

겉만 보고는 판단할 수 없어요!!

Don't BUY

Valuation

Target Price: 20,887

Price: 22,200

Margin of Safety: -6 %

MktCap.(100mn): 830

ROE: 18.25 %

ROA: 6.66 %

Op.Magin: 6.41%

PER: 6.12

PBR: 0.66

Dividend Yield: 3.13%

Major Sh.Holder:

김홍준 21.33 %

주가추이

기업분석 1팀

임상진, 최호선

조재명, 홍보화

- **염료, 도료 시장점유율 부동의 1위**

국내 염료 및 도료시장에서 부동의 시장점유율 1위를 고수하고 있는 전통의 염료 생산업체이다. 염료 및 도료분야에서 국내 최대 특허와 국내 최고 수준의 R&D 연구소를 보유하고 있어 기술개발에 있어서도 국내시장을 선도한다. 최근에는 이러한 기술력을 인정받아 내수시장뿐만 아니라 해외로의 수출비중도 늘려가는 추세이다.

- **경쟁력 있는 계열회사 & 상승추이의 수익성 비율**

제이엠씨, 이스트웰, 우방 등 경쟁력 있는 계열회사를 보유하고 있으며, 이들 계열회사를 통해 사업의 다각화 전략을 취하고 있다. 계열회사 매출증대로 인한 지분법 이익은 08년 기준 220 억원을 기록하고 있다. 이는 08년 전체 매출액의 1/6 수준이다. 매출총이익률과 영업이익률은 05년 이후로 지속적으로 상승하여 08년 기준 19.96 %와 6.41 %를 기록 중이고 ROE의 경우도 18.25%를 기록하고 있다.

- **아름다운 걸모습 속에 감추어진 두 얼굴의 모습**

재고자산의 증가로 인한 매출총이익률과 영업이익률의 상승, 환율상승에 비례하는 외환손실, 4년간 누적 영업현금흐름 -188 억원, 높아져가는 Cash Conversion Cycle, 한시적 특수 수혜인 지분법이익, 복잡한 지분구조, 밝지만은 않은 전방산업, 제조원가 상승 분을 커버하지 못하는 가격전가 구조. 이 모든 모습은 아름다운 걸모습에서 탈피할 때만이 볼 수 있는 감추어진 두 얼굴의 모습이다.



I. 경인양행

1. 경인양행 소개

반응성/분산 염료 생산
하는 수출위주의 기업

(1) 염료/도료 제조·판매 기업

경인양행은 염료 제조판매를 주요 목표 사업으로 하고 있다. 매출액 중 60% 이상을 차지하는 반응성염료는 화학 및 천연섬유의 염색에 사용되는 것으로 세탁과 일사광선에 잘 견디는 내구성을 가진다. 매출액 중 2 위(약 15%)를 차지하는 것은 화학섬유염색에 쓰이는 분산염료이며, 그 외에 화학 및 천연섬유 염색에 쓰이는 형광염료, 천연섬유와 가죽제품염색에 쓰이는 산성염료, 종이염색에 쓰이는 염료 등을 생산하고 있다. 2008 년 전체 매출액의 60%는 수출에 의한 것이다.

(2) 시장 내 입지

대부분의 염료시장에
서 1위 확보

매출액의 큰 부분을 차지하는 반응성염료 시장에서 경인양행은 2008 년 45.72%의 점유율로 2 위(43.69%)인 오영산업과 함께 과점시장을 선도하고 있다. 분산염료 시장은 36.08%를 점유한 엠도흐멘의 뒤를 이어 21.89%로 2 위를 달리고 있다. 이외 염료 시장에서는 경인양행이 1 위의 점유율을 확보하고 있다.

2. 산업 및 시장 소개

(1) 염료산업

기술/노동 집약적 산업
인 염료산업

염료산업은 최첨단 장치산업으로 정밀화학 분야의 고도의 기술이 요구되는 기술 집약적 산업이다. 그리고 이러한 기술 중 대다수 품목이 선진국들의 물질 특허로 묶여있어 모방하거나 기술도용이 사실상 어려운 산업이다. 또한 궁극적으로 기술 인력이 품질을 좌우하는 특성을 가지고 있기 때문에 노동집약적인 산업이기도 하다.

섬유산업의 의존도가 높은 만큼 계절이나 경기에 영향을 많이 받아 1/4 분기에 매출액이 가장 낮고, 3/4 분기에 최고에 달하는 계절적 경기변동의 특성을 가지고 있다. 염료생산의 주요 원료인 염료중간체는 대부분의 원료를 수입에 의존, 원자재의 안정적 조달상의 애로와 품질, 환율 등이 원가에 민감한 영향을 끼치는 특성을 가지고 있다.

(2) 시장특성



중국 및 유럽과 경쟁

국내염료업계는 중국, 인도 등과는 가격 면에서, 유럽국가와는 품질 면에서 경쟁하고 있다. 국내 염료산업은 1950 년에 시작된 이후 꾸준한 성장세를 이어갔었다. 그러나 1990 년대 후반 이후 세계시장의 70~80%를 차지하던 유럽의 염료기업들이 환경문제 및 원가절감 등으로 인해 제 3 세계로 생산기지를 이전하면서 상황이 바뀌었다. 동남아 및 중국 등의 염료산업이 발전하게 되었고 이들 국가로부터 저렴한 염료의 수입이 증가하면서 성장세가 둔화된 것이다. 때문에 업계는 생산축소나 포기 대신에 판매전담강화 차원으로 가격과 품질이 우수한 업체를 중심으로 구조 조정되었다. 기술적 우위에 있는 국가의 시장점유비중이 기대된다.

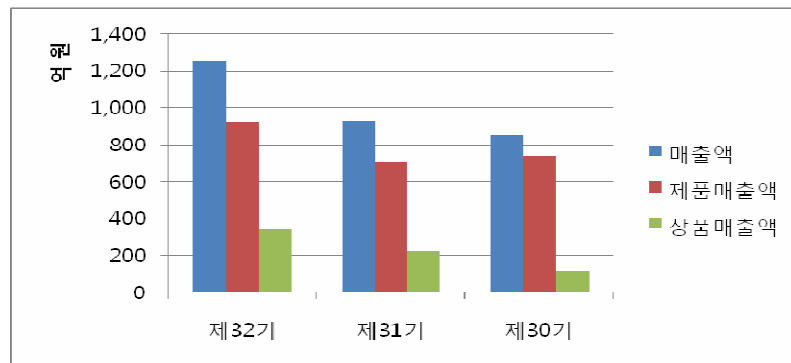
II. 경인양행의 매력

1. 안정적인 재무상황과 개선되는 수익구조(외형적분석)

2006년부터 꾸준한 매출액 증가세

경인양행은 지난 2008 년 매출액 1,255 억을 기록하여 경상이익은 147 억, 당기순이익은 129 억을 기록하였다. 2006 년(제 30 기)부터 꾸준한 매출액 증가세를 보이고 있다.

그림 1. 매출액 변화 추이



자료: 경인양행

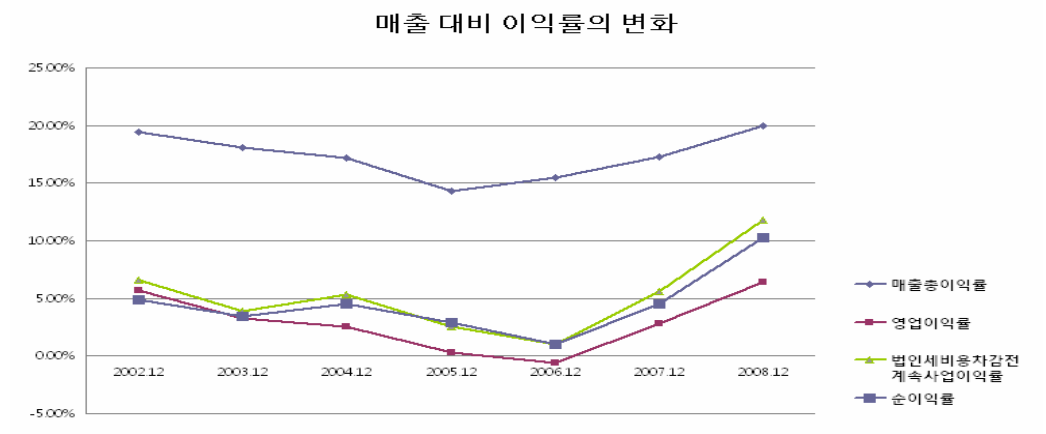
(1) 수익성 분석

지속적으로 증가하는 매출총이익률&영업이익률

매출총이익률의 과거 추이를 분석하면 02년 19.42%까지 꾸준히 상승하였으나 중국산 저가 염료경쟁과 저마진제품의 판매혼용으로 경쟁력이 약화되어 05년 14.29%까지 감소하게 된다. 그러나 그 후 중국으로의 생산설비 이전과 제품포트폴리오에 대한 조정으로 지속적으로 상승하여 08년 기준 19.96%수준까지 회복한 모습을 보이고 있다. 08년도에 특히 이익률이 상승한 이유에는 수출이 많은 기업에 환율상승이 호혜로 작용하였기 때문이다. 영업이익률 역시 매출총이익률과 동일한 변화추이를 보이고 있는데 02년도에 5.72%수준에서 06년 -0.57%까지 지속적으로

감소하는 모습을 보이다 다시 상승하여 08년의 경우 6.41%까지 회복한 모습을 보이고 있다. 매출총이익률과 영업이익률 사이의 스프레드를 비교해 볼 때 회사의 수익성 개선은 판관비 절감 노력에 의한 수익성 개선이라기 보다는 매출총이익률의 상승에 의한 수익성개선이라 할 수 있을 것이다. 매출액순이익률의 경우 그 변화추이가 영업이익률과 동일하기는 하지만 항상 영업이익률보다 높은 수치를 보이는데 이는 회사의 영업외적인 수익이 항상 영업외적인 비용보다 높다는 것을 의미하며 그 세부적인 내용을 보면 지분법이익이 큰 영향을 주고 있음을 알 수 있다. ROE의 경우 4%와 9%사이에서 변동하는 추세를 보인다. 08년의 경우 18.25%로 급등하는 모습을 보이는데 이는 08년에 제이엠씨의 폭발적 매출성장에 따른 지분법이익의 증가로 당기순이익이 크게 증가하였기 때문이다.

그림 2. 수익성분석



자료: Research 1 Team Database

꾸준한 설비투자
08년의 매출액 급등

(2) 성장성 분석

유형자산 증가율은 매년 6~10%사이에서 변동하다 08년의 경우 -6%로 감소하는 모습을 보이고 있는데 이는 매년 꾸준한 수준의 설비투자가 이루어지고 있음을 보여주는 지표라 할 수 있다. 매출액의 경우 02년을 기점으로 증가와 감소를 반복해 왔지만 08년의 경우 매출액이 급등하여 34.88%를 보이고 있다. 08년도에 글로벌 경제위기로 인한 시장침체기임을 감안했을 때 08년도 34.88%의 매출액 성장은 상당히 Outperform한 결과라 할 수 있다. 또한 이를 통해 환율이 동사의 수익에 긍정적인 영향을 주었다 판단할 수 있는 부분이다.

CCC의 지속적 상승 및
안정적인 총자산
회전율

(3) 활동성 분석

매출채권 회전율의 경우 5년 동안 지속적으로 감소하는 추이를 보이다 08년에 급등하였다. 이는 매출채권의 현금회수기간이 길어지다 08년에 회복된 것으로 보이는데 이는 08년의 매출액 급등이 원인으로 작용한 것으로 보인다. 그 외에는 매

입채무 회전율이 급격하게 증가하고 있는데 이는 매입채무의 현금지급기간이 짧아지고 있다는 의미로 기업의 현금순환에 있어서는 악영향을 끼치는 요소라 할 수 있다. 이러한 회전율에 의하여 Cash Conversion Cycle은 점차 증가하는 추세를 보이고 있는데 회사의 자금순환에 어려움이 예상된다. 총자산 회전율과 자기자본 회전율의 경우 매기 일정한 모습을 보이고 있다.

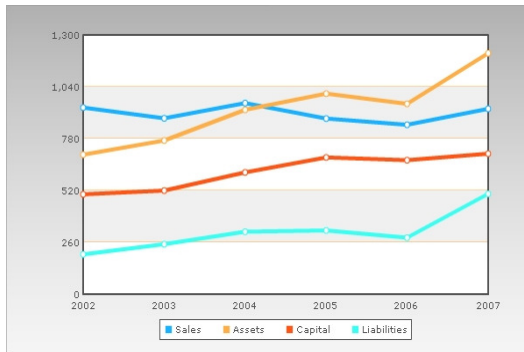
(4) 안정성 분석

안정적인 자기 자본비율과 유동 비율

안정성 부분에서도 우수한 모습을 보여준다. 부채비율의 경우 08년도 기준으로 62%수준을 유지하고 있다. 이는 자본의 안정성을 나타내며 부채로 인한 자본잠식의 우려를 없애는 지표라 할 수 있다. 또한 유동비율과 당좌비율의 경우 155%와 73%수준을 유지하고 있어 지표상의 유동성 문제는 없어 보인다.

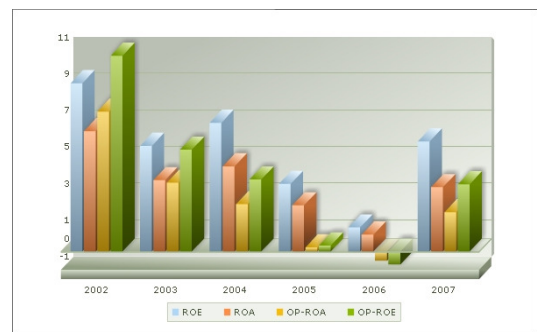
지금까지 외형적인 재무비율을 분석해 보았다. 재무비율을 보았을 때 CCC 가 증가하여 회사의 자금흐름이 악화되는 면을 제외하고는 안정성이나 성장성에서는 안정적인 모습을 보이고 있다. 무엇보다 수익성에 있어서는 지속적으로 매출총이익률과 영업이익률이 개선되는 모습을 보이고 있다. 그러나 이는 재무제표 외형상의 모습일 뿐이다. 조금 더 깊숙이 재무제표를 파고 들어가면 지금과는 전혀 다른 회사의 재무현황과 수익성구조를 확인할 수 있다. 이에 대해서는 하단에서 다시 논의하기로 한다.

그림 3. SACL Curve



자료 : www.samjonfn.com

그림 4. ROE & ROA



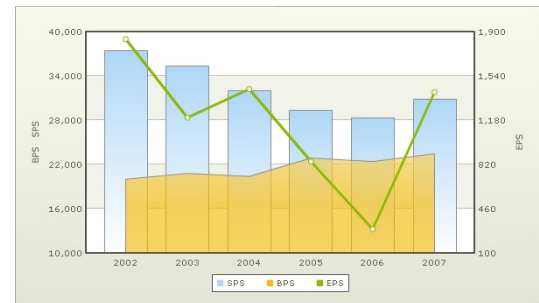
자료 : www.samjonfn.com

그림 5. Cash Flow Activity



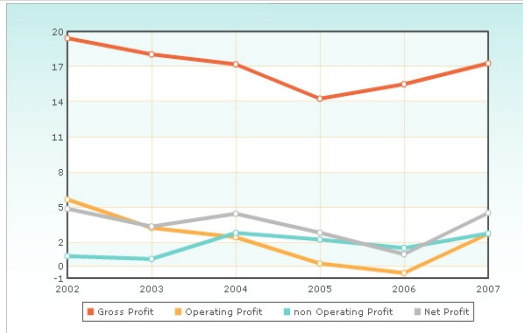
자료 : www.samjonfn.com

그림 6. EPS & BPS



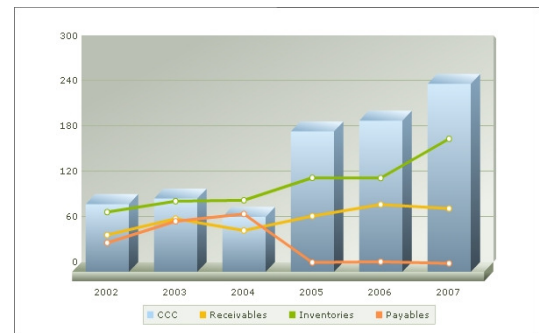
자료 : www.samjonfn.com

그림 7. Profit Growth



자료 : www.samjonfn.com

그림 8. Cash Conversion Cycle



자료 : www.samjonfn.com

2. 자회사 분석

(1) 제이엠씨

경인양행의 알짜 자회사 JMC

1991년 7월에 설립, 2002년 5월 16일에 (주)신원화학에서 (주)제이엠씨로 상호변경. 2004년 11월 25일 (주)경인양행에 인수. 당시의 인수금액은 92억 5천만원의 채무를 떠안는 조건으로 380만원이라는 험값에 인수. 현재 당사의 주주는 (주)경인양행 83.5%, (주)경인양행의 대표이사인 김흥준 (지분율 16.5%)이다. 2007년 매출액은 400억에서 2008년 927억으로 232% 증가하였고, 같은 기간 매출총이익은 35억에서 405억으로 무려 13배 가까이 증가하였다. 따라서 영업이익은 12억에서 367억으로 무려 30배 증가하였다. 그러나 2008년 파생상품 평가손실이 60억 가까이 되는 것은 회사에 악재로 작용 하고 있으며 매출채권은 15억원에서 57억으로 4배 가까이 증가하였음을 알 수 있다. 이렇게 급격한 영업이익의 증가는 재고자산의 증가로 인한 매출원가 축소, 원화약세로 인한 환율 수혜, 모회사인 경인양행에 대

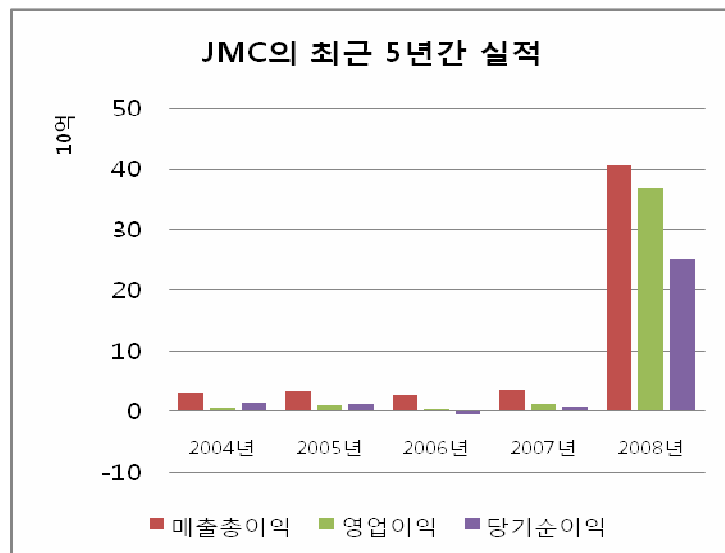
베이징 올림픽 특수, 원,엔환율 수혜기업

한 매출 9억원을 포함하더라도 상당히 out perform한 결과가 아닐 수 없다. 제이엠씨의 BM은 의약품 중간체, 인공감미료인 사카린, 반응성 염료 중간체 등이 있다. 이 중 2008년의 out perform은 중국 정부의 환경 규제의 영향이 크고 이는 뒤에서 살펴보도록 한다. 그 밖에, 동사의 2006년 실적을 살펴보면, 매출액 347억 매출총이익 263억, 영업이익은 2억원에 불과했다. 경인양행에 대한 매출이 2006년에는 15억원에 달했는데, 점차 감소했다는 것은 경인양행이 주 매출처가 아니라는 것을 확인시켜 준다. 2006년은 당기 순손실을 기록 2005년대비 적자로 전환한 시기였다.

(2) 2008년 이 회사는 어떻게 급성장을 하였는가?

2008년 베이징 올림픽을 계기로 중국 수도지역에서는 사카린을 만드는데 대기오염과 수질오염이 발생했기에 베이징 인근 상수도 보호구역안에 있는 사카린공장을 영구 폐쇄 조치하였다. 이로 인해 중국 사카린 생산량 1위 회사가 문을 닫았고, 시장상황이 공급자 우위 시장으로 바뀌어 기타 사카린 공급업체들은 가격전가력을 획득하게 되었다. JMC역시 이런 공급우위 시장에 편승하여 1년여 기간 동안 높은 매출액을 올리게 된다. 향후 업황을 살펴보면, 중국 사카린 생산업체들이 공장을 이전하기 위해서는 보수적으로 보아도 1년 반-2년이 소요될 것이고 이로 인해 1-2년 정도는 JMC가 충분한 공급자 파워를 가질 것이라고 예상된다.

그림 9. JMC 최근 5년간 실적



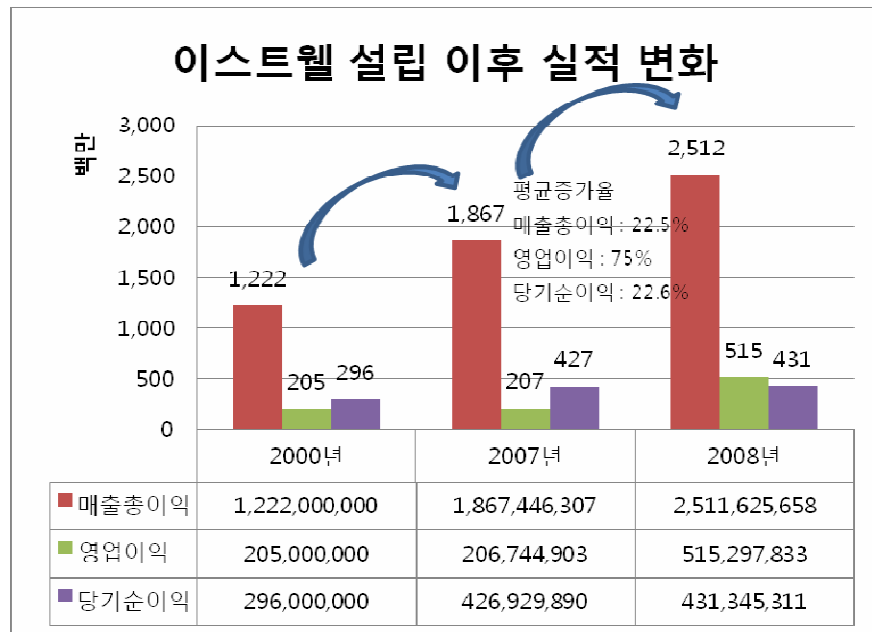
자료: JMC 감사보고서, research 1 Team Database

(3) 이스트웰

이스트웰은 1992년 창립 이래, 기능성 염료에서, Color 프린터용 잉크, 전자재료용 색소에 이르기 까지 기술적 성장을 거듭한 회사이다. 1992년 김흥준 대표이사

설립 후, 2002년 최초로 해외 수출액 50억원을 달성하고, 꾸준한 발전을 거듭하고 있는 기업이다. 1998년 8월 전적으로 수입에 의존하던 플라스틱 염료 국산화에 성공, 자동차외등을 비롯해 누드컴퓨터, 노트북화면 등 고분자 플라스틱의 원료가 되는 특수 염료를 개발 600만 달러의 수입 대체 효과를 가져왔고, 1999년 12월 백색 LED 디스플레이 등에 사용되는 백색광 형광체를 개발 핵심 전자재료 사업에 진출을 모색하였다. 경인양행은 이 과정을 OLED로 가는 하나의 과정으로 삼고 감광성 재료 사업을 위한 제품 개발에 몰두하였다. 감광성 재료는 휴대폰용 유기타과 LCD 모니터, 반도체 등에 사용되는 고부가가치 소재로 국내 소요량의 95%를 외국에서 수입하고 있었다. 제품 개발 후 백색 LED가격을 40% 가량 낮춰 100억 원이상의 매출, 국내 시장에서의 10%시장을 점유하였다. (주)경인양행은 2000년 6월 14일 이스트웰의 지분을 50% 인수하여 본 기업의 경영진과 공동 경영을 하고 있다. 그림 3은 이스트웰의 실적 추이이다. 이처럼 동사는 꾸준한 매출 증대에 제품 개발에 대한 노력으로 총 10개의 특허를 가지고 있고 2개의 특허가 출원 중이며 1700억원에 달하는 세계 시장에서의 점유율을 높여 나가고 있다.

그림 10. 이스트웰 실적 추이



자료: 이스트웰 감사보고서, Research 1 Team Database

이러한 자회사에 대한 지분 투자와 인수 합병을 통해 (주)경인양행은 지분법이익, 매출 구조 다변화, 가격전가력 확보, 신사업진출을 통한 미래의 성장동력 확보 등의 효과를 이루고 있다. (주)JMC가 생산하는 사카린 같은 경우, 중국내 환경규제강화 및 Quality 저하로 일본으로의 수출 물량 또한 증가하여 엔화강세로 2008년 사상 최대의 영업이익을 달성하는데 도움을 주었으며, (주)이스트웰을 통해 진출한 전

자재로 시장에서의 성장 LED display를 생산하는 양우전자를 통한 유기 EL시장의 진출은 2008년 자회사의 급격한 신장과 맞물려 (주)경인양행의 앞으로의 전망을 밝게 한다.

3. 유기 EL 산업(전자재료)으로의 진출

(1) OLED 산업

OLED가 주목받고 있다.

이윤호 지식경제부 장관은 'LED 업계 CEO 간담회'에서 "2009 년을 'LED 산업 원년'으로 삼고 내수 시장 활성화에 907 억 원, 기술개발 사업에 266 억 원의 자금을 투입할 것"이라고 말했다. LED 전구는 기존의 형광등이나 백열전구에 비해 70%정도의 에너지를 절감해 이산화탄소 배출을 감소시키는 장점이 있으며, 평균 50,000 시간의 수명을 사용가능 하다.

특히 유기 EL(Organic Light Emitting Diode)은 가볍고 얇으면서도 밝고 선명한 화질을 구현하고 한다. 또한 응답속도가 빠르고 제작이 간편하다. 자체발광형이기 때문에 백라이트가 필요 없고 이는 초박형, 저소비전력을 가능케 한다.

(2) 응용분야

전자제품 및 신에너지에 응용

올해 1 월에 출시된 LG 전자의 CanU-S1000 모델은 AM OLED(능동 유기발광다이오드)를 장착하여 광시야각과 더불어 끊김 없이 동영상을 재생할 수 있게 하였다. 또한 Sony 는 구부릴 수 있는 TV 인 Flex OLED 를 지난 1 월 'CES (국제전자제품박람회) 2009 에서 선보였다.

염료감응형 태양전지(DSSC, Dye-Sensitized Solar Cells)는 광합성 원리를 이용한 것으로 태양빛이 흡수되면 염료분자에서 전기가 야기되어 전기가 발생하는 원리로 작동한다. 1 세대 실리콘 태양전지에 비해 에너지 전환 효율이 낮지만 수명이 길고 제조단가가 저렴하여 투명하게 제조할 수 있다는 장점으로 실리콘 대체 태양전지로 주목 받고 있다. DSSC 의 세계시장규모는 2010 년 1760 억 원, 2015 년 2 조원으로 예상된다.

출하량은 증가하고 단가는 감소하는 추세

(3) OLED 산업 전망

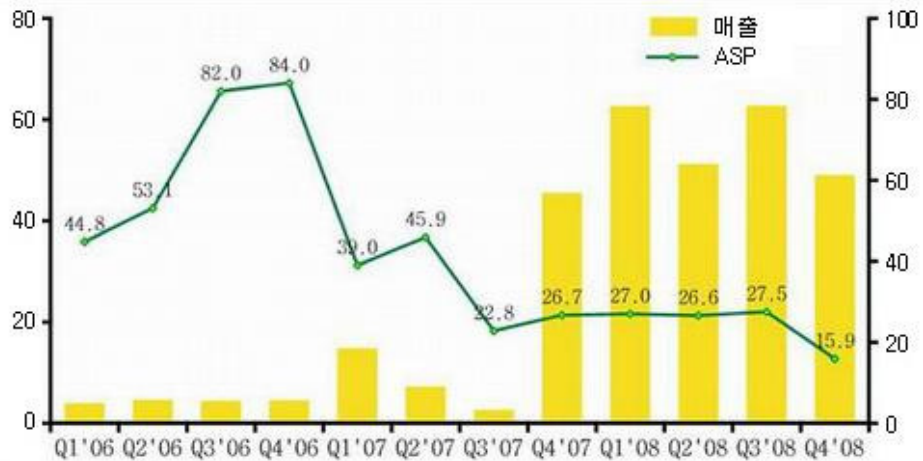
평균판매가격(ASP)은 꾸준히 하락하고 있으며, 특히 08 년 4 분기에는 직전분기에 비하여 42.2%나 감소하였다. 지난해 4 분기 OLED 패널의 출하량은 1 천 946 만개로 전 분기 대비 7.7%, 전년 동기 대비 8.2% 각각 증가했다. 매출액은 1 억 525 만 달러로 지난해 2 분기부터 3 분기 연속 감소세를 보였다. 밑의 그래프는 OLED 중 AMOLED 부분의 매출액만 나타낸 자료로써 07 년 4 분기부터 판매량이 급증하였지



만 판매단가는 꾸준히 감소하는 추세를 보이고 있다.

Ⅲ. 매력 속에 숨겨진 두 얼굴

그림 11. AMOLED 매출과 ASP 추이(단위: 100만달러, 1달러)



자료: 유비산업리서치

1. 유기 EL 사업의 기대 미달

유기EL의 매출이 기대에 못미침

경인양행은 2005년 8월까지 생산에 필요한 셋팅을 끝마치고 9월부터 가동에 들어갔다. 당시 회사측에서는 2006년 매출은 105억 원, 2007년에는 150억 원 달성은 무난할 것이라는 전망을 하였다. 그러나 실제로는 2007년에서야 40억 원 정도 매출이 발생하기 시작하였다.

2. 염료사업의 어두운 전망

(1) 불안한 입지

중국과 유럽 사이에서 입지가 불안함

최근 소비 층의 요구가 다양해지면서 해외 메이저 염료를 선호하는 경향이 있다고 한다. 국산염료를 사용하면 해결되지 않는 문제들이 생겨나고 있기 때문이다. 대표적으로 2~3년 전부터 문제가 되어온 메타머리즘(분광반사율이 다른 두 가지 물체가 특정 광원 아래서 같은 색으로 보이는 것, 조건등색) 문제를 들 수 있다.

국내 염료업체들은 외산염료 대체에 집중하느라 대량생산을 통한 해외시장 확대와 고부가가치 제품을 개발하는 데는 상대적으로 소홀히 해온 면이 있다. 특히 국내 염료업체간 가격경쟁까지 하면서 판로확대에 집중한 나머지 해외에서 '품질에 비해 가격이 싼, 특수한 염료보다 일반적인 염료가 잘 나오는 나라'로 인식되어 있

는 것이 문제이다. 이런 이유로 기술 개발과 이미지 마케팅에 상당한 시간이 걸릴 것이고 소비자의 기호를 읽을 수 있는 해외시장조사도 이뤄지지 않아 정보축적에도 많은 시간과 비용이 필요할 것이다. 반면 해외 메이저 염료는 가격이 비싸지만 컬러트렌드에 대한 다양한 정보 확보와 염료 기술력, 글로벌화 돼있는 회사 시스템이 뒷받침 되어 있다. 세계시장에서 국내 염료제품은 이 같은 고급 메이저 염료 제품과 중국 등지에서 생산되는 저가 염료제품 사이에서 불안한 입지인 것이다.

(2) 집중 분야의 하향세

집중분야인
반응성염료와
분산염료 수요 점점
감소

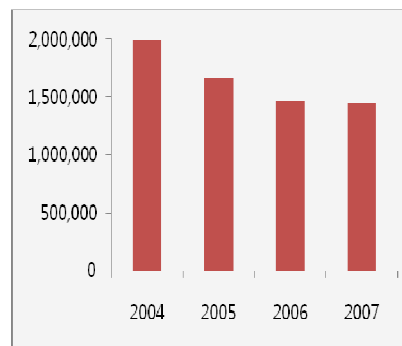
염료 시장 중 경인양행이 집중하고 있는 반응성염료와 분산염료를 더 자세히 살펴보면, 우선 반응성염료는 저가의 중국산 제품에 비해 기술경쟁력을 확보하고 있는 제품이었다. 그러나 후발국과의 기술 격차가 좁혀지고 있는 가운데 중국 내 대규모 염료 생산업체들이 반응성염료 생산을 확대함에 따라 수입 물량이 증가하고 있으며 이로 인해 국내 생산량이 점차 축소되고 있다. 분산염료의 경우는 더 심각하다. 분산염료는 화학 섬유를 염색하는데 사용되므로 화섬업계와 밀접한 관련이 있다. 그런데 중국산 등 저가 화섬제품의 시장잠식으로 국내 화섬업계는 구조조정을 통해 생산량을 감축하고 있으며 급기야 사업을 포기하는 사례가 잇따르고 있다. 따라서 국내 분산염료 수요도 감소하고 있다.

(3) 전방산업 침체에 따른 염료산업의 어두운 전망

전방산업인
섬유산업과
의류산업의
침체

염료산업의 전방산업은 섬유산업과 의류산업이다. 그리고 2007년 6월 1일부터 발효된 한-아세안 FTA에 의한 대아세안 수출 증대와 미국 및 EU의 대중국 수입 제품 수량 제한에 의한 반대급부 등은 국내 염료산업에 호재였다. 그러나 섬유업계의 지속적인 구조조정에 따른 생산량 감축과 내수경기 위축에 따른 의류소비 둔화 등은 염료 수요의 성장을 저해하고 있다. 특히 위에서 언급했다시피 화섬산업

그림 12. 화학섬유 생산추이 (단위: 톤)



자료: 한국화섬협회

(화학섬유산업)은 중국 등 후발국의 시장 잠식으로 수요가 급감하면서 생산이 지속적으로 감소하고 있으며 이에 따른 전반적인 섬유산업의 둔화는 염료 수요 성장

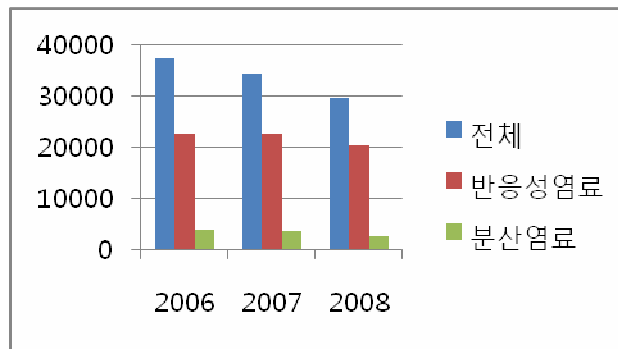
거대해진 중국 염료 시장의 위협

을 제한할 것이다. 한편 내수에 기반을 두고 있는 의류산업은 국내 경기에 민감한 영향을 받고 있는데 내수 경기는 좀처럼 나아질 기세를 보이고 있지 않다.

(4) 하락추세의 수출시장

내수 염료시장이 점차 위축됨에 따라 염료업체들은 수출시장에 집중하고 있고 경인양행도 중국에 자회사를 인수하는 등 수출시장 공략에 힘을 쓰고 있다. 그러나 이도 이제는 만만치 않을 것이다. 여태까지 국내 염료기업은 고급염료시장은 유럽산이 점유하고 있어 중저가 제품으로 틈새시장을 공략했다. 그러나 저렴한 생산비 등의 이점으로 국내 기업을 비롯해 유럽, 일본, 타이완, 인도네시아의 메이저 염료 기업들이 중국으로 생산기지를 이전함에 따라 중국 염료 시장이 점차 거대해졌다. 가격경쟁력을 확보한 중국 염료시장의 성장으로 국제 시장에서 국산 염료제품의 점유율은 하락추세를 보이고 있는 것이다.

그림 13. 국내생산염료의 수출 물량 추이(단위: ton)



자료: 한국무역협회

한편 최근 원/달러 환율상승 전환은 수출제품 가격 경쟁력 회복에 호재가 되었을 것으로 생각하기 쉬우나 경인양행의 경우는 일반적이지 않다. 환율상승에 따른 문제는 추후에 다루도록 하겠다.

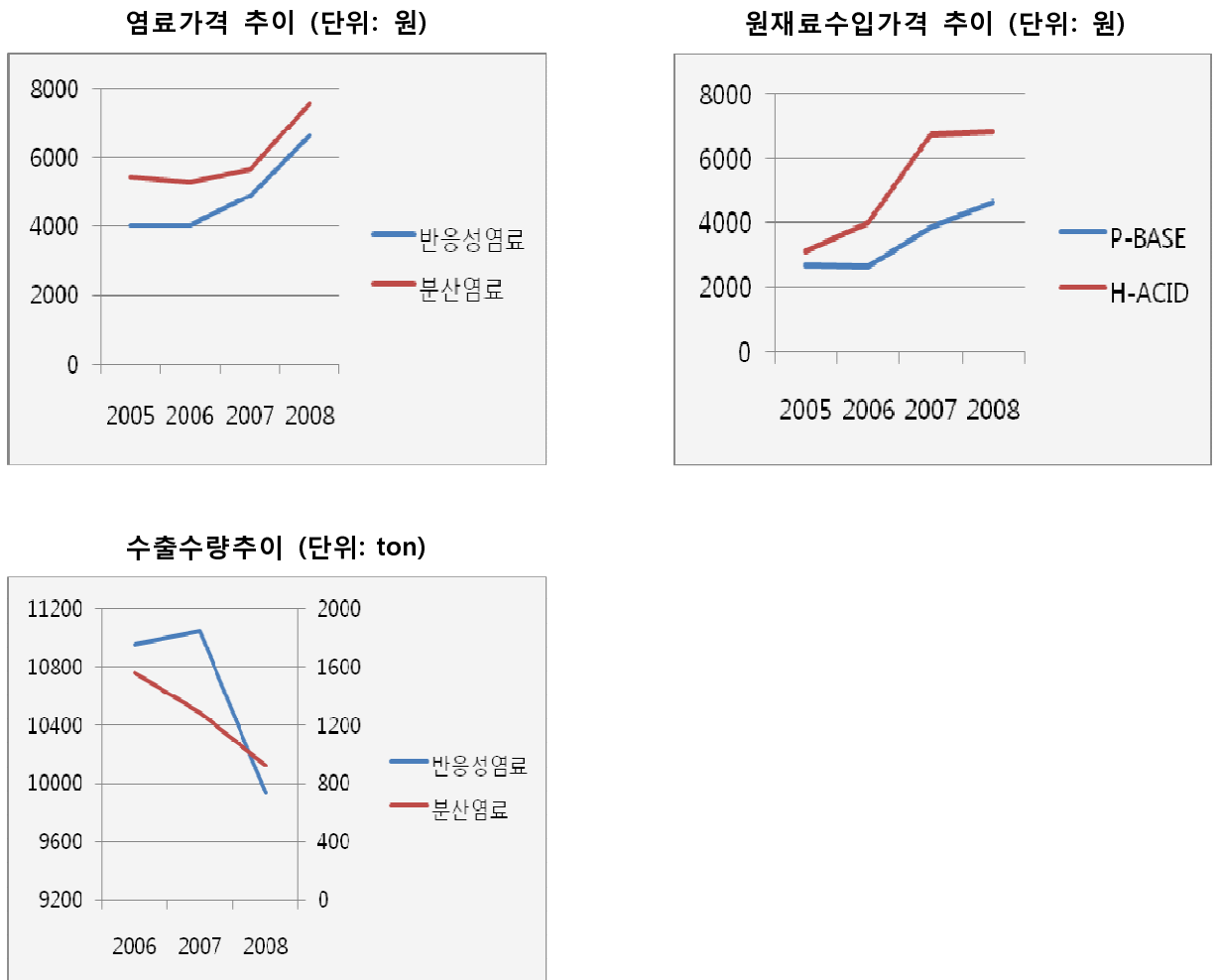
(5) 상승하는, 그러나 원가 상승률을 따라가지 못하는 염료가격

공급 과잉 상태라 원가 상승에 따른 가격 전가가 힘들다.

염료는 벤젠, 톨루엔, 나프탈렌 등을 이용하여 제조한 중간체를 주요 원료로 하여 생산되는데, 대표적인 중간체로는 P-BASE, H-ACID 등이 있다. 중간체의 생산에는 고도의 기술력, 대규모 생산설비 및 자금력 등이 수반되어야 하며 수요도 일정 수준을 형성하여야 하는데 이러한 일련의 조건이 만족되지 않아 경제성이 없으므로 충분한 기초원료를 보유하고 있음에도 불구하고 염료중간체를 수입하고 있으며 특히 중국 의존도가 높게 나타나고 있다. 그런데 염료중간체 가격은 2007년에 고유가, 중국 정부의 환경규제 강화에 따른 환경부담비용 추가 및 수출증치세 인하 정책 등의 요인으로 급등세를 보였으며, 이에 따라 염료가격도 상승세를 나타냈다. 그러나 염료가격 인상률은 중국산, 인도산 등 저가의 염료와의 가격 경쟁으로 원

료 인상분에 비해 못 미치는 수준에 그쳤다. 2008년 들어서면서는 중간체 가격이 다소 안정화되었으나 예년에 비해서는 높은 수준을 유지했기 때문에 염료가격 상승세는 이어졌다. 그리고 악화된 수익성을 개선하기 위해 그 상승폭은 더 커졌다. 하지만 세계적으로 염료 공급 과잉 상태이기 때문에 경인양행의 원가 상승에 대한 부담을 수요자에게 전가시키기는 성공하지 못했다. 환율 상승과 가격 상승으로 인해 매출액은 늘었지만 실제 수출 물량은 2008년 가격 상승과 함께 급감했던 것이다.

그림 14. 염료가격 추이, 원재료수입가격 추이, 수출수량추이



자료: 경인양행

3. 안정적인 재무상황과 개선되는 수익구조?(심층 분석)

(1) 현금흐름에 주목할 것!!

4년간 영업현금흐름
총액
: - 188억원

증가하는 CCC

발생주의에 의하여 기록되는 회계의 특성 때문에 우리는 현금흐름에 대해 소홀히 여기는 경향이 있다. 그러나 회사의 자금현황은 회계적 이익만큼이나 기업의 유지 및 존속에 중요한 역할을 하는 요소이다. 05년부터 08년까지의 현금흐름표를 살펴보면 우리는 회사의 영업현금흐름에 우려를 표할 수 밖에 없게 된다. 또한 현금흐름과 관련한 여러 수치들을 비교하면 회사의 수익성 역시 심각하며, 환율과 관련한 문제 역시 심각한 상황임을 알게 된다. 05년부터 08년까지는 꾸준한 영업이익과 당기순이익을 보고하던 시기이며 위에서 언급한 바와 같이 각종 수익성 비율도 개선되는 시기이다. 그러나 영업현금흐름은 하단의 표에서와 같이 -53억, +13억, -136억, -12억의 적자현금흐름을 보이고 있다. 4년간 회사가 영업으로 창출한 현금흐름 총액은 -188억이다. 개선되는 수익성현황으로 보았을 때는 도저히 이해할 수 없는 부분이다. 그렇다면 이렇게 영업현금흐름에 문제가 생기는 원인은 무엇일까? 우리는 그 단서 중 하나를 이미 위에서 언급했었다. 바로 CCC이다. 회사의 CCC를 분석해보면 매출채권회수기간은 점차 증가하는 반면 매입채무지불기간은 급속히 '짧아지는' 모습을 보인다. 이는 기업의 Bargaining Power가 갈수록 약해지고 있다는 것을 암시하는 바이다. 그러나 CCC가 전부는 아니다. 05년도의 영업현금흐름 적자원인을 보면 그 원인을 재고자산 증가와 매출채권의 증가, 매입채무의 감소 등으로 제시할 수 있는데 후자 둘은 CCC로 설명이 가능하지만 우리는 전자인 재고자산 증가에 보다 집중할 필요가 있다. 05년은 04년에 비하여 매출액은 8% 감소하였음에도 재고자산의 경우 약 21%가 증가하는 모습을 보인다. 그냥 넘길 수도 있는 부분이지만 이는 그렇지가 않다. 통상적 제조업에서 영업상황이 동일하다고 가정할 경우, 기말재고자산이 증가하게 되면 이는 생산원가 중 고정비원가의 감소로 인하여 단위당 매출원가가 낮아지게 된다. 또한 이렇게 낮아진 매출원가로 인하여 매출총이익률과 영업이익률은 상승하게 되는 것이다. 일반적으로 재고자산 보유량은 매출액과 비례하는 추세를 보인다. 물건이 많이 팔리는 만큼 보유해야 하는 안전재고도 늘어나는 것이다. 그러나 05년은 04년에 비해 매출액이 감소한 상황이었다. 그럼에도 재고자산이 21%나 증가했다는 것은 매출총이익률의 증가로 이어지겠구나 라고 추측해 볼 수 있는 대목인 것이다. 그러나 실제 05년의 매출총이익률은 04년에 비해 감소하는 모습을 보인다. 앞뒤가 안맞는다고 생각할 수도 있겠지만 이는 앞뒤가 안맞는 것이 아니라 05년의 수익성감소가 원래는 지금보다 훨씬 더 심각했어야 한다는 점을 의미하는 것이다. 06년을 보면 05년과 비슷한 모습을 보인다. 05년에 비해 매출액은 소폭 감소했지만 매출채권 보유량은 증가하고 있으며, 재고자산보유량 역시 전기수준에서 3.7%정도의 하락에 그치고 있는 모습을 보인다. 06년도의 영업현금흐름은 +13억 수준으로 전기에 비해서는 나아진 모습을 보인다. 그러나 전기부터 꾸준히 증가한 매출채권과 이에



대한 회수가능성 문제로 대손상각비가 전기에 비하여 2 배가 넘는 수치를 인식하게 된다. 이는 회사의 매출채권회수문제가 생각보다 심각한 상황임을 보여주는 것이다. 07 년에 이르러서는 문제는 더욱 심각해진다. 매출액은 전기에 비하여 9.5%가 증가했음에도 불구하고 회사의 재고자산은 무려 55.03%가 증가하게 된다. 07 년의 경우 퇴직금지급액이 크기도 했지만 이와 같은 재고자산 보유량의 급상승으로 영업현금흐름은 무려 -136 억을 기록한다. 그렇지만 매출총이익률과 영업이익률은 이러한 상황을 전혀 반영하지 못하고 위에서 언급한 이유에 따라 전기에 비해 상승하는 모습을 보여주는 것이다. 과연 우리는 07 년의 수익성개선을 신뢰할 수 있을까? 08 년에 있어서도 또 다른 이슈를 우리는 살펴볼 수 있다. 08 년은 위에서 언급한 바와 같이 급격한 매출액성장과 당기순이익의 성장을 기록한 해이고 회사의 수익성지표인 매출총이익률과 영업이익률 역시 크게 개선된 해이다. 그러나 우선은 당기순이익부터 살펴볼 필요가 있다. 당기순이익 128 억은 외형적 수치로만 보면 굉장히 높은 이익을 달성했다 할 수 있는 부분이다. 그러나 이렇게 높은 당기순이익을 기록하게 된 원인 중 하나는 지분법이익이라는데 주목할 필요가 있다. 분명 08 년은 판매량 자체도 증가하였고 환율에 대한 수혜도 있어 전기에 비해 90 억이나 매출총이익이 증가하게 된다. 그러나 이보다 더 큰 것은 지분법이익이다. 자회사인 제이엠씨의 폭발적 매출액 성장으로 08 년도 기록한 지분법이익은 무려 220 억원이다. 08 년의 당기순이익이 128 억이라는 점을 살펴보면 만약 지분법이익이 없었다면 회사는 08 년 당기순손실로만 약 90 억을 기록하였을 것이다. 경인양행자체가 자회사보다는 본사영업이 중심이 되는 회사라 보았을 때 08 년의 수익상황 자체를 마냥 긍정적으로만 바라 볼 수는 없는 것이다. 더욱 큰 문제가 되는 것은 08 년의 영업현금흐름이다. 08 년 매출액의 경우 35% 증가라는 outperform 한 수치를 보여주었음에도 08 년의 영업현금흐름은 -12 억원, 여전히 적자현금흐름에서 벗어나지 못한 모습을 보여준다. 08 년의 경우 전기에서 이어진 재고자산증가문제 나 CCC 문제를 그대로 안고 있는데 더하여 외환차손 과 파생상품거래손실이 대규모로 발생하게 되고 이 때문에 영업현금흐름은 여전히 (-)를 기록하게 된다. 외환거래손실로만 약 91 억원의 현금지출이 발생하게 되고 이는 안 그래도 어려운 회사의 자금사정을 더욱 압박하고 있는 것이다. 회사측의 설명은 08 년 환율상승으로 큰 수혜를 입었다 하지만 밑의 그래프를 보면 급격한 환율상승으로 인하여 오히려 회사의 외환손실은 더 커졌음을 알 수 있을 것이다.

환율 상승으로 인한
대규모
외환손실과 KIKO 손실

4 년간 영업현금흐름 종합 -188 억원, 그럼에도 늘어나는 자회사관련 지분법주식 투자 현금지출, 이를 위해 회사는 07 년과 08 년 단기차입금 차입 230 억, 장기차입금의 차입 75 억, 유상증자 116 억 등을 단행하여 자금을 조달한다. 자본조달 자체가 단기차입금이 많다는 것은 당기와 차기에 자금상황이 이루어져야 한다는 것을 의미하기에 이는 회사의 현금흐름에 또 다른 압박이 될 것으로 보이는 부분이다.



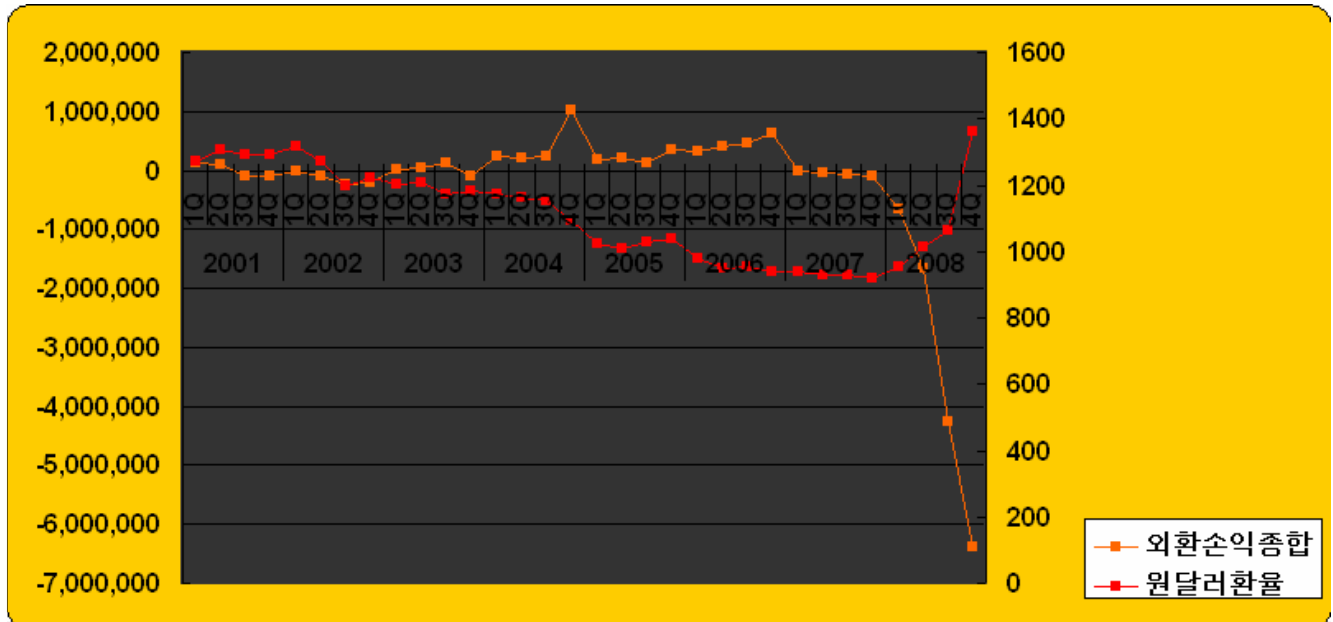
이처럼 회사의 재무상황과 수익성은 겉으로 드러난 수치와 달리 생각보다 심각한 상태라고 봐야 할 것이다. 또한 09년 현재까지도 여전히 KIKO 잔여계약(약 300만 달러)과 통화옵션계약(약 1,100만 달러)이 남아있다는 점도 회사의 입장에서 부담이라 할 수 있을 것이다.

그림 15. 영업현금흐름을 이용한 재무상황 심화분석

	2008	2007	2006	2005
영업활동현금흐름	-1,222,759,088	-13,683,875,292	1,332,035,967	-5,302,764,000
당기순이익(손실)	12,873,680,246	4,246,011,551	883,371,290	2,533,411,000
현금의유출이없는비용등의가산	13,585,686,761	4,769,980,988	6,610,508,805	5,486,311,000
현금의유입이없는수익등의차감	-25,169,639,162	-4,452,369,530	-1,197,355,082	2,520,413,000
영업활동으로인한자산부채의변동	-2,512,486,933	-18,247,498,301	-4,964,489,046	-10,802,072,000
매출액 추이	125,462,289,000	93,016,594,000	84,978,240,000	88,050,292,000
매출액 증가율	34.88%	9.46%	-3.49%	-8.12%
매출채권 잔액 추이	28,923,642,914	24,491,266,335	23,669,961,932	20,119,601,000
대손상각비 변동추이	101,731,801	208,856,078	575,980,405	238,904,000
대손충당금 환입추이	0	0	0	0
재고자산 증가율	-3.03%	55.03%	-3.77%	20.96%
매출총이익률	19.96%	17.30%	15.51%	14.29%
영업이익률	6.41%	2.79%	-0.57%	0.25%

자료: Research 1 Team Database

그림 16. 환율변동에 따른 외환손익 변화추이



자료: Research 1 Team Database

IV. Extra Point

1. 매력적인 자산가치

동사의 사업장 중 인천공장이 규모가 제일 큰 것으로 현재 반응성염료와 산성염료 등을 생산하고 있으며, 시흥공장 및 안산공장은 각각 분산염료와 형광염료를 생산하고 있다. 구미공장의 경우 양우전자에 임대를 하고 있으며 현재 김포공장은 07년 8월 제지관련업체인 파피테크의 전체 지분 50%를 매각한 뒤 현재 비어있는 상황이며 사용용도에 대해서 검토 중에 있다. 동사 보유토지 중 주요한 내역은 다음과 같으며 장부가와 공시지가의 차이는 148 억원 정도이다. 추후 중국으로 공

표 1. 경인양행 보유토지내역(2008.1월 공시지가 적용)

[단위 : m ² , 백만원]				
구분	면적	장부가액	공시지가	차이
인천공장	17,557	4,943	13,694	8,751
시흥공장	10,043	983	5,691	4,708
안산공장	5,600	1,036	3,416	2,380
서울사무소 등	1,070	1,677	3,561	1,884
김포공장	4,782	400	1,879	1,479
기타	5,516	1,520	2,901	1,381
합계	44,568	10,559	31,142	20,583

- 2008년 12월말 기준

자료: 흥국증권리서치센터

장을 추가 이전하고 보유토지를 매각한다면 토지의 시가 상승 분만큼 고스란히 회사의 이익에 반영될 것으로 예측된다.

2. 유통되는 주식 수 부족

동사의 거래되는 주식수와 거래 금액은 각각 7천주(60일 평균)와 1.2억원(60일 평균) 밖에 되지 않는다. 08년도와 07년도 경인양행은 유상증자와 자기주식 매각을 시행했지만 여전히 유동성은 부족한 상황이다. IR을 통해 주식의 유동성에 대하여 질의한 결과 회사입장에서도 유동성확보를 위해 노력중이기는 하지만 외국인대주주(SUMITOMO : 19.14%)의 입김으로 쉽게 유상증자나 자사주매각을 시행하지 못하는 실정이라는 답변을 들었다. 이러한 유동성 부족은 향후 주가상승에 있어서 악영향을 줄 수 있는 요인이라 할 수 있다.

VI. Valuation

경인양행의 경우 현재 도소매업으로 업종을 전환한 이화산업과는 비교가 힘든 상황이고 MS기준 2위업체인 오염산업의 경우 비상장이기 때문에 절대평가기준 Valuation을 사용하였다. 또한 영업현금흐름의 변동이 크고 지분법이익이 크기에 RIM을 이용한 밸류에이션을 사용하였다. 기업의 현 상황을 반영하여 전체적인



밸류에이션 방향은 보수적으로 결정하였다.

1. 투입요소에 대한 가정

(1) Du-Pont Analysis & ROE Estimating

경인양행의 과거 10년간 Dupont 분석은 밑의 표와 같다. 08년의 경우 매출액 급등과 자회사인 JMC의 지분법이익 급등으로 ROE가 15%까지 상승하였지만 중국의 경쟁업체가 2~3년 뒤에는 공장시설을 재개할 것이므로 그 후로도 지금과 같은 지분법이익을 얻기는 힘들 것으로 예측된다. 따라서 향후 5년 예측 ROE자료의 경우 점차 감소하는 추세를 반영하였다. ROE 추정시 재무레버리지는 08년도와 동일한 수준을 유지한다 가정하였고 총자산회전율은 향후 매출액성장률의 둔화추세를 반영하여 점차 낮아지는 것으로 반영하였으며 매출액순이익률 역시 지속적으로 감소하는 추세를 반영하여 2014년 3.76%정도의 수치로 조정하였다. 비교자료로 제시하자면 08년을 제외한 9년 평균 매출액순이익률은 3.67%이다. ROE의 경우 2014년 4.58 %까지 하락 반영되는데 08년을 제외한 과거 5년 기준 평균 ROE는 4.98%이다.

(2) 배당성향 분석

배당성향 분석 결과 N/I 성장률과 배당성장률과는 상관관계가 적고 10년간 배당의 절대액 기준이 크게 변동하지 않은 것으로 볼 때 향후 자회사인 JMC의 안정적 매출이 기대되는 2010년까지는 08년도의 배당성향을 적용하고 그 이후에는 과거10년간 평균배당액 수준의 배당금을 지급하는 것이 합리적으로 생각되어 08년도 배당성향에 절대배당액을 수정적용하였다.

(3) 희석주식관련사항

경인양행의 경우 07년에 임직원에게 부여한 주식선택권이 존재한다. 행사가격은 11,400원으로 행사기간(2009.02.26~2012.02.26)내에 행사될 것이 거의 확실시 되기에 희석효과(4,343주)를 반영하여 가중평균보통주식수를 산정하였다.

(4) 자기자본 비용

자기자본 비용의 경우 1년치 일별베타(0.54045)에 주식의 유동성부족과 기타리스크를 감안한 수정베타를 적용하였고, 한국시장프리미엄 역시 수정치를 반영하여 7%수준으로 보수적으로 설정하였다. 무위험수익률의 경우 2008년도 3년만기 국공채 수익률의 1년 평균수익률을 적용하였다.



표 1. 과거 10년간 Du-pont 분석

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	평균
당기순이익(NI)	715,328	2,483,730	5,756,107	4,603,853	3,009,362	4,301,525	2,533,411	883,371	4,246,012	12,873,680	
매출액	61,136,538	70,069,338	81,614,530	93,646,343	88,282,906	95,832,343	88,050,292	84,978,240	93,016,594	125,462,289	
총자산	61,141,242	69,686,663	69,279,394	70,008,894	77,054,271	92,524,131	100,565,451	95,503,928	120,854,547	163,333,431	
총자본	43,639,724	45,196,836	47,476,409	50,051,253	51,971,069	61,135,307	68,619,522	67,193,072	70,526,748	100,533,027	
매출액 순이익률	1.17%	3.54%	7.05%	4.92%	3.41%	4.49%	2.88%	1.04%	4.56%	10.26%	4.68%
자산회전률		1,0712	1,1746	1,3446	1,2006	1,1302	0,9120	0,8668	0,8598	0,8830	1,0492
재무레버리지		1,47	1,50	1,43	1,44	1,50	1,49	1,44	1,57	1,66	1,50
ROE		5.59%	12.42%	9.44%	5.90%	7.61%	3.90%	1.30%	6.17%	15.05%	7.49%

자료: Research 1 Team Database

표2. 투입요소 자료(기대)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	평균(08제외)
매출액 순이익률	10.26%	8.76%	7.76%	4.76%	3.76%	3.76%	3.76%	5.43%
자산회전률	0.8830	0.8630	0.8530	0.8230	0.7930	0.7630	0.7330	80.46%
재무레버리지	1.66	1.66	1.66	1.66	1.66	1.66	1.66	166.00%
ROE	15.05%	12.55%	10.99%	6.50%	4.95%	4.76%	4.58%	7.39%

자료: Research 1 Team Database

표3. 5년결과(기대)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
자기자본장부가치	100,533,027	111,632,045	122,498,346	129,255,886	134,524,161	139,800,276	145,067,068
ROE		12.55%	10.99%	6.50%	4.95%	4.76%	4.58%
당기순이익	12,873,680	12,617,037	12,267,030	7,967,298	6,398,948	6,407,799	6,397,274
배당금	1,470,000	1,440,695	1,400,729	1,209,758	1,130,673	1,131,684	1,130,482
예상 residual income		129,019	(1,436,576)	(6,492,259)	(8,643,958)	(3,231,333)	(3,831,042)
할인기간		0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	
현재가치		119,155	-	1,193,262	-	4,850,090	-
						5,811,856	-
							5,578,432

자료: Research 1 Team Database

표 4. Conclusion

자기자본비용	11.19%
배당성향	57.17%
pesistent factor	0.30
continuing value	-12,109,168
자기자본장부가치	100,533,027
RI 현재가치의 합	(17,314,484)
PV of CV	(7,317,489)
Value of the Equity	75,901,054
발행주식수(희석효과고려)	3,633,880
적정주가	₩ 20,887
현재주가	₩ 22,200
안전마진	-6%

표 5. Conclusion

자기자본비용	11.19%
Adj. 1년치일별베타	0.84045
Adj. 한국시장프리미엄	7.04%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.27%

자료 : Research 1 Team Database

자료 : Research 1 Team Database



VII. Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	881	850	930	1,255	유동자산	596	554	721	824
매출원가	755	718	769	1,004	현금및예금및 단기금융	84	22	15	98
매출총이익	126	132	161	250	시중금융상품	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	124	137	135	170	매출채권	178	208	214	260
의상비	30	26	34	38	재고자산	301	290	449	438
광고상각비	10	7	6	11	비유동자산	410	401	488	809
무형자산상각비	0	0	0	0	투자자산	136	134	189	527
기타판매비 및 일반관리비	13	12	16	21	유형자산	262	266	284	268
영업이익	2	-5	26	80	무형자산	0	0	0	0
영업외손익	20	13	26	67	자산총계	1,006	955	1,209	1,633
이자수익	3	3	1	1	유동부채	280	249	501	529
이자비용	7	12	16	29	매입채무	30	32	29	46
외환차손익	2	9	1	-54	단기차입금	188	161	386	396
외환환상손익	1	-3	-2	-10	유동성장기차입금				
지분이익	17	3	11	220	비유동부채	39	34	2	99
기타영업외손익	1	13	20	-2	사채	0	0	0	0
세전계속사업이익	22	8	52	147	장기차입금	0	0	0	70
법인세비용	-3	-0	10	19	부채총계	319	283	503	628
계속사업이익	25	9	42	129	자본금	150	150	151	187
종말사업이익					자본잉여금	195	195	198	295
당기순이익	25	9	42	129	이익잉여금	340	334	366	480
EPS (총)	948	296	1,443	3,547	자본조정	1	-5	-10	-17
수정EPS				3,545	자본총계	696	672	705	1,005

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로부터 현금흐름	-53	13	-137	-12	Growth Ratios				
당기순이익	25	9	42	129	매출액성장률 %	-8.1%	-3.5%	9.5%	34.9%
비현금수익비용가감	30	54	3	-116	EBITDA성장률 %	-39.8%	-20.1%	91.8%	119.9%
무형자산상각비	33	33	29	40	EBIT성장률 %	-90.7%	-315.8%	635.1%	210.4%
무형자산상각비	0	0	0	0	순자산성장률 %	8.7%	-5.0%	26.5%	35.1%
퇴직급여	11	8	0	0	Profitability Ratios				
외환환상손익	-1	3	2	1	매출총이익률 %	14.3%	15.5%	17.3%	20.0%
자본원가비용	-14	13	-137	-12	EBITDA마진률 %	4.1%	3.4%	5.9%	9.6%
기타	1	-4	109	-145	EBIT마진률 %	0.3%	-0.6%	2.8%	6.4%
영업활동으로부터 현금흐름	-108	-50	-182	-25	세전계속사업이익률 %	2.6%	1.0%	5.6%	11.5%
투자활동으로부터 현금흐름	-109	37	-83	-183	당기순이익률 %	2.9%	1.0%	4.6%	10.3%
유형자산 투자	-50	-27	-73	-38	Stability Ratios				
유형자산 처분	1	0	43	17	추채비율 %	46.6%	42.1%	71.4%	62.6%
유형자산 교환	0	0	0	0	순부채비율 %	15.1%	20.7%	52.6%	36.6%
유형자산 교환	-32	-1	-51	-66	유동비율 %	212.6%	222.5%	143.8%	155.9%
기타	-29	65	-1	-77	담채비율 %	105.2%	108.1%	54.2%	73.5%
재무활동으로부터 현금흐름	91	-48	215	184	이자부담비율	0.3	-0.4	1.6	2.8
장단기차입금증가	40	-27	225	88	Performance Ratios				
사채증감	0	0	0	0	ROE %	3.9%	1.3%	6.2%	15.1%
자본증감	0	0	0	102	ROA %	2.6%	0.9%	3.9%	9.1%
배당금의 지급	-13	-15	-10	-15	ROI %	-1.5%	-1.3%	2.4%	11.3%
기타	64	-6	-0	8	Per Share Ratios				
영업투자재무활동금	0	0	0	0	수정EPS	789	275	1,320	3,630
순현금흐름	-71	2	-5	8	주당순자산	21,385	20,921	21,888	28,880
기초현금	85	14	17	12	주당현금흐름	1,830	1,313	2,213	4,750
기말현금	14	17	12	20	주당배당금	500	350	500	500