

# 합승인더스트리 (006060)

June 07, 2011

예상PER 5배 / 목표PER 7.5배

Rating : Buy

Target : 13,100원 (50% UP)

**“시총 500억에 미친 것 같지만.. 2020년에 3조 매출목표!”**

- ▶ 시총 484 억, 10 년 매출 2180 억, 이익 95 억, 순이익 42 억 / 11 년(E) 매출 2500 억, 이익 150 억, 순이익 100 억
- ▶ 포장용 필름사업은 캐쉬카우의 역할 / 2 분기 가격전가력 회복으로 영업이익 개선기대
- ▶ EVA 시트의 실질적인 매출기여와 2 호기의 성공적인 투자를 확인해볼 필요가 있을 것.

당사는 포장용 필름사업을 하는 업체로 BOPP필름과 통기성필름, PET필름을 주요 업으로 하고 있다.

BOPP는 식품 및 산업용 포장제로 사용이 되며, 쉽게보면 '과자봉지나 선물용 포장용지'라고 생각하면 된다.

통기성 필름은 공기와 수증기는 통과하면서 물방울은 통과하지 않는.. '하기스 기저귀' 같은 곳에 사용된다.

PET필름은 우리가 흔히 부르는 페트병(1.5L의 사이다병)같은 것으로 사용되며 일부는 IT항 매출도 있다..

2010년기준 매출비중은 크게 제품과 상품으로 나눌 수 있는데..

제품군은 총3가지로 65%매출비중이며 BOPP가 32%, 통기성필름이 10%, PET필름이 22%정도를 차지한다.

상품군은 35%의 매출비중으로 필름의 외주가공이나 신발 자재등으로 이루어 진다.

이쯤에서 확인해 볼 사항은 과연 당사가 하고 있는 사업이 돈이 되는 사업인가? 이다.

당사의 5년평균 분기당 영업 이익률은 4~6%로 위에 속하는 사업은 마진이 좋은 사업이 아니다.

마진율이 생각보다 낮은 이유는 2가지이다. 중국산 필름의 유입과 원재료 가격상승 때문이다.

(영업이익률은 변동성도 매우 큰 편이다. 원재료가 매출액 중에서 차지하는 비중은 75%나 되는데 PP와 PET 칩의 가격 상승률이 14%, 8%나 되면서 가격전가가 바로 이루어 지지 못했다고 보여진다.)

담당자의 말에 따르면 가격전가효과는 2분기부터(1분기 판가인상을 했음) 나타날 것이며 작년 하반기에 워낙 원재료 가격이 많이 오른 탓에 시간이 걸린다고 했다.

이제 당사도 돈을 제대로 벌기 위해서 마진이 높거나 성장의 가능성이 높은 쪽에 포커스를 두고 있다.

당사의 미래 성장동력은 바로 EVA Sheet다. EVA 시트는 태양전지 모듈에 사용되는 것으로 깨지기 쉬운 태양전지의 셀을 앞뒤로 보호하는 역할을 한다. 게다가 태양전지의 셀에 도달하는 빛의 투과성도 높아야 하며, 20년이상 기대수명도 지속되어야 해서 인증을 받는데만 4~7개월정도 걸린다. 산업의 성장성은 빠른 반면 진입장벽자체가 꽤 높다고 보이며 당사가 기대하는 마진율도 20%정도나 된다고 한다.(기존 사업의 4배마진율을 생각함)

이 EVA 시트를 1호기(\*대당 80억투자)는 이미 설치를 했고, 2호기(100억)를 준비중이며, 3~4호기는 2012년정도쯤 해서 중국의 태양광 사업의 성장성을 보면서 중국쪽으로 들어갈 가능성도 높다고 한다. 1호기당 250억정도의 매출기여를 예상하고 있다. 250억에 20%면 50억의 영업이익 기여를 한다고 보여지며 순이익은 40억정도 기여를 할 것이다.(2015년 EVA시트의 매출액 기여는 1,500억원 수준이며 3~4호기 이후에도 추가투자 예정)

\*참고로 EVA 글로벌 시장규모는 3천억정도 된다고 한다.

당사의 해외 자회사는 화승비나와 장천제화대련 유한공사, 화승상해국제유한공사등이 있다.

화승비나는 아디다스와 리복의 신발 OEM업체로 전년도 매출액은 2070억, 순이익 9억을 했다.(지분율 60%)

장천제화대련 유한공사는 아디다스와 리복 신발의 OEM으로 매출액 1010억, 순이익 -20억을 했다.(지분율100%)

화승상해국제유한공사는 화학과 산업용품의 종합무역업을 하는데 매출액 830억, 순이익 6억을 했다.(지분율100%)

당사의 사업목표는 2020년에 전체 매출 3조5천억의 사업을 하는 것이 목표라고 한다.

신발사업에서 2조원, 필름사업에서 3천억, 패키징사업에서 3천억, 태양전지소재사업에서 9천억이다.

영업이익을 계산하면 신발사업 1%, 필름사업 4%, 패키징사업 5%, 태양전지소재사업10%를 고려해보면 신발사업에서 영업이익 200억, 필름사업에서 120억, 패키징사업에서 150억, 태양전지소재사업에서 900억으로 1370억이 되며 순이익은1000억~1100억정도가 될 것이다.(회사에서 매출목표로 정한 자료를 토대로 작성했음)

그렇다면 당사의 시가총액이 500억도 안되므로 PER는 0.5배가 된다.

만약 이렇게 된다면 당사의 시가총액은 최소 5천억원~1조원정도가 될 것이다. 그렇다면 10년후 주가는 5배에서 10배의 성장이 가능하다는 말이 된다.

지금부터 당사의 2분기 실적에서 가격전가를 통한 영업이익회복과 EVA 시트에서 실질적인 매출이 발생되면서 2호기의 성공적인 출발을 확인해볼 필요가 있다. 2분기 실적이 턴어라운드를 해주면서 EVA 시트에서 매출이 확실히 자리잡을 때쯤 주가는 지금보다 최소한 50%는 더 올라있을 것으로 기대된다.

올해 예상 순이익은 100억정도로 보았는데, 1분기 매도가능증권 평가손과 보험수리적 손실을 27억정도 감당한 수치로 보면 될 것이다. 1분기 순이익이 적자로 나와서 시장에서는 매우 나쁘게 받아들인 것으로 보인다.

결론으로 시가총액 500억에 순이익 100억이면 PER는 5배로 싼편이라고 보여진다. 목표PER를 7.5배로 보면 적절해 보인다. 그렇다면 목표주가는 지금보다 50%더 올라갈 여지가 있다고 보여진다.