대창단조 탐방보고서

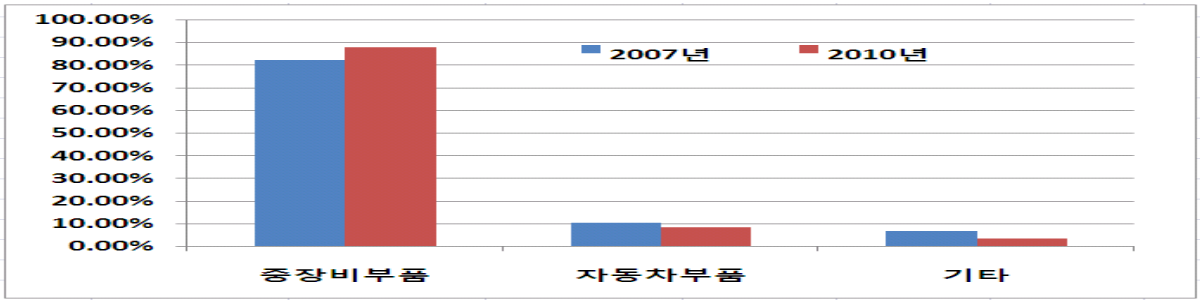
'중국 굴삭기 호조로 실적 신고가는 계속된다!'

'발로 뛰는 가치투자 연구소 김중혁' (02-6015-0492)

2011년 01월 06일 -> 주가: 25,800원, 시가총액: 516억
(2011년 예상 매출액 2,900억, 영업이익 150억 순이익 140억, PER 3.6배)
목표주가: 50,000원, 현재 약 93% 괴리율

<회사 현황 및 경쟁력>

당사는 1995년 창사후 IMF이전까지는 일부 단조품만 취급하다가 IMF이후 굴삭기 및 중장비 하부주행체인 링크, 로라, 슈등을 생산하여 볼보, 두산중공업, 현대중공업에 납품하고 있다.
그외 자동차엔진의 핵심부품인 크랭크 샤프트를 일부 생산하고있다.



(내용: 매출비중 / 출처: 전자공시)

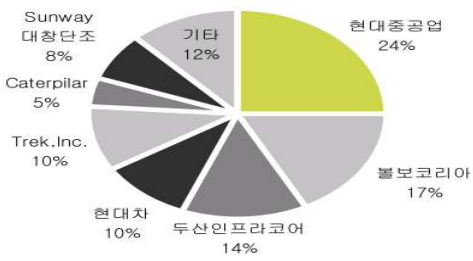
위에 자료를 보면 중장비부품의 매출비중이 2007년에 82%에서 87%까지 올라왔고 자동차부품의 매출비중은 10.7%에서 8.7%로 낮아졌다. 당사의 사업구조가 중장비와 연관성이 점점 더 높아지고 있음을 알 수 있다.

위의 좌측그림을 보면 대창단조의 주력제품을 알 수 있다. 바로 이것들이 위에 우측그림에 있는 굴삭기의 하부주행체에 사용된다.

당사는 2004~2005년에는 볼보의 협력업체로 커오면서 2006년에 현대중공업에 납품을 하고, 다

시 2008년말 두산인프라코어에도 납품을 하게된다. 2008년말경에는 두산인프라코어와 볼보가 주력납품업체였다면 2010년 들어서 현대중공업, 볼보, 두산인프라코어 순으로 매출비중이 바뀌게 되었다.

그림 48. 고객사별 매출비중 (2010년 상반기 기준)



자료: 대창단조, IBK투자증권

표 3. 현대중공업 수익추정 변경 (단위: 십억원)

구분	사업부문	2009	변경전		변경후	
			2010P	2011F	2010P	2011F
매출액	합계	21,142	21,629	22,297	22,424	25,209
	조선	9,003	7,448	7,080	7,807	8,627
	해양	3,423	3,403	3,287	3,427	3,897
	플랜트	1,898	2,797	3,331	2,807	3,311
	엔진기계	2,771	2,393	2,265	2,789	3,112
	전기전자	2,712	3,177	3,520	3,129	3,618
	건설장비	1,190	2,270	2,691	2,320	2,521
	기타	145	141	122	144	122

(자료: IBK투자증권)

그럼 당사의 매출에서 현대중공업이 차지하는 매출비중은 왜 확대가 되었을까?
그 이유는 위에 우측 그림을 보는 바와 같이 현대중공업의 건설장비 매출액 성장성을 통해서 확인해 볼 수 있었다. 2009년 현대중공업에서 건설장비의 매출액은 1조1천억이었으나 불과 1년후 무려 2배에 가까운 성장을 했었고, 그외 현대중공업의 어떤 사업군도 2009년에서 불과 1년사이에 2배 가까운 성장을 하지 못했다.

(참고로 두산중공업의 경우 09년대비 10년의 굴삭기 판매대수 성장은 67%였다. 두산인프라코어는 초대형 굴삭기 투입으로 2011년 중국의 굴삭기 시장점유율 확대전략을 구사하고 있다.)

현대중공업이 얼마나 건설장비사업을 키우고 싶어하는지 아래 사진을 보면 알 수 있다.
우측에 보이는 사진은 바로..
현대중공업이 새롭게 출시한 30톤급 전기굴삭기다.
이 굴삭기로 인해서 친환경과 함께 1년에 1억원에 달하는 연료비가 전기를 통해서 유지비가 3천만원으로 낮아지게 되는 획기적인 재품으로 세계최초로 개발했다.(2010년 11월 30일자 전자신문 기사참조)

▲ 현대중공업이 새롭게 출시한 30톤급 전기굴삭기(모델명: R300LC-E)는 기존 디젤엔진 대신 전기모터로 구동하는 방식이다. (사진제공: 현대중공업)

자 이제 이쯤에서 산업의 성장성을 확인해 보자.

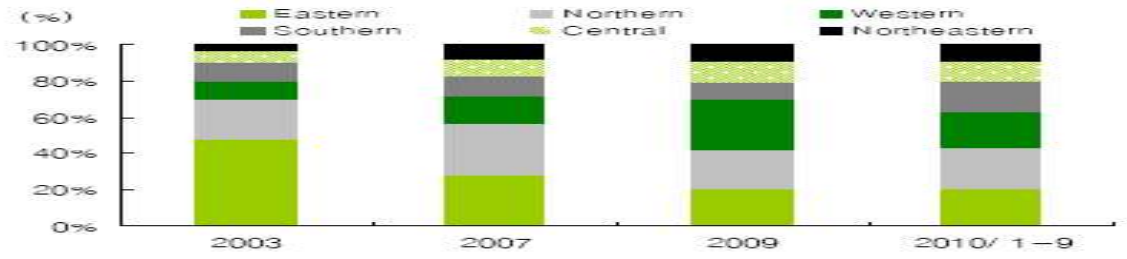
그림 6 중국 전체 굴삭기 판매 2011년에도 10% 이상 증가

자료: 중국공정기계공업협회, 추정은 대신증권 리서치센터

위에 사진에서 보는 바와 같이 2010년 중국 굴삭기 판매대수는 09년대비 67% 성장한 15.6만대 수준이었고, 올해는 그보다 13%정도 성장한 17.6만대를 예상하고 있다. 2006년 굴삭기 판매량이 연간 4만대수준에서 불과 5년만에 4배이상 성장한 이유는 무엇일까? 쉽게 말해 중국이 굴삭기에 왜 미쳤는가??

중국은 경기활성화에 일환으로 각종 도시에 인프라투자가 대규모로 이루어졌다.
특히 아래의 중국내 굴삭기 수요비중의 그림처럼 먼저 동쪽에 있는 대도시를 먼저 개발했었고, 점차 서부지역과 남부지역, 북부지역으로 개발이 확대되고 있는 모습이다.

그림 14 중국 지역별 굴삭시 수요 변화 – 대부분의 대도시를 포함하는 동부 지역 비중 20% 초반에 불과



자료: 고마츠 / 중국 시장 전체 기준
주 : 동부지역은 북경, 상해, 천진 같은 주요 대도시를 모두 포함

중국의 서부대개발건은 3차가 2011년~2015년까지 과거 2차 투자보다 2배나 많은 금액을 투자한다고 하니 굴삭기의 수요가 커지는 것은 당연하다고 보여진다.

중국 서부대개발 개요

항목	내용
발의 시점	1999년 6월, 장쩌민주석, '서부지역개발 가속화' 발표
개발기간	2001년~2050년
총투자자금	8조위안(년간 1,600억위안 투자, 초기 발표 기준) 3차까지(2001년~2015년)의 투자규모가 4.9조위안에 달해 초기 투자 예상 규모를 훨씬 상회할 것으로 예상
기투자금액	2001년~2010년 동안, 2.2조위안 투자 1차(2001년~2005년)에, 8,500억위안, 2차(2006년~2010년)에 13,500억위안 투자
3차(2011년~2015년) 투자규모	2010년 10월 발개위에서 언급한 바로는 3차에는 2차 투자규모(1.35조위안)의 2배 자금을 투자할 계획이라고 언급

자료: 중국발개위, 대신증권 리서치센터

중국은 2009년 경기를 부양하기 위해서 4조위안의 투자를 빠르게 진행시키면서 굴삭기 재고가 빠른 속도로 소진되었고, 그에 따라 두산인프라코어와 현대중공업의 매출은 빠른 속도로 회복되기 시작했다.

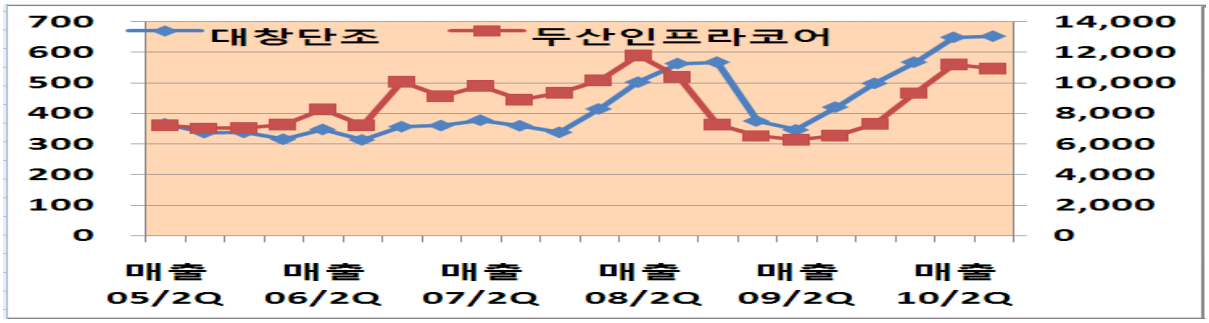
또한 국내에는 4대강 사업이라는 호재가 2011년까지 이어질 것으로 보인다.

4대강 사업 추진 현황 – 2010년 상당수 공구가 착공에 들어 갔으나 전체 공정을 감안 시, 굴삭기 수요는 2011년까지 지속 예상

주관	업무	2009	2010	2011	2012	합계
국토해양부	하천정비 (공구개수 기준 착공 건수)	42	50			92
	댐건설(착공건수)	1	2			3
농림수산식품부	저수지 둑높임(착공건수)	20	60	16		96
환경부	수질개선사업(완공기준)	165	197	723	196	1281

자료: 4대강살리기 추진본부, 대신증권리서치 정리
주 : 2009.11.22일 4대강 살리기 공식 착공 / 2012년 내, 4대강 정비사업 완료 / 2010년 7월 말 기준, 전체 공정율 22.4%

이런 대세가 결국 대창단조의 실적호조에도 큰 영향을 주었다고 보여진다.
특히 아래 그림을 보면 두산인프라코어와 대창단조의 2005년 이후 분기 매출액의 그래프를 보면 확연히 유사하다는 사실을 알 수 있다.(이유: 두산인프라코어의 전체 매출의 50%가 건설기계관련 매출이고, 현대중공업의 전체매출의 10%가 건설기계관련 매출이다.)



<자료: 전자공시>

그리고 탐방을 통해서 2010년 4분기의 10월, 11월, 12월로 갈수록 매출 신고가가 발생한다는 사실을 확인했다. 2011년도 매출 신고가 예상됨.

당사의 자회사로는 대창중기, 부산금형, 나전금속, 봉림금속, Trek.Inc 가 있다.

표 8. 대창단조 계열사 현황 (단위: 백만원)

법인명	지분율(%)	자산총액	장부가액	매출액	순이익	지분법손익
대창중기	20	13,834	1,214	13,873	706	185
부산금형	40	4,543	87	2,659	49	46
나전금속	40	18,388	2,377	23,018	1,102	458
봉림금속	40	10,665	1,437	14,373	1,133	453
Trek,Inc.	70	30,327	10,305	22,196	408	435
Total		77,757	15,420	76,119	3,398	1,577

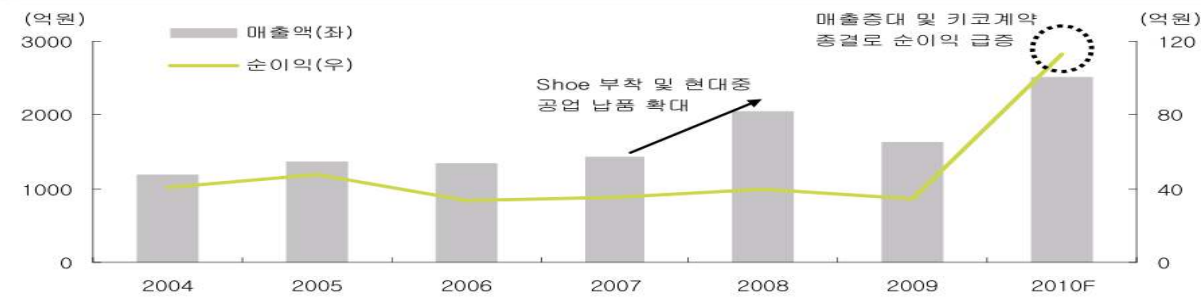
주: 재무현황은 2010년 반기 자료임. Trek,Inc.는 대창단조의 미국 판매법인임 자료: 대창단조, IBK투자증권

이중에서 Trek.Inc는 미국 판매법인이며 그외 법인들은 당사의 국내 금형/가공을 담당하여 당사의 수직계열화가 잘 이루어 져있으며 자회사의 공장들도 같은 곳에서 돌아가고 있다.

자회사들의 이익은 2010년 2분기까지 15.7억이었고, 2009 4분기에는 11억, 2009년 2분기에는 3억원으로 실적호조가 되고있다.(당사는 2,4분기만 지분법이익 반영이 됨)
2010년 4분기에 당사의 실적호조와 비슷하게 자회사들의 이익도 좋아진 것으로 생각된다.

이제 당사의 순이익은 2010년 사상 처음으로 100억을 뚫게 될 것으로 보고 있다.

그림 51. 연도별 매출액 및 순이익 추이



자료: 대창단조, IBK투자증권

과거 당사의 순이익은 단 한번도 100억을 뚫은 적이 없었다. 이제 100억원대 순이익과 2천억대의 매출구조이 안정권에 들어온 것으로 생각한다. (2011년 매출 2,800~2,900억, 순익 140~150억예상)

경쟁사로는 진성티이씨와 현대제철이 있는데 진성티이씨는 주로 '롤라'위주의 매출이고 실질적인 사업포트폴리오에서 많이 겹치지는 않는다. 또한 현대제철에서 과거 현대중공업으로 납품했던 슈와 링크도 이제 90%정도를 당사에서 담당하고 있다.

당사의 매출중 40%가 수출이고 60%는 내수로 잡히기는 하지만, 국내로 납품한후 다시 해외로 수출되는 것도 일부가 있다는 점을 고려하여 실질적인 해외수출비중은 60%이상인 것으로 파악된다. 쉽게 수출을 100이라고 가정하면 중국이 40%, 미국이 35%, 나머지가 유럽과 동남아쪽이다.

그리고, 중국의 비중은 향후에도 확대될 것으로 보인다는 것을 고려하면 향후 당사의 주가를 보기 위해서는 중국의 경기부양책과 인프라투자에 대한 그림을 그리고, 현대중공업과 두산인프라코어, 볼보코리아의 제품경쟁력과 시장지배력확대에 관심을 가져보아야 할 것이다.

재미있게도 당사의 매출의 45%는 바로 AS건이다. AS쪽 마진은 OEM보다는 나은 수준일 것으로 보고 있고, 향후 물건만 많이 팔리면 AS는 자동으로 따라오는 매출이며 경쟁사의 AS건도 당사가 일부 맡아서 하고 있다.(굴삭기 제품특성상 경쟁사와 당사의 제품에 큰 차이는 없음)

그리고, AS건으로 인해서 지금 열심히 팔아 놓은 굴삭기들 덕분에 향후 4~5년은 먹거리 걱정을 크게 할 필요가 없다는 점도 하나의 장점이라고 볼 수 있다.

굴삭기 사업의 투자아이디어는 매우 심플하다.
<u>여기서 흙 파서 저기로 옮기고, 저기서 흙파서 다시 여기로 옮기는 일이기 때문에 망할 수 없다.!</u>

<CEO>
당사의 현재 사장인 박권일 대표는 2007년 03월에 대표이사가 되었고, 과거 최대주주로 있었던 박대표의 아버지인 박안식 회장이 보유한 지분을 증여를 통해서 박권일 대표와 다른 아들인 박권욱이사에게 지분을 2002년부터 2007년까지 넘기게 되었고, 박안식 회장의 두 아들인 박권일 대표와 박권욱 이사에게 각각 10%대 수준으로 지분이 넘어가게 되었고 박안식 회장이 보유한 지분은 6%정도밖에 되지 않는다. 이제 증여를 통한 지분은 상당수가 정리되었다고 보면 된다. 이제 증여로 인해 주가가 디스카운트 받는 이유는 사라졌다고 할 수 있다.

<리스크 요인>
당사는 중국에 직접적인 자회사가 없다는 점이 단점으로 생각되며 향후 경기가 버블국면에서 하락하게되면 굴삭기 AS사업외에 실적을 뒷받침 할만한 사업포트폴리오가 없다는 점이 리스크요인이라고 생각된다.

<결론>

대창단조는 경남 김해에 있는 일반인들에게는 별로 알려진 적이 없는 회사이다.

그래서, 건설장비를 생산하는 업체들과 비교시 상당히 싸보이는 주가수준이다. 진성티이씨나 동양기전과 비교시 PER기준 절반 수준인데, 당사의 올해 예상 PER는 3~4배 수준이다.

산업호조에 따른 굴삭기의 매출확대와 당사의 경쟁력을 감안한다면 최소한 PER 7~8배는 충분할 것으로 보인다. 그렇다면 당사의 목표주가는 5만원을 볼 수 있으며, 버블을 감안하면 그 이상도 충분히 갈 수 있는 회사라고 평가된다.