

지금, 동사를 제대로 바라봐야 할 때

SOTP Valuation을 통해 도출한 30,700원을 목표주가로 제시한다. 오랫동안 영위했던 섬유방직 사업이 사양화됨에 따라 동사는 전사적 차원의 체질 개선과 사업 다각화를 위해 노력했다. 그 결실이 이제 빛을 발하고 있다. 동사의 핵심 자회사 동일알루미늄의 2차전지 양극박 납품 시작에 따른 증익 규모 확대, 동일라코스테의 꾸준한 성장과 다가오는 테니스 열풍. 증여 이슈로 인해 시장은 동사의 내재 가치를 온전히 바라봐 주지 않으나, 머지않아 해결될 것으로 보인다. 다시금 시장은 동사를 바라봐 줄 것이기에, 동사의 내재 가치에 대한 사전적 분석이 요구된다.

Point 1. 이제는 양극박의 가치를 **[AI]**아줘야 할 때

동사를 저평가로 이끈 증여 이슈는 해결됐고, 이제 동사의 핵심 사업부들의 진정한 가치를 알아볼 필요가 있다. 포장재용 알루미늄 박을 공급하던 동사의 알루미늄 사업부는 2차전지 양극박 시장에 진입해 2차전지 소재 기업으로 화려하게 변신했다. 중국의 독주가 펼쳐지던 글로벌 양극박 시장은 미중 무역 전쟁과 IRA로 새로운 국면을 맞이했다. 100% 국산화에 성공한 국내 양극박 업체들은 셀 업체들의 유일무이한 선택지가 되어 1위 사업자로서 공급자 우위 시장의 수혜를 누릴 것이다. K-양극박의 선두주자인 동사의 Top-Line과 Bottom-Line의 성장은 예견되어 있다.

Point 2. 늪지대에 숨어있던 알짜 자회사, 동일라코스테

동일 라코스테는 그저 그런 관계 기업이 아니다. 동사 세전순이익의 27%를 차지하고 있는 알짜 자회사이다. 라코스테는 TD 캐주얼 시장에서의 스테디함, 발빠른 MZ세대 Follow-up을 기반으로 꾸준히 성장해 왔다. 나아가, 앞으로의 성장을 추가적으로 이끌어줄 핵심적인 요인으로, 가파르게 성장하는 테니스 시장과 동반하여 개화할 테니스웨어 시장이 다가오고 있다. 테니스에서 시작한 브랜드인 라코스테는 현재 MZ세대의 니즈에 부합하는 포지션에 위치해 있다. 동사의 안정성과 성장성을 보장해줄 동일라코스테에 대해 자세히 알아보자.

추정 연결손익계산서 - 연결실체								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	684,927	679,668	813,085	913,723	207,537	921,897	917,455	1,028,943
YoY(%)	3.7%	-0.8%	19.6%	12.4%	-13.9%	0.9%	-0.5%	12.2%
매출원가	607,149	592,409	701,191	807,244	192,794	816,295	808,312	905,399
매출총이익	77,778	87,259	111,894	106,479	14,744	105,602	109,142	123,544
GPM(%)	11.4%	12.8%	13.8%	11.7%	7.1%	11.5%	11.9%	12.0%
판매비와관리비	60,342	60,888	63,042	61,725	12,752	61,011	62,127	66,476
영업이익	17,436	26,371	48,852	44,754	1,992	44,592	47,016	57,068
OPM(%)	2.5%	3.9%	6.0%	4.9%	1.0%	4.8%	5.1%	5.5%
금융손익	(9,027)	(11,398)	1,343	(7,291)	(669)	(4,659)	(6,254)	(6,254)
기타손익	(1,337)	4,744	(3,740)	(4,315)	(452)	(1,534)	(1,040)	(1,040)
공동관계기업투자이익	11,254	11,120	15,690	12,276	1,891	15,381	17,313	19,482
세전순이익	18,326	30,836	62,145	45,424	2,762	53,779	57,034	69,256
법인세비용*	4,672	6,789	15,551	(12,068)	1,037	14,090	14,943	18,145
당기순이익	13,654	24,047	46,594	57,491	1,725	39,689	42,091	51,111
NPM(%)	2.0%	3.5%	5.7%	6.3%	0.8%	4.3%	4.6%	5.0%
귀속 - 지배지분	10,804	19,570	42,007	53,833	1,163	37,164	39,413	47,859
귀속 - 비지배지분	2,850	4,477	4,328	3,658	563	2,525	2,678	3,252

Rating

Buy

목표주가: 30,700 원

현재주가: 20,500 원

상승여력: 50%

12M 추가추이

시가총액 5,338 억원



B/S data (TTM)

자산 총계 9,795 억원

부채 총계 3,625 억원

자본 총계 6,170 억원

Earning data (TTM)

PER 13.11x

PBR 0.67x

EV/EBITDA 12.19x

EPS 1,564 원

주요 주주

정헌재단 외 8인 19.23%

자사주 25.64%

SMIC 3 팀

팀장 46 기 이태성

팀원 46 기 신기원

47 기 김우주

47 기 김예준

47 기 류지혁

CONTENTS

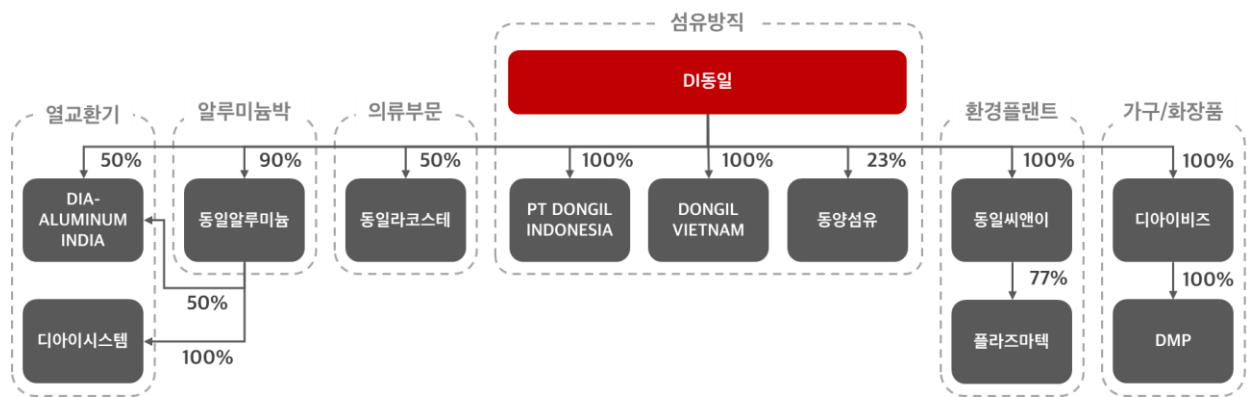
1. 기업분석 - 지금의 DI동일이 되기까지	03
2. Point 1 - 이제는 양극박의 가치를 ¹³ AI 아줘야 할 때	08
3. Point 2 - 늪지대에 숨어있던 알짜 자회사, 동일라코스테	15
4. Plus α - 동사의 유희부지는 연중무휴 대기 중	21
5. 매출 추정	22
6. Valuation - SOTP Method	25
Appendix	

기업 분석 - 지금의 DI동일이 되기까지

1.1. From 동일방직, To DI동일

1955년 설립되어, 1964년 한국증권거래소에 16번째로 상장되며 오랜 시간 증권시장의 자리를 지켜온 한 기업이 있다. 동사, DI동일은 과거 '60~'80년대 한국경제의 고속성장에 기여했던 **섬유산업의 대표기업 중 하나**로, 많은 기업들이 역사 속으로 사라져온 지난 60여년간 증권 시장에서 위치를 곳곳이 지켜왔다. 동일방직이라는 옛 사명으로부터 알 수 있듯이 섬유산업으로 사업을 시작한 동사는 **현재 6개 사업분야의 11개 종속법인**을 거느리는 새로운 모습으로 변모했다. **섬유산업으로부터 지금의 다양한 사업부를 영위하기까지** 동사의 지난날을 돌아보자.

그림 1-1. DI동일 지배구조도



출처: DART, SMIC 3팀

90년대 이후 치열한 체질개선

동사의 지난날은 설립 후 '80년대 후반까지의 섬유산업과 함께한 영광의 시간과, 이후 '90년대 부터 **현재까지의 치열한 체질개선과 사업다각화**의 시간으로 구분할 수 있다. 동사와 영광의 시간을 함께했던 **국내 섬유산업은 '90년대 이후** 가중되는 인력난과 인건비의 상승으로 수익성이 악화되는 것을 막지 못하며 **사양산업의 길**을 걷게 되었다. 지금의 사업 포트폴리오는 영광의 시간을 지나 사양화되는 과정에서 생존을 위해 치열하게 고민한 흔적이며, 현재 매출액 1조원을 바라보고 있는 동사의 몸집은 그 결과를 의미한다. 그 과정을 쫓기 위해 우선 동사의 근간 사업이었던 섬유산업에서부터 출발해보자.

1.2. 체질개선과 사업다각화

동사는 **방직공장**에서 출발하여, **의류의 유통까지 수직계열화**를 구축하여 섬유산업 밸류체인 전반으로 사업을 확장해 나갔다. 이러한 수직계열화로 인해 동사는 타 섬유사들보다 빠르게 몸집을 키울 수 있었고 '80년대 영광의 시간을 누렸다.

수익성 없는 방직설비 해외 이전

그러나 90년대 이후 인건비의 지속적으로 상승으로, 동사는 섬유산업 후발국들과의 가격경쟁력을 유지하기 어려워졌다. 노동집약적인 섬유산업의 성장에는 저임금의 노동력 공급이 핵심이 되기 때문이다. 그 중에서도 기계설비를 통한 자동화 수준이 높은 직조공정과 달리, **자동화 수준이 낮아 인건비의 비중이 높은 방직사업의 경쟁력이 크게 감소했다**. 많은 섬유기업들이 그랬듯이 동사 또한 해외로 눈을 돌려 인도네시아, 베트남 등지에 방직설비를 이전하며 대응했다. 2019년 청주 공장을 마지막으로 **국내에서는 방직설비의 가동을 모두 중단**하였다.

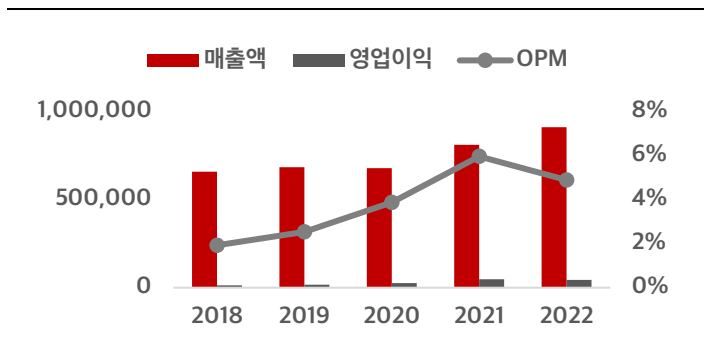
섬유 국내법인인 고부가가치 중심으로 동사의 섬유사업은 해외법인이 저부가가치 원사 생산을 전담하고, 국내의 본사는 원단과 특수사 등의 고부가가치 제품생산과 트레이딩 사업을 중심으로 재편됐다. 적자를 누적하던 의류 자회사 디아이플로의 청산이 1Q23에 완료되면서 섬유/의류사업부의 체질개선은 완료됐다. 이제 사양산업의 고비용으로 우려를 떨쳐낸 동사의 섬유사업부는, 최근 글로벌 섬유산업의 불황에도 국내 동일업종 대비 손실폭을 방어하며 체질개선의 효과를 톡톡히 체감하고 있다.

섬유산업을 넘어 사업다각화 섬유사업이 점차 몸집을 줄여가는 동안 전사 차원의 사업다각화가 진행되어 왔다. 동사는 섬유 산업 중심의 사업포트폴리오에서 벗어나 새로운 성장동력을 찾기 위한 신사업 발굴에 힘써왔다. '80년대 후반 동일알루미늄의 설립을 시작으로, 2010년대 그린 플랜트와 가구 등 기타 소비재로 사업 영역을 넓혀오면서, 현재와 같은 사업 포트폴리오를 구성하게 되었다.

성공적인 전사적 체질개선 및 사업다각화 동사의 전사적 체질개선과 사업다각화의 결과는 매우 성공적이었다. 동사의 매출액은 매년 안정적인 성장을 거듭하고 있고, 섬유사업부의 감소한 수익성을 알루미늄, 그린플랜트와 같은 알짜 자 회사를 통해 극복하며 영업이익률 또한 지속적 성장세를 보이고 있다. 특히, 영업이익의 60%를 차지하고 있는 알루미늄 사업부는 '89년 설립 이후 10년 간의 적자를 딛고 국내 알루미늄박 산업 내 공고한 위치를 차지했으며, 2차전지 양극박 시장에 진출해 화려한 변신에 성공했다.

그림 1-2. 동사 연결기준 실적 추이

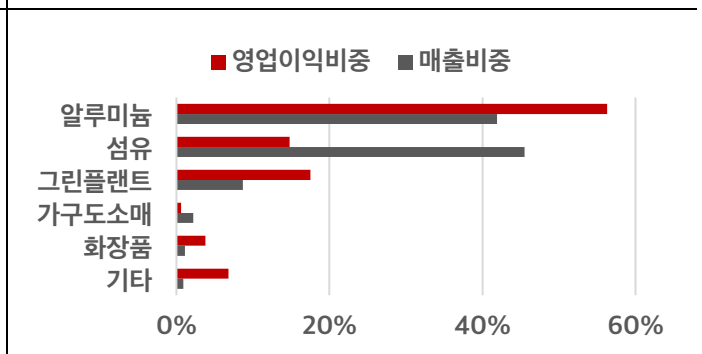
(단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 1-3. 사업회사별 매출 및 영업이익 비중

(단위: %)

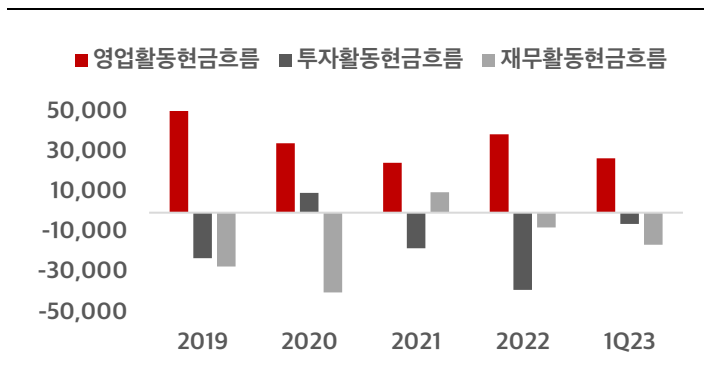


출처: DART, SMIC 3팀

안정적 현금흐름 실질 배당률 2.25% 체질 개선에 성공한 동사는 알루미늄 사업부 증설 시기의 CAPEX를 제외하고 매년 안정적인 현금흐름을 창출하고 있다. 동사는 '17년부터 꾸준히 현금배당을 늘려왔으며 '23년 기준 배당금은 250원으로 시가배당률은 1.6% 수준이다. 동사의 배당 정책의 특징은 1961년부터 지급한 주식배당이다. 동사는 매년 2.5%의 주식 배당을 실시하고 있는데, 26%의 자사주는 주식 배당 대상에 포함되지 않기 때문에 일정 부분 자사주 소각 효과가 발생해 매년 주식배당으로 0.63% 수준의 실질적 배당 효과가 발생해 '23년 기준 실질적 시가배당률은 2.23% 수준으로 판단된다.

그림 1-4. 동사 연결기준 현금흐름 추이

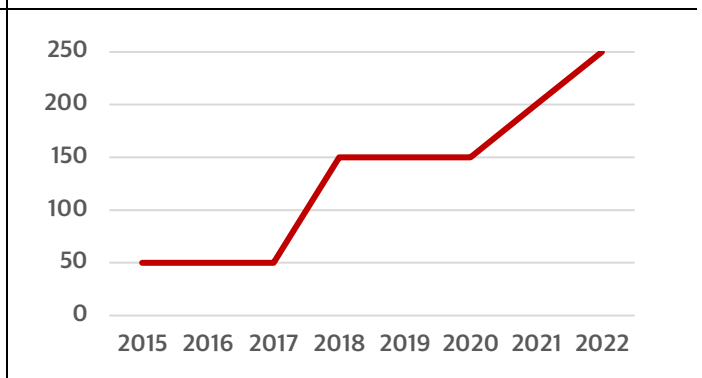
(단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 1-5. 동사 현금 배당 추이

(단위: 원)



출처: DART, SMIC 3팀

1.3. 주가를 누르는 증여 이슈

현재 증여과정에 있는 동사

동사의 현재 시가총액은 5,338억, PBR 0.67x 수준으로 체질 개선에 성공한 알짜자회사들의 성장 성과 3,755억에 달하는 부동산 가치를 전혀 반영하지 못하고 있다. 이는 동사에 현재 **증여라는 지배구조 이슈**가 존재하고 있기 때문이다. '19년 대주주 서민석 회장이 고령의 나이로 경영일선에서 물러나면서, 장남 서태원이 대표이사 자리를 넘겨 받았다. 완전한 경영승계를 위해서는 서민석 회장이 보유한 5.93%의 지분승계가 남아있다. 대주주 일가의 증여에 있어 항상 문제가 되는 것은 우리나라의 높은 **상속·증여세율**이다.

높은 증여세율로 주가부양에 소극적

현재 국내법상 **상속·증여를 통해 지분을 승계 받는 경우 최고 50% 이상의 명목세율**이 적용된다. 상황이 이러하니 후계에게 지분을 넘겨야 하는 대주주는 세금부담을 줄이기 위해 **주가부양에 소극적일 수밖에 없게** 된다. 그동안 동사가 지적 받아온 IR 활동의 부재나 불충분한 공시 등 시장과의 소통에 아쉬웠던 모습 역시 **동사의 우선순위가 주주가치 제고보다는 안정적인 가족 승계에 있는 것으로 짐작할 수 있다.** 동사의 대주주는 증여가 완료되기 이전까지 주가를 낮은 수준에서 유지해야 하기 때문에 **주가 상승을 억제하기 위한 의도로 의심되는 의사결정들**을 해왔다.

그림 1-6. 주가 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

(1) 동일라코스테에 대한 회계 처리 기준 변화

① 동일라코스테 관계기업 회계처리

3Q20~1Q21 동사의 주가는 그동안 넘지 못한 10,000원권을 상향 돌파하며 급격히 상승했다. 전년도 적자사업의 구조조정과 이어지는 실적개선이 주가 상승의 동인으로 작용했다. 그러던 와중에 '21년 3월에 발표된 '20년 사업보고서에서 **동일라코스테를 연결자회사에서 제외하고 공동기업으로 처리하는 회계상의 변화**가 발생했다.

매출, 영업이익 감소하는 눈속임 효과

이에 따라 기존 동사는 50% 지분을 보유한 합작법인 동일라코스테의 실적을 연결재무제표에서 인식하고, 당기순이익의 지배지분이익으로 반영하는 회계처리방식에서, **동일라코스테 당기순이익의 50%만을 공동관계기업 투자이익으로 반영하는 식으로 회계방식을 달리하였다.** 결과적으로 순이익 자체의 변화가 생기지는 않았지만, 매출액과 영업이익이 대폭 감소하며 **일시적으로 실적이 감소하는 것처럼 보이는 효과**가 발생하였다.

실질지배력을 3개월만에 잃는 것은 비합리적

실질 지배력 판단에 대한 전/당기 감사인간의 의견불일치로 동일라코스테를 종속법인에서 제외하였다고 밝혔으나, 동일라코스테의 CEO와 CFO가 모두 동사의 선임으로 경영을 담당해온 점, 그리고 지난 20여년간 아무런 문제없이 동사의 연결자회사로 회계처리 되어온 점을 고려하면 갑작스러운 동일라코스테에 대한 **회계처리 기준 변화는 쉽사리 이해하기 어려운 대목**이다.

(2) 실적발표일 대량의 시간외거래 매도 물량

② 실적발표일 대량의 시간외거래 매도물량

이후에도 동사의 '21년 실적은 지속적으로 성장하며 주가상승을 견인했다. '22년 5월, 주가와 관련하여 또 한 번의 의심스러운 정황이 발생한다. 1Q22의 **실적이 발표된 5월 16일에 대량의 매도 물량이 시간외거래에서 발생했다**. 매도 주체는 동사가 22% 지분을 보유하며 유의적 영향력을 행사하고 있는 비상장사 동양섬유로, 3일 뒤 다시 한번 시간외거래로 대량의 물량을 매도하며 주가는 급락하게 된다. **실적발표 직후의 대량의 매도물량은 1Q22 동사의 호실적으로 인한 주가 상승을 억제하기 위한 의도가 담겨있는 것이 아닌지 의심을 갖게 만든다**.

서민석→서태원
증여 본격화 시그널

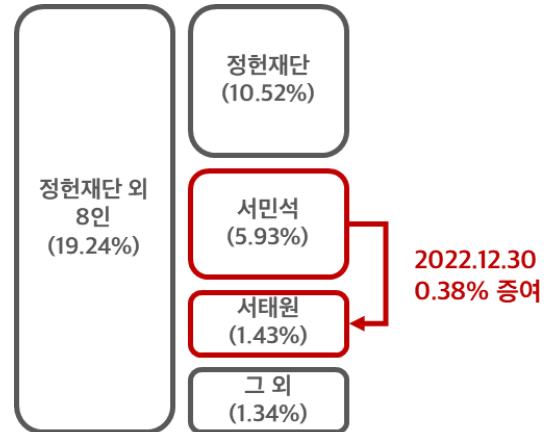
주가는 해당 장외매도로 인해 지속적으로 떨어졌고, '22년 12월 **대주주 서민석 회장이 아들 서태원에게 주식 10만주를 증여했다**. 당시 주가는 15,000원 수준으로 대주주의 지분증여 이후 주가는 반등하여 다시 상승세로 전환하였다. 서민석 회장의 주식 증여로, **아들 서민석 중심의 후계구도가 본격화되며 증여와 관련한 불확실성이 해소되었다**. 그동안 동사는 서태원-서희원간 승계구도에 있어 확실한 후계자의 입지가 불확실한 측면이 존재했다. 이날 아들 서태원에게만 10만주를 증여하면서 **서태원 대표로의 경영권 승계가 확실해진 것이다**.

그림 1-7. 동일라코스테 회계처리변경으로 동사 실적 변화

회계처리 변경 전		*2020년은 대략적 합산치		
(단위: 백만 원)		2018	2019	2020*
매출액		909,349	939,506	913,000
YoY(%)		-	3.3%	-2.8%
영업이익		44,454	48,572	53,746
OPM(%)		4.9%	5.2%	5.9%
회계처리 변경 후				
(단위: 백만 원)		2018	2019	2020
매출액		660,724	684,927	679,668
YoY(%)		-	3.7%	-0.8%
영업이익		12,763	17,436	26,371
OPM(%)		1.9%	2.5%	3.9%

출처: DART, SMIC 3팀

그림 1-8. 대주주 보유지분



출처: SMIC 3팀

1.4. 증여 가속화가 촉매로 작용할 가능성에 대해

승계 구도가 확실시된 상황에서 이제 본격적인 증여 절차만이 남아있다. 그러나 한가지 큰 장애물이 남아있다. 바로 낮은 대주주 지분율이다. 정헌재단을 제외 최대주주 서민석 회장은 5.93%의 지분율, 피증여인 서태원은 1.43%의 지분율을 가지고 있으며, 특수관계인을 포함한 최대주주 지분율은 19.24%이다. 이는 타 기업들에 대비해 크게 낮은 편이다.

증여: 주가 낮아야
경영권: 주가 높아야
→복합적인 상황

앞서 서술하였듯이 증여 과정에서 50%이상의 명목세율에 대한 부담으로 동사 최대주주는 주가 부양에 대한 의지를 가질 수가 없는 상황으로, 심지어는 회계처리 변경 및 장외매도를 통해 주가를 낮게 유지하는 것은 아닌지에 대한 의문을 제기할 수 있는 상황이다. 하지만 현재 낮은 최대주주 지분율로 인해 경영권 위협을 받을 수 있는 가능성 또한 배제할 수 없는 상황이기에 현재 동사는 매우 복합적인 상황에 처해있다. 이러한 맹점을 알아보았는지, '23년 2월부터 사모펀드의 지속적인 매수세로 도합 약 1.67%의 지분을 취득한 것이 확인되었다.

정관 변경으로 사측도 이를 인지하고 있었는지는 정확히 알 수 없으나, 올해 3월 주주총회에서 **정관 변경을 진행하며 경영권 위협에 대해 대응하려 한 것으로 보인다.** 정관 변경 내용의 핵심은 이사 8인과 감사 1인으로서의 상한을 제한하는 내용이다. 현재 8명의 이사와 1명의 감사로 구성되어 있는 동사 이사회회의 인원 수를 고려하였을 때 **행동주의 펀드의 지분 취득을 통한 임원 선임 제안을 원칙적으로 차단한 것으로 보인다.**

이사, 감사 수 상한 제한으로 경영권 방어 감사와 이사 등 **임원의 선임은 주주총회의 보통결의를 거치는 데에 반해, 해임의 경우 특별결의를 통해서만 가능하다.** 특별결의 조건은 출석 주주 의결권의 3분의 2이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1이상의 수이다. 행동주의 펀드 입장에서는 임원 선임을 통해 주주제안의 편의성을 제고하고 내부 사정에 대해 자세히 알 필요가 있으나, **인원수 제한이 생김에 따라 아무리 최대주주 '3% Rule'이 존재한다 하더라도 임원선임의 제안 자체가 거의 불가능해지는 수준인 셈이다.** 실제로 해당 정관 변경 공시가 나온 직후 **사모펀드는 해당 물량을 전량 처분하였다.**

행동주의펀드가 그러나 여전히 하나의 위협이 남아있다. 현재 서민석 회장을 포함하여 **8명의 이사 중 3명이 '24년 3월 임기가 만료되면서 재선임 과정을 거쳐야 한다.** 만약 그 전에 행동주의 펀드가 지분을 감사 재선임안을 부결시킨다면 위협적 **차근차근 매입해 소액주주들에게 의결권을 위임 받고 재선임안을 부결시켜 다른 임원을 세우려 한다면 상황이 복잡하게 흘러갈 여지가 있다.** 재선임안을 부결시키기 위해서는 특별결의가 불필요하기에 보통결의만으로도 새로운 인물의 임원 선임이 가능해진다. 따라서 동사는 3명의 이사 임기 만료가 돌아오기 전에 증여를 마무리하는 것이 유리하다.

그림 1-9. 정관변경 및 특별/보통결의 비교

80기 정기주주총회 정관 변경안(2023.3.24)		
	내용	
변경 전	제19조①항 본 회사는 이사 3명 이상, 감사 1명 이상 을 두며 주주총회에서 이를 선임한다.	
변경 후	제19조①항 본 회사는 이사 3명 이상 8명 이하, 감사 1명 을 두며 주주총회에서 이를 선임한다.	
비교	이사 및 감사의 상한선 을 두는 것으로 개정	
주주총회 특별결의, 보통결의		
	특별 결의	보통결의
요건	출석 주주 의결권의 2/3 이상 발행주식총수의 1/3이상	출석 주주 의결권의 과반수 발행주식총수의 1/4이상
주요 세부사항	이사 또는 감사의 해임 정관의 변경 주식매수선택권의 부여 영업의 중요 일부 양도, 임대 경영 위임 등	이사, 감사, 청산인의 선임, 보수 결정 주주총회의 의장 선임 자기주식 취득 결의, 지배주주의 매도 청구권 재무제표의 승인, 배당 등
정관변경으로 임원 선임 제한		
But, 이사의 해임은 특별결의로만 가능		

출처: DART, SMIC 3팀

그림 1-10. 동사 이사 및 감사 현황

디동일 이사 및 감사 현황			
성명	직위	재직기간	임기만료일
서민석	사내이사	50년 2개월	24년 3월
서태원	사내이사	14년 7개월	25년 3월
손재선	사내이사	33년 3개월	25년 3월
손수용	사내이사	7년 1개월	25년 3월
육현진	사외이사	27년 8개월	24년 3월
장석권	사외이사	2년 1개월	25년 3월
이준호	사외이사	2년 1개월	25년 3월
임성우	사외이사	1년 1개월	24년 3월
김창호	감사	4년 1개월	25년 3월

출처: DART, SMIC 3팀

이런 상황에서 '23년 3월 동일알루미늄 압연기 3대 증설 공시가 나왔다. 투자포인트에서 후술하겠으나 해당 증설분은 **확실한 증익 요소로 작용할 것으로 보인다.** 따라서 증여가 늦어지면 늦어질수록 증익에 따른 주가 상방 압력은 점점 더 높아져 증여과정에서 세금을 더 내야 하는 문제가 발생할 가능성 높다.

①'23년까지 경영권OK 위 상황들을 종합해보았을 때, '23년 내에 증여가 완료될 확률이 높다 판단된다. 증여가 완전히 완료될 시 주가 하방 압력은 해소됨에 따라 **확실한 촉매로서 주가 상승을 이끌 것으로** 사료된다.
 ②'25년 증익 가시화 따라서 투자판단의 핵심은 **동사의 확실한 증익 규모에 대한 고민, 동사의 내재 가치는 얼마인지** 대한 끊임없는 고민이다. 이에 본 보고서는 투자포인트에서 동사의 핵심 자회사를 중심으로 내재 가치에 대해 본격적으로 고민해보고자 한다.

Point 1. 이제는 양극박의 가치를 **AI** 아줘야 할 때

전사 영업이익의 60%를 차지하는 알루미늄박 사업부는 증여 이슈에 가려 진정한 가치를 조명 받지 못했다. 동사 내재가치에 대한 철저한 분석이 필요한 현 시점, 포장재 생산 업체에서 2차전지 소재 업체로 화려하게 변신한 동사의 알루미늄 사업부 또한 양극박 시장의 예견된 성장을 누릴 모든 준비를 마쳤다. 미중 무역 전쟁과 IRA로 1위 중국이 퇴출되었고 한국의 양극박 업체들은 셀 업체들의 유일한 선택지가 되어 공급자 우위 시장을 맞이한다. K-양극박의 선두 주자, 동사의 알루미늄 사업부를 파헤쳐보자.

2.1. 포장재 생산 업체, 2차전지 소재 업체로 화려한 변신

포장재 알루미늄 기업, 동사의 알루미늄박 사업의 역사는 1989년부터 시작됐다. '92년 '동일알루미늄'이라는 이름으로
→ 2차전지 소재 기업 압연기 1,2호기 가동을 통해 영업을 시작한 동사는 이후 생활용품 부분의 식품, 의약품, 화장품
화려한 변신 등에 사용되는 **포장재용 알루미늄박을 공급하기** 시작했다. 포장재용 알루미늄박을 생산하던 동사는 이후 **2차전지용 알루미늄박 시장 진입에 성공하며 2차전지 소재 기업으로 화려한 변신**에 성공했다.

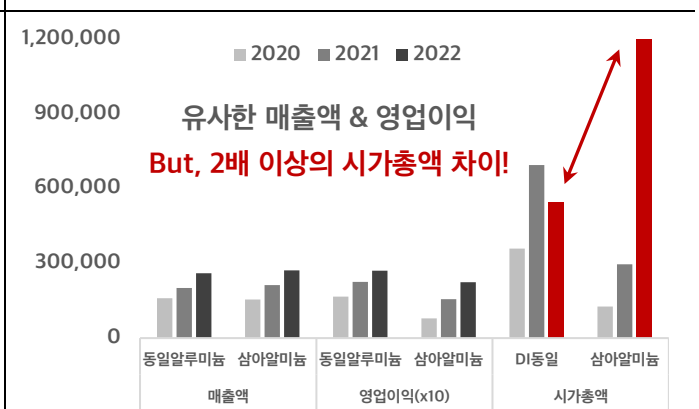
국내 1위 양극박 기업 압연기 2기로 시작한 현재 동사의 알루미늄박 사업부는 현재 **총 5기의 압연기를 보유하고** 있으
전사 영업이익의 60% 며 '22년 **전사 매출액의 28%, 영업이익의 60%**를 담당하는 핵심 사업부로 자리잡게 되었다. 특
 히 압연기 3,4,5호기는 2차전지용 알루미늄박 전용 압연기로 동사는 현재 총 3.5만톤의 알루미늄박 생산 능력을 보유한 **국내 1위 2차전지용 알루미늄박 생산업체**이다.

그림 2-1. 동사의 알루미늄박 사업부 매출액, 영업이익 추이

영업이익의 60%를 차지하는 핵심 사업부 '동일알루미늄'의 알루미늄 박					
동일알루미늄 매출액 및 영업이익					
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	199,450	191,286	160,004	201,936	260,131
YoY(%)		-4.1%	-16.4%	26.2%	28.8%
전사 대비 비중(%)	29.6%	27.0%	23.0%	24.4%	28.0%
영업이익	12,763	17,436	26,371	48,593	44,754
OPM(%)	7.1%	8.8%	10.4%	11.2%	10.4%
전사 대비 비중(%)	111.3%	96.1%	63.1%	46.5%	60.5%

출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-2. 동사, 삼아알루미늄 재무 지표 추이 (단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

1위 양극박 업체,
But 극심한 저평가

그러나, 동사는 오랜 증여 이슈로 1위 사업자로서의 진정한 가치를 인정받지 못하고 있다. 동사에 이어 국내 2위 알루미늄박 업체인 삼아알루미늄의 현재 시가총액은 1조 1,700억원 수준이나 동사의 시가총액은 단 5,312억에 불과하다. 현재 생산 수준과 향후 증설 물량, 압연기 대수, 매출액, 영업이익을 모두 동사가 삼아알루미늄에 비해 앞서고 있다는 점을 감안했을 때 현재 동사는 극한의 저평가 상태라고 판단한다. 동사를 억누르던 증여 이슈 해결이 머지않은 현 시점, 1위 양극박 업체인 동사가 누릴 수혜에 온전히 집중해보자.

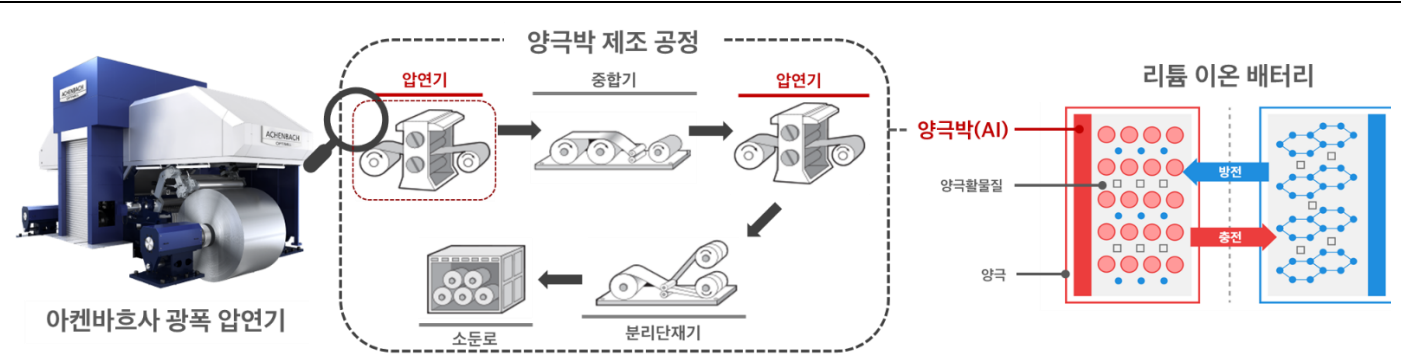
2.2. 2차전지 양극박, 과점적 Niche Market

전기차용 리튬 이온 배터리는 양극, 음극, 분리막, 전해질로 구성되어 있다. 그 중 양극의 구성은 양극기재(AI)과 양극활물질, 도전재, 바인더로 이루어진다. 동사가 생산하는 2차전지용 알루미늄 박, 즉 양극박은 양극의 구성 소재 중 알루미늄 기반의 양극기재를 의미한다.

2차전지 1.8% 비중
오히려 좋아!

양극은 리튬계 산화물에 양극박을 코팅해 리튬 이온의 화학반응을 통해 전기에너지를 생산하는데, 이 과정에서 양극박은 양극재의 지지체의 역할을 함과 동시에 충전과 방전 중 활물질로 전류를 전달하는 통로의 역할을 하는 핵심 소재이다. 따라서 양극박 시장은 전기차용 2차전지 시장과 동행해 빠르게 성장할 전망이다. 다만 전체 2차전지 소재 원가에서 대략 1.8%의 낮은 비중을 차지하는 소재로 양극재, 분리막, 전해질, 동박 등의 주요 소재에 비해 시장 규모가 작으며 이로 인해 대기업들의 시장 진입이 제한적인 시장이다.

그림 2-3. 리튬 이온 2차전지 구성 및 양극박 제조 공정



출처: SMIC 3팀

광폭 압연기는 필수
아켄바흐가 독점 중

낮은 원가 비중과 더불어 양극박 산업의 가장 큰 진입장벽은 바로 양극박 제조 기술력이다. 평균적으로 10~11 μm 두께의 양극박이 사용되는데, 양극박이 얇아질수록 더 많은 양극활물질 탑재로 2차전지 고용량화와 경량화에 크게 기여한다. 또, 얇은 두께의 양극박은 양극과 음극의 거리를 단축해 충전속도와 2차전지 수명 개선에도 도움이 된다. 이러한 2차전지의 성능 향상에 큰 역할을 하는 얇은 양극박 제조를 위해 고성능 광폭 압연기가 필수적이지만, 해당 압연기 생산 기술력은 독일의 아켄바흐사만이 보유하고 있는 상황이다.

아켄바흐 압연기의
제한적 공급
= 시장 진입 제한

아켄바흐사의 압연기 독점은 그 자체로 양극박 산업의 진입장벽으로 작용한다. 아켄바흐사의 광폭 압연기는 1기당 400억원으로 상당히 고가의 장비임과 동시에 주문 이후 실제 가동에 이르기까지 2년 이상의 기간이 소요된다. 뿐만 아니라 현재 국내 양극박 제조업체들이 보유한 광폭 압연기는 총 13기 수준으로 추정되는데, 증설을 위한 유일한 선택지인 아켄바흐사가 과거 30년 간 오직 110대의 압연기만 생산했을 정도로 공급이 극도로 제한적이기 때문에 양극박 시장은 아켄바흐사와 레퍼런스가 없는 새로운 시장참여자의 진입이 매우 힘든 시장이다.

양극박 시장
글로벌 8개 업체
국내 4개 업체

대기업의 진출이 힘든 니치 마켓, 제한적인 압연기 공급에 기인한 진입 장벽으로 인해 글로벌 양극박 시장은 8개 업체들이 과점적 지위를 누리고 있다. 국내에서는 동사를 포함해 삼아알미늄, 롯데알미늄, 동원시스템즈의 4개 업체가 양극박 제조 사업을 영위하고 있다.

2.3. 중국의 독주를 막을 K-양극박

양극박 시장 1위는
M/S 60%인 중국

안타깝게도 현 시점 글로벌 양극박 시장의 패권은 중국이 쥐고 있다. '23년 국내 양극박 4사의 생산능력은 연간 7.6만 톤 수준이며 이는 국내 셀 3사(LG에너지솔루션, SK온, 삼성SDI)의 양극박 물량의 40%만을 감당할 수 있는 수준이다. 반면 중국 업체들의 경우 '21년 이미 값싼 전기를 무기로 국내 생산 능력을 크게 상회하는 13만 톤의 생산능력을 확보했으며, 생산 능력을 기반으로 국내 셀 3사 물량의 나머지 60%를 생산하고 있는 것으로 추정된다.

그러나 현재 미국, 유럽에서 중국을 향한 거센 역풍이 불어오고 있다. 미·중 무역 전쟁과 IRA를 등에 업은 한국의 양극박 업체들은 이제 글로벌 양극박 시장의 패권을 거머쥔 것이다.

(1) 미·중 무역 전쟁, 고래 싸움은 K-알(AI)새우가 막는다

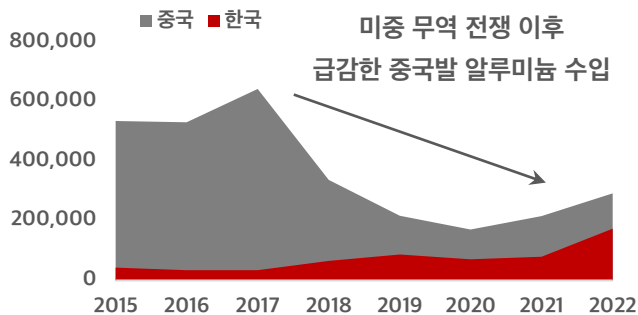
미중 무역 전쟁
현재도 진행 중

'18년 트럼프 미국 대통령이 '무역확장법 232조'를 통해 수입산 알루미늄 제품에 10%의 관세를 부과하며 미·중 무역 전쟁의 서막을 알렸다. 이후 실제로 중국산 알루미늄 판재에 최대 113%에 이르는 상계관세가 부과되기도 했다. 이러한 미·중 무역 전쟁의 목적은 결국 글로벌 알루미늄 공급망에서 중국을 배제하기 위한 의도였으며 미국의 굳건한 의지는 바이든 정권에서 더욱 거세게 이어지고 있다.

중국 알루미늄 수출
11% → 5%

'21년부터 미국 상무부는 AIM(알루미늄 수입 모니터링 시스템)을 통해 미국으로 수입되는 모든 알루미늄 제품의 원산지, 제련 국가 등에 대한 정보를 관리하며 철저히 중국산 알루미늄을 배제하고 있다. 이러한 철저한 감시로 '15년 미국 알루미늄 수입량의 11%에 달했던 중국의 비중은 추가 관세 조치가 시행된 '18년 이후 5% 이하로 급격하게 줄어든 상황이다.

그림 2-4. 한국, 중국 미국향 알루미늄 제품 수출액 (단위: ton)



출처: AIM, SMIC 3팀

그림 2-5. 미국, 유럽의 중국산 알루미늄 제재 현황

미국, 유럽의 중국산 알루미늄 제재 현황		
국가	일시	세부 내용
미국	'18년 3월	중국산 알루미늄에 10% 관세 부과
	'18년 4월	중국산 알루미늄에 최대 113% 상계 관세 부과
	'21년 1월	알루미늄 수입 모니터링 시스템(AIM) 도입
	'22년 12월	유럽에 중국 알루미늄 탄소 관세 부과 제안
	'23년 2월	신장산 알루미늄 수입 금지
유럽	'23년 4월	중국산 알루미늄 우회 수출에 110% 상계 관세 부과
	'20년 10월	중국산 알루미늄 밖에 반덤핑 조사 개시
	'21년 3월	중국산 봉과 관 제품에 21~31%의 반덤핑 관세 부과
	'21년 12월	중국산 알루미늄 밖에 6~28% 관세 부과
	'21년 12월	중국산 알루미늄 밖에 추가 관세 8.6~18.2% 부과
	'22년 3월	반덤핑 관세 5년 연장

출처: 언론 종합, SMIC 3팀

중국산 우회 수출
절대 용납 불가

그럼에도 중국은 여전히 알루미늄 제련 분야의 1위 국가이기에 각국은 중국산 알루미늄 원재료를 이용한 알루미늄 제품을 생산해 미국에 수출을 시도했다. 그러나, 미국은 이조차도 허락하지 않았다. 미국은 제3국을 통한 중국산 알루미늄의 우회 수출을 철저히 감독했고, 올해 4월, 우회 수출을 통해 미국에 수출하려는 한국과 대만 업체들을 대상으로 110%의 상계관세를 부과하며 전 세계에 중국산 알루미늄의 우회 수출에 대한 엄중한 경고장을 날렸다.

유럽도 반덤핑 관세

중국을 배제하려는 미국은 이제 유럽과도 손을 잡으려 하고 있다. '22년 말, 미국은 유럽에 중국산 알루미늄에 탄소 배출량에 근거한 관세 부과를 제안했다. 이전에도 유럽은 이미 중국산 알루미늄 제품에 대해 6~30%의 반덤핑 관세를 부과하고 있었으며, 미국과 유럽은 글로벌 알루미늄 공급망에서 중국을 완전히 배제시키기 위해 끊임없는 제재를 가하고 있다.

2.3.2. IRA, K-양극박을 세계로

미·중 무역 전쟁이 한국 알루미늄 산업에 불어온 순풍이었다면, 동사를 비롯한 한국 양극박 업체들은 IRA라는 태풍을 타고 글로벌 양극박 생산 1위 국가로 거듭날 준비를 모두 마쳤다.

IRA 세부 지침
양극박 = 구성 재료

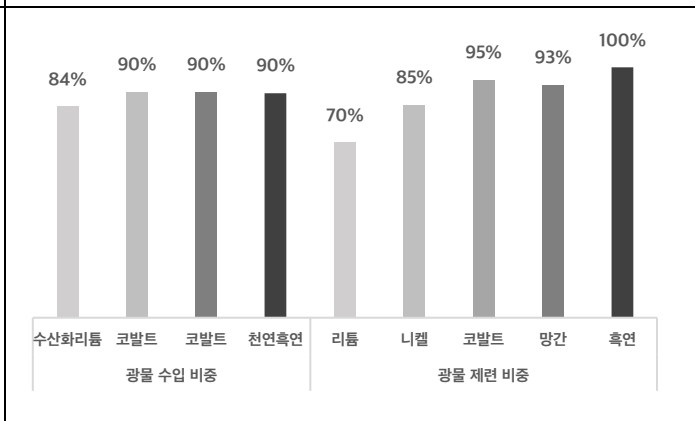
지난 3월 31일, 미국 재무부는 IRA 법안에 대한 세부 지침을 발표했다. 핵심 광물에 대한 보조금(\$3750)을 지급받기 위해서는 북미 또는 FTA 국가에서 추출 또는 가공된 핵심 광물(리튬, 니켈, 망간, 코발트, 알루미늄 등 50종 광물)의 최종 가치의 비중이 '24년 40%, 매년 10%씩 상향되어 '27년 80%를 초과해야 한다. 양극박은 양극활물질, 음극활물질과 함께 핵심 광물(Critical Material)을 내포하는 구성 재료(Constituent Material)로 분류되었다.

그림 2-6. IRA 세부 지침

IRA 세부지침	
	배터리 핵심광물(\$3750 세액공제)
내용	미국 또는 FTA 협정국에서 채굴, 가공한 핵심광물 사용
비율	현재 기준 40% 이상 (* 27년까지 80% 이상, 단계적 상승)
세부 지침	리튬, 니켈, 망간, 흑연, 코발트 등 미국 또는 FTA 협정국에서 50% 이상 채굴, 가공된 경우 보조금 지급
핵심 광물 가치 범위	
핵심 광물 알루미늄, 리튬, 니켈, 망간, 코발트, 흑연 등	추출·가공 → 재활용 구성 재료 양극박, 양극활물질, 음극활물질, 음극박, 바인더, 전해질염 등
배터리 부품(\$3750 세액공제)	
내용	북미에서 제조·조립한 배터리 부품 사용
비율	현재 기준 50% 이상 (* 29년까지 100%, 단계적 상승)
세부 지침	양극판, 음극판, 분리막, 전해질 배터리 셀, 모듈 등으로 부품 정의
배터리 부품 가치 범위	
배터리 부품 양극, 음극, 고체금속, 전극 분리막, 액상 전해액	
셀, 모듈	

출처: 미국 재무부, SMIC 3팀

그림 2-7. 2차전지 핵심 광물, 제련 중국 비중



출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

IRA가 해소해준
북미 공장 증설 우려

세부지침 발표 전, 국내 양극박 제조업체들을 향한 가장 큰 우려는 북미 공장 증설이었다. 다행히도, IRA 세부지침에 따르면 양극박의 경우 FTA 국가인, 국내에서 생산해도 핵심 광물에 대한 요건을 충족하기 때문에 국내 양극박 제조 업체들은 북미 증설에 대한 의무가 사라졌다.

핵심 광물 중국 배제,
아직은 너무 멀다

IRA 세부 지침과 현재 국내 2차전지 소재 업체들의 상황을 조금 더 파헤쳐보면 양극박 제조 업체들에게 가장 큰 호재는 리튬, 니켈 등 핵심 광물의 제련 및 생산이 중국에 크게 의존하고 있다는 점이다. IRA 세부지침에서 북미 또는 FTA 국가에서 추출, 가공된 핵심 광물의 비중을 100%가 아닌 50%로 설정했다는 것은 미국마저 현실적으로 중국 등의 비FTA 국가의 광물을 초기부터 완전히 배제하는 것이 불가능하다는 인정을 의미로 해석이 가능하다.

양극재, 음극재 광물
대부분 From China

현재 양극재, 음극재 업체들의 원재료 공급 상황은 사태의 심각성을 입증하고 있다. 양극재와 음극재는 각각 2차전지 원가의 51%, 12%를 차지하는 핵심 소재이기에 최우선적으로 국산화가 이루어져야 한다. 그러나, 활물질 광물들의 제련 및 생산을 중국이 사실상 독점하고 있어 국내 수입액 중 중국의 비중은 수산화리튬 84%, 코발트 90%, 천연흑연 89.6%, 인조흑연 91.1%, 전구체 94% 등으로 대부분의 수입 물량을 중국에 의존하고 있는 상황이다.

시급한 내재화, But
불확실성 너무 크다!

설상가상으로 향후 핵심 광물의 가치 비중이 '27년 80%까지 상향되기 때문에 국내 양극재 업체들은 핵심 광물의 내재화를 위해 사활을 걸고 있다. 그러나 내재화 선두에 있는 포스코퓨처엠의 '27년까지의 내재화 계획이 마무리된다 해도 기존의 중국물량을 대체하기 매우 힘들기에 수산화리튬 70%, 전구체 57%를 외부 물량으로 조달해야 하는 매우 불확실한 상황에 처해있는 것이 직면해야 할 현실이다.

2.4. K-양극박, 중국 배제 임무 완료

이렇듯 양극재, 음극재 소재 업체들의 핵심 광물 요건 충족이 불확실한 상황에서 셀 업체들은 중국 배제에 성공해 국산화가 가능한 소재라면, 원재료 비중과 관계없이 국산 소재를 사용해 비중 요건을 충족해야 한다. **100% 중국 배제를 이미 이뤄낸 소재, 바로 국내 업체들의 양극박이다.**

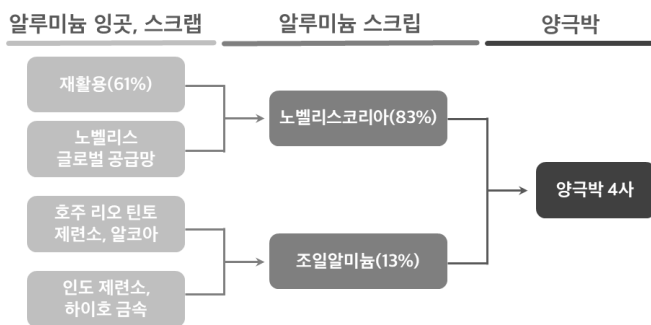
K-양극박
이미 중국 배제 성공

국내 양극박의 반격은 현재 진행 중이다. 중국 제재의 수혜로 '15년 전체의 1%에 불과했던 한국의 **미국향 알루미늄박 수출은 '22년 12%로 급격하게 증가했으며 셀 3사의 중국 물량을 제외한 대부분의 물량을 국내 양극박 4사가 공급하고 있는 것으로 추정된다.** 미·중 무역 전쟁과 IRA로 양극박의 국산화 필요성이 강조되는 현 시점, 국내 양극박 업체들의 **국산화된 원재료 공급망에 대한 철저한 분석**을 통해 국내 양극박 업체들의 경쟁력을 확인해보고자 한다.

양극박 국산화
조일, 노벨리스의
중국 배제 덕분

동사를 포함한 대부분의 국내 알루미늄박 제조 업체들은 국내의 알루미늄 압연 전문 생산업체 **노벨리스코리아, 조일알미늄**에서 알루미늄박의 원재료인 **알루미늄 스트립을 전량 공급받는다.** 알루미늄 스트립은 알루미늄 잉곳이나 공정 중 발생한 알루미늄 스크랩을 원료로 생산되는데, 노벨리스코리아와 조일알미늄 모두 글로벌 알루미늄 생산의 53%에 이르는 **중국을 배제한 공급망을 보유하고 있어 알루미늄박 제조업체들에게 국산화를 안겨줄 수 있었다.**

그림 2-8. 국내 양극박 시장 공급망



출처: 각 사, SMIC 3팀

그림 2-9. 미국 알루미늄박 수입 내 한중 비율 추이



출처: AIM, SMIC 3팀

1위 노벨리스코리아,
극강의 재활용

노벨리스코리아는 영주에 26만 톤 규모의 아시아 최대 알루미늄 재활용 시설을 보유해 스트립 생산량의 **61%를 재활용으로 자체 조달**하는 국내 알루미늄 스트립 시장 점유율 83%의 압도적 1위 생산업체이다. 급증하는 2차전지용 양극박 수요를 감당하기 위해 '22년 2월 **울산에 연간 10만톤 규모의 알루미늄 재활용 시설을 증설** 중에 있으며 향후 **재활용 알루미늄 사용률을 96%**까지 확대할 계획을 보유하고 있다.

2위 조일알미늄,
호주, 인도산 알미늄

조일알미늄은 노벨리스코리아에 이어 13.6%의 점유율을 확보한 2위 알루미늄 스트립 생산 업체이다. 조일알미늄은 역사적으로 **호주의 리오틴토 제련소, 알코아**와 오랜 기간 거래를 구축했으며, 탈탄소 기조에 따라 **호주 수력 발전 기반 제련소**와의 거래도 꾸준히 확장해 나가고 있다. 최근, 공급처 다변화 차원에서 **인도 제련소**와도 거래하고 있으며, 노벨리스코리아와 동일하게 중국을 배제했음에도, 안정적인 알루미늄 공급망을 확보하고 있는 업체이다.

노벨리스코리아, 조일알미늄이라는 든든한 조력자를 통해 **국산화를** 이뤄낸 국내 양극박 업체들은 국내 셀 3사 양극박의 **유일무이한 선택지**가 되어 세계로 비상하고 있다.

2.5. 양극박, 끝나지 않을 극한의 Shortage

양극박 4사
적극적 증설 중!

공급망에서 중국을 배제하는데 성공하며 국산 양극박이라는 무기를 장착한 **국내 양극박 업체들**은 국내 셀 3사의 북미 중심 글로벌 증설 및 생산 증대 계획에 대응하기 위해 **적극적 증설**에 나서고 있다. **현재** 국내 양극박 4사의 2차전지용 양극박 생산 능력은 **7.6만 톤** 수준으로 전기차 160만대를 생산할 수 있는 수준이며, 폭발적 증설 계획에 따라 **'26년 20만톤 수준까지** 생산 능력을 확대할 전망이다.

수요 = 764 Gwh
공급 = 389 Gwh

'26년의 양극박 4사의 20만톤의 예정 CAPA는 전기차 용량으로 환산 시 **389GWh** 수준으로 올해 대비 2배 이상 증가했지만, 해당 시점의 국내 셀 3사의 **예상 CAPA인 764GWh** 대비 크게 부족한 상황이다. 동사를 비롯한 양극박 업체들은 현재 95% 수준의 가동률을 유지함과 동시에 기존의 포장용 압연기를 2차전지용으로 용도를 변경하는 등의 방식으로 폭발적 수요에 대응하고 있으나 아켄바흐사의 제한적인 압연기 공급에 따라 **양극박 공급 부족은 지속될** 전망이다.

그림 2-10. 셀 3사, 양극박 4사 증설 및 CAPA 현황

양극박 공급 부족량 추정					
(단위 : GWh)	2022	2023	2024	2025	2026
셀 3사 CAPA 합계(중국 제외)	205	289	399	552	764
LG에너지솔루션	102	166	226	326	423
북미	8	38	87	154	207
유럽	72	87	98	131	173
한국	22	41	41	41	43
SK온	23	23	53	53	53
북미	4	14	19	55	115
유럽	18	18	48	48	48
한국	5	5	5	5	5
삼성SDI	80	100	120	173	288
북미	-	-	-	23	58
기타	80	100	120	150	230
양극박 4사 CAPA 합계	143	157	183	363	393
동일알미늄	32	46	46	118	118
삼아알미늄	35	35	61	61	61
롯데알미늄	60	60	60	168	168
동원시스템	16	16	16	16	46
양극박 공급 부족량	62	132	216	189	371

출처: 각 사, SMIC 3팀

2.5.1. 양극박, 멈추지 않는 이어달리기

LFP?, 삼원계?
양극박은 상관없어!

양극박 공급 부족은 양극박이 가진 **최대 장점, 범용성**으로 인해 더욱 가속화될 것이다. 최근 글로벌 전기차 2차전지 시장은 중국의 LFP 양극재와 한국의 삼원계 양극재가 치열하게 맞붙고 있다. 핵심은, **LFP에도, 삼원계에도 결국 양극박이 탑재된다는** 것이다. 따라서 글로벌 2차전지 판도와 관계없이, 양극박 업체들은 현재의 공급자 우위 시장을 누릴 수 있다.

차세대 전고체,
나트륨이온 2차전지,
오히려 좋아!

추가적으로, 차세대 배터리 기술로 불리는 **전고체 배터리** 또한 결국 리튬의 이동을 통해 에너지가 발생하기 때문에 **양극박을 필요**로 한다. 또한 리튬이 배제된 **나트륨 이온 배터리**는 올 하반기 CATL에 의해 상업화가 시작될 전망이다. 주목해야 할 점은, 나트륨 이온 배터리 구조에서 기존 동박을 이용하던 음극박이 **알루미늄박**으로 대체되어 **알루미늄박의 필요량이 2배로** 증가한다는 것이다. 결국 배터리 기술이 변화해도 바뀌지 않는 것은 바로 **알루미늄 양극박**이며 현재 공급자 우위 시장은 견고한 양극박 수요로 인해 오랜 기간 지속될 전망이다.

2.6. K-양극박의 선두 주자, '동일알루미늄'

양극박 증설

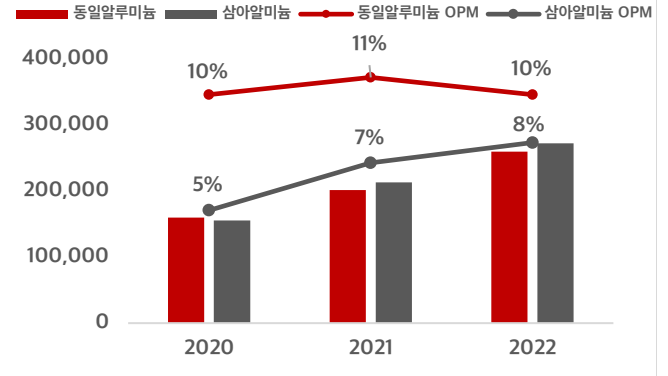
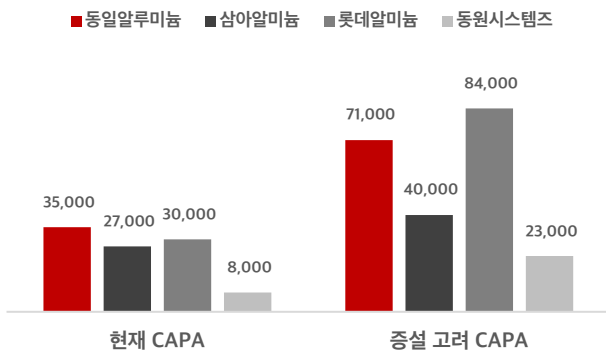
= 매출, 영업이익 ↑

앞서 언급한 듯, 국내 양극박 4사의 증설 물량이 국내 셀업체들의 수요 대비 크게 부족한 상황이며 이에 양극박 업체들은 높은 수준의 마진을 셀업체들로부터 보장받고 있다. 결국 양극박 업체 중 **적극적 증설에 따른 생산 능력 확보한 업체**가 경쟁사 대비 높은 점유율을 확보해 폭발적인 Top-Line과 Bottom-Line의 성장을 동시에 이뤄낼 수 있을 것이다. 본 보고서에서는 현재 선두에 위치한 동사가 선제적 압연기 확보를 통한 적극적인 증설을 기반으로 향후 양극박 시장 성장의 가장 큰 수혜를 누릴 것임을 확신한다.

그림 2-11. 양극박 4사 CAPA 추이

(단위: ton)

그림 2-12. 동사, 삼일알루미늄 매출액, OPM 추이 (단위:백만 원)



출처: 각 사, SMIC 3팀

출처: 각 사, SMIC 3팀

증설, 압연기 대수
동사 압승!

동사의 현재 알루미늄박 생산 CAPA는 3.5만톤으로 국내 양극박 업체 중 생산 능력 기준 선두를 달리고 있다. 뿐만 아니라 동사는 올해 4월 2,200억원 규모의 증설 계획을 공시하며 아켄바흐 사로부터 광폭 압연기 6~8호기에 대한 계약을 마쳐 '26년 기준 총 8기의 압연기와 7.1만톤의 CAPA를 확보했다. 현재 2위 업체 삼아알루미늄의 경우 현재 4기의 압연기를 보유해 2.5만톤의 생산능력을 보유하고 있으며 증설에 따라 '24년 기준 압연기 6기, 4만톤의 CAPA를 확보할 전망이다. 향후 동사와 삼아알루미늄의 격차는 더욱 심화될 것으로 보인다.

장기 공급계약?
안하는게 이득!

판매 전략 측면에서도 동사는 삼아알루미늄보다 우위에 있다. 동사는 국내 셀 3사를 모두 고객사로 확보했으며, 삼아알루미늄의 주 고객사는 LG에너지솔루션과 SK온이다. 특히, 삼아알루미늄은 '22년 LG에너지솔루션과 '30년까지 7천억원 규모의 공급 계약을 맺으며 장기 계약을 통한 판매 전략을 펼치고 있다. 반면, 동사는 셀 업체들의 장기 공급 계약 요청에도 이를 지양하는 판매 전략을 고수하고 있다. 이는 공급자 우위 시장에서 제품 경쟁력까지 갖춘 동사가 장기계약으로 인한 마진 훼손을 방지하기 위함이며 실제로 동사의 영업이익률은 10%를 상회하며 삼아알루미늄의 8% 대비 높은 수준을 유지하고 있다.

롯데알루미늄,
고질적 압연기 이슈

롯데알루미늄의 경우 '26년 생산능력 기준으로 1위 업체가 될 전망이지만, 압연기 확보에서 큰 어려움을 겪고 있다. 롯데알루미늄은 수년 전부터 압연기 확보에 어려움을 겪어 미승인 압연기 사용으로 인해 올해 3월 삼성SDI와 SK온으로부터 전체 생산량의 35% 물량에 대한 납품 취소를 통보받았다. 향후 양사 모두 현재 생산능력 대비 큰 규모의 증설이 예정되어 있는 만큼, 8기의 아켄바흐사 압연기 확보에 따른 동사의 경쟁력은 더욱 그 가치를 입증할 전망이다.

미·중 무역 전쟁, IRA로 국내 양극박 업체들은 글로벌 1위로 거듭났으며, 동사는 그 선두에서 한국 양극박의 성장을 주도할 것이다. 동사는 이제 1위 양극박 제조업체로서 그 진정한 가치를 인정받을 시간을 기다리고 있다.

Point 2. **높지대에 숨어있던 알짜 자회사, 동일라코스테**

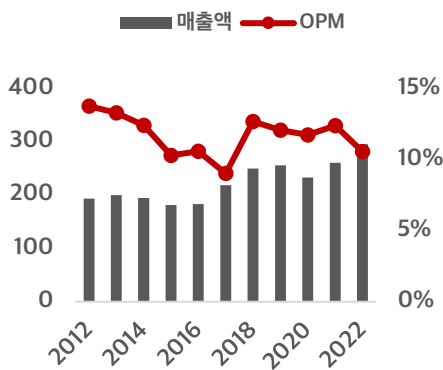
3.1. 디동일과 동일라코스테

동일라코스테는 '01년부터 프랑스 프리미엄 캐주얼 브랜드 라코스테의 국내 판권을 독점적으로 계약하여 의류, 신발 및 액세서리를 유통하는 동사의 알짜 자회사이다. 디동일은 라코스테와 JV 형식으로 국내에 라코스테를 들여왔고 **현재 50%의 지분율**을 가지고 있다. 앞서 확인했듯이 '20년 3분기까지는 동일라코스테의 실적이 디동일 연결실적으로 편입되어왔으나, '20년 사업보고서부터 장부 상 **공동관계기업투자이익으로 분류**되어 실적이 **영업이익단에서 드러나지 않고 있다**.

알짜배기 자회사,
동일라코스테

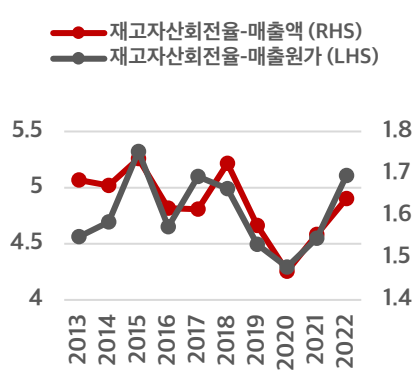
이러한 회계처리 변경은 동사의 실질 내재가치를 일반 투자자 입장에서 확인하기 어렵게 만들었다. 일반적으로 매출과 영업이익을 중요시하기에, 관계기업투자이익 계정은 그리 자세히 살펴볼지 않는 경우가 빈번하다. 그러나 **동일라코스테는 팬데믹 '20년을 제외한 근 5년간 꾸준한 매출 성장**을 이뤄내고 있고 안정적인 이익률을 기록하며 이익 비중이 **'22년 기준 전사 세전순이익 비중 내 약 27%**를 차지하는 **매우 핵심적인 자회사**의 역할을 하고 있다. 따라서, 본 장에서는 동일라코스테의 꾸준한 성장에 대한 당위성과 앞으로의 성장가능성에 대한 분석을 진행하고자 한다.

그림 3-1. 매출액, OPM 추이 (단위:십억 원)



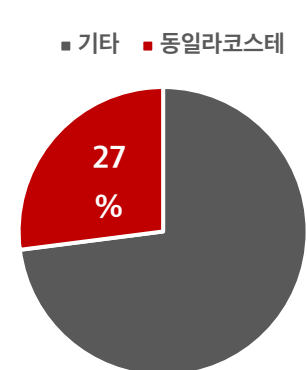
출처: DART, SMIC 3팀

그림 3-2. 재고자산회전율



출처: DART, SMIC 3팀

그림 3-3. 세전순이익 내 비중



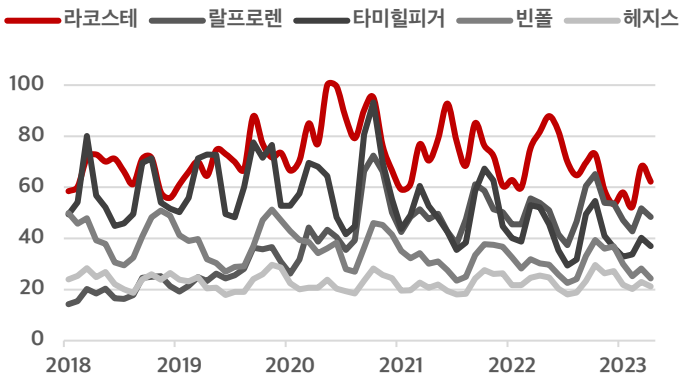
출처: DART, SMIC 3팀

동일라코스테의 꾸준한 성장의 근거는 우선 ① TD캐주얼웨어 시장에서의 공고한 위치와 아이템의 스테디함에서 기인하며, ② MZ세대로 옮겨온 주 타겟층에 대한 발빠른 트렌드 Follow-up이 이를 뒷받침한다. 나아가, 앞으로의 성장성을 담보하는 가장 핵심적인 요인은 ③ 가파르게 성장하는 테니스 시장과 개화하는 테니스패션 시장을 주도하는 **MZ세대의 요구에 부합하는 라코스테의 브랜드 포지셔닝**이다. 이제 각 요소들을 하나하나 살펴보도록 하자.

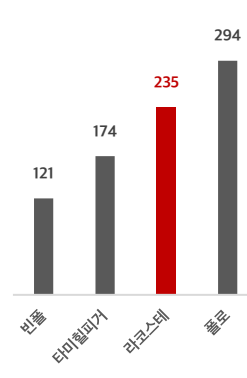
3.2. TD 캐주얼로서의 스테디함

① TD캐주얼로서의
압도적 지위

유행을 타지 않고 비즈니스와 여가 시간에 두루 착용할 수 있는 옷들을 TD(Traditional) 캐주얼이라고 부른다. 국내는 라코스테, 폴로 랄프로렌, 헤지스, 빈폴, 타미힐피어가 5대 TD 캐주얼로 불리며 명성을 이어오고 있다. 패스트 패션에 밀려 잠시 그 인기가 정체되었으나, '21년부터 라코스테와 폴로 랄프로렌을 중심으로 중고가 캐주얼 고객을 흡수하며 다시 강세를 보이고 있다. 타 브랜드들이 캐주얼 고객을 확보하는 데 어려움을 겪으며 MZ세대부터 **중년층이 TD캐주얼로 이동**했고, 특히 라코스테는 근 5년 간 **5개 브랜드 중 20~30대의 검색 트렌드 압도적 1위**를 차지하며 이 흐름 내 공고한 위치를 차지하고 있다.

그림 3-4. 네이버 검색어 트렌드 - 20대~40대

출처: NAVER, SMIC 3팀

그림 3-5. 오프라인 매장 수

출처: 각 사, SMIC 3팀

그림 3-6. 캐주얼룩

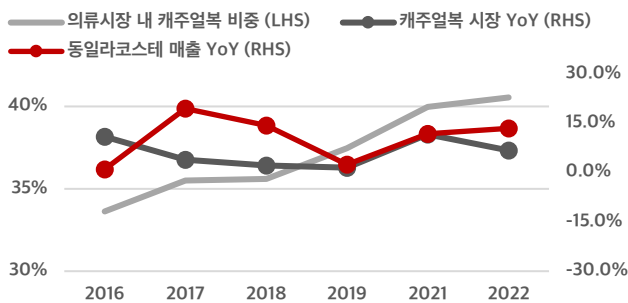
출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

유행과 무관
전연령대 무난
→ 매출기복 ↓

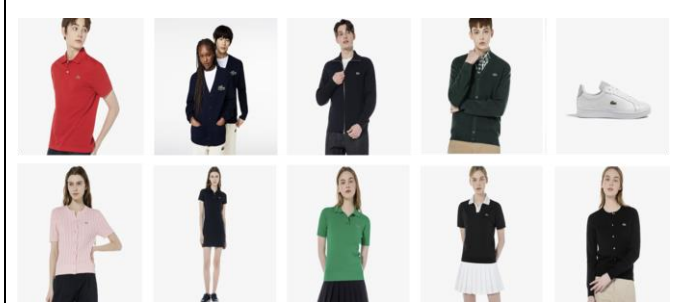
유행을 타지 않는 디자인으로 라코스테의 폴로티, 셔츠, 가디건 등의 캐주얼 라인은 언제나, 누구에게나, 필수템으로 자리잡고 있다. 라코스테 홈페이지의 남성/여성 베스트셀러를 확인해보면 전형적인 캐주얼 라인이 상위권에 위치한다. 원단의 색감을 빼어나게 담아내는 폴로티는 범용성이 높아 비즈니스룩이든 일상룩이든 상황에 따라 매칭할 수 있으며 **전연령대에게 어울린다는 장점은 매출 기복을 줄여주기까지 한다.** 겉으로 훑기에 다 비슷한 폴로티로 보일지라도 **해의 브랜드에 대한 선호, 왼쪽 가슴 상단에 작은 라코스테 로고의 유무**는 타 TD캐주얼 브랜드들과의 차별점으로 작용한다.

'16년 이후 매출
지속적 성장세
캐주얼 의류시장
항상 상회

TD 캐주얼 같은 기본템에 대한 패러다임 자체가 변하지 않는 이상 라코스테라는 브랜드는 해가 거듭해갈수록 축적되는 헤리티지를 바탕으로 성장할 수밖에 없다. 실제로 동일라코스테의 매출 또한 팬데믹의 영향이 막대했던 '20년을 제외하고 배재현 대표가 이끌기 시작한 '16년 이후 성장을 멈춘 적이 없다. 이에 그치지 않고 동일라코스테는 제품군 다변화에도 노력을 기울이고 있다. 최근에는 슈즈 및 여성복에 집중하는 제품군들을 선보였고, 이런 시도들로 동일 라코스테는 **전체 캐주얼 의류 시장의 성장률을 항상 상회해 왔다.**

그림 3-7. 캐주얼복 비중 및 캐주얼복 시장 YoY 대비 동사 YoY

출처: 한국섬유산업연합회, 트렌드리서치, DART, SMIC 3팀

그림 3-8. 라코스테 베스트 셀러 제품군

출처: 라코스테 홈페이지, SMIC 3팀

3.3. MZ를 노린다면 트렌디해져라

② 발빠른 MZ Trend
Follow-up

TD캐주얼의 주 소비층이 MZ세대로 부상함에 따라 헤리티지를 지닌 라코스테 같은 브랜드들이 항상 경계해야 하는 지점이 생겼다. 트렌드를 따라가지 못한다면 결국 쇠락의 길을 걷게 된다는 것이다. 브랜드가 지닌 **헤리티지가 OLD함**으로 받아들여지는 순간 소비자들은 등을 돌린다. 라코스테 또한 젊은 고객층들과의 접촉을 늘려 **YOUNG함**을 어필하고자 국내에서 다양한 전략을 취하고 있다.

(1) 무신사 입점을 통한 20~30대 온라인 판매 확대 전략

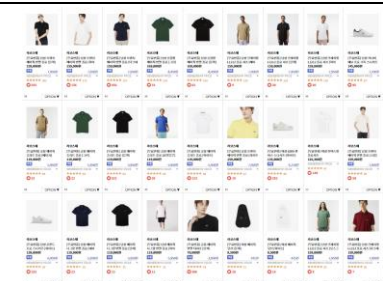
랄프로렌 새신책
= 무신사 입점
+ 인플루언서 마케팅

라코스테의 가장 강력한 경쟁사라 할 수 있는 **랄프로렌**은 과거 국내에서 40~50대가 입는 옷이라는 **고령화된 브랜드 이미지**가 형성되며 **매출 하락세**를 맞이했었다. 랄프로렌은 이에 대한 새신책으로 '18년 국내 대표 **온라인 패션 플랫폼 무신사에 입점**했다. 래퍼 등 인플루언서들이 랄프로렌 옷을 입은 룩북을 선보이는 등 성공적으로 올드한 이미지에서 탈출해 '랄뽕 맞았다'는 유행어까지 만들어지며 다시금 트렌드로 떠올라 '20년 18%', '21년 40%'라는 매출 성장을 이뤄냈다.

동사도 벤치마킹!

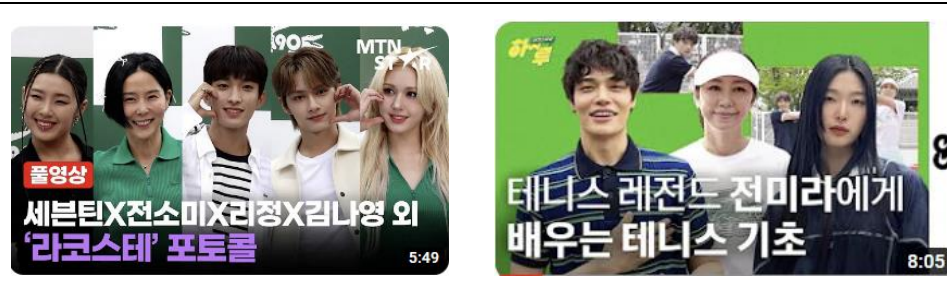
라코스테 또한 이를 벤치마킹하여, 젊은 고객층들을 20-30대 타겟 온라인 채널을 통해 유입시켜 전통 TD캐주얼로서 자칫 올드해질 수 있는 가능성을 줄이고자 '20년 무신사에 입점했다. 나아가, **20~30대에게 인기 많은 연예인 및 인플루언서**, 그리고 테니스 헤리티지를 살려 **국내 유명 테니스프로 모델을** 활용하여 오프라인 팝업 및 유튜브를 비롯한 여러 매체를 통해 타 TD캐주얼 브랜드보다 **활발한 마케팅**을 이어오고 있다.

그림 3-9. 라코스테 무신사 입점



출처: DART, SMIC 3팀

그림 3-10. 라코스테의 연예인, 인플루언서, 테니스 프로 활용한 유튜브 마케팅



출처: Youtube, SMIC 3팀

(2) MZ세대 타겟 콜라보

경계를 허문
지속적인 콜라보
→ 젊은 층 Target

라코스테는 **지속적인 콜라보**를 통해서도 젊은 고객층들을 유입시키고 있다. 콜라보를 통해 각 브랜드는 전형적인 이미지에서 벗어나 신선함을 불어넣고 새로움으로 소비자들에게 다가갈 수 있다. 의류 브랜드와의 콜라보뿐 아니라 **넷플릭스, 디즈니, 마인크래프트 등과도 협업**을 진행해 경계를 허물며 젊은 고객층들에게 적극적으로 다가가고 있다.

스트리트 브랜드와의
성공적 콜라보 등
by 로고 플레이

트렌드에 있어서 핵심은 '**브랜드의 명성과 단순하고 트렌디한 로고**'이다. 5대 TD 캐주얼 브랜드 중 가장 **직관적이며 트렌디한 악어 로고**는 디자인 요소로서의 **범용성**이 가장 뛰어나다는 장점을 살려 성공적 콜라보 전략을 이어 나가고 있다. 단정한 캐주얼 브랜드 이미지인 라코스테가 이미 지 변신을 성공한 대표 사례는 세계적인 **스트리트 브랜드 Supreme**과의 콜라보다. 해당 제품들은 국내 리셀 플랫폼에서 **평균 2배 이상의 리셀가**에 거래되고 있는데, 이는 스트리트 패션을 접목시켜 MZ세대에게 이미지를 재고하게 하고자 한 콜라보 **전략이 유효했음**을 단편적으로 보여준다.

그림 3-11. A.P.C 콜라보



출처: 라코스테

그림 3-12. Supreme 콜라보



출처: 라코스테

그림 3-13. 콜라보 제품 KREAM 리셀가 (단위: 원)

KREAM 리셀 데이터 (23.05.27 기준)		
상품명	정가	리셀가
Supreme X Lacoste small messenger bag black	169,300	240,000
Supreme X Lacoste small messenger bag navy	169,300	300,000
Supreme X Lacoste small messenger bag gold	169,300	460,000
Supreme X Lacoste small Hooded Sweatshirt Navy	209,100	450,000
Supreme X Lacoste small Hooded Sweatshirt Red	209,100	269,000
Supreme X Lacoste Twill 6-panel Black	76,700	300,000
A.P.C x Lacoste Polo Shirt White	211,700	350,000
A.P.C x Lacoste small logo T-Shirt White	159,000	170,000

출처: KREAM, SMIC3팀

3.4. 테니스 코트 위의 MZ를 잡아라

동사는 최근 테니스웨어에 집중 중

제품 다각화의 연장선으로 현재 동일라코스테는 **국내 테니스웨어 시장에 심혈을 기울이고 있다.** 빠르게 스포츠 단독 오프라인 매장 수를 늘려나가 현재 34개의 매장을 운영 중이며, 테니스 컬처를 중심으로 90주년 팝업 스토어를 남산타워에서 개최하는 등, **'패션 스포츠'**로 정의된 브랜드 아이덴티티를 더욱 공고히 하고 있다. 과연 동사의 테니스웨어 부분이 **추가적인 성장동력**을 제공할 수 있을까? 이는 테니스에 대한 MZ세대들의 관점과 시선은 어떠한지 **골프 & 골프웨어 시장을 살펴**보며 그 힌트를 얻을 수 있으며, 나아가 **테니스패션 브랜드 내 동사의 포지셔닝**을 살펴봄을 통해 테니스웨어 시장 성장이 동사 성장으로 이어질 것이라는 해답에 도달할 수 있다.

(1) MZ세대, 골프 & 골프웨어에서...

골프는 팬데믹 기간 동안 스포츠의 새 트렌드로 떠올랐다. 방역 규제와 안전에 대한 걱정은 넓은 야외 필드에서 소수가 즐기는 골프에 대한 관심으로 이어져 **'18년 3,700만 명의 골프 인구'는 '21년 5,000만 명을 돌파했다.**

가파른 골프성장은 MZ덕분!
과시욕 + SNS

주목해야 하는 점은 MZ세대가 신규 유입자의 65%에 달하며 중장년층, 고령 인구가 아닌 **MZ세대가 본 성장을 주도**했다는 것이다. 언택트 시대에 즐길 수 있는 야외 운동이라는 점도 분명 작용했으나, MZ세대가 스포츠를 선택할 때 핵심 기준으로 작용했던 것은 바로 **'과시욕'**이다. 쉽게 말해 **'SNS에 자랑하기 좋은가?'**라는 질문에 답할 수 있어야 한다. **상류층 운동**이라는 골프의 이미지는 이들의 과시욕을 충족시키는 데 충분했다.

MZ, 가파르게 하이엔드 주 소비층 등극

골프 인구의 성장과 동반하여 골프웨어 시장도 가파르게 성장했다. SNS에 게시하는 사진의 핵심 중 하나가 패션만큼 골프를 시작한 MZ세대들의 골프웨어에 대한 관심도 당연히 높았다. 젊은 고객층의 지불용의가 낮을 것이라는 편견은 통하지 않았다. 신세계백화점의 **연령대별 매출 증가율 중 20대는 38%, 30대는 44%**라는 가장 높은 증가율을 보였다. 나아가, 자신을 위해 투자를 아끼지 않는 성향과 과시욕이 맞물려 **하이엔드 골프웨어 브랜드의 절대적 매출액 또한 급증**했다.

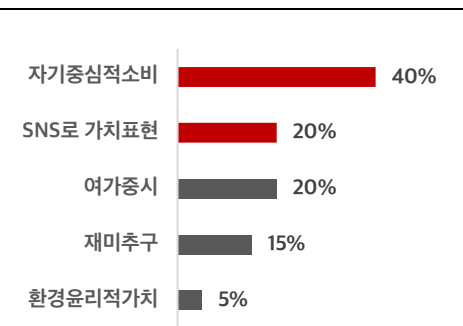
하이엔드 골프웨어 큰 폭 성장

올해 5월까지도 **PXG 골프웨어, 제이린드버그 골프웨어**가 나이키를 제치고 **브랜드 평판 1,2위**를 차지하였다. 이는 젊은 층들이 이제는 단순히 나이키, 아디다스 같은 종합 스포츠 브랜드가 아닌 **하이엔드 골프웨어를 통해 자신만의 개성을 드러내고자 함**을 단편적으로 드러낸다.

최근 골프인기 둔화, MZ는 그럼 어디로?

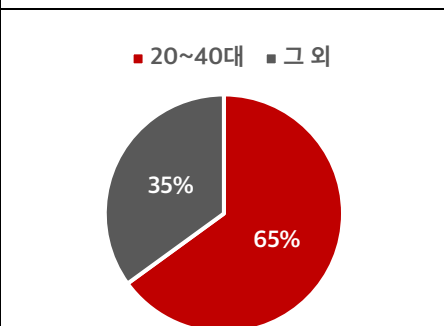
그러나 **최근 골프의 인기가 점차 둔화**되고 있는 모습을 보인다. 당연히 골프웨어 시장도 마찬가지로의 상황이다. '20년과 '21년 가파르게 성장했던 골프웨어 브랜드들의 두 자리 수 성장률이 **'22년 들어 한자리로 떨어졌다.** 골프&골프웨어 시장 성장을 주도했던 MZ세대들은 어디로 옮겨가고 있을까?

그림 3-14 MZ세대의 대표적 특징 설문



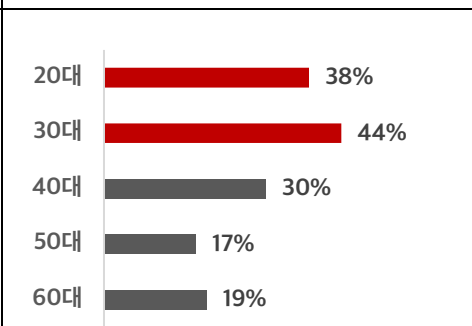
출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

그림 3-15. 골프 신규유입자 연령대 비중



출처: 골프존, SMIC 3팀

그림 3-16. '21년 골프웨어 연령별 증가율



출처: 신세계백화점, SMIC 3팀

(2) 테니스 & 테니스웨어!

테니스 시장 '19년 대비 440% ↑

MZ세대가 골프에서 테니스로 이동하고 있다. 테니스 시장은 '19년 대비 '22년 440%의 성장을 보이며 트렌드로 자리매김하는 중이다. 수입에 대부분을 의존하는 테니스공의 수입 증량은 꾸준히 성장세를 보여왔다. **올해 4월까지의 수입 증량은 365톤으로 작년의 절반 수준을 이미 달성한 만큼 올해의 테니스 시장 성장세 또한 폭발적일 것으로 보인다.**

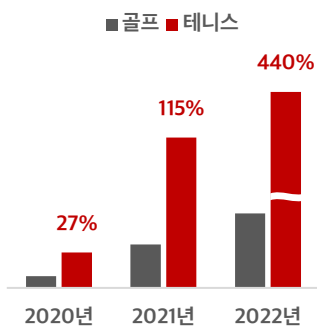
금전, 거리, 시간 모두 테니스 > 골프

MZ세대가 골프에서 테니스로 넘어간 이유는 무엇일까? 팬데믹 후 다른 스포츠들에 대한 제약이 없어지며 비교 대상들이 생기게 되었다. **180만원이 넘는 골프 클럽, 한 번 치기 위해선 서울 밖으로 반나절은 투입해야 하는 지리적&시간적 장벽, 그리고 비싼 그린피는 젊은 층들에게 지속가능한 스포츠가 아님을 깨닫게 했다.**

테니스는 골프의 완벽한 대체재

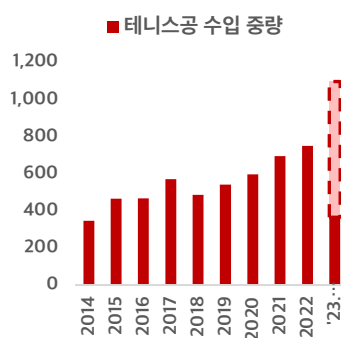
그 와중 **테니스가 골프의 완벽한 대체재로 주목받게 된 것이다. 테니스 또한 상류층 스포츠 이미지를 가지기에 과시욕을 충족시켜주는데 있어 골프와 유사하나, 코트이용료는 고작 2만원이며 라켓과 같은 장비 및 의류 구비도 약 50만원의 예산 내에서 준비가 가능하다.** 또한 가볍게 거주지, 직장 인근의 테니스장에서 30분씩 즐길 수 있다는 점 등, **골프에 비해 좋은 가성비**는 테니스의 매력도를 압도적으로 높였다. 이는 테니스가 '봄'으로 그치지 않을 이유로도 작용한다.

그림 3-17. '19년대비 카드매출 증가율



출처: BC카드, SMIC 3팀

그림 3-18. 테니스공 수입 증량 추이



출처: 관세청, SMIC 3팀

그림 3-19. 골프와 테니스의 입문 비용 비교

골프 & 테니스 입문 비용 비교		
(단위: 원)	골프	테니스
플레이 당 비용 합계	265,000	20,000
연습장 비용 (1회)	15,000	0
라운딩/코트이용료	250,000	20,000
일회성 비용 합계	2,500,000	750,000
1:1 레슨 비용 (8회 기준)	300,000	300,000
장비 구매 비용	1,800,000	250,000
의류	400,000	200,000

출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

꾸준히 유입되고 있는 MZ '테린이'

그렇다면 MZ세대가 주도하는 테니스 시장의 동향은 어떠하며, 골프의 선례처럼 테니스웨어 시장도 성장을 일궈낼 수 있을까? 인스타그램 이용자 **대부분이 20~40대**이기에, 해시태그 수를 활용해 MZ세대의 동향을 간단히 파악해보자.

테린이들의 테니스웨어 관심↑

입문자를 뜻하는 '테린이' 해시태그 수를 '테니스' 해시태그 수로 나눈 비율이 **41%**인 반면 골프는 26%인데, 하나의 게시물에 관련 해시태그를 여러 개 입력한다는 것을 고려한다면 현재 MZ 테니스 인구에 신규 유입자 비중이 매우 높다고 유추할 수 있다. 더불어 골프웨어 해시태그 수를 골프 해시태그 수로 나눈 비율은 약 21%이나, 테니스는 약 3%로 **테니스웨어 시장이 성장의 극초입에 있다고 유추해볼 수 있다.**

테니스웨어 클릭율 → 테니스웨어 구매

마케팅사 인터넷 키워드별 통계에서 월평균 클릭율이 높으면 구매로 이어질 확률이 높다고 간단히 이해할 수 있다. 가격장벽이 골프에 비해 상대적으로 낮은 **테니스웨어의 클릭율이 골프웨어의 2배를 상회**하는 것을 보았을 때 테린이의 유입이 **테니스웨어 구매로 이어질 확률도 매우 높을 것이라** 사료된다.

그림 3-20. 골프&테니스 인스타그램 해시태그 수 및 비율

골프 관련 인스타그램 해시태그		
키워드	해시태그 개수	키워드/골프
골프	610.0 만개	
골린이	160.0 만개	26%
골프스타그램	230.0 만개	38%
골프웨어	131.0 만개	21%
테니스 관련 인스타그램 해시태그		
키워드	해시태그 개수	키워드/테니스
테니스	104.0 만개	
테린이	42.9 만개	41%
테니스스타그램	19.1 만개	18%
테니스웨어	2.8 만개	3%

출처: 인스타그램, SMIC 3팀

그림 3-21. 키워드별 검색수 및 클릭율

키워드 별 검색수 및 클릭율			
키워드	월간검색수	월평균클릭수	월평균클릭율
골린이	2,950	1.3	0.05
테린이	1,160	0.7	0.07
골프웨어	158,900	3,850	2.59
테니스웨어	2,510	160	6.61

월평균 클릭율이 높을수록 구매확률 ↑

출처: 마피아넷, SMIC 3팀

(3) 돌고 돌아 라코스테패션 업계 모두
테니스에 꽂히다

테니스 시장의 성장에 올라타고자 **패션 업계는 현재 테니스웨어 출시에 분주하다.** 휠라, 리복, 널디 등 다수의 브랜드가 테니스를 컨셉으로 제품을 출시하며 마케팅을 진행하고 있다. 테니스가 **패션에 있어서도 주요한 소재**가 된 것이다. 이런 트렌드에서 가장 크게 수혜 받을 수 있는 브랜드는 압도적인 헤리티지를 바탕으로 MZ세대를 포섭하고 있는 라코스테다.

테니스하면 라코스테
라코스테하면 테니스

라코스테는 '테니스 좀 아는 사람들'의 옷장에서 항상 자리를 차지하고 있다. 라코스테는 **1933년** 전설적인 테니스 선수 르네 라코스테가 시작해 지금까지도 정상급 대회, 선수들과 파트너십을 이어오고 있는 테니스 그 자체인 근본 브랜드이다. **세계 4대 테니스 대회인 롤랑 가로스와 파트너십을 50년** 넘게 이어가고 있다는 점도 소위 '근본력'을 방증한다.

③ MZ의 Needs에
부합하는 라코스테

라코스테는 테니스웨어 세그먼트 내 상대적으로 하이엔드 위치를 점하고 있다. 라코스테의 테니스웨어가 성장하는 테니스 시장과 동반할 수 있을지는 골프웨어 브랜드들의 성장을 통해 유추해 볼 수 있다. MZ세대는 단순히 나이키를 선택하지 않는다. **헤리티지를** 보유한 타이틀리스트, 혹은 말본, 어뉴와 같이 **트렌디한** 브랜드들을 선호했고 이는 **2년동안 매년 약 20~40%의 매출 성장**으로 이어졌다. 개성과 과시가 핵심 기준인 이들에게 라코스테는 헤리티지와 트렌디함을 모두 지닌 그들의 **니즈에 가장 부합하는** 테니스웨어다.

일상복으로 입기에도
예쁜지가 핵심

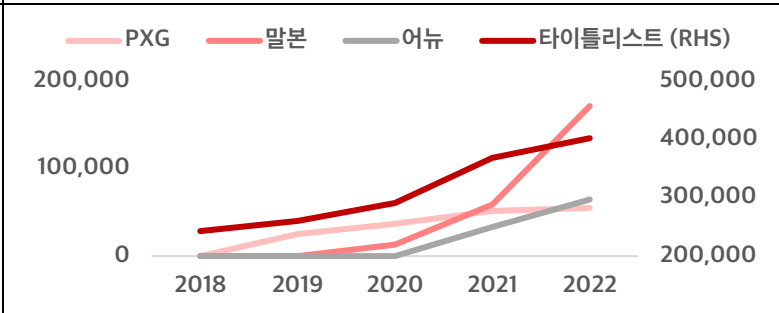
스포츠웨어가 운동복이 아닌 스타일의 한 축으로 자리잡으며 **일상복과의 경계가 허물어지고** 있는 **상황** 속에서 라코스테가 캐주얼 의류 브랜드로서 쌓아온 이미지 또한 플러스 알파 요소로 작용한다. 일상복으로도 입을 수 있기에 나이키, 아디다스와 같은 종합 스포츠 브랜드들의 테니스웨어보다 **캐주얼 이미지를 지닌 라코스테에** 지갑이 열릴 수밖에 없다.

그림 3-22. 종합스포츠 브랜드 대비 트렌디&캐주얼

출처: 나이키, 라코스테, SMIC 3팀

그림 3-23. 하이엔드 골프웨어 매출 성장 추이

(단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

지금, 늑지대 속에 숨어있던 동일라코스테의 가치를 분명히 주목해야 할 시점이다.

Plus α - 동사의 유휴부지는 연중무휴 대기 중

4.1. 동사의 유휴부지는 영업가치 기여 위해 대기 중

토지 장부가액만
3,775억원
= 시가총액 70%

현재 동사는 **장부가액으로만 약 3755억원에 달하는 토지**를 보유 중이다. 특히 인천과 구로, 삼성역에 있는 동사의 본사 등은 모두 역세권에 위치하기에 **높은 가치 상승 여력**이 존재한다. 그러나 해당 부동산이 실제 현금흐름으로 돌아오려면 먼저 개발이 이루어져야 하며, 이를 위해서는 정부의 정책 및 부동산 계획 변경이 중요하다. 그리고 이는 실제로 진행 중에 있다.

먼저 **인천 유휴부지**의 경우 '21년 7월 공업지역에서 주거지역으로 용도 변경, '22년 1월에는 특별계획구역으로 지정됨에 따라 건폐율 60%, 용적율 250%의 아파트를 개발할 수 있게 되었다. 해당 부지가 인천역 도보 10분 거리에 위치한다는 점, 그리고 인천시가 구도심 개발을 위해 역량을 집중하고 있다는 점을 고려할 때 **개발 가능성은 높다고 판단한다**.

다음으로 **구로 유휴부지**의 경우 구로디지털단지 2번과 3번 출구 사이에 위치하며 면적은 4,098m²에 달한다. 해당 부지는 '09년 작성된 구로구 지구단위계획에 영향을 받았으나, 지난 2월 계획 변경안이 제출됨에 따라 최고 높이 120m, 건폐율 60%, 용적률 660%로 변경될 예정이다. 이에 따라 동사는 유휴부지를 훨씬 자율적으로 개발할 수 있게 되었다.

구로 유휴부지 수익성 높을 것으로 예상

특히 **구로 유휴부지**에 집중해야 하는 이유는 **높은 개발 가능성 및 가치 상승여력**에 있다. '22년 서울교통공사에 따르면 구로디지털단지역은 환승역이 아닌 지하철역 중 삼성역에 이은 일평균 이용자 수 2위의 **높은 이용률**을 자랑한다. 더불어 '24년 개통될 신안산선을 통해 여의도, 강남에 15분 내 이동 가능한 역으로 변신 예정이다. 개발계획 변경 후 동사가 개발에 들어가고, '24년 신안산선 개통 이후 부동산 시장이 '25~'26년 회복될 것까지 고려하면, 구로 유휴부지의 장부가치는 현재 205억원에서 더욱 증가할 뿐 아니라, 동사의 이익단에서 **당당하게 한 축으로 자리할 가능성이 굉장히 높다**.

부동산으로부터 창출된 현금으로 성장산업 육성

이전에도 **알짜 부동산을 보유한 덕에 자산주**로 주목받은 기업들은 많았다. 특히 일신방직, 경방 등 동사와 같이 기존에 방직사업을 영위한 기업들은 공장을 동남아 등으로 이전함에 따라 많은 유휴부지를 보유하고 있다. 그러나 이렇게 부동산을 소유한 대부분의 기업들은 유휴부지 매각 및 개발금액을 배당금 확대 또는 핵심 사업 확대 등 **주주와 미래를 위한 자원에 사용하지 않아 주목받지 못했다**. 동사는 다르다. 핵심 자회사들이 급격히 성장하는 만큼 보유 투자부동산의 개발을 통해 갖게 될 **새로운 현금흐름이 성장사업 육성에 사용될 가능성**이 크다.

그림 4-1. 동사 인천 및 구로 유휴부지 계획변경 내역

동사 인천 및 구로 유휴부지 세부 내역 정리	구로		인천	
	변경 전	변경 후	변경 전	변경 후
위치	구로동 1124-49	특별계획구역	만석동 37-2	주거지역
토지면적(m ²)	4095.7	660%	75947.1	250%
현재 공시지가 총액	253.0억	60%	724.6억	60%
계획 변경 시기	2023년 상반기		2022년 1월	
지구단위계획	제2종근린생활	특별계획구역	공업지역	주거지역
용도	400%	660%	-	250%
용적률	400%	660%	-	250%
건폐율	50%	60%	-	60%
최고 높이	60m	120m	-	-

출처: DART, SMIC 3팀

그림 4-2. 동사 사업보고서 내 자산항목

동사 사업보고서 내 자산항목	소재지	면적(m ²)	장부가액(백만 원)		공시지가(백만 원)	
			현재	변경 후	현재	변경 후
서울	3,508	184,160	245,967	245,967	245,967	
인천	77,781	94,937	75,947	75,947	75,947	
장항	62,534	3,877	5,778	5,778	5,778	
반월	12,790	11,370	13,238	13,238	13,238	
시화	21,304	20,111	25,587	25,587	25,587	
안산	14,987	14,432	16,575	16,575	16,575	
원시	6,793	6,793	7,866	7,866	7,866	
구로	4,098	20,569	25,302	25,302	25,302	
인천	5,719	17,801	18,037	18,037	18,037	
기타	2,501	1,433	2,002	2,002	2,002	
합계	212,015	375,483	436,299	436,299	436,299	

출처: DART, SMIC 3팀

매출 추정

앞에서 언급했듯 동사의 사업부는 크게 **알루미늄 부문, 섬유소재 부문, 플랜트 부문, 그리고 가
구도소매 및 화장품 등 기타 사업부**로 나뉘어져 있다. **동일라코스테** 역시 종속회사는 아니나 당
기순이익에 많은 영향을 미치는 관계기업이다. 따라서, 각 부문 내 **핵심 자회사들을 중심으로 매
출 추정을** 진행하였다.

5.1. 동일알루미늄

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
동일알루미늄 총매출	143,961	159,991	201,934	260,131	275,915	260,434	350,597
YoY(%)	-3.3%	11.1%	26.2%	28.8%	6.1%	-5.6%	34.6%
알루미늄박 생산금액	137,112	153,298	191,033	246,355	267,073	251,592	341,755
수출	92,539	108,709	138,608	183,408	205,151	193,083	283,246
내수	44,573	44,589	52,425	62,947	61,922	58,509	58,509
알루미늄박 생산량 추이(1000 ton)							
수출	17.8	22.2	19.3	22.6	26.8	26.8	39.3
내수	9.7	10.1	8.7	9.4	9.8	9.8	9.8
알루미늄박 판가 추이(원/kg)							
수출	5200	4900	7200	8100	7650	7200	7200
내수	4600	4400	6000	6700	6350	6000	6000
기타	6,849	6,693	10,901	13,776	8,842	8,842	8,842

동일알루미늄의 경우, (생산금액=생산량x판가)의 공식에 따라 매출 추정을 진행하였다. 동사는 사
업보고서 상에서 알루미늄박 생산금액 및 판가를 **내수와 수출로 나누어 기록**하고 있다. 이를 통
해 역으로 과거 수출 및 내수 생산량을 추정한 다음, **동사의 압연기 신규 증설 물량을 앞으로의
생산량에 반영**하는 식으로 생산량을 추정하였다.

실제 동사의 생산금액 및 생산량 추이를 확인해보면, 동사는 '15년 3호기, '20년 4호기를 들어왔
을 때 내수보다는 수출 물량을 중심으로 가파른 생산량 증가를 보인 바 있다. 이는 기본적으로
국내 시장이 포화 상태이며, 증설 결정이 해외 고객사와의 협의가 마무리된 뒤 진행되기 때문으
로 판단한다. 이에 지난 '15년과 '20년 두 번의 생산량 증분 평균치를 '23년 5호기 및 '25년
6~8호기에 적용한 뒤, 이를 앞으로의 수출 물량에 반영해 추정을 진행하였다.

동사는 사업보고서 상에서 알루미늄박의 국내 및 수출판가를 기록하고 있기에 해당 내용을 바탕
으로 판가를 추정하였다. 앞으로 3년간의 알루미늄 판가는 LME 가격과 연동되기에 변동성을 구
체적으로 추정하기에는 어려움이 있으나 '20~'22년 급격히 상승한 알루미늄 가격은 '24년까지
'21년 수준으로 회귀할 것이라 추정, 해당 부분을 판가에 반영해 주었다. '14년~현재까지의 판가
및 원재료 가격 및 추이는 [Appx.7]에 수록하였다.

5.2. 동일라코스테

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
동일라코스테 매출	255,632	233,332	260,646	295,464	325,884	359,704	397,344
YoY(%)	2.4%	-8.7%	11.7%	13.4%	10.3%	10.4%	10.5%
TD캐주얼					275,609	300,575	327,804
스포츠(테니스)					50,276	59,129	69,541

동일라코스테는 영업가치에 있어서 중요한 비중을 담당하고 있기에 따로 매출을 추정하였다. 감사보고서 상에서 TD캐주얼 의류와 테니스 의류를 구분하여 표기하고 있지 않지만, 국내 **235개 매장 중 스포츠 매장이 34개**라는 정보를 Proxy로 사용하여 매출을 구분한 후, 투자포인트의 논리에 따라 TD캐주얼복 시장의 성장, 그리고 골프 열풍에 이어 개화하게 될 테니스 열풍에 따른 스포츠(테니스) 의류 성장세를 각각의 매출 추정에 반영하였다.

한국섬유산업연합회(KFI) 트렌드 리서치에 따르면, 지난 몇 년간 캐주얼복 시장은 전체 의류시장을 압도하는 성장세를 보여왔다. 동일라코스테는 최근 몇 년간 해외 핵심 패션 회사들과의 협업, 무신사 입점 등을 통해 **패션 업종 내 트렌드 세터로 자리매김**함과 동시에 국내 캐주얼복 시장의 성장세를 훨씬 뛰어넘는 성장을 보여 왔다. 이에 **지난 3년간 국내 캐주얼복 시장의 연평균 성장률을 그대로 이어나갈 수 있을 것**이라 판단, 매출 추정에 반영하였다.

스포츠(테니스) 부문의 경우 '20~'22년 타이틀리스트를 소유한 **아쿠쉬네트코리아의 연평균 성장세를 반영**하였다. 아쿠쉬네트코리아를 선정한 이유는 매출액 규모가 동일라코스테와 비슷하다는 점, 타이틀리스트 역시 라코스테와 마찬가지로 스포츠 부문 내 선두자의 위치를 차지하고 있다는 점, 그리고 '20~'22년 매출액 성장세는 골프 열풍에 따른 매출액 성장세를 반영할 수 있기 때문이다. 다만 투자포인트에 따라 개화하는 국내 테니스 시장 동향을 반영, 테니스 인기가 앞으로 꾸준히 지속될 것이라 판단하여 YoY가 아닌 연평균 성장세를 적용하여 매출을 추정하였다.

5.3. 디동일(별도) - 섬유방직 사업회사

디동일(별도) 최종 매출 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
섬유소재 매출액	303,450	272,439	349,557	347,459	329,313	311,167	293,021
디아이동일(개별) 매출	303,450	272,439	349,557	347,459	329,313	311,167	293,021
YoY(%)	0.1%	-10.2%	28.3%	-0.6%	-5.2%	-5.5%	-5.8%

섬유제품 제조 및 가공을 담당하는 디아이동일의 경우, 제조하고 있는 혼방사의 혼합비율이 공개되어 있지 않고 섬유의 종류가 매우 다양하여 개별 제품군의 판가를 통한 매출 추정은 불가하다. 다만 동사의 사업 역량은 알루미늄 부문 중심으로 전환될 것이기에 **섬유소재 부문 내 매출은 현 수준을 유지할 것**이며 '21년의 급격한 매출 상승은 국제 원면 및 면사 가격의 급격한 인상에 의한 일시적 효과라 판단, '16년부터 현재까지의 판가 및 원재료 가격 추이를 확인한 후 '25년까지 '16~'20년 매출액의 평균값을 반영하여 추정하였다.

5.4. 환경플랜트, 가구도소매 등 기타부문

ㄱ. 알루미늄부문 내 열교환기 사업부문

디아이스시스템과 DIA ALUMINIUM INDIA는 **열교환기 제조**를 주목적으로 하며, 디아이스시스템은 감사보고서에서 **매출액의 97%가 LG전자**항임을 밝히고 있다. 현재 LG전자는 인도 가정용 에어컨 시장 점유율 1위이며, 지금도 꾸준한 시설 투자를 집행하고 있을 만큼 인도 시장을 적극적으로 공략하고 있다. 동사는 지난 몇 년간 꾸준히 LG전자 제품의 열교환기 납품을 담당해 왔으며, 이에 따라 디아이스시스템 및 인도 현지법인의 열교환기 매출은 LG전자와 함께 성장세가 이어질 것이라 판단, 지난 5년간 연평균 성장률을 반영하여 매출을 추정하였다.

ㄴ. 섬유소재부문 기타

섬유 소재 내 다른 자회사 매출의 경우 사업의 성격상 동사의 개별 매출과 연동성이 강하며, 디아이동일 83%, 다른 자회사 17% 정도로 비중이 큰 변화가 없다. 이에 **지난 5년간 섬유소재 내 자회사별 매출 비중을 average flat한 뒤 디아이동일 매출에 연동하여 추정을** 진행했다. 이집트 법인의 경우 '18년부터 매출이 발생하지 않았고 청산될 예정이기에 0으로 추정했다.

ㄷ. 환경플랜트 부문

환경플랜트 부문은 기체여과기 및 송풍기 등 환경오염방지시설을 위한 제품 제조, 그리고 반도체 폐가스처리를 위한 공기정화설비인 Scrubber system 제작 및 설치를 담당한다. 동사는 삼성 전자 및 LG디스플레이를 대상으로 수주를 진행하기에 **매출이 전방 CAPEX 투자금액에 영향을 받는다고 판단**, 동사 사업보고서 내 공시된 지난 3년간 수주내역을 바탕으로 **LG디스플레이 CAPEX 및 삼성전자 메모리 부문 CAPEX 내 동사의 수주 비중을 계산**하였다. 이후 동일씨앤이 내 삼성전자와 LG디스플레이 비중을 계산한 뒤, 앞으로의 전방 CAPEX 성장률을 동사의 수주내역 추정에 반영하였다. CAPEX 변화 및 수주 비중은 [Appx. 9]에 수록하였다.

ㄹ. 가구도소매 및 화장품 부문

가구도소매 부문은 동사의 자회사 디아이비즈로 구성되어 있다. 디아이비즈는 덴마크 토털 인테리어 브랜드 **보컨셉(BoConcept)의 판권을** 보유하고 있으며, 동사의 최대주주 서민석 회장의 장남 서태원이 '16년부터 대표이사를 맡아 경영을 해오고 있는 만큼 높은 성장세를 보여주고 있다. 이에 **'25년까지 해당 성장세는 꾸준히 이어질 것이라** 판단, 지난 5년간 연평균 성장세를 적용하여 매출을 추정하였다.

화장품 부문은 프랑스 현지법인 DIVISION MARKETING PROVENCE로 구성되어 있다. 현지법인 이기에 구체적인 매출 추정이 어려우며, 지난 5년간 성장세가 뚜렷하지 않았기에 **동사의 매출 내 비중 역시 미미하다고** 판단, **지난 5년 매출을 average flat하여** 추정하였다.

마지막으로 각 사업부문 내 연결조정인 경우, **지난 5년간 발생한 연결조정 값을 average flat하여** 추정하였다. 상기의 논의를 종합하여 추정한 동사의 **최종 매출 Table**은 다음과 같다.

동사 최종 매출 Table							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
전체 매출	684,927	679,668	813,085	913,723	921,897	917,455	1,028,943
	YoY(%)	3.8%	-0.8%	19.6%	12.4%	0.9%	-0.5%
알루미늄 부문	218,613	224,016	284,285	382,572	417,972	425,190	541,754
	YoY(%)	0.6%	2.5%	26.9%	34.6%	9.3%	1.7%
동일알루미늄	191,286	160,004	201,934	260,131	276,006	260,525	350,688
디아미시스템	2,941	49,840	62,191	86,224	98,700	112,980	129,328
DIA ALUMINIUM INDIA	24,386	14,172	20,162	36,222	43,268	51,685	61,740
연결조정	0	0	-2	-4	-1	-1	-2
섬유소재 부문	348,093	319,758	408,062	415,723	391,923	366,583	341,243
	YoY(%)	0.8%	-8.1%	27.6%	1.9%	-5.7%	-6.9%
디아이동일	303,450	272,439	349,557	347,459	329,313	311,167	293,021
PT DONGIL INDONESIA	4,964	3,536	4,340	5,581	5,236	4,891	4,546
DONG-IL VIETNAM	56,143	52,214	62,145	78,265	70,563	62,861	55,159
연결조정	-16,464	-8,431	-7,980	-15,582	-13,189	-12,336	-11,483
환경플랜트 부문	62,566	78,445	68,794	79,166	75,554	82,404	93,849
	YoY(%)	85.6%	25.4%	-12.3%	15.1%	-4.6%	9.1%
동일씨앤이	36,502	41,001	36,950	46,852	41,906	45,705	52,053
플라즈마텍	30,134	42,871	36,435	32,273	37,149	40,518	46,145
플라즈마환보과기유한공사	2,086	2,392	335	988	1,727	1,883	2,145
연결조정	-6,156	-7,819	-4,926	-946	-5,228	-5,702	-6,493
가구도소매 부문	9,040	13,273	17,703	18,203	23,468	30,299	39,118
	YoY(%)	37.9%	46.8%	33.4%	2.8%	28.9%	29.1%
디아이비즈	9,073	13,332	17,710	18,210	23,510	30,353	39,188
연결조정	-33	-60	-7	-6	-42	-54	-69
화장품 부문	10,771	19,853	14,524	9,864	12,979	12,979	12,979
	YoY(%)	9.0%	84.3%	-26.8%	-32.1%	31.6%	0.0%
DIVISION MARKETING PROVENCE	10,771	19,853	14,524	9,864	12,979	12,979	12,979
기타	35,844	24,324	19,718	8,194	0	0	0

Valuation - SOTP Method

6.1. Why SOTP Method?

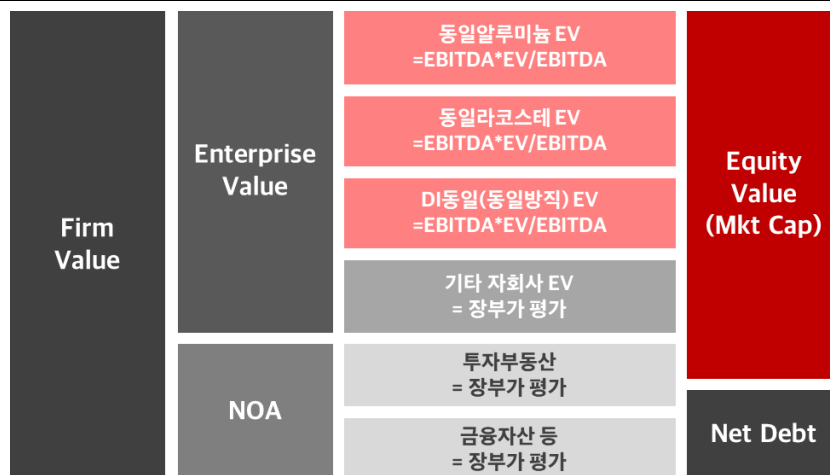
본 보고서는 양극박 산업 내 공고한 위치에 있는 동사의 핵심 자회사 동일알루미늄의 **알루미늄 양극박 사업의 증익이 확실시** 됨에 따라, **가속화되고 있는 증여 완료 시 충분히 재평가** 받을 수 있다고 주장한다. 나아가, 지분을 50%의 공동관계기업 동일라코스테의 **의류 라이선스 브랜드 사업 또한 지속적인 성장**을 해왔고 앞으로도 더 큰 성장가능성이 존재하기에 **핵심 자회사로서 동사의 기업 가치에 플러스 알파 요소로 작용할 가치가 충분하다** 판단한다.

그러나, 기존의 섬유방직 사업, 가파른 성장이 담보된 알루미늄 양극박 사업, 그리고 꾸준한 성장이 가능한 의류 라이선스 브랜드 사업은 **그 성격이 명백히 다르기에** 전사 기준으로 PER, PBR 과 같은 동일한 Multiple을 부여하는 것은 비합리적일 수 있다. 이에 **사업부별로 상이한 Multiple을 부여해 다양한 사업부의 가치를 온전히 반영할 수 있는 SOTP Method**를 채택하였다.

나아가, 디동일의 공동관계기업 동일라코스테로부터 창출되는 이익의 경우 기존까지는 연결실적에 포함되어왔으나, '20년 사업보고서부터 연결손익계산서 상 공동관계기업투자이익 계정으로 편입되고 있다. 따라서 **그저 그런 관계기업이 아닌 동사의 성장을 이끄는 핵심 자회사**임에도 불구하고 **장부 상, 그리고 영업가치 Layer에서 명확히 드러나지 않는다**. 더불어, 유희부지 매각 및 개발에 따른 투자부동산을 활용한 효율적 자본 재배치가 가능할 것이라 사료된다. 이에 각각의 내재가치를 엄밀히 확인할 수 있는 SOTP Method가 동사 Valuation에 더욱 적합하다 판단한다.

한편, 영업가치를 구성하는 자회사들 각각의 EV를 산출하기 위해 **Peer EV/EBITDA Multiple**을 활용하여 Valuation하였다. 핵심 자회사들이 모두 비상장사이기에 Historical Method는 활용이 불가할 뿐만 아니라, 사업 상황이 유사한 Peer를 채택해 각각의 자회사에 대한 Multiple을 부여하는 과정에서 상이한 자본구조, 감가상각, 영업외손익 등의 영향에서 상대적으로 자유로운 EBITDA가 효과적 지표라 판단하였기 때문이다.

그림 6-1. 동사 SOTP Valuation 구조도



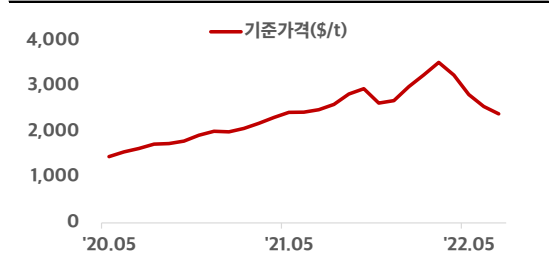
출처: SMIC 3팀

6.2. 핵심 자회사 영업가치 산출

(1) 동일알루미늄 - 알루미늄박 사업회사

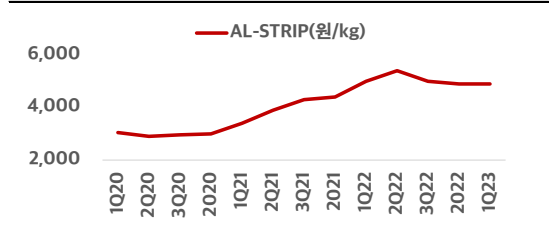
동일알루미늄 - 알루미늄박 사업회사								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
매출액	191,286	160,004	201,934	260,131	276,006	260,525	350,688	
YoY(%)	-4.1%	-16.4%	26.2%	28.8%	6.1%	-5.6%	34.6%	
매출원가	167,821	134,807	170,536	221,200	226,071	214,952	288,042	
매출원가율	87.7%	84.3%	84.5%	85.0%	81.9%	82.5%	82.1%	
GPM(%)	12.3%	15.7%	15.5%	15.0%	18.1%	17.5%	17.9%	
원재료비	139,694	111,075	139,008	187,997	189,998	179,341	241,408	
% of sales	73.0%	69.4%	68.8%	72.3%	68.8%	68.8%	68.8%	
종업원급여	11,947	9,771	11,787	13,317	14,130	13,337	17,953	
% of sales	6.2%	6.1%	5.8%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	
감가상각비	5,727	7,084	7,950	5,617	6,626	7,816	9,219	
% of sales	3.0%	4.4%	3.9%	2.2%	2.4%	3.0%	2.6%	
운임	112	40	3,442	4,100	4,527	4,274	5,753	
% of sales	0.1%	0.0%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	
지급수수료	533	384	423	731	775	732	985	
% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
기타비용	9,807	6,453	7,925	9,438	10,014	9,453	12,724	
% of sales	5.1%	4.0%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	
판매비와관리비	6,698	8,536	8,794	11,857	12,687	12,404	15,467	
판매비율	3.5%	5.3%	4.4%	4.6%	4.6%	4.8%	4.4%	
OPM(%)	8.8%	10.4%	11.2%	10.4%	13.5%	12.7%	13.5%	
운임	2,442	4,460	4,500	7,219	7,660	7,230	9,733	
% of sales	1.3%	2.8%	2.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	
종업원급여	2,651	2,633	2,733	2,913	3,038	3,169	3,305	
% of sales	1.4%	1.6%	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	0.9%	
지급수수료	553	540	501	495	714	674	907	
% of sales	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	
감가상각비	83	91	173	420	509	587	655	
% of sales	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
기타추정합계	968	812	887	810	765	744	867	
% of sales	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	
영업이익	16,767	16,661	22,604	27,074	37,249	33,169	47,179	
D&A	5,810	7,175	8,123	6,037	7,135	8,402	9,874	
EBITDA	22,577	23,836	30,728	33,111	44,384	41,571	57,053	
EBITDA Margin (%)	11.8%	14.9%	15.2%	12.7%	16.1%	16.0%	16.3%	

그림 6-2. 알루미늄 기준가 추이



출처: LME, SMIC 3팀

그림 6-3. 원재료(AL-STRIP) 매입가 추이



출처: DART, SMIC 3팀

알루미늄박 Multiple 선정

Peer	EV/EBITDA(TTM)	비고
AL Strip		
노블리스코리아		비상장
조일알루미늄	32.1x	'22.06~'23.05 AVG
AL Foil		
롯데알루미늄		비상장
삼아알루미늄	19.0x	'22.06~'23.05 AVG
동원시스템즈	10.9x	'22.06~'23.05 AVG
AVG	20.7x	*출처: Quantiwise
Selected	14.9x	알루미늄박 상장 2개사 평균 선정

ㄱ. EBITDA 추정

동일알루미늄의 영업비용 중 금액적 중요성을 보이는 계정은 단연 원재료비, 종업원급여, 감가상각비, 그리고 운임이다. 동사의 원재료비의 경우 AL-STRIP 매입액으로 구성되어 있으며, AL-STRIP 가격의 경우 알루미늄 가격과 연동된다. 알루미늄 가격은 전세계적인 수요 급증으로 인해 지속적으로 상승해왔으며 복합적인 매크로 이슈로 인해 '22년 역사적 고점을 달성했다. 이후 안정화되긴 하였으나 알루미늄에 대한 수요는 감소하지 않을 것이며 현재의 높은 수준을 유지할 것이라는 전망이 지배적이다. 따라서 현재 가격 수준과 비슷한 '21년의 매출대비비율을 적용하여 추정하였다. 증설 사례와 계획을 고려하여 종업원급여는 매출 연동 및 평균 임금상승률을 적용, 감가상각비는 3년간 연평균 상승률을 적용해 추정하였다. 운임의 경우 운임지수에는 연동되지 않으나 수출물량 확대가 예상되기에 '22년 매출대비비율을 적용하여 추정하였다.

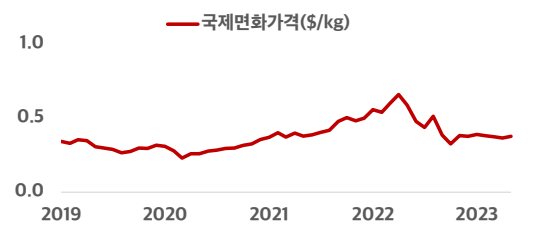
ㄴ. Multiple 선정

Multiple의 경우 알루미늄박 제조 사업을 영위하는 상장 2개사 삼아알루미늄과 동원시스템즈의 EV/EBITDA(TTM) 12개월 평균치 14.9x를 선정하였다. 현재 양극박 산업을 대표하는 기업으로 알려진 삼아알루미늄은 EV/EBITDA(TTM) 기준 37.8x를 부여 받고 있다. 그러나 삼아알루미늄의 경우 '23년초부터 2차전지 성장성에 대한 기대감이 과도히 반영되었다 사료된다. 따라서 시장에서 알루미늄박 제조 산업에 부여하고 있는 평균 수준을 Multiple을 부여, 1개년 평균치를 산출해 Smoothing함을 통해 선정한 Multiple로 동일알루미늄의 별도 영업가치를 도출하고자 하였다.

(2) 동일라코스테 - 의류부문 사업회사

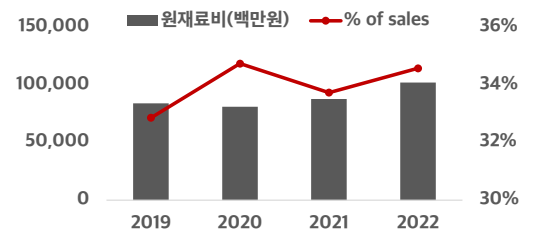
동일라코스테 - 의류 사업회사							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	255,632	233,332	260,646	295,464	325,884	359,704	397,344
YoY(%)		-8.7%	11.7%	13.4%	10.3%	10.4%	10.5%
매출원가	84,001	81,068	87,930	102,174	111,316	122,868	135,725
매출원가율	32.9%	34.7%	33.7%	34.6%	34.2%	34.2%	34.2%
GPM(%)	67.1%	65.3%	66.3%	65.4%	65.8%	65.8%	65.8%
원재료비	84,001	81,068	87,930	102,174	111,316	122,868	135,725
% of sales	32.9%	34.7%	33.7%	34.6%	34.2%	34.2%	34.2%
판매비와관리비	140,792	124,890	140,421	162,062	176,037	193,373	212,617
판매비율	55.1%	53.5%	53.9%	54.9%	54.0%	53.8%	53.5%
OPM(%)	12.1%	11.7%	12.4%	10.6%	11.8%	12.1%	12.3%
판매수수료	87,610	73,633	82,744	96,341	106,260	117,288	129,561
% of sales	34.3%	31.6%	31.7%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%
종업원급여	8,182	9,121	8,955	9,547	9,958	10,386	10,832
% of sales	3.2%	3.9%	3.4%	3.2%	3.1%	2.9%	2.7%
상표사용료	7,339	6,761	7,892	9,352	9,875	10,899	12,040
% of sales	2.9%	2.9%	3.0%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
광고선전비	7,936	6,590	8,707	9,963	10,938	12,073	13,336
% of sales	3.1%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
지급수수료	9,026	8,253	8,976	9,127	10,066	11,111	12,274
% of sales	3.5%	3.5%	3.4%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
임차료	5,785	6,178	7,400	7,899	8,776	9,751	10,833
% of sales	2.3%	2.6%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
감가상각비	4,737	4,705	5,030	5,752	6,147	6,569	7,020
% of sales	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
기술사용료	2,308	1,854	2,385	3,287	3,303	3,646	4,028
% of sales	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
기타추정합계	7,869	7,795	8,334	10,795	10,714	11,651	12,693
% of sales	3.1%	3.3%	3.2%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%
영업이익	30,838	27,375	32,294	31,228	38,532	43,463	49,002
D&A	4,737	4,705	5,030	5,752	6,147	6,569	7,020
EBITDA	35,575	32,080	37,324	36,980	44,679	50,032	56,022
EBITDA Margin (%)	13.9%	13.7%	14.3%	12.5%	13.7%	13.9%	14.1%

그림 6-4. 국제 면화 가격 추이



출처: ICE, SMIC 3팀

그림 6-5. 원재료비 및 % of sales 추이



출처: DART, SMIC 3팀

의류 Multiple 선정

Peer	EV/EBITDA(TTM)	비고
F&F	9.2x	'22.06~'23.05 AVG
더네이처홀딩스	5.0x	'22.06~'23.05 AVG
힐라홀딩스	4.5x	'22.06~'23.05 AVG
코오롱인더	6.8x	'22.06~'23.05 AVG
크리스에프앤씨	8.5x	'22.06~'23.05 AVG
코웰패션	6.0x	'22.06~'23.05 AVG
AVG	6.7x	*출처: Quantwise
Selected	6.7x	6개사 평균 선정

ㄱ. EBITDA 추정

동일라코스테의 영업비용 중 금액적 중요성을 보이는 계정은 **원재료비**, **판매수수료**, **상표사용료**이다. **원재료비**의 경우 해외 매입처로부터 매입하는 것으로 파악되는 **상품 매입액**으로 구성되어 있으며, 의류제조 과정에서 일반적으로 면화가 핵심 원자재로 사용된다. 추가적인 매입비용이 발생했던 팬데믹 '20년을 제외하면 **면화 가격** 추이와 동행하는 것을 확인할 수 있다. 면화가격은 '22년 최대 면화 수출국 미국 생산량 급감(가뭄, 홍수)으로 인해 10년 최고치를 달성한 후 '23년 하향 안정화되었다. 그럼에도 불구하고, 현재 가격은 10년 평균 대비 높은 수준에 위치해 있기에 현재 수준과 유사한 '21년 하반기의 매출대비비율을 적용하여 보수적 추정하였다. **판매수수료**와 **상표사용료**의 경우 라코스테 본사에 지급하는 로열티 수수료로, 3개년 매출대비비율 평균치를 적용하여 추정하였다. 이미 주요 입지에 모두 입점해 있는 상황이나 보수적 추정을 위해 **종업원급여**는 평균 임금상승률, **임차료**와 **감가상각비**는 3년간 연평균 상승률 반영하여 추정하였다.

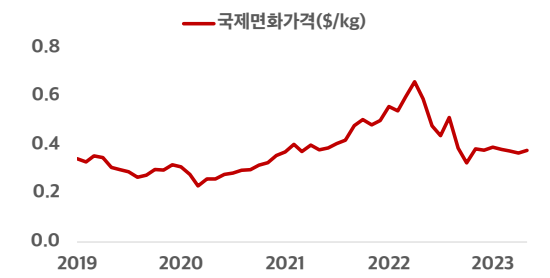
ㄴ. Multiple 선정

Multiple의 경우 의류 라이선스 브랜드 사업 및 골프웨어 사업을 영위하는 **상장 6개사의 EV/EBITDA(TTM) 12개월 평균치 6.7x**를 선정하였다. 동일라코스테의 경우 라코스테 브랜드 라이선스를 가져와 국내 총판 사업을 영위하고 있으며, 현재의 테니스 및 테니스웨어에 대한 시장 수요가 골프 및 골프웨어 열풍의 그것과 유사함에 따라 상기 Peer들을 선정하였다. 이후 시장에서 **의류 라이선스 브랜드 사업 및 테니스웨어 사업(Proxy: 골프웨어 사업)**에 부여하고 있는 평균 수준을 Multiple을 부여, 1개년 평균치를 산출해 Smoothing함을 통해 선정한 Multiple로 동일라코스테의 별도 영업가치를 도출하고자 하였다.

(3) DI동일(별도) - 섬유방직 사업회사

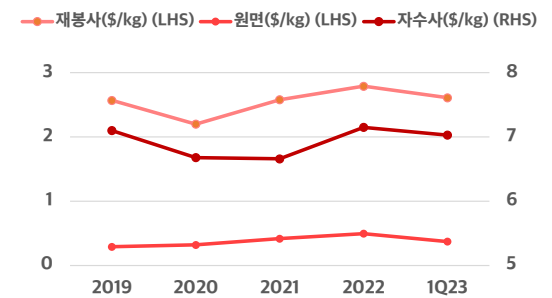
DI동일(별도) - 섬유방직 사업회사								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
매출액	303,450	272,439	349,557	347,459	329,313	311,167	293,021	
YoY(%)	0.1%	-10.2%	28.3%	-0.6%	-5.2%	-5.5%	-5.8%	
매출원가	292,759	259,628	324,451	325,013	309,279	292,237	275,195	
매출원가율	96.5%	95.3%	92.8%	93.5%	93.9%	93.9%	93.9%	
GPM(%)	3.5%	4.7%	7.2%	6.5%	6.1%	6.1%	6.1%	
원재료비	269,388	240,561	300,983	297,628	282,818	267,234	251,650	
% of sales	88.8%	88.3%	86.1%	85.7%	85.9%	85.9%	85.9%	
종업원급여	6,955	5,157	6,599	5,849	5,998	5,667	5,337	
% of sales	2.3%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	
감가상각비	2,189	1,997	1,854	1,831	1,735	1,639	1,544	
% of sales	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
운임	325	256	289	194	228	216	203	
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
지급수수료	1,210	860	795	932	891	842	792	
% of sales	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
기타비용	12,692	10,796	13,931	18,579	17,609	16,639	15,668	
% of sales	4.2%	4.0%	4.0%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	
판매비와관리비	9,652	11,779	14,565	15,944	15,668	15,838	16,027	
판매비율	3.2%	4.3%	4.2%	4.6%	4.8%	5.1%	5.5%	
OPM(%)	0.3%	0.4%	3.0%	1.9%	1.3%	1.0%	0.6%	
종업원급여	7,180	7,724	8,679	9,686	10,102	10,536	10,990	
% of sales	2.4%	2.8%	2.5%	2.8%	3.1%	3.4%	3.8%	
운임	780	661	996	1,048	966	913	859	
% of sales	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
지급수수료	317	1,414	2,621	2,464	2,171	2,052	1,932	
% of sales	0.1%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	
세금과공과	96	559	670	726	688	650	613	
% of sales	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
감가상각비	36	321	384	413	380	359	338	
% of sales	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
기타추정합계	1,242	1,099	1,214	1,607	1,360	1,328	1,295	
% of sales	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	
영업이익	1,039	1,033	10,541	6,503	4,366	3,092	1,799	
D&A	2,226	2,318	2,238	2,243	2,115	1,999	1,882	
EBITDA	3,265	3,350	12,779	8,746	6,481	5,090	3,681	
EBITDA Margin (%)	1.1%	1.2%	3.7%	2.5%	2.0%	1.6%	1.3%	

그림 6-6. 국제 면화 가격 추이



출처: ICE, SMIC 3팀

그림 6-7. 원재료(섬유방직) 매입가 추이



출처: DART, SMIC 3팀

섬유방직 Multiple 선정		
Peer	EV/EBITDA(TTM)	비고
방림	32.4x	'22.06~'23.05 AVG
일신방직	2.3x	'22.06~'23.05 AVG
전방	9.1x	'22.06~'23.05 AVG
경방	10.0x	'22.06~'23.05 AVG
AVG	13.4x	*출처: Quantwise
Selected	2.3x	일신방직 선정

ㄱ. EBITDA 추정

DI동일(별도)의 영업비용 중 금액적 중요성을 보이는 계정은 원재료비와 종업원급여다. 원재료비의 경우 재봉사, 원면, 자수사 매입액으로 구성되어 있다. 해당 원재료 제조 과정에서 일반적으로 면화가 핵심 재료로 사용되기에 현재 수준과 비슷한 면화 가격 수준을 보였던 '21년 하반기의 매출대비비율을 적용하여 추정하였다. 현재 섬유방직사업부의 경우 국내 방직 사업은 해외로 전부 이전하였고, 국내에서의 추가적 사업확장 계획은 전무하기에 종업원급여와 감가상각비의 경우 매출 연동 및 평균 임금상승률 반영하여 추정하였다. 그 외 기타 비용은 계정의 성격을 반영하여 변동비 및 고정비로 분류한 후, 매출 연동 및 average/flat 적용하여 추정하였다.

ㄴ. Multiple 선정

Multiple의 경우 섬유방직 사업을 영위하는 상장 4개사 중 일신방직의 EV/EBITDA(TTM) 12개월 평균치 2.3x를 선정하였다. 국내 섬유방직 회사의 경우 대부분 신규사업을 영위하고 있기에 섬유방직사업의 이익 비중이 크지 않은 편이다. 그 중 일신방직의 경우 섬유방직사업의 매출 비중 및 이익 비중이 가장 커 사양산업인 섬유방직산업의 특성이 가장 잘 드러나기에, 시장에서 Peer들의 Multiple보다 현저히 낮은 Multiple을 부여 하고 있다고 사료된다. 동사 별도의 섬유방직사업부 또한 일신방직과 그 궤를 같이한다 판단하여 일신방직을 동사 Peer로 선정하였다. 이후 1개년 평균치를 산출해 Smoothing한 Multiple을 선정하여 DI동일(별도)의 별도 영업가치를 도출하고자 하였다.

6.3. 연결손익계산서 추정

동사의 경우 자회사 감사보고서 내 연결재무제표가 제공되지 않는다. 따라서 사업보고서 및 감사보고서를 기반으로 한 연결손익계산서 추정 과정에서 동일 사업부 내 손자회사 비용 및 실적을 반영하는 것이 실질적으로 불가능에 가깝다. 이에 합리적으로 기타 자회사 및 손자회사의 비용 및 실적, 그리고 연결조정 과정을 반영하기 위해 앞선 핵심 자회사들의 영업가치 추정 논리와 일관된 논리를 통해 연결 실체에 대한 매출원가와 판매비를 별도로 추정하여 연결손익계산서를 작성하였다. 해당 과정에서 연결실체 전사 감가상각비에 대한 별도 추정을 진행함으로써 비용 추정에 엄밀함을 더하였고, 동일라코스테 손익계산서를 별도로 추정하여 동일라코스테로부터 발생하는 공동관계기업투자이익을 반영하였다.

(1) 추정 손익계산서 - 동일라코스테

추정 손익계산서 - 동일라코스테								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	255,632	233,332	260,646	295,464	73,637	325,884	359,704	397,344
YoY(%)	0.0%	-8.7%	11.7%	13.4%	10.3%	10.3%	10.4%	10.5%
매출원가	84,001	81,068	87,930	102,174	-	111,316	122,868	135,725
매출총이익	171,630	152,264	172,716	193,290	-	214,568	236,836	261,619
GPM(%)	67.1%	65.3%	66.3%	65.4%	-	65.8%	65.8%	65.8%
판매비와관리비	140,792	124,890	140,421	162,062	-	176,037	193,373	212,617
영업이익	30,838	27,375	32,294	31,228	-	38,532	43,463	49,002
OPM(%)	12.1%	11.7%	12.4%	10.6%	-	11.8%	12.1%	12.3%
금융손익	440	(2,064)	2,569	1,028	-	419	419	419
기타손익	631	292	42	282	-	319	319	319
세전순이익	31,909	25,602	34,905	32,538	-	39,270	44,202	49,741
법인세비용*	9,699	3,628	7,957	7,853	-	9,111	10,255	11,540
당기순이익	22,210	21,974	26,947	24,685	3,573	30,160	33,947	38,201
NPM(%)	8.7%	9.4%	10.3%	8.4%	4.9%	9.3%	9.4%	9.6%

(2) 추정 연결손익계산서 - 연결실체

추정 연결손익계산서 - 연결실체								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	684,927	679,668	813,085	913,723	207,537	921,897	917,455	1,028,943
YoY(%)	3.7%	-0.8%	19.6%	12.4%	-13.9%	0.9%	-0.5%	12.2%
매출원가	607,149	592,409	701,191	807,244	192,794	816,295	808,312	905,399
매출총이익	77,778	87,259	111,894	106,479	14,744	105,602	109,142	123,544
GPM(%)	11.4%	12.8%	13.8%	11.7%	7.1%	11.5%	11.9%	12.0%
판매비와관리비	60,342	60,888	63,042	61,725	12,752	61,011	62,127	66,476
영업이익	17,436	26,371	48,852	44,754	1,992	44,592	47,016	57,068
OPM(%)	2.5%	3.9%	6.0%	4.9%	1.0%	4.8%	5.1%	5.5%
금융손익	(9,027)	(11,398)	1,343	(7,291)	(669)	(4,659)	(6,254)	(6,254)
기타손익	(1,337)	4,744	(3,740)	(4,315)	(452)	(1,534)	(1,040)	(1,040)
공동관계기업투자이익	11,254	11,120	15,690	12,276	1,891	15,381	17,313	19,482
세전순이익	18,326	30,836	62,145	45,424	2,762	53,779	57,034	69,256
법인세비용*	4,672	6,789	15,551	(12,068)	1,037	14,090	14,943	18,145
당기순이익	13,654	24,047	46,594	57,491	1,725	39,689	42,091	51,111
NPM(%)	2.0%	3.5%	5.7%	6.3%	0.8%	4.3%	4.6%	5.0%
귀속 - 지배지분	10,804	19,570	42,007	53,833	1,163	37,164	39,413	47,859
귀속 - 비지배지분	2,850	4,477	4,328	3,658	563	2,525	2,678	3,252

6.4. 최종 Valuation

Valuation - SOTP Method							
(단위: 백만 원)							
(A) 핵심영업가치		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	평가액	비고	
알루미늄박	동일알루미늄	44,384	14.9x	90.4%	598,817	'22.06~'23.05 EV/EBITDA(TTM) AVG	
의류	동일라코스테	44,679	6.7x	50.0%	148,673	'22.06~'23.05 EV/EBITDA(TTM) AVG	
섬유방직	디동일 (별도)	6,481	2.3x	100.0%	14,658	'22.06~'23.05 EV/EBITDA(TTM) AVG	
합 계					762,148		
(B) 기타영업가치		총자산	장부가	할인율	평가액	비고	
국내법인	동양섬유 - 섬유방직	112,460	15,275	50.0%	7,638	1Q23 연결기준 장부가	
	동일씨앤이 - 환경플랜트	55,644	20,910	50.0%	10,455	1Q23 연결기준 장부가	
	디아이비즈 - 가구도소매	21,478	13,982	50.0%	6,991	1Q23 연결기준 장부가	
해외법인	PT DONGIL INDONESIA - 섬유방직	7,937	8,635	50.0%	4,318	1Q23 연결기준 장부가	
	DONG-IL VIETNAM - 섬유방직	94,407	12,949	50.0%	6,475	1Q23 연결기준 장부가	
	DIA ALUMINIUM INDIA - 열교환기제조	9,772	1,918	50.0%	959	1Q23 연결기준 장부가	
합 계					36,835		
(C) 비영업가치				장부가	할인율	평가액	비고
기타비영업자산	투자부동산			277,879	50.0%	138,940	1Q23 연결기준 장부가
	금융자산 등			96,880	50.0%	48,440	1Q23 연결기준 장부가
합 계					187,380		
(D) 순차입금					186,332	1Q23 연결기준 장부가	
(E) 목표시가총액					800,030	(E) = (A) + (B) + (C) - (D)	
(F) 발행주식수					26,040,677	상장주식총수 (자사주 포함)	
목표주가					30,700	(E) ÷ (F)	
현재주가					20,500		
상승여력					50%		
Implied PER	23F PER				21.5x	23F 지배주주 당기순이익 기준	
	24F PER				20.3x	24F 지배주주 당기순이익 기준	
	25F PER				16.7x	25F 지배주주 당기순이익 기준	

최종 SOTP Valuation이다. **핵심 자회사 영업가치** 도출 과정에서 엄밀함을 기하였으며, 핵심 자회사 각각에 대한 EBITDA와 Multiple에 관해서는 앞서 서술하였다. 당사는 영업가치를 구성하는 **핵심 자회사들이 모두 상장되어 있지 않기에** 지분율만을 고려하여 최종적인 핵심 자회사의 영업가치 총합을 도출했다. 나아가, 핵심 자회사 이외 **기타 자회사 영업가치**의 경우 1Q23 기준 장부가로 적용한 후 **50%의 할인율**을 적용하였다.

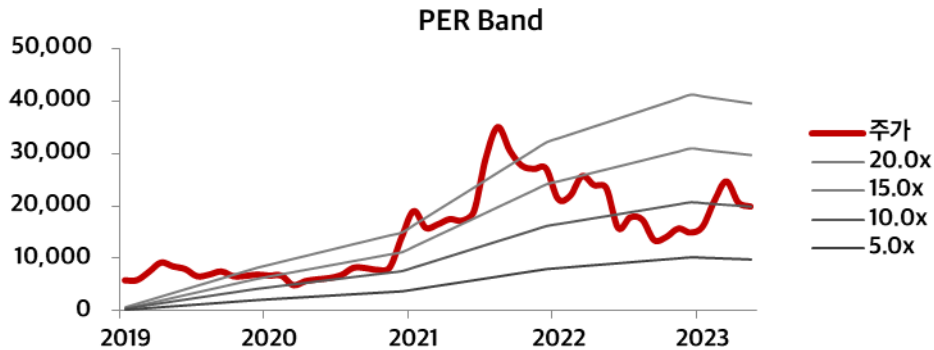
비영업가치의 경우 투자부동산과 금융자산으로 구성되어 있다. 동사의 경우 국내 방직 사업 철수에 따른 유헴부지가 투자부동산으로 인식되고 있으며, 인천, 구로디지털단지의 경우 부지 개발에 대한 논의가 이어지고 있다. 또한 금융자산 내 현금성자산의 비중이 매우 크다. 이에 **재투자 및 유동화가 매우 용이할** 것이기에 큰 폭의 할인율을 적용할 필요는 없다고 판단하나, 증거가 완료되고 개발 계획이 본격화 되기 이전까지는 핵심 자회사의 영업가치에 주목하는 것만으로도 충분함을 고려하여 **50%의 할인율**을 부여했다.

순차입금의 경우 엄밀히 추정하자면 각 자회사와 손자회사들의 개별재무제표 및 각각의 지분율을 반영하는 것이 옳으나, 각 자회사와 손자회사들 모두 음수의 순차입금을 보유하고 있지 않기에 보수적으로 전사 연결실체 차원의 이자발생부채에서 현금성자산을 차감하여 도출하였다.

본 보고서의 상기 논의를 종합해 **목표 시가총액 8,000억원, 목표 주가 30,700원, 상승여력 50%**로 **투자의견 Buy**를 제시한다.

Appendix

Appx 1. PER Band (TTM)



Appx 2. 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23
자산	882,559	993,144	1,000,283	979,537
유동자산	263,487	349,478	337,548	313,197
현금및현금성자산	33,735	52,179	45,171	51,005
단기금융상품	8,182	9,529	14,842	11,357
유동파생상품자산	2	1,816	1,529	2,872
매출채권 및 기타유동채권	110,992	119,250	108,937	115,014
당기법인세자산	93	62	1,016	1,151
재고자산	98,734	142,126	145,206	120,340
기타유동자산	2,096	17,196	20,848	11,457
매각예정자산	9,651	7,320	-	-
비유동자산	619,073	643,667	662,734	666,340
장기금융상품	12,120	27,890	23,589	23,686
지분법적용 투자지분	37,965	38,842	38,803	34,003
유형자산	298,161	295,867	296,508	302,520
투자부동산	255,779	257,057	277,796	277,879
사용권자산	8,540	8,702	8,671	10,832
영업권 이외의 무형자산	3,110	3,194	3,086	3,151
장기매출채권 및 기타비유동채권	3,103	11,418	11,591	11,841
퇴직급여운용자산	-	28	1,030	801
기타비유동자산	243	467	347	342
이연법인세자산	51	201	1,313	1,286
부채	365,892	419,639	381,087	362,514
유동부채	238,881	306,523	272,195	250,702
매입채무 및 기타유동채무	40,356	57,951	51,606	39,347
당기법인세부채	4,051	6,754	5,283	3,602
단기차입금	184,306	230,616	204,236	198,244
유동파생상품부채	3,385	231	2,205	339
기타유동부채	5,150	9,186	7,184	7,191
유동리스부채	1,633	1,785	1,681	1,979
비유동부채	127,011	113,115	108,892	111,812
장기차입금	38,619	16,309	31,907	32,971
이연법인세부채	78,346	87,411	67,119	66,941
장기매입채무 및 기타비유동채무	6,455	6,766	7,015	6,984
기타비유동부채	899	443	448	773
비유동리스부채	2,692	2,185	2,404	4,142
자본	516,668	573,505	619,196	617,023
지배주주 귀속 자본	498,002	550,654	598,461	595,997
자본금	12,328	12,553	12,784	12,784
자본잉여금	(665)	(771)	(501)	(501)
기타자본조정	(29,444)	(30,199)	(30,894)	(30,531)
기타포괄손익누계액	(6,127)	8,128	5,876	6,854
이익잉여금(결손금)	521,910	560,944	611,196	607,390
비지배지분	18,666	22,851	20,735	21,026
자본과부채총계	882,559	993,144	1,000,283	979,537

연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23
영업활동현금흐름	34,505	23,171	38,955	26,968
당기순이익(손실)	24,047	46,335	57,491	1,725
당기순이익조정을 위한 가감	22,899	23,227	(1,295)	4,326
영업활동으로인한자산·부채의변동	(10,169)	(48,165)	(13,944)	25,642
이자수취(영업)	225	369	694	41
이자지급(영업)	(6,876)	(5,325)	(7,119)	(2,414)
배당금수취(영업)	10,821	14,069	13,572	68
법인세납부(환급)	(6,442)	(7,339)	(10,444)	(2,422)
투자활동현금흐름	9,798	(17,650)	(38,471)	(5,664)
단기금융상품의 취득	(4,910)	(18,733)	(36,464)	(367)
단기금융상품의 처분	465	16,356	31,100	4,000
대여금의 증가	-	(3,852)	(732)	(270)
대여금의 감소	-	-	-	241
장기금융상품의 취득	(47)	(57)	(1)	(0)
장기금융상품의 처분	9,692	-	2	-
유형자산의 취득	(13,128)	(17,227)	(33,103)	(9,207)
유형자산의 처분	1,508	761	1,149	53
투자부동산의 취득	(218)	(275)	(45)	(4)
투자부동산의 처분	465	5,558	-	-
무형자산의 취득	(329)	(251)	(129)	(110)
무형자산의 처분	119	2	-	-
관계기업에 대한 투자자산 취득	-	-	(250)	-
매각예정자산집단의 처분	16,084	-	-	-
기타비유동금융자산의 취득	(2)	-	-	-
현금의기타유입(유출)	99	67	-	-
재무활동현금흐름	(39,750)	11,892	(7,311)	(15,936)
단기차입금의 증가	249,896	339,097	592,855	73,363
단기차입금의 상환	(288,385)	(322,329)	(592,941)	(86,211)
장기차입금의 증가	9,570	5,262	31,013	4,017
장기차입금의 상환	(1,232)	(2,912)	-	(93)
차입금의 상환	-	(2,200)	(8,656)	-
사채의 상환	-	-	(23,710)	-
현금의기타유입(유출)	(2,001)	490	7,278	(1,570)
임대보증금의 증가	881	864	846	18
임대보증금의 감소	(1,751)	(1,084)	(1,373)	(35)
금융리스부채의 지급	(2,445)	(2,281)	(2,462)	(700)
자기주식의 취득	(495)	-	(910)	-
배당금지급	(3,178)	(3,009)	(4,011)	(4,724)
기타 지분상품의 취득	(611)	(28)	(5,240)	-
주식의 발행	-	23	-	-
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(767)	1,031	(180)	466
현금및현금성자산의순증가(감소)	3,785	18,443	(7,007)	5,834
기초현금및현금성자산	29,950	33,735	52,179	45,171
기말현금및현금성자산	33,735	52,179	45,171	51,005

Appx 3. 연결실체 감가상각비 추정 Table

감가상각비 추정 - 연결실체								
(단위: 백 만원)	구분	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
건물	기말BV	51,817	52,481	52,635	53,679	53,871	54,063	54,258
	평균BV		52,149	52,558	53,157	53,775	53,967	54,160
	감가상각비	1,751	1,901	1,915	1,920	1,954	1,961	1,968
	상각률(%)		4%	4%	4%	4%	4%	4%
구축물	기말BV	11,224	10,963	10,058	10,205	10,336	10,472	11,129
	평균BV		11,094	10,511	10,131	10,270	10,404	10,800
	감가상각비	1,234	1,387	1,316	1,354	1,314	1,331	1,382
	상각률(%)		13%	13%	13%	13%	13%	13%
기계장치	기말BV	50,425	59,125	53,519	46,673	47,933	48,973	54,111
	평균BV		54,775	56,322	50,096	47,303	48,453	51,542
	감가상각비	10,754	12,068	12,604	10,400	10,276	10,526	11,197
	상각률(%)		22%	22%	21%	22%	22%	22%
차량운반구	기말BV	727	1,033	1,010	1,060	1,089	1,089	1,089
	평균BV		880	1,021	1,035	1,075	1,089	1,089
	감가상각비	188	298	294	368	352	357	357
	상각률(%)		34%	29%	36%	33%	33%	33%
공기구비품	기말BV	3,611	3,623	3,833	4,138	4,236	4,458	4,704
	평균BV		3,617	3,728	3,985	4,187	4,347	4,581
	감가상각비	1,324	1,228	980	1,114	1,231	1,278	1,347
	상각률(%)		34%	26%	28%	29%	29%	29%
유형자산		15,251	16,883	17,109	15,157	15,127	15,453	16,251
시설이용권	기말BV	2,764	2,748	2,746	2,681	2,681	2,681	2,681
	평균BV		2,756	2,747	2,714	2,681	2,681	2,681
	감가상각비	9	2	2	1	2	2	2
	상각률(%)		0%	0%	0%	0%	0%	0%
산업재산권	기말BV	183	184	220	180	180	180	180
	평균BV		184	202	200	180	180	180
	감가상각비	66	72	83	81	73	73	73
	상각률(%)		39%	41%	40%	40%	40%	40%
소프트웨어	기말BV	171	176	188	150	150	150	150
	평균BV		174	182	169	150	150	150
	감가상각비	78	83	78	72	67	67	67
	상각률(%)		48%	43%	43%	44%	44%	44%
개발비	기말BV	2	1	40	74	74	74	74
	평균BV		2	21	57	74	74	74
	감가상각비	1	1	1	9	15	15	15
	상각률(%)		40%	3%	16%	20%	20%	20%
무형자산		154	158	164	163	155	155	155
건물 등	기말BV	10,882	10,993	9,491	9,829	9,829	9,829	9,829
	평균BV		10,938	10,242	9,660	9,829	9,829	9,829
	감가상각비	592	588	569	595	560	560	560
	상각률(%)		5%	6%	6%	6%	6%	6%
투자부동산		592	588	569	595	560	560	560
토지	기말BV	4,848	4,451	4,795	4,810	4,810	4,810	4,810
	평균BV		4,650	4,623	4,803	4,810	4,810	4,810
	감가상각비	124	125	123	136	131	131	131
	상각률(%)		3%	3%	3%	3%	3%	3%
건물	기말BV	3,996	3,910	3,686	3,680	3,680	3,680	3,680
	평균BV		3,953	3,798	3,683	3,680	3,680	3,680
	감가상각비	1,770	2,420	2,122	2,283	2,197	2,197	2,197
	상각률(%)		61%	56%	62%	60%	60%	60%
차량운반구	기말BV	129	179	220	180	180	180	180
	평균BV		154	200	200	180	180	180
	감가상각비	54	69	79	100	81	81	81
	상각률(%)		45%	39%	50%	45%	45%	45%
사용권자산		1,948	2,614	2,324	2,519	2,409	2,409	2,409
총 감가상각비		17,945	20,243	20,165	18,433	18,251	18,577	19,374
매출원가 안분금액		14,292	16,029	16,227	14,426	14,236	14,490	15,112
	안분 비율(%)	80%	79%	80%	78%	78%	78%	78%
판매비 안분금액		3,656	4,216	3,938	4,007	4,015	4,087	4,262
	안분 비율(%)	20%	21%	20%	22%	22%	22%	22%

*동사의 경우 '25년 압연기 신규증설을 제외한 향후의 장부가 순증분은 유지를 위함이라 가정

*장부가 순증분은 전기발생 상각비로 추정하였으며, 이후 순증분은 전기 상각비를 일정 조정해주어 추정함

*상각률은 3개년 혹은 4개년 평균 일괄 적용하여 추정하였음

Appx 4. 연결실체 영업비용 추정 Table

매출원가 및 판관비 추정 - 연결실체								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	684,927	679,668	813,085	913,723	207,537	1,005,095	1,105,605	1,216,165
YoY(%)	-	-0.8%	19.6%	12.4%	-13.9%	10.0%	10.0%	10.0%
매출원가	607,149	592,409	701,191	807,244	192,794	867,108	952,650	1,047,088
매출원가율	88.6%	87.2%	86.2%	88.3%	92.9%	86.3%	86.2%	86.1%
GPM(%)	11.4%	12.8%	13.8%	11.7%	7.1%	13.7%	13.8%	13.9%
원재료비	520,857	500,954	600,867	690,493		742,761	817,038	898,741
% of sales	76.0%	73.7%	73.9%	75.6%		73.9%	73.9%	73.9%
종업원급여	29,480	30,204	30,961	34,308		40,985	45,083	49,591
% of sales	4.3%	4.4%	3.8%	3.8%		4.1%	4.1%	4.1%
감가상각비	14,292	16,029	16,227	14,426		14,236	14,490	15,112
% of sales	2.1%	2.4%	2.0%	1.6%		2.1%	2.1%	2.2%
기타	42,520	45,223	53,137	68,016		69,126	76,039	83,643
% of sales	6.2%	6.7%	6.5%	7.4%		6.9%	6.9%	6.9%
판매비와관리비	60,342	60,888	63,042	61,725	12,752	70,016	74,600	79,672
판관비율	8.8%	9.0%	7.8%	6.8%	6.1%	7.0%	6.7%	6.6%
OPM(%)	2.5%	3.9%	6.0%	4.9%	1.0%	6.8%	7.1%	7.4%
종업원급여	22,304	24,776	25,079	25,919	5,766	27,033	28,196	29,408
% of sales	3.3%	3.6%	3.1%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.4%
감가상각비	3,656	4,216	3,938	4,007	1,080	4,015	4,087	4,262
% of sales	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
운반비	5,290	7,385	7,584	9,834	1,768	9,353	10,288	11,317
% of sales	0.8%	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
지급수수료	21,328	17,234	17,211	11,989	2,006	19,983	21,981	24,179
% of sales	3.1%	2.5%	2.1%	1.3%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
광고선전비	1,472	821	1,202	1,426	236	1,423	1,565	1,721
% of sales	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
경상연구개발비	962	1,942	2,505	1,830	392	2,092	2,092	2,092
% of sales	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
세금과공과	1,268	1,300	1,514	1,723	462	1,512	1,512	1,512
% of sales	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
기타추정합계	4,062	3,214	4,009	4,998	1,042	4,604	4,878	5,179
% of sales	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%

Appx 5. 연결실체 영업외손익 추정 Table

영업외손익 추정 - 연결실체								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
영업외손익	(10,364)	(6,654)	(2,397)	(11,606)	(1,121)	(6,194)	(7,294)	(7,294)
금융손익	(9,027)	(11,398)	1,343	(7,291)	(669)	(4,659)	(6,254)	(6,254)
이자손익	(9,730)	(6,767)	(4,925)	(6,914)	(2,264)	(6,254)	(6,254)	(6,254)
배당금수익	21	19	21	641	378	378	-	-
외환차손익	702	9	109	(6,229)	474	474	-	-
외화환산손익	197	(144)	685	204	(812)	(812)	-	-
파생상품거래손익	(5)	(1,586)	2,314	6,159	77	77	-	-
파생상품평가손익	(317)	(3,481)	3,144	(1,142)	1,562	1,562	-	-
기타금융손익	106	552	(4)	(9)	(84)	(84)	-	-
기타손익	(1,337)	4,744	(3,740)	(4,315)	(452)	(1,534)	(1,040)	(1,040)
유형자산처분/손상/폐기	(919)	505	(561)	(2,624)	(20)	(20)	-	-
무형자산처분/손상/폐기	3,565	(72)	-	(63)	-	-	-	-
재고자산처분/손상/폐기	-	-	(484)	-	-	-	-	-
투자부동산처분/손상/폐기	-	451	1,443	(735)	-	-	-	-
매각예정자산처분/손상	(1,234)	3,797	(3,003)	-	-	-	-	-
운휴자산관리비	(2,116)	(1,229)	(1,231)	(1,114)	(277)	(1,108)	(1,191)	(1,191)
운휴자산상각비	(598)	(334)	(342)	(330)	(84)	(335)	(335)	(335)
기부금	(92)	(51)	(46)	(57)	(22)	(22)	(52)	(52)
국고보조금	-	317	452	233	28	28	334	334
잡손익	56	1,361	33	375	(77)	(77)	204	204

Appx 6. 동일라코스테 영업외손익 추정 Table

영업외손익 추정 - 동일라코스테							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업외손익	1,071	(1,773)	2,610	1,310	739	739	739
금융손익	440	(2,064)	2,569	1,028	419	419	419
이자손익	(211)	(264)	(109)	(324)	(324)	(324)	(324)
외환차손익	(463)	(405)	(830)	(1,436)	(891)	(891)	(891)
외화환산손익	170	153	24	505	227	227	227
통화선도평가손익	(1,041)	(3,604)	1,446	(1,730)	(1,296)	(1,296)	(1,296)
통화선도거래손익	1,985	2,055	2,037	4,014	2,702	2,702	2,702
기타손익	631	292	42	282	319	319	319
유형자산처분/손상/폐기	(65)	(131)	(168)	(45)	-	-	-
무형자산처분/손상/폐기	-	-	-	(0)	-	-	-
사용권자산처분/손상/폐기	-	-	-	0	-	-	-
수입임대료	25	-	-	-	-	-	-
잡손익	671	422	210	327	319	319	319

Appx 7. 동일알루미늄 판가 추이 및 생산량 추정 Table

동일알루미늄 판가 추이												
(단위: 원/kg)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
해외판가	4300	3900	4200	4200	5200	5200	4900	7200	8100	7650	7200	7200
국내판가	4400	4300	4300	4600	4500	4600	4400	6000	6700	6350	6000	6000
원재료(Al Strip)	3500	2900	2900	3200	3100	3100	3000	4400	4900	4650	4400	4400

생산금액 및 판가를 통해 추정된 동일알루미늄 생산량 추이												
(단위: 1000 ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
내수	11	10	11	11	11	10	10	9	9	10	10	10
수출	13	18	17	19	18	18	22	19	23	27	27	39

Appx 8. 과거 의류 & 캐주얼복 시장

과거 캐주얼복 시장													
(단위: 억 원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
전체 의류시장	345,501	358,916	372,623	386,400	397,741	414,676	431,807	424,704	432,181	416,441	403,228	435,292	457,787
YoY(%)		3.9%	3.8%	3.7%	2.9%	4.3%	4.1%	-1.6%	1.8%	-3.6%	-3.2%	8.0%	5.2%
캐주얼복 시장	102,933	112,687	115,043	116,660	128,205	131,034	145,202	150,743	153,859	156,054	156,057	174,028	185,611
YoY(%)		9.5%	2.1%	1.4%	9.9%	2.2%	10.8%	3.8%	2.1%	1.4%	0.0%	11.5%	6.7%

Appx 9. 동일씨앤이 삼성 및 LG향 수주총액 추정 Table

동일씨앤이 삼성 및 LG향 수주총액 추이									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
CAPEX	28,116,117	25,050,381	20,438,694	29,297,235	32,199,862	29,238,694	31,891,894	36,321,165	
삼성전자 메모리	19,693,300	17,582,400	17,490,000	25,520,000	26,290,000	26,290,000	28,943,200	32,958,200	
LG디스플레이	8,422,817	7,467,981	2,948,694	3,777,235	5,909,862	2,948,694	2,948,694	3,362,965	
신규 수주총액	20,543	38,822	52,982	42,675	65,291	58,841	64,175	73,089	
삼성향	2,776	32,916	47,988	36,804	48,539	52,862	58,197	66,270	
LG향	17,767	5,906	4,994	5,871	16,752	5,979	5,979	6,818	
CAPEX대비 신규 수주총액비율									
삼성향	0.01%	0.19%	0.27%	0.14%	0.18%	0.20%	0.20%	0.20%	
LG향	0.21%	0.08%	0.17%	0.16%	0.28%	0.20%	0.20%	0.20%	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.