

2010년 04월 30일

# 스틸플라워(087220)

**BUY**

## 후육강관 고이접어 나빌레라...

### v 후육강관 전방산업의 고성장 시작

육상유전에 대한 개발은 성숙기에 접어들었는데다, 자원민족주의가 본격화되며 국영 석유기업들의 기존 유전에 대한 텃세가 심해지면서 민영 석유기업 위주로 점점 해양플랜트를 통한 해양, 심해원유에 대한 투자가 확대되고 있다.

이러한 투자규모는 고유가 추세가 지속됨과 함께 점점 커져가는 추세이며, 이를 위해 특수한 환경에서도 높은 내구성을 보이는 후육강관에 대한 수요도 커져간다. 2010년 후육강관 시장 규모는 전년도 대비 7.6% 증가한 578만 톤으로 추정되며 계속 늘어가는 수요를 공급이 따라가지 못하고 있는 추세이다.

주식회사 스틸플라워는 이러한 후육강관 시장규모 확대의 대표적인 수혜기업이다.

### v 투자포인트 1: 동사의 경쟁우위

1. 세계 메이저 정유회사들과의 긴밀한 관계
2. 기술력을 통한 고부가가치 상품으로 이익창출
3. 효율적 관리를 통한 납기 및 품질 우위성 확보

### V 투자포인트 2: 동사의 매출액 성장세

1. 매출처들의 투자 확대 속에서 후육관의 공급이 부족한 상태
2. 동사의 수주와 CAPA는 동시증가중



적정주가:	20,841원
현재주가:	14,250원 (04/30 기준)
상승여력:	46%

시가총액	1,853억원
ROE	31.1%
ROA	15.7%
영업이익률	22.78%
배당수익률	1.05%
P/E Ratio	6.78
P/B Ratio	1.8

주요주주:	
김병권	35%
네오플렉스	13.9%
신동익	11.2%
신상민	6.3%
신용욱	6.3%

SMIC 리서치 1팀	
팀장	장해수
팀원	김수정
	권기홍
	김종빈
	유호상

# 1. 에너지 자원 개발 시장의 변화

## 1.1. 이제는 해양에서 석유와 천연가스를 채취한다

전환기를 맞이한  
자원개발산업

2008년 이후 극적인 유가 상승 및 하락은 국제 에너지 시장의 구조적 문제를 노출시킨 한 사례이다. 유가 급상승 이후 전세계적인 대체에너지 투자가 활발하게 이루어지고 있다. 최근 남극이나 시베리아, 알래스카와 같은 극지방에서 천연가스가 발굴되었고, 2008년 말 미국은 환경파손을 우려해 20년간 시행해온 천연가스 시추 금지법의 만료를 승인해 2010년 미국연안에서의 시추계획을 발표하였다.

우리나라의 경우 동해 울릉분지 심해에 매장되어 있는 가스 하이드레이트(NGH)의 개발을 위한 시추 작업을 진행하고 있다. 뿐만 아니라 수소에너지, 바이오에너지, 풍력·태양광·지열에너지 개발 등이 전세계적으로 국가정책에 의해 이루어지고 있다. 2010년 초 발행된 바클레이 캐피탈의 보고서에 의하면 올해 세계 E&P(exploration & production: 탐사·개발 생산)규모는 전년 대비 11% 증가한 4980억 달러이며, 신고유가와 환경 문제의 전폭적 대두로 인해 신국면을 맞이할 예정이다. 그렇다면 수소에너지, 친환경·신재생 에너지 시대가 도래하면서 지금의 석유기반 경제는 변하게 되는 것일까?

하지만 석유의존경제  
는 쉽게 대체되지  
않을 것이다

그렇지 않다. 에너지 사용 패턴은 장기간 지속되는 경향이 있기 때문에 주된 에너지 자원의 근본적 변화에는 15년 이상이 소요된다는 것이 대다수 전문가들의 의견이다. IEA(국제 에너지 기구)에 의하면 2030년까지 세계 에너지 수요는 45% 늘어날 것으로 보이는 반면, 석유 의존도는 현재 37%에서 33%로 고작 4%감소할 것으로 예상되어 오히려 석유 에너지 사용량은 지속적으로 증가할 것이다. 또한 석유의존도 감소는 석탄과 천연가스 비중의 증대로 이루어지며 수력·풍력·태양·광열·지열 등의 대체에너지 비중은 여전히 8%에 머무를 것으로 전망된다. 결론적으로 2030년까지는 석유에 의존하는 경제 형태가 유지될 것이며 천연가스나 원자력에너지 자원이 대체비중을 늘려갈 것이다.

그림 1. 메이저 석유 회사 매장량 대체비율 추이 (단위: %)

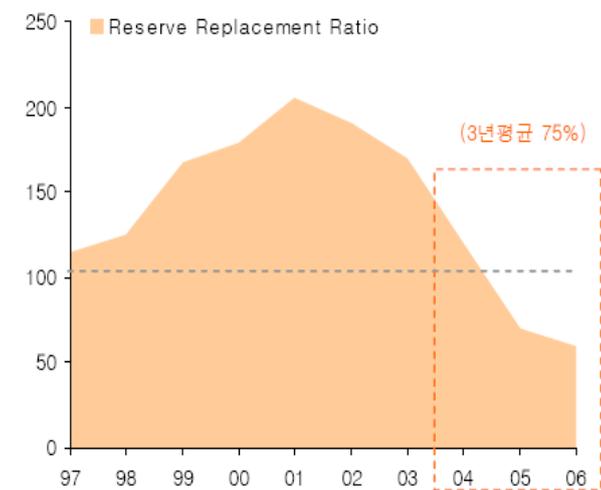


그림 2. 연평균 유가와 메이저 석유 회사들의 투자비 추이 (단위: \$/bbl, 십 억 달러)



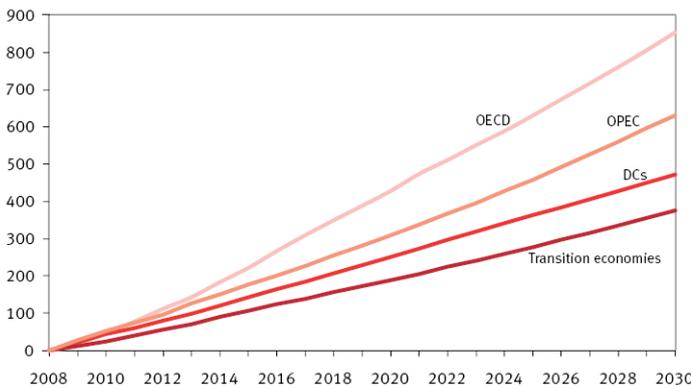
출처: ExxonMobil, Shell, BP, Chevron, Total, IEA

출처: OPEC, Bloomberg consensus, 하이투자증권 추정

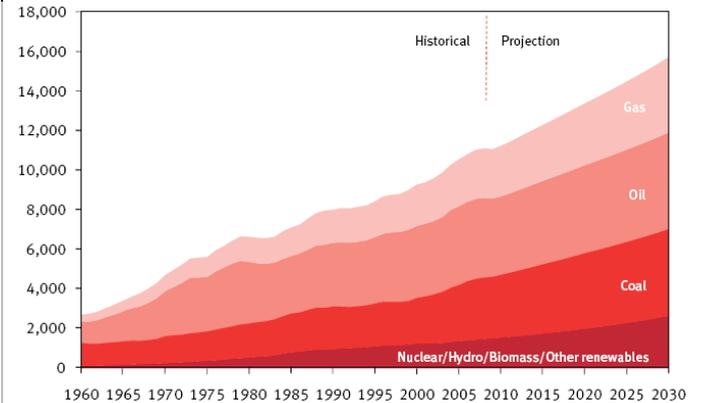
**OIL MAJOR社들의 Capex는 증가할 전망이다.**

중국 등 신흥 국가의 석유 수요가 급증하면서 석유 메이저들은 심해유전 개발 규모를 지속적으로 확대하고 있다. OPEC등 산유국영석유기업의 입지가 확대되면서 이들의 신규 육상유전개발이 어려움을 겪게 되어 보유매장량이 지속적으로 감소하고 있기 때문이다. 2004년부터 3년간 대체유전확보가 생산속도를 따라가지 못하면서 매장량 대체비율이 76%를 기록해 석유 메이저 회사들은 심해유전개발 투자를 확대하고 있는 상황이다. 실제로 지난 2008년 OPEC이 집계한 BP, ExxonMobil, Total, Shell, Chevron 5개의 석유 메이저社 Capex 합계는 1,347억 달러였고, 그 중 73.6%를 유정 탐사 및 개발비로 사용하였다. 석유 메이저의 Upstream분야 투자수익률은 평균 27.8%로 매우 높은 수준이며 현재의 유가는 하락할 가능성이 적으므로 유정 탐사 및 개발을 위한 생산 CAPEX는 지속적으로 증가할 전망이다.

**그림 3. 석유 누적 Upstream 투자비용 예측치 (단위: \$ billion)**



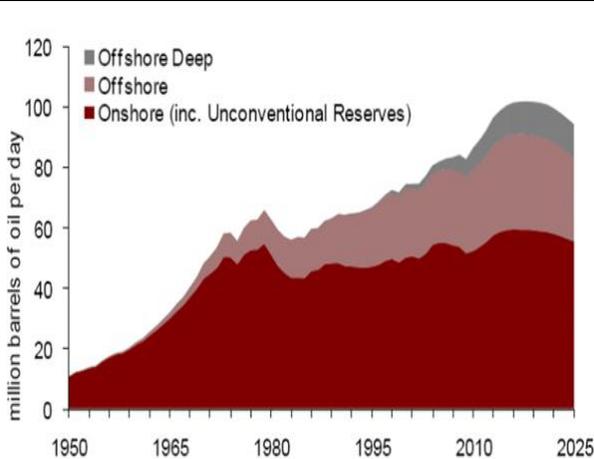
**그림 4. 유형에 따른 세계 에너지 공급 비중 (단위: 백만 톤)**



출처: OPEC 2009 world oil outlook

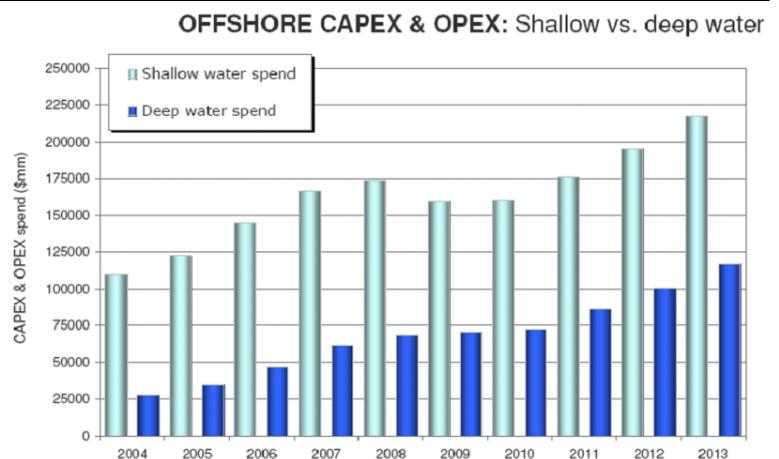
출처: OPEC 2009 world oil outlook

**그림 5. 세계 석유 생산량 (1950~2025)**



출처: Energyfiles

**그림 6. Offshore 사업 CAPEX & OPEX (단위: 백 만 달러)**



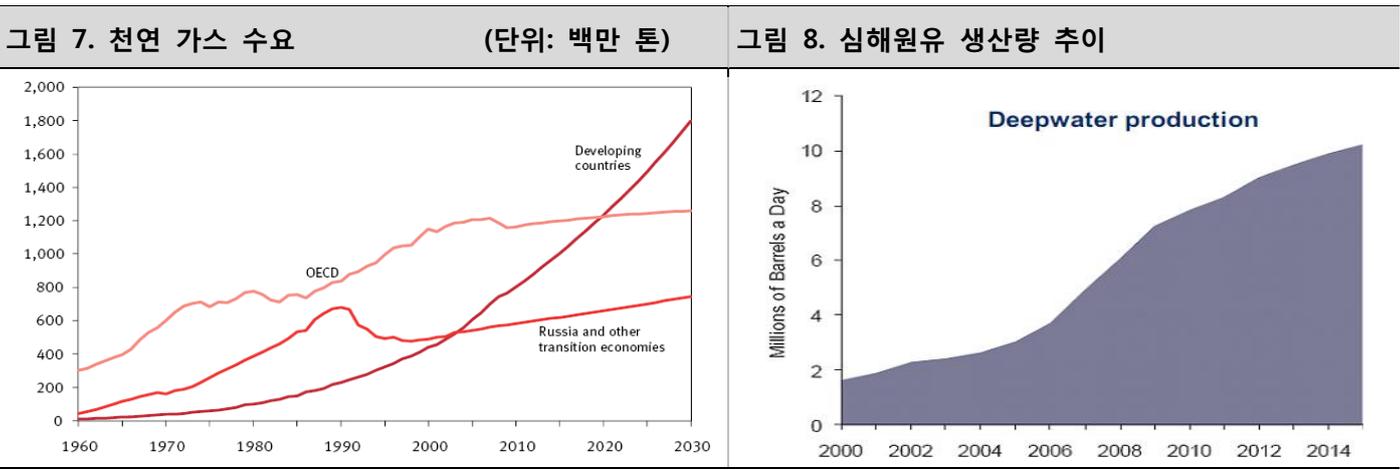
출처: The World Offshore Oil and Gas Production and Spend Forecast 2009-2013

**심해유전개발 시장은 성장성과 수익성이 높다.**

2009 OPEC이 발표한 World Oil Outlook에 의하면 OPEC의 예상 upstream 투자비용은 2009-2013년 동안 \$165에서 \$120정도로 감소할 예정이다. 그러나 이것은 육상유전에만 국한된 것으로, 개발하기 수월하고 비용이 적게 들어가는 육상의 유전은 상당 부분 시추가 완료되어 미래의 유전개발은 주로 해양에서 이루어지게 된다. OPEC에 의하면 이때까지의 육상유전개발비용은 낮아져 온 것이 사실이나, 앞으로의 주 석유 메이저의 E&P 대상인 심해유전개발의 비용은 장비 및 인프라의 부족으로 여전히 높은 상태를 유지할 것이다.

**천연가스는 석유에너지 감소비중을 대체하게 될 것이다.**

한편, 석유공급의 OPEC의존도가 심화(향후 10년간 50%이상의 비중으로 전망)되는 가운데 중동 지역의 안보 이슈가 항상 있기 때문에 석유를 대체할 에너지원을 찾으려는 노력은 계속될 전망이다. 장기적으로 보면 탄소 경제가 수소 경제로 에너지 체계가 변화하고 있지만, 석유대체 유력 후보는 신재생에너지가 아니라 천연가스이다. 현재 세계 에너지 수요의 24%를 담당하고 있는 천연가스는 일차 에너지 공급원 중 석유와 석탄 다음의 위치를 가진다. 전문가의 의견에 따르면 비탄소 에너지 기반이 확립되기 전 중 단계로서의 가스 의존도는 향후 20~30년간 지속적으로 상승할 것으로 보여, 세계 천연가스 수요는 2005년~2015년까지 연평균 9.6%의 견조한 성장세가 예상된다.



출처: OPEC 2009 world oil outlook

출처: The World Offshore Oil and Gas Production and Spend Forecast 2009-2013

**1.2. 심해유전개발과 천연가스 개발은 해양 플랜트를 통해 생산된다.**

**해양플랜트는 해저 자원을 채굴한다.**

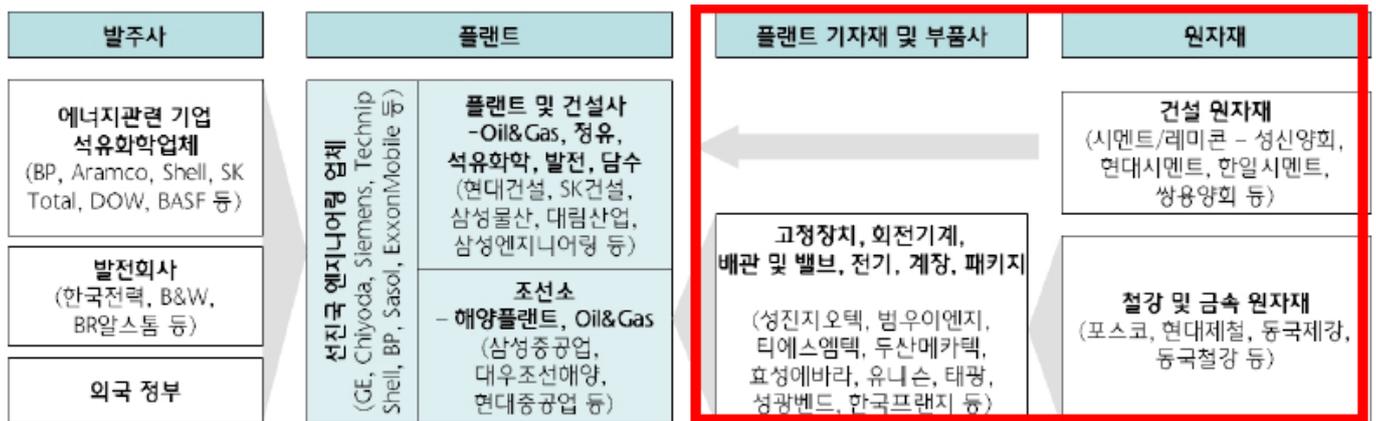
해양 플랜트는 바다에 설치되는 대형 구조물을 말한다. 주로 해저 석유나 가스 개발에 활용되는 해양설비를 일컫는다. 해저 자원 채굴에서부터 가공과 수송에 이르는 과정에 설치되는 모든 설비가 해양플랜트로, 해저유전개발용 시추선 등이 해당된다. 조력·파력·풍력 등을 활용하는 해양에너지 발전시설을 비롯해 해양관측시설, 심층수 개발용 해양설비, 해상 선박안전시설 등도 해양플랜트의 범주에 든다. 해상공항 해상호텔 해상공장 해상소각장 등의 시설물도 해당될 정도로 해양플랜트의 영역은 광범위하다 현재 석유와 가스 생산에서 해양생산량의 비중은 꾸준히 증가하여 각각 35%, 27% 수준으로 알려져 있으며, 특히 심해석유의 생산비중은 2002년 3%, 2007년 6%로 증가세를 보이고 있는 가운데 오는 2012년에는 10%를 점유, 2015년 이후에는 세계 석유생산에서 유일

하게 증가할 분야로 예상되고 있다. 해양가스(Offshore gas)의 생산비중 역시 2010년 41%로 증가할 전망이다. 이렇게 석유와 가스를 시추하는 흔히 'Offshore' 분야의 해양 플랜트 생산 설비는 우리나라가 전세계 시장 점유율의 75%이상을 차지하고 있다.

**성장성과 수익성이 우수한 해양 플랜트 산업의 서플라이체인에 강점이 있다.**

최근 세계 해양 플랜트 산업은 유가 상승과 함께 부각되고 있고, 세계 유전개발로 인해 연간 70~80억 달러 규모의 투자가 예상된다. 2010년 세계 시장 규모는 846억 달러가 될 것으로 전망한다. 플랜트 산업은 현재 조선 산업의 불경기를 타개하는 대안으로 꼽힐 정도로 그 성장성과 수익성이 우수하다. 플랜트는 주요 플랜트 건설 및 엔지니어링 업체들이 수주하게 되며, 원천기술을 보유한 선진국 엔지니어링 업체와 국내 업체가 컨소시엄을 구성하거나 선진국 엔지니어링/플랜트 업체가 수주한 프로젝트에 국내 업체가 하청을 받아 수주하기도 한다. 여기에 플랜트 기자재 및 부품업체들의 참여로 플랜트 구조가 완성되며 여타 인프라(토목, 베셀 및 배관 제외한 건축물 등) 등의 수요도 뒤따른다. 국내 업체들은 상세설계 및 시공 분야에 집중하므로 서플라이 체인에서 플랜트 기자재 및 부품사, 원자재, 조선소 분야의 강점이 있다.

그림 9. 플랜트 산업의 서플라이체인



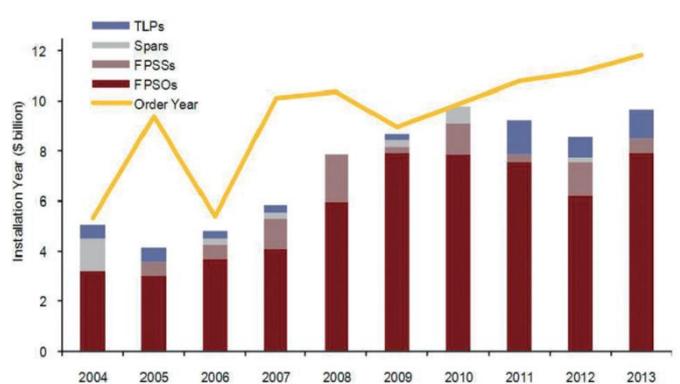
출처: 하나금융경영연구소

표 1. 선진국 대비 국내 기술 수준 (선진국=100)

플랜트	엔지니어링(E)			기자재(P)	시공/관리(C)
	원천기술	기본설계	상세설계		
정유/석유화학	55	80	95	70	98
Oil&Gas	40	50	80	50	90
발전/환경	60	70	95	75	95
담수	65	75	95	85	98
해양	75	85	98	80	98
종합	50	60	90	65	95

출처: 기획재정부 외, 하나금융그룹

그림 10. 세계 해양구조물 신규 설치규모 (Order Year는 연도별 신규 발주량을 의미, 단위: 십 억 달러)

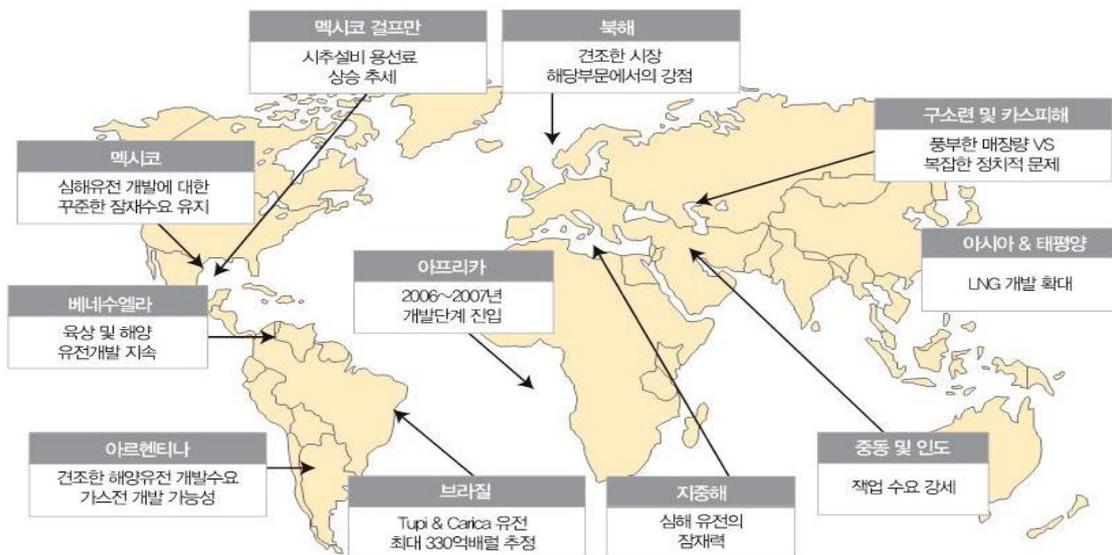


출처: Douglas Westwood

해양 플랜트 산업의 성장에 따라 고급강종의 수요가 폭발적으로 늘어날 것이다.

해양 플랜트에 설치되는 시추설비 및 접안시설(한정된 공간으로 인해 여러 층으로 나누어 설비를 배열한다)에는 두께가 두껍고 강도 높은 파이프(후육강관)를 건축자재로서 다량 사용한다. 특히 채굴한 원유 및 천연가스를 배관을 통해 운송하기 위해서는 원유 및 가스의 압력과 속도에 따라 일반배관보다 내구성이 높은 고급강종 특수 파이프가 필요하여 후육강관의 수요는 크게 증가하고 있다. 원유 시추선 및 대규모 천연가스 개발 프로젝트 등이 시행되는 가운데 해양 플랜트 기자재는 전세계적으로 공급이 부족한 상황이다. 위에서 알아본 바와 같이 심해지역에서의 에너지 발굴 수요가 늘어나고 있으며, 남극, 시베리아, 알래스카 같은 극지방에서의 천연가스 개발 및 수송이 활발해 질 것으로 예상할 수 있다. 따라서 전 세계적으로 고강도, 고인성의 차세대 API강재에 대한 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 보인다.

그림 11. 전세계 해양 E&P 프로젝트 현황



출처: 해양플랜트의 특성과 산업 동향, 부산조선기자재조합

## 2. 스틸플라워와 후육강관

### 2.1. 기업 Overview - 스틸플라워

동사의 주력사업은 후육강관으로 매출의 92%를 차지한다

본 리서치 1팀은 이러한 에너지산업 추세에 건조한 성장이 예상되는 기업들 중 스틸플라워의 가능성을 높게 평가한다. 동사는 후육강관의 생산을 주로 하는 업체이다. 포스코로부터 공급받은 후판을 등글게 말아 관의 형태로 바꾸는 공정을 거쳐 생산되며, 이는 석유 및 천연가스 개발에 필요한 석유플랜트의 구조물, 송유관 등에 사용된다. 생산된 파이프는 주요 석유업체(Exxon Mobile, Shell, BP, Total, Chevron-Texaco)를 포함, 국내외로 공급되고 있으며 매출의 92%를 차지하고 있다. 그 외의 매출은 포스코의 HR코일을 사서 유통하는 것으로 발생한다. 매출액 중 수출액이 93%로 수출비중이 절대적이다.

후육강관산업은 두꺼운 특수강관으로 전체 강관시장에서 틈새시장을 형성하고 있다.

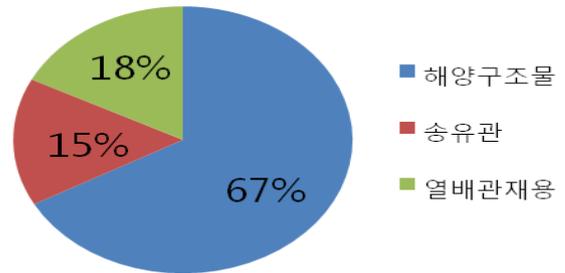
후육강관은 두께가 훨씬 두꺼운(20mm~140mm) 특수강관으로 일반강관의 내구성으로서는 커버하지 못하는 고강도, 고압, 고온, 저온의 환경에 적합하다. 이러한 특징으로 후육강관산업은 전세계 강관산업에서 5%를 차지하는 틈새시장을 형성하고 있다. 석유 채취 깊이가 점점 깊어지는 등 채취환경이 가혹해지는 추세에 있어 후육강관은 점점 두꺼워지고 더 높은 강도를 요구받고 있다. 동사의 주제품은 해양플랜트의 구조물(시추설비, 접안시설), 송유관(석유 및 천연가스 수송 강관), 열배관재(사용압력이 비교적 낮은 증기 공기 물 기름 가스 등의 배관용 탄소강관 및 합금강)로 쓰이는 후육강관으로 각각의 매출 비중은 68%, 15%, 17% 이다.

그림 12. 후육강관



출처: 스틸플라워

그림 13. 후육강관의 용도별 매출구성



출처: Research Team 1

그림 14. 후육강관의 사용처 (왼쪽부터 해양플랜트의 구조물, 송유관, 배관)



출처: 스틸플라워

BM은 석유업체의 수주를 받아 다품종 소량생산을 한다

석유업체 및 가스업체들이 필요한 후육강관을 제시하면 동사와 같은 후육강관 업체들이 경쟁입찰을 통해 수주를 받아 요구에 맞는 후육강관을 생산해 납품하는 형식으로 비즈니스가 이루어진다. 최종 수요자의 사용환경에 따라 강도, 두께, 길이, 쓰이는 후판의 강종, 열처리방식이 판이하게 달라지므로 다품종 소량생산이 이뤄진다.

그림 15. 후육강관 생산과정



출처: 스틸플라워

**원재료인 후판의  
안정적 공급이 중요**

후육강관의 원재료는 후판(20mm이상의 열연강판)이다. 후육강관의 생산에 있어 최종수요자의 요구에 따라 다른 강종의 후판이 사용되므로 필요한 후판을 생산 의뢰하여 제때에 공급받을 수 있는 능력이 중요하다. 동사는 필요한 후판의 90%를 포스코로부터 공급받고 있는데 포스코의 전략 소재 공급업체로 등록되어 있고 고급강종의 후판 개발을 함께 하는 협력 관계이다. 이로 인해 동사는 매분기 24,000톤의 후판을 안정적으로 공급받고 있다. 그 외 신일본 신일본제철(NSC)과 스미토모, 고베제강 등에서도 구매하고 있다.

**원재료가격상승에  
대한 리스크는 작다**

일반적으로 후육강관산업은 원재료가 제조원가의 70~80%를 차지한다. 동사의 후육강관의 원재료가격이 제품판매단가(평균)의 60%에 달한다. 따라서 원재료가격의 상승은 이익률에 큰 영향을 줄 수 있다. 실제로 원재료가격 상승과 함께 고급강재의 비중늘면서 07년 원재료가격은 83만원/톤에서 09년 1,11만원/톤으로 34% 상승하였다. 그러나 이에 따라 평균 공급단가도 145만원/톤에서 197만원/톤으로 35%인상되었다. 이는 고부가가치의 제품의 비중확대와 후육강관시장의 공급부족으로 인해 가격 전가가 가능한 것으로 보인다. 또 포스코는 2분기 후판가격을 9.8%인상하였는데 이로 인한 원재료가격상승분은 새로운 수주물량 가격에 반영될 것으로 보여 원재료 상승에 대한 리스크는 크지 않다.

**현재 후육강관 세계시장 현황**

**동사의 후육강관 세계  
시장 점유율은 10%  
정도로 추정된다**

현재 후육강관 시장의 시장점유율과 관련한 외부기관의 자료는 존재하지 않는다. 이것은 후육강관이 장치산업에서 사용되는 중간 기자재이며, 전세계 강관산업에서 5%를 차지하는 틈새시장에 속해있기 때문이다. 또한 IR과의 통화에 따르면 전세계 1위에 해당하는 독일의 EEW사, EBK사가 매출 및 시장규모, M/S에 대하여 정보 공개를 일체 하지 않고 있기 때문이기도 하다. 그러나 WSD의 "세계 강관 소비 전망"에 따르면 전세계강관시장에서 정유용 강관시장규모가 41%에 해당하며, 정유용 강관은 해양 및 지상 구조

용과 송유관용 파이프 등으로 구분됨을 감안할 때 전세계에서의 동사의 시장점유율은 10% 이상일 것으로 내부 추정하고 있다.

그림 16. 원재료 가격변화와 제품판매가격(평균) (단위: 천원/톤)

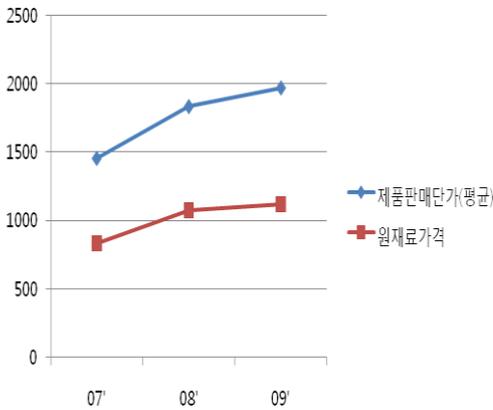


그림 17. 후육강관 시장 선도업체 독일 EEW의 세계진출 현황: (후육강관 수요 증가세와 함께 빠른 속도로 규모가 성장 중)



출처: Research Team 1

출처: EEW

## 2.2. 재무분석

### 안정성분석

부채비율 78%  
 유동비율 126%  
 비교적 안정적이다.

동사는 06년 이후 계속해서 부채비율이 낮아지고 있으며 09년 4분기 상장시에 발생한 자본잉여금으로 78%까지 낮아져 재무적으로 매우 안정적인 상태이다. 유동비율 또한 2008년 이전까지 100% 이하였으나 2009년 126%으로 크게 개선되었다.

### 수익성분석

수익성지표는 우수하며 파생상품 손실액을 제외시 영업이익을 안정적으로 내고 있다.

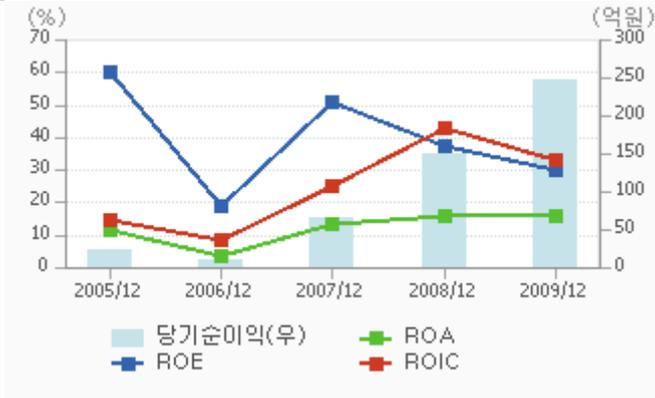
동사는 영업이익과 당기순이익 모두 꾸준한 증가세를 보여주고 있다. 2008년과 2009년 KIKO등과 같은 파생상품의 손실액(2008년 154억원, 2009년 91억원)을 제외하면 당기순이익은 더욱 늘어나게 된다.

### 성장성분석

매출액성장률은 3년 연속 71%에 달한다.

동사는 06년 이후 계속해서 매출액이 성장하고 있으며 해양플랜트 산업의 성장과 함께 매출액이 증가될 전망이다. 동사는 최근 3년 연속 3000만달러, 5000만달러, 7000만달러 수출의탑을 수상했고, 3년 연속 매출 성장률이 71%에 달하는등 고성장성을 보여주고 있다.

그림 18. 수익성 (단위: %)



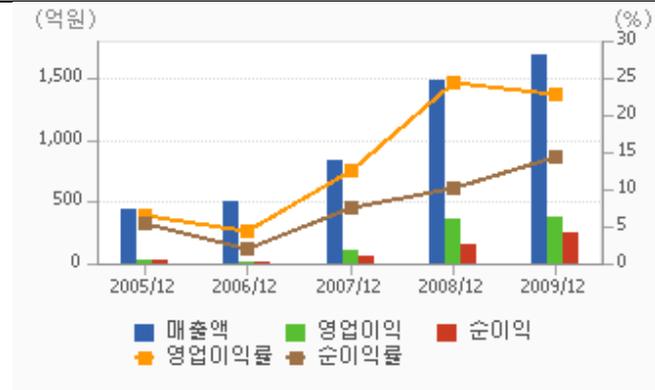
출처: WISEfn

그림 19. 안정성 (단위: %)



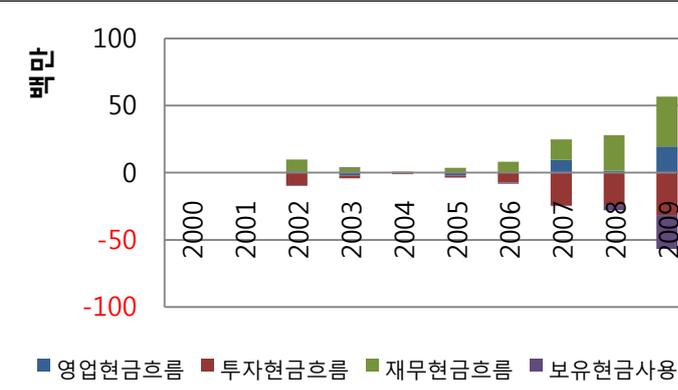
출처: WISEfn

그림 20. 성장성 (단위: %)



출처: WISEfn

그림 21. 현금흐름추이 (단위: 백만 원)



출처: Research Team 1

### 3. 투자포인트

#### 3.1. 동사의 경쟁우위

세계적인 후육강관 업체로는 독일의 EEW, 일본의 OTK 그리고 동사가 있다.

현재까지의 세계 후육강관 시장은 독일의 EEW, 일본의 OTK, 그리고 동사가 주도하고 있다. 국내에서는 동사 외에 삼강엠앤티, EEW코리아 등이 후육강관을 생산하고 있었으나 최근 미주제강, 동양철관 등과 같은 강관업체들이 성형기를 도입하여 후육강관 산업으로 신규 진입하여 국내 업체의 경쟁이 심화되어 가는 중이다. 하지만, 동사는 과거 몇 년간의 과점적 지위를 통한 외부 수요처들과의 안정적인 관계, 오랜기간 축적해온

기술적 우위성, 그리고 지속적인 생산기술의 합리화를 통해 앞으로도 후유강관 산업에서 경쟁력을 이어 나갈 수 있을 것으로 보인다.

**1) 주요매출처와의 안정적인 관계**

동사는 현재 대규모 해외 수주를 따고 있으며 이것은 향후에도 경쟁력으로 작용 할 것이다.

동사는 작년 말에 말레이시아 국영 석유회사인 페트로나스에 1억 달러 규모의 후유강관 공급계약을 체결하여 장기공급에 들어갔다. 동사는 이 외에도 중동과 아시아 등의 에너지 업체에 각각 3,000톤 가량의 후유강관 공급계약을 통해 해외수주를 따냈으며 현재 약 1,300억 원 규모에 해당하는 이미 6개월 분량의 수주(약 6만 톤) 가량의 수주 잔고를 확보한 상태다. 국영 석유회사가 아시아 기업에 장기계약을 몰아주는 경우는 극히 드물다기 때문에 동사의 제품이 시장에서 확실하게 납기능력, 품질수준을 인정받은 것으로 볼 수 있다. 이러한 능력을 바탕으로 주요 업체와의 거래 실적과 그에 따른 명성은 향후 수주활동을 진행하는데 경쟁우위로 작용 할 수 있을 것이다.

동사는 세계 메이저 정유회사들과 안정적인 관계를 통해 공급 중이다.

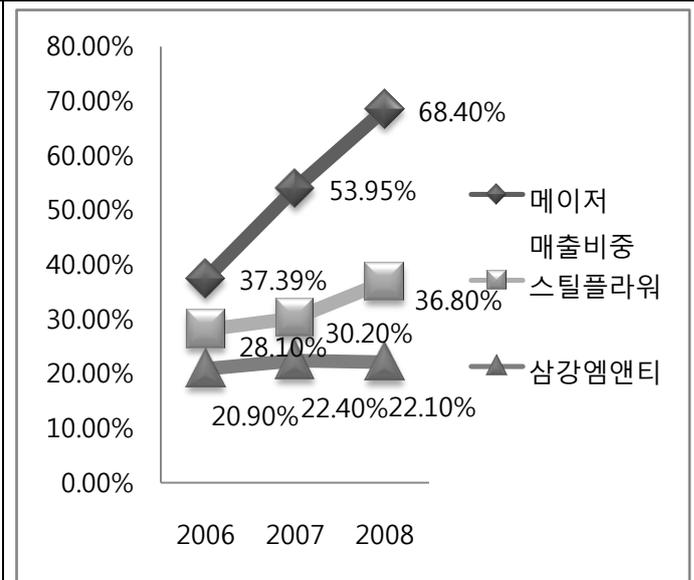
이러한 수주를 통해 동사는 지난해 매출액 1,688억 원 중 약 92%를 해외수출에서 올렸다. 이렇듯 동사는 후유강관 시장에서 높은 입지를 점해가고 있다. 사실상 동사의 주요 매출처는 엑슨모빌, 쉘, BP, 세브론 같은 세계 메이저 정유회사들이다. (국내에서는 조선3사, S-OIL, GS칼텍스 등에도 공급하고 있다.) 전체 매출 중 메이저 정유회사들의 비중은 2008년 기준으로 68%수준으로 꾸준히 증가 추세에 있으며 동사의 주요 고객인 엑슨모빌의 경우 중간 플랜트 업체에 동사 제품 사용이 의무화 되어있기 까지 하다. 동사의 이런 매출처와의 긴밀하고 안정적인 관계는 기술력을 통한 안정적인 품질 제공 및 납기 기한 준수 등의 신뢰를 통해 이루어 질 수 있었다.

그림 22. 동사의 주요 매출처



출처: 스틸플라워

그림 23. 메이저 정유업체 매출액 비중과 국내점유율



출처: Research Team 1

## 2) 동사의 우수한 기술력

### 우수한 벤딩기술과 벤딩규모

동사가 보유한 후육강관 생산기술은 고급강종에 대한 수요 증가와 함께 ERW, 스파이럴 강관에 대한 제품을 대체하는 신규기술로 주목 받고있다. 압력에 약한 ERW관과 용접 부위가 많은 스파이럴 강관에 비하여 압력에 강한 후육강관은 우위를 가지고 있다. 하지만 이러한 후육강관의 제조를 위해서는 기술력이 요구되며 이는 진입장벽으로 작용한다. 후육강관 제조에 있어서 핵심 기술력은 후판의 벤딩 능력이다. 즉, 두꺼운 판 자체의 직경을 얼마나 크게 그리고 두께를 유지하면서 만들 수 있느냐가 중요하다 할 수 있다. 실제로 후육강관의 외경과 두께의 규모를 보면 동사의 제품의 외경(외부지름)과 두께가 경쟁사 대비 뛰어남을 알 수 있다. 그리고 이러한 후육강관 산업의 고난도의 가공기술은 고객의 요구에 맞게 다품종 소량생산 해야 하는 특성으로 인해 일부 대기업과 같이 풍부한 자본만으로 시장에 지출하는 것은 규모의 경제 여건상 쉽지 않은 상황이다. 그리고 동사가 생산하는 후육강관의 크기 및 제작 방법의 차별성으로 특별한 대체기술은 아직까지 존재하지 않는다.

이와 함께 동사는 벤딩 규모에 있어서도 우위를 점하고 있다. 동사가 보유하고 있는 0,000톤 성형기는 국내 최대 수준의 제품이다. 또한, 동사는 프레스벤딩과 롤벤딩 시설 2개를 보유하고 있는데 이 역시 국내 최대 수준이다. 이를 통해 매년 12만 톤 규모의 후육강관을 제조 할 수 있으며, 현재 진행 중에 있는 순천공장이 지어진다면 후육강관 생산능력은 2~4만 톤이 증가해 그 규모가 더 커질 것이다. 이렇듯 동사가 보유하고 있는 높은 기계적 성질은 다른 강관제조 기술로는 구현하기 힘들기 때문에 신규업체가 진입하는 것은 어려운 일이며 시간도 많이 소요된다.

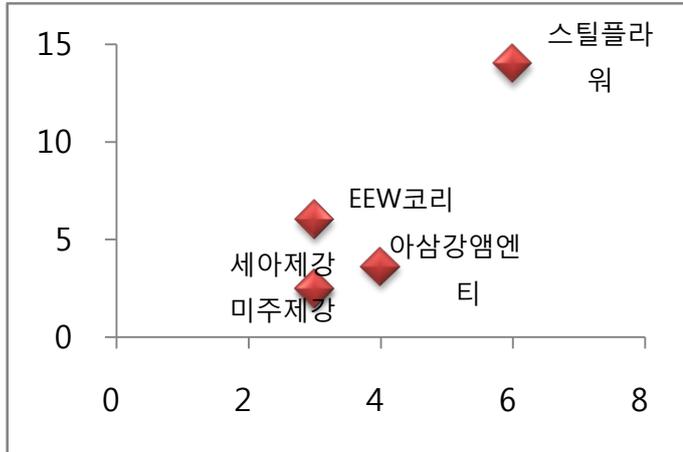
### 시장 선도업체들과 비교할 때 기술력 차이는 미미하다

시장 선도업체들과의 기술력 차이는 미미하다. 동사의 경우 최대 길이 16m, EEW사의 경우 최대 13.2m, EBK의 경우 최대 13.4m까지 제조할 수 있으나 각 사의 공시된 자료를 비교하기 위해 기준을 press vending/길이 13.4m로 잡았다. 그 경우 동사의 Press공법은 두께 7.25cm, 두께를 포함한 외경은 13.7m 정도까지 제조할 수 있어 EEW의 두께 7cm, 외경 15.2m와 대등한 수준이다. 사실 후육강관은 쓰임새에 따라 세부수치가 워낙 다양하게 요구되어 이 수치가 높다고 하여 절대적으로 우월하다고 볼 수는 없지만, 제조할 수 있는 최대 기술력을 비교해 본 결과 동사는 두께는 1위, 외경은 2위로 우수한 기술력을 가지고 있음을 알 수 있다.

### API 인증을 통해 국제적인 신뢰를 얻고 있다

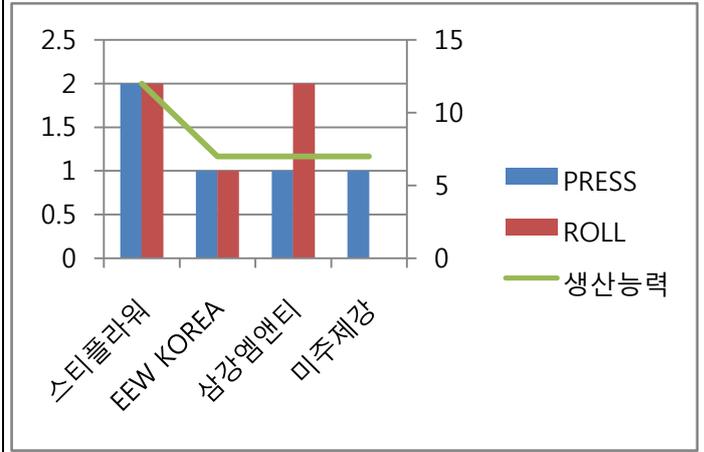
현재 동사는 ISO9001, API, ASME, NB, JIS 등의 인증을 다수 보유하고 있는 상황이다. 이 중에 현재 가장 중요한 것은 API라 할 수 있다. API인증이란 미국석유협회(American Petroleum Institute)에서 송유관의 용도로 쓰기에 적합하다고 판단할 때 부여하는 인증이다. 동사의 기술은 국제적으로 인정받은 것이며, 다른 기업이 후육강관 시장에 진입하는 데에 있어 일종의 진입장벽으로 기능하고 있다.

그림 24. 국내업체 후육강관 생산능력 비교  
(가로축: 외경(m) 세로축: 두께(cm))



출처: Research Team 1

그림 25. 국내기업 생산설비 및 생산능력 비교  
(단위: 대, 만 톤)



출처: Research Team 1

3) 효율적인 관리

주요 원재료의 조달원인 포스코를 통해 효율적인 원자재 관리

세계적으로 후판을 생산할 수 있는 업체는 딜링거, NSC, 포스코 뿐이다.

동사가 생산하는 파이프는 혹독한 환경에서만 사용되는 파이프다. 동사는 포스코에서 좋은 질기고 강한 소재를 가져와 후육강관을 제조해 팔고 있다. 동사는 포스코와 공동 개발등을 하고 있는 상황이다. 세계적으로 후판을 생산할 수 있는 제철소는 일부 제철소뿐이며, 특히 후육강관에 사용되는 고급강재의 생산은 딜링거, NSC, 포스코와 같은 최고의 제철소에서만 생산 가능한 상황이다. IR에 의하면 NSC에서 후판을 받는 OTK사의 경우 향후 후육강관업을 중단할 예정이기 때문에 동사의 입장에서는 호재이다.

동사는 포스코와의 긴밀한 관계를 통해 효율적으로 원자재를 확보하고 있다.

동사는 포스코로부터 2009년 분기당 24,000톤 가량을 고정적으로 공급받아 안정적으로 원자재를 확보하고 있다. 동사 경영진은 포스코에서 오랜 기간 근무한 경력으로 인하여 긴밀한 관계를 유지하고 있으며, 포스코에 신규 후판 수요동향에 따른 새로운 강종개발을 건의하고 생산을 발주하는 등 실제 강재의 개발에도 직접적으로 참여하고 있는 상이다. 현재 전략소재 공급업체로 포스코에 선정되면서 더욱 안정적으로 원자재를 확보하고 있다.

후육강관 시장에 진입한 지 10년째이며 API X80 후판까지 사용하는 동사에 비해 EEW와 EBK사의 경우, 30년 전부터 쌓아온 매출처들과 기술력을 가지고 있으며, API X100 후판까지 사용하여 경쟁력의 차이가 있다고 볼 수 있다. 그러나 현재 X120까지 생산할 수 있는 등, 2003년 세계 7위에서 2010년 세계 2위(2010년 WSD선정 기술력 1위)로 올라선 포스코의 기술력을 감안했을 때 동사 역시 고급 후판을 공급받을 수 있을 것으로 보여 후발업체로서 기술적 열위는 미미하며 더 앞서 나갈 수도 있다는 것이 우리 리서치 1팀의 의견이다.

후판을 등글게 말 때 얼마나 길고 두꺼운 후판을 큰 직경으로 말 수 있느냐가 후육강관 업체의 기술력을 결정한다. 따라서 용접면 처리를 제외하면 후육강관의 품질은 등글게 말 원재료가 되는 후판의 내구성, 내마모성, 내한성에 의해 상당부분 결정된다고 할 수 있다. 후판이 X80인지 X100(API등급에 해당)인지 여부는 제품의 질에 절대적인 영향을 끼친다고 볼 수 있다. 따라서 동사에게 있어 포스코의 고급강종 후판 개발 여부는 결정적인 사안으로, 동사는 세계 메이저 석유 업체로부터 받는 까다로운 요구사항을 구체적으로 생산의뢰하기 위해 세계 2위인 포스코와 기술개발을 함께 진행하고 있다.

**생산기지 특성화를 통한 효율적 생산관리 체제구축**

동사는 생산기지 특성화를 통해 체계화된 시스템을 구축 하였다.

동사는 후육강관 중에서 대소형관(해양구조물/라인파이프)은 포항에서 중형관(발전설비용 열 배관재)은 진영에서와 같은 생산전문화를 통한 생산효율성을 갖추고 있다. 동사는 포항 공장 증설을 통한 직거래 덕분에 유통마진이 전무한 상태라 가격적인 면에서도 타사보다 월등한 경쟁력을 확보하고 다. 이를 통해 동사는 연간 30억 원 규모의 물류비 절감효과가 있다. 또한, 작년12월에는 포항공장에 열처리 설비 설치와 UT(Ultrasonic Test) RT(Radiographic Test) 등 자동화 설비들의 구입을 통해 외주업체 지불 비용 감소를 마쳐서 생산 안정화는 물론 보다 체계화된 생산시스템 확보 할 수 있게 되었다.

**외주생산을 통한 효율적 인력관리**

외주를 통해 생산성 효과와 인건비 절감을 이끌어 냈다.

동사는 현재 절단 및 교정 등의 공정을 외주에 맡기고 있는 상황이다. 외주를 하는 이유는 전문화된 인력의 활용을 통해 생산성 효과 증대와 함께 인건비 절감효과를 기대할 수 있기 때문이다. 현재 진영공장의 경우 최초작업인 절단공정과 일부 공정을, 포항사업장의 경우 대부분의 공정을 외주가공으로 처리하고 있다.

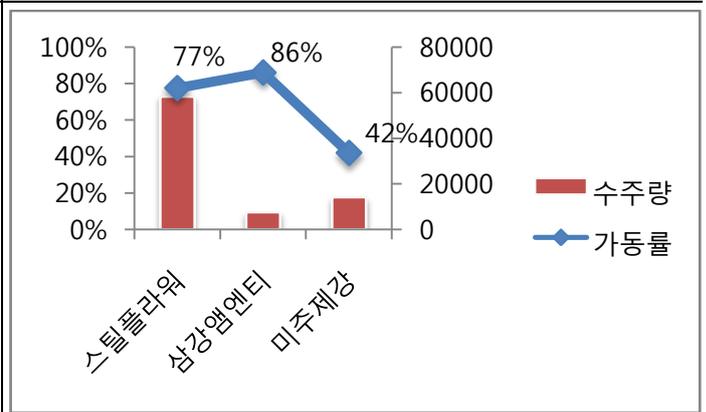
동사는 이러한 효율적 관리를 통해 납기 및 품질에서의 우위를 확보 할 수 있었다.

이렇듯 동사는 주문 수주에서부터 포스코 소재 구매, 제품 생산, 제품 출하에 이르기까지 체계적인 시스템을 통해 통합적으로 관리하고 있다. 이는 실시간 생산관리를 가능하게 하여 후육강관 업체 의 고질적인 문제였던 납기지연의 문제를 최소화시킬 수 있었으며 품질에서의 우위도 확보할 수 있게 되었다. 또한 동사는 최대 6개월 규모의 수주만 미리 받는 형식을 취하여 안정적인 공급 및 품질을 최우선으로 하고 있다. 이러한 효율적 관리를 통해 동사는 경쟁사 대비 우수한 수주량과 공장가동률을 유지하고 있다.

그림 26. 생산기지 특성화를 통한 수익창출 극대화전략



그림 27. 수주량과 생산가동률 비교 (단위: 톤)



출처: 스틸플라워

출처: Research Team 1

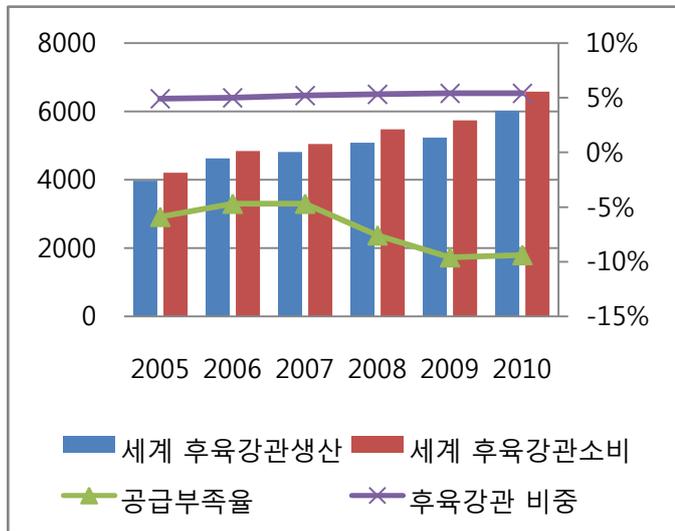
3.2 동사의 성장력

세계 후육강관 수급전망

향후 수년간 만성적인 공급부족 예상

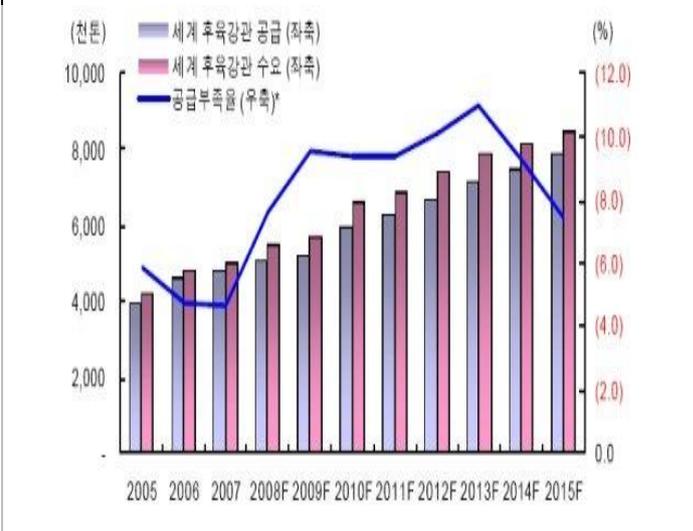
전방산업의 성장과 더불어 후육강관의 수요는 지속적으로 증가하고 있지만 공급은 그 속도를 따라가지 못하고 있다. 왜냐하면 최근 몇 년간 이어진 고유가 추세로 후육강관에 대한 수요가 급작스럽게 증가하였지만 공급할 수 있는 업체가 전세계적으로 독일, 일본, 그리고 스틸플라워를 비롯한 일부 국내 업체에 국한되어 있기 때문이다. 실제로 현대증권 등의 조사결과에 따르면 후육강관 공급부족율은 2009년부터 2013년까지는 9%를 넘나드는 높은 수준으로 지속될 것으로 전망된다.

그림 28. 세계 후육강관 수급전망 (단위: 천 톤)



출처: 현대증권

그림 29. 세계 후육강관 수급상황 (단위: 천 톤)



출처: 현대증권

수주 증가와 Capacity 증대

순천공장 신설, 향후 수주 증가를 대비 2~4만 톤 Capacity 확보

현재 동사는 포항공장과 진영공장을 운영하고 있는데 연간 표준생산량은 각각 6만 톤 정도이다. 생산실적은 2009년 기준 각각 3만 7천 톤, 4만 1천 톤이다. 지난 4월 14일 동사는 상장을 통해 얻은 자금 등을 바탕으로 126억 원을 투자하여 순천공장의 착공에 들어갔으며 2만 톤 내지 4만 톤의 생산량이 예상된다. 또한 순천공장은 포스코 공장이 위치한 광양과 인접하여 물류비용을 연간 약 20억 원 가량 절감하는 효과 또한 있을 것으로 추정된다.

이미 향후 6개월 동안의 공급량 수주 확보

동사가 이렇게 Capacity를 확보하고 있는 것은 앞으로 수주량 증가를 대비하기 위함이다. IR과의 통화에 따르면 동사는 현재 약 6만 톤 가량의 수주잔고를 보유하고 있는데 이는 추후 약 6개월 동안 공급할 수 있는 분량이다. 더 이상의 분량은 현재로서는 동사에서 공급하기 어렵다고 한다. (사업보고서에 따르면 동사의 적정 연간 Capacity는 총 생산가능량의 85% 수준으로서 약 10만 톤 정도이다) 따라서 올해 연말부터 순천공장

이 본격적으로 가동된다면 내년부터는 실질적인 매출액 증대가 기대되며, 순천공장의 착공만으로도 매출처와의 신규수주에 있어 유리한 요소로 작용할 것으로 보인다.

**이미 확보한 상당량의 대규모 해외수주**

동사의 구체적인 품목별 수주상황은 품목별 수주단가 등이 영업기밀로 지정되어 있기 때문에 자세한 내역은 본 리서치 팀이 파악할 수 없었다. 언론이나 사업보고서, 기타 자료들을 통해 지난해 말부터 올해 초까지 체결된 수주 가운데 주요한 수주는 말레이시아 Petronas(5만 톤, 3년 장기계약), UAE 아부다비 쿠르드 오일(14,300 톤) 및 International Industrial Equipment Co. (약 114억 원 규모), 인도 ICP-R (1만 톤) 및 MHN (7,600 톤) 등이 있다.

**4. 리스크**

**4.1. 환리스크**

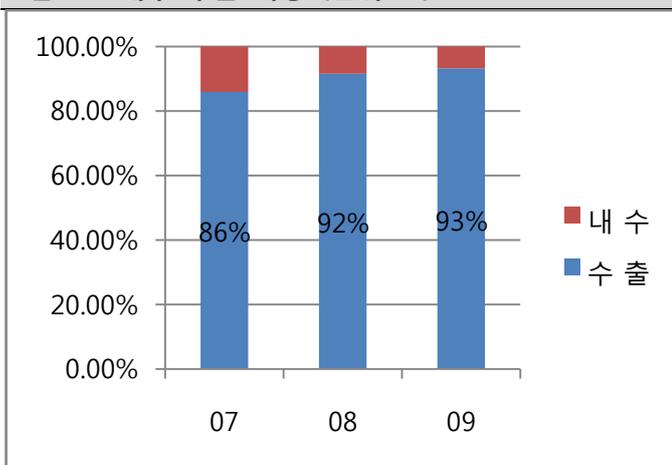
**KIKO손실은 이미 반영되었다.**

동사는 수출액 비중이 매출액 대비 90% 수준으로 매우 높기 때문에 환율에 민감할 수밖에 없다.. 2008년 환율 급등으로 인한 KIKO 손실액이 154억원, 2009년에는 91억원으로 양년도 평균영업이익 370억원 대비 매우 높은 수준이었다. 하지만 2009년 11월 26일자로 통화옵션 계약이 만기가 되어 손실은 이미 지난 분기에 반영되어 더 이상의 손실은 없다.

**현재는 매출액의 20% 정도를 헤지하고 있다.**

현재 파생상품 계약 내역을 살펴보면 2009년 4분기 매출액은 574.7억이고 이 중에서 총 1000만달러, 평균계약환율 1168.88원으로 선물환 매도 계약을 통하여 매출액의 약 20%에 해당하는 금액을 헤지하고 있다. 당분간은 그리스발 악재로 유로화 약세로 인한 상대적인 달러의 강세화가 예상되지만 매출채권의 90%가 달러이므로 환손실은 크지 않을 전망이다

그림 30. 내수 수출 비중 (단위: %)



출처: 사업보고서

표 2. 통화상품 계약현황 (단위: 외화)

계약	포지션	계약일/만기일	계약환율	계약금액(외화)
통화선물	매도	2009-10-19/ 2010-01-04	1,170.40	2,000,000
통화선물	매도	2009-10-19/ 2010-01-29	1,169.70	2,000,000
통화선물	매도	2009-10-19/ 2010-02-26	1,168.90	2,000,000
통화선물	매도	2009-10-19/ 2010-03-31	1,168.00	2,000,000
통화선물	매도	2009-10-19/ 2010-04-19	1,167.40	2,000,000

출처: 사업보고서

4.2. 유가리스크

**E&P CAPEX와 유가는 비례하여 증가해왔다**

동사의 매출은 유가와 매우 밀접한 관계를 가지고 있다. 유가가 상승할수록 신규 원유 채굴에 대한 요구와 대체자원인 천연자원 개발이 이뤄지면서 동사의 제품에 대한 신규 수요가 발생하기 때문이다. 실제로 베인&컴퍼니에서 발행한 보고서에 따르면 E&P CAPEX는 유가와 비례하여 증가해왔다.

**OPEC, 최근 90달러 수준의 유가 용인 의사를 표명하였다**

Barclays Capital의 리서치에 따르면 설문에 응답했던 업체들이 기대했던 2010년의 유가의 평균치는 70.16달러이다. 현재까지의 유가는 그 정도 수준보다 높은 수준인 80달러 이상에서 유지되고 있으며, 수급 상황에 있어 큰 변동성은 아직까지는 보이질 않고 있다. 지난 4월 14일, OPEC은 유가가 90~95달러 수준이 된다면 원유 증산을 고려해볼 것이라고 하며 현재 수준의 비교적 높은 유가를 용인할 의사를 표명했다. 실제로 시장 조사기관들의 전망치도 유가가 높은 수준에서 유지될 것이라고 판단하고 있다. 비록 경기의 회복과 더불어 유동자금이 안정성이 높은 자산에서 변동성이 높은 원유 등의 실물자산에 대한 투기가 증대될 것이라는 일부의 예측이 있는데 이는 유가의 상승으로 이어질 것이므로 동사의 입장에서는 호재라고 할 수 있다.

**따라서 유가가 급격히 떨어질 가능성은 높지 않다고 판단한다**

이러한 조사결과를 근거로 본 리서치 1팀은 유가가 지나치게 하락할 것이라는 리스크는 그리 높지 않아 동사의 향후 성장에 그리 큰 문제점이 되지 않을 것으로 판단한다.

표 3. 주요 예측기관의 국제유가 전망. (고유가: 산유국 감산 시나리오, 기간평균치, 달러/배럴)

	CERA	CERA:고유가	CGES	CGES:고유가	OEF	Goldman Sachs	JPMorgan	Barclays Capital	ICE 선물유가	EIA
2009	62.7	-	61.8	-	61.6	-	62.5	63	62	61.7
2010	76.5	91	75.8	81.9	77.4	89	83.5	84	84.4	80.7
2011	82.1	106.5	-	-	-	-	90	95	91.7	83.5

출처: 케임브리지에너지연구소(CERA), 세계에너지연구소(CGES), 옥스포드경제연구소(OEF) 등

그림 31. 최근 10년 간 유가추이 (미국시장 기준, 인플레이션 반영, 2010년은 4월까지 평균액, 단위: 달러/배럴)

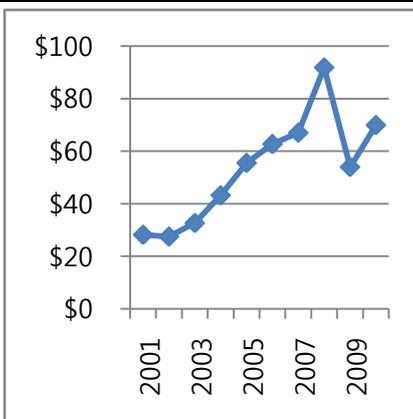


그림 32. E&P CAPEX 와 유가추이

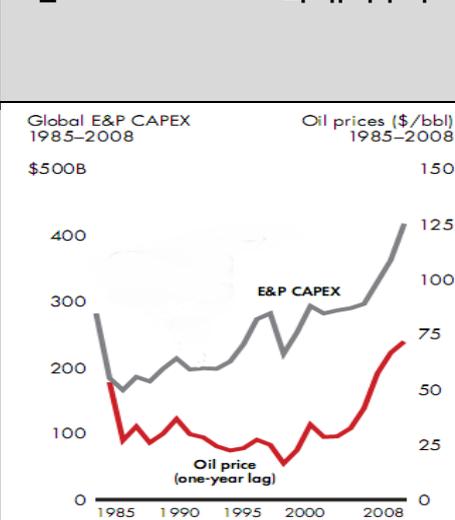
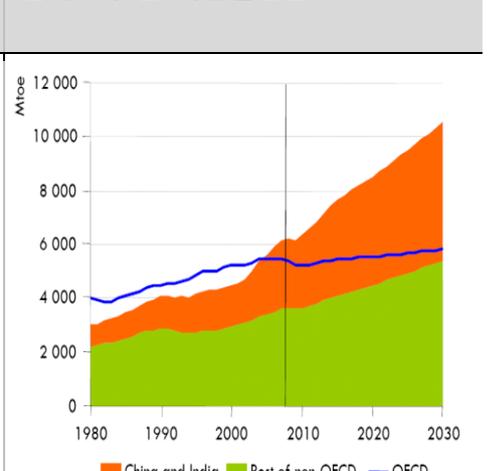


그림 33. 석유 소비추세 예측 (단위: 백 만 석유환산톤)



출처: <http://inflationdata.com>

출처: Bain&Company

출처: IEA-OECD - 2009.11

### 4.3. 제한된 유통물량

특수관계자가 80%에 가까운 지분을 보유하고 있으며 유통물량이 적은 편이다

현재 동사의 주식 가운데 59.5%는 임원진이, 3.84%를 우리사주가 보유하고 있으며 사모펀드인 네오플렉스는 13.92%를 보유하고 있다. 작년 10월 기업공개 이후 이 물량은 현재까지 그대로 유지되고 있으며, 거래단가를 기준으로 볼 때 임원진은 13,150원, 네오플렉스는 10,277원으로 지분을 구매한 것에 해당한다. 현재 임원진 보유물량은 올해 10월까지 보호예수 기간이 남아있는 상황이지만 네오플렉스의 지분은 보호예수 기간이 종료된 상황이다.

사모펀드는 현재까지 차익실현을 한 번도 하지 않았다는 점에서 볼 때 오버행 리스크는 비교적 낮다.

네오플렉스는 동사 상장 이후 현재까지 차익실현을 위한 매도를 전혀 하지 않았다. 이 사모펀드는 2008년부터 꾸준히 동사에 투자를 해왔으며 펀드의 만료시점은 2015년이다. 또한 동사의 주가가 16,000원 대까지 올라갔을 때에도 차익실현을 전혀 하지 않았다는 점 등을 미루어볼 때 사모펀드의 입장에서 더욱 높은 가격을 기대하고 있는 것으로 예상되며 따라서 당분간의 급격한 대량매도 가능성은 높지 않다고 판단한다. 다만 이러한 이유들로 동사 주식의 유통물량은 전체 주식의 20% 수준으로 최근 3달간 평균 거래량은 약 56만 주에 불과하였다. 이러한 점은 동사의 주식이 실제 가치보다 저평가 되는 한 요인이 될 수 있다.

## 5. 기업가치평가

제조업으로서 제품판매를 통해 매출을 올리는 동사의 특성을 감안하여 DCF를 사용하였다. PER평가모형 또한 사용하려 하였으나 국내 주요경쟁사가 비상장사이거나 PER이 비정상적이었기 때문에 사용할 수 없었다.

### 매출액 성장률 추정

동사는 현재 향후 6개월 분의 수주를 모두 확보한 상황이며 앞으로 꾸준히 수주가 있을 것으로 예상된다. 전기에는 포항공장의 가동이 정상화에 들어가지 못해 그 가동률이 낮아 수주의 규모를 축소하였으나 당기에는 정상가동 할 것으로 예상된다. 동사가 수주한 7.2만톤 규모가 매출액 기준 1,300억임을 고려하여 동사의 공장가동률이 최대생산량의 85% 수준으로 정상가동된다면 동사가 2010년 목표 생산량으로 내세운 8.5만톤 규모의 생산이 가능하다. 이를 지난 해 마진과 비슷하게 적용할 때 약 8.9% 정도의 매출액 신장이 기대된다. 이후에는 5~6% 수준의 성장이 이어지다 산업이 성숙기에 접어들면 이후에는 4% 정도의 성장을 할 것이라 예측하였다.

### 영업이익률 추정

영업이익률은 동사의 후판 포스코와의 전략적 관계를 통해 원자재 가격의 변화는 크게 없을 것으로 예상된다. 그러므로 영업이익률은 전기와 비슷한 수준을 유지 할 것으로 예상 22%를 적용하였다. 향후에는 후발업체들의 진출과 후육관의 증대를 예상하여 영업이익의 감소를 예측하였다. 최종적으로는 일반 강관을 판매할 때의 영업이익률 상태에 이를 것으로 예측하였다.

**순유형고정자산 및 유무형자산상각비 추정**

동사는 현재 순천에 새로운 후육강관 공장을 짓고 있는 상황이다. 투자 규모가 126억 원임을 고려하여 순유형고정자산의 비율을 2010년 예상 매출액 대비 45%로 정도로 추정된다. 향후에 또 다른 대규모 유형자산 투자는 없을 것으로 예상하여 감가상각과 매출액 증가에 따라 감소하는 것으로 잡았다. 기타 항목은 전년도 대비 크게 변할만한 이 유가 없다고 판단, 동일하게 추정하였다.

**WACC / Beta / 영구성장률 추정**

동사의 상장 이후의 베타는 등락의 폭은 있지만 주로 0.87 수준에서 유지되었다. 참고로 경쟁업체인 삼강엠엔티의 4월 30일 기준 1년치 일별베타는 0.85, 세아제강은 0.68정도였다. 역사적 분석 외에도 동사가 유가 상승에 직간접적인 수혜를 받는다는 점에서 베타계수는 1보다 작은, 즉 전체 시장의 주가변동과는 반대 방향으로 흐를 가능성이 높다고 판단되지만, 상장한 지 1년이 되지 않았기 때문에 정확한 1년치 일별베타가 아니라는 점, 기업의 규모가 비교적 작으니까 유통물량이 제한되어 있다는 점을 고려하여 민감도분석 또한 해주었다.

한계조달금리는(BBB0)에서 향후 동사가 신용등급을 부여받을 경우 BBB정도의 신용도를 받을 수 있다고 판단하여 현재의 회사채 수익률 9.17%를 적용해주었다. 또한 동사의 경우 향후 새로운 산업분야 진출을 못할 경우를 생각해 영구성장률에 대한 민감도 분석도 해주었다.

동사가 현재 원자력발전에서 사용되는 후육강관을 공급하려는 계획을 가지고 있으며 해양구조물 사업에도 진출을 모색하고 있는 점 등을 미뤄보아 영구성장률은 1%로 추정하였다.

매출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014	10년 평균치
영업이익률	22.78%	22.00%	20.00%	18.00%	16.00%	14.00%	16.86%
유,무형자산 상각비	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%	2.08%
영업용운전자본	14.93%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	12.02%
순유형고정자산	42.05%	45.00%	43.00%	41.00%	39.00%	37.00%	40.74%
순무형고정자산	0.66%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.27%
기타영업용순자산	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.73%

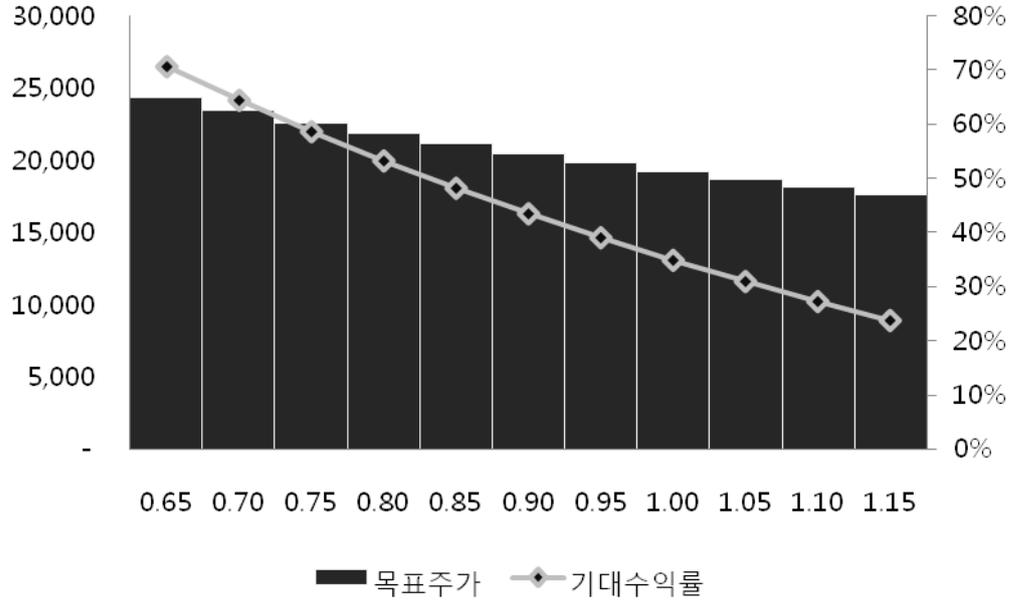
WACC	9.25%
영구성장률	1.00%
예상 ROIC(2단계)	20.63%
FCFF추정(2단계)	23,225,524
Terminal Value	281,365,602
현재가치의 합	90,497,271
PV of TV	180,747,756
현금 + 시장성유가증권	46,085,124
비영업용자산	8,717,971
Value of the Firm	326,048,122
(-)Value of the Debt	55,120,000
Value of the Equity	270,928,122
발행 주식수	13,000,000

자기자본비용	9.88%
1년치일별베타	0.87000
Adj. 한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	3.79%
WACC	9.25%
차입금가치(이자발생부채)	55,120,000
주주지분가치(시가총액)	185,250,000
한계조달금리	9.17%

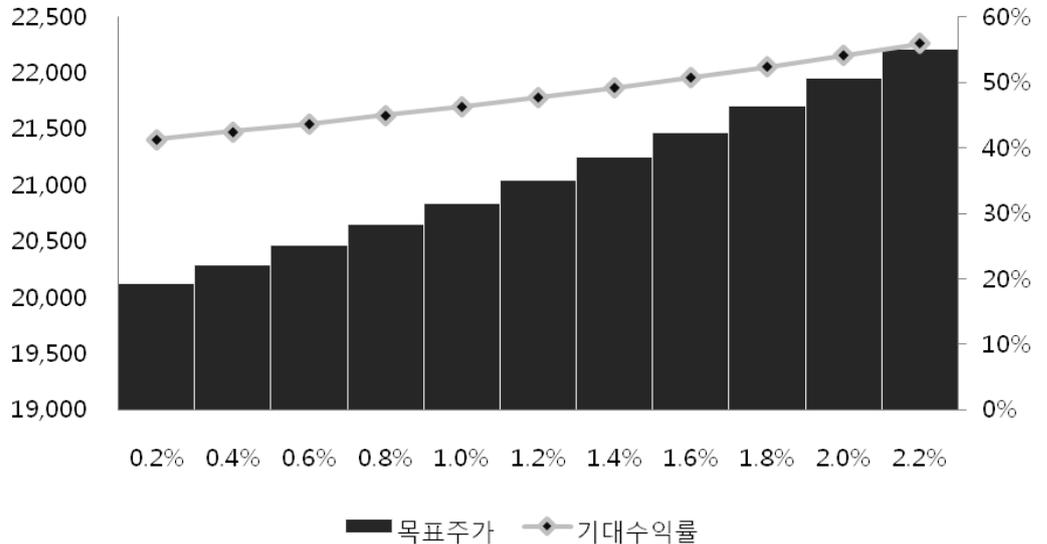
목표주가	₩ 20,841
현재주가	₩ 14,250
기대수익률	46%

밸류에이션 결과 목표가 20,841원으로 안전마진 46%가 나왔다. 후육강관에 대한 매력을 충분히 느낄 수 있는 기업이며 앞으로 성장성이 기대되는 기업으로 판단한 우리 리서치 1팀은 스틸플라워에 대해 BUY를 제시한다.

**베타계수 민감도분석**



**영구성장률 민감도분석**



**2010년도 매출액 및 영업이익 추정치**

(단위: 천원)	2009	2010(E)
매출액	168,880,763	183,911,150
매출총이익	55,513,699	60,454,418
영업이익	38,475,266	40,460,453
당기순이익	24,650,326	25,922,195

## 6. Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
<b>매출액</b>	510	842	1,489	1,689	<b>유동자산</b>	178	222	545	1,017
매출원가	455	671	989	1,134	현금등가물 및 단기금융:	12	19	70	422
<b>매출총이익</b>	55	170	500	555	시장성유가증권	0	0	0	39
판매비 및 일반관리비	32	64	135	170	매출채권	38	56	108	235
인건비	7	10	19	23	채고자산	105	122	331	285
감가상각비	1	1	1	2	<b>비유동자산</b>	167	402	701	831
무형자산상각비	0	0	0	2	투자자산	14	51	69	87
기타판매비 및 일반관리비	8	10	17	19	유형자산	149	346	622	710
<b>영업이익</b>	23	106	365	385	무형자산	1	1	1	11
영업외손익	-9	-25	-167	-66	<b>자산총계</b>	346	623	1,245	1,848
이자수익	1	3	3	6	<b>유동부채</b>	225	334	474	654
이자비용	13	22	34	32	매입채무	35	77	111	106
외환차손익	-3	4	22	-3	단기차입금	154	174	232	350
외화환산손익	-0	0	-4	-4	유동성장기차입금	13	16	8	67
지분법이익	0	0	2	0	<b>비유동부채</b>	56	100	160	157
기타영업외손익	-1	0	-7	-1	사채	24	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	14	81	199	318	장기차입금	30	100	160	135
법인세비용	3	16	48	72	<b>부채총계</b>	281	434	634	810
계속사업이익	11	65	151	247	자본금	25	28	34	65
중단사업이익					자본잉여금		57	222	441
<b>당기순이익</b>	11	65	151	247	이익잉여금	40	104	255	452
EPS (원)	2,258	12,811	28,796	2,103	자본조정				
수정EPS		11,361	24,963		<b>자본총계</b>	65	190	612	1,038

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	4	97	16	196	<b>Growth Ratios</b>				
당기순이익	11	65	151	247	매출액성장률 %	14.7%	65.0%	76.9%	13.4%
비현금수익비용가감	14	21	38	82	EBITDA성장률 %	-9.3%	253.4%	227.5%	7.8%
유형자산감가상각비	11	14	28	38	EBIT성장률 %	-20.6%	361.3%	244.3%	5.4%
무형자산상각비	0	0	0	2	총자산성장률 %	39.2%	80.3%	99.8%	48.4%
퇴직급여	2	4	4	5	<b>Profitability Ratios</b>				
외화환산손익	0	-0	-0	4	매출총이익률 %	10.7%	20.2%	33.6%	32.9%
지분법평가손익	0	97	16	196	EBITDA마진률 %	6.7%	14.3%	26.4%	25.1%
기타	1	-94	-11	-164	EBIT마진률 %	4.5%	12.6%	24.5%	22.8%
영업활동으로인한자산부:	-21	11	-172	-132	세전계속사업이익률 %	2.7%	9.6%	13.3%	18.9%
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-73	-243	-241	-316	당기순이익률 %	2.2%	7.7%	10.1%	14.6%
유형자산 투자	-55	-214	-206	-141	<b>Stability Ratios</b>				
유형자산 처분	0	0	0	0	부채비율 %	433.1%	228.4%	103.5%	78.1%
무형자산 증감	-1	-0	-0	-0	순부채비율 %	322.6%	152.6%	53.8%	8.7%
투자자산 증감	-8	-31	-25	-26	유동비율 %	79.1%	66.5%	115.0%	155.6%
기타	-9	3	-10	-149	당좌비율 %	32.7%	30.0%	45.1%	111.9%
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	78	151	264	370	이자보상배율	1.8	4.8	10.7	12.0
장단기차입금증가	91	105	126	160	<b>Performance Ratios</b>				
사채증감	0	-5	-20	0	ROE %	19.1%	50.8%	37.6%	29.9%
자본증감	0	60	170	238	ROA %	3.8%	13.3%	16.1%	15.9%
배당금의지급	0	0	-1	-7	ROIC %	8.7%	25.2%	43.1%	33.5%
기타	-13	-9	-12	-20	<b>Per Share Ratios</b>				
<b>영업투자재무활동기타현</b>	0	0	0	0	수정EPS	139	748	1,641	2,234
순현금흐름	9	5	40	250	주당순자산	796	2,153	6,195	7,981
기초현금	3	12	17	56	주당현금흐름	274	912	1,950	2,594
기말현금	12	17	56	306	주당배당금	0	0	0	150

### Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.