

2009년 10월 23일

## 경농 (002100)

BUY

### 별 불일 없는 산업에 별 불일 없는 기업? 훗!

#### v 농약산업 = 사양산업?

국내농업이 순탄치 못할 것이라는 예상과 더불어 안전한 식품에 대한 소비자들의 욕구 때문에 농약산업의 미래는 어둡다고 생각하기 쉽다. 하지만 실제로 국내 농림업의 생산액은 1997년 30조 4천억 원 에서 2008년 39조 7천억 원으로 연평균 1.15%씩 성장하여 총 30.6%가 성장하였으며, 2008년 생산액은 2007년 대비 무려 10%나 성장한 것으로 나타났다. 농약산업에 있어 농업의 성장 여부와는 별개로 친환경 농산물 수요 증가는 여전히 위협적인 요소이다. 하지만 친환경 농산물 시장의 실상을 보면 농약시장의 감소는 설부른 예측이다. 오히려 현재 농약의 ha당 사용량은 2007년 13.1kg에서 2008년 13.8kg으로 증가했다. 이와 더불어 지구온난화, 이상기후로 인한 외래병해충의 꾸준한 증가로 농약산업의 수요는 당분간 지속될 것으로 생각된다.

#### v 메이저 업체에 유리한 농약시장, 1위 기업은 휘청

국내 농약시장은 동부하이텍, 경농, 신젠타코리아 등 상위 3사가 전체 시장의 50% 이상을 점유하는 과점시장이다. 농약시장의 경우 상대적으로 구매에 보수적인 성향을 보이는 수요자를 갖고 있는데다가 영업력과 유통망, 그리고 자본력 없이는 그 제품을 확산시키기 어려운 특성을 지니고 있다. 또한 농약시장의 전면적 개방과 친환경 농약 기술로의 이전 등으로 인해 영세한 업체들이 다른 산업으로 전환하고 있어 메이저 업체에게 유리한 시장이다. 이러한 상황에서 농약 시장 1위 기업인 동부하이텍은 부채비율 287%, 유동비율 132%에 유동부채비율 57%로 유동성 압박을 받는 상황에 반도체 산업의 부실로 2년 연속 적자를 기록하고 있다.

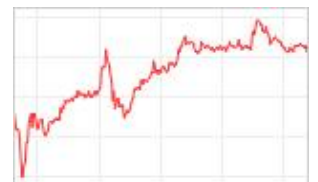
#### v 경쟁사 대비 돋보이는 수익성, 재무구조, 기술력, 게다가 배당까지

하락하지 않는 시장 속에서 동사는 경쟁사 대비 뛰어난 15%의 영업이익률을 유지하며 시장 점유율을 점점 높여가고 있다. 꾸준한 연구개발 투자와 50여 년의 기간 동안 축적된 생산력, 유통망 등의 기업역량은 높은 수익성을 뒷받침한다. 재무구조도 46%의 부채비율과 196%의 유동비율 등 매우 안정적이어서 외부 변화에 유연하게 대처할 수 있으며 배당율도 최근 5년 평균 4.8%로 높은 편이다. 마지막으로 앞으로 성장이 기대되는 친환경농자재 시장에서도 활발한 연구투자로 기술력을 인정받고 있어 변해가는 시장을 선도할 가능성이 크다.

적정주가:  
9,034원  
현재주가:  
4,170원 (10/23 기준)  
상승여력: 117%

시가총액	933억 원
ROE	11.26%
ROA	7.08%
영업이익률	9.77%
배당수익률	5.86%
P/E Ratio	7.82
P/B Ratio	0.66

주요주주:  
이병만 (28.65%)  
이용진 (5.36%)  
(주)동오레저 (17.74%)  
외국인지분율: 0.44%



SMIC 리서치 1팀

팀장 조재명  
팀원 이상은  
이찬우  
장해수

# 1. Introduction

## 1. 국내 2위 농약 제조 및 판매업체

국내 2위의 농약업체

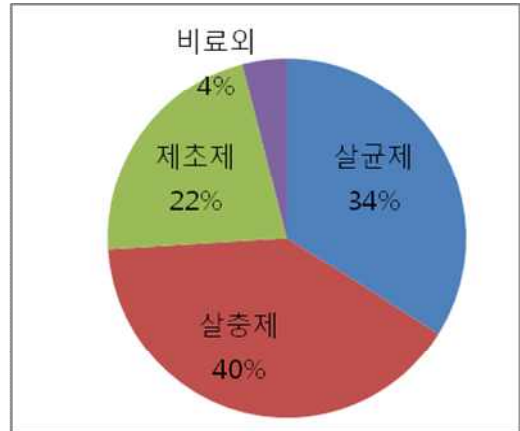
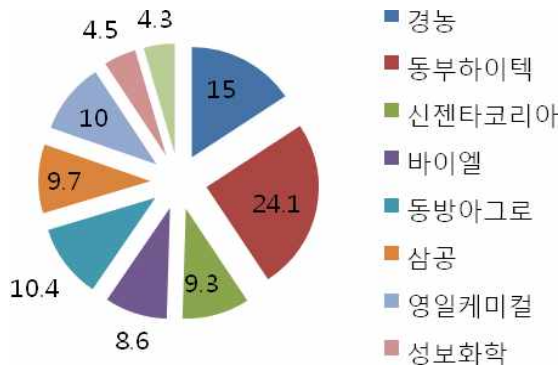
동사는 1957년 설립 이래 우수한 농약제품을 제조, 판매를 하는 기업이고, 국내 농약시장에서 동부하이텍(구. 동부한농)에 이어 오랜 기간 동안 2위를 유지해오고 있다. 해외 다국적기업으로부터 원재를 수입하여 이를 혼합하고, 농약살포 목적에 맞게 부원료를 배합하여 제품을 생산한다. 또한 최근에는 다국적기업으로부터 상품 수입계약을 맺고, 이를 국내에 판매하기도 한다. 제품은 주로 농협과 동사의 지역적 영업망을 통해 고객들에게 팔린다.

## 2. BM

매출의 96%가 농약 부문에서 나옴

동사의 매출은 96%가 농약부문에서 발생하고, 나머지가 비료부문에서 생겨난다. 농약 제품은 사용 목적에 따라 살균제, 살충제, 제초제로 특징지을 수 있는데, 동사는 농약시장의 전 제품 포트폴리오를 갖춰서 다양한 고객들의 요구를 만족시키고 있다. 세 가지 제품 카테고리에서 고른 매출액을 기록하고 있다.

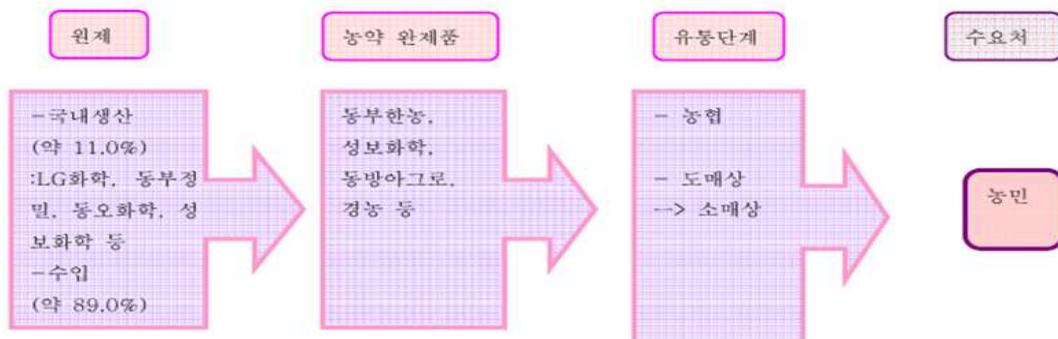
그림 1. 농약시장 M/S (단위: %)      그림 2. 제품별 매출액 구성(사용목적별)



출처: 한국신용평가정보, Research Team 1

출처: 사업보고서

## 그림 3. 농약의 Value Chain



출처: 한국신용평가정보

## 2. 농약산업과 농업

농약은 농산물이나 임산물의 재배·저장 중에 발생한 병충해를 방제 및 생리기능 억제·촉진 또는 약효 증진에 사용되는 약물을 말한다. 그 종류는 가루형태이나, 액체형태이나 등에 따라 유제, 분제, 수화제, 수용제, 입제 등으로 나뉘고, 용도에 따라 살충제, 살균제, 살비제, 살선충제, 제초제, 살서제, 식물생상조절제로 나뉜다. 또 화학 조성 및 구조에 따라서는 크게 무기농약, 유기농약으로 나뉘고 유기농약은 천연유기농약과 유기합성 농약으로 분류된다.

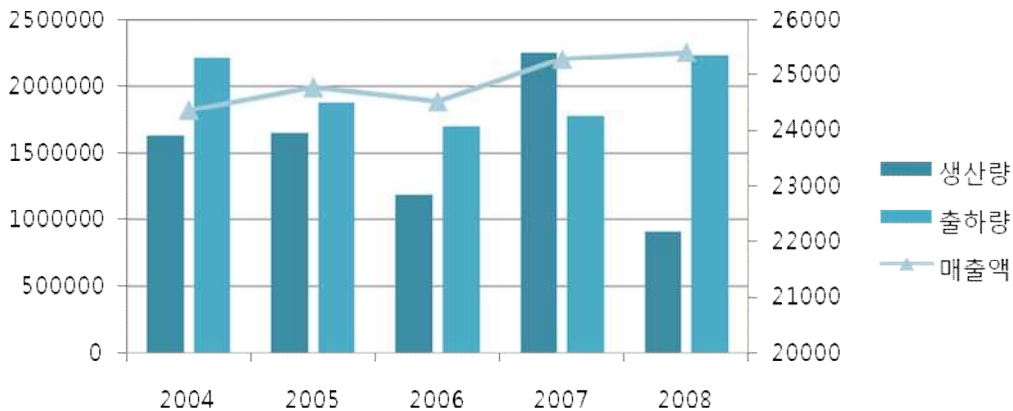
### 농약산업

#### 국내 농약산업 출하량과 매출액 증가

세계농약시장은 43.989 백만 달러로 2008 년에 인플레이션과 환율의 영향을 제외하고도 11.7%의 실질성장률을 보였다. 2008 년 우리나라의 경우, 농약시장의 생산량은 전년도 대비 12.8%나 감소하였으나 출하량은 4.6% 증가하여, 농약에 대한 부정적인 인식의 확산과 친환경 농산물에 대한 관심에도 불구하고 15 개 기업 합산 매출액은 2 조 2 천 5 백억 원으로 약 2.5% 증가하였다.

그림 4. 농약 생산량, 출하량 및 15개 농약 생산기업 합산 매출액

(단위: 백 만원, 톤)



출처: 한국신용평가정보, Research Team 1

#### 농약산업은 내수의존 산업이며 정부정책과 환율에 영향을 받음

농약산업은 기본적으로 일반 경기변동에는 크게 영향을 받지 않으나, 기후에 따른 병충해 발생상황 및 경지면적의 증감에 따라 매출의 기복이 있는 내수의존 사업이다. 특히 수요의 계절성(3~6월)이 뚜렷하여 상반기에 연간 매출규모의 80% 정도가 출하된다. 또한 농업이 식량안보와 직결되는 문제이기 때문에 농약산업은 정부정책에 크게 영향을 받을 수 밖에 없고, 토지 및 수질오염을 유발시킬 수 있기 때문에 농약산업은 개발부터 생산량, 생산방법, 판매가격까지 정부의 관리감독하에 진행되고 있다. 농약의 원재료(원제)는 제조원가에 있어서 80%의 높은 비중을 차지하는데, 대부분의 원제가 선진공업국 및 대규모 다국적기업에 의해 독점되어 수입에 의존하고 있어 환율변동에 민감하게 영향을 받는다.

국내농업의 성격을  
고려했을 때 꾸준한  
농약수요 예상

### 농업은 사양산업 그러면, 농약도 사양산업?

식량과 자원을 자급자족할 수 없는 우리나라는 필연적으로 국제무역에 의존할 수밖에 없다. 하지만 시장이 개방되면 필연적으로 개방에 의해 손해를 보는 산업(또는 집단)이 생겨난다. 일례로 한미 FTA는 미국에 비하여 국제경쟁력이 낮은 산업, 특히 농업에 심각한 영향을 초래할 수 있다. 이러한 이유 때문에 국내 농업의 성장성에 대한 전망이 밝지만은 않다. 그러나 이런 농업 시장 속에서도 친환경 농산물 시장만큼은 꾸준한 증가 추세이다. 웰빙 열풍으로 농산물 시장에서도 '친환경'에 대한 수요가 늘어나고 있기 때문이다. 그리고 대부분의 사람들에게 친환경 농산물은 농약을 쓰지 않는다는 인식이 강하다. 결과적으로 내수가 대부분인 농약산업은 곧 국내농업의 규모나 상황, 성격 등과 직결되기 때문에 앞과 같은 국내 상황 속에서 농약 산업 또한 어두울 것이라고 일반적으로 생각하는 것이다. 하지만 한국농업은 세계시장에서도 충분한 경쟁력을 가지고 있고 발전 가능성이 있으며 친환경 열풍 역시 그 속을 들여다보면 농약산업에 위협을 준다고 보기가 어렵다. 여기에 지구온난화에 의한 병해충의 증가라는 변수가 작용하여 농약산업의 미래에 대한 재조명이 필요한 시점이다.

한국농업 10년 동안  
30.6% 성장

### 1. 경쟁력을 갖춘 한국농업

한국농업을 세계 15대 경제대국(한국 포함)의 농업을 비교해 보면 한국농업의 현황은 낙관적이라고도 볼 수 있다. 국내 농림업 생산액은 1997년 30조 4천억 원에서 2008년 39조 7천억 원으로 연평균 1.15%씩 성장하여 30.6% 증가하였다. 또한 농업생산과 전후방으로 연관된 관련산업(Agribusiness)을 포함한 농림수산산업 전체의 부가가치는 2006년 78조원으로 국내 총부가가치의 10.4%를 차지하고 있다.

그림5를 보면 2005년 기준 한국의 GDP는 세계 12위, 농업 GDP는 14위로서 비슷한 수준을 유지하고 있음을 알 수 있다. 농업 선진국인 네덜란드와 비교 시에도 농업 GDP가 2배 가량 높은 것을 알 수 있다. 이것은 물론 한국의 농업 보호 장벽이 높아서 국내 농산물 가격이 세계시장가격보다 높게 정해지고 있기 때문이라고 할 수도 있다. 하지만 오스트레일리아, 영국의 농경지 면적이 각각 한국의 27~28배에 달한다는 것을 고려해 본다면 한국 농업이 좁은 농경지를 노동집약적으로 이용하여 효율적인 생산을 하고 있다는 것을 인정하지 않을 수 없다.

그림 5. 한국 농업의 상대적 비교

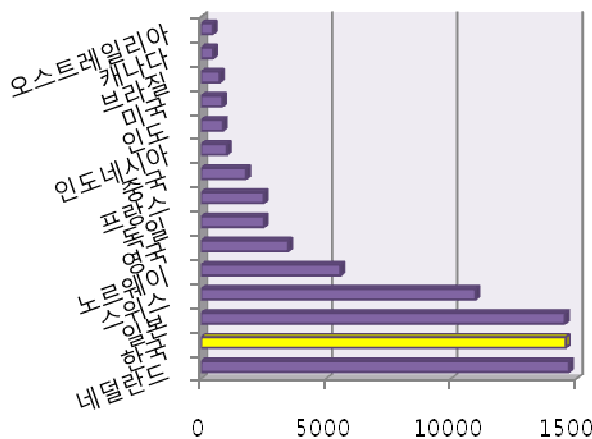
	GDP	농림어업 GDP	농가인구	농경지면적	트랙터대수
미국	15.67	5.53	1.66	95.98	22.5
일본	5.75	2.54	1.07	2.54	9.59
독일	3.52	1.04	0.48	6.56	4.46
중국	2.84	104	245.63	84.68	4.7
한국	7,913억불(12위)	269억불(14위)	343만명(12위)	185만ha(24위)	21만대(19위)
인도네시아	0.36	1.4	26.47	19.83	0.45
인도	1.02	5.48	164.88	91.9	11.95
브라질	1.12	1.84	7.51	36.08	3.81
캐나다	1.43	0.93	0.2	28.23	3.46
네덜란드	0.79	0.51	0.14	0.51	0.71
스위스	0.46	0.18	0.12	0.24	0.51
노르웨이	0.38	0.18	0.06	0.47	0.61
영국	2.82	0.75	0.28	3.13	2.36
프랑스	2.7	1.83	0.46	10.64	5.97
오스트레일리아	0.93	0.85	0.25	26.95	1.49

출처: 통계청

**1인당 농업생산액  
꾸준한 증가추세**

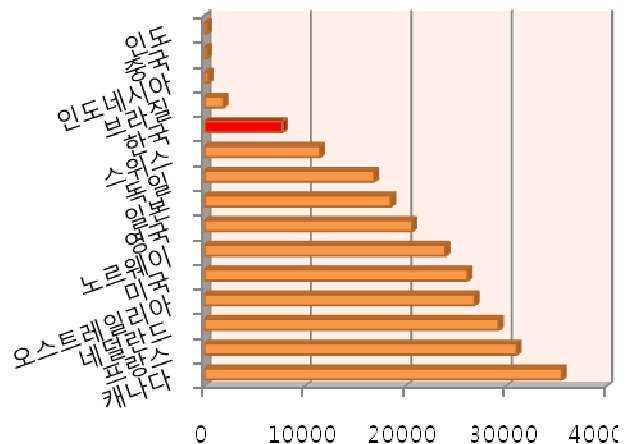
그림 6은 2005년 한국의 1 ha 당 농업생산액이 약 14,600 달러로서 네덜란드(약 14,700 달러), 일본(약 14,500 달러)과 더불어 세계 최고 수준에 도달해 있음을 보여주고 있다. 이렇게 보면 한국농업은 그 규모와 토지생산성 면에 있어서는 세계 수준에 비해 손색이 없다고 할 수 있다. 반면에 그림7에서 한국 농가인구 1인당 생산액은 7,800 달러 정도로서 그 순위가 현저히 낮다는 것을 알 수 있다. 농가인구 1인당 생산액이 적은 이유는 농가당 경지면적이 좁고 한국은 농가가 노동집약적인 형태를 띄기 때문이다. 90년대부터 ha당 농업생산액 보다는 농가인구 1인당 생산액이 꾸준히 증가 하고 있다. 최근 2008년도 1인당 생산액 역시 1,390만원으로 2007년 1,228만원에 비해 크게 성장했다. 앞으로도 1인당 생산액은 증가 할 것으로 생각된다.

그림 6. Ha당 농업생산액 (단위: 달러)



출처: 통계청

그림 7. 1인당 농업생산액(단위: 달러)



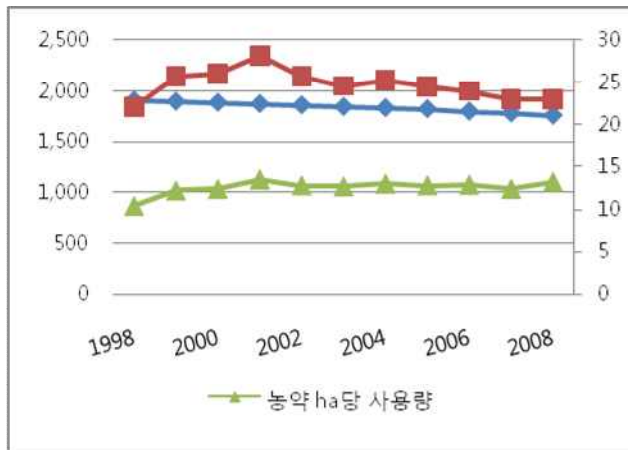
출처: 통계청

2. 친환경 농산물 트렌드 vs. 기후 온난화

ha 당 농약 사용량은 증가 추세

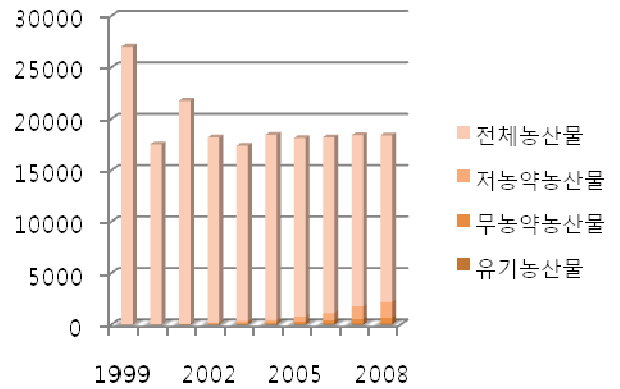
농약 총사용량은 조금씩 감소하다가 약 2억 3천 톤에서 정체하고 있다. 그 이유는 친환경 농산물 재배면적의 증가도 있지만 전체 경지면적 자체가 감소하는 것도 하나의 이유라 할 수 있다. 전체 경지 면적은 90년도부터 0.5%~1%씩 꾸준히 감소 하고 있는 추세이다. 하지만 수리답률이 한계에 이르렀고 정부의 농업 정책에 의해 어느 규모 이상의 농경지는 유지 될 것이라고 본다. 반면ha당 사용량은 오히려 증가하고 있는 추세이다. 이것은 친환경 농산물 재배면적이 증가하고 있지만 그 대부분이 저농약 농산물 재배면적이고 병충해 증가로 인해 농약사용량이 증가한 탓도 있다.

그림 8. 농약사용량 (단위: kg, 천 톤)



출처: 농림수산식품부

그림 9. 친환경농산물 인증량



출처: 농림수산식품부

친환경 농산물의 종류는 유기농, 무농약, 저농약 세가지

정부가 친환경농업육성법령에 따라 인증하는 친환경 농산물은 저농약 농산물, 무농약 농산물, 유기농산물 세 가지로 나뉜다. 명칭에서 알 수 있듯 저농약, 무농약, 유기농 순으로 유기적 생산방법의 우열이 갈린다. 유기농산물은 3년 이상 화학비료와 농약을 쓰지 않고 재배, 무농약 농산물은 농약은 전혀 사용하지 않고 화학비료만 권장량의 1/3을 사용, 저농약 농산물은 제초제는 전혀 사용하지 않고 화학비료와 농약만 권장량의 1/3을 사용해야 한다.

전체 농산물 중에서 농약을 전혀 안 쓰는 농산물은 3.64%뿐

2008년 기준으로 전체 농산물 생산량 대비 친환경 농산물의 생산량은 11.9%로 무시할 수 없는 수치이다. 하지만 그 속내를 살펴보면, 친환경 농산물 재배 비율은 유기농산물이 5.25%, 무농약 농산물이 25.32% 저농약 농산물이 69.42% 이다. 즉, 전체 농산물 중 농약을 쓰지 않는 유기농산물과 무농약농산물의 비율은 사실상 3.64%정도밖에 되지 않는다

우리나라 기후조건과 기온 상승으로 인한 병해충의 증가

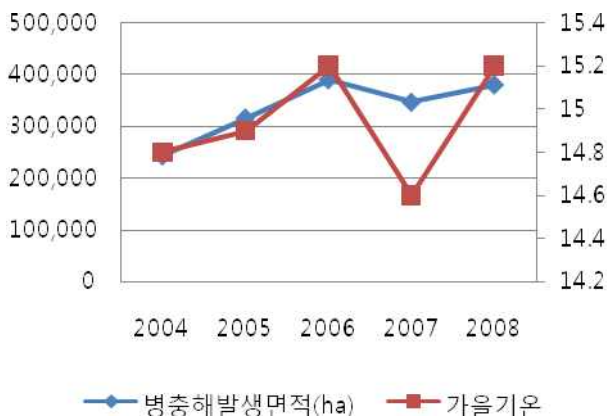
기본적으로 병해충 발생이나 잡초번식이 적당한 온대기후인 우리나라의 기후조건을 생각한다면, 농약을 사용하지 않고 농작물을 대량·상업적으로 재배한다는 것은 매우 곤란한 일이다. 농약을 사용하지 않고 재배를 한 경우, 벼의 경우 평균 27.5%의 감수량이다. 이 감수율을 정부가 발표하는 작황지수로 환산하면 흉작에 해당한다. 과수류의 경우에

는 감수율이 거의 100%에 가깝다. 또한 한국의 기온 변화는 세계 평균 기온 변화의 3 배에 가깝다. 이런 온난화의 여파로 여름에 장마나 태풍 등의 자연재해가 빈번하고 겨울의 고온은 월동하는 해충의 수를 증가시키고 따뜻한 날씨로 인해서 병해충의 증식이 많아진다. 특히 토종이 아닌 외래해충이 급격히 증가했다. 이러한 급격한 변화 탓에 현재 당 해에 급증한 병해충에 대해서는 농약 사용을 대체할 만한 친환경자재가 부족한 실정이다. 실제로 병해충의 증가에 따라 농약 매출액이 증가했음을 확인할 수 있다. 정리하면, 농약은 농촌인구가 감소하고 있는 상황에서 생산비 절감과 식량생산성 향상에 필수 불가결한 농자재이며, 고품질 농산물에 선호도가 증가하면서 저잔류성, 저독성 등 고효능 농약의 수요는 증가하고 있다

**친환경 농산물  
재배농가의 58%가  
전라남도**

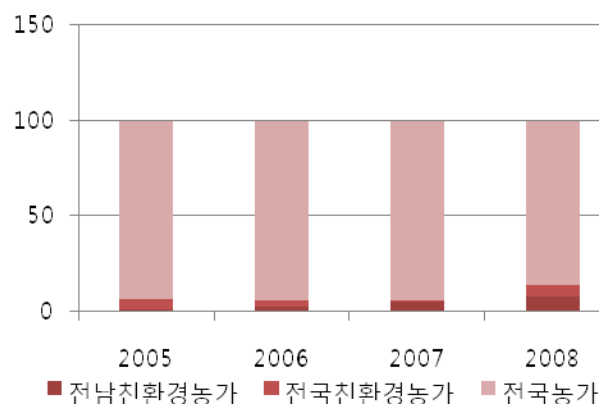
강력하게 친환경 농산물 육성을 추진하였던 전라남도는 58%(10만1,256ha)로 우리나라 친환경 농가의 대부분을 차지하고 있다. 2위인 경북은 11.5%(1만9,967ha) 3위인 경남도 6.7%(1만1,613ha) 수준이다. 전남의 친환경 농산물 재배지역은 전남 전체 농경지 면적의 33%에 이른다. 유기농법으로 인한 생산성 하락 때문에 저농약으로 충분한 기반을 다졌거나 자본이 많은 농가가 아닌 이상 100% 무농약, 유기농 재배가 현실적으로 어렵다는 것을 생각한다면, 전남에서 앞으로의 친환경 농가로의 전환은 크게 둔화될 것으로 보인다. 이에 전남 덕분에 급격한 증가를 보였던 전국의 친환경 농산물 재배면적은 정체될 것으로 예상된다.

그림 10. 기온과 병충해발생면적(단위: 도, ha)



출처: 통계청, 기상청, Research Team 1

그림 11. 친환경농가 비중(단위: %)



출처: Research Team 1

### 3. Major 업체에게 유리한 농약시장

#### 1. 국내 메이저 업체에게 유리한 농약시장

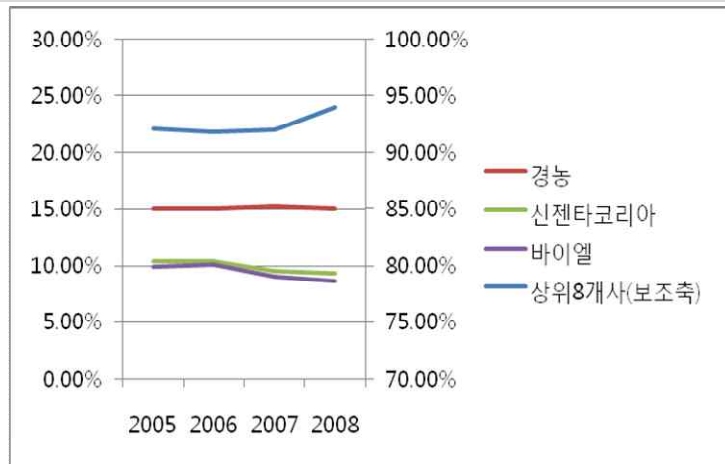
상위 3사가 전체 시장 50% 이상 점유

국내 농약시장에는 한국작물보호협회 회원사 기준으로 13개사의 농약 완제품 제조업체와 4개사의 원제업체가 시장에 참여하고 있다. 이 중 동부하이텍, 경농, 신젠타코리아 등 상위 3사가 전체 시장의 50% 이상을 점유하고 있어 과점시장을 형성하고 있다.

농약시장은 보수적인 구매자와 유통망으로 인해 메이저 업체에게 유리하다.

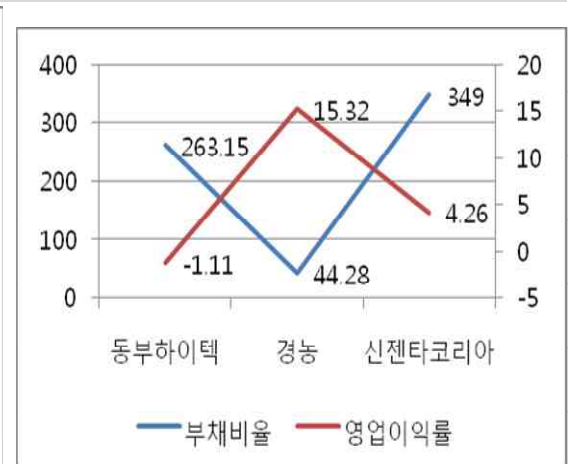
농약시장의 경우 메이저 업체에 유리한 시장이다. 상대적으로 구매에 보수적인 성향을 보이는 수요자를 갖고 있기 때문에 기존에 쓰던 제품을 확실한 이유 없이 다른 제품으로 교체하지 않기 때문이다. 또한 기존의 제품보다 성능이 좋은 신제품이 나왔다고 해서 바로 기존 제품이 대체되지 않는다. 한번 잘못된 농약을 쓰면 한 해 농사를 망치기 때문에 농업인 입장에서는 농약의 선택에 있어 굉장히 신중할 수밖에 없다. 주위에서 신제품을 사용하여 그 성과를 직접 확인한 후에야 비로소 그 제품을 사용하는 것이다. 따라서 신제품의 소비 확산 속도가 매우 더디다. 예를 들어 일년에 한번 사용하는 제초제 같은 경우에는 신제품이 확산되는 시간이 2~3년 정도가 걸린다. 이런 시장의 특성을 이미 잘 알고 있는 메이저 업체들은 전국 각지에 주위의 시선이 집중되는 곳에 농사를 짓고 있는 사람들에게 신제품 사용을 권유하고 그 효과를 주위에 알리는 방식으로 홍보를 하고 있다. 그리고 만약 효과가 좋지 않았을 경우에는 전반적인 보상도 철저히 하고 있다. 이러한 상황에서 중소 업체가 좋은 신제품을 개발했다 하더라도 영업력과 유통망, 그리고 자본력 없이는 그 제품을 확산시키기 어렵다. 기업을 믿고 사는 경향이 강한 소비 방식 때문만 아니라 신제품을 확산시킬 수 있는 안정적인 유통망을 가지고 있는가 에서도 메이저 업체가 강한 이점을 지니고 있는 것이다.

그림 12. 국내&외국농약기업 시장점유율추이 (단위: %)



출처: 한국농약공업협회, Research Team 1

그림 13. 1,2,3위 기업 비교 (단위: %)



출처: 한국작물보호협회, Research Team 1



**농약 시장 전면 개방  
10여 년이 지난 지금  
외국 업체들은 약세**

한편 농약 시장의 전면 개방에 따라 다국적 외국 농약 기업들이 국내에 진출하는 상황에서 국내 업체들은 성장 잠재력이 높은 친환경 농약 기술의 개발 등 사업 다각화를 진행 중이다. 이에 따라 기술 개발의 여력도 없는데다가 외국 농약 기업들에게 시장을 잠식당하게 된 영세한 업체들은 다른 사업으로 전환하고 있다. 그렇다고 외국 농약 기업들이 성장을 하고 있는 것도 아니다. 국내 메이저 업체들이 외국 업체의 진입으로 시장점유율의 상당부분을 잃었을 것이라 생각하기 쉽지만 상황을 오히려 그 반대이다. 앞서 말했던 유통망 등에 이점이 있는 국내 메이저 업체들에 밀려 신젠타코리아와 바이엘로 대표되는 외국 기업들의 시장 점유율은 오히려 감소추세에 있다. 농약 시장이 전면개방 된 지 10여 년이 경과되었다는 점을 생각해볼 때 이미 외국 기업의 시장 진입이 실패했다고 보여지는데다가 성장성을 크지 않은 한국 농약 시장을 추가적으로 다른 외국 농약 업체들이 진입할 확률은 크지 않다고 예상된다.

**2. 농약 시장 1위 기업인 동부하이텍은?**

**재무구조 부실한 1위  
동부하이텍**

농약 시장에서 시장점유율 약 20%를 차지하는 1위 기업 동부하이텍은 어떨까? 동부하이텍은 농약뿐만 아니라 비료, 석유화학, 반도체 등의 사업부를 가지고 있으며 이중 농약의 비중은 약 20% 정도이다. (매출액 기준) 원래의 기업명은 동부한농으로 2007년 5월 동부일렉트로닉과 합병하면서 반도체사업부를 갖추게 되었다. 합병하기 전에는 그래도 영업이익과 당기순이익이 흑자를 기록했으나 합병 이후 2년 연속 적자를 면치 못하고 있다. 특히 이와 관련하여 기업 재무 상황이 상당히 악화되어 있다. 현재 동부하이텍의 부채비율은 287%, 유동비율은 57% 정도로 이 중 유동부채비율만 해도 132%이다.

**수익성도 부실한 1위  
동부하이텍**

반도체가 집이다. 2007년 영업이익이 적자로 전환되었고 높은 이자비용을 지불해야 하는 상황에서도 당기순손실이 크지 않았던 이유는 그나마 유가증권(실트론, 동부증권, 동부씨앤아이 등)의 매각 때문이었다. 그러나 2008년도에는 영업외수익처가 없어서 당기순손실의 규모가 커질 수밖에 없었다. 농약과 비료 등 농업부분에서의 흑자가 반도체부문의 적자로 희석되고 있는 것이다. 이는 동부하이텍의 합병전후의 재무제표를 비교해봄으로써 확연히 들어난다. 실적으로 보아도 동부하이텍의 07년과 08년 실적은 06년 동부한농과 동부일렉트로닉스의 매출액 합에도 못 미치고 있다. 메이저 업체가 유리한 농약시장에서 시장 1위 기업이 유동성 압박을 받는 상황에 수익성도 현저히 낮은 기업이라면 탄탄한 재무구조와 높은 수익성을 갖춘 2위 기업에게 눈이 가는 것은 당연한 일이다.

그림 14. 동부하이텍 합병 전후의 재무 비교 (단위: 백만원)

동부일렉트로닉스						동부하이텍		
	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006		2,007	2,008
매출액	265,150	265,420	262,857	356,324	442,425	매출액	1,372,190	1,347,649
영업이익	-167,486	-55,150	-101,949	-213,615	-190,876	영업이익	-15,283	-88,545
<b>동부한농</b>								
매출액	742,225	795,024	1,068,282	1,152,170	1,073,525			
영업이익	52,449	41,419	89,675	32,920	20,644			

출처: 각 사업보고서, Research Team 1

## 4. 왜 경농인가?

### 1. 탄탄한 재무구조- 수익성, 안정성, 성장성

#### 수익성

수익성을 나타내는 매출총이익률, 영업이익률, ROE가 지속적으로 상승하고 있다

동사는 경쟁사대비 높은 수익성을 보이고 있다. 영업이익률을 보면 환율상승으로 인해 원자재 가격 상승으로 하락한 2008년을 제외하면, 안정적으로 15%에 달한다. 2009년에는 전년도의 원자재 가격상승이 제품 가격에 반영이 되었고, 이에 따라 2009년 상반기의 영업이익률은 25.51%로 수직 상승하였다. 이와 함께 ROE는 2003년부터 꾸준히 증가하여 2007년 말에는 13.57%에 이르렀고, 위에 언급한 이유로 2008에는 잠시 주춤했지만 수익성이 회복된 2009년 상반기에는 ROE가 24.55%로 상승했다. 농약산업의 특성상 상반기에 많은 이익이 발생하는 특성이 있지만, 이를 고려하더라도 예전만큼은 회복되었다고 할 수 있을 것이다.

또한 동사는 영업이익률이 하락한 2008년에도 순이익률은 상대적으로 덜 하락하였다. 이처럼 영업으로 인한 수익이 하락하더라도 재무비용 관리를 잘해서 주주의 몫인 당기 순이익을 일정이상 보전하는 능력을 갖추었다.

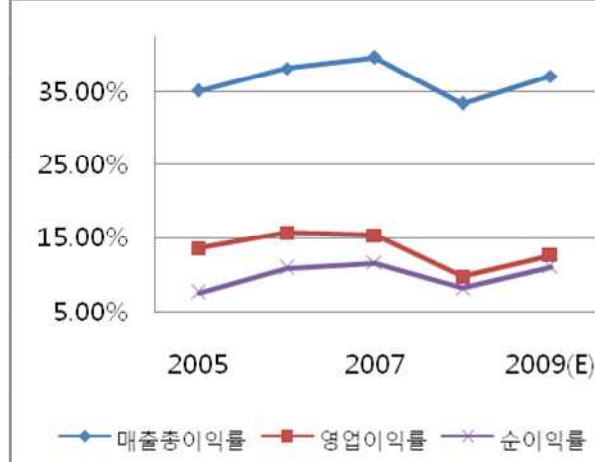
#### 생산의 효율성과 노하우

오랜 기간 축적된 노하우와 생산의 효율성을 갖고 있다

경농은 약 50여 년의 역사로 경쟁사 대비 훨씬 오랜 생산기간 동안 축적된 노하우와 생산의 효율성을 갖고 있고, 이 점은 뛰어난 매출총이익률과 영업이익률로 나타난다. 2008년도에는 환율상승으로 원자재 가격이 급등함에 따라 경농을 비롯한 많은 회사들의 영업이익률이 하락하였다. 이는 제품원가의 70-80%를 차지하는 화학원제의 대부분이 외국으로부터의 수입에 의존하고 있기 때문에 환율상승이 곧 매출이익률, 영업이익률의 하락으로 이어졌기 때문이다. 그럼에도 경농과 비슷한 비즈니스 모델을 가지고 있는 성보화학은 전년보다 더 나은 영업이익률을 기록한 것은 원자재 수입 가격인상이 2008년에 반영이 되지 않고, 2009년에 반영이 되었기 때문이다. 원재료의 회계처리 방식을 총평균법으로 사용하는 경농과 동방아그로와는 달리 성보화학은 선입선출법을 사

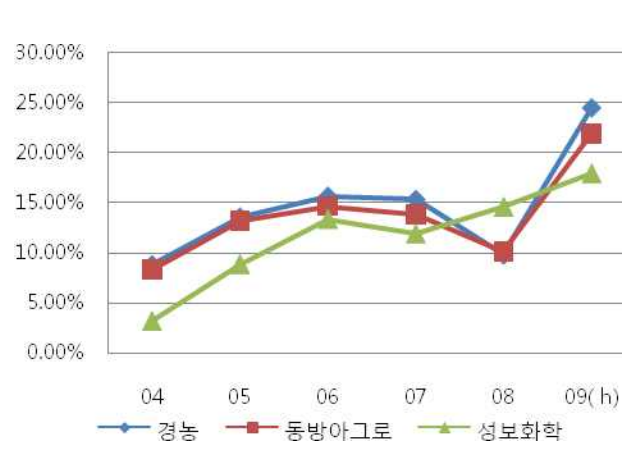
용하기 때문이다. 이런 이유로 환율이 상승한 2008년에 오히려 영업이익률이 상승하였지만 2009년 예상 영업이익률은 2007년 이전보다도 떨어질 전망이다. (2009년 예상 영업이익률 9.15%, 2007년 영업이익률 11.9%)

그림 15. 매출 대비 이익률의 변화



출처: 사업보고서

그림 16. 경쟁사 대비 영업이익률 변화



출처: 사업보고서

**매우 안정적인 부채비율과 유동비율을 바탕으로 외부 변화에 유연하게 대처할 수 있다**

**안정성**

계절성을 띄는 작물보호업(농약)의 특성상 매출이 줄어들어 유동성이 악화되는 하반기를 대비하기 위해 높은 유동비율과 당좌비율이 필수적이다. 경농은 2008년 말에도 215%의 유동비율과 110%의 당좌비율을 유지했을 뿐만 아니라, 2009년 상반기에는 196%, 140%에 달하는 유동비율과 당좌비율을 기록했다. 이 것으로 기업이 안정적인 유동성 자금을 확보하고 있음을 알 수 있고, 기업의 수익성을 악화시킬 수 있는 환율의 상승이나 시장구조를 변화시킬 수 있는 정부 정책에 대해 유연하게 대처할 힘을 갖췄다고 할 수 있다. 최근 10여 년간 부채비율은 100%이하, 자기자본비율은 50% 이상을 유지해왔고, 지속적으로 더 나아지고 있다. 특히 2008년에는 부채비율이 46%에 불과할 정도로 안정적이다.

**지속적으로 성장 중이다.**

**성장성**

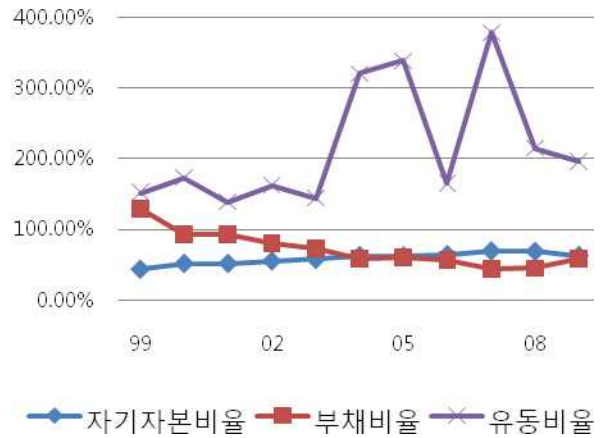
농약시장의 규모는 최근 5년 동안 느리게 증가해왔다. 이런 느린 시장의 성장 속에서 경농은 지속적으로 시장 점유율을 늘리며 성장해왔다

그림 17. 경쟁사 대비 매출총이익률 추이



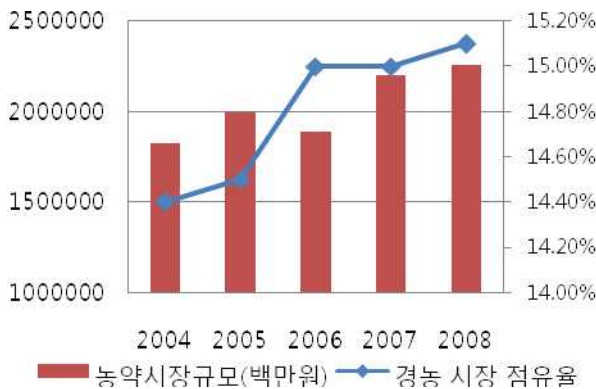
출처: 사업보고서

그림 18. 안정성 변화



출처: 사업보고서

그림 19. 농약시장규모와 경농의 점유율 변화



출처: 사업보고서

그림 20. 제품 사진



출처: 경농 홈페이지

**2. 뛰어난 기술력**

농약시장은 자본집약적, 기술적인 측면에서 높은 진입장벽을 형성하고, 경쟁력으로 작용한다

농약 제조 판매 산업은 초기설비투자금액이 많이 들고, 지속적인 연구개발을 통한 기술력이 필요하다는 측면에서 신규 시장 진입자에게 진입장벽이 높다. 따라서 기존에 시장을 점유하고 있는 기업들간에 파이를 나눠먹는 식의 경쟁이 되는데, 이 경쟁에서 기술력이 주요한 경쟁 승리 요소로 꼽힌다.

산업 내에 과점을 구축하고 있는 기업 중에서 선두권의 기술력을 갖추고 시장에 우수한 제품을 출시하고 있다

동사는 농약산업 내에 과점을 구축하고 있는 기업 중에서 선두권의 기술력을 갖추고 있다. 탄탄한 자금력을 바탕으로 2005년 450여 억 원을 들여 대구에 대규모 연구단지를 건립했고, 연간 40억을 연구개발에 지속적으로 투자하고 있다. 연구개발의 결과로 살균제, 살충제, 제초제 등의 농약의 모든 제품군을 갖추고 고객들의 다양한 니즈를 만족시키고 있으며, 지속적으로 출시되는 신제품은 경농의 꾸준한 성장으로 이어지고 있다.

또한 동사는 농약 제조업체 중 동부하이텍과 함께 국내에서 유일하게 원제를 혼합할 수 기술을 보유하고 있다. 이 기술은 농약제품 제조단계에서 더 많은 가치를 만들어내게 해주어 경쟁사보다 높은 영업이익률을 유지할 수 있게 해준다. 또한 중앙연구소에서 연구한 점보제(논둑에서 던져 넣는 제초제)는 국내에서 최초로 제품을 생산 판매하고 있다. '08년 산업자원부로부터 신기술제품 인증을 획득하며 혁신기술임을 입증 받으며 화려하게 시장에 진출한 점보제는 점점 매출 규모를 늘려가고 있으며 '09년 6월에 매출의 8%를 차지하고 있다.

**기술개발 투자금액은 절대적 액수로나 매출액 대비 비율로 보나 경쟁사대비 월등하다**

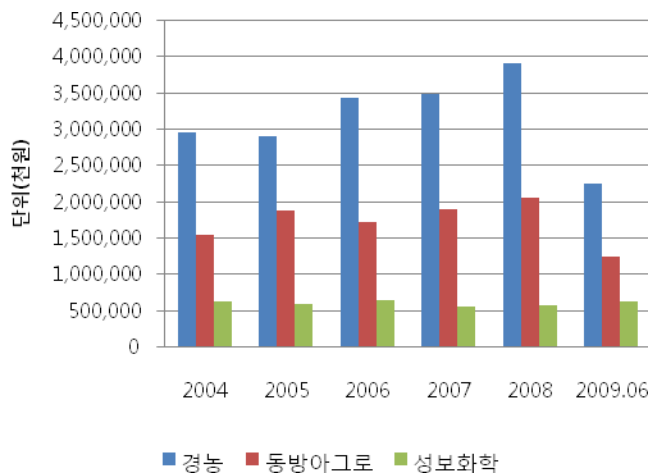
이와 같은 지속적인 연구개발은 탄탄한 재무구조를 갖추고 있고, 기업의 주력산업이기에 가능하다고 할 수 있다. 경쟁사인 동방아그로(연간 20억원)와 성보화학(연간 6억원) 등은 경농에 비해 크게 못 미치는 액수만을 연구개발에 투자하고 있고, 이로 인해 앞으로 기술격차가 더욱 벌어질 것이라 예상된다

비록, 현재는 친환경 농약시장이 크지 않지만, 농업인 뿐만 아니라 농작물을 수요하는 소비자들도 이 제품에 관심을 갖기 시작했고 이는 정부의 정책적 드라이브로 더욱 가속화 될 것이다. 경농은 타사대비 월등한 기술개발 투자와 최근에는 고려대학교, 한국화학연구원 등과의 공동연구를 통해서 친환경 농약 시장을 선도해갈 가능성이 크다. 이를 증거하듯 현재까지 경농이 출시한 친환경농자재는 12건으로 농약 시장 1위 기업인 동부하이텍의 7건보다 많다.

**친환경 농약 시장이 실현된다면 시장선도 기업이 될 가능성 크다**

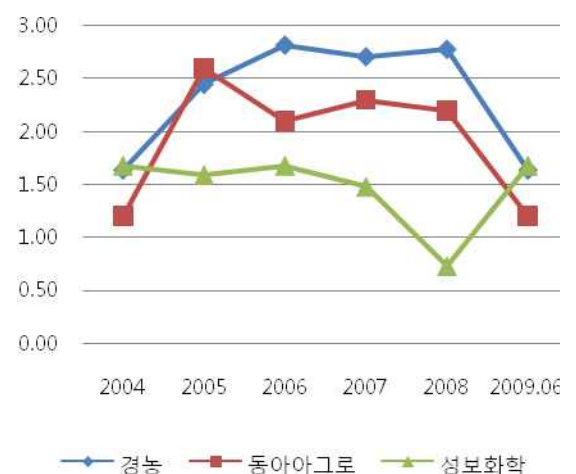
애그로프래쉬社로부터 독점 수입 판매하고 있는 스마트프레쉬(신선도유지제)는 전세계적으로 그 기술력과 효력을 인정받았다. 국내에서 스마트프레쉬는 이미 대부분의 농업인들에게 친환경농자재로서 그 우수성과 안전성이 알려졌으며, 그 판매량이 늘고 있다. 경농은 이를 바탕으로 친환경 농약 시장이 열렸을 때 시장을 선도하는 기업이 될 수 있다는 가능성이 충분하다고 할 수 있다.

그림 21. 경쟁사 대비 R&D 투자액 규모



출처: 사업보고서

그림 22. 매출액대비 R&D 투자금액 비율



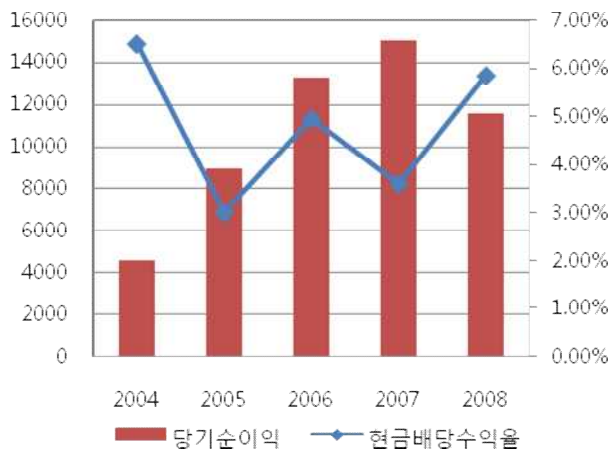
출처: 사업보고서

3. 배당

영업으로 벌어들인  
현금을 최근 평균 4.8%의  
배당을 해 줄 정도로  
주주들에게 후한  
기업이다

상장 이듬해인 78년부터 31년간 단 한해도 거르지 않고 흑자배당을 해왔다. 최근 5년 동안에는 꾸준히 3-6%정도의 배당수익률(평균 4.8%)을 기록했고, 특히 주목해볼 만한 것은 경농이 꾸준히 높은 순이익을 내고 있다는 점과 최근 5년 동안 계속해서 20%이상의 현금배당성향을 보였다라는 점이다.

그림 23. 현금배당수익을 추이와 당기순이익



출처: 사업보고서

그림 24. 친환경농약 제품



출처: 경농 홈페이지

5. Issue & Risk

1. 저농약 인증 폐지 정책

친환경 농산물에 대한  
관심도가 증가하는  
가운데 저농약 인증  
폐지 정책이  
발표되었다.

건강 및 식품안전에 대한 전 세계적인 관심 증대로 친환경 농산물의 1인당 평균소비량(친환경농산물 출하량/인구)은 2000년 0.7kg에 비해 2008년에는 43.8kg으로 급증하였다. 마찬가지로 친환경 농산물의 전체 농산물 총 생산량 대비 비중 또한 2008년에 11.9%로 2001년부터 시행된 친환경농업육성법령 이후 매년 60%씩 인증량이 증가하였다. 이러한 상황에서 정부는 친환경 농업을 강화하고자 소비자의 혼란을 야기시키고 GAP(우수농산물인증)와 차별화가 되지 않는다는 이유로 저농약 인증 폐지를 중심으로 하는 친환경농업육성법령 개정안을 발표하였다.

농가의 반대에도 불구하고  
정부는 친환경농산물  
육성법령을 강력을  
추진할 것으로  
예상된다.

이에 2008년 친환경농산물 생산량 중 70%를 차지하던 저농약 농산물의 신규인증이 내년부터 중단되기 때문에 친환경농산물의 생산량은 전체 농산물 대비 6%대로 대폭 감소될 것으로 예상된다. 기존의 저농약 인증은 2015년까지 친환경 인증을 받을 수 있는 유효기간이 설정되었다. 여름철의 고온다습한 날씨 때문에 병해충 발생이 많고 특히 무농약 재배가 어려운 과수, 과채류 농가에서는 거세게 반발하고 있다. 그러나 정부는 2005년도에 저농약 농산물 인증 종류 폐지를 사전에 예고한 바 있으며, 친환경농산물

생산 중 비중이 0.6%이 유기농산물이 3% 수준에 도달하면 무농약 농산물에 대해서도 인증을 폐지할 것이라고 밝혀 강경하게 추진할 것으로 예상된다.

**인증폐지정책으로 인한 농약시장의 피해는 미비할 것이며, 동사는 친환경 농약에 대한 연구개발 투자가 월등하여 시장을 선도해갈 것이다.**

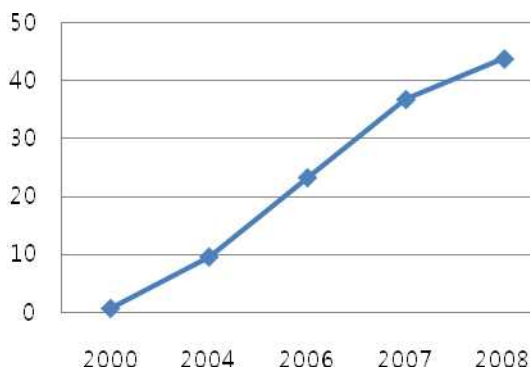
화학비료와 농산물을 기존량의 1/2 이하로만 사용하는 저농약 농산물은 전체 농산물 총생산량의 약 8%만을 차지하고 있기에 저농약 농산물 폐지가 농약 소비량 감소에 끼칠 영향력은 크지 않을 것으로 예상된다. 또한 정부가 확대하고자 하는 GAP(우수농산물인증)은 농산물 별로 종자, 비료, 농약의 사용기준을 정해 이에 맞춰 생산되도록 하는 것으로 농약 사용을 전면적으로 금지하는 것은 아니다. 그러나 장기적으로 친환경농산물의 비중은 정책적으로나 수출증대를 위해 세계적인 트렌드를 맞추기 위해서나 소폭씩 증가할 것이다. 그러므로 농약시장 자체는 정체되거나 바이오 농약과 같이 친환경 농약시장의 비중이 증가할 것이다. 동사는 타사 대비 친환경 농자재에 연구개발 투자가 월등하고 성과 또한 높기 때문에 친환경 농약시장의 성장이 가속화된다면 시장 선도 기업이 될 가능성이 크다.

**2. 환율변동에 따른 리스크**

**환율변동에 따른 외환차손액은 소폭이거나 상쇄되었다.**

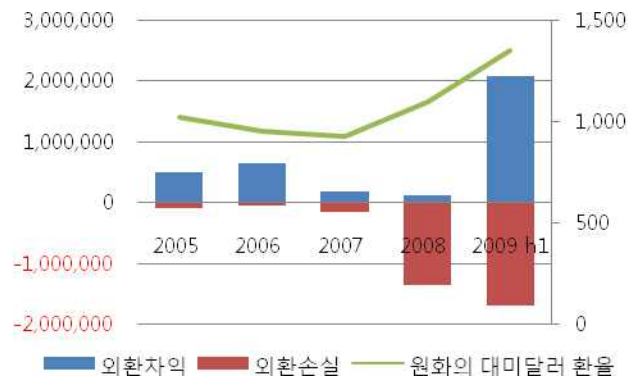
동사는 2005년부터 2007년까지 소폭의 대미달러 환율 하락세에 따라 외환차익이 외환손실보다 높았으나, 원/달러 시가가 2007년 평균 929원에 비해 2008년에 평균 1101원으로 상승하면서 절대적인 외환손실이 약 9배 급증하였다. 이에 2008년에는 약 9억 원 정도의 외환손실이 발생하였다. 반면 2009년 전반기에 원/달러 시가가 평균 1305원으로 급증하여 외환손실이 전반기에만 2008년에 비해 소폭 상승하였으나 외환차익이 16배나 증가하여 이를 상쇄하였다.

**그림 25. 1인당 친환경 농산물**



출처: 농림수산물식품부

**그림 26. 환율변동에 따른 외환차손**



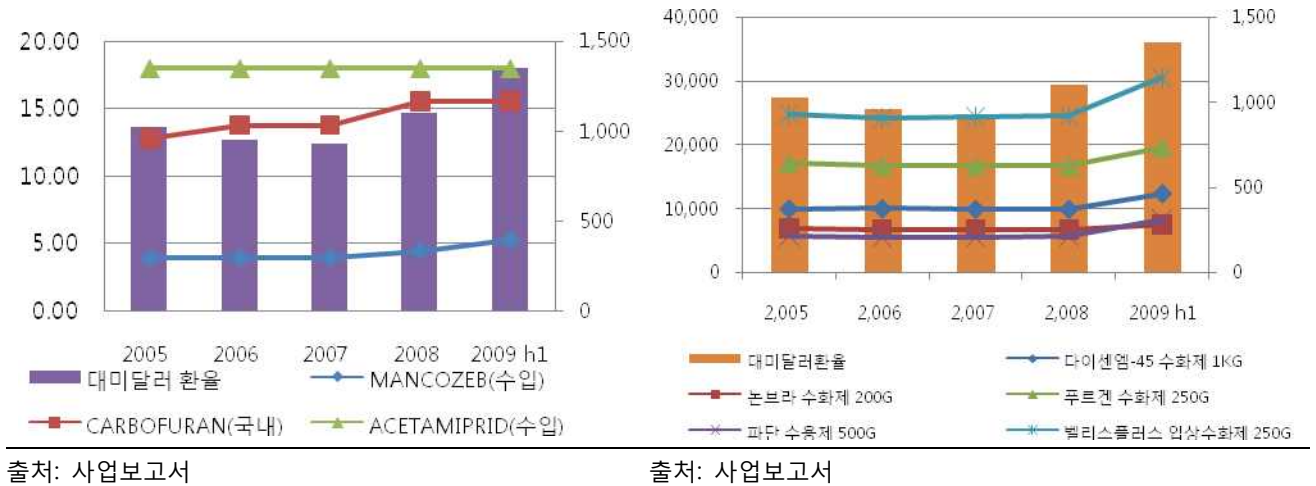
출처: 사업보고서

**환율상승에 따라 제조원가가 상승하였지만, 제품단가 역시 올려 가격전가력을 가진다.**

농약산업의 특성상 동사 역시 농약원제의 89% 정도를 수입에 의존하고 있기에 농약제조원가는 국제 농약원제 가격과 환율 영향을 가장 크게 받는다. 환경오염 등의 이유로 농약 사용 규제로 인하여 국제 농약사용량은 정체되어있기 때문에 국제원제가격 자체는 대체로 안정적이지만 2008년 말, 2009년 초에 유가 상승과 대미달러 환율 상승으로 원제가격은 동결되거나 약 15%가량 상승하였다. 이에 동사의 매출원가 또한 전년도 반

기 대비 20% 증가하였으나, 동사는 환율이 급상승하였던 2009년 전반기에 제품 단가를 평균 약 30%씩 올려 가격 전가력을 가지고 있음을 보여주었다. 이에 2009년도 매출액은 전년도 반기 대비 17% 상승하였다.

그림 27. 수입원재료 단가와 환율변동 (단위: 달러, 원)      그림 28. 제품단가와 환율변동



## 6. Valuation

경농은 최근 5년간 안정적인 매출액을 보여주고 있기 때문에 가치평가방법으로 DCF를 사용하였다.

### 2009년 매출액 및 영업이익률 예상

농약사업의 특성상 상반기에 약 80%의 매출이 발생하고 하반기에는 고정비용 정도만 지출되기 때문에 상반기의 매출액을 통해 한 해의 예상을 하기 비교적 쉽다. 따라서 최근 5년간의 하반기 매출액과 지출의 평균을 2009년 하반기에 적용하여 2009년 매출액 및 영업이익률을 예측하였다.

### 영업이익률

경농의 경우 2003년 이후로 영업이익률이 지속적으로 성장하다 2008년 원자재의 가격 상승으로 인해 떨어졌다. 그러나 2009년 제품으로의 가격전가를 통해 영업이익률을 그 전 해 수준으로 회복하였다. 그러나 보수적인 Valuation을 위해 2008년을 포함시킨 최근 5년간의 영업이익률 평균을 적용하였다. 사업부의 경우 농약 판매부가 매출액의 96%를 차지하기 때문에 단일부서로 평가하였다.

### 매출액 성장률 및 영구성장률 산정

경농의 매출액 성장률은 2006년 3%, 2007년 5.6%, 2008년 9%, 2009년 12.7%로 그 성



장세가 높아지는 추세이다. 이는 판매단가 상승과 고부가가치 제품의 도입 등을 통한 성장으로 보여진다. 그러나 농약산업이 성숙기 산업인 점을 감안하여 성장세를 통한 가중평균 대신 최근 5년간의 매출액 성장률 평균인 7.15%를 2년 동안 적용하였다. 이후 1년은 5%로, 1년은 3%로 점차 그 성장률을 줄여나갔고 영구성장률은 0%로 적용하였다.

#### 기타)

##### 순유형고정자산

순유형고정자산의 경우 2003년부터 지속적으로 하락하고 있다. (2003년 58%, 2004년 56%, 2005년 51%, 2006년 49%, 2007년 43%, 2008년 40%) 이러한 추세를 반영하여 2009년부터는 최근 5년 평균 감소치를 대입한 36.11%로 적용하였다. 그러나 현재 공장 가동률이 80%를 조금 상회하는 점을 감안하여 2012년부터 비율을 높여 45%를 적용하였다.

그 외 기타요소는 큰 변동이 없고, 해당요소가 적정주가를 산출함에 있어 미치는 영향이 적기 때문에 평균을 반영하여 가정하였다.

##### 희석주식 관련사항

경농의 경우 전환사채와 신주인수권부 사채가 발행된 적이 없고 우선주도 발행된 적이 없으며 주식선택권 역시 부여되지 않았기에 2009년 2분기 기준의 가중평균유통보통주 식수로 일괄 가치 계산하였다.

##### WACC, 타인자본비용

자기자본비용은 KISLINE으로부터 산출한 최근 1년치 일별베타를 통해 구하였다. 타인자본비용은 3년 만기 회사채 무보증(A0)을 적용하였다.

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	9.77%	12.13%
유,무형자산 상각비	2.37%	4.08%
영업용운전자본	55.57%	61.05%
순유형고정자산	40.06%	36.11%
순무형고정자산	0.91%	1.91%
기타영업용순자산	-3.92%	-2.02%

	2008	2009E	2010	2011	2012	2013
예상매출액	140,801,593	158,719,821	170,147,648	182,398,279	191,518,193	197,263,738
매출액성장률(사업부A)		0.0%	7.2%	7.2%	5.0%	3.0%
매출액(사업부A)	140,801,593	158,719,821	170,147,648	182,398,279	191,518,193	197,263,738
예상EBIT	13,749,851	19,252,714	20,638,910	22,124,911	23,231,157	23,928,091
NOPLAT	9,968,642	13,958,218	15,417,266	17,257,431	18,120,302	18,663,911
(+)유, 무형자산 상각비	3,342,078	6,483,142	6,949,929	7,450,323	7,822,840	8,057,525
총현금유입	13,310,720	20,441,360	22,367,194	24,707,754	25,943,142	26,721,436
영업용 운전자본	78,245,665	96,898,492	103,875,183	111,354,196	116,921,906	120,429,563
순유형고정자산	56,402,370	57,313,727	61,440,316	65,864,018	66,183,187	68,768,682
기타 영업용 순자산	-5,521,897	-3,199,959	-3,430,356	-3,677,341	-3,861,208	-3,977,044
IC	129,126,138	151,012,261	161,885,143	173,540,874	199,243,885	205,221,201
예상ROIC(평균)	7.5%	10.0%	9.9%	10.3%	9.7%	9.2%
예상ROIC(기초)	7.3%	10.8%	10.2%	10.7%	10.4%	9.4%
IC증가액		21,886,123	10,872,883	11,655,730	25,703,011	5,977,317
(+)유, 무형자산 상각비		6,483,142	6,949,929	7,450,323	7,822,840	8,057,525
총투자액		28,369,265	17,822,811	19,106,054	33,525,851	14,034,841
예상 FCFF		-7,927,905	4,544,383	5,601,700	-7,582,709	12,686,595
할인기간		0.25	1.25	2.25	3.25	4.25
현재가치		-7,768,976	4,106,782	4,668,399	-5,827,655	8,991,577

WACC	8.40%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	9.23%
FCFF추정(2단계)	18,663,911
Terminal Value	222,115,858
현재가치의 합	4,180,626
PV of TV	157,636,850
현금 + 시장성유가증권	2,034,636
비영업용자산	20,968,429
Value of the Firm	184,820,541
(-)Value of the Debt	28,630,719
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	156,189,822
발행주식수	17,288,160
목표 주가	₩ 9,034
현재 주가	₩ 4,170
기대 수익률	117%

자기자본비용	9.98%
1년치일별베타	0.77647
한국시장프리미엄	7.50%
3년만기국채수익률(연평균)	4.16%
<b>WACC</b>	<b>8.44%</b>
차입금가치(이자발생부채)	28,630,719
주주지분가치(시가총액)	74,339,088
한계조달금리	6.10%

이와 같이 적용하여 Valuation 한 결과 안전마진 117%로 'Buy'를 제시한다.

손익 계산서				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	1,185	1,221	1,290	1,408
매출원가	769	755	779	938
매출총이익	416	467	511	470
판매비및 일반관리비	255	275	314	333
인건비	81	96	105	107
감가상각비	3	4	3	3
무형자산상각비	4	6	6	5
기타판매비및 일반관리비	46	47	53	56
영업이익	161	191	198	137
영업외손익	-34	-15	23	34
이자수익	2	3	4	6
이자비용	28	23	21	15
외환차손익	4	6	0	-12
외화환산손익	2	1	-0	15
지분법이익	0	0	2	0
기타영업외손익	-0	-1	20	51
세전계속사업이익	126	176	221	171
법인세비용	36	43	71	55
계속사업이익	90	133	150	116
중단사업이익				
당기순이익	90	133	150	116
EPS (원)	1,010	1,509	858	663
수정EPS				

대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	858	907	969	1,194
현금등가물 및 단기금융	211	258	324	430
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	82	66	64	65
채고자산	514	534	527	588
비유동자산	771	825	807	816
투자자산	95	138	211	220
유형자산	595	591	557	558
무형자산	33	32	15	10
자산총계	1,629	1,732	1,776	2,009
유동부채	253	548	256	555
매입채무	162	148	164	257
단기차입금				
유동성장기차입금	3	3	3	3
비유동부채	359	78	289	76
사채	100	0	0	0
장기차입금	212	9	206	2
부채총계	612	626	545	631
자본금	108	108	108	108
자본잉여금	507	506	507	504
이익잉여금	445	560	671	752
자본조정	-50	-60	-63	-67
자본총계	1,017	1,106	1,231	1,379

현금흐름표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금	175	170	231	197
당기순이익	90	133	150	116
비현금수익비용가감	99	72	53	54
유형자산감가상각비	38	32	28	28
무형자산상각비	4	6	6	6
퇴직급여	12	14	16	17
외화환산손익	-2	-1	1	-12
지분법평가손익	8	170	231	197
기타	39	-148	-229	-181
영업활동으로인한자산누	-14	-35	28	27
투자활동으로인한현금	-19	-81	-29	-60
유형자산 투자	-16	-29	-20	-28
유형자산 처분	1	0	28	0
무형자산 증감	-1	-3	-1	-1
투자자산 증감	1	-51	-35	-9
기타	-3	1	-2	-22
재무활동으로인한현금	-11	-30	-137	-48
장단기차입금증가	200	0	200	0
사채증감	-200	0	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-12	-18	-39	-35
기타	0	-13	-298	-13
영업투자재무활동기타	0	0	0	0

주요투자지표				
(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	5.2%	3.1%	5.6%	9.2%
EBITDA성장률 %	51.7%	13.0%	1.1%	-26.1%
EBIT성장률 %	62.3%	19.0%	3.4%	-30.4%
총자산성장률 %	9.3%	6.3%	2.5%	13.1%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	35.1%	38.2%	39.6%	33.4%
EBITDA마진률 %	17.1%	18.7%	17.9%	12.1%
EBIT마진률 %	13.6%	15.7%	15.3%	9.8%
세전계속사업이익률 %	10.7%	14.4%	17.1%	12.2%
당기순이익률 %	7.6%	10.9%	11.6%	8.2%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	60.2%	56.6%	44.3%	45.7%
순부채비율 %	10.3%	4.9%	-9.3%	-16.3%
유동비율 %	339.3%	165.5%	379.0%	215.3%
당좌비율 %	136.3%	68.0%	172.8%	109.2%
이자보상배율	5.8	8.3	9.5	9.0
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	9.2%	12.5%	12.8%	8.9%
ROA %	5.8%	7.9%	8.6%	6.1%
ROIC %	11.7%	13.5%	15.0%	9.4%
<b>Per Share Ratios</b>				
수정EPS	414	613	692	533

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.