

2009년 11월 6일

대한제분 (001130)

BUY

워렌 버핏도 인정한 저평가 가치주!

v 대한제분은 저평가 자산주이다.

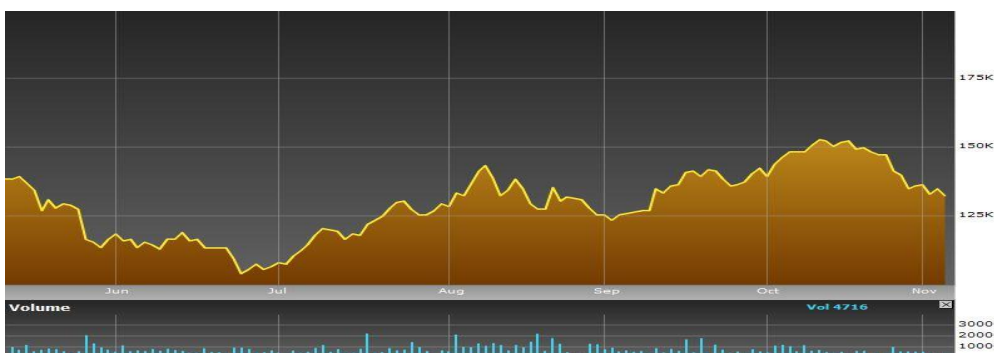
대한제분은 단순하게 이야기하면 밀을 갈아서 밀가루를 만들어 판매하는 제분업체이다. 그런데 2009년 6월 말 기준 장부가로 총자산 6,198억 원 중 당좌자산이 1,392억 원이며 대부분이 유가증권인 투자자산이 2,803억 원이나 된다. 총부채 규모가 1,549억 원인 것을 감안하더라도 적지 않은 규모이다. 이런 자산구조인 상황에서 11월 5일 기준 시가총액은 2,168억 원이며 PBR은 43.97%이다. 이야기된 두 종류의 자산에 총부채를 빼준 순자산액만 해도 시가총액의 98.7%를 커버할 수 있는 상황이므로 저평가된 자산주라는 것을 강조한다.

v 그리고 저평가 가치주이다!

기업의 가치는 자산가치로만 이루어진 것이 아니다. 자산가치가 충분하더라도 영업 가치가 부의(-) 가치라면 큰 의미가 없게 된다. 제분업을 영위하는 대한제분의 영업 가치는 얼마나 될까? 기업의 기본구조를 살펴봄과 동시에 Discounted Cash Flow Method로 동사의 영업가치를 측정해보았다. 그 결과 동사의 영업가치는 주당 11만 5,876원으로 평가되었다. 기업의 영업 또한 나쁘지 않은 상황이며 그 가치 또한 충분하다는 이야기이다. 앞서 부채가 차감된 당좌자산과 투자자산만의 주당 자산가치가 13만 270원으로 판단되므로, 지금의 주가 13만 4,000원은 너무나 싼 것이 아닌가?

v 밀가루 가격 하락 역시 큰 악재가 아니다

동사는 올해 9월 밀가루 제품 가격을 8.6% 하락시켰다. 이는 환율하락과 국제 원맥(원재료인 밀) 가격하락을 반영하기 위한 것이었다. 9월 이전에 가장 마지막으로 밀가루 가격을 변동시킨 것은 2008년 12월이었는데, 9개월간 원맥의 가격은 무려 30.6%나 하락하였다. 원재료율이 약 60%임을 감안하면 판매 단가 인하 여력은 약 18%가 되는데, 9월에 8.6%를 하락시킨 것은 큰 악재라고 할 수 없을 것이다.



적정주가:

246,100원

현재주가:

134,000원 (11/6 기준)

상승여력: 83.66%

시가총액 2,168억원

ROE 6.49%

ROA 4.9%

영업이익률 9.23%

배당수익률 2.2%

P/E Ratio 4.52

P/B Ratio 43.97

주요주주:

이종각 (35.64%)

미래에셋 (10.00%)

라자드에셋 매니지먼트 엘

엘씨 (8.11%)

외국인지분율: 11.47%

SMIC 리서치 2팀

팀장 이준성

팀원 홍보화

이태경

김은영

김수정

1. 저평가된 기업

PBR Band를 보면 동사의 PBR은 0.7에서 유지되었음을 알 수 있는데, 11월 5일 기준 PBR은 43.97%가 나온다.

동사의 자산 중 당좌자산과 유가증권 지분액, 채권과 자사주펀드의 합에 부채총계를 빼준 순자산액은 2,140억 원인데, 이는 시가총액의 98.7%에 달한다.

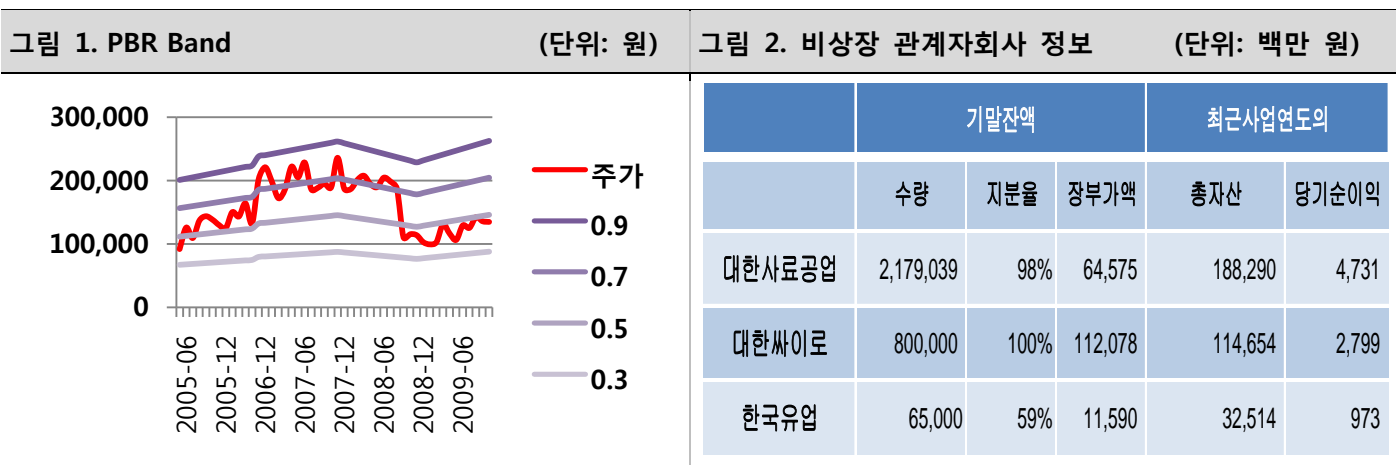
비상장 관계자회사로 대한사료공업(주)와 대한싸이로(주), 한국유업(주)가 있는데, 그들의 영업과 지분법적용투자주식가액에 특별한 문제는 없다.

1-1. PBR과 자산가치

2009년 11월 5일 기준 대한제분의 순자산 장부가는 약 4,932억 원(총자산 장부가액은 약 6,198억 원)이며, 시가총액은 11월 5일 기준(종가: 132,000원, 유통주식수: 1,642,744주) 약 2,168억 원이다. 이것으로 PBR을 계산하면 43.97%가 나온다. 아래 제시된 PBR Band를 보면 알 수 있듯이, 2006년부터 2008년까지 0.7 정도에서 유지되던 PBR은 2008년 10월 이후 동사의 주가 하락으로 0.5 이하로 떨어졌다.

그런데 동사의 자산 중 당좌자산과 유가증권 지분액, 채권과 자사주펀드(합: 총자산장부가액의 65%)만 가지고도 PBR 0.44인 현재 시가총액을 거의 커버할 수 있다. 동사의 당좌자산은 2009년 6월 말 기준 1,392억 원이며, 유가증권 지분액은 총 2,590억 원이며, 채권과 자사주펀드의 합은 약 96억 원이다. 유가증권 지분액 중 시장성 있는 상장주식만의 총계는 645억 원이고, 비상장 주식이 1,945억 원인데, 비상장 주식은 시장성이 없으므로 가치 측정에 적절한 할인이 필요할 것으로 판단되어 20%를 할인하였다. 할인된 유가증권 총액인 2,201억 원과 당좌자산 1,392억 원, 채권과 자사주펀드의 96억 원의 합에서 부채 총계인 1,549억 원을 감해주면 2,140억 원이 나오는데, 이는 시가총액의 약 98.7%에 달한다.

상장된 유가증권과 투자목적의 유가증권을 제외한 비상장 관계회사 지분을 좀더 살펴보자. 총장부가액은 약 1,882억 원으로 전체 보유 유가증권의 72.7%에 해당하며, 관계회사인 대한사료공업주식회사와 대한싸이로(주), 한국유업(주) 세 개로 구성된다. 대한사료공업(주)는 배합사료를 제조, 판매하는 회사로 업계간 물량 신장을 위한 치열한 시장 경쟁하에서도 지속적인 신규 판촉으로 판매량이 증가하고 있으며, 수익성 향상이 예상된다 한다. 대한싸이로(주)는 양곡하역사업을 영위하는 회사이며, 하역부문은 2분기 하역량 증가로 전년과 비슷한 매출을 보인 반면, 남항사업소와 조사료 사업의 매출은 각



출처: Fnguide, Research Team 2

출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 3. 투자자산내역 1		그림 4. 투자자산내역 2 - 2009년 6월 말 기준					(단위: 천 원)	
단기투자자산	56,000	(상장주식)		지분율	장부가액	국내기업지분(비상장)	지분율	장부가액
만기보유증권 (채권)	3,933,000	하나금융지주	0.01%	597,676	인천개발공사	7.14%	5,000	
매도가능증권 (자사주펀드)	5,599,643	KB금융지주	0%	646,066	경기개발공사	0.39%	1,500	
합계	9,588,643	롯데제과	0.03%	376,000	제분회관[주]	28.21%	285,245	
		삼성엔지니어링	0%	2,287	한국경제신문	0%	20,000	
		SBS	5.56%	44,287,028	강원민방	1%	160,000	
		SBS미디어홀딩스	5.56%	17,066,921	해외기업지분			
		KTIC글로벌(구 한국창업투자)	0.12%	34,823	DHF HOLDINGS Inc[주]	100%	4,665,600	
		SK텔레콤	0.01%	1,479,696	연대방원대한제분유한공사[주]	25%	1,173,625	
					총합계	70,801,467		

출처: Research Team 2

출처: 사업보고서, Research Team 2

각 7%, 26% 감소하였는데 그 이유는 인천항 수출입 물량 감소와 산지가격 및 유가상승 때문이라고 한다. 마지막으로 한국유업(㈜)는 애완동물 사료를 제조하여 판매하는 회사이다. 관계자회사들의 영업에서 큰 문제가 없으며 당기순이익을 기록하고 있고, 동시에 인식된 장부가액과 자회사들의 총자산액을 비교해보도 인식된 장부가액에 무리가 없어보인다.

영업가치가 전혀 없더라도 자산가치만으로도 동사주식을 사도될 만큼 저평가되어 있다.

결론적으로 대한제분의 영업가치를 전혀 반영하지 않고도, 그리고 토지나 건물 등의 유형자산이나 재고자산조차 전혀 포함하지 않은 순자산가액과 시가총액이 거의 같은 수준인 상황이므로, 동사의 주식은 매우 저평가되어있는 상태임을 강조할 수 있겠다.

1-2. 영업가치와 DCF Valuation

영업가치를 제외한 당좌자산과 투자자산만 가지고도 (모든 부채를 감한다는 가정을 포함해서) 현재 시가총액의 약 98.7%를 커버할 수 있다고 하였다. 다시 말해, 영업가치가 시가총액의 1.3%인 28억 원만 초과하면 차익거래 실현이 가능하다는 것이다. 동사의 09년 전반기 순이익 규모만 200억 원 정도인 것을 고려해 볼 때 벌써 이익임을 알 수 있다. 좀더 명확하게 동사의 이익 규모와 영업가치를 파악하기 위해 기업에 대해서 자세하게 알아보자.

영업가치 또한 충분하다

밀가루는 필수재기 때문에 경기변동에 따른 판매량의 급격한 변동이 없으며, 수요 측면에 있어서도 큰 변화가 일어나지 않아 성숙기에 접어들었다고 판단된다. 판매량은 인구증감과 식생활 패턴의 변경 등으로 다소 변동될 수 있지만 향후 몇 년 동안은 그렇게 크지는 않을 것으로 예상된다. 또한, 제분 산업은 장치산업이기 때문에 진입장벽도 매우 높고 더구나 과점구조이기 때문에 영업을 안정적으로 해나갈 수 있는 여건은 마련되어 있다고 생각할 수 있다. 또한 동사는 재무적 안정성이 뛰어나며, 평균 9% 정도의 큰 수익성이 아니더라도 앞으로도 꾸준히 안정적인 영업을 영위할 수 있다. 이에 대한 근거를 기업과 산업을 살펴보면서 알아보도록 하자.

1-2-1. 기업의 소개

국내 제분업계의 선도 업체

동사는 1952년 설립된 후 단일규모로 동양 최대의 공장이 되었다. 1986년 한국 최초로 밀가루 제조품을 수출하기 시작했으며, 1990년대에 들어와서는 생산공정의 자동화 및 첨단설비를 도입하였고, 프리믹스 공장을 신축하였다. 2001년 2월에는 (주)장생개발을 흡수 합병하였다. 제분업계 상위 3개사의 75% 과점체제에서 동사의 시장점유율은 2008년 기준 25.12%이며, 주요 사업은 제분업 및 소맥분 판매업이다. 주요 제품 영역은 대표 브랜드인 '곰표' 밀가루 외 80여 종의 가정용, 업소용 밀가루제품과 튀김, 부침가루, 핫케이크, 머핀 믹스 등 60여 종의 프리믹스 제품, 국수와 파스타 제품이다. 판매 경로는 회사-실수요자 또는 회사-대리점-소매상-소비자이며 동사의 판매 조직으로는 본사 영업부가 10개 지점, 2개 지소가 있다. 계열사로는 대한사료공업(배합사료 제조 및 판매), 대한사이로(양곡하역업), 한국유업(애완동물 사료 제조 판매)등이 있으며 부속기관으로는 종합연구소가 있다.

제분공정 후 포장 판매하는 것으로 제조도매업을 영위한다.

동사의 사업유형은 제조도매업으로, BM이 아주 간단하다. 원맥(밀)을 미국·호주·캐나다에서 100% 수입(매입액 3,120억 원)하여 제분과정을 통해 소맥분으로 만든 후, 용도별로 가공하여 포장 판매하는 것이다. 원맥을 2차 가공에 적합하도록 제분한 소맥분과 특정 용도(튀김가루, 부침가루, 핫케익가루, 식빵가루 등)로 바로 조리 가능한 프리믹스, 스파게티, 파스타, 마카로니 등의 조제품을 판매한다. 인천과 부산에 공장이 있으며 원맥하역 - 제분공정 - 포장공정까지 전과정 자동화 시스템이 구축되어 있다. 실수요처는 면류제조업, 식자재 및 대형유통업 등이다.

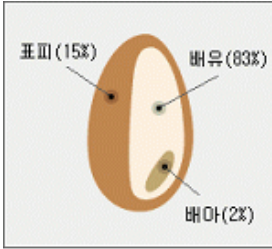
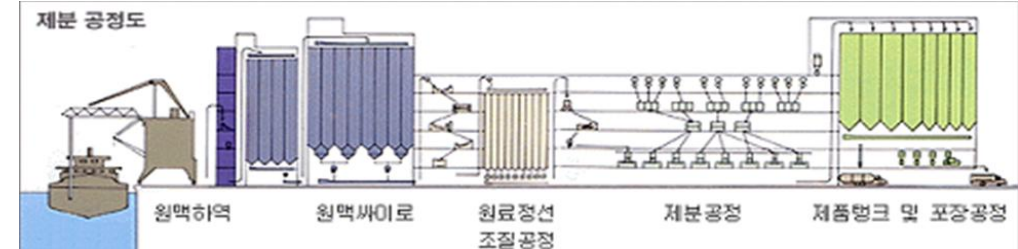
제분공정은 완전자동화

제분공정은 정선, 조질, 조쇄 및 분쇄, 사별, 포장의 과정으로 이루어진다. 구체적으로 살펴보면, ①정선 : 수입된 원맥에 섞여있는 먼지·돌·이중 곡립 등의 이물질을 밀과 분리시키는 공정 ②조질 : 밀가루가 되는 배유 부분의 효과적인 분리를 위해, 수분함량이 10%전후의 매우 건조한 원료 밀에 적정량의 물을 가하는 가수처리 ③조쇄 및 분쇄 : 여러 개의 분쇄 롤을 거치게 하여 누르고 비벼 배유 부분이 가루가 되도록 만드는 조쇄, 더 고운 가루로 만드는 과정이 분쇄 ④사별 : 조쇄 및 분쇄 과정을 거쳐 밀가루로 된 것을 체로 치는 과정 ⑤포장 : 엄격한 품질 검사를 거쳐 밀가루의 종류 및 용도에 맞게 포장되는 과정으로 정리된다.



출처: 대한제분 홈페이지

출처: 대한제분 홈페이지

<p>그림 7. 밀알의 구조</p>	<p>그림 8. 제분 공정</p>
	

출처: Research Team 2

출처: Research Team 2

Capacity는 충분

동사의 사업소로는 인천공장과 부산공장이 있다. 원재료 하역부터 포장과정까지 전과정 자동화 되어있다. 생산능력은 각각 2008년 기준 73만 8천 톤, 15만 9천 톤으로 인천공장이 약 4.6배 크며 총 생산능력은 89만 7천 톤이다. 평균가동시간은 하루 24시간, 한 달에 25일로 일일 소맥 2,990M/T을 가공할 수 있다. 가동률은 인천공장 86.5%, 부산공장 76.54%으로 최대 1년에 3,000여 시간을 추가로 가동할 수 있다. 따라서 당분간 설비증설이 필요하지 않을 것으로 보인다. 2008년의 생산실적은 총 54만 1천 톤이었다. 현재 설비에 진행중인 투자는 없으며, 그 외의 향후 투자계획 역시 특기사항이 없다.

1-2-2. M/S 25% 이상을 유지하는 선도업체의 꾸준한 영업

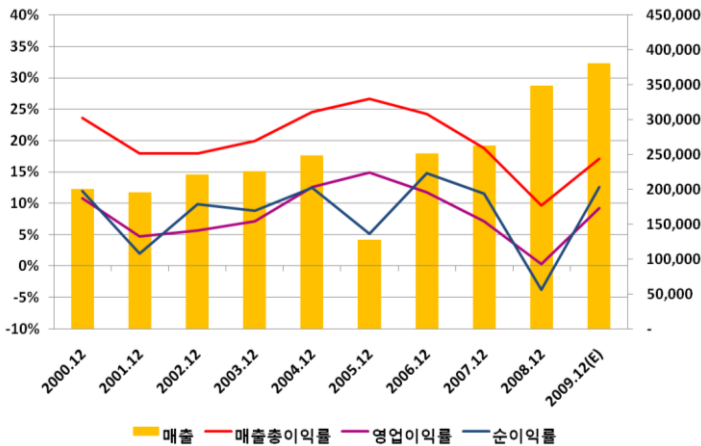
**매출의 지속적인 증가
이익률은 09년 반등
05년 같은 상황은
반복되지 않을 것**

동사의 재무상황을 구체적으로 살펴보면 매출은 05년을 제외하고 평균 8%로 지속 성장하고 있지만, 05년부터 영업이익률과 순이익률이 지속적으로 감소하다가 올해 턴어라운드했다. 이는 06년부터 국제곡물가격이 상승하였고, 곡물가격이 안정된 후부터는 환율이 지속적으로 상승하였음에 기인한다. 그러나 09년 초부터는 환율이 안정되어 다시 영업이익률이 안정되었고 수익성이 개선되었음을 알 수 있다. 영업이익률과 순이익률은 각각 10년 평균은 8.44%와 8.53%정도이며, 다소 이례적인 08년을 제외하고는 꾸준히 수익을 창출하고 있다. 05년에 매출이 급하락한 것은 물량조정 및 가격담합으로 인한 공정거래위원회로부터의 과징금(121억)을 부과 받았는데, 이로 인해 매출가격이 제한된 점에 기인한다. 그러나 이 이슈는 향후 반복될 가능성이 적다고 판단된다.

**최근 08년 당기순손실
은 09년 상반기 크게
복구**

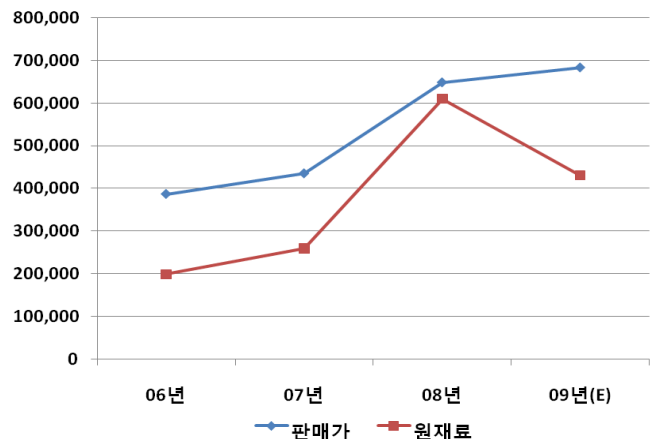
2008년 기준 동사의 매출액은 3,487억 원(전년동기대비 32.6%증가), 영업이익은 9억 원이었으나, 유가·환율 급등으로 인한 원재료비 상승과 및 소비 침체으로 인해 상반기 적자전환되어 당기순손실은 132억 원이다. 반면 소맥분제품 판매가격 인상설에 따른 가수요 발생으로 판매량이 증가해 2009년 상반기 매출액은 전년동기대비 10.9% 증가한 1,906억 원을 달성하였다. 환율급등에도 불구하고 달러기준 원재료 단가가 2008년 4분기를 고점으로 하락해 두 분기 연속 적자를 기록하던 영업이익은 1분기 이후 개선되어 상반기 기준 12% 증가한 176억 원을 기록하였다. 또한 자회사인 대한싸이로, 대한사료공업, 한국유업의 영업현황은 사료가격 상승 등으로 지분이익이 크게 확대되어 당기순이익은 전년동기대비 168.3% 증가한 239.8억 원을 기록하였다.

그림 9. 매출 및 각각의 이익률 추이 (단위: 백 만원)



출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 10. 원재료와 판매가 추이 (원/톤)



출처: 사업보고서, Research Team 2

09년 마진갭의 확대

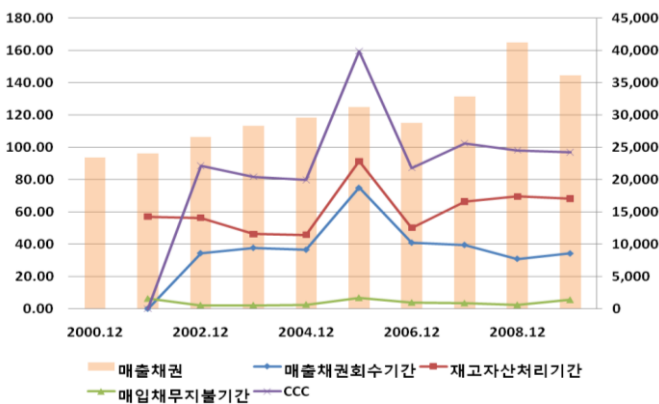
제분산업의 특성상 정부와 소비자단체의 가격에 대한 민감성에 대해서 제품가격의 원료비 변동에 대한 비탄력성이 존재한다. 판매가 대비 원재료의 비중은 06년부터 지속적으로 상승하고 있음을 확인할 수 있다. 그러나 09년에는 밀가루 판가를 인상한 후 원재료단가가 하락하여 매출에 대한 마진율이 상승한 국면을 당분간 유지할 것이라고 판단된다. 이는 향후 동사의 영업에 있어서 매우 긍정적인 영향력을 줄 것이다.

1-2-3. 타 경쟁업체와 비교되는 탁월한 재무적 안정성

부채비율 35%, 유동비율 146% : 안정적 자산은 지속적 성장

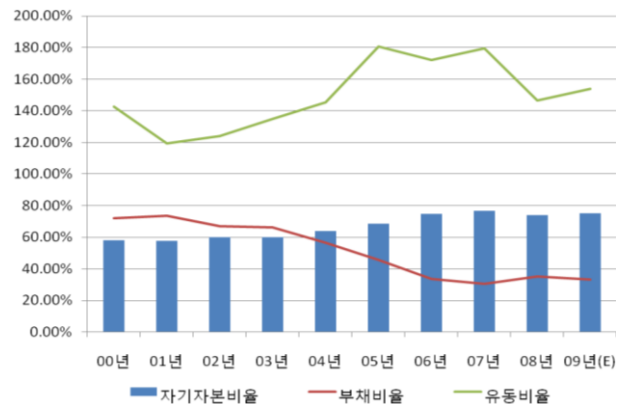
자산의 구성을 먼저 살펴보면, 일단 부채비율은 10년 동안 점점 줄어들어 08년 말 기준으로 35%정도인 수준으로 아주 안정적이다. 반대로 유동비율은 대체로 상승하는 추세로 08년 말 기준으로 146%정도 수준이다. 총자산은 원재료가격 상승과, 환율상승 및 경기 침체로 수익성이 크게 악화되었던 08년을 제외하고는 지속적으로 성장하는 추세에 있다.

그림 11. 매출채권과 CCC추이



출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 12. 자기자본비율, 부채비율 및 유동비율 추이



출처: 사업보고서, Research Team 2

매출채권회수 문제 전혀 없다

08년 말 기준으로 매출채권회전율은 11.78이고, 매출채권 회수 기간은 30.98일이다. 또한 동사는 09년 6월 기준으로 361억 원의 매출채권을 가지고 있다. 경기불황과 더불어 매출채권의 액수는 조금씩 상승하는 추세였지만, 매출채권의 회수기간은 일정하고, 대손으로 인식되는 부분도 2% 미만이기 때문에 매출채권 회수에 대한 문제는 없다고 판단된다. 또한 동사의 09년 예상 매출액이 3,510억 규모임을 감안하면, 매출채권의 규모는 큰 편이 아님을 알 수 있다. 한편, 05년에 갑자기 CCC가 증가한 것 역시 과징금 관련 이슈와 관련이 있고, 이 또한 재현가능성은 거의 없다고 판단된다.

치킨게임 없는 시장의 안정적인 25%파이

동사가 속해 있는 제분산업의 주요 생산업체는 크게 CJ제일제당, 동아원, 영남제분 등이 있다. CJ제일제당과 동아원(자회사 한국제분 포함)은 동사와 함께 각각 25%의 M/S를 가지고 제분시장의 75%를 차지하고 있다. 이 M/S는 이전 5년 동안 거의 바뀌지 않았는데, 사실 이 산업내의 특별한 경쟁요인이 없기 때문이다. 그 이유는 판매가격이 정부의 규제에 의해 영향을 받기 때문에 가격경쟁을 통한 M/S를 늘일 만한 특별한 이점이 없다는 점에 기인한다. 따라서 경쟁이 치열하지 않은 제분업계의 과점업체인 동사는 별다른 위험 없이 앞으로도 꾸준할 밀가루산업의 25%를 먹으며 안정적인 영업을 영위할 것으로 볼 수 있다.

경쟁사에 비해 안정적인 재무구조

동사는 부채비율이 타 업체에 비해 상대적으로 낮은 30% 정도이며, 타 업체의 부채비율이 100% 이상임을 생각해보면, 굉장히 안정적임을 알 수 있다. 뿐만 아니라 유동비율은 동사가 타 업체에 비해 확연히 높으며 타 업체들은 감소하는 추세이며 전부 100% 미만이다. 따라서 동사가 타 업체들에 비해 상당히 안정적이라는 것을 알 수 있으며, 이는 불확실한 미래의 곡물, 환율 및 유가의 변동에 유연하게 대응할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 13. 환차손과 스프레드 추이(단위 : 십만 원)

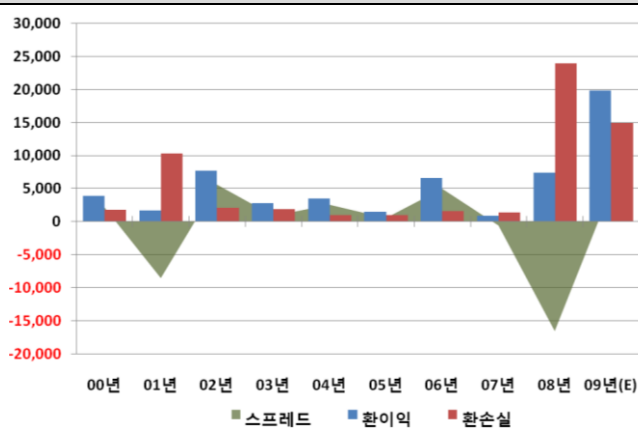
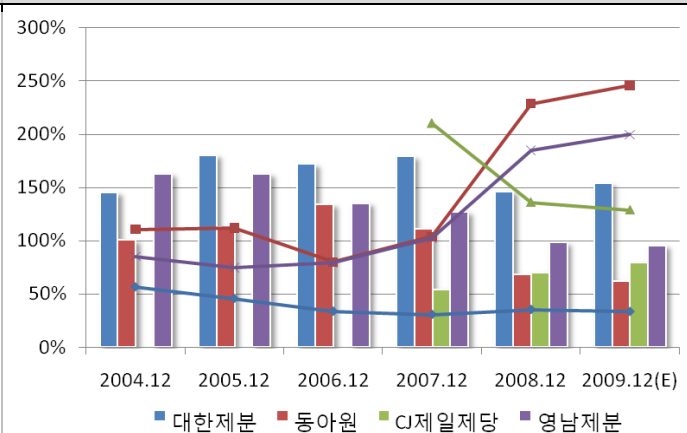


그림 14. 부채비율(라인)과 유동비율(막대) 추이



출처: 사업보고서, Research Team 2

출처: 사업보고서, Research Team 2

환율변동에 따른 리스크 관리에 다소 미흡 그러나 가격전가력 존재

다만, 당사는 원재료인 원맥을 전량 수입에 의존하여 원자재 수입에 의한 외화지출이 해외고객 등과의 무역거래에서 발생하는 외화수금보다 월등히 많은 현금흐름을 가지고 있기 때문에 환율상승에 따른 환율변동에 따른 리스크를 가지고 있다. 이는 [그림 13]을 통해서 알 수 있는데, 당사는 매년 50억 규모 범위 내에서 환이익 및 환손실이 있었고, 이례적으로 08년에만 160억 원의 환손실이 발생하였다. 그러나 당사는 현재 파생상품계약 체결사항은 없고, 뚜렷한 대처 방안을 가지고 있어 보이지는 않는다. 다만, 제분업계에 있는 대다수의 기업들이 리스크에 대한 뚜렷한 대처 방안을 가지고 있지 않은 것은 동일하다. 향후 자세하게 언급할 원재료 가격 변동에 대한 가격전가력은 환율변동에 대한 리스크를 완화시킬 수 있는 당사의 유일한 대처 방안인 것으로 판단된다.

1-2-4. DCF(Discounted Cash Flow) Method를 이용한 영업가치 측정

DCF Method로 영업가치를 최대한 보수적으로 측정하여 얼마만큼의 안전마진 획득이 가능한지 알아보고자 한다.

영업가치의 측정을 위해 기본적으로 Discounted Cash Flow Method를 사용해보았다. 앞서 본 것처럼 자산가치가 충분히 높았기 때문에 영업가치의 측정에서는 최대한 보수적으로 접근하였다. 이러한 방식을 통해 최소한 얼마만큼의 안전마진을 획득할 수 있는지를 확인하기 위해서이다.

먼저 작년의 특수 상황을 적게 반영하기 위해 매출액 대비 유,무형 자산 상각비와 매출액 대비 영업용 운전자본, 매출액 대비 순유형-순무형 고정자산, 매출액 대비 기타 영업용 순자산은 10년 평균치를 적용시켰다. 그리고 영업이익률은 10년 평균치인 8.25%보다 낮게 격년으로 5%와 0.27%를 설정하였다. 앞으로 발생할 가능성은 매우 낮지만 혹시나 있을지 모를 2008년 같은 상황을 향후 5년 내에 2번이나 발생한다는 최악의 설정을 한 것이며, 5%는 평균 영업이익률인 8.25%보다 약 3%가량 낮게 설정한 것이다.

1, 2분기의 매출액 실적이 각각 987억, 919억으로 나와있는 지금(1분기 영업이익률 12.92%와 2분기 영업이익률 8.91%), 올해의 매출액은 9월의 밀가루 판매가 9% 하락을 감안하더라도 최소 3510억 원은 나올 것으로 판단된다. 그래서 올해만 0.6%의 성장률을 설정하였고, 영구 성장률을 포함한 2010년 이후의 매출 성장률은 0%로 설정하였다.

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	0.27%	5.00%	0.27%	5.00%	0.27%	5.00%	8.25%
유,무형자산 상각비	3.80%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.34%
영업용운전자본	27.91%	17.95%	17.95%	17.95%	17.95%	17.95%	17.95%
순유형고정자산	45.27%	48.42%	48.42%	48.42%	48.42%	48.42%	48.42%
순무형고정자산	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%
기타영업용순자산	-8.29%	-13.80%	-13.80%	-13.80%	-13.80%	-13.80%	-13.80%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	348,714,815	350,979,000	350,979,000	350,979,000	350,979,000	350,979,000
매출액성장률		0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	348,714,815	350,979,000	350,979,000	350,979,000	350,979,000	350,979,000
매출액성장률		0	0	0	0	0
매출액		0	0	0	0	0
가중평균성장률		0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
예상EBIT	937,689	17,548,950	947,643	17,548,950	947,643	17,548,950
NOPLAT	679,825	13,302,104	734,424	13,688,181	739,162	13,688,181
(+)유,무형자산 상각비	13,236,174	11,582,307	11,582,307	11,582,307	11,582,307	11,582,307
총현금유입	13,915,999	24,884,411	12,316,731	25,270,488	12,321,469	25,270,488

자기자본비율	10.28%	WACC	8.55%
1년치일별베타	0.83000	연구성장률	0.00%
Adj.한국시장프리미엄	7.00%	예상 ROIC(2단계)	7.42%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	4.47%	FCFF추정(2단계)	13,688,181
		Terminal Value	160,025,202
WACC	8.55%		
차입금가치(이자발생부채)	96,629,598	현재가치의 합	76,710,542
주주지분가치(시가총액)	216,842,208	PV of TV	113,644,697
한계조달금리	6.00%		

앞서 알아본 주당 순자산 가치 13만 270원과 DCF로 알아본 주당 영업가치 11만 5,876원을 고려해보면 현재주가인 13만 2,000원은 매우 저평가되어있는 상태이며, 안전마진은 86.47%가 도출될 수 있다.

이러한 가정들을 반영하여 DCF법으로 측정된 영업가치를 확인해보면, 현재가치의 합과 Present Value of Terminal Value를 합하면 1,953억 원이 나온다. 이를 유통주식수인 1,642,744주로 나누면 주당 영업가치는 11만 5,876원이 된다. 처음에 알아보았던 동사의 자산 중 당좌자산과 유가증권 지분액, 채권과 자사주펀드의 합에서 부채총액을 빼준 순자산가액은 2,140억 원이었는데, 이는 주당 자산가치로 표현하면 13만 270원에 해당한다. DCF로 구한 주당 영업가치와 당좌자산과 유가증권의 합에서 부채액을 뺀 주당 자산가치를 더하면 24만 6,146원이 나오는데, 이는 11월 5일 종가인 13만 2,000원보다 훨씬 높은 가격이며, 이것만을 통한 안전마진만 해도 86.47%가 도출된다.

주당 자산가치만 하더라도 충분히 현재 주가에 달하는 것뿐만 아니라, 탄탄하고 안정적인 영업 및 재무구조를 갖춘 기업이기에 영업 가치 또한 충분히 도출되는 대한제분의 현재주가는 매우 저평가되어 있는 상태임을 강조하면서 적극 매수를 추천한다.

2. 밀 · 환율 · 밀가루

2-1. 제분 산업 소개

제분산업 개괄

제분산업은 원맥을 가공하여 밀가루로 만드는 산업이다. 원맥은 15%의 겉질, 2%의 배아, 83%의 배유로 이루어져 있는데, 제분이란 밀알(원맥)으로부터 실질적으로 밀가루가 될 내부의 배유를 추출하는 작업이다. 밀가루는 단백질과 회분 함량에 따라 중력, 강력, 박력밀가루로 나뉘지는데 각각 제빵, 제면, 제과에 사용된다. 국내 밀가루 수요의 추이는 그림1과 같으며, 2008년 기준으로 약 160만 톤 규모의 시장이 형성되어 있다. 밀가루는 필수재인 관계로 타 산업에 비해 수요 측면에서 경기변동에 비탄력적인 성향을 보이고 있으나, 원료인 밀을 대부분 수입하기 때문에 환율이나 밀 작황에 영향을 받는 경우가 있다. 생산과정에서 발생하는 저급제품과 부산물로는 동물에게 먹이는 사료를 만드는데 그 수요는 국내 사료 산업 및 축산업의 동향에 따라 수익성 변동하는 편이며, 수요자 측이 우월한 위치를 점하고 있다.

제분산업의 특성

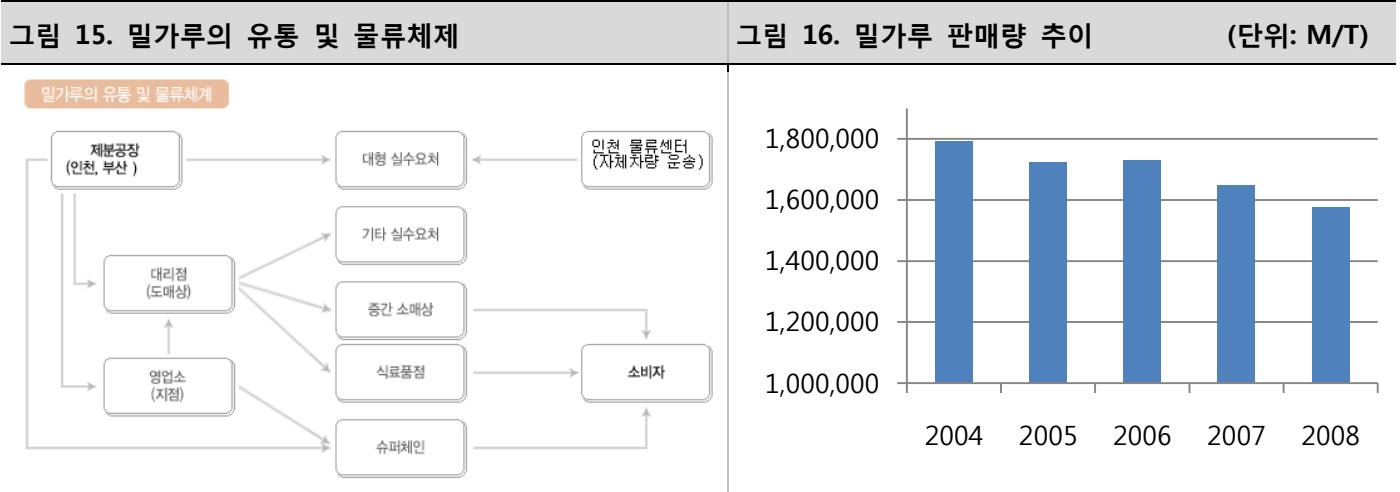
제분산업은 대규모 장치산업으로서 어쩔 수 없이 높은 고정비용이 존재하는 경향을 보이며, 여타 산업에 비해 큰 부가가치를 창출하지는 못한다. 제분업체의 수익구조를 위협하는 요인으로는 업체간의 경쟁 심화, 정부 및 소비자단체의 가격에 대한 민감한 반응, 그리고 강한 구매 교섭력을 가지고 있는 대형 구매업체의 존재를 들 수 있다.

시장구조와 진입장벽

시장에 진출해있는 업체로는 대한제분, CJ제일제당, 동아원이 대표적이며 각각 25%정도로 시장을 과점하고 있다. 그보다 영세한 업체들로는 대선제분, 삼양밀맥스 등이 있다. 제분산업은 장치산업이기 때문에 초기 막대한 설비투자를 요할 뿐 아니라 부가가치가 큰 사업이 아니며, 넓은 공장부지와 물류비 절감을 필요로 하는 대규모 자본투자형 산업이기 때문에 신규 기업의 진출은 제한적일 것으로 예상된다.

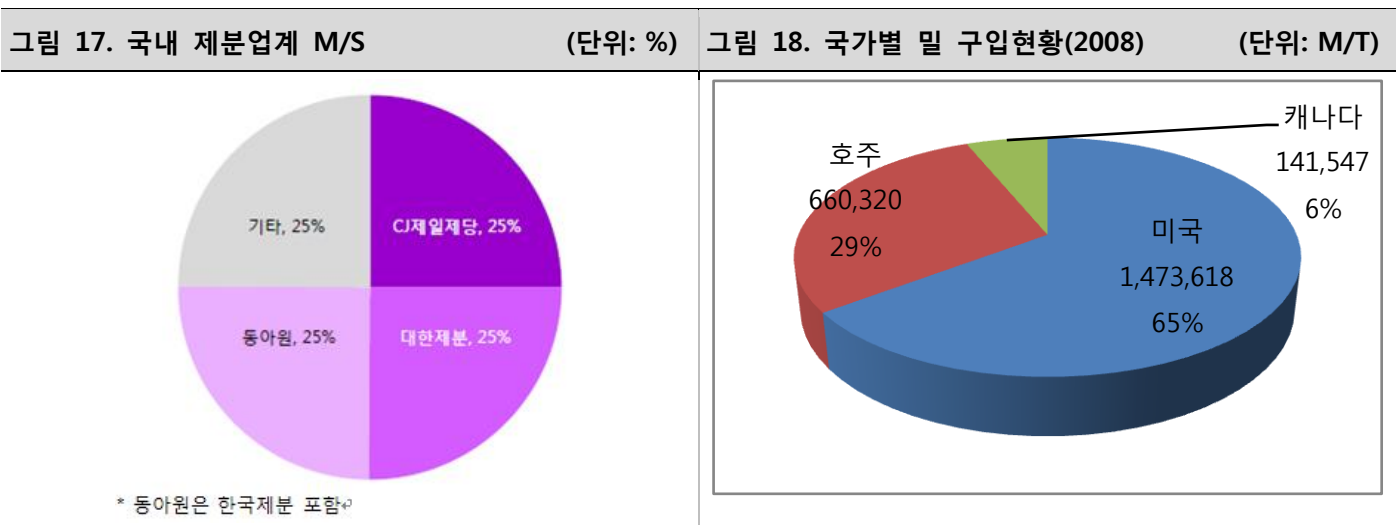
원맥 조달 방식

원맥의 생산지와 기후 등에 따라 기본적인 단백질 함량이 결정되어 밀가루의 종류가 다양한 것이다. 국내 제분업체에서 사용되는 원맥은 [그림 18]과 같이 65% 가량이 미국에서 수입되고 있으며, 그 뒤를 호주와 캐나다가 따르고 있다. 국산 원맥의 가격이 수입원맥의 3배에 달할 뿐만 아니라 국내 생산량은 전체 수요량의 1%미만이기 때문에 사실상 원맥의 대부분을 해외에서 조달하고 있다. 수입 원맥을 들여와 우리나라의 제분업체에서 가공한 밀가루 제품과, 해외에서 원맥의 수확과 가공이 이루어진 밀가루 제품으로 나눌 수 있는데, 후자의 경우 완제품을 중국, 인도네시아, 헝가리 등지에서 수입해오는 것으로 규모는 연간 7만여 톤이다.



출처: Research Team 2

출처: 대한제분 사업보고서



출처: Research Team 2

출처: 대한제분 사업보고서

2-2. 밀가루의 가격을 결정하는 요인

원맥 가격을 변동시키는 것은 국제곡물가격 + 환율 + 유가

현재 제분 산업은 공급과 수요 양 측면에 있어 급격한 변화가 일어나지 않는 성숙기에 접어들었다고 판단된다. 다만, 소맥분을 만드는 데 있어 필요한 원재료의 대부분을 차지하고 있는 원맥의 경우, 국제적인 작황이나 애그리 플레이션, 곡물 선물에 대한 투기 정도에 따라 일시적으로 가격의 급등락이 일어나는 경우가 있다. 또한 유가가 해상 운임을 결정하며, 수입과정에서 환율에 영향을 많이 받게 되므로 결국 동사의 원재료 가격은 국제곡물가와 환율, 유가에 의해 결정된다고 할 수 있다.

원맥 가격 변동의 특성과 원인

2007년의 경우 기후 이상으로 인해 미국의 원맥 작황이 좋지 않아 국제 가격이 약간 오른 사례가 있었으며, 2008년의 경우 국내 원인으로서는 급격한 환율 변동 때문에, 그리고 국제적으로는 곡물 등 안전 자산에 대한 투기가 극심했기 때문에 국내 제분업체들의 원재료 도입단가가 전년 대비 크게 상승하는 사례가 발생한 적이 있다. 하지만 이와 같이 원맥의 가격이 일시적인 급등락을 겪는 경우는 있었지만, 인구 증가와 경작지의 감소로 인해 곡물가격이 물가 상승률 이상으로 오르고 있다는 일반적인 상식과 달리 원맥은 국내도입가격 기준으로 물가상승률 이상으로 상승하지는 못하는 모습을 보였다.

앞으로도 원맥의 공급과 수요는 안정적으로 유지될 것

원맥의 수급은 여태까지 그래왔듯이, 앞으로도 안정적일 것으로 예상된다. Food and Agricultural Policy Research Institute(FAPRI)에서 분석한 자료에 따르면 2019년까지 전 세계의 밀 재배면적은 현재와 비슷한 수준을 유지할 것이며, 단위당 생산성의 증가로 인해 총 수확량은 증가할 것이라 생각된다. 가축용과 식용을 합친 수요량은 생산량과 비슷하기 때문에 재고 물량은 소폭 증가할 것으로 예상된다. 따라서 특별한 요인이 없는 한 원맥 공급과 수요는 안정적으로 유지될 것으로 생각되고, 여태까지와 마찬가지로 장기적으로도 안정적인 가격이 유지될 것이라 예상된다.

원맥 투입 단가의 급격한 하락으로 과거 발생했던 손실을 보전하는 효과를 가져올 것이다.

또한 작년 원맥 가격 상승을 반영하여 올렸던 밀가루 가격과 원재료인 원맥 투입 가격의 스프레드는 원맥 투입 단가가 급격히 하락하며 더 벌어져 있는 상황이다. 따라서 동사는 당분간 매출 총이익률을 기준으로 할 때, 예년의 정상마진인 20% 내외 이상의 이익을 얻을 수 있을 전망이다. 따라서 2008년 급격한 스프레드 축소로 인해 봤던 손실을 일정부분 보전하는 효과를 가져올 것이다. 이러한 매커니즘은 향후 있을지 모를 원재료의 급등락 시기에도 동일하게 전개될 것이라 예상된다.

밀가루 제품의 8.6% 단가 인하는 원재료 가격의 30.6% 감소를 고려해서 생각해보면 큰 악재가 아니다.

그러나 동사는 올해 9월 밀가루 제품 가격을 8.6% 하락시켰다. 이는 환율하락과 국제 원맥(원재료인 밀) 가격하락을 반영하기 위한 것이었다. 사실 9월 이전에 가장 마지막으로 밀가루 가격을 변동시킨 것은 2008년 12월이었는데, 9개월간 원맥의 가격은 무려 30.6%나 하락하였다. 원재료율이 약 60%임을 감안하면 판매 단가 인하 여력은 약 18%가 되는데, 9월에 8.6%를 하락시킨 것은 큰 악재라고 할 수 없을 것이다. 오히려 어느 정도 손실 보전이 된 상황에서 2008년 일어났던 특수 상황 이전만큼의 스프레드로 돌아가려는 모습으로 인식해도 될 것 같다.

그림 19. 원맥 도입 가격

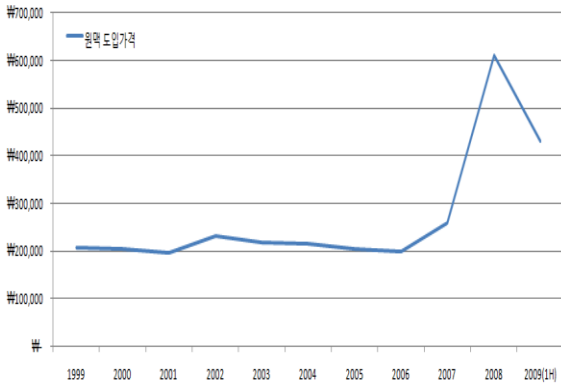


그림 20. 원맥의 장기적인 수급 예측 (08/09는 년도표시)

World Wheat Supply and Utilization

	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
(Thousand Hectares)											
재배 면적	224,025	225,240	223,841	223,016	223,024	222,870	222,847	223,009	223,242	223,324	223,308
(Metric Tons per Hectare)											
면적 당 재배량	3.05	2.98	3.01	3.04	3.06	3.08	3.11	3.13	3.16	3.18	3.20
(Thousand Metric Tons)											
생산	682,885	672,140	673,246	676,890	682,455	687,242	692,525	698,422	704,612	710,272	715,546
기초재고	119,371	148,241	158,214	162,222	164,047	165,324	165,807	166,240	166,918	168,062	169,338
총공급	802,236	820,381	831,459	839,112	846,502	852,566	858,331	864,662	871,530	878,333	884,884
가축용	123,027	119,944	119,408	119,572	119,852	120,139	120,456	120,859	121,325	121,794	122,304
식용	530,969	542,223	549,829	555,493	561,325	566,621	571,635	576,085	582,144	587,202	592,128
기밀재고	148,241	158,214	162,222	164,047	165,324	165,807	166,240	166,918	168,062	169,338	170,452
총사용	802,236	820,381	831,459	839,112	846,502	852,566	858,331	864,662	871,530	878,333	884,884
국제 거래	98,992	99,443	103,150	105,389	107,519	109,238	110,838	112,826	114,831	116,740	118,597
(Percent)											
재고율	22.67	23.89	24.24	24.30	24.27	24.14	24.02	23.92	23.89	23.88	23.86
지역 내 거래는 제외											

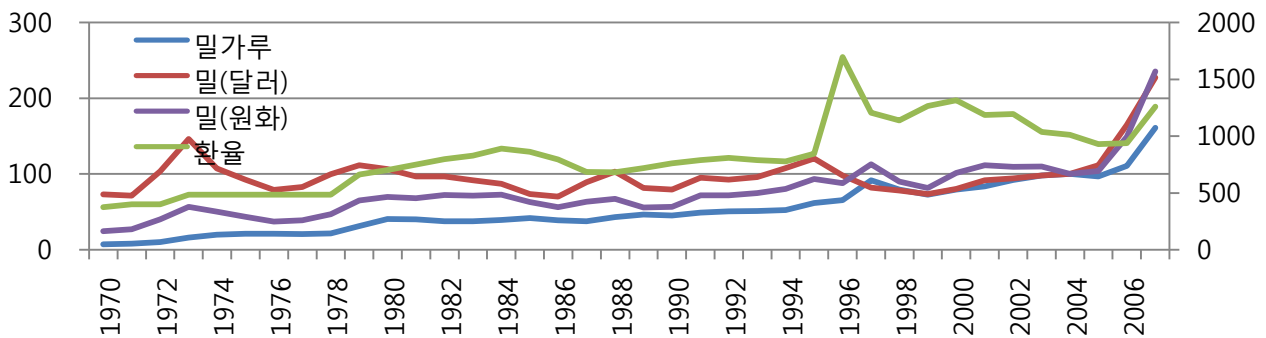
출처: 사업보고서, Research Team 2

출처: FAPRI, Research Team 2

환율과 원맥 가격의 연동성

밀가루의 원료인 원맥은 대부분을 수입으로 조달하고 있기 때문에, 국내 도입 가격은 환율과 밀접한 관련이 있다. 아래 [그림 21]은 1971년부터 2008년까지의 밀가루, 원맥(달러), 원맥(원화), 환율(우)의 가격 추이를 나타낸 것이다. 원화로 나타나는 원맥 가격은 달러 원맥 가격에 환율이 곱해지는 것이므로 환율의 등락에 연동될 수밖에 없다. 그런데 2005년 이후를 살펴보면 원맥(달러)가격이 오름과 동시에 환율 또한 상승하여 원맥(원화)가격의 급상승이 일어났다.

그림 21. 1971~2008 밀가루, 밀(달러), 밀(원화), 환율(우) 가격 추이 (단위: 2005년 100 기준(좌), 원(우))

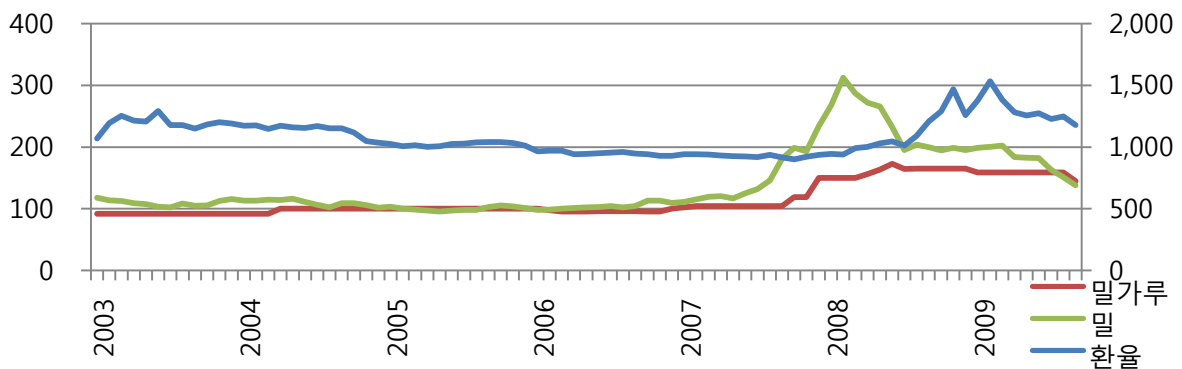


출처: 통계청

2006년부터 국제곡물 가격 상승으로 밀 가격도 상승

이제 보다 최근의 추세를 [그림 22]에서 살펴보자. 제일 먼저 눈에 띄는 점은 2009년 3월 원맥의 수입가가 최고점에 있었다는 것이다. 본격적인 원맥 가격 상승은 2006년 말부터 시작되었는데, 세계적으로 곡물가격 인상이 일어났던 시기이다. 그 원인으로는 국제 에너지 가격 상승으로 인한 바이오 에너지 발전 증가, 곡물 수출국의 자연 재해, 세계 기후변화, 개발도상국의 급격한 경제성장 등을 들 수 있다. 특히 제일 주요한 요인으로 꼽히는 것은 국제에너지 가격 상승인데, 전세계 바이오에탄올(밀, 옥수수, 보리를 발효시켜 만든 연료)의 생산량은 2000년 180억 리터에서 2006년 360억 리터로 급상승하였다. 결국 이 원인들이 복합적으로 작용하여 곡물의 수요는 늘어났으나, 생산량은 크게 증가하지 못했기 때문에 원맥의 거래 가격이 크게 상승하는 결과를 가져왔다.

그림 22. 2003년 1월~2009년 9월 환율(우), 원맥, 밀가루, 가격 추이 (단위: 2005년 100 기준(좌), 원(우))

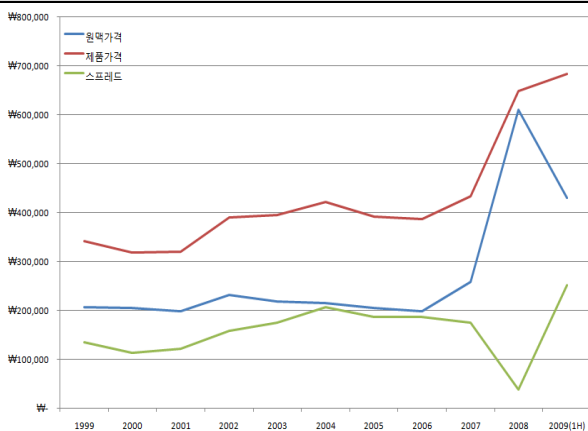


출처: 통계청

국내 제분업체는 가격 전가력을 보유하고 있음

그러나, 동사와 CJ제일제당, 영남제분을 비롯한 국내의 제분업체들은 이와 같은 원맥 가격의 등락을 제품가격에 전가시키는 모습을 보여왔다. [그림 23]을 통해 곡물가격이 심하게 급등한 07/08년도를 제외한 나머지 해에는 제품가격과 원맥가격의 스프레드가 낮아지지 않는 모습을 보였던 것을 확인할 수 있다.

그림 23. 원재료와 제품가격 가격추이(단위 : 톤)



출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 24. 주가변동 Chart



출처: Mapsplus

2-3. 2008년 10월 주가 폭락 사태

2008년 정부개입과 유가 하락으로 밀가루 가격이 하락

환율과 밀 가격에 큰 등락이 있지 않은 경우, 밀가루 가격은 그들과 비슷한 영향을 보인다. [그림 21]에서 볼 수 있듯이 장기적으로는 원맥 가격과 환율 상승분을 수요자에게 전가할 수 있다. 그러나 [그림 22]에서는 치솟는 원맥 가격과 환율의 영향을 반영하지 못하고 있는데, 이는 정부의 규제에 의한 가격 동결이 원인이었다. 당시 서민생활과 밀접한 관련이 있는 수입품목의 지나친 가격 상승을 우려한 정부의 개입으로, 수입 밀에 대한 0%의 관세를 적용한 바 있었다. 또한 국제적인 요인으로 유가 하락에 따른 곡물가 하락이 환율상승분을 상쇄한 영향이 크다고 볼 수 있다.

동사의 주가는 08년 10월 큰 폭락이 있었음

이러한 특수상황은 2008년 10월 동사의 주가 폭락을 가져왔다. 2008년 8월부터 환율이 지속적으로 올랐는데, 2008년 2월 이후 원맥의 가격이 떨어져 이를 7월에 반영해 단가인하를 해 놓은 상태였음에도 불구하고 가격을 올리지 못하는 처지에 놓이게 된 것이다. 제분업계는 가격인상을 요구했지만 정부는 환율상승에 편승한 제품가격인상에 대해서 단호히 대처하겠다는 입장을 보였다. 결국 환율은 치솟는데 가격을 올릴 수 없었던 동사의 주가는 10월 20일에만 -43%로 폭락했다. 앞에서 살펴본 바와 같이 튼튼한 자산가치와 영업가치에도 불구하고 현재 동사의 주가가 저평가 되어 있는 원인은 이때의 주가 폭락의 폭이 굉장히 컸기 때문이라는 것이 RESEARCH TEAM 2의 의견이다.

3. ISSUE & RISK

3-1. 대체제로서의 쌀

정부의 쌀 소비촉진 계획

우리나라는 2000년대 이후 쌀 생산과잉 시대로 전환되었으나, 편의성 추구 등 소비 변화에 대응한 쌀 가공식품 등의 시장 확대 노력이 부족했다. 이에 정부는 잉여물량을 활용하고, 쌀 가공식품 시장 확대를 위해 다양한 쌀 소비촉진 방안이 담긴 '쌀 가공산업 활성화 방안'을 마련해 발표하였다. 사실 이것은 밀가루 시대에서 쌀 전성시대로 바꾸려는 정부의 움직임이 본격적으로 시작되었음을 나타낸다. 현재 국내 생산량의 6%인 연간 27만 톤의 쌀을 이용하여, 1.8조 규모의 매출을 만들어 내고 있으나, 식품 제조업에서 차지하는 비중은 약 3% 수준에 불과하다. 이는 낮은 기술 수준과 높은 쌀 가격, 그리고 밀가루에 익숙한 소비자 인식과 식습관 전환이 어려운 점들에 기인한다. 이에 대응하여 정부는 밀가루 제품과 경쟁 가능하도록 쌀 공급가격을 한시적으로 인하하고, 기존 밀가루 및 쌀가루 제분 업체를 지원하여 쌀가루 공급의 규모화와 전문화를 추진할 계획이다.

쌀 공급의 규모화는 동사의 신규 성장동력이 될 가능성이 있다.

우선 정부지원 아래서 시행되는 쌀 사용 촉구는 현실적인 제약이 많기 때문에 단기적으로는 밀가루 제분업체들에게는 큰 영향을 주지 못할 것으로 예상된다. 특히, 현재 쌀가루 제분업체는 20개사가 있지만 생산능력이 소규모로 대량 공급체계 구축에 한계가 있다는 점은 주목할 만하다. 이는 정부에 의한 쌀 사용 촉구가 아직은 현실성이 부족하다는 점을 시사하기도 한다. 그러나 오히려 정부는 쌀 공급의 규모화와 전문화를 밀가루 제분업체들을 통해서 실현하겠다고 밝혀 밀가루 제분업체들에게는 현 이슈가 새로운 성장동력으로 작용할 가능성이 크다.

3-2. 담합가능성

만일 담합을 해서 적발되어도 손보다 이익 크다

지난 2006년, 8개 제분업체들이 2001~2005년에 걸쳐 회사별 밀가루 공급량과 가격을 사전 담합한 행위로 과징금을 부과 받은 사례가 있다. 이 때 법원은 총 434억 원을 부과하였으며, 대한제분에게 징수된 금액은 121억 원으로 2006년 당기순이익 대비 30%의 비율이었다. 이러한 전력에도 불구하고 지난 5월 CJ제일제당과 삼양사는 가격 담합으로 삼립식품에게 손실을 입힌 것이 인정되어 손해배상 판결을 받았다. 그러나 그 금액은 12억여 원으로 2008년 당기순이익 대비 4.7% 수준이었다. 이처럼 필수 소비재를 생산하는 업체들이 과점시장을 형성하고 있을 때, 가격 담합이 이루어지거나 의심되는 경우가 많다. 교복, 우유, 분유, 빵, 세제, 설탕 등 담합의 의혹이 미치지 않은 곳이 없을 정도이다. 담합행위에 대한 강력한 제재나 사회 인식의 변화가 있지 않는다면 업체들은 담합에 대한 유혹을 뿌리치기 힘들 것이다. 담합으로 얻을 수 있는 시장통제 효과는 과징금을 내더라도 모두 상쇄되지는 않기 때문이다.

4. Valuation

앞서 동사의 당좌자산과 투자자산의 합에서 총부채를 감하여 계산한 주당 자산가치와 DCF Method를 통해서 구한 주당 영업가치로 Valuation을 행한바 있다. 그렇지만 그 Valuation은 최소한의 안전마진을 알아보기 위한 목적으로 행해졌었기 때문에 성장률과 영업이익률에서 매우 보수적인 관점으로 접근했었다. 그렇기 때문에 이번에는 주당 자산가치를 따로 계산하거나 하지 않고, 우리 팀이 생각하는 합리적인 성장률과 영업이익률을 반영하는 일반적인 DCF법으로 Valuation을 진행하려고 한다.

일단 매출액 성장률은 10년 평균치인 5.5%를 반영하되, 성장성이 높지않은 제분 산업임을 감안하여 연간 1%씩 감소한다고 가정였다. 그리고 영업이익률은 2009년의 경우 1분기 영업이익률 12.92%와 2분기 영업이익률 8.91%가 나와있으므로 올해 영업이익률은 그 평균인 10.915%를 넣었다. 여기서 9월의 밀가루 판매가 8.6% 하락을 반영해야하는데, 2009년 1월부터 있었던 원맥(원재료) 가격 30.6% 하락의 상쇄분을 반영하면 오히려 영업이익률은 높아지는 결과가 도출된다. 왜냐하면 원재료율이 약 60%인데, 원맥 가격의 30.6% 하락은 영업이익률에 약 18%(+) 영향을 끼치고, 밀가루 판매가 하락은 영업이익률에 (-)8.6% 영향을 끼치므로 상쇄되면 9.4%의 영업이익률 상승이 기대되기 때문이다. 그러나 실제 1분기와 2분기의 영업이익률의 변화를 살펴보면 원재료 가격하락이 기업에 바로 영향을 주진 못하는 것을 알 수 있는데, 이는 구매 과정으로 인한 시차 (약 3~6개월) 적용과 환율 요인 때문인 것으로 추정된다. 이에 Research 2 Team은 불확정 요소가 포함되는 미래 수치보다 과거 수치에 신뢰도를 가지고 10.915%를 적용기로 하였다. 이후 2010년부터는 평균 과거 10년 영업이익률 평균치인 8.25%를 넣었으며, 도중 2012년에 2008년과 같은 악재가 있을 가능성을 반영하여 0.27%를 적용하였다.

나머지 기본가정의 수치들은 앞서 수행한 Valuation과 동일하게 반영하였다.

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	0.27%	10.92%	8.25%	8.25%	0.27%	8.25%	8.25%
유,무형자산 상각비	3.80%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.34%
영업용운전자본	27.91%	17.95%	17.95%	17.95%	17.95%	17.95%	17.95%
순유형고정자산	45.27%	48.42%	48.42%	48.42%	48.42%	48.42%	48.42%
순무형고정자산	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%
기타영업용순자산	-8.29%	-13.80%	-13.80%	-13.80%	-13.80%	-13.80%	-13.80%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	348,714,815	350,979,000	370,282,845	386,945,573	400,488,668	410,500,885
매출액성장률		0.6%	5.5%	4.5%	3.5%	2.5%
매출액	348,714,815	350,979,000	370,282,845	386,945,573	400,488,668	410,500,885
매출액성장률			0	0	0	0
매출액			0	0	0	0
매출액성장률			0	0	0	0
가중평균성장률		0.6%	5.5%	4.5%	3.5%	2.5%
예상EBIT	937,689	38,309,358	30,548,335	31,923,010	1,081,319	33,866,323
NOPLAT	679,825	29,038,493	23,674,959	24,899,948	843,429	26,415,732
(+)유,무형자산 상각비	13,236,174	11,582,307	12,219,334	12,769,204	13,216,126	13,546,529
총현금유입	13,915,999	40,620,800	35,894,293	37,669,152	14,059,555	39,962,261

자기자본비용		10,27%
1년치일별베타		0,83000
Adj.한국시장프리미엄		7,00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)		4,46%
WACC		8,56%
차입금가치(이자발생부채)		96,629,598
주주지분가치(시가총액)		220,127,696
한계조달금리		6,00%

WACC	8,56%
영구성장률	0,00%
예상 ROIC(2단계)	12,39%
FCFF추정(2단계)	26,415,732
Terminal Value	308,424,885
현재가치의 합	105,784,388
PV of TV	218,941,173
현금 + 시장성유가증권	52,933,723
비영업용자산	244,343,117
Value of the Firm	622,002,401
(-)Value of the Debt	94,853,898
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	527,148,503
발행주식수	1,642,744
희석주식수	
목표주가	₩ 320,895
현재주가	₩ 134,000
기대수익률	139%

그 결과 목표주가 321,000원으로 기대수익률 139%가 도출된다. 그러나 우리 Research 2 Team은 지금 행한 DCF Method의 Valuation보다 처음에 행했던 Valuation에서 도출되는 기대수익률이 좀더 '안전'마진의 개념, 즉 최소한 우리가 얻을 수 있는 기대수익률의 개념에 가깝다고 판단하였다. 그래서 최종적으로 목표주가 24만 6,100원, 기대수익률 83.66%로 강력한 매수를 추천하는 바이다.

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.

* Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	1,275	2,516	2,630	3,487
매출원가	936	1,907	2,135	3,149
매출총이익	339	609	495	338
판매비 및 일반관리비	149	313	306	329
인건비	42	82	84	79
감가상각비	3	7	8	10
무형자산상각비				
기타판매비 및 일반관리비	71	143	143	151
영업이익	190	296	189	9
영업외손익	-60	185	179	-198
이자수익	27	59	53	33
이자비용	16	37	32	35
외환차손익	-3	34	2	-192
외환환산손익	8	16	-8	26
지분법이익	23	97	139	73
기타영업외손익	-120	-2	11	14
세전계속사업이익	130	481	368	-189
법인세비용	63	110	65	-56
계속사업이익	66	371	302	-133
중단사업이익				
당기순이익	66	371	302	-133
EPS (원)	4,024	21,989	17,940	-7,899
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	1,797	1,762	1,700	1,746
현금등가물 및 단기금융	1,162	1,093	819	529
시장성유가증권	0	31	30	1
매출채권	295	276	316	401
재고자산	207	317	460	741
비유동자산	4,025	4,204	4,694	4,053
투자자산	2,781	2,800	3,187	2,443
유형자산	1,210	1,370	1,474	1,579
무형자산				
자산총계	5,822	5,966	6,394	5,799
유동부채	995	1,025	948	1,192
매입채무	20	20	20	20
단기차입금	646	705	709	949
유동성장기차입금				
비유동부채	830	476	550	320
사채	0	0	0	0
장기차입금	109	0	0	0
부채총계	1,825	1,500	1,498	1,512
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	488	488	488	813
이익잉여금	2,477	3,042	3,302	3,119
자본조정	-30	-5	-12	-9
자본총계	3,997	4,466	4,896	4,287

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐	143	271	66	-397
당기순이익	66	371	302	-133
비현금수익비용가감	140	21	14	195
유형자산감가상각비	41	103	105	132
무형자산상각비	0	0	0	0
퇴직급여	8	29	30	25
외환환산손익	-9	-16	8	-30
지분법평가손익	-23	271	66	-397
기타	122	-367	-195	466
영업활동으로인한자산부	-63	-121	-250	-459
투자활동으로인한현금흐	-28	-115	50	339
유형자산 투자	-84	-185	-217	-242
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 증감	0	0	0	0
투자자산 증감	96	-143	-203	98
기타	-40	213	470	482
재무활동으로인한현금흐	-143	-67	-108	219
장단기차입금증가	-99	-50	-66	269
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-34	-17	-42	-51
기타	-11	-0	0	0
영업투자재무활동기타현	0	0	0	0
순현금흐름	-28	89	8	160
기초현금	47	20	109	116
기말현금	20	109	116	277

주요투자지표

(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	-48.7%	97.4%	4.5%	32.6%
EBITDA성장률 %	-38.3%	72.8%	-26.4%	-51.8%
EBIT성장률 %	-39.5%	56.0%	-36.2%	-95.0%
총자산성장률 %	8.6%	2.5%	7.2%	-9.3%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	26.6%	24.2%	18.8%	9.7%
EBITDA마진률 %	18.1%	15.9%	11.2%	4.1%
EBIT마진률 %	14.9%	11.8%	7.2%	0.3%
세전계속사업이익률 %	10.2%	19.1%	14.0%	-5.4%
당기순이익률 %	5.2%	14.7%	11.5%	-3.8%
Stability Ratios				
부채비율 %	45.7%	33.6%	30.6%	35.3%
순부채비율 %	-10.2%	-8.0%	-2.9%	9.8%
유동비율 %	180.6%	172.0%	179.3%	146.5%
당좌비율 %	159.8%	141.1%	130.8%	84.3%
이자보상배율	11.6	8.0	5.8	0.3
Performance Ratios				
ROE %	1.8%	8.8%	6.5%	-2.9%
ROA %	1.2%	6.3%	4.9%	-2.2%
ROIC %	33.6%	-1.6%	11.4%	-9.9%
Per Share Ratios				
수정EPS	3,911	21,954	17,899	-7,865
주당순자산	236,525	264,249	289,711	253,663
주당현금흐름	6,357	28,065	24,120	-33
주당배당금	1,000	2,500	3,000	2,500