

심해에서 솟아오르다

BUY

Valuation

Target Price: 7,967

Price: 3,865

Safety Margin: 106%

MktCap.(100mn): 1,140

ROE: 17.65%

Op.Margin: 14.40%

PER: 4.28

PBR: 0.94

Dividend Yield: 1.50%

Major Sh.Holder:

조문수(24.06%)

Foreign Shr.: 2.12%

KOSDAQ 비교 차트



기업분석 3팀

이지연, 김민준,

임상진, 윤원식, 강세룡

● 모든 사업부가 각 시장을 독, 과점

카본 프리프레그 사업부가 탄소 섬유 시장의 50%, 글래스페이퍼 사업부가 해당 시장의 90%, LNG 선박용 단열 합판시장의 50%를 점하고 있다. 각 시장은 꾸준히 성장할 것이며 동사의 독과점 지위 역시 변하지 않을 것으로 전망한다.

● 수주는 밀려 있다, LNG 선박용 단열 합판!

LNG는 고유가에 대항하는 청정원료로서 수요가 증가하고 있으며 제도적 뒷받침으로 장기 성장이 예상된다. LNG 운송은 선박을 통해 이루어지며, 이 중 50% 이상이 단열 합판을 이용하여 LNG를 보관하는데, 이 단열 합판 시장을 동사와 화인텍이 양분하고 있다. 특별한 경쟁 없이 생산력 풀가동으로 양사가 수주를 동등하게 나누어 갖는 상황으로, 향후 2년의 수주 물량이 밀려 있다.

● 모회사를 통한 핵심 원료의 공급줄 장악

LNG 선박용 단열 합판의 핵심 소재(유리 섬유)는 국내에서 동사의 모회사 한국화이버가 독점 생산하며, 화인텍 역시 한국화이버로부터 수급 받는다. 이는 신규 진입자를 막는 진입 장벽으로 작용한다.

● 아름다운 재무 상황

최근 어려운 시장여건에도 불구하고 매출액증가율과 영업이익률의 지속적 증가를 보이고 있고 유동성 역시 매우 안정적인 상황이다. 지분 관계 역시 단순해서 자회사나 관계회사의 손익이 동사에 미치는 영향이 없다. 이런 건실한 재무구조는 최근 유동성 위기로 재무적 곤경에 처해 있는 화인텍에 비하여 강한 비교우위로 작용하고 있으며 향후 수주확보와 시장경쟁에 있어서 유리한 요인으로 작용할 것으로 보인다.

I. 사업 소개

한국 카본의 대표적인 사업부문은 크게 세 가지다. 항공, 레저용 탄소섬유 소재를 생산하는 카본 사업부, 건축 내/외장재를 생산하는 글라스페이퍼 사업부, 그리고 LNG 선박용 단열 판넬 사업부이다.

1. 카본 프리프레그 사업부 (C사업부)

중국산 저가품과 가격경쟁 리스크 있으나 시장의 꾸준한 성장과 원재료의 국산화 호재

동사가 설립 당시부터 시작한 사업으로 고탄성, 고강도가 요구되는 낚시대, 골프, 스키 등 레저용품, 건축 구조물 보강재, 우주항공 부품, 철도 경량화 사업, CNG연료용기 등 산업 전반에 걸쳐 사용되는 카본 프리프레그를 생산한다. 최근 중국산 저가 공세가 이뤄지고 있으나 전세계적 탄소섬유관련 산업 성장에 따라 수출 위주로 매출액이 꾸준히 상승하고 있다. 원재료 중 높은 비중을 차지하는 카본원사는 일본과 중국에서 수입하고 있으나 현재 국가 주도 개발사업으로 (주)효성에서 2009년부터 원사가 양산될 예정에 있어 향후 원재료 수급의 안정화를 통한 이익률 증가가 기대된다.

2. 글라스페이퍼 사업부 (G사업부)

경쟁업체 퇴출로 안정적인 독점 매출

모회사 (주)한국화이버에서 공급되는 유리 섬유를 주원료로 하는 글라스페이퍼는 바닥장식재의 재료로 사용된다. 건설 경기에 영향을 받아 최근 성장이 둔화되고 있으나 2005년도 이후 원가압력을 견디지 못한 경쟁업체의 해당 사업부 퇴출로 현재 동사의 독점 시장이며, 모회사로부터 원재료를 안정적으로 공급받고 있어 안정적인 매출과 이익 구조를 보인다.

3. LNG선박용 단열 판넬 사업부 (I, F사업부)

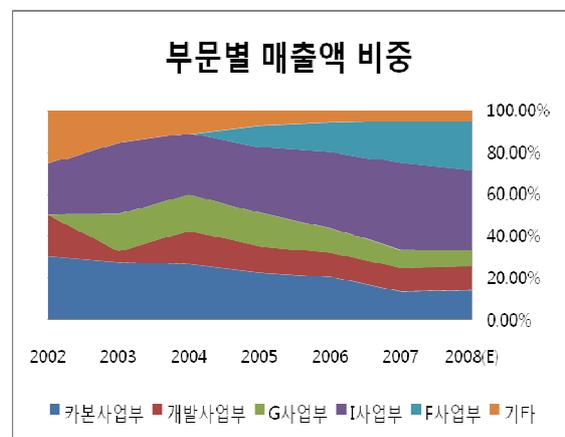
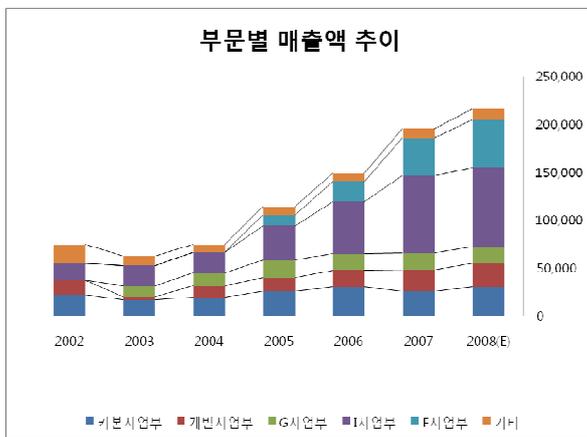
급성장을 지속하고 있는 LNG선박용단열판넬 사업

LNG 액화 저장 탱크의 단열 및 누수방지를 위한 내장재로서 2001년 삼성중공업 납품을 시작으로 현대중공업, 프랑스 알스톰社 등에 납품 하고 있다. 세계 LNG시장 호황과 더불어 매출의 급성장을 지속하고 있다. 2002년 이후 연평균 40% 이상의 성장을 보여 현재 동사 매출의 65%를 차지하고 있다.

그림 1. 부문별 매출액 추이

(단위: 백만 원)

그림 2. 부문별 매출액 비중



자료: 사업보고서, Research 3 team

자료: 사업보고서, Research 3 team

그림3. 제품소개 (PREPREG, 내열판, Insulation Panel)



평패널 (CS1타입)

자료: 한국카본 홈페이지

II. 성장 포인트: LNG선박용 단열 판넬

1. LNG선박용 단열 판넬이란?

고도의 기술이 필요한
단열판넬

LNG수송선은 LNG 가스를 -162°C 로 냉각시켜 부피를 1/600로 압축하여 액화 상태로 만들어 수송, 저장한다. 건조 기간이 2배 가까이 소요될 뿐만 아니라 가격 역시 일반 선박의 2~3배에 이르는 이 고부가가치 LNG선박의 차별화 요소는 바로 가스의 압축, 냉각을 가능케 하는 LNG탱크이다. 보냉과 압력 저항을 유지하는 것이 중요하므로 고도의 기술을 필요로 하는 탱크 제작은 전 세계적으로 LNG선박 건조 분야에서 많은 특허를 보유하고 있는 프랑스 GTT社의 라이선스 하에서 진행된다. 그리고 동사가 생산하는 단열 판넬이 바로 이 탱크의 내부를 구성하게 된다.

2. LNG 수요의 증가와 정책적 보장

LNG 수요 지속적 증가

세계 LNG 수요량은 2000년 이후 연평균 10% 이상씩 성장하고 있다. (한국가스공사) 그 이유는 첫째, 지속적으로 이어지고 있는 유가의 불안정한 가격 행보와 수급 문제에 따른 대체 에너지로서 LNG가 부각 되고 있으며, 둘째, 지구 온난화와 관련하여 전 세계적인 트렌드가 되고 있는 녹색 성장의 일환으로 저탄소 배출 청정원료 LNG가 주목 받기 시작했기 때문이다.

정부의 LNG 소비 지원 사례-미국과 우리나라

미국은 저탄소 녹색성장의 필수 에너지원으로 LNG를 지목했으며 2005년 여름에는 LNG 수입규모를 2030년까지 장기적으로 대폭 늘림을 골자로 하는 에너지입법을 국회에서 통과시켰다. 2000년 미국 내 에너지 소비에서 LNG가 차지하는 비중은 1.0%였으나 2005년에는 2.5%가 되었으며 2010년에는 4.0%까지 상승할 것으로 예상된다.

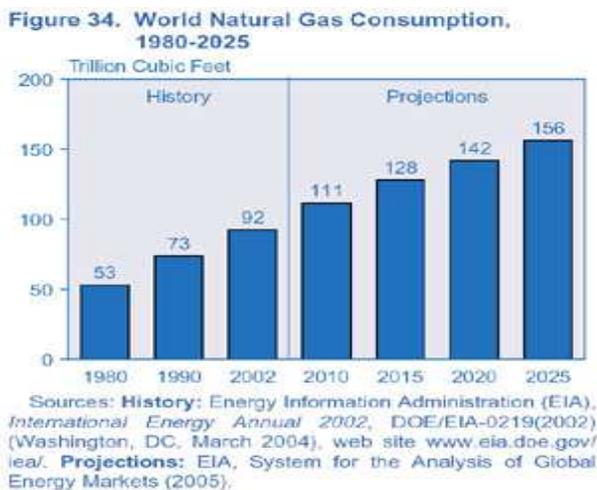
우리나라에서도 이명박 정부가 골자로 내세운 '저탄소 녹색 성장'의 기치 아래 환경 친화형 CNG 자동차 및 저상버스의 보급, 경유화물차의 LNG전환 등을 적극 유도하기 위해 금년보다 98%가 증액된 2085억 원을 지원금으로 책정하는 등, LNG 소비 증가를 정책적으로 지원하고 있다.

3. LNG 이동은 선박이다: 단열 판넬의 수요 증가

LNG선박 수요증가에 따른 단열판넬의 수요 증가

LNG의 운송에는 두 가지 방식이 있는데 그 하나가 LNG선박이며, 다른 하나가 수출국에서부터 수입국까지 해저 가스관을 연결하는 것이다. 그러나 가스관은 투자 비용이 큰 데다가 운송 거리가 길어질수록 경제성이 떨어지며, 이동 루트가 제한된다는 단점이 있어, 이보다는 수송선이 보편적으로 쓰인다. 더욱이 첫째, 2005년 미국이 '에너지입법'을 통해 미국으로의 LNG 수입 방식은 모두 선박으로 공표한 것, 둘째, 최근 LNG선의 수송 방법 개선으로 기존의 '채굴→ 공장 액화→ 수송' 이 아닌 선박에서 직접 '추출과 동시 액화 저장→ 수송'이 가능해 진 것도 LNG선박의 수요를 늘리는 요인으로 작용하고 있다. 그리고 이러한 LNG 선박의 수요 증가에는 필연적으로 액화된 가스를 보냉하고, 압력으로부터 보호하는 LNG 선박용 단열 판넬의 수요 증가가 뒤따른다.

그림4. 세계 LNG 소비량 변화추세



자료: 미국 에너지 정보국 EIA

그림 5. LNG 선박과 단열 판넬

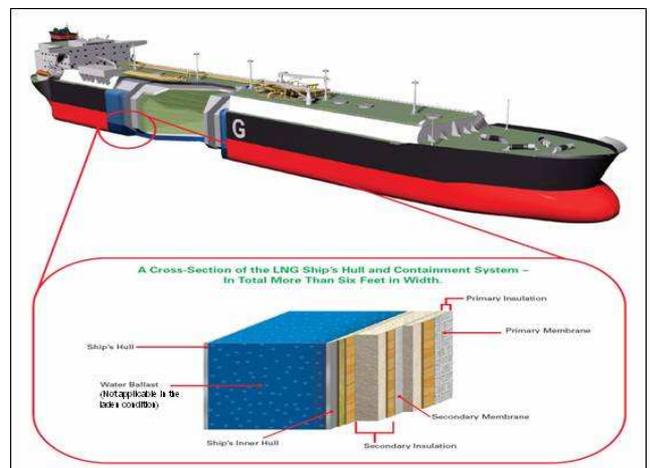
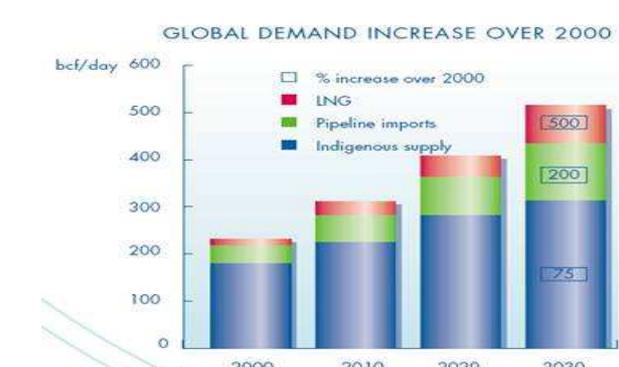


Figure 3-1 Typical Membrane Design LNG Carrier

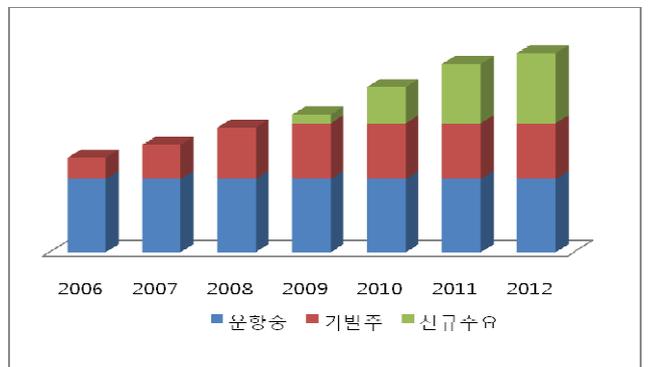
자료: www.epd.gov.hk, Research 3 team

그림 6. LNG 수요량 증가추세



자료: 미국 에너지 정보국 EIA

그림 7. LNG선박 수 변화 예상치



자료: 삼성중공업, Research 3 team

Ⅲ. 성장하는 시장의 이원 체제: 경쟁 없이 나눠먹기

1. 한국카본과 화인텍의 양분: 경쟁 없는 안정적인 수주방식

안정적인 수주방식을 통한
안정적인 매출 확보

성장하는 LNG 선박의 전 세계적 수요는 국내 조선업체(삼성중공업40%, 현대중공업40%, 대우조선해양20%)가 70% 이상을 커버하고 있다. 대우조선해양의 경우 보냉 용기의 재료와 제작을 자체적으로 해결하며, 삼성중공업과 현대중공업은 단열 합판을 이용하여 보냉 용기를 제작한다. 이 단열 판넬은 동사와 화인텍이 동일하게 양분하여 생산하고 있다.

LNG 보냉 합판 시장은 실질적으로 한국카본과 화인텍이 양분하고 있는 독과점 시장이다. 쉽게 예상해 볼 수 있는 것이 양사가 서로 시장 선도기업이 되기 위해 가격이나 공개입찰 등의 경쟁을 할 것이라는 점이다. 그러나 실제 상황은 그렇지 않다. 두 기업은 삼성중공업과 현대중공업으로부터 거의 공평한 비율로 수주를 분배 받고 있다. 왜 경쟁이 없을까?

설비 가동력의 한계로 인한
경쟁 없는 수주 방식

첫째는 설비 가동력을 초과하는 수요 때문이다. 양 사 모두 수 년간 75~80%의 설비 가동률을 보이고 있다. 현재 발주사의 발주 방식은 동사와 화인텍에 풀생산으로 맡기고 있으며, 추가 주문은 유동적으로 생산 여력이 되는 쪽이 맡게 된다. 동사는 꾸준히 설비 투자를 늘리고 있으며 그럼에도 불구하고 꾸준히 80% 전후의 설비 가동률을 보이고 있다.

독점공급을 막기 위한
수요자 입장에서의
Arms-length 공급자관리

둘째는 수주업체의 정책적 측면 때문이다. 수주업체 입장에서는 한 곳이 독점적으로 수주 받게 될 경우 향후 독점 수급으로 인한 리스크를 부담하게 될 수 있다. 때문에 동사의 수주업체는 정책적으로 두 곳 이상의 공급처를 확보하고 있고 LNG 보냉재 역시 한국카본과 화인텍 양 사에 비교적 균등하게 수주를 맡기고 있다.

표1. 생산 가동률(한국카본)

생산에 관한사항(단위:천원,%)					
생산능력	생산실적	년간가동률			
업종 및 사업구분	사업소	단위	가동가능시간/년	실제가동시간/년	가동률(%)
F사업부		시간	7,200	5,400	75.00
G사업부		시간	6,600	5,676	86.00
I사업부		시간	6,912	5,875	85.00
개발사업부		시간	7,776	6,221	80.00
카본사업부		시간	8,640	6,912	80.00
합계		시간	37,128	30,084	81.00

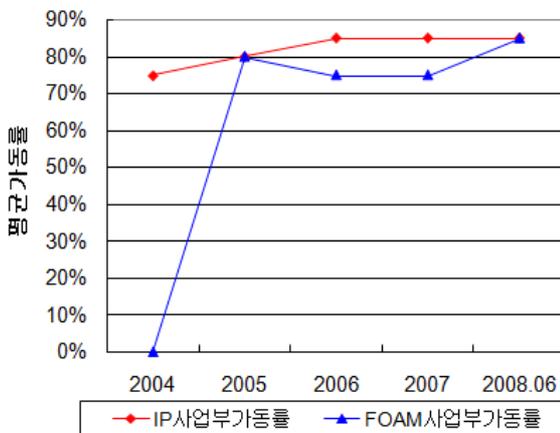
표2. 생산 가동률(화인텍)

생산에 관한사항(단위:천원,%)					
생산능력	생산실적	년간가동률			
업종 및 사업구분	사업소	단위	가동가능시간/년	실제가동시간/년	가동률(%)
안성(PU단열재 사업부문)		시간	2,352	2,203	93.67
안성,영남(가스사업부문)		시간	2,352	3,127	132.93
합계		시간	4,704	5,330	113.30

자료: KOCO-INFO

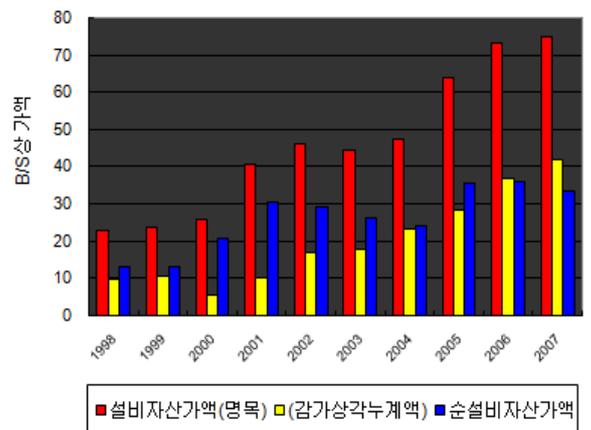
자료: KOCO-INFO

그림 8. LNG 판넬 분야 평균 가동률 추이



자료: 사업보고서, Research 3 team

그림9. LNG 판넬 분야 연평균 설비 투자 (단위: 억 원)



자료: 사업보고서, Research 3 team

2. 신규 진입의 어려움

최근 한국카본의 영업실적을 보면 과연 이렇게 좋은 산업에 신규 업체가 진입하지 않을까 라는 의문을 가질 수 있다. 그러나 이는 여러 면에서 쉽지 않다.

독과점 시장의 진입장벽, 모회사의 원료 공급으로 뚫다

우선 시장자체가 독과점 시장구조이며 진입장벽이 높다는 점이다. LNG 보냉합판 시장은 원래 화인텍의 독점시장이었었는데, 어떻게 후발주자인 동사가 화인텍과 동등한 수준까지 market share을 잠식할 수 있었을까? 바로 핵심 원료인 유리섬유의 공급줄을 동사의 모회사가 쥐고 있기 때문이다. 동사는 국내독점생산업체인 한국화이바의 자회사라는 점을 이용해 독점체제를 무너뜨리고 현재의 독과점구조를 형성하였다. 이러한 수급 구조를 뚫고 성공적으로 안착할 수 있는 신규 진입자는 기대하기 어렵다. 실제로 강림인슈의 경우, 화인텍의 독점 시장에 현대 중공업과의 관계를 기반으로 98년 신규 진입하였으나 아직까지도 실질적인 생산량은 미비한 실정이다. 강림인슈와 달리 이후 진입한 동사가 성공적으로 시장을 장악할 수 있었던 이유는 바로 모회사의 원료 공급에 있다고 본 리서치팀은 판단하고 있다.

섬유와 제조에 있어서의 High-Tech 기술 필요

둘째는 기술장벽이 존재한다는 점이다. 보냉자재에 여러 합성섬유가 사용되는 만큼 섬유자체에 대한 기술력이 필요하고, 극저온의 온도와 풍량과 압력, 수압, 기온을 버틸 수 있는 보냉판넬을 제작하는 일 역시 하이테크 기술이 요구되기 때문에 기술투자에도 많은 자본과 시간을 할애하여야 한다.

초기 진입시의 막대한 투자자본 부담

셋째, 초기 투자자본이 많이 소요된다. (한국카본기준 400~500억 원) 막대한 sunk cost를 들고도 신규 진입을 하려면 앞으로 수주 물량과 원자재 수급이 확보되어야 할 텐데, 이러한 리스크를 감안하여 진입할 가능성은 의문이다.

IV. 수주는 충분하다

1. 확보된 수주 잔량

향후 2년간의 안정적인 수주 확보

위의 모든 조건을 극복하고 신규진입자가 진출하여 점차 시장점유율을 높인다 하더라도 한국카본의 경우 공시된 자료만 따르더라도 향후 2년간의 수주물량이 확보되어 있어 최소 2년간은 현재와 유사한 수준의 매력적인 매출과 이익을 유지할 수 있는 상황이다. 이는 기업의 안정성 측면에서도 큰 강점이 된다.



표3. 수주상황

품 목	수주일자	수주총액 금 액	기납품액 금 액	수주잔고 금 액
LNG 운반선화물창판널(S)	05.08.29	USD 72,309 61,182	USD 72,309 60,465	- 717
LNG 운반선화물창판널(S)	07.02.14	USD 128,375 54,500	USD 26,542 5,737	USD 101,833 48,763
LNG 운반선원자재(TR)-S	07.03.29	USD 25,376	USD 7,921	USD 17,455
LNG 운반선원자재(S)	08.05.20	71,119	6,806	64,313
합 계		USD 226,060 186,801	USD 106,772 73,008	USD 119,288 113,793

(단위: 백만원, 천불)

자료: 사업보고서

위의 사업보고서 명시 잔여수주분만 2,500억 원이고 그 외 사업보고서에 명시되지 않은 계약상황을 합하면 2013년 정도까지의 수주분량은 충분한 상황이다.

2. 초과수요 상황

수요는 충분하다

현재 LNG 선박은 고도 성장기에 진입한 단계로서, 수요를 공급이 초과하는 실정이다. 현대 중공업, 삼성 중공업 등 국내업체가 전 세계 총 생산의 70%를 차지하고 있으며, 그 중에서도 저장 탱크의 핵심 재료인 단열 합판은 동사와 화인텍이 풀가동으로 수주 받고 있으며, 이어지는 수요는 초과 생산 여력이 있는 기업에게 배분이 이루어지고 있을 정도로 수주는 밀려있는 상황이다.

연간 동사와 화인텍 양 사가 공급할 수 있는 LNG 선 보냉재 규모는 약 24 척 수준이며, 현대중공업과 삼성중공업의 06년 8월 말 기준 LNG 선박 수주량은 각각 21 척, 38 척이다. 동사의 시장점유율을 50%, 3년간 매출이 발생한다고 가정하면 기존 수주만으로도 연간 약 10척 이상 납품이 가능할 것으로 보인다.

3. 교체, 보수를 통한 꾸준한 수요 창출

수요가 감소할 때는 개수, 보수, 교체 수요 발생

LNG 선박이 증가하는 LNG 수요를 커버할 수 있을 만큼 충분히 생산된다면, 향후 LNG 선박 수요는 점차 감소할 것이며 단열 합판 수주 역시 감소할 것이다. 하지만 LNG 선박용 단열합판은 주기적으로 개수, 보수, 교체 수요가 발생한다. 교체 수요는 10년 정도로 파악되고 있으므로 2012년부터는 교체 수요 발생이 예상된다. 수요 감소 시기와 교체 수요 외에도 개수, 보수 수요까지 감안할 경우 향후 10년은 수요 감소에 따른 리스크는 크지 않다고 보아도 무방하다.



V. 깔끔한 재무 상황: 경쟁사와 비교

한국카본의 또 하나의 강점은 완벽한 재무상황과 재무비율이라 할 수 있을 것이다. 이를 항목별로 살펴보면 다음과 같다.

1. 튼튼 재무

(1) 수익성 분석

매출총이익률, 영업이익률,
ROE의 지속적 상승

매출총이익률은 02년 9%에 불과하였으나 지속적으로 상승하여 07년 19%까지 상승하였다. 영업이익률 역시 02년 1%에서 07년 14%까지 지속적으로 상승하였다. 또한 매출총이익률과 영업이익률이 5%정도의 차이밖에 보이지 않는다는 것은 영업과 관련한 판관비 비중이 크지 않음을 의미하며, 이는 수익성 측면에서 강점이 된다.

07년 매출액순이익률은 11%인데 영업이익률과의 차이는 3%에 불과하다. 이는 영업이익이 영업외비용으로 잠식당하지 않고 주주 몫인 당기순이익까지 수익을 온전히 보전해 준다는 의미이다.

또한 ROE의 경우 02년 2%수준에서 07년 22%까지 수직 상승하였는데 투하자본대비 이익이 점차 증가하고 있음을 알 수 있다.

(2) 성장성 분석

총자산증가율 대비
매출액증가율의
가파른 상승

총자산증가율은 03년부터 06년까지 계속 증가했고 07년에는 다소 하락한 8% 수준을 보이고 있다. 매출액증가율의 경우 04년 이후 지속적인 증가세에 있으며 07년 기준 30%의 매출액증가율을 보이고 있다. 5년 간의 자산증가율 대비 매출액증가율을 비교했을 때 매출액 증가율의 증가폭이 더 큼을 알 수 있고 이를 통해 증가하는 자산을 기업의 수익으로 효율적으로 연결시키고 있음을 알 수 있다.

(3) 활동성 분석

매출채권회전율,
자기자본회전율의
지속적 증가

매출채권회전율의 경우 5년 동안 소폭 증가해 왔다. 또한 매출액의 급격한 증가로 인해 총자산회전율과 자기자본회전율도 지속적으로 증가하고 있는 추세다. 이는 자산과 투하자본이 수익으로 전환되는 속도가 점차 빨라지는 것을 의미하며 기업의 활동능력이 증가하고 있음을 나타낸다.



(4) 안정성 분석

너무나도 안정적인 자기자본비율과 유동비율

무엇보다 두드러지는 부분은 안정성 부분이다. 자기자본비율의 경우 작년 기준으로 74%에 이른다. 이는 자본의 안정성을 나타내며 부채로 인한 자본잠식의 우려를 없애주는 지표라 할 수 있다. 또한 유동비율과 당좌비율의 경우 288%와 178%에 달해 기업의 유동성 자금현황이 충분한 상황임을 나타내며, 향후 투자 기회가 있을 시 곧바로 자본투입이 가능함을 나타낸다.

표4. 산업평균 대비 한국카본 비교

비율항목	산업평균(2007)	한국카본(200712)	비율항목	산업평균(2007)	한국카본(200712)
매출액총이익률	9.83	19.09	순이익증가율	4.09	52.49
매출액영업이익률	-24.41	14.4	재고자산증가율	-14.57	-4.28
매출액순이익률	-56.11	11.2	자기자본증가율	13.6	19.08
자기자본영업이익률	-105.25	24.66	매출액증가율	-4.25	31.31
자기자본순이익률	-239.12	19.18	종업원1인당 부가가치증가율	8.88	25.96
평균배당률	7.84	17.61	유동비율	239.91	288.46
EPS(Earning Per ShareX원)	804.9	760	당좌비율	181.99	178.02
ShareX원)	1,075.07	497.32	부채비율	326.56	35.17
ShareX원)	15,988.05	4,116.58	유동부채비율	192.58	32.38
유보율	641.8	767.87	이자보상배율(이자비용)	-5.15	63.44
1주당영업이익(원)	960.81	958.01	총자본회전률	0.77	1.21
총자본증가율	5.32	8.76	경영자본회전률	0.95	1.22
유형자산증가율	-7.64	-0.87	자기자본회전률	1.59	1.71
유동자산증가율	15.95	15.61	매출채권회전률	4.7	5.24
영업이익증가율	-4.94	51.33	매입채무회전률	21.53	15.77

자료: KOCO-INFO

2. 건전한 재무: 경쟁사와 비교 우위 형성

(1) 화인텍의 유동성 위기

화인텍의 유동성 압박

화인텍의 경우 부채비율이 200 %, 유동비율은 70% 수준이며, 유동부채비율이 167%에 육박, 단기성부채의 비중이 크다. 이로 인한 유동성에 압박을 받고 있는 상황이다. 여기에 추가하여 KIKO로 인한 피해누적과 전환사채의 조기상환청구 예정으로 자칫 잘못하면 크나큰 유동성 위기에 처할 수도 있는 상황이다.

KIKO와 전환사채조기상환으로 인한 유동성 위험증가

전환사채의 경우 작년 경기 상승 시 280억 원 규모로 발행되었는데 연이은 주식시장 붕괴로 주식으로 전환될 가능성은 없는 상황이고 사채권자의 조기상환

경쟁사와 비교하여
건실한 한국카본의
재무적 매력 상승

청구권 행사가 유력시 되는 상황이다.

또한 KIKO를 비롯한 환변동 헤지 실패로 인한 손실의 경우 2008년 반기 기준으로 70억 원의 거래손실이 발생한 상황이고, 누적 평가손실의 경우 250 억 원에 이르고 있다.

이러한 약재가 겹쳐지면서 기업의 유동성에 치명타를 입히고 있고 이로 인한 재무적 Risk가 극에 달한 상황이라 할 수 있다. 그리고 이런 유동성과 재무적 위기는 추후 보냉재 판넬의 수주에 있어서 악영향으로 작용할 가능성도 있다.

이해 비해 한국카본의 경우 앞서 언급한 바와 같이 부채비율은 40%수준에 불과하고, 유동비율은 250%에 육박하며, 유동부채비율은 30%에 불과하여 탄탄한 재무구조를 형성하고 있다. 전환사채와 신주인수권부사채의 경우 발행된 적이 없고 KIKO등으로 인한 환변동 헤지 손실액은 4억이지만 외화환산이익만 5억이 발생하여 이런 파생상품손실액을 100% 커버하고 있는 상황이다.

(2) 화인텍의 복잡한 지분상황 및 자회사에 대한 지급보증

경쟁사의 경우,
자회사에 대한
무리한 지급 보증

화인텍의 경우 자회사가 3개 있는데, 이들 자회사와의 재무관계가 복잡하게 얽혀 있다. 또한 이런 관계를 이용하여 본사의 손실을 감추거나 상호 간의 복잡한 지급보증관계를 맺는 등 경영상 투명성과 안정적 재무구조를 해치는 일이 과거에 존재했다는 점 역시 여전히 화인텍의 투자 매력을 반감시킨다. 참고로 화인텍의 2008년 반기기준 자회사에 대한 지급보증액은 1,100 억 원에 이른다.

이에 반해 한국카본의 경우 자회사 자체가 없고 지분법주식 자체도 보유하고 있지 않아 지분구조도 단순한 상황이고 이는 현재의 시장상황에서 큰 강점으로 작용하고 있다.

(3) 한국카본에 비해 뒤지는 영업이익률 및 마진구조

경쟁사 대비 매력적인
영업이익률

한국카본의 경우 매출총이익률에서 조금 더 우수한 편이고, 무엇보다 영업이익률에 있어서 동종업종임에도 한국카본이 우위에 있는 상황이다. (과거 5년 수치를 종합 비교한 결과이다. 07 기준 한국카본 영업이익률: 14%, 화인텍: 11%). 이는 동일 제품을 판매하는데 있어 그와 관련된 제반 비용 지출을 한국카본이 더 경제적으로 관리하고 있다는 결론이 된다.

그림 10. SACL Curve

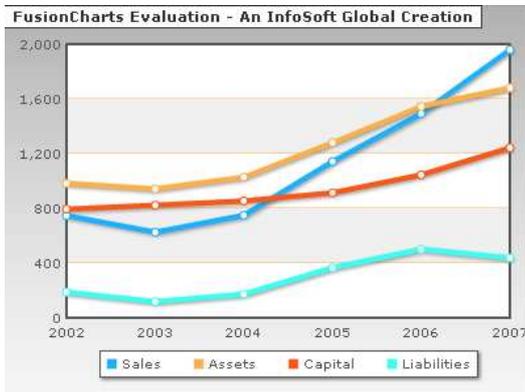


그림 11. ROE & ROA



그림 12. Cash Flow Activity



그림 13. EPS & BPS

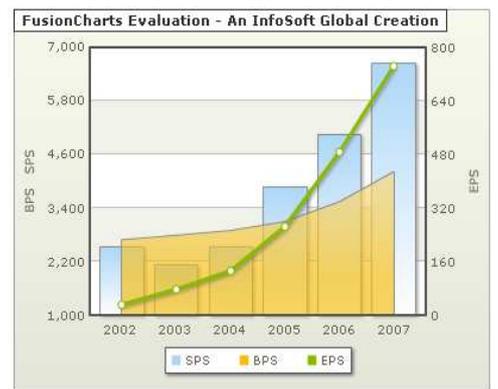


그림 14. Profit Growth

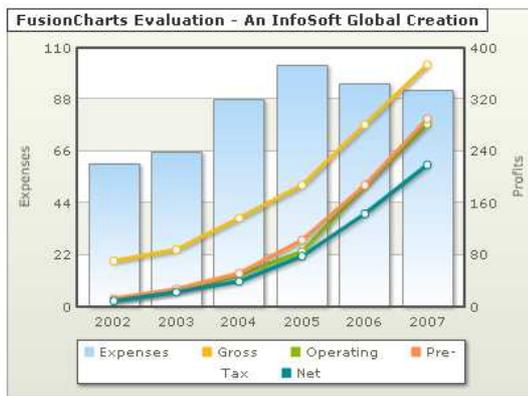
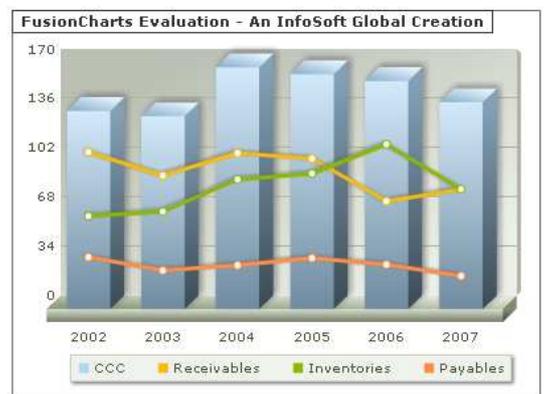


그림 15. Cash Conversion Cycle



자료 : www.samjonfn.com

VI. 기타 사업부의 안정적인 현금 공급

카본 사업부와 글라스페이퍼 사업부의 안정성

카본사업부와 글라스페이퍼 사업부의 경우 지속적인 성장이 예상되진 않지만 높은 시장점유율과 안정적인 수익률을 바탕으로 향후 기업의 안정적인 수입원이 될 것으로 보인다. (07년 기준 카본사업부 시장점유율: 50%, 글라스페이퍼 사업부 시장점유율: 90%, 07년 기준 카본사업부 매출총이익률 : 13 % 글라스페이퍼 매출총이익률: 25%) 사업부의 향후 계획을 살펴보면 카본사업부의 경우 내수시장이 부진할 경우를 대비하여 직수출비중을 늘리고 있는 상황이고, 글라스페이퍼사업부의 경우 국내 건축경기의 부진으로 일본, 동남아시아 등으로 영업력을 확대하고 있다. 이러한 추이를 볼 때 양 사업부는 LNG 단열 판넬 사업부와 같이 향후 수년간은 큰 성장이 담보되는 분야는 아니지만 꾸준히 동사에 안정적인 현금을 공급할 창구로 기능할 것이다.

VII. 한국카본에 대한 오해와 진실

1. 조선주의 경기 변동에 영향을 받는다?

LNG선박의 지속적인 성장

동사의 주요 매출을 올리고 있는 LNG선박용 단열 합판은 선박의 자체이기 때문에 일반 조선업체의 경기 변동에 영향을 받을 것이라는 예측이 가능하다. 그러나 염려는 LNG 선박 생산이 어느 정도 궤도에 올랐을 경우에 타당하다. LNG 선박 수요가 5년 전부터 본격적으로 가시화되기 시작한 시장 성장 초기 단계인 현시점에서는 일반적인 조선업체에서 관측되는 변동성이 보이지 않는다. LNG 가스의 수요는 증가하고 있고, LNG 선박의 수주 증가로 이어지고 있다. 그리고 무엇보다 동사가 제작하는 단열판넬은 풀 가동으로 수주량을 채우고 있는, 수요가 공급을 초과하는 상황인 것이다. 이러한 상황은 LNG 선박의 누적량이 LNG 가스의 수요를 충분히 뒷받침할 수 있을 때까지 계속될 것으로 예상되며, 선박 자체의 수요가 감소하기 시작할 때에도 단열 판넬은 꾸준히 교체, 보수 수요를 창출하게 된다.

2. 수주 계약이 취소될 가능성?

수주계약 취소에 대한 오해

지난 8월초 발생한 대우조선해양과 현대미포조선의 수주계약 취소와 관련해 글로벌 경기 위축으로 인한 선박의 수주취소가 이어질 수 있다는 우려가 제기되었다. 그러나 해당 계약건의 경우 신생 선주들의 자금조달 압박과 선주들의 잘못된 시장 경기 예측으로 인한 취소요청이었는데, 이러한 계약 취소 이후 조선사들은 오히려 후판 및 자재값 등의 상승분을 반영한 신규 수주에 성공하여 오히려



LNG 선박 수주 취소 사례는 없어

수익을 본 것으로 나타났다.

또한 현재까지 계약 취소된 제품을 보면 컨테이너선 8척(대우조선해양, 6천 억 원 규모), 석유화학제품운반선 (현대미포조선, 2천억원규모)로서, 아직 시장 초기인 LNG선박은 해당 사례가 없다. 오히려 그 이후 삼성중공업의 경우 1조원이 넘는 규모의 FPSO LNG 수송선을 수주 받기도 하였다. 특히 LNG의 소비와 선박을 통한 이동은 미국에서 법으로 규정하는 등 제도적인 뒷받침을 받고 있는 만큼 앞으로도 꾸준히 수요가 늘 것으로 예상되므로, LNG 선박의 수주 취소로 인한 동사의 피해는 향후 수 년 간은 없을 것으로 추정된다.

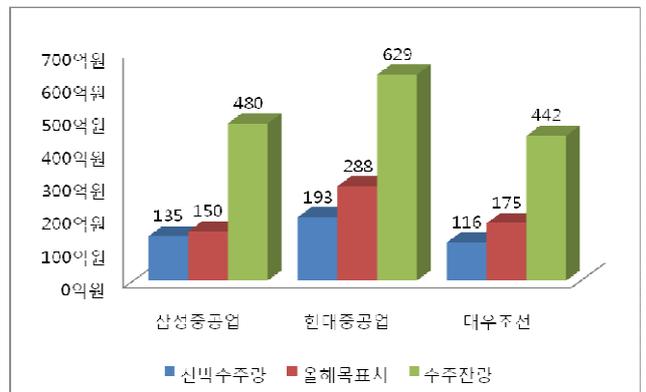
글로벌 시장 경색의 역설

특히 글로벌 시장 경색으로 인한 절대적인 선박 발주 감소 및 신조선장 경기 침체 논란으로 오히려 중소 조선사들의 납기 문제에 대한 우려로 인해 안정적인 대형사 위주로 수주가 몰리고 있는 상황이다. 이러한 여건 속에서 국내 대형 조선 3사(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양)은 오히려 예상 수주액을 상회하는 등, 수주에 큰 어려움 없이 최고 실적을 냈던 지난해와 비슷한 수주실적을 기록할 것으로 예상된다.

그림 16. 전체 조선과 LNG 선박 수주 추세 비교 그림 17. 국내 3사의 선박 수주량 및 잔량



자료: 동양종합금융증권, Research 3 Team



자료: 머니투데이, Research 3 team

3. 원자재 가격 상승 리스크?

(1) 카본 원사

프리프레그 부문의 핵심 원재료인 카본원사(C원사)는 일본으로부터 전량 수입 하며 가격 변동의 영향을 받는다. 그러나 현재 국가 주도의 개발사업으로 (주효성에서 2009년부터 원사가 양산될 예정에 있어 향후 원사 가격은 큰 변동 없이 안정세를 유지할 것으로 예상된다.

**국내 생산으로
가격 안정 예상**

원가연동방식으로 전환
가격 하락 예상
물량 확보

(2) MDI

LNG사업부 총 재료비의 40%를 차지하는 MDI(원유 정제 시 나오는 물질, 석유화학제품)의 가격의 상승으로 2004년 말과 2005년 동사의 영업이익의 급락한 바 있다. 하지만 2006년부터는 원가연동방식으로 납품가격방식이 수정되면서 원재료 가격 변동분을 판매 가격에 반영하게 되어 원자재 가격 상승에 따른 리스크를 부담하지 않게 되었다. 앞으로 중국의 MDI 산업 진출로 원재료 가격이 장기적으로 하락할 것이라는 전망이 지배적이기 때문에 더욱 안정적인 수익창출이 가능할 것으로 보인다. 또한 MDI의 경우 동사는 내년 중반 물량까지 확보해 놓은 상태이다.

모회사를 통한 안정적인
수급

(3) 유리 섬유

가장 기술력을 요하는 재료인 유리섬유의 경우 모회사인 (주)한국화이바를 통해 안정적인 가격으로 공급받고 있다.

4. 환 변동 리스크를 떠안는가?

고정된 수주대금 통화

동사는 달러와 원화 두 종류 모두로 대금을 지급받는다. 대금 결제 방법에 있어 발주업체인 조선업체가 임의적으로 통화를 선택하여 지급할 경우 환 손해를 고스란히 동사가 입게 됨을 우려할 수 있다. 그러나 동사는 대금을 달러 기준으로 확정하여 지급받고 있으므로 임의적인 통화 선택에 따른 환 위험 부담은 없다. 게다가 십 년 만에 최고의 환율을 기록하고 있는 요즘은 동사에게 오히려 호재가 되고 있다.

VIII. Valuation

한국카본은 비교 가능한 상장 또는 등록된 기업군이 존재하지 않기 때문에 절대적 기업가치평가방법인 DCF를 이용하여 주가의 적정성을 파악하였다. 기본적인 Valuation 방향은 보수적으로 설정하였다.

1. 투입요소에 대한 가정

(1) 영업이익률

한국카본은 2002년에 1.31%정도의 낮은 영업이익률을 기록하다가 LNG선박수주 활성화로 영업이익률이 지속적으로 성장하고 있다. (2007년 기준: 14 %) 이러한 효과는 수주물량이 확보되어 있는 2013년까지는 지속될 것으로 예상된다. 그러나 보수적인 Valuation을 위해서 최근 3년간의 영업이익률의 평균인 11%를 영업이익률로 산정하였다. 보냉재 사업부를 제외한 타 사업부의 경우 수출경로 확보로 인한 수익성의 개선이 예상되지만 기업내의 매출액 비중이 작기 때문에 영업이익률 개선에는 반영하지 않았다.

(2) 매출액 성장률 및 영구성장률 산정

아직은 LNG 선의 건조가 활발해진 지 얼마 되지 않았고 최근에는 더욱 대형화된 LNG선인 FPSO 선 등의 발주도 추가로 예상되기에 단기적인 LNG선 수주 전망은 좋은 편이다. 이는 이미 2013년까지의 수주물량이 확보된 점만 보아도 그러하다. 물론 장기적으로 보았을 때는 또 다른 대체에너지 개발이나 육상의 지하송수관을 통한 LNG 운반으로 수주가 서서히 감소할 것으로 예측된다. 그렇기에 향후 5년의 매출액 증가율을 산정하는데 있어서는 최근 6개년도 평균인 약 30%의 매출액 성장률을, 그 이후의 영구성장률을 위해서는 1%미만의 낮은 성장률을 산정하여야 할 것이라 판단한다. 하지만 이 역시 보수적인 방식으로 접근하기 위해서 앞으로 매출액 성장률이 지속적으로 감소하는 것으로 가정하여 향후 5년간 20%, 15%, 10%, 5%, 2.5%의 낮은 매출액 성장률을 사용하였고 영구성장률로는 0.5%를 사용하였다. 보냉재를 제외한 타 사업부의 경우에는 보수적으로 현상을 유지하는 수준으로 가정하여 매출액증가율을 0%로 책정하였다.

(3) 기타

a. FCFF를 산정하기 위한 기타요소

CAPEX, 순 운전자본의 증감과 관련된 요소는 큰 변동이 없고, 해당요소가 적정주가를 산출함에 있어 미치는 영향은 적기 때문에 평균과 추세를 반영하여 가정하였다.

b. 희석주식 관련사항

한국 카본의 경우 전환사채와 신주인수권부 사채가 발행된 적이 없고 우선주도 발행된 적이 없으며 주식선택권 역시 부여되지 않았기에 2008년 반기 기준의 가중평균유통보통주식수로 일괄 가치 계산하였다.

(1) 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC 은 한국신용평가정보(www.kisline.com) 에서 제공하는 자본비용분석 보고자료를 이용 하였다.

표5. 투입요소 자료(기대)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	195,885,766	223,309,773	247,991,380	266,913,945	277,321,355	282,785,246
매출액성장률(LNG 보냉제)		20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	2.5%
매출액(LNG 보냉제)	137,120,036	164,544,043	189,225,650	208,148,215	218,555,626	224,019,516
매출액성장률(카본 프리프레그)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(카본 프리프레그)	29,382,865	29,382,865	29,382,865	29,382,865	29,382,865	29,382,865
매출액성장률(글라스페이퍼)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(글라스페이퍼)	29,382,865	29,382,865	29,382,865	29,382,865	29,382,865	29,382,865
가중평균성장률		17.0%	13.0%	8.8%	4.4%	2.2%

자료: Research 3 Team

표6. Conclusion

현재가치의 합	5,461,784
PV of TV	203,774,175
현금 + 시장성유가증권	24,851,934
비영업용자산	557,216
Value of the Firm	234,645,109
(-)Value of the Debt	6,327,987
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	228,317,122
발행주식수	28,657,110
희석주식수	
목표주가	₩ 7,967
현재주가	₩ 3,865
기대수익률	106%

자료: Research 3 team

표7. Conclusion

자본비용분석	해당기업
<input type="checkbox"/> 공군이자발생부채	8.187
<input type="checkbox"/> 타인자본비용	4.11
<input type="checkbox"/> 재무레버리지비율	4.97
<input type="checkbox"/> 베타	1.30
<input type="checkbox"/> 업종베타	0.75
<input type="checkbox"/> 자기자본비용	8.71
<input type="checkbox"/> 가중평균자본비용	8.56

자료: Research 3 team

최소 5년간 보장된 수주 물량, 시장의 성장성과 흔들리지 않을 독과점적 지위, 보기 드물게 매력적인 재무 상황, 마지막으로 보수적인 valuation에도 매력적인 기대수익률을 보이는 한국카본에 대해 본 리서치 팀은 BUY 의견을 제시하는 바이다.

IX. Appendix

* 요약 대차대조표			
과목	2005.12	2006.12	2007.12
자산총계	128,005,603	154,541,637	168,079,355
유동자산	77,870,823	100,460,233	116,140,149
당좌자산	48,591,424	54,007,136	71,676,832
매출채권	32,507,808	30,455,654	44,361,054
재고자산	29,279,399	46,453,098	44,463,316
비유동자산	50,134,779	54,081,404	51,939,207
투자자산	1,134,254	1,652,938	557,216
유형자산	46,004,283	49,809,597	49,376,886
무형자산	689,884	452,078	306,715
기타비유동자산	2,306,359	2,166,790	1,698,390
부채총계	36,531,347	50,123,472	43,736,492
유동부채	34,242,821	47,490,884	40,262,828
매입채무	11,049,692	12,595,461	12,245,195
비유동부채	2,288,526	2,632,589	3,473,664
자본총계	91,474,256	104,418,165	124,342,863
자본금	14,750,000	14,750,000	14,750,000
자본잉여금	16,302,530	16,302,530	16,302,530
자본조정	-3,668,272	-3,668,272	-3,668,272
기타포괄손익누계액	-2,572	-4,783	-2,012
이익잉여금	64,092,569	77,038,689	96,960,617
보통주	29,500	29,500	29,500

* 요약 손익계산서			
과목	2005.12	2006.12	2007.12
매출액	114,221,886	149,175,170	195,885,766
매출원가	95,435,911	121,069,834	158,493,251
매출총이익	18,785,976	28,105,336	37,392,515
판매비와관리비	10,238,285	9,468,965	9,190,359
영업이익	8,547,691	18,636,372	28,202,156
영업외수익	3,458,105	3,642,380	3,284,665
영업외비용	1,677,432	3,493,769	2,475,676
이자비용	46,287	439,926	444,554
법인세차감전계속사업이익	10,328,364	18,784,983	29,011,145
법인세비용	2,508,653	4,396,007	7,069,219
계속사업이익	7,819,710	14,388,976	21,941,925
중단사업이익	0	0	0
*중단사업법인세효과	0	0	0
당기순이익	7,819,710	14,388,976	21,941,925
*주당계속사업손익	0	0	760
*주당순이익	272	499	760
*회석화주당계속사업손익	0	0	0

* 요약 현금흐름표			
과목	2005.12	2006.12	2007.12
영업활동으로인한현금흐름	1,208,601	18,977,371	14,670,884
당기순이익	7,819,710	14,388,976	21,941,925
현금유입이없는비용	7,751,839	10,130,742	8,634,524
현금유입이없는수익	2,122,496	1,781,540	52,912
영업활동으로인한자산부채변동	-12,240,453	-3,760,806	-15,852,653
투자활동으로인한현금흐름	-13,963,963	-8,442,537	-4,686,347
투자활동현금유입액	22,886,371	17,775,044	12,202,417
투자활동현금유출액	36,850,334	26,217,581	16,888,764
재무활동으로인한현금흐름	8,987,117	184,124	-6,200,252
재무활동현금유입액	34,132,536	25,086,783	20,529,582
재무활동현금유출액	25,145,419	24,902,659	26,729,833
현금의증가	-3,768,245	10,718,958	3,784,286
기초현금	9,993,066	6,224,820	16,943,778
기말현금	6,224,820	16,943,778	20,728,064

구분	2005.12	2006.12	2007.12	
주기관련지표	주가(최고)	5,050	8,900	12,550
	주가(최저)	3,960	8,020	9,930
	평균주가	0	0	0
	액면가	500	500	500
	PER(Price earnings ratio)(최고)	19.05	18.25	16.87
	PER(Price earnings ratio)(최저)	14.94	16.44	13.35
	PBR(Price book-value ratio)(최고)	1.67	2.58	3.05
PBR(Price book-value ratio)(최저)	1.31	2.32	2.41	
기업가치지표	1주당매출액(원)	3,871.93	5,056.79	6,640.2
	EPS(Earning Per Share)(원)	272	499	760
	CPS(Cash flow Per Share)(원)	40.97	643.3	497.32
	BPS(Book-value Per Share)(원)	3,028.53	3,455.8	4,116.58
	1주당영업이익(원)	289.75	631.74	956.01
	PCR(Price cash-flow ratio)(최고)	123.26	13.83	25.24
	PCR(Price cash-flow ratio)(최저)	96.66	12.47	19.97
PSR(Price sales ratio)(최고)	1.3	1.76	1.89	
PSR(Price sales ratio)(최저)	1.02	1.59	1.5	
배당관련지표	주당배당금	48.91	68.47	88.04
	배당성향	18.45	14.04	11.84
	외국인지분율(%)	0	0	0
	최대주주지분율(%)	31.7	31.7	31.7
지분관련 지표 등	발행주식수(주)	29,500,000	29,500,000	29,500,000
	자본금(천원)	14,750,000	14,750,000	14,750,000
	감사외권	적정	적정	적정
	연결대상(유/무)	무	무	무
	액면배당률	0.1	0.14	0.18
	시가배당률	0.01	0.01	0.01
배당수익률	90.37	108.37	78.26	