IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

매일유업 (005990)

매수 (유지)

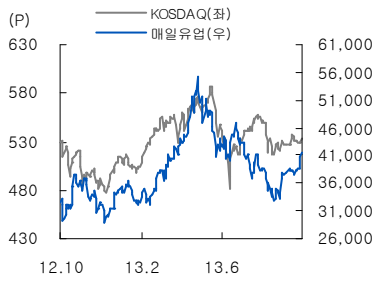
목표주가	55,000원
현재가 (10/11)	41,350원
KOSDAQ (10/11)	532.60pt
시가총액	554십억원
발행주식수	13,400천주
액면가	500원
52주 최고가	55,300원
최저가	29,050원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	3.3%
배당수익률 (12.12월)	0.3%

주주구성	
김정민 외 8인	39.41%
진암복지법인	10.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	12%	-3%	31%
절대기준	11%	-1%	32%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	55,000	55,000	-
EPS(13)	2,091	2,108	▼
EPS(14)	2,829	2,764	▲

매일유업 주가추이



박 애 란

02 6915 5679
aeranp@ibks.com

국내 생산기반의 핵심, 평택에 가다!

평택공장, 유아식품을 비롯하여 주력 품목 대부분을 생산

평택공장은 동사의 생산기반 핵심이며, 동양 최대 규모의 유아식품(조제분유/특수분유/유아식 등) 전문 공장이다. 조제분유 생산에 있어 가장 중요한 드럼 드라이어를 비롯하여 최첨단 설비를 갖추고 있으며 유제품에서도 국내 최초로 ESL 설비를 구축하여 품질을 향상시켰다. 일평균 생산능력은 조제분유 10만캔(400g), 이유식 4만캔(260g) 등이며 동사의 주력 품목 대부분을 생산하는 만큼 올해에도 판매호조에 따라 매출액 4,621억원(+5.5%, yoy)을 달성할 전망이다.

국내외 조제분유 판매호조, 전사적인 수익성 향상 견인

최근 동사의 국내외 조제분유 판매호조가 뚜렷하다. ①국내에서는 올해 1월에 진행된 제품 리뉴얼에 대한 소비자 평가가 긍정적이며 특히, '앱솔루트궁(매출비중 약 30%)'은 유기농 분유로 전환된 이후 1~8월 누적 판매량이 전년동기대비 32%나 증가했다. ②2007년에 진출한 중국에서는 동사 제품의 우수한 품질에 대한 언론보도, 매장점주의 추천 빈도수 증가 등에 따라 고성장 중이며 올해에는 프리미엄 신제품 출시, 유통채널 다변화 등을 통해 매출액 300억원을 달성할 전망이다. 이러한 판매호조에 따라 향후 Capa 증설과 생산성 향상이 동반될 것으로 보이며 조제분유가 동사의 Cash Cow인 만큼 전사적인 수익성 향상이 예상된다. 또한 유제품의 유통기한 제약 상 수출 확대가 어렵다는 편견을 깨고 성장성과 수익성을 동시에 확보할 수 있는 만큼 Valuation Level-up 근거는 충분하다.

투자의견 매수와 목표주가 55,000원 유지

평택공장 견학 결과 동사의 조제분유 경쟁력은 충분하다고 판단된다. 또한 5~9월 제품가격 인상 지연과 중국 수출 차질 우려도 현재는 모두 해소되었기 때문에 하락했던 주가도 정상화될 전망이다. 또한 지난해를 기점으로 Valuation multiple이 상향 조정된 근거 중 훼손된 바는 없고 오히려 제품가격 인상과 고수익품목의 매출비중 확대 등 긍정적 요인이 발생했다. 상기한 점을 고려할 때 동사의 펀더멘털은 여전히 매력적이며 투자의견 매수와 목표주가 55,000원을 유지한다.

(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	20	30	41	49
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	19.8	14.6	12.3
PBR	0.9	1.4	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.6	9.1	13.2	9.4	8.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

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

131013/20131013155402

국내 생산기반의 핵심, 평택에 가다!

최근 동사의 조제분유사업에 대한 관심이 높아지고 있다. 따라서 당사는 생산기반의 핵심이자 유아식품(조제분유/특수분유/이유식 등) 생산거점인 평택공장을 방문하고 동사의 경쟁력을 확인했으며, 투자자들에게 전반적인 내용을 전달하기 위해 본 자료를 작성했다.

평택공장은?

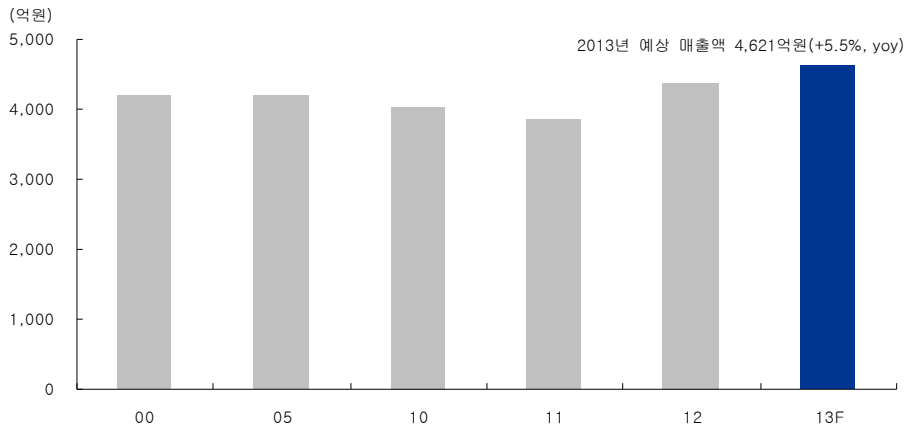
평택공장은 동양 최대 규모의 유아식품 전문 공장

평택공장은 1974년 5월에 준공된 동사의 2번째 공장이다. 현재 전국 7개 공장 중 메인이며 단일 유제품 생산공장으로서는 동양 최대 규모의 유아식품 전문 공장으로 자리 잡았다. 토지면적은 26,187평(건축면적 13,258평)이며 조제분유 생산에 있어 가장 중요한 드럼 드라이어, 이미지분석기, PCR(Polymerase Chain Reaction; 연쇄중합반응기) 등 최첨단 설비를 갖추고 있다. 유아식품 외에 유제품에서도 국내 최초로 ESL(Extended Shelf Life; 유통기한 연장) 설비를 구축하여 품질을 향상시켰다. 일일 원유 집유량은 380톤, 저장능력은 600톤, 처리능력 1,200톤(분유 800톤/액상 400톤)이며 유아식품, 유음료, 발효유, 유지류 등을 주로 생산한다.

2013년 매출액은 전년대비 5.5% 증가 예상

2012년 평택공장 매출액은 4,379억원으로 전년대비 13.4% 증가했다. 이는 2011년 기저효과(3월 조제분유 안전성 이슈 여파)가 존재하는 가운데 전반적인 판매량이 증가했기 때문이다. 동사의 주력 품목 대부분을 생산하는 만큼 올해에도 판매호조가 반영되어 매출액 4,621억원(+5.5%, yoy)을 달성할 전망이다.

그림 1. 매일유업 평택공장 매출액



자료: 매일유업, IBK투자증권

표 1. 매일유업 공장 개요

구분	광주	**평택**	경산	아산	영동	청양	상하
준공일자	1973.12.12	**1974.05.10**	1978.10.10	1991.02	1999.09.16	2002.05.30	2003.11.19
토지규모	10,894	**26,047**	12,480	4,650	44,721	23,638	24,200
건축규모	1,338	**11,212**	1,971	1,400	4,384	3,906	7,062
원유 집유량	210	**350**	180	–	–	250	–
원유 저장능력	350	**600**	350	–	60	300	–
원유 처리능력	200	**1,200**	300	–	50	500	240
주요 생산제품	우유	**조제분유**	발효유	식품원료	컵커피	발효유	치즈

주: 토지규모, 건축규모는 평 기준, 집유량, 저장능력, 처리능력은 (톤/일) 기준
자료: 매일유업, IBK투자증권

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권
131013/20131013155402

조제분유 생산과정은?

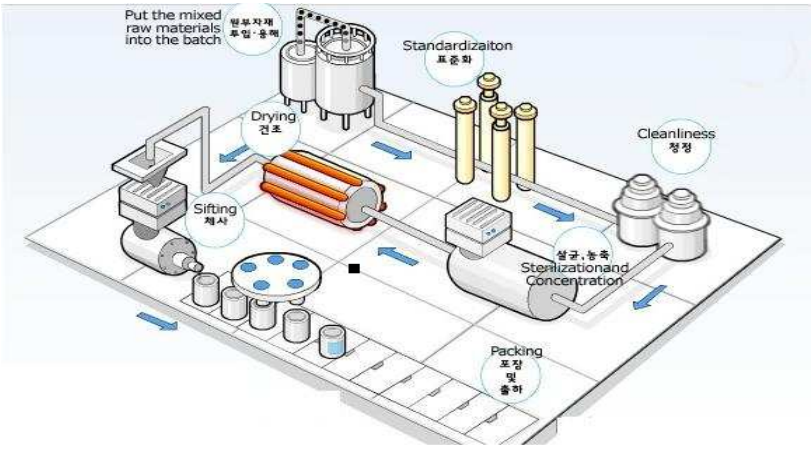
일반적으로
6단계에 걸쳐
조제분유 생산

조제분유는 원재료 투입/용해→표준화→청정→살균/농축→건조→체사과정을 거쳐 생산된다.

①원재료 투입/용해: 집유된 원유에 50여가지 영양성분을 추가하여 모유(母乳)화한다.
②표준화: 영양성분이 조정된 원유를 탱크에 보관하고 분유 성격에 따라 원료를 표준화한다.
③청정: 5,400RPM 속도의 원심 분리기를 이용하여 이물질을 100% 제거한다.
④살균/농축: 120±5℃에서 5~7초간 고온 살균하고 제품 규격에 맞추어 농축한다.
⑤건조: 농축된 우유를 드라이어에 넣어 분말화하고 수분 함량을 5% 이하로 맞춘다.
⑥체사: 만들어진 분말을 체사기에 넣어 마무리한다.

참고로 위의 생산과정에서 필수적으로 가열처리에 의한 살균과정을 거치고 다량의 수분을 증발시켜야 하기 때문에 영양적 손실이 클 것 같으나 실제로는 미미하다. 그 이유는 고온에서 순간적으로 살균하고 다중효용농축관을 이용하여 진공감압농축방법을 쓰기 때문이다.

그림 2. 조제분유 생산과정



자료: 매일유업, IBK투자증권

매일유업의 경쟁력은?

동사의 경쟁력
1)캔 내부 생산
2)우수한 드라이어 설비
3)철저한 품질 검사 시스템
4)국내 유일의 모유연구소

첫째, 조제분유 캔도 유일하게 내부 생산한다. 이는 외주 공급받는 타사와 차별화되는 점이며, 외부 조달~이동 시의 유해물 유입 가능성을 제거하고 안전성을 높일 수 있는 방법이다.

둘째, 드라이어 설비가 뛰어나다. 조제분유 생산에 있어 가장 중요한 설비는 드라이어다. 드라이어는 원유를 고온에 말려 분말 형태로 만들고 분사시키는 기계이며, 생산라인이 1개인 조제분유 특성 상 생산 효율성에 큰 영향을 미친다. 동사는 동양 최대 규모의 드라이어를 보유하고 있으며, 향후 생산성 향상을 위한 투자도 진행될 전망이다.

셋째, 품질 검사 시스템이 철저하다. 동사는 10분에 1번씩 샘플링 검사를 한다. 이는 국내뿐만 아니라 글로벌 업체와 비교해봐도 빈도수가 높은 편이며, 안전성 강화에 노력하고 있다.

넷째, 국내 유일의 모유연구소를 가지고 있다. 2012년 모유연구소를 설립하여 조제분유의 원료를 모유에 가깝게 만들고 알레르기질환, 선천성 대사 이상 환아 등을 위한 특수분유(총 18종)를 개발하고 있다.

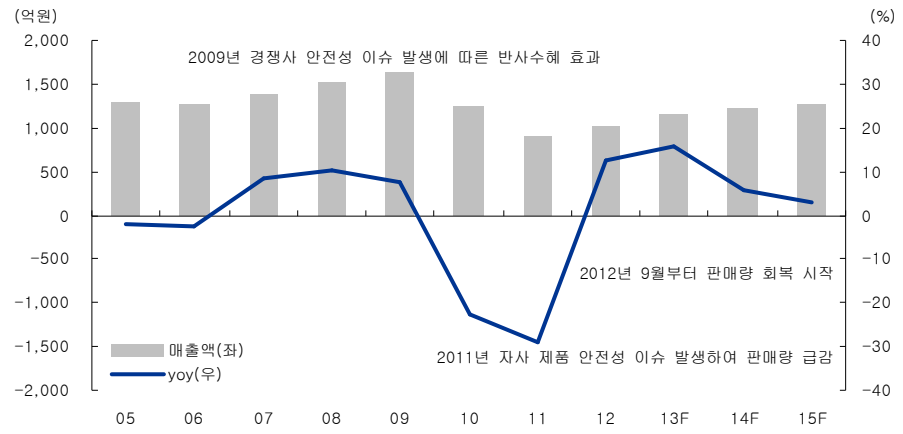
131013/20131013155402

국내 조제분유사업 현황은?

1월에 진행된 제품 리뉴얼 반응 긍정적, 판매량 증가에 기반한 실적향상 전망

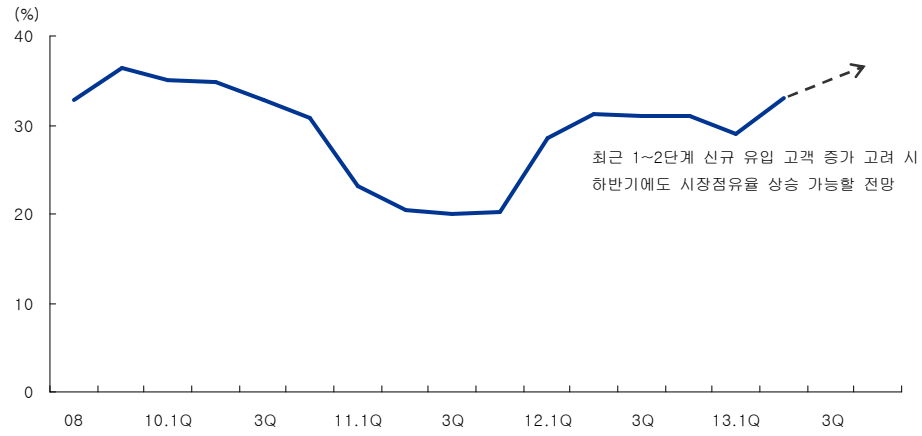
최근 동사의 조제분유 판매량 증가가 뚜렷하다. 그 이유는 2011년 3월 안전성 이슈 이후 급감했던 판매량이 2012년 9월부터 서서히 회복했고, 올해 1월에 진행된 제품 리뉴얼 효과가 긍정적이기 때문이다. 연초 동사는 주요 품목인 '앱솔루트명작(매출비중 약 65%)'을 모유에 가까운 분유로, '앱솔루트궁(약 30%)'을 유기농 분유로 리뉴얼했으며 특히 '앱솔루트궁'에 대한 소비자 평가가 매우 좋아 8월 누적 판매량이 전년동기대비 32% 증가한 것으로 파악된다. 지난 상반기 국내 조제분유 매출액도 전년동기대비 18.8% 증가한 597억원을 기록했고 연간 기준 1,166억원(+15.7%, yoy)을 달성할 전망이다. 또한 최근 1~2단계 신규 유입 고객이 늘어난 점을 고려할 때 향후 3~4단계 구매로 이어질 가능성이 크며, 조제분유가 동사의 Cash Cow인 만큼 전사적인 수익성 향상이 예상된다.

그림 3. 국내 조제분유 매출액



자료: 매일유업, IBK투자증권

그림 4. 국내 조제분유 시장점유율



자료: 매일유업, IBK투자증권

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권
131013/20131013155402

중국 조제분유사업 현황은?

국내 성장성 정체 우려는 중국 수출 확대 통해 해소

상기한 국내 조제분유 판매량 증가는 매우 긍정적이다. 하지만 국내 시장에서는 결혼연령 상승, 출산율 하락, 모유 수요 확대 등으로 인해 장기적인 성장성을 기대하기는 어려우며 동사의 중국 조제분유 수출 확대가 중요한 이유도 바로 이 때문이다.

중국 분유 수출 확대 지속, 장기 성장성 확보하여 Valuation Level-up 가능

동사는 2007년부터 '앱솔루트명작(현지 브랜드 金典名作)'을 통해 중국 조제분유시장에 진출했다. 지난해 동사의 우수한 품질에 대한 언론보도(2월 CCTV 방송), 현지 내 한국산 선호도 상승, 매장점주의 평택공장 방문 이후 추천 빈도수 증가 등에 따라 연간 수출액은 140억원(2011년 70억원)으로 급증했으며 올해에는 1)3월 프리미엄 신제품 '앱솔루트궁' 출시와 2)유통채널 다변화 등을 통해 300억원을 달성할 전망이다. 고부가가치 품목인 만큼 수익성 향상이 예상되며 현지 시장 규모가 11조원(최근 5년간 CAGR 27.0%, 2016년 23조원 전망)에 달하는 점을 고려할 때 성장 잠재력도 충분하다. 또한 유제품의 유통기한 제약 상 수출 확대가 어렵다는 편견이 깨진 만큼 Valuation Level-up 근거는 충분하다고 판단된다.

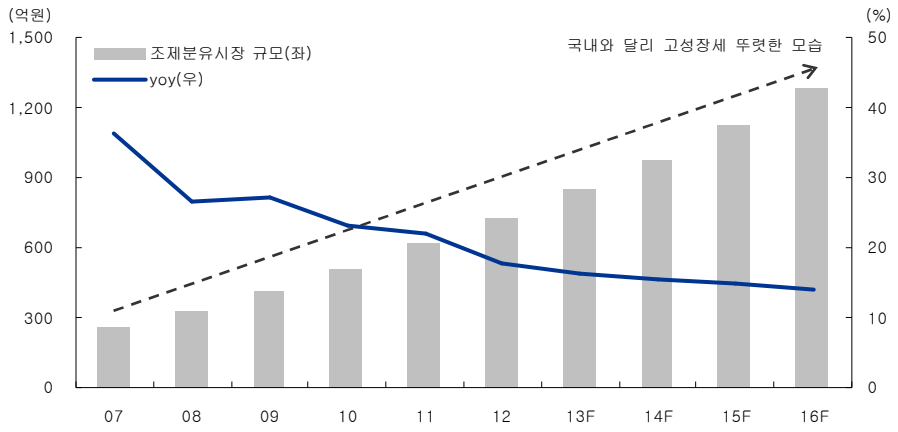
5월 수출 차질 우려 확산, 하지만 우려 해소된 현재는 주가 정상화 가능

지난 5월 중국 정부가 수입 분유업체에 대한 규제를 강화(6개 분유회사에 과징금 6.7억위안 부과, 부당한 가격 인상이 이유)함에 따라 동사의 수출 차질 우려가 불거졌고 주가도 하락했다. 하지만 동사의 2분기 중국 수출액은 74억원을 기록했으며 신제품 초도 물량 효과가 반영된 1분기 110억원보다는 감소했으나, 5월에 수출이 잠시 중단되었던 점을 고려할 때 매우 양호했다. 3분기에도 중국 조제분유 수출 호조는 이어진 것으로 파악되며 연간 수출액도 예상치에 부합할 전망이다. 지금은 수출 확대를 통한 장기 성장성 확보에 주목해야 하며, 수출 부진 우려가 해소된 현 시점에서는 매수 관점에서 접근할 필요가 있다.

매장당 매출액 증가와 매장 확대에 따라 고성장세 지속할 전망

동사는 중국 내 총 대리상 1개→지역 대리상 150개를 통해 영유아용품 전문매장에 조제분유를 판매 중이다. 매장수는 2011년 2,400개→2012년 3,000개→현재 3,600개→연말 3,800개로 증가할 전망이며 올해 매장당 매출액은 789만원으로 전년대비 69.2% 증가할 전망이다. 현지 영유아용품 전문매장이 약 50,000개에 달하는 점을 고려할 때 성장 잠재력은 충분하며 시장입지 강화와 유통채널 다변화(기술력 뛰어난 특수분유 내세워 병원 네트워크 구축, 자회사 제로투세븐과 온라인사업 연계 등)를 통해 고성장할 것으로 예상된다. 국내 조제분유시장의 성장성 정체 우려가 큰 가운데 중국 사업을 확대함으로써 성장성과 수익성을 동시에 확보할 수 있다고 판단된다.

그림 5. 중국 조제분유시장 규모



자료: 매일유업, IBK투자증권

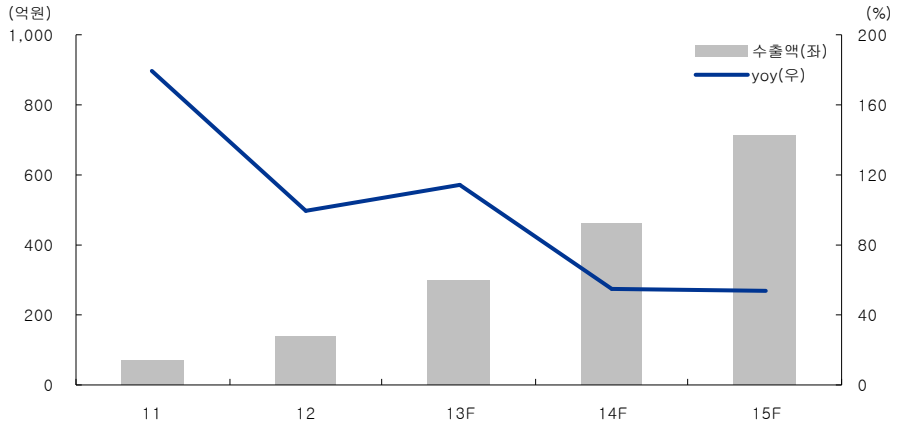
131013/20131013155402

표 2. 중국 조제분유 실적 현황 및 전망 (단위: 억원, 개, 만원, %)

구분	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	70	140	300	464	712
yoy		100.0	114.3	54.7	53.3
매장수	2,400	3,000	3,800	4,200	4,600
매장당 매출액	292	467	789	1,105	1,547
yoy		60.0	69.2	40.0	40.0
영업이익	7	18	45	70	107
yoy		157.1	150.0	54.7	53.3

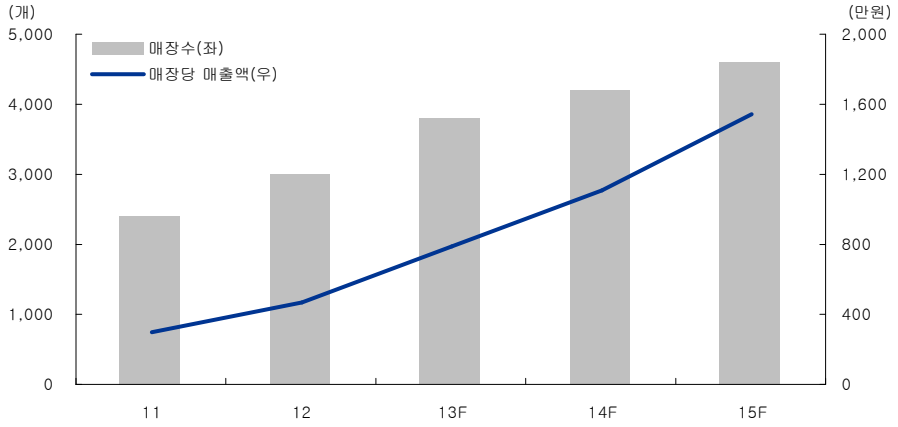
주1: 매장수와 매장당매출액 증가율은 당사 가정치
주2: 영업이익률은 현재 수준인 15% 동일 가정, 현재 상황에서 대규모 마케팅비용이 발생할 가능성은 낮다고 판단
주3: 현재까지의 매장수 및 매장당 매출액 증가 추세를 고려할 때 보수적인 가정이라고 판단
자료: 매일유업, IBK투자증권

그림 6. 중국 조제분유 수출액



자료: 매일유업, IBK투자증권

그림 7. 중국 내 매장수와 매장당 매출액 추이



자료: 매일유업, IBK투자증권

131013/20131013155402

중국의 기술력이 뒷받침되기까지는 오랜 시간이 필요

사실 '조제분유 최첨단 설비를 보려면 중국에 가라'는 말이 있을 만큼 중국의 하드웨어는 굉장히 뛰어나다. 하지만 생산과정, 관리, 기술력, 인력 등에서 차이가 크며 양질의 원유 수급조차 어렵다. 최근 중국 정부가 독보적인 외사 업체의 시장입지를 제한하고 자국 산업을 발전시키기 위한 조치를 취하고 있으나, 기술력이 뒷받침되기까지는 시간이 필요하다고 판단된다.

참고로 지난 8/11일 중국 국가식품약품감독관리총국(식약국)은 뉴질랜드산 박테리아분유 파동 이후 '영유아 조제분유 생산/허가요건에 관한 심사 세칙'을 발표했다. 이는 2008년 멜라민 파동 이후 인기를 끌었던 수입 분유에서도 안전성 이슈가 발생하자 업계를 구조조정하기 위한 조치로 풀이된다. 이 세칙에서 식약국은 식품안전관리인증(HACCP)과 식품/의약품 제조/품질관리 기준(GMP)을 적용하고 유제품업체 자체적으로 원유를 안정적으로 확보할 것 등을 요구하고 있다. 국내 조제분유업체 대부분은 HACCP을 포함한 다수의 인증을 보유하고 있으나 법적으로 GMP는 식품 중 건강기능식품에만 해당되어 있다. 만약 중국 정부에서 국내 업체에 대해서도 GMP 기준을 요구한다면 해외에서 인증 받을 수도 있으며, 현재 동사의 품질을 볼 때 어려운 요건은 아니다. 또한 큰 그림에서 중국 정부가 식품의 고품질화를 진행하는 움직임인 만큼 동사는 오히려 수혜를 받을 수 있다고 판단된다.

표 3. 중국 조제분유시장 특징

구분	내용
특징 1	중국 영아 절반은 조제분유 수유
	중국 0~6개월 영아의 모유 수유 비율은 49.2%(중국 위생부 2005년 조사통계)에 불과
	다수의 영아가 혼합 수유 또는 조제분유 수유를 통해 성장하고 있음
	이에 따라 조제분유시장 규모는 지속 성장 중이며 미국에 이어 글로벌 2위 시장으로 격상됨
특징 2	가격보다 품질로 승부
	안전성과 품질로 승부하기 때문에 가격이 저렴한 로컬 브랜드보다 품질이 우수한 외사 점유율이 더 높음
	잉통왕(www.baobei360.com)에 의하면 2011년 조제분유 베스트 상품 1~10위가 모두 외사였음
	1위 Mead Johnson에 이어 2~5위는 Dumex, Ausnutria, Nestle, Wyeth 등으로 랭크

자료: KOTRA by Crediteyes, IBK투자증권

표 4. 중국 조제분유 시장점유율 상위업체 (단위: 억위안, %)

구분	2007	2008	2009	2010	주요 브랜드	비고(최근 가격 인상 내용)
시장규모	257	325	414	509	–	2016년 23조원 전망
yoy	36.4	26.6	27.2	23.2	–	최근 5년간 CAGR 27.0% 기록
업체별 시장점유율						
Mead Johnson	8.9	9.5	9.9	10.6	Enfamil, Enfagrow	2010년 2월 8%, 2012년 3월 10% 가격 인상
Beingmate	1.9	7.2	9.4	9.6	Beingmate	–
Danone	8.2	9.8	9.2	8.9	Dumex	2010년 패키징 리뉴얼 통해 15% 가격 인상
Inner Mongolia Yili	5.3	3.9	5.6	7.2	Yili	–
Shanghai Wyeth	4.7	5.2	6.3	6.7	S-26	2011년 12월 원가 상승 이유로 10~15% 가격 인상
Yashili	–	–	–	6.0	Yashili, Scient	–
Abbott	4.6	5.1	4.8	4.8	Gain, Similac	2010년 6월 8~10%, 2011년 6월 10% 가격 인상
Nestle	6.1	5.6	4.4	3.7	Lactogen	2010년 1월 이후 3~4차례 걸쳐 가격 25~30% 인상
Biostime	–	–	–	2.1	Biostime	–
Wonder Sun Dairy	2.0	2.1	2.6	2.0	Wonder Sun	–

주1: 시장규모는 2012년 731억위안→2013년 850억위안→2014년 981억위안 예상
주2: 2012년 Nestle가 Wyeth 인수
자료: 업계 자료, IBK투자증권

131013/20131013155402

투자의견 매수와 목표주가 55,000원 유지

펀더멘털 여전히 매력적, 투자의견 매수와 목표주가 55,000원 유지

5~9월 동사의 주가는 BW 발행(7/19일, 500억원 규모, 발행일 종가 기준 희석율 8%)과 원유가격 상승(8/1일, 834원→940원) 이후 제품가격 인상 논란/지연, 중국 조제분유 수출 차질 우려 등으로 인해 약세를 보였다. 하지만 단기 주가 하락 요인(제품가격 인상 지연과 중국 수출 감소 우려)은 해소되었고 2)중국 수출 확대를 통한 장기 성장성은 여전히 매력적이라고 판단된다. 또한 지난해를 기점으로 Valuation multiple이 상향 조정된 근거 중 훼손된 바는 없으며, 오히려 제품가격 인상과 고수익품목의 매출비중 확대 등 긍정적 요인이 추가적으로 발생했다. 상기한 바를 고려할 때 동사의 펀더멘털은 여전히 매력적이라고 판단되어 투자의견 매수와 목표주가 55,000원 유지한다.

131013/20131013155402

Appendix. 글로벌 조제분유업체 실적 및 투자지표

표 5. 글로벌 분유업체 투자지표

(단위: 미국달러, 백만달러, 배, %)

		NSRGY US EQUITY	ABT US EQUITY	MJN US EQUITY	600887 EQUITY	1112 HK EQUITY	002570 CH EQUITY	1230 HK EQUITY	SYUT US EQUITY	ADY US EQUITY
		NESTLE SA-SPONS ADR	ABBOTT LABORATORIES	MEAD JOHNSON NUTRITION CO	INNER MONGOLIA YILI INDUS-A	BIOSTIME INTERNATIONAL HOLDI	ZHEJIANG BEINGMATE TECHNOL-A	YASHILI INTERNATIONAL HOLDIN	SYNUTRA INTERNATIONAL INC	FEIHE INTERNATIONAL INC
현재가(10/11, 달러)		67.9	33.8	76.7	7.6	8.6	6.8	0.5	7.1	-
시가총액(백만달러)		218,942	52,467	15,529	15,472	5,181	4,367	1,662	407	-
매출액	2011	94,824	38,851	3,677	5,759	339	723	458	343	293
	2012	95,949	21,494	3,901	6,616	536	837	579	266	268
	2013F	103,663	22,051	4,133	7,910	780	1,088	730	342	-
영업이익	2011	14,110	6,424	774	224	100	84	48	43	11
	2012	14,284	1,894	870	261	159	114	89	-18	14
	2013F	15,626	4,152	950	425	225	171	115	40	-
영업이익률	2011	14.9	16.5	21.1	3.9	29.4	11.7	10.4	12.5	3.6
	2012	14.9	8.8	22.3	3.9	29.7	13.6	15.4	-6.6	5.3
	2013F	15.1	18.8	23.0	5.4	28.9	15.7	15.7	11.6	-
EBITDA	2011	17,425	9,468	849	337	102	99	60	55	17
	2012	19,007	12,572	947	406	163	131	102	-3	23
	2013F	19,583	5,009	1,033	603	225	181	131	31	-
순이익	2011	10,739	4,728	509	280	82	68	47	17	-1
	2012	10,912	579	605	272	118	81	74	-64	21
	2013F	12,017	3,170	662	441	163	128	93	20	-
순이익률	2011	11.3	12.2	13.8	4.9	24.1	9.3	10.4	4.9	-0.4
	2012	11.4	2.7	15.5	4.1	22.0	9.6	12.8	-24.0	7.9
	2013F	11.6	14.4	16.0	5.6	20.9	11.7	12.7	5.8	-
EPS	2011	3.36	3.03	2.48	0.17	0.14	0.11	0.01	0.29	0.00
	2012	3.42	0.36	2.96	0.17	0.20	0.13	0.02	-1.11	1.05
	2013F	3.82	2.01	3.26	0.21	0.26	0.20	0.03	0.34	-
PER	2011	18.2	37.6	24.8	18.1	12.6	22.6	10.9	17.4	8.9
	2012	18.6	-	21.5	20.5	15.7	18.4	12.3	-	7.3
	2013F	17.8	16.8	23.5	36.0	33.0	33.8	17.6	20.9	-
PBR	2011	3.0	3.6	-	5.4	3.4	3.2	0.9	3.5	0.3
	2012	3.1	3.9	725.8	4.8	5.0	2.8	1.4	9.4	0.6
	2013F	3.2	2.3	45.5	6.1	12.1	6.4	2.5	-	-
EV/EBITDA	2011	12.2	10.1	17.4	14.8	7.4	13.6	1.6	9.1	5.9
	2012	-	-	15.1	14.0	10.0	8.9	5.1	-	7.4
	2013F	12.7	10.2	15.6	24.1	22.1	22.0	9.6	21.0	-
ROE	2011	16.0	20.1	44.3	35.3	29.0	20.7	8.1	19.5	-0.1
	2012	17.4	2.3	42.5	25.7	34.6	15.5	11.9	-102.4	11.2
	2013F	17.2	13.2	287.0	21.6	37.4	19.5	14.6	-	-

주: FEIHE INTERNATIONAL INC는 Diamond Infant Formula Holding Limited에 합병되어 13년 6월 27일 거래정지
자료: Bloomberg, IBK투자증권

131013/20131013155402

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	976	1,072	1,427	1,582	1,761
증가율(%)	-10.7	9.9	33.1	10.8	11.4
매출원가	703	777	981	1,078	1,198
매출총이익	273	295	446	504	563
매출총이익률 (%)	28.0	27.5	31.3	31.8	32.0
판관비	259	269	408	450	499
판관비율(%)	26.6	25.1	28.6	28.5	28.4
영업이익	14	26	38	53	64
증가율(%)	-49.7	93.0	44.6	40.0	19.9
영업이익률(%)	1.4	2.5	2.7	3.4	3.6
순금융손익	-5	-5	-2	-1	-2
이자손익	-5	-4	-2	-1	-2
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	1	3	2	2
종속/관계기업손익	4	3	1	1	1
세전이익	12	26	40	54	65
법인세	7	6	10	13	16
법인세율	59.4	21.5	24.2	24.2	24.2
계속사업이익	5	20	30	41	49
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	20	30	41	49
증가율(%)	-82.1	337.4	48.6	35.3	19.1
당기순이익률 (%)	0.5	1.9	2.1	2.6	2.8
지배주주당기순이익	5	21	28	38	45
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	4	20	31	41	49
EBITDA	46	58	51	67	79
증가율(%)	-25.5	26.4	-11.9	31.2	16.7
EBITDA마진율(%)	4.7	5.4	3.6	4.3	4.5

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	274	292	474	536	524
현금및현금성자산	22	33	70	116	70
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	115	126	182	190	205
재고자산	124	114	181	189	204
비유동자산	338	336	306	287	362
유형자산	227	219	216	226	234
무형자산	4	6	8	8	8
투자자산	73	80	37	38	104
자산총계	612	628	780	823	886
유동부채	231	217	339	343	356
매입채무및기타채무	87	93	109	132	138
단기차입금	88	58	69	70	71
유동성장기부채	2	3	53	53	53
비유동부채	101	104	63	64	65
사채	50	50	0	-1	-2
장기차입금	31	31	30	30	30
부채총계	332	322	403	406	422
지배주주지분	279	304	338	374	418
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	59	65	65	65
자본조정등	-12	-8	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	-2	0	-8	-8	-8
이익잉여금	230	247	281	318	361
비지배주주지분	1	2	39	42	46
자본총계	280	306	377	417	464
비이자부채	161	177	248	252	267
총차입금	172	144	154	154	154
순차입금	150	111	84	39	84

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	370	1,581	2,091	2,829	3,369
BPS	20,480	22,261	24,598	27,308	30,557
DPS	125	125	125	125	125
밸류에이션(배)					
PER	49.4	19.8	19.8	14.6	12.3
PBR	0.9	1.4	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.6	9.1	13.2	9.4	8.7
성장성지표(%)					
매출증강율	-10.7	9.9	33.1	10.8	11.4
EPS증가율	-78.2	326.8	32.2	35.3	19.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	1.8	7.3	8.7	10.6	11.4
ROA	0.8	3.3	4.3	5.1	5.7
ROIC	1.4	6.3	8.6	10.2	11.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	118.6	105.1	106.8	97.5	90.8
순차입금 비율(%)	53.6	36.3	22.3	9.3	18.2
이자보상배율(배)	1.8	3.5	6.3	7.7	9.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.1	8.9	9.3	8.5	8.9
재고자산회전율	8.0	9.0	9.7	8.6	9.0
총자산회전율	1.6	1.7	2.0	2.0	2.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	11	60	0	61	39
당기순이익	5	20	30	41	49
비현금성 비용 및 수익	51	53	16	13	14
유형자산감가상각비	32	32	13	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-32	1	-35	8	-22
매출채권등의감소	-2	-13	-28	-8	-15
재고자산의감소	-30	6	-27	-8	-15
매입채무등의증가	13	7	17	23	6
기타 영업현금흐름	-12	-15	-11	-1	-2
투자활동 현금흐름	-37	-25	-33	4	-93
유형자산의 증가(CAPEX)	-33	-22	-25	-24	-22
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-2	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	2	24	-1	-66
기타	-2	-4	-31	29	-4
재무활동 현금흐름	34	-23	41	-20	8
차입금의증가(감소)	10	27	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	23	-49	41	-20	8
기타 및 조정	0	0	29	0	0
현금의 증가	8	12	37	45	-46
기초현금	13	22	33	70	116
기말현금	22	33	70	116	70

131013/20131013155402

Compliance Notice

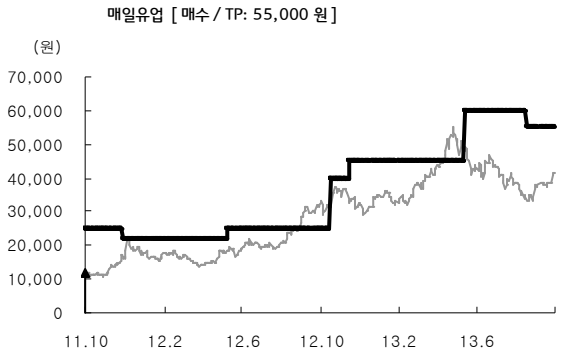
동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

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

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

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

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경



131013/20131013155402