

매력적인 저평가, 진실을 파헤친다.

Buy

Valuation

Target Price: \ 31,657

Price: \ 17,200

Margin of Safety: 84%

MktCap.(100mn): 1,135

ROE: 10.12%

ROA: 5.65%

Op.Magin: 14.72%

PER: 7.24

PBR: 0.76

Dividend Yield: 3.34 %

Major Sh.Holder:

심장식 외 53.10%

● 비유동자산과 지분 가치의 저평가(장부액vs시가)

동사는 토지 및 건물 자산과 계열회사 화인파트너스에 대한 지분이 회계상에 모두 취득원가로 계상되어 있다. 그러나 이 취득원가는 현재의 공시지가와 평가액을 모두 반영하고 있지 못한 결과로 동사의 자산에 대한 저평가의 가능성이 상존한다. 이러한 자산 저평가에 따라 동사의 PBR은 0.5 안팎의 수준에 그치고 있다. 실제로 회계상에 공시지가와 시가를 반영하게 된다면 동사의 자본가치는 증가하게 되고 현재의 시총을 넘어서는 자본가치를 갖게 된다.

● 영업가치의 측면

동사의 사업영역은 크게 2 가지로 나눌 수 있다. 먼저, 동사의 매출의 80% 이상을 차지하고 있는 항만하역사업은 인천항에 들어오는 물동량의 약 20%의 점유를 기록하고 있으며, 인천항에서 오랜 기간 동안 지속적으로 사업을 영위해 왔다. 인천항의 물동량은 안정적으로 공급될 것으로 판단되고, 인천항의 항만시설사용료 감축에 따라서 향후 안정적인 현금 창출이 가능할 것으로 보인다.

동사 매출의 15%정도의 비율을 차지하고 있는 해사사업의 경우, 건설경기의 영향에 따라 매출이 감소하고 있으며 환경 단체들의 반발과 골재채취법으로 인한 악재가 겹쳐 수익성이 악화되고 있다. 그러나 이에 대하여 동사는 수익성 악화를 보이고 있는 해사사업의 매출비중을 점차 줄여나감으로써 영업 이익 개선에 힘쓰고 있다.

동사의 경우 영위사업이 수익성이 크지 않기 때문에 주가에 반영되는 영업가치의 측면을 크게 볼 수 있는 기업은 아니다. 다만, 동사가 오랜 기간 동안 사업을 영위해왔고, 현재 여러 정황을 고려했을 때 앞으로의 실적에 큰 변동은 없을 것으로 보이며, 현상 유지의 수준에서 이익을 실현할 것으로 보인다.



기업분석 5팀

정원호, 황지연

박상민, 윤상은

I. 매력적인 자산주. 선광.

1. 보유하고 있는 토지

동사의 토지 자산은 장부에 비해 가치가 크다

동사는 사업의 특성상 다량의 토지가 필요하다. 이 때문에 동사는 다량의 토지를 장기 보유하게 되었으며, 대부분의 토지가 위치한 인천의 꾸준한 지가 상승으로 자산 가치가 크게 상승하였다. 그러나 동사의 토지 자산 재평가는 1999년에 이루어진 것이 마지막으로, 최근 10여 년 간의 지가 상승이 장부에 반영되지 않았다. 국토해양부에서 운영하는 부동산공시가격 조회 서비스를 이용하여 동사가 보유한 토지의 가격을 재평가 해보면, '인천시 서구 오류동 1539'의 경우 장부상 가격이 88억이지만 공시지가를 대입하면 300억으로 평가되는 등 토지 자산 평가액이 적게는 1.2배에서 많게는 3배 이상 차이가 나는 것으로 조사되었다.

평택의 토지는 공시지가 평가항목에서 누락되어 있다

특히 재무제표의 공시지가 평가 항목에서, 최근에 땅이 합병*분할 된 평택의 토지는 누락되어 있음을 발견할 수 있는데, 같은 지구의 평균 지가를 대입해보면 약 100억 원의 자산 추가 효과를 발견할 수 있다.

공시지가로 평가했을 때 토지에서 600억의 자산 추가가 기대 된다

5월 14일 기준 동사의 PBR은 0.7 가량으로, 자산 가치에 비해 저평가 받고 있는 것을 알 수 있다. 최근까지 저평가를 받아왔던 원인에 대해서는 보고서의 후미에서 다시 논의하겠지만, 이러한 부분을 제외하더라도 시가총액이 1000억 원 정도인 동사에 600억 가량의 자산 추가 효과가 기대된다는 것은, 중장기적으로 볼 때 상당한 이점으로 작용할 수 있다.

그림 1. 보유 토지의 지가 (단위:억)

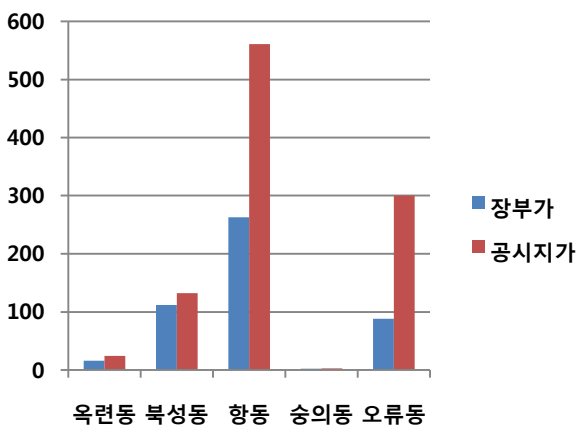
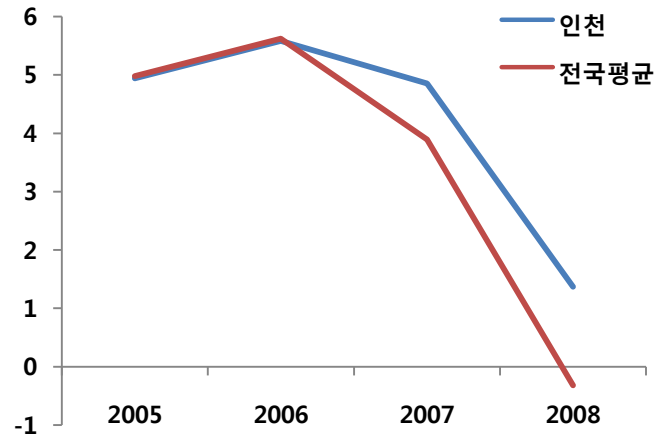


그림 2. 인천의 지가 상승률



자료 : 국토해양부, Research 5 Team

자료 : 통계청, Research 5 Team

인천의 지가는 꾸준히 상승하고 있으며, 추가 상승이 기대된다

또한 앞으로의 자산 가치 상승의 기대도 품어볼 수 있다. 인천은 최근의 부동산 침체에도 불구하고 2008 년에 전국 최고 수준의 지가 상승률을 보였다. 또한 추가적인 신도시 계획과 2014 년 아시안게임 인천유치 등으로 인한 개발 기대 심리로 인해 지속적인 지가 상승이 예상된다. 인천에서 최근에 재개발되거나 개발되어 지가가 상승하고 있는 연수구나 중구 등지에 많은 토지를 보유하고 있는 동사로서는 추가적인 자산 가치 상승을 노려봄직하다.

실거래가보다 큰 공시 지가의 상승률은 동사의 자산 상승 속도를 배가시킬 것이다

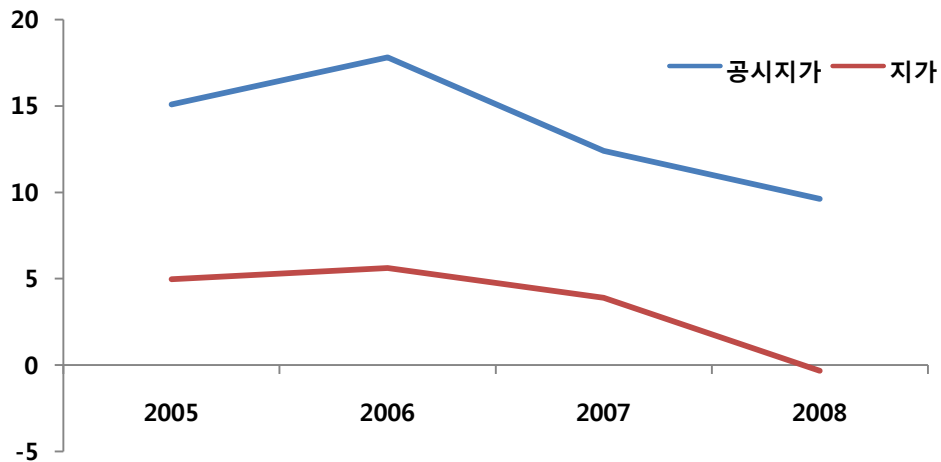
또한 실거래가 공시지가에 비해 높은 수준에서 이루어진다는 점을 고려해보면 동사의 자산가치가 더욱 매력적으로 다가온다. 실거래가는 장부에서 드러나거나 고려하기 쉽지 않지만, 현재 50~70% 정도의 시세 반영률을 보이고 있는 공시지가를 현실화 하기 위해 지가의 상승률보다 더 높은 추세로 상승하고 있는 공시지가의 상승 추이를 반영해보면, 실거래가와 공시지가의 수준이 비슷해지는 수준까지는 추가적으로 40~60%의 상승 여력이 기대된다. 최근 부동산 침체로 2009 년의 공시 지가가 1.42%가량 하락했지만 이전의 상승폭과 실거래가의 하락 수준과 비교하면 미미한 정도이며, 전국 평균이 하락했음에도 인천의 공시지가는 0.34% 상승했다. 인천의 지가 상승과 공시지가의 현실화로 인해 동사가 보유한 토지의 자산 가치는 추가로 상승할 것으로 기대된다.

2. 화인파트너스 지분 저평가

화인파트너스 지분 19.34%

동사는 동사의 기업집단인 선명그룹 내의 계열사, 화인파트너스의 지분 19.34%(FY 08 년 3 분기 정산 보고서 기준)를 보유하고 있다. 동사가 보유하고 있는 화인파트너스의 지분 금액은 시장성이 없는 주식으로, 현재 공시 상 장부가에는 취득원가로 계상되어 있다. 그러나 감사 결과 이 시장성이 없는 주식의 순자산가액은 취득

그림 3. 지가보다 높은 공시지가 상승률



자료 : 통계청, Research 5 Team

원가의 2 배를 넘어선다.

지분가치 장부가와 평가 차액 790억

실제로 화인파트너스의 지분 취득가액은 510 억 수준이다. 그러나 지분의 시가 즉, 평가액은 1300 억으로 자본가치가 무려 790 억의 차이를 보이고 있다. 동사의 시가총액이 1,100 억 수준임을 감안할 때, 이는 동사의 기업가치에 상당한 영향을 줄 수 있는 수치라고 볼 수 있다. 결국 동사의 회계상 지분가치가 반영되지 않음으로 인해서 동사의 자산이 저평가 되었을 가능성이 높다. 지분가치가 시가 상으로 장부를 훨씬 상회하는 것은 화인파트너스의 이익 창출과 사업에 대한 안정성과 관련 있다. 화인파트너스는 기업투자 및 경영 컨설팅, 부동산 개발을 주요 사업 영역으로 가지고 있는 회사로서 선명그룹의 대주주인 심장식의 지분 보유 하에서 동사와 계열사 관계에 있는 회사이다.

에코메트로 사업 공동 참여에 따른 매출 7천억원

화인파트너스는 지난 2005 년 주식회사 한화 소유의 인천 공장 개발 대상 부지의 50%를 인수하고 토지를 토대로 이루어지는 도시개발사업과 주택개발사업에 공동 참여하기로 약정을 체결하였다. 이 사업은 한화건설의 '에코메트로' 사업으로 인천 송도 신도시 옆에 또 하나의 '미니 송도'를 개발하는 일종의 계획 도시 개발 프로젝트이다. 이 프로젝트는 이미 청약이 끝난 상태로 2009 년 까지 총 분양 대금 5,150 억원 2011 년까지 9,687 억원의 매출을 올릴 것으로 예상되고 있다. 따라서 2011 년까지의 총매출액은 1 조 4 천 억원에 이르며, 이 중 50%인 7 천 억원 규모의 실적은 화인파트너스에 종속되게 된다.

FY08년 실적 향상, FY09년에도 지속

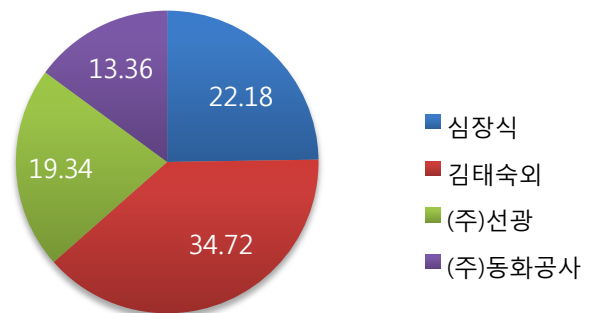
화인파트너스는 에코메트로 사업의 성공으로 FY08 년 연 매출액 4280 억, 당기 순이익만 1000 억 원에 이르는 실적 향상을 이루었다. 현재 FY09 년 정산이 되지 않은 시점에서 FY 09 년 매출은 이미 3 분기에 5700 억으로, FY 08 년 매출을 훨씬 상

그림 4. 선광의 비상장 주식 보유 현황 (단위: 천원)

회사명	지분율(%)	장부가액	순자산가액
평택항만(주)	16.6	250,660	981,739
(주)아이엔티씨	16.38	982,600	444,573
인천시민프로축구단	소액주주	2,500	-
평택컨테이너터미널(주)	8.5	1,700,000	1,810,382
(주)화인파트너스	19.34	51,155,233	130,800,413
인천북항부두운영(주)	0.06	5,000	4,835
가농바이오(주)	0.18	100,000	
(주)루트	0.57	92,000	
합계		54,095,993	134,041,942

자료 : 공시 자료

그림 5. 화인파트너스 주주 현황 (FY 08 3분기, %)



자료 : 공시자료

회할 것으로 생각된다. 또한 화인파트너스는 현금배당성향이 큰 기업(FY 07 : 35.65% FY08 : 12.32%) 으로 지분에 대한 배당으로 지속적인 현금의 유입이 가능하다.

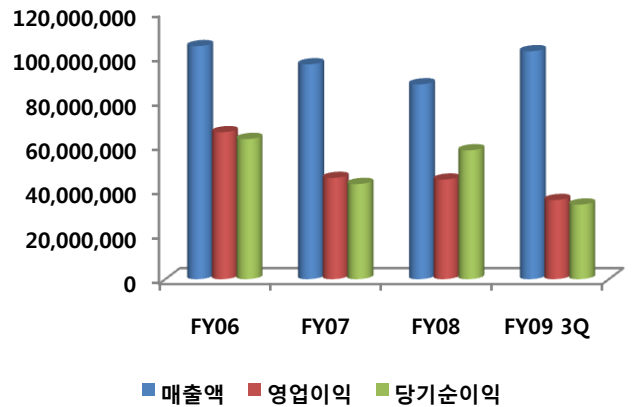
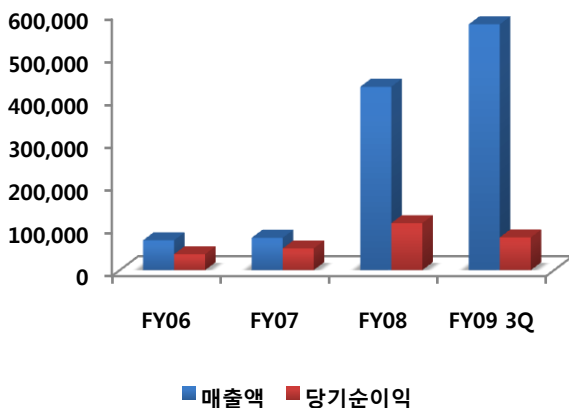
화인파트너스의 수익 원 : 자회사 한국금융개발

이와 더불어 화인파트너스가 지분의 64.4%를 보유하고 있는 자회사 한국개발금융은 리스업(시설대여업)을 영위하여 1년 매출액이 1000억원, 연평균 영업이익률이 49%, 연 당기순이익이 400~600억 규모로 실현되는 안정적인 기업이다. 이러한 자회사를 통해 얻는 지분법이익은 향후 화인파트너스에 적지 않은 수익원이 될 것으로 예상된다.

화인파트너스 지분 저평가 가능성 농후

결국 이러한 화인파트너스의 사업 성공과 안정성이 화인파트너스의 자본 가치를 상승시켜, 화인파트너스 지분에 대한 가치도 크게 상승하게 된 것이다. 실제적으로 화인파트너스에 대한 지분가치만으로도 동사의 자본 가치는 현재의 시가 총액을

그림 6. 화인파트너스의 매출액 및 순이익 추이(백만원) 그림 7. 한국금융개발의 실적 추이(천원)

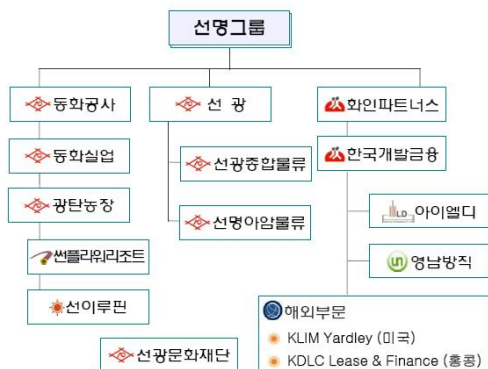


자료 : 공시 자료

자료 : 공시자료

그림 8. 선명그룹 계열사 관계도

그림 9. 화인파트너스에 대한 지분가치



화인파트너스의 현재 자본금 (FY09년 3Q 기준)

7,336억

19.34% 지분에 대한 자본금 가치 X 0.1934

7,336억 X 0.1934 = 1418억(감사 시가는 1300억)

자료 : 한국 금융개발 2007년 경영 실적

자료 : Research 5 team

넘어선다. 그러나 화인파트너스의 지분은 시장성이 없는 주식으로 현재의 시가가 회계 상에 계상되지 않기 때문에 시장에서 동사의 자본 가치를 저평가하고 있을 가능성은 충분하다.

II. 선광은 어떤 기업인가

1. 사업의 개요

i. 영업 활동

동사의 사업영역은 항만하역사업과 해사사업으로 나뉜다

1948년 설립되어 1961년에 상장된 동사의 사업 영역은 크게 항만하역사업과 해사사업으로 나뉜다. 항만하역사업은 항만 내에서 화물을 선박에 싣고 내리거나, 보관 또는 운송 등의 화물 유통과정을 담당하는 사업이다. 1984년 시작된 해사사업은 해저에서 모래를 채취, 세척하여 건축용 자재로 판매하는 사업을 말한다.

하역사업부문은 일반하역, 싸이로하역 및 컨테이너하역으로 분류된다

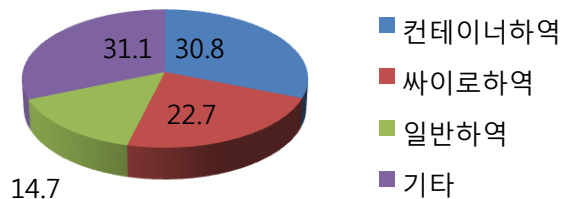
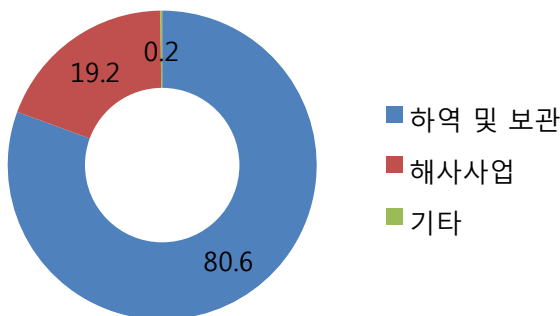
하역사업부문은 다시 일반하역, 싸이로하역, 컨테이너하역으로 분류될 수 있다. 일반하역은 소금이나 원목 등의 일반 물품을 대상으로 하고 있고 싸이로하역은 식용에 사용하는 대두 등의 곡물을 하역, 보관하는 것을 말한다. 마지막으로, 컨테이너하역은 수출입시에 컨테이너 화물을 이용하여 하역 및 선적하는 것을 일컫는다.

해사사업부문은 연근해에서 모래를 채취, 세척 후 건설업체에 공급하는 사업이다

해사사업부문은 해사판매를 근간으로 하여 인천 연근해에서 모래를 채취, 세척한 후 국내 건설업체에 공급하는 사업이다. 모래 채취선, 세척시설 등의 시설 및 장비가 요구되는 사업으로 타 업체의 시장 신규진입이 어려운 사업부문이다. 현재 동

그림 10. 동사의 사업별 매출액 구성비율

그림 11. 동사의 하역사업부문 매출액 구성비율



자료 : Research 5 Team

자료 : Research 5 Team

사는 예선 1 척, 부선 2 척 등 총 3 척의 선박을 보유하고 있으며 인천항에 첨단 자동세척장치를 구비하고 있다.

ii. 영업 현황

사업별 동사의 매출비중

동사의 매출액 구성비율을 살펴보면 하역사업이 80.6%, 해사사업이 19.2%, 기타 임대사업 등이 0.2%를 차지하여 하역사업이 주를 이루고 있음을 알 수 있다.(그림 3) 하역사업 내에서도 컨테이너 하역이 전체 매출액 중 30.8%로 가장 많고 싸이로하역(22.7%), 일반하역(14.7%)이 그 뒤를 잇고 있다.(그림 4)

동사는 해사사업보다는 주 사업부문인 하역사업에 치중하고 있다

지난 3 년간의 매출비중을 비교해보면 하역사업은 매출이 꾸준히 증가하고 있는 반면, 해사사업은 2006 년년 대비 2007 년에는 매출이 크게 줄었다가 2008 년에는 다시 소폭 상승하는 모습을 보이고 있다. 하지만 전체적으로 해사사업부문의 매출 비중은 줄어들고 있다고 볼 수 있다. 이는 최근에 경기가 좋지 않은 해사사업보다는 동사의 주 사업부문인 하역사업에 치중하겠다는 전략으로 볼 수 있다.

하역사업부문에서의 시장점유율은 대한통운과 동사가 1, 2 위를 다투는 실정이며 2008 년 기준, 대한통운이 21.1%, 동사가 21.0%로 극소한 차이를 보이고 있다. 해사사업부문에서는 2008 년 기준, 삼한강이 20.1%로 1 위, 동사가 15.6%로 그 뒤를 잇고 있다.(그림 5)

2. 항만하역사업

i . Business Model

항만에 들어오는 물류를 다루는 것을 항만 하역사업이라 한다

항만하역 사업이란 동사와 같은 하역업체가 각 항구의 항만에 들어온 선박의 물류를 싣고 내리는 것과 이에 따르는 일을 통칭한다. 항만하역 업체는 2007 년 기준으로 전국 29 개 항만에 220 개 업체가 등록되어 있다. 이 중 대부분이 10 억 원 미만의 영세 업체이다. 또한 상위 4 개의 업체가 하역물량 기준으로 시장점유율이 33%로 나타났다.

TOC가 있어야 부두에서 사업을 영위할 수 있다

화물운송 선박의 첨단화가 진행됨에 따라 자동하역설비 및 대규모 보관소, 내륙수송망 등 부두개발이 지속적으로 이루어질 필요가 있었고, 항만공사는 이를 효율적으로 해결하기 위해 부두 운영권을 민간 하역업체에게 판매하기 시작했다. 그리하여 1997 년부터 운영권을 판매하기 시작하였는데, 이 운영권을 TOC(부두운영회사: Terminal Operation Company)라 불린다. TOC 는 5 년 계약을 기본으로 하며,

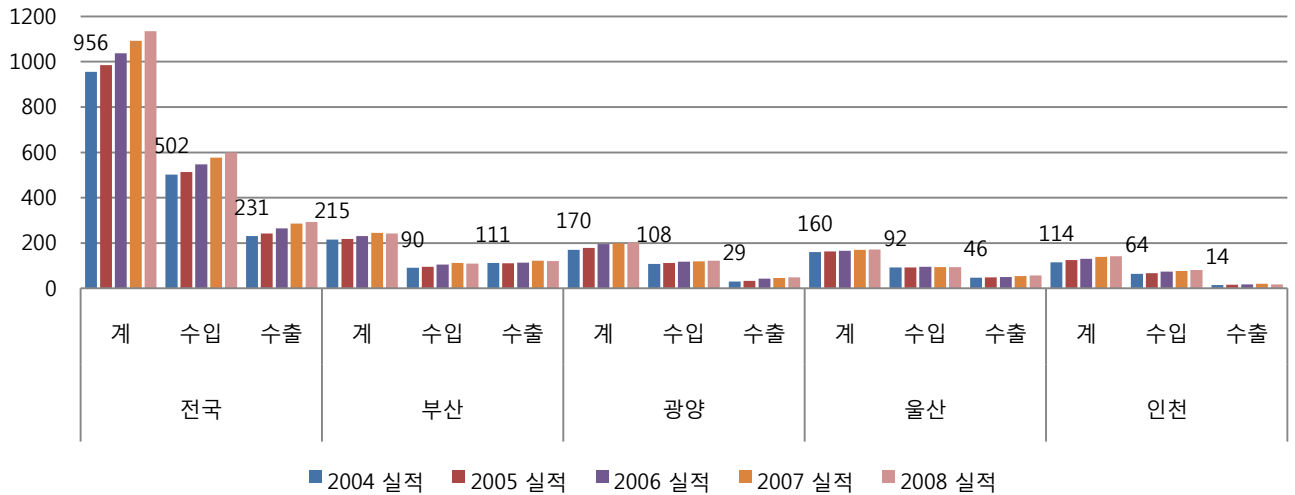
TOC 을 따낸 하역업체들만 항만에서 영업을 할 수 있기에 이 계약은 필수적이다. 이로 인해 항만하역사업의 진입장벽은 매우 높다. 또한 차량운반구, 선박등 여러 기반 시설이 필요하기에 초기 투자 비용이 높아 신규 업체가 진입하기 매우 힘들다.

ii. 안정적인 cash cow, 항만하역사업

동사는 항만하역사업으로 약 80%의 매출을 올리고 있다

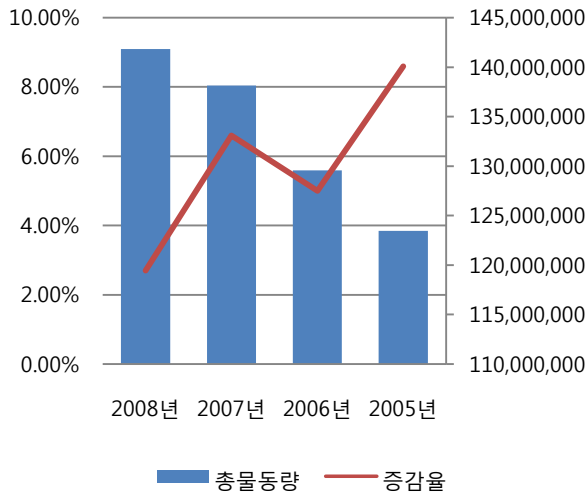
동사의 매출의 80%를 차지하고 있는 항만하역사업은 물류사업부, 컨테이너사업부, 싸이로 사업부 이렇게 크게 3 가지로 분리된다. 물류사업이란 일반하역부분과 자동차 수출입의 하역영업 및 중량물과 한국전력의 자재운송영업을 뜻한다. 또한 컨테이너 사업이란 컨테이너 하역을 의미하고 싸이로란 곡물의 하역과 보관을 뜻한

그림 12. 국내 주요 항만의 물동량



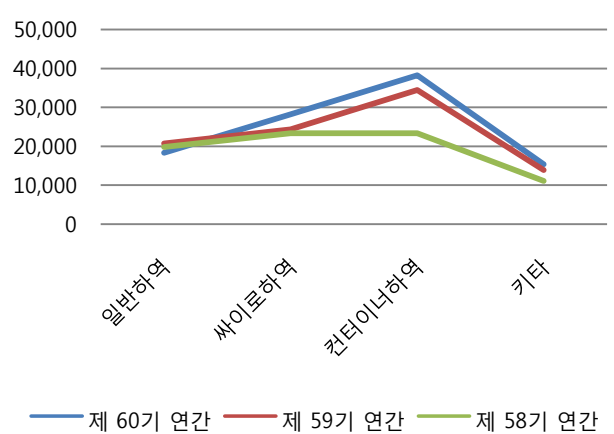
자료: 동사 공시자료

그림 13. 인천항 물동량과 증감율



자료: 인천항만공사

그림 14. 항만하역사업 분야별 매출비중



자료: 동사공시자료

다. 동사가 이러한 사업을 영위하고 있는 곳은 국내에 존재하는 29 개의 항구 중 부산, 광양, 울산에 이어 물동량 4 위를 차지하는 인천항이. 동사는 인천항에 들어오는 물동량의 약 20%정도를 담당한다.

인천항은 꾸준히 물동량이 증가하는 추세이다 그러나 작년 글로벌 위기로 인해 물

그림 15. 주요국가 물동량

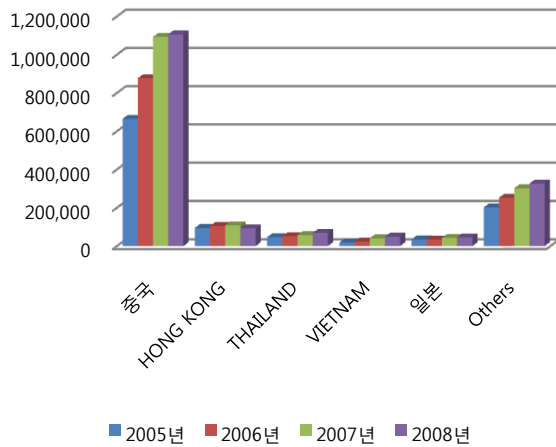
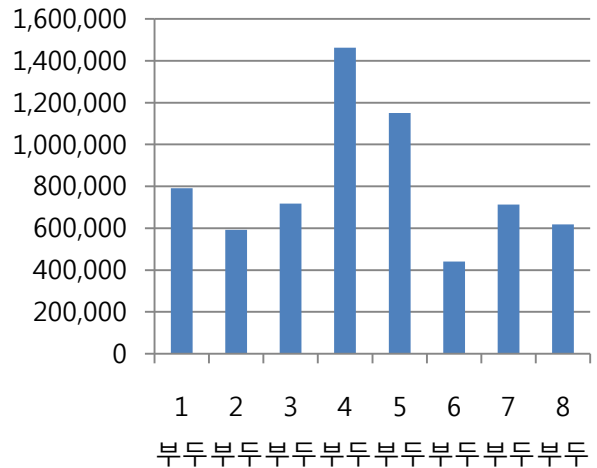


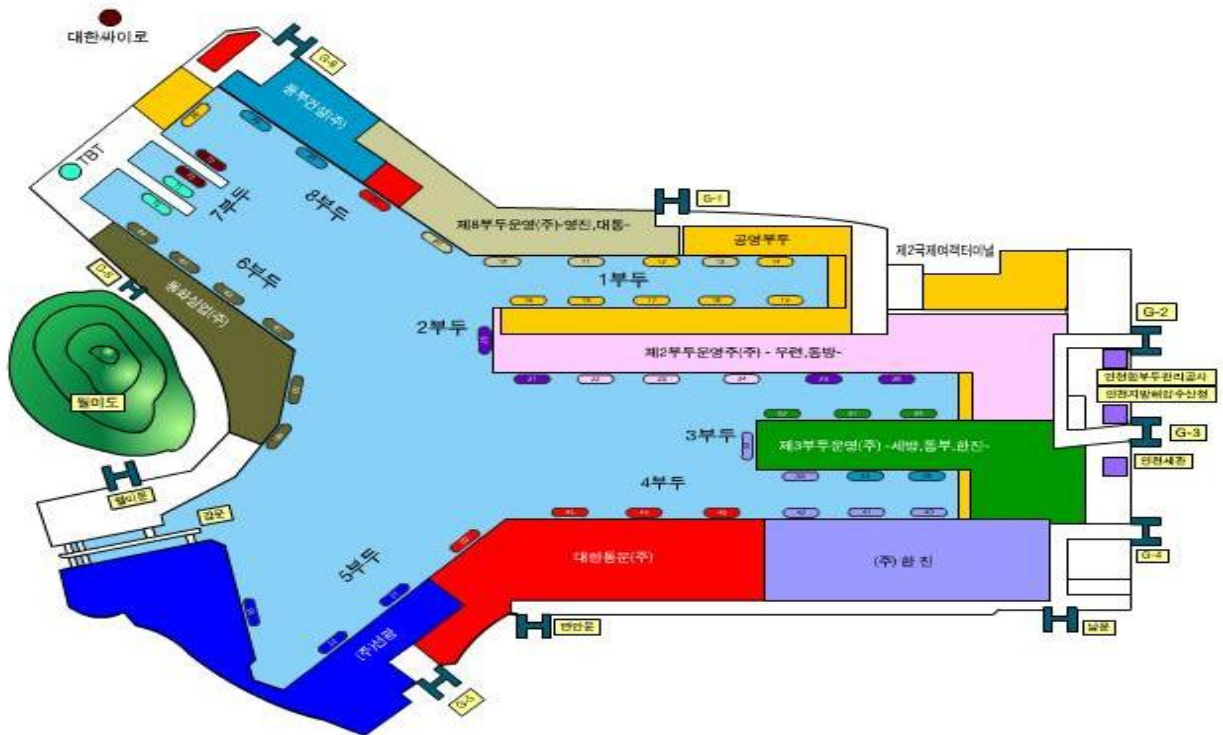
그림 16. 부두별 물동량



자료: 인천항만공사

자료: 인천항만공사

그림 17. 인천항 운영회사 현황



자료: 인천항 부두관리공사

인천항의 물동량은 안정적으로 공급될 것이다

동량의 그 증가폭이 축소되었다. 비록 2008 년에 물동량 증가세가 주춤하였으나, 인천항의 물동량은 앞으로도 안정적으로 공급될 것이라 판단한다. 그 이유는 지리적 위치 때문이다. 우선 인천항은 우리나라와 교류를 많이 하는 중국, 홍콩, 베트남과 근접한 곳에 위치한다. 그러기에 위의 국가들과 교역을 할 때 인천항을 이용한다. 또한 인천항은 수도권 인근지역의 항구이다. 국내 수출입물량의 40%가 수도권으로 들어가거나 나간다는 점을 감안해 볼 때도 인천항의 물동량은 안정적으로 공급될 것이라 판단된다.

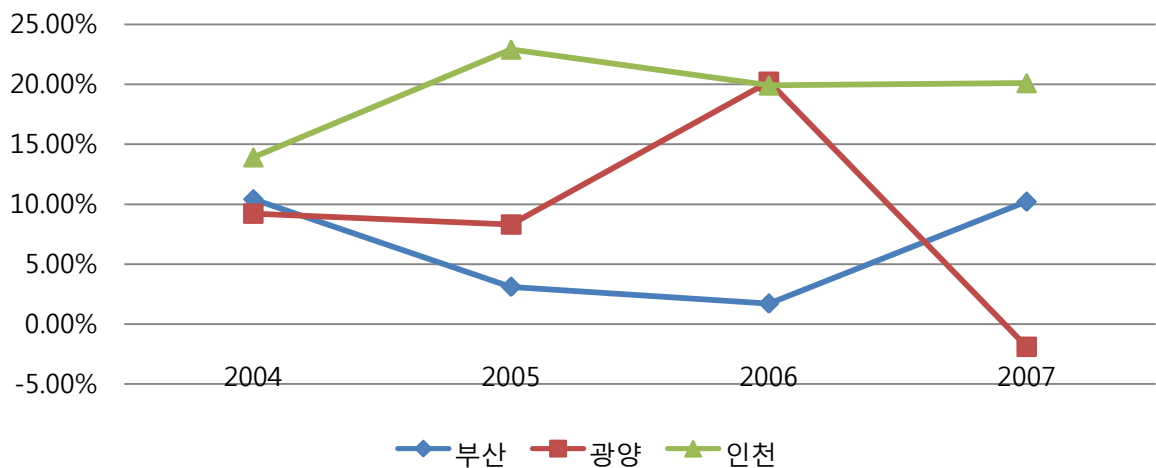
인천항만공사는 최근 시설사용료 감축하였다.

항만하역사업은 영업이익률이 약 9%정도 밖에 되지 않는다. 또한 작년 글로벌 경기침체로 인해 하역업체들은 난항을 겪었다. 그리하여 인천항은 이러한 위기를 타개하기 위해 인천항 부두에서 사업을 하고 있는 하역업체들에게 항만시설사용료 감면폭을 확대 해주고 ('08 년 8 억원 -> '09 년 33 억원), 항만 부지 임대료를 감면해 주기로 했다.(10%-15%) 이로 인해 동사는 낮은 영업이익률, 그리고 글로벌경기침체로 인해 침체되어 있던 상황을 조금이나마 극복할 수 있을 것이라 판단된다.

동사의 물류 사업은 인천항 5부두에서 이루어진다

현재 동사는 인천항의 5 부두를 사용한다. (외항) 5 부두는 인천항에서 물류가 많이 들어오는 곳 중 하나로 대표 품목은 자동차이다. 동사는 5 부두를 2part 로 나누어 5-1 에서는 원목의 하역사업을 하고 5-2 에서는 자동차 하역사업을 한다. 동사는 인천항을 통해 수출되는 자동차의 약 75%정도를 취급하고 있다. 동사의 주요화주는 GM 대우자동차, 쌍용자동차이다. 동사는 TOC 가 생긴 1997 년부터 줄곧 이 곳의 운영권을 따내었다. 또한 2008 년 말 완공된 인천북항 일반잡화부두에 공사비 약 191 억원을 부담하여 완공 후 이곳에서 하역사업을

그림 18. 각항만별 컨테이너 증감을



자료: 국토해양청

하고 있다. 이 시설은 국가에 귀속되며 동사는 공사비만큼의 시설 임대료를 면제 받으며 운영한다.

수도권의 컨테이너 물량들이 인천항에 들어오고있다

동사는 2005년부터 컨테이너 사업에 진출하였다. 동사의 컨테이너 사업은 인천항 남항에 위치한 컨테이너 터미널에서 이루어진다. 2005년부터 인천항의 컨테이너 물동량이 평균 20%씩 증가하였다. 동사가 영위하고 있는 사업 중 가장 큰 비중을 차지하는 컨테이너의 물동량이 증가하는 것은 동사에게 있어서 호재가 아닐 수 없다. 초반 2년 동안은 고정비로 인해 수익성이 좋진 않았지만 2007년부터는 수익성이 많이 개선된 상황이다 또한 과거 부산항을 많이 이용했던 수도권화주들이 컨테이너당 30~40만원씩 절약할 수 있는 인천항을 이용하기에 인천항의 물동량의 미래는 밝다고 판단된다.

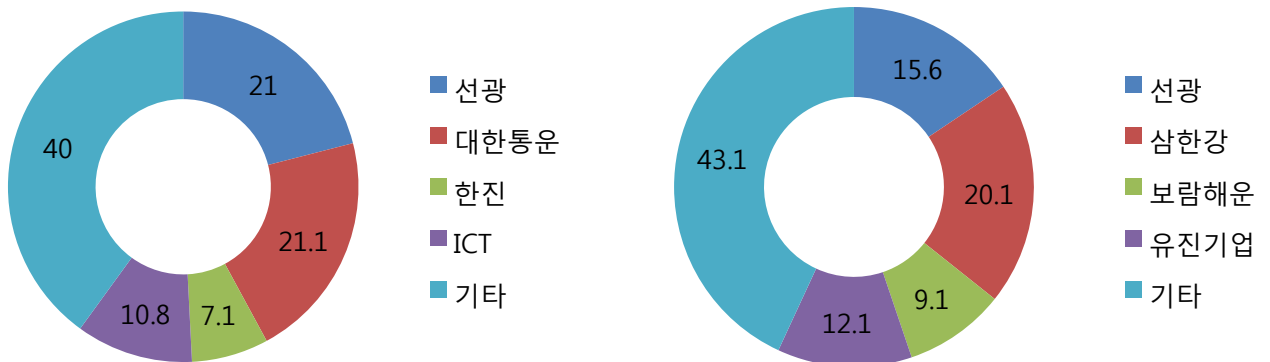
동사의 싸이로 사업의 물량도 꾸준할 것으로 판단된다

동사의 싸이로 사업은 인천항과 군산항에서 이루어진다. 이는 항구에 들어온 곡물의 하역과 저장 사업을 담당하는 것이다. 인천항은 2005년부터 시작한 사업으로 중국에서 들어오는 곡물량 증대에 따라 수요가 증가하였다. 이 두 사업은 중국과의 교역량이 증가하면서 담당하는 물동량이 2006년부터 꾸준히 상승하였다. 이러한 물동량 증가에 동사는 싸이로 사업의 전망을 밝게 보고, 2008년 11월 공사비 221억을 들여 군산에 10만톤 규모의 싸이로를 건설하였다. 이로서 동사의 저장 능력은 30만톤에서 40만톤으로 증대되었다. 동사가 인천항 부근이 아니라 군산에 싸이로를 만든이유는 국내 시료회사들이 점차 중부 및 남부지방으로 이전하는 것에 대비하기 위해서이다.

3. 해사사업 부문

i. 해사채취 및 공정 과정

그림 19. 동사의 사업별 시장점유율 (2008년)



자료 : Reseach 5 team

해저모래 채취→인천
항으로 운송→불순물
제거→세척→판매

동사는 인천 인근 해역에서 동사가 보유하고 있는 선박으로 수심 40~50m 에 있는 해저모래를 채취한 후에 이를 인천항으로 운송한다. 아무런 공정을 거치지 않은 원상태의 해사를 그대로 판매하기도 하지만 대부분은 불순물 제거 장치를 거쳐 세척시설로 옮겨져 세척 공정을 거치게 된다. 세척조에 투입된 해사는 살수, 배수 작업을 통하여 염도 0.01%이하로 세척된다. 공정이 끝날 때마다 염도 측정 검사를 마친 뒤 수도권 지역에 건축 자재용으로 판매된다. (그림 6)

ii. 판매 제품

동사가 판매하는 제품:
세척사, 원사

동사가 판매하는 제품은 세척사, 원사, 자갈 등으로 이 중에서 세척사가 대부분의 비중을 차지하고 있다. 세척사는 위 공정 과정에서 세척 공정을 거친 뒤 염분의 대부분이 제거된 해사를 말하며 동사가 자체 개발한 자동세척장치를 통해 현재 해사의 염도를 기준치보다 1/4 이하의 수준으로 낮추어 판매하고 있다. 이에 반해, 원사는 아무런 공정을 거치지 않은 해사를 일컫는다.

세척사는 레미콘용 모
래로, 원사는 아스콘용
모래로 쓰인다

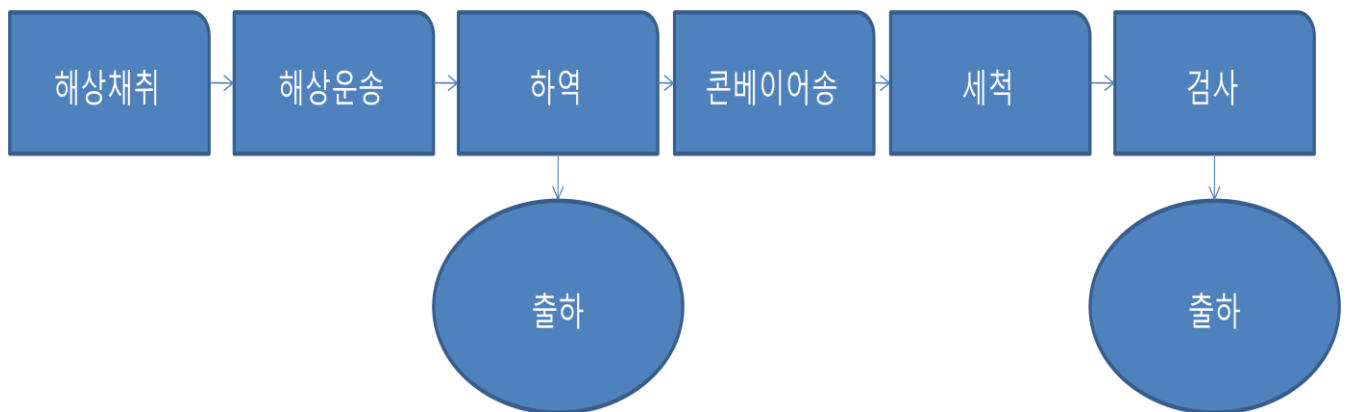
염분이 제거된 세척사는 레미콘용 모래로 쓰이게 되는데 레미콘이란 ready-mixed concrete 의 약칭으로써, 콘크리트 제조 공장에서 아직 굳지 않은 상태로 차에 실어 그 속에서 뒤섞으며 현장까지 배달되는 콘크리트를 말한다. 세척 공정을 거치지 않은 원사는 아스콘용 모래로 쓰이는데 아스콘이란 흔히 말하는 아스팔트 콘크리트를 일컫는다.

iii. 채취 장소

채취 장소: 옹진군, 서
산시, 당진군 일대, 서
해 배타적 경제수역

동사는 주로 인천 인근 해역인 옹진군과 충청남도 서산시, 당진군 일대에서 해사 채취를 할 뿐만 아니라 서해 배타적 경제수역에까지 그 범위가 미치고 있다. (그림 20. 해사채취 및 공정 과정)

그림 20. 해사채취 및 공정 과정



자료 : Research 5 Team

림) 2004 년 이래로는 북한 모래채취사업에 착수하여 다른 골재채취 전문업체들과 함께 인근 해주지역에서 해사를 반입하고 있다. 뿐만 아니라, 2005 년부터는 중국에서도 모래를 반입하고 있다.

iv. 납품처

동사는 레미콘 업체 및 아스콘 업체에 해사를 직판매한다

동사는 레미콘용 모래로 쓰이는 세척사 및 아스팔트용 원사를 레미콘 업체 및 아스콘 업체에 직판매한다. 이들 업체는 다시 건설업체에 콘크리트를 공급하며 결과적으로 동사가 공정한 세척사 및 원사는 최종 납품처로 건설업체에 돌아가게 된다. 이에 따라 동사의 해사판매사업은 건설경기의 변동에 의하여 그 수요가 결정되는 특성을 지닌다.

v. 해사채취와 관련한 규제

동사의 해사채취사업은 골재채취법 제22조의 규정에 의해 규제를 받는다

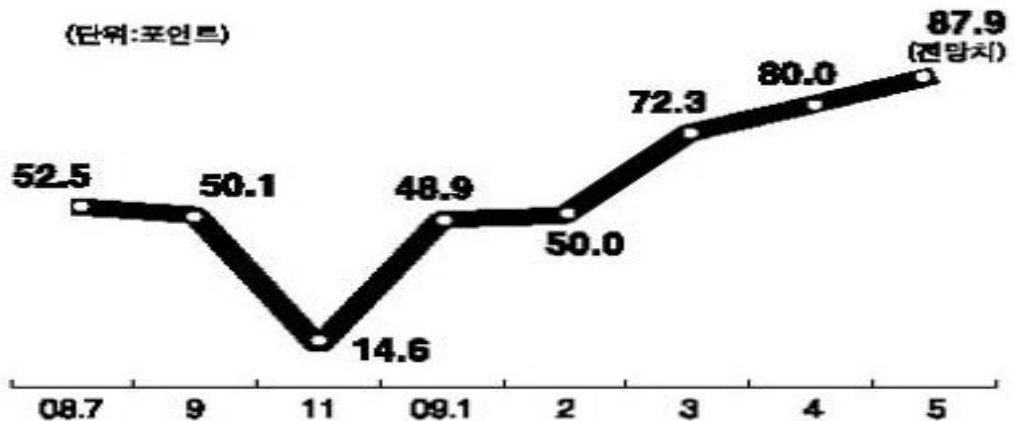
동사의 해사채취사업은 골재채취법 제 22 조의 규정에 의하여 규제를 받고 있다. 그러나 2008 년 3 월, 국토해양부는 '골재채취능력평가 공시' 마련 등 관련된 법안을 재정비하였는데 동사를 비롯한 다수의 관련 업체들이 '골재채취 능력 평가' 결과가 형평성에 어긋난다며 제도개선을 요구하고 있다. 동사의 경우 선박 등 채취 관련 장비나 실적 면에서 타 업체들에 비해 앞서있음에도 불구하고 개정된 평가기준에 따르면 채취능력을 적절히 평가 받을 수 없게 되어 규제와 관련하여 불이익을 받고 있다.

vi. 해사사업 경기 추세

해사사업은 국내건설 경기의 영향을 받는다

해사사업은 국내건설경기의 변동에 따라 그 수요가 영향을 받는 특성을 가지고 있다. 국내 건설업은 지난 1 월까지 계속 침체되는 경향을 보이다가 2 월 들어서부터

그림 21. 건설업 경기실사지수 추이



자료 : 건설산업연구원



는 주거용 건축물 부문에 있어서 조금씩 상승하는 추세를 보이고 있다. 주거용 건축물은 전년도에 비해 80% 가량 상승했으며 이에 따라 아파트 실거래 건수도 증가세를 보이고 있다. 또한, 건설업체들의 체감경기를 나타내는 '건설산업 경기실사 지수(CBSI)'도 5개월 연속 상승세를 보이고 있다.(그림 21)

동사의 해사사업은 전망은 그리 밝지 않을 것으로 전망된다

국내 건설업의 활성화와 함께 정부의 지속적인 건설경기 부양 정책은 해사사업에 긍정적인 효과를 불러올 것으로 기대되지만 반면에, 해저 모래 채취에 관하여 환경단체들의 반발과 골재채취법으로 인한 정부의 규제 등은 동사의 해사사업 경기가 그리 밝게 하지는 않을 것으로 보인다. 이와 더불어, 최근에는 모래의 질적인 면에 있어서 해사보다는 강모래가 선호되고 있어 동사의 해사사업 부문의 전망은 더욱 좋지 않을 것으로 예상된다.



III. Risk

동사의 PBR은 저평가 상태이다

동사는 현재 5월 14일 현재 PBR이 약 0.7 정도이다. 시장에서의 가격이 기업의 자산 가치를 제대로 반영하고 있지 못하다는 이야기이다. 재무제표를 기준으로 동사의 주당순자산은 23662 원이다. 그러나 시장에서 거래되고 있는 시가는 5월 14일을 기준으로 17950 원이다. 동사의 주가가 저 평가를 받지 못하는 원인은 무엇이며, 앞으로는 어느 정도의 평가를 받을 수 있을 것인지에 대한 논의가 이루어져야 할 것으로 보인다.

자산가치가 알려졌음에도 PBR이 상승하지 못하고 있다

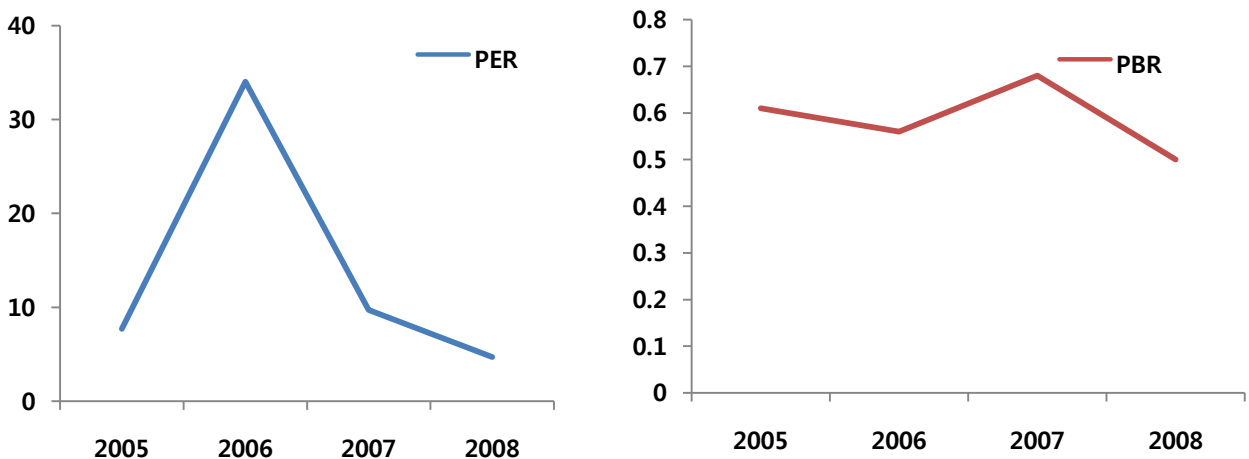
사실 동사의 자산 가치에 대해서는 2~3년 전부터 계속적으로 시장에서 언급이 있었다. 화인파트너스의 지분 가치는 최근에 부각된 이슈지만, 보유하고 있는 토지의 저평가에 대해서는 이전부터 관심을 받아왔다. 그럼에도 주가는 계속 PBR 1을 넘기지 못한 채로 이어져 왔다.

PER에 비해 PBR이 주가에 미치는 영향이 크다

동사의 PER은 2005년부터 지금까지 4~34까지 큰 변동을 보이고 있다. 그러나 PBR은 2005년부터 지금까지 0.5~0.7 사이로 안정적으로 유지되고 있다. 이는 동사의 주가가 PER에 의해 움직이기 보다는 PBR의 영향을 더 크게 받는다는 것을 보여준다. 동사의 사업 영역을 살펴보면, 안정적인 현금의 창출은 가능하지만, 눈에 띄는 성장성을 기대하기는 힘들다. 따라서 시장은 동사의 자산 가치에 더욱 관심을 가지며, 이는 안정적인 PBR의 흐름으로 판단할 수 있다. 하지만 이를 통해서 동사의 PBR이 주가에 더 큰 영향을 미치는 것은 알 수 있지만 PBR이 1 미만에서 이루어지는 것을 설명할 수는 없다.

동사가 소유한 토지는 대부분이 사업용이다. 이 말은 곧 토지의 자산 가치가 아무

그림 22. 동사의 PER과 PBR 추이



자료 : 네이버, Research 5 Team

현금 창출 능력으로 인해 PBR에 있어서 저평가를 받고 있다

리 상승해도 인천항을 주 사업영역으로 하는 동사의 입장에서는 시세 차익을 얻고 처분하기 힘들다는 것을 의미한다. 주주의 입장에서는 배당 또는 기업의 성장성 등 현금의 창출 능력이 매우 중요하다. 그러나 동사의 경우 자산의 가치와 사업성은 안정적이지만 성장성은 눈에 띄게 드러나지 않으므로, 상대적으로 저평가를 받고 있는 것으로 보인다. 증가하는 자산이 현금화 되어 주주의 주머니로 움직이기 쉽지 않은 것이다. 이러한 이유로 보유 토지의 공시지가가 아무리 오른다 하더라도 동사의 현금 보유량과 창출 능력에는 큰 영향이 없기 때문에, 시장에서는 그만큼 PBR 에 마이너스 가중치를 주고 있는 것으로 판단된다. 따라서 동사에 대한 가치를 평가하는 데에 있어서 과거의 PBR 변동 흐름과 주주의 시각에서 바라본 현금 창출 능력 모두에 대한 확인이 필요할 것이다.



IV.Valuation

1. PBR Method

동사의 Valuation 은 자산주에 대한 시장평가를 고려하여 적정 PBR 과 적정 BPS 를 산출하여 진행하였다. 동사의 과거 PBR 과 PER 추이와 동사가 자산주임을 감안하여 생각했을 때, 동사의 주가는 영업가치보다는 자산가치에 의해 변화하였다고 생각할 수 있다.(PBR 추이의 변동폭과 PER 추이의 변동폭을 비교했을 때, PBR 의 변동이 영향이 큼.) 따라서 동사의 자산가치에 대한 시장의 평가가 PBR 이란 지표로 반영되어 일정한 Historical data 를 가진다고 판단하고 적정 PBR 을 가정하였다. 이와 더불어 최근에 에크메트로 사업에 관한 화인파트너스의 수익이 실현됨에 따라 동사의 지분 가치가 재평가 됨으로 인해서 발생하는 새로운 실현 수익에 대해서 적정 PBR 을 조정 반영하였다.

2. 비유동 자산에 대한 평가

현재 취득원가로 계상되어있는 대부분의 토지와 건물은 공시 지가와 큰 차이를 보여, 동사의 자산을 저평가하고 있다. 그러나 과거에도 이러한 자산 저평가에 대한 논의가 꾸준히 있어왔음에도 동사의 주가는 이를 반영하지 못하고 있다. 동사의 비유동자산은 대부분이 사업용 부지와 설비이기 때문에 동사가 사업을 지속적으로 영위한다고 가정하면, 현재의 비유동자산이 현금화될 수 없으므로 이는 배당과 같은 형태로 주주의 이익으로 환원되지 않는다. 달리 말해 비유동자산의 시장평가는 단순한 '청산 가치'로, 주가에 반영될 때 일정부분 한계를 가지는 것이다. 이와 같은 가정을 바탕으로 동사의 비유동자산에 대한 시장평가가 과거 Historical data 에 이미 반영되어 있는 것으로 생각하고 Valuation 을 진행하였다.

3. Adjusted BPS

현재의 BPS 는 순자산에서 화인파트너스의 지분가치를 장부가(Book value)로 반영하고 있다. 화인 파트너스의 지분가치는 장부와 시가에서 유의미한 차이를 보이므로 이를 조정 PBS 에 반영하였다. 조정 BPS 는 현재의 BPS(장부가 기준)에서 지분 상승에 의한 순자산 가치의 상승을 고려, 이를 유통주식수로 나눔으로써 BPS 를 증가를 반영하였다.

Present book value	156,170,166,453
화인파트너스 지분 book value	51,155,234,000
화인파트너스 지분 Market value	130,800,413,000

지분가치 상승분	79,645,179,000
유통주식수	6,600,000
Present BPS	23,618
BPS added	12,067
Adjusted BPS	35,685

4. Adjusted PBR

먼저 선행 지표로 비유동자산에 대한 시장평가가 반영되었다고 가정한 historical data 의 평균값을 구하고 여기에 화인파트너스에 의한 지분가치 상승을 고려, 적정 PBR 을 산출하였다. 적정 PBR 산출 시에 순자산이 PBR 에 반영되는 수치를 각각 유동자산과 비유동자산으로 구분하고, 지분가치 상승은 유동자산 즉, 매도가능증권의 가치평가 상승으로 반영하였다. 이 때, 순자산 내에서의 유동자산과 비유동자산의 비중은 총자산 내의 비중을 고려, 그 비율을 반영하였다. 결국 과거 평균 PBR 값에서 유동자산이 반영하는 PBR 을 유동자산 증가 비율만큼 조정하여 적정 PBR 을 산출하였다. 모든 과정에서 적정 PBR 을 산출하는 과정은 다음과 같다.

1) historical data

	2005	2006	2007	2008
PBR	0.61	0.56	0.68	0.5
BPS	19,741	19,943	21,290	23,538
연평균 Price	12,042	11,168	14,477	11,769
Historical average PBR	0.5875			

2)적정 PBR 산출

총자산	279,773,370,153
총부채	123,603,203,700
순자산	156,170,166,453

자산의 유동자산 비율	17.0%
자산의 비유동자산 비율	83.0%
순자산에서의 유동자산 금액	26,556,664,909 ¹⁾
순자산에서의 비유동자산 금액	129,613,501,544 ¹⁾
순자산에서 유동자산 추가액	79,645,179,000

수정 순자산	235,815,345,453
--------	-----------------

수정 유동자산	106,201,843,909
비유동자산	129,613,501,544

수정 순자산에서 유동자산 비율	45.0%
수정 순자산에서 비유동자산 비율	55.0%

순자산에서 유동자산 증가 비율	399.9%
순자산 중 유동자산이 반영하는 PBR	0.099904105 ²⁾
순자산 중 비유동자산이 반영하는 PBR	0.487595895 ²⁾
수정유동자산이 반영하는 PBR	0.399523063 ³⁾
적정 PBR	0.887118959

1)순자산에서 차지하는 유동자산과 비유동자산의 비율은 총자산에서의 비율과 일치함을 가정하였다.

2)Historical data 에서 나온 평균 PBR 값인 0.5875 에서 비유동자산과 유동자산이 반영하는 PBR 값을 순자산에서 유동자산과 비유동자산이 차지하는 비율을 곱하여 나타냄.

3)지분가치 상승으로 유동자산이 증가하는 비율을 곱해줌으로써 유동자산 증가에 따른 PBR 상승분을 조정한 것.

산출된 적정 PBR 은 0.88, 조정 BPS 는 35,685 이를 통해 구한 적정 주가는 31,657 원. 이에 따라 본 리서치 5 팀은 동사에 대하여 안전마진 84% BUY 를 추천한다.

Adjusted PBR	Adjusted BPS	Target Price
0.88	35,685	31,657

	현재	공시지가만 반영	지분만 반영	둘 다 반영
순자산	156,170,166,453	212,296,198,453	235,815,345,453	291,941,377,453
BPS	23662.14643	32166.09067	35729.5978	44233.54204
Historical average PBR	0.5875	13901.51103	18897.57827	20991.13871
	0.66240474	15673.91795	21306.97092	23667.45493
	0.73730948	17446.32487	23716.36357	26343.77116
	0.812214219	19218.73179	26125.75622	29020.08738
Adjusted PBR	0.887118959	20991.13871	28535.14887	31696.40361
	0.962023699	22763.54563	30944.54152	34372.71983
	1.036928439	24535.95255	33353.93417	37049.03605
	1.111833178	26308.35947	35763.32682	39725.35228
	1.186737918	28080.76639	38172.71947	42401.6685

Safety Margin
(-20)~0%
0~20%
20~40%
40~60%
60~80%
80~100%
100~150%
150%~

V. Appendix

손익계산서				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	869	1,122	1,123	1,241
매출원가	782	1,002	949	996
매출총이익	87	121	174	245
판매비및 일반관리비	68	65	55	62
인건비	16	19	21	25
감가상각비	1	2	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타판매비및 일반	31	27	13	13
영업이익	19	56	119	183
영업외손익	72	-29	6	16
이자수익	4	5	8	9
이자비용	37	58	56	51
외환차손익	-0	-0	0	1
외화환산손익	-0	-0	-0	-24
지분법이익	0	2	7	13
기타영업외손익	19	4	-7	-1
세전계속사업이익	90	28	125	199
법인세비용	-8	7	30	40
계속사업이익	99	21	95	158
중단사업이익				
당기순이익	99	21	95	158
EPS (원)	1,549	329	1,491	2,478
수정EPS				

대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	538	583	628	476
현금등가물 및 단	87	61	170	126
시장성유가증권	0	10	7	11
매출채권	218	285	272	258
재고자산	71	13	21	11
비유동자산	2,144	2,095	2,019	2,322
투자자산	671	658	641	688
유형자산	1,244	1,245	1,285	1,567
무형자산	23	18	13	8
자산총계	2,682	2,678	2,647	2,798
유동부채	482	357	512	389
매입채무	66	71	67	51
단기차입금	98	83		50
유동성장기차입금	10	10	30	89
비유동부채	873	986	716	847
사채	358	354	136	158
장기차입금	256	419	422	569
부채총계	1,356	1,343	1,228	1,236
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	571	571	571	571
이익잉여금	647	655	739	883
자본조정	-9	-9	-9	-9
자본총계	1,326	1,335	1,418	1,562

현금흐름표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	159	-47	210	215
당기순이익	99	21	95	158
비현금수익비용가감	15	155	139	115
유형자산감가상각비	75	133	133	114
무형자산상각비	0	0	0	5
퇴직급여	10	13	11	19
외화환산손익	0	0	0	24
지분법평가손익	3	-47	210	215
기타	-73	57	-214	-262
영업활동으로인한자산부채변동	45	-223	-25	-58
투자활동으로인한현금흐름	-338	-149	-83	-346
유형자산 투자	-514	-129	-180	-343
유형자산 처분	108	1	11	25
무형자산 증감	-10	0	0	0
투자자산 증감	60	-21	1	-61
기타	18	0	85	33
재무활동으로인한현금흐름	206	170	-19	59
장단기차입금증가	63	157	-49	262
사채증감	308	58	40	100
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-14	-13	-11	-14
기타	-150	-33	2	-290
영업투자재무활동기타현금흐름	0	0	0	0
순현금흐름	27	-27	108	-73
기초현금	59	86	60	168
기말현금	86	60	168	95

주요투자지표				
(%,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	18.6%	29.2%	0.0%	10.5%
EBITDA성장률 %	-25.4%	100.7%	33.1%	19.8%
EBIT성장률 %	-78.4%	198.1%	112.0%	53.6%
총자산성장률 %	26.8%	-0.2%	-1.2%	5.7%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	10.0%	10.8%	15.5%	19.7%
EBITDA마진률 %	10.8%	16.8%	22.4%	24.3%
EBIT마진률 %	2.2%	5.0%	10.6%	14.7%
세전계속사업이익률	10.4%	2.5%	11.1%	16.0%
당기순이익률 %	11.4%	1.9%	8.5%	12.7%
Stability Ratios				
부채비율 %	102.2%	100.6%	86.6%	79.1%
순부채비율 %	47.8%	64.2%	47.2%	51.7%
유동비율 %	111.5%	163.3%	122.5%	122.2%
당좌비율 %	96.8%	159.6%	118.4%	119.3%
이자보상배율	0.5	1.0	2.1	3.6
Performance Ratios				
ROE %	7.6%	1.6%	6.9%	10.6%
ROA %	4.1%	0.8%	3.6%	5.8%
ROIC %	2.8%	2.8%	5.3%	6.7%
Per Share Ratios				
수정EPS	1,498	318	1,441	2,396
주당순자산	20,097	20,222	21,491	23,662
주당현금흐름	2,639	2,331	3,451	4,193
주당배당금	200	180	220	300