

음식료

곡물가격이 오르더라도 식품업체는 너무 싸다

2019/20년 재고율 전망치: 소맥 상승, 옥수수과 대두는 하락

11월 미국 농무부(USDA)의 세계곡물수급전망 보고서(이하 WASDE)상 2019/20년 재고율은 전월 전망대비 옥수수만 하락했고, 대부분 소폭 상승했다. 19/20년 예상 재고율은 소맥 38.2%(전월 38.1%), 옥수수 27.1%(26.3%), 대두 27.2%(27.0%), 대두박 4.6%(4.7%)이다.

폭설, 건조한 기후 부담을 ASF 등 위축된 소비로 만회

19/20년 소맥: 19/20년도 재고율 전망치는 전월대비 0.1%p 상승한 38.2%를 기록했다. 생산과 소비가 모두 조금씩 상향됐다. 생산은 EU, 러시아, 우크라이나가 아르헨티나 및 호수의 가뭄으로 인한 부진을 만회했다.

19/20년 옥수수: 옥수수는 유일하게 19/20년 재고율 전망치가 전월대비 0.9%p 나 하락했다. 기초 재고 감소가 가장 큰 원인인데, 이는 전년의 소비 증가에 기인한다. 미국 생산 전망도 하향됐는데, 이는 10월의 폭설, 그리고 이로 인한 봄밀 수확 작업 지연이 우려된 것으로 보인다.

19/20년 대두: 19/20년 재고율 예상치는 전월대비 0.2%p 상향됐다. 생산 부진 불구, 소비가 좀 더 크게 감소했다. 미국과 캐나다의 작황이 좋지 않았고 브라질도 건조한 날씨로 파종이 지연됐다. 소비는 중국이 미국산 대두를 구매하기로 했으나 ASF로 인한 수요 위축 우려가 아직 많은 상황이다.

곡물가격 상승 가능성 있으나, 음식료업종 여전히 매력적

최근 세계 최대 곡물생산지인 미국의 작황이 좋지 않았다. 캐나다와 남미, 호주도 마찬가지이다. 다행히 곡창지대인 러시아 근방의 작황이 이를 메우고 있지만, 역시 생산 하향 뉴스가 최근 많아진 것이 사실이다. 여기에 중국이 미국산 대두를 400억~500억달러 구매하기로 하면서 곡물가격에 상승 압박이 될 듯하다. ASF 발병 후 냉동육이나 수입육으로 소비를 대체했던 중국에서 얼마나 빨리 돼지 사육 두수가 늘어나는지가 관건이겠다. 북반구는 겨울로 진입하기는 하지만, 공급의 하향, 수요의 개선 가능성이 어느정도 예상되는 상황이므로 곡물가격은 보합 이상의 상승률이 예상된다. 설령 곡물가격이 상승한다 하더라도 음식료업체의 원가 부담으로 전가되려면 상승폭도 커야하고 기간도 수개월 지속돼야 한다. 오히려 10년내 최저치에 근접한 음식료업체들은 적극적인 매수가 필요한 시점이다. 이런 중형주로 롯데칠성, 대상, 농심, 빙그레를 추천한다.

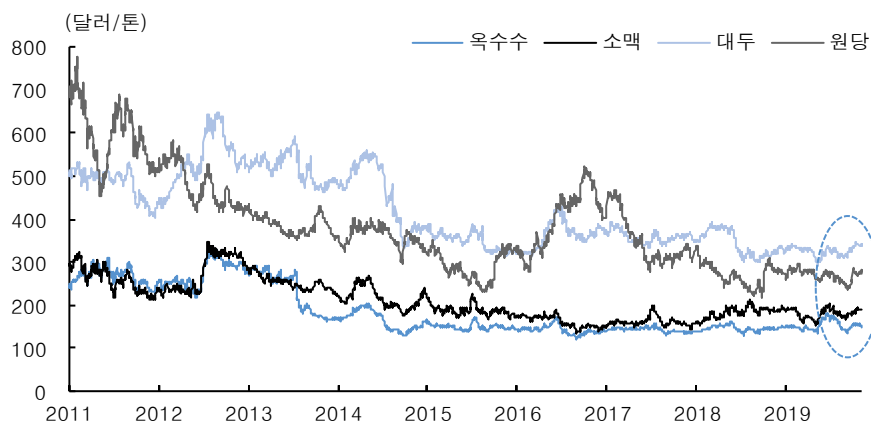
비중확대(유지)

종목	투자 의견	목표주가
CJ제일제당	매수	350,000원
농심	매수	350,000원
롯데칠성	매수	210,000원
롯데제과	매수	250,000원
SPC삼립	매수	160,000원
대상	매수	36,000원
빙그레	매수	96,000원
롯데푸드	중립	-
무학	중립	-

이경주

kjlee@truefriend.com

[그림 1] 국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 1〉 곡물별 가격 변화 추이

(단위: 달러/톤, %)

	11.8	1주전	1달전	3달전	6달전	YTD	평균(1개월)	평균(3개월)	52주 최고	52주 최저
[가격]										
소맥	188.3	189.6	183.8	183.5	154.0	188.9	189.1	180.0	201.2	153.8
옥수수	147.7	153.2	155.8	161.5	134.8	149.0	152.9	147.4	179.0	134.1
대두	339.9	339.6	338.2	321.0	292.8	325.1	340.7	327.9	345.6	290.6
원당	273.2	275.2	274.7	261.5	258.4	272.1	273.4	260.2	296.4	237.3
[증가율]										
소맥		(0.7)	2.4	2.6	22.3	(0.3)	(0.4)	4.6	(6.4)	22.5
옥수수		(3.6)	(5.2)	(8.5)	9.6	(0.9)	(3.4)	0.2	(17.5)	10.1
대두		0.1	0.5	5.9	16.1	4.5	(0.2)	3.7	(1.6)	16.9
원당		(0.7)	(0.6)	4.5	5.7	0.4	(0.1)	5.0	(7.8)	15.1

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 세계 소맥 수급 전망

(단위: 백만톤, %)

	2016/17 2017/18 변동률			2018/19(E) 변동률				2019/20(P) 변동률			
			YoY	10월예측	11월예측	MoM	YoY	10월예측	11월예측	MoM	YoY
공급량	993.4	1,025.5	3.2	1,014.1	1,014.0	(0.0)	(1.1)	1,042.9	1,043.5	0.1	2.9
기초재고량	242.7	262.3	8.1	283.6	282.7	(0.3)	7.8	277.7	277.9	0.1	(1.7)
생산량	750.7	763.2	1.7	730.5	731.3	0.1	(4.2)	765.2	765.6	0.0	4.7
수입량	179.2	178.9	(0.2)	169.3	169.9	0.4	(5.0)	175.7	176.5	0.5	3.9
소비량	738.8	743.6	0.6	736.4	736.1	(0.0)	(1.0)	755.1	755.2	0.0	2.6
수출량	183.3	181.2	(1.1)	173.2	172.9	(0.2)	(4.6)	179.7	180.7	0.6	4.5
기말재고량	254.6	281.9	10.7	277.7	277.9	0.1	(1.4)	287.8	288.3	0.2	3.7
기말재고율	34.5	37.9		37.7	37.8			38.1	38.2		

주: 재고율은 재고량/소비량*100, E는 18/19년에 대한 estimation 값, P는 19/20년에 대한 projection 값

자료: USDA, 한국투자증권

〈표 3〉 세계 옥수수 수급 전망

(단위: 백만톤, %)

	2016/17 2017/18 변동률			2018/19(E) 변동률				2019/20(P) 변동률			
	YoY			10월예측	11월예측	MoM	YoY	10월예측	11월예측	MoM	YoY
공급량	1,289.4	1,427.2	10.7	1,464.6	1,466.7	0.1	2.8	1,434.4	1,422.2	(0.9)	(3.0)
기초재고량	213.9	350.8	64.0	341.3	341.7	0.1	(2.6)	329.6	320.1	(2.9)	(6.3)
생산량	1,075.5	1,076.4	0.1	1,123.2	1,125.0	0.2	4.5	1,104.9	1,102.2	(0.2)	(2.0)
수입량	135.6	150.0	10.6	163.9	162.0	(1.2)	8.0	162.4	167.4	3.1	3.4
소비량	1,058.5	1,086.7	2.7	1,140.5	1,146.7	0.5	5.5	1,128.2	1,125.5	(0.2)	(1.8)
수출량	159.8	147.1	(8.0)	177.9	180.3	1.4	22.6	169.9	167.1	(1.7)	(7.3)
기말재고량	230.9	340.4	47.4	324.0	320.1	(1.2)	(6.0)	306.3	296.0	(3.4)	(7.5)
기말재고율	21.8	31.3		28.4	27.9			27.1	26.3		

주: 재고율은 재고량/소비량*100, E는 18/19년에 대한 estimation 값, P는 19/20년에 대한 projection 값

자료: USDA, 한국투자증권

〈표 4〉 세계 대두 수급 전망

(단위: 백만톤, %)

	2016/17 2017/18 변동률			2018/19(E) 변동률				2019/20(P) 변동률			
	YoY			10월예측	11월예측	MoM	YoY	10월예측	11월예측	MoM	YoY
공급량	429.3	437.3	1.9	457.6	457.3	(0.1)	4.6	448.8	446.2	(0.6)	(2.4)
기초재고량	78.5	95.7	21.8	98.8	99.1	0.3	3.6	109.9	109.7	(0.2)	10.6
생산량	350.8	341.7	(2.6)	358.8	358.2	(0.2)	4.8	339.0	336.6	(0.7)	(6.0)
수입량	144.3	153.3	6.2	146.4	145.7	(0.4)	(4.9)	148.2	148.5	0.2	1.9
소비량	329.4	338.6	2.8	345.4	344.2	(0.3)	1.7	352.3	349.6	(0.8)	1.6
수출량	147.5	153.0	3.7	148.7	149.1	0.3	(2.5)	149.4	149.8	0.2	0.4
기말재고량	96.7	99.1	2.4	109.9	109.7	(0.2)	10.7	95.2	95.2	0.0	(13.2)
기말재고율	29.4	29.3		31.8	31.9			27.0	27.2		

주: 재고율은 재고량/소비량*100, E는 18/19년에 대한 estimation 값, P는 19/20년에 대한 projection 값

자료: USDA, 한국투자증권

〈표 5〉 세계 원당 수급 전망

(단위: 백만톤, %)

	2016/17 2017/18 변동률			2018/19(E) 변동률			2019/20(P) 변동률		
	YoY			11월예측	5월예측	MoM	YoY	5월예측	YoY
공급량	214.7	235.9	9.9	236.6	230.2	(2.7)	(2.4)	230.7	0.2
기초재고량	43.2	41.3	(4.5)	50.7	51.3	1.2	24.3	50.0	(2.6)
생산량	171.5	194.6	13.5	185.9	178.9	(3.7)	(8.0)	180.7	1.0
수입량	55.0	53.5	(2.6)	51.0	51.1	0.2	(4.6)	51.3	0.5
소비량	171.6	174.0	1.4	176.8	174.0	(1.6)	(0.0)	176.4	1.4
수출량	59.0	63.9	8.2	57.9	56.4	(2.5)	(11.6)	57.7	2.3
기말재고량	39.0	51.5	32.0	52.9	50.9	(3.7)	(1.2)	47.8	(6.0)
기말재고율	22.7	29.6		29.9	29.3			27.1	

주: 1. 재고율은 재고량/소비량*100, E는 18/19년에 대한 estimation 값, P는 19/20년에 대한 projection 값

2. 원당은 1년 중 5월과 11월에 수급 데이터가 바뀜, 11월 예측은 2018년 11월 예측값, 5월 예측은 2019년 5월 예측값

자료: USDA, 한국투자증권

〈표 6〉 세계 대두박 수급 전망

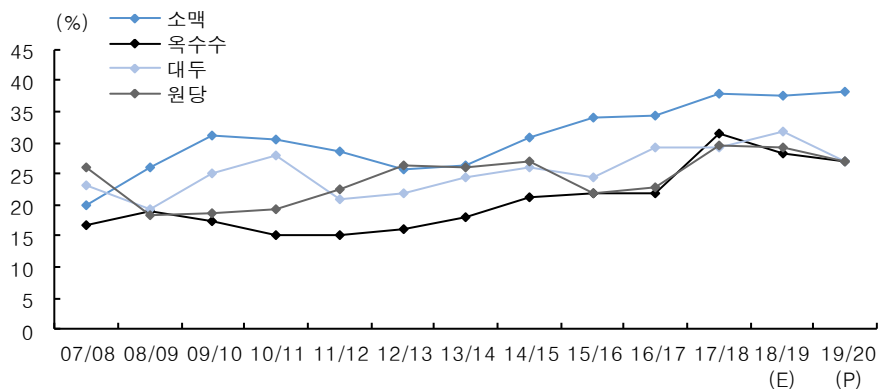
(단위: 백만톤, %)

	2016/17 2017/18 변동률			2018/19(E) 변동률				2019/20(P) 변동률			
	YoY			10월예측	11월예측	MoM	YoY	10월예측	11월예측	MoM	YoY
공급량	238.9	245.5	2.8	246.9	247.0	0.0	0.6	251.0	249.4	(0.6)	0.9
기초재고량	13.1	13.2	0.7	11.7	12.7	8.2	(3.8)	11.3	11.5	2.5	(9.1)
생산량	225.8	232.4	2.9	235.2	234.4	(0.4)	0.9	239.7	237.8	(0.8)	1.5
수입량	60.6	60.0	(1.0)	62.6	62.7	0.0	4.4	64.4	63.8	(1.0)	1.8
소비량	222.3	229.4	3.2	230.9	230.8	(0.1)	0.6	236.2	235.2	(0.4)	1.9
수출량	64.6	63.8	(1.3)	67.4	67.4	0.0	5.6	68.0	67.2	(1.2)	(0.3)
기말재고량	12.5	12.3	(1.6)	11.3	11.5	2.5	(6.1)	11.1	10.8	(3.5)	(6.8)
기말재고율	5.6	5.4		4.9	5.0			4.7	4.6		

주: 재고율은 재고량/소비량*100, E는 18/19년에 대한 estimation 값, P는 19/20년에 대한 projection 값

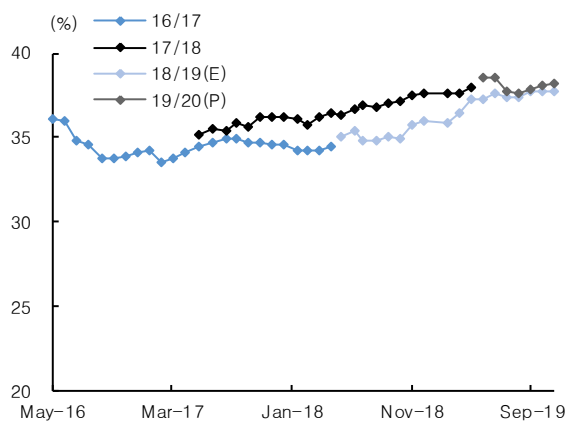
자료: USDA, 한국투자증권

[그림 2] 세계 곡물 재고율



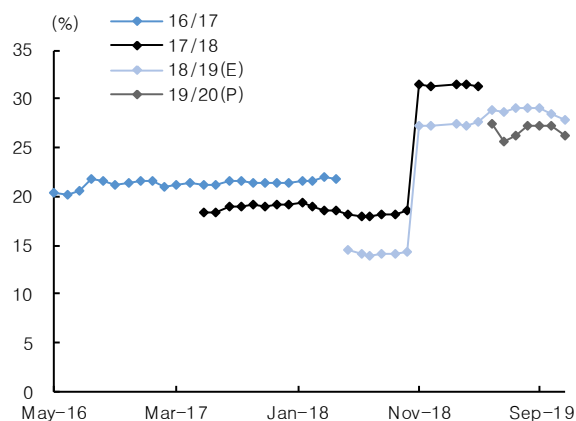
주: 1. 재고율은 재고량/소비량*100, E는 18/19년에 대한 estimation 값, P는 19/20년에 대한 projection 값
 2. 원당은 1년 중 5월과 11월에 수급 데이터가 바뀜
 자료: USDA, 한국투자증권

[그림 3] 세계 소맥 재고율 월별 전망치 변화



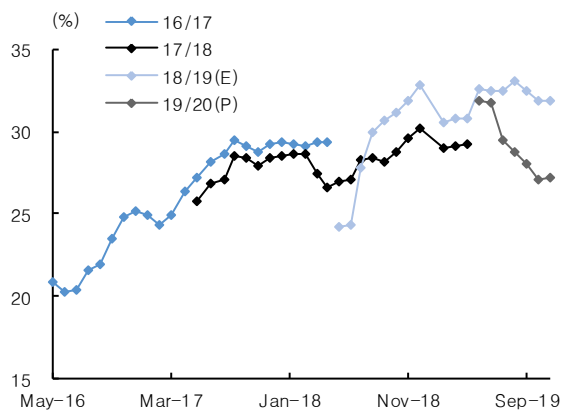
자료: USDA, 한국투자증권

[그림 4] 세계 옥수수 재고율 월별 전망치 변화



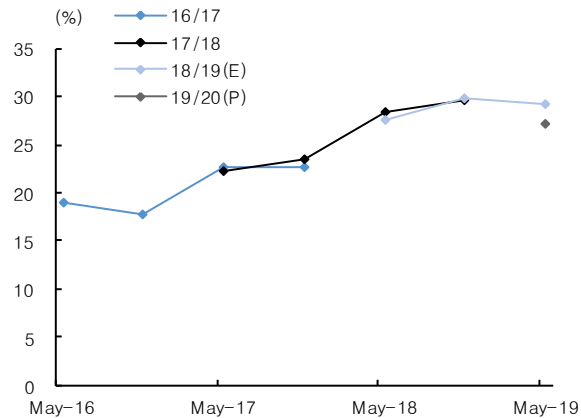
자료: USDA, 한국투자증권

[그림 5] 세계 대두 재고율 월별 전망치 변화



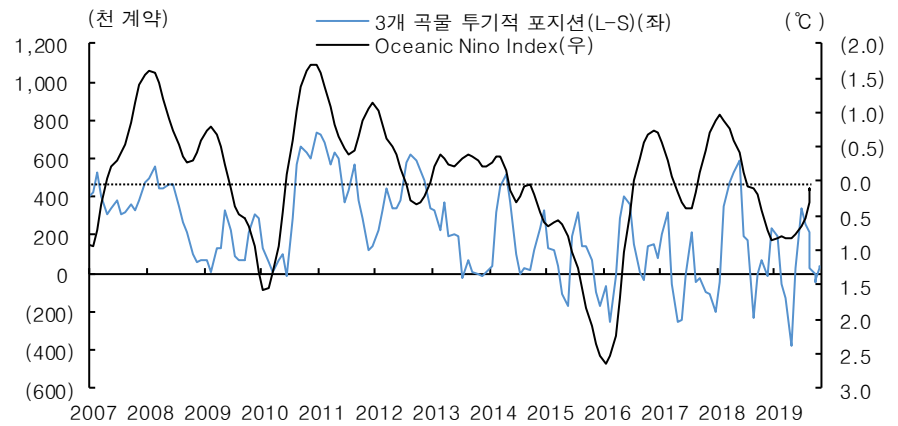
자료: USDA, 한국투자증권

[그림 6] 세계 원당 재고율 월별 전망치 변화



주: 원당은 1년 중 5월과 11월에 수급 데이터가 바뀜
 자료: USDA, 한국투자증권

[그림 7] Oceanic Nino Index (ONI)



주: 1. 투기적 포지션은 'Long 계약수-Short 계약수'로 산출, 3대 곡물은 소맥, 옥수수, 대두

2. ONI가 -0.5°C 이하면 라니냐, $+0.5^{\circ}\text{C}$ 이상이면 엘니뇨

자료: Bloomberg, NOAA, 한국투자증권

〈표 7〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
CJ제일제당 (097950)	투자의견	매수	2017A	16,477	777	370	26,179	239,601	14.0	1.53	10.9	10.5	0.8
	목표주가(원)	350,000	2018A	18,670	833	875	55,416	298,085	6.0	1.11	21.5	10.1	1.1
	현재가 (11/8, 원)	244,500	2019F	22,163	868	232	14,526	308,654	16.8	0.79	4.8	8.6	1.5
	시가총액(십억원)	3,680	2020F	24,517	1,077	349	21,806	325,745	11.2	0.75	6.8	7.6	1.8
			2021F	27,014	1,225	437	26,828	345,056	9.1	0.71	8.1	7.0	1.8
농심 (004370)	투자의견	매수	2017A	2,208	96	91	15,678	313,880	22.6	1.13	5.0	8.9	1.1
	목표주가(원)	350,000	2018A	2,236	89	84	14,577	323,198	17.5	0.79	4.5	5.5	1.6
	현재가 (11/8, 원)	243,500	2019F	2,355	93	89	15,343	332,080	15.9	0.73	4.6	5.0	2.5
	시가총액(십억원)	1,481	2020F	2,521	115	107	18,501	343,014	13.2	0.71	5.4	4.3	2.9
			2021F	2,666	138	126	21,713	356,050	11.2	0.68	6.1	3.7	3.3
롯데칠성 (005300)	투자의견	매수	2017A	2,279	75	135	168,222	1,575,391	7.9	0.84	7.4	9.9	2.5
	목표주가(원)	210,000	2018A	2,346	85	(48)	(58,529)	1,477,859	NM	0.95	(3.8)	10.2	1.9
	현재가 (11/8, 원)	136,500	2019F	2,569	123	12	1,508	146,562	90.5	0.93	1.0	8.7	2.1
	시가총액(십억원)	1,091	2020F	2,720	143	65	7,908	151,307	17.3	0.90	5.3	7.9	2.1
			2021F	2,875	164	81	9,770	157,343	14.0	0.87	6.3	7.1	2.5
롯데제과 (280360)	투자의견	매수	2017A	405	8	2	482	196,150	302.9	0.74	0.2	44.4	0.2
	목표주가(원)	250,000	2018A	1,695	64	9	2,192	183,220	68.9	0.82	0.9	8.8	0.9
	현재가 (11/8, 원)	145,500	2019F	2,195	106	68	10,646	267,783	13.7	0.54	4.7	7.0	2.7
	시가총액(십억원)	933	2020F	2,300	134	91	14,168	276,944	10.3	0.53	5.2	5.7	3.4
			2021F	2,414	163	107	16,717	287,653	8.7	0.51	5.9	4.8	4.1
SPC삼립 (005610)	투자의견	매수	2017A	2,066	55	38	4,685	38,313	33.4	4.08	13.3	16.4	0.6
	목표주가(원)	160,000	2018A	2,201	60	42	5,199	42,242	24.5	3.02	14.2	12.7	0.8
	현재가 (11/8, 원)	93,900	2019F	2,396	58	40	4,878	46,158	19.2	2.03	11.9	9.7	1.1
	시가총액(십억원)	810	2020F	2,613	78	56	6,882	51,910	13.6	1.81	15.0	7.8	1.2
			2021F	2,802	92	66	8,171	58,824	11.5	1.60	15.5	6.7	1.3
대상 (001680)	투자의견	매수	2017A	2,969	97	53	1,467	24,181	18.8	1.14	6.1	8.5	1.8
	목표주가(원)	36,000	2018A	2,957	120	65	1,801	25,405	13.9	0.99	7.3	7.4	2.2
	현재가 (11/8, 원)	22,300	2019F	3,023	139	102	2,834	27,490	7.9	0.81	10.7	6.2	3.4
	시가총액(십억원)	772	2020F	3,141	157	119	3,299	29,889	6.8	0.75	11.5	5.3	4.0
			2021F	3,264	180	138	3,823	32,712	5.8	0.68	12.2	4.5	4.5
빙그레 (005180)	투자의견	매수	2017A	815	35	30	3,349	55,965	18.8	1.13	5.6	6.2	2.0
	목표주가(원)	96,000	2018A	855	39	34	3,868	57,613	18.7	1.26	6.4	6.4	1.9
	현재가 (11/8, 원)	56,600	2019F	880	47	40	4,537	60,294	12.5	0.94	7.2	3.6	2.7
	시가총액(십억원)	557	2020F	927	56	47	5,315	63,538	10.6	0.89	8.0	3.0	3.0
			2021F	963	62	52	5,881	67,201	9.6	0.84	8.4	2.5	3.2
롯데푸드 (002270)	투자의견	중립	2017A	1,819	66	95	74,827	711,821	7.4	0.78	11.8	5.9	4.0
	목표주가(원)	—	2018A	1,811	68	43	46,757	726,876	15.2	0.98	6.3	7.1	2.1
	현재가 (11/8, 원)	457,500	2019F	1,834	61	38	41,359	741,611	11.1	0.62	5.4	5.1	3.7
	시가총액(십억원)	517	2020F	1,875	74	47	51,849	763,975	8.8	0.60	6.6	4.6	3.9
			2021F	1,867	88	57	62,972	793,671	7.3	0.58	7.7	4.2	4.4
무학 (033920)	투자의견	중립	2017A	251	29	52	1,839	19,052	10.7	1.03	10.0	8.6	1.8
	목표주가(원)	—	2018A	194	(10)	(20)	(719)	18,022	NM	0.75	(3.9)	20.3	2.6
	현재가 (11/8, 원)	9,280	2019F	186	(9)	(19)	(683)	17,006	(13.6)	0.55	(3.9)	16.6	3.8
	시가총액(십억원)	264	2020F	182	1	(11)	(402)	16,268	(23.1)	0.57	(2.4)	12.9	3.8
			2021F	188	2	(11)	(409)	15,523	(22.7)	0.60	(2.5)	15.8	3.8

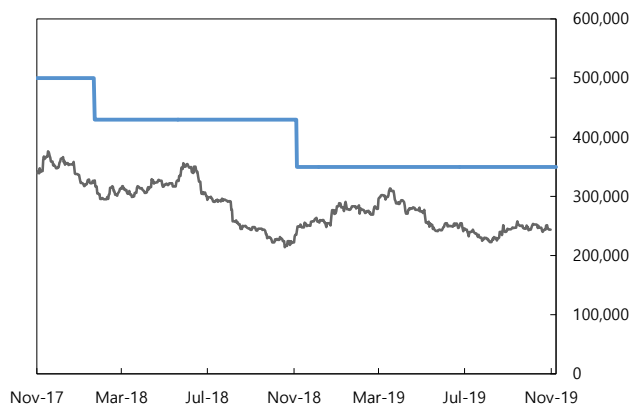
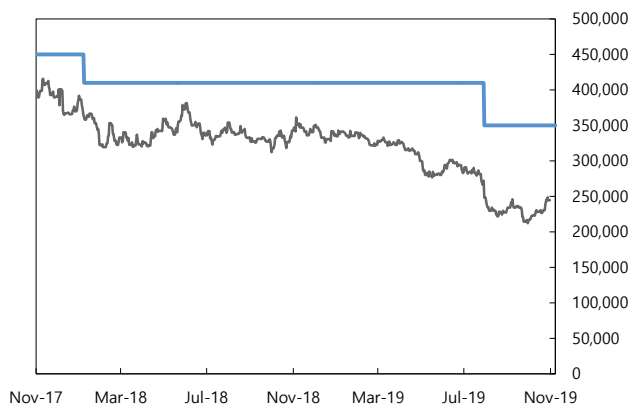
자료: 각 사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
CJ제일제당 (097950)	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6	SPC삼립 (005610)	2018.05.30	매수	36,000원	-27.7	-16.9
	2018.01.18	매수	410,000원	-17.3	-7.0		2019.05.30	1년경과	-	-	-
	2019.01.18	1년경과	-	-24.8	-16.5		2017.04.07	NR	-	-	-
	2019.08.09	매수	350,000원	-	-		2018.04.07	1년경과	-	-	-
농심 (004370)	2017.01.31	매수	500,000원	-33.2	-24.8	빙그레 (005180)	2019.03.25	매수	160,000원	-	-
	2018.01.31	1년경과	-	-35.3	-35.3		2017.08.01	중립	-	-	-
	2018.02.01	매수	430,000원	-32.8	-17.2		2018.08.01	1년경과	-	-	-
	2018.11.15	매수	350,000원	-	-		2018.08.31	매수	87,000원	-15.9	-9.0
롯데칠성 (005300)	2017.10.28	매수	211,945원	-38.8	-34.7	롯데푸드 (002270)	2018.12.10	매수	96,000원	-	-
	2018.01.20	매수	190,000원	-22.5	-11.8		2016.12.12	중립	-	-	-
	2019.01.20	1년경과	-	-13.2	-3.0		2017.12.12	1년경과	-	-	-
	2019.06.25	매수	210,000원	-	-		2018.12.12	1년경과	-	-	-
롯데제과 (280360)	2017.10.28	매수	390,000원	-58.1	-51.3	무학 (033920)	2016.12.12	중립	-	-	-
	2018.04.02	매수	250,000원	-31.8	-23.2		2017.12.12	1년경과	-	-	-
	2019.04.02	1년경과	-	-	-		2018.12.12	1년경과	-	-	-
대상 (001680)	2017.08.12	매수	32,000원	-21.9	-10.8						

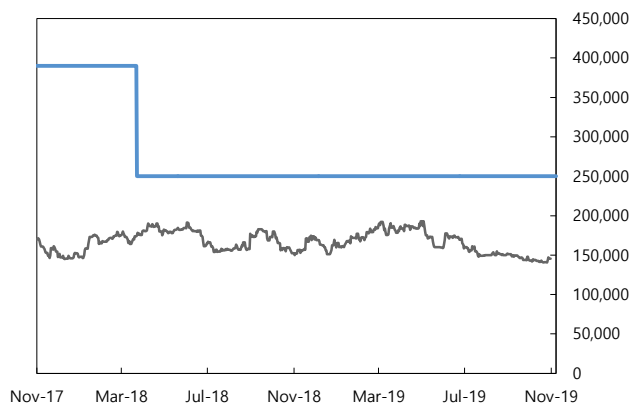
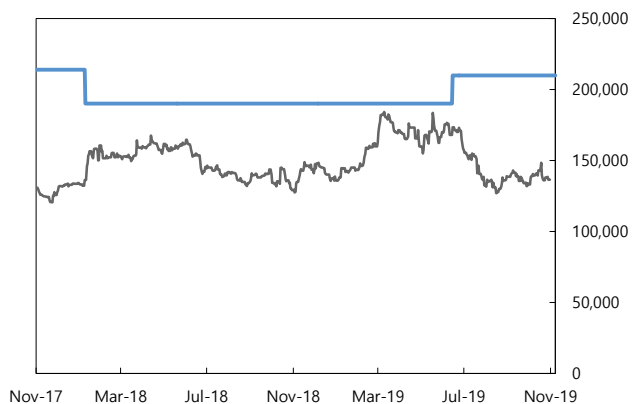
CJ제일제당(097950)

농심(004370)



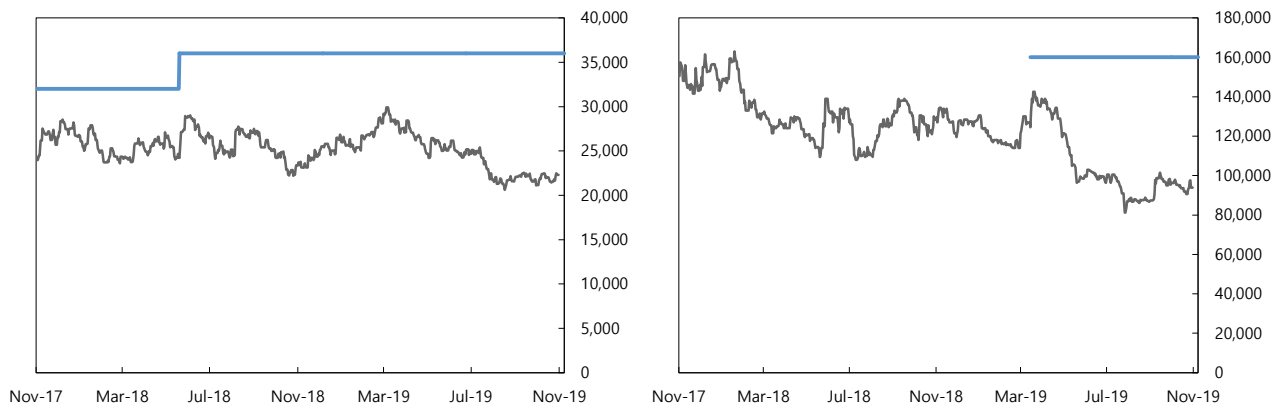
롯데칠성(005300)

롯데제과(280360)



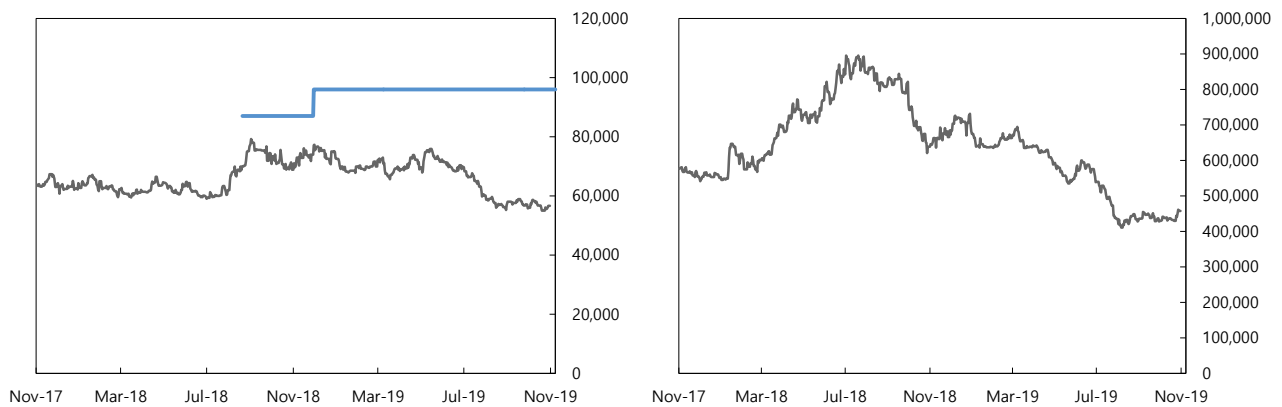
대상(001680)

SPC삼립(005610)



빙그레(005180)

롯데푸드(002270)



무학(033920)



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 11월 12일 현재 대상, 롯데푸드, 농심, 빙그레, 롯데칠성, SPC삼립, 무학, CJ제일제당, 롯데제과 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데칠성 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81%	19%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.