



# 동아에스텍(058730) 기계

2007년 4월14일

현금은 고속도로를 타고

**BUY**

Valuation

Target Price: 6,129  
 Price: 3,635  
 Margin of Safety: 69%

MktCap.(100mn): 356  
 ROE: 17.91%  
 Op.Magin: 13.22%  
 PER: 5.53  
 PBR: 0.91  
 Dividend Yield: 3.7%  
 Major Sh.Holder:  
 한상원 ( 53.17 % )  
 Foreign Shr.: 1.93%  
 52weeks Beta: 0.44  
 52weeks High/Low:  
 3,635/2,440

Research 2 팀  
 이한수, 권혁성, 황윤희  
 김근영, 구본일

◆ 도로 및 교량 방호울타리 전문업체

교통사고로부터 안전을 확보하고 물적 피해를 최소화 시키는 최적의 도로안전 시설물을 만드는 기업으로 방호울타리와 강재틀 용벽을 주로 만 들고 있다.

◆ 우량한 재무구조

동아에스텍의 4월 13일 현재 시가총액은 356억원 정도인데, 동아에스텍 은 순유동자산만 201억원을 가지고 있다. 여기에 안정적인 수익이 보장 되어 있는 투자자산 131억원을 합치면, 영업을 통한 수익가치를 전혀 고려하지 않더라도 최소 332억원을 보장받게 된다. 여기에 영업을 통해 벌어들이는 수익을 감안하면 동아에스텍의 주가가 저평가되어 있다는 사 실은 명확하다.

◆ SOC사업에 기반한 안정적인 성장

동아에스텍의 가드레일 사업부문은 정부의 SOC사업 진행정도에 따라 성장이 결정된다. 정부는 2020년까지 지방도를 포함한 전체 도로연장을 97년 8만7천km에서 약 20만km로 확충하려고 계획하고 있고, 이는 제 4차 국토종합개발 계획의 일환으로 진행되는 것이기 때문에 향후 가드레일 분야에서 안정적인 성장이 이루어질 것으로 기대된다.

◆ 경쟁우위

동아에스텍은 뛰어난 기술력과 영업력을 바탕으로 시장에서 독점적인 지 위를 확보하고 있고, 지속적인 연구개발 활동을 통해 이러한 경쟁우위를 지켜나갈 수 있을 것으로 판단된다.

◆ 강재틀용벽의 성장성

동아에스텍은 기존의 콘크리트용벽의 단점을 보완한 제품으로 강재틀용 벽을 출시하여 판매하고 있는데, 기존 가드레일 시장에서의 뛰어난 영업 력을 바탕으로 동 시장에서의 시장점유율을 높일 수 있을 것으로 보인다.

◆ 높은 배당수익률

## 1. Business Model

동아에스텍은 교통사고로부터 안전을 확보하고 물적 피해를 최소화 시키는 최적의 도로안전 시설물을 만드는 기업으로 방호울타리와 강재를 옹벽을 주로 만들고 있다.

### (1) 방호울타리 산업

방호울타리란 함은 주행 중 진행 방향을 잘못 잡은 차량이 길 밖 또는 보도 등으로 이탈하는 것을 방지하여 차량 탑승자 및 차량, 보행자 또는 도로변의 주요 시설을 안전하게 보호하기 위하여 설치하는 시설을 말한다. 동아에스텍에서는 지속적 성장을 위해 신기술 확보에 집중하여 1997년부터 다양한 산학연 연구를 수행하였고, 이를 바탕으로 연평균 12%의 고도성장을 이루어 왔다.

동아에스텍은 방호울타리 시장 1위 업체로서 26~28%정도의 시장점유율을 가지고 있는 것으로 추정되며, 경쟁업체로 (주)동아 개발이 13%정도의 점유율을 가지고 있었으나 2004년 부도가 난 이후로 현재 군소업체 이외에 뚜렷한 경쟁업체는 없는 상태이다.

### ㄱ. 가드레일 분야 (매출액의 64%, 매출이익률 18.4%)

최근 매출 및 매출이익률이 크게 상승하고 있는 강성차등형 가드레일의 경우 동아에스텍이 개발한 신기술로, 2010년까지 기술 보호를 받기 때문에 안정적인 수입을 낼 수 있을 것으로 보인다.



고규격 가드레일(건설신기술388호)



강성 차등형 가드레일(건설신기술101호)



강재방호책(건설신기술 294호)

출처 : 동아에스텍 홈페이지

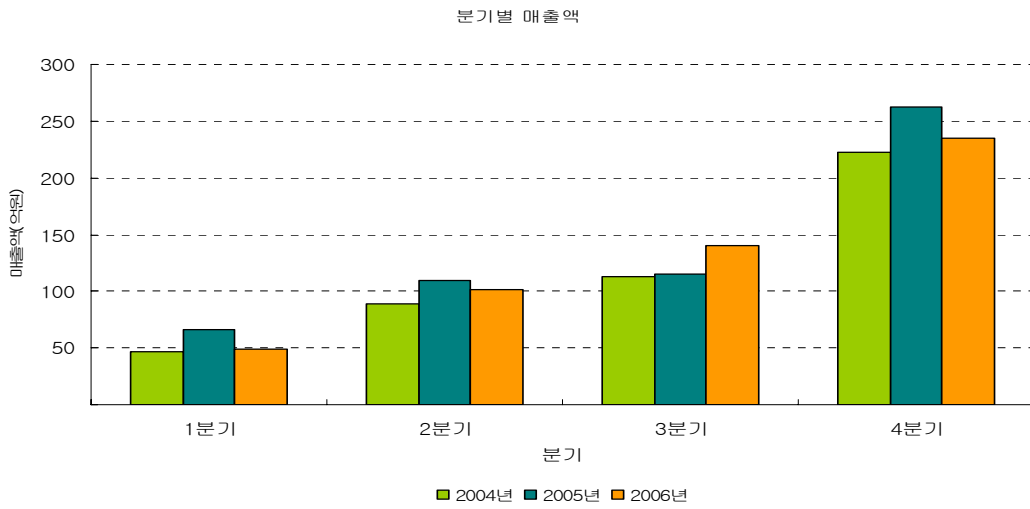
### ㄴ. 강재방호책 (매출액의 8%, 매출이익률 37.4%)

최근 들어 고속도로, 국도 및 지방도의 기하구조기준이 강화되면서 급속히 교량비율이 늘어나고 있는 최근 2년간 3,069개의 교량이 가설되었으며 교량연장도 점점 장대 교량화 되고 있다. 최근에는 또한 물류비용 및 지역 도시간의 편의를 위한 연육, 연도교가 많이 발주되고 있어 향후 교량연장은 급속히 늘어날 것으로 예상

된다.

(2) 방호울타리 산업의 특성

국가기간 산업인 SOC사업과 밀접히 관련되어 있기 때문에 SOC사업의 진행 정도에 따라 성장할 것으로 예상된다. 그렇기 때문에 특정 경기요인이나 경기주기와는 관련성이 낮은 반면에, 국가예산 집행 관행에 따라 건설공사가 마무리되는 4/4분기에 매출이 집중되고 있다.



출처 : 사업보고서

(3) 강재틀옹벽

옹벽이란 뒷면의 흙을 지탱하여 그 붕괴를 방지하고 토압에 저항하는 가장 일반적인 구조물로서 도로, 철도, 하천, 운하, 항만, 호안, 방조제, 교대 등 용지에 제한이 따르는 토지의 최적이용을 목적으로 주로 사용한다.

(4) 강재틀옹벽 산업의 특징

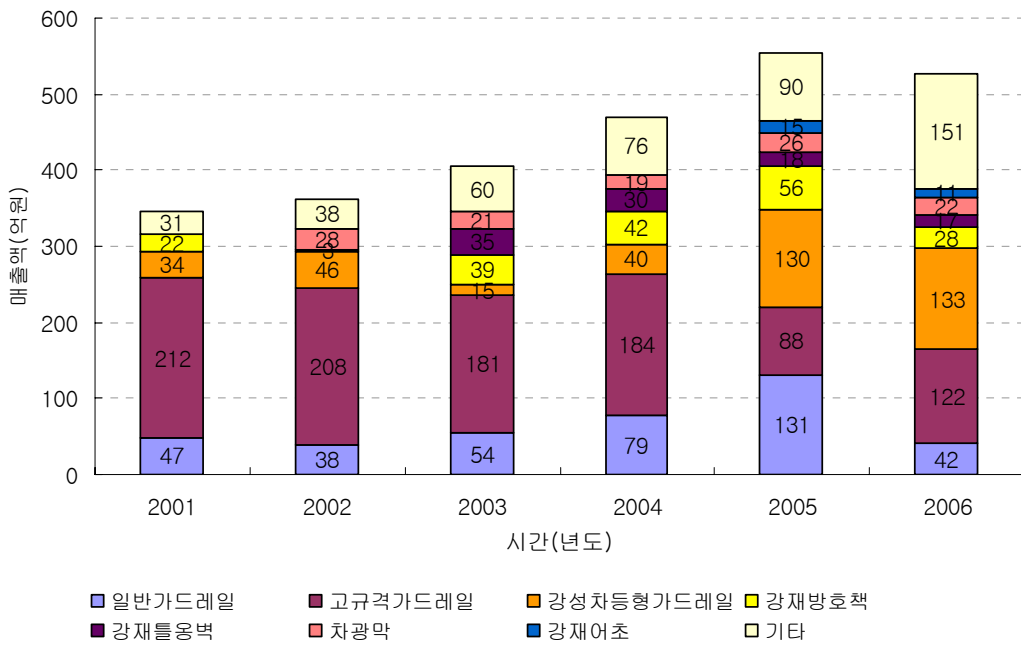
향후 국토개발 정책이 지속될 것을 감안하면, 옹벽물량은 꾸준할 것으로 전망되며 강재틀옹벽은 기존 철근콘크리트 옹벽, 계비온 옹벽 등에 비해 튼튼하고 조립이 빨라서 대체 제품으로 매출 확대의 기회가 상당할 것으로 전망된다. 또한 방호 울타리 산업에 비해 시장의 크기가 크고, 매출이익률이 크기 때문에(25%) 향후 성장 잠재력이 크다.



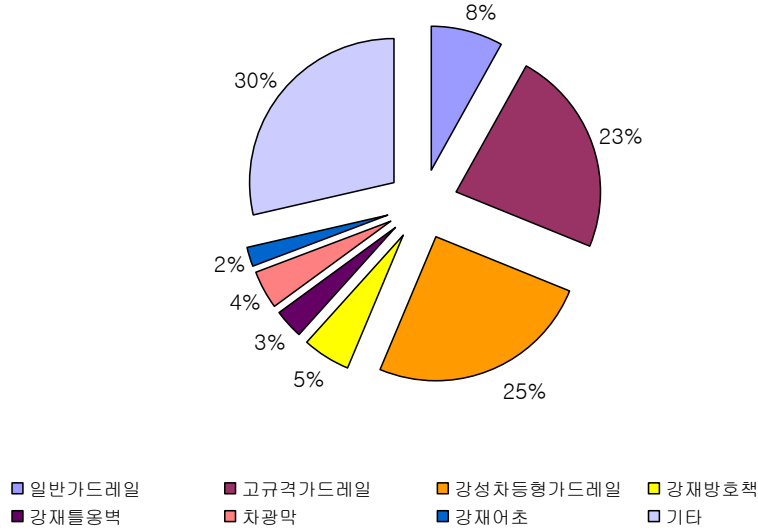
강재틀옹벽, 출처 : 동아에스텍 홈페이지

(5) 매출액 변화 및 구성

사업별 매출추이



2006 사업별 매출추이(억원)



출처 : 사업보고서

## 2. 투자포인트

### (1) 우량한 재무구조

ㄱ. 순유동자산만 201억!!

B/S(2006년말)	
유동자산 283억	부채총계 82억
투자자산 131억	332억?
(+) $\alpha$	

동아에스텍의 재무제표를 살펴보면, 유동자산이 283억인데, 총 부채가 82억 밖에 되지 않는다. 즉, 주식을 통째로 산다고 가정하면, 그 중에 281억이 바로 현금화 가능한 자산이란 말이 된다. 게다가 고정자산 중에서도 비영업자산인 투자자산 규모만 131억에 달한다.<sup>1</sup> 다시 말해서 총 332억 정도는 회사의 영업과 관계없이 바로 획득할 수 있는 자산이 되는 것이다.

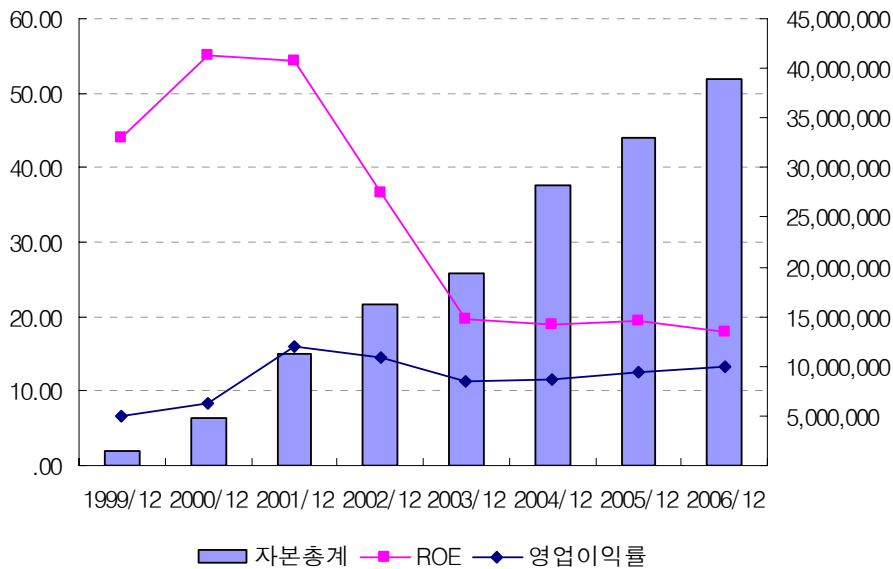
현재 동아에스텍의 시가총액은 4월 13일 종가기준(3,635원)으로 356억이므로, 미래 영업과 관계없이 332억이 보장된 기업을 356억에 염가구매 할 수 있는 상황이다. 게다가 부채도 그 중 81억이 유동부채이므로 실제로 타인자본은 전혀 없다

<sup>1</sup> 이 중 105억 정도가 주가연계증권(ELS)이고 나머지는 국공채 등으로 구성되어 있다. 주가연계증권은 주가지수 연동 수익증권이지만 주로 채권으로 구성되어 있기 때문에 원금이 보장되는 안정적인 수익증권이다.

고 보아도 무방하다.

ㄴ. 높은 ROE와 영업이익률

동아에스텍은 가드레일 제조 전문업체로서 약 26~28%의 시장점유율을 기록하고 있고, 30여 개의 군소업체가 경쟁하고 있으나 뚜렷한 경쟁업체가 없어서 시장에서 독점적인 구조를 지니고 있다. 뿐만 아니라, 지속적인 기술 개발로 건설 신기술을 보유함으로써 높은 이익률과 ROE를 꾸준히 이어오고 있고, 이는 앞으로도 유지 될 것으로 판단된다. 사업 초기에 비해서 ROE수치가 급감한 이유는 2004년까지 지속적으로 유상증자가 이루어졌기 때문이다. 그 후로는 18~20%정도의 ROE를 꾸준히 유지하고 있다.



출처 : 사업보고서

(2) SOC 사업에 기반한 안정적인 성장

ㄱ. 현재의 상황

국가기간교통망계획은 교통체계 효율화법에 의거하여 도로, 철도, 공항, 항만 등 국가기간교통시설에 대한 20년 단위의 장기적이고 종합적인 투자기본정책을 설정하는 최상위 교통계획이다. 도로, 철도 등 개별교통시설의 단편적인 확충으로는 효율적인 국가교통체계를 달성하는 데 한계가 있어 수단별 특성을 감안한 종합적인 교통체계를 구축하기 위해 1999년 12월에 수립되었다. 특히 국토면적과 인구규모 등을 고려한 도로연장이 선진국의 1/3~1/4 수준에 불과해 국가경쟁력 강화를 위해서는 지속적인 도로 건설이 필요하다. 정부는 2020년까지

지방도를 포함한 전체 도로연장을 97년 8만7천km에서 약 20만km로 확충하려고 계획하고 있고, 이는 제 4차 국토종합개발 계획의 일환으로 진행되는 것이기 때문에 향후 가드레일 분야에서 안정적인 성장이 기대된다.

#### L. 동아에스텍의 매출추정

BM에서 검토한 내용이지만, 동아에스텍의 주 제품은 SOC 사업과 연계되어 발전한다. 따라서 이미 계획된 예산안에 따라 매출이 발생하기 때문에 안정적인 매출을 예상할 수 있고, 타당한 Valuation 결과를 도출할 수 있다.

각각의 단계에서 추정된 매출액은 다음과 같다.

#### 0) 가정

2000년에서 2004년까지 도로건설에 사용된 예산과 민간자본의 합은 52.8조원이고, 동아에스텍의 매출총액은 1841억으로, 도로건설 비용과 매출총액의 비는 0.3%이다. 따라서 과거 동아에스텍의 시장점유율이 미래에도 유지된다는 가정하에 논의를 전개한다.

#### i) 1단계 : 2005 년 ~ 2009 년

1단계의 매출액은 현재 2006~2009 국가중기재정운용과 국가기간교통망계획에 의하면, 2005년에서 2009년에는 118조원이 투입된다. 따라서 동아에스텍의 매출액은 3540억원으로 추정되나, 보수적인 관점, 과거 자료와의 일치성 등을 위하여 동 기간 동아에스텍의 매출액은 이 수치의 80%인 3,008억원 이라고 가정한다. 이 경우 이미 공개된 2005년과 2006년의 자료를 바탕으로 일정한 비율로 기업이 성장한다고 하면, **연간 10.4%로 성장한다는 결론이** 나오며 그 결과는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

2005/12	2006/12	2007/12(E)	2008/12(E)	2009/12(E)
55,275,977	52,559,761	58,025,976	64,060,677	70,722,988

#### ii) 2단계 : 2010 년 ~ 2019 년

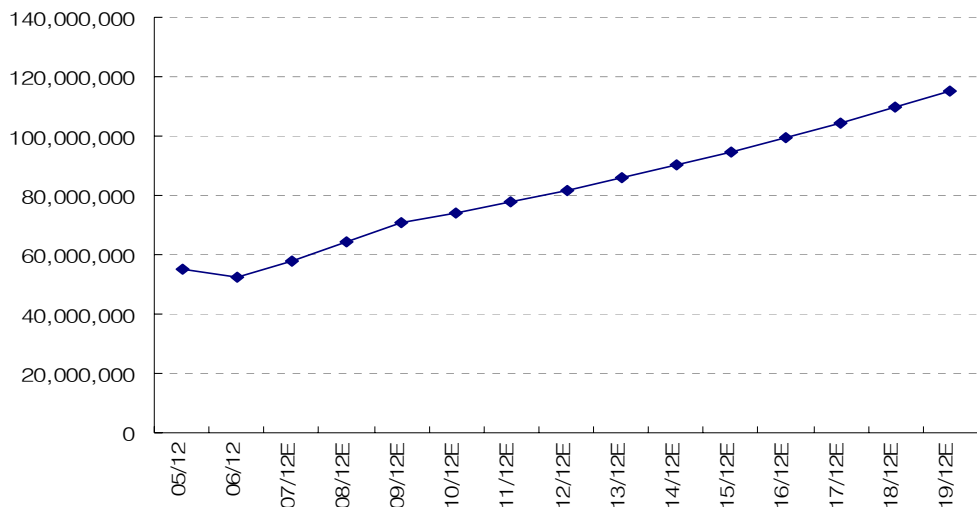
2020년까지 도로 건설의 계획은 있으나, 그 총액이 확정되어있지 않다. 그러나 전국의 반나절 생활권화, 동북아 물류 허브 등 국가가 중장기적으로 추진하고자 하는 과제를 수행하기 위해서는 도로의 추가적인 건설이 대규모로 요청되는 바, 이 기간 동안의 도로건설분야의 예산액은 줄어들지 않고 일정한 성장률로 증가할 것이라고 판단된다. 따라서 2 단계에서는 GDP 성장률인 5%로 꾸준히 매출이 증가한다고 가정한다. 결과는 다음과 같다. (단위 : 천원)

2010/12(E)	2011/12(E)	2012/12(E)	2013/12(E)	2014/12(E)
74,259,138	77,972,094	81,870,699	85,964,234	90,262,446
2015/12(E)	2016/12(E)	2017/12(E)	2018/12(E)	2019/12(E)
94,775,568	99,514,347	104,490,064	109,714,567	115,200,295

iii) 3단계 : 2020 년 이후

3단계에서는 기존도로의 보수 및 확장, 남북간의 교통연결 및 대륙과의 교통연계망 건설을 위하여 추가적 도로건설이 필요할 것으로 예상되나, 실측할 수 있는 자료가 존재하지 않으므로 논리적 뒷받침을 위하여 추가적인 기업의 성장은 없는 것으로 가정한다. 따라서 성장률은 “0”이나, 이 수치는 인플레이션을 감안하지 않은 명목적인(Nominal) 수치이므로, 실질적으로는(Real) 점차 감소한다고 볼 수 있다.

동아에스텍 매출추이



출처 : SMIC Research Team 2

(3) 경쟁우위

비교분야	경쟁원천	기대효과
기술력	산·학·연 공동의 기술개발	독·과점적 영업지위 창출
영업관리	다년간의 축적된 영업 능력 (매출액의 80%가 경쟁입찰)	영업경쟁력 우위 확보



비교분야	경쟁원천	기대효과
자금관리	현금결제 및 원자재 직구매	원가경쟁력 및 회사 신뢰성 재고
생산관리	자동화 대량 생산시설	양질의 제품 생산 및 원가경쟁력

출처 : 사업보고서

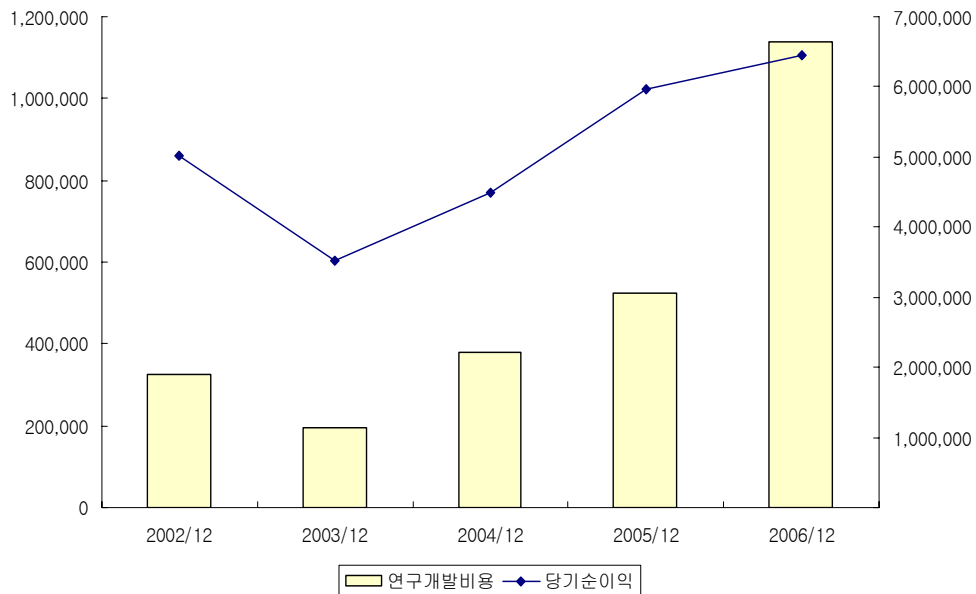
ㄱ. 기술력

- 건설신기술

건설신기술은 특허청에서 관리하는 특허와는 달리 건설교통부에서 기술개발을 장려할 목적으로 지정한 것이다. 본 기술의 보유시 특정 기간동안 기술보호를 받을 수 있기 때문에 수익성 확보와 수주경쟁에서 우위를 차지 할 수 있다. 산·학·연 협동 연구개발에 의하여 신기술 제품이 개발되고 있으며 60% 이상의 매출이 신기술 제품에 의해 이루어지고 있다. 뿐만 아니라 상당부분을 연구개발에 지속적으로 투자하고 있다는 점에서 볼 때, 향후 기술경쟁에서도 우위를 점할 수 있을 것으로 판단된다.

제품	건설신기술	기술보호기간
강성차등형(DS) 가드레일	제 388 호	~2010년 6월
고규격 Thrie-Beam 가드레일	제 101 호	기간만료
강재방호책	제 294 호	~2007년 가을

출처 : 동아에스텍



출처 : 사업보고서

## - 실물차량충돌시험

당사의 주요 생산 제품 중 고규격, 강성차등형(DS) 가드레일, 교량용 강재방호책 등은 국내 성능시험기관이 운영되기 이전(1997~2002)에 국제공인시험기관(미국 TT)에서 실물차량충돌시험을 시행하였다. 그리고 건설교통부로부터 성능인정을 받아 건설 신기술로 지정되어 시장을 선점하여 확대 보급되고 있다.

DS가드레일의 경우 SB4등급 중앙분리대용(2004. 7)가드레일과 SB4등급 노측용(2005. 5)가드레일이 해당 부분에서 최초로 합격하여 그 성능을 입증하였으며, 산업자원부 우수 품질(EM)인증(2004. 12.)을 받음과 더불어 조달청 우수제품(2005. 6)으로 선정되었다.

## L. 영업관리

도로를 건설할 때 정부는 설계용역사를 통해 용역사업을 추진하는데, 설계 당시 동아에스텍은 당사의 신기술 보유 제품을 안내 및 홍보함으로써 설계반영을 하게 된다. 설계도면에 동 제품이 책정되게 되면 도로가 건설될 때, 타 업체에서는 신기술 보유 제품을 만들 수 없으므로 당사의 제품이 채택될 수 있게끔 하는 것이다. 자체 신기술을 보유하고 있지 않은 경우에는 설계반영이 되더라도 추후에 동사 제품이 채택된다는 보장이 없으므로 타 업체에서는 사용할 수 없는 방식이다.

## C. 자금관리 &amp; 생산관리

도로안전시설물의 방호울타리 제품의 주요원자재는 철강재이며, 철강재 조달은 공급업체인 (주)포스코에 실수요업체로 등록하여 직접 조달하고 있어 상대적으로 낮은 비용으로 원자재를 구입하고 있다. 최근의 철강재의 가격 안정화 및 하락은 수익률 상승과 제조 원가의 하락으로 강재틀옹벽과 방호울타리 시장에서 경제성이 강화될 것으로 예상된다.

## (4) 강재틀옹벽의 성장성

## ㄱ. 강재틀옹벽의 특징.

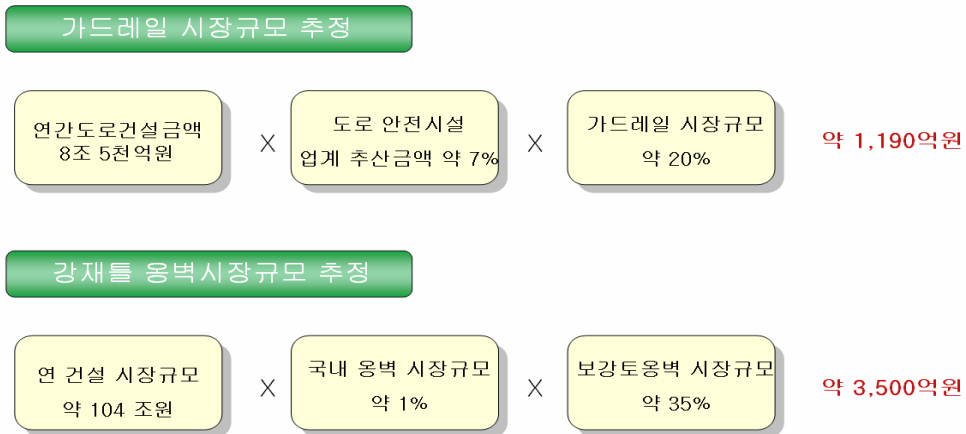
기존의 옹벽은 구성하는 재료의 성질과 작업과정의 까다로움으로 인해 많은 공기가 소요되었고, 작업공간이 협소한 경우와 연약지반과 같이 원지반이 불안정한 경우 시공이 곤란하였다. 또, 집중호우시 배수불량에 의한 배면 수입증가로 붕괴사고가 발생하기도 하였다. 이런 문제를 해결하기 위해 만들어 진 것이 강재틀 옹벽이다. 강재틀 옹벽은 공기를 획기적으로 단축하고, 현장 계측시험을 통한 구조적 안정성을 검증하였으며, 용융아연도금을 통해 내구성을 확보하였다. 특히 내부 채

음재로 현장에서 발생하는 사석과 잔토를 사용함으로써 토목 시공현장에서 점차 확대 보급 되고 있다.

**L. 강재틀옹벽의 시장규모**

현재, 가드레일의 연 시장규모는 1,190억원, 반면 강재틀 옹벽의 경우는 3,500억의 시장규모로 가드레일 시장의 3배 규모이다. 동아에스텍은 자사의 강재틀 옹벽에 대한 시장점유율을 약 1%정도로 추정하고 있으며, 기존 가드레일 시장에서의 영업력을 바탕으로 향후 시장점유율을 높일 수 있을 것으로 보인다..

[가드레일 & 강재틀 옹벽 시장규모 추정]



출처 : 동아에스텍 기업설명회 자료(2004)

또, 가드레일의 시장점유율이 26~28%인 것에 비해, 강재틀옹벽은 시장점유율이 1%로 밖에 안되지만, 아래의 표와 같이, **제품별 매출이익률은 가드레일보다 강재틀옹벽이 더 좋은 것을 알 수 있다.** 따라서, 앞으로 강재틀옹벽이 더욱 성장한다면, 이는 동아에스텍에게 더 큰 이익을 안겨다 줄 것이라 판단된다.

[ 제품별 매출이익률]

	가드레일	강재방호책	옹벽	강재어초	기타제품
이익률	19.00%	36.30%	<b>27.80%</b>	30.90%	27.50%

<출처 : 동아에스텍 IR자료(2007)>

동아에스텍은 2007년 강재틀 옹벽의 매출목표는 약 80억(예상매출액의 14%정도)으로 계획하였으며, 이미 44억이 계약이 체결되어 있는 상태이다. 이는 작년 매출액인 17억과 비교해 보았을 때 큰 폭으로 성장중인 것을 알 수 있다.

(5) 배당수익률

동아에스텍은 매년 20%정도의 배당성향을 일정히 유지하고 있다. 따라서 2007년도에도 같은 수준의 배당성향을 유지한다고 가정하면, 작년 수준의 배당(주당 135원)이 행해질 것으로 보인다. 이는 4월 13일 종가기준(3,635원)으로 계산하면 **예상 시가배당률은 3.7%정도**가 된다. 현재(2007년 2월 기준) 1년 만기 정기예금 평균 금리인 4.83%에 1% 정도 미달한 수치이다. 가치투자를 함에 있어서 배당금은 투자자에게 최소한의 버팀목으로서 자리하는 것이고, **높은 수준의 시가배당률은 투자자에게 있어서 최소한의 안전마진**이 될 수 있다.

3. valuation

(1) DCF

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률		10.40%	10.40%	10.40%	5.00%	5.00%	5.00%
예상매출액	52,559,761	58,025,976	64,060,678	70,722,988	74,259,138	77,972,094	81,870,699
예상EBIT	6,949,921	7,026,946	7,757,748	8,564,554	8,992,782	9,442,421	9,914,542
EBIT(1-27.5%)	5,038,693	5,094,536	5,624,367	6,209,302	6,519,767	6,845,755	7,188,043
(+)유,무형자산 상각비	553,818	850,260	938,688	1,036,311	1,088,127	1,142,533	1,199,660
<b>총현금흐름</b>	<b>5,592,511</b>	<b>5,944,796</b>	<b>6,563,055</b>	<b>7,245,613</b>	<b>7,607,893</b>	<b>7,988,288</b>	<b>8,387,702</b>
(-)운전자본의 증가	(3,316,739)	2,805,157	3,096,893	3,418,970	3,589,918	3,769,414	3,957,885
(-)설비투자	1,014,969	1,273,283	1,405,704	1,551,897	1,629,492	1,710,967	1,796,515
(-)연구개발투자	5,000	30,216	33,358	36,828	38,669	40,602	42,633
<b>총투자액</b>	<b>(2,296,770)</b>	<b>4,108,655</b>	<b>4,535,955</b>	<b>5,007,695</b>	<b>5,258,079</b>	<b>5,520,983</b>	<b>5,797,033</b>
<b>예상 FCFF</b>	<b>7,889,281</b>	<b>1,836,141</b>	<b>2,027,100</b>	<b>2,237,918</b>	<b>2,349,814</b>	<b>2,467,305</b>	<b>2,590,670</b>
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		1,698,401	1,734,376	1,771,114	1,720,165	1,670,681	1,622,620

WACC	8.11%
연구성장률	0%
Terminal Value	44,948,613

자기자본비용	8.12%
1년치월별베타	0.44683
5년치월별베타	
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	4.99%
WACC	8.11%
차입금가치(이자발생부채)	101,593
주주지분가치(시가총액)	35,623,000
한계조달금리(감사보고서)	5.00%

현재가치의 합	19,018,509
PV of TV	16,310,227
현금 + 시장성유가증권	5,407,189
비영업용자산	11,659,352
Value of the Firm	52,395,278
Value of the Debt	101,593
Value of the Equity	52,293,685
발행주식수	9,800,000
<b>1주당 가치</b>	<b>5,336</b>
현재주가	3,635
<b>안전마진</b>	<b>47%</b>

ㄱ. 매출액 추정 : 상기 2.(2) 에서의 추정치를 사용 (타 사업분야의 성장성은 고려하지 않은 수치임)

2007~2009년 : 성장률 10.4%로 가정

2010~2019년 : 성장률 5%로 가정

2020년 이후 : 무성장 가정(영구성장률과 동일)

- ㄴ. 무위험이자율 : 3년 만기 국채수익률인 4.99%를 적용
- ㄷ. 위험프리미엄 : 한국시장 프리미엄을 보수적인 7%로 가정(FNGUIDE기준 : 6~7%)
- ㄹ. 자기자본비용 : 1년치 일별베타를 바탕으로 CAPM을 이용하여 8.12%로 계산
- ㅁ. WACC : 차입금 장부가치와 시가총액을 바탕으로 8.11%로 계산
- ㅂ. 1주당 가치가 5,366원으로 4월 13일 종가인 3,635원을 기준으로 47%의 안전마진이 나온다.

(2) RIM

(단위 : 천원)	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
당기순이익	6,443,247	6,976,237	7,969,545	9,104,284	8,710,715	9,749,467
배당금(배당성향 20.5% 가정)		1,430,129	1,633,757	1,866,378	1,785,697	1,998,641
<b>자기자본의 장부가치(A)</b>	38,951,629	44,497,737	50,833,525	58,071,431	64,996,450	72,747,276
ROCE	17.91%	17.91%	17.91%	17.91%	15.00%	15.00%
할인율 (자기자본수익률 8.11%로 가정)	8.12%	8.12%	8.12%	8.12%	8.12%	8.12%
<b>Residual Earnings(Residual Income)</b>		3,813,364	4,356,328	4,976,602	3,995,314	4,471,756
<b>PV of RE(RI)</b>		3,526,974	3,726,564	3,937,448	2,923,660	3,026,550
<b>Total PV of RE(B)</b>	28,594,451					
Continuing Value	0					
PV of CV	0					
<b>자기자본의 가치(=A+B)</b>	67,546,080					
주당 자기자본 가치(9,800,000주)	<b>₩6,892</b>					
할인율	1.0812					
초과이익지속계수	0.7					
현재주가	3,635					
안전마진	90%					

ㄱ. ROCE 추정

2007~2009년 : 성장률 추정이 가능한 기간으로 한계 ROE수치인 17.91%로 가정

2010~2019년 : 초과이익이 작아진다는 가정 하에 ROE수치를 점차적으로 자기자본 비용과 동일한 수준까지 낮춤

2020년 이후 : 초과이익이 제로가 되는 시점으로 ROE를 자기자본비용과 동일한 8.12%로 가정

- ㄴ. 자기자본비용 : DCF에서 계산한 8.12%를 그대로 사용
- ㄷ. 배당성향 : 한계 배당성향인 20.5%를 사용
- ㄹ. 1주당 가치가 6,892원으로 4월 13일 종가인 3,635원을 기준으로 90%의 안전마진이 나온다.

(3) PM

1. 세후 배당수익

If	ROE =	17.91%	기초 Underlying EPS =	₩657.00
	보통주 배당성향 =	20.50%	배당 재투자 이율 =	4.83%
	유보율 =	79.50%	배당소득세율 =	15.40%
	성장율 =	14.24%		

Then	EPS	DPS	세후 DPS	-> 기말 FV
2006	₩657.00	₩134.69	₩113.94	₩131.26
2007	₩750.55	₩153.86	₩130.17	₩143.05
2008	₩857.41	₩175.77	₩148.70	₩155.88
2009	₩979.50			

세후 배당수익 = ₩430.19

2. 매매차익

If	적용 PER =	5.53
	매수 가격 =	₩3,635.00
	3년후 EPS =	₩979.50

Then	기말 예상주가 =	₩5,416.61
	매매차익 =	₩1,781.61

3. 세후 투자수익(=1 + 2)

If	세후 배당수익 =	₩430.19	매매차익 =	₩1,781.61
Then	세후 투자수익 = ₩2,211.80			

4. 예상 수익률

If	투자금 =	₩3,635.00	3년후 예상이익 =	₩2,211.80
Then	예상 연수익률 = 17.17%			

- ㄱ. 성장률 : 한계 ROE와 한계 배당성향을 바탕으로 성장률을 14.24%로 가정
- ㄴ. 배당재투자 이율을 1년 만기 정기예금 평균금리인 4.83%로 가정
- ㄷ. Target PER : 현재 PER인 5.53배가 그대로 유지된다고 가정
- ㄹ. 목표 EPS : 3년 후 목표 EPS를 979원으로 계산
- ㅁ. 예상이익 : 3년 후 매매차익과 세후 배당수익의 합으로 계산
- ㅂ. 3년간 예상 연수익률이 17.17%로 계산됨

#### 4. 주가가 왜 저평가 되어 있나?



출처 : 미래에셋 HTS

##### (1) 낮은 시가총액, 낮은 유통 물량

동아에스텍은 시가총액이 356억에 불과하고 유통주식수 980만주 중에 대주주 지분을 차감해 보면, 이 중 35% 정도인 340만주 정도만이 시중에 유통되고 있다. 일반적으로 기관들은 대량으로 구매하기 때문에 시가총액이 낮거나 유통물량이 적은 경우에는 투자하기를 꺼리는 경향이 있다. 따라서 애널리스트 보고서도 거의 나오지 않을 뿐만 아니라, 실제 투자 비중도 높지 않다. 이는 곧 시장의 무관심을 반영하고 동아에스텍의 주가가 실제 가치보다 현저히 저평가 되어 있다는 사실을 설명해 준다.

##### (2) 예상실적에 미치지 못한 2006년의 실적

동아에스텍 주가 추이를 분석해 보면, 2006년에 주가가 상승하지 못하고 횡보하고 있다는 것을 알 수 있다. 이는 전년도(2005년)보다 매출액이 감소한 것과 더불어 실제 실적이 동아에스텍이 발표하는 예상 실적에 미치지 못했기 때문이다. 게다가 2006년에는 기중에 예상실적을 하향 수정발표 했는데도 불구하고 실제 실적이 그 수치에도 다다르지 못했기 때문에 투자자들이 동아에스텍에 대한 실망감이 컸을 것이라고 예상할 수 있다.

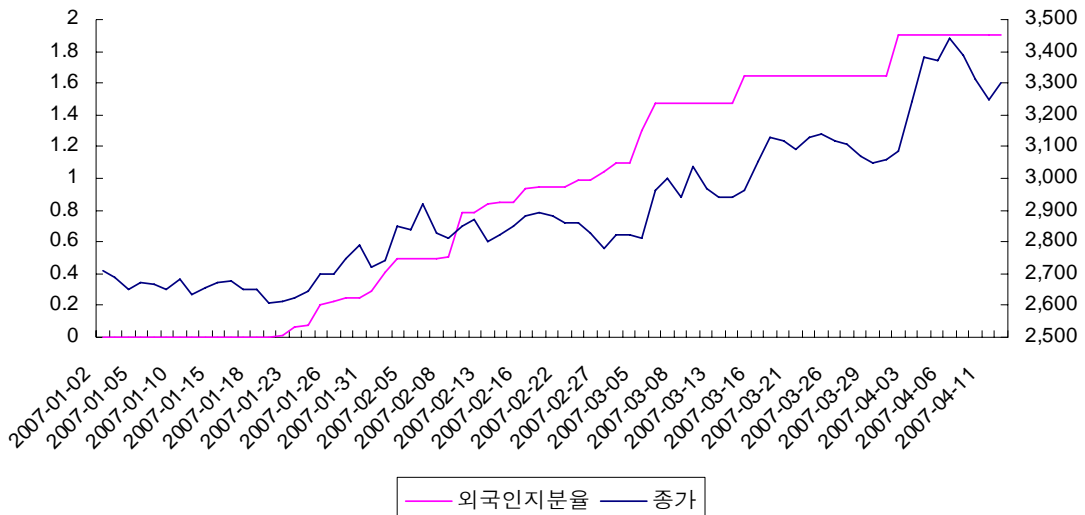
동아에스텍 예상실적 비교						단위 : 억원
	예상(02.03)	실제(06.01.25)	예상(01.26)	예상(08.16)	실제(07.01.30)	예상(02.07)
년도	2005E	2005	2006E	2006E	2006	2007E
매출액	550	553	622	570	526	582
영업이익	70	70	83	72	69	64
경상이익	n/a	72	82	76	77	70
당기순이익	55	60	n/a	n/a	64	n/a

출처 : 기업공시자료

**(3) 외국인 지분의 매입**

그렇다면 동아에스텍이 시장의 관심을 받고 제 가치로 상승할 수 있는 시점은 어디일까? 그에 대한 한 지표로 외국인 지분의 변화 양상을 살펴볼 수 있다. 그래프를 보면 2007년 1월 중순부터 외국인 지분이 유입되기 시작하여 주가 상승과 같이 움직이고 있다는 사실을 알 수 있다. 4월 13일 현재 외국인 지분율은 1.93% 정도이지만 순매수 추세로 움직이고 있고, 향후 지분율이 더욱 높아지게 되면 주가도 같이 상승할 것이라고 예상된다.

외국인지분율 및 주가변동



출처 : 미래에셋 HTS



## 5. 결론

주가를 평가할 때, 주로 자산가치와 수익가치를 살펴본다. 여기서 자산가치는 영업자산과 비영업자산의 시장가치를 바탕으로 측정하고, 수익가치는 미래 영업을 통해 벌어들일 수 있는 예상 수익을 바탕으로 측정한다. **동아에스텍**의 경우에는 영업자산 이외에 현재 보유하고 있는 순유동자산과 투자자산이 거의 시가총액에 육박할 정도로 많아서 **자산가치가 매우 높을 뿐만 아니라**, 국책사업을 기반으로 한 안정적인 매출이 보장되어 있고 향후 성장성도 꾸준할 것으로 예상되어 **수익가치 또한 상당하다**. 뿐만 아니라, 최근 들어 외국인 지분 매입이 증가하고 있어서 **주가 급등 모멘텀** 또한 지니고 있다. 따라서 우리는 이 시점에서 성장성이 담보된 저평가 기업인 동아에스텍에 대하여 **강력하게 매수를 추천한다**.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.