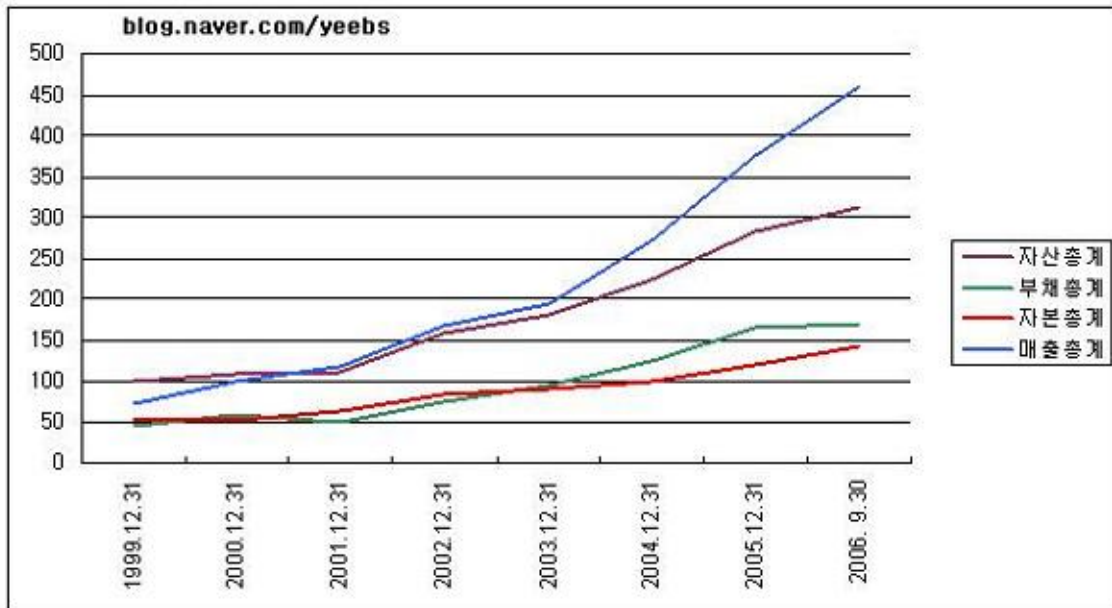
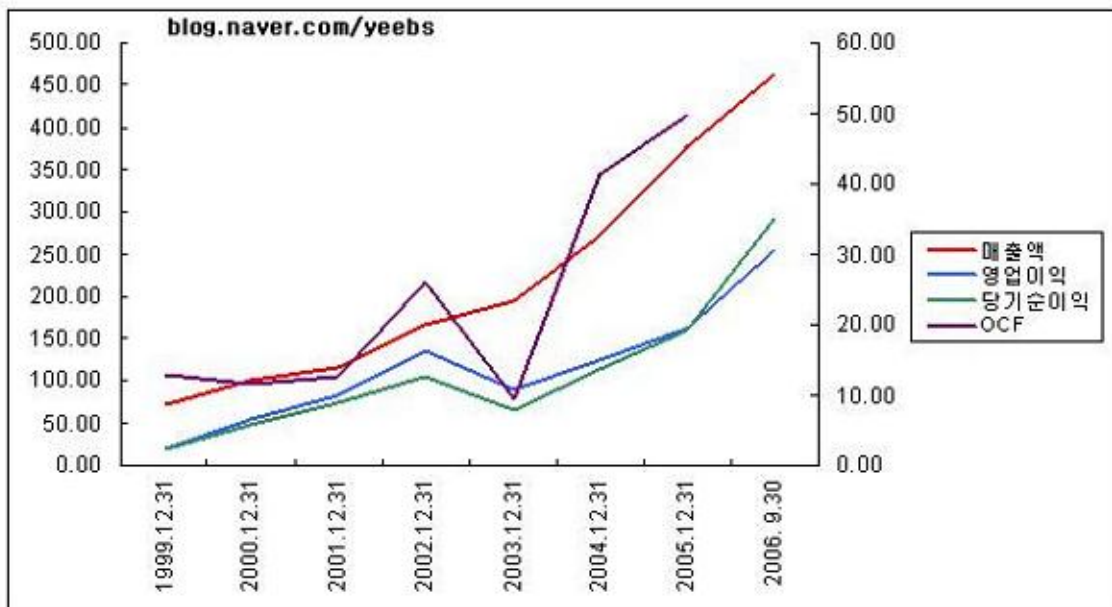


## 대진공업 리포트 by 프리즈머



방향성을 보면 우선 매출이 빠르게 증가하고 있습니다. 자본과 자산도 같은 방향으로 움직이고는 있는데, 자본의 증가가 매출보다 더딥니다. 매출의 증가가 이익의 증가로 이어지는 수준이 약하다는 느낌입니다.

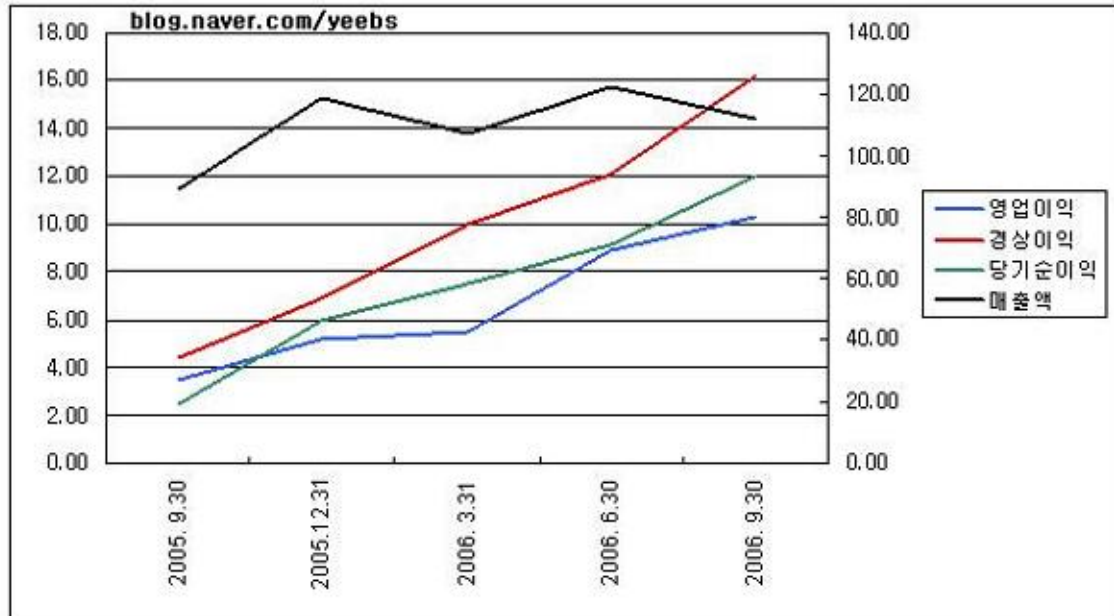
또한 자산의 증가에 있어서 부채 증가가 상당한 기여를 하고 있기 때문에 다소 부정적인 면모가 보입니다.



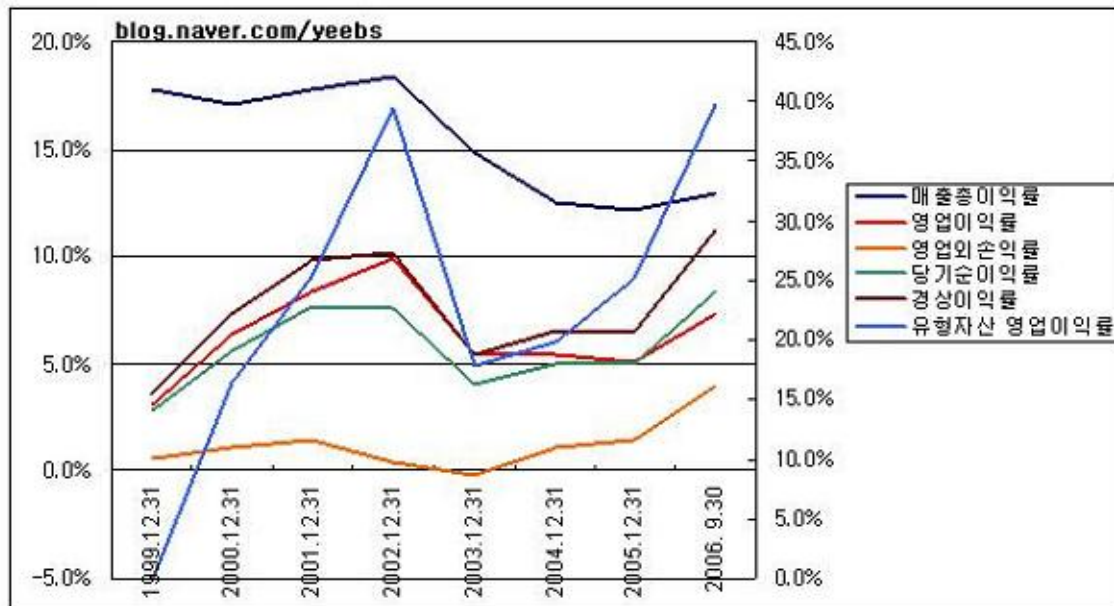
확실히 초기에는 매출 증가에 비해 이익이 못 따라왔는데, 그래도 최근 들어 이익의 증가 속도가 커지고 있습니다. 그렇다면 위의 자본총계의 증가 속도도 향상될 가능성이 높아집니다.

## 대진공업 리포트 by 프리즈머

중요한 것은 동사의 매출이 이렇게 고속으로 증가하게 된 원인이 무엇인가 하는 것이겠죠. 처음에는 판매단가 인하를 통해 판매량 증대를 꾀한 것이 아닌가 의심이 들었는데, 이익이 다시 증가한다면 꼭 그것만은 아닐 수도 있다는 생각이 듭니다.



분기 실적을 보면 확실히 매출에 비해 이익이 급증하는 것이 눈에 확연히 들어옵니다. 이익이 이렇게 증가한 원인이 궁금해집니다.



이익률을 보더라도 2002~2004년 사이 매출총이익률의 하락을 통해 동사가 판매단가 인하를 꾀했을 가능성이 엿보입니다. 그런데 최근 매출총이익률은 미미하게 상승반전한 것에 비해 영업이익률 등은 큰 폭으로 증가했습니다.

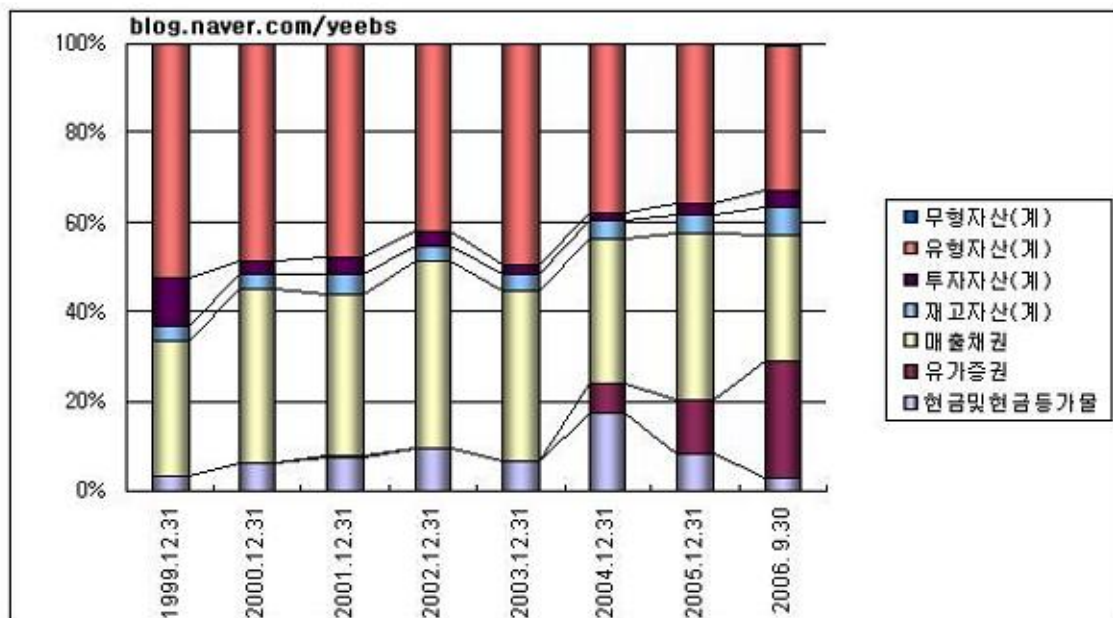
## 대진공업 리포트 by 프리즈머

특히 영업외손익률이 급증으로 경상이익률 이하 이익률들이 대폭 신장하는 모습을 보이고 있습니다. 이 영업외손익률의 정체를 확인해봐야겠습니다.

유난히 증가한 항목들을 따져 보면 이자수익, 유형자산처분이익, 잡이익 등입니다. 유형자산처분이익과 잡이익은 1회성이라고 할 수 있으니 제외하고 생각하는 것이 좋겠습니다. 유형자산처분이익 4.5억원과 잡이익의 평균치 상회분 3억원을 제외하면 영업외수익에서 약 8억원 정도가 빠지게 됩니다. 이 정도면 평소 영업외손익 규모와 큰 차이가 나지를 않게 됩니다.

2006년 연간 순이익이 35억원이니까 8억원을 제하면 27억원이고, 이 경우 ROE는 20% 정도가 됩니다.

비록 기존 27%에 비하면 크게 떨어지게 되는 것이지만, 그래도 20% 정도면 제조업체로서는 우수하다고 할 수 있습니다.



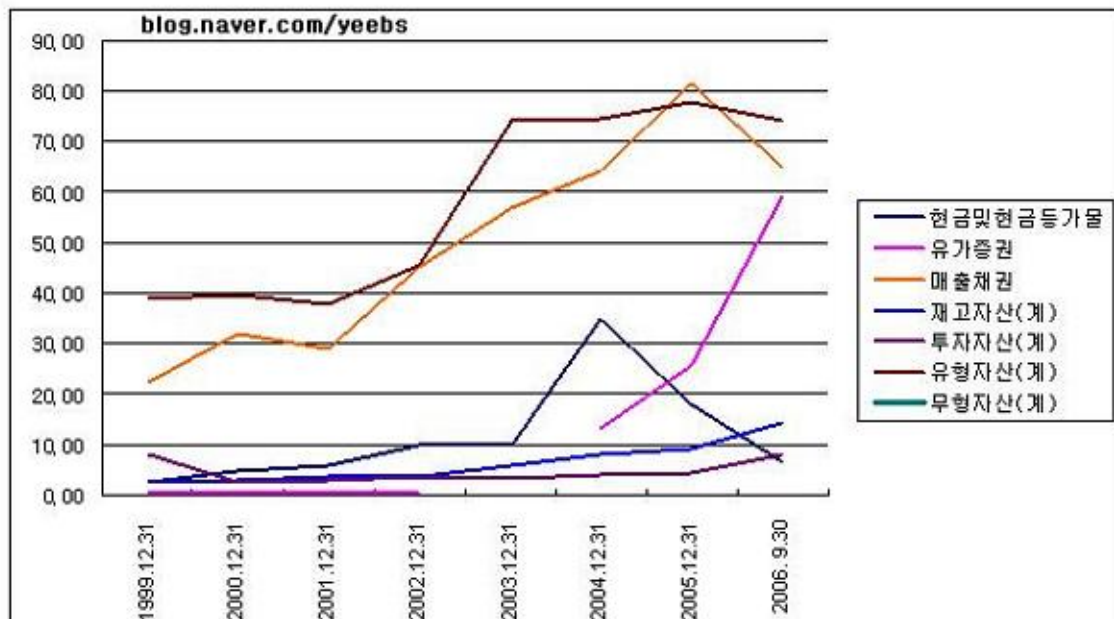
자산 구조를 보면 최근 3년간 유가증권이 큰 폭으로 증가했습니다.

내역을 보니까 채무증권이 대부분이군요. 구체적인 내용이라고 써 놓은 수익증권인데, 간단히 말해 펀드에 가입했다는 얘기입니다.

58억원이나 되는 돈을 펀드에 묶어 놓았다는 것은 그 돈을 굴릴 용처가 딱히 없었다는 얘기일 수도 있고, 아니면 일시적으로 자금 여유가 생겨 자본이득 추구를 위해 펀드에 가입했다는 얘기일 수도 있습니다.

이 점에 대해서는 좀 더 구체적인 조사가 필요합니다.

## 대진공업 리포트 by 프리즈머



확시 자산구조의 절대치를 봐도 최근 유가증권이 확 증가하는 것이 눈에 띕니다. 주목할 점은 2002~2003년 사이에 유형자산을 대폭 늘린 것인데, 그 이후로 매출이 크게 진작되었다는 점을 연계시키면 이 설비 투자를 통해 매출이 늘었을 가능성을 생각해볼 수 있습니다. 구체적으로 재무제표를 뒤져보면 2002년~2003년 사이에 토지, 건물, 기계장치의 급증이 눈에 띕니다.

단가 추이를 확인해 보면

		2002	2003	2004	2005
하우징썸머스타트	제품	3,737	3,733	4,506	6,361
	원재료	2,021	1,898	2,007	1,946
	원가율	54.1%	50.8%	44.5%	30.6%
캠캡	제품	382	376	373	444
	원재료	227	239	260	325
	원가율	59.4%	63.6%	69.7%	73.2%
리테이너베어링	제품	2,477	2,470	2,610	2,444
	원재료	1,807	1,821	1,882	1,847
	원가율	73.0%	73.7%	72.1%	75.6%

주력인 하우징썸머스타트의 경우 오히려 갈수록 원가율이 좋아지는 편입니다. 리테이너베어링은 그 수준을 유지하고 있고, 캠캡의 원가율이 다소 증가하고 있을 뿐입니다. 이를 통해 동사는 단가 인하 압력도 거의 받지 않고 있고, 더불어 비교적 원가 상승분을 제품가에 반

## 대진공업 리포트 by 프리즈머

영하고 있는 편입니다.

그렇다면 아까 가정했던 판매단가 인하 가설은 폐지해야겠습니다. 분명히 동사의 실적이 좋아진 것은 매출 증가 때문입니다. 그런데 왜 매출총이익률은 하락했을까요.

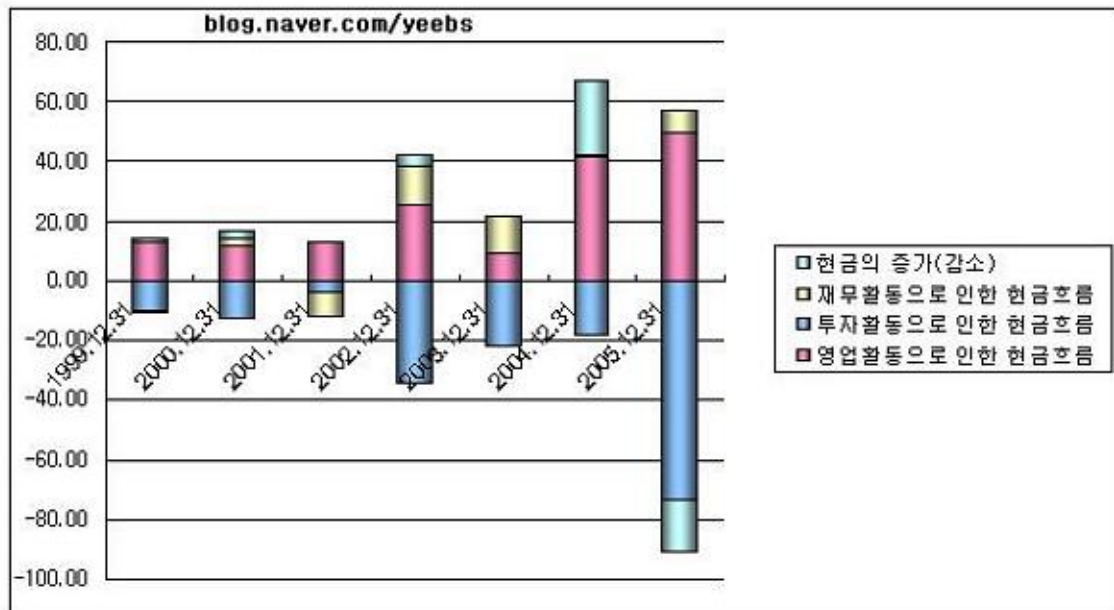
	2001	2002	2003	2004	2005	2006.3Q
제품	94.0	131.9	150.8	224.0	336.3	295.2
제품원가	80.6	109.8	133.0	201.7	299.7	258.8
제품원가율	85.7%	83.2%	88.2%	90.1%	89.1%	87.7%
상품	20.2	32.4	41.0	46.6	40.4	46.8
상품원가	14.4	25.0	30.9	35.3	31.1	39.1
상품원가율	71.0%	77.2%	75.4%	75.8%	77.0%	83.5%
총매출	116.0	165.9	192.9	270.9	376.8	342.1
총매출원가	95.4	135.3	164.2	237.1	330.9	297.9
총매출원가율	82.2%	81.6%	85.1%	87.5%	87.8%	87.1%

제품원가율과 상품원가율을 놓고 보면 제품원가율 때문이라는 답이 나오는데, 급여 수준을 따져 보니 인건비의 상승이 주 원인인 것으로 보입니다.

	2002	2003	2004	2005
제품	109.8	133.0	201.7	299.7
인건비	8.9	12.3	19.8	28.0
인건비 비율	8.1%	9.2%	9.8%	9.3%

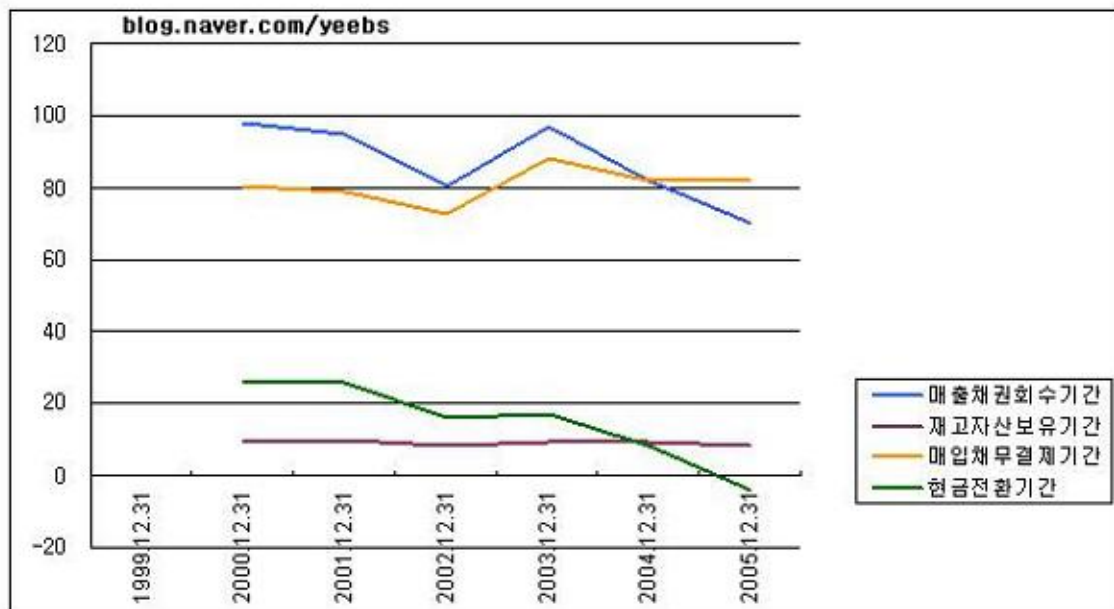
다행히 2005년부터는 인건비가 안정세를 찾는 모습이어서 이 문제는 일단 접어도 될 것으로 보입니다.

## 대진공업 리포트 by 프리즈머



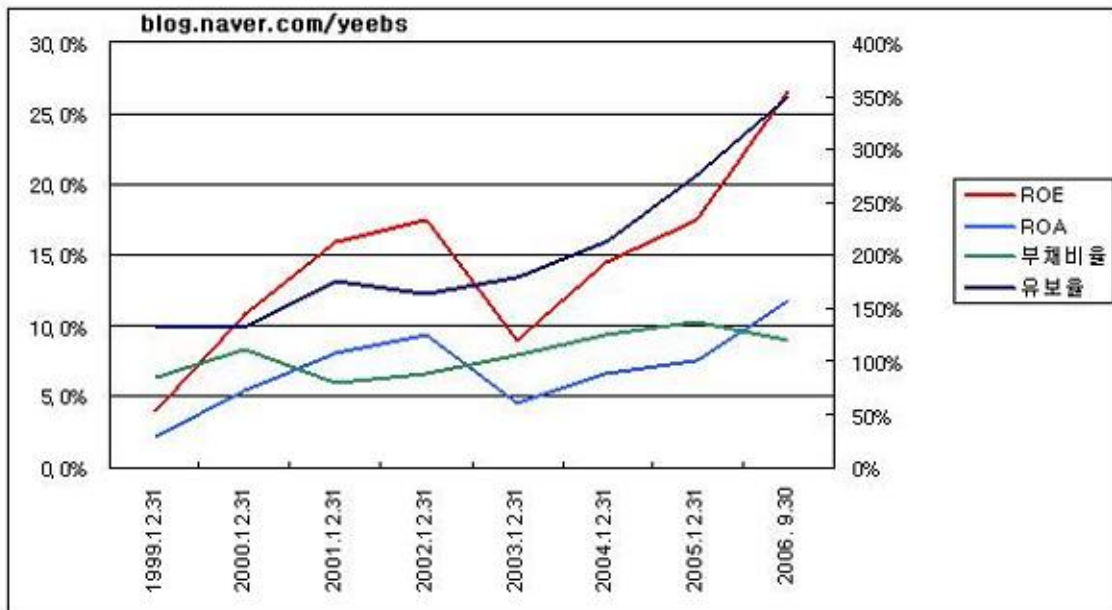
동사의 현금흐름을 보면 OCF가 매우 안정적입니다. 2005년에는 상당한 수준의 투자활동 현금흐름이 나타나는데, 단기금융상품의 증가가 핵심이었습니다. 앞서 본 펀드 가입 때문이라는 것이죠.

그러니 특별히 문제될 것은 없습니다.

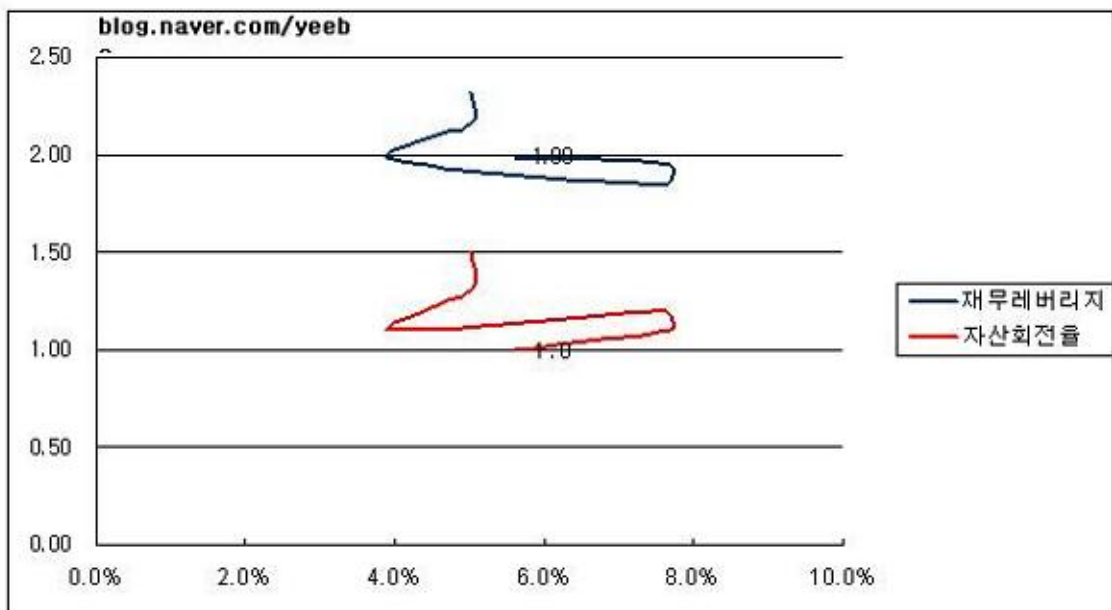


오히려 동사의 현금전환기간은 마이너스로 내려서면서 유통기업의 성격을 갖기 시작했습니다. 남의 돈으로 장사하니 오히려 현금흐름이 좋아지면 좋아졌지 나빠질 수는 없겠죠. 이런 긍정적인 현금흐름으로 인해 돈이 남자, 펀드 쪽으로 운용을 고려하게 된 모양입니다.

## 대진공업 리포트 by 프리즈머



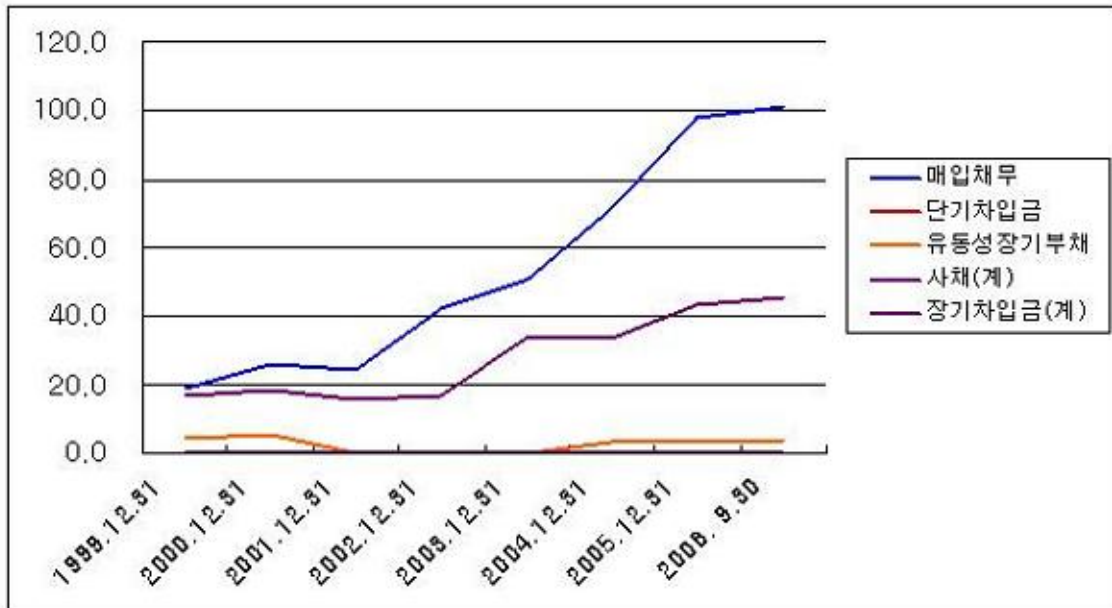
ROE는 27%에 육박하나, 아까 말씀드렸듯이 유형자산 처분이익과 같은 1회성 이익이 있기 때문에 20% 정도로 생각해야 합니다. 그래도 꾸준히 증가하는 추세가 매우 바람직합니다.



이 ROE의 증가를 보면 이익률은 오히려 하락하고 있는 반면, 재무레버리지와 자산회전율이 증가하면서 향상시켰습니다. 이익률이 다소 떨어진 게 마음에 걸리기는 합니다만, 그래도 자산회전율이 커버했으니 다행입니다.

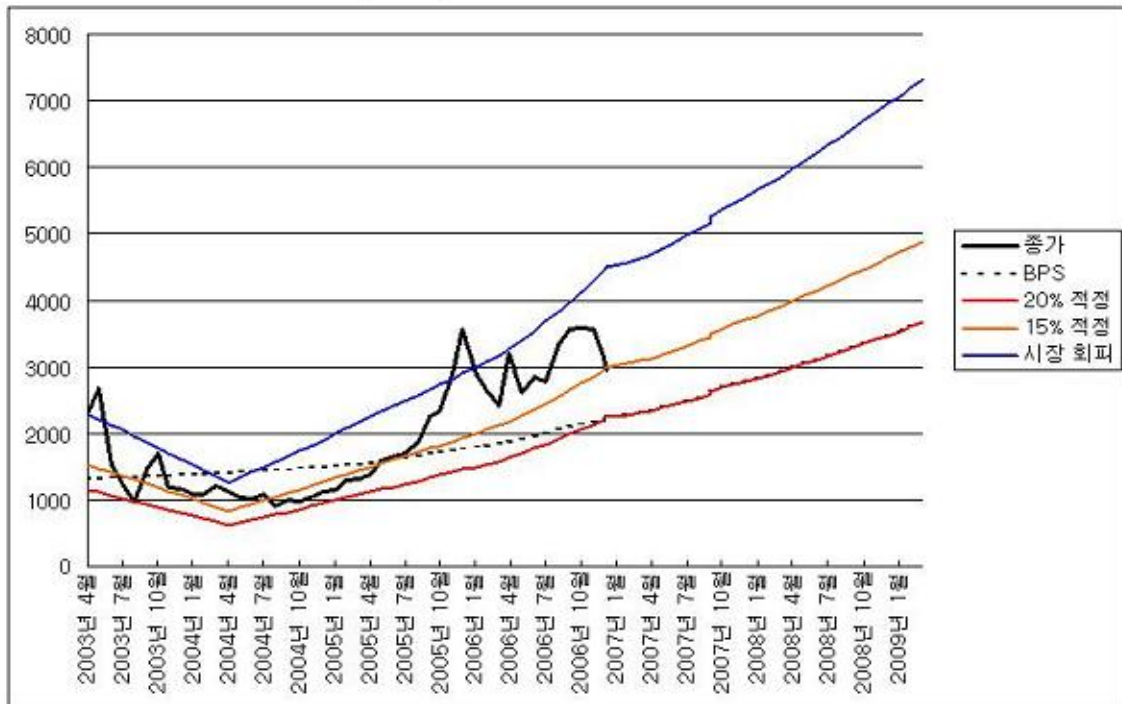
문제는 저 재무레버리지입니다. 부채 증가를 통해 ROE를 향상시켰다는 것이니 부채의 내용을 봐서 유이자성 부채라면 정색을 하고 봐야 합니다.

## 대진공업 리포트 by 프리즈머



다행히 부채에서 사채도 다소 증가하기는 했지만, 대부분 무이자 부채인 매입채무의 증가가 핵심이기 때문에 큰 문제는 아니라고 봅니다. 앞서 ROE 차트에서 언급을 안 했는데 동사의 부채비율은 119%에 달합니다. 하지만 보다시피 무이자 부채인 매입채무가 주류이기 때문에 문제될 것은 없습니다.

이런 추세라면 동사의 Trading Range는 다음과 같게 됩니다.



위 차트는 2006년 ROE를 유형자산 처분이익 등을 제외해서 산출한 20%로 적용하고, 이후

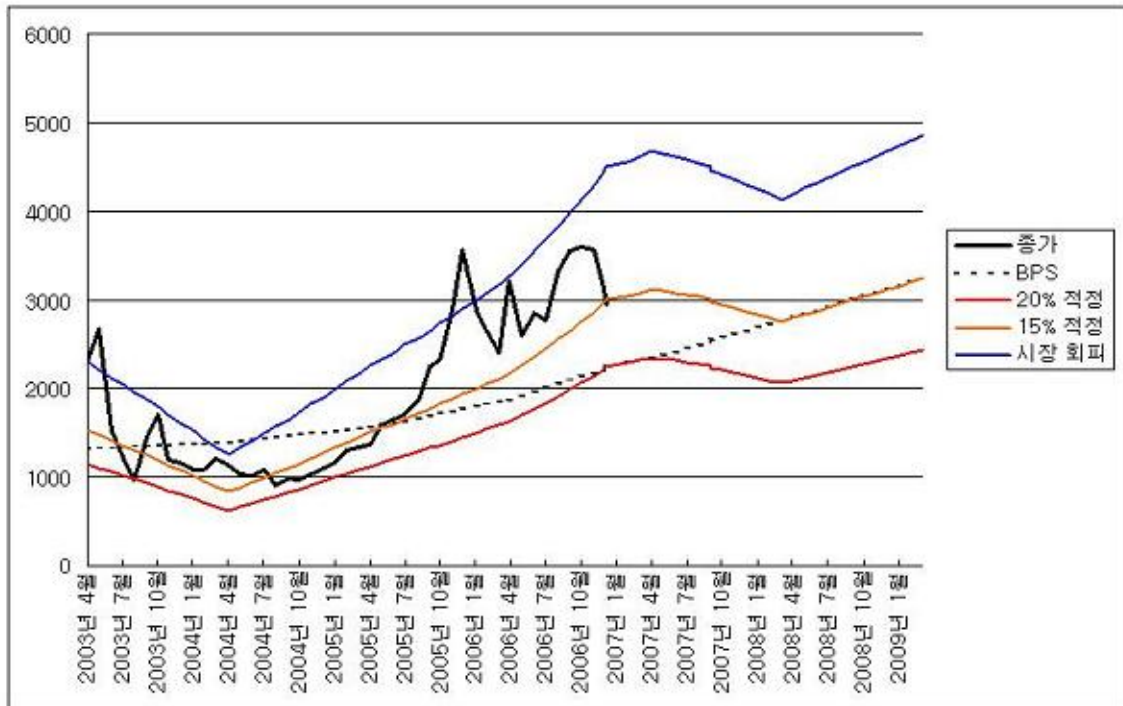


## 대진공업 리포트 by 프리즈머

로도 20%를 유지한다는 조건 하에 만든 것입니다.

현재 동사는 15% 기대수익률 범위를 지지선으로 삼고 있습니다. 향후 동사의 ROE가 20% 수준만 유지해준다면 장기적으로 괜찮은 투자처가 될 가능성이 높습니다.

문제는 역시 20%를 유지하는가 하는 것입니다.



만약 ROE가 예년 평균치라 할 수 있는 15%대로 떨어진다면 현재의 주가 수준은 다소 리스크가 발생합니다. 때문에 차라리 BPS 수준으로 주가가 떨어질 때까지 기다리는 게 나을 수도 있습니다.

결국 사업모델이 얼마나 이 ROE를 뒷받침할 수 있는가 하는 것이 관건이라 할 수 있습니다.

우선 8F 분석을 통해 개괄적으로 질적분석을 수행해 보겠습니다.

### 1. 재무구조

전체적으로 양호한 편입니다. 부채비율이 높기는 하지만 대부분 매입채무로 이뤄져 있어 이자부담은 사실상 없고, 자산 구조도 안정적입니다. 여기에 현금흐름도 충실한 편입니다. 다만 이익률의 절대치가 낮은 편이어서 4점 정도 줄 수 있겠습니다.

### 2. 선점 정도

산업의 측면에서 보면 동사는 이미 형성되어 있는 시장에 뛰어들었기 때문에 후발 업체입니다.

그러나 국산화라는 관점에서 보면 주력품목인 썸머스타트하우징을 사실상 처음 시작했다는

## 대진공업 리포트 by 프리즈머

점에서 매우 선구적인 기업입니다. 더불어 현대자동차의 전차종 썸머스타트하우징케이스 전문 육성업체로 지정되었고, QS9000 및 ISO 9002 인증을 받는 등 기술면에서도 적극적으로 선도적인 위치에 있다고 평가됩니다.

따라서 두 요소 모두 5점을 주겠습니다.

### 3. 시장점유율

동사의 시장점유율은 산출이 어렵다는 이유로 구체적인 수치가 없습니다. 다만 현대차와의 관계 등을 고려할 때 중간 정도 이상은 되리라 유추되어 일단 3점을 주도록 하겠습니다.

가격 결정력은 앞서 단가 추이와 이익률 추이 등을 볼 때 부품 업체로서는 중간 정도는 된다고 보입니다. 역시 3점을 주겠습니다.

### 4. 시장 범위 및 성장성

동사는 현대차 그룹과 인지컨트롤스 등에 납품을 하고 있는데, 인지컨트롤스 납품도 현대차로 향하기 때문에 사실상 현대차에 90% 이상 의존하고 있습니다. 그래서 시장 범위는 매우 협소해 1점이라고 판단합니다.

현재 썸머스타트는 완만한 성장성을 유지할 것으로 보이지만, 변속기 관련 부품은 고속 성장이 가능할 것으로 시장에서 예상하고 있습니다. 그래서 성장성은 4점을 주겠습니다.

### 5. 경쟁 방식

동사의 제품은 사업보고서 상에서도 경쟁입찰방식이 차지하는 비중이 커지고 있다고 표현하고 있는 것을 통해, 품질과 가격이 동시에 요구되고 있습니다.

다시 말해 기술+가격의 경쟁 방식을 취하고 있다고 판단됩니다.

### 6. 경영진

동사의 대표이사과 부사장은 현대차의 개발팀 출신으로 사업에 대해 잘 이해하고 있다고 보입니다. 더불어 무리한 사업 확장은 하지 않고 안정적인 확장을 꾀하고 있다는 점과 비교적 높은 지분율(대표이사 본인 및 친인척 합계 34.8%)을 볼 때 책임 경영을 하고 있다고 생각합니다.

그리고 안정적인 배당 정책을 통해 주주들에 대해서도 소홀하지 않은 모습을 보이고 있습니다. 동사의 CEO는 인터뷰에서 배당만큼은 확실히 하겠다는 의지를 밝힌 바 있습니다.

전체적으로 봤을 때 동사의 경영진은 4점이 적당하다고 여겨집니다.

### 7. 비즈니스 파트너

현대차 그룹을 파트너라 하기에는 좀 애매하기 때문에 2점을 매기겠습니다.

### 8. 정부 규제

## 대진공업 리포트 by 프리즈머

PL법 정도가 동사에 영향을 주는데, 동사의 상황으로 봐서는 거의 무의미하다고 판단됩니다. 따라서 5점을 기입하겠습니다.

1. 재무 구조		부실		보통		건설
		1	2	3	4	5
2. 선점 정도	산업 형성	후발				선두
		1	2	3	4	5
	기술, 공정	후발				선두
		1	2	3	4	5
3. 시장점유율	점유율	저		중		고
		1	2	3	4	5
	가격 결정력	저		중		고
		1	2	3	4	5
4. 시장 범위 및 성장성	범위	협소		성장		광역
		1	2	3	4	5
	성장성	낮음		보통		높음
		1	2	3	4	5
5. 경쟁 방식		가격		기술		무형
		1	2	3	4	5
6. 경영진		무능		평균		우수
		1	2	3	4	5
7. 비즈니스 파트너		없음		보통		우수
		1	2	3	4	5
8. 정부 규제		심함				적음
		1	2	3	4	5
총평		제외		유보		유망

결과적으로 동사는 유망 기업까지는 아니지만 유보 이상의 평가는 받는다고 보입니다. 현대차그룹이라는 단일 고객 문제점 때문에 상당한 점수가 깎이고 있는데, 현대차 그룹의 세계 시장 점유율이 무난하게 증가하고 동사가 국내 뿐만 아니라 해외 법인까지 세워 현대차 그룹의 글로벌 정책에 발을 맞추면 어느 정도 부담이 상쇄될 수 있습니다.

특히 해외 자동차 메이커들에 납품을 할 수 있는 품질 인증을 확보하고 있기 때문에 언제든지 북미 자동차 업계에도 납품이 가능한 상태입니다. 만약 납품을 결정한다면 동사의 주가는 바로 리레이팅이 가능할 것으로 생각합니다.

하지만 아직까지 그런 소식이 없기 때문에 당분간은 현대차의 실적에 발맞춰 보는 수밖에 없습니다. 이 점이 동사의 ROE 예측에 많은 부담을 안겨줍니다. 더불어 현대차와 발맞춰 해외 진출을 결정해도 모든 것이 긍정적인 것은 아닙니다. 일단 감가상각비 부담이 생기고, 공장 설립을 위해 차입을 해야 할 지도 모르기 때문입니다.

이 정도의 리스크를 고려한다면 가급적 동사는 20% 기대수익률 범위에서 사는 것이 안전하다고 판단됩니다. 약간의 리스크는 감수할 수 있다면 3천원 근처도 나쁘지는 않은 가격이라고 여겨집니다.