

부서지는 조선 속에서 환상적인 영업 이익!

동사는 5/11 무상증자 결정으로 발행주식의 50%가 추가 상장된바 있습니다. 목표가로 제시된 금액은 무상증자 전 가격으로 증자 후의 목표가는 66%인 13,272원입니다.

BUY

Valuation

Target Price: ₩20,590

Price: ₩15,400

Margin of Safety: 34%

MktCap.(100mn): 924

ROE: 22.81%

ROA: 21.76%

Op.Magin: 26.16%

PER: 12.14

PBR: 2.66

Dividend Yield: 4.93%

Major Sh.Holder: 지석준 30.22% 김영구 30.22%

- 조선 산업, 모두 부서 지는 것은 아니다.

조선 기자재주로 속해 있는 동사는 IPO이후에 조선 산업에 속해 있다는 것 만으로 주가가 산산 조각 났다. 그러나 동사의 전방산업은 조선 산업이 전방 산업이지만 꾸준한 매출액 및 영업 이익, 당기 순이익 증가는 동사의 강점이 무엇인지 궁금증을 유발한다.

- 외주와 함께 이루어 내는 엄청난 영업 이익률!

동사는 계측기 생산시 동사에서는 조립만을 하고 선반 및 밀링 자체를 구입하지 않고 나머지 부분은 완전 경쟁 시장과도 같은 외주에게 맡겨서 오히려 더 큰 영업 이익률을 창출하고 있다.

- 위기를 기회로! CAPA에 대한 꾸준한 욕구

동사는 조선 산업의 위기에도 위축 되지 않고 투자는 계속 이어지고 있다. 조선의 위기라고 불리는 상황에서도 1 분기에 중국에서 수주를 받았으며 분기가 지날수록 수주량은 쌓이고 있다. 이렇게 불황기에 투자를 하면서도 현금성 자산을 100억 이상 가지고 있으며 현금 배당을 하고 있는 동사는 이제 진정한 평가를 받아야 될 때이다.



기업분석 3팀

윤원식, 송민철, 유슬아,
신태현, 박종진

I. Introduction

레벨계측기 제조업체, 한라레벨

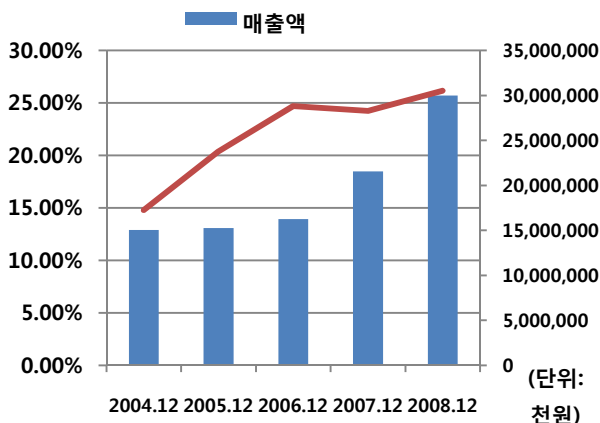
한라레벨은 레벨계측기 제조업체이며, 국내 시장점유율 1위 업체이다.

한라레벨은 1989년 1월 한라레벨인스트루먼트사로 설립하였고, 1995년 7월 한라레벨주식회사로 법인 전환하였다. 설립 이후 선박용 기름탱크유량확인 자동폐쇄밸브를 시작으로 레벨계측기를 생산해왔으며 2007년 5월 코스닥에 상장하였다. 십여년간 레벨계측기에만 전념 해왔고, 현재는 선용 원격 자동측정 시스템, 선용 원격 자동경보 시스템, 일반경보 및 장치를 생산하고 있다. 꾸준한 개발과 다양한 노력으로 현재 국내 시장 점유율 1위 자리를 차지하였고, 대형 조선사부터 중소형 선박제조 업체까지 다양한 매출처를 확보하며 안정적으로 사업을 영위하고 있다.

꾸준한 매출액 성장을 이어왔고, 높은 영업이익률을 유지하고 있다.

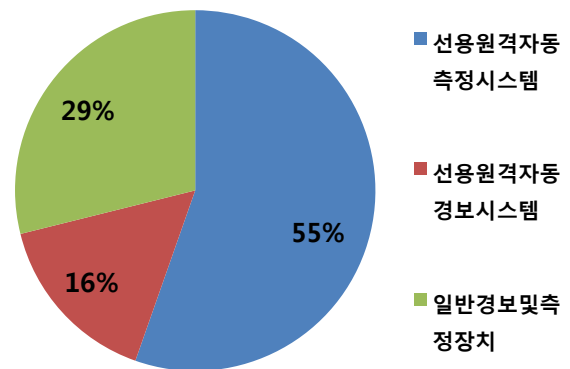
동사는 꾸준한 매출액 성장을 이어왔고, 조선 산업이 침체된 2008 년에도 매출액을 늘리며 299 억을 달성했다. 영업이익률이 2004 년 13%에서 급격히 증가하며 2006 년에는 20%를, 현재는 26%에 도달했다. 이는 동종업계 내에서도 가장 높은 수치이다. 2008 년 동사가 생산하는 세 제품의 매출비중을 살펴보면, 선용 원격 자동측정 시스템이 55%, 선용 원격 자동경보 시스템이 19%, 일반경보 및 측정 장치가 29%를 차지하고 있다.

그림 1. 매출액, 영업이익률 추이



자료: 한라레벨 사업보고서

그림 2. 매출비중



자료: 한라레벨 IR자료

II. BM분석

제품소개

동사는 각종 액상 제품의 수위를 원격으로 자동측정, 제어 할 수 있는 제품을 생각하고 있다.

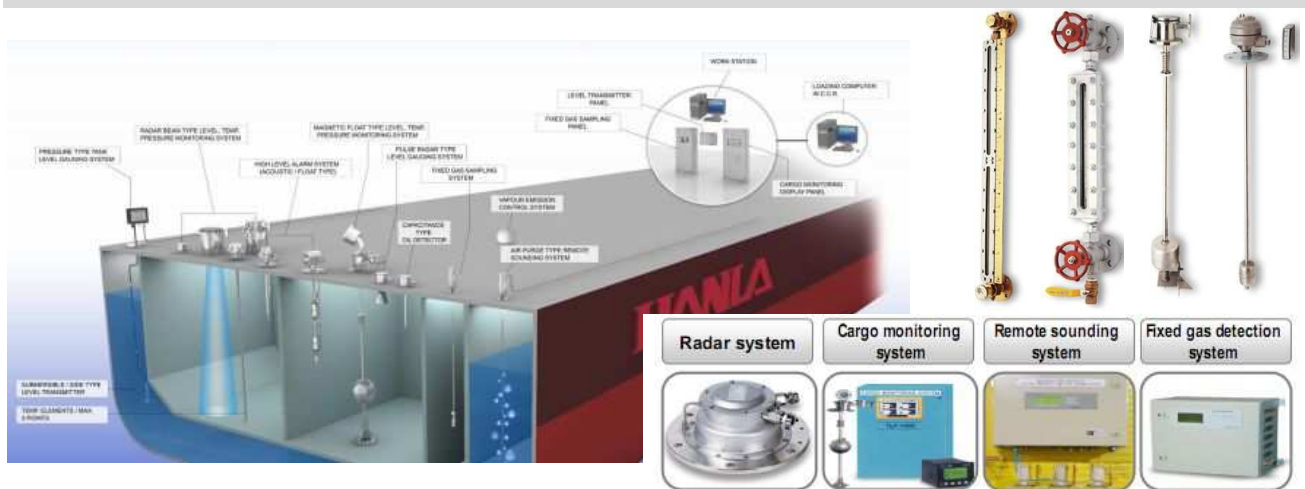
동사는 레벨 계측기, 경보기를 제조하는 업체이다. 동사의 제품들은 선박 내 각종 밀폐된 공간에 저장된 액상 제품의 수위를 원격 측정하여 중앙제어실에서 감시, 제어할 수 있는 시스템들이다. 측정방식에 따라 제품이 다양하지만 크게 원격 자동측정 시스템, 원격 자동경보 시스템, 일반경보 및 측정 장치로 나눌 수 있다. 원격 자동측정 시스템은 선박내의 수위, 압력, 온도, 가스 등을 자동측정, 제어가 가능한 시스템이고, 측정을 통해 일정 수준 이상이 되었을 때 이를 자동으로 알려주는 제품이 원격 자동경보 시스템이다. 일반경보 및 측정 장치는 선박 외에도 발전소 제철소 설비 내 각종 탱크 연료 등의 액체 수준을 측정하는 제품이다. 세 제품은 2004년 이후 수출과 내수 부문 모두 매출액이 늘어났으며 경기 침체였던 2008년에도 급격한 매출액 증가를 보이며 선전하였다. (그림4 참조)

선박의 필수 기자재, 육상에도 적용이 가능

동사의 제품은 선박의 안전을 위해 필수적이다.

레벨 계측기는 선박의 흘수(배가 물에 잠겨 있는 부분의 깊이), 배의 하부에 싣는 중량물, 엔진 탱크의 수위, 원유 등의 수위, 가스, 압력, 온도 등을 측정하여 연료탱크에 연료가 얼마나 남았는지, 파손으로 인해 해수가 유입되지는 않았는지, 탱크는 수위 압력 온도를 측정하여 폭발 위험은 없는지를 판단하는데 쓰인다. 따라서 선박의 안전한 운항을 위해 레벨 계측기는 선박 크기에 관계없이 선박의 필수 기자재이다. 또한 선박의 크기가 다르더라도 필요한 제품의 수량이나 가격에 차이가 없기 때문에 어떤 규모의 선박을 주문 받더라도 동사가 받는 영향이 없어 이는 동사에게 유리하다. 2008년 선박 부문에서 284억 원(94.6%)의 매출을 기록했다.

그림 3. 동사의 제품, 적용사례



자료: 한라레벨 홈페이지

선박 뿐 아니라 육상에도 기술을 적용하고 있다.

동사는 선박용 제품에 적용되는 기술을 육상 제품에도 적용 하고 있다. 일반경보 및 측정 장치는 선박과 함께 일반 시설에도 쓰이고 있고 육상 부문에서 16억의 매출이 발생하고 있다(5.4%). 한국전력공사의 발전소 및 석유화학 플랜트 등으로 진출한 상황이고, 선박용 제품이 조선경기변화에 영향을 크게 받는다는 점을 고려하여 이에 대한 민감도를 낮추기 위해 향후 탱크, 발전 설비 시장 등으로의 진출도 계획하고 있다.

육상부문은 적극적으로 하고 있지 않지만 조선경기변화 영향을 줄이기 위해 본격적인 진출을 계획중이다.

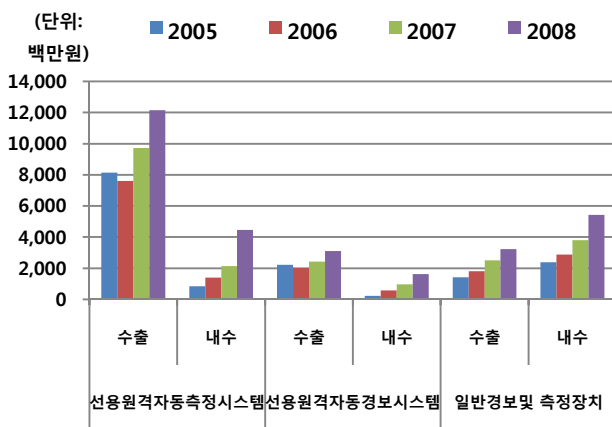
하지만 2006년부터 해양과 육상의 비중에서도 알 수 있듯이, 육상 비중이 2008년 들어 줄어들었다. 이는 선박용 보다 육상용이 마진율이 낮기 때문에 비중을 늘리고 있지는 않은 것으로 보인다. 또한 동사는 지금도 수주를 늘려 육상부문의 매출비중을 늘릴 수 있기는 하지만 현재의 수주도 따라가기 힘든 상황이기에 본격적인 육상 시장 확대를 하지는 않고 있으며 시간을 두고 지켜보며 향후 필요시에는 사업을 바로 시작할 수 있도록 여지만 남겨둔 상황이라고 밝히고 있다.

선박 건조량보다 건조척수의 영향이 더 큰 구조

동사의 제품은 선박 건조량보다 건조척수의 영향을 더 크게 받고, 제품의 가격은 선박의 크기에 관계없이 동일하다.

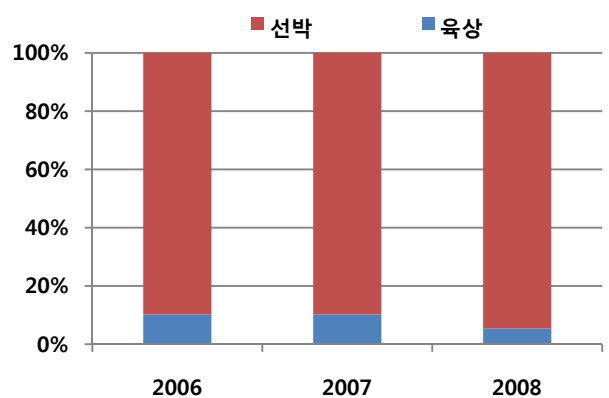
동사의 부품은 선박 건조량 보다는 건조척수의 영향을 받는다. 건조량은 CGT로 표현하는데 CGT는 표준화물선으로 환산한 수정된 총 톤수로 기준선인 1.5만 DWT(1만GT) 일반화물선의 1GT당 건조에 소요되는 가공공수를 1.0으로 한 각 선종, 선형과의 상대적 지수를 말한다. 동사는 선박 크기에 따라 부품 가격이 달라지는 것이 아니기 때문에 톤수가 높고 낮음에 영향을 받지 않으므로, 건조량은 의미가 없고, 몇 척이 건조되는지가 더 큰 의미를 갖는다. 실제 상관관계 산출결과 한국, 일본, 중국의 선박 건조수와 매출액의 상관관계(0.92)가 건조량과 매출액과의 상관관계 (0.90)보다 높았다. 현재 동사의 대부분 매출액을 차지하는 일본과 중국 그리고 국내 건조척수의 추이를 살펴보면 매년 높은 증가율로 꾸준히 증가해 왔다. 특히 중국의 건조척수가 급격하게 증가하고 있고, 중국에서 중소형 선박을 많이

그림 4. 제품별 매출액 추이



자료 : 한라레벨 사업보고서, Research Team 3

그림 5. 선박, 육상 매출비중 추이



자료 : 한라레벨 IR자료

생산하고 있다는 점은 중국 진출을 앞둔 동사에게는 이점으로 작용 할 것으로 예상된다. 경기침체로 인해 초대형선의 발주가 감소해 건조량이 줄어들어도 건조척수에 더 큰 영향을 받는 동사는 경기침체의 타격을 덜 받을 수 있다.

주문방식을 통한 판매, 다양한 매출처 확보

주문방식을 통해 조선사와 직거래를 하고 있다.

동사는 조선소로부터 주문 제작을 받아 조선사와 직거래를 하고 있고, 수출도 비용을 절감 하기 위해 직거래 형태로 이루어지고 있다. 조선사에 납품 하기 위해서는 선급협회로부터 인증을 받아야 하고, 조선사나 선주가 납품 업체를 선택할 때 각 조선사의 Vendor List에 기재된 업체 중에 선택을 하게 되는데 리스트에 기재되기도 어려운 일이다. 레벨계측은 실시간으로 계속해야 하고 거친 파도 속에서도 오차범위를 최소화하여 정확한 계측이 가능해야 하는 만큼 정밀한 기술이 뒷받침되어야 하고 오랜 기간 쌓은 경험과 영업력도 납품을 하기 위한 중요한 요건이다.

그림 6. 매출처 비중

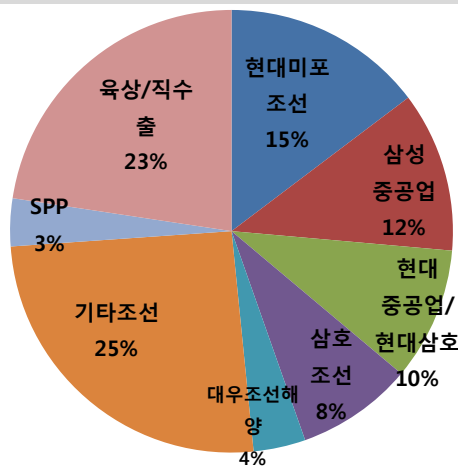
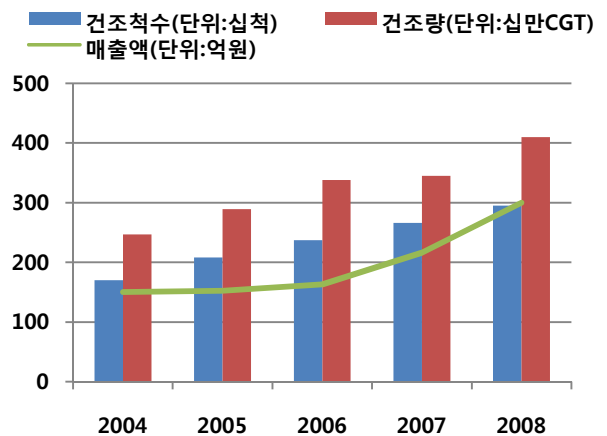


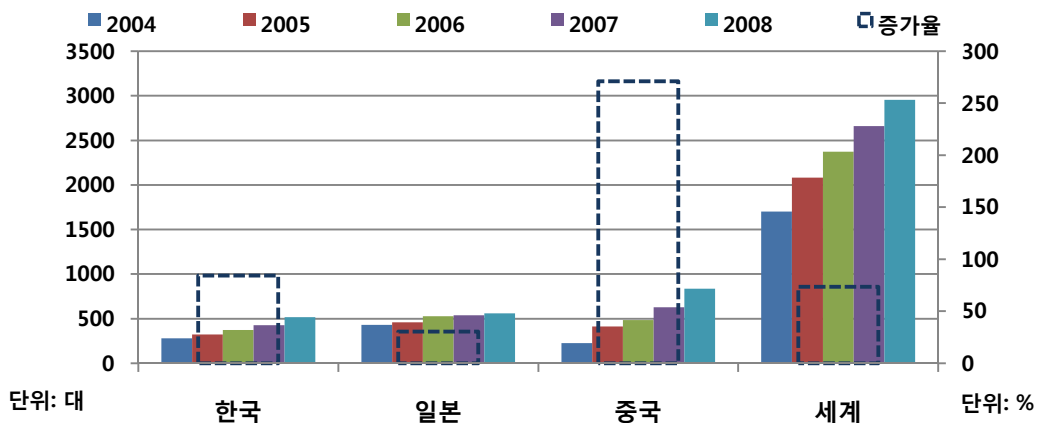
그림 7. 선박 건조량, 건조척수, 매출액 추이



자료 : 한라레벨 IR 자료

자료 : Lloyds, 한라레벨, Research Team 3

그림 8. 국가별 선박 건조척수의 추이와 증가율



자료 : Lloyds, Research Team 3

대형 조선사, 중소형 선박업체 등 다양한 매출처를 확보했다.

현재 동사는 십여 년간 레벨 계측기 생산에 집중, 기술 개발을 꾸준히 해오면서 노하우를 쌓았고, 그 결과 현재 여러 조선사에 납품할 수 있게 되었다. 현대미포조선, 삼성중공업, 현대중공업/현대삼호, 삼호조선, 대우조선해양 5개 대형 조선사(48%)와, 중소형 선박을 건조하는 업체들에 납품 하는 중이며 직수출도 하고 있다. (그림 6 참조) 이처럼 동사는 현재 대형 조선사와 중소형 선박 업체 등 다양한 매출처를 확보한 상태이다.

경기침체에 따른 물동량 감소는 해운경기 악화와 이에 따른 조선산업 불황을 가져왔다.

Ⅲ. 전방산업

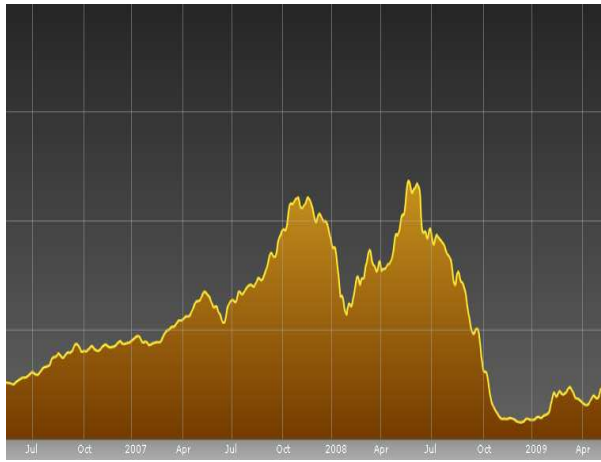
- 조선산업

조선산업의 고전

2003년 이후 호황기를 누려온 조선산업은 세계 경기침체가 불어 닥친 2008년부터 내리막길을 걷고 있다. 경기 악화에 따라 세계 물동량이 감소하였고 이는 해운 업체에게 직접적인 타격으로 다가온 것이다. 해운경기의 주요 지표로 사용되는 BDI (Baltic Dry Index)에서도 2008년 12월은 최악의 달로써 연중 고점(11,347p) 대비 90%하락한 672p를 기록하였다. 경기침체에 따른 금융권의 신용장 발급이 인색해지면서 무역의 경색을 가져왔고 아시아시장에 대한 부정적 예측이 BDI의 급격한 하락을 가져온 것으로 판단된다. AXS-Alphaliner News에 따르면 2009년 1월 화물의 부재로 선적 대기상태로 운항이 중지된 컨테이너선의 숫자가 역대 최대인 225척으로 이 선들의 컨테이너 화물량을 합하면 세계 화물규모의 5.5% (67만 5천 개)에 해당된다. 2008년 말 대비로만 무려 90척(25만개)이 늘어난 숫자이다.

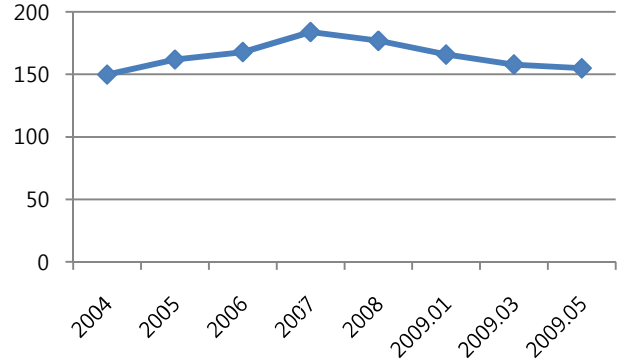


그림 8. Baltic Dry Index



자료: Bloomberg

그림 9. Clarkson Index



자료: Clarkson Research

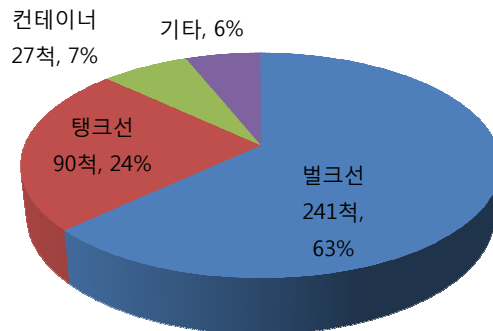
신규조선가 지수 또한 조선업의 불황을 나타내주고 있다.

신규조선 가격을 지수화한 Clarkson Index를 보면 호황기 내내 상승세를 보였던 지수가 2008년 들어서 첫 하락을 기록하였고 2009년 1월 167p로 전 전년 11월에 비해 약 10% 하락한 수치를 보이고 있다. 특히 벌크선과 컨테이너선이 가격 하락을 주도하고 있다.

자금조달의 어려움이 조선계약취소로 이어지고 있다.

글로벌 금융위기에 따른 금융권의 소극적 투자 정책도 조선사업에 큰 악영향이 있다. 핀란드의 선박금융회사 Nordea Bank에 따르면 2008년 조선 관련 은행대출은 전년 대비 30%이상 감소한다고 밝힌바 있다. 은행으로부터 자금조달이 어려워진 선주들이 발주를 취소하고 있고, 중소조선업체의 경우 또한 자금난 때문에 선박납기일을 못 지켜서 수주계약 취소로 이어지는 경우가 발생하고 있다. 싱가포르선사인 PCL에 따르면 2008년 전세계적으로 발주가 취소된 선박이 382척에 달한다고 밝히고 있다. Lloyd's list가 발표한 2008년 세계 총 수주잔량은 11,341척이었다.

그림 10. 선종별 계약취소



자료: PCL

중국의 중소형 조선사들의 어려움이 두드러지고 있다.

특히 중국은 한국이나 일본에 비해 벌크선 건조 비중이 상당히 큰 편인데, 선사의 크기가 작고 투기적 수요에 의한 발주가 많은 벌크선의 특성상 계약취소 비율이 높다. 작년 12월초 중국조선소의 벌크선 계약취소 척 수는 197척으로 세계 벌크선 취소 척 수의 약 82%를 차지하고 있다. 이 197척의 숫자는 중국의 2008년 1-9월 중 신규 수주량의 30%에 해당한다. 중소조선업체가 주를 이루는 구조 또한 경기 불황에 따른 계약취소 여파에 중국이 약한 이유이다. 보통 선주는 조선업체에 수주계약 후 선수금에 대한 RG (선수금 환불 보증)을 요구한다. 이는 조선업체에 문제가 생겨 계약을 이행하지 못했을 경우 이미 낸 선수금에 대해 돌려받을 수 있도록 금융업체에서 보증을 서주는 구조이다. 앞서 얘기했듯이 글로벌 금융위기는 금융업체들에게 위험성이 큰 보증을 꺼리도록 만들었고 결국 RG를 선주에게 제공해주지 못하는 중소조선업체들은 계약취소를 당하거나 새로운 수주 달성에 어려움을 겪고 있는 것이다.

수주량은 급격하게 줄었으나 기존의 수주잔량 규모는 유지하고 있으며 건조량에서도 큰 변화는 없다.

한국 조선산업의 현황

세계 1위의 한국 조선업체들도 경기불황에 영향을 받고 있다. 현대중공업, STX, 삼성중공업 등 9개의 회원사를 보유한 한국조선협회 자료를 보면 회원사들의 신규 수주량이 전분기 대비 2008년 4분기 약 90%의 하락을 기록한 것으로 나와있다. 앞서 언급된 해운경기 악화와 금융위기가 독보적인 시장 위치를 가지고 있는 한국 조선업체들에게도 분명 타격을 주고 있는 것이다. 그러나 한국 조선업체들은 호황기동안 축적되어온 수주잔량이 상당한 규모에 달하고 불황에 따른 수주잔량 감소율이 그다지 두드러지지 않는다. 이는 수주취소율이 높은 선종인 벌크선의 건조비율이 중국이나 일본 경쟁업체들에 비해 적기 때문인 것으로 해석된다. 현재 일정한 건조량을 바탕으로 향후 3년 이상의 수주잔량을 확보하고 있다고 볼 수 있다.

동사의 매출은 비교적 안정적일 것으로 전망된다.

동사의 매출 발생시점은 선박의 실질적인 건조시기이기 때문에 주요 조선사들의 꾸준한 건조량과 최소 3년간의 수주잔량 확보는 동사가 추후 안정적인 매출을 이어갈 수 있다는 전망을 가져다 준다.

중국 정부의 조선업 발전을 위한 대규모 정책이 추진되고 있다.

중국 조선업 진흥 계획안 통과

중국정부는 중국의 화물은 중국선박으로 수송하고, 중국선박은 중국에서 건조한다(國輸國造)는 기본원칙 하에 정책을 수립하고 있다. 이에 맞춰 원자바오 총리는 지난 2 월 11 일 국무원 상무회의에서 조선 조정·진흥 계획안을 심사하고 통과시켰다. 10 대 산업진흥계획안 가운데 5 번째 발표이다. 이 계획안은 대출 확대, 세금 우대, 노후, 선박교체 등으로 중국 내 조선업의 문제인 선박 신규 수주량을

그림 11. 국내 신규수주 및 건조량 추이

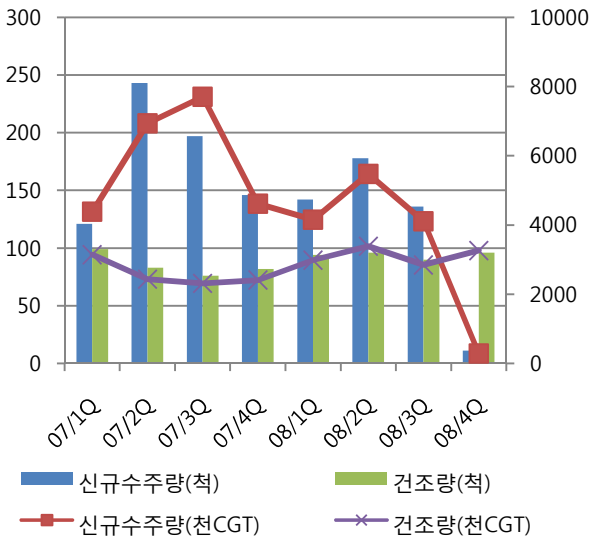
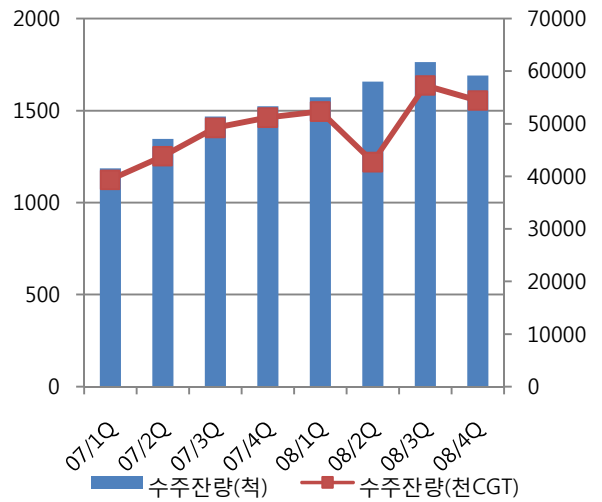


그림 12. 국내 수주잔량 추이



자료: 한국조선협회

자료: 한국조선협회

시키는데 기여할 것으로 보인다. 또한, 시장 수요 확대와 더불어 기술수준 제고, 낙후업 도태를 통해 산업 구조를 최적화하는 방향으로 정책을 실행해나갈 예정이다. 이로써 중국을 조선강국으로 만들기 위한 중국 정부의 대대적인 지원책은 중국 조선업의 발전에 큰 힘을 실어줄 것으로 예상된다. 올해 중국 내 법인과 생산공장 완공을 계획하고 있는 동사로서는 경기 불황에 반가운 소식임에 틀림없다.

● 석유화학 플랜트 산업

불황 속 한국 플랜트 업체의 가능성

경기침체는 민감 산업인 석유화학 산업에 영향을 미쳤다.

전세계적인 경기침체는 경기 민감 산업인 석유화학 산업에 많은 영향을 미쳤다. 북미, 동북 아시아, 중동지역에 이르기 까지 핵심적인 석유화학 산업을 영위해오던 지역의 기업들 모두 감산이나 가동중지를 하는 상황에 이르렀다. 하지만 뚜렷한 주기를 가지고 사이클을 반복하는 석유화학 산업의 특성상, 지금의 침체기를 경쟁력 강화의 기회로 삼는 기업에겐 다가올 회복기는 큰 기회가 될 수 있다.

중동지역의 약진이 예상되는 석유화학 산업에서 한국 건설·플랜트 업체의 불황 속 기회가 보인다.

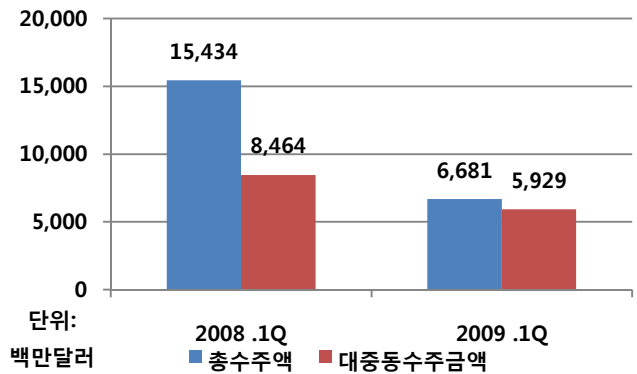
중동지역은 기존의 경기 변동이 심한 석유산업에 의존해오던 경제 구조를 석유화학을 이용한 제조업으로 확장시켜 일자리 창출효과와 고부가가치 산업라인을 갖추는 방식으로 안정적으로 체질변환 하고자 하는 강한 의지를 가지고 정책적으로 실행해오고 있다. 경제 침체에도 계획되었던 석유화학 관련 프로젝트가 축적된 오일머니 힘으로 대부분 실행되고 있다는 점이 이를 뒷받침해준다. 게다가 원재료를 다른 지역 업체들보다 값싸게 확보할 수 있다는 이점을 바탕으로 이번 침체기를 견뎌냄으로써 석유화학 부문에서 세계시장서 높은 지위를 점하고자 하고 있다.

그림 13. 중동에 편중된 부문별 설비투자 전망(2005~2030)

(단위 :억달러)	석유	가스	발전	합계
이란/이라크	8,965	6,650	1,433	17,048
러시아	2,885	10,350	6,582	19,817
카자흐스탄	1,555	800		2,355
나이지리아	1,438	1,415		2,853
중국	570	690	15,776	17,036
합계	15,413	19,905	23,791	59,109

자료: IEA, 건설교통부

그림 14. 우리나라의 늘어나고 있는 대중동 플랜트 수주비율



자료: 해외 건설 협회

한국업체의 현재 중동 지역 수출 비중은 가장 높다.

한국 건설·플랜트 업체의 수주 중 중동지역이 차지하는 비중은 70%에 다다른다. 세계 경기불황의 여파로 2009년 4월 총 건설, 플랜트 수주금액은 약 85억 달러로 전년 동기대비 45.2% 감소하였으나, 대 중동 수주는 11.3% 감소한 59억 달러를 기록하면서 수출비중이 55%에서 89%로 증가하였다. 현재의 경제 상황 때문에 수주액의 감소는 불가피했지만 경기 회복 시 가장 큰 약진이 예상되는 중동지역에서의 매출 비율을 크게 높임으로써, 다가올 회복기에 보다 높은 성장세를 달성할 준비를 하고 있다.

중국은 내부적인 요인과 외부적인 요인들이 맞물려 석유화학 산업에 대한 막대한 투자가 예상된다.

중국의 석유화학 플랜트 산업

중국정부는 수출환경 약화에 대응해 대대적인 내수부양책을 펼치고 있다. 대표적인 정책으로 4 조 위안 재정투자와 10 대 산업 진흥계획을 들 수 있다. 이번 정책을 통해 석유화학 업종이 가장 많은 수혜를 입을 것으로 분석된다. 석유화학 업종이 고용효과와 전후방산업 파급 효과가 크고 주변국들보다 발전이 덜 된 상태이어서 발전 여력이 높은 점들이 투자 요인이다. 이로 인해 중국정부가 원하던 내수 시장의 견고화와 수출시장 경기에 대응할 수 있는 경제구조를 갖출 것으로 기대된다. 이처럼 중국은 이미 세계에서 가장 큰 잠재력을 가진 나라로 평가 받고 있을 뿐만 아니라 정부정책 효과에 대한 기대감이 더해지고 있는 상황이다. 앞으로 많은 발전이 예상되는 중동 석유화학 업체들은 중국이라는 매력적인 시장에 단순히 원유를 판매하는 것보다 한 차례 가공을 거쳐 더 높은 부가가치를 얻으려 하고 중국정부는 자국 자원을 사용하지 않으면서 전략적으로 석유화학산업의 자급률을 높이려 하는 서로의 이해관계가 일치하여 중국 내의 석유화학 설비투자가 급속히 이루어지고 있다.

일시적으로 어두운 전방산업 그러나.

동사의 성장 정체는 일시적이다.

현재 동사의 주요 전방산업으로 꼽히는 조선산업과 석유화학플랜트산업은 분명 경제 불황에 따른 침체기에 들어서 있는 것은 사실이나 이러한 일시적인 어려움이 동사의 성장성을 제약한다고 보기는 어렵다. 기존의 인프라를 바탕으로 불황을 이겨낸 후 경기 회복 시 더욱 굳건한 시장 위치를 가지려는 한국 업체들과 정부의 막대한 지원에 힘입어 도약을 꿈꾸는 중국 업체들 모두 불황 극복의 가능성이 엿보이고 있기 때문이다.

**현재 확고한 1위 업체
이므로 경기 회복과
함께 좋은 성과를 거
둘 것이다.**

일단 조선부문 레벨계측 제품 시장에선 한국에선 이미 외국기업들을 따돌리며 확고한 1위 업체로서 자리를 잡고 있고, 중국에서도 외국계 기업들과 원가 경쟁력을 바탕으로 좋은 성과를 거두리라 기대되므로 경기 회복과 더불어 좋은 성과를 낼 수 있을 것이라 기대된다.

**시장 회복시의 수혜주
가 될 것이다.**

석유화학플랜트산업도 한국과 중국 모두 앞으로의 지배적인 시장이 될 중동을 공략하고 있어서 경기 회복과 더불어 한라레벨에게 큰 수혜를 안겨줄 것으로 기대된다.



IV. 국내외 시장에서의 위치

국내 시장점유율 1 위

동사는 국내 시장점유율 1위 업체이다.

동사는 현재 국내 시장점유율 1위의 자리를 굳건히 지키고 있다. 점유율 추이를 살펴보면, 2004년부터 60%이상의 높은 점유율을 꾸준히 유지하고 있다. 국내 시장은 동사와 파나시아(구 범아정밀)가 과점하고 있고, 각 조선사의 Vendor List에 기재되기가 힘들기 때문에 과점시장을 형성한 것으로 보인다. 5년간 국내 시장 상황은 큰 변화 없이 동사와 파나시아가 6:4의 비율을 보이고 있다.

해외시장에서의 입지

한라레벨의 성장성은 세계 신조선 건조량의 증가량과 비교해 볼 때 의미있는 모습을 보이고 있다.

한라레벨은 현재 세계레벨계측 시장에서 5%의 M/S를 차지하고 있으며 해외 경쟁사로는 Saab Rosemount Marine(Emerson 사업부러편입)가 20% M/S로 1위이며, 기타 노르웨이의 Kongsburg, 독일의 Vega와 EH, 일본의 Musasino가 있다. 각 기업들의 사업구조들이 모두 달라 한라레벨과 동일한 기준으로 비교하기가 어렵고 점유율에 관한 자료가 없어 2006~2008년 세계 신조선 건조량 증가율과 한라레벨의 매출증가율을 비교하여 동사의 성장세를 나타내 보았다. 한라레벨의 매출은 배의 크기나 선적량보다 척수와 긴밀하게 관련되어 있다. 따라서 제품가격의 변동효과를 고려하더라도 한라레벨의 성장성은 뛰어나다고 볼 수 있다.

그림 15. 국내 시장 점유율 추이

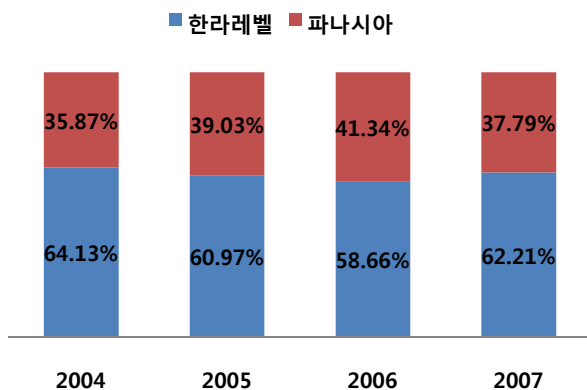


그림 16. 세계 건조량 대비 한라레벨 매출

	2006	2007	2008
한라레벨 매출 (단위:천원)	16,268,159	21,553,199	29,975,956
성장율		32.49%	39.08%
세계신조선 건조량(척)	2399	2672	2953
성장율		11.38%	10.52%

자료 : Research Team 3

자료 : Research Team 3, 한라레벨, 한국, 조선공업협회

20% 이상의 높은 영업이익률

26%의 높은 영업 이익율을 기록하고 있다.

동사는 세계 동종 업계에서도 가장 높은 수준인 26%의 영업이익률을 기록하고 있다. 경쟁사인 파나시아는 13 %의 영업이익률을 기록하는 것에 비하면 훨씬 높은 수치이다. 2004 년 13%였던 영업이익률을 2 년 만에 20% 이상으로 증가시킨 점도 눈에 띈다. 어떻게 20% 이상의 높은 영업이익률을 기록할 수 있는 것일까?

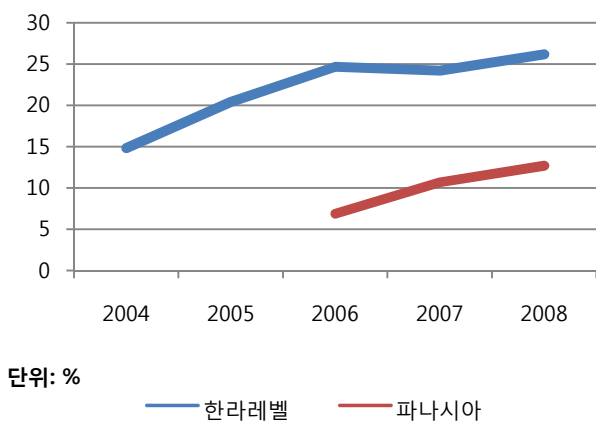
원가율을 매년 줄여나가고 있다.

동사는 원가율을 꾸준히 낮추고 있다. 2003 년에 72%였던 원가율을 매년 감소시키면서 현재는 60%에 도달했다. 경쟁사인 파나시아는 현재 68%의 원가율을 보이고 있다. 동사가 원가율을 감소시킬 수 있었던 이유는 원자재를 국산화하며 환율 변동에 의한 영향을 줄였고, 원자재 구입처를 다변화를 하면서 원자재 가격 상승에 대응했기 때문이다.

외주생산을 통해 원가경쟁력을 확보했고, 수익성 높은 제품 개발에 성공했다.

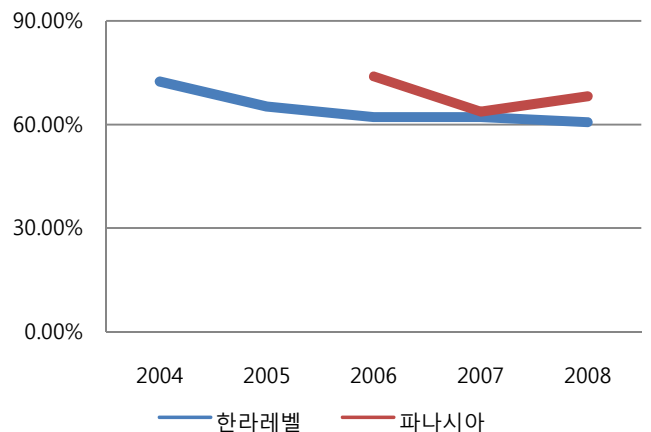
또한 주물, 강재, 기계부품 가공을 외주 생산하고, 동사의 공장은 제품 조립과 점검만을 담당하면서 비용을 절감할 수 있었다. 가공을 맡길 업체가 많이 존재하는 상황이라 동사는 이 점을 고려하여 절단, 가공하는 기계인 범용선반, 밀링 등을 사지 않음으로써 감가상각비를 들이지 않아도 되는 방법을 택했다. 대신 매년 매출액의 5%를 연구개발비로 사용하면서 제품의 기술 수준을 높여 왔다. 기술 개발을 통해 기존 전량 수입해오던 레이더 빔 레벨 계측기 개발을 국내 최초로 성공했고, 2009 년부터 판매를 시작해 향후 동사의 이익실현에 도움을 줄 것으로 보인다. 또한 수요자의 요구에 따라 그 동안 경쟁업체인 Emerson 만 제공해왔던 레벨 패키지를 동사도 공급하게 되었는데, 레벨 패키지는 수익성이 높아 이 또한 레이더 빔 레벨 계측기와 함께 높은 수익창출에 기여할 것으로 예상된다.

그림 17. 영업이익률 추이



자료 : 한라레벨 IR 자료

그림 18. 원가율 추이



자료 : Research Team 3

2008년에는 환율 상승 수혜를 입어 영업이익율이 더 상승할 수 있었다.

2008년에는 환율 상승의 수혜도 입어 영업이익율이 더 상승할 수 있었다. 2008년에는 원자재 구입시에는 환율을 950원으로 거래를 했고, 제품 판매 시에는 1100원으로 거래를 했기 때문에 환율이 상승했던 2008년에는 환율 상승 수혜를 입었다. 동사가 판매시 환율보다 낮은 1100원으로 팔았음에도 높은 영업이익률을 달성했다는 점은 뛰어난 원가경쟁력을 갖추고 있다고 볼 수 있고, 그 만큼 영업이익률의 상승 여력이 남아 있음을 보여주는 부분이라고 할 수 있다.

진입장벽이 높아 후발주자의 위협이 적다.

높은 진입장벽

위에서도 언급했듯이, 레벨 계측기는 정밀하게 계측을 할 수 있어야 하기 때문에 고도의 기술력이 필요하고 기술력이 높아야 선급협회의 인증을 받을 수 있고, 각 조선사의 Vendor list에 오를 수 있다. 수주를 따내기 위해서 위의 사항을 만족해야 하므로 기술 진입장벽이 높다고 볼 수 있다. 동사도 10년 만에 Vendor list에 기재되며 대규모 조선사와 거래를 할 수 있게 되었다는 점에서 높은 진입장벽을 확인 할 수 있다. 그리고 진입 후에는 오랜 경험과 영업력이 뒷받침 되어야 안정적인 매출처를 확보할 수 있기 때문에 시장에서 살아남기가 쉽지 않다. 따라서 현재 동사와 파나시아가 국내에서 과점하고 있는 시장에 새로운 후발주자가 뛰어들기 힘들 것이라고 판단된다.

향후 전방산업인 조선산업이 침체되어 큰 성장은 어려울 수 있지만, 국내 시장 1위 위치와 높은 영업이익률을 유지하며 꾸준한 성장은 할 수 있을 것으로 판단된다.

IV. 중국 신규 법인 진출

2002년 설립했던 중국 합작법인을 처분하고 단독 출자 법인을 설립 신고했다.

동사는 2007년 10월 18일 50:50으로 출자하여 설립된 조인트 벤처 형태의 중국 합작 법인인 태주한위계기유한공사를 처분하였다. 이 법인을 처분 하고 2007년 12월 21일 한라계측유한공사라는 단독 출자 법인을 설립 신고한 상태이다.. 현재 \$500,00로 계약되어 있는 자본금중 1,2차 자본금(총 \$75,000)를 납입한 상태로 계약 이후 24개월 이내에 납입계약이 체결되어 있다.

장가항 유역에 8천 평의 부지에 생산라인을 구축할 계획이다.

현재 계획된 바로는 70여개의 조선소가 위치한 장가항 유역에 법인을 설립하여 8천 평의 부지에 생산라인을 구축할 것으로 기대되고 있으며, 1차 완공은 2009년 말로 예상되고 있다. 우수한 품질과 경쟁력 있는 제품 단가를 통해서 중국 시장에서의 M/S를 확대 하는 것을 목표로 하고 있다.



그림 19. 2008년 한국과 중국의 CGT 및 척수 비교

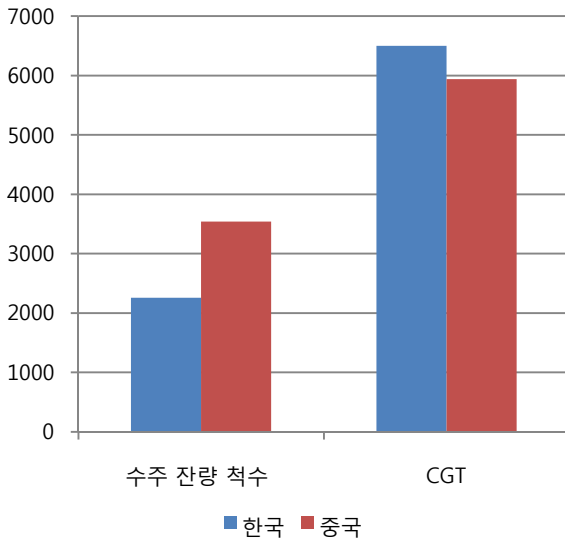
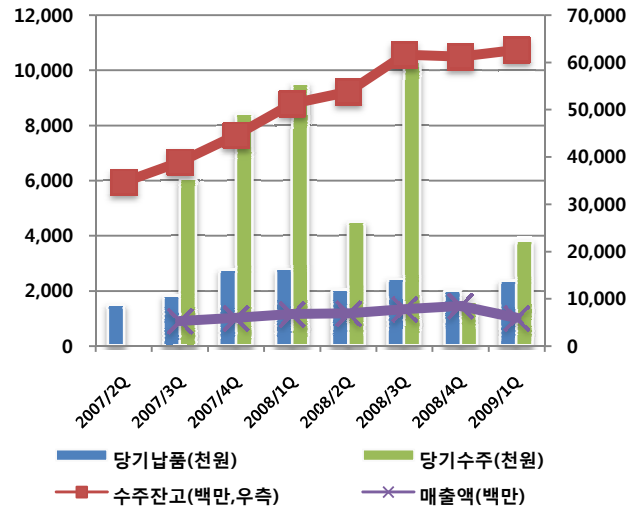


그림 20. 분기별 수주잔고 및 당기납품, 수주액 추이



자료: Research Team 3

자료: Research Team 3

중국에 영업망을 확충해 중국 시장 진출 순항의 가능성을 높이고 있다.

동사는 앞에서 조사된 바와 같이 척수에 큰 영향을 받는 시장이므로 중국 시장으로의 단독 진출은 동사에게 호재로 작용 할 수 있다. 실제로 중국이 한국에 비해 CGT 지수에서는 뒤지지만 척수로 보면 한국 보다 더 큰 시장이라고 할 수 있다. IR 이 밝힌 바로는 경기변화 추이에 따라 생산개시를 조절하는데 무리가 없는 상태이며 장가항 정부와의 24 개월의 계약기간을 일부 유보하여 투자시기를 조절하는데 있어 무리가 없는 상황이다. 따라서 중국 시장의 직접 진출은 조선 산업이 안정세로 돌아서면 본격적으로 시작 할 상태임을 밝혔다.

중국은 한국에 비해 건조량은 다르지만 건조척수는 많다.

또한 현지 영업 직원을 파견하여 수시로 업황을 체크 하고 영업망을 확충하고 있는 상황이므로 동사에서 충분히 이후 투자를 고려 할 수 있는 상황이다. 또한 현재 중국 시장에는 유럽의 경쟁사가 진출한 상태이나, 엔지니어의 이용료 및 상품의 가격 경쟁력 면에서 우월한 위치에 서 있으므로 차후 법인 설비 이후에도 중국 시장의 진출에는 순항을 할 것으로 보인다.

CAPA증설은 동사의 입장에서 불가피하면서도 시의 적절한 면이 있다.

현재 동사의 수주잔량을 분석해 본 결과 매 분기 마다 당기 매출의 평균 93%에 달하는 금액을 추가로 수주하고 있다. 조선업황이 최악의 시기를 기록했던 2008 년 4 분기에 수주잔고가 다소 감소 했고 이후 1 분기 자료를 확인하면 다시 이러한 성장세가 회복되고 있음을 확인 할 수 있다. 또한 공장 가동률 또한 80%의 높은 가동률을 보이고 있어 CAPA 증설이 불가피한 상황이다. 공격적인 투자를 통해 점유율 확대를 노리는 동사의 이러한 전략은 불가피한 것이면서도 시의 적절하다고 평가를 내릴 만 하다.

VI. 기타 Issue

무상증자를 통한 유통물량 증가 : 동사는 현재 대주주 2 인이 각각 지분을 30.22%로 총 60.44%를 차지 하고 있다. 또한 기타 기관의 보유 지분까지 합치면 약 70%정도가 비유통 물량이다. 따라서 전체 발행 주수인 6 백만주 중 30% 약 180 만주가량만이 유통 되고 있다. 그러나 5 월 11 일 무상 증자 결정으로 발행 주식수가 50%인 300 만주가 증가 하여 유통 물량이 90 만주이상 증가할 것으로 보인다. 이를 통해 동사의 유통물량 부족으로 인한 문제를 해소할 수 있을 것으로 예상된다.

자사주 매각 : 동사는 보유하고 있던 자사주 40 만주 전량을 장내 매각을 하였다. 이번에 매도한 자사주는 대량 매매를 통해 국민연금에서 매수하였다고 밝혔다. 이번 매도를 통한 금액은 모두 이익 잉여금으로 확충 하였다. 현재 약 48 억원가량을 회수한 상태이고 처음 투자금액이 40 억원이고 차익금액은 8 억 정도이다. 이번 매매를 통해 얻은 금액과 IPO 이후 증가한 자본을 통하여 추후 예정된 중국 법인 및 국내 공장 신설에 사용할 것으로 보인다.

배당성향 : 지난해 배당액은 주당 300 원으로 약 23%의 배당성향과 배당결정 당시의 주가를 바탕으로 시가배당율 약 5.15%를 보이고 있다. 2007 년의 경우 약 20%의 배당성향을 기록한 것과 비교하면 점차 배당성향을 높여가는 모습을 보이고 있어 주주가치 제고를 위해 노력하고 있음을 확인할 수 있다.



VI. Valuation

밸류에이션은 절대적 평가 방법을 사용하였고, 산출된 기업가치를 바탕으로 적정 가격을 제시하였다.

영업 이익률

2001 년 10%대 초반의 영업이익률을 보이던 동사는 꾸준히 영업이익률을 상승 시키면서 2006 년 이후 24%이상의 영업이익률을 유지해 오고 있다. 2008 년의 경우 시장상황이 악화되어 가는 와중에도 높은 환율과 타사대비 월등한 가격경쟁력을 바탕으로 전례없는 26%대의 높은 영업이익률을 기록하였고, 이러한 추이는 꾸준히 유지될 것으로 예상된다. 강서 신공장 건설로 인한 투자로 추가적인 상각비용등의 추가가 예상되나 지속적인 원가절감 노력으로 인한 원재료 비용 감소 및 패키지 판매 등으로 인한 영향을 반영하여 23%이상의 영업이익률을 꾸준히 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

매출액 성장률

현재 동사는 연 매출액의 2 배 이상의 수주잔고를 꾸준히 유지하고 있으며 매 분기마다 해당 분기 매출액과 비슷한 금액을 추가적으로 수주하고 있는 상황이다. 업황의 악화로 이러한 추세를 지속적으로 유지하기는 어려울 수 있으나 2008 년 4 분기의 수주량 감소 이후 2009 년 1 분기부터 다시 수주액이 회복되는 모습을 보이고 있고, 중국시장 영업망 확충과 패키지상품 판매 등을 통해 동사의 성장세는 꾸준히 이어질 것으로 보여 2011 년까지는 높은 성장률을 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

영구성장률, 한국시장 프리미엄, 한계조달금리, 3 년만기국고채, 일별베타

한국 시장 프리미엄은 KOSPI 의 87 년부터 2008 년 평균지수의 기하평균값에 1% 추가하여 7.38%로 적용하였고 일별베타의 경우 상장한지 2 년이 채 안되어 종합지수대비 높은 변동성을 보이는 바, 어느정도 안정적인 추이를 보이고 있는 최근 6 개월간의 KOSDAQ 종합 지수와와의 값을 적용하였다. 동사는 이자발생 부채가 없어 한계조달금리등에 의한 영향을 받지 않는다. 영구성장률의 경우 동사의 성장성을 반영하여 3%를 적용 하였다.



매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	26.16%	23.00%
유,무형자산 상각비	1.07%	1.96%
영업용운전자본	18.21%	16.45%
순유형고정자산	13.59%	24.54%
순무형고정자산	0.16%	0.10%
기타영업용순자산	-0.56%	-1.30%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	29,975,957	41,966,340	54,556,242	70,923,114	78,015,426	81,916,197
매출액성장률		40.0%	30.0%	30.0%	10.0%	5.0%
매출액	29,975,957	41,966,340	54,556,242	70,923,114	78,015,426	81,916,197
가중평균성장률		40.0%	30.0%	30.0%	10.0%	5.0%
예상 EBIT	7,843,120	9,652,258	12,547,936	16,312,316	17,943,548	18,840,725
NOPLAT	5,686,262	8,687,032	11,293,142	14,681,085	16,149,193	16,956,653
(+)유,무형자산 상각비	321,301	822,955	1,069,842	1,390,794	1,529,874	1,606,367
총현금유입	6,007,563	9,509,988	12,362,984	16,071,879	17,679,067	18,563,020

WACC	14.48%
영구성장률	3.00%
예상 ROIC(2 단계)	53.43%
FCFF 추정(2 단계)	16,004,529
Terminal Value	139,429,197

현재가치의 합	27,079,669
PV of TV	70,914,011
현금 + 시장성유가증권	21,720,060
비영업용자산	3,828,129
Value of the Firm	123,541,869
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	123,541,869
발행주식수	6,000,000
희석주식수	0
목표주가	₩ 20,590
현재주가	₩ 15,400
기대수익률	34%

자기자본비용	14.48%	
6 개월일별베타	1.26865	
한국시장프리미엄	7.38%	
3 년만기국채수익률(연평균)	5.12%	
WACC	14.48%	
차입금가치(이자발생부채)	0	
주주지분가치(시가총액)	92,400,000	
한계조달금리	12.06%	
구분	수치	비고
1987 년 평균지수	417.6	21 년간 지수수익률의 이하평균 및 한국 시장 알파
2008 년 평균지수	1529.5	
시장프리미엄	7.38%	

WACC	민감도 분석
9%	38,546
10%	33,135
11%	29,092
12%	25,960
13%	23,466
14%	21,434
14.48%	20,590
15%	19,750
16%	18,332

VII. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	152	163	216	300
매출원가	99	101	134	182
매출총이익	53	62	82	118
판매비및				
일반관리비	22	22	29	40
인건비	12	12	16	21
감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타판매비및				
일반관리비	2	2	3	4
영업이익	31	40	52	78
영업외손익				
이자수익	-0	2	10	11
이자비용	1	2	6	9
외환차손익	0	0	0	3
외화환산손익	-0	0	0	-0
지분법이익	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-0	-0	-1
세전계속사업이익	31	42	63	90
법인세비용	6	7	11	15
계속사업이익	25	34	52	75
중단사업이익				
당기순이익	25	34	52	75
EPS (원)	25,971	846	973	1,280
수정 EPS				

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동현금흐름	17	30	52	55
당기순이익	25	34	52	75
비현금수익비용가감	6	3	2	8
유형자산감가상각비	2	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0
퇴직급여	2	2	4	4
외화환산손익	0	-0	-0	0
지분법평가손익	0	30	52	55
기타	2	-30	-55	-55
영업활동으로인한				
자산부채변동	-14	-8	-2	-27
투자활동현금흐름	15	1	-162	-50
유형자산 투자	-1	-1	-30	-3
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 증감	-0	-0	-0	-0
투자자산 증감	10	11	-45	-82
기타	5	-9	-87	35
재무활동현금흐름	-12	1	149	-36
장단기차입금증가	0	0	0	0
사채증감	0	0	0	0
자본증감	13	1	149	0
배당금의지급	-25	0	0	-10
기타	0	-0	1	-26
기타현금흐름	0	0	0	0
순현금흐름	19	32	39	-31
기초현금	9	28	60	99
기말현금	28	60	99	68

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	92	130	314	314
현금등가물 및				
단기금융상품	29	70	196	130
시장성유가증권	18	3	51	87
매출채권	28	32	36	65
재고자산	16	23	27	26
비유동자산	19	19	47	81
투자자산	3	4	4	38
유형자산	14	14	42	41
무형자산	0	0	0	0
자산총계	111	150	360	396
유동부채	12	16	25	43
매입채무	6	7	10	20
단기차입금				
유동성장기차입금				
비유동부채	5	7	8	3
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	17	23	34	46
자본금	15	21	30	30
자본잉여금	6	1	140	140
이익잉여금	72	107	159	223
자본조정				-33
자본총계	94	127	327	350

주요투자지표

(W,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	1.4%	6.7%	32.5%	39.1%
EBITDA 성장률 %	38.3%	26.7%	30.8%	50.8%
EBIT 성장률 %	39.6%	29.4%	30.1%	50.1%
총자산성장률 %	24.2%	35.1%	140.9%	9.8%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	34.9%	37.9%	37.9%	39.4%
EBITDA 마진률 %	21.4%	25.5%	25.1%	27.2%
EBIT 마진률 %	20.4%	24.7%	24.2%	26.2%
세전계속사업이익률 %	20.2%	25.7%	29.1%	30.0%
당기순이익률 %	16.4%	21.1%	24.1%	24.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	18.4%	17.9%	10.3%	13.2%
순부채비율 %	-50.0%	-57.4%	-75.6%	-62.1%
유동비율 %	752.8%	816.9%	1234.2%	736.8%
당좌비율 %	623.6%	672.6%	1129.7%	676.5%
이자보상배율	948.0	866.8		
Performance Ratios				
ROE %	28.7%	31.2%	22.9%	22.0%
ROA %	25.0%	26.4%	20.4%	19.7%
ROIC %	65.5%	65.8%	60.4%	72.4%
Per Share Ratios				
수정 EPS	970	846	973	1,242
주당순자산	2,338	3,021	5,447	5,827
주당현금흐름	1,033	876	1,009	1,296
주당배당금			200	300

