

라이온켄텍(171120)

Not rated

주가(7/6, 원)	19,250
시가총액(십억원)	296
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저가(원)	23,650/11,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	893
유동주식비율(%)	35.3
외국인지분율(%)	3.5
주요주주(%)	박희원 외 12 인
	신영자산운용
	8.2

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(%)	(%)
2011A	80	12	9	3	(90.5)	13	NM	NM	52.5	NM
2012A	93	20	15	1,822	63,662.0	21	NM	NM	51.0	NM
2013A	103	18	15	1,154	(36.7)	19	11.9	9.8	26.3	1.5
2014A	114	18	10	650	(43.7)	20	24.3	11.4	2.0	13.0
2015A	115	21	18	1,173	80.5	24	12.0	8.2	2.2	20.7

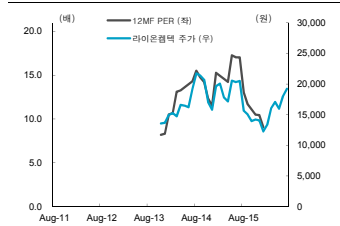
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

내수주택 한계를 수출로 극복한 기업

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.2	39.5	(1.5)
상대주가(%p)	20.8	38.1	3.4

12MF PER 추이



해외 비중 72%인 인조대리석 업체: 라이온켄텍은 매출의 79%가 인조대리석, 21%가 합성 왁스인 국내 점유율 3위의 인조대리석 업체로 자체 브랜드 ‘Tristone’를 보유하고 있다. 작년 수출비중은 67%였으나 2016년 72%로 증가할 전망이다. 현재 국내 업체 중 최대 capacity(인조대리석 연 100만장)의 경쟁우위를 지닌다. 특히 일시적으로 생산 차질이 생기면 거래처 유지에 문제가 생길 수 있어 충분히 확보한 capacity가 최대 장점이다. 장기 성장을 예상하는 주요인은 2015년부터 시작된 고부가가치 제품 위주의 해외 경쟁력 확대다. 수출 단가는 내수보다 19% 이상 높기 때문에 물류비 3%를 제외해도 내수 영업이익률을 10%p 남짓 상회하는 것으로 추정된다.

장애물을 디딤돌로: 라이온켄텍에 주목하는 이유는 내수 주택시장의 한계를 수출로 극복한 대표적인 중소 기업이기 때문이다. 2014년까지 성장동력은 주방상판용 인조대리석을 납품하는 주요 거래처로 한샘과 KCC등 국내 대형 건자재 업체를 확보하고 있었기 때문이다. 그러나 2014년 초 화재로 이들은 대안으로 해외 거래처를 찾게 됐다. 거래 중단이 단기적으로는 라이온켄텍의 손익에 악영향을 미쳤으나 역으로 해외 진출을 본격화하는 전화 위복의 계기가 되었다.

화재로 capacity를 계획보다 30만장 추가 증설해 2013년 연 41만장 규모에서 연 100만장(3개 라인, 1~2호기 72만장, 3호기 28만장)으로 확장했다. 1~2호기는 기존 제품을, 3호기는 특수제품(광폭, 물결무늬)을 생산한다. 2015년부터 단가인하 압력이 지속되고 신축 주택시장의 부침이 커지며 잠재력 높은 해외 진출에 심혈을 기울였다. 그 결과 2014년까지 50%대던 수출비중은 2015년 67.4%로, 올해는 72.0%에 육박할 전망이다.

인조대리석의 적용 범위 확대: 라이온켄텍은 그간 주택 내 주방상판 위주의 아크릴계를 생산해 왔다. 그러나 최근 욕실/현관/인테리어/레저 등으로 **인조대리석 적용 범위가 크게 확대**되고 있다. 따라서 작년부터 고부가가치 제품군인 광폭(가공의 편의성 개선), 물결무늬(천연석과 같은 미려한 물결무늬), 엔지니어드스톤(이스톤, 주원료가 석영으로 천연석에 가까운 무늬를 가진 고급 자재) 등으로 제품 라인업을 다양화하고 기존 아크릴계도 고급화 전략을 사용하고 있다. 삶의 질이 높아질수록 고부가가치 인조대리석 수요가 증가한다. 따라서 최대 고부가가치 제품군인 ‘엔지니어드스톤’(주원료 석영으로 천연석에 가까운 무늬를 가진 고급 자재) 양산을 결정했다. 현재 국내 업체로써 LG하우시스와 한화L&C가 e스톤을 생산 중인데 주로 북미 시장을 공략하고 있다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
Seungkyun.kang@truefriend.com

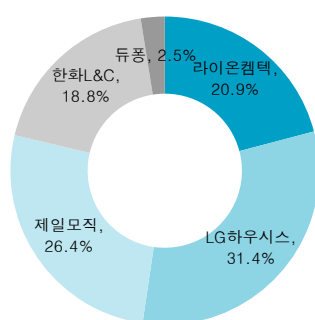
올해부터 이스톤 ‘블랙스톤’ 양산: 최근 연 12만장(500억원 매출) 규모의 이스톤 공장 구축을 완료하고 7월부터 생산에 들어갔다. 이스톤은 기존 아크릴계 인조대리석과 같은 유통망에서 판매가 가능하다. 라이온캡텍이 이스톤 생산을 결정한 것도 주요 거래처에서 먼저 다양한 제품 라인업을 위해 이스톤 생산 요구가 많았기 때문이다. 실제로 아크릴계와 이스톤은 두 제품의 차이가 명백해 상호 대체재가 아니다. 아크릴계는 다양한 형태와 높은 가공성이 장점이지만 이스톤은 천연석에 가까워 바닥재/대형 싱크대 등 면적이 큰 곳에 주로 사용된다.

가장 먼저 북미에 진출한 LG하우시스의 경우 2013년 이스톤 생산라인 1개를 신설한 뒤, 2년만에 수요 초과를 감안해 증설에 돌입했으며 올 하반기 2개 라인 구축을 완료한다. 글로벌 시장에서 이스톤의 시장성이 검증된 셈이므로 수요처를 찾는다면 라이온캡텍의 이스톤 비즈니스도 아크릴계에서 보였던 성장이 가능할 것으로 판단한다.

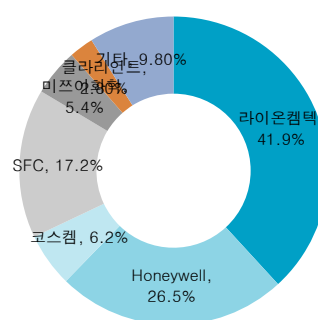
해외시장은 기존 아크릴 유통망을 이용해 OEM으로 수출하고 내수는 건설사향 특판대리점을 활용하는 동시에 현대리바트/한샘/에넥스 등에 OEM을 통한 납품을 검토하고 있다. 올해 이스톤 매출 목표는 수출 38억원, 내수 10억원으로 총 매출의 3.5%에 불과하나 2020년에는 수출 226억원, 내수 57억원으로 매출의 8%까지 늘릴 계획이다.

치열한 국내를 벗어나 원가경쟁력으로 해외 진출: 국내 인조대리석의 주요 브랜드는 LG하우시스의 ‘하이막스’, 한화L&C의 ‘칸스톤’, 제일모직의 ‘스타론’, 라이온캡텍의 ‘Triston e’ 등으로 한국업체의 인조대리석 경쟁력은 세계적으로 가장 높은 수준이다. 4사 모두 2014~2015년 국내 생산라인을 증설했는데 이미 포화상태인 국내 시장을 염두에 둔 것이 아니라 수출을 위한 것이다. 특히 이스톤은 2021년까지 연평균 7% 성장하며 기존 아크릴계 인조대리석 성장률 3%를 크게 상회할 전망이다. 라이온캡텍의 국내 아크릴계 점유율은 20.9%로 LG하우시스(31.4%), 제일모직(26.4%) 다음으로 3위다.

[그림 13] 국내 인조대리석(아크릴계) 점유율



[그림 14] 국내 합성옥스 점유율

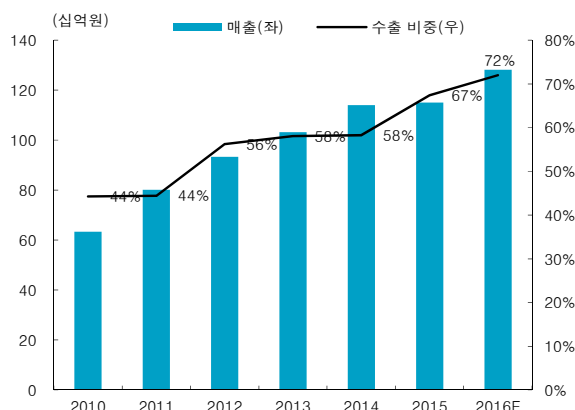


주: 라이온캡텍

자료: 라이온캡텍

라이온캡텍은 대기업 대비 영업이익률이 5%p 이상 높다. 브랜드 파워는 상대적으로 열세지만 인건비와 마케팅비 절감으로 유사한 제품 경쟁력을 유지하면서도 원가 경쟁력은 매우 높다. 해외 진출도 지사를 둔 대기업과 달리, 현지 에이전트를 통한 계약과 납품으로 비용구조가 효율적이다. 무엇보다 인조대리석은 다품종 소규모 생산구조가 필요한데 이에 가장 적합한 원가구조다.

[그림 15] 라이온캡텍 매출과 수출 비중



자료: 라이온캡텍, 한국투자증권

[그림 16] 라이온캡텍 공장전경



자료: 한국투자증권

라이온캡텍의 주요 수출시장은 미국(30%), 유럽(25%), 러시아(20%), 인도, 중동 등으로, 고부가가치 제품 위주로 수출하고 있다. 미국은 세계 인조대리석 시장의 대부분을 차지하는 만큼 player가 많아 경쟁이 치열하나 유럽은 상대적으로 안정적이다. 특히 중동은 최근 이란 중심으로 건설 투자가 늘어나는 유망 시장으로 가장 마진이 좋다. 인도는 뭄바이, 첸나이, 델리 등 주요 거점에 대리점을 운영하고 있다. 미국과 러시아에서는 OEM 방식과 자사 브랜드 방식 두가지를 모두 사용하며 유럽과 인도, 중동 등은 자사 브랜드로 수출하고 있다.

합성왁스는 cash cow: 합성왁스는 모든 화학제품 가공시 첨가되는 기능 향상제 역할의 화학 첨가제다. 국내 점유율 41.9%로 1위이며 2위인 Honeywell(26.5%)과 격차가 크다. 최근 합성왁스의 매출은 부진한 상황인데 신제품 제품 매출이 예상보다 저조했기 때문이다. 합성왁스의 영업이익률은 5~6% 수준에 불과하고 원가에 부침이 크지만 안정적 매출원이다.

2020년까지 영업이익 CAGR 증가율 26.4% 전망: 해외 수출처 다변화가 순조롭게 진행돼 기존 3개 인조대리석 생산라인 가동률이 90% 후반에 도달한다면 2020년 매출은 3,536억원, 영업이익은 684억원으로 추정된다. 2016년 매출은 1,282억원, 영업이익은 영업이익은 221억원으로 예상된다. 1분기 영업이익이 59억원으로 전년대비 46% 증가했지만 하반기 이스톤 초기 가동에 따른 투자비용과 감가상각비(연간 약 15억원 증가 예상)를 감안한 것이다. 2017년은 매출 1,702억원, 영업이익 308억원으로 전년대비 39.1% 성장을 예상한다. 1) e스톤 신설효과, 2) 수출처 다변화와 매출 증가, 3) 수출 비중이 72%까지 확대된 데 따른 영업이익률 개선이다.

충분한 capacity 확보로 2016F PER 11.8배에서 2020F PER은 5.3배로 하락한다. 업종 내 이익 가시성이 높다고 예상하는 이유는 1) 국내 주택시장에 부침이 덜해 시장을 잠식하고 있는 2018년 매출 절벽의 우려와 무관하고, 2) 신흥시장에서 지속적인 성과를 내고 있으며, 3) 대기업과 달리 효율적 비용 구조 때문이다. 부채비율 19.6%으로 중소형사 중 건실한 재무구조를 지녔다. 이는 수출 확대에 있어 유리한 조건이다. 비교할 peer가 부족하나, pure player로 예측 가능성이 높고, 수출 비중이 가장 높은 건자재 업체로써 성장성이 높다는 점에서 단기적으로 높은 멀티플이 정당화될 수 있다고 판단된다.

〈표 4〉 라이온캡텍 손익 추정

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
매출액	93.3	103.1	114.0	115.1	128.2	170.2	217.1	277.8	353.6	26.2	29.0	29.4	30.5	27.7
YoY	16.5%	10.5%	10.5%	0.9%	11.4%	32.8%	27.6%	28.0%	27.3%	43.8%	-14.0%	-2.3%	-4.7%	5.5%
인조대리석	68.0	79.2	84.8	88.2	95.4	124.0	161.2	209.6	270.4	20.0	22.1	22.6	23.5	21.1
e 스톤	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	12.9	16.7	21.8	28.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
합성왁스	22.7	20.8	24.1	23.5	24.8	29.8	35.7	42.9	51.4	5.3	6.1	5.8	6.2	5.9
상품	1.1	2.0	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0.3	0.3	0.5	0.6	0.3
기타	1.6	1.2	3.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	0.5	0.5	0.5	0.1	0.4
비중														
수출	56.2%	58.1%	58.2%	67.4%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	70.1%
내수	43.8%	41.9%	41.8%	32.6%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	29.9%
원가율	70.2%	73.0%	74.9%	72.1%	73.0%	74.0%	75.0%	75.5%	76.0%	74.3%	72.6%	69.1%	72.5%	67.4%
영업이익	20.1	18.4	18.2	21.2	22.1	30.8	39.3	52.1	68.4	4.1	5.4	6.1	5.7	5.9
YoY	61.2%	-8.5%	-1.1%	16.1%	4.6%	39.1%	27.7%	32.6%	31.3%	94.3%	-18.6%	27.8%	18.2%	46.1%
왁스사업부	2.7	1.0	1.0	1.6	1.6	1.9	2.1	2.6	3.1	0.3	0.5	0.7	0.1	0.7
대리석사업부	17.4	17.4	17.2	19.5	20.5	28.8	37.1	49.5	65.3	3.8	4.9	5.4	5.5	5.2
영업이익률	21.6%	17.9%	16.0%	18.4%	17.2%	18.1%	18.1%	18.7%	19.3%	15.5%	18.6%	20.7%	18.5%	21.4%
왁스사업부	11.4%	4.5%	4.1%	6.8%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	5.6%	8.6%	11.0%	2.0%	11.5%
대리석사업부	25.1%	21.3%	19.3%	21.5%	19.8%	20.5%	20.5%	21.1%	21.6%	18.1%	21.3%	23.2%	22.9%	24.2%
세전이익	18.1	17.8	12.4	21.9	22.1	30.8	39.3	52.1	68.4	4.1	5.6	6.6	5.5	5.5
순이익	14.8	14.6	10.0	17.9	17.7	24.6	31.4	41.6	54.7	3.4	4.6	5.6	4.2	4.5

자료: 한국투자증권

Appendix) 인조대리석 시장: 세계 인조대리석 시장은 2016년 기준 284억달러로 추정되며 2011~2021년 연평균 8.3%의 성장률이 예상된다. 이 중, 이스톤의 CAGR은 10.8%로 아크릴계(6.0%), UP(4.5%)를 크게 상회한다.

〈표 5〉 인조대리석 종류

구분	주요 재료	Player	가격	연필경도(H)	2012~2021 CAGR
E-Stone	석영(Quartz)	LG 하우스시스, 삼성 SDI, 한화 L&C, 라이온캡텍(진출)	MMA 대비 50% 가량 비쌈	9	7%
아크릴계	MMA		UP 대비 30% 이상 비쌈	5	3%
열경화성계(UP)	폴리에스터	중국산이 많으며 한샘이 일부 수입	-	2	

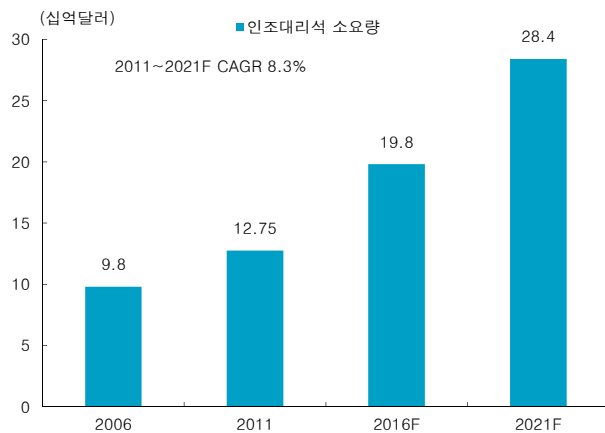
자료: 한국투자증권

〈표 6〉 국내 인조대리석 업체 현황

구분	소구분	LG 하우스시스	삼성 SDI	한화 L&C	라이온캡텍
용량	인조대리석(만장)	85→110	75→90	45→100	40→100
	e 스톤 (만㎡)	33	33	65	-
e 스톤 공장 위치		미국	전남여수	캐나다	대전
브랜드	e 스톤	비아테라	래디언스	칸스톤	블랙스톤(가칭)
	아크릴계	하이막스	스타론	하넥스	트라이스톤
점유율 추정	e 스톤	45%(미국)	25%(국내)	60%(국내)	-
	아크릴계(국내)	23%	21%	10%	20%
증설시기	국내(아크릴계)	4Q14	2Q14	4Q14	1Q14
증설 용량	국내(아크릴계)	33%	20%	122%	141%

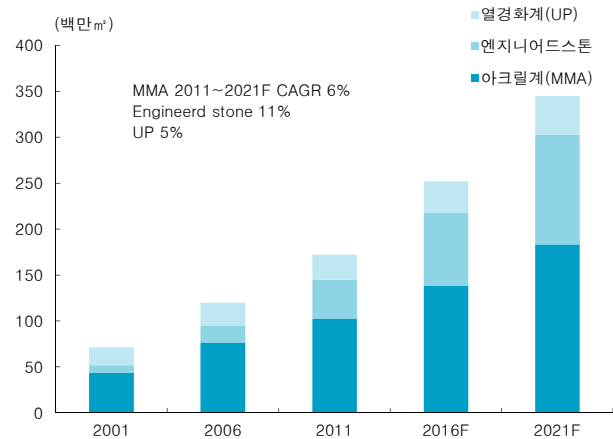
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 17] 인조대리석 세계 시장 전망



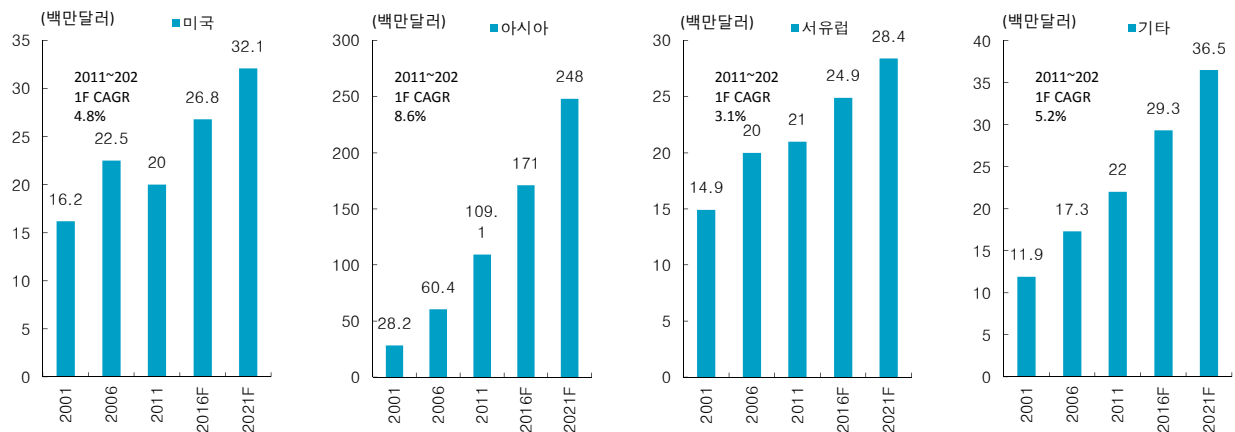
자료: 한국투자증권, 업계추정치, Freedonia

[그림 18] 종류별 인조대리석 소요량



자료: 한국투자증권, 업계추정치, Freedonia

[그림 19] 대륙별 인조대리석 시장 전망



자료: Freedonia

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
유동자산	19	22	48	43	50
현금성자산	3	5	24	11	15
매출채권및기타채권	9	11	17	23	20
재고자산	6	6	6	8	9
비유동자산	19	33	36	45	62
투자자산	1	1	1	1	1
유형자산	17	31	34	43	59
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	39	55	84	88	111
유동부채	15	11	7	7	14
매입채무및기타채무	4	3	5	4	6
단기차입금및단기사채	8	5	0	1	4
유동성장기부채	0	1	0	1	0
비유동부채	2	7	2	2	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	6	1	0	3
부채총계	17	18	9	9	18
자본금	4	4	5	5	8
자본잉여금	0	0	24	24	21
기타자본	0	0	0	(3)	(6)
이익잉여금	18	32	46	54	70
자본총계	22	36	75	79	93

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
영업활동현금흐름	9	13	11	3	26
당기순이익	9	15	15	10	18
유형자산감가상각비	0	1	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(3)	(4)	(5)	(13)	3
기타	3	1	0	4	2
투자활동현금흐름	(2)	(14)	(4)	(12)	(23)
유형자산투자	(1)	(14)	(4)	(12)	(18)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	1	(0)	0	(5)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	0	(1)	0	0	0
재무활동현금흐름	(3)	2	13	(4)	2
자본의증가	0	0	25	0	0
차입금의순증	(2)	3	(11)	1	6
배당금지급	(1)	(0)	(1)	(2)	(1)
기타	0	(1)	0	(3)	(3)
기타현금흐름	(0)	(0)	(0)	0	0
현금의증가	3	1	19	(13)	4

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
매출액	80	93	103	114	115
매출원가	62	66	75	85	83
매출총이익	18	28	28	29	32
판매관리비	6	8	9	10	11
영업이익	12	20	18	18	21
금융수익	0	0	1	1	2
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	1	1	0	1
이자비용	0	1	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(1)	(0)	(7)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	12	18	18	12	22
법인세비용	3	3	3	2	4
당기순이익	9	15	15	10	18
기타포괄이익	(0)	0	(0)	(1)	0
총포괄이익	9	15	15	9	18
EBITDA	13	21	19	20	24

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
주당지표(원)					
EPS	3	1,822	1,154	650	1,173
BPS	2,687	4,461	7,346	8,098	6,448
DPS	20,000	100	200	100	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	28.6	16.5	10.5	10.5	0.9
영업이익증가율	89.4	61.3	(8.6)	(1.0)	16.1
순이익증가율	90.8	59.4	(1.6)	(31.2)	77.9
EPS증가율	(90.5)	63,662.0	(36.7)	(43.7)	80.5
EBITDA증가율	79.1	59.8	(6.2)	5.3	17.9
수익성(%)					
영업이익률	15.6	21.6	17.9	16.0	18.4
순이익률	11.6	15.9	14.1	8.8	15.5
EBITDA Margin	16.2	22.2	18.8	17.9	20.9
ROA	26.4	31.8	21.1	11.7	17.9
ROE	52.5	51.0	26.3	13.0	20.7
배당수익률	NM	NM	1.5	0.6	1.4
배당성향	4.4	5.5	12.3	10.0	16.9
안정성					
순차입금(십억원)	5	7	(24)	(10)	(14)
차입금/자본총계비율(%)	40.0	32.0	0.7	1.4	7.3
Valuation(X)					
PER	NM	NM	11.9	24.3	12.0
PBR	NM	NM	1.9	2.0	2.2
EV/EBITDA	NM	NM	9.8	11.4	8.2

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 7월 7일 현재 대림씨엔에스, 벽산, 에스와이패널, 라이온캡텍, 보광산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.