

## 안정적인 BM과 새로운 성장 동력

BUY

## Valuation

Target Price: 7.081

Price: 6,030

Margin of Safety: 17%

MktCap.(100mn): 1,762

ROE: 17.02%

ROA: 13.22%

Op.Magin: 21.52%

PER: 7.87

PBR: 1.27

Dividend Yield: 4.2%

Major Sh.Holder: 김영환

28.24%

## 합금철 매출이 지속적으로 증가하고 있다.

현재 동사의 주요 사업부인 합금철 관련 매출이 지속적으로 증가하고 있다. 이는 전방산업인 철강 생산량의 증가와 고급철에 대한 수요가 증가함에 따른 것으로 해석할 수 있으며, 향후 합금철의 공급 부족이 예상되므로 동사의 합금철 매출은 지속적으로 증가할 것이라는 점을 확인할 수 있다.

## 황금알을 낳는 거위 고속도로 휴게소.

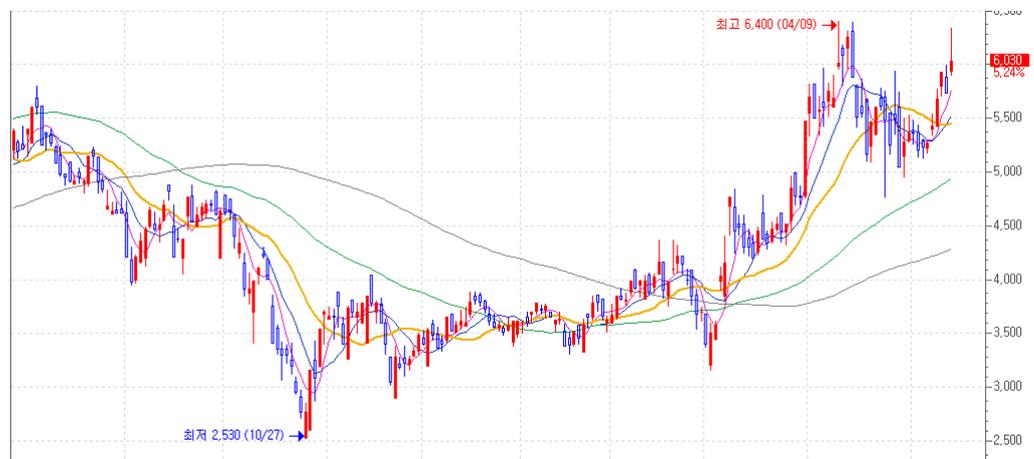
동사는 영동고속도로 위에 위치한 문막 휴게소 사업을 하고 있다. 문막 휴게소는 매출액 기준 국내 10위권 휴게소로 안정적인 매출을 내고 있으며 주 5일 근무의 영향으로 이용객들의 수가 꾸준히 증가하는 추세에 있다. 또한 휴게소 재계약 실패률이 2%에 그치기 때문에 5년 마다 돌아오는 재계약에도 문제가 없을 것으로 본다.

## 순환출자 구조는 리스크가 아니다!

동사가 속한 송원그룹은 6개의 계열사들의 지분관계가 얽혀있는 순환출자 구조를 지니고 있다. 그러나 저마다 기술축적이 중요하고 규모가 작은 시장에서 선두의 자리를 지키고 있으며 재무구조 또한 양호하기 때문에 어느 한 회사의 부실로 인해 모두가 피해를 받을 염려는 없어 보인다.

## LED 수혜주인 자회사 남영전구의 전망이 밝다

자회사 남영전구는 LED 조명 수혜주로 기대를 받고 있다. 남영전구는 현재 삼성전기와 제휴하여 LED 신제품을 출시하였으며 LED조명 시장점유율 40%를 차지하고 있다. LED 조명 관련 경쟁 기업이 상당히 많으나 기존의 조명 산업에서 쌓아 올린 인지도와 기술력을 바탕으로 당분간 우위를 점할 것으로 예상된다.



Research 4 Team

강세룡, 김승현,  
박다희, 이태경, 임이랑

## I. 기업소개

태경산업은 산업 기초재를 생산과 휴게소 위탁운영을 영위하고 있다

태경산업은 다양한 산업 기초재를 생산하는 여러 계열사를 지닌 송원그룹의 지주사격인 회사이다. 동사는 철강산업의 부원료인 망간계 합금철과 제지산업의 부원료인 중질탄산칼슘을 생산하고 있다. 또한 문막(상,하행)휴게소와 경주휴게소를 위탁 운영하여 안정적인 수입을 올리고 있으며 지분의 55.3%를 보유하고 있는 자회사 남영전구는 LED 수혜주로 최근 시장의 주목을 받고 있다.

합금철 제조산업의 특성

망간계 합금철(이하 합금철)은 합금강의 원료가 될 뿐만 아니라 보통 강을 제조할 때 철의 특성을 저해시키는 산소와 유황 성분을 제거하기 위한 용도로 사용된다. 따라서 합금철은 주로 POSCO, 현대제철, 전기로 제강사 등지에서 사용되며, 그 중에서도 POSCO 가 국내 합금철 소비시장의 40% 이상을 점유하고 있다. 2008년에는 경기침체의 영향을 받아 철강산업이 주춤했고 합금철 시장도 침체의 영향을 받았지만, 고급 강에 대한 수요가 지속적으로 늘어나고 있는 추세이기 때문에 동사가 속한 합금철 시장은 지속적으로 성장할 전망이다.

전방산업인 철강산업이 합금철에 대한 수요를 늘리고 있기 때문에 합금철 업계는 2008년을 기준으로 생산량 확대를 실시하고 있다. 이에 따라 401,774톤에서(2008년 기준) 50만여 톤으로(2010년) 생산능력이 확대될 것이다.

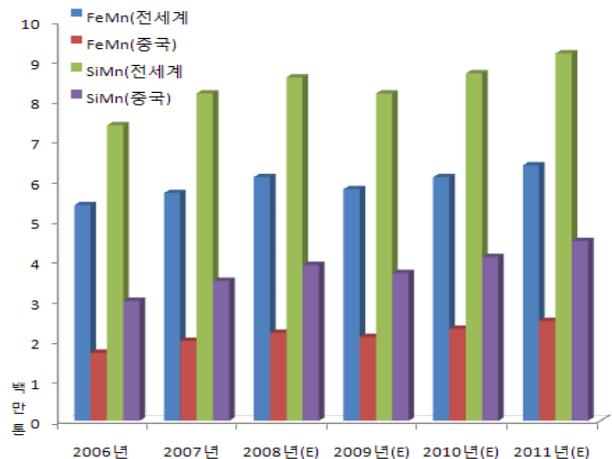
국내 합금철 생산업체는 4 개 업체가 과점 구조를 이루고 있으며, 주요 원료인 망간 광석은 전량 수입에 의존하고 있는 상황이다.

그림 1. 국내 합금철 회사 생산 현황

회사	실제생산(단위:톤)	생산품목
동부메탈	166,482	고탄소 페로망간, 저 중탄소 페로망간, 실리콘 망간
태경산업	36,669	페로망간
동일산업	90,468	고탄소 페로망간, 실리콘 망간, 저탄소 실리콘 망간, 페로니켈 크롬
심팩 ANC	80,040	페로망간

자료: 업체별 사업보고서, Research 4 Team

그림 2. 국제 망간합금철 수요량 추이



자료: 동부메탈 투자설명서(2009.04.23), Research 4 Team

국내 합금철 시장은 과점체계를 이루고 있다

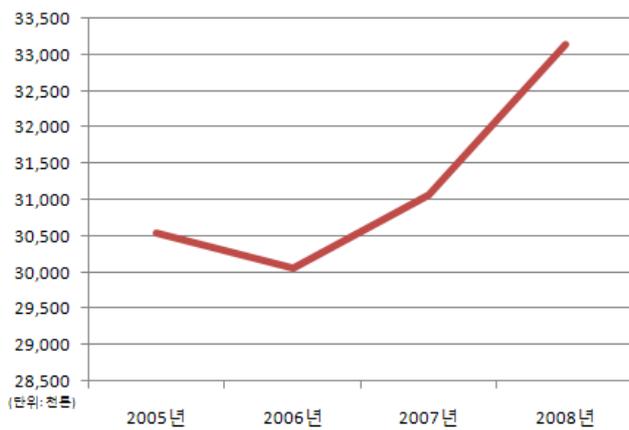
국내 합금철 시장에서는 동사와 동부메탈, 동일산업, 심팩 ANC 가 과점체계를 이루고 있다. 대기업이 리스크를 감수하고 진출하기엔 시장이 크지 않지만(2008년 기준, 1년 총 생산량 40만 t 미만) 고품질의 철강을 제조하기 위한 제강사들의 수요가 늘어나고 있기 때문에 중규모 기업이 활동하기에 알맞은 틈새시장이라 판단된다. 또한 전기로 제강을 하는 회사의 숫자는 많지만 수출이 많지 않고 POSCO, 현대제철 등 대형사의 입찰경쟁 방식을 통한 수요에 의존하는 구조다.

대기업에서 입찰경쟁을 통해 수주를 받더라도 공급가액은 국제시세에 연동하기 때문에 국내 합금철 기업들의 수익은 크게 국제 합금철 가격과 주원료인 망간광석 가격에 영향을 많이 받고 있는 상황이다.

태경산업의 2005년에 합금철 생산을 시작했으며 합금철 분야에서 꾸준한 성장을 하고 있다

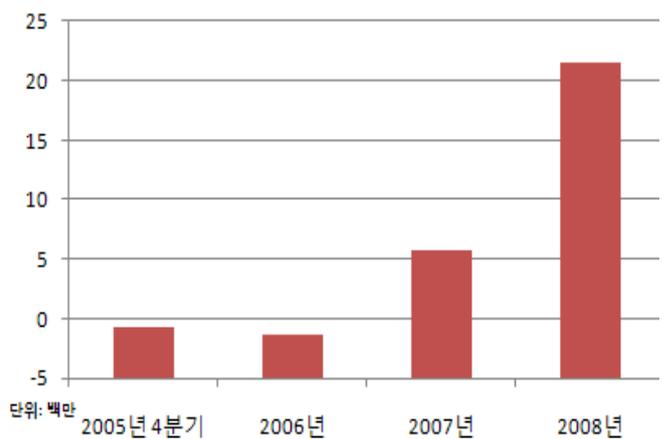
태경산업은 본래 POSCO 에 제강제련제를 공급하던 회사였는데, 예미공장의 카바이드 제조용 전기로 설비를 개조하여 2005년 8월부터 본격적으로 합금철을 생산하기 시작했다. POSCO 가 동사의 합금철 생산량의 대부분을 수요하고 있고, 공개입찰 방식이지만 4개사의 합금철 생산량에 한계가 있기 때문에 안정적인 매출이 지속적으로 발생하는 상황이다. 또한 동사의 합금철 생산량은 지속적으로 늘고 있어서, 2005년 8월 합금철 생산을 시작했을 때의 연간 생산가능량은 18,250t 이었는데 2008년에는 39,906t 으로 늘어나 2006년 생산 가능량의 2배에 이르렀다. 이에 따라 합금철 사업부의 매출액과 영업이익은 지속적으로 늘고 있다.

그림 3. POSCO 조강 생산량 추이



자료: POSCO 사업보고서 , Research Team 4

그림 4. 동사의 Fe-Mn 부문 영업이익



자료: 사업보고서, Research Team 4



## II-1. 사업부: 망간계 합금철

### 합금철의 가격과 주요 원재료의 가격

#### 1) 합금철 가격의 결정 원리

국내 합금철 가격은  
국제 합금철 가격에  
연동한다

동사의 주력 제품인 합금철의 국내 가격은 국제 합금철 가격에 연동하는 모습을 보여왔다. 국제 합금철 가격 추이는 그림 5,6과 같다. 동사의 합금철 매출은 2008년 기준 내수 비중이 80%이며 제품의 대부분이 POSCO에 납품된다. 합금철 제조업체들은 철강업체와 보통 6개월 단위로 공급 계약을 맺는데, 국내 철강 생산의 많은 부분을 차지하는 POSCO가 계약 시 CRU철강재 가격지수(국제 리서치 기관 지수)를 기준으로 삼기 때문에 국내 합금철 가격이 국제 합금철 가격에 연동하는 모습을 보이는 것이다.

그림 5. 08말~09년 5월 합금철가격

그림 6. 08년 월별 합금철가격

종류	(단위: \$/톤)					전년대비 변동률(%)
	'08년말	'09.3월평균	'09.4월평균	'09.05.11	'09.05.12	
니켈	11,700	9,789	11,376	12,925.0	13,050.0	0.97%
케로실리콘	1,050	1,255	1,255	1,050.0	1,050.0	0.00%
코발트	36,377	31,767	31,767	36,927.7	36,927.7	0.00%
케로망간	2,200	1,736	1,736	1,500.0	1,500.0	0.00%
오산화바나듐	17,637	13,027	13,027	8,818.6	8,818.6	0.00%
케로바나듐	30,000	23,682	23,682	18,750.0	18,750.0	0.00%
인듐	385,000	325,000	325,000	325,000.0	325,000.0	0.00%

구분	Mn ore (Europe spot)	FeMn (High) HK FOB	FeMn (Low) US FOB
Jan-08	7.3	1,582	3,527
Feb-08	10.5	1,861	3,935
Mar-08	12.2	2,289	4,515
Apr-08	13.4	2,450	4,943
May-08	13.5	2,450	5,093
Jun-08	14.7	2,493	5,289
Jul-08	17.0	2,943	5,321
Aug-08	17.5	3,000	5,277
Sep-08	17.4	2,926	5,214
Oct-08	15.7	2,875	5,214
Daily			
10월 23일	15.0	2,875	5,214
10월 24일	15.0	2,875	5,214
10월 27일	15.0	2,875	5,214
10월 28일	15.0	2,875	5,214
10월 29일	15.0	2,875	5,214
10월 30일	15.0	2,875	5,214
10월 28일	15.0	2,875	5,214

자료: 조달청

자료: 삼성증권

조강생산이 증가함에  
따라 합철금에 대한  
수요도 증가할 것이다

국제 합금철 가격은 각국의 조강 생산량과 주요 원재료인 망간 광석의 가격 변화에 영향을 받는다. 최근 세계 각국의 조강 생산 가능량은 꾸준히 증가하고 있는데, 이는 많은 나라들이 철강 자급노력을 전개함에 따라 설비증설이 이루어지고 있기 때문이다. 이와 같은 맥락에서 국내 조강 생산능력도 꾸준히 증대되어 왔는데 현대제철의 설비증설이 2011년에 끝나고, 동부제강의 설비증설이 2009년에 준공됨에 따라(그림8 참조) 현대제철 800만 톤, 동부제강 250만 톤의 생산 증가가 이루어 질 예정이기 때문에 2011년 생산 능력은 연간 7,200만 톤을 넘어설 전망이다. 또한 조강생산량이 이와 같이 늘어남에 따라 합금철에 대한 수요도 크게 증가할 것으로 예상된다. 보통 철강 한 톤을 생산하는 데 7kg의 합금철이 필요하다고 가정하고 2011년 국내 조강 생산량을 고려해 합금철 수요를 산출해 보면 최대 생산능력 기준 약 504,000톤이 될 것이다 이는 기존의 수요인 420,980톤에 비해

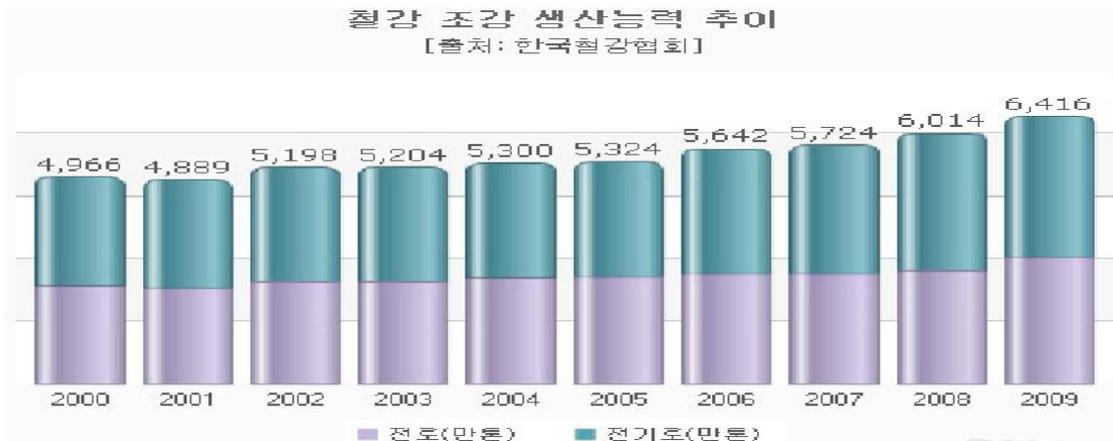
약 83,020 만 톤이 증가한 수치이다. 게다가 중국 정부가 합금철을 수출하는 자국 업체들에 대해 20%의 수출관세를 유지하기로 했다는 것과 2010년까지 합금철 생산 설비를 25% 감축하기로 결정한 것은 우리 나라의 조강 생산능력이 증가할 때 국내 합금철 업계의 수혜를 더 커지게 만들어 주는 요인이 될 것이다.

**국내 합금철 생산량도 현재 합금철 업체들의 설비증설에 따라 늘어날 것이다**

국내 합금철 생산 가능량은 동사와 동부메탈, 심팩ANC, 동일산업의 설비증설에 따라 증가할 것으로 예상된다. 2008년 기준 국내 합금철 생산 1위인 동부메탈의 생산 가능량은 연간 약 208,505톤, 동일산업은 46,163톤, 심팩ANC는 107,200톤, 동사 39,906톤으로 망간계 합금철 생산 가능량은 401,774톤이다(그림 9 참조). 여기에 2010년 12월에는 심팩 ANC의 생산능력이 20만여 톤으로 늘어나게 되기 때문에 결국 2010년 말에는 생산능력이 약 50만여 톤이 된다.

하지만 이처럼 생산량이 증가한다고 해도 제강사들의 설비 증설 속도에는 미치지 못하기 때문에 합금철 공급 부족 현상이 빚어질 것으로 전망되며 이는 합금철 가격 상승의 요인이 될 것이다.

그림 7. 철강 조강 생산능력 추이(국내, 단위: 천톤)



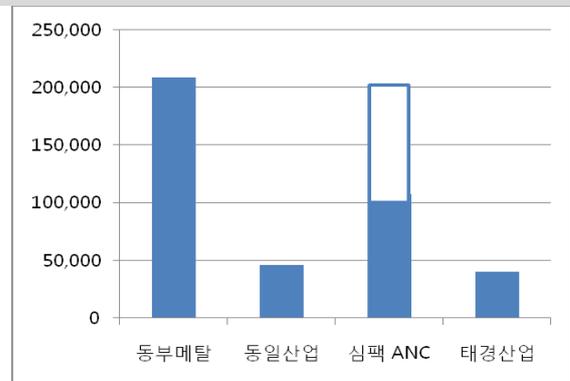
자료: 한국철강협회

그림 8. 국내 제강사 설비투자 계획

국내 제강사 설비투자 계획			
기업명	설비증설	준공예정	예상 증산량
현대제철	연산 400만톤 규모 고로2기 및 부대설비	2011년	800만톤
동부제강	160톤 규모의 전기로 2기 및 열간압연설비	2009년	250만톤
한국철강	70톤 전기로 및 부대시설	2008년 상반기	70만톤
대한제강	80톤 전기로 및 부대시설	2008년 12월	80만톤
한국특수형강	100톤 전기로 및 부대시설	2008년 12월	80만톤
POSCO특수강	30톤 전기로를 60톤 전기로로 대체	2008년	20만톤
합계			1,300만톤

자료: 대신증권 리서치센터

그림 9. 국내 합금철 업계 생산능력



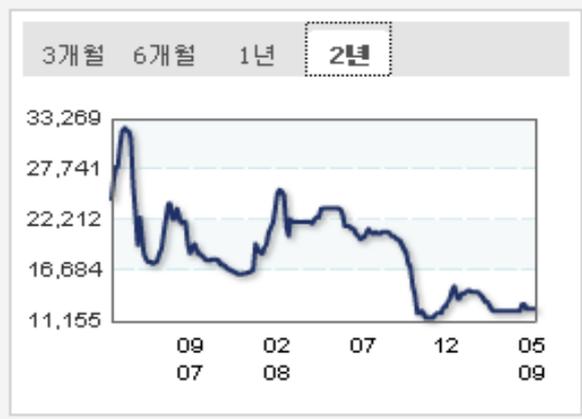
자료: 공시자료

2)주요 원재료의 가격

동사가 주력으로 하는 제품은 합금철(페로망간, 실리콘망간) 중에서도 페로망간(Fe-Mn)이다. 이를 제조하는 데 드는 원가의 구성을 살펴 보면, 망간광석이 30~38%, 코크스가 14~18%, 전기료가 25~30%로 이루어져 있다. 이 중 망간광석의 가격 변동성이 컸는데, 망간광석의 국제 가격은 해외물량의 50%를 차지하는 중국 시장의 가격에 연동한다. 망간의 약 95%가 철강 산업에 소비되며 망간광산은 몇몇 나라에 한정되어 있어 망간의 중요 생산·수출국도 중국, 호주, 남아공, 브라질 등 몇몇 나라에 국한되어 있는 상황이다. 국내 합금철 제조사들은 품질면에서의 우위와 조달의 안정성 때문에 호주의 BHP 빌리톤사에서 일년 단위로 구매 계약을 맺고 있다.

망간에 대한 수요의 95%가 철강산업에서 이루어지고 있기 때문에 망간의 가격은 조강 생산량에 크게 영향을 받고, 공급은 중국, 호주, 남아공, 브라질 등지의 광산 생산량에 영향을 받는다. 예를 들어 2007년에 망간 가격이 크게 상승했는데 그 이유는 개발도상국 및 중동의 철강수요가 증가해 세계 철강수요가 증가하면서, 합금철의 재료인 망간수요도 증가했기 때문이고, 이후 망간 가격이 떨어진 것은 경기침체로 철강산업이 침체되면서 망간에 대한 수요가 줄었기 때문이다. 망간 가격이 수직 하락한 시기가 미국발 경제위기에 대한 우려가 본격화된 시기와 비슷한 것을 확인할 수 있다. 또한 앞으로의 망간가격은 경제가 회복됨에 따라 다시 오를 것으로 예상할 수 있으며 이는 동사의 원재료비 상승으로 이어지게 될 테지만, 망간 가격이 오른다 해도 국내 합금철의 공급 부족으로 가격 전가력을 보유하고 있기 때문에, 망간가격이 오른다고 해도 동사의 영업이익이 크게 훼손되는 일은 없을 것이라 판단한다.

그림 10. 중국망간 현물가격(2년)



자료: KoreaPDS(기준 RMB/ton)

그림 11. 세계 조강 생산 추이



자료: KoreaPDS(기준 RMB/ton)

## II-2. 사업부: 초미립 중질탄산칼슘

**중질탄산칼슘은 제지, 도료용으로 주로 사용된다**

중질탄산칼슘이란 방해석을 물리적, 기계적으로 분쇄하고 분급하여 제조한 것으로 고무, 도료, 제지 생산에 쓰인다. 특히 제지 생산에서 부원료로 쓰이는 중질탄산칼슘은 종이의 보존 및 재활용성을 높이는 역할을 한다. 석회석이 아닌 활석을 부원료로 사용해 생산된 종이의 경우 산성지의 성질을 띠기 때문에 오래 보관할 수 없고 색이 변색돼 잉크 흡수성이 떨어진다는 단점이 있다. 반면 중질탄산칼슘을 사용하면 종이의 지력이 증가하고, 종이의 색의 백색도, 광택 및 인쇄 품질이 높아질 뿐 아니라 폐지의 재이용률이 증가하고 공장폐수를 감소시키는 효과를 갖고 있다. 따라서 국내 제지 산업에서는 이미 활석을 사용한 부원료가 중질탄산칼슘으로 대체된 상태이며 지속적으로 품질 업그레이드가 이루어지고 있다.

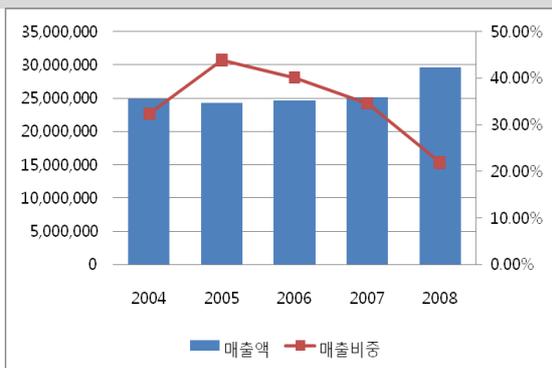
**중질탄산칼슘 시장은 시장점유율, 가격, 수요가 매우 안정적이다**

동사는 중질탄산칼슘 국내 2위의 업체로, 업계 1위인 오미아코리아와 시장을 3:2(오미아코리아60%, 동사40%)로 과점하고 있다. 중질탄산칼슘시장은 최근 5년간 가격, 시장 점유율, 수요 측면에서 매우 안정적인 모습을 보여왔다. 시장점유율의 경우 지난 5년 동안 변하지 않고 계속 이어져 오고 있으며 가격 또한 1년에 톤당 가격이 천 원씩 증가하는 등 큰 변동을 보이지 않았다. 중질탄산 칼슘의 전방 산업인 제지산업은 생산활동과 국민문화활동에 필수적인 소재산업이라 GDP 성장률에 시장 성장률이 연동하는 성격을 보이는 성격을 보여와 앞으로도 시장 규모는 안정적으로 유지될 것으로 예상된다.

**영업이익이 감소추세에 있다가 지난해 매출 증대로 소폭 상승했다**

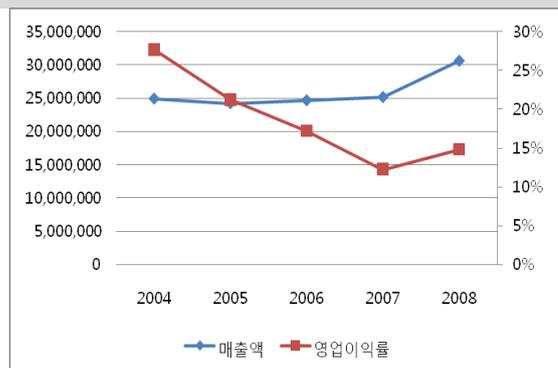
동사에서 생산되는 중질탄산칼슘은 주로 제지 및 도료업체에 납품된다. 매출액 규모는 250억 원으로 유지되어 오다가 지난해 약 290억 원으로 증가했는데 이는 경쟁사 오미아코리아의 부진에 따른 영향이다. 반면 중질탄산칼슘의 영업이익률은 2004년 28%에서 2007년 12%로 떨어졌다가 매출액이 증가하면서 지난해 15%대로 상승했다. 매출비중은 2005년 합금철 사업을 시작하면서 중질탄산칼슘의 매출 비중이 상대적으로 줄어들어 2005년 43%에서 2008년 21%로 감소했다.

그림 12. 중질탄산칼슘 매출액 및 매출비중 추이



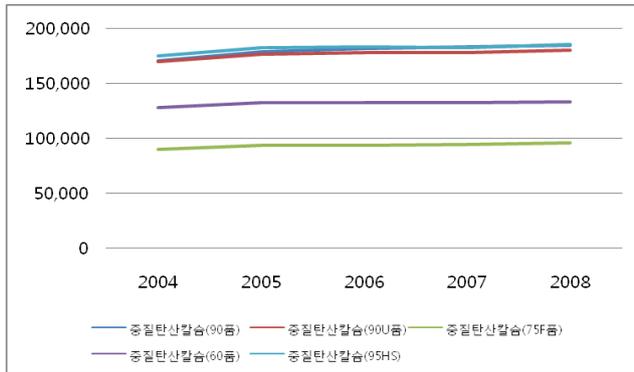
자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 13. 중질탄산칼슘 매출액 및 영업이익률 추이



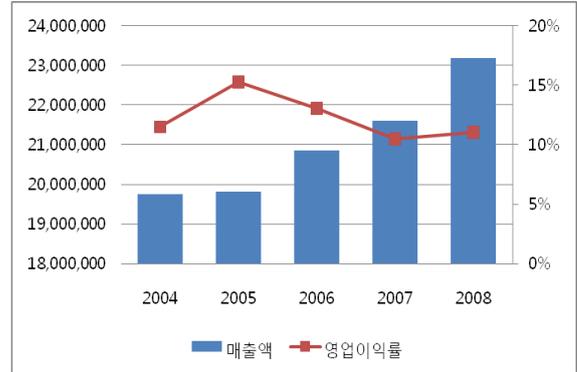
자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 14. 중질탄산칼슘 제품가격 추이



자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 15. 고속도로 휴게소 매출액 및 영업이익률



자료: 사업보고서, Research Team 4

지난 해 신규 업체가 진출했지만 아직 영향력은 미미한 것으로 판단된다

지난 해, 별다른 변동이 없던 안정적인 중질탄산칼슘 시장에 (주)지엠씨 라는 기업이 진출했다. (주)지엠씨는 태영EMC가 세운 합작회사로 지난 해 삼척에 R&D 센터를 세우고 중질탄산칼슘 시장에 진출했지만 아직 설립된 지 얼마 되지 않아 그 매출 규모는 약 21억 원 정도로 미미한 실정이다. 하지만 시장 크기가 정해져 있는 산업에 신규 진입자가 생긴 이상 앞으로 관심 있게 두고 봐야 할 것으로 판단된다.

### II-3. 사업부: 고속도로 휴게소(튼튼한 돈 줄)

95년 문막휴게소를 시작으로 현재 3개의 휴게소를 운영중이다

동사는 95년 한국도로공사에서 휴게소 운영권이 민간으로 이전되었을 당시, 입찰을 통해 고속도로 운영권을 따내 휴게소 사업을 지속해오고 있다. 동사가 운영하고 있는 휴게소는 영동고속도로 상 가장 규모가 큰 문막휴게소 2개(강릉방면, 인천방면)와 경주휴게소다. 휴게소 계약은 약 5년 단위로 부여된다. 문막휴게소는 2005년 4월 1일자로 재계약하면서 현재까지 약 10년간 운영해 오고 있으며 2005년 8월에는 경북개발공사와 경주 소재 설라별광장 임대 계약에 성공하면서 현재 3개의 휴게소를 운영하고 있다.

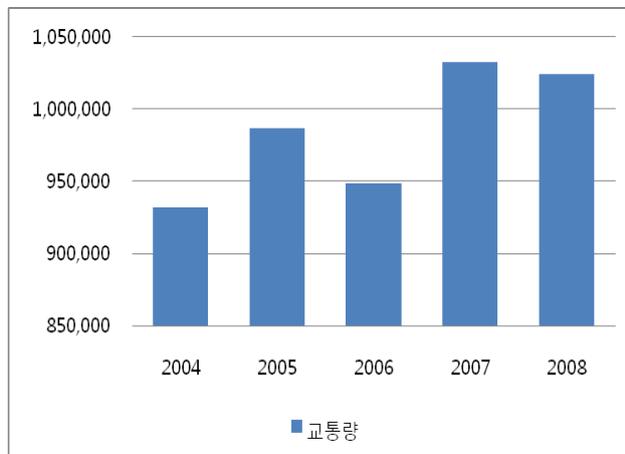
휴게소 사업은 매출액 비중 17%로 든든한 cash cow가 되고 있다

동사 매출에서 휴게소 사업부문은 약 17%를 차지하며 휴게소 사업은 동사에게 든든한 cash cow다. 2004년 주5일 근무가 도입되고 고속도로 이용객이 늘어나면서 동사의 매출 또한 꾸준히 증가해오고 있으며 고속도로 부문 매출액 성장률은 2006년 5%에서 지난 해 7%로 소폭 상승했다.

**2010년 휴게소 재계약은 문제 없을 것으로 판단된다**

동사는 휴게소 운영에 대한 대가로 임대보증금을 지불한다. 여기에 더해 매출액의 12%는 한국도로공사에게 휴게소 이용료로 납부한다. 운영권 입찰은 5년에 한번씩 이뤄진다. 동사는 2005년 입찰을 연장했던 문막휴게소에 대해 2010년 재입찰을 앞두고 있다. 일부 사람들은 동사의 휴게소 연장 가능 여부에 대한 의문을 가지지만 실제로 도로공사의 휴게소 운영 서비스 평가에서 좋지 않은 점수를 받지 않는 이상 운영권이 박탈되는 경우는 드물다. 2007년 도로공사는 149건의 평가를 실시했는데, 이에 미달된 휴게소는 2%밖에 되지 않았다. 형식상으로는 경쟁입찰방식을 채택하고 있지만 사실상 휴게소 운영은 영구적으로 보장되고 있는 실정이다.

그림 16. 영동고속도로 교통량 추이



자료: 통계청, Research Team 4

그림 17. 문막휴게소 사진



자료: 동사 홈페이지, Research Team 4

### Ⅲ. 순환출자구조 - 송원그룹

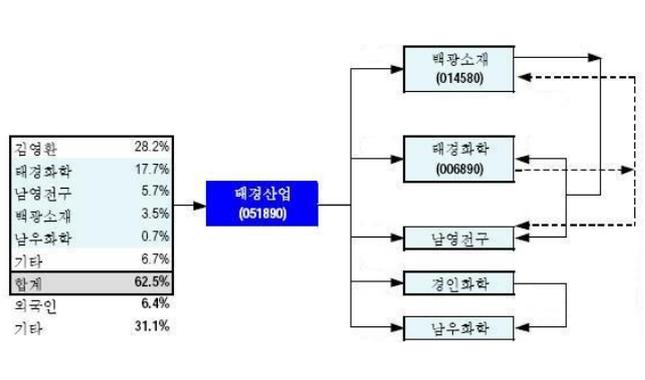
**동사는 송원그룹의 실질적인 지주사이다.**

1975년 한국전열화학공업으로 설립된 태경산업을 모기업으로 한 송원그룹은 총 6개의 계열사(태경산업, 태경화학, 백광소재, 남영전구, 경인화학, 남우화학)를 갖고 있다. 이 중 비금속광물 관련 사업을 하는 회사는 태경산업과 백광소재이며, 산업용 가스를 제조하거나 판매하는 회사는 태경화학, 남우화학, 경인화학이고, 전기조명 관련 사업을 하는 회사가 남영전구이다. 그리고 그 중 자신을 제외한 다섯 개 계열사에 대한 지분을 모두 보유한 태경산업, 즉 동사가 실질적인 지주사의 역할을 하고 있는 상황이다.

그림 18. 계열사 현황(2008. 12. 31)

회사명	관계회사 출자지분(%)	사업내용
태경산업	백광소재(49.3%), 태경화학(16.3%), 남영전구(55.3%), 경인화학(100%), 남우화학(51.1%)	탄산칼슘, 합금철, 문막휴게소
백광소재	태경산업(3.5%), 태경화학(35.7%), 남영전구(31.9%)	생석회, 소석회, 비금속광물제품, 서산휴게소
태경화학	태경산업(17.7%), 백광소재(5.4%), 남영전구(9.6%)	액체탄산가스, 드라이아이스
경인화학	남우화학(41.9%)	아세틸렌가스, 액상소석회
남영전구	태경산업(5.7%)	백열전구, 형광등, 자동차용 전구, LED램프
남우화학	태경산업(0.9%), 태경화학(5.3%)	액체탄산가스

그림 19. 송원그룹의 지배구조



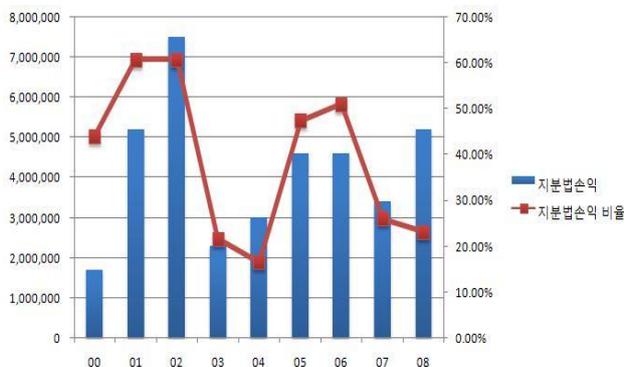
자료: Research Team 4

자료: 태경산업

송원그룹은 순환출자 구조 형태를 띠고 있다.

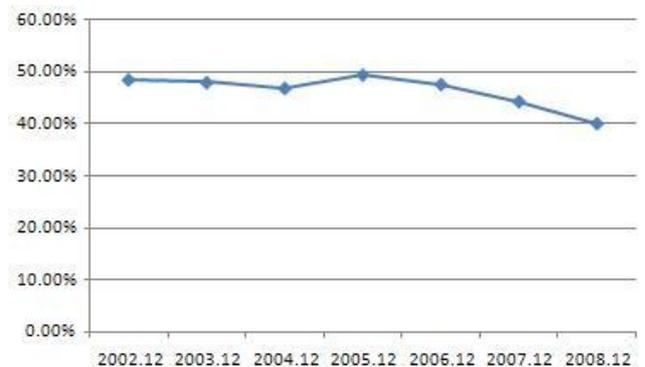
송원그룹의 계열사들은 서로가 서로의 지분을 보유하는 순환출자의 형태를 띠고 있다. 순환출자란 모회사가 자회사에 돈을 출자하고 자회사가 다시 모회사의 지분에 투자하는 형태를 말하는 것인데, 예를 들어 한 그룹 내 A 사가 B 사에 출자하는데 이어 B 사가 C 사에 출자하고 다시 C 사가 A 사에 출자하는 식으로, A 사는 적은 자본금을 가지고도 B 사와 C 사에 대해 안정적인 지분을 확보할 수 있게 된다. 그러나 만일 순환출자 구조 안에 있는 회사 중 어느 하나라도 부도나게 되면 다른 계열사들까지 부실해지는 치명적인 약점을 지니고 있기도 하다. 뿐만 아니라 동사의 지분법적용투자주식이 2008 년 말 기준 자산의 40%를 차지하고, 지분법손익은 당기순이익의 20%를 차지할 정도로 계열사들의 실적이 동사에게 적지 않은 영향을 주고 있다는 점을 고려해 볼 때, 계열사들이 안정적인 영업활동을 지속할 수 있는가의 여부가 동사에게 매우 중요함을 알 수 있다. 이에 대해 좀더 살펴보자.

그림 20. 지분법 손익 추이와 당기순이익 대비 비율



자료: 재무제표, Research Team 4

그림 21. 자산 대비 지분법적용투자주식 비율



자료: 재무제표, Research Team 4

계열사들은 저마다 안정적인 사업을 영위하고 있다.

송원그룹의 계열사들은 대체로 대기업이 진출하기에는 규모가 작고 기술 축적이 필요한 시장에서 활동하면서 대기업과 협력하여 시장 지위를 유지하고 있다. 또한 현금흐름이 좋은 휴게소 사업을 하고 있는 것이 특징이며 총 5 개 휴게소(문막 2, 경주, 서산, 충주)를 보유하고 있다. 휴게소는 최초 입찰 시에 적게는 수십대 일에서 최고 700 대 1 의 높은 경쟁률을 기록할 정도로 저투자 고수익을 창출하는 사업이며, 여가 환경이 개선되고 교통량이 증가하면서 점차 안정적인 수익을 보장해주고 있다는 점에서 매력적인 부분이라 할 수 있다. 이처럼 계열사들이 대체로 안정적인 이익을 내고 있어 동사는 2000 년 이래로 지속적으로 지분법이익을 계상하고 있다. 그리고 내부거래의 경우, 백광소재가 동사에게 탄산칼슘의 원료인 방해석을 공급하고 있으며 경인화학에게 생석회를 공급하는 등의 매입 및 매출 거래가 있고 그 외 큰 규모의 거래는 없다. 또한, 계열사들에 대한 지급보증도 없는 상태이며, 부채비율이 가장 높은 회사가 48% 수준일 정도로 안정적으로 사업을 영위하고 있다. 계열사 중 동사, 태경화학, 백광소재 등 3 사는 각각 4.16%, 5.36%, 7.35%의 배당수익률을 보일 정도의 주주친화정책을 견지하고 있는 상황이다.

그림 22. 계열사 자산 및 매출 규모

(단위: 천원)

	자산	자본	매출액	영업이익	순이익
태경산업	169,476,621	131,621,565	135,270,644	29,104,088	22,402,556
백광소재	118,692,904	80,402,307	88,065,083	1,673,381	3,836,125
태경화학	59,180,461	51,964,548	35,347,137	5,784,109	5,841,138
경인화학	20,237,366	12,107,513	27,463,214	750,936	702,791
남영전구	44,933,429	32,420,373	36,734,817	72,385	929,310
남우화학	태경화학의 별도법인				

그림 23. 계열사 부채비율

회사명	부채비율
태경화학	14%
남영전구	27%
태경산업	29%
경인화학산업	40%
백광소재	48%

자료: Research Team 4

자료: Research Team 4

**백광소재**

시장 1위 기업이나 최근 경쟁자의 등장으로 입지에 위협을 느끼는 상황이다.

백광소재는 유가증권시장에 등록된 상장기업이다. 생석회(화학용, 제강용)와 소석회(공업용) 등 비금속광물제품을 생산하고 서산 휴게소를 운영하고 있다. 생석회 제품은 POSCO, 현대제철, 삼성정밀화학 등 철강 및 건축자재 업계에 납품하고 소석회 제품은 고려아연, 삼양사, KCC 등의 업계에 납품하고 있어 안정적인 매출 성장을 이루고 있으며, 시장점유율 1 위(25%)를 유지하고 있다. 그러나 주력 제품인 제강용 생석회가 2008 년 하반기부터 경기 불황에 의해 조강 생산량이 줄어들어 따라 단기 전망이 어두운 상태이며, 2008 년부터 (주)포스텍이 POSCO 에 생석회를 납품하기 시작하면서 백광소재에게는 위협요소로 작용하게 되었다. 이러한 상황에

따라 2009년 1분기의 매출액은 전 분기에 비해 약간 감소했다. 그런데 여기서 주목할 점은 영업이익이 오히려 전 분기보다 250%나 증가했다는 점인데, 이는 원재료 가격 상승을 넘어서는 판가 상승에 의한 것으로 판단된다.

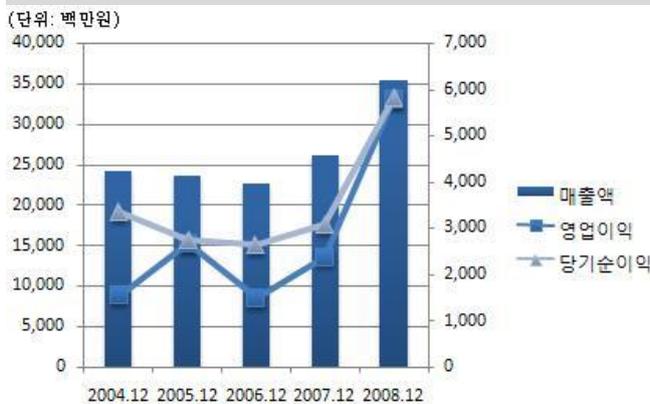
**태경화학**

**경쟁사보다 효율적인 원료 확보와 신규 수요처 확보로 선두 지위를 다지고 있다**

마찬가지로 유가증권시장에 등록된 기업으로 액체탄산가스(공업용, 식품용)와 드라이아이스(식품보관용)를 제조·판매하는 업체이다. 국내 시장점유율은 액체탄산가스(27%), 드라이아이스(37%)수준으로 시장 1위를 점하고 있고, 원료공급원 확보 등의 진입장벽이 존재해서 동사를 비롯한 소수의 업체들만이 참여하고 있다. 경쟁사들이 단일 원료공급처에 의한 단일 공장을 운영하는 것에 비해 태경화학은 6개 원료공급처에 의한 4개 공장을 운영하고 있어 원료확보에 대해 낮은 리스크를 갖고 있으며, 드라이아이스의 경우 여름철 소비가 늘어나는 계절성을 보여 조만간 실적 개선을 이룰 것으로 보인다.

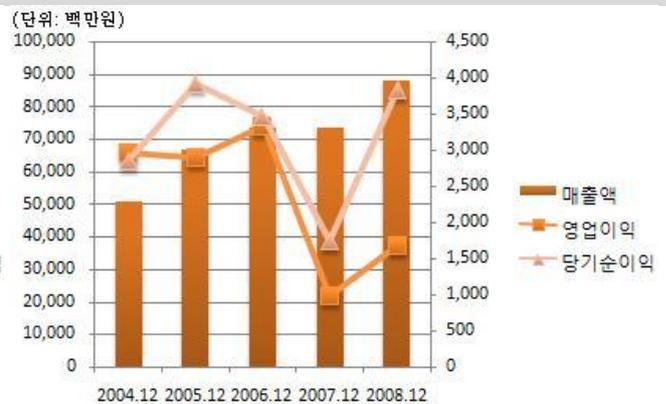
또한 원재료 공급환경의 변동과 탄산음료 소비의 감소는 잠재적인 리스크 요소인데, 태경화학은 신규 수요분야를 개척함으로써 이러한 탄산 시장의 리스크에 대처하고 있다. 즉 2008년부터 KPX 그린케미칼에 파이프 라인을 통해 초고순도 탄산가스를 공급하고 있는 것이다. 또한 공업용 탄산가스에 대한 기존의 공급처(현대중공업, 삼성중공업, 현대삼호중공업) 외에도 대한조선 등 신규 조선소와도 계약을 체결하여 공급처를 확대하고 있는 추세에 있다. 그러나 경쟁사에 비해 안정적으로 원재료를 공급받고 있다고는 하지만, 석유 화학사들의 원료탄산 공급량에 따른 원재료 수급에 대한 리스크는 여전히 존재한다고 볼 수 있다.

그림 24. 태경화학 실적 추이



자료: 재무제표, Research Team 4

그림 25. 백광소재 실적 추이



자료: 재무제표, Research Team 4

**경인화학산업**

**양분화된 과점시장 상황에서 출혈경쟁이 진행 중이다.**

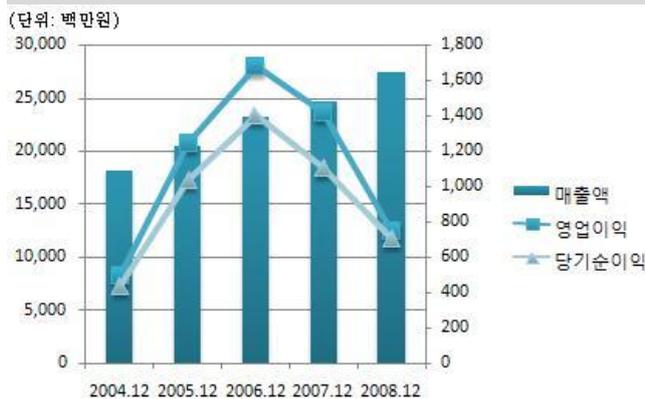
경인화학은 아세틸렌가스(용접용, 절단용)와 액상 소석회를 생산하는 회사로, 동사의 100% 자회사이다. 국내 아세틸렌 시장을 독점하고 있는 경인화학은 안정적인 매출 성장세를 보여주고 있다. 그러나 최근의 영업이익에 있어서는 오히려 감소하는 모습을 보이고 있는데, 이는 울산의 (주)SDG 가 아세틸렌 제조설비를 갖추고 2007년부터 본격적인 영업에 나서게 되면서 시장 선점을 위한 물류비 증가가 경영실적 저하로 이어진 것 때문이다. 이들 두 기업은 현재 시장안정화와 함께 막대한 물류비를 감안해 중부 이북은 경인화학, 이남은 SDG 로 시장을 양분한 상태인데, 최근 SDG 가 중부 이북까지 영역을 확장하려 하면서 시장은 크게 요동치고 있으며, 이에 따른 향후 상황의 전개에 지속적으로 관심을 가질 필요가 있다. 그러나 아세틸렌가스 시장에서의 지나친 출혈경쟁이 여타 가스 시장에도 영향을 미칠 수 있다는 점에서 상황이 더 악화되지는 않을 것이라 본다.

**남영전구**

**각종 조명 장치를 생산하고 있다.**

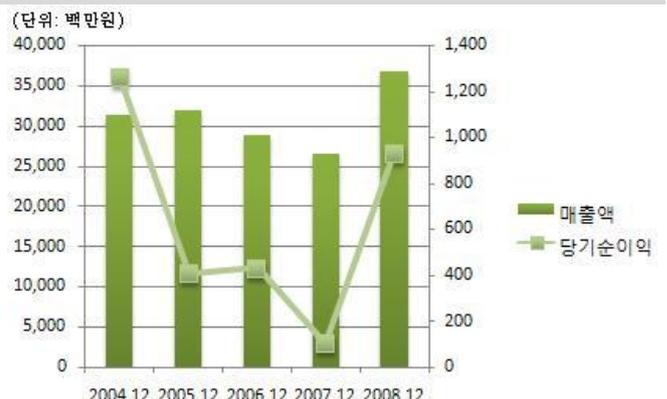
각종 가정용, 산업용, 자동차용 전구 등 조명 관련 제품 생산을 하는 회사로 그 외에 충주 휴게소 사업부문도 갖고 있다. 자동차용 전구 A/S 시장에서 1위를 차지하고 있는 남영전구는 특히 삼성전기와 공동 개발한 LED 제품을 통해 LED 조명 시장의 40%를 차지하고 있는데, 남영전구의 지분을 55.3% 보유한 동사는 이로부터 혜택을 얻고 있는 상황이다. 이에 대해서는 뒤에서 자세히 살펴보기로 하자.

그림 26. 경인화학산업 실적 추이



자료: 재무제표, Research Team 4

그림 27. 남영전구 실적 추이



자료: 재무제표, Research Team 4

**동사가 보유한 지분가치**

**동사가 보유한 지분가치는 장부가를 능가하는 수준이다.**

동사는 2008년 12월 기준 지분법적용투자주식으로 679억 원을 계상했다. 이 중 상장사인 백광소재와 태경화학에 대한 지분가치는 현재 시점(2009년 5월 13일) 기준 주가로 산정한 시가총액 지분가치로 하고 나머지 비상장사들에 대해서는

토시 공시지가를 감안한 자본총계 지분가치로 계산할 경우, 동사가 보유한 실제 지분가치는 지분법적용투자주식의 장부가보다 13 억 원 높은 수준이다. 또한 백광 소재와 태경화학에 대해서도 자본총계를 적용하여 계산했을 때의 지분가치는 186 억 원 높은 수준인데, 관계사들이 건실하게 영업을 하고 있어 지분 가치는 점점 올라갈 전망이다.

그림 28. 자회사에 대한 지분가치

회사명	태경산업 장부가 (지분법적용 투자주 식)	관계회사별			관계회사별			
		시가총액	지분율	지분가치	자본총계	자본총계조정	지분율	지분가치
백광소재	34,592,285	47,400,000	49.30%	23,368,200	80,402,307	80,311,770	49.30%	39,593,703
태경화학	5,763,383	44,700,000	16.30%	7,286,100	51,964,548	51,516,595	16.30%	8,397,205
경인화학	11,695,726				12,107,513	16,200,189	100.00%	16,200,189
남영전구	14,073,191				32,420,373	37,100,138	55.30%	20,516,376
남우화학	1,844,758				3,781,658	3,781,658	51.10%	1,932,427
합계	67,969,343			69,303,293				86,639,900

토시 공시지가와 장부가액의 차이를 자본총계조정에 반영

자료: Research Team 4

## VI. LED 조명 - 자회사 남영전구

### 1) LED 어떠한가?

최근 각광받고 있는 LED는 기존 광원에 비해 획기적인 장점을 가지고 있다.

최근 LED 는 기존 광원을 대체할 수 있는 새로운 광원으로 각광받고 있다. LED 는 반도체를 이용하여 빛을 내는 소자로 기존의 백열등, 형광등과 같은 광원에 비해 전력 소모가 적은 것이 가장 큰 특징이다. 전기 에너지를 빛 에너지로 전환하는 효율이 어떤 지를 나타내는 광 변환 효율에 있어 백열등은 5%, 형광등은 40% 인데 비해 LED 는 최고 90%정도에 달한다. 밝기를 나타내는 휘도에서도 역시 기존 광원들에 비해 2 배 정도 높은 수치를 기록하고 있으며 이밖에 온도 저항력, 크기, 응답속도, 수명, 내구성, 색채 구현성, 환경친화성 등에서도 월등히 앞선 모습을 보이고 있다. 이러한 다양한 장점들은 LED 기존의 광원들을 모두 대체할 수 있다는 잠재력을 보여준다.

LED 가 넘어야 할 장 이 밖에 LED 램프가 직면한 문제는 바로 램프의 효율성이다. 반도체 칩의 광효율  
 애물로 비싼 가격과 변환이 90%에 가깝지만 램프자체의 효율은 아직 50~60%에 미치지 못해 반도체  
 기술의 현실화의 어려 칩의 광효율성을 제대로 살려주지 못하고 있다. 효율성이 낮다는 것은 그만큼 방  
 음 을 뿜을 수 있다. 열되는 정도도 크다는 것이므로 램프의 효율성을 높이는 것은 LED 조명이 더 발  
 전하기 위해 반드시 해결해야만 하는 부분이다

그림 29. 일반 조명용 LED



자료: 남영전구 제품 사이트

그림 30. LED 조명과 기존광원 비교

	일반조명	LED조명
응답속도	1~3 초	1ns(10억분의 1초)
광변환 효율	백열등 5%	최고 90%
	형광등 40%	
수명	3000~7000시간	5만~10만 시간
휘도	형광등 80lm/W	270lm/W(이론상)
전력소모	10V	2~3V
온도저항력	저온서 약화	저온서 강함
수은, 납	있음	없음(환경친화적)

자료: Research Team 4

### 2) LED 조명 시장 규모, 예측

국내 LED 조명 시장은 정부의 적극적인 지원을 바탕으로 꾸준한 성장을 보일 것이다.

국내 광 기술원은 작년 기준으로 국내 LED 조명 시장 규모를 약 1,923 억 정도로 추산하고 있다. 또한 대신증권은 미래 LED 조명 시장 예측치로 2009년에는 2,318(억원), 2010년에는 2,538(억원)으로 예측하고 있다. 이러한 예측의 근거 중 하나는 지식경제부가 2015년까지 전체 조명의 30%를 LED 조명으로 교체한다고 발표한 것에서 찾을 수 있다. 이 정책에 대해 좀 더 구체적으로 살펴보면 정책의 1 단계 시기에서는 정부기관, 공공기관 위주로 조명을 LED 로 바꿀 것이며 2 단계 시기에서는 점차 적용 범위를 민간부문의 주거용과 자동차 전조등 등으로 확대할 예정이라는 것이다. 또한 LED 업계에 따르면 2011년 부근을 기점으로 기술력에 있어서도 상당한 발전이 이루어 질 것이라고 이야기 했는데 만약 기술력에 있어 전환점이 온다면 한 단계 추가적인 성장이 가능할 것으로 예상된다.

남영전구는 신제품 EAGLED 출시와 함께 국내 LED 조명시장에서 40% 점유율로 1위를 하고 있다.

### 3) LED 조명 시장에서의 남영전구의 가치는 어떠한가?

남영전구는 LED 이전의 국내 조명 업체에서 금호전기에 이어 2위를 하고 있는 회사이다. 특히 백열전구, 자동차용 할로겐 램프 분야에서는 1위를 했으며 특히 자동차용 할로겐 램프는 국내 시장의 60% 이상을 차지했으며 세계적으로도 오스람, 필립스, GE 제품과 함께 품질을 인정받고 있다. 특히 남영전구의 대표적인 브랜

드인 EAGLEYE 는 미국, 유럽, 일본, 러시아, 중동 등 전 세계 40 여 개국으로 수출되고 있다.

현재 남영전구는 LED 조명 분야로도 진출하였는데 삼성전기(주)와 한국광기술원이 공동 개발한 EAGLED 라는 제품을 2009 년 초에 출시하여 매출을 올리기 시작했다. 그 결과 국내 LED 조명 시장에서 40%에 가까운 점유율을 차지하면서 1 위를 하고 있다.

그림 31. 국내 LED 조명 시장 예상 추이

그림 32. 남영전구의 대표 브랜드

(표 1) 국내 LED 시장 규모 전망 (단위: 억 원)

적용분야	2006	2007	2008	2009	2010	GAGR(%)
휴대폰	2,235	1,990	1,880	1,822	1,821	-4.0%
상업용 조명	477	869	1,267	1,638	1,944	32.4%
주거용 조명	17	107	150	171	194	62.7%
자동차 전조등	166	278	318	310	248	8.4%
도로 가로등	4	181	238	199	152	107.0%
LCD BLU	51	632	2,144	3,432	3,547	134%
기타	1,135	1,356	1,759	2,165	2,219	14.3%
합계	4,060	5,412	7,755	9,736	10,125	20.1%



자료: 대신증권

자료: 남영전구 사이트, Research Team 4

한편 유럽, 일본시장 대응을 위해 CE 와 일본전기안전규격(PSE) 인증을 취득하였다. 신제품인 EAGLED 라는 제품을 좀 더 살펴보면 광효율이 84 루멘으로 세계최고 수준을 보여주고 있다. 현재 일반 LED 제품들이 50~60 루멘 정도이며 45 루멘 이상을 구현하는 제품에 KS 마크를 주어진다는 점을 고려해볼 때 동사는 상당한 기술력을 보유하고 있음을 알 수 있다. 태양빛을 100 으로 보았을 때 그 색감에 가까운 정도를 나타내는 연색성에서도 기타 타 제품보다 뛰어나다. 일반적인 LED 제품이 70 정도임에 비해 EAGLED 는 최고 92 정도이다. 현재 이러한 신제품의 실적이 지난해 매출의 2 배에서 최대 3 배까지 이를 것으로 바라보고 있으며 이러한 사항이 아직 회사의 가치에 반영되지 않고 있다는 점은 남영전구의 가치를 더욱 높여주고 있다.

**LED 조명 산업에서 남영전구의 위치는?**

삼성전기와 제휴를 통해 LED조명사업에서 우위를 꾀하고 있다.

한국 LED 보급협회에 따르면 LED 관련 기업은 457 개 정도로 추정되고 있다. 핵심 공정에 포함되는 에피와 칩, 패키지에 관련한 기업들은 각각 3%, 8% 정도이며 이 부분의 진입장벽은 높은 편으로 비교적 적은 수의 기업들이 분포하고 있음을 알 수 있다. 한편 LED 조명에 관련한 기업은 283 개로 상당히 많은

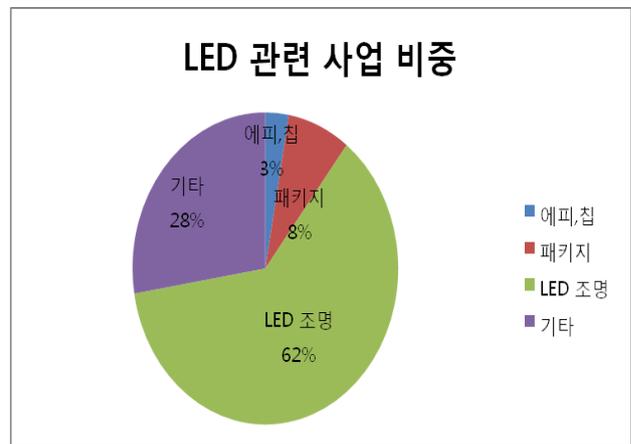
기업들이 경쟁 하고 있는데 남영전구가 이 부분에 포함하고 있다. LED 조명 산업이 초기 단계라는 점과 진입장벽이 비교적 낮아 경쟁 기업들이 많다는 점은 앞으로의 성장에 까다로운 면으로 작용하고 있는 것은 분명하다. 하지만 기존 조명 시장에서 2 위를 하면서 쌓아 올린 인지도와 독보적인 기술력은 앞으로 당분간은 타 LED 조명 기업들에 비해 경쟁력을 가질 것으로 예상된다. 그러한 반증으로 삼성 전기와의 협력을 들 수 있다. 삼성전기의 경우 LED 조명에 관한 전체 설비라인을 구비할 수 있음에도 불구하고 남영전구와의 협력을 택한 것은 삼성전기가 아직 조명사업에 대해 완벽한 적응을 하지 못하였기 때문으로 보인다.

그림 33. 남영전구의 신제품 EAGLED



자료: 남영전구 사이트, Research Team 4

그림 34. LED 관련 사업 비중



자료: Research Team 4

삼성전기가 새로운 조명회사를 만들어서 시장에 들어가 정착하기에는 시간이 많이 걸리기 때문에 LED 의 발전속도를 따라가기 위해서는 차라리 기존의 조명 사업에 47 년 이상의 경험을 가지고 있는 남영전구와의 협력이 더 현명하다고 판단한 것으로 볼 수 있다. 1 위인 금호전기의 경우에는 자체적으로 반도체 공정 설비에 투자를 하고 있는 상태라 삼성전기와는 오히려 경쟁상대가 되기 때문에 2 위인 남영 전구와의 협력적 제휴가 현실화 되었다고 생각된다

## V. Valuation

DCF 를 통해 valuation 할 경우에는 모회사의 성과만을 반영하기 때문에 자회사에 대한 평가가 중요한 동사에게는 적합한 가치평가 방법이 될 수 없다. 따라서 리서치 4 팀은 당기순이익을 기준으로 산출한 ROE 를 사용하는 RIM 을 통해 동사

의 가치를 측정했으며, 동사의 주력 분야인 합금철 부문과 5 개 관계사들에 대한 예측이 향후 3 년 동안 가능하다고 보고 valuation 을 진행하였다.

### 1. Dupont Analysis

지난 10 년간 동사의 재무레버리지(총자산/총자본)와 자산회전률(매출액/총자산)의 수치는 큰 변화를 보이지 않았기 때문에 10 년 평균치인 1.38, 0.5514 를 각각 적용하기에 무리가 없다고 보았다. 다만, 순이익률(당기순이익/매출액)은 동사의 실적뿐만 아니라 자회사의 실적에 따라서도 움직이는 모습을 보여주었다. 따라서 리서치 4 팀은 각 자회사의 당기순이익 성장률 예측을 통해 동사의 지분법이익이 얼마나 성장할 것인가를 구한 다음 동사의 매출액 성장률을 예측하여 향후 3 년간 각각 적용될 순이익률을 산출했다. 그리고 각 자회사들의 실적과 동사의 실적에 관한 예측의 근거는 다음과 같다.

#### (1) 자회사 실적 예측

**태경화학**의 경우, 주력 사업분야 수요처인 조선 업계의 경기가 불안정한 상황이지만, 신규 수요분야 개척을 통해 지속적으로 매출 성장을 이루고 있다는 점에서 단기적인 성장을 가정했고 추후 조선경기가 되살아날 경우의 추가적인 성장을 가정했다.

**백광소재**는 업계 1 위 업체로서 다양한 대기업에 제품을 공급해왔으나 (주)포스텍의 신규 진입에 의해 POSCO 로부터의 수주량이 감소하면서 안정적인 영업에 대해 위협받고 있는 상황인데, 리서치 4 팀은 백광소재가 여전히 다양한 매출처와 높은 영업이익률을 통해 안정적인 순이익을 얻을 것으로 보았다.

**남영전구**는 삼성전기와 LED 조명 공동 개발을 통해 2009 년부터 신규 매출을 발생시키기 시작함으로써 상당 부분의 실적 개선이 예측되는 자회사이다. 그러나 아직 LED 조명 시장이 이제 막 성장하기 시작한 시점이기 때문에 향후 얼마만큼의 실적 상승을 이루어낼 수 있을지 예측하기가 까다롭다. 따라서 앞에서 언급한 LED 조명 시장 추이 표를 참고하여 남영전구의 매출액 증가율과 당기순이익 증가율을 각각 산정하여 이를 각 해의 당기순이익 성장률에 대입하였다.

**경인화학**의 경우, 신규 진입자 (주)SDG 에 의해 기존의 독점 시장이 양분화된 상태이며 추후의 경쟁 상황도 중요한 고려 요소가 된다. 그러나 (주)SDG 가 진입한 2007 년 이래 계속된 출혈 경쟁은 한계에 이르렀다고 판단되며, 더 이상의 가격 하락은 아세틸렌가스 외에 여타 가스 시장의 반대까지 부딪히게 될 것으로 시장은 예상하고 있다. 따라서 현재의 과점 상태를 유지하면서 향후 안정적인 매출을 올릴 수 있을 것으로 보았다.



남우화학은 태경화학의 별도 법인으로서 재무제표나 영업현황에 대한 자료를 얻을 수 없었기 때문에 지난 5년간 남우화학에 대한 동사의 지분법이익 평균 성장률을 적용했다.

	지분율	순이익 성장률 예측		
		2009	2010	2011
태경화학	16.30%	10.00%	20.00%	30.00%
백광소재	49.30%	5.00%	5.00%	5.00%
남영전구	55.30%	29.00%	48.00%	61.00%
경인화학	100.00%	5.00%	5.00%	5.00%
남우화학	51.10%	14.00%	14.00%	14.00%
<b>지분법이익 성장률</b>		<b>32.29%</b>	<b>44.42%</b>	<b>53.24%</b>

(2) 태경산업 실적 예측

동사의 향후 매출 성장에 대해서는 합금철 사업부의 경우, 고급철강에 대한 수요 증가와 조강 생산량 증가 추세, 확실한 매출처를 감안할 때 꾸준히 성장할 것을 기대할 수 있다. 탄산칼슘 사업부의 경우에는 제한되어 있는 시장 규모와 전방산업이 제지 업계이기 때문에 높은 성장성을 예측할 수 없다는 점을 반영하여 현재의 수준을 유지하는 매출 규모를 가정했고, 고속도로 휴게소 사업부는 여가 환경 개선을 바탕으로 고속도로 이용자가 늘어나는 점을 반영해 성장률을 가정했다.

	매출비중	매출액 성장률 예측		
		2009	2010	2011
합금철 사업부	56.00%	5.00%	8.00%	10.00%
탄산칼슘 사업부	26.00%	0.00%	0.00%	0.00%
휴게소 사업부	18.00%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>동사 매출액 성장률</b>		<b>3.16%</b>	<b>0.44%</b>	<b>0.84%</b>
<b>매출액 순이익률</b>		<b>21.24%</b>	<b>30.53%</b>	<b>46.40%</b>

2. ROE 추정 및 3년 예상

동사는 주당 150원의 최저배당정책을 실시하고 있기 때문에 당기순이익이 성장할수록 배당성향 수치는 낮아지게 되며, 배당금은 해마다 일정한 금액을 유지하게 된다. 자기자본비용은 1년치 일별베타 0.98514, 한국시장프리미엄 7.31%, 3년만기 국채수익률 5.22%를 적용하여 얻은 수치이다. 또한 동사를 비롯한 자회사들이 단기적으로는 전방산업의 호황을 등에 업고 성장할 것으로 보이나, 장기적으로 볼 때는 현재만큼의 안정적인 성장을 구가할 수 없을 것이라는 판단 하에 persistent factor 0.5를 가정하였다. persistent factor에 따른 민감도 분석은 appendix에 첨부했다.

	2008	2009	2010	2011
매출액 순이익률	16.56%	21.24%	30.53%	46.40%
자산회전률	0.7982	0.5514	0.5514	0.5514
재무레버리지	1.29	1.38	1.38	1.38
<b>ROE</b>	<b>17.02%</b>	<b>16.14%</b>	<b>23.21%</b>	<b>35.27%</b>



	2008	2009	2010	2011
자기자본장부가치	131,621,566	148,479,906	178,552,635	237,136,452
ROE		16.14%	23.21%	35.27%
당기순이익	22,402,557	21,242,520	34,456,910	62,967,997
당기순이익 증가율		-5.18%	62.21%	82.74%
배당성향	19.57%	20.64%	12.72%	6.96%
배당금	4,384,313	4,384,180	4,384,180	4,384,180
<b>예상 residual income</b>		2,794,873	12,272,925	33,505,360
할인기간		0.58	1.58	2.58
현재가치		2,610,319	10,195,750	24,758,542

자기자본비용	12.42%
배당성향	36.02%
영속변수	50%
continuing value	53,673,552

자기자본장부가치	131,621,566
RI 현재가치의 합	37,564,611
PV of CV	37,772,811
Value of the Equity	206,958,988
발행주식수	29,228,750
<b>적정주가</b>	<b>₩ 7,081</b>
<b>현재주가</b>	<b>₩ 6,030</b>
<b>안전마진</b>	<b>17%</b>

**기대수익률 17%, BUY 를 추천**

RIM 법을 통한 valuation 을 수행한 결과, 태경산업의 적정주가를 6,030 원으로 산출했다. 이는 2009 년 5 월 15 일 현재 7,081 원인 주가에 비해 17%의 기대수익률을 나타낸다. 따라서 리서치 4 팀은 안정적인 사업구조와 성장하는 자회사들로부터 지분이익을 얻는 태경산업에 대해 BUY 를 추천하는 바이다.

## VII. Appendix-1

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>매출액</b>	552	614	727	1,353	<b>유동자산</b>	315	380	364	524
매출환가	378	435	476	907	현금등가물 및 단기금융	105	192	134	30
<b>매출총이익</b>	174	179	251	446	시장성유가증권	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	111	123	136	154	매출채권	118	100	141	194
의전비	31	34	36	39	재고자산	85	73	70	278
광고상각비	7	8	6	11	<b>비유동자산</b>	1,159	1,114	1,095	1,170
무형자산상각비	0	0	0	0	부동산	732	717	649	684
기타판매비 및 일반관리비	21	23	27	34	유형자산	307	278	338	368
<b>영업이익</b>	63	56	115	291	무형자산	0	0	0	0
영업외손익	55	58	52	-3	<b>자산총계</b>	1,474	1,494	1,460	1,695
이자수익	5	3	5	5	<b>유동부채</b>	224	249	232	294
이자비용	1	4	2	10	매입채무	21	19	25	31
외환차손익	-1	2	2	-43	단기차입금	142	163	84	124
외화환산손익	1	0	-0	-4	유동성장기차입금				
지분법이익	46	46	40	52	<b>비유동부채</b>	66	83	97	85
기타영업외손익	-4	6	9	-4	사채	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	118	114	167	288	장기차입금	0	0	0	0
법인세비용	21	24	37	64	<b>부채총계</b>	290	332	329	379
계속사업이익	97	90	131	224	자본금	146	146	146	146
종단사업이익					자본잉여금	232	232	231	232
당기순이익	97	90	131	224	이익잉여금	581	601	687	868
EPS (원)	332	308	447	766	자본조정				
수정EPS					<b>자본총계</b>	1,185	1,162	1,130	1,316

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	-17	102	140	-21	<b>Growth Ratios</b>				
당기순이익	97	90	131	224	매출액성장률 %	-28.3%	11.3%	18.4%	86.0%
비정규수익비용가감	-11	-4	4	48	EBITDA성장률 %	-46.5%	-5.5%	59.0%	136.2%
유형자산상각비	32	34	27	46	EBIT성장률 %	-57.3%	-10.8%	106.0%	152.2%
무형자산상각비	0	0	0	0	출자성장률 %	18.7%	1.4%	-2.3%	16.1%
회피급여	8	9	10	9	<b>Profitability Ratios</b>				
외화환산손익	-1	0	0	4	매출총이익률 %	31.5%	29.2%	34.5%	32.9%
지분법평가손익	-46	102	140	-21	EBITDA마진률 %	17.2%	14.6%	19.6%	24.9%
기타	-4	-148	-174	10	EBIT마진률 %	11.4%	9.1%	15.9%	21.5%
<b>영업활동으로인한자산부</b>	-103	16	6	-294	세전계속사업이익률 %	21.3%	18.6%	23.0%	21.3%
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-22	9	-75	-75	당기순이익률 %	17.6%	14.7%	18.0%	16.6%
유형자산 투자	-67	-15	-92	-79	<b>Stability Ratios</b>				
유형자산 처분	2	1	1	1	부채비율 %	24.5%	28.6%	29.1%	28.8%
무형자산 용합	-0	-0	-0	0	순부채비율 %	3.1%	-2.6%	-4.5%	7.2%
투자자산 용합	86	23	3	14	유동비율 %	140.8%	152.6%	156.7%	178.4%
기타	-43	0	12	-10	달짜비율 %	102.7%	123.3%	126.7%	84.0%
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	93	-23	-123	-8	이자보상비율	45.7	15.9	51.7	28.8
장단기차입금증가	137	21	-79	36	<b>Performance Ratios</b>				
사채종말	0	0	0	0	ROE %	8.9%	7.7%	11.4%	18.3%
자본종말	0	0	0	0	ROA %	7.1%	6.1%	8.8%	14.2%
배당금의지급	-44	-44	-44	-44	ROI %	4.3%	14.7%	26.1%	38.6%
기타	0	0	0	-0	<b>Per Share Ratios</b>				
<b>영업투자재무활동기타로</b>	0	0	0	0	수정EPS	332	308	447	766
<b>순현금흐름</b>	54	87	-58	-104	주당순자산	4,053	3,976	3,867	4,503
기초현금	51	105	192	134	주당현금흐름	442	423	540	924
기말현금	105	192	134	30	주당배당금	150	150	150	150

## VII. Appendix-2

Persistent Factor	기대수익률
0%	8%
10%	9%
20%	10%
30%	12%
40%	14%
50%	17%
60%	22%
70%	28%
80%	37%
90%	56%
100%	104%