

2011년 05월 14일

삼영화학(003720)

BUY

지금부터 쪽쪽 커집니다.

-BM의 변화!

삼영화학은 국내 유일의 캐파시타 필름 생산기업으로 국내 캐파시타 필름 시장점유율 90%를 차지하고 있다. 수요증가에 힘입어 캐파시타필름 부문의 CAPA증설을 진행중이며, 생산능력은 현재 11,600톤에서 18,600톤으로 증가할 전망이다. 이로 인해, 포화상태인 식품포장용 필름 부문의 정체와 더불어 캐파시타 필름부문의 매출 비중은 10년 22%에서 11년 32%로 증가하여 BM구성의 큰 변화를 가져올 것으로 판단한다. 이러한 사실에 주목해야 하는 이유는 캐파시타 필름이 삼영화학의 수익률을 좌우할 만큼 이익률이 높은 사업부문이기 때문이다.

-캐파시타 필름시장 정복

- LED·스마트 TV, 태블릿 PC에 쓰이는 캐파시타 필름 시장에서 1위를 차지하고 있던 경쟁자 도레이가 철수함으로써 그 빈자리를 삼영화학이 차지할 것으로 보인다. 따라서 기존 2위 자리에서 1위로 올라설 것으로 예상된다. 또한 새롭게 떠오르는 시장으로서 하이브리드카와 태양광 인버터에 쓰이는 초박막캐파시타 필름은 삼영화학에게 중장기적인 성장동력이 될 것으로 보인다. 삼영화학의 주 고객사인 뉴인텍 이하이브리카와 태양광 인버터 시장에 적극적인 진출을 할 것이며 이미 그 시장에 대비 또한 증설할 것이기 때문이다. 따라서, 삼영화학은 2011년뿐만 아니라 장기적으로 보아도 투자할 매력이 충분하다.

적정주가:
5,900원
현재주가:
4,900원 (05/17 기준)
상승여력: 20.41%

시가총액	1,768억원
ROE	11.76%
ROA	7.01%
영업이익률	9.14%
배당수익률	6.38%
P/E Ratio	19.57
P/B Ratio	2.14

주요주주:
이석준외 5인: 40.55%
자사주:0.04%



SMIC 리서치 2팀
팀장 권우석
팀원 김민아
안동준
이민아
정영훈

I. 기업 분석

1. 삼영화학은?

산업용 필름 생산 업체, 다양한 품목을 생산하고 있다

삼영화학은 산업용 필름 생산 업체로서, **BOPP(Biaxially Oriented Polypropylene, 이축연신필름), PE/PVC Wrap(포장용 폴리에틸렌/폴리염화비닐 필름), PPC(캐파시타/콘덴서 필름)** 등을 제조하는 업체이다.

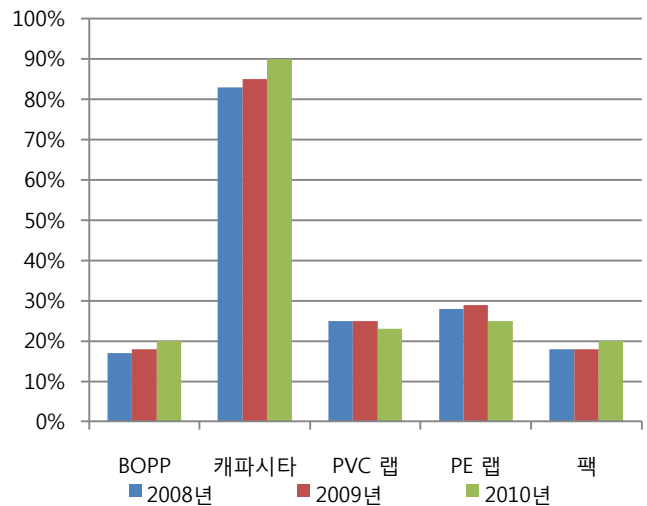
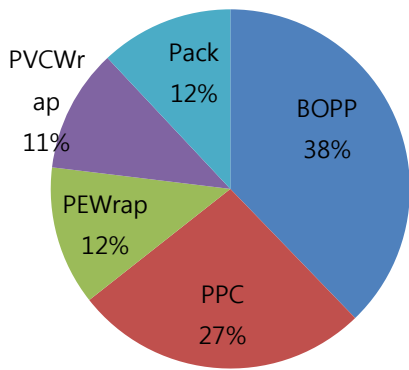
BOPP는 일반적으로 라면이나 제과류 포장지 내부에 쓰이는 것으로, 과거부터 경쟁이 치열한 품목이고 **마진이 크게 남지 않아 최근 생산 라인을 PPC 쪽으로 전용**하고 있다. 중국 법인에서는 BOPP 부문에서 적자가 나고 있어 역시 설비를 전용할 계획이다. 국내 시장 점유율은 20% 정도이다.

PE/PVC Wrap은 식품용/산업용 포장재로 주로 쓰인다.(썬랩등)**Wrap은 마진 매우 낮으므로 크게 비중을 두지 않는 편이다.** 시장 점유율은 25% 수준이다.

캐파시타 필름 국내 유일 생산, 수요증가, 공급 부족 등으로 수익성 증가

최근 주목을 받고 있으며, **삼영화학에서도 적극적으로 비중을 늘리고 있는 것이 PPC, 캐파시타 필름이다.** 삼영화학은 현재 캐파시타 필름의 국내 유일한 생산 업체이고, 최근 공급 부족 상태가 일어나고 있다. 그로 인해 **이익률도 상승하고 있는 상황으로, 공급자 위주의 시장 구도이다.** 또한 수요에 비해 달리는 공급량을 대기 위해 최근 설비 증설을 국내와 중국 공장 모두에서 진행 중이고, 곧 가동될 예정이다.

그림 1. `10 품목별 매출비중 (단위: %) 그림 2. 삼영화학의3년간 시장 점유율 추이(단위: %)

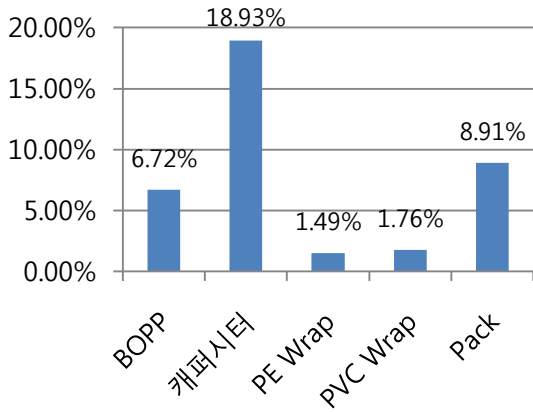


출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

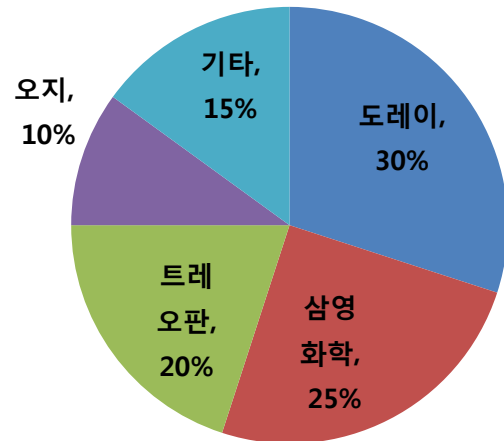
최근 주목할 만한 점으로는 액면분할 후 재상장되었고, 실적발표에서 어닝서프라이즈를 기록하여 시장의 관심이 집중되고 있다. 캐파시타 필름 생산비중 증대와 수요 증가 등의 효과를 보고 있는 것으로 판단된다.

그림 3. 부문별 영업이익률 (단위: %)



출처: 사업보고서

그림 5. 글로벌 시장점유율 (단위: %)



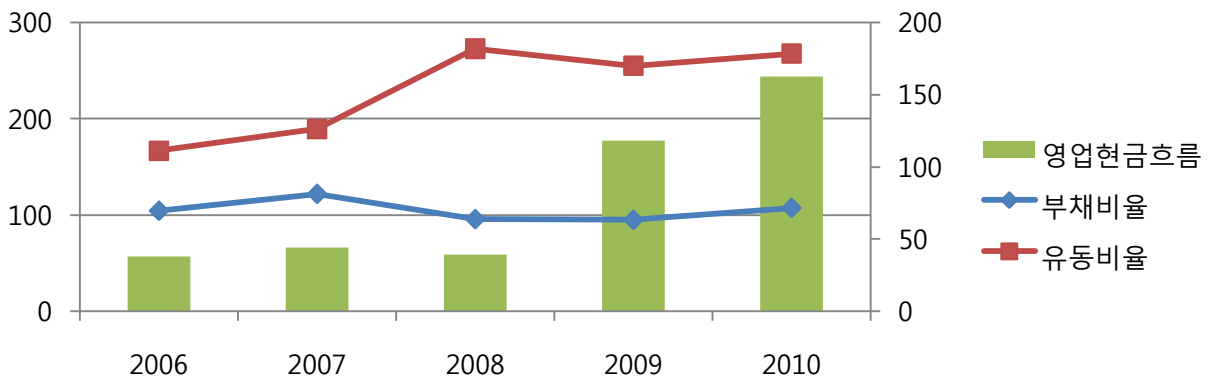
출처: SMIC Research Team 2

재무상태는 무난, 영업 현금흐름 급증세

삼영화학의 재무상태는 특기할 만한 것은 없으나 전반적으로 개선되는 모습을 보인다. 매출액은 꾸준히 증가하는 추세이고, 영업이익도 08년부터 흑자전환하여 꾸준히 상승하고 있다. 부채비율은 10년 기준 70% 정도로 꾸준히 상승하고 있기는 하지만 최근 설비 투자를 공격적으로 하고 있음을 감안하면 크게 문제가 될 수준은 아닌 것으로 보인다. 유동비율도 180% 수준으로 나쁘지 않다. 또한 영업활동 현금흐름이 08년 이후로 급격하게 증가하고 있는 것을 볼 때, 영업을 활발하게 진행하고 있으며 앞으로 설비투자의 효과를 보게 되면 이후로도 상당히 증가할 수 있을 전망이다.

그림6. 삼영화학의 재무비율, 영업현금흐름 추이

(단위 :억원(좌), %(우))



출처: 사업보고서

2. 떠오르는 캐파시타 필름

모든 전자제품에 들어가는 캐파시타(콘덴서)

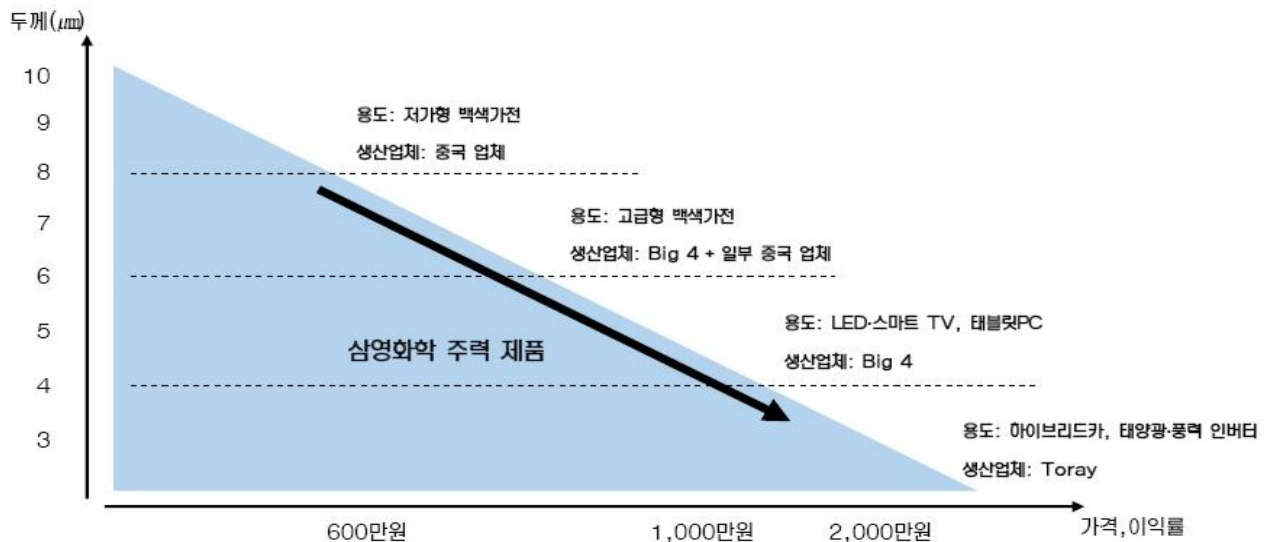
콘덴서라고도 불리는 캐파시타는 전하를 축적하기 위한 회로소자로서 2 개의 얇은 도체의 판 사이에 공기 또는 유전체라 부르는 물질(폴리에틸렌, 운모등)을 끼워 만든다. 이 부품은 거의 모든 가전제품에 다 들어가는 것으로 봐도 무방하고, 핸드폰, 노트북, 자동차 등에도 사용된다. 최근 전자제품 경기가 살아나는 추세이고, 경쟁사인 도레이가 설비를 수익성이 더 좋은 초박막 필름 위주로 전용함에 따라 상대적으로 삼영화학의 캐파시타 필름 수요가 급격히 증가하고 있다.

캐파시타 필름은 얇아질수록 고수익

캐파시타 필름의 종류는 두께에 따라서 분류되는데, 일반적인 가전제품에 들어가는 6~8 μ m (마이크로미터) 정도의 후막캐파시타 필름, 핸드폰, 소형 가전제품 등에 들어가는 4 μ m 정도의 박막 필름, 그리고 하이브리드 자동차나 2차 전지 등에 들어가는 2.5~3 μ m 이하의 초박막 필름 정도로 나뉜다. 두께가 얇아질수록 수율은 좋지 않지만 수익성이 상당히 좋으며, 생산 라인 설치의 어려움, 노하우 등으로 진입 장벽이 상당히 높아진다. 보통 납품되는 필름의 길이가 10,000m에 달하는데, 이정도 길이로 생산을 하려면 100m에 이르는 생산 라인을 설치해야 하며, 수율을 올리기 위해서는 상당한 노하우가 필요하다고 한다.

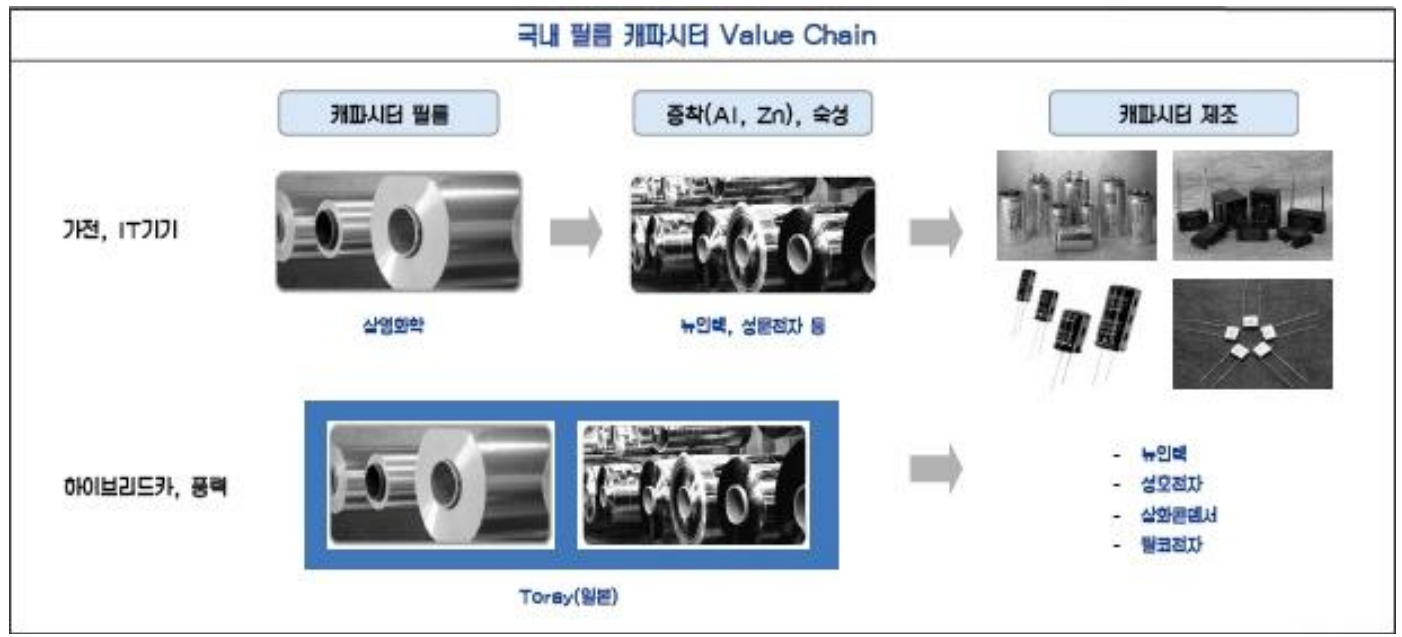
현재 삼영화학에서 만드는 캐파시타 필름은 국내에서는 유일하게 생산 중이므로 절대적인 시장 점유율을 가지고 있다. 최근 90% 정도에 달하는 시장 점유율을 보이고 있고, 사업부 영업이익률도 최근 단가 인상 등으로 10년 기준 18%가 넘었으며, 현재 주력인 6 μ m 제품 이외에도 4 μ m 박막 제품의 비중을 확대함으로써 수익성 향상을 기대하고 있다.

그림7. 캐파시타 필름 두께 별 가격



출처: 현대증권

그림7. 캐파시타 필름 Value Chain



출처: 현대증권

영업이익 기여도 급격히 증가, 전방 산업 호조

캐파시타 필름이 영업이익률에 기여하는 부분도 09년 29%에서 11년 70% 정도까지 예상하고 있다. 이 부문에서 **영업이익률이 급격하게 증가하면서 명실공히 주력 품목의 자리를 꿰차게 되었다.**

캐파시타 필름의 밸류 체인은 PP resin이라는 원재료를 통해서 캐파시타 필름을 만들고, 이 필름을 납품 받아 증착 및 숙성의 과정을 가진 후 다시 납품하여 캐파시타(콘덴서)를 제조하는 형태이다. 삼영화학의 전방 업체로는 뉴인텍과 성문전자 등이 있는데 이 두 업체가 시장을 북점하고 있는 상태이다. 이 중 **뉴인텍은현대-기아차에 독점적으로 콘덴서를 공급하고 있으며 최근 설비를 확장하는 등 전망이 밝다.**

국내 시장점유율 90%, 글로벌 25% 세계 2위 1위 업체 설비 전용으로 수혜 예상

현재 시장 점유율은 국내에서는 사실상 독점 상태이고, **글로벌 시장 점유율은 25% 정도로 세계 2위이다.** 현재 글로벌 경쟁사로는 일본의 도레이(30%), 독일의 트레오판(20%), 일본의 오지(10%)가 있다. 현재 수요가 급격하게 늘고 있는 상황에서 **시기 적절하게 설비를 완성한 업체는 삼영화학이 유일하다.** 글로벌 Big 4 업체들 중 1위인 도레이의 경우에도 2차 전지, 태양광 등으로 설비를 전용하고 있고, 설비투자도 진행하고 있으나 2013년경에야 제대로 가동될 것으로 보인다. 또한 3, 4위 업체인 트레오판과 오지의 경우에도 주목할 만한 증설 계획은 없는 것으로 보인다.

삼영화학에서도초박막 기술이 개발되었지만 현재는 시제품 단계이고, 기존 주력 품목인 4~6μm 필름 부문에서 주문이 쇠도하고 있기 때문에 그 물량을 대기 바쁜 상황으로 보인다. 장기적으로는 기술을 보유하고 있기 때문에 시장에 진입할 수 있을 것으로 보이지만 현재 당장 주력 품목에서 충분히 수혜를 보고 있기 때문에 급하게 초박막 부문에 치중할 이유는 없을 것으로 판단된다.

II. 투자 포인트 1- BM의 변화

1. 캐파시타 필름 사업부문에 주목하자

캐파시타 필름의 수요가 급증하고 있다

캐파시타 필름 사업은 두께가 얇아짐에 따라 생산에 필요한 기술숙련도가 커져서 진입 장벽이 매우 높은 사업이기 때문에 이러한 과점체제가 형성된 것을 보인다. 10년 기준 캐파시타 필름의 매출 비중은 26.57%로 BOPP의 매출 비중 32.88%에 이어 두 번째로 큰 비중을 차지하고 있다. 전기, 전자, 태양광에너지사업 등의 발전으로 인한 고부가가치 캐파시타 필름의 수요도 급증하는 추세이다.

캐파시타 필름 부문의 매출액과 비중을 추정해보았다.

따라서, SMIC Research Team 2는 가시화된 캐파시타 필름 부문의 capa증설 수치를 바탕으로 캐파시타 필름 부문의 매출액과 매출비중이 얼마나 증가할 것인지 추정해 본 후, 삼영화학이 앞으로 외형성장과 영업이익률 개선을 모두 달성할 것이라 전망하였다. 이 과정을 자세히 살펴보자.

그림 8. 사업부문별 국내시장점유율 추세 (단위: %)

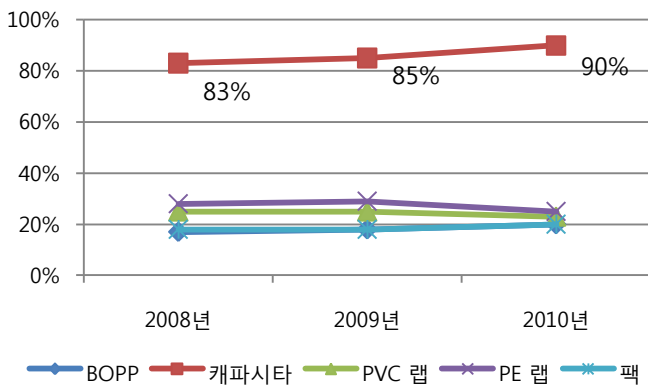


표 1. 주요 사업현황 (단위: 백만원)

사업부문	용도	매출액	비율
BOPP	식품포장용	53,254	27.7%
다층 CPP	식품포장용	7,838	4.1%
PPC	콘텐서용	43,039	22.4%
PVC 랩	식품포장용	17,942	9.3%
PE 랩	식품포장용	20,292	10.5%
합성지	상업인쇄용	209	0.1%
팩	종이우유상자	19,395	10.1%
기 타		30,432	15.8%
합 계		192,401	100.0%

출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

출처: 사업보고서

2. 캐파시타 필름 생산라인 신규 증설

삼영화학의 현재 캐파시타 필름 총생산 능력은 11,600톤이다.

삼영화학은 캐파시타 필름 생산시설로 청주공장에 2개라인과 100% 지분을 보유하고 있는 회사대련삼영화학(중국 소재)에 1개라인을 갖추고 있다. 청주공장 1라인과 2라인은 각각 연간생산능력 4,800톤과 3,000톤, 대련삼영화학은 연간생산능력 3,800톤으로 10년 기준 캐파시타 필름의 총 생산능력은 11,600톤이다.

삼영화학은 생산능력의 증설을 진행중이고 캐파시타 필름 생산능력은 18,400톤으로 증가할 것이다.

캐파시타 필름 부문의 연간 생산실적은 꾸준히 증가하여 연간 생산능력과의 차이를 줄여오다가 10년에는 생산능력의 증설을 필요로 하게 되었다. 이에 따라 삼영화학은 10년 9월부터 캐파시타 필름 생산라인의 업그레이드 및 신규 증설을 진행 중이다. 청주공장 노후시설 업그레이드를 통해 10년에 생산능력을 7,200톤에서 7,800톤으로 증가시켰는데 10년의 생산실적은 7,548톤을 기록하였다. 이것은 생산능력 증가가 필수적으로 요구되는 상황이어서, 생산능력 향상이 생산실적 증가에 빠르게 반영되고 있음을 보여

준다. 올해 국내는 2000톤 규모의 설비를 증설할 계획이다. 중국의 대련삼영화학도 기존의 BOPP 생산라인을 캐파시타 필름 생산라인으로 전환하고, 증설을 통해서 연간 생산능력이 기존 3,800톤에서 4,800톤 증가한 8,600톤이 될 전망이다. 이로써, 올해 삼영화학의 전체 캐파시타 필름 생산능력은 18,400톤으로 늘어날 것이다.

그림 9. 캐파시타 필름 생산실적 및 생산능력 (단위: 톤)

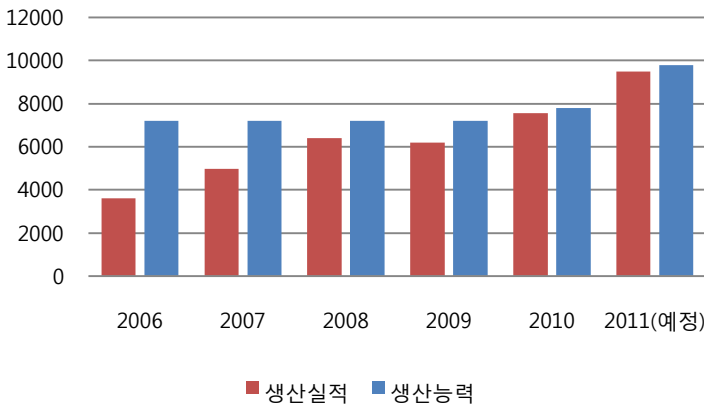


표2. 캐파시타 필름 생산능력 변화 추이(단위: 톤)

	2010년말 생산능력	CAPA 증설량	11년 생산능력
삼영화학	7,800	2,000	9,800
대련삼영 화학	3,800	4,800	8,600
합계	11,600	6,800	18,400

출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

출처: 우리투자증권, SMIC Research Team 2

3. 캐파시타 필름의 매출비중 증가로 BM구성의 변화

삼영화학의 현재 캐파시타 필름 총생산 능력은 11,600톤이다.

앞서 살펴본 캐파시타 필름부문의 CAPA증설량을 토대로, 올해의 캐파시타 필름부문 매출비중은 40%를 기록할 것으로 추정하였다.

올해 1분기 실제로 제품가격을 인상한 사실을 반영하여 11년 캐파시타 필름부문의 예상매출액을 추정하였다. 한편, 다른 사업부문들에는 2010년 ASP, 2010년의 생산실적을 바탕으로 예상매출액을 추정하였다. 이에 따라, 캐파시타 필름부문의 매출이 전체에서 차지하는 비율은 40%로 증가하여 BOPP부문을 제치고 삼영화학에서 가장 비중이 큰 BM이 될 것으로 판단한다. 캐파시타 필름부문을 제외한 다른 사업부문은 사업보고서 상에서 3년간 생산능력의 변화가 전혀 없었고, 식품포장용 필름 부문에서 국내 업체간 과다경쟁 상황이라는 사실 또한 이러한 추정에 힘을 실어준다.

그림 10. 캐파시타 필름 부문 매출 비중 추세 및 전망 (단위: %)

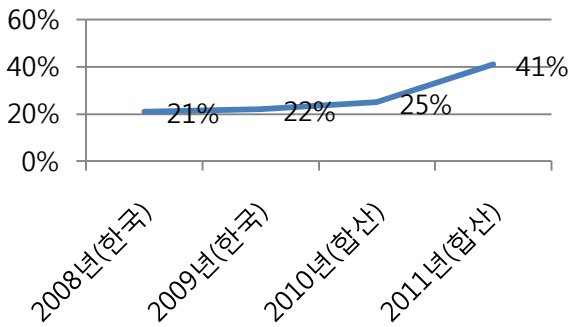


표 3. '11년 매출 구성

(단위: 원)

	캐파시타	기타	계
매출	109,755,289,412	158,738,801,576	268,494,090,988
영업이익	46,097,221,553	8,475,037,711	54,572,259,264

출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

4. BM구성의 변화가 왜 좋은가

캐파시타 필름 사업은 이익률이 높고 지속적인 가격인상이 가능하기 때문에 삼영화학의 BM변화는 성장을 가져다 줄 것이다.

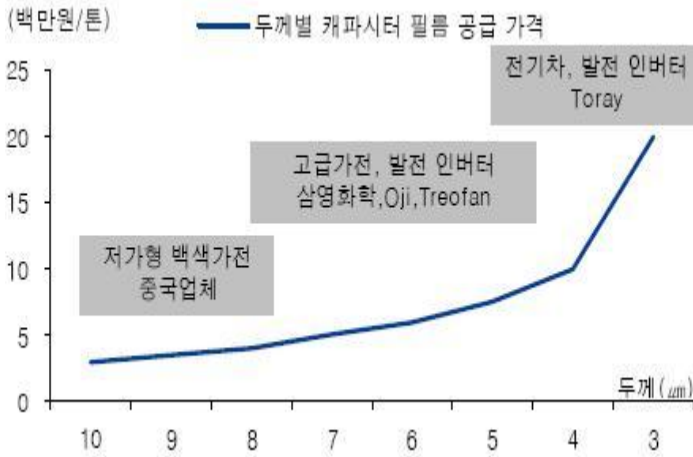
결론부터 말하면, 캐파시타 필름사업이 다른 사업들보다 이익률이 높기 때문이다. 이익률이 좋은 사업부문의 비중이 높을수록 기업의 수익률이 좋아지는 것은 당연하다. 국내 유일의 캐파시타 필름 생산 업체로서, 지속적인 가격인상이 가능하고 현재 제품 가격 대비 2~3배 비싸고 부가가치가 높은 초박막캐파시타 필름을 시제품 생산 중인 사실도 향후 수익률 증가를 견인할 것으로 판단한다.

11년 예상 매출액과 영업이익은 각각 2,600억원, 512억원으로 영업이익률이 10년 9%에서 19.7%로 성장할 것으로 전망한다. 이 수치는 삼영화학과대련삼영화학 두 기업을 합한 값으로, 앞서 살펴본 두 기업의 CAPA증설량을 토대로 캐파시타 필름부문의 매출액만 증가하고 캐파시타 필름 이외의 사업부문은 성장하지 않을 것이라는 가정하에 추정하였다. 추정 과정에서, 캐파시타 필름부문의 11년 예상영업이익률을 42%로 이것은 11년 1분기 캐파시타 필름 제품의 40%가 넘는 가격인상에 근거하였다.

5. 캐파시타 필름은 삼영화학의 성장동력!

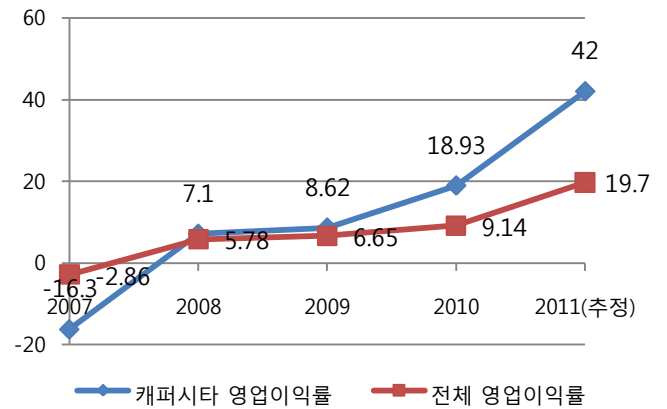
삼영화학은 앞으로 경쟁력우위확보가힘든식품포장용 필름 사업부문에서캐파시타 필름중심전력공급용 소재 필름전문기업으로 변모할 것으로전망된다. CAPA증설에따른캐파시타필름의공급물량은전방산업의호조로판매단가인상이지속될것으로보이며, 지속적인 생산수율개선노력이더해져향후삼영화학의성장동력으로거듭날것이기 때문이다.

그림11.캐파시타 필름두께별 용도, 생산업체, 가격



출처: 사업보고서, 현대증권

그림 12. 영업이익률 추세 및 전망 (단위: %)



출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

II. 투자 포인트 2 -캐파시타 필름 시장 정복!

1. 도레이 자리는 우리꺼!

삼영화학은 세계 2위 캐파시타 필름 생산업체로서 현재 카파시타 필름은 여러 용도로 쓰이며 공급 부족 현상을 겪고 있다.

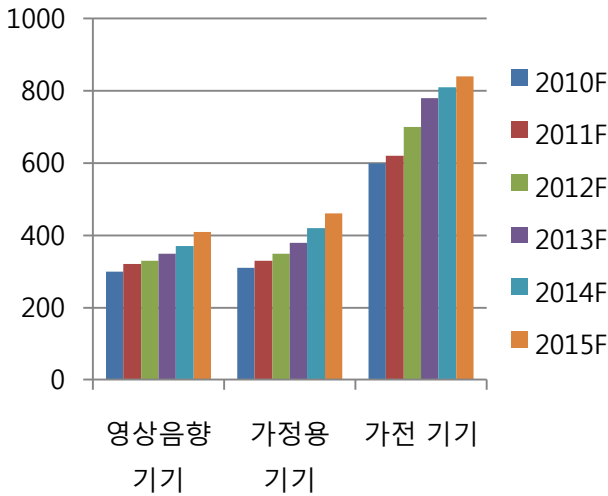
삼영화학의 캐파시타 필름 글로벌 시장점유율은 25%로 일본 도레이에 이어 2위를 차지하고 있다. 캐파시타 필름은 기존 콘덴서에 사용되는 후막필름 이외에 태양광용 인버터 (inverter), 중대형 2차전지, LED 조명 등에 사용되는 박막필름으로부터의 신규 수요 빠르게 확대 중이다. 그리고 캐파시타 필름시장은 중국, 인도 등의 구매력 확대에 따른 가전제품 수요 증가로 공급 부족 현상이 지속되고 있다.

캐파시타 필름 시장에서 LED·스마트 TV, 태블릿 PC에 쓰이는 캐파시타 필름은 두께가 일반 백색 가전에 쓰이는 필름보다 두께가 얇으면서 가격과 이익률은 높은 편이다. 무엇보다 중요한 것은 이 용도의 필름을 일본의 도레이, 오지, 독일의 트레오판, 그리고 삼영화학, 4곳에서만 생산 가능한 상황이다. 다른 업체들은 중소형으로 난립하는 상황이다.

점유율 1위 도레이가 삼영화학과 경쟁하던 시장에서 나가게 되었다.

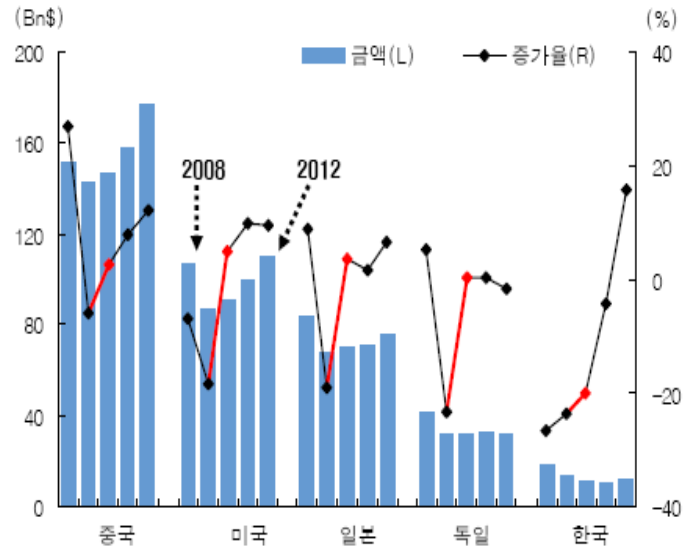
이러한 캐파시타 필름 시장에서 최근 중요한 변화가 일어났는데, 시장점유율 1위를 차지하고 있던 도레이가 자신들의 생산 라인을 LED·스마트 TV, 태블릿 PC에 쓰이는 캐파시타 필름에서 하이브리드 카, 태양광·풍력 인버터에 쓰이는 초박막 캐파시타 필름 생산으로 전용한 현상이다. 구체적으로 말하자면, 2009년 이후 도레이는 캐파시타 필름 3개 라인 중 1개 라인은 2차 전지용 분리막 라인으로 전용하였으며 2개 라인은 중대형 2차 전지에 쓰이는 박막 라인으로 전용하였다. 따라서 도레이가 이 시장에서 완전히 사라졌다는 것과 LED·스마트 TV, 태블릿 PC의 수요 증가로 인해 캐파시타 필름은 공급 부족 현상을 겪고 있다.

그림 13. 세계 가전시장 전망 (단위: Bn\$)



출처: Global Insight, Database

그림 14. 주요국가별가전시장전망



출처: Global Insight, Database

삼영화학은 도레이가 물러남에 맞추어 설비를 증설하였고 2011년 이 기회가 될 것으로 생각한다.

이러한 공급부족 현상과 더불어 도레이가 2009년부터 캐파시타 필름의 전용을 시도 하였지만, 가시적인 성과는 2010년 말부터 나타난 걸로 보인다. 따라서 삼영화학에게 2011년이 기회라고 생각한다.

그 이유는 2010년 하반기부터 세계 캐파시타 필름 시장 중 30%(도레이 비중: 1만 2000톤)가 빠짐으로써 때마침 설비를 증설한 삼영 화학이 2011년 증설 예정인 국내와 중국법인을 합친 설비, 총 6800톤을 충분히 커버할 수 있을 것이라 예상된다. 그리고 실제로 시장에서는 2위였던 삼영화학에게 전방업체들의 필름 공급 요구가 증가하고 있다고 한다.

3, 4위 업체들은 증설 계획이 없으며 국내 콘텐츠 업체들은 삼영 화학에게 물량을 요구 할 것이다.

그렇다면, 전방업체들이 삼영화학이 아닌 점유율 3위의 독일의 트레오판, 4위 일본 오 지에게 필름을 공급받을 수 있지 않느냐는 의문을 가질 수 있다. 하지만, 일본업체의 경우에는 이미 일본업체대비 삼영화학이 20%이상의 가격경쟁력이 있고 최근 엔화가격 상승에 따라서 이런 상황은 당분간 지속될 것으로 보인다. 그리고 독일의 트레오판의 경우에도 가격 및 지리적 불리함으로 사실상 국내 콘텐츠 업체들의 캐파시타 필름 공급은 상당 부분 삼영화학에 의존할 수 밖에 없는 상황이다. 또한, 오지와 트레오판은 설비 증설 계획이 없다고 한다.

삼영화학은 또한 가격 협상력에서 힘을 얻을 것으로 보이며 실제로 캐파시타 필름의 가격이 많이 올랐다.

그리고 도레이가 LED-스마트 TV, 태블릿 PC에 쓰이는 캐파시타 필름 시장에서 없어짐으로써 삼영화학에게 또 다른 긍정적 효과를 미칠 것이라 생각한다. 그것은 바로 가격 협상에서 유리한 위치를 선점할 수 있다는 것이다. 이미 공급이 부족한 상태에서 전방업체 들은 삼영화학에게 의존할 수 밖에 없기 때문에 가격 협상에서 전방업체보다 우위에 있을 가능성이 높다. 실제로 삼영화학은 작년에만 단가를 3번 인상하였으며, 올해 1분기 에만 단가를 40% 가까이 인상하였다. 5월 현재 캐파시타 필름 제품 ASP는 톤당 720~750만

원수준으로, '10년 ASP 톤당500만원대비40% 이상상승한것으로추정된다.

그림 15. 삼영화학 연도별 캐파시타 필름 가격추이 (단위: 원/KG)

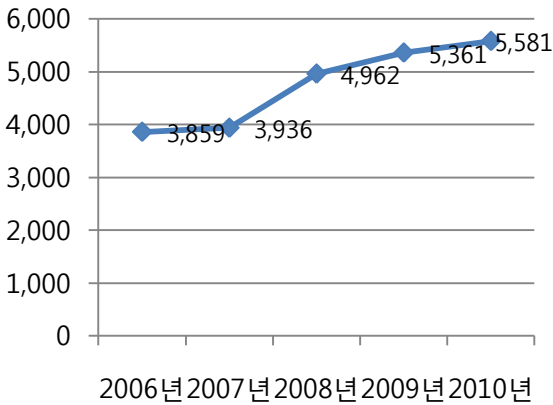
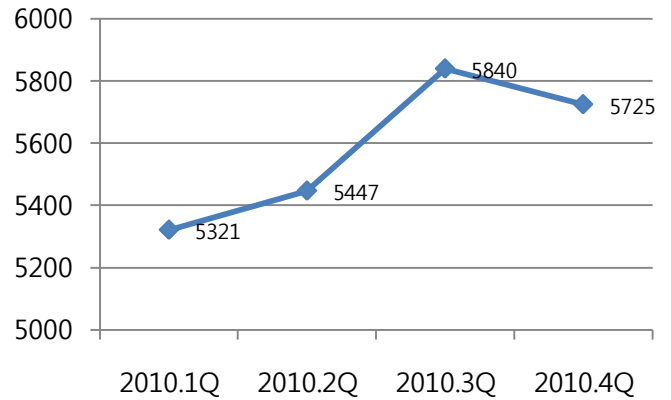


그림 16.삼영화학의 2010년 분기별 캐파시타 필름 가격 추이(단위: 원/KG)



출처: 사업보고서

출처: 현대증권

2. 하이브리드카와 태양광의 성장

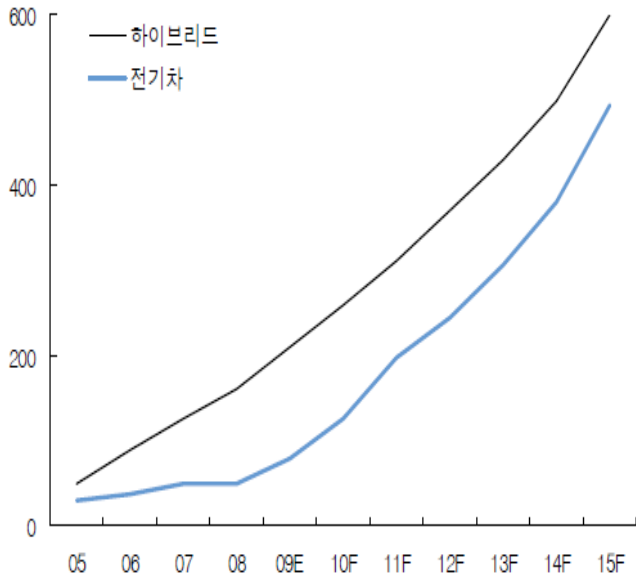
최근, 하이브리드 카에 대한 관심이 커져가고 있으며 캐파시타 필름은 하이브리드 카 생산에 사용된다.

최근 석유자원의 고갈과 지구온난화로 인한 환경규제로 인해 대체에너지 개발에 대한 관심이 증가하고 있다. 이와 관련해서 자동차 업계에서는 하이브리드카에 대한 개발 및 시판이 활발하게 진행되고 있다. 세계 최초 하이브리드 카인프리우스는 10년동안 300만대 이상 판매되었으며 국내 업체인 현대-기아차 역시 5월 쏘나타, K5 가솔린 하이브리드 모델을 출시해 추격에 나설 것이다. 이런 하이브리드카는 석유 에너지원 이외에도 전기에너지원을 동력으로 쓰기 때문에 2차전지의 충방전이 매우 중요하다. 그리고 다양한 캐파시타 중 필름 캐파시타는 고출력, 고내열성, 고내구성의 특성으로 인해 주로 하이브리드카에 사용된다.

태양광 또한 신재생 에너지로 각광을 받고 있으며 태양광 인버터에 캐파시타 필름이 사용된다.

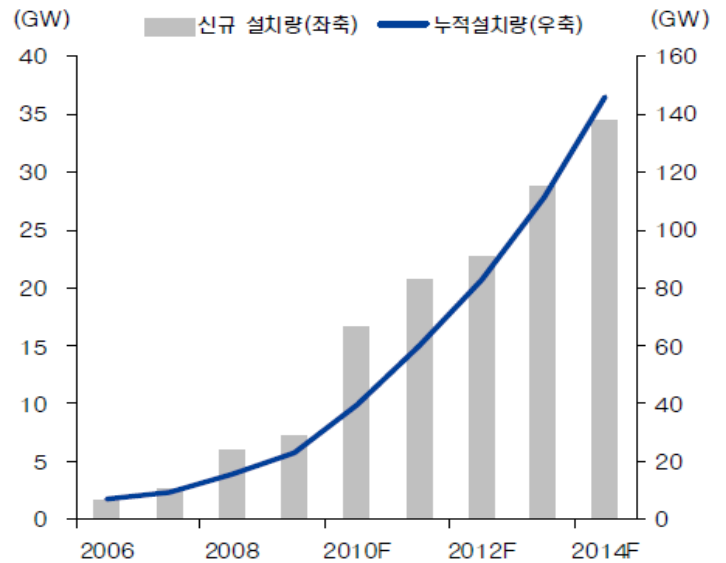
또한 위와 같은 이유에서 태양광 또한 신재생에너지로서 각광을 받고 있다. '10년 태양광 시장은 예상치 못한 수요 급증으로 인해 공급부족 현상이 나타났다. 태양광 시장은 국가 보조금에 많은 부분 의존하는데 세계 최대 태양광 시장인 독일의 보조금 축소 우려에도 불구하고 전년대비 226% 상승한 16.5GW가 신규 설치되었다. 이러한 태양광 발전장치에서는 인버터에 캐파시타가 사용되는데 기존의 태양광 인버터용 캐파시타는 추운 날씨와 더운 온도에 대한 적응력이 떨어지고 따라서 사용환경에 많은 제약을 받았기 때문에 여름과 겨울의 극한상황을 버티지 못하고 파괴되는 경우가 많다. 앞서 기술한 것처럼 필름 캐파시타는 온도변화에 매우 강하며 손실이 적기 때문에 장기간 사용해도 파괴된다거나 품질특성이 저하되지 않기 때문에 한 번 설치를 하면 A/S를 받을 일이 없을 정도로 관리비용을 절감할 수 있어 태양광 인버터에는 필름 캐파시타가 주로 쓰이고 있다.

그림 17. 하이브리드 카 및 전기차 시장 전망
(단위: 만대)



출처: LG경제연구소, 대우증권

그림 18. 글로벌 태양광 설치량 전망



출처: EPIA, 현대증권

표 4. 필름 캐패시타의 특징

종류	내용
필름 캐패시타	-유전체로 PE,PP필름을 사용해 전극사이에 끼운 기본구조
	-같은 용량대비 1/3정도 크기 축소가 가능해 소형화에 유리
	-절연저항 높고 온도에 따른 정전용량 변화가 작은 특성(태양광에 사용)
	-수명이 길고 신뢰성/안정성 높고 고효율이며 설치가 쉬움
	-품질과 내구성이 우수해 2차축 전자회로의 충·방전용으로 사용(하이브리드 카, 전기차 등)

출처: 삼화테크, 삼화콘덴서, R&D Biz.

일본의 도레이가 하이브리드 카와 태양광 인버터에 사용되는 초박막 캐패시타 필름 생산, 증축을 독점하고 있다.

하지만, 최근 삼영화학이 납품 중인 뉴인텍이 초박막 필름 증축 설비를 완료했다.

현재 이런 하이브리드카와 태양광 인버터에 공급되는 캐패시타 필름은 일본의 도레이가 독점하고 있는 실정이다. 정확히는 하이브리드카와 태양광 인버터에 주로 쓰이는 4μm이하 캐패시타 필름의 생산, 증착·숙성 부분을 독점하고 있는 것이다. 국내 4μm 이하의 초박막 필름은 이런 이유로 전량 수입에 의존하였다.

그럼 이러한 상황에서 삼영화학은 자신들의 필름을 팔 수 있을까? 물론이다! 삼영화학이 캐패시타 필름을 주로 납품하고 있는 뉴인텍은 최근 이런 4μm 이하 초박막 필름 증착 설비의 투자를 완료했다. 뉴인텍은 '08년부터 현대-기아차의 하이브리드카에 쓰이는 캐패시타 1순위 부품업체로 선정된 이래 사실상 독점공급을 담당하고 있던 회사이다. 그리고 2016년까지 뉴인텍은 현대-기아차와 납품 고정 계약을 맺음으로써(아반테, 포르테, 소나타 단독 납품) 앞으로의 안정적 매출도 기대된다.

삼영화학 또한 2011년부터 본격적으로 초박막 필름 생산을 시작할 것이다.

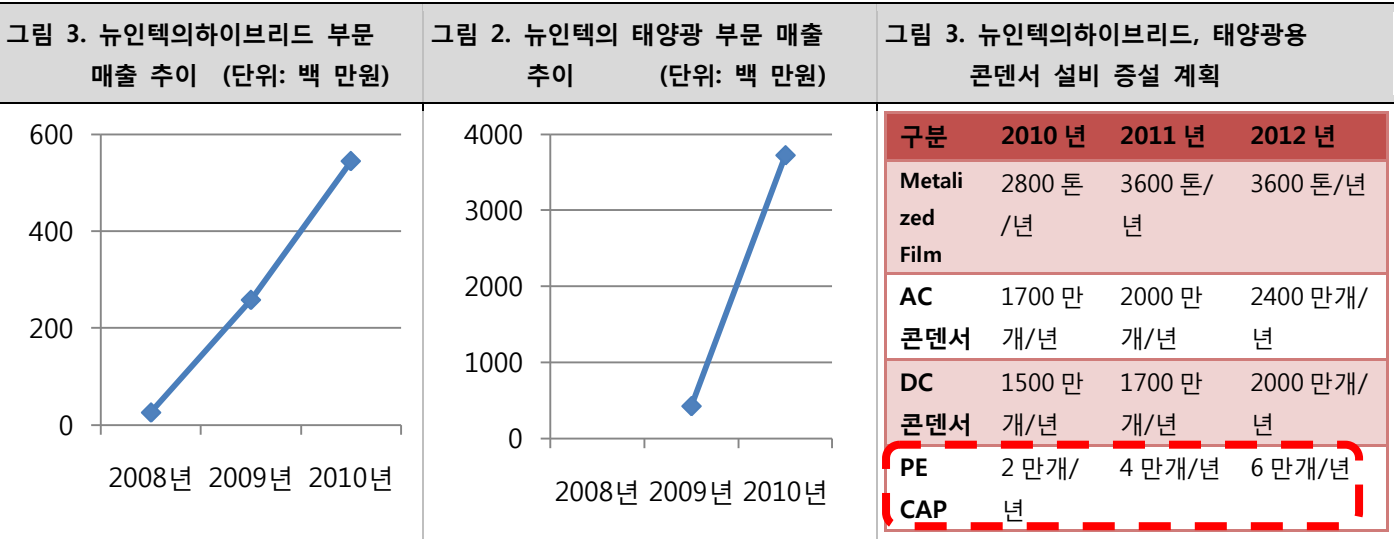
그러나 이런 하이브리드카에 쓰이는 캐파시타에 필요한 필름을 도레이가 독점함에 따라 뉴인텍은 그 동안 도레이로부터 증착캐파시타 필름을 공급받아 캐파시타 생산을 하고 있었다. 하지만 삼영화학이 최근 설비투자가 완료된 4μm 이하 초박막 필름 증착설비로 인해 '11년부터 본격적인 4μm 이하 초박막 필름이 양산되기 시작할 전망이다. 뉴인텍의 원료 매입액 중 도레이의 비중은 줄어들고 삼영화학의 비중이 올라갈 것이다. 도레이의 경우 삼영화학보다 단가가 비싸고, 삼영화학과 같은 필름업체로부터 필름을 직접 사와서 도레이의 일부 공정을 뉴인텍이 직접 수행해, 그들의 수익성을 높이기 위해 이러한 투자를 하고있기 때문이다.

뉴인텍은 태양광 콘덴서 시장까지 진출하였다.

뉴인텍은 하이브리드 뿐만 아니라 태양광 콘덴서 시장까지 진출하였는데, 2009년에는 독일의 KAKO사와 합작법인을 만들어 태양전지 인버터 제조에 필요한 필름콘덴서를 생산 납품 중이며 KAKO 이외의 추가 고객사 확보가 기대되는 상황이다. 그리고 뉴인텍은 2011년 태양광 부문 매출을 65억으로 전년대비 1.5배 증가할 것으로 예상하고 있다.

뉴인텍의 성장에 따라 삼영화학 또한 그 수혜를 입을 것이다.

뉴인텍은 커져가는 시장에 발맞추어 CAPA 증설 또한 계획 중이어서, 매출 증가는 충분히 가능할 것이다. 그리고 뉴인텍은 삼영화학의 주 고객사로서 삼영화학에게 더 많은 초박막캐파시타 필름을 요구할 것이다. 따라서, 삼영화학은 2위를 차지하고 있는 시장에서 1위를 차지할 수 있는 여력과 미래 성장동력이 될 시장에서의 높은 진입 가능성으로 보아 투자할 매력이 충분하다고 생각한다.



출처: 뉴인텍

출처: 뉴인텍

출처: 뉴인텍

Ⅲ. ISSUE & RISK

삼영중공업은 분명한 리스크지만 차후 좋아질 여력이 있다

1. 삼영중공업

삼영중공업은삼영화학이 지분 50%를 갖고 있는 삼영화학의 자회사이다. '09년 밀양공장을 건축하기 시작하여 '10년 6월 공장을 준공하여 본격적인 영업을 시작하였다. 하지만 삼영중공업의 작년 매출액은 당사의 예상이었던 730억원에 훨씬 못 미친 40억원을 기록하였고 이에 더해 **순손실 40억원을 기록하였다.** '11년부터 본격적으로 적용되는 **IFRS에 의해 이러한 영업실적은 곧바로 삼영화학에 반영될 것이다.** 삼영중공업에 대한 시장의 평가는 회의적으로 올해 역시 작년과 마찬가지로 적자를 기록할 것이라는 시각이 시장의 주된 시각이다.

하지만 **삼영중공업의 미래가 완전히 회의적인 것은 아니다.**삼영중공업의 주된 사업영역은 **플랜트 사업과 조선기자재 사업**이다. 이는 수주를 기반으로 하는 사업이며 **레퍼런스**가 수주에 큰 영향을 미친다. 삼영중공업은 이제 영업을 시작한지 불과 1년이 안된 회사임을 감안한다면 작년의 순손실로 인해 앞으로의 실적 또한 나쁠 것이라고 예상하는 것은 선부른 판단이 될 수 있다. **실제로 삼영중공업은 삼성엔지니어링, 두산엔진, 포스코플랜텍의 공급업체로 등록되어 있으며 본격적으로 영업을 시작한 '10년 6월 이후 8건의 수주를 받았다.** 이런 레퍼런스를 바탕으로 영업을 본격적으로 궤도에 오르기 시작한다면 기존의 삼영중공업의 적자폭은 작아질 것이 분명하다. **삼영중공업 관계자에 따르면 작년의 순손실을 기록했던 이유는 레퍼런스를 쌓으려고 수익이 안 나는 수주를 많이 받았기 때문**이라고 설명했다. 지속적으로 이렇게 레퍼런스를 쌓다 보면 수주량이 점차 많아질 것이 분명하고 따라서 삼영화학에 미치는 영향력 또한 부정적에서 긍정적으로 바뀔 것이다. 참고로 **삼영중공업의 당사 추정 올해 예상 매출액은 100~200억원 정도**이다.

표 5. 삼영중공업 공급업체 등록 현황		표6. 삼영중공업 수주 현황			
	공급업체 등록	수주일자	발주처	공사명	수량
2010.03	삼성엔지니어링	2010.06	삼강엠엔티	O/H CRANE	2
2010.07	서부발전	2010.06	한국정수공업	Water Treatment Vessel & Tank	6
2010.08	포스코플랜텍	2010.08	케이엠이	CPL for HAPL	1식
2010.10	남동발전			HAPL & CPL(추가분)	1식
2010.10	두산엔진	2010.08	한일스틸	인도 풍력 발전용 부품	10 Set
2010.11	남부발전	2010.10	삼강엠엔티	O/H CRANE	2
		2010.12	두산중공업	Sunny Point RMQC	2 Set
		2011.01	삼보종합건설	한국가스공사 방산탑	3

2011.01

두산중공업

Sunny Point RMQC

2 Set

출처: 삼영중공업 홈페이지

출처: 삼영중공업 홈페이지.

2. 원재료의 국산화

원재료의 국산화를 통한 원가 절감 효과

캐파시타 필름의 주원료는 PP(폴리프로필렌)이며 '08년까지 벨기에의 BOREALIS에서 전량 수입하였다. 하지만 '09년 이후 기존의 BOPP 주원료 공급처인 **대한유화의 PP 생산 기술의 발전으로 인하여 캐파시타 필름의 원재료를 생산할 수 있게 되었다**고 이에 따라 삼영화학은 원재료 매입 비중에서 국산화 비중을 30%까지 끌어올려 원재료 확보 및 가격협상에서 부담을 덜어 **원가율이 상당부분 개선되었다**. 삼영화학은 앞으로도 원재료의 국산화 비중을 지속적으로 늘릴 예정이다.

3. 고배당과 관정문화재단

관정문화재단은 삼영화학의 지속적인 고배당을 유도할 것으로 예상

올해 2월에 공시된 자료에 따르면 삼영화학은 주당 1,500원, 배당률 6.28%의 고배당을 결정했다. 이는 코스피, 코스닥 상장 기업 중 25번째의 배당률이다. **삼영화학이 이렇게 고배당을 결정한 이유는 바로 삼영화학 설립자의 의지 때문이다**. 삼영화학의 설립자 이종환회장은 삼영화학을 설립하여 얻은 자신의 재산을 사회에 환원하기로 결정하고 2000년 장학재단인 관정문화재단을 설립하였다. 이는 약 6000억원 규모의 재산을 환원하기로 한 것이며 관정문화재단은 자본금 3500억원으로 현재 우리나라에서 두 번째로 큰 장학재단이다. 이에 그치지 않고 이종환회장은 앞으로도 자신이 기업을 통해 얻는 금액을 사회에 환원하기로 발표했다. **이종환회장이 언급한 자신의 이익 사회 환원은 바로 배당을 통해 이뤄진다. 현재 이종환회장이 회장으로 있는 관정문화재단은 삼영화학의 주식 5%를 보유하고 있다. 따라서 배당은 관정문화재단의 자본금 증가로 이어지게 된다.** 이러한 이유로 인해 삼영화학은 지속적인 고배당을 결정하고 있고 올해 또한 최소 7% 이상의 고배당이 이루어 질 것이라는 것이 시장의 시각이다. 관정문화재단으로의 자본금 증가는 배당뿐 만이 아니라 주식의 장내매도를 통해서도 이루어진다. 이종환회장은 '08년 자신이 보유한 주식을 전량 매도하여 관정문화재단에 기부하였고 최근 삼영화학의 최대주주인 이석준 부회장은 60만주를 매도하며 그 목적이 장학재단 기부와 개인 용자금의 상환임을 공시했다.

IV. Valuation

1. SOTP(Some of the Parts)

필름사업부와 삼영중공업으로 나누어 삼영화학의 적정 가치를 산출해 보았다.

1.2. 필름사업부

필름사업부(한국 본사, 대련삼영화학)의 경우 삼영화학의 주요 영업이라고 판단하여 EV/EBITDA 방법을 활용하여 적정가치를 도출해 보았다. **영업이익률의 경우 2011년과 2012년의 경우 SMIC Research Team 2에서 캐파시타 필름 가격 인상과 증설 효과를 고려하여 산출한 영업이익률(42%)을 사용하였고**, 감가상각비의 경우 2010년 실제 감가상각비와 삼영화학의 증설규모를 고려하여 도출하였다. 또한 Multiple은 3을 적용하였다. 삼영화학의 2009년과 2010년 말의 Multiple이 각각 2.9와 3.0이었다. 현재 설비 증설이 눈앞에 있고, 이 시절과는 비교할 수 없을 정도의 제품 가격상승과, 꾸준한 수요증가를 볼 때 Multiple 3의 적용은 큰 무리가 없다고 판단된다.

	2011(F)	2012(F)	평균
매출	273,198,353,000	302,873,051,000	288,035,702,000
영업이익률	20.70%	23%	22%
영업이익	56,552,059,071	69,024,768,323	62,788,413,697
감가상각비			8,681,816,074
EBITDA			71,470,229,771
영업가치			214,410,689,311.61

1.2. 투자자산-삼영중공업

2010년 말 재무상태표 기준으로 삼영화학이 보유하고 있는 삼영중공업 지분 장부가액은 약 120억원정도다. SMIC Research Team 2는 이 금액을 전부기업의 적정 시가총액에 반영하기로 하였다. 물론 부진을 면치 못하고 있는 기업이기도 하나, 영업초기에 레퍼런스가 필요해 손실은 어쩔 수 없었다. 그리고 2년동안 쌓인 레퍼런스로 인해 손실을 보지 않는, 본격적인 영업에 돌입하게 되므로 120억원을 그대로 적정 시가총액에 반영하였다.

1.3. 적정주가와 수익

영업가치	214,410,689,312
투자자산가치	12,502,678,000
순차입금	26,197,653,783
적정시가총액	200,715,713,528.61
발행주식수	34,000,000
적정 주가	5903

이 내용들을 고려해 보면 적정주가는 5900원으로 도출되고, 약 20%의 수익률을 기대할 수 있게 된다.

VI. Appendix

손익계산서					
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010	
매출액	1,088	1,585	1,597	1,924	
매출원가	1,025	1,376	1,380	1,615	
매출총이익	63	208	217	309	
판매비	94	117	111	133	
인건비	20	22	22	25	
감가상각비	0	1	1	1	
무형자산상각비	0	0	0	0	
연구개발비	0	0	0	0	
마케팅비	1	1	1	1	
기타 판매비	72	93	87	107	
영업이익	-31	92	106	176	
영업외손익	-44	-76	-13	-52	
이자손익	-11	-10	-4	-2	
지분법손익	-35	-54	-7	-43	
외환차손익	-1	-11	-0	-7	
외화환산손익	-1	-0	0	0	
기타 영업외손익	4	-1	-2	-0	
세전계속사업이익	-76	16	93	124	
법인세비용	-9	48	16	33	
당기순이익	-66	-32	77	90	
EPS	-1,950	-947	2,255	2,657	

현금흐름표					
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010	
영업활동 현금흐름	66	59	177	244	
당기순이익	-66	-32	77	90	
비현금수익비용가감	140	141	80	109	
감가상각비	93	79	64	56	
무형자산상각비	0	0	0	0	
외화환산손익	-1	-0	0	0	
지분법평가손익	-35	-54	-7	-43	
기타	83	116	23	97	
영업활동으로인한 자산부채	-7	-50	21	44	
투자활동 현금흐름	-23	-41	-154	-157	
유형자산 투자	26	42	27	28	
유형자산 처분	2	2	0	0	
무형자산 증감	0	0	0	0	
지분법자산 증감	0	0	0	25	
기타	1	-1	-127	-104	
재무활동 현금흐름	-36	-42	10	49	
단기IBD 증감	-54	-48	14	40	
장기IBD 증감	18	-0	-4	-9	
자본증감	0	-5	0	-48	
배당금 지급	0	-0	0	-29	
기타	0	10	0	95	
순현금흐름	7	-24	34	136	
기초현금	30	37	13	47	
기말현금	37	13	47	183	

대차대조표					
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010	
유동자산	421	470	501	799	
현금 및 현금등가물	41	18	53	183	
매출채권	237	298	318	340	
재고자산	129	137	111	137	
비유동자산	667	598	662	614	
투자자산	198	223	324	308	
유형자산	395	357	320	292	
무형자산	1	0	0	0	
자산총계	1,087	1,068	1,163	1,413	
유동부채	333	258	295	448	
매입채무	226	198	209	306	
단기차입금	82	35	45	80	
유동성장기차입금	1	0	4	9	
비유동부채	154	158	156	142	
사채	0	0	0	0	
장기차입금	115	115	111	102	
부채총계	487	416	451	589	
자본금	170	170	170	170	
자본잉여금	458	458	458	468	
이익잉여금	57	25	102	156	
자본조정	-50	-45	-45	-0	
자본총계	600	652	712	824	

주요투자지표					
	2007	2008	2009	2010	
Growth Ratios					
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
EBITDA성장률 %	186.3%	174.5%	-0.2%	36.1%	
EBIT성장률 %	-58.8%	-302.1%	15.1%	37.4%	
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Profitability Ratios					
매출총이익률 %	5.8%	13.1%	13.6%	16.1%	
EBITDA margin %	5.7%	10.8%	10.6%	12.0%	
EBIT margin %	-2.9%	5.8%	6.7%	9.1%	
세전이익률 %	-6.9%	1.0%	5.8%	6.4%	
당기순이익률 %	-6.1%	-2.0%	4.8%	4.7%	
Stability Ratios					
부채비율 %	81.1%	63.8%	63.4%	71.5%	
순부채비율 %	26.2%	20.3%	15.1%	1.0%	
유동비율 %	126.4%	181.9%	170.1%	178.5%	
당좌비율 %	87.6%	129.0%	132.5%	147.8%	
이자보상배율	-277.9%	920.6%	2283.1%	3149.3%	
Performance Ratios					
ROE %	-11.0%	-4.9%	10.8%	11.0%	
ROA %	-6.1%	-3.0%	6.6%	6.4%	
ROIC %	-1.2%	2.7%	3.1%	4.2%	
Per Share Ratios					
BPS	17,659	19,166	20,931	24,235	
DPS	-	-	724	1,499	