

삼 목 정 공

(A018310)

분 석 보 고 서

2006. 9. 15

VI Lab

(가치투자연구소)

Write by 남산주성





안녕하세요. 남산주성입니다.

벌써 9월입니다. 사무실 창문으로 불어오는 선선한 바람이 예전 같지 않습니다.

전업투자의 길로 들어선지 이제 1년이 되었습니다. 매년 그렇듯이 지나온 날들의 나태함을 반성하고 새로운 각오를 다지기도 합니다.

전업투자 1년을 맞이하여 기억에 남을만한 리포트를 하나 써보고 싶었는데 막상 컴퓨터 앞에 앉으니 어떻게 풀어가야 할지 약간은 막막합니다. 스스로 내공의 부족함을 절실히 느낍니다.

또한, 혹시나 이 리포트가 많은 분들에게 민폐나 끼치지나 않을까 내심 굉장히 걱정되는 것도 사실입니다.

그래도 지난 3주 동안 많은 고민과 생각을 했고 많은 사람을 만났고 나름대로 굉장히 고생해서 수집한 정보와 의견을 공유하고 싶어 자판을 두드립니다.

소개하고자 하는 기업은 코스닥에 상장되어 있는 **(주)삼목정공(018310)**이라는 회사입니다.

건축물의 뼈대를 세우는 골조공정에 쓰이는 거푸집을 생산하는 업체입니다. 작은 업체지만 가치투자자들 사이에서 어느 정도 알려진 기업이기도 합니다.

예전부터 높은 배당과 안정적인 실적으로 관심권에 있긴 했지만 그리 크게 주목하지 않았습디다만 06년 2분기 전년도 순익을 뛰어넘는 눈부신 실적발표는 제게 큰 궁금증을 불러일으키기에 충분했습니다.

필자는 1) 2분기의 놀라운 실적이 어떤 이유로 인해 발생했으며 2)향후 이러한 실적의 지속성이 과연 가능한지와 그리고 만약 그렇다면 3) 주가는 향후 어떻게 될까? 하는 고민을 하였습니다. 그리고 어떤 동종목에 투자함에 있어 4) 어떤 리스크가 있는지 등도 살펴보았습니다.

이러한 것을 파악하기 위해 먼저 회사의 영업보고서와 공시내용들을 자세히 살펴보았고 이를 바탕으로 궁금한 내용들을 정리하여 회사 총무팀의 주식담당자, 영업팀, 구매팀과 몇번의 전화통화를 했고 강남역 본사를 방문하여 이영수 상무이사과 주담과 직접 면담도 가졌습니다. 하지만 아쉽게도 본사의 회사관계자들에게 어떤 것도 확인할 수 없었습니다.

정말이지 사소한 질문조차도 “알려줄 수 없다.”, “말해줄 필요성을 못 느낀다” 등의 태도로 일관하면서 철저히 주주의 알 권리를 무시하였습니다.(뭔가 이유가 있지 않을까 의심이 들었습니다.)

어쩔 수 없이 필자는 동종업계 사람들을 비롯하여 현장의 직원들, 건설업을 하시는 분, 회계를 잘 아는 지인 등 많은 사람들을 발로 뛰어 만나서 조언을 얻을 수 밖에 없었고 마치 탐정이라도 된 것처럼 재무제표, 사업구조, 수익구조, 제품의 특성, 시장전망, 관계사인 동일제강과의 관계 등등을 하나 하나 퍼즐 맞추어 나가듯이 끼워 맞추 수 밖에 없었습니다.

나쁜 머리로 추정하고 가설을 세우고 이렇게 한 것을 알만한 사람을 수배하여 하나씩 확인하고 정리하고 하는 과정을 반복했습니다. 통상 이러한 것들은 삼목정공 직원들과 하나씩 확인하면 금방 해결될 것인데도 너무나도 상식 이하인 회사 직원들로 인하여 굉장히 힘이 들었습니다. 솔직히 여전히 분노를 느낍니다.

사실이 길었습니다. 이래저래 답답했던 심정과 리서치 과정을 토로하는 것은 보수적인 회사에 대한 원망도 있지만 본 리포트가 본사 담당자들과의 확인 과정을 거치지 않은 것을 미리 밝혀 두고자 함도 있습니다.

많은 개인적 노력에도 불구하고 그 정확성이 부족할 가능성이 있어 미리 밝힙니다.

많이 부족하고 허접한 리포트이지만 많은 분들의 투자에 약간이라도 도움이 되었으면 합니다.

또한, 비록 이 리포트에서 주장하고 있는 내용들이 향후 사실과 다른 부분이 있다 하더라도 나름대로 고생한 부분을 어여빠 여기셔서 너그러이 용서해 주시기 바랍니다.

끝으로 리포트를 작성함에 앞서 같이 탐방을 가주시고 동틀 무렵까지 같이 토론하고 매일같이 전화하면서 리서치를 도와주신 부산의 강모 형님과 친절함의 극치 금강공업 회계팀장님 그리고 정말이지 천군만마 얻은 듯 큰 도움을 주신 백X(필명)님께 감사의 말씀을 드립니다.

Why?

Why?



- 들어가며

• 기업현황 - 개요

• 주요 제품 개요

• 재무현황

• 주가현황 고찰

• 2분기 실적 원인에 대한 고찰

• 알루미늄판넬 임대사업 및 수익구조

• 감가상각과 자산의 실제가치

• 의문사항(why?)에 대한 고민 1.2.3.4

• 실적의 지속 & 증가 가능성에 대하여

• 실적지속 시 주가전망은

• 기술적 분석(수급 분석)

- 글을 마치며



1. 현황-기업 개요

공시담당 : 노중석대리02.591.0941(103)

1. 기업개요

- 보다 자세한 내용은 전자공시 사업보고서를 읽어 보시길 권장.
- 간략하게는 거푸집을 만드는 회사로 35%정도의 시장점유율(알루미늄폼 40% 점유율)을 차지하는 선두 업체. 경쟁업체로는 금강공업, 호성산업, 현대알미늄등이 있음.
- 특히 사항으로 대주주가 70% 지분을 가지고 있는 관계사로 동일제강이 있음.

2. Fn가이드에 간략하게 이렇게 소개되어 있다.

- 건축물외벽 및 슬라브를 형성하는 판넬폼, 갱폼, 알루미늄폼 등을 생산 판매하는 구조용 금속제품 전문 업체. 주택건설업체의 사업규모와 밀접한 관계를 갖고 있어 경기에 민감하며, 최근 건설경기 하락으로 매출액은 감소하고 있으나 판넬폼 등의 제품 가격 인상으로 이익률은 개선됨.
- 원가율 하락으로 영업이익 및 순이익이 전년동기대비 큰 폭 상승하였으나 전반적인 건설경기의 악화로 매출액은 소폭 감소하였음. 최근 건설업체들이 재래식 공법에서 신공법으로 전환함에 따라 이에 맞추어 기술력을 활용 매출 신장을 꾀하고 있음.

(너무 그냥 표면적 현상만을 두고 수박 겉핥기로 말하고 있는 느낌. 하긴 어쩔 수 없나 봅니다.)

3. 주요 제품

백문이불여일견 (百聞不如一見) - 사진으로 보면 뭐 만드는 회사인지 좀더 쉽게 알수 있다.(삼목정공, 금강공업 홈페이지 등을 살펴보길 권한다.)

유로 폼



알루미늄 폼





알루미늄품과 유로품 비교

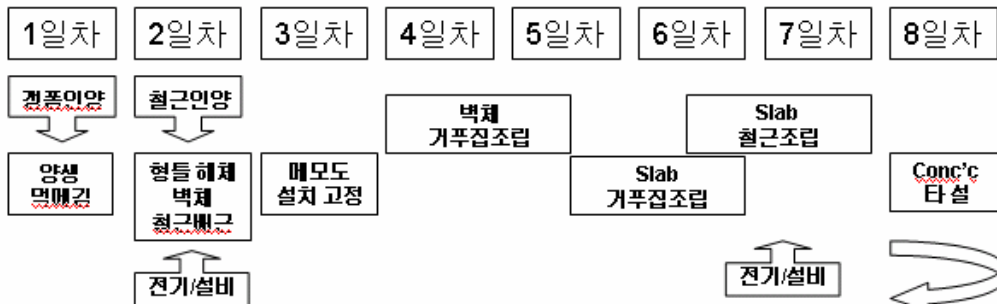
구분	항목	알루미늄 품	유로품
공정별	골조공정	6~7일	7~8일
	Wall Form	600×2400 - 1매	600×1200 - 2매
	계품중량	26kg	40kg
	계단시공	알루미늄품 일체식	유로품 및 재래식
	거푸집보강대	불필요	필요(수평, 수직)
	전용회수	반영구	15~20회
	견출작업	유로품 대비 25~35% 감소	작업량이 많다
안전	현장관리	관리용이 및 통행로 확보	통행 불편
	형틀해체	작업공간 확보	공간 협소
	자재인양	유로품 대비 40% 감소	인양속도 늦음

출처 : 금강공업 홈페이지

알루미늄 품 공정



유로품 공정

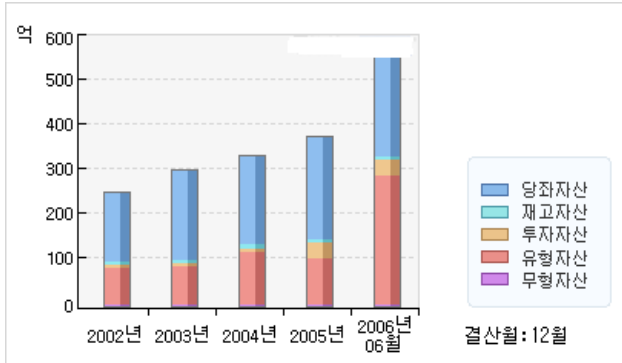




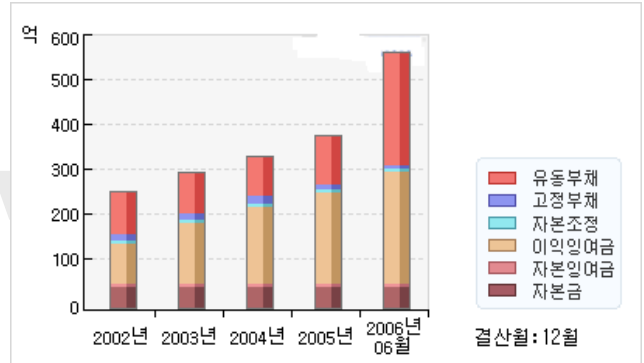
2. 재무현황.

Why?

자산의 변화



자본&부채 변화



삼목정공 Financial Highlight (출처 fn가이드)

Recent A. 2005.12	Annual				Net Quarter				
	03.12	04.12	05.12	06.12(E)	05.09	05.12	06.03	06.06	06.09(E)
EPS(원)	471	389	335		81	59	76	404	
BPS(원)	1,873	2,240	2,552						
보통주DPS(현금+주식, 원)	75	75	100						
발행주식수(보통주, 천주)	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
PER(배)	2.39	2.54	8.84						
배당수익률(보통주, 현금, %)	6.67	7.58	3.38						
매출액(억원)	848	967	926		216	218	196	275	
영업이익(억원)	62	36	35		6	7	9	58	
영업이익률(%)	7.27	3.69	3.77		2.68	3.16	4.53	21.05	
당기순이익(억원)	46	38	33		8	6	7	40	
순이익률(%)	5.44	3.94	3.54		3.68	2.65	3.79	14.38	
ROA(%)	17.07	12.31	9.41		1.74	1.35	1.62	7.23	
ROE(%)	28.62	18.93	13.97		3.3	2.33	2.95	14.43	
자본총계(억원)	184	219	250		244	250	255	294	
부채총계(억원)	109	107	120		239	120	291	256	
자본금(억원)	49	49	49		49	49	49	49	

* 자세한 내용은 보고서 사업보고서 참조. 05년도 주당 100원 배당(대주주 제외)

Why? 1. 작년까지 건설경기는 사상 최고였다. 건설업과 크게 연동된다면서 왜 작년까지 실적은 줄어들었을까?

Why? 2. 올해 2분기 실적은 전년도 전체 실적을 뛰어 넘을 만큼 왜 저리 갑자기 튀었을까?

Why? 3. 유형자산과 유동부채가 급격히 늘었다. 원인과 향후 늘어난 유형자산이 순익에 미칠 영향은?



3. 주가 현황 고찰

1. 동 종목은 대주주(김용현, 현 회장)와 특수관계인이 68%의 지분을 가지고 있다. 특이한 점은 몇번 기사에도 소개되었지만 김현미라는 분이 6%의 지분을 소유하고 있다. 하지만 이분의 나이가 70이 넘는 점(1929년생)을 고려할 때 파킹지분일 가능성도 있음.
2. 이러한 이유로 전체 주식 수 980만주 중 유통가능한 물량은 약 200~250만주 정도로 추정 됨.
- 3.아래는 삼목정공의 일 그래프입니다. 작년 12월경부터 작전을 의심케 할만큼 큰 폭의 주가 상승이 있었고 2월 10일 대주주가 19만주 매도하면서 주가가 폭락했다. 옆친데 덮친격으로 주식분산요건 미달 공시에 의해 투자유의 종목으로 지정 공시가 나왔다가 해제되기도 했다. (기술적 분석에서 다시 기술함)
- 4.현재는 2분기 실적발표를 근래 다시 상승세를 타고 있음.

삼목정공 주가차트(일봉)



Why? 1. 05년 12월부터 시작된 주가 상승 후 폭락은 작전인가? 그 주체는?(누가 사고 누가 팔았는가?) 이번 상승의 원인 및 주체는? ->기술적 분석편

Why? 2. 대주주는 왜 팔았을까? 폭락의 원인은? 주식분산요건의 기준은 뭘까?

Why? 3. 2분기 실적이 계속될까? 만약 그렇다면 향후 주가상승여력은 얼마나 될까?



06년 2분기 실적 원인에 대한 고찰

동 종목은 2분기 놀라운 실적을 발표했다. 전년도 전체 순이익을 능가하는 실적이다. 과연 어떤 이유로 갑자기 이렇게 실적이 크게 늘어났을까? 이 원인을 파악하기 위해 많은 노력을 기울였다.

단순히 재무제표를 분석하는 것부터 시작해서 삼목정공의 사업 구조, 핵심사업, 수익구조, 업황, 관계사와의 관계, 기타 등등... 간단한 내용들도 많았지만 상당히 고난도의 숙제들도 있었던거 같다.

일단 이 장에서는 겉으로만 보이는 재무제표를 바탕으로 2분기 실적의 원인을 찾아 보기로 하자.

과목	제22기 반기말(06년상반기)	06년 1분기	제21기말(05년)
I. 유동자산	22,709,385,194	33,180,506,585	23,082,733,693
II. 고정자산	32,258,063,063	21,373,972,014	13,934,373,744
(2)유형자산(주5,12)	28,529,982,215	17,667,889,956	10,228,280,836
5.임대판넬	40,537,836,103	27,016,327,873	18,467,730,816
감가상각누계액	20,112,563,535	17,264,316,488	2,236,742,485
자산 총계	54,967,448,257	54,554,478,599	37,017,107,437
I. 유동부채	24,765,247,168	28,303,264,639	10,850,906,464
1.매입채무	18,346,908,021	11,854,266,989	7,788,212,586
7.구매자자금차입금	-	11,463,990,948	-
부채 총계	25,550,733,387	29,097,739,998	12,009,018,266
I. 자본금(주10)	4,900,000,000	4,900,000,000	4,900,000,000
II. 자본잉여금	8,490,175	8,490,175	8,490,175
III. 이익잉여금(주9)	24,508,224,695	20,548,248,426	20,099,598,996
7.처분전이익잉여금	16,534,224,695	12,574,248,426	12,225,598,996
자본 총계	29,416,714,870	25,456,738,601	25,008,089,171
부채 와 자본총계	54,967,448,257	54,554,478,599	37,017,107,437

과목	제22기 반기		제21기 반기	
	3개월	누적	3개월	누적
I. 매출액	27,545,361	47,171,829	26,591,699	49,285,569
1. 제품매출액	20,481,976	35,475,104	23,491,527	43,768,212
4. 임대판넬매출액	6,721,391	11,231,589	2,505,614	4,629,491
II. 매출임가	16,404,366	31,912,985	23,127,216	41,860,644
(1)제품매출임가	16,089,424	31,490,628	22,504,369	41,001,280
3. 타계정대체액	14,675,207	23,223,804	57,985	57,985
III. 매출총이익	11,140,995	15,258,844	3,464,483	7,424,925
IV. 판매비와관리비	5,342,457	8,570,877	2,482,909	5,020,094
14. 감가상각비	2,876,936	3,938,625	681,546	1,351,223
V. 영업이익	5,798,538	6,687,967	981,574	2,404,831
VI. 영업외수익	117,101	689,752	592,621	796,727
VII. 영업외비용	906,479	1,014,537	470,121	683,066
VIII. 경상이익	5,009,160	6,363,182	1,104,074	2,518,492
XI. 법인세차감전이익	5,009,160	6,363,182	1,104,074	2,518,492
XII. 법인세 등(주11)	1,049,184	1,659,320	224,600	608,612
XIII. 당기순이익(주10)	3,959,976	743,866	879,474	1,909,880



먼저 재무제표 중 특이한 사항들을 한번 살펴 보자

대차대조표 중에서 특히 눈에 띄는 항목이 유형자산 중 임대판넬의 증가분이다. 1분기 86억 2분기 135억. 작년 대비 무려 220억이 늘었다. 그리고 2분기말 전체자산 400억 중 200억은 감가상각이 완료된 상태다. 또한 유동부채가 크게 늘었다. 1분기에는 구매자자금차입금이 110억이 있었고 2분기에 매입채무가 크게 늘어났다. 즉, 자금을 차입하여 알루미늄 임대판넬 자산을 크게 늘었다는 뜻이다.(3월과 4월에 알루미늄원자재를 많이 샀다고 한다.)

손익계산서를 보자 반기매출은 작년 동기와 비교 시 오히려 줄었다.

반기 제품 매출액은 작년 동기 비해 80억이나 크게 줄었으나 1분기 대비 2분기는 50억 정도 늘었다.(재고로 쌓여있던 유로품 등이 2분기에 많이 나갔다고 한다.)

가장 눈에 띄는 점은 임대매출액이 크게 늘었다는 점과 매출원가는 전년 반기 동기 100억이나 줄어들었다는 점이다. 임대매출은 작년 동기 대비 2배 이상 늘었고 1분기 대비 2분기도 늘어나는 추세이다.

매출원가부분에서도 제품의 매출원가 부분은 있으나 임대매출액에 대한 원가부분은 늘어난 알품 임대자산을 타계정대체액으로 잡아서 매출원가에서 빼버렸다. 그리고 임대자산의 상각비용과 비용을 판관비에 넣어서 판관비가 크게 증가했으나 알품 임대자산의 증가로 인해 늘어난 감가상각 40억을 제외하면 나머지 액수는 큰 숫자는 아니다.

2분기 놀라운 실적의 원인을 한마디로 쉽게 말하면 전체 매출액은 늘지 않았는데 수익은 크게 좋아졌다. 그 핵심은 임대사업 매출액은 크게 늘었으나 원가, 비용 부분은 크게 줄었다는 것이다.

어떻게 이런 일이 가능했을까? 그리고 이어지는 여러가지 궁금증, 의문점들...

다음 장에서 하나 하나 살펴보자.

- Why? 1. 임대자산을 타계정대체액으로 잡아 유형자산으로 회계처리하는 것과 감가상각비를 판관비로 분류하는 것이 올바른 것일까?
- Why? 2. 매출대비 원가가 확줄었다. 원인은 알루미늄 임대사업. 수익성이 커진 이유는 무엇인가?
- Why? 3. 왜 임대사업을 하고 건설사는 왜 임대해 쓰는가?
- Why? 4. 올해 들어서 왜 이렇게 임대자산을 크게 늘였을까? 왜 작년에는 일년 동안 감가상각만 하고 임대자산을 늘이지 않았을까?
- Why? 5. 늘어난 물량을 전부 새로 제작했을까? 신규 제작한 물량을 이미 임대해줬단 말인가?
- Why? 6. 건설경기가 올 상반기 최악이라고 했고 지방분양 건은 줄줄이 연기되었다는데 현재 상황은 오히려 호황인가?
- Why? 7. 3분기에도 이러한 실적이 가능할까? 다시 예전처럼 돌아가지는 않을까?
- Why? 8. 동일제강과의 관계 등등...



06년 2분기 실적 원인에 대한 고찰

1. 회계처리상의 문제는 없는가? 임대자산(알루미늄 판넬)을 타계정대체액으로 처리하는 것과 그것에 대한 감가상각비를 판관비로 분류하는 회계처리가 맞는가?

처음엔 좀 많이 헛갈렸다. 몇 분의 회계전공자들에게 조언을 구했고 재무제표 관련 책을 참고했다.

나 같은 회계 초보자가 볼 때 매출원가의 타계정대체액이라는 것이 생소해서 이거 뭔가 잘못된 처리는 아닌가 의심을 하게 했다. 하지만 회계전공자들에게 문의 결과는 임대자산을 유형자산으로 잡아 매출원가에서 제외 시키는 것은 올바른 회계처리이며 판매를 위한 자산이 아니고 계속해서 임대수익을 내는 설비 같은 개념으로 재고자산이 아닌 유형자산으로 정리하는 것이 옳다는 대답을 받았다.

또한, 임대자산의 감가상각액을 매출원가가 아니라 판관비로 처리하는 것은 “재무제표를 읽으면 기업이 보인다”란 책 90-91p에서 보면

“감가상각비는 해당되는 유형자산을 어떠한 용도에 사용하느냐에 따라 각각 제조원가나 판매비와 관리비로 구분된다. 즉, 공장에서 생산활동에 사용되는 유형자산에 대한 감가상각비는 제조원가로 분류되고 영업부에서 영업활동을 위해 사용되거나 관리부나 경리부 등에서 사무관리를 위해 사용되는 유형자산에 대한 감가상각비는 판매비와 관리비로 분류된다.” 라고 되어있다.

금강공업의 경우 감가상각비를 제조원가에 삼목정공의 경우 판관비에 처리하고 있는데 이는 금강공업의 경우 현재 100% 신규제작만 하고 있으나 삼목의 경우 8월말 회수품의 사용율이 50%이상 올라와 있어서 감가상각비를 판관비에 처리하는 것 같다.

2. 2분기 놀라운 실적 증가의 원인은 무엇인가?

매출대비 원가가 확 줄었다. 수익성이 급격하게 커진 이유는 무엇인가?

2분기 놀라운 실적의 원인을 한마디로 쉽게 말하면 전체 매출액은 늘지 않았는데 수익은 크게 좋아졌다. 어떻게 이런 일이 가능했을까? 일단 이 놀라운 실적의 원인은 동사의 핵심사업인 알루미늄판넬 임대사업의 사업구조 때문이다. **그 중 핵심은 4년 정율법을 채택하고 있는 임대자산의 감가상각 방식과 상각된 자산의 실제 가치와의 괴리 때문이다.**

동사의 알루미늄판넬 임대사업과 관련하여 이외에도 여러가지 할 말이 많지만 나중에 언급하기로 한다.

1) 동사는 알루미늄판넬 임대사업에 있어 유형자산의 감가상각방식으로 4년 정율법(년 52.8% 감가상각)을 채택하고 있다.

다 아시겠지만 이해를 돕기 위해 조금 설명하면 예를 들면 최초 100억짜리 자산이라면 1년에 52.8억이 감가상각이 이루어 지고 연말에 47.2억이 자산으로 잡힌다. (52.8억은 4분기 안분하여 한분기 당 약 13.2억씩 감가상각 된다.) 그리고 다음해에는 나머지 47.2억에 대해 52.8%의 24.9억이 감가상각되고 잔존가치는 22.3억이 된다. 이런 식으로 마지막 4년째는 나머지 자산을 완전 상각하는 방식이다.

이는 보통 자산의 실제 가치가 정율법에서 적용하는 비율과 유사하게 줄어들어야 정상이며 그로 인한 수익성도 그 만큼 줄어들어야 정상이다. 쉬운 예로 비디오 가게에서 비디오를 빌렸을 때 신상품은 2000원이지만 1개월쯤 지난 것은 1000원, 2년쯤 지난 것은 500원 하는 것과 같다. 그리고 그 비디오는 거의 실제 가치는 없어진다.

하지만 삼목정공의 임대자산인 알루미늄판넬은 반영구적으로 사용가능 하며 신규판넬이나 회수판넬이나 임대 시 받는 금액은 똑같다.(보통은 섞여서 나간다.) 임대되었던 자산은 회수되면 재처리과정을 거쳐 다시 재 임대된다. 실제 가치의 하락이 거의 없다. 이런 매커니즘으로 인해 일정시점에서 감가상각비용은 급속히 줄어들고 그와 반비례해서 이익은 급속히 늘어나게 된다. 그리고 고철만 쳐도 40%정도의 가치를 지니고 있다. (다음 페이지에서 좀더 자세하게 살펴보자.)



이제 실제 알루미늄판넬 임대사업의 수익구조를 살펴보자.

수익구조를 알기 위해서 먼저 원자재의 가격과 제품생산원가, 임대가격 등을 조사하였다.

알루미늄 판넬의 헤베(m²) 당 생산원가를 살펴보면..

원재료인 알루미늄가격이 헤베(m²)당 75,000원~80,000 원 정도(기본 품 1장 =1.47m², 품 1장 무게 30kg, 알루미늄가격 kg당 3,700원 정도)이다.

생산 비용을 포함한 헤베 당 총 생산원가는 14만원~15만원선으로 확인했고 현재 임대가격은 75,000원 정도이다. (* 여기서 헤베(m²)는 콘크리트 타설면적을 말한다.)

건설사인 A사 관계자에게 물어본 예전 매입가격은 약 25만원(m² 당) 이라고 한다.

즉, 신규제작에 있어서 생산원가에서 차지하는 비용은 원재료가 약 50%, 가공비 등 비용이 50% 정도이며 생산원가가 100으로 쳤을때 이면 임대가격은 55 정도인 구조이다.(금강공업 문의)

이 말은 두 번만 임대하면 일단 원가는 다 뺐는 구조가 된다.(물론 향후 임대가격은 점차 떨어질 것으로 예상된다..)

회수품의 재처리과정에서의 비용은 아쉽지만 정확히 조사하기가 힘들었다.(삼목정공만 현재 회수품 사용 단계이다. 재처리 과정은 콘크리트털기, 세척, 코팅, 패킹, 재임대의 과정)

통상 한번 임대되는 기간은 평균 10개월(8~12개월)이다.

위와 같은 사실들을 바탕으로 생산원가와 감가상각비용, 그리고 임대 매출이익 등을 굉장히 단순하게 계산해 보았다.

평균 10개월 정도 임대되고 2개월은 재처리와 재 임대를 위한 기간으로 잡으면 1회전을 1년으로 가정한다.

- 실제 삼목의 현장 임대분과 임대재고 비율이 75:25 정도임을 감안하면 적정한 것 같다.(*임대재고는 재처리 하기 위해 공장으로 들어와 있는 것, 출고를 위해 패킹작업이 끝난 것들임)

감가상각비율-4년 정율법(년 52.8%), 임대매출은 생산원가의 50%로 잡았다.

	기초자산 (생산원가)	감가 상각	잔존가치	임대매출	매출이익	고려사항
1년 후	10,000	5,280	4,720	5,000	-280	- 신규 임대자산투입 - 물류비용 - 재처리 비용 - 향후 임대금액의 할 인율
2년 후	4,720	2,492	2,228	5,000	2,508	
3년 후	2,228	1,176	1,052	5,000	3,824	
4년 후	1,052	1,052	0	5,000	3,948	
5년 후	0	0	0	5,000	5,000	

* 반영구적 사용, 폐기시 알루미늄 회수는 초기원가의 40%

위 단순계산 표에 따르면 2년차 부터 이익이 발생하고 이후에는 이익이 급증하는 것을 알 수 있다. 이는 급격한 감가상각으로 인해 원가는 급격히 줄어드는 반면에 실제 자산의 가치는 하락하지 않고 수익성은 유지됨으로 인해 이익이 급격히 증가하게 되는 구조다. 사업구조는 완전히 땅짚고 헤엄치는 한마디로 노나는 사업구조인 것이다. 물론 이 계산에는 재처리 비용 등은 계산의 편의를 위해 제외하고 계산했다. 또한 실제는 계속해서 신규 임대판넬 생산이 되고 새로이 추가 투입되는데 이러한 것도 제외했다.

위 표는 사업구조에 대한 생각을 단순화 해보기에는 좋을 듯 해서 제시한 것으로 이해해주길 바란다.

그럼 이제 실제 삼목정공의 임대자산현황을 한번 보자.



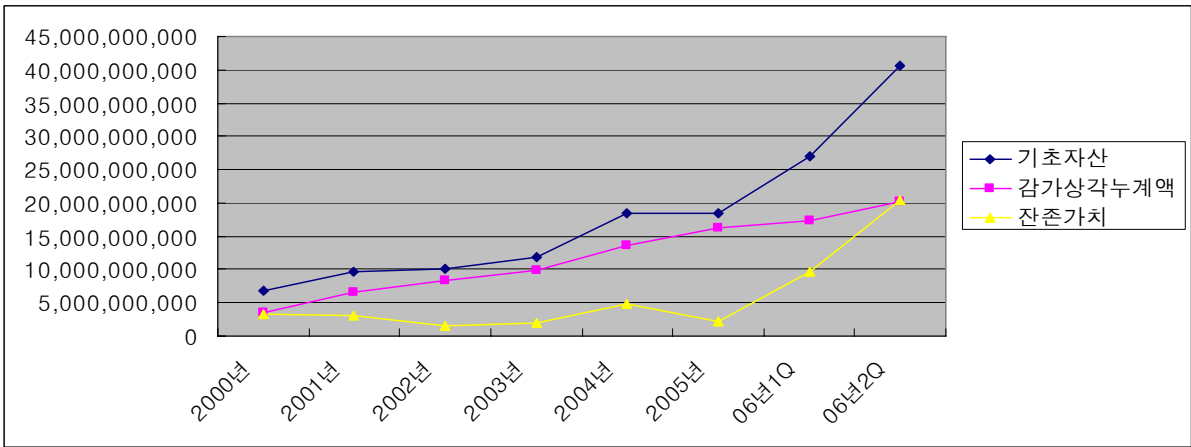
삼목정공 유형자산 중 임대자산의 변화 - 알루미늄 판넬폼

Why?

구분	2000년	2001년	2002년	2003년
기초자산	6,911,161,198	9,622,401,761	10,002,378,261	11,904,460,861
감가상각누계액	3,620,522,850	6,615,591,679	8,357,705,417	9,943,002,315
잔존가치	3,290,638,348	3,006,810,082	1,644,672,844	1,961,458,546

2004년	2005년	06년1Q	06년2Q
18,467,730,816 ?	18,467,730,816 ?	27,016,327,873	40,537,836,103
13,677,890,728	16,230,988,331	17,264,316,488	20,112,563,535
4,789,840,088	2,236,742,485	9,752,011,385	20,425,272,568

감가상각액	2,553,097,603	1,033,328,157	2,848,247,047
-------	---------------	---------------	---------------



위 수치들을 보면 자산은 알루미늄판 임대사업이 급속히 커지고 있는 것을 알 수 있고 2분기말 현재 자산의 50%가 감가상각이 되어 있다. 위 단순 계산표에서 봤듯이 자산의 50%가 감가상각이 완료된 시점 전후로 급격하게 수익이 나는 사업 구조라 **2분기의 실적증가 원인을 여기서 찾을 수 있겠다.** (금강공업 관계자의 말을 인용하면 감가상각액이 50%이상 될 때 부터 수익성이 폭발적으로 늘어나는 구조라 한다.)

아마도 이쯤에서 이 글을 읽으시는 분들은 고개를 가우뚱 거리면 이런 의문을 가질 것이라 보인다. (특히 1,3번 질문은 굉장히 중요하며 어려웠다.)

- Why? 1. 그럼 2005년도에는 감가상각이 90%수준에 도달했는데 왜 수익이 안 났는가?
- Why? 2. 건설사에서 임대보다 매입을 하는게 더 유리할듯 한데? (건설사의 입장과 임대사의 입장은 어떤가?)
- Why? 3. 그렇게 수익성이 좋은데 왜 2005년도에는 신규임대자산을 늘이지 않았고 올해 1,2분기 폭발적으로 늘었는가? ?



위에서 던진 질문은 사실 굉장히 중요하다. 이 질문들에 대한 답을 구하고자 나름 정말 많은 고민을 했다. 특히나 이 질문들에 대한 답들은 향후 실적의 지속가능성과 사업의 진입장벽과도 밀접한 관계가 있으며 이 회사의 심각한 리스크와도 밀접한 관계가 있었다.

아래에서 하나하나 풀어보자.(미리 말하지만 아직 개인적인 생각일 뿐임을 고려해주길 바란다.)

Why? 1. 그럼 2005년도에는 감가상각이 90%수준에 도달했는데 왜 수익이 안 났는가?

이 질문에 대한 답을 하기 위해서 먼저 사업구조에 대한 좀더 세심한 언급이 필요할 것 같다.

알루미늄 판넬을 사용하는 현장은 보통 25층 이상의 고층인 아파트다. 대표적으로 잠실지구와 동탄지구 등이 대표적인 케이스다. 자재비(임대료)가 비싼 대신 공기를 크게 단축시킬 수 있어 수지타산이 맞다. 다른 장점도 많다.

이런 고층 아파트 한동을 건설하는데 필요한 알루미늄의 아이템 수는 300~400개에 달하고 그 조각만 3000~4000개에 이른다. (쉽게 생각하면 레고 블록 같은게 모양이 다르게 300, 전체 개수는 3,000개 이렇게 생각하면 쉬울 듯 하다.)

또한, 알루미늄은 규격품과 비규격품으로 나누어 진다. 규격품은 정해진 사이즈라고 보면 되며 비규격품은 각 아파트 설계의 차이로 인해 1회성으로 발생하는 것이다. 통상 아파트 한동을 짓는데 사용되는 규격품과 비규격품은 7:3 또는 6:4정도라고 보면 된다.

이런 이유들로 인해서 임대사업을 하고자 하는 사업자는 초기에 계속해서 일정자산이 쌓일때 까지 규격품과 비규격품을 신규제작만 계속해야 한다. 이 말은 다시 말하면 사용했던 판넬을 재사용(회수품) 하기까지 계속 자산을 쌓아야 한다는 것이다. 또한, 비 규격품은 각 아파트의 설계에 따라 주문생산방식으로 이루어지며 표준이 아니어서 비용이 많이 들게 된다. (재임대하기 위해 다시 녹여서 신규제작 또는 재가공.)

개인적인 판단이긴 하지만 임대판넬 자산이 200억~250억 정도가 되면 회수품의 재사용이 가능한것으로 판단이 된다. 실제로 금강공업의 경우 현재 자산이 200억 정도 되지만 아직도 신규제작만 하고 있고 올 연말쯤 재사용을 위한 재처리 시설을 만들 예정이라고 한다.(사실 시설은 별것도 없다.)

하지만 자산이 250억 정도 이상 쌓이면 그 때부터 회수품의 사용이 늘어나게 되며(2회전) 수익성도 급격히 좋아지는 구조로 보인다. 비 규격품 또한 자산이 쌓여 일정시점이 되면 기존의 사용했던 비규격품을 약간의 가공만 통해 사용할수 있게 된다.

즉, 위 질문에 대한 답은 감가상각은 많이 되긴 했지만 일정자산이 쌓일때까지는 재임대를 하지 못했기에 수익성이 그리 좋지 못했다라고 보는게 타당해 보인다.

현재 삼목정공의 경우는 2006년 초에는 회수품의 사용이 30%에도 못 미쳤지만 8월말 50%이상 올라와 있고 연말까지 70%수준으로 올릴 계획이라고 해서 향후 수익성이 계속 좋아지리란 예상을 할 수 있다.

Why?

Why?

Why?

Why?



Why? 2. 건설사에서 임대보다 매입을 하는게 더 유리할 듯 한데? (건설사의 입장과 임대사의 입장은?)

먼저 네이버 블로그에서 발췌한 건설사 직원이 쓴 글 중 일부이다. 그냥 재미 삼아 읽어 주셔도 될 듯 하다.

(중간 부분)

지난번에 철근이야기를 하였으니 이번엔 거푸집에 대해 이야기해보지요..

아시죠? 우리 애들 203동,209동,211동...^^

애들은 **30층인지라** 우리현장 골조공사의 CP(Critical Pass - 비전공자를위한;)였습니다..

그래서 공기단축을 주목적으로 AL폼 시공되었지요..

나머지 동들은 유로폼으로 작업을 하였습니다..

AL Form에 대해 대략 설명을 드리자면,,

Metal Form의 한 종류로서 말그대로 알루미늄으로 만들어진 품이지요..

메탈폼은 주로 해체후 타설 면이 깨끗하여 치장 콘크리트에 많이 사용되는데 목재폼보다

많은 회수를 사용할 수 있고 오차가 거의 없어 할석이나 미장을 해야하는데 드는 비용을 절감하고 공기를 단축시켜 경제적입니다.

<중략>

결론만 말씀드리면,,알폼 자체의 자재비로 인한 7000만원의 원가상승이 있었으나 당초 35개월이던 공기를 30개월로 5개월 단축하고 골조공사는 2개월 공기단축으로 인한 **금융비용 절감 약 36억원의 성과**가 있었습니다.

<임대사 입장>

- 알루미늄폼은 거의 반영구적으로 사용이 가능하다. 이를 계속적으로 판매하게 되면 어느 순간 판매사는 손가락만 빨게 될 날이 머지 않아 도래할 것이다. 당장은 이익이 클지 몰라도 일정 시점이 지나면 판매는 점점 줄어들 것이고 최종적으로 비규격품 제작과 회수품 재처리전문업체로만 남을 것이다. 임대는 당장은 큰 초기투자가 이루어져 부담스럽긴 하지만 향후 안정적인 큰 수익과 사업의 지속성을 생각하면 훨씬 이득이다.

<건설사 입장>

- 돈이 많고 고층 현장만 계속 돌아간다면 매입하는 것도 그리 나쁠 것 같지 않다. 하지만 과점업체인 삼목정공(40%) 금강공업에서는 판매는 안한다. 작은 업체에서 판매한다는 소리도 있지만 제품 품질도 걱정이 되고 향후 재처리과정을 맡기는 것도 걱정이 된다.

-초기투자비용도 큰 부담이지만 비 규격품도 문제다. 각 현장마다 설계차이로 비규격품이 매번 필요하다. 한번 사용하고자 구매할 수는 없다.

-공기단축으로 절약하는 비용에 비하면 임대비용 정도는 감당할만하고 굳이 매입해서 자산으로 잡는 것보다 리스하는 것이 더 유리한 측면도 있으며 공사현장이 한번에 몇 개가 될때도 있고 없을 때도 있다.

뭐..이런 정도 아닐까 한다. 너무 긍정적인가? 둘 다 WIN-WIN하는 구조라고 생각이 된다. 그리고 향후 임대사들의 임대가격도 일정시점이 되면 좀 떨어질 것이라 보인다.

여하튼 현 시점에서의 임대사업은 탁월한 선택으로 보인다.



Why? 3. 그렇게 수익성이 좋은데 왜 2005년도에는 신규임대자산을 늘이지 않았고 올해 1,2분기 폭발적으로 늘었는가?

이 부분은 정말 내 머리 속을 복잡하게 만들었다. 애초부터 자산을 늘여 나지 않은 거 자체가 이해가 되지 않았다. 왜냐면 앞에서 언급한 바와 같이 이 임대사업의 특성상 사업규모나 비 규격품 생산 등으로 인해서 사업을 하는 한 자산이 안 늘어 날수가 없는 구조다. 그런데 재무제표를 보면 지난 2005년 1년 동안 임대판넬 자산이 하나도 늘어나지 않았다.

<임대판넬 자산변화>

2004년	2005년	06년1Q	06년2Q
18,467,730,816	18,467,730,816	27,016,327,873	40,537,836,103

과연 생산을 하지 않았는가?

회사는 작년 중반부터 알루미늄판넬은 판매는 안 하고 임대사업만 한다고 한다. 또한, 삼목정공은 자체적으로 생산인력을 가져가지 않는다. 전체 생산을 협력업체를 통해 생산하고 있다. 협력업체는 또한 상당수 외국노동자를 고용해서 제품 생산 및 재처리를 한다.

이 부분을 알아 보기 위해 먼저 감사보고서의 제조원가명세서를 살펴보았다. 만약 알루미늄 생산을 안 했다면 외주가공비가 많이 줄었을 것이다. 반대로 생산을 했다면 판매는 안 하니 임대자산으로 무조건 잡혀야 한다.

	2004년	2005년
외주가공비	41,031,459,191	47,968,998,891

이게 뭔가? 분명 외주가공비는 큰 폭으로 늘어나 있다.

다시 확인을 위해 나는 삼목정공의 알루미늄판넬 생산의 90%를 차지하는 동일제강의 안성공장을 찾았다.(현재 삼목정공은 동일제강의 안성공장 대지 및 건물을 임대해서 사용하고 있다.)

회사 안을 들어가지는 못했지만 공장 뒷 편의 산 언덕에서 공장 전체를 볼 수 있었다.

4만평이 넘는 공장의 2/3는 되보이는 면적이 알루미늄판넬로 덮여 있었다.

그리고 협력업체 직원과 인터뷰를 했다. 확인 결과 작년에도 계속해서 알루미늄판넬을 생산했다는 것이었다. 도대체 이게 어떻게 된 일인가? 생산한 알루미늄판넬은 분명 판매를 하지 않았는데 자산으로 잡히지도 않았다. 그럼 이 자산은 도대체 어디로 사라진 것일까?

본사의 주담에게 확인을 요청했지만 기대했던대로 “모른다”, “말해줄 필요를 못 느낀다.” 라는 대답뿐이었다.

굉장히 많은 고민이 있었고 여기에 대한 개인적인 해답의 일부를 관계사인 동일제강에서 찾을 수 있었다. 동일제강은 비상장 업체로 삼목정공과 지분관계가 없는 별개의 회사이지만 같은 대주주가 70%지분을 가지고 있는 특수관계자인 회사다.

현재는 개인적인 추정이고 가설일 뿐이다. 하여간 왜 동일제강에서 그 답을 찾았는지 살펴보자.



삼목정공의 관계사인 동일제강의 재무제표중 일부다. 2005년 임대판넬이 180억 가량 신규로 늘어났다. 감가상각이 45억정도 된걸로 봐선 2005년 3분기부터 잡힌 것 같다.

이 임대판넬이 알루미늄판넬인것으로 추정된다. 확인을 위해 동일제강 경리팀장과 몇 차례 통화를 했다. 처음 통화할 때는 임대판넬은 알루미늄판넬. 임대자산은 크레인이라고 확인했고 공장에 전화를 걸었더니 잘은 모르지만 특수품 아닐까? 하는 대답을 한다. 다시 확인을 위해 경리팀장과 통화를 했더니 그게 뭔지 모른다고 말한다. 한 회사의 경리팀장이라는 사람이 회사의 자산이 180억이 최근 년도에 잡혔는데 모른다니 이게 말이 되기는 하는 건가?

동일제강 임대자산 현황

	2005년		2004년	
8. 임대자산	14,858,810,601		9,917,646,821	
감가상각누계액	(-)9,110,341,302	5,748,469,299	(-)3,262,915,336	6,654,731,485
9. 임대판넬	17,706,728,160		-	
감가상각누계액	(-)4,578,079,855	13,128,648,305	-	-

개인적인 추정은 작년 하반기부터 삼목에서 생산한 알루미늄판넬은 동일제강의 이름으로 임대사업이 일어난 거 같다. 그리고 자산도 동일제강으로 잡은 것 같다. 그리고 이것이 올 1,2분기에 다시 삼목정공이 되산계 아닌가 의심이 된다. 정황상으로 보면 그렇다.

동일제강이 판넬임대사업을 할 수도 있다.

하지만 정상적인 거래라면 동일제강은 알루미늄판넬을 생산하지 않으니 삼목정공과 동일제강 사이에는 판매, 구입의 거래가 일어나야 한다. 이는 특수관계자와의 거래에 표기해야 되나 내용이 없는 것을 봐선 거래가 있었는데 빠뜨리진 않은 것 같다. 거래 없이 그냥 동일제강이 생산한 것으로 처리한 것으로 보인다. (물론 삼목정공의 협력업체들이 만들어 주었을 것이다.)

두 회사의 회계감사를 맡은 청안회계법인에 이러한 가능성에 대해 문의해 보았으나 담당회계사인 이모회계사는 절대 그럴 일이 없다고 하며 회사측에 물어보아야지 왜 그런걸 제 3자에게 물어보냐고 말한다.

아직까지 이 부분은 확실히 확인된 것은 없다. 회사측에서 시원하게 답변해주면 10분이면 끝날것을.. 정말 간단할 것을.. 동일제강은 완전 별개의 회사라면서.. 왜 자꾸 괴롭히냐고 오히려 큰 소리다. (이 글을 쓰면서도 삼목정공의 주식담당자와 언성 높여가면서 싸운다.)

일단 미리 밝혀 둘 것은 아래에 기술하는 내용은 현재시점에서 픽션이다. 추정이고 가설일 뿐임을 명심해 주길 바란다. 또한 본인은 회계를 잘 모른다.

Why? 1. 만약.. 왜 이런 비정상적인 경우가 실제로 일어났다면 무슨 이유에서 그랬을까?

Why? 2. 그리고 향후 삼목정공의 실적에는 어떤 영향을 미칠까?

첫번째 의문에 대한 개인적인 생각은 동일제강의 절세 목적에 있지 않았을까 추정된다.

이런 생각을 한 것은 동일제강의 재무제표를 살펴보면 시작된다.(너무 길어질까봐 간단히만 언급하고자 한다.) 동일제강은 2004년 2월에 (주)삼목과 합병을 했고 대주주관련지분이 69%다. 화의기업이었던 동일제강은 2004년 대규모의 부채를 탕감 받으면서 650억의 채무면제이익과 유형자산처분이익170억 등 순이익이 770억이 났으나 법인세는 면제 받았다. 2005년 기업이 정상화되었고 유형자산처분이익이 100억이 발생했다.



100억의 유형자산처분이익 났지만 임대자산과 임대판넬의 큰 초기 감가상각비용으로 영업적자가 났다. 이로 인해 순이익이 큰 폭 줄어 들었고 법인세를 크게 절세 할 수 있지 않았을까 생각해본다.

그런 이유로 해서 작년 하반기에 수주한 상당물량을 동일제강의 이름으로 알루미늄 임대사업을 하였다고 생각이 되고 올해 다시 삼목정공으로 자산과 사업을 넘기지 않았을까 생각이 된다.

회사에서 답변을 안해주니 정황상 판단할 수 밖에 없지 않은가? 혹시 이 보고서를 삼목정공 관계자가 본다면 이에 대한 시원한 답변을 해주기를 진심으로 바란다.

여하튼 이런 시나리오라면 동일제강은 절세를.. 삼목정공은 감가상각된 자산을 싸게 다시 가져오지 않았을까 싶다.

두 회사가 꺾먹고 알먹고 한... 시나리오인 것이다.

이런 이유로 1분기, 2분기에 삼목정공의 임대자산은 크게 늘어났고 사업이 정상적으로 돌아가서 큰 이익이 나오는 것이 아닌가 생각되고 향후에는 특별한 일이 없다면 사업구조상 더욱 이익이 크게 늘어나야 정상적인 것으로 판단된다.

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?



실적의 지속&증가는 가능한가?

과연 2분기 영업이익 58억, 순이익 40억의 놀라운 실적이 향후 3,4분기에도 가능할까? 또한 2006년, 2007년... 계속해서 지속하거나 계속해서 성장할 수 있을까?

아니면 2분기 실적이 일시적이고 3분 부터 다시 예전으로 돌아갈 것인가?

아마도 동 종목에 투자하기 위해 가장 많이 고민해야 되는 부분이며 핵심부분이라고 판단된다.

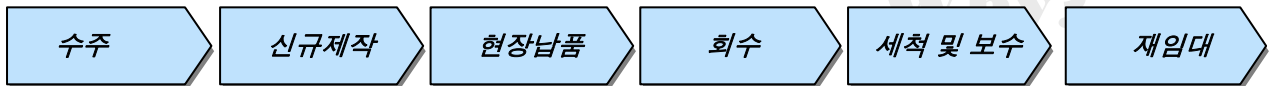
많은 부분을 살펴보고 고민해봐야 할 것이라고 본다.

필자는 향후에도 2분기의 실적이 계속될 수 있을까 하는 부분에 많은 고민을 했고 그 판단은 향후에도 계속해서 실적이 향상될 수 있을 것이라고 판단하고 있다.

그 근거들은 다음과 같다.

1. 임대사업의 구조 및 수익성
2. 계약과 회계처리상의 특성
3. 회수품 사용율의 증가에 따른 수익성 급격 향상
4. 현재 업황은 분양 사이클상 골조공정 호황
5. 현장에서의 요구 증가
6. 높은 진입장벽과 과점체제의 유지
7. 고층아파트로의 주거환경의 변화-알폼 사용의 확대
8. 신도시의 개발(판교, 송파, 은평, 뉴타운, 재건축, 주상복합)

1. 임대사업의 구조와 수익성에 대해서는 이미 앞장에서 설명을 했다고 보고 생각한다.
2. 알루미늄판넬 임대는 한번 임대에 평균 10개월 정도 걸린다. 계약금과 층수가 3층 정도 올라갈 때마다 건설사는 대금을 지급한다. 임대는 이것을 임대기간으로 안분해서 회계처리를 한다. 이런 점을 고려할 때 3분기 실적이 2분기에 비해 증가하면 했지 급속히 나빠질 거 같지는 않다. 판매라면 한 분기에 큰 계약이 있어 일시적으로 수익이 좋아질 수 있으나 임대사업의 특성상 적어도 2분기 실적이 일시적이지는 않다고 판단된다. 또한 잔존가치 200억 이며 이에 대한 연간 감가상각비가 약 105억. 이를 4분기로 안분하면 한 분기 26억 정도의 감가상각이 예상되고 2분기 실적이 임대판넬에 대한 감가상각액 28억이 반영된 수치라는 점에서 신규자산이 좀더 늘어나더라도 감가상각액 증가로 인한 수익감소는 없을 것이라 판단된다.
3. 오히려 향후에 실적이 더욱 증가하리라고 예상되는 또 하나의 근거는 회수재의 사용율 증가이다. 연초만 해도 회수재의 사용이 30%수준이었던 것을 현재 50%이상 수준까지 끌어올렸다. 그리고 연말에는 70%수준으로 올릴 계획이라고 한다. 먼저 시장을 선점한 결과이며 많은 자산을 보유한 결과이다. 경쟁업체인 금강공업은 현재 100% 신규제작만 하고 있고 이제 재처리 시설을 만들려고 준비 중이다. 회수재의 사용율이 증가했다는 말은 다른말로 2회전이상 돌아가는게 50%이상 넘어선다는 말로 해석할 수 있고 수익이 급증하는 시점이 되었음을 말한다.





실적의 지속&증가는 가능한가?

4. 업황에 있어서도 현재 건설경기가 불경기임에는 틀림없지만 동사의 거푸집이 사용되는 골조공정은 분양 완료 이후 1년 정도 후에 이루어 지고 1년~2년 전의 아파트 건설업황은 최고의 호황기임을 생각해볼 때 현재 시점에서 거푸집이 호황기가 아닐까 생각도 든다.

5. 하지만 건설경기 악화에 따라 실적악화가 불가피 하지 않을까 염려도 되기는 하지만 알루미늄폼에 대한 많은 장점으로 인해서 수요는 꾸준히 늘어날 것으로 생각된다. (p.14 참조). 실제 건설 현장의 사람들과 인터뷰한 결과 공기단축에 의한 비용절감뿐만 아니라 작업의 편리성(예를 들면 하층의 받치는 서포트의 경우 기존제품에 비해 반만 설치해도 됨, 작업공간확보), 건축물 품질의 향상, 폐자재 감소 등의 효과로 가격이 비싼 단점에도 불구하고 그 요구가 증가 되고 있다고 한다.

6. 기존의 거푸집시장은 100여 개사가 난립하여 가격경쟁을 벌이고 있으나 알루미늄판넬 시장은 높은 진입장벽으로 인해 현재 3~4개 업체가 과점하고 있는 형태이다.(삼목정공이 40%)

높은 진입장벽은 첫번째 큰 초기투자가 필요하고 300~400개달하는 아이템에 대한 설계기술력과 출고를 위해 자재를 생산하고 재처리하고 분류하고 쌓아놓을 수 있는 넓은 토지도 필요하다. 그리고 가격경쟁력에서도 후발주자의 경우 상대가 되지 않아 높은 진입장벽을 바탕으로 향후 계속해서 과점체제를 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

7. 필자는 개인적으로 우리나라 주택시장이 고층으로 갈수 밖에 없는 상황이라 생각하고 있다. 최근 들어 수십층 높이의 주상복합을 필두로 일반 아파트 시장도 30층 높이까지 지어지고 있다.

삼목의 알폼이 많이 사용되고 있는 화성통탄지구를 비롯하여 잠실지구, 판교분양, 송파신도시개발, 은평뉴타운에도 고층 아파트가 다수 포진되어 있고 도심의 재건축 및 재개발은 향후 고층의 형태로 갈수 밖에 없다고 판단한다.

8. 향후 이런 시장상황이 될 것이라 전제하에 알루미늄 판넬시장은 더욱 늘어날 것이고 또한, 향후 임대가격의 인하가 불가피 할 것은 틀림없겠지만 급속감가상각으로 인해 그 하락폭 이상으로 원가절감이 가능하고 가격이 하락하는 만큼 수요가 더욱 확대될 것이라 보인다.(고층에서->저층으로의 확대 가능)

이상과 같은 내용들이 향후 실적이 지속 & 증가가 가능하다고 필자가 생각하는 근거들이다.

물론 필자가 간과하고 또는 우려하고 있는 부분들도 있다.

대기업이 시장에 뛰어든다든지..급격한 가격인하가 일어난다든지 또는 건설경기들이 급속 악화되어 고객사의 부도 등으로 인해 악성매출채권이 증가할 경우도 예상해 볼 수 있다.

그리고 그럴 일이 없다고 생각하지만 동일제강 등으로 수주와 매출을 넘기던지 하는 일 등이다. (주주들은 강시자로 나서야 할 것이다.)

어찌되었던 판단은 각자의 몫이 될 것이다.

다음에는 2분기 실적이 지속가능하다는 전제하에 06년 결산기준으로 적정주가에 대해 한번 생각해보자.



아래는 삼목정공의 9월 15일 기준 테트리스이다.

최근 4분기를 기준으로 해도 ROE 20에 PBR 0.8, PER은 4 정도며 시가배당율도 4%에 이른다. 현재의 상태로 그리 떨어지지 않는 매력도다.

회사명	비중	매수일	주가		BPS		매수		테트리스(9/15)				EPS/4							
			매수	'06 9/15	매수	'06 9/15	ROE	PBR	ROE	PBR	PER	DY	'06.6	'06.3	'05.12	'05.9	'05.6	'05.3	'04.12	'04.9
삼목정공	0.00			2,590		3,001			20.65	0.86	4.18	3.86	404	76	59	81	90	105	7	183

만약 앞서 말했던 대로 2분기의 실적이 향후 지속된다고 가정하면 올해 예상되는 순익은 130억 정도로 현재 주가(2590원) 기준으로 계산하면 per은 2 이하로 떨어지고 pbr도 0.68 수준이다. ROE가 연말기준 35% 수준에 이르는 점을 감안하면 동 종목의 적정주가는 어느 정도가 적당할까?

개인적인 생각임을 미리 밝히고 나의 의견을 말하면 적어도 PER 4 수준의 주가형성은 되어 되지 않을까?

또는 ROE 35%수준이면 PBR은 1.5이상은 평가 받아야 되지 않을까 생각해본다.

06년 예상수익 기준으로 PER 4는 5,200원, PBR 1.5는 5,740원이다.

현재 주가가 2,590원임을 생각하면 약 6개월 정도 기간에 100%의 주가 상승여력은 있지 않을까 싶다.

또한, 배당성향과 순익을 감안하면 올해 최소 150원 이상의 배당은 줄 것으로 보이고 이는 현재주가를 기준으로 5.8% 수준으로 배당도 양호한 수준이라 여겨진다.

개인적으로 대주주와 회사의 보수성을 리스크로 보아 약 20%의 할인율을 감안해서 4,500선 정도를 올해 실적치를 반영한 목표로 잡아본다.

06.9.15(금) 종가 : 2590원

구분	2005년말	1Q	2Q	3QE	4QE	2006년E
발행주식수	3,779,479	3,779,479	3,779,479	3,779,479	3,779,479	3,779,479
순이익	3,280,026,913	743,886,000	3,959,976,000	4,000,000,000	4,000,000,000	12,703,862,000
자본총계(순자산)	25,008,089,171	25,456,738,601	29,416,714,870	33,416,714,870	37,416,714,870	37,416,714,870
ROE	13.12%	2.92%	13.46%	11.97%	10.69%	33.95%
BPS	2,557	2,603	3,008	3,417	3,826	3,826
EPS	335.40	76.07	404.93	409.02	409.02	1,299.03
PBR		0.99	0.86	0.76	0.68	0.68
PER	8.84					1.99
배당금액	100					150
05년 말 증가	2,960					
배당수익률	3.38%					5.79%

위 내용은 향후 실제로 순익이 예상한대로 나와준다고 생각하고 제시한 것이다. 사업구조와 수익구조를 볼 때 개인적으로 큰 확신을 가지고 있지만 실제 주가는 귀신도 모른다고 하지 않던가?

실제 주가는 예상에 훨씬 못 미칠지.. 아니면 오버슈팅해서 1만원을 갈지.. 재미있게 한번 감상해 봤으면 좋겠다.

여하튼 결국 주가는 회사의 수익과 같이 간다고 믿고 영원한 테마는 실적이기애 이런 수치들을 한번 제시해 보았다. 다음에는 앞서 언급한 기술적인 부분(수급)도 한번 살펴보자.



현재의 기술적(거래주체, 수급 및 차트) 분석

개인적으로 차트 등의 분석은 잘 할 줄 모른다. 하지만 차트는 자주 보는 편이다. 왜냐면 주가의 흐름을 한눈에 보여주기 때문이다. 그리고 좀더 큰 그림을 보는데도 도움이 된다.

또한 차트를 보면서 중요하게 여기는 부분은 누가 샀으며 어떤 사람들이 팔았는지의 수급분석과 유통 가능한 물량과 거래량과의 관계도 살펴보는 편이다. 왜 차트라고 하실지는 모르겠지만 이왕 리포트 마지막에 왔으니.. 재미삼아서라도 한번 해보자.

삼목정공 주가차트(일봉)



위는 삼목정공의 일봉차트이다. 05년 9월부터 12월초까지는 전체 시장이 좋아서 꾸준히 올라갔던 주가가 12월에 별다른 이슈도 없이 하루 몇 만주 수준의 거래량이 50~60만주까지 늘면서 연 이틀 상한가를 갱신하면서 큰 폭으로 상승했다. 세력이 매집을 했다고 보다는 워낙 소액주주의 지분이 작아서 큰손 몇 명이 자기 주식을 회전시켜가면 주가를 상승시켰던것으로 보인다. 이러한 것은 06년 초에도 마찬가지로 1월 중순경부터 2월까지 거래량을 크게 증가시키면서 주가를 상승시켰다. 그러던 주가는 2월 10일 대주주의 경고성(?) 매도 공시로 큰 폭 하락하고 3월말경 200만주까지 거래량을 증가시키면서 가지고 있던 물량을 다 털어 내었다. 이후 4월 14일 상장폐지 요건에 해당되는 주식분산요건미달(작년 말 기준)로 투자유의종목지정 공시가 나면서 다시 한번 하락하고 이후 5월 이후에는 주식시장의 냉각에 따라 계속 주가는 하락했다.

이후 8월 들어 서프라이즈한 2분기 실적 발표를 계기로 현재 주가가 1차 상승했고 한번 조정을 받은 후 전체적인 손바뀜이 일어나면서 현재 재차 상승국면에 들어와 있다.

기왕 여기까지 왔으니 주식분산요건에 대해서도 한번 알아보고 이와 관련하여 주식을 판 주체와 산 주체도 한번 살펴보자.

Why?

Why?



기술적 분석 -과거 수급 분석

2. 다음의 주식분산기준미달이 1년 이내에 해소되지 아니하는 경우

- 1) 최근 사업년도말 현재 소액주주가 200인 미만
- 2) 최근 사업년도말 현재 소액주주의 소유지분이 20%미만
(300인 이상 소액주주가 발행주식총수의 10% 이상으로서 100만주 이상을 소유하는 경우 제외)
(출처 : '코스닥 상장폐지 요건' - 네이버 지식iN)

2005년 12월 31일 현재

구분	주주수	비율	주식수	비율	비고
소액주주 (개인)	310	95.39	985,561	10.06	
최대주주	7	2.15	6,847,640	69.87	
기타주주(개인)	8	2.46	1,966,799	20.07	
합계	325	100	9,800,000	100	

(주석1)

04년도 기말 현재
기타주주 수 7명, 1716369주

2006년 6월 20일 현재

구분	주주수	비율	주식수	비율	비고
소액주주(개인)	732	98.79	2,443,582	24.94	
최대주주	7	0.94	6,654,638	67.9	
기타주주(개인)	2	0.27	701,780	7.16	
합계	741	100		100	

(주석2) -6개월간 주식분포의 변화

대주주 순매도 : -193,002주(2.10)
기타주주 순매도 : -1,265,019주
소액주주 순매수 : +1,458,021주
기타주주수 8명->2명(김현미 제외하면 1명. 나머지 다 털고 나감)

- 기타주주의 기준은? - 소액주주가 아닌 개인주주를 말하는 것?
- 김현미 - 6%(587,980주) 여전히 보유 중, 1929년생(가사, 부산 동래)으로 차명 계좌인 듯 함. 대주주 파킹물량일 가능성도 있음. 신문기사에 자주 등장.



(남산 가설)

매집한 세력이라기 보다는 삼목정공의 기타주주로 명시되어 있던 사람들이 주가를 끌어올림. 정황상 대주주가 2월 10일 주식을 매도함으로써 주가가 폭락했고 미처 처분하지 못한 주식을 3월말 대량의 거래 (200만주 이상)를 일으키며 주가를 상승시켜 다 털어낸 것으로 보임. 대주주 매도는 장난치는 세력에 대한 일종의 경고성으로 보임.

이 기타주주들은 서로 아는 사람이었을 가능성이 큼. 그렇다면 삼목정공의 협력업체 정도가 아닐까 하는 의심.

*** 주식분산요건을 맞추기 위함은 아닌 걸로 판단됨.**

소액주주란?

상장법인이 발행한 주식총액 또는 출자총액의 1%에 해당하는 금액과 액면가 기준으로 3억원 미만에 해당하는 금액 중 더 적은 금액에 해당하는 주식을 가진 주주를 말한다.

과거의 상황들을 한번 살펴해보았다. 이유는 근래의 상승이 큰 물량을 매집한 세력이 있어 주가를 올리는 것인지 실적을 기반으로 새로운 매수주체가 주가상승을 견인하는 것인지를 판단하기 위해서였다.

개인적인 판단은 후자쪽이다. 현재의 상승은 2분기 실적을 바탕으로 새로운 매수주체와 기존 소액주주사이의 원활한 손바뀜 현상이 일어나고 있다는 판단이며 향후 3분기 실적이 주목되는 시점이다.



내용은 별것 없으면서 길기만 한 보고서를 읽어 주셔서 정말 감사합니다.

보고서를 작성하느라 고생한 것에 비하면 부실한 보고서이긴 합니다만 그래도 많은 시간과 노력이 들어간 것이라 여겨주시기 바랍니다.

동 기업에 대한 조사를 하면서 회사측과 많은 마찰도 있었고 좀 심한 소리도 하고 그랬습니다. 이 자리를 빌어 귀찮게 해드린 삼목정공 주담인 노모 대리님과 회사 직원들께 사과의 말씀을 드립니다. 하지만 주주들의 알 권리를 너무나 막고 있는 회사측에 대한 섭섭한 마음도 여전합니다. (이 부분에 대한 시정은 계속 요구할 계획입니다.)

본 보고서를 작성하는 동안 주가가 많이 올랐습니다. 1편, 2편의 간략한 보고서를 내 놓았고 이제 완결편을 내놓을려 하는데 가장 부담스러운 부분입니다.

제가 현재 동 종목의 주주이기 때문에 더욱 그렇습니다.

주가가 올라도 부담스럽고 떨어지면 더욱 부담스러운 상황이 될 수 있다는 생각이 듭니다.

그래서 더욱 자료조사와 검증과정에 많은 시간을 투자했고 이런 과정에서 저 또한 한 단계 성장할 수 있었고 전업투자자로서 향후 기업조사를 어떻게 해야할지 하는 경험도 하게 되었습니다.

본 보고서의 내용에는 개인적인 추정이나 가설도 많이 들어 있습니다.

그 중에는 사실과 다른 부분도 있을 것입니다. 특히 동일제강과의 부분은 정황상의 추정일 뿐 확실히 확인되지 않은 내용입니다. 여전히 픽션임을 강조드립니다.

동 종목은 이제 성장의 초입에 와 있는 단계라고 보입니다.

회사의 성장에 따라 그 과실이 경영진을 포함한 직원과 대주주 및 소액주주 모두에게 골고루 돌아갈 수 있기를 바라며 투자자의 알권리에 좀더 신경을 써 주실 것을 부탁드립니다.

긴 글 읽어 주셔서 정말 감사합니다.

- 남산주성 올림 -

- ❖ 본 보고서 작성자인 본인은 현재 2006년 9월 15일 현재 삼목정공의 주주입니다.
- ❖ 본 보고서는 소액주주들의 기업 바로 알기와 소액주주 권리찾기의 일환으로 정보와 의견을 전달하는데 그 목적이 있습니다.
- ❖ 본 보고서는 객관적인 사실을 담고자 최대한 노력하였고 그 내용을 일일이 확인하고자 많은 노력을 하였으나 회사측의 무성의와 필자의 능력부족으로 인해 일부 글의 내용이 사실과 다를 수 있음도 밝힙니다.
- ❖ 본 보고서는 주가상승을 위한 자료가 아님을 강조하고 투자에 대한 책임은 투자자에게 있음을 미리 밝힙니다.(물론 도의적 책임을 지도록 하겠습니다.)
- ❖ 본 보고서와 관련하여 의문사항은 (giki0125@naver.com 이나 019.509.2002 (김태석), 02.466.5391(가치투자연구소)로 연락바랍니다.



❖ 참고 할 많은 사진자료가 있으나 보고서에 올리기 적절한지 몰라 생략했습니다. 양해를 부탁드립니다. 필요하신 분은 개인적으로 연락을 부탁드립니다.

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Thank you

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?

Why?