

음식료산업

Overweight
(Maintain)

2012. 9.12

음식료 개별종목 장세 대응전략

글로벌 매크로변수 불안이 지속되면서 음식료업의 방어주 특성은 여전히 유효. 하지만 중요한 변수인 곡물가가 당분간 안정화되기 어려울 것이라는 점에서 업종 전체적인 뚜렷한 Outperform 보다는 개별종목 장세가 이어질 전망. 단기 이익모멘텀의 가시성이 높은 기업, 중국 내 매출확대 유망기업, Valuation Merit가 높은 기업들이 음식료업 내에서도 상대적으로 우월한 추가흐름을 보일 것으로 예상.



음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084

wswoo@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. INVESTMENT STRATEGY 3

불안한 매크로 환경 VS 곡물가 강세로 음식료업은 개별종목 장세 전망	3
단기이익 모멘텀, 중국사업 성장성, Valuation Merit가 선별 기준	4

II. 종목 선별 기준 6

단기 이익 모멘텀, 2013년 실적 개선에 대한 확신이 높은 종목	6
중국 내에서 매출 확대 유망 기업	10
Valuation Merit 보유 기업	16

III. 목표주가 변경 17

매일유업 적용 VALUATION 상향하며 목표주가 상향	17
-----------------------------------	----

기업분석 19

오리온(001800)	
BUY(Maintain)/TP 1,100,000원	20
매일유업(005990)	
BUY(Maintain)/TP 31,000원	22
대상(001680)	
BUY(Maintain)/TP 23,000원	24
CJ제일제당(097950)	
BUY(Maintain)/TP 400,000원	26
대한제당(001790)	
Not Rated/주가(9/11) 22,200원	28

- 당사는 9월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동자료를 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

음식료 개별종목 장세 대응전략

>>> 매크로변수 VS 곡물가로

음식료업 내 개별종목 장세 전망

미국의 QE3, 중국의 SOC 투자 및 내수부양책 등 큰 규모의 정책적 대응이 실행되고 그 효과에 대한 신뢰가 나타나기 전까지 글로벌 매크로변수 불안이 이어질 것으로 예상되어 음식료업의 방어주 특성은 유효할 전망이다. 다만, 중요한 실적변수인 곡물가격이 당분간 높은 수준일 전망이어서, 업종전체적으로 뚜렷한 Outperform 보다는 개별종목 장세가 이어질 전망이다.

>>> 단기이익 모멘텀의 가시성, 중국 사업 성장성, Valuation Merit가 선별기준

종목선별 기준은 1)단기이익 모멘텀의 가시성이 높은 종목으로 원재료(원당)의 하향안정세로 이익개선 모멘텀이 큰 제당업(대한제당), 점유율 회복과 전년 기저효과에 의한 실적 개선의 가시성이 큰 기업(빙그레, 매일유업, 농심). 2)중국 매출 확대 유망기업(오리온, CJ제일제당, 대한제당, 매일유업, 빙그레). 3)Valuation Merit가 높은 기업(대상, 무학, 오투기).

>>> Top Picks & 관심종목

1) Top Picks

오리온: 중국 거시경기 지표 둔화에도 지역 및 유통채널 확대에 따른 매출 고성장세 이어질 전망이다. 스포츠토토 사업 중단되더라도 추가적 기업가치 하락은 제한적일 전망이다.

매일유업: 분유점유율 회복과 전년 기저효과로 하반기 실적회복 모멘텀 전망. 중국 시장 성장에 따른 분유 수출 고성장, 제로투세븐 상장에 따른 보유지분 가치 부각 전망.

대상: 2H12까지는 이익개선세 이어질 전망이다. '13년 이후 원재료비 상승 예상되나 가격전가로 원가부담 완화 가능. 실적 안정성 개선과 식재 등 신사업 확대에 re-rating 전망.

2) 관심종목

CJ제일제당: 해외바이오에서 선제적인 설비 증설로 시장 지배력 확대에 탄력을 받을 전망이다. 곡물가 강세로 '13년 이후 실적 불확실성은 상존.

대한제당: 원당가 하향세로 '13년 이익확대 국면이 예상되며, 중국 사료 사업의 견조한 성장과 높은 이익률로 실적 기여가 커질 것으로 전망. 반면, Valuation은 크게 저평가.

I. Investment Strategy

>>> 불안한 매크로 환경 VS 곡물가 강세로 음식료업은 개별종목 장세 전망

외부 Macro 변수는 여전히 불안, 음식료업의 방어주 특성은 유효

유로존 위기, 미국 재정절벽 우려, 중국 경기지표 둔화 등 음식료업의 외부 Macro 변수들은 여전히 불안한 상황이다. 지난 1년 여간 KOSPI 대비 상대수익률이 양호한 흐름을 보여 왔음에도 음식료업에 대한 비중확대 의견을 유지하게 하는 요인이다. 타 섹터 비중을 확대하려다 매크로 변수 불확실성이 대두되며 음식료업으로 되돌아오는 모습이 최근 자주 목격되고 있다. 이는 올해 5월 이후 음식료업 상대지수가 등락을 반복하는 모습에서 확인할 수 있다. 미국의 QE3, 중국의 SOC 투자 및 내수부양책 등 큰 규모의 정책적 대응이 실행되고 그 효과에 대한 신뢰가 나타나기 전까지 글로벌 매크로변수 불안이 이어질 것으로 예상되어, 음식료업의 방어성 메리트는 유효할 전망이다.

Macro 경기변수 불안시기(KOSPI 하락기) 음식료업은 방어주 특성 부각으로 상대지수 양호한 흐름



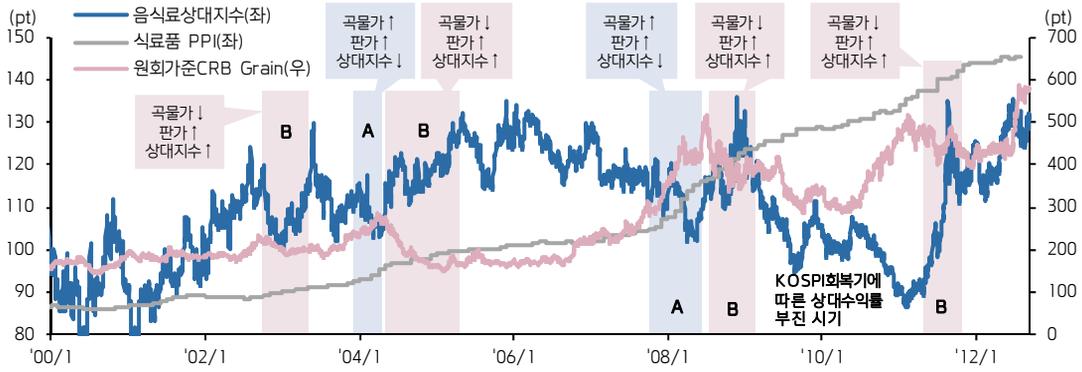
자료: 통계청, wisefn, Thompson Reuters, 키움증권

곡물가 강세는 음식료업의 확실한 Outperform을 제약하는 요인

Macro 변수의 불확실성은 음식료업의 방어적 특성을 여전히 선호하도록 하고 있으나 6월 중순 이후 곡물가가 강세를 이어가고 있는 점은 업종 전체적인 뚜렷한 Outperform을 제약하는 요인이 되고 있다. 물론, 7월부터 나타나고 있는 가공식품(조미료, 즉석밥, 장류 등), 음료, 맥주의 판가조정 움직임은 원가 부담 완화 차원에서 긍정적이나, 아직까지는 곡물가에 직접 영향 받는 소재식품이 충분한 가격전가가 가능할 지에 대한 확신을 갖기 어렵다는 점에서 곡물가 강세를 맞대응 하기에는 부족해 보인다.

음식료상대지수와 식료품판가(PPI), 곡물가(원화기준 CRB-Grain)의 추이를 살펴보면 판가인상이 이루어지더라도 곡물가가 계속 상승하는 시기("A")에는 음식료업의 상대지수가 부진했고, 곡물가가 하락세로 돌아서야("B") 음식료업 상대지수가 본격적으로 개선되는 모습을 보였다.

평가인상 보다는 곡물개원화기준 안정화가 음식료업 Outperform을 더 크게 좌우



자료: 통계청, wisefn, Thompson Reuters

>>> 단기이익 모멘텀, 중국사업 성장성, Valuation Merit가 선별 기준

단기이익 모멘텀 가시성, 중국 사업 성장성, Valuation Merit 보유 기업 유망

따라서, 음식료업 내에서 당분간 개별종목 장세가 이어질 것으로 예상된다. 선별 기준으로 단기이익 모멘텀과 그 가시성, 중국 사업 성장성, Valuation Merit를 제시한다.

- 1) 단기이익 모멘텀이 크며 그 가시성이 높은 종목으로 원재료(원당)의 하향안정세로 이익 확대가 예상되는 제당업(대한제당), 점유율 회복과 전년 기저효과에 의한 실적 개선의 가시성 큰 빙그레, 매일유업, 농심 등이 있다.
- 2) 중국 내 매출확대 유망기업으로는 이미 규모와 성장성 측면에서 궤도에 오른 오리온과 CJ제일제당은 실적 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 대한제당은 사료사업에서 국내를 능가하는 견조한 성장세가 예상된다. 매일유업과 빙그레는 중국 사업이 초기 성장기에 진입하여 향후 실적 확대가 기대된다.
- 3) 대상, 무학, 오투기는 실적 개선이 예상되면서도 Valuation Merit를 보유하여 상대적으로 양호한 주가 흐름이 예상된다.

Top Picks로 오리온, 대상, 매일유업, 관심종목으로 CJ제일제당, 대한제당 제시

1) Top Picks: 오리온, 대상, 매일유업

오리온은 중국 거시경기 지표 둔화에도 지역 및 유통채널 확대에 따른 매출 고성장세 이어질 전망이다. 스포츠토도 사업 중단되더라도 추가적 기업가치 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

매일유업은 분유점유율 회복과 전년 기저효과 등으로 하반기 실적회복 모멘텀이 예상된다. 중국 시장 성장에 따른 분유 수출 고성장과 함께 제로투세븐 상장에 따른 보유지분 가치 부각도 기대된다.

대상은 2H12까지는 원재료비 하락국면으로 이익 개선세가 예상된다. '13년 이후 원재료비가 상승하겠으나 가격전가로 원가부담의 완화가 가능할 전망이다. 실적 안정성 개선과 함께 식재 등 신사업 확대는 re-rating 요인으로 작용할 전망이다.

2) 관심종목: CJ제일제당, 대한제당

CJ제일제당은 해외바이오에서 선제적인 설비 증설로 시장지배력 확대에 탄력을 받을 전망이다. 곡물가 강세로 '13년 이후 실적 불확실성은 상존하고 있다.

대한제당은 원당가 하향세로 '13년까지 이익확대 국면이 이어질 것으로 예상되며, 중국 사료 사업의 견조한 성장과 높은 이익률로 실적기여가 커질 것으로 전망된다. 반면, Valuation은 fwd PER 3.7배로 크게 낮은 수준이다.

Top Picks 및 관심종목 실적 전망과 Valuation 지표 (단위: 억원, 배, %, 원)

기업명	투자 의견	목표 주가(원)	결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)	EV/ EBITDA (X)	
Top Picks	오리온	Buy	1,100,000	2010	16,214	1,674	2,892	1,913	32,098	31.4	12.0	3.5	10.0
				2011	19,143	2,100	1,758	994	16,660	11.6	40.7	4.6	15.1
				2012E	23,224	2,976	2,734	1,642	27,516	17.4	31.8	5.1	15.3
				2013E	27,605	3,535	3,338	2,123	35,581	17.9	24.6	4.3	13.1
	대상	Buy	23,000	2010	12,024	759	475	335	930	7.4	8.3	0.6	4.8
				2011	13,929	943	768	555	1,541	11.3	10.5	1.1	6.6
				2012E	15,829	1,061	948	839	2,331	13.5	8.5	1.2	6.0
				2013E	16,900	1,121	990	896	2,489	12.3	7.9	1.0	5.2
	매일유업	Buy	31,000	2010	9,095	224	249	215	1,607	8.4	10.2	0.8	6.5
				2011	9,444	155	105	50	370	1.6	49.4	0.9	8.1
				2012E	10,510	331	291	251	1,870	7.9	13.4	1.1	7.5
				2013E	11,250	449	425	386	2,881	10.5	8.7	1.0	6.2
관심종목	CJ제일제당	Buy	400,000	2010	56,692	4,415	9,025	6,833	49,549	29.1	4.4	1.1	6.8
				2011	65,382	4,541	4,614	3,015	21,158	8.5	13.7	1.5	12.5
				2012E	101,153	6,937	5,611	3,495	24,260	8.2	12.2	1.4	9.3
				2013E	110,957	8,286	6,986	4,262	29,583	9.2	10.0	1.2	7.8
	대한제당	NA	NA	2010	11,672	146	171	133	1,631		18.6		
				2011	12,438	258	91	191	2,340		10.2		
				2012E	13,340	520	375	426	1,068		4.3		
				2013E	13,811	594	463	520	1,149		3.5		

자료: 키움증권 리서치센터 추정

주: 1) 주가는 9/11 종가 기준, 2) 연결기준법인(오리온, CJ제일제당)은 지배주주순이익, 나머지(별도기준)는 자본법적용순이익 기준임

II. 종목 선별 기준

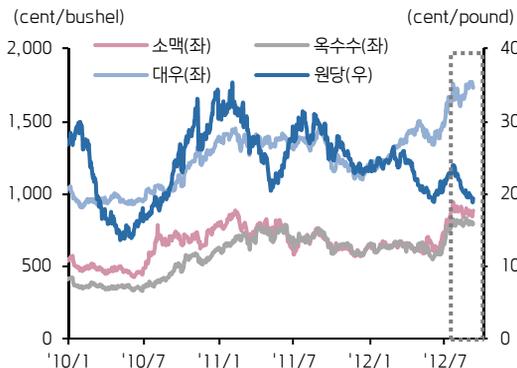
>>> 단기 이익 모멘텀, 2013년 실적 개선에 대한 확신이 높은 종목

연말~2013년 소맥, 옥수수, 대두 투입단가 상승 전망

곡물가는 보통 원재료 투입단가를 5~6개월 선형(운송, 하역, 원재료 및 제품 재고기간 감안)한다. 6월 중순부터 곡물가가 급등했으므로 올해 말에서 2013년부터는 원재료 투입단가가 상승할 전망이다. 연초 대비 곡물가는 소맥 34.7%, 옥수수 20.7%, 대두 42.2% 상승했다. 현 수준의 곡물가(9월 평균)가 지속된다고 가정할 경우 2013년 곡물원재료 투입단가는 전년비 소맥 27.2%, 옥수수 18.7%, 대두 23.7% 상승할 것으로 추정된다. 환율가정은 2012년 1,138원/달러, 2013년은 1,100원/달러이다. 기업들마다 투입시차, 구매처, 시기/가격별 원재료 구매량이 다르기 때문에 실제 업체들의 투입단가와와는 차이가 날 수 있다.

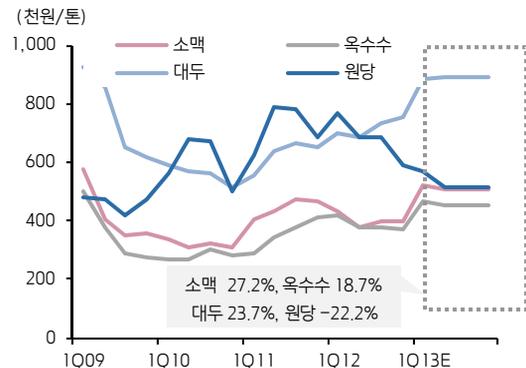
다만, 주요 원재료 중 하나인 원당의 경우 생산지역이 타 곡물들과 다르고 수요의 공통분모(사료 등)가 적어 가격 사이클이 차이 나는 경우가 많다. 원당가격은 연초대비 20.9% 하락했는데, 주요 산지인 브라질의 생산 증가에 의한 수급 개선으로 가격의 하향안정세가 이어질 전망이다.

'12년 6월 이후 곡물가 강세시기 재돌입



자료: CBOT, 키움증권

현재 선물가 유지시 '13년 곡물투입단가 상승 전망



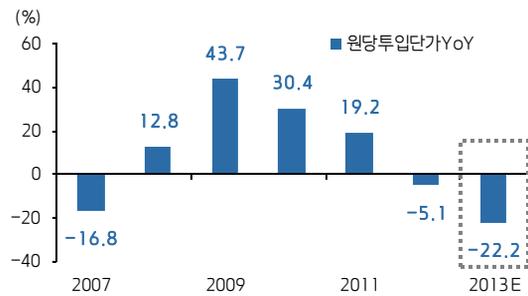
자료: CBOT, 한국무역협회, 키움증권

소재식품 업체 선호도는 제당 > 전분당 > 유지 > 제분업 순

앞서 언급한 것처럼 원당 가격은 하향 안정세가 이어질 전망인데, 현 수준의 가격(9월 평균선물가)이 지속될 것을 가정하면, 원당 투입단가는 2013년에 전년비 22.2% 하락할 전망이다. 따라서 제당업체는 원재료비 개선에 의한 이익 증가가 예상된다.

전분당과 유지 업체들의 경우 B2B 비중이 높으며, 거래처별, 계약기간별로 그 시점에서의 원재료비를 반영하여 판가를 산정하고 있어 원재료비 상승에 대한 가격전가가 상대적으로 양호한 편이다. 특히 전분당은 대체재인 설탕과의 가격 스프레드가 역사적으로 높은 편이어서 가격 인상을 하더라도 수요 부진이 크지 않을 전망이다. 밀가루의 경우 정부의 물가관리로 지난 곡물가 급등기(2011년)에 가격전가력이 많이 약화된 모습을 보였다. 이에 따라 소재식품업체들에 대한 선호도는 제당 > 전분당 > 유지 > 제분업 순으로 판단한다.

원당 투입단가 '13년에 하락 전망



자료: CBOT, 키움증권

최근 급등기('11년) 가격전가격은 전분당, 유지 > 제분

	①제품평가상승율	②원재료단가상승율	①/②
원당	38.38	5.4	.69
소맥	4.74	38.5	0.12
옥수수	12.12	26.5	0.46
유지	5.35	12.4	.43

자료: 통계청, 키움증권

주: 원재료단가상승률 대비 제품평가 상승률(2011년 기준)

대한제당 실적 개선세 두드러질 전망, CJ제일제당은 '13년 실적 불확실성 상존

제당업체들 중에서는 제당사업 비중이 높은 대한제당의 실적 개선세가 돋보일 전망이다. 제당/식품 사업부문의 영업이익은 전체 영업이익 대비 64%(2011년 기준)이며, 매출 대비 원당매입액은 26.4%이어서 원당가격 10% 변동에 매출총이익률이 2.6%p 증감한다. 원당 투입단가(당사 추정치 기준)가 2012년에는 5.1%, 1Q13에는 25.8% 하락할 것으로 예상됨에 따라, 영업이익이 2012년 101.2%, 2013년에는 14.2% 증가할 전망이다. 현 수준의 원당가격이 지속될 경우 2013년 이익 개선폭은 더욱 확대될 여지가 있다.

CJ제일제당의 경우 2012년 11월까지 낮은 가격에 원재료를 확보하고 있어 이익 개선세가 이어질 전망이다. 2013년 제분, 유지, 사료 부문에서 곡물 투입단가 상승이 예상됨에 따라 이익 불확실성이 상존하고 있다. 대상은 2012년까지는 낮은 원재료비 투입으로 이익개선이 예상된다. 옥수수 가격 급등에 따라 2013년에는 전분당 사업 이익에 부정적인 영향이 예상되나, 앞서 살펴본 대로 타 소재식품 대비 전 가격전가가 양호할 것으로 예상됨에 따라 이익 훼손이 크지는 않을 전망이다.

현 곡물가 추이로 볼 때, 대한제당은 원당투입단가 하락에 힘입어 원재료비가 개선될 전망 (단위: 억원, %)

		곡물원재료매입액(구매량동일시)			곡물원재료단가증감률(%)		곡물원재료단가추정			
		2011	2012E	2013E	2012E	2013E	2011	2012	2013	
CJ 제일 제당	원당	6,662	6,319	4,918	-5.1	-22.2	1) USD/톤			
	소맥	2,907	2,626	3,341	-9.7	27.2	원당	650	598	481
	옥수수	2,818	3,069	3,644	8.9	18.7	소맥	402	352	462
	대두	4,352	4,961	6,139	14.0	23.7	옥수수	321	339	416
	계	16,739	16,975	18,042	1.4	6.3	대두	569	629	804
	(증감액)		237	1,067						
대상	옥수수	2,317	2,524	2,996	8.9	18.7	2) 천원/톤			
	(증감액)		207	472			원당	719	682	531
대한 제당	원당	3,782	3,588	2,792	-5.1	-22.2	소맥	444	401	510
	옥수수	732	798	947	8.9	18.7	옥수수	355	387	459
	대두박	814	928	1,149	14.0	23.7	대두	629	717	887
	소맥	366	330	420	-9.7	27.2				
	계	5,695	5,644	5,308	-0.9	-6.0	3) 환율			
	(증감액)		-51	-336		원/달러	1,108	1,140	1,104	

자료: 키움증권

주: 1) 곡물원재료 구매량은 2011년과 동일한 것으로 가정

2) CJ제일제당은 연결기준, 대상과 대한제당은 별도기준 매입액임

3) 곡물투입단가는 9월 평균 선물가격이 유지되는 것을 가정으로 투입사차(5~6개월)를 고려한 당사 추정치이므로, 실제 업체들의 매입단가와와는 차이가 있을 수 있음

곡물가 영향이 적고 단기적 이익 모멘텀이 확실한 기업

전년 실적기저가 낮고 2012년 들어 펀더멘탈이 개선되고 있는 빙그레, 매일유업의 실적 회복 모멘텀이 하반기에도 더욱 본격화될 전망이다. 그 가시성이 높은 것으로 판단한다. 빙그레는 전년 하반기에 기록적인 강우, 원유수취가격 상승으로 부진한 실적을 기록했는데, 2012년 하반기에는 이러한 기저효과에 유리한 날씨요인(높은 기온, 적은 강우), 전년 말 평가인상 효과로 실적 회복 모멘텀이 예상된다.

매일유업은 식품안전이슈 발생으로 인한 분유점유율 부진('11년 7월 16.9%)과 원유가격 인상으로 전년 동기 기저가 낮으며, 분유점유율 회복(1H12 31.3%), 전년 말 평가인상, 비용 효율화 등으로 2H12에 높은 이익개선세(YoY 87.7%)가 예상된다. 매일유업과 빙그레는 원재료가 대부분 원유이고 곡물가의 직접적 영향이 적어 2013년 이후 실적도 상대적으로 안정적일 전망이다.

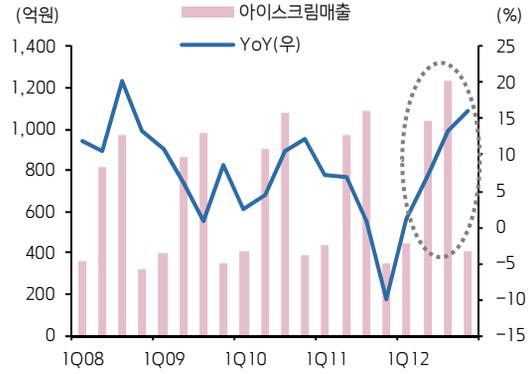
농심은 전년 하반기 라면점유율 급락에 따라 실적기저가 낮았는데, 경쟁사의 하안국물 제품 점유율 하락과 평가인상으로 점유율 회복세가 이어질 전망이고 마케팅비용이 개선이 예상됨에 따라, 하반기에 이익 회복 모멘텀이 나타날 전망이다. 다만, 실적 회복에 대한 신뢰 수준을 높이기 위해서는 3Q12에 마케팅비 개선 여부에 대한 확인이 필요한 것으로 판단한다.

연간/반기별 영업이익 증가율 비교

	1. 영업이익(억원)							2. 영업이익 YoY(%)				비고
	1H11	2H11	1H12	2H12E	2011	2012E	2013E	1H12	2H12E	2012E	2013E	
KT&G	5,308	5,898	5,450	6,177	11,206	11,627	12,855	2.7	4.7	3.8	10.6	수요비탄력적, 곡물가 영향없어 실적가시성 높으나 모멘텀은 낮음
CJ 제일 제당	2,079	2,462	2,465	2,896	4,541	5,361	6,346	18.6	17.6	18.1	18.4	2H12는 이익개선 가시성 높으나 곡물가 상승으로 '13년 실적 불확실성 상존
농심	671	430	500	774	1,101	1,274	1,614	-25.5	80.0	15.7	26.7	라면 MS 회복으로 하반기 이익개선 예상되나 마케팅비 감소 등 확인 필요
대상	504	440	622	439	943	1,061	1,168	23.6	-0.2	12.5	10.1	옥수수가 상승으로 '13년 실적 우려있으나 전분당 가격전가로 부담 완화 예상
롯데 삼강	276	263	337	366	538	703	817	22.4	39.3	30.6	16.2	장기성장성 양호하나 유지, 빙과부문의 실적부진 및 비용증가 우려 상존
빙그레	256	234	362	358	491	720	781	41.2	52.6	46.6	8.5	전년기저효과, 아이스크림 매출회복, 수출고성장으로 하반기에 이익증가세 확대 전망
오리온	1,055	1,044	1,819	1,157	2,100	2,976	3,526	72.3	10.8	41.7	18.5	전년기저차이, 스포츠도 실적배분 차이로 하반기 모멘텀 둔화되었으나 장기성장성 이상무
오뚜기	439	321	485	373	760	858	926	10.6	15.9	12.9	7.9	안정적 원가율, 가격전가력 등으로 꾸준한 이익개선 전망
매일 유업	40	115	115	216	155	331	436	189.1	87.7	113.7	31.7	전년기저효과, 분유 MS 회복, 마케팅비 개선 등으로 하반기 이익증가폭 확대 전망
국순당	34	45	48	76	79	125	171	41.8	69.9	57.8	37.4	영업이익 개선폭 커지겠으나, 막걸리 성장세 둔화, 비용집행 증가 가능성 상존
무학	346	205	265	254	551	518	552	-23.5	23.5	-6.0	6.5	하반기 기저효과로 상반기 대비 이익개선세 높아질 전망
대한 제당	66	192	242	278	258	520	594	269.9	44.7	101.9	14.2	원당가 하락으로 이익 개선 국면 '13년까지 이어질 전망

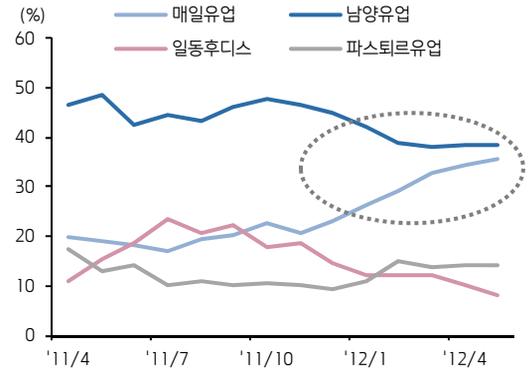
자료: 키움증권

빙그레는 아이스크림 매출 회복세 3Q12에 확대 전망



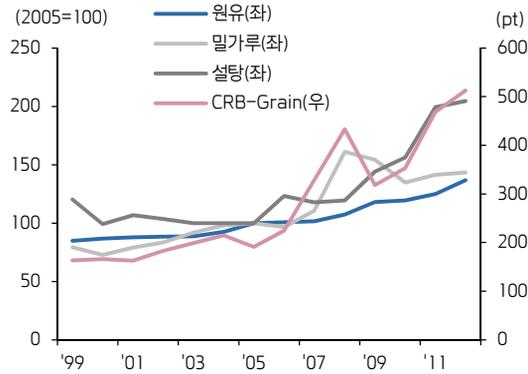
자료: 빙그레, 키움증권

매일유업은 분유MS 회복, 기저효과로 실적모멘텀 전망



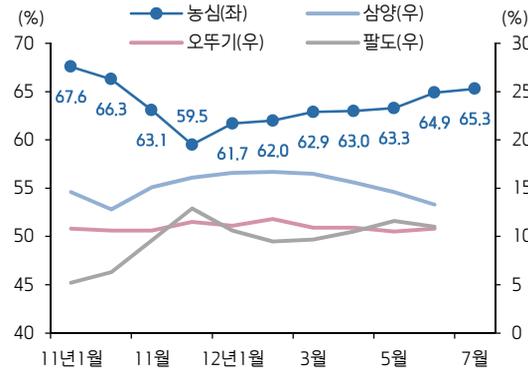
자료: 매일유업, 키움증권

우유원유 가격은 곡물가의 영향을 적게 받는 편



자료: 낙농협회, 통계청, Thompson Reuters

농심 라면MS 회복으로 하반기 실적회복 본격화 전망



자료: 농심, AC닐슨

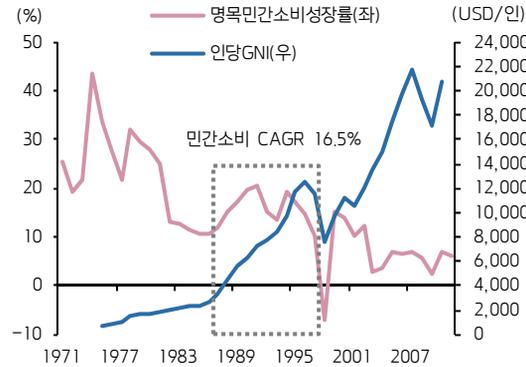
>>> 중국 내에서 매출 확대 유망 기업

중국은 내수소비 증가 시기, 지금 각인된 제품들이 향후 수십년의 실적을 좌우

중국 내에서 사업을 진행 중인 필수소비재 업체들에게 있어 현 시점은 매우 중요한 시기로 판단된다. 1) 우선, 지금이 중국 내수소비가 한창 증가할 시기이기 때문이다. 보통 인당 소득 3,000~ 10,000달러 시기에 내수 소비가 본격적으로 증가하는 것으로 알려져 있는데, 한국의 경우에도 이 시기에 해당하는 1986년에서 1996년까지 연평균 GDP는 16.4%, 민간소비는 16.5%씩 증가(명목기준)했다. 또한 대형 스포츠이벤트 개최 역시 중요한 내수확대 동인인데, 한국은 아시안게임(1986), 올림픽(1988)을 이 시기에 개최했다. 중국의 경우 2008년에 인당 소득이 3,000달러를 돌파했으며 베이징올림픽을 개최하며 내수 소비 확대가 본격화 되었다. 특히 2012년 이후로는 안정적인 경제성장을 위해 정부가 강력한 내수소비 확대 의지를 보이고 있어 그 효과가 점차 가시화될 전망이다.

두 번째 이유는 2) 내수소비 확대 시기에 자리잡은 제품들이 향후 스테디 셀러 품목으로 정착되어 점유율 역전이 쉽지 않다는 점이다. 국내 사례를 보면 현재 음식료 카테고리별로 스테디 셀러인 신라면(1986), 짜파게티(1984), 바나나맛우유(1974), 요플레(1983), 초코파이(1974), 빼빼로(1983) 등이 이 시기 이전에 출시되어 한창 내수소비가 확대되던 시기에 자리잡았다. 특히 각 카테고리에서 최초로 나온 품목들(바나나맛우유, 요플레, 초코파이 등)이 대부분 그대로 그 카테고리를 대표하는 품목으로 지금까지 남아 있을 볼 때, 선점효과가 중요함을 알 수 있다.

한국의 경우 소득 3천~1만달러 시기 내수확대 본격화



자료: USDA, 코리아 PDS

내수 확대시기에 자리잡은 품목들이 스테디셀러로 장수

소업종	주요브랜드	기업	출시년도
라면	신라면	농심	1986
	너구리		1983
	안성탕면		1983
	짜파게티		1984
유가공	바나나맛우유	빙그레	1974
	요플레		1983
제과/스낵	새우깡	롯데제과	1971
	초코파이		1974
	빼빼로		1983
아이스크림	월드콘	롯데제과	1986

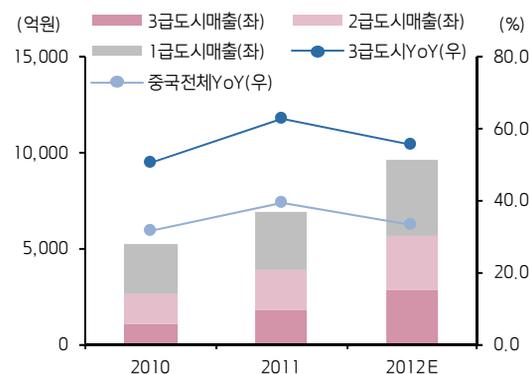
자료: 통계청

거시경기 둔화에도 순조로운 지역/채널 확대로 오리온 중국 매출 고성장세 이어갈 전망

2Q12 중국 GDP 성장률(YoY)이 3년래 최저인 7.6%를 기록하는 등 거시경기가 둔화되고 있음에도 오리온의 중국 매출은 55.7%(RMB기준 42.1%)의 높은 성장세를 보였다. 특별한 신제품 출시 없이도 지역과 채널 확대만으로 높은 성장세가 나타나고 있는 점은 고무적이다.

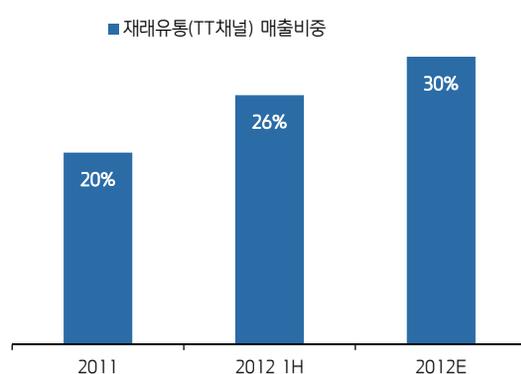
오리온의 중국 내 장기 고성장을 위해서는 인구 비중이 72%로 높은 3, 4급 도시지역에 대한 성공적인 확대가 중요하다. 이들 지역의 메인 소매 채널인 재래유통(TT: Traditional Trade) 채널 진입이 순조롭게 일어나고 있는데, 매출에서 재래유통이 차지하는 비중이 2011년 20%에서 2012년 상반기에 26%로 확대되었고 2012년 연말까지 30%로 늘어날 전망이다. 파이 외에도 스낵, 제과, 캔디, 껌 등 다양한 품목에서 카테고리 내 2~4위로 제품 라인업을 갖추고 있으며, 베트남에서 이미 TT 채널에 대한 경험과 노하우를 축적하여 3,4급 지역/재래유통 채널에서도 고성장할 수 있는 잠재력을 갖고 있는 것으로 판단한다. 이와 함께 매년 1~2개씩 출시되는 국내 검증 브랜드의 중국 내 신제품 출시도 역시 안정적인 매출 확대 요인으로 작용할 전망이다.

3급 이하 지역이 성장의 주축



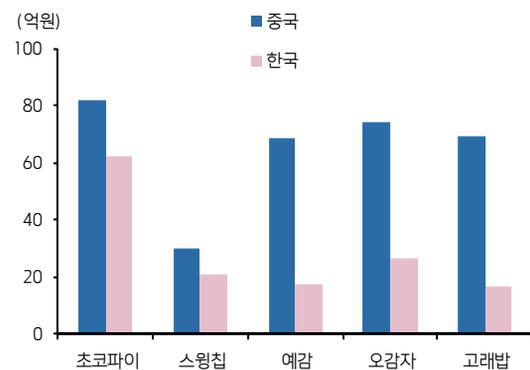
자료: 오리온, 키움증권

재래유통(TT)채널 비중 순조롭게 확대



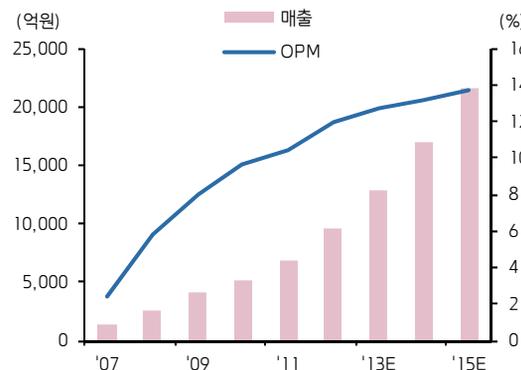
자료: 오리온

브랜드별로 중국 출시 시 대체로 국내 매출을 크게 상회



자료: 오리온, 키움증권

오리온 중국 실적 고성장세 이어갈 전망



자료: 오리온, 키움증권

CJ제일제당, 중국 신공장(심양) 가동으로 중국내 라이신 점유율 확대 전망

중국 신공장(심양) 가동이 본격화되면서, CJ제일제당이 중국내 라이신 사업의 헤게모니 싸움에서 우위를 점해가고 있는 상황으로 판단된다. 중국 라이신 판가는 돼지사육두수 증가 둔화와 업체들의 공급물량 증가 기대로 인해 2012년 상반기에 하락세를 보였으나 7월 이후로는 반등세를 보이고 있다. 라이신 판가는 향후 반등세 지속은 어렵더라도 적어도 완만한 조정국면 수준으로 예상하는데, 악화되던 양돈농가의 사육경제성(돈육가÷옥수수가)이 중국 정부의 돼지고기 수매로 지지를 받고 있으며, 중국 내 라이신 1위업체인 GBT가 상반기 실적악화로 적극적으로 공급을 확대시키기 어려울 전망이다기 때문이다.

GBT는 1H12에 영업이익이 84% 감소하고 순손실을 기록한 것으로 공시했다. 이익 기여 비중이 높은 라이신 등 아미노산 사업(2011년 매출총이익 비중 78%)의 실적 악화가 주요인이다. 아미노산 사업부는 상반기의 라이신 판가부진과 중국 내 옥수수가 상승(9%)에 따라, 매출이 3.7% 감소, 매출총이익이 26.5% 감소했다. 1H12 라이신 판매량은 283,410톤으로 전년 동기대비 2.5% 감소한 것으로 나타났다. CJ제일제당의 바이오사업 부문이 상반기 매출 13.8%, 매출총이익이 21.4% 증가한 것에 비해 크게 대조적이다. 하반기에 라이신 판가의 추가적인 조정과 옥수수 가격 상승 심화가 예상됨을 감안할 때, GBT가 공급을 공격적으로 증가시키기는 어려울 것으로 판단한다.

CJ제일제당은 중국 내에서 선제적인 라이신 CAPA 증설(심양공장 10만톤)을 상반기에 완료하였으며, 현재 판가 수준에서도 가동을 100%에 견조한 이익을 내고 있어, CJ제일제당의 라이신 시장 지배력 확대가 순조롭게 이어지고 있는 것으로 판단된다. 자체 공급물량 증가에 따른 완만한 가격조정을 판매량 증가와 원가절감 효과가 상쇄하면서, CJ제일제당의 해외바이오부문 실적은 하반기 매출 31.0%(YoY), 영업이익 9.1%(YoY)의 성장세를 이어갈 전망이다.

중국 라이신가격은 7월 이후 반등세 보임



자료: efeedlink

양돈사 사육경제성 BEP 지지로 사육두수 둔화세 진정



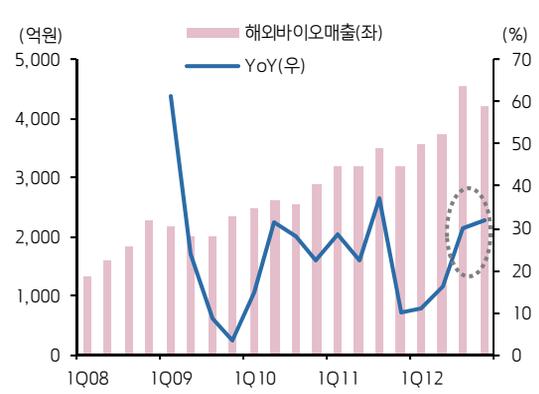
자료: CEIC, 키움증권

GBT는 1H12의 경영환경 하에서도 부진한 실적 기록

	1H11	2H11	1H12	YoY (%)	HoH (%)
중국라이신(RMB/kg)	16.20	19.80	16.18	-0.1	-18.3
중국 옥수수가격(RMB/kg)	2.20	2.41	2.21	0.4	-8.3
매출(Million, HK\$)	6,765	7,674	6,049	-10.6	-21.2
영업이익	1,088	1,148	177	-83.7	-84.6
영업이익률(%)	16.1	15.0	2.9	-13.2	-12.0
순이익	627	750	-99	적전	적전
G					
B					
T					
실					
적					
매출	3,324	3,721	3,202	-3.7	-13.9
Amino Acids 매출총이익	1,198	1,442	881	-26.5	-38.9
Acids 매출총이익률(%)	36.0	38.8	27.5	-8.5	-11.2
사업부 라이신판매량 (1000mt)	290.7	277.5	283.4	-2.5	2.1

자료: GBT

선제적 CAPA 증설로 하반기 해외바이오 매출확대 전망



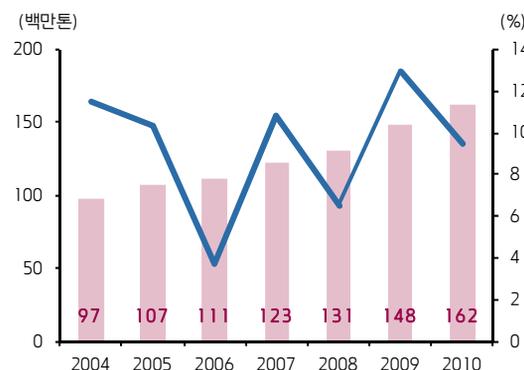
자료: CJ제일제당, 키움증권

한국과 달리 중국 사료사업은 성장산업, 대한제당, CJ제일제당의 사료 실적 성장 전망

한국의 배합사료산업 규모(수량 기준)는 1970~1990년까지는 연평균 16.4%씩 성장했으나 2000년 이후로는 성장세가 둔화되어 연평균 1.5%씩의 저성장 기조를 보이고 있다. 하지만 중국의 경우 육류소비 확대에 따른 가축 사육두수 증가, 축산업 대형화에 따른 배합사료 비중 증가로 중국 사료시장은 연평균 10% 안팎의 양적 성장세를 보이고 있다. 한국의 80년대 성장률과 비슷한 수준으로 중국에서는 사료산업이 성장산업인 것으로 판단한다. 또한 업계 영업이익률도 한국(3~5%) 보다 높은 수준인 10%로 파악된다.

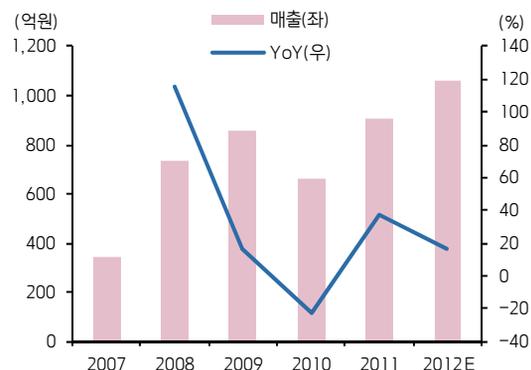
중국 사료시장에서 적극적으로 규모를 확대하고 있는 기업으로 CJ제일제당과 대한제당이 있다. CJ제일제당은 2012년 사료매출이 2,100억원으로 예상되는데, 기존 8개 공장 외에 2개공장(15만톤 규모)를 신설하는 등 공급 CAPA를 확대함에 따라, 2013년 이후 중국내 매출 규모가 더욱 성장할 전망이다. 대한제당은 1995년부터 중국 내에서 사료사업을 영위하고 있으며, 현재 중국내 3개법인(천진, 청도, 남경)에서 연 13.2만톤 규모의 CAPA를 보유하고 있다. 중국내 시장성장률(10%내외) 이상의 매출성장이 예상되며 영업이익률도 10%로 국내 사료업보다는 크게 높은 수준이어서 향후 이익 기여가 점차 증가할 전망이다.

중국 사료시장은 성장산업(연평균 10%내외 성장)



자료: CJ제일제당

대한제당의 중국 사료매출 성장세 이어갈 전망



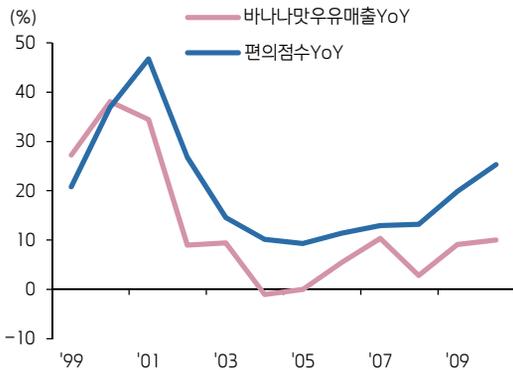
자료: 대한제당, 키움증권

빙그레의 바나나맛 우유 중국에서 한국을 대표하는 식품으로 자리매김

빙그레의 경우 중국향 바나나맛 우유 수출의 고성장이 예상된다. 중국 바나나맛 우유 수출액은 2011년 5억원에서 2012년 상반기에 40억원으로 급성장 했는데, 한국을 대표하는 가공식품 가운데 하나로 인식되면서 중국인 관광객들 사이에서 인기를 끈 것이 중국 현지 판매 확대로까지 이어지고 있다. 중국 내에서 대추우유, 오크우유, 보리향우유, 초콜릿 우유 등은 있으나 바나나맛과 향을 가진 우유는 없어 소비자들에게 참신하게 받아들여지고 있으며, 자국 제품에 대한 불신으로 수입산 유제품에 대한 선호가 높기 때문에 판단된다.

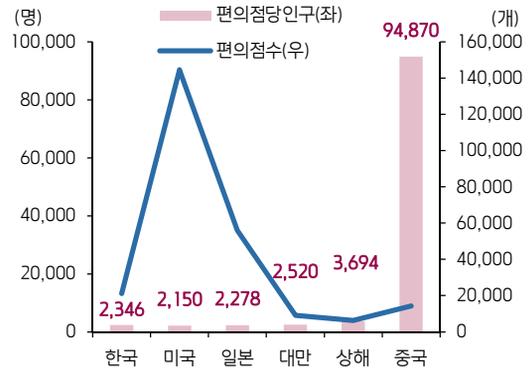
바나나맛 우유는 국내에서 편의점 판매 품목 중 1~2위를 다룰 정도로 편의점 채널에서 강점을 보이고 있으며, 중국에서도 상해, 북경, 청도, 대련의 4개 도시에 편의점 채널(세븐일레븐, 로손)을 통해 판매되고 있다. 아직은 중국 내 편의점당 인구수가 94,870명/점으로 한국(2,346명), 일본(2,278명)에 비해서는 크게 적은 상황이다. 상해, 북경 등 소득수준이 높고 소비 트렌드를 선도하는 지역의 편의점 채널에서 성공적으로 자리잡을 경우 향후 편의점 채널이 중국 내에서 본격적으로 성장하는 시기에 큰 폭의 판매량 증가가 가능할 전망이다.

국내에선 편의점수 확대에 따라 바나나맛우유 매출성장



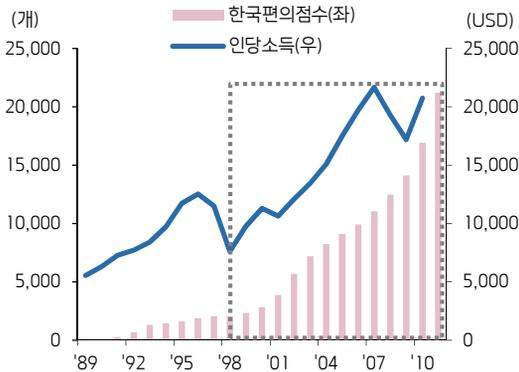
자료: 편의점협회, 빙그레

중국은 상해를 제외하면 아직 편의점 채널 발달 저조



자료: 편의점협회, CEIC

한국은 소득 1만달러 이후 편의점수 본격적으로 확대



자료: 편의점협회, 통계청

빙그레의 수출 실적 고성장 전망



자료: 오리온, 키움증권

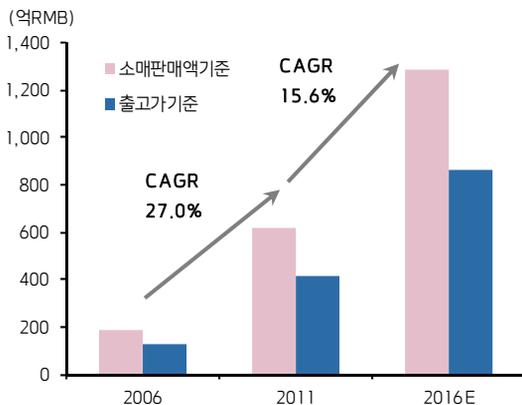
매일유업은 중국내 분유소비 증가에 따라 중국향 분유 수출이 고성장할 전망

매일유업은 중국 분유소비 증가에 따라 중국향 수출이 고성장할 전망이다. 도시화, 여성활동증가 등 사회 트렌드 변화로 분유수용률이 상승하면서 중국 분유시장은 2016년까지 연평균 15~16%씩 규모가 증가할 전망이다. 그러나, 로컬업체들은 낮은 품질로 인한 연이은 식품안전사고로 자국내 소비자들의 신뢰를 잃어가고 있는 상황이다.

매일유업의 분유 제품은 중국 내에서 “금전명작(金典名作)”이라는 브랜드로 현지 영유아품 전문 매장(로드샵), 고급 백화점 등에 입점해 있는데, 높은 품질을 인정받으며 입소문을 타고 판매가 증가하고 있다. 국내 레귤러 제품인 “명작”이 현지에서는 프리미엄급으로 판매되고 있다. 매일유업의 중국 분유 수출은 2011년에 70억원을 기록했는데, 2012년 상반기에는 65억원으로 전년 수준의 매출액을 달성한 것으로 판단되며 연간으로는 163억원(YoY 132.9%)의 매출을 전망한다. 중국 분유 소비 증가와 함께 하반기에 병원, 산후조리원에 대한 마케팅 강화와 상위 프리미엄 제품 출시로 매출의 고성장세가 이어질 전망이다. 이에 따라, 중국 분유 수출은 2013년에는 285억원(YoY 74.8%), 2014년에는 400억원(YoY 40.4%)으로 증가할 전망이다.

분유 수출은 영업이익률(OPM)이 전년도까지는 적자였으나, 현재는 5%를 상회하며 턴어라운드 중이며, 2013년 이후에는 물량증가에 따른 고정비와 지원금 축소, ASP 상승 등으로 10% 이상으로 높아질 전망이다. 2014년에는 전체 영업이익의 10%가 중국 분유수출에서 나오면서 이익 기여도가 의미 있는 수준으로 올라올 전망이다.

중국내 분유시장 연간 15~16%의 고성장 전망



자료: Euromonitor

중국 유가공/분유업계에서 식품안전사고 빈번히 발생

날짜	이슈
08년 09월	멜라민 분유 유통으로 최소 영아 6명 사상하고 30만명이 치료 받는 "멜라민 파동" 발생
10년 05월	쓰촨성 일대에서 동 우유유사의 우유와 똑같은 가짜우유 4000개 유통
11년 04월	2008년에 이어 충칭지역에서 기준치를 초과한 멜라민 분유 유통
11년 07월	유제품 품질 기준 완화, 국제표준 뿐 아니라 종전의 1986년 기준보다 낮아 논란
11년 07월	문제의 멜라민 분유, 돼지 사료로 쓰여 논란
11년 11월	몽우유유사의 아이스크림에서 대장균 검출
11년 12월	몽우유유사의 우유에서 발암물질인 곰팡이 독소(아플라톡신M1) 검출
12년 01월	성원유유사의 분유 먹던 아동 사망
12년 06월	이리 분유에서 수은성분 검출

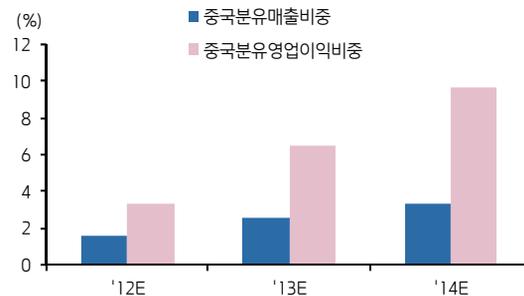
자료: 보도자료

매일유업의 중국 분유수출 고성장 전망



자료: 키움증권

중국 분유는 매출보다 영업이익 측면 기여에서 의미



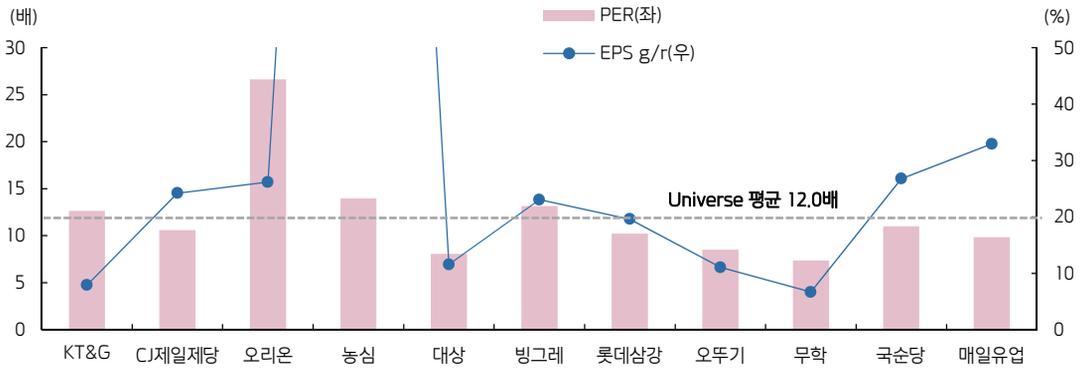
자료: 키움증권

>>> Valuation Merit 보유 기업

무학, 오투기, 대상은 Valuation Merit 높음

매크로 변수 불안으로 Valuation 부담이 낮은 종목들에 대한 선호가 이어질 전망이다. 음식료내 대표적인 저평가(12m fwd PER 기준) 기업들로는 무학, 오투기, 대상 등이 있다. 12m fwd PER 기준으로 7~8배 수준으로 낮은 데다 단기 실적 개선 가시성이 높아 시장수익률 이상의 Performance가 가능할 전망이다.

키움 음식료 유니버스 기업 PER(12m fwd)와 EPS증가율(2012~2014) 비교



자료: 키움증권

III. 목표주가 변경

>>> 매일유업 적용 Valuation 상향하며 목표주가 상향

커버리지 기업 중 매일유업의 목표주가를 31,000원으로 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 실적회복과 중국분유사업 성장성을 감안, Target PER를 음식료업 평균으로 상향조정(10.1배→11.8배)했다.

매일유업 Valuation (단위: 원, %)

		2011	2012E	2013E	CAGR(2011~2013)
매일유업(당사추정치)	PER(배)	49.4	13.2	8.5	
	EPS 성장율(%)	-74.5	404.8	54.1	178.9
음식료업	PER(배)	14.2	18.0	13.9	
	EPS 성장율(%)	11.5	3.6	29.3	15.8
음식료업 (오리온,농심 제외)	PER(배)	14.3	13.2	11.4	
매일유업 EPS(자분법적용)		396	1,870	2,881	
적용 EPS			2,628	12m forward	
적정배수(P/E)			11.8	업종평균(오리온, 농심제외) fwd PER 적용, 기존 10.1배→11.8배	
적정주가			31,019		

자료: Fnguide, 키움증권

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

오리온 (001800)	BUY(Maintain)/TP 1,100,000원 MT에서 TT로 채널확대 순항 중
매일유업 (005990)	BUY(Maintain)/TP 31,000원 실적회복모멘텀+중국분유수출
대상 (001680)	BUY(Maintain)/TP 23,000원 양호한 가격전가력이 포인트
CJ제일제당 (097950)	BUY(Maintain)/TP 400,000원 반등을 위해서는 곡물가 안정화 확인 필요
대한제당 (001790)	Not Rated/주가(9/11) 22,200원 이익 확대시기, 주가에는 미반영

오리온 (001800)



BUY(Maintain)

주가(9/11) 876,000원

목표주가 1,100,000원

거시 경기지표 둔화에도 지역/채널 확대에 의한 제과 매출 고성장이 진행 중이다. 중국 내에서 장기 고성장을 위해 중요한 재래 유통채널(TT) 비중이 순조롭게 확대되고 있는 것은 중요한 포인트이다. 하반기 실적 둔화는 매출 기저치와 분기비용배분 등에 의한 것으로 장기 성장성을 조정할 사항은 아닌 것으로 판단된다. 스포츠토도는 사업을 중단하더라도 목표주가 대비 가치 하락이 5% 이내이며 주가에 일부 반영, 추가적인 조정은 제한적일 전망이다.

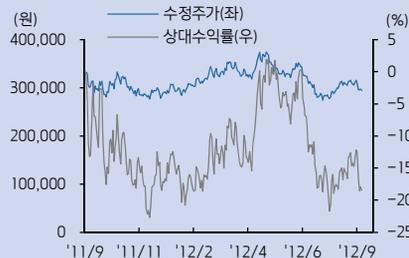
Stock Data

KOSPI (9/11)	1,920.00p		
시가총액	52,263억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	989,000원	515,000원	
최고/최저가 대비 등락	-11.43%	70.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.7%	-0.3%
	6M	15.0%	20.8%
	1Y	61.9%	63.6%

Company Data

발행주식수	5,966천주	
일평균 거래량(3M)	16천주	
외국인 자본율	40.50%	
배당수익률(12.E)	0.34%	
BPS (12.E)	172,171원	
주요 주주	이화경(외10인)	31.5%

Price Trend



MT에서 TT로 채널확대 순항 중

>>> 매크로변수, 곡물가 불안에도 고성장세 변동 없을 전망

목표주가 110만원, 투자 의견 Buy 유지. 중국 거시경기 지표 둔화에도 지역 및 유통채널 확대에 따른 매출 고성장세 확인. 2H12 이익모멘텀 둔화는 매출 기저, 비용의 분기 배분 차이 때문으로 장기 성장성은 이상 없음. 스포츠 토도 사업 중단되더라도 추가적 기업가치 하락은 제한적일 전망이다. 매크로 변수, 곡물가 불안 시기에도 고성장세에 큰 변동 없을 전망이어서 음식료업종 내 Top Picks 유지.

>>> 중국에서는 지역/채널확대 순항 중

중국 경기 지표 하락에도 지역 및 채널 확대에 의한 제과 매출 고성장이 확인 됨. 중국 내 장기 고성장을 위해 인구 비중이 높은(72%) 3, 4급 도시지역이 향후 매출 성장이 중요한데 이들 지역의 메인 소매 채널인 재래유통(TT) 채널 확대가 순조롭게 진행 중. TT채널 비중 '11년 20%에서 1H12 26%, 2012년 연간으로 30%까지 확대될 전망이다. 매년 1~2개씩인 국내 검증 신제품의 중국 내 출시도 안정적인 매출 확대요인으로 작용할 전망이다. 기저 차이로 하반기 중국 매출 성장세는 상반기 대비 둔화되었으나 30% 초반의 고성장세 유지 전망. 2013년 중국 제과 매출 33.4%, 영업이익 42.1% 증가 전망.

>>> 스포츠 토도 중단하더라도 영향 제한적

최근 정부 공영화 추진 가능성 제기되며 스포츠토도의 사업중단 리스트 부각. 보수적으로 사업중단을 가정하더라도 기업가치 감소는 주당 5.4만원으로 목표주가 대비 4.9%의 조정요인. 일부는 이미 주가에 반영된 것으로 판단되어 이로 인한 추가적인 주가하락은 제한적일 전망이다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	16,214	19,143	23,224	27,605	33,083
보고영업이익(억원)	1,674	2,100	2,976	3,535	4,299
핵심영업이익(억원)	1,682	2,128	3,04	3,595	4,359
EBITDA(억원)	2,941	3,229	4,179	4,517	5,219
세전이익(억원)	2,892	1,758	2,73	3,38	4,110
순이익(억원)	2,082	1,105	1,908	2,320	2,857
지배기업주순이익(억원)	1,913	994	1,642	2,123	2,614
EPS(원)	32,098	16,660	27,516	35,581	43,811
증감율(%YoY)	901.6	-49.3	65.2	29.3	2.1
PER(배)	12.0	40.7	31.8	24.6	20.0
PBR(배)	3.5	4.6	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA(배)	10.0	15.	15.3	13.1	11.1.
보고영업이익률(%)	10.3	11.0	12.8	12.8	13.0
핵심영업이익률(%)	10.4	11.1	13.1	13.0	13.2
ROE(%)	31.4	11.6	17.4	17.9	18.6
순부채비율(%)	57.7	39.0	26.3	14.1	4.1

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	16,214	19,143	23,224	27,605	33,083
매출원가	9,110	10,772	12,676	15,133	18,043
매출총이익	7,104	8,371	10,548	12,472	15,040
판매비및일반관리비	5,421	6,242	7,508	8,877	10,681
영업이익(보고)	1,674	2,100	2,976	3,535	4,299
영업이익(핵심)	1,682	2,128	3,040	3,595	4,359
영업외손익	1,210	-371	-306	-257	-248
이자수익	99	86	84	61	73
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	133	242	170	0	0
이자비용	466	370	357	298	298
외환손실	143	270	151	0	0
관계기업지분손익	-28	-22	-12	0	0
투자및기타자산처분손익	1,575	24	-8	0	0
금융상품평가및기타금융이익	41	-6	-5	0	0
기타	-1	-54	-27	-19	-23
법인세차감전이익	2,892	1,758	2,734	3,338	4,110
법인세비용	881	653	825	1,018	1,254
유효법인세율 (%)	30.5%	37.1%	30.2%	30.5%	30.5%
당기순이익	2,082	1,105	1,908	2,320	2,857
지배주주지분순이익(억원)	1,913	994	1,642	2,123	2,614
EBITDA	2,941	3,229	4,179	4,517	5,219
현금순이익(Cash Earnings)	3,340	2,205	3,048	3,242	3,718
수정당기순이익	958	1,094	1,918	2,320	2,857
증감율(% YoY)					
매출액	5.1	20.0	21.3	18.9	19.8
영업이익(보고)	14.2	-37.8	41.7	18.8	21.6
영업이익(핵심)	17.8	-0.1	42.8	18.3	21.3
EBITDA	-26.6	8.3	29.4	8.1	15.6
지배주주지분 당기순이익	902.5	-49.2	65.2	29.3	23.1
EPS	901.6	-49.3	65.2	29.3	23.1
수정순이익	60.8	-48.8	75.3	21.0	23.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	1,789	1,703	2,811	2,967	3,373
당기순이익	2,082	1,105	1,908	2,320	2,857
감가상각비	835	616	803	826	839
무형자산상각비	423	485	337	96	22
외환손익	-4	-22	-19	0	0
자산처분손익	25	67	8	0	0
지분법손익	28	0	12	0	0
영업활동자산부채 증감	-175	-447	-257	-275	-344
기타	-1,425	-101	19	0	0
투자활동현금흐름	506	-993	-1,573	-2,069	-2,437
투자자산의 처분	2,619	526	414	-238	-298
유형자산의 처분	81	350	0	0	0
유형자산의 취득	-2,042	-1,901	-1,950	-1,800	-2,100
무형자산의 처분	-115	-5	0	0	0
기타	-38	37	-37	-31	-39
재무활동현금흐름	-2,345	136	13	40	97
단기차입금의 증가	-2,181	-388	0	0	0
장기차입금의 증가	-88	807	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-159	-172	-158	-158	-158
기타	83	-111	171	198	255
현금및현금성자산의순증가	-51	900	1,251	938	1,034
기초현금및현금성자산	1,084	1,255	2,155	3,406	4,343
기말현금및현금성자산	1,033	2,155	3,406	4,343	5,377
Gross Cash Flow	1,963	2,150	3,067	3,242	3,718
Op Free Cash Flow	97	85	1,237	1,345	1,446

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	8,043	8,992	10,929	13,286	16,094
현금및현금성자산	1,033	2,155	3,406	4,343	5,377
유동금융자산	2,014	1,554	1,115	1,325	1,588
매출채권및유동채권	2,720	2,540	3,082	3,663	4,390
재고자산	2,206	2,690	3,263	3,879	4,648
기타유동비금융자산	70	53	64	76	91
비유동자산	11,837	14,207	15,139	16,159	17,576
장기매출채권및기타비유동채권	233	364	442	525	630
투자자산	806	433	448	476	511
유형자산	9,722	12,343	13,490	14,464	15,725
무형자산	1,043	930	594	498	476
기타비유동자산	33	136	165	196	235
자산총계	19,880	23,199	26,068	29,445	33,670
유동부채	8,823	8,264	9,198	10,200	11,453
매입채무및기타유동채무	4,009	4,116	4,993	5,935	7,113
단기차입금	2,988	2,495	2,495	2,495	2,495
유동성장기차입금	1,756	1,390	1,390	1,390	1,390
기타유동부채	70	263	319	379	455
비유동부채	3,409	4,839	5,023	5,236	5,509
장기매입채무및비유동채무	256	65	79	94	112
사채및장기차입금	2,713	3,757	3,757	3,757	3,757
기타비유동부채	440	1,017	1,188	1,385	1,640
부채총계	12,232	13,103	14,221	15,436	16,962
자본금	298	298	298	298	298
주식발행초과금	0	640	640	640	640
이익잉여금	4,655	7,885	9,390	11,376	13,851
기타자본	1,537	-56	-56	-56	-56
지배주주지분자본총계	6,490	8,767	10,272	12,258	14,734
비지배주주지분자본총계	1,158	1,329	1,575	1,751	1,974
자본총계	7,648	10,096	11,847	14,009	16,708
순차입금	4,410	3,933	3,122	1,974	677
총차입금	7,457	7,642	7,642	7,642	7,642

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	32,098	16,660	27,516	35,581	43,811
BPS	108,819	146,981	172,171	205,460	246,958
주당EBITDA	49,335	54,137	70,057	75,710	87,486
CFPS	56,036	36,976	51,089	54,345	62,311
DPS	2,250	3,000	3,000	3,000	3,000
추가배수(배)					
PER	12.0	40.7	31.8	24.6	20.0
PBR	3.5	4.6	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA	10.0	15.1	15.3	13.1	11.1
PCFR	6.9	18.3	17.1	16.1	14.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.3	11.0	12.8	12.8	13.0
영업이익률(핵심)	10.4	11.1	13.1	13.0	13.2
EBITDA margin	18.1	16.9	18.0	16.4	15.8
순이익률	12.8	5.8	8.2	8.4	8.6
자기자본이익률(ROE)	31.4	11.6	17.4	17.9	18.6
투자자본이익률(ROIC)	12.0	10.0	15.8	16.0	17.8
안정성(%)					
부채비율	159.9	129.8	120.0	110.2	101.5
순차입금비율	57.7	39.0	26.3	14.1	4.1
이자보상배율(배)	3.6	5.7	8.5	12.1	14.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.1	7.3	8.3	8.2	8.2
재고자산회전율	10.5	7.7	7.8	7.7	7.8
매입채무회전율	4.4	5.0	5.1	5.1	5.1

매일유업 (005990)



BUY(Maintain)

주가(9/11) 25,050원

목표주가 31,000원

분유점유율 회복과 전년 기저효과(분유점유율 부진, 원유가 상승), 판가인상 효과 등으로 하반기 실적회복 모멘텀이 클 전망이며, 그 가시성이 높은 것으로 판단한다. 소비 증가 및 로컬분유업체에 대한 신뢰 하락으로 중국 분유 수출 역시 고성장예 예상되며, '13년부터는 의미 있는 이익기여 가능할 전망이다. 또한, 제로투세븐(유아동복 자회사) 상장에 따른 보유지분 가치도 부각될 것으로 예상된다.

Stock Data

KOSDAQ(9/11)	514.42pt		
시가총액	3,357억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	25,700원	9,900원	
최고/최저가 대비 등락	-2.53%	153.03%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	23.4%	14.1%
	6M	49.1%	56.4%
	1Y	106.2%	88.7%

Company Data

발행주식수	13,400천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	6.66%
배당수익률(12.E)	0.50%
BPS (12.E)	22,116원
주요 주주	김정원(외 9인) 41.8%

Price Trend



실적회복모멘텀+중국분유수출

>>> 하반기 실적 모멘텀의 가시성 높음

분유점유율 회복(5월 MS 35.7%) 진행 중이며, 하반기에는 낮은 점유율 기저(18~23%)로 분유부문 실적 회복세 이어질 전망. 전년 원유수취가격 상승(8월)으로 낮은 이익기저와 판가인상 효과로 우유, 음료 부문도 마진 상승 전망. 판매가 순조롭게 회복되고 있어 하반기 마케팅비 절감이 예상되며, 두유 등 일부 품목들의 판가 인상이 전망되어 하반기 영업이익 87.7%(YoY) 증가 전망.

>>> 중국 분유수출의 이익기여 본격화 전망

중국 분유시장은 도시화, 여성활동 증가로 연평균 15%대 성장 전망. 로컬업체들은 연이은 식품안전사고로 신뢰를 잃고 있는 반면, 매일유업은 전문매장, 고급백화점 중심으로 품질이 입소문을 타며 판매가 확대되는 상황. 중국 분유수출은 70억원('11년)→163억원('12년)→285억원('13년)으로 확대될 전망. 분유수출 마진도 개선되고 있어 '13년부터는 이익기여 본격화될 전망(영업이익 8.8% 증가요인 추정).

>>> 제로투세븐 IPO로 지분가치 상승 전망

제로투세븐 상장심사 신청, 연말~'13년 초 상장 전망. 상장으로 인한 유입자금(300억원 추정, 공모가 주당 10,000원 가정)은 중국 및 신사업 확대 자금으로 활용계획. 상장시 일회성 차익과 함께 향후 실적 성장에 따른 보유지분 가치 상승 전망.

>>> 적용 Valuation과 목표주가 상향

실적회복과 중국분유사업 성장성을 감안, Target PER를 음식료업 평균으로 상향조정(10.1배→11.8배)하며 목표주가 31,000원으로 상향, 투자 의견 Buy 유지.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	9,095	9,444	10,510	11,250	11,913
보고영업이익(억원)	224	155	331	449	493
핵심영업이익(억원)	191	153	322	441	486
EBITDA(억원)	516	469	636	751	790
세전이익(억원)	249	105	291	425	475
순이익(억원)	215	45	226	329	367
지분법적용순이익(억원)	215	50	251	386	443
EPS(원)	1,607	370	1,870	2,881	3,305
증감율(%YoY)	17.1	-74.5	404.8	54.1	14.7
PER(배)	10.2	49.4	13.4	8.7	7.6
PBR(배)	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.5	8.1	7.5	6.2	5.6
보고영업이익률(%)	2.5	1.6	3.2	4.0	4.1
핵심영업이익률(%)	2.1	1.6	3.1	3.9	4.1
ROE(%)	8.4	1.6	7.9	10.5	10.6
순부채비율(%)	44.2	49.7	47.4	38.8	30.1

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	9,095	9,444	10,510	11,250	11,913
매출원가	6,614	6,860	7,588	8,053	8,498
매출총이익	2,481	2,584	2,921	3,197	3,415
판매비및일반관리비	2,289	2,431	2,599	2,756	2,929
영업이익(보고)	224	155	331	449	493
영업이익(핵심)	191	153	322	441	486
영업외손익	58	-48	-31	-15	-12
이자수익	20	26	29	30	31
배당금수익	2	6	6	6	7
외환이익	17	28	25	0	0
이자비용	62	73	79	73	73
외환손실	14	17	14	0	0
관계기업지분손익	44	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	24	8	0	8	9
금융상품평가및기타금융이익	22	-2	-17	3	3
기타	6	-23	20	11	12
법인세차감전이익	249	105	291	425	475
법인세비용	34	60	66	96	107
유효법인세율 (%)	13.5%	57.1%	22.5%	22.6%	22.6%
당기순이익	215	45	226	329	367
지분법적용순이익(억원)	215	50	251	386	443
EBITDA	516	469	636	751	790
현금순이익(Cash Earnings)	540	361	539	639	671
수정당기순이익	176	43	239	321	358
증감율(% YoY)					
매출액	9.0	3.9	11.3	7.0	5.9
영업이익(보고)	-19.8	-41.6	113.7	35.4	9.9
영업이익(핵심)	-29.3	-24.7	110.0	36.7	10.3
EBITDA	-5.7	-7.6	35.6	18.0	5.3
지배주주지분 당기순이익	17.1	-76.8	399.7	45.8	11.6
EPS	17.1	-74.5	404.8	54.1	14.7
수정순이익	9.5	-75.4	458.9	34.2	11.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	204	154	417	526	567
당기순이익	215	45	226	329	367
감가상각비	323	315	313	309	303
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-1	-4	-11	0	0
자산처분손익	31	11	0	-8	-9
지분법손익	-44	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-333	-272	-117	-99	-89
기타	11	59	6	-6	-6
투자활동현금흐름	-271	-393	-425	-388	-385
투자자산의 처분	102	-120	-20	-20	-18
유형자산의 처분	43	28	0	0	0
무형자산의 취득	-380	-282	-400	-370	-370
무형자산의 처분	0	2	0	0	0
기타	-36	-21	-5	3	3
재무활동현금흐름	-29	306	-27	-10	-9
단기차입금의 증가	-38	-254	0	0	0
장기차입금의 증가	23	585	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-15	-16	-16	-16	-16
기타	0	-9	-12	5	7
현금및현금성자산의순증가	-97	72	-36	128	174
기초현금및현금성자산	218	121	193	157	285
기말현금및현금성자산	121	193	157	285	459
Gross Cash Flow	537	426	534	625	656
Op Free Cash Flow	-224	-171	41	182	221

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	2,210	2,604	2,752	3,063	3,400
현금및현금성자산	121	193	157	285	459
유동금융자산	10	85	84	90	95
매출채권및유동채권	1,161	1,133	1,236	1,324	1,402
재고자산	908	1,172	1,251	1,339	1,418
기타유동비금융자산	9	21	23	25	26
비유동자산	3,136	3,348	3,496	3,610	3,726
장기매출채권및기타비유동채권	381	367	397	425	451
투자자산	591	653	679	699	718
유형자산	2,137	2,203	2,290	2,351	2,418
무형자산	2	37	36	35	35
기타비유동자산	24	89	94	99	105
자산총계	5,346	5,953	6,249	6,673	7,126
유동부채	2,318	2,220	2,314	2,416	2,508
매입채무및기타유동채무	1,211	1,306	1,401	1,500	1,588
단기차입금	430	830	830	830	830
유동성장기차입금	654	21	21	21	21
기타유동부채	23	63	61	65	68
비유동부채	351	979	972	980	989
장기매입채무및비유동채무	40	38	43	46	48
사채및장기차입금	230	795	795	795	795
기타비유동부채	81	146	134	139	146
부채총계	2,669	3,199	3,285	3,396	3,497
자본금	67	67	67	67	67
주식발행초과금	17	17	17	17	17
이익잉여금	2,166	2,280	2,490	2,804	3,156
기타자본	426	389	389	389	389
자본총계	2,676	2,753	2,964	3,277	3,629
지분법적용자본총계	2,676	2,753	2,964	3,277	3,629
자본총계	2,676	2,753	2,964	3,277	3,629
순차입금	1,182	1,368	1,405	1,271	1,092
총차입금	1,314	1,646	1,646	1,646	1,646

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	1,607	370	1,870	2,881	3,305
BPS	19,973	20,547	22,116	24,456	27,081
주당EBITDA	3,848	3,499	4,746	5,602	5,898
CFPS	4,026	2,690	4,025	4,769	5,010
DPS	125	125	125	125	125
추가배수(배)					
PER	10.2	49.4	13.4	8.7	7.6
PBR	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.5	8.1	7.5	6.2	5.6
PCFR	4.1	6.8	6.2	5.3	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.5	1.6	3.2	4.0	4.1
영업이익률(핵심)	2.1	1.6	3.1	3.9	4.1
EBITDA margin	5.7	5.0	6.1	6.7	6.6
순이익률	2.4	0.5	2.1	2.9	3.1
자기자본이익률(ROE)	8.4	1.6	7.9	10.5	10.6
투자자본이익률(ROIC)	5.7	1.9	6.7	9.0	9.5
안정성(%)					
부채비율	99.7	116.2	110.9	103.6	96.4
순차입금비율	44.2	49.7	47.4	38.8	30.1
이자보상배율(배)	3.1	2.1	4.1	6.0	6.6
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	8.3	8.9	8.8	8.7
재고자산회전율	11.5	9.1	8.7	8.7	8.6
매입채무회전율	7.6	7.4	7.8	7.8	7.7

대상 (001680)



BUY(Maintain)

주가(9/11) 19,700원

목표주가 23,000원

'12년 하반기까지는 낮은 가격에 확보한 원재료 투입으로 이익 개선세가 이어질 전망이며 그 가시성이 높다. '13년부터 옥수수 투입 단가 상승이 예상되나, 전분당의 양호한 가격전가력으로 원가부담이 완화될 것으로 예상된다. 가공식품 부문은 식재유통량 판매 확대, 제품별 판가조정으로 실적 증가세가 지속될 전망이다. 곡물가 리스크를 감안하더라도 저평가되어 있으며, 전반적인 실적 안정성이 높아지는 가운데 식재유통 사업과 해외사업이 확대 잠재력을 갖고 있어 re-rating이 이어질 전망이다.

Stock Data

KOSPI(9/11)	1,920.00pt		
시가총액	6,875억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	19,700원	11,850원	
최고/최저가 대비 등락	0.00%	66.24%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	27.1%	28.8%
	6M	48.1%	55.7%
	1Y	26.3%	19.2%

Company Data

발행주식수	36,018천주
일평균 거래량(3M)	294천주
외국인 지분율	20.95%
배당수익률(12.E)	0.51%
BPS(12.E)	17,101원
주요 주주	대상홀딩스(외 2인) 44.5%

Price Trend



양호한 가격전가력이 포인트

>>> 하반기까지는 이익개선 이어질 전망

'12년 하반기까지는 낮은 단가에 확보한 원재료(옥수수) 투입으로 이익개선 국면이 이어질 전망이며 그 가시성이 높음. 가공식품은 식재유통 사업 확대에 따른 식재채널 향 판매 확대와 가격전가에 따라 하반기에도 실적 성장세가 이어질 전망. 하반기 (조정)영업이익 23.5%(YoY) 증가 전망

>>> 가격전가로 '13년 전분당 이익훼손 크지 않을 전망

6월 중순부터 곡물가가 급등세를 보이고 있어, 투입시차 감안시 '12년 말~'13년 초부터 옥수수 투입단가가 20~25% 상승할 전망. 옥수수 매입액 비중은 매출대비 16.6%('11년 2,317억원)으로 이익 훼손이 우려되나, 전분당은 대체재인 설탕과의 가격 차이가 아직 높은 수준이어서 판가 인상에 의한 원가부담 완화가 가능할 전망. 2013년 영업이익의 5.7%(YoY) 증가 전망

>>> 저평가 + re-rating 진행 중

PER(12m fwd) 8.1배로 곡물가 강세에 따른 이익 훼손 우려를 감안하더라도 주가는 저평가로 판단. 전반적인 마진과 실적 안정성이 높아지고 이으며, 식재유통 사업, 해외 매출의 확대 잠재력을 보유하고 있어 re-rating 추세 이어질 전망.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	12,024	13,929	15,829	16,900	17,842
보고영업이익(억원)	759	943	1,061	1,121	1,240
핵심영업이익(억원)	724	901	1,068	1,121	1,240
EBITDA(억원)	1,189	1,325	1,484	1,500	1,585
세전이익(억원)	475	768	948	990	1,132
순이익(억원)	335	554	743	766	877
지분법적용순이익(억원)	335	555	839	896	1,045
EPS(원)	930	1,541	2,331	2,489	2,900
증감율(%YoY)	N/A	106.0	51.3	6.8	16.5
PER(배)	8.3	10.5	8.5	7.9	6.8
PBR(배)	0.6	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.8	6.6	6.0	5.2	4.1
보고영업이익률(%)	6.3	6.8	6.7	6.6	7.0
핵심영업이익률(%)	6.0	6.5	6.7	6.6	7.0
ROE(%)	7.4	11.3	13.5	12.3	12.5
순부채비율(%)	63.8	59.5	34.1	13.3	-4.4

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	12,024	13,929	15,829	16,900	17,842
매출원가	8,212	9,723	10,979	11,753	12,346
매출총이익	3,812	4,206	4,850	5,147	5,496
판매비및일반관리비	3,088	3,305	3,782	4,026	4,256
영업이익(보고)	759	943	1,061	1,121	1,240
영업이익(핵심)	724	901	1,068	1,121	1,240
영업외손익	-249	-133	-120	-131	-108
이자수익	29	24	28	29	31
배당금수익	1	2	1	2	2
외환이익	94	132	107	0	0
이자비용	163	161	123	116	92
외환손실	107	169	84	0	0
관계기업지분손익	12	-6	0	0	0
투자및기타자산처분손익	9	164	-13	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-153	-90	-47	0	0
기타	29	-29	11	-46	-48
법인세차감전이익	475	768	948	990	1,132
법인세비용	140	214	205	224	256
유효법인세율 (%)	29.5%	27.9%	21.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	335	554	743	766	877
지분법적용순이익(억원)	335	555	839	896	1,045
EBITDA	1,189	1,325	1,484	1,500	1,585
현금순이익(Cash Earnings)	800	977	1,159	1,145	1,221
수정당기순이익	436	500	789	766	877
증감율(% YoY)					
매출액	19.2	15.8	13.6	6.8	5.6
영업이익(보고)	35.9	69.7	12.5	5.7	10.6
영업이익(핵심)	35.5	17.2	18.5	5.0	10.6
EBITDA	20.3	7.7	12.0	1.1	5.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	105.5	34.2	3.2	14.4
EPS	N/A	106.0	51.3	6.8	16.5
수정순이익	N/A	78.3	57.7	-2.8	14.4

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	3,198	4,697	5,237	5,808	6,619
현금및현금성자산	783	1,587	1,703	2,034	2,635
유동금융자산	11	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,016	1,413	1,605	1,714	1,809
재고자산	1,373	1,697	1,929	2,059	2,174
기타유동비금융자산	16	0	0	0	0
비유동자산	7,492	7,695	7,322	6,968	6,646
장기매출채권및기타비유동채권	271	194	221	236	249
투자자산	2,031	2,809	2,825	2,834	2,843
유형자산	5,146	4,528	4,134	3,775	3,446
무형자산	44	155	133	114	98
기타비유동자산	0	8	9	10	10
자산총계	10,691	12,392	12,560	12,776	13,265
유동부채	4,703	4,323	3,923	3,485	3,217
매입채무및기타유동채무	1,566	1,585	1,801	1,923	2,030
단기차입금	1,449	2,255	1,700	1,200	800
유동성장기차입금	1,667	111	0	-88	-88
기타유동부채	21	373	422	450	475
비유동부채	1,274	2,925	2,786	2,710	2,627
장기매입채무및비유동채무	12	87	99	106	112
사채및장기차입금	686	2,280	2,000	1,800	1,600
기타비유동부채	577	558	687	804	916
부채총계	5,977	7,248	6,710	6,195	5,844
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	497	2,065	2,772	3,502	4,342
기타자본	3,122	1,984	1,984	1,984	1,984
자본총계	4,714	5,144	5,850	6,581	7,421
지분법적용자본총계	4,714	5,144	6,159	7,047	8,095
자본총계	4,714	5,144	5,850	6,581	7,421
순차입금	3,007	3,058	1,997	878	-323
총차입금	3,802	4,645	3,700	2,912	2,312

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	734	504	997	1,047	1,134
당기순이익	335	554	743	766	877
감가상각비	438	398	394	360	328
무형자산상각비	27	26	22	19	16
외환손익	-4	39	-23	0	0
자산처분손익	67	2	13	0	0
지분법손익	-12	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-249	-521	-174	-97	-85
기타	132	6	21	-1	-2
투자활동현금흐름	-591	-408	-29	-9	-8
투자자산의 처분	-322	-6	-14	-8	-7
유형자산의 처분	56	10	0	0	0
무형자산의 취득	-300	-317	0	0	0
무형자산의 처분	-18	-95	0	0	0
기타	-6	0	-14	-1	-1
재무활동현금흐름	41	708	-852	-707	-525
단기차입금의 증가	-763	-954	-555	-500	-400
장기차입금의 증가	769	1,716	-391	-288	-200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-55	-36	-36	-36
기타	35	0	130	117	111
현금및현금성자산의순증가	184	803	117	331	601
기초현금및현금성자산	599	783	1,587	1,703	2,034
기말현금및현금성자산	783	1,587	1,703	2,034	2,635
Gross Cash Flow	983	1,024	1,171	1,144	1,219
Op Free Cash Flow	409	141	1,052	1,149	1,219

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산(IFRS별도)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	930	1,541	2,331	2,489	2,900
BPS	13,087	14,281	17,101	19,564	22,474
주당EBITDA	3,301	3,679	4,121	4,164	4,400
CFPS	2,221	2,714	3,218	3,179	3,391
DPS	150	100	100	100	100
추가배수(배)					
PER	8.3	10.5	8.5	7.9	6.8
PBR	0.6	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	6.6	6.0	5.2	4.1
PCFR	3.5	5.9	6.1	6.2	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.3	6.8	6.7	6.6	7.0
영업이익률(핵심)	6.0	6.5	6.7	6.6	7.0
EBITDA margin	9.9	9.5	9.4	8.9	8.9
순이익률	2.8	4.0	4.7	4.5	4.9
자기자본이익률(ROE)	7.4	11.3	13.5	12.3	12.5
투자자본이익률(ROIC)	8.1	11.1	13.9	15.6	18.1
안정성(%)					
부채비율	126.8	140.9	114.7	94.1	78.8
순차입금비율	63.8	59.5	34.1	13.3	-4.4
이자보상배율(배)	4.4	5.6	8.7	9.6	13.4
활동성(배)					
매출채권회전율	13.1	11.1	10.5	10.2	10.1
재고자산회전율	9.7	9.1	8.7	8.5	8.4
매입채무회전율	8.7	9.8	9.3	9.1	9.0

CJ제일제당 (097950)



BUY(Maintain)

주가(9/11) 295,000원

목표주가 400,000원

원재료 투입시차 감안하 연말까지는 원재료 단가가 낮은 수준을 유지할 전망이다. 가공식품 판가 조정, 마케팅비 효율화로 하반기에도 이익 증가세가 이어질 전망이다. 해외 바이오 사업에서는 경쟁사들에 앞서 신공장증설실양을 완료했으며, 중국내 라이신 평가하락세 진정, GBT의 실적회복로 시장지배력 확대 기조가 탄력을 받으면서 실적 성장세가 이어질 전망이다. 다만 곡물가 강세로 '13년 이후 실적 불확실성이 상존하고 있어, 의미 있는 주가 반등세가 나타나기 위해서는 곡물가의 안정화에 대한 확인이 필요해 보인다.

Stock Data

KOSPI (9/11)	1,920.00pt		
시가총액	39,440억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	374,500원	274,000원	
최고/최저가 대비 등락	-21.23%	7.66%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.5%	-0.1%
	6M	-10.9%	-6.3%
	1Y	-10.6%	-9.7%

Company Data

발행주식수	14,406천주
일평균 거래량(3M)	77천주
외국인 지분율	17.52%
배당수익률(12.E)	0.61%
BPS (12.E)	212,034원
주요 주주	CJ 외 7인 38.6%

Price Trend



반등을 위해서는 곡물가 안정화 확인 필요

>>> 하반기까지는 이익 개선 가시성 높음

투입시차(5~6개월)에 따라 11월까지의 급등 전 수준의 가격으로 원재료 확보, 하반기까지는 투입단가 개선, 가공식품 매출 회복, 마케팅비 효율화 등에 의한 이익회복 모멘텀 이어질 전망. 영업이익(대한통운 제외) 3Q12 14.9%, 4Q12 22.1% 증가(YoY) 전망

>>> '12년은 바이오사업 시장지배력 확대 원년

중국 신공장(심양) 가동 본격화로 CJ제일제당의 중국 내 라이신 시장지배력 확대 전망. 상반기 조정이 컸던 라이신 판가는 7월 이후 반등세 시현. 하락하던 양돈농가의 사육경제성이 지지 받고 있으며 GBT 실적 악화로 라이신 공급증가 우려가 낮은 것으로 판단, 하반기에 중국내 라이신가격 급락 가능성은 제한적일 전망. CJ제일제당은 높은 기술/원가 경쟁력을 바탕으로 CAPA 증설을 통해 유리한 고지를 선점, 시장지배력을 확대하면서 매출 성장세를 이어갈 전망. 완만한 가격조정과 판매량 확대, 원가절감 효과로 해외바이오부문 실적은 2H12 매출 31.0%, 영업이익 9.1% 성장(YoY) 전망.

>>> 곡물가 안정화가 주가 회복 선행조건

곡물원재료 사용비중이 높아('11년 매출비 25.6%)로 곡물가 변동에 따른 실적 영향 큼. 최근 급등한('12년6월~) 곡물가가 2013년부터 투입되며 원가 상승 전망. 원당가격은 하락하고 있으며, 가격전가로 원가부담이 일부 완화될 전망이다, 2013년 이후 실적 불확실성 상존. Upside Potential은 높으나, 본격적인 주가 상승을 위해서는 곡물가 안정화의 시그널 확인 필요하다고 판단.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	56,692	65,382	101,153	110,957	124,225
보고영업이익(억원)	4,415	4,541	6,937	8,286	10,120
핵심영업이익(억원)	4,433	4,585	6,936	8,306	10,151
EBITDA(억원)	6,183	6,395	9,447	10,856	13,323
세전이익(억원)	9,025	4,614	5,611	6,986	8,827
순이익(억원)	6,857	3,140	4,005	4,876	6,162
지배기업주순이익(억원)	6,833	3,015	3,495	4,262	5,391
EPS(원)	49,549	21,158	24,260	29,583	37,423
증감율(%YoY)	145.2	-55.6	14.7	21.9	26.5
PER(배)	4.4	13.7	12.2	10.0	7.9
PBR(배)	1.1	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.8	12.5	9.3	7.8	6.0
보고영업이익률(%)	7.8	6.9	6.9	7.5	8.1
핵심영업이익률(%)	7.8	7.0	6.9	7.5	8.2
ROE(%)	29.1	8.5	8.2	9.2	10.6
순부채비율(%)	46.5	83.6	83.3	71.7	56.5

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	56,692	65,382	101,153	110,957	124,225
매출원가	40,353	47,720	78,524	86,066	95,838
매출총이익	16,339	17,662	22,629	24,891	28,387
판매비및일반관리비	11,906	13,077	15,693	16,585	18,236
영업이익(보고)	4,415	4,541	6,937	8,286	10,120
영업이익(핵심)	4,433	4,585	6,936	8,306	10,151
영업외손익	4,592	28	-1,325	-1,320	-1,323
이자수익	219	106	140	305	339
배당금수익	135	137	0	159	176
외환이익	1,158	1,212	423	140	0
이자비용	762	731	1,182	1,632	1,643
외환손실	874	1,655	485	0	0
관계기업지분손익	18	-2	-64	0	0
투자및기타자산처분손익	5,403	1,296	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-611	-29	-325	-292	-195
기타	-96	-306	169	0	0
법인세차감전이익	9,025	4,614	5,611	6,986	8,827
법인세비용	1,990	1,473	1,606	2,110	2,666
유효법인세율 (%)	22.1%	31.9%	28.6%	30.2%	30.2%
당기순이익	6,857	3,140	4,005	4,876	6,162
지배주주지분순이익(억원)	6,833	3,015	3,495	4,262	5,391
EBITDA	6,183	6,395	9,447	10,856	13,323
현금순이익(Cash Earnings)	8,607	4,950	6,516	7,427	9,334
수정당기순이익	3,122	2,278	4,251	5,080	6,298
증감율(% YoY)					
매출액	13.5	13.2	54.7	9.7	12.0
영업이익(보고)	15.2	0.3	52.8	19.4	22.1
영업이익(핵심)	15.5	1.4	51.3	19.8	22.2
EBITDA	10.5	6.5	47.7	14.9	22.7
지배주주지분 당기순이익	149.1	-54.1	15.9	21.9	26.5
EPS	145.2	-55.6	14.7	21.9	26.5
수정순이익	7.5	-9.7	86.6	19.5	24.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	641	-2,884	2,292	5,326	7,332
당기순이익	6,857	3,140	4,005	4,876	6,162
감가상각비	1,578	1,764	2,465	2,505	3,127
무형자산상각비	171	46	46	46	46
외환손익	-70	0	62	-140	0
자산처분손익	55	0	0	0	0
지분법손익	10	0	64	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,274	-7,424	-4,150	-2,101	-2,843
기타	-4,688	-410	-200	140	841
투자활동현금흐름	3,303	-14,201	-8,507	-6,122	-7,049
투자자산의 처분	6,342	191	-2,614	-775	-1,335
유형자산의 처분	36	151	0	0	0
무형자산의 취득	-2,892	-7,258	-5,659	-5,298	-5,647
무형자산의 처분	-128	-771	0	0	0
기타	-55	-6,513	-233	-49	-66
재무활동현금흐름	-3,481	18,784	2,901	2,402	4,800
단기차입금의 증가	-3,462	2,495	-5,000	0	0
장기차입금의 증가	619	17,738	4,700	-700	-700
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-474	-556	-254	-254	-254
기타	-164	-893	3,455	3,356	5,754
현금및현금성자산의순증가	456	1,721	-3,313	1,606	5,084
기초현금및현금성자산	2,683	3,066	4,787	1,474	3,080
기말현금및현금성자산	3,138	4,787	1,474	3,080	8,164
Gross Cash Flow	3,915	4,540	6,442	7,427	10,175
Op Free Cash Flow	-1,089	-10,523	-2,041	949	1,768

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	21,758	33,250	31,744	36,284	45,338
현금및현금성자산	3,138	4,787	1,474	3,080	8,164
유동금융자산	2,975	2,264	2,327	2,552	2,857
매출채권및유동채권	7,661	15,288	16,582	18,190	20,365
재고자산	7,947	10,752	11,239	12,329	13,803
기타유동비금융자산	36	159	121	133	149
비유동자산	39,481	80,145	88,442	92,416	96,995
장기매출채권및기타비유동채권	1,212	4,187	6,478	7,105	7,955
투자자산	5,971	11,565	14,191	14,740	15,929
유형자산	31,296	50,115	53,309	56,102	58,622
무형자산	875	14,005	13,959	13,914	13,868
기타비유동자산	128	272	506	555	621
자산총계	61,239	113,395	120,186	128,700	142,333
유동부채	23,683	37,797	32,108	33,068	34,438
매입채무및기타유동채무	8,391	11,454	11,627	12,754	14,279
단기차입금	10,580	18,963	13,963	13,963	13,963
유동성장기차입금	4,382	6,474	6,174	5,974	5,774
기타유동부채	330	906	344	378	423
비유동부채	8,761	28,634	37,363	40,294	46,650
장기매입채무및비유동채무	93	501	775	850	951
사채및장기차입금	4,527	20,889	25,889	25,389	24,889
기타비유동부채	4,141	7,244	10,699	14,056	20,810
부채총계	32,444	66,430	69,471	73,362	81,088
자본금	705	720	720	720	720
주식발행초과금	0	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	9,329	18,443	21,791	25,899	31,131
기타자본	18,467	-876	-876	-876	-876
지배주주지분자본총계	28,501	27,199	30,546	34,655	39,887
비지배주주지분자본총계	294	19,766	20,169	20,682	21,357
자본총계	28,795	46,965	50,715	55,337	61,245
순차입금	13,376	39,274	42,225	39,693	34,605
총차입금	19,489	46,326	46,026	45,326	45,626

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	49,549	21,158	24,260	29,583	37,423
BPS	202,099	188,796	212,034	240,555	276,873
주당EBITDA	44,836	44,880	65,572	75,359	92,482
CFPS	62,415	34,738	45,228	51,554	64,791
DPS	4,000	1,800	1,800	1,800	1,800
추가배수(배)					
PER	4.4	13.7	12.2	10.0	7.9
PBR	1.1	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.8	12.5	9.3	7.8	6.0
PCFR	3.5	8.3	6.5	5.7	4.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.8	6.9	6.9	7.5	8.1
영업이익률(핵심)	7.8	7.0	6.9	7.5	8.2
EBITDA margin	10.9	9.8	9.3	9.8	10.7
순이익률	12.1	4.8	4.0	4.4	5.0
자기자본이익률(ROE)	29.1	8.5	8.2	9.2	10.6
투자자본이익률(ROIC)	9.2	5.4	6.4	6.5	7.6
안정성(%)					
부채비율	112.7	141.4	137.0	132.6	132.4
순차입금비율	46.5	83.6	83.3	71.7	56.5
이자보상배율(배)	5.8	6.3	5.9	5.1	6.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.0	5.7	6.3	6.4	6.4
재고자산회전율	8.3	7.0	9.2	9.4	9.5
매입채무회전율	8.0	7.0	8.8	9.1	9.2

대한제당 (001790)



Not Rated

주가(9/11) 22,200원

원당가격 안정화에 따른 제당부문의 이익 회복세가 진행 중이며 현재 선물가 유지시 '13년에도 이익 증가세가 이어질 전망이다. 중국 사료사업은 시장 평균(연 10%) 수준의 성장과 높은 이익률(OPM 10%)로 실적 기여도가 점차 높아질 전망이다. 반면, Valuation은 음식료업 내 최저수준(3.6배)로 주가에 미반영된 것으로 판단, 향후 주가 상승 여지가 큰 것으로 판단된다.

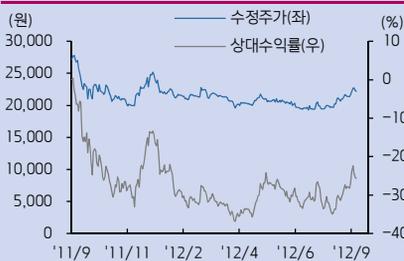
Stock Data

KOSPI (9/11)	1,920.00pt		
시가총액	1,730억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	27,800원	19,300원	
최고/최저가 대비 등락	-20.14%	15.03%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	12.7%	14.2%
	6M	2.3%	7.5%
	1Y	-18.4%	-22.9%

Company Data

발행주식수	8,157천주
일평균 거래량(3M)	19천주
외국인 지분율	4.19%
배당수익률(12.E)	1.69%
BPS(12.E)	51,215원
주요 주주	설윤호 49.26%

Price Trend



이익 확대시기, 주가에는 미반영

>>> 원당가 안정화로 이익모멘텀 확대 국면
원당매입액은 매출 대비 30.4%('11년). 원당가격 하락('12년 -5.1%, 1Q13 -25.6% 추정)으로 이익 확대 국면 진행 중. 최근 CJ제일제당의 설탕가격 인하는 비중 낮은 일부(B2C) 품목이어서 동사가 동참하더라도 실적 영향은 크지 않을 전망이다. 국내 사료부문은 연말 이후 원가 상승요인 커지겠지만, 전년 구제역으로부터의 가축 수 회복과 가격 전가로 이익 수준이 현상유지 이상 가능할 전망이다. 이에 따라 영업이익은 2H12 44.7%, 2013년 14.2% 증가(YoY)할 전망이다. 현재 선물가격 유지될 경우 '13년에도 이익 개선 폭은 더욱 커질 전망이다.

>>> 중국 사료사업의 실적기여 확대 전망

중국에서 천진, 청도, 남경의 3개 사료법인(공장) 보유, 매출은 '11년 8,300만달러(909억원), '12년에는 9,000만 달러(990억원) 이상 가능할 전망이다. 중국 육류소비 증가로 한국 사료산업과 달리 중국 사료산업은 성장산업. 연평균 10% 이상의 양적 성장 예상되어 동사의 사료 매출도 두 자리 이상의 견조한 성장세 전망. 영업이익률도 10%로 국내보다 높아 이익기여 비중 점차 확대될 것으로 예상.

>>> 이익개선과 중국 성장성 대비 싹 주가

원재료단가(원당) 하락에 의한 마진 회복 모멘텀이 최소 '13년 초까지 이어질 전망이다. 과거 원당가 하락 등에 의한 이익 확대시기 KOSPI대비 주가가 상승세를 보였으나, 현재는 주가에 미반영된 것으로 판단. 중국 사료사업 성장에 따른 실적기여 역시 확대될 전망이다. 반면 PER(12m fwd) 3.6배로 낮은 거래량과 실적 변동성 고려하더라도 크게 저평가. PSR도 매우 낮은 수준(0.13)

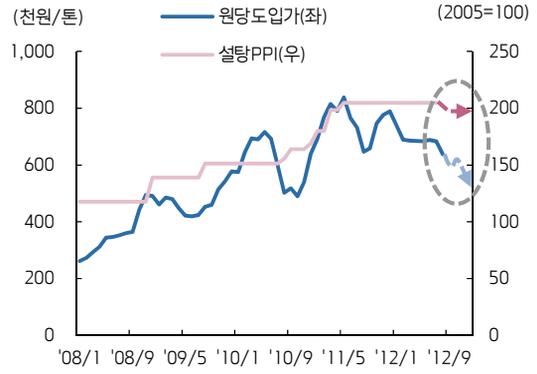
투자지표	2009	2010	2011	2012E	2013E
매출액	11,115	11,672	12,438	13,340	13,811
증감률(%YoY)	-5.7	5.0	6.6	7.2	3.5
영업이익	394	146	258	520	594
증감률(%YoY)	1.4	-63.0	76.7	101.9	14.2
세전이익	292	171	91	375	463
순이익	215	133	63	274	358
지분법적용순이익	215	133	191	426	520
EPS(원)	2,632	1,631	2,340	5,222	6,373
증감률(%YoY)	356.2	-38.0	43.5	123.2	22.1
PER(배)	8.2	18.6	10.2	4.3	3.5
영업이익률(%)	3.5	1.2	2.1	3.9	4.3
세전이익률(%)	2.6	1.5	0.7	2.8	3.4
순이익률(%)	1.9	1.1	0.5	2.1	2.6

원당 가격 하향안정세 진행



자료: CBOT, 무역협회

원당가 하향세로 제당 마진스프레드 확대 전망



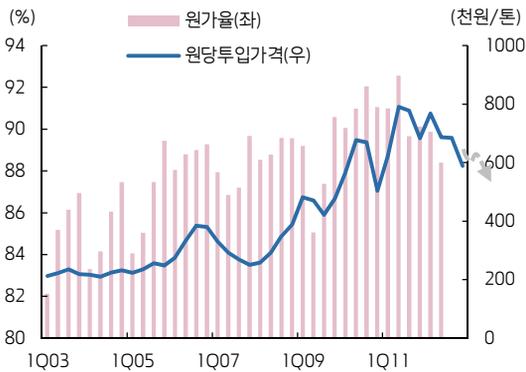
자료: 무역협회, 통계청

이익규모 확대가 주가에 아직 미반영



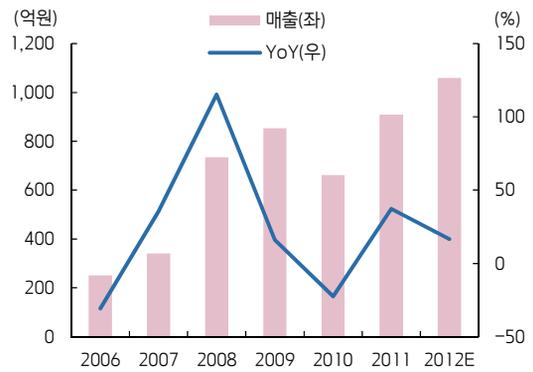
자료: wisefn, 대한제당

원당 투입단가 변동은 전사 원가율의 방향성을 좌우



자료: 대한제당, 키움증권

중국 사료사업은 매출 확대추세 이어질 전망



자료: 대한제당, 키움증권

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
C제일제당 (097950)	2010/06/07	Buy(Reinitiate)	260,000원
	2010/07/30	Outperform(Downgrade)	288,000원
	2010/10/29	BUY(Upgrade)	288,000원
	2010/12/01	BUY(Maintain)	288,000원
	2011/01/31	BUY(Maintain)	265,000원
	2011/04/19	BUY(Maintain)	290,000원
	2011/04/29	BUY(Maintain)	290,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	290,000원
	2011/06/14	BUY(Maintain)	320,000원
	2011/07/22	BUY(Maintain)	320,000원
	2011/09/28	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/10/27	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/11/21	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/01/11	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/01/17	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/02/17	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/04/16	BUY(Maintain)	400,000원
	2012/05/04	BUY(Maintain)	430,000원
	2012/06/01	BUY(Maintain)	430,000원
2012/06/04	BUY(Maintain)	430,000원	
2012/06/21	BUY(Maintain)	430,000원	
2012/07/17	BUY(Maintain)	430,000원	
2012/08/03	BUY(Maintain)	400,000원	
2012/09/12	BUY(Maintain)	400,000원	
매일유업 (005990)	2012/05/09	Buy(Initiate)	23,000원
	2012/06/01	Buy(Maintain)	23,000원
	2012/06/04	Buy(Maintain)	23,000원
	2012/07/17	Buy(Maintain)	23,000원
	2012/08/16	Buy(Maintain)	26,000원
	2012/09/12	Buy(Maintain)	31,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
오리온 (001800)	2011/05/20	BUY(Initiate)	540,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	540,000원
	2011/06/14	BUY(Maintain)	540,000원
	2011/08/30	BUY(Maintain)	590,000원
	2011/11/30	BUY(Maintain)	750,000원
	2012/01/09	Ourperform(Downgrade)	750,000원
	2012/03/23	Ourperform(Maintain)	870,000원
	2012/04/16	Ourperform(Maintain)	870,000원
	2012/05/31	BUY(Upgrade)	1,100,000원
	2012/06/01	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2012/07/17	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2012/08/30	BUY(Maintain)	1,100,000원
2012/09/12	BUY(Maintain)	1,100,000원	
대상 (001680)	2010/06/07	Buy(Reinitiate)	12,500원
	2010/08/05	Buy(Maintain)	11,700원
	2010/10/18	Buy(Maintain)	11,700원
	2010/12/01	Buy(Maintain)	11,700원
	2011/02/08	Buy(Maintain)	10,500원
	2011/04/07	Buy(Maintain)	11,500원
	2011/06/03	Buy(Maintain)	13,000원
	2011/06/14	Buy(Maintain)	13,000원
	2011/07/11	Buy(Maintain)	15,000원
	2011/11/03	Buy(Maintain)	18,000원
	2012/03/19	Buy(Maintain)	20,000원
	2012/04/16	Buy(Maintain)	20,000원
2012/05/16	Buy(Maintain)	20,000원	
2012/06/01	BUY(Maintain)	23,000원	
2012/06/04	BUY(Maintain)	23,000원	
2012/07/17	BUY(Maintain)	23,000원	
2012/08/16	BUY(Maintain)	23,000원	
2012/09/12	BUY(Maintain)	23,000원	

목표주가 추이 (2개년)

CJ제일제당



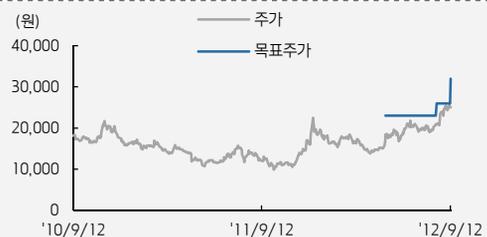
대상



오리온



매입유업



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		