2016. 9. 26

산업분석

음식료

Neutral

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥 주식분석

농축수산업의 기초

이베스트투자증권

이베스트투자증권 **송셰프**입니다.

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥 주식분석

흙바닥 혹은 강바닥에서 돈을 벌고 싶다. 물론 실제 흙, 냇가 바닥에서 돈을 찾아보며, 어렸을 때 유희에 가까운 돈 찾기 놀이를 해보는 것도 의미가 있겠지만, 이제는 진지하게 살기 위해 돈 버는 법을 고민해야 할 때다.
그렇기에 필자는 여기서 흙바닥에서 돈을 버는 것은 농축산업 안에서 현재 돈을 벌 수 있는 주식을 찾아내는 것으로, 강바닥에서 돈을 버는 것은 수산업 안에서 현재 돈을 벌 수 있는 주식을 찾아내는 것으로 표현을 정의하고 싶다.
물론 찾는 사람 입장에서는 이들 주식이 '바닥' 밸류 주식이라면 더욱 좋을 것이다.

반도체/화학계통도만 어려운게 아니다

일반적으로 음식료는 실생활에 밀접하기 때문에 이해하기 쉽고, 쉽게 돈 버는 법을 마스터할 수 있다고들 생각하는 사람들이 많다.
10여년간의 애널리스트 경력 가운데, 절반 가량을 소재 및 기타소비재를 연구해본 필자의 경험 상으로는 꼭 그렇지만은 않다.
사람이 진지하게 돈을 버는데 있어서 쉬운 비즈니스모델이 있겠는가. 생산자 입장에서 누군가에게 제품을 팔기 위해서는, 경쟁에 이기기 위해서는 충분히 디테일한 설계가 필요하다. 투자자입장에서도 마찬가지다.
남들이 보지 못하는 투자기회를 찾으려면 더욱 세밀한 영역에 대한 이해가 필요할 것이다.

그런데 흙바닥 혹은 강바닥 기업들의 비즈니스모델은 특히 복잡하다

음식료 소카테고리 중에서도 하필 가장 투자자 입장에서 이해하기 어려운 비즈니스모델이 흙바닥과 강바닥의 기업들의 비즈니스모델이다. 물론 이것을 이해한다고, 다른 산업을 공부하는 것보다 꼭 더 높은 성장성이 있다는 보장도 없다.
그렇기에 이 특이한 소카테고리는 조금 관심을 기울이다가 포기하는 이들이 많다. 자 그렇기에 역설적으로 '바닥' 밸류의 투자기회가 쉽게 숨어있을 수도 있다.

흙바닥/강바닥 기업들의 가장 기본적인 부분을 접근해보겠다

자 이번 자료에서는 흙바닥과 강바닥 기업들을 공부하기 위한 가장 기초적인 부분들을 이해해보도록 하겠다.
더 쉬운 이해를 위해 주요 이슈 위주로 포인트를 잡아보도록 하겠다. 이를 통하여 흙바닥과 강바닥 투자를 시작하자 마자 포기하는 사람들이 줄어들었으면 하는 바램이다. 향후 심화편을 통해서 더 깊은 이해를 원하는 투자자분들을 위한 아이디어와 생각들을 제공하도록 하겠다. 이 또한 투자자분 들에게 달렸다. 이제 같이 흙바닥 혹은 강바닥 산업 분석을 시작해보자.

감사합니다.

음식료
Analyst **송치호**
02 3779 8978

산업분석

음식료

Neutral

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥 주식분석

농축수산업의 기초

Contents

Part I 기본적인 흙바닥 혹은 강바닥 주식분석 4

기업분석

이지바이오 (035810) 34

대상 (001680) 36

사조씨푸드 (014710) 38

사조오양 (006090) 40

삼양사 (145990) 42

동원산업 (006040) 44

Part I

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥 주식분석

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥 주식분석

음식료 소카테고리 중에서도 하필 가장 투자자 입장에서 가장 이해하기 어려운 비즈니스모델은 흙바닥과 강바닥의 기업들이다. 물론 이것을 이해한다고, 다른 산업을 공부하는 것보다 꼭 더 높은 성장성이 있다는 보장도 없다. 그렇기에 이 소카테고리는 조금 관심을 기울이다가 포기하는 이들이 많다. 자 그렇기에 역설적으로 '바닥' 밸류의 투자기회가 쉽게 숨어있을 수도 있다.

이번 자료에서는 흙바닥과 강바닥 기업들의 기초를 공부하기 위한 가장 기초적인 부분들을 이해해보도록 하겠다. 더 쉬운 이해를 위해 주요 이슈 위주로 포인트를 잡아보도록 하겠다. 이를 통하여 흙바닥과 강바닥 투자를 시작하자마자 포기하는 사람들을 줄여보려는 바램이다.

양돈산업/양계산업/수산업의 핵심이 되는 이슈에 대해서 자세히 논의 해보고, 농축수산업 주식의 투자전략을 제시하도록 하겠다. 이제 같이 시작해보자.

양돈기업은 돼지에게 먹이는 돼지먹이로 돈을 번다

양돈기업은 돼지에게 먹이는 돼지먹이로 돈을 번다

양돈기업 하면 처음 떠오르는 생각은 무엇일까? 선진포크, 하이포크가 떠오르는가? 이 정도면 돼지고기에 관심이 있는 투자자일 것 같다. 돼지도축장과 쇠꼬챙이에 걸려있는 돼지의 모습이 떠오를 수도 있을 것 같다. 일반적으로 떠오르는 사업부문은 앞서 언급한 이미지로 대표되는 식육사업일 것이다. 그렇다면 실제로 매출 및 이익도 식육사업에서 대부분 나오는 구조일까?

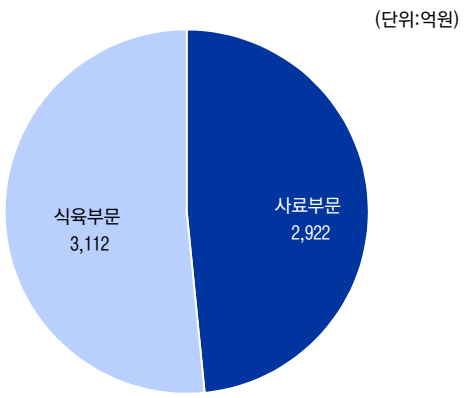
대표적인 양돈기업인 선진, 팜스코, 팜스토리를 살펴보자. 2015년 기준으로 선진 매출의 48.4%, 팜스코 매출의 56.8%, 팜스토리 매출의 58.3%는 사료부문에서 나온다. 식육사업부의 실적은 선진 매출의 51.6%, 팜스코 매출의 42.5%, 팜스토리 매출의 23.9%를 차지한다. 매출 기준 수치를 본 후에도 여전히 식육사업부 매출이 많은 것 같은데라고 생각하시는 분이 있을 것 같다. 그렇다면 이번에는 영업이익 기준으로 살펴보자.

앞서 이야기한 3개 회사의 부문별 영업이익을 살펴보자. 더 중요한 시사점을 발견할 수 있다. 선진은 15년 영업이익 279억 가운데, 사료부문에서 343억원의 이익이 발생하였는데. 식육부문은 -64억원으로 오히려 이익을 갉아 먹는 역할을 했다.

팜스코는 15년 영업이익 356억원 가운데 344억원이 사료부문에서 발생하였다. 계열화와 신선육을 합하여 영업이익 49억원을 기록하였다. 팜스토리는 239억원의 영업이익을 기록하였으며, 사료부문에서 286억원의 영업이익이 발생하였다. 돼지식육부문에서 58억원 영업이익이, 가금식육부문에서 102억원의 적자가 발생하였다.

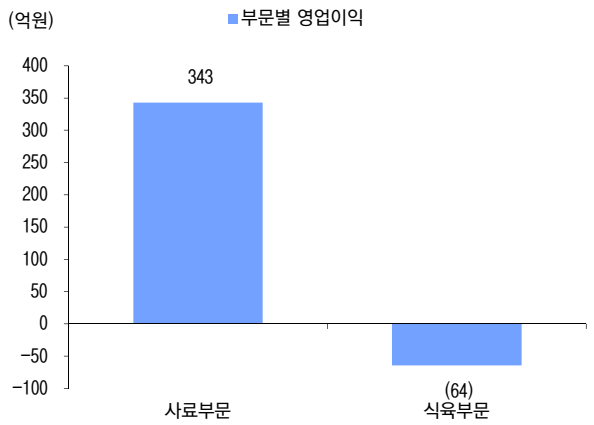
위의 3개 기업의 사례에서 충분히 살펴 본 것처럼 현 시점의 양돈기업은 돼지에게 먹이는 돼지먹이로 돈을 번다

그림1 선진 매출 Breakdown



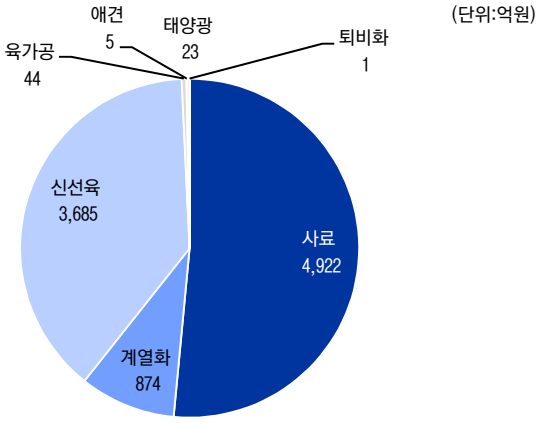
자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 선진 부문별 영업이익



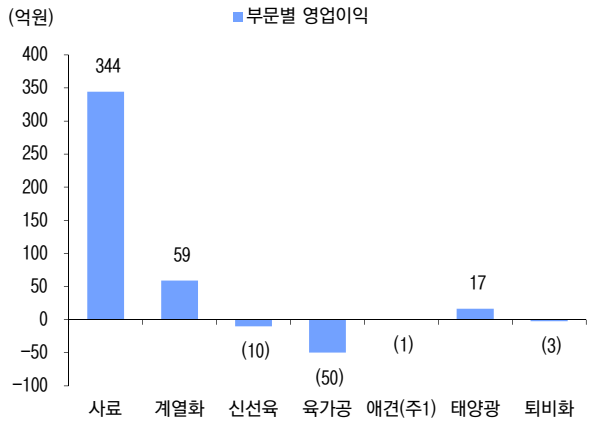
자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 팜스코 매출 Breakdown



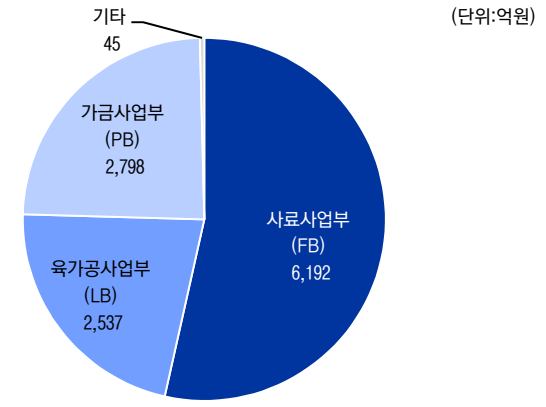
자료: 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 팜스코 부문별 영업이익



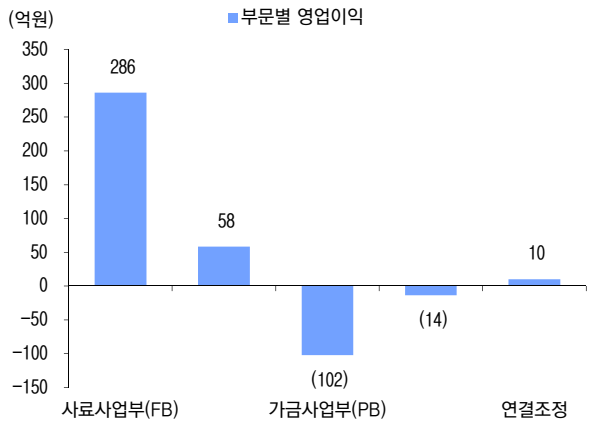
자료: 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 팜스토리 매출 Breakdown



자료: 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

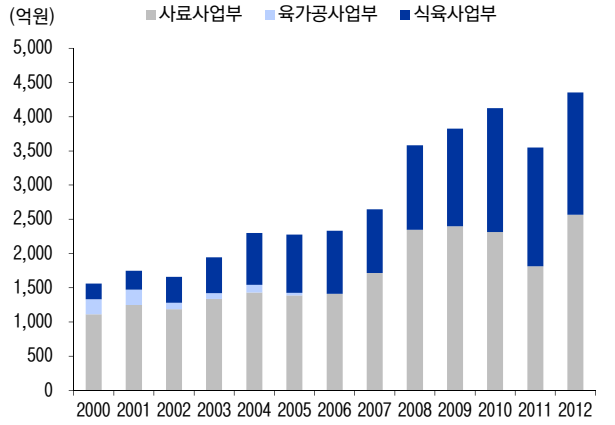
그림6 팜스토리 부문별 영업이익



자료: 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

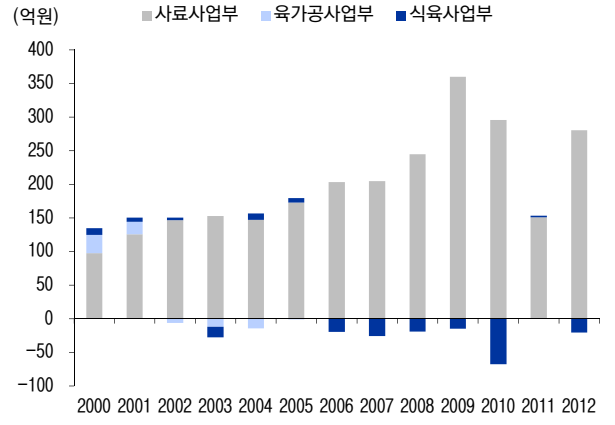
지금만 일시적으로 그런 것이 아닐까라는 의문을 가질 수도 있을 것 같다. 2015년에만 이러할까? 아니면 과거 역사 속에서도 사료부문은 매출 및 영업이익 측면에서 핵심적인 역할을 담당했을까? 먼저 선진부터 살펴보자. 선진의 별도기준 감사보고서를 통해서 2000~2012년까지의 부문별 매출 및 영업손익을 살펴볼 수 있다.

그림7 선진 부문별 매출 History



자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터. 별도기준

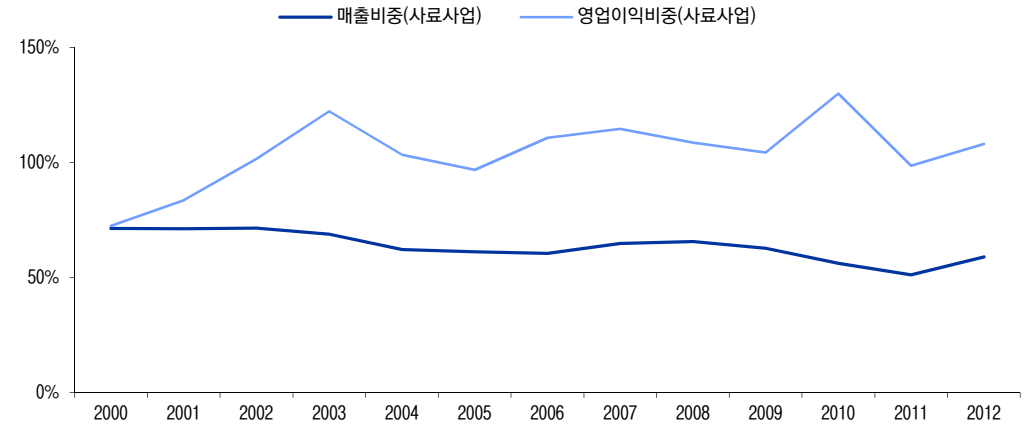
그림8 선진 부문별 영업이익 History



자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터. 별도기준

위의 차트로는 와 닿지 않는가? 그렇다면 같이 조금 더 계산을 해보자.

그림9 사료사업의 매출 및 영업이익 비중 (선진)



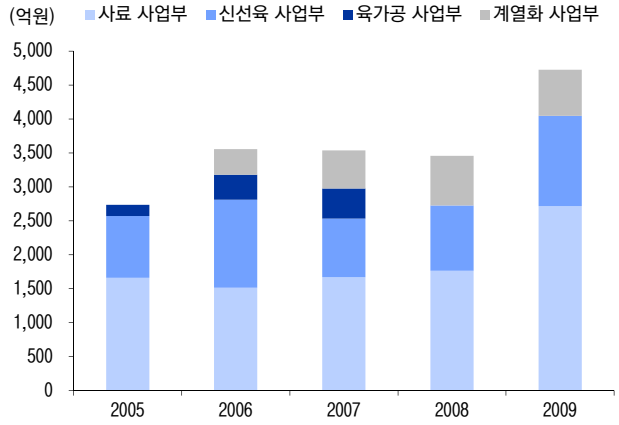
자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터. 별도기준

선진의 매출에서 사료사업이 차지하는 비중은 동 기간 동안 51%~72% 사이 변동하였다. 영업이익에서 차지하는 비중은 같은 기간 동안 72%~130%사이를 변동하였다.

같은 방식으로 팜스코를 살펴보도록 하자. 05~09년의 별도기준 감사보고서 및 10~15년의 연결기준 사업보고서를 통해서 조사해보았다. 05~09년에는 팜스코의 사료사업의 매출비중은 동기간에 42%~61%에서 변동하였다. 영업이익에서의 비중은 35%~200%

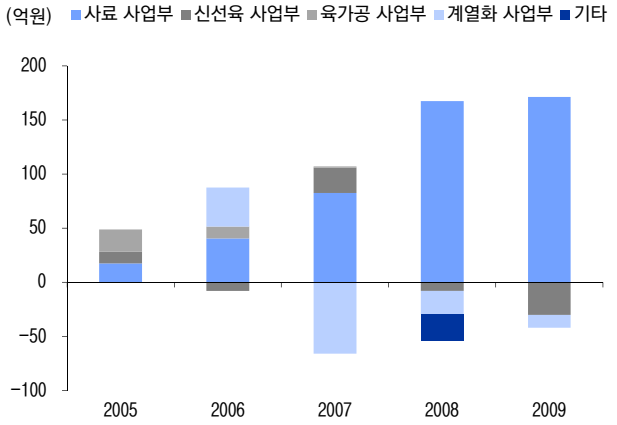
사이에서 변동하였다. 10~15년의 연결기준 사업보고서를 보면 사료사업이 매출에서 차지하는 비중은 55%~66%사이에서 변동하였으며, 영업이익에서 차지하는 비중은 57%~423%에서 변동하였다. 팜스토리 또한 사료부문의 영업이익에서 절대적인 비중을 차지하는 것은 마찬가지다.

그림10 팜스코 부문별 매출 History



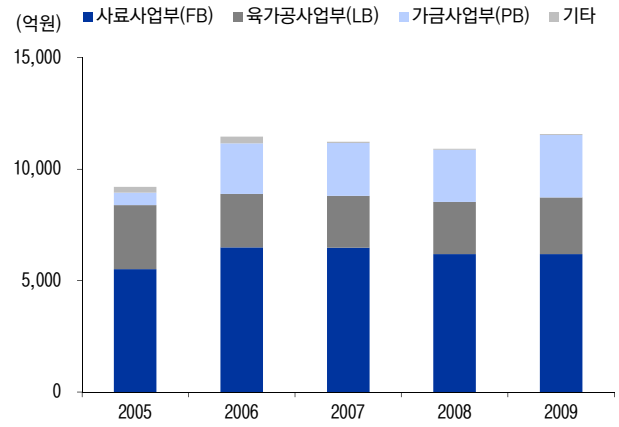
자료: 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 팜스코 부문별 영업이익 History



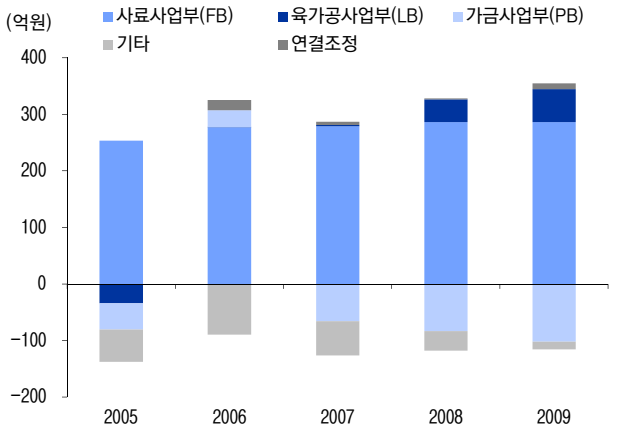
자료: 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 팜스토리 부문별 매출 History



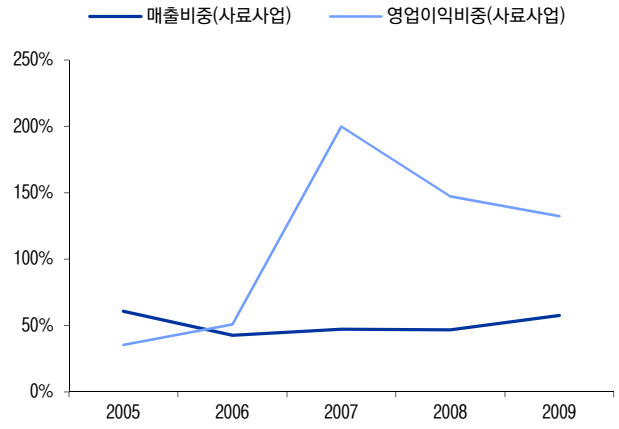
자료: 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 팜스토리 부문별 영업이익 History



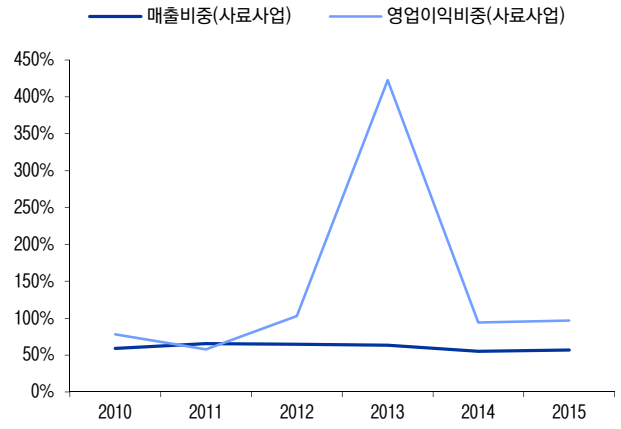
자료: 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 사료사업의 매출 및 영업이익 비중 (05~09)



자료: 팜스코, 별도기준. 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 사료사업의 매출 및 영업이익 비중 (10~15)



자료: 팜스코, 연결기준. 이베스트투자증권 리서치센터

양돈기업의 실적을 볼 때 돼지먹이인 사료 부문을 주의 깊게 보아야 하는 이유다. 앞서 사료부문에서 영업이익의 대부분 또는 전체영업이익 수치를 초과하는 수치의 영업이익이 발생하였음을 알 수 있었다. 이의 배경은 무엇일까? 사료사업의 수익성은 현재 어떠한 수준일까?

사료부문의 수익성을 찬찬히 같이 한 번 뜯어보자

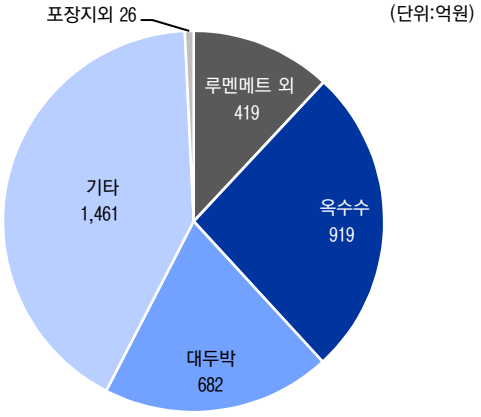
돼지먹이는 주로 옥수수로 구성된다

사료산업은 기본적으로 높은 기술이 필요한 산업은 아니다. 해외에서 조달한 수입 곡물 원재료를 1차 가공하여, 양돈/양계/축우용 또는 각 성장단계별로 배합사료를 만들어서 농가 등에 공급하는 비즈니스모델이다. 3대 영양소를 기억하는가? 탄수화물, 단백질, 지방이다. 한국인들은 이중 탄수화물 섭취를 위해서 쌀을 주로 섭취한다. 물론 젊은 층일수록 이를 밀가루로 섭취하는 경우도 늘고 있는 것 같다. 이를 선택하는 기준은 물론 가격도 중요하겠지만, 제일 중요한 기준은 개인의 취향일 것이다.

가축은 다르다. 가축에게는 사료배합률표라는 것이 존재한다. 선형대수학을 이용하여 최적의 배합률표라는 것을 만들어낸다. 가장 낮은 비용으로 최적의 영양성분을 배합하는 것이 목표로 볼 수 있다. 이 과정에서 우선적으로 선택되는 것은 옥수수다. 일반적으로 옥수수는 저렴한 비용으로 탄수화물을 보충할 수 있는 최적의 곡물로 선택된다. 여기에 단백질 섭취를 위해서는 대두박(콩껍질) 이 선택되는 구조로 볼 수 있다.

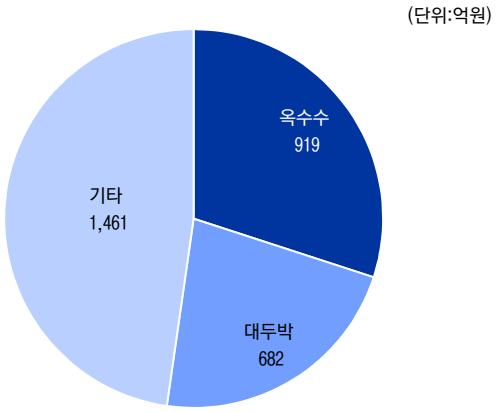
실제로 그러할까? 선진, 팜스코, 팜스토리의 2015년 기준의 원재료 비용을 살펴보자. 전체 원재료 비용 중에서 옥수수 매입비용이 의미 있는 비중을 차지하는 것을 알 수 있다. 팜스코의 배합사료 원재료 매입금액을 살펴보자. 2015년 배합사료 원재료 매입금액 3,062억원 가운데 옥수수는 919억원으로 30%를 차지하는 것을 알 수 있다. 대두박은 682억원으로 22%를 차지하는 것을 알 수 있다.

그림16 팜스코 배합사료부문 원/부재료/상품매입금액 (2015)



자료: 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터.

그림17 팜스코 배합사료 원재료 부문 매입금액 (2015)

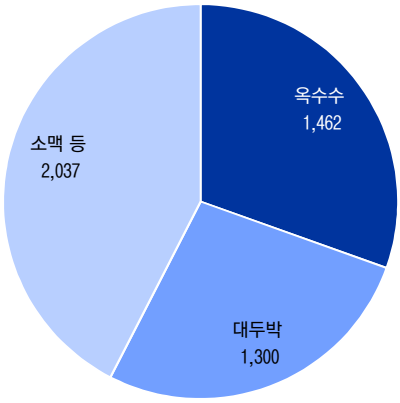


자료: 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터

이번에는 팜스토리를 살펴보자. 팜스토리의 사료사업부문 15년 원재료 매입금액 4,800억원 중에서 옥수수는 1,462억원으로 30.5%의 비중을 차지하고 있으며, 대두박은 1,300억원으로 27.1%의 비중을 차지하였다.

그림18 팜스토리 사료사업부 원재료 매입금액 (2015)

(단위:억원)



자료: 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

자 그러면 다시 한 번 사료사업의 수익성을 살펴보도록 하자

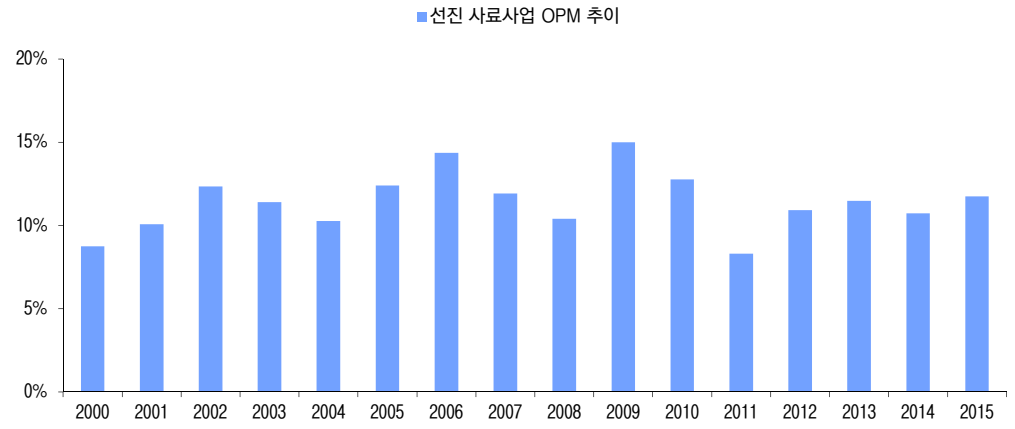
선진의 사료사업부를 통해서 사료사업의 수익성을 살펴보도록 하겠다. 과거 15년간 사료산업의 수익성은 어떻게 움직였을까? 먼저 옥수수가격을 다시 한번 살펴보자. 지난 15년간 옥수수가격은 급변동하는 시세를 보여주었다. 사료사업의 수익성도 그러하였을까?

그림19 국제 옥수수가격 History

자료: Datastream, 이베스트투자증권 리서치센터

아래는 선진의 지난 15년간의 사료사업 수익성 추이다. 옥수수가격과는 다르게 상대적으로 안정적인 모습을 보이는 것을 관찰할 수 있다.

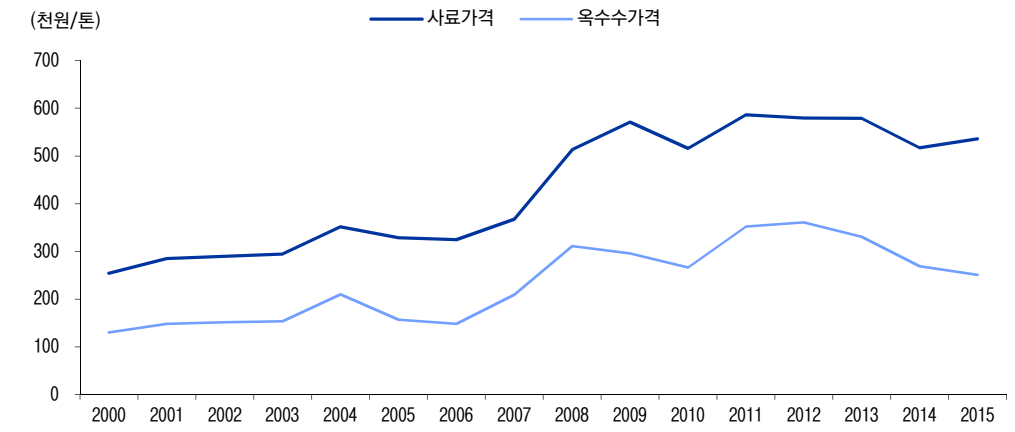
그림20 선진 사료사업부 OPM 추이



자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터

사료사업은 왜 이렇게 안정적인 수익성을 보일까? 이는 사료가격과 옥수수가격 추이를 통해서 이해해보도록 하겠다. 아래에서 보는 것처럼 옥수수가격이 상승과 하락구간에서 사료가격의 가격전가가 발생한 것을 볼 수 있다.

그림21 사료가격 및 옥수수가격 추이



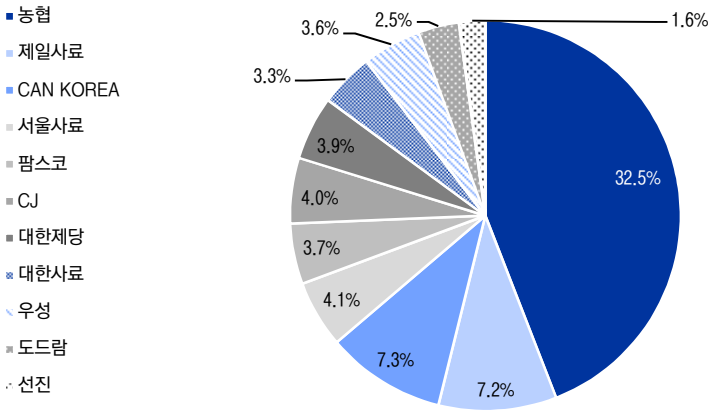
자료: 팜스토리, 팜스코, 이베스트투자증권 리서치센터

그렇다면 원재료가격의 변동과 사료부문 수익성은 무차별한 것일까? 그럼에도 불구하고 방향성 자체는 하락이 더 유리한 구조로 보고 있다. 이를 이해하기 위해서는 사료산업 구조를 이해할 필요가 있다.

다시 양돈기업 이익의 결정변수로 돌아와보자. 현재의 이익의 핵심을 구성하는 것은 사료부문의 매출 및 이익이다. 사료는 농가의 핵심비용으로 연계된다. 그렇기에 원가 상승시에 무조건적으로 전가 하는 데에는 부담이 존재한다. 게다가 사료산업의 M/S 1위는 독보적으로 농협계열이다. 이는 농가에 무조건적으로 기업의 이익을 강요하기 어려운 점이다.

사료산업은 2~3개 업체가 전체를 구성하는 독과점 산업은 아니다. 게다가 농협이 전체 사료산업의 1위사업자인 구조다. 그렇기에 절대적인 기업의 이해관계에 의해서 가격이 작위적으로 결정되기는 어렵다고 볼 수 있다.

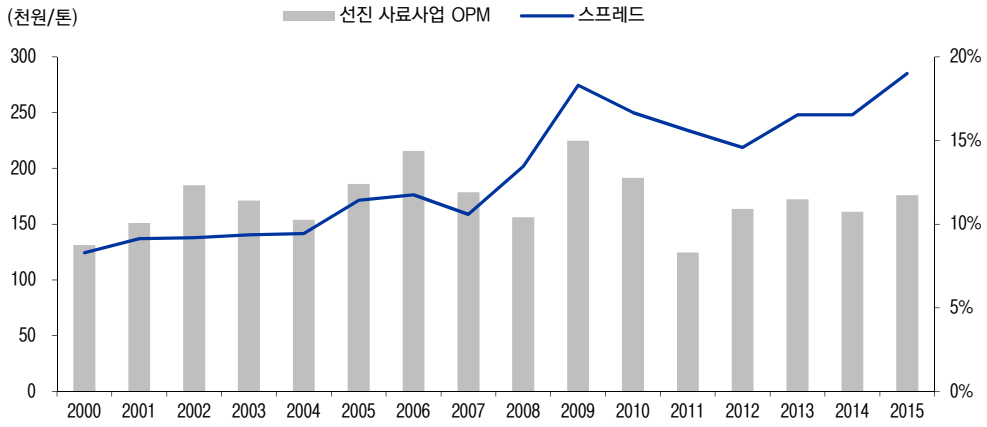
그림22 사료산업 M/S (2011)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이에 사료사업 스프레드는 가격인상보다는 가격하락 시에 보다 마진 유지가 쉬운 구조로 판단하며, 스프레드가 확대되는 시기에 사료사업의 OPM도 확대되는 모습을 관찰할 수 있다.

그림23 사료산업 스프레드 & 선진 사료사업 OPM

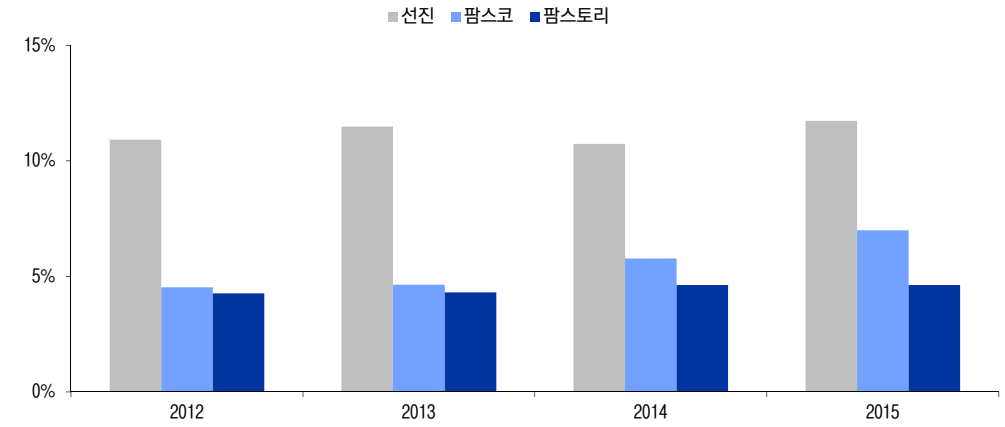


자료: 선진, 이베스트투자증권 리서치센터. 스프레드는 사료가격에서 옥수수가격을 차감한 수치.

자 그러면 사료사업만이 양돈기업의 핵심 주가결정변수일까?

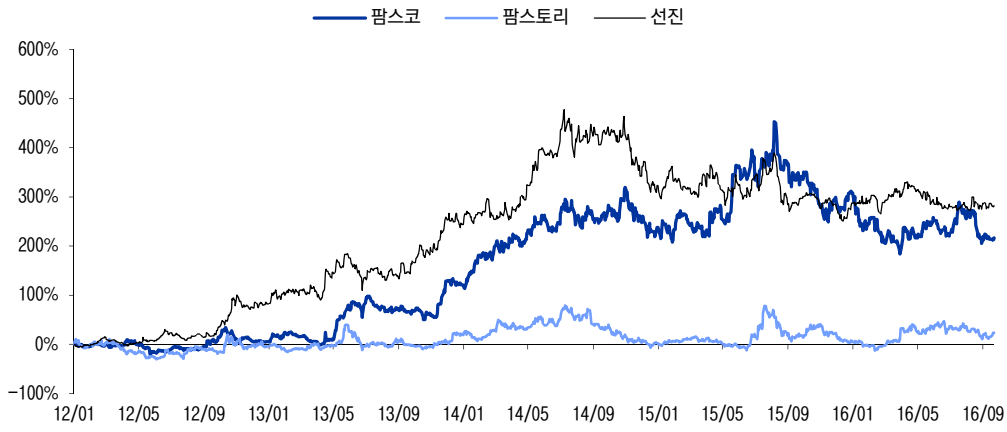
사료사업이 분명히 양돈기업의 핵심 이익결정변수인 것이 맞다. 다만 사료 스프레드만으로 양돈기업 주가 방향성이 설명이 될까? 핵심인 사료부문의 OPM은 선진은 12~15년 10~12%를 변동하였고, 팜스토리는 4~5%를 변동하였다. 팜스코는 12년 4.5%에서 15년 7.0%로 상승하였다.

그림24 양돈 3 사 사료 부문 OPM 추이



자료: 선진, 팜스코, 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 양돈 3 사 12 년 1 월 이후 주가 상대수익률 추이



자료: 선진, 팜스코, 팜스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

먼저 선진을 보면 사료부문 수익성에 큰 변동이 없음에도 불구하고, 주가는 기록적인 상승을 보였다. 팜스코는 OPM이 4.5%->7.0%로 2배가량 상승하였으나, 주가는 400% 가량 상승하였다가 하락하였다. 팜스토리는 OPM이 정체하였으며, 주가도 정체하는 흐름을 보였다. 사료부문의 스프레드만으로는 이들 양돈기업의 주가를 온건히 설명하는데는 어려움이 있다. 물론 이 시기에는 12년 이후의 소비재랠리 등 복합적인 주가에 영향을 주는 이벤트가 발생하였다. 또한 팜스토리는 양계계열사 등이 존재하여 디스카운트 요인이 발생하였다. 그렇지만 양돈사업 자체를 보더라도 사료외에도 이들 기업의 주가에 중요한 영향을 미치는 다른 요인인 식육사업이 존재한다. 같이 분석을 시작해보자.

그럼에도 불구하고 식육사업을 알아야하는 이유

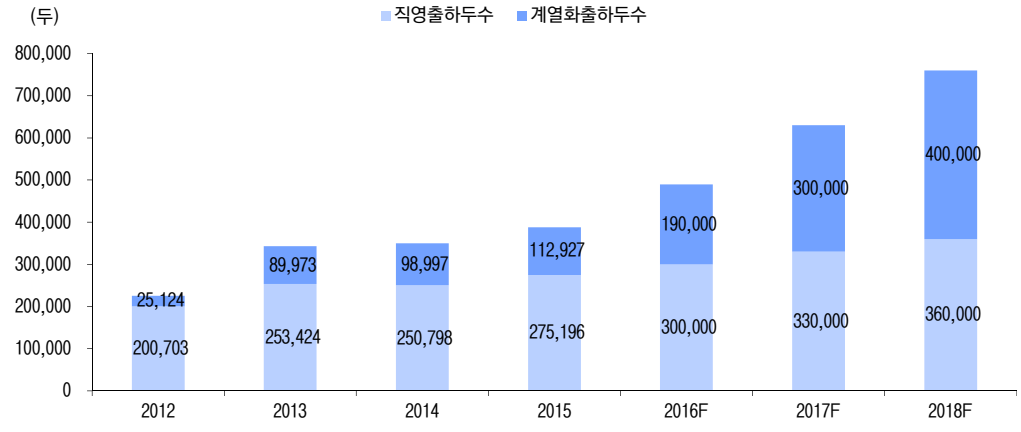
그럼에도 불구하고 식육사업부문을 알아야하는 이유는 무엇인가?

물론 양돈기업들의 핵심적인 이익은 사료사업에서 나오고 있다. 그럼에도 불구하고 식육사업을 보아야 하는 이유가 존재한다.

사료사업은 수익성은 양호하나 한계가 존재한다. 사료산업은 그 자체만으로는 성장산업으로 보기 어려워 사료산업 안에서 매출 측면에서의 유기적인 성장에 대한 기대는 어렵다. 또한 양돈 농가 M/S가 어느 정도 고착화되어 있어, 단순히 사료 영업을 통하여 M/S의 큰 변동을 가져오는데 한계가 존재한다. 반면 양돈산업은 산업화 정도가 여전히 낮아 계열화를 통한 계열농장의 확대를 통해서 식육부문 성장을 추구할 수 있는 구조이다. 결국 단기적으로는 사료사업의 스프레드를 통한 이익의 방향성을 봐야하지만 장기적인 측면에서는 식육사업부문에 대한 고찰이 필요하다.

이지바이오는 팜스토리를 통한 직영농장 및 팜스월드를 통한 계열농장 사업을 진행하고 있다. 팜스코 또한 GGP 확대를 통해 계열화 확대를 진행하고 있다.

그림26 이지바이오 직영/계열화출하두수 추이 및 목표치



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

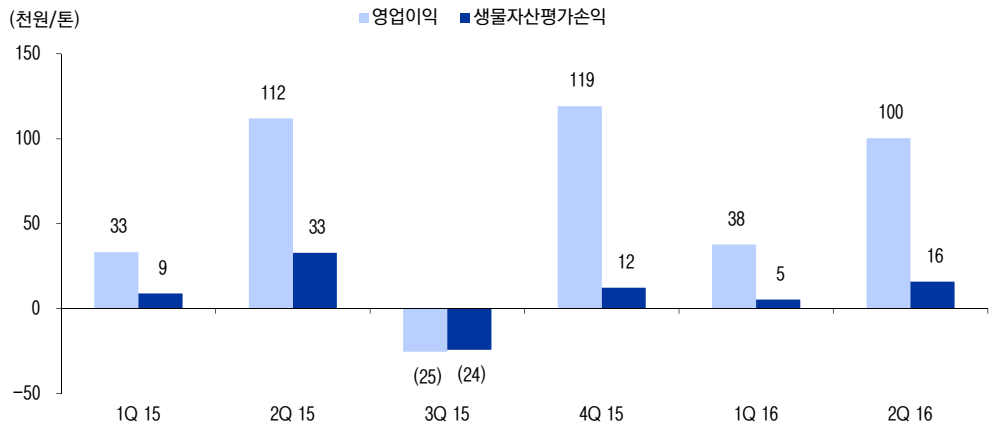
계열화를 진행하는 것은 부가적인 장점이 존재한다. 계열화를 통한 계열농장이 확대될 시에 계열화 농장으로의 사료부문 매출이 추가적으로 늘어날 수 있는 구조로 사료 부문이 동반하여 성장할 수 있게 되는 부분이다.

돼지는 지금 제일 배부른 시기인가?

돼지는 지금 제일 배부른 시기인가?

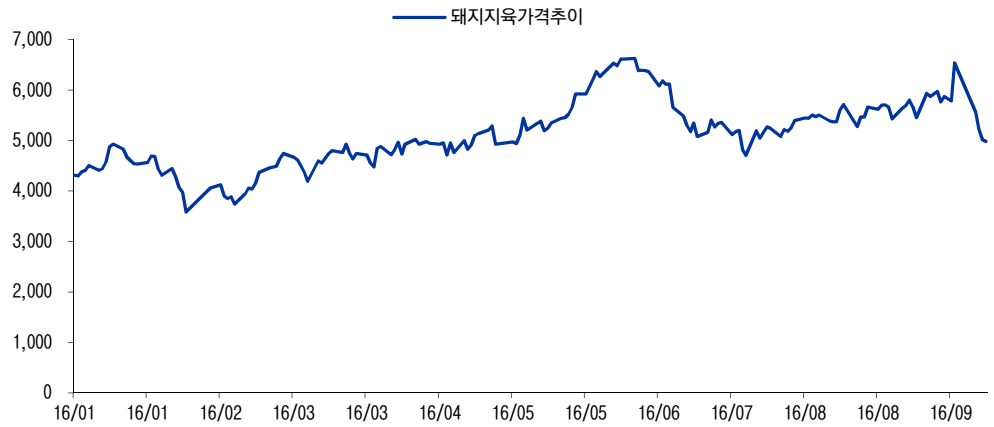
그렇다면 돼지고기 가격을 살펴보자. 식육사업은 기본적으로는 돼지고기가격이 비쌀때 실적이 좋고, 낮을 때 실적이 안 좋을 것이다. 이를 더 심화시키는 것은 생물자산평가손익이라는 계정이다. 팜스토리의 생물자산평가손익을 같이 한 번 살펴보자. 이에 대한 실적의 영향을 살펴볼 수 있다. 돼지지육가격의 변동에 따라 생물자산평가손익도 영업이익에 영향을 주는 구조로 볼 수 있다. 이에 따라 분기별 손익의 변동폭이 커지는 역할을 하게 된다.

그림27 팜스토리 영업이익 및 생물자산평가손익 추이



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 돼지 지육가격 추이 (원/kg)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

돼지고기가격은 현재는 어떠한 수준일까? 11년 이후의 돼지 지육가격(박피)을 살펴보자. 현재는 올해 6월과 9월에 6,500원 수준의 고점을 기록한 후 하락하고 있는 모습이다. 다만 최근 가격 조정에도 불구하고 과거 수 년간의 평균 가격대비 높아져 있는 점은 역발상 관점에서는 부담이 될 수 있는 모습이다.

그림29 돼지 지육가격 추이

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

돼지고기 가격은 일상용품(Commodity)으로서 역발상 관점에서 접근하는 것이 적절하다고 본다. 그렇다면 과거 평균보다 높아져있는 현 시점에서는 식육사업의 기초자산 가격에 대한 무리한 베팅 보다는 보다 다양한 관점에서의 접근이 필요한다는 것을 말해준다. 하나씩 살펴보자.

돼지가격이 하락하면 정말 햄주식을 봐야할까?

돼지고기 가격이 하락한다면 정말 햄주식을 봐야할까?

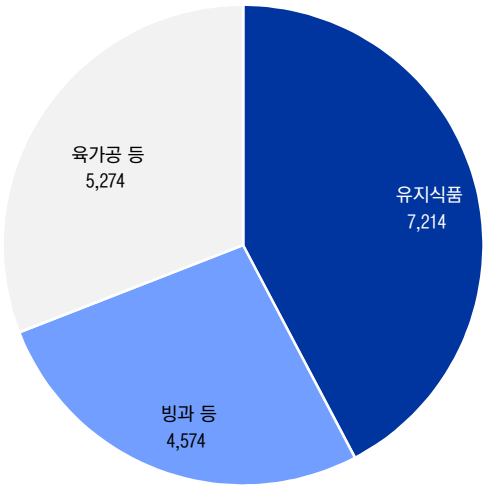
앞서 언급한 것처럼 식육가격 하락은 시장에서 우려 또는 기대하는 포인트가 될 수 있다. 식육업체입장에서 우려요인일 수 있다. 그렇다면 반대로 육가공업체 입장에서는 기대요인이 아닐까?

물론 이론적으로는 그럴 수 있으나, 실제 해당기업 주식투자 측면에서는 이에 대한 실익은 적을 수 있다. 대표적인 육가공기업인 롯데푸드와 사조오양(남부햄)을 살펴보자.

다시 한 번 돼지고기 가격 움직임을 살펴 보자. 돼지고기 가격은 작년 중순 고점 이후, 올해 초까지 하락한 후, 올 2분기에 다시 반등한 후 최근 하락 중이다. 이에 육가공업체들은 올해 상반기 저가의 돼지고기 원재료 투입 기대감으로 이미 주목 받은 바 있다. 다만 롯데푸드는 유가공, 유지, 아이스크림, HMR 등 다양한 사업을 영위하고 있으며, 사조오양 또한 게맛살, 수산 부문 등 다른 사업부문의 존재로 이에 대한 효과는 희석될 수 있다. 또한 롯데푸드 및 사조오양 둘 다 수입산 돼지고기를 동시에 사용하고 있어 보유 재고가 측정이 어려운 점 등을 감안하면 정확한 실적 영향 타이밍을 계측하는 데는 한계가 존재한다. 또한 육가공업체가 사용하는 돼지고기 부위는 우리가 일반적으로 익숙한 삼겹살이 아닌 가격 움직임이 상이하게 움직이는 전지/후지 등 특수부위 위주로 사용하는 점은 일반적인 돼지지육가격에 단순히 투자전략을 의존하는 것을 어렵게 하는 요인이다.

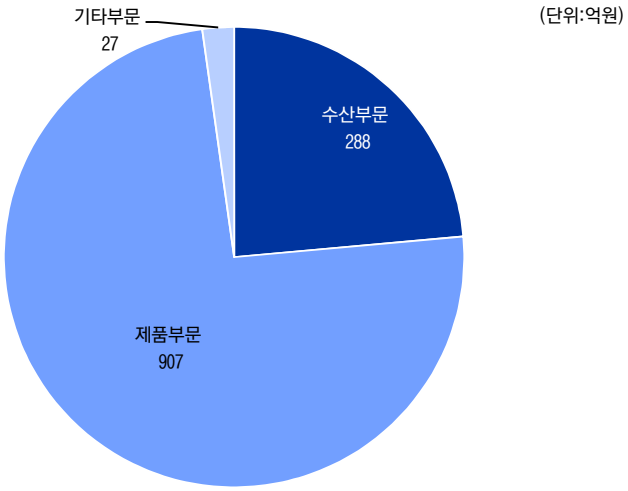
그림30 롯데푸드 매출 구성 (2015)

(단위:억원)



자료: 롯데푸드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 사조오양 매출 구성 (1H 16)



자료: 사조오양, 이베스트투자증권 리서치센터

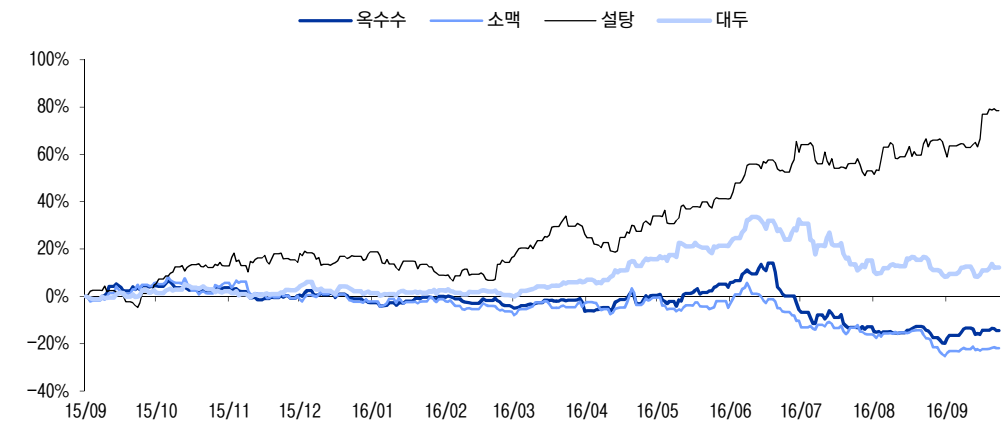
양계산업 부문으로 논의를 넘어가기에 앞서 현 시점에서 중요한 농축산업 변수를 한 가지만 더 점검해보도록 하겠다. 설탕가격의 흐름을 점검해보자.

설탕은 반대의 길을 가고 있다

설탕은 반대의 길을 가고 있다

소맥 옥수수 등 주요 곡물 가격은 올해도 하락 흐름을 지속하고 있다. 그 와중에 설탕은 반대의 길을 가고 있다. 가격을 한 번 살펴보자.

그림32 주요 국제 곡물 가격 추이



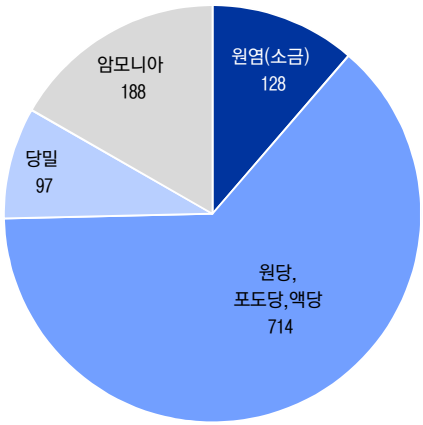
자료: Datastream, 이베스트투자증권 리서치센터

15년 9월 이후 원당가격은 78.5% 상승하면서 주요 곡물가격 중에서 가장 높은 수익률을 보이고 있다. 반대로 소맥은 가장 부진한 -21.8%, 옥수수는 -14.4%의 수익률을 보이고 있다. 이 자료는 향후 설탕가격의 방향성을 전망하기 보다는, 주요 변수의 움직임에 따른 대응 전략에 보다 집중해보려고 한다. 이에 영향을 받는 농축산업 투자포인트는 무엇이 있을까?

아미노산의 주재료는 설탕과 옥수수가 있다

라이신으로 대표되는 사료용 아미노산의 원재료를 살펴보자. 라이신은 곡물을 원재료로 발효의 방법을 통해서 만들어진다. 이에 주요 원재료는 곡물이다. 라이신의 원재료는 옥수수 또는 설탕으로 볼 수 있다. 이 부분을 언급하는 이유는 옥수수와 설탕은 지난 1년간 매우 상반된 가격 움직임을 보여주었기 때문이다. 대상은 백광산업을 통해서 인수한 라이신사업의 주요 원재료로 원당을 사용하고 있다. 이에 설탕을 원재료 기반으로 하는 공장을 보유한 라이신 기업 실적에 대해서는 향후 라이신 부문 원가측면에서는 주의할 필요가 존재한다.

그림33 백광산업 원재료비용 구성 (2014) (단위: 억원)

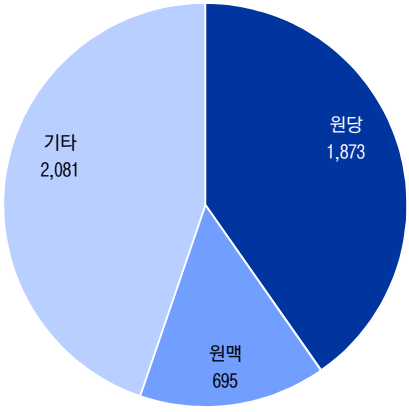


자료: 백광산업, 이베스트투자증권 리서치센터

삼양사는 제당업을 영위하고 있는 회사이다

삼양사의 제당업과 제분업을 하고 있는 회사이다. 그렇기에 원재료에서 원당과 원맥의 비중이 높은 회사이다. 그렇기에 원재료 중 원당의 가격 움직임에는 주의할 필요가 존재한다. 삼양사는 15년 사업보고서에 따르면 1,873억원의 원당을 원재료비용으로 지출하였다. 삼양사는 원재료 가격 상승을 가격전가를 통해서 대응하려는 계획을 보유하고 있다. 실제 가격 전가 여부에 대한 체크를 하면서 실적을 점검해야만 할 것이다.

그림34 삼양사 원재료비용 구성(2015) (단위: 억원)



자료: 삼양사, 이베스트투자증권 리서치센터

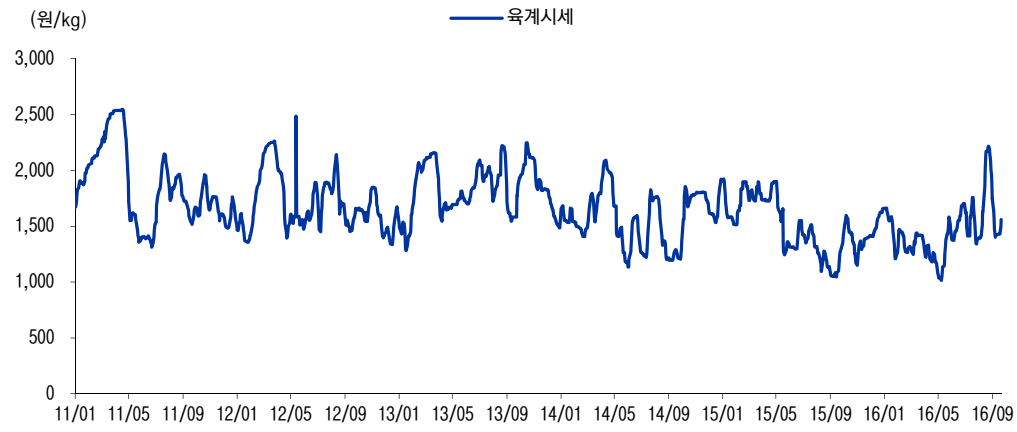
자 그럼 다음 장부터는 양계기업을 살펴보도록 하겠다. 양계 기업 투자는 어떻게 접근해야 할까? 양계기업 투자와 관련된 포인트들을 같이 한 번 점검해보자.

닭은 지금이 제일 굶주린 시기인가?

닭은 지금이 제일 굶주린 시기인가?

육계가격 추이를 보자. 13년에는 2,200원/kg 수준에 달했던 생계가격은 16년 5월에는 1,000원/kg대로 하락하면서 부진하였다. 3분기 들어서 빠르게 반등하였다가 현재는 1,500원/kg 전후까지 조정 받은 상황이다.

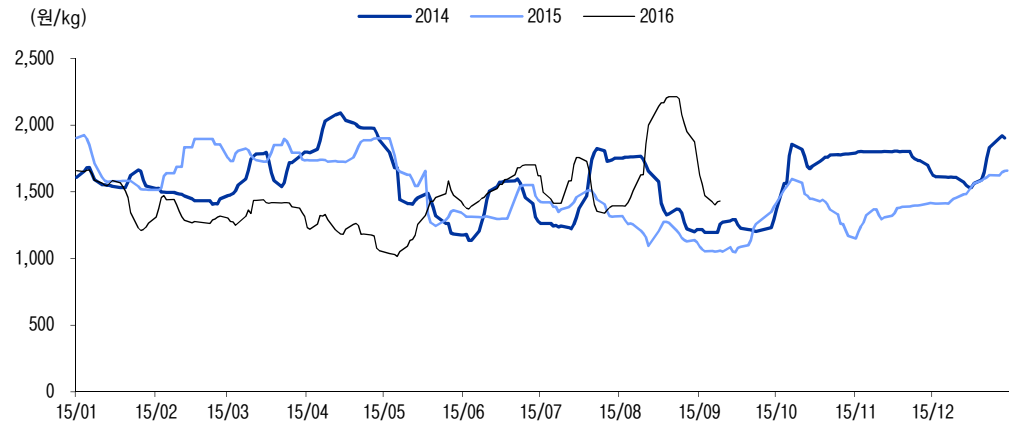
그림35 육계시세 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

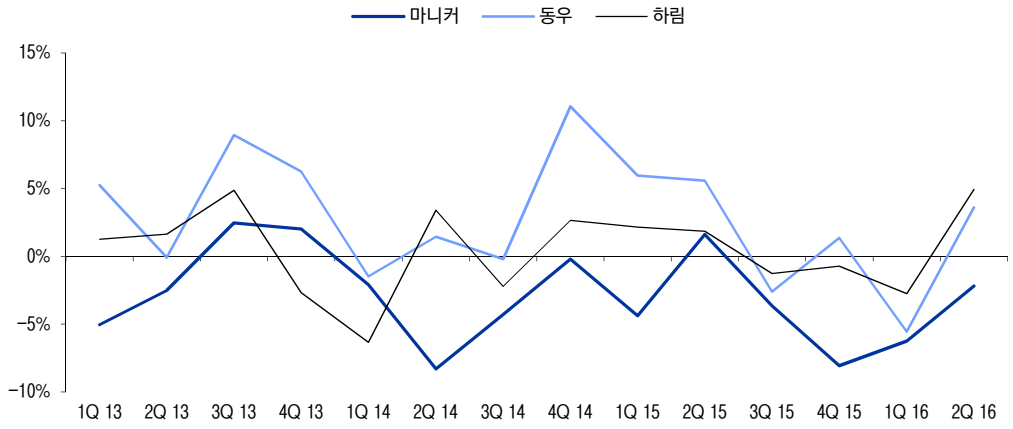
현재 시세를 살펴보면 9월 평균 육계가격은 1,547원/kg을 기록하고 있다. 지난 3개년 평균 9월 육계가격은 1,336원/kg이며, 15년 9월 평균 가격은 1,107원/kg인점을 감안하면 과거 2년간 대비 3분기의 레벨 자체는 높은 편이라고 볼 수 있다. 올해 육계가격 시황은 2분기의 저점 보다는 올라와 있는 상태다. 다만 생물자산평가손익 측면에서는 2분기말 대비 육계가격이 하락해있는 점은 주의할 요인이다.

그림36 육계시세 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 마니커, 동우, 하림 별도 분기별 OPM 추이



자료: 마니커, 동우, 하림, 이베스트투자증권 리서치센터

양계산업 원재료 및 스프레드

양계산업의 원재료는 사료 또는 생계가 원재료가 될 수 있다. 사료가 원재료인 경우에는 직접적으로 사료가격이 스프레드에 영향을 주게 되며, 생계를 구매하는 경우에도, 직간접적으로 생계구입원가 상승요인으로 작용할 수 있는 구조로 판단한다. 현재 옥수수로 대표되는 사료의 원재료인 곡물가격은 역사적으로 낮은 수준에 위치한다. 그렇기에 국제곡물가격의 상승시기에는 양계산업의 스프레드에는 부담 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

그렇다면 양돈/양계기업 투자는 어떻게 해야할 것인가? 이어지는 장에서 투자전략에 대해서 보다 자세히 논의해보도록 하겠다.

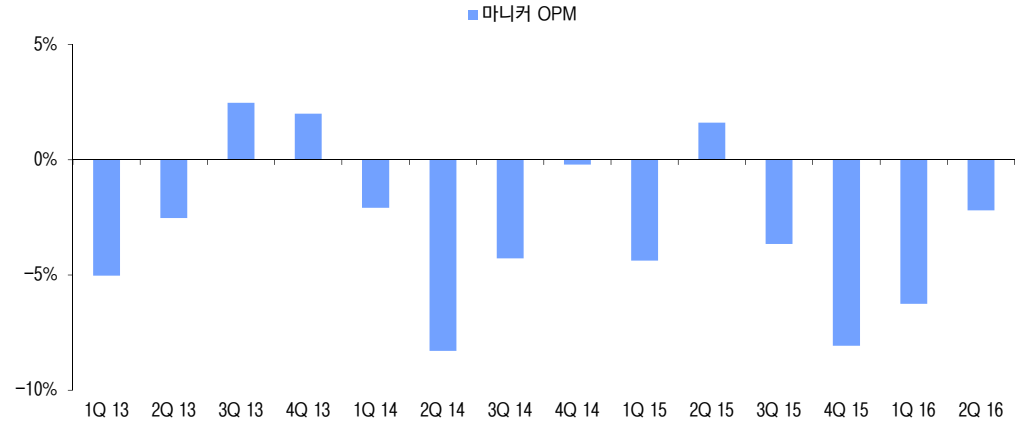
그래서 돼지/닭주식으로 어떻게 돈을 벌어볼까?

순수 양돈/육계기업 투자는 역발상으로 접근하는 것이 적절할 것

낮아져 있는 옥수수 가격과 높은 돼지고기 가격 레벨로 양돈기업이 부담되는가? 실적이 저점보다는 고점에 가까울 수 있다는 우려가 존재할 수 있다. 이 경우는 팜스코 등 계열화확대 전략을 가지고 있는 기업을 돼지고기가격 하락, 옥수수가격 상승시 역발상으로 매입해가는 전략을 사용할 수도 있을 것이다.

부진한 양계산업의 대표주자는 마니커로 볼 수 있을 것이다. 다만 실적은 올해 상반기에 더욱 악화된 상태이다. 업황 턴어라운드에 베팅할 수 있으나 긴 그림에서의 턴어라운드 시점에 대한 베팅에 부담이 존재할 수 있다.

그림38 마니커 OPM 추이

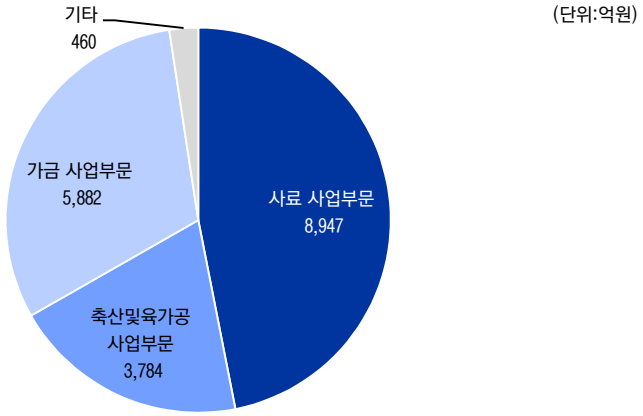


자료: 마니커, 이베스트투자증권 리서치센터

순수 양돈/양계 베팅이 부담되면 복합기업을 보자

양돈/양계산업의 역발상 투자가 부담된다면, 복합기업을 보는 것은 어떨까? 이지바이오는 향후 적극적으로 양돈계열화사업을 진행할 뿐만 아니라, 양계산업에 역발상관점에서 부진한 시점에 들어갈 수 있는 기업이다.

그림39 이지바이오 Sales Breakdown



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 기대감 대비, 높은 차입금레벨, 팜스토리의 생물자산평가손익, 돼지고기 가격 하락에 대한 우려, 부진한 마니커 부문으로 인하여 최근 조정을 받고 있는 종목이다.

그림40 이지바이오 주가 추이

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

복잡한 사업구조로 인하여 단기로는 하나의 명확한 방향성을 가지기 힘들수도 있다. 그렇지만 회사가 목표로하는 장기 성장 방향성에 베팅하는 전략은 유효하다고 판단한다.

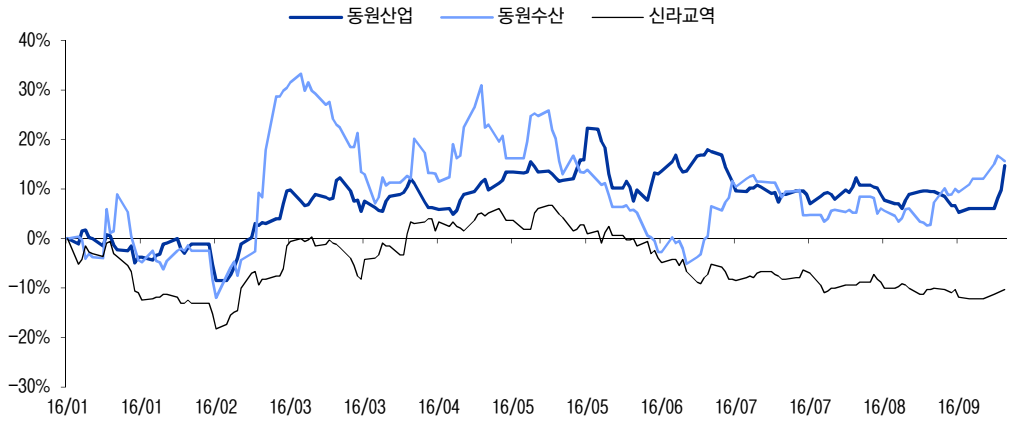
자 이제 강바닥의 주식들을 같이 공부해보자.

참치는 만선에 투자해야 할까?

참치산업 업황 어떻게 보아야할까?

올해 들어서 급격하게 진행된 음식료섹터의 주가 조정에도 불구하고 수산기업들의 주가는 상대적으로 양호한 흐름을 보여주고 있다. 이러한 주가 호조의 배경은 무엇일까? 현 시점에서는 어떠한 투자전략을 사용해야 할까?

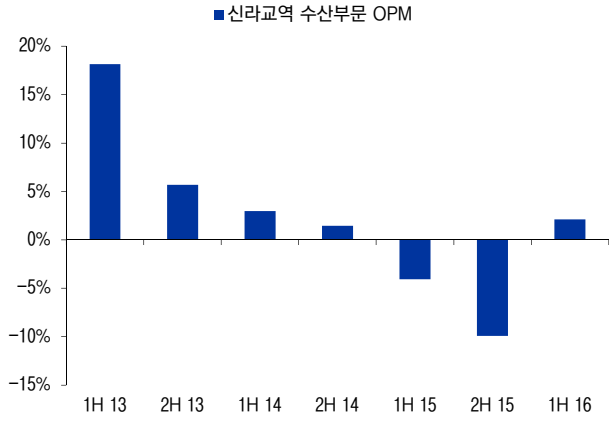
그림41 동원수산, 신라교역, 동원산업 주가 추이



자료: 동원수산, 신라교역, 동원산업, 이베스트투자증권 리서치센터

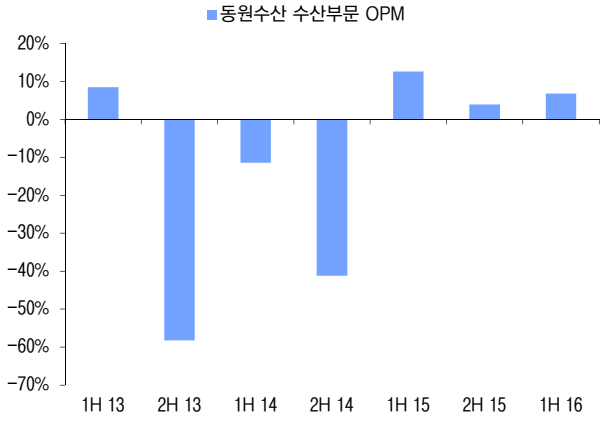
수산기업의 양호한 실적에는 참치어가 상승을 기반으로 한 수산 부문 실적 개선이 그 역할을 하였다.

그림42 신라교역 수산부문 반기별 OPM 추이



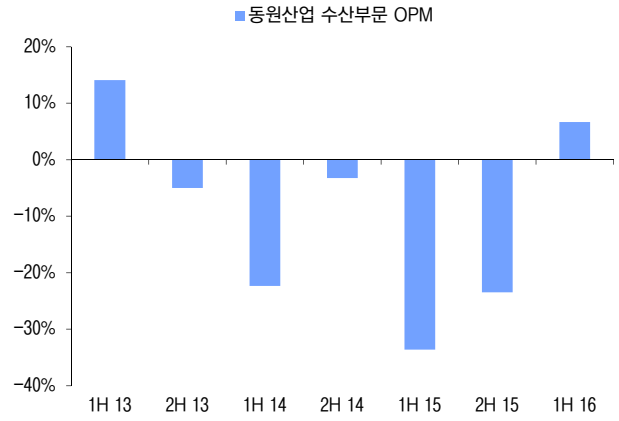
자료: 신라교역, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 동원수산 수산부문 반기별 OPM 추이



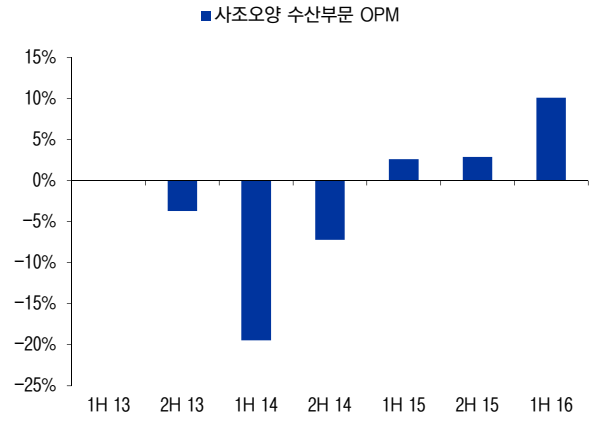
자료:동원수산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 동원산업 수산부문 반기별 OPM 추이



자료: 동원산업, 이베스트투자증권 리서치센터

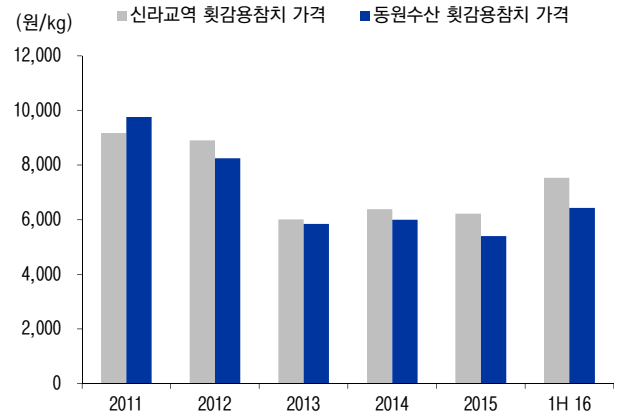
그림45 사조오양 수산부문 반기별 OPM 추이



자료:사조오양, 이베스트투자증권 리서치센터

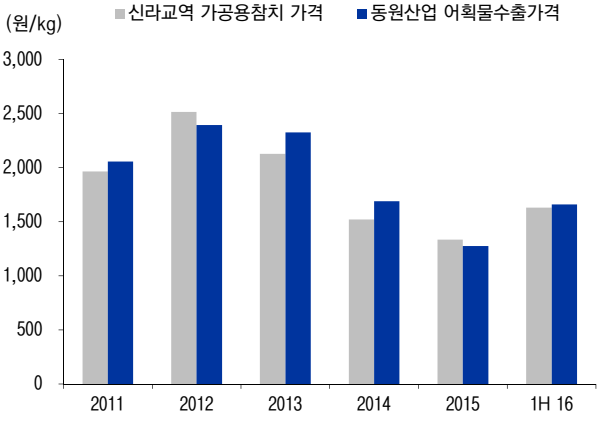
그럼 현재의 수산부문 상황을 다시 한 번 살펴보자. 어획량은 기업별로 상황이 다를 수 있지만 참치어가 자체는 분명히 작년보다 올해가 높은 것이 사실이다. 그렇다면 지금이라도 현 시점의 실적 호조를 보이고 있는 기업의 수산 부문 호황에 투자자들이 동참해야 할까?

그림46 횟감용 참치가격 추이



자료: 신라교역, 동원수산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 가공용참치(어획물) 가격 추이



자료:신라교역, 동원산업, 이베스트투자증권 리서치센터

올해의 상황을 좀 더 자세히 보자. 올해 상반기는 미국선단이 남태평양국가와의 협상이 지연되면서, 어획에 수개월간 차질을 겪어 어가가 상승한 바 있다. 이후 미국선단은 입어료, 어획기간 등 불리한 조건으로 결정지은 채, 다시 참치 어획을 재개하였다.

참치산업은 남태평양 국가들의 Bargaining Power가 매우 센 구조이다. 입어료, 선박수, 조업기간 등 방법으로 상당부분 규제를 받고 있으며 이에 관련한 불리한 조건을 타개하기 위한 노력이 상당히 필요한 산업이다. 수산부문은 장기적인 방향성에 있어서 우려가 존재하는 산업이다.

필자는 기본적으로 일상용품(Commodity)에 가까운 수산부문은 역발상으로 접근해야 한다고 판단한다. 구조적으로 가격이나 판매량이 올라가기 어려운 산업구조인 경우 평균 회귀의 법칙에 따라 평균 보다 부진할 때 베팅하는 것이 더 현명한 투자전략으로 생각하고 있기 때문이다.

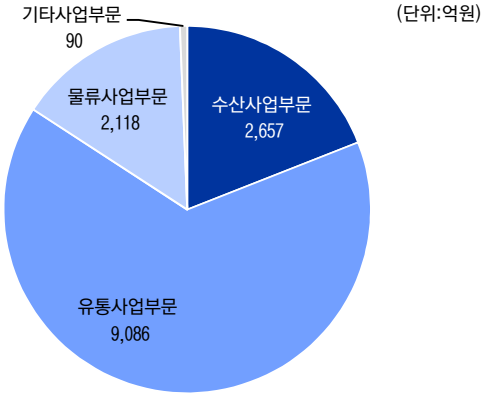
그렇다면 수산 Value Chain 중에서는 어떤 기업을 주목해야할까?

순수한 강바닥기업 or 복잡한 강바닥기업 선택은?

순수한 강바닥기업 vs 복합한 강바닥기업 선택은?

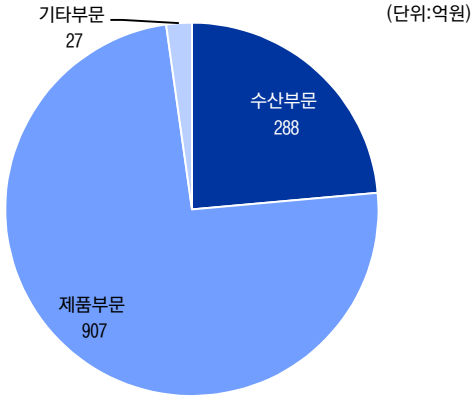
주식시장에서 순수한 수산기업은 사실상 드물다. 많은 상장된 수산기업들이 복합 수산기업에 가깝다. 동원산업은 자회사로 미국에 스타키스트를 가지고 있어서 B2C사업을 동시에 하고 있다. 어획가격 상승의 수혜가 B2C사업의 존재로 일부 상쇄되는 구조이다. 사조산업은 사조그룹의 다양한 자회사를 거느리고 있는 기업이다. 동원수산은 도시락사업으로 다변화를 꾀하고 있으며, 사조오양은 남부햄을 합병하였다. 이에 수산기업 투자 시에는 다른 사업부의 업황과 동시에 점검해야 하는 구조이다. 복합 수산기업들 가운데에서는 어떤 기업을 눈여겨 보아야 할까?

그림48 동원산업 매출 Breakdown (2015)



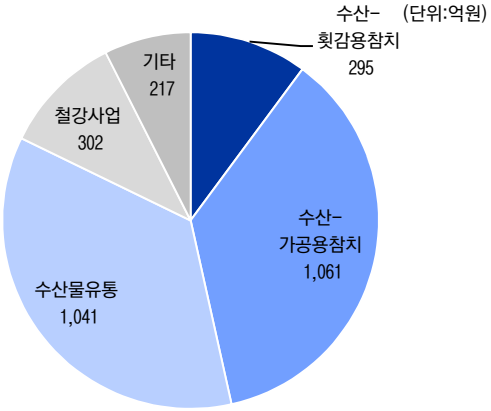
자료: 동원산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 사조오양 매출 Breakdown (1H 16)



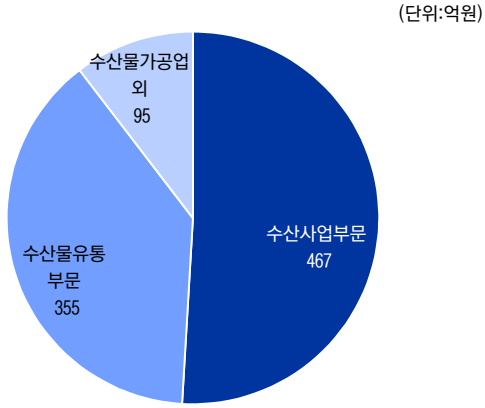
자료:사조오양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 신라교역 매출 Breakdown (2015)



자료: 신라교역, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 동원수산 매출 Breakdown (2015)

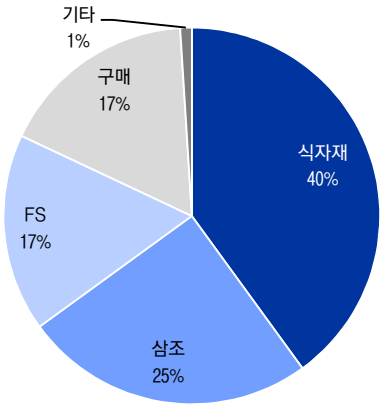


자료:동원수산, 이베스트투자증권 리서치센터

수산물유통도 눈여겨 볼 때다

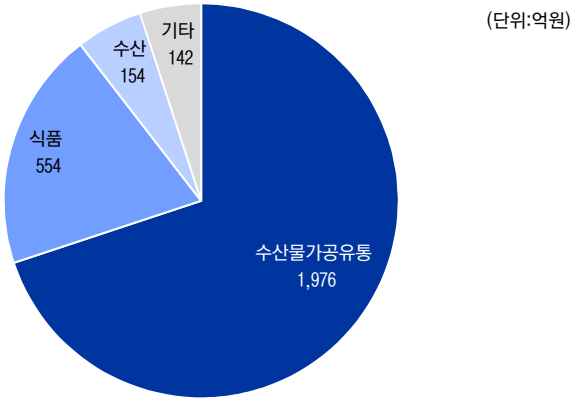
필자는 복합 수산기업 들 가운데에서 수산물유통부문의 수산복합기업인 사조씨푸드에 대한 관심이 필요하다고 판단한다. 식자재유통은 일반적으로 한국의 식음료산업 가운데 몇 안 남은 메가트렌드가 될 수 있는 사업으로 여겨진다. 일반 식자재유통에서는 CJ프레시웨이, 대상베스트코, 동원홈푸드 등의 업체가 주로 이슈가 되는 기업이다. 수산물부문에서는 사조씨푸드가 존재한다. 동원그룹에서는 동원홈푸드와 동원산업이 나누어 담당하고 있는 사업 영역을 사조그룹에서는 사조씨푸드가 담당한다고 볼 수 있겠다.

그림52 동원홈푸드 매출 Breakdown



자료: 동원F&B, 이베스트투자증권 리서치센터

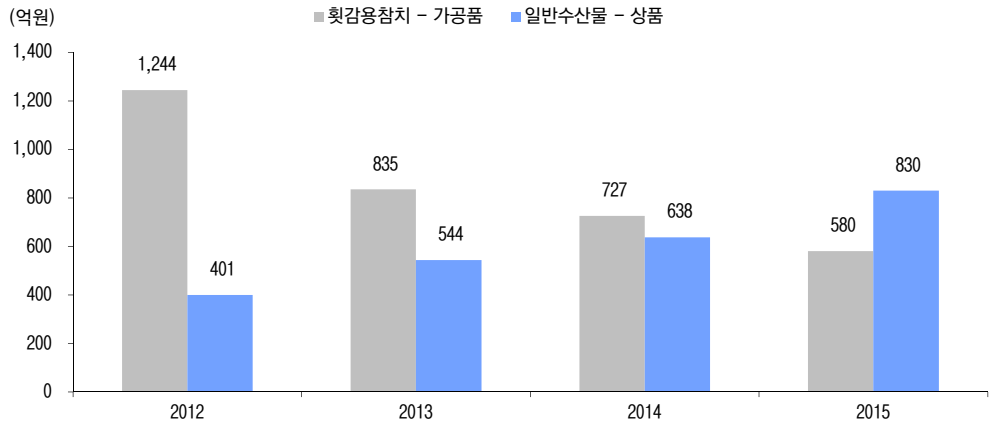
그림53 사조씨푸드 매출 Breakdown



자료: 사조씨푸드, 이베스트투자증권 리서치센터

현재의 구조는 과거의 횟감용부문을 직접 가공하여 매출하던 구조에서, 상품위주/일반수산물 위주로 변화한 상태이다. 물론 과거대비 수익성은 많이 낮아졌지만, 일반수산물/상품 비중이 상승하여 향후 성장성을 보여줄 시에 주목할 수 있는 구조다.

그림54 사조씨푸드 주요 품목 매출 추이



자료: 사조씨푸드, 이베스트투자증권 리서치센터

식자재유통은 투자가 많이 필요할 수도 있는 산업이다. 물류센터 등의 기반인프라가 필요하기 때문이다. 사조씨푸드는 수년전 건립한 부산물류센터가 가동 여유가 남아 있으며, 당분간은 부산 인근 지역에서 사업을 확장할 것으로 판단되어, 일반식자재유통업체보다는 투자 부담이 적을 것으로 판단된다.

기업분석

이지바이오 (035810) 34
대상 (001680) 36
사조씨푸드 (014710) 38
사조오양 (006090) 40
삼양사 (145990) 42
동원산업 (006040) 44

Universe

종목명	투자판단	목표주가
이지바이오	Buy (신규)	9,500 원(신규)
대상	Buy (유지)	37,000 원(유지)
사조씨푸드	Not Rated	Not Rated
사조오양	Not Rated	Not Rated
삼양사	Not Rated	Not Rated
동원산업	Not Rated	Not Rated

이지바이오 (035810)

2016. 9. 26 | 음식료

Analyst 송치호
02. 3779-8978
chihosong@ebestsec.co.kr

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥주식 분석 : 이지바이오

Buy (initiate)

목표주가 9,500 원
현재주가 6,220 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

순수 양돈/양계기업이 부담된다면 복합기업을 보자

낮아져 있는 옥수수 가격과 높은 돼지고기 가격 레벨로 양돈기업이 부담될 수 있다. 이에 실적이 저점보다는 고점에 가까울 수 있다는 우려가 존재할 수 있다. 부진한 양계산업의 대표주자는 마니커로 볼 수 있을 것이다. 다만 실적은 올해 상반기에 더욱 악화된 상태이다. 업황 턴어라운드에 베팅하기 부담스러울 수 있다. 양돈/양계산업의 역발상 투자가 부담된다면, 복합기업을 보는 것도 적절한 투자 전략이 될 수 있다고 생각한다. 이지바이오는 향후 적극적으로 양돈계열화사업을 진행할 예정이며, 이지바이오 투자 시 양계산업 역발상관점에서 부진한 시점에 들어갈 수 있게 된다.

이지바이오의 주요 체크 포인트

기대 요인을 살펴보자. 장기적으로 사료첨가제의 해외 매출 확대, 계열화사업, 옵티팜 사업 확대를 추진해나갈 것으로 예상한다. 6월 정다운에 이어, 7월 우리손에프엔지가 상장을 하였으며, 향후 옵티팜 상장을 추진하고 있다. 공모자금을 이용하여 차입금을 축소시켜나갈 목표를 가지고 있다.

주의 요인을 살펴보자. 돼지지육가격이 6월 고점 이후 하락하고 있는 점은 부담이 될 수 있다. 또한 육계산업 경쟁심화의 마니커 영향은 주의할 요인이다. 그럼에도 불구하고 장기적으로 회사의 성장 방향성이 존재하는 기업으로 단기보다는 장기 관점에서 투자해 볼만한 기업이다.

투자의견 매수, 목표주가 9,500원 제시하며 커버리지 개시

이지바이오에 대해 투자의견 매수, 목표주가 9,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 예상 BPS에 Target PBR 1.58배를 적용하여 산정하였다. Target PBR 1.58배는 역사적 상단 PBR Valuation을 적용한 수치이다.

Stock Data

KOSDAQ(9/23)		688.59pt
시가총액		3,297 억원
발행주식수		53,005 천주
52 주 최고가 / 최저가		7,540 / 4,890 원
90 일 일평균거래대금		79.87 억원
외국인 지분율		5.4%
배당수익률(16.12E)		0.8%
BPS(16.12E)		5,802 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-12.9%
	6 개월	14.5%
	12 개월	8.2%
주주구성	지원철외 5 인	34.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	1,481	82	29	17	638	142.2	113	8.5	9.0	1.1	12.9
2015	1,441	68	28	15	455	-28.7	103	12.5	10.2	1.1	8.9
2016E	1,413	88	62	38	670	47.2	123	9.3	8.3	1.1	12.3
2017E	1,420	82	55	33	631	-5.8	118	9.9	8.4	1.0	10.4
2018E	1,426	85	58	35	663	5.1	120	9.4	7.9	0.9	9.9

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

이지바이오 (035810)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	681	703	631	677	722
현금 및 현금성자산	98	134	47	76	111
매출채권 및 기타채권	205	209	193	197	198
재고자산	213	193	201	206	207
기타유동자산	165	166	190	198	206
비유동자산	813	878	866	858	851
관계기업투자등	68	77	80	83	87
유형자산	598	644	632	617	603
무형자산	61	57	56	56	55
자산총계	**1,494**	**1,581**	**1,497**	**1,535**	**1,573**
유동부채	897	947	796	801	804
매입채무 및 기타재무	100	110	108	111	111
단기금융부채	745	783	634	634	634
기타유동부채	52	53	54	56	58
비유동부채	230	235	245	247	250
장기금융부채	179	177	179	179	179
기타비유동부채	51	58	65	68	71
부채총계	**1,127**	**1,182**	**1,041**	**1,048**	**1,054**
지배주주지분	254	271	308	338	371
자본금	26	27	27	27	27
자본잉여금	100	110	110	110	110
이익잉여금	129	150	183	213	246
비지배주주지분(연결)	113	128	149	149	149
자본총계	**367**	**399**	**456**	**487**	**519**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**1,481**	**1,441**	**1,413**	**1,420**	**1,426**
매출원가	1,230	1,204	1,159	1,164	1,170
매출총이익	**250**	**236**	**254**	**256**	**257**
판매비 및 관리비	168	168	167	173	172
영업이익	**82**	**68**	**88**	**82**	**85**
(EBITDA)	113	103	123	118	120
금융손익	-43	-40	-16	-25	-25
이자비용	40	36	26	33	33
관계기업등 투자손익	3	4	2	2	2
기타영업외손익	-13	-4	-11	-4	-4
세전계속사업이익	**29**	**28**	**62**	**55**	**58**
계속사업법인세비용	10	11	25	22	23
계속사업이익	20	17	38	33	35
중단사업이익	-2	-2	0	0	0
당기순이익	**17**	**15**	**38**	**33**	**35**
지배주주	30	23	36	33	35
총포괄이익	**12**	**14**	**37**	**33**	**35**
매출총이익률 (%)	16.9	16.4	18.0	18.0	18.0
영업이익률 (%)	5.5	4.7	6.2	5.8	6.0
EBITDA 마진률 (%)	7.7	7.1	8.7	8.3	8.4
당기순이익률 (%)	1.2	1.1	2.7	2.4	2.5
ROA (%)	2.1	1.5	2.3	2.2	2.3
ROE (%)	12.9	8.9	12.3	10.4	9.9
ROIC (%)	5.4	3.9	5.0	4.7	4.9

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**17**	**74**	**71**	**60**	**67**
당기순이익(손실)	17	15	38	33	35
비현금수익비용가감	99	82	54	36	35
유형자산감가상각비	30	34	35	35	34
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	10	-7	18	0	0
영업활동 자산부채변동	-56	16	3	-9	-4
매출채권 감소(증가)	5	-8	15	-5	-1
재고자산 감소(증가)	-34	22	-8	-5	-1
매입채무 증가(감소)	-37	9	4	3	1
기타자산, 부채변동	11	-7	-9	-2	-3
투자활동 현금	**-37**	**-55**	**-17**	**-28**	**-29**
유형자산처분(취득)	-30	-53	-22	-20	-20
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	12	15	-8	-4	-4
기타투자활동	-19	-17	13	-4	-4
재무활동 현금	**20**	**18**	**-140**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	35	22	-146	0	0
자본의 증가(감소)	4	-4	6	-3	-3
배당금의 지급	3	4	3	3	3
기타재무활동	-19	-1	0	0	0
현금의 증가	**0**	**36**	**-87**	**29**	**35**
기초현금	98	98	134	47	76
기말현금	98	134	47	76	111

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	8.5	12.5	9.3	9.9	9.4
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.0	10.2	8.3	8.4	7.9
P/CF	2.2	3.0	3.6	4.7	4.7
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	-1.6	-2.7	-1.9	0.4	0.5
영업이익	109.1	-17.3	29.0	-5.9	3.1
세전이익	117.5	-3.6	120.8	-11.3	5.1
당기순이익	61.4	-11.2	143.1	-11.0	5.1
EPS	142.2	-28.7	47.2	-5.8	5.1
안정성(%)					
부채비율	306.7	295.9	228.2	215.3	202.9
유동비율	76.0	74.2	79.3	84.6	89.9
순차입금/자기자본	203.5	187.9	151.1	135.0	119.1
영업이익/금융비용	2.0	1.9	3.4	2.5	2.6
총차입금 (십억원)	924	960	814	814	814
순차입금 (십억원)	748	750	689	657	619
주당지표 (원)					
EPS	638	455	670	631	663
BPS	5,036	5,117	5,802	6,382	6,995
CFPS	2,439	1,910	1,721	1,309	1,328
DPS	50	50	50	50	50

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

대상 (001680)

2016. 9. 26 | 음식료

Analyst **송치호**
02. 3779-8978
chihosong@ebestsec.co.kr

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥주식 분석 : 대상

Buy (maintain)

목표주가 **37,000 원**
현재주가 **29,150 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

대상의 라이신 주 재료는 원당

라이신으로 대표되는 사료용 아미노산의 원재료를 살펴보자. 라이신은 곡물을 원재료로 발효의 방법을 통해서 만들어진다. 이에 주요 원재료는 곡물이다. 라이신의 원재료는 옥수수 또는 원당으로 볼 수 있다. 옥수수와 원당은 지난 1년간 매우 상반된 가격 움직임을 보여주었다. 옥수수는 지난 수 년간의 저점 수준을 기록하고 있는 반면, 설탕가격은 지난 1년간 80%가량 상승했다. 대상의 라이신사업은 설탕을 원재료로 사용하는 설비로 향후 라이신사업의 원가측면에서는 주의할 필요가 존재한다.

대상의 주요 체크 포인트

1H 16 매출 13,950억원(YoY 8.4%), 영업이익 654억원(YoY 12.7%) 기록하면서, 1H 15 매출 12,868억원, 영업이익 580억원 대비 성장하였다. 영업이익 호조의 배경은 식품부문 및 소재부문의 이익이 동반하여 개선되었기 때문이다. 식품부문의 이익 개선은 대상베스트코의 적자 축소가, 소재부문의 기대보다 양호한 수익성 개선에는 예상보다 라이신부문 수익성 정상화가 빨랐던 점 등의 배경에 기인하는 것으로 추정한다.

전년 3분기의 높은 영업이익레벨은 기고효과로 작용할 수 있으며, 또한 원당가격이 전년 대비 상승해있는 점은 주의하여야할 요인으로 판단한다. 동사의 작년 3분기 추석선물세트 매출은 500억 규모로 추정하며, 이 부문은 김영란법으로 인한 수혜기대감이 존재할 수 있다. 대상베스트코는 거래처조정, 프랜차이즈매출 증가, 판관비 통합관리 등 체질개선 중으로 내년까지 수익성 개선 노력을 지속할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원을 유지한다. 향후 원당가격 추이, 라이신부문 수익성 방향성, 대상베스트코 수익성 방향성, 17년 해외 전분당 공장 증설, 장류부문 방향성 등을 체크하면서 점검해야 할 주식이다.

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,054.07pt
시가총액		10,031 억원
발행주식수		34,412 천주
52 주 최고가 / 최저가		37,800 / 26,950 원
90 일 일평균거래대금		60.55 억원
외국인 지분율		11.4%
배당수익률(16.12E)		1.4%
BPS(16.12E)		23,923 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.0%
	6 개월	-7.2%
	12 개월	-9.6%
주주구성	임창욱외 5 인	45.0%
	국민연금공단	12.2%
	삼성자산운용	5.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	2,589	140	114	90	2,696	-15.3	203	12.4	7.0	1.6	12.9
2015	2,635	110	78	47	1,674	-37.9	178	19.5	8.6	1.5	7.5
2016E	2,865	126	101	78	2,353	40.5	203	12.4	7.0	1.2	9.9
2017E	2,883	128	108	85	2,561	8.9	208	11.4	6.5	1.1	9.9
2018E	2,900	129	109	86	2,592	1.2	209	11.2	6.2	1.0	9.3

자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

대상 (001680)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	862	1,002	1,239	1,291	1,355
현금 및 현금성자산	156	254	298	355	400
매출채권 및 기타채권	238	247	265	254	256
재고자산	243	285	288	277	279
기타유동자산	225	217	389	404	421
비유동자산	953	1,103	1,126	1,146	1,165
관계기업투자등	53	64	69	71	74
유형자산	679	802	816	829	842
무형자산	113	113	111	109	107
자산총계	**1,815**	**2,105**	**2,365**	**2,437**	**2,520**
유동부채	563	799	795	790	795
매입채무 및 기타재무	222	265	243	234	235
단기금융부채	272	469	456	456	456
기타유동부채	69	64	96	100	104
비유동부채	467	488	685	691	697
장기금융부채	350	355	543	543	543
기타비유동부채	116	133	142	148	154
부채총계	**1,030**	**1,286**	**1,480**	**1,480**	**1,492**
지배주주지분	758	793	862	933	1,005
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	297	292	292	292	292
이익잉여금	468	509	574	645	717
비지배주주지분(연결)	27	25	24	24	24
자본총계	**784**	**819**	**885**	**956**	**1,028**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**2,589**	**2,635**	**2,865**	**2,883**	**2,900**
매출원가	1,860	1,895	2,072	2,083	2,095
매출총이익	**729**	**740**	**793**	**800**	**805**
판매비 및 관리비	589	630	668	672	676
영업이익	**140**	**110**	**126**	**128**	**129**
(EBITDA)	203	178	203	208	209
금융손익	-16	-22	-15	-12	-11
이자비용	23	25	29	29	29
관계기업등 투자손익	2	4	3	3	3
기타영업외손익	-12	-14	-13	-12	-12
세전계속사업이익	**114**	**78**	**101**	**108**	**109**
계속사업법인세비용	24	30	23	23	23
계속사업이익	90	47	78	85	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**90**	**47**	**78**	**85**	**86**
지배주주	93	58	82	89	90
총포괄이익	**92**	**48**	**79**	**85**	**86**
매출총이익률 (%)	28.2	28.1	27.7	27.8	27.7
영업이익률 (%)	5.4	4.2	4.4	4.5	4.4
EBITDA 마진률 (%)	7.9	6.7	7.1	7.2	7.2
당기순이익률 (%)	3.5	1.8	2.7	3.0	3.0
ROA (%)	5.2	3.0	3.7	3.7	3.6
ROE (%)	12.9	7.5	9.9	9.9	9.3
ROIC (%)	11.4	6.3	8.3	8.4	8.5

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**163**	**92**	**-14**	**180**	**169**
당기순이익(손실)	90	47	78	85	86
비현금수익비용가감	132	159	-102	82	83
유형자산감가상각비	58	62	72	75	76
무형자산상각비	5	5	5	5	5
기타현금수익비용	0	91	-179	2	3
영업활동 자산부채변동	-15	-61	10	13	-1
매출채권 감소(증가)	-4	-20	-17	10	-2
재고자산 감소(증가)	-13	-47	0	11	-2
매입채무 증가(감소)	17	40	-24	-10	1
기타자산, 부채변동	-15	-34	51	1	1
투자활동 현금	**-161**	**-187**	**-102**	**-109**	**-110**
유형자산처분(취득)	-103	-184	-87	-88	-88
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	-15	-6	-12	-13
기타투자활동	-54	16	-7	-5	-6
재무활동 현금	**-46**	**195**	**161**	**-14**	**-14**
차입금의 증가(감소)	-41	199	175	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-11	-14	-14	-14
배당금의 지급	5	11	14	14	14
기타재무활동	0	6	0	0	0
현금의 증가	**-45**	**98**	**44**	**57**	**45**
기초현금	201	156	254	298	355
기말현금	156	254	298	355	400

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	19.5	12.4	11.4	11.2
P/B	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	8.6	7.0	6.5	6.2
P/CF	5.4	5.7	n/a	6.3	6.2
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	1.8	1.8	8.7	0.6	0.6
영업이익	-10.0	-21.7	14.4	2.2	0.5
세전이익	-5.2	-31.8	29.5	7.3	1.2
당기순이익	-14.9	-47.6	64.9	9.7	1.2
EPS	-15.3	-37.9	40.5	8.9	1.2
안정성(%)					
부채비율	131.3	157.1	167.2	154.8	145.1
유동비율	153.1	125.5	155.8	163.4	170.4
순차입금/자기자본	32.9	46.4	43.5	33.0	25.0
영업이익/금융비용	6.1	4.4	4.3	4.4	4.4
총차입금 (십억원)	623	824	998	998	998
순차입금 (십억원)	258	380	385	315	257
주당지표 (원)					
EPS	2,696	1,674	2,353	2,561	2,592
BPS	21,042	22,027	23,923	25,893	27,891
CFPS	6,173	5,711	n/a	4,640	4,706
DPS	300	400	400	400	400

자료: 대상, 이베스트투자증권 리서치센터

사조씨푸드 (014710)

2016. 9. 26 | 음식료

Analyst 송치호
02. 3779-8978
chihosong@ebestsec.co.kr

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥주식 분석 : 사조씨푸드

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 7,680 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

수산물 식자재유통 기업인 사조씨푸드

식자재유통은 일반적으로 한국의 식음료산업 가운데 몇 안 남은 메가트렌드가 될 수 있는 사업으로 여겨진다. 일반 식자재유통에서는 CJ프레시웨이, 대상베스트코, 동원홈푸드 등 업체가 많이들 분석을 하는 기업이다. 수산물 부문에서는 사조씨푸드가 존재한다. 동원그룹에서는 동원홈푸드와 동원산업이 나누어 담당하고 있는 사업 영역을 사조그룹에서는 사조씨푸드가 담당한다고 볼 수 있겠다.

상반기 양호한 실적 성장 & 수 년간의 회사의 구조 변화

사조씨푸드는 16년 상반기 양호한 실적 성장을 보여 주었다. 1H 16 실적 성장은 1) 수산물가공유통 부문 매출 성장(YoY 23.9%) 및 수익성 개선, 2) 수산 부문 영업이익 개선에 기인한다. 수산물 가공유통 부문에서 12년 -> 15년 기간동안 동사는 횟감용 매출은 감소(12년 1640억원 -> 15년 1,051억원)한 반면, 일반수산물 매출은 증가해왔다.(12년 508억원 -> 15년 925억원). 비즈니스모델이 과거의 횟감용부문을 직접 가공하여 매출하던 구조에서, 상품위주/일반수산물 위주로 변화하고 있는 과정이다. 물론 과거대비 수익성은 많이 낮아졌지만, 일반수산물/상품 비중이 상승하여 향후 성장성을 보여줄 시에 주목할 수 있는 구조다.

수산물 식자재유통시장에서의 잠재 성장성은 기대요인이다. 품목수가 많은 상품위주의 일반 수산물유통 부문이 늘어나면서 수익성이 낮아지는 점은 주의할 요인이다.

Valuation & 투자관련 주목해야 할 포인트

12년 상장 이후 하단 PBR Valuation은 0.5배이며, 상단은 1.2배이다. 현 Valuation은 (9/23 기준) 0.73배로 하단에 더 가깝다. 향후 일반수산물유통 부문의 성장여부를 점검하면서 체크할 주식이다.

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,054.07pt
시가총액		1,322 억원
발행주식수		17,219 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,280 / 5,910 원
90 일 일평균거래대금		11.41 억원
외국인 지분율		2.1%
배당수익률(16.12E)		0.0%
BPS(16.12E)		10,838 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	3.0%
	6 개월	10.7%
	12 개월	-9.4%
주주구성	사조산업(주)외 1 인	62.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	281	28	23	18	n/a	n/a	32	n/a	3.5	n/a	17.7
2012	282	21	15	11	650	n/a	25	9.4	6.7	0.7	8.7
2013	254	10	7	5	298	-54.1	14	25.8	13.4	0.8	3.3
2014	263	12	11	9	541	81.5	16	14.2	10.6	0.8	5.8
2015	283	9	10	6	351	-35.1	14	21.9	11.8	0.7	3.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

사조씨푸드 (014710)

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	69	122	107	78	82
현금 및 현금성자산	1	40	32	3	1
매출채권 및 기타채권	16	12	15	13	14
재고자산	48	66	50	52	47
기타유동자산	4	4	10	10	20
비유동자산	181	167	170	168	173
관계기업투자등	29	19	22	24	33
유형자산	98	94	94	90	88
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	**249**	**289**	**276**	**246**	**255**
유동부채	77	77	64	55	53
매입채무 및 기타재무	10	10	10	12	9
단기금융부채	60	60	51	36	37
기타유동부채	7	7	3	7	7
비유동부채	70	59	56	24	23
장기금융부채	51	45	42	12	8
기타비유동부채	20	14	15	12	15
부채총계	**147**	**136**	**120**	**80**	**77**
지배주주지분	103	154	156	166	179
자본금	13	17	17	17	17
자본잉여금	12	51	51	51	51
이익잉여금	80	91	96	105	111
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**103**	**154**	**156**	**166**	**179**

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	**281**	**282**	**254**	**263**	**283**
매출원가	243	251	232	238	259
매출총이익	**38**	**31**	**21**	**26**	**23**
판매비 및 관리비	10	10	12	14	14
영업이익	**28**	**21**	**10**	**12**	**9**
(EBITDA)	32	25	14	16	14
금융손익	-6	-6	-3	-3	-1
이자비용	6	6	4	3	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	1	1
기타영업외손익	1	0	0	1	0
세전계속사업이익	**23**	**15**	**7**	**11**	**10**
계속사업법인세비용	5	3	1	2	4
계속사업이익	18	11	5	9	6
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**18**	**11**	**5**	**9**	**6**
지배주주	18	11	5	9	6
총포괄이익	**-14**	**8**	**2**	**10**	**13**
매출총이익률 (%)	13.5	10.9	8.4	9.7	8.2
영업이익률 (%)	9.9	7.4	3.7	4.5	3.4
EBITDA 마진률 (%)	11.3	9.0	5.5	6.1	4.8
당기순이익률 (%)	6.4	4.0	2.0	3.5	2.1
ROA (%)	7.5	4.2	1.8	3.6	2.4
ROE (%)	17.7	8.7	3.3	5.8	3.5
ROIC (%)	12.8	8.3	3.8	5.3	3.3

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동 현금흐름	**15**	**-2**	**21**	**15**	**11**
당기순이익(손실)	18	11	5	9	6
비현금수익비용가감	14	14	9	8	8
유형자산감가상각비	4	4	4	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-1	0	0	-2	-1
영업활동 자산부채변동	-8	-15	12	1	2
매출채권 감소(증가)	-5	4	-2	1	-1
재고자산 감소(증가)	-5	-19	16	-3	6
매입채무 증가(감소)	1	2	-2	3	-3
기타자산, 부채변동	0	-3	0	-1	0
투자활동 현금	**-19**	**5**	**-13**	**-1**	**-11**
유형자산처분(취득)	-3	0	-4	0	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	6	-5	-1	-12
기타투자활동	-16	0	-5	0	1
재무활동 현금	**1**	**36**	**-15**	**-44**	**-2**
차입금의 증가(감소)	1	-6	-13	-43	-2
자본의 증가(감소)	0	43	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	-2	0	0
현금의 증가	**-1**	**39**	**-8**	**-30**	**-2**
기초현금	2	1	40	32	3
기말현금	1	40	32	3	1

주요 투자지표

	2011	2012	2013	2014	2015
투자지표 (x)					
P/E	n/a	9.4	25.8	14.2	21.9
P/B	n/a	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.5	6.7	13.4	10.6	11.8
P/CF	n/a	4.2	9.0	7.5	9.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	27.9	0.4	-10.0	3.8	7.3
영업이익	68.7	-25.4	-54.3	25.0	-20.2
세전이익	34.1	-37.2	-54.8	71.3	-14.7
당기순이익	36.3	-37.3	-54.1	81.5	-35.1
EPS	n/a	n/a	-54.1	81.5	-35.1
안정성(%)					
부채비율	143.2	88.3	76.7	48.1	42.8
유동비율	89.4	158.4	168.1	140.6	153.9
순차입금/자기자본	106.6	41.8	35.1	23.9	15.4
영업이익/금융비용	5.0	3.4	2.4	3.6	5.6
총차입금 (십억원)	111	105	92	49	46
순차입금 (십억원)	109	64	55	40	28
주당지표 (원)					
EPS	n/a	650	298	541	351
BPS	7,887	8,924	9,083	9,650	10,381
CFPS	n/a	1,477	849	1,030	804
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 사조씨푸드, 이베스트투자증권 리서치센터

사조오양 (006090)

2016. 9. 26 | 음식료

Analyst 송치호
02. 3779-8978
chihosong@ebestsec.co.kr

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥주식 분석 : 사조오양

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 12,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

돼지고기 가격이 하락한다면 육가공기업을 살펴보자?

식육가격 하락은 축산업 주식에 있어서 시장에서 우려 또는 기대하는 포인트이다. 식육업체입장에서 우려요인일 수 있다. 그렇다면 반대로 육가공업체 입장에서는 기대요인이 아닐까? 물론 이론적으로는 그럴 수 있으나, 이에 대한 실익은 적을 수 있다. 육가공업체들은 올해 상반기 저가의 돼지고기 원재료 투입 기대감으로 이미 주목 받은 바 있다. 다만 롯데푸드는 유가공, 유지, 아이스크림, HMR 등 다양한 사업을 영위하고 있으며, 사조오양 또한 게맛살, 수산 부문 등 다른 사업부문의 존재로 이에 대한 효과는 희석될 수 있다. 또한 롯데푸드 및 사조오양 둘 다 수입산 돼지고기를 동시에 사용하고 있어 재고 등을 감안하면 정확한 실적 영향 타이밍을 계측하는 데는 한계가 존재한다. 또한 육가공업체가 사용하는 돼지고기 부위는 우리가 일반적으로 익숙한 삼겹살이 아닌 가격 움직임이 상이하게 움직이는 전지/후지 등 특수부위 위주로 사용하는 점은 일반적인 돼지지육가격에 단순히 투자전략을 의존하는 것을 어렵게 하는 요인이다.

사조오양의 주요 체크 포인트

1H 16 매출 1,223억원(YoY 101.0%), 영업이익 97억원(YoY 322.4%)을 기록하면서, 1H 15 매출 608억원, 영업이익 23억원 대비 대폭 성장하였다. 실적 성장은 15년 6월부터 인식된 사조남부햄 합병효과 및 수산 부문 OPM 개선(1H 15 : 2.6% -> 1H 16 : 10.1%)에 따르는 것으로 판단한다. 사조남부햄은 15년 6월 16일자로 합병하여, 16년 하반기부터는 합병효과의 실적 레벨업효과는 마무리된다.

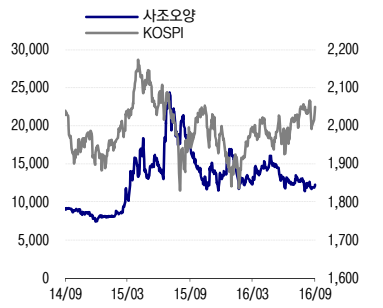
Valuation & 투자관련 주목해야 할 포인트

동사의 P/B Valuation은 09년 이후 평균인 0.87배보다 소폭 높은 0.97배 (9/23 기준)에 위치하고 있다. 식품제조부문 매출추이, 어획물가격, 돈육가격 등을 점검하며 체크해야 할 주식이다.

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,054.07pt
시가총액		1,140 억원
발행주식수		9,423 천주
52 주 최고가 / 최저가		18,100 / 11,400 원
90 일 일평균거래대금		7.94 억원
외국인 지분율		0.7%
배당수익률(16.12E)		0.0%
BPS(16.12E)		13,355 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.9%
	6 개월	-5.8%
	12 개월	-34.9%
주주구성	(주)사조대림외 4 인	60.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	137	13	10	7	1,496	-65.8	16	10.0	7.7	1.0	10.0
2012	127	12	4	1	132	-91.2	14	86.7	7.0	0.7	0.8
2013	110	1	6	4	962	628.5	4	12.6	47.0	0.7	5.7
2014	112	-6	-4	-3	-684	적전	-3	-17.7	-67.7	0.7	-4.0
2015	195	11	12	9	1,367	흑전	16	8.9	14.4	1.0	9.9

자료: 사조오양, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

사조오양 (006090)

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	73	82	54	42	68
현금 및 현금성자산	2	8	0	0	2
매출채권 및 기타채권	10	13	9	9	24
재고자산	22	26	26	20	34
기타유동자산	38	35	19	14	8
비유동자산	100	92	119	131	214
관계기업투자등	31	16	27	32	39
유형자산	39	47	49	57	110
무형자산	0	0	0	0	12
자산총계	**173**	**174**	**173**	**173**	**283**
유동부채	92	82	71	68	123
매입채무 및 기타재무	12	9	12	11	23
단기금융부채	78	71	56	57	94
기타유동부채	2	2	2	0	6
비유동부채	12	20	26	31	42
장기금융부채	4	11	17	24	28
기타비유동부채	8	9	8	7	14
부채총계	**105**	**102**	**97**	**99**	**165**
지배주주지분	68	72	76	74	117
자본금	22	22	22	22	47
자본잉여금	6	6	6	6	61
이익잉여금	38	38	42	39	48
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**68**	**72**	**76**	**74**	**117**

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	**137**	**127**	**110**	**112**	**195**
매출원가	120	112	105	114	174
매출총이익	**17**	**16**	**5**	**-2**	**21**
판매비 및 관리비	4	4	4	4	10
영업이익	**13**	**12**	**1**	**-6**	**11**
(EBITDA)	16	14	4	-3	16
금융손익	0	0	-2	-2	-3
이자비용	4	4	3	3	4
관계기업등 투자손익	-2	-9	-1	4	6
기타영업외손익	-1	1	7	0	-2
세전계속사업이익	**10**	**4**	**6**	**-4**	**12**
계속사업법인세비용	3	3	1	-1	2
계속사업이익	7	1	4	-3	9
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**7**	**1**	**4**	**-3**	**9**
지배주주	7	1	4	-3	9
총포괄이익	**6**	**4**	**2**	**-3**	**10**
매출총이익률 (%)	12.5	12.3	4.6	-1.5	10.9
영업이익률 (%)	9.6	9.1	1.0	-5.2	5.6
EBITDA 마진률 (%)	11.6	11.3	3.6	-2.5	8.3
당기순이익률 (%)	4.7	0.5	3.8	-2.7	4.8
ROA (%)	4.2	0.3	2.4	-1.7	4.1
ROE (%)	10.0	0.8	5.7	-4.0	9.9
ROIC (%)	9.3	1.9	0.7	-3.5	5.5

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동 현금흐름	**11**	**5**	**3**	**3**	**18**
당기순이익(손실)	7	1	4	-3	9
비현금수익비용가감	9	12	-1	0	6
유형자산감가상각비	3	3	3	3	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	2	5	-7	-5	-7
영업활동 자산부채변동	-1	-5	1	7	3
매출채권 감소(증가)	-2	-2	3	0	1
재고자산 감소(증가)	-2	-4	0	6	-1
매입채무 증가(감소)	1	-3	2	-2	-2
기타자산, 부채변동	2	4	-4	4	5
투자활동 현금	**-31**	**5**	**1**	**-6**	**-9**
유형자산처분(취득)	-2	-11	-10	-9	-11
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-31	20	26	5	1
기타투자활동	3	-4	-15	-2	0
재무활동 현금	**21**	**-4**	**-12**	**3**	**-7**
차입금의 증가(감소)	25	0	-8	7	-3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-4	-4	-4	-3	-4
현금의 증가	**1**	**6**	**-8**	**0**	**1**
기초현금	1	2	8	0	0
기말현금	2	8	0	0	2

주요 투자지표

	2011	2012	2013	2014	2015
투자지표 (x)					
P/E	10.0	86.7	12.6	-17.7	8.9
P/B	1.0	0.7	0.7	0.7	1.0
EV/EBITDA	7.7	7.0	47.0	-67.7	14.4
P/CF	4.3	4.0	15.3	n/a	5.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	8.6	-7.4	-13.7	1.9	74.3
영업이익	-39.4	-12.8	-90.9	적전	흑전
세전이익	-59.3	-64.7	59.6	적전	흑전
당기순이익	-65.8	-91.2	628.5	적전	흑전
EPS	-65.8	-91.2	628.5	적전	흑전
안정성(%)					
부채비율	154.0	142.0	127.2	134.5	141.0
유동비율	78.4	99.4	76.4	62.1	55.5
순차입금/자기자본	84.3	70.7	91.4	104.1	100.6
영업이익/금융비용	3.4	2.7	0.3	-1.7	2.9
총차입금 (십억원)	82	82	74	81	122
순차입금 (십억원)	57	51	69	77	118
주당지표 (원)					
EPS	1,496	132	962	-684	1,367
BPS	15,590	16,514	17,420	16,952	12,441
CFPS	3,460	2,859	790	n/a	2,285
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 사조오양, 이베스트투자증권 리서치센터

삼양사 (145990)

2016. 9. 26 | 음식료

Analyst **송치호**
02. 3779-8978
chihosong@ebestsec.co.kr

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥주식 분석 : 삼양사

Not Rated

목표주가 **Not Rated**
현재주가 **101,000 원**

설탕은 반대의 길을 가고 있다

15년 9월 이후 원당가격은 76.9% 상승하면서 주요 곡물가격 중에서 가장 높은 수익률을 보이고 있다. 반대로 소맥은 가장 부진한 -21.6%, 옥수수는 -13.7%의 수익률을 보이고 있다. 삼양사의 제당업과 제분업을 하고 있는 회사이다. 그렇기에 원재료에서 원당과 원맥의 비중이 높은 회사이다. 그렇기에 원재료 중 원당의 가격 움직임에는 주의할 필요가 존재한다. 삼양사는 15년 사업보고서에 따르면 1,873억원의 원당을 원재료비용으로 지출하였다. 삼양사는 원재료 가격 상승을 가격전가를 통해서 대응하려는 계획을 보유하고 있다. 실제 가격 전가 여부에 대한 체크를 하면서 실적을 점검해야만 할 것이다.

삼양사의 주요 체크 포인트

상반기 실적 성장은 외부적으로는 삼양제넥스 인수합병(16년 1월, 15년 매출 3,902억원, 영업이익 401억원), 삼양패키징 인식효과(15년 7월 아셉시스글로벌 흡수합병. 합병 후 기존 삼양패키징+합병한 패키징 매출 3000억 전후 추정) 등에 영향을 받았다. 내부적으로는 식품(제넥스, 설탕, 밀가루 등이 골고루 수익 개선), 화학(엔지니어링 플라스틱 수익성 대폭 개선) 부문 실적 개선에 영향을 받았다. 식품부문은 낮은 곡물가의 원재료 투입, 화학부문은 전방산업 호조 및 낮은 원재료가격 등이 수익성 개선에 영향을 준 것으로 판단한다. 향후 실적의 Key 변수는 식품부문의 투입원재료가격 방향성, 식품 부문 가격 인상여부, 화학부문의 엔지니어링 플라스틱의 수익성 지속여부가 될 것이다.

Valuation & 투자관련 주목해야 할 포인트

컨센서스 기준(FnGuide 9/23기준) P/E는 9.0배. 배당수익률은 1.5%이다. 식품부문의 투입원재료가격 방향성, 식품부문 가격 인상여부, 화학부문의 엔지니어링 플라스틱의 수익성 지속여부 등을 체크하며 투자할 주식이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,054.07pt
시가총액		10,393 억원
발행주식수		10,290 천주
52 주 최고가 / 최저가		127,500 / 88,800 원
90 일 일평균거래대금		22.6 억원
외국인 지분율		4.8%
배당수익률(16.12E)		1.5%
BPS(16.12E)		104,140 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.1%
	6 개월	2.3%
	12 개월	6.2%
주주구성	삼양홀딩스외 9 인	64.3%
	국민연금공단	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	232	-6	-1	-1	-327	적전	-3	-148.3	-102.8	0.5	n/a
2012	1,367	16	25	26	6,131	흑전	32	8.1	9.1	0.5	6.4
2013	1,345	21	29	19	4,325	-29.5	38	23.4	28.9	1.1	4.5
2014	1,355	37	41	30	5,985	38.4	57	16.9	20.7	1.1	6.1
2015	1,446	76	66	51	7,747	29.4	112	13.0	12.8	1.0	8.0

자료: 삼양사, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

삼양사 (145990)

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	496	417	357	480	458
현금 및 현금성자산	72	37	68	122	71
매출채권 및 기타채권	193	144	138	144	202
재고자산	167	149	111	180	167
기타유동자산	64	87	39	34	17
비유동자산	426	410	424	601	980
관계기업투자등	24	24	25	68	68
유형자산	385	372	383	487	687
무형자산	6	5	5	8	193
자산총계	**922**	**827**	**781**	**1,081**	**1,438**
유동부채	472	365	303	395	359
매입채무 및 기타재무	206	160	152	136	155
단기금융부채	243	181	122	212	154
기타유동부채	23	24	29	48	51
비유동부채	50	52	48	111	375
장기금융부채	8	8	6	50	310
기타비유동부채	42	44	41	60	65
부채총계	**522**	**417**	**350**	**506**	**734**
지배주주지분	400	410	431	575	608
자본금	22	22	24	32	32
자본잉여금	381	381	380	480	479
이익잉여금	-3	18	37	59	95
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	96
자본총계	**400**	**410**	**431**	**575**	**703**

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	**232**	**1,367**	**1,345**	**1,355**	**1,446**
매출원가	213	1,187	1,164	1,156	1,195
매출총이익	**19**	**180**	**181**	**199**	**250**
판매비 및 관리비	25	164	160	162	175
영업이익	**-6**	**16**	**21**	**37**	**76**
(EBITDA)	-3	32	38	57	112
금융손익	-9	8	3	-5	-15
이자비용	1	4	2	2	9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	-1
기타영업외손익	14	1	5	9	6
세전계속사업이익	**-1**	**25**	**29**	**41**	**66**
계속사업법인세비용	-1	4	10	11	15
계속사업이익	0	20	19	30	51
중단사업이익	-2	6	0	0	0
당기순이익	**-1**	**26**	**19**	**30**	**51**
지배주주	-1	26	19	30	48
총포괄이익	**-1**	**26**	**19**	**37**	**49**
매출총이익률 (%)	8.4	13.2	13.5	14.7	17.3
영업이익률 (%)	-2.5	1.2	1.6	2.7	5.2
EBITDA 마진률 (%)	-1.4	2.3	2.8	4.2	7.8
당기순이익률 (%)	-0.6	1.9	1.4	2.2	3.5
ROA (%)	n/a	3.0	2.4	3.3	3.8
ROE (%)	n/a	6.4	4.5	6.1	8.0
ROIC (%)	n/a	2.8	3.1	5.2	7.1

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동 현금흐름	**14**	**17**	**75**	**25**	**86**
당기순이익(손실)	-1	26	19	30	51
비현금수익비용가감	-1	14	30	39	68
유형자산감가상각비	3	15	16	19	34
무형자산상각비	0	1	1	1	2
기타현금수익비용	-1	-7	-3	6	2
영업활동 자산부채변동	16	-16	31	-38	-9
매출채권 감소(증가)	6	23	4	28	-11
재고자산 감소(증가)	-9	-1	38	-30	23
매입채무 증가(감소)	16	-35	-2	-39	-20
기타자산, 부채변동	2	-3	-9	3	-1
투자활동 현금	**-6**	**-24**	**16**	**-48**	**-52**
유형자산처분(취득)	-7	-31	-28	-30	-61
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
투자자산 감소(증가)	14	182	46	11	8
기타투자활동	-13	-176	-1	-28	1
재무활동 현금	**0**	**-29**	**-60**	**78**	**-85**
차입금의 증가(감소)	0	-18	-58	83	-75
자본의 증가(감소)	0	0	-2	-4	-9
배당금의 지급	0	0	2	4	9
기타재무활동	0	-11	0	-1	-1
현금의 증가	**8**	**-36**	**31**	**54**	**-51**
기초현금	65	73	37	68	122
기말현금	73	37	68	122	71

주요 투자지표

	2011	2012	2013	2014	2015
투자지표 (x)					
P/E	-148.3	8.1	23.4	16.9	13.0
P/B	0.5	0.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	-102.8	9.1	28.9	20.7	12.8
P/CF	n/a	5.5	9.5	7.6	5.3
배당수익률 (%)	n/a	1.0	1.0	1.5	1.5
성장성 (%)					
매출액	n/a	489.1	-1.6	0.7	6.7
영업이익	n/a	흑전	28.8	78.2	103.6
세전이익	n/a	흑전	16.5	42.7	61.9
당기순이익	n/a	흑전	-27.3	60.4	67.4
EPS	적전	흑전	-29.5	38.4	29.4
안정성(%)					
부채비율	130.3	101.6	81.3	87.9	104.4
유동비율	105.0	114.3	117.9	121.4	127.4
순차입금/자기자본	30.1	18.0	6.4	20.4	54.2
영업이익/금융비용	-10.7	4.6	10.8	24.1	8.2
총차입금 (십억원)	251	189	128	262	464
순차입금 (십억원)	121	74	27	117	381
주당지표 (원)					
EPS	-327	6,131	4,325	5,985	7,747
BPS	90,423	92,646	91,120	91,316	96,457
CFPS	n/a	9,104	10,656	13,249	18,946
DPS	n/a	500	1,000	1,500	1,500

자료: 삼양사, 이베스트투자증권 리서치센터

동원산업 (006040)

2016. 9. 26 | 음식료

Analyst 송치호
02. 3779-8978
chihosong@ebestsec.co.kr

기본적인 흙바닥 혹은 강바닥주식 분석 : 동원산업

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 299,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

수산부문은 역발상으로 접근하자

동원산업은 작년은 어획량 측면에서 올해보다 부진했었다. 반면 올해는 상대적으로 양호한 실적을 기록하고 있다. 지금이라도 동원산업의 수산부문 업황호조에 베팅을 하여야하는 것일까? 올해 상반기는 미국선단이 남태평양국가와의 협상이 지연되면서, 어획에 수개월간 차질을 겪어 어가가 상승한 바 있다. 이후 미국선단은 입어료, 어획기간 등 불리한 조건으로 결정지은 채, 다시 참치 어획을 재개하였다. 참치산업은 남태평양국가들의 Bargaining Power가 매우 센 구조로 볼 수 있다. 어획이 입어료, 선박 수, 조업기간 등 방법으로 상당부분 규제를 받고 있는 점을 감안하면, 참치산업은 대표적으로 역발상으로 접근해야하는 산업으로 보고 있다.

상반기 양호한 실적 배경과 최근 업황 추정

1H 16 매출 7,798억원, 영업이익 639억원을 기록하면서, 1H 15 매출 6,772억원, 영업이익 188억원 대비 대폭 성장한 실적을 기록하였다. 수산 부문 실적 호조의 배경은 어획량 상승과 더불어 달러기준 어가가 20%대 중반 가량 상승하였기 때문이다. 3분기에도 어획 호조로 4~5만톤 수준의 높은 어획량을 기록할 수 있을 것으로 추정한다. 이는 수리한 선박의 태평양 해역 투입과 더불어, 동사의 태평양해역의 어획이 호조를 보이고 있기 때문으로 추정한다. 어가는 미국측 선단의 어획 복귀와 더불어 하락했던 가격이 8월에는 1,450불 수준까지 회복한 것으로 추정한다. 다만 어가는 전년 3분기의 높은 베이스(1,430달러)로 인하여 전년대비 유사한 수준을 기록할 것으로 추정한다.

동원산업 주요 체크 포인트

내년도 기대요인은 내년도 예상되는 미국측 선단의 조업일수 감소로 인한 어가 상승 가능성이 존재하는 부분이다. 내년도 주의할 요인은 입어료협상, 원재료인 유류비용 방향성 불확실성 및 올해 대비 내년도 어획량의 불확실성이 될 것이다.

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,054.07pt
시가총액		10,056 억원
발행주식수		3,363 천주
52 주 최고가 / 최저가		357,000 / 242,000 원
90 일 일평균거래대금		7.17 억원
외국인 지분율		4.7%
배당수익률(16.12E)		0.8%
BPS(16.12E)		228,290 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.5%
	6 개월	2.0%
	12 개월	-17.6%
주주구성	동원엔터프라이즈외 5 인	59.9%
	하나은행[KB 자산운용]	5.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	1,327	97	57	66	20,331	-35.6	148	8.3	7.2	1.2	15.3
2012	1,544	140	133	103	30,497	50.0	203	9.4	6.6	1.7	20.0
2013	1,444	111	106	84	22,794	-25.3	175	13.1	8.0	1.6	12.9
2014	1,384	81	78	59	18,034	-20.9	142	16.6	10.3	1.5	9.2
2015	1,360	57	21	7	3,451	-80.9	121	86.6	12.7	1.4	1.7

자료: 동원산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

동원산업 (006040)

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	680	738	612	692	780
현금 및 현금성자산	50	20	31	46	119
매출채권 및 기타채권	124	96	116	163	130
재고자산	393	390	364	339	414
기타유동자산	113	232	100	144	117
비유동자산	627	643	666	773	838
관계기업투자등	15	15	14	75	102
유형자산	472	496	506	542	577
무형자산	81	73	70	71	74
자산총계	**1,307**	**1,381**	**1,278**	**1,465**	**1,618**
유동부채	366	427	301	367	632
매입채무 및 기타재무	68	84	56	77	89
단기금융부채	254	282	197	237	446
기타유동부채	44	61	48	52	96
비유동부채	444	372	345	409	278
장기금융부채	374	302	277	342	247
기타비유동부채	71	70	69	66	30
부채총계	**810**	**799**	**646**	**775**	**909**
지배주주지분	472	556	631	690	713
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	37	37	50	50	50
이익잉여금	428	523	589	640	645
비지배주주지분(연결)	25	26	1	-1	-4
자본총계	**497**	**582**	**632**	**689**	**709**

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	**1,327**	**1,544**	**1,444**	**1,384**	**1,360**
매출원가	1,120	1,295	1,204	1,180	1,147
매출총이익	**207**	**249**	**240**	**204**	**213**
판매비 및 관리비	111	109	129	122	155
영업이익	**97**	**140**	**111**	**81**	**57**
(EBITDA)	148	203	175	142	121
금융손익	-18	-8	-14	-12	-16
이자비용	28	22	24	13	16
관계기업등 투자손익	10	0	0	0	5
기타영업외손익	-32	0	9	9	-26
세전계속사업이익	**57**	**133**	**106**	**78**	**21**
계속사업법인세비용	-9	30	22	19	14
계속사업이익	66	103	84	59	7
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**66**	**103**	**84**	**59**	**7**
지배주주	68	103	77	61	12
총포괄이익	**59**	**92**	**79**	**68**	**26**
매출총이익률 (%)	15.6	16.1	16.6	14.7	15.6
영업이익률 (%)	7.3	9.1	7.7	5.9	4.2
EBITDA 마진률 (%)	11.2	13.1	12.1	10.2	8.9
당기순이익률 (%)	5.0	6.7	5.8	4.2	0.5
ROA (%)	5.3	7.6	5.8	4.4	0.8
ROE (%)	15.3	20.0	12.9	9.2	1.7
ROIC (%)	7.6	11.3	9.1	5.9	1.7

현금흐름표

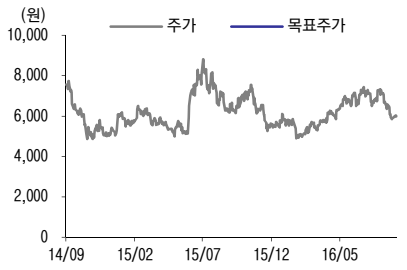
(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동 현금흐름	**38**	**229**	**109**	**118**	**56**
당기순이익(손실)	66	103	84	59	7
비현금수익비용가감	100	103	91	94	113
유형자산감가상각비	50	61	62	59	62
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타현금수익비용	-6	-8	-14	-4	-8
영업활동 자산부채변동	-89	29	-15	-18	-42
매출채권 감소(증가)	-8	12	-9	-28	9
재고자산 감소(증가)	-44	36	37	24	-61
매입채무 증가(감소)	-49	2	-15	10	-3
기타자산, 부채변동	11	-22	-27	-24	12
투자활동 현금	**-52**	**-193**	**63**	**-171**	**-58**
유형자산처분(취득)	-64	-91	-88	-94	-86
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	7	-109	136	-22	35
기타투자활동	5	7	15	-55	-6
재무활동 현금	**33**	**-67**	**-160**	**68**	**73**
차입금의 증가(감소)	116	-35	-111	92	95
자본의 증가(감소)	-14	-10	-11	-10	-7
배당금의 지급	14	10	11	10	7
기타재무활동	-69	-22	-37	-13	-16
현금의 증가	**26**	**-30**	**11**	**15**	**73**
기초현금	24	50	20	31	46
기말현금	50	20	31	46	119

주요 투자지표

	2011	2012	2013	2014	2015
투자지표 (x)					
P/E	8.3	9.4	13.1	16.6	86.6
P/B	1.2	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.2	6.6	8.0	10.3	12.7
P/CF	3.4	4.7	5.7	6.6	8.4
배당수익률 (%)	1.8	1.1	1.0	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	2.2	16.3	-6.5	-4.1	-1.7
영업이익	-45.0	44.4	-20.3	-27.1	-29.3
세전이익	-63.1	131.8	-19.8	-26.9	-72.8
당기순이익	-43.1	56.3	-18.3	-30.1	-88.0
EPS	-35.6	50.0	-25.3	-20.9	-80.9
안정성(%)					
부채비율	163.0	137.4	102.3	112.5	128.2
유동비율	186.0	172.9	203.3	188.5	123.5
순차입금/자기자본	99.3	64.0	60.9	65.8	74.7
영업이익/금융비용	3.4	6.5	4.6	6.4	3.7
총차입금 (십억원)	627	585	473	580	693
순차입금 (십억원)	494	372	384	454	529
주당지표 (원)					
EPS	20,331	30,497	22,794	18,034	3,451
BPS	140,208	165,295	187,471	205,268	211,974
CFPS	49,337	61,222	52,008	45,509	35,594
DPS	3,000	3,000	3,000	2,000	2,000

자료: 동원산업, 이베스트투자증권 리서치센터

이지바이오 목표주가 추이



투자의견 변동내역

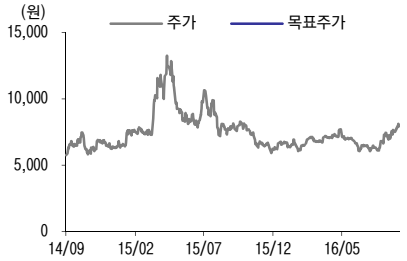
일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.09.26	담당자변경	송치호			
2016.09.26	Buy	9,500			

대상 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2015.05.04	담당자변경	송치호			
2015.05.04	Buy	60,000			
2015.12.03	Buy	60,000			
2016.06.02	Buy	37,000			
2016.09.01	Buy	37,000			
2016.09.26	Buy	37,000			

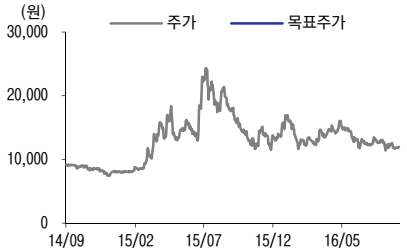
사조씨푸드 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.09.26	Not Rated	Not Rated			

사조오양 목표주가 추이



투자의견 변동내역

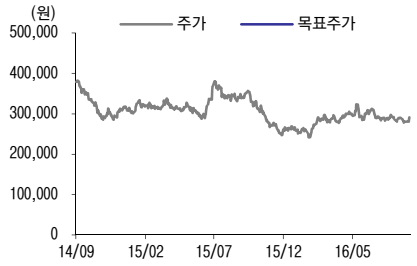
일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.09.26	Not Rated	Not Rated			

삼양사 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.09.26	Not Rated	Not Rated			

동원산업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.09.26	Not Rated	Not Rated			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 송치호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% -20% 이하 기대	90.9% 9.1%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2015. 7. 1 ~ 2016. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)