



현진소재(053660)

자유단조

MY CHART WILL GO ON AND ON

BUY

Valuation

Target Price: 33,352

Price: 26,250

Margin of Safety: 27%

MktCap.(100mn): 1,000

ROE: 20.41%

Op.Magin: 15.77%

PER: 16.6

PBR: 2.9

Dividend Yield: 0.27%

Major Sh.Holder:

이창규(18.43%)

Foreign Shr.: 34.29%

52weeks Beta: 1.07

52weeks High/Low:

27,900 / 11,400

기업분석 5팀

홍진채 김한슬 최아영

안혜진 엄찬식

◆ 수주량 증가와 풍력에너지산업의 성장

현진소재는 2006년부터 증강된 생산 설비를 바탕으로 전년 대비 54% 증가한 선박 수주량에 발맞춰 생산에 박차를 가하고 있다. 국내 조선사들의 수주잔고가 3~4년임을 고려하면 현진소재의 선박엔진부품 매출은 최소한 향후 몇 년간은 높은 수준으로 유지될 전망이다. 또한 당사는 급속한 성장이 기대되는 풍력에너지산업 관련 제품(Main Shaft)의 비중을 증가시키고 있으며, 미국시장 점유율 1위인 GE wind에 납품하고 있다. GE wind가 풍력산업에 대한 미국정부 지원에 힘입어 큰 성장이 기대되는 바, 현진소재 또한 그 수혜를 입을 것으로 전망된다.

◆ 고부가가치 제품의 비중 증가

현진소재는 선박엔진부품인 Crank Shaft와 풍력엔진용 Main Shaft의 생산능력을 확충하고 매출 포트폴리오에서의 비중을 확대시켜 나가고 있다. Crank Shaft의 경우 영업이익률이 22%로, 단조산업의 평균적 영업이익률이 14% 수준임을 고려할 때 이 제품이 고부가가치 제품임을 알 수 있다. Main Shaft의 영업마진은 18%이고, 현재 매출 비중이 9%밖에 되지 않지만 앞으로 풍력산업의 급속한 성장에 힘입어 그 비중이 2008년까지 23%로 확대될 예정이다. 따라서 현진소재의 영업이익률은 소폭 개선될 것으로 보인다.

◆ 태웅, 평산에 비해 저평가 매력

전방산업의 호황으로 자유단조 3사 태웅, 평산, 현진소재의 주가가 일제히 상승하고 있는데, 시장에서는 그 중 현진소재를 가장 낮게 평가하고 있다. 물론 현진소재는 아직 풍력 산업에 진출하지 않았고, 풍력 산업의 성장 전망이 조선업보다 밝은 것은 사실이다. 그러나 반대로 생각하면 현진소재는 풍력 시장에 아직 진입하지 않았으므로 기존의 성장성에 더해 풍력 시장의 발전을 추가로 가져갈 수 있다. 한편 풍력용 메인샤프트는 공급 부족이 지속되고 있으므로 현진소재는 안정적으로 진입할 수 있으며, 이를 감안할 경우 현진소재의 성장성은 다른 두 기업보다 더욱 높다고 할 수 있다.

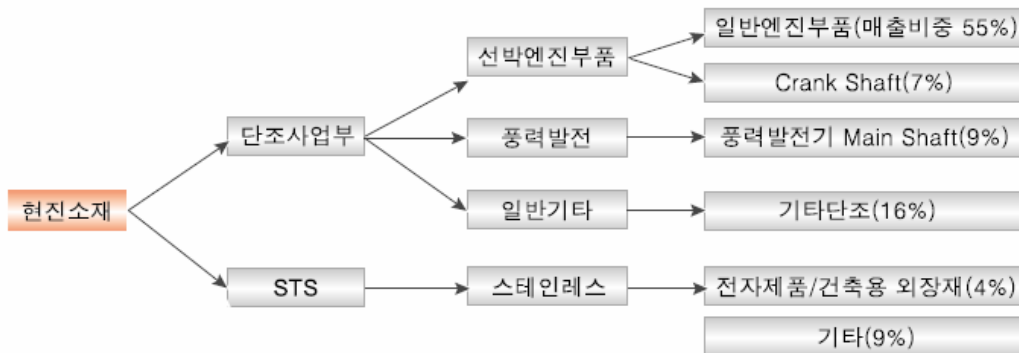


◆ 선박엔진부품과 스테인레스강

현진 소재는 고품질 단조품 제조 핵심 기술을 보유하고 있는 기업으로 사업 영역은 크게 엔진부품을 생산하는 단조 사업과 스테인레스 냉연강판을 중간가공하는 STS 사업으로 나눌 수 있다. 현재 선박 중속 엔진용 크랭크 샤프트와 풍력 발전용 메인샤프트 생산을 추진, 이 사업을 미래의 핵심사업으로 이끌어 나가고 있다.

-Crank Shaft: 크랭크 샤프트는 엔진을 구성하는 핵심 부품으로 피스톤의 상하 직선 운동을 회전 운동으로 바꿔주어 선박의 프로펠러를 돌릴 수 있게 하는 부분이다. 몇 만톤에 달하는 선체를 움직이기 위해서 수 백톤에 달하는 크랭크 샤프트가 1분간 최고 100회 이상을 회전해야 하므로 가공 정도가 극히 높고, 튼튼해야 한다..

-Main Shaft: 풍력발전기와 날개를 연결하여, 회전자의 운동에너지를 발전기로 직접 전달시키는 풍력발전의 핵심 부품 부품으로써 운동기간 중 계속 회전하므로 강한 내구성이 요구된다.



-현진 소재 사업부와 주요 생산품(2006년 실적 기준)

◆ Biz Model

금속재료 구매 → 선박 엔진 제작 회사의 발주 → 제품 제작 → 인도 (100% 주문생산방식)

단조산업을 영위하는 회사는 수 백톤 규모의 제품을 생산하기 때문에 많은 양의 금속 재료를 사용하고 따라서 금속 재료의 가격 변동이 이 회사의 이익에 큰 영향을 줄 수 있다. 현진 소재는 금속재료 공급 업체와 연간 단위 공급 계약을 맺고, 금속재료 가격과 최종 제품 가격을 연동시키는 가격 연동제를 적용하여 금속 재료 가격 상승에 따른 리스크를 최소화하고 있다. 또한 현재 선박엔진 부품 시장이 수요 초과로 인한 공급자 우위 시장이기 때문에 선박엔진제작사들이 대형기업이라 할지라도 가격 협상력 부분에 있어서는 현진 소재가 우위에 있다고 볼 수 있다. 그리고 선박엔진 부품 시장에서 각 부품 제작사가 가

저갈 수 있는 점유율에 관한 암묵적인 합의가 이뤄져 있기 때문에 발주 과정에서 경쟁사의 존재가 큰 위협이 되지 않고 있다.

단조산업의 진입장벽

자유단조업종은 품질인증과 납기준수 기준이 엄격하고 장치산업으로서 대규모 투자가 필요해 신규업체가 진입하기 힘든 과점적인 형태를 띠고 있고, 공급자 우위의 시장이라는 특징이 있다.

◆ 전방산업에 대한 이해

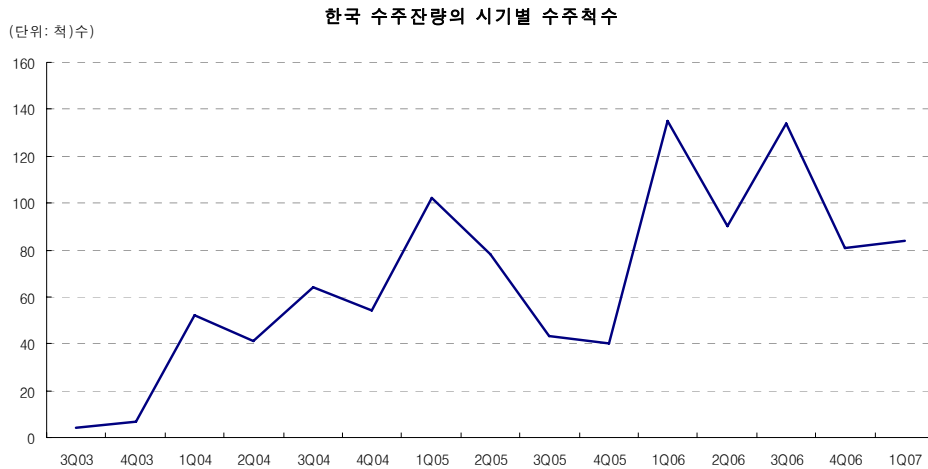
현진소재의 과거와 현재, 미래를 예측하는 모든 단계에서는 단조산업의 전방산업인 조선산업과 풍력발전산업에 대한 이해가 선행되어야 한다.

조선산업 전망

환경 및 안전규정 강화, 중국을 중심으로 한 컨테이너 물동량 증가 등으로 인해 관련 선박의 신수요 및 대체 수요 창출이 안정적으로 이어지고 있다. 또한 미국, 유럽 등에서 청정에너지 선호에 따른 LNG 수요 증가와 중국, 인도 등 신흥공업국의 LNG수요 급증으로 LNG선 시장이 확대되고 있으며, FTA로 인해 무역환경이 호조세를 보이고 있다.

1) 국내조선 현황

2006년 국내조선소의 선박 수주량은 19,585천 CGT로, 2005년 대비 63.7%의 증가세를 기록했다. 2007년의 선박발주량은 지난 해운 호황기에 기발주된 수주물량 때문에 다소 줄어들 가능성이 있지만, 원유 수요가 지속적으로 증가할 것으로 예상되고 EU의 에너지 수요증가요인 등으로 인하여 선종별로 PC선(석유화학제품운반선) 등의 수요는 견조할 것으로 전망된다. 또한 벌커선의 수요도 증가할 것으로 예상된다. 2006년에는 건조물량과 수출규모가 사상최고치를 기록하였으며, 2007년에도 이러한 추세는 이어질 것으로 예측된다.



<자료: 한국 조선업 협회>

2) 세계조선 현황

세계조선 현황을 살펴보면, 수주량은 전년동기대비 26.6% 증가(CGT기준)하였다. 탱커, 벌커는 수주가 증가, 컨테이너선과 LNG선은 감소하였다. 국가별 수주량 점유율은 한국, 중국은 증가한 반면, 일본, 유럽은 감소했다.

세계 건조량은 전년동기대비 18.8% 증가 (CGT기준)하였다. 벌커와 컨테이너선, LNG선의 건조량은 증가하였고, 탱거 건조량은 감소하였다. 국가별 점유율은 한국은 증가한 반면, 중국, 유럽, 일본은 감소하였다.

세계 수주잔량은 전년동월대비 16.4% 증가 (CGT기준) 하였는데, 탱커, 벌커, 컨테이너선의 수주잔량은 증가했고, LNG선은 변동이 없었다. 국가별 점유율은 한국, 중국은 증가한 반면, 일본 유럽은 감소했다.

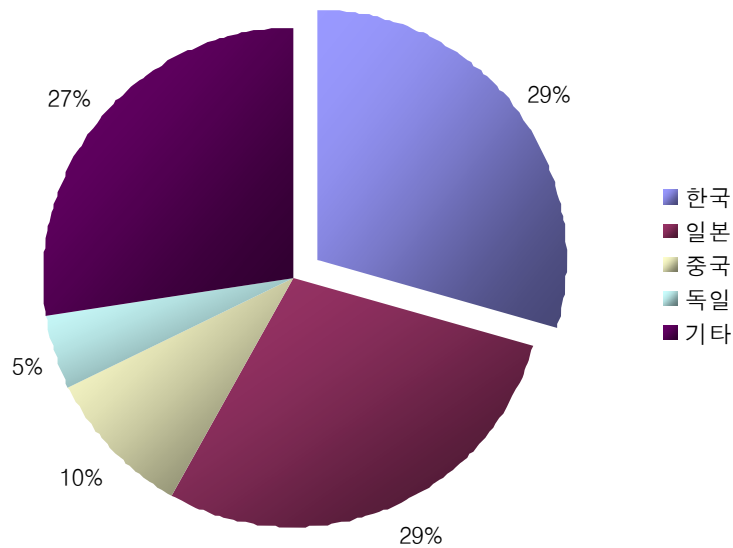
국가별 수주량				
국별	2005.1~9	점유율(%)	2006.1~9	점유율(%)
한국	12.3	39.5	17.4	44.1
일본	5.2	16.7	4.8	12.2
중국	5.3	17	10.5	26.6
유럽	6.6	21.2	3.9	9.9
총계	31.1	100	39.5	100

<자료: Clarkson, World Shipyard Monitor, 2005.10/ 2006.10>

국가별 수주잔량				
국별	2005.9	점유율(%)	2006.9	점유율(%)
한국	40.2	38.1	47.2	38.4
일본	26.9	25.5	24.7	20.1
중국	15.6	14.8	24.9	20.3
유럽	17.3	16.4	18.6	15.1
총계	105.5	100	122.8	100

<자료: Clarkson, World Shipyard Monitor, 2005.10/ 2006.10>

세계 건조능력 (단위: 천 CGT)



<자료: 한국 조선업 협회>

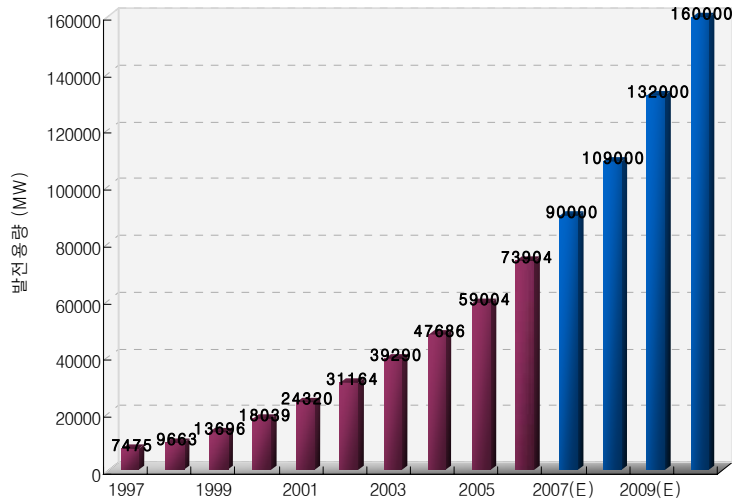
풍력에너지산업

풍력 에너지 시장은 전 세계에서 가장 폭발적인 성장을 보여주고 있는 시장 중 하나이다. 97년부터 06년까지 무려 10배가 넘는 성장이 이루어졌으며, 이를 환산하면 연 평균 29%의 성장률이 계산된다. 풍력 에너지 시장의 이러한 고속 성장은 재생에너지의 비중이 전 세계 에너지 생산량의 상당 부분을 차지할 때까지 계속 될 전망이다.

많은 선진국들에서는 정책적으로 “재생에너지 비율 20%달성” 등의 문구를 내세우고 있는데, 비교적 재생에너지의 비중이 높은 유럽에서조차도 풍력 발전의 선두 국가인 독일 (10%가량)을 제외하면 아직까지 그 비중이 높지 않다. 그리고 이러한 풍력에너지 개발의 추세가 특정 지역에 국한되는 것이 아니라 전 세계적인 추세라는 사실을 감안해 보면 앞

으로 시장의 규모가 계속적으로 커지리라는 사실을 알 수 있으며, 다음의 그래프는 풍력 에너지의 그러한 폭발적인 성장성을 잘 보여주고 있다.

풍력산업 발전 추이



<자료: 국제 풍력 에너지 연합 (WWEA)>

◆ 현진소재의 과거 & 현재

<현진소재 이익 실적>

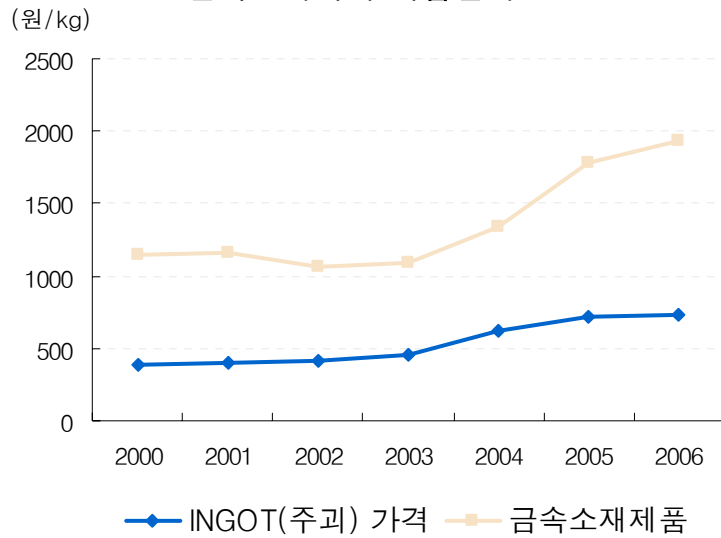
	2006	2005	2004	2003	2002
매출액	141,689	120,880	86,360	48,946	40,831
매출총이익	28,950	21,815	10,884	2,428	5,421
영업이익	22,351	17,352	7,415	-1,679	1,343
경상이익	23,368	19,278	6,572	-1,475	1,303
당기순이익	17,903	15,263	5,074	-840	1,059

<자료: 현진소재 사업보고서>

2003년의 영업적자

현진소재는 2003년 매출 증가에도 불구하고 영업적자를 기록하였다. 2003년은 중국의 급성장으로 인해 원자재 가격이 폭등하는 시기였다. 중국의 성장과 함께 현진소재의 전방산업인 조선업 역시 활황을 맞이하였지만, 이 때의 수주가 부품산업의 매출로 연결되기까지는 시간이 걸린다. 따라서 원자재 가격의 상승에도 불구하고 이를 납품단가에 전가하지 못하여 영업적자를 기록하였다.

원재료가격과 제품단가

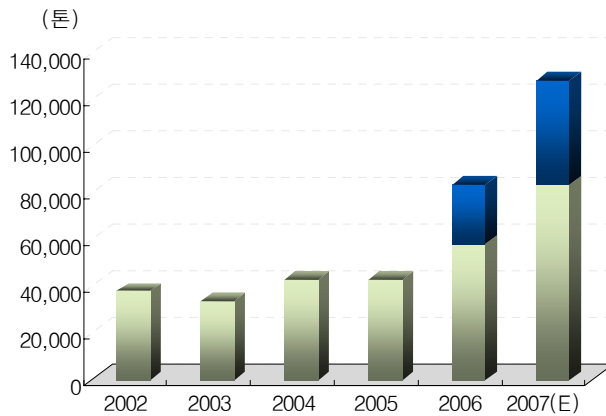


<자료: 현진소재 사업보고서>

설비투자 및 고부가가치 제품 개발

이후 조선업의 성장으로 인한 수요 증가세에 맞추어 현진소재는 적절한 설비 투자를 감행하였고, 조선업의 성장에 따른 수혜를 그대로 입을 수 있었다.

연간 생산능력



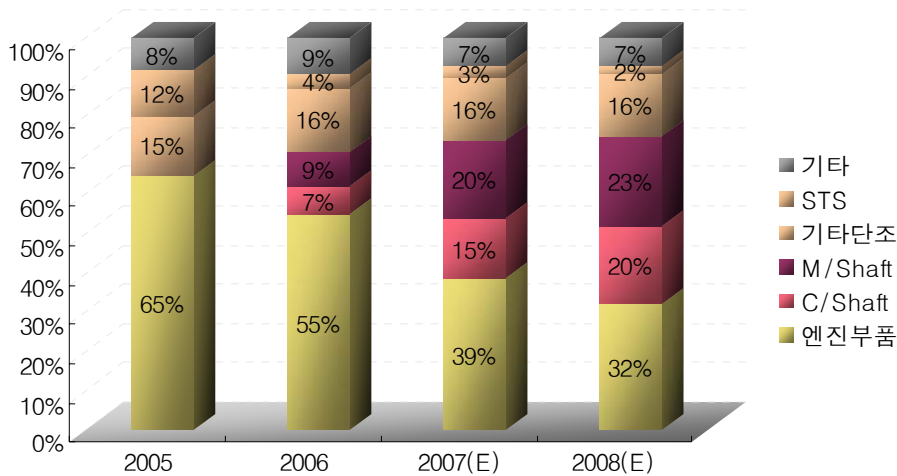
<자료: 현진소재 사업보고서>

단지 수요의 증가에 따른 성장뿐 아니라, 중속 크랭크샤프트 등 높은 기술력이 요구되는 제품의 개발에 성공함으로써 질적인 측면에서의 성장도 이루어졌다. 또한 풍력발전용 메인샤프트 개발에도 성공함으로써 태웅, 평산 등이 점유하고 있던 풍력발전 시장에도 진출할 수 있게 되었다.

크랭크샤프트는 전 세계에서 단 세 곳만이 단조독자기술을 보유하고 있는데, 현진소재가 그 중 하나로서 국내에서 유일하게 독자 기술을 보유하고 있다. 현진소재 이외에 현대중공업과 두산중공업의 단조사업부가 크랭크샤프트를 생산하는데, 이들은 로열티를 지불하면서 생산하는 것이며 자체 수량을 충족하기에도 급급하여 현진소재와 납품 계약을 맺으려 꾸준히 시도하고 있다. 태웅 역시 크랭크샤프트를 생산하지만, 마찬가지로 원천 기술이 없이 부분품을 만드는 것이다. 현진소재는 2006년 기존의 저속 크랭크샤프트보다 더 높은 기술력이 요구되는 중속 크랭크샤프트의 개발에 성공하여 꾸준히 매출 비중을 늘려가고 있는데, 과점으로 인해 약 22%의 영업마진을 형성하고 있다.

마찬가지로 2006년부터 풍력발전용 메인샤프트를 생산하기 시작하였는데, 현진소재가 주 타겟으로 삼고 있는 미국에서 단조제품의 공급 부족 현상이 지속되고, 선박엔진용 크랭크샤프트에 비해 낮은 기술력이 요구되기 때문에 진입에 문제는 없을 전망이다. 실제로 메인샤프트 생산을 시작하자마자 GE로부터 수주가 들어온 사례가 있으며 올해에는 작년의 약 2, 3배에 가까운 매출을 올릴 것으로 예상된다.

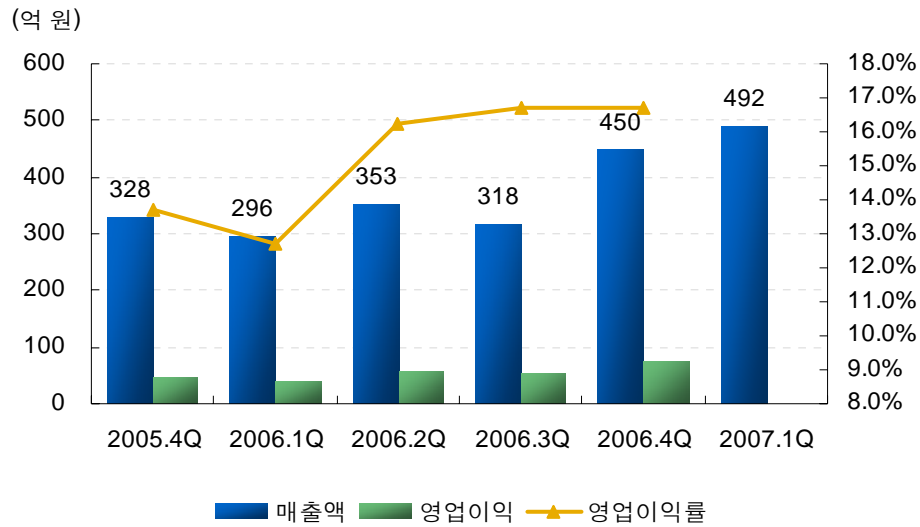
제품별 매출비중 추이



<자료: 현진소재 사업보고서, 메리츠증권>

2006년에는 두 번의 유상증자를 통해 제 2공장이 가동되었는데 이곳의 매출이 하반기부터 인식되기 시작하여 2007년 1분기에는 사상 최대 실적을 올렸다.

분기별 실적



<자료: 현진소재 사업보고서, 공시자료>

◆ 현진소재의 미래전망

매출 구성의 변화로 영업마진 증가

현진소재는 2006년까지 선박엔진부품을 주로 생산해왔으며, Main Shaft와 Crank Shaft 매출비중은 각각 9%와 7%에 불과했다. Crank Shaft의 경우 영업이익률이 22%에 달하고 있는데, 이는 2006년말 회사의 전체 영업이익률이 15% 수준인 것을 고려하였을 때 매우 높은 수치이다. 회사는 수익성이 높으며, 충분한 수요를 가지고 있는 풍력발전용 Main Shaft와 중속엔진 Crank Shaft를 2006년 하반기부터 판매하기 시작하였으며, 현재 당해 제품들의 생산력 증대에 주력하고 있다. 따라서 2007년에는 이 제품들의 매출비중이 각각 20%와 15%로, 2008년에는 각각 23%와 20%로 늘어날 전망이다.

특히, Main Shaft는 풍력발전 시장의 급속한 성장으로 미래에 그 수요가 크게 증가할 것으로 보인다. 당사는 세계 풍력발전시장의 17.7%를 차지하고 있는 GE wind와 452억원의 공급계약을 체결하였고, Clipper로부터도 66억원의 계약을 수주하였다. GE wind의 경우 미국풍력발전시장에서 가장 큰 시장점유율을 가지고 있으며, 정부 지원을 바탕으로 미국 풍력발전시장이 크게 성장할 것으로 예상되고 있기 때문에 GE wind의 후방업체인 현진소재에도 이에 따른 수혜가 기대된다.

매출증대를 위한 설비투자

Crank Shaft와 풍력발전용 Main Shaft의 생산력을 증대시키기 위해 현진소재는 2005년부터 3번의 증자로 700억 원의 현금을 확보했다. 확보된 자금 중 380억 원으로 2006년 11월 5,000톤급 Press를 설치하여 생산력을 보강하였고, 이로써 Crank Shaft의 생산능력은 25,000톤으로 증가되었다. 증가된 생산라인은 현재 98% 가동 중이다. 회사는 유상증자로 유입된 나머지 자금 320억 원으로 Press를 추가로 설치하여 2008년까지 생산 능력을 50,000톤까지 증가시킬 계획이며, 수주가 회사의 생산능력을 초과하고 있는 현 상황에서 생산능력의 증가는 회사 전체의 매출 증가로 이어질 것이 분명하다. 참고로 2006년 말 현재 2007년 3월 이후가 납기시점인 당사 수주액은 1586억 원이다.

생산량 증가로 인한 제품원가 하락

수요 증가에 따른 생산량 증가로 제품 단위당 배분되는 고정원가가 낮아질 전망이다. 여기서 말하는 고정원가란 인건비와 감가상각비를 말하며, 대규모 설비투자로 인하여 감가상각비가 증가할 것이나 이는 영업마진이 높은 제품군의 비중이 확대됨으로써 그 효과는 상쇄될 수 있을 것이다.

원가 상승분은 제품가격에 전가

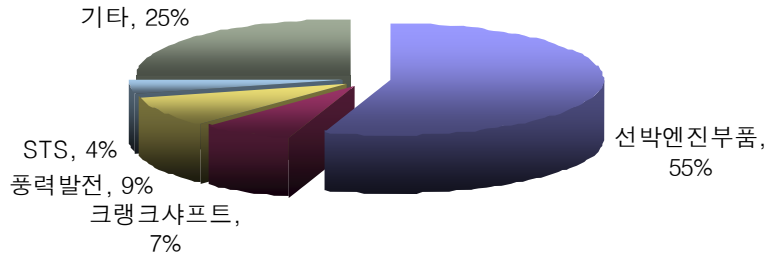
단조산업은 원재료비가 제조원가에서 차지하는 비중이 큰 산업으로, 현진소재의 경우 그 비중이 69%에 달한다. 현재 단조산업은 계속적인 수요증가로 공급이 수요를 이겨어나가는 상황이며 당사와 같은 경우 기술력을 바탕으로 한 높은 품질수준 유지, 납기 보장으로 공급처에 대한 교섭력을 가지고 있다. 때문에 최근 주요 원재료인 Ingot(주괴)의 가격이 상승하는 추세이나 원가상승분은 제품단가에 전가될 수 있어 이것이 현진소재의 수익성 악화로 이어지지는 않을 전망이다.

◆ 태웅, 평산과의 비교. 왜 현진소재인가?

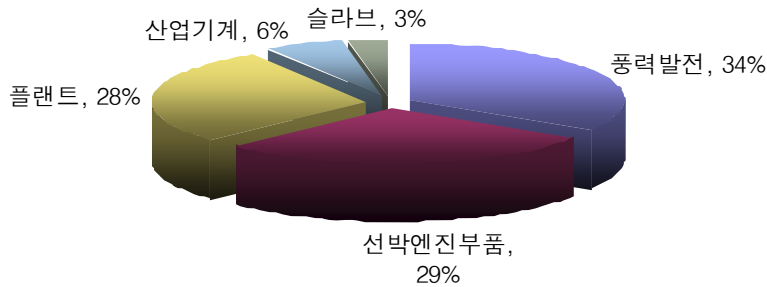
자유단조의 3대 과점 기업인 태웅, 평산, 현진소재는 종종 비교대상이 되곤 한다. 우선 상대적인 우위를 떠나서 이 세 기업 모두 전방 산업의 성장과 과점 체제로서의 경쟁력을 가진 뛰어난 기업이라는 점을 밝힌다.

태웅, 평산과 현진소재의 가장 큰 차이는 풍력발전시장에 진출한 정도이다. 2006년 기준으로 태웅의 풍력발전 비중은 34%, 평산은 36%이고 현진소재는 9%이다. 반면 선박 쪽은 태웅이 29%, 평산이 5%인데 현진소재는 55%이다.

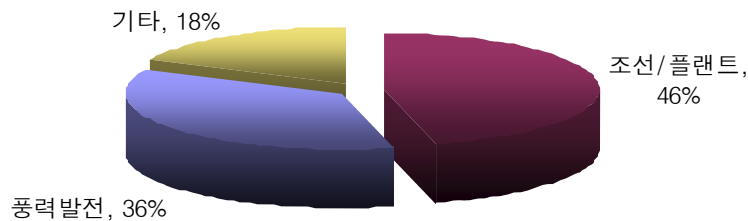
현진소재 매출구성



태웅 매출구성



평산 매출구성



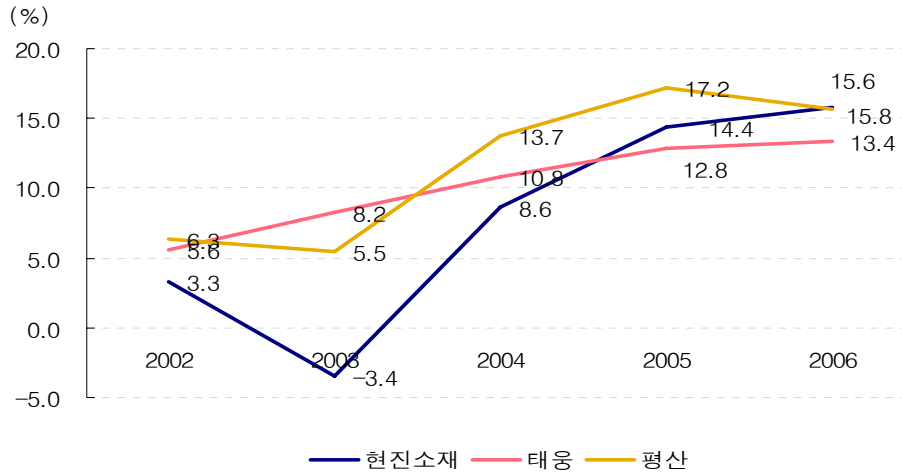
<자료: 각 사 사업보고서, 메리츠증권>

즉, 현진소재는 선박산업에서의 뛰어난 경쟁력으로 선박 산업의 성장에 따른 수혜를 그대로 받을 수 있으면서 고성장산업인 풍력발전산업의 성장에 따른 수혜를 덩으로 받을 수 있는 것이다. 한편 풍력발전시장으로의 매출이 이제 시작되었기 때문에, 향후 매출처를 확대할 경우 그 성장성은 다른 두 기업에 비해 더욱 뛰어나다고 할 수 있다. 반면 풍력발전산업은 고성장산업인 만큼 그 시장 규모를 추론하기 어려워 이미 이 시장을 주력 업종으로 삼고 있는 태웅과 평산의 미래 예측에는 상대적으로 더 큰 불확실성이 따른다. 반면 현진소재는 선박산업에서의 안정적인 수주를 통해 상대적으로 불확실성이 적은 편이다.

따라서 현진소재는 태웅, 평산 두 기업에 비해 불확실성이 적으면서 오히려 성장성은

뛰어나다고 볼 수 있는데, PER 지표 상으로는 세 기업 중 가장 낮은 수치를 보이고 있다. 현진소재가 지난 해 두 번의 유상증자를 통해 EPS가 상당 부분 희석된 반면 설비투자의 투자 수익은 클 것으로 예상되는 점을 감안한다면 현진소재가 자유단조 3사 중 가장 투자 가치가 높다고 할 수 있다.

자유단조 3사 영업이익률 추이



<자료: 각 사 사업보고서>

<각 사 PER, PBR 지표>

	EPS	BPS	PER	PBR	2007. 4. 13 종가
현진소재	1,584	8,933	16.6	2.9	26,250
태웅	1,738	6,015	21.3	6.2	37,100
평산	1,720	8,884	19.4	3.8	33,400

<자료: 각 사 사업보고서>

◆ 기타 이슈

자회사와 지분법 손익

현진소재는 계열회사인 용현 BM(주), 선우정밀(주), 우경 UTS(주), 현진캐스트(주)에 지분을 보유하고 있으며 지분율은 각각 66.67%, 39.72%, 31.26%, 75% 로 모든 계열사에 대해 20% 이상의 지분을 보유함으로써 '지분법투자주식'이 적용된다. 관련 손익으로는 지분법이익 25 억 원과 지분법손실 8 억 원이 발생하였고, 해당 손익은 당기순이익의 10%에 해당한다.

계열회사 가운데 자산규모가 가장 큰 회사는 용현 BM(주)으로, 2002년 7월 당사의 신평공장을 물적분할하여 별도법인을 설립한 회사이다. 2006년말 총자산은 345억원이며, 2006년 10월 코스닥에 상장되었다. 용현 BM 또한 현진소재와 마찬가지로 선박엔진부품을 만들고 있으며 현대중공업 및 STX 엔파코, 두산엔진 등 국내 조선소 및 엔진 제조 Maker에 납품하고 있다. 이 회사는 현진소재와의 제휴관계를 유지하면서 틈새시장 공략을 통한 전략적 우위성과 조선업의 호황으로 꾸준히 성장하고 있다. 용현 BM의 2006년 당기순이익은 37억원으로, 용현의 지분을 66.67% 보유하고 있는 현진소재에는 24억원의 지분법이익이 귀속되었다.

보호예수기간 만료

2006년 두 차례 유상증자가 이루어 졌고, 유상증자물량에 대한 1년의 보호예수기간이 2007년 중으로 만료된다. 유상증자물량은 2006년 6월분이 2,386,800주, 11월분이 2,316,000주로 보호예수기간 만료시점에 대규모 물량이 시장에 유출될 수 있으므로 투자자는 이에 유의하기 바란다.

◆ VALUATION

매출 추정

현진소재의 미래 매출은 선박, 풍력, 기타 세 부분으로 나누어서 추정하였다. 2006년 각 부분의 비중은 62%, 9%, 29%이다. 선박 산업의 매출은 전방 산업의 인도량 변화 추이에 영향을 받을 것이라 가정하였고, 풍력 산업은 풍력발전시장의 성장 추세에 신규 진입 시의 성장을 감안하였다. 기타 부분은 현진소재의 과거 성장률을 이용하였다. 이러한 가정 하에 낙관, 보통, 비관의 세 가지 시나리오를 작성하여 2010년까지의 매출을 추정하였다.

1) 선박 산업

조선업은 2003년부터 호황을 맞이하여 그 수주량이 지속적으로 증대되어왔다. 한편 후방 산업인 선박용부품업체의 실적은 수주량보다 당해의 건조량, 즉 인도량에 영향을 받는다. 2003년부터 2006년까지 국내 선박 인도량은 연평균 15%로 증가해왔는데, 현재의 수주량으로 보았을 때 향후 2, 3년간은 지속적으로 증가할 것으로 예상되지만, 2007년부터 수주량이 끊어질 것이라는 전망이 소수 존재한다. 이를 반영하여 2010년까지 선박 부분 매출 증가율을 낙관 전망에서 15%로 하고, 보통 전망에서 2003년 이전의 성장률 9.8%, 비관 전망에서 저성장 시기의 성장률 1.5%로 추정하였다.

2) 풍력 산업

풍력발전 시장은 향후 18% 정도의 성장을 지속할 것으로 전망된다. 이 성장률은 현진소재가 시장에 진입한 후 성숙 단계에 이르렀을 때의 성장률이라 가정하고, 공급자 우위의 시장이므로 현재와 같은 초기 진입 시에는 이보다 빠른 속도로 점유율을 확대해갈 수 있을 것이라 가정하였다. 한편 기업 내부적으로는 메인소프트의 올해 매출 증가율을 146%로 잡고 있고, 관련 애널리스트는 200%로 평가하고 있다. 우선 이 수치를 각각 보통, 낙관 전망의 2007년 성장률에 반영하고, 시장에 진입하면서 성장률이 낮아질 것을 감안하여 성장률을 매년 절반으로 줄였다. 비관 전망에서는 올해 146%의 성장을 이룬 후 2008년부터 시장 전체의 성장과 동일하게 성장한다고 가정하였다.

3) 기타 부분

현진소재의 선박, 풍력 부문 이외에 기타 부분의 매출액도 29%의 비중을 차지하고 있다. 이 부분의 성장에 대해서는 정확히 추정할 자료가 부족하기 때문에 낙관적인 전망에서 과거 10년 간 평균 성장률 22%를 그대로 따른다고 하고, 보통 전망에서 그 절반인 11%, 비관 전망에서 성장이 없는 것으로 가정하였다.

4) 제외 사항

이 가정에서 선박엔진 산업 내에서 고부가가치 제품군 출시로 인한 선박산업 성장률 이상의 성장과 이에 따른 영업마진 증가는 감안하지 않았다. 이 가정을 제외함으로써 각 전망에서 생기는 오류들에 대한 마진을 보장할 수 있을 것이다.

DCF

1) 할인율의 추정

WACC의 추정에 사용된 지표는 다음과 같다.

자기자본비용	12.33%
1년치일별베타	1.07
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	4.84%
WACC	11.84%
차입금가치(이자발생부채)	29,520,923
주주지분가치(시가총액)	374,062,500
최대조달금리	7.80%

매출액 추정은 앞서 제시한대로 2010년까지 예상하였으며 이후의 영구성장률은 5%, 할인율은 14%를 적용하였다.

2) 적정주가

각 시나리오별 적정주가는 다음과 같다.

	낙관	보통	비관
FCF	125,498,066	121,340,002	116,854,472
CV	465,799,560	401,644,797	299,951,526
FCF+CV ¹	549,274,956	486,749,930,062	389,745,509,300
주식 수	14,250,000	14,250,000	14,250,000
적정주가	38,546	34,158	27,351
현재주가	26,250	26,250	26,250
마진	46.8%	30.1%	4.2%

PM

PM법에서는 우선 앞서의 매출 추정을 그대로 사용하고 2005년, 2006년 매출액 순이익률의 평균인 12.64%를 적용하여 당기순이익, 주당순이익을 도출하였다. 현재 조선업의 전망은 밝으며 신규로 진출하는 풍력시장의 발전 전망 역시 밝으므로 3년

¹ FCF, CV의 단위는 천 원이다.

후에도 현재의 PER이 유지될 것이라고 가정하고 연평균 수익률로 환산해보았다.

	낙관	보통	비관
2009년 연말 EPS	3,681	3,258	2,600
연평균 수익률	32.5%	27.2%	18.0%

◆ 결론 - Buy

현진소재는 조선업 호황에 따른 수혜를 그대로 받을 뿐 아니라 그 안에서 고부가가치를 가진 제품의 판매 비중을 늘림으로써 이익의 질도 향상시키고 있다. 한편 신규로 진출하는 풍력발전 산업은 선박용 제품보다 더 낮은 난이도를 가지고 있으면서 공급 부족이 지속되고 있어서 성장하는 풍력발전 시장에도 안정적으로 진입할 전망이다. 반면 다른 자유단조 업체인 태웅, 평산에 비해 시장에서는 현진소재를 낮게 평가하고 있으며, 증자로 인해 주당순이익이 희석된 점을 감안하면 저평가 매력은 더욱 커진다. SMIC 리서치 5팀에서는 현진소재가 이러한 저평가를 받을 이유가 없으며, 오히려 타사에 비해 더욱 높은 수익성과 성장 전망을 가지고 있다고 판단하여 매수 의견을 내린다.

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

◆ **현진소재 재무제표**

대차대조표

[단위: 억 원]

항 목	2002	2003	2004	2005	2006
현금및현금등가물	0.4	0.9	13.2	43.0	40.8
유가증권	-	2.3	0.0	5.0	30.1
매출채권	49.4	53.5	115.6	144.2	239.0
당좌자산(계)	124.9	171.7	229.3	307.4	859.5
재고자산(계)	93.7	110.4	157.8	270.0	368.1
유동자산(계)	218.6	282.1	387.2	577.5	1,227.6
투자자산(계)	23.1	20.8	35.4	100.7	147.0
유형자산(계)	140.1	158.9	141.9	309.1	494.2
무형자산(계)	-	-	-	-	-
고정자산(계)	163.2	179.8	177.4	409.9	641.2
자산총계	381.9	462.0	564.6	987.4	1,868.8
매입채무	40.0	38.6	75.4	109.9	134.2
단기차입금	56.6	102.2	116.9	191.9	229.4
유동성장기부채	8.4	15.7	21.2	35.6	13.2
유동부채(계)	119.7	184.3	258.5	417.4	508.7
사채(계)	-	19.9	19.9	-	-
장기차입금(계)	73.6	79.5	56.9	79.0	65.7
고정부채(계)	78.8	102.4	80.8	88.6	87.1
부채총계	198.6	286.8	339.2	506.1	595.8
자본금	36.0	36.0	36.0	46.8	71.2
자본잉여금	61.0	61.0	61.0	149.8	716.7
이익잉여금	89.8	81.4	132.1	278.1	456.2
자본조정	-3.5	-3.2	-3.7	6.6	28.8
자본총계	183.2	175.2	225.3	481.3	1,273.0

손익계산서

[단위: 억 원]

항 목	2002	2003	2004	2005	2006
매출액	408.3	479.7	863.6	1,208.8	1,416.8
매출원가	363.3	465.1	754.7	990.6	1,127.3
매출총이익	44.9	14.5	108.8	218.1	289.5
판매비와관리비	31.5	31.0	34.7	44.6	66.0
영업이익	13.4	-16.4	74.1	173.5	223.5
영업외수익	25.3	17.6	9.6	53.5	51.6
영업외비용	25.7	15.8	18.1	34.2	41.5
경상이익	13.0	-14.7	65.7	192.7	233.6
특별이익	-	-	-	-	-
특별손실	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	13.0	-14.7	65.7	192.7	233.6
법인세등	2.4	-6.3	14.9	40.1	54.6
당기순이익	10.5	-8.4	50.7	152.6	179.0

현금흐름표

[단위: 억 원]

항 목	2002	2003	2004	2005	2006
영업활동으로 인한 현금흐름	4.2	1.1	16.3	66.2	86.7
현금의 유출이 없는 비용 등의 가산	47.6	29.7	28.4	40.8	56.6
유형자산 감가상각비	31.6	23.3	24.3	25.1	36.2
무형자산 감가상각비	-	-	-	-	-
현금의 유입이 없는 수익 등의 차감	8.6	0.5	2.3	39.8	32.5
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	-45.2	-19.6	-60.5	-87.3	-116.4
투자활동으로 인한 현금흐름	-81.7	-73.9	-3.1	-225.8	-685.1
투자활동으로 인한 현금유입액	100.0	136.0	158.8	220.3	133.0
투자활동으로 인한 현금유출액	181.8	209.9	161.9	446.2	818.2
재무활동으로 인한 현금흐름	77.0	73.3	-0.9	189.4	596.2
재무활동으로 인한 현금유입액	278.9	263.8	638.5	729.0	1,061.5
재무활동으로 인한 현금유출액	201.9	190.4	639.5	539.6	465.3
현금의 증가(감소)	-0.4	0.5	12.2	29.8	-2.1