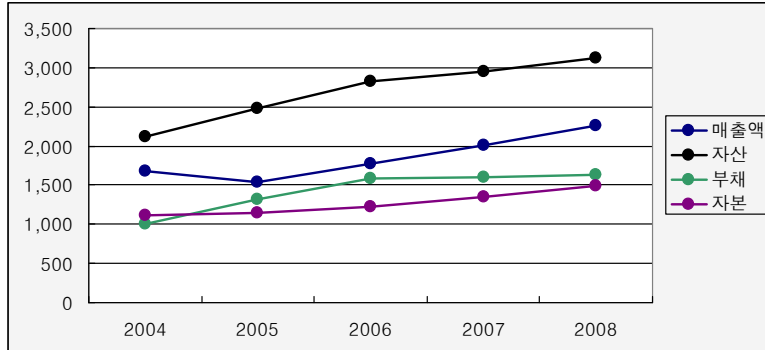


자본구조

삼광유리의 매출액 변화와 그에 따른 자산과 부채, 자본의 시계열 자료를 분석해 보겠다. 가장 눈에 띄는 점은 2005년에서 2006년으로의 변화이다. 2005년의 경우 매출액의 감소와 함께 부채 수준의 증가가 있었는데 매출액의 감소로 인해 자본이 크게 증가하지 못하는 것을 알 수 있다. 2005년에 이어 2006년에 부채수준이 지속적으로



상승한 것을 알 수 있으며 현재 2008년 기준으로 2006년의 부채수준에 머무르고 있다는 것을 알 수 있다. 하지만 매출액의 증가와 자본크기의 증가에 따라 상대적인 부채수준은 감소하고 있다는 것 역시 확인할 수 있다. 삼광유리의 가장 불안한 부분은 부채수준이다 2009년 현재 자산 대비부채비율이 50% 정도되는 것은 매우 불안하다고 볼 수 있

다. 회사의 영업활동에 있어 부채비율이 높다는 것은 그만큼 부도가능성을 항상 염두해야 한다는 것을 의미한다. 따라서 Altman Z score로 삼광유리의 부도가능성에 대해서 살펴보기로 했다.

Year	Altman Z score					Z score
	운전자본/총자산	이익잉여금/총자산	영업이익/총자산	시가총액/부채	매출액/총자산	
2004		0.02	0.03	0.20	0.79	1.02
2005	0.17	0.02	0.03	0.33	0.62	1.14
2006	0.15	0.04	0.04	0.48	0.63	1.29
2007	0.14	0.04	0.05	1.63	0.68	2.04
2008	0.17	0.06	0.04	1.20	0.73	1.87

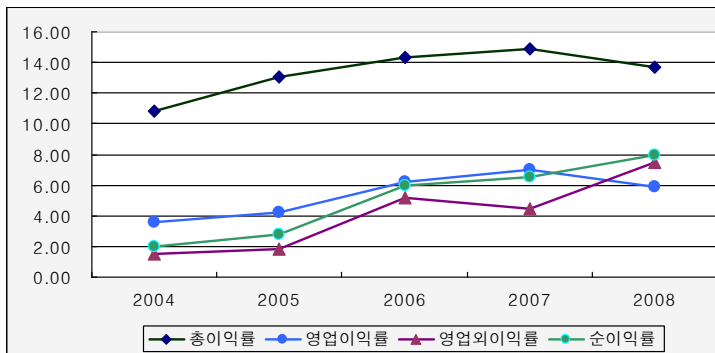
(Z>2.99 : 부도가능성 낮음, 1.81<Z<2.99 : 판단 유보, Z<1.81 : 부도가능성 높음)

추이만 봐도 삼광유리의 부도가능성은 조금 낮아졌다고 볼 수 있다. 특히 총자산 대비 이익잉여금과 부채장부액 대비 시가총액의 기준에서 삼광유리의 부채상환 능력이 좋아졌음을 볼 수 있다. 또한 한 가지 덧붙 수 있는 것은 나머지 항목은 기업의 정상적인 영업활동을 평가하는 항목인데 2005년부터 2008년까지 거의 변함이 없었다는 점이다. Altman Z score로 본 부도가능성은 일단 판단유보이지만 연단위로 05년부터 08년까지 살펴보면 비유동부채에서 05, 06, 07년은 기업신용도 때문인지 사채로 자금을 끌어왔지만 08년부터 사채를 모두 상환하고 장기차입금으로 기업자금을 운영하고 있음을 알 수 있다. 그 절대적인 액수도 05년 700억 06년 800억 수준에서 08년 513억 수준으로 줄어들고 있어 앞으로 비교적 양호한 재무구조를 유지할 가능성이 높다. 09년 상반기 재무제표상에서 유동부채의 단기차입금으로 900억을 조달한 것을 볼 수 있는데 이는 아마도 공장부지 이전에 따른 부채라고 생각된다. 하지만 공장부지 매각에 따른 현금조달을 생각하면 무리 없이 소화해 낼 것으로 예상되며 이에 따라 회사에서도 단기차입금으로 분리한 것으로 생각된다.

결론적으로 삼광유리의 자본구조는 부채가 자산의 50%를 차지하고 있지만 장기부채의 감소가 지속되고 있으며, 09년 상반기 단기차입금의 증가는 공장부지 매각에 따라 해결될 것으로 보여 안정될 것으로 예상된다고 할 수 있다. 부도가능성 역시 위에서 살펴봤듯 예전에 비해 가능성이 줄어든 상태이며 글라스락의 매출 호조와 매출성장세로 개선될 여지가 있다고 보여진다.

이익률 측면

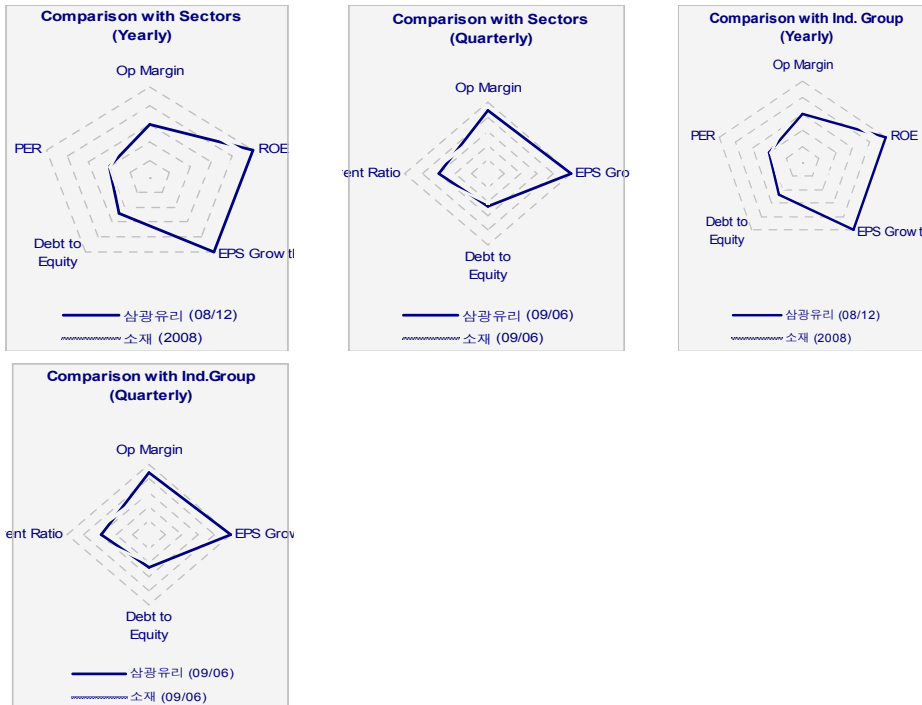
2004년부터 삼광유리의 매출액 대비 이익률의 수준으로 기업의 현재 모습을 살펴보겠다. 가장 큰 변화는 2007년을 기점으로 영업이익률이 하락하기 시작했다는 점이다. 순이익률은 2007년 대비 증가했으나 이는 영업외이익에 기반한 증가였다. 영업외이익은 지분법적용주식에서 나온 이익이었다.



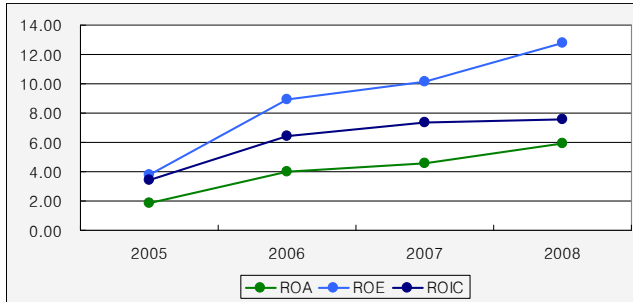
삼광유리 지분법 적용 회사						
회사명	2008. 12. 31.					
	주식수	지분율(%)	취득원가	순자산가액	장부가액	시장가격
(주)이테크건설	860,000주	30.71	5,939,934	23,983,651	20,400,571	20,425,000
오덱(주)	441,860주	30	21,209,280	23,793,906	27,248,364	-
군장에너지(주)	2,607,100주	25.04	13,035,500	18,396,880	18,450,010	-
(주)퀵테크	204,000주	51	1,020,000	1,020,000	1,020,000	-
합계			41,204,714	67,194,437	67,118,945	20,425,000

이테크 건설: 2008년 기준 690억 규모의 매출액을 가진 회사이며 당기순이익은 150억원 정도 임
 오덱: 촉매전문제조회사로서 울산시 울주군 온산국가산업단지에 공장을 준공, 자동차 배기가스 정화용 촉매, 환경, 산업용 촉매 등을 생산 공급하는 회사로 2008년 기준 4200억 매출규모에 100억정도의 당기순이익을 기록하는 회사임
 군장에너지: 현재 군산지방산업단지 내 각 사업장별로 산재되어있는 고비용의 B/C Oil 보일러를 대체하고자 유연탄 보일러에 의한 열병합발전소를 건설하여 에너지 생산원가를 획기적으로 절감함으로써 저렴한 비용의 공정용 증기를 생산하여 산업단지 내 수요처에 공급하는 기업. 2008년 기준 890억 매출에 당기순이익 220억 내는 회사

다시 본론으로 들어가 본업에서 08년 영업이익률의 감소는 광고선전비 때문이었다. 글라스락의 매출증대를 위한 광고선전비가 필요함에 따라 발생한 일시적인 충격이었으며 09년 1Q 영업이익률은 약 6%, 2Q 영업이익률은 9%로 09년 영업이익률의 개선이 확실해 질 것으로 보인다. 이는 글라스락의 마진 때문이다.

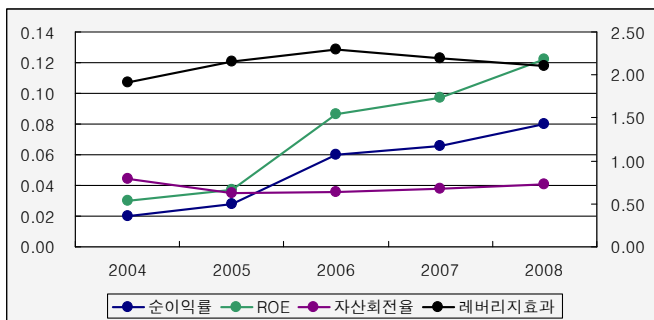


다음으로 ROE, ROA, ROIC의 추이를 살펴보자



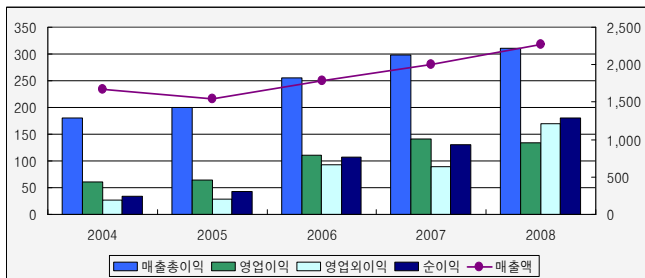
삼광유리의 ROE는 05년 약 4%에서 08년 약 13%로 증가했다. 기업의 변화를 좀 더 자세히 살펴보기 위해 듀퐁분석을 해보자. ROE는 순이익률과 자산회전을, 자산/자본으로 나뉘 볼 수 있다. 이것이 의미하는 바는 ROE가 기업의 수익력을 나타내는 지표이긴 하지만 부채비율을 높임으로서 ROE를 높이는 것이 가능하단 것이다. 순이익률*자산회전을*자산/자본이므로 부채증가를 통한 자산부풀리기를 통

해 ROE를 높일 수 있다는 것이다. 만약 기업이 레버리지효과를 통해 ROE를 개선했다면 수익률 자체가 주는 의미가 줄어들 수밖에 없다. 이를 각 항목으로 쪼개 그래프로 그리면 다음과 같다.



련의 결과를 살펴보면 자산회전율은 안정되어 있고 레버리지효과도 06년 이후 줄어들고 있는 모습이다. 결과적으로 ROE 변동의 대부분은 순이익률의 변화가 설명하고 있으므로 ROE가 기업활동을 잘 반영하고 있다고 볼 수 있다. 다시 위의 그림으로 돌아가서 살펴보면 ROE와 ROA가 증가하고 있으며, ROIC는 다른 수익률 개념에 비해 그 증가폭이 적음을 알 수 있다. ROIC

는 투자자본대비 수익률이므로 현재 경영자가 투하한 자본 대비 수익을 별로 얻지 못하고 있다는 것이다. 하지만 08년 영업이익률의 감소로 살펴보았듯 이는 일시적인 현상일 것이며, 09년에는 더욱 가파르게 상승할 것으로 예상된다.

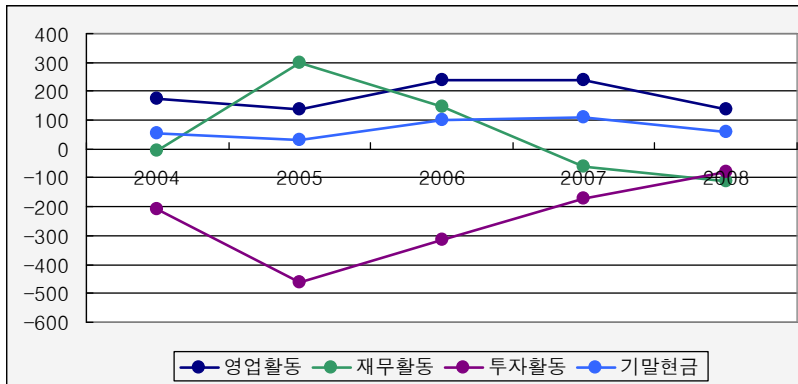


삼광유리 분석의 이유는 글라스락의 매출이 본격화 되는 시기가 09년이기 때문이다. 글라스락의 경우 이전 삼광유리가 생산해왔던 유리병과 캔 사업부보다 영업이익률이 높으며 글라스락의 매출이 늘수록 삼광유리의 영업이익률은 높아질 것이다. 07년 글라스락을 시제품으로 사갔던 외국 바이어들이 08년부터 본격적으로 주문하기 시작했으며 09년 2월부터 Costso에서 글라스락을 팔기

시작하기 시작했다. 내수에서 뿐만 아니라 해외판매로 이어지고 있는 글라스락의 매출은 정체기업이었던 삼광유리를 성장기업으로 발돋움하게 하였으며, 현 주가 수준을 다시 한 번 뛰어넘을 모멘텀을 갖게 되었다. 이는 뒤의 결론 부분에서 다시 한 번 다루게 될 것이다.

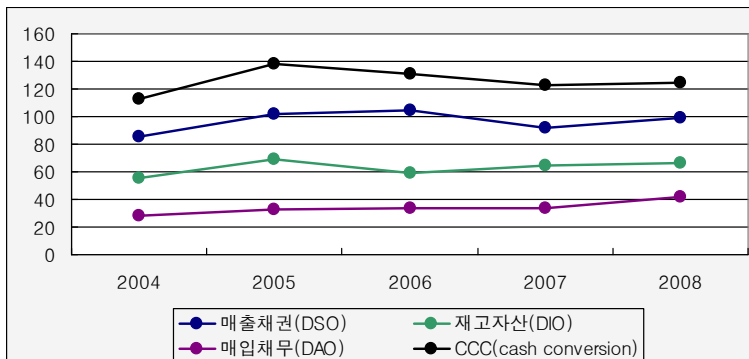
자산구성비의 변화

자산구성비에서 가장 큰 특징은 늘어나는 투자자산부분과 아직까지 크게 늘고 있지 않은 현금성자산 항목이다. 투자자산 부분의 경우 지분법적용회사들의 부분이므로 향후 해당회사들의 성장에 따라 결정될 것이지만 각 회사의 수익성 때문에 앞으로도 견고하게 유지될 것으로 예상된다. 하지만 문제가 되는 부분은 현금성자산부분이다. IMF 시절 현금의 부족으로 인해 고통을 받았던 기업들을 떠올리게 하는 구성비이므로 한 번 잡고 넘어갈 필요가 있다. 현금흐름표상의 기말현금을 살펴보면 111억을 기록한 07년을 제외하면 100억을 아직까지 100억 이상의 현금을 가지고 있는 경우가 없었다. 전반적인 흐름을 살펴보면 05년에 대거 투자활동으로 현금이 나갔고 영업활동으로 인한 현금으로 부족해 차입으로 투자활동에 필요한 자금을 마련했다. 이후 영업활동으로 차입금을 갚아 나갔으며 07년부터 차입금을 상환하고 있음을 알 수 있다. 문제는 언제부터 안정적인 현금흐름을 창출하고 기업 내 현금을 쌓



아갈 것인가이다. 2011년 논산에 1000억 규모의 공장건설 계획이 있으므로 09년과 10년에도 지금의 현금수준을 유지하거나 감소할 가능성이 높다. 한편으로 다른 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 이미 이번 상반기에 단기차입금으로 900억을 마련했고 이 자금을 공장부지 매각으로 메꾼다면 얘기는 달라질 수 있다는 것이다. 단기차입금

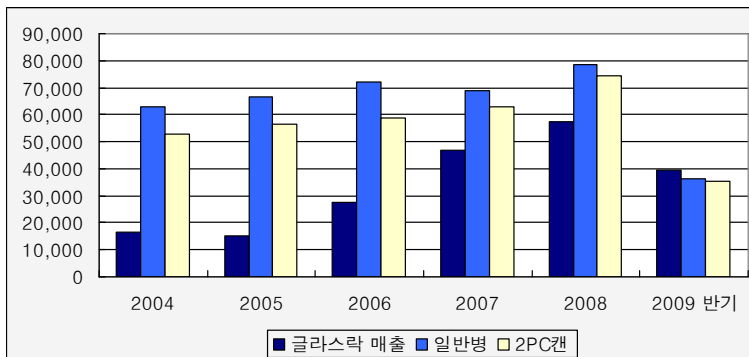
명목으로 900억을 마련했다는 점에서 단기간에 공장매각으로 단기차입금을 상환할 가능성이 높다고 생각한다. 따라서 신공장 건설에 따른 투자활동에 의한 현금 감소가 삼광유리 기업 전체에 미치는 영향은 제한 될 것으로 보이며 오히려 매출증대에 따른 영업활동으로 인한 현금의 증가를 기대할 수 있을 것이다. 지금까지 현금활동에 대한 추이를 살펴보았다. 이와 더불어 살펴봐야 하는 CCC(cash conversion cycle)에 대해서 살펴 보도록 하자.



옆의 표에서 매출채권과 재고자산에 해당하는 항목이 늘어나면 기업의 현금회수 속도가 느려지며 매입채무에 해당하는 항목이 줄어들 때도 경과는 마찬가지이다. 가장 좋은 케이스는 매출채권과 재고자산에 해당하는 항목이 줄어 들고 매입채무에 해당하는 항목이 늘어나는 경우이다. $CCC = DSO + DIO - DAO$ 로 설명할

수 있다. 추이를 살펴보면 05년을 기점으로 CCC가 줄어들고 있는 것을 알 수 있다. 각 연도마다 기여한 바는 서로 다르나 전반적인 CCC의 하락을 볼 수 있다. 특히 눈여겨 봐야 하는 것은 DAO항목인데 서서히 늘어나다 08년에 레벨업하는 모습을 보여주고 있다. 이 역시 글라스락의 매출과 관련이 있을 것이다. 사실 삼광유리는 소주병과 각종 캔을 생산하는 제조회사로서 시장에서 독점적 지위나 갑의 위치로 존재하지 못했다. 하지만 글라스락의 매출 호조로 이런 관계가 개선되고 있으며 비록 기존의 병사업부나 캔 사업부는 이전의 모습과 같을지라도 글라스락 매출과 관련해서는 영향력을 가지고 있다고 볼 수 있다. 결론적으로 CCC가 하락하고 있는 모습으로 보아 현금회수에 걸리는 기간이 줄어들고 있으며 특히 08년에는 DAO에서 의미있는 변화가 생기고 있다는 것이다. 따라서 앞으로 매출회수에 대한 안정성을 갖출 것으로 기대한다.

결론: 삼광유리가 매력적인 이유



삼광유리는 병과 캔을 생산하여 대기업에 납품하는 일반적인 제조회사였다. 하지만 글라스락이라는 제품을 독자적으로 개발하여 시장에 내놓으면서 다시 한 번 성장기업으로의 도약하고 있다. 정체기업에서 성장기업으로의 전환이 삼광유리 투자에 포인트이며 분석의 이유이기도하다. 위의 그림은 04년부터 삼광유리 각 제품의 매출액이

다. 글라스락의 매출만 놓고 보면 04년에서 08년까지 매출의 기하평균증가율이 136%에 달한다. 무려 136%이다. 또한 09년 상반기 매출액을 보면 더욱 매력이 느껴진다. 09년 상반기는 삼광유리라는 기업에 있어 하나의 기념일과 같다. 드디어 글라스락 매출이 기존 사업부를 추월하고 있다. 그 뿐만 아니라 작년 동기에 비해서도 큰 폭의 매출액을

기록하고 있다. 앞에서 말했듯 글라스락의 영업이익률은 기존 사업부보다 높다. 기본적으로 생각해 봐도 어짜피 납품하는 기업에서는 단가압력을 받을 수밖에 없다. 하지만 글라스락을 독자개발하고 시장에 내놓음으로서 기존 사업과는 달리 가격결정권을 갖게 된 것이다. 올해 글라스락의 매출이 기존 사업부의 매출을 뛰어넘음으로써 삼광유리는 기업전반적으로 새로운 국면을 맞이하게 되었다. 사강산업의 레드오션에서 나와 블루오션을 개척했기 때문에 가능한 일이다. 수출의 경우도 굉장히 고무적이다. 글라스락을 포함한 유리식기사업의수출규모는 2007년과 2008년에 각각 66억원, 126억원을 기록했는데, 2009년 5월 120억원의 수출을 기록하면서 급증하고 있다. 이 수출액을 볼 때 유리 식기 사업의 수출액 대부분이 글라스락에서 발생하고 있어 글라스락이 해외 시장에서도 좋은 반응을 얻고 있는 것을 알 수 있다. IBK투자증권의 분석리포트에 따르면 경쟁사로는 락앤락 글라스가 있지만 락앤락 글라스의 경우 직접생산이 아닌 중국으로부터 유리용기를 수입해 시장에 팔고 있으므로 그 질이 확연히 차이가 난다고 한다. 또한 삼광유리 관점에서는 아직 유리용기 시장이 블루오션이기 때문에 오히려 경쟁사들의 출현으로 시장자체의 크기가 커질 바라고 있다고 한다. 매출처 특정국가에만 집중하는 것이 아닌 중동, 유럽 등으로 분산되어 있다는 점도 삼광유리의 강점이라고 할 수 있다. 삼광유리 자체의 매력도 엄청나지만 지분법적용회사들의 수익성 역시 눈에 띈다. (나중에 시간 날 때 파고들 생각임)

투자포인트를 정리하면 다음과 같다

- 정체기업에서 성장기업으로의 전환
- 영업이익률이 높은 글라스락 매출의 급증
- 09년부터 삼광유리의 cash cow는 글라스락
- 해외시장 진출로 매출한계를 넘어섬
- 지분법적용회사들의 수익성

이렇게 삼광유리가 매력적이라면 지금 현 수준의 주가가 적정한지 살펴봐야 할 것이다. 가치평가 모델에는 여러가지가 있다. FCFF모델을 바탕으로 FCFE를 구해 영구성장률을 가정하고 기업가치를 구할 수 있을 것이고 혹은 DCF방법을 이용해 미래이익 추정을 땀겨 올 수도 있을 것이다. 실제 FCFF와 DCF모델 또 간단한 이익성장률 가정과 배당성장률 가정을 통해 미래가치 산정도 해봤고, RIM모델도 돌려봤다. 답은 없다. 훌륭한 애널리스트 분들도 적정가격에 대해서는 자신이 없으실 것이다. 그리고 애널리스트에게 그 가격 안 갔다고 뭐라하는 사람들은 조금 문제가 있다. 펀더멘탈에 대해 설명해 주는 것이 애널리스트지 가격을 산출해주는 것이 애널리스트가 아니다. 초고속배당성장모형이었다 그걸로 가격 산출을 한 번 해볼까 했지만 다른 관점으로 한 번 접근해보려 한다. 지금 삼광유리의 PER가 10배라고 그냥 생각하자. 사실 EPS를 예상치를 넣어야 하기 때문에 아마 PER가 더 낮을 것이다. 지금 투자하면 10년 후 원금 회복이다. 지금 PER가 10배 그러면 가정을 P가 1000원 EPS가 100원이라 치자. 투자기간은 10년 100원을 투자해서 10년 후에 1000원을 돌려받기 위해선 26%의 수익률이 필요하다. 이게 삼광유리의 기대수익이다. 투자자는 최소한 26%의 수익을 요구하고 있다고 그냥 생각하자. 주가는 이익을 무조건 따라가게 되어 있다. EPS 성장률이 최소한 26%가 되어 지금 사는 주주들은 삼광유리에 만족할 것이다. 만약 EPS 성장률이 26%보다 낮으면 실망매물이 나올 것이다. 지금 삼광유리의 상태로 봤을 때 26%의 EPS성장률을 달성할 수 있을 것인가. 전년동기 당기순이익 성장률을 봤다 96%이다. 지금까지는 좋다. 그럼 들고 가자. 분명 주가는 이익을 따라간다.

위의 글은 조금 억측이고 말도 잘 안된다. 모델을 돌려서 목표가 산출해보자. 모델의 가정은 3년간 이익 성장률 20%, 이후 15%에서 10%로 낮아짐. 할인율은 15%적용. (솔직히 할인을 15%잡는 것과 이익성장률 20%잡는 건 너무 보수적이라 생각한다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
자기자본	148,561,638,375	163,339,188,701	180,722,437,014	201,582,334,990	226,614,212,560	256,652,465,645
당기순이익	18,107,550,326	21,723,060,391	26,074,872,469	31,289,846,963	37,547,816,356	43,179,988,809
배당액	3,330,000,000	4,345,812,078	5,214,974,494	6,257,969,399	7,509,563,271	8,635,997,762
배당성향	20%	20%	20%	20%	20%	20%
ROE	12%	12%	12%	12%	12%	12%
스프레드(ROE-COE)COE11%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
스프레드(ROE-COE)COE8%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
리얼 스프레드 12%일	12%	12%	12%	12%	12%	12%
리리얼	17,827,396,605	19,600,702,644	21,686,692,442	24,189,880,199	27,193,705,507	30,798,295,877
RI(자기자본+스프레드)COE11%	1,485,616,384	1,633,391,887	1,807,224,370	2,015,823,350	2,266,142,126	2,566,524,656
RI(자기자본+스프레드)COE8%	5,942,465,535	6,533,567,548	7,228,597,491	8,063,239,400	9,064,568,502	10,266,098,629
PV FACTOR(11%)			0.903009301	0.811622433	0.731131381	0.658730974
PV FACTOR(15%)			0.869565217	0.756143667	0.657516232	0.571753246
PV FACTOR(8%)			0.925925926	0.85733882	0.793832241	0.735029853
PV RI(11%)			1,628,130,063	1,636,087,452	1,656,983,591	1,690,649,287
PV RI(15%)			18,857,393,428	18,291,024,725	17,880,302,731	17,609,025,627
PV RI(8%)			6,693,423,593	6,912,974,451	7,195,746,728	7,545,888,962
SUM PV RI(11%)		17,627,666,026				
SUM PV RI(15%)		173,942,965,259				
SUM PV RI(8%)		82,623,354,283				
최초자본금	163,339,188,701					
자기자본가치(11%)	180,966,854,727					
자기자본가치(15%)	337,282,053,960					
자기자본가치(8%)	245,963,142,984					
총주식수		4,854,418				
주당자기자본가치(11%)		37,279				
주당자기자본가치(15%)		63,479				
주당자기자본가치(8%)		50,668				

일부분만 첨부한다. 목표가 리얼로 주당자기자본가치 15%가 실제 ROE수치와 WACC수치로 돌린 결과이다. 극도로 보수적으로 잡아도 7만원이다. 좋다. 들고간다.

yoelkim

yoelkim@gmail.com

<http://blog.naver.com/yoelkim>