



기업분석 보고서
2006.4.8

방글이도 함께해요 1조 삼양사 분석



삼 양 사

(000070)

SMIC 2006년 1학기 Research 1 Team
이동연 김수민 오대석 정윤경 함소울

목 차

- I. 삼양사는 어떤기업인가?
- II. 삼양사 분석의 POINT는?
- III. 삼양사의 젓줄, 설탕과 식품
- IV. 연합전선의 연결고리, 석유화학!!!
- V. 차세대 동력원을 위한 아낌없는 투자, 의약사업!!
- VI. 지주회사와 지분법평가
- VII. 재무분석
- VIII. Valuation

I. 삼양사는 어떤 기업인가?

1924년 수당 김연수 선생이 설립한 삼양사는 설립한 지 80년이 넘는 국내 최장수 기업 가운데 하나다. 전통산업인 제당에서 첨단 미래산업인 LCD 화학소재까지 취급하는 삼양사는 현재 다방면으로 사업다각화를 추진하고 있다.

설립 초기에는 만주 지역에서 개간사업과 농장 경영으로 민족경제 자립에 이바지하는 한편 면방직 사업에 진출해 산업 근대화에 앞장섰다. 이러한 삼양사가 농업자본에서 산업자본으로 전환한 것은 광복과 6·25를 거치면서였다.

1955년 제당사업에 진출한 이래 현재, 화학, 식품, 의약, 산업자재용섬유, 용기, 사료, 무역, 환경사업 등의 8개 분야를 갖추게 되었다. 주로 생활에 직·간접적으로 필요한 기초소재 산업에 집중되어 있다. 각 분야들이 모두 나름대로 안정적인 수익성을 유지하며 사업을 전개하고 있다. 삼양사 전체 매출액에서 식품과 화학이 각각 30%를 차지하고 있으며 또한 여전히 전체 영업이익의 70%를 제당이 차지하고 있는 회사이다.

설립한 지 80년이 넘는 회사인 만큼 기업 고유의 문화를 지니고 있다. 첫째로 사회 공헌을 중요하게 여기는 기업 문화를 들 수 있다. 이에 따라 ‘수당상’, ‘아름다운 가게’ 등 다양한 사회 공헌 활동을 행하고 있다. 삼양사의 창업자인 수당 김연수 선생과 현 삼양사의 경영진들에 의해 설립된 공익재단인 양영재단과 수당재단은 고등학생, 대학생들에게 장학금을 지급하는 한편 교수들에게는 연구비를 지원하고 있다.

두번째로 안정적인 노사 관계를 들 수 있다. 상생정신으로 뭉친 노사관계를 바탕으로 40년 무분규 노사 화합 전통을 찾을 수 있다. 파업에 이л뻐한 위기를 겪기도 하였으나 그때마다 노사 상생의 전통으로 문제를 해결하고 현재까지 안정적인 노사관계를 유지하고 있다. 뿐만 아니라 노조가 먼저 ‘생산성 공동 인센티브제’ 도입을 제안하고 회사도 노조원들의 자기개발에 적극 동참함으로써 서로 배려하는 관계가 확립되었다.

마지막으로 가족경영체제 역시 기업 문화의 한 가지로 볼 수 있다. 특이한 것은 가족경영체제를 유지하면서도 필요한 부분에는 전문경영인 체제를 도입하여 조화롭게 유지시키는 모습을 찾아볼 수 있다. 이로써 가족경영이라고 해서 그저 보수적이고 딱딱하기만 한 것이 아니라 조직에 있어서 그 나름의 유연성을 함께 찾아볼 수 있는 것이 특징이라고 하겠다.

II. 삼양사 분석의 POINT는?

설탕을 포함한 식품 VS 화학을 포함한 자회사

삼양사가 돈을 벌어들이는 방법은 매우 다양하다. 앞서 설명한 현재 삼양사가 영위하고 있는 여러 가지 사업 분야에서 두드러지는 것이 식품과 화학 그리고 의료 분야이며 그 중에서도 각각 매출액의 30%를 차지하고 있는 것이 식품과 화학이다. 둘이 합쳐 60%가 넘으니 삼양사의 주요 수입원이라고 할 수 있을 것이다. 이런 단순한 시각으로 보았을 때에도 삼양사에 있어서 중요한 두 가지를 뽑으라면 식품과 화학을 택할 것이다.

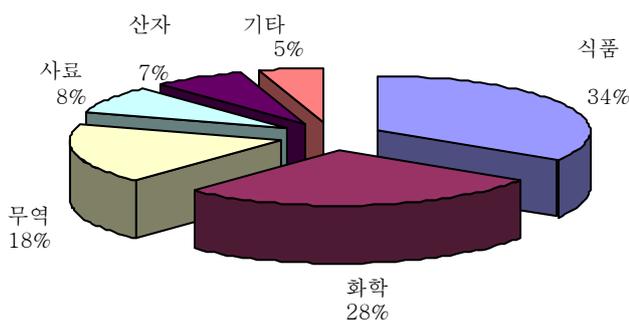
삼양사의 재무제표를 살펴보자. ~

(단위:백만원)

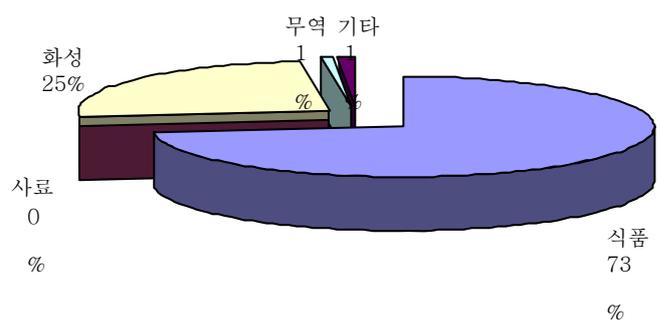
과 목	제 55 기		제 54 기	
[5] 영 업 이 익		42,939		50,614
[6] 영 업 외 수 익		68,058		60,524
1. 이 자 수 익	2,296		2,023	
2. 배 당 금 수 익	1,343		868	
3. 매도가능증권처분이익	1,582		911	
4. 외 환 차 익	7,534		7,360	
5. 외 화 환 산 이 익	1,712		4,668	
6. 지 분 법 평 가 이 익	46,592		36,231	

제55기(2005년)의 영업이익이 약420억원인데 비하여 지분법평가이익이 영업이익보다 많은 약 460억원이 이른다. 영업이익의 70%는 식품이 차지하고 있고 그 식품의 대부분이 제당에서 나오는 것이다. 또한 지분법평가이익의 대부분은 화학사업을 하고 있는 자회사를 통해 나오는 것이다.(자회사에 관해서는 뒤에 더 자세히 살펴 볼 것이다.) 따라서 삼양사를 볼 때에는 첫째, 현재 설탕 등으로 벌어들이고 있는 식품과 화학 면에서의 자체 영업능력과 둘째, 자회사로부터 발생하는 가치로 인한 지분법 평가이익 이렇게 2개의 측면을 고려해야 한다. 사실 삼양사는 자회사 중 몇몇 기업에서 조금씩만 더 지분을 사들이면 지주회사가 될 수 있다.

* 삼양사 매출구성



* 삼양사 매출별 영업이익 기여도





III. 삼양사의 젓줄, 설탕과 식품

과거 설탕을 비롯한 밀가루와 같은 기본적인 식품재료를 중점적으로 생산해오던 식품생산을 다양화하여 식품재료뿐만 아니라 외식업체까지 시작하는 등 계열화하기 시작하였으며 새롭게 브랜드를 런칭하고 마케팅에도 신경을 쓰는 등 여러모로 전문화의 노력이 엿보인다.

삼양사의 식품사업부문에는 세 개의 브랜드가 있다. 큐원, 구텐모르겐, 그리고 카페 믹스앤 베이크가 있다.

큐원은 2003년 삼양사의 식품부문 통합 브랜드로 개발되어 2003년 당시에는 브랜드 인지도가 40% 가량에 그쳤지만, 이후 꾸준한 마케팅활동을 통해 2005년 1월에는 인지도가 80%까지 올라갔다고 한다. 2005년에는 대한민국 일류브랜드 대상을 받기도 하였다. 삼양사에서 만드는 모든 식품들은 ‘큐원’이라는 브랜드로 출시된다. 설탕도 마찬가지로 ‘큐원’이라는 브랜드로 판매하고 있다. 유지관련제품생산 (마아가린, 쇼트닝, 식용유지, 가공버터, 제과재료)은 삼양사의 자회사인 삼양웰푸드에서 하고 있으며, 삼양사의 또 다른 식품사업부문 자회사인 삼양밀맥스는 제분업체로 영양강화 밀가루와 다양한 프리믹스 제품을 생산하고 있다. 여기서 생산되는 식품들은 마찬가지로 ‘큐원’브랜드로 판매된다.

구텐모르겐은 유기농제품 전문점으로 삼양사는 2002년 12월부터 수입유기가공식품 사업을 개시해 이유식, 주스 중심으로 100여개의 해외 유명 유기농 전문브랜드 제품을 현대백화점 6개 매장을 비롯 온,오프라인에서 판매하고 있다. 외식사업의 일환으로 2003년 시작한 카페 믹스앤 베이크는 베이커리카페로 서울에 4개의 매장을 가지고 있다.

사업 부문	매출 유형	품 목	제55기 (05.1.1~05.12.31)			제54기 (04.1.1~04.12.31)		제53기 (03.1.1~03.12.31)	
			수 출	내 수	합 계				
식품	제품등	설탕	수 출	41,844		35,697		34,550	
			내 수	169,697		172,404		160,141	
			합 계	211,541		208,099		194,691	
		기타		139,790		113,986		96,279	
합 계(전체매출액)				984,375		890,163		787,700	

제55기에 전체 매출액이 약 9천8백억원이 넘고 그 중 식품의 매출액이 약 3천5백억원으로 전체의 35%이다.(이 때 화학은 전체 매출액의 27%를 차지한다.) 그리고 식품의 매출액 중 설탕이 차지하는 비율은 60%에 이른다. 제54기도 마찬가지로 식품 매출액에서 설탕이 차지하는 비율이 64%이다. 이처럼 식품 사업 부문에서 대부분의 매출을 차지하고 있는 것은 설탕이라는 것을 확실히 알 수 있다. 삼양사의 사업에 있어서 설탕의 중요성은 충분히 설명이 되었으리라 생각한다.



방글이도 함께해요 1조 삼양사 분석

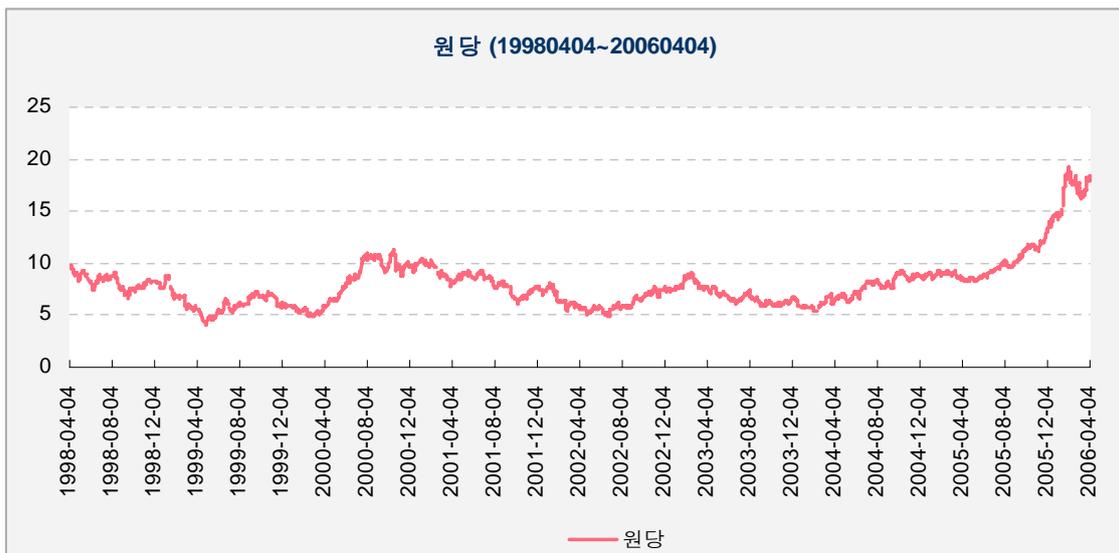
식품사업부문에서는 시장 자체의 높은 성장성은 기대하기 어렵다. 그러나 지금까지와 마찬가지로 삼양사에 있어서 꾸준히 현금을 창출해주는 Cash Cow 역할을 해주는 사업 부문이라 할 수 있다. 그러므로 식품사업부문의 현상 유지가 매우 중요하다고 할 수 있다.

식품사업부문이 현재와 같은 수익성을 유지하기 위해서는 '설탕'이 매우 중요한 역할을 한다. 삼양사의 식품사업부문에는 다른 종류의 사업들이 있지만 매출액 등 여러모로 '설탕'과 비할 바가 되지 못한다. 또한 '설탕'이외의 다른 식품사업부문에서 조만간 특별히 눈에 띄게 뛰어난 성공을 기대하기도 어렵다. 그러므로 결국 관건은 '설탕'이라고 할 수 있다.

장치산업이며 저성장산업(성장률1~2%)인 제당산업은 1950년대 말 삼양사, CJ, 대한제당의 3사 체제로 정비된 이후 신규진입 사업자 없이 현재에 이르고 있다. CJ가 시장점유율 약 50%로 1위이며, 삼양사가 31%로 2위, 대한제당이 19%로 3위를 차지하고 있고, 이 세 회사가 안정적인 과점의 형태로 제당업계를 지배하고 있는 것으로 보인다. 그러나 2006년 고유가와 원당가격의 급격한 인상으로 어려움이 예상된다. 왜냐하면 원당의 국제시세 및 환율에 의해 가격이 결정되기 때문이다. 그러나 어려움만 있는 것은 아니다. 시장점유율이 절반인 CJ가 설탕가격을 인상할 계획을 발표하여 그에 따른다면 삼양사도 설탕가격을 올릴 것이다. 또한 원재료를 수입에 의존하고 있는 삼양사의 경우 환율이 떨어지면 원가 부담이 감소하므로 환율 하락의 수혜를 볼 수 있을 것이다.

III-1. 원당가격 인상과 환율하락의 영향

원당가격 추이

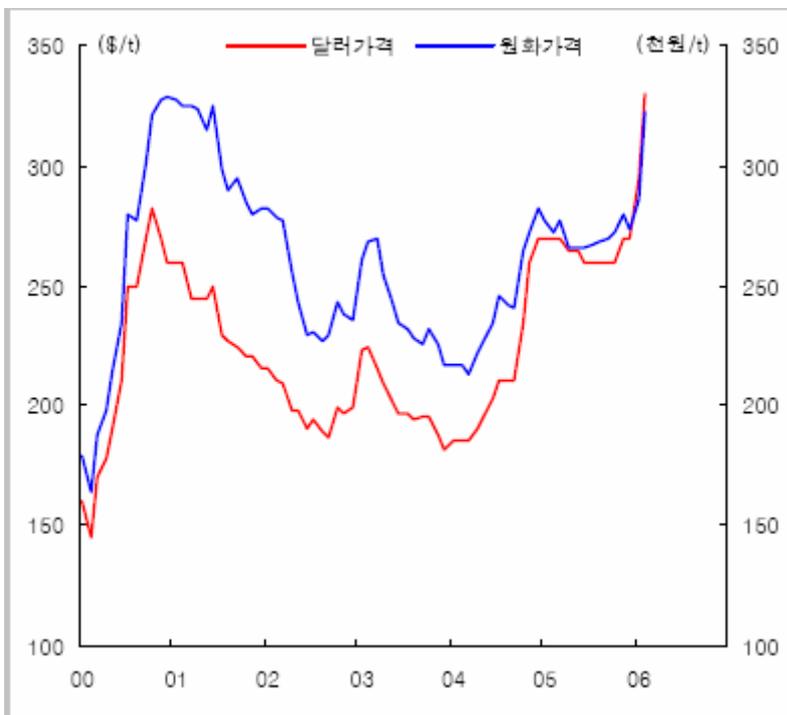


주요 곡물 및 원당 수입가격 동향('000원)



-동부증권

원당 수입가격



- 푸르덴셜증권

설탕과 원당가격 추이

		2003	2004	2005	2006E
설탕	(천원/TON)	584	592	590	727
원당	(US/TON)	191	186	242	320
환율	(원/US\$)	1,192	1,145	1,026	950
YoY %					
설탕		-1.4	1.4	-0.3	23.2
원당		8.5	-2.6	30.1	32.2
환율		-0.7	-3.9	-10.4	-7.4

-2006.4.7 한누리투자증권

III-2. 설탕가격 인상

CJ는 2006년 1월에 설탕 출고가격을 9.5% 올렸었다. 그리고 4월 6일 식품환경신문 기사에 따르면 6일부터 설탕 출고가를 평균 13% 올린다고 밝혔다. 공장도 가격 기준으로 정백당 1kg은 771원에서 871원으로, 정백당 15kg은 9930원에서 1만1130원으로 각각 인상됐다.

인도와 중국의 설탕 수요가 급증하고 사탕수수 최대 생산국인 브라질이 원유가격 폭등으로 생산을 줄이면서 국제 원당 시세가 폭등하여 미국 뉴욕 상품거래소의 5월 인도물 원당 가격이 1986년 이래 최고 수준인 파운드당 18센트까지 올랐다. 시장의 절반을 차지하고 있는 CJ의 움직임이 이렇고 국제 원당 시세가 계속적으로 상승한다면 삼양사에서 설탕가격을 올릴 것이다.

국제 시장에서도 설탕가격은 전반적으로 상승하고 있다. 2005년 60% 가격상승을 기록한 설탕은 2006년에도 12% 상승 국면을 이어가고 있다. 지난해 유가가 급상승하자 세계 최대 사탕수수 생산국인 브라질은 휘발유 연료 자동차를 줄이는 것을 목표로 삼고 절반 이상의 농산품을 연료용 에탄올 정제에 투입하고 있다. 게다가 세계 2위의 사탕수수 수출국인 태국에 가뭄이 들면서 설탕 공급이 부족해지고 있고 중국의 설탕 수요는 지난 10년간 50% 이상 상승하는 등 수요는 계속 늘어나고 있다. 제3위의 사탕수수 수출국인 호주에선 재배지역에 태풍이 예상되고 있다. 이에 따라 전문가들은 설탕이 공급 부족으로 채권과 주식의 수익률을 뛰어넘을 것이라고 예상하기도 하였다.

<중국내 설탕생산 및 소비통계>

(단위: 백만 톤)

년도	중국 내 생산	중국 내 소비
2002년	10.06	9.15
2003년	10.02	10.00
2004년	9.17	11.40

자료원: South China Morning Post



IV. 연합전선의 연결고리, 석유화학!!!

IV-1. 삼양사

(1) 실질적 지주회사로서의 성격

삼양사 투자의사결정에 있어서 가장 핵심적인 고려사항은 실질적 지주회사로서의 성격이다. 삼양사의 지주회사로서의 특징은 당기순이익에서 지분법평가이익이 차지하는 비중이 높다는 점 이외에 삼양사의 영업부분에서도 큰 영향을 미친다.

삼양사와 계열회사들은 유기적으로 연결되어 있는 바 하나의 커다란 기업으로 보아도 무방하다. 이러한 유기성의 중심에 석유화학이 있다. 삼남석유화학, 삼양화섬, 휴비스, 삼양사로 이어지는 연합전선은 원유를 정제하여 엔지니어링 플라스틱을 생산하는 전 과정의 제 1, 2, 3 시장을 선도하고 있다.

(2) 엔지니어링 플라스틱??

1) EP의 삼양사에서의 위상

삼남석유화학에서 원유를 정제하여 만들어 낸 TPA는 삼양화섬의 PC와 삼양사의 EP, 그리고 휴비스의 PE의 원료가 된다. 삼양사의 제품인 EP의 매출이 늘어날수록 원자재를 공급하는 삼남석유화학의 매출이 늘어나게 된다. 결국 EP 시장의 크기가 중요하다는 결론이 나온다.

2) EP? What on earth is it?

EP는 한마디로 플라스틱인데 단단하고 절연성이 뛰어나면서 가벼운 최첨단 소재이다. 활용도도 광범위하여 자동차, 휴대폰, TFT-LCD 등 첨단 IT제품은 물론 각종 광학기와 산업용, 가정용 기기의 소재로 쓰인다. 주변에서 보이는 ‘단단한 것’은 대충 EP라고 보면 된다. 휴대폰, 컴퓨터 케이스, 신호등, 자동차 소재, 카메라 외장부품, 자동차부품, 계기판, 커피메이커, 헬멧, 휴대폰 케이스, 에어컨 그릴, 헤어드라이어 등이 모두 EP를 원료로 쓴다. 한 마디로 시장이 엄청 크고 잠재성장력도 무궁무진하다는 얘기다.

(3) 삼양사의 제품

시장점유율은 2위이다(PBT 24%, PCR 28%). 30여년을 이 분야에 종사하여 품질이 우수하며 과점시장의 성격을 띄는 바 치열한 점유율 경쟁은 없는 안정적인 수익구조를 갖는다.

	삼양사	LG-DOW	제일모직	GE	BAYER
PBT	24%(2위)	34%	19%	18%	
PCR	28%(1위)	22%		24%	15%



IV-2. 삼남석유화학

(1) 삼양사의 병참기지!

삼남석유화학은 1988년 (주)삼양사, 일본 미쓰비시 화학(주), GS칼텍스(주) 3사가 합작하여 설립한 TPA(Terephthalic Acid : 고순도테레프탈산) 전문생산업체로, 현재 국내최대인 연 170만톤 생산능력을 가지고 있다. 또한 국내에서는 유일하게 미쓰비시 화학에서 개발한 QTA(Qualified Terephthalic Acid) 신공법을 도입하여, 원가 경쟁력이 우수하고 품질 좋은 제품을 공급하고 있다. 삼남석유화학에서 생산된 TPA는 삼양사의 EP의 주원료, 삼양화성의 PC의 주원료, 휴비스의 PE의 주원료로 공급된다.

(2) 진흙 속의 진주!

	당기(2005)	전기(2004)
자산총계	652,821,711,674	693,535,792,352
부채총계	321,406,176,708	386,917,605,758
자본총계	331,415,534,966	306,618,186,594

총자산은 소폭 감소했으나 부채의 감소와 자본의 증가로 부채비율이 100%가 안된다. 또 매출액 1조 2천억원에 이르며 영업이익은 530억, 당기순이익은 570억원에 이른다(2005년 기준). 또 당좌자산이 362,580,489,602원이 이르는데 총 자산의 55%이른다. 석유화학 산업이 많은 고정장치가 필요한 자본집약적 산업임을 고려할 때 당좌자산의 비율이 매우 높음을 알 수 있다. 또 2005년의 현금증가액이 무려 320억원이 이른다. 결국 굉장히 우량한 재무구조를 가지고 있다.

IV-3. 삼양화성

국내 최초의 PC생산업체로서 연간 10만톤의 생산능력을 갖추고 있다. 일본의 미쓰비시 케미칼과 삼양사의 합작투자자로 설립된 회사로서 아시아 최고의 PC생산 회사인 미쓰비시케미칼의 생산 일부를 담당하고 있다. PC는 EP와 마찬가지로 각종 IT의 제품의 소재로 활용되는 바 그 활용도가 향후 매우 높을 것으로 예상된다. 미쓰비시 케미칼은 PC100만톤 생산을 목표로 하고 있으며 그 일환으로 삼양화성의 생산량도 1만톤 늘어난 것이다. 또 각 경쟁업체에서도 PC시장의 가능성을 인지 적극적인 증설의 노력을 보이고 있다. 삼양화성은 최근 세계 최고 수준의 내열성을 가진 PC를 개발했으며 PC필름이 LCD에까지 적용확대되는 추세이다.

	당기(2005년)	전기(2004년)
자산총계	151,363,781,302	153,940,382,138
부채총계	72,371,550,398	91,209,201,758
자본총계	78,992,230,904	62,731,180,380

삼양화성도 극히 우량한 재무구조를 보이고 있다. 부채는 20%이상 감소한 반면 자본은 16%가 늘어나 부채비율이 100%미만이 되었다.

	당기(2005년)	전기(2004년)
매출액	255,759,200,677	195,905,060,819

영업이익	20,965,870,761	6,389,087,918
경상이익	20,850,422,456	7,059,578,310
당기순이익	18,261,050,524	5,835,652,249

매출액이 급성장한 이유는 매출액의 50%를 차지하는 일본삼릉화학의 수요확대에 기인한다. 이는 확장추세에 있는 세계PC시장을 적극적으로 공세해보려는 미즈비시케미컬의 의지의 표명이다. 영업이익, 경상이익, 당기순이익 역시 각각 200% 이상의 급성장율을 보이고 있다.

IV-4. 휴비스

(주)삼양사 및 SK케미칼(주)의 폴리에스터 장섬유 및 단섬유 사업부문을 통합하여 설립. 원사, 원면 및 Chip 등 3개 사업 분야를 중심으로 하는 폴리에스터 전문기업이다. 폴리에스테르는 나일론, 아크릴과 함께 3대 합성섬유의 하나이자 규모면에서 최대 생산제품으로 그 용도 또한 의류용 및 산업용에 걸쳐 광범위하다. 폴리에스터 단섬유(PSF, Polyester Staple Fiber) 및 폴리에스터 장섬유(PFY, Polyester Filament Yarn). 폴리에스터 장섬유에 비해 그 부가가치가 높은 폴리에스터 단섬유의 경우 당사의 생산능력은 국내 1위, 세계 5위를 점하고 있으며 폴리에스터 단섬유의 세부 품목 중 비의류용으로 사용되는 LM, Conjugate 등의 제품은 세계적으로도 그 기술력을 인정 받고 있다. 매출 약 8700억원 중 수출이 6000억원으로 내수에 3배 많다. 세계 섬유시장의 침체로 당기순손실의 누적이 있으나 한미 FTA체결로 인한 수혜가 예상된다.

미국의 PSF 월평균 수입량(톤)

	'05. 1-9	'05. 10-12	'06. 1
총계	24,959	38,622	35,376
한국	9,443	15,296	13,198
중국	6,242	11,452	11,347
인도	1,106	1,888	3,013
멕시코	1,336	7	-

또 형상기억섬유(PTT섬유)라는 차세대 섬유가 새로운 황금시장으로 각광받고 있는데 직물용으로 이를 전개하는 나라는 한국이 거의 유일하다.. PTT섬유 관련 기술 휴비스가 독보적이다. 지금 메모리섬유를 생산하는 나라는 일본과 한국 2개국 뿐이다. 그 중에서도 대량생산은 한국만이 유일하다. PTT섬유는 원사가격이 kg기준 10달러에 이르는 고가품이다. 다른 합성섬유 가격 동향과 비교해보면 PTT섬유의 가격이 대략 10배를 상회하는 고부가가치 상품임을 알 수 있다.

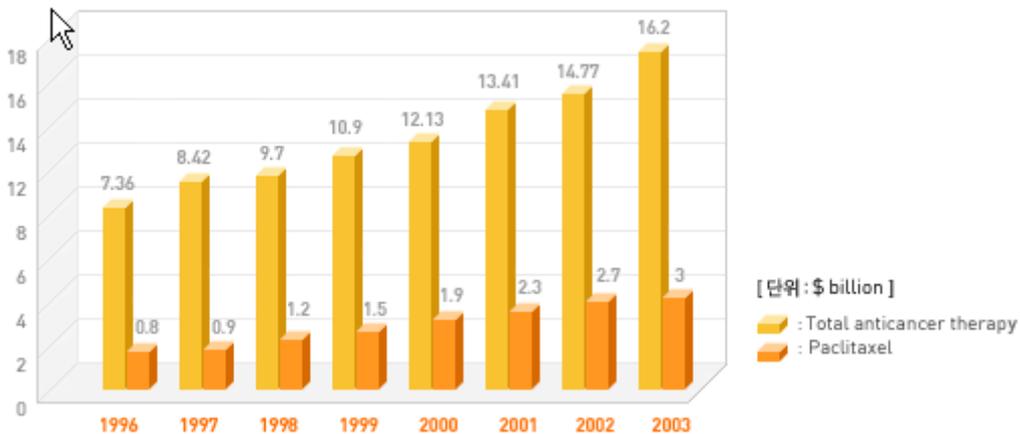
즉 휴비스는 잠재 성장력과 기술력 그리고 국내 생산 1위라는 안정성을 두루 갖춘 든직한 계열사라고 볼 수 있다.

V. 차세대 동력원을 위한 아낌없는 투자, 의약사업!!

V-1. 뜬금없다!?

일견 삼양사는 무차별 문어발식 확장을 하는 듯 하나 실제로는 기존 사업의 기술력을 바탕으로 잠재성이 큰 관련사업으로 영역을 넓혀가고 있다. 삼양제넥스의 의약제품들은 노하우가 쌓인 당제조기술을 바탕으로 성장가능성이 매우 큰 의약산업에 진출한 대표적인 사례들이다.

V-2. 의약시장



의약산업은 말 그대로 황금알을 낳는 시장이다. 커다란 기계장치가 필요없는 지식산업이면서 마진율이 매우 높은 고부가가치 산업이다. 세계적으로 건강에 대한 관심이 매우 높아지고 있으며 고령화 경향은 의약 산업의 가능성을 더욱 크게 해준다. 암 발생률이 매년 증가하고 있는 것은 시장의 파이 자체가 커지고 있음을 뜻한다.

V-3. 삼양제넥스

1964년에 설립된 삼양제넥스는 본디 전분당 등의 식료품회사였으나 제약회사로 탈바꿈하기 위한 도약을 준비 중이다. 축적된 관련 핵심기술과 연구성과를 바탕으로 세계 최초로 항암제 GENEXOL(삼양제넥스 Paclitaxel의 상품명)이 성공적인 대량 생산을 계기로 미래지향적인 생명공학전문기업으로 변신하고자 부단한 노력을 경주하고 있다.

	당기(2005)	전기(2004)
자산총계	327,380,941,135	290,085,227,449
부채총계	51,657,323,019	44,142,939,519
자본총계	275,723,618,116	245,942,287,930

자본총계가 부채총계의 5배를 넘는, 재무적으로 굉장히 탄탄한 계열사이다.

V-4. 제품

2001년 내놓은 항암제 '제넥솔'은 국내에서 가장 많이 수입하는 항암제 '탁솔'을 30% 이상 대체했고, 올해 매출 100억원을 넘길 것으로 예상된다. 국내 유방암 임상2상을 끝낸 '제넥솔-PM'은 기존 항암제에 비해 독성이 낮고 항암효과가 우수한 것으로 나타나고 있다. 미국에서 진행되고 있는 췌장암 임상2상이 끝나고 세계 시장에 시판되면 2020년까지 세계 췌장암 치료제 시장의 30% 이상을 점유할 수 있을 것으로 전망된다.

국내 금연보조제 시장점유율 1위를 차지하고 있는 금연보조제 '니코스탑'(패취제형) 판매중. 12월 말 캔디형 금연보조제 '니코스탑 트로키'를 새롭게 출시하였다. 비교적 초기 시장이라고 볼 수 있는 금연보조제 시장에서 압도적 시장 점유율 유지하고 있다. 담뱃값 인상과 사회 전반적으로 확산되고 있는 금연분위기로 금연보조제 시장은 2004년 80억에서 2005년 200억으로 급격한 신장세를 이룸. 또한 이러한 분위기는 정부의 강력한 금연정책에 힘있어 2006년에도 지속될 전망이다. 특히 정부의 지원아래 보건소와 군부대 등에도 금연지원사업이 지속적으로 추진될 경우 금연보조제는 당분간 침체된 일반의약품 시장에서 매출증대 품목으로 확실한 자리매김 할 것으로 보여짐.

VI. 지주회사와 지분법평가

VI-1. 지주회사의 의의

(1) 개념

주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사.

(2) 종류

순수지주회사 : 독자적인 사업 없이 주식의 소유를 통해 다른 회사의 사업지배만을 목적으로 하는 회사.

사업지주회사 : 독자적인 사업도 동시에 영위하는 회사.

(3) 규제 목적과 연혁

재벌의 선단식 황제경영 및 경제력집중 방지. 우리나라와 일본에서만 규제하고 있음
1986년 개정시 지주회사의 설립 및 전환 자체가 금지됨. 그러나 1999년 개정을 통하여 설립 및 전환은 허용하되 규제 有.

(4) 지주회사의 장, 단점

1) 장점

기민하고 유연한 사업재구축, 주주중심의 경영, 사업부분의 전문성 제고, 기업합병 부작용 최소화.

2) 단점

최소자본으로 최대지배가능, 재무구조 악화, 소수주주 및 채권자 권익 침해, 자회사 상호간 거래 내부화를 통한 경쟁 침해

VI-2. 지주회사의 기준

지주회사는 직전 사업년도의 종료일 대차대조표상의 자산총액이 1000억원 이상이어야 함.
또 지주회사가 소유하고 있는 자회사의 주식 가액의 합계액이 지주회사 자산총액의 1/2 이상이어야 함.

VI-3. 실질적 지주회사로서의 삼양사

삼양사가 보유하고 있는 주식의 가액이 삼양사의 영업이익보다 크다.

(백만원)

매출액	984,375
영업이익	42,939
지분법평가수익(영업외 이익)	46,592

삼양사는 독점규제및공정거래에관한법률에 의해 지정, 고시된 지주회사는 아니지만 가지고 있는 계열사 주식이 많고 계열사의 영업현황에 따라 손익이 계산된다. 삼양사 스스로 영위하고 있는 영업에서 발생한 이익보다 지분법평가수익이 더 크다는 사실은 삼양사의 가치를 평가하는 데 있어서 실질적 지주회사의 성질을 심분 고려해야 함을 시사한다.

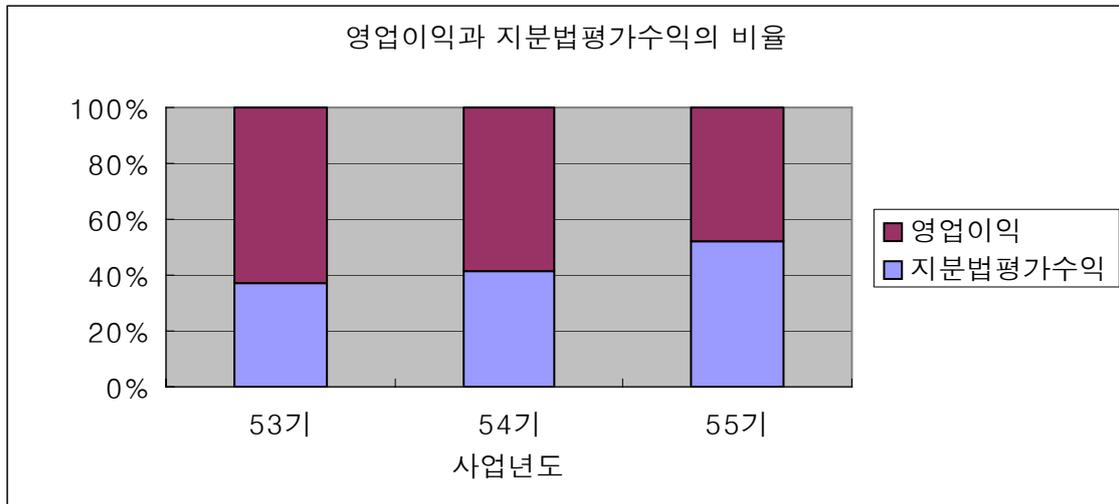
VI-4. 지분법평가

가령, 어떤 회사가 타 회사의 주식을 보유하고 있다면, 그 보유목적에 따라 단기매매주식, 매도가능주식, 지분법평가주식으로 나누는데, 즉, 단기매매증권은 시세차익을 노려 1년 이내에 시장에 내다 팔 목적으로 취득한 주식, 지분법평가주식은 타 회사를 지배하거나 중대한 영향력을 행사할 목적으로 구입한 주식으로, 지분율이 30%이상인 경우를 말한다. 매도가능주식은 단기매매증권도 아니고, 지분법평가주식도 아닌 어중간한 경우이다. 만일 지분법으로 어떤 회사의 주식을 평가한다면, 그 회사를 사실상 지배하고 있다고 봐도 무방하다. 대신 현금으로 받은 배당금은 수익으로 인식할 수 없으며, 오로지 피투자회사의 당기순이익에 지분율만큼의 금액을 '지분법평가이익'이란 계정과목으로 손익계산서의 영업외수익에 기재하게 된다.

삼양사의 경우 자회사들을 많이 거느리고 있고 자회사의 영업실적이 매우 뛰어나서 삼양사 자신의 영업이익보다 지분법평가수익 단일 계정이 더 많다. 또한 그 비율도 점점 높아져서 실질적 지주회사의 성질이 높아지는 추세이다.

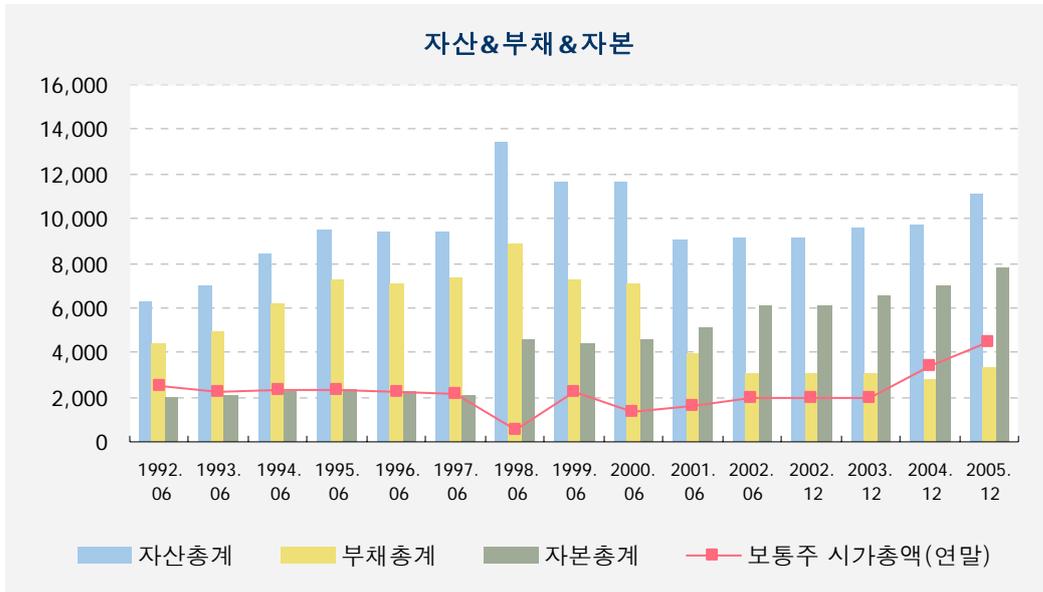
단위: 백만원

	55기(2005년)	54기(2004년)	53기(2003년)
매출액	984,375	890,163	787,700
영업이익	42,939	50,614	40,414
지분법평가수익	46,592	36,231	23,937
당기순이익	61,993	50,269	41,758

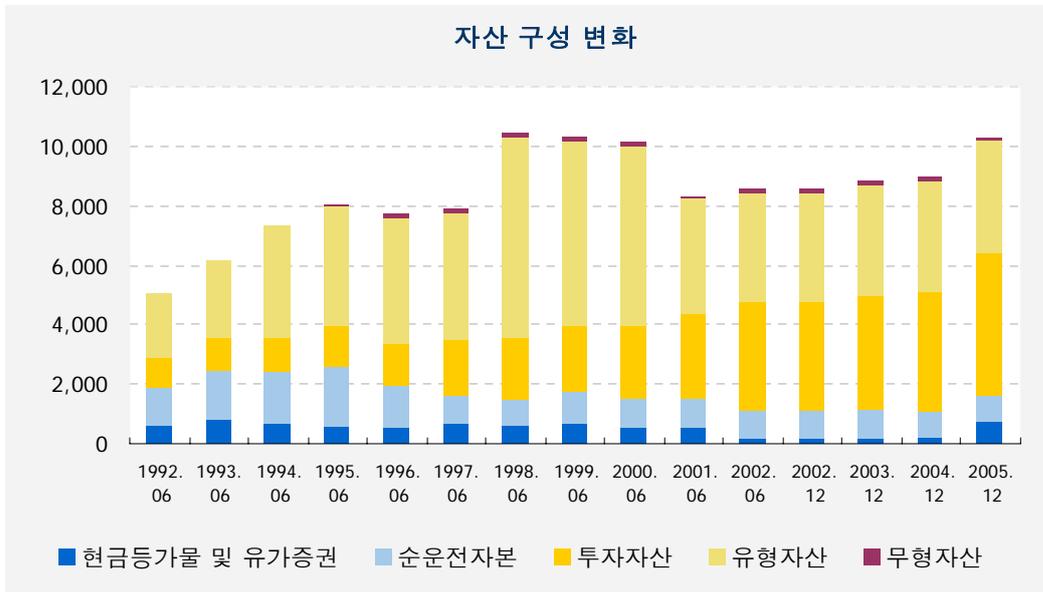


위에서 알 수 있듯이 영업이익 대비 지분법평가수익의 비율이 계속 상승하고 있다. 그만큼 삼양사의 실질적 지주회사로서의 성격이 매년 점점 더 커지고 있다는 이야기이다.

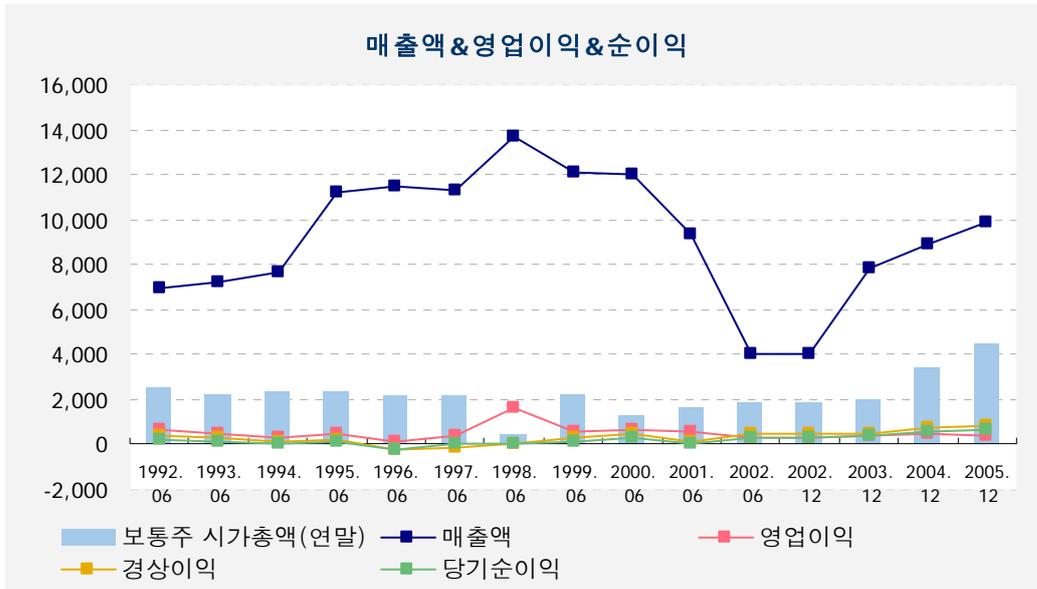
VII. 재무분석



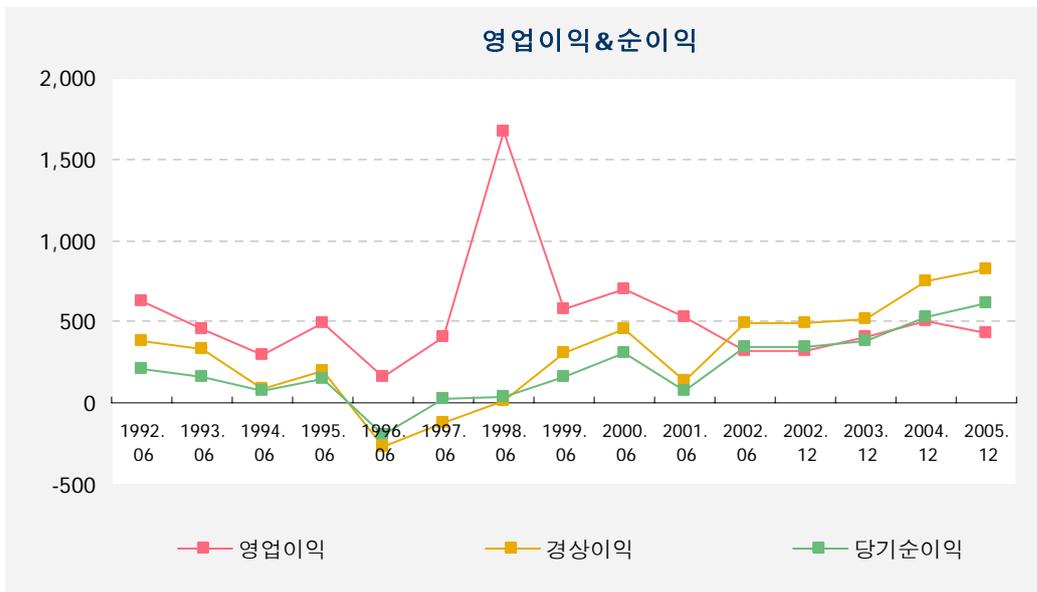
1998년 이후 자산이 많이 감소되었는데, 이것은 화학 섬유 등의 사업분야를 삼양사 내 BU로 보유하기 보다는 휴비스와 같이 현물출자 형식으로 분사를 하였기 때문이다. 이후 2001년 부터는 안정적으로 자산이 증가하고 있으며 이에 따라 시가총액도 증가하는 것을 볼 수 있다.



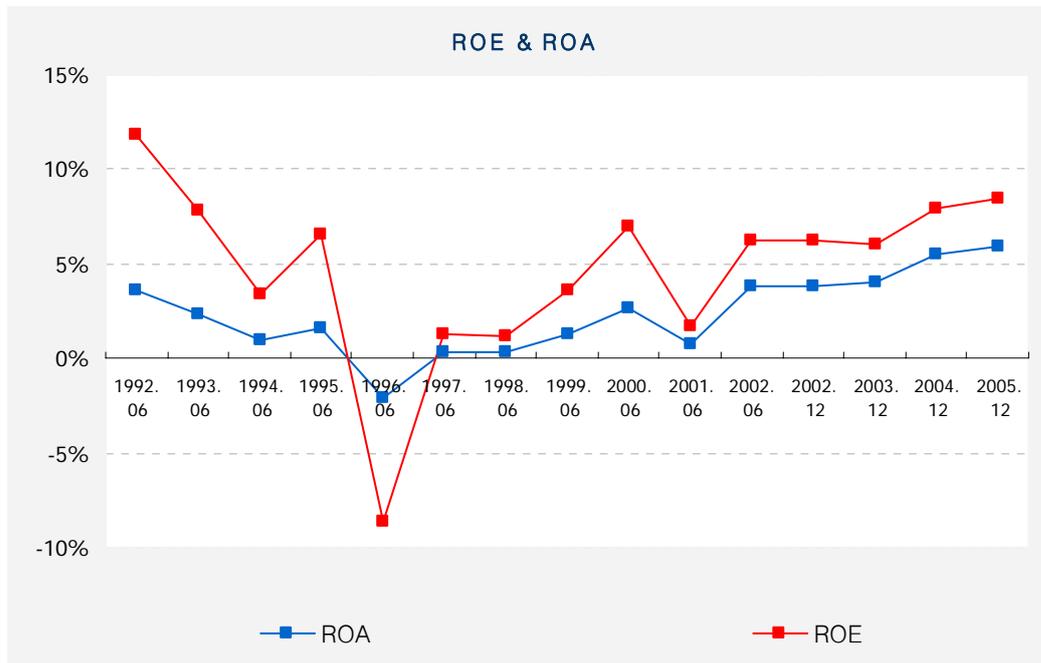
자산구성 변화는 특별한 것은 없으나 투자자산이 끊임없이 증가하는 것을 볼 수 있는데, 이는 자회사의 자산가치가 상승하면서 삼양사가 보유한 지분법적용투자주식이 증가했기 때문이다. 투자자산의 대부분은 지분법적용투자주식이다.



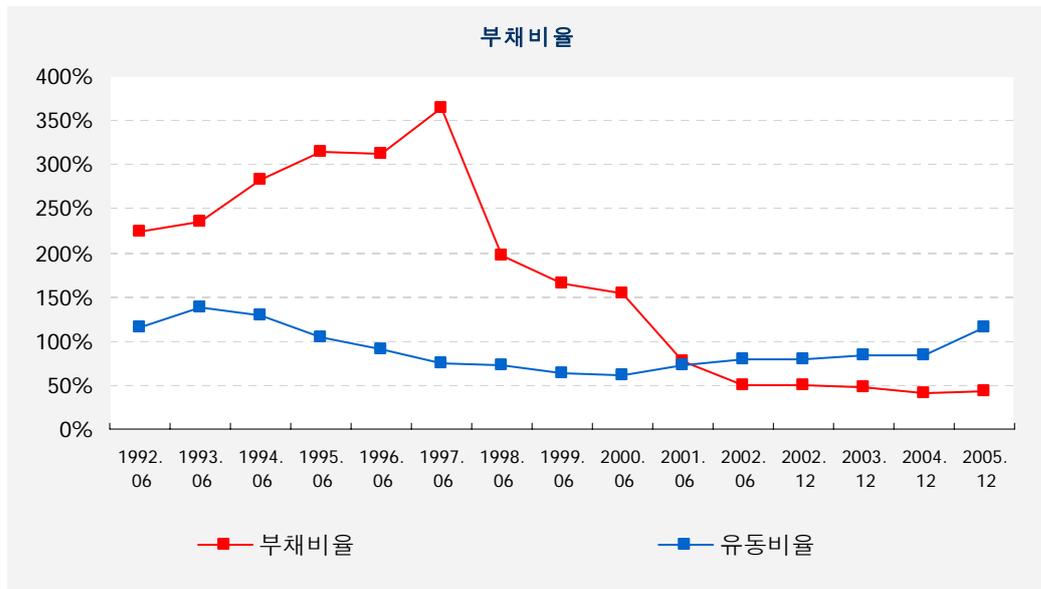
사업부분을 정리하여 회사의부로 내보내면서 전체적인 매출액은 많이 감소하였다 그러나 2003년부터는 점차로 상승하고 있는 추세이다. 2002년의 실적이 약화되어 보이는 것은 결산기를 6월말에서 12월말로 변경하였기 때문이다.



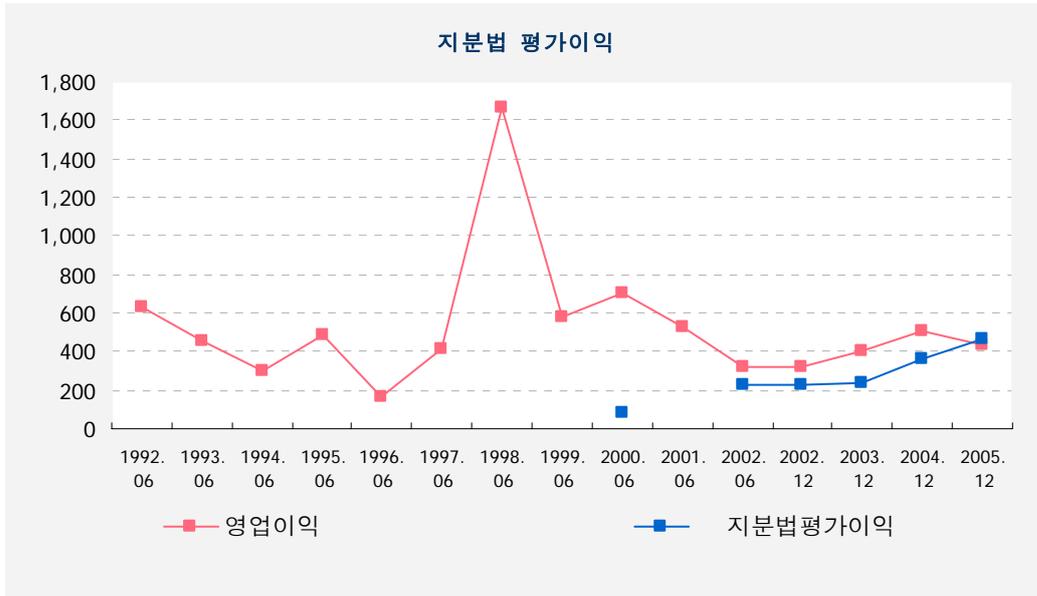
영업이익 및 경상이익 당기순이익 등 2002년 이후 계속적으로 호조를 보이고 있다.



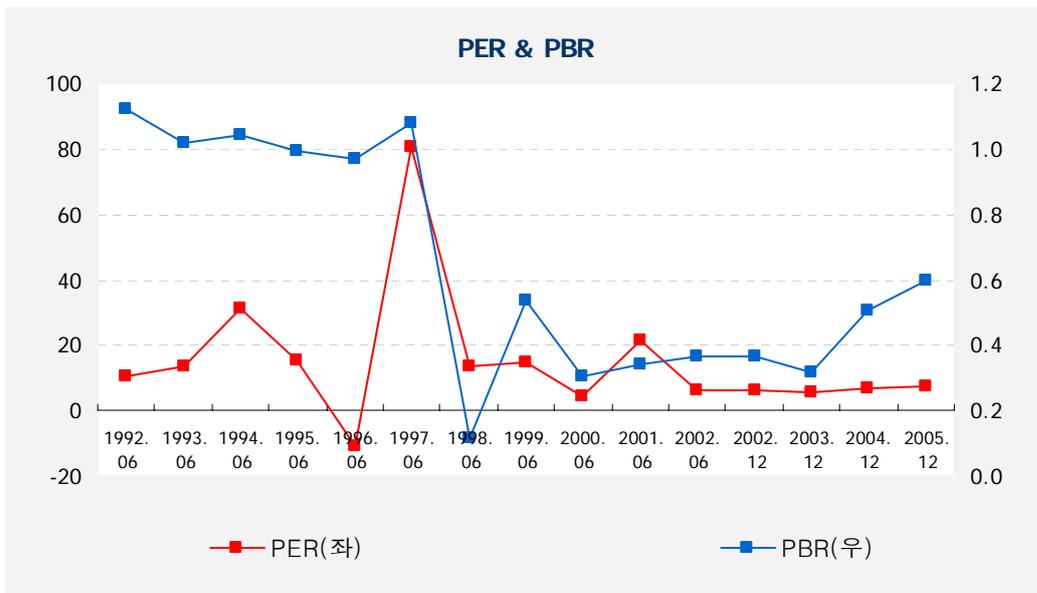
마찬가지로 2002년 이후 안정적으로 상승하는 모습을 보여준다.



부채비율은 1997년부터 지속적으로 하락하고 있다. 또한 2000년 이후 부터는 유동비율도 상승하고 있는 추세이다.



2005년에 들어서 지분법평가이익이 영업이익을 넘어섰음을 볼 수 있다.





VIII. Valuation

삼양사의 밸류에이션에 앞서 많은 고민이 있었다. 여타 평범한 기업들과는 같은 방법을 쓸 수가 없는 상황이었다. 이는 바로 지주회사의 성격을 상당히 많이 띄웠기 때문인데, 많은 고민 끝에 본 1팀은 다음과 같은 결론을 내렸다. 삼양사 밸류에이션의 key point는 (1) 삼양사가 자체적으로 갖고 있는 영업의 가치 (2) 자회사들의 영업으로 발생하는 지분법이익의 가치 (3) 삼양사가 보유한 현금성자산 등의 자산가치 이렇게 3대 축으로 보는 것이다.

(1) 삼양사 자체의 영업가치

삼양사의 주 영업이익 구성을 보면 과거로부터 약 70%는 식품에서 25%~30%는 화학에서 나오는 것을 알 수 있다. 사료부문에서는 오히려 영업이익을 소폭 깎아먹을 때도 있고 대부분 2% 이상의 기여도를 주지 않기 때문에 무시하였다.

2005							단위 : 백만원
구분	식품	사료	화학	무역	기타	합계	
1. 매출액							
외부매출액	351,331	79,729	267,225	167,641	118,449	984,375	
부분간 내부매출액	15,021	-	-	-15,021	-	-	
계	366,352	79,729	267,225	152,620	118,449	984,375	
2. 영업손익	40,250	-1,518	29,181	1,343	6,995	76,251	
	53%	-2%	36%	2%	9%	100%	
					미배분 판관비	-	33,321
					I/S 상 영업이익		42,930
2004							
구분	식품	사료	화학	무역	기타	합계	
1. 매출액							
외부매출액	322,085	96,982	222,791	139,167	109,138	890,163	
부분간 내부매출액	13,390	-	-	-13,390	-	-	
계	335,475	96,982	222,791	125,777	109,138	890,163	
2. 영업손익	55,932	-283	19,526	1,074	758	77,007	
	73%	0%	25%	1%	1%	100%	
					미배분 판관비	-	26,393
					I/S 상 영업이익		50,614
2003							
구분	식품	사료	화학	기타	합계		
1. 매출액							
외부매출액	290,970	116,341	181,248		199,141	787,700	
부분간 내부매출액	15,029	-	-		-15,029	-	
계	305,999	116,341	181,248		184,112	787,700	
2. 영업손익	44,458	5,081	12,713		4,431	66,683	
	67%	8%	19%		7%	100%	
					미배분 판관비	-	26,269
					I/S 상 영업이익		40,414
2002							
구분	식품	사료	화학	기타	합계		
1. 매출액							
외부매출액	₩145,629	71,650	86,306		99,212	402,797	
부분간 내부매출액	6,337	-	-		-6,337	-	
계	₩151,966	71,650	86,306		92,875	402,797	
2. 영업손익	29,287	3,628	9,296		3,745	45,956	
	64%	8%	20%		8%	100%	
					미배분 판관비	-	13,668
					I/S 상 영업이익		32,288

1단계로 먼저 향후 발생될 매출액을 예상한 후(7년간) 적당한 영업이익율을 곱하여 영업이익을 추정한 뒤 일정한 법인세율을 적용한 법인세를 차감하여 NOPLAT을 구했다. 이후 감가상각비를 적정하게 추정하여 감가상각비를 더하고, 운전자본의 변동과 CAPEX를 차감하여 Owner's Earning을 구하였다. 이러한 OE의 PV를 구한 뒤(할인율 15%) 모두 합하여 7년간 벌어들일 수 있는 영업이익의 현재가치를 구하였다.



방글이도 함께해요 1조 삼양사 분석

2단계로 영구성장률을 3%로 가정하여 Terminal Value를 구하여 PV를 구하였다.
이 두 가지 PV를 합하여 삼양사가 앞으로 벌어들일 영업가치의 PV를 구하여 보았다.

	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	984,400,000,000	1,033,620,000,000	1,085,301,000,000	1,139,566,050,000
영업이익	49,220,000,000	51,681,000,000	54,265,050,000	56,978,302,500
유효법인세율	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
조정법인세	12,206,560,000	12,816,888,000	13,457,732,400	14,130,619,020
NOPLAT	37,013,440,000	38,864,112,000	40,807,317,600	42,847,683,480
감가상각비	29,800,000,000	23,700,000,000	25,500,000,000	27,800,000,000
운전자본의증가	4,600,000,000	2,000,000,000	300,000,000	600,000,000
CAPEX	30,000,000,000	30,000,000,000	30,000,000,000	30,000,000,000
Owner's Earning	32,213,440,000	34,564,112,000	36,007,317,600	40,047,683,480
		1.15	1.32	1.52
PV		30,055,749,565	27,226,705,180	26,332,001,959
PVOE				
Discount Rate		15%	Terminal Growth Rate	

	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	단위 : 원	
1,196,544,352,500	1,256,371,570,125	1,319,190,148,631	1,385,149,656,063		매출성장률	5%
					영업이익률	5%
59,827,217,625	62,818,578,506	65,959,507,432	69,257,482,803		CAPEX	30,000,000,000
24.8%	24.8%	24.8%	24.8%			
14,837,149,971	15,579,007,470	16,357,957,843	17,175,855,735			
44,990,067,654	47,239,571,037	49,601,549,589	52,081,627,068			
27,400,000,000	26,800,000,000	26,200,000,000	26,800,000,000			
- 1,500,000,000	400,000,000	400,000,000	100,000,000			
30,000,000,000	30,000,000,000	30,000,000,000	30,000,000,000			
43,890,067,654	43,639,571,037	46,201,549,589	48,981,627,068			
1.75	2.01	2.31	2.66			
25,094,288,630	21,696,579,458	19,974,204,861	18,414,007,891			
3%	Terminal Value		153,450,065,755			
		수익가치	322,243,603,299			

이렇게 계산하여 얻어진 삼양사 자체의 영업가치는 322,243,603,299원이다.

(2) 자회사들의 당기순이익에 기인한 지분법이익 가치

* 가정

- ① 앞으로 지분율에 의한 변동은 없다. (현재 지분법 관련된 자회사들은 삼양사의 계열사 개념으로 앞으로 지분상의 큰 변동은 없을 것임.)
- ② 화학부문에 있어서의 1단계 성장률은 거의 대부분 2%~5%로 잡았다. 이는 화학 산업자체의 성장성이 그렇게 크지 않기 때문이기도 하지만, 여러 업체를 summarize 하다 보니 어떤 회사는 매출액 증가가 생각보다 더뎠다가 빨라다가를 하는 것을 알게 되었다. 이러한 fluctuation 을 상쇄하는 의미 + 최대한 보수적인 상승률 상정을 위하여 대부분 2%~5%로 잡았다.
- ③ 2단계 성장률은 0%로 잡았다. 이는 앞으로의 자회사의 사업가치까지 어떻게 될 지는 예측을 하기 힘들었던 것 때문이기도 하며, 사실상 상당히 보수적인 기준에서 자회사의 영업가치를 보고 싶었기 때문이다.
- ④ 할인율은 15%로 하였다.



방글이도 함께해요 1조 삼양사 분석

이와 같은 가정으로 (1)번을 구할 때와 같은 방법으로 앞으로 자회사들이 벌어들일 당기순이익의 PV를 구해보았다. 이러한 각각의 PV에 현재의 지분율을 곱하여 삼양사가 현재의 지분율을 유지한다면 앞으로 받을 수 있는 지분법평가이익의 흐름의 PV를 구하였다. 이렇게 구한 ‘전체지분법이익PV’에 적절한 할인율(이것은 삼양사 자체의 실제 이익흐름은 아니기 때문이다. 그러나 계열사로서의 영향력을 봤을 때 약 30% 할인하는 것이 바람직하다고 본다.)을 적용하여 ‘할인전체지분법이익PV’를 구한다.

삼양밀텍스	7년간 성장률	2%								
	TGR	0%								
	DR	15%								
	III 매출액	10%								
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	
매출액		84,320,457,227	85,595,414,065	86,879,845,297	88,182,555,476	89,505,275,508	90,847,852,611	92,210,570,400	93,595,728,956	
당기순이익		8,488,045,728	8,559,541,409	8,627,954,550	8,818,258,548	8,950,527,851	9,084,785,261	9,221,057,040	9,359,872,896	
		115%	152%	152%	152%	175%	201%	281%	266%	
PV		7,448,079,486	6,569,826,676	5,798,144,849	5,117,498,068	4,516,748,877		8,986,517,422	8,518,584,942	
								PV계	86,949,840,815	
								TV	28,456,899,613	
								수익가치	60,406,759,928	
								기본율	26.94%	
								기본법이익가치	16,278,575,786	
삼양밀루드	7년간 성장률	2%								
	TGR	0%								
	DR	15%								
	III 매출액	8%								
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	
매출액		42,958,204,275	45,602,577,559	44,256,615,999	44,920,465,289	45,594,272,218	46,278,186,501	46,972,859,096	47,676,844,482	
당기순이익		1,288,746,128	1,508,077,820	1,827,698,480	1,847,618,957	1,867,828,167	1,888,845,589	1,409,170,778	1,450,508,534	
		115%	152%	152%	152%	175%	201%	281%	266%	
PV		1,187,458,589	1,005,950,798	886,078,052	782,060,194	690,258,127		609,228,412	587,705,881	
								PV계	5,646,710,004	
								TV	8,584,705,876	
								수익가치	9,281,415,880	
								기본율	60.00%	
								기본법이익가치	5,588,849,528	
삼양계텍스	7년간 성장률	2%								
	TGR	0%								
	DR	15%								
	III 매출액	10%								
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	
매출액		228,738,423,768	282,164,425,125	285,646,891,501	289,181,594,874	242,769,818,797	246,410,858,579	250,107,021,458	258,858,626,780	
당기순이익		22,878,842,877	28,216,442,512	28,564,669,150	28,918,159,487	24,276,981,880	24,641,085,858	25,010,702,146	25,885,862,678	
		115%	152%	152%	152%	175%	201%	281%	266%	
PV		20,188,210,880	17,818,290,478	15,726,578,118	13,880,414,599	12,250,974,621		10,812,816,781	9,548,466,071	
								PV계	100,220,771,484	
								TV	68,628,240,474	
								수익가치	168,844,011,958	
								기본율	28.89%	
								기본법이익가치	47,884,555,055	



방글이도 함께해요 1조 삼양사 분석

삼양DS	7년간 성장률											
	TOR	0%										
	DR	15%										
	III 매출액	2%										
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12			
매출액		25,755,316,237	26,141,645,961	26,558,770,670	26,981,777,290	27,885,758,889	27,745,790,197	28,161,977,050	28,584,406,706			
당기순이익		515,106,825	522,882,920	530,675,418	538,655,545	546,715,078	554,915,804	563,239,541	571,668,184			
		115%	115%	152%	152%	175%	201%	281%	266%			
PV		454,687,921	401,266,858	554,161,614	812,566,120	275,691,228	248,508,997	214,918,745	2,256,965,876			
									PV계			
									TV			
									수익가치			
									기분율			
									기본법이익가치			
유비스	7년간 성장률											
	TOR	0%										
	DR	15%										
	III 매출액	5%										
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12			
매출액		976,813,565,920	920,654,244,216	966,686,956,427	1,015,021,804,248	1,065,772,869,461	1,119,060,887,954	1,175,014,087,890	1,233,764,759,197			
당기순이익		26,804,406,978	27,619,627,826	29,000,608,698	30,450,658,127	31,978,171,084	33,571,829,658	35,250,421,120	37,012,942,176			
		115%	115%	152%	152%	175%	201%	281%	266%			
PV		24,917,067,240	21,928,626,611	20,021,769,514	18,280,764,859	16,691,182,657	15,239,729,818	13,914,565,920	150,995,646,100			
									TV			
									수익가치			
									기분율			
									기본법이익가치			
삼남각유화학	7년간 성장률											
	TOR	0%										
	DR	15%										
	III 매출액	7%										
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12			
매출액		1,266,628,363,529	1,429,959,781,705	1,896,457,770,791	1,466,280,659,590	1,559,594,692,297	1,616,574,426,912	1,697,498,148,257	1,782,278,905,670			
당기순이익		88,668,985,447	95,997,184,719	97,752,048,955	102,659,648,158	107,771,628,461	115,160,209,854	118,818,220,878	124,759,151,897			
		115%	115%	152%	152%	175%	201%	281%	266%			
PV		80,954,075,669	78,914,569,002	67,487,288,457	61,618,778,855	56,260,628,718	51,868,895,567	46,901,578,266	488,505,272,506			
									TV			
									수익가치			
									기분율			
									기본법이익가치			
삼양화학	7년간 성장률											
	TOR	0%										
	DR	15%										
	III 매출액	5%										
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12			
매출액		255,759,200,677	268,547,160,711	281,974,518,746	296,078,244,684	310,876,906,918	326,420,752,264	342,741,769,877	359,878,879,671			
당기순이익		12,787,960,084	13,427,858,056	14,098,725,987	14,808,662,234	15,548,845,846	16,821,087,618	17,187,069,494	17,995,948,969			
		115%	115%	152%	152%	175%	201%	281%	266%			
PV		11,675,968,509	10,660,662,894	9,788,648,218	8,887,244,026	8,114,440,197	7,408,856,702	6,764,590,982	68,245,885,019			
									TV			
									수익가치			
									기분율			
									기본법이익가치			
PF-SYSHO	7년간 성장률											
	TOR	0%										
	DR	15%										
	III 매출액	5%										
		2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12			
매출액		110,139,220,540	115,696,681,567	121,488,615,645	127,557,796,428	133,995,666,249	140,652,470,561	147,664,094,090	155,047,296,794			
당기순이익		5,509,461,027	5,784,984,078	6,074,180,782	6,877,889,821	6,696,784,812	7,051,628,528	7,888,204,704	7,752,864,940			
		115%	115%	152%	152%	175%	201%	281%	266%			
PV		5,050,877,459	4,592,958,888	4,198,566,066	3,828,908,166	3,495,959,650	3,191,968,140	2,914,401,128	27,246,128,941			
									TV			
									수익가치			
									기분율			
									기본법이익가치			
기본법이익가치 합계		558,808,706,065										
현금흐름 할인율		80%										
합인기본법이익가치계		887,812,594,246										

이렇게 하여 계산된 값은 387,312,594,246원이다.

(3) 삼양사가 보유중인 현금성 자산가치

- ① 시장성 있는 유가증권의 가치 : 삼양사는 경방, 전북은행, SK텔레콤 등의 시장성있는 주식을 보유하고 있는데 이 가치를 보유주식수와 현재 시가를 반영한 가격을 곱하여 재평가하였다.
- ② 현금성자산 : 얼마든지 현금화할 수 있는 자산을 고려하였다.

I. 시장성 있는 유가증권의 평가 =지분 + 시가			
	주	원	2005 원
경방	157,412	131,000	20,620,972,000
전북은행	3,305,263	9,000	29,747,367,000
하나로텔레콤	39,000	2,700	105,300,000
SK텔레콤	54,000	191,000	10,314,000,000
남양유업	1,000	730,000	730,000,000
동일방직	27,000	56,000	1,512,000,000
일신방직	3,000	44,000	132,000,000
LG텔레콤	836,000	9,000	7,524,000,000
코엔텍	61,000	14,500	884,500,000
합계			71,570,139,000
II. 현금성자산			
현금 & 현금등가물			36,887,309,000
단기금융상품			35,756,577,000
유가증권			160,546,000
단기대여금			207,688,000
계			73,012,120,000
III. 자산가치(=I+II)			144,582,259,000

이렇게 계산된 자산가치는 144,582,259,000원이다.

(4) 가치 합산 및 시가총액과의 비교

3개의 가치를 합산하면 854,138,456,544원이 나오며, 이를 현 시가총액 600,423,000,000원(61,000원 기준)과 비교해보면 아직 **42.26%나 상승이 가능함**을 알 수 있다. 최소한 주당 **80,000원까지의 상승여력**은 남아있지 않나 하는 결론을 내린다.

매 수 추 천 !!