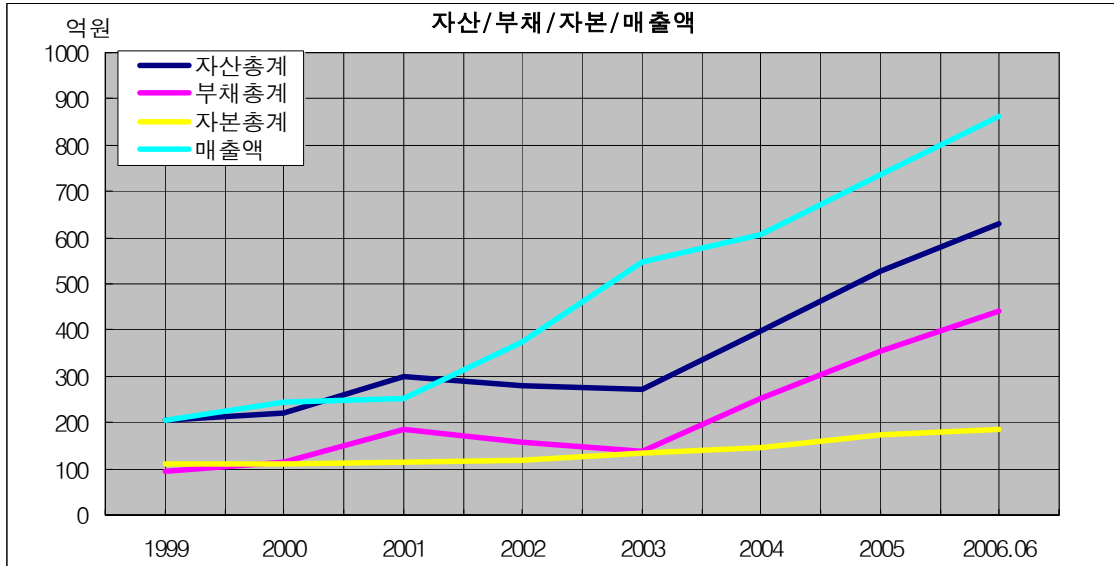


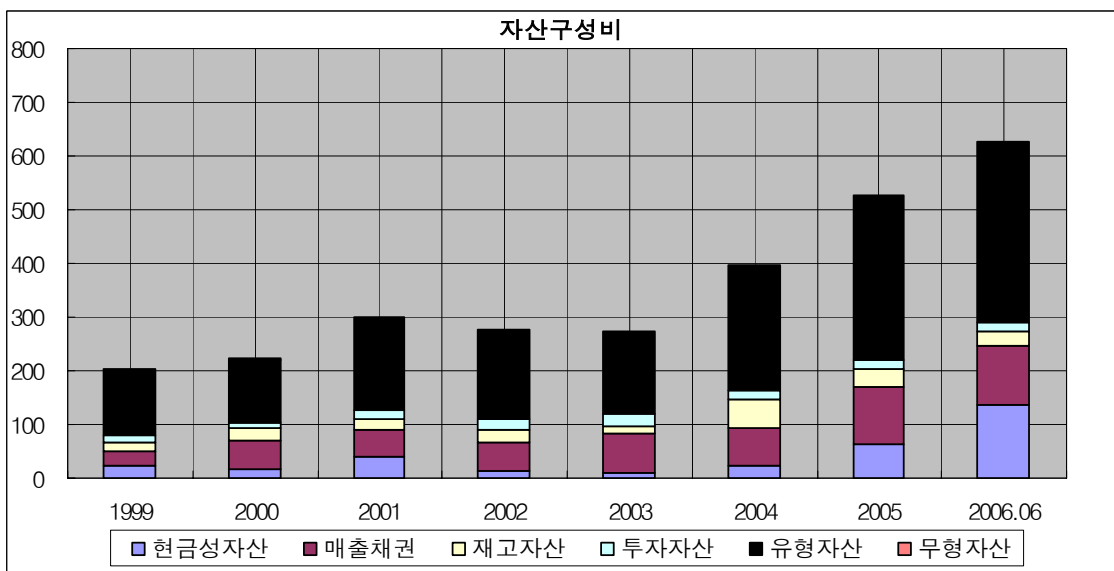
제일테크노스(038010)

2006-10-18

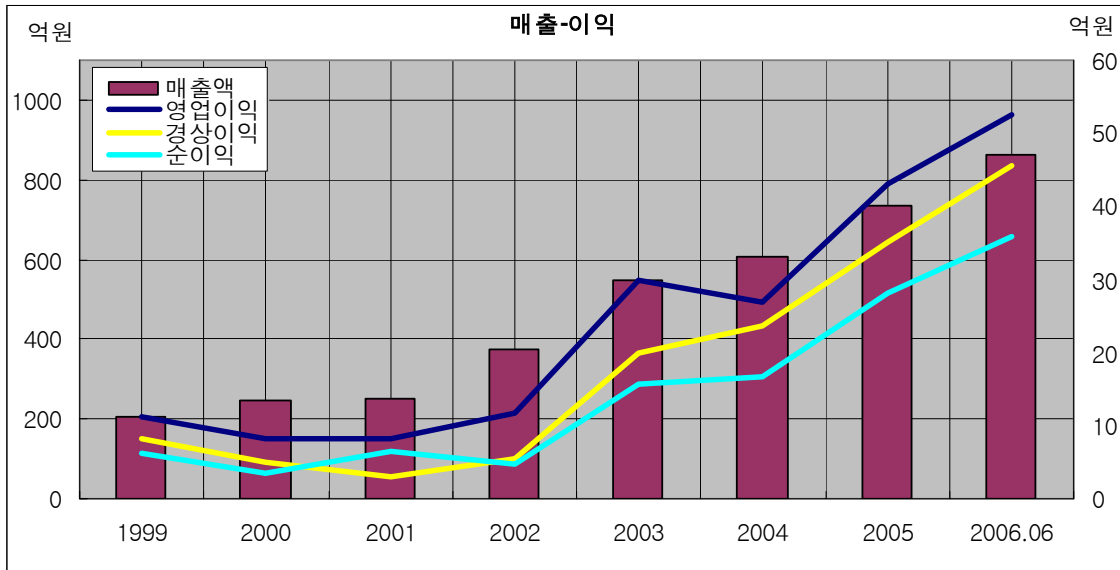
1) 재무분석



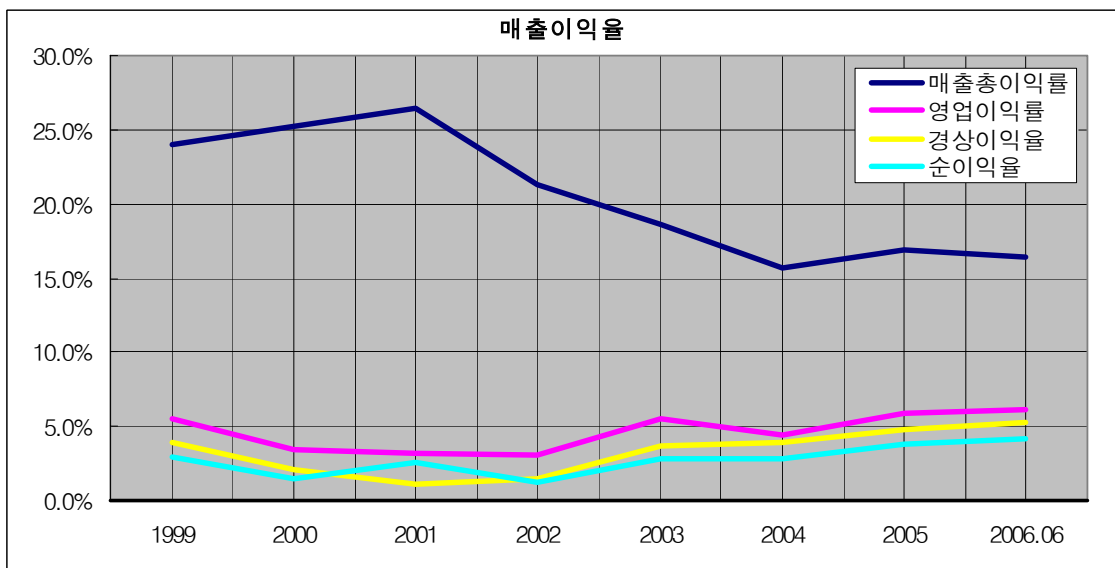
밀레니엄에 들어서서 매출액이 자산을 넘어서기 시작했으며, 꾸준히 증가해왔다. 부채 계속 증가하여 자산이 증가하였으나, 매출액의 증가에 비해 자기자본의 증가가 뚜렷하지 않다. 매출이 증가한 시점부터 자기자본은 62% 증가, 부채는 138%, 자산은 109%, 매출은 242%임. 영업 레버리지를 통한 매출액의 상승을 통해 이익이 실현되지 않는걸까? 왜 자본이 늘지 않았던걸까?



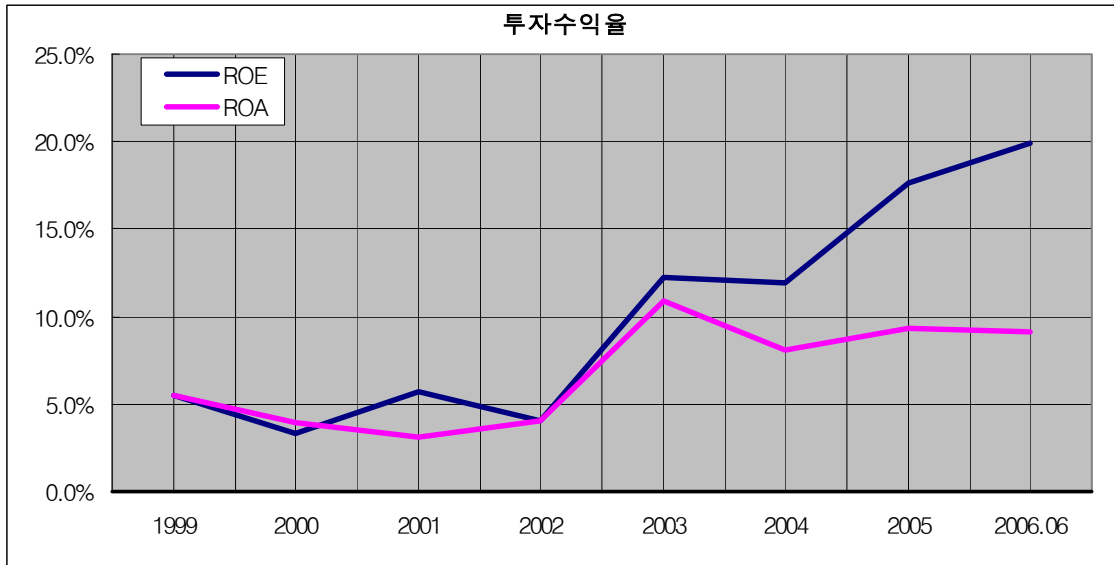
2004년 이후 유형자산이 크게 늘었으며, 최근에는 현금성 자산의 증가가 눈에 띈다. 부채가 2004년 늘어난 이유는 이 유형자산에 투자하기 위해서였을 것이다. 최근의 현금성 자산의 증가는 단기금융상품의 증가이다. 부채나 갚을 것이지.



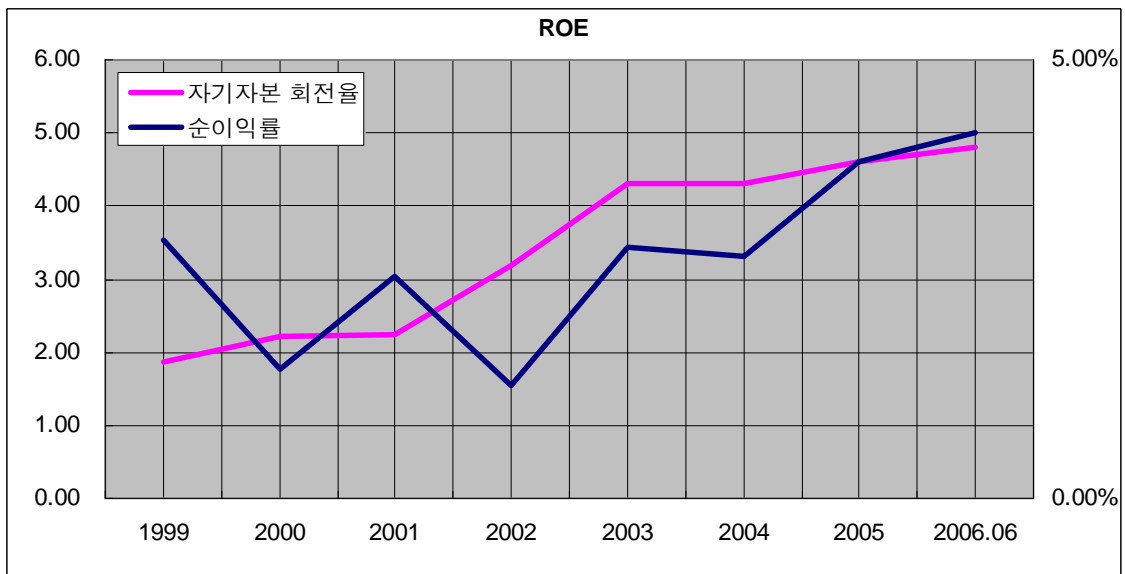
매출액의 증가와 함께 이익도 증가 추세이다. 분명 레버리지로 이익을 내고 있다. 매출 증가가 연 20%임. 매출액 1,000억 육박하나 시가총액은 116억이다.



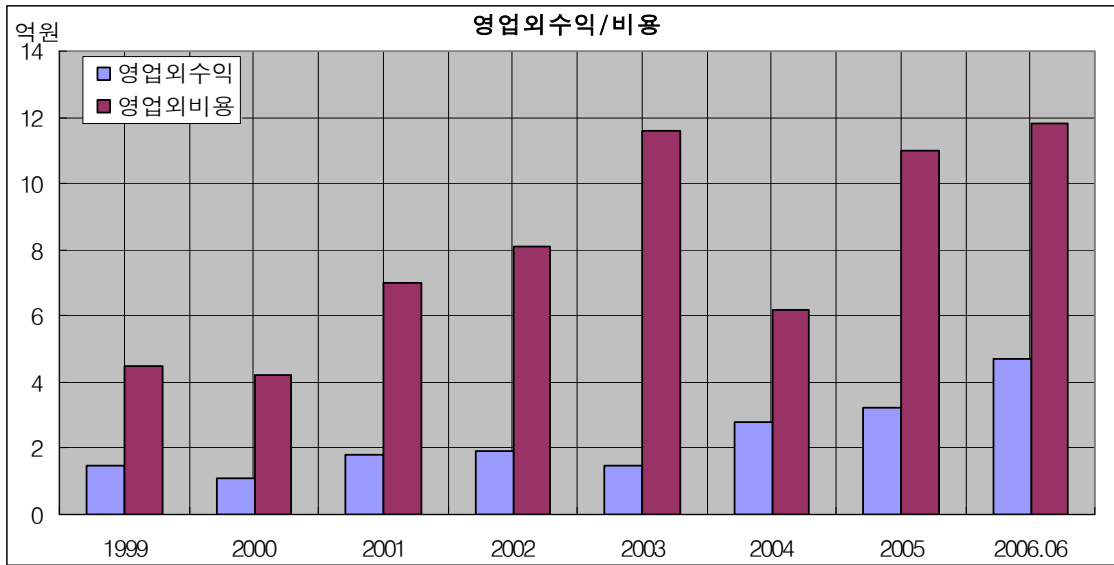
매출액이 증가한 2002년부터 매출총이익률이 떨어졌다. 많이 파는 대신 적게 남긴다는 얘기로 박리다매 매출이 의심된다. 그러나, 2004년부터는 매출액이 늘어도 매출총이익률이 15%이상 유지한다. 대신 영업 및 순이익률은 5% 내외로 낮은 수준이다.



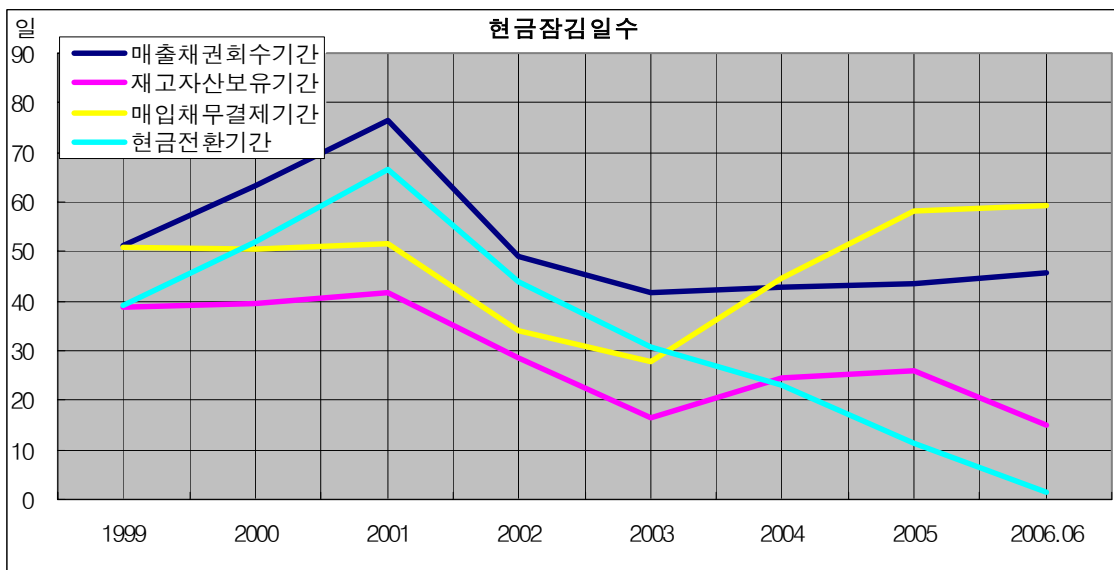
레버리지를 통해 ROE가 증가했다. 그리고 총자산수익율(=영업이익/총자산)은 약 9%대를 유지하고 있다. 즉, 부채이자보다는 더 번다는 말이다.



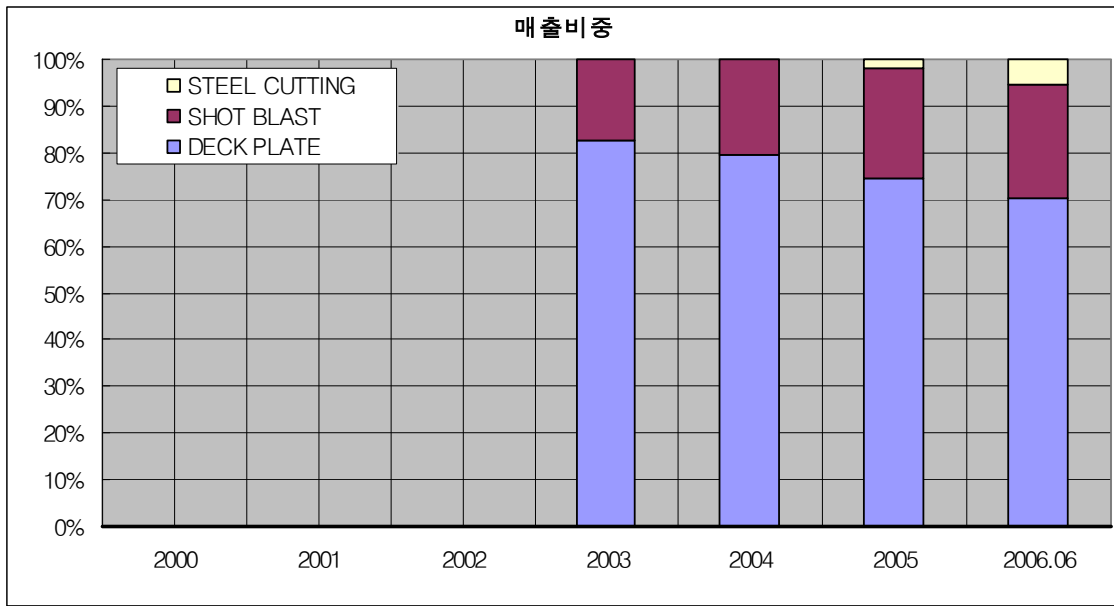
ROE를 분해해보니 자기자본 회전율과 순이익률 모두 증가하고 있다. 다만, 순이익률이 좀 더 나오면 좋겠다. 앞으로 더 나올까?



영업외수익은 거의 없는 회사다. 본업만 파는 회사. 부채를 늘린 결과로 금융비용을 매년 크게 지불하는 것을 유추할 수 있다.



재고자산 회전율이 늘어난게 눈에 띄고 매입채무 회전율이 줄어든 것도 좋은 신호다. 사실 이 회사의 접근은 조선업종이라고 볼 수 있는, Shot blast 및 Steel cutting에 대한 아이디어다. 이 매출은 임가공형태의 매출로서 재고자산이 없는 형태다. 즉, 저 재고자산의 감소는 이 회사의 주매출처인 Deck plate의 재고자산 감소라고 보는게 옳을 듯하다. 경쟁이 심한 Deck plate 장사에 있어서는 좋은 신호다.



회사는 Deck plate의 비중이 낮아지면서(여전히 큰 비중이지만), Shot blast 매출이 증가, 그리고 신규공장 증설에 따른 Steel cutting 매출의 증가가 관전 포인트다.

(단위 : 원/ton, m²)

품 목		제 36 기 반기 (2006.01~2006.06)	제 35 기 연간 (2005.01~2005.12)	제 34 기 연간 (2004.01~2004.12)
DECK PLATE	KEM DECK	1,450,000	1,450,000	1,500,000
	HI DECK	1,460,000	1,460,000	1,520,000
	J.F DECK	1,580,000	1,620,000	1,700,000
	TRUSS DECK	22,319	22,360	22,430
SHOT BLAST		1,062	1,085	1,053
STEEL CUTTING		28,790	19,200	-

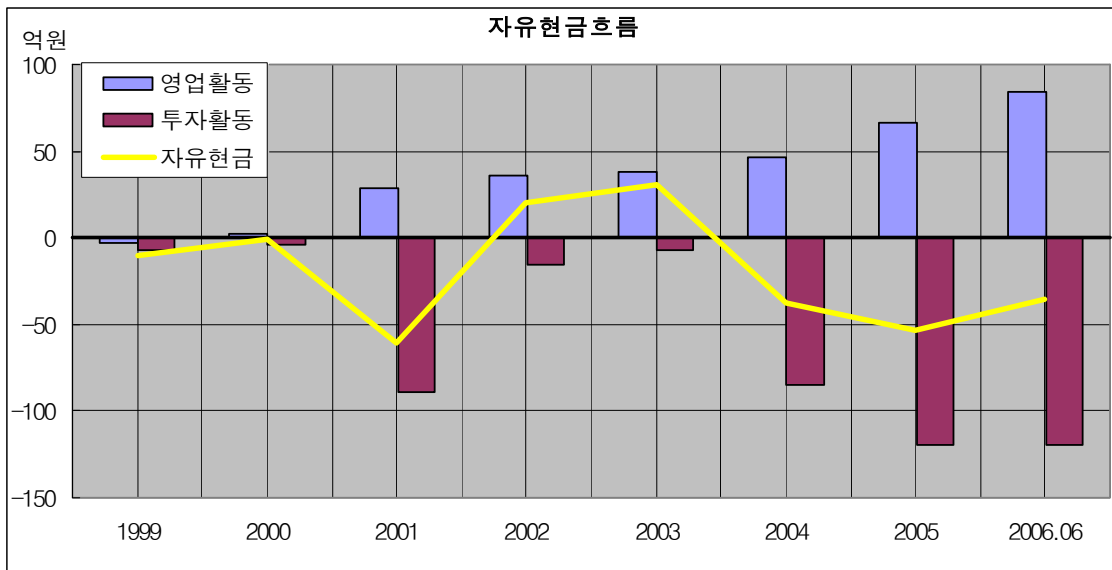
제품의 가격을 살펴보면, Steel cutting의 가격이 올해 50%가량 크게 증가한 것을 발견할 수 있다.

(단위 : 톤)

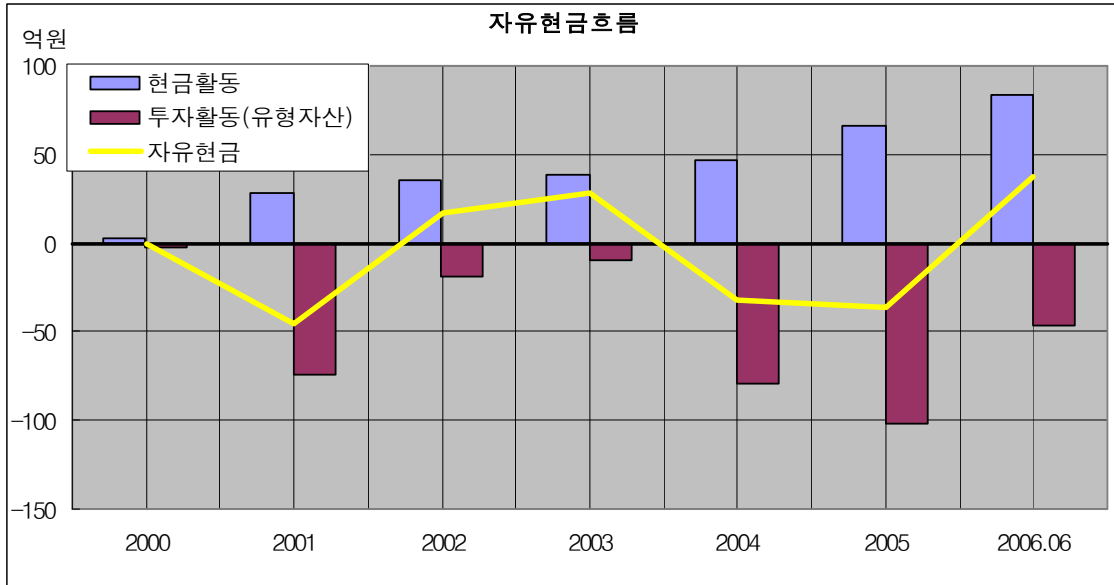
사업 부문	품 목	사업소	제 36 기 반기 (2006.01~06)	제 35 기 연간 (2005.01~12)	제 34 기 연간 (2004.01~12)
DECK PLATE 부 문	TURSS DECK	제 1 공장	21,834	41,078	39,131
	KEM DECK	제 1 공장	702	2,317	2,701
	HI DECK	제 1 공장	442	1,050	976

	J.F DECK	제 1 공장	228	394	229
	소 계		23,206	44,839	43,037
SHOT BLAST 부 문	SHOT BLAST	제 1 공장	110,240	249,707	257,252
	SHOT BLAST	제 2 공장	124,048	266,088	263,122
	SHOT BLAST	제 3 공장	180,999	269,163	0
	SHOT BLAST	제 5 공장	95,145	0	0
	소 계		510,432	784,958	520,374
기 타	STEEL CT'NG	제 3 공장	75,169	65,187	0
	STEEL CT'NG	제 5 공장	7,844	0	0
	소 계		83,013	65,187	0
합 계			616,651	894,984	563,411

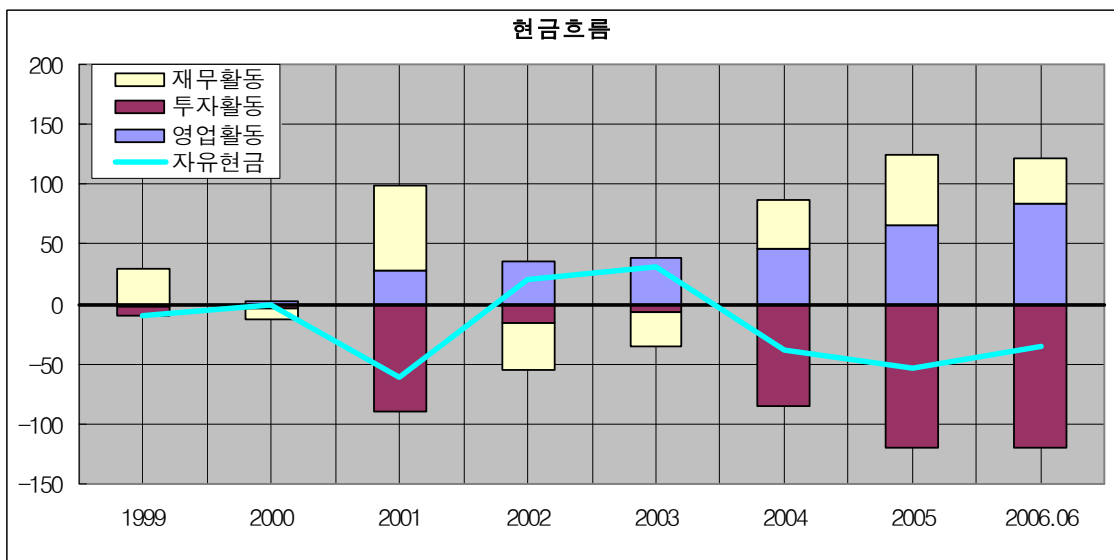
제3공장과 5공장의 증설로 기존 생산량을 크게 증가시켰다. 최근 가동을 시작한 5공장의 경우 생산량이 더 늘 것으로 예상된다. 비록 매출 비중이 작지만 Steel cutting의 가격의 증가와 생산량의 증가는 향후 동사의 매출의 지속적인 증가에 큰 보탬이 될 것이다.



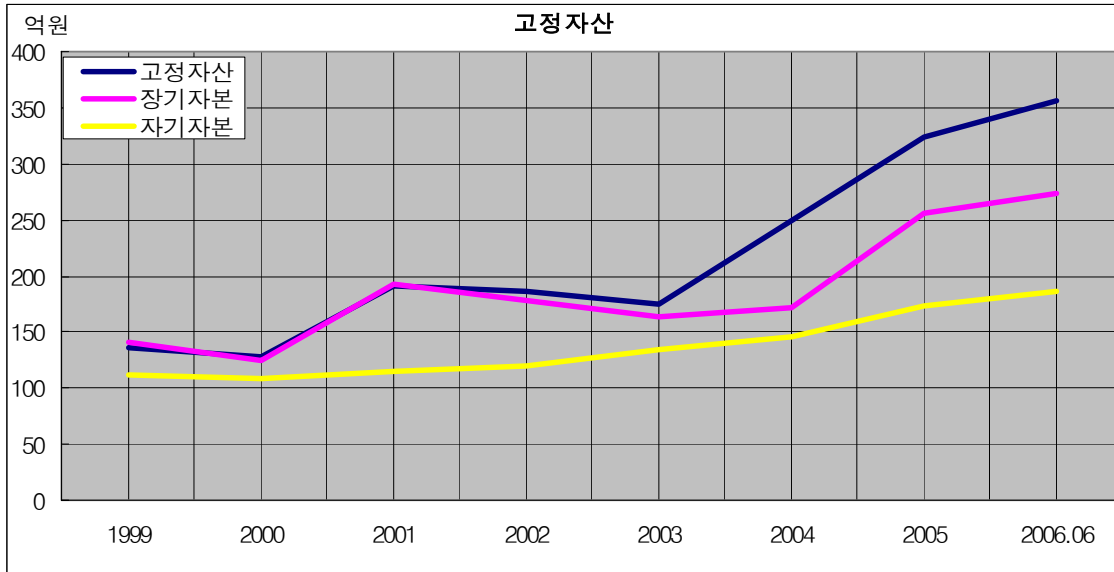
2004년부터의 설비투자로 인해 증가하는 영업활동 현금흐름에도 자유현금이 마이너스로 전환되었다.



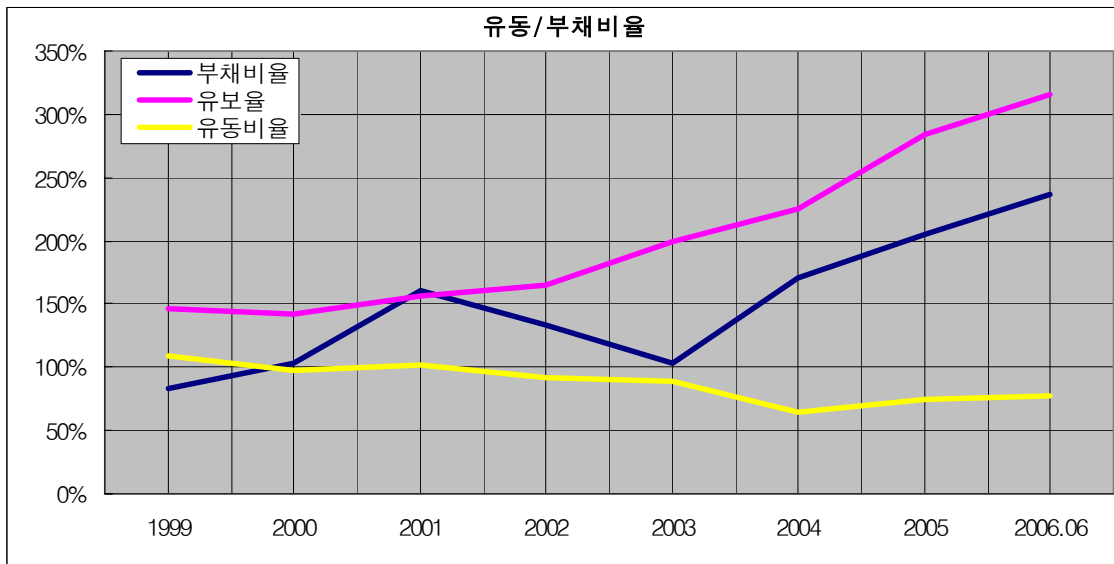
하지만, 투자활동 현금흐름 중 설비투자 부분만 떼어 놓고 보면(나머지 투자현금은 단기금융상품의 증가로 현금 유출이 일시적이라고 볼 수 있음), 올해부터는 설비투자 이상의 현금을 만들어 내고 있다.



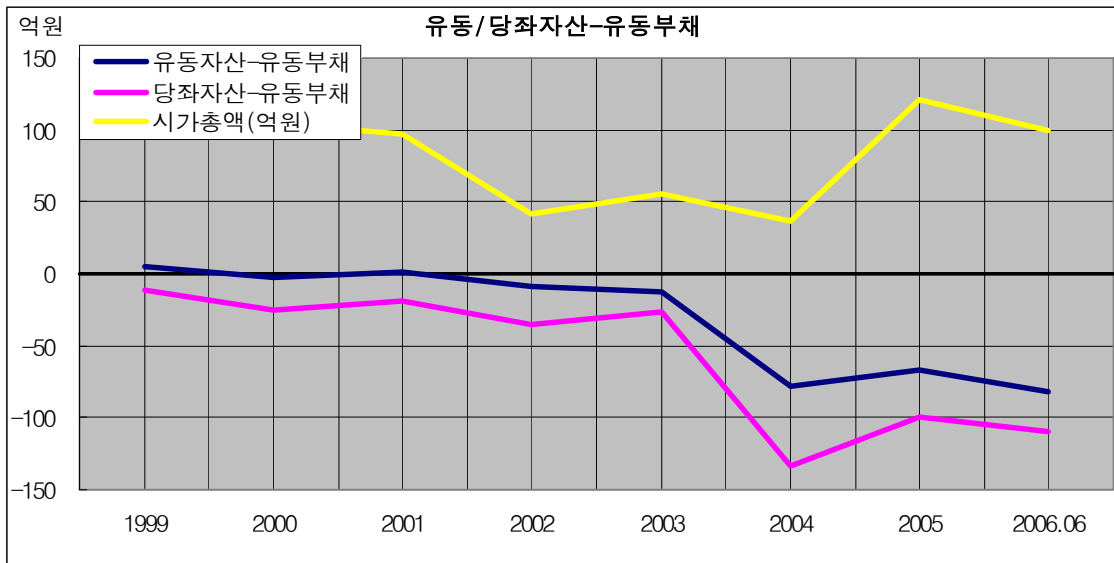
주지하다시피, 차입금을 통해 투자를 하고 있다.



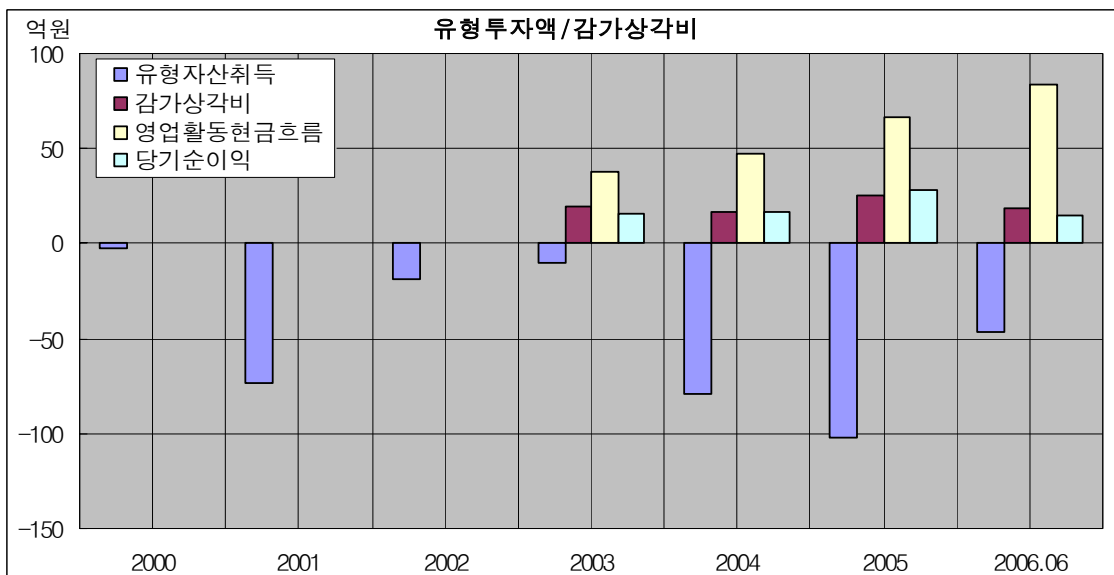
고정자산의 비율이 높다는 점이 큰 단점 중의 하나다.(고정비율이 190%, 고정자산장기적합률 130%) 설비투자에 따른 성과가 일어나 장기자본 및 자기자본이 고정자산을 빨리 넘어서야 한다.



부채비율이 높은 것은 이미 알고 있지만, 단기차입금의 증가로 유동비율도 썩 좋지 않다. 단기차입금부터 빨리 줄여나가야겠다.



역시 유동부채가 문제다. 빨리 단기차입금(113억)을 어떻게 처리를 해야 한다. 자산 구성을 보면 현재 현금성 자산이 113억이다. 이렇게 현금성 자산을 가지고 있는 이유가 새로운 설비투자를 암시하는지도 모른다. 설마?



감가상각비를 넘어서는 유형자산 투자를 하고 있다. 이런 감가상각비를 넘어서는 이익을 낼 수 있을 지가 문제다. 앞으로 얼마의 감가상각비가 이루어질까?

2) 조선부문 사업분석 및 감가상각비

1. 조선부문 매출

- 제일테크노스는 건설용 자재 DECK PLATE 생산업체로 매출 700 억원, 시가총액 110 억원의 중소기업임.
- 제일테크노스에게 관심을 가진 계기는, 낮은 per 과 동사의 DECK PLATE 사업부문외의 조선용 후판의 Blasting 및 Cutting 임가공 사업의 눈에 띄는 성장이 포착됨.
- 조선소로부터 발주를 받아, 동국제강, 포스코의 후판의 Shot blast 가공 및 후판 절단을 함으로써 매출을 올리는 구조.

사업부문	매출유형	품목	06 년(F)	06 반기	05 반기	2005 년	2004 년	2003 년	
DECK PLATE	제품 매출	TRUSS DECK	수출						
			내수	58,362	29,181	23,137	48,840	43,436	37,971
			합계	58,362	29,181	23,137	48,840	43,436	37,971
		합 성 DECK	수출						
			내수	4,048	2,024	1,613	5,492	4,072	6,940
			합계	4,048	2,024	1,613	5,492	4,072	6,940
SHOT BLAST	임가공 매출	SHOT BLAST	수출						
			내수	21,686	10,843	7,470	17,208	12,301	9,491
			합계	21,686	10,843	7,470	17,208	12,301	9,491
STEEL CUTTING	임가공 매출	STEEL CUTTING	수출						
			내수	4,780	2,390	60	1,376	0	0
			합계	4,780	2,390	60	1,376	0	0
기타	기타 매출	기 타	수출						
			내수	1299	866	192	531	908	235
			합계	1299	866	192	531	908	235
합 계			수출						
			내수	90,175	45,304	32,472	73,447	60,717	54,637
			합계	90,175	45,304	32,472	73,447	60,717	54,637

- 상기 표에서 알 수 있듯이, Shot blast 부문의 매출이 03 년 이후 30~40%씩 성장함. 특히, 05 년 상반기 실적 70 억에서 하반기에는 100 억을 증가, 그리고 06 년 상반기 역시 100 억대의 매출 시현.

- Steel cutting 부문의 경우, 05 년 상반기 0.6 억에서 하반기에는 13 억으로 증가. 그리고 06 년 상반기에는 24 억원으로 또 증가.
- 03 년 deck plate 매출 비중 82%에서 현재는 69%, 반대로 조선후판 임가공 매출 비중은 17%에서 29%로 증가
- 05 년 하반기부터 동사에서는 큰 변화가 일어나기 시작했음을 알 수 있음.

2. 설비투자

제 3 공장 신설투자 (2004.11.29)	투자금액	80 억
	설비목적	Shot Blast : 7,000,000 m ² /년간 (철판표면처리)
		Plate Cutting (철판자동절단)
	투자기간	2004.12 ~ 2005. 05
	장기차입금	70 억(30 억 장기차입, 40 억 사모사채)
이자율 (30 억 4.4%, 40 억 5.48%) → 연 3.5 억 금융비용 발생		
단기차입금	16 억 (누적 단기차입금 88 억)	
S&C 공장 신설 (2005.11.16)	투자금액	57 억
	설비목적	Shot Blast : 6,000,000 m ² /년간(철판표면처리)
		Steel Cutting (철판자동절단)
		철판 물류관리
	투자기간	2005. 11 ~ 2006. 05
단기차입금	40 억 (누적 단기차입금 118 억)	

- 그 이유를 추적해보면, 동사는 04 년말, 05 년말에 각 80 억/57 억의 설비투자를 단행함.
- 80 억짜리 설비투자 완료 시점 05 년 6 월부터 매출이 늘어났음.
- 57 억짜리 설비투자 역시, 06 년 5 월에 완료 후, 현재 가동 중인 것으로 보임. 3 분기에서 57 억짜리 투자에 대한 매출 증가분이 반영될 것임.

3. 유형자산

단위: 억원

유형자산	2004.09	2004.12	2005.03	2005.06	2005.09	2005.12	2006.03	2006.06
건물	39.9	39.9	39.9	79.4	81.6	82.0	82.0	82.0
기계	103.8	106.5	106.5	147.9	151.2	152.7	184.5	207.2
				건물 증가분	39.5	2.2	0.5	0.0
				기계 증가분	41.4	3.4	1.4	31.9

- 분기별 유형자산의 증가를 보면, 80 억짜리 설비투자 완료시점인 05 년 2 분기에 건물 및 기계 유형자산이 증가한 것을 확인할 수 있음. 05 년 2,3 분기의 건물, 기계 증가분을 더해보니 86 억.
- 57 억짜리 설비투자는 건물의 증가없이 기계자산이 06 년 1 분기부터 증가함. 더하면 56 억.
- 고로, 설비투자 후, 유형자산으로 모두 반영되었음.

4. 감가상각

단위: 억원

감가상각	'04.06	'04.09	'04.12	'05.03	'05.06	05.09	'05.12	'06.03	'06.06
건물									
감가상각누계	5.1	5.4	5.6	5.9	6.3	6.8	7.4	7.9	8.5
기계									
감가상각누계	64	67	71	73	78	84	91	97	105
건설중인자산	5.7	1.6	16.6	45.0	1.7	2.4	28.9	9.7	5.1
건물상각증가		0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
기계상각증가		3.3	3.5	2.6	4.9	6.0	6.2	6.2	8.3

- 설비투자가 완료됨에 따라 유형자산의 감가상각이 증가하게 됨.
- 05 년 2 분기부터 기계 감가상각이 4.9 억->6 억->6.2 억->6.2 억->8.3 억씩 증가
- 06 년 3 사분기에 역시 8.3 억에서 약 1.5 억 정도의 증가가 예상됨. (증가 안될 수도 있음.)
- 따라서, 모든 설비투자 완료 후인 올해 3 사분기부터 적용될 연간 총 감가상각액은

건물상각	2.2 억	기계상각	39.0 억	기타상각	1.5 억	총 감가상각	42.7 억
------	-------	------	--------	------	-------	---------------	---------------

5. 금융비용

- 단기차입금 및 장기차입금(연 3.5 억 이자비용) 증가로 연 4~5 억의 금융비용 발생 예상

(종합)

- 최소 감가상각비용(42 억)과 금융비용(4 억) 이상의 영업이익을 내야 하므로, 7%이상의 영업이익률이 실현되어야 긍정적임. 소심하게 현재 수준이익률 6% 가정시, 올 예상매출액 900 억에서 54 억 영업이익, 순이익 36 억. 현재 시가총액 116 억임. per 3.2 수준. (06 년 매출액=상반기실적 x 2 기준, 분기별 이익을

확인해보면, 4 사분기 이익이 크게 늘어나며, 57 억짜리 공장 매출 증가분이 반영안되어 있으므로, 보수적인 기준이라고 봄)

- 왜 낮은 per 을 적용 받는지 생각해 보면, 보통 거래량이 1 만주 이하임. 대주주 및 자사주 지분 68%로 유통물량 288,000 주임. 아울러, 동사의 주업은 건설부문인 점이 작용한 듯함. 하지만 조선부문의 비중이 늘어가면서 시장이 동사를 조선관련주로 인지할 것으로 가정한다면, 좀 더 비싸게 쳐줘도 되지 않을까 싶음. 그러기 위한 전제조건은 감가상각비와 금융비용을 훨씬 넘어서는 이익을 보여줘야 하는데, 3 사분기가 첫 시험이라고 생각됨.

- 화끈한 계산을 해 보면, 올 2 분기 매출 220 억, 영업이익 14 억, 순이익 11 억임. 57 억짜리 신규 공장 매출분이 아직 반영되어 있지 않은 상태에서 10 억원의 감가상각비에도 불구하고 영업이익 14 억이면 실질 이익률은 증가했다고 봄. 화끈하게, 올해 순이익 40~45 억 잡아주면, per 2.5~2.9

- 느낌으로는 조선부문의 매출이 예상보다 높을 듯 하고, 이익률도 상당히 올라갈 것으로 보임. 2009 년 물량까지 채워지고 있는 시점에서, 향후 매출은 지속 증가하는 것은 당연해 보임. 재료가 들지 않는 임가공 매출이면, 물량 들어오면 생각없이 계속 가공만 하면 됨. 2 교대를 하든, 3 교대를 하든, 회사는 매출을 계속 올릴 것임. 현재 90% 이상의 가동률을 보임.

(06년 반기 가동시간)

사업소(사업부문)	반기가동가능시간	반기실제가동시간	평균가동률
TRUSS DECK 부문	12,312	11,938	97%
DECK PLATE 부문	1,200	668	56%
SHOT BLAST(1 공장)	2,964	2,600	88%
SHOT BLAST(2 공장)	2,964	2,617	88%
SHOT BLAST(3 공장)	2,964	2,731	92%
SHOT BLAST(5 공장)	2,457	2,348	96%
합 계	24,861	22,902	92%

- 관전 포인트는 영업이익이 얼마나 나와 주느냐, 이익률이 높아지든, 매출이 그것을 커버하든, 분기당 영업이익 15 억 이상이면, 못 먹어도 GO 임. 3 사분기는 신규공장 매출 증가분 감안해서 15~18 억 정도 예상함.

- 이것 저것 떠나서, 시장에서 조선관련주로만 취급해줘도 장땡임. (끝)