

2020. 7. 10

Global Equity Team

임은혜
Analyst
e0124.lim@samsung.com
02 2020 7027

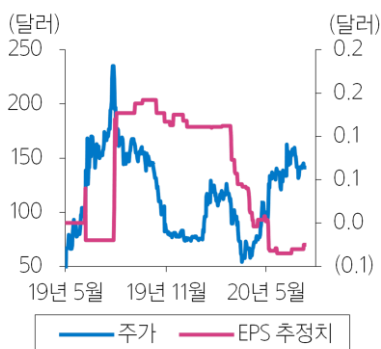
▶ AT A GLANCE

현재주가	141.22 USD
블룸버그 평균목표주가	100.97 USD
시가총액 (달러)	88 억 달러
시가총액 (원)	10 조원
Shares (float)	45 백만주 (72.3%)
52주 최저//최고	48.2 / 239.7 USD
90일-평균거래대금	808 만주
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Food Products
주요 주주	1. Obvious ventures 7.17% 2. DNS Capital 6.09% 3. Kleinder Perkins 5.49%

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
BYND (%)	-8.3	56.5	-10.5
NASDAQ 대비 (%pts)	-13.5	41.6	-39.1

▶ 주가 vs EPS 추정치(Bloomberg)



Beyond Meat (BYND US)

진짜인 듯 진짜 아닌 진짜 같은 고기

- 식물성 고기 생산 전문 업체로 푸드테크 기업으로 인식되며 지난해 나스닥 상장
- 다양성에 대한 존중이 높아진 소비 세대의 변화로 대체육 소비자 스펙트럼 확대
- 제품 경쟁력, 초기 진입자 경쟁 우위, 시장 확대는 밸류에이션 프리미엄 요인

WHAT'S THE STORY

美, 식물성 고기 생산 전문 기업: 미국의 식물성 대체육 생산, 판매 전문 업체. 진짜 고기 같은 맛과 형태를 구현하는 제품 경쟁력으로 푸드테크 기업으로 인식되며 지난해 5월 나스닥 시장 상장. 100% 식물성 기반의 소고기, 돼지고기, 닭고기 제품을 출시하며 소고기 패티 형태의 'Beyond Burger'가 매출의 64%를 차지하는 플래그십 제품

산업 - 소비 세대의 변화, 'Veganism' 이번에는 유행으로 끝나지 않을 것: 최근 몇 년간 채식, 대체육에 대한 관심이 높아지며 트렌드 형성 중. 이는 다양성에 대한 존중이 높아진 세대 중심의 소비 세대 교체가 진행된 데 따름. 고성장 중인 대체육 시장의 성장 가능성은 비슷한 단백질 공급원인 식물성 우유 시장과 비교 가능할 것. 식물성 우유 시장 규모는 동물성 우유 시장의 13% 수준. 현재 대체육은 일반 고기 시장의 1%에 불과.

경쟁력 SWOT 분석: 1) S(강점) - 동사 제품은 '맛', '질감', '영양' 측면에서 전통적 사업자와 현재의 경쟁사 대비 우위 보유. 특히 신선 식품 형태의 공급은 식물성 고기 산업에서 혁신적 변화. 더불어 초기 시장 진입자로서의 점유율 우위 가능성, **2) W(약점)** - 생산 측면에서의 낮은 진입장벽, 사회적 가치 추구 기업의 성장 영속성 의구심, 일반 고기와의 price parity, **3) O(기회)** - 대체육 시장 확대, 고마진 푸드서비스-레스토랑 중심의 고객사 확대, 상품 라인업 확대, **4) T(위협)** - 직접적 경쟁자는 임파서블푸드, 대형 글로벌 식품 업체 역시 최근 1~2년 사이 대체육 제품 출시

밸류에이션 및 투자전략: 동사는 매출액 과거 3년 CAGR +164%의 고성장 음식료 기업으로 EV/Sales로 밸류에이션하였을 때 13.4배(datastream) 수준. 비상장 기업이나 직접 경쟁사인 임파서블푸드의 기업 가치를 대략적으로 계산(언론 수치 인용)하면 EV/Sales는 28배 수준. 현재의 대체육 시장의 초기 고성장 국면에서 강점과, 기회 요인이 더욱 부각되며 밸류에이션 프리미엄을 정당화 할 가능성이 높다는 판단. 당분간 고객사 확대, 탑라인 성장세와 같은 매출 성장 기대감에 주가는 연동될 것

SUMMARY FINANCIAL DATA

12월 결산 법인	2016	2017	2018	2019
매출액 (백만달러)	16.2	32.6	87.9	297.9
영업이익 (백만달러)	-24.8	-28.6	-28.0	-0.5
순이익 (백만달러)	-25.1	-30.4	-29.9	-12.4
EPS (adj) (달러)	-5.5	-5.0	-4.6	-0.2
EBITDA margin (%)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
EV/Sales (배)	N/A	N/A	N/A	14.8
P/B (배)	N/A	N/A	N/A	12.1
EV/EBITDA (배)	N/A	N/A	N/A	578.3

자료: Bloomberg

Part 1. 기업 소개

美 식물성 고기 생산 전문 기업, 비욘드미트

기업 소개

비욘드미트(Beyond Meat)는 2009년 미국에서 설립된 식물성 대체육 생산, 판매 사업을 영위하는 사업자. 2013년부터 식물성 닭고기 제품을 판매, 2014년에 식물성 소고기를 개발. 식물성 고기에 대한 소비자 수요 증가와 지속적인 R&D를 통한 진짜 고기 같은 맛과 형태를 구현하는 제품 경쟁력으로 푸드테크 기업으로 인식. 2019년 5월 나스닥 시장에 상장하며 투자자 관심 증대.

동사는 크게 식물성 기반의 소고기, 돼지고기, 닭고기 제품을 핵심으로 하여 생고기 형태 혹은 냉동 고기 형태로 판매. 100% 식물성 기반의 제품이나 포장 형태는 일반 육고기와 비슷한 모습. 그 중 소고기 패티 형태로 되어있는 'Beyond Burger'가 매출의 64%를 차지하는 플래그십 제품이며, Beyond Sausage가 전체 매출의 약 23%로 2위 제품.

제조 공정은 크게 3단계로 나누어져 있음. 첫 번째로, 식물성 단백질이 포함되어있는 원재료를 추출기에 넣고 물과 증기를 첨가하여 가공할 수 있도록 섬유화. 두 번째로는, 섬유화된 단백질을 잘라서 냉동하여 모든 동사 제품의 기본 재료를 생성, 세 번째로는 이를 바탕으로 향과 다른 첨가물을 입혀 최종 완제품을 생산함. 1~2단계는 자체 공정을 통해 생산하고, 3단계는 계약된 제3자가 생산하는 방식. 제 3자가 제품을 완성하면 창고로 가거나, 소비자가 구매할 수 있는 채널로 배송됨.

고객은 크게 세가지로 구분. 리테일, 푸드서비스, 인터내셔널 부문. 리테일은 통상 식료품점, 대형마트, 편의점 등 개별 소비자에게 제품을 판매하는 채널. 푸드서비스는 레스토랑, 아울렛 및 학교의 식당 등에 식재료로 납품되는 형태. 초기 리테일 판매 비중이 전체 매출에서 상당 부문 차지했으나, 최근 레스토랑 등 푸드서비스 부문에서의 대형 고객사 증가로 해당 부문의 매출 비중이 급격히 상승. 인터내셔널 부문(전체 매출 16%)은 북미 외 지역으로 수출되는 매출 비중을 의미하며 현재 전세계 65개국에 수출. 통상 각 국가의 유통업체들과의 납품 계약을 통해 진출.

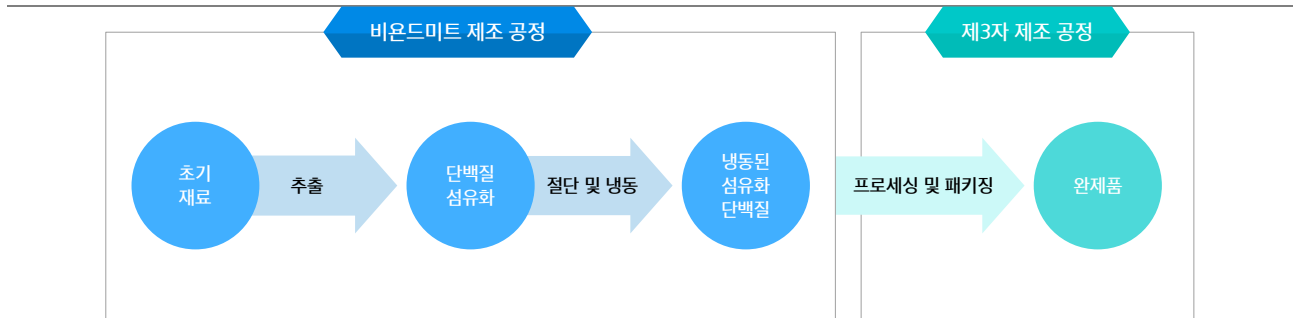
그림 1. 주요 제품 소개 - 핵심 제품은 비욘드버거



참고: 2019년 기준

자료: Beyond Meat, 삼성증권

그림 2. 비온드미트 제조 공정



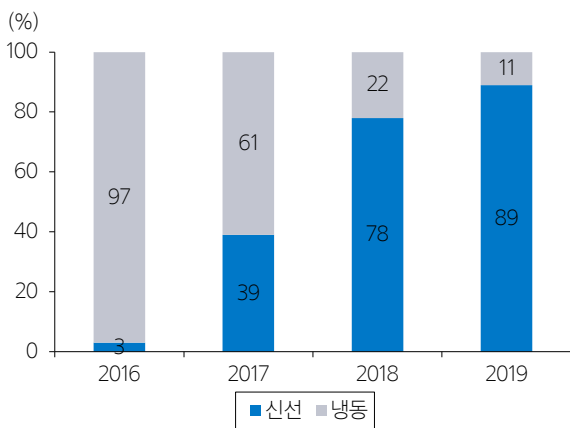
자료: Beyond Meat, 삼성증권

표 1. 판매 채널별 매출 비중 및 주요 고객사

채널 구분	매출비중		주요 고객사
	2018	2019	
리테일	58%	49%	Albertsons, Kroger, ALDI, LIDL, WHOLE FOODS MARKET, Walmart, TARGET, COSTCO
레스토랑 및 푸드서비스	42%	51%	Hello FRESH, A&W, DUNKIN' DONUTS, Starbucks, Yum!, FREEBIRDS WORLD BUNNETTO, Sysco, FRIDAYS
인터넷서널 (리테일, 푸드서비스 포함 한 매출 비중)	7%	16%	Ahold Delhaize, albert, coles, LIDL, coop, Edeka, Sainsbury, Jumbo, TESCO, Tim Hortons

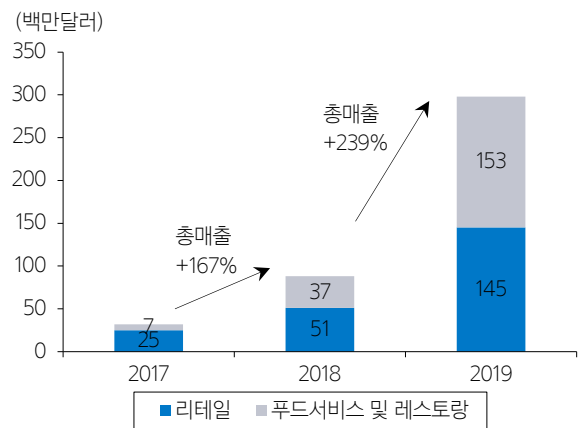
자료: Beyond Meat, 삼성증권

그림 3. 냉동 vs 신선 식품 매출 비중 - 신선 식품 중요도 증가



자료: Beyond Meat

그림 4. 채널별 매출 성장 추이



자료: Beyond Meat

Part 2. 산업 - 대체육 시장의 가능성

지금 왜 다시 식물성 고기인가?

소비세대의 변화, 'Veganism' 이번에는 유행으로 끝나지 않을 것이다.

채식에 대한 관심과 식물성 식단 연구는 이미 과거부터 이어져왔으며, 현대인들에게 새로운 개념은 아님. 특히, 콩 고기로 잘 알려진 식물성 고기는 건강 증진, 환경 보호, 자연자원 보존, 동물 복지라는 사회적 가치 측면에서 소비되곤 했음.

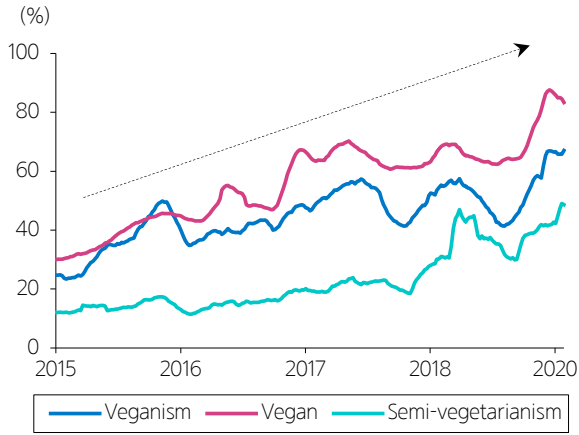
그런데 최근 몇 년간 다시 이러한 채식, 대체육에 대한 관심이 높아지며 트렌드 형성 중. 이는 최근의 소비 세대의 교체와 밀접한 연관이 있다는 판단. 다양성에 대한 존중이 높아진 세대가 소비 시장의 큰 손이 되면서 기존의 먹는 방식에 대한 새로운 관점의 접근, 대체식품의 기존의 장점이 다시 부각되는 모습.

2018년 미국 식품 관련 저널(Nutrition Business Journal)이 시행한 조사에 따르면, 미국의 밀레니얼 세대 10명 중 1명 꼴로 faithful vegetarian(가치추구형 베지테리언). 한편 미국인의 36%가 대체식품을 건강 또는 윤리적 목적으로 소비한다(Food Product Design)는 조사도 있음. 한편 올해 초 영국의 지상파 ITV에서는 최초로 채식을 주제로 한 TV쇼 'living on the Veg'가 방영, 흥행 하는 등 요즘 트렌드에 부응.

이와 같은 트렌드가 과거처럼 유행으로 끝나지 않을 것으로 판단하는 것은 비단 소비 세대 교체뿐만이 아님. 대체육에 대한 관심이 일부 베지테리언만의 소비 대상을 넘어, 소비자 스펙트럼 자체가 넓어졌기 때문. 육식과 채식을 겸하는 '플렉시테리언'(flexitarian; flexible + vegetarian의 합성어), 6시 이전에는 채식하고, 그 뒤엔 마음대로 먹는 'VB6(vegan before 6)', 선택적으로 채식을 섭취하는 등의 다양한 소비자의 소비 형태가 가능하기 때문

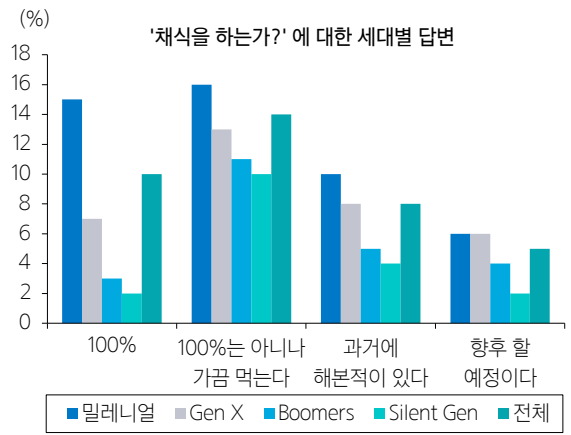
한편, 최근의 팬데믹 국면 역시 대체육에 대한 소비 환기를 높이는 계기가 됨. 코로나19 확산으로 미국 육가공 업체 수십 곳이 섰다운 하면서 대체육 소비 증가에 대한 기대감이 높아지기도 했고, 현대의 밀집 사육, 도축 시스템이 전염병 확산에 일조한다는 분석 역시 존재. 결론적으로 현재의 시대상이 추구하는 가치는 대체육 시장의 고성장 배경이 될 것이라는 판단

그림 5. 검색 트렌드 - 채식에 대한 관심 증가는 구조적



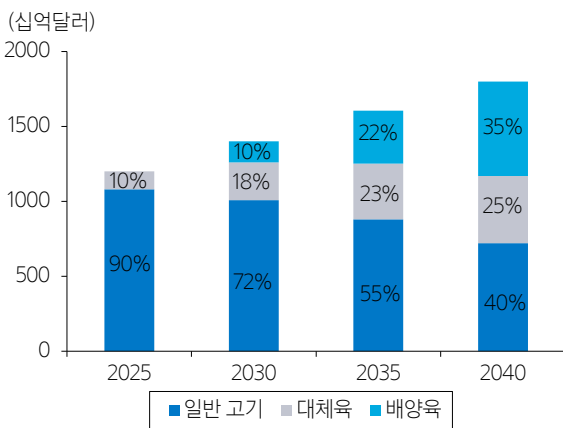
자료: Google Trend

그림 6. 소비 세대 교체는 비건 산업의 성장 동력이 될 것



참고: 17192명 대상, 2018년 기준. 위 해당 기준 외 응답자는 '전혀없음' 임
자료: 美 Branded 리서치

그림 7. 글로벌 육류 소비 전망 - 전통적 일반 고기 소비는 장기적으로 하락할 것, 대체육의 성장세 주목



자료: United Nations, World Bank, Kearney

그림 8. 영국 ITV1 방영 채식 프로그램 'Living On the Veg'



자료: Google

성장 가능성에 대한 고민, '식물성 고기'는 얼마나 실제 고기를 대체할 수 있을 것인가

소비 세대 변화, 다양한 가치 추구 등의 변화가 대체육에 대한 소비 증진으로 나타날 것임은 자명. 현재 일반 육류와 대체육 시장의 성장률을 비교하면 대체육의 성장세가 가파른 모습. 2009년 이후 대체육이 일반 육류 시장의 성장률을 뛰어 넘었으며, 최근 몇 년간 대체육은 연평균 10~15% 수준의 고성장을 보이는 반면 일반 육류는 1~2% 수준에 정체

그러나, 식물성 고기가 일반 고기를 완전히 대체할 수는 없을 것. 따라서 대체육 시장 성장성을 비슷한 단백질 공급원인 식물성 우유 시장과 비교 가능. 동물성 우유(일반 우유)와 식물성 우유(두유, 아몬드 밀크 등)가 현재 식품 시장에서 각자의 영역을 구축한 것과 비슷한 시장 세그멘테이션이 나타날 것으로 판단하는 것이 합리적. 비온드미트 역시 이와 같은 시장 성장 가능성을 가정

비온드미트의 투자자 자료에 의하면 2017년 기준 미국의 육류 시장은 2천7백억달러 규모, 대체육 시장의 규모는 전체 육류 시장의 1% 이하. 참고로 Euromonitor 조사에 의하면 2018년 기준 육류 중에서도 소고기의 대체육 비중은 1%, 닭고기 0.3%, 돼지고기 0.1% 수준에 불과.

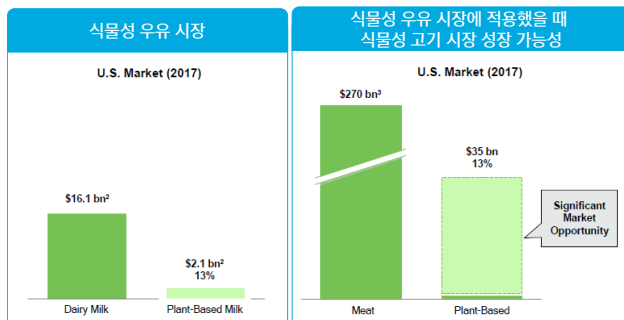
미국 식품 시장에서 식물성 우유 규모는 일반 우유 시장의 13%(2017년 기준). 다른 유사한 식품군과도 비교하자면, 일반 식품-오가닉 식품 시장 규모, 일반 맥주-크라프트비어 시장 규모와도 비교가 가능할 것이라는 판단. 오가닉 식품은 일반 식품 시장 규모 대비 4.5%(비가공 천연식품까지 포함했을 경우 +10%), 크라프트비어는 전체 맥주 시장 규모 대비 +14%를 차지

표 2. 美 일반육류 vs 대체육 시장 연평균 성장률 비교

	2005~09	2009~13	2013~17	2017~2021(E)	2021(E)~25(E)
일반육류	4%	1%	1%	2%	3%
대체육	4%	5%	11%	16%	9%
비중	0.6%	0.7%	1.0%	1.8%	2.2%

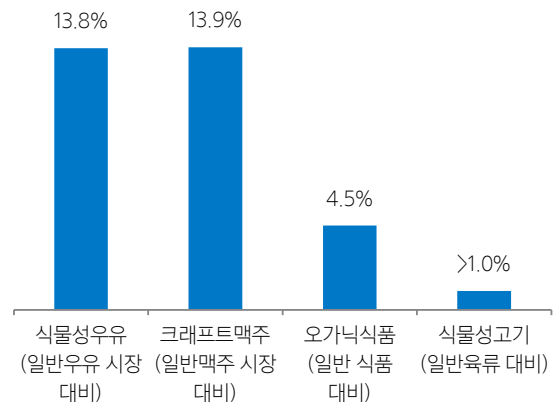
자료: Euromonitor

그림 9. 비온드미트 투자자 자료 - 식물성 우유 시장과의 비교



자료: Beyond Meat

그림 10. 미국 주요 식품 시장에서 비교군 - 대체육 시장 성장성을 가능



참고: 우유는 2019년 기준, 맥주 및 오가닉 식품은 2018년 기준
자료: Euromonitor

대체육 메뉴 옵션, 선택이 아닌 필수로

최근 일반 식품점부터 대형 프랜차이즈 형 레스토랑까지 대체육 옵션을 넣거나, 비건 메뉴를 채택하는 경우가 점차 늘고 있는 모습. 미국 레스토랑 업체가 메뉴 내 비건 옵션을 채택한 비중은 2008년 2% 수준에서 현재 11%까지 빠르게 높아진 모습

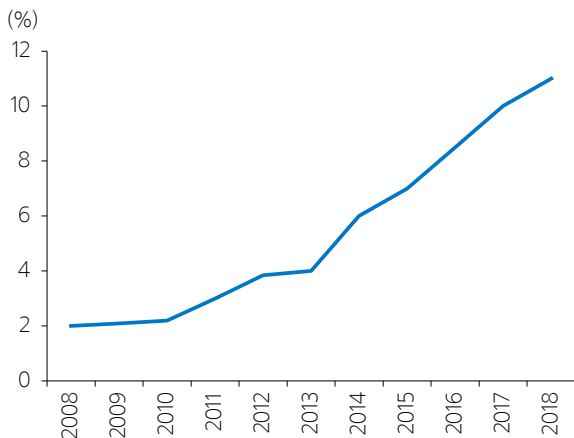
특히 스타벅스, 버거킹, 맥도날드와 같은 글로벌 대형 레스토랑 역시 최근 1~2년 사이에 대체육을 활용한 메뉴를 테스트하고 경쟁적으로 출시하는 모습. 이 과정에서 리테일 유통 채널을 통해 소비자에게 대체육을 바로 공급하던 전통적 사업자 보다는 비온드미트, 임파서블푸드 등의 신규 사업자의 대체육 채택률이 높은 모습

표 3. 북미 레스토랑 브랜드 대체육 채택 현황

브랜드	주요 내용
Subway	북미 지역 비온드미트 대체육 이용 제품 공급
스타벅스	캐나다, 중국 지역 비온드미트 대체육 이용 제품 공급
맥도날드	캐나다 비온드버거 테스트(현재 중단), 유럽에 네슬레, Orkla 대체육 제품 계약
던킨도너츠	비온드미트 대체육 이용 제품 공급 계약
버거킹	미국 임파서블푸드 활용 버거 출시, 유럽은 Vegetarin Butcher 계약, 브라질 Margif 제품 공급 계약
Taco Bell	내년도 메뉴 추가 계획 중
피자헛	자체 대체육 제품 테스트 중
Domino's	호주 시장에 private label 브랜드 대체육 제품 공급 계약
Wendy's	미국 Black Bean 버거 계약. 캐나다에 pea-based 식물성 버거 테스트
Little Caesars	임파서블푸드 제품 테스트
KFC	미국 비온드버거 테스트, 캐나다 Lightlife 테스트, Cargill 대체육 중국 테스트, 영국 Quorm 테스트
파파존스	스페인에 비온드미트 이용 제품 공급 계약
Hardee's	비온드미트 대체육 공급 계약
Carl's Jr.	비온드미트 대체육 공급 계약
Tim Hortons	캐나다 비온드버거 계약 했으나 현재 중단

자료: Beyond Meat, 언론

그림 11. 미국 레스토랑 메뉴 중 비건 옵션 - 최근 11%까지 급증



자료: Datassential, Good Food Institute

표 4. 대체육 시장의 성장성 언급한 최근 코멘트

Kroger(2019년 11월): Kroger의 탐푸드 트렌드 컨퍼런스에서 식물성 대체육의 성장에 집중할 필요가 있으며, 향후 두자리수 성장을 이끄는 품목이 될 것이며 신규 품목 확대를 도모할 것이라고 밝힘

비온드미트(2019 실적): 자사 제품에 대한 수요 급등에 따라 제조 설비를 3배 이상 증설 할 계획이며, 원재료 공급자 계약 역시 넓히는 상황

임파서블푸드(2020 CES): 돼지고기 대체육 신제품 출시, 올해의 CES 5대 기술 선정

자료: 언론

Part 3. 비욘드미트 SWOT 분석

비욘드미트의 경쟁력

Strength(강점) - 1) 제품 경쟁력, 2) 시장 초기 진입자 우위

1) 제품 경쟁력: 비욘드미트의 대체육은 ‘맛’, ‘질감’, ‘영양’ 측면에서 전통적 사업자, 그리고 현재의 경쟁사 대비 우위를 보이며 일반 고기와의 격차를 상당히 줄였다는 평가. 특히 기존에 전통적 사업자들이 냉동 형태로 포장하여 공급하던 방식과 다르게 신선 식품에 공급하는 방식은 식물성 고기 산업에서 혁신적인 변화

동사의 대표 제품이자 100% 식물성 버거인 비욘드버거(Beyond Burger)는 노란 완두콩(yellow pea)이 주성분이며, 카놀라유, 코코넛오일, 녹두, 해바라기씨, 쌀, 비트즙 등을 섞어 만듦. 맛을 구현하는 데 가장 중요한 요소는 메틸셀룰로오스(식물 단백질을 고기 형태로 형성하는 데 사용), 단백질 원료, 코코넛 오일(구웠을 때 고기 느낌과 육즙 구현).

이러한 식물성 기반의 대체육은 일반 고기 패티와 비교하였을 때 열량과 단백질 함량에서 우위를 점하며 포화지방은 적고, 콜레스테롤은 없다는 영양적 측면의 장점을 보유

특히, 경쟁업체와의 차별 요인 역시 존재. 비욘드미트의 제품은 무항생제, 호르몬프리, non-GMO, 글루텐프리라는 점에 주목. 직접 경쟁사인 ‘임파서블푸드’는 주성분이 대두(soy)이며 글루텐이 함유되어있고, 고기 맛을 내기 위하여 육류에 있는 미오글로빈과 유사한 구조를 가진 콩에 함유된 레그헤모글로빈을 핵심적으로. 이 과정에서 유전자조작, 즉 GMO 가능성을 배제할 수 없음

2) 시장 초기 진입자 우위: 비욘드미트는 이러한 제품 경쟁력을 바탕으로 향후 대체육 시장에서 first-mover로서 이점을 가져갈 수 있을 것이라는 판단. 비욘드미트는 2009년 설립 이후 미국 대체육 시장(리테일 기준)에서 2013년 0.1% 점유율에 불과했으나, 2019년 기준 14.5%까지 빠르게 점유율 확대를 이어감. 2019년 기준 1위 업체는 모닝스타(Morning Star)를 소유한 켈로그(Kellogg), 2위는 가데인(Garden of Eatin')을 인수해 본격적인 대체육 시장에 뛰어든 코나그라(Conagra). 3위가 비욘드미트로 대체육만을 생산하는 업체로는 가장 상위 업체이자 신선육 형태의 대체육 사업자로는 독보적

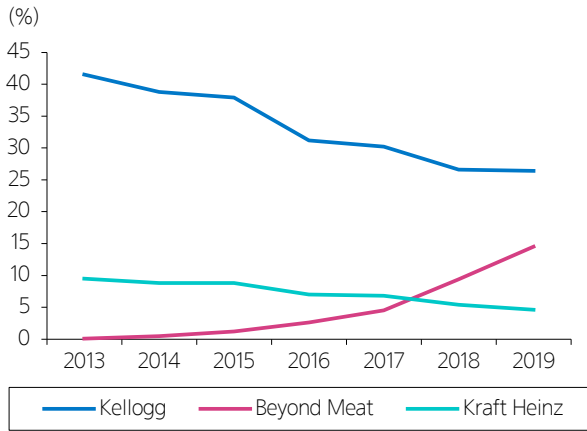
앞서 밝힌 것처럼 대체육이라는 새로운 식료품 군에 대한 소비 시장이 급성장하는 국면에서 초기 진입자라는 포지셔닝, 소비자에게 각인되는 제품 브랜딩을 구축해 놓는 것이 중요. 이와 같은 관점에서 과거 몇 가지 품목의 시장 초기 진입자들이 시장 점유율을 빠르게 높일 수 있었던 사례와 비교가 가능

표 5. 일반 고기 버거와 영양성분 비교

구분	칼로리(Kcal)	지방(g)	포화지방(g)	트랜스지방(g)	콜레스테롤(mg)	나트륨(mg)	탄수화물(g)	섬유질(g)	당(g)	단백질(g)
비욘드미트 패티 버거	710	40	0	0	30	1550	61	5	12	30
일반 고기 버거	670	37	13	1	75	1210	57	3	12	28
임파서블푸드 패티 와퍼	630	34	11	0	10	1080	58	4	12	25
일반 고기 와퍼	660	40	12	1.5	90	980	49	2	11	28

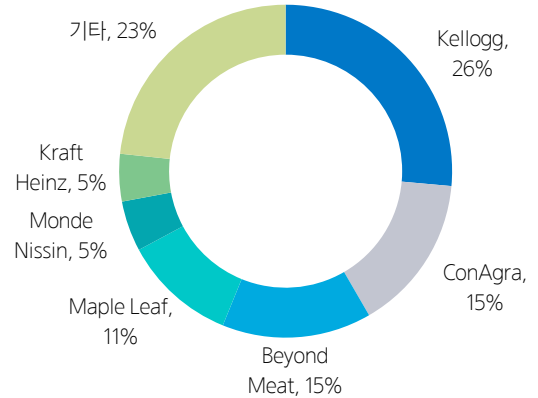
참고: 비욘드미트 버거 비교는 Carl's Jr.의 Famous Star Cheese Burger 기준. 임파서블푸드 버거 비교는 Burger King의 Whopper 기준
자료: 언론

그림 12. 미국 대체육 시장 점유율 변화 - 비온드미트의 빠른 약진



자료: Euromonitor

그림 13. 미국 대체육 시장 시장 점유율(2019)



참고: 리테일 판매 기준. 리테일 판매하지 않는 임파서블푸드는 제외
자료: Euromonitor

예컨대 독특한 질감과 건강이라는 컨셉으로 그릭요거트 브랜드를 출시한 Chobani는 최근 10년간 연평균 36% 성장을 보이며 현재 요거트 시장에서 20%대의 점유율로 안착. 에너지음료의 몬스터베버리지 역시 에너지 음료 시장에서 과점적 점유율을 보이며 출시 이후 20%대의 연평균 성장률을 보이는 상황.

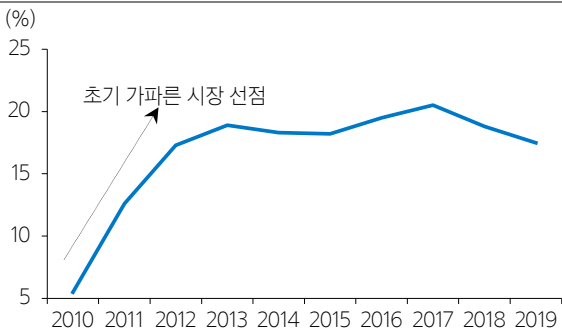
폭발적 성장을 뒤 시장 성숙 이후 매출액이 감소되거나 경쟁 심화에 직면하는 사례 역시 있으나(Halo Top은 폭발적인 성장 이후 경쟁 심화로 18년 이후 매출 감소를 경험) 대체육 산업은 아직 이를 걱정할 단계는 아니라는 판단

표 6. 시장 초기 진입자 비교 사례

기업명	사업 부문	내용
(case 1) Chobani	그릭 요거트	매출액 2007~18년 CAGR +36% (현재 M/S 21%)
(case 2) Monster Beverage	에너지 음료	매출액 2004~2018 CAGR +24% (현재 M/S 43%)
(case 3) JUUL	전자담배	美 전자담배 M/S 2016년 1.3% M/S → 2019년 53.5%
(case 4) Blue Buffalo	프리미엄 펫푸드	매출액 10~17년 CAGR +31%
(case 5) WhiteWave	소이밀크	매출액 2001~2016년 +19%
(case 6) Halo Top	저칼로리 아이스크림	매출액 12~17년 +700%

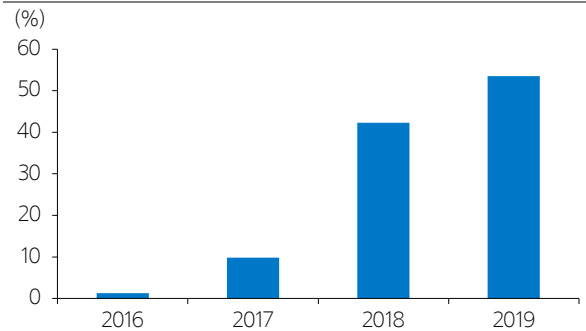
참고: WhiteWave는 현재 다논에 인수, Blue Buffalo는 General Mills에 인수
자료: 언론, Euromonitor, Bloomberg

그림 14. (case 1) Chobani 美 시장 점유율 추이



자료: Euromonitor

그림 15. (case 4) JUUL 美 시장 점유율 추이



자료: Euromonitor

Weak(약점) - 1) 낮은 진입 장벽, 2) 사회적 가치 추구 기업의 휘발성, 2) 가격 경쟁력

1) 낮은 진입 장벽: 최근 대체육 시장 고성장에 따른 글로벌 식음료 기업의 적극적인 진출 지속. 개별 기업의 기술력이나 맛을 구현하는 능력은 차별화 요인이겠으나, 일단 식물성 단백질로 고기를 만들어 낸다는 생산의 측면에서 진입 장벽은 낮은 편

이러한 상황에서 소비자의 선택을 받기 위해서는 진짜 고기 같은 느낌, 영양학적으로도 안정적인 제품 경쟁력, 소비자에게 각인되는 브랜딩이 요구. 따라서 비욘드미트는 자신들의 'Go Beyond'라는 브랜딩에 대한 경쟁력을 높이기 위한 제품 리뉴얼 및 마케팅에 초점을 두고 있는 상황

2) 사회적 가치 추구 기업의 성장 연속성에 대한 고민: 대체육 소비자는 기본적으로 환경, 동물 복지, 웰니스 등 사회적 가치 기반의 소비 성향이 높음. 사회적 가치는 당대 사회상을 반영하는 경우가 많고, 추구하는 가치가 휘발성이 강하며 소수의 소비자에게만 가치가 설득되는 경향이 있음. 채식 문화가 과거 오랜 기간 동안 존재했으나 의미 있게 성장하지 못한 이유 중 하나도 이 때문일 것. 다만, 앞서 언급한 것처럼 소비 세대의 교체, 그리고 대체육 맛을 구현하는 기술의 발달 등이 혼합되어 현재 대체육 시장에는 기회요인으로 작용될 것이라는 판단

3) 가격 경쟁력(Price Parity): 가격 경쟁력은 앞으로 대체육이 소비자 스펙트럼을 확실히 넓힐 수 있느냐 없느냐의 열쇠가 될 것. 매출 확대, 이익성 확보는 기업 존속을 지속 할 수 있는 동력이기 때문. 현재 동사는 최소 2024년까지 일반 고기와 price parity를 맞추는 것을 목표로 하고 있는 상황

고기 가격 변동이 없다고 단순하게 가정하고, 현재 파운드 당 일반 고기 대비 30% 가량 비싼 동사의 리테일 가격을 낮추기 위해서는 두 가지 방법이 존재. 첫 번째는 유통사, 브로커의 마진을 일부 협상하여 소폭 낮추는 것이고(현재 50% 수준), 두 번째는 매출 원가를 절감하는 것. 소비자 수요 확대 과정에서 현재 일반 육류 업체보다 높은 유통사 마진이 중장기적으로 추가 협상될 가능성 존재. 매출 원가 측면에서는 대량 생산을 통한 규모의 경제 효과와 이익률이 높은 냉장 대체육 판매 비중을 높이는 방법으로 대응이 가능할 전망

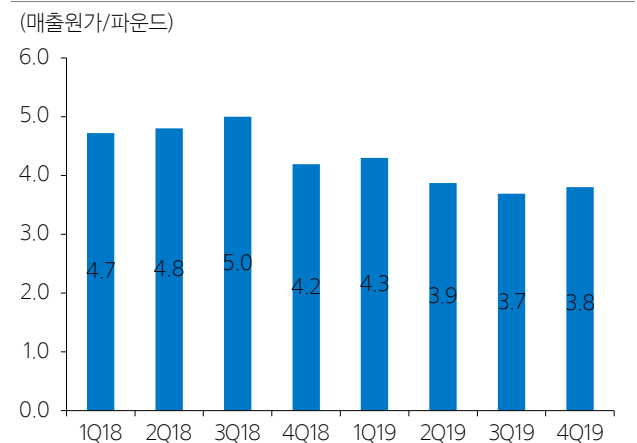
동사는 중장기 경영 목표로 총이익률은 30% 중후반(2019년 33%), EBITDA마진은 mid-teen 수준(2019년 8.5%)을 제시. 최근 20년 1분기 실적에서 총이익률 38.8%, EBITDA 마진 역시 13.1%로 전년적자에서 흑자 전환. price parity에 대한 가능성이 높아지는 상황

표 7. Price Parity를 위한 조건 - 유통사 마진 조정, 매출 원가 절감

구조(파운드 당)	일반 고기 패티	비욘드 버거 패티	Price Parity 조건
리테일 가격(a+b)	\$8	\$12	리테일 가격 -30% 조정
리테일러 매출(a)	\$2.4(30%)	\$6(50%)	유통사, 브로커 마진 일부 협상
제조사 매출(b)	\$5.6(70%)	\$6(50%)	
제조사 총마진	\$0.85(15%)	\$2.1(35%)	
제조사 매출원가	\$4.75(85%)	\$3.9(65%)	매출 원가 절감 1) 대량 생산을 통한 규모의 경제 추구 2) 냉장육 판매 강화 등 Product mix 개선

참고: 일반 고기 가격 변동 없다고 가정하며 고기 가격은 2019년 기준
자료: Beyond Meat, 삼성증권

그림 16. 파운드 당 매출원가 - 원가 절감 지속



참고: 2017년 이전에는 총마진이 적자였음
자료: Beyond Meat, Bloomberg

Opportunity(기회) - 1) Q의 확대, 2) 고객사 확대, 3) 제품 다양화

1) Q 확대: 대체육 시장의 고성장에 따라 비온드미트를 비롯 한 핵심 업체 전반의 수혜가 가능할 것이라는 전망. 시장에 대한 분석은 'Part1 산업' 부문에서의 내용을 참고

동사는 향후 성장세에 대비하기 위한 생산설비 확장, 원재료 공급 계약자 등을 확대하며 대비. 현재 주요 원재료인 콩 단백질은 캐나다와 유럽(프랑스) 업체를 통해 공급. 지금까지 역사상 콩 단백질의 글로벌 공급부족 현상은 관찰된 바 없으며 2019년에도 원재료 업체의 추가 증설이 진행.

향후 고객사 확대 국면에서 제품 생산 과정에서 필요한 단백질을 추출하는 설비의 추가 증설 혹은 해외 공장 설립 등의 캐파 확장 가능성이 있음. 실제로 작년 연말까지 아시아 및 미 서부 지역에 생산 설비를 확장했고, 유럽에는 추출설비를 확장. 더불어 공정 마지막 단계에 제 3자 공정을 위한 제조 협력사 계약을 확대하기도 함. 인터내셔널 매출 확장에 가장 중요한 것은 생산 캐파 수준일 것

2) 고객사 확대: 현재 리테일 채널에서도 매출 확대가 일어나고 있으나, 푸드서비스 및 레스토랑과 같은 곳으로 고객사가 확대되고 있는 것은 긍정적인 모멘텀. 일단 푸드서비스 매출의 이익률이 포장이 간소화 되어있고, 배송도 벌크 단위로 나가기 때문에 리테일 채널보다 높은 편. 현재는 초기 테스트 국면에 따른 할인 판매로 단기 마진은 악화될 수 있으나 고객사 확대는 중장기적 기회 요인. 동사의 푸드서비스쪽 부문별 매출 비중을 보면 QSR(퀵서비스레스토랑) 55%, 패스트캐주얼 15%, 캐주얼다이닝 20%, 기타 10%. 현재 프랜차이즈화 되어 있는 패스트푸드 중심의 업체 중심으로 계약 사례가 높은 모습.

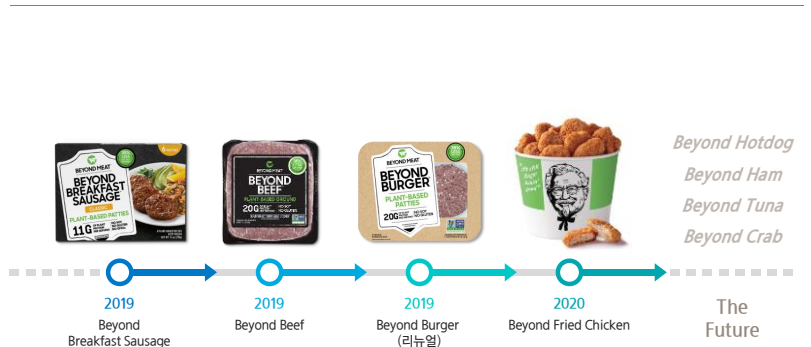
3) 상품 라인업 확대: 동사는 기존 비온드버거, 비온드 소시지와 같은 핵심 제품 이외에 전략적으로 라인업 확대를 추구. 작년에만 Beyond Beef, Beyond Breakfast Sausage, Beyond Fried Chicken, Beyond Meatball 4가지 신제품을 출시한 바 있음. 향후에도 고객사 및 소비자의 선호 다양화에 맞춰 제품 파이프라인을 구축하고 개발할 것. 현재 소고기, 돼지고기 대체육에 국한된 제품 라인업에서 확장하여 Beyond Hotdog, Beyond Ham, Beyond Tuna, Beyond Crab 등 다양한 단백질 공급원의 대체제가 제품화 될 것으로 기대. 현재 동사의 브랜드와 결합된 상품 이름을 이미 모두 특허 등록한 바 있음

표 8. 2H19~최근까지 주요 계약 고객사

주요 고객사	시기
Tim Horton	2019년 8월 판매 시작
PizzaRev	2019년 6월 판매 시작
BurgerFi	2019년 6월 판매 시작
KFC	2019년 8월 메뉴 시범 판매
Subway	2019년 8월 미트볼 메뉴 시범 판매
Denny's	2019년 10월 일부 지역 판매 시작
던킨도너츠	2019년 11월 비온드소시지 판매 시작
Car's Jr.	2019년 12월 판매 확대
맥도날드 캐나다	2020년 1~4월 메뉴 시범 판매
Denny's	2020년 1월 북미 판매 확대
Subway	2020년 1월 캐나다 계약 연장
KFC	2020년 2월 메뉴 테스트 연장
스타벅스 캐나다	2020년 2월 판매 시작
스타벅스 중국	2020년 4월 판매 시작

자료: Beyond Meat, 언론

그림 17. 2019년 이후 신제품



자료: Beyond Meat, 삼성증권 정리

Threat(위협) - 커지는 대체육 시장, 경쟁 역시 심화

현재 대체육 업계에는 다양한 경쟁자들이 존재. 기존 전통적 식료품 사업자, 가공육 생산 업자 등 역시 적극적인 진출 및 생산 설비 확장을 지속하는 상황

동사의 직접적 경쟁사는 비상장사인 임파서블 푸드(Impossible Foods)일 것. 2011년에 설립되어 대체육만 생산하고 판매하는 업체로 가장 밀접한 비즈니스 구조 보유. 동사는 2016년 제품 임파서블 버거 첫 판매 이후 2.0 버전까지 출시. 특히 2019년에 버거킹이 임파서블 푸드의 패티를 활용한 '임파서블 버거'를 미국 시장에 출시하며 급 성장. 임파서블푸드 역시 올해 미국의 1천 곳 이상의 유통 확장 계획을 꾀하고 있으며 지난 6월 5일부터 리테일 판매를 최초 개시. 올해 스타벅스 북미 지역 공급자로 계약되며 고객사 확대 중

동물성 단백질 측면에서 경쟁사는 더욱 많은 상황. 비건 푸드 트렌드와 신선육 형태의 대체육이 관심을 받으며 타이슨푸드나, 네슬레, 켈로그 같은 글로벌 종합 식품회사 역시 식물성 고기 제조 업체를 인수하거나 투자하며 최근 1~2년 사이 경쟁적으로 대체육을 출시.

표 9. 주요 식품기업의 적극적인 대체육 시장 진출 사례

기업명	내용
타이슨푸드	Green Street 식물성 단백질 볼 런칭(2018) 대체 단백질 시장 진입 위해 전방위적 이니셔티브 런칭(2019)
네슬레	식물성 패티 '인크레더블 버거' 유럽 생산(2019) 미국에서는 식물성 패티 '어썸버거' 출시(2019)
켈로그	식물성 기반의 음식을 생산하는 Morningstar Farm 회사를 소유
임파서블 푸드	식물성 대체육 '임파서블 버거' 생산 및 판매
Cargill	글로벌 곡물, 축산 관련 제품 생산자. 식물성 패티 제품 생산 2020년 4월 런칭
Smithfield	미 육류 가공회사. 'Pure Farmland' 브랜드로 식물성 단백질 식품 런칭(2019)
Hormel	미 육류 가공식품 기업. 대체육 기반의 'Happy Little Plant' 브랜드 런칭 발표(2019)
Pilgrim's Pride	미 최대 닭고기 생산자. 식물성 기반의 닭고기 생산 연구 중
Maple Foods	캐나다 기반의 회사로 식물성 'Lightlife 버거' 런칭(2019)
Conagra	Ultimate 브랜드의 버거, 핫도그, 소시지로 구성된 3가지 식물성 대체육 제품 개발
Meatless Farm	영국 기반 회사로, 콩 단백질 기반의 패티와 다짐육 생산
Naturli	덴마크 기반 회사로 식물성 유제품과 대체육 생산
Moving Mountains	영국의 식물성 육류 생산 회사. 'B12 Burger' 런칭(2018)
Perdue Foods	영국 기반의 가금류 생산자. 식물성 기반의 닭고기 생산 파이프라인 투자 발표(2019)

자료: Beyond Meat, 언론, 삼성증권

표 10. 주요 경쟁사 이익률 및 R&D 규모 비교

기업	R&D(매출액 대비, %)	총 마진(%)	EBIT마진(%)
비온드미트	10.9	33.5	4.2
Nestle	1.8	49.8	21.3
Kellogg's (Morningstar 소유)	1.1	33.7	17.5
WH Group (Smithfield 소유)	0.6	21.7	11.2
Conagra (Gardein 소유)	0.6	27.8	19.9
Hormel	0.4	19.8	14.4
Kraft Heinz (Boca Burger 소유)	0.4	32.8	23.2
Tyson	0.3	11.8	9.8
Blue Buffalo	1.0	47.0	24.0
White Wave *	1.0	35.0	10.0

참고: 최근 회계연도 기준, *White Wave는 현재 Dean Foods 에 인수로 위 수치는 FY16 기준

자료: Bloomberg

Part 4. 투자 관점

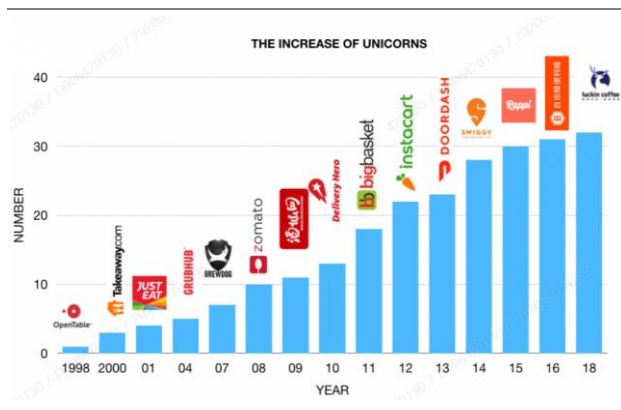
투자 전략 및 밸류에이션

비욘드푸드 상장의 의미

비욘드미트는 2019년 5월 나스닥 시장에 상장. 이른바 유니콘 푸드테크 기업으로서 인식되며 시장에서 투자자의 관심이 높았으며 이를 증명하듯 상장 이후 3개월 간 4배 이상의 주가 상승을 시현. 유니콘 푸드테크 기업에 대한 관심은 최근 ‘디지털라이제이션’, ‘결제’ 등의 소비 행태 변화와 함께 높아지며 금융 시장에서도 투자가 활발한 상황. 대부분 결제와 딜리버리 기반의 기업이긴 하나, 글로벌 유니콘 푸드테크 기업의 수도 2012년 23개에서 2019년 33개까지 늘어났기 때문.

그 중 비욘드미트는 ‘새롭게 개발된 식재료’라는 점에서 식재료 측면의 푸드테크 기업으로 각광. 과거 2019년 라스베이거스 CES 박람회에서 비욘드미트 부스가 흥행하며 테크 기업으로서 인식 환기를 하게 되는 계기로 작용하기도 함. 이러한 푸드테크 기업 관점에서 인식될 경우 주식 시장에서의 밸류에이션 역시 새롭게 볼 수 있다는 판단

그림 18. FoodTech 유니콘 기업은 지속적으로 늘어나는 중



자료: Digital Food Lab

표 11. 최근 푸드테크 기업 IPO 리스트

기업명	사업 구분	상장 시기	거래소
Beyond Meat	대체육	2019	NASDAQ
Blue Apron	밀키트	2017	NYSE
Delivery Hero	딜리버리	2017	ETR
First Data	POS 결제	2015	NYSE
Square	POS 결제	2015	NYSE
GrubHub	딜리버리	2014	NYSE
Quotient Technology	쿠폰	2014	NYSE
Everyday Health	건강관련	2014	NYSE
Just Eat	딜리버리	2014	LON

자료: 삼성증권, Bloomberg

그림 19. 비욘드미트 IPO 이후 주가 흐름



자료: Bloomberg

밸류에이션 및 투자전략

동사는 고성장 중인 음식료 기업으로 P/E멀티플 보다는 EV/Sales가 밸류에이션 판단에 적정하다는 판단. 현재 12개월 선행 EV/Sales는 13.4배(Datastream)수준. 매출액은 과거 3년간 CAGR +164% 성장하였으며 향후 매출액 성장률 컨센서스 역시 올해 YoY +55%, FY21 +54%, FY22 +41% 수준으로 예측되고 있는 상황. 밸류에이션은 현재 이를 반영하여 프리미엄 거래 중. 동사와 직접 비교가 가능한 업종이 없다는 점을 감안할 필요는 있으나, 현재 산업 개화 초기 국면으로 현재와 같은 매출 고성장 기조 유지 시 밸류에이션에 대한 정당성은 일부 가능할 것

직접 비교가 가능한 임파서블푸드의 경우 비상장기업이나 일부 기사 내용을 통해 대략적 추정 가능. 올해 3월 추가 자본 조달 기사와 함께 현재 40억 달러 규모의 기업 가치를 평가 받은 바 있음. 전년도 매출액이 Bloomberg 추측에 의하면 9천만 달러 수준인 것으로 판단되며 올해 매출액 성장률이 동종 기업인 비욘드미트와 비슷하다고 가정 하여(YoY +54%) FY20년 EV/Sales를 계산하면 28배 수준. 비욘드미트의 FY20 EV/Sales가 17배 수준. 데이터의 정확도가 떨어지나, 대체육 전문 생산, 판매 업체인 두 업체 모두 현재 시장 내 높은 밸류에이션으로 평가된다고 판단할 수 있음

결국 비건 푸드에 대한 관심이 높아지는 대체육 시장 고성장 국면에서 앞서 동사의 SWOT분석에서의 강점, 기회 요인이 초기에는 더욱 부각될 가능성이 높음. 이미 상장 직후 오버슈팅 국면을 한차례 경험했으나, 향후 가파른 매출 성장으로 전년도 실적부터 이익 역시 흑자 전환했다는 점은 고무적. 다만 당분간 고객사 확대, 탑라인 성장세와 같은 매출 성장 기대감에 주가는 연동될 것이라는 판단

표 12. 고성장 소비재 업종과의 밸류에이션 멀티플 비교

종목	업종	시가총액 (백만달러)	EV/Sales(배)			P/E(배)			EV/EBITDA(배)			매출액 성장률(%)			
			12M Fwd	FY20	FY21	12M Fwd	FY20	FY21	12M Fwd	FY20	FY21	FY17~19 CAGR	FY20	FY21	FY22
비욘드미트	대체육	8,900	13.4	17.2	10.9	382.4	1021.4	235.2	136.6	201.6	102.7	164.0	54.5	53.6	41.1
쉐이크셰	패스트푸드	2,040	3.6	4.1	3.2	N/A	N/A	183.6	40.3	67.9	28.7	30.3	-8.8	29.9	25.0
몬스터베리리지	에너지음료	37,549	7.9	8.3	7.5	31.7	34.2	29.6	21.9	23.4	20.6	11.3	1.8	10.7	10.0
치폴레	패스트푸드	31,403	4.2	4.6	3.9	80.2	123.2	59.4	35.1	49.2	27.3	12.7	1.1	16.2	12.0
도미노피자	패스트푸드	15,060	4.4	4.5	4.3	32.7	33.8	31.6	22.8	23.9	21.9	13.5	9.7	5.0	7.2
더심플리굿푸드	영양 식품 판매	2,008	2.6	3.1	2.5	22.5	28.2	21.7	14.0	17.1	13.5	15.0	54.9	18.0	6.4
올리스바겐아울렛	할인 전문소매점	6,534	3.4	3.7	3.1	39.7	42.9	35.9	23.6	25.9	21.0	16.5	13.4	15.0	13.1
파이브 빌로우	할인 전문소매점	5,750	3.1	3.5	2.6	42.7	66.9	28.3	24.6	33.7	17.8	22.7	-1.6	33.2	21.5
FRESHPET	반려동물 식품	3,528	9.0	9.8	8.3	250.3	527.8	164.4	59.8	70.6	52.2	22.7	26.8	24.5	24.0
그럽허브	딜리버리 서비스	6,709	3.2	3.6	3.0	N/A	N/A	669.4	52.4	84.6	37.4	38.6	18.6	14.2	15.6
룰루레몬	스포츠웨어	39,235	9.0	9.9	8.0	62.4	75.4	50.3	36.9	42.9	31.0	19.3	-0.4	25.8	14.6
ULTA BEAUTY	코스메틱 판매	11,769	2.0	2.2	1.8	28.5	45.5	18.7	15.8	20.5	11.9	15.1	-12.1	18.3	6.3
CANADA GOOSE	아웃도어 의류	1,871	3.9	4.3	3.1	31.0	37.0	20.8	16.0	18.3	11.4	33.4	-9.8	26.8	32.6
평균 (비욘드미트 제외)			4.7	5.1	4.3	62.2	101.5	109.5	30.3	39.8	24.5	20.9	7.8	19.8	15.7

자료: Datastream

리스크 요인

팬데믹 국면 장기화에 따른 외식 산업 침체에 따른 푸드서비스 매출 확대 기회 지연, 경쟁 심화, 소비자 대체육 선호도 감소

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019
매출액	16	33	88	298
매출원가	22	35	70	198
매출총이익	(6)	(2)	18	100
(매출총이익률, %)	적자	적자	20	33
영업비용	18	26	46	100
판매 및 마케팅 비용	13	17	34	75
R&D	6	6	10	21
기타영업비용	0	4	2	5
영업이익	(25)	(29)	(28)	(0)
영업외손익	0	2	2	12
세전이익(조정)	(25)	(26)	(28)	(7)
비경상손실	0	5	2	5
세전이익(GAAP)	(25)	(30)	(30)	(12)
당기순이익 (GAAP)	(25)	(30)	(30)	(12)
당기순이익 (조정)	(25)	(27)	(29)	(12)
비경상이익/손실	0	3	1	4
EPS (GAAP, 달러)	-5.5	-5.6	-4.8	-0.3
조정 EPS (달러)	-5.5	-5.0	-4.6	-0.2

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	(23)	(25)	(38)	(47)
당기순이익	(25)	(30)	(30)	(12)
감가상각비&무형자산상각비	2	3	5	8
비현금항목	1	5	4	26
비현금 운전자본 변동	(1)	(3)	(17)	(68)
투자활동에서의 현금흐름	(5)	(8)	(23)	(26)
고정&무형자산 변동	(5)	(8)	(23)	(26)
인수&사업매각	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	32	55	76	295
배당금	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	1	2	26	(0)
자본금의 증가(감소)	27	44	52	295
기타	4	10	(2)	0
현금증감	3	22	15	222
기초현금	14	17	39	54
기말현금	17	39	54	276
Free cash flow	(28)	(33)	(61)	(73)

자료: Bloomberg

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019
유동자산	24	52	103	404
현금 및 현금등가물	17	39	54	276
매출채권	1	4	13	40
재고자산	6	8	30	82
기타	0	1	6	6
비유동자산	10	14	31	48
순 유형자산	10	14	31	47
장기 투자&미수금	0	0	0	0
기타 비유동자산	0	0	0	1
자산총계	35	66	134	452
유동부채	5	12	25	48
매입채무	4	8	22	35
단기차입금	1	3	0	11
기타 유동부채	1	1	3	2
비유동부채	3	2	31	20
사채 및 장기차입금	2	2	25	15
기타 비유동부채	0	0	5	5
부채총계	8	14	56	68
자본금 및 자본잉여금	4	5	8	526
이익잉여금	(69)	(100)	(130)	(142)
기타	(1)	(1)	0	0
자본총계	27	52	78	384
부채 및 자본 총계	35	66	134	452

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)				
매출액	N/A	101.3	169.9	238.8
영업이익	N/A	15.3	(2.0)	(98.3)
순이익	N/A	20.8	(1.6)	(58.4)
수정 EPS	N/A	(9.1)	(8.8)	(95.6)
주당지표				
수정 EPS	N/A	적자지속	적자지속	적자지속
BPS	N/A	N/A	N/A	6.2
Valuations (배)				
P/B	N/A	N/A	N/A	12.1
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	578.3
EV/Sales	N/A	N/A	N/A	14.8
비율				
ROE (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
ROA (%)	N/A	(59.9)	(29.9)	(4.2)
ROIC (%)	N/A	(66.6)	(35.3)	(1.2)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM