

물(水)산업

‘블루골드가 온다’

Small cap

Analyst

김태언

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

수처리 시장의 높은 성장 잠재력

전 세계 물 부족 현상은 기상 이변에 따른 점진적인 사용 가용량 부족과 산업화 발전에 따른 수요 증가에 기인한다. 이미 EU를 비롯한 선진국에서는 수처리 시장이 활성화되어 성숙기에 진입하였으며, 신흥개발도상국은 이제 시장 성장기에 진입하고 있는 것으로 판단된다. 국내에서도 산업화 발전에 따른 산업용수 수요가 급증하고 있으며, 수자원공사를 비롯한 공공 업체 위주로 성장하던 수처리 시장은 향후 단계적 민영화 과정을 거쳐 본격적인 시장 확대가 예상된다. 현재 시장 규모는 10조원 정도이나 2015년경에는 20조원(CAGR 10.5%)에 달할 것으로 예상된다. 분야별로 보면, 제도적 규제가 상대적으로 완화된 하수 처리 및 수처리 장비, 상하수도 위탁운영 분야는 현재도 민간업체들의 진출이 활발하게 진행되고 있으며 향후 민영화가 본격화될 시설비, 자체 운영 분야 또한 지속적인 시장 성장세를 보일 것으로 예상된다.

수처리 성장기에는 장비분야, 성숙기에는 운영분야에 투자해야

해의 업체의 성장 추이를 보면 시장 성장기에는 장비분야, 성숙기에는 운영분야가 주목 받아왔다. 성장국면에서는 수처리 시장의 필터, 배관, 시설 설비 분야에 대한 투자가 집중적으로 이뤄지고, 성숙기에는 설비 투자가 완료되어 장기적으로 안정적인 이익 창출이 예상되는 운영분야가 유망하다. 따라서 현재 국내 업체들은 필터나 담수플랜트 등 장비 및 설비 분야를 집중 사업영역으로 삼고 있으며 향후 2~3년간 괄목할 만한 성장세가 기대된다. 반면, 운영분야는 민영화라는 제도적 개선이 전제되어야만 탄력적 성장을 이룰 것으로 보여 장기적 관점의 접근이 바람직할 것으로 판단된다.

Top picks로 웅진케미칼 추천

당사는 수처리 분야 Top picks로 웅진케미칼을 추천한다. 수처리 시장 초기에는 설비 및 장비업체의 집중적인 수혜가 예상되기 때문이다. 웅진케미칼은 RO필터 원천기술을 보유함으로써 국내외에 정수 필터를 납품하고 있고, 안정적 Captive시장을 바탕으로 성장세가 기대된다. 한국주철관, AJS는 수처리 관련 장비, 노후관 교체, 설비분야에서 빠른 이익 증가가 기대되어 투자 유망할 전망이다.

주요 수처리 업체별 투자의견/투자지표

(단위: 원, %, 배)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가 (6/3)	영업이익률		PER		PBR		ROE	
					2009E	2010F	2009E	2010F	2009E	2010F	2009E	2010F
웅진케미칼	008000	BUY	1,700	1,190	3.5	4.1	26.5	17.7	2.1	1.9	8.0	11.2

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '웅진케미칼'의 여신보유업체입니다.
- '한국주철관, AJS'는 당사 공식 Coverage 기업이 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

목 차

I. 투자포인트	3
II. 수처리 시장의 성장 가능성 무궁무진	4
1. 수처리 시장의 기본 전제는 수요증가, 공급 부족	
2. 선진국 민영화 통해 시장 성장시켜	
3. 국내에서도 우호적인 분위기 조성되고 있어	
4. 물 산업 시장 규모 10조원의 국내 시장 VS 830조원 세계 시장	
5. 정부의 정책 지원 방향 점검	
III. 국내 업체들 수처리 시장 진입 활발	12
1. 국내 수처리 시장 분석	
IV. 국내업체들의 투자전략	13
1. 성장국면: 장비업체, 성숙국면: 운영업체	
2. 장비중에서는 필터 및 수도관 관련 업체 성장성 높아	
V. 향후 모멘텀 점검	16
1. 정부의 지원책, 한-EU FTA, ISO/TC224	
VI. 국내 업체들 Risk 요인 점검	17
1. 운영사업의 성급한 해외 진출	
2. 국내 업체들의 적극적인 국내 시장 공략 가능성	
VII. Top Picks: 웅진케미칼	18
VIII. [참고] 해외 수처리 업황 분석	19
1. 세계 수처리 시장의 경쟁 구도	
2. 글로벌 수처리 운영업체들의 점유율은 더욱 늘어날 것	
3. 향후 성장전략 키워드는 글로벌화, M&A, 중국	
[기업분석]	
웅진케미칼	25
한국주철관	33
AIS	35

I. 투자포인트

수처리 산업 Positive

수처리 시장의 성장은 기본적으로 전 세계적인 물 부족 현상에 기인한다. 기본적인 사용 가용량 부족과 여기에 산업화 발전에 따른 수요 증가가 더해지면서 물 부족 현상이 가속화되고 있으며 향후 더욱 심화될 전망이다. 이미 EU를 중심으로 한 선진국들에서는 그 동안 빠른 민영화를 통해 지속적으로 수처리 시장 선진화를 이루어 왔다. 하지만 한국을 비롯한 신흥개발도상국은 수요 급증에도 불구하고 수처리 산업이 시작 단계에 불과하고 제도적인 제약도 많았던 상황이라 향후 단계적인 시장 개방과 함께 괄목할 만한 시장 성장세를 보일 것으로 예상된다.

글로벌 메이저 업체들의 차별화된 경쟁력 돋보여

세계 수처리 시장에서의 글로벌 업체들의 경쟁력은 독보적이다. 베올리아와 수에드로 대표되는 글로벌 업체들은 일찍부터 민영화가 이루어진 유럽시장에서 운영사업을 진행해 왔으며 신흥개발국에서도 지속적으로 투자를 진행해 향후에도 높은 시장 점유율이 예상된다. 운영을 제외한 장비 및 설비 분야에서는 GE, 지멘스 등 미국, 일본 업체들이 높은 시장 점유율을 보이고 있으며 향후에도 차별화된 경쟁력이 지속될 전망이다. 따라서 선진국 위주의 사업은 글로벌 메이저 업체들의 영향력이 한동안 지속될 가능성이 크다고 판단된다. 하지만 중국, 인도 등 산업화 발전 속도가 빠른 신흥개발국에서는 수요가 공급을 훨씬 초과하고 있는 상황이기 때문에 국내 업체에는 충분한 성장 기회를 부여할 것으로 판단한다.

국내 업체들의 시장 진입 활발

최근 국내 업체들이 시장 진입을 서두르고 있는 것은 수처리 시장의 장기 성장성에 대해 높게 평가 하기 때문이다. 국내 수처리 시장은 약 10조원으로 추산되는데 아직 상하수도 운영에 대한 민영화가 이루어지지 않아 전체시장의 50%정도인 하수 처리 및 수처리 장비, 상하수도 위탁운영 분야에서만 사업을 진행하고 있다. 하지만 최근 도서산간지역의 물부족 현상 심화에 따른 장비 교체 및 수처리 운영 효율성 제고 움직임에 따라 시장 개방 가능성이 커졌고 향후 아시아 지역의 물 산업 성장 가능성을 감안할 때 추가로 더 많은 신규 업체들의 진입이 예상된다.

수처리 관련 기업 투자는 단기에는 장비 업체 장기에는 운영 업체

국내 수처리 시장 성장을 길게 놓고 볼 때 초기 성장 국면에서는 장비 업체, 성숙기 진입 국면에서는 운영 업체가 주목 받을 전망이다. 이제까지 수처리 시장에 참여하고 있는 업체는 코오롱, 웅진케미칼, 두산중공업, 삼성엔지니어링, 태영건설, 대우건설, 한화건설 등이 있는데 주로 하수종말 처리나 폐수처리에 집중하고 있다. 대부분의 업체들이 수처리 시장에 진입하는 형태는 상하수도 설비 및 하수 관리 등에 제한되어 있고 운영사업 등의 토털 솔루션 제공 형태는 아직 찾아보기 힘들다. 따라서 최근 가격 인하 및 운영비 절감에 따라 수요가 급증하고 있는 수처리 필터 시장처럼 초기 국면에서는 장비 및 설비 업체에 투자하는 것이 적절하다고 판단되며, 향후 시장 성숙기가 도래할 때는 운영 업체가 주목 받을 것으로 판단된다.

국내 업체들 Top Picks는 웅진케미칼, 기타 물관련된 업체들도 주목해봐야

국내 업체들 중 수처리 분야에 있어서는 웅진케미칼이 단연 돋보인다. 웅진케미칼은 이미 베올리아에 필터를 납품하고 있을 정도로 기술력을 인정받았으며 향후 국내 정수용 필터를 웅진코웨이라는 Captive시장을 통해 내수 시장 점유율 확대가 예상된다. AJS, 한국주철관 등은 노후화된 관 교체에 대한 수요 증가로 빠른 실적 개선이 예상되어 중기적인 실적 모멘텀이 강할 것으로 판단한다.

리스크 요인 점검

리스크 요인은 글로벌 업체와의 경쟁이다. 글로벌 업체의 발빠른 내수 시장 공략은 국내 업체들의 운영 사업 기회 축소로 이어질 가능성이 크다. 왜냐하면, 운영사업은 대규모 CAPEX와 장기적 재무 리스크가 필수적이기 때문에 아직 규모의 경제를 이루지 못한 국내 업체들의 운영사업에서 절대 열세가 예상되기 때문이다.

II. 수처리 시장의 성장 가능성 무궁 무진

1. 수처리 시장 성장 기본 전제는 수요 증가, 공급 부족

**세계 물 부족 현상 심화
이미징이 수요 증가 속도
가 빨라 특히 부족 현상
심해**

전 세계적으로 물 부족 현상이 심화되고 있다. 물 산업 성장의 기본 전제는 부족한 공급과 늘어나는 수요에 기인하는데, 우선 전 세계 물 중 담수는 2.5%에 불과하고 그 중 현실적으로 이용 가능한 지하수 및 표층수의 양은 30.5% 수준에 불과하다. UNDP(유엔개발기구) 따르면, 2025년 27억 명이 담수 부족 현상을 겪을 것으로 보고 있으며 전 세계 국가의 1/5이 물 부족 현상을 겪을 것으로 전망하고 있다. 특히, 상하수 처리 시설이 제대로 갖추어져 있지 않은 개발도상국이나 저개발 국가에서의 물 부족 현상이 더욱 심화될 것이며 가파른 경제 성장 여파로 신흥 개발국에서의 수요 증가는 필수적 귀결이라고 판단된다.

**국내 물 부족 현상도
이미 시작**

한국도 이미 2002년에 물 부족 국가로 분류될 만큼 심각한 물 부족 현상에 시달리고 있다. 가장 큰 원인은 불규칙한 강수량인데, 수자원공사에서 발표한 평균 강수량은 세계 평균보다 1.4배 정도 높은 수준이다. 하지만, 1인당 강수량은 세계 평균대비 1/8수준에 불과하다. 이는 심한 계절적, 지역적 강수량 편차 때문이며 대도시나 수도권과 도서지역의 수자원 관리가 체계적으로 이루어지고 있지 못하고 있는 것 또한 원인이다. 최근 동해안 지역의 겨울 가뭄이 심화되면서 심각한 물 부족 현상을 보이고 있는데 이는 일시적 현상이라기 보다 물 저장 공간 부족 및 상수도 시설 낙후에 따른 누수율 증가 등에 기인하기 때문에 장기화될 가능성이 크다고 봐야 한다.

**국내 물 시장 중
총 수자원의 총 26%만
이용하고 있는 실정**

국내 물 시장은 총 수자원의 총 26%만 사용되고 있다. 이는 국토면적의 70%가 지면경사 20% 이상되는 지역이어서 유출량이 많기 때문이다. 환경부 자료에 따르면 일단 비가 내리면 단시간 내에 하천으로 흘러 가는데 소양강 댐에서는 5000m³/초 방류시 한강 인도교까지 14.50시간이 걸리고 충주댐에서는 15,000m³/초 방류시 인도교까지 12.51시간밖에 걸리지 않을 정도로 유출량이 많다.

또한 하천의 유량변동이 매우 심하여 연간 731억m³의 부존량에도 불구하고 홍수기에 67%는 바다로 유입되고 평상시에도 33%가 유출된다. 해마다 홍수와 가뭄이 반복되고 있는데, 이는 기후 및 지형적 영향에 따른 것이며, 최근에는 엘니뇨, 라니냐 등 기상이변으로 더욱 심화되고 있다. 타 국가보다 강수량 대비 유출량이 큰 점, 수자원 대부분이 국가에 의해 운영되어 효율성이 부족한 부분이 많다는 점 등을 감안할 때 향후 효율성 제고를 위한 제도 개선이 이루어진다고 전제한다면 시장 성장성은 아주 매력적으로 판단된다.

**관시설 노후화 교체 수요
및 관련 장비 수요도
빠르게 증가할 것**

국내 수도관 시설 중 21년 이상 경과된 관은 2만8천465km(19.8%)이며 16~20년 사이는 2만6천700km(18.6%), 11~15년 2만9천510km(20.5%) 6~10년은 2만6천940km(18.7%), 5년이내는 3만2천268km(22.4%)로 파악된다. 결과적으로 20년 가까이 된 수도관이 40% 이상을 차지해 교체 수요가 급증하고 있는 상황이며 도서 산간 지역의 누수율 증가도 이와 무관치 않다. 따라서 향후 수도관 교체 사업이 활발해 질 전망이며 노후화된 관 교체사업과 병행되어 연관 장비 및 설비의 교체 수요 또한 증가할 가능성이 크다.

**국내 시장은 10조원 수준
상하수도 시장이
전체시장의 83%를 차지**

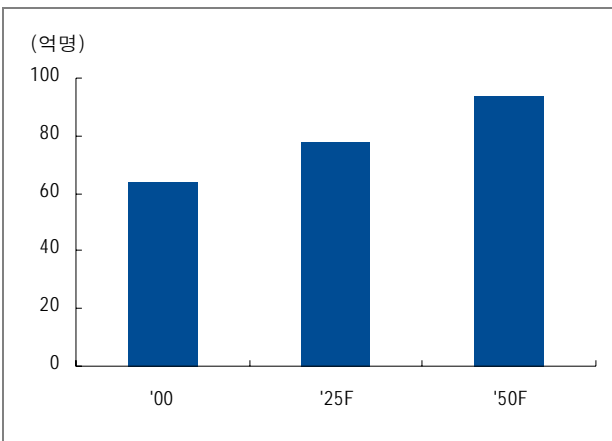
전체적인 수처리 국내 시장 규모를 보면 대략 10조원 수준으로 파악되는데 이중 상하수도 시장이 전체시장의 83%를 차지한다. 폐수처리가 10%, 생수, 정수 시장이 6%로 아직까지는 상하수도 시장 비중이 크다. 상하수도 시장은 거의 지방자치단체나 수자원공사가 담당하고 있는 상황이어서 실제로 민간업체들이 참여할 수 있는 시장 규모는 전체 시장의 20% 수준에 불과하다.

그러나 상하수도의 국내 시장은 7개 광역, 특별시를 제외하고는 적자 수준을 면치 못하고 있으며 물가 상승과 직결되는 수도 요금 현실화 문제 때문에 공공 부문의 사업자가 수익을 창출하기는 힘들다. 따라서 어떤 형태로든 시장 개방을 통한 효율성 제고 및 수익성 확보가 시급한 상황이고 한-EU FTA 및 ISO 국제 표준화 등이 시장 개방의 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다.

**전 세계 물시장 또한
이머징 수요증가에
힘입어 지속적 증가 전망**

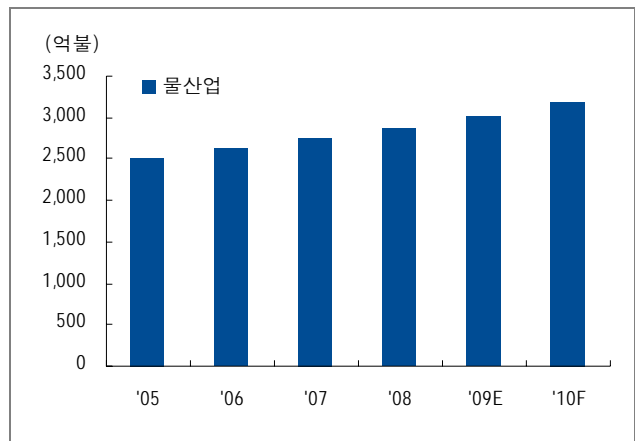
이머징 국가의 수요증가에 힘입어 향후 수처리 시장은 지속적으로 증가할 전망이다. 전문연구기관인 UN 세계 수자원 개발 보고서에 따르면 2025년경에는 물 부족으로 고통받는 인구가 전 세계 인구 중 80억명에 달할 것으로 전망하고 있고 2050년경에는 94억명에 달할 것으로 예측하고 있다. 환경부 전망치에 따르면 2010년경에 전 세계 물 시장 규모는 3,181억달러에 달할 것으로 전망하고 있다.

전 세계 물 부족 인구



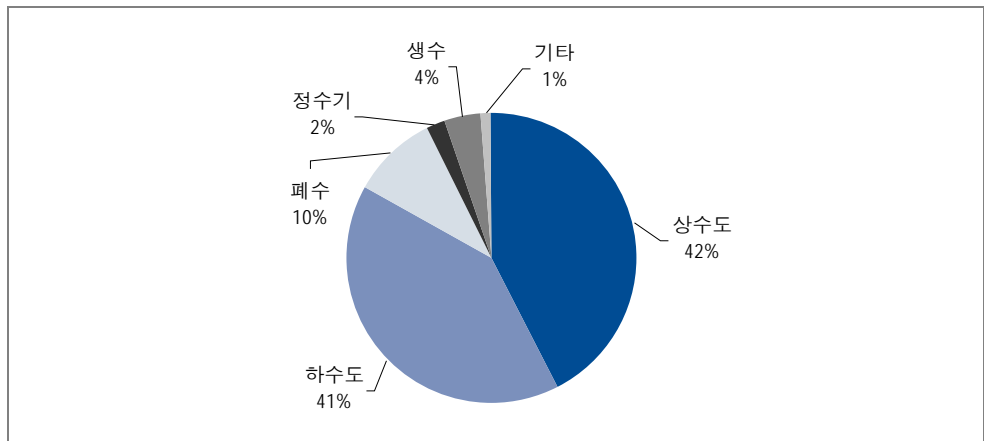
자료: UN 세계 수자원 개발 보고서(2003.3)

세계 물산업 시장 규모 추이 및 전망



자료: 환경부

우리나라 수자원 이용 현황



자료: 환경부, 우리투자증권 리서치센터

세계 각국의 강수량

구분	한국	일본	미국	영국	중국	캐나다	전 세계
연평균(mm/년)	1,245	1,718	736	1,220	627	537	880
1인당(m3/년)	2,591	5,107	25,002	4,969	4,693	174,016	19,635

자료: 한국수자원공사

국내 연도별 상수도 보급 현황

구분	2002	2003	2004	2005	2006	2007
총인구(천명)	48,518	48,824	49,053	49,268	49,599	50,034
급수인구(천명)	43,021	43,633	44,187	44,671	45,270	46,057
보급률(%)	88.7	89.4	90.1	90.7	91.3	92.1
1인당 급수량/1일(리터)	349	347	353	351	346	340
(전용공업용수포함)	(362)	(359)	(362)	(363)	(-)	(-)

자료: 환경부

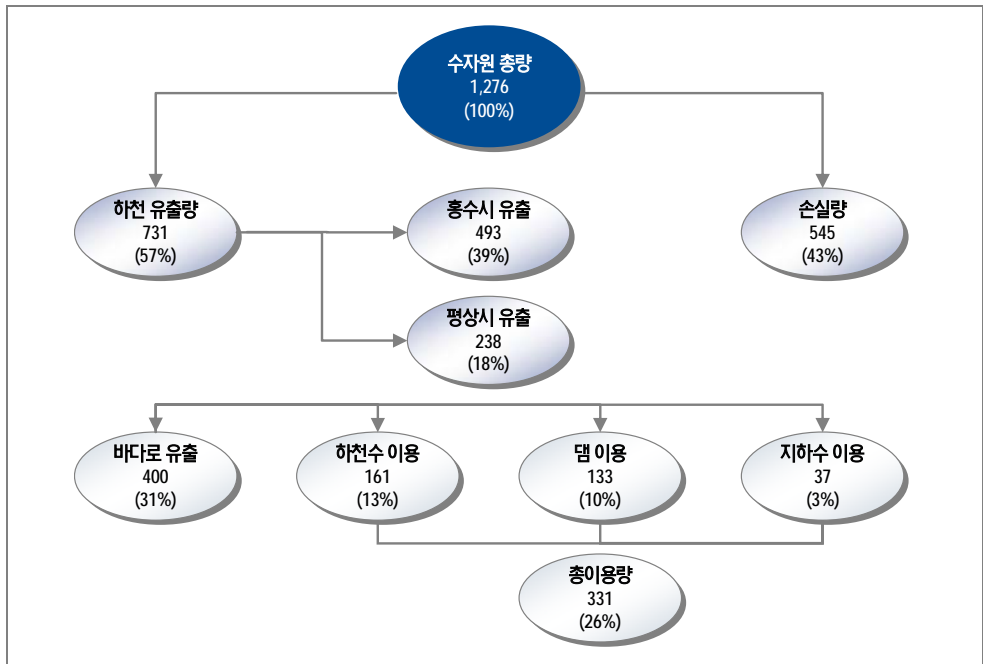
상수도 관종별 수도관 현황

구분	총연장	에나멜코팅, 도복장강관	액상에폭시 도복장강관	주철관	덕타일 주철관	PVC 관
총연장(Km)	143,883 (100%)	8,909 (6.2%)	4,109 (2.9%)	14,035 (9.8%)	36,303 (25.2%)	10,916 (7.6%)
지방상수도(Km)	139,435 (100%)	8,249 (5.9%)	2,162 (1.6%)	14,001 (10.0%)	34,769 (24.9%)	10,916 (7.8%)
광역상수도(Km)	4,448 (100%)	660 (14.8%)	1,947 (43.8%)	34 (0.8%)	1,533 (34.5%)	

자료: 환경부

우리나라 수자원 이용 현황

(단위: m³)



자료: 환경부, 우리투자증권 리서치센터

2. 선진국, 민영화 통해 수처리 시장 성장시켜

유럽 민영화가 대세 최근 개발도상국에서도 민영화 추세

선진국은 대부분 민영화를 통해서 물 산업의 효율성을 제고시켰다. 영국은 상하수도 모두 100% 민영화를 시켰으며 프랑스, 스페인, 체코 등도 50% 이상의 민영화율을 기록하고 있다. 최근에는 수처리 시장 효율화 움직임이 활발해지면서 민영화에 대한 움직임이 빨라지고 있으며 선진국뿐만 아니라 개발도상국과 저개발 국가 등으로 확산되고 있다. Mason's Water yearbook에 따르면 2005년 기준 전 세계 물 산업의 91% 정도가 공공부문이고 9% 정도가 민간부문이었으나 2015년에는 민간부문 비율이 16%까지 증가할 것으로 전망하고 있다.

민영화의 걸림돌은 역시 수도요금 현실화에 따르는 물가 상승 가능성이다. 하지만 개발 도상국에서 물서비스 산업 육성을 위해 민영화를 선택할 수밖에 없는 이유는 비용 부담을 줄일 수 있기 때문이다. 우선 개발도상국에서 수처리 산업을 자체 육성하기에는 초기 비용이 막대하다. 따라서 글로벌 기업이 제안하는 초기 설비 투자 및 장기 운영에 대한 제안은 개도국에서는 큰 비용 부담없이 선진 수처리 시설을 설치하고 운영할 수 있다는 데서 매력적이다.

또한 수처리 운영에 관한 경험 없이 자체 설비 운영 리스크가 따른다. 따라서, 일정 기간의 위탁운영은 수처리 전문 글로벌 업체에 맡기되 운영 경험을 전수받은 후에 다시 국내 업체나 국영 기업에서 운영 사업권을 재취득해 사업을 진행할 수 있기 때문에 시장 개방이나 일정 정도의 수도요금 인상을 감수하더라도 시장을 개방하고 있는 추세이다. 이러한 추세는 각국의 물 서비스가 성숙기에 접어들 때까지 지속될 것으로 판단되며 대부분 이머징 국가에서의 물산업이 이제 성장기에 접어들고 있음을 감안할 때 향후 민영화는 지속적으로 확대될 전망이다.

주요 민간 상하수도 사업 모델

구분	소유권	운영	투자	위험부담	사업기간	사례
서비스계약	공공	분담	공공	공공	1-2년	핀란드, 인도
운영계약	공공	민간	공공	공공	3-5년	베네수엘라, 미국
리스	공공	민간	공공	분담	8-15년	코트디부아르
양여계약	공공	민간	민간	민간	20-30년	필리핀, 아르헨
완전민영화	공공	민간	민간	민간	무제한	영국, 칠레

자료: jagling(2005), Human development Report 2006, 우리투자증권 리서치센터

주요 OECD국가별 수도 사업 민영화 및 수도요금 비교

국가	민영화율(%)		평균요금		비고
	상수도	하수도	상수도	하수도	
호주	38	7	965 원/m ³	ND	
벨기에	3	40	4,946 원/m ³ (상하수도)		
체코	65	62	1,166 원/m ³		
덴마크	40	10	6,221 원/m ³ (상하수도)		
핀란드	10	19	1,335 원/m ³	2,009 원/m ³	
프랑스	76	57	1,439 원/m ³	1,063 원/m ³	
독일	17	14	2,229 원/m ³	2,735 원/m ³	
헝가리	27	26	648 원/m ³	778 원/m ³	
이탈리아	41	29	1,024 원/m ³	168 원/m ³	
폴란드	3	3	648 원/m ³ (상하수도)		
스페인	45	52	842 원/m ³	596 원/m ³	
영국	100	100	1,659 원/m ³	1,840 원/m ³	서비스만족도증가
한국	-	-	563 원/m ³	218 원/m ³	지자체 직영

자료: 2005~2006 International water report & cost survey, A Business of national utility service, Inc, 우리투자증권 리서치센터

3. 국내시장에서도 우호적인 분위기 조성되고 있어

최근 물부족 현상 심화로 경제제로 인식하기 시작

최근 국내에서도 국지적으로 물 부족 현상이 심화되면서 물산업 육성 및 수처리에 대한 관심이 높아지고 있다. 우선 풍부한 공공재라는 개념에서 효율적으로 운영해야 할 경제재 개념으로 패러다임이 바뀐 것은 오래 전이며 관리 단위가 지자체 개별 시설 단위에서 일정 유역 광역 시설 단위로 점차 바뀌는 추세를 보이고 있어 체계적인 수자원 관리에 대한 필요성이 높아지고 있다. 세계 시장에서의 민영화를 통한 성공적인 물 서비스 운영과 다국적 기업들의 개도국 물 시장에 대한 직접적인 투자 성공 사례를 통해 최근 민영화와 국내 수처리 관련 산업 육성에 대한 우호적인 분위기가 형성되고 있다.

2007년 5월 환경부에서 물산업 육성 5개년 세부추진 계획 발표

정부에서도 향후 심화될 물 부족 현상에 대비해 2007년 5월 환경부에서 물산업 육성 5개년 세부추진 계획을 발표했다. 주요 내용은 1)서비스업 구조개편 추진 2)시설투자 및 제도개선 3)기술력 등 경쟁력 제고 4) 해외시장 진출 지원 5) 연관산업 육성이다. 이를 통해 2005년 기준으로 10조 원 시장규모를 10년 내에 20조원 규모로 육성한다는 것이 비전으로 제시되고 있다.

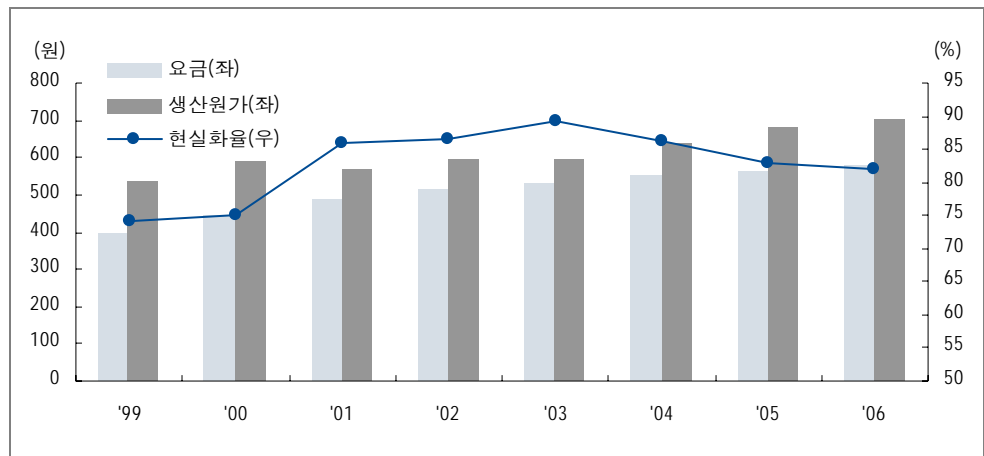
물 산업 성장의 기본 전제는 제도 개선과 수도요금 현실화

그러나 정부의 육성 방침에도 불구하고 국내 수처리 시장의 빠른 성장을 위해서는 우선 민영화와 수도요금 현실화가 전제되어야 한다. 왜냐하면 국내 상하수도 사업이 지자체와 공기업 중심에 운영되다 보니 효율성이 상대적으로 떨어지고 적극적인 수익 창출이 어려운 상황이다. 또한 상하수도 요금 자체가 여러 선진국들과 비교할 시 매우 낮은 수준이어서 민간 사업자 참여시 수익을 내기 힘든 것이 현실이다. 따라서 국내 수처리 시장이 성장하기 위해서는 우선은 시장 참여를 활발하게 할 수 있는 제도적인 기반이 마련되어야 하고 사업자들이 참여해서 수익성을 창출할 수 있는 수도요금의 현실화가 전제되어야 한다.

모멘텀은 FTA와 상하수도 서비스 국제 표준화

국내 물 산업은 향후 WTO와 FTA가 모멘텀으로 작용할 전망이다. 담수설비의 세계적 경쟁력 보유한 두산중공업 등 일부 기업을 제외하고서는 대부분 취약한 경쟁력 보이고 있다. 하지만, FTA와 WTO 등을 통해서 시장 개방 압력이 가속화된다면 민간 기업이 참여할 수 있는 국내 수처리 시장 규모가 더욱 확대될 전망이다. 특히, 세계적인 수처리 기업인 베올리아나 수에즈 등이 속해있는 EU와 FTA체결시 시장 개방 압력은 가속화될 것으로 보인다. 또한 상하수도 서비스 국제표준화(ISO/TC224) 등도 향후 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다.

국내 수도요금의 현실화를 2003년 이후 다시 하향 추세



자료: 서울특별시 수도조례(2006), 통계청 가계조사연보, 우리투자증권 리서치센터

4. 물 산업 시장 규모: 10조원 국내 시장 vs 830조원 세계 시장

10조원 국내시장이 성장하기 위한 몇가지 전제조건

국내 물 시장 규모를 2015년 20조원으로 육성하기 위해서는 민영화 이슈 이외에도 몇 가지 선결되어야 할 조건들이 있다. 우선 첫째, 수도요금 현실화인데, 민영화를 하게 되면 필연적으로 수도요금의 상승이 불가피하다. 따라서, 과거 공공재 성격이 강했던 물에 대한 가격 저항이 만만치 않을 것으로 판단되며 물가 상승과 직결되는 측면 또한 부담으로 작용한다.

둘째, 시스템적인 측면에서 국내 상하수도는 지역기반이 강해서 지역별 소규모 시스템으로 운영되는 경우가 대부분이다. 따라서 규모의 경제 실현을 위해서는 상수도, 하수도의 통합 운영 및 제도 개혁, 정부 지원 등이 선결되어야 한다. 여기에는 막대한 비용과 시간이 걸릴 것으로 판단되어 한번에 해결되기는 어려운 상황이다.

따라서 단계적인 민영화가 가장 현실적 대안이라고 판단되고 현재 이루어지고 있는 수처리 비즈니스의 사례처럼 하수도 시설 위탁 운영 등의 형태가 지속적으로 활성화될 것으로 전망된다. 개별 사례를 살펴보면, 베올리아가 인천광역시와 BOT를 체결하여 하수처리장 2개소 건설 및 운영을 2001년부터 실시하고 있는데 정부 보조금 없이 자체적으로 모든 자금을 조달해서 운영하고 있는 형태이다.

향후에도 국내 시장의 시장 개방은 위탁 운영 형태가 주를 이룰 것으로 판단되며 제도적인 제한이 없는 설비나 시공 부분에 있어서는 높은 성장세를 보일 것이다. 또한 현재 충분한 수익성이 확보되는 7개 광역, 특별시 보다는 지방의 도서산간 지역 위주의 사업이 활성화될 것으로 보인다.

커다란 이익 향유는 결국 해외 시장에서

국내 시장 규모가 10조원이고 전 세계 시장이 830조원 수준임을 감안할 때, 성장 규모의 한계를 가진 국내 수처리 관련 기업들의 성장동력은 결국 해외 시장에서의 성공 여부에 달려있다. 중국, 인도 등 산업용 수처리 수요 급증으로 관련기업이 크게 성장하고 있으며 향후 국내 업체들은 기술적 수준 향상 및 Reference 확보 후 이머징 시장으로의 진출이 활발해 질 것으로 추정된다.

이머징 국가 중에서는 중국 시장의 성장성이 가장 두드러질 것으로 판단하는데, 1990년대 수처리 시장 개방 이후 이미 글로벌 운영 업체들이 활발한 사업을 벌이고 있다 (베올리아-텐진시와 푸둥에서 대규모 민관협력사업, 수에즈-청두 주하이 수처리 장기계약). 해외 업체뿐만 아니라 로컬 기업인 중국의 10위권 물기업, 중국수무그룹(CWA)도 연간 매출 증가율이 200%에 달할 만큼 고성장세를 보이고 있다. 중국 정부의 손실 보전 정책 및 상하수도 요금 인상 정책, 600여개 도시 중 2/3의 도시가 물 부족 현상을 겪고 있다는 점 등을 감안할 때 성장성은 매력적으로 판단된다.

이처럼 국내 시장에서 성장 발판을 다진 국내 업체들의 해외 진출은 필수적으로 이어질 것으로 판단된다. 이미 웅진케미칼, 코오롱 등 중견 업체들은 수출을 전략적인 성장 방안으로 삼고 본격 진출을 예정하고 있으며 향후에도 국내와 해외를 동시에 공략하는 전략을 추진할 것으로 예상된다.

중국의 미래 물 수요 전망

연도	농업용수			공업용수			도시생활용수			합계 (10 억/m ²)
	수량(10 억/m ²)	성장률(%)	비율(%)	수량(10 억/m ²)	성장률(%)	비율(%)	수량(10 억/m ²)	성장률(%)	비율(%)	
2010년	465.3	-0.13	79.5	92.9	3.64	15.9	26.8	2.69	4.6	585.0
2030년	435.0	-0.43	65.6	189.9	3.00	27.6	45.6	2.38	6.6	686.5
2050년	415.7	-4.4	49.9	343.6	80.9	41.3	73.0	60.1	8.8	832.3

자료: 미국상무부 매일경제 1월 30일자 기사 재인용, 우리투자증권 리서치센터

5. 정부의 정책 지원 방향 점검

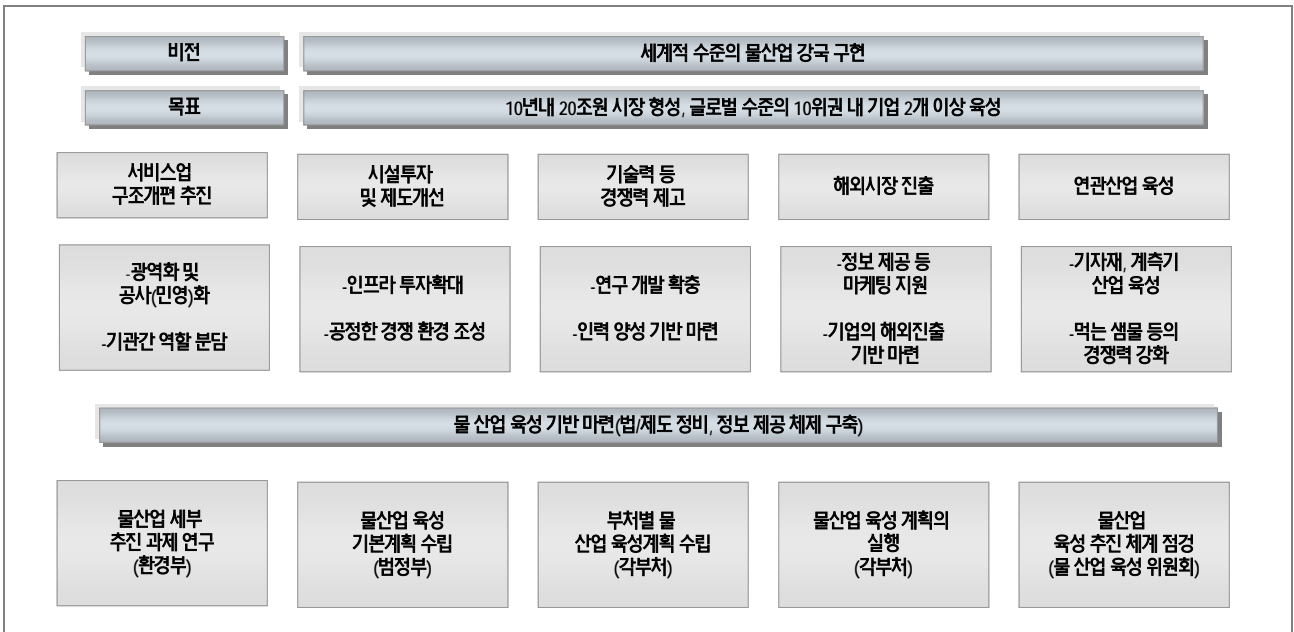
물 수급 불균형 및 재정 적자 완화 물 산업의 선진화에 초점

정부의 정책 지원 방향은 크게 세 가지이다. 1) 정부, 기업, 소비자의 새로운 역할 분담 2) 상하수도 운영기반 강화 3) 역량강화를 통한 해외 시장 개척이다. 첫째, 정부 및 민간 부문의 역할 분담 재조정 방향은 현재 서비스 공급 및 관리, 감독 기능이 사업자와 규제자가 동일한 형태에서 분리되는 형태로 추진하면서 민간에 제한적이었던 시장 진입을 서비스 공급의 중추적인 역할로 확대시킨다는 것이다. 둘째, 상하수도 사업자에 대한 비경쟁적인 사업구조 개편, 시장 원리가 적용되는 경쟁체제로 전환한다는 것이다. 셋째, 상하수도 미보급지역, 노후관망, 대체수원개발 등 상하수도 인프라에 대한 지속적인 투자를 이끌어 내면서 관련된 산업역량을 끌어올린다는 것이 주요 전략이다.

향후 예정된 투자계획(안) 은 총 9조4천억원

향후 예정된 투자 예산안은 총 9조4천억원 수준이다. 이 중 2008~2010년 5조 5천억원, 2011~2012년에 3조 9천억원이 투입될 예정이다. 부분별로 보면 공공투자의 지속적 확대 및 수행에 집중되어 있고 선진 물 관리시스템 도입 및 하수처리수 재이용 확대에 1,100억원 가량이 배정되어 있다. 해양 심층수 조기 산업화 및 물 산업 육성 관리 부문에 각각 58억원, 47억원이 예정되어 있어 향후 투자의 대부분은 역시 공공 부문 시설 투자에 집중될 것으로 예상된다.

정부 물산업 육성 5 개년 세부추진계획 목표(2007. 7. 16)



자료: 환경부, 우리투자증권 리서치센터

수처리 선진화 사업 단계별 추진 전략



자료: 환경부, 우리투자증권 리서치센터

Ⅲ. 국내 업체들 수처리 시장 진입 활발

1. 국내 수처리 시장 분석

수처리 시장은 크게
해수담수화, 상하수도
건설, 부품제조로 나뉘어

수처리 관련 기업 분류를 해보면 크게 해수 담수화, 상하수도 건설, 부품제조 분야로 나뉜다. 해수 담수화 부분에서는 두산중공업을 비롯해 대형 건설사들이 설비 및 처리장 건설을 담당하고 있다. 상하수도 건설 부문은 삼성엔지니어링, 동양철관, 한국주철관 등이 선두 업체로 파악된다. 부품제조 분야는 최근 필터 수요 급증에 따라 향후 성장성이 가장 두드러지는 분야인데 전통 섬유소재 업체들의 진출이 주목할만 하다. 코오롱, 웅진케미칼등의 섬유업체들이 원재료 부담 항상 존재하는 섬유업 대신에 신규 성장 동력 확보 차원에서 진입한 것으로 판단된다.

현재 전체시장의 17%에
불과한 하수처리, 생수,
정수 시장에 집중하고
있는 상황, 향후 시장 참여
더욱 활발해질 것

앞서 언급한 수자원 시장 분류를 살펴보면 국내 수처리 업체들의 현재 상황은 17%에 불과한 하수처리 및 생수, 정수 시장에만 국한되어 있다. 상하수도 시장이 83%나 되는 상황에서 위탁 운영은 일부 건설 업체 및 엔지니어링 업체에 의해 이미 시행되고 있으나 시범 운영 성격이 크고 대부분의 수처리 업체들은 생수, 정수, 하수처리 분야에만 집중하고 있다. 현재 수처리 시장에 진입하고 있는 업체들은 단순한 정수 및 하수 처리 부분의 성장성을 보고 진입한 것이 아니라 향후 단계별로 성장할 상하수도 시장을 보고 진입한 것이다. 이미 베올리아와 인천하수 종말 처리장의 BOT계약 체결에서도 알 수 있듯이 글로벌 업체들의 국내 시장 진출이 더욱 활발해질 전망이다. 향후 2015년경 15조원에 이를 것으로 예상되는 물 시장 선점을 위한 국내 업체들의 시장 참여도 더욱 늘어날 전망이다.

국내 수처리 관련 기업 현황

구분	기업명	코드	특징
해수담수화	두산중공업	034020 KS	해수담수화 설비 40% 점유율, 세계 1위
	코오롱건설	003070 KS	폐수하수처리, 정수 순수처리
	GS 건설	006360 KS	하수처리, 폐수종말처리
	대우건설	047040 KS	하수처리, 상수도분야, 처리시설 지하화
	태영건설	009410 KS	다목적댐, 하천부속물 제조, 하수처리장 건설, 분뇨처리
	뉴보텍	060260 KQ	상하수도 공사 전문 건설 면허 취득
상하수도건설	삼성엔지니어링	028050 KS	하수처리 폐수처리 전문, 송도 하수처리시설 수주
	코오롱건설	003070 KS	하수처리 폐수처리 전문
	한국주철관	000970 KS	상하수도 주철관 생산
	동양철관	008970 KS	수도용 도복장 강관 제조업체
	하이스틸	071090 KS	상하수도 탄소 강관 제조업체
부품제조	웅진케미칼	008000 KS	필터제조
	에스피제이	047770 KQ	수처리장치 제조업체
	AJS	013340 KQ	상하수도 관이음쇠 제조업체
	시노팩스	025320 KQ	산업용 필터, LCD 필터

자료: 우리투자증권 리서치센터

IV. 국내업체들에 대한 투자전략

1. 성장국면: 장비 업체, 성숙국면: 운영 업체

수처리 시장 성장시 초기 단계에는 장비 업체가 성숙기에는 운영업체가 주목 받을 것

국내 수처리 시장 성장을 길게 놓고 본다면, 단기적인 성장 국면에서는 장비 업체들이 주목을 받을 것으로 예상되며 성숙기 진입 국면에서는 운영 업체들이 주목을 받을 전망이다. 이제까지 수처리 시장에 참여하고 있는 업체는 코오롱, 웅진케미칼, 두산중공업, 삼성엔지니어링, 태영건설, 대우건설, 한화건설 등이 참여하고 있는데 주로 하수종말 처리나 폐수처리에 집중하고 있다. 삼성엔지니어링이나 태영건설 등이 기존의 사업 부문과 크게 차별화되지 않는 플랜트나 하수처리장 건설을 하고 있으며 두산중공업 같은 경우에는 해수담수화 부문에서 이미 40%의 시장 점유율을 보이고 있다. 대부분의 건설업체들이 수처리 시장에 진입하는 형태는 상수도 설비 및 하수 관리등에 제한되어 있고 운영사업 등의 토털 솔루션을 제공하는 형태는 아직 찾아보기 힘들다. 삼성엔지니어링의 경우에는 아랍에미레이트에서 500억원의 폐수 처리 시설을 수주하는 등 플랜트 위주의 사업을 진행하고 있고 태영건설은 전국 38개 하수처리장을 위탁 운영하는 형태로 사업을 진행 중이다.

수처리 관련 운영사업을 하기에 초기 비용 부담과 Reference(사업경험) 부족

국내 업체들이 수처리 관련 운영사업을 하기에는 초기 비용 부담이 너무 크다. 대부분의 개발도상국 및 저개발 국가들은 정부의 예산 부족 및 프로젝트 파이낸싱 형태의 사업을 원하고 있어 수에즈나 베올리아 같은 다국적 수처리 기업들은 장기적인 수익 창출을 목표로 초기에 막대한 투자금을 투입시킨다. 이후에 정수 및 하수 처리 시설 설치부터 운영계약까지 10년 단위 또는 30년 이상의 장기 계약을 통해 수익을 창출하고 있다. 따라서 재무적 유동성이 풍부한 상태가 아닌 국내 수처리 업체가 운영 노하우 및 경험도 없는 상태에서 시장 진입에 성공할 가능성은 극히 낮다.

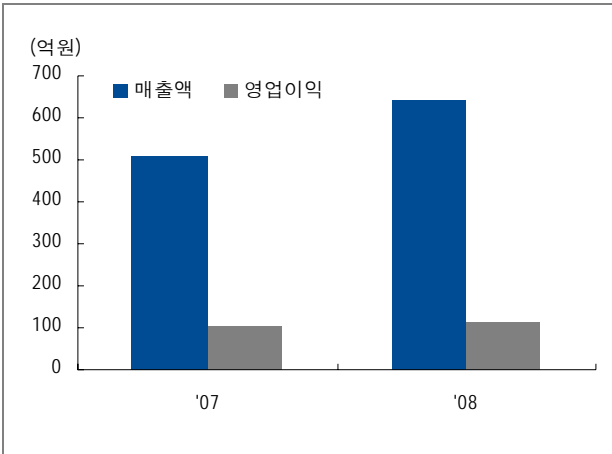
국내시장 또한 운영사업은 시장 개방 미비로 수익성 부족

국내 상수시장의 민영화율은 0%이다. 따라서 운영 노하우를 가진 국내업체가 거의 없다. 경제적으로 안정된 선진 시장에 진입하기에는 어렵고 글로벌 시장에서도 투자형 사업을 제외하고는 경쟁력을 차별화시킬 만한 부분이 부족하다. 따라서 국내 운영사업은 민영화 및 수처리 업체 육성에 관한 정책적 지원과 제도 개선이 선제되어야 한다.

장비 사업은 국내 수요 풍부 및 안정성 확보

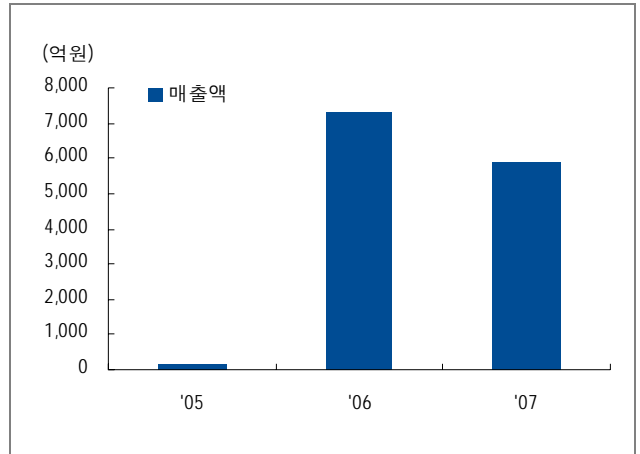
따라서 결론적으로 국내 수처리 산업에 진입하는 업체들은 장비 및 설비 사업에 주력해야 된다고 판단된다. 두산중공업의 담수설비 사업의 성공적 해외 진출에서 알 수 있듯이 수처리 기술 트렌드에 맞추어 발빠른 기술 개발을 통해 시장 진입을 이루어 나간다면 거대한 신흥국들의 수처리 설비 시장 진입이 불가능한 것은 아니다. 웅진케미칼은 이미 베올리아에 필터를 납품하고 있으며 국내 정수용 필터를 웅진코웨이로 납품을 시작하고 있다. 또한 코오롱 및 시노펙스등의 일부 업체들 또한 산업용 필터 기술 개발에 성공하여 해외 시장 공략을 준비중에 있다. 필터를 중심으로 한 장비 사업은 경쟁력 확보가 충분히 가능하다는 판단이다. 또한 수도관 노후화로 인한 교체 수요를 감안한다면 한국주철관, AJS등 수도관 관련업체들도 시장 성장기에는 투자가 유망할 것으로 판단된다.

웅진케미칼 필터 매출액과 영업이익 추이



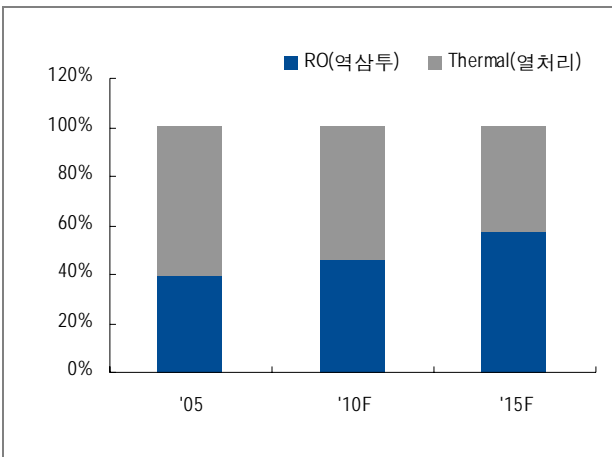
자료: 각 사 자료, 우리투자증권 리서치센터

코오롱건설 환경 부문 매출액과 영업이익 추이



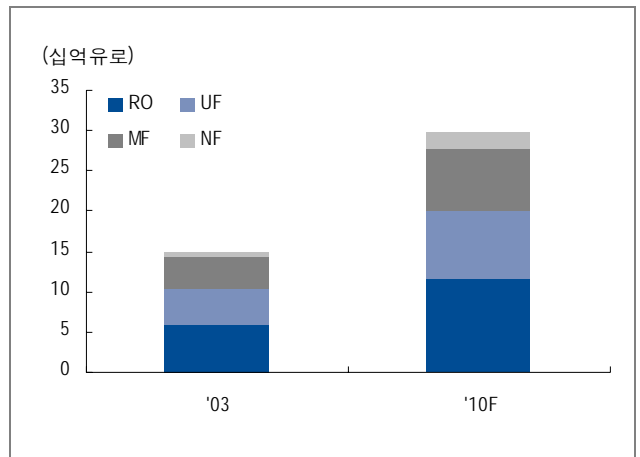
자료: 각 사 자료, 우리투자증권 리서치센터

수처리 필터 기술 트렌드 변화



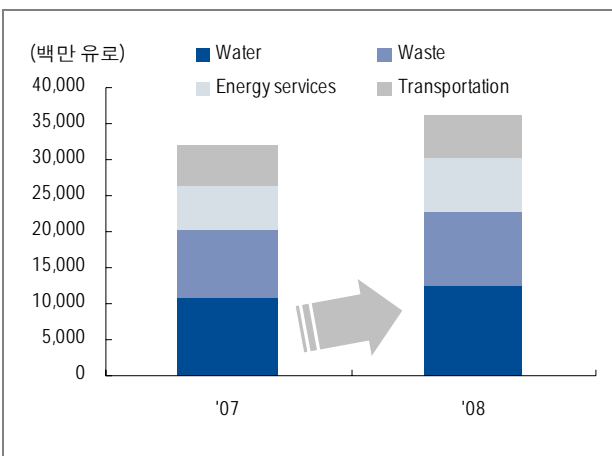
자료: Desalination Market 2005-2015, GWI2004

멤브레인 필터 성장 전망



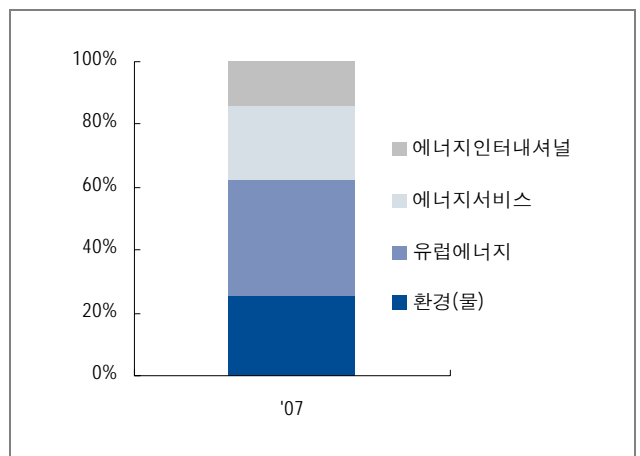
자료: LG경제연구원

베올리아의 매출구성



자료: veolia, 우리투자증권 리서치센터

수에즈의 매출구성



자료: 수에즈, 우리투자증권 리서치센터

2. 장비 중에서는 필터 및 수도관 관련 업체 성장성 높아

필터 시장 성장에 따른 업체들의 수혜 전망

최근 필터 시장의 성장이 주목받고 있는 이유는 가격의 경제성이다. RO가격은 10년간 75% 가량 하락하였고 지속적으로 소모되는 전기량 또한 기술 개발로 인해 50%정도 절감되었다. 따라서 기존의 생화학처리나 대규모 Thermal(열처리)방식에서 고성능의 분리막 기술이나 자외선 살균 처리 방식으로 추세가 바뀌고 있다. 따라서 필터 원천 기술을 보유한 업체들에 대한 수요가 증가할 것으로 판단된다.

국내 업체 동향

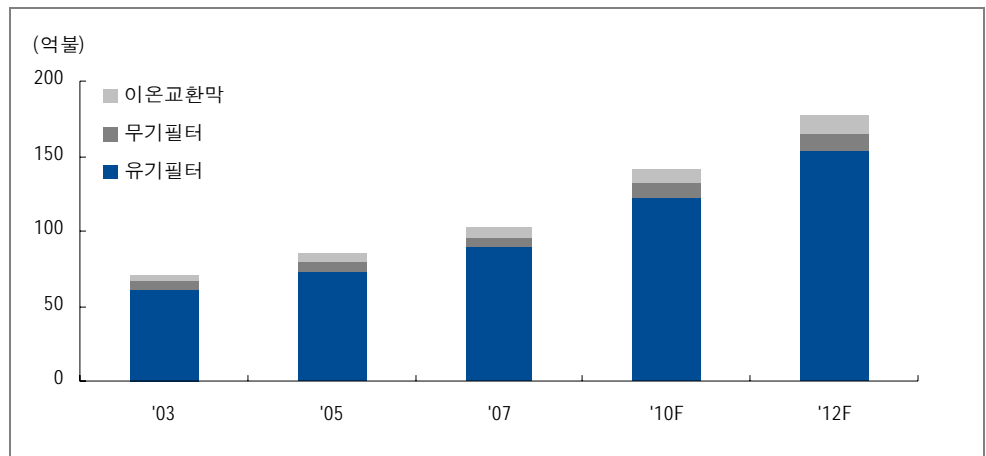
국내에서는 웅진케미칼이 RO필터에 대한 원천기술을 바탕으로 웅진코웨이에 가정용 필터를 납품하고 있다. 정수기 수처리에 있어 RO필터가 적극적으로 사용됨에 따라 추가적인 매출 확대를 예상해볼 수 있고 기존에 수처리 관련 필터를 수출하고 있던 사업 reference를 가지고 있어 향후 중국 등을 비롯한 수출 물량 확대도 기대해볼 수 있는 상황이다. 코오롱은 지주회사 및 코오롱건설을 중심으로 TF팀을 구성, 그룹 전체적인 측면에서 필터 생산을 준비 중에 있다. 코오롱생명공학에서는 수처리약품을 코오롱 건설이 수처리장 건설을, 환경관리공사에서는 운영을 담당하는 형태로 전사적으로 물 산업에 대한 청사진을 제공하고 있다. 중소형 업체 중에서는 시노펙스가 수처리 관련 산업용 필터를 몇몇 하수처리장에 납품을 시도하고 있으며 나머지 필터 관련된 업체들의 매출은 미미한 수준이다.

정제 기술별 필터 분류

구분	제품	특징	비고
멤브레인	RO (역삼투)	1) 막에 오염물질이 쌓이는 침전현상이 적기 때문에 비교적 막의 수명이 길어 2) 저압 멤브레인의 개발로 수도압 정도의 압력으로도 정수 가능	최근 기술 혁신을 통해 가격이 지난 10년간 75%정도 하락, 전기소모량도 5년 전에 비해 50% 감소
	Micro	-	
	Ultra	상대적으로 낮은 수압에서도 사용 가능	
	Nano	역삼투압과 비슷한 구조를 가짐	
생화학			인건비와 유지관리 비용이 높음
자외선 살균 처리		물리적, 화학적 변형이 없어 식수 살균에 많이 이용	살균효과가 높고 유지 관리 비용이 낮음

자료: 우리투자증권 리서치센터

필터 종류별 시장 규모 추이



자료: 2004 Membrane industry, 우리투자증권 리서치센터

V. 향후 모멘텀 점검

1. 정부의 지원책, 한-EU FTA, ISO/TC224

상하수도 사업의 수익성 제고 및 누수 방지 위한 정책 지원 나올 것

현재 국내 상하수도 시설은 소유와 수도요금 결정권, 징수는 지방자치단체에서 보유하고 있고 민간 위탁업체를 통한 운영 사업을 시범 운영하고 있다. 수익성 제고 여부, 누수율 제고 여부, 요금 수준의 현실화 가능성 등이 우려로 작용하지만 대다수 지자체의 상수도 사업이 적자를 기록하고 있는 상황(보조금 제외 시)에서 수자원공사 측에서의 효율성 제고만을 기대하기는 힘들어 보이고 향후 어떤 방식으로든 정책적 지원방안이 나올 것으로 판단한다.

아직 경쟁력 충분히 확보치 못한 국내 업체 지원 가능성 풍부

국내 상수도 시장 규모는 환경부에 따르면 5조 4,800억원에 이른다. 그만큼, 글로벌 수처리 업체들이 충분한 매력을 느낄만한 시장이다. 하지만 민간 위탁을 하게 되면 필연적으로 수도요금 인상이 뒤따르게 되고 물가 상승 및 지방자치단체, 시민단체 등의 반발이 예상되어 쉽게 진행될 사항은 아니다. 따라서 국내 업체들의 현재 수처리 운영분야에 대한 진입을 장려하고 있는 상황임을 감안할 때 향후 시장 개방 시에 해외 업체보다는 국내 업체들에 의한 위탁 운영이 지속적으로 지원될 것으로 판단된다.

한-EU FTA체결 및 상하수 도 서비스 국제표준화 (ISO/TC224)가 임박

물 서비스 시장에 대한 개방화, 국제화는 지속적으로 강화될 것으로 판단된다. 최근 한-EU FTA 체결에 대한 효력이 본격화되면 EU에서 수처리 운영에 대한 풍부한 노하우를 가진 글로벌 수처리 업체들의 개방 압력은 더욱 강화될 전망이다. 또한 상하수도 서비스 국제 표준화(ISO/TC224) 또한 현재 검토 단계에 있어 조만간 구체적인 적용 방안이 도출될 것으로 예상된다.

VI. 국내 업체들 Risk 요인 점검

1. 운영 사업의 성급한 해외 진출

해외 진출은 운영 노하우가 축적된 후에

대표적인 기업인 베올리아의 중국 청도 사업을 예로 들어보면 총 투자금액이 113.1백만유로를 투자해 18년간의 수도물 생산시설에 대한 BOT를 체결하였다. 금액은 베올리아가 18%, 마루베니가 12%, 금융권 차입이 70%로 조달되었다. 우선 대부분의 운영사업은 초기 PF자금을 활용한 차입금 형태로 진행되며 글로벌 기업은 풍부한 운영경험을 바탕으로 빠른 시일내에 수익성을 극대화시킨다. 반면, 국내기업은 제도적인 한계로 상수도 사업의 경우에는 운영 경험이 전무하고 초기 시행착오를 감안한다면 운영 사업의 해외 진출에는 리스크 요인이 많다고 할 수 있다. 따라서 무리한 해외 진출 보다는 JV형태로나 시설 부문의 파트너십 계약을 통한 해외 진출이 바람직하고 향후 어느 정도의 운영 노하우가 축적된 후에 본격적인 해외 시장 공략이 바람직할 것으로 판단된다.

2. 글로벌 업체들의 적극적인 국내 시장 공략 가능성

운영 사업에서는 절대 열세

베올리아는 2001년 인천광역시와 BOT계약을 체결, 하수처리장 2개를 건설하고 운영 하고 있다. 계약기간은 2001년부터 20년간이며 베올리아 컨소시엄에서 100% 자금조달을 마쳤다. 향후 시장 개방의 정도에 따라 본격적인 해외 업체들의 국내 시장 진출이 예상되며 한-EU FTA체결 이후 본격화될 전망이다. 경쟁력은 우선 막대한 자금력과 운영 노하우이다. 국내 업체들이 입찰에 뛰어들 경우 자체자금보다는 레버리지를 사용할 가능성이 크며 운영경험이 부족한 상황에서는 차별화된 경쟁력을 보이기는 힘든 상황이다. 따라서 앞으로 국내 수처리 운영 업체의 육성이 시급한 상황이며 정부의 정책적 지원 없이 글로벌 업체와 경쟁에 나서기는 쉽지 않은 상황이다.

RO필터 및 수처리 막, 설비 사업에서 더욱 경쟁력 키워야

국내 업체들이 단시간내에 경쟁력을 확보할 수 있는 부분은 설비 시공 및 수처리 장리 부분으로 전망된다. 두산중공업의 담수설비 Thermal 방식에서 40% 이상의 시장 점유율을 가져가고 있는 것처럼 국내의 삼성엔지니어링, 코오롱건설 등은 설비 분야에서는 충분한 기술력과 경험을 가지고 있어 향후에도 지속적인 시장 개발이 이루어 간다면 해외 시장에서도 수익성을 창출할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 RO막 원천기술을 가지고 있는 웅진케미칼의 경우에도 기술력을 인정받아 중국이나 중동 시장의 글로벌 운영 업체들에게 수처리 장비를 납품하고 있으며 향후에도 수출 확대가 예상된다. 이렇듯 아직까지 제도적인 진입 장벽으로 글로벌 업체가 국내 시장에서의 본격적인 영업활동을 못하고 있는 상황에서는 국내 업체들의 경쟁력 강화가 시급한 상황이며 향후 글로벌 업체들과의 경쟁 강도는 더욱 심화될 전망이다.

VII. Top Picks: 웅진케미칼

수처리 산업 Positive 의견 제시

국내 수처리 산업은 이제 시작단계이다. 상하수도의 민영화 및 EU와의 FTA체결 등이 수처리 산업의 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 판단되며 강원도를 비롯한 소외 지역에서의 물 부족 현상이 심화되고 있어 수도요금 현실화를 비롯한 여러 가지 제도적 방안이 강구될 것으로 전망된다. 제도 완화에 따른 시장 성장은 필수 귀결인 것으로 판단되며 그 중 이미 필터에 대한 원천기술을 보유한 업체들은 지속적인 성장을 해나갈 것으로 보인다. 따라서 수처리 산업에 대한 Positive의견을 제시한다.

Top Picks는 웅진케미칼

수처리 산업 Top Picks로는 웅진케미칼을 추천한다. 웅진케미칼의 투자 포인트는 크게 세 가지이다. 1) 과거 워크아웃 기업이었던 새한에서 탈바꿈하여 Fiber, Textile, Filter, 광학소재 전 사업부의 수익성 확보가 예상되고 2) 웅진코웨이라는 든든한 Captive 시장을 바탕으로 필터 부문이 지속적으로 성장해나갈 것으로 판단되며 3) 재무구조 개선 작업이 가속화되어 안정된 Cash flow를 바탕으로 향후 소재 전문 기업으로의 변신이 예상된다. 한국주철관은 자산가치에 비해 영업가치가 평가 절하되어 왔으나 최근 판급 수주 증가로 인해 영업가치 증대가 예상된다. AJS 또한 최근 수도권 교체에 따른 수주 증가 및 어닝 모멘텀이 예상되는 업체이다.

코오롱은 수처리에 관한 토달 솔루션을 보유

코오롱은 그룹 내 각 부문별 연계를 통한 수처리에 관한 토달 솔루션을 제공하고 있다. 전체적인 수처리부문의 전략은 코오롱 그룹내의 코오롱 워터가 담당하고 있고, 시공사업부문은 코오롱 건설 및 환경 서비스, 운영사업부문은 환경시설관리공사, 소재 및 시스템 사업부문은 코오롱 베니트, 코오롱생명과학 등이 담당하고 있다. 현재는 각 부문별 합산 기준으로 3800억원 정도의 매출 규모를 가지고 있으나 2010년에는 8,000억원의 매출 신장을 모색하고 있다. 국내 수처리 업체중 가장 다변화된 포트폴리오를 보유하고 있고 향후 수처리 시장 확대에 따른 가장 큰 수혜가 예상되는 업체이다.

Ⅶ. [참고] 해외 수처리 업황 분석

1. 세계 수처리 시장의 경쟁 구도

운영노하우와 막대한 자금 력으로 글로벌 업체들의 경쟁력 지속 전망

2007년 기준으로 세계 15대 물기업 현황을 살펴보면, 글로벌 과점화 경향이 뚜렷하게 나타난다. 특히 베올리아와 수에즈(몬테오 워터)는 100년 이상 수처리 관련 사업을 해왔던 노하우와 선진 기술력이 합쳐져 차별화된 경쟁력을 만들고 내고 있다. 베올리아와 수에즈의 사업 방향은 수처리 공정 한 분야에 치우치지 않고 운영사업과 시설물 사업 모두를 제공하는 토털 솔루션이다. 물 산업의 주요 영역별 시장 규모는 운영 산업이 36%, 필터 및 제조 관련 산업이 34%, 건설 관련 시장이 30% 정도로 파악된다.

LG경제연구원의 산업별 수익성 분석에 따르면 정수처리 및 하수 처리 장치 제조업, 화학약품 제조업이 20% 정도의 이윤을 향유하고 있으며 운영 산업도 10%의 양호한 수익성을 기록하는 것으로 보고 있다. 운영산업이 보통 10년 단위 이상씩 장기계약으로 이루어지고 있음을 감안할 때 운영 산업 또한 장기 수익 창출 측면에서 보면 굉장히 매력적인 분야이다. 일반 시설물 건설이나 장치 제조는 기술적인 수준과 영업 reference만 갖추어 진다면 비교적 손쉽게 진출할 수 있지만 운영 산업 같은 경우에는 장기적인 운영에 대한 노하우와 경험, 초기 투자 비용 부담이 필수적이다. 따라서 글로벌 메이저 업체들의 현재의 해외 시장에서의 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 판단되며 시설물 건설 및 장치 제조 분야에서의 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 판단된다.

물산업 제조 전문 기업들은 M&A를 통해 높은 기술력 확보

장치 제조 분야의 경우에는 급격한 시장 성장에 대응하기 위한 기업들의 M&A가 활발하게 이루어 졌다. 지멘스는 2004년 베올리아의 장비산업 부문인 US filter를 인수, 3M은 2005년 필터 분야 선두 업체인 CUNO를 인수하였고 GE의 경우에는 1999년 Glegg를 시작으로 2006년 Zenon 까지 총 5개의 M&A를 통해 멤브레인을 비롯한 필터 제조 기술 역량을 확보했다. 국내에서도 웅진케미칼이 웅진코웨이의 필터 사업부문을 인수하였고 코오롱의 경우에는 환경시설관리공사의 지분 100%를 524억원에 인수하는 등 M&A를 통한 기술력 확보 과정이 이루어졌다. 국내 업체의 경우 웅진케미칼이 RO필터의 원천기술을 보유하는 등의 일부 성과를 보이고 있으나 글로벌 시장의 직접 진출을 위해서는 추가 기술 개발 및 추가적인 선진 장비 업체들의 M&A가 필요하다.

세계 15대 물기업 현황(2007년 기준)

순위	기업명	기업형태	최근매출액(억원)	서비스 인구(만명)	해외비중(%)	소유구조
1	베올리아 워터	민간	15,670	13,390	82	프랑스에금공탁금 10%, EDF 4%, Vivendi 5%
2	몬테오 워터	민간	7,829	12,250	86	GDF 와 Suez 합병(정부지분 35.6%)
3	알베에	민간	6,341	3,970	63	
4	유나이티드 유틸리티	민간	2,579	2,383	57	
5	아쿠아리아	민간	1,260	2,290	43	
6	사베습	공	3,098	2,280	0	Sao Paulo 주정부
7	아그바	민간	2,217	2,205	41	French Capital
8	제네럴 워터	합작		1,710	0	
9	템즈워터	민간	2,794	1,705	33	Kemble Water Limited
10	시노프렌치	합작		1,612	0	Suez 와 홍콩 NWS 합작
11	ACEA	공		1,565	37	로마시 51%
12	Severn Trent water	민간	2,889	1,118	26	Seven trent Group
13	Saur	민간	1,539	1,392	58	AXA investment managers 20%
14	Tianjin Capital EP	민간		1,135	0	
15	COPASA	공	942	1,130	0	주정부 59.77%

자료: 우리투자증권 리서치센터

2. 글로벌 수처리 운영업체들의 점유율은 더욱 늘어날 것

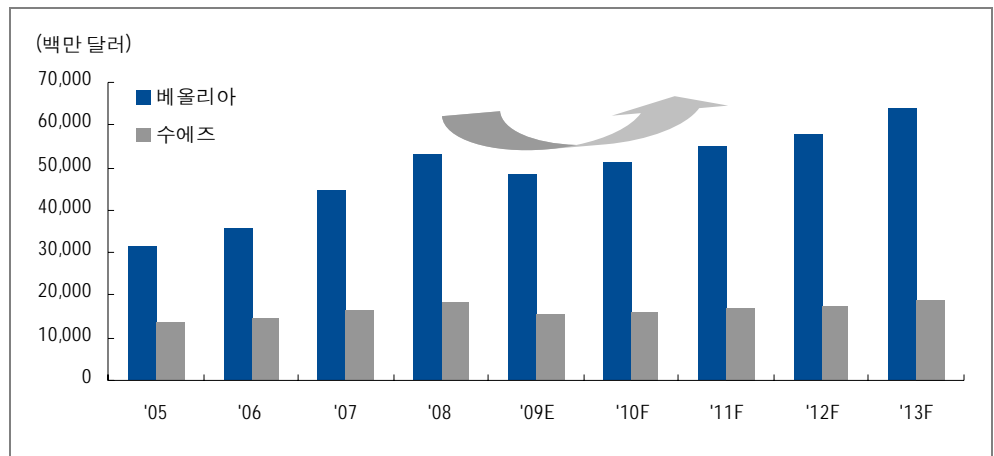
물 산업의 양대 산맥, 베올리아와 수에즈, 글로벌 업체들의 시장 점유율은 더욱 확대될 전망

물 산업의 양대산맥은 역시 베올리아와 수에즈이다. 베올리아는 1853년에 설립, 155년 역사의 환경 전문 업체이다. 사업 범위가 수처리에 한정되어 있지 않고 도시정화사업, 토양재건, 폐기물 처리까지 환경에 관련된 다양한 영역에서 사업을 진행하고 있다. 사업영역은 유럽, 아시아, 미국, 중동, 오세아니아에 이르기까지 전 세계에서 다양한 국가에서 사업을 벌이고 있으며 해외에서의 매출비중이 56%에 달한다. 수처리 부문은 전체 매출의 34%에 이르는 것으로 파악되며 최근 민영화가 활발하게 진행중인 중국이나 중동, 동유럽 등에서 수처리 운영사업에서 독보적인 시장 지위를 보이고 있다.

수에즈 또한 150년 이상 유럽의 수처리 및 폐기물, 에너지, 연료운송, 천연가스 시장에서 돋보이는 사업 영역을 확장해 왔다. 2007년 기준으로 북미와 남미 시장의 에너지 시장에서 높은 시장 점유율을 보이고 있다. 수처리 분야에서만 전 세계에 6,800만명의 종업원을 고용하고 있을 정도로 높은 고용 창출효과를 보이고 있으며 최근 글로벌 경기 위축에도 불구하고 개도국에서의 사업 확장에 따라 추가 인원 확충을 하고 있을 정도로 높은 산업 성장세를 향유하고 있다.

여기서 주목해야 할 점은 수처리 시장은 대부분 대규모의 운영사업 형태로 참여해서 25년 이상의 장기 계약을 통해 수익을 창출하고 있다는 것이다. 중국을 예로 들면, 중국의 상하수도 사업의 민영화율이 5% 수준에 불과하지만 글로벌 업체들의 상하수도 시장 점유율은 60%에 달한다. 따라서 글로벌 시장에서의 투자형태의 운영사업 진출은 현실적으로 어려운 상황이며 운영사업의 경우에는 국내 시장의 법 규정 완화 및 시장 개방 시 국내 업체들의 차별화된 접근 방법이 필요하고 장치 및 제조 분야에서는 적극적인 기술 개발을 통한 수출 정책이 바람직할 것으로 판단된다.

글로벌 메이저업체들의 매출액 추이



자료: Bloomberg

3. 향후 성장 전략 키워드는 글로벌, M&A, 중국

수익성 확대는 유럽에서 신흥개발국으로

베올리아와 수에즈의 전체 매출은 아직까지 80% 이상 유럽지역에서 발생하고 있다. 활발한 해외 진출 전략 및 68개국에서 환경 산업을 벌이고 있는 점을 감안할 때는 유럽 외 지역에서의 매출비 중이나 수익 기여도는 아직 낮다. 하지만 전면 시장 개방이 이루어져 있는 대부분의 유럽 국가와는 달리 아시아, 남미 등의 신흥개발국가들은 시장 개방이 아직 초기단계에 불과하고 향후 시장이 큰 폭으로 성장할 가능성이 크다. 따라서 초기 수처리 설비 등에 대한 CAPEX 부담을 감내해도 장기적 수익창출 가능성이 풍부한 신흥개발국으로의 투자는 계속 이루어질 것으로 판단한다.

장비 설비 업체들은 수직계열화를 위해 M&A는 계속 진행될 것

GE나 지멘스, 3M같이 제조업 기반 업체들은 장비나 설비 업체들의 M&A를 통해 지속적인 수처리 산업 분야에 진입하고 있다. GE는 Ionics를 2005년에 11억달러에 인수했고 지멘스는 베올리아의 장비 사업부문인 USfilter를 인수한 경험이 있다. 수처리 분야의 독보적 입지를 가지고 있는 베올리아나 수에즈가 서비스 운영분야에 집중하기 위해서 설비 관련 계열사들은 매각했다. 향후에도 장비 설비 업체들의 관련 설비의 수직 계열화를 위한 M&A 움직임은 지속될 것으로 판단된다.

중국의 블루 골드 시장을 잡기 위한 움직임 더욱 활발해질 것

세계 수처리 시장 중 가장 빠른 성장률을 보이는 곳이 바로 중국이다. 업체별 움직임을 살펴보면, 베올리아는 푸동수도회사의 지분 50%를 취득할 때 시장 가치의 2배 이상의 프리미엄을 줄 만큼 중국 시장 진입에 적극적이다. 초기의 일시적인 손실보다는 장기 성장성에 큰 무게를 두고 있으며 실제로 중국 내 20여개의 상하수도 사업계약을 베올리아가 독점하고 있다. 중국 수처리업체인 CWA(China Water Affairs)같은 경우는 연평균 매출성장률이 300%에 달할 만큼 고성장세를 보이고 있다.

코오롱 또한 이러한 중국시장의 고성장세를 감안하여 최근 CWA와 합작법인을 설립하여 중국 시장의 수처리 운영분야에 진출을 모색하고 있으며 향후 운영 경험이 갖추어진 후에 본격적인 시장 진입을 계획하고 있다. 최근 중국 정부는 11차 5개년 경제개발 계획을 통해 2010년까지 정수 보급률 95%, 하수처리율 70%, 하수관거 보급률 90%까지 높일 계획을 가지고 있으며 총 878억 달러의 예산을 책정하고 있고 향후에는 1500억 달러까지 예산이 증가할 가능성이 높다.

글로벌 메이저업체들의 성장 추이

	유럽 위주의 성장	신흥국 본격 진출	본격적 시장 성장
주체	- 베올리아, 수에즈 등이 100년 이상 유럽시장의 수처리 운영 분야에 진출 - 운영, 시설 일괄 솔루션 제공	- GE, 지멘스 등의 수처리 장비 및 시설 분야에 진출 - 활발한 M&A를 통한 수처리 기술력 확보	- 베올리아와 수에즈 등 선두 글로벌 업체들의 운영 사업에 집중 - 시설 분야는 지멘스, GE등이 집중
성장 동인	- 수처리 시장의 빠른 민영화 흐름을 간파, 운영 노하우 축적 - 빠른 M&A를 통한 시설 업체들 까지 수직 계열화	- 아시아 시장의 경제력 향상에 따른 수처리 수요 급증 - 공업용수 정제 수준이 아닌 식음용 분야까지 진출	- 중국 시장의 성장으로 인해 막대한 자금력을 바탕으로 한 글로벌 업체들의 선두 시장 진입
주요 내용	- 프랑스, 이탈리아 등의 상하수도 완전 민영화에 따른 시장 개방으로 글로벌 업체들이 손쉽게 시장 진입이 가능	- 중국, 남미 시장이 경제성장을 거듭하면서 수처리 수요 급증	- FTA활성화 및 중국 시장의 성장으로 인해 운영사업과 시설 사업의 세분화 및 고유 영역에 사업 집중

자료: 각 사 자료 종합, 우리투자증권 리서치센터

Global Peer Valuation Comparison

**ROE가 20%가 넘는 글로벌
수처리 업체들은 PER 기준
20배에 가까운 높은 밸류
에이션 프리미엄 향유**

베올리아와 수에즈의 경우에는 수처리 사업 분야뿐만이 아니라 폐기물, 운송 등의 기타 환경부문에서도 수처리에 버금가는 매출액과 영업이익을 창출하고 있다. 수익성 측면에서 살펴봐도 대부분의 사업부분이 15%이상의 높은 ROE를 기록하고 있어서 아직 시작 단계인 국내업체들과의 직접적인 밸류에이션 비교는 어렵다고 판단된다. 웅진케미칼은 2008년 흑자 전환을 시작해서 밸류에이션이 어려운 상황이고 코오롱의 경우에는 수처리 관련 사업부가 전 계열사로 나뉘어져 있어 코오롱에 직접적으로 밸류에이션을 적용시키기 힘든 상황이다. 하지만 국내 업체 중 수처리 토털 솔루션에서 확고한 시장 지배력을 가지고 이익을 창출하면 타 업종과 차별화된 높은 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 있을 것으로 전망되는 것은 글로벌 수처리 업체의 높은 밸류에이션을 보면 알 수 있다.

Global Peer Analysis I – Earnings		(단위: 백만달러)						
회사명		VEOLIA	SUEZ	DAIKIN	SMC CORP	C.H ROBIN	SANDVIK AB	KUBOTA CORP
주가 (\$, 5월25일)		21.0	12.5	23.5	91.9	38.1	5.4	4.8
시가총액		9,900.5	6,125.6	6,890.2	6,604.1	6,478.2	6,381.4	6,124.1
매출액	2008	44,643.9	16,465.8	7,799.3	2,904.6	7,316.2	12,773.8	9,640.5
	2009E	48,621.7	15,607.7	12,752.6	2,858.1	9,413.1	9,292.2	11,356.3
	2010F	51,556.5	16,201.1	12,091.1	1,915.3	9,566.7	8,791.8	10,725.7
영업이익	2008	3,416.4	1,452.3	692.1	760.7	509.7	2,113.9	1,114.6
	2009E	3,089.5	1,351.8	600.4	527.1	572.3	959.3	1,083.3
	2010F	3,439.7	1,336.6	637.7	77.5	631.1	995.0	860.1
EBITDA	2008	5,221.7	2,485.2	987.6	861.3	537.1	2,569.2	1,346.3
	2009E	5,514.6	2,647.6	1,031.1	674.1	602.6	1,338.3	1,392.0
	2010F	5,921.9	2,703.7	1,366.9	218.2	666.8	1,395.7	1,227.5
순이익	2008	1,269.6	672.8	390.1	539.3	324.3	1,348.7	653.8
	2009E	997.5	721.5	246.9	284.3	359.2	503.5	543.4
	2010F	1,156.9	624.2	339.0	68.9	399.5	560.0	486.1
EPS	2008	3.0	N/A	1.5	7.5	1.9	1.1	0.5
	2009E	2.2	1.3	0.8	4.4	2.1	0.4	0.4
	2010F	2.5	1.2	1.1	1.7	2.4	0.5	0.4
BPS	2008	24.3	N/A	13.0	63.2	6.1	3.7	4.3
	2009E	22.4	10.4	20.5	75.1	7.1	3.3	5.2
	2010F	23.1	10.2	22.4	73.5	7.7	3.4	5.4
Net Debt (-Net Cash)	2008	21,345.9	7,914.2	3,175.7	-1,434.2	-367.3	4,147.1	2,273.2
	2009E	21,585.5	7,485.9	2,661.0	-1,583.1	-520.0	3,231.7	2,998.1
	2010F	22,075.0	7,908.3	2,399.9	-1,742.5	-696.0	2,824.6	2,559.3

자료: Factset, Reuters, I/B/E/S 전망(해외 동종업체), 우리투자증권 리서치센터

Global Peer Analysis II – Valuation

회사명		VEOLIA	SUEZ	DAIKIN	SMC CORP	C.H ROBIN	SANDVIK AB	KUBOTA CORP
PER (배)	2008	28.26	n/a	23.6	18.0	29.1	14.5	17.2
	2009E	9.5	9.3	28.0	21.2	18.1	12.1	11.3
	2010F	8.4	10.4	21.5	53.5	16.0	11.2	12.2
PBR (배)	2008	3.7	n/a	2.7	2.1	8.9	4.6	2.0
	2009E	0.9	1.2	1.2	1.2	5.3	1.6	0.9
	2010F	0.9	1.2	1.1	1.3	4.9	1.5	0.9
EV/EBITDA (배)	2008	6.3	5.5	9.4	7.5	9.9	7.2	6.9
	2009E	6.3	5.5	9.4	7.5	9.9	7.2	6.9
	2010F	6.0	5.5	6.9	22.4	8.7	6.6	7.4
ROE (%)	2008	15.5	13.7	12.3	12.6	32.7	33.3	12.1
	2009E	10.1	14.4	5.7	5.5	31.6	13.0	8.0
	2010F	11.6	12.8	5.8	1.2	30.8	13.3	6.7
ROA (%)	2008	2.1	2.7	4.8	9.7	18.8	12.0	5.3
	2009E	4.2	5.0	6.0	5.1	27.0	6.6	5.3
	2010F	4.7	4.3	6.2	1.2	28.5	6.8	3.8
Div. Yield (%)	2008	1.7	n/a	0.7	0.8	1.4	3.6	1.2
	2009E	8.0	6.5	1.7	1.3	2.6	6.0	3.0

자료: Factset, Reuters, I/B/E/S 전망(해외 동종업체), 우리투자증권 리서치센터

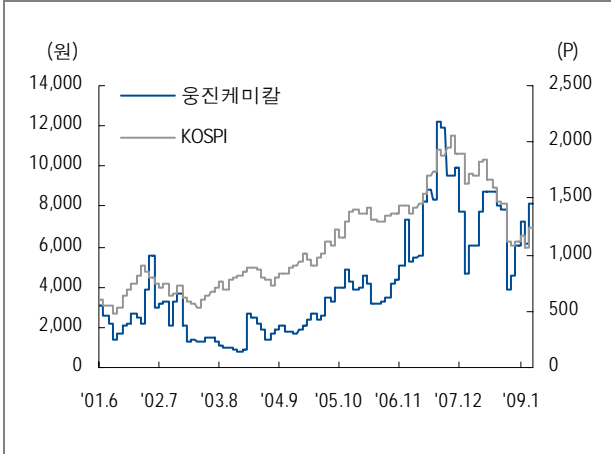
Global Peer Analysis III – Market Valuation (단위: 배, %)

		World	Asia Pacific	Europe	Latin America	North America	China	India	Japan	Korea	Taiwan	United States
PER	2007	12.9	16.4	17.3	32.8	18.0	16.2	43.6	14.4	12.9	13.3	12.9
	2008	10.7	13.9	14.9	21.6	12.7	8.9	15.0	22.4	22.8	9.0	10.7
	2009E	27.6	20.5	14.5	25.4	N/A	15.3	26.0	63.2	28.0	11.5	27.6
	12M-Forward	14.1	23.5	15.6	21.8	40.6	15.7	19.2	27.0	12.3	10.9	14.1
PSR	2009E	0.6	0.8	0.9	1.3	0.2	2.0	1.8	1.2	0.9	0.6	0.6
PBR	2009E	1.1	3.9	2.0	2.2	1.3	1.6	2.8	1.6	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA	2009E	12.8	7.2	5.6	9.4	1.5	6.5	7.4	8.6	5.9	4.6	12.8
Div yield	2009E	2.7	6.1	5.1	9.0	1.6	7.9	11.7	14.3	4.7	3.6	2.7

자료: Factset Aggregate

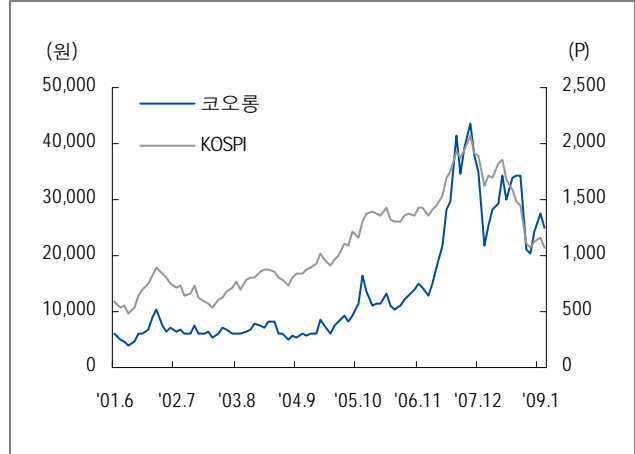
Key drivers & Share price trend

KOSPI vs. 웅진케미칼 주가



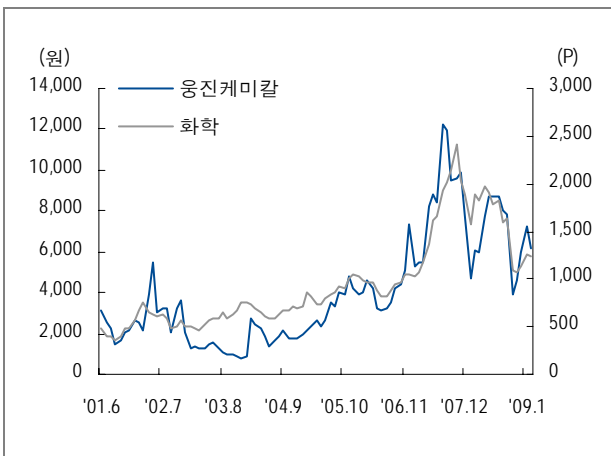
주: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

KOSPI vs. 코오롱 주가



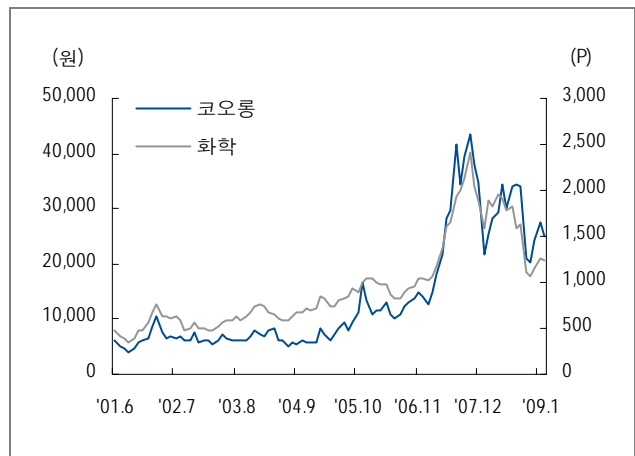
주: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

업종 INDEX (화학) vs. 웅진케미칼



주: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

업종 INDEX (화학) vs. 코오롱 주가



주: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

웅진케미칼

(008000.KS)

“수처리 필터의 독보적인 성장세”

Buy (신규)

목표주가 1,700원 (신규)

Analyst

김태언

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이 훈

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	현재가 (09/06/03)	상승/하락	
KOSPI	1,414.89		
KOSDAQ	541.25		
시가총액(보통주)	559.7십억원		
발행주식수(보통주)	470.4백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	2,445,194주		
120일 평균주가	813원		
52주 최고가(07/10/16)	1,245원		
최저가(08/07/07)	329원		
배당수익률(2007)	0.00%		
외국인지분율	3.6%		
주요주주			
웅진코웨이	40.1%		
윤석금	8.6%		
주가상승률(%)			
	3개월	6개월	12개월
절대수익률	116.0	150.5	35.7
상대수익률	78.0	112.2	57.9

투자 의견 Buy 및 목표주가 1,700원 신규 제시

웅진케미칼에 대해 투자 의견 Buy 및 목표주가 1,700원을 신규 제시한다. 당사는 1) 지난 4분기 Textile, Fiber 섬유부분의 턴어라운드와 필터 부분 이익 증가에 따라 연간 실적 턴어라운드에 성공하였으며 2) 향후 필터를 중심으로 한 수처리 장비 부문에서의 성장이 기대되며 3) 하반기 출시 예정인 광학 소재 신제품의 수요 급증이 예상되기 때문이다. 목표주가는 영업가치와 자산가치를 합산한 Sum of Parts Valuation을 통해 산출되었으며, 2010년 실적 기준 PER 25.3배, PBR 1.9배 수준으로 현재주가 대비 43%의 상승여력을 보유하고 있다.

Textile과 Fiber부분의 턴어라운드 추세

섬유 부분은 지속적인 적자 상태였으나 작년 3분기 이후 원재료인 TPA와 EG가격 안정화로 흑자전환에 성공했다. 1분기 비수기 및 경기 둔화에 따른 수요 감소로 적자를 기록했으나 수요가 개선되는 2분기 이후에는 지속적인 수익 개선이 예상된다. 올해 글로벌 경기 침체에 따른 수요 둔화를 감안해도 연간 240억원(+15.4%, y-y) 정도의 영업이익이 예상되어 향후 턴어라운드 이후의 이익 안정화 추세를 이어갈 것으로 판단된다.

수처리 필터 부문이 향후 이익 기여도를 지속적으로 높여갈 것

당사는 수처리 RO필터 원천 기술을 보유하고 있으며 계열사인 웅진코웨이의 Captive 시장으로의 지속적 매출 확대가 전망된다. 2009년 기준 필터 부문은 매출액 900억원, 영업이익 162억원(영업이익률 18%)이 예상되나 웅진코웨이의 Captive 시장뿐만 아니라 추가적인 Industrial용 필터의 지속적으로 늘어날 전망이어서 향후 지속적인 이익 기여도 확대가 예상된다.

향후 재무 건전성 강화를 통한 안정적 우량주로 거듭날 것

당사는 과거 워크아웃 상태였던 채환의 재무상태와는 확연히 차별화된 모습을 보이고 있다. 2005년말 2,900억원 수준이었던 순차입금 규모는 2008년말 1,700억원 수준으로 줄었고 2009년에는 1,500억원 수준으로 하락할 전망이다. 따라서 재무 구조는 지속적 건전화에 이뤄질 것으로 판단되며 향후 안정적 우량주로의 변신이 기대된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	850	14.3	30	2	2	5	흑전	129.2	1.1	7.8	0.9	125.6	173
2009E	829	-2.5	34	21	21	45	861.1	26.5	2.1	11.2	8.0	120.8	146
2010F	941	13.6	43	31	31	67	49.5	17.7	1.9	9.6	11.2	114.3	111
2011F	1,022	8.5	45	36	36	76	13.4	15.6	1.7	8.9	11.3	106.0	72

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '웅진케미칼'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '웅진케미칼'의 여신보유업체입니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 Buy 및 목표주가 1,700원 신규 제시

Sum-of-Parts 방식 이용하여 목표주가 산출

웅진케미칼에 대한 커버리지를 개시하며, 투자 의견 Buy 및 12개월 목표주가 1,700원을 제시한다. 목표주가는 Sum-of-Parts Valuation을 사용하여 영업가치, 보유지분가치, 부동산 가치를 합산하여 산출하였다. 영업가치는 2009년 실적을 기준으로 RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)을 사용하여 산출되었으며, 베타 1.0 자기자본비용 9.9%를 가정하였다. 참고로 목표주가 1,700원은 2010년 실적 기준 PER 25.3배, PBR 1.9배 수준이다.

웅진케미칼의 Sum-of-Parts Valuation (단위: 십억원, 천주, 원)

구분	가치	비고
영업가치 (A)	518.9	RIM (COE 9.9%, Market Risk Premium 6.0%, 베타 1.0 가정)
투자 자산가치 (B)	48.3	
비상장 자회사	11	
새한정보시스템	3.1	장부가
에리트베이직	3.8	장부가
에너지테크인터내셔널	3.8	장부가
새한프라텍	0.9	장부가
기타 보유지분 가치	37.3	장부가
유형 자산가치 (C)	287.1	
군포 공장 부지	30	본사 서울 공장 기말 장부가
전체 자산가치 (D=A+B+C)	861.2	
순차입금 (E)	80	2010년 기말 예상
적정가치 (D-E)	781.1	
발행주식의 총 수 (자사주 포함)	470,372	
주당 적정가치	1,646	
현재주가	1,190	2009/06/03 증가 기준
목표주가	1,700	
상승여력	43%	

자료: 우리투자증권 리서치센터

웅진케미칼 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Net profit	21	31	36	31	36	31	79	93	110	130	153	181
Shareholder's equity	265	296	332	363	399	430	507	597	701	820	958	1,118
Forecast ROE (FROE)	8.0%	11.2%	11.3%	8.8%	9.4%	7.6%	16.9%	16.9%	17.0%	17.1%	17.3%	17.4%
Spread (FROE-COE)	-1.9%	1.3%	1.4%	-1.1%	-0.5%	-2.3%	7.0%	7.0%	7.1%	7.2%	7.4%	7.5%
Residual Income	-5	4	5	-4	-2	-10	33	39	46	55	65	78
Cost of Equity(COE)	9.9%											
Beta	1.0											
Market Risk Premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk Free Rate (Rf)	4.0%											
Beginning Shareholder's equity	257.9											
PV of Forecast Period RI	121.7											
PV of Continuing Value	139.3											
Equity Value(C+P)	518.9											
No. of Shares(Common, mn)	470.4											
	12m TP											
Fair Price(C)	1,213											
Current Price(C)	1,190											
Upside(-Downside)	1.9%											
Implied P/B(x)	2.2											
Implied P/E(x)	27.1											

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

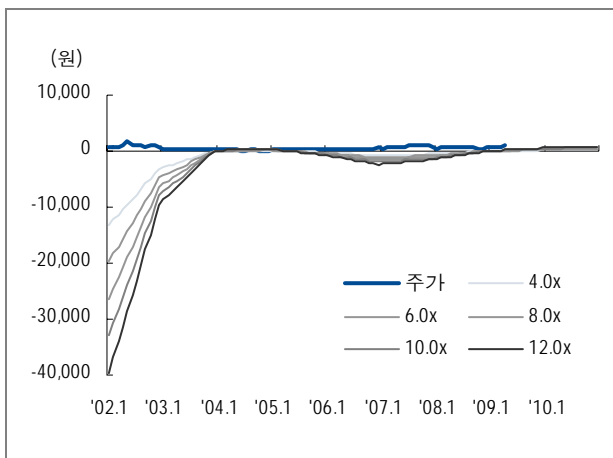
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조-10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억-1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

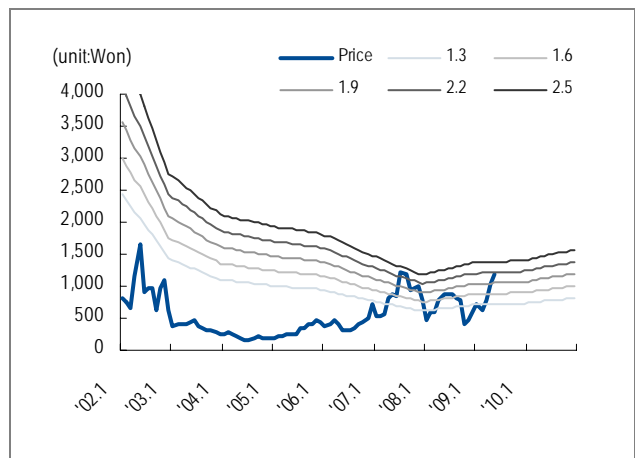
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

웅진케미칼의 PER Band



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

웅진케미칼의 PBR Band



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

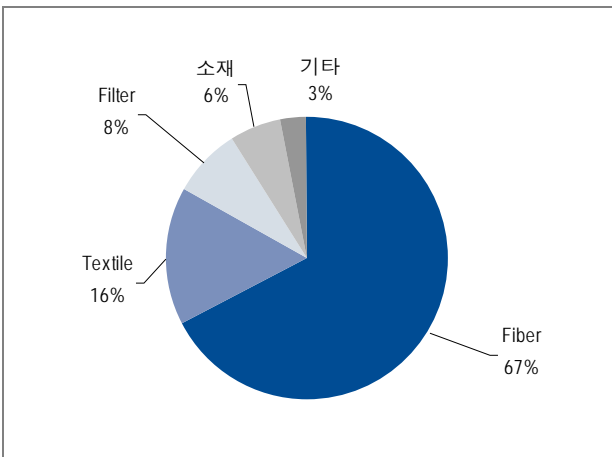
섬유 부문 원재료 가격 하락, 필터 매출 증가가 턴어라운드 주 원인

2008년 4분기의 어닝 서프라이즈, 올해는 연간 실적에 주목해야

Textile과 Fiber부문의 원재료인 TPA와 EG가격은 4월 1일 기준으로 각각 750달러/MT, 630달러/MT인데 이는 최고치였던 전년도 8월 가격인 1230달러/MT, 875달러/MT에 비해 각각 39%, 28% 하락한 수치이다. 따라서 원재료 가격 스프레드 확대에 따라 섬유부문의 이익률이 적자 상태에서 4% 대로 급증할 수 있었고 향후에도 원재료 가격은 증동 및 중국 시장의 증설 효과로 인해 안정세가 예상된다. 올해 1분기는 비수기로 인해 물량 감소 및 비수익 품목의 매출 발생으로 부진한 실적을 기록했으나 2분기부터는 본격적인 물량 증가가 예상되어 이익 회복세를 이어갈 것으로 판단된다.

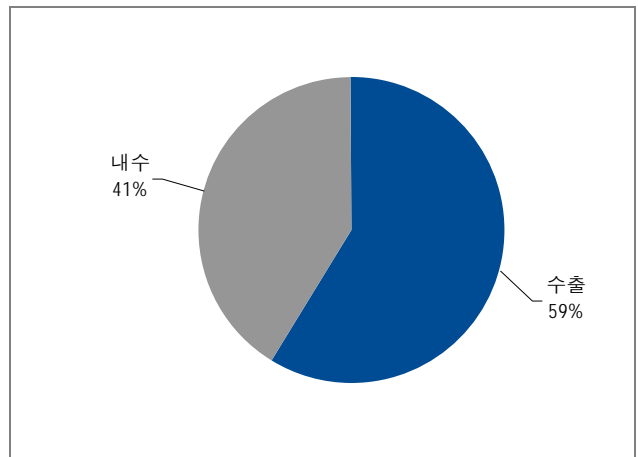
필터 부문은 2007년 매출액 511억원, 2008년 매출액 645억원을 기록할 만큼 지속적인 성장세를 보여왔고 올해 또한 900억원 수준에서 2012년 1,547억원의 매출이 예상되며 3년간 연평균 성장률 CAGR 25%의 고성장세를 보일 전망이다. 고성장의 주된 요인은 우선 계열사인 웅진코웨이로의 Captive시장 물량 증가가 2010년까지 이어질 전망이고 향후 산업용 필터 기술 개발 완료에 따른 수출 물량 증가가 예상되기 때문이다.

웅진케미칼 부문별 매출 비교



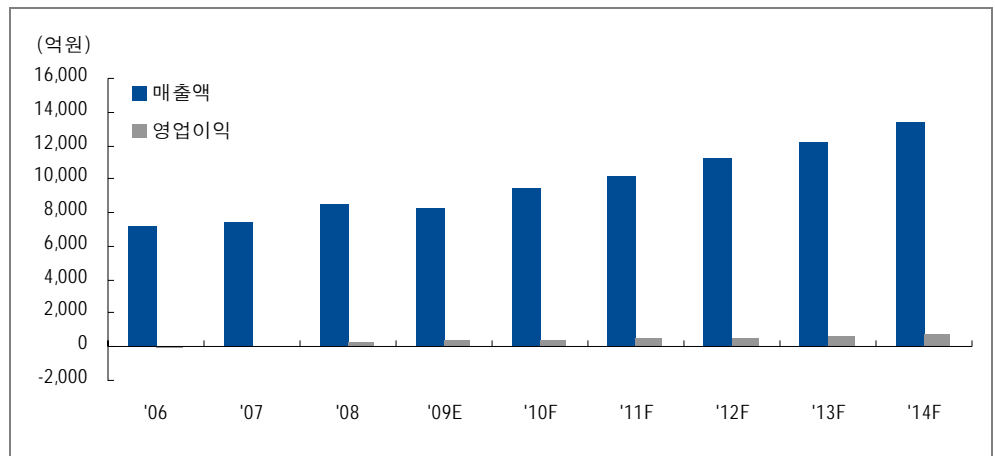
자료: 웅진케미칼

수출 vs 내수 비중



자료: 웅진케미칼

매출액 영업이익의 추이 및 전망



자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

필터 부문의 사업영역 확대 및 소재 부문 수익성 제고가 성장 이끌 것

필터 부문의 사업영역 확대

현재 동사의 필터 사업 부문 80% 이상이 가정용 RO필터이지만 궁극적으로는 산업용 필터 시장 진입이 예상된다. 기존의 산업용 필터시장은 하수, 폐수 처리장의 화학약품 처리가 주를 이루었으나 최근 필터 기술 개발 및 가격 하락으로 인해 필터가 가격 경쟁력을 보유하기 시작하였다. 따라서 향후 하수, 폐수 정수 처리를 비롯한 담수처리 및 반도체 공정에 이르기까지 다양한 부분으로의 공급 확대가 예상된다. 현재는 Nitto Denko, Dow film Tech, Toray 등이 전체 필터 시장의 70% 이상을 차지하고 있지만 국내를 비롯한 아시아 시장의 빠른 성장세를 감안할 때 동사 필터 부문의 빠른 성장세가 예상된다.

소재 부문 수익성 제고 가능성 풍부

동사는 산업소재인 테코시트, 광학소재인 LUMISM(프리즘 시트) 등을 생산하고 있다. 현재는 적자 상태이나 DBEF를 비롯한 차세대 확산시트 개발을 통해 하반기부터 본격적인 수익성 제고가 가능할 전망이다. LCD BLU용 광학시트 및 LCD용 복합시트의 수요 증가 및 국내 시트 부품 업체들의 구조조정이 거의 끝나가는 상황임을 감안할 때 하반기 신규 제품의 특허 문제만 해결된다면 고부가가치 제품 납품을 통한 소재 부문 수익성은 큰 폭으로 개선될 것으로 전망된다.

필터 소재 부문의 수익성 제고는 재무 건전성 강화로 이어질 전망

필터, 소재 부문의 수익성 제고는 동사의 가장 큰 리스크였던 재무 건전성 강화에 기여할 것으로 판단된다. 2005년말 2,900억원 수준이었던 순차입금 규모는 2008년말 1,700억원 수준으로 줄었고 2009년 1,500억원 수준으로 하락할 전망이다. 기존 대부분의 대규모 CAPEX가 소재 부문이었으나 올해를 기점으로 마무리 국면에 접어든 점을 감안할 때 재무 구조는 지속적으로 건전화 과정을 거칠 것으로 판단되며 향후 안정적인 성장 우량주로의 변신이 기대된다.

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09E	3Q09F	4Q09F	2009E	2010F	2011F
매출액	194	228	222	286	182	222	217	207	829	941	1022
섬유	161	186	185	237	150	184	181	174	688	716	745
필터	12	16	17	27	20	23	25	23	90	135	155
소재/기타	20	26	20	23	12	15	11	10	50	90	121
매출비중											
섬유	83.3	81.6	83.2	82.8	82.6	82.8	83.3	84.0	83	76	73
필터	6.2	7.0	7.8	9.3	11.0	10.5	11.5	11.0	11	14	15
소재/기타	10.5	11.5	9.0	7.9	6.4	6.7	5.2	5.0	6	10	11
영업이익	-1	4	4	23	-0.2	9	9	16	34	43	45
영업이익률	-0.7	1.7	2.0	11.1	-0.1	4.1	4.1	7.8	4.1	4.6	4.5
세전순이익	-2	-2	-9	14	-2	6	6	12	21	31	36
세전순이익률	-1.0	-0.7	-3.9	6.9	-1.2	2.5	2.5	5.8	2.5	3.3	3.5
순이익	-2	-2	-9	-14	-2	6	6	12	21	31	36
순이익률	-1.0	-0.7	-3.9	6.9	-1.2	2.5	2.5	5.8	2.5	3.3	3.5

자료: 웅진케미칼, 우리투자증권 리서치센터 전망

웅진케미칼의 Valuation 및 주요 재무지표 (단위: 원, 배, %)

구분	2006	2007	2008	2009E	2010F	2011F
EPS	-194	-126	5	45	67	76
BPS	592	470	546	562	629	705
CPS	-12	53	63	73	141	138
주당 매출액	1565	1582	1808	1762	2001	2172
주당 EBITDA	22.4	16.3	6.6	-0.2	-2.2	-5.8
PER	-2.1	-6.6	129.2	26.6	17.8	15.7
PBR	1.2	1.6	1.1	2.1	1.9	1.7
PCR	-59.3	14.5	9.5	16.1	8.4	8.6
PSR	0.5	0.5	0.3	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	17.7	13.0	7.8	11.2	9.6	8.9
차입금의존도	35.1	43.9	35.0	34.7	32.4	30.4
부채비율	217.3	169.0	125.6	120.8	114.3	106.0
순부채비율	94.7	97.4	67.2	55.1	37.6	21.7
금융비용부담률	3.3	3.2	2.1	1.9	1.7	1.6
ROE	-29.3	-23.6	0.9	8.0	11.2	11.3
ROA	-9.8	-8.0	0.4	3.6	5.2	5.4
ROIC	-2.2	0.3	7.7	8.9	11.5	12.3
매출총이익률	6.5	8.0	11.9	14.2	15.7	15.3
EBITDA마진	4.7	6.0	6.9	7.6	7.4	6.9
영업이익률	-1.5	0.2	3.5	4.1	4.6	4.4
세전이익률	-12.4	-7.5	0.4	2.5	3.3	3.5
순이익률	-12.4	-7.9	0.3	2.5	3.3	3.5

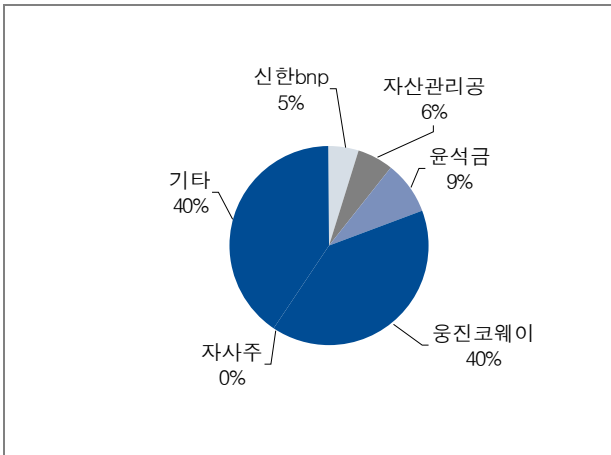
주: 2009.6.3일 종가(원) 기준
 자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

Company Profile

개요

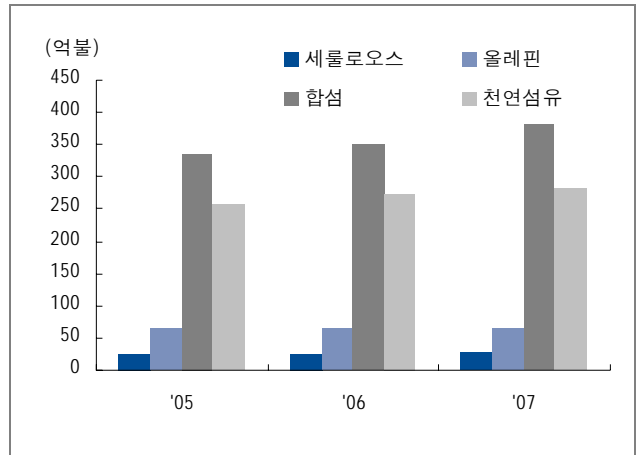
웅진케미칼은 1972년 제일합섬으로 출발한 후 2008년 웅진케미칼로 사명을 변경했다. 크게 Fiber, Textile, 필터, 소재 사업부로 나뉘어져 있으며 전체매출의 82% 이상은 Fiber와 Textile로 이루어져 있다. 주요 주주로는 웅진코웨이 40%, 윤석금 회장이 8.6%를 보유하고 있으며 주요 자회사로는 웅진로지스틱스, 새한정보시스템을 각각 65%, 30%씩 보유하고 있다.

주주 현황



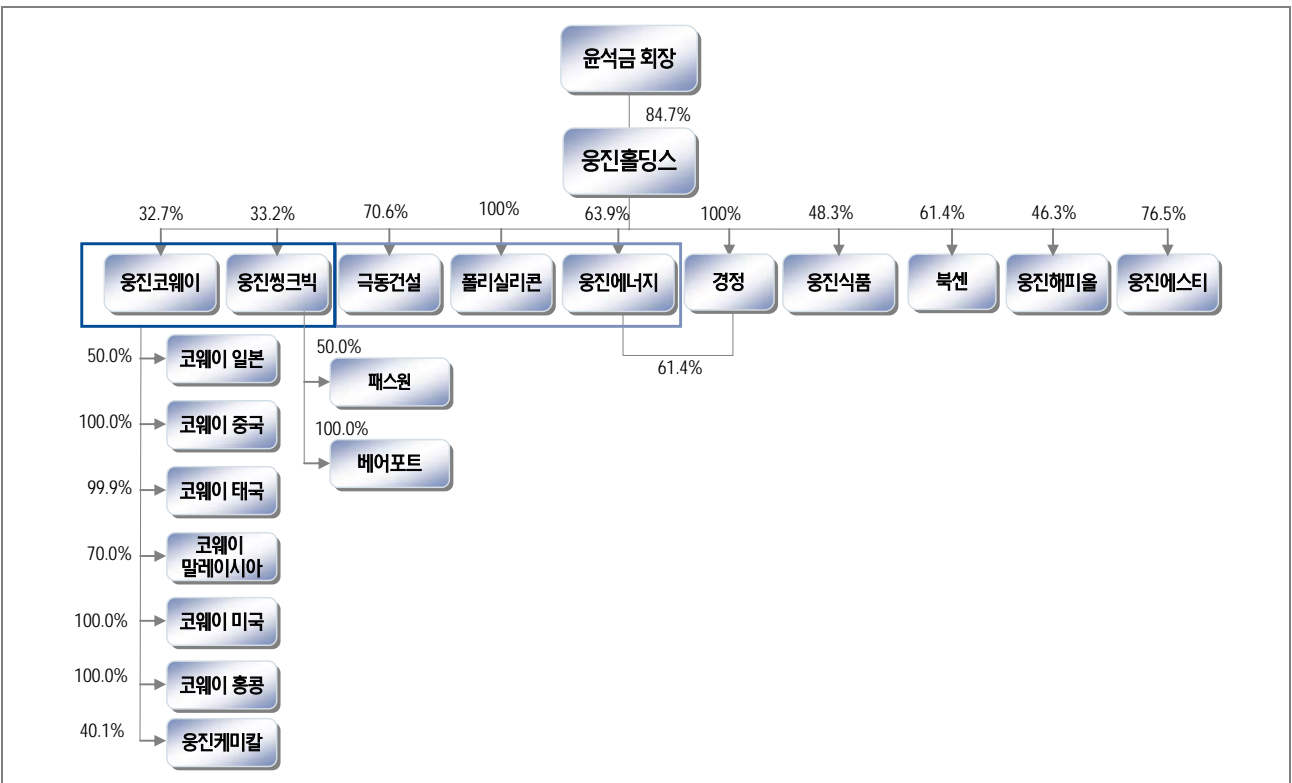
자료: 웅진케미칼

배당금 추이와 전망



자료: 웅진케미칼, 우리투자증권 리서치센터 전망

웅진그룹의 지배구조 및 주요 자회사 현황



자료: 웅진홀딩스, 우리투자증권 리서치센터

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
매출액	850.3	828.8	941.4	1,021.8	EV/ EBITDA (X)	7.8	11.2	9.6	9.0
증가율 (%)	14.3	-2.5	13.6	8.5	EV/ EBIT (X)	15.3	20.8	15.6	13.9
매출원가	748.8	711.6	793.3	865.8	PER (X)	129.2	26.6	17.8	15.7
매출총이익	101.5	117.3	148.1	156.0	조정PER (X)	na	26.6	17.8	15.7
Gross 마진 (%)	11.9	14.2	15.7	15.3	PCR (X)	9.5	16.2	8.4	8.6
판매비와 일반관리비	71.7	83.4	105.2	110.5	PBR (X)	1.1	2.1	1.9	1.7
EBITDA	58.3	63.0	69.8	70.6	PSR (X)	0.3	0.7	0.6	0.5
EBITDA 마진 (%)	6.9	7.6	7.4	6.9	PEG (X)	0.8	2.0	4.1	na
감가상각비 & 무형자산상각비	28.5	29.1	26.9	25.1	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	8.5	5.6	-67.1	-2.3
영업이익	29.8	33.9	42.9	45.5	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	19.6	-172.3	-8.2	-2.7
OP 마진 (%)	3.5	4.1	4.6	4.4	Enterprise Value	456.0	705.8	671.2	632.0
영업외수익	45.8	2.8	4.2	6.1	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	153.5	13.4	4.4	-4.2
영업외비용	71.9	15.6	15.7	15.9	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	15.1	4.7	-0.3	-6.7
순이자수익/(비용)	-15.3	-12.9	-11.5	-9.8	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	6.6	-0.2	-2.2	-5.8
세전계속사업이익	3.7	21.0	31.4	35.7	주당EBIT (FD) (W)	63	72	91	97
Prelax 마진 (%)	0.4	2.5	3.3	3.5	주당EBITDA (FD) (W)	124	134	148	150
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (FD) (W)	5	45	67	76
계속사업이익	3.7	21.0	31.4	35.7	조정EPS (FD) (W)	-6	45	67	76
순이익	2.2	21.0	31.4	35.7	CFPS (W)	63	73	141	138
Net 마진 (%)	0.3	2.5	3.3	3.5	BPS (W)	546	562	629	705
조정순이익	-2.6	21.0	31.4	35.7	주당매출액 (W)	1,808	1,762	2,001	2,172

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
영업활동 현금흐름	21.7	37.8	49.2	52.7	RIM				
당기순이익	2.2	21.0	31.4	35.7	Spread (FROE-COE) (%)	-10.4	-1.9	1.3	1.4
감가상각비 & 무형자산상각비	28.5	29.1	26.9	25.1	Residual Income	-24.8	-4.9	3.6	4.5
+ 지분법손실 (- 이익)	-7.3	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	1,213			
+ 외화환산손실(-이익)	-1.3	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	3.9	0.0	0.0	0.0	투하자본	392.5	371.7	371.7	370.4
Gross Cash Flow	29.7	34.6	66.3	64.9	세후영업이익	29.8	33.9	42.9	45.5
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-8.0	3.3	-17.1	-12.2	투하자본이익률 (%)	7.7	8.9	11.5	12.3
투자활동 현금흐름	22.1	-10.6	-14.8	-15.2	투하자본이익률 - WACC (%)	-1.7	0.1	2.5	3.1
+ 유형자산감소	6.5	0.0	0.0	0.0	EVA	-6.7	0.3	9.1	11.3
- 유형자산증가(CAPEX)	-25.3	-11.0	-12.5	-13.6	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	36.2	0.0	0.0	0.0	EBIT	29.8	33.9	42.9	45.5
Free Cash Flow	-3.6	26.8	36.6	39.0	+ 감가상각비	28.5	29.1	26.9	25.1
Net Cash Flow	43.8	27.2	34.4	37.4	- CAPEX	25.3	11.0	12.5	13.6
재무활동 현금흐름	-58.5	-0.5	2.6	1.9	Free cash flow for DCF valuation	21.4	54.5	44.1	47.5
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-58.5	-0.5	2.6	1.9	부채비용 (COD)	7.7	7.7	7.7	7.7
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-15.9	26.7	37.0	39.3	자기자본비용 (COE)	11.3	9.9	10.5	10.7
기말 순부채 (순현금)	173.4	146.0	111.4	72.2	WACC	9.5	8.8	9.1	9.2

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
현금 및 단기금융상품	29.7	56.5	93.6	134.6	자기자본이익률 (ROE) (%)	0.9	8.0	11.2	11.3
매출채권	104.7	102.0	115.9	125.8	총자산이익률 (ROA) (%)	0.4	3.6	5.2	5.4
유동자산	226.6	248.5	311.7	371.3	투하자본이익률 (ROIC) (%)	7.7	8.9	11.5	12.3
유형자산	287.2	269.5	255.5	244.2	EBITDA/ 자기자본 (%)	22.6	23.8	23.5	21.2
투자자산	61.6	61.5	61.9	62.2	EBITDA/ 총자산 (%)	10.0	10.8	11.0	10.3
비유동자산	355.1	336.9	323.6	312.9	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	581.7	585.4	635.3	684.2	총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
단기성부채	39.0	38.5	41.1	43.0	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	0	0	0	0
매입채무	50.9	49.6	56.3	61.1	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	67.2	55.1	37.6	21.7
유동부채	136.2	133.3	148.8	159.9	총부채/ 자기자본 (%)	125.6	120.8	114.3	106.0
장기성부채	164.9	164.9	164.9	164.9	순이자비용/ 매출액 (%)	1.8	1.6	1.2	1.0
장기성충당금	22.3	21.7	24.7	26.8	EBIT/ 순이자비용 (X)	1.9	2.6	3.7	4.6
비유동부채	187.6	187.0	190.0	192.2	유동비율 (%)	166.3	186.4	209.5	232.2
부채총계	323.8	320.3	338.8	352.1	당좌비율 (%)	111.1	131.4	153.5	175.7
자본금	235.2	235.2	235.2	235.2	총발행주식수 (mn)	470	470	470	470
자본잉여금	37.4	37.4	37.4	37.4	액면가 (W)	5,000	500	500	500
이익잉여금	-35.7	-14.6	16.8	52.5	주가 (W)	601	1,190	1,190	1,190
자본총계	257.9	265.1	296.5	332.1	시가총액 (십억원)	283	560	560	560

한국주철관
(000970.KS)

노후관 교체의 최대 수혜주

Not rated

Analyst

김태연

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	철강 및 금속		
현재가 ('09/06/03)	5,800원		
KOSPI	1,414.89		
KOSDAQ	541.25		
시가총액(보통주)	132.2십억원		
발행주식수(보통주)	22.8백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	439,410주		
120일 평균주가	3,495원		
52주 최고가('07/11/09)	5,850원		
최저가('08/08/07)	1,970원		
배당수익률(2007)	3.49%		
외국인지분율	1.8%		
주요주주			
김길출 외 10인	39.2%		
세아홀딩스	11.6%		
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월			
절대수익률	85.3	172.3	-0.5
상대수익률	47.3	133.9	21.7

주철관 분야의 독보적인 시장 점유율

동사는 상하수도용 주철관, 강관을 생산하는 업체로서 시장점유율이 64%(2위권 업체인 도림주철관 13%, 영남주물 11%)에 이른다. 최근 조달청 수주에서도 알 수 있듯이(2010년 2월까지, 1200억가량의 덕타일 주철관 수주) 향후 노후관 교체 사업이 본격화된다면 단연 동사의 수주 급증 및 수익성 개선이 예상된다. 또한 관종별 현황을 살펴봐도, 지방상수도의 25%, 광역상수도의 34%가 덕타일 주철관으로 이루어져 있고 전국의 수도관 중 50% 이상이 20년 이상된 노후성 수도관임을 감안할 때 주철관 분야에서 독보적인 시장점유율을 보유하고 있는 동사의 추가적인 수주 및 외형확대가 기대된다.

향후 더욱 부각될 Hidden Value

동사의 매출은 주철관 분야는 조달배정을 통해 이루어지고 강관부문은 입찰을 통해 이루어지기 때문에 정부 지출 방향에 민감하게 작용한다. 따라서 수처리 산업의 매력적인 장기성장성에도 불구하고 단기적인 매출 신장이 크게 이루어지지 않아 자산가치(현금성 자산 550억, 신평동 부지 장부가액 527억(평균 131만원, 시가는 350만원에 달함)에 비해 영업가치가 상대적으로 부각되지 못했다. 상반기 개선되기 시작한 관급 수주 및 하반기 개선될 여지가 큰 민간 건설 부문의 수주 증가 가능성을 감안할 때 동사는 본격적인 재평가 과정에 들어갈 가능성이 크다고 판단된다.

밸류에이션 매력 갈수록 높아질 것

동사는 여타 철강사 대비해서도 뛰어난 재무구조를 보유하고 있다. 2009년 2월 기준으로 부채비율 25%, 유보율 1,630%를 기록하고 있다. 2007년~ 2008년 SOC지출 지연 및 건설 경기 둔화로 인해 매출 성장은 10%에 그쳤으나 2008년 이후 본격적인 수주 증가로 인해 40%이상의 매출 성장을 이루었다. 따라서 올해 추가적인 외형 성장 및 원재료 가격 안정에 따른 수익성 개선 효과를 감안한다면 현재 PBR기준으로 0.5배의 절대 저평가 수준에서 거래되고 있으나 향후 영업가치가 본격적으로 개선될 것으로 판단되어 지속적으로 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-3월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	133	-11.0	7	13.3	10	429	55.6	9.4	0.5	3.3	5.1	22.3	-61
2006	118	-11.7	9	12.5	8	360	-16.2	10.7	0.4	1.3	4.1	20.9	-73
2007	125	6.2	10	10.7	7	314	-12.8	15.5	0.5	5.0	3.5	15.5	-50
2008	180	43.3	17	10.7	6	247	-21.4	16.7	0.5	2.8	2.7	27.6	-44

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 '한국주철관'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2006/3A	2007/3A	2008/3A	2009/3A		2006/3A	2007/3A	2008/3A	2009/3A
매출액	133.8	118.1	125.4	179.7	EV/ EBITDA (X)	3.3	1.3	5.0	2.8
증가율 (%)	-11.0	-11.7	6.2	43.3	EV/ EBIT (X)	4.4	1.6	6.3	3.0
매출원가	117.7	99.8	106.0	152.1	PER (X)	9.4	10.7	15.5	16.7
매출총이익	16.1	18.3	19.3	27.6	조정PER (X)	10.7	10.6	13.9	10.9
Gross 마진 (%)	12.0	15.5	15.4	15.4	PCR (X)	9.7	8.2	7.9	5.3
판매비와 일반관리비	9.2	9.4	9.7	10.9	PBR (X)	0.5	0.4	0.5	0.5
EBITDA	9.2	10.8	12.1	18.0	PSR (X)	0.7	0.7	0.9	0.5
EBITDA 마진 (%)	6.9	9.2	9.7	10.0	PEG (X)	na	0.1	0.0	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	2.3	1.9	2.5	1.3	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.3	0.3	0.3	0.4
영업이익	6.9	8.9	9.6	16.7	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.4	0.3	0.3	0.4
OP 마진 (%)	5.1	7.6	7.7	9.3	Enterprise Value	30.4	14.1	60.7	50.4
영업외수익	7.1	7.2	5.7	5.7	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	-16.8	186.5	322.5	436.3
영업외비용	0.7	3.6	4.6	11.7	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	34.4	38.9	52.8	43.2
순이자수익/(비용)	0.8	3.1	3.1	2.1	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	25.1	34.4	45.8	44.1
세전계속사업이익	13.3	12.5	10.7	10.7	주당EBIT (FD) (W)	302	391	421	733
Prelax 마진 (%)	9.9	10.6	8.6	5.9	주당EBITDA (FD) (W)	404	475	533	792
법인세비용	3.5	4.3	3.6	5.0	EPS (FD) (W)	429	360	314	247
계속사업이익	9.8	8.2	7.2	5.6	조정EPS (FD) (W)	377	363	351	378
순이익	9.8	8.2	7.2	5.6	CFPS (W)	416	470	621	775
Net 마진 (%)	7.3	6.9	5.7	3.1	BPS (W)	8,597	8,780	8,938	9,036
조정순이익	8.6	8.3	8.0	8.6	주당매출액 (W)	5,868	5,179	5,499	7,880

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2006/3A	2007/3A	2008/3A	2009/3A		2006/3A	2007/3A	2008/3A	2009/3A
영업활동 현금흐름	-2.2	10.4	4.7	18.7	RIM				
당기순이익	9.8	8.2	7.2	5.6	Spread (FROE-COE) (%)	-4.8	-6.2	-7.1	-8.0
감가상각비 & 무형자산상각비	2.3	1.9	2.5	1.3	Residual Income	-9.3	-12.3	-14.4	-16.4
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	2.4	2.6	6.0	12M RIM-based Target Price(W)	1,962,763			
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-1.6	-2.3	-1.1	-0.3	투하자본	170.5	159.3	148.5	151.9
Gross Cash Flow	9.5	10.7	14.1	17.7	세후영업이익	5.1	5.9	6.4	8.8
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-11.7	-0.3	-9.5	1.0	투하자본이익률 (%)	3.1	3.6	4.2	5.9
투자활동 현금흐름	-1.7	14.2	-7.9	-10.8	투하자본이익률 - WACC (%)	-4.1	-3.3	-3.8	-3.5
+ 유형자산감소	0.0	1.2	0.0	0.0	EVA	-7.1	-5.3	-5.7	-5.3
- 유형자산증가(CAPEX)	-0.5	-1.1	-0.6	-6.0	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-7.4	14.3	-7.9	10.1	EBIT	6.9	8.9	9.6	16.7
Free Cash Flow	-2.7	9.3	4.1	12.7	+ 감가상각비	2.3	1.9	2.5	1.3
Net Cash Flow	-3.9	24.6	-3.2	7.9	- CAPEX	0.5	1.1	0.6	6.0
재무활동 현금흐름	-6.2	-7.4	-1.4	1.8	Free cash flow for DCF valuation	-9.1	16.9	17.5	5.3
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-6.2	-7.4	-1.4	1.8	부채비용 (COD)	4.5	3.4	5.3	8.0
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-10.1	17.2	-4.6	9.7	자기자본비용 (COE)	9.9	10.4	10.7	10.8
기말 순부채 (순현금)	-61.7	-73.8	-50.4	-43.6	WACC	7.2	6.9	8.0	9.4

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2007/3A	2008/3A	2009/3A		2007/3A	2008/3A	2009/3A		
현금 및 단기금융상품	19.4	36.6	32.0	41.8	자기자본이익률 (ROE) (%)	5.1	4.1	3.5	2.7
매출채권	4.8	12.9	12.8	20.8	총자산이익률 (ROA) (%)	4.0	3.4	3.0	2.3
유동자산	132.7	141.8	115.9	144.8	투하자본이익률 (ROIC) (%)	3.1	3.6	4.2	5.9
유형자산	88.8	87.7	85.7	90.4	EBITDA/ 자기자본 (%)	4.7	5.4	6.0	8.8
투자자산	16.2	10.2	31.4	25.3	EBITDA/ 총자산 (%)	3.8	4.5	5.2	6.9
비유동자산	107.1	100.2	119.5	118.1	배당수익률 (%)	3.6	3.9	3.1	3.6
자산총계	239.8	242.0	235.4	262.9	총현금배당금(십억원)	3.1	3.2	3.2	3.2
단기성부채	6.4	2.1	4.0	9.0	보통주	145	150	150	150
매입채무	11.9	10.6	11.8	19.0	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-31.5	-36.9	-24.7	-21.2
유동부채	40.1	37.9	27.6	52.9	총부채/ 자기자본 (%)	22.3	20.9	15.5	27.6
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.6	-2.6	-2.5	-1.2
장기성총당금	3.7	3.9	4.1	4.0	EBIT/ 순이자비용 (X)	-8.7	-2.9	-3.0	-8.0
비유동부채	3.7	3.9	4.1	4.0	유동비율 (%)	331.3	373.9	420.4	273.9
부채총계	43.8	41.9	31.7	56.9	당좌비율 (%)	186.2	237.8	250.0	167.7
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	총발행주식수 (mn)	23	23	23	23
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	88.1	93.2	97.1	99.5	주가 (W)	4,040	3,855	4,875	4,125
자본총계	196.0	200.2	203.8	206.0	시가총액 (십억원)	92	88	111	94

AJS
(013340.KQ)

상하수도 관이음쇠 분야의 높은 성장세

Not rated

Analyst

김태언

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	금속
현재가 ('09/06/03)	2,015원
KOSPI	1,414.89
KOSDAQ	541.25
시가총액(보통주)	46.5십억원
발행주식수(보통주)	23.1백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	344,109주
120일 평균주가	1,380원
52주 최고가('08/05/28)	2,560원
최저가('08/10/27)	670원
배당수익률(2007)	0.0%
외국인지분율	0.0%
주요주주	
김수일	30.8%
DKRSoundShoere	4.0%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	70.3 163.4 -16.4
상대수익률	22.7 83.8 -0.5

관이음쇠, 홈조인트 분야의 높은 시장 점유율

동사는 철 용접용 관이음쇠, 스텐 용접용 관이음쇠, 조인트등을 생산하는 업체이다. 국내 Fitting류 시장 용접용부문의 50%의 시장 점유율을 기록하고 있으며 홈조인트의 경우에는 70%의 시장점유율을 보이고 있다. 특히 홈조인트의 경우에는 나머지 시장을 수입품으로 대체하고 있는 실정이어서 국내 업체 중에선 동사가 독보적이다. 또한 기존의 매출 품목이외에 반도체, 위생청정 분야에서 신규 매출이 올해 발생할 것으로 보여 추가적인 외형 성장 가능성이 높은 상황이다. 향후 노후관 교체 사업이 본격적으로 이루어질 경우 필수적으로 소모되는 관이음쇠 부문의 매출 신장이 뚜렷하게 나타날 것으로 보여 수처리 관련 기업중 주목해야 할 업체 중 하나라고 판단된다.

관급부문의 수주 증가세 지속 여부를 주목해야

동사의 성장 모멘텀은 관급부문의 수주 증가세가 지속되는지의 여부에 달려있다고 판단된다. 우선 서울시와 환경부에서 밝힌 급수체계 조정 및 수도관 교체 사업만 해도 2014년까지 5조 8천억원이 소요되는 막대한 사업이기 때문에 홈조인트 분야에서의 유일한 국내업체인 동사의 매출 확대가 예상되나 SOC 집행의 진행 속도가 매출 성장의 변수로 작용할 전망이다. 또한 민간 부문이 전체 매출의 42% 가량을 차지하기 때문에 빠른 회복세를 전망하기 힘든 건설 경기를 감안할 때는 결국 관급 부문의 수주가 동사의 성장을 결정지을 것으로 판단한다.

낮은 재무 안정성은 리스크 요인

동사는 2008년 순이익 적자를 기록했는데 주요 요인은 크게 외화관련 비용과 이자비용 부담으로 판단된다. 외화관련손실만 32억원 가량에 달했고 이자비용만 12억원에 달해 영업외 비용이 급증했던 것이 턱여라운드 실패의 주요 원인으로 파악된다. 하지만 최근의 환율 안정세를 감안한다면 향후 1분기에 6억원의 순이익을 기록한 추세를 이어나갈 수 있을 것으로 판단된다. 부채비율은 2008년 말 기준으로 184%에 달해 재무 안정성은 동종 업체 대비 상대적으로 낮은 수준으로 파악되어 동사의 리스크 요인으로 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	27	17.2	2.3	1.9	1.4	73	-44.0	30.1	3.1	15.8	11.7	66.2	0.6
2006	31	14.7	2.8	2.7	2.1	104	44.0	12.0	1.5	6.7	13.6	95.6	-0.8
2007	32	1.9	3.1	2.3	2.3	93	-10.5	23.6	2.4	11.6	10.6	101.2	4.1
2008	38	18.1	3.5	-0.2	-0.2	-24	적전	n/a	0.9	7.4	-2.5	162.6	18.3

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 'AJS'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	200512A	200612A	2007/12A	2008/12A	200512A	200612A	2007/12A	2008/12A	
매출액	27.5	31.6	32.2	38.0	EV/ EBITDA (X)	15.8	6.7	11.6	7.4
증가율 (%)	17.2	14.7	1.9	18.1	EV/ EBIT (X)	19.5	8.6	15.8	10.5
매출원가	20.9	25.1	25.3	30.4	PER (X)	30.1	12.0	23.6	na
매출총이익	6.7	6.5	6.9	7.6	조정PER (X)	30.2	12.0	19.8	14.8
Gross 마진 (%)	24.2	20.5	21.5	20.1	PCR (X)	16.2	7.7	10.6	4.2
판매비와 일반관리비	4.4	3.6	3.8	4.2	PBR (X)	3.1	1.5	2.4	0.9
EBITDA	2.8	3.6	4.2	4.9	PSR (X)	1.6	0.8	1.4	0.5
EBITDA 마진 (%)	10.2	11.4	12.9	12.8	PEG (X)	na	0.0	0.0	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	0.5	0.8	1.1	1.4	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	2.2	1.1	1.7	na
영업이익	2.3	2.8	3.1	3.5	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.6	1.0	2.1	na
OP 마진 (%)	8.3	9.0	9.5	9.1	Enterprise Value	44.4	24.3	48.3	36.1
영업외수익	0.3	0.5	1.2	1.0	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	-168.8	512.7	805.3	-1,778.0
영업외비용	0.7	0.6	1.9	4.7	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	13.5	10.7	14.2	17.2
순이자수익/(비용)	-0.4	-0.2	-0.5	-0.9	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	18.6	12.5	11.3	11.2
세전계속사업이익	1.9	2.7	2.3	-0.2	주당EBIT (FD) (W)	114	141	152	166
Prelax 마진 (%)	6.7	8.7	7.1	-0.7	주당EBITDA (FD) (W)	141	180	207	235
법인세비용	0.4	0.7	0.4	0.2	EPS (FD) (W)	73	104	93	-24
계속사업이익	1.4	2.1	1.9	-0.5	조정EPS (FD) (W)	72	104	111	56
순이익	1.4	2.1	1.9	-0.5	CFPS (W)	134	163	208	199
Net 마진 (%)	5.3	6.6	5.8	-1.3	BPS (W)	702	830	923	946
조정순이익	1.4	2.1	2.2	1.2	주당매출액 (W)	1,378	1,573	1,603	1,830

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	200512A	200612A	2007/12A	2008/12A	200512A	200612A	2007/12A	2008/12A	
영업활동 현금흐름	1.1	2.1	-0.5	-7.6	RIM				
당기순이익	1.4	2.1	1.9	-0.5	Spread (FROE-COE) (%)	-1.6	-0.1	-3.4	-16.6
감가상각비 & 무형자산상각비	0.5	0.8	1.1	1.4	Residual Income	-0.2	0.0	-0.6	-3.2
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	1,235,604			
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	-0.1	0.3	1.8	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	-0.2	투하자본	15.5	16.3	23.4	36.2
Gross Cash Flow	2.7	3.3	4.2	4.1	세후영업이익	1.8	2.2	2.5	6.9
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-1.6	-1.1	-4.7	-11.7	투하자본이익률 (%)	11.8	13.6	12.6	23.0
투자활동 현금흐름	-0.8	-1.5	-3.8	-6.1	투하자본이익률 - WACC (%)	0.8	4.9	2.1	13.3
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.2	EVA	0.1	0.8	0.5	4.8
- 유형자산증가(CAPEX)	-1.1	-1.4	-3.2	-4.3	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.0	-0.1	0.0	-0.1	EBIT	2.3	2.8	3.1	3.5
Free Cash Flow	0.1	0.7	-3.7	-11.9	+ 감가상각비	0.5	0.8	1.1	1.4
Net Cash Flow	0.3	0.6	-4.3	-13.7	- CAPEX	1.1	1.4	3.2	4.3
재무활동 현금흐름	1.1	4.4	2.0	14.2	Free cash flow for DCF valuation	0.0	0.9	-3.5	-9.0
자기자본 증감	4.7	0.0	0.0	1.3	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-3.6	4.4	2.0	12.9	부채비용 (COD)	8.8	3.7	7.0	5.2
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	1.4	5.0	-2.3	0.5	자기자본비용 (COE)	13.3	13.7	14.0	14.1
기말 순부채 (순현금)	0.6	-0.8	4.1	18.3	WACC	11.0	8.7	10.5	9.7

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	200512A	200612A	2007/12A	2008/12A	200512A	200612A	2007/12A	2008/12A	
현금 및 단기금융상품	2.4	7.4	5.1	5.6	자기자본이익률 (ROE) (%)	11.7	13.6	10.6	-2.5
매출채권	6.0	8.9	11.1	14.5	총자산이익률 (ROA) (%)	6.5	7.5	5.4	-1.1
유동자산	18.1	26.5	28.4	41.2	투하자본이익률 (ROIC) (%)	11.8	13.6	12.6	23.0
유형자산	4.6	5.2	7.3	10.0	EBITDA/ 자기자본 (%)	19.9	21.7	22.4	24.2
투자자산	0.2	0.4	1.0	1.3	EBITDA/ 총자산 (%)	12.0	11.1	11.1	9.2
비유동자산	5.3	6.1	8.9	11.8	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	23.4	32.6	37.3	53.0	총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
단기성부채	2.6	2.5	4.1	14.2	보통주	0	0	0	0
매입채무	4.7	7.1	7.5	6.8	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	4.1	-4.6	22.1	90.9
유동부채	8.1	10.8	12.7	22.1	총부채/ 자기자본 (%)	66.2	95.6	101.2	162.6
장기성부채	0.4	4.1	5.1	9.7	순이자비용/ 매출액 (%)	1.3	0.5	1.6	2.3
장기성총당금	0.8	1.0	1.0	1.0	EBIT/ 순이자비용 (X)	6.4	17.6	6.0	4.0
비유동부채	1.2	5.2	6.1	10.7	유동비율 (%)	223.8	246.0	224.4	186.5
부채총계	9.3	15.9	18.8	32.8	당좌비율 (%)	118.7	161.0	142.9	117.4
자본금	10.0	10.0	10.0	10.7	총발행주식수 (mn)	20	20	20	21
자본잉여금	3.3	3.8	3.8	5.3	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	0.7	2.8	4.7	4.2	주가 (W)	2,180	1,250	2,200	835
자본총계	14.1	16.7	18.5	20.2	시가총액 (십억원)	44	25	44	18

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
웅진케미칼	008000.KS	2009.06.03	Buy	1,700원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.