4</b>	<b>124.5</b>	<b>122.7</b>
(OPM)	5.6%	4.5%	5.3%	1.5%	6.1%	5.0%	5.3%	2.6%	4.2%	4.7%	4.5%
식품	14.9	12.9	26.6	4.0	25.6	15.7	26.8	5.5	58.4	73.6	70.0
(OPM)	4.1%	3.2%	5.4%	0.9%	5.9%	3.6%	5.3%	1.2%	3.5%	4.1%	3.8%
소재	16.2	14.3	9.1	5.3	13.8	16.7	9.6	10.9	44.9	50.9	52.7
(OPM)	8.4%	7.1%	4.9%	2.8%	6.5%	7.8%	5.0%	5.5%	5.9%	6.2%	6.2%
세전이익	33.4	47.0	30.1	40.1	81.1	39.7	44.7	22.9	150.6	188.3	154.7
당기순이익	23.7	37.0	22.3	25.8	53.3	30.1	33.9	17.2	108.9	134.4	117.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>23.3</b>	<b>36.6</b>	<b>22.0</b>	<b>25.3</b>	<b>53.1</b>	<b>30.1</b>	<b>33.9</b>	<b>17.2</b>	<b>107.2</b>	<b>134.2</b>	<b>117.3</b>
(YoY)	22.4%	-10.0%	5.5%	흑전	128.3%	-17.9%	54.0%	-32.3%	65.2%	25.2%	-12.6%

BPS(원)	27,896	31,022	33,679
EPS(원)	2,976	3,726	3,257
DPS(원)	600	600	600
ROE(%)	11.2%	12.6%	10.1%
배당성향(%)	20%	16%	18%
PBR(배)	0.8	0.9	0.8
PER(배)	7.8	7.1	8.1
배당수익률(%)	2.6%	2.3%	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

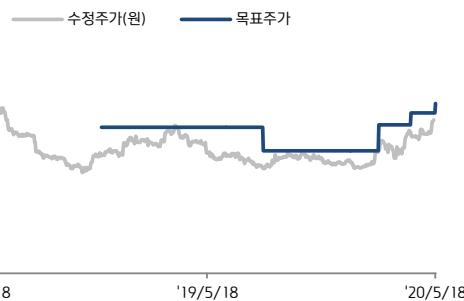
## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					목표가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
농심 (004370)	2018-11-29	BUY(Reinitiate)	310,000원	6개월	-10.34	1.13	대상 (001680)	2018-07-25	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-20.68	-12.12
	2019-05-16	Outperform (Downgrade)	310,000원	6개월	-10.91	1.13		2018-08-16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-30.73	-25.00
	2019-08-16	Outperform (Maintain)	260,000원	6개월	-7.73	-0.77		2018-11-05	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-15.61	-3.55
	2020-01-13	Outperform (Maintain)	260,000원	6개월	-8.35	-0.77		2019-05-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-17.87	-14.68
	2020-02-03	Outperform (Maintain)	260,000원	6개월	-8.26	-0.77		2019-06-24	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.34	-14.68
	2020-02-17	BUY(Upgrade)	315,000원	6개월	-14.10	-3.81		2019-08-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-22.84	-17.93
	2020-04-09	Outperform (Downgrade)	340,000원	6개월	-12.59	-4.41		2020-01-13	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-23.30	-17.93
	2020-05-18	Outperform (Maintain)	360,000원	6개월				2020-04-09	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-25.82	-8.79
								2020-05-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월		

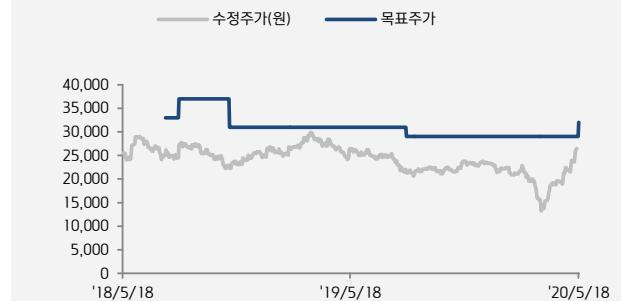
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

## 농심(004370)



## 대상(001680)



## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	증립	매도
95.58%	2.74%	0.68%