

숨겨진 1인치 자산의 발견

BUY

Valuation

Target Price: 42,109

Price: 26,950

Margin of Safety: 56%

MktCap.(100mn): 1,017

ROE: 9.69%

Op.Magin: 7%

PER: 10.9

PBR: 1.07

DividendYield: 2.86%

Major Sh.Holder:

㈜두산(44.24%)

Foreign Shr.: 0.31%

KOSPI 비교 차트



기업분석 2팀

권혁성, 고한성, 김동희
박수영, 신동민

● 시장점유율 1위의 병마개 제조업체

삼화왕관은 매출이 증가하고 있는 성장형 사업을 하고 있지는 않다. 하지만 꾸준히 안정적으로 매출액을 올리는 사업을 하고 있으며, 시장점유율 48%로 업계 1위이다. 주류 병마개 제조에 관한 법률로 인해 진입장벽이 강하다.

● 두산의 지주사 전환에 따른 두산건설과, 오리콤의 주식 매도

두산그룹은 2008년까지 지주사로 전환할 것으로 보이며, 현재 지주사 전환을 위한 준비를 하고 있다. 이러한 상황에서 지주사 전환에 수반되는 계열사간 출자 제한으로 인하여 삼화왕관은 현재 가지고 있는 두산건설과 오리콤의 주식을 두산 그룹의 지주사 전환이 완료되는 시점으로부터 4년 내에 처분해야만 한다.

● 벤자민 그레이엄식 자산주

우리가 삼화왕관에서 가장 중요하게 보는 것은 이것이 자산주라는 것이다. 즉, 기업의 주가가 기업이 가지고 있는 자산에 비해서 값이 저렴한 주식이라는 점이다. (PBR=0.64) 삼화왕관의 경우, 장부가로 낮게 잡혀있는 주식을 현금화 하면서 재평가가 일어나게 되고 이것이 숨겨진 자산가치를 더함과 동시에 당기순이익의 증가를 가져와, 자산가치가 부각 받을 것으로 보인다.

I. BM

뚜껑의 독점업체

'삼화왕관' 이름은 생소하지만 비즈니스 모델은 아주 간단하다. 병뚜껑을 만들어서 주류,음료업체에 납품을 하는 사업을 하고있다. 크라운 캡, 알루미늄 캡, 플라스틱 캡 등 다양한 병뚜껑을 만들고 있으며 그 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 알루미늄 캡의 경우 세왕금속과 함께 독과점을 유지하고 있으며 시장점유48%로 1위 업체이다.

표 1. 제품 및 매출구성

종류	용도	사용 예	매출(백만원)
크라운 캡	맥주, 소주, 청량음료 	오비,카스, 코카콜라 등 	3,529(6.48%)
알루미늄 캡	소주,양주,자양강장제 	참이슬, 박카스, 비타500 등 	30,922(56.80%)
플라스틱 캡	청량음료, 주스, 맥주 	포카리스웨터 오비,하이트 칠성사이다 등 	7,362(13.52%)
화이트 캡	주스, 식품 영양음료 	아침햇살 베지밀 등 	7,805(14.34%)

출처:삼화왕관 홈페이지

안정적인 Cash cow

삼화왕관은 매출이 증가하고 있는 성장형 사업을 하고 있지는 않다. 하지만 꾸준한 매출액을 올리는 사업을 하고 있으며 현재의 독점적인 지위를 앞으로도 이어 나갈 것으로 보인다. 병뚜껑이라는 것을 만드는데 있어서 기술력이 특별한 기술력이 필요한 것은 아니다. 하지만 이 사업이 진입장벽을 가지는 이유는 다음과 같다.

첫째는 병마개 제조와 관련된 제도이다. 병마개중 납세용 병마개(설명)는 주세법 44조 및 주세법시행령 제57의 '납세병마개 제조자 지정제도' 규정에 의해 국세청에서 지정된 제조자만이 제조할 수 있다. 현재 국세청에 지정된 업체는 삼화왕관과 세왕금속 뿐이다. 이 제도와 관련하여 국세청에 지정되기 위해서는 공장 규모와 가격 등 종합적인 요소들이 고려되는데 규모의 경제를 갖춘 회사는 현재 이 두

곳이며 몇십년 간 삼화왕관과 세왕금속이 독차지해오고 있다.

둘째는 납품업체와의 관계이다. 우리나라 주류 및 음료업체의 수는 얼마 되지 않는다. 수 십년간 이들과 파트너를 맺어 사업을 하고 있는데 새로운 경쟁업체가 나타나서 기존거래를 뚫고 들어오기는 쉽지 않아 보인다. 과거수년간의 자료를 봐도 두 회사의 시장점유율은 꾸준히 유지되어왔다. 게다가 두산의 계열사인 삼화왕관, 하이트맥주의 계열인 세왕금속은 부당 내부거래를 막기 위해 계열사간 납품을 금지하는 제도에 의해 삼화왕관->참이슬(하이트맥주), 세왕금속->처음처럼(두산) 으로 판매를 하는데 이들 관계는 타 업체들에 있어서 진입장벽이다.

II. 자산가치

당 사는 경쟁이 적은 안정적인 시장에서 꾸준한 성장을 해 왔으며 지금은 극히 안정된 상태이다. 시장을 나눠먹는 세왕금속도 특별한 시장점유율 1위 탈환 계획은 가지고 있지 않으며 각자 경쟁사의 병마개를 생산하는 현재 상황이 조세제도를 이유로 앞으로도 지속되리라는 점, 납세병마개 제조자 선정도 매 5년마다 이루어 지는데 늘 세왕금속과 삼화왕관이 지정되었기 때문이 이번 재선정때도 역시 그러리라는 점이 삼화왕관의 안정적인 시장 과점 지위를 공고히 하여 준다.

당사가 가지는 가장 큰 매력은 당사가 가까운 시일 내에 팔아야만 하는 주식을 거의 자신의 시가총액 만큼이나 들고 있다는 점이다. 두산건설 주식 4,397,556주(지분율 5.35%)과 오리콤 주식 204,800주(9.73%) 은 현재 장부가 313억으로 기록되어 있다. 삼화왕관은 왜 이 주식을 가까운 미래에 팔아야 하며, 곧 현금화 될 이 자산은 어느정도의 시장 가치를 지니고 현금화 될 것인가?

현재 자산가치

현재 삼화왕관의 시가총액은 1,016억원(11/16일 종가)이며 당사의 총 자본은 9월 결산으로 964억원, PBR=1.05이다.

Account Name	UNIT	2007. 09
자산총계	천원	108,328,429
유동자산	천원	36,524,916
비유동자산	천원	71,803,513
부채총계	천원	11,910,361
자본총계	천원	96,418,068

Account Name	UNIT	2007. 09
지분법적용투자주식	천원	31,318,796

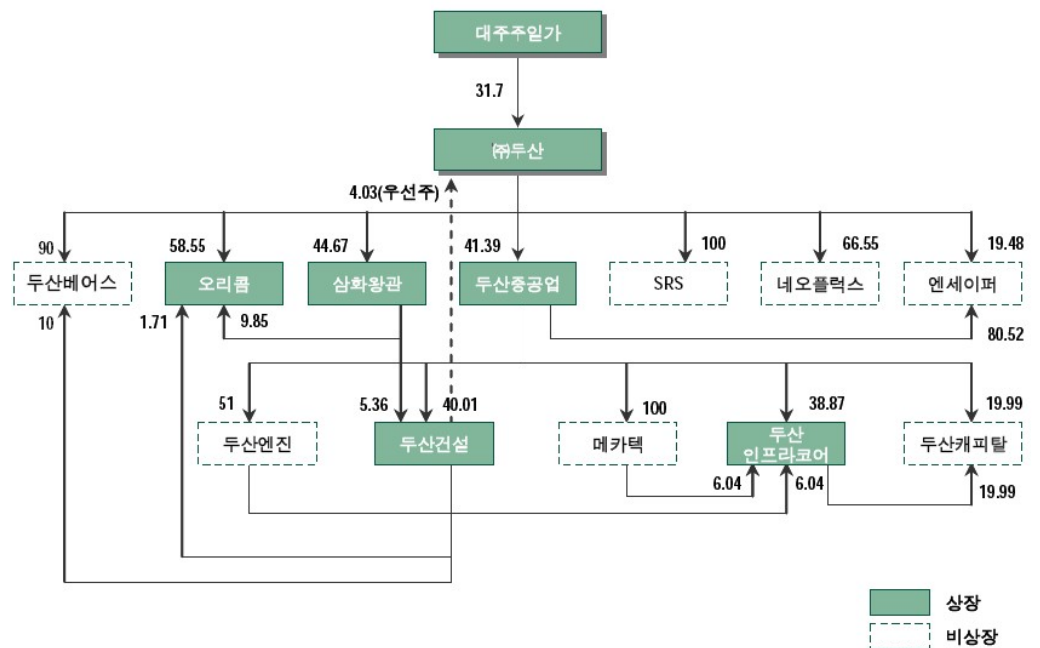


1. 두산의 지주사전환

두산의 지주사 전환에 따른 숨겨진 자산가치의 부각

두산그룹은 2008년까지 지주사로 전환할 것으로 보이며, 현재 지주사 전환을 위한 준비를 하고 있다. 현재 두산 그룹은 빠르게 그룹의 체질을 변경하고 있다. 이미 주력 사업을 중공업과 플랜트 건설 등으로 변경하였으며 순환출자형식의 기존 재벌그룹의 형태의 모습에서 지주회사로 변경을 꾀하고 있다. 두산 그룹이 지주회사가 되기 위해서 갖춰야 할 것으로 1) 부채비율 200% 이하, 2) 자회사 주식가액 합계액이 자산총액 50% 넘는 것이다. 지주사로 전환을 하기 위해서 두산 그룹은 기존의 복잡한 순환출자 고리를 끊으면서 위의 두 요건을 충족시켜야 한다. 현재 두산 그룹의 경우 어려움이 있을 것으로 예상되었던 대주주의 순환출자해소가 빠르게 이뤄졌으며 이제 위의 두 가지 조건을 충족 시키기 위해서 박차를 가하고 있는 상황이다. 이러한 상황에서 지주사 전환에 수반되는 계열사간 출자 제한으로 인하여 삼화왕관은 현재 가지고 있는 두산건설과 오리콤의 주식을 두산 그룹의 지주사 전환이 완료되는 시점으로부터 4년 내에 처분해야만 한다.

그림 1. 두산 계열사간의 지분 관계



출처:대한투자증권

2. 재평가받는 삼화왕관의 자산가치

지분법 적용 투자주식을 시가로 반영하여 새로이 자산가치를 산정해 보았다.

	보유주식수	적정가격	기대자산증가(천원)
두산건설	4,397,556	20,500	90,149,898
오리콤	204,800	15,050	3,082,240
합			93,232,138

결과 313억원으로 잡혀있는 장부가는 실제로 932억원의 가치가 있는 것으로 판단되며 932-313=617억원의 숨겨진 자산가치를 더하게 된다. 투자주식을 팔아서 현금화 하였을 때 자본의 가치는 다음과 같다.

‘현재자산-부채-지분법적용투자주식+주식 매각으로 생긴 현금 = 자본’

$$1,083\text{억} - 119\text{억} - 313\text{억} + 932\text{억} = 1583\text{억}$$

즉 자본은 1583억으로(종전 964억원) 되며, PBR=0.64 정도로 떨어지게 된다. 자산이증가하게 될 뿐 아니라 주식을 팔게 되면서 당기순이익이 5년 동안 꾸준히 증가하게 되는 효과를 낼 것이며, 실제 자산가치가 증가한 만큼 PBR이 낮아져 자산주의 가치가 부각될 것이다.

두산건설과 오리콤 주식가격 산정에 있어서의 가정

두산건설 적정가격은
20,500원

두산건설의 현 주가는 17,150원으로 상당히 많이 하락한 상태이다. 이미 계약된 수주 잔고를 바탕으로 2008년 예상 매출액을 현 주가 바탕으로 계산된 PER는 10 정도이다. 이는 건설업종 PER가 18.8이고 타 대형 건설 업종 평균 PER이 약 21정도임을 감안했을 때 상당히 저평가 되어 있음을 알 수 있다. 주가적 측면 이외에 두산건설 자체적인 사업을 살펴보아도 2003년 이후 앞으로 10조원 대의 주주 잔고를 보유하고 있으며 단기적으로 내년에 1조 6천억원 규모의 해운대 우동 아파트 분양과 일산 탄현 주상복합 사업에 들어간다. 올 매출이 1조 7천억원을 감안하면 단 두 군데 사업에서 만으로도 1년치 매출을 벌어들인 것이다. 토목 부분은 수익성이 상당히 높기 때문에 향후 매출 비중이 15%정도를 차지할 만큼 성장할 것으로 예상된다. 세계 시장 점유율 1위(40%)인 두산 중공업의 해수담수화 플랜트 해외 수주 시 동반 진출할 수 있는 안정적인 매출처를 확보하고 있는 것은 물론이거니와 용산 프로젝트 컨소시엄 참여 및 현재 분당 정자역과 강남역을 연결하는 신분당선의 계획부터 시공까지 맡는 등 Project Financing분야에 상당한 강점을 보이고 있다. 또한 그룹차원에서 현재 대형 건설사의 M&A를 계획하고 있는 등 무한한 성장 잠재력을 지니고 있다.

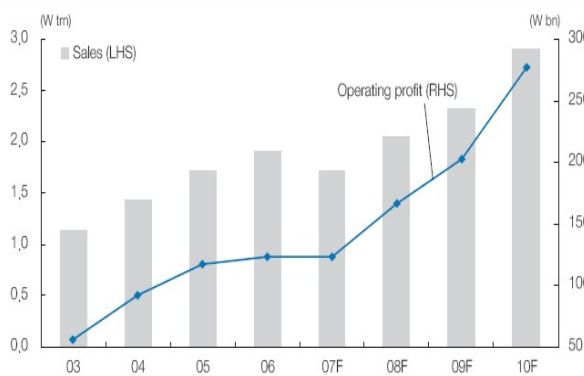


이처럼 좋은 펀더멘탈을 지닌 두산건설은 현재 과거의 구조조정을 성공적으로 마치고 향후 꾸준한 매출 증가를 기대할 수 있다. 따라서 향후 장기적인 관점에서 현 주가보다 상승할 것으로 예상된다. 시장 consensus는 25300원이 지배적이지만, 여기서는 최근의 주가하락은 기업 펀더멘탈에 변화가 없는 지나친 급락이라 판단하여 1주일 전 주가인 20,500원을 예상주가로 사용하였다.

오리콤의 적정가격은 현재시가인 15,050원

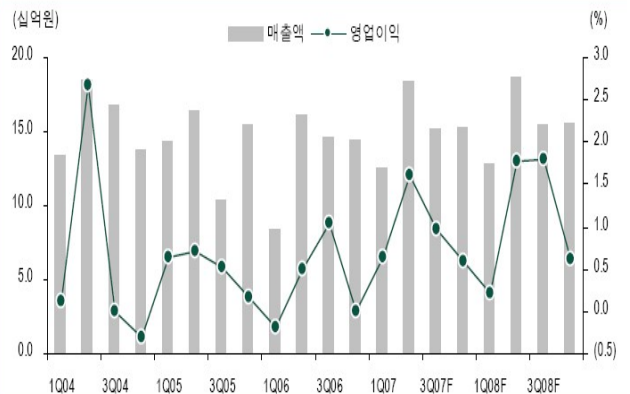
“꺼내라! 가둬두기엔 혜택이 너무 많다” 라는 카피를 봤을 것이다. 두산 계열의 광고 대행사인 오리콤의 대표적인 CF이다. 현재 광고대행사 시장점유율 8위의 오리콤은 올 상반기 매출액 309억원과 영업이익 22억원으로 각각 작년 대비 26%, 633% 증가했다. 또한 고객 구성에서 두산 그룹의 CF가 차지하는 비율은 37% 정도로 향후 2008년 북경올림픽 특수, 두산 그룹의 지주회사 전환 등으로 인한 홍보 CF 제작등을 맡게 될 경우 매출 증가를 꾀할 수 있다. 또한 현재의 영업 성적은 케이블 TV 부분에서 높은 성장성에서 기인한 것이다. 이러한 모습은 얼마 전 통과된 공중파 TV 중간 광고 시장에서도 비슷하게 작용할 것으로 예측되고 이는 결국 오리콤에 매력적인 요소로 작용할 것이다. 향후 오리콤의 주식은 그러나 광고대행사는 CF의 인기와 향후 매출이 밀접하게 관계가 있다는 점을 고려했을 때 매출의 안정적인 성장을 예측하기 힘들다. 하지만 오리콤이 여지껏 보여준 모습을 바탕으로 추정 کن데 현재보다 더욱 잘 할 것으로 예상되며 그룹차원에서 지주사 전환을 홍보하려 한다면 가장 큰 수혜는 오리콤이 받게 될 것으로 보인다. 따라서 오리콤의 주가는 앞에서 본 Risk 요소와 성장성을 고려하여 보았을 때 현재보다 소폭 상승할 것으로 예측된다.

그림 2. 두산건설 매출과 영업이익 추이



자료: 한국투자증권

그림 3. 오리콤 분기별 실적 추이



자료: 하나대투증권

그레이엄식 담배공초주식

우리가 삼화왕관에서 가장 중요하게 보는 것은 이것이 자산주라는 것이다. 즉, 기업의 주가가 기업이 가지고 있는 자산에 비해서 값이 저렴한 주식이라는 점이다. (PBR=0.64) 벤자민 그레이엄이 주장한 '기업이 가진 총 자산의 가치가 기업의 시가총액을 상회한다면 사라'는 자산주에 대한 개념은 이미 우리에게 매우 친숙하다. 벤자민 그레이엄의 이론은 매우 타당하지만 기업의 성장성과는 달리 자산가치라는 것은 기업의 수명에 따라 realizing date 가 언제가 될지 알 수 없으며 비록 자산이 충분히 가치가 있다는 것을 알고 있다고 하더라도 시장에서 이 기업이 지닌 자산에 대한 관심이 일어나 주목받을 때까지 '주가'는 오르지 않는다는 점을 상기해야 한다. 즉, 자산의 가치가 시장의 이목을 끌 수 있는 소재가 되어서 관심을 받아야 쉽게 가격이 오를 수 있다는 것이다. 따라서 자산에 대한 시장의 반응은 자산주의 리스크 요인이 될 수 있다. 삼화왕관의 경우, 장부가로 낮게 잡혀있는 주식을 현금화하면서 재평가가 일어나게 되고 이것이 숨겨진 자산가치를 더함과 동시에 당기순이익의 증가를 가져와, 자산가치가 부각 받을 것으로 보인다.

3. 이익잉여금의 증가분은 어디로

배당증가 예상

앞쪽의 분석에서 본 바와 같이 삼화왕관은 특별한 성장 없이 세왕금속과 시장을 양분하고 있는 상황이다. 이러한 점에 비추어 봤을 때, 자신의 시가 총액(1016억원 정도)에 버금가는 현금의 직접적인 유입은 상당한 이슈가 될 수 있는 사건이다. 우리는 이 현금유입이 장기적으로 배당을 늘리게 될 것이라고 보는데 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 삼화왕관이 늘어난 자금을 투입할 만한 사업을 영위하고 있지도 않을뿐더러 주세와 관련되어 정부의 규제를 받는 업종의 특성상 사업을 더욱 확장 시킬 수도 없는 상황이다. 또한 새로운 사업으로의 진출 가능성도 그룹 내에서 삼화왕관이 차지하는 위치를 보았을 때 어려울 것이다. 따라서 마땅한 사용처가 없는 현금을 배당으로 주주들에게 줄 확률이 높은 것이다.

둘째, 이익잉여금이 늘어남에 따라 1998년 300원이던 주당배당금이 2003년 750원까지 증가하였다. 즉, 늘어나는 이익잉여금을 그대로 두지 않고 주주를 위한 정책에 반영한다고 볼 수 있다.

위의 상황을 모두 종합하여 보았을 때, 두산그룹의 지주사 전환이 예상되는 2008년도 이후부터 대규모 배당이 예상된다. IR담당자와의 통화 결과 5년 간에 걸쳐 매각이 이루어질 것이라고 하였다. 그렇다면 여지껏 삼화왕관의 역대 배당 실

적을 바탕으로 추측해보면 현금배당 가능액이 증가했을 때마다 지속적으로 배당금액을 증가시켜 왔다. 따라서 향후 가지고 있는 주식을 모두 처분하고 들어올 시가 총액에 버금가는 금액의 일부는 배당으로 들어올 것이라고 볼 수 있다. 따라서 삼화왕관의 주주에 대한 정책을 바탕으로 현 750원 보다 증가된 배당 수익을 기대할 수 있을 것이다.

표 2. 삼화그룹의 배당가능이익과 배당추이

	제41기 (2006년)	제40기 (2005년)	제39기 (2004년)	제38기 (2003년)	제37기 (2002년)	제36기 (2001년)	제35기 (2000년)	제34기 (1999년)	제33기 (1998년)
당기순이익	5,427	4,152	9,228	7,655	-5,376	6,497	8,134	4,415	1,239
주당순이익 (원)	1,538	1,176	2,617	2,164	-1,504	1,785	2,232	1,695	574
배당가능이익	11,662	8,884	25,224	19,846	69,000	23,000	12,015	5,603	-
배당금총액	2,651	2,649	2,644	2,653	2,299	2,366	1,822	1,868	747
배당성향	49	54	29	35	-	36.42	22.4	42.31	60.29
배당금총액	750	750	750	750	650	650	500	500	300

III. 리스크 요인

지속적인 판관비 증가에 따른 영업이익 감소

임원이 지나치게 많은
방만한 구조

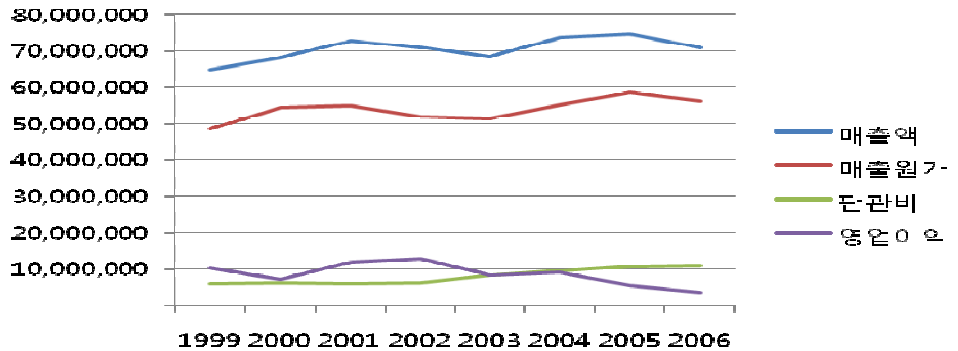
당사의 시장은 안정적이며 변화가 크지 않아 매출액은 연도에 상관없이 거의 일정하며 작은 폭이지만 꾸준히 증가하고 있다. 이에 반해 영업이익은 상대적으로 큰 등락폭으로 감소하는 경향을 보인다. 주 원료인 알루미늄 가격이 상승하고 있다고는 하나 속도가 빠르지 않으며 원화 강세로 상쇄할 수 있을 정도라 원가 충격이 크지는 않다. 같은 맥락에서, 99 년에서 06 년에 이르기까지 매출원가는 16 퍼센트 증가(485 억에서 562 억)했을 뿐이었다. 이에 비해 판관비는 83%증가하였다(60 억에서 110 억). 그래프에서 매출원가는 매출액에 거의 비례하여 움직여 매출 총 이익은 거의 일정했던 반면, 판관비는 지속적으로 상승함을 볼 수 있다. 이 문제는 위에서 언급한 삼화왕관 특유의 지배구조에서 그 원인을 찾을 수 있다. 두산 조직의 높은 자리에 있던 전직 임원들 혹은 전직 공무원 출신들로 구성된 삼화왕관의 임원진은 삼화왕관의 경영을 위한 실무적 임원진이라 할 수 없다. 시총 1000 억원대의 크지 않은 기업에 사외이사나 대표이사 수준의 임원이 12 명이나 존재한다는 것이 각각의 의사결정권이나 조직 지배력은 떨어질 것이라는 것을 방증한다. 따라서 조직은 방만해 질 수 밖에 없다.



지주회사 전환과 함께 절감 의지 피력

하지만 두산이 지주회사로 전환하게 됨에 따라 조직의 개편이 이루어 질 가능성이 높다. 회사 대부분의 수익이 자회사의 주가흐름에 따라 결정되는 지주회사의 특징상, 지주회사의 이해는 일반 주주의 이해와 같다. 삼화왕관에 절대적인 지배권을 행사할 두산 지주회사는 지나친 판관비 절감 압력을 넣을 것이다. 또한 이는 "상징적 임원진들을 실무적 임원진으로 전환할 계획"이라는 두산의 지주회사 전환과 관련된 기사에서도 증명되었다. 즉 현시점이 영업이익률의 최저점일 확률이 높다는 것이다. 따라서 가까운 미래에 영업이익률은 정상화 되고 매출액은 소폭 증가할 것으로 보여 기저효과가 예상된다.

그림4. 세왕금속의 매출액 및 영업이익 추이



아무리 나빠져도 손해는 안본다.

삼화왕관은 하이트 맥주에 병뚜껑을 납품할 수 있는 유일한 회사이다. 이러한 상황에서 회사가 커질 수도 없지만 망할 수도 없는 상황이다. 따라서 회사의 존속을 위해 영업이익률은 낮아지고 있지만(현재 7%) 일정수준 이하로는 떨어지지 않게 유지될 것이며, 순이익이 마이너스가 되지 않는 한 자본 잠식이 일어날 일은 없을 것이다.

IV. 결론

현금유입은 얼마나 매력적일까? 주식 매각으로 인해 현금 유입이 932억 정도 들어올 것으로 예상되고 PBR은 0.64로 낮아지게 된다. 시가총액이 1017억인 것을 볼 때 91% 수준의 현금을 가지는 것이므로 $1017 - 932 = 82$ 억만 가지면 이 회사를 살 수 있는 것으로 접근할 때 상당히 매력적이다. 82억으로 회사를 사서 청산할 수 있다면 PBR 0.64인 상황에서 상당한 담배꽂초 효과를 느낄 수 있다. 물론, 82억만 가지면 살 수 있는 것은 아니고 시가총액에 어느정도 프리미엄을 주어서 시가총액 이상이 되어야 하겠지만, 현금의 유입으로 매력적 수치가 되는 것은 분명하다. 따라서 이 gap은 줄어들 것으로 보이고 이번 호재를 통해 buy를 추천한다. 단, 목표주가인 42,109원은 PBR=1에 수렴한 가격임을 밝혀둔다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

