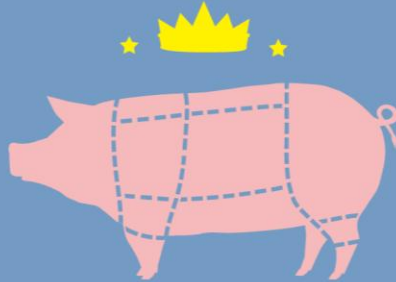


May.2016

SK 증권



## 육돈업: 캠핑철과 함께 뜬다!

김승 | 3773-8919

- 캠핑시즌 도래에 따른 소비증가로 하절기까지 돈육가격 강세 전망
- 양돈 계열화 본격화로 장기 성장동력 확보
- 팜스코(높은 돈육매출 비중), 팜스토리(적자사업 정리)에 관심



## 음식료/담배

# 육돈산업: 캠핑시즌과 함께 뜬다!

캠핑시즌 도래에 따른 돈육소비 증가로 올해 하절기까지 돈육가격 강세가 전망된다. 돈육가격은 생돈가격과 연동되기 때문에 돈육가격 강세는 양돈 및 가공/유통까지 수직계열화 체계를 갖춘 대형 업체에게 유리하다. 돈육매출 비중이 높고 재무구조가 우수한 팜스코, 적자사업 이관으로 이익 정상화가 기대되는 팜스토리에 관심이 필요한 시점이다.

### Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

### 국내 육돈업, 대형업체 위주로 재편

국내 육돈업체들은 사육두수 증가를 통한 대형화, 수직/수평 계열화를 통한 사업영역 확장 등 밸류체인 통합을 통해 수익성 악화에 대응하고 있다. 사료 및 돈육 가격의 변동성 증가, 질병으로 인한 관리의 어려움 등으로 인해 개별 농가들이 대형 업체들의 계열화 농장으로 편입되면서 육돈업 시장이 팜스코, 이지바이오 등 대형업체 위주로 재편되고 있다.

### 캠핑시즌 도래: 돈육소비 증가, 돈가 강세 전망

돼지 사육두수 및 모돈수가 각각 1,020 만마리/96 만마리 수준에서 안정적으로 관리되고 있어 돈육가격의 장기상승을 기대하기는 어렵다. 하지만 캠핑시즌 도래 및 캠핑인구 급증에 따른 돈육소비 증가, 15 년말~16 년초 자돈 사육두수 감소 등의 영향으로 올해 8 월말~9 월초까지는 돈육가격이 강세를 보일 것으로 전망된다. 돈육가격 강세시 수입량을 늘릴 수도 있으나 하절기 수요 증가는 주로 냉장육과 관련되기 때문에 돈육 수입량 증가의 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

### 팜스코, 팜스토리 등 유망

돈육 가격은 돼지(생돈) 가격과 연동되기 때문에 돈육가격 강세는 사료, 양돈 및 가공/유통까지 수직계열화 체계를 갖추고 있는 대형 업체들에게 유리하다. 돈육관련 매출 비중이 높고 재무구조가 안정적인 팜스코가 유망할 것으로 보인다. 중소형주 중에는 사업부문 조정을 통해 육계/가금 부문 등 적자 사업부를 이지바이오로 이관하고 있는 팜스토리의 이익 정상화가 기대된다.

# Contents

1. Investment Summary	3
2. 국내 육돈업 현황	4
3. 육돈업 최근 트렌드	8
4. 돈육가격 전망	14
5. 원재료 가격 하향 안정화	21
6. 투자유망종목	24
7. 개별기업분석	26
- 팜스코	
- 팜스토리	

## Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 5 월 18 일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. Investment Summary

### 1) 육돈업, 대형업체 위주로 시장 재편

국내 육돈업은 사료 및 돈육 가격의 변동성, 질병발생 횟수 증가로 인한 관리의 어려움, 수익성 악화를 극복하기 위해 밸류체인 통합작업이 꾸준히 이루어져 왔다. 주요 업체들은 사육두수 증가를 통한 대형화, 수직/수평계열화를 통한 사업영역 확장에 주력했다. 대형 업체들의 확장전략, 계열화 사업을 통한 개별 사육농가의 밸류체인 편입 등의 영향으로 현재 국내 육돈업 시장은 팜스코, 이지바이오 등 대형업체 위주로 재편되었다.

### 2) 하절기까지 돈육가격 강세 전망

2011년 구제역 및 이를 회복하는 과정에서 돈육가격의 변동성이 크게 증가했다. 구제역으로 급하게 도입했던 F2 모돈 도태의 영향으로 2014년 돈육가격이 크게 상승했으나 정상적인 F1 모돈 공급이 회복된 2015년 하반기부터 돈육가격은 안정세를 보였다. 현재 돼지 사육두수 및 모돈수는 각각 1,020 만마리/96 만마리 수준에서 안정적으로 유지되고 있어 돈육가격의 추세적 상승을 기대하기는 어렵다. 하지만 캠프시즌 도래와 함께 돈육 소비가 증가하고 있고, 15년 말~16년초 자돈 사육 마릿수가 감소한 영향으로 올해 8~9월초까지는 돈육가격 강세가 전망된다.

### 3) 팜스코, 팜스토리 유망

돈육가격은 돼지(생돈) 가격과 연동되기 때문에 돈육가격 강세기에는 양돈 및 가공/유통까지 수직계열화 체계를 갖추고 있는 업체가 유리하다. 매출에서 돼지고기 관련 비중이 높고 재무구조가 안정적인 팜스코가 유망할 것으로 보인다. 중소형주 중에는 사업부문 조정을 통해 적자가 발생하고 있는 육계/가금 사업을 이지바이오로 이관하고 있는 팜스토리의 이익 정상화가 기대된다.

## 2. 국내 육돈업 현황

### 1) 육돈업 VS 양돈업

육돈업이란 돼지 사육에서 도축/가공까지 일련의 밸류체인을 모두 일컫는 용어이며, 돼지를 키우는 ‘양돈업’보다 포괄적인 개념이다. 팜스코, 이지바이오 등 국내 주요 업체들은 사료부터 양돈, 도축/가공까지 수직계열화를 이루고 있는 경우가 많아 ‘양돈업’보다 ‘육돈업’ 밸류체인 전체를 보는 것이 국내 돈육시장에 대한 이해도를 높일 수 있는 방법이다. 돈육가격 및 곡물가격의 높은 변동성, 구제역/PED 등 질병 발생횟수 증가로 인한 관리의 어려움 및 수익성 악화를 극복하기 위해 밸류체인 단계별 통합 작업이 꾸준히 이루어졌기 때문이다.

#### 육돈업 주요 용어 설명

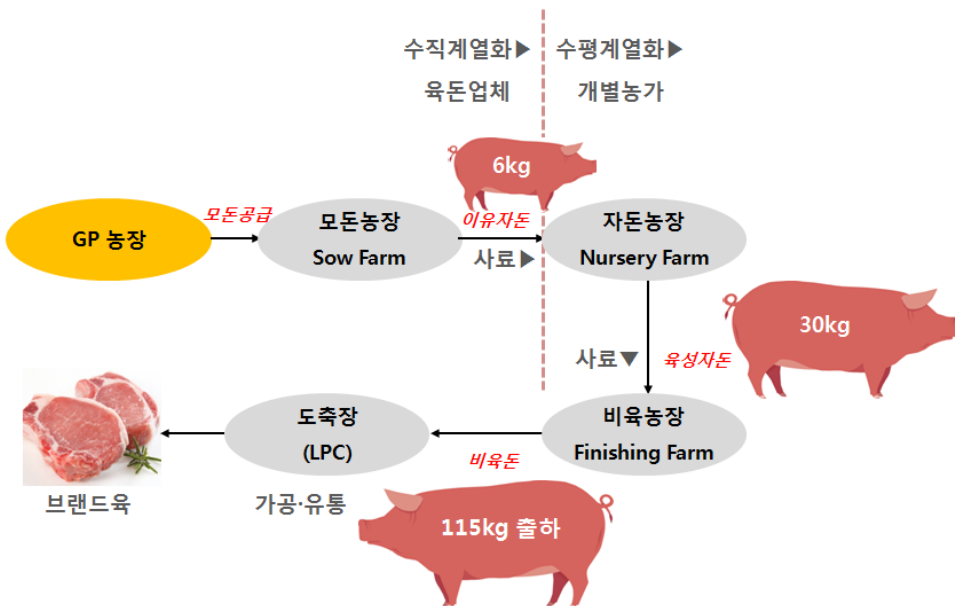
구분	설명
종돈	GGP(Landrace, Yorkshire, Duroc), GP 씨돼지
모돈	종돈(GGP, GP)로부터 생산되는 돼지 F1, PS
자돈	모돈으로부터 생산되는 돼지
포유자돈	모유수유를 하고있는 돼지
이유자돈	모유수유를 중단한 돼지, 사료 급여
비육돈	출하 가능할 정도로 생산된 돼지(약 115Kg)
육성자돈 농장	6Kg에 도달한 포유자돈을 30Kg까지 사육하는 농장
비육돈 농장	30Kg에 도달한 이유자돈을 115Kg까지 사육하는 농장
LPC	도축장, 축산물종합처리장(Livestock Packing Center)

자료: 팜스코, SK 증권

## 2) 육돈업 밸류체인: 사료에서 육가공까지

사료, 양돈(계열화 사업 포함), 도축/가공(지육 유통 포함), 육가공 등이 육돈업 밸류체인상 주요 사업영역에 속한다. 사료는 원재료 곡물(옥수수, 대두박 등)을 이용해 돼지 및 가축 생장을 위한 사료 및 사료 첨가를 생산하는 사업을 의미한다. 양돈업은 돼지를 길러서 출하하는 것을 지칭하며, 원종돈(GGP)-종돈(GP)-모돈(PS)-자돈-비육돈의 단계를 거쳐 출하하게 된다. 최근에는 생산비 상승에 따른 수익성 악화에 대응하기 위해 일반 농가에 자돈을 공급해 비육돈을 육성하게 하는 계열화 사업의 비중이 높아지고 있다. 도축/가공은 신선육 등 지육 생산/유통까지를 포함한다. 육가공은 돈육을 활용해 햄/소시지 등 가공제품을 만드는 사업이며, CJ 제일제당, 롯데푸드, 동원 F&B 등 주로 가공식품 업체가 돈육을 구매해 가공/판매하고 있다.

### 육돈업 밸류체인



자료 : 팜스코 SK 증권

### 3) 국내 주요 업체 및 사업영역

‘팜스코’, ‘선진’을 보유하고 있는 제일홀딩스(하림)그룹과 ‘이지바이오’, ‘팜스토리’를 보유하고 있는 이지바이오그룹이 국내 육돈업계의 양대산맥이다. 팜스코는 사료, 양돈, 도축/가공 및 육가공까지 육돈업 밸류체인상의 모든 사업을 영위하고 있다. 선진은 사료와 도축/가공(신선육) 사업을 영위하고 있다. 이지바이오는 팜스코와 비슷하게 육돈업 밸류체인 전반에 걸친 사업에 육계/오리 등 가금류 사업까지 영위하고 있다. 팜스토리는 사료(서울사료) 및 식육/육가공(마니커에프앤지, 성화식품) 사업을 영위하고 있으며 이지바이오의 자회사이다. 이지바이오의 자회사 중 이익기여도가 높아 실적에 많은 영향을 미친다. 이들 업체는 모두 육돈업 밸류체인에 속해있으나 업체별로 영위하는 사업이 달라 곡물가, 지육가 등 주요 원재료/제품 가격 변동에 따른 영향이 다르게 나타난다. 사료 부문은 옥수수, 대두박 등 원료 곡물 가격 하락시 마진 spread 확대 수혜를 기대할 수 있다. 양돈 부문은 원재료(사료) 가격 하락이 마진 개선에 유리하며, 구제역/PED 등 질병 발생에 따른 비용증가 리스크를 안고 있다. 돼지(생돈) 가격은 지육 가격과 연동되기 때문에 양돈과 도축/가공업은 돈육가격 상승시 마진 개선이 가능하며, 양돈과 도축/가공업을 같이 영위하는 업체가 마진개선 폭이 크게 나타난다. 지육을 원재료로 사용하는 육가공업은 돈육가격 상승시 원가율 상승으로 마진을 하락 리스크가 있다.

육돈업 주요 업체별 사업영역

그룹명	회사명	사업영역				
		사료	양돈	도축/가공	육가공	비고
하림 (제일홀딩스)	팜스코	○	○	○	○	
	선진	○		○		
이지바이오	이지바이오	○	○	○		육계/가금류
	팜스토리	○	○	○		육계/가금류

자료: 각사, SK 증권 정리

주: 팜스토리는 2014 년말 팜스월드 설립으로 계열화 사업 시작

제일홀딩스(하림그룹) 지분구조

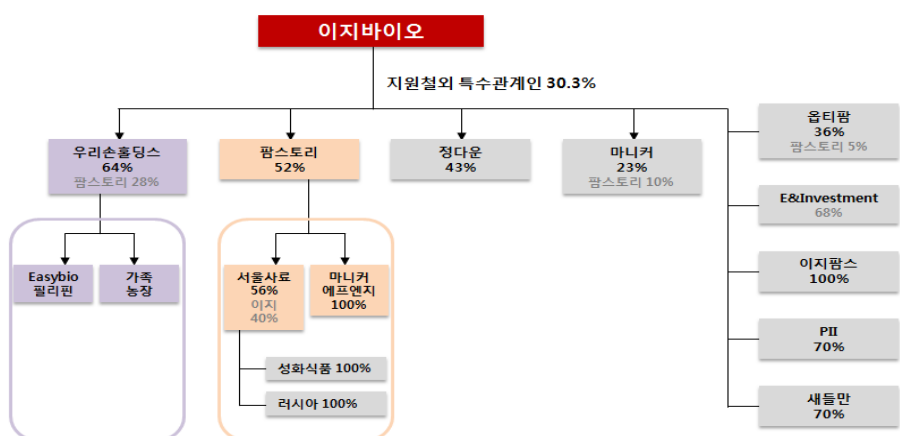
(단위 : %)



자료 : 팜스코, 하림홀딩스

이지바이오 지분구조

(단위 : %)



자료 : 이지바이오



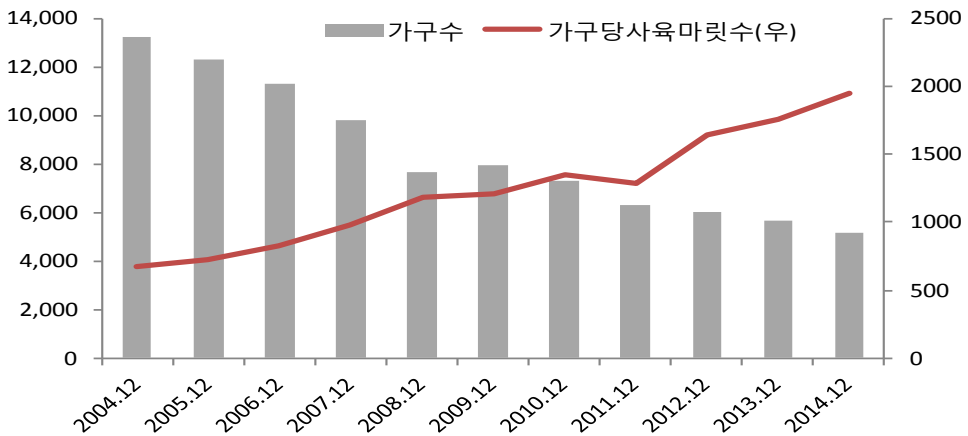
### 3. 육돈업 최근 트렌드

#### 1) 사육 가구수 감소, 가구당 사육두수는 증가

돼지가격 및 곡물가격의 변동성 증가, 구제역/PED와 같은 질병 유행으로 인한 관리의 어려움, 인건비 등 생산단가 상승으로 인한 수익성 악화 등 여러 요인으로 인해 사육 가구수는 꾸준히 감소추세를 보이고 있다. 개별 사육농가들은 사육규모 확대를 통해 수익성 악화에 대응하고 있다. 사육 규모가 커질수록 고정비 부담이 줄어들고 돼지 판매시 가격 협상력이 커지기 때문이다. 돼지사육 가구수는 2004년 15,266 가구에서 2014년 5,177 가구로 감소했고, 같은 기간 가구당 사육 마릿수는 671 마리에서 1,949 마리로 급격히 증가했다. 돼지 사육규모별 가구수를 보면 5,000~9,999 마리를 사육하는 가구수가 빠른 속도로 증가하고 있으며, 1,000 마리 이하, 1,000~2,000 마리 이하 소규모 사육 가구수는 지속적인 감소세를 보이고 있다.

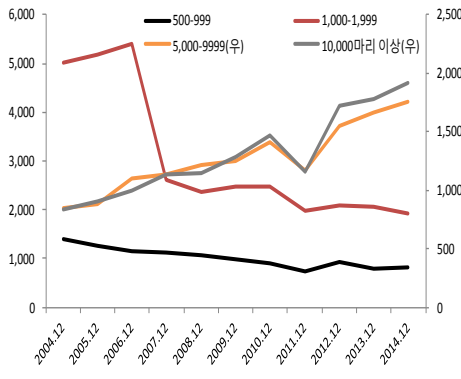
돼지사육 가구수 및 가구당 사육 마릿수 추이

(단위: 호, 마리)



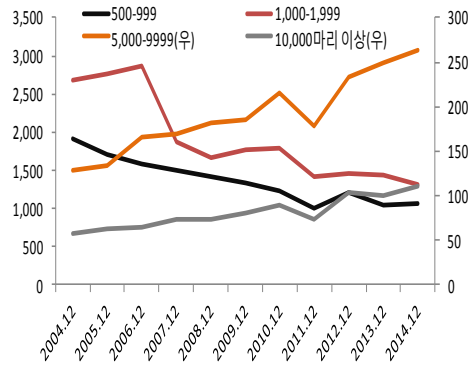
자료: 통계청

돼지 사육규모별 마릿수 (단위: 천마리)



자료: 통계청

돼지 사육규모별 가구수 (단위: 호)

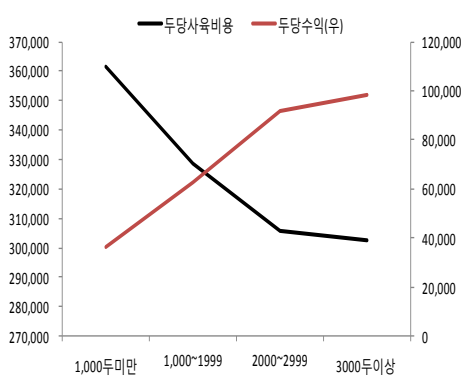


자료: 통계청

## 2) 사육두수가 많을수록 수익성 개선

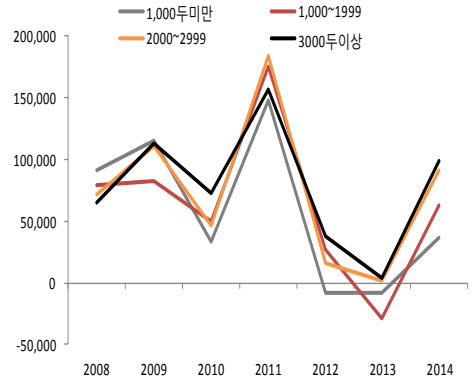
2014 년 기준 비육돈 마리당 수익은 평균 84,481 원으로 나타났다. 1,000 두 미만 사육 농가의 두당 수익은 36,111 원, 2,000~2,999 두 사육농가는 91,549 원, 3,000 두 이상 사육 농가는 98,379 원의 수익을 기록했다. 마리당 수익은 사육 두수가 많아질수록 수익성이 좋아지는 것으로 나타났으며, 2,000 두 이상 사육시 규모의 경제 효과가 나타나는 것으로 보인다. 돼지 두당 수익은 2011 년을 평균 156,277 원을 정점으로 2013 년 4,381 원으로 급격히 하락했으며, 2014 년 98,379 원을 기록하며 점차 회복세를 보이고 있다.

비육돈 두당 사육비 및 두당수익(2014) (단위: 원)



자료: 통계청

연도별/사육두수별 두당 수익성 추이 (단위: 원)



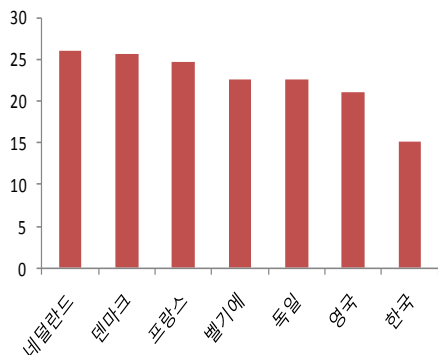
자료: 통계청

### 3) 계열화 확대 추세

농가수 감소와 함께 국내 육돈/양돈 업계에서 계열화 사업이 확산되고 있다. 전술한 것처럼, 곡물가 및 돈육가격 변동성 증가, 구제역과 같은 질병의 유행으로 인한 수익성 악화에 대응하기 위해 사육규모 확대가 필연적이며, 생산성 측면에서도 MSY (Marketed Pigs Sow Per Year, 모든 두당 연간 비육돈 출하두수)가 비계열화 농가에 비해 월등히 높기 때문이다. 한국의 MSY는 축산 선진국의 평균 24~25 마리에 비해 크게 낮은 15~16 마리 수준이었으나, 계열화가 확대되면서 2014년 MSY가 19.5 마리까지 상승하는 등 점차 상승세를 보이고 있다. 하지만 이를 계열화 농가와 일반 농가로 구분해서 보면 계열화 농가의 MSY가 일반 농장에 비해 7 마리 이상 높아 생산성 측면에서 크게 앞서 있음을 알 수 있다. 사육 두수별 MSY를 보더라도 1,000두 미만 사육 농가의 MSY가 18.5 마리 수준이며, 5,000두 이상 사육 농가의 MSY가 21.3 마리까지 상승하는 것으로 나타나 계열화를 통한 대량 사육의 생산성 증가 효과가 뚜렷하게 나타났다.

주요 축산국 MSY 추이

(단위 : 마리)

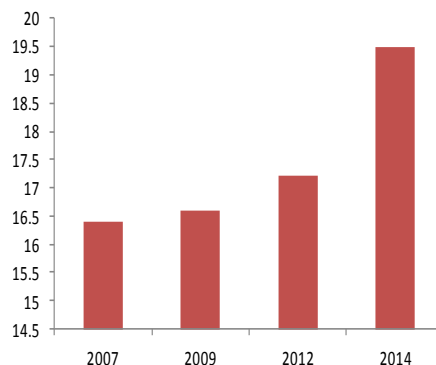


자료 : 팜스코

주 : 2009년 기준

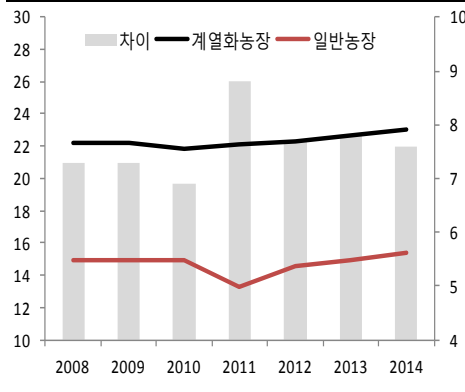
국내 축산업 MSY 추이

(단위 : 마리)



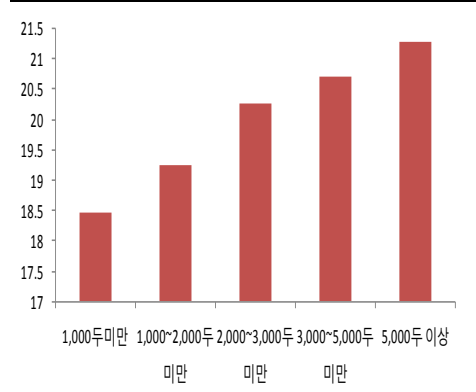
자료 : 대한한돈협회

계열화/일반농장 MSY 추이 (단위: 마리)



자료: 대한한돈협회 통계청

사육 두수별 MSY 추이 (단위: 마리)



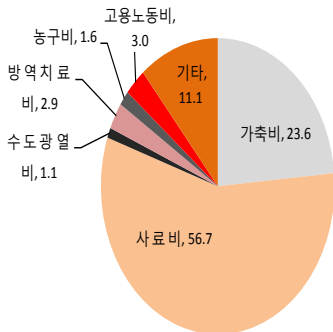
자료: 대한한돈협회 통계청

#### 4) 계열화 비율 상승 전망

계열화 사업은 크게 수직계열화/수평계열화로 나뉘어진다. 국내 육돈 주요 업체들의 경우처럼 사료부터 양돈, 돈육의 생산/가공, 유통까지 모두 영위하며 각 단계별 부가가치를 극대화 하는 것을 ‘수직계열화’ 라고 하며, 이와 같은 밸류체인 통합은 다른 업종에서도 어렵지 않게 찾아볼 수 있다. 수직계열화와 함께 국내 업체들은 ‘수평계열화’에도 힘을 쏟고 있다. 수평계열화는 국내 육돈업체들이 개별 농장에 모돈/자돈 및 사료를 공급해 주고 개별 농장이 돼지를 제대로 키울 수 있도록 사육 노하우도 전수해 준 후 계약 농장에서 돼지 출하시까지 사육해 회사에 공급하는 일종의 ‘계약생산’이다. 육돈 업체들이 직영 농장을 운영하기도 하지만 환경오염 규제 등으로 인해 양돈 농장 신규허가를 받기 어려워 기존에 있던 개별 농가를 대상으로 생산계약을 맺고 자사의 밸류체인 내로 편입하는 경우가 많다. 개별 농가 입장에서조차 생산비 절감, 안정적 출하처 확보, 안정적 자재확보, 가격 변동성 최소화, 돼지품질 향상 등의 이점이 있다. 특히 돼지 사육 비용중 사료비가 차지하는 비중이 56~57%에 달할 정도로 비중이 높는데 업체를 통해 사료를 저렴한 가격으로 안정적으로 공급받을 수 있다는 점이 큰 장점으로 꼽힌다. 계열화 농가 업체들도 계열화를 하는 이유로 생산비 절감을 22.02%로 1순위로 꼽았다. 현재 국내 육돈업계의 계열화 비율은 약 25% 수준으로 낮은 편이며, 90% 이상 계열화가 이루어져 있는 양계시장의 사례를 감안하면 향후 계열화 비율이 꾸준히 상승할 것으로 예상된다.

비육돈 생체 100kg 당 생산비 비중

(단위 : %)

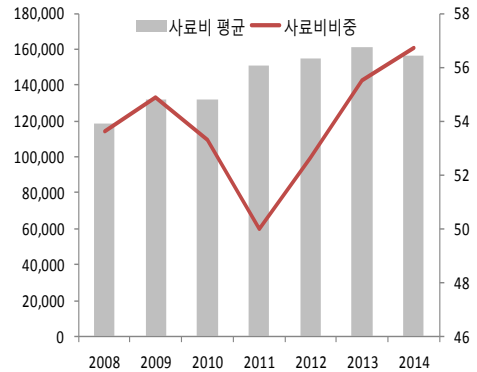


자료 : 통계청

주 : 2014 년 기준

비육돈 생체 100kg 당 사료비 금액/비중

(단위 : 원, %)

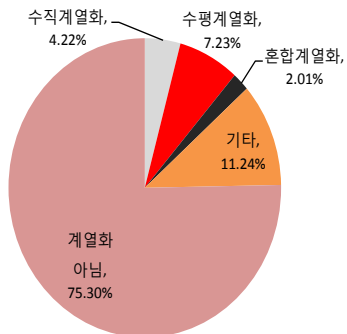


자료 : 통계청

주 : 2014 년 기준

국내 육돈업계 계열화 여부

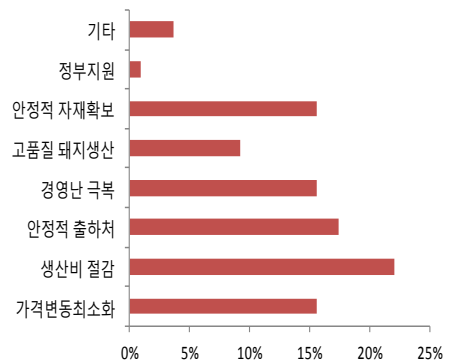
(단위 : %)



자료 : 대한한돈협회

국내 육돈업계 계열화 이유

(단위 : %)



자료 : 대한한돈협회

**비육돈 생체 100kg 당 생산비 (2014 년 기준)**

(단위: 원 %)

	1,000두미만	1,000~1999	2000~2999	3000두이상	평 균	구성비
가축비	95,097	67,714	68,021	57,792	65,015	23.6
사 료 비	159,255	163,689	149,433	155,572	156,428	56.7
수 도 광 열 비	2,720	3,453	3,413	3,036	3,148	1.1
방 역 치 료 비	5,663	7,323	7,808	8,861	8,082	2.9
자동차비	1,445	964	698	765	858	0.3
(감가상각비)	1,146	707	414	611	648	0.2
(수리유지비)	286	156	229	144	175	0.1
(임차료)	13	101	55	10	35	0.0
농구비	6,183	5,472	4,289	3,690	4,372	1.6
(감가상각비)	5,435	4,811	3,776	3,024	3,724	1.3
(수리유지비)	490	530	424	492	488	0.2
(임차료)	68	14	0	67	46	0.0
(소농구비)	190	117	89	107	114	0.0
영농시설비	6,587	4,899	5,169	6,137	5,782	2.1
(감가상각비)	4,298	3,921	3,427	4,069	3,954	1.4
(수리유지비)	1,767	978	1,742	1,970	1,724	0.6
(임차료)	522	0	0	98	104	0.0
기타재료비	2,196	1,076	1,421	1,291	1,360	0.5
차입금이자	2,591	4,936	2,143	2,744	3,043	1.1
토지임차료	366	24	0	0	40	0.0
고용노동비	2,512	6,291	7,678	10,137	8,255	3.0
분뇨처리비	5,288	7,278	7,031	5,765	6,220	2.3
생산관리비	785	812	1,022	1,638	1,295	0.5
기타비용	1,104	1,748	834	1,280	1,276	0.5
소계(A)	291,792	275,679	258,960	258,708	265,174	96.1
자가노동비	18,620	9,747	5,360	2,046	5,670	2.1
자본용역비	4,336	4,053	3,721	5,017	4,549	1.6
토지용역비	722	677	606	593	623	0.2
비용합계(B)	315,470	290,156	268,647	266,364	276,016	100.0
부산물수입(C)	114	111	22	9	40	
경영비(A-C)	291,678	275,568	258,938	258,699	265,134	
생산비(B-C)	315,356	290,045	268,625	266,355	275,976	
판매시체중(kg)	114.6	113.2	113.8	113.5	113.6	

자료: 통계청

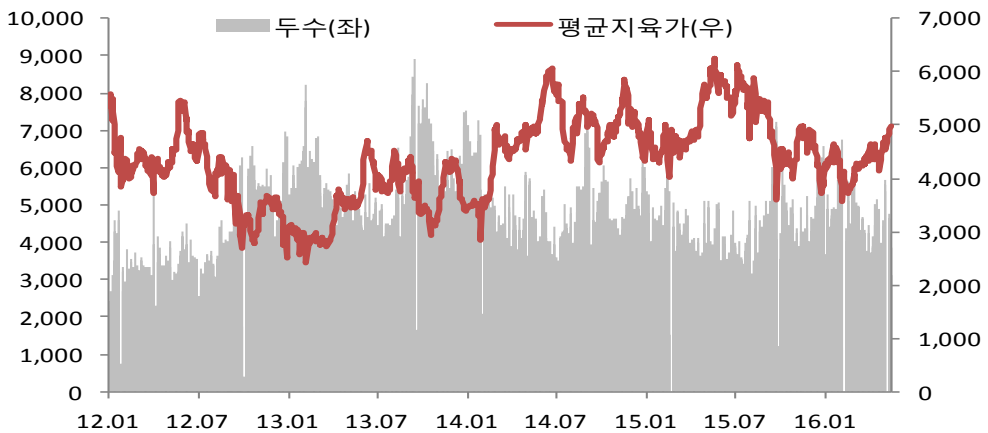
## 4. 돈육가격 전망

### 1) 돼지고기 가격 여름까지 강세 전망

돼지고기 가격은 5 월초 kg 당 4,700 원 수준에서 시작해 현재 5,000 원 수준으로 올랐다. 15 년 하반기 성수기 5,500 원/kg 수준에서 하락하기 시작한 돈육 가격은 올해 2 월 3,700 원/kg 까지 하락했으나 3 월 이후 가격이 점차 회복되기 시작해 현재 2 월 저점 대비 약 39% 가량 상승했다. 올해 상승폭만 놓고 본다면 낮지 않은 수치이나 돼지고기 소비의 계절성 및 자돈사료 생산량 추이를 감안하면 적어도 올해 8 월~9 월초까지는 돈육가격 상승 트렌드가 이어질 것으로 전망되며, 가격 또한 전년도의 5,500 원/kg 수준까지는 상승할 것으로 예상된다.

돼지 도축두수 및 지육가격(탕박) 추이

(단위 : 두, 원/kg)



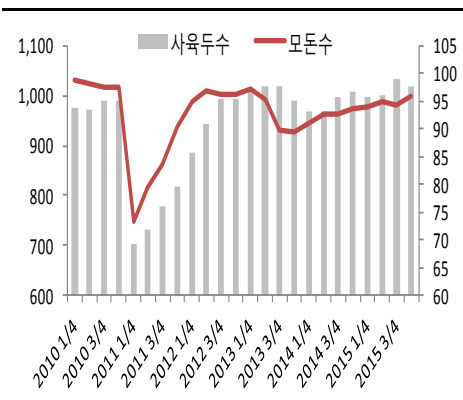
자료 : 대한한돈협회, 축산물품질평가원

주 : 탕박 기준

## 2) 돼지고기 소비 계절 성수기 진입

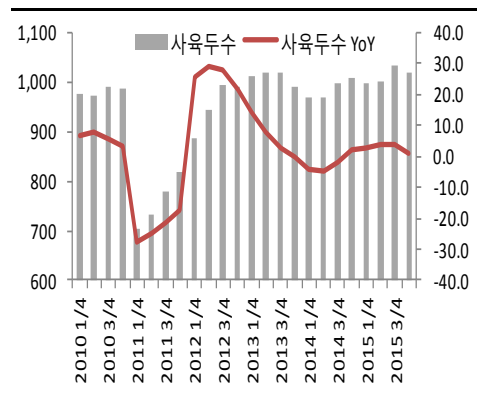
국내 돼지 사육두수 및 모돈수는 안정적으로 유지되고 있다. 2011 년 구제역으로 돼지 사육두수 및 모돈수가 급감했으나 이듬해부터 빠르게 회복되기 시작해 모돈수는 95 만 마리, 사육두수는 1,000 만마리 수준을 유지하고 있다. 4Q15 기준 돼지 사육두수는 1,018 만마리, 모돈수는 95.8 만 마리였다. 사육두수, 모돈수 등 공급 측면에서만 본다면 돈육가의 상승을 기대하기 어려우나 돼지고기 소비 성수기인 캠핑시즌에 도래함에 따라 올해 여름까지는 돈육가격 상승세가 지속될 것으로 보인다. 2012~2015 년까지 월별 돈육가격 추이를 보면, 구제역으로 인한 가격 왜곡이 있었던 2012 년을 제외하고 8 월까지 돈육가격이 상승추세를 보였음을 확인할 수 있다. 돈육가격 상승세가 지속될 경우 돼지고기 수입량을 늘리는 것을 고려해볼 수도 있으나 수입산의 경우 지리적으로 먼 곳에서 수입되는 경우가 많아 냉동 물량이 총 수입 물량의 95% 가량을 차지하고 있다. 하지만 육가공 제품과 달리 하절기 수요 증가는 대부분 냉장육에 대한 수요증가라고 판단되며, 하절기 돈육 가격은 결국 국내 냉장육 수급에 따라 달라질 것으로 판단된다.

돼지 사육두수 및 모돈수 추이 (단위 : 만마리, 천마리)



자료 : 통계청

돼지 사육두수 및 YoY 추이 (단위 : 만마리, %)

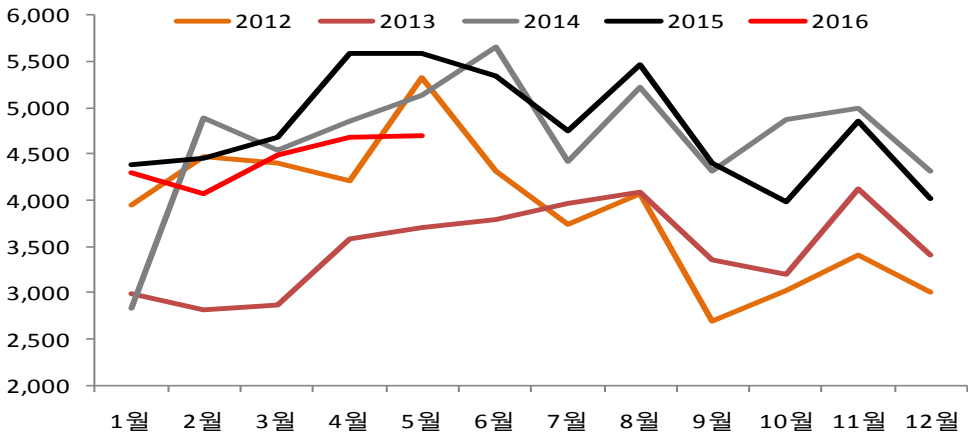


자료 : 통계청



월별 돈육가격 추이(탕박 기준)

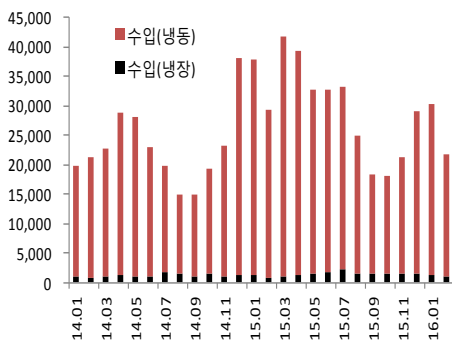
(단위 : 원/kg)



자료 : 대한한돈협회, 축산물품질평가원

돼지고기 수입량 추이

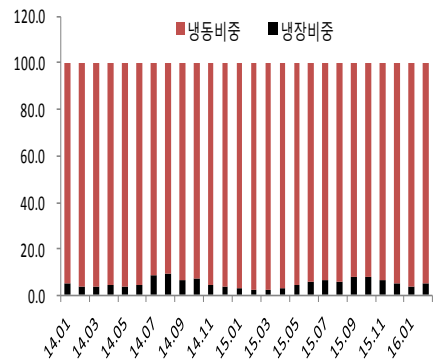
(단위 : 톤)



자료 : 농림축산식품부

수입 돼지고기 냉동/냉장 비율 추이

(단위 : %)



자료 : 농림축산식품부

### 3) 캠핑인구 증가도 긍정적

캠핑 인구가 빠르게 증가하고 있다는 점도 돈육가격 전망에 긍정적이다. 과거에는 가족 나들이가 유원지나 콘도 중심이었지만 최근 TV 프로그램의 영향 및 아웃도어 붐으로 캠핑인구가 크게 증가하고 있다. 캠핑인구는 2010 년 60 만명, 2013 년 130 만명, 2014 년 240 만명으로 3 년간 4 배 이상 급증했다. 통계청에 따르면 가계수지 항목 중 캠핑 및 운동관련 용품 구매액 비중이 2010 년 3.9%에서 2014 년 5.1%로 성장했다. 대형마트에서도 캠핑 시즌에 접어드는 4 월부터 돼지고기, 소시지, 맥주 등 캠핑관련 제품의 매출이 급증한다. 2015 년 3 월 기준 전국적으로 1,704 개의 캠핑장이 운영되고 있으며, 대부분이 5 년 내에 개설된 것으로 나타나 최근 캠핑 문화가 크게 확산되고 있음을 알 수 있다.

2015 년 전국 캠핑장 숫자

(단위: 개)

지역	경기	강원	충북	충남	전북	전남	경북	경남	제주	기타	합계
캠핑장	572	346	93	131	61	83	164	137	35	82	1704
비중	33.6	20.3	5.5	7.7	3.6	4.9	9.6	8.0	2.1	4.2	100

자료: 한국농촌경제연구원 Go camping

가계수지 중 캠핑 및 운동용품 구매액 추이

(단위: 원)

가계수지 항목	2010	2011	2012	2013	2014
소득	4,033,954	4,272,542	4,524,135	4,646,390	4,764,888
가계지출	3,220,827	3,375,367	3,517,327	3,566,894	3,665,425
소비지출	2,442,004	2,538,470	2,635,903	2,666,423	2,734,500
오락문화(A)	139,637	145,066	152,617	151,709	159,925
캠핑 및 운동 관련 용품(B)	5,384	6,839	6,894	7,951	8,105
비중(B/A)	3.9	4.7	4.5	5.2	5.1

자료: 한국농촌경제연구원 통계청

#### 4) 자돈 사육상황이 돈육가격에 영향

원종돈(GGP)에서 자돈(비육돈)까지 출하에 걸리는 시간은 약 45 개월이다. 따라서 돼지고기 가격의 장기 추이를 보려면 원종돈, 종돈의 수급 상황을 봐야 한다. 2011 년 구제역으로 인한 살처분으로 원종돈, 종돈이 피해를 입어 이를 복구하는데 약 2 년의 시간이 걸렸다. 반면 단기적으로 돼지고기 가격 변화를 보려면 자돈의 수급 상황이 가장 중요한 요소라고 할 수 있다. 자돈(비육돈)은 일반적으로 약 6 개월의 생장 기간을 거친 후 출하된다. 현재 사육중인 자돈수가 많지 않으면 향후 6 개월 안에 돼지고기 가격이 상승할 가능성이 높은 것이다.

돼지 출하에 걸리는 시간 (GGP 에서 비육돈 출하까지)

(단위: 개월)

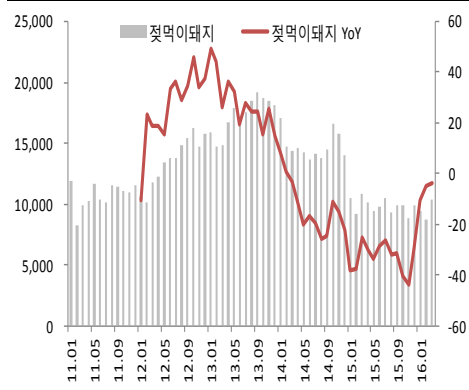
	원종돈(GGP)		종돈(GP)		모돈(PS)		자돈(비육돈)
	생장	임신	생장	임신	생장	임신	생장
개월수	7	4	10	4	10	4	6

자료: SK 증권

#### 4) 자돈사료 생산/판매량도 확인 필요

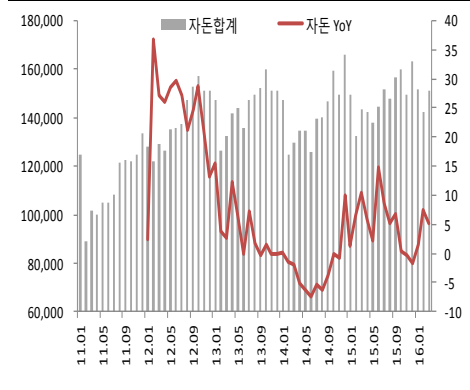
16 년 3 월 기준 20kg 이하 자돈사료 판매량은 151,300 톤으로, 전년 동기대비 약 5.3% 증가했으나 15 년 10 월 이후 감소세를 보이다 16 년 2 월부터 다시 소폭 증가세로 돌아섰다. 반면 젓먹이돼지 사료 판매량은 16 년 3 월 기준 10,337 톤으로 전년 동기대비 4.1% 감소했고, 15 년 하반기부터 매월 전년 동기대비 30~40% 가량 감소하고 있다. 6 개월 이후 비육돈으로 출하될 젓먹이돼지의 사료판매량이 줄었다는 것은 자돈 혹은 젓먹이돼지 개체수가 많지 않다는 것을 의미한다. 자돈사료 판매량은 지육 가격에 약 4~5 개월의 시차를 두고 반영되며, 15 년말~16 년초 자돈사료 생산량 감소분이 올해 4~5 월부터 반영될 것으로 전망된다. 사육중인 자돈 마릿수를 보면 4Q15 비육돈 마릿수는 1,018 만 마리로 QoQ 1.4% 감소했다. 2 개월 미만(-1.4%), 2~4 개월 미만(-2.0%), 4~6 개월미만(-1.2%) 모두 감소했기 때문에 올해 3 월 이후 돈육가격 상승에 영향을 미쳤을 것으로 보인다. 1Q16 비육돈 마릿수가 1,035 만 마리로 QoQ 1.0% 증가했고, 돼지고기 재고가 안정적으로 유지되고 있어 돈육가의 장기 상승을 기대하기는 어렵지만 냉장육 수요가 늘어나는 하절기까지는 돈육가 강세가 이어질 전망이다.

젖먹이돼지 사료 생산량 및 YoY 추이 (단위 : 톤 %)



자료 : 대한한돈협회, 농림축산식품부  
주 : 자돈사료 생산량 5 개월 lagging 적용

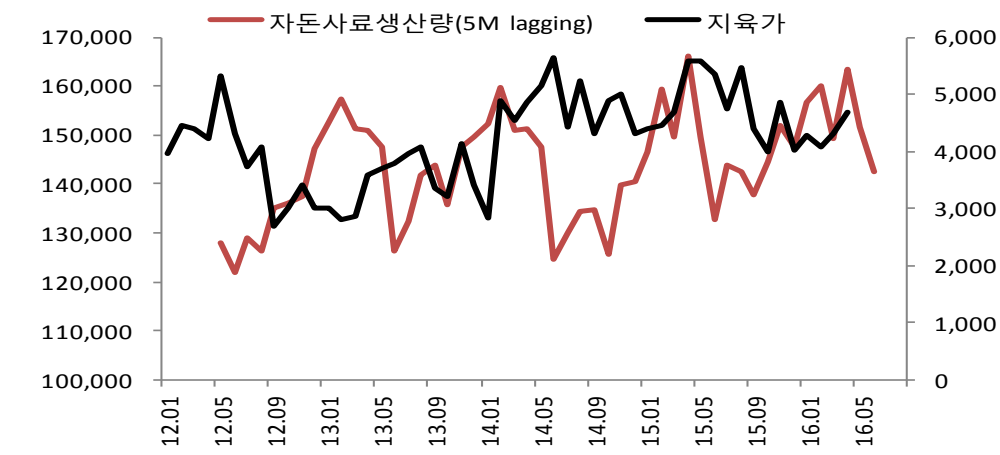
자돈사료 생산량 및 YoY 추이 (단위 : 톤 %)



자료 : 농림축산식품부

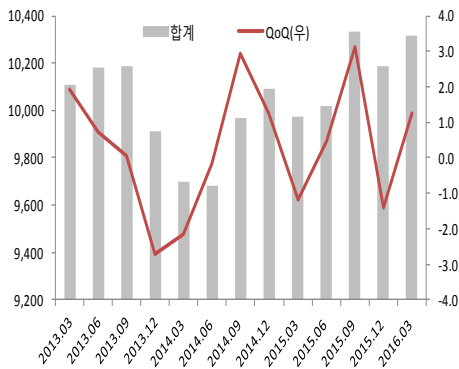
자돈사료 생산량 및 지육가 추이 (5 개월 lagging 적용)

(단위 : 톤, 원/kg)



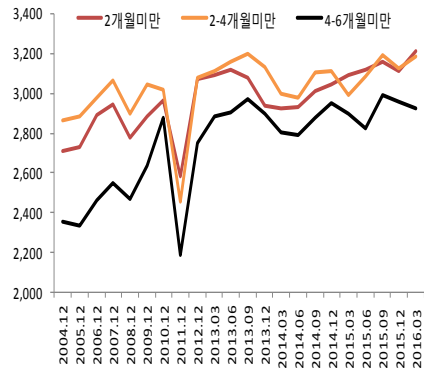
자료 : 대한한돈협회, 농림축산식품부

자돈 사육 마릿수 추이(합계) (단위 : 천마리, %)



자료 : 통계청

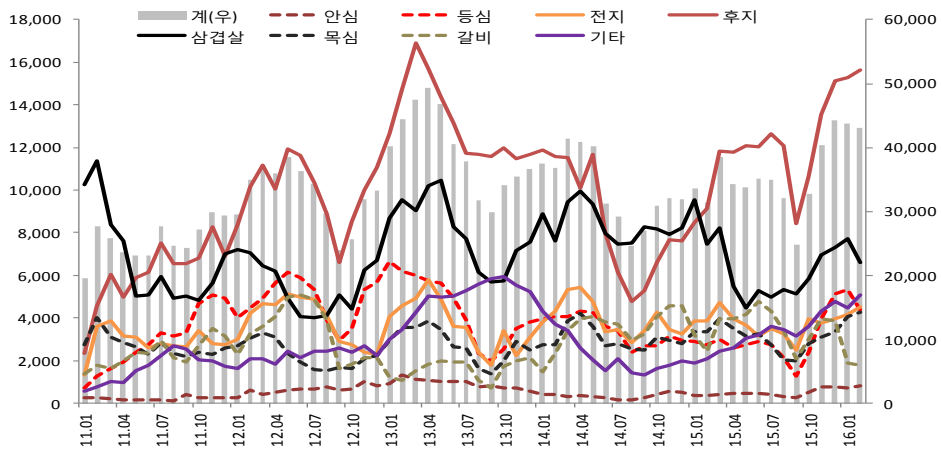
자돈 사육마릿수 추이(2,4,6 개월) (단위 : 천마리)



자료 : 통계청

국내 돼지고기 재고 현황(부위별)

(단위 : 톤)



자료 : 한국육류유통수출협회

## 5. 원재료 가격 하향 안정화

### 1) 사료 부문은 국제 곡물가, 환율에 민감

육돈업 밸류체인인 첫 단계인 사료부문은 옥수수, 대두박, 소맥 등 곡물을 주원료로 한다. 이들 곡물은 주로 해외에서 수입되기 때문에 사료 부문의 실적은 국제 곡물가, 환율 등의 영향을 많이 받을 수 밖에 없다. 국제 곡물가는 2011년 하반기 이후 장기 하향 추세를 보이고 있다. 곡물가 장기하락 및 엘니뇨로 인한 가격상승 우려가 겹치며 최근 곡물가가 저점에서 소폭 반등하는 모습을 보이고 있다. 하지만 경기 침체로 인한 수요 감소, 유가 하락으로 인한 비식량용 수요 감소 등으로 인해 큰 폭의 반등은 어려울 것으로 예상되며, 현재 가격 수준에서 큰 변동이 없을 것으로 예상된다. 국제곡물 재고율도 2016년 4월 기준 23.3%로 안정적으로 유지되고 있으며, 매년 재고율이 상승하고 있다는 점도 곡물가격 안정에 힘을 실어준다. 원달러 환율 또한 1,240 원/\$ 수준까지 상승했다가 1,150 원/\$대에서 안정세를 보이고 있어 환율 움직임 또한 우호적일 것으로 예상된다.

원달러 환율추이

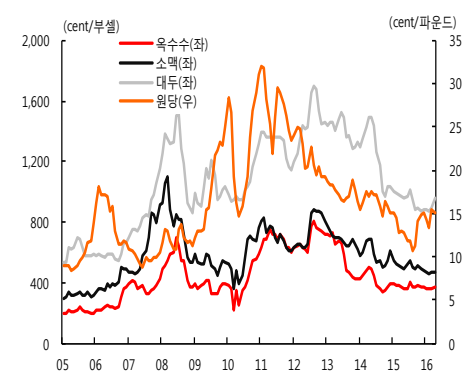
(단위 : 원/\$)



자료 : 블룸버그

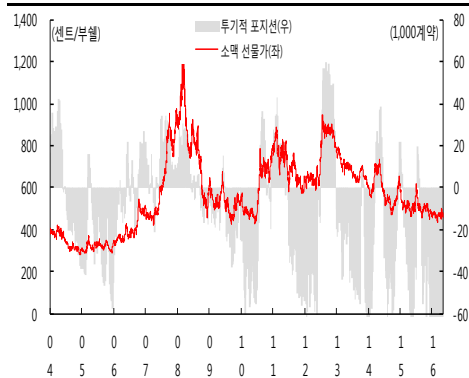
국제 곡물가격 추이

(단위 : 센트/부셸 센트/파운드)



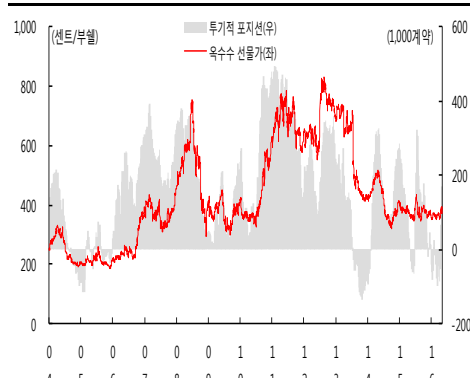
자료 : 블룸버그

소맥 선물가 및 투기적포지션 (단위 : 센트/부셸 천계약)



자료 : 블룸버그

옥수수 선물가 및 투기적포지션 (단위 : 센트/부셸 천계약)



자료 : 블룸버그

국제 곡물 수급현황

(단위: 백만톤 %)

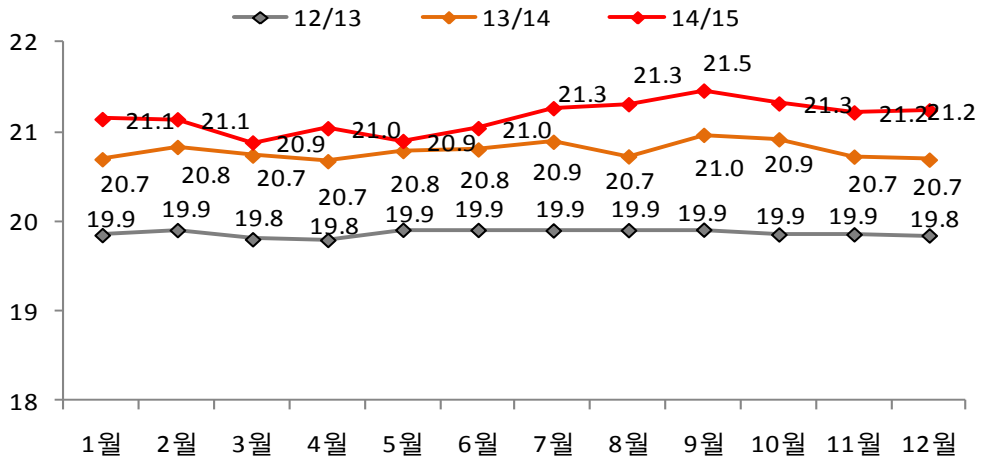
	2013/14	2014/15	2015/16(전망)		YoY	MoM
			3월	4월		
생산	2473.0	2507.7	2467.0	2465.1	-1.7	-0.1
공급	2924.7	3020.3	3026.4	3027.2	0.2	0.0
교역	372.5	393.7	365.1	369.0	-6.3	1.1
소비	2412.0	2458.2	2455.2	2452.7	-0.2	-0.1
기말재고	512.6	562.1	571.2	574.5	2.2	0.6
재고율	20.7	22.4	23.2	23.3	0.9	0.2

자료: USDA

주: 재고율 YoY, MoM 은 %p

국제 곡물 재고율 추이

(단위 : %)



자료 : USDA



## 6. 투자유망종목

### 1) 하절기까지 돈육가격 상승 수혜 전망

돼지고기 소비 성수기 진입으로 8 월말~9 월초까지 돈육가격 강세가 전망된다. 업체별로 육돈업 밸류체인상 exposure 가 다르기는 하지만 원재료(곡물가) 하향 안정화, 돈육가격 상승으로 업계 전반의 수혜가 기대된다. 돈육가격 상승은 수직계열화를 통해 양돈업 및 가공/유통업을 같이 영위하고 있는 대형 업체들에게 유리할 것으로 판단된다. 곡물가격 하락으로 원가(사료가격)가 안정적으로 유지되는 가운데 돼지가격과 돈육 가격이 동반상승하기 때문에 시너지 효과가 크다. 국내 대형 업체들은 계열화사업도 같이 영위하고 있어 사료매출 내재화를 통한 마진개선 효과도 기대할 수 있을 전망이다.

### 2) 팜스코, 팜스토리 유망할 것으로 예상

수직계열화 체계를 갖추고 있는 대형 업체들중에는 팜스코가 유망할 것으로 전망된다. 팜스코와 이지바이오 모두 수직계열화 체계를 갖추고 있으나 팜스코의 재무구조가 보다 안정적이고, 이지바이오는 육계/가금류 부문 수익성 악화가 전사 영업이익에 악영향을 주고 있기 때문이다. 소형 업체중에는 팜스토리가 유망할 것으로 보인다. 팜스토리는 이지바이오의 자회사이며 연결 영업이익의 상당 부분을 책임지고 있는 핵심회사 중 하나이다. 양돈업은 영위하지 않고 사료 및 가공/유통업만 영위하고 있어 돈육가격 상승 관련 exposure 는 다소 낮지만 사업부문 조정을 통해 적자가 발생하고 있는 육계/오리 부문을 이지바이오로 이관함에 따라 이익 정상화가 기대된다.

### 유망종목 투자포인트

종목명	종목코드	투자의견	목표주가	투자포인트
팜스코	036580	매수	19,000원	사료 판매량 꾸준히 상승. 고마진 양돈사료 매출 성장으로 이익 성장 계열화 사업으로 본격화로 장기 성장동력 확보 GGP 투자효과 2016년부터 시작 계열화 사업을 통해 사료판매/도축두수 증가 등 사업 전반에 걸친 레버리지 효과
팜스토리	027710	NR	NR	팜스월드를 설립해 계열화 사업 본격화. 육돈부문 이익 레버리지 효과 기대 적자 사업부 이전으로 이익개선 및 OPM 상승 전망 재무구조 개선중, 2016년 기준 PER 8.3배로 밸류에이션 저평가

자료: SK 증권

# Company Analysis

## I 개별기업분석

## 팜스코(036580/KS)

# 계열화 사업 본격화로 실적성장기 진입

**매수(신규편입)**

**T.P 19,000 원(신규편입)**

### Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

### Company Data

자본금	184 억원
발행주식수	3,673 만주
자사주	73 만주
액면가	500 원
시가총액	4,958 억원
주요주주	
제일홀딩스(외1)	56.53%
국민연금공단	9.93%
외국인지분률	4.70%
배당수익률	

### Stock Data

주가(16/05/16)	13,500 원
KOSPI	1967.91 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	22,100 원
52주 최저가	11,350 원
60일 평균 거래대금	19 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.6%	10.1%
6개월	-3.2%	-4.5%
12개월	-7.2%	-0.7%

팜스코는 하림그룹 소속 사료/돈육 전문업체이며, 사료에서 육가공까지 육돈업 밸류체인에 속하는 모든 사업을 영위하고 있다. 계열화 사업을 통해 장기 성장동력을 확보하고 있으며, 2012년부터 시작된 GGP 투자 효과가 2016년부터 나타날 것으로 전망된다. 사업 전 부문에 걸쳐 계열화 사업의 시너지가 기대되며, 이로 인한 실적 성장기에 진입한 만큼 팜스코에 대한 관심이 필요한 시점이다.

### 국내 대표 사료/돈육 전문업체

팜스코는 하림그룹 소속 사료/돈육 전문업체이다. '사료-양돈(계열화)-신선육(도축/가공/유통)-육가공'까지 육돈업 밸류체인에 속하는 모든 사업을 영위하고 있다. 사료 부문의 매출 및 영업이익 기여도가 가장 커 Cash Cow 역할을 수행하고 있으며, 계열화 사업을 통해 장기 성장동력을 확보하고 있다.

### 계열화 사업 본격화

2012년 4월 봉동 농장에 GGP 200 두를 투자했고, 2014년 12월 장수농장에 GGP 400 두를 추가로 투자하며 계열화 사업을 본격화하고 있다. 계열화 사업은 투자효과가 나타나기 까지 약 4년의 시간이 필요한 장기투자지만 도축두수 증가를 통한 사료/신선육 판매 증가, 돈육 품질 및 생산성 향상 등 돈육 사업 전 부문에 걸쳐 이익 모멘텀을 가져올 수 있어 팜스코 성장의 핵심포인트이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 19,000 원으로 신규편입

봉동농장 GGP 투자 효과가 올해부터 비육돈 출하두수 증가로 나타날 전망이며, 장수농장 GGP 투자까지 더해져 2019년까지 실적이 꾸준히 성장할 것으로 전망된다. 팜스코에 대해 투자의견 매수, 목표주가 19,000 원을 제시하며 커버리지에 신규편입한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,467	8,357	8,671	9,526	10,351	11,376
yoy	%	122	119	38	9.9	8.7	9.9
영업이익	억원	52	283	356	465	527	603
yoy	%	-72.5	444.0	25.6	30.7	13.3	14.4
EBITDA	억원	109	352	451	583	642	717
세전이익	억원	143	177	202	516	615	734
순이익(지배주주)	억원	97	117	110	385	469	559
영업이익률%	%	0.7	3.4	4.1	4.9	5.1	5.3
EBITDA%	%	1.5	4.2	5.2	6.1	6.2	6.3
순이익률	%	1.2	1.3	1.2	4.0	4.5	4.9
EPS	원	263	321	301	1,050	1,278	1,524
PER	배	33.6	42.1	54.1	12.9	10.6	8.9
PBR	배	1.4	1.9	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	44.1	17.8	17.6	11.2	9.4	7.6
ROE	%	4.2	4.6	4.1	13.4	14.1	14.5
순차입금	억원	1,517	1,259	1,876	1,490	999	399
부채비율	%	138.0	174.3	192.0	172.3	152.8	134.7

## 1. 국내 대표 돈육 전문업체

### 1) 하림그룹 소속 사료/돈육 전문업체

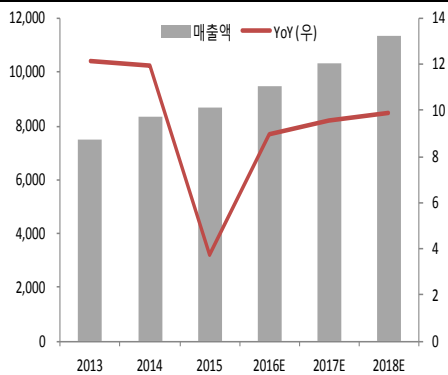
팜스코는 하림그룹 소속 사료/돈육 전문업체이다. 1967년 제일축산협동사료공업사로 시작해 1984년에는 미원그룹(대상그룹)에 편입되었고, 1999년 대상사료로 별도 법인을 설립하며 독립했다. 2008년 축산전문기업인 하림그룹에 편입된 이후 그룹내 사료/육돈업 대표 계열사로 자리잡았다. 아직 사료 부문의 매출 및 영업이익 기여도가 높은 편이지만 2012년 봉동농장에 GGP(Great Grand Parent, 원종돈) 200두를 도입하며 수직 계열화 사업을 본격화하고 있어 향후 국내 돈육 시장에서 영향력이 점차 높아질 것으로 예상된다.

### 2) 사료-육가공까지 수직계열화 체계 구축

팜스코는 사료를 시작으로 양돈, 신선육(도축/가공), 육가공 등 육돈업 밸류체인상 모든 사업을 영위하고 있다. 2015년 기준 매출 비중은 사료 56.8%, 신선육 42.5%, 계열화 사업 10.1%, 육가공 0.5% 수준이다. 사료부문은 매출비중도 높지만 전사 영업이익의 90% 이상을 창출하고 있어 Cash Cow 역할을 수행하고 있다. 양돈 부문은 계열화 사업을 강화하고 있다. 2012년 봉동농장 GGP 200두 도입을 시작으로 2014년 말 장수농장에 GGP 400두를 추가 도입했으며, 향후 GP(Great Parent, 종돈) 및 PS(Parent Stock, 모돈) 증가에 따른 후속 투자를 집행하고 있다. GGP-비육돈 출하까지 약 45개월 가량이 소요된다는 점을 감안하면 봉동농장 GGP 도입 효과는 2016년부터, 장수농장 GGP 도입효과는 2019년부터 발생할 것으로 전망된다. 계열화 사업 확대는 사료부문 내부매출 증가, 신선육(도축/가공) 부문 사업 확대 등 사업부문 전반에 걸쳐 실적 성장 효과를 가져올 수 있어 향후 꾸준한 실적 성장이 기대된다.

### 매출액 및 매출 YOY 추이

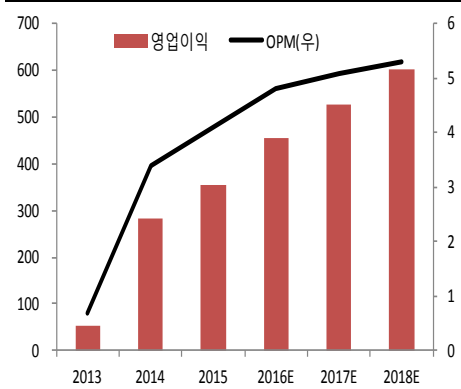
(단위 : 억원 %)



자료 : 팜스코, SK 증권 추정

### 영업이익 및 OPM 추이

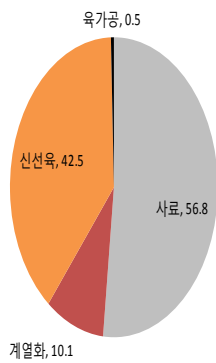
(단위 : 억원 %)



자료 : 팜스코, SK 증권 추정

### 부문별 매출 비중(2015 년 기준)

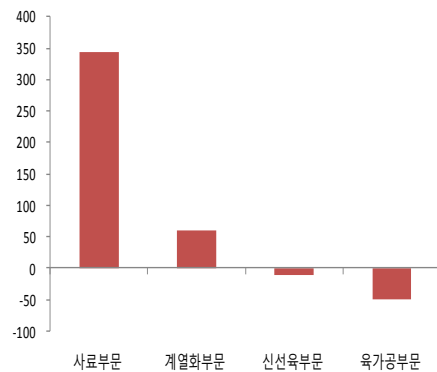
(단위 : %)



자료 : 팜스코

### 부문별 영업이익(2015 년기준)

(단위 : 억원)



자료 : 팜스코

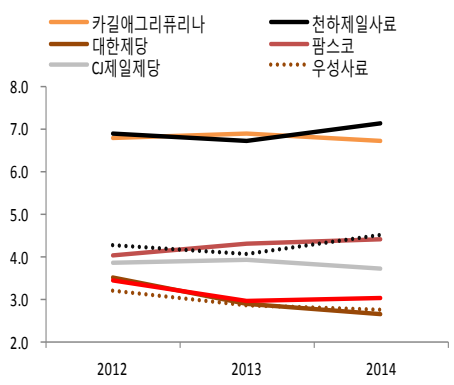
## 2. 사료부문: 판매량 꾸준히 상승

### 1) 팜스코의 Cash cow 역할 수행

2015 년 기준 사료부문 매출 비중은 56.8%, 영업이익 기여도는 96.7%에 달한다. 구 제역의 영향으로 지난해 신선육 부문 영업이익이 일시 적자전환하긴 했으나 이를 감안하더라도 전사 마진의 90% 이상을 책임지고 있어 사료사업부가 팜스코의 Cash Cow 역할을 수행하고 있다. 국내 사료시장은 양축용 사료시장이 99%에 달해 어류용 및 기타사료 시장을 압도하고 있다. 축종별로 보면 양계, 양돈, 축우용 사료의 비중이 높다. 농협, 푸리나, 서울사료, 제일사료, 팜스코 등이 주요 사료 업체이며, 팜스코는 M/S 4.5~5% 수준으로 업계 4~5 위권에 위치하고 있다.

주요 사료업체 M/S 추이

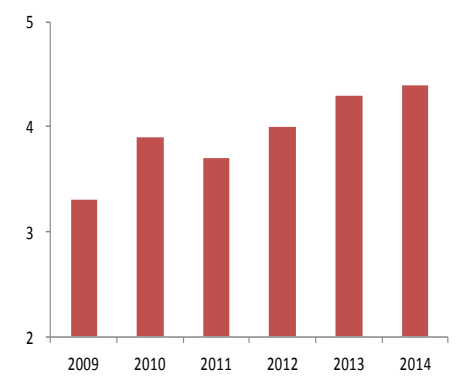
(단위 : %)



자료 : 팜스코

팜스코 사료 M/S 추이

(단위 : %)



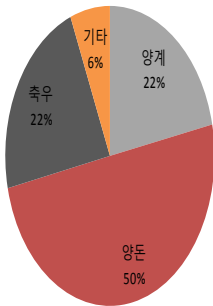
자료 : 팜스코

## 2) 고마진 양돈사료 비중이 50% 차지

팜스코 사료사업부내 축종별 매출 비중은 2015 년 기준 양돈(50.0%), 축우(22.3%), 양계(21.7%), 기타(6.2%) 수준이다. 마진이 좋은 양돈사료 매출 비중이 50%를 상회하고 있으며, 사료판매량이 증가하며 생산량도 연간 증가 추세를 보이고 있다. 2015 년 기준 사료생산량은 94.2 만톤으로 2014 년 대비 14.0% 성장했고, 2015 년 판매량은 102.3 만톤(+ 12.4% yoy)을 기록해 사료 판매량이 처음으로 100 만톤을 돌파했다.

축종별 사료생산 비중(2015 년 기준)

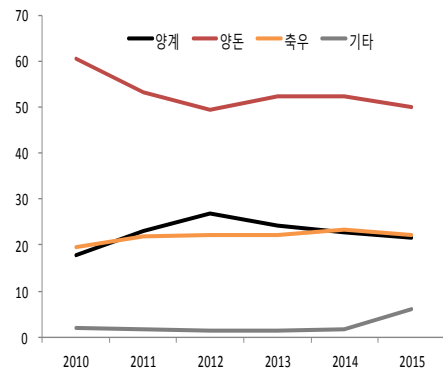
(단위 : %)



자료 : 팜스코

축종별 사료생산 비중 추이

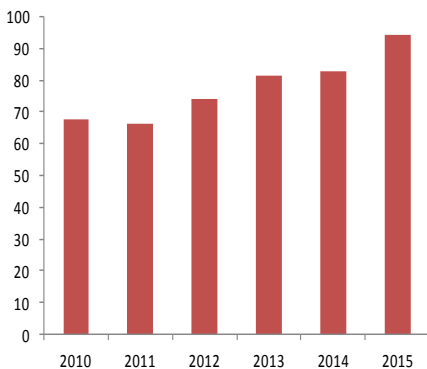
(단위 : %)



자료 : 팜스코

사료 총생산량 추이

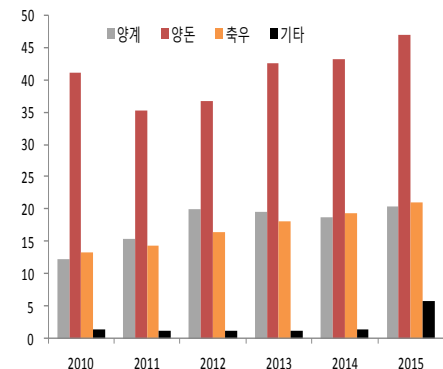
(단위 : 만톤)



자료 : 팜스코

축종별 사료 생산량 추이

(단위 : 만톤)



자료 : 팜스코

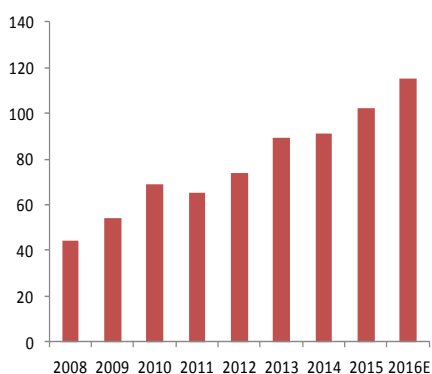


### 3) 계열화 사업 본격화로 사료판매량 증가

양돈 계열화 사업이 본격화되며 사료 판매량도 증가할 것으로 전망된다. 계열화 사업의 장점은 돈육가격 안정화, 돈육품질 및 생산성 향상, 안정된 거래선 확보 등 다양하지만 그 중에서도 가장 핵심이 되는 것은 사육두수 증가를 통한 규모의 경제 및 비용 절감/원가경쟁력 확보이다. 사육두수가 늘어나게 되면 계열 농가로 판매하는 사료량이 증가하게 되고, 별도 영업이 필요 없는 내부매출의 특성상 계열농가 판매량이 늘어날수록 사료사업부의 마진도 좋아지게 된다. 2012~2013 년 월 평균 사료 판매량은 약 6 만톤이었으나 계열화 사업 본격화에 힘입어 2015 년 사료판매량은 월 9 만톤 수준으로 증가했으며, 매년 판매량이 꾸준히 성장하고 있다.

사료 판매량 추이

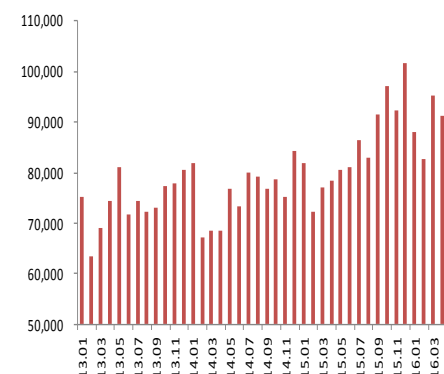
(단위 : 만톤)



자료 : 팜스코

월별 사료 판매량 추이

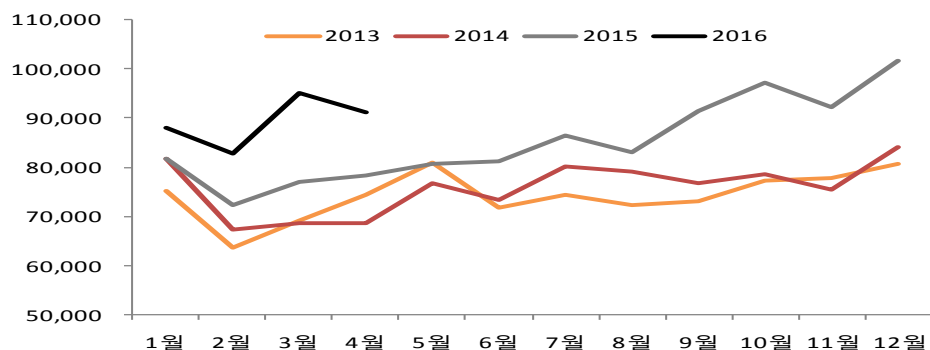
(단위 : 톤)



자료 : 팜스코

월별/연도별 사료 판매량 추이

(단위 : 톤)



자료 : 팜스코

#### 4) 곡물가격 하락이 양돈원가 하락에 영향

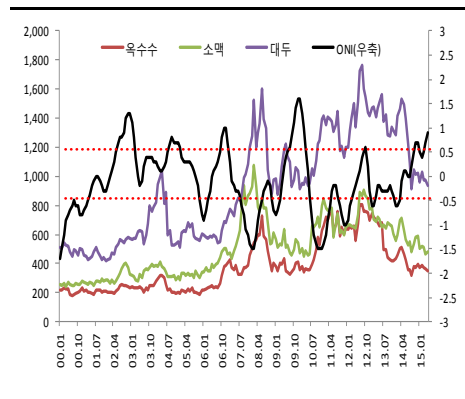
사료는 옥수수/소맥 등 곡물류, 대두박/채종박 등 식물성 박류, 대두피/소맥피 등 강피류 등을 사용해 제조한다. 주성분이 옥수수, 소맥, 대두박 등 수입 곡물이기 때문에 사료가격은 곡물가격과 환율의 영향을 받게 된다. 국제 곡물가격은 경기 침체에 따른 수요 감소, 유가 하락에 따른 비식량용 수요 감소 등의 영향으로 2011 년 하반기 이후 장기 하락세를 보이고 있다. 지난해 하반기부터 엘니뇨가 발생하며 곡물가격 상승에 대한 우려가 일부 있으나 엘니뇨와 곡물가격 간의 뚜렷한 상관관계는 없는 것으로 판단된다. 장기간의 가격 하락의 여파로 올해 하반기 곡물가격은 강보합세를 보일 수는 있으나 큰 폭의 상승은 나타나기 어렵다고 판단된다. 사료 업체들에게는 원가 하락으로 좋은 환경이 지속될 수 있고, 곡물 가격이 오른다고 하더라도 사료 가격에 즉시 반영될 수 있기 때문에 영향은 크지 않다. 현재 사료 가격은 560 원/kg 수준까지 하락했지만 주요 원재료 가격도 하락했기 때문에 일정 부분의 마진은 보장받을 수 있다. 또한 팜스코와 같은 양돈 수직계열화 기업들은 사료가격 하락이 돼지 사육 원가 하락을 의미하기 때문에 사료가격 하락이 양돈마진 상승에 크게 도움이 된다.

주요곡물가격 추이 (단위 : 센트/부셸 센트/파운드)



자료 : 블룸버그

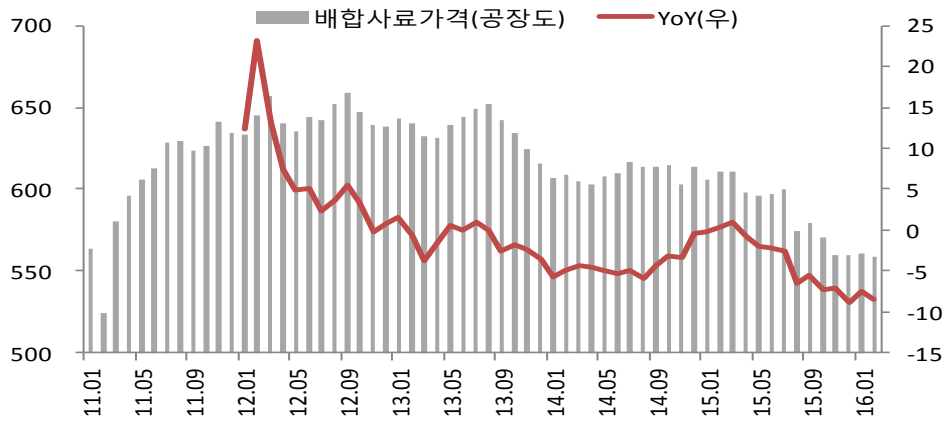
ONI 지수와 곡물가격 추이 (단위 : 센트/부셸, °C)



자료 : 블룸버그 NOAA

월별 배합사료 공장도가격 추이

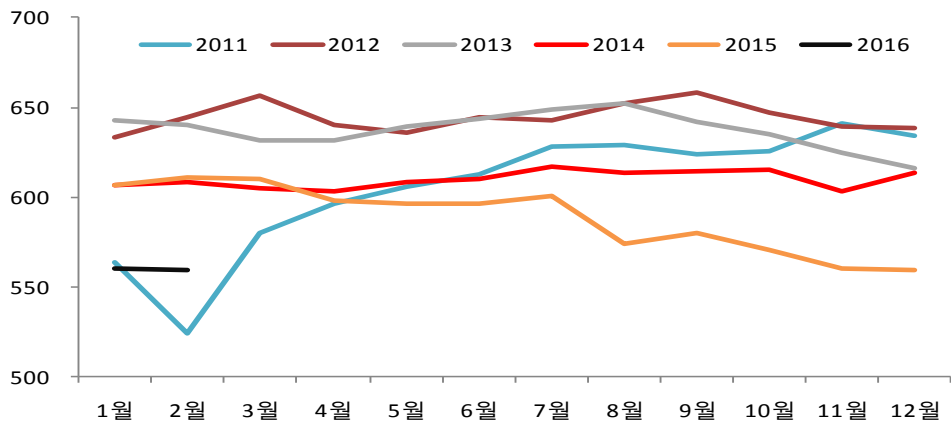
(단위 : 원/kg, %)



자료 : 농림축산식품부

월별/연도별 배합사료 공장도가격 추이

(단위 : 원/kg)



자료 : 농림축산식품부

### 3. 계열화부문: 장기성장 동력

#### 1) 계열화 사업 본격화

양돈 계열화는 생산/가공/유통이 수직적으로 결합되는 것을 뜻한다. GGP, GP 농장에서 원종돈/종돈을 공급하는 것에서 출발해 비육돈 출하, 돈육 생산/유통과정까지 포함한다. 국내 양돈업계는 돈육가격 및 곡물가격 변동성 증가, 돼지 질병 증가에 따른 관리의 어려움 및 수익성 악화를 극복하기 위해 계열화를 적극 추진하고 있다. 팜스코는 ‘사료-양돈-신선육(도축/유통)-육가공’까지 수직계열화 체계를 완성했으며, 규모의 경제를 통한 수익성 개선을 위해 수평계열화 사업에 투자를 늘려가고 있다. 계열화 사업은 2012년 4월 봉동 농장에 GGP 200 마리를 투자하며 본격화되었고, 2014년 12월 장수농장에 GGP 400 마리를 추가 투자하며 규모가 확대되고 있다.

#### 2) GGP 투자효과는 올해부터 시작, 2019년 극대화

GGP 입식에서 비육돈 출하까지는 약 45개월의 시간이 소요된다. 2012년 투자한 봉동농장의 GGP 200 마리는 GP, PS로 번식을 거듭해 2016년부터 비육돈으로 출하되기 시작할 것으로 전망된다. 2014년 12월에 투자한 장수농장의 GGP 400 마리로 인해 올해 GP가 약 3,000두 가량 증가할 것으로 예상되며, 총 GP수가 5,000마리 수준에 이를 것으로 보인다. PS는 2012년 봉동농장 투자효과에 힘입어 올해 말까지 약 2만두 수준으로 늘어날 것으로 예상되며, 장수농장 투자효과까지 감안하면 2018년까지 5만두 수준으로 늘어날 것으로 추정된다. 팜스코의 MSY (Marketed Pigs Per Year, 모돈 두당 연간 비육돈 출하두수)는 약 23마리 수준이기 때문에 2019년 5만두의 모돈이 출하할 수 있는 비육돈은 보수적으로 추정하더라도 100만 마리가 넘을 것으로 예상된다.

돼지 출하에 걸리는 시간(GGP에서 비육돈까지)

(단위: 개월)

	원종돈(GGP)		종돈(GP)		모돈(PS)		자돈(비육돈)
	생장	임신	생장	임신	생장	임신	생장
개월수	7	4	10	4	10	4	6

자료: SK 증권

### 계열화 사업 투자 계획

(단위: 두)

	농장	2013	2014	2015	2016E
GGP	팜스원장수	0	400	400	400
	봉동	200	200	200	200
GP	봉동	1600	1600	1600	1600
	그린	200	200	200	1200
	신규농장(투자 예정)				2000
합계		1800	1800	1800	4800
PS	대성	5500	5500	5500	5500
	봉동	1800	1800	1800	1800
	그린	1600	1600	1600	1600
	하이팜	2350	2350	2350	2350
	포크랜드	2000	2000	2000	2000
	신규농장(투자 예정)				7000
합계		13250	13250	13250	20250

자료: 팜스코 SK 증권 추정

주: GP, PS 추정 두수는 팜스코의 평균 MSY 를 적용해 산출

### 3) 계열화 사업 확대는 육돈업 전 밸류체인에 긍정적

계열화 사업 추진으로 팜스코의 돈육 밸류체인 전반에 걸친 수혜가 기대된다. 계열화 사업 확대로 사육 두수가 증가하면 내부 사료 매출이 증가하며, 도축도수 증가로 신선육 매출도 증가하게 된다. 규모의 경제 효과로 이익이 개선되는 것은 물론 돈육 품질 및 생산성도 향상된다. 투자효과가 나타나기까지 약 4 년의 시간이 필요한 장기투자지만 돈육 밸류체인 전반에 걸쳐 이익 레버리지 효과를 기대할 수 있다는 점에서 육돈업 성장의 핵심포인트라고 할 수 있다.

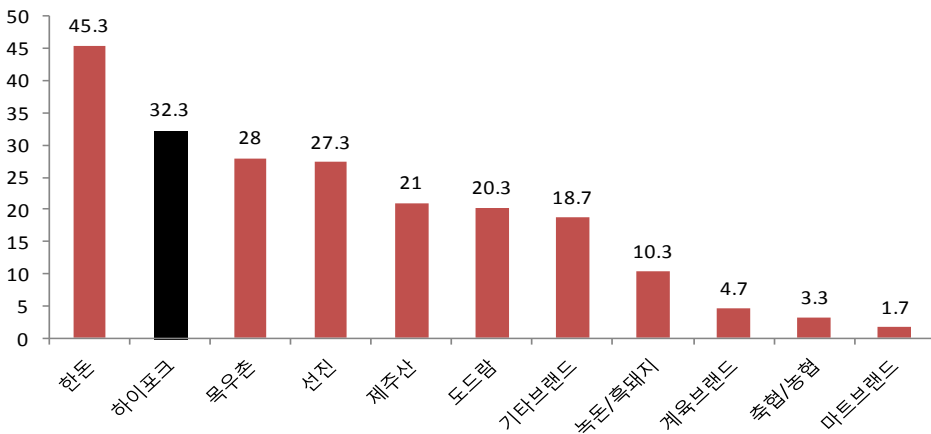
## 4. 신선육부문: 인지도 1위 브랜드

### 1) 하이포크, 국내 인지도 1위

음성 공장에서 도축/가공된 돈육은 정육점, 정육식당 등 전국으로 유통되며, 도축된 물량 중 자체 품질 기준에 합격한 제품만 별도로 제품화하여 ‘하이포크’란 브랜드로 관리하고 있다. 하이포크는 1993년 국내 최초로 냉장돈육 브랜드로 출시되었으며 국산 돼지고기 전체를 의미하는 ‘한돈’에 이어 돈육 브랜드 중 인지도가 가장 높은 것으로 나타났다. 현재 대형마트 등에 유통되고 있으며, 향후 도축두수 증가로 늘어나는 물량을 유통할 수 있는 거래처를 늘려가고 있어 신선육 매출도 꾸준한 성장이 기대된다.

국내 돈육 브랜드 인지도

(단위: %)



자료: 팜스코

]

## 5. 실적전망

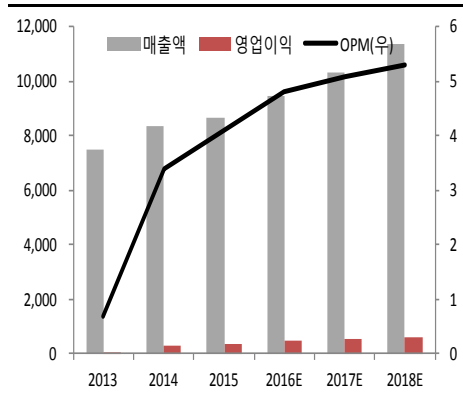
### 1) 2016 년 실적 호조 전망

팜스코의 2016 년 예상 실적은 매출 9,526 억원(+ 9.9% yoy), 영업이익 465 억원(+ 30.7% yoy)으로 호실적을 기록할 전망이다. 계열화 사업 본격화로 계열화부문 매출이 1,139 억원(+ 30.2% yoy)으로 성장할 전망이며, 사육두수 증가로 및 내부매출 증가로 사료부문 매출도 5,524 억원(+ 12.2% yoy)으로 성장할 것으로 예상된다. 사료 부문의 이익 기여도가 큰 만큼 사료매출 증가는 영업이익 증가로 직결된다. 올해 초 구제역 발생으로 1Q 및 2Q 실적에 일부 영향이 있을 수는 있으나 규모가 크지 않기 때문에 연간 실적에 추이에는 큰 영향이 없을 것으로 예상된다.

### 2) 매출/영업이익 성장기 진입

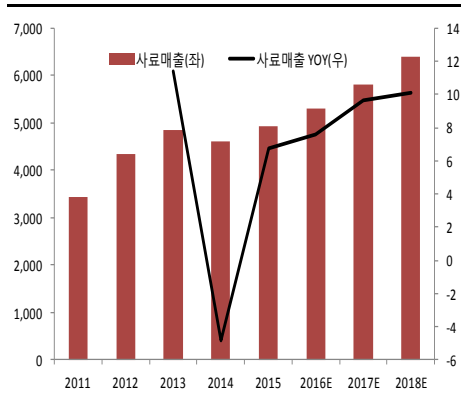
2012 년 봉동농장 GGP 200 두 투자효과가 올해부터 발생하기 시작한다. 2014 년말 장수농장 GGP 400 두 투자효과는 2019 년 효과가 본격화될 것으로 보이지만 봉동농장 투자로 인해 GP 및 PS 가 지속적으로 늘어나고 있는 시점이기에 2019 년까지 비육돈 출하두수가 꾸준히 늘어날 것으로 예상된다. 출하두수 증가는 결국 사료매출 및 신선육 매출 증가로 연결되며, 팜스코의 돈육 밸류체인 전반에 실적 모멘텀을 만들어 줄 것으로 기대된다. 돈육가격 추이에 따라 실적 성장의 폭은 달라질 수 있으나 비육돈 출하두수가 지난해 30 만두에서 2019 년 100 만두 수준으로 큰 폭 성장할 것으로 보이는 만큼 매출/영업이익이 성장기에 진입했다는 점은 분명하다고 판단된다.

매출액, 영업이익 및 OPM 추이 (단위 : 억원 %)



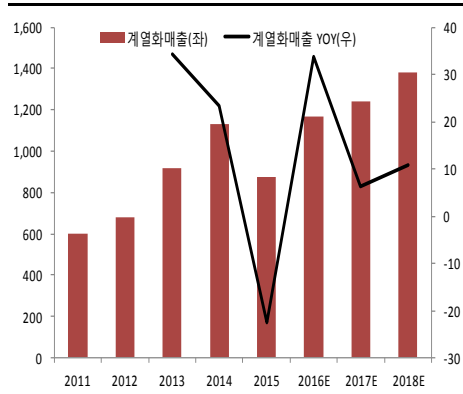
자료 : 팜스코 SK 증권 추정

사료매출 및 YOY 추이 (단위 : 억원 %)



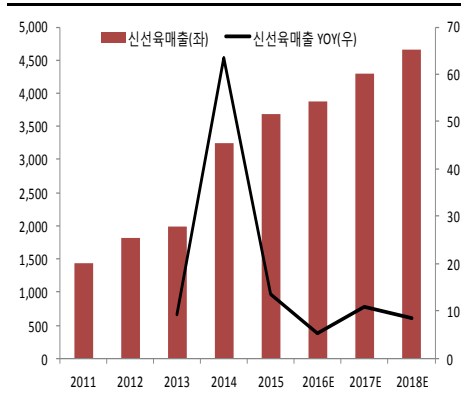
자료 : 팜스코 SK 증권 추정

계열화 매출 및 YOY 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 팜스코 SK 증권 추정

신선육 매출 및 YOY 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 팜스코 SK 증권 추정



# 6. Valuation

## 1) 투자 의견 매수, 목표주가 19,000 원으로 신규 편입

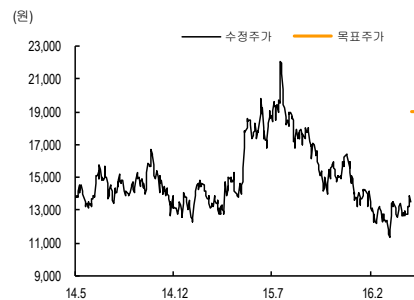
팜스코에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 19,000 원을 제시하며 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 팜스코의 2016 년 예상 EPS 에 Target PER 20 배를 곱해 산출했다. Target PER 20 배는 음식료 업종 평균에 해당한다. 팜스코의 실적이 성장기에 진입했고 계열화 사업 본격화에 따른 사업 부문간 시너지가 크다는 점을 감안하면 다소 보수적인 수준이라고 판단되며, 향후 팜스코의 실적 성장 추이에 따라 Target PER 상향 가능성도 충분하다고 판단된다.

Valtution Table		(단위: 억원 배 원)
	적정가치	비고
2016E EPS	950	
Target Per	20	음식료업종 평균
Fair Value	18,994	
목표주가	19,000	

자료: SK 증권

## 투자의견변경

일시 2016.05.18  
투자의견 매수  
목표주가 19,000원



## Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 18일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	3,040	4,407	4,130	4,813	5,561
현금및현금성자산	505	1,855	564	950	1,442
매출채권및기타채권	1,200	1,118	957	1,094	1,213
재고자산	834	673	663	758	840
<b>비유동자산</b>	2,608	2,867	3,631	3,517	3,403
장기금융자산	404	200	746	746	746
유형자산	1,878	2,290	2,657	2,644	2,632
무형자산	46	47	48	45	43
<b>자산총계</b>	5,648	7,275	7,761	8,330	8,964
<b>유동부채</b>	2,743	3,697	4,381	4,518	4,638
단기금융부채	1,973	2,939	3,421	3,421	3,421
매입채무 및 기타채무	497	367	524	600	665
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	532	925	723	752	781
장기금융부채	358	723	522	522	522
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	5	6	7	7
<b>부채총계</b>	3,275	4,622	5,104	5,271	5,419
<b>지배주주지분</b>	2,377	2,668	2,681	3,086	3,575
자본금	184	184	184	184	184
자본잉여금	828	963	1,010	1,010	1,010
기타자본구성요소	-78	-31	-196	-196	-196
자기주식	-77	-30	-10	-10	-10
이익잉여금	1,439	1,545	1,662	2,047	2,515
비지배주주지분	-4	-16	-23	-26	-30
<b>자본총계</b>	2,373	2,652	2,658	3,060	3,545
<b>부채와자본총계</b>	5,648	7,275	7,761	8,330	8,964

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	127	685	594	285	354
당기순이익(손실)	90	105	107	381	465
비영업금성항목등	132	319	382	201	176
유형자산감가상각비	53	64	90	113	112
무형자산상각비	3	4	4	5	3
기타	96	64	93	9	9
운전자본감소(증가)	-22	331	231	-166	-142
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-156	68	115	-137	-119
재고자산감소(증가)	-90	158	7	-95	-82
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	204	73	134	75	65
기타	20	32	-26	-9	-6
법인세납부	-73	-70	-125	-131	-145
<b>투자활동현금흐름</b>	-550	-538	-2,049	179	215
금융자산감소(증가)	-271	-125	-2,048	0	0
유형자산감소(증가)	-377	-481	-97	-100	-100
무형자산감소(증가)	-1	-4	-1	-1	-1
기타	99	72	97	280	317
<b>재무활동현금흐름</b>	-348	1,181	163	-78	-78
단기금융부채증가(감소)	-570	699	-91	0	0
장기금융부채증가(감소)	280	538	308	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-58	-55	-54	-78	-78
현금의 증가(감소)	-771	1,350	-1,291	386	492
기초현금	1,276	505	1,855	564	950
기말현금	505	1,855	564	950	1,442
FCF	-325	-102	362	188	262

자료 : 팜스코, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	7,467	8,357	8,671	9,526	10,351
<b>매출원가</b>	6,573	7,167	7,289	7,939	8,595
<b>매출총이익</b>	893	1,189	1,382	1,586	1,756
매출총이익률 (%)	12.0	14.2	15.9	16.7	17.0
<b>판매비와관리비</b>	841	906	1,026	1,121	1,229
영업이익	52	283	356	465	527
영업이익률 (%)	0.7	3.4	4.1	4.9	5.1
비영업손익	91	-106	-154	51	88
<b>순금융비용</b>	-54	-39	-42	-100	-137
외환관련손익	56	-124	-170	-40	-40
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	177	202	516	615
세전계속사업이익률 (%)	1.9	2.1	2.3	5.4	5.9
계속사업법인세	52	71	95	134	149
<b>계속사업이익</b>	90	106	107	382	466
중단사업이익	0	-1	-1	-1	-1
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	90	105	107	381	465
<b>순이익률 (%)</b>	1.2	1.3	1.2	4.0	4.5
지배주주	97	117	110	385	469
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.29	1.4	1.27	4.04	4.53
비지배주주	-6	-12	-4	-4	-4
<b>총포괄이익</b>	105	98	127	402	486
지배주주	111	109	130	405	489
비지배주주	-6	-12	-3	-3	-3
EBITDA	109	352	451	583	642

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.2	11.9	3.8	9.9	8.7
영업이익	-72.5	444.0	25.6	30.7	13.3
세전계속사업이익	-57.6	24.4	13.9	155.6	19.1
EBITDA	-54.1	223.8	28.1	29.3	10.2
EPS(계속사업)	-63.6	22.0	-6.0	248.2	21.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	4.2	4.6	4.1	13.4	14.1
ROA	1.6	1.6	1.4	4.7	5.4
EBITDA마진	1.5	4.2	5.2	6.1	6.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	110.8	119.2	94.3	106.5	119.9
부채비율	138.0	174.3	192.0	172.3	152.8
순차입금/자기자본	64.0	47.5	70.6	48.7	28.2
EBITDA/이자비용(배)	1.6	6.7	8.0	7.5	8.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	263	321	301	1,050	1,278
BPS	6,471	7,264	7,298	8,402	9,734
CFPS	417	504	557	1,368	1,591
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	35.5	52.2	73.3	15.2	12.5
PER(최저)	15.1	26.6	40.8	10.8	8.9
PBR(최고)	1.4	2.3	3.0	1.9	1.6
PBR(최저)	0.6	1.2	1.7	1.4	1.2
PCR	21.2	26.8	29.3	9.9	8.5
EV/EBITDA(최고)	45.9	21.2	22.3	12.7	10.8
EV/EBITDA(최저)	27.7	12.6	14.3	9.8	8.1

## 팜스토리(027710/KQ)

# 사업 P/F 조정으로 이익개선 기대

Not Rated

### Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

### Company Data

자본금	419 억원
발행주식수	8,021 만주
자사주	81 만주
액면가	500 원
시가총액	1,267 억원
주요주주	
이지바이오(외4)	65.70%
외국인지분률	1.10%
배당수익률	

### Stock Data

주가(16/05/16)	1,580 원
KOSDAQ	704.37 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	2,220 원
52주 최저가	1,085 원
60일 평균 거래대금	49 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.3%	-2.8%
6개월	1.0%	-3.9%
12개월	30.6%	28.3%

팜스토리는 곡물/사료/계열화/신선육 등 육돈업 전반에 걸쳐 사업을 영위하고 있는 이지바이오 그룹 소속 축산전문 업체이다. 2014 년 팜스월드를 설립하며 계열화 사업을 본격 추진하고 있고 육계/오리 사업부를 이지바이오로 이전하며 사업 P/F 를 사료/축산 위주로 개편하고 있다. 적자사업부 정리와 함께 마진 개선이 기대되며, 현재 저평가된 밸류에이션 또한 정상화가 필요하다는 판단이다.

### 이지바이오 소속 축산업체

팜스토리는 이지바이오그룹 소속 축산 전문업체이다. 곡물에서부터 사료, 계열화 사업, 신선육 등 육돈업 전반에 걸친 사업을 영위하고 있으며 성화식품, 마니커에프앤지를 통해 육계사업도 영위하고 있다. 지난해 디엠프드, 자연일가 등 육계사업을 이지바이오로 이전하며 사료/육돈 전문업체로 변화하고 있다.

### 사업 P/F 변경으로 이익개선 기대

2014 년 12 월 팜스월드를 설립해 계열화 사업을 본격화 했으며, 2015 년에는 자연일가, 디엠프드 등 적자가 발생하는 양계/오리 사업을 이지바이오로 이전하며 이익 개선세가 나타나고 있다. 팜스월드를 통해 영위하는 계열화 사업은 사료/양돈/신선육 사업 전반에 레버리지 효과를 가져올 수 있어 장기 성장동력이 될 것으로 전망된다.

### 재무구조 개선, 밸류에이션 저평가

M&A 를 위한 차입금 증가로 재무구조가 다소 취약했지만 이익 개선과 함께 꾸준한 차입금을 상환하고 있어 재무구조도 개선되고 있다. 2016 년 예상실적 기준 PER 8.3 배 수준에 거래되고 있어 밸류에이션이 저평가되어 있으며, 재무구조 개선과 함께 밸류에이션 정상화가 이루어져야 한다고 판단된다.

### 영업실적 및 투자지표

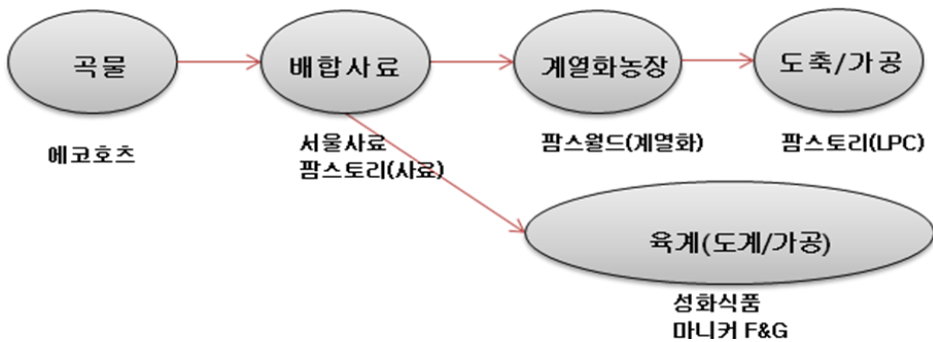
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	10,446	10,239	10,626	9,139	8,568	9,005
yoy	%	-1.9	-2.0	3.8	-14.0	-6.3	5.1
영업이익	억원	158	240	239	346	451	527
yoy	%	-33.0	51.8	-0.4	44.8	30.5	16.9
EBITDA	억원	259	357	365	451	556	632
세전이익	억원	56	-103	-7	213	297	361
순이익(지배주주)	억원	83	2	29	150	209	258
영업이익률%	%	1.5	2.3	2.3	3.8	5.3	5.9
EBITDA%	%	2.5	3.5	3.4	4.9	6.5	7.0
순이익률	%	0.5	-0.3	0.2	1.8	2.6	3.0
EPS	원	103	30	56	187	260	322
PER	배	14.3	42.1	23.3	8.3	6.0	4.8
PBR	배	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	18.4	14.9	15.0	11.5	8.7	7.2
ROE	%	7.2	0.2	2.8	13.6	16.9	18.1
순차입금	억원	3,259	4,208	4,076	3,591	3,221	2,954
부채비율	%	409.8	636.0	457.7	420.8	363.1	311.8

## 1. 이지바이오 그룹소속 축산업체

### 1) 육돈업, 육계사업 영위

팜스토리리는 이지바이오 소속 축산전문 업체이며, 서울사료(56.2%), 팜스월드(90%), 마니커에프앤지(100%) 등을 자회사로 거느리고 있다. 사료(서울사료, 팜스토리 사료 부문), 계열화 사업(팜스월드), 신선육(팜스토리 식육부문) 등 육돈업 관련 사업을 주로 영위하고 있다. 육돈업 외에 성화식품, 마니커에프앤지를 통해 육계/육가공업도 영위하고 있으며, 서울사료 자회사인 러시아법인(에코호츠)를 통해 곡물사업도 영위하고 있다. 팜스코와 비슷하게 곡물에서 육돈업 밸류체인내 수직계열화 체계를 갖추고 있으며 육계(도계/가공) 사업도 영위하고 있어 축산업 전반에 걸쳐 사업을 영위하고 있다.

팜스토리 사업구조도



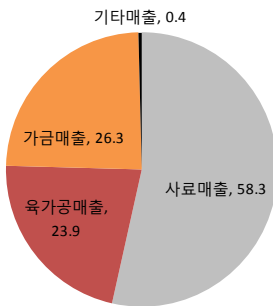
자료 : 팜스토리

## 2) 사료부문이 Cash cow

2015 년 기준 팜스토리의 연결매출 1 조 626 억원중 사료부문 매출이 6,192 억원에 달해 매출비중이 가장 높았고, 가금(육계/오리, 26.3%), 육가공(23.9%), 기타(0.4%) 매출이 뒤를 이었다. 사료부문은 매출뿐 아니라 전체 연결영업이익에서도 크게 기여하는 핵심 사업이다. 판가 하락으로 가금사업부, 기타사업부 등에서 적자가 발생하는 경우가 많이 있음에도 불구하고 사료부문에서 꾸준히 영업이익을 내고 있어 전체 회사 영업이익을 견인하고 있다.

부문별 매출비중 추이(2015 년 기준)

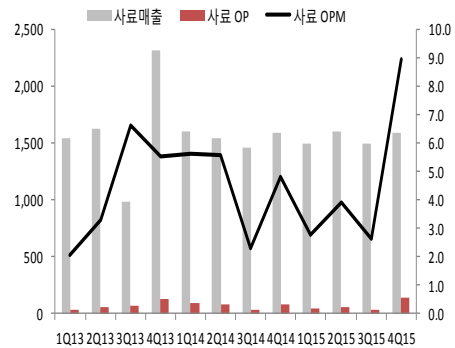
(단위 : %)



자료 : 팜스토리

사료 매출, 영업이익 및 OPM 추이

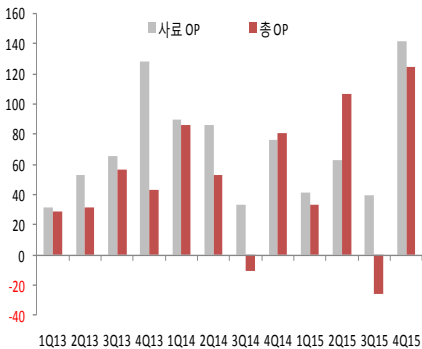
(단위 : 억원 %)



자료 : 팜스토리

전체 OP 및 사료 OP 추이

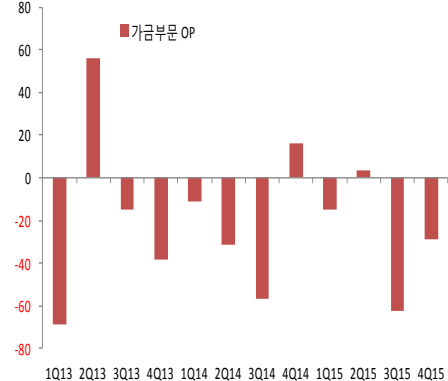
(단위 : 억원)



자료 : 팜스토리

가금부문 OP 추이

(단위 : 억원)

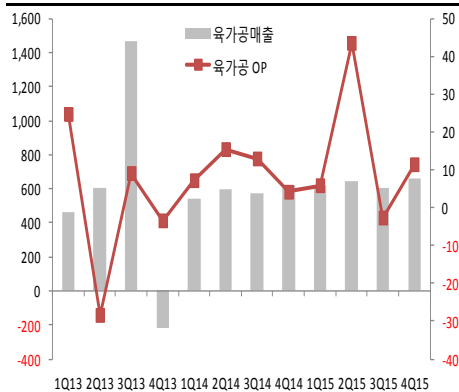


자료 : 팜스토리

### 3) 육가공은 장기성장동력

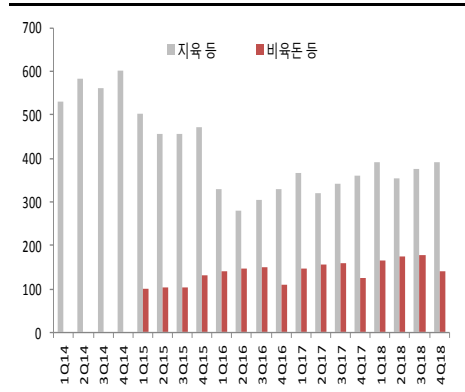
육가공은 아직 매출 비중에 비해 영업이익 기여도는 높지 않으나 장기적으로 성장동력이 될 것으로 전망된다. 동사는 2014년 12월 팜스월드를 설립해 양돈계열화 사업을 본격적으로 진행하고 있다. 사업형태는 팜스월드에서 계약농가들에게 자돈 및 사료를 공급해주고 비육돈 출하시 농가에 커미션을 지급하는 구조로 팜스코의 계열화 사업과 유사하다. 육가공 매출은 크게 지육 및 비육돈 매출로 구성되어 있으며, 팜스월드에서 비육돈 매출이 발생하고, 팜스토리 LPC에서 가공해 지육 매출이 발생하게 된다. 2015년 기준 사육두수는 약 11.4만 마리이며, 2016년 19만두, 2017년 30만두, 2018년 40만두 등 매년 사육두수가 늘어남에 따라 비육돈 및 육가공 매출도 같이 성장할 전망이다. 계열화 사업 본격화에 따라 마진이 높은 사료 내부매출도 증가할 수 있다는 점도 긍정적이다.

육가공 매출 및 OP 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 팜스토리

지육, 비육돈 매출 추이 (단위 : 억원)



자료 : 팜스토리

주 : 2015년 강원 LPC가 우리손 F&G에 합병되며 지육매출 일시 감소

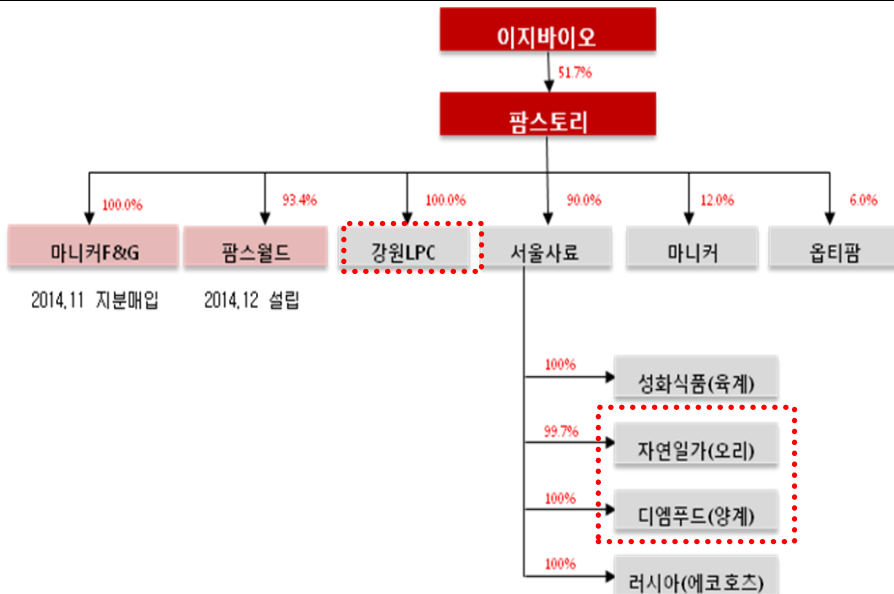
## 2. 사업 P/F 변경으로 이익개선 기대

### 1) 사료, 육돈 전문업체로 변화중

2014 년 말 이후 팜스토리 사업구조에 변화가 생기고 있다. 2014 년 12 월 팜스월드를 설립해 계열화 사업을 본격화했고, 2014 년 11 월엔 ‘마니커 F&G’ 지분을 매입해 육가공 부문을 강화했다. 2015 년에는 강원 LPC 가 우리손 F&G 로 합병되었고(우리손 F&G 지분 27.8% 확보), 2015 년 말엔 ‘자연일가’, ‘디엠푸드’를 각각 마니커/금호영농조합법인으로 매각했다. 자연일가(오리), 디엠푸드(양계) 매각으로 가금사업부는 성화식품, 마니커 F&G 만 남게 되었고, 성화식품 또한 머지 않아 이지바이오 쪽으로 이전될 가능성이 높은 것으로 예상된다. 향후 팜스토리는 서울사료, 팜스월드, 마니커 F&G 중심으로 재편될 것으로 전망되며, 이로 인해 사료/육돈 전문 업체로 사업구조가 변화하고 있다. 육계관련 기업은 마니커 F&G 만 보유하게 될 것으로 보인다.

팜스토리 지분구조(2015 년 1 분기 기준)

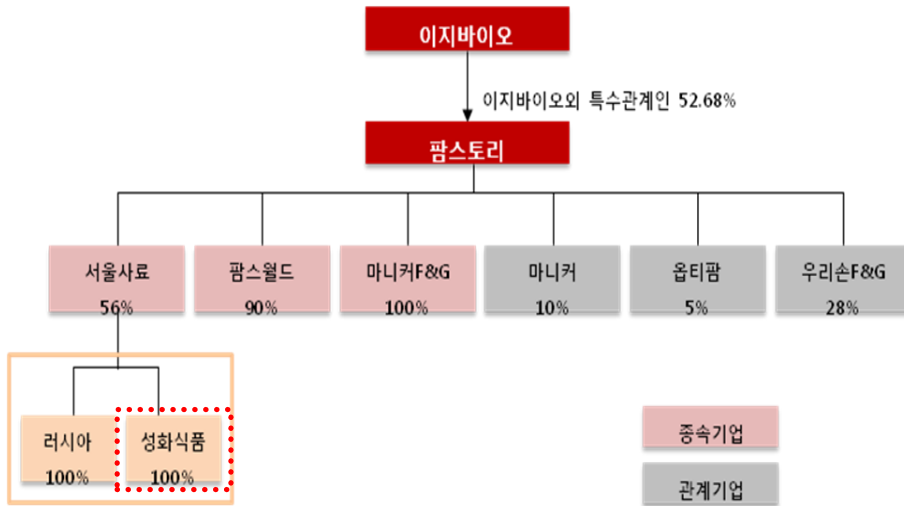
(단위 : %)



자료 : 팜스토리

주 : 강원 LPC 는 우리손 F&G 와 합병되었으며, 이로 인해 팜스토리가 우리손 F&G 지분 27.8%를 보유하게 됨





자료 : 팜스토리

주1: 강원 LPC 는 우리손 F&G 와 합병되었으며, 이로 인해 팜스토리가 우리손 F&G 지분 27.8%를 보유하게 됨

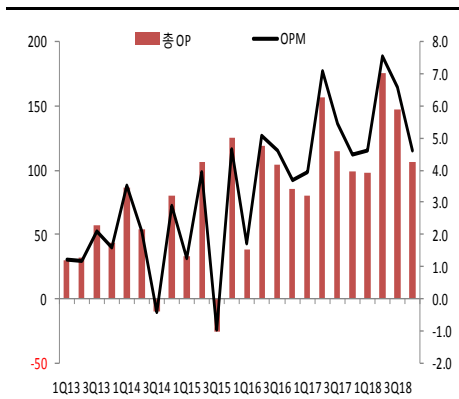
주2: 성화식품은 향후 이지바이오 쪽으로 이전될 것으로 전망

## 2) 가금 사업부 이전으로 이익개선 기대

팜스토리의 영업이익 대부분은 사료 부문에서 창출되었고, 가금사업부는 육계/오리 판가 하락의 영향으로 적자가 발생하고 있었다. 성화식품, 자연일가, 디엠푸드 3개 회사에서 발생하는 매출은 연간 2,000 억원 수준으로 외형 성장에는 도움이 되나 영업이익은 약 150~200 억원 적자, 순이익은 약 100~140 억원 가량 적자가 발생했다. 육계/오리 공급과잉으로 단기간에 실적 개선이 쉽지 않은 상황이다. 하지만 적자사업부가 이지바이오 쪽으로 이전됨에 따라 향후 팜스토리의 이익이 빠르게 개선될 것으로 예상된다. 향후 성화식품까지 이전이 완료될 경우 전사 영업이익은 약 240 억원에서 400 억원 이상으로 점프업 할 것으로 전망된다. 영업이익률로 본다면 매출 감소와 함께 이익 증가가 동시에 일어나기 때문에 마진을 개선 효과가 크게 나타날 것으로 기대된다. 성화식품이 아직 이전되지 않았음을 감안해 올해 실적을 추정하면 영업이익은 346 억원, OPM 은 3.8%를 기록할 것으로 추정되며, 전년 실적(OP 239 억원, OPM 2.2%) 대비 영업이익이 107 억원 증가하고 OPM 은 1.6%p 상승할 것으로 예상된다.

전사 영업이익 및 OPM 추이

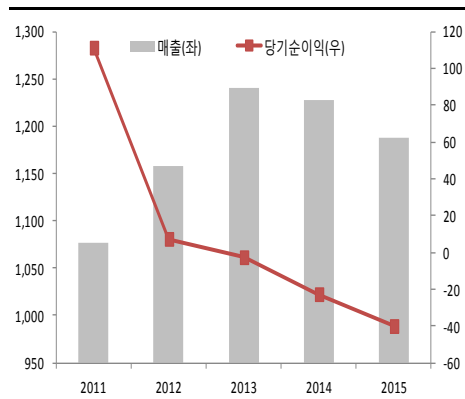
(단위: 억원 %)



자료: 팜스토리, SK 증권 추정

성화식품 실적 추이

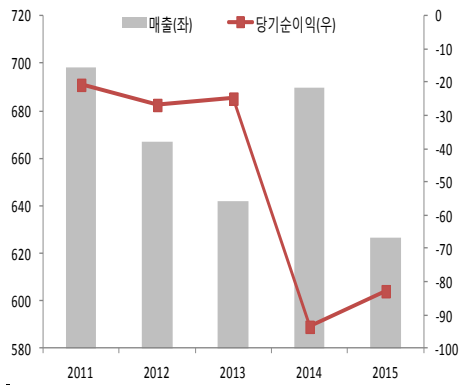
(단위: 억원)



자료: 팜스토리

디엠푸드 실적 추이

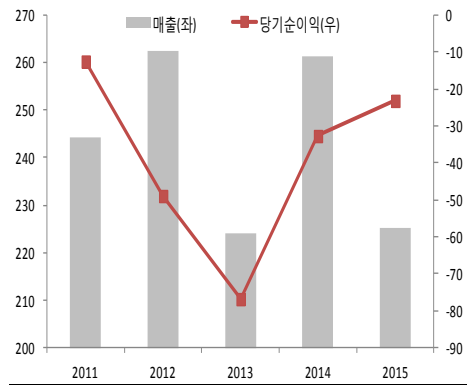
(단위 : 억원)



자료 : 팜스토리

자연일가 실적 추이

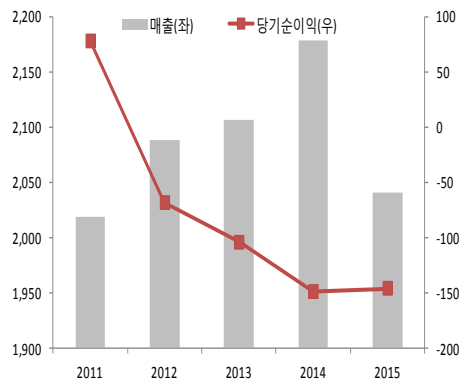
(단위 : 억원)



자료 : 팜스토리

팜스토리 육계 3개사 합산실적 추이

(단위 : 억원)

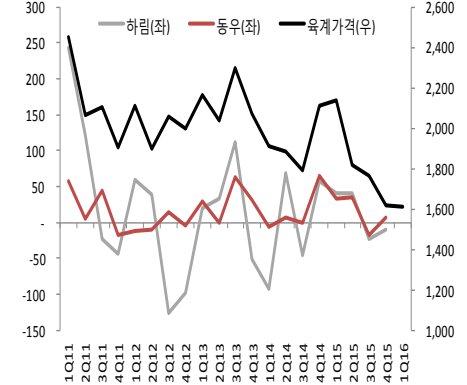


자료 : 팜스토리

주 : 성화식품, 디엠푸드, 자연일가

육계가격 및 주요업체 이익 추이

(단위 : 억원, 원)



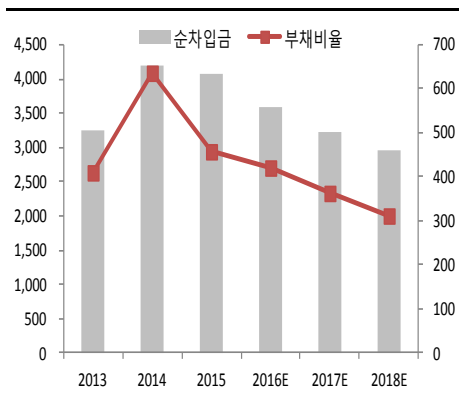
자료 : 각사, 대한양계협회

### 3. 재무구조도 개선, 밸류에이션 저평가

#### 1) 재무구조 점차 개선될 것

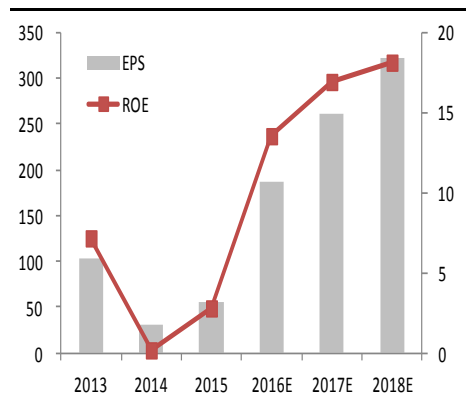
이지바이오 및 팜스토리는 지속적인 인수합병으로 외형은 크게 성장했으나 인수를 위한 차입금이 증가하며 순차입금, 부채비율 등이 높아졌다. 하지만 적자 사업부 정리를 통해 올해부터 이익 개선이 기대되며, 이를 차입금 상환에 활용하고 있어 재무구조도 개선될 것으로 보인다. 강원 LPC 가 우리손 F&G 로 합병되면서 취득한 우리손 F&G 지분 27.8%도 향후 우리손 F&G 상장시 구주매출을 통해 현금화될 가능성이 높은 것으로 예상된다. 2015 년 기준 순차입금은 4,076 억원, 부채비율은 457.7%였지만 차입금 상환으로 올해 순차입금은 3,591 억원, 부채비율은 420.7%로 낮아질 것으로 전망된다. ROE 또한 2015 년 2.8%에서 올해 13.6%로 큰 폭 개선될 것으로 기대된다.

순차입금 및 부채비율 추이 (단위: 억원 %)



자료 : 팜스토리, SK 증권 추정

EPS 및 ROE 추이 (단위: 원 %)



자료 : 팜스토리, SK 증권 추정

---

## 2) 이익개선폭 감안시 밸류에이션 저평가 판단

팜스토리는 2016년 예상실적 기준 PER 8.7 배 수준에 거래되고 있다. 음식료 업종의 평균 PER 이 약 20 배 수준이며, 팜스코 등 동종업체가 13~14 배 수준에 거래되고 있음을 감안하면 동사의 밸류에이션이 크게 저평가된 것으로 판단된다. 그 동안 M&A 를 위한 차입금 증가로 재무 안정성이 다소 취약하다는 이슈가 있었으나 이익 개선과 함께 차입금을 꾸준히 상환하고 있어 밸류에이션의 정상화가 필요하다고 판단된다.

## 투자의견변경

일시

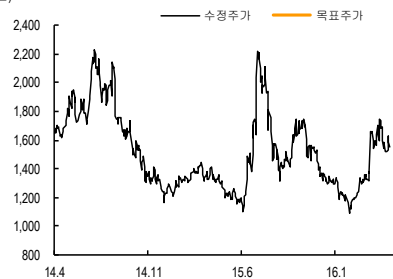
투자의견

목표주가

2016.04.11

Not Rated

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 11일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	3,985	4,337	4,394	4,262	4,125
현금및현금성자산	478	527	558	842	813
매출채권및기타채권	1,502	1,529	1,611	1,397	1,335
재고자산	1,095	1,490	1,361	1,180	1,128
<b>비유동자산</b>	3,237	3,298	3,236	3,238	3,251
장기금융자산	180	185	340	340	340
유형자산	2,221	2,259	1,945	1,941	1,938
무형자산	398	266	212	210	209
<b>자산총계</b>	7,222	7,635	7,630	7,500	7,376
<b>유동부채</b>	4,745	5,366	5,380	5,205	5,016
단기금융부채	3,714	4,321	4,421	4,321	4,121
매입채무 및 기타채무	674	707	670	581	555
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,060	1,231	882	855	767
장기금융부채	841	1,120	797	697	497
장기매입채무 및 기타채무	50	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	5,806	6,597	6,262	6,060	5,783
<b>지배주주지분</b>	1,185	992	1,066	1,151	1,315
자본금	419	419	419	419	419
자본잉여금	241	211	342	342	342
기타자본구성요소	-28	-56	-97	-97	-97
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	575	553	558	668	857
비지배주주지분	231	46	302	289	278
<b>자본총계</b>	1,417	1,037	1,368	1,440	1,593
<b>부채와자본총계</b>	7,222	7,635	7,630	7,500	7,376

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	488	-38	86	706	560
당기순이익(손실)	56	-33	18	164	225
비현금성항목등	240	420	227	287	331
유형자산감가상각비	99	115	124	103	103
무형자산상각비	2	3	3	2	2
기타	67	70	-74	25	60
운전자본감소(증가)	242	-351	-118	331	103
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-77	86	-207	215	61
재고자산감소(증가)	380	-311	99	181	52
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-112	-46	73	-89	-26
기타	50	-80	-83	24	15
법인세납부	-50	-74	-41	-76	-99
<b>투자활동현금흐름</b>	-124	-222	-143	-10	-3
금융자산감소(증가)	6	80	-133	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-18	-111	-100	-100
무형자산감소(증가)	0	-2	0	0	0
기타	32	-282	101	91	97
<b>재무활동현금흐름</b>	-305	305	97	-412	-586
단기금융부채증가(감소)	-696	113	-186	-100	-200
장기금융부채증가(감소)	586	377	163	-100	-200
자본의증가(감소)	0	0	299	0	0
배당금의 지급	-5	-20	-20	-20	-20
기타	-190	-165	-160	-173	-166
현금의 증가(감소)	73	49	30	284	-29
기초현금	405	478	527	558	842
기말현금	478	527	558	842	813
FCF	439	-372	-1,292	590	438

자료 : 팜스토리, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	10,446	10,239	10,626	9,139	8,568
<b>매출원가</b>	9,474	9,155	9,494	8,001	7,400
<b>매출총이익</b>	972	1,083	1,132	1,138	1,168
매출총이익률 (%)	9.3	10.6	10.7	12.5	13.6
<b>판매비와관리비</b>	814	844	893	793	717
영업이익	158	240	239	346	451
영업이익률 (%)	1.5	2.3	2.3	3.8	5.3
비영업손익	-102	-343	-246	-133	-154
<b>순금융비용</b>	112	114	139	118	104
외환관련손익	18	-92	-91	10	10
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-2	-23	-14	0	0
세전계속사업이익	56	-103	-7	213	297
세전계속사업이익률 (%)	0.5	-1.0	-0.1	2.3	3.5
계속사업법인세	0	-93	-42	49	72
<b>계속사업이익</b>	56	-11	34	164	225
중단사업이익	0	-22	-16	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	56	-33	18	164	225
<b>순이익률 (%)</b>	0.5	-0.3	0.2	1.8	2.6
지배주주	83	2	29	150	209
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.79	0.02	0.27	1.64	2.44
<b>비지배주주</b>	-27	-35	-11	14	16
<b>총포괄이익</b>	30	-146	-34	112	172
<b>지배주주</b>	65	-98	4	125	184
<b>비지배주주</b>	-35	-47	-38	-13	-11
EBITDA	259	357	365	451	556

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-1.9	-2.0	3.8	-14.0	-6.3
영업이익	-33.0	51.8	-0.4	44.8	30.5
세전계속사업이익	-77.3	적전	적지	흑전	39.3
EBITDA	-22.8	38.0	2.2	23.6	23.2
EPS(계속사업)	-48.4	-70.7	85.3	233.7	39.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.2	0.2	2.8	13.6	16.9
ROA	0.8	-0.5	0.2	2.2	3.0
EBITDA마진	2.5	3.5	3.4	4.9	6.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	84.0	80.8	81.7	81.9	82.2
부채비율	409.8	636.0	457.7	420.8	363.1
순차입금/자기자본	230.1	405.6	297.9	249.4	202.2
EBITDA/이자비용(배)	1.5	2.1	2.0	2.6	3.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	103	30	56	187	260
BPS	1,478	1,236	1,329	1,435	1,640
CFPS	229	149	194	319	391
주당 현금배당금	25	25	0	25	25
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	16.8	73.6	39.6	9.3	6.7
PER(최저)	10.2	38.3	19.5	5.8	4.2
PBR(최고)	1.2	1.8	1.7	1.2	1.1
PBR(최저)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR	6.5	8.5	6.8	4.9	4.0
EV/EBITDA(최고)	19.2	17.0	17.0	11.8	8.9
EV/EBITDA(최저)	17.0	14.6	14.5	10.7	8.0

memo

---



**memo**

---