

동일산업 탐방보고서

'봉강,합금철,주조의 안정적인 사업포트폴리오'

읽기 쉬운 탐방리포트 '발로 뛰는 가치투자 연구소 김중혁'

2010년 11월 29일 -> 주가: 83,700원, 시가총액:2,030억
 (2010년 예상 매출액 4,787억, 영업이익 604억, 순이익 525억)
 목표주가: 130,000원, 현재 약 55% 괴리율

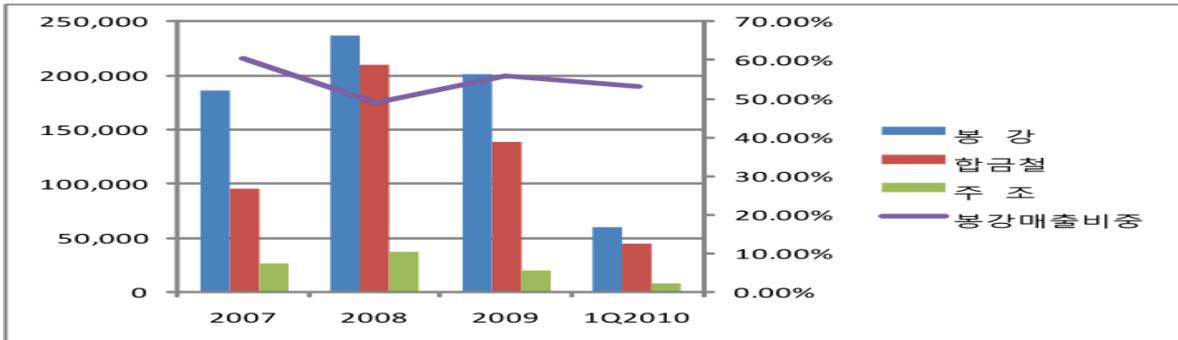


<회사 현황 및 경쟁력>

당사는 1966년 동일철강공업으로 설립하여 동일전공, 동일철강을 흡수합병하였다.
 현재 사업부는 총 3가지인데.. 봉강사업부, 합금철사업부, 주조사업부로 나뉜다.

아래 자료처럼 봉강사업부의 매출액이 전체 매출의 50%정도를 차지한다고 보면 된다.

도표 1 동일산업의 매출구성 및 봉강사업부 비중



자료 : 동일산업, 골든브릿지투자증권 (단위 : 백만원)

그런데 봉강사업부의 이익률은 5~8%로 그다지 높은 편이 아니다.

오히려 합금철사업부의 이익률은 15~27%정도이며, 전체 이익의 60~70%를 차지한다.

도표 2 주력사업 봉강 사업부 이익률 개선 추이

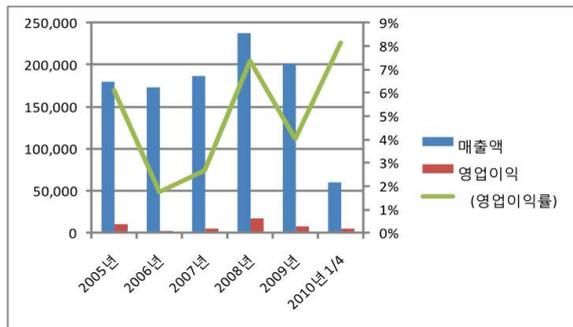
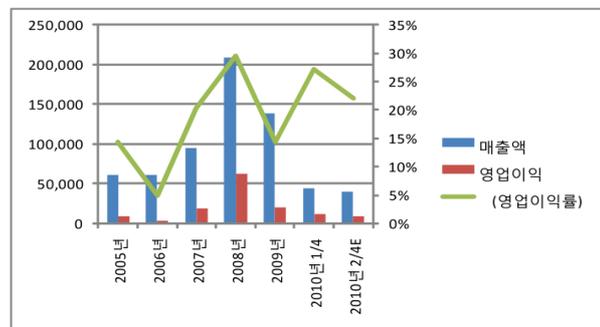


도표 6 합금철의 실적과 높은 이익률 추이 (백만원, %)



자료 : 동일산업, 골든브릿지투자증권

즉, 주력사업은 봉강사업부이지만 실제 회사 이익의 대부분은 합금철사업으로 보면 된다.

이제 각 사업부별로 나누어서 구조를 보자.

첫째, 봉강사업부는 특수강의 개념으로 주력으로는 봉강과 마봉강으로 나눌 수 있다.

특수강의 강자는 세아베스틸(전기로, 50%~60%차지)이며 2등은 현대제철(고로)이고, 3등은 포스코 특수강(전기로)이며, 4등이 당사(전기로X)이며 봉강사업에서 시장M/S는 8~10%정도이다.

당사의 봉강사업은 전기로가 없는 관계로 포스코와 포스코 특수강에서 빌렛을 가져온다.

봉강사업부의 주력인 봉강과 마봉강은 봉강사업부내에서 70~75%정도 비중을 차지한다.

나머지는 철근쪽과 코일선재(CHQ)사업인데 철근쪽은 봉강사업부내 비중이 10%정도이며, 이익률은 매우 낮은 수준이다. 또한 코일선재는 자동차에 볼트나 너트등에 사용되는데 마진율은 괜찮은 편이다.

*봉강(Hot Rolled Stell Bars): 빌렛을 고온(1300C)에서 열간압연하여 자동차에는 엔진부품, 기어, 샤프트등에 사용이 되며, 중장비부품이나 건설, 조선등에 사용된다.

*마봉강(Cold Drawn Steel Bars): 열간압연된 철강제품. 즉, 선재.코일봉강.열연봉강을 원재료로 하여 냉간인발된 제품으로 자동차, 기계등 정밀부품을 만드는데 사용된다.

두번째, 합금철사업부(전기로)를 확인해 보자.

당사의 합금철 사업부는 전체 이익기여도가 60~70%인만큼 주목할 필요가 있고, 당사의 경우 망간계열 합금철이 주종이다. 그러다 보니 망간가격에 따라 당사의 매출과 이익의 변화가 심해진다. 망간가격이 올라가면 망간에 대한 수요가증대가 있거나 투기적인 매수세가 불거나 돌중에 하나인데, 당사에게는 좋다고 보여진다. 즉, 망간가격이 오르면 가격전가가 된다는 말이다. 단, 6개월정도의 시차는 발생한다. 합금철 가격은 BHP, 리오틴토, 발레등 광산업체들이 직접 합금철을 생산하고 가격을 주도하고 있어서 가격이 폭락하기는 어려울 것으로 보고있다.

*합금철: 제강과정에서 산소와 황 등의 불순물제거와 강의 최종 성분조정을 위한 용도로 사용이 되며 철강제품의 품질향상에 핵심역할을 한다.



고로 방식: 철광석 -> 제선 -> 제강 -> 연주-> 압연

전기로 방식: 고철 -> 제강 -> 연주-> 압연

앞서 본 것 처럼 제강과정에서 합금철이 필요하다는 것을 생각해 본다면 고로나 전기로에서 철을 많이 생산하면 당사의 합금철 매출도 같이 증가하는 구조이다.

도표 7 합금철의 선행지표인 조강생산량의 증가 전망 (천톤, %)

	조강생산량			점유비	
	고로	전기로	계	고로	전기로
2010(F)	33,500	23,960	57,460	58.3	41.7
전년비	21.1	14.6	18.3		
2009	27,667	20,905	48,572	57	43
전년비	-8.5	-10.7	-9.4		
2008	30,227	23,398	53,625	56.4	43.6
전년비	9.7	-2.3	4.1		

자료 : 한국철강협회, 골든브릿지투자증권

이 자료를 보면 조강생산량이 08년 5천3백만톤에서 09년 경기침체로 줄어들었다가 다시 올해 예상으로는 5천7백만톤으로 08년보다 더 많이 사용하게 될 것임을 알 수 있다.

그렇다면 철강업의 시황이 좋으면 합금철의 매출증대가 이루어 질 것이고, 이익은 더 증가할 것이라는 것을 생각해 볼 수 있다.

최근에 이슈가 되고 있는 것이 있는데 바로 합금철의 국내1등(국내M/S 35%, 세계2등)을 하고 있는 비상장사 동부메탈이 주식매각을 했는데 순이익 600억원에 회사가 주식매각으로 회사의 시장 가치를 고려해보면 1조원(=PER 16.6배)에 달했다. 업계 2위(국내M/S 20~23%)인 동일산업은 순이익 500억원에 시가총액 2천억원 수준임을 감안해 볼 때 PER 4배수준으로 동부메탈과 비교시 매우 싸보이는 가격이다.

동부메탈의 경우 현재 23만톤규모의 합금철을 50만톤급으로 점핑시키려고 한다. 또한 국내 3위(20%수준) 심팩ANC 또한 증설을 해서 1년뒤에는 생산을 하겠다고 각오를 다지고 있다.

당사의 경우도 어느정도 증설의 그림을 생각하고 있는 것으로 보여진다.

세번째, 주조사업부에 대해서 알아보자.

주조사업부는 중장비부품(굴삭기가 주종)을 주로 생산하는데 3분기는 풀가동을 했고, 4분기 또한 풀가동을 준비중이라고한다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 8~9%정도수준이고 마진은 좋은 편이다. 내년도 매출비중 10~15%정도로 올라갈 것으로 기대한다.(수출비중30%) 주요 매출처로는 현대중공업, 두산중공업, 볼보코리아, 일본의 스미토모, 히타치등이 있다.

주조사업부는 IMF때 타 업체들이 많이 도산을 했고, 환경이 영세한 상황인데 업황이 좋아지면서 마진도 좋아지는 구조를 보이고 있다.

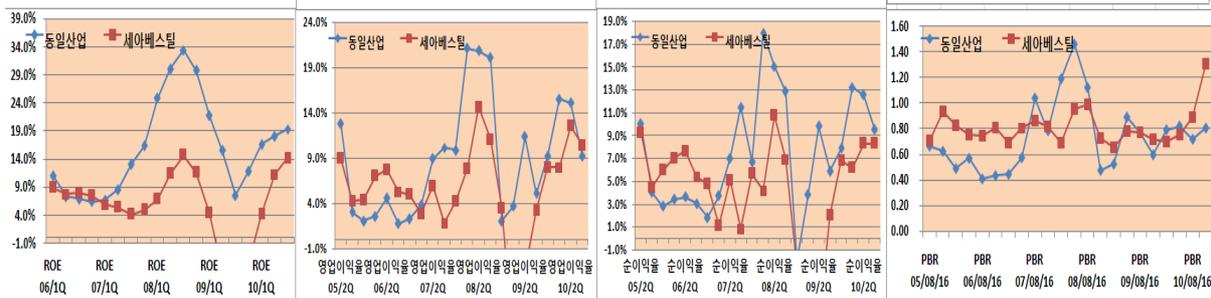
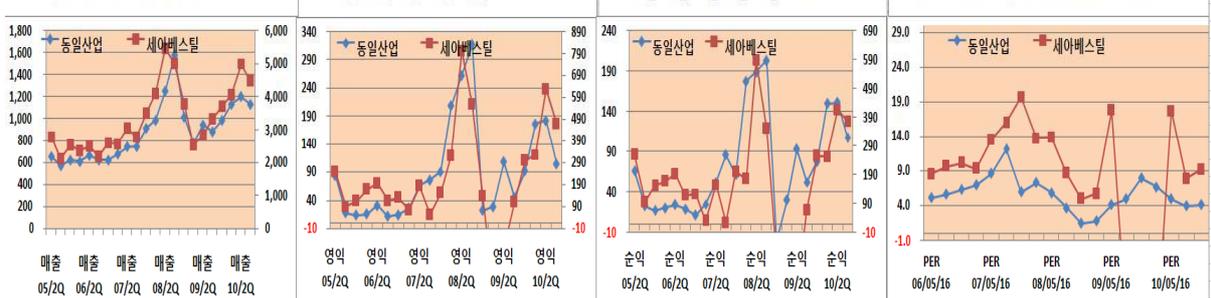
일단 당사의 주조사업부를 통해서 보면 두산인프라코어나 중장비 부품업체들 또한 실적이 매우 좋을 것으로 보인다. 중장비 부품을 생산하는 대창단조도 마찬가지다.

<재무적 요인>

*실질영업이익: 영업이익 -이자비용+지분법손익+감가상각 (회사가 실질적으로 벌은 돈의 합)

과목	2007년12월	2008년12월	2009년12월	2010년09월	NArne	시가총액	ROE	영업이익률	PER
매출액	3,075	4,835	3,597	3,471	동일산업	2,030	19.4	12.0	4.2
매출원가	2,708	3,876	3,194	2,899			매출액증가율	영업증가율	순이익증가율
판매비와 일반관리비	109	148	131	107	최근분기 VS 전년동기		28	133	105
영업이익	259	810	273	464	직전분기 VS 전년동기		27	49	63
순금융비용	-7	1	-17	-13		2007.12	2008.12	2009.12	2010.03
지분법손익	29	10	18	21	매출채권회수기간(주간)	5.5	4.1	6.9	9.6
당기순이익	205	550	254	409	재고자산보유기간(주간)	11.4	13.6	10.9	18.5
실질 영업이익(영-이+지+감)	335	875	374	551	영익대비 감가상각비중	15.4%	6.9%	24.2%	11.4%
매출채권	323	381	480	644	부채비율	50%	44%	28%	32%
재고자산	596	1,013	668	1,031	ROE	10.1%	27.1%	12.5%	20.1%
매입채무	172	79	159	221	실질 영업 ROE	16.5%	43.1%	18.4%	27.1%
자본총계	1,376	1,844	2,134	2,509	영업이익률	8%	17%	8%	13%
부채총계	684	810	596	799	실질 영업이익률(영-이+지+감)	11%	18%	10%	16%
연구개발비		6	7	4	당기순이익률	7%	11%	7%	12%
영업활동현금흐름	120	176	426	79	(EBITDA - CAPEX)/자기자본	12%	38%	12%	18%
당기순이익(손실)	205	550	254	409	PSR	0.7	0.4	0.6	0.4
유무형자산감가상각비	40	56	66	53	PER	9.9	3.7	8.0	3.8
매출채권증가	-101	-77	-104	-164	실질 영업이익 PER	6.1	2.3	5.4	2.8
재고자산증가	-195	-416	344	-362	PBR	1.5	1.1	1.0	0.8
매입채무증가	100	-93	81	63	PRR(주가연구비율)		338	290	390
투자활동현금흐름	-84	-200	-209	-26	매출액증가율		57.2%	-25.6%	25.4%
재무활동현금흐름	-43	68	-141	-8	실질영업이익증가율		161.2%	-57.3%	91.5%
기말현금	3	47	123	168	Tip		0	0	0
EBITDA (영익+감상)	299	866	339	517	입력할 부분은 빨강색!!	개발비 비중	0%	0%	0%
CAPEX (설비투자)	-128	-159	-87	-57	가장 중요한 것은 기업의 해자, 즉 경쟁력과 기술력이다!!				
EBITDA - CAPEX	171	707	252	460	* 재고자산의 증가=> 매출증가대응하기위해 VS 물건 안팔려서				

기업명	동일산업	세아베스틸	상장개수	본기 매출액	본기 영익	본기 순이익	시가총액
	과목차트의 순지	우측차트의 순지		93.2%	74.7%	55.6%	20.1%



<리스크 요인>

합금철에 경쟁사들이 대규모증설을 하게 되면 당사의 입지가 좁아지지 않을까라는 우려를 하게 되고, 부채비율이 낮기 때문에 같이 증설에 투자를 해야할 것이라고 생각하고 있다.
또한, 합금철 업황에 따라서 실적의 변화가 클 것으로 보인다.

<결론>

당사의 실적과 시가총액, 자산가치등을 보면 최소한 10만원이상 받아야 하는 회사가 아닐까 싶다.
시가총액 2천억에 내년 예상 순이익 550억원정도를 고려하면 예상PER는 3.6배수준이다.
PBR도 0.7~0.8배수준이면 싼 수준이다.

단, 당사의 경우 장기 성장의 스토리가 약하다고 보인다. 합금철부분에서 2위를 하지만 1위와 3위가 대규모 공장증설을 진행하고 있고, 개인적으로 보았을 때 당사의 강력한 시장지배력과 성장의 촉매에 대해서는 확신을 가지지는 못한다.

내년 예상PER 6배를 적용하면 14만원이 나오지만, 시장지배력과 촉매에 대한 할인을 고려해 13만원정도가 내년도 당사의 적정가치가 되지 않을까 싶다.