2010년 10월 9일

동양기전 (013570)

BUY

부품계의 미친 존재감!

v 유압실린더, 주체할 수 없는 독보적 인기!

동사의 유압실린더 사업부는 내수시장에서의 독점적 경쟁력과 중국의 개발정책의 수혜를 바탕으로 괄목할만한 성장을 이루고 있다. 공급을 재촉하는 수요로 인해 공장가동률이 평균의 126%에 달할 정도의 호황을 누리며 건설기계업체에 뒤지지 않는 강한 협상력을 가고 있다. 또한 가격 경쟁력, 기술력, 기초자본의 삼박자가 고루 필요한 산업의 특성은 경쟁자의 진입을 막아 동사의 독보적 행군을 가능하게 하고 있다. 이러한 진입장벽은 동사가 향후에도 안정적으로 수익을 창출할 수 있는 기반이 될 것이다.

v 자동차 전장, 그날의 영광을 재현하라!

주요 매출처인 GM대우의 판매가 살아나면서 실적이 예전 수준 이상으로 회복되고 있다. 그리고 최근 현대기아차의 수주가 증가하는 등 매출처의 다변화를 꾀하고 있어 실적 안정성은 더욱 증가할 것으로 보인다. 건설 중인 인도공장이 성공적으로 정착을 하고, 중국 제2공장이 양산에 들어가게 되면 증가하는 수요를 흡수하여 동사의 새로운 성장동력이 될 것이다.

v 중국 정부의 규제는 오히려 새로운 기회!

최근 중국의 반외자 정책은 중국에 진출하는 세계 기업들에게 위협으로 다가온다. 하지만 동사는 중국의 규제 대상에서 벗어날 것으로 판단된다. 중국 정부는 중국 내 로컬 건설기계업체의 성장을 위해 동사와 같은 핵심 부품업체에 있어서 오히려 장려하는 분위기니깐!

적정주가:
14,676원
현재주가:
11,300원 (10/8 기준)
상승여력: 29%

시가총액	3,515억 원
ROE	7.6%
ROA	4.9%
영업이익률	2.1%
배당수익률	1.0%
P/E Ratio	24.3
P/B Ratio	0.8

주요주주:
조병호(외 13인) 29.93%
국민연금관리공단 7.41%
트러스톤자산운용 6.26%
세이에셋코 외 3인 5.08%
외국인취득률 4.82%

리서치 5팀
팀장 : 송종은
팀원 : 원철진
윤희승
이아네스
조창현

Ⅰ. Preview. 동양기전?

동양기전:

기계정밀가공업체

1. 기업 소개

동사는 건설기계 및 자동차부품업체로서, '78년에 설립된 이래 꾸준히 성장하여 국내 및 중국 1위 점유율을 영위하고 있다. 또한, 자동차 전장용 모터 및 산업기계(세차기, 크레인, 골프카, CPT 등)을 생산하기 시작하면서 유압기기, 자동차전장 및 산업기계의 세 사업부로 성공적인 사업다각화를 이루었다. '09년에는 매출액 2,800억 원, 영업이익 57억 원을 기록하였으나, '10년 반기에 이미 지난해와 엇비슷한 규모의 매출액 2800억 원, 그리고 지난해를 훨씬 뛰어넘는 영업이익 135억 원을 기록하는 등 놀라운 실적을 기록했다. 시가총액은 약 3,500억 원 규모이다.

안정적 포트폴리오 구축

2. 사업부 소개

유압기기사업부, 자동차 전장사업부 및 산업기계사업부의 매출액 및 영업이익 비중을 살펴보면 동사의 주 사업부는 유압기기사업부라는 것을 확인할 수 있다. '10년 반기 실적을 기준으로 살펴볼 때, 사업부문별 매출액 비중은 41.0%, 42.7%, 16.4%, 영업이익 비중은 31.4%, 57.7%, 10.9%이기 때문이다. 또한 이를 통해 동사가 각 사업부를 성공적으로 다각화 함으로써, 다양한 제품포트폴리오를 구성하고 있다는 것을 알 수 있다.

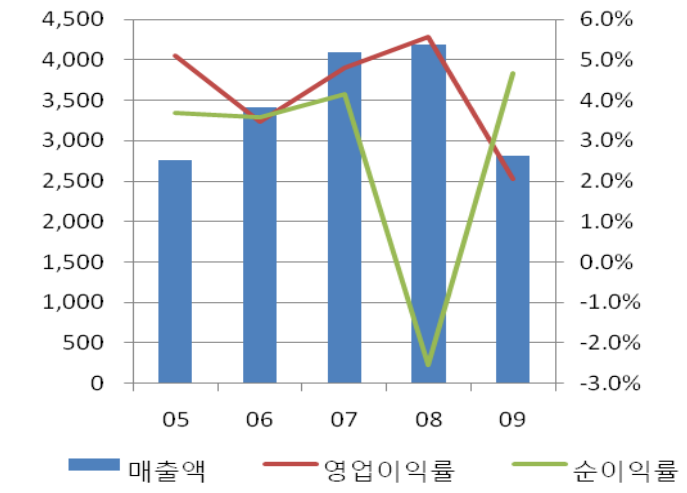
건설기계의 핵심부품:

유압기기

유압기기사업부

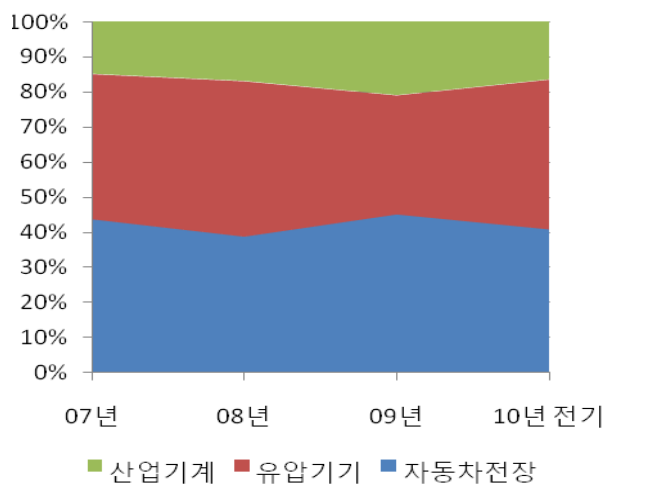
주 사업부문인 유압기기사업부는 건설기계, 특히 굴삭기의 핵심부품인 유압기기 실린더를 생산한다. 유압기기는 유체의 압력, 유량, 속도, 방향 등의 특성을 이용, 기계장치의 자동제어, 동력전달 및 힘의 확대를 위한 중요한 기능부품으로써 건설중장비, 공작기계, 수송기계, 특장차 등 여러 분야에 광범위하게 사용된다. 동사는 두산인프라코어·현대중공업과 같은 국내 굴삭기 업체뿐만 아니라, GENIE·Hitachi 등 세계적인 굴삭기 업체에 유압실린더를 납품하고 있다.

그림 1. 매출액/이익률 추이 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 2. 사업부별 매출비중 추이



출처: 사업보고서, Research Team 5

자동차 전장사업부

전장화의 필수요소: 모터

자동차 전장사업부의 경우 윈도우 리프트, 와이퍼, 쿨링팬, 선루프 등의 구동을 위한 DC모터를 생산하는데, 윈도우 리프트 및 리어 모터는 한라공조를 통해 완성차로 납품하고 있으며, 와이퍼는 완성차 업체로 직접 납품하고 있다. 동사는 특히 팬모터의 비중이 크고 윈도우모터의 비중이 적었는데, 제품 다변화를 통하여 점점 다양한 종류의 모터를 생산함으로써 안정적인 성장을 지속하고 있다. 주요 고객은 GM대우·현대기아차와 같은 국내 완성차를 비롯해 GMNA, Chrysler 등 세계 유수의 완성차 메이커이다.

산업기계사업부

동사의 신규 사업부문: 산업기계

산업기계사업부는 동사가 부품 업체로서의 역량을 발휘하여 직접 완성품 제작에 뛰어들면서 구축한 독립적 사업부문이다. 산업기계사업부의 주요 제품은 세차기, 크레인, CPT(콘크리트 덤프 트럭) 및 골프카로서 '10년 반기 전체 매출의 16.4%를 차지하고 있다. 세차기는 산업기계사업부는 특히 신규 제품인 골프카의 경우 '10년부터 본격적인 양산을 통해 수출을 확대함으로써 약 50억 원의 신규 매출을 기대하고 있다.

그림 3. 유압기기 주요 제품

출처: 동사 IR자료

그림 4. 자동차전장 주요 제품

출처: 동사 IR자료

그림 5. 산업기계 주요 제품

출처: 동사 IR자료

3. 사업장 현황

국내 사업장 현황: 사업부별 분산

동사는 국내에 인천공장(자동차 전장사업부), 창원공장(유압기기사업부), 익산공장(산업기계사업부)을 중심으로 제품을 생산하는 동시에, 서울사무소에서 전사적 전략 및 영업활동을 통합적으로 시행하고 있다. 뿐만 아니라, 동사는 그 동안 축적한 설계, 생산기술, 가격 및 품질경쟁력을 바탕으로 세계시장에 진출하여 아시아, 북미 등에 글로벌 네트워크를 구축하는 과정에 있다.

미국, 중국, 인도 등 해외 시장에 진출

동사의 해외 계열회사로는 중국 연대시에 위치한 동양기전연대유한공사, 미국 미시간주에 위치한 Dongyang America Inc., 일본 도쿄에 있는 Dongyang Mechatronics Japan Co., Ltd. , 그리고 인도 하레아나주 그루가운에 위치한 Dongyang Mechatronics India Pvt.가 있다. 일본의 자회사가 유압기기의 판매 및 수출입만을 담당하는 판매 법인인

반면에 나머지 계열회사는 유압기기와 자동차용 전장품(모터류)를 직접 제조하고 판매하는 생산법인의 성격을 가지고 있다. 각 계열회사에 대한 동사의 투자지분은 모두 100%이다.

4. 연이은 부진, '10년에는 만회할 수 있을까?

'08년: KIKO로 인해 당기순손실 기록

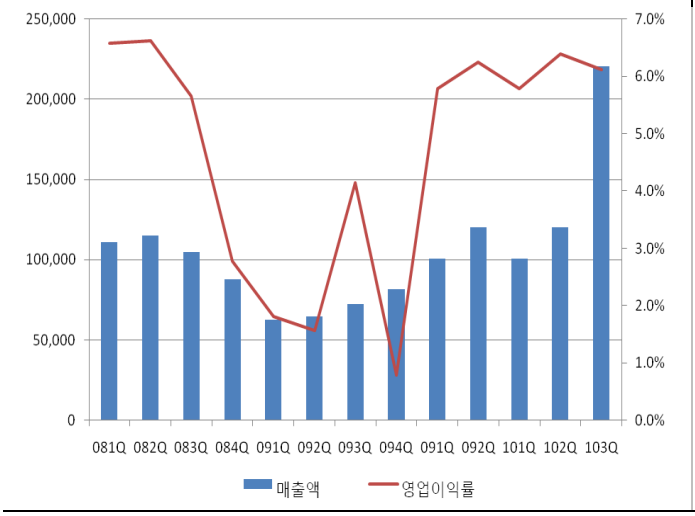
동사는 성장성과 안정성을 겸비한 매력적인 사업부 다각화를 통하여 '00년부터 '08년까지 연 평균 16%의 매출액 성장을 기록하면서 성공적으로 외형을 확장하여 왔다. 그럼에도 불구하고 '08년에는 KIKO 파동으로 약 500억 원의 파생상품손실을 기록하면서 약 107억 원의 당기순손실을 기록하는 부진을 보였다.

'09년: 글로벌 경제위기로 인해 마이너스 성장

또한 '09년에는 글로벌 금융위기로 인해 전방산업인 건설기계 및 자동차 산업의 업황이 부진하면서 '09년에는 전년 매출액 대비 -32.8%의 마이너스 성장(자동차 전장사업부 -21.8%, 유압실린더사업부 -48.5%)을 기록하였다. '09년에는 수익성 측면에서도 역시 부진하였는데, 2.1%로 낮은 영업이익률을 기록, 수익성 측면에서도 저조하였다. 자동차 전장사업부의 부진은 주 고객인 GM대우 부진에 기인한 것이며, 유압기기사업부의 부진은 GENIE와 Hitachi의 실적 저조에 기인한 바가 크다.

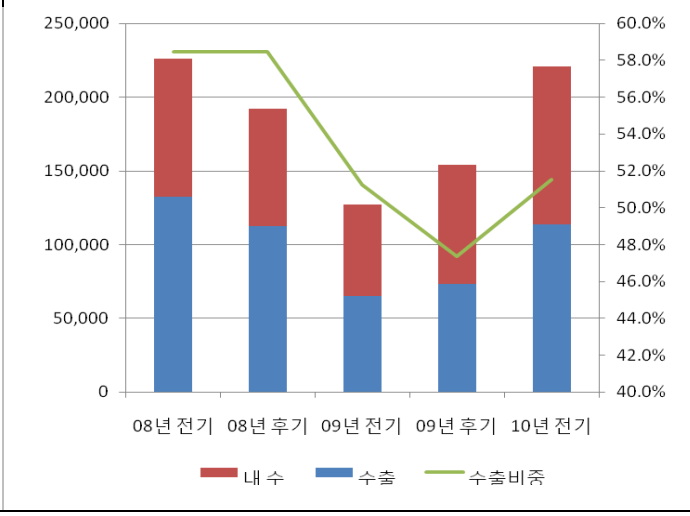
그러나 '10년 전기에 동사는 매출액과 영업이익의 측면에서, '09년 동기 대비 73.5% 증가한 매출액을 기록하면서 빠른 속도로 예전의 실적을 회복하고 있다. 동사 IR자료에 의하면 '10년 예상 매출액은 전년보다 31% 증가할 것으로 추정되고 있다. 이는 최근 주력 사업부인 유압기기 및 자동차 전장 사업부의 호조에 힘입은 것이라고 할 수 있다. 따라서 Research Team 5는 동사의 실적이 빠른 속도로 회복할 수 있었던 원인을 살핌으로써 투자포인트를 제시하도록 할 것이다. 또한 동사의 내재가치에 대하여 분석함으로써 적정 주가를 판단해 보고, 동사에 대한 투자의견을 제시하도록 하겠다.

그림 6. 분기별 매출액/영업이익률 추이 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 7. 본사 내수/수출 매출액 추이 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

Ⅱ. 전방산업의 호조를 타고 훨훨 날아라

1. 건설기계산업: 내수 시장과 중국 시장이 동시에 크는구나

내수시장 호조:

녹색뉴딜정책 본격화

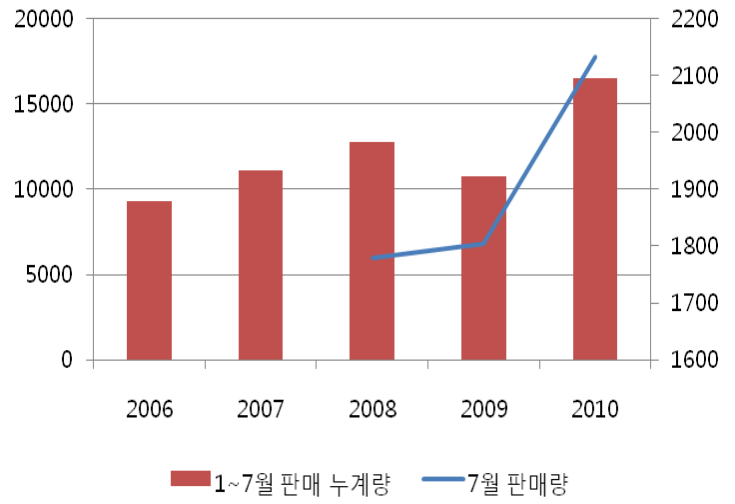
먼저, 건설기계 내수판매는 4대강 사업을 비롯한 녹색뉴딜정책의 본격화에 따른 토목 건설투자 확대 기조로 전년에 이어 증가세를 이어갈 전망이다. 여기에 국내 제조업 경기 회복에 따른 물류 기계 수요도 증가할 것으로 추정되면서 전년 대비 내수시장의 턴어라운드가 가시화되고 있다. '한국건설기계산업회'에서 조사한 '10년 1~7월까지의 건설기계 내수 실적 역시 전년 대비 약 53.5%의 성장을 보이고 있다.

표1. 녹색 뉴딜 정책 사업내용

핵심사업	투입예산
4대강 살리기 및 주변정리 사업	17조 9917억원
녹색 교통망 확충	11조 1438억원
녹색국가 정보인프라 구축	7456억원
대체 수자원확보 및 친환경 중소댐 건설	1조 6302억원
그린카, 청정에너지 보급	2조 2765억원
자원 재활용 확대	2조 8628억원
합계(27개 연계사업 포함)	50조 492억원

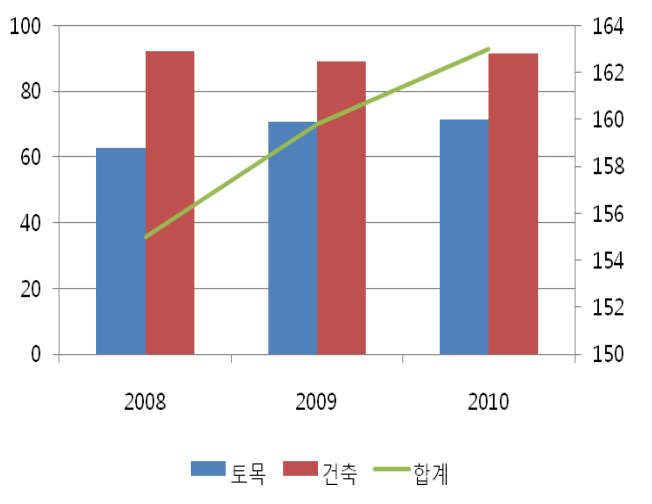
출처: 국무총리실, Research Team 5

그림 8. 국내 건설기계 내수 판매량 (단위: 대)



출처: 한국건설기계산업협회, Research Team 5

그림 9. '10년 건설투자 전망 (단위: 조 원)



출처: 한국건설산업연구원, Research Team 5

수출시장은 더 좋다: 신흥시장을 중심으로 본격적인 회복세

한편 내수 실적보다 더 기대되는 것은 수출 실적이다. 중남미, 기타아시아, 북아프리카 등 신흥시장의 회복세는 '10년에 더욱 본격화될 예정이다. 중남미의 경우, '09년 4/4분기 이미 회복세로 전환한 건설기계 시장의 증가세가 브라질을 중심으로 가속화되어 동 지역 수출을 견인할 전망이다. 기타아시아 지역의 경우, 전년에 이어 인도, 베트남을 중심으로 수출 회복이 본격화될 것으로 예측되며, 이어 리비아, 알제리를 중심으로 한 북아프리카 지역의 수출도 본격적인 증가 추이로 전환될 것으로 전망된다.

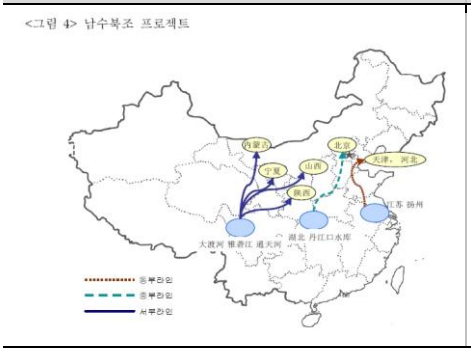
그 중 핵심은 중국: 서부대개발 사업 도시화 정책 부동산 투자 증가

특히 주목할 만한 시장은 바로 중국이다. 중국 정부는 서부대개발 2단계 사업을 목전에 두고 기반 사업 투자가 확대되고 있다. 여기에 서부뿐만 아니라 중국 전반에 걸쳐 도시화 정책을 진행하고 있다. 또한, 부동산에 대한 정부의 투자가 증가하면서 중국 내 건설기기 산업에 대한 수요가 상당히 증가하고 있는 상황이다.

결국 국내 건설기계 산업은 성장할 것

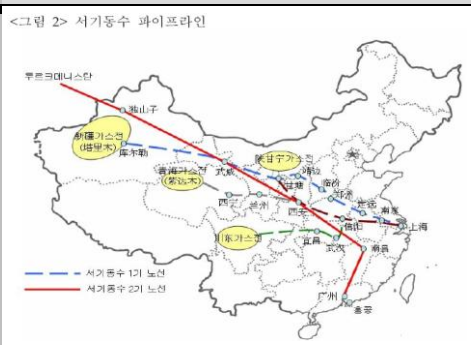
이와 같은 해외 신흥시장의 건설기계에 대한 수요 증가는 국내 건설기계 산업의 성장을 가져올 전망이다. 실제로 올해 1~7월까지의 수출량은 전년 대비 약 98.3% 성장하였고, 해외 현지 법인에서 직접 제작해서 납품한 건설기계까지 합하면 훨씬 큰 수치가 될 것이라 판단된다.

그림 10. 서부대개발계획: 남수북조



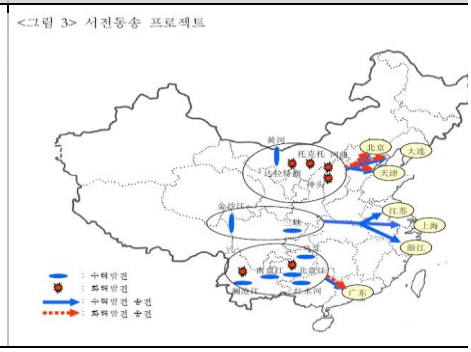
출처: 수출입은행 해외경제연구소

그림 11. 서부대개발계획: 서기동수



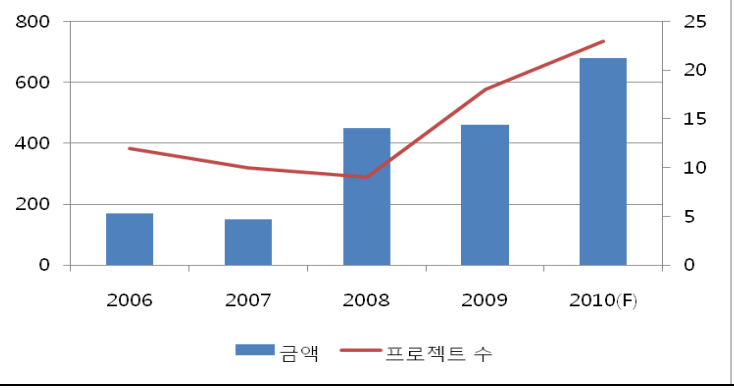
출처: 수출입은행 해외경제연구소

그림 12. 서부대개발계획: 서전동송



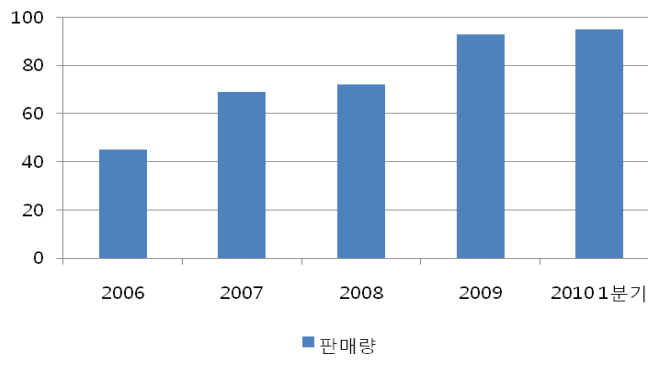
출처: 수출입은행 해외경제연구소

그림 13. 서부대개발 프로젝트 규모 추이 (단위: 십억 위안, 대)



출처: IBK투자증권, Research Team 5

그림 14. 중국 굴삭기 판매량 추이 (단위: 천 대)



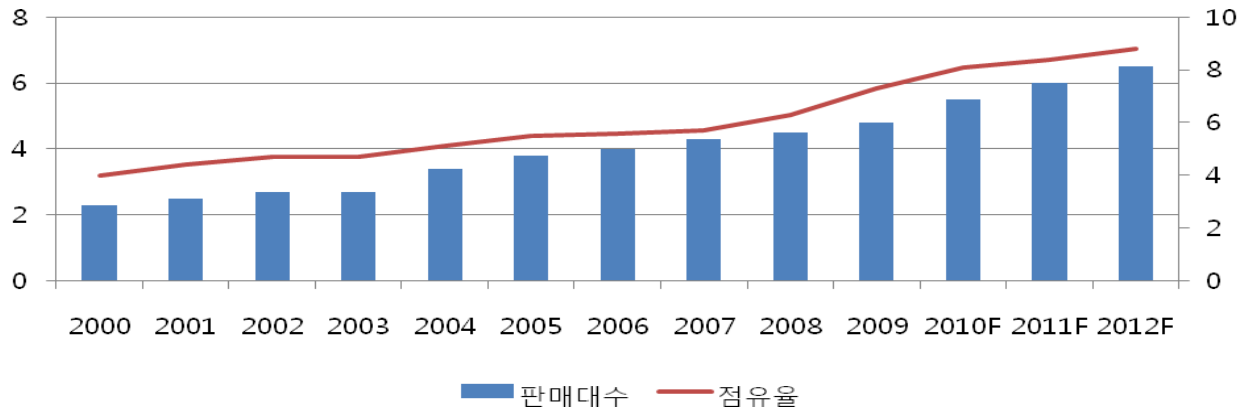
출처: 중국공정기계협회, IBK투자증권, Research Team 5

2. 자동차 완성차 업체: 본격적인 재평가 시기

'10년: 세계 자동차산업 본격적으로 회복

'08년의 고유가 사태와 '09년의 글로벌 경제위기 이후, 올해 들어 세계 완성차 업체는 본격적인 회복 상태로 들어섰다. 대부분의 국가에서 자동차 수요회복을 위해 진행했던 정부의 지원책이 현재에는 거의 종료되었음에도 불구하고 전세계 자동차 수요는 전년대비 6.5% 증가한 6,819만 대에 이를 것으로 예상된다. 이는 최고조였던 '07년의 6,955만 대를 버금가는 수준으로 실제 정산시기에 이르면 이를 상회하는 수치를 기록할 것으로 보인다.

그림 15. 현대기아차의 세계시장 점유율 추이 (단위: 백만 대 , %)

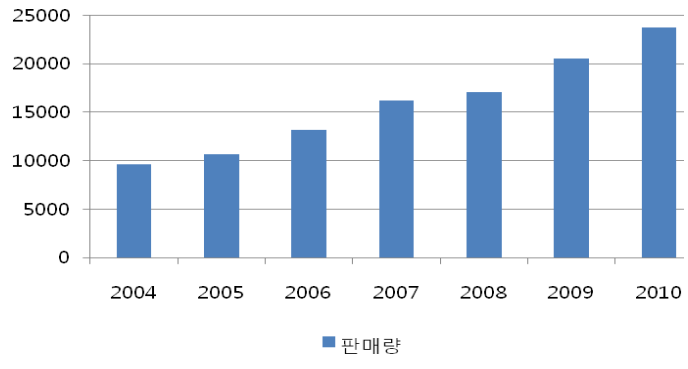


출처: 한국자동차공업협회, Research Team 5

신흥시장 성장에 의한 자동차 수요 증가

완성차 산업의 이와 같은 회복은 중국, 인도, 중남미 시장 등 신흥시장의 성장에 의한 것이다. 신흥 국가들의 소득 신장이 급격히 진행되면서, 그들의 경제발전이 본격적으로 자동차 수요를 자극하고 있다. 이에 전세계의 완성차 업체들은 '04년 29%에 불과하던 신흥시장 비중을 46.8%까지 확대하고 있다. 한국자동차공업협회에 따르면 신흥시장은 '09년부터 '14년까지 CAGR 10.2%의 높은 성장이 예상된다.

그림 16. BRICs 자동차 수요 추이 (단위: 천 대)



출처: 한국자동차공업협회, Research Team 5

그림 17. 국내 완성차 업체 신차출시 (단위: 천 대)

출처: 현대, 기아, 대우자동차 Website

국내 완성차 업체: 자동차산업 호조와 함께 품질을 인정받기 시작

신흥시장을 필두로 한 세계 완성차 산업의 호조에 국내 완성차 업체 역시 수혜를 입을 전망이다. 국내 완성차 업체는 과거의 저가 이미지에서 벗어나, 세계 시장에서 인지도를 점점 높여가고 있다. 가령, 10월 5일 미국 고속도로 안전청 (NHTSA)에서 발표한 안전도 테스트에서도 가장 높은 안전성(5점)을 BMW5와 함께 현대 쏘나타가 받은 것은 국내 완성차 메이커 또한 우수한 품질을 가지고 있다는 것을 인정받은 것을 의미한다. '11년 북미 올해의 차 후보 명단에 가장 많은 후보를 올린 것 역시 현대차 그룹이다.

'원가절감 + 딜러망' 역시 국내 완성차 업체만의 경쟁력

또한, 국내 완성차 업체들은 기존의 부품업체와 해외 동반 진출을 통해 현지에서도 고품질의 제품을 만들고 있다. 원가절감에 익숙한 한 국내 부품업체와 함께 좋은 품질의 제품을 싸게 생산할 수 있는 것이다. 게다가 이처럼 '싸고 좋은' 자동차를 과거부터 구축해왔던 딜러망을 통해 빠르게 투입하고 있어, 국내 완성차 업체들은 신흥시장에서 경쟁 우위를 점하고 있다.

국내 자동차 부품업체: 글로벌 부품업체로서 재평가 시기

더불어 국내 완성차 업체뿐만 아니라, 부품업체에 대한 재평가도 동시에 이루어지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 도요타와 덴소의 사례가 시사하듯이 글로벌 차원에서 경쟁이 이루어지고 있는 자동차 산업에서, 1) 완성차 업체는 뛰어난 원가절감 능력을 가지면서도 2) 높은 품질을 그대로 유지할 수 있는 부품업체와 함께 상생협력을 추구하기 위해 노력하고 있다. 그렇기 때문에, 위의 조건을 만족하는 국내 업체들이 고객 다변화를 통해 글로벌 부품업체로 도약할 수 있는 가능성이 열리게 된 것이다.

3. 전방 산업의 호조는 동사에게 기회요인, 하지만?

전방산업의 호황, 동사가 수혜를 받을까?

중요한 것은 동사의 주력 사업부가 이처럼 최근 호조를 보이고 있는 건설기계 산업 및 자동차 산업에 직접적으로 연결되어 있다는 점이다. 주력 제품인 유압실린더는 건설기계장비의 핵심 부품이며, 동시에 자동차 전장사업부의 주요 고객인 GM대우가 경영환경이 회복되고 현대기아차가 상승세를 보이고 있다. Research Team 5에서는 아래에서 이와 관련한 두 가지의 투자 포인트를 제시함으로써 동사가 건설기계산업 및 자동차산업 업황의 직접적인 수혜주임을 제시하고자 한다.

Ⅲ. 투자포인트1-중국에서 없어서 못 파는 유압실린더

1. 두산인프라코어와 함께 하는 성장

두산인프라코어: 중국 건설기계시장 핵심 플레이어

두산인프라코어는 중국 건설기계시장의 핵심 플레이어로서 '10년 상반기 굴삭기 판매량을 통해 살펴보았을 때 약 14.1%의 시장점유율을 차지하고 있다. 두산인프라코어는 중국 건설기계시장의 빠른 성장세로 인한 수요 급증에 대응하기 위하여, 굴삭기의 핵심 부품을 아웃소싱하는 방식으로 조달, 원가경쟁력 및 부품수급의 안정성을 꾀하고 있다.

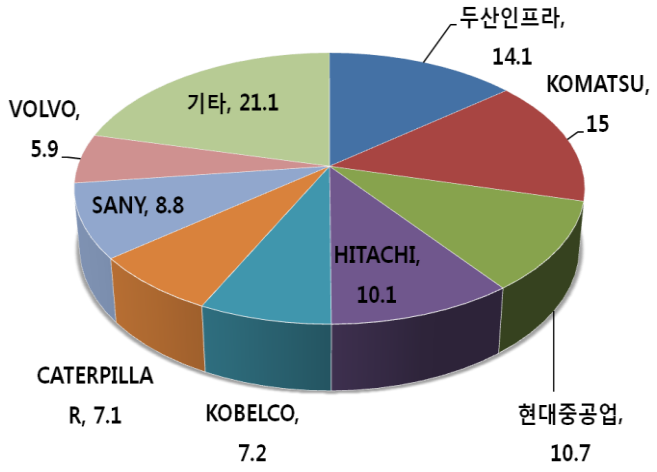
가격경쟁력 확보와 공격적인 Capa 증설에 집중

굴삭기에서 사용되는 핵심 부품은 엔진, 모터, 유압기기, 롤러 등인데, 두산인프라코어의 IR에 의하면 두산인프라코어는 유압기기 및 롤러 등을 부품업체에 아웃소싱함으로써 해외 유수업체 대비 10~15%의 가격경쟁력을 갖추고 있다. 또한 일부 가격경쟁력을 가진 중국 로컬 셋트 업체의 기술력은 상대적으로 미숙한 수준이기 때문에 경쟁에서 우위에 있는 상태이다. 게다가 두산인프라코어는 '15년까지 현재의 생산량 대비 140% 가량의 Capa 증설계획까지 수립해 놓은 상태여서 중국 내수시장에서 증가하는 수요를 문제없이 흡수할 수 있는 상황이다.

두산인프라코어의 성장은 곧 동사의 성장

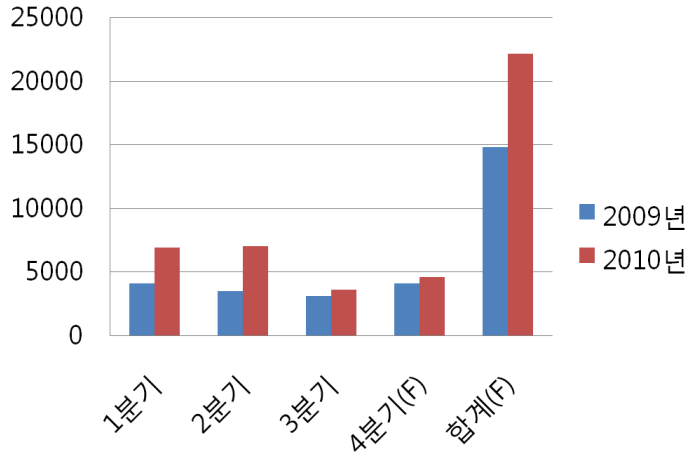
살펴본 바와 같이 두산인프라코어는 가격경쟁력과 생산역량을 바탕으로 중국시장에서 선전할 것으로 기대된다. 주목할 점은 두산인프라코어가 유압실린더를 100% 아웃소싱하고 있으며, 그 중 90% 이상을 동사가 납품하고 있기 때문에 두산인프라코어의 선전은 그대로 동사의 실적으로 연결된다는 것이다.

그림 18. 중국 건설기계 시장 경쟁상황



출처: 동사 IR자료

그림 19. 두산인프라코어 중국 굴삭기 판매 추이



출처: 동사 IR자료

2. 유압실린더 시장은 중국과 국내 모두 공급자 위주의 시장

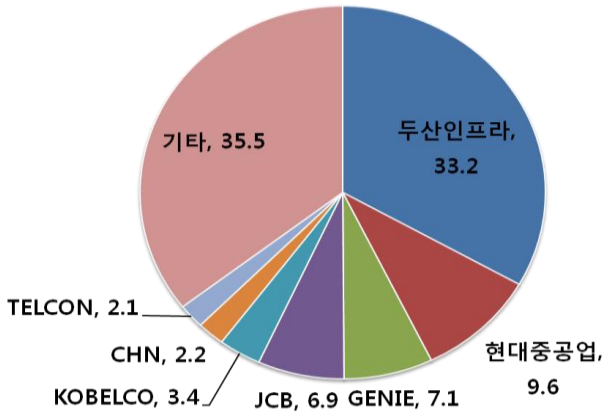
동사는 고객 다각화를 통해 협상력을 보유

흥미로운 것은 동사가 두산인프라코어 유압실린더 납품의 90%를 차지하고 있는 반면 동사는 국내공장 생산량의 33%, 중국 현지공장 생산량의 60%만을 두산인프라코어에 납품하고 있으며 중국 생산량의 40%는 중국의 현지 업체에게, 국내 생산량의 67%는 다양한 셋트 업체에게 공급하고 있다는 사실이다. 즉, 동사는 고객 다각화를 통해 두산인프라코어보다 협상력을 가지고 있는 것이다.

타 건설기계업체의 폭발적 수요 또한 동사가 수혜

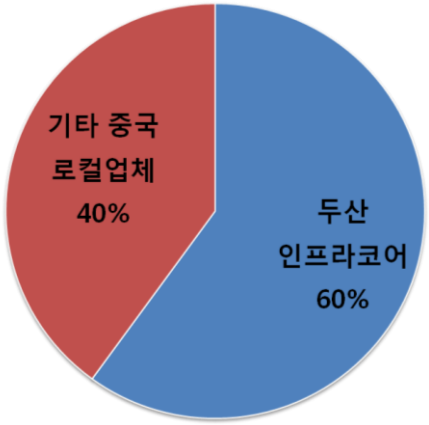
동사가 두산인프라코어 외의 부분에서도 성장하는 시장의 수혜를 입을 수 있을 것이라 전망하는 근거는 중국시장에서의 로컬 수요가 가파르게 늘어났지만, 실제 중국 로컬 부품업체들의 기술력은 미약하여 선진 설비에 적용하기 힘든 수준이고, Kayaba 등 경쟁사들의 Capa 증설이 지연되면서 폭발적으로 늘어나는 수요를 공급이 따라가지 못하고 있는 상황이기 때문이다. 실제로 넘치는 수요를 증명하듯 지난 반기 동안 동사의 유압실린더 공장은 평균가동률 대비 126%를 기록하였다.

그림 20. 동사의 국내 고객현황 (단위: %)



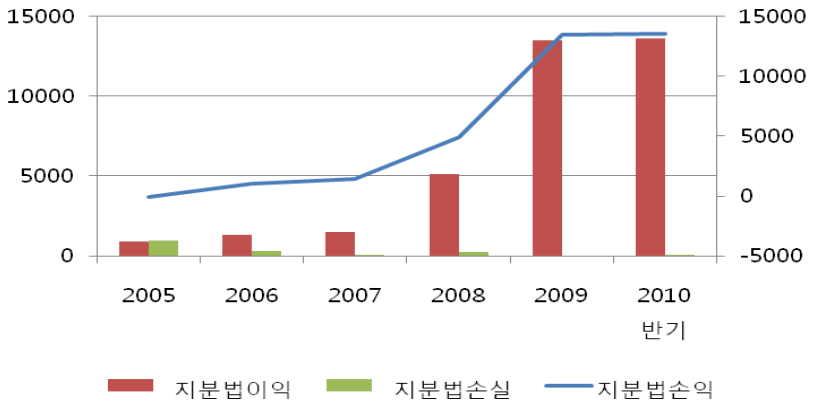
출처: 동사 IR자료, Research Team 5

그림 21. 동사의 중국 고객현황 (단위: %)



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 22. 지분법손익 추이 (단위: 백만 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

표 2. 고객사별 유압실린더 매출 추이(본사) (단위: 억 원)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q1O	2Q10
	59	73	87	98	141	173
현대중공업	15	23	24	29	37	41
기타 내수	6	5	4	2	3	10
내수 합계	80	101	115	129	181	224
GENIE	27	12	6	23	44	59
M/M	1	3	5	7	8	7
중국연대	45	25	15	9	47	28
KOBELCO	5	6	12	10	9	16
HITACHI	1	1	7	4	9	17
JCB	11	19	17	19	22	34
기타 수출	69	54	51	66	104	131
수출 합계	159	120	113	138	243	292

출처: 동사 IR자료, Research Team 5

3. 유압실린더 시장에서 경쟁력과 진입장벽을 보유

경쟁업체 대비 가격/기술경쟁력

공급자 위주의 중국 유압실린더 시장에서 동사는 대표적인 해외 경쟁업체인 Kayaba, Komatsu 등에 대해서는 기술력은 비슷하나 가격경쟁에서 우위를 점하고 있으며, 낮은 가격의 중국 로컬업체에 비해 높은 기술력을 자랑하고 있다. 중국 로컬업체의 경우 과거 누유 및 파열 등의 문제가 붉어진 적이 있었으며, 전반적인 소재, 품질, 가공설비, 열처리 기술 및 생산라인 등에서 열위에 있는 수준이다. 특히, 동사는 중/대형 굴삭기용 실린더 및 장축용 Long extension cylinder에서 독보적인 기술적 우위 및 가격경쟁력을 보유하고 있다.

자본과 기술이 동시에 요구되는 산업상의 진입장벽

유압실린더 산업은 타 업체의 시장진입이 자유롭지 않아 시장수요의 분산이 적다. 우선 장치산업의 특성상 설비도입을 위한 초기투자비용이 많이 요구되어 소자본의 시장진입이 어렵다. 또한 고객의 요구에 따라 설계, 개발하여야 하는 고객맞춤형 제품이므로 자동화 라인을 통한 대량생산이 불가능해 대자본 만으로 경쟁우위를 차지할 수 없다. 반면 대기업의 경우 기술력이나 자금 부족 보다는 수익성의 문제 때문에 시장 진출에 소극적인 상황이다.

완성품업체의 시장 진입 가능성 미약

같은 이유에서 유압실린더를 납품하는 완성품업체가 M&A를 통해 자체적으로 유압실린더를 수급할 가능성도 낮다. 동사 수준의 유압실린더 제작을 위해 자체기술과 설비를 모두 갖추려면 상당한 비용과 기간이 요구되는 것은 물론 제때 부품을 조달해야 하는 부담이 있다. 때문에 아웃소싱은 완성품업체의 경제적 이해관계를 고려한 선택사항이기도 하다. 실례로 두산인프라코어는 '08년 핵심부품 수직계열화를 위해 유압부품생산업체인 동명 모트롤을 인수하였으나 기술력과 가격경쟁력의 한계를 극복하지 못하고 유압실린더의 외주제작을 계속하고 있다.

4. 공격적인 Capa 증설로 중국시장을 선점

중국 로컬 부품업체와 3년 정도 기술력 차이

중국 유압실린더 시장에는 동사와 경쟁관계에 있는 업체인 일본의 Kayaba를 제외하면 사실상 경쟁자가 존재하지 않는다고 할 수 있다. 동사 IR에 의하면 중국 유압실린더 시장에서 동사는 대략 25%, Kayaba는 20% 정도의 점유율을 차지하고 있으며 나머지는 자체 제작을 통해 자체 사용하는 것과 중국 로컬업체가 차지하고 있다고 한다. 그 중 중국 로컬 유압실린더 업체들이 동사의 기술력을 따라오는 것은 최소한 3년 정도로 예상되며, 그동안 동사는 이미 성장하는 중국 건설기계시장을 선점할 수 있을 것으로 판단된다.

3년이면 동사는 중국 건설기계 시장을 선점 - 先 Capa 증설

그 이유는 동사가 이미 중국 현지에 상당한 규모의 Capa를 확보하고 있으며, 그 규모가 지속적으로 확대될 전망이기 때문이다. 중국의 건설기계시장을 선점하기 위하여 동사는 '01년에 일찌감치 1,900억 원 규모의 중국 현지공장을 설립하였고, 최근 Caterpillar, 두산 인프라코어 등 세트업체들의 잇따른 Capa 증설이 이어지면서 본격적으로 선점효과를 누리고 있다. 동사는 이를 발판 삼아 중국 정부의 부품 핵심업체에 대한 지원과 함께 적극적으로 Capa 증설을 계획하고 있다. IR에 의하면 '12년까지 국내 및 중국의 기존 공장 증설 및 중국 제 2공장을 설립해 생산 가능한 양을 현재 대략 2,000억 원 가량에서 약 6,400억 원 수준으로 늘릴 예정이다.

유일한 외국 경쟁자는 일본의 Kayaba

반면 중국 유압실린더 시장의 유일한 경쟁자라고 할 수 있는 일본의 Kayaba는 큰 위협이 되지 않을 전망이다. Kayaba는 동사와 마찬가지로 유압부품 부품을 생산할 뿐만 아니라 자동차모터와 기계의 충격흡수장치를 주 생산품으로 하고 있다. '10년 굴착 실린더 시장의 약 40%를 점유 중인 세계 제 1의 유압실린더 부품 회사임에도 불구하고, Kayaba는 중국 시장에서 동사에 이은 약 20%의 점유율을 기록하고 있다.

한발 느린 Kayaba

중국 시장에서 동사가 Kayaba에 대한 우위가 앞으로도 지속될 수 있을 것으로 판단하는 이유는, Kayaba가 소극적인 중국 진출 정책을 구사하고 있기 때문이다. Kayaba는 중국 시장에 주로 CDK(반제품) 판매의 형태로 수출 위주의 영업을 지속하고 있으며, 본격적인 생산 공장은 전장에서 운영 중이지만 모든 면에서 동사의 규모를 따라오지 못하고 있는 상황이다. 또한 Kayaba는 유압실린더 이외에 충격흡수장치와 같은 다른 제품까지 공동으로 생산하고 있기 때문에 역량이 분산되고 있다. 따라서, 동사의 공격적인 Capa 증설은 충분히 시장 수요 증가의 수혜를 입을 전망이다.

표 3. 동사의 중국 Capa 증설계획

구분	지역	증설유형	대지규모(평)	증설 Capa(억 원)	예상 가동시점
국내	창원	신공장	3,800	500	2011 년 하반기
중국	연대	확장이전	40,000	3,900	2011 년 하반기
	강음	신공장	18,000	2,000	2011 년 하반기

출처: 동사 IR자료, Research Team 5

IV. 투자포인트2–자동차 전장사업부도 긍정적!

1. GM대우의 판매 회복과 매출처 다변화를 통한 안정성 강화

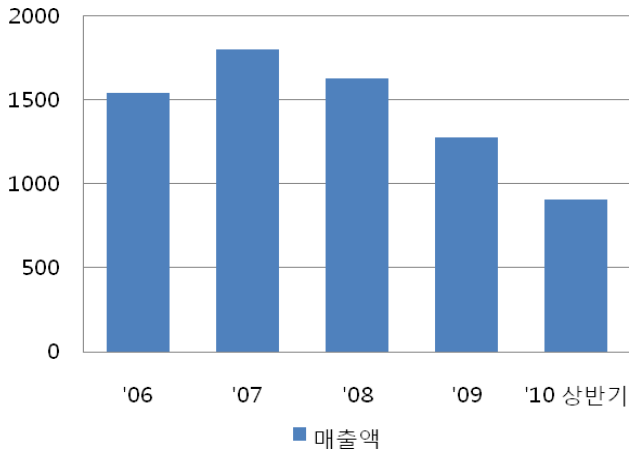
과거 GM대우의 부진에 따른 실적 저하

동사의 자동차 전장사업부는 GM대우 의존도가 높아(과거 3년 누적기준 48.9%) 위기 상황에 취약하였고 '07년 이후 매출이 계속 감소하였다. GM대우는 '08년 세계 경제 불황 속에서 약 2,900억 원의 영업이익을 내고도 파생상품 투자로 인해 2조 3,300억 원의 손실을 보았고, 2008년 결산 기준 8,757억 원의 당기순손실을 기록한 바 있다. '09년 또한 상황은 좋지 않았는데, 글로벌 경기침체에 따른 수출 부진, 모기업인 GM의 파산보호 신청, 국내 판매망의 혼란 등으로 인해 생산과 판매가 큰 폭으로 줄어들었다. 이에 따라 '07년 94만 3천 대에 달했던 완성차 생산대수는 '09년에 53만 2천대로 급감했고, 국내 시장 점유율이 8.2%로 떨어지면서 3위를 르노삼성에게 내주고 4위로 내려앉았다.

'10년 GM대우 본격적 실적 회복

하지만 올해 GM대우의 글로벌 판매회복으로 인해 실적이 금융위기 이전 수준으로 회복하고 있다. GM대우의 '10년 상반기 판매실적(CKD제외)은 전년동기대비 42.5% 늘어난 37만1841대를 기록했으며, 올 상반기 동안 내수 5만7815대, 수출 31만4026대를 판매, 전년 대비 42.5%증가했다. 수출은 상반기 31만4026대로 전년대비 45.4%증가했다. 현재 동사의 제품은 GM대우의 대표 차종인 '마티즈', '라세티 프리미어' 등에 적용 중인데, 주요 매출처인 GM대우의 판매 회복은 현재 동사의 실적 상승의 견인차 역할을 하고 있다.

그림 23. 자동차사업부 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 IR자료, 반기보고서, Research Team 5

표 4. 최근 신제품 개발 내역

발생일자	관 련 세 부 내 역
2010.01	르노삼성 NEW SM5 WIPER SYSTEM
2010.01	마루티 스즈끼 YR9 FAN MOTOR
2010.02	현대자동차 PB 터키 사양 FAN MOTOR
2010.02	마루티 스즈끼 ALTO FAN MOTOR
2010.04	기아자동차 K7 FAN MOTOR
2010.06	기아자동차 K5 FAN MOTOR
2010.06	상하이 GM EPICA ANTI-PINCH WINDOW MOTOR

출처: 반기보고서, Research Team 5

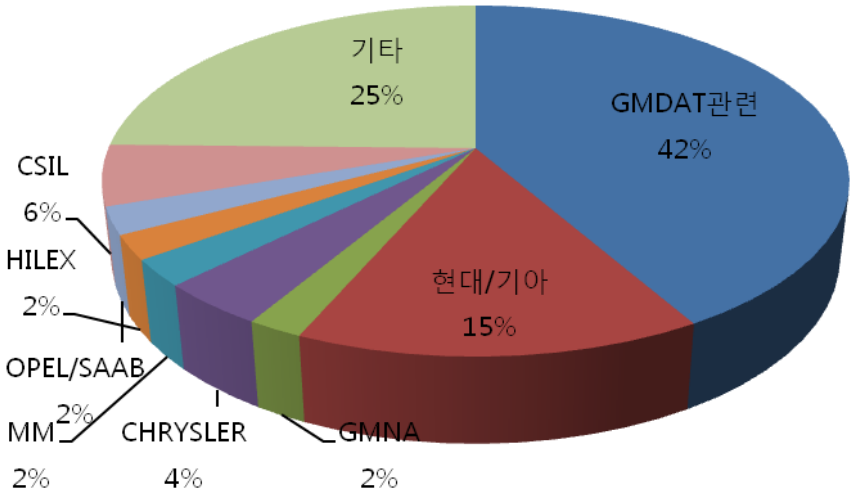
현대기아차 신규 수주로 매출 증가

더욱이 현대기아차의 윈도우모터 신규수주로 인해 자동차부품 사업부의 매출액은 '12년 600억 원 이상('09년 자동차부품 매출액 1,273억 원) 증가할 것으로 기대된다. 현대기아차에는 기존에 팬모터만을 공급하고 있었으나 올해 말 이후 현대기아 신차종(약 10개 모델)에 윈도우모터를 신규로 공급하면서 현대기아 납품액은 '09년 208억 원에서 '12년 500억 원으로 2.5배 증가 가능하기 때문이다. 대표적으로 최근 화제가 된 기아차의 K5, K7 모델에 동사의 Fan Motor가 공급되는데, 이러한 전방업체의 안정적이고 지속적인 수요는 동사의 매출 및 수익성에 플러스 요인이 될 것으로 보인다.

GM대우에 의존하는 상황에서 탈피

물론, 현대기아차에 납품하기 때문에 실질적인 이익률은 높지 않을 수 있으나, 특정 업체(GM대우)에 대한 매출 의존도가 줄어들고 있는 현상은 동사의 매출 및 수익의 변동성을 완화한다는 측면에서 바람직한 모습이라고 할 수 있다. 부품업체가 하나의 완성차 업체에 과도하게 의존하는 것은 상당한 리스크를 수반하며, 수익률 저하의 원인이 된다. 따라서 동사는 매출처 다변화를 통하여 수익의 안정성을 높일 뿐만 아니라, 특정 업체에 종속되지 않음으로써 동사 협상력의 증대 효과를 누리고 있다.

그림 24. 자동차 전장사업부 '10년 고객별 매출 비중 추정치



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

2. 거인의 어깨 위에 올라서서 글로벌 부품업체로! 성장하는 인도와 중국

성장 중인 인도시장에 진출

인도는 아시아에서 네 번째로 큰 승용차 시장이며, 향후 세계 5대 승용차 생산국으로 부상할 것으로 예측된다. 현재 인도에는 포드, 현대, 닛산, 르노 등의 글로벌 완성차 업체의 진출이 계속되고 있는데, 동사는 인도 하레아나주 그루가운에 공장을 신설함으로써 증가하는 글로벌 제조업체 현지공장 및 로컬업체 수요에 대응할 수 있는 Capa를 확대하고 있다. '11년 공장 가동이 본격적으로 시작될 예정이고 아직 진출 초기단계라 투자금액은 40억 정도로 크지 않지만, 동사가 현지에 안정적으로 정착하고 투자규모가 커진다면 인도시장이 동사의 새로운 성장동력이 될 것으로 판단된다.

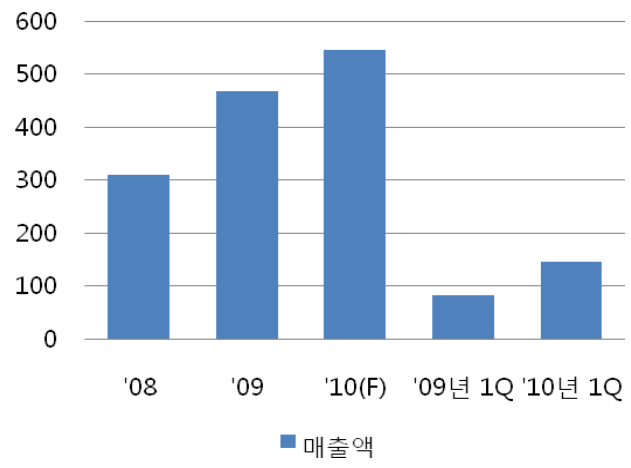
중국 제 1공장의 꾸준한 성장

또, 동사의 주요 매출처인 베이징현대의 실적이 최근 괄목할만한 성장을 이루었다. '09년 베이징 현대의 자동차 판매량은 전년보다 93.6%나 늘어난 57만 대에 달하여 전년의 9위에서 5위로 급상승하면서, 주로 베이징현대와 GM계열에 주로 납품이 이루어지는 동사의 중국법인(연대동양기전)의 실적은 꾸준히 상승하고 있다. 실제로 동사 중국법인의 '09년까지 매출 규모는 연평균 89% 성장하여 '09년 말 1,171억 원을 기록하였다.

중국 제 2공장 신설: 중국 시장 공략의 발판

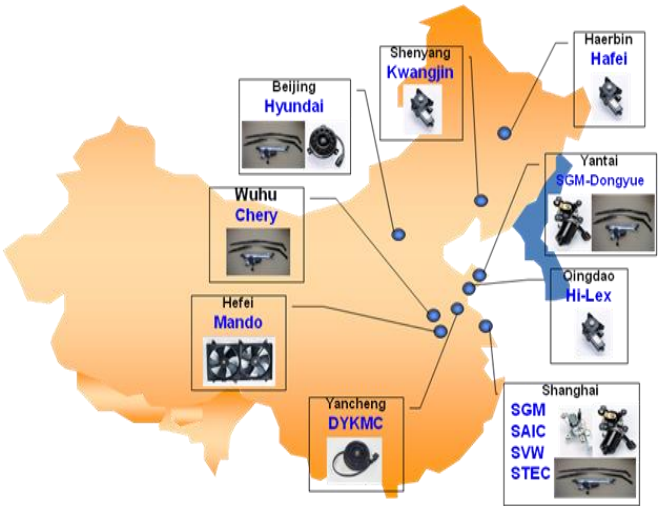
그리고 현재 한국 및 중국공장을 full로 가동하고 있는 동사는 중국 강소성 상숙시에 제 2공장을 건설 중에 있다. 중국 제 2공장은 '11년 하반기부터 제품 생산 예정인데, 폭발적으로 증가하는 기존업체의 수요에 대응할 뿐 아니라 공급채널의 다변화를 꾀함으로써 중국시장에서 도약의 디딤돌이 될 것으로 판단된다. 이렇듯 현재 세계 자동차 시장의 주도권이 선진국에서 신흥국으로 넘어가는 흐름에서 적절한 해외 진출 확장은 동사가 글로벌 업체로 성장하는데 촉매 역할을 할 것이다.

그림 25. 중국법인 자동차 전장 실적 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

그림 26. 중국 법인 자동차 전장 고객 현황



출처: 동사 IR자료

Ⅴ. Risk & Issues

1. 중국정부의 규제? 오히려 지금은 기회상황!

중국의 반외자 정책 물결

중국에서는 반외자 정책 물결이 일고 있다. 지난 '01년 세계무역기구(WTO)과 함께 해외 기업에 문을 활짝 열었던 중국 정부의 방침에 변화가 감지되고 있는 것이다. IT 산업의 경우, 중국 정부가 발표한 조달 규정에 따라 중국 내 현지 기업들을 우선적으로 심사토록 해 해외 업체들의 입찰을 견제하고 있다. 또, 풍력발전 태양열 발전 등의 부품 제조업체들은 대형 프로젝트에 참여하는 데 큰 어려움을 겪고 있으며 보험업계 역시 높은 진입 장벽이 있어 국내 업체의 시장 점유율이 생명보험 시장의 4.7% 손해보험 시장은 1% 수준에 불과하다.

하지만 건설기계 부문은 예외가 될 것!

하지만 건설기계 부문에 있어서는 예외가 될 것이다. 앞서 설명한 중국 정부의 서부 대개발 정책과 도시화 정책에 총 6,822억 위안에 달하는 23개 프로젝트를 올 하반기부터 시작할 것이라고 발표했다. 이를 위한 인프라 작업에 대한 수요를 건설기계 공급이 따라가지 못하는 실정이고, 이에 중국정부도 해외의 우수한 건설기계 업체를 적극적으로 포용하고 있다.

동사와 같은 핵심 부품 업체는 오히려 환영!

여기에 동사와 같은 건설기계 부품업체는 더 환영 받고 있다. 중국 정부가 건설 인프라 확장에서의 최종적인 목표는 Sany, Yuchai 등 중국 로컬 건설회사의 성장에 있다. 이에 따라 중국 정부는 굴삭기 시장의 70% 이상을 외자기업들이 점유하는 불균형 상태에도 불구하고, 해외 부품업체의 중국 진출을 오히려 적극적으로 장려하고 있는 상황이다. 실제로 중국공정기계협회장은 올해 10월에 있었던 연설에서 '11년부터 시작되는 '제12차 5개년 경제개발계획'에 핵심 부품업체에 대한 지원책을 포함시킬 가능성을 시사하기도 하였다.

중국의 지원 정책, 동사의 Capa 증설은 서로 시너지!

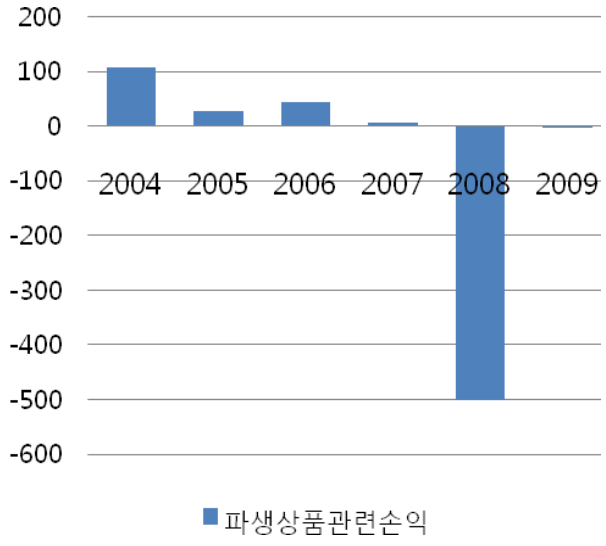
유압실린더는 핵심 부품에 속하며, 생산성 및 품질이 중시되는 제품이다. 앞서 설명했듯이 진입장벽이 존재하는 유압기기 산업에서 중국 부품업체가 동사 수준까지 제고되려면 적어도 수년간의 시간이 필요할 것으로 전망되기 때문에, 중국 정부의 적극적인 핵심 부품업체 지원 정책을 볼 때, 적극적이고 선제적인 동사의 Capa 증설은 몇 년간 동사의 실적을 꾸준히 견인할 것으로 판단된다.

2. 발목 잡아온 키코(KIKO) 등의 파생상품 문제는 해결!

'08년 키코 손실: 500억!

동사는 '08년 한국 주식시장을 강타했던 키코에 큰 피해를 본 기업 중 하나이다. '08년 당시 원·달러 환율이 1,400원을 돌파하며 동사는 파생상품 관련손실 500억을 기록했고, 이는 동사의 주가에 그대로 반영되어 당시 상반기 5,000원 수준의 주가가 2,000원 아래로 떨어지기도 했다.

그림 27. 동사의 파생상품관련손익 (단위: 억 원)



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

그림 28. KIKO사태 이후 동사 주가 추이

출처: HTS, Research Team 5

주가 저해요소는 사라졌다!

KIKO에 관련하여 일부 투자자들은 '08년 말 동사가 파생상품을 기재 누락했다는 이유로 '09년 4월에 회사를 상대로 제기한 경우도 있었다. 이에 법원은 화해금액 27.4억 원을 제시했고 이는 올해 5월까지 지급 완료되어 파생상품과 관련된 모든 소송이 종결되었다. 또, 동사가 체결했던 '07년 8월 통화옵션계약, '08년 3월에 통화선도계약 중 통화옵션계약은 올해 8월에 만료됐고, 통화선도계약은 공정가액 위험회피회계가 적용되므로 우려가 크지 않다.

투기성 파생상품을 지양, 안정적 헷지

이처럼 과거 2년 여간 동사의 주가를 짓누르던 영업 외 요인, 즉 파생상품 관련 리스크가 일단락 지어지면서 불안요소가 해소된 상황이다. 파생상품 관련 손익에 '크게 데인' 동사는 환 위험 관련 파생 상품계약은 연간 동사에서 발생하는 순외화현금흐름(외화수금-외화지출) 예상액의 50% 이내로 한정해 운영하도록 함으로써 투기성 파생상품을 지양하고 있다. 향후 동사는 필요 시 단순선물환을 이용한 헷지만 지속할 계획이다.

3. 안정적 재무상태: 추가적인 Capa 증설 계획도 문제없어!

대규모의 Capa 증설, 위험은 없을까?

살펴본 바와 같이 동사는 국내와 중국, 인도 등지에서 과감한 Capa 증설을 계획하고 있다. 중국 기존 공장부지인 연대 지역과 신 공장이 증설될 강음 등지의 토지 매입을 완료하였으며, 내년 상반기부터 본격적으로 설비 증설에 나설 계획이다. 물론, 당장 '12년까지 기존 생산량의 200% 가량의 Capa 증설을 계획하고 있기 때문에, 시가총액이 약 3,700억 원에 불과한 동사의 규모를 고려하면 약간의 위험성이 있는 것이 사실이다.

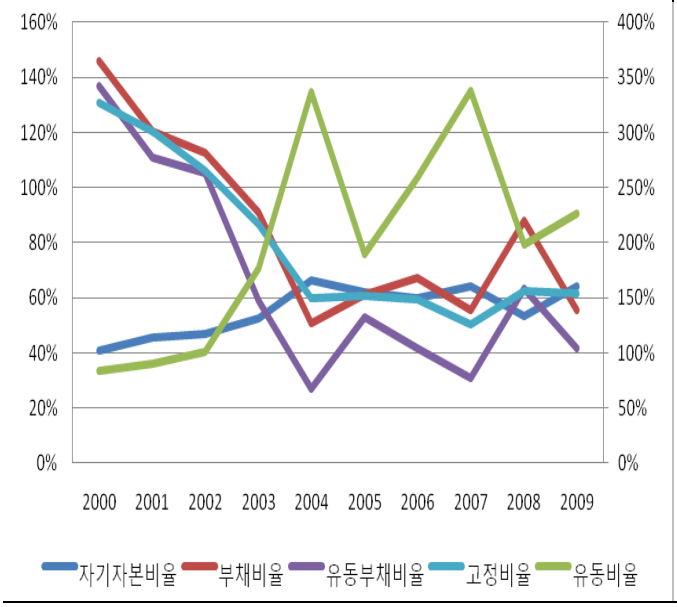
충분한 투자 여력, 안정적 재무상태

그러나 동사는 안정적인 재무상태를 바탕으로 추가적인 Capa 증설을 위한 충분한 여력을 보유하고 있기 때문에, CAPEX 투자로 인한 부담은 크지 않을 것으로 전망된다. 동사는 '09년까지 약 360억 원의 현금성 자산을 확보해 왔으며, 약 83억 원의 이익잉여금을 사내에 유보하고 있는 상황이다. 또한, 유동비율 230%, 부채비율 55% 등으로 안정적인 재무지표를 보이고 있다.

Capa 증설은 문제없다!

결론적으로 동사가 1) 현금흐름 추이에서 살펴볼 수 있는 것처럼 지속적으로 대규모의 설비투자를 지속해 왔음에도 불구하고 현재에도 안정적인 재무지표를 보인다는 점, 2) 충분한 현금성 자산 및 사내 유보금을 확보하고 있다는 점, 3) 동사의 제품에 대한 수요는 안정적으로 증가할 것이기 때문에 미래 현금 유입이 지속될 것이라는 점을 볼 때, 추가적인 Capa 증설로 인한 위험은 크지 않다고 판단된다.

그림 29. 안정성 추이 (단위: %)



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 30. 현금흐름 추이 (단위: 억 원)

출처: 사업보고서, Research Team 5

VI. Valuation

1. Residual Income Method

RIM법 사용

동사의 순이익에 중요한 부분을 차지하는 해외 법인의 실적은 지분법이익의 형태로 영업외수익에 반영된다. 따라서 동사의 지속적인 영업가치를 반영하기 위하여, RIM법을 사용하여 가치평가를 하였다.

Dupont 분석

먼저 ROE를 추정하기 위하여, DuPont 분석을 활용하였다.

→ (ROE = 재무레버리지 X 자산회전율 X 당기순이익률)

ROE 추정

	01년	02년	03년	04년	05년	06년	07년	08년	09년	10년 전기
당기순이익(NI)	3,518,443	11,966,262	12,296,437	22,024,852	10,189,471	12,186,783	16,989,166	-10,664,933	13,152,247	20,834,654
법인세비용차감전이익	3,518,443	13,952,215	15,823,820	29,142,689	13,027,572	16,185,390	23,526,175	-13,838,287	17,938,303	24,170,686
영업이익	4,565,384	9,855,630	11,937,617	14,890,323	14,070,649	11,844,998	19,713,362	23,289,892	5,795,883	7,500,738
매출총이익	15,217,778	24,701,869	33,996,215	35,043,805	37,229,948	43,878,168	55,663,016	65,615,058	38,494,660	13,494,673
판관비	10,652,394	14,846,240	22,058,597	20,153,482	23,159,300	32,033,170	35,949,654	42,325,166	32,698,777	20,433,473
매출액	126,065,577	164,422,611	219,815,963	246,369,248	275,986,904	340,961,205	409,382,825	418,552,634	281,341,439	220,615,658
총자산	110,280,529	128,607,249	139,736,106	158,854,892	182,114,765	203,386,151	272,528,562	306,628,589	268,590,574	311,161,383
총자본	50,048,452	60,534,916	73,124,709	105,389,211	113,077,198	121,777,734	175,431,475	163,255,391	172,809,012	192,139,877
배당	0	836,500	1,646,808	2,058,578	3,022,960	2,903,723	3,057,890	4,081,259	1,548,042	
배당성향	0.0%	7.0%	13.4%	9.3%	29.7%	23.8%	18.0%	-38.3%	11.8%	
재무레버리지	2.33	2.16	2.01	1.67	1.56	1.64	1.60	1.71	1.71	
자산회전율	1.11	1.38	1.64	1.65	1.62	1.77	1.72	1.45	0.98	
당기순이익률	2.79%	7.28%	5.59%	8.94%	3.69%	3.57%	4.15%	-2.55%	4.67%	9.44%
ROE	7.2%	21.6%	18.4%	24.7%	9.3%	10.4%	11.4%	-6.3%	7.8%	

	9년치 평균	09년	10년(E)	11년(E)	12년(E)	13년(E)	14년(E)	15년(E)
재무레버리지	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82
자산회전율	1.48	0.98	1.45	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48
당기순이익률	5.09%	4.67%	9.40%	8.90%	8.40%	7.90%	7.50%	7.00%
10년 전기 당기순이익률	9.40%							
ROE	13.7%	8.3%	24.7%	24.0%	22.6%	21.3%	20.2%	18.9%
총자본	122,758,798	172,809,012	213,087,624	261,238,762	316,954,159	380,528,500	452,989,909	533,498,994
당기순이익			42,766,607	51,125,415	59,156,915	67,501,304	76,937,322	85,482,100
배당액	2,030,539		2,487,994	2,974,277	3,441,519	3,926,963	4,475,913	4,973,015
배당성향	5.8%		5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
자기자본비용								
예상잔여이익			21,804,874	25,277,886	27,468,653	29,054,764	30,779,215	30,534,424
할인기간			0.17	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17
현재가치			21,384,587	22,108,854	21,425,996	20,211,529	19,094,907	16,893,822

재무레버리지는 9년 평균값 수렴

재무레버리지는 동사가 꾸준히 국내 및 해외 생산설비를 확충하고 있기 때문에, '08년 이후 조금씩 증가하였다. 동사는 지금까지 꾸준히 설비투자를 해 왔던 것과 마찬가지로 앞으로도 유사한 수준의 투자액을 유지할 것이라고 판단된다. 특히, 지속적으로 유압기기사업부 및 자동차전사업부의 고객이 다각화되고, 중국과 인도 등 다양한 국가에 직접 진출을 하고 있기 때문에, 글로벌 부품업체로서 성장해 나가는 과정에서 재무레버리지는 9년치 평균 값 정도에 머무를 것으로 예상하였다.

자산회전율 또한 9년 평균값 수렴

'09년 동사의 자산회전율은 매출액이 급감하면서 0.98에 머물렀다. 하지만 '10년 전방 산업의 호조와 더불어 국내 및 해외 시장에서 본격적으로 실적을 회복함으로써 자산회전율은 과거 9년 평균치인 1.48에 수렴할 것으로 전망된다. 해외 계열사의 실적은 국내의 실적 회복세 및 성장세 보다 가파르겠지만, 매출액에 포함되지 않는 반면 이익잉여금을 증가시키기 때문에 9년 평균 자산회전율 정도가 정당한 평가라고 판단된다.

높은 당기순이익률, 경쟁심화 예상으로 차감

동사의 '10년 전반기 당기순이익률은 약 9.4%로서 영업이익률 6.1%보다 높은 수치를 기록하였는데, 이는 해외 법인의 뛰어난 실적이 영업외손익의 형태로 반영되었기 때문이다. 동사는 자동차산업 및 건설기계산업의 부품업체로서 제조업이 가지는 영업이익률의 한계(약 8%)를 뛰어넘기 힘들지만, 해외 법인의 성장 가속화로 인하여 높은 수준의 당기순이익률을 지속적으로 기록할 것이라고 전망한다. 그러나, 최대한 보수적으로 접근하여 동사의 핵심 부품인 유압기기시장의 경쟁이 중국을 비롯한 주 시장에서 갈수록 치열해 질 것을 예상, 당기순이익률은 지속적으로 1년에 0.5%씩 차감하였다.

자기자본비용	12.1%
배당성향	5.8%
Pesistent factor	0.3
Continuing value	37,178,161

자기자본장부가치	311,161,383
RI 현재가치의 합	121,119,694
PV of CV	23,064,705
Value of the Equity	455,345,783
발행주식수(희석효과고려	31,026,818
적정주가	₩ 14,676
현재주가	₩ 11,300
안전마진	29.9%

자기자본비용	12.1%
1년치일별베타	1.260
Adj.한국시장프리미엄	7.0%
3년만기국채수익률	3.3%

현재 주가 대비 29%의 상승여력!

'15년 이후에는 동사가 신성장동력을 발굴하지 않는다는 전제 하에, 기존의 사업부가 갈수록 경쟁이 치열해 질 것을 고려하여 PF(Persistent Factor)를 0.3으로 적용하였으며, 자기자본비용은 1년치 일별베타 및 3년 만기 국채수익률('10년 10/8 기준) 3.3%, 한국시장프리미엄 7.0%를 적용하여 12.1%를 설정하였다. 그 결과로 적정 주가는 약 14,676원이 도출되었으며, **현재주가 11,300원 대비 29%의 상승여력이** 있다. PF에 대한 민감도 분석은 아래와 같다.

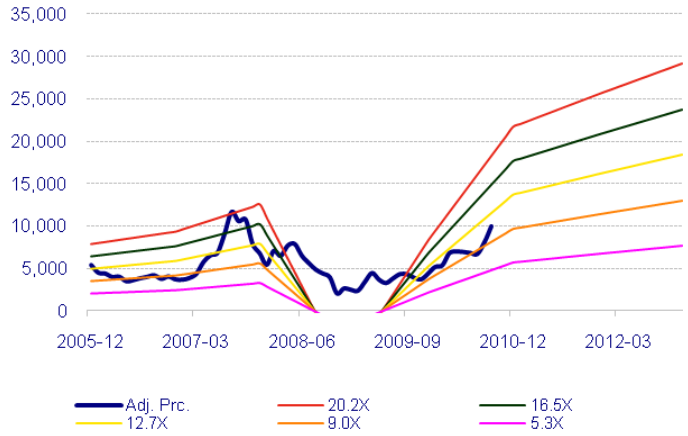
민감도분석

PF	적정주가	기대수익률
0.1	14,530	28.6%
0.2	14,595	29.2%
0.3	14,676	29.9%
0.4	14,779	30.8%
0.5	14,915	32.0%
0.6	15,104	33.7%

2. PER Method

PER를 통해 급등한 주가 정당화

동사의 현재가는 11,300원으로 52주 최저가는 3,665원 에서 308% 가량 급등한 상태이기 때문에 매수가 부담스러운 수준으로 느껴질 수가 있다. 동사의 PER Band를 살펴보면 9배 선에서 반등하여 12배 선까지 급속하게 오르고 있는 중이다. 그러나 Research Team 5는 동사의 주가가 지속적으로 급등하고 있음에도 불구하고 여전히 저평가 상태에 있다는 것을 간단한 PER Method를 통해 보이고자 한다.



출처: Fn Guide

'10년 예상 EPS 추정 : 1,354원

먼저 RIM법으로 추정한 '10년 예상 당기순이익을 유통주식수로 나누어 주당순이익을 계산하도록 하겠다.

'10년 예상 당기순이익 / 유통주식수 = 추정 EPS
→ 420억 원 / 31,026,818 = 1,354원

'10년 예상 PER 추정 : 약 8.34배

'10년 10/8일 현재 동사의 시가 총액을 '10년 추정 EPS로 나누어 예상 PER를 구해보면, 동사의 PER은 8.34로 여전히 동사의 주가는 상대적으로 저렴하다고 할 수 있다.

현재 주가 / 추정 EPS = 추정 PER
→ 11,300원 / 1,343원 = 8.34배

3. 투자의견

투자의견 BUY 제시

Research Team 5는 절대평가 방법인 RIM을 활용하여 동사의 적정 주가가 14,000원에서 15,000원 사이임을 도출하였다. 또한 상대평가 방법인 PER을 활용하여, 최근 급등한 동사의 주가는 부담스러운 수준이 아니며 현 주가 대비 예상 PER이 8.34배로 여전히 저평가 상태에 있음을 살펴보았다. 따라서 Research Team 5는 동사에 대하여 투자의견 **BUY**를 제시한다.

Ⅶ. Appendix

손익계산서

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	3,410	4,094	4,186	2,813
매출원가	2,971	3,537	3,529	2,428
매출총이익	439	557	656	385
판관비	320	359	423	327
인건비	100	109	128	102
감가상각비	4	4	4	3
무형자산상각비	4	4	9	9
연구개발비	0	0	2	3
마케팅비	1	1	0	0
기타 판관비	211	242	280	210
영업이익	118	197	233	58
영업외손익	43	38	-371	121
이자손익	-12	-13	-7	-9
지분법손익	10	15	49	135
외환차손익	-7	7	83	-10
외화환산손익	3	2	-5	-4
기타 영업외손익	49	27	-491	10
세전계속사업이익	162	235	-138	179
법인세비용	40	65	-32	48
당기순이익	122	170	-107	132
EPS	478	541	-340	416

대차대조표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	1,313	1,841	2,049	1,623
현금 및 현금등가물	160	389	479	361
매출채권	763	952	853	813
재고자산	316	420	577	386
비유동자산	721	884	1,017	1,063
투자자산	136	205	319	376
유형자산	552	643	639	606
무형자산	17	15	33	25
자산총계	2,034	2,725	3,066	2,686
유동부채	508	545	1,035	717
매입채무	289	290	135	223
단기차입금	93	66	288	199
유동성장기차입금	0	0	108	147
비유동부채	308	426	399	240
사채	308	426	399	240
장기차입금	0	100	92	75
부채총계	816	971	1,434	958
자본금	127	157	158	158
자본잉여금	379	708	710	710
이익잉여금	727	866	719	835
자본조정	2	1	-33	-33
자본총계	1,218	1,754	1,633	1,728

현금흐름표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	239	15	68	75
당기순이익	122	170	-107	132
비현금수익비용가감	125	139	659	-20
감가상각비	86	95	105	91
무형자산상각비	4	4	9	9
외화환산손익	4	2	-18	-0
지분법평가손익	10	15	49	135
기타	21	23	514	-255
영업활동으로인한 자산부채	-8	-294	-484	-37
투자활동 현금흐름	-100	-185	-215	60
유형자산 투자	107	277	146	70
유형자산 처분	13	84	23	16
무형자산 증감	17	3	4	1
지분법자산 증감	0	0	0	0
기타	11	10	-88	114
재무활동 현금흐름	-13	396	132	-147
단기IBD 증감	-184	-27	312	-45
장기IBD 증감	200	126	0	60
자본증감	0	328	2	0
배당금 지급	-29	-31	-41	-15
기타	-0	-0	-141	-147
순현금흐름	126	226	-14	-13
기초현금	48	174	400	386
기말현금	174	400	386	373

주요투자지표

	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	23.5%	20.1%	2.2%	-32.8%
EBITDA성장률 %	-7.0%	42.5%	16.9%	-54.3%
EBIT성장률 %	-31.9%	38.6%	15.6%	-63.0%
총자산성장률 %	11.7%	34.0%	12.5%	-12.4%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	12.9%	13.6%	15.7%	13.7%
EBITDA margin %	6.1%	7.2%	8.3%	5.6%
EBIT margin %	3.5%	4.8%	5.6%	2.1%
세전이익률 %	4.7%	5.7%	-3.3%	6.4%
당기순이익률 %	3.6%	4.1%	-2.5%	4.7%
Stability Ratios				
부채비율 %	67.0%	55.3%	87.8%	55.4%
순부채비율 %	13.3%	0.2%	8.4%	6.9%
유동비율 %	258.5%	338.1%	198.1%	226.3%
당좌비율 %	196.3%	261.0%	142.3%	172.4%
이자보상배율	615.4%	915.6%	922.4%	241.5%
Performance Ratios				
ROE %	10.0%	9.7%	-6.5%	7.6%
ROA %	6.0%	6.2%	-3.5%	4.9%
ROIC %	6.9%	9.2%	11.6%	2.9%
Per Share Ratios				
BPS	4,779	5,588	5,200	5,469
DPS	120	130	49	98

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.