

# 음식료산업

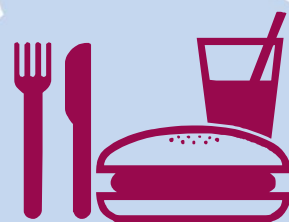
Overweight  
(Maintain)

2013. 10. 4

## 3Q13 실적 Preview

: 회복의 방향성 확인될 전망

3Q 음식료업 영업이익은 소폭 감소 예상. 곡물가와 환율 호전으로 감익 폭이 컸던 상반기 대비 회복되는 방향성일 전망. 4Q 이후로 이익 개선 나타날 전망이나, 매크로 회복시 방어주 메리트 상실 가능성 고려하여 선별적 접근 제시. 중국 이익률 회복 예상되는 오리온, 원재료비와 마케팅비 개선 효과가 기대되는 대상을 Top picks로, CJ제일제당은 관심종목으로 제시.



음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. 3Q13 음식료 실적 PREVIEW 3

- > 합산 실적 전망 3

### II. 업종 투자전략 5

- > 곡물가 하락, 중국 경기 회복 관련 기업들에 대한 선별적 접근 5
- > Top Picks 7

### 기업분석 11

- > CJ제일제당(097950):  
당장 실적보다는 내년 반등 기대
- > KT&G(033780):  
홍삼은 호전, 담배는 글썽
- > 오리온(001800):  
중국 제과 반전 스토리 가시화
- > 농심(004370):  
해답은 판가인상
- > 대상(001680):  
이익변수의 방향성이 좋다
- > 빙그레(005180):  
판가인상은 OK, 그런데 수출은?
- > 롯데칠성(005300):  
원가와 비용 개선 만으로도 충분
- > 매일유업(005990):  
판가인상 불확실성 해소
- > 무학(033920):  
돈보이는 이익증가 가시성

- 당사는 10월 2일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 3Q13 음식료 Preview:

### 회복의 방향성 확인될 전망

#### >>> 3Q13에는 감익 폭 축소 예상

3Q13 음식료업 합산 영업이익(키움 유니버스 기준) 증가율은 -1.6%(YoY) 예상. 이익 감소이나 상반기 대비 감익 폭이 줄며 회복되는 방향성일 전망. 바이오 감익 폭이 큰 CJ제일제당을 제외하면 영업이익 7.3% 증가 예상. 내수소비 부진 지속과 대형마트 휴무 확대, 대리점 목표부과 자제 등 부진요인을 원재료비 투입단가 하락과 환율 안정화가 상쇄했을 전망. 개별 기업으로는 오리온, 롯데칠성, 무학 등이 이익 증가 뚜렷할 전망

#### >>> 4Q 이후 이익개선세 나타날 전망

원재료 단가 하락 본격화와 마케팅비 효율화로 마진이 개선되겠으며, '14년 이후는 매출 측면에서 기저효과가 예상 됨. 내수 경기와 중국 소비 회복이 뚜렷해질 경우 매출 증가 강도는 더 커질 전망. 판가인상이 있었던 유제품 업계는 4Q 이후 마진 회복이 예상됨.

#### >>> 곡물가 하락 vs 매크로 회복

곡물가의 하향 기조, 환율 안정화는 향후 업종 실적과 상대수익률 측면에서 긍정적. 또한, 단기 매크로 불확실성 부각도 투자외견(Overweight) 유지 요인. 다만, 경기 회복이 뚜렷해지면 방어주 메리트 상실될 있고, 업종 Valuation 프리미엄도 역사적 고점 부근이어서 종목별 선별적인 투자가 필요. 곡물/원재료비 하락과 마케팅비 절감에 따른 이익개선 예상(대상, 롯데칠성), 중국 음식료 소비 회복 수혜 예상(오리온, 매일유업) 기업들에 대해 Valuation을 고려하려 접근할 것을 제시

#### >>> Top Picks: 오리온, 대상

◎ **오리온:** 3Q 중국 이익 개선세 전환 예상. 상반기 유통재고 조정 마무리에 따라 비용축소 여력 발생. 중국 경기 회복 가시화되면 실적 성장 속도 다시 높아질 전망.

◎ **대상:** 3Q 이익증가세로 전환 예상. 주요 실적 변수인 옥수수가격(소재)과 마케팅비(식품)의 개선 흐름이 이어질 전망. 업종 평균대비 낮은 Valuation도 매력적.

CJ제일제당은 관심종목으로 제시. 바이오 업계 공급 여력이 아직 높아 하반기에 큰 반등은 어렵겠으나, 중국 생산 경기 회복으로 '14년 이후 업황 턴어라운드 가능성.

# I. 3Q13 음식료 실적 Preview

## >>> 합산 실적 전망

### 3분기 합산 영업이익, 전년비 소폭 감소하겠으나 방향성은 “회복”으로

3Q13 음식료업 합산실적(키움 유니버스 기준)은 전년동기대비 영업이익 -1.6%, 매출 4.6% 증가를 예상한다. 이익이 전년비 소폭 감소하겠으나, 상반기 대비 감소 폭이 줄며 회복되는 방향으로 예상한다. 바이오사업의 감익 폭이 큰 CJ제일제당을 제외할 경우 합산 영업이익은 7.3% 증가할 전망이다. 내수 소비 부진 지속과 대형마트 휴무 확대(전년동기 30% 휴무), 대리점 밀어내기 자체 등 2분기의 부진 요인이 이어졌겠으나, 원재료비 투입단가 Peak-out과 환율안정화가 이를 상쇄했을 전망이다.

기업별로 실적 방향성의 차이가 있겠는데, CJ제일제당(라이신 업계 과잉공급 지속에 따른 바이오 수익성 악화), 빙그레(불리한 날씨여건과 가격정찰제 실시 마찰에 따른 아이스크림 업계 부진), 유업체들(원유가격 상승)은 실적 부진이 예상된다. 반면, 오리온(중국 유통재고 조정 마무리), 롯데칠성(원재료/마케팅비 개선), 무학(주류 매출 증가) 등은 이익 증가가 뚜렷할 전망이다.

### 4Q 이후 이익 개선세 전환 예상

4Q 이후 영업이익 증가세 전환이 예상되는데, 원재료 단가 하락 본격화와 마케팅비 효율화로 원가와 비용이 개선되겠으며, '14년 이후는 매출 측면에서 기저효과가 예상되기 때문이다. 내수 경기와 중국 소비 회복이 뚜렷해질 경우 매출 증가 강도는 더 커질 전망이다. 판가인상이 있었던 유제품 업계는 4Q 이후 마진 회복이 돋보일 전망이다.

### 키움 음식료 유니버스 합산실적 추정 (단위: 억원, %)

|        | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2012   |        |        |        | 2013E  |        |        |        |
|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        |         |         |         | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q     | 3QE    | 4QE    |
| 매출액    | 195,681 | 205,505 | 225,597 | 47,029 | 48,673 | 53,000 | 46,941 | 49,735 | 50,394 | 55,446 | 49,930 |
| 영업이익   | 13,641  | 13,145  | 16,327  | 3,756  | 3,691  | 4,170  | 2,023  | 3,392  | 3,063  | 4,103  | 2,587  |
| YoY(%) |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 매출액    | 10.4    | 5.0     | 9.8     | 10.1   | 11.5   | 13.1   | 6.7    | 5.8    | 3.5    | 4.6    | 6.4    |
| 영업이익   | 8.6     | -3.6    | 24.2    | 16.7   | 21.7   | -0.8   | 2.5    | -9.7   | -17.0  | -1.6   | 27.8   |
| 수익성(%) |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률  | 7.0     | 6.4     | 7.2     | 8.0    | 7.6    | 7.9    | 4.3    | 6.8    | 6.1    | 7.4    | 5.2    |

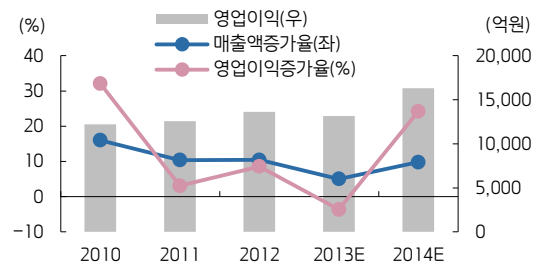
주 1) 키움 유니버스 음식료 중 담배, 식재유통을 제외한 10개사 기준

(CJ제일제당, 오리온, 농심, 대상, 빙그레, 매일유업, 롯데푸드, 대한제당, 롯데칠성, 무학)

2) CJ제일제당은 대한통운을 제외한 연결실적 기준, 오리온, 롯데칠성은 연결 기준, 그 외 8개사는 별도 기준임.

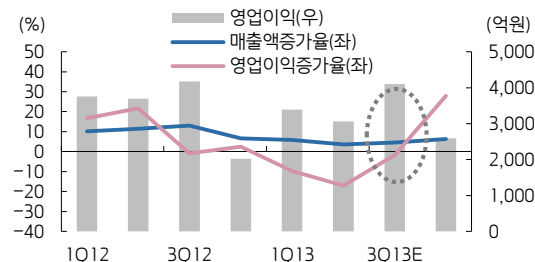
자료: 키움증권

### 2013년 음식료 영업이익 전년수준 전망



자료: 키움증권

### 3Q 영업이익은 전년수준, 방향성은 회복 예상



자료: 키움증권



키움 음식료 커버리지내 주요 기업 3Q13 실적 추정 (단위: 억원, %)

| 기업명    | 구분   | 2Q13E  |        | 3Q12   | 2Q13   | 컨센서스<br>대비(%) | YoY(%) | QoQ(%)  | 2012   | 2013E   | 2014E   |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|---------|--------|---------|---------|
|        |      | 당사예상   | 컨센서스   |        |        |               |        |         |        |         |         |
| KT&G   | 매출액  | 10,338 | 10,244 | 10,633 | 9,145  | 0.9           | -2.8   | 13.0    | 39,847 | 38,128  | 40,090  |
|        | 영업이익 | 2,965  | 2,890  | 3,172  | 2,487  | 2.6           | -6.5   | 19.2    | 10,359 | 9,914   | 11,027  |
|        | 세전이익 | 2,909  | 2,944  | 3,040  | 2,661  | -1.2          | -4.3   | 9.3     | 10,224 | 10,393  | 11,311  |
|        | 순이익  | 2,094  | 2,126  | 2,227  | 1,927  | -1.5          | -6.0   | 8.7     | 7,251  | 7,455   | 8,144   |
| CJ제일제당 | 매출액  | 30,304 | 28,693 | 26,426 | 27,534 | 5.6           | 14.7   | 10.1    | 98,775 | 111,147 | 129,492 |
|        | 영업이익 | 1,310  | 1,465  | 1,715  | 798    | -10.6         | -23.6  | 64.2    | 6,155  | 4,638   | 6,986   |
|        | 세전이익 | 2,768  | 1,422  | 1,468  | 77     | 94.7          | 88.6   | 3,496.2 | 4,250  | 4,414   | 4,597   |
|        | 순이익  | 1,982  | 1,155  | 1,051  | 36     | 71.6          | 88.7   | 5,380.9 | 3,107  | 3,140   | 3,273   |
| 오리온    | 매출액  | 6,292  | 6,469  | 6,017  | 5,790  | -2.7          | 4.6    | 8.7     | 23,680 | 25,050  | 29,689  |
|        | 영업이익 | 718    | 772    | 595    | 481    | -7.0          | 20.8   | 49.3    | 2,637  | 2,679   | 3,494   |
|        | 세전이익 | 632    | 716    | 513    | 435    | -11.7         | 23.3   | 45.2    | 2,241  | 2,381   | 3,236   |
|        | 순이익  | 431    | 527    | 411    | 249    | -18.2         | 5.0    | 73.4    | 1,698  | 1,641   | 2,262   |
| 농심     | 매출액  | 4,610  | 4,771  | 5,007  | 4,451  | -3.4          | -7.9   | 3.6     | 19,589 | 18,692  | 19,493  |
|        | 영업이익 | 196    | 242    | 304    | 128    | -19.3         | -35.7  | 52.2    | 1,018  | 904     | 1,034   |
|        | 세전이익 | 270    | 348    | 414    | 163    | -22.4         | -34.8  | 65.5    | 340    | 1,113   | 1,377   |
|        | 순이익  | 203    | 254    | 312    | 123    | -20.2         | -34.8  | 65.5    | 2      | 838     | 1,066   |
| 대상     | 매출액  | 4,657  | 4,765  | 4,459  | 3,865  | -2.3          | 4.4    | 20.5    | 15,525 | 16,034  | 17,296  |
|        | 영업이익 | 473    | 450    | 427    | 299    | 5.1           | 10.7   | 58.3    | 1,034  | 1,095   | 1,315   |
|        | 세전이익 | 488    | 447    | 425    | 194    | 9.1           | 14.8   | 150.9   | 944    | 922     | 1,254   |
|        | 순이익  | 377    | 350    | 340    | 151    | 7.9           | 11.1   | 149.7   | 738    | 711     | 970     |
| 빙그레    | 매출액  | 2,566  | 2,681  | 2,570  | 2,363  | -4.3          | -0.1   | 8.6     | 7,891  | 8,130   | 8,858   |
|        | 영업이익 | 300    | 356    | 363    | 200    | -15.6         | -17.2  | 50.4    | 668    | 529     | 710     |
|        | 세전이익 | 310    | 371    | 379    | 212    | -16.5         | -18.1  | 46.0    | 671    | 590     | 794     |
|        | 순이익  | 240    | 286    | 289    | 166    | -16.1         | -17.0  | 44.7    | 508    | 446     | 615     |
| 롯데칠성   | 매출액  | 6,308  | 6,384  | 6,173  | 5,831  | -1.2          | 2.2    | 8.2     | 21,986 | 22,334  | 23,834  |
|        | 영업이익 | 610    | 611    | 512    | 595    | -0.2          | 19.1   | 2.6     | 1,502  | 1,739   | 1,923   |
|        | 세전이익 | 558    | 563    | 418    | 626    | -0.9          | 33.6   | -10.9   | 1,217  | 1,650   | 1,700   |
|        | 순이익  | 364    | 384    | 260    | 468    | -5.4          | 39.7   | -22.4   | 830    | 1,140   | 1,117   |
| 매일유업   | 매출액  | 2,947  | 2,941  | 2,676  | 2,822  | 0.2           | 10.1   | 4.4     | 10,523 | 11,522  | 12,588  |
|        | 영업이익 | 107    | 124    | 114    | 74     | -13.5         | -6.0   | 44.1    | 299    | 361     | 505     |
|        | 세전이익 | 102    | 124    | 110    | 71     | -17.6         | -7.3   | 42.7    | 225    | 359     | 507     |
|        | 순이익  | 79     | 88     | 78     | 53     | -10.4         | 0.5    | 48.0    | 162    | 275     | 393     |
| 무학     | 매출액  | 567    | 580    | 511    | 628    | -2.3          | 11.0   | -9.7    | 2,113  | 2,338   | 2,471   |
|        | 영업이익 | 153    | 150    | 120    | 181    | 2.0           | 27.0   | -15.7   | 468    | 608     | 645     |
|        | 세전이익 | 168    | 183    | 88     | 205    | -7.9          | 91.5   | -17.9   | 466    | 708     | 696     |
|        | 순이익  | 130    | 122    | 72     | 156    | 6.7           | 80.5   | -16.4   | 360    | 543     | 539     |

자료: 키움증권, CJ제일제당은 대한통운을 포함한 연결실적 기준, 오리온, 롯데칠성, KT&amp;G는 연결기준, 그 외는 별도 기준

## II. 업종 투자전략

### >>> 곡물가 하락, 중국 경기 회복 관련 기업들에 대한 선별적 접근

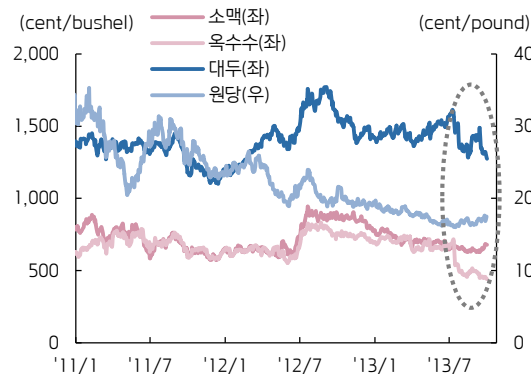
#### 실적변수의 긍정적 흐름: 곡물가 하락, 환율안정화, 중국 경기회복

2013년 하반기 음식료업에서 중요한 포인트는 곡물원재료비 하락에 따른 마진 회복 시기에 진입한다는 것이다. 주요 곡물원재료가는 연초대비 원당 -12%, 소맥 -13%, 옥수수 -34%, 대두 -6% 변동했다. 곡물생산량 증가와 경기둔화에 따른 수요부진으로 곡물가는 이미 하향안정화 기조에 접어들었으며, 투입시차를 감안할 때 하반기부터 마진 회복이 나타날 것으로 예상된다.

또한, 환율 역시 최근에는 안정적인 흐름을 보이고 있는 것도 원재료비와 영업외손익(외환손익) 측면에서 플러스 요인이 된다. 3Q 평균 환율은 전년동기대비 2%, 전기대비 1% 하락했다.

중국 경기는 8월 산업생산증가율 10.4%, 소매판매 증가율 13.4% 등 지표상의 호조를 보이며 회복이 기대된다. 이에 따라 상반기 중국 음식료 소비도 점진적인 회복세가 예상된다.

주요 곡물원재료가격은 하향안정세



자료: CBOT

환율 3Q 이후 안정화 기조



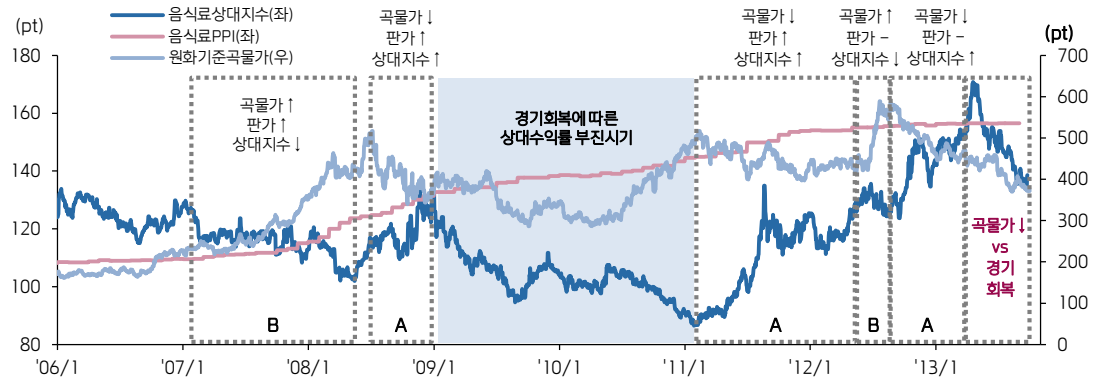
자료: wisefn

#### 곡물가 하락은 음식료업 주가 측면에서 긍정적이나 매크로 경기 회복강도도 고려해야

음식료업종 퍼포먼스는 원가/비용 개선(긍정적) 대 방어주 메리트 축소(부정적)의 힘겨루기에 의해 좌우될 전망이다. 실적변수(제품가격, 판매량, 곡물가격, 환율 등) 중에서 음식료업 상대수익률 측면에서 곡물가의 영향이 컸다는 과거 사례를 볼 때, 곡물가 하락은 음식료업종을 긍정적인 관점에서 보게 해주는 요인이다. 가공식품의 경우 원재료비 개선과 함께 업체내 마케팅비 축소 기조에 따른 비용 개선이 마진 회복을 이끌 전망이다.

하지만, 전반적인 글로벌 매크로 경기가 회복세를 보일 경우, 음식료의 방어주 메리트를 상실하게 된다는 점에서는 불리한 요인으로 작용하게 될 전망이다. 이 경우 타 섹터 대비(주로 경기민감섹터) 음식료업의 Underperform이 예상된다. 과거 사례를 본다면 펀더멘탈 요인보다는 매크로 수급요인의 위력이 더 클 것이라는 판단이다. 단, 이것은 KOSPI 대비 상대수익률 관점에서 Underperform이라는 것이지 절대수익률 관점이 아님에 유의해야 할 것이다.

## 현재는 곡물가, 환율 하락 VS 매크로 회복 국면



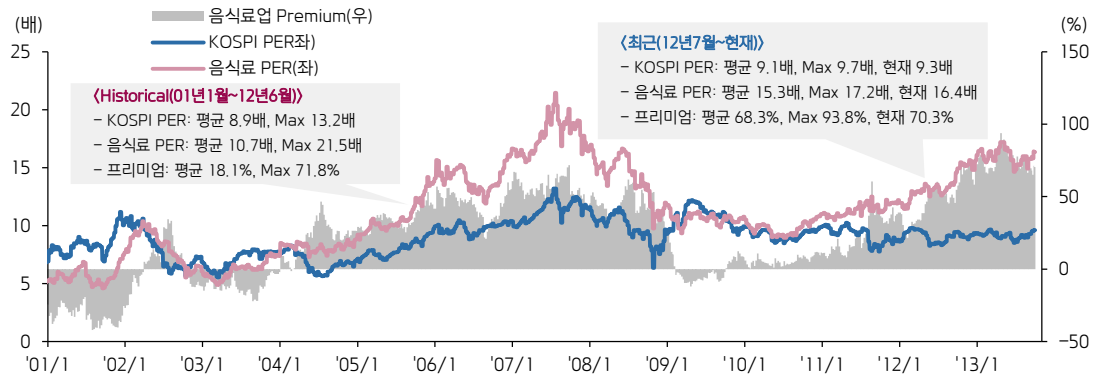
자료: Datastream, 통계청, wisefn

주: 원화기준 곡물가는 CRB Grain 지수에 환율증감을 반영한 것임

## 원재료비/마케팅비 개선 기업, 중국 음식료 관련 기업들에 대한 선별적 접근 필요

출구전략 시점 지연과 미국 정치 불안(17년만에 연방정부 폐쇄) 등 단기적으로 매크로 불확실성이 대두되고 있어 음식료의 방어주 메리트가 부각되는 상황이라는 판단이다. 또한, 연중 고점(4월 말) 이후 음식료 업종지수는 16% 하락한 수준이다. 업종 투자의견 Overweight을 유지하나, 음식료업 Valuation과 프리미엄이 아직 역사적 고점 부근에 있다는 점에서 보수적인 접근이 필요해 보인다. 곡물/원재료비 하락과 마케팅비 절감에 따른 이익개선 기초 예상 종목(대상, 롯데칠성), 중국 음식료 소비 회복에 따른 수혜가 예상 기업(오리온, 매일유업)들에 대해 밸류에이션을 고려한 개별적 접근이 유효하다는 판단이다.

## 4월말 대비 16% 조정받았으나 Valuation 프리미엄 여전히 역사적 고점 수준



자료: wisdfn



## >>> Top Picks

### Top Picks: 오리온, 대상, 관심종목으로 CJ제일제당 제시

◎ 오리온(Buy / TP 1,270,000원): 3Q 중국을 중심으로 이익 개선세 전환이 예상된다는 점이 중요. 상반기 유통재고 조정이 마무리되고 비용축소 여력이 생겼기 때문에 판단. 국내제과는 부진하나, 내년 이후 기저효과가 예상되며 중국 경기 회복 가시화되면 실적 성장 속도 다시 높아질 전망.

◎ 대상(Buy / TP 41,000원): 3Q 이익 11% 증가하며 이익증가세로 전환 예상. 주요 실적 변수인 옥수수가격(소재)과 마케팅비(식품)의 개선 흐름이 이어질 전망. 영업이익의 안정성이 높아진 반면, Valuation 은 음식료 평균 대비 할인 받고 있어 부담 없는 선택

CJ제일제당은 관심종목으로 제시한다. 바이오 부문 마진 악화로 전사 영업이익의 감소 기조가 이어질 전망이다. 중국 공급과잉, 연말 미국 신규공장 가동에 따른 공급 여력이 높아 하반기에 큰 반등은 어렵겠지만, 중국 축산 경기 회복으로 수요가 개선되며 '14년 이후로는 업황 반등 가능성이 높아질 전망이다. 저점을 통과 중인 하반기 내에 매수 관점이 유효해 보인다.

주요 음식료업체 분기별 실적 (단위: 억원, %)

|                |         | 1Q12   | 2Q12   | 3Q12   | 4Q12   | 1Q13   | 2Q13   | 3Q13E  | 4Q13E  | 2012   | 2013E  | 2014E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액            | KT&G    | 9,616  | 10,054 | 10,633 | 9,544  | 8,960  | 9,145  | 10,338 | 9,685  | 39,847 | 38,128 | 40,090 |
|                | CJ 제일제당 | 17,104 | 17,289 | 19,466 | 17,216 | 17,974 | 17,711 | 19,709 | 17,632 | 71,075 | 73,026 | 81,036 |
|                | 오리온     | 6,263  | 5,408  | 6,017  | 5,992  | 6,448  | 5,790  | 6,292  | 6,521  | 23,680 | 25,050 | 29,689 |
|                | 농심      | 4,961  | 4,692  | 5,007  | 4,930  | 4,819  | 4,451  | 4,610  | 4,812  | 19,589 | 18,692 | 19,493 |
|                | 대상      | 3,646  | 3,994  | 4,459  | 3,427  | 3,877  | 3,865  | 4,657  | 3,636  | 15,525 | 16,034 | 17,296 |
|                | 빙그레     | 1,510  | 2,346  | 2,570  | 1,466  | 1,617  | 2,363  | 2,566  | 1,584  | 7,891  | 8,130  | 8,858  |
|                | 매일유업    | 2,552  | 2,553  | 2,676  | 2,743  | 2,782  | 2,822  | 2,947  | 2,970  | 10,523 | 11,522 | 12,588 |
|                | 롯데칠성    | 5,024  | 5,947  | 6,173  | 4,843  | 5,120  | 5,831  | 6,308  | 5,074  | 21,986 | 22,334 | 23,834 |
|                | 무학      | 510    | 539    | 511    | 553    | 551    | 628    | 567    | 592    | 2,113  | 2,338  | 2,471  |
| 매출액<br>증가율(%)  | KT&G    | 16.6   | 11.9   | 1.7    | 0.0    | -6.8   | -9.0   | -2.8   | 1.5    | 7.0    | -4.3   | 5.1    |
|                | CJ 제일제당 | 5.2    | 10.1   | 11.1   | 8.3    | 5.1    | 2.4    | 1.3    | 2.4    | 8.7    | 2.7    | 11.0   |
|                | 오리온     | 28.0   | 33.7   | 22.2   | 13.4   | 2.9    | 7.1    | 4.6    | 8.8    | 23.7   | 5.8    | 18.5   |
|                | 농심      | -1.4   | -5.0   | 3.9    | 0.3    | -2.9   | -5.1   | -7.9   | -2.4   | -0.6   | -4.6   | 4.3    |
|                | 대상      | 13.4   | 15.8   | 16.4   | -0.2   | 6.3    | -3.2   | 4.4    | 6.1    | 11.5   | 3.3    | 7.9    |
|                | 빙그레     | 7.5    | 10.5   | 13.1   | 4.3    | 7.1    | 0.7    | -0.1   | 8.1    | 9.5    | 3.0    | 9.0    |
|                | 매일유업    | 7.2    | 11.2   | 14.5   | 12.7   | 9.0    | 10.5   | 10.1   | 8.3    | 11.4   | 9.5    | 9.3    |
|                | 롯데칠성    | 9.8    | 3.9    | 11.0   | -3.4   | 1.9    | -1.9   | 2.2    | 4.8    | 5.3    | 1.6    | 6.7    |
|                | 무학      | 1.6    | 6.4    | 15.1   | 9.6    | 8.1    | 16.5   | 11.0   | 7.0    | 8.0    | 10.6   | 5.7    |
| 영업이익           | KT&G    | 2,660  | 2,716  | 3,172  | 1,813  | 2,488  | 2,487  | 2,965  | 1,973  | 10,359 | 9,914  | 11,027 |
|                | CJ 제일제당 | 1,283  | 1,177  | 1,416  | 1,135  | 1,132  | 765    | 1,147  | 1,041  | 5,011  | 4,085  | 5,350  |
|                | 오리온     | 1,156  | 691    | 595    | 196    | 930    | 481    | 718    | 549    | 2,637  | 2,679  | 3,494  |
|                | 농심      | 272    | 145    | 304    | 297    | 302    | 128    | 196    | 278    | 1,018  | 904    | 1,034  |
|                | 대상      | 226    | 389    | 427    | -9     | 276    | 299    | 473    | 48     | 1,034  | 1,095  | 1,315  |
|                | 빙그레     | 66     | 298    | 363    | -59    | 33     | 200    | 300    | -4     | 668    | 529    | 710    |
|                | 매일유업    | 55     | 51     | 114    | 79     | 75     | 74     | 107    | 105    | 299    | 361    | 505    |
|                | 롯데칠성    | 366    | 477    | 512    | 147    | 296    | 595    | 610    | 238    | 1,502  | 1,739  | 1,923  |
|                | 무학      | 101    | 117    | 120    | 129    | 129    | 181    | 153    | 143    | 468    | 608    | 645    |
| 영업이익<br>증가율(%) | KT&G    | 6.7    | -3.5   | -15.4  | -15.6  | -6.5   | -8.4   | -6.5   | 8.8    | -7.6   | -4.3   | 11.2   |
|                | CJ 제일제당 | 18.4   | 18.3   | -14.6  | 41.1   | -11.8  | -35.0  | -19.0  | -8.3   | 10.3   | -18.5  | 31.0   |
|                | 오리온     | 50.0   | 142.7  | -11.6  | -47.3  | -19.5  | -30.3  | 20.8   | 180.4  | 25.6   | 1.6    | 30.4   |
|                | 농심      | -28.3  | -50.5  | 10.0   | 93.6   | 11.0   | -11.3  | -35.7  | -6.2   | -7.6   | -11.2  | 14.4   |
|                | 대상      | -5.0   | 46.6   | 46.1   | 적전     | 21.8   | -23.3  | 10.7   | -663.3 | 9.6    | 5.9    | 20.1   |
|                | 빙그레     | 127.3  | 31.0   | 37.6   | 적지     | -50.3  | -32.9  | -17.2  | -92.4  | 36.2   | -20.9  | 34.3   |
|                | 매일유업    | -18.5  | 흑전     | 87.8   | 44.5   | 37.2   | 44.7   | -6.0   | 33.0   | 92.7   | 20.7   | 39.9   |
|                | 롯데칠성    | 0.8    | -19.9  | -7.6   | -38.7  | -19.0  | 24.8   | 19.1   | 61.8   | -14.3  | 15.8   | 10.6   |
|                | 무학      | -40.1  | -34.1  | 27.5   | 16.5   | 28.1   | 55.1   | 27.0   | 10.4   | -15.2  | 29.9   | 6.1    |
| 영업<br>이익률(%)   | KT&G    | 27.7   | 27.0   | 29.8   | 19.0   | 27.8   | 27.2   | 28.7   | 20.4   | 26.0   | 26.0   | 27.5   |
|                | CJ 제일제당 | 7.5    | 6.8    | 7.3    | 6.6    | 6.3    | 4.3    | 5.8    | 5.9    | 7.1    | 5.6    | 6.6    |
|                | 오리온     | 18.5   | 12.8   | 9.9    | 3.3    | 14.4   | 8.3    | 11.4   | 8.4    | 11.1   | 10.7   | 11.8   |
|                | 농심      | 5.5    | 3.1    | 6.1    | 6.0    | 6.3    | 2.9    | 4.2    | 5.8    | 5.2    | 4.8    | 5.3    |
|                | 대상      | 6.2    | 9.7    | 9.6    | -0.2   | 7.1    | 7.7    | 10.1   | 1.3    | 6.7    | 6.8    | 7.6    |
|                | 빙그레     | 4.4    | 12.7   | 14.1   | -4.0   | 2.0    | 8.5    | 11.7   | -0.3   | 8.5    | 6.5    | 8.0    |
|                | 매일유업    | 2.1    | 2.0    | 4.3    | 2.9    | 2.7    | 2.6    | 3.6    | 3.5    | 2.8    | 3.1    | 4.0    |
|                | 롯데칠성    | 7.3    | 8.0    | 8.3    | 3.0    | 5.8    | 10.2   | 9.7    | 4.7    | 6.8    | 7.8    | 8.1    |
|                | 무학      | 19.8   | 21.7   | 23.6   | 23.3   | 23.5   | 28.9   | 27.0   | 24.1   | 22.1   | 26.0   | 26.1   |

주: 1) CJ제일제당은 대한통운 제외 수치, 2) KT&G, CJ제일제당, 오리온, 롯데칠성은 연결기준, 그 외 별도 기준  
자료: 키움증권



주요 음식료업체 2012~2015 영업이익, EPS 증가율 (단위 %, 배)

|              | KT&G | CJ제일제당 | 오리온  | 농심   | 대상   | 빙그레  | 매일유업 | 롯데칠성 | 무학   | 평균   |
|--------------|------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 영업이익 증가율     | 4.0  | 11.7   | 21.1 | 4.2  | 13.5 | 6.2  | 29.4 | 11.9 | 15.3 | 13.0 |
| EPS증가율       | 5.6  | 12.9   | 24.2 | 22.9 | 15.6 | 9.6  | 49.3 | 14.5 | 21.8 | 19.6 |
| PER(12m fwd) | 13.1 | 14.1   | 29.3 | 14.5 | 11.2 | 16.7 | 12.3 | 20.2 | 9.8  | 15.7 |
| PBR(2013년)   | 1.9  | 1.2    | 5.2  | 1.0  | 1.8  | 2.0  | 1.6  | 0.9  | 1.5  | 1.9  |

주: 1) 농심은 2013~2015 EPS Growth CAGR, 나머지는 2012~2015, 2) CJ제일제당은 대한통운 포함실적

3) PER은 2013년 10월 2일 종가기준, 4)롯데칠성은 비영업자산가치를 제외한 기준임

자료: 키움증권



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다





## 기업분석

|                |                                  |
|----------------|----------------------------------|
| CJ제일제당(097950) | BUY(Maintain)/TP 340,000원        |
| KT&G(033780)   | Outperform(Maintain)/TP 90,000원  |
| 오리온(001800)    | BUY(Maintain)/TP 1,270,000원      |
| 농심(004370)     | Outperform(Maintain)/TP 300,000원 |
| 대상(001680)     | BUY(Maintain)/TP 41,000원         |
| 빙그레(005180)    | Outperform(Maintain)/TP 113,000원 |
| 롯데칠성(005300)   | BUY(Maintain)/TP 2,000,000원      |
| 매일유업(005990)   | BUY(Maintain)/TP 55,000원         |
| 무학(033920)     | BUY(Maintain)/TP 25,000원         |



CJ제일제당 (097950)



## BUY(Maintain)

주가(10/2) 271,000원

목표주가 340,000원

3Q에는 소재, 가공식품 등 타사업 이익개선을 바이오의 마진약화가 상쇄하면서 영업이익 감소 기조가 이어질 전망이다. 주가와 실적 측면에서 라이신 업황 반등이 중요한데 수요는 개선 중이나, 중국과 미국의 공급여력 확대에 따라 당장 급격한 평가 반등은 어려울 전망이다. 다만, 현재 실적이 바닥을 통과 중이며 '14년 이후 라이신 업황은 반등 가능성이 부각될 전망이어서 하반기 매수 관점을 유지한다.

### Stock Data

|              |            |          |
|--------------|------------|----------|
| KOSPI (10/2) | 1,999.47pt |          |
| 시가총액         | 36,745억원   |          |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가      |
|              | 386,500원   | 245,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -29.88%    | 10.61%   |
| 주가수익률        | 절대         | 상대       |
| 1M           | 5.9%       | 1.9%     |
| 6M           | -23.2%     | -23.7%   |
| 1Y           | -11.3%     | -14.0%   |

### Company Data

|             |               |
|-------------|---------------|
| 발행주식수       | 14,426천주      |
| 일평균 거래량(3M) | 57천주          |
| 외국인 지분율     | 14.96%        |
| 배당수익률(13.E) | 0.66%         |
| BPS (13.E)  | 229,903원      |
| 주요 주주       | CJ 외 6인 38.0% |

### Price Trend



## 당장 실적보다는 내년 반등 기대

### >>> 3Q에도 바이오 실적부진 전망

3Q13 실적(대한통운 제외)은 매출 19,709억원(YoY 1.3%), 영업이익 1,147억원(YoY -19.0%) 예상. 1)곡물 원재료 단가 하락, 가공식품 마케팅비 절감으로 소재식품, 가공식품, 사료의 이익이 증가가 예상되나, 2)중국 CAPA과잉에 따른 라이신 평가 하락으로 바이오 이익이 급감(YoY -400억원)하며 전체 영업이익이 감소될 전망이다. 바이오 OPM은 BEP에 근접한 1% 미만 수준 예상

### >>> 바이오 본격적 반등은 내년 이후 예상

주가 향방의 키는 바이오사업의 반등 시점과 강도가 될 것임. 중국 축산경기 회복, 곡물가 안정화에 따른 축산업 수익성 개선은 라이신 수요 증가로 이어질 것임. 다만, 중국내 공급여력(수요대비 +38만톤, +52%추정), 연말 동사의 미국 신공장 가동(+10만톤, 로컬 수요의 26%)으로 공급 측면에서는 아직 급격한 평가 반등을 기대하기 어려움. 중국내 평가 점진적 반등 가능하겠으나, 미국 평가 하락 가능성으로 본격적인 글로벌 평균 평가 반등은 '14년 이후로 예상됨.

### >>> 하반기 매수 관점 유지

현 시점에서 주가 조정요인은 당장의 부진한 실적(주로 바이오 감익 때문)과 증설에 따른 미국내 라이신 평가 하락 가능성임. 이는 당장의 주가 상승에 제약 요인이 될 전망이다. 하지만, '14년 이후 특별한 증설 이슈가 없고 중국 축산경기 상승사이클 진입으로 라이신 수요가 회복될 전망이어서 업황 반등의 가능성이 높다는 판단. 이와 함께 원재료비 하락에 따른 식품, 사료 마진 개선세도 이어질 전망이다. PBR 저점(1.1배, 주가 250,000원) 수준을 기준으로 하반기 매수 관점을 유지.

| 투자지표          | 2011   | 2012   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원)       | 65,382 | 98,775 | 111,147 | 129,492 | 140,041 |
| 보고영업이익(억원)    | 4,599  | 6,155  | 4,637   | 6,986   | 8,311   |
| 핵심영업이익(억원)    | 4,599  | 6,155  | 4,637   | 6,986   | 8,311   |
| EBITDA(억원)    | 6,409  | 9,251  | 7,992   | 10,472  | 11,829  |
| 세전이익(억원)      | 4,614  | 4,250  | 4,414   | 4,597   | 5,892   |
| 순이익(억원)       | 3,140  | 3,107  | 3,140   | 3,273   | 4,195   |
| 지배기업주주순이익(억원) | 3,015  | 2,549  | 2,906   | 2,743   | 3,520   |
| EPS(원)        | 21,158 | 17,692 | 20,147  | 19,012  | 24,397  |
| 증감율(%YoY)     | -5.6   | -16.4  | 13.9    | -5.6    | 28.3    |
| PER(배)        | 13.7   | 20.1   | 13.5    | 14.3    | 11.1    |
| PBR(배)        | 1.5    | 1.7    | 1.2     | 1.1     | 1.0     |
| EV/EBITDA(배)  | 12.4   | 10.9   | 10.9    | 8.9     | 7.8     |
| 보고영업이익률(%)    | 7.0    | 6.2    | 4.2     | 5.4     | 5.9     |
| 핵심영업이익률(%)    | 7.0    | 6.2    | 4.2     | 5.4     | 5.9     |
| ROE(%)        | 8.5    | 6.3    | 5.9     | 5.8     | 7.0     |
| 순부채비율(%)      | 83.6   | 82.0   | 86.4    | 85.6    | 77.7    |

### 3Q13 실적 Preview(대한통운 포함) (단위: 억원, %)

|              | 3Q12   | 4Q12   | 1Q13   | 2Q13   | 3Q13E  |        | 차이<br>(%, %p) | YoY<br>(%, %p) | QoQ<br>(%, %p) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|----------------|----------------|
|              |        |        |        |        | 당사추정치  | 컨센서스   |               |                |                |
| 매출액          | 26,426 | 24,226 | 24,484 | 27,534 | 30,304 | 28,693 | 5.6           | 14.7           | 10.1           |
| 매출액(대한통운제외)  | 19,466 | 17,216 | 17,974 | 17,711 | 19,709 |        |               | 1.3            | 11.3           |
| 영업이익         | 1,715  | 1,287  | 1,252  | 798    | 1,310  | 1,465  | -10.6         | -23.6          | 64.1           |
| 영업이익(대한통운제외) | 1,416  | 1,135  | 1,132  | 765    | 1,147  |        |               | -19.0          | 49.9           |
| 세전이익         | 1,468  | 740    | 655    | 77     | 2,768  | 1,422  | 94.7          | 88.6           | 3,496.1        |
| 순이익          | 1,051  | 531    | 467    | 36     | 1,982  | 1,155  | 71.6          | 88.7           | 5,381.1        |
| 영업이익률        | 6.5    | 5.3    | 5.1    | 2.9    | 4.3    | 5.1    | -0.8          | -2.2           | 1.4            |
| 세전이익률        | 5.6    | 3.1    | 2.7    | 0.3    | 9.1    | 5.0    | 4.2           | 3.6            | 8.9            |
| 순이익률         | 4.0    | 2.2    | 1.9    | 0.1    | 6.5    | 4.0    | 2.5           | 2.6            | 6.4            |

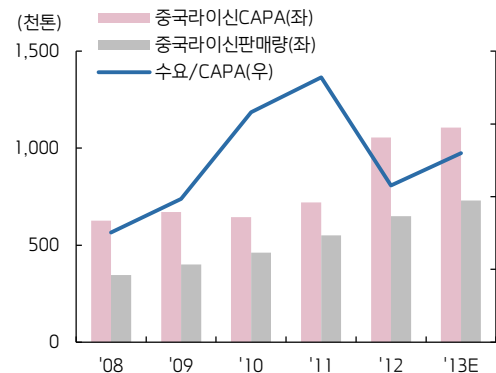
자료: 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS연결) (단위: 억원, %, %p)

|              | 변경전    |         |         | 변경후     |         | 변경률(% , %p) |       | YoY(% , %p) |       |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|-------------|-------|
|              | 2012   | 2013E   | 2014E   | 2013E   | 2014E   | 2013E       | 2014E | 2013E       | 2014E |
| 매출액          | 98,775 | 112,603 | 129,994 | 111,147 | 129,492 | -1.3        | -0.4  | 12.5        | 16.5  |
| 매출액(대한통운제외)  | 71,075 | 73,317  | 81,709  | 73,026  | 81,036  | -0.4        | -0.8  | 2.7         | 11.0  |
| 영업이익         | 6,155  | 5,454   | 7,731   | 4,638   | 6,986   | -15.0       | -9.6  | -24.7       | 50.6  |
| 영업이익(대한통운제외) | 5,011  | 4,551   | 5,694   | 4,085   | 5,350   | -10.2       | -6.0  | -18.5       | 31.0  |
| 세전이익         | 4,250  | 3,340   | 5,879   | 4,414   | 4,597   | 32.2        | -21.8 | 3.9         | 4.1   |
| 순이익          | 3,107  | 2,372   | 4,186   | 3,140   | 3,273   | 32.4        | -21.8 | 1.1         | 4.2   |
| 영업이익률(%)     | 6.2    | 4.8     | 5.9     | 4.2     | 5.4     | -0.7        | -0.6  | -2.1        | 1.2   |
| 세전이익률(%)     | 4.3    | 3.0     | 4.5     | 4.0     | 3.5     | 1.0         | -1.0  | -0.3        | -0.4  |
| 순이익률(%)      | 3.1    | 2.1     | 3.2     | 2.8     | 2.5     | 0.7         | -0.7  | -0.3        | -0.3  |

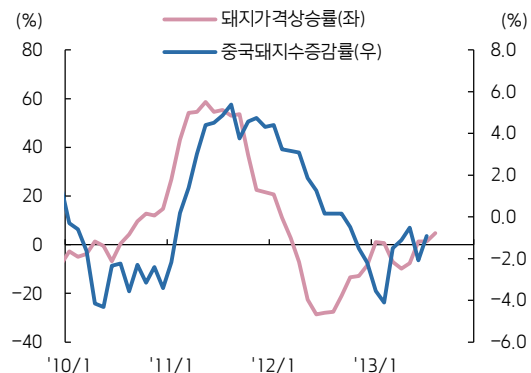
주: 대한통운 포함 실적, 자료: CJ제일제당, 키움증권

### 중국 라이신업계는 여전히 CAPA 과잉 상황



자료: efeedlink, 키움증권

### 중국 돈육가 회복은 사육두수 증가로 이어질 전망



자료: CEIC

### 손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011   | 2012   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액                  | 65,382 | 98,775 | 111,147 | 129,492 | 140,041 |
| 매출원가                 | 47,720 | 76,966 | 89,393  | 103,826 | 111,793 |
| 매출총이익                | 17,662 | 21,809 | 21,754  | 25,666  | 28,248  |
| 판매비및일반관리비            | 13,063 | 15,654 | 17,117  | 18,680  | 19,936  |
| 영업이익(보고)             | 4,599  | 6,155  | 4,637   | 6,986   | 8,311   |
| 영업이익(핵심)             | 4,599  | 6,155  | 4,637   | 6,986   | 8,311   |
| 영업외손익                | 14     | -1,905 | -223    | -2,389  | -2,420  |
| 이자수익                 | 106    | 291    | 160     | 354     | 379     |
| 배당금수익                | 137    | 166    | 171     | 177     | 191     |
| 외환이익                 | 1,212  | 1,306  | 480     | 0       | 0       |
| 이자비용                 | 731    | 1,647  | 929     | 2,069   | 2,069   |
| 외환손실                 | 1,655  | 1,072  | 390     | 0       | 0       |
| 관계기업자본법손익            | -2     | -237   | -8      | -175    | -145    |
| 투자및기타자산처분손익          | 1,294  | -10    | 1,780   | 0       | 0       |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -29    | -246   | -1,016  | -288    | -355    |
| 기타                   | -317   | -457   | -471    | -388    | -420    |
| 법인세차감전이익             | 4,614  | 4,250  | 4,414   | 4,597   | 5,892   |
| 법인세비용                | 1,473  | 1,143  | 1,274   | 1,324   | 1,697   |
| 유효법인세율 (%)           | 31.9%  | 26.9%  | 28.9%   | 28.8%   | 28.8%   |
| 당기순이익                | 3,140  | 3,107  | 3,140   | 3,273   | 4,195   |
| 지배주주지분 당기순이익         | 3,015  | 2,549  | 2,906   | 2,743   | 3,520   |
| EBITDA               | 6,409  | 9,251  | 7,992   | 10,472  | 11,829  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 4,950  | 6,203  | 6,495   | 6,759   | 7,713   |
| 수정당기순이익              | 2,280  | 3,294  | 2,597   | 3,478   | 4,448   |
| 증감율(% YoY)           |        |        |         |         |         |
| 매출액                  | 13.2   | 51.1   | 12.5    | 16.5    | 8.1     |
| 영업이익(보고)             | 1.5    | 33.8   | -24.7   | 50.7    | 19.0    |
| 영업이익(핵심)             | 1.7    | 33.8   | -24.7   | 50.7    | 19.0    |
| EBITDA               | 6.7    | 44.3   | -13.6   | 31.0    | 13.0    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -54.1  | -15.5  | 14.0    | -5.6    | 28.3    |
| EPS                  | -55.6  | -16.4  | 13.9    | -5.6    | 28.3    |
| 수정순이익                | -9.6   | 44.5   | -21.2   | 33.9    | 27.9    |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011    | 2012    | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름          | -2,884  | 8,051   | 269    | 4,778  | 6,085  |
| 당기순이익             | 3,140   | 3,107   | 3,140  | 3,273  | 4,195  |
| 감가상각비             | 1,764   | 2,752   | 2,866  | 3,016  | 3,065  |
| 무형자산상각비           | 46      | 343     | 489    | 470    | 453    |
| 외환손익              | 0       | 0       | -90    | 0      | 0      |
| 자산처분손익            | 0       | 0       | -1,780 | 0      | 0      |
| 지분법손익             | 0       | 0       | 8      | 175    | 145    |
| 영업활동자산부채 증감       | -7,424  | -531    | -4,290 | -2,985 | -1,595 |
| 기타                | -410    | 2,379   | -75    | 829    | -177   |
| 투자활동현금흐름          | -14,201 | -11,563 | -7,595 | -7,243 | -5,294 |
| 투자자산의 처분          | 191     | 1,105   | -2,145 | -1,370 | -968   |
| 유형자산의 처분          | 151     | 822     | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산의 취득          | -7,258  | -10,529 | -5,298 | -5,647 | -4,197 |
| 무형자산의 처분          | -771    | -1,604  | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | -6,513  | -1,357  | -152   | -225   | -129   |
| 재무활동현금흐름          | 18,784  | 4,561   | 7,306  | 980    | 467    |
| 단기자입금의 증가         | 2,495   | -7,346  | 3,963  | 0      | 0      |
| 장기자입금의 증가         | 17,738  | 10,969  | 3,100  | 0      | 0      |
| 자본의 증가            | 0       | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -556    | -249    | -254   | -254   | -254   |
| 기타                | -893    | 1,187   | 497    | 1,234  | 721    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 1,721   | 781     | -20    | -1,484 | 1,259  |
| 기초현금및현금성자산        | 3,066   | 4,787   | 5,568  | 5,548  | 4,064  |
| 기말현금및현금성자산        | 4,787   | 5,568   | 5,548  | 4,064  | 5,322  |
| Gross Cash Flow   | 4,540   | 8,581   | 4,559  | 7,763  | 7,681  |
| Op Free Cash Flow | -10,514 | -5,068  | -2,931 | -172   | 3,643  |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산           | 33,250  | 33,635  | 36,610  | 39,330  | 43,012  |
| 현금및현금성자산       | 4,787   | 5,568   | 5,548   | 4,064   | 5,322   |
| 유동금융자산         | 2,264   | 1,035   | 3,334   | 3,626   | 3,921   |
| 매출채권및유동채권      | 15,288  | 15,452  | 14,820  | 16,602  | 17,505  |
| 재고자산           | 10,752  | 11,393  | 12,630  | 14,715  | 15,914  |
| 기타유동비금융자산      | 159     | 187     | 278     | 324     | 350     |
| 비유동자산          | 80,145  | 90,004  | 94,496  | 98,868  | 100,904 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 4,187   | 4,903   | 5,517   | 6,427   | 6,951   |
| 투자자산           | 11,565  | 12,081  | 13,865  | 14,940  | 15,644  |
| 유형자산           | 49,908  | 55,752  | 58,184  | 60,814  | 61,946  |
| 무형자산           | 14,005  | 16,056  | 15,567  | 15,097  | 14,644  |
| 기타비유동자산        | 479     | 1,212   | 1,364   | 1,589   | 1,719   |
| 자산총계           | 113,395 | 123,639 | 131,106 | 138,197 | 143,916 |
| 유동부채           | 37,797  | 33,894  | 34,823  | 36,583  | 37,594  |
| 매입채무및기타유동채무    | 11,454  | 13,199  | 10,104  | 11,772  | 12,731  |
| 단기자입금          | 18,927  | 16,423  | 20,386  | 20,386  | 20,386  |
| 유동성장기차입금       | 6,509   | 3,779   | 3,779   | 3,779   | 3,779   |
| 기타유동부채         | 906     | 493     | 555     | 646     | 699     |
| 비유동부채          | 28,634  | 37,535  | 41,185  | 43,497  | 44,264  |
| 장기매입채무및비유동채무   | 501     | 423     | 476     | 554     | 599     |
| 사채및장기차입금       | 20,889  | 29,195  | 32,295  | 32,295  | 32,295  |
| 기타비유동부채        | 7,244   | 7,917   | 8,414   | 10,648  | 11,369  |
| 부채총계           | 66,430  | 71,428  | 76,008  | 80,080  | 81,858  |
| 자본금            | 720     | 721     | 721     | 721     | 721     |
| 주식발행초과금        | 8,911   | 8,921   | 8,921   | 8,921   | 8,921   |
| 이익잉여금          | 18,443  | 20,517  | 23,278  | 25,871  | 29,237  |
| 기타자본           | -876    | -414    | -414    | -414    | -414    |
| 지배주주지분자본총계     | 27,199  | 29,745  | 32,507  | 35,100  | 38,466  |
| 비지배지분자본총계      | 19,766  | 22,465  | 22,591  | 23,017  | 23,592  |
| 자본총계           | 46,965  | 52,210  | 55,098  | 58,117  | 62,058  |
| 순차입금           | 39,274  | 42,794  | 47,577  | 49,770  | 48,216  |
| 총차입금           | 46,326  | 49,397  | 56,460  | 57,460  | 57,460  |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |         |         |         |         |         |
| EPS           | 21,158  | 17,692  | 20,147  | 19,012  | 24,397  |
| BPS           | 188,796 | 206,383 | 225,334 | 243,308 | 266,642 |
| 주당EBITDA      | 44,977  | 64,212  | 55,416  | 72,594  | 81,998  |
| CFPS          | 34,738  | 43,054  | 45,039  | 46,855  | 53,463  |
| DPS           | 1,800   | 1,800   | 1,800   | 1,800   | 1,800   |
| 추가배수(배)       |         |         |         |         |         |
| PER           | 13.7    | 20.1    | 13.5    | 14.3    | 11.1    |
| PBR           | 1.5     | 1.7     | 1.2     | 1.1     | 1.0     |
| EV/EBITDA     | 12.4    | 10.9    | 10.9    | 8.9     | 7.8     |
| PCFR          | 8.3     | 8.3     | 6.0     | 5.8     | 5.1     |
| 수익성(%)        |         |         |         |         |         |
| 영업이익률(보고)     | 7.0     | 6.2     | 4.2     | 5.4     | 5.9     |
| 영업이익률(핵심)     | 7.0     | 6.2     | 4.2     | 5.4     | 5.9     |
| EBITDA margin | 9.8     | 9.4     | 7.2     | 8.1     | 8.4     |
| 순이익률          | 4.8     | 3.1     | 2.8     | 2.5     | 3.0     |
| 자기자본이익률(ROE)  | 8.5     | 6.3     | 5.9     | 5.8     | 7.0     |
| 투자자본이익률(ROIC) | 5.4     | 5.5     | 3.7     | 5.2     | 6.0     |
| 안정성(%)        |         |         |         |         |         |
| 부채비율          | 141.4   | 136.8   | 138.0   | 137.8   | 131.9   |
| 순차입금비율        | 83.6    | 82.0    | 86.4    | 85.6    | 77.7    |
| 이자보상배율(배)     | 6.3     | 3.7     | 5.0     | 3.4     | 4.0     |
| 활동성(배)        |         |         |         |         |         |
| 매출채권회전율       | 5.7     | 6.4     | 7.3     | 8.2     | 8.2     |
| 재고자산회전율       | 7.0     | 8.9     | 9.3     | 9.5     | 9.1     |
| 매입채무회전율       | 7.0     | 8.0     | 9.5     | 11.8    | 11.4    |





이 페이지는 편집상 공백입니다

KT&G (033780)



## Outperform(Maintain)

주가(10/2) 77,100원

목표주가 90,000원

3Q 영업이익은 6.5% 감소할 전망인데, 홍삼 부문의 기저효과가 실적 감소폭을 축소시켰을 전망이다. 배당메리트가 유효하고 실적감소세가 완화되는 점은 긍정적이다. 하지만, 내수담배에서 추가적 개선을 기대하기 어려운 만큼 주가 반등을 위해서는 수출담배, 홍삼부문에서 본격적인 실적 개선세 전환이 확인되어야 할 것이다.

### Stock Data

|              |            |         |
|--------------|------------|---------|
| KOSPI (10/2) | 1,999.47pt |         |
| 시가총액         | 105,853억원  |         |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가     |
|              | 92,000원    | 71,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -16.20%    | 7.83%   |
| 주가수익률        | 절대         | 상대      |
| 1M           | 4.6%       | 0.7%    |
| 6M           | 1.8%       | 1.2%    |
| 1Y           | -9.2%      | -9.3%   |

### Company Data

|             |             |
|-------------|-------------|
| 발행주식수       | 137,292천주   |
| 일평균 거래량(3M) | 220천주       |
| 외국인 지분율     | 58.83%      |
| 배당수익률(13.E) | 4.15%       |
| BPS (13.E)  | 39,720원     |
| 주요 주주       | 중소기업은행 6.9% |

### Price Trend



## 홍삼은 호전, 담배는 글세

### >>> 3Q13 홍삼실적 감소세 진정 전망

3Q13 실적은 매출 10,338억원(YoY -2.8%), 영업이익 2,965억원(YoY -6.5%) 전망. 1)BAT의 밀어내기 영업에 따라, MS가 61.7%(YoY -1.6%p)로 내수담배 매출 감소(YoY 2.2%) 예상. 2)중동 등 수출 부진이 이어지며 해외담배 역시 감소(YoY -23.2%) 기조 이어갈 전망. 3) 다만, 홍삼부문은 전년 하반기부터 부진기조 시작된 데 따른 기저효과와 중국내 유통재고 조정 진정에 따라 실적이 증가할 전망. 홍삼 매출 2,228억원(YoY 2.5%), 영업이익 365억원(YoY 13.5%) 예상

### >>> 아직 실적회복 시점을 가늠하기 어려움

내수담배는 경쟁사 판가인상 효과 약화, 담배에 대한 흡연 규제(공공장소, 식당 등) 강화로 향후 실적 개선이 어려울 전망. 판가인상은 지자체 선거(6월) 이후에나 논의될 전망. 수출담배는 연말까지는 감소세 이어지겠으며 회복 시점을 가늠하기 어려움. 홍삼은 내수와 수출에서 감소세가 진정되었다는 판단이나, 본격적인 실적 회복을 위해서는 경기 회복이 전제되어야 할 것임.

### >>> 배당시즌 진입에 따른 배당메리트 보유

현 시점에서 동사의 투자포인트는 실적 감소세 완화와 배당수익률(현 주가 대비 4.1%). 배당금은 최소 전년(주당 3,200원) 수준 이상 기대. 당분간 큰 폭의 조정은 없겠으나, 실적과 주가의 본격적인 반등까지는 시간이 더 필요해 보임. 목표주가 90,000원, 투자 의견 Outperform 유지

| 투자지표          | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)       | 37,230 | 39,847 | 38,128 | 40,090 | 41,894 |
| 보고영업이익(억원)    | 10,903 | 10,359 | 9,914  | 11,027 | 11,607 |
| 핵심영업이익(억원)    | 10,903 | 10,359 | 9,914  | 11,027 | 11,607 |
| EBITDA(억원)    | 12,477 | 12,143 | 11,732 | 12,866 | 13,531 |
| 세전이익(억원)      | 11,611 | 10,224 | 10,393 | 11,311 | 11,909 |
| 순이익(억원)       | 8,169  | 7,251  | 7,455  | 8,144  | 8,574  |
| 지배기업주주순이익(억원) | 8,161  | 7,380  | 7,573  | 8,185  | 8,617  |
| EPS(원)        | 5,944  | 5,376  | 5,516  | 5,962  | 6,277  |
| 증감율(%YoY)     | -20.9  | -9.6   | 2.6    | 8.1    | 5.3    |
| PER(배)        | 13.7   | 15.0   | 14.0   | 12.9   | 12.3   |
| PBR(배)        | 2.3    | 2.2    | 1.9    | 1.8    | 1.7    |
| EV/EBITDA(배)  | 8.4    | 8.3    | 7.9    | 7.1    | 6.5    |
| 보고영업이익률(%)    | 29.3   | 26.0   | 26.0   | 27.5   | 27.7   |
| 핵심영업이익률(%)    | 29.3   | 26.0   | 26.0   | 27.5   | 27.7   |
| ROE(%)        | 17.2   | 14.4   | 13.9   | 14.2   | 13.9   |
| 순부채비율(%)      | -14.6  | -15.9  | -21.1  | -24.2  | -27.5  |

### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|       | 3Q12   | 4Q12  | 1Q13  | 2Q13  | 3Q13E  |        | 차이<br>(%, %p) | YoY<br>(%, %p) | QoQ<br>(%, %p) |
|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|---------------|----------------|----------------|
|       |        |       |       |       | 당사추정치  | 컨센서스   |               |                |                |
| 매출액   | 10,633 | 9,544 | 8,960 | 9,145 | 10,338 | 10,244 | 0.9           | -2.8           | 13.0           |
| 영업이익  | 3,172  | 1,813 | 2,488 | 2,487 | 2,965  | 2,890  | 2.6           | -6.5           | 19.2           |
| 세전이익  | 3,040  | 1,561 | 2,808 | 2,661 | 2,909  | 2,944  | -1.2          | -4.3           | 9.3            |
| 순이익   | 2,227  | 1,056 | 1,983 | 1,927 | 2,094  | 2,126  | -1.5          | -6.0           | 8.7            |
| 영업이익률 | 29.8   | 19.0  | 27.8  | 27.2  | 28.7   | 28.2   | 0.5           | -1.2           | 1.5            |
| 세전이익률 | 28.6   | 16.4  | 31.3  | 29.1  | 28.1   | 28.7   | -0.6          | -0.4           | -1.0           |
| 순이익률  | 20.9   | 11.1  | 22.1  | 21.1  | 20.3   | 20.8   | -0.5          | -0.7           | -0.8           |

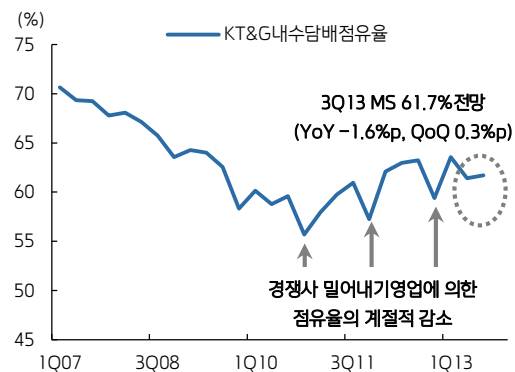
자료: KT&G, 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS연결) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전    |        |        | 변경후    |        | 변경률(% , %p) |       | YoY(% , %p) |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------------|-------|
|          | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2013E  | 2014E  | 2013E       | 2014E | 2013E       | 2014E |
| 매출액      | 39,847 | 38,379 | 40,298 | 38,128 | 40,090 | -0.7        | -0.5  | -4.3        | 5.1   |
| 영업이익     | 10,359 | 10,167 | 11,180 | 9,914  | 11,027 | -2.5        | -1.4  | -4.3        | 11.2  |
| 세전이익     | 10,224 | 10,826 | 11,467 | 10,393 | 11,311 | -4.0        | -1.4  | 1.7         | 8.8   |
| 순이익      | 7,251  | 7,767  | 8,256  | 7,455  | 8,144  | -4.0        | -1.4  | 2.8         | 9.2   |
| 영업이익률(%) | 26.0   | 26.5   | 27.7   | 26.0   | 27.5   | -0.5        | -0.2  | 0.0         | 1.5   |
| 세전이익률(%) | 25.7   | 28.2   | 28.5   | 27.3   | 28.2   | -0.9        | -0.2  | 1.6         | 1.0   |
| 순이익률(%)  | 18.2   | 20.2   | 20.5   | 19.6   | 20.3   | -0.7        | -0.2  | 1.4         | 0.8   |

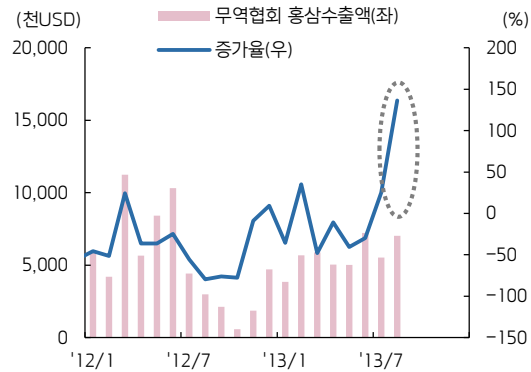
자료: KT&G, 키움증권

### 내수담배 MS 회복 제한적일 전망



자료: KT&G, 키움증권

### 홍삼수출 감소세는 진정되는 중



자료: 무역협회



### 손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 37,230 | 39,847 | 38,128 | 40,090 | 41,894 |
| 매출원가                 | 16,076 | 17,408 | 16,510 | 17,383 | 18,123 |
| 매출총이익                | 21,154 | 22,439 | 21,618 | 22,707 | 23,771 |
| 판매비및일반관리비            | 10,250 | 12,079 | 11,704 | 11,680 | 12,164 |
| 영업이익(보고)             | 10,903 | 10,359 | 9,914  | 11,027 | 11,607 |
| 영업이익(핵심)             | 10,903 | 10,359 | 9,914  | 11,027 | 11,607 |
| 영업외손익                | 707    | -135   | 479    | 285    | 302    |
| 이자수익                 | 348    | 366    | 339    | 383    | 400    |
| 배당금수익                | 52     | 64     | 47     | 64     | 67     |
| 외환이익                 | 537    | 222    | 727    | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 42     | 102    | 124    | 102    | 102    |
| 외환손실                 | 389    | 839    | 339    | 0      | 0      |
| 관계기업자본법손익            | 25     | 20     | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | 430    | 263    | 89     | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 25     | -1     | -145   | 0      | 0      |
| 기타                   | -278   | -128   | -116   | -60    | -63    |
| 법인세차감전이익             | 11,611 | 10,224 | 10,393 | 11,311 | 11,909 |
| 법인세비용                | 3,441  | 2,973  | 2,938  | 3,167  | 3,334  |
| 유효법인세율 (%)           | 29.6%  | 29.1%  | 28.3%  | 28.0%  | 28.0%  |
| 당기순이익                | 8,169  | 7,251  | 7,455  | 8,144  | 8,574  |
| 지배주주지분 당기순이익         | 8,161  | 7,380  | 7,573  | 8,185  | 8,617  |
| EBITDA               | 12,477 | 12,143 | 11,732 | 12,866 | 13,531 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 9,743  | 9,035  | 9,273  | 9,984  | 10,499 |
| 수정당기순이익              | 7,849  | 7,065  | 7,496  | 8,144  | 8,574  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 7.6    | 7.0    | -4.3   | 5.1    | 4.5    |
| 영업이익(보고)             | -4.4   | -5.0   | -4.3   | 11.2   | 5.3    |
| 영업이익(핵심)             | 0.8    | -5.0   | -4.3   | 11.2   | 5.3    |
| EBITDA               | 1.4    | -2.7   | -3.4   | 9.7    | 5.2    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -20.9  | -9.6   | 2.6    | 8.1    | 5.3    |
| EPS                  | -20.9  | -9.6   | 2.6    | 8.1    | 5.3    |
| 수정순이익                | 0.7    | -10.0  | 6.1    | 8.7    | 5.3    |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름          | 7,569  | 7,228  | 9,268  | 8,766  | 9,358  |
| 당기순이익             | 8,169  | 7,251  | 7,455  | 8,144  | 8,574  |
| 감가상각비             | 1,529  | 1,656  | 1,678  | 1,700  | 1,785  |
| 무형자산상각비           | 45     | 128    | 139    | 139    | 139    |
| 외환손익              | -113   | 449    | -388   | 0      | 0      |
| 자산처분손익            | 493    | 421    | -89    | 0      | 0      |
| 지분법손익             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 영업활동자산부채 증감       | -1,706 | -2,195 | 148    | -1,170 | -1,077 |
| 기타                | -850   | -482   | 324    | -47    | -64    |
| 투자활동현금흐름          | -4,286 | -8,980 | -1,641 | -2,692 | -2,667 |
| 투자자산의 처분          | -2,113 | -6,863 | 362    | -520   | -431   |
| 유형자산의 처분          | 327    | 358    | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산의 취득          | -2,885 | -2,634 | -2,100 | -2,163 | -2,228 |
| 무형자산의 처분          | 73     | -54    | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | 312    | 213    | 97     | -9     | -8     |
| 재무활동현금흐름          | -5,005 | -2,582 | -3,912 | -3,711 | -3,740 |
| 단기차입금의 증가         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금의 증가         | 41     | 1,426  | 0      | 0      | 0      |
| 자본의 증가            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -3,829 | -4,024 | -4,029 | -4,029 | -4,029 |
| 기타                | -1,217 | 16     | 117    | 317    | 289    |
| 현금및현금성자산의순증가      | -1,736 | -4,355 | 3,715  | 2,363  | 2,952  |
| 기초현금및현금성자산        | 9,813  | 8,077  | 3,723  | 7,438  | 9,801  |
| 기말현금및현금성자산        | 8,077  | 3,723  | 7,438  | 9,801  | 12,753 |
| Gross Cash Flow   | 9,274  | 9,423  | 9,120  | 9,937  | 10,435 |
| Op Free Cash Flow | 4,727  | 4,248  | 7,103  | 6,445  | 6,977  |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011   | 2012   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 유동자산           | 35,154 | 39,578 | 41,747  | 45,875  | 50,451  |
| 현금및현금성자산       | 8,077  | 3,723  | 7,438   | 9,801   | 12,753  |
| 유동금융자산         | 275    | 6,580  | 6,297   | 6,621   | 6,919   |
| 매출채권및유동채권      | 11,047 | 12,199 | 11,673  | 12,274  | 12,826  |
| 재고자산           | 15,723 | 17,068 | 16,332  | 17,172  | 17,945  |
| 기타유동비금융자산      | 32     | 8      | 7       | 8       | 8       |
| 비유동자산          | 27,610 | 28,382 | 28,464  | 29,242  | 29,936  |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 3,891  | 4,111  | 3,934   | 4,136   | 4,322   |
| 투자자산           | 5,134  | 5,313  | 5,298   | 5,541   | 5,738   |
| 유형자산           | 15,843 | 16,314 | 16,736  | 17,199  | 17,642  |
| 무형자산           | 2,586  | 2,468  | 2,329   | 2,189   | 2,050   |
| 기타비유동자산        | 155    | 175    | 167     | 176     | 184     |
| 자산총계           | 62,764 | 67,960 | 70,211  | 75,117  | 80,387  |
| 유동부채           | 9,992  | 10,977 | 9,705   | 10,156  | 10,570  |
| 매입채무및기타유동채무    | 7,487  | 8,540  | 7,332   | 7,710   | 8,057   |
| 단기차입금          | 828    | 919    | 919     | 919     | 919     |
| 유동성장기차입금       | 31     | 29     | 29      | 29      | 29      |
| 기타유동부채         | 1,646  | 1,489  | 1,425   | 1,498   | 1,566   |
| 비유동부채          | 3,921  | 5,038  | 5,135   | 5,475   | 5,785   |
| 장기매입채무및비유동채무   | 401    | 456    | 437     | 459     | 480     |
| 사채및장기차입금       | 255    | 232    | 232     | 232     | 232     |
| 기타비유동부채        | 3,265  | 4,350  | 4,467   | 4,784   | 5,073   |
| 부채총계           | 13,913 | 16,015 | 14,840  | 15,631  | 16,355  |
| 자본금            | 9,550  | 9,550  | 9,550   | 9,550   | 9,550   |
| 주식발행초과금        | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 이익잉여금          | 37,328 | 40,461 | 44,085  | 48,302  | 52,941  |
| 기타자본           | 1,004  | 898    | 898     | 898     | 898     |
| 지배주주지분자본총계     | 47,881 | 50,909 | 54,533  | 58,750  | 63,389  |
| 비지배지분자본총계      | 969    | 1,035  | 838     | 736     | 643     |
| 자본총계           | 48,851 | 51,944 | 55,371  | 59,486  | 64,032  |
| 순차입금           | -7,114 | -8,259 | -11,691 | -14,378 | -17,628 |
| 총차입금           | 1,238  | 2,044  | 2,044   | 2,044   | 2,044   |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | 5,944  | 5,376  | 5,516  | 5,962  | 6,277  |
| BPS           | 34,875 | 37,081 | 39,720 | 42,792 | 46,171 |
| 주당EBITDA      | 9,088  | 8,845  | 8,545  | 9,371  | 9,856  |
| CFPS          | 7,097  | 6,581  | 6,754  | 7,272  | 7,647  |
| DPS           | 3,200  | 3,200  | 3,200  | 3,200  | 3,200  |
| 추가배수(배)       |        |        |        |        |        |
| PER           | 13.7   | 15.0   | 14.0   | 12.9   | 12.3   |
| PBR           | 2.3    | 2.2    | 1.9    | 1.8    | 1.7    |
| EV/EBITDA     | 8.4    | 8.3    | 7.9    | 7.1    | 6.5    |
| PCFR          | 11.5   | 12.3   | 11.4   | 10.6   | 10.1   |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)     | 29.3   | 26.0   | 26.0   | 27.5   | 27.7   |
| 영업이익률(핵심)     | 29.3   | 26.0   | 26.0   | 27.5   | 27.7   |
| EBITDA margin | 33.5   | 30.5   | 30.8   | 32.1   | 32.3   |
| 순이익률          | 21.9   | 18.2   | 19.6   | 20.3   | 20.5   |
| 자기자본이익률(ROE)  | 17.2   | 14.4   | 13.9   | 14.2   | 13.9   |
| 투자자본이익률(ROIC) | 21.2   | 18.5   | 17.7   | 19.0   | 19.4   |
| 안정성(%)        |        |        |        |        |        |
| 부채비율          | 28.5   | 30.8   | 26.8   | 26.3   | 25.5   |
| 순차입금비율        | -14.6  | -15.9  | -21.1  | -24.2  | -27.5  |
| 이자보상배율(배)     | 257.6  | 101.4  | 80.3   | 107.9  | 113.6  |
| 활동성(배)        |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율       | 3.8    | 3.4    | 3.2    | 3.3    | 3.3    |
| 재고자산회전율       | 2.4    | 2.4    | 2.3    | 2.4    | 2.4    |
| 매입채무회전율       | 5.4    | 5.0    | 4.8    | 5.3    | 5.3    |



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

오리온 (001800)



BUY(Maintain)

주가(10/2) 970,000원

목표주가 1,270,000원

3Q13 실적은 중국제과가 이익증가로 반전하면서 영업이익이 21% 증가할 전망이다. 상반기 중국 감익 기조, 동양그룹 지원 우려 등의 주가 조정 요인들이 해소되고, 향후 중국 경기 개선에 따른 중국 실적 성장세 회복이 예상된다. 이러한 점에서 실적 기조 반전이 나타나는 현 시점이 매수 타이밍이라는 판단이다.

#### Stock Data

|              |            |          |
|--------------|------------|----------|
| KOSPI (10/2) | 1,999.47pt |          |
| 시가총액         | 57,906억원   |          |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가      |
|              | 1,214,000원 | 892,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -20.10%    | 8.74%    |
| 주가수익률        | 절대         | 상대       |
|              | 1M         | -0.9%    |
|              | 6M         | -9.9%    |
|              | 1Y         | -2.1%    |
|              |            | -4.6     |
|              |            | -10.5%   |
|              |            | -5.1%    |

#### Company Data

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수       | 5,969천주         |
| 일평균 거래량(3M) | 16천주            |
| 외국인 지분율     | 39.40%          |
| 배당수익률(13.E) | 0.31%           |
| BPS (13. )  | 186,896원        |
| 주요 주주       | 이화경(외 7인) 28.8% |

#### Price Trend



## 중국 제과 반전 스토리 가시화

### >>> 3Q13 중국 영업이익 증가세 전환 예상

3Q13 영업이익은 20.8% 증가한 718억원을, 매출은 4.6% 증가한 6,292억원을 전망. 1)국내제과는 영업이익 31% 감소로 부진 예상. 마트 휴무 전면 실시(전년동기는 30%만 휴무), 이란 제제와 엔저에 따른 중동, 일본향 수출 급감, 임금인상(1~6월 인상 소급분 반영) 등이 요인 2)중국 제과는 영업이익 24% 증가하며 감익 기조에서 탈피할 전망이다. 상반기 유통재고 조정 마무리에 따라 매출이 17~18% 성장하고 마케팅비 축소 예상. 3)스포츠토트는 기저효과(영업이익 -56억원 → 30억원) 예상

### >>> 중국 제과, 반전 드라마 시작

유통재고 사이클은 1분기말 4개월에서 최근 2.5개월로 축소되면서 Sell-in 매출의 증가와 마케팅비 축소 여력 생김에 이익개선세로 전환 예상. 중국내 경제지표 호전으로 내수소비도 점진적으로 개선될 전망이다. 제과업이 기호식품이라 경기 변동에 탄력적인 수요 증감을 보이고, 중국의 인당소비 성장 잠재력이 큰 점을 감안한다면, '14년 이후에는 성장세의 회복도 기대 가능. 적어도 심양공장 가동에 따른 분포 확대, 신제품(고소미) 효과에 따른 매출 증가 효과는 나타날 것임

### >>> 반전 예고편이 매수 타이밍

최근 동양그룹에 대한 지원 불가를 발표했고, 중국제과의 이익개선세 전환 예상됨에 따라 그간의 주가 조정요인이 해소되고 있는 것으로 판단. 중국 내수소비 회복, 국내 제과실적 기저효과로 '14년 이후 실적개선세 이어질 전망이다. 따라서, 실적기조 전환기인 현시점을 매수시점으로 판단. 목표주가 127만원, 투자의견 Buy 유지

| 투자지표         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)      | 19,126 | 23,680 | 25,050 | 29,689 | 35,367 |
| 보고영업이익(억원)   | 2,151  | 2,637  | 2,679  | 3,494  | 4,303  |
| 핵심영업이익(억원)   | 2,151  | 2,637  | 2,679  | 3,494  | 4,303  |
| EBITDA(억원)   | 3,251  | 3,887  | 3,929  | 4,824  | 5,652  |
| 세전이익(억원)     | 1,781  | 2,241  | 2,381  | 3,236  | 4,069  |
| 순이익(억원)      | 1,105  | 1,698  | 1,641  | 2,262  | 2,844  |
| 자배기업주순이익(억원) | 994    | 1,516  | 1,449  | 2,081  | 2,617  |
| EPS(원)       | 16,660 | 25,413 | 24,279 | 34,859 | 43,836 |
| 증감율(%YoY)    | -49.3  | 52.5   | -4.5   | 43.6   | 25.8   |
| PER(배)       | 40.7   | 43.2   | 40.0   | 27.8   | 22.1   |
| PBR(배)       | 4.6    | 6.7    | 5.2    | 4.4    | 3.7    |
| EV/EBITDA(배) | 15.0   | 20.1   | 17.7   | 13.6   | 11.2   |
| 보고영업이익률(%)   | 11.2   | 11.1   | 10.7   | 11.8   | 12.2   |
| 핵심영업이익률(%)   | 11.2   | 11.1   | 10.7   | 11.8   | 12.2   |
| ROE(%)       | 11.6   | 15.9   | 13.7   | 16.4   | 17.5   |
| 순부채비율(%)     | 39.0   | 42.4   | 30.6   | 18.4   | 2.3    |



### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13  | 2Q13  | 3Q13E |       | 차이<br>(%, %p) | YoY<br>(%, %p) | QoQ<br>(%, %p) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|----------------|----------------|
|          |       |       |       |       | 당사추정치 | 컨센서스  |               |                |                |
| 매출액      | 6,017 | 5,992 | 6,448 | 5,790 | 6,292 | 6,469 | -2.7          | 4.6            | 8.7            |
| 영업이익     | 595   | 196   | 930   | 481   | 718   | 772   | -7.0          | 20.8           | 49.3           |
| 세전이익     | 513   | 67    | 848   | 435   | 632   | 716   | -11.7         | 23.3           | 45.2           |
| 순이익      | 411   | 124   | 644   | 249   | 431   | 527   | -18.2         | 5.0            | 73.4           |
| 영업이익률(%) | 9.9   | 3.3   | 14.4  | 8.3   | 11.4  | 11.9  | -0.5          | 1.5            | 3.1            |
| 세전이익률(%) | 8.5   | 1.1   | 13.1  | 7.5   | 10.1  | 11.1  | -1.0          | 1.5            | 2.5            |
| 순이익률(%)  | 6.8   | 2.1   | 10.0  | 4.3   | 6.9   | 8.2   | -1.3          | 0.0            | 2.6            |

주: 2011년 증감률은 전년동기(K-GAAP) 기준 실적에 대비한 것임, 자료: 오리온, 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS연결) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전    |        |        | 변경후    |        | 변경률(%, %p) |       | YoY(%, %p) |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|-------|------------|-------|
|          | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2013E  | 2014E  | 2013E      | 2014E | 2013E      | 2014E |
| 매출액      | 23,680 | 25,208 | 29,864 | 25,050 | 29,689 | -0.6       | -0.6  | 5.8        | 18.5  |
| 영업이익     | 2,637  | 2,772  | 3,569  | 2,679  | 3,494  | -3.4       | -2.1  | 1.6        | 30.4  |
| 세전이익     | 2,241  | 2,474  | 3,312  | 2,381  | 3,236  | -3.8       | -2.3  | 6.3        | 35.9  |
| 순이익      | 1,698  | 1,705  | 2,315  | 1,641  | 2,262  | -3.7       | -2.3  | -3.3       | 37.8  |
| 영업이익률(%) | 11.1   | 11.0   | 12.0   | 10.7   | 11.8   | -0.3       | -0.2  | -0.4       | 1.1   |
| 세전이익률(%) | 9.5    | 9.8    | 11.1   | 9.5    | 10.9   | -0.3       | -0.2  | 0.0        | 1.4   |
| 순이익률(%)  | 7.2    | 6.8    | 7.8    | 6.6    | 7.6    | -0.2       | -0.1  | -0.6       | 1.1   |

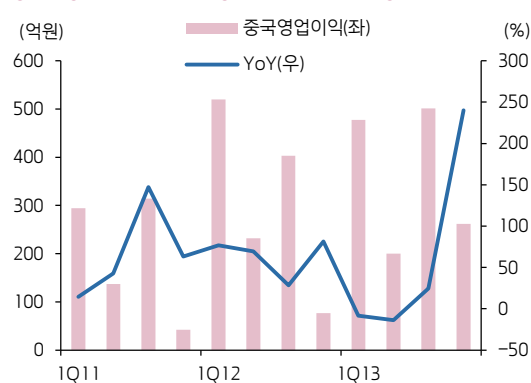
자료: 오리온, 키움증권

### 분기별 실적 전망(IFRS연결) (단위: 억원, %, %p)

|        | 1Q12  | 2Q12  | 3Q12  | 4Q12  | 2012   | 1Q13  | 2Q13  | 3Q13E | 4Q13E | 2013E  |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출     | 6,261 | 5,408 | 6,017 | 5,992 | 23,680 | 6,448 | 5,790 | 6,292 | 6,521 | 25,050 |
| 중국제과   | 2,567 | 2,118 | 2,509 | 2,638 | 9,832  | 2,966 | 2,439 | 2,948 | 3,121 | 11,474 |
| 영업이익   | 1,159 | 691   | 595   | 196   | 2,637  | 930   | 481   | 718   | 549   | 2,679  |
| 중국제과   | 520   | 232   | 403   | 77    | 1,232  | 477   | 200   | 501   | 262   | 1,440  |
| YoY(%) |       |       |       |       |        |       |       |       |       |        |
| 매출     | 28.0  | 33.7  | 22.2  | 13.4  | 23.7   | 3.0   | 7.1   | 4.6   | 8.8   | 5.8    |
| 중국제과   | 45.5  | 55.7  | 27.0  | 36.5  | 39.8   | 15.5  | 15.2  | 17.5  | 18.3  | 16.7   |
| 영업이익   | 45.8  | 116.3 | -10.2 | -44.4 | 23.9   | -19.7 | -30.3 | 20.8  | 180.4 | 1.6    |
| 중국제과   | 76.9  | 69.3  | 28.3  | 81.3  | 56.5   | -8.3  | -13.8 | 24.4  | 240.0 | 16.9   |

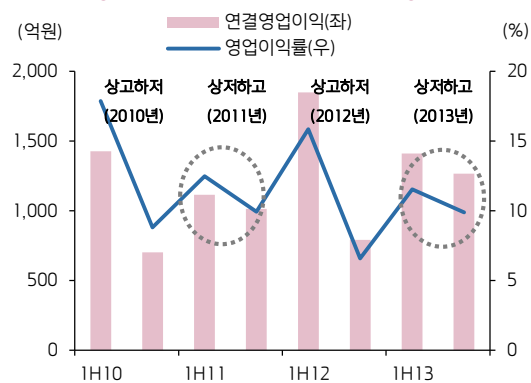
자료: 오리온, 키움증권

### 중국 영업이익 3Q에 증가세로 전환 예상



자료: 오리온, 키움증권

### 반기별 “상저하고”의 이익패턴 나타날 전망



자료: 오리온, 키움증권

## 손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 19,126 | 23,680 | 25,050 | 29,689 | 35,367 |
| 매출원가                 | 10,755 | 13,484 | 14,307 | 16,909 | 20,072 |
| 매출총이익                | 8,371  | 10,196 | 10,744 | 12,780 | 15,295 |
| 판매비및일반관리비            | 6,220  | 7,559  | 8,065  | 9,287  | 10,992 |
| 영업이익(보고)             | 2,151  | 2,637  | 2,679  | 3,494  | 4,303  |
| 영업이익(핵심)             | 2,151  | 2,637  | 2,679  | 3,494  | 4,303  |
| 영업외손익                | -370   | -396   | -297   | -258   | -234   |
| 이자수익                 | 86     | 102    | 77     | 153    | 182    |
| 배당금수익                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환이익                 | 242    | 205    | 75     | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 370    | 384    | 352    | 381    | 381    |
| 외환손실                 | 270    | 197    | 74     | 0      | 0      |
| 관계기업지분법손익            | -22    | -29    | 12     | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | 24     | -12    | 18     | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -6     | -4     | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -54    | -76    | -53    | -30    | -35    |
| 법인세차감전이익             | 1,781  | 2,241  | 2,381  | 3,236  | 4,069  |
| 법인세비용                | 653    | 492    | 740    | 974    | 1,225  |
| 유효법인세율 (%)           | 36.6%  | 21.9%  | 31.1%  | 30.1%  | 30.1%  |
| 당기순이익                | 1,105  | 1,698  | 1,641  | 2,262  | 2,844  |
| 지배주주지분 당기순이익         | 994    | 1,516  | 1,449  | 2,081  | 2,617  |
| EBITDA               | 3,251  | 3,887  | 3,929  | 4,824  | 5,652  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 2,205  | 2,947  | 2,891  | 3,592  | 4,193  |
| 수정당기순이익              | 1,094  | 1,711  | 1,629  | 2,262  | 2,844  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 19.9   | 23.8   | 5.8    | 18.5   | 19.1   |
| 영업이익(보고)             | -36.3  | 22.6   | 1.6    | 30.4   | 23.2   |
| 영업이익(핵심)             | 1.0    | 22.6   | 1.6    | 30.4   | 23.2   |
| EBITDA               | 9.1    | 19.5   | 1.1    | 22.8   | 17.2   |
| 지배주주지분 당기순이익         | -49.2  | 52.6   | -4.4   | 43.6   | 25.8   |
| EPS                  | -49.3  | 52.5   | -4.5   | 43.6   | 25.8   |
| 수정순이익                | -48.8  | 56.4   | -4.8   | 38.8   | 25.8   |

## 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름          | 1,703  | 2,498  | 2,786  | 3,336  | 3,880  |
| 당기순이익             | 1,105  | 1,698  | 1,641  | 2,262  | 2,844  |
| 감가상각비             | 616    | 668    | 850    | 930    | 949    |
| 무형자산상각비           | 485    | 581    | 400    | 400    | 400    |
| 외환손익              | -22    | -24    | -1     | 0      | 0      |
| 자산처분손익            | 67     | 56     | -18    | 0      | 0      |
| 지분법손익             | 0      | 0      | -12    | 0      | 0      |
| 영업활동자산부채 증감       | -447   | -723   | -76    | -256   | -313   |
| 기타                | -101   | 242    | 1      | 0      | 0      |
| 투자활동현금흐름          | -993   | -4,148 | -1,963 | -2,713 | -2,251 |
| 투자자산의 처분          | 526    | -1,188 | -175   | -591   | -723   |
| 유형자산의 처분          | 350    | 369    | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산의 취득          | -1,901 | -3,259 | -1,800 | -2,100 | -1,500 |
| 무형자산의 처분          | -5     | -22    | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | 37     | -47    | 11     | -22    | -28    |
| 재무활동현금흐름          | 136    | 1,676  | -114   | -15    | 16     |
| 단기차입금의 증가         | -388   | 555    | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금의 증가         | 807    | 1,572  | 0      | 0      | 0      |
| 자본의 증가            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -172   | -212   | -158   | -158   | -158   |
| 기타                | -111   | -240   | 44     | 143    | 174    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 900    | -40    | 709    | 607    | 1,645  |
| 기초현금및현금성자산        | 1,255  | 2,155  | 2,115  | 2,824  | 3,431  |
| 기말현금및현금성자산        | 2,155  | 2,115  | 2,824  | 3,431  | 5,076  |
| Gross Cash Flow   | 2,150  | 3,221  | 2,862  | 3,592  | 4,193  |
| Op Free Cash Flow | 110    | -696   | 1,244  | 1,416  | 2,543  |

## 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산           | 8,992  | 10,323 | 11,507 | 13,722 | 17,335 |
| 현금및현금성자산       | 2,155  | 2,115  | 2,824  | 3,431  | 5,076  |
| 유동금융자산         | 1,554  | 2,879  | 3,045  | 3,609  | 4,300  |
| 매출채권및유동채권      | 2,540  | 2,930  | 3,099  | 3,673  | 4,376  |
| 재고자산           | 2,690  | 2,337  | 2,472  | 2,929  | 3,490  |
| 기타유동비금융자산      | 53     | 63     | 67     | 79     | 94     |
| 비유동자산          | 14,207 | 16,153 | 16,762 | 17,688 | 18,032 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 364    | 547    | 579    | 686    | 818    |
| 투자자산           | 433    | 459    | 479    | 506    | 539    |
| 유형자산           | 12,343 | 14,208 | 15,158 | 16,328 | 16,880 |
| 무형자산           | 930    | 824    | 424    | 24     | -376   |
| 기타비유동자산        | 136    | 115    | 121    | 144    | 171    |
| 자산총계           | 23,199 | 26,476 | 28,268 | 31,411 | 35,367 |
| 유동부채           | 8,264  | 8,561  | 8,824  | 9,716  | 10,808 |
| 매입채무및기타유동채무    | 4,116  | 4,209  | 4,453  | 5,277  | 6,287  |
| 단기차입금          | 2,495  | 3,049  | 3,049  | 3,049  | 3,049  |
| 유동성장기차입금       | 1,390  | 958    | 958    | 958    | 958    |
| 기타유동부채         | 263    | 345    | 365    | 432    | 515    |
| 비유동부채          | 4,839  | 6,635  | 6,681  | 6,827  | 7,005  |
| 장기매입채무및비유동채무   | 65     | 17     | 18     | 22     | 26     |
| 사채및장기차입금       | 3,757  | 5,767  | 5,767  | 5,767  | 5,767  |
| 기타비유동부채        | 1,017  | 851    | 895    | 1,038  | 1,211  |
| 부채총계           | 13,103 | 15,196 | 15,505 | 16,543 | 17,813 |
| 자본금            | 298    | 298    | 298    | 298    | 298    |
| 주식발행초과금        | 640    | 645    | 645    | 645    | 645    |
| 이익잉여금          | 7,885  | 9,188  | 10,499 | 12,442 | 14,920 |
| 기타자본           | -56    | -286   | -286   | -286   | -286   |
| 지배주주지분자본총계     | 8,767  | 9,845  | 11,157 | 13,100 | 15,577 |
| 비지배지분자본총계      | 1,329  | 1,435  | 1,607  | 1,768  | 1,977  |
| 자본총계           | 10,096 | 11,280 | 12,764 | 14,868 | 17,554 |
| 순차입금           | 3,933  | 4,780  | 3,905  | 2,733  | 398    |
| 총차입금           | 7,642  | 9,774  | 9,774  | 9,774  | 9,774  |

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |         |         |         |         |         |
| EPS           | 16,660  | 25,413  | 24,279  | 34,859  | 43,836  |
| BPS           | 146,981 | 164,993 | 186,896 | 219,445 | 260,951 |
| 주당EBITDA      | 54,514  | 65,148  | 65,815  | 80,804  | 94,678  |
| CFPS          | 36,976  | 49,403  | 48,438  | 60,171  | 70,239  |
| DPS           | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3,000   |
| 주가배수(배)       |         |         |         |         |         |
| PER           | 40.7    | 43.2    | 40.0    | 27.8    | 22.1    |
| PBR           | 4.6     | 6.7     | 5.2     | 4.4     | 3.7     |
| EV/EBITDA     | 15.0    | 20.1    | 17.7    | 13.6    | 11.2    |
| PCFR          | 18.3    | 22.2    | 20.0    | 16.1    | 13.8    |
| 수익성(%)        |         |         |         |         |         |
| 영업이익률(보고)     | 11.2    | 11.1    | 10.7    | 11.8    | 12.2    |
| 영업이익률(핵심)     | 11.2    | 11.1    | 10.7    | 11.8    | 12.2    |
| EBITDA margin | 17.0    | 16.4    | 15.7    | 16.2    | 16.0    |
| 순이익률          | 5.8     | 7.2     | 6.6     | 7.6     | 8.0     |
| 자기자본이익률(ROE)  | 11.6    | 15.9    | 13.7    | 16.4    | 17.5    |
| 투자자본이익률(ROIC) | 10.2    | 13.7    | 11.5    | 14.3    | 16.9    |
| 안정성(%)        |         |         |         |         |         |
| 부채비율          | 129.8   | 134.7   | 121.5   | 111.3   | 101.5   |
| 순차입금비율        | 39.0    | 42.4    | 30.6    | 18.4    | 2.3     |
| 이자보상배율(배)     | 5.8     | 6.9     | 7.6     | 9.2     | 11.3    |
| 활동성(배)        |         |         |         |         |         |
| 매출채권회전율       | 7.3     | 8.7     | 8.3     | 8.8     | 8.8     |
| 재고자산회전율       | 7.7     | 9.4     | 10.4    | 11.0    | 11.0    |
| 매입채무회전율       | 5.0     | 5.7     | 5.8     | 6.1     | 6.1     |



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



농심 (004370)



Outperform(Maintain)

주가(10/2) 249,000원

목표주가 300,000원

3Q 실적은 라면 MS의 제자리걸음, 삼다수 공백, 밀가루가 상승 부담 등의 요인으로 영업이익이 큰 폭으로 감소할 전망이다. 4Q까지 실적개선은 어려워 보이며, 현 시점에서 기대할 수 있는 Catalyst는 평가인상이다. 평가인상에 대한 불확실성은 상존하나, 부담스럽지 않은 가격대에서는 베타해볼 만하다는 판단이다.

#### Stock Data

|              |          |               |
|--------------|----------|---------------|
| KOSP(10/2)   |          | 1,999.47pt    |
| 시가총액         |          | 15,146억원      |
| 52주 주가동향     | 최고가      | 최저가           |
|              | 358,000원 | 233,000원      |
| 최고/최저가 대비 등락 | -30.45%  | 6.87%         |
| 주가수익률        | 절대       | 상대            |
|              | 1M       | 3.5% -0.3%    |
|              | 6M       | -21.8% -22.3% |
|              | 1Y       | -11.2% -11.4% |

#### Company Data

|             |             |
|-------------|-------------|
| 발행주식수       | 6,083천주     |
| 일평균 거래량(3M) | 17천주        |
| 외국인 지분율     | 23.71%      |
| 배당수익률(13.E) | 1.61%       |
| BPS (13.E)  | 246,881원    |
| 주요 주주       | 농심홀딩스(외 3인) |
|             | 45.5%       |

#### Price Trend



## 해답은 평가인상

### >>> 3Q13 라면 MS 부진 등으로 이익감소

3Q13 매출은 4,610억원(YoY -7.9%), 영업이익은 196억원(YoY -36%)으로 실적 부진 기조가 이어질 전망. 1) 전년 동기 기저부담과 오투기의 선전, 야쿠르트 등 경쟁사의 판촉확대로 MS가 전분기 수준(66%, YoY -1.4%p)에 머무를 전망. 이에 따라 라면 매출은 전년비 2.2% 감소 예상. 2)삼다수 공백(454억원)을 백산수가 메우기엔 아직 역부족. 3)밀가루가격 상승으로 상반기 대비 원가율 개선 폭이 축소된 것도 요인이었을 전망.

### >>> 4Q에도 실적 개선 어려울 전망

전년동기 라면 실적기저 부담(MS 68.3%)과 삼다수 공백이 이어지며 4Q에도 실적 개선은 어려울 전망. 해외 실적도 중국 소비 부진, 미국 분포 정제, 일본 엔저 영향 등으로 당분간 성장을 크게 기대하기 어려워 보임

### >>> 평가인상 가능성 상존

주력 제품인 라면 평가는 지난 5년간 2번 인상, 1번 인하되었으며, 라면 소비자물가 상승률은 연평균 1.8%로 소비자물가지수(2.6%)와 밀가루지수(4.5%) 상승률을 크게 하회. 반면, 원재료비, 인건비, 경비 등은 꾸준히 증가하며 지난 5년간 영업이익이 1000억원 내외에서 제자리 걸음. 마진 회복을 위해 평가인상이 필요한 상황. 대표 서민식품으로 쉽사리 인상을 낙관하기는 어렵겠으나, 부담스럽지 않은 주가 수준(PBR 1배)에서는 평가인상에 베타 해볼 만하다는 판단. 실적추정을 하향조정(13년 영업이익 -17% 조정)했으나, 평가인상 가능성을 감안, 목표주가 300,000원과 투자 의견 Outperform 유지

| 투자지표         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)      | 19,707 | 19,589 | 18,692 | 19,493 | 20,281 |
| 보고영업이익(억원)   | 982    | 1,018  | 904    | 1,034  | 1,145  |
| 핵심영업이익(억원)   | 982    | 1,18   | 904    | 1,034  | 1,145  |
| EBITDA(억원)   | 1,623  | 1,692  | 1,546  | ,676   | 1,782  |
| 세전이익(억원)     | 1,279  | 340    | 1,113  | 1,377  | 1,504  |
| 순이익(억원)      | 862    | 2      | 838    | 1,066  | 1,164  |
| 지분법적용순이익(억원) | 848    | -68    | 828    | 1,089  | 1,207  |
| EPS(원)       | 13,938 | -1,115 | 13,613 | 17,902 | 19,851 |
| 증감율(%YoY)    | -38.6  | N/A    | N/A    | 31.5   | 10.9   |
| PER(배)       | 6.7    | -243.4 | 18.3   | 13.9   | 12.5   |
| PBR(배)       | 1.0    | 1.1    | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA(배) | 6.2    | 7.6    | 7.0    | 5.7    | 4.7    |
| 보고영업이익률(%)   | 5.0    | 5.2    | 4.8    | 5.3    | 5.6    |
| 핵심영업이익률(%)   | 5.0    | 5.2    | 4.8    | 5.3    | 5.6    |
| ROE(%)       | 5.9    | 0.0    | 5.7    | 6.9    | 7.1    |
| 순부채비율(%)     | -27.7  | -25.3  | -29.2  | -34.8  | -40.1  |

### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13  | 2Q13  | 3Q13E |       | 차이<br>(%, %p) | YoY<br>(%, %p) | QoQ<br>(%, %p) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|----------------|----------------|
|          |       |       |       |       | 당사추정치 | 컨센서스  |               |                |                |
| 매출액(억원)  | 5,007 | 4,930 | 4,819 | 4,451 | 4,610 | 4,771 | -3.4          | -7.9           | 3.6            |
| 영업이익(억원) | 304   | 297   | 302   | 128   | 196   | 242   | -19.3         | -35.7          | 52.2           |
| 세전이익(억원) | 414   | 423   | 348   | 163   | 270   | 348   | -22.4         | -34.8          | 65.5           |
| 순이익(억원)  | 312   | 330   | 262   | 123   | 203   | 254   | -20.2         | -34.8          | 65.5           |
| 영업이익률(%) | 6.1   | 6.0   | 6.3   | 2.9   | 4.2   | 5.1   | -0.8          | -1.8           | 1.4            |
| 세전이익률(%) | 8.3   | 8.6   | 7.2   | 3.7   | 5.9   | 7.3   | -1.4          | -2.4           | 2.2            |
| 순이익률(%)  | 6.2   | 6.7   | 5.4   | 2.8   | 4.4   | 5.3   | -0.9          | -1.8           | 1.6            |

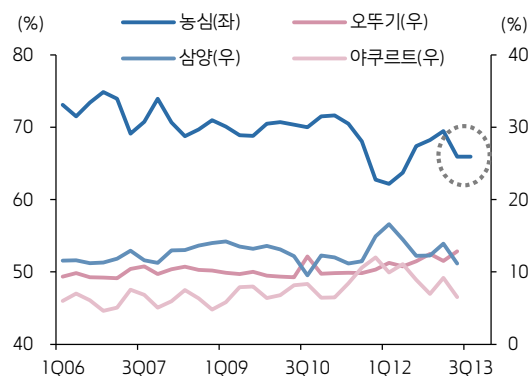
자료: 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전    |        |        | 변경후    |        | 변경률(%, %p) |       | YoY(%, %p) |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|-------|------------|-------|
|          | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2013E  | 2014E  | 2013E      | 2014E | 2013E      | 2014E |
| 매출액      | 19,589 | 19,246 | 20,072 | 18,692 | 19,493 | -2.9       | -2.9  | -4.6       | 4.3   |
| 영업이익     | 1,018  | 1,094  | 1,182  | 904    | 1,034  | -17.4      | -12.5 | -11.2      | 14.4  |
| 세전이익     | 340    | 1,357  | 1,536  | 1,113  | 1,377  | -18.0      | -10.3 | 227.4      | 23.7  |
| 순이익      | 2      | 1,043  | 1,189  | 838    | 1,066  | -19.7      | -10.4 | 40,385.4   | 27.2  |
| 영업이익률(%) | 5.2    | 5.7    | 5.9    | 4.8    | 5.3    | -0.8       | -0.6  | -0.4       | 0.5   |
| 세전이익률(%) | 1.7    | 7.1    | 7.7    | 6.0    | 7.1    | -1.1       | -0.6  | 4.2        | 1.1   |
| 순이익률(%)  | 0.0    | 5.4    | 5.9    | 4.5    | 5.5    | -0.9       | -0.5  | 4.5        | 1.0   |

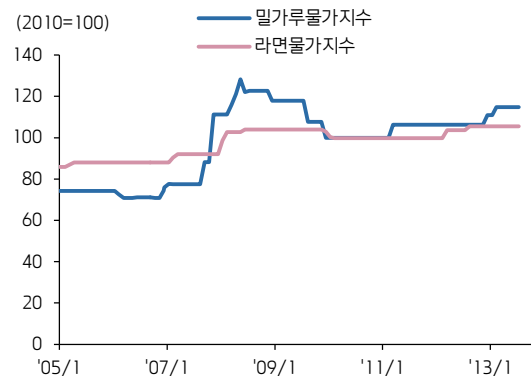
자료: 농심, 키움증권

### 3Q13 라면 MS 정채 전망



자료: 농심, 키움증권

### 원재료(밀가루) 가격 상승폭이 라면 가격상승 상회



자료: 통계청, 주: 가격은 생산자 물가지수 기준

### 손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 19,707 | 19,589 | 18,692 | 19,493 | 20,281 |
| 매출원가                 | 14,638 | 14,348 | 13,520 | 14,063 | 14,590 |
| 매출총이익                | 5,069  | 5,241  | 5,172  | 5,430  | 5,691  |
| 판매비및일반관리비            | 4,086  | 4,224  | 4,268  | 4,396  | 4,546  |
| 영업이익(보고)             | 982    | 1,018  | 904    | 1,034  | 1,145  |
| 영업이익(핵심)             | 982    | 1,018  | 904    | 1,034  | 1,145  |
| 영업외손익                | 297    | -677   | 209    | 343    | 360    |
| 이자수익                 | 202    | 189    | 0      | 186    | 194    |
| 배당금수익                | 5      | 4      | 0      | 4      | 4      |
| 외환이익                 | 83     | 107    | 42     | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 26     | 31     | 0      | 22     | 21     |
| 외환손실                 | 85     | 48     | 0      | 0      | 0      |
| 관계기업자본법손익            | -63    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | 0      | -2     | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0      | 0      | -2     | 0      | 0      |
| 기타                   | 182    | -896   | 169    | 175    | 183    |
| 법인세차감전이익             | 1,279  | 340    | 1,113  | 1,377  | 1,504  |
| 법인세비용                | 418    | 338    | 275    | 311    | 340    |
| 유효법인세율 (%)           | 32.6%  | 99.4%  | 24.7%  | 22.6%  | 22.6%  |
| 당기순이익                | 862    | 2      | 838    | 1,066  | 1,164  |
| 지분법적용 당기순이익          | 848    | -68    | 828    | 1,089  | 1,207  |
| EBITDA               | 1,623  | 1,692  | 1,546  | 1,676  | 1,782  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,503  | 676    | 1,480  | 1,708  | 1,802  |
| 수정당기순이익              | 861    | 2      | 839    | 1,066  | 1,164  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 4.0    | -0.6   | -4.6   | 4.3    | 4.0    |
| 영업이익(보고)             | -36.7  | 3.6    | -11.2  | 14.4   | 10.7   |
| 영업이익(핵심)             | -30.3  | 3.6    | -11.2  | 14.4   | 10.7   |
| EBITDA               | -19.3  | 4.2    | -8.6   | 8.4    | 6.4    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -37.6  | -99.8  | 40.2%  | 27.2   | 9.2    |
| EPS                  | -38.6  | N/A    | N/A    | 31.5   | 10.9   |
| 수정순이익                | -37.7  | -99.8  | 40.0%  | 27.0   | 9.2    |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011   | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 1,124  | 280   | 1,414 | 1,763 | 1,853 |
| 당기순이익             | 862    | 2     | 838   | 1,066 | 1,164 |
| 감가상각비             | 606    | 639   | 613   | 618   | 618   |
| 무형자산상각비           | 36     | 36    | 29    | 24    | 20    |
| 외환손익              | 35     | -50   | -42   | 0     | 0     |
| 자산처분손익            | 8      | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -742   | -759  | -62   | 55    | 54    |
| 기타                | 320    | 407   | 38    | 0     | -4    |
| 투자활동현금흐름          | -1,356 | 22    | -341  | -704  | -701  |
| 투자자산의 처분          | -620   | 582   | 186   | -166  | -164  |
| 유형자산의 처분          | 6      | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -730   | -533  | -533  | -533  | -533  |
| 무형자산의 처분          | -8     | -5    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -5     | -25   | 5     | -4    | -4    |
| 재무활동현금흐름          | -217   | -328  | -147  | -93   | -110  |
| 단기차입금의 증가         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 14     | -97   | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -231   | -231  | -231  | -231  | -231  |
| 기타                | 0      | 0     | 85    | 138   | 122   |
| 현금및현금성자산의순증가      | -449   | -26   | 927   | 967   | 1,042 |
| 기초현금및현금성자산        | 979    | 530   | 504   | 1,430 | 2,397 |
| 기말현금및현금성자산        | 530    | 504   | 1,430 | 2,397 | 3,439 |
| Gross Cash Flow   | 1,865  | 1,039 | 1,476 | 1,708 | 1,798 |
| Op Free Cash Flow | -176   | -617  | 747   | 965   | 1,045 |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산           | 8,179  | 7,533  | 8,137  | 9,391  | 10,716 |
| 현금및현금성자산       | 530    | 504    | 1,430  | 2,397  | 3,439  |
| 유동금융자산         | 4,580  | 4,000  | 3,817  | 3,980  | 4,141  |
| 매출채권및유동채권      | 1,580  | 1,578  | 1,506  | 1,571  | 1,634  |
| 재고자산           | 1,285  | 1,208  | 1,153  | 1,202  | 1,251  |
| 기타유동비금융자산      | 204    | 242    | 231    | 241    | 251    |
| 비유동자산          | 13,525 | 13,222 | 13,108 | 13,006 | 12,912 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 투자자산           | 3,756  | 3,709  | 3,710  | 3,712  | 3,719  |
| 유형자산           | 9,304  | 9,232  | 9,152  | 9,067  | 8,983  |
| 무형자산           | 202    | 171    | 142    | 117    | 97     |
| 기타비유동자산        | 264    | 109    | 104    | 108    | 113    |
| 자산총계           | 21,704 | 20,754 | 21,245 | 22,397 | 23,628 |
| 유동부채           | 5,993  | 5,238  | 5,038  | 5,217  | 5,393  |
| 매입채무및기타유동채무    | 4,837  | 4,129  | 3,940  | 4,108  | 4,274  |
| 단기차입금          | 1,010  | 857    | 857    | 857    | 857    |
| 유동성장기차입금       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채         | 146    | 253    | 241    | 252    | 262    |
| 비유동부채          | 928    | 1,106  | 1,190  | 1,329  | 1,450  |
| 장기매입채무및비유동채무   | 5      | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 사채및장기차입금       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채        | 923    | 1,104  | 1,188  | 1,327  | 1,448  |
| 부채총계           | 6,921  | 6,344  | 6,228  | 6,546  | 6,843  |
| 자본금            | 304    | 304    | 304    | 304    | 304    |
| 주식발행초과금        | 1,237  | 1,237  | 1,237  | 1,237  | 1,237  |
| 이익잉여금          | 14,001 | 13,632 | 14,239 | 15,073 | 16,006 |
| 기타자본           | -759   | -763   | -763   | -763   | -763   |
| 자본총계           | 14,783 | 14,410 | 15,017 | 15,851 | 16,785 |
| 지분법적용자본총계      | 14,783 | 14,410 | 15,017 | 15,851 | 16,785 |
| 순차입금           | -4,099 | -3,647 | -4,390 | -5,520 | -6,724 |
| 총차입금           | 1,010  | 857    | 857    | 857    | 857    |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |         |         |         |         |         |
| EPS           | 13,938  | -1,115  | 13,613  | 17,902  | 19,851  |
| BPS           | 243,040 | 236,906 | 246,881 | 260,602 | 275,943 |
| 주당EBITDA      | 26,691  | 27,815  | 25,421  | 27,550  | 29,304  |
| CFPS          | 24,710  | 11,120  | 24,339  | 28,077  | 29,628  |
| DPS           | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   |
| 추가배수(배)       |         |         |         |         |         |
| PER           | 16.7    | -243.4  | 18.3    | 13.9    | 12.5    |
| PBR           | 1.0     | 1.1     | 1.0     | 1.0     | 0.9     |
| EV/EBITDA     | 6.2     | 7.6     | 7.0     | 5.7     | 4.7     |
| PCFR          | 9.4     | 24.4    | 10.2    | 8.9     | 8.4     |
| 수익성(%)        |         |         |         |         |         |
| 영업이익률(보고)     | 5.0     | 5.2     | 4.8     | 5.3     | 5.6     |
| 영업이익률(핵심)     | 5.0     | 5.2     | 4.8     | 5.3     | 5.6     |
| EBITDA margin | 8.2     | 8.6     | 8.3     | 8.6     | 8.8     |
| 순이익률          | 4.4     | 0.0     | 4.5     | 5.5     | 5.7     |
| 자기자본이익률(ROE)  | 5.9     | 0.0     | 5.7     | 6.9     | 7.1     |
| 투자자본이익률(ROIC) | 8.7     | 0.1     | 8.7     | 10.1    | 11.4    |
| 안정성(%)        |         |         |         |         |         |
| 부채비율          | 46.8    | 44.0    | 41.5    | 41.3    | 40.8    |
| 순차입금비율        | -27.7   | -25.3   | -29.2   | -34.8   | -40.1   |
| 이자보상배율(배)     | 37.4    | 33.1    | N/A     | 46.4    | 55.7    |
| 활동성(배)        |         |         |         |         |         |
| 매출채권회전율       | 12.3    | 12.4    | 12.1    | 12.7    | 12.7    |
| 재고자산회전율       | 17.0    | 15.7    | 15.8    | 16.6    | 16.5    |
| 매입채무회전율       | 4.2     | 4.4     | 4.6     | 4.8     | 4.8     |





ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

대상 (001680)



Buy(Maintain)

주가(10/2) 34,550원

목표주가 41,000원

3Q13에는 기존의 소재 이익개선 기조에 더해 가공식품의 매출과 마진회복에 따라 영업 이익이 전년동기비 증가할 전망이다. 옥수수(가(소재), 마케팅비(식품) 등 주요 실적변수의 방향성이 호전되고 있어 향후 점진적인 실적 개선이 이어질 것으로 예상된다. Valuation 부담도 낮아 업종내 투자대안으로 꼽을 수 있다.

#### Stock Data

|              |            |         |
|--------------|------------|---------|
| KOSPI(10/2)  | 1,999.47pt |         |
| 시가총액         | 12,090억원   |         |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가     |
|              | 42,500원    | 24,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -18.71%    | 43.96%  |
| 주가수익률        | 절대         | 상대      |
|              | 1M         | 10.0%   |
|              | 6M         | -3.5%   |
|              | 1Y         | 49.2%   |
|              |            | 5.9%    |
|              |            | -4.1%   |
|              |            | 49.0%   |

#### Company Data

|             |             |
|-------------|-------------|
| 발행주식수       | 36,018천주    |
| 일평균 거래량(3M) | 247천주       |
| 외국인 지분율     | 8.69%       |
| 배당수익률(13.E) | 0.43%       |
| BPS (13.E)  | 19,221원     |
| 주요 주주       | 대상홀딩스(외 2인) |
|             | 44.5%       |

#### Price Trend



## 이익변수의 방향성이 좋다

### >>> 3Q13 영업이익 10.7% 증가 전망

3Q13 실적(별도기준)은 매출 4,657억원(YoY 4.4%), 영업이익 473억원(YoY 10.7%)을 전망. 1)고수의 고과당제품 집중과 옥수수 투입단가 하락으로 소재 부문의 마진 개선이 이어질 전망이며, 2)식품 부문은 전년보다 이른 추석에 따른 선물세트 매출 효과와 2Q에 부진했던 MSG 판매가 회복되며, 매출 8.5% 증가 예상.

### >>> 이익변수(옥수수가,마케팅비) 개선 기조

연간 2,300억원(2012년) 이상 매입하는 주요 원재료인 옥수수 가격이 연초대비 30% 이상 하락. 최악의 가뭄이었던 전년에 비해 올해 생산량이 크게 증가하면서 옥수수가의 하향안정세 예상. 이에 따라 소재식품 마진 개선이 4Q 이후에도 이어질 전망. 가공식품에서도 올해 마트 영업규제와 내수부진에 따른 기저효과가 '14년 이후로 나타나날 전망. 또한, 대표 경쟁사인 CJ제일제당이 강도 높은 마케팅비 축소를 하고 있어, 동사 역시 비용 개선에 따른 식품 마진 회복이 나타날 것으로 기대.

### >>> Valuation 부담 낮은 수준

신흥국 위기 우려 있으나 인도네시아 등 해외법인 실적에는 아직까지 별 영향 없는 상황. 현지화폐 절하에 따른 감익 가능성은 상존하나 영향은 제한적일 전망. 옥수수가, 마케팅비 등 실적변수 개선에 따른 본사 실적의 꾸준한 개선이 예상된다는 점과 업종평균(15배)을 하회하는 현 Valuation 수준(12m fwd PER 11.2배)을 감안할 때 부담 없는 투자대안으로 판단.

| 투자지표         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)      | 13,929 | 15,525 | 16,034 | 17,296 | 18,597 |
| 보고영업이익(억원)   | 901    | 1,034  | 1,095  | 1,315  | 1,454  |
| 핵심영업이익(억원)   | 901    | 1,034  | 1,095  | 1,315  | 1,454  |
| EBITDA(억원)   | 1,325  | 1,447  | 1,498  | 1,720  | 1,865  |
| 세전이익(억원)     | 768    | 944    | 922    | 1,254  | 1,406  |
| 순이익(억원)      | 554    | 738    | 711    | 970    | 1,088  |
| 지분법적용순이익(억원) | 555    | 912    | 813    | 1,174  | 1,338  |
| EPS(원)       | 1,541  | 2,531  | 2,256  | 3,259  | 3,715  |
| 증감율(%YoY)    | 106.0  | 64.3   | -10.9  | 44.5   | 14.0   |
| PER(배)       | 10.5   | 10.4   | 15.3   | 10.6   | 9.3    |
| PBR(배)       | 1.1    | 1.6    | 1.8    | 1.5    | 1.3    |
| EV/EBITDA(배) | 6.6    | 8.1    | 9.1    | 7.1    | 5.8    |
| 보고영업이익률(%)   | 6.5    | 6.7    | 6.8    | 7.6    | 7.8    |
| 핵심영업이익률(%)   | 6.5    | 6.7    | 6.8    | 7.6    | 7.8    |
| ROE(%)       | 11.3   | 13.5   | 11.6   | 14.0   | 13.8   |
| 순부채비율(%)     | 59.5   | 44.3   | 22.9   | 2.7    | -14.2  |

### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13  | 1Q13  | 3Q13E |       | 차이<br>(%,%p) | YoY<br>(%,%p) | QoQ<br>(%,%p) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------------|---------------|
|          |       |       |       |       | 당사추정치 | 컨센서스  |              |               |               |
| 매출액(억원)  | 4,459 | 3,427 | 3,877 | 3,865 | 4,657 | 4,765 | -2.3         | 4.4           | 20.5          |
| 영업이익(억원) | 427   | -9    | 276   | 299   | 473   | 450   | 5.1          | 10.7          | 58.3          |
| 세전이익(억원) | 425   | -32   | 206   | 194   | 488   | 447   | 9.1          | 14.8          | 150.9         |
| 순이익(억원)  | 340   | -38   | 156   | 151   | 377   | 350   | 7.9          | 11.1          | 149.7         |
| 영업이익률(%) | 9.6   | -0.2  | 7.1   | 7.7   | 10.1  | 9.4   | 0.7          | 0.6           | 2.4           |
| 세전이익률(%) | 9.5   | -0.9  | 5.3   | 5.0   | 10.5  | 9.4   | 1.1          | 0.9           | 5.4           |
| 순이익률(%)  | 7.6   | -1.1  | 4.0   | 3.9   | 8.1   | 7.3   | 0.8          | 0.5           | 4.2           |

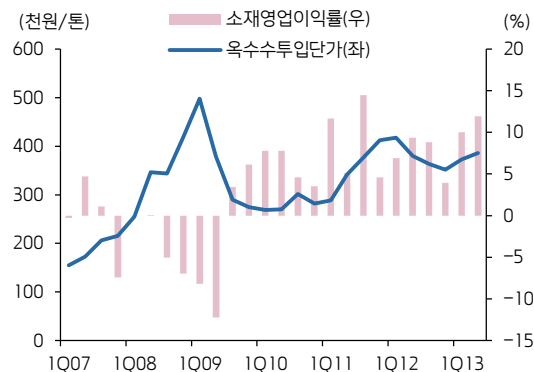
자료: 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전    |        |        | 변경후    |        | 변경률(%,%p) |       | YoY(%,%p) |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|-----------|-------|
|          | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2013E  | 2014E  | 2013E     | 2014E | 2013E     | 2014E |
| 매출액      | 15,525 | 16,065 | 17,329 | 16,034 | 17,296 | -0.2      | -0.2  | 3.3       | 7.9   |
| 영업이익     | 1,034  | 1,098  | 1,303  | 1,095  | 1,315  | -0.3      | 0.9   | 5.9       | 20.1  |
| 세전이익     | 944    | 911    | 1,242  | 922    | 1,254  | 1.2       | 0.9   | -2.3      | 35.9  |
| 순이익      | 738    | 702    | 962    | 711    | 970    | 1.2       | 0.9   | -3.7      | 36.5  |
| 영업이익률(%) | 6.7    | 6.8    | 7.5    | 6.8    | 7.6    | 0.0       | 0.1   | 0.2       | 0.8   |
| 세전이익률(%) | 6.1    | 5.7    | 7.2    | 5.8    | 7.2    | 0.1       | 0.1   | -0.3      | 1.5   |
| 순이익률(%)  | 4.8    | 4.4    | 5.6    | 4.4    | 5.6    | 0.1       | 0.1   | -0.3      | 1.2   |

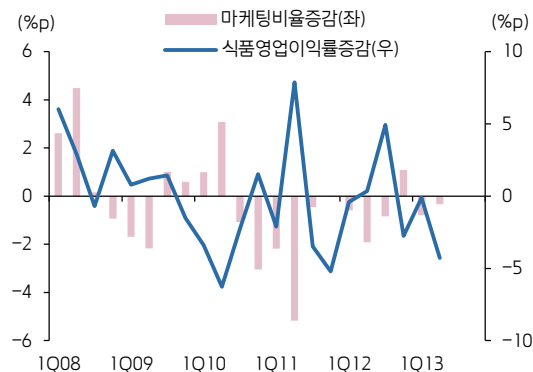
자료: 대성, 키움증권

### 소재부문의 이익 스윙팩터는 옥수수가격



자료: 무역협회, 키움증권  
주: 옥수수투입단가는 당사추정치임

### 가공부문의 이익 스윙팩터는 마케팅비용



자료: 대성, 키움증권



### 손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 13,929 | 15,525 | 16,034 | 17,296 | 18,597 |
| 매출원가                 | 9,723  | 10,905 | 11,193 | 11,965 | 12,846 |
| 매출총이익                | 4,206  | 4,620  | 4,841  | 5,331  | 5,752  |
| 판매비및일반관리비            | 3,305  | 3,586  | 3,746  | 4,016  | 4,297  |
| 영업이익(보고)             | 901    | 1,034  | 1,095  | 1,315  | 1,454  |
| 영업이익(핵심)             | 901    | 1,034  | 1,095  | 1,315  | 1,454  |
| 영업외손익                | -133   | -90    | -173   | -61    | -48    |
| 이자수익                 | 24     | 42     | 48     | 45     | 49     |
| 배당금수익                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환이익                 | 132    | 172    | 114    | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 161    | 184    | 152    | 124    | 115    |
| 외환손실                 | 169    | 134    | 133    | 0      | 0      |
| 관계기업지분법손익            | -6     | -34    | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | 164    | -4     | -5     | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -90    | 0      | -60    | 0      | 0      |
| 기타                   | -27    | 52     | 15     | 17     | 19     |
| 법인세차감전이익             | 768    | 944    | 922    | 1,254  | 1,406  |
| 법인세비용                | 214    | 206    | 211    | 283    | 318    |
| 유효법인세율 (%)           | 27.9%  | 21.8%  | 22.9%  | 22.6%  | 22.6%  |
| 당기순이익                | 554    | 738    | 711    | 970    | 1,088  |
| 지분법적용 당기순이익          | 555    | 912    | 813    | 1,174  | 1,338  |
| EBITDA               | 1,325  | 1,447  | 1,498  | 1,720  | 1,865  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 977    | 1,151  | 1,113  | 1,375  | 1,499  |
| 수정당기순이익              | 500    | 741    | 761    | 970    | 1,088  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 15.8   | 11.5   | 3.3    | 7.9    | 7.5    |
| 영업이익(보고)             | 62.2   | 14.7   | 5.9    | 20.1   | 10.6   |
| 영업이익(핵심)             | 17.2   | 14.7   | 5.9    | 20.1   | 10.6   |
| EBITDA               | 7.7    | 9.2    | 3.5    | 14.8   | 8.4    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 105.5  | 33.3   | -3.7   | 36.5   | 12.2   |
| EPS                  | 106.0  | 64.3   | -10.9  | 44.5   | 14.0   |
| 수정순이익                | 78.3   | 48.1   | 2.7    | 27.5   | 12.2   |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 504   | 1,359 | 1,078 | 1,274 | 1,395 |
| 당기순이익             | 554   | 738   | 711   | 970   | 1,088 |
| 감가상각비             | 398   | 388   | 381   | 386   | 394   |
| 무형자산상각비           | 26    | 25    | 22    | 19    | 17    |
| 외환손익              | 39    | 5     | 19    | 0     | 0     |
| 자산처분손익            | 2     | 9     | 5     | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -521  | 56    | -40   | -101  | -104  |
| 기타                | 6     | 138   | -19   | 0     | 0     |
| 투자활동현금흐름          | -408  | -844  | -11   | -15   | -15   |
| 투자자산의 처분          | -6    | -256  | -6    | -14   | -15   |
| 유형자산의 처분          | 10    | 56    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -317  | -347  | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 처분          | -95   | -43   | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | 0     | 0     | -5    | -1    | -1    |
| 재무활동현금흐름          | 708   | -377  | -768  | -583  | -190  |
| 단기차입금의 증가         | -954  | -346  | -500  | -400  | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 1,716 | 5     | -288  | -200  | -200  |
| 자본의 증가            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -55   | -36   | -54   | -54   | -54   |
| 기타                | 0     | 0     | 74    | 72    | 65    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 803   | 137   | 299   | 677   | 1,190 |
| 기초현금및현금성자산        | 783   | 1,587 | 1,724 | 2,023 | 2,700 |
| 기말현금및현금성자산        | 1,587 | 1,724 | 2,023 | 2,700 | 3,890 |
| Gross Cash Flow   | 1,024 | 1,303 | 1,119 | 1,375 | 1,499 |
| Op Free Cash Flow | 141   | 887   | 1,210 | 1,322 | 1,432 |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산           | 4,697  | 4,767  | 5,166  | 6,090  | 7,535  |
| 현금및현금성자산       | 1,587  | 1,724  | 2,023  | 2,700  | 3,890  |
| 유동금융자산         | 0      | 43     | 44     | 47     | 51     |
| 매출채권및유동채권      | 1,413  | 1,322  | 1,366  | 1,473  | 1,584  |
| 재고자산           | 1,697  | 1,678  | 1,733  | 1,869  | 2,010  |
| 기타유동비금융자산      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산          | 7,695  | 7,894  | 7,500  | 7,116  | 6,728  |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 194    | 121    | 125    | 135    | 145    |
| 투자자산           | 2,809  | 2,995  | 3,000  | 3,011  | 3,022  |
| 유형자산           | 4,528  | 4,597  | 4,216  | 3,831  | 3,437  |
| 무형자산           | 155    | 173    | 151    | 132    | 116    |
| 기타비유동자산        | 8      | 7      | 7      | 8      | 8      |
| 자산총계           | 12,392 | 12,661 | 12,666 | 13,207 | 14,263 |
| 유동부채           | 4,323  | 4,410  | 3,882  | 3,631  | 3,785  |
| 매입채무및기타유동채무    | 1,585  | 1,488  | 1,536  | 1,657  | 1,782  |
| 단기차입금          | 2,255  | 2,045  | 1,545  | 1,145  | 1,145  |
| 유동성장기차입금       | 111    | 522    | 434    | 434    | 434    |
| 기타유동부채         | 373    | 355    | 367    | 395    | 424    |
| 비유동부채          | 2,925  | 2,451  | 2,327  | 2,202  | 2,071  |
| 장기매입채무및비유동채무   | 87     | 50     | 52     | 56     | 60     |
| 사채및장기차입금       | 2,280  | 1,767  | 1,567  | 1,367  | 1,167  |
| 기타비유동부채        | 558    | 634    | 708    | 779    | 844    |
| 부채총계           | 7,248  | 6,861  | 6,209  | 5,834  | 5,856  |
| 자본금            | 360    | 360    | 360    | 360    | 360    |
| 주식발행초과금        | 735    | 735    | 735    | 735    | 735    |
| 이익잉여금          | 2,065  | 2,712  | 3,368  | 4,284  | 5,318  |
| 기타자본           | 1,984  | 1,994  | 1,994  | 1,994  | 1,994  |
| 자본총계           | 5,144  | 5,801  | 6,457  | 7,373  | 8,407  |
| 지분법적용자본총계      | 5,144  | 5,801  | 6,923  | 8,047  | 9,310  |
| 순차입금           | 3,058  | 2,567  | 1,479  | 198    | -1,195 |
| 총차입금           | 4,645  | 4,334  | 3,546  | 2,946  | 2,746  |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | 1,541  | 2,531  | 2,256  | 3,259  | 3,715  |
| BPS           | 14,281 | 16,104 | 19,221 | 22,342 | 25,848 |
| 주당EBITDA      | 3,679  | 4,017  | 4,158  | 4,774  | 5,177  |
| CFPS          | 2,714  | 3,195  | 3,091  | 3,818  | 4,161  |
| DPS           | 100    | 150    | 150    | 150    | 150    |
| 추가배수(배)       |        |        |        |        |        |
| PER           | 10.5   | 10.4   | 15.3   | 10.6   | 9.3    |
| PBR           | 1.1    | 1.6    | 1.8    | 1.5    | 1.3    |
| EV/EBITDA     | 6.6    | 8.1    | 9.1    | 7.1    | 5.8    |
| PCFR          | 5.9    | 8.2    | 11.2   | 9.0    | 8.3    |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)     | 6.5    | 6.7    | 6.8    | 7.6    | 7.8    |
| 영업이익률(핵심)     | 6.5    | 6.7    | 6.8    | 7.6    | 7.8    |
| EBITDA margin | 9.5    | 9.3    | 9.3    | 9.9    | 10.0   |
| 순이익률          | 4.0    | 4.8    | 4.4    | 5.6    | 5.9    |
| 자기자본이익률(ROE)  | 11.3   | 13.5   | 11.6   | 14.0   | 13.8   |
| 투자자본이익률(ROIC) | 11.1   | 13.5   | 14.6   | 18.6   | 21.8   |
| 안정성(%)        |        |        |        |        |        |
| 부채비율          | 140.9  | 118.3  | 96.2   | 79.1   | 69.7   |
| 순차입금비율        | 59.5   | 44.3   | 22.9   | 2.7    | -14.2  |
| 이자보상배율(배)     | 5.6    | 5.6    | 7.2    | 10.6   | 12.6   |
| 활동성(배)        |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율       | 11.1   | 11.4   | 11.9   | 12.2   | 12.2   |
| 재고자산회전율       | 9.1    | 9.2    | 9.4    | 9.6    | 9.6    |
| 매입채무회전율       | 9.8    | 10.1   | 10.6   | 10.8   | 10.8   |



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

빙그레 (005180)



## Outperform(Maintain)

주가(10/2) 94,700원

목표주가 113,000원

아이스크림 업황 부진으로 3Q에도 감익기조가 이어졌을 전망이다. 아이스크림 수출 정체가 이어지는 가운데, 중국 수출 성장세도 현지 유통재고 조정에 따라 둔화되었을 것으로 예상된다. 유제품 판가인상 효과로 '14년 실적개선이 본격화 되겠으나, 주요 투자포인트인 중국 수출 성장세 회복 여부에 대한 확인이 필요하다는 관점이다.

### Stock Data

|              |          |            |
|--------------|----------|------------|
| KOSPI(10/2)  |          | 1,999.47pt |
| 시가총액         |          | 9,329억원    |
| 52주 주가동향     | 최고가      | 최저가        |
|              | 138,500원 | 88,000원    |
| 최고/최저가 대비 등락 | -31.62%  | 7.61%      |
| 주가수익률        | 절대       | 상대         |
|              | 1M       | 2.9%       |
|              | 6M       | -26.0%     |
|              | 1Y       | -5.8%      |
|              |          | -0.9%      |
|              |          | -26.5%     |
|              |          | -5.9%      |

### Company Data

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수       | 9,851천주         |
| 일평균 거래량(3M) | 37천주            |
| 외국인 지분율     | 22.32%          |
| 배당수익률(13.E) | 1.48%           |
| BPS (13.E)  | 47,348원         |
| 주요 주주       | 김호연(외 4인) 38.5% |

### Price Trend



## 판가인상은 OK, 그런데 수출은?

### >>> 3Q에도 이익감소 기조 이어갔을 전망

3Q13 영업이익 300억원(YoY -17.2%)로 감익 기조 이갈 전망. 1)불리한 날씨요인에 따른 아이스크림 소비 부진, 업계내 경쟁 심화로 인한 MS 소폭 축소로 내수 아이스크림 매출이 감소했을 전망. 2)수출은 미국 아이스크림 수출 정체, 중국 유음료 수출 둔화로 한자리 성장(8~9%)에 그칠 것으로 예상. 3)매출 성장은 정체된 반면, 원유가 상승(8월초)에 따른 원가부담 확대와 아이스크림 경쟁비용 증가로 OPM 2.4%p 축소 예상

### >>> 유제품 가격 인상효과, '14년 개선요인

9월 말 유제품 판가인상을 발표했는데, 평균 ASP 7~8% 인상으로 유제품 비중을 반영시 전체 매출대비 ASP 상승은 4% 남짓 추정. 원유가 인상에 따른 원가부담 증가는 200억원 내외로 추정. 실적 개선은 유통 시차와 초기 가격저항 등을 감안할 때 '14년부터 본격적으로 나타날 전망. '14년 영업이익은 34% 증가한 710억원 예상

### >>> 수출 성장세 회복 확인 필요

가격인상과 '13년 부진에 따른 기저효과로 '14년 실적 좋아지겠으나, 주가 반등을 위해서는 수출 성장세 회복이 관건. 중국 바나나맛 우유 수출 둔화는 현지 유통재고 물량 소화 과정에서 일시적인 것으로 보임. 하지만, 수출의 또 다른 축인 아이스크림이 정체된 상황에서 적용 밸류에이션 상향을 위해서는 중국 수출 성장세 회복에 대한 확인이 필요하다는 판단. 목표주가 113,000원, 투자 의견 Outperform 유지.

| 투자지표         | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 7,206 | 7,891 | 8,130 | 8,858 | 9,478 |
| 보고영업이익(억원)   | 502   | 668   | 529   | 710   | 793   |
| 핵심영업이익(억원)   | 502   | 668   | 529   | 710   | 793   |
| EBITDA(억원)   | 701   | 878   | 743   | 922   | 1,002 |
| 세전이익(억원)     | 520   | 671   | 563   | 758   | 844   |
| 순이익(억원)      | 399   | 508   | 425   | 587   | 654   |
| 지분법적용순이익(억원) | 420   | 508   | 425   | 587   | 654   |
| EPS(원)       | 4,266 | 5,156 | 4,311 | 5,955 | 6,634 |
| 증감율(%YoY)    | -15.5 | 20.8  | -16.4 | 38.1  | 11.4  |
| PER(배)       | 14.0  | 21.7  | 22.0  | 15.9  | 14.3  |
| PBR(배)       | 1.5   | 2.5   | 2.0   | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA(배) | 6.7   | 10.9  | 10.2  | 7.8   | 6.7   |
| 보고영업이익률(%)   | 7.0   | 8.5   | 6.5   | 8.0   | 8.4   |
| 핵심영업이익률(%)   | 7.0   | 8.5   | 6.5   | 8.0   | 8.4   |
| ROE(%)       | 10.4  | 12.2  | 9.4   | 12.0  | 12.1  |
| 순부채비율(%)     | -29.6 | -33.2 | -37.2 | -41.3 | -45.5 |



### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13  | 1Q13  | 3Q13E |       | 차이<br>(%,%p) | YoY<br>(%,%p) | QoQ<br>(%,%p) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------------|---------------|
|          |       |       |       |       | 당사추정치 | 컨센서스  |              |               |               |
| 매출액(억원)  | 2,570 | 1,466 | 1,617 | 2,363 | 2,566 | 2,681 | -4.3         | -0.1          | 8.6           |
| 영업이익(억원) | 363   | -59   | 33    | 200   | 300   | 356   | -15.6        | -17.2         | 50.4          |
| 세전이익(억원) | 379   | -95   | 36    | 212   | 310   | 371   | -16.5        | -18.1         | 46.0          |
| 순이익(억원)  | 289   | -73   | 15    | 166   | 240   | 286   | -16.1        | -17.0         | 44.7          |
| 영업이익률(%) | 14.1  | -4.0  | 2.0   | 8.5   | 11.7  | 13.3  | -1.6         | -2.4          | 3.3           |
| 세전이익률(%) | 14.7  | -6.5  | 2.2   | 9.0   | 12.1  | 13.8  | -1.8         | -2.7          | 3.1           |
| 순이익률(%)  | 11.3  | -5.0  | 0.9   | 7.0   | 9.4   | 10.7  | -1.3         | -1.9          | 2.3           |

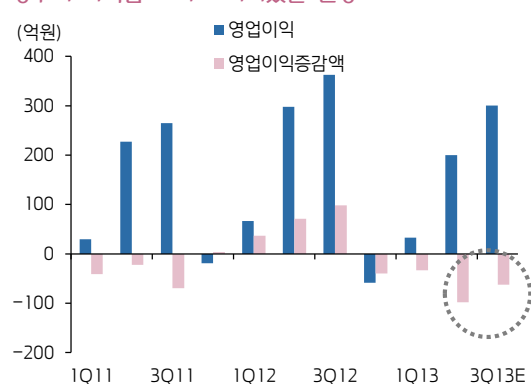
자료: 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전   |       |       | 변경후   |       | 변경률(%, %p) |       | YoY(%, %p) |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|------------|-------|
|          | 2012  | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E      | 2014E | 2013E      | 2014E |
| 매출액      | 7,891 | 8,306 | 9,005 | 8,130 | 8,858 | -2.1       | -1.6  | 3.0        | 9.0   |
| 영업이익     | 668   | 556   | 746   | 529   | 710   | -4.9       | -4.8  | -20.9      | 34.3  |
| 세전이익     | 671   | 590   | 794   | 590   | 794   | 0.1        | 0.1   | -12.0      | 34.6  |
| 순이익      | 508   | 446   | 615   | 446   | 615   | -0.1       | 0.0   | -12.2      | 37.9  |
| 영업이익률(%) | 8.5   | 6.7   | 8.3   | 6.5   | 8.0   | -0.2       | -0.3  | -2.0       | 1.5   |
| 세전이익률(%) | 8.5   | 7.1   | 8.8   | 7.3   | 9.0   | 0.2        | 0.2   | -1.2       | 1.7   |
| 순이익률(%)  | 6.4   | 5.4   | 6.8   | 5.5   | 6.9   | 0.1        | 0.1   | -0.9       | 1.5   |

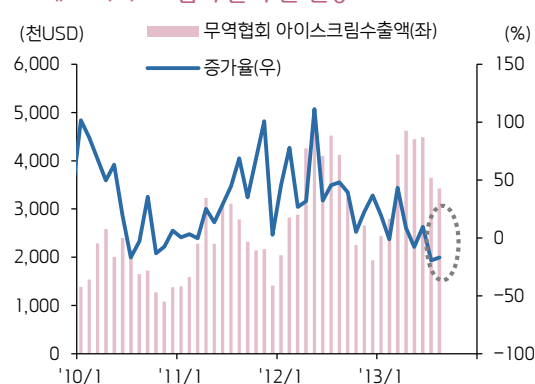
자료: 대상, 키움증권

### 성수기 이익감소 기조 이어갔을 전망



자료: 빙그레, 키움증권

### 3Q에도 아이스크림 수출 부진 전망



자료: 무역협회, 키움증권

### 손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액                  | 7,206 | 7,891 | 8,130 | 8,858 | 9,478 |
| 매출원가                 | 5,046 | 5,381 | 5,758 | 6,124 | 6,538 |
| 매출총이익                | 2,160 | 2,510 | 2,372 | 2,735 | 2,940 |
| 판매비및일반관리비            | 1,658 | 1,842 | 1,843 | 2,025 | 2,147 |
| 영업이익(보고)             | 502   | 668   | 529   | 710   | 793   |
| 영업이익(핵심)             | 502   | 668   | 529   | 710   | 793   |
| 영업외손익                | 17    | 3     | 34    | 48    | 52    |
| 이자수익                 | 51    | 53    | 49    | 69    | 74    |
| 배당금수익                | 1     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 외환이익                 | 11    | 5     | 6     | 0     | 0     |
| 이자비용                 | 3     | 3     | 4     | 3     | 3     |
| 외환손실                 | 2     | 5     | 3     | 0     | 0     |
| 관계기업자본법손익            | -30   | -17   | 0     | 0     | 0     |
| 투자및기타자산처분손익          | -1    | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타                   | -11   | -32   | -16   | -18   | -19   |
| 법인세차감전이익             | 520   | 671   | 563   | 758   | 844   |
| 법인세비용                | 121   | 164   | 138   | 171   | 191   |
| 유효법인세율 (%)           | 23.2% | 24.4% | 24.6% | 22.6% | 22.6% |
| 당기순이익                | 399   | 508   | 425   | 587   | 654   |
| 지분법적용 당기순이익          | 420   | 508   | 425   | 587   | 654   |
| EBITDA               | 701   | 878   | 743   | 922   | 1,002 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 598   | 718   | 639   | 798   | 863   |
| 수정당기순이익              | 399   | 507   | 424   | 587   | 654   |
| 증감율(% YoY)           |       |       |       |       |       |
| 매출액                  | 5.2   | 9.5   | 3.0   | 9.0   | 7.0   |
| 영업이익(보고)             | -16.0 | 33.1  | -20.9 | 34.3  | 11.7  |
| 영업이익(핵심)             | -22.2 | 33.1  | -20.9 | 34.3  | 11.7  |
| EBITDA               | -15.4 | 25.4  | -15.4 | 24.0  | 8.7   |
| 지배주주지분 당기순이익         | -19.7 | 27.2  | -16.3 | 38.1  | 11.4  |
| EPS                  | -15.5 | 20.8  | -16.4 | 38.1  | 11.4  |
| 수정순이익                | -19.8 | 26.9  | -16.3 | 38.3  | 11.4  |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011  | 2012   | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 143   | 667    | 615   | 729   | 805   |
| 당기순이익             | 399   | 508    | 425   | 587   | 654   |
| 감가상각비             | 196   | 208    | 212   | 210   | 207   |
| 무형자산상각비           | 3     | 3      | 2     | 2     | 2     |
| 외환손익              | 0     | 2      | -3    | 0     | 0     |
| 자산처분손익            | 2     | 8      | -1    | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -477  | -165   | -22   | -68   | -58   |
| 기타                | 20    | 105    | 2     | -1    | 0     |
| 투자활동현금흐름          | -128  | -1,114 | -260  | -337  | -321  |
| 투자자산의 처분          | 91    | -836   | -35   | -107  | -91   |
| 유형자산의 처분          | 1     | 5      | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -272  | -317   | -225  | -230  | -230  |
| 무형자산의 처분          | -2    | -2     | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | 53    | 35     | 1     | 0     | 0     |
| 재무활동현금흐름          | -117  | -113   | -101  | -102  | -102  |
| 단기차입금의 증가         | -6    | -3     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 16    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -124  | -106   | -124  | -124  | -124  |
| 기타                | -3    | -4     | 23    | 22    | 22    |
| 현금및현금성자산의순증가      | -102  | -561   | 255   | 291   | 382   |
| 기초현금및현금성자산        | 1,224 | 1,122  | 561   | 816   | 1,107 |
| 기말현금및현금성자산        | 1,122 | 561    | 816   | 1,107 | 1,488 |
| Gross Cash Flow   | 620   | 832    | 638   | 797   | 863   |
| Op Free Cash Flow | -166  | 232    | 377   | 463   | 535   |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산           | 2,554  | 2,954  | 3,282  | 3,793  | 4,363  |
| 현금및현금성자산       | 1,122  | 561    | 816    | 1,107  | 1,488  |
| 유동금융자산         | 144    | 985    | 1,015  | 1,106  | 1,183  |
| 매출채권및유동채권      | 889    | 966    | 996    | 1,085  | 1,161  |
| 재고자산           | 399    | 442    | 455    | 496    | 531    |
| 기타유동비금융자산      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산          | 2,363  | 2,475  | 2,498  | 2,553  | 2,604  |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 206    | 205    | 211    | 230    | 246    |
| 투자자산           | 217    | 227    | 233    | 250    | 264    |
| 유형자산           | 1,917  | 2,022  | 2,034  | 2,055  | 2,077  |
| 무형자산           | 23     | 22     | 20     | 18     | 16     |
| 기타비유동자산        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자산총계           | 4,916  | 5,430  | 5,780  | 6,346  | 6,967  |
| 유동부채           | 711    | 793    | 817    | 888    | 950    |
| 매입채무및기타유동채무    | 665    | 662    | 682    | 743    | 795    |
| 단기차입금          | 0      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 유동성장기차입금       | 7      | 10     | 10     | 10     | 10     |
| 기타유동부채         | 38     | 116    | 120    | 131    | 140    |
| 비유동부채          | 258    | 273    | 299    | 331    | 360    |
| 장기매입채무및비유동채무   | 104    | 102    | 105    | 114    | 122    |
| 사채및장기차입금       | 92     | 82     | 82     | 82     | 82     |
| 기타비유동부채        | 62     | 90     | 113    | 135    | 157    |
| 부채총계           | 968    | 1,066  | 1,116  | 1,219  | 1,310  |
| 자본금            | 498    | 498    | 498    | 498    | 498    |
| 주식발행초과금        | 279    | 279    | 279    | 279    | 279    |
| 이익잉여금          | 2,970  | 3,361  | 3,662  | 4,125  | 4,654  |
| 기타자본           | 202    | 226    | 226    | 226    | 226    |
| 자본총계           | 3,948  | 4,364  | 4,664  | 5,127  | 5,657  |
| 지분법적용자본총계      | 3,948  | 4,364  | 4,664  | 5,127  | 5,657  |
| 순차입금           | -1,167 | -1,450 | -1,734 | -2,116 | -2,575 |
| 총차입금           | 99     | 97     | 97     | 97     | 97     |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | 4,266  | 5,156  | 4,311  | 5,955  | 6,634  |
| BPS           | 40,076 | 44,294 | 47,348 | 52,047 | 57,425 |
| 주당EBITDA      | 7,114  | 8,917  | 7,545  | 9,355  | 10,173 |
| CFPS          | 6,067  | 7,286  | 6,489  | 8,103  | 8,759  |
| DPS           | 1,200  | 1,400  | 1,400  | 1,400  | 1,400  |
| 추가배수(배)       |        |        |        |        |        |
| PER           | 14.0   | 21.7   | 22.0   | 15.9   | 14.3   |
| PBR           | 1.5    | 2.5    | 2.0    | 1.8    | 1.6    |
| EV/EBITDA     | 6.7    | 10.9   | 10.2   | 7.8    | 6.7    |
| PCFR          | 9.8    | 15.4   | 14.6   | 11.7   | 10.8   |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)     | 7.0    | 8.5    | 6.5    | 8.0    | 8.4    |
| 영업이익률(핵심)     | 7.0    | 8.5    | 6.5    | 8.0    | 8.4    |
| EBITDA margin | 9.7    | 11.1   | 9.1    | 10.4   | 10.6   |
| 순이익률          | 5.5    | 6.4    | 5.2    | 6.6    | 6.9    |
| 자기자본이익률(ROE)  | 10.4   | 12.2   | 9.4    | 12.0   | 12.1   |
| 투자자본이익률(ROIC) | 16.1   | 18.7   | 14.6   | 19.3   | 20.9   |
| 안정성(%)        |        |        |        |        |        |
| 부채비율          | 24.5   | 24.4   | 23.9   | 23.8   | 23.2   |
| 순차입금비율        | -29.6  | -33.2  | -37.2  | -41.3  | -45.5  |
| 이자보상배율(배)     | 157.7  | 193.2  | 147.9  | 210.1  | 234.7  |
| 활동성(배)        |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율       | 8.6    | 8.5    | 8.3    | 8.5    | 8.4    |
| 재고자산회전율       | 23.3   | 18.8   | 18.1   | 18.6   | 18.5   |
| 매입채무회전율       | 10.6   | 11.9   | 12.1   | 12.4   | 12.3   |



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



롯데칠성 (005300)



BUY(Maintain)

주가(10/2) 1,662,000원

목표주가 2,000,000원

원부재료비, 마케팅비 개선이 3분기에도 이익개선 증가 요인으로 작용할 전망이다. 지난 1년간의 감익 기조에서 벗어나 2분기부터 이익증가세 전환이 이어지고 있는 점이 업종내에서 돋보인다. 서초동부지, 계열사 지분 등 비영업자산가치도 풍부하며, 본업만 고려시 여전히 저평가되어 있다는 판단이다.

#### Stock Data

|              |            |            |
|--------------|------------|------------|
| KOSPI (10/2) | 1,999.47pt |            |
| 시가총액         | 21,029억원   |            |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가        |
|              | 1,722,000원 | 1,315,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -3.48%     | 26.39%     |
| 주가수익률        | 절대         | 상대         |
| 1M           | 15.2%      | 10.9%      |
| 6M           | 8.3%       | 7.6%       |
| 1Y           | 18.0%      | 17.8%      |

#### Company Data

|             |            |
|-------------|------------|
| 발행주식수       | 1,357천주    |
| 일평균 거래량(3M) | 2천주        |
| 외국인 지분율     | 27.21%     |
| 배당수익률(13.E) | 0.21%      |
| BPS (13.E)  | 1,748,055원 |
| 주요 주주       | 신력호 외 8인   |
|             | 52.9%      |

#### Price Trend



## 원가와 비용 개선 만으로도 충분

### >>> 3Q에도 이익개선 기조 이어질 전망

3Q13 영업이익은 전년동기비 19.1% 증가한 610억원을 전망. 1)소주 MS 회복(6월 14.9%→7~8월 15.5%), 아사히맥주 판매 호조 등으로 연결매출 증가율(YoY)이 개선 되었을 전망(2Q -1.9%→3Q 2.2%). 2)원부재료(설탕, 오렌지, 포장재) 단가 하락 효과가 성수기를 맞아 본격화 되었겠으며, 3)커피믹스 등 마케팅비 통제에 따른 비용 개선도 이익증가에 일조했을 전망

### >>> 4Q 이후에도 실적 개선 가시성 높음

이익개선요인(원재료비 개선, 마케팅비 축소)이 4Q에도 이어질 것으로 예상. 주류는 소주 판가인상으로 가수요 부담이 작용했던 1분기 이후 판매량 감소 폭이 분기별로 축소되며 점차 판가인상 효과가 나타날 전망. 음료는 올해 양적으로 부진하고 판가인상이 없었던 만큼 '14년에는 양적 기저효과와 판가인상도 기대 가능할 전망.

### >>> 이익 개선세 전환, 저평가 메리트 보유

2분기에 이익개선세 전환 이후 3분기에도 이러한 기조가 이어지면서 주가 반등세가 지속될 것으로 예상. 장기 성장성 측면에서는 약점이 있으나, '14년 2분기부터 맥주사업을 본격적으로 시작할 전망이어서, 성장동력으로 자리잡을 가능성이 상존. 서초동 부지, 계열사 지분(롯데쇼핑, 롯데푸드 외) 등 비영업자산 가치를 제외한 본업 가치에 대한 PER는 12배 미만으로 음료1위 기업으로서 높은 시장지위, 이익개선기조 전환을 감안할 때 여전히 저평가되어있다는 판단. 장부가만 고려한 PBR도 0.9배로 낮은 편. 목표주가 200만원, 투자 의견 Buy를 유지.

| 투자지표          | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)       | 20,872 | 21,986 | 22,334 | 23,834 | 25,264 |
| 보고영업이익(억원)    | 1,752  | 1,502  | 1,739  | 1,923  | 2,040  |
| 핵심영업이익(억원)    | 1,752  | 1,502  | 1,739  | 1,923  | 2,040  |
| EBITDA(억원)    | 2,731  | 2,565  | 2,826  | 3,036  | 3,152  |
| 세전이익(억원)      | 1,326  | 1,217  | 1,650  | 1,700  | 1,819  |
| 순이익(억원)       | 771    | 830    | 1,140  | 1,117  | 1,195  |
| 지배기업주주순이익(억원) | 769    | 831    | 1,130  | 1,115  | 1,193  |
| EPS(원)        | 56,670 | 61,201 | 83,232 | 82,145 | 87,898 |
| 증감율(%YoY)     | 23.4   | 8.0    | 36.0   | -1.3   | 7.0    |
| PER(배)        | 25.9   | 24.8   | 20.0   | 20.2   | 18.9   |
| PBR(배)        | 0.9    | 0.9    | 1.0    | 0.9    | 0.9    |
| EV/EBITDA(배)  | 8.5    | 9.2    | 8.9    | 8.1    | 7.7    |
| 보고영업이익률(%)    | 8.4    | 6.8    | 7.8    | 8.1    | 8.1    |
| 핵심영업이익률(%)    | 8.4    | 6.8    | 7.8    | 8.1    | 8.1    |
| ROE(%)        | 3.6    | 3.8    | 4.9    | 4.6    | 4.7    |
| 순부채비율(%)      | 21.8   | 20.0   | 16.5   | 14.3   | 12.0   |

### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13  | 1Q13  | 3Q13E |       | 차이<br>(%, %p) | YoY<br>(%, %p) | QoQ<br>(%, %p) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|----------------|----------------|
|          |       |       |       |       | 당사추정치 | 컨센서스  |               |                |                |
| 매출액(억원)  | 6,173 | 4,843 | 5,120 | 5,831 | 6,308 | 6,384 | -1.2          | 2.2            | 8.2            |
| 영업이익(억원) | 512   | 147   | 296   | 595   | 610   | 611   | -0.2          | 19.1           | 2.6            |
| 세전이익(억원) | 418   | 84    | 277   | 626   | 558   | 563   | -0.9          | 33.6           | -10.9          |
| 순이익(억원)  | 260   | 73    | 185   | 468   | 364   | 384   | -5.4          | 39.7           | -22.4          |
| 영업이익률(%) | 8.3   | 3.0   | 5.8   | 10.2  | 9.7   | 9.6   | 0.1           | 1.4            | -0.5           |
| 세전이익률(%) | 6.8   | 1.7   | 5.4   | 10.7  | 8.8   | 8.8   | 0.0           | 2.1            | -1.9           |
| 순이익률(%)  | 4.2   | 1.5   | 3.6   | 8.0   | 5.8   | 6.0   | -0.3          | 1.5            | -2.3           |

자료: 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS연결) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전    |        |        | 변경후    |        | 변경률(%, %p) |       | YoY(%, %p) |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|-------|------------|-------|
|          | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2013E  | 2014E  | 2013E      | 2014E | 2013E      | 2014E |
| 매출액      | 21,986 | 22,575 | 24,090 | 22,334 | 23,834 | -1.1       | -1.1  | 1.6        | 6.7   |
| 영업이익     | 1,502  | 1,742  | 1,945  | 1,739  | 1,923  | -0.2       | -1.1  | 15.8       | 10.6  |
| 세전이익     | 1,217  | 1,642  | 1,722  | 1,650  | 1,700  | 0.5        | -1.3  | 35.5       | 3.1   |
| 순이익      | 830    | 1,135  | 1,132  | 1,140  | 1,117  | 0.4        | -1.3  | 37.4       | -2.0  |
| 영업이익률(%) | 6.8    | 7.7    | 8.1    | 7.8    | 8.1    | 0.1        | 0.0   | 1.0        | 0.3   |
| 세전이익률(%) | 5.5    | 7.3    | 7.1    | 7.4    | 7.1    | 0.1        | 0.0   | 1.9        | -0.3  |
| 순이익률(%)  | 3.8    | 5.0    | 4.7    | 5.1    | 4.7    | 0.1        | 0.0   | 1.3        | -0.4  |

자료: 롯데칠성, 키움증권

### 비영업자산 제외시 PER 추정

|                             | case1  | case2  |
|-----------------------------|--------|--------|
| ① 현재시총                      | 20,562 | 20,562 |
| ② 순차입금                      | 4,875  | 4,875  |
| ③ EV(①+②)                   | 25,437 | 25,437 |
| ④ EV대비 시가총액(%, ① ÷ ③)       | 80.8   | 80.8   |
| EV대비 순차입금(%, ② ÷ ③)         | 19.2   | 19.2   |
| ⑤ 비영업자산가치                   | 11,593 | 8,906  |
| ⑥ 비영업자산가치 중 주주지분 해당분(⑤ × ④) | 9,371  | 7,199  |
| ⑦ 비영업가치 제외 시총               | 11,191 | 13,363 |
| ⑧ 적용순이익                     | 1,119  | 1,119  |
| 영업가치 PER(배, ⑦ ÷ ⑧)          | 10.0   | 11.9   |

자료: 키움증권

- 주: 1) Case 1은 당사의 valuation 추정시 적용 비영업자산 가치(상장사 지분가치 20%할인, 비상장사지분가치 50%할인, 유휴부동산 가치 40% 할인 적용)  
 2) Case 2는 상장사 지분가치는 30% 할인, 유휴부동산 지분가치는 50% 할인해서 적용  
 3) 비영업자산가치 중 주주지분 해당분은 EV 대비 자기자본(시가총액) 비율을 적용하여 추산함

### 손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 20,872 | 21,986 | 22,334 | 23,834 | 25,264 |
| 매출원가                 | 12,366 | 13,079 | 12,967 | 13,833 | 14,663 |
| 매출총이익                | 8,507  | 8,906  | 9,367  | 10,000 | 10,601 |
| 판매비및일반관리비            | 6,754  | 7,405  | 7,627  | 8,077  | 8,561  |
| 영업이익(보고)             | 1,752  | 1,502  | 1,739  | 1,923  | 2,040  |
| 영업이익(핵심)             | 1,752  | 1,502  | 1,739  | 1,923  | 2,040  |
| 영업외손익                | -426   | -285   | -90    | -223   | -220   |
| 이자수익                 | 22     | 42     | 62     | 52     | 55     |
| 배당금수익                | 0      | 0      | 0      | 33     | 35     |
| 외환이익                 | 36     | 153    | 39     | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 297    | 254    | 236    | 272    | 272    |
| 외환손실                 | 147    | 42     | 123    | 0      | 0      |
| 관계기업지분법손익            | -54    | 24     | 94     | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | -24    | -45    | -15    | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 113    | -131   | 86     | 0      | 0      |
| 기타                   | -75    | -32    | 4      | -36    | -38    |
| 법인세차감전이익             | 1,326  | 1,217  | 1,650  | 1,700  | 1,819  |
| 법인세비용                | 555    | 388    | 510    | 583    | 624    |
| 유효법인세율 (%)           | 41.9%  | 31.8%  | 30.9%  | 34.3%  | 34.3%  |
| 당기순이익                | 771    | 830    | 1,140  | 1,117  | 1,195  |
| 지배주주지분 당기순이익         | 769    | 831    | 1,130  | 1,115  | 1,193  |
| EBITDA               | 2,731  | 2,565  | 2,826  | 3,036  | 3,152  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,750  | 1,893  | 2,226  | 2,229  | 2,308  |
| 수정당기순이익              | 720    | 949    | 1,094  | 1,117  | 1,195  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 12.9   | 5.3    | 1.6    | 6.7    | 6.0    |
| 영업이익(보고)             | 31.4   | -14.3  | 15.8   | 10.6   | 6.0    |
| 영업이익(핵심)             | 26.8   | -14.3  | 15.8   | 10.6   | 6.0    |
| EBITDA               | 18.4   | -6.0   | 10.1   | 7.4    | 3.8    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 23.4   | 8.0    | 36.0   | -1.3   | 7.0    |
| EPS                  | 23.4   | 8.0    | 36.0   | -1.3   | 7.0    |
| 수정순이익                | 26.9   | 31.9   | 15.2   | 2.1    | 7.0    |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름          | 2,060  | 1,281  | 2,136  | 2,172  | 2,231  |
| 당기순이익             | 771    | 830    | 1,140  | 1,117  | 1,195  |
| 감가상각비             | 766    | 845    | 868    | 894    | 894    |
| 무형자산상각비           | 212    | 218    | 218    | 218    | 218    |
| 외환손익              | 110    | -129   | 84     | 0      | 0      |
| 자산처분손익            | 57     | 87     | 15     | 0      | 0      |
| 지분법손익             | 54     | -24    | -94    | 0      | 0      |
| 영업활동자산부채 증감       | -336   | -928   | -11    | -58    | -43    |
| 기타                | 425    | 381    | -84    | 0      | -33    |
| 투자활동현금흐름          | -1,665 | -2,189 | -1,591 | -2,080 | -2,055 |
| 투자자산의 처분          | -545   | -1,034 | -150   | -650   | -619   |
| 유형자산의 처분          | 31     | 294    | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산의 취득          | -1,136 | -1,414 | -1,414 | -1,414 | -1,414 |
| 무형자산의 처분          | -12    | -35    | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | -4     | 0      | -27    | -16    | -22    |
| 재무활동현금흐름          | -488   | 810    | 36     | 190    | 170    |
| 단기차입금의 증가         | 161    | 393    | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금의 증가         | -609   | 458    | 0      | 0      | 0      |
| 자본의 증가            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급             | -34    | -41    | -48    | -48    | -48    |
| 기타                | -6     | 0      | 84     | 238    | 218    |
| 현금및현금성자산의순증가      | -80    | -131   | 582    | 282    | 346    |
| 기초현금및현금성자산        | 1,025  | 945    | 814    | 1,395  | 1,678  |
| 기말현금및현금성자산        | 945    | 814    | 1,395  | 1,678  | 2,024  |
| Gross Cash Flow   | 2,396  | 2,208  | 2,148  | 2,229  | 2,275  |
| Op Free Cash Flow | 514    | -290   | 795    | 904    | 995    |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산           | 6,796  | 7,502  | 8,189  | 8,928  | 9,709  |
| 현금및현금성자산       | 945    | 814    | 1,395  | 1,678  | 2,024  |
| 유동금융자산         | 594    | 1,452  | 1,475  | 1,574  | 1,668  |
| 매출채권및유동채권      | 3,032  | 2,959  | 3,005  | 3,207  | 3,400  |
| 재고자산           | 2,224  | 2,274  | 2,310  | 2,465  | 2,613  |
| 기타유동비금융자산      | 1      | 3      | 3      | 3      | 4      |
| 비유동자산          | 29,195 | 30,003 | 30,568 | 31,458 | 32,361 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 355    | 317    | 322    | 344    | 364    |
| 투자자산           | 9,792  | 10,815 | 11,036 | 11,587 | 12,145 |
| 유형자산           | 15,107 | 15,073 | 15,619 | 16,139 | 16,658 |
| 무형자산           | 3,921  | 3,771  | 3,553  | 3,335  | 3,117  |
| 기타비유동자산        | 20     | 28     | 39     | 54     | 76     |
| 자산총계           | 35,992 | 37,505 | 38,757 | 40,386 | 42,069 |
| 유동부채           | 9,070  | 5,873  | 5,947  | 6,257  | 6,564  |
| 매입채무및기타유동채무    | 4,848  | 4,157  | 4,223  | 4,506  | 4,777  |
| 단기차입금          | 474    | 867    | 867    | 867    | 867    |
| 유동성장기차입금       | 3,484  | 592    | 592    | 592    | 592    |
| 기타유동부채         | 265    | 258    | 266    | 292    | 329    |
| 비유동부채          | 5,482  | 8,947  | 9,034  | 9,282  | 9,511  |
| 장기매입채무및비유동채무   | 155    | 166    | 168    | 180    | 190    |
| 사채및장기차입금       | 2,247  | 5,340  | 5,340  | 5,340  | 5,340  |
| 기타비유동부채        | 3,080  | 3,442  | 3,526  | 3,763  | 3,981  |
| 부채총계           | 14,552 | 14,820 | 14,981 | 15,540 | 16,075 |
| 자본금            | 68     | 68     | 68     | 68     | 68     |
| 주식발행초과금        | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     |
| 이익잉여금          | 16,691 | 17,400 | 18,482 | 19,550 | 20,695 |
| 기타자본           | 4,596  | 5,132  | 5,132  | 5,132  | 5,132  |
| 지배주주지분자본총계     | 21,398 | 22,643 | 23,725 | 24,792 | 25,938 |
| 비지배지분자본총계      | 42     | 42     | 52     | 54     | 56     |
| 자본총계           | 21,439 | 22,684 | 23,777 | 24,846 | 25,994 |
| 순차입금           | 4,666  | 4,533  | 3,928  | 3,547  | 3,106  |
| 총차입금           | 6,205  | 6,798  | 6,798  | 6,798  | 6,798  |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011      | 2012      | 2013E     | 2014E     | 2015E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 주당지표(원)       |           |           |           |           |           |
| EPS           | 56,670    | 61,201    | 83,232    | 82,145    | 87,898    |
| BPS           | 1,576,619 | 1,668,321 | 1,748,055 | 1,826,703 | 1,911,105 |
| 주당EBITDA      | 201,192   | 189,026   | 208,191   | 223,672   | 232,231   |
| CFPS          | 128,917   | 139,490   | 164,035   | 164,267   | 170,032   |
| DPS           | 3,000     | 3,500     | 3,500     | 3,500     | 3,500     |
| 추가배수(배)       |           |           |           |           |           |
| PER           | 25.9      | 24.8      | 20.0      | 20.2      | 18.9      |
| PBR           | 0.9       | 0.9       | 1.0       | 0.9       | 0.9       |
| EV/EBITDA     | 8.5       | 9.2       | 8.9       | 8.1       | 7.7       |
| PCFR          | 11.4      | 10.9      | 10.1      | 10.1      | 9.8       |
| 수익성(%)        |           |           |           |           |           |
| 영업이익률(보고)     | 8.4       | 6.8       | 7.8       | 8.1       | 8.1       |
| 영업이익률(핵심)     | 8.4       | 6.8       | 7.8       | 8.1       | 8.1       |
| EBITDA margin | 13.1      | 11.7      | 12.7      | 12.7      | 12.5      |
| 순이익률          | 3.7       | 3.8       | 5.1       | 4.7       | 4.7       |
| 자기자본이익률(ROE)  | 3.6       | 3.8       | 4.9       | 4.6       | 4.7       |
| 투자자본이익률(ROIC) | 5.7       | 5.7       | 6.2       | 6.7       | 7.0       |
| 안정성(%)        |           |           |           |           |           |
| 부채비율          | 67.9      | 65.3      | 63.0      | 62.5      | 61.8      |
| 순차입금비율        | 21.8      | 20.0      | 16.5      | 14.3      | 12.0      |
| 이자보상배율(배)     | 5.9       | 5.9       | 7.4       | 7.1       | 7.5       |
| 활동성(배)        |           |           |           |           |           |
| 매출채권회전율       | 7.0       | 7.3       | 7.5       | 7.7       | 7.6       |
| 재고자산회전율       | 10.1      | 9.8       | 9.7       | 10.0      | 9.9       |
| 매입채무회전율       | 4.5       | 4.9       | 5.3       | 5.5       | 5.4       |





ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

매일유업 (005990)



BUY(Maintain)

주가(10/2) 38,400원

목표주가 55,000원

3Q13 영업이익은 원유가격 상승에도 불구하고, 내수 분유 판매 호조와 중국 수출 고성장에 힘입어 이익 감소폭이 제한적일 전망이다. 유제품 평가 인상에 따라 4Q 이후 실적 개선 효과가 예상된다. 중국 분유 수출은 중국내 '에코세대' 결혼적령기 진입 등 견조한 소비 증가가 이어지며, 높은 성장세가 이어질 전망이다. 견조한 내수 실적과 중국 성장 잠재력을 감안하면, 여전히 부담스럽지 않은 주가수준으로 판단한다.

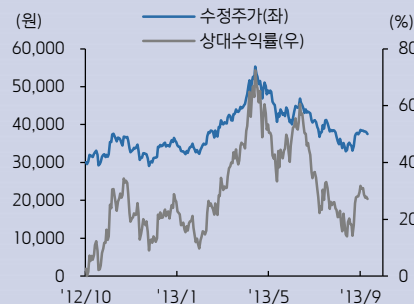
Stock Data

|               |         |          |
|---------------|---------|----------|
| KOSDAQ (10/2) |         | 532.02pt |
| 시가총액          |         | 5,146억원  |
| 52주 주가동향      | 최고가     | 최저가      |
|               | 55,300원 | 29,050원  |
| 최고/최저가 대비 등락  | -30.56% | 32.19%   |
| 주가수익률         | 절대      | 상대       |
|               | 1M      | 15.3%    |
|               | 6M      | -4.7%    |
|               | 1Y      | 27.6%    |
|               |         | 13.8%    |
|               |         | -1.0%    |
|               |         | 26.5%    |

Company Data

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수       | 13,400천주        |
| 일평균 거래량(3M) | 164천주           |
| 외국인 자본율     | 3.36%           |
| 배당수익률(13.E) | 0.33%           |
| BPS (13.E)  | 24,155원         |
| 주요 주주       | 김정완 (외8인) 40.3% |

Price Trend



평가인상 불확실성 해소

>>> 원유가 상승에도 3Q 감익 제한적 전망

3Q13 실적은 매출 2,947억원(YoY 10.1%), 영업이익 107억원(YoY -6.0%) 예상. 1)원유가격 인상(8월초)에 따라 원재료비 부담이 높아졌으나, 2)이익기여 비중이 높은 내수분유 판매호조(25~30% 성장)와 3)견조한 중국수출 성장 등에 힘입어 전년 동기 대비 영업이익 감소폭이 제한적일 전망이다.

>>> 유제품 가격 인상, 14년 실적개선 요인

원유유 소매가격이 8.5% 인상된 데 이어, 발효유 5~9%, 치즈 11% 등 9월하순~10월 초에 유제품 가격이 인상되는 중. 유제품 매출 비중이 57%인데, 출고가 기준 평균 유제품 단가(ASP) 상승률은 8%로, 원유가격 상승 부담(+340억원)을 충분히 상쇄할 전망이다. 4Q 이후 평가인상 효과가 실적에 반영되며 '14년 실적 개선요인으로 작용할 전망이다.

>>> 에코세대 결혼으로 중국분유 호조 지속

무역협회 7~8월 수출 실적을 통해 추정된 동사의 중국분유 수출은 70억원 이상으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 중국 정부의 외산업체에 대한 규제 영향을 받고 있지 않으며, 중국 베이비붐 세대의 자녀인 '에코세대'의 결혼적령기 진입(2015년까지 매년 1,400만 쌍 부부 탄생)으로 유아용품 수요가 견조할 것으로 예상되어 동사의 수출 고성장세가 이어질 전망이다. 견조한 내수 실적과 중국 성장 잠재력 감안 시 현재 Valuation(fwd PER 12.3배)은 부담스럽지 않은 수준.

| 투자지표         | 2011  | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)      | 9,444 | 10,523 | 11,522 | 12,588 | 13,369 |
| 보고영업이익(억원)   | 162   | 299    | 361    | 505    | 563    |
| 핵심영업이익(억원)   | 162   | 299    | 361    | 505    | 563    |
| EBITDA(억원)   | 478   | 605    | 671    | 809    | 867    |
| 세전이익(억원)     | 105   | 225    | 359    | 507    | 568    |
| 순이익(억원)      | 45    | 162    | 275    | 393    | 440    |
| 지분법적용순이익(억원) | 50    | 212    | 288    | 444    | 525    |
| EPS(원)       | 370   | 1,581  | 2,149  | 3,315  | 3,917  |
| 증감율(%YoY)    | -74.5 | 326.8  | 35.9   | 54.3   | 18.1   |
| PER(배)       | 49.4  | 19.8   | 17.9   | 11.6   | 9.8    |
| PBR(배)       | 0.9   | 1.4    | 1.6    | 1.4    | 1.3    |
| EV/EBITDA(배) | 8.0   | 8.5    | 8.8    | 7.0    | 6.0    |
| 보고영업이익률(%)   | 1.7   | 2.8    | 3.1    | 4.0    | 4.2    |
| 핵심영업이익률(%)   | 1.7   | 2.8    | 3.1    | 4.0    | 4.2    |
| ROE(%)       | 1.6   | 5.6    | 8.9    | 11.5   | 11.5   |
| 순부채비율(%)     | 49.7  | 32.2   | 24.2   | 13.6   | 2.2    |

### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13  | 1Q13  | 3Q13E |       | 차이<br>(%,%p) | YoY<br>(%,%p) | QoQ<br>(%,%p) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------------|---------------|
|          |       |       |       |       | 당사추정치 | 컨센서스  |              |               |               |
| 매출액(억원)  | 2,676 | 2,743 | 2,782 | 2,822 | 2,947 | 2,941 | 0.2          | 10.1          | 4.4           |
| 영업이익(억원) | 114   | 79    | 75    | 74    | 107   | 124   | -13.5        | -6.0          | 44.1          |
| 세전이익(억원) | 110   | 24    | 85    | 71    | 102   | 124   | -17.6        | -7.3          | 42.7          |
| 순이익(억원)  | 78    | 12    | 66    | 53    | 79    | 88    | -10.4        | 0.5           | 48.0          |
| 영업이익률(%) | 4.3   | 2.9   | 2.7   | 2.6   | 3.6   | 4.2   | -0.6         | -0.6          | 1.0           |
| 세전이익률(%) | 4.1   | 0.9   | 3.1   | 2.5   | 3.5   | 4.2   | -0.7         | -0.6          | 0.9           |
| 순이익률(%)  | 2.9   | 0.4   | 2.4   | 1.9   | 2.7   | 3.0   | -0.3         | -0.3          | 0.8           |

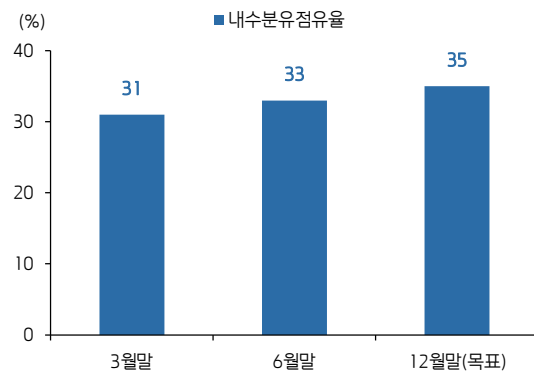
주: 2011년 증감률은 전년동기(K-GAAP) 기준 실적에 대비한 것임, 자료: 매일유업, 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전    |        |        | 변경후    |        | 변경률(%, %p) |       | YoY(%, %p) |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|-------|------------|-------|
|          | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2013E  | 2014E  | 2013E      | 2014E | 2013E      | 2014E |
| 매출액      | 10,523 | 11,539 | 12,585 | 11,522 | 12,588 | -0.1       | 0.0   | 9.5        | 9.3   |
| 영업이익     | 299    | 374    | 502    | 361    | 505    | -3.5       | 0.6   | 20.7       | 39.9  |
| 세전이익     | 225    | 373    | 504    | 359    | 507    | -3.7       | 0.6   | 59.6       | 41.2  |
| 순이익      | 162    | 286    | 390    | 275    | 393    | -3.7       | 0.6   | 70.1       | 42.5  |
| 영업이익률(%) | 2.8    | 3.2    | 4.0    | 3.1    | 4.0    | -0.1       | 0.0   | 0.3        | 0.9   |
| 세전이익률(%) | 2.1    | 3.2    | 4.0    | 3.1    | 4.0    | -0.1       | 0.0   | 1.0        | 0.9   |
| 순이익률(%)  | 1.5    | 2.5    | 3.1    | 2.4    | 3.1    | -0.1       | 0.0   | 0.9        | 0.7   |

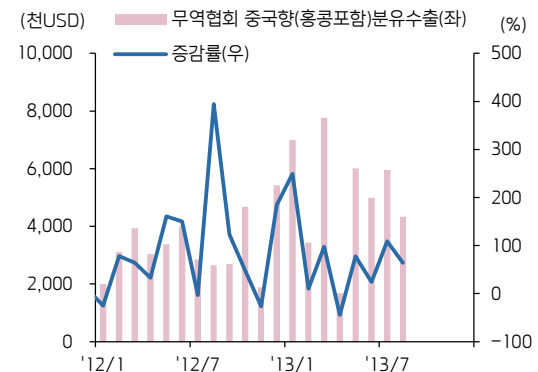
자료: 매일유업, 키움증권

### 내수 분유 점유율 호조세



자료: 매일유업

### 7~8월 한국의 중국향 분유수출 고성장세 이어감



자료: 무역협회



### 손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011  | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 9,444 | 10,523 | 11,522 | 12,588 | 13,369 |
| 매출원가                 | 6,860 | 7,668  | 8,373  | 9,081  | 9,631  |
| 매출총이익                | 2,584 | 2,856  | 3,149  | 3,508  | 3,738  |
| 판매비및일반관리비            | 2,422 | 2,557  | 2,788  | 3,003  | 3,175  |
| 영업이익(보고)             | 162   | 299    | 361    | 505    | 563    |
| 영업이익(핵심)             | 162   | 299    | 361    | 505    | 563    |
| 영업외손익                | -57   | -73    | -2     | 2      | 5      |
| 이자수익                 | 26    | 31     | 29     | 37     | 39     |
| 배당금수익                | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환이익                 | 28    | 14     | 15     | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 73    | 71     | 57     | 59     | 59     |
| 외환손실                 | 17    | 16     | 20     | 0      | 0      |
| 관계기업지분법손익            | 0     | -51    | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | 8     | 11     | 0      | 9      | 9      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -2    | -6     | 0      | 3      | 3      |
| 기타                   | -26   | 15     | 31     | 13     | 13     |
| 법인세차감전이익             | 105   | 225    | 359    | 507    | 568    |
| 법인세비용                | 60    | 64     | 84     | 115    | 128    |
| 유효법인세율 (%)           | 57.1% | 28.3%  | 23.3%  | 22.6%  | 22.6%  |
| 당기순이익                | 45    | 162    | 275    | 393    | 440    |
| 지분법적용 당기순이익          | 50    | 212    | 288    | 444    | 525    |
| EBITDA               | 478   | 605    | 671    | 809    | 867    |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 361   | 468    | 585    | 696    | 744    |
| 수정당기순이익              | 43    | 158    | 275    | 383    | 431    |
| 증감율(% YoY)           |       |        |        |        |        |
| 매출액                  | 3.9   | 11.4   | 9.5    | 9.3    | 6.2    |
| 영업이익(보고)             | -38.8 | 83.8   | 20.9   | 39.9   | 11.5   |
| 영업이익(핵심)             | -20.3 | 83.8   | 20.9   | 39.9   | 11.5   |
| EBITDA               | -5.9  | 26.5   | 11.0   | 20.6   | 7.2    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -76.8 | 257.7  | 70.5   | 42.5   | 12.1   |
| EPS                  | -74.5 | 326.8  | 35.9   | 54.3   | 18.1   |
| 수정순이익                | -75.4 | 270.2  | 73.9   | 39.3   | 12.3   |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 153  | 618  | 483   | 578   | 655   |
| 당기순이익             | 45   | 162  | 275   | 393   | 440   |
| 감가상각비             | 315  | 305  | 309   | 303   | 303   |
| 무형자산상각비           | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 외환손익              | -4   | 1    | 5     | 0     | 0     |
| 자산처분손익            | 11   | 8    | 0     | -9    | -9    |
| 지분법손익             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -299 | 8    | -102  | -109  | -80   |
| 기타                | 84   | 133  | -5    | 0     | 0     |
| 투자활동현금흐름          | -391 | -263 | -415  | -409  | -398  |
| 투자자산의 처분          | -120 | -32  | -41   | -44   | -32   |
| 유형자산의 처분          | 28   | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 취득          | -281 | -201 | -370  | -370  | -370  |
| 유형자산의 처분          | 2    | -17  | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -21  | -17  | -4    | 5     | 4     |
| 재무활동현금흐름          | 306  | -232 | 94    | 115   | 137   |
| 단기차입금의 증가         | -254 | -550 | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 585  | 263  | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -16  | -16  | -16   | -16   | -16   |
| 기타                | -9   | 70   | 110   | 130   | 153   |
| 현금및현금성자산의순증가      | 72   | 120  | 162   | 284   | 394   |
| 기초현금및현금성자산        | 121  | 193  | 313   | 475   | 759   |
| 기말현금및현금성자산        | 193  | 313  | 475   | 759   | 1,153 |
| Gross Cash Flow   | 451  | 610  | 585   | 687   | 735   |
| Op Free Cash Flow | -192 | 311  | 117   | 215   | 290   |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산           | 2,604 | 2,819 | 3,219 | 3,757 | 4,337 |
| 현금및현금성자산       | 193   | 313   | 475   | 759   | 1,153 |
| 유동금융자산         | 85    | 112   | 123   | 134   | 142   |
| 매출채권및유동채권      | 1,133 | 1,282 | 1,404 | 1,534 | 1,629 |
| 재고자산           | 1,172 | 1,090 | 1,194 | 1,304 | 1,385 |
| 기타유동비금융자산      | 21    | 22    | 24    | 27    | 28    |
| 비유동자산          | 3,348 | 3,279 | 3,397 | 3,525 | 3,637 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 367   | 248   | 272   | 297   | 316   |
| 투자자산           | 653   | 774   | 805   | 837   | 861   |
| 유형자산           | 2,203 | 2,131 | 2,192 | 2,258 | 2,325 |
| 무형자산           | 37    | 53    | 52    | 52    | 51    |
| 기타비유동자산        | 89    | 72    | 76    | 80    | 85    |
| 자산총계           | 5,953 | 6,098 | 6,616 | 7,282 | 7,975 |
| 유동부채           | 2,220 | 2,097 | 2,242 | 2,396 | 2,509 |
| 매입채무및기타유동채무    | 1,306 | 1,411 | 1,545 | 1,688 | 1,793 |
| 단기차입금          | 830   | 530   | 530   | 530   | 530   |
| 유동성장기차입금       | 21    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 기타유동부채         | 63    | 121   | 132   | 144   | 152   |
| 비유동부채          | 979   | 1,024 | 1,138 | 1,272 | 1,428 |
| 장기매입채무및비유동채무   | 38    | 39    | 43    | 47    | 50    |
| 사채및장기차입금       | 795   | 818   | 818   | 818   | 818   |
| 기타비유동부채        | 146   | 167   | 277   | 407   | 560   |
| 부채총계           | 3,199 | 3,121 | 3,379 | 3,668 | 3,937 |
| 자본금            | 67    | 67    | 67    | 67    | 67    |
| 주식발행초과금        | 17    | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 이익잉여금          | 2,280 | 2,400 | 2,659 | 3,036 | 3,460 |
| 기타자본           | 389   | 494   | 494   | 494   | 494   |
| 자본총계           | 2,753 | 2,977 | 3,237 | 3,613 | 4,037 |
| 지분법적용자본총계      | 2,753 | 2,977 | 3,237 | 3,613 | 4,037 |
| 순차입금           | 1,368 | 958   | 785   | 490   | 87    |
| 총차입금           | 1,646 | 1,383 | 1,383 | 1,383 | 1,383 |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | 370    | 1,581  | 2,149  | 3,315  | 3,917  |
| BPS           | 20,547 | 22,217 | 24,155 | 26,965 | 30,128 |
| 주당EBITDA      | 3,565  | 4,512  | 5,006  | 6,036  | 6,469  |
| CFPS          | 2,690  | 3,490  | 4,368  | 5,197  | 5,550  |
| DPS           | 125    | 125    | 125    | 125    | 125    |
| 추가배수(배)       |        |        |        |        |        |
| PER           | 49.4   | 19.8   | 17.9   | 11.6   | 9.8    |
| PBR           | 0.9    | 1.4    | 1.6    | 1.4    | 1.3    |
| EV/EBITDA     | 8.0    | 8.5    | 8.8    | 7.0    | 6.0    |
| PCFR          | 6.8    | 9.0    | 8.8    | 7.4    | 6.9    |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)     | 1.7    | 2.8    | 3.1    | 4.0    | 4.2    |
| 영업이익률(핵심)     | 1.7    | 2.8    | 3.1    | 4.0    | 4.2    |
| EBITDA margin | 5.1    | 5.7    | 5.8    | 6.4    | 6.5    |
| 순이익률          | 0.5    | 1.5    | 2.4    | 3.1    | 3.3    |
| 자기자본이익률(ROE)  | 1.6    | 5.6    | 8.9    | 11.5   | 11.5   |
| 투자자본이익률(ROIC) | 2.0    | 6.3    | 8.4    | 11.1   | 11.9   |
| 안정성(%)        |        |        |        |        |        |
| 부채비율          | 116.2  | 104.8  | 104.4  | 101.5  | 97.5   |
| 순차입금비율        | 49.7   | 32.2   | 24.2   | 13.6   | 2.2    |
| 이자보상배율(배)     | 2.2    | 4.2    | 6.3    | 8.5    | 9.5    |
| 활동성(배)        |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율       | 8.3    | 8.7    | 8.6    | 8.6    | 8.5    |
| 재고자산회전율       | 9.1    | 9.3    | 10.1   | 10.1   | 9.9    |
| 매입채무회전율       | 7.4    | 7.7    | 7.8    | 7.8    | 7.7    |



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

무학 (033920)



BUY(Maintain)

주가(10/2) 19,500원

목표주가 25,000원

3Q에도 이익증가 모멘텀(YoY 27%)이 이어질 전망이다. 소주 판매 증가에 따라 연초 판가인상 효과가 계속되고 있기 때문이다. '14년 이후 모멘텀은 둔화되겠지만, 점진적 실적 개선은 가능할 전망이다. 장기 모멘텀은 수도권 소주시장 진출 성공 여부가 좌우하겠으나, 당장의 이익증가 가시성과 Valuation 메리트가 돋보인다.

#### Stock Data

|              |         |             |
|--------------|---------|-------------|
| KOSPI (10/2) |         | 1,999.47pt  |
| 시가총액         |         | 5,265억원     |
| 52주 주가동향     | 최고가     | 최저가         |
|              | 20,200원 | 12,315원     |
| 최고/최저가 대비 등락 | -3.47%  | 58.34%      |
| 주가수익률        | 절대      | 상대          |
|              | 1M      | 5.7% 1.7%   |
|              | 6M      | 21.5% 20.7% |
|              | 1Y      | 55.2% 55.0% |

#### Company Data

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수       | 27,000천주        |
| 일평균 거래량(3M) | 33천주            |
| 외국인 자본율     | 14.01%          |
| 배당수익률(13.E) | 0.27%           |
| BPS (13.E)  | 12,900원         |
| 주요 주주       | 최재호(외 4인) 50.8% |

#### Price Trend



## 돋보이는 이익증가 가시성

### >>> 이익증가세 3Q에도 이어질 전망

3Q13 실적은 매출 567억원(YoY 11.0%), 영업이익 153억원(YoY 27.0%)을 전망. 1)부산 내 MS 확대에 따른 소주 판매량 증가(YoY 3~4% 추정), 연초 판가인상 효과(8.2%)에 따라 주류 사업 매출 11.9% 성장 예상. 2)스틸사업부의 실적 회복 기조가 2Q에 이어 3Q에도 나타날 전망. 3)소주 판가 인상에 따른 원가율 개선과 경쟁 완화에 따른 마케팅비율 개선으로 영업이익률은 3.4%p 개선되었을 것으로 예상. 9월말 지수 호조로 ELS 수익도 20~30억원 예상.

### >>> '15년 이후 수도권 진출 성과 기대

장기 성장 모멘텀은 '15년 이후로 예정된 수도권 소주시장 진출의 성과에 따라 달라질 것임. 공략이 쉽지는 않겠지만, 소주의 장기적인 저도화 추세, 부산에서 검증된 '좋은데이'의 제품력, 부산시장 침투에서 보여줬던 영업력 등을 감안한다면 선전할 가능성도 상존. 소주에 앞서 진출 예정(10월 초)인 수도권 약주시장에서의 성과를 지켜볼 필요 있음.

### >>> 실적개선 가시성과 가격메리트가 매력

판가인상에 따른 실적모멘텀은 4Q까지 이어질 전망. '14년 이후로는 부산내 점유율 기저부담이 높아짐에 따라 판매량 성장세는 둔화되겠지만, 점진적 실적 개선은 가능할 전망. 당장의 실적 개선 가시성이 돋보이는 반면, Valuation은 업종 평균(15배)대비 많이 낮다는 점이 매력적. 목표주가 25,000원. 투자 의견 Buy 유지.

| 투자지표         | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 1,957 | 2,113 | 2,338 | 2,471 | 2,597 |
| 보고영업이익(억원)   | 451   | 468   | 608   | 625   | 683   |
| 핵심영업이익(억원)   | 451   | 468   | 608   | 645   | 683   |
| EBITDA(억원)   | 572   | 617   | 789   | 849   | 895   |
| 세전이익(억원)     | 555   | 466   | 708   | 696   | 736   |
| 순이익(억원)      | 418   | 360   | 543   | 539   | 570   |
| 지분법적용순이익(억원) | 414   | 345   | 543   | 539   | 570   |
| EPS(원)       | 1,534 | 1,277 | 2,012 | 1,995 | 2,111 |
| 증감율(%YoY)    | 35.2  | -16.7 | 57.5  | -0.9  | 5.8   |
| PER(배)       | 7.1   | 10.6  | 9.7   | 9.8   | 9.2   |
| PBR(배)       | 1.3   | 1.2   | 1.5   | 1.3   | 1.2   |
| EV/EBITDA(배) | 4.6   | 5.6   | 5.7   | 4.5   | 3.6   |
| 보고영업이익률(%)   | 23.1  | 22.1  | 26.0  | 26.1  | 26.3  |
| 핵심영업이익률(%)   | 23.1  | 22.1  | 26.0  | 26.1  | 26.3  |
| ROE(%)       | 19.4  | 13.7  | 16.9  | 14.4  | 13.3  |
| 순부채비율(%)     | -13.7 | -8.0  | -22.8 | -35.2 | -45.3 |



### 3Q13 실적 Preview (단위: 억원, %)

|          | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 1Q13 | 3Q13E |      | 차이<br>(%,%p) | YoY<br>(%,%p) | QoQ<br>(%,%p) |
|----------|------|------|------|------|-------|------|--------------|---------------|---------------|
|          |      |      |      |      | 당사추정치 | 컨센서스 |              |               |               |
| 매출액(억원)  | 511  | 553  | 551  | 628  | 567   | 580  | -2.3         | 11.0          | -9.7          |
| 영업이익(억원) | 120  | 130  | 129  | 181  | 153   | 150  | 2.0          | 27.0          | -15.7         |
| 세전이익(억원) | 88   | 129  | 199  | 205  | 168   | 183  | -7.9         | 91.5          | -17.9         |
| 순이익(억원)  | 72   | 100  | 152  | 156  | 130   | 122  | 6.7          | 80.5          | -16.4         |
| 영업이익률(%) | 23.6 | 23.4 | 23.5 | 28.9 | 27.0  | 25.8 | 1.1          | 3.4           | -1.9          |
| 세전이익률(%) | 17.2 | 23.3 | 36.2 | 32.6 | 29.7  | 31.5 | -1.8         | 12.5          | -2.9          |
| 순이익률(%)  | 14.1 | 18.0 | 27.7 | 24.8 | 23.0  | 21.0 | 1.9          | 8.8           | -1.8          |

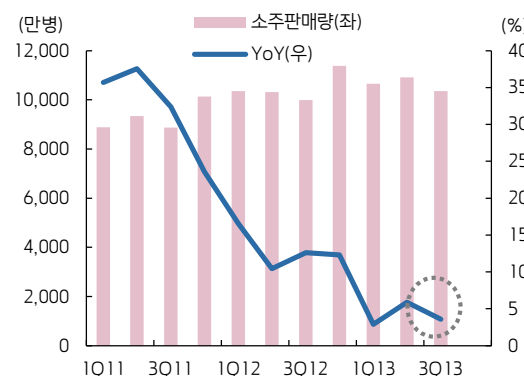
자료: 무학, 키움증권

### 실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

|          | 변경전   |       |       | 변경후   |       | 변경률(%, %p) |       | YoY(%, %p) |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|------------|-------|
|          | 2012  | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E      | 2014E | 2013E      | 2014E |
| 매출액      | 2,113 | 2,306 | 2,438 | 2,338 | 2,471 | 0.2        | 0.4   | 10.6       | 5.7   |
| 영업이익     | 468   | 574   | 625   | 608   | 645   | 6.1        | 5.4   | 29.9       | 6.1   |
| 세전이익     | 466   | 664   | 678   | 708   | 696   | 4.8        | 4.9   | 51.8       | -1.7  |
| 순이익      | 360   | 512   | 525   | 543   | 539   | 4.3        | 5.0   | 50.9       | -0.9  |
| 영업이익률(%) | 22.1  | 24.9  | 25.6  | 26.0  | 26.1  | 1.5        | 1.2   | 3.9        | 0.1   |
| 세전이익률(%) | 22.1  | 28.8  | 27.8  | 30.3  | 28.2  | 1.3        | 1.2   | 8.2        | -2.1  |
| 순이익률(%)  | 17.0  | 22.2  | 21.5  | 23.2  | 21.8  | 0.9        | 0.9   | 6.2        | -1.4  |

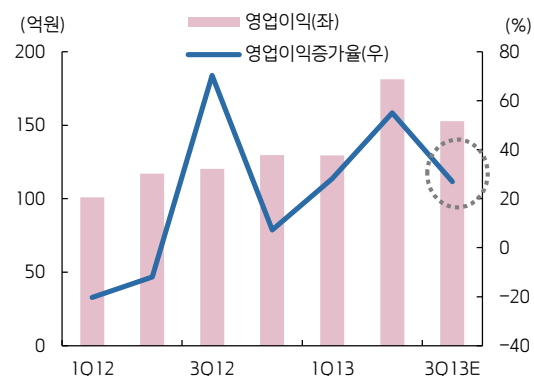
자료: 무학, 키움증권

### 3Q에도 3~4%의 소주 판매량 증가 이어질 전망



자료: 무학, 키움증권

### 3Q에도 이익모멘텀 예상



자료: 무학, 키움증권

### 손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

| 12월 결산               | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액                  | 1,957 | 2,113 | 2,338 | 2,471 | 2,597 |
| 매출원가                 | 1,060 | 1,169 | 1,224 | 1,279 | 1,342 |
| 매출총이익                | 897   | 944   | 1,114 | 1,192 | 1,255 |
| 판매비및일반관리비            | 445   | 476   | 508   | 547   | 572   |
| 영업이익(보고)             | 451   | 468   | 606   | 624   | 683   |
| 영업이익(핵심)             | 451   | 468   | 606   | 645   | 683   |
| 영업외손익                | 103   | -1    | 100   | 51    | 53    |
| 이자수익                 | 3     | 2     | 2     | 3     | 3     |
| 배당금수익                | 0     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 외환이익                 | 1     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 이자비용                 | 0     | 1     | 4     | 0     | 0     |
| 외환손실                 | 0     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업지분법손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 투자및기타자산처분손익          | 108   | 30    | 59    | 0     | 0     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타                   | -8    | -31   | 41    | 47    | 49    |
| 법인세차감전이익             | 555   | 466   | 706   | 696   | 736   |
| 법인세비용                | 137   | 106   | 164   | 157   | 166   |
| 유효법인세율 (%)           | 24.7% | 22.8% | 23.2% | 22.6% | 22.6% |
| 당기순이익                | 418   | 360   | 542   | 539   | 570   |
| 지분법적용 당기순이익          | 414   | 345   | 542   | 539   | 570   |
| EBITDA               | 572   | 617   | 787   | 849   | 895   |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 538   | 509   | 723   | 742   | 782   |
| 수정당기순이익              | 337   | 337   | 496   | 539   | 570   |
| 증감율(% YoY)           |       |       |       |       |       |
| 매출액                  | 22.8  | 8.0   | 10.7  | 5.7   | 5.1   |
| 영업이익(보고)             | 11.1  | 3.6   | 29.7  | 2.9   | 9.5   |
| 영업이익(핵심)             | 20.2  | 3.6   | 29.7  | 6.4   | 5.9   |
| EBITDA               | 20.0  | 7.9   | 27.7  | 7.8   | 5.4   |
| 지배주주지분 당기순이익         | 36.4  | -13.9 | 50.6  | -0.6  | 5.8   |
| EPS                  | 35.2  | -16.7 | 57.1  | -0.6  | 5.8   |
| 수정순이익                | 17.2  | 0.0   | 47.3  | 8.6   | 5.8   |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산            | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 655  | 349  | 672   | 747   | 785   |
| 당기순이익             | 418  | 360  | 542   | 539   | 570   |
| 감가상각비             | 120  | 149  | 181   | 203   | 212   |
| 무형자산상각비           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 외환손익              | 0    | 1    | -1    | 0     | 0     |
| 자산처분손익            | 4    | 2    | -59   | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | 177  | -100 | 8     | 5     | 4     |
| 기타                | -64  | -63  | 2     | 0     | -1    |
| 투자활동현금흐름          | -443 | -533 | -119  | -124  | -124  |
| 투자자산의 처분          | -88  | 27   | -63   | -4    | -4    |
| 유형자산의 처분          | 2    | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 취득          | -352 | -563 | -115  | -120  | -120  |
| 유형자산의 처분          | -1   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -4   | 0    | 59    | 0     | 0     |
| 재무활동현금흐름          | -10  | 44   | -6    | -9    | -10   |
| 단기차입금의 증가         | -2   | -2   | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -37  | -13  | -14   | -14   | -14   |
| 기타                | 29   | 58   | 8     | 5     | 5     |
| 현금및현금성자산의순증가      | 201  | -140 | 547   | 613   | 651   |
| 기초현금및현금성자산        | 108  | 309  | 168   | 716   | 1,329 |
| 기말현금및현금성자산        | 309  | 168  | 716   | 1,329 | 1,980 |
| Gross Cash Flow   | 478  | 449  | 664   | 742   | 780   |
| Op Free Cash Flow | 284  | -153 | 543   | 588   | 625   |

### 대차대조표

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E  | 2015E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산           | 995   | 869   | 1,491 | 2,149  | 2,841  |
| 현금및현금성자산       | 309   | 168   | 716   | 1,329  | 1,980  |
| 유동금융자산         | 7     | 69    | 77    | 81     | 85     |
| 매출채권및유동채권      | 215   | 213   | 236   | 249    | 262    |
| 재고자산           | 461   | 418   | 462   | 489    | 514    |
| 기타유동비금융자산      | 2     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 비유동자산          | 2,247 | 2,897 | 2,890 | 2,808  | 2,720  |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 28    | 30    | 33    | 35     | 37     |
| 투자자산           | 1,049 | 1,283 | 1,339 | 1,339  | 1,340  |
| 유형자산           | 1,164 | 1,578 | 1,513 | 1,429  | 1,337  |
| 무형자산           | 6     | 6     | 6     | 6      | 5      |
| 기타비유동자산        | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 자산총계           | 3,241 | 3,766 | 4,381 | 4,957  | 5,561  |
| 유동부채           | 922   | 728   | 805   | 851    | 894    |
| 매입채무및기타유동채무    | 807   | 671   | 743   | 785    | 825    |
| 단기차입금          | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 유동성장기차입금       | 2     | 2     | 2     | 2      | 2      |
| 기타유동부채         | 114   | 55    | 61    | 64     | 68     |
| 비유동부채          | 22    | 85    | 95    | 100    | 105    |
| 장기매입채무및비유동채무   | 10    | 9     | 9     | 10     | 10     |
| 사채및장기차입금       | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 기타비유동부채        | 12    | 77    | 85    | 90     | 95     |
| 부채총계           | 945   | 813   | 900   | 951    | 999    |
| 자본금            | 52    | 53    | 54    | 54     | 54     |
| 주식발행초과금        | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 이익잉여금          | 2,193 | 2,539 | 3,067 | 3,591  | 4,147  |
| 기타자본           | 52    | 361   | 361   | 361    | 361    |
| 자본총계           | 2,297 | 2,953 | 3,482 | 4,006  | 4,562  |
| 지분법적용자본총계      | 2,297 | 2,953 | 3,482 | 4,006  | 4,562  |
| 순차입금           | -315  | -236  | -791  | -1,409 | -2,064 |
| 총차입금           | 2     | 2     | 2     | 2      | 2      |

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2011     | 2012   | 2013E  | 2014E   | 2015E    |
|---------------|----------|--------|--------|---------|----------|
| 주당지표(원)       |          |        |        |         |          |
| EPS           | 1,534    | 1,277  | 2,007  | 1,995   | 2,111    |
| BPS           | 8,507    | 10,937 | 12,895 | 14,837  | 16,896   |
| 주당EBITDA      | 2,117    | 2,284  | 2,916  | 3,144   | 3,315    |
| CFPS          | 1,993    | 1,885  | 2,678  | 2,749   | 2,895    |
| DPS           | 53       | 53     | 53     | 53      | 53       |
| 주가배수(배)       |          |        |        |         |          |
| PER           | 7.1      | 10.6   | 9.7    | 9.8     | 9.2      |
| PBR           | 1.3      | 1.2    | 1.5    | 1.3     | 1.2      |
| EV/EBITDA     | 4.6      | 5.6    | 5.7    | 4.5     | 3.6      |
| PCFR          | 5.5      | 7.2    | 7.3    | 7.1     | 6.7      |
| 수익성(%)        |          |        |        |         |          |
| 영업이익률(보고)     | 23.1     | 22.1   | 25.9   | 25.2    | 26.3     |
| 영업이익률(핵심)     | 23.1     | 22.1   | 25.9   | 26.1    | 26.3     |
| EBITDA margin | 29.2     | 29.2   | 33.7   | 34.4    | 34.5     |
| 순이익률          | 21.4     | 17.0   | 23.2   | 21.8    | 21.9     |
| 자기자본이익률(ROE)  | 19.4     | 13.7   | 16.8   | 14.4    | 13.3     |
| 투자자본이익률(ROIC) | 35.8     | 29.4   | 31.8   | 35.8    | 40.7     |
| 안정성(%)        |          |        |        |         |          |
| 부채비율          | 41.1     | 27.5   | 25.8   | 23.7    | 21.9     |
| 순차입금비율        | -13.7    | -8.0   | -22.7  | -35.2   | -45.2    |
| 이자보상배율(배)     | 12,112.7 | 409.0  | 135.8  | 9,487.1 | 10,047.3 |
| 활동성(배)        |          |        |        |         |          |
| 매출채권회전율       | 9.4      | 9.9    | 10.4   | 10.2    | 10.2     |
| 재고자산회전율       | 4.4      | 4.8    | 5.3    | 5.2     | 5.2      |
| 매입채무회전율       | 2.9      | 2.9    | 3.3    | 3.2     | 3.2      |

투자 의견 변동내역 (2개년)

| 종목명   | 일자         | 투자 의견                 | 목표주가       |
|-------|------------|-----------------------|------------|
| C제일제당 | 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   |
|       | 2012/10/15 | BUY(Maintain)         | 400,000원   |
|       | 2012/11/02 | BUY(Maintain)         | 400,000원   |
|       | 2013/01/08 | BUY(Maintain)         | 440,000원   |
|       | 2013/03/04 | BUY(Maintain)         | 460,000원   |
|       | 2013/04/17 | BUY(Maintain)         | 460,000원   |
|       | 2013/05/03 | BUY(Maintain)         | 440,000원   |
|       | 2013/05/27 | BUY(Maintain)         | 440,000원   |
|       | 2013/06/10 | BUY(Maintain)         | 440,000원   |
|       | 2013/07/09 | BUY(Maintain)         | 380,000원   |
|       | 2013/08/02 | BUY(Maintain)         | 340,000원   |
|       | 2013/10/04 | BUY(Maintain)         | 340,000원   |
| KT&G  | 2011/04/14 | Buy(Maintain)         | 80,000원    |
|       | 2011/04/21 | Buy(Maintain)         | 80,000원    |
|       | 2011/07/15 | Buy(Maintain)         | 80,000원    |
|       | 2011/07/21 | Buy(Maintain)         | 80,000원    |
|       | 2011/10/04 | Buy(Maintain)         | 85,000원    |
|       | 2011/10/20 | Buy(Maintain)         | 90,000원    |
|       | 2011/11/21 | Buy(Maintain)         | 90,000원    |
|       | 2012/01/06 | Outperform(Downgrade) | 95,000원    |
|       | 2012/01/20 | Outperform(Maintain)  | 86,000원    |
|       | 2012/04/02 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2012/04/16 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2012/04/19 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2012/07/05 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2012/07/17 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2012/07/19 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2012/09/28 | Outperform(Maintain)  | 97,000원    |
|       | 2012/10/19 | Outperform(Maintain)  | 97,000원    |
|       | 2013/01/03 | Outperform(Maintain)  | 92,000원    |
|       | 2013/01/18 | Outperform(Maintain)  | 92,000원    |
|       | 2013/04/09 | Outperform(Maintain)  | 92,000원    |
|       | 2013/04/18 | Outperform(Maintain)  | 92,000원    |
|       | 2013/07/09 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2013/07/18 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
|       | 2013/10/04 | Outperform(Maintain)  | 90,000원    |
| 롯데칠성  | 2013/01/31 | Buy(Initiate)         | 2,000,000원 |
|       | 2013/04/17 | Buy(Maintain)         | 2,000,000원 |
|       | 2013/06/20 | Buy(Maintain)         | 2,000,000원 |
|       | 2013/07/09 | Buy(Maintain)         | 2,000,000원 |
|       | 2013/08/16 | Buy(Maintain)         | 2,000,000원 |
|       | 2013/10/04 | Buy(Maintain)         | 2,000,000원 |

| 종목명 | 일자         | 투자 의견                    | 목표주가       |
|-----|------------|--------------------------|------------|
| 오리온 | 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 |
|     | 2012/10/15 | BUY(Maintain)            | 1,200,000원 |
|     | 2012/11/05 | BUY(Maintain)            | 1,200,000원 |
|     | 2012/11/21 | BUY(Maintain)            | 1,200,000원 |
|     | 2012/11/30 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/01/11 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/02/15 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/04/17 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/05/16 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/05/27 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/06/10 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/07/09 | BUY(Maintain)            | 1,350,000원 |
|     | 2013/08/16 | BUY(Maintain)            | 1,270,000원 |
|     | 2013/10/04 | BUY(Maintain)            | 1,270,000원 |
| 농심  | 2011/08/04 | Outperform(Maintain)     | 290,000원   |
|     | 2011/11/28 | Buy(Upgrade)             | 290,000원   |
|     | 2012/01/19 | Buy(Maintain)            | 290,000원   |
|     | 2012/03/07 | Outperform(downgrade)    | 290,000원   |
|     | 2012/04/16 | Outperform(Maintain)     | 290,000원   |
|     | 2012/05/16 | Outperform(Maintain)     | 270,000원   |
|     | 2012/07/17 | Outperform(Maintain)     | 250,000원   |
|     | 2012/07/30 | Outperform(Maintain)     | 265,000원   |
|     | 2012/08/09 | Outperform(Maintain)     | 265,000원   |
|     | 2012/10/15 | Outperform(Maintain)     | 315,000원   |
|     | 2012/11/13 | Outperform(Maintain)     | 295,000원   |
| 대상  | 2012/12/20 | BUY(Upgrade)             | 310,000원   |
|     | 2013/04/17 | Marketperform(Downgrade) | 340,000원   |
|     | 2013/05/21 | Outperform(Upgrade)      | 340,000원   |
|     | 2013/07/09 | Outperform(Maintain)     | 300,000원   |
|     | 2013/10/04 | Outperform(Maintain)     | 300,000원   |
|     | 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    |
|     | 2012/10/15 | BUY(Maintain)            | 30,500원    |
|     | 2012/11/21 | BUY(Maintain)            | 37,000원    |
|     | 2013/01/29 | BUY(Maintain)            | 35,000원    |
|     | 2013/04/17 | Outperform(Downgrade)    | 43,500원    |
|     | 2013/05/31 | Outperform(Maintain)     | 43,500원    |
|     | 2013/07/09 | Buy(Upgrade)             | 43,500원    |
|     | 2013/08/30 | Buy(Maintain)            | 41,000원    |
|     | 2013/10/04 | BUY(Maintain)            | 41,000원    |



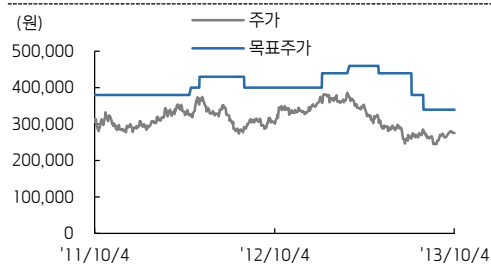
## 투자 의견 변동내역 (2개년)

| 종목명 | 일자         | 투자 의견                 | 목표주가     |
|-----|------------|-----------------------|----------|
| 빙그레 | 2011/05/17 | Outperform(Downgrade) | 68,000원  |
|     | 2011/07/29 | Outperform(Maintain)  | 68,000원  |
|     | 2011/10/19 | Buy(Upgrade)          | 68,000원  |
|     | 2012/03/05 | Outperform(Downgrade) | 68,000원  |
|     | 2012/04/16 | BUY(upgrade)          | 76,000원  |
|     | 2012/05/10 | Outperform(Downgrade) | 80,000원  |
|     | 2012/06/01 | Buy(Upgrade)          | 80,000원  |
|     | 2012/07/17 | Buy(Maintain)         | 95,000원  |
|     | 2012/08/10 | Outperform(Downgrade) | 95,000원  |
|     | 2012/11/12 | Outperform(Maintain)  | 142,000원 |
|     | 2013/01/24 | Outperform(Maintain)  | 142,000원 |
|     | 2013/04/17 | Outperform(Maintain)  | 142,000원 |
|     | 2013/05/22 | Outperform(Maintain)  | 142,000원 |
|     | 2013/06/10 | Buy(upgrade)          | 142,000원 |
|     | 2013/07/09 | Buy(Maintain)         | 131,000원 |
|     | 2013/08/16 | Outperform(Downgrade) | 113,000원 |
|     | 2013/10/04 | Outperform(Maintain)  | 113,000원 |
| 무학  | 2011/01/03 | Buy(Initiate)         | 10,000원  |
|     | 2011/01/27 | Buy(Maintain)         | 11,000원  |
|     | 2011/04/21 | Buy(Maintain)         | 12,000원  |
|     | 2011/08/12 | Buy(Maintain)         | 15,500원  |
|     | 2011/10/07 | Buy(Maintain)         | 15,500원  |
|     | 2012/01/27 | Buy(Maintain)         | 15,500원  |
|     | 2012/04/16 | Buy(Maintain)         | 15,500원  |
|     | 2012/07/17 | Buy(Maintain)         | 15,500원  |
|     | 2012/10/15 | Buy(Maintain)         | 18,800원  |
|     | 2012/10/29 | Buy(Maintain)         | 18,800원  |
|     | 2013/01/14 | Buy(Maintain)         | 20,000원  |
|     | 2013/02/19 | Buy(Maintain)         | 20,000원  |
|     | 2013/04/17 | Buy(Maintain)         | 23,500원  |
|     | 2013/05/31 | Buy(Maintain)         | 25,000원  |
|     | 2013/07/09 | Buy(Maintain)         | 25,000원  |
|     | 2013/10/04 | Buy(Maintain)         | 25,000원  |

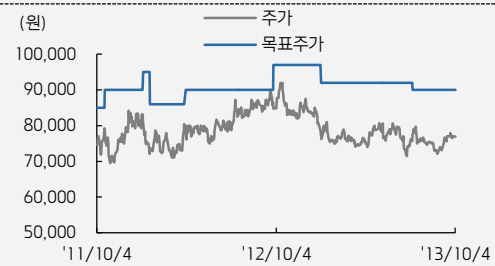
| 종목명  | 일자         | 투자 의견         | 목표주가    |
|------|------------|---------------|---------|
| 매일유업 | 2012/05/09 | Buy(Initiate) | 23,000원 |
|      | 2012/06/01 | Buy(Maintain) | 23,000원 |
|      | 2012/06/04 | Buy(Maintain) | 23,000원 |
|      | 2012/07/17 | Buy(Maintain) | 23,000원 |
|      | 2012/08/16 | Buy(Maintain) | 26,000원 |
|      | 2012/09/12 | Buy(Maintain) | 31,000원 |
|      | 2012/10/15 | Buy(Maintain) | 37,000원 |
|      | 2012/11/05 | Buy(Maintain) | 43,000원 |
|      | 2012/11/15 | Buy(Maintain) | 43,000원 |
|      | 2012/11/21 | Buy(Maintain) | 43,000원 |
|      | 2013/01/07 | Buy(Maintain) | 43,000원 |
|      | 2013/03/08 | Buy(Maintain) | 43,000원 |
|      | 2013/04/17 | Buy(Maintain) | 53,000원 |
|      | 2013/05/31 | Buy(Maintain) | 60,000원 |
|      | 2013/06/10 | Buy(Maintain) | 60,000원 |
|      | 2013/07/09 | Buy(Maintain) | 60,000원 |
|      | 2013/08/30 | Buy(Maintain) | 55,000원 |
|      | 2013/09/23 | Buy(Maintain) | 55,000원 |
|      | 2013/10/04 | Buy(Maintain) | 55,000원 |

## 목표주가 추이 (2개년)

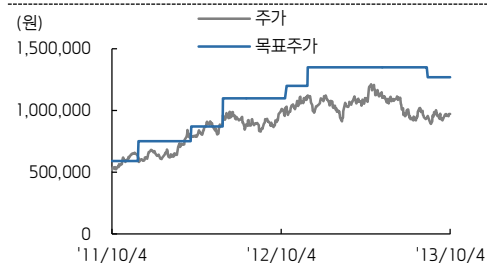
### CJ제일제당



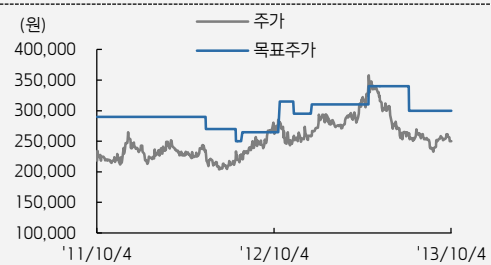
### KT&G



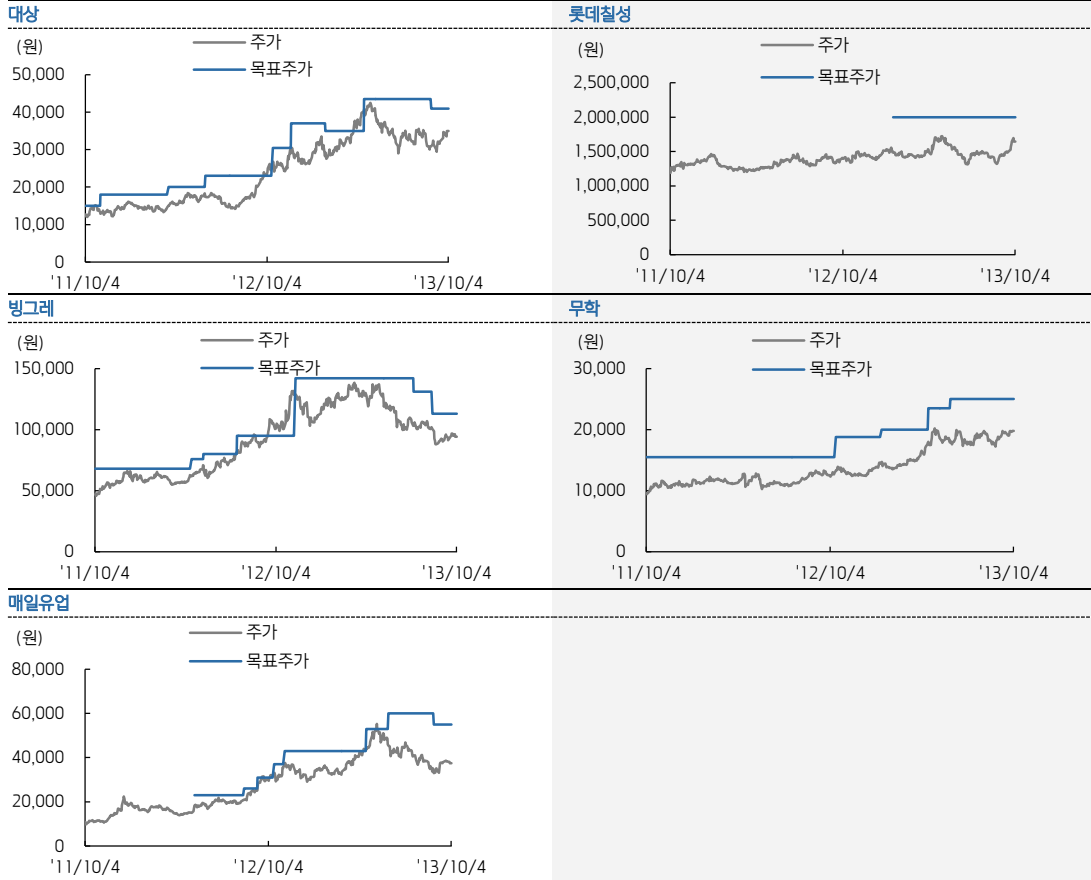
### 오래온



### 농심



## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자 의견 및 적용 기준

| 기업                     | 적용 기준(6개월)               | 업종                 | 적용 기준(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    |                    |                       |