하나대투증권

화학

경인양행 (012610)

BUY

어디에나 1등은 있다

투자의견 BUY, 12개월 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

국내 염료업계의 1위 업체인 경인양행에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 시작한다. 투자의견의 근거는 1) 기존 주력 사업인 염료 사업이 중국 내 증설물량의 본격적 출회와 내수 소비 확대에 따른 중국 로컬수출 증가로 09F 매출액은 사상 최대 수준이었던 08년 실적을 상회할 것으로 예상되고, 2) 신규 전자재료 사업은 기존 염료사업 중심의 사업구조에 성장성과 안정성을 부여해줄 전망이며, 3) 주요 자회사의 실적개선 및 JMC의 연내 상장 계획 등으로 지분가치 재평가 가능성이 높아지고 있고, 4) 중국 환경규제 강화에 따른 중국 제품의 가격 경쟁력 약화로 반사이익 향유가 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

전자재료 사업 – 중장기적인 신규 성장 동력

03년 이후 상당기간 성장이 정체 국면에 머물러있던 경인양행에 성장성을 부여해주는 요인은 전자재료 사업으로의 신규 진출이다. 동사는 04년 JMC의 인수를 통해 감광성 중간체 사업 진출의 초석을 마련하였고, 기존 아시아 감광제 시장의 메이저 업체와 합작사를 설립해 안정적인 매출처를 확보하였다. 또한 일본, 유럽 등지의 메이저 업체들로부터 전량 수입에 의존해왔던 전자재료용 특수 기능성 염료 사업에 오랜 기간의 R&D와 2대 주주인 일본 Sumitomo Chemical로부터의 기술 이전을 통해 성공적으로 시장 진입 중으로, 향후 내수 시장 점유율 확대를 통한 본격적인 성장이 기대되고 있다.

전자재료부문 매출은 07년 8억원 수준에서 08년 40억원으로 급증한 데 이어, 09년 89억원, 2010년 116억원까지 빠르게 확대될 전망이다.

09F 매출액 4.2%, 영업이익 7.6% 증가하며 사상 최대 실적의 경신 지속될 듯

경인양행의 2분기실적은 매출액 350억원, 영업이익 21억원으로, 경기 침체에 따른 수요 감소에도 불구하고 매출액은 전분기대비 16.8% 상승하였으나 원료가 반등으로 영업이익은 8.6% 감소한 수준이었다. 비록 전년동기대비로 매출액과 영업이익은 각각 6.5%, 26.4% 감소하였으나, 08.2Q 실적은 분기 사상 최대 수준이었고, 상대적으로 악화된 영업환경을 감안한다면 상당히 선방한 수준이라는 판단이다.

불안정한 대내외 경제 사정과 안정화된 환율 수준을 감안하더라도 중국 로컬매출 물량 증가와 ASP개선으로 09년 연간 매출액 1,308억원, 영업이익 87억원은 무난히 달성이 가능할 것으로 예상돼, 08년 이후 기록적인 실적 개선세가 이어질 전망이다

Financial Data

투자지표	단위	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	십억원	93.0	125.5	130.8	144.7	159.1
영업이익	십억원	2.6	8.0	8.7	10.0	11.6
세전이익	십억원	5.2	14.7	19.7	23.6	25.9
순이익	십억원	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
EPS	원	1,320	3,630	4,387	5,165	5,529
증감율	%	379.8	175.0	20.9	17.7	7.0
PER	배	10.9	4.4	7.7	6.6	6.1
PBR	배	0.6	0.6	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	8.7	4.5	6.1	5.4	5.0
ROE	%	6.2	15.1	15.6	16.2	15.0
BPS	원	22,214	27,347	29,961	34,734	39,910
Net DER	%	52.2	36.3	37.3	33.2	30.1

자료: 하나대투증권

Company Initiation

Company Analysis

TP(12M): 40,000원

CP(7/30): 33,900원

July 31, 2009

Analyst 함승희
02-3771-7518
regina@hanaw.com

Senior Analyst 이정헌
02-3771-7505
chaoslee@hanaw.com

Key Data

현재주가(원)			1,534.74
KOSPI			36,450/14,400
52주 최고/최저(원)			127.1
시가총액(십억원)			0.02
시가총액비중(%)			3,750.0
발행주식수(천주)			16.7
60일 평균거래량(천주)			0.5
60일 평균거래대금(십억원)			500
08년 배당금(원)			500
09년 배당금(예상원)			21.26
주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.2	126.0	41.3
상대	(0.2)	93.9	44.0

Consensus Data

	2009	2010
매출액(십억원)	NA	NA
영업이익(십억원)	NA	NA
순이익(십억원)	NA	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA

Stock Price

하나금융그룹

Contents

Snapshot 3

1. Summary 4

1) 염료사업 생산규모와 중국 로컬 시장 확대로 이익 성장성이 유효 04
2) 자회사와의 유기적 사업 관계는 신규 사업에 안정성을 부여 04
3) 자회사 지분가치 재평가 가능성 04
4) 중국 염료 제품 경쟁력 약화에 따른 반사이익 향유가 가능할 전망 04

2. Valuation 7

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시 07

3. 매출구조 및 신규 사업 전망 8

신사업 진출을 통한 새로운 성장기로 진입 중 08
전자재료 및 기능성 염료: 중장기적인 신규 성장동력으로 자리매김할 전망 09

4. 산업 분석 및 전망 11

염료사업의 개괄 및 전망 11
특수 고기능성 염료는 아직 수입 의존도가 높은 상황 12

5. 투자포인트 15

투자포인트 1): 염료 사업의 또 다른 도약은 이미 진행 중 15
투자포인트 2): 자회사와의 유기적 사업 관계는 신규 사업에 안정성을 부여 16
투자포인트 3): 자회사 지분가치 재평가 가능성 17
투자포인트 4): 중국 염료 제품 경쟁력 약화에 따른 반사이익 향유가 가능할 전망 18

6. 주요 자회사 현황 19

1) JMC: 중국 환경규제 강화의 수혜자 19
2) 기타 자회사 및 계열사 21

7. 실적 전망 22

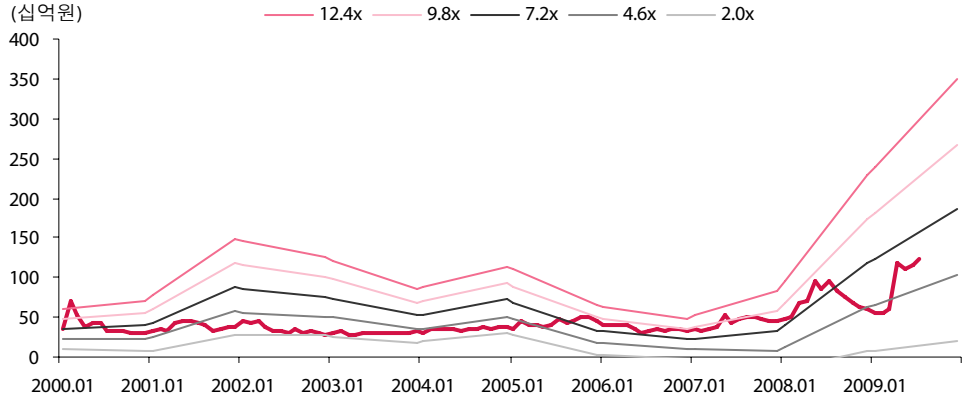
2분기 잠정실적 기준 매출액 350억원, 영업이익 21억원 22
2010F 이후 본격적인 성장 국면이 진입할 전망 23

8. 리스크 요인 24

Snapshot

투자의견	▪ BUY
목표주가	• DCF valuation으로 산정한 12개월 목표주가 40,000원 • 목표가 기준 09F~2011F P/E 8.0x, P/B 1.2x, EV/EBITDA 6.2x
투자포인트	• 기존 사업: 생산능력 증가 + 중국 로컬시장 점유율 확대에 따른 턴어라운드 • 신규 사업: 성장성과 수익 다각화에 의한 안정성 부여 • 지분가치 재평가: 주요 자회사 실적 개선과 JMC의 연내 상장 계획 • 경쟁 구도 완화: 중국 업체 가격 경쟁력 약화로 반사이익 향유 가능
산업전망	• 국내 염료 사업의 경쟁력 확충을 위해서는 application의 고도화가 요구됨 • 지나치게 다각화된 사업 구조는 세부 부문의 기술 개발 역량을 약화시킬 수 있음 • 경인양행의 염료 사업에 집중된 사업 구조는 고기능성 제품 개발에 유리할 것 • 신규 진입한 전자재료 사업은 중장기적 성장 모멘텀이 될 듯
실적전망	• 08년 이후 기조적인 매출 규모 증가세는 지속될 전망 • 매출 전망: 09F 1,308억원(+4.2%, yoy), 2010F 1,447억원(+10.6%, yoy) • 영업이익 전망: 09F 87억원(+7.6%, yoy), 2010F 100억원(+15.3%, yoy)

Historical EV/EBITDA band chart



자료: 하나대투증권

1. Summary

1) 염료사업 생산규모와 중국 로컬 시장 확대로 이익 성장성이 유효

1) 중국 내 고가제품시장 점유율 확대로 매출 성장세는 지속 가능할 전망

경인양행의 주요 사업인 염료 사업의 또 다른 도약이 가시화되고 있다. 경인양행은 국내 염료 업계에서 굳건히 시장점유율 1위의 위치를 유지하고 있고, 가장 경쟁력 있는 반응성 염료의 생산 설비를 중국 신설공장으로 이전하며 중국 내수시장 점유율 확대를 꾀하고 있다. 국내 수요가 정체 국면에 머물러 있는 상황에서 중국 시장 진출을 통해 향후 정부 주도로 공격적으로 진행 중인 내수 진작 정책의 수혜에 따른 로컬 수출 매출 증대가 기대된다. 특히 09.1Q 대비 실적 내 환율의 거품이 어느 정도 제거되고, 또 여전히 뚜렷한 대내외 경제 및 수요 회복이 가시화되지 않은 상황에서 2Q 매출이 전분기대비 16.8% 증가했다는 것은 기존 염료 사업의 성장 여력을 반증한다는 판단이다.

동사의 염료 사업은 세계 경기가 본격적인 회복세에 진입할 것으로 되는 2010년 10.6%의 성장률을 기록할 것으로 예상되며, 이후 세계 시장에서의 입지 확대를 통한 새로운 성장 국면을 맞이할 수 있을 것으로 판단된다.

2) 자회사와의 유기적 사업 관계는 신규 사업에 안정성을 부여

2) 신규 사업은 메이저 업체와의 기술 연계 및 합작사의 인지도를 바탕으로 안정적인 성장이 가능할 듯

08년부터 본격적으로 매출에 기여하고 있는 전자재료 사업은 기존 염료사업 중심으로 구성되어 있던 사업구조에 성장성과 수익 다각화에 따른 안정성을 동시에 부여해줄 것으로 예상된다. 또한 전자재료용 기능성염료 시장의 메이저 업체인 Sumitomo Chemical로부터의 기술 이전(Sumitomo Chemical은 경인양행 지분의 약 19%를 보유하고 있는 2대 최대주주임)이 가능하고, 감광성 중간체 사업과 관련해서는 아시아 시장에서 경쟁력을 확보하고 있는 합작사(Daito Chemix)와의 관계를 바탕으로 타 신규 진출기업 대비 시장 점유율 확대가 원활히 이루어질 가능성이 높아, 신규 사업과 관련한 시장 개척, 기술 확보 등에 대한 우려는 현실화될 가능성이 낮다는 판단이다.

3) 자회사 지분가치 재평가 가능성

3) JMC, 양우전자 등 계열사 실적 호조로 지분 가치의 증대가 예상됨

주요 자회사 및 계열회사들의 실적 개선에 따른 지분가치 재평가 가능성이 높아지고 있다. 사카린 생산을 주로 하는 JMC의 경우 07년 하반기 이후 중국 내 설비 폐쇄로 사카린의 수급 불균형이 심화의 수혜로 08년 124.9%의 기록적인 매출 증가율을 달성한 바 있다. 중장기적으로 사카린 사업의 수익성이 지속될 것으로 예상되는 가운데 의약 중간체 및 가소제 등의 사업 또한 견조한 성장세를 보일 전망이며, 또 금년 내 주식 상장이 진행될 예정으로 이익 성장과 기업 공개에 따른 지분가치 재평가 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 이 뿐 아니라 계열회사인 양우전자는 LG디스플레이로의 LCD 모듈 매출 물량 증가로 09년 상반기 전년대비 105.7%에 이르는 이익 신장을 시현했으며, 향후 LED 디스플레이 등으로의 어플리케이션 확대에 따른 이익 성장성이 유효해 점진적으로 지분 가치의 레벨업이 가능할 전망이다.

4) 중국 염료 제품 경쟁력 약화에 따른 반사이익 향유가 가능할 전망

4) 중국 내 환경규제 강화로 중국 경쟁 업체들의 가격 경쟁력은 점진적으로 하락이 불가피할 듯

중국 내 환경 규제 강화로 중국 업체들의 환경 관리 비용이 증가할 것으로 예상돼, 일부 비용 증가분의 가격 전이에 따른 가격 경쟁력 약화가 불가피할 전망이다. 따라서 과거 동종 제품에 있어 일본, 미국, 한국 등의 업체 대비 절반 수준의 가격으로 중국 기업들의 급속한 시장 규모 확대가 이루어졌으나, 향후 비용 증가로 공격적인 가격 정책을 펼치기에 어려움이 있을 것으로 판단된다. 품질 측면에서 선진 업체들을 아직 따라잡고 있지 못한 상황에서 중국 업체들의 가격 경쟁력 약화는 상대적으로 사업 포트폴리오 내 고급 제품의 비중이 높고 환경 관리 설비를 기확보해놓은 선진 업체들에게 반사 이익으로 작용할 것으로 예상되며, 이는 경인양행의 글로벌 입지 확대에도 긍정적인 요인이 될 전망이다.

현재 주가 기준 투자지표는 09~2011F 평균 P/E 6.8배, P/B 1.0배, EV/EBITDA 5.5배로 밸류에이션 측면에서도 부담 요인은 없다는 판단이다.

표 1. 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	88.1	85.0	93.0	125.5	130.8	144.7	159.1
매출총이익	12.6	13.2	16.1	25.0	24.4	27.9	30.2
영업이익	0.2	-0.5	2.6	8.0	8.7	10.0	11.6
세전이익	2.2	0.8	5.2	14.7	19.7	23.6	25.9
순이익	2.5	0.9	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
조정순이익	1.9	-1.4	1.2	16.2	18.0	21.1	22.7
전년대비 증감률(%, YoY)							
매출액	-8.1	-3.5	9.5	34.9	4.2	10.6	10.0
매출총이익	-23.7	4.8	22.1	55.7	-2.7	14.6	8.1
영업이익	-90.7	-315.8	na	210.4	7.6	15.3	16.5
세전이익	-56.2	-62.4	515.5	183.5	33.5	20.0	9.7
순이익	-41.1	-65.1	380.7	203.2	27.6	17.9	7.0
조정순이익	-46.5	-173.5	na	1,245.4	11.3	17.2	7.3
매출액 대비 이익률(%)							
매출총이익률	14.3	15.5	17.3	20.0	18.6	19.3	19.0
영업이익률	0.3	-0.6	2.8	6.4	6.6	6.9	7.3
세전이익률	2.6	1.0	5.6	11.8	15.0	16.3	16.3
순이익률	2.9	1.0	4.6	10.3	12.6	13.4	13.0
조정순이익률	2.1	-1.6	1.3	12.9	13.8	14.6	14.2

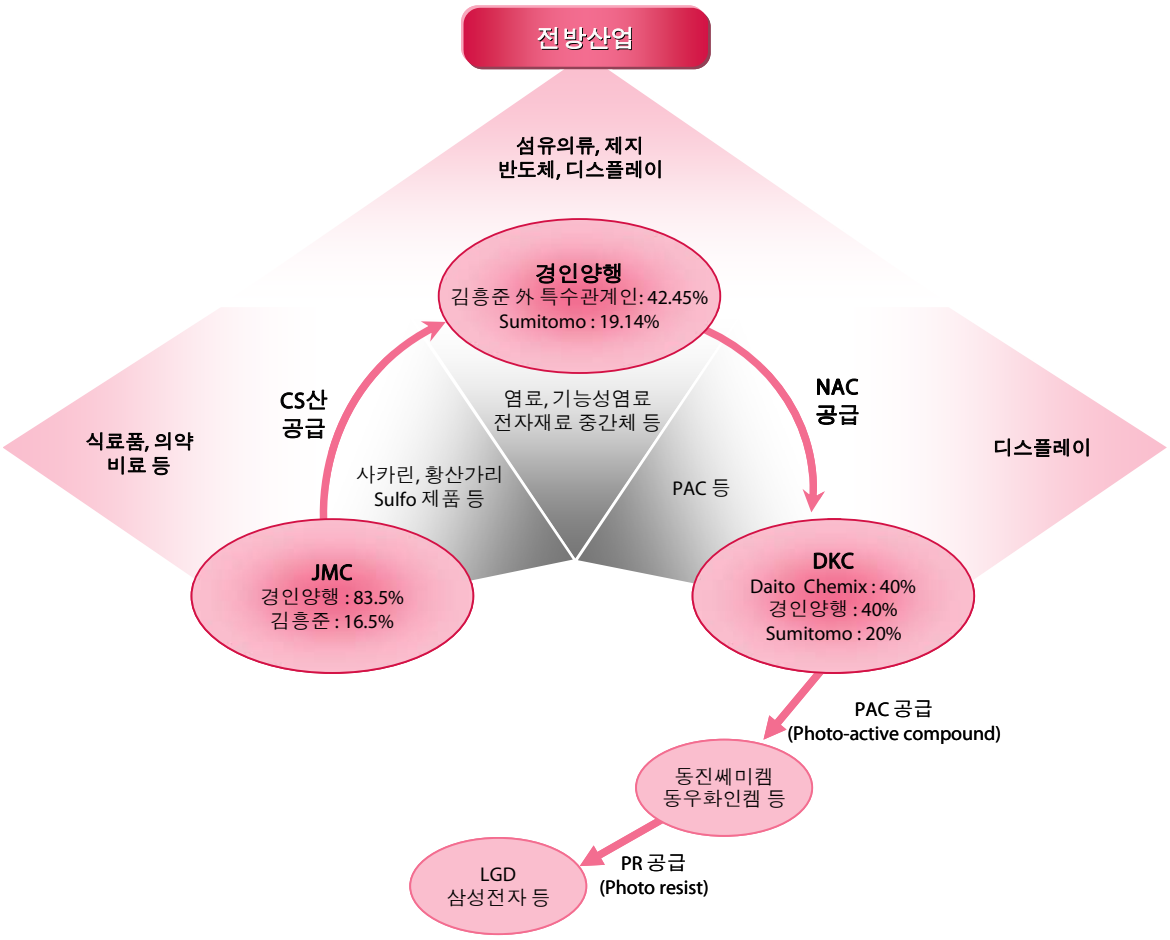
자료: 하나대투증권

표 2. 부문별 매출 및 이익 전망 (단위: 십억원, %, 배)

구분	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	93.0	125.5	130.8	144.7	159.1
반응성염료	65.8	80.1	82.1	92.2	101.5
분산염료	13.6	18.9	18.9	19.2	19.7
산성염료	4.8	7.3	8.3	8.9	10.1
기타염료+전자재료	8.9	19.2	21.4	24.4	27.8
영업이익	2.6	8.0	8.7	10.0	11.6
반응성염료	1.8	4.0	2.8	3.8	5.2
분산염료	0.4	2.0	1.9	1.9	1.8
산성염료	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
기타염료+전자재료	-0.6	0.8	2.8	3.2	3.3
(영업이익률)	2.8	6.4	6.6	6.9	7.3
세전이익	5.2	14.7	19.7	23.6	25.9
(세전이익률)	5.6	11.8	15.0	16.3	16.3
순이익	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
(순이익률)	4.6	10.3	12.6	13.4	13.0
주당지표					
EBITDAPS	2,982	6,053	7,315	8,457	9,165
EPS	1,320	3,630	4,387	5,165	5,529
BPS	22,214	27,347	29,961	34,734	39,910
SPS	28,911	35,374	34,917	38,574	42,439
투자지표 (현재가 기준)					
P/E	10.9	4.4	**7.7**	**6.6**	**6.1**
P/B	0.6	0.6	**1.1**	**1.0**	**0.8**
EV/EBITDA	8.7	4.5	**6.1**	**5.3**	**4.9**
P/S	1.1	0.9	**1.0**	**0.9**	**0.8**
ROE	6.2	15.1	15.6	16.2	15.0
ROA	3.9	9.1	9.8	10.5	10.0

자료: 하나대투증권

그림 1. 경인양행과 계열사의 사업 연결 구도



자료:, 하나대투증권

2. Valuation

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시

경인양행에 대한 투자의견 매수와 목표주가 40,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자의견의 근거는 1) 염료 사업이 중국 내수시장 진출의 본격화로 새로운 도약의 계기를 마련할 것으로 예상되고, 2) 신규 전자재료 사업이 자회사와의 유기적 관계와 협력사와의 기술적 제휴를 통해 안정적인 성장성을 보일 것으로 전망되며, 3) 주요 계열사 실적개선과 자회사 상장에 따른 지분가치 재평가 가능성이 높고, 4) 중국 내 환경규제 강화로 중국 염료 생산업체들의 경쟁력 약화에 따른 반사이익이 기대되기 때문이다.

목표주가는 Discounted Cash Flow 기법을 이용하였으며, 무위험수익률 4.5%, 베타 0.7, 자기자본비용 7.0% 등을 가정해 산정하였다.

표 3. DCF 방식으로 산정한 목표주가는 40,000원

(단위: 십억원, %)

DCF valuation의 주요 전제			
자기자본비용 (%)	7.0	베타(ß)	0.7
부채비용 (%)	6.7	자본 비중(%)	74.8
가중평균자본비용 (%)	6.7	영속가치(Terminal Value)	268
영속 성장률 (%)	1.5	영속가치의 현재가치	141

(단위: 십억원, 천주)

	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
매출액	131	145	159	175	193	212	233	257	282
EBIT	9	10	12	13	14	15	17	19	21
법인세 비용	3	4	5	4	4	5	5	6	6
이자비용의 법인세 효과	1	1	1	1	1	1	1	1	1
NOPAT	5	5	6	8	9	10	11	12	13
감가상각비/무형자산상각비	5	5	5	6	7	7	8	9	10
설비투자비용	3	3	3	4	4	4	5	5	6
운전자본투자	2	7	8	3	3	4	4	5	5
잉여현금흐름 (Free Cash Flows to the Firm)	5	(0)	0	8	8	9	10	11	12

잉여현금흐름의 현재가치 합계	50
영속가치 (Terminal Value)	141
총 기업가치	**191**
부채가치 (09F 순차입금 기준)	42
주주가치	149
발행주식수	3,750
주당 적정가치	**40,000**

주: 발행주식수는 자사주 제외 기준
자료: 하나대투증권

3. 매출구조 및 신규 사업 전망

신사업 진출을 통한 새로운 성장기로 진입 중

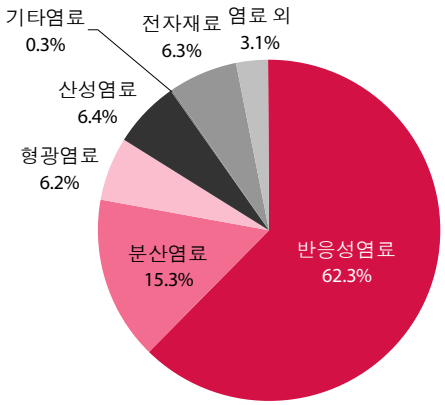
1971년 설립, 현재 국내 염료 시장의 1위 자리를 고수하고 있음

경인양행은 1971년에 설립되어 각종 천연 및 합성 섬유의 염색에 주로 사용되는 염료 생산을 중심으로 사업을 확장해온, 현재 국내 염료 시장 점유율 1위를 차지하고 있는 업체이다. 현재 생산 중인 염료의 종류는 크게 반응성염료, 분산염료, 산성염료, 형광염료 등이고, 세부 생산 제품은 총 300여 가지에 이른다. 현재 경인양행 매출액의 62.3%를 차지하고 있는 반응성염료의 국내시장 점유율은 45.7%에 달하며, 15.3%의 매출비중을 차지하고 있는 분산염료의 시장 점유율은 21.9%로, 두 가지 대표적인 제품군 모두에 있어 시장점유율 1위를 고수하고 있다.

04년 JMC 인수를 계기로 고부가가치 기능성 염료 사업 및 전자재료 사업에 진출

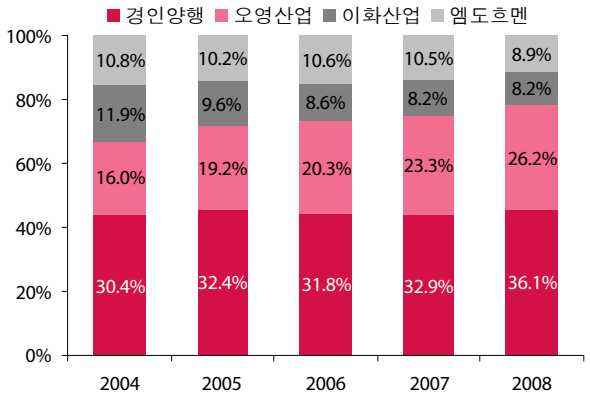
현재 염료매출의 비중이 93% 이상으로 절대적이지만, 04년 신원그룹으로부터 JMC를 자회사로 인수한 후 JMC의 주 생산제품인 사카린, sulfo 제품군 등의 원료가 되며 자체 생산중인 chlorosulfonic acid(클로로설폰산, CS산)를 공급받아 반도체 및 TFT-LCD 디스플레이 생산에 사용되는 유기재료를 생산하는 전자재료 사업에 진출하기 시작하였다. 전자재료 사업부문의 비중은 현재는 상대적으로 미미하나, 판매단가 및 마진률이 높은 고부가가치 제품 특성상 향후 주요 디스플레이 업체들의 기존 수입 구매선을 대체하고 해외시장으로 점유율을 확대해 나감에 따라 09~2011F 연평균 60.0%의 성장률을 보이며 동 부문의 매출 및 이익 기여도가 빠르게 상승할 것으로 예상되고 있다.

그림 2. 제품별 매출액 추이 (09년 반기 기준)



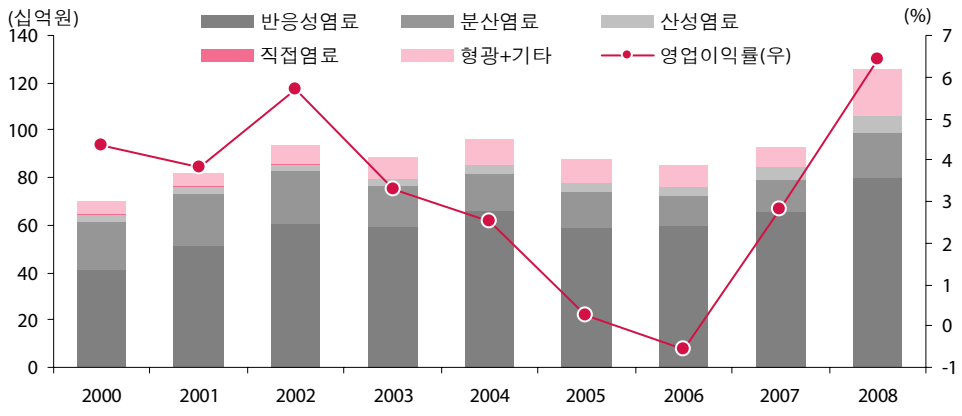
자료: 하나대투증권

그림 3. 국내 염료시장 점유율 추이



자료: 하나대투증권

그림 4. 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 경인양행, 하나대투증권

전자재료 및 기능성 염료: 중장기적인 신규 성장동력으로 자리매김할 전망

전자재료용 기능성염료는 기술적 진입 장벽이 높아 일본, 유럽의 메이저 업체들이 폭리를 취하고 있음

경인양행은 오랜 기간을 거쳐 축적된 염료합성기술을 바탕으로 전자재료로 사용되는 기능성 염료의 개발에 성공하였다. 전자재료용 기능성염료는 반도체 및 LCD 패널 생산에 있어 필수적인 요소 중의 하나로, 기술적 진입 장벽이 높고 전체적인 제품 생산에 있어 큰 비중을 차지하지는 않는 관계로, 소규모 업체들은 기술 개발과 제품 생산 뒤 공급에 있어 reference 확보가 쉽지 않고 대기업들은 기술 도입 시 로열티 관련 이슈와 마진 확보 등의 문제가 결부돼 전반적으로 신규 진입이 까다로운 사업부문이다. 따라서 현재 전자재료용 유기재료 사업에서 전 세계적으로 Ciba, Sumitomo 등 기존 대규모 메이저 업체들이 폭리를 취하고 있지만, 적합한 대체 공급선 확보가 용이치 않은 상황이다.

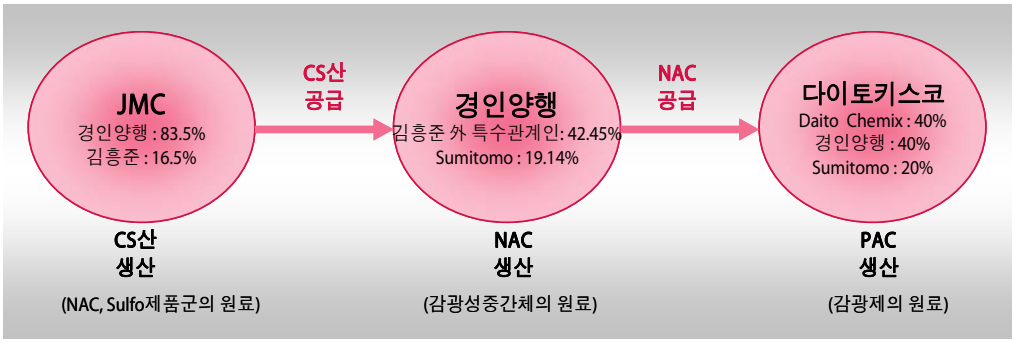
반도체와 관련한 전자재료 사업은 아직 연구단계 또는 상용화 초기 단계

전자재료 사업은 크게 반도체용 유기재료와 TFT-LCD, PDP, OLED 등 디스플레이용 유기재료로 나눠서 살펴볼 수 있다. 우선 반도체와 관련해서는, 반도체 소자를 외부의 충격, 수분, 빛, 약품 등으로부터 보호기 위해 피막을 씌우는데, 이 물질을 molding compound라 한다. 이러한 molding compound는 주로 에폭시 등의 고분자성 수지를 베이스로 하며, 이 외에 실리카, 염료 등의 기타 첨가제를 혼합하여 제조된다. 그리고 이 때 첨가되는 염료는 빛을 차단하여 반도체를 보호하는 역할을 한다. 또 반도체 세정제용 중간체 개발을 미국 DuPont과 공동 진행하고 있는데, 이러한 반도체와 관련한 전자재료 부분은 아직 연구단계 또는 상용화 초기 과정에 있다.

디스플레이용 전자재료는 08년부터 일부 제품의 본격적 매출이 발생 중

디스플레이용 전자재료로 염료가 사용되는 부분은 디스플레이 제품 제조 시 미세 회로를 형성하는데 사용되는 감광제의 핵심 원료인 감광성 반응물질, LCD 패널의 color filter, black matrix용 binder, 그리고 PDP 광학 필터용 기능 색소 등으로 나눠진다. 현재 양산 중인 제품은 디스플레이의 감광성 재료의 중간체인 PAC(Photo Active Compound)의 주 원료인 NAC-5이고, 이 제품이 JMC, DKC 등 계열사와 연계되는 부분이다. LCD 패널의 color filter, black matrix용 염료는 현재 일본 등지에서 전량 수입하고 있는 상황이며, 현재 상용화 테스트의 완료 단계에 있어 품질 검증 뒤 양산된다면 빠르게 성장이 가능한 부분이라고 판단된다.

그림 5. 전자재료사업 공급 체인

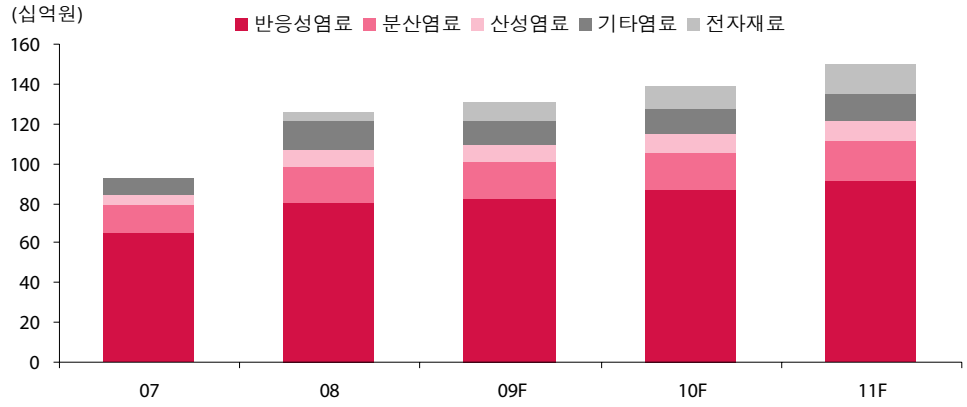


자료: 경인양행, 하나대투증권

계열사와의 사업 연계로 안정적인 마진 확보가 가능할 전망

향후 경인양행 전자재료 사업의 성장성이 유효한 이유는, 1) 자회사를 통해 원료를 경쟁사대비 저가로 공급받을 수 있고, 2) 기존 메이저 업체와의 합작 자회사로 제품을 공급하게 되어있어 고정적인 마진 확보 및 합작사(Daito Chemix)와의 관계를 바탕으로 타 신규 진출기업 대비 시장 점유율 확대가 원활히 이루어질 가능성이 높기 때문이다. 따라서 전자재료부문 매출은 07년 8억원 수준에서 08년 40억원으로 급증한 데 이어, 09년 89억원, 2010년 116억원까지 빠르게 확대될 전망이다.

그림 6. 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 경인양행, 하나대투증권

4. 산업 분석 및 전망

염료사업의 개괄 및 전망

국내 염료 사업은 섬유 산업의 성장과 그 맥락을 함께해옴

국내 염료산업은 1946년 이화산업이 염료를 생산하기 시작한 것이 그 시초이고, 이후 1960~70년대 정부 주도의 경제개발계획에 따른 섬유산업의 주도적 성장에 발맞추어 빠르게 발전하기 시작하였다. 특히 염료 사용에 있어 섬유 염색의 용도가 가장 큰 비중을 차지하는 만큼, 염료 제품별 개발 및 발전 시기 또한 각기 주로 적용되는 섬유의 성장과 그 맥락을 함께해왔다.

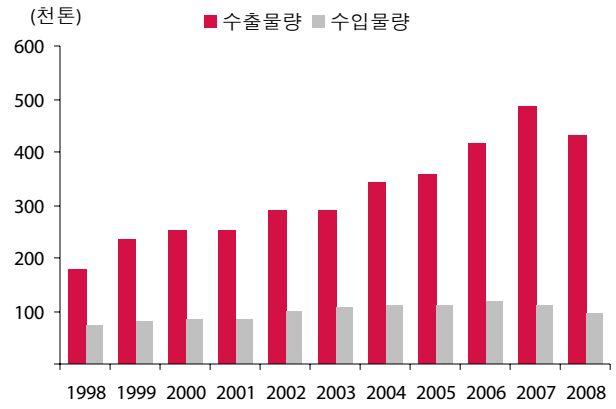
섬유 종류별 성장에 따라 각각 적용되는 염료의 성장도 함께 이루어짐

염료산업 초기에는 천연 섬유의 염색에 사용되는 범용 반응성염료의 개발이 주를 이루었고, 70년대 나일론을 비롯한 합성섬유가 개발되기 시작하며 산성염료의 발전이 본격적으로 진행되기 시작하였다. 80년대 이후에는 폴리에스터 섬유의 생산이 본격화되며 분산염료와 반응성염료의 성장성이 두드러졌고, 적용 범위가 넓은 위 대표적 제품들의 집중적인 발전으로 국내 염료 생산량은 80년대에서 90년대까지 연평균 23% 성장하며 빠른 시장 확대가 이루어졌다.

80년대 중반 이후 후발 개도국들의 시장 침투로 업계 구조조정이 본격화되기 시작

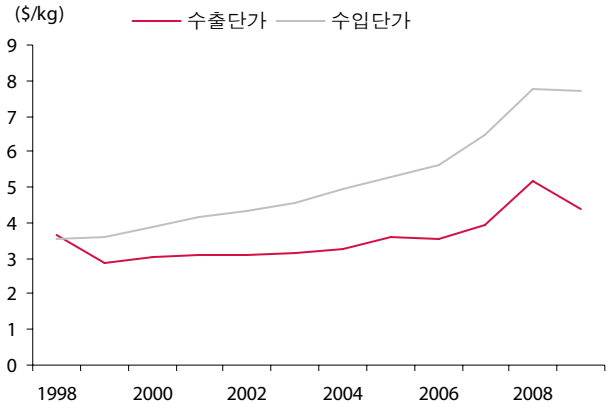
합성섬유용 염료개발의 초기 단계인 1970년대에는 수입제품이 주를 이루고 국내 자급률이 20% 미만에 머물렀으나, 태흥산업, 경인양행 등의 신규 기업들이 시장에 진입하고, 국내 업체들이 일본 선진 업체들과의 기술 제휴, 지속적인 연구개발 등을 통해 기술개발을 거듭하며 자급률은 1980년 말 70% 수준까지 상승하였다. 그러나 경제개발계획 초기에 본격적으로 발전하기 시작한 제조업의 공통점인 "범용제품 위주의 양적인 성장"은 국내 염료사업에도 마찬가지로 적용돼, 80년대 중반 이후 중국, 인도 등 후발 개도국의 본격적인 산업 성장에 따라 치명적인 맹점이 되었다. 이로 인해 1990년대 이후 유럽, 일본 등지의 선진업체 대비 기술적 경쟁력 저하, 중국 등 후발국가와 비교 시 가격 경쟁력 약화라는 이중고에 시달리며 다수의 영세 업체들과 일부 중대형 업체들이 도산하기 시작하며 업계 구조조정이 본격화되었다.

그림 7. 중국의 염료 수출량은 지속적으로 증가 중



주: 자료는 염료 총계 기준
자료: 중국해관총서, 하나대투증권

그림 8. 중국의 수출 단가는 기술적 한계로 수입 단가를 하회



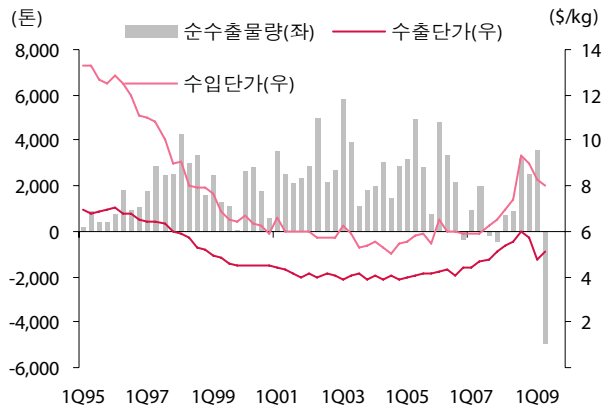
주: 자료는 염료 총계 기준
자료: 중국해관총서, 하나대투증권

특수 고기능성 염료는 아직 수입 의존도가 높은 상황

특수 고기능성 염료 시장은 아직 일본, 유럽의 메이저 업체가 선점하고 있음

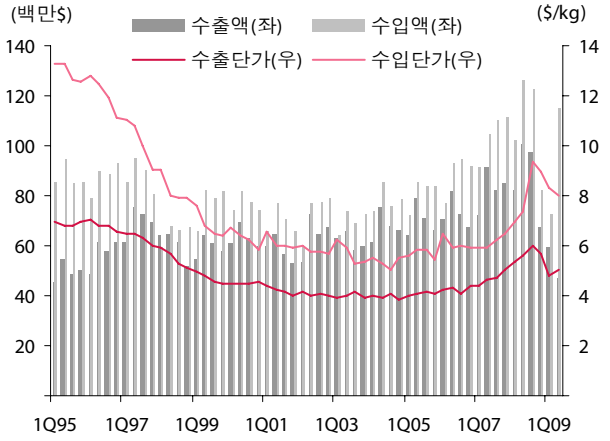
구조조정의 여파에서 살아남은 기업들은 고부가가치 제품 기준으로 생산구조를 전환하며 수입의존도가 높았던 분산계통 염료, 고기능성 반응성 염료 등을 중심으로 수입제품시장을 국산으로 대체하기 시작했고, 수입품의 대체가 가능해짐에 따라 수입 단가 또한 절반 이상 하락하게 되었다. 꾸준한 기술 개발을 통해 현재 국내 업체들의 섬유 염색용 염료의 기술 수준은 선진 기술과 비등한 수준이며, 국내시장뿐 아니라 유럽, 일본 등지의 선진 시장으로의 수출량도 지속적으로 확대되고 있다. 그러나 여전히 상당량의 범용 염료가 중국에서 수입되고 있고, 또 디스플레이, 반도체의 생산에 사용되는 전자재료용 첨단 염료는 아직까지 대부분 유럽, 일본으로부터의 수입에 의존하고 있어, 약 7,000억원으로 추산되고 있는 국내 염료 시장에서 금액상의 수입제품 비중은 60%를 상회하고 있다.

그림 9. 한국은 물량 기준으로 염료제품의 순수출국



주: 데이터는 분기별 염료 총계 기준
자료: KITA, 하나대투증권

그림 10. 수입단가 대비 수출단가는 아직 상당히 낮은 수준



주: 데이터는 분기별 염료 총계 기준
자료: KITA, 하나대투증권

각 염료 제품의 용도를 세부적으로 살펴보자면, 반응성염료는 경인양행 매출의 약 62.3%를 기여하고 있는 대표적인 제품군이며, 면, 마, 레이온, 실크 등의 천연섬유 염색에 주로 사용된다. 현재 세계 염료시장에서의 반응성 염료 비중은 70%를 상회해, 염료 제품군 중 가장 보편적이고 다양하게 사용되고 있다고 볼 수 있다. 두 번째로 큰 매출비중을 차지하고 있는 것은 분산염료로, 가장 대표적인 합성섬유인 폴리에스터 섬유의 염색이 주 용도이다. 분산염료는 폴리에스터 섬유시장의 발전과 함께 80년대에 본격적으로 성장했으나, 1990년대 후반 이후 국내 섬유 제조업의 경쟁력 약화 영향으로 성장성이 정체 국면에서 머물러 있는 상황이고, 경인양행 매출에서 약 15.3%의 비중을 차지하고 있다.

이 밖의 염료 중 형광염료는 제지, 세제 등의 표백이 주 용도이고, 산성염료는 나일론, 울, 실크 등의 섬유에 친화력을 가지고 있어 이러한 섬유의 염색 또는 프린트용 잉크의 베이스 염료로 사용되고 있다. 두 제품 각각 경인양행 매출의 약 6% 정도를 차지하고 있어 그 기여도는 크지 않은 편이며, 한국 전체 염료 수출입 물량 중에서도 10% 내외의 비중을 점하고 있다. 직접염료는 저품질, 저가의 염료로, 과거 저급 면 또는 가죽의 염색에 사용되었으나 섬유시장의 고급화, 반응성염료의 개발 등에 따라 현재 염료시장에서의 비중은 미미하고, 경인양행의 매출 내에서도 1% 미만을 차지하고 있다.

표 4. 염료 제품별 profile

구 분	용도	09년 반기 기준 경인양행 매출비중(%)	단가 ($/kg)
반응성염료	면, 마, 레이온, 실크 등 셀룰로스 섬유와 동물성 섬유	62.3	6~7
분산염료	폴리에스터, 나일론, 스판덱스 등 합성섬유	15.3	7~8
형광염료	제지, 비누, 세제, 피혁, 도료 등	6.2	4~5
산성염료	울, 실크, 나일론 등	6.4	5.5~6
직접염료	목면, 비스코스 섬유 등	0.3	6~7

자료: 하나대투증권

중국산 제품의 국내 및 해외시장 침투로 수출 물량은 감소세를 면치 못하고 있음

아시아 염료 시장의 선두주자였던 일본 염료산업은 한국, 중국 등 신흥 국가들의 시장 침투로 1990년대 초반 이후 지속적으로 내수 및 수출시장에서 점유율을 빼앗기고 있으며, 현재 일본시장 내에서도 중국산 염료 제품의 점유율은 60%를 상회하고 있다. 한국 내수 시장에서의 중국산 염료 점유율도 지속적으로 증가세에 있어, 경인양행을 비롯한 국내 염료 업체들도 중국 내 설비 이전을 통한 중국 내수시장 점유율 확대를 꾀하고 있으나 연간 염료 생산량이 한국의 10배 이상인 중국 시장에서 물량적인 대응은 어려울 수 밖에 없는 것이 현실이다.

향후 국내 업체의 경쟁력 확보를 위해서 특수 기능성 염료 시장의 진입이 필수적일 것

이로 비추어 볼 때, 향후 국내 염료 기업이 나아가야 할 방향이 단순히 capacity의 확대가 아닌 application의 고도화를 통한 일본, 유럽 메이저 업체들이 기 점유해온 전자재료용 특수 고부가가치 제품 시장으로의 진입이라는 것은 당위적일 것이다. 현재 섬유 염색용 고급 염료 단가의 10배 이상을 상회하는 기능성 염료는 시장 진입 기업의 수가 증가함에 따라 섬유용 염료의 선례처럼 평균 단가의 하락이 불가피할 수도 있으나, 기술적 측면에서 신규 기업의 진입 속도는 섬유용 염료의 경우보다 훨씬 더딜 수 밖에 없을 것이라는 게 당사의 의견이다.

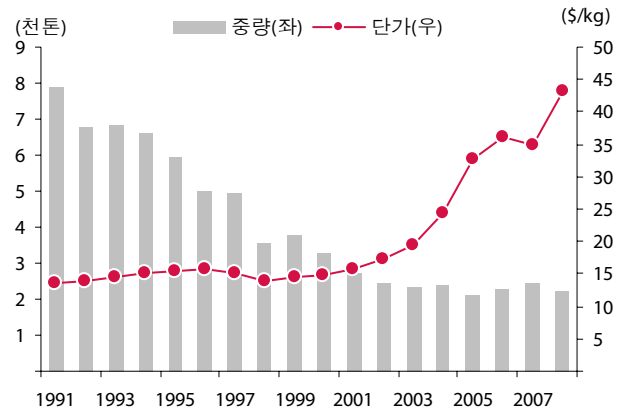
기존 일본, 유럽의 업체들의 염료사업 비중이 미미해 향후 염료 사업으로의 투자 여력은 낮은 상황

현재 세계 고기능성 염료 시장은 유럽의 Dystar, Ciba(06년 염료사업부문이 Huntsman으로 피인수되었음), 미국의 Clariant, 일본의 Sumitomo Chemical 등의 메이저 기업들이 과점하고 있는 상황이다. 그러나 이들 기업들은 현재 대부분 복합화학기업으로 변모해와, 실질적인 염료사업 비중은 상당히 미미한 편이다. 특히 최근처럼 경기 악화에 따른 수요 감소, 중국, 중동 등지의 신증설 물량 출회 등의 악재로 메이저 화학기업들의 실적 악화가 불가피한 상황에서는 오히려 덩치가 큰 업체일수록 비주력 사업으로의 투자 역량이 줄어들 수 밖에 없는 실정이다.

기술적 장벽이 극복 가능하다면, 국내 염료 전문 업체들의 경쟁력 확보 가능성은 높다는 판단

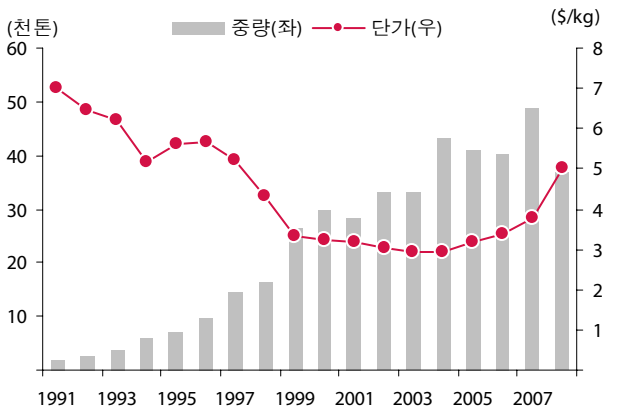
따라서 기술적 장벽을 극복할 수 있다면, 염료 사업에 역량을 집중할 수 있는 업체들의 경쟁력이 장기적으로 돋보일 수 있을 것으로 판단된다. 이러한 측면에서 경인양행은 현재 꾸준히 일본 Sumitomo Chemical과 기술적 교류를 하고 있고 고기능성 염료 개발에도 투자를 집중하고 있어, 동사의 염료 사업은 중장기적으로 주목 받을 만한 가치가 있을 것으로 예상된다.

그림 11. 일본산 염료 수입량 및 단가 추이



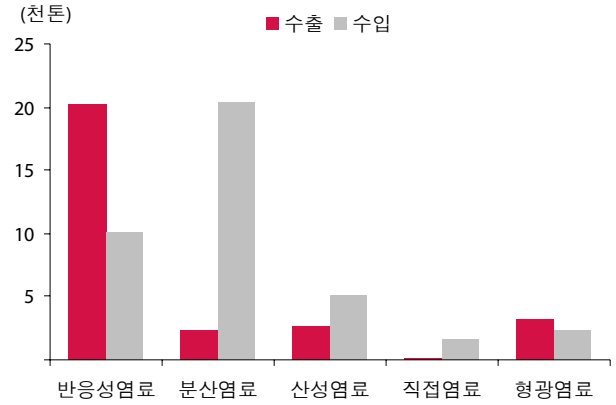
자료: 일본관세협회, 하나대투증권

그림 12. 중국산 염료 수입량 및 단가 추이



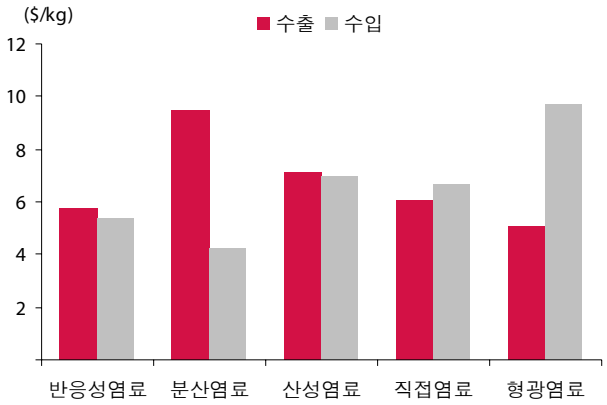
자료: 중국해관총서, 하나대투증권

그림 13. 염료별 수출입 물량 비교



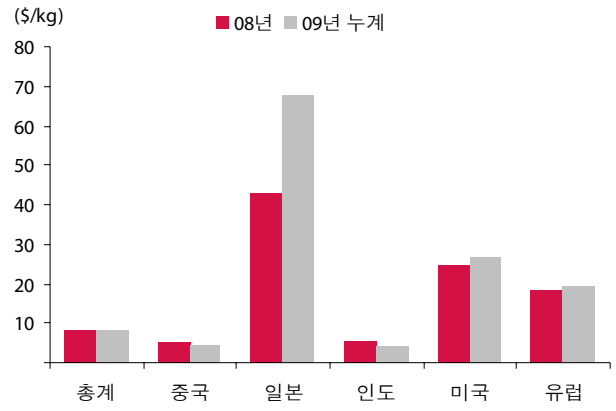
주: 자료는 08년 연간 실적 기준
자료: KITA, 하나대투증권

그림 14. 염료별 수출입 단가 비교



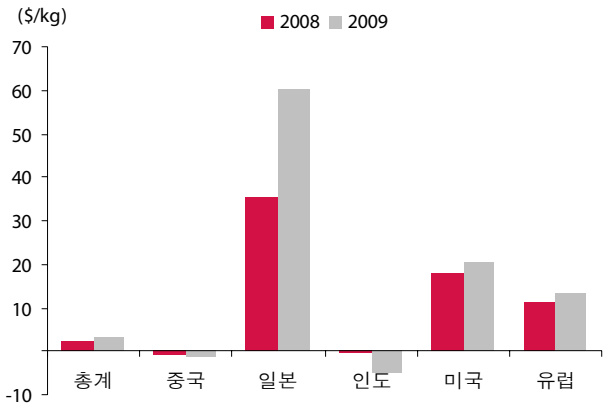
주: 자료는 08년 연간 실적 기준
자료: KITA, 하나대투증권

그림 15. 08, 09년 주요 지역별 수출단가



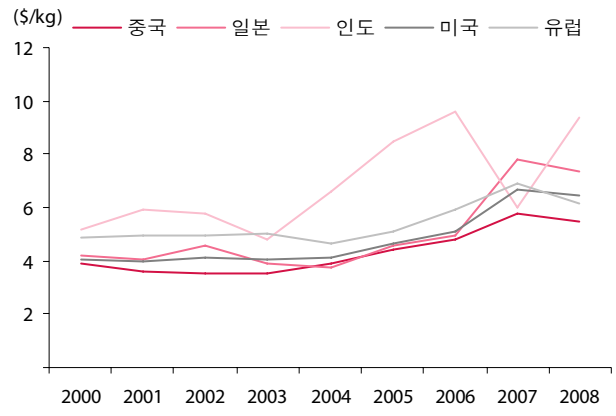
자료: KITA, 하나대투증권

그림 16. 국내 수입단가-수출단가 갭 추이



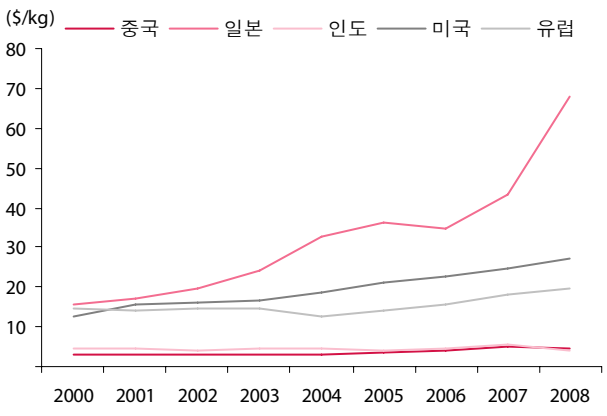
자료: KITA, 하나대투증권

그림 17. 국가별 수출단가 추이



자료: KITA, 하나대투증권

그림 18. 국가별 국내 수입단가 추이



자료: KITA, 하나대투증권

5. 투자포인트

생산규모 확대 및 중국 내 고가제품시장 점유율 확대로 매출 성장세는 지속 가능할 전망

투자포인트 1): 염료 사업의 또 다른 도약은 이미 진행 중

국내 염료 사업은 주 용도가 천연 및 합성 섬유와 밀접하게 연관되어 있어, 국내 섬유 산업과 그 흥망성쇠를 함께 해왔다고 볼 수 있다. 1990년대 이후 중국산 수입 물량 급증에 따른 이익 급감 및 국내 섬유 산업 업황 악화 이후 급격한 업계 구조조정에 의한 수요 감소로 국내 염료 사업은 쇠퇴 후 정체 국면에 머물러 있었다.

현재 국내 염료 업계는 이러한 암흑기를 거치며 주요 4사의 구도로 구조조정이 완료된 상태이다. 경인양행은 이 중 국내 시장점유율 1위를 기록하고 있으며, 특히 고품질의 반응성 염료 시장에서의 점유율은 50%에 달하고 있다. 타 염료와 달리 반응성 염료는 중국에서도 수출 물량과 비등한 수준을 수입하고 있는데, 수출 단가가 수입 단가 대비 30% 가량 저렴한 것으로 볼 때 고품질 제품의 경우 중국 업체들의 기술적 수준이 아직 선진 업체들의 수준을 따라잡지 못하고 있어 일부를 수입으로 충당할 수 밖에 없는 것으로 해석해 볼 수 있을 것이다.

경인양행은 중국 내수시장의 고부가가치 제품시장을 공략하기 위해 반응성 염료의 생산 설비를 현지로 이전하고 있다. 향후 중국 내 고가 염료 시장의 점유율 확대와 중국 정부가 높은 수출 의존도에서 파생되는 고질적인 문제점을 타개하기 위해 진행 중인 내수 진작 정책의 수혜가 예상돼, 08년 창사 이래 처음으로 매출액 1,000억원을 돌파한 이후에도 2010F~2011F 연평균 10.3%의 매출 성장이 기대된다.

표 5. 부문별 매출 및 이익 전망

(단위: 십억원, %, 배)

구분	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	93.0	125.5	130.8	144.7	159.1
반응성염료	65.8	80.1	82.1	92.2	101.5
분산염료	13.6	18.9	18.9	19.2	19.7
산성염료	4.8	7.3	8.3	8.9	10.1
기타염료+전자재료	8.9	19.2	21.4	24.4	27.8
영업이익	2.6	8.0	8.7	10.0	11.6
반응성염료	1.8	4.0	2.8	3.8	5.2
분산염료	0.4	2.0	1.9	1.9	1.8
산성염료	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
기타염료+전자재료	-0.6	0.8	2.8	3.2	3.3
(영업이익률)	2.8	6.4	6.6	6.9	7.3
세전이익	5.2	14.7	19.7	23.6	25.9
(세전이익률)	5.6	11.8	15.0	16.3	16.3
순이익	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
(순이익률)	4.6	10.3	12.6	13.4	13.0
주당지표					
EBITDAPS	2,982	6,053	7,315	8,457	9,165
EPS	1,320	3,630	4,387	5,165	5,529
BPS	22,214	27,347	29,961	34,734	39,910
SPS	28,911	35,374	34,917	38,574	42,439
투자지표-1 (현재가 기준)					
P/E	10.9	4.4	**7.7**	**6.6**	**6.1**
P/B	0.6	0.6	**1.1**	**1.0**	**0.8**
EV/EBITDA	8.7	4.5	**6.1**	**5.3**	**4.9**
P/S	1.1	0.9	**1.0**	**0.9**	**0.8**
ROE	6.2	15.1	15.6	16.2	15.0
ROA	3.9	9.1	9.8	10.5	10.0
투자지표-2 (목표가 기준)					
P/E	10.9	4.4	**9.1**	**7.7**	**7.2**
P/B	0.6	0.6	**1.3**	**1.2**	**1.0**
EV/EBITDA	8.7	4.5	**7.0**	**6.0**	**5.6**
P/S	1.1	0.9	**1.1**	**1.0**	**0.9**

자료: 하나대투증권

신규 진출 사업인 전자재료 사업은 생산, 공급이 계열사와 연관돼, 안정적 성장이 가능할 전망

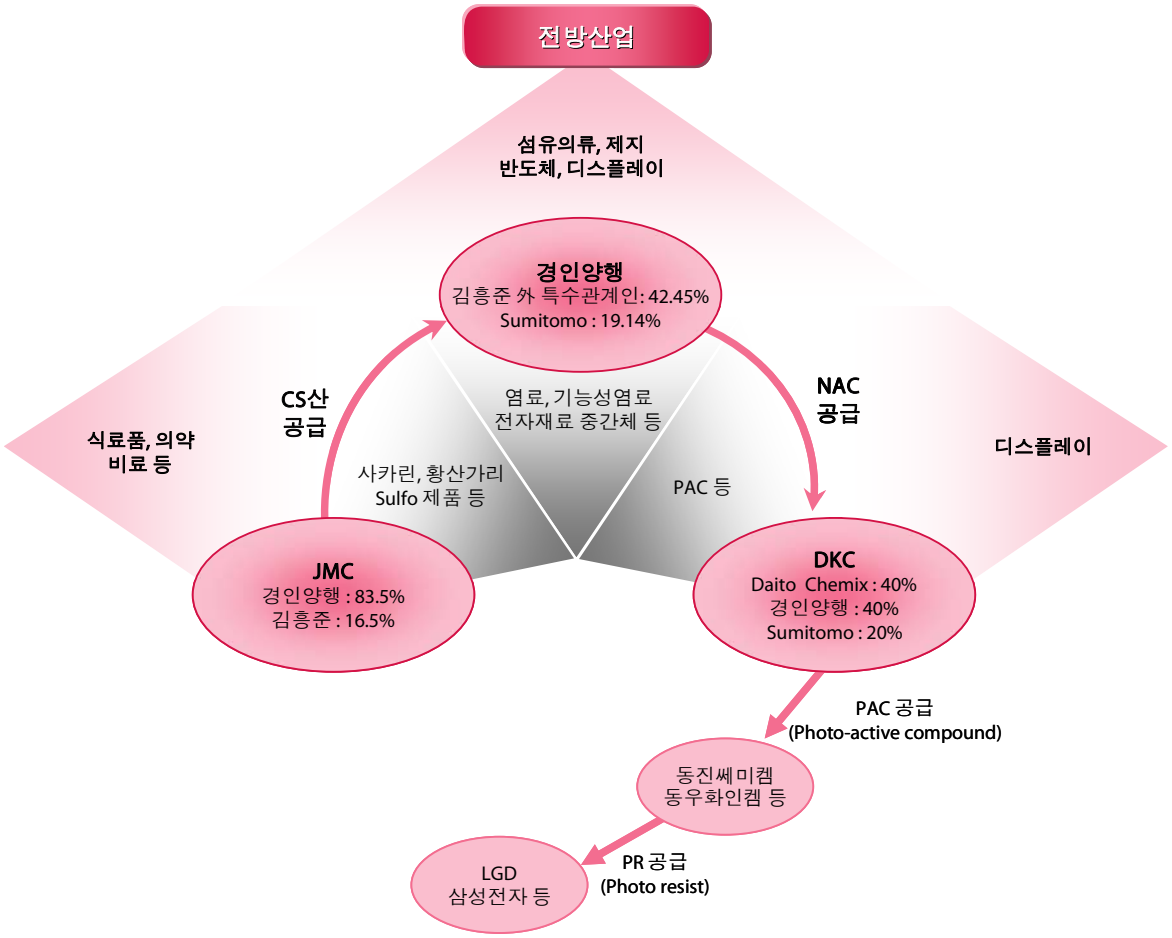
투자포인트 2): 자회사와의 유기적 사업 관계는 신규 사업에 안정성을 부여

08년부터 본격적으로 매출에 기여하고 있는 전자재료 사업은 기존 염료사업 중심으로 구성되어 있던 사업구조에 성장성과 수익 다각화에 따른 안정성을 동시에 부여해줄 것으로 예상된다. 타 기업의 선례로 보면, 국내 화학기업이 일본 및 유럽 선진 업체들이 점유하고 있는 전자재료와 연관된 화학제품 시장으로 진입할 때 초기 진입 단계에서는 수익성 측면에서 고전을 면치 못해온 바 있다.

그러나 경인양행의 경우 전자재료용 기능성염료 시장의 메이저 업체인 Sumitomo Chemical로부터의 기술 이전(Sumitomo Chemical은 경인양행 지분의 약 19%를 보유하고 있는 2대 최대주주임)이 가능하고, 감광성 중간체 사업과 관련해서는 아시아 시장에서 경쟁력을 확보하고 있는 합작사(Daito Chemix)와의 관계를 바탕으로 타 신규 진출기업 대비 시장 점유율 확대가 원활히 이루어질 가능성이 높아, 신규 사업과 관련한 시장 개척, 기술 확보 등에 대한 우려는 현실화될 가능성이 낮다는 판단이다.

08년부터 본격적으로 매출이 발생하기 시작한 전자재료 부문은, 08년 40억원의 매출을 기록한 이후 09F 89억원, 2010F 116억원, 2011F 147억원으로 빠르게 성장할 것으로 전망된다.

그림 19. 경인양행과 계열사의 사업 연결 구도



자료:, 하나대투증권

투자포인트 3): 자회사 지분가치 재평가 가능성

자회사 실적개선으로 지분법 이익 증가세는 지속될 전망

주요 자회사 및 계열회사들의 실적 개선에 따른 지분가치 재평가 가능성이 높아지고 있다.

사카린 생산을 주로 하는 JMC의 경우 07년 하반기 이후 중국 내 메이저 업체인 Suzho Fine Chemical의 10,000톤 규모의 설비가 강제 가동 중단되며 사카린 수급 불균형이 심화의 수혜로 08년 124.9%의 매출 증가율을 기록한 바 있다. 사카린의 판매단가는 06년 $7.8/kg → 07년 $10.3/kg → 09년 $31.8/kg로 급등한 이후, 경기 침체에 따른 수요 감소로 수급 불균형이 완화되며 현재 약 $20/kg 수준으로 안정된 상태이지만, Suzho의 설비는 아직까지 재가동 전망이 불투명하고 사카린 시장의 신규 업체 진입 가능성은 낮은 상황이라 07년 수준까지로 단가 하락은 기대하기 힘들다. 따라서 중장기적으로 사카린 사업의 견조한 수익성이 지속될 것으로 예상되는 가운데 의약 중간체 및 가소제 등의 사업 또한 견조한 성장세를 보일 전망이다. 또 금년 내 주식 상장이 진행될 예정으로, 이익 성장과 기업 공개에 따른 지분가치 재평가 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

이 뿐 아니라 계열회사인 양우전자는 LG디스플레이로의 LCD 모듈 매출 물량 증가로 09년 상반기 전년대비 105.7%에 이르는 이익 신장을 시현했으며, 향후 LED 등으로의 어플리케이션 확대에 따른 이익 성장성이 유효해 점진적으로 지분 가치의 레벨업이 가능할 전망이다.

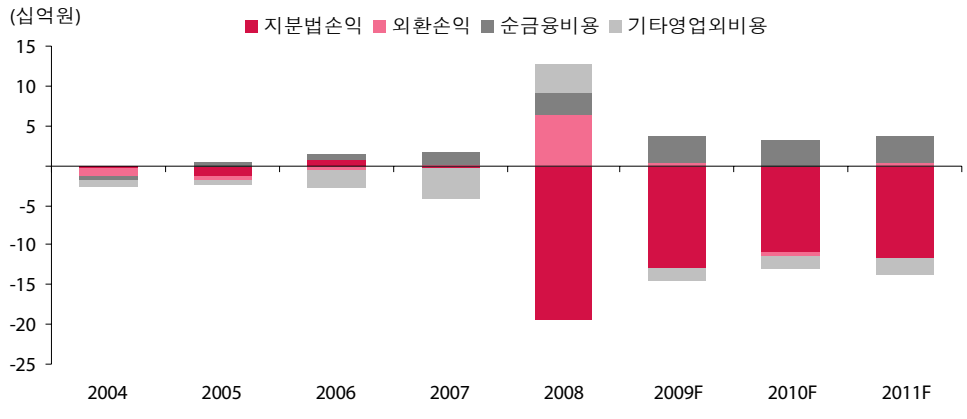
표 6. 지분법 대상 계열사 현황

(단위: 십억원)

구 분	지분율 (%)	장부가 (08년말)	지분법이익				
			08.1H	08.2H	07	08	09F
Kisco Shanghai	100.0	4.0	0.5	0.3	0.2	0.9	1.0
JMC	83.5	24.7	11.9	9.3	0.8	21.1	14.8
Daito Kisco	50.0	1.7	-0.1	0.1	-0.8	0.0	0.1
Lianyungang Kisco	100.0	12.5	-1.4	-1.2	0.0	-2.6	-2.9
이스트웰	39.0	2.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
계		44.8	11.1	8.3	0.3	19.4	13.0

자료: 하나대투증권

그림 20. 영업외수지 추이 및 전망



자료:, 하나대투증권

중국 정부의 환경규제 강화로 중국 업체들의 가격 경쟁력은 약화가 불가피할 듯

투자포인트 4): 중국 염료 제품 경쟁력 약화에 따른 반사이익 향유가 가능할 전망

중국 내 환경 규제 강화로 중국 업체들의 환경 관리 비용이 증가할 것으로 예상돼, 일부 비용 증가분의 가격 전이에 따른 가격 경쟁력 약화가 불가피할 전망이다.

중국 환경부는 후진타오 주석의 주도 하에 하천 및 생태환경 보호를 위한 환경 규제 강화에 나서고 있다. 07년에는 제지기업 8,000사를 감사한 뒤, 오염물질 배출 기준을 위반한 621사에게 공장 폐쇄를 명했다고 알려지고 있으며, 상수원 오염물질 배출을 억제하기 위해 08년 9월 이후 약 510억 위안을 투자해 정화 작업을 추진 중이다. 염료 사업은 다량의 폐수를 발생시키는 산업으로 폐수 정화 장치의 구비가 필수적이나, 현재 중국 내 염료 업체들의 대다수가 중소형의 규모로 정화에 필요한 설비를 제대로 갖추고 있지 않은 것으로 알려져 있다.

따라서 향후 정책적으로 중국 내 업체들에 대한 폐수 정화 설비의 구비가 강제될 전망이며, 생산 비용 증가로 과거처럼 공격적인 가격 정책을 펼치기에는 어려움이 있을 것으로 판단된다. 품질 측면에서 선진 업체들을 아직 따라잡고 있지 못한 상황에서 중국 업체들의 가격 경쟁력 약화는 상대적으로 사업 포트폴리오 내 고급 제품의 비중이 높고 환경 관리 설비를 기 확보해놓은 선진 업체들에게 반사 이익으로 작용할 것으로 예상되며, 이는 경인양행의 글로벌 입지 확대에도 긍정적인 요인이 될 전망이다.

6. 주요 자회사 현황

1) JMC: 중국 환경규제 강화의 수혜자

**1953년에 설립,
2004년에 경인양행이 인수**

JMC는 전자재료용 유기염료 사업의 기반을 마련하기 위한 일환으로 04년 ㈜신원으로부터 양수한 업체이다. 동사의 모태는 1953에 설립된 제일물산으로, 이후 신원에 인수되며 신원화학으로 사명이 변경되었고, 02년 JMC로 다시 한번 사명을 변경하였다. 그리고 04년 경인양행은 고기능성 염료 및 전자재료 시장으로의 진출을 위한 원료를 안정적으로 확보하기 위해 신원으로부터 동사를 인수하였다.

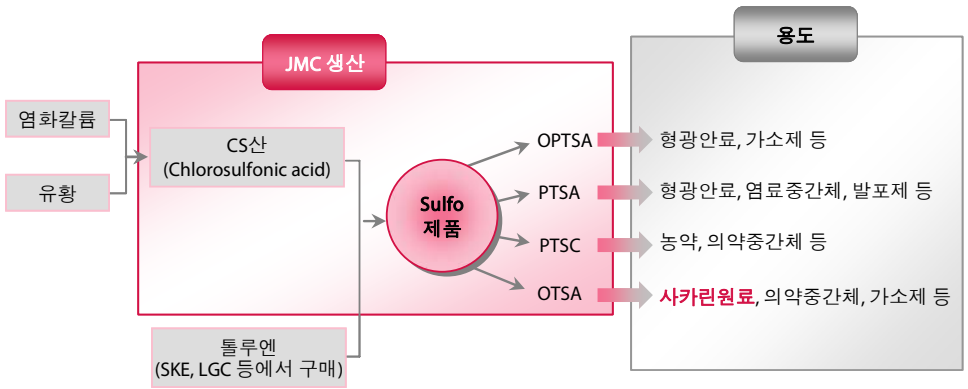
**매출 비중의
50% 이상 차지하는 사카린은
08년 이후 수급 불균형으로
이익 급증**

현재 연간 매출액의 약 50~60%를 차지하고 있는 것은 인공감미료인 사카린이며, 그 외 황산가리와 sulfo제품이 약 15% 내외의 매출 비중을 점하고 있다. 08년 베이징 올림픽 당시 중국 정부의 강력한 환경 규제로 인해 중국 내 소규모 생산업체는 감산 및 폐업을 하게 되었고, 메이저 업체인 Suzho Fine Chemical의 1만톤 규모 생산 설비도 가동이 중단케 되며 세계 사카린 시장의 심각한 공급부족을 야기하였다. 이에 따라 08년 사카린 가격이 200% 이상 급등하며 JMC의 실적 또한 급상승하는 계기가 되었고, 현재도 중단된 설비의 재가동 여부가 불투명한 상황으로 사카린 부문 매출 호조는 지속될 것으로 예상되고 있다.

**Sulfo제품군은
중국 업체 대비 경쟁력 상승으로
시장 점유율 확대가 가능할 듯**

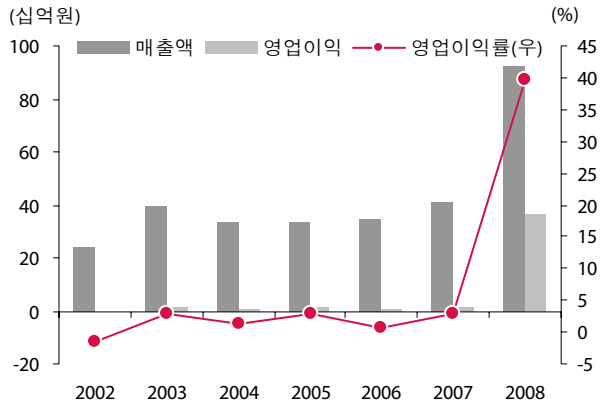
또한 형광안료, 가소제, 의약중간체, 화장품, 사카린의 원료 등으로 사용되는 sulfo 제품은 유기황화합물, OPTSA, PTSA, PTSC 등을 총칭하는데, 현재 세계적으로 한국과 중국에서만 생산되고 있다. Sulfo제품군 역시 베이징 올림픽을 계기로 한 환경규제 강화로 중국 내 소규모 업체들은 폐업 또는 감산한 상황이고, 약 5개 업체 정도가 가동을 지속하고 있는 상황이다. JMC는 중국 업체 대비 고품질의 제품을 생산 중에 있어, 현재 약 25% 수준인 세계 시장 점유율은 향후 40%까지 확대될 것으로 예상되며, 이에 따라 연간 90억원 수준이었던 sulfo제품군의 매출 규모는 130억원까지 확대가 가능할 전망이다.

그림 21. JMC의 제품생산 flow



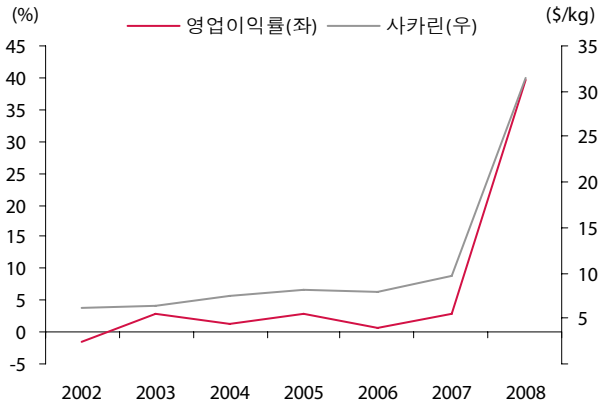
자료:, JMC, 하나대투증권

그림 22. JMC의 실적 추이



자료: JMC, 하나대투증권

그림 23. JMC 영업이익률과 사카린 가격 추이



자료: JMC, KITA, 하나대투증권

표 7. JMC 부문별 매출 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분		06	07	08
매출액				
제품	사카린	12.5	17.6	53.2
	황산가리	5.8	6.8	15.5
	Sulfo 제품군	8.1	8.4	13.7
	N-ASC	3.3	3.1	4.3
	기타	3.1	3.1	3.4
상품	상품	1.9	2.2	2.5
계		34.7	41.2	92.6
매출증감률(yoy, %)				
제품	사카린		41.3	201.3
	황산가리		17.1	129.0
	Sulfo 제품군		3.8	63.0
	N-ASC		-7.5	41.1
	기타		1.1	8.6
상품			14.2	17.0
매출비중(%)				
	사카린	36.0	42.8	57.4
	황산가리	16.6	16.4	16.7
	Sulfo제품군	23.4	20.5	14.8

자료: JMC, 하나대투증권

2) 기타 자회사 및 계열사

양우전자:
LG전자 1차 vendor로 꾸준한 실적 성장세를 기록할 전망

㈜양우(양우전자)는 1999년부터 경인양행이 지분 매입을 시작한 회사로, 07년 사업규모 확장을 위해 지분 투자규모를 확대해 현재 경인양행의 지분율은 60%이다. 양우전자는 LCD, PDP, LED 디스플레이의 모듈을 생산 중이며, 현재 LG전자에 대한 매출 의존도가 절대적인 상황이다. 08년부터 LG전자의 XCANVAS 신제품 전량에 on/off 스위치 부분 LED모듈을 전량 납품하기 시작해, 매출액과 영업이익이 각각 07년 2억원, -1억원 수준에서 08년 30억, 2.5억원으로 급증하였다.

향후 LED TV와 PDP 모듈의 납품 비중을 높이기 위해 LG전자의 공동 R&D 진행 하는 등, 고객 중심의 적극적인 밀착경영을 하고 있어 LG전자의 판매물량 증가 및 해외시장 점유율 확대에 따른 꾸준한 실적 개선이 기대되고 있다.

다이토키스코:
Daito Chemix와의 합작사로 감광 중간체 시장에서 점유율 확대 중

기타 지분법 적용 대상 업체는 다이토키스코(DKC)와 이스트웰 등이며, 다이토키스코는 아시아 감광재 시장의 메이저 업체인 Daito Chemix와의 합작 업체이다. 다이토키스코는 감광성 중간재를 생산한 뒤 동진쎄미켐, 동우화인켐 등에 납품하고 있으며, 주 원료인 NAC는 경인양행으로부터 조달하고 있다. 05년부터 08년 상반기 까지는 상용화 테스트 단계에 있어 투자비용 대비 이익 규모가 미미해 지분법 손실이 발생해왔으나, 08년 하반기 지분법 이익 흑자전환 이후 09년부터 본격적인 이익 기여가 가능할 전망이다.

이스트웰:
고부가가치 염료 위주로 장기적 성장성에 대한 기대감 유효

이스트웰은 경인양행이 08년 3월 지분을 인수한 회사로 특수염료인 잉크 및 솔벤트용 염료, 형광증백제 등의 고부가가치 사업을 영위하고 있는 회사이다. 고부가가치 제품 특성상 상용화 테스트 과정이 길어 그간 매출 규모가 미미하고 수익성이 부진하였으나, 08년부터 본격적으로 생산 및 판매를 시작해 성장성에 대한 기대감은 아직 유효하다는 판단이다.

표 8. 지분법 손익 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	04	05	06	07	08	09F	10F	11F
Kisco Shanghai	0.2	0.3	0.3	0.2	0.9	1.0	1.1	1.2
JMC	0.0	1.4	-0.2	0.8	21.1	14.8	15.5	16.3
Daito Kisco		-0.3	-0.8	-0.8	0.0	0.1	0.1	0.1
Lianyungang Kisco					-2.6	-2.9	-2.0	-1.4
이스트웰					0.0	0.0	0.0	0.0
계	0.2	1.4	-0.6	0.3	19.4	13.0	14.7	16.1

자료: 경인양행, 하나대투증권

7. 실적 전망

2분기 잠정실적 기준 매출액 350억원, 영업이익 21억원

2분기 매출액 350억원(-6.4% yoy), 영업이익 21억원(-26.4% yoy)

경인양행의 2분기 잠정실적은 매출액 350억원, 영업이익 21억원으로, 경기 침체에 따른 수요 감소에도 불구하고 매출액은 전분기대비 16.8% 상승하였으나 원료가 반등으로 영업이익은 8.6% 감소한 수준이었다. 제품단가 상승과 수요 호조의 긍정적 요인이 복합적으로 작용했던 전년동기대비로 매출액과 영업이익은 각각 6.5%, 26.4% 감소하였다. 그러나 08.2Q 실적은 분기 사상 최대 수준이었고, 금융위기 이후 급격히 악화된 영업환경을 감안한다면 상당히 선방한 수준이라는 판단이다.

영업외수지 호조세는 지속 중임

영업 외적으로는 환율 안정화로 외환수지가 전분기대비 흑자전환하였고, 자회사 실적 호조에 따른 지분법 이익 또한 견조한 수준으로 유지돼, 영업외수지는 전분기대비 무려 441.1% 증가하였다. 전분기대비 영업 실적은 다소 감소했으나 영업외수지의 호조로 당기순이익은 전분기대비 81.9% 증가한 57억원을 기록해 순이익률은 16.4%로 급등하였다.

표 7. 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	07	08	09F
매출액	19.4	25.2	24.6	23.9	23.5	37.4	36.5	28.1	29.9	35.0	34.0	31.9	93.0	125.5	130.8
매출총이익	3.6	4.3	4.5	3.7	4.7	7.2	7.9	5.2	6.3	6.4	6.1	5.6	16.1	25.0	24.4
(매출총이익률)	18.5	17.2	18.2	15.5	20.2	19.3	21.7	18.5	21.0	18.2	17.9	17.6	17.3	20.0	18.6
영업이익	0.4	1.1	0.9	0.3	1.1	2.8	2.6	1.5	2.3	2.1	2.1	2.2	2.6	8.0	8.7
(영업이익률)	2.1	4.2	3.6	1.1	4.7	7.6	7.0	5.4	7.6	6.0	6.3	6.8	2.8	6.4	6.6
순영업외이익	-0.2	2.5	-1.3	1.6	1.4	6.0	2.1	-2.8	0.9	5.0	2.7	2.2	2.6	6.7	11.0
순이자비용	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.2	0.8	0.9	1.5	2.8	3.0
외환이익	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.7	-1.0	-2.6	-2.1	-1.2	0.6	0.2	0.2	-0.1	-6.4	-0.5
지분법이익	0.1	0.6	-1.0	0.5	2.7	8.4	4.7	3.7	4.2	3.7	2.8	2.3	0.3	19.4	13.0
세전이익	0.2	3.5	-0.4	1.9	2.5	8.9	4.7	-1.3	3.2	7.1	4.9	4.3	5.2	14.7	19.7
(세전이익률)	1.1	13.9	-1.7	7.9	10.7	23.7	12.8	-4.6	10.6	20.2	14.3	13.5	5.6	11.8	15.0
당기순이익	0.3	2.8	-0.5	1.6	2.6	8.2	2.9	-0.8	3.2	5.9	3.9	3.3	4.2	12.9	16.4
(당기순이익률)	1.3	11.3	-1.9	6.8	11.2	21.9	7.9	-3.0	10.5	16.7	11.4	10.2	4.6	10.3	12.6
전년동기대비(%, yoy)															
매출액	-4.5	17.0	7.4	17.7	21.1	48.1	48.8	17.7	27.7	-6.4	-7.0	13.5	9.5	34.9	4.2
매출총이익	90.1	51.9	0.3	-7.1	32.3	65.9	77.1	40.3	33.0	-11.5	-23.0	8.0	22.1	55.7	-2.7
영업이익	na	na	-40.1	-35.2	174.4	170.2	192.6	490.5	105.5	-26.5	-17.1	41.4	na	210.4	7.6
세전이익	흑전	3,541.4	적전	67.5	1,090.7	151.4	흑전	적전	26.3	-20.2	3.6	흑전	515.5	183.5	33.5
당기순이익	흑전	989.5	적전	108.9	940.7	188.2	흑전	적전	19.6	-28.6	33.7	흑전	380.7	203.2	27.6
전분기대비(%, qoq)															
매출액	-4.5	30.4	-2.7	-2.8	-1.7	59.4	-2.3	-23.1	6.6	16.8	-2.9	-6.1			
매출총이익	-10.3	21.5	2.8	-17.0	27.6	52.4	9.8	-34.3	21.0	1.4	-4.5	-7.9			
영업이익	1.7	159.4	-16.6	-70.6	330.8	155.5	-9.7	-40.6	49.9	-8.6	1.8	1.3			
세전이익	-81.3	1,568.3	적전	흑전	33.2	252.2	-47.1	적전	흑전	122.6	-31.3	-11.0			
당기순이익	-67.5	1,022.5	적전	흑전	61.8	210.8	-64.6	적전	흑전	85.6	-33.8	-15.9			

자료: 하나대투증권

2010F 이후 본격적인 성장 국면이 진입할 전망

09F 예상 매출액, 영업이익은 각각 1,308억원, 87억원

불안정한 대내외 경제 사정과 안정화된 환율 수준을 감안하더라도 중국 로컬매출 물량 증가와 고부가가치 제품 비중 상승에 따른 ASP개선으로 09년 예상 연간 매출액 1,308억원, 영업이익 87억원은 무난히 달성이 가능할 전망이다. 또한 기존 국내 생산 규모의 75% 수준의 생산 설비가 08년 말부터 신규 가동되고 있어, 중국 내수경기 회복과 함께 가동률 상승에 따른 본격적인 매출규모 확대가 기대되고 있다. 따라서 보다 가시적인 수요 회복이 기대되는 2010F 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 10.6%, 15.3% 확대되며 본격적인 이익 성장 국면에 진입할 것으로 기대된다.

표 8. 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	88.1	85.0	93.0	125.5	130.8	144.7	159.1
매출총이익	12.6	13.2	16.1	25.0	24.4	27.9	30.2
영업이익	0.2	-0.5	2.6	8.0	8.7	10.0	11.6
세전이익	2.2	0.8	5.2	14.7	19.7	23.6	25.9
순이익	2.5	0.9	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
조정순이익	1.9	-1.4	1.2	16.2	18.0	21.1	22.7
전년대비 증감률(%, YoY)							
매출액	-8.1	-3.5	9.5	34.9	4.2	10.6	10.0
매출총이익	-23.7	4.8	22.1	55.7	-2.7	14.6	8.1
영업이익	-90.7	-315.8	na	210.4	7.6	15.3	16.5
세전이익	-56.2	-62.4	515.5	183.5	33.5	20.0	9.7
순이익	-41.1	-65.1	380.7	203.2	27.6	17.9	7.0
조정순이익	-46.5	-173.5	na	1,245.4	11.3	17.2	7.3
매출액 대비 이익률(%)							
매출총이익률	14.3	15.5	17.3	20.0	18.6	19.3	19.0
영업이익률	0.3	-0.6	2.8	6.4	6.6	6.9	7.3
세전이익률	2.6	1.0	5.6	11.8	15.0	16.3	16.3
순이익률	2.9	1.0	4.6	10.3	12.6	13.4	13.0
조정순이익률	2.1	-1.6	1.3	12.9	13.8	14.6	14.2

자료: 하나대투증권

8. 리스크 요인

신규 전자재료 사업의 본격적인 성장은 좀 더 두고 봐야 할 듯

당사는 경인양행이 꾸준한 개발 노력을 통해 섬유용 염료 시장에서 고품질의 수입 제품을 대체해온 과정은 어느 정도 안정적인 단계에 접어들었다고 판단하고 있다. 그러나 최근 중점적으로 진행되고 있는 전자재료용 기능성 염료 사업은 이전의 품질 및 성능 향상에 따른 고부가가치 제품 창출의 개념과는 다른 application 개선에 따른 고부가가치 제품화 과정으로, 향후 공급선 확대를 통한 지속적인 수익규모 확대에는 충분히 기대해 볼만 하나, 메이저 디스플레이 업체의 수입 수요 대체를 통한 본격적인 이익규모 레벨업에 대한 본격적인 기대감을 갖기에는 시기상조일 수 있을 것이라는 판단이다.

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	93.0	125.5	130.8	144.7	159.1
매출원가	76.9	100.4	106.4	116.7	129.0
매출총이익	16.1	25.0	24.4	27.9	30.2
판관비	13.5	17.0	15.7	17.9	18.6
영업이익	2.6	8.0	8.7	10.0	11.6
영업외손익	2.6	6.7	11.0	13.6	14.3
이자손익	(1.5)	(2.8)	(3.0)	(3.2)	(3.4)
지분법손익	0.3	19.4	13.0	14.7	16.1
외환손익	(0.1)	(6.4)	(0.5)	0.5	(0.4)
기타	4.0	(3.5)	1.6	1.8	1.9
세전이익	5.2	14.7	19.7	23.6	25.9
법인세	1.0	1.9	3.2	4.3	5.2
계속사업이익	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
NOPAT	5.5	15.3	19.0	22.0	23.5
EBITDA	9.6	21.5	27.4	31.7	34.4
성장성(%)					
매출액증가율	9.5	34.9	4.2	10.6	10.0
EBITDA증가율	90.3	123.8	27.6	15.7	8.4
영업이익증가율	0.0	210.4	7.6	15.3	16.5
계속사업이익증가율	380.7	203.2	27.6	17.9	7.0
EPS증가율	379.8	175.0	20.9	17.7	7.0
수익성(%)					
매출총이익률	17.3	20.0	18.6	19.3	19.0
EBITDA이익률	10.3	17.1	20.9	21.9	21.6
영업이익률	2.8	6.4	6.6	6.9	7.3
계속사업이익률	4.6	10.3	12.6	13.4	13.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	72.1	82.4	81.9	90.8	99.8
현금 및 현금성자산	1.2	2.0	3.3	2.5	4.2
단기투자자산	0.4	7.8	4.1	5.9	5.0
매출채권	21.4	26.0	25.9	28.6	31.5
재고자산	44.9	43.6	45.4	50.2	55.2
기타유동자산	4.2	3.0	3.2	3.5	3.9
비유동자산	48.8	80.9	91.5	104.5	119.0
투자자산	18.9	52.7	65.2	79.9	96.2
유형자산	28.4	26.6	24.5	22.6	20.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	120.9	163.3	173.4	195.3	218.9
유동부채	50.1	52.9	55.8	59.8	64.0
매입채무	2.9	4.6	4.8	5.3	5.8
단기차입금	38.6	39.6	41.9	44.5	47.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	8.6	8.7	9.1	10.1	11.1
비유동부채	0.2	9.9	7.0	7.0	7.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	7.0	7.0	7.0	7.0
기타비유동부채	0.2	3.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	50.3	62.8	62.8	66.8	71.0
자본금	15.1	18.7	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	19.8	29.5	29.5	29.5	29.5
자본조정	(1.0)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
기타포괄손익누계액	0.0	6.0	1.5	1.8	2.3
이익잉여금	36.6	48.0	62.6	80.1	99.1
자본총계	70.5	100.5	110.6	128.5	147.9
순부채	36.8	36.5	41.2	42.7	44.6

투자지표

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
주당지표(원)					
EPS	1,320	3,630	4,387	5,165	5,529
BPS	22,214	27,347	29,961	34,734	39,910
CFPS	(4,639)	(1,022)	2,308	3,816	4,175
EBITDAPS	2,982	6,053	7,315	8,457	9,165
SPS	28,911	35,374	34,917	38,574	42,439
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	10.9	4.4	7.7	6.6	6.1
PBR	0.6	0.6	1.1	1.0	0.8
PCFR	(3.1)	(15.7)	14.7	8.9	8.1
EV/EBITDA	8.7	4.5	6.1	5.4	5.0
PSR	0.5	0.5	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	6.2	15.1	15.6	16.2	15.0
ROA	3.9	9.1	9.8	10.5	10.0
ROIC	5.8	12.5	13.1	13.6	12.9
부채비율	71.4	62.5	56.8	51.9	48.0
순부채비율	52.2	36.3	37.3	33.2	30.1
이자보상배율(배)	1.6	2.8	2.7	3.0	3.3

자료: 하나대투증권

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	(13.7)	(1.2)	11.2	17.0	18.4
당기순이익	4.2	12.9	16.4	19.4	20.7
비현금항목 가감	0.3	(11.6)	(3.1)	4.9	5.3
감가상각비	2.9	4.0	4.7	4.9	5.0
외환손익	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4
지분법손익	(0.3)	(19.4)	(13.0)	(14.7)	(16.1)
기타	(2.5)	3.7	5.0	14.4	16.0
운전자본 증감	(18.2)	(2.5)	(2.2)	(7.3)	(7.6)
투자활동현금흐름	(8.3)	(16.3)	(10.4)	(18.5)	(17.5)
투자자산감소(증가)	(5.1)	(6.6)	(11.6)	(13.7)	(15.2)
유형자산감소(증가)	(3.0)	(2.1)	(2.6)	(2.9)	(3.2)
기타투자활동	(0.1)	(7.7)	3.7	(1.9)	0.9
재무활동현금흐름	21.5	18.4	0.6	0.7	0.8
사채/차입금증가(감소)	22.5	8.8	2.4	2.5	2.7
유상증자	0.0	3.6	0.1	0.0	0.0
현금배당	(1.0)	(1.5)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타재무활동	(0.0)	7.4	0.0	(0.0)	(0.0)
현금의 증감	0.5	(0.8)	1.4	(0.8)	1.7
Unlevered CFO	(14.9)	(3.6)	8.6	14.3	15.7
Free Cash Flow	(21.0)	(14.4)	4.2	2.6	2.2

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	14.4	10.0	11.5	16.8	44.0
Emerging Market	14.2	11.2	12.3	(10.7)	27.0
World	15.4	12.2	13.5	(12.7)	26.0

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

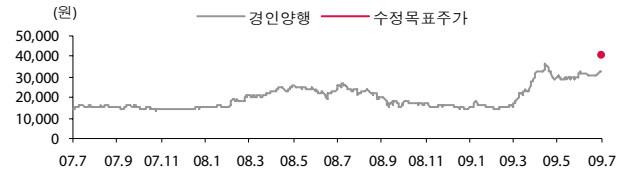
Sector(Chemicals) Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.1	8.8	8.9	40.4	3.5
Emerging Market	13.0	10.2	11.2	27.7	27.9
World	18.0	13.1	15.1	(24.4)	37.7

투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	목표주가
경인양행	09.7.31	BUY	40,000 원

목표주가 추이



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(함승희,이정헌)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2009년 7월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(함승희,이정헌)는 2009년 7월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2009년 7월 31일 현재 해당회사의 자회사인 JMC의 IPO 업무를 수행하고 있습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.