

이지바이오(035810.KQ)

하방 경직성과 성장성, 밸류에이션 매력까지 겸비했다



음식료 담당 오소민

Tel. 368-6152 / sominoh@eugenefn.com

STRONG BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 15,000원
현재주가(07/06) 7,530원

Key Data	(기준일: 2015. 07. 06)
KOSPI(pt)	2,053.9
KOSDAQ(pt)	752.0
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	380.4
52주 최고/최저(원)	8,630 / 4,810
52주 일간 Beta	0.51
발행주식수(천주)	50,524
평균거래량(3M, 천주)	1,828
평균거래대금(3M, 백만원)	11,568
배당수익률(15F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	7.2
주요주주 지분율(%)	
지현옥의 4인	30.3

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	46.2	31.0	49.4	6.7
KOSPI대비상대수익률	46.9	30.6	40.3	4.5

Financial Data			
결산기(12월)	2014	2015F	2016F
매출액(십억원)	1,480.3	1,551.5	1,635.9
영업이익(십억원)	78.1	100.2	111.8
세전계속사업손익(십억원)	27.1	67.8	82.7
지배주주순이익(십억원)	17.4	44.1	53.7
EPS(원)	638	975	1,245
증감률(%)	142.2	52.9	27.6
PER(배)	8.5	7.7	6.1
ROE(%)	7.4	16.0	16.8
PBR(배)	1.1	1.3	1.1

자료: 유진투자증권

■ 이지바이오의 토대, 사료사업부: 캐쉬카우 배합사료+고마진&고성장의 사료첨가제

- 연결기준 매출비중 46.6%, 영업이익 비중 71.7%를 차지하는 이지바이오 사료사업부는 이지바이오의 캐쉬카우로 양돈, 양계, 축우 사료 등을 생산 판매한다. 원재료 매입에서 투입까지 6개월 레깅이 있으며, 연초부터 곡물가가 지속적으로 하락해왔기 때문에 하반기 갈수록 마진스프레드 확대에 수익성이 개선될 것으로 전망한다. 사료사업부 수익성은 환율과 곡물가에 영향을 받지만, 비교적 안정적인 마진(5~6%대)을 유지하고 있다. 이지바이오(별도기준)에서 주로 생산하는 사료는 다른 보통의 배합사료가 아닌 사료첨가제, 자돈사료(유제품이 다량 함유) 등의 고부가 사료인데, 이러한 고부가 사료는 고마진인데다 곡물가 변동에도 상대적으로 덜 민감하기 때문에 안정적인 수익 달성과 수익성 개선이 유리하다. (OPM 순위: 사료첨가제 25%)>자돈사료 10%)>양돈사료 6%)>양계, 축우사료 1~2%)
- 성장동력 사료첨가제: 동사의 주력제품인 엔도파워, 리피돌(올해 매출비중 3:7 전망)은 사료첨가제로 각각 흡수율을 높여주고, 지방의 흡수를 도와주는 기능을 하여 모두 증체를 돕는 역할을 한다. 국내의 매출규모는 2014년 기준으로 약 450억원이고, 수출 규모만 2011년 24억원에서 2014년 84억원으로 성장하며 CAGR(2011~2014) 52.9%를 기록했다. 최근 중국 사료첨가제시장 진출을 위해 중국 상하이젠텍과 JV를 설립하여 공장을 증설하고 있으며 올해 8~9월 내에 완공 예정이다. 다른 국가와의 JV도 검토하고 있는 중이며, JV설립은 고정적 판매처의 확대에 직결 때문에 매출 성장성과 수익성 개선을 동시에 달성할 것으로 판단한다.

■ 자회사 팜스토리(지분율 51.7%)를 중심으로 양돈계열화 사업 확대, 동사의 중장기 성장동력!

- 팜스토리는 2014년 12월 이지바이오의 양돈계열화 사업부를 팜스토리 자회사로 신설하여 (팜스월드, 지분율 93.4%) 연결 자회사로 편입하였고, 올해는 연결로 온기 반영되는 원년이다. 팜스월드는 양돈계열화 사업을 영위하는 업체로 중소 양돈농가들에게 자돈과 사료를 공급해주고, 후에 성돈이 되면 중소농가에게 두당 커미션을 지급하는 구조다. 팜스토리와 계약을 맺은 중소 농가들에게 동사의 종돈과 사료를 공급하기 때문에 안정적인 수익처를 확보할 수 있고, 따로 영업비용이 들지 않아 관관비가 감소되어 수익성이 개선된다. 양돈계열화의 확대는 양돈사업부 성장뿐만 아니라 배합사료&사료첨가제 사업부 성장과도 직결된다. 때문에, 동사가 가장 주력을 하는 부문이기도 하고, 중장기 성장동력으로써 향후 가장 크게 성장할 것으로 전망한다.

■ 사료 원가 하락으로 영업손실 축소될 가금사업부+과징금 이슈 해소

- 가금사업부(PB): 작년 공급과잉으로 인한 양계가격 하락으로 -172원의 영업손실을 기록했다. 그러나 올해는 사료가격 하락으로 인한 원가 절감과 마니커의 저수익성 거래처의 축소, 성화식품과 디엠푸드의 비용절감으로 작년의 영업손실 상당부분이 축소될 것으로 전망한다.
- 이제 약재는 없다, 과징금 이슈 해소: 공정거래위원회는 11개 사료업체에 사료담합을 이유로 총 773억원의 과징금을 부과했고, 이지바이오(손자회사인 서울사료)는 11개 업체중 가장 적은 액수인 약 14억의 과징금을 부과 받았다. 시장에서 예상한 것 대비 적은 규모로 실제에 크게 악영향을 미치지 않을 것으로 판단한다.

■ 투자 의견 STRONG BUY, 목표주가 15,000원으로 신규 커버리지 개시

- 동사에 대해 투자 의견 STRONG BUY, 목표주가 15,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 15,000원은 동사의 2015년 EPS 추정치 975원에 목표 PER 16.0배를 적용한 것이다. 목표 PER 16.0은 2015년 음식료 업종 평균PER 20.0배를 20% 할인하였고, 할인이유는 외부변수에 따른 수익성 변동성이 크고 사료업 특성상 재무구조의 불안정성 때문이다. 2015년 매출액, 영업이익은 1.6조원, 1,002억원(OPM 6.5%)으로 각각 +4.8%yoy +28.3%yoy 성장할 것으로 전망한다.



Valuation

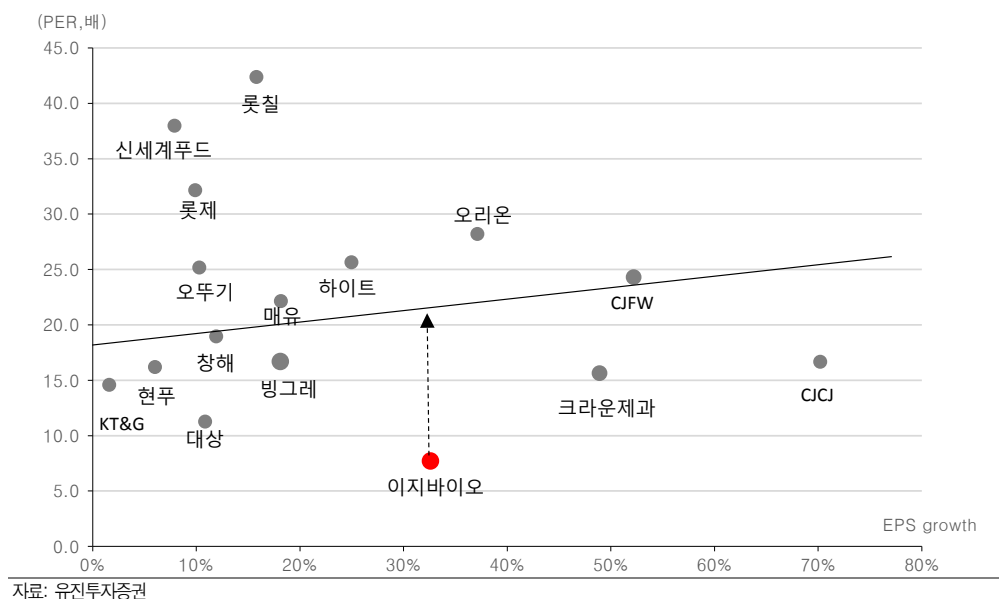
안정성과 성장성 모두 가져간다, 목표 PER 16.0배 적용

동사에 대해 투자의견 **STRONG BUY**, 목표주가 **15,000원**으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 15,000원은 동사의 2015년 EPS 추정치 975원에 목표 PER 16.0배를 적용한 것이다. 목표 PER 16.0은 2015년 음식료 업종 평균PER 20.0배를 20% 할인한 것으로 할인 이유는 1)외부변수(곡물가, 환율)에 수익성 변동이 크다는 점, 2)유산스가 많은 사료산업 특성 상 재무구조가 불안정하다는 점이다. 동사와 같은 업을 영위하는 팜스코도 2015년 기준 PER이 동사의 목표 PER과 비슷한 수준인 15.3배로 동사의 목표 PER 16.0배는 과도하지 않다는 판단이다.

EPS가 2014년 638원에서 2015년 추정치인 975원으로 약 52.8% 대폭 성장할 것으로 전망하는 이유는 1)작년의 일회성 비용인 디엠푸드 용인공장 매각 관련 영업권 상각 140억원의 비용이 올해는 반영되지 않고, 2)사료사업부 수익성이 하반기 갈수록 상승하며, 3)가금사업부의 영업손실 축소가 주효한 원인이다.

과거 동사의 할인요인 중 하나는 재무구조 리스크였는데, 연간 1,000억원의 EBITDA를 주로 M&A에 투입되었기 때문에 재무구조가 개선되지 못했다. 그러나 현재 M&A가 대부분 완료된 상태로, 올해 EBITDA 대부분은 차입금 상환하는데 투입될 것으로 전망한다. 지속적인 재무구조 개선으로 과거 받았던 할인요인은 점차적으로 해소될 것으로 전망한다. 올해 1분기 기준 이지바이오는 차입금 740억원을, 팜스토리는 450억원을 상환하였다.

도표 1 음식료 업종 PER, EPS Growth 함수





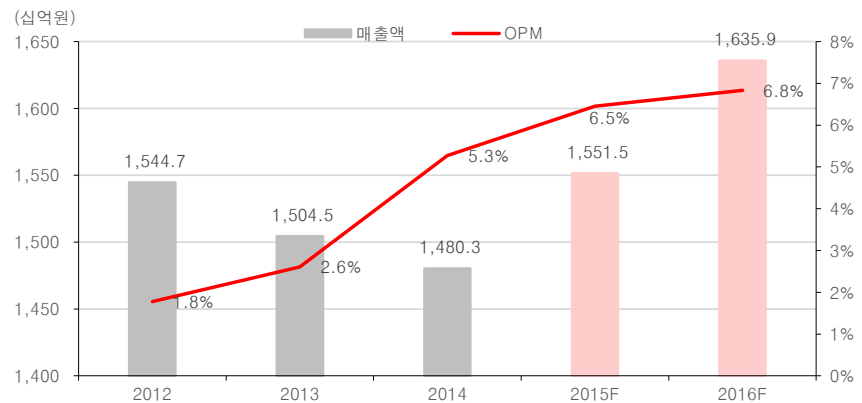
실적 전망

도표 2 이지바이오 연결기준 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
매출액	1,544.7	1,504.5	1,480.3	1,551.5	1,635.9
매출원가	1,354.6	1,303.3	1,233.7	1,269.8	1,347.0
원가율	87.7%	86.6%	83.3%	81.8%	82.3%
매출총이익	190.0	201.2	246.6	281.7	288.9
판매비	162.6	162.0	168.5	181.6	177.1
영업이익	27.4	39.3	78.1	100.2	111.8
OPM	1.8%	2.6%	5.3%	6.5%	6.8%
세전이익	18.4	13.5	27.1	67.8	82.7
당기순이익	8.8	10.8	17.4	44.1	53.7
지배주주순이익	17.2	12.4	30.5	49.3	62.9
Valuation					
PER	8.4	18.8	8.5	7.7	6.1
PBR	0.7	1.1	1.1	0.9	0.8
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	8.7	5.7	12.0	17.1	19.3

자료: 유진투자증권

도표 3 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이와 전망(연결기준)



자료: 유진투자증권

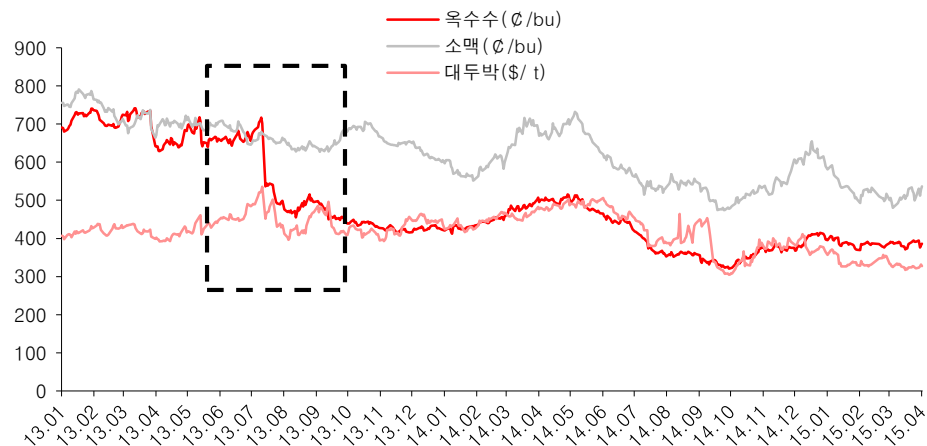


캐쉬카우인 사료사업, 하반기로 갈수록 좋다

1) 캐쉬카우 배합사료: 곡물가격 하락으로 수익성 하반기로 갈수록 상승

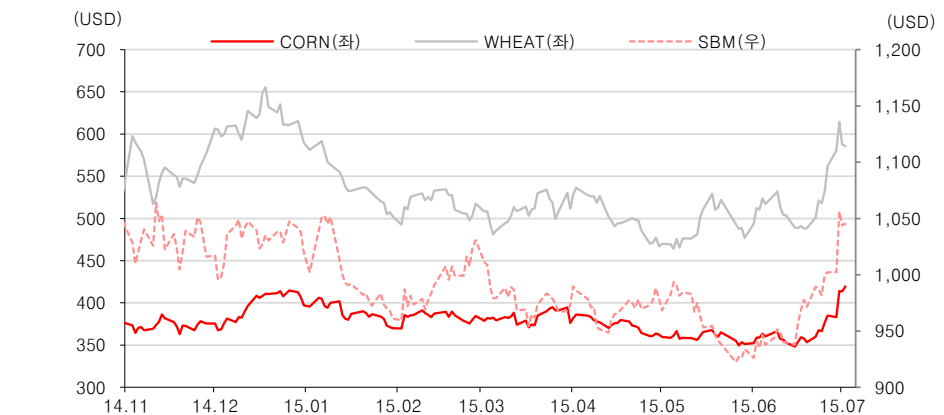
연결기준 매출비중 46.6%, 영업이익 비중 71.7%를 차지하는 이지바이오 사료사업부는 이지바이오의 캐쉬 카우로 양돈, 양계, 축우 사료 등을 생산 판매한다. 원재료 매입에서 투입까지 6개월 레깅이 있으며, 연초부터 곡물가가 지속적으로 하락해왔기 때문에 하반기 갈수록 마진스프레드 확대로 수익성이 개선될 것으로 전망한다. 사료사업부 수익성은 환율과 곡물가에 영향을 받지만, 비교적 안정적인 마진(5~6%대)을 유지하고 있다. 이지바이오(별도기준)에서 생산하는 사료는 다른 배합사료에 비해 사료첨가제, 자돈사료(유제품이 다량 함유) 등의 고부가 사료인데, 이러한 고부가 사료는 고마진인데다 곡물가 변동에도 상대적으로 덜 민감하기 때문에 안정적인 수익 달성과 수익성 개선 측면에서 판매 확대를 위해 노력하고 있다. (OPM 순위: 사료첨가제 25% > 자돈사료 10% > 양돈사료 6% > 양계, 축우사료 1~2%)

도표 4 2013년 7월달 유가하락으로 인한 옥수수 가격 급락으로, 저렴한 원재료가 6개월 후에 투입된 시점인 2014년 상반기 사료사업부의 수익성이 가장 좋았음



자료: CME GROUP, 유진투자증권, 주: 원재료 투입 레깅은 6개월, 환율은 2개월(선물, 선도거래로 원재료 구입 후 4개월 후에 usd로 결제)

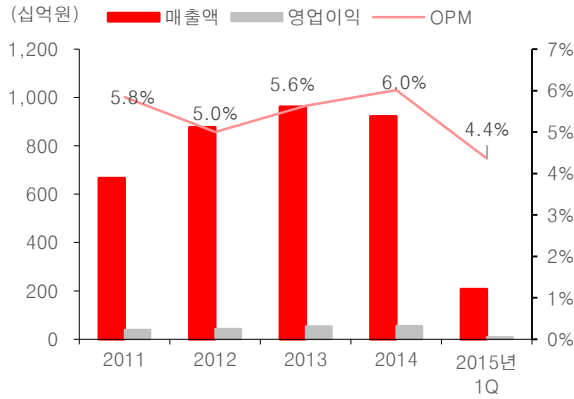
도표 5 최근 곡물가 급등, 이는 북미지역 호우로 인한 생산량 감소 우려감에 기인한 것으로 단기적인 급등에 그칠 가능성 존재, 추가적인 재고율 트레이킹 필요



자료: CME GROUP, 유진투자증권

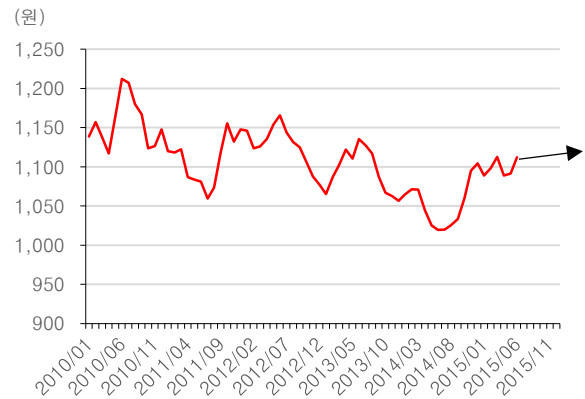


도표 6 사료사업부(FB) 매출액 및 영업이익의 추이



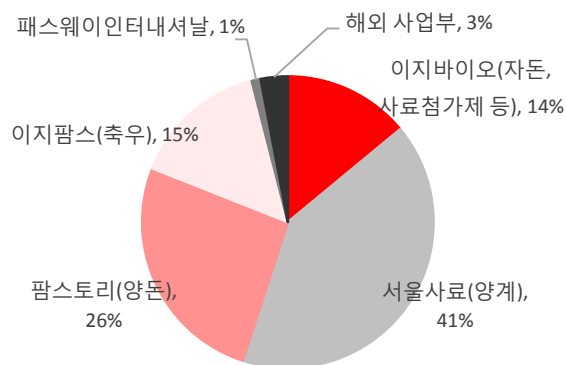
자료: 유진투자증권

도표 7 원달러 환율 추이 및 전망: 연말까지 횡보 및 소폭 상승할 것으로 전망



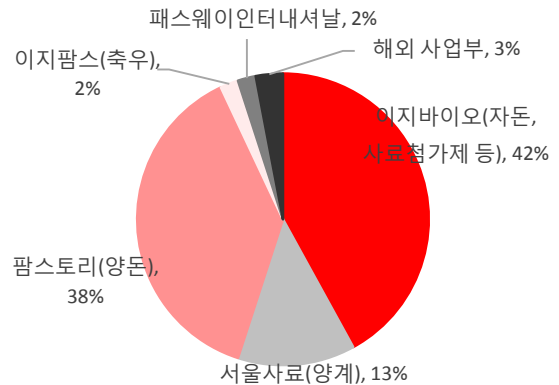
자료: 유진투자증권

도표 8 2014년 연결 기준 자회사별 사료사업 매출 비중 추이



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 9 2014년 연결 기준 자회사별 사료사업 영업이익 비중 추이

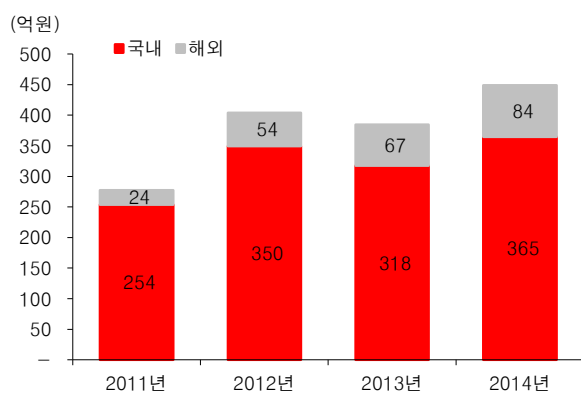


자료: 회사자료, 유진투자증권

2) 사료첨가제라는 성장동력 탑재, OPM 25%의 고마진 사업

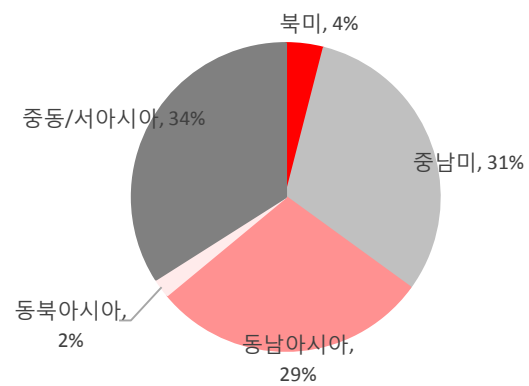
동사의 주력제품인 엔도파워, 리피돌(올해 매출비중 3:7 전망)은 사료첨가제로 각각 흡수율을 높여주고, 지방의 흡수를 도와주는 기능을 하여 모두 증체를 돕는 역할을 한다. 국내외 매출규모는 2014년 기준으로 약 450억원이고, 수출 규모만 2011년 24억원에서 2014년 84억원으로 성장하며 CAGR(2011~2014) 52.9%를 기록했다. 최근 중국 사료첨가제시장 진출을 위해 중국 상하이젠택과 JV를 설립하여 공장을 증설하고 있으며 올해 8~9월 내에 완공 예정이다. 다른 국가와의 JV도 검토하고 있는 중이며, JV설립은 고정적 판매처의 확대에 직결 때문에 매출 성장성과 수익성 개선을 동시에 달성할 것으로 판단한다.

도표 10 동사 사료첨가제 매출액 추이



자료: 유진투자증권

도표 11 2014년 기준 사료첨가제 지역별 매출 현황



자료: 유진투자증권

도표 12 동사의 사료첨가제 주력제품인 엔도파워와 리피돌은 주로 중동과 남미에서 판매되고 있고, 매출 growth가 크게 나오고 있음

32개 국가 30개 대리점



endopower^{BETA} lipidol

주요 거래처(대리점)



자료: 회사자료, 유진투자증권

양돈계열화 확대는 전사적 성장과 직결

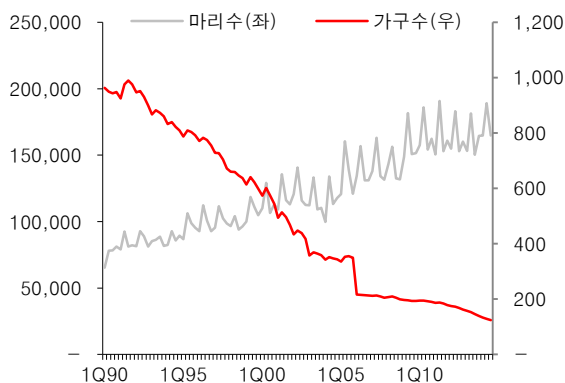
양돈계열화 확대는 지속되고 있고 앞으로도 계속될 트렌드!

양돈계열화는 양돈사업의 수평계열화로 팜스토리 등의 대형업체가 중소 농가와 계약을 맺어 자돈과 사료를 공급해주고 중소 농가가 사육을 하여 두당 사육 수수료를 받는 구조이다. 양돈계열화는 양돈사업부의 성장과 더불어 계약을 맺은 중소 농가를 상대로 사료도 공급하여 사료사업부의 성장도 견인한다. Franchiser가 Franchisee에게 원재료를 공급하여 수익을 얻는 구조처럼, 동사와 계약을 맺은 중소 농가들에게 우리 돼지와 사료를 공급하기 때문에 안정적인 수익을 얻을 수 있고, 따로 영업비용이 들지 않기 때문에 판매비가 감소되어 수익성도 개선되는 효과가 있다. 동사는 중소 농가에게 사육 전반의 서비스를 Full로 제공할 수 있는 밸류체인을 보유한 점과, 동사의 우수한 하이퍼 종돈(산자수 14마리, 이유수 13두)을 경쟁력 삼아 중소 농가와의 계약을 확대해나가고 있다.

양돈계열화 사업부는 이지바이오의 중장기 성장동력, 가장 주력할 것

이지바이오의 양돈계열화는 자회사인 팜스토리를 중심으로 진행된다. 팜스토리는 2014년 12월 이지바이오의 양돈계열화 사업부를 팜스토리 자회사로 신설하여(팜스월드, 지분율 93.4%) 연결 자회사로 편입하였고, 올해는 연결로 온기 반영되는 원년이다. 양돈계열화의 확대는 양돈사업부 성장뿐만 아니라 배합사료&사료 첨가제 사업부 성장과도 직결된다. 때문에, 동사가 가장 주력을 하는 부문이기도 하고, 중장기 성장동력으로써 향후 가장 크게 성장할 것으로 전망한다.

도표 13 마리수는 증가하고 있으나 가구수는 감소: 축산의 기업화는 지속되고 있고, 현재는 양돈계열화가 진행되고 있는 상황



자료: 유진투자증권

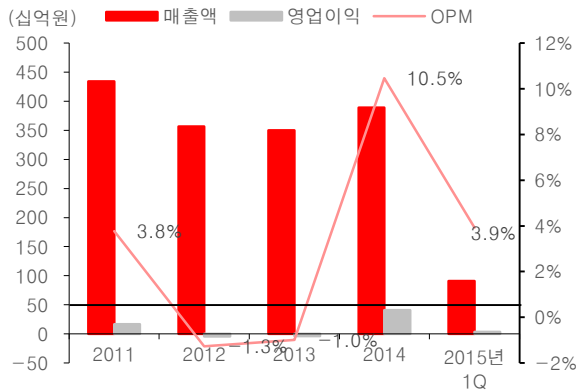
주: 마리수와 가구수는 세가지 축종의 합(한우, 젓소, 돼지, 닭)

도표 14 사육 전반의 서비스를 제공



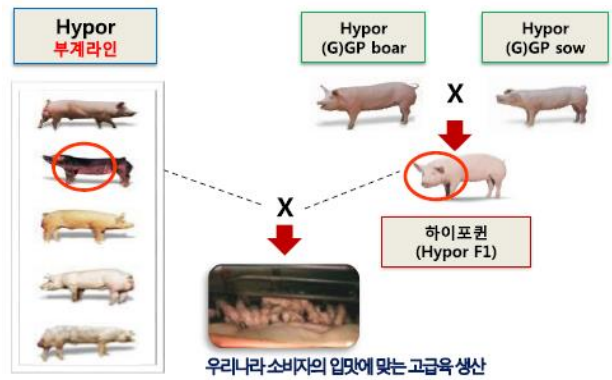
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 15 LB사업부 매출액, 영업이익 추이



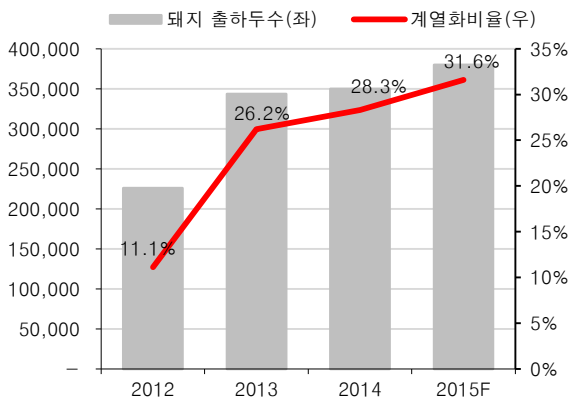
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 16 우수한 동사의 하이퍼 종돈



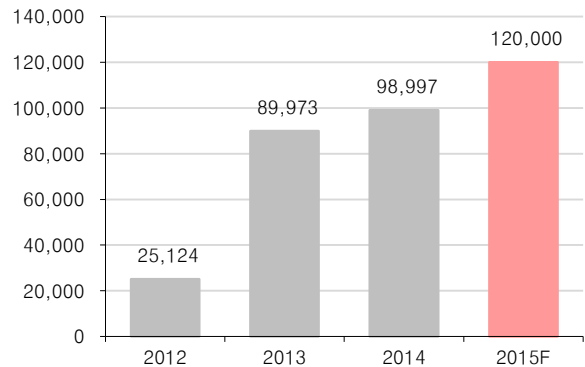
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 17 양돈계열화가 전체 돼지 출하두수의 성장을 견인할 것, 올해 이지바이오 계열화비율은 30%를 상회할 것으로 전망



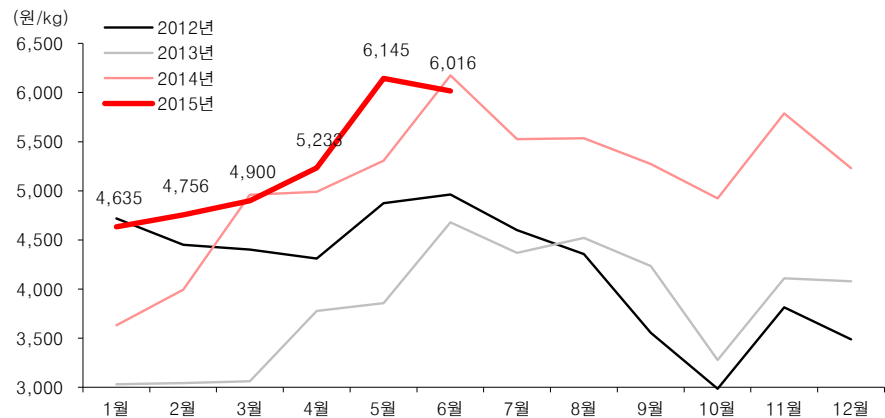
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 18 이지바이오 계열화 출하두수 추이와 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 19 돈육 가격 추이: 올해 돈육가격 상반기 지속적으로 상승하여 현재도 높은 수준으로 유지하고 있음, 이는 구제역 및 질병에 의한 공급 감소에 기인



자료: 회사자료, 유진투자증권

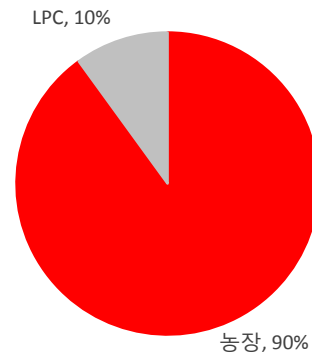


도표 20 LB사업부 매출 비중(2014년 기준)



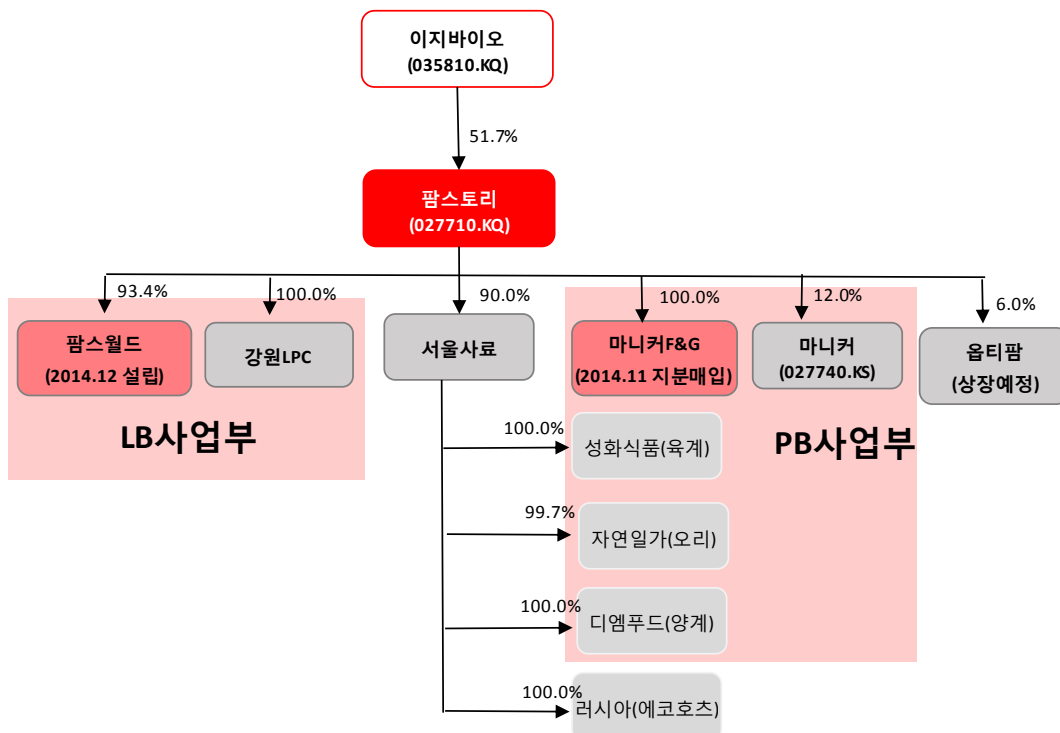
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 21 LB사업부 영업이익 비중(2014년 기준)



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 22 팜스토리 지배구조(1Q15말 기준)



자료: 유진투자증권

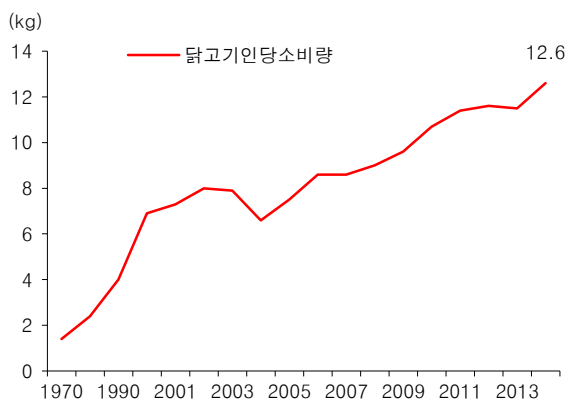


가금사업부 손실 축소 전망

곡물가 하락+저수익 거래처 축소+비용 절감으로 손실 축소될 것

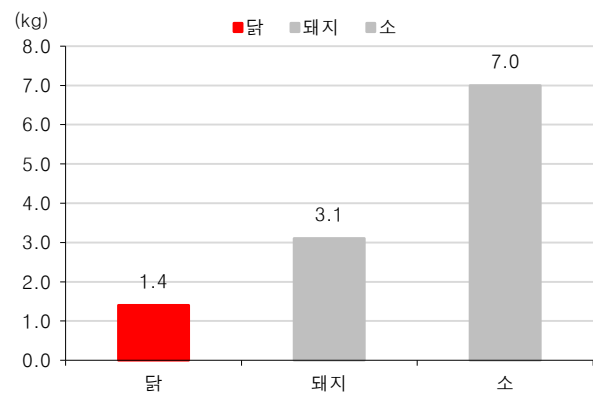
2011년 마니커를 인수한 후 가금사업부는 계속적으로 적자를 기록했다. 이는 시장 참여자의 확대(사조, 동우 참프레 등의 진입)과 기존 업체의 개파 확대에 인한 공급과잉에 기인한 것이었다. 이에 따라 올해까지는 공급과잉상태가 지속될 것으로 전망하고, 생계 시세 또한 상승하기 어려울 것으로 예상된다. 그러나 1) 곡물가 하락으로 인한 수익성 개선, 2) 마니커의 저수익 거래처를 축소&고수익 신규거래처 확대, 3)성화식품, 디엠티의 비용 절감으로, 하반기 갈수록 손실이 축소되어 2015년 기준 전년대비 50억원 이상의 영업손실이 축소될 것으로 전망한다.

도표 23 닭고기 인당 소비량은 지속적으로 증가하는 추세: 2014년 기준은 12.6kg



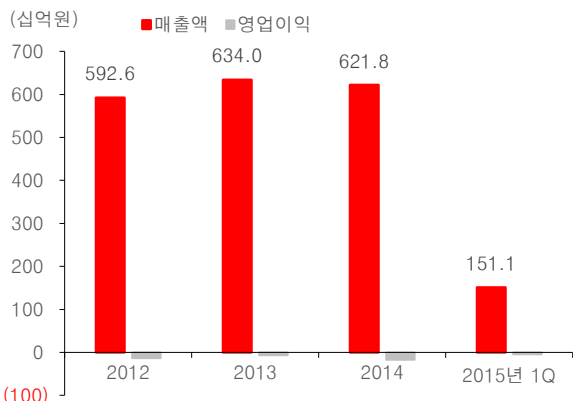
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 24 사료요구율: 닭이 제일 낮음, 즉 생산 효율성이 가장 높다



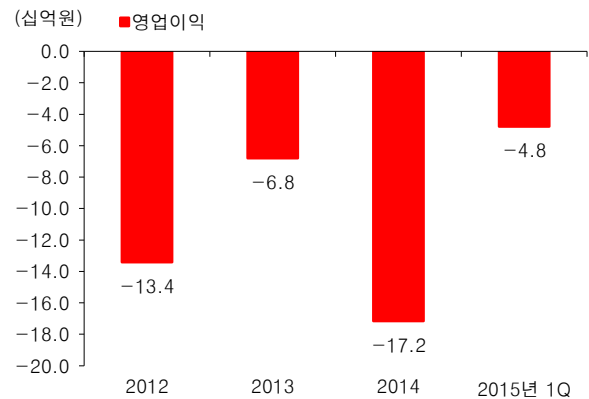
자료: 회사자료, 유진투자증권
사료요구율: 1kg 증체를 위해 필요한 사료의 양

도표 25 PB사업부 매출액, 영업이익 추이



자료: 회사자료, 유진투자증권

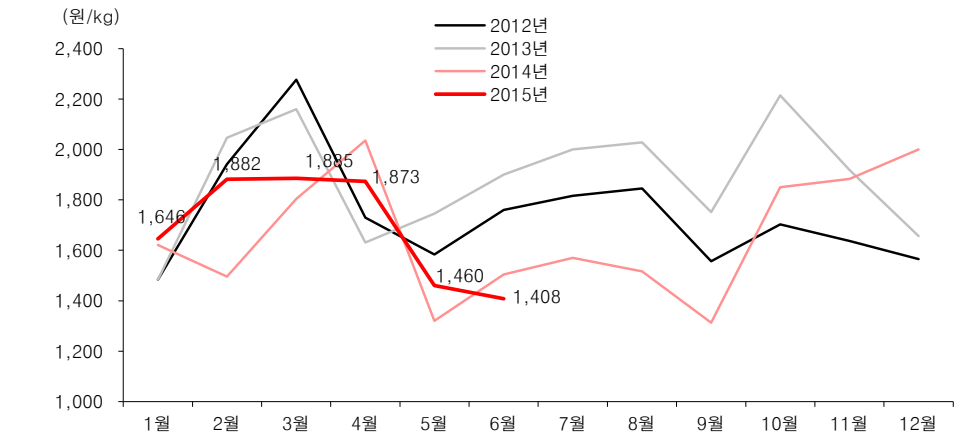
도표 26 PB사업부 영업손실 추이



자료: 회사자료, 유진투자증권

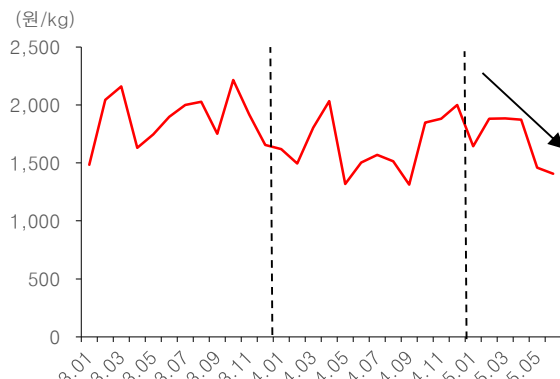


도표 27 양계 가격 추이: 올해 양계가격 상반기에 하락한 상태로 이는 공급 과잉에 기인



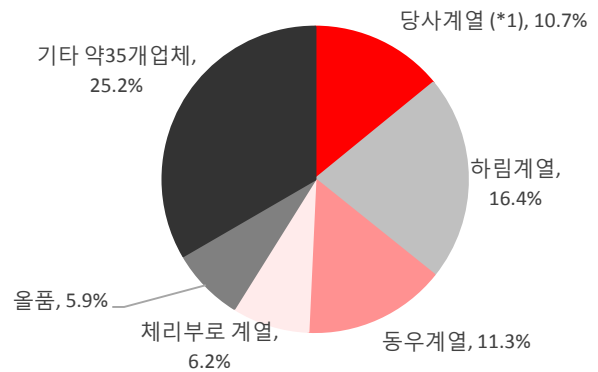
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 28 동원 참프레의 시장 진입과 생산 효율화가 가장 높다는 특징 때문에 공급과잉 발생



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 29 2014년 기준 도계 MS



자료: 농림수산식품부, 유진투자증권

주: 당사계열에는 (주)마니커, (주)성화식품, (주)디엠푸드가 포함



옵티팜, 이지바이오의 +a

이종장기 업체, 앞으로의 성장 가능성은 열려있다

동물병성감정 기관으로 시작한 옵티팜은 동물병성감정 MS 80%를 차지하고 있으며, 병성감정의 축적된 데이터베이스를 기반으로 동물 병성감정 진단키트 개발 연구와 형질전환 미니돼지를 통한 인공간 프로젝트, 나아가 인체 이종장기에 대한 연구를 진행중이다. 최대주주가 직접적으로 지분을 가지고 있는 (지원철 5.6% 보유) 유일한 자회사이며 2015~2016년 내에 상장 예정이다.

도표 30 이종장기 원료 동물 개발 계획



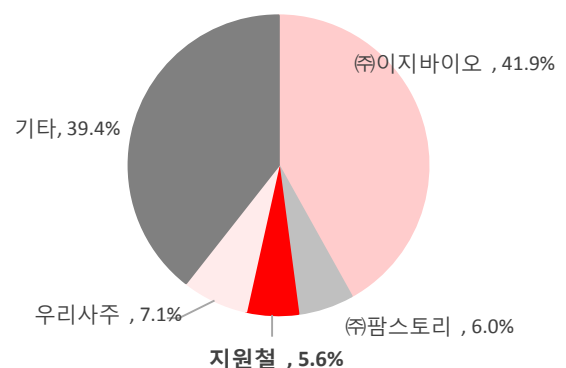
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 31 인공간 조성을 위한 임상시험 History

2013.03.26	임상 첫번째 환자에 적용 성공 (투여 9일 후 간이식 대기 중 사망)
20123.03.20	임상 두번째 환자에 적용 성공 (투여 7일 후 간이식 대기 중 사망)
2014.10.11	원료동물(미니피그) 공급 10.13 환자에 투여 성공 10.17 투여 환자 상태 호전 확인 후 뇌사자의 간이식 수술 진행

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 32 2014년 기준 옵티팜 주주구성

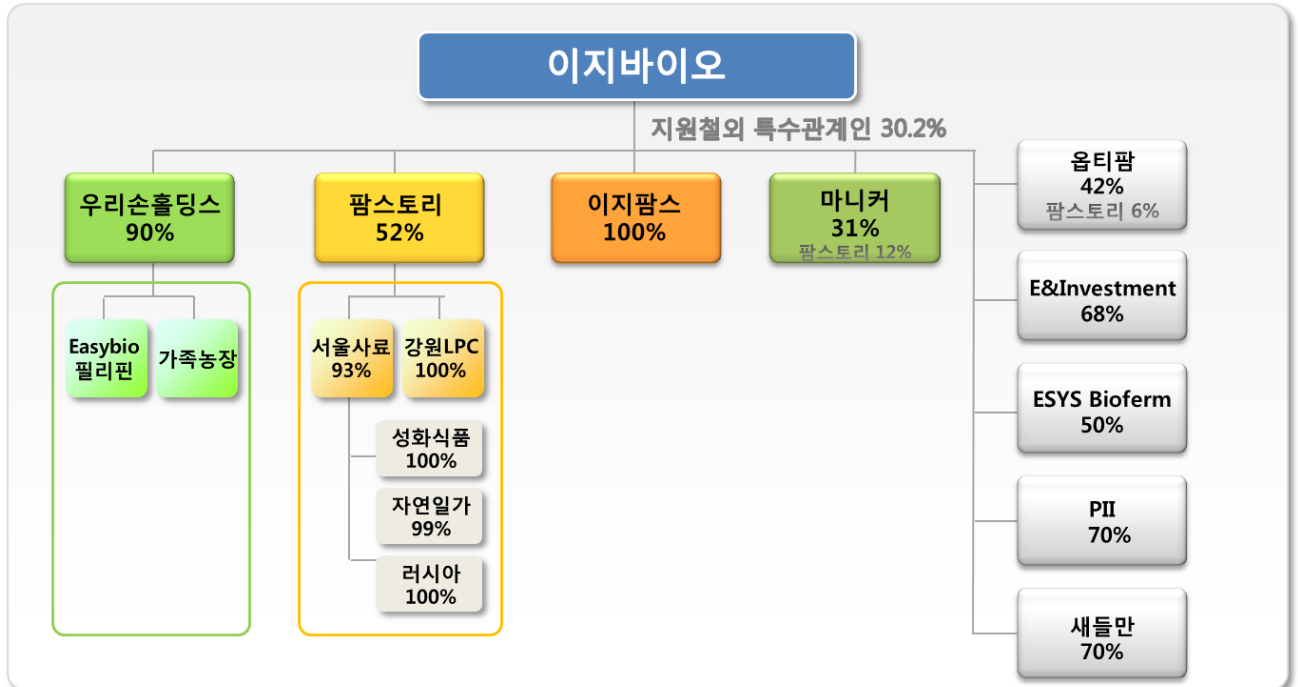


자료: 유진투자증권



도표 33 이지바이오 지배구조

[2014년 12월말 현재]



자료: 회사자료, 유진투자증권



이지바이오(035810.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
자산총계	1,474.7	1,494.4	1,496.5	1,551.8	1,598.5
유동자산	662.1	681.5	662.2	693.3	713.1
현금성자산	194.2	176.3	113.6	137.6	124.7
매출채권	214.4	205.4	233.8	236.9	253.1
재고자산	178.9	212.6	226.8	229.9	245.6
비유동자산	812.6	812.9	834.4	858.5	885.4
투자자산	131.8	153.8	163.3	170.0	176.9
유형자산	607.1	597.7	610.6	629.0	649.9
기타	73.7	61.4	60.4	59.5	58.6
부채총계	1,113.5	1,126.9	1,088.9	1,092.9	1,078.4
유동부채	877.7	896.9	858.7	880.7	909.1
매입채무	132.2	99.9	114.1	115.6	123.5
유동성이자부채	691.2	745.2	692.4	712.4	732.4
기타	54.2	51.7	52.3	52.8	53.3
비유동부채	235.8	230.0	230.3	212.2	169.3
비유동기타부채	185.6	178.9	179.4	159.4	114.4
기타	50.2	51.2	50.9	52.9	54.9
자본총계	361.3	367.5	407.6	458.8	520.1
자본지분	216.8	254.5	295.1	346.3	407.6
자본금	23.9	25.6	25.6	25.6	25.6
자본잉여금	84.2	100.4	100.2	100.2	100.2
이익잉여금	102.5	129.3	172.4	223.6	284.9
기타	6.2	(0.9)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
비자본지분	144.5	113.0	112.5	112.5	112.5
자본총계	361.3	367.5	407.6	458.8	520.1
총차입금	876.8	924.1	871.7	871.7	846.7
순차입금	682.7	747.8	758.1	734.1	722.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	95.8	16.8	44.5	83.7	75.5
당기순이익	10.8	17.4	44.1	53.7	63.8
자산상각비	29.2	31.4	31.6	32.8	33.8
기타비현금성손익	(3.6)	13.2	7.5	2.1	2.2
운전자본증감	51.2	(55.9)	(27.4)	(5.0)	(24.3)
매출채권감소(증가)	7.6	4.6	(27.0)	(3.1)	(16.2)
재고자산감소(증가)	44.6	(34.4)	(14.2)	(3.0)	(15.7)
매입채무증가(감소)	12.8	(36.8)	8.3	1.5	7.9
기타	(13.9)	10.6	5.5	(0.4)	(0.4)
투자활동현금흐름	(65.0)	(36.9)	(54.1)	(60.5)	(64.3)
단기투자자산감소	(16.2)	15.3	4.3	(3.4)	(3.5)
장기투자증권감소	(3.5)	(3.1)	(1.4)	(3.2)	(3.4)
설비투자	(45.4)	(45.5)	(43.1)	(50.3)	(53.7)
유형자산처분	12.2	15.4	0.6	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	0.1	20.0	(57.7)	(2.5)	(27.5)
차입금증가	3.1	35.0	(54.2)	0.0	(25.0)
자본증가	(0.3)	3.7	(3.6)	(2.5)	(2.5)
배당금지급	2.8	3.3	3.6	2.5	2.5
현금증감	30.9	(0.2)	(67.3)	20.7	(16.4)
기초현금	67.5	98.4	98.1	30.9	51.5
기말현금	98.4	98.1	30.9	51.5	35.1
Gross cash flow	89.2	116.5	83.2	88.7	99.8
Gross investment	(2.3)	108.2	85.8	62.1	85.2
Free cash flow	91.5	8.3	(2.7)	26.5	14.6

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,504.5	1,480.3	1,551.5	1,635.9	1,747.6
증가율(%)	(2.6)	(1.6)	4.8	5.4	6.8
매출원가	1,303.3	1,233.7	1,269.8	1,347.0	1,447.7
매출총이익	201.2	246.6	281.7	288.9	299.9
판매 및 일반관리비	162.0	168.5	181.6	177.1	172.1
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	39.3	78.1	100.2	111.8	127.8
증가율(%)	43.2	98.9	28.3	11.6	14.3
EBITDA	68.5	109.5	131.7	144.6	161.6
증가율(%)	28.9	59.9	20.3	9.7	11.8
영업외손익	(25.8)	(51.0)	(32.4)	(29.1)	(29.7)
이자수익	6.6	8.0	7.9	8.6	9.1
이자비용	39.8	40.5	39.3	38.7	37.7
자본법손익	2.2	3.3	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	5.3	(21.8)	(0.8)	1.2	(0.9)
세전순이익	13.5	27.1	67.8	82.7	98.1
증가율(%)	(26.8)	101.0	150.1	22.0	18.7
법인세비용	2.7	9.7	23.7	28.9	34.3
당기순이익	10.8	17.4	44.1	53.7	63.8
증가율(%)	23.0	61.4	152.9	22.0	18.7
자배주주지분	12.4	30.5	49.3	62.9	71.0
증가율(%)	(28.2)	146.2	61.7	27.6	12.8
비자배지분	(1.6)	(13.0)	(5.2)	(9.1)	(7.2)
EPS	263	638	975	1,245	1,404
증가율(%)	(28.6)	142.2	52.9	27.6	12.8
수정EPS	263	638	975	1,245	1,404
증가율(%)	(28.6)	142.2	52.9	27.6	12.8

주요투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	263	638	975	1,245	1,404
BPS	4,614	5,036	5,841	6,855	8,067
DPS	50	50	50	50	50
밸류에이션(배,%)					
PER	18.8	8.5	7.7	6.1	5.4
PBR	1.1	1.1	1.3	1.1	0.9
EV/ EBITDA	15.5	10.3	9.5	8.5	7.5
배당수익률	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
PCR	2.6	2.2	4.6	4.3	3.8
수익성(%)					
영업이익률	2.6	5.3	6.5	6.8	7.3
EBITDA이익률	4.6	7.4	8.5	8.8	9.2
순이익률	0.7	1.2	2.8	3.3	3.6
ROE	5.2	7.4	16.0	16.8	16.9
ROIC	3.1	4.9	6.1	6.6	7.3
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	189.0	203.5	186.0	160.0	138.8
유동비율	75.4	76.0	77.1	78.7	78.4
이자보상배율	1.2	2.4	3.2	3.7	4.5
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	7.1	7.1	7.1	7.0	7.1
재고자산회전율	7.4	7.6	7.1	7.2	7.4
매입채무회전율	12.2	12.8	14.5	14.2	14.6



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	0%

(2015.6.30 기준)

