

**영업 과 자산 가치 모두를 잡아라!! 아직은 저평가 중!!**

## BUY

### Valuation

**Target Price: 7,499**

**Price: 6,250**

**Margin of Safety: 20%**

**MktCap.(100mn): 1,350**

**ROE: 16.45 %**

**ROA: 7.4 %**

**Op.Magin: 7.78 %**

**PER: 6.15**

**PBR: 0.90**

**Dividend Yield: 0.9%**

**Major Sh.Holder:**

(주)KC&A 29.93 %

### ● 화학제품들의 뛰어난 가격전가력

- 원재료가격 상승으로 인한 원가압박을 판매량 감소 없이 효과적으로 소비자에게 전가시킴

### ● 안정적인 수요시장 속의 높은 M/S

- 전방산업이 다양하기에 경기침체의 영향이 상대적으로 적은 편임  
→ 다양한 제품 P/F
- 소주의 원료인 주정은 회사수익의 Cash-Cow 역할을 하고 있으며, 앞으로도 안정적인 성장을 기대할 수 있음
- 전체 매출액의 40%를 차지하는 초산에틸은 국내 업체 중 유일하게 생산라인을 가지고 있으며 전체 시장의 60%를 차지, 08년의 경쟁사에 대한 반덤핑관세 부과는 동사의 수익성 과 시장점유를 더욱 강화시킴

### ● 우수한 영업구조와 안정적 재무상황

- 매년 개선되는 매출총이익률 과 영업이익률
- 안정적인 총자산 회전율과 자기자본 회전율
- 유동비율 : 312 %, 당좌비율 : 153 %

### ● 주력제품인 초산에틸의 가격경쟁력 확보

- 반덤핑 관세 덕분에 일본, 싱가포르, 중국 등에 비해 가격경쟁력 확보
- 매출액의 40%를 차지하는 초산에틸의 원재료인 에틸렌 가격 하락

### ● 시가총액을 초과하는 숨겨진 자산가치와 꾸준한 지분법 이익

- 비영업용 자산의 시장가치 : 약 1600 억원
- 매년 15 ~ 20억을 기록하는 꾸준한 지분법 이익



기업분석 1팀

임상진, 최호선

조재명, 홍보화

## 1. 한국알콜은 무슨 기업인가?

### 무엇을 하는 회사인가

주정, 초산에틸이 주  
매출 제품

한국알콜은 주정, 아세트산에틸, 초산에틸 등의 제조와 판매를 주 사업 내용으로 하고 있다. 2008 년 수출 280 억, 내수 1 조 137 억을 기록하였으며, 그 중 초산에틸이 40%인 530 억을 차지한다.

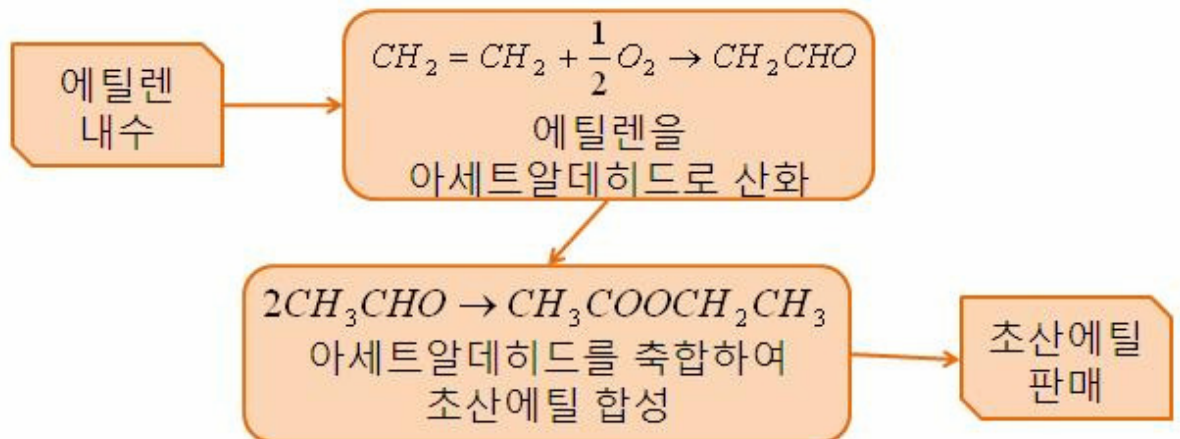
당사의 제품 중 정제주정, 합성에탄올, 무수에탄올은 주정부문으로, 주세법에 의한 출고를 원칙으로 하여 대한주정판매에 납품하고 있으며, 아세트알데히드, 에틸아민, 초산에틸은 공급계약 체결에 의해 판매 대리점을 통해 판매 한다. 나머지 제품은 일반업체에 납품한다.

새로운 사업영역인 전자재료 사업부문의 매출 및 이익이 본격적으로 발생하기 시작하고 있으며 신제품 출시로 신규제품의 매출 등도 가시화 되고 있다.

### 주요 제품의 생산 과정

우리가 알고 있는 주정은 에틸알코올(에탄올:  $C_2H_5OH$ ) 이다. 정제주정은 원재료인 조주정을 알코올분 95 도 이상으로 재증류하여 정제한 것이다. 초산에틸의 합성 과정은 다음 그림과 같다.

그림 1. 초산에틸 제조과정



자료: Research 1 Team Database

## II. 원재료 조달과 원가 전가력

### 주요 제품 및 원재료 소개

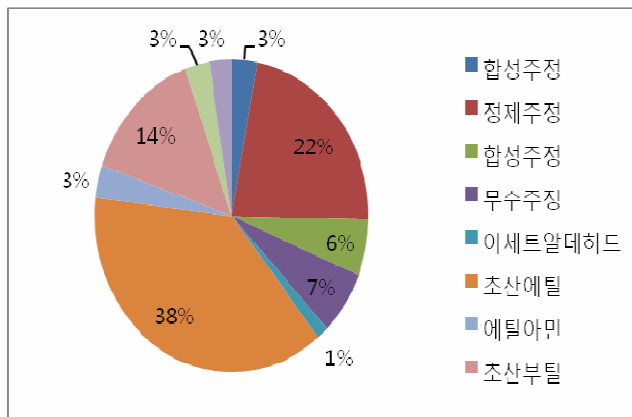
초산에틸, 주정류가 주요 매출원

한국알콜이 생산하는 제품 중 초산에틸은 38%로 제일 큰 비중을 차지하고 있으며, 그 뒤를 주정류가 잇고 있다. 정제주정의 경우 대한주정판매(주)에 전량 공급하며, 화장품, 의약품에 쓰이는 합성에탄올과 화공용, 의약용 제품에 사용되는 무수에탄올은 국내 유일의 생산업체로 꼽히고 있다. 뿐만 아니라 초산에틸의 원료로 쓰이는 아세트알데히드는 시장점유율 100%를 자랑하고 있으며, 친환경용제로 주목받는 초산에틸 역시 국내 업체 중 한국알콜만이 유일하게 생산하고 있다.

전량수입하는 조주정과 전량내수하는 에틸렌이 주 원재료

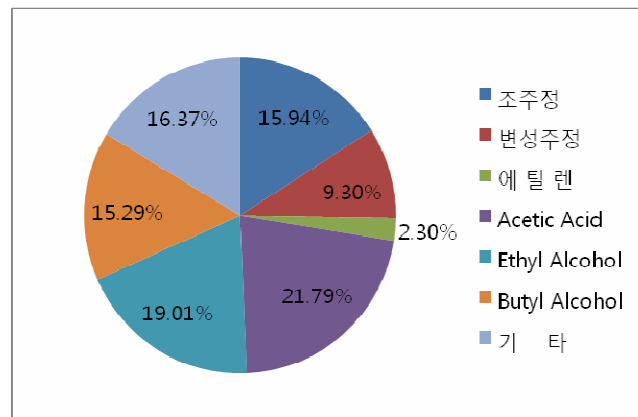
위와 같은 제품들을 합성해내는데 필요한 원재료에는 아세트산, 에틸알코올, 부틸알코올, 조주정 등이 있다. 조주정은 전량 수입에 의존하고 있다. 반면 에틸알코올, 아세트산, 아세트알데히드의 제조에 사용되는 에틸렌은 전량 국내에서 조달하고 있다.

그림 2. 매출구성(판매액 기준)



자료: ㈜한국산업알콜 사업보고서

그림 3. 원재료 매입비율



자료: ㈜한국산업알콜 사업보고서

### 원재료 및 제품 가격 변동과 매출액 변화

환율 및 원재료 가격에 영향받는 제품가

한국알콜산업의 제품 중 원재료를 외국에서 조달하는 것은 환율의 변동에 영향을 받는다. 또한 매출액의 큰 부분을 차지하는 주정은 쌀과 같은 곡류나 감자와 같은 서류로부터 만들어지기 때문에, 곡물 가격과도 관련이 있다.

당사의 주요 제품은 가격전가력이 뛰어난

당사의 대표적인 제품인 주정과 초산에틸의 경우를 살펴보자. 정제주정은 조주정을 전량 수입하여 생산한 뒤 모두 국내에 공급한다. 초산에틸은 에틸렌을 전량 내수하여 합성한 후 국내외로 3:2 정도의 비율로 판매한다. 아래 막대 그래프에서 확인할 수 있듯이, 두 제품 모두 원재료의 가격이 상승함에 따라 제품의 가격이 이

를 반영하고 있다. 그러나 가격 상승으로 기인한 소비 심리 위축은 없다는 것을 상승하는 꺾은선 그래프에서 볼 수 있다.

그림 4. 원재료와 제품가격 및 판매량(정제주정)

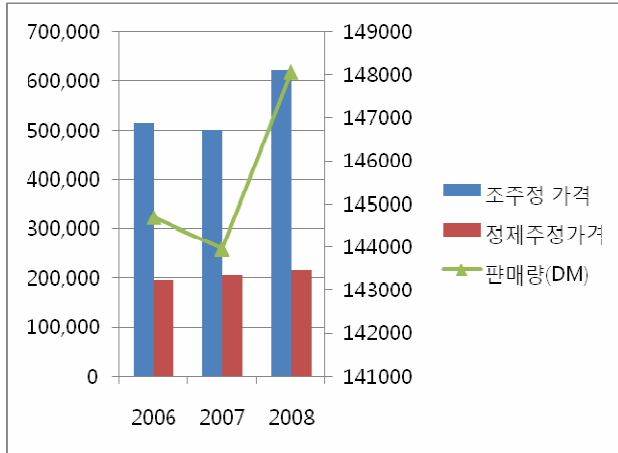
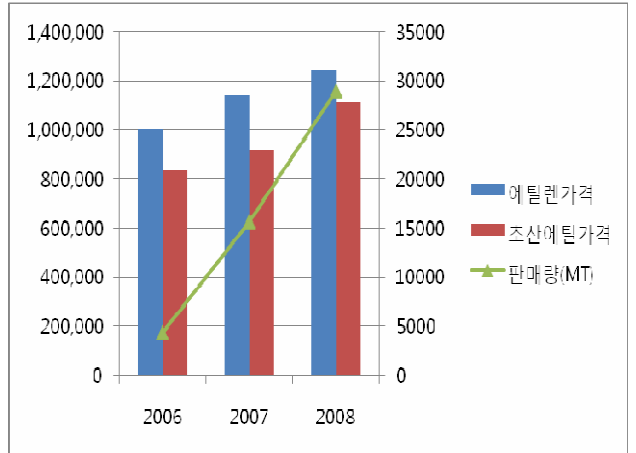


그림 5. 원 원재료와 제품가격 및 판매량(초산에틸)

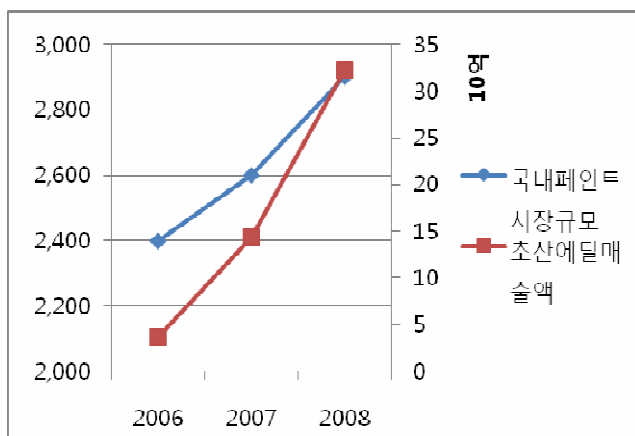


자료: ㈜한국산업알콜 사업보고서

최근 수년간 주요제품은 매출액 및 판매량 증가를 기록하였음

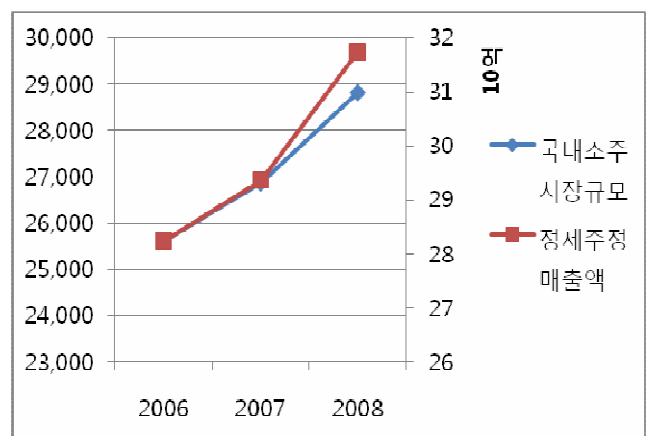
정제주정 및 초산에틸의 수요량은 이 두 제품을 원료로 삼는 소주 및 페인트의 판매량과도 밀접한 관련이 있다. 아래 표는 국내 페인트 시장 규모와 국내 유일의 초산에틸 생산업체인 당사의 초산에틸 매출액, 국내소주시장규모와 당사의 정제주정 매출액을 비교한 것이다. 이를 통해 양의 상관관계를 확인할 수 있는데, 특히 초산에틸의 매출액이 국내페인트규모 성장률보다 기울기가 가파른 것은 새집증후군 등의 문제가 대두되면서 친환경 재료의 수요가 늘었기 때문으로 해석할 수 있다.

그림 6. 국내페인트시장규모와 초산에틸매출액



자료: ㈜노루페인트, ㈜진로, ㈜한국알콜산업 사업보고서

그림 7. 국내소주시장규모와 정제주정매출액



자료: ㈜노루페인트, ㈜진로, ㈜한국알콜산업 사업보고서

### III. 안정적인 수요시장 속의 높은 M/S

소주, 합성수지, 도료, 농약, 화장품 등 전방산업이 많다.

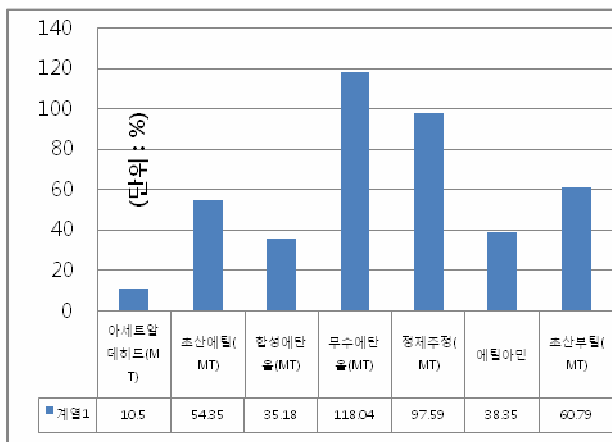
동사의 주요 생산품으로는 소주의 원재료로 사용되는 '정제주정'과 합성수지, 염료, 도료용 희석제, 세정제, 향료 등의 화공용이나 의약품 제품의 원료로 사용되는 '합성에탄올', 용도는 비슷하나 보다 고순도의 제품인 '무수에탄올', 농약용 및 고무산업의 기초재료로 사용되는 '에틸아민', 도료와 합성수지, 인쇄용잉크, 접착제, 청정제, 인조피혁 등의 용제와 유기합성용 원료로 사용되는 '초산에틸'과 '초산부틸', 당사 초산에틸의 원료로 90%이상 사용되고 있으며 약 10%정도의 물량이 국내시장(펜타에리스리톨제조용 등)에 판매되는 아세트알데히드 그리고 반도체 및 LCD 제조 공정시 용제로 사용되는 '전자재료' 등이 존재한다. 이러한 제품 군들은 각기 다른 전방산업을 갖고 있으며, 회사 주력 제품 군의 전방산업은 다시 조선, 건설, 자동차 등의 기간산업을 전방산업으로 갖고 있는 구조이다.

#### 화학산업의 수요현황 - 주력제품군(도료) 전방산업

화학 제품의 수요는 전방산업의 수요를 기반으로 한다.

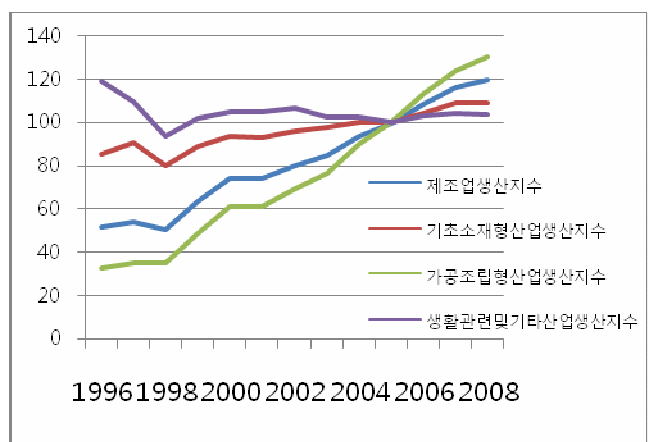
화학 산업이 생산하는 제품은 일반 소비자가 직접 소비하는 제품은 거의 없고 대부분 전방산업(수요산업)의 소재로 사용되는 기초 소재산업이다. 따라서 화학 제품의 수요는 전방산업의 수요를 기반으로 하는 파생수요이며, 결과적으로 화학 산업의 경기는 전방산업의 경기에 좌우된다. 그러한 전방산업이 바로 조선, 건설, 반도체 등의 기간산업이다. 따라서, 화학 산업의 경기는 전방산업의 경기에 연동하나, 전방산업이 전 산업에 걸쳐 있음에 따라 경기 하락 시 여타 산업에 비해 하락 정도가 낮은 수준을 나타내는 등 경기변동에도 불구하고 비교적 안정적인 산업환경이 조성되는 것으로 판단된다.

그림 8. 동사의 품목별 2008년 가동률



자료: 한국알콜산업 사업보고서

그림 9. 산업형태별 연간 생산지수 변화



자료: 통계청, 국가 통계 포털

**화학산업의 수요현황 - 보조제품군(합성, 무수 에탄올) 전방산업**

주력시장을 보조하는  
합성,무수에탄올 시장

의료용 소독약(빨간약) 및 농약의 원료로 사용되는 것은 한국알콜 매출의 약 13%를 차지하는 합성에탄올과 무수에탄올이다. 동사의 에탄올 제품은 대부분 국내에서 판매되며, 전방시장인 의료용 소독약 및 농약 시장은 성숙기 시장으로서 매년 거의 일정한 시장크기를 유지하고 있다. 국내 농약시장은 고기능 제품에 대한 수요 등으로 신제품 개발 등이 꾸준히 이루어지고 있으나 경작지 감소 등으로 인해 저성장세를 보여오고 있으며 향후에도 구조적인 변화를 기대하기는 어려우며 의료용 소독약 역시 고성장세를 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 따라서 동사는 정책적으로 사업부문에서 합성에탄올과 무수에탄올의 매출비중을 줄여나가고 있으며, 동 사업분야는 주력사업분야의 일시적 수요감소 등을 대비한 보험역할을 하고 있다. 그러나 사업보고서를 살펴보면 2008 년 상반기 중 무수에탄올 매출이 약 20% 가까이 성장한 것으로 기록하고 있는데 이는 원가상승에 따른 단가 인상 효과로 실질적인 생산 및 판매량 그리고 수익성 개선 등에 미치는 영향은 거의 없는 편이다.

무수에탄올 M/S 80%,  
합성에탄올 M/S 50%.

**안정적인 수요시장을 유지시켜주는 진입장벽**

막대한 설비투자를 필요로 하는 장치산업

화학산업은 기초원료공장과 계열제품 공장간의 물질수급의 균형과 항만, 유틸리티, 공업용수 등 지원시설의 공동이용을 기간으로 하는 연계산업으로 1 개 단지(complex) 건설에 막대한 자금이 소요되는 거대시설규모를 필요로 한다. 동사의 경우도 이러한 점 때문에 울산에 대규모 공장이 설립된 상태이다. 이처럼 화학 산업은 전후방 산업과의 연계, 막대한 설비 및 자본투자 등이 요구되는 자본집약적 장치산업으로서 신규기업이 진입하기 위해서는 대규모 자본투자가 필요하기 때문에 후발기업이 진입하기가 쉽지 않은 산업이라고 할 수 있다.

그림 10. 석유화학산업의 범위



자료: 한국 신용평가 정보

그림 11. 동사 제품별 국내 시장 점유율

구분	정제주정	합성에탄올	무수에탄올	에틸아민	초산에틸	아세트알데히드
점유율	10%	50%	80%	70%	60%	100%

자료: 사업보고서

### III- ①. Cash-Cow 역할의 주정부문

꾸준히 증가하는 소주 시장

#### 동사의 Cash cow, 주정산업

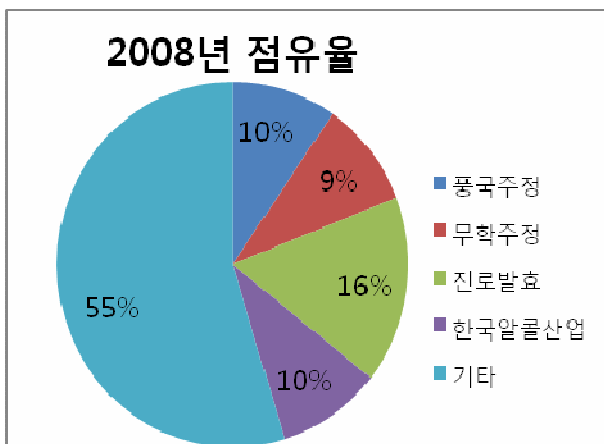
주정산업은 1974 년도 정부의 세수확보, 국민보건 및 정부양곡관리정책 차원에서 실시하게 된 주류행정혁신정책으로 안정적인 성장을 거듭해왔다. 제품의 주용도는 90%가 소주의 원료로 순한소주 및 고급소주의 수요확대로 최근 증가세가 유지되고 있는 상황이다. 2008 년 소주시장은 신제품 출시 효과 및 공격적 마케팅으로 전년대비 4% 가량 매출액이 늘었다. 물론, 소주제품 생산업체의 저가전략, 원재료가 인상 등으로 인해 수익성은 다소 악화되었지만 주정판매업체의 매출액은 꾸준히 증가하였다.

과점적 시장의 주정산업

동사의 정제주정 시장 점유율은 2008 년 기준 9.63%에 달한다. 조주정을 원료로 정제주정을 생산하여 대한주정판매(주)에 전량 공급하는 형태로 제품을 납품하고 있다. 이는 기본적으로 전국의 10 개 주정제조업체가 국세청의 면허에 의거 원료 배정에 의해 운영되고 있어 동업체간 불필요한 경쟁은 억제되고 있으며, 국산원료는 현미, 쌀보리, 고구마, 옥수수 등으로써 국내 농산물은 배정에 의거 사용 전량을 정부(농림부)및 농협으로부터 구매하고 있다.

주정과 관련된 제품의 매출 비중은 동사 전체 매출 비중 중에서 36.8%에 달하고, 이를 통해 안정적인 Cash Cow 를 동사는 확보하고 있다. 소주 시장의 지속적이고 꾸준한 성장은 동사의 매출구조 확대에 직간접적으로 기여하고 있다.

그림 12. 정제주정 시장 점유율



자료: Research 1 Team Database

그림 13. 주정의 용도



자료: 대한주정판매

### III- ②. Dark-Horse에서 ACE로 - 초산에틸/부틸 부문

#### 핵심역량으로 성장한 초산에틸/부틸

초산에틸/부틸의 매출 비중이 급격히 증가하였다.

한국알콜은 1984년 설립 당시에는 주정생산 부문에 주력하였으나 1988년 이후 초산에틸 시장으로 진출하였다. 초산에틸을 생산하는 방식은 에틸렌을 이용하는 방식(에틸렌→아세트알데히드→초산에틸)과 에탄올을 이용하는 방식(에탄올+빙초산→초산에틸)이 있는데 이 중 초기에는 에틸렌 기반의 생산방식을 사용하였다. 그런데 에틸렌 가격 급등으로 수익구조가 악화되면서 2005년 이후로는 초산에틸의 판매를 거의 하지 않게 된다. 그러나 2007년 4월 (주)국제에스터를 인수함으로써 한국알콜은 매출 구조의 변화가 생겼다. 가격 경쟁력이 취약했던 에틸렌 베이스의

그림 14. 한국알콜 2006년 매출 비중

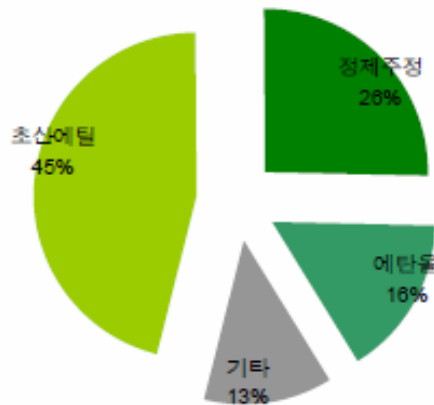
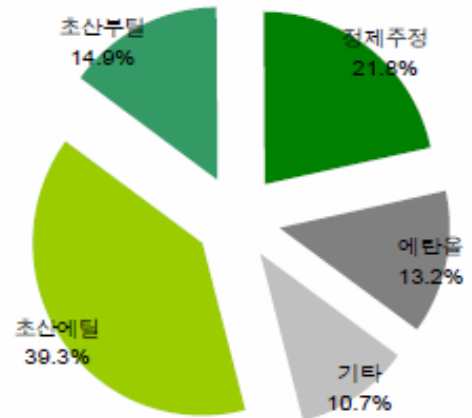


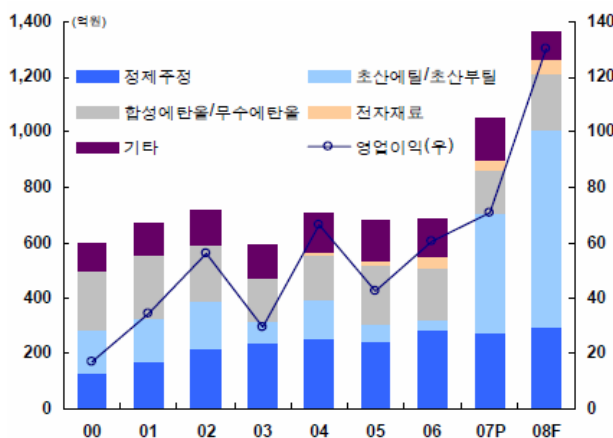
그림 15. 한국알콜 2008년 매출 비중



자료: (주)한국알콜산업 사업보고서

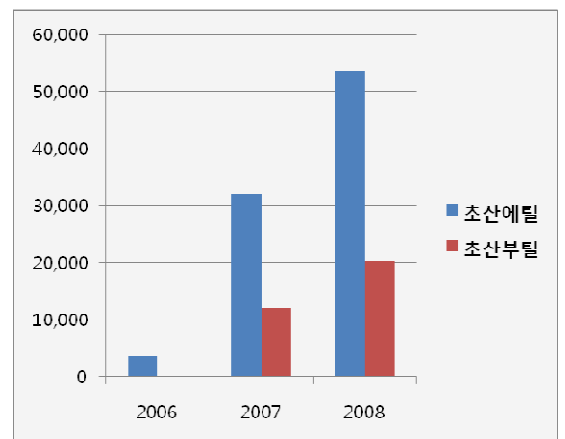
자료: (주)한국알콜산업 사업보고서

그림 16. 연도별 매출액/영업이익 추이



자료: (주)한국알콜산업 사업보고서, 한국투자증권

그림 17. 초산에틸/부틸 매출액 변화 그래프(백만)



자료: (주)한국알콜산업 사업보고서

초산에틸 부분이 (주)국제에스터로부터 에탄올 기반 초산에틸 생산라인을 양수(양수 가액 99.1억 원)하게 되면서 수익성 개선으로 매출이 급격하게 성장한 것이다. 이런 이유로 한국알콜은 합병 이후 초산에틸/부틸의 국내 유일의 생산업체로 자리잡



**친환경적인 제품의 특성으로 초산에틸/부틸 시장이 성장하고 있다.**

게 되었고 전체 매출 중에서 초산에틸/부틸의 매출비중도 다시 높아지게 되었다.

**환경적 제품 특성으로 인해 성장하는 시장**

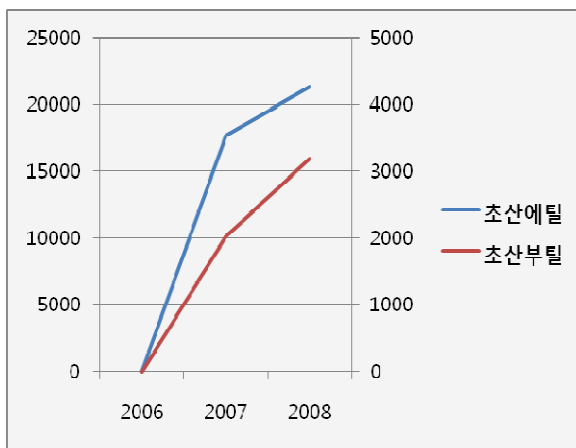
초산에틸/부틸은 도료, 인쇄 잉크 및 접착제가 주요 수요처이다. 따라서 도료시장의 주요 수요처인만큼 KCC, 애경 및 노루페인트 등이 주요 판매처이며 이외에도 국내 주요 도료업체 등에 공급하고 있다. 도료시장은 건설 및 조선 등의 부진에 따라 침체될 가능성이 상존하기 때문에 전방산업의 경기 침체 우려에서 완전히 벗어날 수는 없다. 그러나 초산에틸/부틸은 벤젠, 톨루엔보다 친환경적 용제(용질을 녹여 용액을 만드는 액체)로 최근 각광받고 있다는 호재도 공존한다. 국내 용제류 시장은 07년 기준 약 8,000억 원 규모의 내수시장을 형성하고 있었는데 이 중 초산에틸 시장은 약 1,000억 원 정도였다. 그러나 벤젠, 톨루엔보다 친환경적인 제품의 특성에 따라 그 규모는 증가하고 있고 향후 2,000~2,500억 원 규모로 성장할 것으로 전망하고 있다.

**초산에틸/부틸의 수출이 증가하고 있고 수익개선도 빠르게 진행되고 있다.**

**수출가격의 회복**

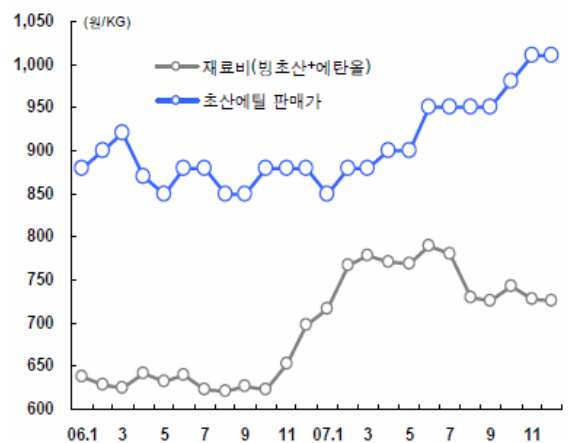
한국알콜은 2007년 하반기부터 초산에틸 판매단가는 상승한 반면, 재료비(빙초산, 에탄올) 단가는 하락하면서 초산에틸 부분에서 수익개선이 빠르게 진행되고 있다. 동사의 수출의 대부분은 초산에틸/부틸이 차지하고 있고 초산에틸/부틸의, 수출은 일본 수출물량이 절대적으로 좌우하고 있다. 한국알콜은 과거에는 초산에틸/부틸을 국내 판매가 및 일본 내수가보다 낮은 가격에 수출했다. 그러나 일본 업체들의 공장이 에틸렌 베이스인 관계로 에틸렌 가격의 지속적인 강세흐름과 함께 일본 업체들의 수익구조도 취약해졌으며, 이로 인해 생산물량을 늘리지 못하고 있는 상황이다. 이러한 이유로 2007년 하반기 이후 수출가격이 점차 회복되면서 수익구조가 급격히 개선되고 있다.

그림 18. 초산에틸/부틸 수출액 추이(단위: 백만원)



자료: (주)한국알콜산업 사업보고서

그림 19. 초산에틸 재료비/판매가 추이(에탄올 베이스)



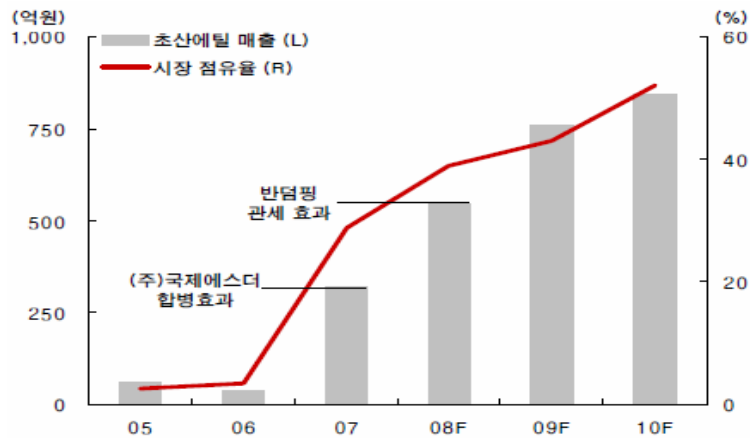
자료: (주)한국알콜산업 사업보고서, 한국투자증권

수입 초산에틸 덤핑방지 관세 부과 → 시장 지배력 강화 & 수익성 개선

**반덤핑 관세부과로 인한 반사이익**

그 동안 국내 초산에틸 시장은 한국알콜 30%, 중국산 40%, 싱가포르 20%, 일본 10% 정도를 유지해왔다. 초산에틸의 국내시장 가격은 국제시세보다 낮게 거래되고 있었으며 치열한 경쟁상황으로 가격 상승 여력 또한 크지 않았다. 하지만 2008년 6월 중에 국내 무역위원회가 중국, 싱가포르 및 일본산 초산에틸에 대해 덤핑방지 관세를 부과하기로 함에 따라 국내 시장의 구조 변화를 촉발시켰다. 부과된 관세율은 중국산 5.7%, 일본 및 싱가포르산 14.4%이고, 유효기간은 3년이다. 이러한 덤핑관세 부과로 인해 수입산 제품에 대한 한국알콜 제품의 가격 경쟁력이 관세율만큼 확보되었으며, 이에 따라 동사는 국내시장 점유율 확대를 위한 영업력을 강화하고 있다. 결과적으로 한국알콜은 경쟁업체의 경쟁력 저하를 계기로 국내 초산에틸/부틸 시장에서의 시장지배력 강화 및 수익성 개선을 이루어 낼 것으로 예상된다.

**그림 20. 초산에틸 매출과 시장점유율 추이 및 전망**



자료: (주)한국알콜산업 사업보고서, 대우증권 리서치센터

## IV. 우수한 영업구조와 안정적 재무상황

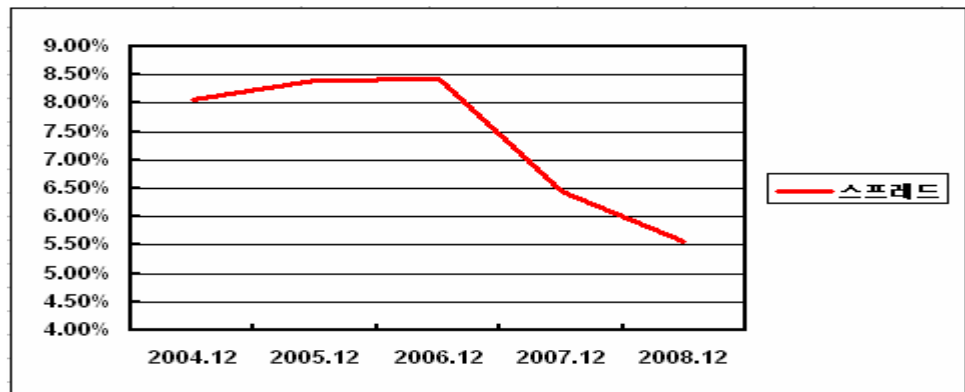
한국알콜의 또 다른 투자매력 중 하나는 바로 건실한 재무구조에 있다.

### 수익성 분석

안정적인 매출총이익률  
성장추세의 영업이익률

매출총이익률은 00년 9.86%에 불과하였으나 지속적으로 상승과 하락을 반복하여 08년 기준 13.34%수준까지 상승하였으며, 영업이익률 역시 00년 2.85%에서 상승과 하락을 반복한 끝에 08년 기준 7.78%수준까지 상승한 모습을 보인다. 밑의 표에도 나타나 있지만 08년의 경우 원유가격 인상과 환율상승, 전세계적 경기불황으로 인한 수입원자재 가격의 상승이 발생하였음에도 불구하고 07년도에 비해 개선된 매출총이익률을 보여주고 있다는 것은 원가 상승분을 판매가격 상승으로 수요자에게 저항없이 전가하고 있음을 나타내주는 지표라 할 수 있다. 물론 08년의 경우 판매가격 상승에는 해외수출품에 대한 환율상승효과와 해외경쟁업체에 대한 반덤핑과세로 인한 상대적 단가상승의 영향이 있지만 그러한 영향을 고려한다 하더라도 현재의 매출총이익률은 원가상승분을 커버했다는 점에서 긍정적인 수치라 할 수 있을 것이다. 또한 매출총이익률과 영업이익률의 스프레드를 비교해보면 점차 그 차이가 줄어드는 것을 볼 수 있는데 이는 회사가 판관비를 효율적으로 줄여나가고 있음을 보여주는 지표라 할 수 있다.

그림 21. 매출총이익률과 영업이익률간의 스프레드 분석 (과거 5년간)



자료: Research 1 Team Database

회복추세의 ROE  
08년 기준 : 16.45%

밑의 그림에도 나와있지만 07년과 08년의 경우 매출액순이익률이 영업이익률보다 높은 수치를 보이는데 이는 보유 중이던 (주)동아제약 주식을 다량으로 처분하면서 처분이익이 발생하였기 때문이다. 또한 ROE의 경우 04년 기준 11.32%수준을 보이다 06년 5.95%까지 하락한 모습을 보여준다. 그러나 그 후 다시 상승하여 08년 기준 16.45%의 높은 수치를 보이고 있는데 이는 자본의 수익성이 개선되고 있음을 보여주는 지표라 할 수 있을 것이다.

성숙기 시장과 글로벌 경제 위기임에도 꾸준히 성장하는 매출액

**성장성 분석**

총자산증가율은 꾸준히 늘고 있는데 이는 자기자본의 증가와 관련이 깊다고 할 수 있다. 자기자본의 증가는 매년 순이익이 누적되고 있고 07년과 08년에 유상증가가 있었기 때문으로 생각된다. 이렇게 자산이 증가할 때 눈여겨 봐야 할 부분은 매출액 증가율일 것이다. 과연 회사가 늘어나는 자산을 효과적으로 매출액으로 연결시킬 수 있는지를 봐야 하는데 밑의 SACI 커브를 보면 알 수 있듯이 늘어나는 자산이상으로 매출액이 가파르게 성장하고 있음을 볼 수 있을 것이다. 유형자산증가율은 매년 -5%~+5%의 증가와 감소가 반복되고 있는데 이는 한국알콜이 속한 화학산업이 성숙기 시장임을 나타내는 지표로서 설비나 기타자산투자가 많지 않음을 보여주는 것이다. 하지만 이런 성숙기 시장임에도 동사의 매출액증가율의 경우 07년 52.77%, 08년 35.16%의 높은 수준을 기록하고 있다. 이렇게 매출액이 급등한 이유는 07년의 경우 위에서 제시한 바와 같이 (주)국제에스더 인수로 초산에틸 산업의 원재료가 수익성이 낮은 에틸렌에서 수익성이 높은 에탄올로 넘어가면서 시장점유율이 급등하였기 때문이고 08년의 경우 반덤핑과세로 인한 가격경쟁력 확보와 에틸렌기반의 일본기업들의 수익성 악화로 동사의 일본수출액이 증가하였기 때문이다.

안정적인 총자산 회전율과 자기자본 회전율.

**활동성 분석**

총자산과 자기자본이 꾸준히 증가하였음에도 총자산회전율과 자기자본회전율의 경우 일정한 수치를 유지하고 있다. 이는 자산의 외형이 커졌지만 이에 맞게 매출의 외형 역시 커졌기 때문으로 판단된다. 유형자산 회전율의 경우 점차 증가하는 모습을 보이는데 이는 투자하는 설비자산 대비 매출액의 증가율이 커졌기 때문으로 자산의 효율성 측면에서 바람직한 결과라 할 수 있을 것이다. CCC의 경우 06년까지는 지속적으로 감소하는 모습을 보여 기업의 Bargaining 파워가 증가하는 측면으로 해석할 수 있으나 07년 이후 CCC가 갑자기 급등하는 모습을 보이는데 이는 07년과 08년의 매출액 Outperform 에 따른 매출채권회수기간의 증가와 매출액 급등에 따른 재고자산 보유액의 증가 때문으로 해석된다. 이 부분에 대해서는 RISK파트에서 보다 자세하게 언급하기로 한다.

증가추세의 유형자산회전율

**안정성 분석**

너무나도 안정적인 자기 자본비율과 유동 비율

무엇보다 두드러지는 부분은 안정성 부분이다. 부채비율의 경우 08년도 기준으로 20%수준에 불과하다. 이는 자본의 안정성을 나타내며 부채로 인한 자본잠식의 우려를 없애는 지표라 할 수 있다. 또한 유동비율과 당좌비율의 경우 312%와 153%에 달해 기업의 유동성 자금현황이 충분한 상황임을 나타내며 향후 투자기회나 자금운용에 있어서 유연하게 대처할 수 있음을 보여준다. 또한 이러한 안정적인 재무구조는 08년의 글로벌 금융위기와 같은 상황에서 기업의 대처능력을 향상시킬 수 있는 부분이기에 더욱 매력적인 부분이라 말할 수 있을 것이다.



그림 22. SACL Curve

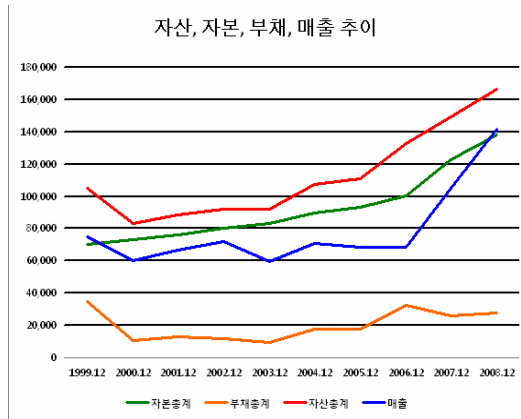


그림 23. ROE & ROA

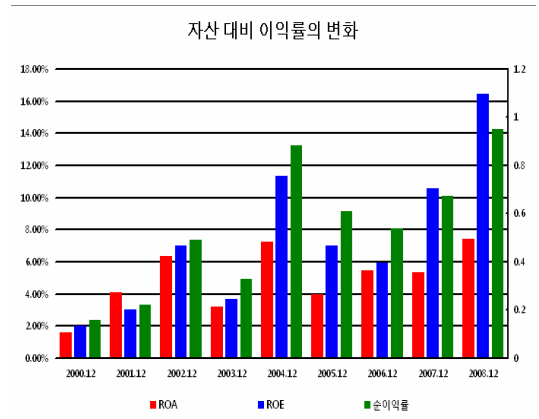


그림 24. Cash Flow Activity

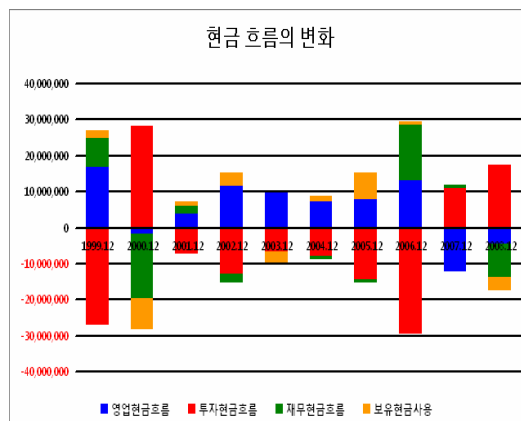


그림 25. EPS & BPS

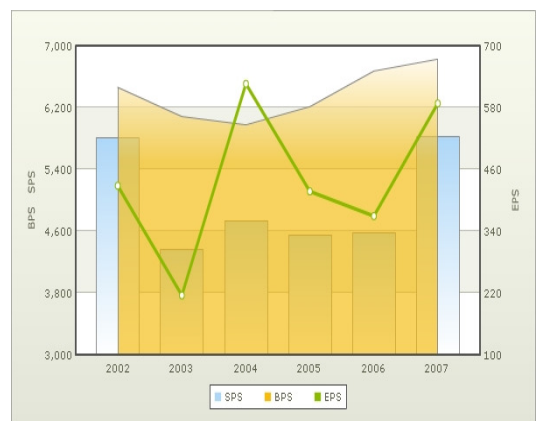


그림 26. Profit Growth

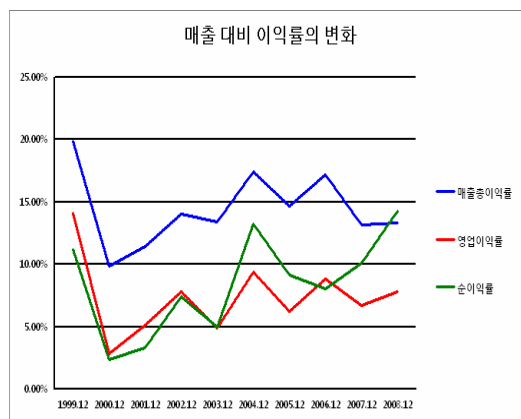
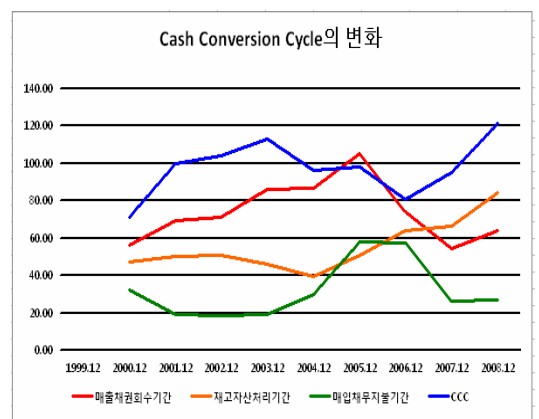


그림 27. Cash Conversion Cycle



자료 : Research 1 Team Database

## V. RISK

### 경기불황으로 인한 전전방산업의 침체

전전방산업의 침체 :  
조선, 건설, 자동차산업

동사 매출의 50% 이상을 차지하는 초산에틸, 초산부틸 의 경우 도료나 잉크 혹은 접착제의 용제, 반도체 세정용도 등으로 다양하게 사용되나 그 중 도료업체로 납품하는 비중이 가장 큰 편이다. 도료업체의 경우 만든 도료(페인트)를 조선이나 건설, 자동차 등의 산업에 다시 공급하고 있다. 도료의 쓰임새를 생각해보면 도료의 전방산업 역시 넓은 편이긴 하나 그 중 조선, 건설, 자동차산업이 차지하는 비중은 상당히 높은 편이라 할 수 있다. 그런데 작년에 발생한 전세계적 경기침체로 인하여 조선과 건설, 자동차산업 모두 현재 좋지 못한 상황이다. 이러한 점은 도료업체 입장에서는 수요의 감소로 이어질 수 있는 부분이고 이러한 도료업체의 수요 타격은 원재료조달의 감소로 이어질 수 있는 부분이다. 그리고 도료업체의 원재료 조달 감소는 동사의 수요감소로 연결될 수 있기에 전전방산업의 부진은 동사의 RISK 요소가 될 수 있다. 그러나 건설산업의 경우 국가의 경기부흥 정책의 일환으로 인한 수요가 존재할 것이라 판단되며, 또한 도료의 경우 이미 수주 받은 물량에 대해서 꾸준히 사용된다는 점을 생각하면 도료산업의 급격한 수요감소가 일어나지는 않을 것이라 판단된다. 여기에 더하여 위에서 언급한 바와 같이 도료산업 내에서 동사의 초산에틸, 초산부틸의 경우 벤젠이나 톨루엔 등의 공해물질을 대체하는 친환경용제로서 점점 용제시장의 시장점유율을 늘려나가고 있는 점을 감안하면 도료시장 전체의 시장파이가 점차 축소된다 하더라도 동사의 타격은 상대적으로 덜할 것이라 판단된다. 그러나 전전방산업의 침체가 동사에 있어 호재가 아닌 점은 분명할 것이다.

### 반덤핑관세로 인한 단가 우위 경쟁력- 유효기간 3년?

반덤핑관세 유효기간 :  
3년  
BUT, 초산에틸의 국제  
시세에 주목 !!

동사의 경우 작년에 있었던 경쟁사에 대한 반덤핑관세의 영향으로 시장점유율 확대 및 상대적 판매단가 상승혜택을 누려왔다. 그러나 반덤핑관세의 유효기간은 3년으로써 그 이후에는 다시 저가의 중국산 제품에 시장점유를 뺏길 위험이 존재한다. 그러나 작년에 반덤핑관세가 부과된 과정을 생각해보면 큰 문제가 아님을 알 수 있다. 작년에 한국알콜의 반덤핑관세 청구가 받아들여지게 된 배경에는 단순히 중국산 제품이 저가였기 때문이 아니다. 자유경쟁시장에서 가격경쟁은 당연히 사용가능한 기업전략 중 하나라 할 수 있다. 그럼에도 반덤핑관세가 부과된 이유는 중국산 초산에틸제품의 가격이 국제시세보다도 낮은 가격을 보이면서 국내시장 가격 전체를 다운시켰기 때문이다. 즉, 반덤핑관세부과로 인해 초산에틸가격은 현재 국제시세만큼으로 상승한 상황이며 3년의 유효기간이 지난다 하더라도 중국이 현재보다 낮은 가격으로 시장을 잠식할 가능성은 적은 편이라 할 수 있다.



08 년에 급등한 CCC, 이유는?

매출액 증가로 인한 CCC 증가 : 재고자산의 처리에 주목할 필요가 있음

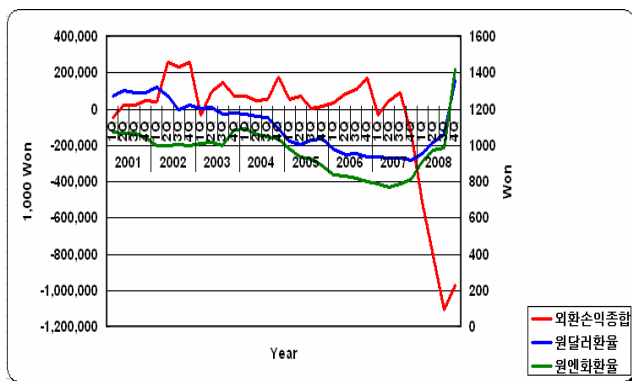
03 년 이후로 CCC 는 점차 감소하는 추세를 보여 06 년 기준으로 80 일까지 하락한 모습을 보인다. 그러나 07 년 이후 다시 증가하는 추세를 보여 08 년 기준 121 일까지 상승하여 기업의 Bargaining 파워가 감소한 것이 아니냐는 우려를 살 수 있다. 그러나 이는 위에서 언급한 바와 같이 07 년과 08 년 매출액 급등에 따른 매출채권과 재고자산의 증가 때문으로 해석된다. 매출채권의 경우 07 년과 08 년에도 대손충당금 설정률이 과거와 같은 1%수준에 그치고 있는 점으로 볼 때 회수가능성에 문제가 있어 보이지는 않는다. 또한 대손상각비 역시 과거와 비슷한 추이를 보이고 있어 이와 같은 추정을 뒷받침 하고 있다. 문제가 되는 부분은 매출채권보다는 재고자산이라 할 수 있다. 매출액 급등에 맞추어 재고자산 여기 07 년과 08 년에 큰 폭으로 증가시킨 상태인데 현재와 비슷한 수준의 매출액 유지가 뒷받침되어야 재고물량 소진이 가능할 것으로 보이기 때문이다. 이에 해당 재고자산의 소진여부를 유심히 지켜보아야 할 필요가 있을 것으로 판단된다.

환율에 의한 환변동 위험수준은?

환율에 의한 환변동 위험은 크지 않은 편

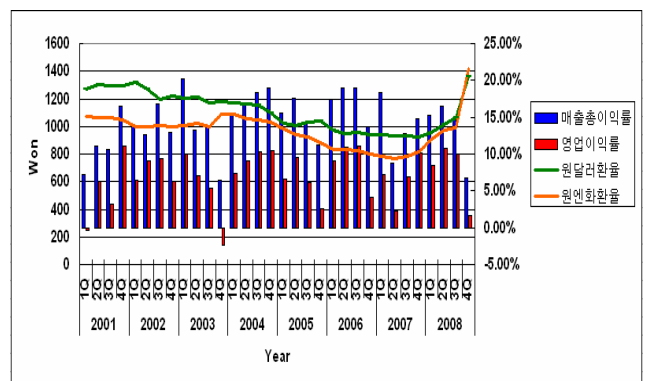
동사의 경우 원재료의 80%이상을 수입에 의존하고 있으며, 매출액의 35% 정도를 수출에 의존하고 있기 때문에 환율에 의한 수익에 영향을 받을 수 밖에 없다. 그러나 수입과 수출이 병행되고 있는 만큼 일정 부분의 환 리스크는 자연헛지가 된다고 할 수 있으며, 또한 화학산업 자체가 독과점 산업이기에 원재료가 상승은 바로 제품의 가격인상으로 이어지고 있으며 이는 이미 위의 원재료 파트에서 설명한 바 있다. 이는 밑의 환율과 매출총이익률의 분기별 증감 분석자료를 봐도 알 수 있는 내용이다. 외환손익의 경우 환율과 역의 방향으로 움직이는 것으로 보아 환율에 일정부분 영향을 받는 것으로 볼 수 있다. 그러나 절대액 기준으로 보면 08 년의 외환손익종합액은 -9.7 억으로 당기순이익 202 억과 비교해 보았을 때 비중 자체가 큰 편은 아니라고 할 수 있을 것이다.

그림 28. 환율과 외환 손익



자료: Research 1 Team Database

그림 29. 환율과 매출액대비이익률 비교



자료: Research 1 Team Database

시세대비 차이가 큰 장부가 기준의 토지와 건물

## VI. Other Points

### 시가총액을 넘어서는 자산가치

한국알콜의 경우 보유하고 있는 자산의 시장가치도 높은 편인데 이 점 역시 주목해 볼 만한 포인트이다. 09년 5월 15일 기준 주식의 시가총액은 1,350억 수준이다. 그런데 영업기반인 울산공장을 제외하고라도 현재 보유하고 있는 사옥과 부수토지의 시가를 고려하면 1,170억에 육박한다. 여기에 현재 보유하고 있는 현금이 47억 수준이고, 밑에서 언급할 자회사에 대한 지분법적용투자주식의 08년 말 기준 평가액은 472억 수준이다. 이러한 점은 회사의 영업상황이 나빠지거나 추가투자현금이 필요한 경우, 처분하여 현금마련과 함께 자산처분이익을 기록할 수 있기 때문에 눈 여겨 볼만한 점이라 할 수 있다.

표 1. 보유자산의 시장가치 분석

					(억원)
구분	세부내용	면적(m <sup>2</sup> )	장부가	공시지가	현시세추정
토지 및 건물	논현동 사옥	753	48.9	78.3	200
	울산 사택부지	19,274	7.9	125.6	800
	서초동 토지	1,688	170.3	94.6	170
	소 계	21,715	227.1	298.5	1170
현금	현금성 자산				47
유가증권	지분법적용 투자주식				472
<b>합계</b>					<b>1689</b>

자료: 사업보고서, 대우증권 리서치센터

### 꾸준히 기록하고 있는 지분법 이익

자회사로부터 기록되는 꾸준한 지분법 이익

한국알콜의 자회사는 지분을 60%를 보유한 (주)국제에스터 와 지분을 100%를 보유한 Soosan Corporation 이 존재한다. (주)국제에스터의 경우 한국알콜이 실질적으로 공장의 관리부터 제품 생산, 유통에 이르기까지 모든 것을 책임지고 있으며, 만드는 품목도 한국알콜의 초산에틸분야이기에 실질적으로는 한국알콜과 하나의 회사로 보는 것이 적절할 것이다. Soosan Corporation 의 경우 1997년에 미주지역에 설립한 부동산임대회사로서 초기투자액은 약 285억원 정도였다. 자회사에 대한 정보가 거의 존재하지 않아 실질적인 영업력은 파악할 수 없으나 자회사에 의한 지분법이익의 과거 추이를 살펴보면 매년 15억 ~ 20억의 순이익을 꾸준히 올리고 있음을 알 수 있다. 이는 08년 기준 당기순이익의 10%수준으로 큰 비율은 아니지만 꾸준히 주주가치를 올려주는 부분이라 할 수 있을 것이다.



## VII. Valuation

한국알콜의 경우 비교가능 한 대상기업군이 존재하지 않기 때문에 절대적 기업가치 평가방법인 DCF가 적절한 주가검증 방법이라고 판단하였다. 기본적인 Valuation 방향은 보수적으로 설정하였다.

### 투입요소에 대한 가정

#### (1) 영업이익률

한국알콜의 경우 최근에 영업이익률의 변동은 크지 않은 편이다. 시장자체가 급변하는 시장이 아닌 안정적인 시장이고 또한 전방산업이 다양하여 수요의 변동도 크지 않기 때문이다. 영업이익률의 과거 추이를 분석하면 03년 이후로 점차 상승하는 추세를 보인다. 07년에는 초산에틸분야의 중국산 저가제품 진입으로 소폭하락 하였으나 08년에 경쟁사에 대한 반덤핑 관세 혜택으로 7.78% 수준으로 회복되었다. 09년의 영업이익률은 반덤핑 관세효과가 유지되기 때문에 08년의 영업이익률 7.78%를 기본으로 09년에 정제주정시설 개선에 투자될 투자비 80억의 감가상각비 추가 효과를 고려하여 0.07%를 차감한 7.71%를 적용하였다. 10년과 11년에는 09년과 동일한 효과가 적용되기에 7.71%를 기본으로 정제주정시설 개선에 대한 수익성 개선효과를 반영하여 1%의 영업이익률을 증가시켜 반영하였다. 11년 이후에는 반덤핑관세효과가 해제되기에 07년만큼은 아니어도 가격경쟁이 일어날 것으로 예상된다. 이에 영업이익률은 소폭 떨어질 것으로 예상하여 1%를 추가로 할인한 7.71%를 적용하였다.

#### (2) 매출액 성장률 및 영구성장률 산정

매출군은 크게 주정 부문과 초산에틸과 부틸 부문, 기타의 3부분으로 나누어 고려하였다. 주정산업의 경우 수요가 소폭이나마 증가하는 안정적인 시장임을 고려하고 08년에 있었던 가격인상분의 효과를 고려하여 연 5%의 성장률을 적용하였다. 초산에틸과 부틸부문의 경우 현재 시장점유율이 60%까지 올라 있는 상태로 앞으로의 추가상승여력이 많은 편은 아니다. 그러나 일본시장에 대한 수출액이 꾸준히 증가하고 있기 때문에 수출액 상승분을 매출액 성장에 반영하였다. 또한 초산에틸의 경우 원재료 가격 인상에 따른 전방산업업체에 가격전가가 가능하기 때문에 09년에 추가 가격 상승분을 고려할 때 연 10%의 성장률을 3년간 적용하였다. 이후에는 반덤핑관세효과가 사라지기 때문에 중국산 제품과의 경쟁이 치열해 질것이고 이는 매출액의 감소로 이어질 수 있다. 그렇기에 12년의 경우 -15%의 매출액 감소를 적용하였고 이후에는 -5%씩의 매출액 감소를 적용하였다. 기타부문의 경우 기존 사업 군에 대한 수요다변화 역할( 일종의 P/F구성)을 한다고만 보았기 때문에 08년의 매출액과 동일한 매출액, 즉 0%의 매출액 성장률을 적용하였다.

(3) 기타

a. 순유형고정자산 과 유무형자산상각비, 영업용운전자본에 대한 추정

CAPEX 와 관련해서는 지금까지의 시설재투자만큼은 꾸준히 일어난다 보고 10년 평균추정치에 09년에 정제시설 개선 투자비용 80억만 추가로 반영하였고, 유무형자산 상각비의 경우 시설투자비용 80억에 대한 감가상각비(8년, 정액법) 만큼의 효과를 고려하여 10년치 평균치에 0.7%를 가산하여 적용하였다. 영업용 운전자본의 경우 과거 5년과 그 이전 5년의 간격이 큰 편이다. 이에 08년 영업용운전자본 비율 30%에 CAPEX 개선비용 80억을 고려하여 09년의 경우 24.46%의 영업용운전자본 비율을 고려하였으며, 이후에 대해서는 04~08년치의 평균인 23.43%를 적용하였다.

b. 기타 사항

기타사항의 경우 특이사항이 존재하지 않기 때문에 평균과 추세를 반영하여 적용하였다.

c. 희석주식 관련사항

한국알콜의 경우 전환사채와 신주인수권부 사채가 존재하지 않으며 우선주 역시 존재 하지 않는다. 또한 주식선택권 역시 존재하지 않기 때문에 희석주식은 따로 고려하지 않았다.

(4) 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC 은 KISVALUE에서 제공하는 일별기준 베타값과 한국신용정보평가에서 제공하는 한계차입이자율, 그리고 리서치 팀의 가중치조정 등을 반영하여 결정하였다.

표2. 09년 정제시설 개선비용에 대한 비율 분석

	금액	매출액 대비 비율
08년기준 매출액	1417억	
설비투자액	80억	5.60%
연간 추가 Dep	10억	0.70%

자료: Research 1 Team Database

표3. 투입요소 자료(기대)

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	7.78%	7.71%	8.71%	8.71%	7.71%	7.71%	8.50%
유,무형자산 상각비	2.20%	2.93%	2.93%	2.93%	2.93%	2.93%	2.86%
영업용운전자본	30.06%	24.46%	23.43%	23.43%	23.43%	23.43%	4.00%
순유형고정자산	29.52%	35.12%	35.12%	35.12%	35.12%	35.12%	34.82%
순무형고정자산	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
기타영업용순자산	-4.36%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%

자료: Research 1 Team Database

표 4. 투입요소 자료(기대)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	141,767,200	152,144,559	163,424,975	175,692,020	163,469,501	162,397,037
전체매출액 성장률		7.32%	7.41%	7.51%	-6.96%	-0.66%
매출액성장률(주정)		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
매출액(주정)	53,871,536	56,565,113	59,393,368	62,363,037	65,481,189	68,755,248
매출액성장률(초산매출과 부탈)		10.0%	10.0%	10.0%	-15.0%	-5.0%
매출액(초산매출과 부탈)	76,837,822	84,521,605	92,973,765	102,271,142	86,930,470	82,583,947
매출액성장률(기타류)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(기타류)	11,057,842	11,057,842	11,057,842	11,057,842	11,057,842	11,057,842
가중평균성장률		8.0%	8.1%	8.1%	-6.4%	-0.5%
수정영업이익률		7.71%	8.71%	8.71%	7.71%	7.71%
예상EBIT	11,032,887	11,730,346	14,234,315	15,302,775	12,603,499	12,520,812
NOPLAT	7,998,843	8,891,602	11,031,594	11,936,164	9,830,729	9,766,233
(+)유,무형자산 상각비	3,116,229	4,457,836	4,788,352	5,147,776	4,789,656	4,758,233
총현금유입	11,115,072	13,349,437	15,819,946	17,083,941	14,620,395	14,524,466

자료: Research 1 Team Database

표 5. Conclusion

현재가치의 합	24,612,344
PV of TV	69,978,422
현금 + 시장성유가증권	4,700,437
비영업용자산	56,612,055
Value of the Firm	155,903,257
(-)Value of the Debt	1,257,140
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	154,646,117
발행주식수	20,621,314
희석주식수	
목표주가	₩ 7,499
현재주가	₩ 6,250
기대수익률	20%

자료: Research 1 Team Database

표 6. Conclusion

자기자본비용	9.44%
1년치일별베타	0.69427
Adj.한국시장프리미엄	6.00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.27%
<b>WACC</b>	<b>9.39%</b>
차입금가치(이자발생부채)	1,257,140
주주지분가치(시가총액)	128,883,213
한계조달금리	6.23%

자료: Research 1 Team Database

### Conclusion)

본 리서치 팀은 밸류에이션 결과 7,499 원 안전마진 20%로 BUY를 추천한다.

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

### VIII. Appendix

손익계산서				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>매출액</b>	683	687	1,049	1,418
매출원가	583	568	910	1,229
<b>매출총이익</b>	100	118	138	189
판매비및 일반관리비	58	58	68	79
인건비	20	21	26	30
감가상각비	7	7	5	4
무형자산상각비				
기타판매비및 일반관리	14	13	17	25
<b>영업이익</b>	43	60	71	110
영업외손익	41	12	69	159
이자수익	2	2	4	15
이자비용	0	4	12	3
외환차손익	-0	2	1	-12
외화환산손익	0	0	-2	2
지분법이익	19	14	3	17
기타영업외손익	-2	-2	36	-5
<b>세전계속사업이익</b>	84	72	140	270
법인세비용	21	17	34	68
계속사업이익	63	55	106	202
중단사업이익				
<b>당기순이익</b>	63	55	106	202
EPS (원)	4,172	3,696	6,975	942
수정EPS				

대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>유동자산</b>	299	250	460	678
현금등가물 및 단기금	22	13	11	47
시장성유가증권	0	31	0	0
<b>매출채권</b>	<b>186</b>	<b>93</b>	<b>221</b>	<b>275</b>
재고자산	89	110	222	346
<b>비유동자산</b>	812	1,078	1,031	985
투자자산	529	806	791	566
유형자산	265	251	240	418
무형자산				
<b>자산총계</b>	<b>1,111</b>	<b>1,327</b>	<b>1,490</b>	<b>1,662</b>
<b>유동부채</b>	131	272	201	217
매입채무	111	68	64	116
단기차입금		155	73	13
유동성장기차입금				
<b>비유동부채</b>	48	55	60	62
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>179</b>	<b>327</b>	<b>261</b>	<b>279</b>
자본금	75	75	90	108
자본잉여금				87
이익잉여금	866	914	990	1,166
자본조정				-50
<b>자본총계</b>	<b>932</b>	<b>1,001</b>	<b>1,229</b>	<b>1,383</b>

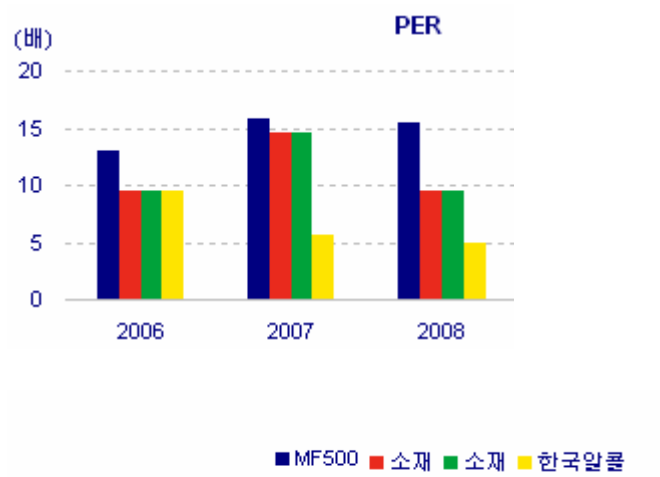
현금흐름표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>영업활동으로인한현금</b>	79	132	-119	-44
당기순이익	63	55	106	202
비현금수익비용가감	6	37	9	-115
유형자산감가상각비	36	34	36	31
무형자산상각비	0	0	0	0
퇴직급여	7	11	8	11
외화환산손익	-0	-0	2	-2
지분법평가손익	-18	132	-119	-44
기타	-19	-140	83	-111
영업활동으로인한자산	10	40	-235	-131
<b>투자활동으로인한현금</b>	-145	-296	110	174
유형자산 투자	-53	-21	-35	-210
유형자산 처분	0	0	11	2
무형자산 증감	0	0	-31	0
투자자산 증감	-137	-4	132	383
기타	45	-272	33	-1
<b>재무활동으로인한현금</b>	-8	155	7	-94
장단기차입금증가	0	155	-82	-60
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	0	102	0
배당금의지급	-8	-8	-8	-9
기타	-0	7	-5	-25
<b>영업투자재무활동기E</b>	0	0	0	0
순현금흐름	-74	-10	-2	36
기초현금	97	22	13	11
기말현금	22	13	11	47

주요투자지표				
(%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	-3.8%	0.4%	52.8%	35.2%
EBITDA성장률 %	-24.5%	20.2%	12.4%	32.6%
EBIT성장률 %	-36.2%	42.0%	16.9%	56.1%
총자산성장률 %	3.6%	19.5%	12.3%	11.5%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	14.6%	17.2%	13.2%	13.3%
EBITDA마진률 %	11.6%	13.8%	10.2%	10.0%
EBIT마진률 %	6.2%	8.8%	6.7%	7.8%
세전계속사업이익률 %	12.3%	10.6%	13.3%	19.0%
당기순이익률 %	9.2%	8.1%	10.1%	14.3%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	19.2%	32.6%	21.3%	20.2%
순부채비율 %	-2.4%	11.1%	5.0%	-2.5%
유동비율 %	228.7%	92.0%	228.4%	311.9%
당좌비율 %	160.8%	51.4%	117.9%	152.8%
이자보상배율	318.8	16.7	6.1	39.6
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	6.8%	5.7%	9.5%	15.5%
ROA %	5.7%	4.5%	7.5%	12.8%
ROIC %	7.5%	13.3%	13.6%	11.9%
<b>Per Share Ratios</b>				
수정EPS	332	294	557	936
주당순자산	4,945	5,310	5,688	6,403
주당현금흐름	525	477	746	1,080
주당배당금	500	500	500	50

<Valuation Sensitivity Analysis>

WACC	목표주가	안전마진
5.00%	14,422	131%
6.00%	11,516	84%
7.00%	9,769	56%
8.00%	8,601	38%
9.00%	7,765	24%
9.39%	7,498	20%
10.00%	7,135	14%
11.00%	6,645	6%
12.00%	6,251	0%

<History PER>



<Comparison Chart>

