

2010년 11월 05일

하림(024660)

BUY

너희가 치킨을 아느냐, 하림

-강화되는 위생 법안, 굳건해지는 입지

최근 정부에서 원산지 표시 확대, 개체 포장 의무화 등 위생 관련 법안을 신설하거나 확대시키는 추세이다. 업계 1위인 동사는 법안 시행과 관련된 각종 비용을 처리할 여력이 충분하다. 또한 법안 시행에 따른 시설 투자 등의 부담으로 영세 업체들의 수익성 악화가 예상되어 그에 따르는 추가적인 시장 점유율을 확보할 수 있을 전망이다.

-튼실한 자회사, 꾸준한 지분법이익

동사는 주원산오리, 그린바이텍, 농수산홈쇼핑 등 견조한 실적을 보이고 있는 자회사들을 소유하고 있다. 특히 농수산홈쇼핑은 연평균 27%의 매출액 성장률을 보이며 눈부신 성장을 하고 있다. 또한 공동 마케팅, 프로모션을 통해 동사와의 시너지를 창출해내고 있다.

-모든 과정을 율타리 안에서, 수직계열화

동사는 원료부터 판매까지의 모든 유통 과정을 계열사 내에서 처리하는 수직 계열화 구조를 국내 최초로 확립했으며 또한 국내에서 유일하게 완전한 수직계열화를 이룬 상태이다. 농장·공장·시장의 '삼장 통합' 구조를 완성한 동사는 사료 제조부터 원종계 사육, 그룹 내 판매채널을 통한 제품 판매까지 계열사 내에서 소화할 수 있어 비용적 측면에서 상당한 우위를 점하고 있다.

하림 일간 차트(2010/04/13 ~ 2010/11/05)



적정주가:

5,882 원

현재주가:

4,840원 (11/15 기준)

상승여력: 22%

시가총액	4,571억원
ROE	38.90%
ROA	13.89%
영업이익률	11.81%
배당수익률	0%
P/E Ratio	6.47
P/B Ratio	2.14

주요주주:

제일곡산: 40.54%

김흥국: 11.72%

SMIC 리서치 1팀

팀장 유호상

팀원 안성혜

한 옥

김민아

안동준

I. 산업과 기업의 소개

1. 세계적인 닭고기 소비의 증가

소고기와 돼지고기의 신장률을 크게 앞서는 닭고기

지난 수세기 동안 인류의 주요 먹거리는 식물성 탄수화물에서 동물성 탄수화물로 변화하고 있고, 이 중 닭고기는 24%가량을 차지한다. 세계적으로 가금류의 소비는 매년 10% 이상 신장하여 소고기와 돼지고기의 신장률을 크게 앞서는 미래식품으로 자리잡고 있다.

생활수준의 향상에 따른 건강에 대한 관심증가가 닭고기 수요를 자극한다.

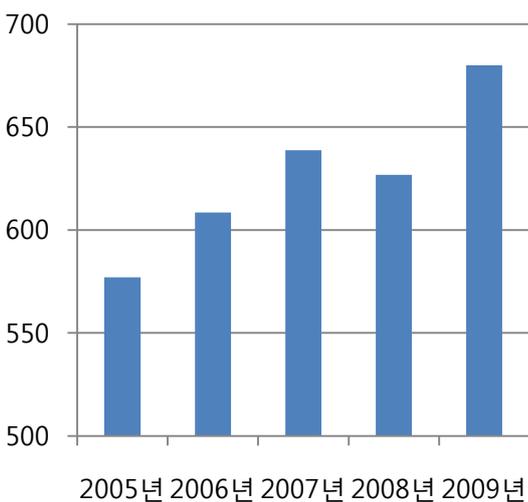
이러한 닭고기의 세계적인 인기는 생활 수준이 향상됨에 따른 건강에 대한 관심의 증가로 인한 것이다. 닭고기는 다른 육류에 비해 저지방, 저염류 식품이고 단백질, 비타민 등의 영양소가 풍부하기 때문에 선진국에서는 닭고기와 같은 백색육에 대한 선호가 이미 증가하고 있다. 미국의 경우에도 닭고기의 1인당 소비량은 꾸준히 늘어나고 있음을 볼 수 있다.

2. 국내 계육 시장

쇠고기시장과 비교되는 닭고기 시장

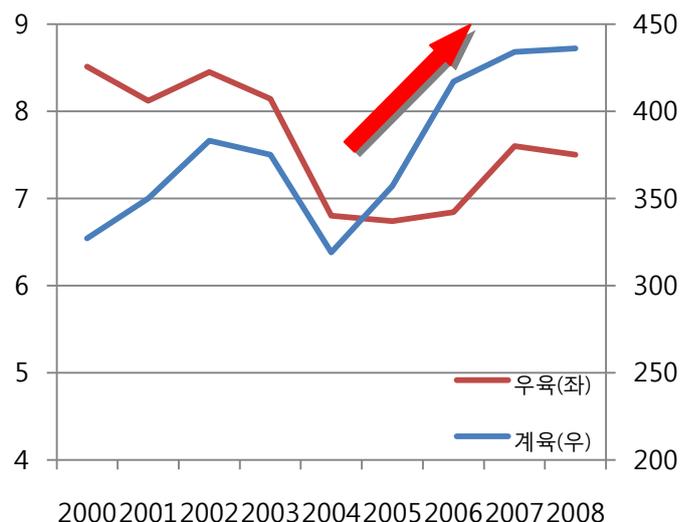
우리나라에서도 역시 이러한 추세를 확인할 수 있다. 국민 소득의 증가와 식생활의 서구화 영향으로 국내 닭고기 소비도 증가 추세를 보이고 있다. 결과적으로, 국내 닭고기 시장 규모는 점점 커지고 있으며, 쇠고기와 비교해 볼 때도 쇠고기의 소비는 정체되어 있지만 닭고기의 소비는 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다.

차트 1. 국내 닭고기시장 규모 (단위: 백만수)



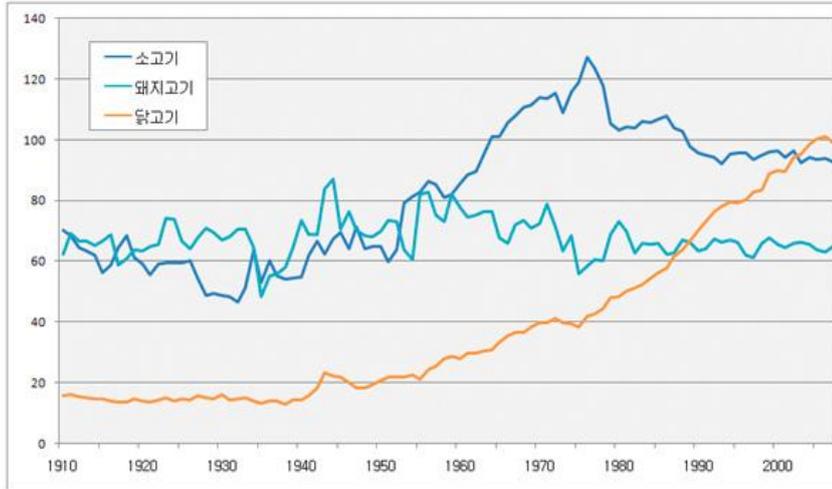
출처: 농림부(육가공품 제외)

차트 2. 1인당 계육, 우육 소비량 추이 (단위: kg)



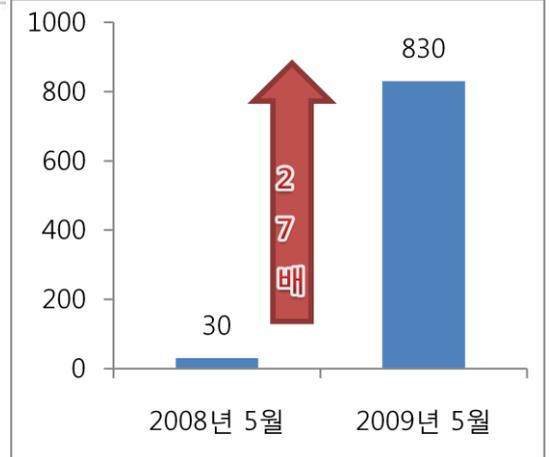
출처: 농림부

그림 1. 미국의 1인당 육류 소비량 추이 (단위: lbs)



출처: 미국 농무부

차트 3. 닭 가슴살 수입량 변화 (단위: 톤)



출처: 농림수산식품부

2.1 국내 계육 시장의 특징 - 가공식품의 다양화

소비자의 선호에 따라 다양한 형태로 진화하며 유희하는 미스터 치킨

현재 국내 계육 시장은 부분육, 절단육의 소비증가로 인해 육가공품 사업이 확대되고 있다. 특히 다이어트와 웰빙에 대한 관심이 커지면서 닭 가슴살의 소비가 증가하고 있다. 이는 2009년의 닭 가슴살 수입량이 2008년의 수입량에 비해 압도적으로 증가했다는 것을 통해서도 알 수 있다. 이런 변화에 맞추어 여러 닭고기 생산업체들은 닭 가슴살 등의 부분육 생산을 늘리고 있다. 동사는 이런 트렌드에 발맞춰 단순 도계에 그치지 않고 개별 포장육 제품, 부분육 등으로 관련 제품을 다양화했다. 육가공 공장을 운영해 '용가리 치킨', '치킨 너겟', '삼계탕', '슬림닭가슴살 캔' 등 가공제품을 생산·판매한다.

3. 하림의 BM

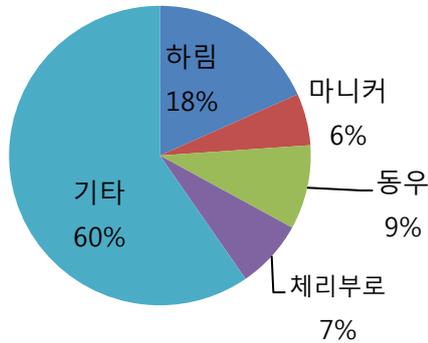
요람에서 무덤까지 책임지는 수직경영시스템

동사는 세계적인 육가공업체로서 종란의 생산에서부터 부화, 사료생산, 사육, 가공 등 최종 제품의 유통에 이르기까지 각 단계를 수직적으로 통합 경영하고 있다. 다시 말해, 병아리, 사료, 약품 등을 500여 개 농장에 제공하고 육계를 공급받는 방식으로 사육 농장에는 생산 kg당 수수료를 지급하는 형태이다. 이러한 경영은 생산비 절감효과를 거두고 있어 국내 계열화 업체 중 가격 경쟁력이 가장 뛰어나고, 현재 동사는 부동의 시장 점유율 1위를 차지하고 있다.

육계업에서 육가공업까지 사업을 확장한 후 각 분야에서 점유율 1위를 차지하고 있다.

또한 동사는 노계의 활용도를 높이는 방안으로 육가공 사업에 참여하였다. 소비자의 부분육 및 절단육에 대한 선호가 높아짐에 따라 기타 부위의 활용의 필요성이 대두되었기 때문이다. 현재 동사의 육가공부문은 냉동/냉장 부문에서 13%내외의 시장지위를 확보하고 있으며 계육 가공식품 시장에서는 85% 내외의 점유율을 확보하고 있다. 그리고 육가공품 매출액이 전체 매출액의 20%를 차지하고 있다.

차트 4. 2009년 계육 시장 점유율(육가공품 제외) (단위: %)



출처: 농림부

표 1. 2009년 하림의 주요 제품 현황

사업부문	품목	매출액(비율)
육계	육계 外	412,903(71.77%)
육가공	너겟 外	120,381(20.93%)
사료	사료원료	3,678(0.64%)
상품매출	육계외	26,348(4.58%)
병아리	병아리	9,811(1.71%)
기타	-	2,102(0.37%)

출처: 사업보고서

4. 경쟁사

식품부의 정책으로 많은 영세업체는 사그라지고 닭고기시장의 삼총사는 하림과 마니커, 동우

농림수산 식품부에 따르면 국내 육계업체는 총 37곳 내외이다. 2002년 이전에는 64개 업체가 있었지만 2006년 42개, 2007년 39개로 점차 줄고 있다. 그 이유는 2003년 이후 유통 닭고기에 식품위해요소 중점관리기준(HACCP) 준수를 규제하고 2007년 1월 개체포장을 의무화하면서 영세 업체들이 도산하였기 때문이다. 그 후 닭고기 시장은 동사와 마니커, 동우 3개 업체가 주가 되어 이끌어갔다.

4.1 마니커와 동우

상품보다 제품 생산에 비중을 두는 마니커

최초의 육계 대량생산업체인 마니커는 현재 시장 점유율에서는 4위이지만, 2008년까지는 2, 3위를 유지하던 기업이다. 기업 특성상 상품보다 제품의 비중을 크게 두기 때문에 경쟁업체인 동우에 비해 도축량은 적지만, 매출액에서는 동우를 상회하는 수치를 보인다. 계육 시장에서 상품이란 닭 한 마리, 즉 생닭을 의미하고 제품은 그 외의 모든 부분육 혹은 육가공식품을 일컫는다. 가공제품은 가공하지 않은 닭에 비해 상대적으로 비싸기 때문에 제품 생산에 주력하는 마니커의 매출액은 동우보다 우위에 있다.

치킨업체와 급식, 군인과 같은 단체손님에 익숙한 속칭 '참프레'

'참프레' 라는 이름으로 더 익숙한 동우는 그간 프랜차이즈 치킨업체, 급식, 군부대 등에 제품을 공급해왔다. 닭고기 공급만으로는 2009년 기준 시장 2위(9.1%)를 차지하고 있다.

4.2 동사와의 비교

생산능력은 시간당 최대생산량 x 작업시간 x 작업일수로 계산된다.

우선, 영업측면에서 동사와 경쟁사들을 비교하면, 동사와 큰 차이가 난다. 계육 시장의 생산능력은 시간당 최대 생산량 x 작업시간 x 작업일수로 계산된다.

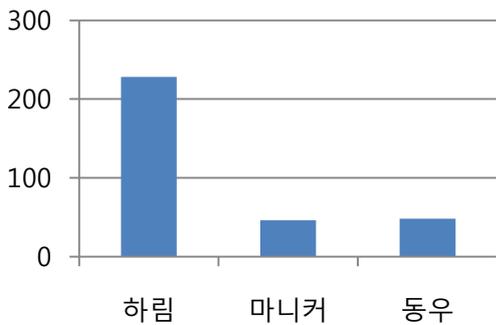
동종업계 내 최고의 생산 능력을 자랑하는 동사

동사의 경우, 2009년 시간당 생산량(38,000) × 근무시간(20) × 조업일수(25) × 12개월로 계산해서 228,000(천톤)이다. 마니커는 8000×8×25×5개월 + 20000×8×25×7개월이므로 총 36000(천톤)이다. 동우 같은 경우는 마찬가지로 계산하여 8000×10×25×12개월×2개 라인, 총 48,000(천톤)이었다. 따라서, 동사는 경쟁사들보다 생산능력이 월등하게 뛰어나다는 것을 알 수 있다.

동사의 육가공제품 분야는 판매비용으로 인해 낮은 영업이익율을 내지만 만족스러운 매출처이다.

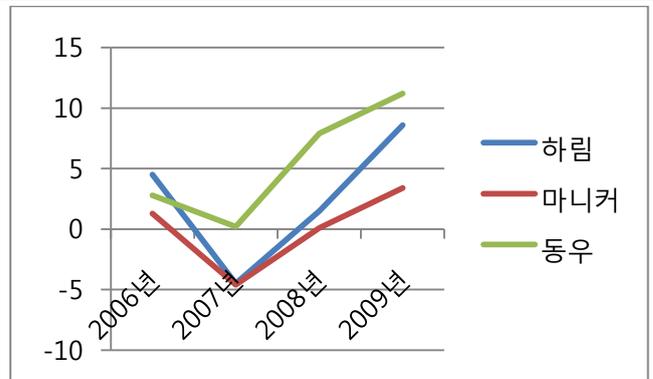
영업이익률을 비교해 보면, 동사가 동우에 비해 낮다는 것을 알 수 있다. 하지만, 그 이유는 동우가 육가공제품 사업의 비중이 작기 때문이다. 육가공제품의 경우, 부분육으로 판매되고 남은 부분이나 도축된 지 오래되어 가치가 떨어진 고기를 활용한다는 측면에서 긍정적이나, 일반 소비자를 대상으로 하기 때문에 광고비 등 판매비 지출이 클 수밖에 없다. 그리고 무엇보다도 육가공 부분의 이익률이 나쁠 수밖에 없는 이유는 가격 인상의 어려움 때문이다. 일반 소비자는 가격에 민감하기 때문에 닭고기의 가격이 아무리 비싸도 회사가 제품 가격을 인상시키기가 어렵다는 측면이 있다. 하지만, 최근 들어 대형 마트와 단체급식소의 증가로 시장구조가 변화되면서 통닭육 보다는 조리가 간편한 부분육 형태의 제품들에 대한 선호도가 증가하고 있는 추세이고 가공식품의 다양화가 이루어지고 있기 때문에 영업이익률이 낮은 것은 동사에게 큰 문제가 아니다.

차트 5. 2009년 기업별 생산능력 (단위: 천톤)



출처: 사업보고서

차트 6. 동사와 경쟁사들의 영업이익률 추이 (단위: %)



출처: 사업보고서

II. 투자포인트 1 – 법안 개정 만만세

1. 각종 법안으로 국내 대형 육계 업체 수혜

1.1 원산지 표시 의무화

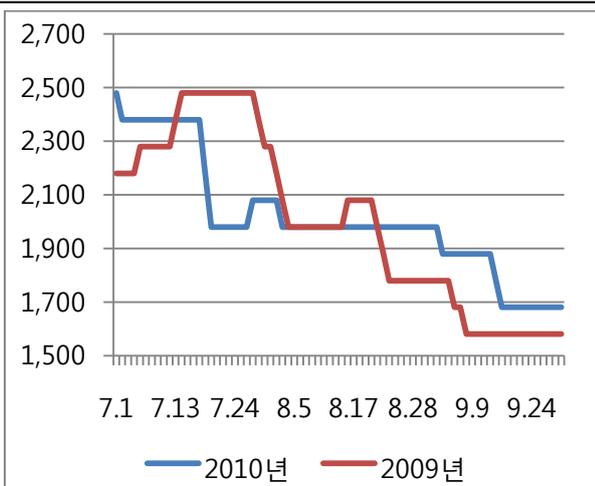
2011년 7월부터 전격적으로 시행될 육계 원산지 표시 의무화는 동사와 같은 대형업체에 좋은 소식

지난 8월 5일부터 농수산물물의 원산지 표시에 관한 법률이 확대 시행되었다. 지금까지 원산지 표시의 사각지대에 있었던 막걸리나 배달용 치킨 등의 품목이 원산지 표시가 의무화되면서 수입육을 사용하던 업체들이 국내산 육계를 사용하는 추세이다. 또한 2011년 7월부터 전면적으로 원산지 표시가 의무화되면서 직접적인 수혜가 예상되고 있다. 매출의 30% 정도를 차지하는 치킨업계의 경우 현재 6개월간의 계도 기간이 주어졌기 때문에 2011년 2월까지 여유기간이 있음에도 불구하고 대형 치킨 프랜차이즈 업체들은 국내산 생닭 사용을 강조하며 원산지를 표기하고 있다.

수입고가의 증가는 토종닭의 공급이 수요를 따라가지 못함에 따라 발생한 것. 앞으로의 토종닭 수요증가를 기대할 수 있다

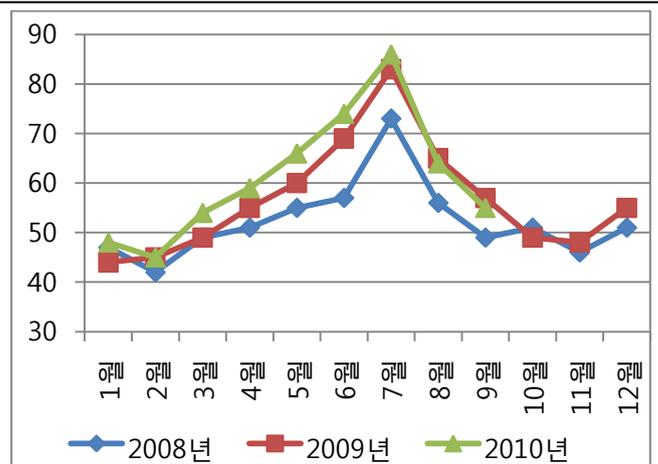
최근 환율이 하향 안정화 추세이고 닭고기 시장이 수요를 탄력적으로 쫓아가지 못하는 것을 감안하면 올해의 닭고기 수입 증가를 설명할 수 있다. 또한 물가 안정을 위해 전체적으로 수입을 늘리고 있는 것도 수입 닭고기 증가의 한 원인이다. 최근 가격 추이를 보면 닭고기 수입량이 전년대비 상당히 늘어났음에도 불구하고 닭고기 값이 법안 발효인 8월 5일 이후로 전년대비 높은 모습을 보여 준다. 이것은 치킨업계의 동향과 최근 수요 증가를 감안하였을 때 공급과 수요가 엇물려 가격의 상승이 일어난 것으로 보고, 이후에는 육계가격을 안정시키기 위해서라도 국내산 닭의 수요 증가를 충분히 기대해볼 수 있다. 이에 국내산 닭을 생산하는 동사 측에서는 앞으로 15% 가량의 매출 증가를 예측하고 있었다.

차트 7. 육계 가격 추이 (단위: 원)



출처: 한국계육협회

차트 8. 연도별 도계 현황 (단위: 백만 수)



출처: 한국농촌경제연구원

2.2 개체포장 의무화 확대

일부 대형업체에게만 적용되던 개체포장 의무가 모든 업체에게 확장되며 대형업체에게 유리하게 작용되다

2007년 이후 하루 처리량 8만 도수 이상의 도계장에서만 시행되던 개체포장 의무화가 오는 11월부터 '축산물 가공처리법 시행규칙'에 의해 모든 도계장에서 시행될 예정이다. 현재(2010년 9월 기준) 하루 도계량이 8만 수를 넘는 도계장은 상위 5개 업체인 하림, 동우, 마니커, 올품, 체리부로이다. 이후 모든 도계장으로 확대되면 46%를 차지하는 기타 업체들은 대부분 규모가 영세하고 개체 포장 시설을 갖추지 않은 경우가 많기 때문에 비용과 시설 면에서 상당한 부담을 질 수 밖에 없다.

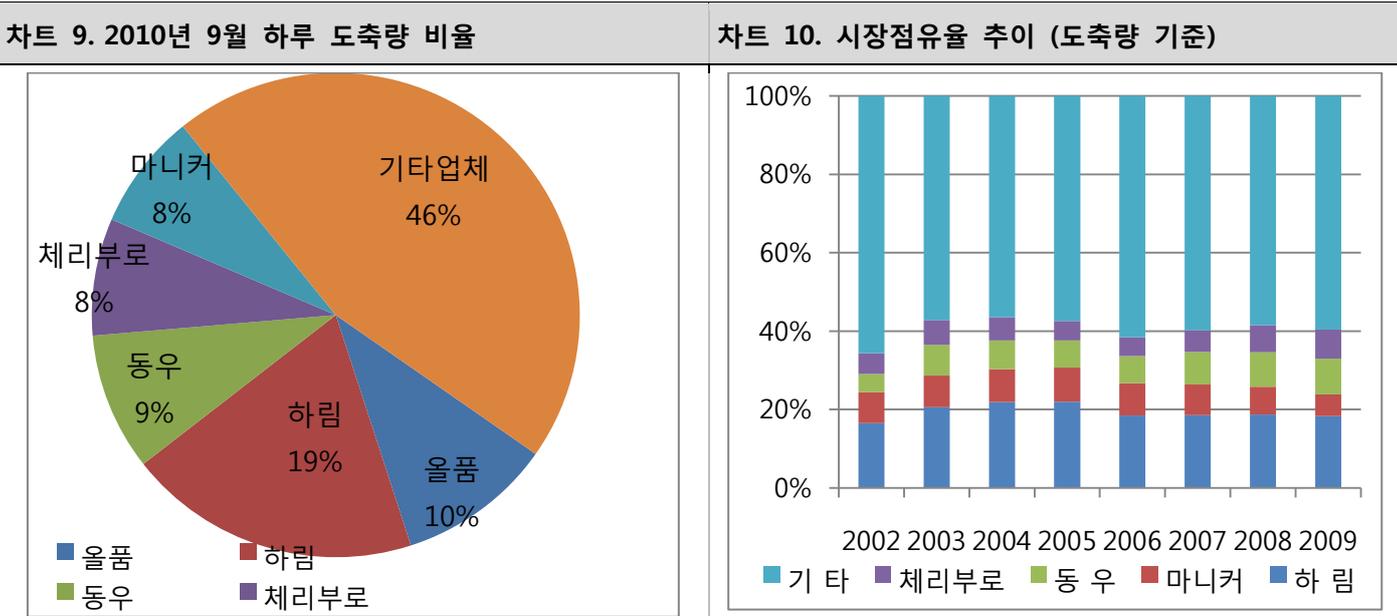
까다로운 시행규칙에 부합하기 위해서는 고가의 설비투자가 불가피하다.

축산물 가공처리법 시행규칙 별표에 따르면 도계장에서 반출되는 식육의 온도는 5°C를 유지해야 하며 포장을 하는 경우에는 2°C이하로 유지되어야 한다고 규정하고 있다. 도계장에서 닭고기를 냉각하는 칠링 시설의 경우 대부분 업체가 물 속에 담그는 워터 칠링 방식을 채택하고 있으나 냉각수의 온도가 한계가 있고 냉각비용이 기하급수적으로 증가하는 문제가 있어 찬 공기를 사용하는 에어 칠링이나 두 방식을 혼합하는 콤비 칠링 방식을 사용해야 하지만 시설투자비의 부담이 있다. 동사에서는 200억 원에 달하는 에어 칠링 시스템을 국내 최초로 도입하여 냉각 비용의 부담을 줄이고 품질을 높일 수 있지만 영세 업체들은 설비투자에 대한 부담을 피할 수가 없게 되었다.

설비투자의 여력이 없는 영세업체는 임시방편으로 포장인력을 늘려보지만 안쓰러운 발버둥.

포장단계에서도 자동화하는데 최소 몇 억 원에서 수십억 원까지 비용이 드는데 국내 영세업체의 경우 시설 도입이 쉽지 않아 포장 인원을 늘리는 데 인건비를 크게 소모하고 있다. 결국 이 제도의 전면 시행은 상당수의 영세 업체 도산과 대형 업체의 수혜가 예상된다. 동사는 2003년 화재 이후 냉각시설을 완비한 공장을 소유한 상태이고 대형 업체들의 경우 이미 포장유통을 실시하고 있기 때문에 추가적인 비용부담은 예상되지 않는다. 따라서 영세업체들의 시장점유율을 어느 정도 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

하림은 파이를 먹겠다.



출처: 한국계육협회

출처: 사업보고서

II. 투자포인트 2- 알짜배기 자회사들

·하림의 뒤를 든든히 봐주는 자회사 오형제 - 주원산오리, 그린바이텍, 육성, 한강씨엠, 농수산홈쇼핑

하림그룹은 농축산 음식료(육계, 양돈, 사료, 홈쇼핑)업체들이 계열회사로 포진하고 있다. 이는 하림그룹이 육계시장에 있어서 농장, 공장, 시장을 통합하는 수직계열화를 달성하는 데에 있어서 가장 중요한 원동력이기도 하다. 동사는 지분구조상 하림그룹의 중추역할을 맡고 있다. 동사의 하위 구조에도 건실한 알짜회사들이 위치해 있다. 간단히 설명하자면, 오리 생산, 유통을 담당하고 있는 주원산오리(지분율:70%), 육계가공업과 동물사료생산업을 영위하고 있는 그린바이텍(100%), 육성(94.05%), 닭 생산, 유통업체인 한강씨엠(59.40%), 농수산홈쇼핑(18.70%)은 동사의 지분법이익을 담당하는 기업들이다.

04년부터 꾸준히 상승하며 이익이 되는 지분법이익!

1. 견고한 지분법 이익 추세

동사의 지분법 이익의 지속성과 개선세는 기업가치의 프리미엄 요소임이 확실하다. 지분법 이익은 04년도 37억원에서 09년도 170억원까지 상승하였으며, 이는 일시적인 현상이 아니라, 영업력이 좋은 알짜 계열회사에 꾸준히 나오는 이익이라는 점이 매우 긍정적이다. 동사의 실적이 07, 08년도 조류독감 영향에 의해 마이너스 수익을 보았을 때, 지분법 이익에서는 각각 46억원, 48억원을 기록했다. 아직도 동사는 계열간의 영업시너지효과라는 그룹의 특성과 함께 지분관계를 공고히 하기 위해, 꾸준히 관계회사 지분투자를 확대하고 있다. 08년도에는 육계 사육, 생산, 유통의 사업모델을 가지고 있는 한강씨엠 지분 32%를 편입하였으며, 올해에는 투자를 지속화하여 59%까지 그 지분을 늘렸다.

그 중 말이는 농수산 홈쇼핑이요. 브라운관을 중형하며 하림의 발품을 팔아준다

2. 그 중 알짜, 농수산홈쇼핑

이 중, 농수산홈쇼핑은 동사의 지분법 이익 측면이나, 유통시장으로서의 시너지 효과면에서 매우 중요한 계열회사이다. 농수산홈쇼핑은 농·수·산 축산물 관련 상품을 60% 취급하는 음식료 전문 홈쇼핑 업체이다. TV홈쇼핑, 인터넷 쇼핑물, 카탈로그 사업을 통해 홈쇼핑 사업을 영위하고 있으며, 하림과는 공동마케팅을 통해 상품 프로모션을 하는 등 시장으로서의 역할을 담당하고 있다. 현지 생산농장과의 직접 거래를 통해서, 불필요한 비용을 낮추고, 생산업체들과의 신용도 높이는 전략을 통해 소비시장에서 좋은 평판을 받고 있는 상황이다.

홈쇼핑 업계 내에서도 존재감이 큼니다.

실적을 보면, 농수산홈쇼핑의 매출액 규모는 09년도 기준 6,020억 원대로, 홈쇼핑 시장 1위 업체인 GS홈쇼핑의 매출액이 6,939억원이라는 점을 보았을 때, 규모 면에서 매우 경쟁력 있는 기업임을 파악할 수 있다. 또한 홈쇼핑 시장의 성장세를 바탕으로 한 농수산홈쇼핑의 매출액 성장률은 연평균 27%로 꾸준히 강한 성장세를 보이고 있다. 영업이익률과 순이익률도 규모의 경제, 내부 수익구조 개선작업을 통해 연평균 10%, 14%씩 증가하며, 수익성이 제고되고 있다.

II. 투자포인트 3 - 요람에서 무덤까지

1. 수직계열화란?

수직계열화란 종란의 부화부터 유통되기까지의 모든 과정이 한 계열주체의 총괄아래에서 이루어지는 것.

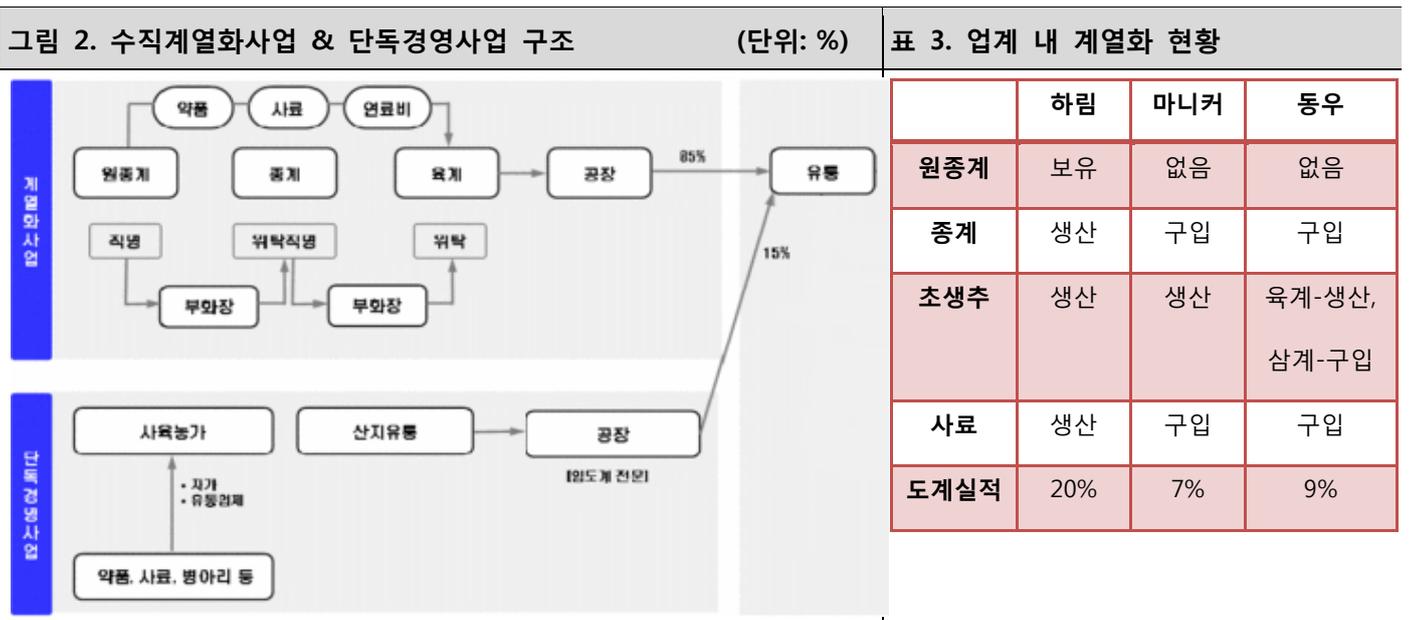
육계계열화사업이란 축산물시장의 수입개방이 시작되던 때, 농축산물 유통근대화를 지향하며 개편된 축산물 유통구조 개혁정책으로 종계 - 부화 - 사육 - 도계 - 가공 - 유통에 이르기까지 육계 생산의 모든 절차를 한 계열주체가 일괄적인 지휘 총괄하여 진행하는 시스템이다. 육계계열화가 되기 이전엔 종계로부터 알을 얻어 부화, 사육, 도계, 가공, 유통시키는 모든 일들이 각 기업으로 분업화 되어있던 반면, 육계계열화가 이뤄진 후에는 하나의 기업이 종계(육계를 낳는 닭)로부터 얻은 종란을 소비자의 밥상 위에 올려놓는 모든 과정을 책임지게 된다.

농림부에서 밀고있는 수직계열화(육계계열화) - 시장의 85%는 수직계열 시스템을 적용 중.

수직계열화를 통해 닭을 생산할 경우 하나의 기업이 모든 진행단계를 살피며 관리 할 수 있기 때문에 단독경영사업에 비해 계획생산, 수급조절, 직거래, 생산비절감 등의 점에서 용이하고 효율적이다. 이에 농림부는 1983년부터 육계계열사업을 국내에 접목시키고자 하였고, 현재 시장에 공급되는 전체 육계량 중 85%가량이 계열화된 사업주체로부터 공급되고 15%는 단독경영사업체로부터 공급되고 있다.

하지만 본 시스템을 제대로 소화하며 모범적인 재미를 보는 것은 업계에서 동사가 제일

동사는 업계 최초 수직계열화의 체계적인 시스템을 갖추며 원종계(종계를 낳는 닭) 보유부터 사료제조까지 전분야를 섭렵한 국내 유일의 기업이다. 많은 기업이 부화~유통까지 이르는 기본적인 시스템에만 주력하고 있지만, 동사는 그에 그치지 않고, 해외의 육계회사를 벤치마킹하여 기존의 제도에 원종계 사육과 사료제조 과정까지 투입을 하여 다른 업체에 비해 더 치밀한 사업 전후방통일을 이뤄냈다.



출처: 한국계육협회

출처: 사업보고서

2. 수직계열시스템이 동사에게 주는 이익

매출원가에서 각 55%, 23% 를 차지하는 사료비와 가축비. 매출원가 허리띠를 졸라주는 수직계열 시스템

육계계열화를 이뤄낸 동사는 타 기업에 비해 다양한 제품 군을 보유하고 있음에도 불구하고 낮은 매출원가 비율을 가지고 있다. 동사의 매출원가를 낮추는 주요한 요인으로 작용하는 것은 (1) 사료제조, (2) 원종계/종계 보유와 종란생산이 있다. 평균적으로 육계 생산비 중 사료비가 55%, 가축비가 23% 를 차지한다는 점을 착안하였을 때 전체 매출원가의 78%를 차지할 사료와 원자재를 조달하는 동사 만의 방법을 소개한다.

2.1 사료조제능력에 의한 우위

동사는 경쟁업체들과는 달리 스스로 사료를 제조하여 사용하고있다.

동사는 업계 유일하게 사료제조 설비를 갖추고 있다. 그로 인해 외부에서 사료를 구입해서 사용하는 다른 업체들과는 달리, 동사는 병아리 사육 시 필요한 사료를 김제에 위치한 직영사료 공장과 방계회사에서 9:1 비율로 생산하여 육계와 종계사육에 이용하고 있다. 동사는 자체적으로 사료제조를 하고 공장시설의 가동시간을 유동적으로 조정함으로써 필요한 사료 양을 확보 유지하고 있다.

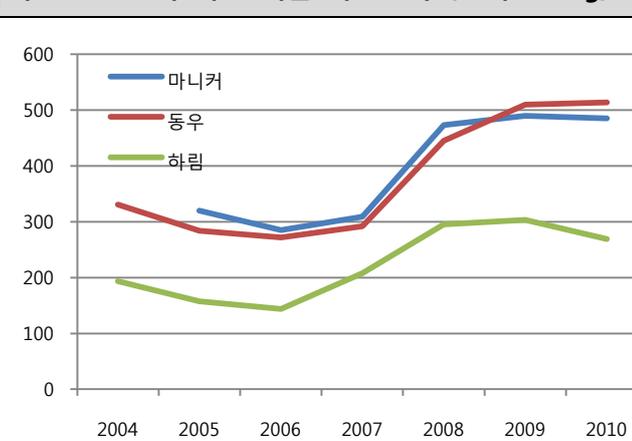
사료 자체제조로 동사의 사료원가비용은 타사의 60%가량 밖에 되지 않는다.

동사는 자체 공장을 운영함으로써 타회사와 달리 사료 제조비 이외의 커미션과 수고료를 지급하지 않기 때문에 사료에 사용되는 추가비용을 절감할 수 있다. 지난 2004년부터의 추이를 보았을 때 동사는 경쟁업체인 마니커와 동우보다 50% 가량 밖에 되지 않는 낮은 원가로 사료비용을 부담하고 있다. 2008년, 국제곡물(옥수수, 대두 등)의 가격 상승으로 인해 축산업계의 사료비용이 두 배 가량 상승했을 때에도 동사의 역대 최고 사료가격은 kg당 303원으로 경쟁업체의 60% 가량밖에 되지 않았고, 이것은 경쟁업체의 과거 최저 사료비용(2006년 285원)과 크게 다르지 않은 수준이다.

육계단가가 올라갈 때 원가절감하니 이익이 된다.

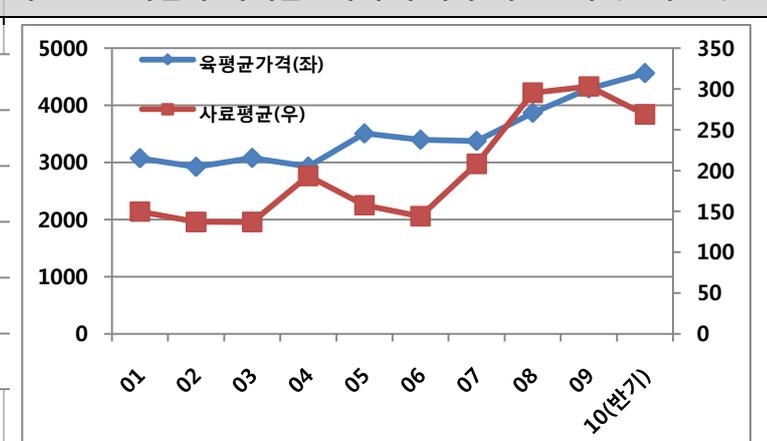
한편 동사는 닭고기 수요의 증가로 육계평균 가격이 상승하는 추세를 타며 판매단가를 상승시키면서도 업종 내에선 유일하게 내부적으로 사료의 단가를 하락시키며 추가적인 비용절감을 만들기도 하였다.

차트 14. 업계 내 업체들 사료원가 (단위: 원/kg)



출처: 사업보고서, Research Team 1

차트 15. 하림의 육계출고가격 추이와 사료원가 (단위: 원)



출처: 사업보고서

2.2 원종계/종계 보유에 의한 우위

생산설비의 시작적인 원종계를 들여왔기에 누구보다 빠르게 시장에 반응할 수 있다.

동사는 종계 병아리를 수입하여 종란을 얻는 타 업체와는 달리 종계의 모계인 원종계를 수입하여 자율적으로 종계를 생산하고 있다. 원종계를 보유함으로써 자유롭고 여유로운 종계 생산라인을 확보하여 타 업체들보다 시장의 수요에 대해 빠르게 반응할 수 있고, 종계를 수입할 때마다 발생하는 비용을 절감할 수 있다.

육계업계의 생산능력은 업체가 보유한 종계의 보유 수량에 달렸다.

육계업계의 생산능력은 회사의 종계보유수량과 비례한다. 종계를 보유하는 것은 안정된 원자재 공급처를 가지고 있다는 것이며 종계가 많은 업체일수록 생산능력이 뛰어나다는 것이다. 종계를 보유한 회사는 초생추(병아리)라는 원자재의 가격변동위험에 영향을 받지 않고 지속적인 생산을 유지할 수 있다. 종계는 알을 생산할 수 있는 생후 25주부터 도태되는 생후 65주까지 약 40주에 걸쳐 평균 150개의 종란을 생산한다.

종계를 보유하는 것은 시장에서의 원자재 가격변동에 헷지를 하는 것을 의미

최근 2년 동안 병아리 가격이 상승함에 따라 육계업체로서는 원자재 가격 상승으로 인한 매출원가 상승이 있을 수도 있다. 종계로부터 종란을 취하는 업체는 병아리 가격의 상승에 전혀 영향을 받지 않고 병아리 사육비만을 부담하게 되지만, 종계를 보유하지 못한 채, 시장에서 병아리를 구입해 농장에 위탁하는 업체의 경우 위탁금액과 상승된 병아리가격의 부담을 고스란히 받을 수 밖에 없다.

08년부터 상승한 원자재 가격에 큰 타격을 입은 비계열화 업체에 비해 동사는 약간의 추가비용을 지불함으로써 이벤트를 헷징했다.

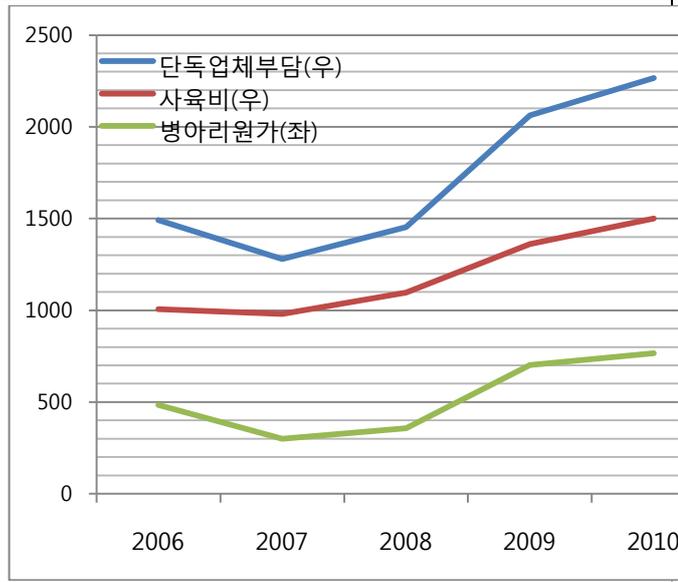
2008년 시장의 병아리 가격은 마리당 357원에서 701원으로 2배 가까이 상승하고 최근 까지도 상승하는 추세이다. 또한 농가에 지출하는 원가 역시 국제 곡물 원자재 가격이 상승함에 따라 사료가격이 상승하여 일제히 증가하였다. 이에 종계를 보유하는 동사의 경우에는 사료비를 포함해 2008년 보다 마리당 36.7% 상승한 1,500원의 사육비를 지불하게 되었다. 하지만 종계를 보유하지 못한 채 병아리를 구입해 농가에 위탁하는 업체는 사료비와 더불어 100% 상승한 병아리의 가격까지 2010년 기준으로는 육계 한 마리를 생산하는데 2,266원을 지불하게 된다. 이것은 비계열화 업체로서는 2008년 대비 매출원가가 55.8% 상승한 가격이고, 동년도 계열화 업체 대비 51% 많은 원가를 지불하며 육계를 생산하는 것이다.

3. 수직계열화의 시너지효과로 동종업계 최저 매출원가비율 달성

위에서 본 것과 같이 동사는 원가 비용을 절감함으로써 다양한 산업군에도 불구하고 동종업계에서 가장 낮은 원가비율을 보유하고 있다.

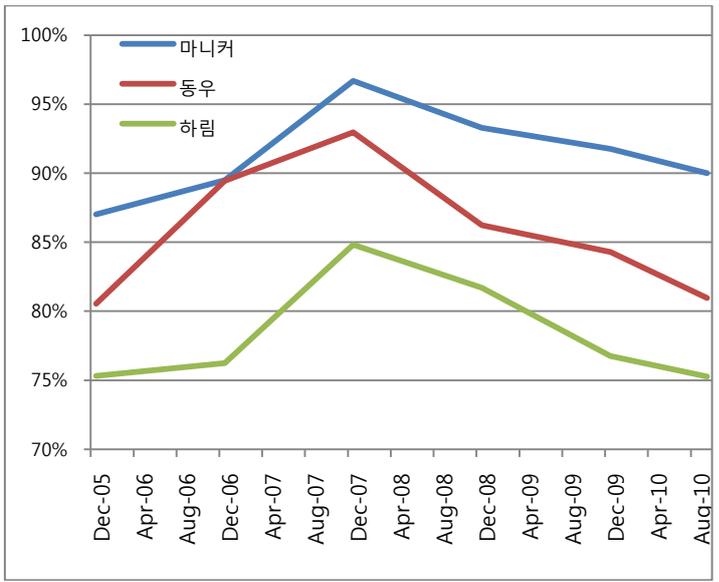
위에서 차례로 언급했듯이 동사가 (1) 사료와 (2)원종계/종계를 보유하고 있다는 사실은 개별적으로 놓고 보았을 때에도 각각의 강점이 있지만, 두 사실이 합쳐졌을 때의 시너지는 매출원가의 감소를 보여준다. 육계산업에서 수직계열화를 적용한 대표적인 세 기업의 매출원가를 비교하여 보았을 때 보다 체계적이고 넓은 범위의 시스템을 적용시킨 동사의 매출원가는 타 업체와 비교했을 때 가장 낮은 매출원가 비율을 가지고 있다. 이는 동사가 본 시스템을 적용하여 매출원가에서 얼마만큼의 비용절감을 실행하고 있는지를 보여주는 단적인 예이다.

차트 16. 원자재가격상승에 따른 사육비 증가추이(단위: 원/마리)



출처: 한국수입업협회

차트 17. 기업별 매출액 대비 매출원가 비율 (단위: %)



출처: 사업보고서, Research Team 1

III. ISSUE

1. 인적분할을 통한 지주사 전환

과거 SK 사태 이후 인적분할을 통한 기업지배구조 개선은 주식시장의 단골뉴스이다.

최근 주식 시장의 최대 관심사 중 하나는 하림의 지주사 전환이다. 2003년 SK의 분식회계 사건으로 인하여 최태원 회장이 구속되며 주가가 폭락하였을 때 사모펀드인 소버린이 대량으로 주식을 매입하여 단일주주로는 최대인 약 15%의 지분을 확보하였다. 이후 소버린은 경영참여를 선언하고 최태원 회장의 퇴임과 SK그룹 전체의 구조조정을 요구하였다. 당시 SK는 순환출자구조로 최대주주와 우호지분까지 합쳐서 14%에도 못미치는 상황이었다. 결국 2년 후인 2005년 결국 소버린은 SK지분을 전량 매각하고 떠났지만 SK는 막대한 손실을 입었고 이후 2007년 기업분할을 통해 순환출자구조를 해소하고 지주사 전환을 통하여 지배구조를 강화하였다.

2. 하림의 인적분할

동사는 지주회사인 하림홀딩스와 사업회사인 하림으로 나누어진다.

이번 동사의 기업분할은 대부분의 경우와 마찬가지로 인적 분할이다. 분할 존속 회사는 하림홀딩스로 지주 역할을 하며 분할 신설회사는 하림으로 기존과 동일한 사업을 유지하는 사업회사이다. 지주사 전환을 통하여 지배구조를 강화하며 기존 동사의 주 사업부문을 제외한 타부문을 주주회사인 하림홀딩스로 넘겨 경영의 투명성을 제고하고 투자자들로 하여금 더욱 매력적인 투자대상으로 부각시킬 수 있다.

인적분할 이후 현물출자 유상증자

기업분할 이후 현물출자 유상증자를 통하여 주식스왑이 이루어진다.

기업분할 이후에는 신설되는 하림홀딩스가 현물출자 유상증자 방식을 통해 증자를 한다. 현물출자 유상증자가 일반적인 공모방식의 유상증자와 다른 점은 하림홀딩스의 신주를 청약하기 위해서는 현금이 아닌 현물, 즉 기계나 건물 등을 대가로 납부한다는 점이다. 실제로는 분할 이후 사업회사인 하림의 주식을 하림홀딩스에 납부하고 하림홀딩스의 신주를 받는다. 이 때 최대주주가 유상증자에 참여하여 본인 소유의 하림 주식을 하림홀딩스에 납부하고 하림홀딩스 신주를 배정받는다. 이렇게 함으로써 하림은 하림홀딩스에 대한 지분을 확보하고 최대주주는 하림홀딩스의 신주를 배정받아 지주사에 대한 지분율이 높아지게 되어 지배구조가 강화된다.

인적분할을 하면 두 회사의 주주구성은 분할하기 이전 기존동사의 주주구성과 같다.

인적 분할을 하게 되면 존속 회사(하림홀딩스)와 신설되는 회사(하림)의 지분구조는 분할되기 이전 동사의 지분구조와 동일하게 된다. 현재 하림의 지분구조를 살펴보면 최대주주인 (주)제일곡산과 특수관계인 지분까지 49.33%이다. 기업분할 이후 신설회사인 하림은 인적 분할이므로 기존과 주주구성이 같다. 유상증자시 최대주주와 특수관계인 지분과 기타주주의 지분까지 생각하면 최소 50% 이상의 하림 지분이 지주회사인 하림홀딩스로 넘어갈 것으로 예상할 수 있다. 이 때, 주식이 교환되는 비율은 각 회사의 주식 가격 비율과 같다. 예를 들어 하림홀딩스가 1만원이고 하림이 3만원이라면 분할 이후 하림의 주식을 가지고 있는 사람은 유상증자시 하림홀딩스 회사에 본인 소유의 하림 주식 1주를 납부하고 하림홀딩스의 신주 3주를 받아오게 되는 것이다. 이 과정을 통해 하림홀딩스 하림의 주식을 확보하게 되어 자회사로 흡수하게 된다.

유상증자 이후 주식평가

유상증자 이후 지주사주식은 저평가, 사업회사 주식은 고평가의 가능성이 존재한다.

많은 경우에 기업 분할시 지주회사의 주가는 저평가되는 경우가 많고 사업회사의 주가는 고평가 되는 경우가 많다. 이는 대주주 입장에서 유상증자시 지주회사에 대해 더욱 많은 지분을 확보하기 위해서는 사업회사의 주가가 높은 것이 유리하기 때문에 주가관리의 가능성이 존재한다.

IV. Risk – Golden Harmonica, 금이 될 것이냐?

사료의 주원료인 옥수수, 대두 가격 변동

국제곡물가격 동향과 환율은 사료 가격에 영향을 준다.

동사는 매출의 99.9%가 국내 시장이 대상인 전형적인 내수 기업이다. 하지만 닭 사료의 주원료인 옥수수, 대두 가격의 자급도가 낮기 때문에 국제 곡물가격 동향과 환율의 영향으로부터 자유로울 수는 없다. 국제 곡물가격이 10% 상승할 때 평균 사료 가격은 7.2% 상승한다고 한다. 사료가격이 축산물 생산비의 40~60%를 차지하는 것을 감안하면 사료 값의 변동은 간과할 수 없는 지표이다.

닭 사료로 사용되는 옥수수의 경우 전량수입에 의존한다.

닭 사료에서 가장 큰 비중을 차지하는 옥수수의 경우 국내 자급도가 1% 내외로 매우 작은 수준이다. 거의 전량 수입에 의존하게 되고 또한 옥수수 주요 수출국(미국-42%, 브라질-32.5%, 아르헨티나-14.1%)들의 작황과 수요량에 따라서 그 가격의 변동폭이 결정된다. 그 이유는 주요 수출국인 미국 등에서 자체 수요량이 크기 때문에 대부분 자급에 쓰이고 수출하는 비중은 상대적으로 작기 때문이다.

국제곡물가격이 국내 물가에 시차를 두고 영향을 미친다.

최근 옥수수 가격이 상승하고 있고 기말재고율도 하락하고 있기 때문에 국제 곡물가격이 국내 물가에 3~6개월의 시차를 두고 반영되는 것을 감안하면 사료값에 영향을 줄 소지가 있다. 사료업계에서는 국제 곡물가격이 사료 가격에 반영되는 시간차를 6개월 정도로 잡고 있는데, 국내 사료업계에서는 올해 사용할 분량의 구매를 완료해놓은 상태이기 때문에 올 하반기는 곡물가격의 영향에서 비교적 자유로울 것으로 보인다.

그 외에도 해상운임, 환율 등도 고려할 요소이며 최근 해상운임의 감소가 국내 사료시장에는 긍정적으로 작용한다.

곡물가격 이외에도 고려해야 할 요소는 해상운임, 환율 등이다. 해상운임은 세계 컨테이너 운송시장에 직접적인 영향을 받고 있다. 컨테이너 시장도 최근 미국발 금융위기의 영향을 피해가지 못했다. 그 결과 화물이 상당히 감소하여 해상운임 하락을 야기했다. 대부분의 항로에서 운임이 10% 이상 감소하였고, 중국 심천항의 경우 55%에 이르는 하락률을 보였다. 이러한 해운시장의 해상운임 감소세는 국내 사료시장에는 긍정적으로 작용할 전망이다. 곡물가격의 상승세를 운임 감소로 상당 부분 상쇄시킬 수 있을 수 있을 것이다. 또한 최근의 환율 하향 안정세도 곡물가격 상승으로 인한 위험을 경감시켜 주고 있다. 동사는 수출 비중은 거의 없고 사료의 원료만 수입하고 있기 때문에 환율 하락으로 인한 위험은 거의 없다고 볼 수 있다.

국제 곡물 가격의 변동이 동사의 생산비에 크게 영향을 미치지 않는다.

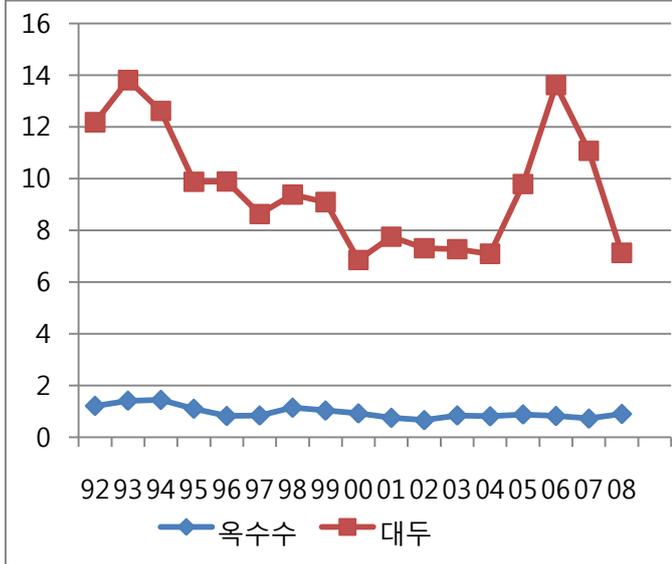
곡물가격의 변동이 어느 정도 있더라도 현재의 환율 안정세 속에서 상당 부분 상쇄되는 경향을 볼 수 있다. 옥수수 수입 가격을 당시 환율로 환산하면 환율의 추세를 비슷하게 따라가는 경향을 보인다. 이러한 것을 볼 때 국제 곡물 가격의 변동이 동사의 생산비에 영향을 크게 미칠 가능성은 적어 보인다.

옥수수와 대두의 가격은 앞으로 안정세를 보일 것으로 예상된다.

또한 국제 옥수수나 대두 가격의 경우 앞으로 큰 변화가 있을 것으로 예상되지는 않는다. 하지만 필수소비재이기 때문에 식량안보를 위해서 국제곡물시장에서는 소비량의 극히 일부만 거래 되고 있다. 또한 곡물의 경우 수요 비탄력적이기 때문에 공급이 조금만

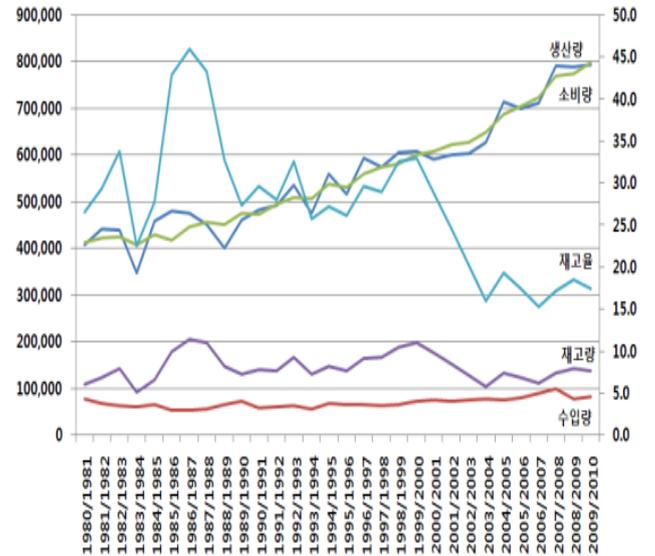
변해도 가격이 큰 폭으로 변동할 가능성은 내재되어 있는 상황이다. 또한 원유가격의 극심한 변화나 기후이상으로 인한 국제곡물파동 등의 재발 가능성은 항상 내재되어 있다.

차트 18. 연도별 옥수수, 대두 자급도 추이 (단위: %)



출처: 농림수산식품부

차트 19. 세계 옥수수 수급 추이 (단위: 천 톤)

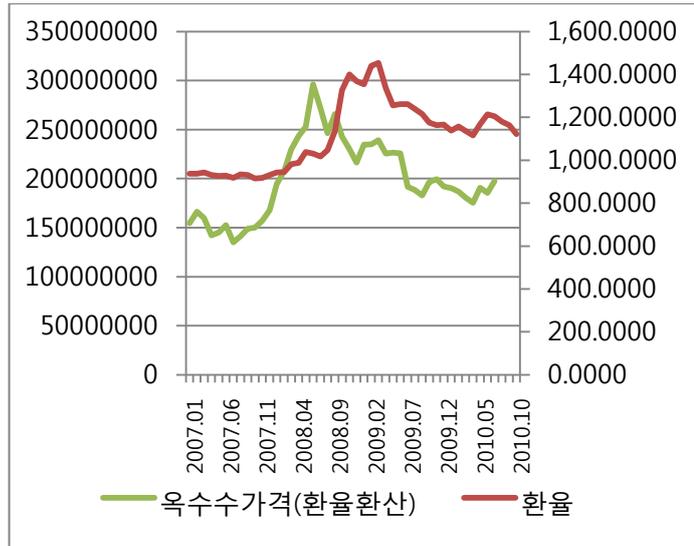


출처: USDA(미 농무부)

동사는 원가 상승분을 시장에 전가할 수 있는 능력을 가지고 있다.

이러한 위험 요소들이 있음에도 동사의 경우 자체적으로도 원료 가격의 위험성을 회피할 수 있는 것으로 보인다. 국제 곡물가격이 상승하여 사료 가격과 생산비가 증가하더라도 이를 시장으로 전가할 수 있기 때문이다. 육계와 육가공품의 가중평균으로 구한 육평균가격과 사료 가격의 등락폭이 비슷하게 유지되는 것을 볼 수 있다. 다른 대형 육계업체도 비슷한 모습을 보이고 있는데, 이는 동사 정도의 규모를 가진 기업은 원료 가격의 변동을 일정부분 이상 시장으로 전가할 수 있는 능력을 지닌 것으로 보인다. 위에서 언급한 데이터에서 볼 수 있듯이 사료가격의 상승분이 제품 가격에 대부분 반영되었다고 볼 수 있다. 이러한 것들을 볼 때 상당히 큰 파급력을 지닐 수도 있는 해외의 위험요소들을 현재는 동사가 거의 처리할 수 있는 것으로 보인다. 올해 분량의 옥수수 수급량은 이미 확보되었고, 현재 옥수수 및 대두 가격의 오름세도 해양 운임과 환율의 하향 안정세를 통해 거의 상쇄되었다. 이로써 리스크로 파악될 수 있는 부분들은 단기적으로는 악영향을 거의 미치지 않을 것으로 예상되고, 장기적으로도 큰 변동이 없다면 실적에 큰 변동은 없을 것으로 예상된다.

차트 20. 환율과 옥수수 수입가 추이(단위: 원)



출처: 통계청

차트 21. 운임포함 옥수수 가격(단위: 달러/톤)



출처: USDA(미 농무부)

V. 재무분석

1. 수익성

동사의 매출액은 2003~2007년도까지 3300억원에서 3800억원대에서 어느 정도 정체된 모습을 보였지만, 닭고기 수요의 급증과 함께, 동사의 생계부문과 가공품부문이 동반 성장세를 기록함에 따라 08년도, 09년도 각각 4452억원, 5752억원으로 매출액 규모가 증가하였다. 영업이익 측면에서는 07년도 조류독감의 영향으로 매출총액은 정체하였지만, 매출원가는 06년 대비 약 12% 증가하는 영향에 일시적인 마이너스 실적을 보였다. 하지만, 상황이 회복됨에 따라 65억원, 616억원, 10년도 누적 3분기까지 555억원 증가하여 실적이 확실한 증가세에 들어선 것을 확인할 수 있다. 이와 함께, 07년도, 08년도 지속적으로 마이너스 수치를 보였던 ROA, ROE도 09년도 기준으로, 각각 33%, 14%까지 증가하였다.

2. 안정성

부채 절대액은 증가세이다. 단기차입금과 유동성장기부채를 통해 05년도 1646억원에서 09년도 2892억원까지 부채규모가 늘어났다. 하지만 10년도 증자를 통해서 주식초과발행금 330억원, 그리고 이익잉여금 620억원이 늘어나면서 1년만에 자본이 1000억원이 증가하였다. 따라서, 부채 비중은 200%가 넘던 상황에서 89%까지 감소하였다. 동사는 부채를 통해 현금성 자산과 단기예금을 늘리고 있으며, 지분법 투자자산도 다소 늘리고 있으며, 실적이 확실히 턴어라운드한 상황이므로, 크게 부채액에 대해 부담스러운 상황은 아니다.

3. 활동성

계육업체들은 병아리, 사료 등을 받고, 갑의 위치에 있는 유통업체들에 비해 상대적으로 위치가 낮은 편이기 때문에 CCC가 높은 편이다. 또한 07, 08년도 상대적으로 부진한 영업실적을 보였던 시기에 재고자산회전율이 높아졌던 것도 CCC가 증가했던 이유이기도 하다. 하지만 계육 생산유통업체가 대형기업 위주로 재편되고 있으며, 시장상황은 동사의 영업에 더욱 우호적이라는 점을 착안했을 때, CCC는 다소 낮아져, 활동성에 부담감을 낮춰줄 수 있을 것으로 기대된다.

4. 현금흐름

동사의 현금흐름도 재무활동 현금흐름을 통해서 투자활동 현금흐름을 메우고 있음을 알 수 있다. 물론, 실적 상승에 따른 영업활동현금 흐름이 642억원 양의 흐름으로 돌아섰다는 점에서, 현금흐름에 대한 부담이 막대한 부분은 아니지만, 현금흐름과 회사의 안정성을 고려한다면, 다소 차입금 비중을 낮추는 운영이 필요하다. 또한 현재 단기투자자산, 예금에 투자를 하고 있는 상황인데, 보다 더 효율적인 자금 운영방안이 다소 아쉬운 상황이다.

Side comment

차트 22. 동사의 수익성 지표 (단위: 억원, %)

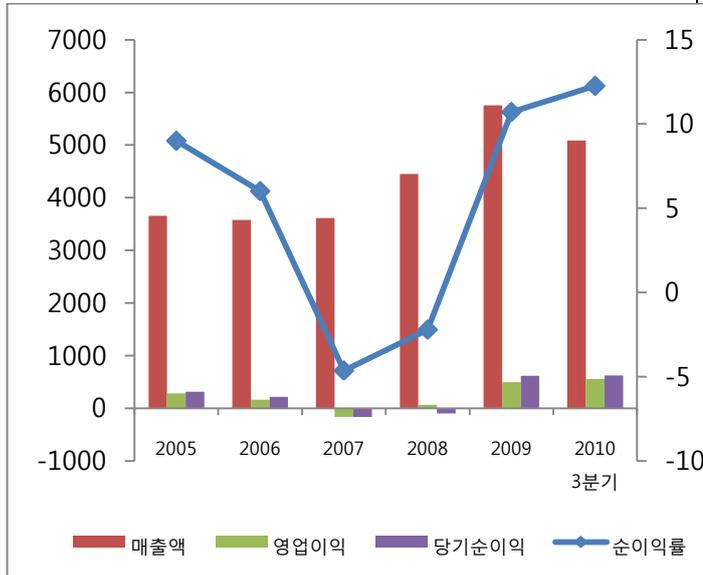
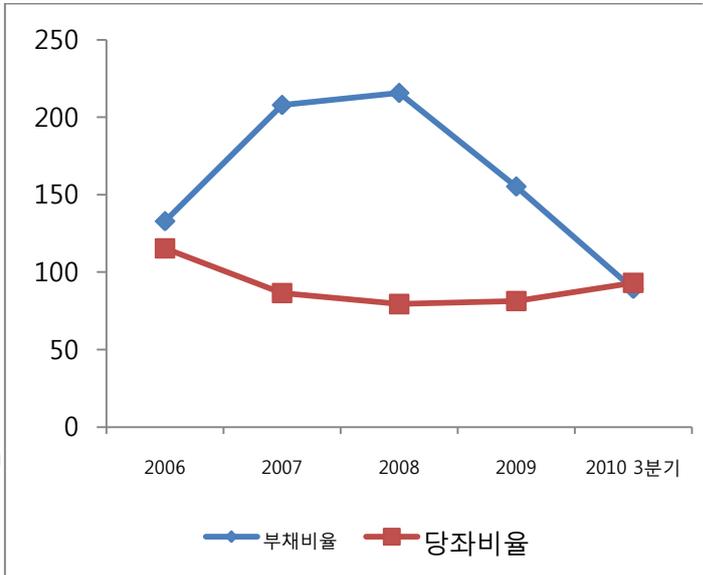


차트 23. 동사의 안정성 지표 (단위: %)



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

차트 24. 동사의 수익성 지표(ROE, ROA) (단위: %)

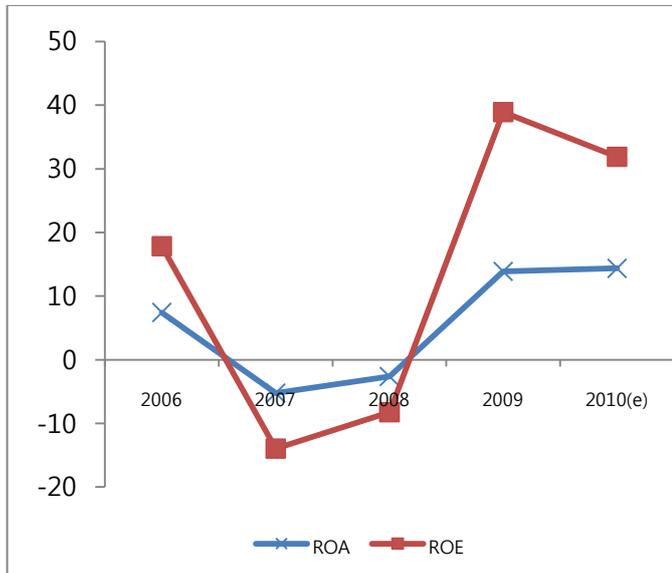
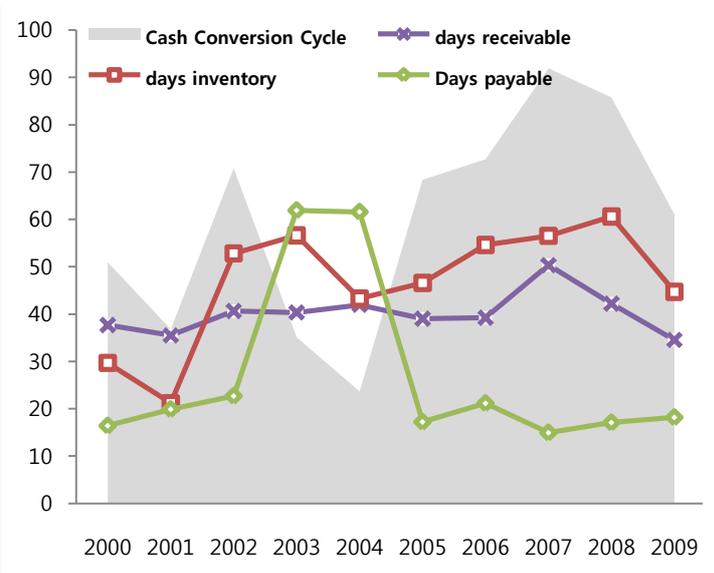


차트 25. 동사의 CCC(활동성) (단위: 일)



출처: 사업보고서

출처: 감사보고서

VI. Valuation

P/E 추정

동사는 육계가공산업에 속하며 P/E는 6.53이다. 주요 경쟁업체인 마니커와 동우의 P/E는 각각 7.71과 5.51이고 3개사 평균은 6.58이다. 동우의 경우 시장점유율이나 매출액을 고려하면 동사에 대비하여 분명한 할인 요소를 가지고 있다. 하지만 동사의 경우 업계1위로 마니커나 동우와는 시장점유율이 2배이상 차이가 난다. 따라서 프리미엄 요소가 충분하지만 현재 시장에서 저평가된 이유는 현금흐름이 경쟁사에 비해 좋지 않기 때문이다. 09년 동사의 당기순이익은 616억 원 이지만 순현금흐름은 -17억 원으로 계상되었다. 당해 3분기 재무제표를 보아도 3분기까지 당기순이익은 624억 원이지만 순현금흐름은 역시 -88억 원으로 계상되었다. 반면 마니커의 경우 09년도 당기순이익과 순현금흐름은 각각 66억 원, 76억 원이며 당해 2분기 기준으로 49억 원이고 12억 원이었다. 현금흐름표의 내역을 살펴보면 영업현금흐름은 괜찮지만 투자활동현금흐름이익이 09년도 (-)704 억 원, 10년도 3분기 기준 (-)516 억 원이다. 하지만 투자활동현금흐름의 대부분이 단기투자상품으로 예금상품과 같은 현금성 자산인 당좌자산으로 잡히기 때문에 실제현금흐름에는 커다란 영향을 미치지 않는다. 따라서 동사의 P/E는 저평가되어 있다고 할 수 있다. 또한 기업분할 이후에는 투자와 관련된 부문은 지주회사인 하림홀딩스가 담당하여 동사의 현금흐름은 좋아질 것으로 예상할 수 있어 기존에 좋지 않았던 현금흐름으로 인한 P/E 할인요소를 제거할 수 있다.

따라서 동사의 적정 P/E값은 최소 업계 2위인 마니커보다 최소 10% 이상 할증할 수 있다고 생각하여 적정 P/E값은 8.5로 하였다.

EPS추정

2011년도 원산지표시제확대실시와 개체포장의무화로 인한 수혜를 고려한다면 동사의 매출은 10% 이상 증가할 수 있을 것으로 예상할 수 있다. 하지만 11년도 현물출자 유상증자시 동사의 주식과 하림홀딩스와의 주식스왑으로 발생하는 주식수의 변화는 예측하기 어려워 단순히 10년도 EPS를 이용하였다. 동사의 특성상 4분기에는 역사적으로 당기순손실을 기록하였으나 09년도부터는 매출 규모가 커짐과 동시에 매출액 대비 판관비 비율과 영업외비용의 비율이 줄어들어 겨우 흑자전환을 하였다. 동사의 3분기까지의 실적은 이미 직전년도 매출을 넘어섰지만 4분기에 큰 수익을 내기 어려운 동사의 이러한 특징을 바탕으로 09년도 3분기 기준 손익계산서와 10년도 3분기 기준 손익계산서를 비교해보면 매출액 대비 영업이익률과 판관비 비율, 영업 외 수익 및 비용이 거의 같고 매출액 증가율이 약 10%임을 고려할 때 당기순이익은 약 5%정도 증가할 것이라고 판단하였다. 따라서 적정EPS 는 예상 당기순이익은 655억 원, 발행주식 수 94,641,996 주 로 나눈 692 원으로 추정하였다.

적정주가 예측

예상 EPS 는 692 원, PER 는 8.5 배를 적용하여 적정주가는 5,882 원, 안전마진 22%로
본 리서치 1 팀은 BUY 를 추천한다.

예상PER	8.5
예상순이익	₩ 65,500,000,000
발행주식수	₩ 94,641,996
EPS	₩ 692
적정가격	₩ 5,882

PER	적정주가	안전마진
9.5	₩ 6,574	36%
9	₩ 6,228	29%
8.5	₩ 5,882	22%
8	₩ 5,536	15%
7.5	₩ 5,190	7%
7	₩ 4,844	0%

7. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	3,577	3,614	4,453	5,752
매출원가	2,727	3,065	3,637	4,414
매출총이익	850	549	815	1,338
판매비	688	712	750	843
인건비	243	242	254	241
감가상각비	19	27	30	32
무형자산상각비	1	1	0	0
연구개발비	0	5	4	4
마케팅비	57	49	48	66
기타 판매비	368	389	413	499
영업이익	162	-163	66	495
영업외손익	84	4	-166	180
이자손익	-18	-31	-90	-104
지분법손익	119	46	49	171
외환차손익	14	-2	-97	21
외화환산손익	4	-6	-60	91
기타 영업외손익	-34	-4	32	1
세전계속사업이익	246	-159	-101	675
법인세비용	31	8	-2	59
당기순이익	215	-168	-99	616
EPS	293	-229	-121	752

대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	1,354	1,540	1,906	2,458
현금 및 현금등가물	364	303	524	1,042
매출채권	384	498	515	544
재고자산	408	475	604	540
비유동자산	1,687	1,840	2,216	2,298
투자자산	504	518	865	968
유형자산	1,146	1,276	1,294	1,264
무형자산	2	1	1	1
자산총계	3,042	3,379	4,122	4,756
유동부채	821	1,232	1,639	2,358
매입채무	158	126	170	220
단기차입금	301	421	957	1,074
유동성장기차입금	59	442	263	728
비유동부채	914	1,050	1,177	534
사채	381	200	200	0
장기차입금	344	663	733	305
부채총계	1,735	2,282	2,816	2,892
자본금	367	367	410	410
자본잉여금	469	469	526	526
이익잉여금	463	295	196	813
자본조정	0	0	0	-2
자본총계	1,307	1,098	1,306	1,863

현금흐름표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	234	-389	-35	642
당기순이익	215	-168	-99	616
비현금수익비용가감	101	159	217	-39
감가상각비	146	150	153	143
무형자산상각비	1	1	0	0
외화환산손익	4	-6	-59	91
지분법평가손익	119	46	49	171
기타	-169	-32	75	-444
영업활동으로인한 자산부채변	-81	-380	-153	65
투자활동 현금흐름	-209	-262	-273	-704
유형자산 투자	93	282	97	115
유형자산 처분	0	1	1	1
무형자산 증감	0	0	0	0
지분법자산 증감	5	-0	78	50
기타	-110	19	-99	-541
재무활동 현금흐름	-10	632	468	46
단기IBD 증감	45	502	357	582
장기IBD 증감	-58	138	70	-628
자본증감	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
기타	3	-8	41	91
순현금흐름	16	-19	160	-17
기초현금	45	61	42	203
기말현금	61	42	203	186

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	-32.5%	-104.1%	-1835.0%	191.9%
EBIT성장률 %	-42.0%	-199.7%	-132.6%	484.3%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	23.8%	15.2%	18.3%	23.3%
EBITDA margin %	8.6%	-0.3%	4.9%	11.1%
EBIT margin %	4.5%	-4.5%	1.5%	8.6%
세전이익률 %	6.9%	-4.4%	-2.3%	11.7%
당기순이익률 %	6.0%	-4.6%	-2.2%	10.7%
Stability Ratios				
부채비율 %	132.8%	207.9%	215.7%	155.2%
순부채비율 %	55.2%	129.6%	124.7%	57.1%
유동비율 %	165.0%	125.0%	116.3%	104.2%
당좌비율 %	115.3%	86.5%	79.4%	81.3%
이자보상배율	479.6%	-383.0%	61.1%	362.1%
Performance Ratios				
ROE %	16.5%	-15.3%	-7.6%	33.1%
ROA %	7.1%	-5.0%	-2.4%	13.0%
ROIC %	2.0%	-2.0%	0.7%	4.0%
Per Share Ratios				
BPS	1,781	1,496	1,593	2,273
DPS	-	-	-	-

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.