



BUY(Maintain)

목표주가: 34,000원(하향)

주가(1/14): 28,450원

시가총액: 2,205억원

음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/14)	2,007.04pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,300원	19,300원
등락률	-2.90%	47.41%
수익률	절대	상대
1M	10.3%	9.6%
6M	42.6%	28.8%
1Y	27.9%	19.5%

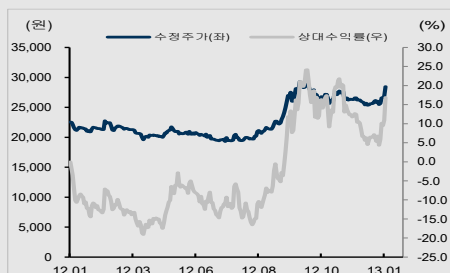
Company Data

발행주식수	8,157천주
일평균 거래량(3M)	23천주
외국인 지분율	3.68%
배당수익률(12E)	2.41%
BPS(12E)	53,464원
주요 주주	설윤호 외 12인
	49.17%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	12,438	13,309	13,763	14,321
보고영업이익	258	439	515	548
핵심영업이익	258	439	515	548
EBITDA	341	526	603	637
세전이익	91	353	426	395
순이익	63	271	330	306
지분법적용순이익	191	344	410	391
EPS(원)	2,340	4,212	5,029	4,794
증감률(%)YoY	151.1	80.0	19.4	-4.7
PER(배)	10.2	6.2	5.7	5.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	14.4	9.2	8.0	7.3
보고영업이익률(%)	2.1	3.3	3.7	3.8
핵심영업이익률(%)	2.1	3.3	3.7	3.8
ROE(%)	1.5	6.4	7.3	6.4
순부채비율(%)	73.8	65.2	56.7	50.0

Price Trend



대한제당 (001790)

사료부문 부진하나 '13년 이익개선 관점 유지



사료 원가부담 상승과 수입육 부문 부진으로 4Q12 실적은 기존 추정에 못 미칠 전망이다. 이를 반영하여 '13년 실적 추정도 하향조정하나 여전히 영업이익 증가 관점을 유지하며, 환율 하락에 따른 추가적 순이익 증가와 중국 사료사업 고성장이 예상됩니다. 반면, Valuation 할인 폭이 과도하여 가격메리트가 높다는 판단입니다.

>>> 실적추정 하향하나 Valuation Merit는 여전히 높음

사료부문 가격전가력 악화, 축산부문 부진으로 4Q12와 '13년 실적추정을 하향조정한다. 하지만, 원당 투입단가 개선에 따른 영업이익 증가 관점을 유지하며, 환율하락에 따른 추가적인 순이익 증가효과도 기대된다. 이와 함께, 중국 사료사업이 순조롭게 확대되고 있는 반면, Valuation은 여전히 업종내 최저수준(5.7배)으로 가격메리트가 유효하다. 실적추정 하향을 반영해 목표주가를 34,000원으로 하향조정하나 투자 의견 Buy를 유지한다.

>>>사료 가격전가 지연, 육류가격 하락으로 4Q 실적 부진 전망

4Q12 실적은 매출 3,357억원(YoY 2.3%), 영업이익 91억원(YoY -2.5%)으로 영업이익이 기존 예상치(124억원)에 못 미칠 전망이다. 1)원당 투입단가의 추가적 하락(-10~-15%)이 예상되나, 2)6~7월 곡물가 급등에 따른 곡물 투입단가 상승과 전방산업 부진으로 인한 사료부문의 가격전가 지연, 3)육류가격 하락에 따른 축산 상품(수입육) 부문 부진 등이 요인으로 작용했을 전망이다.

>>>'13년 실적추정 하향, 이익증가 전망 관점은 유지

사료 부문 가격전가력 악화와 수입육 부문 부진을 반영하여 '13년 실적추정치를 하향 조정한다. 하지만, 원당 투입단가 하락(톤당 '12년 580달러 → '13년 540~550달러)에 힘입어 '12년 대비 영업이익이 증가(YoY 17%)할 것이라는 기존의 전망을 유지한다. 최근 사료업체들이 4~5%의 가격인상에 나서고 있어, 동사도 사료 판가 인상 시 충분한 수준은 아니겠으나 곡물 원재료비 부담의 완화가 예상된다. 또한, 원화절상 기조에 따른 추가적 이익 개선도 가능할 전망이다. 동사는 외화부채 포지션이 커서(1,400억원 추정) 환율이 10원 하락할 경우 약 13억원의 외환관련손익 증가가 예상된다.

>>>중국 사료부문 성장 순항, 신규투자 가시화될 전망

동사의 중국 사료부문은 '12년 1,000억원(YoY 10%) 이상의 매출과 10%의 영업이익률이 예상된다. 3공장(남경)의 가동율이 정상화되면서, '13년에는 제4공장의 투자가 가시화될 전망이다. 사료산업은 중국내에서 성장산업으로서 중국내 육류소비 증가 트렌드에 따라 10%대의 성장세가 예상된다. 동사는 고부가가치 사료제품과 생산 및 영업망 관리 노하우에 힘입어 10%대의 매출성장과 10%대의 높은 영업이익률을 이어갈 전망이다.

4분기 실적 Preview (IFRS 별도)

(단위: 억 원, %, %p)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
매출액	3,283	3,247	3,328	3,377	3,357	3,379	-0.6	2.3	-0.6
영업이익	93	95	148	106	91	124	-27.0	-2.5	-14.7
조정영업이익	93	95	148	106	91	124	-27.0	-2.5	-14.7
세전이익	72	61	112	97	83	109	-23.8	15.8	-14.3
순이익	53	42	85	79	64	84	-23.5	20.7	-19.0
영업이익률(%)	2.8	2.9	4.4	3.1	2.7	3.7	-1.0	-0.1	-0.4
세전이익률(%)	2.2	1.9	3.4	2.9	2.5	3.2	-0.8	0.3	-0.4
순이익률(%)	1.6	1.3	2.6	2.3	1.9	2.5	-0.6	0.3	-0.4

자료: 대한제당, 키움증권, 주: 조정영업이익=매출총이익-판관비

실적 추정치 변경(IFRS별도 기준)

(단위: 억 원, %, %p)

	2011	변경전		변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
		2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	12,438	13,330	13,866	13,309	13,763	-0.2	-0.7	7.0	3.4
영업이익	258	472	570	439	515	-7.0	-9.6	70.2	17.4
조정영업이익	258	472	570	439	515	-7.0	-9.6	70.2	17.4
세전이익	91	379	416	353	426	-6.9	2.5	287.6	20.8
순이익	63	291	322	271	330	-7.0	2.5	329.4	22.0
영업이익률(%)	2.1	3.5	4.1	3.3	3.7	-0.2	-0.4	1.2	0.4
세전이익률(%)	0.7	2.8	3.0	2.7	3.1	-0.2	0.1	1.9	0.4
순이익률(%)	0.5	2.2	2.3	2.0	2.4	-0.2	0.1	1.5	0.4

자료: 대한제당, 키움증권, 주: 조정영업이익=매출총이익-판관비

분기별 실적추정(IFRS별도)

(단위: 억 원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	2012E
매출액	2,761	2,926	2,975	3,011	11,672	2,941	3,039	3,176	3,283	12,438	3,247	3,328	3,377	3,357	13,309
제당식품	1,565	1,609	1,715	1,712	6,601	1,682	1,711	1,464	1,528	6,385	1,735	1,844	1,896	1,767	7,243
사료	854	913	874	921	3,562	817	919	945	1,000	3,681	1,015	1,026	975	1,041	4,057
기타	342	404	385	377	1,509	442	409	766	755	2,372	497	457	506	549	2,009
매출총이익	274	264	237	286	1,061	265	226	328	325	1,144	329	386	359	364	1,437
영업이익	64	59	7	43	173	46	19	99	93	258	95	148	106	91	439
세전이익	70	-15	63	-9	108	49	42	-72	72	91	61	112	97	83	353
순이익	52	-20	49	-5	76	31	33	-54	53	63	42	85	79	64	271
증감율(YoY)															
매출액						6.5	3.9	6.8	9.0	6.6	10.4	9.5	6.3	2.3	7.0
제당식품						7.5	6.3	-14.6	-10.8	-3.3	3.2	7.8	29.5	15.6	13.4
사료						-4.3	0.7	8.2	8.5	3.3	24.2	11.6	3.1	4.1	10.2
기타						29.2	1.1	98.9	100.1	57.2	12.5	11.9	-34.0	-27.3	-15.3
매출총이익						-3.4	-14.4	38.8	13.4	7.8	24.0	70.7	9.2	12.2	25.6
영업이익						-27.7	-67.8	1,372.4	115.4	48.7	103.4	677.0	7.0	-2.5	70.4
세전이익						-29.7	흑전	적전	흑전	-15.7	24.1	166.0	흑전	15.8	287.1
순이익						-41.5	흑전	적전	흑전	-16.5	36.6	154.7	흑전	20.7	326.1
수익성(%)															
매출총이익률	9.9	9.0	8.0	9.5	9.1	9.0	7.4	10.3	9.9	9.2	10.1	11.6	10.6	10.8	10.8
영업이익률	2.3	2.0	0.2	1.4	1.5	1.6	0.6	3.1	2.8	2.1	2.9	4.4	3.1	2.7	3.3
세전이익률	2.5	-0.5	2.1	-0.3	0.9	1.7	1.4	-2.3	2.2	0.7	1.9	3.4	2.9	2.5	2.7
순이익률	1.9	-0.7	1.6	-0.2	0.7	1.0	1.1	-1.7	1.6	0.5	1.3	2.6	2.3	1.9	2.0

주: 1) 조정영업이익=핵심영업이익=매출총이익-판관비, 2) 2010년 실적은 K-IFRS 기준으로 조정된 수치임, 3) 영업이익률은 보고영업이익 기준임

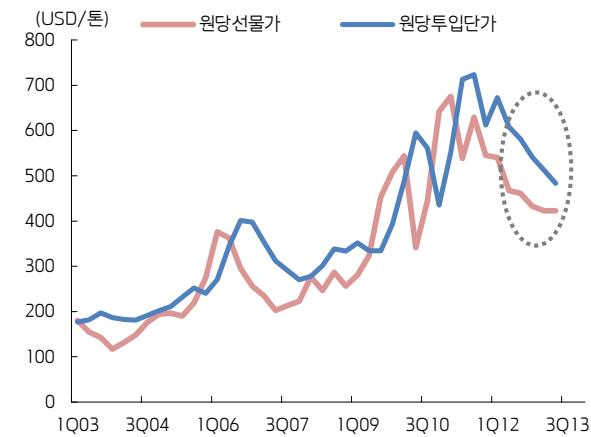
자료: 대한제당, 키움증권

대한제당 SOTP Valuation

항목	추정가치(억원)	주당가치(원)	비중	추정방법
(A) 영업가치	3,309	40,565	119.1%	12m fwd EBITDA에 Target 배수 5.5 적용(업종평균을 30% 할인)
(B) 비영업가치	2,449	30,020	88.2%	
종속법인가치	2,256	27,655	81.2%	
중국사료3사	1,094	13,412	39.4%	12m fwd 순이익*13배(중국 peer 평균을 20%할인)
기타 종속법인	1,162	14,243	41.8%	장부가를 40% 할인
자사주	193	2,366	6.9%	1/14 증가 기준(할인을 20%)
(C) 총기업가치 (A+B)	5,758	70,585	207.3%	
(D) 순차입금	2,980	36,533	107.3%	
이자지급부채(IBC)	4,280	52,470	154.1%	2012년 12월말 추정
현금성자산	1,300	15,937	46.8%	2012년 12월말 추정
(E) 주주지분가치(C-D)	2,778	34,052	100.0%	

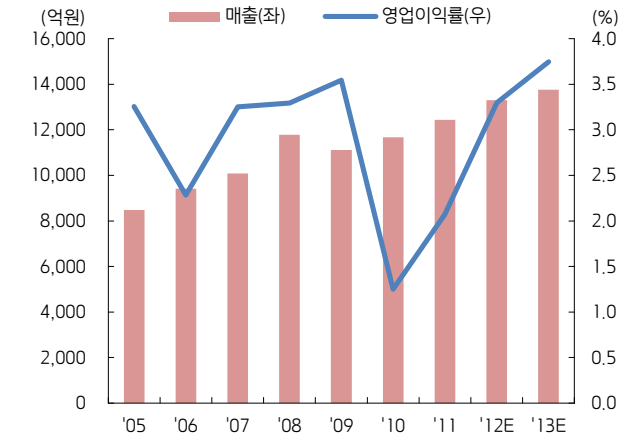
자료: 키움증권

원당 투입단가 개선세 전망



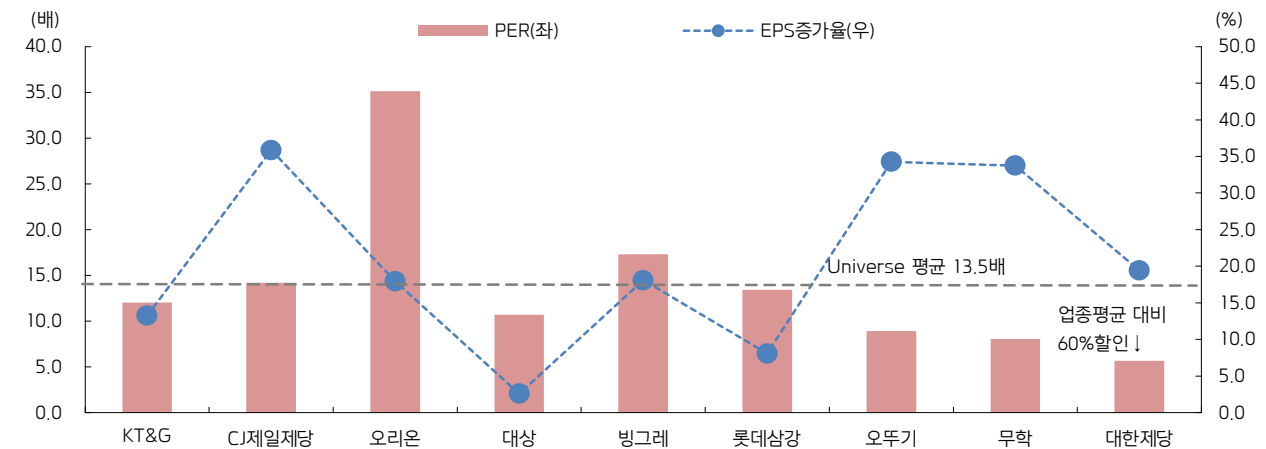
자료: CBOT, 키움증권

영업이익률 회복세 이어질 전망



자료: 대한제당, 키움증권

업종평균대비 valuation 메리트 높음



자료: 키움증권

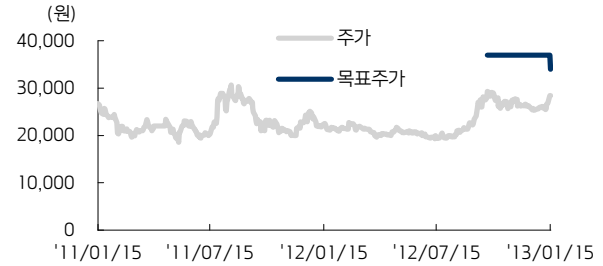
주: PER와 EPS 증가율은 2013년 실적 기준임

- 당사는 1월 14일 현재 '대한제당' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대한제당(001790)	2012/10/05	Buy(Initiate)	37,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	37,000원
	2013/01/15	Buy(Maintain)	34,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

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

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