

바다의 왕자

BUY

Valuation

Target Price: 10,638

Price: 6,500

Margin of Safety: 54%

MktCap.(100mn): 572

ROE: 22.05%

ROA: 13.43%

Op.Magin: 20.84%

PER: 7.36

PBR: 2.15

Dividend Yield: 3.7%

Major Sh.Holder:

황원 외 2인(28.36%)

국내 해양통신장비 시장 점유율 70%

동사는 국내 해양통신장비 시장에서 독점적인 위치를 차지하고 있다. 주 제품별로 살펴보면 GPS플로터 82%, GMDSS 장비 62%, 선박자동식별장치 92%, 어망감시기 100%를 점유하고 있다.

중소형 어선용 장비에서 레저보트용 장비로 시장 확대

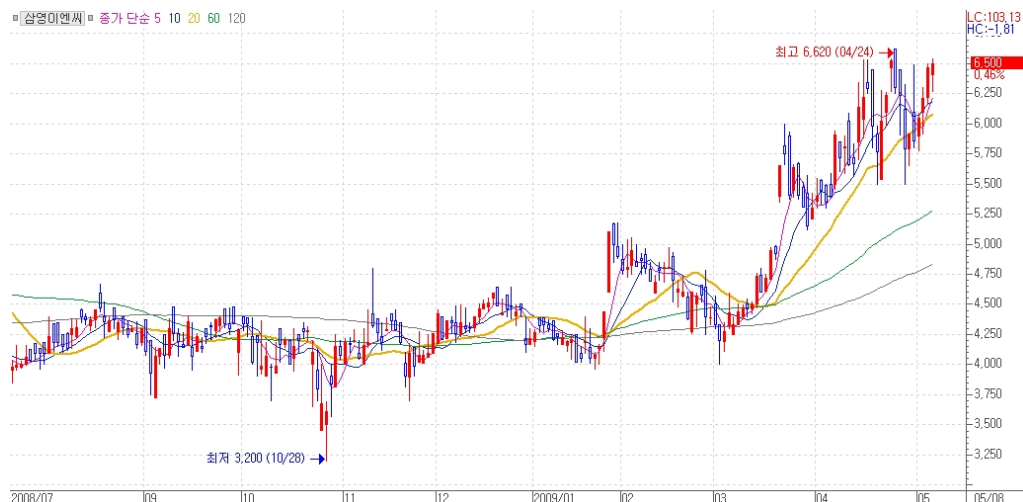
동사는 2008년 12월 유럽 최대의 레저보트 장비업체인 Plastimo사와 계약기간 5년, 계약규모 310억 원의 공급계약을 체결하였다. 레저보트용 장비는 중소형 어선용 장비보다 교체주기가 짧고 기호 제품으로서의 특성을 가지기 때문에 장비의 단가도 비싸 고부가 가치를 가진다.

해양통신장비 탑재의 의무화

해양통신장비산업은 규제에 따라 수요가 크게 증가하는 특성을 보이는데 해양통신장비 규제가 강화되고 있으며, 이는 동사에게 수혜로 작용한다. 국제해사기구(IMO)는 GMDSS(해상조난시스템), 위성항법장치(GPS), 선박 자동식별장치(AIS), 항해 자료 기록기(VDR) 및 전자해도(ECDIS) 탑재를 의무화 하였고, 국내에서도 이를 반영해 선박안전법에 2007년 11월부터 선박자동식별장치(AIS), MF/HF 무선장치 등 선박위치발신장치의 설치를 의무화함에 따라 동사의 관련제품 매출증가가 가시적으로 나타나고 있다.

주주친화적인 배당정책

동사는 3.7% 수준의 양호한 배당수익률을 꾸준히 유지해왔으며, 대주주와 소액주주의 배당률을 다르게 책정해 주주 친화적인 모습을 보인다.



Research 4 Team

강세룡, 김승현,

박다희, 이태경, 임이랑

I. 바다 위의 필수품을 만드는 회사, 삼영이엔씨

동사는 해상 통신 필수품을 만드는 회사다

안전벨트는 자동차 생산에서 필수적으로 들어가야 하는 부품이다. 배에도 안전벨트처럼 운항을 위해서 꼭 필요한 필수 부품이 있다. 안전 운항과 조업을 위한 해상조난안전시스템(GMDSS), 선박자동식별장치(AIS), 해상용 GPS, 어망감시기 등이 이에 속한다. 동사는 이처럼 선박 운항에 필요한 해상통신장비들을 주로 생산하는 기업이며 국내 해상통신장비 시장 점유율은 약 70%에 이른다.

동사의 제품은 크게 해상통신장비, 항해장비, 방산장비, 그리고 기타 장비로 나뉘는데, 2008 년 기준으로 매출액 비중은 각각 31%, 27%, 25%, 17%씩 차지한다.

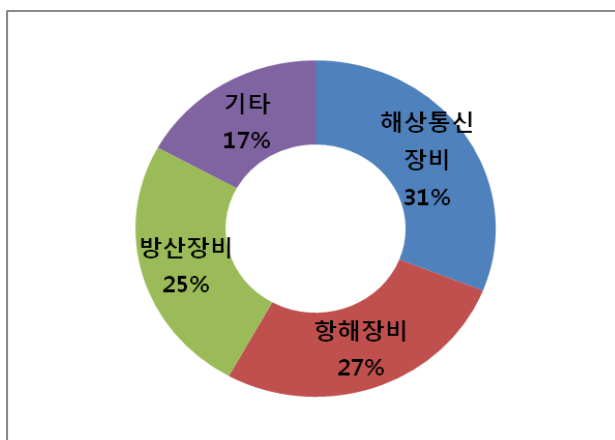
1. 제품 분석

○ 해상통신장비: 해상조난안전시스템(GMDSS), 선박자동식별장치(AIS)

해상통신장비는 규제에 의거, 운항을 위해 꼭 탑재해야 하는 기계로, 대상 선박의 범위가 확대되고 있다

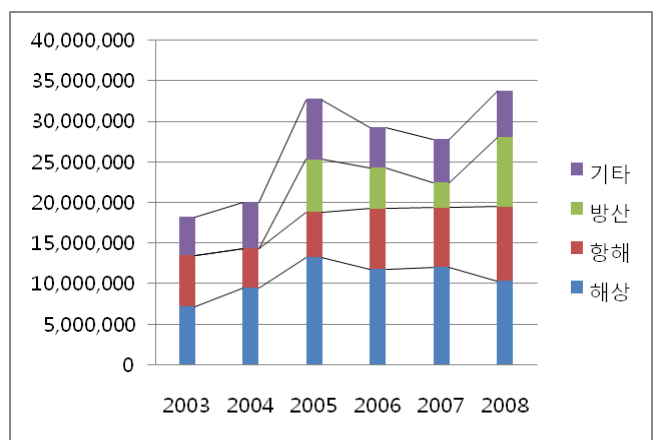
해상통신장비는 해상조난안전시스템과 선박자동식별장치가 주를 이룬다. 해상조난안전시스템은 바다 위에서 조난을 당했을 때 자동으로 구조 신호를 송출하고 해상 안전 문자방송을 수신하는 장비다. 1999 년 국제해사기구(IMO)의 세계해상조난안전제도 발효에 따라 운항을 위해서 없어서는 안 되는 필수 장비로 지정되었다. 발효 시에는 국제항에 취항하는 모든 여객선과 300 톤 이상의 국제 화물선이 대상으로 지정되었으나 시간이 흐르면서 점차 확대 실시 되어 현재는 150 톤 이하의 중소형 선박으로까지 적용 범위가 확대되었다.

그림 1. 매출 비중 (2008)



자료: 사업보고서, SMIC Research Team 4

그림 2. 매출 비중 추이



자료: 사업보고서, SMIC Research Team 4

선박자동식별장치는 해상 안전을 위해 자신의 위치와 속도를 지상의 통제소와 인근 선박에 자동으로 송수신하는 장치다. 국내외적으로 불법조업 방지를 통한 어 자원 보호, 해상교통 제어, 선박 감시, 해양 안전 등의 목적으로 정부의 해상교통 관제서비스 구축 사업이 확대되면서 최근 수요가 늘어나고 있는 추세이다. 또한 국토해양부의 해양교통안전종합망 강화에 따라 AIS 적용 대상의 확충이 진행될 예정이며, 올해 7 월 1 일 선박위치추적 발신장치 탑재 대상에 해당되는 2 톤 이하의 선박은 모두 4,562 척이다.

○ 항해장비부분: GPS 플로터 및 자동수신장치

동사는 자체 해도 제작으로 원가절감을 이룬 GPS플로터로 요트 산업에 진출하였다

GPS 플로터는 바다 위의 네비게이션으로, 선박에서 인공위성의 정보를 수신해 GPS 플로터에 내장된 해도(海圖) 상의 선박의 위치를 보여준다. 동사는 선박의 용도와 경제성에 맞도록 각기 다른 크기의 LCD 가 장착된 제품 군을 보유하고 있다. 동사의 국내 GPS 플로터 시장 점유율은 82%이며 이 분야는 세계적으로 높은 성장세를 보이고 있는 산업으로 주목 받고 있다. 기존에는 GPS 플로터에 내장된 해도를 수입하고 로열티를 지불했으나 2007 년 동사가 자체 기술력으로 주요 수출국 주변의 정밀한 해도를 제작해 개당 약 900 달러에 이르는 지도구입 비용을 절감했다. 동사가 경쟁사들에 비해 원가 경쟁력을 가지는 데에는 자체 해도 제작의 기여가 크다. 동사의 GPS 플로터의 가격대비 품질은 세계적으로 인정받고 있다. 작년 레저보트에 적합한 제품 개발 이후 유럽 보트시장의 12%의 시장점유율을 자랑하는 Plastimo 사와 5 년 동안 약 300 억 원에 이르는 계약을 체결했다.

○ 방산장비 부문: 단파통신체계

동사는 2002 년부터 방산용 단파통신체계에 대한 약 70 조원의 연구 투자를 통해 2004 년 국방부로부터 최첨단 방산통신장비의 국내 단독개발업체로 지정되었다. 단파통신체계는 해군함정 및 육상지휘소에서 각종 정보수집 및 통신지휘를 수

그림 3. GPS플로터 제품 사진



자료: 삼영이엔씨, SMIC Research Team 4

그림 4. 동사 제품이 탑재된 요트 내부 그림



자료: 삼영이엔씨, SMIC Research Team 4

동사는 국방부 군수납품 독점개발업체로 지정되어 방산 분야 제품을 납품한다

행하는 송·수신기다. 설비 노후화에 따른 교체 수요, 해군 함정 신규 건조에 따른 신규 수요에 따라 2005 년 이후로 꾸준한 물량을 납품해 오고 있다. 2008 년 동사의 매출 중 방산장비 부문은 약 1/4 수준을 차지한다.

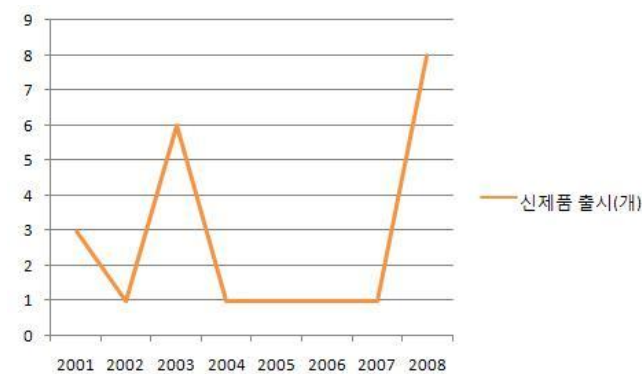
기타 부문에는 초음파를 이용하여 어망의 위치 및 상태에 관한 정보를 모니터링 할 수 있는 어망 감시기 및 어군 탐지기, 안테나 등이 포함되며 전체 매출의 약 17%를 차지한다. 어망 탐지기는 국내 시장의 100%를 점유하고 있다. 신제품 개발은 총 매출의 4~5%에 해당하는 R&D 투자를 통해 약 2~3 년 주기로 출시하고 있다.

2. BM

동사는 방산제품 매출을 통해 원가절감을 이루고 있다

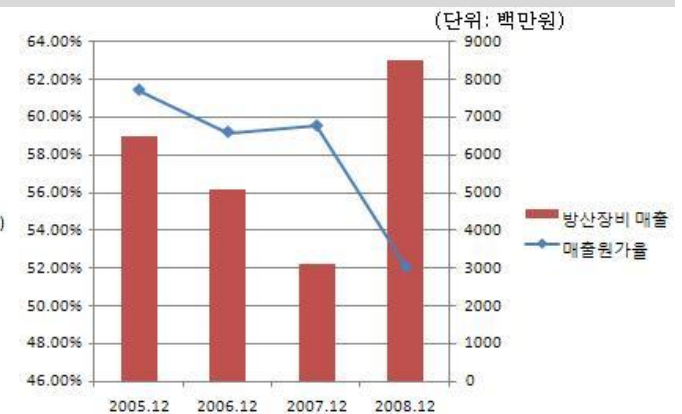
동사는 LCD 와 IC 를 포함한 전자부품을 주요 원재료로 사용하며 원재료는 국내 30%, 해외 70%의 비중으로 조달해 생산하고 있고, 2008 년 동사의 원가율은 방산장비 매출이 증가함과 동시에 감소하는 모습을 보였다. 2004 년 방위물품 독점 공급업체로 선정되기까지 약 70 억 원의 개발비용이 들었는데, 동사는 이를 5 년 동안 정액법으로 감가상각을 하고 있다. 즉, 매년 14 억 원의 고정비가 일정하게 들어가는 구조이고 가변비용이 이에 비해서는 매우 적은 상황이기 때문에 방위산업 매출이 늘어날 때 원가율이 급격히 개선되는 모습을 보이는 것이다.

그림 5. 신제품 개발 추이



자료: 사업보고서, SMIC Research Team 4

그림 6. 방산장비 매출 및 원가율 추이



자료: 재무제표, SMIC Research Team 4

Plastimo사와의 제휴를 통해 유럽시장에 진출하고 있다

생산된 동사의 제품은 국내외 조선소, 선사, 국방부에 대리점과 직판을 통해 납품하며 각각의 수요처가 차지하는 비율은 비슷한 수준으로 유지되고 있다. 2007 년 일본시장에는 OEM 방식으로 납품을 시작했으며, 프랑스 Plastimo 사와의 전략적 제휴는 ODM 방식으로 맺었다. ODM 은 동사가 직접 개발한 제품을 Plastimo 사의 상표를 부착해 판매하는 방식으로, 유럽시장에서는 아직 동사의 브랜드 인지도



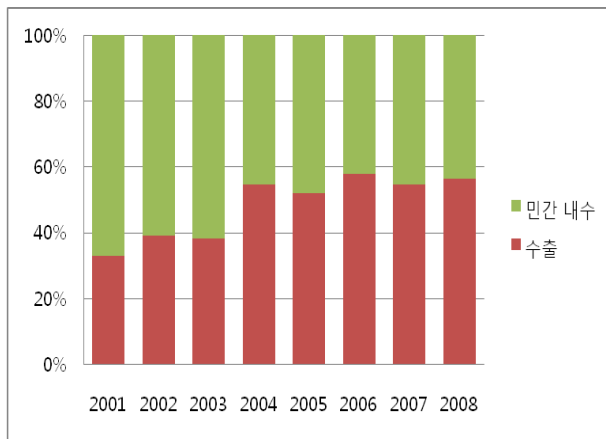
가 낮은 이유로 이와 같은 계약을 맺었다. 동사는 이번 계약을 통해 유럽 및 지중해 지역에 A/S 센터를 늘려 신규 시장 진출을 위한 활로를 마련할 계획이다.

3. 전략적 수정: 국내에서 해외로!

안정적이지만 성장이 정체된 국내시장을 넘어 해외 진출에 속도를 붙여가고 있다

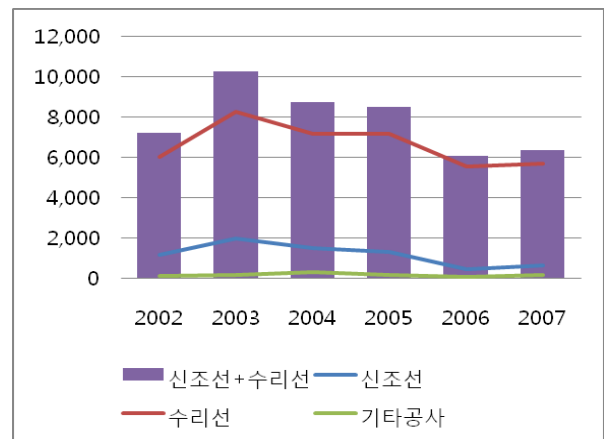
매출 비중에서 수출이 차지하는 비율은 2002 년 약 13%밖에 되지 않았으나 수출 비중이 꾸준히 상승, 2008년에는 내수와 수출이 비슷한 수준을 나타냈다. 실제로 방산장비 매출을 제외한 민간 부분에서의 수출 비중은 꾸준히 상승하고 있는 모습을 알 수 있다. 이는 큰 폭의 성장을 기대할 수 없는 국내시장에서 나아가 더 큰 세계시장 공략을 위한 전략적 수정으로 판단된다.

그림 7. 방산 매출 제외, 내수/수출 비중



자료: 사업보고서, SMIC Research Team 4

그림 8. 국내 중소형 선박 건조 추이



자료: 한국조선공업협회, SMIC Research Team 4

동사는 가격경쟁력을 보유하고 있다

동사의 해외 시장 전략의 선두에는 품질 대비 가격경쟁력이 있다. 동사는 전자해도의 자체개발과 공정 개선을 통해 원가우위 전략을 펼치고 있으며 제품 기술력과 품질 또한 뛰어나 경쟁자에 비해 가격대비 품질 측면에서 동사의 제품이 널리 인정받고 있다. 실제로 동사 제품의 결함률은 1% 이내로 유지되고 있다. 육지를 떠나면 쉽게 A/S 를 받을 수 없는 제품의 특성상 제품의 내구성을 향상시키고 통신을 원활하게 하기 위한 연구 개발을 꾸준히 지속해 온 결과이다. 여기에 더해 동사는 해외 시장 점유율을 높이고 제품의 만족도를 극대화시키기 위해 해외 대리점과 A/S 센터를 구축을 위해 앞장서고 있다. 동사는 현재 국내에 150 개 대리점과 해외 43 개국에 영업망을 갖고 있다. 국내 경쟁자인 사라콤이 국내외로 각각 약 30 여 개의 대리점을 갖고 있는 것과는 확연한 차이를 보이고 있다.

II. 해양 통신장비 산업

1. 산업의 특징

해양 통신장비는 기후
조건 때문에 장비의
노후화가 빨라 교체주
기가 짧다

동사는 선박에 들어가는 통신 및 항해 장비를 만드는 업체이다. 해양 통신장비 산업은 전세계적으로 약 30~40 조원의 시장 규모로 이러한 해양 통신장비 산업의 특징으로 중요한 점을 4 가지를 꼽으면 첫째로 해양 통신장비는 교체주기가 약 5 년으로 일반 통신장비보다 짧다는 점이다. 이는 해양에서 사용되기 때문에 기후조건이 육지에서보다 악조건에 염분까지 있어 장비의 노후화가 빠르기 때문이다. 이러한 교체주기는 제품의 UPGRADE 에 따른 교체 수요까지 고려하면 실제 교체주기는 이보다 짧기 때문에 국내 시장에서 지배적인 지위를 갖고 있는 동사의 안정적인 매출을 예상할 수 있다.

해양 통신장비는 국제
법과 국내법의 규제에
따라 수요가 크게 늘
어난다

두 번째 특징은 국내법 혹은 국제법의 규제에 따라 통신장비의 수요가 크게 늘어난다는 점이다. 국제해사기구(IMO)는 1999년부터 GMDSS(해상조난시스템) 탑재를 의무화하였으며, 2002년 7월부터는 위성항법장치(GPS), 선박 자동식별장치(AIS), 항해 자료 기록기(VDR) 및 전자해도(ECDIS)를 의무화 하였다. 이에 따라 국내에서도 선박안전법에 이를 반영해 2007년 11월부터 선박자동식별장치(AIS), MF/HF 무선장치 등 선박위치발신장치의 설치를 의무화하였다. 이에 따라 동사의 선박자동식별장치(AIS)와 이와 유사한 기능을 가진 자동수신장치의 매출을 보면 2007년도와 08년도 사이 약 195%로 증가했다. 이러한 특성에 따라 동사의 제품개발은 국제해사기구(IMO)와 같은 국제법에 맞춘 제품개발 부분과 국제법과 직접적인 관계가 없는 선박의 니즈에 맞춘 제품개발 부분으로 나누어지는 특성을 지닌다.

해양 통신장비의 판매
를 위해서는 제품별
인증을 받아야 하는데
기간과 비용이 많이
든다

끝으로 세 번째 특징은 해상통신장비는 선박의 안전운행과 밀접한 관련이 있기 때문에 각국마다 제품을 판매하기 위해 필요로 하는 규격이 매우 까다롭다는 것이다. 이는 진입장벽으로 작용하는데 국제적 협약에 따라 국제 기준에 맞춘 인증을 따라 하고 수출을 하려면 각 국가별 인증도 따라 한다. 이러한 인증은 각 장비 별로 이루어지는데 인증을 따려면 보통 6개월에서 1년 정도의 기간이 걸리고 그 비용도 약 1억 원이 든다. 이러한 제품 특성에 따라 동사는 2009년 3월말 현재 전 파연구소의형식검정 76건, 러시아선급(RS) 38건, 중국선급(CCS) 31건, 미국연방통신위원회(FCC)인증 15건, 유럽(CE)인증 24건 및 Cospas-Sarsat 형식검정 1건 등을 취득하고 있다.



국내 어선 수는 정부 정책에 따라 감소하고 있는 추이이나 앞으로는 감소 추이가 완화될 전망이다

2. 전방 산업

현재 동사의 내수와 수출의 비중이 각 57.7%와 42.3%로 비슷하다. 내수와 수출 모두 주 대상 선박은 어선, 중소형 상선으로 특히 어선의 비중이 크다. 해외의 경우 주 수출국은 중국, 러시아를 비롯한 아시아 시장으로 동사 수출의 약 80%를 차지한다. 때문에 전방산업이 어선이라고 볼 수 있는데 우선 국내 어선 수는 계속 해서 줄고 있는 상황이다. 그 이유는 정부가 2005년부터 연안어선 감척 사업을 벌여 보조금을 지급하며 10t 미만 어선을 중심으로 어선을 감척하고 있기 때문이다. 이러한 사업을 벌이는 이유는 한일어업협정 발표 이후 조업구역이 축소되고 중국의 불법 조업이 늘어나면서 어자원이 감소하고 있어 어선 수를 줄여 어업 경쟁력을 높일 필요성이 대두되었기 때문이다. 하지만 연안 어선 75,800여 척(2003년 기준) 가운데 목표로 했던 10% 가량을 2008년도까지 이미 감척시켜 당초 목표를 대부분 이루었다. 때문에 앞으로 연안 어선의 감소 추이는 완화될 전망이다. 다만 근해 어선의 경우에는 2007년도부터 2010년까지 근해 어선의 30% 가량인 1,000여 척 감척 계획이 진행 중이나 연안 어선에 비해 그 규모가 작은 수준이다.

중국과 러시아에 해양 통신장비 탑재 의무화가 적용됨에 따라 수요 증가가 예상된다

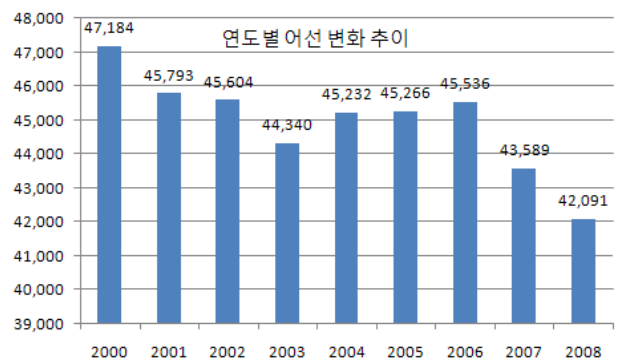
해외의 경우에는 중국과 러시아에 수출하는 비중이 2008년 기준 약 87억으로 전체 수출액 140억에 비해 높은 편인데 중국과 러시아의 정확한 어선 수 추이는 알 수 없지만 향후에도 규제에 따른 해양 통신장비 수요 증가가 예상된다. 중국, 러시아 등은 국제해사기구(IMO)의 해양 통신장비 탑재 의무화를 유예 받았었는데 유예기간(5년)이 만료되어 규제가 강화될 예정이기 때문이다. 이에 따라 GMDSS(해상조난시스템), 선박자동식별장치(AIS) 등의 수요가 크게 늘어날 것으로 예상된다.

그림 9. 연근해 어선 연도별 감척 계획

(척)	2006	2007	2008	2009E	2010E
연안	1558	2000	2000	0	0
근해	0	70	125	425	425
합계	1558	2070	2125	425	425

자료: 국회관련 정보공개자료(수산분야)

그림 10. 국내 어선 수 변화 추이



자료: 통계청, SMIC Research Team 4



III. Investment Point - 안정성

동사 주도의 해양통신
시장 판도는 앞으로
더욱 공고해 질 것으
로 예상된다

국내시장의 성장은 멈
췄으나 동사에게는 안
정적인 현금 창출이
가능한 home base다

작은 시장 규모, 영업
망 구축, 품질인증 등
의 이유로 위협적인
신규 진입자가 등장할
가능성은 매우 적다고
판단된다

주주 친화정책의 일환
으로 높은 배당수익률
과 배당성향을 지니고
있다

1. 국내시장에서의 독점적인 지위는 계속 유지될 것

동사는 국내 해양통신장비 시장의 70%를 차지하고 있는 선도업체로 GPS 플로터의 경우 82%, GMDSS 장비 62%, 선박자동식별장치 92%, 어망감시기 100%의 제품 별 압도적인 시장점유율을 점하고 있다. 이는 동사의 내부 경쟁력에 더해 시장 재편과 경쟁양상 둔화 등으로 말미암은 결과다. 국내 시장의 주요 경쟁자인 (주)라콤이 KIKO 계약에 따른 손실로 최근 실적이 급격히 악화되고 1 차 부도위기를 맞이하면서 동사 위주의 시장 판도는 더욱 강화 될 전망이다.

하지만 시장이 성장하고 있는 것은 아니다. 오히려 시장은 정체되어 있다. 국내 해양통신장비 산업과 직접적으로 관련이 있는 중소형 선박 신규 건조 추이 및 등록어선 수는 줄어드는 추세다. 어업 종사자 수가 줄어드는 것도 그러하지만 무엇보다 정부가 어자원 보호를 위해 어선 수를 감축하려는 노력을 해 오고 있기 때문이다. 그러나 제품의 교체가 평균적으로 5 년에 한 번씩 일어나고 있고, 구매처 변경에 대한 선주들의 성향이 보수적이라는 점, 동사의 제품 인지도가 높고 국내 최대의 대리점 및 A/S 망을 구축하고 있다는 점에서 매 년 일정 부분의 시장이 동사에게 창출된다고 볼 수 있다.

해양통신장비에는 다양한 종류가 있으며 몇몇 제품은 특별한 기술 없이도 만들 수 있어 신규 진입은 비교적 쉬운 편이다. 하지만 선박 안전에 직접적인 영향을 미치는 제품 특성상 품질 경쟁력, 브랜드 인지도, A/S 의 용이성 등이 사업을 성공적으로 이끌기 위한 필수 조건이다. 그러나 한편으로는 국내 시장 전체 규모가 약 480 억 원 밖에 되지 않는데다가 성장이 둔화되고 있다는 점, 영업 및 판매망 구축, A/S 경쟁력 강화 등에 추가적인 비용이 든다는 점에서 위협적인 신규 경쟁업체가 등장할 가능성은 적다. 원가경쟁력을 앞세운 중국산 제품은 국내 판매상을 통해 소규모로 들어오고는 있으나 동사에 대비했을 때 브랜드 인지도가 낮고 A/S 가 불가능해 국내 시장 점유율은 미미한 실정이다.

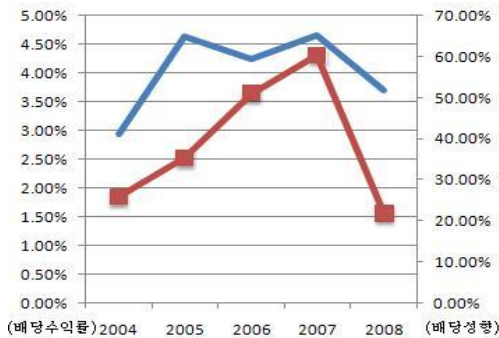
2. 배당 매력!

동사는 국내 시장에 대한 점유율을 바탕으로 지난 3 년간 주당 200 원씩의 꾸준한 배당정책을 실시해 왔다. 최근 5 년간 평균 배당수익률은 4.03%로 높은 수준을 보여주고 있고, 배당성향 역시 약 40%의 높은 수치를 보여준다. 2008 년의 배당수익률과 배당성향 수치가 낮아진 것은 주가 상승과 당기순이익 급증에 의한 일시적 현상으로 보여지나 동사는 여전히 매력적인 배당 정책을 펴고 있다. 뿐만 아니라 주주친화정책을 견지하고 있어 2005 년에는 대주주 및 특수관계인의 경우 주당 100 원, 일반 주주는 주당 250 원을 받았으며, 이러한 추세는 현재까지 계속되어



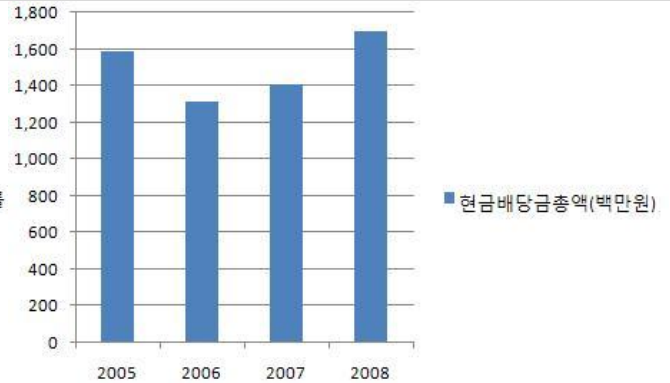
대주주는 일반 주주 배당액의 20% 수준인 주당 50 원씩을 배당 받고 있는 상황이다.

그림 11. 배당수익률 및 배당성향 추이



자료: 네이버 증권

그림 12. 현금배당금총액 추이



자료: 사업보고서

IV. Investment Point – 성장성

1. 해양레저산업 진출

(1) 해양레저장비산업 현황

해양레저장비산업은 꾸준히 성장하고 있다

현재 세계해양레저 관련 선박 수는 약 2,300 만 척을 상회하고 있고, 매년 100 만 척의 신규 시장이 발생하고 있다(06 년도 기준). 이를 금액으로 환산해보면 시장규모가 대략 500 억 달러(약 60 조원) 정도의 규모가 되며 앞으로도 꾸준히 성장할 추세를 보이고 있으며 현재 미국, 노르웨이, 스웨덴, 호주, 핀란드 등의 나라에서 시장을 점유하고 있는 실정이다. 이 중 해양레저전자장비의 시장규모는 약 5 조원 정도로, 레저선박마다 레저선박전자장비가 장착된다는 점을 볼 때 이 둘은 서로 비례관계에 있다고 볼 수 있다.

(2) 동사의 해외 진출 시작

유럽 기업 Plastimo사와의 장기공급계약 체결은 해외 진출의 가능성을 보여주고 있다

이러한 상황에서 동사는 유럽 최대의 레저보트 장비업체인 Plastimo 사와의 공급계약을 체결하였다. Plastimo 사는 유럽 최대 공급업체인 NAVIMO 그룹의 계열사로 세계레저보트장비산업에서 12%의 시장점유율을 가진 규모가 큰 회사이다. 300 명 이상의 직원과 6,000 여 개의 제품을 보유하고 있으며 총 104 개국에 7,500

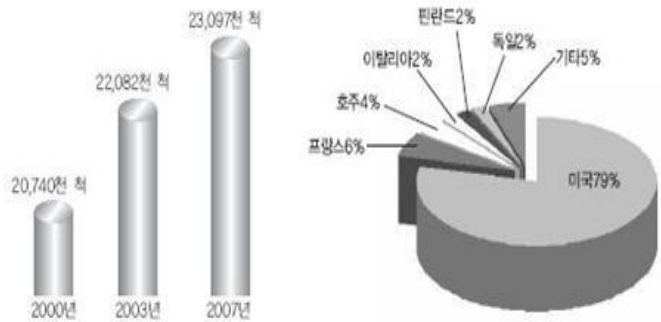


여 개의 딜러망을 보유하고 있다. 한편 계약 내용은 5 년 단위로 협업하며 그 규모는 310 억 원에 해당하고 계약 대수는 55,450 대에 이른다.

그림 13. 해양레저장비



그림 14. 해양레저선박 보급 추이



자료: 한국중소조선연구원

자료: ICOMA, Boating Industry Statistics

이것은 전체 해외시장규모에 비하면 작은 수치이지만, 해외 레저보트시장으로의 진출 가능성을 보여주고 있다는 점에서 의미가 있다. 또한 동사가 어선, 상선 등의 선박 위주의 사업에서 고무가 가치 레저 선박 사업으로 범위를 넓히고 있다는 것을 의미하고 있기도 하다. 여기서 주목 할만 것이 있는데 계약 단위가 5 년이지만 실제로 계약한 총 기간은 10 년이라는 점이다. 해양레저 장비산업에서 10 년이라는 기간은 상대적으로 길다고 볼 수 있는데 이러한 점은 유럽시장에서도 동사가 어느 정도 인정을 받고 있다는 것을 반증하고 있다는 증거이다. 이처럼 Plastimo 사와의 공급계약 건에서 동사가 제품 개발력, 생산, 가격적인 측면에서 기존 계약업체보다 우위를 점함으로써 계약에 성공했다는 점을 비롯하여 해외시장의 초기진입으로 발생 예상되는 리스크를 ODM 방식으로 상쇄하는 효과를 거두었다는 점은 동사가 해외시장에서 더 이상 ODM 에 그치지 않고 더 나아가 자체 브랜드로의 해외 진출도 기대해 볼 수 있게 한다.

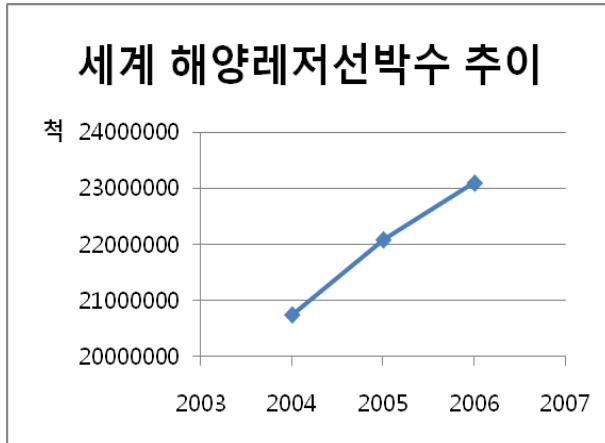
(3) 정부의 정책방향

정부는 고무가가치산업인 레저해양장비산업의 육성을 적극 지원하고 있다

최근 지식경제부가 해양레저장비산업 육성을 위해 구체적인 투자 계획을 세우는 등 정부가 해양레저장비 관련 산업 육성에 발 벗고 나섰다. 또한 중소조선 연구원은 지식경제부로부터 100 억 원, 부산시로부터 30 억 원, 그리고 연구원 자체 예산 20 억 원 등 모두 150 억 원을 투입해 작년 해양레저장비개발센터를 완공했다. 정부는 이러한 계획을 통해 2020 년까지 해양레저장비산업의 세계시장 점유율을

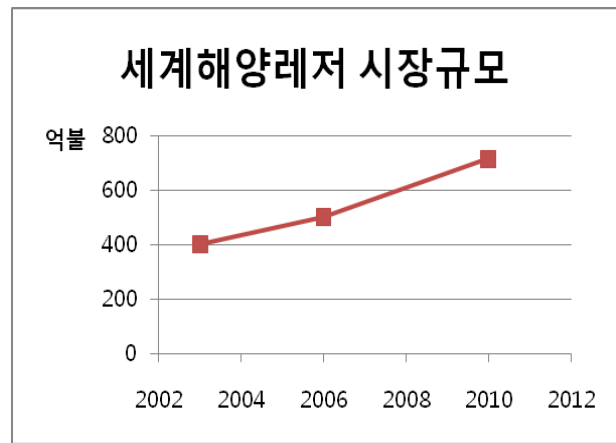
20%로 높이는 것을 목표로 하고 있다. 이러한 정부의 정책 방향은 동사의 해외진출에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

그림 15. 세계해양레저선박수 추이



자료: ICOMIA, Boating Industry Statistics 2006

그림 16. 세계해양레저 시장규모



자료: SMIC Research Team 4

2. 정부규제 수혜

일반적으로 조선 기자재업을 경기 민감주로 인식하는데 그 이유는 대형 조선소의 주요제품이 병커나 컨테이너선 등 화물선으로 이루어져 있기 때문이다. 하지만 동사의 경우 이런 인식과는 달리 경기의 변동 보다는 규제나 정부 정책의 수혜 여부에 따라 실적에 영향을 받는 모습을 보여준다. 동사는 IMO(국제 해사기구) 기준 강화와 선박안전법 등으로 설치가 의무화 된 선박위치자동인식장치(AIS)를 주요제품 중 하나로 하고 있다. 또한 현재 알제리 수산부와 선박모니터링시스템(VMS) 납품 관련 최종 사업자로 선정되어 본 계약을 목전에 두고 있는 상황이다.

동사는 선박안전법 시행규칙의 더 큰 수혜를 입을 것으로 예상된다

해양수산부는 선박안전법 시행규칙에 따라 2007년부터 해상에서 선박사고 발생시 신속한 수색·구조를 위해 선박 위치를 자동으로 발신하는 장치의 설치를 의무화 하고 선박의 규모에 따라 연차적으로 적용해 왔다. 선박에 선박위치 발신장치를 설치하면 실시간으로 선박의 위치, 속도, 침로 등의 확인이 가능해 해상 사고 발생시 사고선박에 대한 신속한 수색·구조가 이루어지게 되어 재산 및 인명 피해가 크게 줄어들 것으로 기대된다. 2009년 7월에는 2톤 이상의 선박 중에서 낚시어선과 유선이 그 적용대상이 되며, 이는 4,500여 척인데 국내 시장에서 지배력이 강한 동사가 큰 수혜를 입을 것으로 예측된다. 또한 선박위치발신장치 장착을 하고 효과가 좋으면 정부 차원에서 기존의 설치 대상에 포함되지

않았던 2 만여 척에 이르는 잔여 선박에 대해서도 선박위치발신장치 설치를 의무화 할 가능성이 있다. 따라서 동사는 연근해 어선 감척 계획에도 불구하고 오히려 국내 매출이 늘어나는 실적을 거둘 수 있었다.

그림 17. 선박안전법 적용 선박 추이

시행시기 (대상척수)	설치대상
2007.11. 4 (1,098척)	◎ 총톤수 2톤 이상으로서 해운법에 따른 여객선(168척) ◎ 여객선 이외의 선박으로서 국제항해에 취항하는 총톤수 300톤 이상의 선박(364척) ◎ 연해구역 이상을 항행하는 예선·유조선·위험물운반선으로서 총톤수 150톤 이상(566척)
2008. 7. 1 (1,292척)	◎ 여객선 이외의 선박으로서 국제항해에 취항하지 아니하는 총톤수 500톤 이상의 선박(224척) ◎ 연해구역 이상을 항행하는 예선·유조선·위험물운반선으로서 총톤수 50톤 이상 150톤 미만(510척) ◎ 배의길이 45미터 이상의 어선(458척)
2009. 7. 1 (4,562척)	◎ 총톤수 2톤 이상으로서 - 유도선사업법에 따른 유선(678척) - 낚시어선법에 따른 낚시어선(3,884척)

자료: 해양수산부, SMIC Research Team 4

동사는 알제리 VMS
납품을 시작으로 새로
운 시장을 개척할 수
있다

동사가 규제로부터 얻는 수혜가 국내에만 국한되는 것은 아니다. 최근 알제리 수산부와 선박모니터링시스템(VMS) 관련 사업의 최종 계약을 목전에 두고 있다. ICCAT(대서양 참치 보존위원회)에서는 참치 남획에 대해 권고하며 각 국가별로 참치 어획량 쿼터를 국가별로 할당했다. 따라서 알제리 수산부 측에서는 자국 선박의 조업 감시 등을 위해 VMS의 구축이 필요했으며 가격이 저렴할 뿐 아니라 품질 면에서도 뛰어난 동사가 경쟁력을 가질 수 있었다. 현재 동사는 최종사업자로 선정되고 일자 확정만을 남겨두고 있는 상황이다. 09년 1차 공급 확정 금액은 1,000 척 기준으로 27 억 원 수준이며, 2010년부터 2011년까지 2차 예상 공급액은 50 억 원 수준에 이를 전망이다. 뿐만 아니라 알제리 수산부에 납품을 시작한 것은 동사가 지중해 국가로 시장을 넓혔다는 점에서 의의가 있으며 향후 모로코(10,000 척), 리비아(5,000 척) 등지로 동사의 제품을 판매할 수 있는 가능성이 커졌다.

그림 18. 지중해 연안국 VMS 수요 크기



자료: 삼영이앤씨, SMIC Research Team 4 (구글어스사진)

동사는 단파통신체계를 해군에 납품하는 국내 유일의 회사다

동사는 2005 년부터 단파통신체계를 군에 납품하기 시작했다. 동사가 70 억의 연구개발비를 들인 단파통신체계 제품은 2008 년 기준 85 억의 매출로 사상 최대를 기록했으며, 2009 년과 2010 년 동사의 방산부문 예상 매출액은 동사 예측 기준 75 억 원 정도다. 방산부문의 특성상 정확한 영업이익률을 파악할 수는 없지만 2010 년 1 분기를 마지막으로 매년 방산기술 무형자산에 이루어지던 총 70 억원의 감가상각이 끝나기 때문에 방산부문의 영업이익률은 더욱 상승할 것이라 예상된다. 단파통신체계 해군 공급 독점권은 2009 년을 마지막으로 종료되지만, 현실적으로 국내에 경쟁업체가 없기 때문에 사실상 계속해서 독점 공급할 수 있을 것으로 예측된다. 또한 군의 전력증강 예산이 해마다 지속적으로 증가하고 있고 최신헌정 및 기존 함정 교체수요를 감안한다면 앞으로도 방산부문의 매출은 꾸준할 것으로 예상된다.

3. 마리나 건설 수혜

국내 마리나 항만 건설에 대한 노력이 일어나고 있다

마리나(MARINA)란 바다와 관계된 모든 레저 활동을 일컫는 말이며, 다양한 종류의 보트류를 정박시킬 수 있는 계류시설과 육상에 요트 클럽하우스, 수리소 등 이와 관련된 다양한 서비스 시설을 갖춘 전용 항구를 의미한다. 이러한 마리나 항만에는 세일링 요트와 엔진부착 보트, 그리고 낚시어선, 유람선 등의 기타 장비가 적용되고, 정부에서는 지역 관광수입 증대와 부가소득의 창출 및 새로운 일자리 창출을 위해 해양레저 및 관련 산업을 유치하려 하고 있다.

해양레저산업에 대한 우리나라의 관심은 아직 미미한 수준이다

그러나 소득수준이 향상되고 여가 환경이 개선됨에 따라 해양레저, 스포츠 참여 인구가 지속적으로 늘어나는 데 반해 인프라는 턱없이 부족한 수준이다. 실제로 해상레저기구의 경우 01 년 4,000 척 수준에서 06 년 7,500 척까지 증가했고 국내 해양레저 면허 취득자 수는 2000 년 7,000 명 수준에서 2008 년 65,000 명 수준으로 크게 증가했다. 반면 우리 나라의 해양레저장비 보유 비율이 5,500 명당 1 척인 점에 비해 노르웨이가 6 명당 1 척, 핀란드가 7 명당 1 척, 스웨덴이 12 명당 1 척 수준이며, 우리나라와 해양환경 및 수산업 여건이 비슷한 일본이 450 명당 1 척 수준을 볼 때 일인당 GDP 를 감안하더라도 우리나라의 레저장비 시장은 해외에 비해 많이 뒤쳐져 있음을 알 수 있다. 각 지자체에서는 이러한 상황을 반영하여 마리나 등 해양레저 지원 시설 및 건설 사업을 추진하고 있고, 사업 관련 예산 규모도 일부 비공개한 지자체를 감안했을 때 1 조 원에 이르는 수준으로 관측되고 있다.

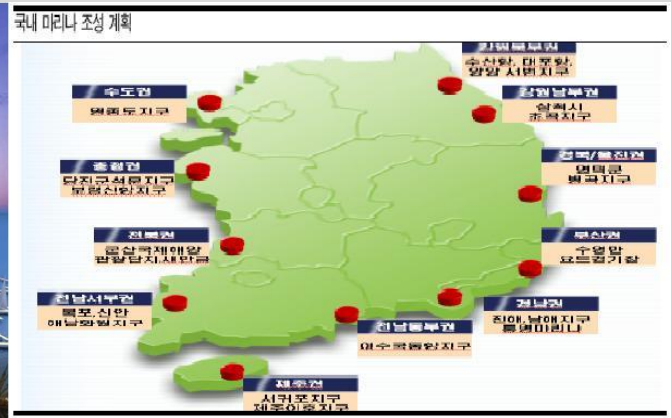


그림 19. 마리나 조감도



자료: 삼영이엔씨

그림 20. 국내 마리나 조성 계획



자료: 삼영이엔씨

정부에서도 관련 법안을 발의하여 재정적, 규제적 지원 정책을 마련하고 있다

정부에서도 이에 대해 적극 지원하려는 움직임을 보이고 있는데, 이는 중국 등 신흥 조선국가와 치열하게 경쟁할 수 밖에 없는 소규모 연안 선박 제작보다는 고부가가치 산업인 해양레저장비 제작으로의 전환의 필요성을 느꼈기 때문이다. 실제로 요트나 보트 등 해양레저장비의 세계 시장 규모는 엄청난 수준이지만 호주, 미국 등의 일부 업체들이 시장을 독식하고 있는 상태이고 우수한 조선기술을 갖춘 한국 업체들에게는 매력적인 블루오션으로 부각되고 있다. 국토해양부는 2008년 6월 17일, 마리나 항만의 합리적인 개발과 이용을 위해 국가 차원의 적정수준 마리나 항만개발계획을 수립하고, 마리나 항만의 개발·이용 및 이와 관련된 산업의 육성에 필요한 사항을 정하기 위해 <마리나 항만의 조성 및 관리 등에 관한 법률>을 입법예고 했으며, 같은 해 11월 국회에 발의되었다. 이와 동시에 국토해양부는 <건설투자 5조원 확대 등 일자리 창출 대책 마련> 계획을 발표했고, 이에 따르면 향후 마리나 항만 개발(14개소 운영·개발 중 → 30개소 이상 추가 개발)을 통해 해양레저산업을 활성화하게 된다. 이로써 국가 차원에서 해양레저산업을 육성하고 선박 건조와 상품 개발, 제작 등 관련 산업단지를 지원할 수 있는 법률적 근거 마련되었으며 이는 해상통신장비를 공급하는 동사에게 상당한 수혜로 작용할 전망이다.

국내에서 선점적 위치를 장악할 동사에게 마리나 항만 사업은 큰 수혜를 가져다 줄 것이다.

이러한 마리나 항만법은 2009년 5월 4일 216인의 국회의원 중 209인의 찬성으로 국회 본회의를 통과함으로써 입법 절차를 끝내고 법으로서 제정되었다. 이로써 마리나항만 개발사업의 진행에 가속도가 붙게 되었고 이르면 2010년부터 급성장할 전망이다. 동사는 프랑스의 Plastimo 사와의 기술적 제휴를 통해 마리나 항만의 인프라 시설과 선박 등에 통신장비를 공급할 예정이며, 통상적으로 한 항만에 200~300대의 선박이 계류한다는 점과 AIS, VMS 등 항해시스템체계 판매로 선박 한 척당 300만 원의 매출이 발생한다는 점을 볼 때, 하나의 마리나 항만 건설은 동사에게 약 6~9억 원의 매출을 가져다 주게 되며, 기존의 계획된 수만명 마리나 항만이 개발될 경우에는 상당한 실적 향상을 얻게 될 것이다.



추후 사업 진행 상황에 지속적인 관심을 가질 필요가 있다

그러나 동사가 마리나 항만법으로부터 얻을 수 있는 수혜에 대해서 조심스럽게 접근할 필요성은 분명히 있다. 현재 시점에서 법안이 국회 본회의를 통과하여 법으로 제정되었고 향후 각종 재정·규제 차원의 지원이 발생할 것은 분명하지만, 계획대로 개발이 이루어질 것인가와, 증가하는 공급에 대한 수요가 충분히 발생할 것인지는 미지수이기 때문이다. 이러한 수요의 측면에서는 최근 지난해 경기도에서 개최된 국제보트쇼에 35 만 명 가량이 방문한 사실이 고무적이라 할 수 있지만, 여전히 존재하는 불확실성에 대해서는 밸류에이션에 반영하였다. 또한 동사는 2009 년 3 월 마리나 및 해양레저산업으로의 다각화를 위해 목적사업을 추가했고 관련 기반시설 확충계획이 가시화됨에 따라 이에 수반되는 신규사업을 추진할 예정에 있어서 동사의 움직임에 대해 지속적으로 관심을 가질 필요가 있다.

V. RISK

장기차입금 위주에서 단기차입금 위주의 구조로 변화하고 있다

1. 불안정한 중·소형 조선산업

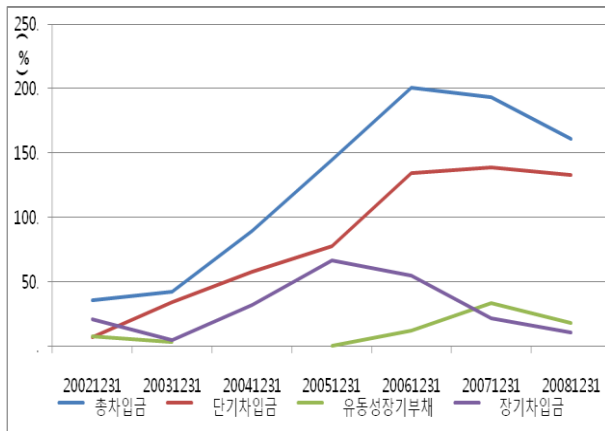
동사의 차입금 구조는 장기차입금 위주에서 단기차입금 위주의 구조로 변화하고 있다. 이러한 이유로 동사의 재무 안정성에 문제제기를 할 수 있다. 그러나 2008 년도 현금이 급격히 변동하고 있지만 여전히 당좌비율이 100%를 넘기 때문에 당장의 안정성에 빨간불이 켜진 것은 아니다. 그러나 근본적으로 동사가 속해있는 중·소형 조선산업의 축소로 인해 은행으로부터 장기차입금을 가져올 수 없는 상황은 분명 동사에 위협이 될 수 있다. 장기차입금 중 대부분이 국가에서 지원한 장기 연구지원 대출이었다. 그러나 이러한 자금을 되갚으면서 은행으로부터 장기차입금으로 자금을 마련하지 못해 단기차입금으로 롤오버를 하고 있다. 이러한 문제점에 대처하기 위해서 동사는 2007 년부터 부채비율을 감소시키기 위한 노력을 해왔으며 2008 년에 환율효과를 톡톡히 보면서 악화되고 있던 재무상황을 호전시키는데 성공하였다. 또한 향후 상당한 양의 매출채권 회수가 이루어질 것이라는 점, 높은 유동비율과 당좌비율을 보유하고 있다는 점도 고무적이라 할 수 있다.

2009년부터 국내 중·소 조선시장이 안정될 것으로 기대된다

그러나 이러한 일회성 상황에 따른 재무상황의 호전은 근본적인 문제가 해결되지 않는다면 해결될 수 없다. 지난 6 년간의 중·소조선소 업체 수 및 신조선 추이를 보더라도 국내 중·소조선소 산업이 축소되고 있음을 알 수 있다. 그러나 국내 중·소형 조선산업이 희망이 없는 것은 아니다. 2008 년부터 정부주도의 선박 수 감소 정책이 완화됨에 따라 2007 년부터 신조선수가 다시 증가했음을 알 수 있다. 이러한 추세에 힘입어 앞으로 중·소형 조선산업은 안정적인 시장규모를 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

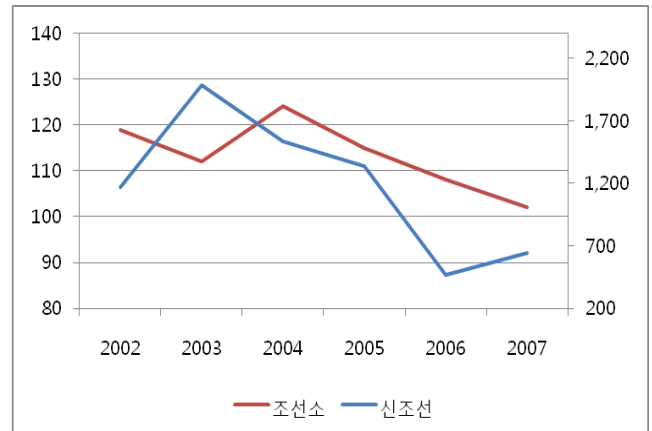


그림 21. 차입금 구조 추이



자료: SMIC Research Team 4

그림 22. 국내 중소조선소 업체 수 및 신조선 추이



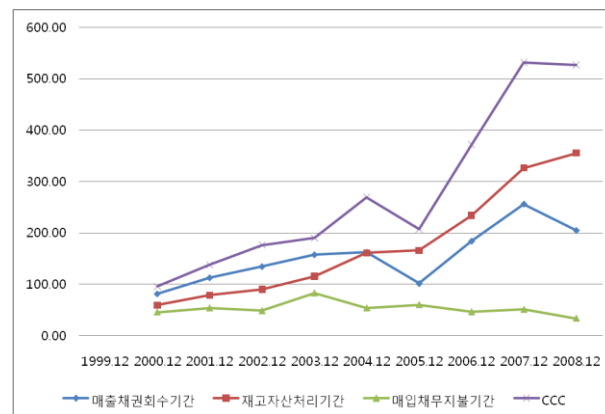
자료: 한국조선공업협동조합, SMIC Research Team 4

2. Power 없는 삼영이엔씨

CCC: 528일

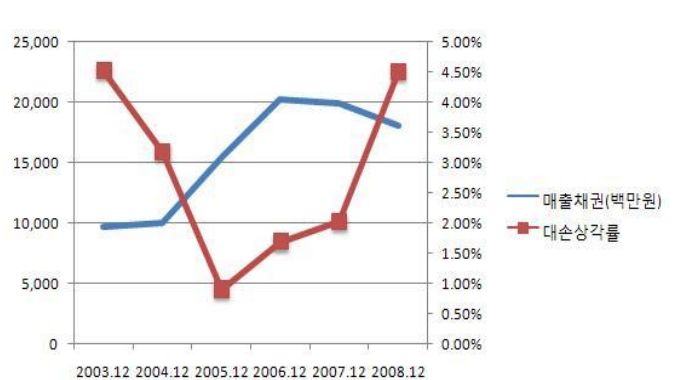
동사의 2008 년 CCC 는 528 일이고 운전자금회전주기는 379 일이다. 2004 년부터 매출채권회수기간 및 재고자산처리기간이 본격적으로 길어지기 시작하였는데 이는 동사가 국내시장의 한계를 극복하고자 해외진출에 박차를 가했기 때문이라고 판단 된다. 수출 대상 시장 중 50%가 동남아시아 지역이며 아프리카, 중동 등의 지역이 많아 매출채권을 회수하는 기간이 국내보다 오히려 더 길어진 것으로 보인다. 특히나 해외시장에서 네임 밸류가 없는 동사가 가격 경쟁 및 밀어내기식 판매를 했을 것으로 보이며 이러한 노력에 결과로 외형적 매출액은 늘렸지만 CCC 및 대손상각률의 상승이라는 부작용을 야기하였다. 그러나 제품 공급 시 과거에는 매출채권결제 기간을 넉넉하게 줬던 대신, 어느 정도 시장에 진입한 2007 년 시점에서부터는 본격적인 매출채권의 회수가 이루어지기 시작했으며, 실제로 동사의 매출채권 중 3 년을 초과하는 분량은 제로라는 점, 작년 12 월부터 발생한 매출채권에 대해서는 3 개월 결제조건으로 이루어졌기 때문에 향후 CCC 의 개선이 예상된다.

그림 23. CCC 변화 추이



자료: SMIC Research Team 4

그림 24. 매출채권 및 대손상각률 변화 추이



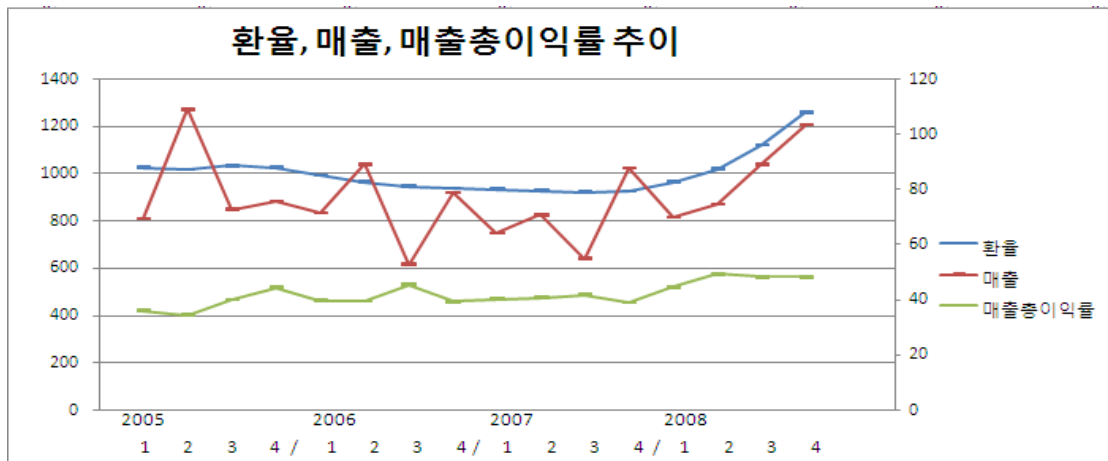
자료: SMIC Research Team 4



3. Exchange Rate Risk

동사 역시 수출의 비중이 커짐에 따라 환율 변동에 따른 수혜, 손실을 고려해 보아야 한다. 아래의 그래프는 환율과 매출, 매출 총 이익률 추이를 2005 년부터 2008 년 까지 분기별로 세분화하여 나타낸 것이다. 한가지 특이한 현상은 2008 년 3, 4 분기에서 급격히 오른 환율에 비해 매출 총 이익률은 큰 변화가 없다는 점이다. 이는 현재 동사는 수출의 비중이 커지고 있는 것이 사실이지만 아직 내수의 비중 역시 무시할 수 없기 때문에 환율에 영향을 받지 않는 내수 부분이 수출에 의한 환율 효과를 어느 정도 상쇄해주고 있기 때문이기에 동사의 환율에 따른 민감도는 상대적으로 작다고 볼 수 있다. 또한, 이는 동사의 2008 년 영업이익률의 상당한 개선이 환율효과에 의해서라기보다는 방산장비와 고부가제품의 매출 증대에 의해 이루어졌다는 것을 의미하는 것이므로 향후에도 크게 변하지 수준의 영업이익률을 유지할 것으로 기대할 수 있다.

그림 25. 환율, 매출, 매출총이익률 추이 (분기별)



자료: SMIC Research Team 4

자
=

VI. Valuation

리서치 4 팀은 다음과 같은 가정을 토대로 성장 동력을 확보하고 있는 동사의 가치를 DCF 법을 통해 산출하였다.



1. DCF 법 - 보수적인 접근

투입요소 가정

Research 4 Team 은 동사에게 있어 확실히 되는 이슈들을 토대로 보수적인 관점에서 매출액 직접 산정하였고, 사업부는 해상정보통신과 항해장비, 그리고 방산장비와 기타 부분으로 나누었다. 우선, 해상정보통신 사업부에는 선박안전법에 따른 2 톤 이상 어선에 대한 예상 매출 60 억 원을 2009 년과 2010 년에 각각 30 억 원씩 반영했고, 최종사업자로 선정된 알제리 수산부 매출 건에 대해 각각 25 억 원씩 반영했다. 보수적인 관점에서 기업의 가치를 산출하기 위해 선박안전법의 적용 대상 확대에 따른 2 톤 미만 어선 2 만 척에 대한 잠재적인 매출 가능액과 알제리 인근 국가에 대한 신규 수주 가능액은 모두 배제하였다. 항해장비 사업부문에서는 Plastimo 사와 확정된 계약금액을 연도별로 직접 적용하였다. 세 번째 사업부문인 방산 및 기타에 대해서는 해군에 대한 독점 공급권이 2009 년에 종료되지만, 현실적으로 국내에서 동사 이외의 업체가 해군에 납품하는 것은 불가능하다고 판단했고, 기타 부문은 상품과 수요의 변화를 예측하기 어려운 품목들로 구성되어 있기 때문에 보수적인 관점에서 3%의 성장률을 적용했다.

영구성장률

영구성장률은 동사가 Plastimo 사에 대한 ODM 공급계약을 시작으로 해외 레저 보트 분야에서의 성장 가능성을 보여줬다고 판단했고, 마리나 산업에 따른 수혜도 예상되고 있지만 보수적인 관점을 유지하기 위해 2%의 영구성장률을 적용했다.

목표주가 계산

이러한 가정을 토대로 terminal value 는 87,102,177 이고 WACC 은 8.67%가 나왔다. 마지막으로 전환사채 등이 없었으므로 바로 구해보면 목표주가는 7,246 원이 나온다. (현재 주가는 5 월 8 일 장마감 기준으로 6,500 원이다.)



매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	20.84%	16.91%
유,무형자산 상각비	7.91%	6.07%
영업용운전자본	82.92%	67.13%
순유형고정자산	16.08%	22.61%
순무형고정자산	25.78%	24.18%
기타영업용순자산	1.18%	1.42%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	33,749,029	41,089,931	42,679,931	45,121,527	47,988,370	50,881,219
매출액성장률(사업부A)				3.0%	3.0%	3.0%
매출액(해상정보통신)	10,413,191	14,663,191	14,663,191	15,103,087	15,556,179	16,022,865
매출액성장률()						
매출액(항해장비)	9,076,740	13,426,740	14,626,740	16,226,740	18,226,740	20,226,740
매출액성장률(사업부C)			3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
매출액(방산과 기타)	14,259,098	13,000,000	13,390,000	13,791,700	14,205,451	14,631,615
가중평균성장률		0.0%	0.0%	1.4%	1.4%	1.3%
예상EBIT	7,033,684	6,948,720	7,217,605	7,630,504	8,115,316	8,604,526
NOPLAT	5,099,421	5,037,822	5,391,551	5,951,793	6,329,946	6,711,530
(+)유,무형자산 상각비	2,669,587	2,492,998	2,589,466	2,737,602	2,911,539	3,087,053
출연금유입	7,769,008	7,530,820	7,981,017	8,689,395	9,241,485	9,798,583
영업용 운전자본	27,984,832	27,582,173	28,649,482	30,288,436	32,212,843	34,154,707
순유형고정자산	5,426,708	9,289,458	9,648,919	10,200,906	10,849,031	11,503,035
기타 영업용 순자산	396,699	584,049	606,649	641,353	682,102	723,221
IC	33,808,239	37,455,679	38,905,049	41,130,695	43,743,977	46,380,964
예상ROIC(평균)	14.9%	14.1%	14.1%	14.9%	14.9%	14.9%
예상ROIC(기초)	14.6%	14.9%	14.4%	15.3%	15.4%	15.3%
IC증가액		3,647,440	1,449,370	2,225,646	2,613,282	2,636,987
(+)유,무형자산 상각비		2,492,998	2,589,466	2,737,602	2,911,539	3,087,053
총투자액		6,140,438	4,038,837	4,963,248	5,524,820	5,724,040
예상 FCFF		1,390,382	3,942,181	3,726,147	3,716,664	4,074,543
할인기간		0.58	1.58	2.58	3.58	4.58
현재가치		1,324,551	3,455,881	3,005,869	2,758,996	2,783,328

현재가치의 합	13,328,625
PV of TV	59,499,659
현금 + 시장성유가증권	6,306,058
비영업용자산	722,719
Value of the Firm	79,857,061
(-)Value of the Debt	16,095,820
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	63,761,241
발행주식수	8,800,000
희석주식수	
목표주가	₩ 7,246
현재주가	₩ 6,500
기대수익률	11%



2. PER 법 - 마리나 항만법의 시행

앞서 분석한 바와 같이 현재 국회 본회의를 통과한 마리나 항만법이 계획대로 실행될 경우 동사에게는 상당한 수혜로 작용할 전망이다. 따라서 Research 4 Team은 정부와 지자체의 계획대로 사업이 진행되고, 수익성이 높은 레저보트 장비의 매출이 더 확대되었을 경우를 가정하여 밸류에이션을 수행하였다.

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E		
당기순이익	7,770,695,966	9,324,835,159	11,189,802,191	13,427,762,629	16,113,315,155	19,335,978,186	연20%성장 가정	
주당 EPS	883.0336325	1059.640359	1271.568431	1525.882117	1831.05854	2197.270248		
Target Price 1	4,415	5,298	6,358	7,629	9,155	10,986	5	Target PER
Target Price 2	5,298	6,358	7,629	9,155	10,986	13,184	6	
Target Price 3	6,534	7,841	9,410	11,292	13,550	16,260	7.4	
Target Price 4	7,947	9,537	11,444	13,733	16,480	19,775	9	
Target Price 5	9,713	11,656	13,987	16,785	20,142	24,170	11	

따라서 4 팀은 최소 기대수익률 11%로 buy 를 제시하는 바이며, 정부에서 추진하는 신사업이 향후 순조로이 진행될 경우 현재의 PER 7.4 를 가정한 2011 년 기준 동사의 적정주가는 11,292 원으로 안전마진 73%로 buy 를 제시하는 바이다.

VII. Appendix - 1

베타	수익률
0.5	29%
0.55	22%
0.6	16%
0.63471	11%
0.65	10%
0.7	4%
0.75	-1%
0.8	-6%
0.85	-10%
0.9	-14%
0.95	-18%
1	-21%

VII. Appendix - 2

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	327	292	278	337
매출원가	201	173	165	176
매출총이익	126	119	112	162
판매비 및 일반관리비	65	74	74	91
인건비	17	21	22	23
광고상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	12	16	16	20
기타판매비 및 일반관리비	12	12	10	13
영업이익	62	46	39	70
영업외손익	-7	-14	-11	30
이자수익	0	0	0	0
이자비용	6	9	13	14
외환차손익	-1	-3	0	22
외환자산손익	-1	-3	1	23
지분변이익	0	0	0	0
기타영업외손익	-0	0	-0	-2
세전계속사업이익	54	32	28	100
법인세비용	9	6	4	23
계속사업이익	45	26	23	78
종단사업이익				
당기순이익	45	26	23	78
EPS (원)	515	293	265	888
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	281	368	384	426
현금및예금등	12	13	10	60
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	147	195	189	164
재고자산	111	148	171	187
비유동자산	176	166	161	153
투자자산	6	4	5	7
유형자산	61	59	58	54
무형자산	98	98	95	87
자산총계	457	533	545	579
유동부채	121	188	223	215
매입채무	22	23	16	13
단기차입금	78	134	139	133
유동성장기차입금	0	12	33	18
비유동부채	67	55	21	11
사채	0	0	0	0
장기차입금	67	55	21	11
부채총계	188	243	244	226
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	172	182	192	256
자본조정	-12			-12
자본총계	269	291	301	352

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	-7	-33	36	124
당기순이익	45	26	23	78
비현금수익비용가감	23	27	25	30
유형자산감가상각비	8	8	7	6
무형자산감각비	12	16	16	20
회계급여	3	3	3	3
외환자산손익	0	0	-1	-0
지분변환가손익	0	-33	36	124
기타	-1	34	-35	-124
영업활동으로인한자산부	-75	-86	-13	16
투자활동으로인한현금흐름	-31	-21	-15	-39
유형자산 투자	-9	-6	-5	-3
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 종관	-23	-16	-12	-14
투자자산 종관	-0	0	-1	-2
기타	1	0	4	-20
재무활동으로인한현금흐름	41	53	-21	-56
장단기차입금증가	55	57	4	1
사채종관	0	0	0	0
자본종관	0	0	0	0
배당금회지급	0	-16	-13	-14
기타	-13	12	-12	-43
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	3	-2	-0	29
기초현금	9	12	11	10
기말현금	12	11	10	39

주요투자지표

(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	63.3%	-10.6%	-5.0%	21.5%
EBITDA성장률 %	193.7%	-15.9%	-9.9%	56.5%
EBIT성장률 %	191.4%	-26.0%	-15.1%	81.9%
순자산성장률 %	15.4%	16.8%	2.2%	6.1%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	38.6%	40.8%	40.5%	47.9%
EBITDA마진률 %	25.0%	23.5%	22.3%	28.8%
EBIT마진률 %	18.8%	15.6%	13.9%	20.8%
세전계속사업이익률 %	16.6%	10.9%	10.0%	29.7%
당기순이익률 %	13.8%	8.8%	8.4%	23.0%
Stability Ratios				
부채비율 %	69.7%	83.5%	81.2%	64.2%
순부채비율 %	49.0%	64.7%	60.9%	28.6%
유동비율 %	232.1%	195.6%	172.1%	197.8%
당좌비율 %	140.2%	116.8%	95.3%	110.7%
이자보상배율	11.1	5.1	3.1	5.1
Performance Ratios				
ROE %	17.9%	9.2%	7.9%	23.8%
ROA %	10.6%	5.2%	4.3%	13.8%
ROIC %	17.7%	10.3%	6.9%	11.8%
Per Share Ratios				
수정EPS	512	293	265	888
주당순자산	3,058	3,302	3,418	4,004
주당현금흐름	742	558	531	1,186
주당배당금	250	200	200	200

