

2013. 10. 7

2013년 3분기 Preview

음식료/담배 [비중확대]

터널의 끝, 이제는 보인다!

| Top-Picks | 오리온, 매일유업



Analyst 박애란

6915-5679
aeranp@ibks.com
yahoo_aeranp337



Summary

- 13.3Q 전반적인 음식료업종 실적은 시장 예상치 하회할 전망
- 역기저효과 존재(대형마트 규제 주춤)하는 가운데 소비 위축에 따른 판매량 감소와 판관비 증가 요인 등 때문
- 성장성 측면에서는 롯데푸드(롯데햄 합병 효과), 매일유업(국내외 조제분유 판매호조) 등이 부각될 전망
- 수익성 측면에서는 크라운제과(기저효과 존재), 오리온(판관비 절감) 등이 부각될 전망
- 3Q 실적은 부진하나 4Q에는 기저효과 존재하고 원가 하락하여 분위기 반전 가능, 업종 투자의견 비중확대 유지

13.3Q 음식료업종 예상 실적 요약

(단위: 억원, %)

기업	10/4일 기준(억원, 원)		13.3Q(F)		12.3Q		YoY		13.2Q		QoQ	
	시가총액	현 주가	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
KT&G	106,264	77,400	10,449	2,920	10,633	3,172	-1.7	-8.0	9,145	2,487	14.3	17.4
오리온	56,712	950,000	6,256	707	6,017	595	4.0	18.8	5,790	481	8.1	46.9
CJ제일제당	36,648	270,500	28,907	1,252	26,426	1,715	9.4	-27.0	27,534	798	5.0	56.9
롯데제과	23,908	1,682,000	5,287	459	5,022	497	5.3	-7.6	4,724	174	11.9	164.1
하이트진로	18,771	26,700	5,367	493	5,490	638	-2.2	-22.7	4,906	436	9.4	13.2
농심	15,115	248,500	4,630	193	5,007	304	-7.5	-36.6	4,451	128	4.0	50.2
대상	12,205	34,900	4,184	349	4,459	427	-6.2	-18.3	3,865	299	8.3	16.9
동원산업	9,434	280,500	3,363	296	3,952	362	-14.9	-18.2	3,595	442	-6.5	-33.1
빙그레	9,240	93,800	2,593	304	2,570	363	0.9	-16.2	2,363	200	9.7	52.1
롯데푸드	8,792	642,000	4,044	194	2,785	212	45.2	-8.7	3,932	233	2.9	-16.9
매일유업	5,132	38,300	2,928	90	2,676	114	9.4	-21.0	2,822	74	3.8	21.2
동원F&B	4,206	109,000	4,910	224	4,797	200	2.4	11.8	3,897	58	26.0	287.9
크라운제과	3,823	253,000	1,035	79	997	33	3.8	143.0	1,039	81	-0.4	-3.0

주: KT&G, 오리온, CJ제일제당, 롯데제과, 하이트진로, 동원산업, 동원F&B는 K-IFRS 연결 기준 자료: Quantwise, IBK투자증권

Summary

IBKS 음식료업종 예상 실적 및 투자지표 요약

(단위: 억원, 원, %, 배)

구분		KT&G	오리온	CJ제일제당	롯데제과	하이트진로	농심
투자의견		중립	매수	매수	매수	매수	중립
목표주가(원)		-	1,330,000	400,000	2,200,000	37,000	-
현재가(10/4, 원)		77,400	950,000	270,500	1,682,000	26,700	248,500
시가총액(억원)		106,204	56,712	35,432	23,907	18,550	15,115
회계기준		K-IFRS 연결	K-IFRS 연결	K-IFRS 연결	K-IFRS 연결	K-IFRS 연결	K-IFRS 별도
매출구조		담배 67% 홍삼 21% 기타 12%	국내 제과 34% 해외 제과 50% 비제과 16%	식품 39% 물류 28% 생명공학 20% 사료 13%	건과 63% 빙과 18% 기타 19%	맥주 43% 소주 52% 생수 3% 기타 2%	라면 70% 스낵 15% 음료 15%
매출액(억원)	2012	39,847	23,680	98,775	18,645	20,346	19,589
	2013F	38,003	25,249	108,227	19,189	19,714	18,686
	2014F	39,548	29,074	119,712	22,191	20,243	19,360
영업이익(억원)	2012	10,359	2,637	6,155	1,154	1,672	1,018
	2013F	10,003	2,799	4,449	978	1,720	901
	2014F	10,343	3,297	6,304	1,257	1,946	971
EPS(원)	2012	5,376	25,413	17,691	64,461	1,465	34
	2013F	5,388	29,402	10,959	48,365	1,117	14,946
	2014F	5,630	35,228	18,110	67,483	1,439	15,656
EPS증가율(%)	2012	-9.6	52.5	-16.4	-6.2	4.9	-
	2013F	0.2	15.7	-38.1	-25.0	-23.7	-
	2014F	4.5	19.8	65.3	39.5	28.8	4.8
PER(배)	2012	15.0	43.2	20.1	25.3	20.8	-
	2013F	14.4	32.3	24.7	34.8	23.9	16.6
	2014F	13.7	27.0	14.9	24.9	18.6	15.9

주: 예상 실적 수정에 따라 목표주가가 변동되는 기업은 업데이트 보고서를 통해 조정할 계획 자료: IBK투자증권

Summary

IBKS 음식료업종 예상 실적 및 투자지표 요약

(단위: 억원, 원, %, 배)

구분		대상	동원산업	빙그레	롯데푸드	매일유업	동원F&B	크라운제과
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)		50,000	490,000	145,000	840,000	55,000	148,000	370,000
현재가(10/4, 원)		34,900	280,500	93,800	642,000	38,300	109,000	253,000
시가총액(억원)		12,009	9,433	9,240	8,792	5,132	4,206	3,728
회계기준		K-IFRS 연결	K-IFRS 연결	K-IFRS 별도	K-IFRS 별도	K-IFRS 연결	K-IFRS 연결	K-IFRS 연결
매출구조		식품 66% 전분당 33% 기타 1%	수산 60% 물류 21% 유통 18% 기타 1%	유제품 56% 빙과 44%	유지식품 55% 빙과 45%	백색시유 28% 조제분유 11% 발효유 11% 음료/기타 50%	식품 58% 유통 14% 유제품 14% 기타 14%	비스킷 56% 캔디/초콜릿 27% 기타 17%
매출액(억원)	2012	24,797	15,436	7,891	10,072	10,723	16,628	11,345
	2013F	25,548	14,947	8,157	15,823	14,272	17,061	11,615
	2014F	27,170	16,168	8,662	17,296	15,817	20,258	11,973
영업이익(억원)	2012	1,324	1,398	668	606	264	344	756
	2013F	1,431	1,449	537	794	381	537	857
	2014F	1,651	1,653	693	911	534	680	933
EPS(원)	2012	2,531	30,497	5,152	48,326	1,581	5,484	21,435
	2013F	2,672	29,701	4,305	85,477	2,091	9,369	23,362
	2014F	3,334	35,342	5,575	58,060	2,829	11,742	25,442
EPS증가율(%)	2012	64.3	50.0	27.2	26.5	326.8	-44.0	61.1
	2013F	5.6	-2.6	-16.4	76.9	32.2	70.8	9.0
	2014F	24.8	19.0	29.5	--32.1	35.3	25.3	8.9
PER(배)	2012	10.4	9.4	21.7	13.6	19.8	13.5	9.4
	2013F	13.1	9.4	21.8	7.5	18.3	11.6	10.8
	2014F	10.5	7.9	16.8	11.1	13.5	9.3	9.9

주: 예상 실적 수정에 따라 목표주가가 변동되는 기업은 업데이트 보고서를 통해 조정할 계획 자료: IBK투자증권

1. KT&G(033780): 본격적인 기업가치 회복은 아직 이르다!

▶ 3Q 별도 매출액 6,759억원(-7.2%, yoy) 예상

: 내수 담배, 판매량 4.4% 감소와 ASP 1.1% 상승 반영

- 1) MS는 61.7%로 전분기대비 0.3%p 상승, 전년동기대비 1.5%p 하락
- 2) 고가 담배 매출비중은 76.7%로 전년동기대비 1.1%p 확대

: 해외 담배, ASP 상승에도 불구하고 주력 시장 판매량 급감으로 인해 부진

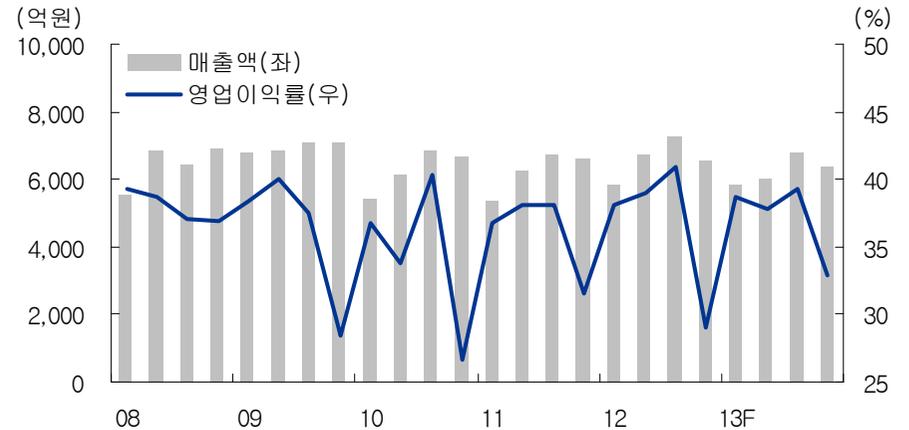
▶ 3Q 별도 영업이익 2,656억원(-10.9%, OPM 39.3%) 예상

: 2Q 원가 및 비용 구조에서 큰 변화 無

: 다만, 담배 판매량 감소에 따른 고정비 부담 존재

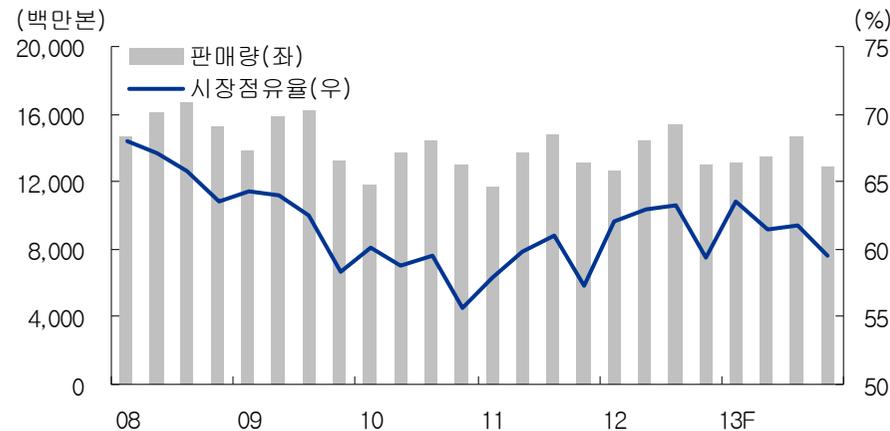
- 1) 매출원가율은 36.6%로 전년동기대비 0.5%p 상승할 전망
- 2) 판관비율은 24.1%로 전년동기대비 1.2%p 상승할 전망

K-IFRS 별도 기준 실적



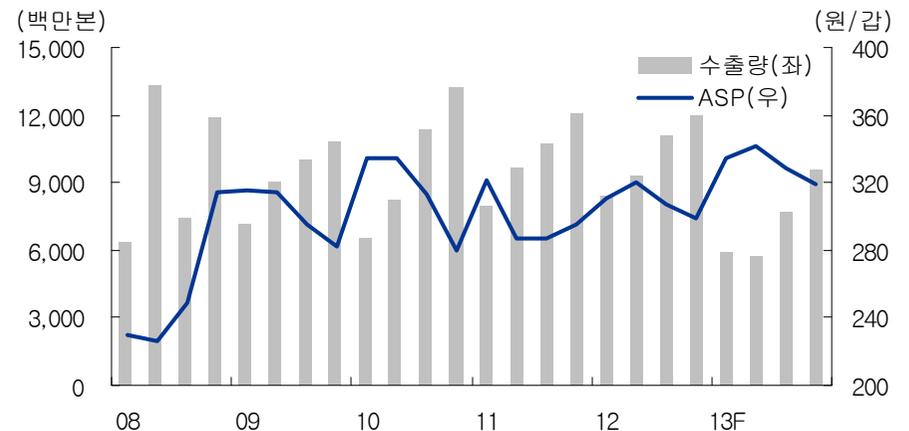
자료: Quantwise, IBK투자증권

내수 담배 판매량과 시장점유율



자료: KT&G, IBK투자증권

담배 수출량과 원화 기준 ASP



자료: KT&G, IBK투자증권

1. KT&G(033780): 본격적인 기업가치 회복은 아직 이르다!

▶ 3Q 연결 매출액 10,449억원과 영업이익 2,920억원 예상

: 한국인삼공사, 상반기보다 개선되는 모습

- 1) 매출액 2,365억원(+8.8%, yoy)과 영업이익 397억원(+33.1%) 예상
- 2) 내수, 추석 선물세트 판매호조 반영하여 매출성장률 7.1% 가정
- 3) 해외, 중화권 재고조정 완료와 기저효과에 따라 매출성장률 27.7% 추정

: 해외 담배법인, 이란(경제적 이슈) 중심의 판매량 감소 지속

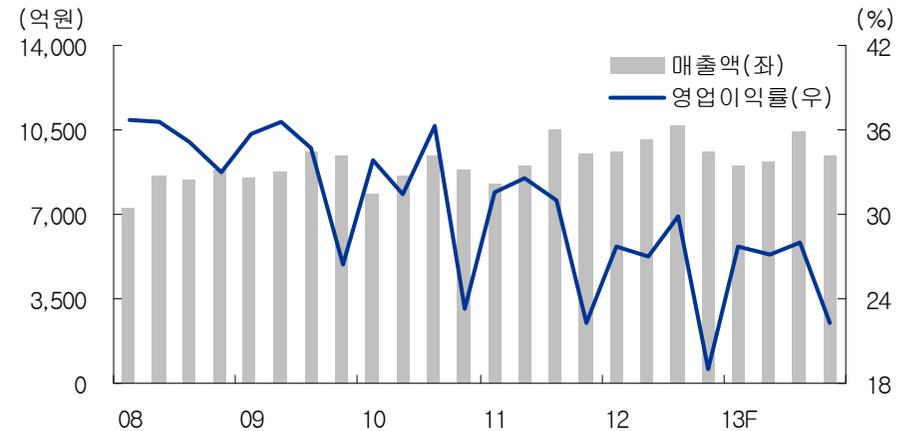
: 신사업, 초기 비용 투입과 소비 둔화 등으로 인해 적자 지속 중

▶ 투자 의견 중립 유지

: 배당주(DPS 3,200원 가정 시 시가배당률 4.1%)로서의 투자 매력은 존재

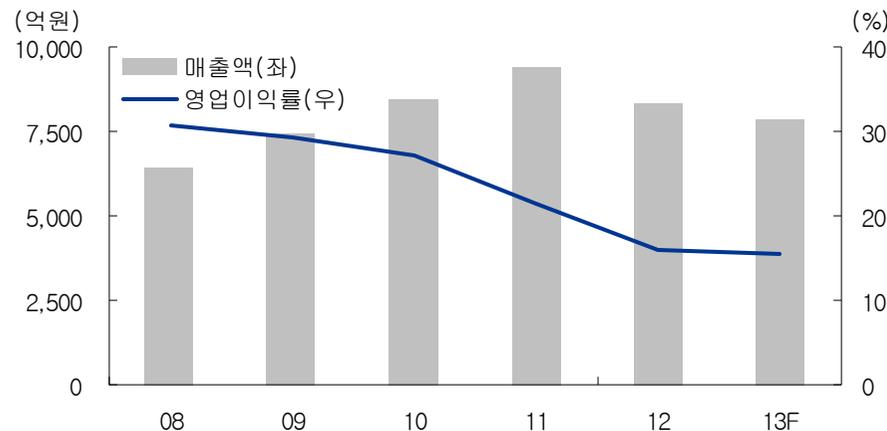
: 하지만 펀더멘털 측면에서 주가 상승 모멘텀은 약하다고 판단

K-IFRS 연결 기준 실적



자료: Quantwise, IBK투자증권

한국인삼공사 실적



자료: KT&G, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	3,723	3,985	3,800	3,955	4,110
영업이익	1,090	1,036	1,000	1,034	1,075
세전이익	1,161	1,022	1,018	1,063	1,109
지배주주순이익	816	738	740	773	807
EPS(원)	5,944	5,376	5,388	5,630	5,877
증가율(%)	-20.9	-9.6	0.2	4.5	4.4
영업이익률(%)	29.3	26.0	26.3	26.2	26.2
순이익률(%)	21.9	18.2	19.1	19.2	19.3
ROE(%)	17.5	14.9	14.1	13.8	13.4
PER	13.7	15.0	14.4	13.7	13.2
PBR	2.5	2.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.5	9.0	8.0	7.7	7.2
차입금/EBITDA	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
현재가 (10/4)		77,400원	시가총액		10,626 십억원
목표주가		-	발행주식수		137,292 천주
상승여력		-100.0%	60일 평균거래대금		17 십억원
52주 최고가/최저가		92,000원 / 71,500원	외국인 지분율		58.8%

자료: Quantwise, IBK투자증권

2. 오리온(001800): 하반기 실적개선, 기다렸던 만큼 큰 만족감!

▶ 3Q 별도 매출액 2,084억원과 영업이익 227억원 예상

: 국내 제과, 상반기 실적보다 부진할 전망

- 1) 12.8월 '초코파이' 25%, 13.4월 '다이제' 25~33% 가격 인상
- 2) 역저효과(대형마트 규제 주춤)와 소비 둔화로 인해 내수 판매량 감소
- 3) 일본(대리상 이슈)과 이란(경제적 이슈) 등으로의 수출 부진
- 4) 7월 인건비 인상에 따른 비용 증가

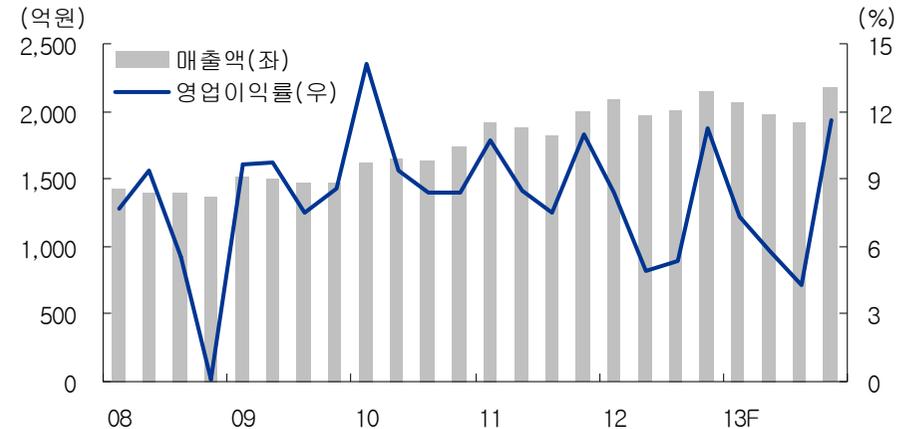
▶ 국내 비(非)제과사업 실적

: 스포츠토토, 매출액 503억원과 영업이익 30억원 예상

기저효과(시스템 상각비 반영) 존재하며 상반기와 달리 수익성 향상 가능

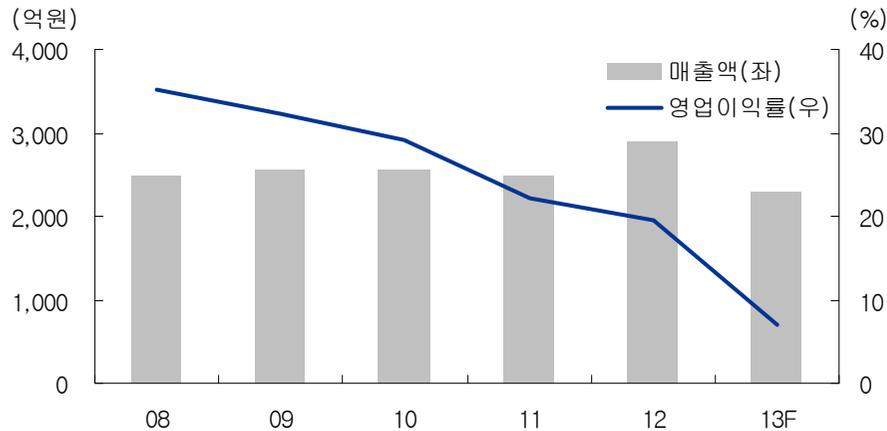
: 미디어플렉스, '관상' 흥행 vs. '미스터고' 부진에 따라 영업손실 9억원 추정

K-IFRS 별도 기준 실적



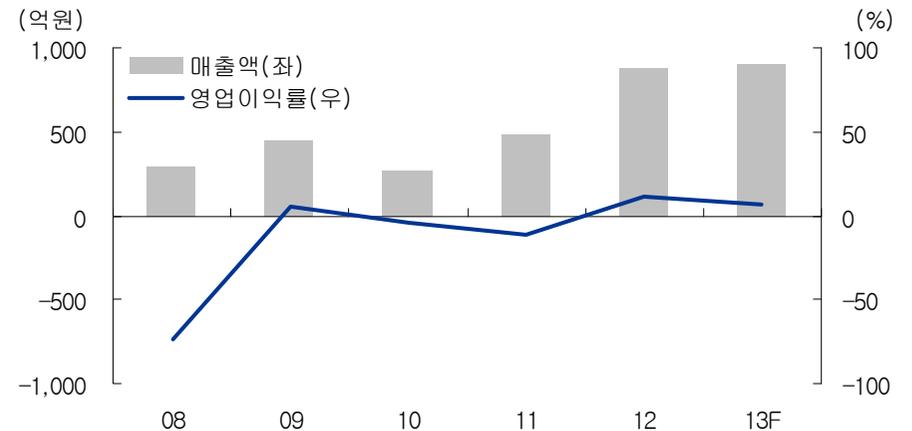
자료: Quantwise, IBK투자증권

스포츠토토 실적



자료: 오리온, IBK투자증권

미디어플렉스 실적



자료: 오리온, IBK투자증권

2. 오리온(001800): 하반기 실적개선, 기다렸던 만큼 큰 만족감!

▶ 3Q 연결 매출액 6,256억원과 영업이익 707억원 예상

: 해외 매출액 3,598억원(+19.5%)과 영업이익 570억원(+24.4%) 예상

: 중국, 매출액 2,960억원과 영업이익 506억원 추정

- 1) 예상 성장률 18.0%, 1분기 15.6%→2분기 15.1%보다 개선될 전망
- 2) 영업전략 상 상반기에 증가했던 판촉비도 정상화되어 수익성 향상
- 3) 신제품 '고소미' 출시, 심양공장 가동 등 신규 모멘텀도 존재

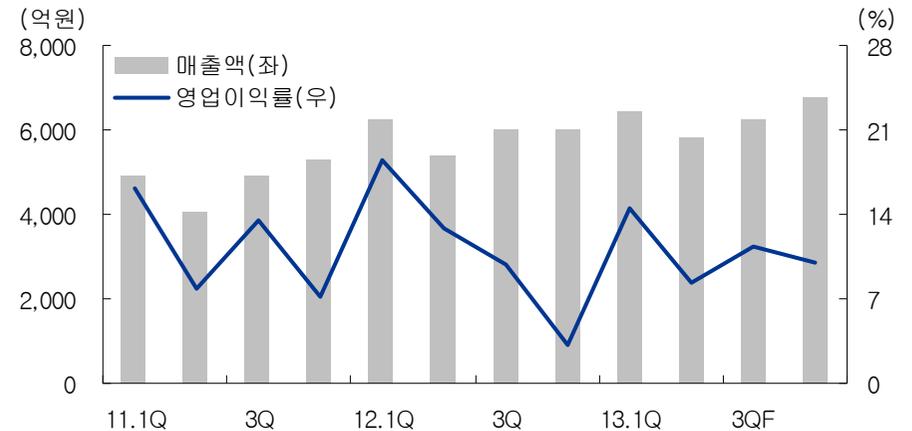
: 베트남/러시아, 상반기에 이어 안정적인 성장 지속

▶ 투자의견 매수와 목표주가 1,330,000원 유지

: 상반기 실적부진에 대한 실망감은 이미 주가에 반영

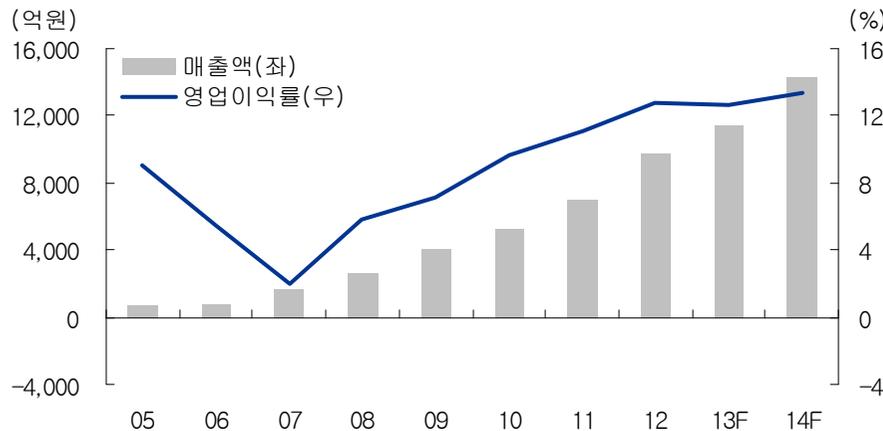
: 하반기 실적개선과 중국 중심의 장기 성장성 등에 주목할 필요

K-IFRS 연결 기준 실적



자료: Quantwise, IBK투자증권

중국 제과사업 실적



자료: 오리온, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,913	2,368	2,525	2,907	3,364
영업이익	215	264	280	330	402
세전이익	178	224	260	299	375
지배주주순이익	99	152	176	210	263
EPS(원)	16,660	25,413	29,402	35,228	44,116
증가율(%)	-48.1	52.5	15.7	19.8	25.2
영업이익률(%)	11.2	11.1	11.1	11.3	11.9
순이익률(%)	5.8	7.2	7.5	7.8	8.4
ROE(%)	13.0	16.3	16.2	16.4	17.5
PER	40.7	43.2	32.3	27.0	21.5
PBR	5.2	7.3	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	14.5	19.2	17.3	15.3	12.8
차입금/EBITDA	2.4	2.5	2.5	2.2	2.0
현재가 (10/4)		950,000원	시가총액		5,671 십억원
목표주가		1,330,000원	발행주식수		5,970 천주
상승여력		40.0%	60일 평균거래대금		16 십억원
52주 최고가/최저가		1,214,000원 / 892,000원	외국인 지분율		39.4%

자료: Quantwise, IBK투자증권

3. CJ제일제당(097950): 실적부진 국면 막바지, 이제는 매수 시점!

▶ 3Q 연결 매출액 28,907억원과 영업이익 1,252억원 예상

: 소재식품, 예상 매출액 5,008억원과 영업이익 245억원

- 1) 추석 효과 반영되나 제품 특성 상 판매량 변동 미미
- 2) 투입원가 하락하나 역기저효과로 인해 영업이익률 1.4%p 하락 전망

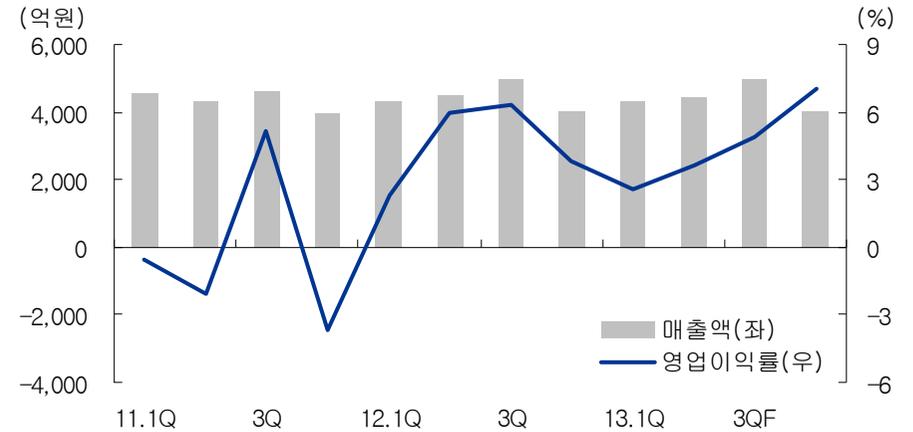
: 가공식품, 예상 매출액 5,774억원과 영업이익 566억원

- 1) 선물세트 판매호조에도 불구하고 제품 구조조정으로 인해 역성장
- 2) 부진 SKU 정리와 마케팅비용 효율화에 따라 수익성 큰 폭 개선
- 3) 지난해와 선물세트 판매/반품효과 반영 차이, 4Q에도 호실적 지속 가능

: 제약, 예상 매출액 1,056억원과 영업이익 61억원

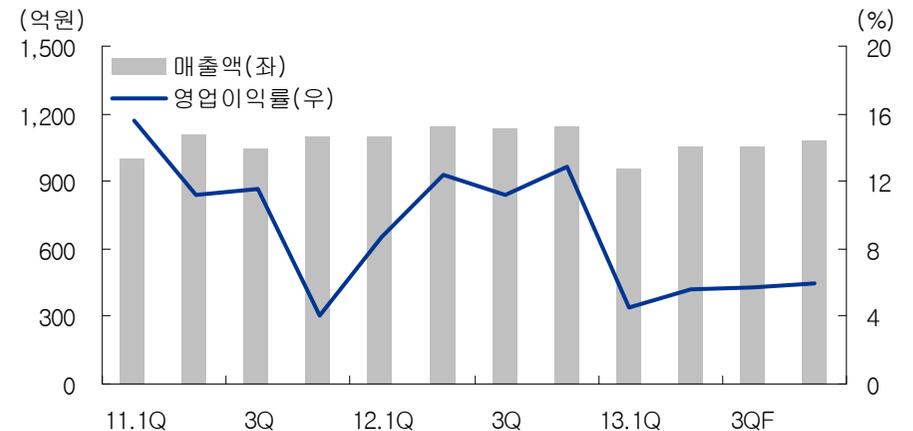
저수익 OTC 제품 구조조정에 따라 역성장하나 수익성은 오히려 향상

소재식품 실적



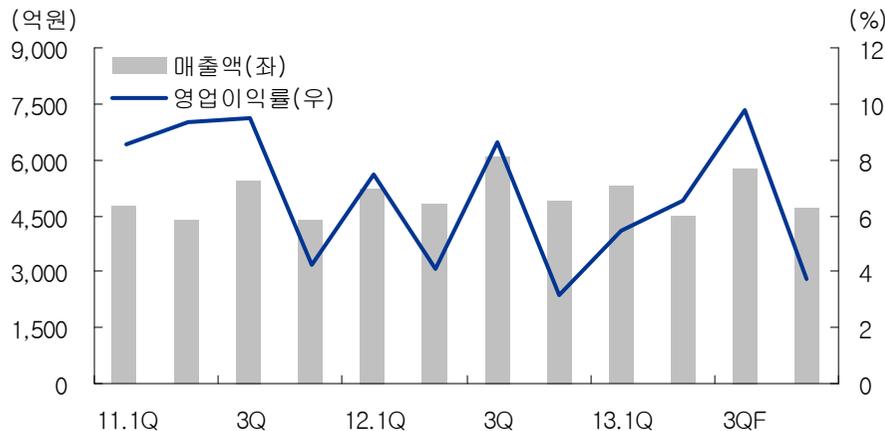
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

제약 실적



자료: CJ제일제당, IBK투자증권

가공식품 실적



자료: CJ제일제당, IBK투자증권

3. CJ제일제당(097950): 실적부진 국면 막바지, 이제는 매수 시점!

▶ 3Q 연결 매출액 28,907억원과 영업이익 1,252억원 예상

: 바이오, 예상 매출액 3,576억원과 영업이익 BEP

- 1) 라이신 판매량 5.4% 증가 vs. 판가 25.5% 하락으로 인해 적자 전망
- 2) 톤당 라이신 평균 판가 1,400달러(중국 1,300달러)로 약세 지속
- 3) 핵산과 트립토판 등의 원가 경쟁력 향상이 적자 전환 방어

: 사료, 예상 매출액 4,148억원과 영업이익 141억원

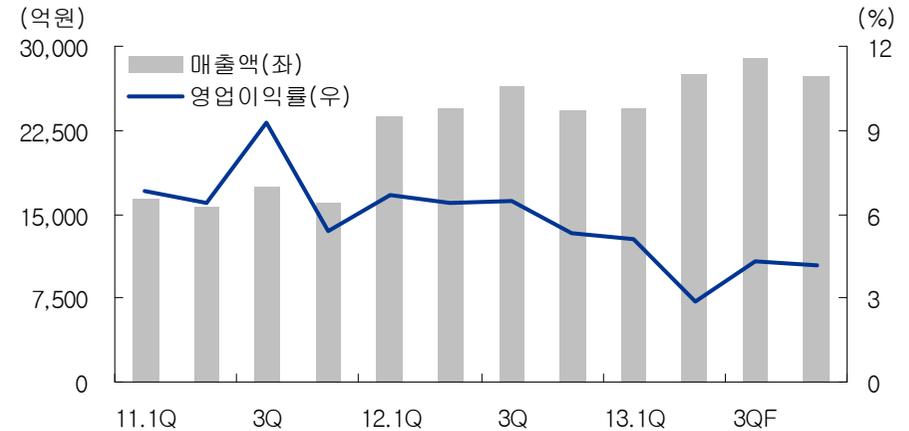
기저효과와 투입원가 하락에 따라 수익성 향상 부각될 전망

▶ 투자의견 매수와 목표주가 400,000원 유지

: 3Q 실적 모멘텀이 부족한 것은 사실

: 하지만 소재/가공식품 수익성 향상과 라이신 시황 저점 통과 등에 주목

K-IFRS 연결 기준 실적



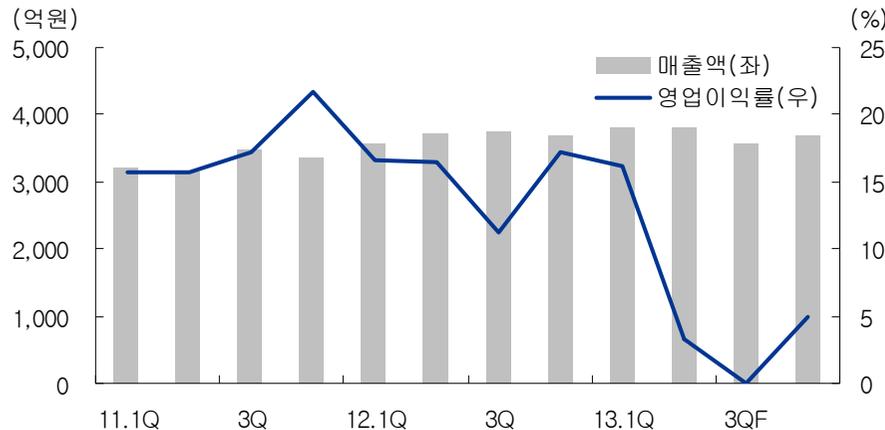
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,538	9,878	10,823	11,971	13,525
영업이익	460	616	445	630	783
세전이익	461	425	269	445	606
지배주주순이익	301	255	158	261	356
EPS(원)	21,158	17,691	10,959	18,110	24,678
증가율(%)	-57.3	-16.4	-38.1	65.3	36.3
영업이익률(%)	7.0	6.2	4.1	5.3	5.8
순이익률(%)	4.8	3.1	1.8	2.6	3.2
ROE(%)	10.8	9.0	5.1	7.9	9.9
PER	13.7	20.1	24.7	14.9	11.0
PBR	3.2	3.7	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.6	12.3	13.7	11.2	9.6
차입금/EBITDA	7.2	5.3	7.0	5.8	5.2
현재가 (10/4)		270,500원	시가총액		3,665 십억원
목표주가		400,000원	발행주식수		14,426 천주
상승여력		47.9%	60일 평균거래대금		15 십억원
52주 최고가/최저가		386,500원 / 245,000원	외국인 지분율		14.6%

자료: Quantwise, IBK투자증권

바이오 실적



자료: CJ제일제당, IBK투자증권

4. 롯데제과(004990): 잠재적인 주가 상승 요인에 주목!

▶ 3Q 별도 매출액 4,341억원(+4.1%, yoy) 예상

: 상반기에 이어 안정적인 매출성장 지속(1분기 3.6%→2분기 4.7%)

- 1) 13.4월 기린 합병 효과 반영(2012년 매출액 815억원과 순손실 140억원)
- 2) 건과, 제과시장 성장의 주축인 스낵 비중 낮아 다소 제한적
- 3) 빙과, 8월 들어 기상여건 개선된 점 고려하여 성장률 2.1% 예상

: 향후 Fritoray와의 제휴 기반으로 제품 라인업 확대할 계획

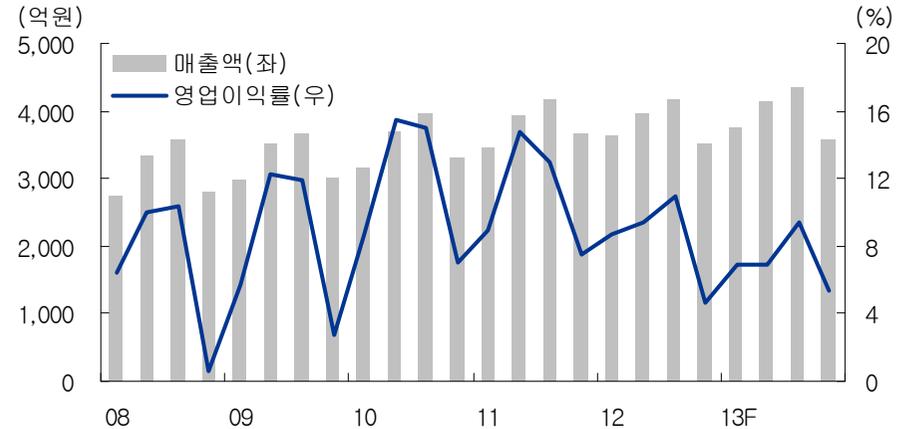
▶ 3Q 별도 영업이익 406억원(-11.2%, OPM 9.4%) 예상

: 매출성장에도 불구하고 수익성 부진한 것으로 파악

: 판관비율이 판촉비/수수료 증가로 인해 전년동기대비 1.7%p 상승할 전망

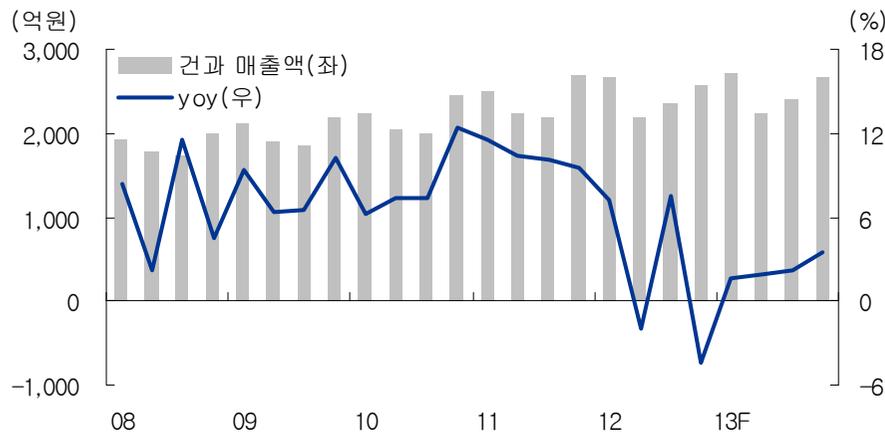
: 다만, 상반기보다는 비용 부담 완화될 전망

K-IFRS 별도 기준 실적



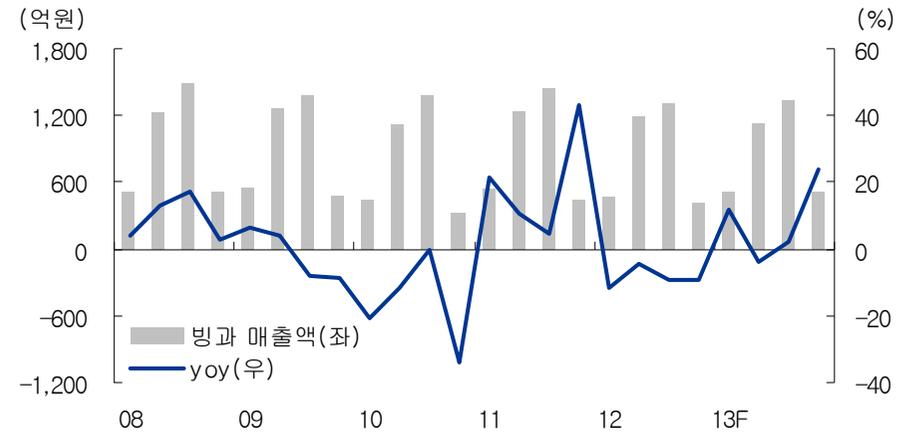
자료: Quantwise, IBK투자증권

건과 매출액



자료: 롯데제과, IBK투자증권

빙과 매출액



자료: 롯데제과, IBK투자증권

4. 롯데제과(004990): 잠재적인 주가 상승 요인에 주목!

▶ 3Q 연결 매출액 5,287억원과 영업이익 459억원 예상

: 해외 제과, 연간 예상 매출액 5,140억원과 영업손실 100억원

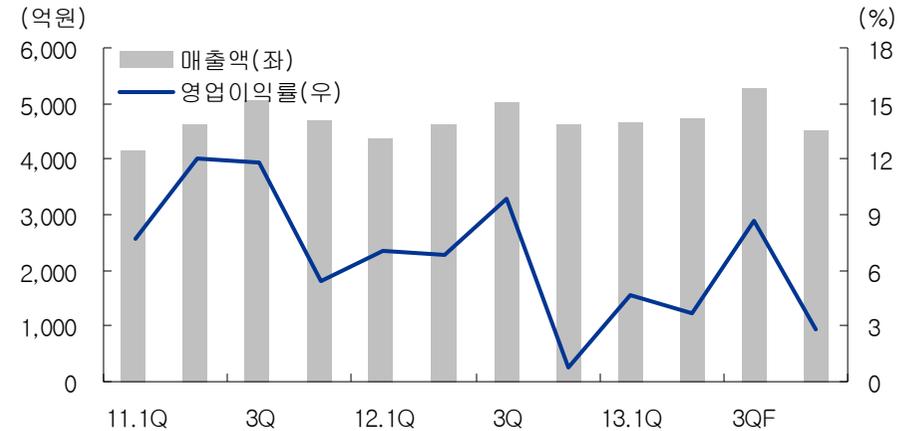
- 1) 인도/파키스탄, 현지 기업 인수 통해 진출한 이후 호실적 지속
- 2) 벨기에, 성장성은 낮으나 안정적인 이익 창출
- 3) 러시아, 2010년 '초코파이' 출시 이후 고성장 중이며 적자폭도 축소
- 4) 중국, 브랜드인지도 상승 위해 비용 투입됨에 따라 적자 지속
- 5) 카자흐스탄, 7월 '라하트' 인수 이후 내년부터 본격적으로 실적에 반영

▶ 투자 의견 매수와 목표주가 2,200,000원 유지

: 펀더멘털 상 투자 매력은 다소 부족하나 주가 상승 모멘텀은 존재

: 제품가격 인상, 제품 라인업 확장, 2014년 해외 실적개선 등

K-IFRS 연결 기준 실적



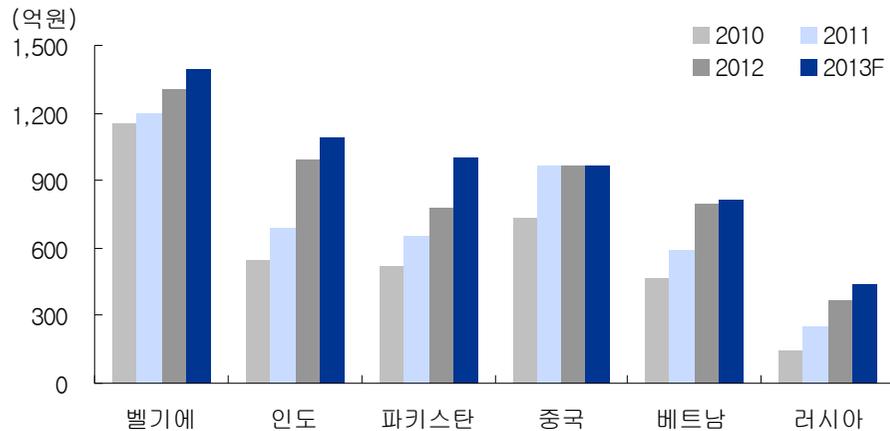
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,854	1,864	1,919	2,219	2,351
영업이익	173	115	98	126	135
세전이익	158	126	102	140	155
지배주주순이익	98	92	69	96	105
EPS(원)	68,718	64,461	48,365	67,483	74,168
증가율(%)	-31.1	-6.2	-25.0	39.5	9.9
영업이익률(%)	9.3	6.2	5.1	5.7	5.7
순이익률(%)	5.4	4.8	3.7	4.3	4.5
ROE(%)	3.8	3.5	2.5	3.5	3.7
PER	24.8	25.3	34.8	24.9	22.7
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.2	13.5	11.3	8.6	8.5
차입금/EBITDA	1.7	1.8	1.5	1.2	1.2
현재가 (10/4)		1,682,000원	시가총액		2,391 십억원
목표주가		2,200,000원	발행주식수		1,421 천주
상승여력		30.8%	60일 평균거래대금		2 십억원
52주 최고가/최저가		2,005,000원 / 1,419,000원	외국인 지분율		39.6%

자료: Quantwise, IBK투자증권

해외 법인별 매출액



자료: 롯데제과, IBK투자증권

5. 하이트진로(000080): 구조적인 변화 시도, 장기적으로 보자!

▶ 3Q 연결 매출액 5,367억원(-2.2%, yoy) 예상

: 맥주 매출액은 전년동기대비 9.8% 감소할 전망

- 1) 판매량 9.6% 감소 추정, 예상 MS는 41%로 2Q와 유사한 수준
- 2) 12.7월 가격 5.9% 인상 효과 미미, 3Q부터 Base 동일

: 소주 매출액은 전년동기대비 8.3% 증가할 전망

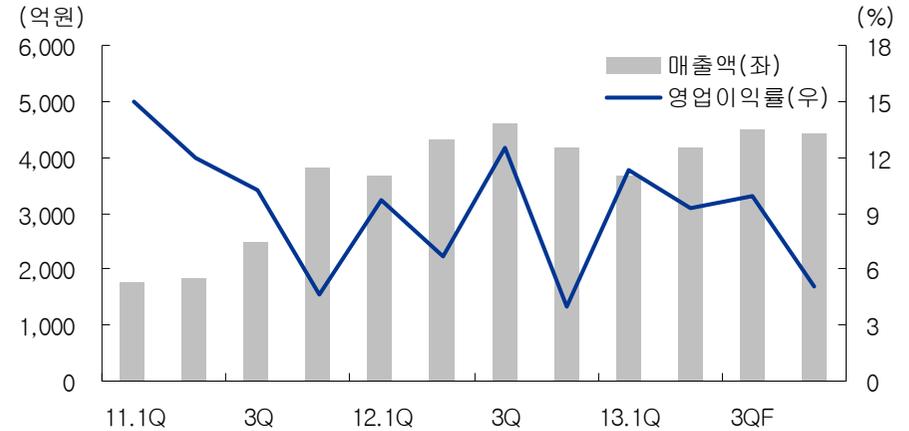
- 1) 판매량 변동 미미, 예상 MS는 49%로 전년동기대비 0.3%p 상승
- 2) 12.12월 가격 8.2% 인상 효과 반영

▶ 3Q 연결 영업이익 493억원(-22.7%, OPM 9.2%) 예상

: 2Q 원가 구조와 큰 변화 無

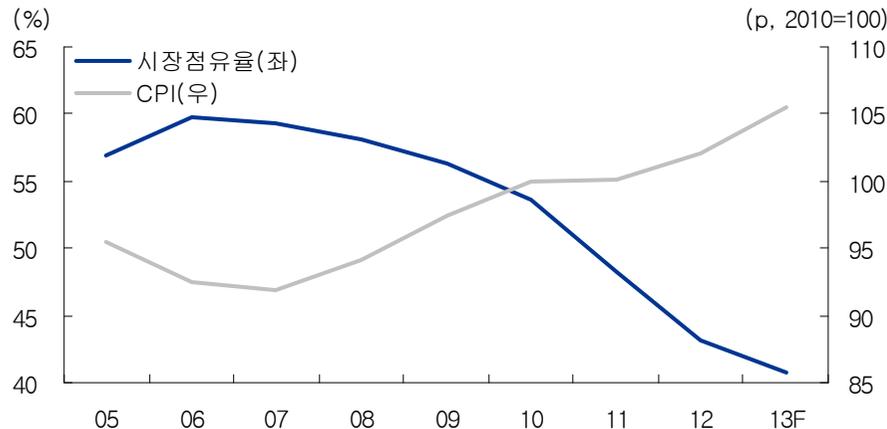
: 인건비 4% 상승, 소급분 반영 시기 차이 등 3Q 비용 증가 요인 존재

K-IFRS 별도 기준 실적



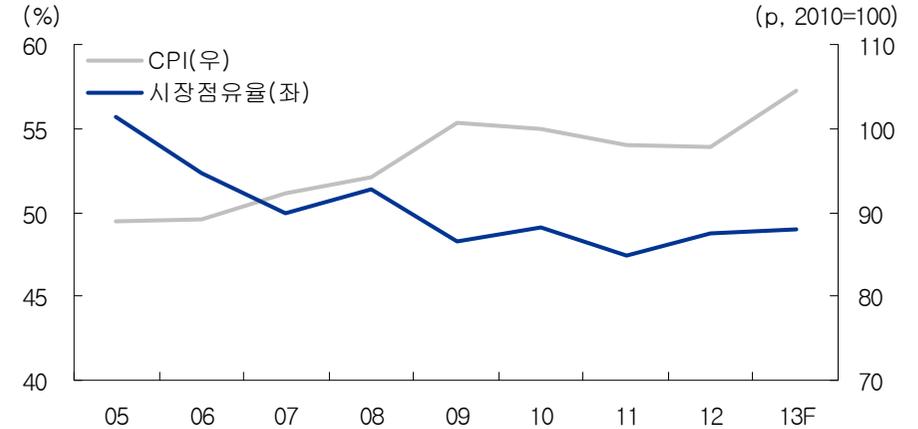
자료: Quantwise, IBK투자증권

맥주 시장점유율과 CPI



자료: 통계청, 하이트진로, IBK투자증권

소주 시장점유율과 CPI



자료: 통계청, 하이트진로, IBK투자증권

5. 하이트진로(000080): 구조적인 변화 시도, 장기적으로 보자!

▶ 영업환경 개선 효과 기대

: 과거 영업환경에서 변화 시도

- 1) 브랜드 '드라이피니시d' 육성, 시장입지 약해진 'Hite' 대체
- 2) 영업조직 개편과 개인 평가 시스템 도입 등에 따라 동기 부여
- 3) 신규 성장동력으로서 Premium 제품 라인업 확장

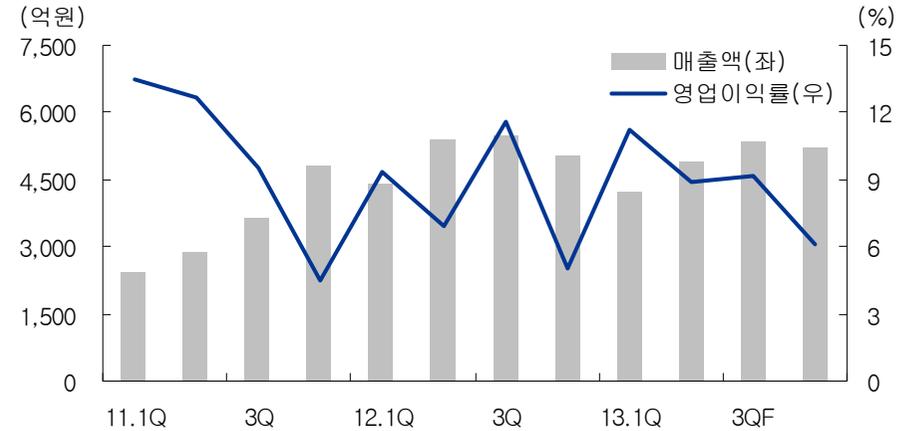
: 단기간 내 효과가 나타나지 않더라도 구조적인 변화는 긍정적

▶ 투자의견 매수와 목표주가 37,000원 유지

: 3Q 실적 부진하고 Valuation 매력도 낮으나 매수 관점 접근

- 1) 영업조직 변화에 따른 시너지효과 예상
- 2) 자산 매각에 따른 현금 유입(약 3,600억원 규모) 시 재무구조 개선 가능

K-IFRS 연결 기준 실적



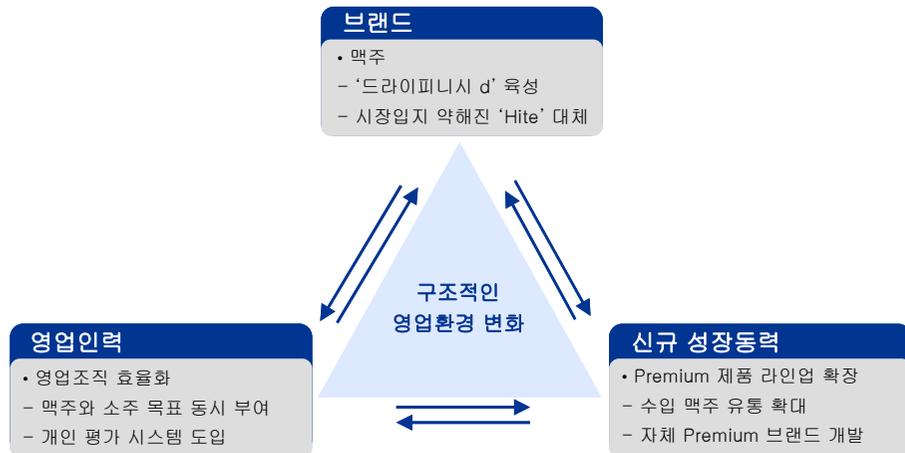
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,374	2,035	1,971	2,024	2,109
영업이익	125	167	172	195	215
세전이익	111	137	106	137	161
지배주주순이익	70	103	79	102	120
EPS(원)	1,396	1,465	1,117	1,439	1,697
증가율(%)	-4.1	4.9	-23.7	28.8	18.0
영업이익률(%)	9.1	8.2	8.7	9.6	10.2
순이익률(%)	5.1	5.1	4.0	5.0	5.7
ROE(%)	6.9	7.3	5.6	7.2	8.4
PER	18.0	20.8	23.9	18.6	15.7
PBR	1.3	1.8	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	15.4	11.8	10.7	10.1	9.4
차입금/EBITDA	7.0	4.7	4.5	4.3	4.1
현재가 (10/4)		26,700원	시가총액		1,877 십억원
목표주가		37,000원	발행주식수		70,613 천주
상승여력		38.6%	60일 평균거래대금		5 십억원
52주 최고가/최저가		35,050원 / 24,150원	외국인 지분율		19.7%

자료: Quantwise, IBK투자증권

구조적인 영업환경 변화



자료: 하이트진로, IBK투자증권

6. 농심(004370): 펀더멘털 회복에 대한 낙관은 시기상조!

▶ 3Q 별도 매출액 4,630억원(-7.5%, yoy)에 그쳐 부진할 전망

: 라면

- 1) 판매량 1.5% 감소 전망, 경쟁사 판매호조로 MS 66%에 그쳤기 때문
- 2) 프리미엄 제품 매출비중 확대에 따라 ASP 0.3% 상승할 전망

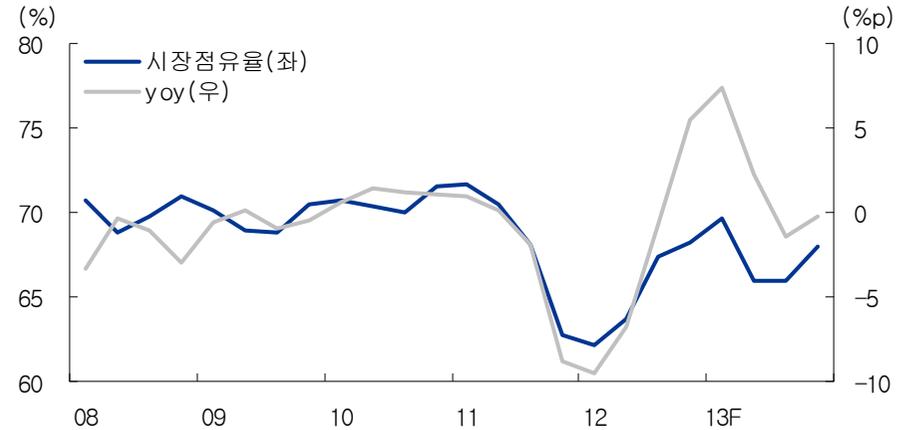
: 스낵

- 1) '수미칩' 리패키징, 신제품 '고구마칩' 출시 등에 따라 판매량 증가
- 2) 12.8월 가격 인상('새우깡'/'수미칩' 8%, '칩포테토' 6%) 효과 일부 반영

: 음료/기타

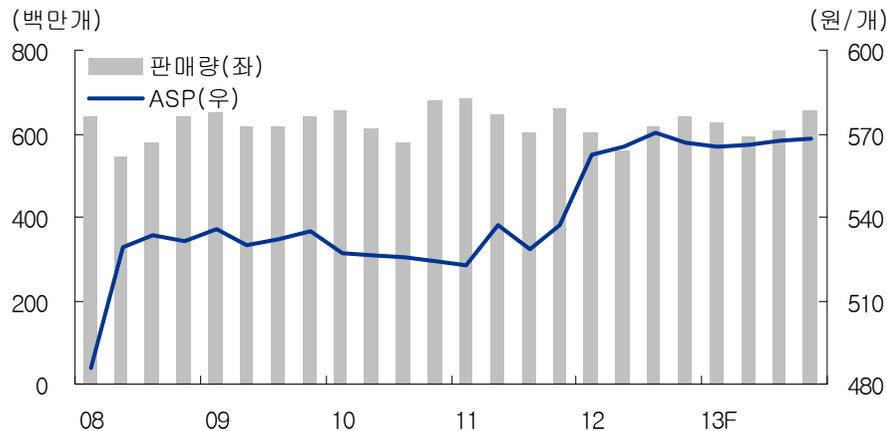
- 1) '백산수' 월 매출액 17~20억원, '삼다수' 커버하기까지는 시간 필요
- 2) '강글리오커피' 월 매출액 3억원, 실적 기여도 미미

라면 시장점유율



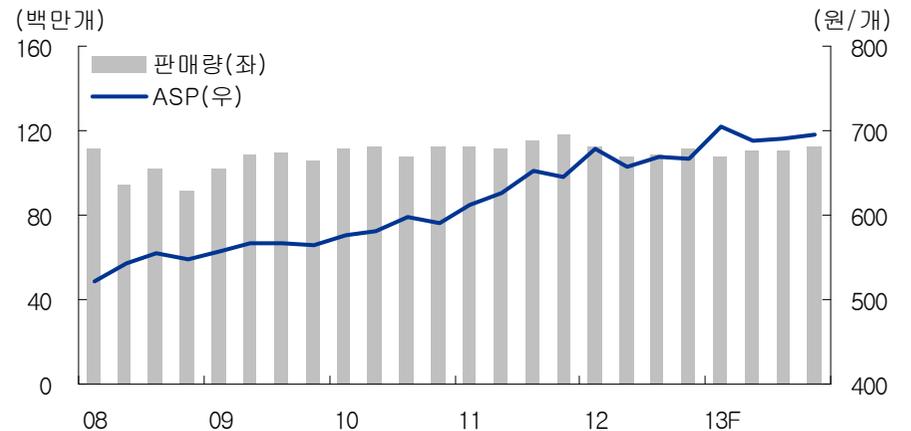
자료: 농심, IBK투자증권

라면 판매량과 ASP



자료: 농심, IBK투자증권

스낵 판매량과 ASP



자료: 농심, IBK투자증권

6. 농심(004370): 펀더멘털 회복에 대한 낙관은 시기상조!

▶ 3Q 별도 영업이익 193억원(-36.5%, OPM 4.2%) 예상

: 2Q에 이어 수익성 부진할 전망

- 1) 라면 판매량 감소에 따른 고정비 부담
- 2) 밀가루(원부재료비중 18%)가격 8~9% 인상에 따른 원가 부담
- 3) 시장경쟁 김화 속 마케팅비용 증가 등 때문

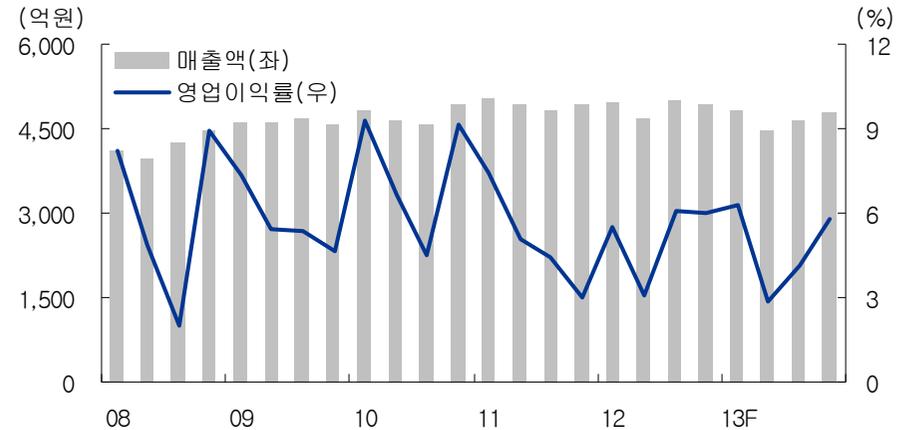
▶ 투자의견 중립 유지

: 펀더멘탈 상 투자매력 부족, 라면 MS 회복도 과거로의 회귀 수준

: 다만, 잠재적인 주가 상승 모멘텀 존재

- 1) 2014년 상반기 라면가격 인상 가능성
- 2) 해외 법인 수익성 개선 가능성(2013년까지는 적자 지속) 등

K-IFRS 별도 기준 실적



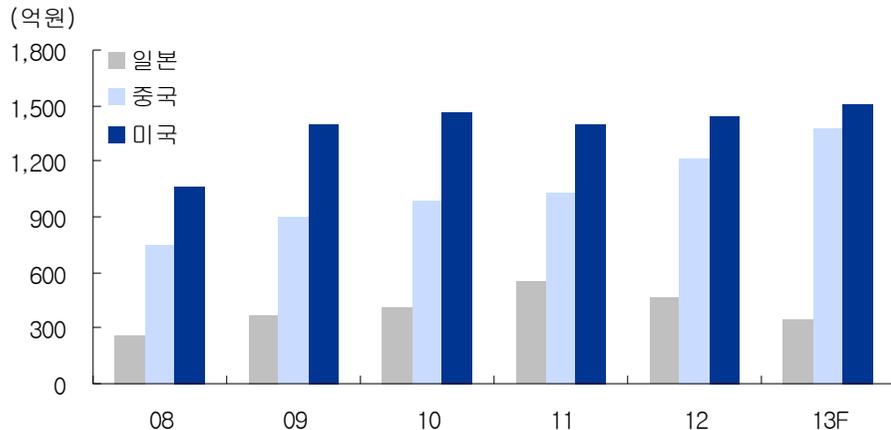
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,971	1,959	1,869	1,936	2,007
영업이익	98	102	90	97	107
세전이익	128	34	121	126	140
지배주주순이익	86	0	91	95	106
EPS(원)	14,167	34	14,946	15,656	17,383
증가율(%)	-30.7	-99.8	43,722.5	4.8	11.0
영업이익률(%)	5.0	5.2	4.8	5.0	5.3
순이익률(%)	4.4	0.0	4.9	4.9	5.3
ROE(%)	6.2	0.0	6.2	6.2	6.5
PER	16.4	7,960.5	16.6	15.9	14.3
PBR	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.0	10.0	9.7	9.3	8.4
차입금/EBITDA	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
현재가 (10/4)		248,500원	시가총액		1,512 십억원
목표주가		-	발행주식수		6,083 천주
상승여력		-100.0%	60일 평균거래대금		4 십억원
52주 최고가/최저가		358,000원 / 233,000원	외국인 지분율		23.6%

자료: Quantwise, IBK투자증권

해외 법인별 매출액



자료: 농심, IBK투자증권

7. 대상(001680): 3분기 실적은 절대적인 기준에서 보자!

▶ 3Q 별도 매출액 4,184억원과 영업이익 349억원 예상

: 수익성 하락은 역기저효과 때문, 절대적인 이익 수준은 양호

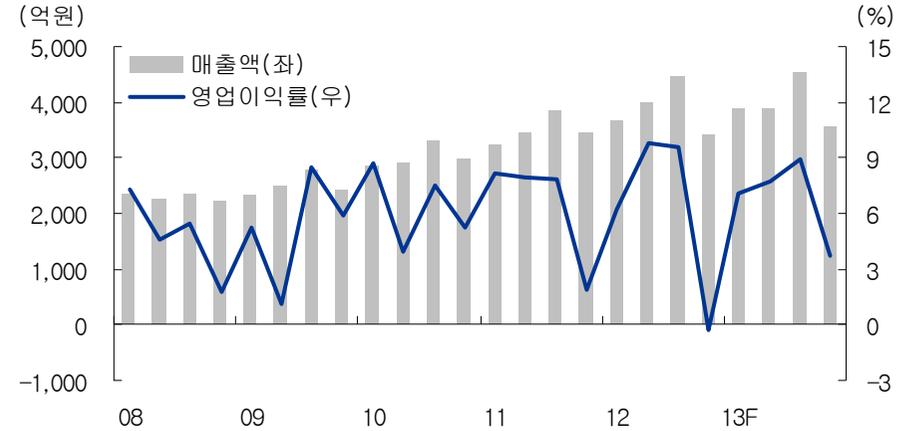
: 식품 매출액 3,282억원과 영업이익 263억원 추정

- 1) 편의식품 및 추석 선물세트 판매호조에 따른 매출성장 예상
- 2) 다만, 지난해와 선물세트 판매/반품효과 반영 시기 달라 이익은 감소
- 3) 12.4Q에는 기저효과 존재, 수익성 개선 두드러질 전망

: 소재 매출액 1,219억원과 영업이익 145억원 예상

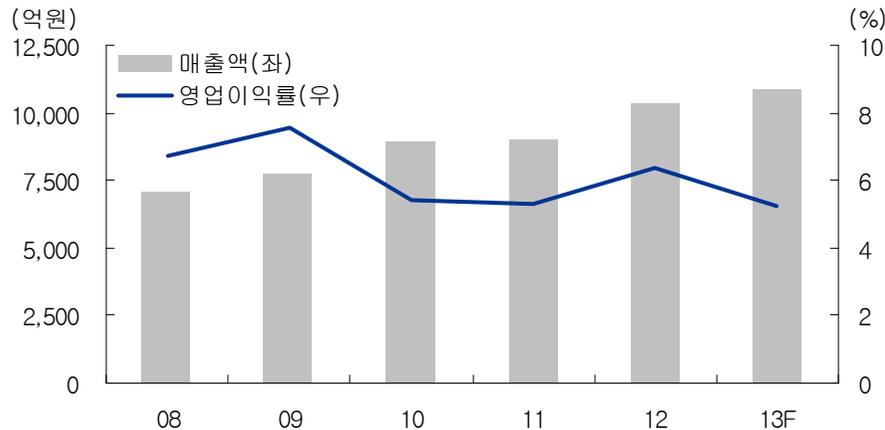
- 1) 전분당 가격경쟁력 약화와 핵산 판가 하락으로 인해 매출감소 예상
- 2) 영업이익률은 원가 하락에 따라 전년동기대비 1.9%p 상승할 전망
- 3) 4Q에도 원가구조 개선에 따른 수익성 향상 지속될 전망

K-IFRS 별도 기준 실적



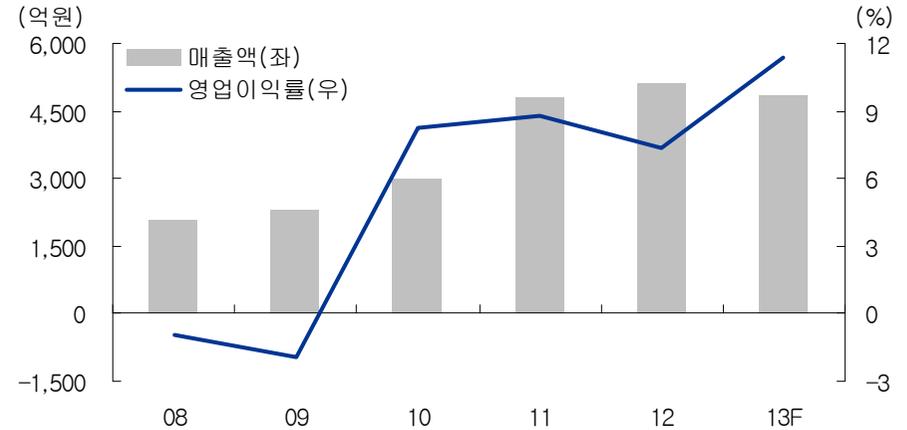
자료: Quantwise, IBK투자증권

식품사업 실적



자료: 대상, IBK투자증권

소재사업 실적



자료: 대상, IBK투자증권

7. 대상(001680): 3분기 실적은 절대적인 기준에서 보자!

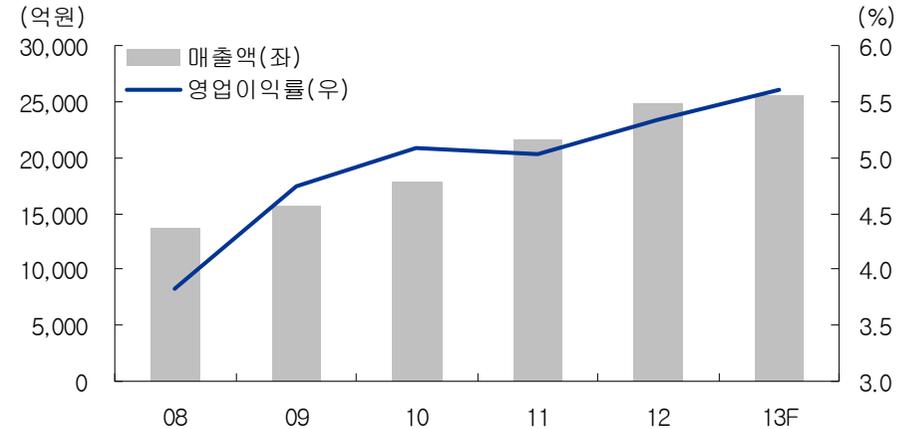
▶ 자회사 대상베스트코 성장성, 장기적으로 기업가치에 반영될 전망

- : 2011년 식자재 유통업체 대상베스트코(지분율 70.0%) 설립
- : 2012년 6월 중소형업체 흡수 합병 통해 사업 확대
- : 식자재 유통시장 규모 95조원 중 기업형 비중 5%, 성장 잠재력 충분
- : 올해 매출액 4,000억원 돌파할 전망, 흑자 전환까지는 시간 필요

▶ 투자의견 매수와 목표주가 50,000원 유지

- : 지난 5월 이후 주가 약세, 저가 매수 기회라고 판단
- 1) 4Q에는 기저효과와 원가 하락 기반으로 수익성 향상 부각될 전망
- 2) 2014년 예상 PER 10.5배로 업종 내 Valuation 매력 존재
- 3) 대상베스트코 확대를 통한 장기 성장성 확보

K-IFRS 연결 기준 실적



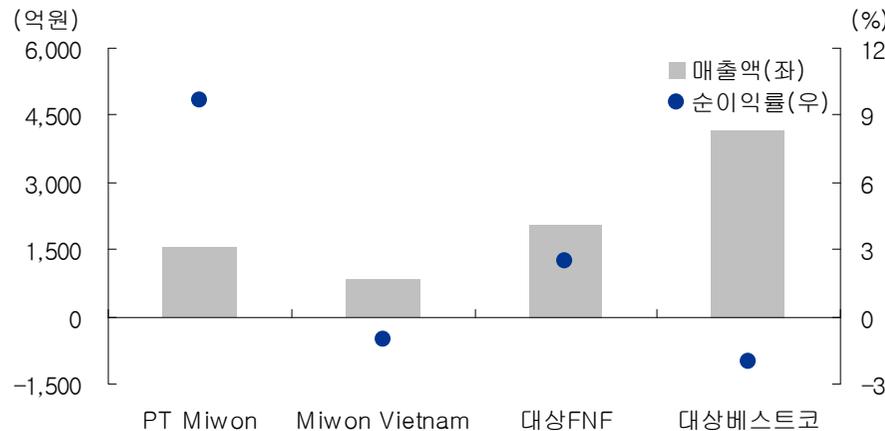
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,164	2,480	2,555	2,717	2,915
영업이익	109	132	143	165	190
세전이익	80	110	122	153	182
지배주주순이익	55	91	96	120	143
EPS(원)	1,541	2,531	2,672	3,334	3,974
증가율(%)	60.5	64.3	5.6	24.8	19.2
영업이익률(%)	5.0	5.3	5.6	6.1	6.5
순이익률(%)	2.5	3.5	3.6	4.3	4.7
ROE(%)	11.2	16.3	14.9	16.0	16.3
PER	10.5	10.4	13.1	10.5	8.8
PBR	1.4	1.9	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.2	7.0	7.9	6.8	5.7
차입금/EBITDA	4.0	3.3	3.2	2.8	2.5
현재가 (10/4)		34,900원	시가총액	1,220 십억원	
목표주가		50,000원	발행주식수	36,018 천주	
상승여력		43.3%	60일 평균거래대금	8 십억원	
52주 최고가/최저가		42,500원 / 24,000원	외국인 지분율	8.5%	

자료: Quantwise, IBK투자증권

주요 종속기업별 실적



자료: 대상, IBK투자증권

8. 동원산업(006040): 스타키스트 인수 효과, 빛을 발하다!

▶ 3Q 별도 매출액 1,317억원과 영업이익 112억원 예상

: 선망참치(캔용) 어획량 23,500톤 추정

(7월 7,000톤→8월 9,000톤→9월 7,500톤)

- 1) 전년동기대비 34.7% 감소, 기상여건 악화와 조업선박 수리 때문
- 2) 10월까지 FAD 조업 금지 연장된 점 고려할 때 4Q 어획량도 감소할 전망

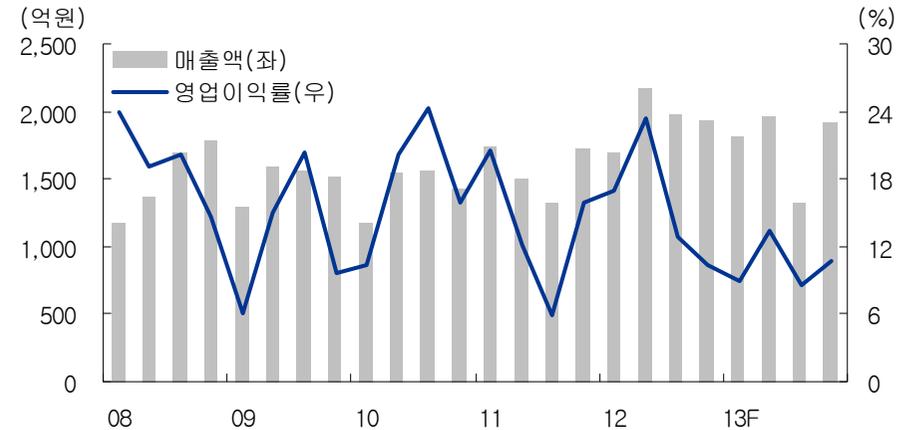
: 3Q 선망참치 평균 어가 1,924달러/톤으로 전년동기대비 15.2% 하락

- 1) 태국의 유럽 수출량 감소로 인한 수요 위축과 인도양 어획호조 때문
- 2) 수급 타이트한 점 고려할 때 반등 가능, 다만 당분간 완만한 흐름 예상

: 상반기에 이어 조업선박 수리 지속적으로 진행

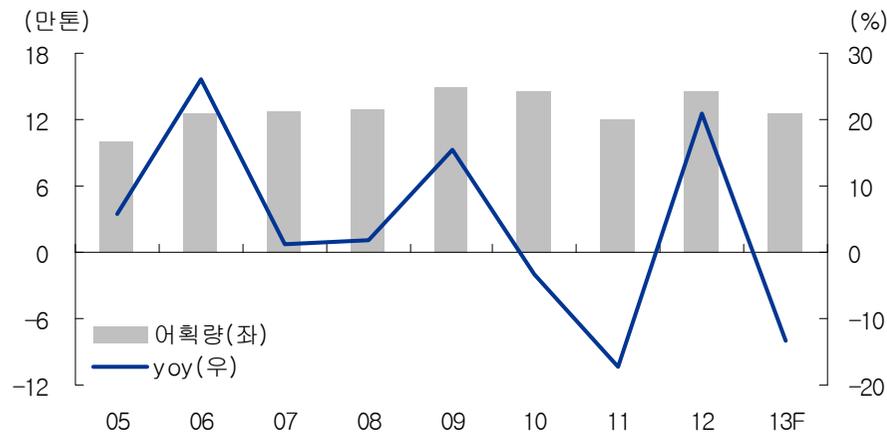
비용 부담 존재하나, 장기적으로 선박에 대한 투자는 긍정적 요인

K-IFRS 별도 기준 실적



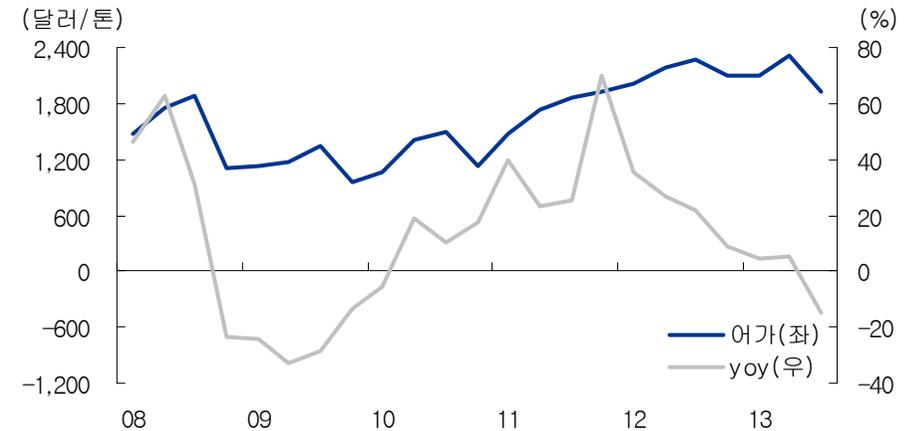
자료: Quantwise, IBK투자증권

선망참치 어획량



자료: 동원산업, IBK투자증권

선망참치 어가



주: 분기 평균 기준 자료: Atuna, IBK투자증권

8. 동원산업(006040): 스타키스트 인수 효과, 빛을 발하다!

▶ 3Q 연결 매출액 3,363억원과 영업이익 296억원 예상

: 스타키스트, 상반기에 이어 호실적 지속될 전망

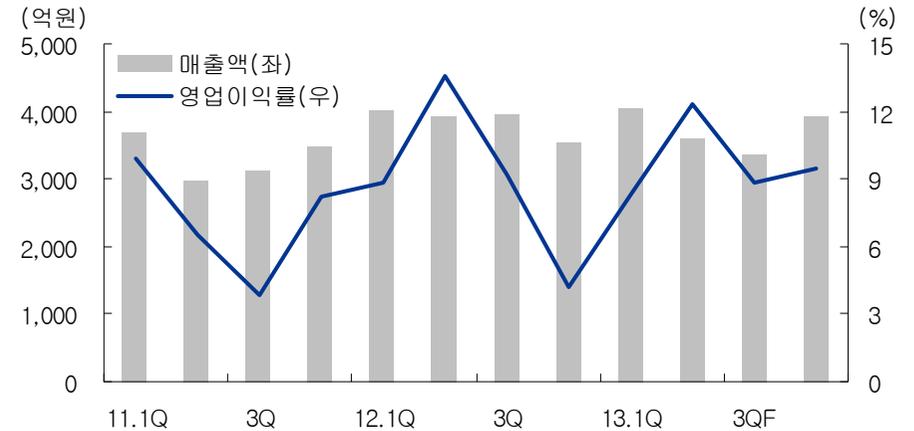
- 1) 3Q 매출액 2,000억원과 영업이익 184억원 추정
- 2) 가격 인상, 원가 하락, 비용 절감 등이 실적향상 요인
- 3) 연간 순이익 550~600억원, 2008년 인수 이후 사상 최대치 예상

▶ 투자 의견 매수와 목표주가 490,000원 유지

: 3Q 실적은 부진하나 장기적인 성장 요인은 여전히 매력적

- 1) 선박 추가(2014년 2척)에 따른 어획량 증가와 어종 다변화(연어)
- 2) PS 처리 확대를 통한 수익구조 Level-up
- 3) 구조적인 어가 상승 등

K-IFRS 연결 기준 실적



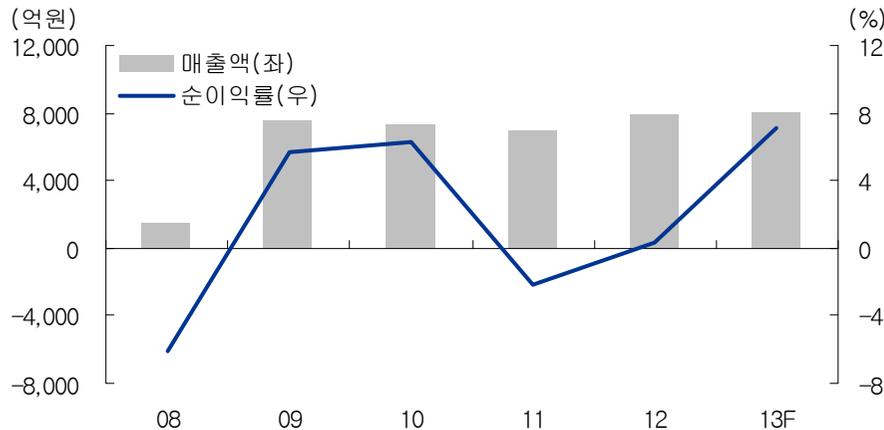
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,327	1,544	1,495	1,617	1,733
영업이익	97	140	145	165	197
세전이익	57	133	137	163	198
지배주주순이익	68	103	100	119	145
EPS(원)	20,331	30,497	29,701	35,342	42,969
증가율(%)	-28.7	50.0	-2.6	19.0	21.6
영업이익률(%)	7.3	9.1	9.7	10.2	11.3
순이익률(%)	5.0	6.7	7.1	7.8	8.8
ROE(%)	15.6	20.0	16.5	16.8	17.4
PER	8.3	9.4	9.4	7.9	6.5
PBR	1.4	2.0	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	7.7	7.5	6.9	6.0	5.1
차입금/EBITDA	4.1	2.8	2.5	2.3	2.0
현재가 (10/4)		280,500원	시가총액		943 십억원
목표주가		490,000원	발행주식수		3,363 천주
상승여력		74.7%	60일 평균거래대금		2 십억원
52주 최고가/최저가		399,000원 / 268,000원	외국인 지분율		2.8%

자료: Quantwise, IBK투자증권

스타키스트 실적



자료: 동원산업, IBK투자증권

9. 빙그레(005180): 과거는 잊고 미래에 집중하자!

▶ 3Q 별도 매출액 2,593억원과 영업이익 304억원 예상

: 2Q보다 개선되나 시장 컨센서스 하회할 전망

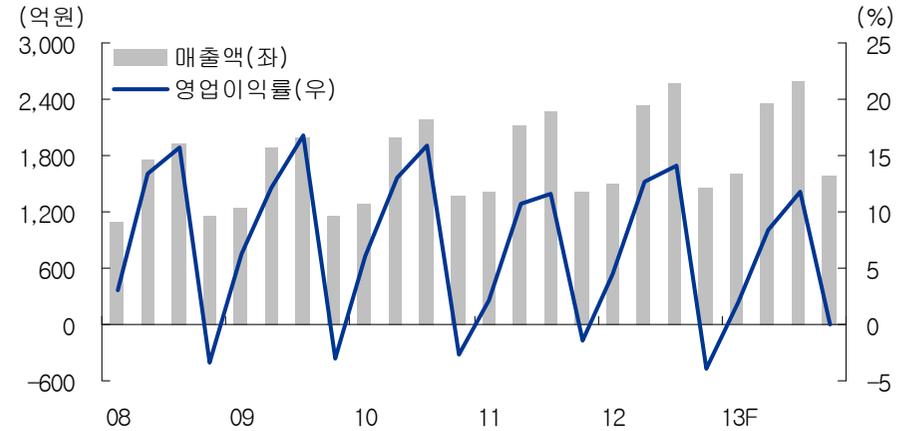
: 매출성장 요인

- 1) 유제품 판매호조 지속('바나나맛우유'와 '요플레' 등 주력 품목 중심)
- 2) 중국 수출 확대 효과
- 3) 다만, 빙과 기상여건 악화로 인해 다소 제한적

: 수익성 하락 요인

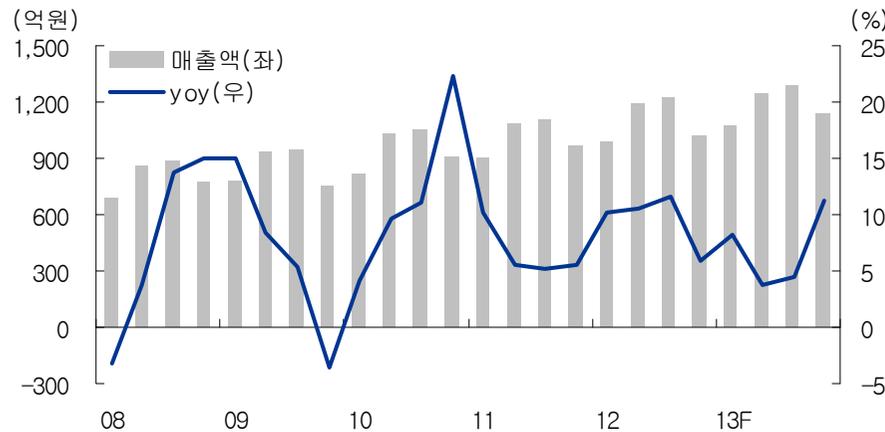
- 1) 계절적 성수기임에도 불구하고 고수익품목인 빙과 판매량 부진
주요 판매지역인 서울/경기 기상여건 악화 때문
- 2) 8월 원유가격 상승 이후 제품가격 인상 지연되어 원가 부담 증가

K-IFRS 별도 기준 실적



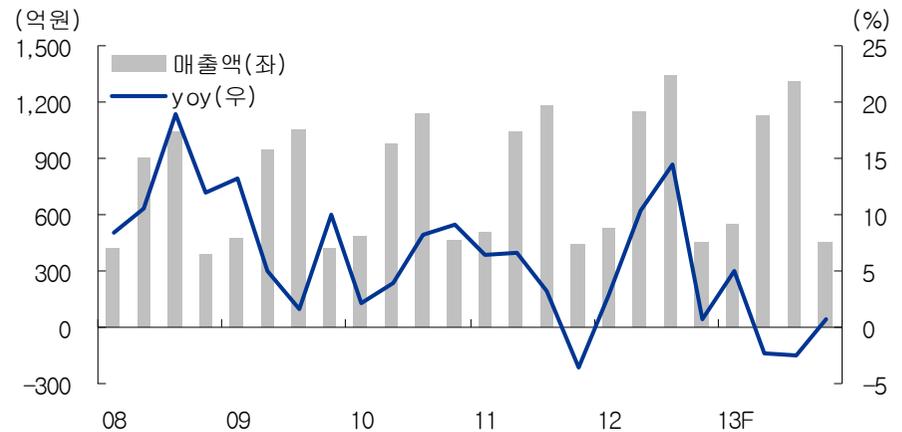
자료: Quantwise, IBK투자증권

유제품 매출액



자료: 빙그레, IBK투자증권

빙과 매출액



자료: 빙그레, IBK투자증권

9. 빙그레(005180): 과거는 잊고 미래에 집중하자!

▶ 수출 확대, 장기적인 기업가치 상승 요인

: 중국 '바나나맛우유' 수출액 2012년 90억원→2013년 140억원 예상

영업지역 및 매장 확장을 통한 성장세가 지속될 전망

: '메로나' 해외 수출 2012년 125억원 기록(국내 320억원)

9월 설립된 브라질 법인 통해 마케팅활동 강화, 유통채널 확장 등 계획

▶ 투자 의견 매수와 목표주가 145,000원 유지

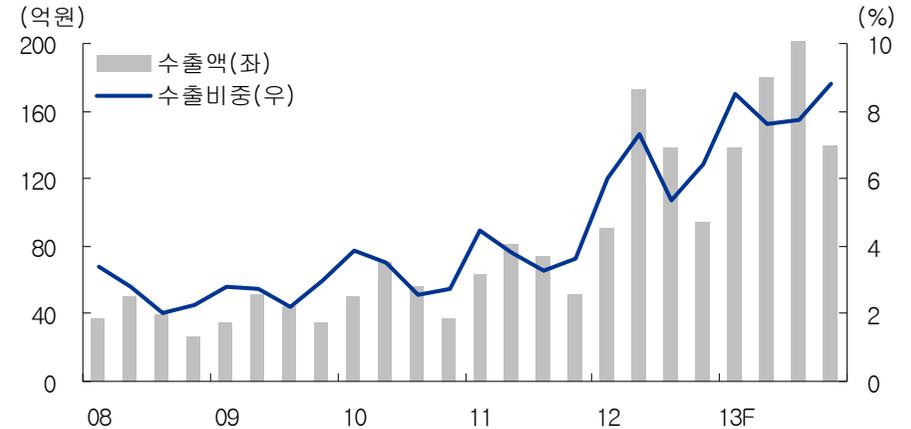
: 3Q 실적은 부진하나 매수 관점 유지

1) 4Q부터 제품가격 인상에 따른 가시적인 효과 기대

특히, 원유 투입비중 낮은 품목군 매출비중 높아 인상 효과 부각될 전망

2) 해외 수출 확대를 통한 Valuation Level-up 가능

본사 기준 수출비중



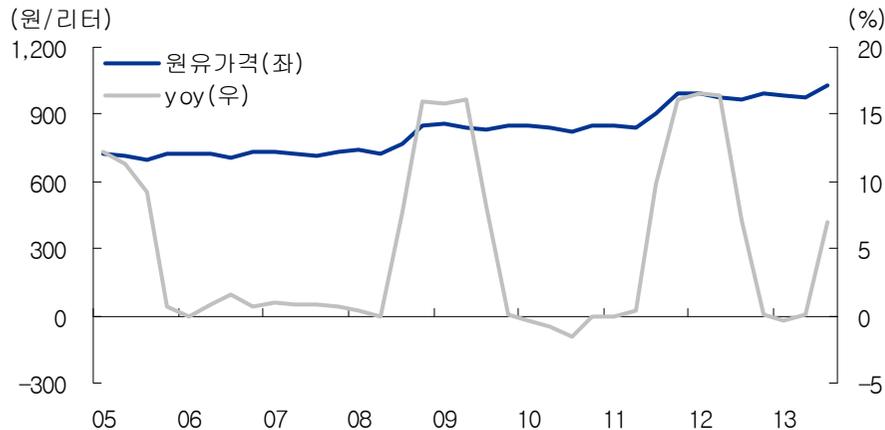
자료: 빙그레, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원,%,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	721	789	816	866	905
영업이익	50	67	54	69	79
세전이익	52	67	56	73	83
지배주주순이익	40	51	42	55	63
EPS(원)	4,050	5,152	4,305	5,575	6,403
증가율(%)	-18.4	27.2	-16.4	29.5	14.8
영업이익률(%)	7.0	8.5	6.6	8.0	8.7
순이익률(%)	5.5	6.4	5.2	6.3	7.0
ROE(%)	10.4	12.2	9.4	11.2	11.7
PER	14.7	21.7	21.8	16.8	14.6
PBR	1.5	2.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	6.9	12.0	11.7	9.4	8.1
차입금/EBITDA	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
현재가 (10/4)		93,800원	시가총액		924 십억원
목표주가		145,000원	발행주식수		9,851 천주
상승여력		54.6%	60일 평균거래대금		4 십억원
52주 최고가/최저가		138,500원 / 88,000원	외국인 지분율		22.5%

자료: Quantwise, IBK투자증권

원유가격 추이



자료: 낙농진흥회, IBK투자증권

10. 롯데푸드(002270): 장기 성장 스토리가 매력적이다!

▶ 3Q 별도 매출액 4,044억원과 영업이익 194억원 예상

: 매출성장 지속되는 가운데 상반기보다 수익성 개선

: 유지(매출비중 25%)

- 1) 판매량은 신규 거래처 확보, 품목 다변화 등에 따라 5% 증가
- 2) 판가는 1~2Q에 이어 약세 지속, 하지만 원가도 하락하여 수익성 유지

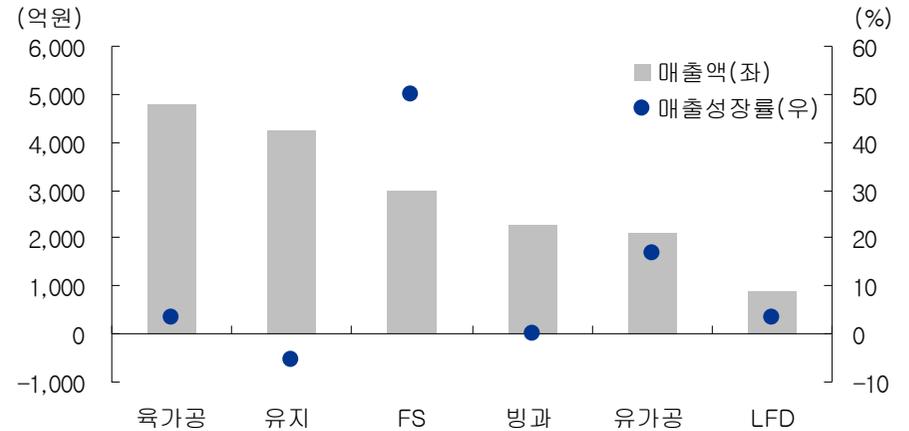
: 빙과(매출비중 13%)

- 1) 7월 판매량은 부진했으나, 8월 기상여건 개선에 따라 회복
- 2) 시장 성장성 정체와 경쟁 심화로 인해 과거보다 수익성 약화

: 식품/FS(매출비중 22%)

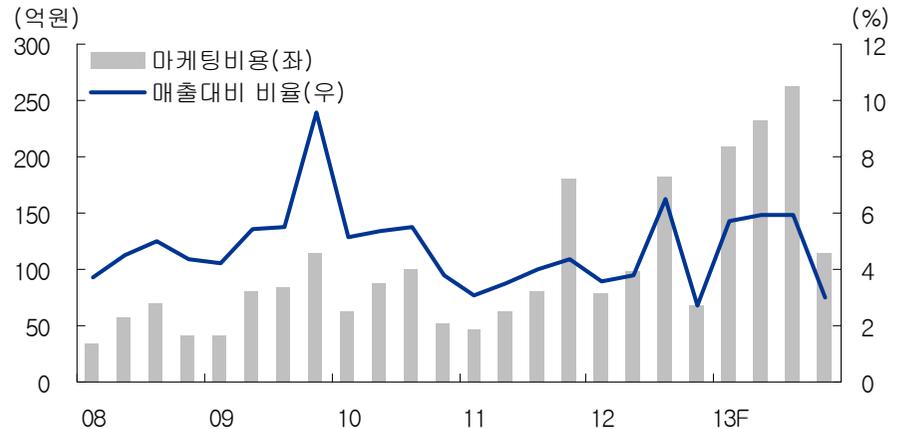
그룹 내 시너지효과와 비(非)그룹사 거래 확대 통해 고성장 지속

2013년 주요 부문별 매출액



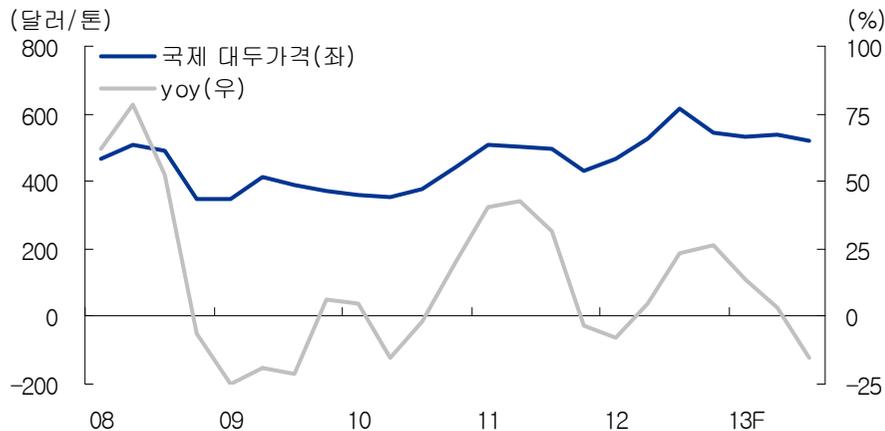
자료: 롯데푸드, IBK투자증권

매출대비 마케팅비용 비율



자료: 롯데푸드, IBK투자증권

국제 대두가격



자료: Bloomberg, IBK투자증권

10. 롯데푸드(002270): 장기 성장 스토리가 매력적이다!

▶ 3Q 별도 매출액 4,044억원과 영업이익 194억원 예상

: 유가공(매출비중 12%)

- 1) 조제분유 내수 MS 상승(4위→3위)과 중국 수출 확대가 성장 견인
- 2) 원유가격 상승하여 3Q 수익성 하락, 4Q에는 가격 인상 효과로 개선 가능

: 육가공(매출비중 28%)

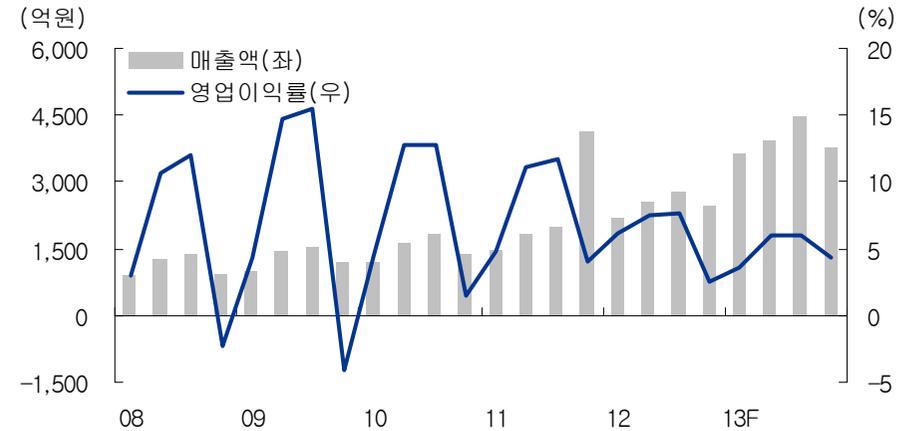
- 1) 매출성장률 4~5% 유지, 프리미엄 브랜드 'eNature' 마케팅활동 강화
- 2) 마케팅비용 증가로 인해 지육시세 하락에 따른 원가 절감 효과는 미미

▶ 투자의견 매수와 목표주가 840,000원 유지

: 올해 실적 모멘텀이 부족한 것은 사실

: 하지만 중국 수출 확대, 종합식품업체로 발돋움 등 장기 성장성에 주목

K-IFRS 별도 기준 실적



자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	947	1,007	1,582	1,730	1,912
영업이익	67	61	79	91	105
세전이익	61	71	126	92	108
지배주주순이익	48	61	117	80	94
EPS(원)	38,210	48,326	85,477	58,060	68,511
증가율(%)	-2.7	26.5	76.9	-32.1	18.0
영업이익률(%)	7.1	6.0	5.0	5.3	5.5
순이익률(%)	5.1	6.1	7.4	4.6	4.9
ROE(%)	9.6	10.8	16.9	9.8	10.5
PER	10.7	13.6	7.5	11.1	9.4
PBR	1.1	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.6	9.6	7.8	7.1	6.1
차입금/EBITDA	1.5	1.1	1.1	1.1	1.0
현재가 (10/4)		642,000원	시가총액		879 십억원
목표주가		840,000원	발행주식수		1,369 천주
상승여력		30.8%	60일 평균거래대금		3 십억원
52주 최고가/최저가		880,000원 / 586,000원	외국인 지분율		7.0%

자료: Quantwise, IBK투자증권

2011년 이후 주가 흐름



자료: Quantwise, IBK투자증권

11. 매일유업(005990): 악재는 해소되고 호재가 몰려온다!

▶ 3Q 별도 매출액 2,928억원과 영업이익 90억원 예상

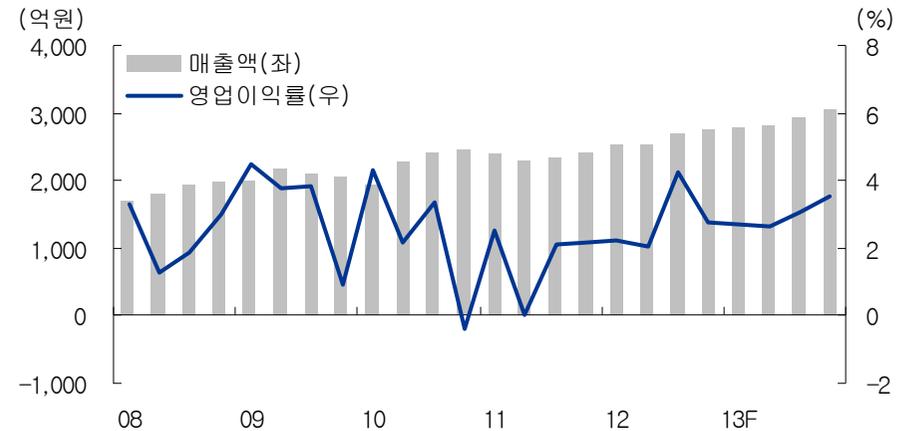
: 3Q에도 안정적인 성장세 지속될 전망

- 1) 백색시유, 남양유업 사태 이후 반사수혜 반영
- 2) 조제분유, 상반기에 이어 국내외 판매호조 지속
 국내(300억원), 제품 리뉴얼 이후 판매량 증가 및 가격 인상 효과 반영
 중국(75억원), 매장 확대와 매장당 매출액 증가에 따라 고성장
- 3) 컵커피와 치즈 등 마케팅활동 이후 판매량 증가

: 역기저효과 존재함에도 불구하고 수익성은 하락할 전망

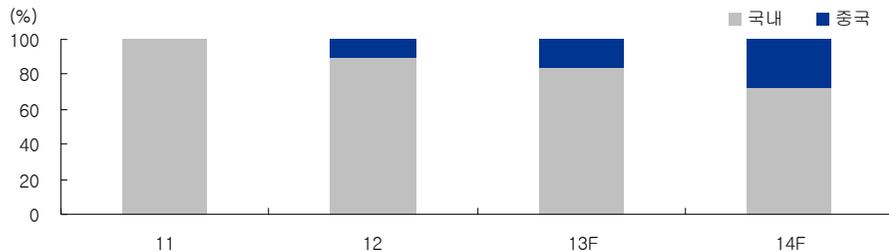
- 1) 8월 원유가격 12.7% 상승 이후 제품가격 인상 지연(9/27일 단행)
- 2) 다만, Product Mix 개선에 따라 과거보다 원유가격 변동에 둔감

K-IFRS 별도 기준 실적



자료: Quantwise, IBK투자증권

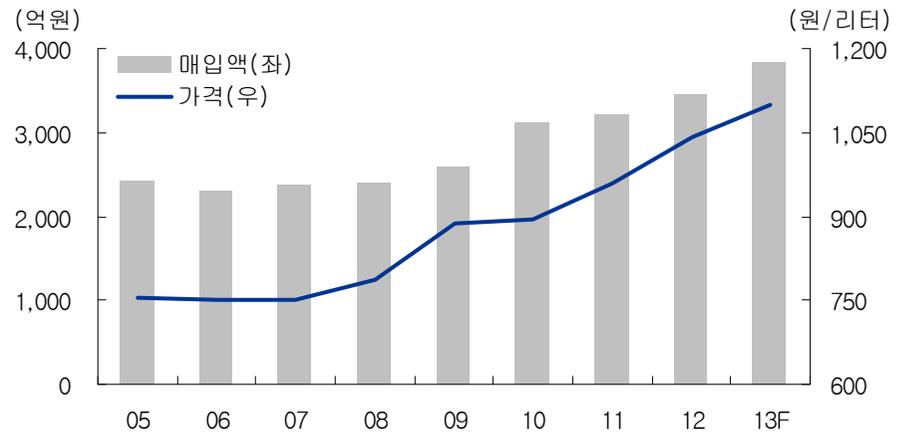
중국 조제분유 이익기여도



구분	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액(억원)	70	140	300	504	825
매장수(개)	2,400	3,000	3,800	4,400	5,000
매장당매출액(만원)	292	467	789	1,145	1,545
영업이익(억원)	7	18	45	76	116
영업이익률(%)	10.0	13.0	15.0	15.0	15.0

자료: 매일유업, IBK투자증권

원유가격과 매입액



자료: 낙농진흥회, 매일유업, IBK투자증권

11. 매일유업(005990): 악재는 해소되고 호재가 몰려온다!

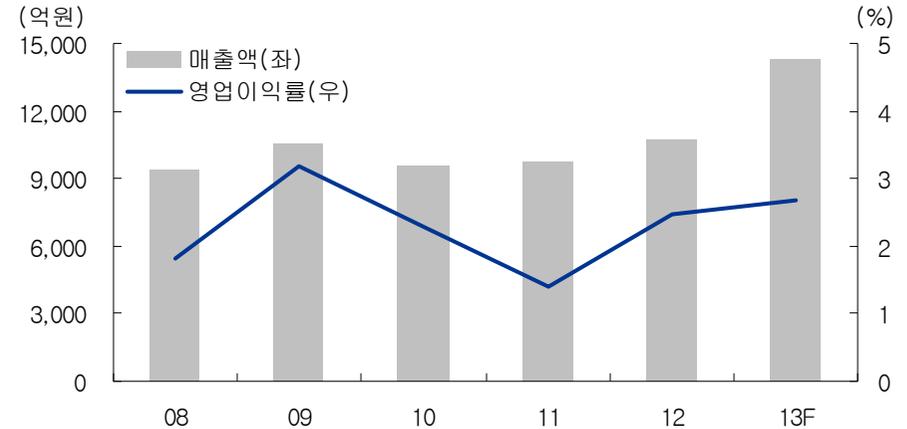
▶ 중국 내 제로투세븐과의 시너지효과 확대될 전망

- : 연말 제로투세븐닷컴 차이나 오픈 예정
- : 국내에서와 같이 온라인사업 확대, 고객DB 공유 등의 시너지효과 가능
- : 올해 제로투세븐 실적은 국내외 투자비용 증가로 인해 부진
- : 하지만 2014년에는 투자 효과 반영되고 이익 정상화될 전망

▶ 투자 의견 매수와 목표주가 55,000원 유지

- : 5월 이후 주가 약세, 매수 관점 접근이 유효한 시점
- 1) 4Q부터 제품가격 인상에 따른 실적향상 가능
- 2) 중국 조제분유 수출 확대 기반으로 기업가치 Level-up
- 3) 2014년 제로투세븐 이익 정상화에 따라 Valuation 매력 부각

K-IFRS 연결 기준 실적



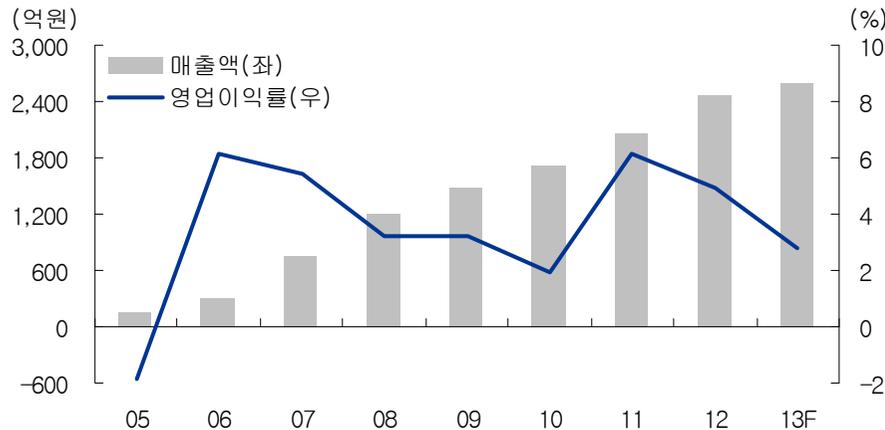
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	976	1,072	1,427	1,582	1,761
영업이익	14	26	38	53	64
세전이익	12	26	40	54	65
지배주주순이익	5	21	28	38	45
EPS(원)	370	1,581	2,091	2,829	3,369
증가율(%)	-78.2	326.8	32.2	35.3	19.1
영업이익률(%)	1.4	2.5	2.7	3.4	3.6
순이익률(%)	0.5	1.9	2.1	2.6	2.8
ROE(%)	1.8	7.3	8.7	10.6	11.4
PER	49.4	19.8	18.3	13.5	11.4
PBR	0.9	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.6	9.1	12.4	8.8	8.2
차입금/EBITDA	3.7	2.5	3.0	2.3	2.0
현재가 (10/4)		38,300원	시가총액		513 십억원
목표주가		55,000원	발행주식수		13,400 천주
상승여력		43.6%	60일 평균거래대금		6 십억원
52주 최고가/최저가		55,300원 / 29,050원	외국인 지분율		3.3%

자료: Quantwise, IBK투자증권

제로투세븐 실적



자료: 매일유업, IBK투자증권

12. 동원F&B(049770): 기업체질 개선을 통한 경쟁력 강화!

▶ 3Q 별도 매출액 3,830억원과 영업이익 191억원 예상

: 업종 내 실적향상 부각될 전망, 지난해 기저효과도 존재

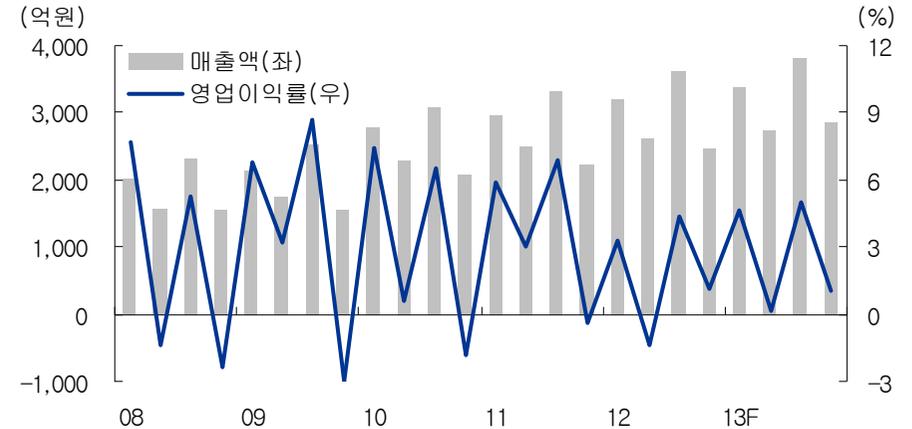
: 매출성장 요인

- 1) 계절적 성수기, 추석 선물세트 판매호조 반영
- 2) 유가공 고성장 지속(상반기 평균 성장률 78.1% 기록)
- 3) 냉장식품 MS 상승(2Q 기준 2012년 12.4%→2013년 19.0%)

: 수익성 향상 요인

- 1) 주력 품목인 참치캔 판매량 증가에 따라 고정비 감소 효과
- 2) 원어 매입가격 하락(3Q 평균 1,924달러/톤)
- 3) 돈육가격 하락에 따라 축산캔(브랜드 '리챔') 원가 개선

K-IFRS 별도 기준 실적



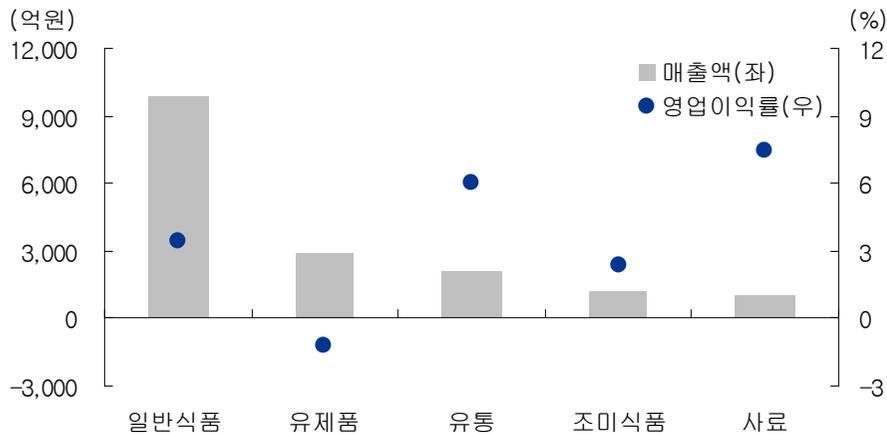
자료: Quantwise, IBK투자증권

선망참치 어가 및 원/달러 환율



주: 분기 평균 기준 자료: Atuna, 한국은행, IBK투자증권

주요 부문별 실적



자료: 동원F&B, IBK투자증권

12. 동원F&B(049770): 기업체질 개선을 통한 경쟁력 강화!

▶ 3Q 연결 매출액 4,910억원과 영업이익 224억원 예상

:삼조셀텍(조미식품), 매출액 317억원과 영업이익 35억원 추정

신규 히트상품 기반으로 이익 안정성 강화

:동원팜스(사료), 매출액 264억원과 영업이익 9억원 추정

이익 기여도 미미하며 산업 특성 상 현재 큰 변화 無

:동원홈푸드(식자재 유통), 상반기에 이어 소폭의 적자

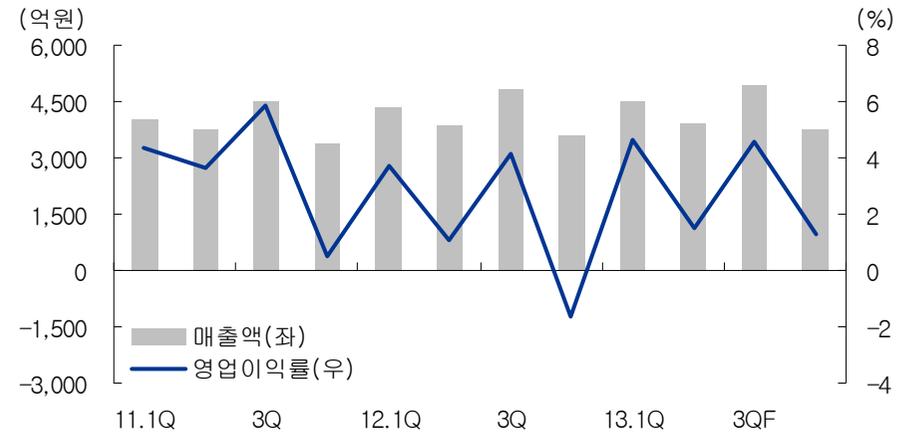
▶ 투자의견 매수와 목표주가 148,000원 유지

:과거에 비해 Valuation 매력은 낮으나 매수 관점 유지

1) 박성철 대표이사 취임 이후 수익성 강화, 부진 SKU 조정 효과 예상

2)중국 참치캔 수출 확대, 광명그룹 유통망 활용 긍정적

K-IFRS 연결 기준 실적



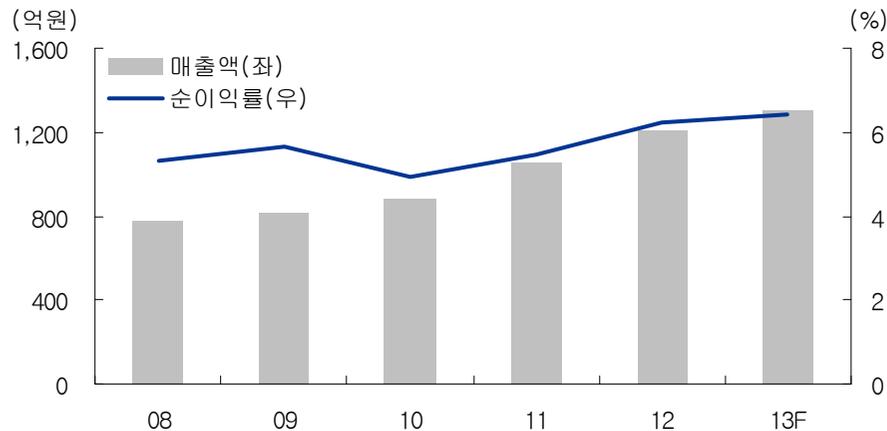
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,563	1,663	1,706	2,026	2,129
영업이익	59	34	54	68	87
세전이익	52	26	46	57	78
지배주주순이익	38	21	36	45	62
EPS(원)	9,793	5,484	9,369	11,742	16,016
증가율(%)	17.0	-44.0	70.8	25.3	36.4
영업이익률(%)	3.8	2.1	3.1	3.4	4.1
순이익률(%)	2.4	1.3	2.1	2.2	2.9
ROE(%)	10.5	5.4	8.8	10.1	12.5
PER	7.3	13.5	11.6	9.3	6.8
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.1	9.3	8.3	7.0	5.6
차입금/EBITDA	3.2	5.4	4.1	3.5	3.0
현재가 (10/4)		109,000원	시가총액		421 십억원
목표주가		148,000원	발행주식수		3,859 천주
상승여력		35.8%	60일 평균거래대금		1 십억원
52주 최고가/최저가		141,000원 / 68,100원	외국인 지분율		3.7%

자료: Quantwise, IBK투자증권

삼조셀텍 실적



자료: 동원F&B, IBK투자증권

13. 크라운제과(005740): 제과시장 내 성장성 부각, 기업가치 상승 가능!

▶ 3Q 별도 매출액 1,035억원과 영업이익 79억원 예상

: 제과시장 내 성장세 부각, 상반기에 이어 매출성장률 5% 이상 전망

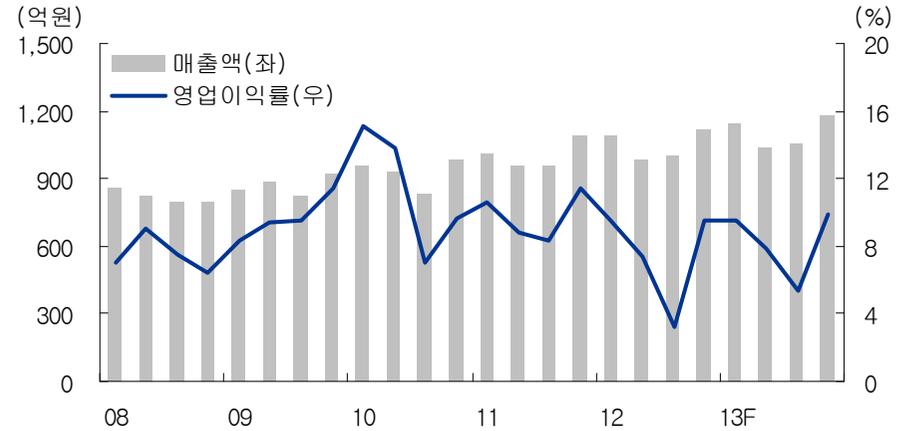
: 매출성장 요인

- 1) 메가브랜드 중심의 판매호조 지속
- 2) 시장 성장세 뚜렷한 스낵류 인기('콘칩', '카라멜콘과땅콩' 등)
- 3) 12.9월 평균 ASP 2~3% 인상 효과 일부 반영

: 수익성 향상 요인

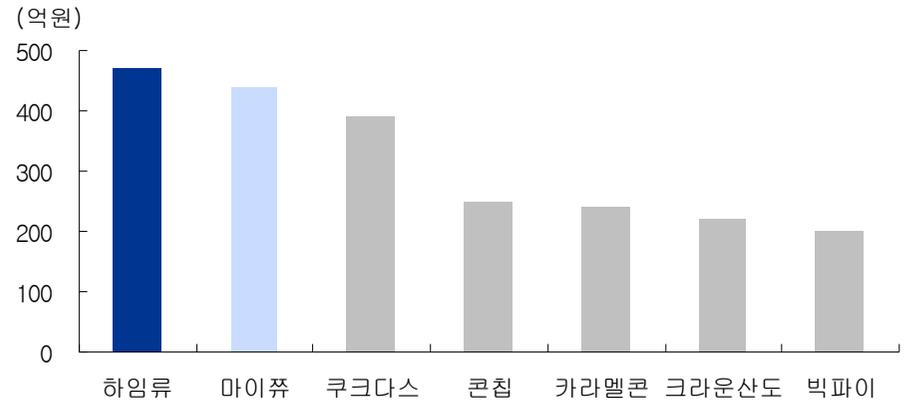
- 1) 기저효과 존재(원부재료가격 상승, 판관비 부담 등)
- 2) 판매량 증가에 따른 고정비 감소 효과
- 3) 상반기부터 안정적인 원가 흐름 지속

K-IFRS 별도 기준 실적



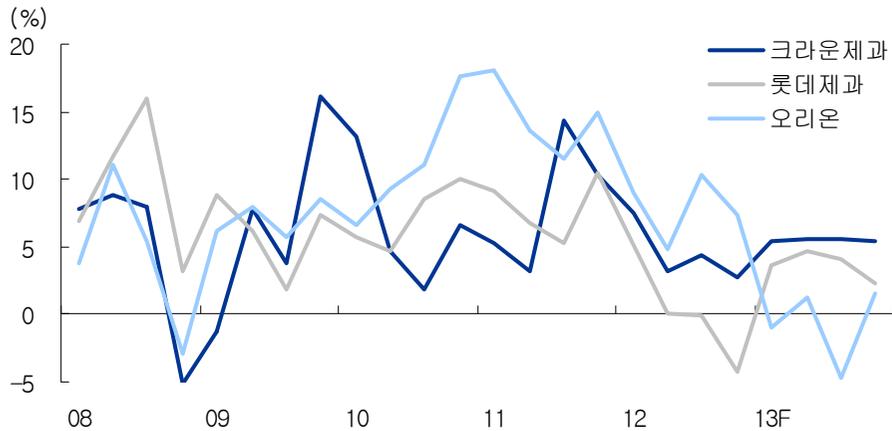
자료: Quantwise, IBK투자증권

주요 메가브랜드의 연간 매출액



자료: 크라운제과, IBK투자증권

국내 제과업체 매출성장률 비교



자료: 각 사, IBK투자증권

13. 크라운제과(005740): 제과시장 내 성장성 부각, 기업가치 상승 가능!

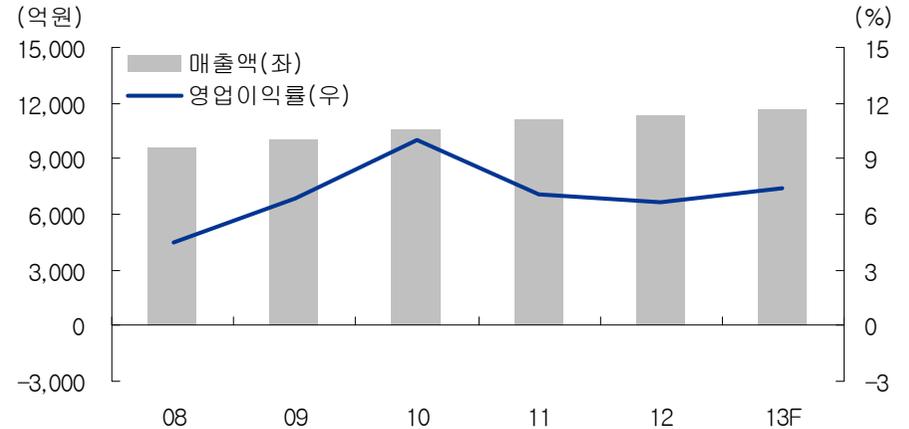
▶ 자회사 해태제과 실적은 다소 부진한 것으로 파악

- : 3Q 매출액 1,980억원과 영업이익 148억원 예상
- : 기저효과에도 불구하고 전년 수준에 그칠 전망, 빙과 기상여건 악화 때문
- : 최근 Calbee, Glico 등과 제휴하여 제품 라인업 확장 중인 점은 긍정적
- : 해태제과 반영하여 3Q 연결 매출액 3,036억원과 영업이익 197억원 예상

▶ 투자 의견 매수와 목표주가 370,000원 유지

- : 업종 내 Valuation 매력 부각, 매수 관점 유지
- 1) 안정적인 성장세 지속 중
- 2) 2014년 예상 PER 9.9배로 업종 내 저평가
- 3) 해태제과 수익성 개선 시 Valuation 매력은 더욱 부각될 전망

K-IFRS 연결 기준 실적



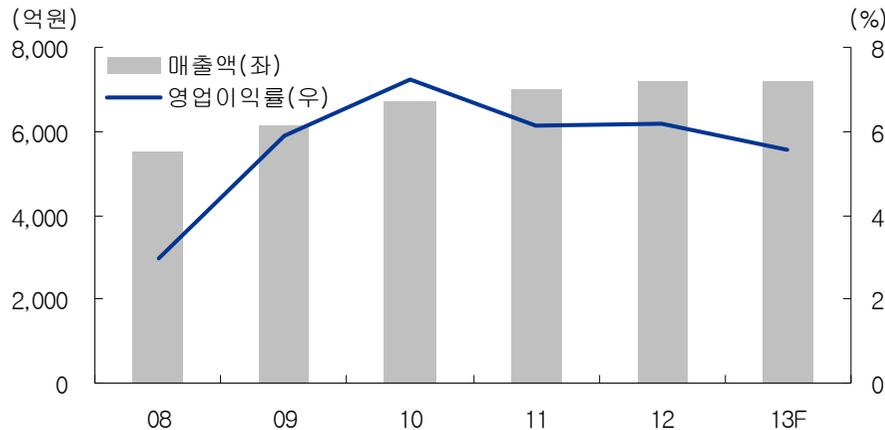
자료: Quantwise, IBK투자증권

요약 재무제표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,113	1,134	1,162	1,197	1,239
영업이익	79	76	86	93	102
세전이익	40	49	50	55	63
지배주주순이익	21	34	37	40	46
EPS(원)	13,304	21,435	23,362	25,442	29,093
증가율(%)	23.3	61.1	9.0	8.9	14.3
영업이익률(%)	7.1	6.7	7.4	7.8	8.2
순이익률(%)	2.0	3.4	3.3	3.5	3.8
ROE(%)	12.7	18.8	18.0	16.8	16.3
PER	12.0	9.4	10.8	9.9	8.7
PBR	-11.4	-130.9	14.9	6.1	3.6
EV/EBITDA	7.2	8.3	7.8	7.1	6.4
차입금/EBITDA	5.0	5.1	4.3	4.0	3.3
현재가 (10/4)		253,000원	시가총액		382 십억원
목표주가		370,000원	발행주식수		1,565 천주
상승여력		46.2%	60일 평균거래대금		0 십억원
52주 최고가/최저가		281,000원 / 182,500원	외국인 지분율		0.6%

자료: Quantwise, IBK투자증권

해태제과 실적



자료: 크라운제과, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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

투자의견 안내

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

Not Rated

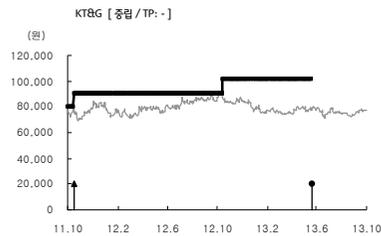
◆적극매수

▲매수

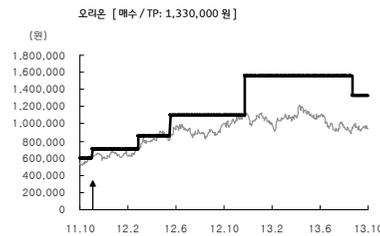
●중립

■비중축소

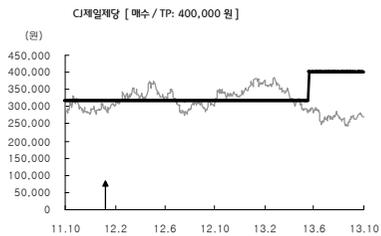
KT&G



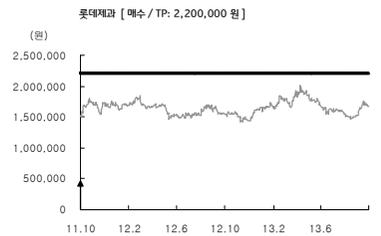
오리온



CJ제일제당



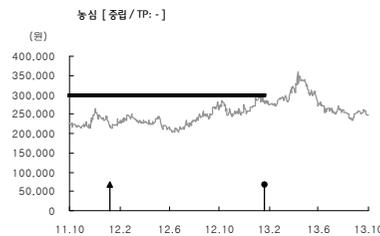
롯데제과



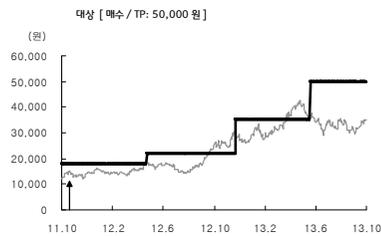
하이트진로



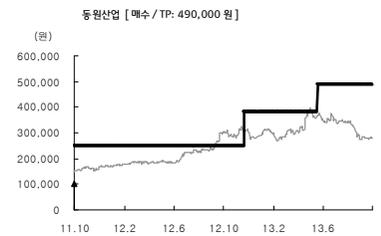
농심



대상

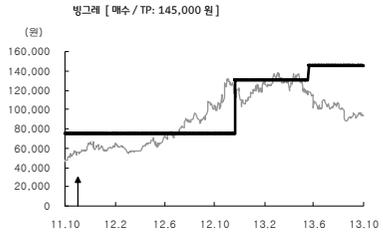


동원산업



Compliance Notice

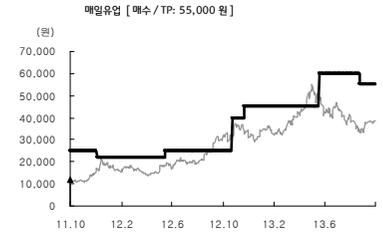
빙그레



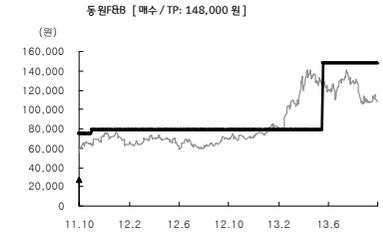
롯데푸드



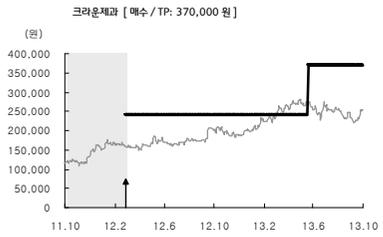
매일유업



동원F&B



크라운제과



Memo



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
임진균	센터장	총괄	6915-5504	jklim@ibks.com

투자전략팀

서동필	팀장	Strategist	6915-5665	dpsuh@ibks.com
이혁재	연구위원	Credit Analyst	6915-5651	hj.lee@ibks.com
나중혁	연구위원	Economist	6915-5652	jhna73@ibks.com
김순영	연구위원	Market Analyst	6915-5753	kimsy@ibks.com
박옥희	선임연구원	Global Strategist	6915-5672	marble@ibks.com
김수만	선임연구원	Fixed Income Strategist	6915-5126	namus12@ibks.com
윤영교	선임연구원	Economist	6915-5660	skyhum00@ibks.com
안현국	연구원	Quantitative Analyst	6915-5470	gook@ibks.com
김정현	연구원	시황 (RA)	6915-5792	john@ibks.com

기업분석1팀

김장원	팀장	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
박병철	수석연구위원	철강/비철금속	6915-5655	bcpark@ibks.com
박진형	연구위원	은행/증권/카드	6915-5668	jhpark@ibks.com
홍진호	선임연구원	기계	6915-5723	siggy00@ibks.com
이충재	선임연구원	에너지/석유화학	6915-5683	twim2000@ibks.com
박애란	선임연구원	음식료/담배	6915-5679	aeranp@ibks.com
안주원	연구원	통신서비스/지주 (RA)	6915-5773	jw.ahn@ibks.com
홍승일	연구원	금융 (RA)	6915-5669	sihong@ibks.com
심영주	연구원	음식료 (RA)	6915-5673	yjshim@ibks.com

기업분석2팀

이승우	팀장	반도체/IT	6915-5771	swleesw@ibks.com
안지영	연구위원	유통/화장품	6915-5675	jyahn@ibks.com
이선애	선임연구원	엔터/레저/인터넷/게임	6915-5664	annelee@ibks.com
어규진	선임연구원	디스플레이/IT	6915-5681	kjeo@ibks.com
손주리	연구원	교육/제지	6915-5717	sodomysh@ibks.com
이양중	연구원	IT (RA)	6915-5666	yj.lee@ibks.com
박찬은	연구원	유통 (RA)	6915-5670	cepark@ibks.com

SME분석팀

유욱재	팀장	SME분석/기술적분석	6915-5323	oneupyoo@ibks.com
김종우	연구위원	SME분석	6915-5776	081239@ibks.com
김인필	연구위원	SME분석	6915-5419	ipkim01@ibks.com
신근호	연구원	SME분석	6915-5671	kh.shin@ibks.com
최광현	연구원	SME분석	6915-5764	richmaker@ibks.com



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000 | 고객센터팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02. 6915. 2626	분당지점	031. 778. 8050	해운대WM센터	051.664.8900
IBK본점	02. 6932. 2001	삼성동지점	02. 2051. 5858	SME WORLD 남동공단점	032. 819. 3399
가산디지털지점	02. 2028. 6300	서초지점	02. 3486. 8888	SME WORLD 성서공단점	053. 592. 0066
광주지점	062. 382. 6611	인천지점	032. 427. 1122	SME WORLD 안산지점	031.493.2210
대구지점	053. 752. 3535	역삼지점	02. 567. 9111	SME WORLD 구미점	054.458.9600
대전지점	042. 477. 7500	압구정지점	02. 6932. 5001	SME WORLD 창원점	055.263.2711
목동지점	02. 2062. 8888	일산지점	031. 904. 3450		
반포지점	02. 535. 2400	잠실지점	02. 2202. 0073		
부산지점	051. 608. 9200	평촌지점	031. 382. 9800		

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.