

SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	419 억원
발행주식수	8,579 만주
자사주	81 만주
액면가	500 원
시가총액	1,394 억원
주요주주	
이지바이오(외4)	65.70%
외국인지분률	0.70%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/07/22)	1,625 원
KOSDAQ	708.12 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	2,210 원
52주 최저가	1,085 원
60일 평균 거래대금	51 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

팜스토리 (027710/KQ | Not Rated)

2016-07-25

NDR 후기: 확 달라진 체질

팜스토리는 이지바이오 그룹 소속 사료/축산 전문 업체이다. 2015년 이후 사업 P/F 조정을 통해 회사 체질을 개선하고 있으며, 올해는 LB 부문 및 PB 부문의 체질개선 및 이익 성장이 뚜렷할 전망이다. 돈가환율 등 회사 이익에 영향을 주는 변수의 움직임도 우호적이다. 사업 P/F 조정, 우호적인 이익결정 변수의 움직임 등에 힘입어 2Q16 및 2016년 실적 호조가 예상된다.

이지바이오 계열 사료/축산 업체

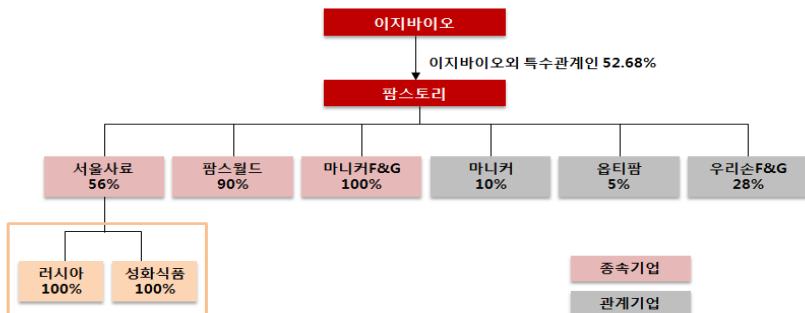
팜스토리는 이지바이오 그룹 소속 사료/축산 전문 업체이다. 팜스토리 별도로는 사료(양돈사료 중심) 및 도축장(LPC) 사업을 영위하고 있으며 자회사 서울사료는 사료(육계/산란계 중심), 팜스월드는 육돈 계열화, 마니커 F&G는 2차 육가공 사업을 영위하고 있다. 서울사료 산하에 있는 자회사는 러시아 법인이 곡물사업, 성화식품이 육계업을 영위하고 있다. 2015년 기준 사료 부문의 매출 비중이 54%로 매출 기여도가 가장 크며 영업이익 또한 62%를 차지하고 있어 사료부문이 Cash cow 역할을 수행하고 있다. 2015년부터는 팜스월드를 통해 육돈 계열화 사업을 본격화했다. 닭, 오리 등 PB(Poultry Business) 부문은 자연일기, 디엠푸드 등 적자사업을 이지바이오로 이전함에 따라 매출 비중이 낮아지고 있다.

LB 부문: 계열화 사업 본격화로 시너지 발생

2015년부터 양돈 계열화 사업을 본격 진행하며 LB(Livestock Business) 부문 실적 개선이 기대된다. LB 부문은 양돈, LPC(도축장) 매출로 구분되는데, 계열화 사업 본격화로 사육 두수가 증가하며 양돈 매출 증가 및 부분육 매출 증가가 기대된다. 팜스토리의 비육돈 출하량은 2015년 11.4 만두에서 2016년 19.1 만두로 증가할 전망이며 2017년에는 30 만두까지 늘어날 것으로 예상된다. 사육두수 증가는 계열사 사료 매출 증가로도 이어진다. 계열화 농장 사료 매출은 외부 매출보다 마진이 높아 수익성 개선에도 도움이 된다. 계열사 사료 매출액은 2015년 230 억원에서 2016년 382 억원으로 늘어날 전망이며, 2017년 600 억원까지 증가할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

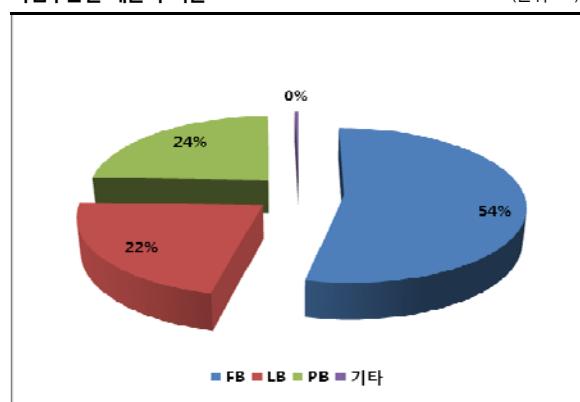
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	10,446	10,239	10,626	9,139	8,568	9,005
yoY	%	-1.9	-2.0	3.8	-14.0	-6.3	5.1
영업이익	억원	158	240	239	346	451	527
yoY	%	-33.0	51.8	-0.4	44.8	30.5	16.9
EBITDA	억원	259	357	365	451	556	632
세전이익	억원	56	-103	-7	213	297	361
순이익(자배주주)	억원	83	2	29	150	209	258
영업이익률%	%	1.5	2.3	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	9.1	6.5	5.3
PBR	배	1.0	1.0	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	18.4	14.9	15.0	12.0	9.0	7.5
ROE	%	7.2	0.2	28	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

팜스토리 지분 구조

자료 : 팜스토리

사업부문별 매출액 비율

(단위 : %)

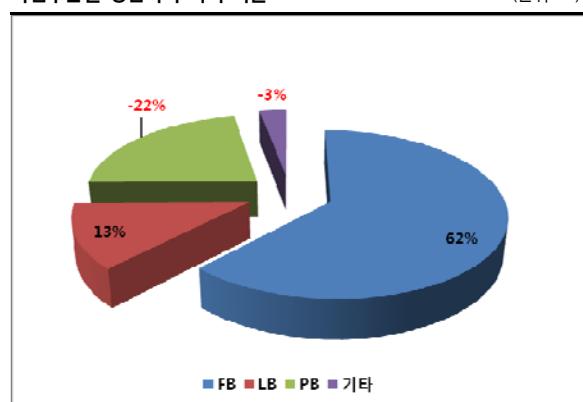


자료 : 팜스토리

주: 디엠푸드, 자연일가 사업 이전으로 2016년 비중은 2015년과 다를 수 있음

사업부문별 영업이익 기여 비율

(단위 : %)

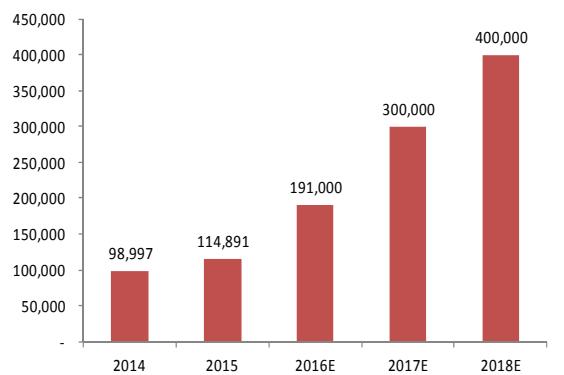


자료 : 팜스토리

주: 디엠푸드, 자연일가 사업 이전으로 2016년 비중은 2015년과 다를 수 있음

비육돈 출하두수 추이

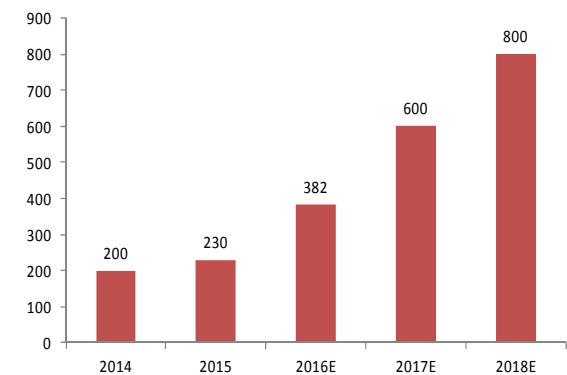
(단위 : 두)



자료 : 팜스토리

계열화 사료 매출액 추이

(단위 : 억원)



자료 : 팜스토리

PB 부문: 적자사업부 이관으로 이익률 개선

PB 부문은 성화식품(육계), 디엠푸드(양계), 자연일가(오리)를 통해 영위하고 있었는데, 사업 P/F 조정과 함께 디엠푸드와 자연일가를 이지바이오 쪽으로 이관함에 따라 실적 개선이 기대된다. 두 법인이 연결에서 제외됨에 따라 매출은 감소하겠으나 연간 적자가 100 억원 이상 감소될 수 있어 영업이익 증가 및 이익률 상승이 가능할 전망이다. 2015년 기준 디엠푸드/자연일가의 매출 및 영업적자 합산액은 각각 852 억원/105 억원에 달한다. 두 회사를 제외하고 2015년 실적을 재산정할 경우 영업이익률이 2.2%에서 3.5%로 1.3%p 상승하게 된다.

디엠푸드, 자연일가 제외시 2015년 실적 가정

(단위: 억원 %)

FY2015	연결실적	지분이동 가정	차이
매출액	10,626	9,774	-852
영업이익	239	344	105
당기순이익	18	124	106
영업이익률	2.20%	3.50%	1.3%
자산총계	7,630	7,035	-595
부채총계	6,262	5,664	-598
자본총계	1,368	1,371	3
부채비율	458%	413%	-45%

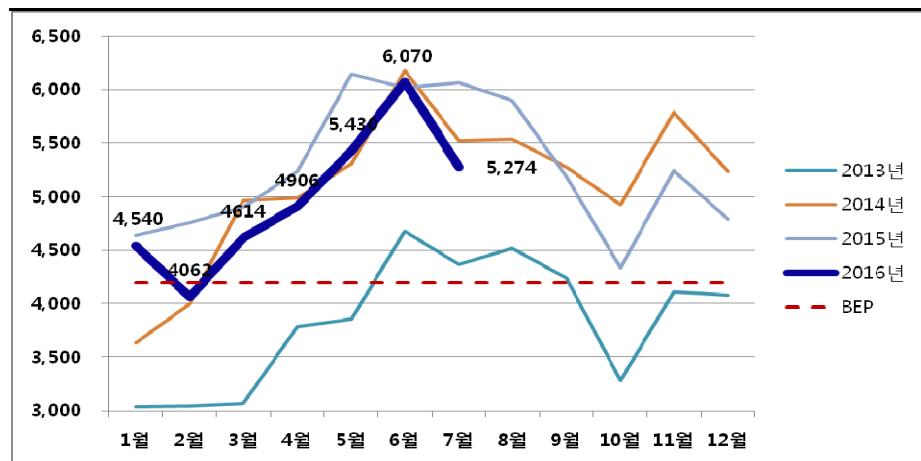
자료 팜스토리

돈육가, 환율 등도 우호적 움직임

돈육가 추이는 LB 부문 실적에 직접 영향을 주는 변수이다. 돈육가는 하절기 야외활동 증가와 함께 상승한다. 구제역 영향이 마무리된 2014년 이후 돈가는 높은 수준을 유지하고 있다. 돈가는 올해 6월 박피기준 6,070 원/Kg까지 상승했으나 이른 장마의 영향으로 7월은 5,200 원대까지 하락했다. 장마 이후 본격적인 휴가철이 시작되면 돈가가 다시 오를 가능성성이 높다. 동사의 BEP 가격이 약 4,000 원/Kg 수준임을 감안하면 2Q16 LB 부문 호실적이 기대된다. 환율은 사료용 곡물 수입을 위해 유산스를 많이 사용하는 동사의 특성상 세전이익 부문에 영향을 많이 주게 된다. 유산스 사용금액에 분기초와 말의 환율 변동을 감안해 외환평가손익을 기타손익 부문에 반영하게 되는데 올해는 환율 움직임이 우호적이다. 2015년말 원달러 환율은 1,172.0 원이었으며 현재 환율은 약 1,130~1,140 원 사이에서 움직이고 있어 외환평가익이 반영될 수 있는 상황이다.

돼지지육(박피) 가격 추이

(단위 : 원/Kg)



자료 : 팜스토리

재무구조 개선중, 2016년 실적호조 전망

우리손 F&G 상장관련 구주 매출로 인한 현금 유입 및 적자사업부 이관으로 부채비율이 하락하고 영업이익률이 상승하는 등 회사의 이익 및 재무구조가 개선되고 있다. 사료가 안정적 캐시카우 역할을 해주는 가운데 사육두수 증가에 힘입어 LB 부문 실적도 개선되고 있어 2016년 실적은 매출 9,139 억원(-14.0% yoy), 영업이익 346 억원(+44.8% yoy)으로 개선세가 뚜렷할 전망이다. 2Q16 실적은 매출 2,342 억원(-13.4% yoy), 영업이익 119 억원(+11.9% yoy)으로 다소 보수적으로 추정했다. 하지만 앞서 언급한 긍정적 요인 외에 ‘생물자산 평가액’도 반영될 수 있어 당사의 추정치보다 더 좋은 실적을 기록할 가능성도 높을 것으로 보인다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.07.25	Not Rated	
	2016.05.18	Not Rated	

Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 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 (2016년 7 월 25 일 기준)

매수	95.42%	중립	4.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,337	4,394	4,262	4,125	4,116
현금및현금성자산	527	558	842	813	680
매출채권및기타채권	1,529	1,611	1,397	1,335	1,390
재고자산	1,490	1,361	1,180	1,128	1,174
비유동자산	3,298	3,236	3,238	3,251	3,274
장기금융자산	185	340	340	340	340
유형자산	2,259	1,945	1,941	1,938	1,936
무형자산	266	212	210	209	207
자산총계	7,635	7,630	7,500	7,376	7,390
유동부채	5,366	5,380	5,205	5,016	4,894
단기금융부채	4,321	4,421	4,321	4,121	3,921
매입채무 및 기타채무	707	670	581	555	578
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,231	882	855	767	701
장기금융부채	1,120	797	697	497	297
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,597	6,262	6,060	5,783	5,595
지배주주지분	992	1,066	1,151	1,315	1,528
자본금	419	419	419	419	419
자본잉여금	211	342	342	342	342
기타자본구성요소	-56	-97	-97	-97	-97
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	553	558	668	857	1,096
비자본주주지분	46	302	289	278	266
자본총계	1,037	1,368	1,440	1,593	1,795
부채와자본총계	7,635	7,630	7,500	7,376	7,390

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-38	86	706	560	447
당기순이익(순실)	-33	18	164	225	274
비현금성항목등	420	227	287	331	358
유형자산감가상각비	115	124	103	103	103
무형자산상각비	3	3	2	2	2
기타	70	-74	25	60	80
운전자본감소(증가)	-351	-118	331	103	-70
매출채권및기타채권의 감소증가)	86	-207	215	61	-54
재고자산감소(증가)	-311	99	181	52	-46
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-46	73	-89	-26	23
기타	-80	-83	24	15	7
법인세납부	-74	-41	-76	-99	-115
투자활동현금흐름	-222	-143	-10	-3	-8
금융자산감소(증가)	80	-133	0	0	0
유형자산감소(증가)	-18	-111	-100	-100	-100
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0	0
기타	-282	101	91	97	93
재무활동현금흐름	305	97	-412	-586	-573
단기금융부채증가(감소)	113	-186	-100	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	377	163	-100	-200	-200
자본의증가(감소)	0	299	0	0	0
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20	-20
기타	-165	-160	-173	-166	-153
현금의 증가(감소)	49	30	284	-29	-133
기초현금	478	527	558	842	813
기말현금	527	558	842	813	680
FCF	-372	-1,292	590	438	323

자료 : 팜스토리, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	10,239	10,626	9,139	8,568	9,005
매출원가	9,155	9,494	8,001	7,400	7,693
매출총이익	1,083	1,132	1,138	1,168	1,312
매출총이익률 (%)	10.6	10.7	12.5	13.6	14.6
판매비와관리비	844	893	793	717	785
영업이익	240	239	346	451	527
영업이익률 (%)	2.3	2.3	3.8	5.3	5.9
비영업손익	-343	-246	-133	-154	-166
순금융비용	114	139	118	104	96
외환관련손익	-92	-91	10	10	10
관계기업투자등 관련손익	-23	-14	0	0	0
세전계속사업이익	-103	-7	213	297	361
세전계속사업이익률 (%)	-1.0	-0.1	2.3	3.5	4.0
계속사업법인세	-93	-42	49	72	87
계속사업이익	-11	34	164	225	274
중단사업이익	-22	-16	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-33	18	164	225	274
순이익률 (%)	-0.3	0.2	1.8	2.6	3.0
지배주주	2	29	150	209	258
지배주주구속 순이익률(%)	0.02	0.27	1.64	2.44	2.86
비지배주주	-35	-11	14	16	16
총포괄이익	-146	-34	112	172	222
지배주주	-98	4	125	184	233
비지배주주	-47	-38	-13	-11	-11
EBITDA	357	365	451	556	632

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-2.0	3.8	-14.0	-6.3	5.1
영업이익	51.8	-0.4	44.8	30.5	16.9
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	39.3	21.8
EBITDA	38.0	22	23.6	23.2	13.6
EPS(계속사업)	-70.7	85.3	233.7	39.0	23.5
수익성 (%)					
ROE	0.2	2.8	13.6	16.9	18.1
ROA	-0.5	0.2	2.2	3.0	3.7
EBITDA/마진	3.5	3.4	4.9	6.5	7.0
안정성 (%)					
유동비율	80.8	81.7	81.9	82.2	84.1
부채비율	636.0	457.7	420.8	363.1	311.8
순자본/자기자본	405.6	297.9	249.4	202.2	164.6
EBITDA/이자비용(배)	2.1	2.0	2.6	3.4	4.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	30	56	187	260	322
BPS	1,236	1,329	1,435	1,640	1,905
CFPS	149	194	319	391	452
주당 현금배당금	25	0	25	25	25
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	73.6	39.6	9.8	7.1	5.7
PER(최저)	38.3	19.5	5.8	4.2	3.4
PBR(최고)	1.8	1.7	1.3	1.1	1.0
PBR(최저)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PCR	8.5	6.8	5.3	4.3	3.8
EV/EBITDA(최고)	17.0	17.0	12.0	9.1	7.6
EV/EBITDA(최저)	14.6	14.5	10.7	8.0	6.6