

OUTLOOK
2013

음식료 [비중확대]

제2의 전성기를 만끽하다!



2011년에 이어 2012년에도 KOSPI 수익률 상회

2012년 음식료업종 지수는 연초대비 21.7% 상승하여 KOSPI 수익률을 16.3%p 상회했다. 2011년에 이어 음식료업종 지수가 상승한 이유는 제품가격 인상에 따른 실적향상, 경기 둔화 우려 속 방어주 투자매력 부각 등이 긍정적이었기 때문이다. 지난 7~8월에는 국제 곡물가격 급등으로 인해 음식료업종의 수익성 악화 우려가 대두되기도 했으나, 9월 들어 주요 이익결정변수인 국제 곡물가격과 원/달러 환율이 하향 안정되고 업종 전반적인 호실적이 지속되면서 지수 상승세가 이어졌다.

2013년 투자포인트는 '국내 안정성'과 '해외 성장성'

2013년에도 음식료업종에 대한 전망이 밝은 가운데 투자포인트는 '국내 안정성'과 '해외 성장성'이다. 최근 음식료업종의 내수 영업환경은 경기 둔화로 인한 소비심리 위축, 기업형 마트 의무휴일제 시행 여파, 시장경쟁 심화, 정부의 식품 물가 관리 등으로 인해 녹록지 않다. 하지만 그 가운데 신규 Killer Item 확보, 프리미엄 시장 선점 등의 사업전략을 통해 안정적인 실적 흐름이 부각되는 기업이 있다. 또한 내수 영업환경 악화에 대한 돌파구를 해외, 특히 세계 최대 소비시장으로 떠오른 중국에서 찾는 기업도 존재한다. 이러한 기업에 대해서는 Premium 부과가 합당하며, 오리온과 매일유업에 대한 관심이 필요하다고 판단된다. 이외에 구조적으로 이익 안정성이 강화되고 실적개선 가능성이 존재하는 기업에 대해서도 주목할 필요가 있다.

Top Picks: 대형주는 오리온, 중소형주는 매일유업 제시

2013년 음식료업종 Top Picks는 대형주 오리온, 중소형주 매일유업이다. 선정 기준은 1)국내 사업의 안정성과 해외 사업의 성장성을 동시에 확보하고 2)2012년에 이어 업종 전반적인 호실적이 예상되는 가운데 구조적인 이익 증가가 가능한지를 고려했다.



음식료/담배

박 애 란

02 6915 5679
aeranp@ibks.com

TOP PICKS

오리온 (001800)

투자의견	매수(유지)
목표주가	1,550,000원
현재가 (11/27)	1,085,000원

매일유업 (005990)

투자의견	매수(유지)
목표주가	45,000원
현재가 (11/27)	32,700원

Contents

Summary	4
2012년 Review	5
2011년에 이어 KOSPI 수익률 상회	5
2013년 국제 곡물가격 전망	7
수급은 위축, 하지만 하향 안정될 가능성 크다고 판단	7
2013년 투자포인트	10
1. 국내 안정성과 해외 성장성 견비, 특히 중국 사업성과에 주목	11
1) KT&G	13
2) 오리온	14
3) CJ제일제당	15
4) 롯데제과	16
5) 롯데칠성	17
6) 농심	18
7) 빙그레	19
8) 매일유업	20
9) 남양유업	21
2. 구조적인 이익 안정성 강화, Valuation Level-up 요인	22
3. 업종 내 소외되었던 기업에도 관심, 실적개선 여부 확인	23
2013년 업종 실적 전망	24
Top Picks	25
대형주 오리온, 중소형주 매일유업 제시	25

- **KT&G(033780) : 기업가치 상승의 불꽃을 피우다!**

/ 매수(유지) / TP 102,000원28
- **오리온(001800) : World-Class로 가는 길!**

/ 매수(유지) / TP: 1,550,000원30
- **농심(004370) : 2013년 실적회복 가시화될 전망!**

/ 매수(유지) / TP: 300,000원 32
- **빙그레(005180) : 장수 브랜드의 힘을 드러내다!**

/ 매수(유지) / TP: 130,000원34
- **동원산업(006040) : 기업가치 상승 국면에 진입하다!**

/ 매수(유지) / TP: 380,000원36
- **대상(001680) : 실적모멘텀과 장기 성장성 확보!**

/ 매수(유지) / TP: 35,000원38
- **매일유업(005990) : 중국 수출 확대, 첫 걸음마를 떼다!**

/ 매수(유지) / TP: 45,000원 40

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Summary

2012년 음식료업종 지수는
KOSPI 상승률 16.3%p 상회,
펀더멘털과センチメント
모두 양호

2012년 음식료업종 지수는 연초대비 21.7% 상승하여 KOSPI 수익률을 16.3%p 상회했다. 2011년에 이어 음식료업종 지수가 상승한 이유는 제품가격 인상에 따른 실적향상, 경기 둔화 우려 속 방어주 투자매력 부각 등이 긍정적이었기 때문이다. 지난 7~8월에는 국제 곡물가격 급등으로 인해 음식료업종의 수익성 악화 우려가 대두되기도 했으나, 9월 들어 주요 이익결정변수인 국제 곡물가격과 원/달러 환율이 하향 안정되고 업종 전반적인 호실적이 지속되면서 지수 상승세가 이어졌다.

2013년 음식료업종의
주요 이익결정변수 흐름은
우호적일 전망

음식료업종의 주요 이익결정변수인 국제 곡물가격과 원/달러 환율의 2013년 흐름은 우호적일 전망이다. 곡물 전반적인 수급은 다소 부정적이나, 최근 1)남미 파종시기가 도래하고 2)기상여건이 점차 개선되고 있으며, 3)지난 10월에 QE3가 시행된 이후 투기자금이 타 상품시장으로 유입된 점을 고려할 때 국제 곡물가격은 현재보다 하향 안정될 전망이다. 또한 원/달러 환율도 상대적으로 양호한 한국 경제의 펀더멘털에 기반하여 안정적인 흐름을 나타낼 것으로 판단된다.

2013년에도 음식료업종 지수
상승세 지속될 전망

2013년에도 음식료업종 지수 상승세가 지속될까? 결론부터 말하자면 가능성이 높다. 펀더멘털 측면에서 원가는 안정적인 반면, 업종 전반에 걸친 제품가격 인상 효과가 예상되기 때문이다. 이는 수익구조 Level-up을 의미하며, 타 업종보다 실적이 뒷받침되는 만큼 음식료업종에 대한 평가도 높아질 전망이다. 또한 국제 곡물가격과 원/달러 환율 등 주요 이익결정변수가 하향 안정됨에 따라センチメント도 긍정적일 것으로 판단된다.

2013년 투자포인트
1)국내 안정성과 해외 성장성
2)구조적인 이익 증가
3)실적개선 가능성 존재

2013년에도 음식료업종에 대한 전망이 밝은 가운데 투자종목 선별 기준은 세 가지이다. 첫째, 국내 사업의 안정성과 해외 사업의 성장성을 겸비한 기업이다. 특히, 세계 최대 소비시장으로 부상한 중국에서의 성과에 대해 주목할 필요가 있다. 둘째, 실적 안정성이 구조적으로 강화된 기업이다. 실적은 기업가치를 결정하는 주 요인이며 안정성이 뒷받침될 때 Premium을 부과 받을 수 있다. 셋째, 업종 내에서 소외되었던 기업이다. 음식료업종 전반적인 주가 상승에도 불구하고 영업환경 악화, 실적둔화 등으로 인해 부진했던 기업 중 Valuation 매력, 개선 가능성 여부 등도 살펴봐야 한다.

2013년 Top Picks
1)대형주 오리온
2)중소형주 매일유업

2013년 음식료업종 Top Picks는 대형주 오리온, 중소형주 매일유업이다. 선정 기준은 1) 국내 사업의 안정성과 해외 사업의 성장성을 동시에 확보하고 2)2012년에 이어 업종 전반적인 호실적이 예상되는 가운데 구조적인 이익 증가가 가능한지를 고려했다.

오리온,
투자의견 매수 유지
및 목표주가 상향

오리온을 대형주 Top Pick으로 제시한다. 그 이유는 1)음식료업종 내 성장성이 뛰어나고 2)프리미엄 제과시장 선점, 해외 제과시장 확대 등의 장기 성장기반이 뚜렷하기 때문이다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 1,550,000원으로 상향한다.

매일유업,
투자의견 매수 유지
및 목표주가 상향

매일유업을 중소형주 Top Pick으로 제시한다. 그 이유는 1)음식료업종 내 2013년 이익 증가가 가장 두드러질 전망이며 2)고수익품목인 조제분유의 판매량 회복과 수출 확대, 3) CVS 채널 중심의 신규 Killer Item 확보, 4)성공적인 프리미엄화 등이 긍정적으로 판단되기 때문이다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 45,000원으로 상향한다.

2012년 Review

2011년에 이어 KOSPI 수익률 상회

올해 들어 음식료업종 지수는 KOSPI 수익률 16.3%p 상회, 펀더멘털과センチメント 양호

2012년 음식료업종 지수는 연초대비 21.7% 상승하여 KOSPI 수익률을 16.3%p 상회했다. 2011년에 이어 음식료업종 지수가 상승한 이유는 제품가격 인상에 따른 실적향상, 경기 둔화 우려 속 방어주 투자매력 부각 등이 긍정적이었기 때문이다. 지난 7~8월에는 국제 곡물가격 급등으로 인해 음식료업종의 수익성 악화 우려가 대두되기도 했으나, 9월 들어 주요 이익결정변수인 국제 곡물가격과 원/달러 환율이 하향 안정되고 업종 전반적인 호실적이 지속되면서 지수 상승세가 이어졌다.

표 1. 음식료업종 펀더멘털과センチメント 요인

구분		단위	10.1H	10.2H	11.1H	11.2H	12.1H	12.2HF
지수	KOSPI	p	1,671	1,855	2,076	1,894	1,942	1,789
	yoy	%	32.6	16.6	24.2	2.1	-6.4	-5.6
	음식료업종	p	2,310	2,468	2,623	2,985	3,212	3,267
	yoy	%	20.7	11.6	13.5	20.9	22.5	9.5
변수	CRB지수	p	339	320	346	322	302	286
	yoy	%	13.8	-0.2	2.2	0.7	-12.9	-11.2
	원/달러 환율	p	1,154	1,158	1,101	1,114	1,142	1,119
	yoy	%	-14.6	-3.9	-4.6	-3.7	3.7	0.4
펀더멘털	매출액	억원	123,509	133,377	138,172	149,938	170,548	175,961
	yoy	%	25.6	32.6	11.9	12.4	23.4	17.4
	영업이익	억원	17,715	13,450	15,187	14,678	17,608	16,883
	yoy	%	52.5	36.0	-14.3	9.1	15.9	15.0
	영업이익률	%	14.3	10.1	11.0	9.8	10.3	9.6
	yoy	%p	2.5	0.3	-3.4	-0.3	-0.7	-0.2
センチメント	가격결정력	-	⊖	⊕	⊕	⊕	⊕	⊕
	상대 투자매력	-	⊕	⊕	⊕	⊕	⊖	⊕

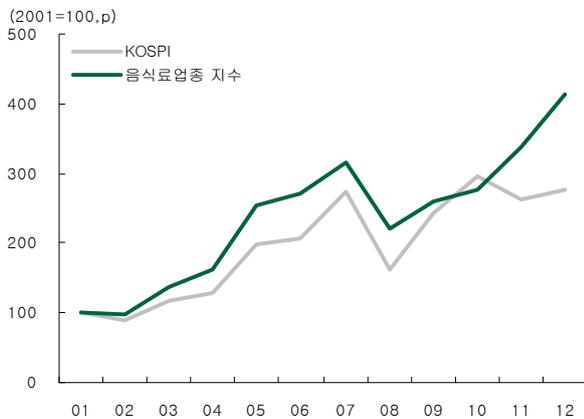
주1: 지수와 변수는 분기 평균치 기준

주2: 12.2HF 수치는 11/27일 기준

주3: 펀더멘털 항목은 19개 음식료기업 실적을 합산하여 산출

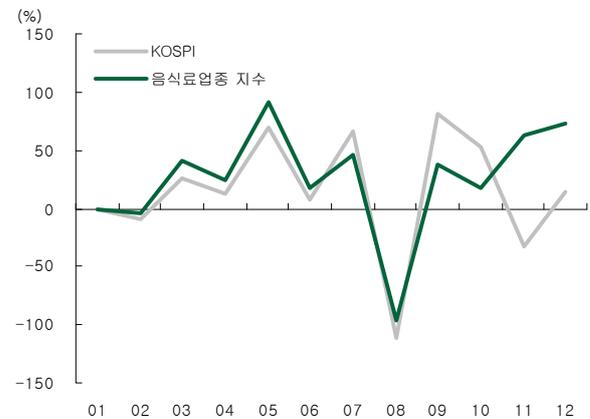
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 1. KOSPI 및 음식료업종 지수



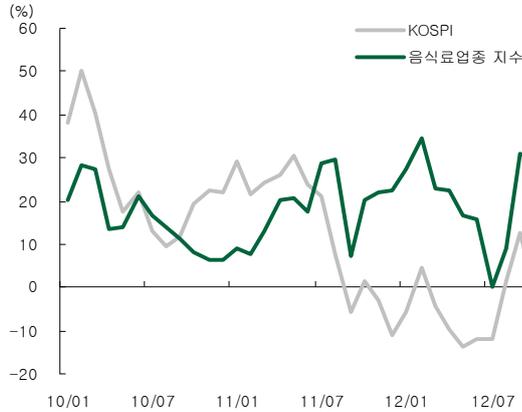
주: 2012년 수치는 11/27일 기준
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 2. KOSPI 및 음식료업종 지수 상승률



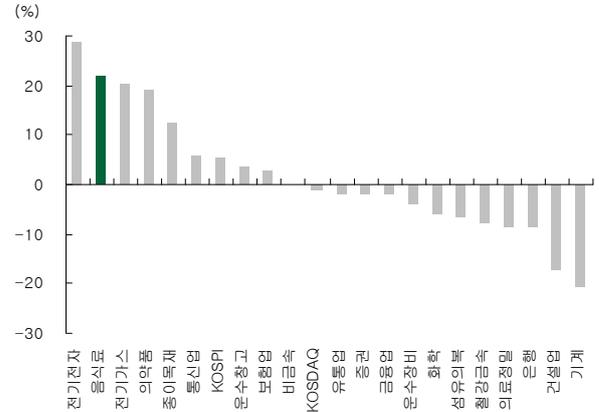
주: 2012년 수치는 11/27일 기준
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 3. 2010년 1월 이후 KOSPI 및 음식료업종 지수 상승률



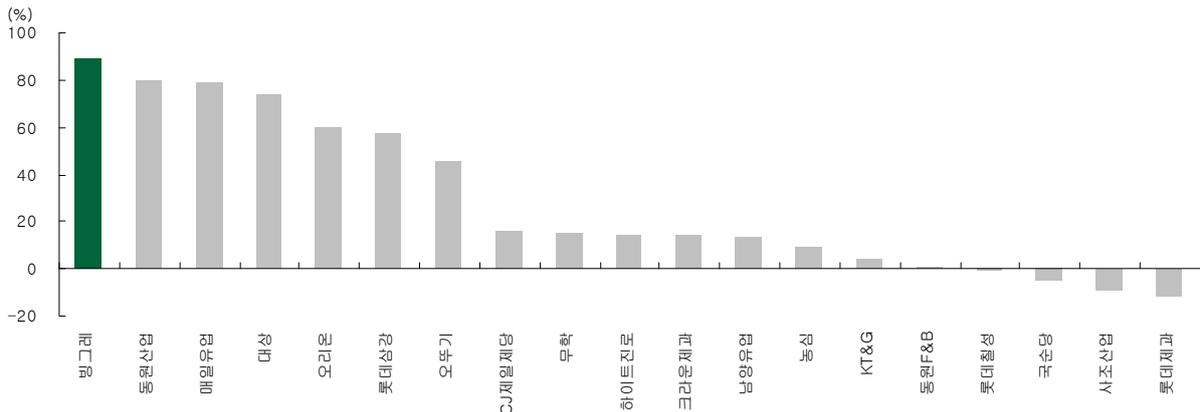
주: 11/27일 종가 기준 전년동월대비 수치
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. 2012년 주요 업종 지수 상승률



주: 11/27일 종가 기준
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 2012년 주요 음식료기업 주가 상승률



주: 11/27일 종가 기준
자료: Quantwise, IBK투자증권

표 2. 주요 음식료기업 주가 수익률과 투자포인트

기업	시가총액 (십억원)	주가 (원)	Performance (%)				투자포인트
			1W	1M	3M	YTD	
KT&G	11,615	84,600	-0.8	2.1	-2.9	3.9	O: 내수 담배 시장점유율 상승, 고가 담배 매출비중 확대에 따른 ASP 상승 / X: 홍삼사업 실적부진
오리온	6,473	1,085,000	0.1	4.3	21.2	60.0	O: 프리미엄 제과시장 선점, 일본 수출 확대, 해외 제과사업 고성장 지속 / X: 국내 성장률 둔화
CJ제일제당	4,395	336,000	-0.7	-1.2	7.0	16.1	O: 소재식품 원가 하락, 가공식품 Q 증가와 P 상승, 중국 라이신 Capa 증설 / X: 라이신가격 하락
롯데제과	2,138	1,504,000	3.4	-3.0	-11.0	-11.9	O: 스낵 카테고리 강화, 중국 제과사업 적자폭 축소 / X: 빙과 소비저가책 인하 표시 이후 판매부진
롯데칠성	1,793	1,449,000	1.3	1.4	0.4	-1.1	O: 주요 제품가격 인상 단행, 캔커피와 생수 프리미엄화 / X: 커피믹스 리뉴얼 출시 이후 마케팅비용 증가
농심	1,545	254,000	-3.8	2.6	-1.2	9.3	O: 라면 시장점유율 회복, 제품가격 인상 / X: 10월 라면 벤조피렌 이슈 영향, 삼다수 공급계약 만료
빙그레	1,108	112,500	-3.9	5.1	25.6	88.8	O: 주력 제품 판매량 증가와 가격 인상 효과, 빙과 영업환경 개선, 중국 수출 확대
동원산업	1,019	303,000	-1.6	5.2	29.2	79.8	O: 선명참치 어가 등급과 어획량 증가, 해외 투자 확대 / X: 자회사 스타카스트 실적부진
대상	964	28,000	-8.2	6.5	60.9	73.9	O: 식품과 전분당사업 Q 증가와 P 상승, 식자재 유통사업 기반 마련 / X: 옥수수가격 상승에 따라 원가 부담
롯데삼강	844	647,000	-5.1	-10.1	29.4	57.6	O: 식품사업 확대, 유제품 실적회복, 식자재 유통사업 기반 마련 / X: 대두가격 상승에 따라 원가 부담 증가
매일유업	438	32,700	-8.5	4.1	36.3	78.7	O: 실적회복 본격화, 제품가격 인상, 프리미엄화 확대, 중국 조제분유 수출 확대, 자회사 제로투세븐 상장
동원F&B	278	72,100	1.6	3.7	11.8	0.7	O: 육가공과 GNC, 홍삼 등 제품 포트폴리오 강화 / X: 주력 제품인 참치캔의 원가 급등
크라운제과	269	182,500	-6.4	-10.5	6.4	14.1	O: 자회사 해태제과와의 시너지효과, 재무구조 개선 / X: 국내 제과사업 성장률 둔화, 해태제과 상장 연기
시조산업	258	51,600	-3.4	-14.0	-11.3	-9.0	O: 자회사 시조씨푸드 상장에 따른 자본기회 부각 / X: 주력 어종의 어가 하락

주: 11/27일 종가 기준
자료: Quantwise, IBK투자증권

2013년 국제 곡물가격 전망

수급은 위축, 하지만 하향 안정될 가능성 크다고 판단

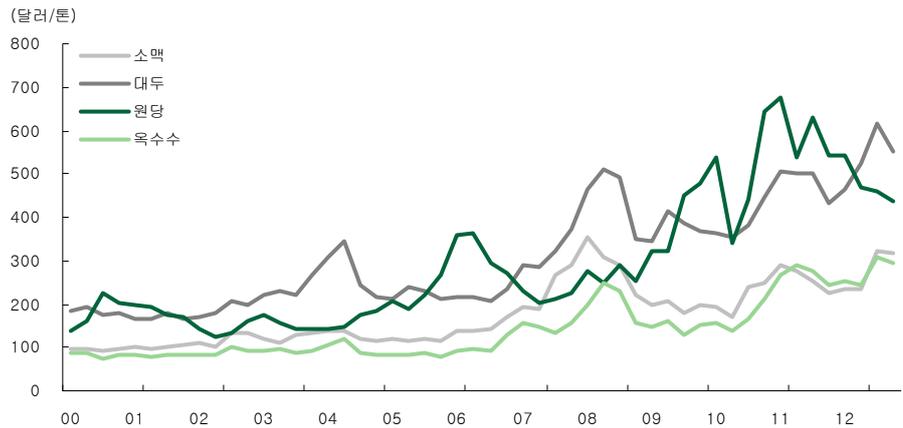
곡물 수급,
가격 흐름의 주 요인

2012년 국제 곡물가격은
상저하고(上低下高) 흐름

국제 곡물가격을 결정하는 기본 요인은 수급이다. 2010년 7월~2011년 2월까지 상승세를 지속했던 국제 곡물가격이 3월부터 하락한 이유도 주요 생산국의 공급량 증가 때문이며, 2012년 7~8월에 단기 급등했던 이유도 이상기온으로 인한 작황부진 우려였다.

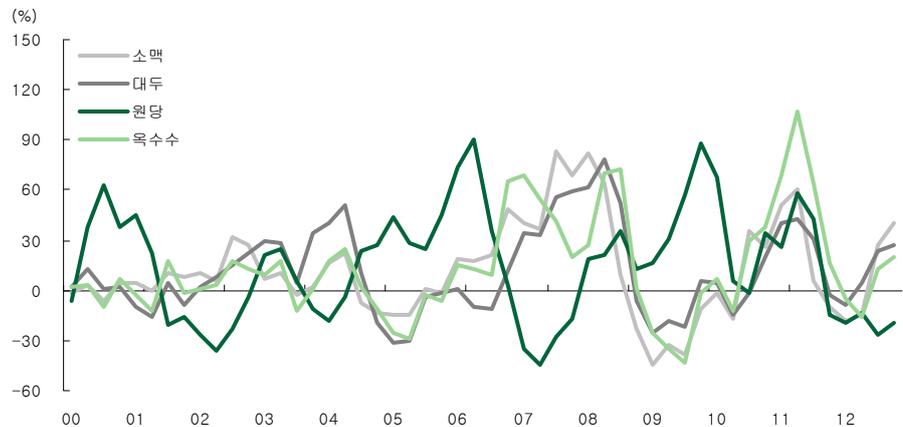
2012년 국제 곡물가격은 상저하고(上低下高) 흐름을 나타냈다. 상반기에는 글로벌 경기 침체로 인한 수요 감소와 유럽 재정위기 우려 속 달러화 강세 등이 곡물가격 상승을 제한했으나, 하반기에는 기상여건 악화로 인한 공급 차질과 투기자금 유입 등으로 인해 단기 급등했다. 올해에는 저가의 원재료 물량이 확보되어 있어 곡물가격 상승 영향이 미미했으나 매입~투입까지의 시차를 고려할 때, 2013년 1분기에는 소재식품업체의 원가 상승이 예상된다. 하지만 일반적인 가공식품업체의 원가 변동은 미미할 전망이다 상승 시 제품가격에 반영될 가능성이 크다.

그림 6. 국제 곡물가격



주: 분기 평균치이며, 2012년 4분기는 11/27일까지 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. 국제 곡물가격 상승률



주: 분기 평균치이며, 2012년 4분기는 11/27일까지 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

2012/13년 곡물 수급 위축,
하지만 1)파종시기 도래와
2)기상여건 개선 등으로
점차 하향 개선될 전망

USDA의 곡물 수급 보고서에 따르면 2012/13년(2012년 4분기~2013년 3분기) 예상 기말재고율(=기말재고량/수요량)은 18.6%로 전년대비 1.7%p 하락할 전망이며, 월별 전망치도 5월 20.3%→7월 19.3%→9월 18.9%로 악화되었다. 이처럼 곡물 전반적인 수급은 다소 부정적이나, 최근 1)남미 파종시기가 도래하고 2)기상여건이 점차 개선되고 있으며 3)지난 10월에 QE3가 시행된 이후 투기자금이 타 상품시장으로 유입된 점을 고려할 때 국제 곡물가격은 현 수준보다 하향 안정될 전망이다. 이에 따라 2013년 2분기 들어서는 소재식품업체의 곡물 투입단가도 1분기보다 하락할 것으로 보이며, 음식료업종 펀더멘털과センチ먼트 향상에 기여할 전망이다.

표 3. 세계 곡물 수급 현황과 전망

(단위: 백만톤, %, %p)

구분	기준년도	공급량	수요량	기말재고량	기말재고율
전체 곡물	2008/09	2,610	2,160	450	20.8
	2009/10	2,693	2,203	490	22.3
	2010/11	2,688	2,230	458	20.5
	2011/12P	2,773	2,304	469	20.4
	전년대비	3.2	3.3	2.5	-0.2
	2012/13F	2,696	2,273	424	18.6
전년대비	-2.8	-1.4	-9.8	-1.7	
소맥	2008/09	946	779	166	21.3
	2009/10	985	787	199	25.2
	2010/11	983	787	196	24.9
	2011/12P	1,042	852	190	22.2
	전년대비	6.0	8.3	-3.3	-2.7
	2012/13F	987	808	179	22.2
전년대비	-5.3	-5.2	-5.5	-0.1	
대두	2008/09	341	298	43	14.3
	2009/10	390	331	59	18.0
	2010/11	414	344	70	20.4
	2011/12P	402	346	56	16.2
	전년대비	-2.9	0.6	-20.0	-4.2
	2012/13F	420	360	60	16.7
전년대비	4.3	3.9	7.2	0.5	
원당	2008/09	231	202	29	14.5
	2009/10	235	207	28	13.7
	2010/11	242	213	29	13.6
	2011/12P	250	219	32	14.4
	전년대비	3.5	2.7	9.0	0.8
	2012/13F	255	222	33	14.9
전년대비	1.9	1.5	4.7	0.4	
옥수수	2008/09	1,015	865	149	17.2
	2009/10	1,057	920	137	14.9
	2010/11	1,066	940	126	13.4
	2011/12P	1,106	986	120	12.1
	전년대비	3.8	4.9	-4.9	-1.2
	2012/13F	1,066	944	121	12.9
전년대비	-3.6	-4.3	1.5	0.7	

주1: 공급량 = 기초재고량 + 생산량 + 수입량

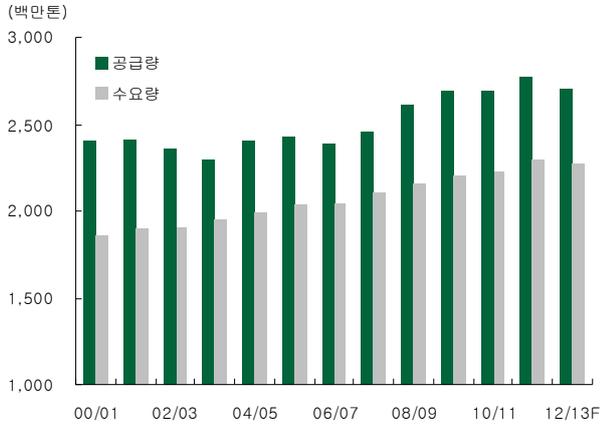
주2: 수요량 = 내수 소비량 + 수출량

주3: 기말재고율 = 기말재고량 / (공급량 - 수요량) / 수요량

주4: 2012년 11월 전망치 기준

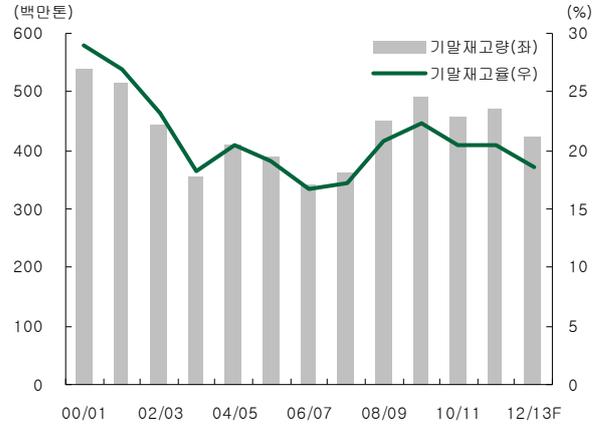
자료: USDA, IBK투자증권

그림 8. 세계 곡물 공급량과 수요량



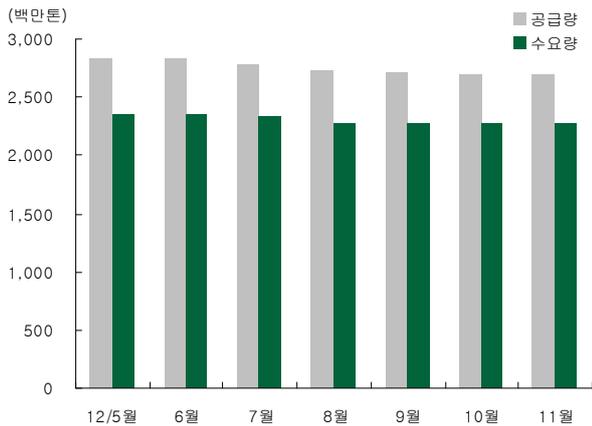
주: 2012년 11월 전망치 기준
자료: USDA, IBK투자증권

그림 9. 세계 곡물 기말재고량과 기말재고율



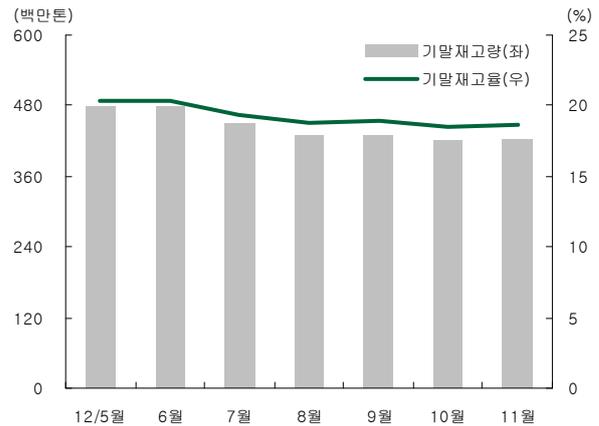
주: 2012년 11월 전망치 기준
자료: USDA, IBK투자증권

그림 10. 2012/13년 세계 곡물 공급량과 수요량 전망



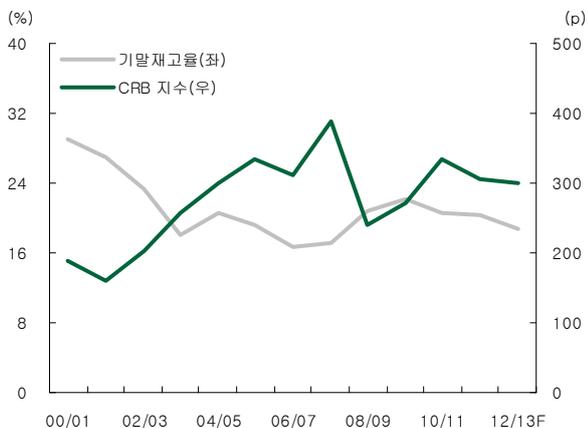
주: 2012년 5월부터 발표
자료: USDA, IBK투자증권

그림 11. 2012/13년 세계 곡물 기말재고량과 기말재고율 전망



주: 2012년 5월부터 발표
자료: USDA, IBK투자증권

그림 12. 세계 곡물 기말재고율에 따른 CRB 지수



주: CRB 지수는 곡물 기준년도 평균 기준
자료: Bloomberg, USDA, IBK투자증권

그림 13. 곡물 매입 이후 투입까지의 시차



주: CRB지수는 월평균 기준이며, 시차 5개월 반영
자료: Bloomberg, IBK투자증권

2013년 투자포인트

2013년에도 음식료업종 지수 상승세 지속될 전망

2013년에도 음식료업종 지수 상승세가 지속될까? 결론부터 말하자면 가능성이 높다. 펀더멘털 측면에서 원가는 안정적인 반면, 업종 전반에 걸친 제품가격 인상 효과가 예상되기 때문이다. 이는 수익구조 Level-up을 의미하며, 타 업종보다 실적이 뒷받침되는 만큼 음식료업종에 대한 평가도 높아질 전망이다. 또한 국제 곡물가격과 원/달러 환율 등 주요 이익결정변수가 하향 안정됨에 따라センチ멘트도 긍정적일 것으로 판단된다.

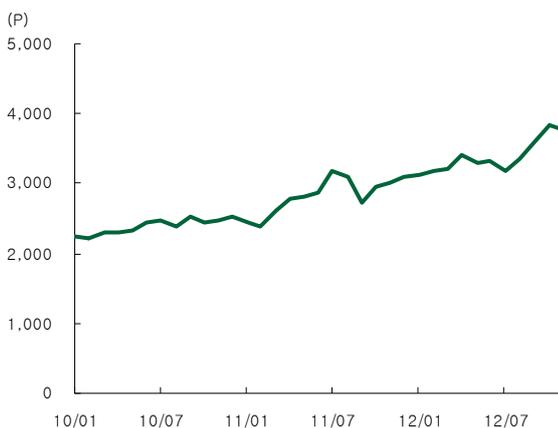
다만, 유의할 점도 존재한다. 음식료업종 지수가 지난 3년간 크게 상승하고 Valuation도 높아진 만큼 악재에 더 민감할 수도 있기 때문이다. 만약 차기 대통령 선거가 다가오면서 2010년 상반기처럼 식품 물가 관리가 심도있게 논의되고 음식료업체의 가격결정력 훼손 우려가 부각된다면 지수 조정의 발미를 제공할 가능성도 있다. 하지만 음식료업체도 대처능력을 터득했고, 부정적 요인보다는 지수 상승을 견인할 긍정적 요인이 더 많다고 판단된다.

2013년 투자포인트

- 1) 국내 안정성과 해외 성장성
- 2) 구조적인 이익 증가
- 3) 실적개선 가능성 존재

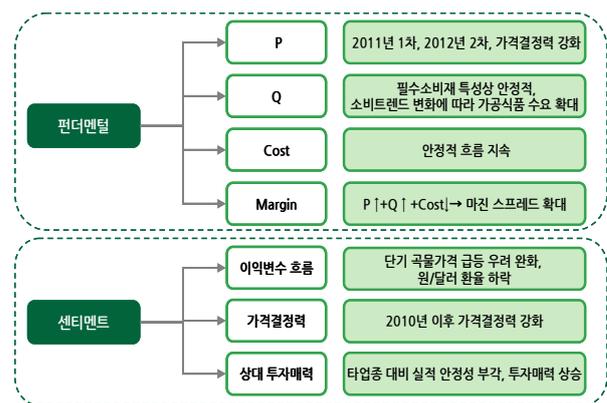
2013년에도 음식료업종에 대한 전망이 밝은 가운데 투자종목 선별 기준은 세 가지이다. 첫째, 국내 사업의 안정성과 해외 사업의 성장성을 겸비한 기업이다. 특히, 세계 최대 소비시장으로 부상한 중국에서의 성과에 대해 주목할 필요가 있다. 둘째, 실적 안정성이 구조적으로 강화된 기업이다. 실적은 기업가치를 결정하는 주 요인이며 안정성이 뒷받침될 때 Premium을 부과 받을 수 있다. 셋째, 업종 내에서 소외되었던 기업이다. 음식료업종 전반적인 주가 상승에도 불구하고 영업환경 악화, 실적둔화 등으로 인해 부진했던 기업 중 Valuation 매력, 개선 가능성 여부 등도 살펴봐야 한다.

그림 14. 월간 음식료업종 지수



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 15. 2013년 음식료업종 펀더멘털과センチ멘트 요인



자료: IBK투자증권

1. 국내 안정성과 해외 성장성 견비, 특히 중국 사업성과에 주목

국내 사업의 안정성과
해외 사업의 성장성 견비
특히, 중국 사업성과에 주목

첫째, 국내 사업의 안정성과 해외 사업의 성장성을 견비한 기업이다. 최근 음식료업종의 내수 영업환경은 경기 둔화로 인한 소비심리 위축과 기업형 마트 의무휴일제 시행 여파, 시장경쟁 심화, 정부의 식품 물가 관리 등으로 인해 녹록지 않다. 하지만 그 가운데 신규 Killer Item 확보, 프리미엄 시장 선점 등의 사업전략을 통해 안정적인 실적 흐름이 부각 되는 기업이 있다. 또한 내수 영업환경 악화에 대한 돌파구를 해외, 특히 세계 최대 소비 시장으로 떠오른 중국에서 찾은 기업도 존재한다. 이러한 기업에 대해서는 Premium 부 과가 합당하며, 오리온과 매일유업에 대한 관심이 필요하다고 판단된다.

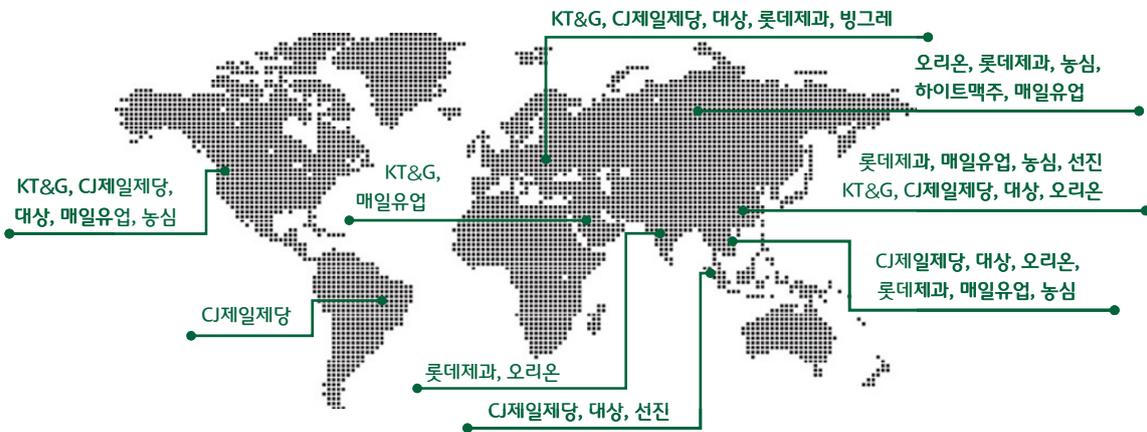
오리온,
중국 양과자 2위 업체로 성장
장기 성장 가능성도 충분

오리온은 지난 1995년 중국 양과자시장에 진출한 이후 현재 2위 기업으로 자리 잡았고, 장기 성장성도 충분하다. 그 이유는 첫째, 현지 소득 증가와 산업화에 따른 시장 성장 잠재력이 크고 둘째, 영업지역도 동부 연안에서 서부 내륙으로 확장 중이며 셋째, 신제품 출시 여력(현재 SKU 16개, 국내의 약 25%)이 많이 남아 있고 넷째, 유통채널 Mix(고수 익 전통채널 비중 2011년 20%→현재 25%→2016년 50% 목표) 변화에 따른 수익성 향상이 가능하며 다섯째, 마케팅비용도 절감될 전망이다. 동사는 꾸준히 목표를 상회했고 2015년 중국 매출액 15,000억원과 영업이익 2,250억원이라는 중장기 목표도 조기 달성할 것으로 예상되어 성장성에 대한 Premium을 부과 받을 만하다고 판단된다.

매일유업,
올해 중국 조제분유 수출 확대
고수익품목인 만금
이익기여도 높아질 전망

매일유업은 2007년부터 단일 대리상을 통해 조제분유 ‘애플루트 명작(金典名作)’을 판매 중이다. 최근 현지 내 한국산 선호도 상승, 동사의 우수한 품질에 대한 언론보도(2012년 2월 CCTV 방송) 등을 기반으로 중국 조제분유 수출액은 2011년 70억원→2012년 150억원→2013년 300억원 이상 증가할 전망이며, 수익성이 뛰어난 품목인 만금 실적향상에 기여할 것으로 예상된다. 중국 조제분유시장은 지난 5년간 CAGR 27.0%를 기록하여 지난해 621억위안(원화 기준 약 11조원) 규모로 성장했다. 국내가 약 4,500억원에 불과한 점을 고려할 때, 큰 시장임을 알 수 있으며 Euromonitor에 따르면 2016년에는 1,284억 위안(약 23조원)으로 확대될 전망이다. 향후 제품 포트폴리오 확장, 유통채널 다변화 등을 통한 성장이 예상되며 유제품업체는 유통기한의 제약 상 중국 수출 확대가 어렵다는 편견이 깨진 만큼 기업가치 상승이 가능하다고 판단된다.

그림 16. 음식료업체의 해외시장 진출 지역



자료: IBK투자증권

표 4. K-IFRS 연결 기준 중국 내수 관련종목의 Valuation 비교

기업		LG생활건강	아모레퍼사픽	오리온	웅진코웨이	락앤락	CJ오쇼핑	에이블씨엔씨	베아즈하우스	코스맥스
현 주가(원)		665,000	1,243,000	1,085,000	40,200	23,900	258,800	81,200	12,450	45,000
시가총액(억원)		103,861	72,663	64,733	31,004	13,145	16,055	8,395	2,596	6,116
매출액(억원)	2011	34,524	25,547	19,143	18,244	4,761	15,978	3,056	4,716	2,440
	2012F	39,614	28,663	23,051	20,360	5,386	19,282	4,233	5,343	3,163
	2013F	45,720	32,112	27,500	20,530	6,200	21,639	5,176	5,970	3,888
영업이익(억원)	2011	4,008	3,729	2,100	2,332	732	2,515	336	333	169
	2012F	4,679	4,018	3,020	2,490	751	2,640	576	332	279
	2013F	5,724	4,316	3,699	3,140	851	2,950	729	480	361
순이익(억원)	2011	2,715	3,273	1,105	1,671	506	1,229	278	187	115
	2012F	3,286	3,288	1,959	2,391	642	1,530	440	183	209
	2013F	4,028	3,460	2,517	2,604	782	1,772	570	308	262
영업이익률(%)	2011	11.6	14.6	11.0	12.8	15.4	15.7	11.0	7.1	6.9
	2012F	11.8	14.0	13.1	12.2	13.9	13.7	13.6	6.2	8.8
	2013F	12.5	13.4	13.5	15.3	13.7	13.6	14.1	8.0	9.3
순이익률(%)	2011	7.9	12.8	5.8	9.2	10.6	7.7	9.1	4.0	4.7
	2012F	8.3	11.5	8.5	11.7	11.9	7.9	10.4	3.4	6.6
	2013F	8.8	10.8	9.2	12.7	12.6	8.2	11.0	5.2	6.8
EPS		18,110	47,543	29,609	3,125	1,167	21,117	4,251	851	1,517
PER		36.7	26.1	36.6	12.9	20.5	12.3	19.1	14.6	29.7
BPS		24,898	331,584	160,407	-	10,934	101,873	15,538	9,662	5,817
PBR		26.7	3.7	6.8	-	2.2	2.5	5.2	1.3	7.7

주: LG생활건강~오리온, 락앤락은 당시추정치, 에이블씨엔씨는 K-IFRS 별도 기준
자료: 각 사, Quantivise, IBK투자증권

표 5. 중국 현지 기업의 Valuation 비교

(단위: 백만달러, 달러, 백 %)

기업		Want Want	Tingyi	Uni president	China Foods	Fujian	Dalian Zhangzidao	Global Bio-Chem
현 주가(달러)		1.4	2.9	1.3	1.0	1.4	3.5	0.1
시가총액(백만달러)		19,116	16,129	4,640	2,916	1,301	947	383
매출액	2011	2,947	7,867	2,620	3,598	481	32	1,855
	2012F	3,544	9,547	3,394	4,200	695	53	1,786
	2013F	4,306	11,384	4,139	4,909	914	83	2,387
영업이익	2011	522	581	34	152	82	16	289
	2012F	708	858	154	194	67	24	124
	2013F	887	1,031	206	238	99	40	-
순이익	2011	419	420	48	83	72	16	168
	2012F	552	480	142	118	43	23	133
	2013F	683	597	170	147	73	38	262
영업이익률	2011	17.7	7.4	1.3	4.2	17.0	49.6	15.6
	2012F	20.0	9.0	4.5	4.6	9.6	45.4	7.0
	2013F	20.6	9.1	5.0	4.9	10.9	48.4	-
순이익률	2011	14.2	5.3	1.8	2.3	15.1	48.1	9.1
	2012F	15.6	5.0	4.2	2.8	6.2	44.0	7.4
	2013F	15.9	5.2	4.1	3.0	7.9	45.0	11.0
EPS		0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
PER		35.2	33.9	32.2	23.9	21.8	39.7	2.8
BPS		0.1	0.4	0.3	0.3	0.7	0.6	0.5
PBR		11.9	6.5	3.8	3.0	2.2	6.3	0.2

자료: Bloomberg, IBK투자증권

1) KT&G

중국 담배시장 규모는
거대하나 전매청에서 장악,
이러한 특성 상
KT&G의 수출은 제한적

중국은 전 세계 담배 소비량의 1/3을 차지하는 최대 시장이다. 인구 13억명 중에서 3억 5,000만명(비중 26.9%)이 흡연자이며, 담배시장은 안정적인 성장세를 지속하여 2011년 기준 5,500억위안(원화 기준 약 99조원) 규모를 기록했다. 이처럼 시장규모는 거대하나 전매청에서 앞담배 수매와 판매는 물론, 판매점 허가까지 관할하는 등 담배시장의 모든 것을 장악하고 있어 수입비중은 미미할 수밖에 없다. 이러한 영업환경 상 동사는 중국에서 담배보다는 홍삼사업 중심의 성장전략을 펼치고 있다.

담배보다는 홍삼사업 중심의
성장전략 진행 중,
중국 건강기능식품시장이
고성장하는 가운데
시장공략 본격화

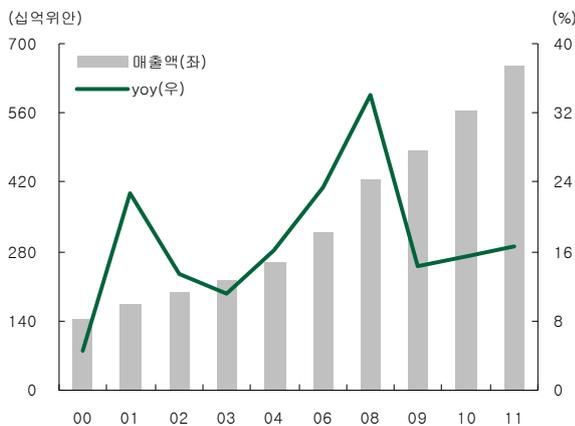
2011년 9월부터 동사는 세계 최대 인삼시장인 중국에 홍삼공장을 짓고 있다. 공장 부지는 106,961㎡(32,356평) 규모이며 예상 투자금액은 1,372~1,715억원(연간 Capa 2,000톤)이다. 1차적으로 180억원을 투입하여 연간 200톤 규모의 생산시설을 구축할 계획이며, 국내에서 생산하여 수출하는 '정관장'과는 별개로 신규 브랜드로서 판매될 전망이다. 중국 건강기능식품시장(2010년 기준 18조원 규모)이 소득 증가에 따라 연평균 13.0%의 높은 성장률을 유지하는 가운데 1)홍삼에 대한 가격 부담이 큰 현지에서 합리적인 가격 정책을 통해 소비자 저변을 넓히고 2)현지인 입맛에 맞는 제품을 개발하여 성장성을 확보할 것으로 보인다. 참고로 동사가 제시한 2016년 중국 홍삼 매출액 가이던스는 3,000억원이다.

자회사 한국인삼공사도
중국 홍삼사업 확대,
장기적인 관심 필요

자회사 한국인삼공사(지분율 100.0%)를 통한 중국 홍삼사업도 아직 초기 단계이나, 장기적으로 접근할 필요가 있다. 한국인삼공사의 수출액 중 중국 비중은 약 5%이며 2009년 10월에 상해 법인을 설립한 이후 2011년에 직영점 체제를 도입했다. 2012년에는 적정 재고조정을 진행하면서 매출성장률이 둔화되었으나, 최근 국내 중국인 관광객이 증가하면서 '정관장' 인지도가 상승 중이며 중국인의 건강기능식품에 대한 관심이 높은 만큼 주요 수출시장이 될 가능성이 크다고 판단된다.

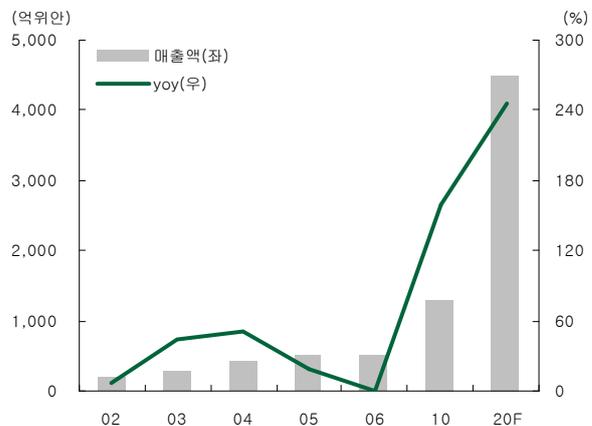
참고로 중국 건강기능식품시장은 1980년대에 형성되기 시작했으며, 경제 성장과 더불어 건강에 대한 관심이 커지면서 자연스럽게 증가하고 있다. 중국의 건강기능식품 매출액은 2007년 500억위안을 돌파한 이후 빠르게 성장하여 2007~2009년 CAGR 31.7%를 기록했으며, 2015년에는 2009년보다 약 9배 증가한 4,500억위안까지 확대될 전망이다.

그림 17. 중국 담배시장 규모



자료: CEIC, IBK투자증권

그림 18. 중국 건강기능식품시장 규모



자료: 중국보건식품산업망, IBK투자증권

2) 오리온

중국 제과시장 24조원 규모, 경제 발전과 소득 향상 등을 기반으로 빠르게 성장 중

중국, 본격적인 이익회수기 진입

2012년 심양공장 착공, 2014년 완공될 전망

- 장기 성장요인 충분
- 1) 현지 제과시장 성장
 - 2) 영업지역 확대
 - 3) 신제품 출시
 - 4) 유통채널 Mix
 - 5) 마케팅비용 절감 등

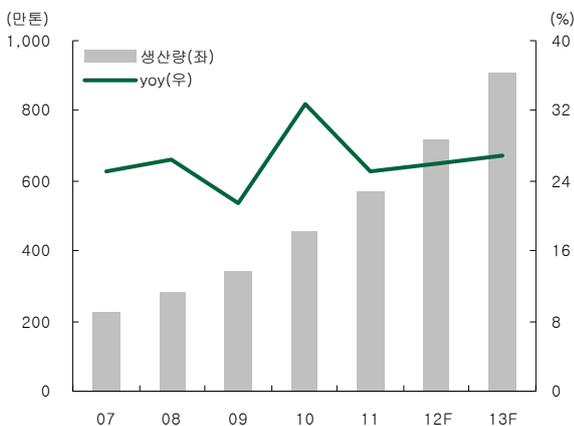
중국 제과시장은 24조원 규모(전통과자 17조원/양과자 7조원)로 매년 20% 이상의 성장률을 기록 중이다. 지난 2009년에는 2008년 세계 경기침체와 멜라민 파동 등으로 인해 성장률이 다소 주춤했으나, 2010년에는 경기개선에 따라 빠르게 회복되었다. 중국 제과시장의 성장 요인은 1)경제 발전과 2)소득 증가, 3)유통시장 확대 등으로 요약되며 과거 국내 시장도 GDP 증가에 따라 고성장하고 전통과자 수요가 양과자로 이전되었던 것처럼 중국 양과자시장도 점차 확대될 전망이다.

중국은 동사가 최초로 진출한 해외시장이다. 현재 북경법인 Orion Food Co.(1995년 설립, OFC)와 상해법인 Orion Food Shanghai Co.(1997년, OFS), 북경스낵법인 Orion Snack Co.(2006년, OSC), 광주법인 Orion Food Guangzhou Co.(2008년, OFG) 등 4개 법인과 2010년 1월부터 가동된 광주공장을 포함하여 5개 공장이 설립되어 있다. 현지 브랜드 ‘好麗友(하오리여우; 좋은 친구들)’를 내세운 성공적인 시장진입과 파이, 스낵, 비스킷 등에 이르는 제품 포트폴리오를 통해 본격적이 이익회수기에 접어들었다.

2012년 동사는 중국 심양공장(Orion Food Shenyang; OFSY) 착공에 들어갔다. 심양 공장은 78,000평 규모로 2009년 12월에 완공된 광주공장보다 크며, 생산라인이 최대 50개까지 설치될 수 있다. 공장 완공까지 약 2년이 소요되며, 2014년 상반기 내 4~5개 생산라인이 가동될 전망이다. 생산라인 1개당 평균 매출액이 약 200억원인 점을 고려할 때, 중국 매출액은 2011년 7,018억원→2012년 9,588억원→2013년 12,954억원→2014년 15,750억원으로 증가할 전망이며 양과자 1위 업체로 성장할 것으로 보인다.

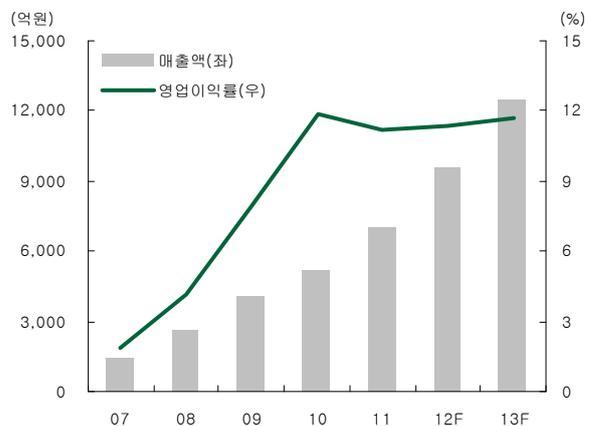
동사는 지난 1995년 중국 양과자시장에 진출한 이후 현재 2위 기업으로 자리 잡았고 장기 성장성도 충분하다. 그 이유는 첫째, 현지 소득 증가와 산업화에 따른 시장 성장 잠재력이 크고 둘째, 영업지역도 동부 연안에서 서부 내륙으로 확장 중이며 셋째, 신제품 출시 여력(현재 SKU 16개, 국내의 약 25%)이 많이 남아 있고 넷째, 유통채널 Mix(고수익 전통채널 비중 2011년 20%→현재 25%→2016년 50%) 변화에 따른 수익성 향상이 가능하며 다섯째, 마케팅비용도 절감될 전망이다. 동사는 꾸준히 목표를 상회했고 2015년 중국 매출액 15,000억원과 영업이익 2,250억원이라는 중장기 목표도 조기 달성할 것으로 예상되어 성장성에 대한 Premium을 부과 받을 만하다고 판단된다.

그림 19. 중국 제과시장 규모



자료: 오리온, IBK투자증권

그림 20. 오리온의 중국 제과사업 실적



자료: 오리온, IBK투자증권

3) CJ제일제당

가공식품/바이오사업 영위, 가공식품 매출규모 미미하나 영업지역 확대와 품목 확장을 통한 점진적인 성장 예상

동사는 중국에서 가공식품/바이오사업을 영위 중이다. 가공식품사업은 해외시장 진출의 원년이었던 2006년에 본격적으로 시작했으며 닭고기 다시다, 카레, 고추장 등 조미식품의 판매를 확대하고 있다. 2007년에는 북경 최대 두부회사인 ‘얼상그룹’과 함께 합작법인 ‘얼상CJ’를 설립하고 브랜드 ‘바이위(백옥;白玉)두부’를 출시했으며, 이후 2년 만에 북경 두부시장 내 70%를 차지하기도 했다. 또한 중국인 입맛에 맞게 개발된 ‘닭고기 다시다’도 연간 매출액 300억원(국내 매출액 1,000억원)을 기록하고 북경 조미료시장 2위 업체로 자리 잡는 등 좋은 성과를 내고 있다. 국내 매출규모에 비하면 미미하나, 영업지역 확대와 품목 확장 등을 통한 점진적인 성장이 예상되며 타이타이러(太太樂, 네슬레 계열)와 지아리(家樂, 유니레버 계열) 등 글로벌 기업이 치열한 경쟁을 벌이는 시장에서 주요 브랜드로 자리 잡았다는 점에서 의미가 있다고 판단된다.

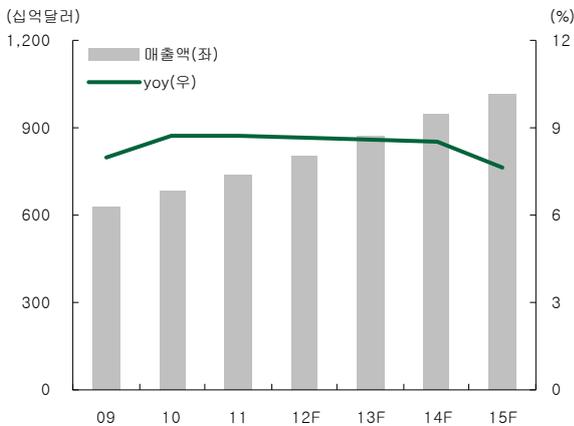
중국 식품시장은 전반적으로 성장 중, 2014년 세계 최대 규모 예상

참고로 중국 식품시장은 전반적으로 성장 중이다. 최근 3년간 CAGR 8.5%로 2011년 기준 7,380억달러를 기록했으며 인구(소비자) 증가, 소득 향상, 신(新)유통채널 확대 등에 따른 장기 성장이 예상된다. Datamonitor에 따르면 향후 3년간 CAGR은 9.5%로 추정되며, 2014년을 기점으로 미국을 뛰어넘어 세계 1위 시장으로 성장할 전망이다.

해외 바이오사업의 중심이 중국으로 이동

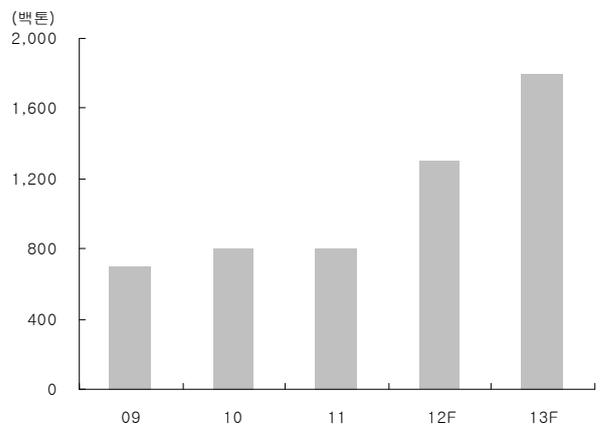
바이오사업도 라이신(Lysine; 사료용 첨가제) 중심으로 확대 중이다. 1988년 인도네시아에서 해외 바이오사업을 시작했으나, 2005년 요성공장 준공~2012년 Capa 증설 등 최근에는 중국이 거점지역으로 바뀌었다. 이는 중국 육류 소비량 증가에 따라 사료 및 사료용 첨가제 수요가 증가하고, 2009~2012년 CAGR 12.5%로 전 세계 시장성장률을 상회하고 있기 때문이다. 2012년 중국 라이신시장은 58만톤 규모이며 2015년에는 80만톤까지 성장할 전망이다. 이 가운데 동사는 현지 Capa 증설(2012년 6월 심양공장 10만톤, Capex 2억달러)을 통해 시장입지를 다지고 생산 효율성을 높이면서 원가 경쟁력을 강화하고 있다. 단기적으로 라이신 수급에 따른 가격 흐름이 실적 변동성을 확대시킬 수 있으나, 장기적으로 판매량 증가와 구조적인 가격 상승에 따른 성장세가 예상된다.

그림 21. 중국 식품시장 규모



자료: Datamonitor, IBK투자증권

그림 22. CJ제일제당의 중국 라이신 Capa



자료: CJ제일제당, IBK투자증권

1994년 중국 제과사업 시작,
건과와 빙과 동시 생산 중

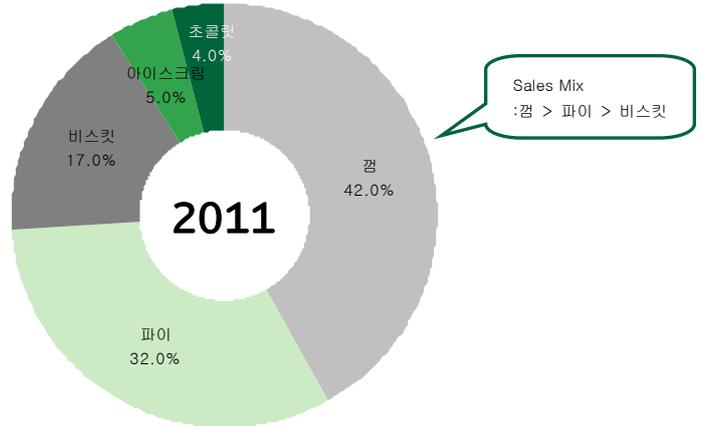
중국 제과사업 실적은 부진
당분간 마케팅활동 강화 통해
브랜드인지도 상승에 주력

4) 롯데제과

동사는 1994년에 Lotte China Food를 설립하면서 중국 제과사업을 시작했다. 현재 지주회사 Lotte China Investment를 비롯하여 북경법인 Lotte China Food(1994년)→청도법인 Lotte Qingdao Food(2005년)→상해법인 Lotte Hershey Food(2006년)→산둥법인 Lotte Ice Shandong(2008년) 등 5개 법인과 5개 공장(포장재 포함)을 가지고 있으며 파이와 스낵, 비스킷 등의 건과와 빙과를 동시에 생산 중이다.

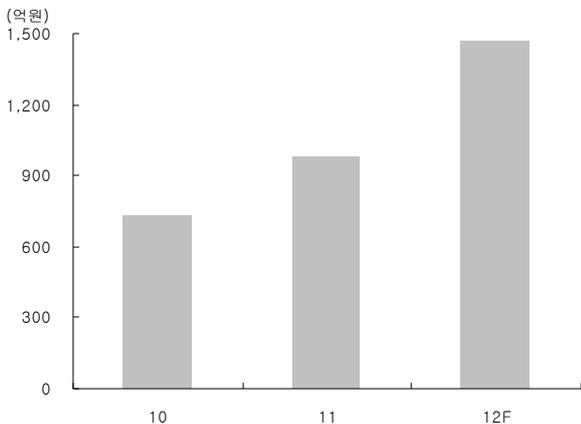
국내 제과 1위 기업임에도 불구하고 동사의 중국 사업성과는 부진한 상황이다. 그 이유는 1)동사의 주력 품목인 껌과 초콜릿은 Wrigley, Hershey 등 글로벌 기업의 시장 침투율이 이미 높고 2)대리상 체제의 현지 유통시장에서 영업조직의 효율성이 낮기 때문이다. 2010년에 영업인력과 조직 재정비가 시행된 이후 점진적인 실적개선이 나타나고 있으나, 당분간 이익기여도는 낮을 것이며 마케팅활동을 강화하면서 브랜드인지도 상승에 주력할 계획이다. 다만, 적자폭은 점차 축소될 전망이며 대규모의 투자가 2010년에 일단락되고 현재 가동률이 50% 미만에 불과하기 때문에 당분간 추가적인 비용 투입 없이도 성장이 가능할 것으로 보인다.

그림 23. 롯데제과의 중국 제과사업 개요



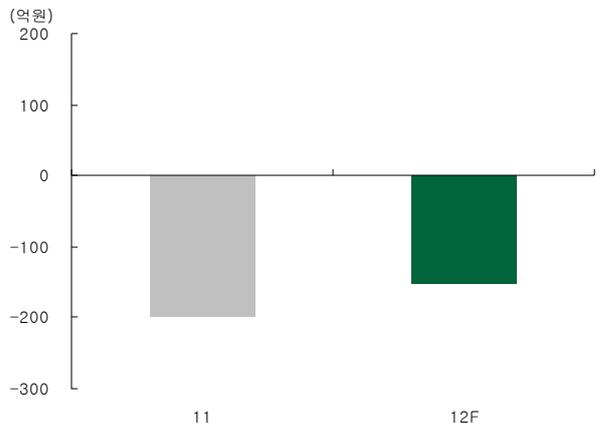
자료: 롯데제과, IBK투자증권

그림 24. 롯데제과의 중국 제과사업 매출액



자료: 롯데제과, IBK투자증권

그림 25. 롯데제과의 중국 제과사업 수익성



자료: 롯데제과, IBK투자증권

5) 롯데칠성

2005년 중국 정주에 첫 진출,
2010년 구조조정 완료된
이후 수익성 개선 중

브랜드 'Lotte' 광고 진행과
영업인력 보강 등을 통해
성장동력 마련

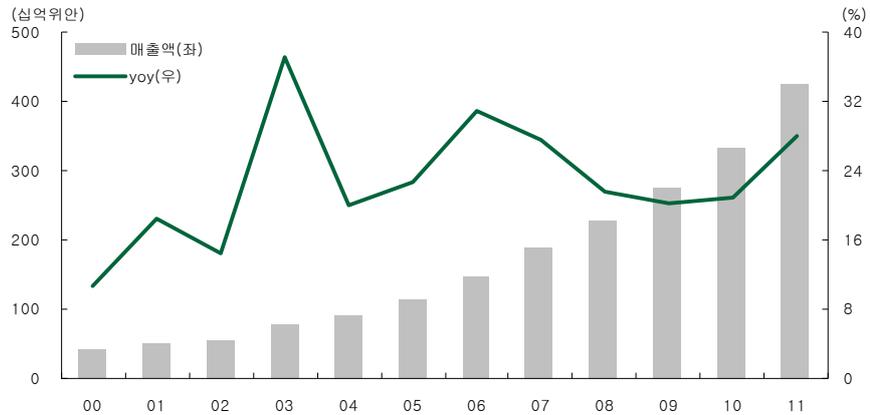
2011년 중국 음료시장은
426억위안 규모,
매년 고성장 진행 중

동사는 2005년 중국 정주에 처음으로 진출한 이후 2006년에 북경으로 영업지역을 확대했으며 롯데후아방음료유한공사(2005년 10월, 지분율 94.1%), 롯데오더리음료유한공사(2005년 11월, 100.0%), 롯데장백음료유한공사(2012년 1월, 100.0%) 등 3개 법인을 가지고 있다. 2009년까지 유통망 확보, 노후설비 교체, 마케팅비용 투입 등으로 적자폭이 확대되었으나 2010년 조직과 유통망 재정비가 완료된 이후 수익성이 개선되고 있다.

동사의 중국 사업전략은 1차적으로 브랜드인지도 축적에 있다. 이를 위해 'Lotte'라는 그룹 브랜드를 내세워 집중적인 광고를 펼칠 계획이며, 대도시 중심의 영업조직을 구축하고 현지 영업인력을 보강해나갈 전망이다. 또한 사업확대에 따른 투자비용도 당분간 증가할 가능성이 있다. 아직 매출규모가 작고 적자가 발생 중이나, 국내 음료시장이 성숙기에 접어든 만큼 해외시장 진출과 성공 여부에 대해 장기적인 관심이 필요하다.

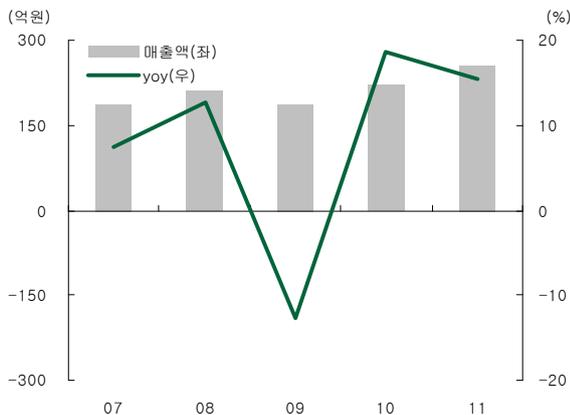
2011년 중국 음료시장은 426억위안 규모로 성장했으며 최근 5년간 CAGR 23.6%를 기록했다. 시장성장률이 높은 만큼 경쟁이 치열하며, 이를 통해 초기 탄산음료에서 과즙음료, 차음료, 기능성음료 등으로 제품 카테고리가 다양해졌다. 또한 생산량도 매년 증가하여 연평균 18.3%의 성장률을 나타냈으며, 전 세계 시장 내 입지를 강화하고 있다.

그림 26. 중국 음료시장 규모



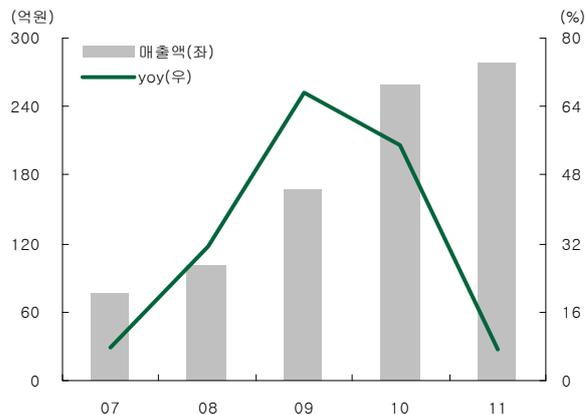
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 27. 롯데오더리유한공사 매출액



자료: 롯데칠성, IBK투자증권

그림 28. 롯데후아방음료유한공사 매출액



자료: 롯데칠성, IBK투자증권

6) 농심

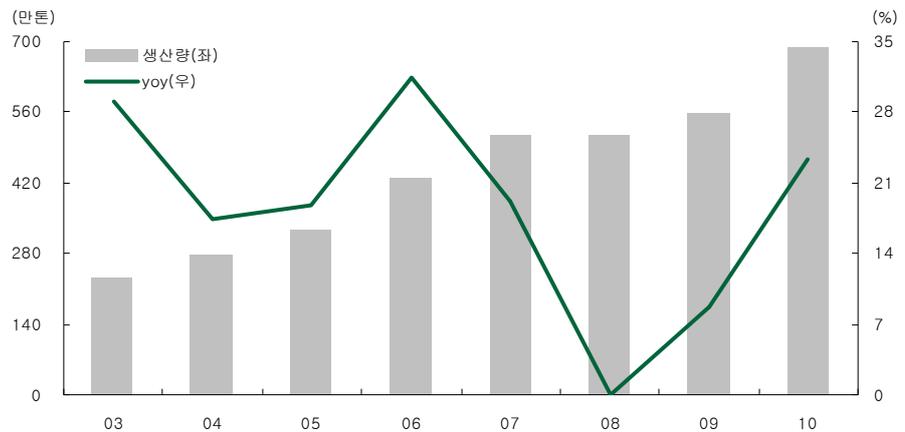
중국은 라면 소비 대국,
유통지역 확대와
신제품 출시 등을 통해
브랜드인지도 상승에 주력

아직 이익기여도는 미미,
당분간 수익성보다는
외형성장에 집중할 계획

중국을 글로벌 라면 소비량의 절반 가량을 차지하는 소비 대국이다. 이러한 시장에서 동사는 국내 라면사업의 저(低)성장 우려를 해소하기 위해 1996년 9월 중국 상해→1998년 7월 청도→2000년 11월 심양에 현지 공장을 설립했으며, ‘신라면’ 브랜드로 한국산 제품을 대표하고 있다. 2002년 11월 청도 제2공장 준공→2008년 상해공장 확장 이전 등을 통해 성장 인프라를 다져 왔으며, 동부 해안지역 1급 도시 중심으로 영업망을 확충했다. 최근에는 2, 3급 도시로 유통지역을 확대 중이며 현지화된 제품을 출시하면서 중국 내 브랜드인지도를 높이고 있다.

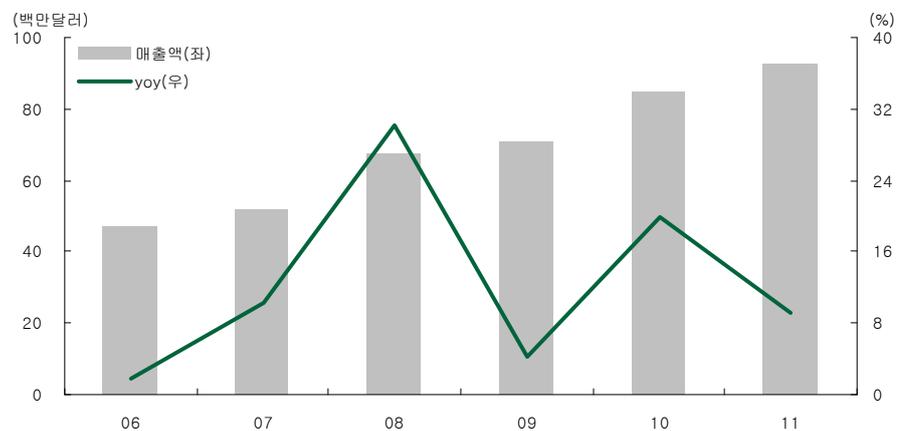
2011년 중국 법인의 매출액은 9,255만달러로 전년대비 9.2% 증가했다. 2012년에도 유통지역 확대와 신제품 출시 등을 통해 10% 이상의 성장률이 나타나고 있다. 향후 1)신규 유통지역 개척, 2)‘신라면블랙’과 ‘등지방면’ 등 프리미엄 제품의 조기 정착, 3)공격적인 마케팅활동 등을 통한 성장세가 예상되며 라면사업 외에 백산수 물사업도 활성화될 전망이다. 다만, 아직 이익기여도는 미미하며 당분간 수익성보다는 외형성장에 집중할 것으로 보인다.

그림 29. 중국 라면시장 규모



자료: 중국산업정보망, IBK투자증권

그림 30. 농심의 중국 라면사업 실적



자료: 농심, IBK투자증권

7) 빙그레

국내 가공유와 발효유시장 내
우위 차지,
'바나나맛우유'가 대표 브랜드

동사는 국내 가공유와 발효유시장 내 우위를 점하고 있고 '바나나맛우유'와 '요플레'가 대표 브랜드이다. 특히, '바나나맛우유'는 편의점 판매 1위 제품으로 매년 안정적인 성장을 지속 중이며 2011년 매출액 1,400억원(+10.5%, yoy), 영업이익 160억원(+10.5%, OPM 14.0%)을 기록했다.

2012년 중국 수출량 급증,
연간 수출액 100억원 예상

과거 동사의 약점은 유제품 특성 상 유통기한이 짧고 수출 확대가 제한적이라는 것이었다. 실제로 러시아와 브라질 등으로의 스낵 '꽃계랑'과 빙과 '메로나' 수출액이 증가하기는 했으나, 중국 시장과 유제품 비중은 미미했다. 하지만 올해 5월부터 중국 '바나나맛우유' 판매량이 급증했으며, 수출액도 2011년 5억원→2012년 100억원으로 증가할 전망이다. 청도를 거점으로 상해, 북경, 대련 등 4개 도시에서 판매 중이며 냉장시설이 갖춰져 있어야 하기 때문에 편의점 위주의 영업을 펼치고 있다. 한국과 달리 멸균팩(살균처리 6주 소요)으로 생산되며 고가(200ml 기준 8.5위안≒1,570원)임에도 불구하고 맛에 대한 소비자 반응이 긍정적인 상황이다.

아직 매출규모는 작으나
수출 제한적이라는 편견 극복,
장기 성장과정에 주목할 필요

과거 오리온이 '초코파이'라는 독특한 제품을 내세워 브랜드인지도를 형성한 이후 제품 카테고리 확장을 통해 성장해온 바 있다. 동사도 1차적으로 현지에서 생산한 가공유 '바나나맛우유'를 통해 인지도를 높일 수 있다고 판단된다. 아직 매출규모는 작으나, 올해를 기점으로 유제품업체의 수출 제한이라는 편견은 깨졌으며 장기적으로 영업지역 확대와 품목 다변화 등을 통한 성장과정에 주목할 필요가 있다. 다만, 최근 국내 및 현지 유제품 업체도 유사 제품을 출시하고 있어 초기 시장경쟁 심화 가능성도 존재한다.

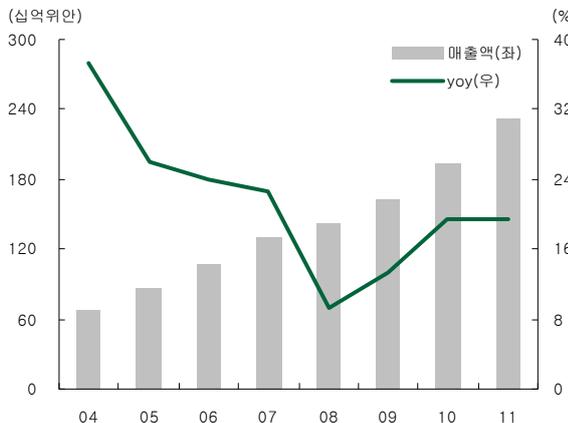
표 6. 중국 명이뉴유업 실적

(단위: 백만달러, 백 %)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
매출액	1,322	2,038	2,803	3,435	3,763	4,472	5,786	6,283	7,221
영업이익	79	121	143	-172	192	206	267	287	372
%	6.0	5.9	5.1	-5.0	5.1	4.6	4.6	4.6	5.2
순이익	56	91	123	-137	163	183	246	385	507
%	4.2	4.5	4.4	-4.0	4.3	4.1	4.3	6.1	7.0
PER	18.8	38.6	40.3	-	35.9	24.5	16.2	20.6	16.2

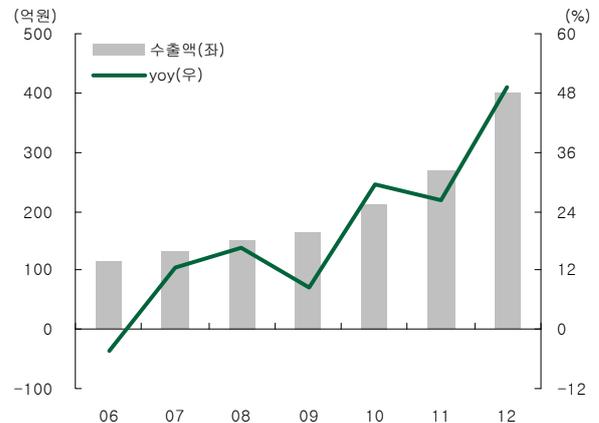
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 31. 중국 유제품시장 규모



자료: 빙그레, IBK투자증권

그림 32. 빙그레 수출액



자료: 빙그레, IBK투자증권

8) 매일유업

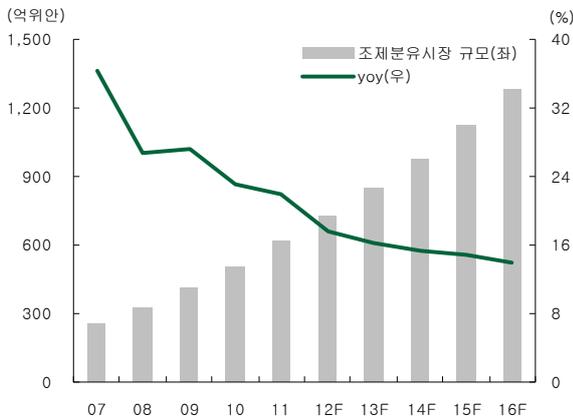
2011년 중국 조제분유시장은
621억위안 규모
매년 Q 증가와 P 상승 진행

중국 조제분유시장은 지난 5년간 CAGR 27.0%를 기록했으며, 2011년 621억위안(원화 기준 약 11조원, 출고가 기준 약 4조원) 규모로 성장했다. 국내가 약 4,500억원인 점을 고려할 때, 매우 큰 시장임을 알 수 있다. 중국 시장에서는 매년 1)산업화와 소득 향상에 따른 Q 증가와 2)선호도가 높은 수입 브랜드 중심의 P 상승이 진행 중이며, Euromonitor에 따르면 2016년에는 1,284억위안(약 23조원, 향후 5년간 CAGR 15.6%)으로 성장할 전망이다. 이처럼 잠재력이 큰 가운데 동사는 유아용품 전문점 중심으로 ‘엡솔루트 명작(金典名作)’을 판매 중이며 한국산 선호도 상승, 뛰어난 품질 등을 통해 인기를 끌고 있다.

2012년 중국 조제분유
수출 확대 본격화,
매출비중은 작아도
이익비중은 점차 높아질 전망

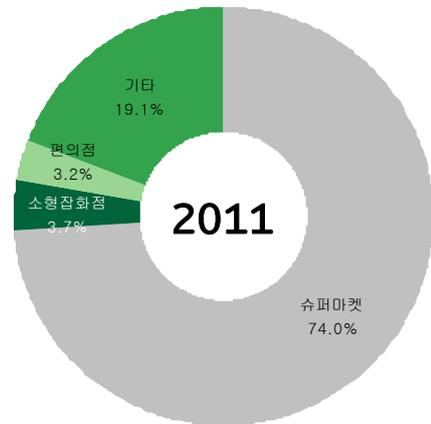
동사의 중국 조제분유 수출액은 2011년 70억원→2012년 150억원→2013년 300억원 이상으로 증가할 전망이다. 아직 초기 단계이나 장기적으로 1)유통채널 다변화(할인점과 병원 등), 2)진출지역 확대, 3)제품 포트폴리오 확장(12월 ‘엡솔루트 궁’ 출시 예정), 4)마케팅활동 강화 등이 반영되어 성장세가 가속화될 가능성이 크고 아직 매출비중은 미미해도 이익비중은 점차 높아질 것으로 판단된다. 이제는 유제품업체에 대해 국내 판매량 정체와 짧은 유통기한으로 인한 수출 제한 등의 우려가 완화될 필요가 있으며, 수출 확대를 통한 성장성 확보에 주목할 시기라고 판단된다.

그림 33. 중국 조제분유시장 규모



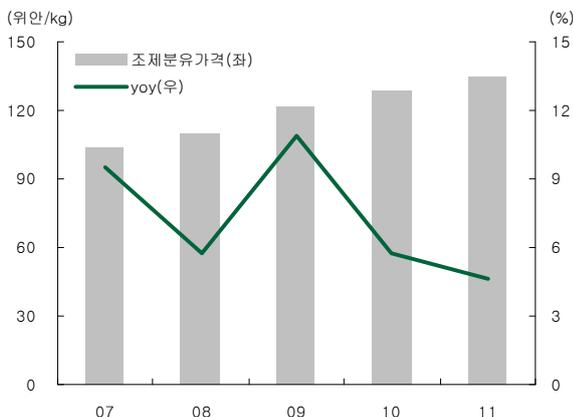
자료: Euromonitor, IBK투자증권

그림 34. 중국 내 유통채널별 조제분유 판매비중



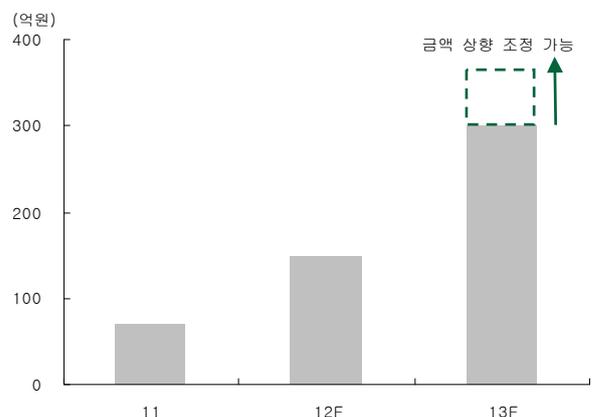
자료: Euromonitor, IBK투자증권

그림 35. 중국 조제분유가격



자료: Euromonitor, IBK투자증권

그림 36. 매일유업의 중국 조제분유 수출액



자료: 매일유업, IBK투자증권

9) 남양유업

중국 현지 대리상과
조제분유 공급계약 체결

동사는 중국 현지 대리상과 조제분유 공급계약을 체결했으며 수출을 확대하고 있다. GDP 규모가 3,000달러 이상인 주요 도시 30곳을 거점으로 유통망을 확장 중이며 올해 수출액은 1,200만달러(약 130억원)로 추정된다.

중국 내 마케팅활동 강화

동사는 중국에서 온/오프라인을 아우르는 마케팅활동도 병행할 계획이다. 유아용 잡지와 전광판 등을 활용한 대중매체 광고는 물론, 제품 전시회나 박람회 참가도 진행될 전망이다. 중국어 홈페이지도 개설할 것으로 보인다. 조제분유 공급 계약 체결은 단순히 중국에 수출하는 차원을 넘어 본격적으로 현지 시장을 공략할 수 있는 발판이 될 전망이다. 제품력을 내세워 거대한 중국 시장에서 점유율을 확대해 나갈 전망이다.

조제분유 외에
커피믹스 수출도 확대

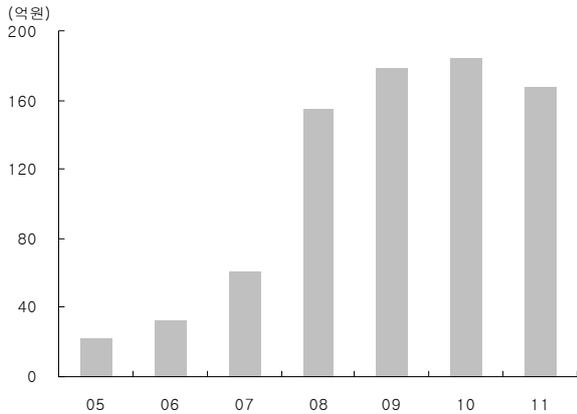
또한 동사는 조제분유 외에 커피믹스도 중국에 수출하고 있다. 지난 8월 중국 대형 유통업체인 '우메이' 5개 점포에 '프렌치카페 커피믹스'를 입점시켰고, 판촉행사를 적극적으로 시행하고 있다. 지난해 소규모 무역업체를 통해 커피믹스 1,000만봉(약 30억원)을 수출한 바 있으나, 할인점을 통해 진출하는 것은 올해가 처음이다. 중국 인스턴트 커피시장 규모는 9,000억원으로 국내 1조 2,000억원보다 작으나, 매년 15% 이상의 성장률을 보이고 있고 국내의 28배인 13억명 인구를 보유하고 있기 때문에 장기 성장세가 예상된다.

표 7. 중국 5대 인스턴트 커피 브랜드

순위	1	2	3	4	5
이미지					
브랜드	Necafe	Maxwell	Brown Coffee	UCC	TWG
개요	시장점유율 약 80%의 스위스 브랜드	100여년 역사가 있는 미국 브랜드	1998년 12월 처음 선보인 대만 브랜드	일본UCC커피에서 판매하는 제품	Tsit Wing글로벌 기업(홍콩)의 커피 브랜드

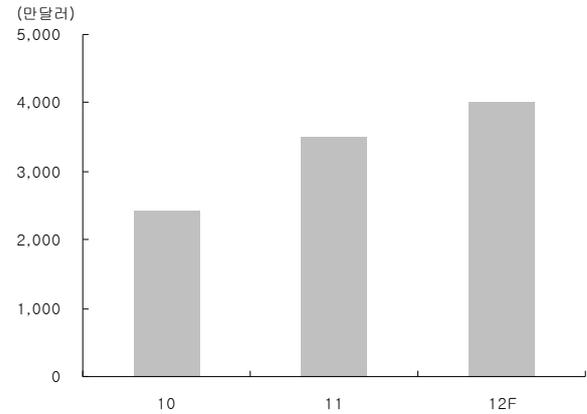
자료: 식품음료신문, IBK투자증권

그림 37. 남양유업의 수출액



자료: 남양유업, IBK투자증권

그림 38. 남양유업의 조제분유 수출액



주: 중국을 포함한 총 조제분유 수출액 기준
자료: 남양유업, IBK투자증권

2. 구조적인 이익 안정성 강화, Valuation Level-up 요인

2012년 음식료업종
이익 안정성은
구조적으로 강화

2012년 음식료업종의 Valuation이 높아진 주 이유는 타 업종대비 이익 안정성이 구조적으로 강화되었기 때문이다. 역기저효과(2011~2012년 High Base)로 인한 성장률 둔화 우려가 존재하나 2013년에도 1)판매량: 필수 소비재 특성 상 안정적, 2)제품가격: 2012년 하반기에 단행된 인상 효과와 프리미엄 신제품 출시 지속, 3)원가: 일부 소재식품업체 제외하고 안정적 흐름 유지 등에 따른 호실적이 예상된다. 이러한 가운데 업종 내 실적 모멘텀이 부각되고 수익구조가 Level-up된 기업에 대해 주목할 필요가 있다고 판단되며, 관련 종목으로 오리온과 매일유업을 추천한다.

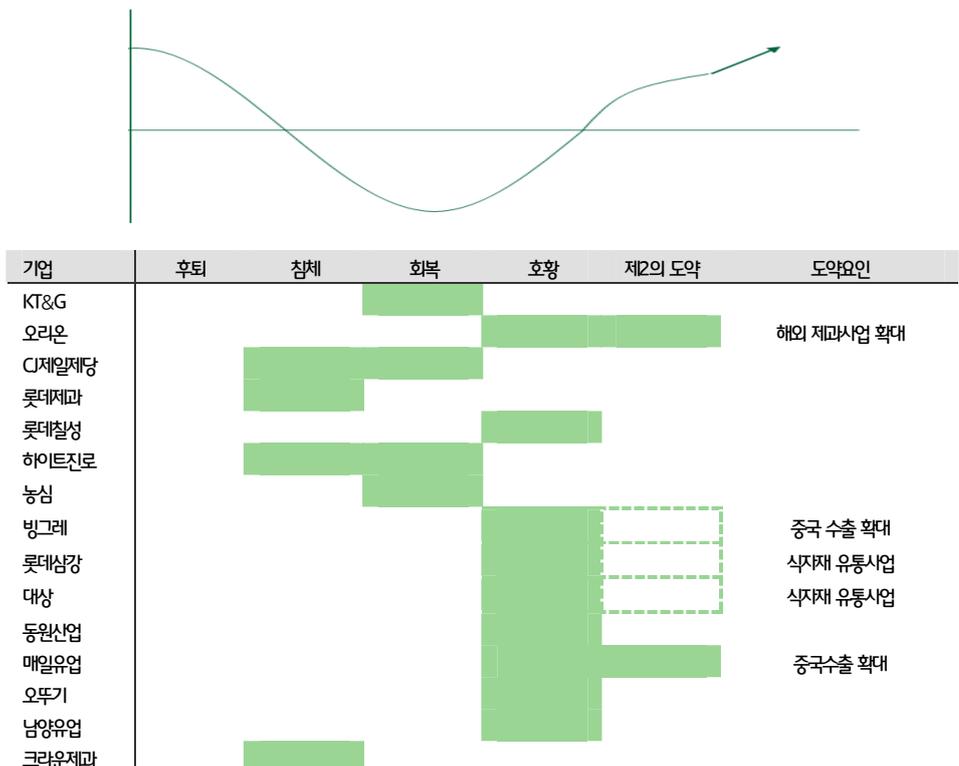
오리온과 매일유업이
대표적인 기업이라고 판단

오리온은 해외 제과사업의 매출성장과 수익성 향상이 동시에 진행 중이며 2013년 기준 해외 매출비중 55.7%, 영업이익비중 48.9%를 기록할 전망이다. 국내 시장에 한정되어 있지 않고 아시아 제과기업으로 진화하는 과정에서 성장성과 수익성이 점차 높아질 것으로 판단된다. 매일유업은 고수익제품인 조제분유의 국내외 판매량 증가, 전사적인 프리미엄화에 따른 ASP 상승, 시장점유율 상승 품목 확대 등을 통한 수익구조 Level-up이 긍정적이다. 실제로 올해 3분기에 영업이익률 4%를 초과 달성하면서 업종 내 수익구조가 취약하다는 약점을 보완해가고 있다.

이외에 신사업 추진 중인
대상과 롯데삼강에도 관심

이외에 신사업을 통해 수익구조가 다변화되는 기업도 관심 가질 필요가 있다. 대표적인 기업은 대상과 롯데삼강이며, 이들은 장기 성장동력으로서 식자재 유통사업 기반을 다지고 있다.

그림 39. 주요 음식료기업 성장 Cycle



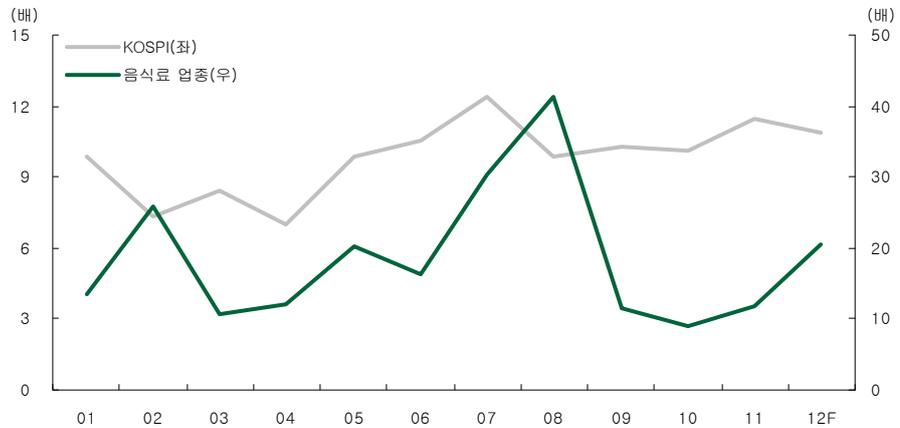
자료: IBK투자증권

3. 업종 내 소외되었던 기업에도 관심, 실적개선 여부 확인

2013년 실적개선 가능성
존재하는 기업에도
주목할 필요

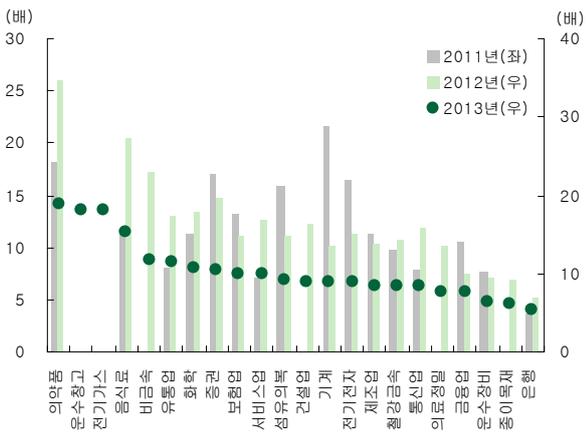
2011년에 이어 2012년에도 음식료업종 전반적인 주가 상승과 Valuation 강세가 지속된 가운데 영업환경 악화, 실적부진 등을 이유로 소외된 기업이 있었다. 음식료업종 PER이 2012년 20.4배→2013년 15.3배로 과거보가 크게 높아지고 KOSPI대비 Premium을 부과 받고 있는 현 시점에서 Valuation 부담에 대한 우려도 존재한다. 이러한 만큼 2012년 상대 주가수익률이 낮았던 기업 중 Valuation 매력이 존재하고 실적개선 가능성이 큰 기업에 대해서는 관심 가질 필요가 있다고 판단된다. 관심 종목으로는 하이트진로(7월 맥 주가격 5.9% 인상, 소주 시장점유율 회복, 소주가격 인상 가능성 등)를 추천한다.

그림 40. KOSPI 및 음식료업종 PER



주: 2012년 수치는 11/27일 기준
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 41. 주요 업종 PER

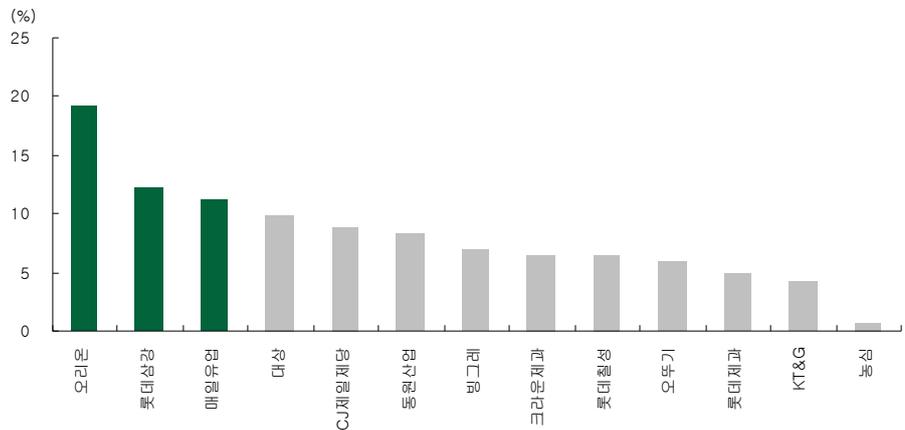


2013년 업종 실적 전망

2013년 음식료업종
매출성장률 8.1% 및
영업이익증가율 19.6% 추정

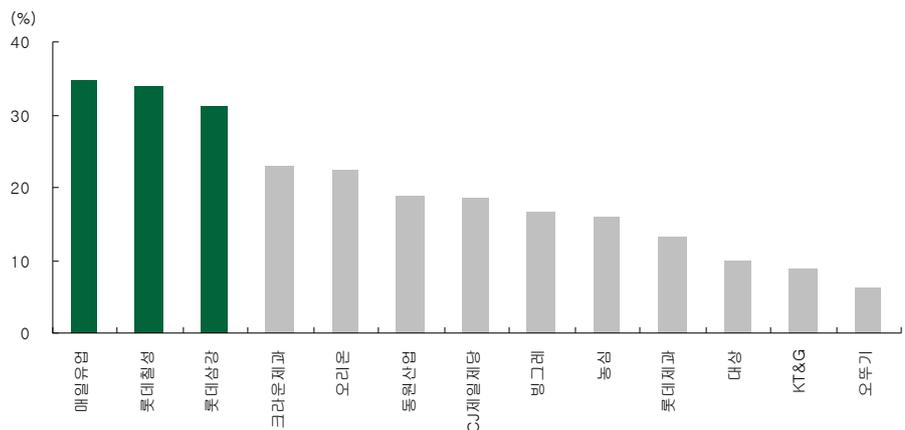
주요 음식료기업을의 2013년 예상 실적을 고려한 결과 매출성장률은 8.1%, 영업이익증가율은 19.6%로 추정되며 2012년에 이어 실적향상이 지속될 전망이다. 매출성장 요인은 1)소비트렌드 변화(1인 가구와 맞벌이 부부 증가 등)에 따른 가공식품 수요 확대, 2)신제품 출시, 3)2012년 하반기에 전반적으로 단행된 제품가격 인상 효과 등으로 요약되며 오리온, 롯데삼강, 매일유업 등의 매출성장이 부각될 전망이다. 매출성장과 동시에 수익성도 향상될 전망이다. 이는 매출성장에 따른 고정비 감소 효과, 2)제품가격 인상에 따른 수익구조 향상, 3)판매비 절감 등에서 기인하며 매일유업의 영업이익증가율이 두드러질 것으로 예상된다.

그림 43. 2013년 음식료업종 매출성장률



주: 롯데삼강은 계열사 합병 효과 반영
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 44. 2013년 음식료업종 영업이익증가율



주: 롯데삼강은 계열사 합병 효과 반영
자료: Quantwise, IBK투자증권

Top Picks

대형주 오리온, 중소형주 매일유업 제시

2013년 Top Picks
1) 대형주 오리온
2) 중소형주 매일유업

오리온
투자의견 매수 유지
및 목표주가 상향

매일유업
투자의견 매수 유지
및 목표주가 상향

2013년 음식료업종 Top Picks는 대형주 오리온, 중소형주 매일유업이다. 선정 기준은 1) 국내 사업의 안정성과 해외 사업의 성장성을 동시에 확보하고 2) 2012년에 이어 업종 전반적인 호실적이 예상되는 가운데 구조적인 이익 증가가 가능한지를 고려했다.

오리온을 대형주 Top Pick으로 제시한다. 그 이유는 1) 음식료업종 내 성장성이 뛰어나고 2) 프리미엄 제과시장 선점, 해외 제과시장 확대 등의 장기 성장기반이 뚜렷하기 때문이다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 1,550,000원으로 상향한다.

매일유업을 중소형주 Top Pick으로 제시한다. 그 이유는 1) 음식료업종 내 2013년 이익 증가가 가장 두드러질 전망이다 2) 고수익품목인 조제분유의 판매량 회복과 수출 확대, 3) CVS 채널 중심의 신규 Killer Item 확보, 4) 성공적인 프리미엄화 등이 긍정적이기 때문이다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 45,000원으로 상향한다.

표 8. Top picks 영업실적 전망 요약

구분		Top picks	
		오리온 매수(유지)	매일유업 매수(유지)
투자의견			
목표주가(원)		1,550,000	45,000
현 주가(원)		1,085,000	32,700
상승여력(%)		42.9	37.6
매출액 (억원)	2011	19,143	9,444
	2012F	23,051	10,364
	2013F	27,500	11,535
영업이익 (억원)	2011	2,100	155
	2012F	3,020	332
	2013F	3,699	471
순이익 (억원)	2011	1,105	45
	2012F	1,959	231
	2013F	2,517	335
지배주주순이익 (억원)	2011	994	-
	2012F	1,766	-
	2013F	2,270	-
영업이익률 (%)	2011	11.0	1.6
	2012F	13.1	3.2
	2013F	13.5	4.1
순이익률 (%)	2011	5.8	0.5
	2012F	8.5	2.2
	2013F	9.2	2.9
EPS		42,191	2,502
EPS *		38,050	2,502
PER *		28.5	13.8
BPS		195,287	24,450
PBR		5.6	1.4

주1: 투자지표는 2013년 예상치 기준

주2: EPS*와 PER*는 지배주주순이익 기준

주3: 오리온은 K-IFRS 연결, 매일유업은 K-IFRS 별도 기준

자료: IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Company Analysis

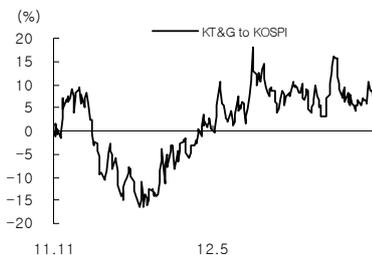
기업명	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	매수(유지)	102,000원
오리온(001800)	매수(유지)	1,550,000원
농심(004370)	매수(유지)	300,000원
빙그레(005180)	매수(유지)	130,000원
동원산업(006040)	매수(유지)	380,000원
대상(001680)	매수(유지)	35,000원
매일유업(005990)	매수(유지)	45,000원

매수(유지)

목표주가 **102,000원**
현재가 (11/27) 84,600원

KOSPI (11/27)	1,925.20pt
시가총액	11,615십억원
발행주식수	137,292천주
액면가	5,000원
52주 최고가	92,000원
최저가	71,000원
60일 일평균거래대금	24십억원
외국인 자본율	58.7%
배당수익률 (11.12월)	3.8%
주주구성	
중소기업은행	6.93%
LF EM EQ 외 44 인	6.07%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	2% 12% 10%
절대기준	0% 6% 1%

상대주가(%)



KT&G (033780)

기업가치 상승의 불꽃을 피우다!

2012년 재기(再起)에 성공, 2013년에도 안정적인 흐름 예상

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 27,914억원(+4.4%, yoy)과 영업이익 11,311억원(+5.1%, OPM 40.5%)으로 추정된다. 실적향상 요인은 1)내수 담배: 시장점유율 상승(2011년 59.0%→2012년 62.2%→2013년 62.5% 예상)에 따른 판매량 2.0% 증가와 고가 담배의 매출비중(2,500원 이상, 2011년 73.6%→2012년 75.3%→2013년 76.0% 예상) 확대에 따른 ASP 1.6% 상승, 2)수출 담배: 영업지역 확대와 신제품 출시(지난 11월 '토니노 람보르기니' 중국과 홍콩 수출 시작)에 따른 판매호조 지속 등으로 요약된다.

한국인삼공사, 2013년 실적회복 국면 예상

한국인삼공사의 2013년 실적은 매출액 9,359억원(+8.9%, yoy)과 영업이익 1,777억원(+16.8%, OPM 19.0%)으로 추정된다. 매출성장 요인은 1)국내: 제품 라인업 강화와 가격 체제 재정립(유통채널별 수수료율 조정), 2)해외: 중화권 재고조정 완료에 따른 판매량 회복과 수출지역 확대 등으로 요약된다. 매출성장과 동시에 수익성도 향상될 전망이다. 이는 1)2012년 기저효과, 2)국내 영업환경 개선, 3)마케팅비용 절감 등에서 기인하며 점진적인 회복 국면에 진입할 것으로 예상된다.

투자 의견 매수와 목표주가 102,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)국내외 담배사업의 호 실적 지속, 2)홍삼사업의 실적회복 가능성, 3)배당주 매력(2011년 시가배당률 4.5%), 4)담배가격 인상 기대감 등이 주가 흐름에 긍정적으로 반영될 전망이다. 2013년 실적 추정치를 수정했으나, 목표주가 변동폭이 미미하여 기존의 102,000원을 유지한다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,461	3,723	4,014	4,233	4,481
영업이익	1,140	1,121	1,113	1,258	1,352
세전이익	1,406	1,161	1,149	1,294	1,395
지배주주순이익	1,032	816	835	947	1,021
EPS(원)	7,516	5,944	6,082	6,901	7,437
증가율(%)	22.4	-20.9	2.3	13.5	7.8
영업이익률(%)	32.9	30.1	27.7	29.7	30.2
순이익률(%)	29.8	21.9	20.4	22.0	22.4
ROE(%)	24.2	17.5	16.7	17.3	16.8
PER	8.6	13.7	13.9	12.3	11.4
PBR	2.0	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	6.2	8.3	8.7	7.7	7.2

주: K-IFRS 연결 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,461	3,723	4,014	4,233	4,481
매출원가	1,447	1,608	1,707	1,769	1,862
매출총이익	2,015	2,115	2,307	2,464	2,619
매출총이익률 (%)	58.2	56.8	57.5	58.2	58.5
판매비	934	1,023	1,169	1,192	1,255
판매비율 (%)	27.0	27.5	29.1	28.1	28.0
조정영업이익	1,081	1,092	1,139	1,272	1,365
조정영업이익률 (%)	31.2	29.3	28.4	30.1	30.5
기타영업손익	59	29	-26	-15	-12
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	-6	15	-35	-17	-16
기타	65	14	10	3	4
영업이익	1,140	1,121	1,113	1,258	1,352
영업이익률 (%)	32.9	30.1	27.7	29.7	30.2
EBITDA	1,289	1,278	1,280	1,418	1,503
EBITDA마진율 (%)	37.2	34.3	31.9	33.5	33.6
순금융손익	266	39	34	32	37
이자손익	20	31	26	32	37
기타	246	9	8	0	0
기타영업외손익	0	0	0	3	4
외환기타손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	3	4
중속공동자비및관계기업관련손익	0	1	2	2	2
세전이익	1,406	1,161	1,149	1,294	1,395
법인세	375	344	329	362	391
계속사업이익	1,031	817	820	932	1,004
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,031	817	820	932	1,004
당기순이익률 (%)	29.8	21.9	20.4	22.0	22.4
자배주주당순이익	1,032	816	835	947	1,021
비자배주주당순이익	-1	1	-15	-16	-17
기타포괄이익	-125	-79	-3	0	0
총포괄이익	906	738	817	932	1,004
총포괄이익률 (%)	26.2	19.8	20.3	22.0	22.4

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	7516	5,944	6,082	6,901	7,437
EPS ² (원)	7508	5,950	5,974	6,788	7,315
BPS ¹ (원)	32,726	32,992	36,114	40,169	44,935
CPS (원)	9,419	9,339	9,102	7,795	8,193
DPS (원)	3,000	3,200	3,200	3,000	3,200
PER ¹ (배)	8.6	13.7	13.9	12.3	11.4
PBR ¹ (배)	2.0	2.5	2.3	2.1	1.9
PCR(배)	6.9	8.7	9.3	10.9	10.3
EV/EBITDA(배)	6.2	8.3	8.7	7.7	7.2
배당성익률 (%)	4.6	3.9	3.8	3.5	3.8
성장성					
매출액증가율 (%)	-4.5	7.6	7.8	5.4	5.9
영업이익증가율 (%)	-1.4	-1.7	-0.7	13.0	7.5
EBITDA증가율 (%)	-1.5	-0.9	0.2	10.8	6.0
순이익증가율 (%)	21.3	-20.7	0.4	13.6	7.8
EPS ¹ 증가율 (%)	22.4	-20.9	2.3	13.5	7.8
수익성					
ROE ¹ (%)	24.2	17.5	16.7	17.3	16.8
ROA (%)	18.8	13.6	12.3	12.8	13.0
ROIC (%)	34.0	24.5	24.1	28.2	28.6
안정성					
유동비율 (%)	363.3	351.8	295.5	357.9	431.7
부채비율 (%)	25.6	28.5	33.6	28.3	24.0
차입금/EBITDA(배)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(배)	332.1	257.9	107.4	156.3	170.7
활동성					
매출채환전율(배)	6.5	5.8	4.7	4.3	4.2
재고채환전율(배)	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9
매입채무회전율(배)	76.3	58.9	54.1	62.4	65.7
차입채환전율(배)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

주: ¹ 지배주주기준, ² 지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	2,415	2,761	3,001	2,976	2,969
유형자산	1,511	1,584	1,613	1,464	1,324
무형자산	63	259	247	235	225
투자자산	367	325	480	535	595
투자부동산	121	188	218	252	292
기타 비유동자산	353	405	443	488	534
유동자산	3,362	3,515	4,091	4,514	5,042
재고자산	1,497	1,572	1,323	1,460	1,584
유가증권	16	12	1	1	1
매출채권	537	753	951	1,030	1,123
기타유동자산	330	370	1,065	1,153	1,276
현금및현금성자산	981	808	751	870	1,058
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,777	6,276	7,091	7,490	8,011
비유동부채	253	392	401	393	381
사채	0	13	12	12	12
장기차입금	2	13	12	12	12
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	252	367	377	370	357
유동부채	925	999	1,384	1,261	1,168
단기차입금	67	83	106	101	98
매입채무및기타채무	44	82	67	69	67
유동성장기부채	1	3	3	3	3
기타유동부채	814	831	1,209	1,088	1,000
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,179	1,391	1,785	1,654	1,549
자배주주지분	4,556	4,788	5,205	5,750	6,394
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	491	491	491	491
자본조정등	-217	-344	-344	-344	-344
기타포괄이익누계액	13	-47	-51	-51	-51
이익잉여금	3,318	3,733	4,153	4,698	5,342
비자배주주지분	42	97	101	85	69
자본총계	4,598	4,885	5,306	5,836	6,463

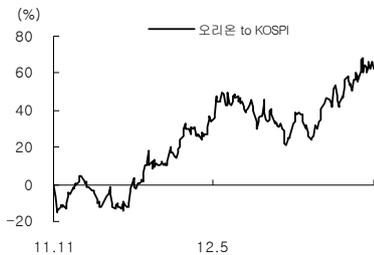
현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	845	757	1,466	893	948
당기순이익	1,031	817	820	932	1,004
현금유출이 없는비용 및 수익	262	465	430	138	121
유형자산인양분비	148	153	154	149	140
무형자산상각비	1	4	13	12	11
외환손익	0	0	1	10	8
유형자산처분손익(이익)	-100	-42	20	0	0
이자비용(수익)	0	0	-7	-32	-37
기타	213	350	248	0	-1
영업활동으로인한자산부채변동	-194	-171	455	-209	-214
매출채권및기타채권의감소	-30	-170	77	-79	-94
재고자산의감소	14	15	280	-137	-124
매입채무및기타채무의증가	1	-4	-5	2	-2
기타	-180	-11	104	5	5
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-254	-355	-239	32	37
투자활동으로인한현금흐름	154	-429	-1,029	-239	-280
투자자산의 감소(증가)	243	-212	-19	-90	-99
유형자산의 감소	36	33	22	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	212	289	204	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	7	-3	0	0
기타	76	-19	-910	-63	-61
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	24	51	85	-86	-120
재무활동으로인한현금흐름	-333	-501	-526	-535	-481
장기차입금의증가(감소)	-63	-53	60	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	17	0	0	0	0
기타	27	-118	236	-153	-75
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-313	-330	-822	-382	-406
현금의 증가	665	-174	-57	119	187
기초현금	317	981	808	751	870
기말현금	981	808	751	870	1,058

매수(유지)

목표주가 **1,550,000원**
현재가 (11/27) 1,085,000원

KOSPI (11/27)	1,925.20pt
시가총액	6,473십억원
발행주식수	5,966천주
액면가	5,000원
52주 최고가	1,112,000원
최저가	584,000원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	38.2%
배당수익률 (11.12월)	0.3%
주주구성	
이화경 외 9 인	31.50%
국민연금공단	5.98%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	4% 25% 68%
절대기준	2% 18% 55%

상대주가(%)



오리온 (001800)

World-Class로 가는 길!

2012년에 이어 2013년에도 호실적 지속될 전망

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 8,482억원(+6.0%, yoy)과 영업이익 824억원(+13.3%, OPM 9.7%)으로 추정된다. 실적향상 요인은 1)주력 제품의 판매량 증가, 2)제품가격 인상 효과(지난 9월 ‘초코파이’ 25.0% 인상), 3)신제품 출시(‘치킨팝’ 8월 출시, 월 매출액 약 20억원), 4)일본 수출 확대 등으로 요약된다. 최근 경기 둔화 속 소비심리 위축과 기업형 마트 의무휴일제 적용 영향 등으로 성장률이 다소 둔화된 모습이나, 동사는 상기한 점을 통해 경쟁사보다 양호한 실적 흐름을 나타낼 전망이다.

해외 제과사업, 일취월장(日就月將)!

해외 제과사업의 고성장도 지속될 전망이며 2013년 실적은 매출액 15,313억원(+33.9%, yoy)과 영업이익 1,808억원(+39.5%, OPM 11.8%)으로 추정된다. 특히, 중국 법인은 1)영업지역 확대, 2)제품 카테고리 확장, 3)고수익 전통채널 매출비중 확대(2011년 20%→2012년 30%→2013년 38% 예상), 4)마케팅비용 절감(매출대비 비율 2011년 20%→2012년 19%→2013년 18% 예상) 등으로 매출액 12,954억원(+35.1%)과 영업이익 1,531억원(+40.5%, OPM 11.8%)을 기록할 전망이다. 또한 장기적으로 2014년에 심양공장이 신규 가동되면서 현지 양과자시장 1위 기업으로 성장할 수 있다고 판단된다.

투자 의견 매수 유지 및 목표주가 1,550,000원으로 상향

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)음식료업종 내 성장성이 뛰어나고 2)프리미엄 제과시장 선점, 해외 제과시장 확대 등의 장기 성장기반이 뚜렷하기 때문이다. 목표주가는 적용 회계연도 변경(Forward 12개월→2013년)과 실적 추정치 수정 등을 반영하여 1,550,000원으로 상향하며, 이는 SOTP Valuation 방식을 통해 산출한 값이다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,621	1,914	2,305	2,750	3,336
영업이익	168	210	302	370	458
세전이익	289	176	280	361	452
지배주주순이익	191	99	177	227	284
EPS(원)	32,098	16,660	29,609	38,050	47,573
증가율(%)	901.5	-48.1	77.7	28.5	25.0
영업이익률(%)	10.4	11.0	13.1	13.5	13.7
순이익률(%)	12.8	5.8	8.5	9.2	9.4
ROE(%)	34.7	13.0	18.5	19.9	20.6
PER	12.0	40.7	36.6	28.5	22.8
PBR	4.2	5.2	6.8	5.6	4.5
EV/EBITDA	10.4	14.8	18.0	15.6	13.0

주: K-IFRS 연결 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,621	1,914	2,305	2,750	3,336
매출원가	911	1,077	1,262	1,502	1,806
매출총이익	710	837	1,043	1,248	1,530
매출총이익률(%)	43.8	43.7	45.3	45.4	45.9
판매비	542	624	744	882	1,073
판매비율(%)	33.4	32.6	32.3	32.1	32.2
조정영업이익	168	213	299	366	457
조정영업이익률(%)	10.4	11.1	13.0	13.3	13.7
기타영업손익	0	-3	3	4	1
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	1	2	1
기타	0	-3	2	1	0
영업이익	168	210	302	370	458
영업이익률(%)	10.4	11.0	13.1	13.5	13.7
EBITDA	294	320	391	443	522
EBITDA이익률(%)	18.1	16.7	17.0	16.1	15.7
순금융손익	-36	-32	-20	-7	-6
이자손익	-37	-28	-26	-21	-10
기타	1	-4	7	13	4
기타영업외손익	1	0	0	0	0
외환기타손익	-1	0	0	0	0
기타	2	0	0	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	156	-2	-2	-1	0
세전이익	289	176	280	361	452
법인세	88	65	85	110	137
계속사업이익	208	110	196	252	315
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	208	110	196	252	315
당기순이익률(%)	12.8	5.8	8.5	9.2	9.4
자배주주당순이익	191	99	177	227	284
비자배주주당순이익	17	11	19	25	31
기타포괄이익	0	11	-4	0	0
총포괄이익	0	121	192	252	315
총포괄이익률(%)	0.0	6.3	8.3	9.2	9.4

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	32,098	16,660	29,609	38,050	47,573
EPS ² (원)	34,925	18,526	32,831	42,191	52,750
BPS ¹ (원)	91,326	131,383	160,407	195,287	239,063
CPS(원)	32,940	58,603	60,193	55,187	64,433
DPS(원)	2,250	3,000	3,000	3,000	3,000
PER ¹ (배)	12.0	40.7	36.6	28.5	22.8
PBR ¹ (배)	4.2	5.2	6.8	5.6	4.5
PCR(배)	11.7	11.6	18.0	19.7	16.8
EV/EBITDA(배)	10.4	14.8	18.0	15.6	13.0
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
성장성					
매출액증가율(%)	5.1	18.1	20.4	19.3	21.3
영업이익증가율(%)	17.8	24.8	43.8	22.5	23.8
EBITDA증가율(%)	-26.6	8.8	22.2	13.2	18.0
순이익증가율(%)	329.3	-46.9	77.3	28.5	25.0
EPS ¹ 증가율(%)	901.5	-48.1	77.7	28.5	25.0
수익성					
ROE ¹ (%)	34.7	13.0	18.5	19.9	20.6
ROA(%)	10.7	5.1	7.9	8.8	9.5
ROIC(%)	18.8	8.4	13.7	17.3	20.6
안정성					
유동비율(%)	91.2	108.8	131.3	145.3	162.5
부채비율(%)	159.9	129.8	124.7	118.2	106.6
차입금/EBITDA(배)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
이자보상배율(배)	3.6	5.7	7.5	8.1	9.8
활동성					
매출채권회전율(배)	14.0	14.4	14.1	14.5	14.4
재고자산회전율(배)	10.5	7.8	8.8	9.6	9.6
매입채무회전율(배)	20.3	25.8	27.0	27.1	26.9
총자산회전율(배)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비자배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

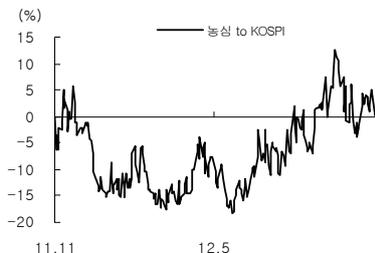
재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	1,184	1,421	1,476	1,534	1,604
유형자산	972	1,234	1,304	1,319	1,337
무형자산	104	93	77	80	87
투자자산	69	28	29	33	37
투자부동산	0	15	15	15	15
기타 비유동자산	38	50	51	87	127
유동자산	804	899	1,176	1,557	1,941
재고자산	221	269	256	315	382
유가증권	0	1	1	1	1
매출채권	110	156	171	210	254
기타유동자산	370	258	289	357	432
현금및현금성자산	103	215	460	675	871
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,988	2,320	2,652	3,091	3,544
비유동부채	341	484	576	603	634
사채	120	120	219	219	219
장기차입금	152	256	237	237	237
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	70	108	119	147	178
유동부채	882	826	896	1,072	1,194
단기차입금	299	250	279	343	416
매입채무및기타채무	68	80	91	112	136
유동성장기부채	176	139	134	134	134
기타유동부채	339	358	392	483	509
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,223	1,310	1,472	1,675	1,829
자배주지분	649	877	1,034	1,245	1,513
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	136	64	64	64	64
자본조정등	-42	-18	-17	-17	-17
기타포괄이익누계액	60	12	10	10	10
이익잉여금	466	789	946	1,157	1,425
비자배주지분	116	133	147	171	202
자본총계	765	1,010	1,181	1,417	1,715

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	179	170	177	235	291
당기순이익	208	110	196	252	315
현금유출이 없는비용 및 수익	-12	239	163	78	70
유형자산인양분비	84	62	61	56	51
무형자산상각비	42	48	28	17	13
외환손익	0	0	0	2	1
유형자산처분손익(이익)	1	-2	3	0	0
이자비용(수익)	4	28	26	21	10
기타	-143	103	45	-18	-5
영업활동으로인한자산부채변동	-17	-45	-124	-74	-84
매출채권및기타채권의감소	18	-15	-13	-39	-45
재고자산의감소	-33	-28	12	-59	-67
매입채무및기타채무의증가	-19	-11	2	21	24
기타	17	10	-125	3	4
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	0	-135	-58	-21	-10
투자활동으로인한현금흐름	40	-99	-129	-180	-202
투자자산의 감소(증가)	298	40	-2	-4	-4
유형자산의 감소	8	35	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	204	190	140	70	70
무형자산의 감소(증가)	-11	-1	-1	-20	-20
기타	-4	4	4	-21	-35
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-46	13	7	-64	-73
재무활동으로인한현금흐름	-235	14	197	160	107
장기차입금의증가(감소)	21	71	51	0	0
사채의증가(감소)	-30	9	50	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	8	-11	128	111	50
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-234	-56	-32	48	57
현금의 증가	-5	90	244	215	196
기초현금	108	103	215	460	675
기말현금	103	215	460	675	871

매수(유지)

목표주가	300,000원		
현재가 (11/27)	254,000원		
KOSPI (11/27)	1,925.20pt		
시가총액	1,545십억원		
발행주식수	6,083천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	285,000원		
최저가	204,000원		
60일 일평균거래대금	10십억원		
외국인 지분율	26.2%		
배당수익률 (11.12월)	1.6%		
주주구성			
농심홀딩스 외 4 인	45.49%		
국민연금공단	6.12%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	15%	17%
절대기준	1%	9%	8%

상대주가(%)



농심 (004370)

2013년 실적회복 가시화될 전망!

2013년 매출감소보다 수익성 개선에 주목

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 19,442억원(-2.8%, yoy) 과 영업이익 1,259억원(+6.5%, OPM 6.5%)으로 추정된다. 라면사업의 1) 2012년 상반기 기저효과와 시장점유율 회복에 따른 판매량 6.9% 증가, 2) 프리미엄화에 따른 ASP 1.5% 상승, 3)신제품 '블랙신컵(10월 매출액 약 20억원)' 판매호조 등은 긍정적이나 스낵 시장점유율 하락, 12월 '삼다수' 판매계약 만료 등으로 인해 매출감소가 불가피할 전망이다. 다만, 소폭에 그칠 것이며 수익성은 2012년 일회성요인 제거(1분기 과징금 반영), 라면 판매량 회복에 따른 고정비 감소 등에 따라 회복될 것으로 예상된다.

라면 안전성 이슈 발생, 하지만 신제품 판매호조로 커버 가능

2012년 고점(10/12일 285,000원) 기준 동사의 주가는 저점대비 39.7% 상승했다. 이는 2011년 3분기부터 하락했던 라면 시장점유율이 2012년 1분기 62.2%→2분기 63.7%→7월 65.3%→8월 67.9%→9월 69.2%까지 회복되었기 때문이다. 하지만 벤조피렌 검출 이슈가 발생하면서 10월 68.0%로 하락했으며 주가도 약세를 보였다. 11월 추가적인 시장점유율 하락이 예상되거나 점차 회복될 전망이며, 최근 '블랙신컵' 판매호조와 '신라면블랙(봉지면)' 재출시, 수출량 증가 등을 통해 커버해나갈 것으로 보인다.

투자 의견 매수와 목표주가 300,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 300,000원을 유지한다. 10월 라면 벤조피렌 검출 이슈로 인한 판매위축과 '삼다수' 판매계약 만료 등은 우려 요인이나 최근 신제품 판매호조와 제품 라인업 강화, 수출 확대 등이 긍정적으로 판단되기 때문이다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,895	1,971	2,000	1,944	2,022
영업이익	107	110	118	126	140
세전이익	161	128	42	145	169
당기순이익	124	86	9	110	128
EPS(원)	20,442	14,167	1,502	18,109	21,071
증가율(%)	-2.4	-30.7	-89.4	1,106.0	16.4
영업이익률(%)	5.7	5.6	5.9	6.5	6.9
순이익률(%)	6.6	4.4	0.5	5.7	6.3
ROE(%)	9.9	6.2	-0.4	7.4	8.1
PER	10.0	16.4	169.2	14.0	12.1
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	8.4	7.6	6.2	5.3

주: K-IFRS 별도 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,895	1,971	2,000	1,944	2,022
매출원가	1,377	1,464	1,471	1,423	1,477
매출총이익	518	507	530	522	545
매출총이익률(%)	27.3	25.7	26.5	26.8	27.0
판매비	411	409	428	412	425
판매비율(%)	21.7	20.7	21.4	21.2	21.0
조정영업이익	107	98	101	110	120
조정영업이익률(%)	5.7	5.0	5.1	5.6	5.9
기타영업손익	0	12	17	16	20
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	12	17	16	20
영업이익	107	110	118	126	140
영업이익률(%)	5.7	5.6	5.9	6.5	6.9
EBITDA	181	174	189	203	208
EBITDA마진율(%)	9.6	8.8	9.5	10.5	10.3
순금융손익	24	18	32	19	29
이자손익	24	18	19	26	34
기타	0	0	13	-6	-6
기타영업외손익	30	0	-108	0	0
외환기타손익	5	0	0	0	0
기타	25	0	-108	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	161	128	42	145	169
법인세	36	42	33	35	41
계속사업이익	124	86	9	110	128
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	124	86	9	110	128
당기순이익률(%)	6.6	4.4	0.5	5.7	6.3
자배주주당순이익	124	86	-6	110	128
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-23	1	0	0
총포괄이익	0	63	10	110	128
총포괄이익률(%)	0.0	3.2	0.5	5.7	6.3

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	20,442	14,167	1,502	18,109	21,071
EPS ² (원)	20,442	14,167	1,502	18,109	21,071
BPS ¹ (원)	213,287	239,722	235,765	250,587	268,266
CPS(원)	37,727	34,611	16,358	25,014	24,145
DPS(원)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
PER ¹ (배)	10.0	16.4	169.2	14.0	12.1
PBR ¹ (배)	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
PCR(배)	5.4	6.7	15.5	10.2	10.5
EV/EBITDA(배)	6.8	8.4	7.6	6.2	5.3
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6
성장성					
매출액증가율(%)	2.7	4.0	1.5	-2.8	4.0
영업이익증가율(%)	2.0	2.7	7.3	6.5	11.5
EBITDA증가율(%)	-0.6	-4.0	8.7	7.4	2.3
순이익증가율(%)	-2.4	-30.7	-89.4	1,106.0	16.4
EPS ¹ 증가율(%)	-2.4	-30.7	-89.4	1,106.0	16.4
수익성					
ROE ¹ (%)	9.9	6.2	-0.4	7.4	8.1
ROA(%)	6.6	4.2	0.4	5.0	5.6
ROIC(%)	16.6	11.4	1.2	15.2	19.7
안정성					
유동비율(%)	138.6	136.5	167.7	196.4	221.3
부채비율(%)	47.9	46.8	49.4	45.7	44.3
차입금/EBITDA(배)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(배)	41.2	37.4	39.8	38.3	41.9
활동성					
매출채권회전율(배)	13.8	12.9	12.1	11.3	11.7
재고자산회전율(배)	16.9	17.0	15.3	14.7	15.1
매입채무회전율(배)	6.3	6.3	6.5	6.6	6.8
총자산회전율(배)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

주: ¹지배주주기준, ²지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	1,142	1,353	1,147	1,069	1,002
유형자산	947	930	910	836	771
무형자산	11	20	17	14	11
투자자산	162	190	188	188	188
투자부동산	0	190	0	0	0
기타 비유동자산	22	22	32	32	33
유동자산	793	818	1,020	1,172	1,369
재고자산	103	129	134	131	136
유가증권	21	18	17	17	18
매출채권	147	158	174	170	177
기타유동자산	424	460	481	472	489
현금및현금성자산	98	53	214	381	549
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,935	2,170	2,167	2,240	2,371
비유동부채	55	93	108	106	110
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	55	93	108	106	110
유동부채	572	599	608	597	618
단기차입금	59	101	110	108	112
매입채무및기타채무	307	314	297	291	302
유동성장기부채	37	0	0	0	0
기타유동부채	169	184	201	198	205
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	627	692	716	703	728
자배주주지분	1,308	1,478	1,451	1,538	1,643
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	376	126	124	124	124
자본조정등	-81	-81	-75	-75	-75
기타포괄이익누계액	11	3	0	0	0
이익잉여금	972	1,400	1,371	1,458	1,563
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,308	1,478	1,451	1,538	1,643

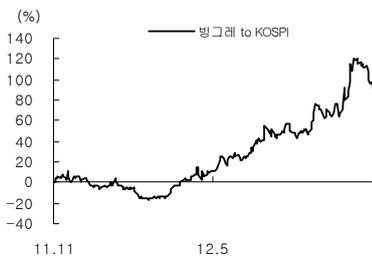
현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	226	112	49	177	182
당기순이익	124	86	9	110	128
현금유출이 없는비용 및 수익	105	124	90	42	19
유형자산인양분비	71	61	68	74	65
무형자산상각비	3	4	4	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	-1	0	1	0	0
이자비용(수익)	0	-18	-17	-26	-34
기타	32	78	35	-10	-15
영업활동으로인한현금부채변동	-3	-74	-48	-1	1
매출채권및기타채권의감소	-19	-11	-16	3	-6
재고자산의감소	15	-26	-6	3	-5
매입채무및기타채무의증가	17	7	-17	-6	11
기타	-17	-43	-9	-1	1
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	0	-24	-2	26	34
투자활동으로인한현금흐름	-181	-136	120	11	-18
투자자산의 감소(증가)	-24	-22	190	0	0
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	104	73	45	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
기타	-2	-1	-5	2	0
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-52	-40	-19	9	-18
재무활동으로인한현금흐름	-31	-22	6	-22	4
장기차입금의증가(감소)	0	1	4	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-13	0	41	3	23
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-18	-23	-39	-25	-19
현금의 증가	14	-45	161	167	168
기초현금	84	98	53	214	381
기말현금	98	53	214	381	549

매수(유지)

목표주가 130,000원
현재가 (11/27) 112,500원

KOSPI (11/27)	1,925.20pt
시가총액	1,108십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	131,500원
최저가	54,900원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	22.8%
배당수익률 (11.12월)	1.9%
주주구성	
김호연 외 3 인	38.34%
Templeton Investment Counsel LLC 외 4 인	6.81%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	5% 74% 97%
절대기준	3% 65% 82%

상대주가(%)



빙그레 (005180)

장수 브랜드의 힘을 드러내다!

2013년에도 실적 안정성이 부각될 전망

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 8,498억원(+7.0%, yoy) 과 영업이익 830억원(+16.7%, OPM 9.8%)으로 추정된다. 실적향상 요인은 1)‘아카펠라’와 ‘끌레도르’ 등 신규 Killer Item 확보, 2)중국인 관광객 증가 속 ‘바나나맛우유’ 판매호조, 3)빙과 영업환경 개선에 따른 판매회복, 4)러시아와 브라질 등으로의 수출 확대, 5)안정적인 원가 흐름 등으로 요약되며 2012년에 이어 실적 안정성이 부각될 전망이다.

올해 ‘수출 제한’ 편견 극복, 수출 확대 통한 성장성 확보 긍정적

과거 동사의 약점은 유제품 특성 상 유통기한이 짧고 수출 확대가 어렵다는 것이었다. 최근 러시아와 브라질 등으로의 스낵 ‘꽃게랑’과 빙과 ‘메로나’ 수출액이 증가하기는 했으나, 중국 시장과 유제품 비중은 미미했다. 하지만 올해 5월부터 중국 ‘바나나맛우유’ 수출량이 급증했고 수출액도 2011년 5억원→2012년 100억원으로 증가할 전망이다. 한국과 달리 멸균팩(살균처리 6주 소요)으로 생산되며 고가임에도 불구하고 맛에 대한 소비자 반응은 긍정적이다. 수출이 제한적이라는 편견은 극복했다고 판단되며, 장기적으로 수출 확대를 통한 성장성 확보에 주목할 필요가 있다.

투자의견 매수 유지 및 목표주가 130,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)브랜드충성도가 높은 장수 브랜드 중심의 판매호조, 2)신규 Killer Item 확보, 3)중국 수출 확대를 통한 Valuation Level-up 요인 발생 등이 긍정적으로 판단되기 때문이다. 목표주가는 영업가치를 고려하여 산출했으며 적용 회계연도(Forward 12개월→2013년), 실적 추정치, Target PER 등을 수정하여 130,000원으로 상향 조정한다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	685	721	794	850	906
영업이익	63	49	71	83	92
세전이익	64	52	76	89	100
당기순이익	49	40	58	67	76
EPS(원)	4,964	4,050	5,888	6,822	7,718
증가율(%)	0.2	-18.4	45.4	15.9	13.1
영업이익률(%)	9.2	6.8	9.0	9.8	10.2
순이익률(%)	7.1	5.5	7.3	7.9	8.4
ROE(%)	13.9	10.4	13.8	14.2	14.2
PER	11.3	14.7	19.1	16.5	14.6
PBR	1.5	1.5	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.4	7.0	10.9	9.2	8.0

주: K-IFRS 별도 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	685	721	794	850	906
매출원가	467	505	546	580	616
매출총이익	218	216	249	270	291
매출총이익률 (%)	31.9	30.0	31.3	31.8	32.1
판매비	155	166	178	188	200
판매비율 (%)	22.6	23.0	22.4	22.2	22.0
조정영업이익	63	50	71	82	91
조정영업이익률 (%)	9.2	7.0	8.9	9.6	10.0
기타영업손익	0	-1	0	1	1
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	1	1
영업이익	63	49	71	83	92
영업이익률 (%)	9.2	6.8	9.0	9.8	10.2
EBITDA	82	69	91	101	108
EBITDA마진율 (%)	11.9	9.6	11.5	11.9	11.9
순금융손익	5	6	5	6	8
이자손익	5	5	5	5	8
기타	0	1	1	0	0
기타영업외손익	-5	0	0	0	0
외환기타손익	0	0	0	0	0
기타	-5	0	0	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	0	-3	0	0	0
세전이익	64	52	76	89	100
법인세	15	12	18	21	24
계속사업이익	49	40	58	67	76
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	40	58	67	76
당기순이익률 (%)	7.1	5.5	7.3	7.9	8.4
자배주주당순이익	49	40	58	67	76
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	3	0	0
총포괄이익	0	36	61	67	76
총포괄이익률 (%)	0.0	5.1	7.6	7.9	8.4

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	4,964	4,050	5,888	6,822	7,718
EPS ² (원)	4,964	4,050	5,888	6,822	7,718
BPS ¹ (원)	37,871	39,844	44,930	50,697	57,358
CPS (원)	7,606	7,726	9,797	7,970	8,340
DPS (원)	1,400	1,200	1,200	1,200	1,200
PER ¹ (배)	11.3	14.7	19.1	16.5	14.6
PBR ¹ (배)	1.5	1.5	2.5	2.2	2.0
PCR(배)	7.4	7.7	11.5	14.1	13.5
EV/EBITDA(배)	5.4	7.0	10.9	9.2	8.0
배당수익률 (%)	2.5	2.0	1.1	1.1	1.1
성장성					
매출액증가율 (%)	9.0	5.2	10.2	7.0	6.6
영업이익증가율 (%)	4.4	-22.4	44.9	16.7	11.1
EBITDA증가율 (%)	4.8	-15.6	32.4	10.8	6.5
순이익증가율 (%)	0.2	-18.4	45.4	15.9	13.1
EPS ¹ 증가율 (%)	0.2	-18.4	45.4	15.9	13.1
수익성					
ROE ¹ (%)	13.9	10.4	13.8	14.2	14.2
ROA (%)	10.9	8.3	11.1	11.6	11.8
ROIC (%)	23.6	17.2	22.9	27.2	32.4
안정성					
유동비율 (%)	329.3	359.4	394.7	470.5	538.0
부채비율 (%)	27.0	24.5	23.4	21.6	20.2
차입금/EBITDA(배)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(배)	226.8	157.7	208.6	268.3	300.8
활동성					
매출채환전율(배)	12.7	12.2	12.6	12.8	12.9
재고채환전율(배)	31.3	23.3	19.5	19.8	19.8
매입채환전율(배)	20.2	18.2	17.1	16.9	17.1
총채환전율(배)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

주: ¹ 지배주주기준, ² 지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

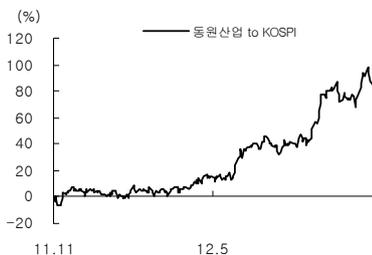
재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	224	236	232	212	202
유형자산	186	192	195	177	162
무형자산	1	2	2	2	2
투자자산	22	22	23	22	25
투자부동산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	15	21	12	11	13
유동자산	250	255	317	397	480
재고자산	22	40	42	44	47
유가증권	0	0	45	50	55
매출채권	57	61	65	68	72
기타유동자산	49	42	45	47	53
현금및현금성자산	122	112	119	188	253
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	475	492	549	610	682
비유동부채	25	26	24	24	26
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	9	9	9	9
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	16	17	15	15	17
유동부채	76	71	80	84	89
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	36	44	49	51	55
유동성장기부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	40	27	30	32	34
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	101	97	104	108	115
자배주주지분	374	395	445	501	567
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	5	6	8	8	8
이익잉여금	277	297	344	401	466
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	374	395	445	501	567

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	61	14	105	81	87
당기순이익	49	40	58	67	76
현금유출이 없는비용 및 수익	26	36	39	11	6
유형자산감가상각비	18	20	20	18	15
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	0	1	0	0
이자비용(수익)	0	-5	-5	-5	-8
기타	7	21	22	-2	-2
영업활동으로인한현금부채변동	-14	-48	15	-3	-3
매출채권및기타채권의감소	-7	-3	-5	-3	-5
재고자산의감소	0	-18	-2	-3	-3
매입채무및기타채무의증가	3	8	6	2	3
기타	-10	-35	16	0	1
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	0	-14	-7	5	8
투자활동으로인한현금흐름	-24	-13	-61	-5	-15
투자자산의 감소(증가)	0	-3	2	1	-3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	23	27	24	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	8	1	-2
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-1	17	-48	-6	-10
재무활동으로인한현금흐름	-7	-12	-40	-8	-6
장기차입금의증가(감소)	2	2	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	4	0	-18	3	4
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-12	-13	-22	-11	-11
현금의 증가	30	-10	7	68	65
기초현금	92	122	112	119	188
기말현금	122	112	119	188	253

매수(유지)

목표주가	380,000원		
현재가 (11/27)	303,000원		
KOSPI (11/27)	1,925.20pt		
시가총액	1,019십억원		
발행주식수	3,363천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	323,500원		
최저가	155,000원		
60일 일평균거래대금	2십억원		
외국인 지분율	3.3%		
배당수익률 (11.12월)	1.1%		
주주구성			
동원엔터프라이즈 외 7 인	60.83%		
KB자산운용	8.21%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	63%	95%
절대기준	3%	54%	80%

상대주가(%)



동원산업 (006040)

기업가치 상승 국면에 진입하다!

2012년 역기저효과에도 불구하고 실적향상 지속될 전망

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 8,526억원(+8.4%, yoy) 과 영업이익 1,476억원(+10.2%, OPM 17.3%)으로 추정된다. 2012년 역기저효과(High Base)에도 불구하고 호실적이 예상되는 이유는 수산사업부내 내 주력 어종인 선망참치 어획량 증가와 어가 상승 때문이다. 동사의 월평균 선망참치 어획량은 라니냐 영향으로 유리한 조업환경이 지속되어 13,500톤을 기록할 전망이다. 조업선박 2척 추가(투입시점 미정) 시 상향 조정이 가능하다. 또한 어가는 올해를 기점으로 Level-up 되었으며 글로벌 공급량 증가 제한적 vs. 수요 확대에 따라 장기적인 상승세가 예상된다.

자회사 스타키스트 실적개선과 동시에 양사 간 시너지효과 예상

자회사 스타키스트(지분율 82.4%) 실적도 개선될 전망이다. 동사는 2008년 10월에 미국 텔몬트社의 수산사업부내인 스타키스트를 인수했고, 2009~2010년 경기 침체 속 참치캔수요 증가와 제품가격 인상 등에 따라 큰 폭의 실적향상을 시현했다. 하지만 2011~2012년에는 선망참치 어가 상승에 따른 원가부담 증가와 공격적인 마케팅활동으로 인해 부진한 실적을 기록했다. 이러한 추세가 상반기에도 지속되었으나, 3분기부터 개선 중이며 제품가격 인상과 경영 효율성 증대 등으로 2013년에는 이익기여도가 높아질 전망이다. 또한 실적 외적인 측면에서 1)양사 간 상호작용에 따른 실적 불확실성 완화, 2)해외시장 진출의 교두보 마련 등도 긍정적이다.

투자의견 매수 유지 및 목표주가 380,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 380,000원으로 상향한다. 목표주가는 적용 회계연도(Forward 12개월→2013년)와 PER(실적 불확실성 완화에 근거), 실적 추정치 등을 수정하여 산출했다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	572	629	786	853	932
영업이익	104	89	134	148	163
세전이익	126	102	130	142	158
당기순이익	96	78	101	107	118
EPS(원)	28,515	23,082	30,027	31,706	35,132
증가율(%)	27.7	-19.1	30.1	5.6	10.8
영업이익률(%)	18.2	14.2	17.0	17.3	17.5
순이익률(%)	16.8	12.3	12.8	12.5	12.7
ROE(%)	26.4	17.7	19.4	17.4	16.5
PER	4.8	7.3	10.1	9.6	8.6
PBR	1.1	1.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.3	6.2	6.9	6.4	6.0

주: K-IFRS 별도 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	572	629	786	853	932
매출원가	393	517	626	676	737
매출총이익	179	112	160	177	194
매출총이익률(%)	31.2	17.8	20.4	20.7	20.8
판매비	75	22	26	29	31
판매비율(%)	13.0	3.6	3.4	3.4	3.4
조정영업이익	104	89	134	148	163
조정영업이익률(%)	18.2	14.2	17.0	17.3	17.5
기타영업이익	0	0	0	0	0
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	104	89	134	148	163
영업이익률(%)	18.2	14.2	17.0	17.3	17.5
EBITDA	123	128	177	183	193
EBITDA이익률(%)	21.5	20.3	22.5	21.4	20.7
순금융손익	-10	2	-4	-4	-4
이자손익	-10	-6	-4	-4	-4
기타	0	7	0	0	0
기타영업외손익	4	11	1	-2	-1
외환기타손익	5	0	5	1	1
기타	-1	11	-4	-3	-3
중속공동자비및관계기업관련손익	28	0	0	0	0
세전이익	126	102	130	142	158
법인세	30	24	29	36	39
계속사업이익	96	78	101	107	118
중간이익손익	0	0	0	0	0
당기이익	96	78	101	107	118
당기이익률(%)	16.8	12.3	12.8	12.5	12.7
자비투자이익손익	96	78	101	107	118
비자비투자이익손익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
총포괄이익	0	77	101	107	118
총포괄이익률(%)	0.0	12.2	12.8	12.5	12.7

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	28,515	23,082	30,027	31,706	35,132
EPS ² (원)	28,515	23,082	30,027	31,706	35,132
BPS ¹ (원)	120,168	140,372	167,410	195,883	227,779
CPS(원)	25,995	43,090	50,552	43,800	45,627
DPS(원)	3,000	3,000	3,250	3,250	3,250
PER ¹ (배)	4.8	7.3	10.1	9.6	8.6
PBR ¹ (배)	1.1	1.2	1.8	1.5	1.3
PCR(배)	5.3	3.9	6.0	6.9	6.6
EV/EBITDA(배)	6.3	6.2	6.9	6.4	6.0
배당수익률(%)	2.2	1.8	1.1	1.1	1.1
성장성					
매출액증가율(%)	-3.9	10.0	25.0	8.4	9.3
영업이익증가율(%)	33.2	-14.4	50.2	10.2	10.5
EBITDA증가율(%)	28.6	4.2	38.4	3.3	5.5
순이익증가율(%)	27.7	-19.1	30.1	5.6	10.8
EPS ¹ 증가율(%)	27.7	-19.1	30.1	5.6	10.8
수익성					
ROE ¹ (%)	26.4	17.7	19.4	17.4	16.5
ROA(%)	11.5	8.9	10.9	10.6	10.7
ROIC(%)	22.2	16.2	19.1	18.9	20.1
안정성					
유동비율(%)	73.3	128.8	174.2	217.4	261.5
부채비율(%)	114.1	85.2	71.0	59.2	50.3
차입금/EBITDA(배)	2.6	2.1	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(배)	6.3	7.1	11.0	11.9	12.4
활동성					
매출채환전율(배)	13.2	13.4	12.0	10.2	9.5
재고채환전율(배)	7.4	6.4	6.4	5.8	5.2
매입채환전율(배)	22.2	22.7	24.4	24.5	26.9
총자산회전율(배)	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8

주: ¹자비투자기준, ²자비 및 비자비 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	646	560	548	528	521
유형자산	396	382	381	345	316
무형자산	0	3	3	3	3
투자자산	245	148	162	176	199
투자부동산	0	24	0	0	0
기타 비유동자산	5	3	3	4	4
유동자산	220	320	419	525	634
재고자산	83	112	132	163	194
유가증권	0	15	16	20	27
매출채권	41	52	78	89	108
기타유동자산	85	98	133	153	191
현금및현금성자산	10	42	59	100	114
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	866	880	968	1,053	1,155
비유동부채	161	156	161	150	144
사채	30	0	0	0	0
장기차입금	72	96	99	99	99
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	60	61	62	51	45
유동부채	300	248	241	241	242
단기차입금	142	130	139	138	140
매입채무및기타채무	26	29	35	35	35
유동성장기부채	75	43	19	19	19
기타유동부채	58	46	48	49	49
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	461	405	402	391	387
자비투자자본	404	475	566	662	769
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	56	37	37	37	37
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	58	0	0	0	0
이익잉여금	273	421	512	607	715
비자비투자자본	0	0	0	0	0
자본총계	404	475	566	662	769

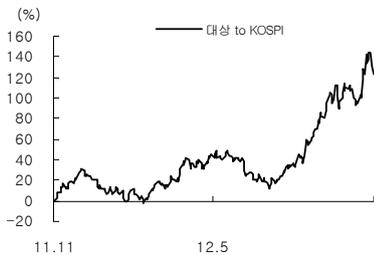
현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	84	63	127	102	99
당기이익	96	78	101	107	118
현금유출없는비용 및 수익	-8	67	69	41	35
유형자산감가상각비	18	39	43	35	30
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	1	0	0	0
이자비용(수익)	0	6	4	4	4
기타	-27	22	22	2	1
영업활동으로인한현금흐름변동	-4	-47	-29	-42	-50
매출채권및기타채권감소	-1	-7	-26	-11	-19
재고자산감소	-16	-31	-20	-31	-31
매입채무및기타채무증가	2	3	6	-1	0
기타	12	-12	12	0	0
영업관련이자비용법외 및 중년현금흐름	0	-35	-14	-4	-4
투자활동으로인한현금흐름	-50	-32	-57	-34	-63
투자자산의 감소(증가)	4	-7	24	-14	-22
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	59	38	42	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	3	0	2	0	1
투자관련이자비용법외 및 중년현금흐름	1	13	-42	-20	-42
재무활동으로인한현금흐름	-37	2	-58	-28	-22
장기차입금의증가(감소)	32	36	20	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	77	-23	-17	-13
재무관련이자비용법외 및 중년현금흐름	-69	-111	-55	-11	-9
현금의 증가	2	32	17	40	15
기초현금	8	10	42	59	100
기말현금	10	42	59	100	114

매수(유지)

목표주가 **35,000원**
현재가 (11/27) 28,000원

KOSPI (11/27)	1,925.20pt		
시가총액	976십억원		
발행주식수	36,018천주		
액면가	1,000원		
52주 최고가	30,500원		
최저가	12,200원		
60일 일평균거래대금	8십억원		
외국인 지분율	18.7%		
배당수익률 (11.12월)	0.4%		
주주구성			
대상홀딩스 외 2 인	44.50%		
국민연금공단	8.22%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	6%	58%	128%
절대기준	5%	49%	110%

상대주가(%)



대상 (001680)

실적모멘텀과 장기 성장성 확보!

2013년에도 사상 최대 실적 예상

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 17,589억원(+9.9%, yoy) 과 영업이익 1,396억원(+13.5%, OPM 7.9%)으로 추정되며, 사상 최대 실적을 달성할 전망이다. 식품부문은 1)소비환경 변화에 따른 가공식품 수요 확대, 2)2012년 하반기에 단행된 제품가격 인상(9월 '미원' 3.9~5.0% 등), 3)일본 수출 확대 등에 따른 호실적이 예상된다. 지난 7~9월 국제 옥수수 가격 단기 급등 영향이 2013년 1분기에 반영되어 전분당부문의 원가 상승은 불가피하나, B2B 중심의 사업 특성 상 제품가격 인상을 통해 안정적인 이익 흐름이 지속될 것으로 판단된다.

실적향상과 동시에 장기 성장기반 마련 중

올해 1~2월 동사에 대한 시장의 관심이 다소 낮아진 모습이였다. 이는 1) 2011년 주가 급등에 대한 부담감, 2)2012년 1분기 원가 상승, 3)대표이사 변경 이후 사업전략 수립 과정에서의 불확실성 우려 등에서 기인했다. 하지만 매분기 호실적을 기록하면서 다시 주목 받았고, 업종 내 주가상승률도 높았다. 2013년에도 실적향상에 따른 기업가치 상승이 예상되며, 아직 초기 단계이나 2011년부터 식자재 유통사업 기반을 다지는 중이고 김치와 조미료 등 핵심 품목을 내세워 장기 성장동력을 확보해나갈 전망이다.

투자 의견 매수 유지 및 목표주가 35,000원으로 상향

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)2012년에 이어 2013년에도 실적향상이 예상되며, 2)자회사 대상베스트코(지분율 70.0%)의 식자재 유통사업을 통해 장기 성장기반을 마련 중이고 3)업종 내 Valuation 매력 존재하기 때문이다. 목표주가는 적용 회계연도(Forward 12개월 →2013년)와 실적 추정치를 변경하여 35,000원으로 상향한다.

(단위: 십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,717	2,164	2,454	2,662	2,870
영업이익	79	102	149	169	193
세전이익	54	80	132	154	185
지배주주순이익	35	55	91	107	128
EPS(원)	960	1,541	2,532	2,966	3,552
증가율(%)	356.0	60.5	64.3	17.2	19.8
영업이익률(%)	4.6	4.7	6.1	6.3	6.7
순이익률(%)	2.0	2.5	3.6	3.9	4.4
ROE(%)	7.6	11.2	17.2	18.3	18.4
PER	8.0	10.5	11.1	9.4	7.9
PBR	0.7	1.4	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	5.0	6.5	8.6	7.3	5.9

주: K-IFRS 연결 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,717	2,164	2,454	2,662	2,870
매출원가	1,193	1,541	1,755	1,901	2,040
매출총이익	524	623	699	761	829
매출총이익률 (%)	30.5	28.8	28.5	28.6	28.9
판매비	445	514	556	600	641
판매비율 (%)	25.9	23.7	22.6	22.5	22.3
조정영업이익	79	109	143	160	188
조정영업이익률 (%)	4.6	5.0	5.8	6.0	6.6
기타영업이익	0	-6	5	8	5
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	-2	1	2	1
기타	0	-5	5	7	4
영업이익	79	102	149	169	193
영업이익률 (%)	4.6	4.7	6.1	6.3	6.7
EBITDA	143	163	171	187	208
EBITDA마진율 (%)	8.3	7.5	7.0	7.0	7.3
순금융이익	-20	-24	-19	-19	-14
이자이익	-20	-20	-18	-14	-10
기타	0	-4	-1	-5	-4
기타영업외이익	-7	0	0	0	0
외환기타이익	0	0	0	0	0
기타	-8	0	0	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	3	2	3	4	6
세전이익	54	80	132	154	185
법인세	20	26	43	50	60
계속사업이익	34	54	89	104	125
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	54	89	104	125
당기순이익률 (%)	2.0	2.5	3.6	3.9	4.4
자비투자이익	35	55	91	107	128
비자비투자이익	0	-1	-2	-2	-3
기타판권이익	0	2	0	0	0
총포괄이익	0	56	89	104	125
총포괄이익률 (%)	0.0	2.6	3.6	3.9	4.4

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	960	1,541	2,532	2,966	3,552
EPS ² (원)	955	1,506	2,476	2,900	3,473
BPS ¹ (원)	11,392	11,865	12,205	14,990	18,355
CPS (원)	3,527	5,110	3,227	3,747	4,103
DPS (원)	150	100	100	100	100
PER ¹ (배)	8.0	10.5	11.1	9.4	7.9
PBR ¹ (배)	0.7	1.4	2.3	1.9	1.5
PCR(배)	2.2	3.2	8.7	7.5	6.8
EV/EBITDA(배)	5.0	6.5	8.6	7.3	5.9
배당수익률 (%)	1.9	0.6	0.4	0.4	0.4
성장성					
매출액증가율 (%)	9.4	26.0	13.4	8.5	7.8
영업이익증가율 (%)	6.2	29.8	45.0	13.7	14.2
EBITDA증가율 (%)	4.7	13.7	5.3	8.8	11.7
순이익증가율 (%)	35.12	57.7	64.3	17.2	19.8
EPS ¹ 증가율 (%)	356.0	60.5	64.3	17.2	19.8
수익성					
ROE ¹ (%)	7.6	11.2	17.2	18.3	18.4
ROA (%)	2.7	3.8	5.6	6.1	6.6
ROIC (%)	4.1	6.1	9.2	10.7	12.9
안정성					
유동비율 (%)	74.0	103.8	108.3	121.4	135.3
부채비율 (%)	167.5	186.2	192.0	177.0	157.7
차입금/EBITDA(배)	3.7	4.1	4.1	3.9	3.6
이자상환배율(배)	3.3	4.5	7.1	7.2	8.0
활동성					
매출채환전율(배)	11.8	12.0	11.3	11.4	11.5
재고채환전율(배)	9.4	8.9	8.2	8.0	7.8
매입채환전율(배)	20.3	20.7	23.2	21.8	19.1
총자산회전율(배)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5

주: ¹ 지배주주기준, ² 지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

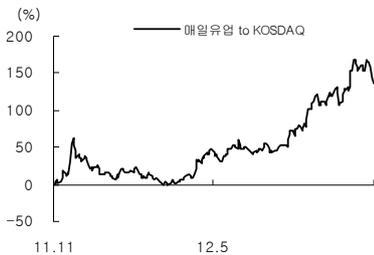
재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	801	832	826	816	808
유형자산	622	613	597	583	570
무형자산	61	95	95	94	94
투자자산	72	45	50	53	55
투자부동산	14	59	60	60	62
기타 비유동자산	32	19	24	26	27
유동자산	495	734	805	1,000	1,186
재고자산	200	286	309	357	381
유가증권	1	0	0	0	0
매출채권	150	211	225	243	257
기타유동자산	38	33	36	39	41
현금및현금성자산	106	205	234	361	507
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,296	1,566	1,632	1,816	1,994
비유동부채	142	311	329	336	344
사채	50	219	219	219	219
장기차입금	31	19	19	19	19
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	61	73	91	98	106
유동부채	670	707	744	824	877
단기차입금	276	406	436	461	487
매입채무및기타채무	99	110	102	143	158
유동성장기부채	174	26	26	26	26
기타유동부채	121	165	180	195	206
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	812	1,019	1,073	1,161	1,220
자배주주지분	471	523	535	634	755
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	304	304	304	304	304
자본조정등	-33	-33	-33	-33	-33
기타판권이익누계액	115	2	2	2	2
이익잉여금	50	214	226	325	446
비자배주주지분	13	24	24	22	19
자본총계	485	547	559	656	774

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	81	30	73	101	119
당기순이익	34	54	89	104	125
현금유출없는비용 및 수익	93	130	27	30	23
유형자산감가상각비	57	57	16	15	13
무형자산상각비	7	4	7	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	-1	1	0	0	0
이자비용(수익)	0	21	6	14	10
기타	29	48	-2	-1	-3
영업활동으로인한투자부채변동	-46	-98	-37	-20	-19
매출채권및기타채권감소	-2	-41	-15	-18	-14
재고자산감소	-37	-70	-24	-48	-24
매입채무및기타채무증가	4	7	-8	41	15
기타	-11	7	9	5	4
영업관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	0	-56	-6	-14	-10
투자활동으로인한현금흐름	-58	-68	-13	-5	-7
투자자산의 감소(증가)	1	38	-6	-3	-4
유형자산의 감소	6	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	44	72	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-10	-1	-2	-2
기타	-4	-24	-3	3	1
투자관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-15	-2	-3	-3	-2
재무활동으로인한현금흐름	6	130	258	30	33
장기차입금의증가(감소)	27	5	0	0	0
사채의증가(감소)	50	169	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	3	15	236	13	14
재무관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-73	-58	22	18	19
현금의 증가	29	92	234	127	146
기초현금	78	106	205	234	361
기말현금	106	205	234	361	507

매수(유지)

목표주가	45,000원
현재가 (11/27)	32,700원
KOSDAQ (11/27)	493.63pt
시가총액	438십억원
발행주식수	13,400천주
액면가	500원
52주 최고가	37,600원
최저가	13,700원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	6.9%
배당수익률 (11.12월)	0.6%
주주구성	
감정완 외 9 인	40.34%
진입복지법인	10.00%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	4% 67% 137%
절대기준	7% 56% 130%

상대주가(%)



매일유업 (005990)

중국 수출 확대, 첫 걸음마를 떼다!

2013년, 실적향상 본격화 국면 진입할 전망

K-IFRS 별도 기준 동사의 2013년 실적은 매출액 11,535억원(+11.3%, yoy) 과 영업이익 471억원(+42.1%, OPM 4.1%)으로 추정된다. 실적향상 요인은 1)고수익품목인 조제분유의 판매회복 본격 반영, 2)CVS 채널 중심의 신규 Killer Item 확보, 3)전사적인 프리미엄화에 따른 ASP 상승, 4)중국 수출 확대 등으로 요약된다. 2012년에는 2011년 악재 해소에 따른 실적회복이 1차적으로 나타났다면 2013년에는 본격적인 실적향상이 예상된다.

고수익품목인 조제분유의 국내 판매량 회복과 수출 확대에 주목

조제분유는 동사의 수익성을 결정하는 품목이다. 2009/2011년 연이은 안정성 이슈로 인해 실적이 악화된 바 있으나, 최근 발생한 긍정적 요인에 대한 관심이 필요하다. 첫째, 조제분유 시장점유율 회복이다. 동사의 시장점유율은 2011년 3월 안전성 이슈 발생으로 인해 8월 16%로 하락했으나, 올해 1월 23%→3월 29%→5월 32%까지 회복했고 하반기에도 안정적으로 유지되고 있다. 둘째, 수출 확대이다. 동사의 조제분유 수출액은 2011년 140억원→2012년 250억원→2013년 400억원 이상으로 증가할 전망이다. 특히, 중국 수출 확대가 뚜렷하다. 셋째, 가격 인상 가능성이다. 경쟁사는 원가 상승에 따라 제품가격을 인상했으나, 동사는 시장점유율 회복을 위해 기존 가격을 유지했다. 내년 상반기 내에는 제품 리뉴얼을 통한 가격 인상이 예상된다. 경쟁사와의 가격 차이를 축소시키는 수준에서 진행될 전망이다.

투자의견 매수 유지 및 목표주가 45,000원으로 상향

음식료업종 내 2013년 이익 증가가 가장 두드러질 것으로 예상되어 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 적용 회계연도(Forward 12개월→2013년)와 실적 추정치를 변경하여 45,000원으로 상향한다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	910	944	1,036	1,153	1,263
영업이익	19	15	33	47	55
세전이익	25	11	31	46	60
당기순이익	22	5	23	34	44
EPS(원)	1,607	337	1,724	2,502	3,284
증가율(%)	17.1	-79.0	411.4	45.1	31.2
영업이익률(%)	2.1	1.6	3.2	4.1	4.3
순이익률(%)	2.4	0.5	2.2	2.9	3.5
ROE(%)	8.4	1.7	8.0	10.6	12.4
PER	10.2	54.3	19.0	13.1	10.0
PBR	0.8	0.9	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.6	8.3	12.7	6.7	6.0

주: K-IFRS 별도 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	910	944	1,036	1,153	1,263
매출원가	661	686	747	823	895
매출총이익	248	258	290	330	368
매출총이익률(%)	27.3	27.4	28.0	28.6	29.1
판매비	229	243	257	286	316
판매비율(%)	25.2	25.7	24.8	24.8	25.0
조정영업이익	19	15	33	44	52
조정영업이익률(%)	2.1	1.6	3.2	3.9	4.1
기타영업이익	0	0	0	3	3
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	1	0	0	0
기타	0	-1	0	3	3
영업이익	19	15	33	47	55
영업이익률(%)	2.1	1.6	3.2	4.1	4.3
EBITDA	52	47	41	77	80
EBITDA마진율(%)	5.7	5.0	4.0	6.7	6.4
순금융이익	-4	-5	-3	-1	6
이자이익	-4	-5	-4	-1	1
기타	0	0	1	0	5
기타영업외이익	6	0	2	0	0
외환기타이익	0	0	0	0	0
기타	5	0	2	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	4	0	0	0	0
세전이익	25	11	31	46	60
법인세	3	6	8	12	16
계속사업이익	22	5	23	34	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기이익	22	5	23	34	44
당기이익률(%)	2.4	0.5	2.2	2.9	3.5
자배주주당이익	22	5	23	34	44
비자배주주당이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	3	0	0
총포괄이익	0	2	26	34	44
총포괄이익률(%)	0.0	0.2	2.5	2.9	3.5

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	1,607	337	1,724	2,502	3,284
EPS ² (원)	1,607	337	1,724	2,502	3,284
BPS ¹ (원)	19,958	20,272	22,057	24,450	27,625
CPS (원)	4,005	4,084	5,416	4,639	4,569
DPS (원)	125	125	125	125	125
PER ¹ (배)	10.2	54.3	19.0	13.1	10.0
PBR ¹ (배)	0.8	0.9	1.5	1.3	1.2
PCR(배)	4.1	4.5	6.0	7.0	7.2
EV/EBITDA(배)	6.6	8.3	12.7	6.7	6.0
배당수익률(%)	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
성장성					
매출액증가율(%)	9.0	3.8	9.7	11.3	9.5
영업이익증가율(%)	-29.3	-19.0	113.9	42.1	16.1
EBITDA증가율(%)	-5.7	-8.8	-11.9	86.3	4.1
순이익증가율(%)	17.1	-79.0	411.4	45.1	31.2
EPS ¹ 증가율(%)	17.1	-79.0	411.4	45.1	31.2
수익성					
ROE ¹ (%)	8.4	1.7	8.0	10.6	12.4
ROA (%)	4.2	0.8	3.7	4.9	6.0
ROIC (%)	8.3	1.5	7.3	10.8	14.1
안정성					
유동비율(%)	95.3	117.3	150.6	166.6	183.9
부채비율(%)	99.7	116.2	119.7	112.1	104.3
차입금/EBITDA(배)	2.5	3.5	4.4	2.4	2.4
이자보상배율(배)	3.1	2.1	4.4	5.6	6.1
활동성					
매출채환전율(배)	9.2	8.6	8.9	8.9	8.6
재고채환전율(배)	11.5	9.1	8.5	8.5	8.3
매입채환전율(배)	13.4	11.9	11.4	11.7	12.2
총채환전율(배)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비자배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	314	335	304	295	286
유형자산	214	220	204	174	148
무형자산	0	4	5	5	5
투자자산	59	77	49	62	72
투자부동산	0	25	0	0	0
기타 비유동자산	40	9	45	54	61
유동자산	221	260	357	410	481
재고자산	91	117	127	145	160
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	110	111	121	139	155
기타유동자산	8	13	12	14	17
현금및현금성자산	12	19	97	112	149
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	535	595	661	706	766
비유동부채	35	98	123	127	130
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	23	30	51	51	51
금융리스부채	0	0	2	2	2
기타 비유동부채	12	18	20	24	27
유동부채	232	222	237	246	261
단기차입금	43	83	78	82	88
매입채무및기타채무	73	85	97	101	106
유동성장기부채	65	2	3	3	3
기타유동부채	50	52	59	60	64
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	267	320	360	373	391
자배주주지분	268	275	301	333	375
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56	56
자본조정등	-10	-12	-11	-11	-11
기타포괄이익누계액	-2	-4	-1	-1	-1
이익잉여금	217	228	250	282	324
비자배주지분	0	0	0	0	0
자본총계	268	275	301	333	375

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	20	15	50	30	38
당기순이익	22	5	23	34	44
현금유출이 없는비용 및 수익	32	50	49	29	17
유형자산감가상각비	32	31	8	30	26
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	-3	-1	0	0	0
이자비용(수익)	0	0	1	1	-1
기타	2	19	40	-3	-8
영업활동으로인한현금흐름변동	-33	-27	-7	-31	-24
매출채권및기타채권의감소	-7	0	8	-18	-16
재고자산의감소	-4	-26	-30	-18	-15
매입채무및기타채무의증가	7	12	15	4	6
기타	-29	-13	0	1	1
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	0	-12	-15	-1	1
투자활동으로인한현금흐름	-35	-39	7	-23	-18
투자자산의 감소(증가)	-1	-12	21	-13	-9
유형자산의 감소	4	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	38	28	15	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-2	0	0
기타	-2	-2	-1	-9	-7
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	2	0	3	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-3	31	21	9	18
장기차입금의증가(감소)	2	9	24	0	0
사채의증가(감소)	0	50	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	-1	6	5	14
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-5	-27	-10	3	4
현금의 증가	-10	7	78	15	37
기초현금	22	12	19	97	112
기말현금	12	19	97	112	149

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

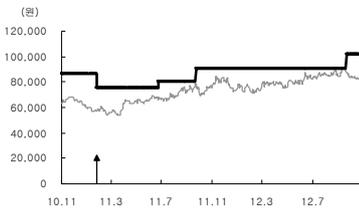
해당사항없음

투자의견 안내

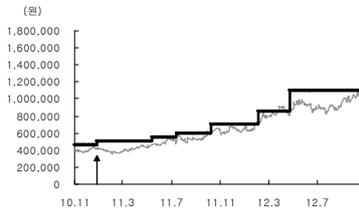
종목 투자의견 (절대수익률 기준)	업종 투자의견 (상대수익률 기준)	투자 기간
적극매수 40% ~ 매수 15% ~ 중립 -15% ~ 15% 비중축소 ~ -15%	비중확대 +10% ~ 중립 -10% ~ +10% 비중축소 ~ -10%	12개월

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

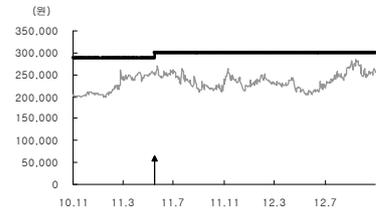
KT&G [매수 / TP: 102,000 원]



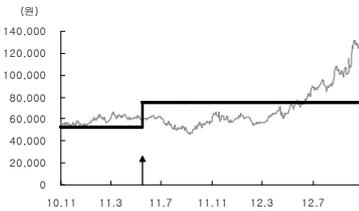
오리온 [매수 / TP: 1,550,000 원]



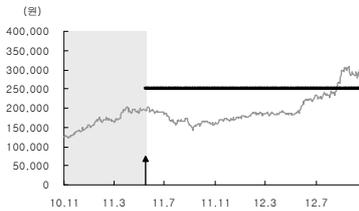
농심 [매수 / TP: 300,000 원]



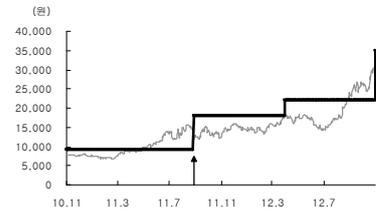
빙그레 [매수 / TP: 130,000 원]



동원산업 [매수 / TP: 380,000 원]



대성 [매수 / TP: 35,000 원]



매일유업 [매수 / TP: 45,000 원]

