



| 금속 |

그린플러스(186230.KQ)

세상을 플러스하는 스마트 팜

국내 유일 스마트팜 상장 기업

그린플러스는 알루미늄 사업부와 스마트팜 사업부문을 기반으로 장어양식과 딸기 재배 및 판매 총 4개의 사업부를 영위하고 있다. 동사는 알루미늄 압출 생산라인을 기반으로 첨단 온실 one-stop-service를 제공하는 국내 유일 스마트팜 상장사이다. 2Q22 매출액은 204억(YoY +40.26%, QoQ +27.38%), 영업이익은 20.3억(YoY -39.47%, QoQ -38.16%)를 기록하며 높은 매출액 증가율을 보인다.

[Investment Points]

Point 1. Cashcow가 될 알루미늄

알루미늄 압출 제품은 다양한 산업에 쓰이나 전기차 산업의 발전과 친환경 산업의 중요성 대두로 차량 경량화와 태양광, 스마트팜의 높은 수요를 받고 있다. 동사의 알루미늄 압출 -가공- 온실-용접의 수직계열화 생산라인은 알루미늄 사업부와 스마트팜 사업부의 원스탑 서비스를 가능하게 하여 수익성 확보에 이점이 있다. 특히 동사는 국내에서 유일하게 첨단온실 시공의 전공정이 가능하며 온실시공능력평가에서 10년 연속 1위를 차지하였다.

Point 2-1. 증가하는 스마트팜 수요

정부는 스마트팜 시설 보급을 위해 지원예산을 2029년까지 7000억원 이상 투입할 예정이며 농업의 스마트화를 지속적으로 지원하고 있다. 한국의 식량 자급률 감소와 WTO의 개발도상국 특혜 포기가 스마트팜에 대한 수요를 증가시켰다. 정부와 자치단체 주도의 스마트팜 조성 사업이 확산되면서 원예시장에서의 스마트팜의 점유율은 확대될 것으로 기대된다.

Point 2-2. 스마트팜의 높은 생산성과 경제성

스마트팜은 기존 농가 대비 높은 생산성과 경제성으로 수익의 안정성을 제공하여 국내 시장에서의 민간의 수요 역시 증가하고 있다. ICT기술을 접목한 스마트팜은 생산비, 노동력을 절감하여 민간 농가의 관심을 이끈 것이다. 농업 시설과 농가 가구세대의 노후화로 인한 시설 원예의 현대화가 증가할 것이며 스마트팜 시장규모 역시 빠르게 성장할 것이다.

Point 2-3. 스마트팜의 시장 확대는 동사의 수혜로

온실시공능력에서 인정을 받은 동사는 스마트팜 시장의 확대에 대한 직접적인 혜택을 누릴 것으로 보인다. 국내에서는 올해에만 5건으로 106억에 육박하는 대형계약을 체결했다. 뿐만 아니라, 일본, 호주, 뉴질랜드로의 스마트팜 공급계약을 체결하며 스마트팜 시장에서 식지 않은 인기를 확인했다.

Valuation

그린플러스의 2023년 예상 매출액은 1346억원이며, SOTP Method와 EV/sales를 사용하여 추정된 결과, 2023년 목표가는 13,900원, 상승여력 24% 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

13,900원

현재주가(09.30)

11,250원

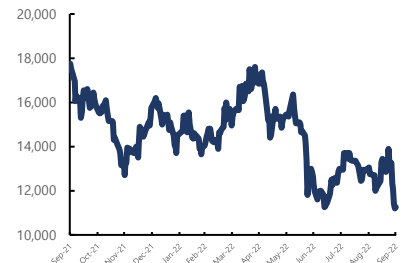
상승여력

24%

Stock Data

KOSPI(9/30)	2155
KOSDAQ	673
시가총액	1,212억원
발행주식수(주)	10,820,188
52주 최고/최저가(원)	18,350/11,000
외국인지분율(%)	2.28%
주요주주(%)	박영환 외 6인 29.25%
	소액주주 68.91%
주가상승률(%)	1개월 -15.56%
	6개월 -32.89%
	12개월 -57.78%

Stock Price



Investment Fundamentals

FYE Dec	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
매출액	488	627	832	1050	1344
영업이익	51	59	51	79	103
순이익	25	-21	-47	37	124
EPS	314	-201	-394	342	1146
PER	18.00	N/A	N/A	33	11
PBR	1.48	3.66	3.07	4.3	3.6
OPM	10.40	9.47	6.12	13.29	7.6
ROE	8.37	-5.53	-8.63	15	19.1

RFS Team 4

팀장	34기 김민규	minkyu0103@naver.com
	34기 김건희	kkhjjang0000@naver.co
	34기 김윤호	yunho9821@naver.com
	34기 이지우	our_spring@naver.com
	35기 강민지	minji010308@naver.com
	35기 유지희	gihee7896@naver.com

INDEX

0. Intro

I. 기업개요

II. Cash cow가 될 알루미늄

III. 스마트팜, 식량 위기의 턴어라운드

IV. 리스크

V. 밸류에이션

0. Intro

스마트팜 개화기 시대

전기차처럼
글로벌 정책
산업으로
피어날
스마트팜

글로벌적으로 크게 이슈되는 부분을 꼽으려고 할 때 빠지지 않는 두 가지 정도의 이슈를 꼽으면 **고령화와 세계 블록화**일 것이다. 2000년대 이후 미국의 주도 하에 지구촌이라는 이름으로 자유무역을 추구해오던 지구촌은 2022년 1월 초 러시아와 우크라이나의 전쟁으로 인해 하나의 지구가 아닌 글로벌 블록화가 대두되었다. 세계가 블록화되면서 인간의 삶의 필수적인 에너지, 식량 등을 자급화하는 것이 국가존망의 중요한 열쇠가 되었다.

이러한 상황 속에서 식량의 자급화에 초점을 맞춰 중요한 산업이 무엇인지 생각해 보았다. OECD 국가들의 고령화 속도 증가와 기후변화, 세계블록화로 인한 식량난을 해결해줄 기술이 바로 스마트팜인 것이다. 4차 산업의 Disruptive technology와 1차 산업의 farming이 결합되어 기후변화의 영향을 받지 않고 땅의 질과 상관없이 공간만 존재하면 어떠한 작물이든 생산해낼 수 있는 스마트팜이 현재의 국제 정세와 들어맞는 산업인 것이다.

국내 시장은 심각한 고령화와 농가 인구가 대다수 고령 인구로 분포되어 있다는 점에서 식량자급의 문제가 심각하다. 이러한 문제로 박근혜 정부부터 스마트팜 육성 정책을 펼치면서 현재 윤석열 정부의 주요 정책에도 스마트팜 육성 및 해외 수출 적극 장려가 주 정책으로 자리잡고 있다. 높은 초기 자본비용으로 스마트팜의 적극적인 투자가 꺼려지는 때지만 전기차가 현재의 환경문제와 같은 문제들을 해결해주기에 각국의 산업 양성 정책의 키 포인트가 되었듯, 스마트팜도 현재 당면한 문제들을 해결해 줄 키 포인트이기에 성장할 수밖에 없는 산업이다.

그린플러스는 이러한 스마트팜 산업 속에서 확고한 포지션을 가진 기업이다. 스마트팜 밸류체인 속에서 스마트팜 온실 공장 시공을 담당하는 사업을 영위하고 있으며 이 밸류체인 속에서 국내 시장 점유율 1위, 기술력 1위로 스마트팜 개화기의 분명한 수혜를 받을 기업이다. 이를 증명하듯 정부가 주도하는 스마트 밸리 조성에서 동사는 수주를 받아 국내 스마트팜 시장 규모 확장의 앞장서고 있다. 국내외 일본과 호주, 동남아 등 해외 온실공장 시공에 필요한 자재도 납품하여 해외 시장으로의 진출도 준비하고 있다.

농림축산부에서 해외 시장 진출을 위해 국내 스마트팜 기업을 적극 장려하고 있고 이는 국내 스마트팜 온실 공장 시공 능력 1위인 동사에 분명한 수혜로 작용하고 있다. 뿐만 아니라 동사는 온실공장 시공의 차세대 기술로 평가받고 있는 수직 온실공장 시공 기술을 개발 중에 있다.

이러한 점들을 고려하였을 때 국내 스마트팜 기업 중 시장 점유율 1위이자 확실한 투자포인트를 가진 그린플러스를 세미나의 분석 기업으로 정했다. 당사의 투자 의견에 buy 의견을 제시하며 고성장 기업으로 나아갈 그린플러스의 매수의견 제시한다.

I. 기업개요

1. 기업개요

알루미늄,
스마트팜,
양식, 작물재배
사업을 영위

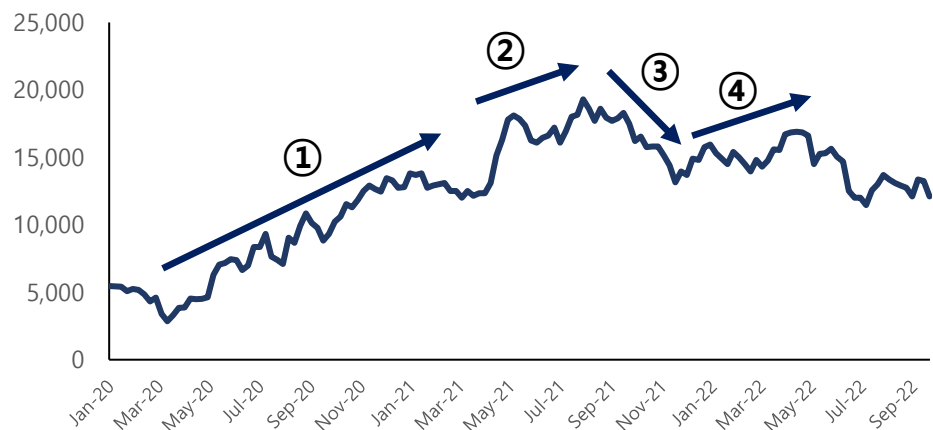
동사는 1997년 10월 25일 알루미늄 제품, 온실용 자재 제조 및 판매를 주 목적으로 설립되었다. 2019년 8월 코스닥으로 이전 상장하면서 주권상장 법인으로 유가증권 시장에 등장하였다. 주 수입원은 알루미늄 압출 및 가공, 온실자재 시공 및 자재 납품, 장어 양식 및 판매이다.

연결대상 종속회사에 포함된 회사로는 그린피스팜, 그린케이팜, 그린플러스 KT이며 세 회사 모두 비상장 회사이다. 종속회사들의 사업 내용은 다음과 같다.

- 1) 그린피스팜: 그린피스팜은 내수면양식어업을 영위하는 회사로 온실 내 양식 기술로 장어를 양식하여 연간 50억정도의 매출을 올리고 있다.
- 2) 그린케이팜: 그린케이팜은 동사의 자체적인 스마트팜 시스템을 통해 재배한 딸기를 수출하는 사업을 영위하고 있다.
- 3) 그린플러스: 그린플러스는 스마트팜 설계부터 스마트팜 시공까지의 필요한 전 공정을 제공하는 서비스를 판매한다. 스마트팜의 핵심적인 기술인 온실공장 설계 시공을 그린플러스의 관계회사 그린씨에스(지분 40%)가 판매하고 있다.

2. 주가추이

그림 1-1. 동사의 주가 추이



출처: Tradingview, RFS Team 4

- ① 20.3~21.03: 코로나19로 인한 유동성 증가로 인한 주식시장 호황세와 더불어 21년도부터 음식료품 물가가 상승하면서 인플레이션의 우려가 커져 식료품 관련 주 및 농업 관련 주식들이 상승하기 시작하였다.
- ② 21.03~21.07: 동사의 1분기 매출액이 YoY + 55%, 영업이익이 YoY + 56%의 폭발적 성장을 보여주며 실적 성장에 대한 기대감과 일본산 알루미늄 관세부과로 국내 알루미늄 제품 제조업들이 부각이 되어 알루미늄 매출액 비율이 높은 그린플러스도

주목을 받아 주가 상승 모멘텀이 만들어졌다.

- ③ 21.08~21.11: 단기급등에 대한 매도세와 3분기 알루미늄, 철 가격 상승으로 인한 원가증가와 온실공사 지연으로 전년 대비 실적 악화로 주가 하락세가 강하게 나타났다.
- ④ 21.12~22.05: 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 식량 자원난의 문제가 글로벌하게 대두되었다. 이로 인해 밀, 곡물, 팜유와 같은 식량들의 가치가 오르면서 식량 관련주들이 주목을 받았고 스마트팜을 통한 식량 자립의 중요성이 높아지면서 동사의 스마트팜 사업이 주식시장에 주목을 받아 주가 상승이 이루어졌다.

3. 사업부별 매출액 비중

지속적으로 성장 중인
매출액

동사의 주 사업부문은 알루미늄 압출가공, 스마트팜 자재 납품 및 시공, 장어 양식 및 판매 그리고 딸기 재배 및 판매로 총 4개의 사업을 영위하고 있다. 알루미늄 사업부는 통상적으로 알루미늄 압출이 사업부 매출의 90%, 알루미늄 가공이 매출의 10%로 구성되어 있다. 알루미늄 압출업은 가볍고 부식에 강한 알루미늄 제품의 특성으로 인해 다양한 산업용 소재로 사용되고 있으며 비철금속 중에서 산업 경량화의 솔루션으로 가장 주목받고 있어 탄탄한 수요가 기대되는 제품이다. 업종 특성상 매출원가 비중이 높아 알루미늄 가격 변동과 알루미늄 압출과정에서 전기가 다량 사용되어 전기료의 변동에 따라 매출원가의 변동이 커진다.

동사의 스마트팜 사업 부문은 스마트팜 자재를 국내외 거래처에 납품하여 매출을 발생시키는 부문과 국내 정부 및 지자체 주도의 스마트팜 혁신 밸리 조성에 따라 농가의 비닐하우스를 온실로 교체 건설하여 매출을 발생시키는 부문을 영위하고 있다. 최근 국내 고령화, 기후 변화와 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 식량난의 문제로 안정적인 식량 공급의 문제가 대두되어 스마트팜의 중요성이 지속적으로 높아져 정책적으로 스마트팜 육성을 핵심과제로 삼고 있다. 기존의 동사의 매출 비중은 알루미늄 사업부문이 높았으나 최근 이러한 대세흐름으로 인해 스마트팜 사업부문의 비중이 지속적으로 높아지고 있다.

동사의 19~21년 실적을 살펴보면 매출액이 지속적으로 성장하나 영업이익이 50~60억대 사이로 박스권을 형성하고 있다. 매출원가의 비중이 높아 매출액 상승세에도 불구하고 영업이익의 상승이 제한을 받았으나 현재 원자재 시장 분위기 상 알루미늄 가격 하락과 스마트팜 시공 계약 건의 증가로 당기의 영업이익이 개선될 것으로 전망된다.

그림 1-2. '21 사업부문 별 매출 비중

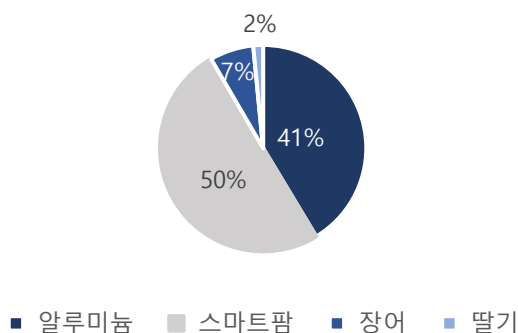
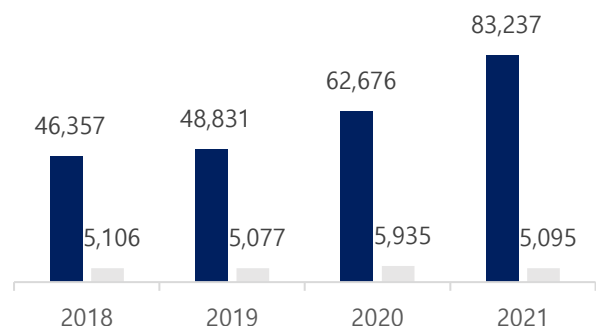


그림 1-3. 매출 및 영업이익 추이

(단위: 백만원)



출처: 동사 사업보고서, RFS 4팀

출처: 동사 사업보고서, RFS 4팀

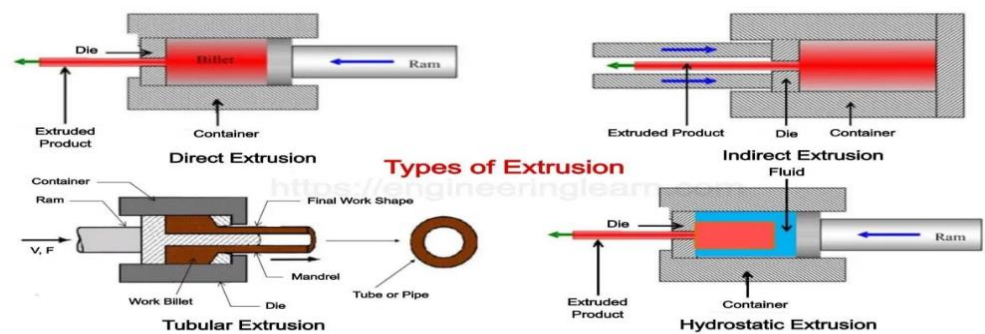
4. 사업 밸류체인

1) 알루미늄 사업부

다양한 알루미늄
압출 모형제작에
경쟁력 보유

알루미늄 압출은 특정 단면 형태의 실린더에 알루미늄 금속 재료를 높은 압력으로 밀어 넣어 원하는 형상으로 균일한 단면의 중단 없는 알루미늄 조각을 만들어 내는 산업이다. 알루미늄 압출 산업은 알루미늄 압출 7단계 공정 중 6단계 공정이다. 7단계 공정은 압출재 제작을 위한 원소재 용해 - 빌렛주조 - 설계/해석 - 압출 금형 - 금형 열처리 - 압출 - 가공조립으로 이루어져 있다. 동사는 7단계 공정 중 압출과 가공조립을 영위하고 있으며 3대 압출기를 보유하고 있어 알루미늄 압출 산업의 경쟁력인 다양한 알루미늄 압출 모형제작에 경쟁력을 가지고 있다.

그림 1-4. 다양한 알루미늄 압출 방식



출처: JITA, RFS 4팀

2) 스마트팜 사업부

스마트팜 사업의
인프라를 담당하는
첨단 온실공장 시공 사업

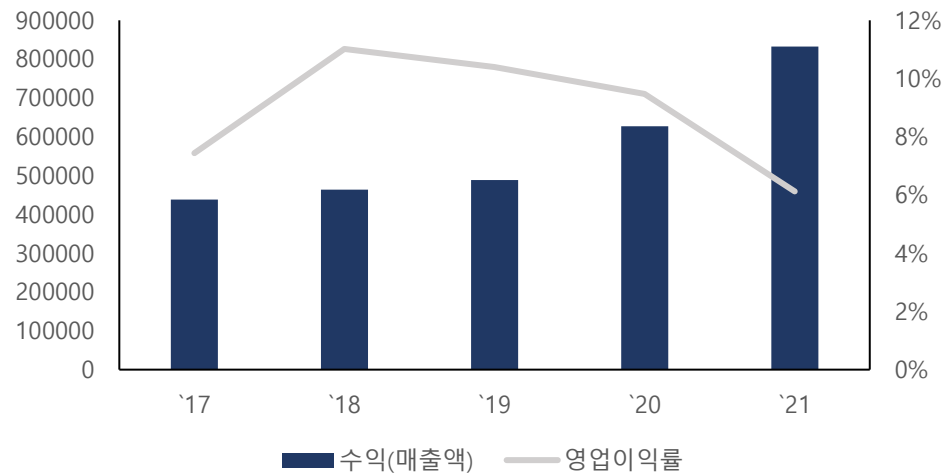
스마트팜의 밸류체인은 3가지로 나뉘는데 첫째로 종자산업의 밸류체인(육종-채종-육묘)에 해당하는 '농사 사전 단계', 둘째로 작물의 생산·재배·관리 및 수확·선별 단계가 포함된 '농사 진행 단계', 셋째로 작물을 수확한 이후, 출하·유통 및 소비 단계에 이르는 '유통·소비 단계' 등 크게 3가지로 나뉜다. 동사의 스마트팜 사업은 농작물을 최적 재배하기 위해 Sensing 기반의 첨단 온실공장 시공 및 자재납품 하는 '농사 진행 단계'에 해당한다. 첨단 온실공장 시공 사업은 스마트팜 사업의 인프라를 담당하는 것으로서 '농사 진행 단계' 중 가장 첫 번째 단계로 볼 수 있다. 동사의 첨단온실공장 시공 능력은 국내 1위로서 국내 스마트팜 관련 기업 중 유일 상장사인 이유를 보여주며 국내 스마트팜 밸류체인에서 해외시장의 진출 가능 여력이 가장 높다고 판단된다.

5. 재무분석

1) 매출액, 영업이익, 영업이익률 분석

그림 1-5. 주요 제품 등의 가격변동 추이

(단위: 천 원)



출처: 사업보고서, RFS Team 4

스마트팜 수요

증가에
따른 매출액은 맑음

동사 2Q22 매출액은 204억(YoY +40.26%, QoQ +27.38%), 영업이익은 20.3억(YoY -39.47%, QoQ -38.16%)의 성과를 거두었다. 동사의 매출 연평균 증가율은 13.81%인데 반해, 높은 매출액 증가율을 보이며 매출 성장속도에 가속페달을 밟고 있다. 이는 정부의 스마트팜 지원 정책 확대 및 이상 기후와 급속한 고령화 사회로의 진입에 따라 스마트팜의 수요 영향이 지속하여 매출에 반영된 것으로 보인다.

알루미늄 가격
상승에
따른 영업이익은
흐림

영업이익률의 경우 6.12%로 전년 9.47%에 비해 약 3.3%p 감소하였는데, 매출원가율의 증가가 주원인인 것으로 보인다. 2021년 기준 매출원가의 가장 큰 비중을 차지하는 알루미늄의 가격이 지속적인 상승세를 맞았다. 코로나19에서 벗어나 소비가 급증하는 가운데 중국을 포함한 국가들의 낮은 재고수준과 공급부족으로 공급충격이 맞물린 것으로 판단한다. 하지만, 꾸준한 양의 성장률로 연간 전체실적을 볼 때 매출 832억의 최대 실적을 달성하였으며, 2Q22 매출액도 지속적으로 증가하고 있다. 알루미늄 가격 또한 1Q22 이후로 하락하고 있어 동사의 수익성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 보인다.

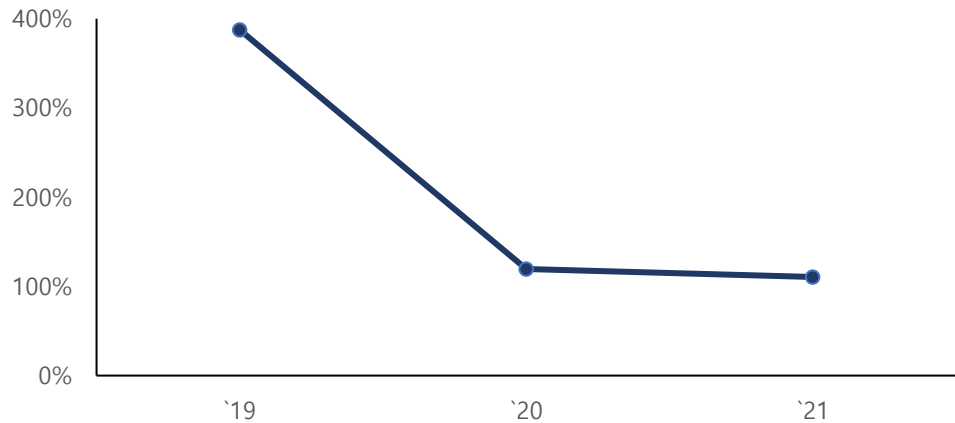
2) 당기순이익 분석

코로나와 이상
기후의
영향을 받은
당기순이익 급감

매출액은 꾸준히 증가하여 32.81%의 증가율을 보이지만, 전년 대비 당기순이익은 급감한 상황이다. 이는 코로나19의 여파와 이상 기후가 영향을 미친 것으로 보인다. 코로나19로 인해 외식사업이 주춤하여 자회사인 그린피시팜 매출이 감소하였고, 이에 따라 장어의 비정상감 모순실로 인한 기타영업외비용이 증가하였다. 2Q22에는 7월 초 폭우의 침수피해에 따른 그린피시팜의 폐사처리 손실분 약 35억이 2분기 기타영업외비용 실적에 선반영되었다. 하지만, 동 비용은 일시적인 것이며 동사의 연평균 매출 성장률이 13.81%인 것을 감안했을 때 수익성을 회복할 것으로 기대한다.

3) OCF, FCF, 현금흐름표

그림 1-6. 현금 및 현금성 자산 증가율



출처: 사업보고서, RFS Team 4

매출 성장으로
인한
현금 및
현금성 자산
증가

동사의 지속적인 매출성장률은 현금 및 현금성 자산의 증가로도 이어져 코스닥 상장 이래 100%를 초과하는 현금 및 현금성 자산의 증가율을 지속적으로 기록하고 있다. 증가율의 수치는 감소하고 있지만, 절대적인 증가액은 계속해서 증가하고 있어 동사의 유동성에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

꾸준한 매출 성장에 따라 영업활동으로 인한 자산, 부채의 변동은 동사가 코스닥 상장한 이래 꾸준히 양수이나, 영업활동으로 인한 이자 지급액이 커서 영업활동현금흐름과 기업잉여 현금흐름이 음수가 나오고 있다. 하지만, 스마트팜 사업 부문이 산업 개화기 단계로, 사업 성장을 위한 대규모의 자금 투입은 불가피한 것으로 판단된다. 자금 투입을 위해 장기차입금을 포함한 비유동부채와 전환사채를 발행하고 있으며, 이에 따라 금융원가가 동사 비용 중 상당 부분을 차지하고 있다. 그러나, 전기 발행한 전환사채의 90%가 당기에 전환되면서 이자비용이 감소했고 부채비율도 전기 162.83%에서 67.18%으로 감소하여 자본구조도 안정성을 찾아가고 있다.

II. 새로운 Cash Cow가 될 알루미늄

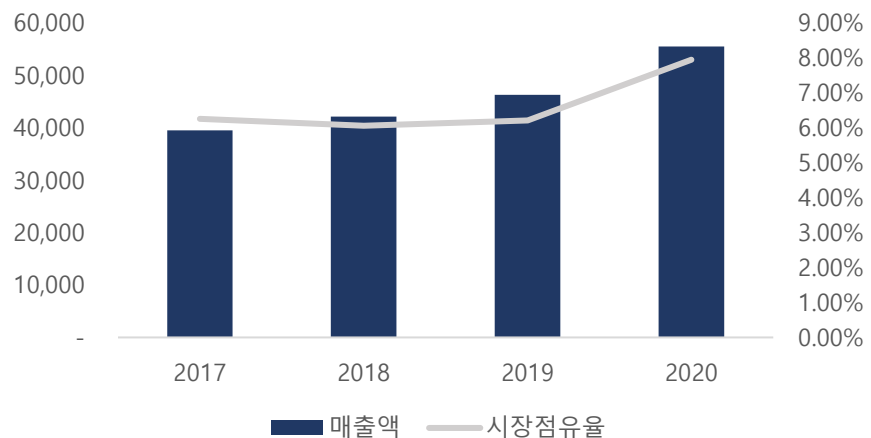
2-1. 동사의 알루미늄은 성장 중

친환경 사업의
간접수혜자
알루미늄

동사의 알루미늄 압출 점유율은 2018년 이후 지속적으로 증가하고 있다. 2020년의 시장점유율은 전기 대비 1.74%p 증가한 수치로 국내 시장에서 2위의 점유율을 기록하고 있다. 이러한 추세에 힘입어 알루미늄 압출부문의 매출액은 2020년 222억, 2021년 296억으로 증가하여, YoY+33.157%의 증가율을 보였다. 알루미늄 압출 제품은 다양한 산업에 쓰이나 전기차 산업의 발전과 친환경 산업의 중요성 대두로 차량 경량화와 태양광, 스마트팜의 높은 수요를 받고 있다. 동사의 압출 제품은 이러한 시장 환경의 수혜를 입을 뿐 아니라 알루미늄 사업부와 스마트팜 사업부가 수직·계열화되어 있어 알루미늄 압출-가공-온실공장 자재 납품까지 원스탑 서비스가 가능하여 스마트팜 시장의 성장에도 수혜를 입을 것으로 보인다.

그림 2-3. 알루미늄 압출 매출액 및 시장점유율

(단위: 백만 원)



출처: DART, 나이스평가정보, RFS Team 4

2-2. 알루미늄 압출 시장에서의 동사의 강점

동사의 다품종
소량 생산 시스템은
동사의 성장 요인

동사가 성장하는 알루미늄 시장 속에서 수혜를 입을 것으로 판단하는 근거로 다음 세 가지를 제시한다.

1) 생산라인의 연계를 통한 업무의 효율성 향상

동사는 압출-가공(절단, 프레스, MCT등) -온실-용접의 생산라인을 모두 구축하고 있어 생산시간의 단축, 물류비 절감 등 수익 향상과 압출제품부터 완제품까지 수요자의 다양한 요구사항을 충족시킬 수 있는 능력을 가지고 있다.

2) 생산제품의 다양성

동사는 3대(13인치-대형, 7인치-중형, 6인치-소형)를 보유하고 있어 소형제품부터 대형제품까지 다양한 크기의 제품을 생산할 수 있다. 알루미늄 압출 시장에서 다양한 크기의 제품을 생산할 수 있다는 것은 다양한 거래처의 요구를 충족시킬 수 있고 이는 시장 내 경쟁력으로 이어진다. 동사가 개발 제작한 금형이 3,000벌 이상으로 다양한 종류의 생산이 가능하며 동

사의 수직·계열화된 사업구조로 알루미늄 사업부와 온실사업부가 연계되어 온실 자재를 직접 생산함에 따라 생산 제품의 다변화를 계속해서 이뤄 나가고 있다.

3) 다품종 소량생산 방식을 통한 수익성 확보

동사는 다품종 소량 생산이 가능한 시스템을 구축하고 있어 철저하게 주문제작 생산이 가능하다. 이에 부가가치가 높은 제품들을 선별적으로 생산이 가능하여 일반적인 압출 제품에 비해 높은 판매 단가를 적용할 수 있어 수익성 확보 가능하다. 이러한 시스템으로 다수의 장기 고정거래처를 확보하였고 주문제작 제품은 거래처 변경 시 금형 제작, 시제품 테스트 등을 재수행해야 하는 번거로움이 있어 고객이탈률이 낮다.

III. 스마트팜, 식량위기의 턴어라운드

3-1. 식량 자원의 높은 자립도가 중요한 때

1) 갈수록 심해지는 기상이변

에너지, 식량 등
각종 필수 자원의
위협이 높아지고 있는
현재 상황

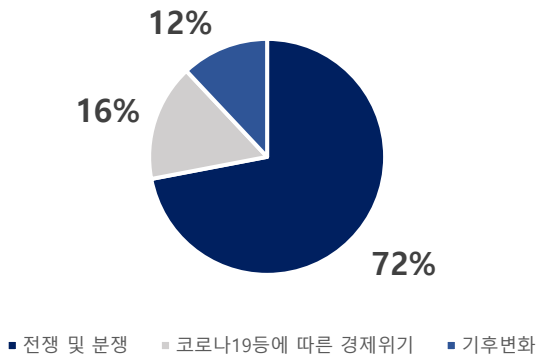
금년도 1분기의 미국과 아르헨티나에서 심각한 가뭄이 발생하여 최대 곡창지인 두 국가가 흉작이 되면서 콩 값과 밀 값이 폭등하였다. 필수 식량 자원인 콩과 밀의 값의 폭등은 식료품 가격의 상승으로 이어졌다. 21년 8월 미국 가뭄모니터(US Drought Monitor)에 따르면 미국 내 곡물 생산량이 많은 노스다코타와 미네소타 주의 경우 토양 내 수분량이 역대 최저 수준에 근접했다고 밝히며 이와 같은 현상이 단발성 현상이 아니라 기온 상승으로 인해 앞으로도 계속해서 나타날 현상임을 시사하고 있다. World Bank group의 식량 안보 보고서에 따르면 세계 식량 위기의 주요 원인 중 기후 변화가 12%를 차지하면서 기후 변화에 따른 식량 안보 확보에 집중해야 함을 보여주고 있다.

2) 쪼개지고 있는 지구촌

1991년 소련이 붕괴되고 미국과 소련의 냉전시대가 끝나면서 지난 30년간 하나의 지구촌이라는 말 아래 자유로운 무역과 국가 간 자본이동의 확대가 활발하게 이루어졌다. 이 흐름 속에서 중국은 많은 인구나 값싼 노동력을 기반으로 하여 폭발적으로 성장하였다. 정치, 경제, 문화에서 세계화의 추세가 이루어지는 듯했으나 사회주의 국가인 중국이 폭발적인 성장 동력으로 자국 이기주의적 모습을 보여주고 이에 2017년에 미국 대통령이 된 트럼프가 중국에 공식적으로 제재를 가하여 무역전쟁이 발생하면서 지구촌은 점점 쪼개지기 시작했다. 이후 코로나 19와 러시아-우크라이나 전쟁 등 질병, 전쟁이 세계 블록화 기조를 자극하면서 정치, 경제의 세계화 추세가 무너지고 있다. 사회주의 국가인 중국과 러시아와 자유민주주의 국가인 미국의 갈등이 심화되어 21세기 이후 전쟁 위기가 가장 고조된 시기다.

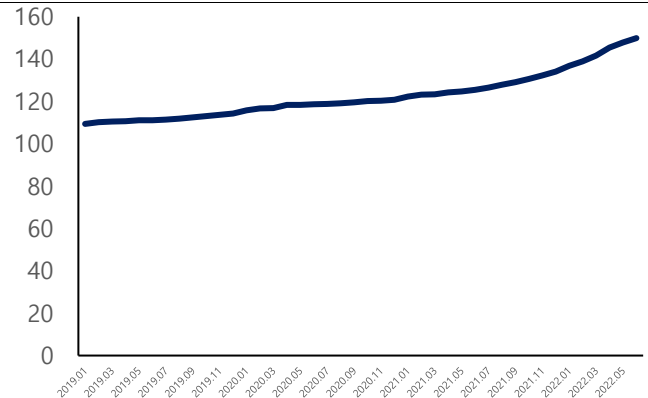
에너지, 식량 등 필수 자원의 자립도가 낮은 국가들은 자유무역을 통해 필수 자원 부족의 문제를 해결했으나 세계 경제가 블록화 되면서 필수 자원의 자립도를 높이는 것이 국가 존망의 열쇠가 되었다.

그림 3-1. 식량자원 위기 요인



출처: World Bank group, RFS 4팀

그림 3-2. 세계식량가격 지수



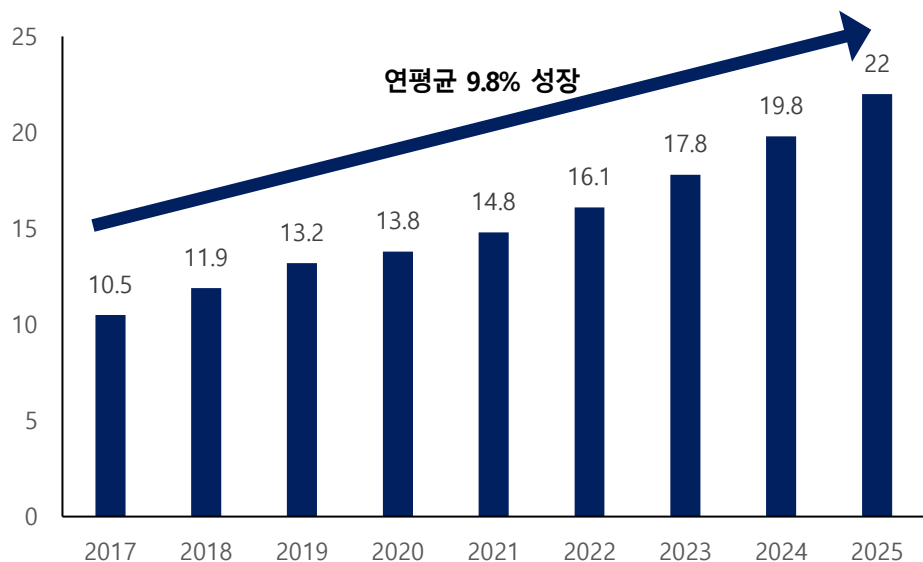
출처: FAO, RFS 4팀

3) 스마트팜은 식량위기의 턱 어라운드

기후변화와 질병, 전쟁으로 필수 자원들이 무기화되면서 스마트팜의 발전 필요성이 어느 때보다 높아지고 있다. 기후와 자연환경에 관계없이 안정적이고 효율적으로 식량을 자급해줄 수 있는 기술이 스마트팜이기 때문이다. 스마트팜 시장이 가장 큰 네덜란드는 경상남도정도의 땅 크기와 전 국토가 농사가 어려운 사질토양임에도 불구하고 세계 2위의 농업 수출국이다. 어려운 농사 환경을 극복하기 위해 선제적으로 스마트팜 관련 정책을 펼쳐 농식품 100조원의 수출액을 올린 네덜란드의 사례는 식량 자급이 어려운 국가들에게 식량 위기를 탈출할 귀감이 되면서 스마트팜이 위기의 턱 어라운드로 여겨지고 있다.

그림 3-3. 글로벌 스마트팜 시장 전망

(단위: 억 달러)



출처: MarketsandMarkets, RFS 4팀

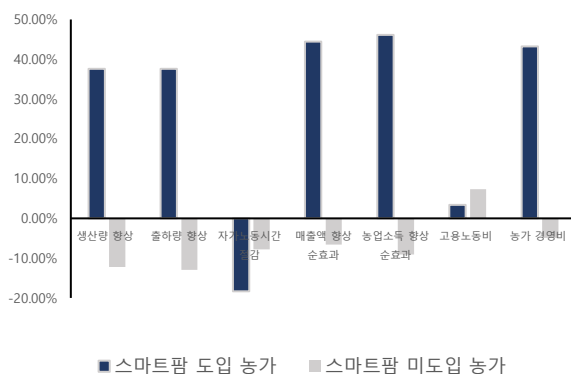
(4) 스마트팜의 생산성과 경제성

스마트팜의 생산성과 경제성은 식량자급률, 농업사업의 노후화 등 사회적인 이슈 말고 사업 자체의 펀더멘탈 관점에서도 기존 농가 대비 우위를 갖는다. 스마트팜은 개별 농가들이 기존 농가 대비의 수익성과 수익의 안정성을 받아들이는 것이 매우 중요하다. 아무리 창의적이고 뜻이 좋은 사업일지라도 수익성이 좋지 않으면 실행할 수 없기 때문이다. 그러므로 사회적인 흐름에 의한 추상적인 도박인지 진정한 미래 먹거리로 자리매김할 수 있는 투자인지에 대해 질문을 해야 한다.

세계 흐름을 살펴보았을 때 스마트팜의 글로벌 시장규모가 커지고 있는 것을 확인했다. 이에 따라 세대별로 스마트팜의 정의를 나눌 수 있을 정도로 개념이 정립되었다. 현재는 1세대로 환경정보를 활용하여 사람에 의해 원격으로 시설을 제어하는 방식이다. 그린플러스의 주요 매출인 온실자재 및 온실시공과 관계가 깊은 스마트 온실 도시형 식물공장이 대표적인 예이다. 현 시점의 수준에서 기존 농가 대비 스마트팜은 작물 생육 일수를 49일 단축했고 물 사용량(ton/ha)도 349.5 (ton/ha)만큼 감소시켰다. 단순히 계절성의 주기를 회피했다 수준이 아닌 정량적인 생산성을 나타내는 데이터도 모을 수 있게 된 것이다.

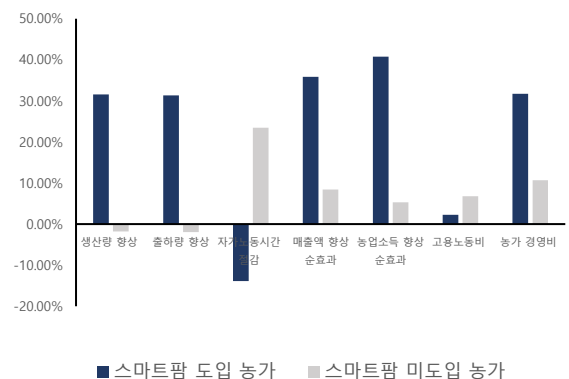
다음은 농림수산물교육 문화정보원 출처로 주요 품목별 순(Net) 효과를 위해 구한 품목별 스마트팜을 미도입한 농가와 스마트팜을 도입한 농가의 19년 대비 20년 생산량 향상정도, 출하량 향상정도, 자가노동시간 절감정도, 매출액 향상정도, 농업소득 향상 및 고용노동비 절감정도와 농가 경영비 절감정도를 수치화한 것이다. 각 품목은 토마토(9,913만원), 딸기(4,961만원), 파프리카(5,873만원), 오이(5,411만원)로 2020년 기준 스마트팜 재배 품목 중 투자액이 가장 높은 품목들이다. 스마트팜 시설원에 농가의 재배현황 기준 토마토 (29.5%), 딸기 (24.9%), 파프리카 (11%)의 순으로 표본이 가장 크기 때문에 대표성을 갖는다. 각 품목 모두 스마트팜이 우위에 있다는 것을 증명하는 가운데 농가 경영비는 오히려 기존 농가가 더 나은 예외사항도 있다. 농가 경영비의 경우 초기 단계에서의 시설비용이 크기 때문에 기존 농가보다 못한 면이 있기 때문이다. 하지만 각 나라의 정부들은 보조금과 지원사업으로 이를 완화시키고 스마트팜을 지원하고 있다. 농가 경영비 외에 다른 항목에서 경제성과 생산성이 더욱 좋기 때문이다. 전 세계적으로 농업의 4차산업의 혁명으로 스마트팜을 택한 것은 기정사실이 된 것이다.

그림 3-4. 스마트팜 도입 및 미도입 토마토 농가



출처: 농림수산물교육 문화정보원, RFS Team 4

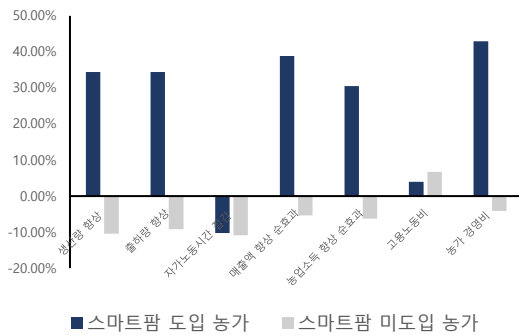
그림 3-5. 스마트팜 도입 및 미도입 딸기 농가



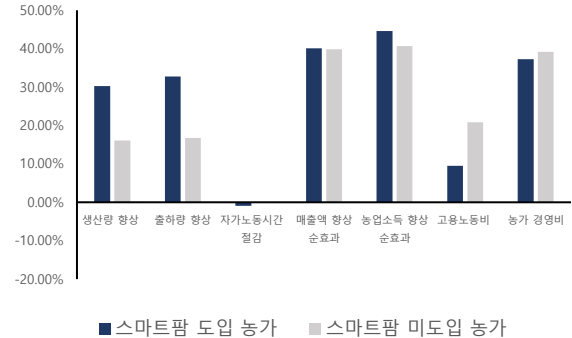
출처: 농림수산물교육 문화정보원, RFS Team 4

그림 3-6. 스마트팜 도입 및 미도입 파프리카 농가

그림 3-7. 스마트팜 도입 및 미도입 오이 농가



출처: 농림수산식품교육 문화정보원, RFS Team 4



출처: 농림수산식품교육 문화정보원, RFS Team 4

3-2. 이대로는 먹을 것도, 재배할 사람도 없다.

위기의 국내

농업 현장.

국내 농업은 결국

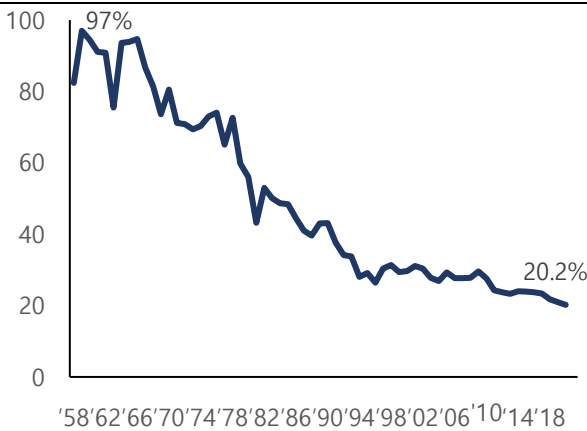
스마트팜이 대체할 것

(1) 식량자급률 하락과 생산성 저하

한국의 식량 자급률은 1959년 97%를 기록한 이후, 지속적으로 감소하는 추세이다. 2020년의 곡물자급률 20.2%는 전세계 평균인 101.5%를 크게 밑돈다. 물론, 이는 한국의 경제 급성장 등으로 인한 전반적인 산업의 변화에서 기인한다. 그러나, 점차, 식량을 자급하지 못하면서 겪게 될 식량난에 대한 대비책이 필요한 시점이 되었다는 경고이기도 하다.

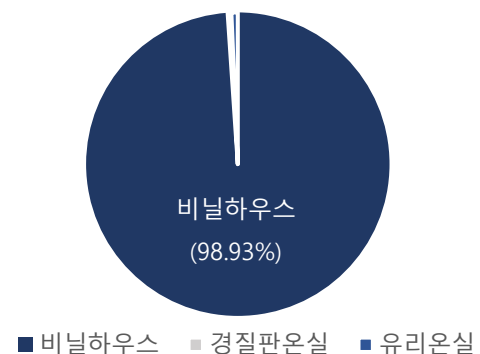
현재 시설 원예시장에서 비닐하우스가 차지하는 비중은 52,704ha인 99%로 아직까지 절대적이다. 사용연수가 10년 이상 노후화된 비닐하우스의 비중 역시 90%정도로 추정된다. 상당한 비중의 비닐하우스가 교체주기를 맞은 것이다. 기존 원예시장의 노후화로 인해, 작물들은 자연 재해 및 병충해에 취약하고, 작물의 생육환경 조건을 맞춰주는데 어려움을 겪게 되었다. 게다가, 비닐하우스는 혹서, 혹한기에는 유류난방비 등 에너지 소비의 부담에서 자유롭지 못하다. 비용 절감에 실패하고, 생산성과 품질조차도 보증하기 어려운 상황이 된 것이다. 이에 따른 교체수요의 증가가 예상되며, 시설 현대화에 맞춰 유리온실 기반 스마트팜으로의 전환 역시 적지 않을 것으로 전망된다.

그림3-8. 한국의 연도별 곡물자급률(사료용 포함) (단위: %)



출처: 농림축산식품부, RFS Team 4

그림 3-9. 국내 시설원예 면적 비중(2018년 기준)



출처: 농림축산식품부, RFS Team 4

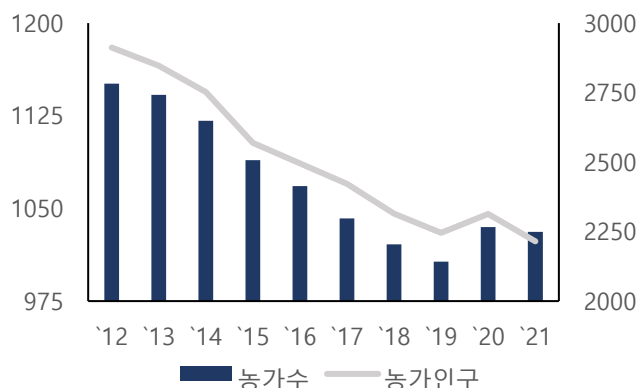
(2) 고령화로 인한 농가 인력난

지금 농업대로면
재배할 사람이
없다.

농가인구는 2012년 한국의 농가인원은 약 291만 명을 기록한 반면, 2021년에는 약 221만 명까지 감소했다. 불과 10년 사이에 24%가 감소한 수치이다. 농가 수 역시 2012년 약 151만 가구에서 2021년 약 103만 가구로 32% 감소했다. 이제는 농촌에서 일할 사람도 농업에 종사하는 가구도 크게 줄어든 것이다. 그렇다고 해서, 조금이라도 더 많은 일을 할 수 있는 젊은 층이 농촌에 많은 것도 아니다. 통계청에 따르면, 2016년 국내 농촌인구 고령화 지수가 39.3%에서 2026년까지 50%에 이를 것으로 전망된다. 젊은 농부 육성에 대한 정부의 바람과는 달리, 육체적 노동강도가 높은 농업을 젊은 층들은 회피하고 있는 상황이라고 볼 수 있다. 이처럼 전반적인 농촌의 인력난에 따라, 그 인력들이 커버할 수 있는 재배면적도 크게 감소하였다. 통계청에서 조사한 벼 재배면적을 살펴보면, 2012년 849,172ha에서 2022년 727,158ha로 10년 새 14% 감소하였다. 이처럼 농촌 인력 부족에서 기인한 재배면적의 감소는 작물생산량 감소로 이어져 우리나라 식량자급률 감소의 큰 부분을 차지하고 있는 것이다.

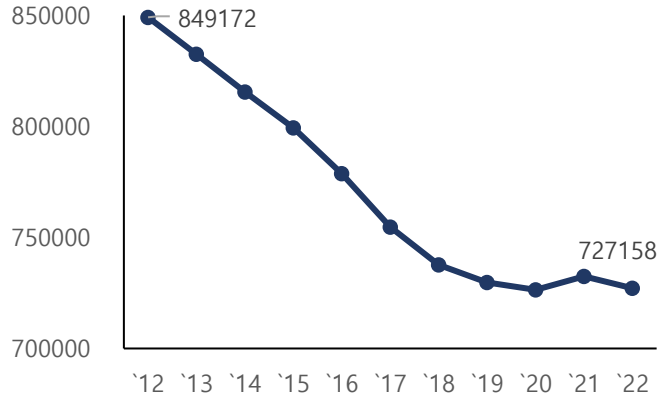
그래프에서 보이는 2020년의 농가인구 증가는 부동산가격 폭등과 코로나 사태로 인한 일시적 증가였다. 2021년 벼 재배면적 역시 코로나 등의 이유로 쌀 가격 상승에 따른 일시적 증가였을 뿐, 감소하는 추세를 다시 이어가기 시작했다.

그림 3-10. 농가 수 및 농가인구 추이 (단위: 천)



출처: 통계청, RFS Team 4

그림 3-11. 연도별 벼 재배면적 추이 (단위: ha)



출처: 통계청, RFS Team 4

(3) WTO 개발도상국 특혜포기

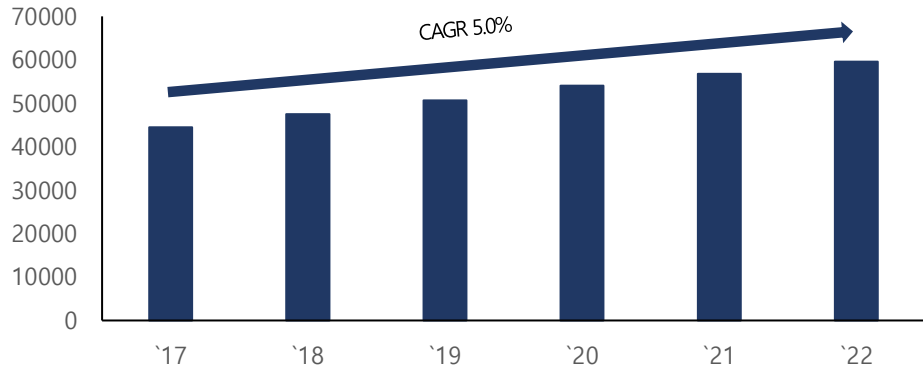
농업의 효율성
증대가 필요한 때

2019년 한국은 24년만에 WTO 개발도상국의 지위를 포기했다. 미국에서 WTO 개발도상국 지위가 곤란한 기준을 4가지 제시하였다. 1) OECD 회원국인가, 2) G20국가인가, 3) 고소득국가인가, 4) 세계무역 비중의 0.5% 이상 차지하는 국가인가. 이 때, 한국은 WTO 개발도상국 지위에 있는 국가들 중 유일하게 4가지의 기준을 모두 충족하는 국가였다. 그에 따라, 한국은 WTO 개발도상국 지위를 벗고, 누렸던 특혜를 내려놓아야 했다. 가장 큰 변화로, 특혜 포기에 따라 수입 농축산물에 고율 관세를 부과하는 것이 어려워졌다. 이에 따라, 농가의 경쟁력과 소득에 상당한 타격을 입었다. 수입농산물로 인한 농가들을 보호하고 피해를 최소화하기 위해서 효율적이고 부가가치가 높은 스마트 농업으로의 전환은 절대적으로 필요 해졌다

(4) 국내 스마트팜 시장은 계속해서 성장해야 하고 할 것이다.

그림 3-12. 국내 스마트팜 시장규모 및 전망

(단위: 억 원)



출처: 중소기업전략로드맵, RFS Team 4

자급률 하락 및 생산성 저하로 인한 현상항에 따라, 국내 스마트팜의 수요는 증가했다. 시장 규모 역시 2017년 4조 4,493억원에서 2022년 5조 9,588억원까지 연평균 5.0%로 빠르게 성장하고 있다. 이는 정부의 적극적인 정책 지원과 더불어 민간에서의 변화에서도 기인한다.

우선 정부적 차원에서 보면, 정부는 최근 시설 원예의 현대화를 추진하면서 예산을 증가시켜 지원을 늘려가고 있다. 특히, 스마트팜 시설보급을 위한 지원예산으로 2018년까지는 매년 200억원 정도에 그쳤지만, 2019년부터는 약 3배에 해당하는 630억원 정도까지 그 규모를 대폭 증가시켰다. 이에 더해, 스마트 온실이 필요한 스마트팜 보급을 위해 2029년까지 약 7,160억원을 계속해서 투입하기로 계획하고 있다. 이처럼 정부는 지원 예산을 늘려가며 변화하는 농업의 스마트화를 추진하고 있다.

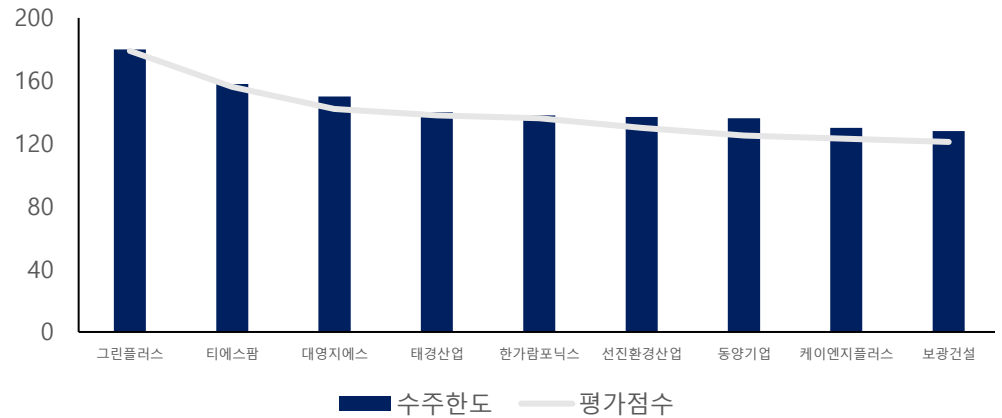
민간에서의 변화도 감지되고 있다. 기존 농업에 비해, ICT기술을 접목한 스마트팜은 생산비, 노동력을 절감했을 뿐만 아니라, 안정적으로 고품질의 농산물을 생산해냈다. 그 결과, 강도 높은 육체적 노동의 농업을 회피하던 청년들은 첨단 기술에 대한 높은 수용성을 보이며 농업에 다시금 관심을 갖기 시작했다. 소비자들은 농가에서 직접 생산하는 유기농 식료품에 대한 선호가 높아지고, 청년 농업인들의 성공 사례가 늘면서, 스마트팜에 대한 민간 수요도 점차 증가하고 있다.

정부의 지원정책과 더불어, 인구감소 문제가 심각한 지방자치 단체 주도의 스마트팜 조성 사업을 확산시키려는 노력으로 스마트팜 시장은 큰 힘을 받고 있다. 또한, 청년 농업인들의 첨단 기술에 대한 긍정적인 반응이 더해져, 향후 스마트팜은 국내 시설 원예시장에서 경쟁력을 입증하고 점유율이 확대될 것으로 보인다.

3-3. 스마트팜 시장의 성장은 동사에게 분명한 호재

1) 시공능력 평가 1위의 위엄

그림 3-13. 온실시공능력평가(2022)



출처: JITA, RFS Team 4

스마트팜 시장에서
경쟁력과 기술력을
입증

국내 스마트팜 시장은 위에서 언급하였듯이, 연평균 5%로 빠르게 성장하고 있다. 스마트팜 시장의 성장은 곧 동사에게도 호재라고 볼 수 있다. 우선, 스마트팜 사업은 시장이 크게 활성화되지 못해서 매출규모가 영세한 편이고, 일반 농가를 대상으로 진행되고 있기 때문에 자세한 점유율에 대한 통계자료는 산출하기 어렵다. 다만, 한국농업시설협회에서 공시하는 온실 시공능력평가에서 경쟁업체들을 제치고 동사는 2011년부터 2021년까지 10년 연속 1위를 차지하는 기염을 토했다. 이는 경쟁력 높은 특수 전문 인력, 경험이 축적된 창업자의 현장 노하우 전수 등의 차별성을 고려하여 결정하는 순위이다. 즉, 동사가 국내 스마트팜 시장에서 강력한 경쟁력을 바탕으로 상당한 영향력을 행사하고 있음을 보여주고 있는 것이다.

2) 굳건한 국내외 스마트팜 인지도

여전히 식지 않는
동사의 스마트팜 인지도

스마트팜 시공능력평가를 통해, 동사의 기술력과 경쟁력이 어느정도 입증되었다. 이에 따라, 동사의 스마트팜은 국내 및 글로벌 시장에서의 인지도를 공고히 하고 있다. 지난 8월 18일에 동사는 총 42억 규모의 상주 스마트팜 혁신밸리 공급 계약을 체결했다. 또한, 8월 29일에는 에스지건설과 53억원 규모의 평창 지역 특화 임대형 스마트팜 기반조정사업 건축 공사 계약을 맺었다. 언급한 계약들 이외에도 국내에서 올해만 청년 스마트팜으로 106억원에 육박하는 5건의 신규 계약을 체결했다.

해외에서도 높은 인지도를 자랑하고 있다. 일본 온실업계 1위 다이센과 협력해 약 65만평, 1억달러 이상의 수출 계약을 이루었다. 또한 2021년 호주 스마트팜 기업 Farm 4.0과 10년 장기 호주 및 뉴질랜드 스마트팜 공급계약을 체결했다. 2022년 하반기 첫 매출이 발생할 것으로 기대되며 2023년부터는 약 100억원 이상의 매출이 꾸준히 발생할 것으로 전망된다. 이외에도 UAE에서 사막기후 적응형 스마트팜 시공 온실을 개발 중이며, 2021년 동사는 동남아시아의 ODA사업을 통한 스마트팜 공급 국책 사업에 선정되어 해외 시장 진출의 가능성이 다방면으로 열려 있음을 알 수 있다. 이처럼 스마트팜 시장의 확대는 그 속에서 상당한 영향력을 행사하는 동사에게 매우 중요한 호재라고 볼 수 있다.

IV. 리스크

1. 정부주도형 사업구조

지원정책을 통해
이뤄내야 할
숙원사업 '대중화'

스마트팜의 성장에도 불구하고, 대중화가 이뤄지지 않아 아직까지 스마트팜 사업부의 매출은 정부주도 지원사업의 비중이 크다. 스마트팜 도입 시 기존 농가 대비 생산성 및 경제성에서 우위가 있지만 초기 비용이 크기 때문에 개인 농가에게 진입장벽이 있기 때문이다. 하지만 전기차 산업이 정부 보조금 및 지원정책으로 인해 폭발적인 시장규모 상승을 이룬 것처럼 스마트팜 역시 초기 비용에 대한 부담을 덜어준다면 상용화될 수 있다는 가능성이 있다.

2. 그린피시팜 수익성 부진

경기 침체의
영향을 받을 수 있는
장어 실적

그린피시팜의 장어 실적이 동사의 매출액에 상당한 영향을 미쳐 경기침체 시 매출액 등락의 가능성이 있다. 22년 반기 기준 장어에 한해 비정상 감모손실 29억원이 발생했다. 금년 7월 폭우로 인한 일시적인 손실이지만 21년 반기에도 비정상 감모 손실 30억원이 발생했기 때문에 그린피시팜의 장어 수급과 관련된 문제가 있다는 것을 확인할 수 있다. 경기침체가 언제까지 지속될지 알 수 없는 상황에서 구매력 감소로 인한 장어 실적의 반전은 기대하기 어렵다.

V. 밸류에이션

1. 매출액 추정

알루미늄 (단위:백만원)	19Y	20Y	21Y	1Q22	2Q22	2022E	2023E
매출액	22,331	23,585	31,837	8,388	8,389	41,389	53,805
스마트팜 (단위:백만원)	19Y	20Y	21Y	1Q22	2Q22	2022E	2023E
매출액	17,126	37,738	43,769	7712	10,711	56,899	73,969
그린피시팜 (단위:백만원)	19Y	20Y	21Y	1Q22	2Q22	2022E	2023E
매출액	8,714	572	6,351	801	1,365	4,860	5,018
딸기 (단위:백만원)	19Y	20Y	21Y	1Q22	2Q22	2022E	2023E
매출액	660	780	1,280	253	25	1,894	1,675

(1) 알루미늄 매출액 추정

동사의 알루미늄 사업부는 다품종 소량 생산체제로 고객의 주문제작에 따라 제품을 판매하여 매출을 올리는 구조이기에 정확한 Q를 담보하기 어렵다. 알루미늄 가격의 변동 또한 일정한 패턴을 찾기 어려워 동사의 최근 매출액 성장률을 알루미늄 사업부에 적용하여 추정하였다. (2년 매출 성장 산술평균하여 성장률 30%적용)

(2) 스마트팜 매출액 추정

동사의 스마트팜 사업부는 내수 계약과 수출 계약을 통해 매출이 발생하고 있다.

농림축산부의 조사에 따르면 국내 스마트팜 시장 성장률은 CAGR 15%이다. 스마트팜 시장 성장 규모에 따라 동사가 수혜를 입을 것은 확실하나 현재 동사의 매출 성장 속도가 스마트팜 시장 성장 규모보다 크다는 점, 동사가 호주, 일본, 동남아 등 해외수출 시장을 공략하고 있다는 점에서 동사의 최근 매출 성장률을 스마트팜 사업부 매출에 적용하였다. (2년 매출 성장 산술평균하여 성장률 30%적용)

(3) 그린피시팜 매출액 추정

동사의 그린피시팜은 코로나 19로 인해 20년도의 매출이 급감하였으나 21년도 코로나로 인한 사회적 거리두기가 해제되면서 그린피시팜의 Q가 회복하였다. 장어의 P는 치어의 매입가격과 관련이 있고 치어의 매입가격은 변동성이 커 가격 예측을 담보할 수 없어 이동평균법에 따라 보수적으로 추정하였다.

(4) 딸기 매출액 추정

딸기 P는 인플레이션으로 인한 식료품 가격 상승으로 P가 증가하였다. 딸기 판매량이 지난 3년동안 두드러지게 증가하였으나 금년도 1분기, 2분기 판매량의 변화폭이 크다는 점, 딸기 제철이 1~5월인 점을 감안할 때 Q의 예측량을 담보할 수 없고 P 또한 지난 3년동안 가격이 급격하게 상승하였으므로 딸기 판매 사업부가 동사 매출비중의 1~2%정도임을 감안할 때 이동평균으로 추정하였다.

2. 주가추정: SOTP

본 보고서에서는 동사의 목표주가 산정을 위해 SOTP method 를 사용하였다. 동사의 주 사업부는 알루미늄과 스마트팜 사업부이며 알루미늄 사업부와 스마트팜 사업부의 Peer group을 구분해야 된다는 점에서 SOTP를 통해 각 사업부별 이익의 성장성을 반영하여야 한다는 판단 하에 추정하였다.

2-1 알루미늄 사업부의 PEER GROUP

동사의 알루미늄 사업부의 PEER GROUP은 알루코로 설정하였다. 알루코를 동사의 피어그룹으로 설정한 이유는 동사와 영위하는 사업구조와 수익성의 형태가 비슷하여 알루코를 동사의 알루미늄 사업부의 피어그룹으로 설정하였다. 동사의 알루미늄 사업부의 매출 성장성을 고려하여 영업가치를 추정하고 알루미늄 사업부의 시가총액을 구하였다.

2-2 스마트팜 및 장어, 딸기 사업부의 PEER GROUP

동사의 스마트팜 사업부와 장어, 딸기 사업부와 비슷한 PEER GROUP은 없는 것으로 판단된다. 특히 스마트팜 사업부의 경우 동사와 비슷한 온실시공 기업들은 비상장이거나 상장되어 있어있더라도 PEER GROUP이 속한 국가의 농업 상황이 달라 동사의 스마트팜 사업부를 PEER GROUP과 비교하여 밸류에이션 하는 것은 적절치 못한 방법이라 판단하였다. PEER GROUP을 통한 밸류에이션 대신 일본의 농업 문제가 한국과 비슷하다고 판단하여 일본 Farming/Agriculture 산업 index의 EV/SALES를 구하여 동사의 스마트팜, 장어, 딸기 사업부의 영업가치와 시가총액을 추정하였다.

구분	산식	단위	알루미늄	스마트팜	그린피시팜	딸기	비고
23E SALES	(A)	천원	53,805,770	73,969,639	5,018,245	1,675,661	연환산 추정치
EV/Sales 거래배수	(B)	배	1.303	1.45	1.45	1.45	알루미늄-알루코 그외 - FARM/AGRICULTURE MULTIPLE
	$(C) = (A) * (B)$	천원	70,108,918	107,255,977	7,276,455	2,429,708	
기업가치(EV) 계		천원					187,071,059
이자지급성부채	(D)	천원					34,284,757
현금및현금성자산	(E)	천원	10,973,226				
순차입금	$(F) = (D) - (E)$	천원					23,311,531
비지배지분	(G)	천원	30,084				
평가 시가총액	$(H) = (C) - (F) - (G)$	천원					163,729,443.56
발행주식수	(I)	주					11,774,670
주당 평가가액	$(J) = (H) / (I)$	원	13905.22567				

이러한 밸류에이션의 따라 목표 시가총액 1,637억을 현재 유통주식수 11,774,670으로 나누어
목표주가 13,900원을 산출하였으며 현재주가 11,250원 대비 상승여력 24%로 투자의견 BUY
 를 제시한다.

