

## 숨겨져 있는 알짜 기업

# BUY

### Valuation

Target Price: ₩12173

Price: ₩9180

Margin of Safety: 33%

MktCap.(100mn): 1,074

ROE: 18.19%

Op.Magin: 11.62%

PER: 8.28

PBR: 1.33

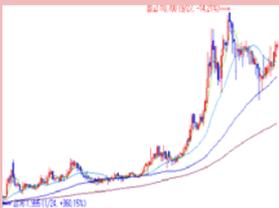
Dividend Yield: 1.41

Major Sh.Holder:

정연택(외 8인) 46.65%

Foreign Shr.: 7.94%

### 디씨엠 추가추이



### 기업분석 4팀

남영구, 김선교, 김진호,  
정광우, 정예린

## ● 라미네이팅 강판 시장은 전형적인 Niche Market

라미네이팅 강판 시장은 전형적인 Niche Market이며 대부분의 경우 라미네이팅 제품은 가전제품의 외관을 좀 더 고급스럽게 꾸미는데 사용된다. 이와 같은 용도로 인하여 제품의 품질과 Customizing이 핵심적인 요소이다. 따라서 대기업의 진출이 힘든 상황이고 다품종 소량생산이 필수적이다.

## ● 라미네이팅 시장의 절대 강자 디씨엠

이러한 시장 상황 속에서 동사는 60%가 넘는 시장 점유율을 가지고 있으며, 현재 독과점체제를 공고히 유지하고 있다. 이러한 체제는 동사의 완벽한 Customizing 능력에 의한 제품의 품질, 그리고 매출처의 다변화를 통해 제품에 대한 가격협상력을 제고하고, 완벽한 수직계열화와 끊임없는 원가 절감 노력으로 인해 공고히 다져지고 있다. 이러한 요소들의 결합으로 인하여 시장에서 독점적인 지위를 지속적으로 유지할 뿐만 아니라, 10년 동안 거의 매년 10%정도의 영업이익률을 유지하고 있으며 이는 업계 3위에 해당하는 수치이다.

## ● 매력적인 자산가치

동사는 무차입 경영을 유지하고 있으며, 현재 당좌자산만 434억에 달하고 있으며, 또한 부산 Bexco앞의 부지를 2001년부터 소유하고 있으며 올해부터 개발에 들어갈 예정이다. 현재 토지의 시가로만 따져도 400억에 달하지만 이를 개발했을 때의 가치는 1000억을 상회할 것으로 예상된다. 이는 현재 전체 시총보다 큰 액수이다.

## I. 기업 소개 및 산업소개

### 점유율 60%의 1위 기업

디씨엠은 72년 설립하였으며 기업환경변화에 적응하기 위하여 업종전환을 실현하고 91년도부터 라미네이팅 칼라강판을 주력제품으로 생산하기 시작하였다. 90년도 후반 국내경기 침체와 중국시장의 불안으로 다소 어려움을 겪어 왔지만 IMF시기에도 순익을 실현하였으며, 그 동안 꾸준한 신제품 개발과 신수요처의 다변화를 추진하였으며, 불량감소와 원가절감 노력으로 인한 제품의 경쟁력 강화로 매출확대와 시장지배력을 높이고 있다. 현재 시장점유율 60% 이상의 업계 1위 라미네이팅 칼라강판 업체이다.

### 라미네이팅 강판이란 칼라강판의 한 종류

칼라강판이란, 용융아연도금강판, 갈바륨강판, 알루미늄도금강판, 전기아연도금강판 등 강판소재에 내식성, 미관을 부여하기 위해 도료를 도장하거나 또는 라미필름(Lami Film) 등을 부착한 강판으로서 건축 내외장재 및 가전용으로 많이 사용된다. 강판의 표면에 다양한 색을 입혀 절단, 절곡, 천공 등의 후 가공을 한 후 도장을 하지 않고 사용할 수 있도록 한 제품을 PCM(Pre Coated Metal)이라 하며, PCM은 칼라인쇄 강판과 VCM(Vinyl Coated Metal)의 두 종류로 구분되고 VCM을 통상 라미네이팅 강판이라 한다.

### 성장세가 둔화된 칼라강판 산업

칼라강판은 현재 주로 건축용 자재 혹은 가전용 외관으로 사용되고 있으나, 그 용도가 점차 선박용 내장 패널재, 건축용 내외장재, 가구분야 등으로 다양화되고 있는 추세다. 이와 같은 다양성에 의해 그러나 2003년부터 2005년까지 시장은 오히려 다소 감소했다가, 2006년부터 다시 성장을 회복하고 있는 추세이다. 정체 원인은 주요 수요처(50%)인 건설산업 경기가 좋지 못했고, 과다 공급 및 저가의 중국산 유입 때문이다.

그림 1. 라미네이팅 강판의 사용 예

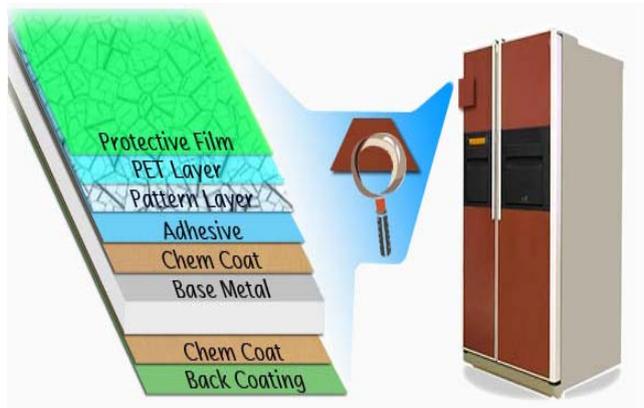
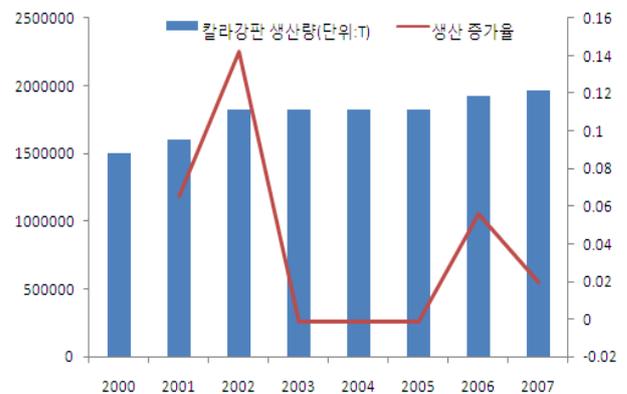


그림 2. 칼라강판 생산량 추이



자료:DCM

자료: 통계청 광공업 동태조사[품목별], SMIC Research Team 4

**칼라 강판과 라미네이팅 강판시장의 차이점**

위에서 살펴본 제품 분류로만 보자면 라미네이팅 강판은 분명히 칼라강판의 한 종류이지만 제품의 활용도를 보면 이 두 가지 제품은 큰 차이가 있다는 것을 알 수 있다. 예를 들어 냉장고와 같은 경우, 특별한 무늬가 없고 색만 칠해져 있는 옆부분의 경우 칼라 강판을 사용하게 되고, 다양한 무늬와 패턴 그리고 디자인이 필요한 전면부는 라미네이팅 강판을 사용하게 된다. 이처럼 다양한 디자인과 패턴을 활용해 고급스러운 이미지를 추구하는 것은 칼라강판이 아닌 라미네이팅 강판이 담당하게 된다. 이는 곧 각각의 제품에 맞출 수 있는 Customizing 능력과 제품의 품질이 핵심이라는 사실을 알 수 있다.

**다품종 소량 생산과 선 주문 후 생산의 구조를 가지고 있는 라미네이팅 시장**

따라서 라미네이팅 강판은 주문 생산체계와 까다로운 품질 때문에 대량 생산 시 품질상의 문제가 발생할 수 있으며, 최근에는 다품종 소량 주문이 많아 다품종 소량 생산시스템을 갖추고 있는 중소기업에 경쟁력이 있다. 그리고 특히 라미네이팅 칼라강판은 전량 선 주문, 후 생산의 구조로 생산되며, 주문제작 형태의 고급제품 용으로 만들어지기 때문에 대형기업이 참여하기 힘든 실정이다. 이러한 특징으로 인하여 앞서 언급한 것처럼 제품상의 분류로는 비록 칼라강판의 한 종류로써 라미네이팅 강판이 존재하지만, 이 두 시장의 성격은 판이하게 다르다고 볼 수 있다.

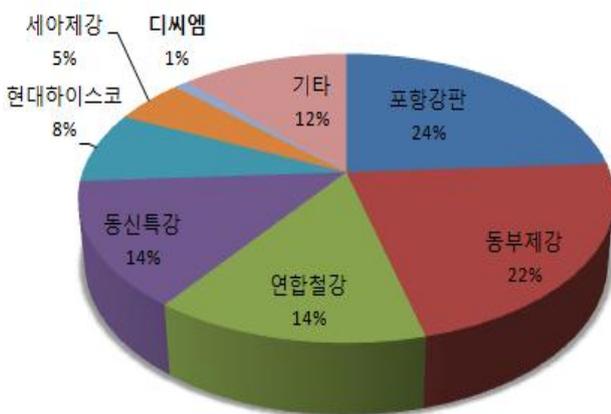
**중소기업들이 장악하고 있는 라미네이팅 강판**

그 결과 동부제강, 포항강판, 유니온스틸 등 중대형업체들은 대량생산이 가능한 칼라 강판 시장분야에 주로 공급하고 있으며 디씨엠, 네오스틸(부도 후 동국산업에서 인수), Bn-steela 등 중소기업체들은 고급 외관을 필요로 하는 다품종 소량생산 분야인 라미네이팅 칼라강판을 공급하고 있다.

**칼라 강판 시장상황과 무관하게 지속적인 성장을 보여주는 라미네이팅 강판**

결국 디씨엠이 주력하는 라미네이팅 강판은 전체 칼라 강판시장의 2%에 지나지 않은 완전 특화된 틈새 시장이다. 그러나 칼라 강판시장은 전체 강판 시장의 변동과 경기에 민감한 편이지만, 라미네이팅 강판 시장은 철강산업의 시황과 관계없이 꾸준하게 성장하고 있는 실정이다. 오히려 가전제품 외관 디자인의 고급화 추세로 라미네이팅 강판의 수요가 증가하고 있으며 그 수요가 선박용 내장 패널재, 건축 내외장재, 가구분야 등으로 다양화되고 있는 추세이기 때문이다.

그림 3. 칼라강판 판매량 점유율



자료:한국철강신문 SMC Research Team4

그림 4.고급가전의 수요증가

**최근 1년간 삼성·LG 주요 지역별 프리미엄 가전매출 비중 성장 추이**

구분	주요 프리미엄 제품	작년대비 지역별 판매비중 특징
삼성전자	평판TV	루마니아 7%→74%, 폴란드 49%→70%, UAE 13%→51%
	휴대폰	터키 시장점유율 4위→2위, 슬라이드폰 매출비중 57%
	에어컨	러시아 프리미엄 에어컨 7%→11%
LG전자	냉장고	북미지역 3도어 냉장고 50%→70%, 유럽지역 양문형 냉장고 55%→65%
	시스템에어컨	유럽·중미 지역 10%→30%
	트롬세탁기	북미지역 42%→50%
	평판TV	유럽·북미시장 100%, 중남미 80%, 아시아 70%, CIS·중미지역은 60%

자료:전자신문 2007.12

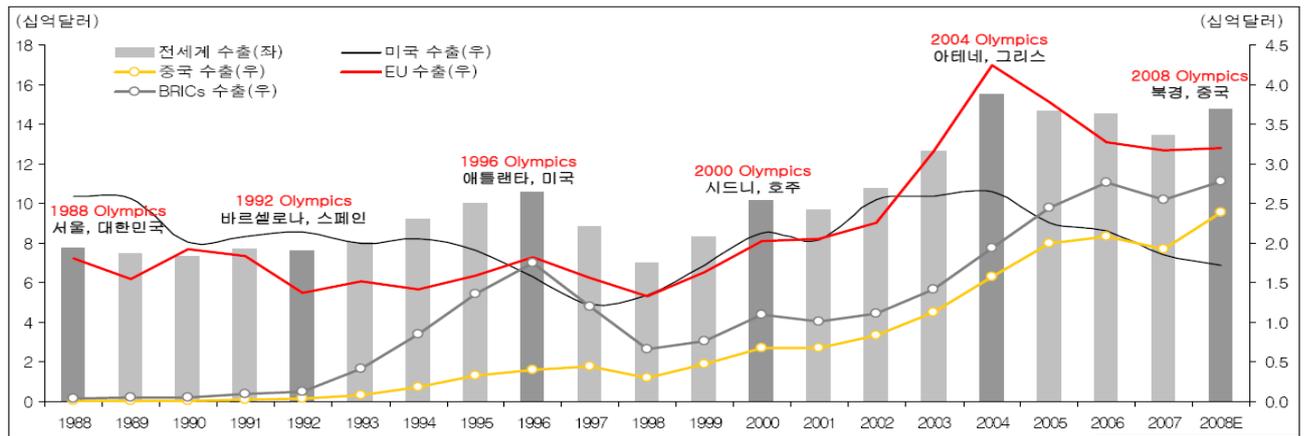
**지속적인 가전산업의 수출량 증가**

실제로 라미네이팅 강판시장의 가장 중요한 전방산업인 가전산업의 경우 국내 업체의 수출이 지속적으로 늘고 있는 상황이며, 특히 2001년부터 현재까지의 수출량 증가는 100억 달러에서 150억 달러에 달하고 있으며, 고급형 가전의 수출의 비중이 점점 늘어나고 있는 추세이다.

**늘어나는 수요**

또 해외로 생산공장을 옮긴 국내 가전사들도 주문 제작된 라미네이팅 강판을 국내사로부터 조달하고 있고, 일본 등 해외 가전사들의 주문도 증가하고 있어 수출 전망도 밝다. 실제로 라미네이팅 시장은 2001년 이후 연평균 22.8%의 성장률을 보여주고 있다. 또한 주자재인 새로운 필름(폴리올레핀 필름)개발은 경쟁관계에 있는 칼라인쇄 강판과 비슷한 가격으로 신규상품을 제공할 수 있어, 시장확대가 기대된다.

그림 5. 가전산업의 수출량 변동추이



자료: 한국무역협회, 한화증권 재인용

## 2. 업계3위의 놀라운 영업이익률

철강산업은 상공정 업체와 하공정 업체의 영업이익률 차이가 크다.

포스코, 현대제철과 같은 제강시설을 갖추고 있는 철강업체들은 수익률이 높다. 그러나 이를 가공하는 하공정 업체는 원가인상 압박과 재고물량 증가로 높은 이익률을 올리기 힘들다. 컬러 강판 업계도 대기업 위주로 형성되어 있어 중소기업의 경영환경은 열악하다. 디씨엠이 속해있는 라미네이팅 강판 업계도 '98년 동신특강 화의신청, '07년 네오스틸 부도 등 경쟁업체가 잇달아 부도가 나는 실정이다.

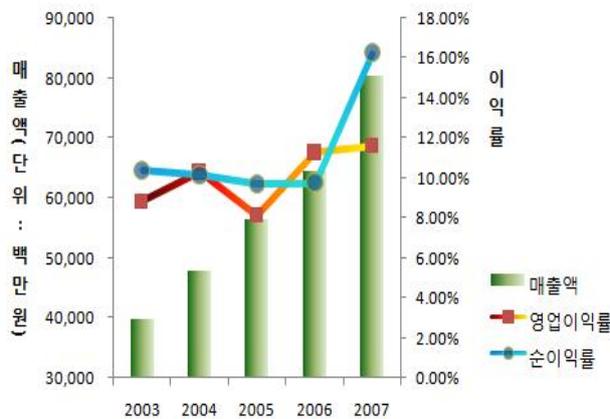
디씨엠은 하공정 업체이지만 업계 3위의 영업이익률을 기록하였다.

하공정 업체가 살아남기 힘든 철강업계에서 디씨엠은 놀라운 실적을 올리고 있다. 매출액이 804억에 불과한 중소 철강 제조업체가 '07년 영업이익률 11.62%(93억), 순이익률 16.26%(131억)을 달성하였다. 11.62%의 영업이익률은 철강, 비철금속 회사 중 포스코, 고려아연 다음인 3위에 해당한다. 심지어 상공정 업체인 현대제철도 제쳤다. 더군다나 이 놀라운 이익률을 지속적으로 내고 있고, 2000년부터 매출액, 영업이익, 당기 순이익 모두 증가하고 있다.

디씨엠의 이자비용은 0이다.

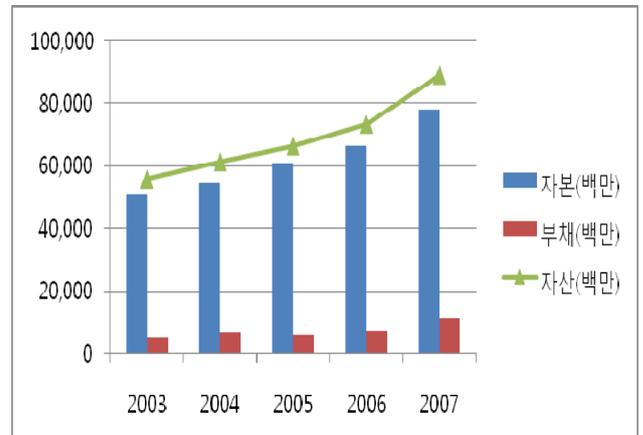
디씨엠의 놀라운 점은 실적만이 아니다. 디씨엠은 '05년 은행 차입금을 모두 갚으면서 현재까지 무차입 경영을 하고 있다. 또한 자기자본비율 87.6%, 부채비율 14.16%이고, 주문 후 생산업체이므로 재고자산에 대한 부담도 없다.

그림 6. 매출액, 영업이익률, 당기순이익을 변화 추이



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

그림 7. 자산, 자본, 부채 비율 추이



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

그림 8. 철강, 비철금속 회사 영업효율성 분석 : 영업이익/재고자산 (3Q05 ~ 3Q07)

순위	CODE	NAME	재고자산회전율	영업이익률	영업이익/재고자산
1	A005490	포스코	1.90x	20.50%	39%
2	A010130	고려아연	1.49x	17.54%	26%
3	A001940	한국철강	2.53x	9.60%	24%
4	A084010	대한제강	3.03x	7.72%	23%
5	A024090	디씨엠	1.88x	11.14%	21%
6	A004020	현대제철	1.80x	10.05%	18%
7	A001230	동국제강	1.43x	9.35%	13%
8	A000670	영풍	1.31x	8.20%	11%

자료:한국투자증권 재 인용



### 3. 발군의 Customizing능력

라미네이트 강판 업계는 Customizing이 최대 경쟁 요소이다.

라미네이팅 강판은 전량 주문 생산으로 만들어진다. 예를 들어 LG가 디오스 냉장고를 생산하려면, LG전자는 그에 맞는 라미네이팅 강판을 업체에 주문한다. 주문 시 제품에 따라 각각 다른 디자인으로 강판을 생산해야 하기 때문에 한 번 주문을 맡긴 업체와 지속적으로 거래가 이루어진다. 만약 디오스를 인도 등 해외 공장에서 생산하면 라미네이팅 강판은 현지 조달이 아니라 한국의 거래 업체에서 수입하여 제조한다.

디씨엠은 완벽한 Customizing을 이루고 있다.

디씨엠은 90년대 말부터 가전 3사(삼성, 엘지, 대우)에 납품을 시작했고, 그 후 이들과 10년 넘게 꾸준히 거래해 왔다. 가전 시장에 처음 발디딘 '98년에는 동사의 시장 점유율이 30%정도였으나, 그 후 꾸준히 늘어 가전업계 라미네이팅 시장 점유율이 '07년 현재 60%에 달한다.

이렇듯 3-4개 업체가 경쟁하는 라미네이팅 시장에서 동사는 기존 업체와 꾸준히 거래하고 있고, 매출액 증대, 시장점유율 확대로 보아 업체들과 완벽한 Customizing을 이뤄내고 있음을 알 수 있다.

디씨엠은 새로운 업체와의 Customizing을 진행 중이다.

또한, 수출 비중이 점차 늘고 있는데 이는 도시바, 샤프 등 일본 업체와 동남아 가전 업체에 대한 매출이 늘어서이다. 특히 라미네이팅 강판의 원조인 일본 업체가 디씨엠에서 수입한다는 점은 동사의 능력을 반증하는 좋은 예로 들 수 있을 것이다.

### 4. 다양한 매출처

라미네이트 시장은  
가전 업체에  
편중되어 있다.

라미네이팅 강판은 냉장고, 에어컨 등 보통 가전 제품에 많이 쓰인다. 2000년대 들어 선박 내장재, 건축 내장재 등에 쓰이기 시작했지만, 여전히 가전에서 70%가량 쓰이고 있다.

그러나 디씨엠은 매출처  
다변화를 성공적으로  
이루었다.

일반적으로 특정 매출처에 대한 의존도가 높아질수록 디씨엠과 같은 중소기업은 가격 협상력에서 힘을 잃을 가능성이 높다. 이에 따라 동사는 조선, 건축 등 매출처를 다변화하는 노력을 기울여 왔다. 초기에는 중국에만 판매했는데, IMF를 전후해서 가격 인하 압박이 있었다. 그래서 '98년부터 국내 가전 3사에 납품을 시작했다. 또한 2000년부터는 동남아시아 시장에 진출했고, '02년부터 조선업계에도 진출했다. 현재 동사의 매출 구조를 보면 가전 3사에 대한 매출비중은 32%이고, 조선 및 기타 매출액이 21%, 중국 및 수출 비중이 47%로 다변화되어 있다.

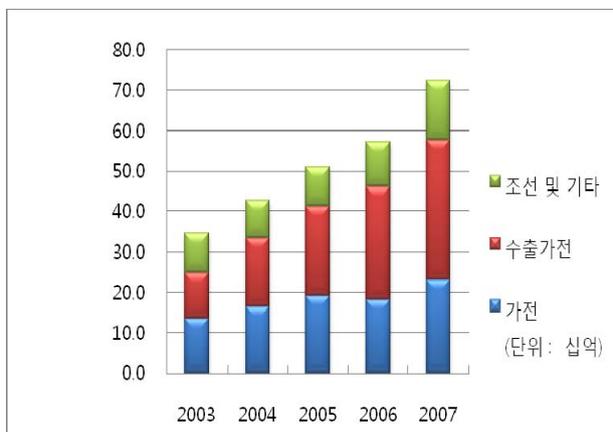
유지되고 있는 가격 협상력

이와 같이 다양한 매출처에 판매하기 때문에 삼성, 엘지 같은 대기업에 납품하더라도 일방적으로 제품의 가격을 낮게 할 수 없고, 그에 따라 꾸준한 영업이익률을 올릴 수 있었다. (2007년 영업이익률 11.62%) 또한 이러한 점은 철강 가격의 상승으로 인해 수익성이 감소 되었을 때, 가격협상력을 사용하여, 수익성의 하락도 어느 정도 방지 할 수 있다고 보여진다.

완벽한 Customizing과  
매출처 다변화는  
가격협상능력의 핵심

결국 위에서 살펴본 완벽한 Customizing과 매출처 다변화로 인해서 가격협상능력을 제고하고 제품의 가격이 무차별적으로 하락해서 수익성이 감소하는 상황은 발생하기 힘들다는 것을 알 수 있다. 그렇다면 수익성을 유지하는 또 다른 축인 제품의 원가 절감에 대해서, 어떠한 요인이 있는지 살펴보도록 하자.

그림 9. 품목별 매출액 추이



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

그림 10. 가전업체 시장 점유율 변화



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

## 5. 수직계열화와 원가절감 노력

냉연강판과 필름이 원가에 큰 영향을 끼친다.

라미네이팅 강판 생산에 들어가는 원자재는 코팅 필름과 강판코일이다. 코팅 필름은 LG화학, 한화 화학 등 화학 업체에서 공급받고, 강판코일은 포스코 등 강판 업체에서 공급받는다. 이를 라미네이팅 강판 업체에서 생산하여 가전업체, 조선업체 등에 납품한다.

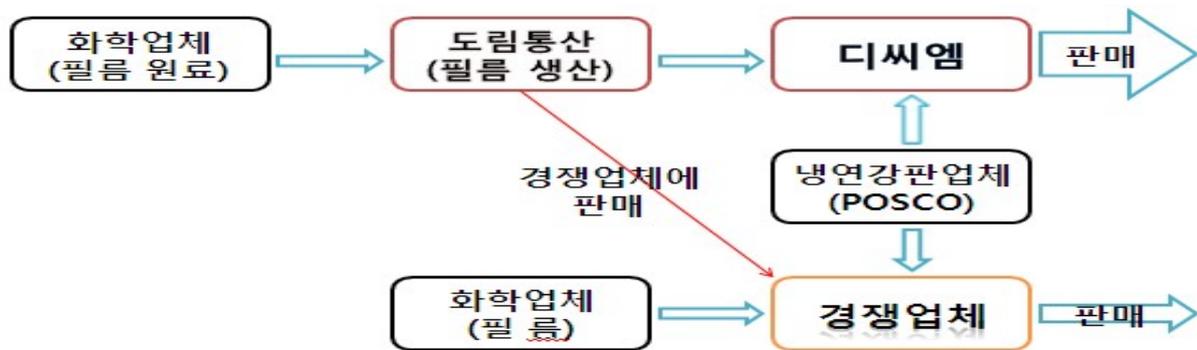
디씨엠은 필름을 생산하는 자회사를 통해 원가를 20%줄였다.

그러나 디씨엠은 코팅 필름을 자체 생산한다. 이는 동사의 자회사인 도림통산을 통해 이루어 지는데, 이 과정에서 경쟁사에 비해 원가 감소 효과가 일어난다. 도림통산이 생산하는 PET필름은 도림통산이 최초로 개발한 제품이다. 기존 PVC필름에 비해 가격이 20%싸고, 친환경적 제품이기 때문에 필름 자체에 대한 수요도 있어서 동사가 사용하고 남은 PET필름은 경쟁업체에 판매되고 있다.

자회사의 실적도 뛰어나며 성장이 기대된다.

'07년 현재 도림통산의 매출액은 111억, 당기순이익 16.4억, 자산 68.8억, 부채 10.3억으로 당기 순이익률이 14.4%에 이른다. 기본적으로 동사에 필름을 납품하지만 일부는 타 경쟁업체에도 납품하고 있다. 또한 PVC를 대체할 폴리올레핀 필름 개발을 진행하고 있기 때문에 향후 코팅 필름 시장도 선도 할 것으로 보인다.

그림 11. 라미네이팅 강판, 생산-판매 구조



자료: SMC Research Team 4.

그림 12. 강판 판매 추이

컬러강판 제품별 매출전망		(단위:억원, KM)							
		2003	2004	2005	증감률	2006F	증감률	2007F	증감률
합계	금액	346	414	497	20.0%	578	16.3%	635	9.9%
PVC 강판	수량	3654	3783	4508	19.2%	5476	21.5%	5702	4.1%
	금액	243	260	311	19.6%	349	12.3%	381	9.2%
PET강판	수량	1614	2027	2289	12.9%	2951	28.9%	3130	6.1%
	금액	103	155	186	19.9%	229	23.1%	254	10.9%

자료: 한국투자증권 재인용

**디씨엠의 지속적인 원가 절감노력**

라미네이팅 강판은 제품 크기가 작기 때문에 강판을 자를 때 생기는 Loss가 많은데 디씨엠은 이를 효율적으로 관리하면서 Loss를 획기적으로 줄였다. 또한 동사는 '04년 19%인 불량율을 9%로 낮췄다. 이 효과로 '03년 영업이익률 8.85%에서 '04년 10.31%로 영업이익률이 높아졌다.

**디씨엠-경쟁사의 이익률 차이는 엄청나다.**

경쟁회사와 비교를 하면, 동사는 라미네이팅 강판 생산에 최적화된 업체라는 것을 알 수 있다. 동사는 뛰어난 Customizing과 매출처 다변화를 통해 가격 협상력을 가져서 원가가 상승할 때에도 이러한 부담을 매출액에 전가시킬 수 있다. 또한 도립통산에서 필름을 생산하는 수직계열화를 이루어, 경쟁사 대비 높은 영업이익률을 올릴 수 있게 되었고, 불량률 감소, 강판 Loss감소를 통해 원가를 줄였다.

**동사의 강점**

결론적으로 동사는 완벽한 Customizing을 통한 품질 보장과 매출처 다변화를 통해 가격협상력을 가질 수 있고, 제품의 가격을 유지시킬 수 있을 뿐만 아니라, 수직계열화와 지속적인 불량률의 감소를 통해 비용 절감의 노력을 하고 있다.

**경쟁사와 달리 라미네이팅 시장에만 전념하여 영업이익률을 극대화 함**

또한 동사는 경쟁사인 네오스틸과는 달리 칼라강판보다 고 수익성이 유지되고 경기의 변동에 덜 민감한 라미네이팅 강판 시장에만 최대한 집중함으로써 시장지배력을 더욱더 강화 할 뿐만 아니라 불필요한 투자를 최대한 자제함으로써 수익성을 제고하고 있다. 이는 곧 영업이익률로 반영이 되어, 업계 5위에 달하는 영업이익률과 이를 일정하게 유지하는 결과를 낳게 되었다.



## 6. 경쟁사의 부도와 이로 인한 Earning Surprise

무리한 확장과 과도한  
이자비용으로 인한  
경쟁사의 부도

반면 동사의 가장 강력한 경쟁사는 시장 점유율 20%로 업계 2위였던 네오스틸이었다. 하지만 네오스틸은 2007년 하반기에 부도가 났다. 라미네이팅 산업자체는 10%를 초과하는 영업 이익률을 내기 힘든 구조이다. 이러한 산업구조에서는 비용을 최대한 줄여서 이익률을 유지해야 한다. 하지만 네오스틸은 칼라강판으로의 무리한 사업확장과 이로 인한 과도한 부채로 인해 이자비용이 급증하였고 결국 부도를 맞게 되었다.

칼라강판 전문업체였던  
네오스틸

네오스틸은 원래 칼라강판 전문 업체였다. 2003년부터 신규사업인 칼라인쇄강판 제작을 개시한다. 진출 후 초기에는 PCM(Pre-coated Metal)부문 세계 1위(점유율 52.1%)를 달리며 매출액('03년 961억 -> '04년 2299억), 영업이익('03년 32억 -> '04년 191억)이 크게 쾜다. 그러나 공격적인 확장은 차입금에 대한 부담으로 이어졌다.

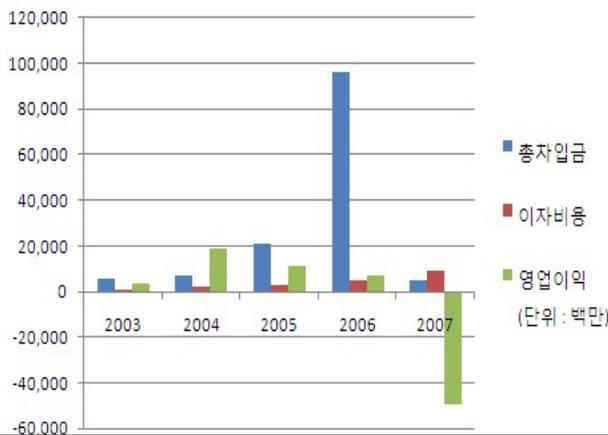
칼라강판 시장의 정체와  
그에 따른 급격한 판매량  
감소

또한 네오스틸의 Cash-Cow인 칼라강판은 '02년부터 성장이 정체된 상태에 신규사업자 때문에 공급과잉이 예상되는 상태였다. 그 영향으로 '02년 판매량 13만7천톤(점유율 12%)에서 '07년 판매량 6만3천톤(점유율 6%)으로 크게 준다.

무리한 라미네이팅  
시장으로의 진출은 부도로  
이어짐

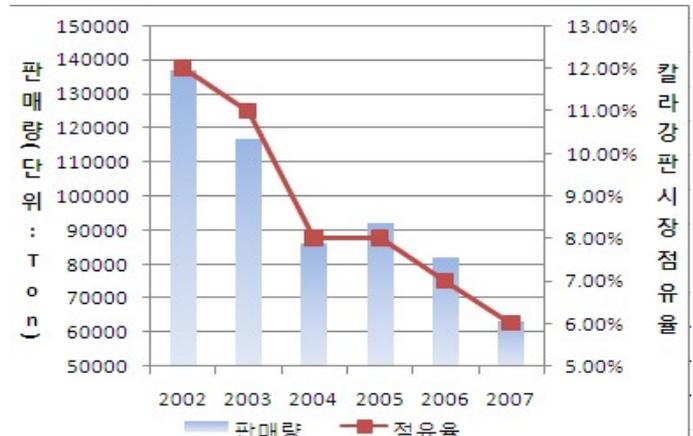
여기서 네오스틸은 칼라강판의 경쟁력을 높이는 것이 아니라 신규사업 진출로 방향을 잡는다. 그래서 공격적으로 라미네이팅 강판 시장에 뛰어든다. 그러나 전체 시장이 1000억('04년 기준)이고, 라미네이팅 강판 1위 업체인 디씨엠의 판매량이 5만톤인 상황에서 '03년부터 '05년 까지만 계산해도 단기차입금 1600억을 투자하고, '04년에는 15만톤이나 되는 라인을 증설하였고 결국 이에 따른 이자부담과 차입금 부담을 이기지 못하고 2007년 부도 처리되었다.

그림 13. 네오스틸의 차입금, 이자비용, 영업이익 추이



자료: 포스코강판, SMIC Research Team 4.

그림 14. 네오스틸의 칼라강판 판매량 및 점유율 추이



자료: 포스코강판, SMIC Research Team 4

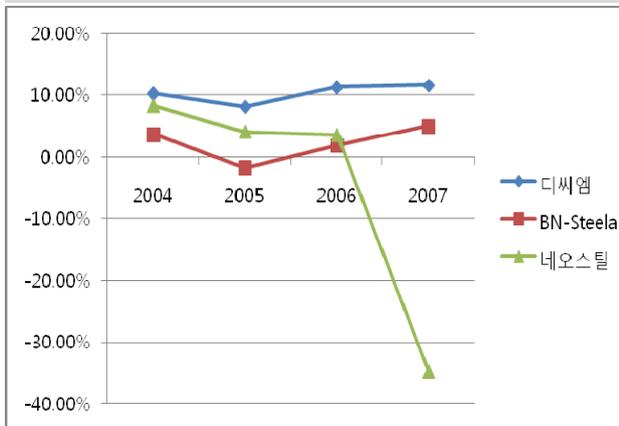
동사는 반사효과로 Earning Surprise예상

이러한 상황은 디씨엠에 있어 매우 고무적이라고 할 수 있는데, 네오스틸이 부도가 나면서 디씨엠의 수요가 급격하게 증가하여 75%였던 공장 가동률이 100%까지 올라간 상태이며 2008년에 earning surprise가 나올 것으로 예측된다.

수요 증대로 인해 CAPA증대 고려

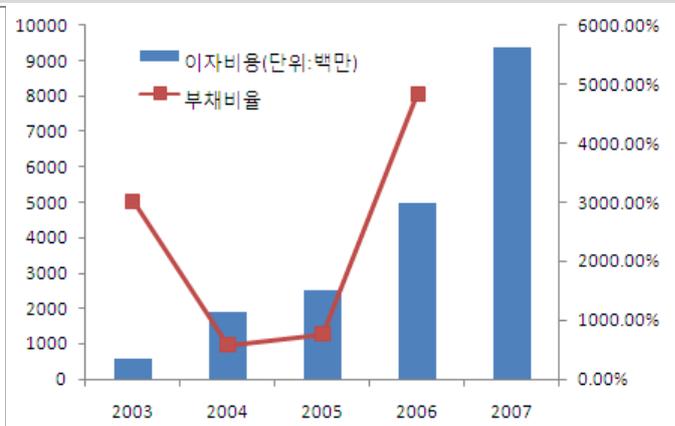
또한 현재 공장의 가동률이 100%이지만 지속적으로 주문이 들어오고 있는 상황이기 때문에 동사는 공장부지의 추가 매입이나 제작기계를 추가 구입을 통한 CAPA증대를 고려하고 있는 중이다.

그림 15. 영업이익률 추이



자료:각사, SMIC Research Team 4.

그림 16. 네오스틸의 이자비용과 부채비율



자료:네오스틸 SMIC Research Team 4



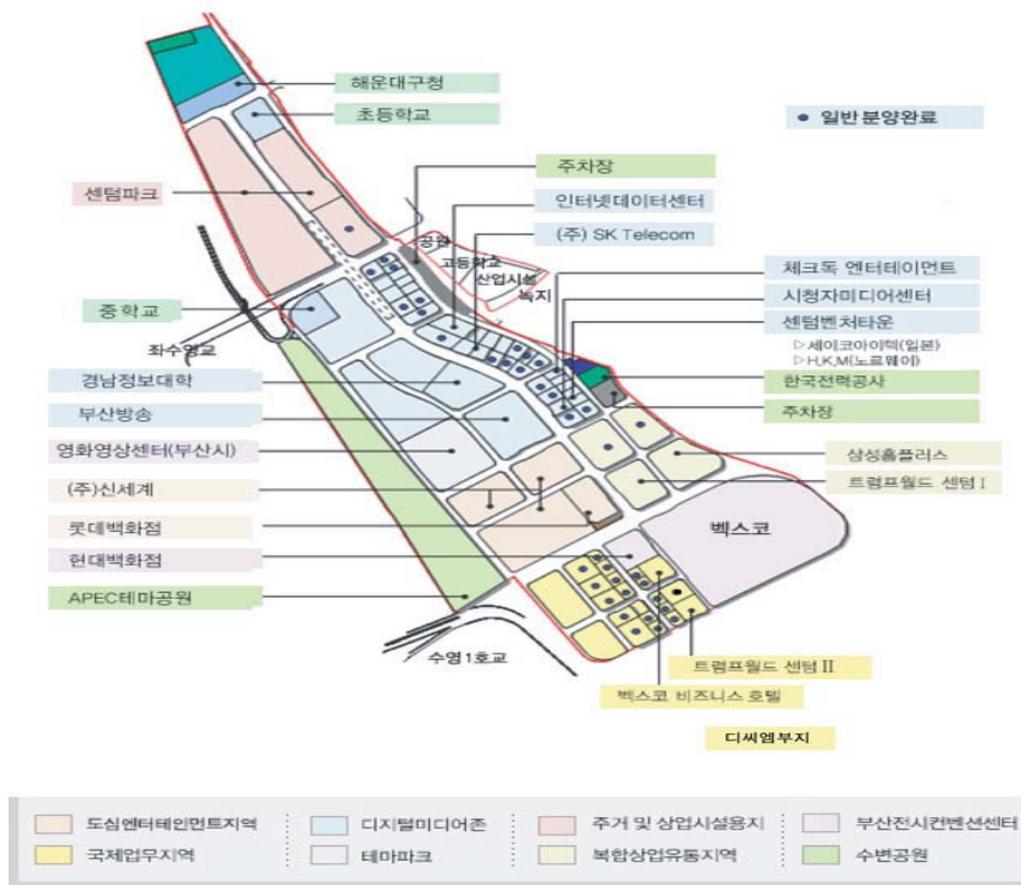
## 7. 숨겨진 자산가치

올해 개발예정중인 부산  
해운대의 센텀부지는  
시총상회 예정

디씨엠의 자산 중 눈 여겨 보아야 할 진주가 있다. 바로 토지자산이다. 디씨엠이 현재 보유하고 있는 부산 해운대의 부동산이 올해 개발될 경우 현재 시가 총액을 훨씬 뛰어넘을 것이다. 부산 해운대구 센텀시티 부지 4125㎡는 벅스코 건물 바로 앞에 위치 해 현재 그 가치만 400억원 수준이고, 개발을 통해 건물을 지었을 경우 매매 가격은 1000억원에 달하는 만큼 개발에 따른 건물 가치와 임대수익 가치는 현재 시총을 웃돌 것으로 보인다.

또한 최근 동사는 관광숙박업(호텔업 및 콘도미니엄업), 관광객 이용시설업, 관광 편의 시설업을 2006년부터 사업목적에 추가하였다. 이러한 변화조짐을 보았을 때 동사가 해운대부지를 새로운 사업으로서 투자하려는 듯 보인다.

그림 17. 개발 예정중인 센텀 부지 지도



자료: 한국투자증권 재인용.

## 8. Risk

POSCO는 최근 주요 제품 가격을 15~18% 인상했다

POSCO는 지난 4월 10일 주요 철강제품의 가격을 일제히 인상하였다. 디씨엠이 원재료로 사용하고 있는 전기아연도금강판, 용융아연도금강판, 냉연강판 모두 톤당 12~14만원씩 인상되었으며 이는 각각 15%, 18%, 18%의 수준으로 증가한 것이다.

가격협상을 통해 원재료 가격 인상분을 완화시킬 수 있다

이러한 가격인상소식은 POSCO로부터 주요 원재료인 강판을 전량 공급받는 동사에게는 큰 부담으로 인식될 수 있다. 일반적으로 철강산업의 하공정에 속하는 업체는 수익성이 낮기 때문에 원재료의 가격인상은 즉각적인 경영위기로 까지 이어질 수 있다. 그러나 동사는 이러한 위험에서 어느 정도 벗어나 있다고 할 수 있다. 앞서 설명한 바와 같이 동사는 라미네이팅 강판의 생산에 있어 전량 선 주문, 후 생산 방식을 고수하고 있기 때문에 가격 협상과정에서 원재료 상승분을 반영할 여지가 충분하다. 이는 2003년 이후 원재료의 가격이 변동할 때마다 동사의 라미네이팅 강판 출하가격이 동일한 방향으로 변화하고 있다는 사실로 확인이 가능하다.

다만 원자재 가격의 인상에 따른 영업이익률 하락은 피할 수 없다.

물론 동사의 가격협상능력이 충분하다고 하더라도 원재료의 가격인상은 분명 어느 정도 영업이익률에 부정적인 영향을 끼칠 것은 분명하다. 지난 2005년 철강제품의 가격이 최고조였을 때 동사의 영업이익률은 8.16%로 전기보다 2.15% 하락하였다. 이번 POSCO의 철강제품가격인상은 2005년 이후 인하였던 제품가격을 다시 2005년 수준으로 인상하는 수준으로 알려져 있기 때문에 동사의 영업이익률은 2005년 수준으로 회귀할 가능성이 높다. 그러나 그 동안의 불량률감소 노력과 원가절감 노력, 그리고 자회사인 도림통산으로부터 라미네이팅 필름을 공급받는 비율의 지속적인 증가 등 효율성 개선 사항이 여럿 있었기 때문에 영업이익률은 9% 이상으로 유지할 수 있을 것으로 예상된다

그림 18. 동사의 제품가격과 원재료가격의 연동성



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

동사는 총자산의 24.84%를 주식과 펀드, ELF-ELS에 투자하고 있다.

또한 동사는 현재 총자산의 33.9%인 300억원을 증권에 투자하고 있다. 여기에는 단기매매증권부터 만기보유증권, 수익증권, 회사채, 지분법적용투자주식 등 다양한 증권이 포함되어 있는데 중요한 것은 300억원 중 73%인 220억원이 주식시장의 변동에 직접적인 영향을 받는 증권에 투자되어 있다는 점이다. 220억 중 93억은 주식에 직접 투자하고 있고, 나머지 127억은 펀드형 수익증권, ELF-ELS형식의 주가연계증권의 방식으로 간접 투자하고 있다.

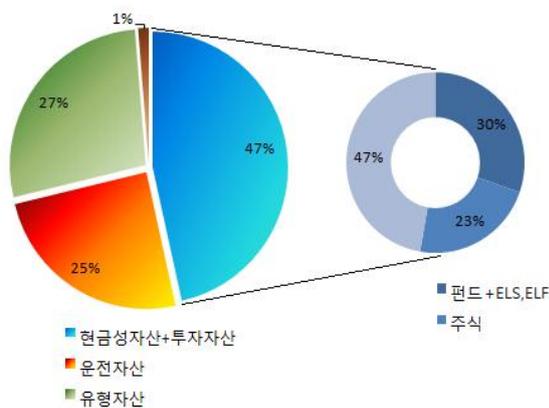
하지만 주식시장은 변동성이 큰 시장이다

동사는 비록 2007년 단기투자자산부분만 고려해도 처분순익과 평가순익으로 각각 11억7천 만원과 6억8천 만원을 기록했지만 주식시장은 변동성이 크기 때문에 긍정적으로만 바라보기에는 문제가 있다고 할 수 있다.

무차입 경영과 Index방식의 투자는 이러한 위험을 상쇄시킬 수 있다

하지만 동사는 몇 가지 면에서 이러한 투자 방식에 있어 안정성을 확보하고 있다. 우선 동사는 2000년 이후 무차입 경영을 하고 있다. 이자비용으로 지출되는 돈이 없기 때문에 상환능력에 있어 문제가 전무하다. 따라서 매년 유입되는 현금흐름을 효율적으로 운용하는 하나의 방식으로 주식 투자를 선택하고 있는 것이다. 다음으로 동사는 직접 주식투자에 있어 Index 방식의 투자를 하고 있다. 시장에서 우량한 주식으로 평가 받고 있는 주식 20종목을 2007년 말 현재 보유하고 있기 때문에 비교적 안정적인 투자를 하고 있다고 볼 수 있다.

그림 19. 자산의 구성



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

그림 20. 동사의 2007년 말 보유주식 목록

종목	보유주식수	대차대조표가액 (공정가액,천원)	종목	보유주식수	대차대조표가액 (공정가액,천원)
LG데이콤	2,300주	48,990	삼성전자	827주	459,812
LG전자	2,200주	220,000	삼성증권	2,900주	263,320
LG필립스	1,300주	64,350	신한금융지주	3,600주	192,600
POSCO	400주	230,000	우리투자증권	5,600주	147,560
국민은행	2,100주	144,900	제일모직	1,300주	67,990
기업은행	5,000주	88,000	코리안리	23,840주	312,304
대우인터내셔널	1,930주	76,428	하이닉스	10,680주	277,146
대우증권	12,900주	394,740	하이트맥주	3,300주	470,250
더존디지털	7,600주	116,660	한국전력	8,500주	337,025
삼성물산	5,000주	360,000	현대자동차	5,000주	358,000

자료:디씨엠, SMIC Research Team 4

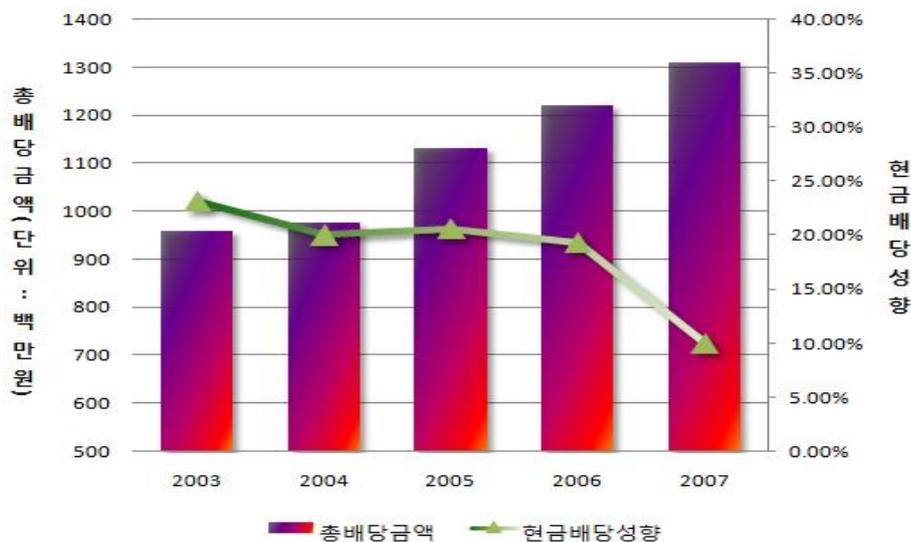
동사의 최대주주 및 그 특수관계인의 소유지분은 의결권 행사가능 주식의 54.09%이다.

다음으로 동사에 투자함에 있어 우려되는 부분은 대주주에 대한 리스크이다. 동사는 현재 최대주주 및 그 특수관계인의 지분비중이 46.65%이다. 이는 동사가 보유한 자기주식으로 인해 의결권을 행사할 수 있는 주식수의 절반이 넘는 54.09%에 해당하는 것이다. 따라서 대주주가 주주의 이익보호를 위해 얼마나 관심을 보이고 어떠한 정책을 실시하고 있는가는 일반 투자자에게 있어 크게 관심이 가는 부분일 수 밖에 없다. 동사와 같은 중소기업은 대주주가 이익 실현을 위해 대량의 주식을 시장에 매각하는 경우가 발생할 때 주가가 크게 폭락하는 경우가 많고, 배당을 소홀히 하여 이익을 주주에게 환원하지 않는 경우가 많다.

동사의 총배당금액은 꾸준히 증가하고 있으며, 2004년에는 이익소각을 한 바있다.

그러나 이러한 우려는 동사에게는 큰 부담으로 받아들이지 않아도 될 것으로 보인다. 우선 동사는 주가가 현재의 1/5수준이던 2002년 말부터 현재까지 최대주주 및 그 특수관계인의 소유지분이 2~3% 정도의 수준에서 변동하고 있는 모습을 보여주고 있다. 그리고 동사는 주주의 이익에도 일정한 수준의 관심을 꾸준히 보이고 있다는 점에서도 긍정적이다. 지난 2004년에는 주가안정을 위해 7억 2천 만원을 들여 30만주를 이익 소각한 바 있다. 그리고 배당성향 측면에서 보았을 때도 비록 2007년의 당기 순이익이 전기에 비해 2배 가량 늘어나면서 20% 수준에서 꾸준히 유지되던 배당성향이 전기에 비해 크게 감소하고 말았지만 총 배당금액으로 봤을 때는 적은 비율이긴 해도 매년 꾸준히 금액을 증가시키고 있음을 알 수 있다. 또한 2004, 2005, 2006년에는 차등배당을 실시하며 대주주가 주주의 이익에 크게 신경 쓰는 모습을 보여 준 바 있다.

그림 21. 동사의 총 배당금액과 배당성향의 추이



자료:디씨엠, SMIC Research Team 4.

## 9. Valuation

청산가치를 고려할 때 연 90억의 이익을 내는 영업력을 200억에 살 수 있음

우선 일반적인 Valuation 모델을 통해 적정 주가를 계산하기 전에, 청산가치를 통하여 직관적인 방법으로 주가의 현 상태를 고려해 보도록 하자. 우선 현재 동사의 시가총액은 1000억 정도인데, 동사가 보유하고 있는 당좌자산 (단기간에 현금화 할 수 있는 자산)이 약 400억에 이르고 있다. 또한 BEXCO앞에 소유하고 있는 토지의 시가가 약 400억 정도 되므로 실제적으로는 지금 당장 200억만 있다면 이 회사 전체를 살 수 있다고 가정할 수 있다. 이 200억은 영업력에 대한 가격이라고 볼 수 있는데, 현재 영업 이익은 93억에 달하고 있다. (2년 내로 투자했던 돈을 전량 회수 가능한 상황) 따라서 현재의 주가는 동사의 자산에 대한 가치만 반영되어 있으며, 영업력에 대한 가치는 현저히 저 평가 되어 있는 상태임을 알 수 있다.

DCF Model을 사용한 Valuation.

이를 실제 Valuation 모델을 통해서 정량적으로 도출해 보도록 하자. Valuation 모델은 DCF를 사용하였으며 크게 두 가지 Case를 가정하여 적정주가를 산출해 보았다. 즉 최악의 경우를 가정해보고 적정주가를 산출하고, 일반적인 경우를 가정해서 또 한번 적정주가를 산출해보게 된다

Liquidity Discount요인으로 적정가치에 20%를 할인한다

두 가지 경우 공통적으로 사용된 가정들은 다음과 같다. 여기에 추가적으로 당사의 유통주식수가 적다는 점이 Liquidity Discount 요인으로 작용하는 바 이를 Valuation에 반영하기 위하여 목표주가는 DCF 방법으로 구한 적정가치를 20% 할인한 값으로 한다.

그림 22. 공통적인 가정 1

매출액대비비율	
유, 무형자산 상각비	1.58%
영업용운전자본	20.50%
순유형고정자산	28.59%
기타영업용순자산	4.75%

그림 23. 공통적인 가정 2

자기자본비용	8.72%
1년치일별베타	0.59363
3년치월별베타	0.53128
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.00%
WACC	8.72%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	107,406,000
한계조달금리	8.00%

자료:SMIC Research Team 4.

자료:SMIC Research Team 4

그렇다면 우선 최악의 경우를 상정했을 때의 추가적인 가정은 다음과 같다.

- 영업이익률은 8.16%로 가정
  - ➔ 8.16%는 2005년 원가가 급상승해서 가장 낮았던 수준임
- 매출액 성장성은 2009년부터 GDP성장률인 4%로 유지
  - ➔ 다만 2008년은 경쟁업체의 부도로 인해 30%로 유지
- 현금+유가증권 항목은 주식시장의 폭락을 가정해 20%할인
  - ➔ 주식에 해당하는 220억에 대해 20%할인

최악의 결과값으로  
8%안전마진이 존재

그때의 결과값은 다음과 같으며 적정주가는 9,906원이 산출 되었다. 그리고 4월 18일 증가 기준으로 8%의 안전마진이 도출되었다.

그림 24. 최악의 경우 가정 시 목표주가 산출과정

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		30.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
예상매출액	80,388,751	104,505,376	108,685,591	113,033,015	117,554,336	122,256,509	127,146,769
예상EBIT	9,343,355	8,527,639	8,868,744	9,223,494	9,582,434	9,976,131	10,375,176
NOPLAT	6,773,932	6,182,538	6,429,840	6,687,033	6,954,514	7,232,695	7,522,003
(+)유, 무형자산 상각비	883,287	1,651,185	1,717,232	1,785,922	1,857,359	1,931,653	2,008,919
총현금유입	7,657,219	7,833,723	8,147,072	8,472,955	8,811,873	9,164,348	9,530,922
영업용 운전자본	12,793,649	21,423,602	22,280,546	23,171,768	24,098,639	25,062,584	26,065,088
순유형고정자산	24,692,654	29,878,087	31,073,211	32,316,139	33,608,785	34,953,136	36,351,261
기타 영업용 순자산	(632,502)	4,964,005	5,162,566	5,369,068	5,583,831	5,807,184	6,039,472
IC	36,853,801	56,265,695	58,516,322	60,856,975	63,291,254	65,822,904	68,455,821
예상ROIC(평균)	20.0%	13.3%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
예상ROIC(기초)	22.0%	16.8%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
IC증가액		19,411,894	2,250,628	2,340,653	2,434,279	2,531,650	2,632,916
(+)유, 무형자산 상각비	883,287	1,651,185	1,717,232	1,785,922	1,857,359	1,931,653	2,008,919
총투자액		21,063,079	3,967,860	4,126,575	4,291,638	4,463,303	4,641,835
예상 FCFF		(13,229,356)	4,179,212	4,346,380	4,520,235	4,701,045	4,889,087
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		(12,168,398)	3,535,768	3,382,298	3,235,489	3,095,052	

자료:SMIC Research Team 4.

그렇다면 일반적인 경우에 대해서도 적정주가를 도출해 보도록 하자. 주요 가정은 다음과 같다.

- 영업이익률은 9%를 적용
  - ➔ 5년간 평균값인 10%보다 약하게 잡았음. 포스코에서 철강 값 인상 발표를 반영해준 수치
- 매출액 성장률은 2013년까지 10%로 설정
  - ➔ 과거 5년치의 기하평균값인 16%보다 약간 낮게 설정.
- 현금+유가증권항목은 현재를 유지해준다

일반적인 경우에는 33%의 안전마진이 도출된다 그때의 결과값은 다음과 같으며 적정주가는 12,173원이 산출 되었다. 그리고 4월 18일 증가 기준으로 33%의 안전마진이 도출되었다.

그림 25 일반적인 경우 가정 시 목표주가 산출과정

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		30.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
예상매출액	80,388,751	104,505,376	114,955,914	126,451,505	139,096,656	153,006,321	168,306,954
예상EBIT	9,343,355	9,405,484	10,346,032	11,380,635	12,518,699	13,770,569	15,147,626
NOPLAT	6,773,932	6,818,976	7,500,873	8,250,961	9,076,057	9,983,662	10,982,029
(+)유,무형자산 상각비	883,287	1,651,185	1,816,303	1,997,934	2,197,727	2,417,500	2,659,250
총현금유입	7,657,219	8,470,161	9,317,177	10,248,895	11,273,784	12,401,162	13,641,279
영업용 운전자본	12,793,649	21,423,602	23,565,962	25,922,559	28,514,814	31,366,296	34,502,925
순유형고정자산	24,692,654	29,878,087	32,865,896	36,152,485	39,767,734	43,744,507	48,118,958
기타 영업용 순자산	(632,502)	4,964,005	5,460,406	6,006,447	6,607,091	7,267,800	7,994,580
IC	36,853,801	56,265,695	61,892,264	68,081,490	74,889,640	82,378,603	90,616,464
예상ROIC(평균)	20.0%	14.6%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
예상ROIC(기초)	22.0%	18.5%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
IC증가액		19,411,894	5,626,569	6,189,226	6,808,149	7,488,964	8,237,860
(+)유,무형자산 상각비	883,287	1,651,185	1,816,303	1,997,934	2,197,727	2,417,500	2,659,250
총투자액		21,063,079	7,442,873	8,187,160	9,005,876	9,906,464	10,897,110
예상 FCFF		(12,592,918)	1,874,304	2,061,734	2,267,908	2,494,699	2,744,168
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		(11,583,001)	1,585,731	1,604,415	1,623,320	1,642,448	

자료:SMIC Research Team 4.

그림 26. 최악의 경우 Valuation

현재가치의 합	1,080,209
PV of TV	75,994,480
현금 + 시장성유가증권	26,625,989
비영업용자산	9,868,865
BEXCO 앞 토지 개발가치	31,300,000
Value of the Firm	144,869,543
(-)Value of the Debt	0
Value of the Equity	144,869,543
발행주식수	11,700,000
적정가치	12,382
목표주가(Liquidity discount:20% 반영)	9,906
현재주가	9,180
안전마진	8%

자료:SMIC Research Team 4.

그림 27. 일반적인 경우 Valuation

현재가치의 합	(5,127,086)
PV of TV	110,950,977
현금 + 시장성유가증권	31,032,486
비영업용자산	9,868,865
BEXCO 앞 토지 개발가치	31,300,000
Value of the Firm	178,025,241
(-)Value of the Debt	0
Value of the Equity	178,025,241
발행주식수	11,700,000
적정가치	15,216
목표주가(Liquidity discount:20% 반영)	12,173
현재주가	9,180
안전마진	33%

자료:SMIC Research Team 4

따라서 다음과 같은 결과에 의거하여 SMIC Research Team 4는 디씨엠에 대한 BUY의견을 제시하는 바이다.

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