

진로발효(018120/KQ)

안정적 실적에 배당도 매력적

매수(신규편입)

T.P 41,000 원(신규편입)

Analyst

김승

seungeee@sk.com
02-3773-8919

진로발효는 주정시장 M/S 16.5%의 1위 업체이다. 소주소비 증가에 따른 주정소비 증가 시 이익 레버리지가 가장 클 것으로 예상된다. 원재료 가격 하락으로 인한 원가율 하락, 안정적인 판관비율 등에 힘입어 내년 이익성장이 기대된다. 올해도 1,000 원 수준의 배당이 예상되며, 현주가 수준 배당률이 3%가 넘어 배당주로서의 매력도 충분하다고 판단된다. 투자의견 매수, 목표주가 41,000 원으로 커버리지에 신규편입한다.

주정업 1위 업체

진로발효는 주정시장 M/S 16.5%로 1위를 차지하고 있는 업체이다. 발효주정/정제주정이 주요 제품이며 부수적으로 주정소비 촉진을 위해 알코올소독제(크린콜 등)을 생산하고 있으며, 계열사로 안동소주일품(지분율 49.64%)을 보유하고 있다. 대한주정 판매에 전량 납품하는 주정업의 특성상 시장 M/S는 변동없이 유지될 수 있으며, 최근 소주소비 증가에 힘입어 내년 실적 개선이 기대된다.

주정소비 증가로 인한 이익 레버리지 효과가 클 것

소주시장 경쟁/신제품 출시 등으로 내년에도 주정 소비량 증가가 예상되며, M/S 1위인 진로발효의 매출 증가폭이 가장 클 것으로 기대된다. 동사는 규모의 경제, 연속발효 공법 적용 등을 바탕으로 타 주정사 대비 원가 우위를 점하고 있다. 판로가 보장되어 있기 때문에 매출 증가로 인한 판관비 증가 이슈도 없다. 평균 7%대의 판관비를 보이는 타 주정사와는 달리 진로발효의 판관비율은 2% 수준에 불과하다. 주정의 주 원료인 타피오카, 조주정 가격도 하향 안정화되고 있다. 소주시장 성장에 따른 주정매출 증가, 원가율 하락, 안정적인 판관비율 등의 모멘텀에 힘입어 내년 영업이익 229 억원(+ 12.1% yoy)을 달성할 것으로 예상된다.

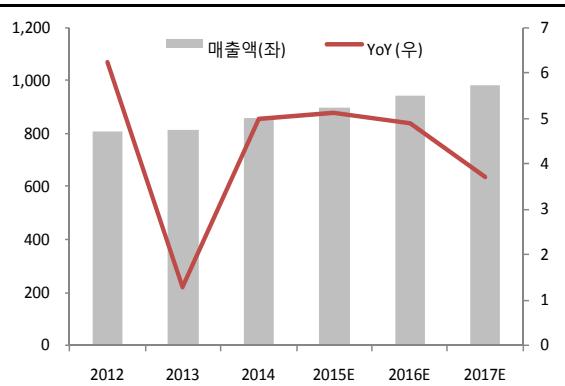
투자의견 매수, 목표주가 41,000 원으로 신규편입

진로발효에 대해 투자의견 매수, 목표주가 41,000 원을 제시하며 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2016년 예상 EPS 2,436 원에 Target Multiple 17 배를 적용해 산출했다. 사업구조가 안정적인 가운데 내년 주정시장 성장으로 매출 성장이 가능하며, 원가하락, 안정적인 판관비에 힘입어 이익 증가 모멘텀도 보유하고 있다. 국산원료가 많이 투입되는 4 분기는 이익 감소가 불가피하지만 연간으로 보면 이익 증가세가 이어질 것으로 예상된다. 지난해에 이어 올해도 1,000 원의 배당이 기대되며 현재 주가 기준 배당수익률이 3%가 넘어 배당주로서의 매력도 충분하다고 판단된다.

영업실적 및 투자지표

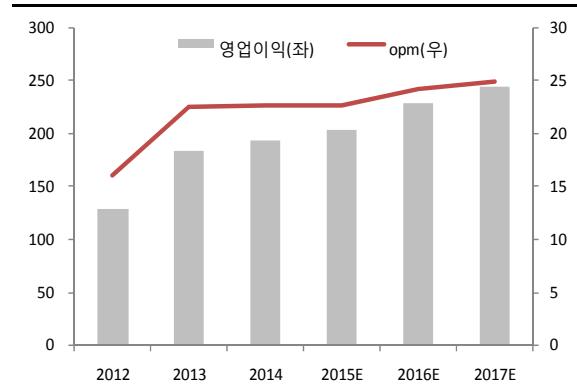
구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	806	816	857	901	945	980
yoy	%	6.2	1.3	5.0	5.1	4.9	3.7
영업이익	억원	129	183	194	204	229	245
yoy	%	26.7	41.7	5.9	51	121	7.0
EBITDA	억원	143	197	209	218	241	256
세전이익	억원	199	186	206	218	242	261
순이익(지배주주)	억원	155	141	163	169	183	197
영업이익률%	%	16.1	22.5	22.7	22.7	24.2	25.0
EBITDA%	%	17.7	24.2	24.3	24.2	25.6	26.2
순이익률	%	19.2	17.3	19.0	18.8	19.4	20.2
EPS	원	1,924	1,876	2,164	2,249	2,436	2,625
PER	배	6.3	11.7	13.6	14.7	13.6	12.6
PBR	배	1.9	3.0	3.5	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	배	6.4	8.2	9.9	10.2	8.8	7.8
ROE	%	19.9	26.8	27.1	24.6	23.3	22.0
순차입금	억원	-12	-44	-177	-278	-381	-500
부채비율	%	26.5	17.7	21.8	25.1	22.0	19.2

진로발효 매출 및 YoY 추이



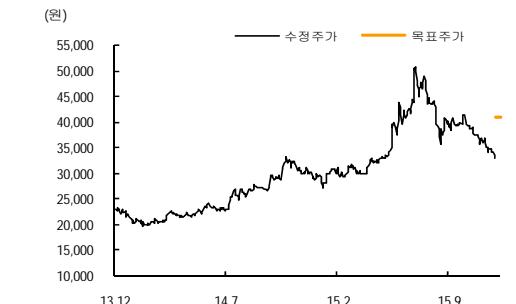
자료 : 진로발효, SK 증권 추정

진로발효 영업이익 및 OPM 추이



자료 : 진로발효, SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2015.12.03	매수	41,000원
	2015.12.01	Not Rated	



(원)

55,000
50,000
45,000
40,000
35,000
30,000
25,000
20,000
15,000
10,000

— 수정 주가 ————— 목표주가

13.12 14.7 15.2 15.9

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 (2015년 12월 3일 기준)

매수	94.44%	중립	5.56%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	410	538	685	803	934
현금및현금성자산	3	31	0	103	222
매출채권및기타채권	192	201	207	217	225
재고자산	136	97	100	104	108
비유동자산	249	243	232	219	208
장기금융자산	34	31	31	31	31
유형자산	179	169	158	145	134
무형자산	25	31	31	31	31
자산총계	659	781	916	1,022	1,141
유동부채	75	111	76	79	82
단기금융부채	30	55	19	19	19
매입채무 및 기타채무	15	14	14	15	16
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	23	29	107	105	102
장기금융부채	4	4	77	77	77
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	99	140	184	184	184
지배주주지분	560	642	733	838	957
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	1	1	1	1	1
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	520	601	698	806	928
비자매주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	642	733	838	957
부채와자본총계	659	781	916	1,022	1,141

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	111	217	169	170	183
당기순이익(손실)	141	163	169	183	197
비현금성항목등	62	59	56	58	59
유형자산감가상각비	14	14	14	13	11
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	4	1	-5	-6	-6
운전자본감소(증가)	-31	36	-12	-11	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4	-9	-6	-10	-8
재고자산감소(증가)	-38	39	-3	-5	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	1	7	1	1
기타	6	5	-10	4	1
법인세납부	-62	-40	-45	-60	-63
투자활동현금흐름	-31	-138	-162	10	13
금융자산감소(증가)	-31	-128	-170	0	0
유형자산감소(증가)	-16	-5	-2	0	0
무형자산감소(증가)	14	-6	0	0	0
기타	2	1	10	10	13
재무활동현금흐름	-90	-51	-39	-77	-77
단기금융부채증가(감소)	-18	25	-36	0	0
장기금융부채증가(감소)	4	0	73	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-75	-75	-75	-75	-75
기타	-1	-1	-1	-2	-2
현금의 증가(감소)	-11	28	-31	103	119
기초현금	14	3	31	0	103
기밀현금	3	31	0	103	222
FCF	107	190	160	174	187

자료 : 진로발효, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	816	857	901	945	980
매출원가	611	645	679	698	717
매출총이익	206	212	222	247	263
매출총이익률 (%)	25.2	24.7	24.7	26.1	26.8
판매비와관리비	22	18	18	18	18
영업이익	183	194	204	229	245
영업이익률 (%)	22.5	22.7	22.7	24.2	25.0
비영업순익	2	12	14	13	16
순금융비용	-1	-3	-7	-8	-11
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련순익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	186	206	218	242	261
세전계속사업이익률 (%)	22.8	24.1	24.2	25.6	26.6
계속사업법인세	45	44	48	59	63
계속사업이익	141	163	169	183	197
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	163	169	183	197
순이익률 (%)	17.3	19.0	18.8	19.4	20.2
지배주주	141	163	169	183	197
지배주주주속 순이익률(%)	17.29	19	18.78	19.39	20.15
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	141	157	166	180	195
지배주주	141	157	166	180	195
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	197	209	218	241	256

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	13	5.0	5.1	4.9	3.7
영업이익	41.7	5.9	5.1	12.1	7.0
세전계속사업이익	-6.7	11.1	5.4	11.1	7.8
EBITDA	38.3	5.8	4.5	10.8	6.1
EPS(계속사업)	-2.5	15.4	3.9	8.3	7.8
수익성 (%)					
ROE	26.8	27.1	24.6	23.3	22.0
ROA	22.0	22.6	19.9	18.9	18.3
EBITDA마진	24.2	24.3	24.2	25.6	26.2
안정성 (%)					
유동비율	543.0	486.2	895.2	1,012.6	1,145.3
부채비율	17.7	21.8	25.1	22.0	19.2
순자금/자기자본	-7.9	-27.6	-38.0	-45.5	-52.2
EBITDA/이자비용(배)	313.6	303.4	398.2	109.8	116.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	2,164	2,249	2,436	2,625
BPS	7,443	8,528	9,739	11,137	12,724
CFPS	2,060	2,354	2,433	2,604	2,777
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	124	15.4	22.5	20.8	19.3
PER(최저)	6.5	9.1	12.2	11.2	10.4
PBR(최고)	3.1	3.9	5.2	4.6	4.0
PBR(최저)	1.6	2.3	2.8	2.5	2.2
PCR	10.7	12.5	13.6	12.7	11.9
EV/EBITDA(최고)	8.7	11.2	16.3	14.3	13.0
EV/EBITDA(최저)	4.5	6.3	8.2	7.0	6.2