

2009년 11월 06일

한농화성 (011500)

BUY

달려라 한농화성

√ 1976년 창사 이래 연속 매출 성장

연매출 집계로 32년간 단 한번의 매출 하락 없이 줄곧 성장된 실적을 보여왔다. 주력분야에서 75%라는 압도적인 시장점유율 1위, 국내 유일 생산업체로서 독점적 지위 유지 등 그 경쟁력에 있어서 매우 뛰어나며, 이러한 경쟁력을 바탕으로 2009년의 매출 또한 3분기 누적액을 볼 때 전년대비 매출 상승이 유력해 보인다.

√ 이상적인 제품 포트폴리오

지속적인 성장의 주력 사업부 GE, 새로운 성장동력인 EOA, 안정적인 EM으로 구성된 동사의 제품 포트폴리오는 경기변동 및 시장 불확실성 변수로부터 꾸준한 매출 및 이익 증가에 큰 역할을 해오고 있다. 점차 성장성이 높은 EOA의 비중을 높임에 따라 앞으로의 매출 증가에는 더욱 가속이 붙을 것으로 보인다.

√ 끊임없는 신제품 개발, 다양한 모멘텀 기대

EOA 계열에서의 콘크리트혼화제 원료 MPEG, LCD 프리즘시트 원료 FM, 이차전지 원료 Glyme 제품 출시 등, 안정적 매출에도 불구하고 끊임없는 연구개발로 사업분야를 더욱 확장해 나가고 있다. 이러한 신제품들은 중국 건설경기, 4대강 사업, LCD산업 호조, 전기자동차 보급 수혜 등 다양한 모멘텀을 가질 수 있다.

√ 주식 유동성 해소, 주가의 실적 반영 개선

2007년 소액주주 지분 10% 미만으로 회사의 실적이 주가에 잘 반영되지 않는 주식 유동성 문제를 가지고 있었으나 2008년 소액주주 지분 30% 이상으로 확대와 액면분할을 통해 꾸준히 성장하는 실적이 보다 적극적으로 주가에 반영될 것으로 예측한다.

적정주가:

6,399원

현재주가:

3,600원 (11/06 기준)

상승여력: 78%

시가총액	534억원
ROE	20.70%
ROA	10.49%
영업이익률	10.90%
배당수익률	3.93%
P/E Ratio	5.68
P/B Ratio	1.17

주요주주:

김응삼 (44.90%)

세이에셋 (7.71%)

한국삼공 (6.55%)

한빛문화재단 (5.00%)

자사주 (2.97%)

외국인지분율: 6.10%

SMIC 리서치 4팀

팀장 박종진

팀원 김승현

윤상은

이영웅

1. 기업

개요 및 실적

1976년 설립, 2003년 상장

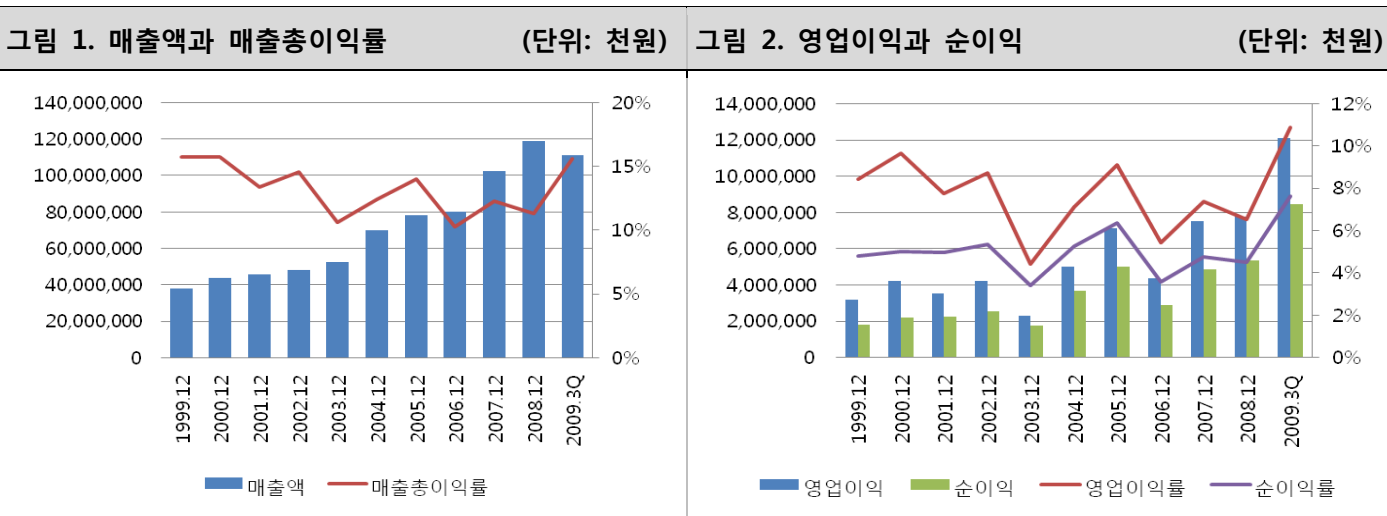
(주)한농화성은 1976년에 설립되어 유화제(EM) 생산업체로 사업을 시작하였다. 이후 1985년 계면활성제(EOA) 생산공장 준공, 1991년 글리콜에테르(GE) 생산공장 준공 등을 통해 그 사업을 확대시켜나갔으며 현재는 GE 국내 유일 생산업체로 시장 1위의 독과점적 지위를 누리고 있다. 유가증권시장에는 2003년 1월 상장되었다. 2009년 3분기 직원 수는 110명이다.

2008년 주식 유동성 증가, 주주구성 다변화 달성

2007년 초까지 소액주주 지분 10% 미만으로 주식 유동성 부족을 보이며 관리종목으로 지정되었으나 2대 주주였던 동부하이텍이 주식 전량(2007년 말 지분 23.69%)을 매각함에 따라 관리종목에서 해제되었고, 2008년 4월엔 주식 액면분할(액면가 500원)로 재상장 함으로써 주주구성 다변화와 주식 유동성 증가를 달성하였다. 현재 소액주주지분은 33% 수준이다. 최대 주주는 김응삼 대표이사로 현재 44.9%의 지분을 보유하고 있다. 동사의 자사주 지분은 2.97%이다.

창사 이래 32년 연속 플러스 성장, 2009년도 무리 없어보임

동사는 2008년 1,188억 원의 매출액을 기록했으며, 이는 회사 설립 이래 단 한차례의 매출액 감소 없이 32년간 연속 성장을 해온 결과이다. 초기부터의 CAGR은 약 22%이다. 2009년의 경우 3분기까지 2008년을 훨씬 상회하는 실적을 보여주고 있으며 이는 단순히 시장성장에 따른 매출액 규모 증대를 넘어, 영업이익률 및 순이익률의 급격한 상승세를 나타내고 있다. 이를 미루어보아 2009년 역시 동사가 전년대비 연속 성장을 이루는데 문제 없을 것으로 사료된다.



출처: 한농화성, 리서치 4팀

출처: 한농화성, 리서치 4팀

재무 상태

원재료값 변화에 따라 이익률 변동 있으나 매출 상승폭보다 작음

동사의 전체 매출총이익률은 06년 10.29% 07년 12.29%, 08년 11.33% 로 변동이 있는 편이다. 원인은 산업 특성상 매출에서 매출원가가 차지하는 비중이 매우 큼으로써 지속적으로 안정적인 매출이 실현됨에도 매출원가가 조금만 변동하면 변동분이 바로 매출총이익률에 영향을 끼치기 때문이다. 매출원가가 변동하는 이유는 동사가 구입하는 원재료의 가격 때문인데 이는 동사 고유의 문제가 아니고 또한 원재료 공급처와의 장기적 거래관계로 인해 큰 리스크요인이라 보기 힘들다. 덧붙여, 이익률의 변동에도 불구하고 변동폭 보다 큰 매출 상승폭을 매년 꾸준히 실현시켜왔기 때문에 문제 될 것이 없다고 볼 수 있다.

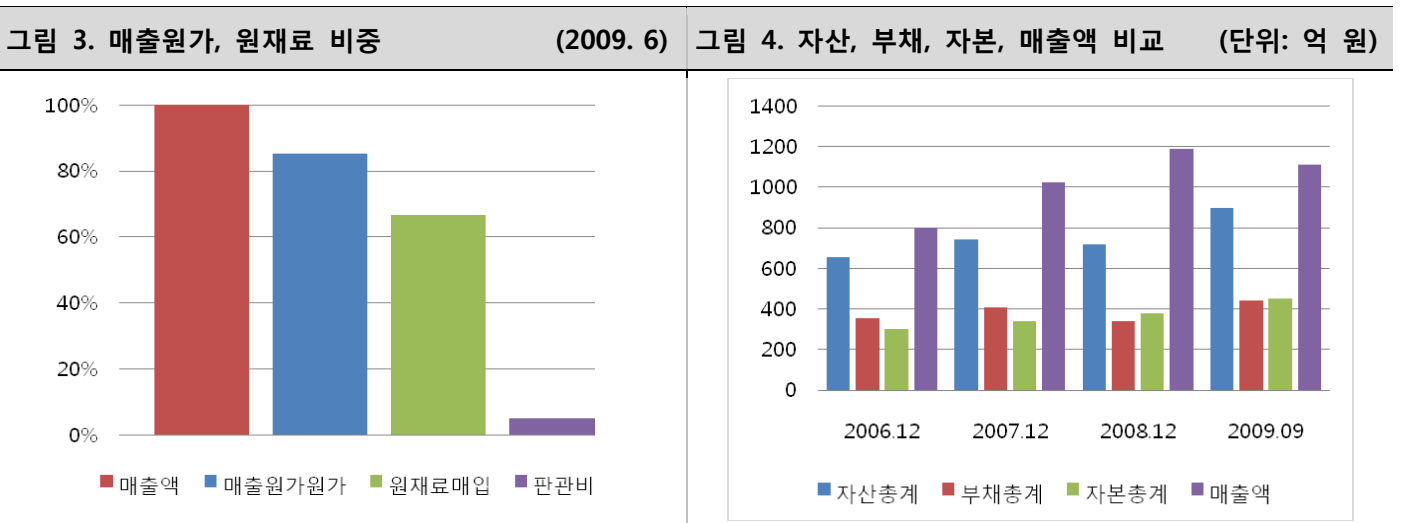
2008년부터 자본이 부채 상회함. 매출액은 총 자산보다 많음

동사의 자본구성의 변화를 보면 생산설비 증설에도 불구하고 2008년부터 자본이 부채를 넘어섬에 따라 부채부담이 크게 완화된 것으로 보인다. 이를 통해 동사는 재무비율이 상대적으로 크게 안정성을 띄게 되었다. 또한, 매출이 자산 합계를 상회함으로써 자산이 효율적으로 운용되고 있음을 알 수 있다.

현금흐름 및 재고자산 관리 모두 양호

현금흐름의 경우도 영업활동으로 인한 현금흐름이 계속해서 유입됨을 알 수 있다. 현금잠김일수는 계속해서 감소하는 추세이고, 이로 인해 동사의 유동성 비율도 매우 좋아지고 있다. 또한, 재고자산과 관련된 수치에서 매입채무회전율, 재고자산회전율이 매우 높다는 사실을 통해 동사가 효율적인 재고자산 관리를 이루고 있다고 해석할 수 있다.

동사는 현재 파생상품의 계약 체결이 없는 상태이다.



출처: 한농화성, 리서치 4팀

출처: 한농화성, 리서치 4팀

2. 사업

글리콜에테르(GE), 계면활성제(EOA), 유화제(EM)로 제품 포트폴리오 구성

동사의 제품은 크게 글리콜에테르(GE), 계면활성제(EOA), 특수산업용유화제(EM)로 나눌 수 있다. 모두 석유화학 물질의 특성 상 체인 형식의 생산 구조를 보이고 있으며 이는 그림 5과 같다. 크게 에틸렌과 프로필렌을 업스트림으로 가지고 있으며, GE, EOA, EM 제품군과 이 제품군의 다운스트림으로 특화용도에 맞는 세부적인 제품을 생산하고 있다.

1. 주력 사업

글리콜에테르 (Glycol Ether)

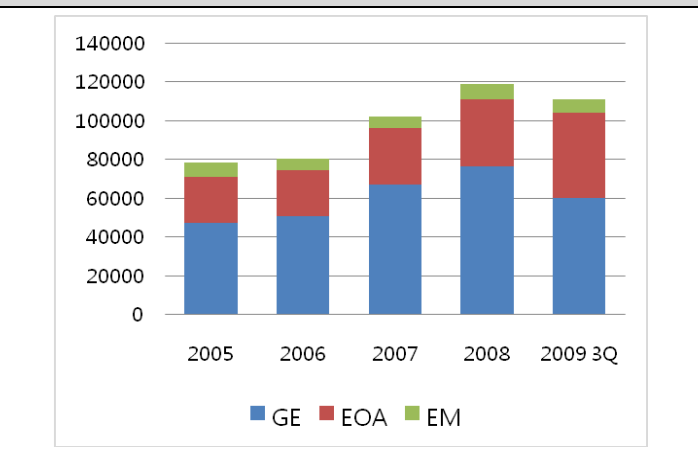
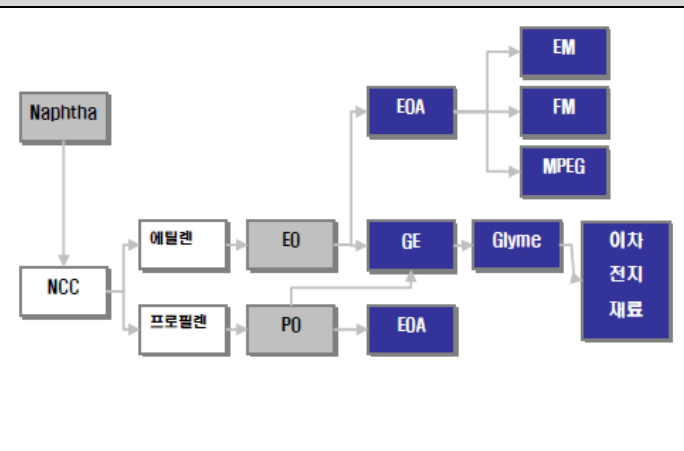
GE 국내 유일생산업체, 시장점유율 1위, 매출비중 1위

동사는 글리콜에테르, 이하 "GE"의 국내 유일생산업체이자 2008년 기준 시장점유율 약 75%, 1위로 독과점적인 시장 지위를 영위하고 있다. 동사의 전체 매출액은 1999년부터 단 한번의 하락 없이 CAGR 8.8%로 성장하고 있는데, 이 전체 매출액의 성장에서 줄곧 60%대 이상의 매출 비중을 차지하며 동사의 주력 사업부로 자리잡고 있다.

다양한 수요처; 그 중 LCD/반도체 세정용이 50%로 가장 큼

GE는 자체적으로 세정력이 좋으며, 또한 높은 끓는 점 때문에 기타 화합물과 혼합이 용이해서 전자산업용 용제로 널리 쓰이고 있다. 그 범위는 LCD/반도체 세정용, 자동차 조션 도장용, 동결방지제, 농약 등 매우 넓다. 이 중 LCD/반도체 세정용이 전체의 약 50% 가량을 차지하고 있고 페인트 도장용이 35%, 동결방지제와 기타가 15%를 차지하고 있다. LCD와 반도체 중에서는 LCD의 비중이 더 높으며 LCD 제조업체에 직접 납품이 아닌 동진썬미켐이나 LG화학 등 중간업체를 통해 납품하는 구조이다.

그림 5. 제품 계통도 그림 6. 각 사업부문 매출비중 (단위: 백만 원)



출처: 한농화성, 흥국증권, 리서치 4팀

출처: 한농화성, 리서치 4팀

LCD 시장 대체품에도 불구하고 계속 성장 중, 반도체 용 GE에서 독보적인 위치

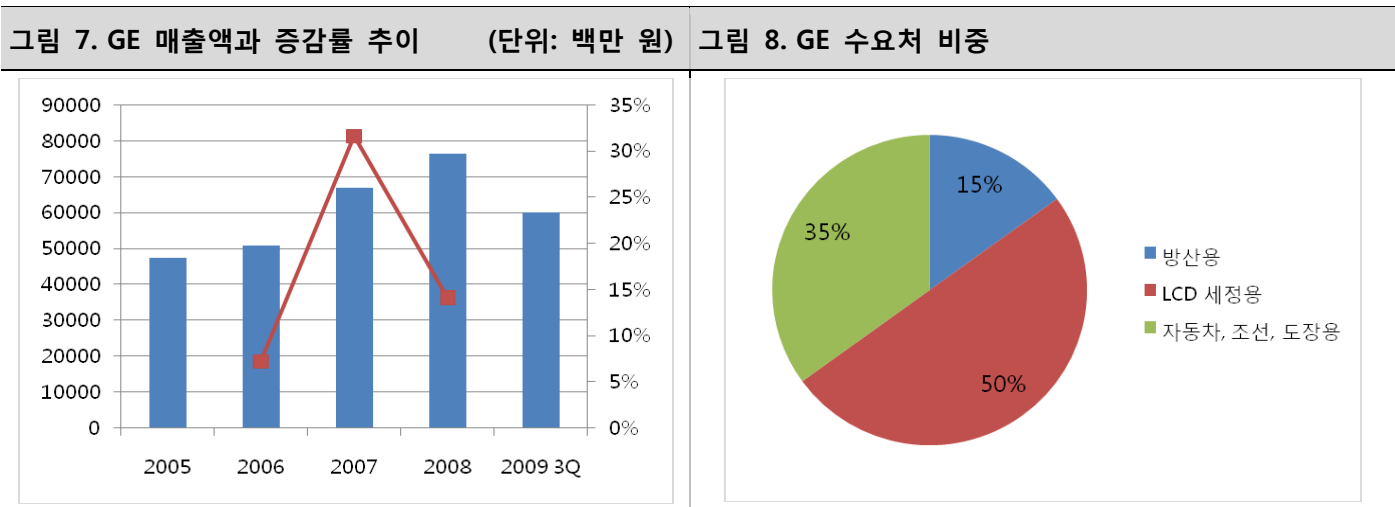
동사의 수요처 중 가장 큰 부분을 차지하는 LCD 산업의 경우, OLED 등 대체품이 등장하였으나 그 시장규모는 현재까지 꾸준히 증가 중이다. 특히 최근 경기가 회복세와 더불어 LCD 생산업체들의 생산량 증가에 따른 GE수요가 늘고 있어 2009년 매출액 증가가 예상된다. LCD 대체품의 경우, 현재 그 적용 범위가 작고 기술적 한계에 따른 대체 영향이 미미할 것으로 보여 앞으로 수년간은 이러한 성장세가 지속될 것으로 예측된다. 한편, 동사는 반도체 용 고순도 GE에선 국내 독보적인 시장 위치를 점유하고 있어 이 부분에서의 매출 성장도 기대하고 있다.

시장점유율 75%의 독점적 시장 지위 요인:

GE 시장은 현재 국내 유일업체인 동사가 75%, 나머지 해외화학업체들의 수입이 25%를 이루고 있다. 동사가 거의 독점적인 시장 지위를 갖게 된 주 이유는 산업의 특성과 제품 제조의 특성에 기인한다고 볼 수 있다.

산업의 특성상 신규업체 진입장벽 높음

GE와 같은 화학제품은 불안정한 화학 원재료들을 혼합하여 만드는 장치산업으로 대규모 초기 설비투자가 필요하기 때문에 신규업체의 진입이 매우 어렵다. 또한 GE는 그 수요처가 매우 다양하여 사용 용도에 따라 상당히 다양한 세부 제품군과 높은 품질수준 확보가 필수적이다 (동사의 경우 20여 종의 GE를 생산하고 있다.) 따라서 GE신규업체에게 있어서는 꾸준한 연구 개발비용과 수년간 쌓인 제조 노하우 없이 그 품질에 민감한 수요처를 만족시키기 어렵고 이는 경쟁 우위 확보에 큰 장애물로 다가온다.



출처: 한농화성, 리서치 4팀

출처: 한농화성, 대우증권, 리서치 4팀

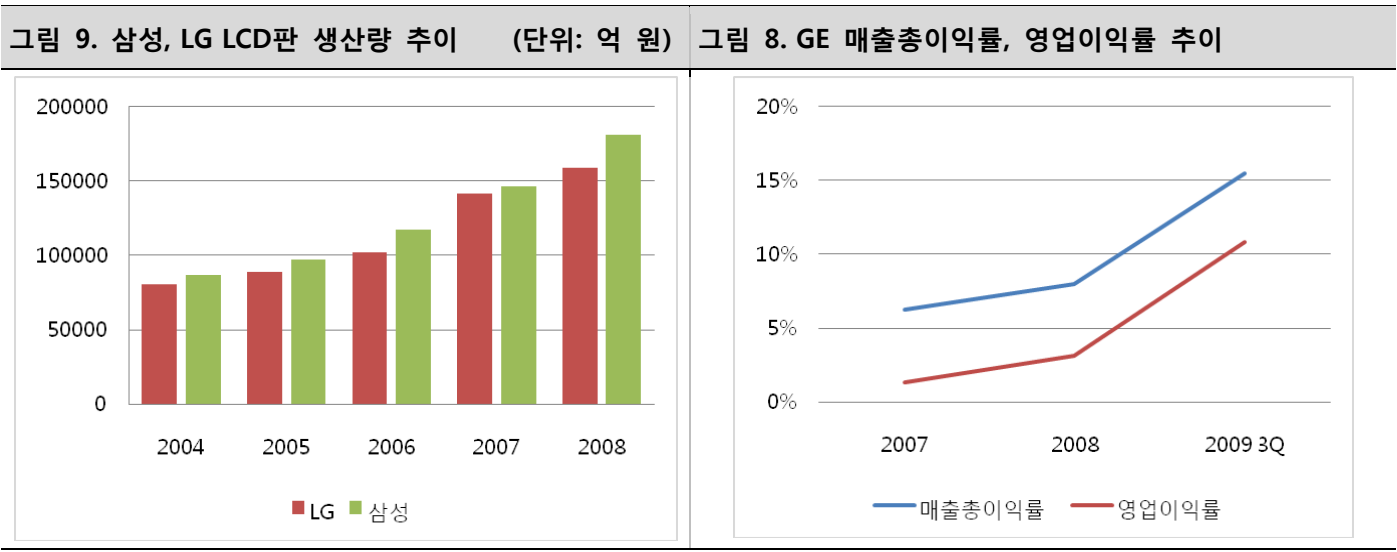
제품의 특성상 해외업체의 품질 및 가격경쟁력 약화.

동사의 높은 품질 이 외에도, 해외 유수의 대형화학업체들에 밀리지 않고 동사가 경쟁할 수 있는 이유는 가격경쟁력의 우위가 가장 크다고 할 수 있다. GE는 EO(Ethylene Oxide)와 PO(Propylene Oxide)을 알코올과 혼합하여 생성하는데, 이러한 원재료는 모두 폭발위험성으로 운송이 용이치 않고, 또한 운송과정에서 쉽게 변질될 우려가 높다. 반도체, LCD 등 정밀함을 요하는 고부가 전자제품들은 이런 변질 우려가 있는 제품을 사용하지 않고, 이런 수요에 맞추기 위해서는 안정적인 품질이 보장되는 운송과정이 필수적인데, 이는 해외업체들의 가격경쟁력을 약화시킨다. 이와 더불어, 동사는 품질 우위를 바탕으로 경쟁업체들에 비해 더 높은 수준의 제품가를 받고 있어 이미 굳건한 경쟁 우위를 다졌다고 볼 수 있다. 현재 동사와 경쟁하는 해외업체로는 미국의 Dow, 영국의 BP, Shell, 독일의 BASF, 일본의 Kyowa 등이 있고 이들 업체들은 국내에 생산공장 없이 전량 수입으로 판매하고 있다.

제품가, 해외경쟁업체보다 더 높은 수준으로 받고 있음

앞으로 시장 지위는 계속 유지될 것임

이러한 동사의 품질 경쟁력과 시장 및 제품 특성 사항 등은 단기간에 변화될 것이라 보기 힘들기 때문에 시장에서의 동사의 지위는 앞으로도 장기간 유지될 것으로 판단된다.



출처: 삼성전자, LG디스플레이, 리서치 4팀

출처: 한농화성, 리서치 4팀

2009년 이익률의 비약적 상승. 수급상황 호조, 원재료가 하락

시장 지위 유지와 함께 GE 부문의 이익율은 꾸준히 상승 중이다. 매출총이익률은 2007년 6%대에서 2008년 8%, 그리고 2009년 반기 14%로 크게 늘었고 3분기 말에는 좀더 상승한 15%를 기록했다. 영업이익률의 경우, 2007년 1.3%에 불과하였으나 2008년 3%, 2009년 반기 9%로 큰 폭 상승하였고 3분기 말 10%에 진입했다. 이와 같은 이익률 상승의 원인은 국내 수급상황이 좋아짐과 동시에 품질 향상에 따른 경쟁사 대비 높은 판가 유지를 꼽을 수 있고, 2009년의 호조는 유가에 따라 작년까지 상승했던 원재료 값이 유가안정과 원재료 공급 증가에 따른 가격 인하가 올해 들어 하락하면서 가져온 결과라고 해석된다. 실제로 주 원재료인 EO의 가격은 2007년 1,368원, 2008년 1,610원에서 2009년 3분기엔 1,217원으로 약 25% 하락한 반면, GE의 제품가는 1,609원에서 1,540원으로 -4%에 불과했다.

수요에 맞추어 생산량 증가. 점유율 상승 견인

다양한 분야에 사용되는 GE는 그 수요량도 성장하고 있다. 2004년 45% 수준의 시장 점유율에서 동사는 2005년 대산에 30,000톤 규모의 생산설비를 증설, 이후 꾸준한 성장을 거듭하여 2008년에 75%의 높은 점유율을 달성하였다. 현재까지 GE 생산능력 규모는 총 60,000톤을 유지하고 있다. 2008년 GE 생산량은 45,000톤으로 생산capa의 여력을 보유하고 있는 상태이다. 공장은 군산과 대산 2곳에 위치해 있다.

2. 성장 사업

계면활성제 (EOA, Ethylene Oxide Additives)

매출 비중 2위의 계면활성제 사업부

계면활성제로 대표되는 EOA사업부는 동사 총 매출규모의 2위로 그 비중이 점차 커져가고 있다. 계면활성제란 용매에서 빠르게 녹아 표면장력을 감소시켜 그 성질을 변화시키는 물질로 가정/산업용 세제, 수지첨가제, 섬유 합성중간체, 제지 탈묵제 등에 사용된다. 동사의 EOA계열은 이러한 계면활성제 뿐만 아니라 콘크리트 혼화제 원료, LCD용 광학필름 원료 등에 쓰이는 제품도 생산하고 있다.

다품종 소량생산 방식, 경기변동에 따른 이익 변동성 적음

동사의 EOA는 다품종 소량생산 방식을 적용하고 있다. 2008년 기준, 동사가 생산하고 있는 EOA 제품 종은 300여 가지가 넘고, 어느 한 수요처로 치우쳐 있지 않아서 경기변동에 대한 이익변동성이 적다.

시장점유율 13%, 3개 회사와 과점 형성,

EOA의 현재 시장점유율은 13% 수준으로 주 경쟁업체인 호남석유 28%, KPX 그린케미칼 20%, 동남화성 20%의 뒤를 잇고 있다. 시장의 위치는 GE 사업부와 같은 독점적인 지위를 보이고 있지는 않으나 GE에 비해 높은 영업 마진을 보이고 있으며, 동사를 포함한 현재의 과점형태 시장에 점유율의 급격한 변화는 없을 것으로 보인다.

틈새시장 공략 및 원재료 pipe 공급에 따른 원가절감으로 경쟁력 구축

경쟁력에 있어서 동사는 호남석유와 같은 큰 경쟁업체와 달리 다품종 소량 위주의 틈새 시장을 공략하고 있고, 2005년 완공된 동사의 대산공장 경우, 공장 설비를 EOA의 주 원재료인 EO 공급업체, 삼성토탈의 바로 옆 부지에 건설, 직접 pipe를 통해 원재료를 공급받음으로써 약 5%의 원가절감 효과를 통해 가격경쟁력을 구축해가고 있다.

원재료값 상승에 이익률 하락, 재고 소진 뒤 하반기부터 회복세

EOA의 이익률은 GE와는 다르게 하락세를 이어왔다. 매출총이익률은 2007년 22%, 2008년 16%, 2009년 반기 13%로 하락하였고 영업이익률 또한 2007년 17%에서 2009년 반기 8%로 떨어졌다. 이익률의 변동에 매출원가가 주 요인인 만큼 2008년에 비싸게 사들인 재고가 소진된 뒤 낮은 값으로 매입된 원재료가 반영되는 2009년 하반기부터는 이익률 상승이 있을 것으로 예상된다. 이를 반영하듯 2009년 3분기의 매출총이익과 영업이익률에서 소폭 상승을 보여주었다.

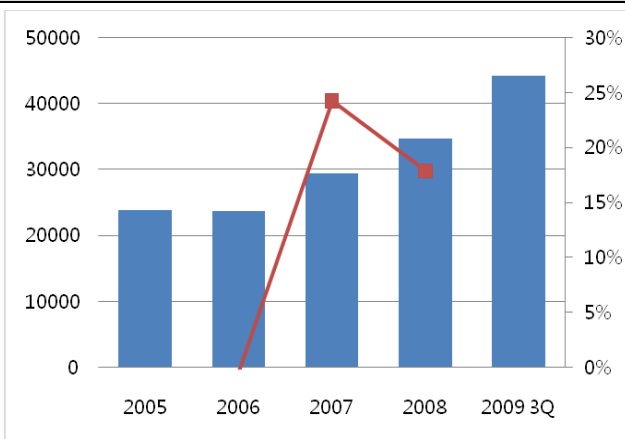
매출비중 큰 폭으로 상승, 동사 전체 이익률 상승 견인

한편, 현재 동사의 사업 구조는, 점차 증가하는 매출액에서 상대적으로 이익률이 낮았던 GE의 비중이 2008년 64%에서 54%로, 반면 EOA의 비중은 29%에서 40%로 확대되었다. 이는 동사의 전체 이익률에 긍정적으로 작용할 것으로 보이고 금액상으로 주력인 GE의 규모가 줄어드는 것이 아닌, 기존의 마이너 사업부였던 EOA 자체의 선전이기에 더 큰 의미가 있다고 볼 수 있다.

신제품 양산, 신 성장동력으로 주목: MPEG, FM

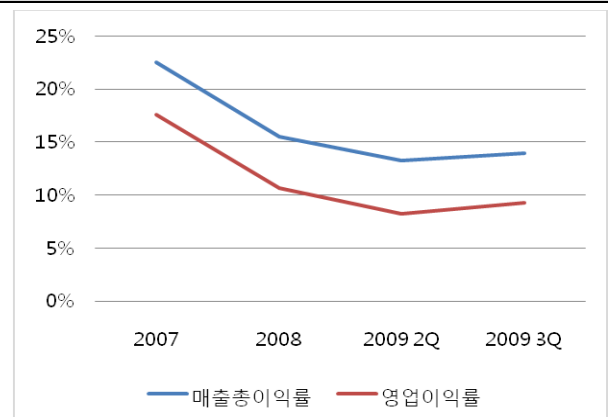
동사는 최근 EOA 계열과 EOA 기술을 적용한 분야에서 신제품을 개발, 양산에 들어가며 새로운 성장동력으로의 역할을 기대하고 있다. 현재 시장의 주목을 받고 있는 제품은 콘크리트혼화제 원료인 MPEG와 LCD용 광학필름 핵심 원료인 기능성 모노머 (FM, Functional Monomer)이다.

그림 10. EOA 매출액과 증감률 추이 (단위: 백만 원)



출처: 한농화성, 리서치 4팀

그림 11. EOA 매출총이익률, 영업이익률 추이



출처: 한농화성, 리서치 4팀

2.1 뜨는 신제품

MPEG(폴리카본산계 콘크리트혼화제 원료)

EOA 매출의 25%, 90억 원 규모, 3세대 콘크리트혼화제 원료

MPEG는 동사가 생산하는 계면활성제 중 콘크리트혼화제의 원료로 쓰이는 제품이다. 3세대 콘크리트혼화제 원료인 이 제품은 건축용 콘크리트 시공성과 경화체의 강도를 향상시키는 첨가물로서 1세대인 리그닌계와 2세대인 나프탈린계에 비해 분산성 및 유동성이 뛰어나 점차 기존 세대 제품을 대체할 것으로 기대되며 일반 건축분야부터 초고층 건물까지 그 사용이 확산되고 있다. 2008년 기준 MPEG 매출은 동사의 전체 EOA 부문에서 약 25%, 금액으로 약 84.2억 원 정도였다.

국내 수요 증가 예상; 콘크리트 출하량 증가, 국책사업 추진

MPEG의 국내 시장 수요는 증가할 것으로 예측하고 있다. 2008년 하락세를 보이던 콘크리트 출하량은 경기 회복의 기미가 보이면서 2009년 반등세를 보이고 있고, 또한 4대강 사업과 같은 거대 건설 국책사업이 진행되고 있기 때문이다. 하지만 MPEG의 성장을 바라보는 가장 큰 이유는 중국 시장에서의 선전이다.

올림픽, 지진 이후 중국 수요 급증, 수요에 맞추어 생산 capa 늘림

동사의 MPEG는 쓰촨성 지진과 베이징 올림픽 이후 그 수출 규모가 늘고 있는 추세이다. 올해에 들어서도 중국의 경기부양책에 따른 건설투자 확대와 중국정부의 건축물 강화 규제 강화 덕분에 그 수요가 급증하고 있어 동사의 MPEG 부분 매출은 그 성장이 지속될 전망이다. 이러한 중국 수요 증가에 부응하기 위해 2008년 1.2만 톤 생산공장 신축에 이어 1.5만 톤 capa, 연간 200억 원 매출규모의 MPEG 전용 생산 설비를 연내 증설할 계획이다. 동사의 MPEG는 호남석유, KPX그린케미칼 등의 경쟁사에 비해 가격경쟁력이 있다.

중국 신규 진입 비용으로 이익률은 낮은 수준, 점차 회복될 것으로 예측

MPEG의 경우 다른 EOA 제품과는 다르게 범용으로 사용이 가능해서 대량생산이 가능한 장점이 있지만 그 영업이익률은 다른 EOA 계열 제품에 비해 아직 낮은 수준이다. 그 이유는 중국 수출이 많은 만큼 그 수출 비용과 초기 시장 진입 비용이 이익률을 감소시키기 때문인데 국내 비중이 증가하고 중국 내에서의 입지가 굳어지게 되면 낮은 이익률은 서서히 회복될 것으로 예상된다. 현재 본격적인 매출 성장을 이루고 있는 MPEG 부문은, 이미 작년 전체 EOA 매출에서 1/4 비중을 차지하는 만큼, 동사에게 있어서 분명 신 성장동력으로 작용할 것이다.

기능성 모노머 (Functional Monomer)

FM 국내 최초 국산화 성공

동사는 국내 최초로 기능성 모노머, 이하 "FM"의 국산화에 성공하였다. FM이란 알코올 말단에 아크릴레이트나 메타 아크릴레이트화한 제품으로 주 용도는 UV(Ultra Violet) 및 EB(Electronic Beam) 시스템 코팅에 사용된다. 용도가 광범위하며 환경친화적이어서 점점 더 다양한 시장에서 수요가 증가할 것으로 예상되는 가운데, 동사의 제품은 LCD 모니터용 프리즘시트 핵심 원료용에 주력하고 있다.

**LCD 프리즘시트 핵심
재료, 국산 FM수요 증
가 예상**

동사가 개발한 FM은 LCD BLU의 핵심재료인 프리즘시트의 필수 원재료 중 하나이다. 프리즘시트는 2005년 말 3M의 특허가 만료되면서 빠르게 국산화가 진행되고 있는데, 이 과정에서 프리즘시트의 단가를 낮추기 위해 국산 FM의 수요가 증가하고 있다. 2008년 동사의 시장점유율은 약 10%대 초반에 불과하지만 점차 국산 FM이 수입 FM을 대체함에 따라 동사의 점유율 또한 함께 상승할 것으로 예측된다. 경쟁사로는 대림화학과 미원상사가 있다.

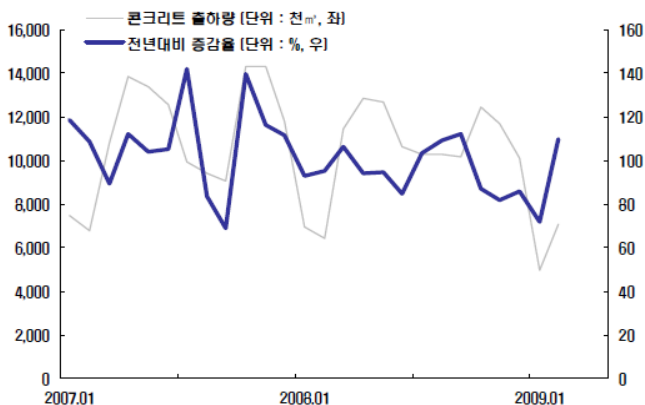
**FM 시장 규모, 프리즘
시트 시장 성장에 따
라 증가**

FM이 프리즘시트 시장에서 차지하는 비중은 약 5-7% 수준으로 금액으로 따지면 2008년 전년 대비 약 100억 원 증가한 530여 억 원이다. FM시장의 전망은, LCD 생산량이 점차 늘어나면서 자연스럽게 프리즘시트 시장 또한 성장하고 있고, 프리즘시트 이외에 확산시트 등 FM의 적용범위가 늘어나면 그 규모는 더욱 증가, 2009년엔 650억 원 이상을 달성할 것으로 예측된다.

**고부가가치로 동사 매
출과 이익 증가에 큰
역할 기대**

2007년 EOA 생산 기술을 전자재료에 응용함으로써 FM 제품 개발 및 양산에 성공한 동사는 2008년에 전년대비 50% 상승한 약 85억 원의 매출을 올렸다. 엘엠에스, 동부화인켐, 두산전자BG 등에 소량 납품하고 있고 대형 프리즘시트 제조업체와 제품인증을 진행, 안정적인 매출처를 확보한다는 계획을 가지고 있다. FM과 같은 높은 부가가치 제품 판매의 성장은 동사로 하여금 향후 매출과 이익 증대에 큰 역할을 할 것으로 판단된다.

그림 12. 콘크리트 출하량 추이 (단위: 백만 원)



출처: 한국레미콘공업협동조합, 흥국증권, 리서치 4팀

그림 13. FM 국내 최초 국산화 성공 (2007년)



출처: 한농화성, 리서치 4팀

3. 원조 사업

특수산업용 유화제 (Emulsifier)

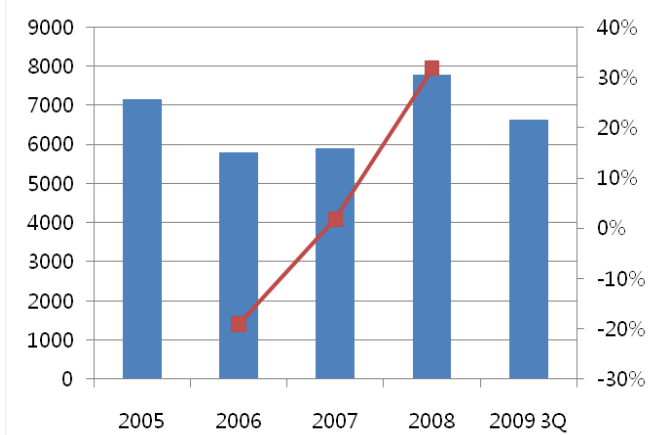
농약용 유화제 사업,
매출비중 작으나 이익
률은 가장 높음

동사의 특수산업용 유화제, 이하 "EM"은 동사의 창립 초기 주력사업부였으며 농약과 용제에 대해 농약을 분해하지 않고 장시간 안정적이며 균일한 액상을 유지하는 농약 유화제를 생산해왔다. 2009년 3분기 EM의 매출비중은 약 6%로 GE와 EOA에 비해 매우 낮지만 그 매출총이익률과 영업이익률은 각각 27%, 23%로 동사 사업부 중 가장 높은 수준을 기록하고 있다.

작은 시장, 안정적인
공급, 코셀과 완전 과
점 형성, 점유율 40%

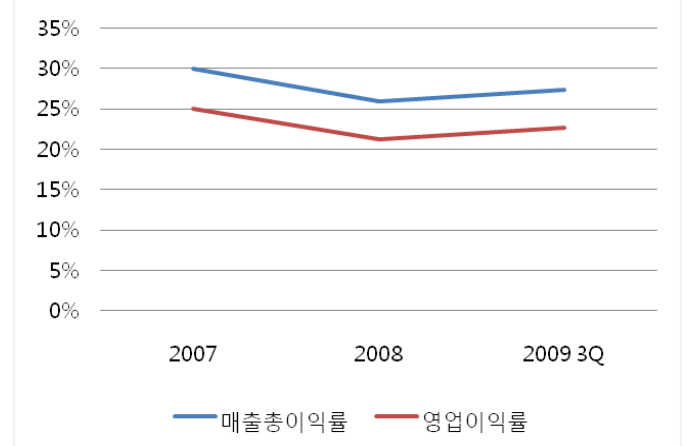
국내의 시장 규모는 약 150억 원으로 작아서 큰 성장 동력을 찾기에 무리가 있으나 코셀과 시장을 양분하여 완벽한 과점을 형성하고 있어 긴 사업영위 기간에 따라 매출처에 제품을 장기적으로 공급하고 있어 매우 안정적인 수입원이라 볼 수 있다. 농약 관련 제품의 경우 소비자들의 충성도가 높은 점을 고려할 때, 2008년 동사의 점유율은 40%로 전년의 36%에 비해 소폭 상승하였으나 앞으로 이 정도 점유율에서 크게 벗어나지 않고 유지될 것으로 예측된다.

그림 14. EM 매출액과 증감률 추이 (단위: 백만 원)



출처: 한농화성, 리서치 4팀

그림 15. EM 매출총이익률, 영업이익률 추이



출처: 한농화성, 리서치 4팀

3. 투자 포인트

이상적인 제품 포트폴리오

안정적이고 이상적인 제품 포트폴리오

앞서 언급한대로 동사가 영위하는 사업은 글리콜에테르(GE), 계면활성제(EOA), 그리고 특수산업용유화제(EM), 이렇게 3가지인데 제품군의 특성을 살펴보면 매우 안정적이며 이상적인 제품 포트폴리오를 보유하고 있다고 말할 수 있다.

지속적으로 성장 중인 주력사업 GE

우선 GE는 2008년까지 60% 이상의 매출 비중으로 동사의 주 수입원 역할을 하고 있고, 국내 유일의 생산업체라는 지위를 이용하여 2007년엔 30%, 2008년엔 14%의 큰 폭의 매출성장을 꾸준히 이어 가고 있다. 이러한 안정적인, 그러나 정체되지 않은 주력 사업부의 존재 위에, 동사는 최근 신제품 선전을 통한 신 성장동력의 발판을 제공하는 EOA사업부를 영위하고 있다.

신 성장동력의 EOA

신 성장동력으로써의 EOA의 역할은 2009년 들어 자리잡고 있다고 보여지며 실제로 동사의 매출비중은 주력사업부인 GE가 64%에서 54%로 줄은 반면, EOA는 수년간 유지해오던 29%의 매출비중에서 무려 40%로 급등하였다. 매출비중에 변화가 있을 뿐 실질적인 금액은 두 사업부 모두 상승 중인 것을 볼 때, 동사가 창사 이래 한번의 주춤거림 없이 지속적으로 이어오던 매출 성장에 올해부터 그 성장세의 가속이 더욱 커졌다고 해석할 수 있다.

매우 안정적인 사업부 EM

EM사업부는 비록 그 매출 비중은 앞의 두 사업부에 비해 작은 규모지만, 높은 영업마진과 완전 과점의 시장 점유를 통해 동사에게 가장 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업부이다. 창사 초기 EM이 주력사업부였던 만큼 매출처와의 오래된 관계는 앞으로도 동사의 제품 포트폴리오 내에서 같은 역할을 지속할 것으로 예측된다.

예측 불가능한 시장 변수에 안전하면서 수 익성 있다는 투자 매 력 보유

결론적으로, 동사는 꾸준하고 지속적인 성장세를 보이는 든든한 주력사업부를 바탕으로 새로운 성장 동력을 불어 넣는 사업부, 그리고 매우 안정적인 사업부를 함께 영위하며 경기변동 및 예측 불가능한 시장 변수에 보다 효율적으로 대응할 수 있는 제품 포트폴리오를 가지고 있다. 이는 동사가 risk hedging 측면에서 훌륭한 투자 매력도를 지녔다고 볼 수 있다.

지속적인 신제품 출시

신제품 개발에 지속적 인 비용 및 노력 유지: MPEG, FM, Glyme 등

동사는 기존 사업부만 운영하여도 큰 타격이 없을 만큼 안정된 매출 구성을 보이고 있지만, 연구개발비의 지출을 매년 늘려가며 새로운 성장동력 발굴에 힘쓰고 있다. 이에 대한 결과로 EOA계열에서 3세대 콘크리트혼화제 원료인 MPEG를 개발하여 2008년부터 콘크리트 수요가 많은 중국시장에 성공적인 진입을 이어가고 있고 국내 건설경기 회복과 4대강 사업 등 대규모 국책사업의 수혜를 기다리고 있다. 또한, EOA 생산기술을

응용하여 2007년 국내 최초로 기능성 모노머(FM)의 국산화에 성공함에 따라 GE에서뿐만 아니라 EOA에서도 늘어나는 LCD생산량의 혜택을 이익으로 실현시키고 있다. 동사의 신제품은 EOA계열에만 국한되어 있지 않고 GE에서도 양산되고 있는데, 최근 개발된 글라임(Glyme)은 Color Resist, Column Spacer, 리튬이온전지 전해액 등에 희석제로 사용된다. 현재는 매출액 30억 원으로 미미한 수준이지만, 전기자동차의 확산에 따라 시장이 성숙되면 충분히 성장 가능성이 있는 분야라고 볼 수 있다. 현재 우레탄 용 모노머 합성 기술을 개발 중에 있고 이 또한 양산에 성공한다면 더욱 동사의 사업 범위는 넓어질 수 있다고 본다.

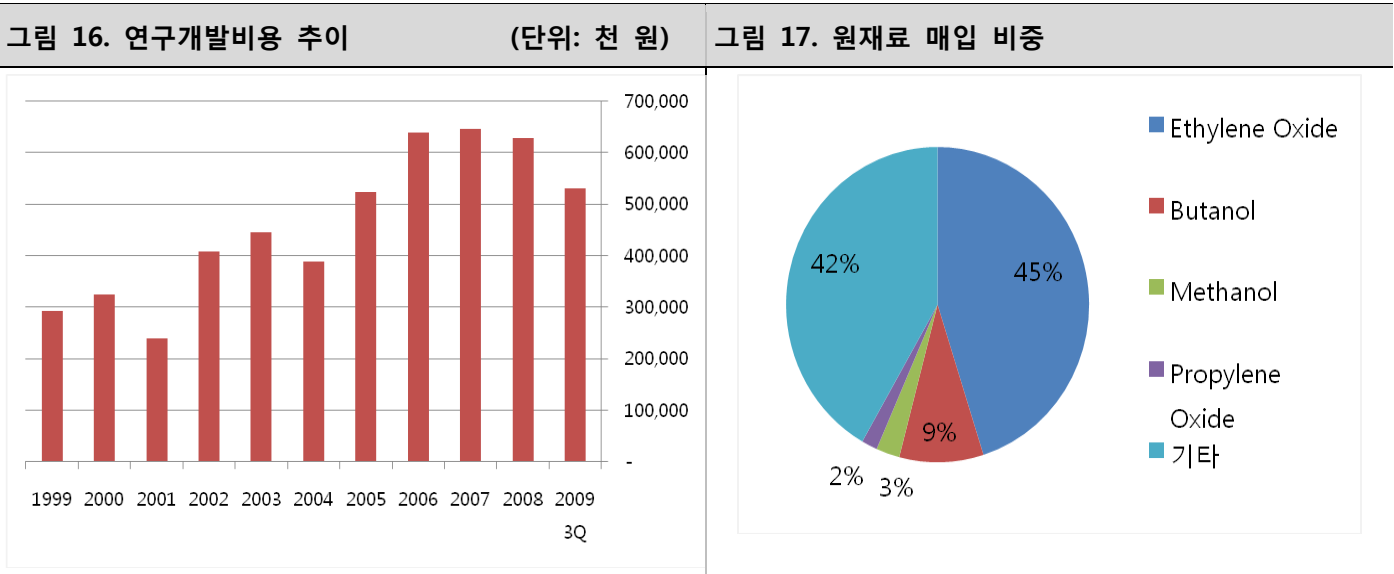
중국 건설경기, 4대강 사업, LCD, 이차전지 수혜 예상

즉, 동사는 중국 건설경기, 국내 4대강 사업, LCD 호조, 이차전지 등 다양한 분야의 수혜를 받을 수 있는 신제품을 보유하고 있기 때문에 현재 사업부와 더불어 추가적인 매출 증대를 기대해 볼 수 있다.

원재료 수급 개선

원재료 중 EO가격이 이익률 변동에 중요

동사 원재료 매입액에서 Ethylene Oxide (EO)가 차지하는 비중은 2009년 3분기말 기준 45%로 가장 높다. 이와 더불어 그림 3에서 보았듯이 매출총이익 중 원재료의 비중 또한 60% 이상으로 높은 편이라 EO의 가격변동이 동사 이익률에 미치는 영향은 크다고 볼 수 있다.



출처: 한농화성, 리서치 4팀

출처: 한농화성, 리서치 4팀

**EO의 또다른 수요차가
악화됨에 따라 공급이
남아 가격 하락, 동사
이익에 긍정적 작용**

유가 상승 및 해외 석유화학업체의 업스트림 원료 공급 감소로 2008년 말 까지 높은 가격을 유지해 왔던 EO는 2009년 들어 EO의 또다른 수요처였던 MEG의 불황으로 그 공급량이 동사 제품군에 몰리며 가격이 하락하였다. MEG는 PTA(Purified Terephthalic Acid)의 주원료로 EO 공급의 85%를 가져가는 제품이었다. 그러나 중국의 폴리에스터 섬유시장 침체에 따른 자국 PTA산업 보호정책으로 국내 PTA 제품에 대한 반덤핑 규제가 제기되어, 수익성 악화를 예측한 국내 업체들이 MEG 대신 HPEO로 제품 생산 비중을 옮기며 동사의 EO 수급 상황이 더욱 나아지고 있다. 2008년 톤 당 1,610원이던 EO는 2009년 3분기말 이미 1,217원으로 약 33% 하락하였고 이러한 원재료값 하락은 동사 EOA와 GE사업부 이익 증진에 한 몫 할 것으로 예측된다.

주식 유동성 증가

**2008년 주식유동성 문
제 해소, 상승하는 실
적 주가에 적극 반영
될 듯**

동사는 창사 이래 한번도 매출의 감소가 없었지만 이러한 실적이 주가에 제대로 반영되었다고 보기 힘들다. 2007년 말까지 동사의 주주구성은 소액주주 지분이 10% 미만, 소액주주 200인 미만으로 그 해 3월 관리종목에 지정되기도 하였다. 그러나 2008년에 들어서면서 2대 주주였던 동부하이텍의 지분이 전량 매각되고 액면가 500원으로 주식 액면분할을 거치며 이러한 주식 유동성 위기는 상당부분 해소 되었고 현재 소액주주 지분은 30%를 상회하는 수준이다. 따라서 앞으로의 실적은 이전보다 훨씬 적극적으로 주가에 반영될 것이고, 현재 동사의 매출 상태가 매우 긍정적임에 따라 주가 상승이 예상되는 바이다.

4. 이슈 및 리스크

환율

원재료는 주로 국내서 조달, 환율보단 공급, 수급이 더 큰 변동요인

동사의 경우 원재료의 대부분을 국내에서 공급받기 때문에 원재료 매입에 있어서 직접적인 환율영향은 적은 편이나, 국제 유가 및 석유화학 변동에 따른 간접적인 환율영향은 존재한다. 그러나 지금까지의 원재료 변동 요인을 볼 때, 환율에 따른 영향보다는 원재료 공급 및 수급 수준에 따른 가격변동이 훨씬 크기에 매출원가 자체에 있어서는 환율이 큰 변동요인으로 보기 힘들다.

품질경쟁력으로 환율 하락에 따른 가격경쟁력 약화 방어

한편, 국내 유일생산업체로 오로지 해외업체들과 경쟁하는 GE분야에서는 환율의 영향이 분명 존재한다. 국내 생산공장 없이 전량 수입으로 판매되는 해외업체의 제품들은 환율 하락에 따라 가격경쟁력을 높일 수 있기에 환율하락은 동사에 부정적으로 적용될 수 있다. 하지만 이미 그 품질 면에서 경쟁력을 두어 경쟁업체에 비해 높은 단가를 받고 있는 동사는, 고품질이 필수요소인 LCD 및 반도체용 GE에서 보다 독보적인 시장 지위를 가지는 바, 환율 하락에 따른 시장점유율 손실은 가능성이 작아 보인다.

중국 수출되는 MPEG의 경우 환율하락은 이익 증대 부담으로 다가옴

다만, 중국 수출비중이 높은 MPEG의 경우, 이미 시장 선점을 위해 이익률이 낮는데 여기에 환율하락으로 가격경쟁력에 더욱 부담이 간다면 분명 EOA 사업부에 큰 부담으로 다가 올 수 있다. 따라서 앞으로 환율 하락에 대한 부분은 그 비중이 작지만 여전히 리스크로 작용한다고 볼 수 있다.

EOA 경쟁 심화

경쟁업체들의 EOA 생산설비 증설에 따른 공급과잉 및 경쟁 심화 우려

MEG가 악화되면서 원재료 EO의 원활한 공급에 따른 EOA의 수익성 강화는 경쟁업체들의 생산 증설을 불러일으켰다. 호남석유화학의 경우 EOA 생산능력을 3만 톤에서 8만 톤으로 대폭 확대하였고, 동남화성은 100억 원 가량을 기존보다 3배 많은 4.5만톤의 생산 설비를 가동할 예정이다. 공삼성정밀화학도 공장 이전을 통해 capa를 이전보다 1만 톤 증가시켰다. 이 중 호남석유화학의 경우 EO 자체를 생산할 수 있어 그 원가경쟁력이 타 경쟁사에 비해 뛰어나다. 이러한 경쟁사들의 생산 설비 확대는 공급과잉에 의한 EOA 제품군의 판가 하락 등 동사에게 악재로 작용할 수 있지만, 동사는 MPEG 수출 등 일반적인 계면활성제에서 좀더 특화된 분야로 매출원을 늘리고 있어 EOA 경쟁 심화에 따른 당장의 매출 하락은 큰 가능성이 없어 보인다.

LCD 대체품

LCD 대체품 우려, 그러나 2009년 LCD생산 업체 최대 실적 달성

수년째 가파른 성장을 보이고 있는 LCD시장은 최근 대체품의 등장으로 그 성장 지속성에 한계가 있다는 우려가 나오고 있다. 그러나 2009년에도 수요량은 전년대비 증가하였고 LG디스플레이 3분기 최대 실적 등 LCD생산 업체들의 실적호조가 이어지고 있

다. 현재 LCD의 대체품으로 간주되는 제품은 PDP와 OLED가 있다.

LCD를 대체하기엔 기술적 한계가 산재한 PDP

하지만, PDP의 경우 상용화된지 시간이 지나 가격경쟁력을 갖춰가고 있음에도 불구하고 가지고 있는 기술적 한계 때문에 TV 시장에서 LCD에 밀리고 있는 것이 현실이다. 발열 문제와 소비전력 등의 기능의 기술적 한계뿐만 아니라, 빛 반사에 따른 화면이 비가시성의 단점을 개선시키기 위한 기술 처리가 아직 부족하기 때문이다. 이런 면에서 아직까지 LCD가 우위를 보여 크게 위협이 되는 대체품으로 보기 힘들다.

현재 큰 불편함이 없는 LCD를 OLED가 대체하기엔 그 속도가 오래 걸릴 것 임

OLED의 경우, LCD와 달리 백라이트 없이 스스로 발광하기 때문에 무게와 두께를 대폭 줄일 수 있는 특성이 있어서, 기능적인 면으로 LCD에 가장 위협적이다. 그러나 아직 기술적 한계로 휴대폰 등과 같은 소형 화면에만 소수 적용이 되는 실정이고, 또한 대체 동기에 있어서, 과거 대형화가 불가능했던 CRT의 대체품으로 나온 LCD와는 달리, 현재 LCD에는 특별한 기능적 문제점이 없어 기존의 CRT-LCD 대체속도보다 훨씬 늦은 속도로 진행될 것으로 보인다. 따라서 현재 LCD를 수요로 두고 있는 동사의 GE, FM의 매출 또한, 적어도 한동안은, 지속적인 성장세를 이룰 것으로 예상된다.

5. 기업 가치

동사의 경우 사업부문이 분명하게 나누어져 있고 그에 따른 매출액 성장과 이익률이 다르기 때문에 Discounted Cash Flow 방식을 사용하여 기업 가치를 산출하였다. 매출액 분류는 GE, MPEG, FM, 그 외 EOA, EM, 이렇게 4개 부문으로 나누어 매출액과 영업이익률을 예상하였다.

우선 영업이익률은 GE와 EM의 경우 2009년 3분기 말 영업이익률을 적용하여 각각 10.8%와 23%가 기입되었다. MPEG와 FM, 그리고 기타로 나누어진 EOA는, 우선 중국 내 신입 시장 진입 시 시장 선점을 위해 매우 낮은 이익률인 5%대를 넘지 못하는 것을 감안하여 줄곧 5%로 잡다가 2012년부터 시장의 정착을 가정하여 소폭 상승한 6%를 반영하였다. FM에 대한 영업이익률은 정확한 수치를 알 수 없어서 기타 EOA와 묶어서 계산을 하였는데 2009년 3분기 전체 EOA의 영업이익률이 9%인 점을 적용하여 MPEG의 매출비중만큼 영업이익률을 차감하였더니 10.35%의 영업이익률이 나왔다. 이후의 영업이익률 또한 기타 EOA와 FM은 묶어서 산정하였고, EOA 분야에서의 경쟁심화를 반영해 9% 그리고 이후 8%를 적용하였다.

순유형고정자산비율의 경우, 우선 2009년은 설비투자가 증가하여 그 수치를 예상매출액으로 나누어 산출하여 23.76%를 기입했고 이후에는 생산 설비 증설에 150억이 소요된다고 가정, 지난 2005년에 대규모 설비투자 이후 2008년까지 특별한 지출이 없었기에 기간을 3년으로 잡아 2012년 설비투자가 있을 것으로 예상하였다. 이후에는 특별한 고정자산 취득이 없다고 가정하였다. 순무형고정자산과 기타영업용순자산은 10년치 별다른 움직임 없이 고정적으로 이어져 10년 평균치를 적용했다.

■ 매출대비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률(GE)	6.53%	10.80%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	7.27%
영업이익률(EOA) - 그외		10.35%	9.00%	8.00%	8.00%	8.00%	
영업이익률(EOA) - MPEG		5.00%	5.00%	5.00%	6.00%	7.00%	
영업이익률(EOA) - FM		10.35%	9.00%	8.00%	8.00%	8.00%	
영업이익률(EM)		23.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
유,무형자산 상각비	2.69%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.19%
영업용운전자본	21.93%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	24.28%
순유형고정자산	23.93%	23.76%	22.04%	20.67%	28.78%	27.34%	25.92%
순무형고정자산	0.00%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
기타영업용순자산	1.40%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	0.94%

매출액성장률 예상은 2009년엔 성장률 예측 대신, 3분기까지의 누적 매출액에 3분기 자체 매출액을 더하여 2009년 연매출을 산출하였다. 그 중 MPEG와 FM은 2008년 EOA 내 매출비중을 그대로 적용한 값을 기입했다.

이후의 예상 성장률은, GE는 전년대비 2009년 7% 성장을 반영하여 2010년까지 이 성장세를 이었고 이 후엔 이미 높은 시장점유율을 달성하고 있는 점을 감안하여 점차 감소하는 수치를 반영했다. EM의 경우 시장 성장성에 한계가 있고 점유율 또한 완전 과점형태에서 고객 충성도가 높은 농약류 제품인 것을 고려해 인플레이션을 조금 상회

하는 3%의 성장률을 적용하였다. EOA 내에서 MPEG는 중국 건설 규제 강화에 따른 수혜와 건설경기 회복을 근거로 2010년 15%, 이후에도 수년간 2자리의 성장률을 가정하였고, FM의 경우 2008년 전년대비 50%로 급성장 한 점을 고려, LCD 생산량 증가에 맞추어 2010년 15%, 11년엔 10%, 이후 LCD 대체품의 증가에 따른 수요 감소세를 반영하였다. 기타 EOA는 경쟁업체의 공급설비 증설 때문에 경쟁이 심화될 것이라는 가정을 적용해 급성장한 2009년 이후부터는 한자리 수의 매출액 성장률을 기입했다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	118,835,081	134,661,633	145,223,301	154,781,243	163,335,754	171,902,239
매출액성장률			7.0%	6.0%	5.0%	5.0%
매출액(GE)	76,405,000	81,753,350	87,476,085	92,724,650	97,360,882	102,228,926
매출액성장률			7.0%	6.0%	5.0%	5.0%
매출액(EOA) - 그외	20,527,709	26,352,940	28,197,646	29,889,505	31,383,980	32,953,179
매출액성장률			15.0%	12.0%	10.0%	8.0%
매출액(EOA) - MPEG	8,437,291	11,166,500	12,841,475	14,382,452	15,820,697	17,086,353
매출액성장률			15.0%	10.0%	8.0%	7.0%
매출액(EOA) - FM	5,682,000	7,146,560	8,218,544	9,040,398	9,763,630	10,447,084
매출액성장률			3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
매출액(EM)	7,783,081	8,242,283	8,489,551	8,744,238	9,006,565	9,186,696
가중평균성장률		0.0%	7.8%	6.6%	5.5%	5.2%
예상EBIT	7,760,038	14,750,610	12,615,528	13,000,334	13,831,234	14,683,719
NOPLAT	5,626,028	11,180,962	9,777,034	10,140,261	10,788,363	11,453,301
(+)유,무형자산 상각비	3,193,145	4,039,849	4,356,699	4,643,437	4,900,073	5,157,067
총현금유입	8,819,173	15,220,811	14,133,733	14,783,698	15,688,435	16,610,368
영업용 운전자본	26,058,016	30,972,176	33,401,359	35,599,686	37,567,224	39,537,515
순유형고정자산	28,437,415	32,000,000	32,000,000	32,000,000	47,000,000	47,000,000
기타 영업용 순자산	1,662,133	2,693,233	2,904,466	3,095,625	3,266,715	3,438,045
IC	56,157,564	65,665,408	68,305,825	70,695,311	87,833,939	89,975,560
예상ROIC(평균)	9.8%	18.4%	14.6%	14.6%	13.6%	12.9%
예상ROIC(기초)	9.6%	19.9%	14.9%	14.8%	15.3%	13.0%
IC증가액		9,507,844	2,640,417	2,389,485	17,138,628	2,141,621
(+)유,무형자산 상각비		4,039,849	4,356,699	4,643,437	4,900,073	5,157,067
총투자액		13,547,693	6,997,116	7,032,923	22,038,701	7,298,688
예상 FCFF		1,673,118	7,136,617	7,750,775	(6,350,265)	9,311,680
할인기간		0.16	1.16	2.16	3.16	4.16
현재가치		1,651,513	6,494,847	6,503,436	(4,912,593)	6,641,529

한국시장 프리미엄은 7.5%, 일별베타는 주식유동성이 생긴 이후 최근 12개월에서산출한 0.65를 적용했다. 영구성장률을 0으로 잡은 이유는 10년 정도 이후 LCD가 OLED로 대체되면서 발생하는 수요 급감을 보수적으로 반영하였기 때문이다.

자기자본비용	10.15%
1년차일별베타	0.65090
Adj.한국시장프리미엄	7.50%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.27%
WACC	8.46%
차입금가치(이자발생부채)	23,396,630
주주지분가치(시가총액)	51,840,000
한계조달금리	6.05%

WACC	8.46%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	12.88%
FCFF추정(2단계)	11,453,301
Terminal Value	135,344,909

현재가치의 합	16,378,733
PV of TV	96,534,371
현금 + 시장성유가증권	1,493,374
비영업용자산	1,134,035
Value of the Firm	115,540,513
(-)Value of the Debt	23,396,630
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	92,143,883
발행주식수	14,400,000
희석주식수	
목표주가	₩ 6,399
현재주가	₩ 3,600
기대수익률	78%

위와 같은 가정들로 Valuation을 한 결과, 기대수익률 78%, 목표주가 6,399원으로 본 리서치 4팀은 한농화성에 대해 BUY의 의견을 제시한다.



Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	784	803	1,022	1,188
매출환가	674	721	897	1,054
매출총이익	110	83	126	135
판매비및 일반관리비	38	39	50	57
인건비	9	9	12	12
광고상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	
기타판매비및 일반관리비	16	18	24	30
영업이익	71	44	75	78
영업외손익	-8	-7	-12	-8
이자수익	1	1	1	1
이자비용	10	14	16	19
외환차손익	-0	-0	-0	7
외환환산손익	-0	-0	0	-1
지분법이익	0	0	0	0
기타영업외손익	-0	2	2	2
세전계속사업이익	63	36	64	70
법인세비용	13	7	15	17
계속사업이익	50	29	49	53
종단사업이익				
당기순이익	50	29	49	53
EPS (원)	3,471	2,004	3,381	382
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	322	327	427	399
현금등가액 및 만기금융	18	18	19	15
시장성유가증권	0	0	5	0
매출채권	222	219	286	243
재고자산	78	83	110	134
비유동자산	321	329	318	319
투자자산	9	3	7	11
유형자산	299	308	292	284
무형자산	1	0		
자산총계	643	655	745	718
유동부채	242	226	297	255
매입채무	50	51	61	64
단기차입금	134	148	178	132
유동성장기차입금	10	5	20	25
비유동부채	117	128	109	83
사채	0	0	0	0
장기차입금	112	122	102	77
부채총계	360	354	406	339
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	183	202	243	288
자본조정			-4	-8
자본총계	283	302	339	379

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한관련금액	49	30	14	104
당기순이익	50	29	49	53
비율금수익비용가감	25	40	38	36
유형자산상각가상각비	19	30	31	32
무형자산상각비	0	0	0	0
퇴직급여	5	5	5	6
외환환산손익	0	0	-0	0
지분법평가손익	0	30	14	104
기타	1	-26	-13	-106
영업활동으로인한자산부	-26	-38	-72	14
투자활동으로인한관련금액	-158	-48	-16	-29
유형자산 투자	-153	-41	-15	-25
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 출감	0	0	0	0
투자자산 출감	-4	-6	-9	-3
기타	-1	-2	7	-2
재무활동으로인한관련금액	104	9	11	-80
장기차입금증가	112	29	30	-46
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-9	-10	-7	-9
기타	-0	-10	-12	-24
영업투자재무활동기타로	0	0	0	0
순변동금액	-6	-9	9	-5
기초현금	21	15	6	15
기말현금	15	6	15	9

주요투자지표

(%,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	11.7%	2.5%	27.3%	16.2%
EBITDA성장률 %	47.3%	-18.0%	43.1%	2.8%
EBIT성장률 %	43.0%	-38.8%	71.9%	3.2%
총자산성장률 %	30.8%	2.0%	13.6%	-3.6%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	14.0%	10.3%	12.3%	11.3%
EBITDA마진률 %	11.6%	9.3%	10.4%	9.2%
EBIT마진률 %	9.1%	5.4%	7.4%	6.5%
세전계속사업이익률 %	8.1%	4.5%	6.2%	5.9%
당기순이익률 %	6.4%	3.6%	4.8%	4.5%
Stability Ratios				
부채비율 %	127.0%	117.1%	119.6%	89.3%
순부채비율 %	84.1%	85.3%	81.3%	57.8%
유동비율 %	132.7%	144.6%	144.0%	156.2%
당좌비율 %	101.4%	108.0%	106.8%	103.6%
이자보상배율	7.5	3.0	4.6	4.1
Performance Ratios				
ROE %	19.0%	9.9%	15.2%	14.9%
ROA %	8.8%	4.4%	7.0%	7.3%
ROIC %	13.3%	6.6%	10.1%	10.2%
Per Share Ratios				
수정EPS	347	200	338	371
주당순자산	1,966	2,096	2,356	2,634
주당현금흐름	482	414	556	593
주당배당금	700	500	650	70