

스몰캡 Top Picks

미래에는 결코 작지 않을 스몰캡 12選

Small Cap

Analyst

이 훈, CFA

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

김 동 양

02)768-7444, dongyang.kim@wooriwm.com

유 철 환

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

김 태 언

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

채 민 경

02)768-7137, cindy.chae@wooriwm.com

우량 소형주의 매력은 지속된다

2008년 10월 KOSPI의 저점 형성 이후 전반적인 주식시장 상승속에서 소형주는 KOSPI와 대형주 대비 각각 45.9%p, 50.8%p 초과수익률을 시현하면서, 투자자들로부터 각광 받고 있다. 물론 이러한 큰 폭의 주가 상승으로 소형주들의 밸류에이션 매력은 전반적으로 감소했고, 조정에 대한 우려가 있는 것도 사실이다. 그러나, 당사는 ‘중소형주’ 라는 섹터보다는 개별종목에서의 투자매력은 충분한 것으로 판단한다. 그 이유는 첫째, 중소형주의 매력은 높은 성장성이라는 점을 고려할 때, 턴어라운드 및 이익성장 모멘텀을 기반으로 밸류에이션 부담이 빠르게 감소하는 기업들이 있고, 둘째, 다양한 정보 및 분석자료가 제공되는 대형주와는 달리 시장의 외면 속에 밸류에이션 측면에서 지나치게 저평가된 기업들이 존재하기 때문이다.

선정기준은 크게 성장과 가치로 구분

당사 스몰캡 팀은 송원산업, 희림, 유니온, 한국주철관 등 12종목을 추천한다. 이들은 성장성과 시장지배력 및 안정적 재무구조를 지닌 가운데, 특히 성장과 가치라는 분명한 매력을 갖고 있다. 성장측면에서는 턴어라운드 혹은 이익성장 모멘텀이 본격화되는 종목을, 가치측면에서는 이익과 자산가치 대비 현저히 저평가된 종목을 선정했다.

턴어라운드, 이익성장모멘텀, 높은 투자유가증권 가치, 낮은 밸류에이션

턴어라운드: 선호하는 턴어라운드 대상은 대차대조표의 변화가 손익계산서 변화로 이어지는 종목임. 송원산업은 경쟁구도의 재편과 제품가격 상승 이후, 설비투자에 따른 유형자산의 증가가 순이익증가로 이어져, 적자를 벗어나 강력한 턴어라운드 기대됨.

이익성장모멘텀: 최근 주가 상승세에도 불구하고 희림, S&T중공업 등의 추가 상승을 기대하는 것은 건조한 이익성장모멘텀을 통해 기업가치 상승은 물론 밸류에이션 부담을 지속적으로 완화시켜 투자매력이 지속되기 때문임.

높은 투자유가증권 가치: 다우기술, 유니온 등이 주목 받는 이유는 안정적인 영업 현황과 건조한 재무구조에도 불구하고 시가총액은 투자유가증권가치의 절반 수준이기 때문임. 그러나 기업가치 상승과 할인율 축소를 통해 과도한 저평가는 빠르게 해소될 전망이다.

낮은 밸류에이션: PBR 1배 미만으로 자산가치대비 저평가된 한국주철관, 기신정기 등은 향후 영업가치의 본격적인 개선에 따른 ROE 증가로 자산가치가 재평가될 전망이다.

추천종목

분류	추천종목
실적 턴어라운드	송원산업, 모아텍, 태양산업
이익성장모멘텀 지속	희림, 인선이엔티, S&T중공업, 포스텍
높은 투자유가증권 가치	유니온, 다우기술, S&T홀딩스
밸류에이션 매력	한국주철관, 기신정기

자료: 우리투자증권 리서치센터

- 당사는 자료 작성일 현재 송원산업, 태양산업, 희림, 인선이엔티, S&T중공업, 포스텍, 유니온, 다우기술, S&T홀딩스, 한국주철관, 기신정기의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 모아텍의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 송원산업, 태양산업, 모아텍, 유니온, S&T홀딩스, 한국주철관, 기신정기는 당사 공식 Coverage가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

목 차

I. 소형주의 매력은 지속된다	3
II. 투자유망종목	4
1. 턴아라운드 주식이 좋은 이유	
2. 견조한 이익성장 모멘텀	
3. 배보다 배꼽이 크다	
4. 영업가치 개선이 뒷받침되는 低PBR 종목의 매력	
[기업분석]	
송원산업	8
모아텍	10
태양산업	12
희림	14
인선이엔티	16
S&T중공업	18
포스텍	20
유니온	22
다우기술	24
S&T홀딩스	26
한국주철관	28
기신정기	30

I. 소형주의 매력은 지속된다

2008년 10월 주식시장 저점 형성 이후 중소형주 주가 상승 본격화

2008년 10월 KOSPI의 저점 형성 이후 전반적인 주식시장의 상승 속에서 소형주는 KOSPI와 대형주 대비 각각 45.9%p, 50.8%p 초과수익률을 시현하며, 투자자들로부터 각광 받아왔다. 주식시장 하락기에 소형주들의 경우 외부환경변화에 대한 대응력이 약할 뿐만 아니라 대기업에 비해 상대적으로 떨어지는 수익창출 능력 및 재무구조로 일반적으로 대형주 대비 낮은 수익률 보인다. 반면 주식시장 상승기에는 전반적인 금융시장 우려가 감소하는 가운데, 상대적으로 높은 성장성과 변동성을 보유하고 있는 소형주들의 주가가 큰 폭으로 상승한다.

개별 종목으로서의 소형주 의 매력은 지속

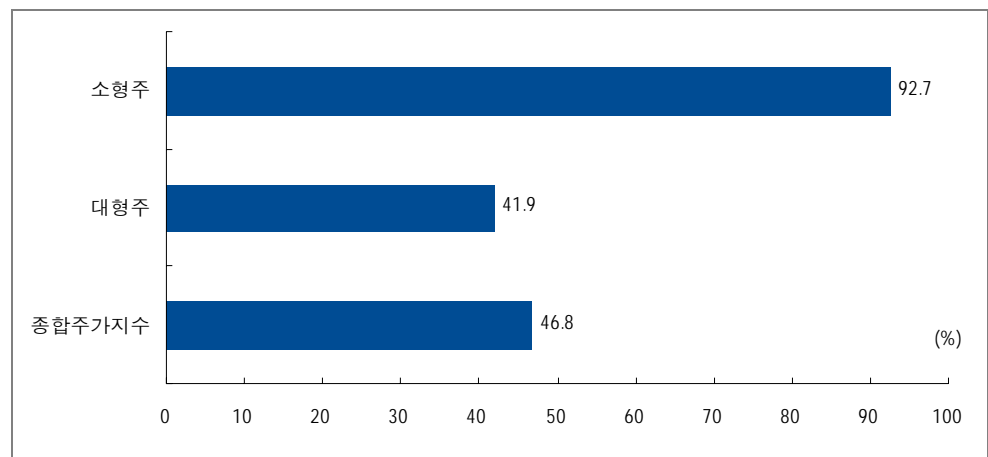
물론 이러한 큰 폭의 상승을 통해 소형주들의 밸류에이션 매력은 전반적으로 감소하였고, 주가조정에 대한 우려가 있는 것도 사실이지만, 당사는 '중소형주' 라는 섹터보다는 개별종목으로서 투자매력은 여전히 충분한 것으로 판단한다.

그 이유는 첫째, 중소형주의 매력은 높은 성장임을 고려할 때, 턴어라운드 및 이익성장 모멘텀을 기반으로 밸류에이션 부담이 빠르게 감소하는 기업들이 있고, 둘째, 다양한 정보 및 분석자료가 제공되는 대형주와는 달리 시장의 외면속에 밸류에이션 측면에서 지나치게 저평가된 기업들이 존재하기 때문이다.

선정기준은 크게 성장과 가치로 구분

당사 스몰캡 팀은 송원산업, 희림, 유니온, 한국주철관 등 12종목을 추천하는데, 이들 종목은 공통적으로 산업의 성장성, 확고한 시장지배력 및 안정적인 재무구조를 지닌 가운데, 성장과 가치라는 분명한 매력을 갖고 있다. 성장측면에서는 턴어라운드 혹은 이익성장 모멘텀이 본격화되는 종목을, 가치측면에서는 이익과 자산가치 대비 현저히 저평가된 종목을 추천하였다.

2008년 10월 저점 이후 소형주 수익률



자료: Dataguide pro

II. 투자유망종목

1. 턴어라운드 주식이 좋은 이유

턴어라운드 주식이 좋은 이유

턴어라운드 종목을 우선적인 투자대상으로 추천하는 이유는 기업가치의 획기적인 개선과 이에 따른 높은 주가 상승이 기대되기 때문이다. 그리고 당사가 선호하는 턴어라운드 대상은 대차대조표의 변화가 손익계산서의 변화로 이어지는 종목이다. 사실 기업의 변화는 최종적으로 손익계산서의 순익으로 표현되지만, 이러한 변화는 유형자산 혹은 유가증권 취득과 같은 투자활동의 변화에서 시작된다. 다만 투자자들의 경우 투자활동의 수익성 여부에 대해 손익계산서의 순익으로 나타나기 전까지 긍정적인 판단을 내리기 어렵다.

특히 설비투자 이후 부정적인 시장상황과 낮은 가동률로 적자가 지속될 경우 기업가치의 훼손 가능성으로 주가 역시 큰 폭으로 조정 받는 것이 일반적이다. 그러나 업황 개선이 시작될 경우 향후의 기업가치 개선 전망은 물론 그 동안 할인되었던 기업가치의 회복이 동시에 이루어져 주가 상승이 가속화 된다. 따라서 턴어라운드 주식은 시장에서 가장 큰 각광을 받고 있다.

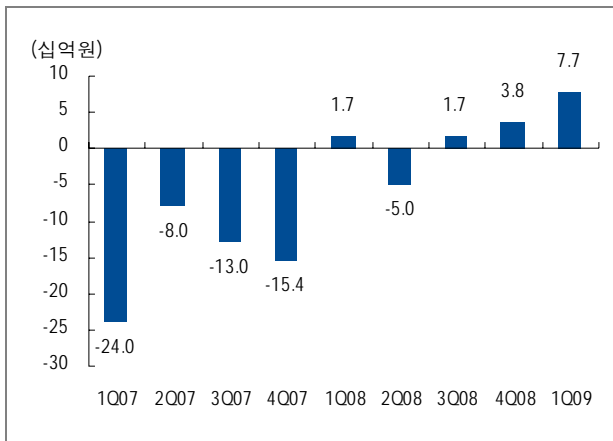
송원산업, 모아텍, 태양산업을 턴어라운드 종목으로 추천

당사 스몰캡 팀은 송원산업과 모아텍, 태양산업 등을 턴어라운드 대표 종목으로 추천한다.

송원산업은 지난 5년간 산화방지제분야에 1,600억원의 집중적인 투자를 했음에도 불구하고 공급 증가와 경쟁심화로 2007년과 2008년 순손실이 각각 589억원과 180억원에 이르렀고, 이는 차입금 증가와 재무구조 악화로 이어졌다. 그러나 2009년부터 산업경쟁구도 재편과 제품가격 상승이 동반되어 1분기에만 77억원의 영업이익을 기록했고, 향후 강력한 이익 성장모멘텀이 지속될 전망이다. 즉, 2009년을 기점으로 설비투자에 따른 유형자산(대차대조표)의 변화가 순이익(손익계산서) 변화로 이어져, 적자를 벗어나 강력한 턴어라운드가 본격화될 전망이다.

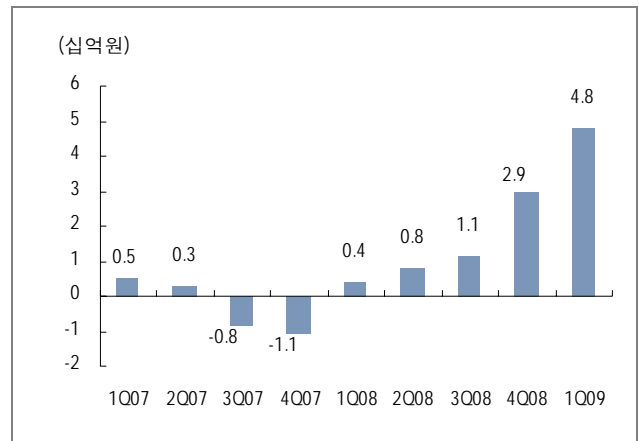
반면, 모아텍은 유가증권 가치의 변화를 통한 턴어라운드가 전망되는데, 비상장 자회사인 하이소닉의 강력한 이익성장 모멘텀은 모아텍의 가치를 레밸업하는 중요한 계기가 될 전망이다. 그리고 태양산업은 원재료가격의 하락 안정세에도 판매가격을 유지하면서 마진 스프레드 확대를 통해 2009년 실적의 턴어라운드 전망된다.

송원산업의 분기별 영업이익 추이



자료: Dataguide pro, 우리투자증권 리서치센터

태양산업의 분기별 영업이익 추이



자료: Dataguide pro, 우리투자증권 리서치센터

2. 견조한 이익성장 모멘텀

견조한 이익성장 모멘텀은 밸류에이션 부담을 지속적 으로 완화

턴어라운드처럼 획기적인 이익개선이 아니더라도, 기업이 시장평균보다 높은 이익성장세를 지속적으로 유지한다면, PER 밸류에이션에 있어 시장평균보다는 프리미엄을 받을 수 있다. PER의 분모인 순이익의 성장이 높을수록, PER 배수를 빨리 낮춰줌으로써 밸류에이션 부담을 완화시키기 때문이다. 또한, 견조한 이익성장 모멘텀을 지닌 기업은 주가가 상승해도 예상치에 부합하거나 상회하는 이익성장을 통해 지속적으로 밸류에이션 부담을 완화시키고, 이를 통해 투자 매력도가 유지되게 된다.

희림, 인선이엔티, S&T중공업, 포스텍 추천

당사 스몰캡 팀은 희림, 인선이엔티, S&T중공업, 포스텍 등을 이익성장 모멘텀이 지속되는 대표 종목으로 추천하며, 최근의 주가 상승에 불구하고 추가 상승 여력이 충분한 것으로 판단한다. 특히 이들 업체들은 기존 사업부의 안정적인 성장추세에 신규성장동력을 더해 향후에도 이익성장 모멘텀이 지속될 전망이다.

희림은 해외매출의 증가로 외형확대 및 수익성 개선이 전망되고, ‘제2롯데월드’ 계획설계 및 ‘한강르네상스’ 지구단위용역 수행 경험을 바탕으로 향후 ‘한강르네상스’ 등 대규모 공공 프로젝트의 발주가 예상되어 지속적인 이익성장 모멘텀이 전망된다.

인선이엔티는 고마진의 관급수주가 증가추세인 데다, 폐석면, 폐아스콘 등 신규성장동력을 확보했다는 점에서, S&T중공업은 2009년 하반기 이후 ‘국방개혁 기본계획’ 관련 방산매출 본격화와 풍력발전부품사업 진출 등 신규유망사업을 통해서 이익성장 모멘텀이 장기적으로 지속될 전망이다.

포스텍은 사업포트폴리오의 다양화와 고수익성의 로제정비 사업부 등 매출확대가 빠르게 이루어지고 있어 영업이익률 확대를 통한 이익성장 모멘텀이 기대된다.

추천종목 영업이익 CAGR 및 2009년 PER

(단위: %, 배)

	희림	인선이엔티	S&T중공업	포스텍	당사 유니버스 평균
2008-2011F 영업이익 CAGR	23.0	33.9	27.9	21.6	14.8
2009년 PER	8.8	10.5	13.9	7.5	13.9

주: 2009년 6월 4일 종가기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

3. '배보다 배꼽이 크다'

시가총액을 상회하는 투자 유가증권 시장가치는 주가 의 안전판 역할

기업이 영업활동과 별개로 가치있는 비영업자산을 보유하고 있다면, 부분합(Sum of the parts)가 치평가를 통해 영업가치와 비영업가치를 아우르는 기업가치를 평가한다. 그 중에서도 상장된 투자 유가증권의 가치는 영업가치나 여타 유형/무형자산가치 등과는 달리 유동성이 높고 가치평가가 용이해 적정가치에 대한 논란 없이 받아들여 질 수 있다. 특히, 그 합이 당해 기업의 시가총액을 상회할 경우 주가(시가총액)의 하방 경직성에 대한 안전판 역할을 할뿐만 아니라 투자유가증권 가치의 상승시 기업가치(NAV)의 상승과 밸류에이션 재평가가 동시에 이루어져 주가 상승이 가속화된 다. 투자유가증권을 보유한 기업들은 밸류에이션 측면에서 일반적으로 보유한 투자유가증권가치에 대해 상당폭의 할인율 받게 되는데, 이들 유가증권의 가치 상승시 재평가를 통해 할인폭이 빠르게 감소된다.

유니온 다우기술 S&T홀딩스 추천

당사 스몰캡 팀이 추천하는 종목은 유니온, 다우기술, 그리고 S&T홀딩스이며, 선정기준은 1) 당해 종목의 시가총액이 보유한 투자유가증권의 시장가치에도 미치지 못하여 밸류에이션 매력에 통한 주가 상승에 대한 기대, 혹은 최소한 하방 경직성에 대한 안전판이 확보되고, 2)안정적인 재무구조(낮은 순부채 규모)로 기업가치(NAV)의 손실이 적고, 양호한 자체영업 실적 및 전망을 보여 향후 영업가치의 상승으로 인한 NAV 상승이 기대되며, 3)투자유가증권의 영업 전망이 유망하여, 향후 주가 상승으로 인한 NAV 상승이 기대되는지 여부 등이다.

유니온, 다우기술, S&T홀딩스는 각각 OCI, 키움증권, S&T중공업/S&T대우/S&TC 등을 핵심 유가증권으로 보유하고 있는데, 이들 유가증권의 가치는 전체 NAV의 76~93%를 기여하고 있다. OCI, 키움증권, S&T중공업/S&T대우/S&TC는 견조한 영업실적을 통한 이익모멘텀이 강화될 전망이다, 이러한 긍정적인 사업전망은 유니온, 다우기술, S&T홀딩스의 NAV상승으로 직결될 전망이다. 더욱이 현재 주가는 NAV대비 52~56%까지 할인된 수준에 불과하다. 따라서 향후 투자유가증권 가치 상승에 따른 NAV증가와 밸류에이션 재평가를 통한 할인율 축소가 모두 기대되어 주가 상승이 가속화될 전망이다.

추천종목 시가총액 및 NAV비교

(단위: 십억원, %)

	다우기술	S&T홀딩스	유니온
시가총액	371.5	182.3	101.6
투자유가증권대비 시가총액 비중	63.3	47.5	49.3
NAV대비 시가총액 비중	48.2	44.2	43.7
투자유가증권가치 (a)	586.9	383.7	205.9
영업가치 (b)	59.6	-	50.0
유무형자산가치 (c)	80.4	22.5	-
순부채 (d)	-43.2	-6.0	23.5
NAV (a)+(b)+(c)-(d)	770.1	412.2	232.4

주: 투자유가증권 가치는 6월 4일 종가기준

자료: 각사 사업보고서, 우리투자증권 리서치센터 전망

4. 영업가치 개선이 뒷받침되는 低PBR 종목의 매력

低 PBR 종목들의 영업가치 개선시 기존의 자산가치와 더해져 기업가치(NAV)상승 부각됨

PBR 1배 미만의 종목들은 일반적으로 수익성 및 성장성이 낮아(低ROE) 자산가치가 낮게 평가받거나, 현금성 자산보다는 유동화가 쉽지 않은 토지, 건물 등 유형자산의 비중이 높은 기업이다. 그러나 이들 기업들의 영업가치의 빠른 회복으로 ROE가 개선되어 보유 자산의 활용도 및 수익성이 재평가될 경우 지나친 저평가는 빠르게 해소된다. 특히 자기자본수익률이 자기자본비용을 초과할 경우 주주가치의 증가가 지속적으로 이루어져 PBR은 1배 이상에서 거래되게 된다.

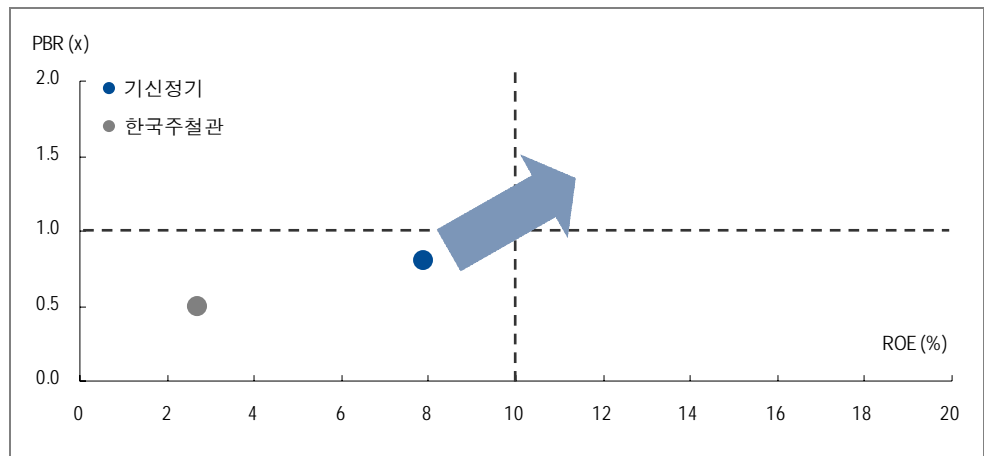
기신정기, 한국주철관 추천

당사 스몰캡 팀은 향후 영업가치가 본격적으로 개선되면서 기존의 저평가된 자산가치도 부각될 수 있는 대표 종목으로 기신정기, 한국주철관 등을 추천한다.

기신정기는 PBR 0.8배로 순현금과 유형자산가치가 시가총액의 70%수준이다. 최근 국내외에 설립한 자회사들을 통해서 중국시장 진출 및 사업영역 확대를 계획하고 있어, 향후 영업가치의 제고와 함께 기업가치 재평가가 이루어질 전망이다.

한국주철관은 PBR 0.5배로 순현금과 토지의 시가가 시가총액을 상회한다. 2008년부터 본격적인 수주증가로 외형의 고성장을 보이고 있고, 향후 상하수도 노후관 교체의 최대 수혜주이다.

ROE의 증가에 따른 PBR의 개선



자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

송원산업
(004430.KS)

턴어라운드 지속될 것

Not Rated

Analyst

김태언

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	확락
현재가 (09/06/04)	12,200원
KOSPI	1,378.1
KOSDAQ	528.0
시가총액(보통주)	292.8십억원
발행주식수(보통주)	24.0백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	236,847주
120일 평균주가	6,484원
52주 최고가(09/06/03)	13,150원
최저가(08/10/27)	2,795원
배당수익률(2008)	0.00%
외국인지분율	9.7%
주요주주	
송원물산	23.9%
Red Tulip Investments	9.2%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	187.1 252.1 149.0
상대수익률	157.0 215.2 173.8

글로벌 업황 변화의 최대 수혜주

산화방지제는 합성수지 제조의 필수 첨가제이다. 산화방지제 시장은 글로벌 업체였던 CIBA와 Chemtura가 양분하고 있는 구도였으나, 최근 CIBA가 BASF에 인수되고 Chemtura는 법정관리 절차에 들어감으로써 동사가 산화방지제 시장의 세계 2위 업체로 부각되고 있다. 주요 수요처가 다우케미칼, 사빅, 엑손모빌 등의 글로벌 화학 업체임을 감안할 때 반사이익을 누릴 가능성이 크다. 또한 동사는 CAPEX 완료에 따른 생산능력 확충, 경쟁사 핵심인력 확보 등을 감안할 때 향후 업황 변화의 최대 수혜주가 될 전망이다.

2009년 본격적인 턀어라운드 구간에 진입할 것

동사는 2분기부터 본격적인 턀어라운드 구간에 진입할 것으로 판단되는데, 주요 근거는 다음과 같다. 1) 주요 경쟁사의 몰락이 거래선 확대 및 장기 공급계약 체결이라는 우호적인 반사 효과를 주고 있고, 2) 원재료와 판매가격의 스프레드를 지속적으로 축소시켜 외부 변수에 따른 이익 변동성을 계속 줄이고 있으며, 3) 1998년부터 진행되어 온 CAPEX가 작년 말로 완료되어 향후 추가 자금 소요도 없을 것으로 판단된다.

밸류에이션 매력 갈수록 높아질 것

동사의 가장 큰 리스크는 2,900억원에 달하는 과도한 이자성 부채로 파악된다. 이 중단기차입금은 1,600억원, 장기차입금은 660억원 수준이다. 이자율 8%를 가정하면 연간 232억원의 이자 비용 부담이 예상된다. 그러나 현재 단기차입금은 롤오버가 진행되었고 올해 양호한 영업 현금흐름이 예상됨에 따라 시설자금 250억원을 포함한 350억원 가량의 차입금 상황을 계획하고 있다. 내년에도 비슷한 규모의 차입금 상환을 가정할 경우 현재 260%대의 부채비율은 140%까지 하락할 것으로 예상된다. 따라서 향후 영업가치 변화에 따른 재무구조 개선의 선순환이 지속될 것으로 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	251.9	17.1	15.9	8.4	9.6	401	흑전	11.1	0.8	5.3	7.6	139.4	114.0
2006	236.3	-6.2	3.5	-5.0	-11.0	-457	적전	na	0.8	10.3	-8.7	221.8	197.7
2007	230.2	-2.6	-39.0	-55.2	-18.9	-2,454	적지	na	1.6	Na	-65.5	545.9	261.2
2008	369.9	60.6	2.2	-18.0	-18.0	-749	적지	na	0.7	10.3	-181	263.3	270.2

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 송원산업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
매출액	251.9	236.3	230.2	369.9	EV/ EBITDA (X)	5.3	10.3	na	10.3
증가율 (%)	17.1	-6.2	-2.6	60.6	EV/ EBIT (X)	13.9	83.7	na	169.4
매출원가	221.6	218.7	253.9	343.2	PER (X)	11.1	na	na	na
매출총이익	30.3	17.6	-23.6	26.7	PER/ 주당EBIT (X)	10.0	na	na	na
Gross 마진 (%)	12.0	7.5	-10.3	7.2	PCR (X)	2.6	5.7	na	4.0
판매비와 일반관리비	14.4	14.2	15.4	24.5	PBR (X)	0.8	0.8	1.6	0.7
EBITDA	41.8	28.1	-4.6	35.8	PSR (X)	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA 마진 (%)	16.6	11.9	-2.0	9.7	PEG (X)	na	na	0.1	na
감가상각비 & 무형자산상각비	25.9	24.6	34.3	33.6	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	-0.2	na	na	na
영업이익	15.9	3.5	-39.0	2.2	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	-2.2	na	na	na
OP 마진 (%)	6.3	1.5	-16.9	0.6	Enterprise Value	220.8	290.1	354.8	368.6
영업외수익	4.6	5.7	5.3	20.5	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	-223.2	20.9	-30.9	3.0
영업외비용	12.1	14.2	21.5	40.7	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	-48.5	-0.2	-146.1	24.5
순이자수익/(비용)	-6.4	-8.7	-17.4	-22.3	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	-5.1	4.3	-281.3	-12.2
세전계속사업이익	8.4	-5.0	-55.2	-18.0	주당EBIT (FD) (W)	663	144	-1,624	91
Prelax 마진 (%)	3.3	-2.1	-24.0	-4.9	주당EBITDA (FD) (W)	1,742	1,170	-194	1,490
법인세비용	-1.2	6.0	3.7	0.0	EPS (FD) (W)	401	-457	-2,454	-749
계속사업이익	9.6	-11.0	-58.9	-18.0	조정EPS (FD) (W)	447	-486	-2,469	-788
순이익	9.6	-11.0	-58.9	-18.0	CFPS (W)	1,683	673	-789	1,013
Net 마진 (%)	3.8	-4.6	-25.6	-4.9	BPS (W)	5,402	4,907	2,455	5,707
조정순이익	10.7	-11.7	-59.3	-18.9	주당매출액 (W)	10,497	9,847	9,594	15,412

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
영업활동 현금흐름	35.8	12.4	-35.7	20.1	RIM				
당기순이익	9.6	-11.0	-58.9	-18.0	Spread (FROE-COE) (%)	-2.1	-18.8	-75.9	-28.6
감가상각비 & 무형자산상각비	25.9	24.6	34.3	33.6	Residual Income	-2.6	-23.6	-68.2	-28.4
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.1	-1.3	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.1	0.2	0.1	0.9	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.6	-1.1	0.1	0.0	투하자본	247.5	242.2	339.5	430.0
Gross Cash Flow	40.4	16.1	-18.9	24.3	세후영업이익	18.2	7.6	-41.6	2.2
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-4.6	-3.7	-16.7	-4.2	투하자본이익률 (%)	7.8	3.1	-14.3	0.6
투자활동 현금흐름	-39.4	-94.2	-44.1	-27.9	투하자본이익률 - WACC (%)	1.0	-4.0	-22.2	-8.8
+ 유형자산감소	0.0	1.8	0.0	0.1	EVA	2.4	-9.6	-75.5	-37.7
- 유형자산증가(CAPEX)	-41.2	-95.8	-44.7	-29.1	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	5.0	-1.0	0.9	0.2	EBIT	15.9	3.5	-39.0	2.2
Free Cash Flow	-5.5	-83.4	-80.4	-9.0	+ 감가상각비	25.9	24.6	34.3	33.6
Net Cash Flow	-3.7	-81.8	-79.8	-7.7	- CAPEX	41.2	95.8	44.7	29.1
재무활동 현금흐름	2.5	73.0	79.5	13.2	Free cash flow for DCF valuation	6.0	-71.8	-62.5	-4.3
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	9.3	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	2.5	73.0	79.5	4.0	부채비용 (COD)	4.1	4.1	5.5	8.2
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-1.1	-8.9	-0.3	5.5	자기자본비용 (COE)	9.6	10.1	10.4	10.5
기말 순부채 (순현금)	114.0	197.7	261.2	270.2	WACC	6.9	7.1	7.9	9.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
현금 및 단기금융상품	20.8	11.9	11.6	17.1	자기자본이익률 (ROE) (%)	7.6	-8.7	-65.5	-18.1
매출채권	37.0	44.4	46.2	42.3	총자산이익률 (ROA) (%)	3.2	-3.1	-15.2	-4.0
유동자산	108.8	115.0	116.0	124.2	투하자본이익률 (ROIC) (%)	7.8	3.1	-14.3	0.6
유형자산	187.0	256.9	265.3	368.1	EBITDA/ 자기자본 (%)	31.8	23.5	-7.7	25.9
투자자산	6.5	5.4	6.2	8.4	EBITDA/ 총자산 (%)	13.3	7.3	-1.2	7.1
비유동자산	206.0	269.5	273.1	378.1	배당수익률 (%)	1.1	0.9	0.0	0.0
자산총계	314.8	384.6	389.0	502.2	총현금배당금(십억원)	1.0	0.7	0.0	0.0
단기성부채	79.8	102.7	150.8	214.3	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	50	35	0	0
매입채무	18.2	17.2	15.2	11.9	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	86.7	165.4	433.6	195.5
유동부채	115.8	145.6	184.3	239.7	총부채/ 자기자본 (%)	139.4	221.8	545.9	263.3
장기성부채	55.0	107.9	123.0	72.9	순이자비용/ 매출액 (%)	2.5	3.7	7.6	6.0
장기성충당금	6.9	7.7	9.3	10.3	EBIT/ 순이자비용 (X)	2.5	0.4	-2.2	0.1
비유동부채	67.5	119.4	144.5	124.3	유동비율 (%)	93.9	79.0	62.9	51.8
부채총계	183.3	265.1	328.8	364.0	당좌비율 (%)	53.7	43.2	33.1	25.4
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	총발행주식수 (mn)	24	24	24	24
자본잉여금	83.5	83.5	84.1	63.9	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	47.1	35.2	-24.4	-18.0	주가 (W)	4,450	3,850	3,900	4,100
자본총계	131.5	119.5	60.2	138.3	시가총액 (십억원)	107	92	94	98

자회사는 모아텍의 숨은 성장엔진

Not Rated

Analyst

유철환

02)768-7671, chris.yoo@woorim.com

이훈, CFA

02)768-7607, hoon.lee@woorim.com

업종	IT부품		
현재가 ('09/06/04)	8,030원		
KOSPI	1,378.14		
KOSDAQ	528.00		
시가총액(보통주)	95.6십억원		
발행주식수(보통주)	11.9백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	160,692주		
120일 평균주가	6,650원		
52주 최고가('09/04/07)	9,460원		
최저가('08/10/24)	3,375원		
배당수익률(2008)	2.68%		
외국인지분율	0.4%		
주요주주			
임종관	33.5%		
국민연금기금	5.6%		
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월			
절대수익률	29.3	77.1	12.9
상대수익률	-17.4	0.5	31.2

기존 사업의 안정성에 자회사 하이소닉의 성장모멘텀이 더해져

모아텍은 자체 사업의 안정적인 기반 위에 자회사의 강력한 이익 성장 모멘텀이 기대된다. 동사의 자체사업인 스테핑모터사업의 경우 PC 시장의 주류가 데스크톱에서 노트북으로 전환되며 노트북용 스테핑모터(ODD-SLIM) 수요가 증가하며 외형확대 및 수익성 개선을 시현하고 있다. 이러한 자체사업 성장과 함께 자회사인 하이소닉이 생산하는 휴대폰용 AF액츄에이터의 시장확대 및 이를 통한 자회사 실적개선 모멘텀은 동사 지분가치 매력을 높여주는 강력한 촉매가 될 것으로 기대된다. 1분기의 실적 추이를 이어갈 경우 올해 모아텍과 하이소닉은 각각 120억원, 90억원 수준의 영업이익 시현이 가능할 전망이다.

AF액츄에이터 시장 확대로 자회사 하이소닉의 실적개선 지속될 전망

3M급 카메라를 탑재한 휴대폰이 범용화되며, AF액츄에이터 시장은 지속적으로 확대될 전망이다. 이에 따른 하이소닉의 수혜가 기대된다. 특히 2~3M급 고화소 카메라 모듈의 비중이 지난해 38.5%에서 올해 43.6%로 상승하며 High-end급 카메라모듈 시장의 확대추세가 이어지고 있다. 이에 따라 지난해 연간 37억원의 영업이익을 시현했던 하이소닉은 올해 1분기에만 21억원의 영업이익을 기록했다. 또한, 4월에는 월 생산대수 200만대를 넘어서며, 2분기에도 지속적인 이익성장세를 이어가고 있다. 향후에도 High-end급 카메라모듈 시장은 지속적인 성장을 이어갈 것으로 전망되어, 하이소닉 성장에 대한 전망은 중장기적 관점에서도 유효한 것으로 판단된다.

자회사 하이소닉의 상장 또는 합병 가능성은 향후 지분가치 상승에 긍정적

모아텍은 향후 하이소닉을 합병하거나 상장할 계획을 가지고 있다. 아직 합병 또는 상장 중 어떤 방향으로 갈지에 대해서는 결정된 바 없으나, 합병 및 상장 모두 동사의 지분 가치에 긍정적일 전망이다. 상장할 경우 동사가 보유중인 하이소닉 지분(45%) 가치의 상승 및 구주매출로 인한 현금유입효과를 기대할 수 있다. 상장이 아닌 모아텍과 하이소닉간 합병으로 결정이 된다고 해도, 모아텍이 보유중인 자사주(15.6%, 약 156억원)와 하이소닉의 구주주들이 보유중인 지분 맞교환을 통해 지분가치 희석 없이 합병을 완료하고, 연간 영업이익 200억원 이상의 법인으로 재탄생할 수 있어, 추가적인 주가 상승을 기대할 수 있기 때문이다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-3월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	63	-10.5	2	5	4	288	-53.1	17.7	1.2	9.7	6.6	24.9	-25
2006	70	11.0	2	2	2	134	-53.5	24.7	0.8	6.6	3.2	38.5	-15
2007	95	35.5	9	10	8	663	394.0	11.5	1.4	5.5	13.3	35.2	-24
2008	117	23.1	13	17	12	1,049	58.0	4.7	0.8	2.0	17.5	25.6	-25

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 '모아텍의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
매출액	63.1	70.0	94.9	116.8	EV/ EBITDA (X)	9.7	6.6	5.5	2.0
증가율 (%)	-10.5	11.0	35.5	23.1	EV/ EBIT (X)	15.5	11.3	6.5	2.2
매출원가	55.8	63.2	79.5	97.2	PER (X)	17.7	24.7	11.5	4.7
매출총이익	7.3	6.8	15.4	19.6	조정PER (X)	25.0	20.9	11.3	5.1
Gross 마진 (%)	11.5	9.7	16.2	16.8	PCR (X)	16.2	10.5	8.5	3.5
판매비와 일반관리비	4.9	4.6	6.6	6.8	PBR (X)	1.2	0.8	1.4	0.8
EBITDA	3.8	3.8	10.4	14.5	PSR (X)	1.1	0.6	1.0	0.5
EBITDA 마진 (%)	5.9	5.4	10.9	12.4	PEG (X)	0.3	0.1	0.0	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	1.4	1.6	1.6	1.7	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.2	0.2	0.4	0.2
영업이익	2.4	2.2	8.8	12.8	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.3	0.3	0.4	0.2
OP 마진 (%)	3.7	3.1	9.2	11.0	Enterprise Value	36.5	24.9	56.8	28.6
영업외수익	3.9	2.9	3.9	16.5	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	53.8	416.4	327.7	330.0
영업외비용	1.7	2.7	2.3	12.6	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	81.5	99.2	30.9	23.8
순이자수익/(비용)	0.7	0.8	0.7	1.2	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	62.3	73.1	27.8	22.1
세전계속사업이익	4.6	2.4	10.4	16.7	주당EBIT (FD) (W)	180	169	736	1,076
Prelax 마진 (%)	7.2	3.4	10.9	14.3	주당EBITDA (FD) (W)	286	288	871	1,221
법인세비용	0.8	0.7	2.5	4.3	EPS (FD) (W)	288	134	663	1,049
계속사업이익	3.8	1.7	7.9	12.5	조정EPS (FD) (W)	203	158	672	963
순이익	3.8	1.7	7.9	12.5	CFPS (W)	315	316	899	1,385
Net 마진 (%)	6.0	2.5	8.3	10.7	BPS (W)	4,225	4,351	5,368	6,368
조정순이익	2.7	2.1	8.0	11.5	주당매출액 (W)	4,804	5,378	7,967	9,811

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
영업활동 현금흐름	5.7	4.5	4.9	10.8	RIM				
당기순이익	3.8	1.7	7.9	12.5	Spread (FROE-COE) (%)	-3.7	-7.6	2.2	6.3
감가상각비 & 무형자산상각비	1.4	1.6	1.6	1.7	Residual Income	-2.1	-4.2	1.3	4.5
+ 지분법손실 (- 이익)	-1.3	-0.4	0.5	0.0	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.5	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	투하자본	28.8	27.7	31.7	36.9
Gross Cash Flow	4.1	4.1	10.7	16.5	세후영업이익	2.0	1.6	6.7	9.6
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	1.5	0.4	-5.8	-5.7	투하자본이익률 (%)	6.6	5.6	22.5	27.9
투자활동 현금흐름	-0.8	-9.0	-0.1	-6.8	투하자본이익률 - WACC (%)	-0.5	-1.6	14.8	19.7
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.2	0.1	EVA	-0.1	-0.4	4.7	7.3
- 유형자산증가(CAPEX)	-1.4	-1.9	-1.0	-1.8	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-0.5	-7.0	1.1	-2.4	EBIT	2.4	2.2	8.8	12.8
Free Cash Flow	4.3	2.6	3.9	9.0	+ 감가상각비	1.4	1.6	1.6	1.7
Net Cash Flow	4.9	-4.5	4.8	4.0	- CAPEX	1.4	1.9	1.0	1.8
재무활동 현금흐름	-4.5	-4.6	4.3	-3.3	Free cash flow for DCF valuation	4.5	2.9	3.2	5.3
자기자본 증감	-2.8	-4.6	4.3	-2.3	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-1.7	-0.1	0.0	-1.0	부채비용 (COD)	3.9	3.8	4.3	5.3
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	0.4	-9.1	9.1	0.7	자기자본비용 (COE)	10.3	10.8	11.1	11.2
기말 순부채 (순현금)	-25.4	-14.5	-23.7	-25.4	WACC	7.1	7.3	7.7	8.2

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
현금 및 단기금융상품	21.6	12.5	21.6	22.3	자기자본이익률 (ROE) (%)	6.6	3.2	13.3	17.5
매출채권	17.6	23.2	27.7	26.6	총자산이익률 (ROA) (%)	5.3	2.4	9.7	13.4
유동자산	49.6	45.1	61.0	62.9	투하자본이익률 (ROIC) (%)	6.6	5.6	22.5	27.9
유형자산	10.6	10.8	10.3	10.7	EBITDA/ 자기자본 (%)	6.6	7.0	15.8	18.8
투자자산	8.7	15.9	14.6	21.0	EBITDA/ 총자산 (%)	5.3	5.1	11.7	15.0
비유동자산	21.1	28.9	27.6	34.3	배당수익률 (%)	1.0	1.5	1.6	3.4
자산총계	70.8	74.0	88.6	97.2	총현금배당금(십억원)	0.4	0.4	1.0	1.5
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	50	50	120	165
매입채무	9.6	11.8	12.9	8.7	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-44.7	-27.2	-36.2	-32.8
유동부채	11.7	17.9	20.7	17.7	총부채/ 자기자본 (%)	24.9	38.5	35.2	25.6
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-1.2	-1.2	-0.7	-1.0
장기성총당금	0.6	0.6	0.6	0.6	EBIT/ 순이자비용 (X)	-3.2	-2.7	-12.8	-10.6
비유동부채	2.4	2.7	2.4	2.2	유동비율 (%)	425.1	252.3	294.8	356.1
부채총계	14.1	20.6	23.0	19.8	당좌비율 (%)	389.7	223.7	256.3	309.3
자본금	5.0	5.4	5.4	6.0	총발행주식수 (mn)	13	12	12	12
자본잉여금	10.7	10.7	10.8	11.0	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	57.5	53.4	61.0	71.8	주가 (W)	5,092	3,316	7,627	4,910
자본총계	56.7	53.4	65.5	77.4	시가총액 (십억원)	62	39	80	54

태양산업
(053620.KQ)

저평가메리트 부각되는 ‘숨은 眞珠’

Not Rated

Analyst

유철환

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	금속
현재가 ('09/06/04)	7,130원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	528.00
시가총액(보통주)	61.3십억원
발행주식수(보통주)	8.6백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	56,281주
120일 평균주가	3,173원
52주 최고가('09/06/03)	7,470원
최저가('08/10/28)	1,985원
배당수익률(2008)	0.91%
외국인지분율	0.5%
주요주주	
현상수	15.8%
서우진	9.3%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	165.5 186.9 107.0
상대수익률	118.8 110.3 125.2

높은 자산가치와 수익성 개선에 따른 저평가메리트 부각

당사는 태양산업에 대해 1) 실적 턴어라운드를 통한 성장성과 2) 높은 자산가치에 근거한 안정성이 기대된다는 측면에서 현 주가수준에서 가격 매력도가 높은 것으로 판단한다. 당사는 올해 1분기에 48억원의 영업이익을 발표하였는데, 이는 지난해 연간 영업이익 규모인 53억원의 90.6%에 이르는 규모로 뚜렷한 실적 개선세를 확인시켜주고 있다. 또한 당사는 3월말 기준 198억원의 현금성자산 및 보수적인 접근으로도 약 227억원의 가치가 예상되는 천안 공장부지를 보유하고 있어 높은 자산가치에 의한 안정성이 기대된다.

‘판매가격 상승 + 원자재가격 하락’을 통한 수익성 개선

당사가 1분기 영업이익이 전년 연간 영업이익 90% 이상을 달성할 수 있었던 것은 판매가격 상승 및 원자재가격 하락에 따른 원가하락에 기인한다. 당사는 지난해 LPG 및 석판 등 원재료 가격의 상승(LPG 및 석판 각각 56.3%, 17.3% 상승)에 따라 부탄(션연료)의 내수 및 수출 판매가격을 2006년 대비 각각 23.7%, 53.3% 인상하였다. 올해 들어 이러한 인상된 판매가격은 유지되고 있는 반면에, 원재료인 LPG의 매입가격은 35.4% 하락함에 따라 전반적인 이익률 개선이 이루어지고 있다. 주목할 점은 1분기를 마지막으로 기존 KIKO 관련 포지션은 모두 정리되어 2분기 이후 영업외손익에서는 이자수익으로 인한 이익만이 기대된다는 측면도 긍정적이다.

보유 중인 현금 및 토지를 통한 높은 자산가치

당사는 3월말 기준 198억원의 현금성자산 및 천안에 약 75,185㎡(22,743평)의 토지를 보유하고 있어, 높은 자산가치를 통한 주가안정성을 기대할 수 있다. 천안 토지의 공시지가가 225,000원/㎡로 공시지가 기준의 자산가치는 169억원이나, 인근 지역 토지 매매가가 전답지역을 제외하고는 ㎡당 30만~45만원(평당 100만~150만원) 수준에서 거래되고 있어 보수적으로 접근해도 최소 227억원의 가치를 부여할 수 있다. 따라서 약 425억원의 높은 자산가치를 통해 주가의 안정성을 확보하고 있는 것으로 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	92	6.4	0	2	1	155	-72.9	26.7	0.7	6.3	2.7	29.0	-16
2006	107	17.2	1	4	3	361	132.9	8.4	0.5	1.5	6.2	32.4	-21
2007	93	-13.0	-1	0	0	2	-99.5	1746.6	0.5	5.6	0.0	24.9	-20
2008	114	22.3	5	5	4	463	24,351.5	5.5	0.4	0.5	7.5	27.2	-18

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 태양산업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
매출액	91.6	107.3	93.3	114.2	EV/ EBITDA (X)	6.3	1.5	5.6	0.5
증가율 (%)	6.4	17.2	-13.0	22.3	EV/ EBIT (X)	82.7	8.7	na	0.7
매출원가	82.3	96.5	85.0	98.7	PER (X)	26.7	8.4	1,746.6	5.5
매출총이익	9.4	10.9	8.3	15.5	조정PER (X)	24.6	9.2	369.3	4.4
Gross 마진 (%)	10.2	10.1	8.9	13.6	PCR (X)	7.0	4.2	7.8	2.7
판매비와 일반관리비	9.1	10.3	9.4	10.2	PBR (X)	0.7	0.5	0.5	0.4
EBITDA	3.1	3.6	1.5	7.5	PSR (X)	0.4	0.2	0.3	0.2
EBITDA 마진 (%)	3.4	3.3	1.6	6.5	PEG (X)	0.6	0.0	0.5	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	2.9	3.0	2.6	2.2	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.1	0.1	-5.9	0.2
영업이익	0.2	0.6	-1.1	5.3	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.8	0.2	19.0	0.3
OP 마진 (%)	0.3	0.6	-1.2	4.6	Enterprise Value	19.7	5.3	8.3	3.9
영업외수익	2.1	4.3	2.0	3.0	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	44.1	317.8	3,315.7	540.3
영업외비용	0.6	0.9	0.8	3.2	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	180.4	119.7	-293.8	23.2
순이자수익/(비용)	0.4	0.6	0.9	1.1	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	33.8	35.7	92.1	18.8
세전계속사업이익	1.7	4.0	0.1	5.1	주당EBIT (FD) (W)	28	71	-128	612
Prelax 마진 (%)	1.8	3.7	0.1	4.4	주당EBITDA (FD) (W)	363	414	172	869
법인세비용	0.4	0.8	0.1	1.1	EPS (FD) (W)	155	361	2	463
계속사업이익	1.3	3.1	0.0	4.0	조정EPS (FD) (W)	167	330	9	581
순이익	1.3	3.1	0.0	4.0	CFPS (W)	587	726	425	936
Net 마진 (%)	1.5	2.9	0.0	3.5	BPS (W)	5,664	5,931	6,031	6,371
조정순이익	1.4	2.8	0.1	5.0	주당매출액 (W)	10,652	12,481	10,854	13,278

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
영업활동 현금흐름	6.6	8.8	1.4	0.9	RIM				
당기순이익	1.3	3.1	0.0	4.0	Spread (FROE-COE) (%)	-5.5	-2.4	-8.9	-1.6
감가상각비 & 무형자산상각비	2.9	3.0	2.6	2.2	Residual Income	-2.7	-1.2	-4.6	-0.8
+ 지분법손실 (- 이익)	0.1	-0.3	0.4	0.6	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.0	0.0	0.2	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	투하자본	29.4	26.9	28.4	33.9
Gross Cash Flow	5.0	6.2	3.7	8.1	세후영업이익	0.2	0.5	-0.2	4.1
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	1.6	2.6	-2.2	-7.2	투하자본이익률 (%)	0.6	1.7	-0.6	13.3
투자활동 현금흐름	-1.5	-3.0	-2.4	-3.8	투하자본이익률 - WACC (%)	-5.4	-4.6	-7.2	6.0
+ 유형자산감소	0.1	0.8	0.2	0.0	EVA	-1.6	-1.3	-2.0	2.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-1.7	-3.3	-1.3	-2.3	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.1	0.0	0.0	-0.1	EBIT	0.2	0.6	-1.1	5.3
Free Cash Flow	4.9	5.5	0.1	-1.5	+ 감가상각비	2.9	3.0	2.6	2.2
Net Cash Flow	5.1	5.8	-0.9	-2.9	- CAPEX	1.7	3.3	1.3	2.3
재무활동 현금흐름	-1.3	-0.7	0.2	0.6	Free cash flow for DCF valuation	4.1	2.9	-1.3	0.2
자기자본 증감	-0.6	-0.4	1.2	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-0.7	-0.2	-1.0	0.6	부채비용 (COD)	3.7	4.1	4.1	5.5
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	3.8	5.1	-0.7	-2.4	자기자본비용 (COE)	8.2	8.6	9.0	9.0
기말 순부채 (순현금)	-15.7	-20.9	-20.2	-17.8	WACC	5.9	6.4	6.5	7.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
현금 및 단기금융상품	15.7	20.9	20.2	17.8	자기자본이익률 (ROE) (%)	2.7	6.2	0.0	7.5
매출채권	9.3	10.8	8.6	12.8	총자산이익률 (ROA) (%)	2.2	4.8	0.0	5.9
유동자산	36.4	41.1	39.2	42.6	투하자본이익률 (ROIC) (%)	0.6	1.7	-0.6	13.3
유형자산	21.0	20.7	19.2	19.2	EBITDA/ 자기자본 (%)	6.4	7.0	2.9	13.6
투자자산	4.0	4.2	3.9	5.3	EBITDA/ 총자산 (%)	5.0	5.3	2.3	10.7
비유동자산	26.4	26.4	25.6	27.1	배당수익률 (%)	0.8	2.8	0.0	2.6
자산총계	62.8	67.5	64.8	69.7	총현금배당금(십억원)	0.2	0.6	0.0	0.5
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	32	84	0	65
매입채무	11.3	13.0	10.5	8.5	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-32.3	-40.9	-38.9	-32.5
유동부채	13.4	15.9	12.2	14.2	총부채/ 자기자본 (%)	29.0	32.4	24.9	27.2
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.4	-0.6	-0.9	-0.9
장기성총당금	0.6	0.5	0.6	0.5	EBIT/ 순이자비용 (X)	-0.6	-0.9	1.3	-5.0
비유동부채	0.7	0.7	0.7	0.7	유동비율 (%)	270.8	259.5	321.3	300.2
부채총계	14.1	16.5	12.9	14.9	당좌비율 (%)	202.1	214.7	258.7	233.0
자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	총발행주식수 (mn)	9	9	9	9
자본잉여금	9.2	9.2	9.3	9.3	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	38.8	41.7	41.1	45.0	주가 (W)	4,125	3,045	3,305	2,530
자본총계	48.7	51.0	51.9	54.8	시가총액 (십억원)	35	26	28	22

희림
(037440.KQ)

‘희림’ 그 이름 자체가 경쟁력

Buy (유지)

목표주가 16,000원 (유지)

Analyst

유철환

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	기타서비스
현재가 ('09/06/04)	10,700원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	528.00
시가총액(보통주)	143.5십억원
발행주식수(보통주)	13.4백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	527,121주
120일 평균주가	9,398원
52주 최고가('09/04/10)	12,400원
최저가('08/10/24)	6,454원
배당수익률(2008)	2.99%
외국인지분율	2.9%
주요주주	
정영균	26.1%
이영희	12.5%
주가상승률(%)	3개월 6개월 12개월
절대수익률	39.9 43.5 18.2
상대수익률	-6.8 -33.1 36.4

투자 의견 Buy 및 목표주가 16,000원 유지

희림에 대해 투자 의견 Buy 및 목표주가(12개월) 16,000원을 유지한다. 동사의 지분가치에 대해 긍정적인 시각을 유지하는 것은 1) 고부가가치 사업부문인 해외 매출의 증가로 외형확대 및 수익성 개선이 전망되고, 2) ‘한강르네상스 프로젝트’ 등 정부의 공공 사업 확대는 국내부문에서의 안정적인 사업성을 보장해 줄 것으로 기대되며, 3) 무차입의 안정적인 재무구조를 통해 투명성을 확인할 수 있기 때문이다. 특히 해외 매출 대부분이 중동 및 동남아 지역에서 발생하고 있어, 최근의 유가상승은 중동지역 국가들의 경기 회복 기대감을 높여 건축프로젝트의 발주 규모 확대에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

올해 하반기 이후 국내 대규모 프로젝트의 발주 본격화 기대

올해 하반기 이후 ‘제2롯데월드’, ‘한강르네상스 프로젝트’ 등 대규모 프로젝트의 발주가 본격화될 것으로 기대되며, 이는 동사의 추가적인 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. ‘제2롯데월드’의 경우 동사가 계획설계를 수행했기 때문에, 세부 설계용역에 대해서도 동사가 일부 용역을 수행할 가능성은 높은 것으로 판단된다. 또한 ‘한강르네상스 프로젝트’가 본격적으로 시행될 경우, 동 프로젝트의 계획설계 및 지구단위계획 용역을 수행한 동사가 경쟁사 대비 높은 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

유가상승으로 중동 국가들의 경기가 회복될 경우 해외수주모멘텀 확대 예상

동사의 해외매출 대부분은 중동 및 동남아 지역에 집중되어 있어, 최근의 유가상승이 중동국가들의 경기회복 기대감을 높여 줄 경우, 외형확대에 긍정적인 기대를 할 수 있을 것으로 판단된다. 해외에서의 설계용역에 대한 보수는 총 사업비의 7~9%로, 총 사업비 대비 3% 수준의 보수를 받는 국내 매출 대비 수익성 개선 기여도가 높다. 따라서 중동지역 경기회복이 가시화될 경우 동사의 해외수주 확대 모멘텀은 가속화될 것으로 기대된다.

계산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	155	29.7	16	20	16	1,178	75.6	6.8	2.1	5.5	30.8	32.1	-3
2009E	199	27.9	22	22	16	1,222	3.8	9.0	2.3	5.6	26.1	25.4	-6
2010F	225	12.8	26	27	19	1,406	15.1	7.8	1.9	4.8	24.8	20.5	-9
2011F	248	10.4	29	30	22	1,623	15.4	6.7	1.6	4.1	24.0	16.7	-17

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 희림의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
매출액	155.8	199.3	224.8	248.1
증가율 (%)	29.7	27.9	12.8	10.4
매출원가	127.3	163.9	184.9	204.4
매출총이익	28.5	35.4	39.9	43.7
Gross 마진 (%)	18.3	17.8	17.8	17.6
판매비와 일반관리비	12.8	13.1	13.6	14.3
EBITDA	18.2	25.1	28.9	31.7
EBITDA 마진 (%)	11.7	12.6	12.9	12.8
감가상각비 & 무형자산상각비	2.5	2.8	2.6	2.3
영업이익	15.8	22.3	26.3	29.4
OP 마진 (%)	10.1	11.2	11.7	11.8
영업외수익	5.4	0.2	0.3	0.4
영업외비용	0.7	0.0	0.0	0.0
순이자수익/(비용)	0.4	0.2	0.3	0.4
세전계속사업이익	20.4	22.4	26.6	29.8
Prelax 마진 (%)	13.1	11.3	11.8	12.0
법인세비용	4.6	6.1	7.7	8.0
계속사업이익	15.8	16.4	18.9	21.8
순이익	15.8	16.4	18.9	21.8
Net 마진 (%)	10.1	8.2	8.4	8.8
조정순이익	14.8	16.4	18.9	21.8

VALUATION INDEX				
	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
EV/ EBITDA (X)	5.5	5.6	4.8	4.1
EV/ EBIT (X)	6.4	6.3	5.2	4.4
PER (X)	6.8	9.0	7.8	6.7
조정PER (X)	7.3	9.0	7.8	6.7
PCR (X)	4.7	8.1	6.8	6.1
PBR (X)	2.1	2.3	1.9	1.6
PSR (X)	0.7	0.7	0.7	0.6
PEG (X)	0.6	0.9	1.0	1.0
PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.3	0.9	1.9	1.5
PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.3	1.2	2.7	1.9
Enterprise Value	100.4	140.9	137.9	129.6
주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	11.3	10.0	7.6	7.0
주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	23.1	9.5	4.1	4.5
주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	20.3	7.7	2.9	3.6
주당EBIT (FD) (W)	1,175	1,661	1,961	2,192
주당EBITDA (FD) (W)	1,358	1,869	2,159	2,363
EPS (FD) (W)	1,178	1,222	1,406	1,623
조정EPS (FD) (W)	1,100	1,222	1,406	1,623
CFPS (W)	1,687	1,359	1,607	1,798
BPS (W)	3,858	4,817	5,874	7,044
주당매출액 (W)	11,622	14,866	16,765	18,501

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
영업활동 현금흐름	-3.9	12.0	11.9	18.0
당기순이익	15.8	16.4	18.9	21.8
감가상각비 & 무형자산상각비	2.5	2.8	2.6	2.3
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(-이익)	-1.2	0.0	0.0	0.0
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-0.1	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	22.6	18.2	21.6	24.1
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-26.5	-6.2	-9.6	-6.1
투자활동 현금흐름	-0.3	-4.8	-4.6	-2.5
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-3.4	-2.0	-2.0	-1.0
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.1	-1.4	-0.7	-0.3
Free Cash Flow	-7.3	10.0	9.9	17.0
Net Cash Flow	-4.2	7.2	7.3	15.4
재무활동 현금흐름	-2.4	-3.8	-4.9	-7.3
자기자본 증감	-2.0	0.0	0.0	0.0
부채 증감	-0.5	-3.8	-4.9	-7.3
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-6.6	3.4	2.4	8.2
기말 순부채 (순현금)	-2.6	-6.0	-8.9	-17.2

RIM & EVA				
	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	19.9	15.2	13.9	13.1
Residual Income	10.2	9.5	10.6	11.9
12M RIM-based Target Price(W)	16,061			
경제적 부가가치 (EVA)				
투하자본	54.2	64.0	75.1	83.0
세후영업이익	12.2	16.3	18.7	21.5
투하자본이익률 (%)	26.7	27.5	26.8	27.1
투하자본이익률 - WACC (%)	16.8	17.9	17.9	18.0
EVA	9.1	11.4	13.4	15.0
Discounted Cash Flow				
EBIT	15.8	22.3	26.3	29.4
+ 감가상각비	2.5	2.8	2.6	2.3
- CAPEX	3.4	2.0	2.0	1.0
Free cash flow for DCF valuation	-3.4	8.6	9.0	14.7
가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채비용 (COD)	5.5	4.4	3.8	3.7
자기자본비용 (COE)	11.0	10.9	10.2	10.4
WACC	9.9	9.7	9.0	9.1

BALANCE SHEET				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
현금 및 단기금융상품	2.5	4.8	7.1	14.5
매출채권	44.4	50.7	59.3	65.4
유동자산	49.7	59.6	71.5	86.3
유형자산	10.3	9.7	9.3	8.2
투자자산	2.9	4.1	5.2	5.6
비유동자산	24.9	27.0	28.5	28.6
자산총계	74.5	86.6	100.0	114.9
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	15.8	15.0	14.3	13.6
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기성총당금	1.6	1.7	1.7	1.8
비유동부채	2.3	2.5	2.7	2.8
부채총계	18.1	17.6	17.0	16.4
자본금	6.5	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	6.4	6.4	6.4	6.4
이익잉여금	45.8	58.2	72.1	87.6
자본총계	56.4	69.0	83.0	98.5

PROFITABILITY & STABILITY				
	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	30.8	26.1	24.8	24.0
총자산이익률 (ROA) (%)	24.0	20.3	20.2	20.3
투하자본이익률 (ROIC) (%)	26.7	27.5	26.8	27.1
EBITDA/ 자기자본 (%)	32.3	36.3	34.9	32.2
EBITDA/ 총자산 (%)	24.4	28.9	29.0	27.6
배당수익률 (%)	3.8	3.4	4.4	4.8
총현금배당금(십억원)	3.8	4.9	6.3	6.9
보통주 주당현금배당금(중간+기말)	300	375	480	525
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-4.6	-8.6	-10.7	-17.5
총부채/ 자기자본 (%)	32.1	25.4	20.5	16.7
순이자비용/ 매출액 (%)	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2
EBIT/ 순이자비용 (X)	-39.7	-127.3	-102.3	-71.2
유동비율 (%)	313.8	396.5	500.7	636.3
당좌비율 (%)	313.8	396.5	500.7	636.3
총발행주식수 (mn)	13	13	13	13
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	7,980	10,950	10,950	10,950
시가총액 (십억원)	103	147	147	147

인선이엔티

(060150.KQ)

지속적인 마켓 리더의 지위 유지할 것

Buy (유지)

목표주가 7,600원 (유지)

Analyst

김태연

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	기타서비스		
현재가 ('09/06/04)	5,950원		
KOSPI	1,378.14		
KOSDAQ	528.00		
시가총액(보통주)	20.3십억원		
발행주식수(보통주)	34.1백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	603,998주		
120일 평균주가	4,619원		
52주 최고가('08/05/28)	6,910원		
최저가('08/10/27)	2,410원		
배당수익률(2007)	0.0%		
외국인지분율	30.8%		
주요주주			
오종택	27.1%		
Olympus Green holding	17.1%		
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월			
절대수익률	69.3	90.1	32.1
상대수익률	22.6	13.5	50.3

강화된 하반기 어닝 모멘텀

동사는 1분기 어닝 서프라이즈를 기록한데 이어 2분기 이후에도 양호한 어닝 모멘텀이 지속될 것으로 예상된다. 그 이유는 우선 ASP가 높은 관급 부문의 수주가 지속적으로 증가해 총 수주잔고가 1,000억원에 달하고, 관급 대 민간 수주 비율이 과거 4:6 정도에서 최근 7:3 수준으로 변화될 정도로 SOC 및 건설경기 부양책에 따른 수혜가 두드러지고 있다는 판단이다. 하반기 민간 건설 경기의 반등 가능성까지 감안한다면 추가 이익 성장이 가능할 전망이다. 최근 지방 건설폐기물 업체들의 구조조정이 가속화되고 있다는 점을 감안할 때 하반기 어닝 모멘텀은 더욱 높아질 전망이다.

폐석면, 페아스콘 등 성장 동력 풍부

폐석면 및 페아스콘 등 동사의 향후 성장 동력 확보 움직임 또한 긍정적이다. 폐석면은 1급 발암물질로 향후 정부차원에서 추가적인 처리 정책 도입 가능성이 높고 1980년대 급격하게 사용량이 늘어난 점을 감안할 때 2012년경에는 물량이 76만톤에 이를 것으로 판단되어 향후 성장 동력으로 작용할 가능성이 크다. 페아스콘 또한 정부에서 재활용 정책 확대를 밝힌 만큼, 현재 매출비중에 차지하는 비율은 아직 미미하나 향후 관급 부문의 수주 증가를 예상해 볼 수 있어 기존의 재생 골재와 함께 향후 추가 매출 확대에 기여할 것으로 전망된다.

투자의견 Buy 및 목표주가 7,600원 유지

동사에 대한 하반기 어닝 모멘텀과 신규 성장 동력 확보를 감안해 투자의견 Buy와 목표주가 7,600원을 유지한다. 상반기 건설 경기 침체에 따른 이익 성장성 훼손 우려에도 불구하고 지속적으로 양호한 실적을 기록하고 있으며 하반기 수주 잔고 및 민간 건설 부문의 수주 증가 가능성을 감안할 때 안정적인 이익 성장이 예상된다. 또한 최근 주가 강세에도 불구하고 실적 예상치가 지속적으로 상향되는 모습을 보이고 있어 최근 급등에 따른 밸류에이션 부담을 완화시키고 있다. 최근 정책적 지원이 예상되는 폐석면 및 페아스콘 등이 신규 성장 동력을 감안할 시 추가 실적 상승 가능성이 있는 점 또한 긍정적이다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	106.2	21.9	18.6	15.2	10.8	317	-5.0	10.7	1.3	5.0	11.7	75.9	35
2009E	137.1	29.1	30.5	27.3	19.4	569	79.6	10.5	1.8	4.7	18.4	76.7	19
2010F	173.7	26.7	44.4	41.2	29.3	858	50.7	6.9	1.5	3.4	22.8	72.4	6
2011F	208.7	20.2	54.0	51.0	36.3	933	8.8	6.4	1.2	2.3	21.9	60.5	-37

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 인선이엔티의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
매출액	106.2	137.1	173.7	208.7	EV/ EBITDA (X)	5.0	4.7	3.4	2.3
증가율 (%)	21.9	29.1	26.7	20.2	EV/ EBIT (X)	8.1	7.3	4.7	3.1
매출원가	71.6	87.4	106.7	128.2	PER (X)	10.7	10.5	6.9	6.4
매출총이익	34.6	49.7	67.0	80.5	조정PER (X)	10.3	10.5	6.9	6.4
Gross 마진 (%)	32.5	36.3	38.6	38.6	PCR (X)	4.2	5.6	4.3	4.0
판매비와 일반관리비	15.9	19.2	22.6	26.5	PBR (X)	1.3	1.8	1.5	1.2
EBITDA	30.3	46.8	60.8	70.5	PSR (X)	1.1	1.5	1.2	1.1
EBITDA 마진 (%)	28.5	34.2	35.0	33.8	PEG (X)	0.2	0.5	0.5	1.4
감가상각비 & 무형자산상각비	11.7	16.3	16.4	16.5	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.3	0.5	0.6	1.8
영업이익	18.6	30.5	44.4	54.0	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.4	0.8	0.9	2.1
OP 마진 (%)	17.5	22.3	25.6	25.9	Enterprise Value	151.2	222.4	208.6	165.6
영업외수익	1.8	0.6	1.1	1.7	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	43.3	22.2	13.1	4.5
영업외비용	5.2	3.8	4.3	4.8	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	36.6	19.6	11.5	3.6
순이자수익/(비용)	-2.6	-3.2	-3.3	-3.0	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	26.9	12.5	7.9	3.0
세전계속사업이익	15.2	27.3	41.2	51.0	주당EBIT (FD) (W)	545	894	1,302	1,390
Prelax 마진 (%)	14.3	19.9	23.7	24.4	주당EBITDA (FD) (W)	887	1,372	1,782	1,813
법인세비용	4.4	7.9	11.9	14.7	EPS (FD) (W)	317	569	858	933
계속사업이익	10.8	19.4	29.3	36.3	조정EPS (FD) (W)	329	569	858	933
순이익	10.8	19.4	29.3	36.3	CFPS (W)	802	1,058	1,379	1,501
Net 마진 (%)	10.2	14.2	16.9	17.4	BPS (W)	2,698	3,287	4,056	4,912
조정순이익	11.2	19.4	29.3	36.3	주당매출액 (W)	3,111	4,017	5,090	5,370

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
영업활동 현금흐름	18.6	32.3	37.9	54.6	RIM				
당기순이익	10.8	19.4	29.3	36.3	Spread (FROE-COE) (%)	-3.0	3.8	8.2	7.2
감가상각비 & 무형자산상각비	11.7	16.3	16.4	16.5	Residual Income	-2.7	4.0	10.5	12.0
+ 지분법손실 (- 이익)	1.4	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	7,701			
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-0.8	0.0	0.0	0.0	투하자본	117.3	122.9	136.2	144.8
Gross Cash Flow	27.4	36.1	47.0	58.3	세후영업이익	13.2	21.7	31.6	38.4
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-8.7	-3.8	-9.1	-3.7	투하자본이익률 (%)	12.6	18.1	24.4	27.3
투자활동 현금흐름	-19.9	-20.3	-23.5	-13.3	투하자본이익률 - WACC (%)	1.7	7.2	14.0	16.8
+ 유형자산감소	2.9	0.0	0.0	0.0	EVA	2.0	8.9	19.0	24.3
- 유형자산증가(CAPEX)	-17.0	-18.6	-21.6	-16.5	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-0.7	0.0	0.0	0.0	EBIT	18.6	30.5	44.4	54.0
Free Cash Flow	1.7	13.7	16.3	38.1	+ 감가상각비	11.7	16.3	16.4	16.5
Net Cash Flow	-1.3	12.0	14.4	41.3	- CAPEX	17.0	18.6	21.6	16.5
재무활동 현금흐름	14.2	13.2	5.6	7.7	Free cash flow for DCF valuation	0.9	17.6	19.6	31.9
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	14.2	13.2	5.6	7.7	부채비용 (COD)	4.8	4.8	4.8	4.8
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	13.0	25.2	20.0	49.0	자기자본비용 (COE)	14.7	14.6	13.9	14.1
기말 순부채 (순현금)	35.2	19.3	5.6	-37.4	WACC	10.9	10.8	10.4	10.5

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
현금 및 단기금융상품	16.1	41.3	61.3	110.2	자기자본이익률 (ROE) (%)	11.7	18.4	22.8	21.9
매출채권	33.1	37.7	47.8	57.4	총자산이익률 (ROA) (%)	7.0	10.4	13.1	13.2
유동자산	55.2	86.7	118.8	179.4	투하자본이익률 (ROIC) (%)	12.6	18.1	24.4	27.3
유형자산	88.7	91.7	97.4	97.9	EBITDA/ 자기자본 (%)	31.6	40.6	43.1	37.0
투자자산	16.7	16.9	17.6	18.4	EBITDA/ 총자산 (%)	17.9	23.0	25.0	23.1
비유동자산	113.5	117.1	124.3	126.3	배당수익률 (%)	0.0	1.8	2.4	2.7
자산총계	168.8	203.8	243.2	305.8	총현금배당금(십억원)	0.0	3.6	4.8	6.1
단기성부채	15.5	43.3	49.5	55.5	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	0	105	140	160
매입채무	3.1	4.0	5.0	6.1	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	36.7	16.7	3.9	-19.6
유동부채	30.9	63.2	74.7	85.8	총부채/ 자기자본 (%)	75.9	76.7	72.4	60.5
장기성부채	35.8	17.4	17.4	17.4	순이자비용/ 매출액 (%)	2.4	2.3	1.9	1.4
장기성총당금	4.4	5.6	7.1	8.6	EBIT/ 순이자비용 (X)	7.2	9.6	13.6	17.9
비유동부채	41.9	25.3	27.4	29.4	유동비율 (%)	178.6	137.3	159.0	209.1
부채총계	72.8	88.5	102.1	115.2	당좌비율 (%)	177.1	136.4	158.1	208.2
자본금	17.1	17.1	17.1	19.2	총발행주식수 (mn)	34	34	34	38
자본잉여금	32.9	32.9	32.9	48.8	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	45.9	65.3	91.0	122.5	주가 (W)	3,400	5,950	5,950	5,950
자본총계	95.9	115.4	141.1	190.6	시가총액 (십억원)	116	203	203	203

S&T중공업

(003570.KS)

성장성과 안정성을 모두 겸비한 회사

Buy (유지)

목표주가 15,500원 (유지)

Analyst

유철환

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

업종	운수장비
현재가 ('09/06/04)	2,015원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	528.00
시가총액(보통주)	506.6십억원
발행주식수(보통주)	32.5백만주
액면가	2,500원
120일 평균거래량	343,017주
120일 평균주가	10,502원
52주 최고가('09/06/02)	16,150원
최저가('08/10/29)	5,450원
배당수익률(2008)	0.96%
외국인지분율	7.1%
주요주주	
S&T홀딩스	29.8%
알리안츠글로벌인베스터	8.6%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	79.3 117.0 31.1
상대수익률	49.2 80.0 55.9

투자의견 Buy 및 목표주가 15,500원 유지

S&T중공업에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 15,500원을 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 근거는 1) 올해 하반기부터 '국방개혁 기본계획' 관련 방산 매출 본격화로 수익성 개선이 본격화 될 전망이며, 2) K-9 장갑차 수주 및 한 국장갑차성능개선 사업 수주 등 기존 방산부품에 대한 추가 수주 모멘텀이 존재하기 때문이다. 현재 차량 및 소재부문의 경우 수익성이 축소되었으나, 정부주도의 공공 건설프로젝트의 확대가 본격화 될 경우 수익성이 개선될 가능성이 높다고 판단된다.

방산부문의 외형확대는 '안정성'과 '성장성'을 동시에 제공

올해 하반기부터 개시되는 '국방개혁 기본계획' 관련 매출은 내년부터는 그 증가세가 더욱 가속화될 전망이다. 따라서 2011년에는 방산부문에서만 지난해 총 매출 수준인 4,300억원의 매출이 가능할 전망이며, 영업이익도 지난해의 2배까지 확대될 수 있을 전망이다. 방산부문은 정부주도로 사업이 이루어진다는 측면에서 사업의 안정성이 담보되며, '국방개혁 기본계획'이라는 대규모 투자가 집행될 예정이라는 측면에서 성장성이 기대된다. 이렇듯 성장성과 안정성을 겸비한 동사의 사업구조는 지분가치에 대한 매력을 높여주는 요소로 판단된다.

풍력발전부품사업 진출로 장기적인 성장 기반 확보

동사는 지난 4월 15일 풍력발전용 파워트레인 사업 진출에 대해 공시를 하였다. 주요 개발 아이템은 풍력발전용 증속기, 요감속기, 피치감속기 등으로서, 영업이익률이 30% 이상 기대되는 고부가가치 아이템이다. 또한 동사가 헬리콥터 구동축을 생산하고 있음을 감안할 때 이러한 아이템을 개발/생산할 기술력은 충분한 것으로 판단된다. 그러나 풍력부품의 개발이 초기단계에 있고, 향후 '개발 → 인증획득 → 판매채널 확보'의 단계를 거쳐야 하므로 동사의 계획대로 2011년 양산이 가능할 지의 여부는 예측하기 어려운 상황이다. 따라서 현 시점에서 풍력발전부품사업 진출이 주가에 미치는 단기적인 영향은 제한적일 전망이며, '국방개혁' 개시에 따른 수익성 개선이 성장의 촉매가 될 것으로 기대된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	435	15.0	36	46	32	1,000	22.9	8.8	0.6	5.5	8.5	52.2	-33
2009E	506	16.4	44	46	37	1,163	16.3	13.9	1.0	8.8	7.5	55.6	-48
2010F	594	17.4	56	61	49	1,518	30.5	10.6	1.0	6.5	9.3	57.4	-94
2011F	726	22.1	75	84	65	2,021	33.2	8.0	0.9	4.3	11.5	59.8	-164

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 S&T중공업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
매출액	435.0	506.4	594.5	725.7	EV/ EBITDA (X)	5.5	8.8	6.5	4.3
증가율 (%)	15.0	16.4	17.4	22.1	EV/ EBIT (X)	6.9	10.9	7.7	4.8
매출원가	380.9	439.5	511.7	617.9	PER (X)	8.8	13.9	10.6	8.0
매출총이익	54.1	66.9	82.8	107.7	조정PER (X)	9.3	14.5	11.2	8.4
Gross 마진 (%)	12.4	13.2	13.9	14.8	PCR (X)	5.5	10.1	8.5	6.6
판매비와 일반관리비	18.1	23.1	26.9	32.5	PBR (X)	0.6	1.0	1.0	0.9
EBITDA	45.5	54.3	65.8	84.7	PSR (X)	0.6	1.0	0.9	0.7
EBITDA 마진 (%)	10.5	10.7	11.1	11.7	PEG (X)	0.3	0.7	0.8	1.0
감가상각비 & 무형자산상각비	9.5	10.4	9.9	9.4	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.3	0.7	0.8	1.4
영업이익	36.0	43.8	55.9	75.3	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.4	0.9	1.0	1.7
OP 마진 (%)	8.3	8.7	9.4	10.4	Enterprise Value	250.2	476.5	430.0	360.8
영업외수익	20.2	4.8	7.7	10.4	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	26.4	20.6	14.0	7.8
영업외비용	10.3	2.7	2.4	2.2	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	27.6	19.6	13.0	5.9
순이자수익/(비용)	-0.4	0.1	1.2	3.2	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	22.8	15.6	10.6	4.7
세전계속사업이익	45.9	45.9	61.2	83.5	주당EBIT (FD) (W)	1,124	1,360	1,735	2,335
Prelax 마진 (%)	10.6	9.1	10.3	11.5	주당EBITDA (FD) (W)	1,420	1,684	2,042	2,629
법인세비용	13.8	8.5	12.2	18.4	EPS (FD) (W)	1,000	1,163	1,518	2,021
계속사업이익	32.1	37.5	48.9	65.1	조정EPS (FD) (W)	948	1,112	1,443	1,924
순이익	32.1	37.5	48.9	65.1	CFPS (W)	1,606	1,594	1,911	2,447
Net 마진 (%)	7.4	7.4	8.2	9.0	BPS (W)	15,403	15,758	16,845	18,379
조정순이익	30.4	35.8	46.5	62.0	주당매출액 (W)	13,572	15,711	18,444	22,514

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
영업활동 현금흐름	29.1	40.5	54.5	77.0	RIM				
당기순이익	32.1	37.5	48.9	65.1	Spread (FROE-COE) (%)	-3.9	-3.5	-1.7	0.5
감가상각비 & 무형자산상각비	9.5	10.4	9.9	9.4	Residual Income	-14.7	-17.9	-8.9	2.7
+ 지분법손실 (- 이익)	0.5	-2.0	-3.0	-4.0	12M RIM-based Target Price(W)	15,407			
+ 외화환산손실(-이익)	-1.8	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-1.2	0.0	0.0	0.0	투하자본	500.7	502.9	497.9	485.6
Gross Cash Flow	51.5	51.4	61.6	78.9	세후영업이익	25.2	35.8	44.7	58.7
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-22.4	-10.9	-7.1	-1.8	투하자본이익률 (%)	7.0	7.1	8.9	11.9
투자활동 현금흐름	0.7	-12.7	-6.5	-4.8	투하자본이익률 - WACC (%)	-2.6	-1.8	-0.4	2.5
+ 유형자산감소	1.4	0.0	0.0	0.0	EVA	-13.0	-9.1	-1.8	12.4
- 유형자산증가(CAPEX)	-14.3	-10.0	-7.0	-7.0	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	12.5	-0.2	-0.2	-0.2	EBIT	36.0	43.8	55.9	75.3
Free Cash Flow	14.8	30.5	47.5	70.0	+ 감가상각비	9.5	10.4	9.9	9.4
Net Cash Flow	29.7	27.8	48.0	72.2	- CAPEX	14.3	10.0	7.0	7.0
재무활동 현금흐름	-38.9	-16.6	-7.2	-6.5	Free cash flow for DCF valuation	4.7	33.7	50.0	71.3
자기자본 증가	-23.9	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증가	-15.0	-16.6	-7.2	-6.5	부채비용 (COD)	4.3	5.0	4.9	4.8
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-9.1	11.1	40.8	65.7	자기자본비용 (COE)	12.4	11.0	11.6	11.8
기말 순부채 (순현금)	-32.8	-47.9	-94.5	-163.6	WACC	9.6	8.9	9.3	9.4

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
현금 및 단기금융상품	78.9	89.5	132.1	197.6	자기자본이익률 (ROE) (%)	8.5	7.5	9.3	11.5
매출채권	110.7	128.8	146.9	164.5	총자산이익률 (ROA) (%)	5.3	4.8	5.9	7.2
유동자산	273.7	306.9	371.9	464.3	투하자본이익률 (ROIC) (%)	7.0	7.1	8.9	11.9
유형자산	426.9	426.9	424.3	422.0	EBITDA/ 자기자본 (%)	9.1	10.7	12.1	14.3
투자자산	54.6	55.9	57.3	59.1	EBITDA/ 총자산 (%)	6.0	6.9	7.7	8.9
비유동자산	483.5	484.5	483.2	482.8	배당수익률 (%)	1.7	0.9	1.3	1.8
자산총계	757.2	791.4	855.1	947.2	총현금배당금(십억원)	4.1	4.1	5.9	8.0
단기성부채	46.1	41.6	37.6	34.0	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	150	150	213	288
매입채무	74.5	86.7	101.8	124.2	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-6.6	-9.4	-17.4	-27.6
유동부채	168.9	184.5	205.3	238.7	총부채/ 자기자본 (%)	52.2	55.6	57.4	59.8
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	0.1	0.0	-0.2	-0.4
장기성총당금	32.3	38.8	45.5	52.8	EBIT/ 순이자비용 (X)	97.5	-531.0	-45.8	-23.2
비유동부채	90.7	98.3	106.5	115.9	유동비율 (%)	162.1	166.4	181.2	194.6
부채총계	259.6	282.8	311.8	354.6	당좌비율 (%)	115.4	121.6	138.9	154.6
자본금	83.1	83.1	83.1	83.1	총발행주식수 (mn)	32	32	32	32
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	액면가 (W)	2,500	2,500	2,500	2,500
이익잉여금	201.8	235.1	279.9	339.2	주가 (W)	8,780	16,150	16,150	16,150
자본총계	497.6	508.5	543.3	592.6	시가총액 (십억원)	283	524	524	524

포스텍
(003670.KQ)

지속적인 마켓 리더의 지위 유지할 것

Buy (유지)

목표주가 57,000원 (유지)

Analyst

김태연

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

업종	비금속
현재가 ('09/06/04)	43,500원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	541.25
시가총액(보통주)	257.0십억원
발행주식수(보통주)	5.9백만주
액면가	5000원
120일 평균거래량	8,901주
120일 평균주가	40,416원
52주 최고가('08/05/28)	49,500원
최저가('08/10/27)	28,200원
배당수익률(2007)	1.72%
외국인지분율	0.3%
주요주주	
POSCO	60.0%
세이에셋코리아	6.1%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	9.6 32.8 0.2
상대수익률	-37.2 -43.8 18.5

철강 경기 회복에 따른 성장성 회복 가시화

상반기 철강 수요 감소에도 불구하고 양호한 실적을 기록한 동사는 하반기에도 지속적인 실적 성장세를 보일 것으로 판단된다. 그 이유는 우선 상반기 실적의 하방경직성을 보여준 생석회 부문의 매출이 순조롭게 진행되고 있으며 하반기 이후로 지연된 로제 정비 및 건설 공사의 수주가 하반기에 집중될 것으로 보이기 때문이다. 또한 포항 생석회 및 광양 생석회 사업의 순조로운 진행에 힘입어 매출 성장세가 지속되고 있다는 점, 향후 POSCO 해외 진출 본격화시 추가적인 생석회 신규 매출이 발생할 수 있다는 점 또한 긍정적으로 평가된다.

하반기 이익 지속적 상승 예상

동사 매출의 대부분은 생석회 및 내화물이 차지하고 있으나 영업이익 기여도는 오히려 로제정비나 건설 공사부분이 높은 상황이다. 상반기 조강 생산량 감소 및 현금 위주의 경영 정책으로 인해 POSCO에서 지연시킨 부분이 많아 하반기에 상대적으로 수익성 높은 수주가 진행될 가능성이 크다. 따라서 매출 증가와 더불어 이익 증가세가 하반기에 집중될 것으로 판단되어 동사 투자 매력을 높여주고 있다. 1분기 5%대의 영업이익률을 기록했으나 2분기 이후에는 7%대의 영업이익률로 회복될 가능성이 커 지속적인 이익 상승세를 주목해야 한다는 판단이다.

투자의견 Buy와 목표주가 57,000원 유지

동사 매출의 77%가 포스코로 이루어지고 있으며 최근 포항에 이어 광양 생석회 사업에 진출하여 다양한 매출 포트폴리오를 구축해가고 있다는 점을 감안할 때 2008년 이후 3년간 전체 매출액 연평균 성장률(CAGR)은 14%에 달할 전망이다. 동사의 매력적인 성장성과 높은 수준의 재무 안정성을 감안할 때 Buy 투자의견은 유지하며 하반기 이후의 어닝 모멘텀을 감안할 때 목표주가 57,000원은 충분히 달성 가능한 수준이라고 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	447	54.0	32	34	25	4,263	49.0	8.4	1.4	4.4	17.5	50.9	-40
2009E	544	21.8	43	45	34	5,771	35.4	7.5	1.4	3.9	20.2	61.4	-63
2010F	571	4.9	54	62	46	7,809	35.3	5.6	1.1	2.6	22.6	52.5	-98
2011F	611	7.0	58	68	51	8,628	10.5	5.0	0.9	1.9	20.5	46.5	-136

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 포스텍의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
매출액	446.9	544.4	571.0	610.9	EV/ EBITDA (X)	4.4	3.9	2.6	1.9
증가율 (%)	54.0	21.8	4.9	7.0	EV/ EBIT (X)	5.3	4.5	2.9	2.1
매출원가	384.4	467.8	486.5	501.3	PER (X)	8.4	7.5	5.6	5.0
매출총이익	62.5	76.6	84.5	109.6	조정PER (X)	8.8	7.5	5.6	5.0
Gross 마진 (%)	14.0	14.1	14.8	17.9	PCR (X)	5.9	5.1	4.7	4.3
판매비와 일반관리비	30.4	33.8	30.0	52.0	PBR (X)	1.4	1.4	1.1	0.9
EBITDA	39.4	50.1	61.3	64.3	PSR (X)	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA 마진 (%)	8.8	9.2	10.7	10.5	PEG (X)	0.3	0.4	0.6	0.6
감가상각비 & 무형자산상각비	7.3	7.2	6.8	6.6	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.4	0.6	1.1	1.2
영업이익	32.1	42.9	54.4	57.7	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.5	0.7	1.2	1.3
OP 마진 (%)	7.2	7.9	9.5	9.4	Enterprise Value	171.7	193.7	158.9	120.9
영업외수익	8.0	4.6	7.1	10.3	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	26.5	18.1	9.6	8.6
영업외비용	5.6	2.0	0.0	0.0	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	21.6	12.5	5.2	4.2
순이자수익/(비용)	3.5	4.6	7.1	10.3	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	17.8	10.5	4.6	3.8
세전계속사업이익	34.4	45.5	61.5	68.0	주당EBIT (FD) (W)	5,434	7,262	9,212	9,764
Prelax 마진 (%)	7.7	8.3	10.8	11.1	주당EBITDA (FD) (W)	6,663	8,487	10,370	10,888
법인세비용	9.3	11.4	15.4	17.0	EPS (FD) (W)	4,263	5,771	7,809	8,628
계속사업이익	25.2	34.1	46.1	51.0	조정EPS (FD) (W)	4,077	5,771	7,809	8,628
순이익	25.2	34.1	46.1	51.0	CFPS (W)	6,100	8,543	9,255	10,101
Net 마진 (%)	5.6	6.3	8.1	8.3	BPS (W)	25,777	30,755	37,909	45,848
조정순이익	24.1	34.1	46.1	51.0	주당매출액 (W)	75,663	92,162	96,661	103,427

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
영업활동 현금흐름	11.5	33.5	45.3	48.5	RIM				
당기순이익	25.2	34.1	46.1	51.0	Spread (FROE-COE) (%)	6.7	9.4	11.8	9.8
감가상각비 & 무형자산상각비	7.3	7.2	6.8	6.6	Residual Income	9.6	15.9	24.2	24.3
+ 지분법손실 (- 이익)	-1.0	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	60,329			
+ 외화환산손실(-이익)	-0.2	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-0.2	0.0	0.0	0.0	투하자본	120.9	130.7	138.3	147.9
Gross Cash Flow	36.0	50.5	54.7	59.7	세후영업이익	23.5	32.2	40.8	43.3
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-24.5	-17.0	-9.4	-11.1	투하자본이익률 (%)	21.1	25.6	30.3	30.2
투자활동 현금흐름	-4.9	-6.1	-6.0	-6.5	투하자본이익률 - WACC (%)	13.6	18.0	23.2	22.9
+ 유형자산감소	0.1	0.0	0.0	0.0	EVA	16.4	23.6	32.0	33.9
- 유형자산증가(CAPEX)	-4.6	-5.6	-5.9	-6.3	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	32.1	42.9	54.4	57.7
Free Cash Flow	6.9	27.9	39.4	42.2	+ 감가상각비	7.3	7.2	6.8	6.6
Net Cash Flow	6.6	27.3	39.3	42.0	- CAPEX	4.6	5.6	5.9	6.3
재무활동 현금흐름	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4	Free cash flow for DCF valuation	5.0	23.8	33.4	34.0
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4	부채비용 (COD)	4.2	4.3	4.3	4.3
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	2.2	22.9	34.9	37.6	자기자본비용 (COE)	10.8	10.8	10.1	10.3
기말 순부채 (순현금)	-40.4	-63.2	-98.0	-136.0	WACC	7.5	7.5	7.2	7.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F		2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
현금 및 단기금융상품	40.4	63.3	98.1	136.1	자기자본이익률 (ROE) (%)	17.5	20.2	22.6	20.5
매출채권	81.6	114.3	119.8	128.2	총자산이익률 (ROA) (%)	12.4	12.9	14.4	13.8
유동자산	191.0	253.7	301.5	356.2	투하자본이익률 (ROIC) (%)	21.1	25.6	30.3	30.2
유형자산	30.5	29.7	29.3	29.3	EBITDA/ 자기자본 (%)	25.4	27.4	27.2	23.7
투자자산	5.9	5.9	5.9	5.9	EBITDA/ 총자산 (%)	16.9	16.9	17.9	16.2
비유동자산	42.4	42.2	41.5	41.5	배당수익률 (%)	2.1	1.7	1.7	1.7
자산총계	233.4	295.9	343.0	397.6	총현금배당금(십억원)	4.4	4.4	4.4	4.4
단기성부채	0.1	0.1	0.1	0.1	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	750	750	750	750
매입채무	49.6	71.9	75.4	80.6	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-26.1	-34.5	-43.6	-50.1
유동부채	66.3	96.1	100.8	107.8	총부채/ 자기자본 (%)	50.9	61.4	52.5	46.5
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.8	-0.8	-1.2	-1.7
장기성총당금	10.3	14.5	15.2	16.2	EBIT/ 순이자비용 (X)	-9.3	-9.4	-7.7	-5.6
비유동부채	12.4	16.6	17.3	18.3	유동비율 (%)	288.2	264.1	299.3	330.4
부채총계	78.7	112.6	118.0	126.1	당좌비율 (%)	188.0	188.0	219.5	248.4
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	총발행주식수 (mn)	6	6	6	6
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
이익잉여금	100.4	130.1	171.8	218.3	주가 (W)	35,900	43,500	43,500	43,500
자본총계	154.7	183.3	225.0	271.5	시가총액 (십억원)	212	257	257	257

유니온
(000910.KS)

투자유가증권 가치가 시가총액의 2배

Not Rated

Analyst

김동양

02)768-7444, dongyang.kim@wooriwm.com

업종	비금속 광물		
현재가 ('09/06/04)	7,140원		
KOSPI	1378.14		
KOSDAQ	528.00		
시가총액(보통주)	101.6십억원		
발행주식수(보통주)	14.2백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	210.499주		
120일 평균주가	6.225원		
52주 최고가('08/06/05)	12.600원		
최저가('08/10/27)	2,185원		
배당수익률(2008)	0.8%		
외국인지분율	0.3%		
주요주주			
이건영	29.0%		
이숙희	5.5%		
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월			
절대수익률	32.7	104.0	-38.4
상대수익률	2.6	67.1	-13.6

동사가 보유한 OCI지분의 시장가치가 동사 시가총액의 2배

동사는 OCI지분 4.5% (930,508주)를 장기보유 중이며, 지분의 시장가치는 2,001억 원으로 동사 시가총액 1,016억원의 2배에 달한다. 또한, 동사의 기업가치(NAV)는 영업가치(시멘트 및 탈황 폐축매 재활용)와 투자유가증권(OCI, 자사주 등)으로 구성되어있는데, 현재의 시가총액은 기업가치의 44%에 불과하여 밸류에이션 매력이 충분하다.

한편, OCI 주가는 폴리실리콘 가격급락에 대한 우려로, 연초 이후 시장수익률을 25%p 하회하였으나, 최근 폴리실리콘 가격이 안정세를 보이고 있고, 2분기중 폴리실리콘 제1공장 증설 및 제2공장 신규가동에 힘입어 영업실적이 2분기 이후 견조한 성장세를 보일 것으로 전망되어, 동사의 NAV 상승에 기여할 것으로 기대된다.

2008년 신규사업 진출로 기존사업의 낮은 성장성 보완

동사는 OCI 계열의 특수시멘트 제조업체로, 건물마감재로 쓰이는 백색시멘트와 내화물 원재료로 쓰이는 알루미늄시멘트 등에서 국내시장점유율 1위 업체이다. 범용시멘트에 비해 시장규모가 작고, 주택 및 철강경기에 연동되지만, 유통망과 과점적 지위를 바탕으로 연간 600억원대의 매출과 낮은 한자릿수의 영업이익률을 기록하고 있다.

또한, 동사는 180억원을 투자하여 2008년부터 시작한 탈황 폐축매 재활용사업(매출 422억원)을 통해 기존 사업의 낮은 성장성을 보완하고 있다. 현재 물리브덴, 바나듐 등 유가금속 회수율이 80%내외로 양호한 가운데, 국내 정유사들의 탈황설비증설로 탈황 폐축매의 안정적인 공급이 예상되고 있다. 유가금속의 국제거래가격이 고점대비 70% 이상 하락했지만, 경기회복 기대감과 함께 최근 소폭 반등하고 있어, 이에 연동되는 매출 및 이익규모의 점진적인 확대가 전망된다.

한편, 신규사업 투자로 2007년말 일시적으로 335억원까지 증가하였던 순부채는 1분기말 242억원으로 감소했으며(순부채율 12.0%), 안정적인 영업에서 창출되는 잉여현금을 통해 이전수준인 150억원 내외까지 낮출 계획이어서 재무리스크는 낮은 것으로 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	61.8	-1.4	1.2	1.4	1.0	72	63.6	22.4	0.3	7.8	1.6	49.1	14.3
2006	63.4	2.5	2.7	5.3	4.1	286	297.2	6.3	0.3	6.4	5.7	61.8	15.5
2007	64.2	1.3	0.6	3.3	2.9	207	-27.6	33.1	0.4	28.3	2.0	51.9	33.5
2008	103.5	61.2	4.8	3.7	4.4	308	48.8	16.3	0.3	9.5	2.0	46.1	23.5

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 유니온의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
매출액	61.8	63.4	64.2	103.5	EV/ EBITDA (X)	7.8	6.4	28.3	9.5
증가율 (%)	-1.4	2.5	1.3	61.2	EV/ EBIT (X)	29.7	15.2	224.8	19.6
매출원가	50.4	51.4	54.1	87.4	PER (X)	22.4	6.3	33.1	16.3
매출총이익	11.4	12.0	10.2	16.1	조정PER (X)	18.3	16.8	na	10.0
Gross 마진 (%)	18.5	19.0	15.8	15.6	PCR (X)	3.4	4.3	21.0	5.0
판매비와 일반관리비	10.2	9.3	9.6	11.3	PBR (X)	0.3	0.3	0.4	0.3
EBITDA	4.8	6.4	4.6	10.0	PSR (X)	0.4	0.4	1.5	0.7
EBITDA 마진 (%)	7.7	10.2	7.2	9.6	PEG (X)	0.4	0.0	0.1	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	3.5	3.7	4.0	5.1	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.4	0.1	0.2	0.3
영업이익	1.2	2.7	0.6	4.8	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.8	0.2	0.6	0.4
OP 마진 (%)	2.0	4.2	0.9	4.7	Enterprise Value	37.1	40.9	130.8	94.9
영업외수익	1.8	4.5	5.0	4.9	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	62.8	340.9	598.9	617.9
영업외비용	1.6	1.8	2.3	6.1	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	57.0	43.3	180.6	62.7
순이자수익/(비용)	-0.6	-0.7	-1.2	-1.6	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	27.7	26.4	57.6	38.8
세전계속사업이익	1.4	5.3	3.3	3.7	주당EBIT (FD) (W)	88	189	41	340
Prelax 마진 (%)	2.3	8.4	5.2	3.6	주당EBITDA (FD) (W)	336	453	325	700
법인세비용	0.4	1.3	0.4	-0.7	EPS (FD) (W)	72	286	207	308
계속사업이익	1.0	4.1	2.9	4.4	조정EPS (FD) (W)	87	107	-13	503
순이익	1.0	4.1	2.9	4.4	CFPS (W)	472	418	326	1,011
Net 마진 (%)	1.6	6.4	4.6	4.2	BPS (W)	4,689	5,360	15,740	15,155
조정순이익	1.2	1.5	-0.2	7.2	주당매출액 (W)	4,346	4,455	4,514	7,275

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
영업활동 현금흐름	2.4	3.8	-12.5	16.5	RIM				
당기순이익	1.0	4.1	2.9	4.4	Spread (FROE-COE) (%)	-12.6	-8.9	-12.9	-13.0
감가상각비 & 무형자산상각비	3.5	3.7	4.0	5.1	Residual Income	-8.1	-6.4	-19.4	-28.5
+ 지분법손실 (- 이익)	0.2	-3.2	-3.8	0.3	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	-0.1	0.2	2.2	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.4	투하자본	58.3	53.3	84.0	75.2
Gross Cash Flow	6.7	5.9	4.6	14.4	세후영업이익	0.9	2.0	0.5	5.7
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-4.3	-2.2	-17.2	2.2	투하자본이익률 (%)	1.5	3.7	0.7	7.2
투자활동 현금흐름	-1.8	-4.3	-10.6	-2.8	투하자본이익률 - WACC (%)	-7.2	-5.4	-9.1	-2.3
+ 유형자산감소	0.1	0.0	0.1	0.7	EVA	-4.2	-2.9	-7.6	-1.7
- 유형자산증가(CAPEX)	-1.8	-4.5	-11.1	-3.3	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-1.1	0.1	0.6	0.0	EBIT	1.2	2.7	0.6	4.8
Free Cash Flow	0.6	-0.7	-23.7	13.2	+ 감가상각비	3.5	3.7	4.0	5.1
Net Cash Flow	0.6	-0.5	-23.1	13.8	- CAPEX	1.8	4.5	11.1	3.3
재무활동 현금흐름	-1.7	2.7	25.9	-8.4	Free cash flow for DCF valuation	4.0	4.4	-21.9	13.4
자기자본 증감	0.2	0.0	5.9	-0.9	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-1.9	2.7	20.0	-7.4	부채비용 (COD)	3.4	3.6	4.8	4.0
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-1.1	2.1	2.7	5.4	자기자본비용 (COE)	14.1	14.6	14.9	15.0
기말 순부채 (순현금)	14.3	15.5	33.5	23.5	WACC	8.8	9.1	9.8	9.5

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
현금 및 단기금융상품	2.9	5.1	7.8	13.2	자기자본이익률 (ROE) (%)	1.6	5.7	2.0	2.0
매출채권	20.9	23.7	25.0	27.0	총자산이익률 (ROA) (%)	1.0	3.6	1.3	1.3
유동자산	31.4	37.1	49.9	55.8	투하자본이익률 (ROIC) (%)	1.5	3.7	0.7	7.2
유형자산	38.8	45.1	52.1	49.3	EBITDA/ 자기자본 (%)	7.1	8.4	2.1	4.6
투자자산	28.7	40.6	237.6	209.4	EBITDA/ 총자산 (%)	4.8	5.2	1.4	3.2
비유동자산	68.5	86.8	290.5	259.4	배당수익률 (%)	28.1	27.9	7.3	1.2
자산총계	99.9	123.9	340.3	315.2	총현금배당금(십억원)	0.6	0.7	0.7	0.8
단기성부채	16.3	17.7	24.1	22.4	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	450	500	500	60
매입채무	7.7	8.7	7.7	12.2	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	21.4	20.2	15.0	10.9
유동부채	26.3	34.3	35.5	40.2	총부채/ 자기자본 (%)	49.1	61.8	51.9	46.1
장기성부채	0.9	2.8	17.2	14.3	순이자비용/ 매출액 (%)	1.0	1.0	1.9	1.5
장기성총당금	0.4	1.0	1.1	1.2	EBIT/ 순이자비용 (X)	2.1	4.1	0.5	3.1
비유동부채	6.6	13.0	80.8	59.2	유동비율 (%)	119.4	108.2	140.6	138.7
부채총계	32.9	47.3	116.2	99.5	당좌비율 (%)	92.3	85.2	97.4	107.3
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	총발행주식수 (mn)	14	14	14	14
자본잉여금	20.5	20.5	24.3	24.3	액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	500
이익잉여금	26.4	51.6	53.9	57.6	주가 (W)	1,600	1,790	6,840	5,020
자본총계	67.0	76.6	224.1	215.8	시가총액 (십억원)	23	25	97	71

다우기술
(023590.KS)

키움증권 그 이상의 의미

Buy (유지)

목표주가 11,000원 (유지)

Analyst

이 훈, CFA

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

채민경

02)768-7137, cindy.chae@wooriwm.com

업종	서비스업
현재가 ('09/06/04)	8,280원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	528.00
시가총액(보통주)	371.5십억원
발행주식수(보통주)	44.9백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	912,589주
120일 평균주가	6,330원
52주 최고가('09/05/15)	9,200원
최저가('08/10/29)	2,450원
배당수익률(2008)	0.91%
외국인지분율	10.8%
주요주주	
다우데이터	35.8%
삼성투자자산탁운용	2.2%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	64.0 111.5 13.6
상대수익률	33.9 74.6 38.4

키움증권을 33% 할인해서 살 수 있는 매력

다우기술의 주가는 2009년 들어 96% 상승하였음에도 불구하고 현재 주가는 NAV 대비 52% 할인거래되어 밸류에이션 매력이 충분한 상황이다. 특히 다우기술이 중소형주로서의 한계를 고려해도 이러한 저평가는 지나친 것으로 판단된다. 그 이유는 첫째, 다우기술은 순현금 회사로서 재무적 안정성이 돋보일 뿐 아니라, 키움증권으로의 안정적인 매출증가를 통해 자체 이익성장 모멘텀이 점차 강화되고 있고, 둘째, 현재 시가총액은 3,715억원으로 영업 및 축전의 부동산 가치를 모두 제외해도 보유중인 키움증권 가치 5,540억원의 67%에 불과하기 때문이다. 따라서 다우기술 주식 매수는 국내1위 온라인 증권사인 키움증권을 저렴한 가격에 살 수 있는 좋은 기회이다.

자체 영업 호조와 키움증권 재평가는 주가 상승의 원동력

다우기술의 추가 주가 상승을 기대하는 이유는 자체영업호조를 통해 영업이익 성장 모멘텀이 강화되며, 키움증권 재평가는 다우기술 NAV의 상승으로 이어지기 때문이다. 우선, 다른 SI업체들의 실적부진에도 불구하고, 다우기술은 키움증권으로부터의 수주 증가와 수익성 위주의 영업을 통해 안정적인 수익성 개선이 전망되어, 2009년 중 영업이익 성장률은 10%에 이를 전망이다. 둘째, 보유중인 키움증권 지분은 동사 NAV의 69%를 차지하는 핵심 자산인데, 키움증권은 주식시장 활성화에 따른 거래대금 증가와 함께 시장점유율 확대를 통해 주식시장에서 재평가 받고 있는 점이 긍정적이다.

2009년 중 지배구조의 본격적인 변화 가시화될 전망

다우기술과 관련된 지배구조의 두 가지 이슈는 금산분리완화와 다우데이터의 지주회사 편입이다. 일반지주회사의 금융자회사 허용 여부가 현재 국회에서 논의중인데, 금산분리 완화가 허용될 경우 자회사로 키움증권을 소유한 다우기술의 지주회사 전환이 용이해져 수혜가 예상된다. 그리고 다우데이터가 지주회사 요건에 해당되었는데, 다우그룹은 중장기적으로 다우데이터와 다우기술을 모두 지주사로 승격시키고(이때 다우기술은 지주회사이자 지주사의 자회사인 이중성격을 지님), 다우데이터와 다우기술의 합병을 통해 지배권을 공고히 할 가능성이 높을 것으로 전망된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2008	112.5	33.7	9.8	98.6	80.2	1,852	44.9	2.3	0.5	13.5	23.7	27.8	-43.1
2009E	118.1	4.9	10.8	45.1	35.1	783	-57.7	10.6	0.9	29.3	9.0	28.2	-22.3
2010F	125.4	6.2	12.4	54.6	43.6	971	23.9	8.5	0.8	25.9	10.2	26.9	-15.3
2011F	136.1	8.5	13.7	62.7	48.3	1,076	10.8	7.7	0.8	23.1	10.3	26.1	-22.8

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 다우기술의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
매출액	112.5	118.1	125.4	136.1
증가율 (%)	33.7	4.9	6.2	8.5
매출원가	86.2	89.8	94.0	102.0
매출총이익	26.4	28.2	31.5	34.1
Gross 마진 (%)	23.4	23.9	25.1	25.1
판매비와 일반관리비	16.6	17.5	19.1	20.4
EBITDA	11.0	11.9	13.7	15.1
EBITDA 마진 (%)	9.8	10.1	10.9	11.1
감가상각비 & 무형자산상각비	1.2	1.1	1.3	1.4
영업이익	9.8	10.8	12.4	13.7
OP 마진 (%)	8.7	9.1	9.9	10.1
영업외수익	94.5	41.8	53.9	61.5
영업외비용	5.7	7.6	11.7	12.5
순이자수익/(비용)	2.8	0.6	0.1	0.1
세전계속사업이익	98.6	45.1	54.6	62.7
Prelax 마진 (%)	87.6	38.2	43.5	46.1
법인세비용	18.4	9.9	12.0	14.4
계속사업이익	80.2	35.1	42.6	48.3
순이익	80.2	35.1	43.6	48.3
Net 마진 (%)	71.3	29.8	34.7	35.5
조정순이익	9.1	7.2	6.0	5.9

VALUATION INDEX				
	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
EV/ EBITDA (X)	13.5	29.3	25.9	23.1
EV/ EBIT (X)	15.2	32.4	28.7	25.4
PER (X)	2.3	10.6	8.5	7.7
조정PER (X)	20.3	51.9	61.6	63.1
PCR (X)	na	317.5	na	na
PBR (X)	0.5	0.9	0.8	0.8
PSR (X)	1.6	3.1	3.0	2.7
PEG (X)	na	0.8	1.0	1.0
PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.2	1.0	0.8	0.7
PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.2	1.2	0.9	0.8
Enterprise Value	148.5	349.2	356.2	348.7
주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	-16.6	13.8	9.0	8.1
주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	10.6	10.6	10.4	10.6
주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	9.8	8.9	10.0	10.3
주당EBIT (FD) (W)	226	240	276	306
주당EBITDA (FD) (W)	254	266	306	337
EPS (FD) (W)	1,852	783	971	1,076
조정EPS (FD) (W)	210	160	134	131
CFPS (W)	-79	26	-158	-53
BPS (W)	8,345	9,047	9,904	10,891
주당매출액 (W)	2,598	2,632	2,796	3,033

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
영업활동 현금흐름	5.4	8.5	11.3	14.7
당기순이익	80.2	35.1	43.6	48.3
감가상각비 & 무형자산상각비	1.3	1.2	1.4	1.4
+ 지분법손실 (- 이익)	-33.8	-35.9	-47.9	-47.9
+ 외화환산손실(-이익)	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-53.5	0.0	-5.0	-2.5
Gross Cash Flow	-3.4	1.2	-7.1	-2.4
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	8.8	7.3	18.3	17.1
투자활동 현금흐름	36.4	-25.8	-13.3	-6.5
+ 유형자산감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-23.1	-24.9	-13.1	-3.5
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	57.1	-16.5	1.0	1.0
Free Cash Flow	-17.7	-16.4	-1.8	11.2
Net Cash Flow	41.8	-17.3	-2.0	8.2
재무활동 현금흐름	-34.3	0.4	-2.7	-2.7
자기자본 증감	-5.2	0.0	0.0	0.0
부채 증감	-29.0	0.4	-2.7	-2.7
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	7.5	-16.9	-4.7	5.5
기말 순부채 (순현금)	-43.1	-22.3	-15.3	-22.8

RIM & EVA				
	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	12.4	-2.3	-1.1	-0.9
Residual Income	42.0	-9.0	-4.5	-4.4
12M RIM-based Target Price(W)	7,597			
경제적 부가가치 (EVA)				
투하자본	64.1	68.7	71.2	159.9
세후영업이익	8.0	8.4	9.7	10.6
투하자본이익률 (%)	13.2	12.7	13.9	9.1
투하자본이익률 - WACC (%)	4.7	4.6	6.5	1.7
EVA	3.0	3.1	4.6	2.8
Discounted Cash Flow				
EBIT	9.8	10.8	12.4	13.7
+ 감가상각비	1.3	1.2	1.4	1.4
- CAPEX	23.1	24.9	13.1	3.5
Free cash flow for DCF valuation	-10.7	-15.6	-2.0	7.7
가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채비용 (COD)	5.7	4.9	4.3	4.1
자기자본비용 (COE)	11.3	11.2	10.5	10.7
WACC	8.5	8.1	7.4	7.4

BALANCE SHEET				
(십억원)	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
현금 및 단기금융상품	86.5	70.8	65.5	68.8
매출채권	26.9	29.5	31.4	32.9
유동자산	121.9	109.3	106.3	111.6
유형자산	58.6	83.0	95.3	97.5
투자자산	293.6	328.7	363.0	408.0
비유동자산	359.8	414.2	460.9	508.1
자산총계	481.8	523.5	567.2	619.7
단기성부채	33.1	37.0	38.3	37.0
매입채무	15.3	16.1	17.1	18.1
유동부채	66.7	73.4	76.9	76.9
장기성부채	10.3	11.5	12.0	9.0
장기성총당금	1.2	3.2	3.3	3.3
비유동부채	38.2	41.7	43.3	51.3
부채총계	104.9	115.1	120.2	128.2
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	200.8	200.8	200.8	200.8
이익잉여금	162.5	194.0	232.6	276.9
자본총계	376.9	408.4	447.0	491.2

PROFITABILITY & STABILITY				
	2008/12A	2009/12E	2010/12F	2011/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	23.7	9.0	10.2	10.3
총자산이익률 (ROA) (%)	17.9	7.0	8.0	8.1
투하자본이익률 (ROIC) (%)	13.2	12.7	13.9	9.1
EBITDA/ 자기자본 (%)	2.9	2.9	3.1	3.1
EBITDA/ 총자산 (%)	2.3	2.3	2.4	2.4
배당수익률 (%)	1.8	1.1	1.2	1.3
총현금배당금(십억원)	3.2	4.0	4.5	4.9
보통주 주당현금배당금(중간+기말)	75	90	100	110
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-11.4	-5.5	-3.4	-4.6
총부채/ 자기자본 (%)	27.8	28.2	26.9	26.1
순이자비용/ 매출액 (%)	-2.5	-0.5	-0.1	-0.1
EBIT/ 순이자비용 (X)	-3.5	-17.7	-131.1	-134.7
유동비율 (%)	182.8	148.9	138.1	145.0
당좌비율 (%)	177.6	144.3	133.5	140.2
총발행주식수 (mn)	45	45	45	45
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	4,270	8,280	8,280	8,280
시가총액 (십억원)	191.6	371.5	371.5	371.5

Not Rated

Analyst

김동양

02)768-7444, dongyang.kim@wooriwm.com

업종	지주회사
현재가 (09/06/04)	11,900원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	528.00
시가총액(보통주)	182.3십억원
발행주식수(보통주)	15.3백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	126,454주
120일 평균주가	8,649원
52주 최고가(08/05/28)	20,700원
최저가(08/10/27)	3,855원
배당수익률(2008)	2.5%
외국인지분율	5.6%
주요주주	
최평균	61.2%
American Funds Insurance Series	
Global Small Capitalization	3.8%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	104.8 91.9 -43.1
상대수익률	74.7 55.0 -18.2

NAV대비 할인을 56%로 저평가된 증권 지주회사

동사는 열교환장치 제조업체인 삼영열기를 모태로 2003년 통일중공업(S&T중공업), 2006년 대우정밀(S&T대우), 2007년 효성기계(S&T모터스) 등을 인수하고, 2008년 2월 사업자회사인 S&TC를 분할하면서 지주회사로 전환하였다. 동사의 기업가치(NAV)는 투자유가증권(S&T중공업, S&TC, S&T대우, S&T모터스 등)과 무형자산(브랜드로열티)으로 구성되어있는데, 현재의 시가총액은 기업가치의 44%에 불과하여 밸류에이션 매력이 충분하다.

또한, 동사는 지주회사로서 충분한 투자가치를 지니고 있는데, 이는 1)지분법이익이나 투자유가증권가치 구성에 있어 잘 분산된 자회사 포트폴리오를 가지고 있고, 2)그 동안 자체 현금흐름만으로 M&A를 이행하여 재무구조가 우량하고(순현금), 향후 추가적인 M&A를 통한 기업가치 상승 가능성이 높으며, 3) 지주회사 전환 이후에도 주당 300원의 현금배당(배당성향 15.1%, 배당수익률 2.5%)을 유지하는 등 주주친화 정책을 지속하고 있기 때문이다.

자회사 실적개선이 동사 기업가치 상승에 기여할 전망

동사 NAV의 93%를 차지하는 자회사들은 순현금 또는 낮은 순부채비율을 유지하는 등 재무구조가 우량하고, GM대우 관련 불확실성이 아직 남아있는 S&T대우(NAV의 24%)를 제외하고는 실적개선을 통해 향후 동사 NAV상승 및 주가 상승의 모멘텀이 될 전망이다.

1) S&T중공업은 전방경기 악화로 인한 차량 및 소재부문의 부진이 전망됨에도 불구하고, ‘국방개혁’ 관련 고마진 방산 매출 본격화로 견조한 이익성장세가 지속될 것으로 기대된다. 2) S&TC는 공랭식열교환기 등에서 연간 30%내외의 매출 신장을 유지하고 있으며, 최근 미국기계학회(ASME)의 원자력 품질인증서를 취득함에 따라 해외 원자력 설비 제작부문 진출이 가시화될 전망이다. 3) S&T모터스는 이륜차 매출규모나 마진에서 뚜렷한 증가세를 보이지는 않고 있으나, 지난 2년간 영업외손실의 주된 원인이었던 KIKO계약이 2분기중 만료됨에 따라 순이익 개선이 기대된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	86.7	34.5	9.1	23.4	17.8	1,730	8.5	11.8	1.6	16.3	15.2	38.4	-40.4
2006	120.5	39.0	12.1	26.1	21.5	2,084	20.5	8.9	1.3	11.4	15.4	38.1	-41.2
2007	157.3	30.5	17.4	27.5	17.6	1,667	-20.0	20.2	1.7	18.9	9.4	33.3	-28.5
2008	33.1	-79.0	14.6	17.6	21.1	1,997	19.8	2.9	0.2	5.5	7.1	9.6	-6.0

주: 2008년 2월 S&TC 분할 및 지주회사 전환
자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 S&T홀딩스의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
매출액	86.7	120.5	157.3	33.1	EV/ EBITDA (X)	16.3	11.4	18.9	5.5
증가율 (%)	34.5	39.0	30.5	-79.0	EV/ EBIT (X)	18.7	12.5	20.3	5.6
매출원가	69.9	98.8	127.0	16.3	PER (X)	11.8	8.9	20.2	2.9
매출총이익	16.8	21.7	30.3	16.8	조정PER (X)	23.9	18.3	29.7	3.0
Gross 마진 (%)	19.3	18.0	19.2	50.8	PCR (X)	30.4	18.8	32.1	8.6
판매비와 일반관리비	7.7	9.7	12.9	2.1	PBR (X)	1.6	1.3	1.7	0.2
EBITDA	10.4	13.3	18.6	14.7	PSR (X)	2.4	1.6	2.3	1.8
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.0	11.8	44.6	PEG (X)	2.4	0.1	0.1	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	1.4	1.2	1.2	0.1	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.7	-0.2	-0.3	0.0
영업이익	9.1	12.1	17.4	14.6	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.0	-0.2	-0.3	0.0
OP 마진 (%)	10.4	10.0	11.1	44.3	Enterprise Value	169.2	150.8	352.3	81.6
영업외수익	18.0	18.0	18.2	3.2	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	4.9	70.1	159.6	186.6
영업외비용	3.7	4.0	8.1	0.2	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	16.4	-44.4	-70.6	-81.6
순이자수익/(비용)	0.9	1.5	1.4	0.5	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	11.3	-46.1	-71.2	-81.4
세전계속사업이익	23.4	26.1	27.5	17.6	주당EBIT (FD) (W)	878	1,170	1,649	1,384
Prelax 마진 (%)	27.0	21.6	17.5	53.2	주당EBITDA (FD) (W)	1,010	1,288	1,763	1,393
법인세비용	5.6	4.6	9.9	-3.5	EPS (FD) (W)	1,730	2,084	1,667	1,997
계속사업이익	17.8	21.5	17.6	21.1	조정EPS (FD) (W)	852	1,017	1,136	1,878
순이익	17.8	21.5	17.6	21.1	CFPS (W)	670	989	1,050	663
Net 마진 (%)	20.6	17.8	11.2	63.9	BPS (W)	12,622	14,373	19,863	24,107
조정순이익	8.8	10.5	12.0	19.9	주당매출액 (W)	8,408	11,684	14,908	3,125

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
영업활동 현금흐름	0.1	5.1	-6.4	11.2	RIM				
당기순이익	17.8	21.5	17.6	21.1	Spread (FROE-COE) (%)	2.0	1.8	-4.5	-6.9
감가상각비 & 무형자산상각비	1.4	1.2	1.2	0.1	Residual Income	2.3	2.5	-8.4	-20.6
+ 지분법손실 (- 이익)	-7.5	-12.7	-8.2	-13.0	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.2	0.4	-0.3	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-4.8	-1.0	0.0	-1.3	투하자본	32.4	34.8	43.5	1.0
Gross Cash Flow	6.9	10.2	11.1	7.0	세후영업이익	6.9	10.0	11.1	17.6
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-6.8	-5.1	-17.4	4.2	투하자본이익률 (%)	19.2	29.6	28.4	79.1
투자활동 현금흐름	12.1	-1.1	-50.9	-18.5	투하자본이익률 - WACC (%)	10.8	20.7	19.6	69.5
+ 유형자산감소	7.4	0.2	0.0	0.0	EVA	3.5	7.2	8.5	0.7
- 유형자산증가(CAPEX)	-0.4	-1.0	-0.7	-0.1	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	1.0	-1.2	-47.2	-18.4	EBIT	9.1	12.1	17.4	14.6
Free Cash Flow	-0.4	4.1	-7.1	11.1	+ 감가상각비	1.4	1.2	1.2	0.1
Net Cash Flow	12.1	4.0	-57.2	-7.2	- CAPEX	0.4	1.0	0.7	0.1
재무활동 현금흐름	6.8	-2.3	44.5	-3.4	Free cash flow for DCF valuation	10.0	7.3	3.6	27.0
자기자본 증감	7.9	0.0	46.8	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-1.1	-2.3	-2.3	-3.4	부채비용 (COD)	3.6	4.3	3.6	5.1
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	18.9	1.8	-12.7	-22.5	자기자본비용 (COE)	13.2	13.7	14.0	14.1
기말 순부채 (순현금)	-40.4	-41.2	-28.5	-6.0	WACC	8.4	9.0	8.8	9.6

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A		2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12A
현금 및 단기금융상품	39.5	41.2	28.5	6.0	자기자본이익률 (ROE) (%)	15.2	15.4	9.4	7.1
매출채권	9.1	26.6	35.1	0.6	총자산이익률 (ROA) (%)	10.8	11.2	7.0	6.0
유동자산	77.0	92.6	105.2	7.1	투하자본이익률 (ROIC) (%)	19.2	29.6	28.4	79.1
유형자산	29.7	29.4	28.9	0.0	EBITDA/ 자기자본 (%)	8.0	9.0	8.3	4.0
투자자산	72.9	82.2	164.5	397.7	EBITDA/ 총자산 (%)	5.8	6.5	6.2	3.6
비유동자산	103.1	112.1	194.1	397.8	배당수익률 (%)	1.5	1.6	0.9	5.2
자산총계	180.1	204.6	299.3	404.8	총현금배당금(십억원)	2.3	2.3	3.4	3.2
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	300	300	300	300
매입채무	19.4	27.0	19.3	0.0	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-31.0	-27.8	-12.7	-1.6
유동부채	38.1	49.0	66.3	0.2	총부채/ 자기자본 (%)	38.4	38.1	33.3	9.6
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-1.1	-1.2	-0.9	-1.4
장기성총당금	0.2	0.2	0.3	0.0	EBIT/ 순이자비용 (X)	-9.8	-8.1	-12.6	-31.8
비유동부채	11.9	7.5	8.5	35.2	유동비율 (%)	202.3	189.1	158.6	4,249.2
부채총계	50.0	56.4	74.8	35.4	당좌비율 (%)	146.3	145.4	102.0	4,249.2
자본금	3.8	3.8	5.7	7.7	총발행주식수 (mn)	10	10	11	15
자본잉여금	17.7	17.7	62.6	116.6	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	111.2	132.4	147.7	164.0	주가 (W)	20,346	18,635	33,700	5,720
자본총계	130.2	148.2	224.5	369.4	시가총액 (십억원)	210	192	381	88

한국주철관
(000970.KS)

노후관 교체의 최대 수혜주

Not Rated

Analyst

김태연

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

업종	철강 및 금속		
현재가 ('09/06/04)	6,170원		
KOSPI	1,378.14		
KOSDAQ	541.25		
시가총액(보통주)	132.2십억원		
발행주식수(보통주)	22.8백만주		
액면가	500원		
120일 평균거래량	439,410주		
120일 평균주가	3,495원		
52주 최고가('07/11/09)	5,850원		
최저가('08/08/07)	1,970원		
배당수익률(2007)	3.49%		
외국인지분율	1.8%		
주요주주			
김길출 외 10인	39.2%		
세아홀딩스	11.6%		
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월			
절대수익률	85.3	172.3	-0.5
상대수익률	47.3	133.9	21.7

주철관 분야의 독보적인 시장점유율 보유

동사는 상하수도용 주철관, 강관을 생산하는 업체로서 시장점유율이 64%(2위권 업체인 도림주철관 13%, 영남주물 11%)에 이른다. 최근 조달청 수주에서도 알 수 있듯이(2010년 2월까지, 1,200억원 가량의 덕타일 주철관 수주) 향후 노후관 교체 사업이 본격화된다면 단연 동사의 수주 급증 및 수익성 개선이 예상된다. 또한 관중별 현황을 살펴봐도, 지방상수도의 25%, 광역상수도의 34%가 덕타일 주철관으로 이루어져 있고 전국의 수도관 중 50% 이상이 20년 이상된 노후성 수도관임을 감안할 때 주철관 분야에서 독보적인 시장점유율을 보유하고 있는 동사의 추가 수주 및 외형확대가 기대된다.

자산가치에 가려진 Value

동사의 매출은 주철관 분야는 조달배정을 통해 이루어지고 강관부문은 입찰을 통해 이루어지기 때문에 정부 지출 방향에 민감하게 작용한다. 따라서 수처리 산업의 매력적인 장기성장성에도 불구하고 단기적인 매출 신장이 크게 이루어지지 않아 자산가치(현금성 자산 550억, 신평동 부지 장부가액 527억(평당 131만원, 시가는 350만원에 달함)에 비해 영업가치가 상대적으로 부각되지 못했다. 상반기 개선되기 시작한 관급 수주 및 하반기 개선될 여지가 큰 민간 건설 부문의 수주 증가 가능성을 감안할 때 동사는 본격적인 재평가 과정이 이뤄질 가능성이 크다고 판단된다.

밸류에이션 매력 갈수록 높아질 것

동사는 여타 철강사 대비해서도 뛰어난 재무구조를 보유하고 있다. 2009년 2월 기준으로 부채비율 25%, 유보율 1,630%를 기록하고 있다. 2007~ 2008년 SOC지출 지연 및 건설 경기 둔화로 매출 성장은 10%에 그쳤으나 2008년 이후 본격적인 수주 증가로 40%이상의 매출 성장을 기록했다. 따라서 올해 추가적인 외형성장 및 원재료 가격 안정에 따른 수익성 개선 효과를 감안한다면 현재 PBR 기준으로 0.5배의 절대 저평가 수준에서 거래되고 있으나 향후 영업가치가 본격적으로 개선될 것으로 판단되어 지속적으로 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	133	-11.0	7	13.3	10	429	55.6	9.4	0.5	3.3	5.1	22.3	-61
2006	118	-11.7	9	12.5	8	360	-16.2	10.7	0.4	1.3	4.1	20.9	-73
2007	125	6.2	10	10.7	7	314	-12.8	15.5	0.5	5.0	3.5	15.5	-50
2008	180	43.3	17	10.7	6	247	-21.4	16.7	0.5	2.8	2.7	27.6	-44

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 한국주철관의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A		2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A
매출액	133.8	118.1	125.4	179.7	EV/ EBITDA (X)	3.3	1.3	5.0	2.8
증가율 (%)	-11.0	-11.7	6.2	43.3	EV/ EBIT (X)	4.4	1.6	6.3	3.0
매출원가	117.7	99.8	106.0	152.1	PER (X)	9.4	10.7	15.5	16.7
매출총이익	16.1	18.3	19.3	27.6	조정PER (X)	10.7	10.6	13.9	10.9
Gross 마진 (%)	12.0	15.5	15.4	15.4	PCR (X)	9.7	8.2	7.9	5.3
판매비와 일반관리비	9.2	9.4	9.7	10.9	PBR (X)	0.5	0.4	0.5	0.5
EBITDA	9.2	10.8	12.1	18.0	PSR (X)	0.7	0.7	0.9	0.5
EBITDA 마진 (%)	6.9	9.2	9.7	10.0	PEG (X)	na	0.1	0.0	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	2.3	1.9	2.5	1.3	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.3	0.3	0.3	0.4
영업이익	6.9	8.9	9.6	16.7	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.4	0.3	0.3	0.4
OP 마진 (%)	5.1	7.6	7.7	9.3	Enterprise Value	30.4	14.1	60.7	50.4
영업외수익	7.1	7.2	5.7	5.7	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	-16.8	186.5	322.5	436.3
영업외비용	0.7	3.6	4.6	11.7	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	34.4	38.9	52.8	43.2
순이자수익/(비용)	0.8	3.1	3.1	2.1	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	25.1	34.4	45.8	44.1
세전계속사업이익	13.3	12.5	10.7	10.7	주당EBIT (FD) (W)	302	391	421	733
Prelax 마진 (%)	9.9	10.6	8.6	5.9	주당EBITDA (FD) (W)	404	475	533	792
법인세비용	3.5	4.3	3.6	5.0	EPS (FD) (W)	429	360	314	247
계속사업이익	9.8	8.2	7.2	5.6	조정EPS (FD) (W)	377	363	351	378
순이익	9.8	8.2	7.2	5.6	CFPS (W)	416	470	621	775
Net 마진 (%)	7.3	6.9	5.7	3.1	BPS (W)	8,597	8,780	8,938	9,036
조정순이익	8.6	8.3	8.0	8.6	주당매출액 (W)	5,868	5,179	5,499	7,880

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A		2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A
영업활동 현금흐름	-2.2	10.4	4.7	18.7	RIM				
당기순이익	9.8	8.2	7.2	5.6	Spread (FROE-COE) (%)	-4.8	-6.2	-7.1	-8.0
감가상각비 & 무형자산상각비	2.3	1.9	2.5	1.3	Residual Income	-9.3	-12.3	-14.4	-16.4
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	2.4	2.6	6.0	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	-1.6	-2.3	-1.1	-0.3	투하자본	170.5	159.3	148.5	151.9
Gross Cash Flow	9.5	10.7	14.1	17.7	세후영업이익	5.1	5.9	6.4	8.8
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-11.7	-0.3	-9.5	1.0	투하자본이익률 (%)	3.1	3.6	4.2	5.9
투자활동 현금흐름	-1.7	14.2	-7.9	-10.8	투하자본이익률 - WACC (%)	-4.1	-3.3	-3.8	-3.5
+ 유형자산감소	0.0	1.2	0.0	0.0	EVA	-7.1	-5.3	-5.7	-5.3
- 유형자산증가(CAPEX)	-0.5	-1.1	-0.6	-6.0	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-7.4	14.3	-7.9	10.1	EBIT	6.9	8.9	9.6	16.7
Free Cash Flow	-2.7	9.3	4.1	12.7	+ 감가상각비	2.3	1.9	2.5	1.3
Net Cash Flow	-3.9	24.6	-3.2	7.9	- CAPEX	0.5	1.1	0.6	6.0
재무활동 현금흐름	-6.2	-7.4	-1.4	1.8	Free cash flow for DCF valuation	-9.1	16.9	17.5	5.3
자기자본 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-6.2	-7.4	-1.4	1.8	부채비용 (COD)	4.5	3.4	5.3	8.0
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-10.1	17.2	-4.6	9.7	자기자본비용 (COE)	9.9	10.4	10.7	10.8
기말 순부채 (순현금)	-61.7	-73.8	-50.4	-43.6	WACC	7.2	6.9	8.0	9.4

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A		2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A
현금 및 단기금융상품	19.4	36.6	32.0	41.8	자기자본이익률 (ROE) (%)	5.1	4.1	3.5	2.7
매출채권	4.8	12.9	12.8	20.8	총자산이익률 (ROA) (%)	4.0	3.4	3.0	2.3
유동자산	132.7	141.8	115.9	144.8	투하자본이익률 (ROIC) (%)	3.1	3.6	4.2	5.9
유형자산	88.8	87.7	85.7	90.4	EBITDA/ 자기자본 (%)	4.7	5.4	6.0	8.8
투자자산	16.2	10.2	31.4	25.3	EBITDA/ 총자산 (%)	3.8	4.5	5.2	6.9
비유동자산	107.1	100.2	119.5	118.1	배당수익률 (%)	3.6	3.9	3.1	3.6
자산총계	239.8	242.0	235.4	262.9	총현금배당금(십억원)	3.1	3.2	3.2	3.2
단기성부채	6.4	2.1	4.0	9.0	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	145	150	150	150
매입채무	11.9	10.6	11.8	19.0	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-31.5	-36.9	-24.7	-21.2
유동부채	40.1	37.9	27.6	52.9	총부채/ 자기자본 (%)	22.3	20.9	15.5	27.6
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.6	-2.6	-2.5	-1.2
장기성총당금	3.7	3.9	4.1	4.0	EBIT/ 순이자비용 (X)	-8.7	-2.9	-3.0	-8.0
비유동부채	3.7	3.9	4.1	4.0	유동비율 (%)	331.3	373.9	420.4	273.9
부채총계	43.8	41.9	31.7	56.9	당좌비율 (%)	186.2	237.8	250.0	167.7
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	총발행주식수 (mn)	23	23	23	23
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	88.1	93.2	97.1	99.5	주가 (W)	4,040	3,855	4,875	4,125
자본총계	196.0	200.2	203.8	206.0	시가총액 (십억원)	92	88	111	94

기신정기

(092440.KS)

안정적인 재무 구조 + 성장 본격화

Not Rated

Analyst

김태연

02)768-7480, un.kim@wooriwm.com

이훈, CFA

02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com

업종	기계
현재가 (09/06/04)	10,200원
KOSPI	1,378.14
KOSDAQ	541.25
시가총액(보통주)	147.5십억원
발행주식수(보통주)	14.6백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	36,121주
120일 평균주가	7,477원
52주 최고가(08/05/28)	10,450원
최저가(08/10/27)	6,050원
배당수익률(2008)	2.23%
외국인지분율	61.4%
주요주주	
Futaba	61.4%
기신산기	7.6%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	47.4 56.6 27.2
상대수익률	9.5 18.2 49.4

금형산업 선두 업체

동사는 몰드베이스를 중심으로 코아플레이트, 다이세트 등을 생산하는 업체로 일본 금형 선두업체인 Futaba를 대주주로 한 국내 대표적인 금형 전문 업체이다. 동사가 생산하는 몰드베이스는 특히 플라스틱 사출 성형기에 부착되어 IT(반도체, 휴대폰, 컴퓨터) 등의 가진 수요 및 자동차 수요에 주로 사용된다. 금형 산업의 전체적인 규모는 통계청에 따르면 IT가 3조원 정도이고, 자동차가 2조원 정도의 시장을 형성하고 있는 것으로 판단된다. 중소형 금형 부문에서 40% 이상의 시장 점유율을 보유한 것으로 파악되며 향후에도 선두 업체의 지위를 유지할 전망이다.

뛰어난 재무 구조

동사는 뛰어난 재무구조를 보이고 있는데, 2009년 분기보고서 기준으로 보면 토지 및 건물을 비롯한 유형자산 가치만 해도 476억원에 달하며 토지에 공시지가를 적용하게 되면 527억원에 달한다. 또한 보유하고 있는 현금성 자산만 해도 400억에 달해 유형자산 및 현금성 자산 가치가 현재 시가총액의 70% 수준에 육박한다. 따라서 최근의 자회사 성장 및 중국 법인의 성장을 통한 영업가치 제고가 본격화 된다면 이러한 우량한 재무구조와 더불어 향후 본격적인 기업 가치 재평가 과정에 들어갈 것으로 판단된다.

올해가 성장의 원년 될 것

동사는 중국 천진에 기신정밀모구유한공사를 설립해 해외시장 공략을 준비하고 있다. 또한 삼일메가텍이라는 자회사를 통해서 기존의 중소형 표준 몰드베이스 중심의 사업에서 벗어나 중대형 및 추가가공이 가능한 몰드베이스를 생산함으로써 사업 영역 확대를 모색하고 있다. 중국 시장의 국내 IT업체들의 수요 증가세를 감안할 때 올해 본격적인 생산에 들어갈 경우 빠른 시간 내의 BEP도달 및 지분법 이익까지 예상해 볼 수 있고 중대형 시장 진출을 통한 전체적인 외형 성장세가 예상되어 올해 큰 폭의 성장세가 예상된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전 순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2005	62	14.1	17	19	14	1279	13.1	n/a	n/a	n/a	17.5	9.3	-24
2006	57	-8.0	14	15	11	980	-23.4	n/a	n/a	n/a	12.1	7.4	-35
2007	62	7.1	14	16	12	948	-3.3	9.4	1.0	4.2	10.6	5.4	-54
2008	74	20.2	13	14	11	761	-19.7	9.8	0.8	3.5	7.9	11.9	-42

자료: 사업보고서

- 당사는 자료 작성일 현재 기신정기의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A		2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A
매출액	62.7	57.7	61.8	74.3	EV/ EBITDA (X)	na	na	4.2	3.5
증가율 (%)	14.1	-8.0	7.1	20.2	EV/ EBIT (X)	na	na	5.6	5.2
매출원가	40.3	37.7	42.2	54.2	PER (X)	na	na	9.4	9.8
매출총이익	22.4	20.0	19.6	20.1	조정PER (X)	na	na	9.6	9.0
Gross 마진 (%)	35.7	34.7	31.7	27.0	PCR (X)	na	na	6.6	5.3
판매비와 일반관리비	4.7	5.4	6.0	7.3	PBR (X)	na	na	1.0	0.8
EBITDA	22.4	18.7	18.1	19.0	PSR (X)	na	na	1.8	1.5
EBITDA 마진 (%)	35.7	32.4	29.2	25.6	PEG (X)	na	na	0.0	0.0
감가상각비 & 무형자산상각비	4.7	4.1	4.5	6.3	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	na	na	1.5	0.5
영업이익	17.7	14.6	13.6	12.8	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	na	na	0.9	0.5
OP 마진 (%)	28.3	25.3	22.0	17.2	Enterprise Value	-24.8	-35.7	76.1	66.6
영업외수익	1.8	1.5	2.8	5.1	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	-15.9	124.9	219.3	301.9
영업외비용	0.2	0.7	0.3	3.2	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	-18.0	-6.6	6.2	20.5
순이자수익/(비용)	1.5	1.1	1.8	2.0	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	-13.3	-0.9	10.0	19.1
세전계속사업이익	19.3	15.3	16.1	14.7	주당EBIT (FD) (W)	1,584	1,289	1,058	873
Prelax 마진 (%)	30.7	26.6	26.1	19.8	주당EBITDA (FD) (W)	2,001	1,656	1,408	1,304
법인세비용	5.0	4.2	4.0	3.6	EPS (FD) (W)	1,279	980	948	761
계속사업이익	14.3	11.1	12.2	11.1	조정EPS (FD) (W)	1,285	1,015	928	831
순이익	14.3	11.1	12.2	11.1	CFPS (W)	1,805	1,526	1,353	1,401
Net 마진 (%)	22.8	19.2	19.7	15.0	BPS (W)	7,826	8,287	9,249	9,926
조정순이익	14.4	11.5	11.9	12.1	주당매출액 (W)	5,601	5,103	4,819	5,091

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A		2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A
영업활동 현금흐름	17.4	19.5	12.6	12.5	RIM				
당기순이익	14.3	11.1	12.2	11.1	Spread (FROE-COE) (%)	9.7	4.0	2.1	-0.6
감가상각비 & 무형자산상각비	4.7	4.1	4.5	6.3	Residual Income	8.0	3.6	2.4	-0.9
+ 지분법손실 (- 이익)	0.1	0.6	-0.4	0.9	12M RIM-based Target Price(W)				
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.0	0.0	0.5	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	투하자본	54.6	46.7	67.2	77.7
Gross Cash Flow	20.2	17.3	17.4	20.4	세후영업이익	13.2	10.5	10.2	9.6
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-2.8	2.2	-4.8	-8.0	투하자본이익률 (%)	27.0	20.8	18.0	13.3
투자활동 현금흐름	-24.1	-5.1	-22.4	-20.2	투하자본이익률 - WACC (%)	21.3	14.8	11.7	6.4
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	EVA	11.6	6.9	7.9	5.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-11.5	-7.7	-15.9	-11.6	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-9.5	0.0	-3.8	-9.0	EBIT	17.7	14.6	13.6	12.8
Free Cash Flow	5.9	11.8	-3.3	0.9	+ 감가상각비	4.7	4.1	4.5	6.3
Net Cash Flow	-6.7	14.4	-9.8	-7.7	- CAPEX	11.5	7.7	15.9	11.6
재무활동 현금흐름	-3.7	-4.1	27.6	4.1	Free cash flow for DCF valuation	4.7	10.7	-4.4	-4.3
자기자본 증감	0.0	0.1	30.7	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-3.7	-4.2	-3.1	4.1	부채비용 (COD)	3.7	3.8	4.0	5.3
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-10.4	10.3	17.8	-3.7	자기자본비용 (COE)	7.7	8.2	8.5	8.6
기말 순부채 (순현금)	-24.8	-35.7	-53.9	-42.2	WACC	5.7	6.0	6.3	6.9

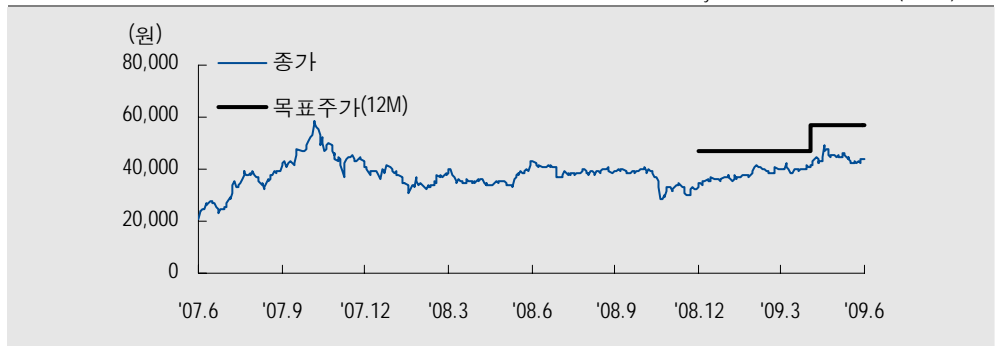
BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A		2006/03A	2007/03A	2008/03A	2009/03A
현금 및 단기금융상품	26.2	36.5	54.3	50.6	자기자본이익률 (ROE) (%)	17.5	12.1	10.6	7.9
매출채권	16.6	14.4	16.7	18.2	총자산이익률 (ROA) (%)	15.8	11.2	9.9	7.3
유동자산	53.2	59.3	81.3	88.1	투하자본이익률 (ROIC) (%)	27.0	20.8	18.0	13.3
유형자산	28.6	32.2	43.6	48.9	EBITDA/ 자기자본 (%)	25.6	19.7	13.4	13.1
투자자산	12.6	9.1	16.1	24.2	EBITDA/ 총자산 (%)	23.4	18.3	12.7	11.7
비유동자산	42.5	42.9	61.3	74.2	배당수익률 (%)	0.0	0.0	2.5	3.0
자산총계	95.8	102.2	142.6	162.3	총현금배당금(십억원)	3.6	2.9	3.3	3.3
단기성부채	0.6	0.5	0.2	8.4	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	6,500	250	225	225
매입채무	1.1	1.0	0.8	4.2	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-28.3	-37.5	-39.9	-29.1
유동부채	6.1	5.4	6.1	16.1	총부채/ 자기자본 (%)	9.3	7.4	5.4	11.9
장기성부채	0.8	0.3	0.1	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-2.3	-1.9	-2.9	-2.7
장기성총당금	1.3	1.3	1.1	1.1	EBIT/ 순이자비용 (X)	-12.2	-13.1	-7.6	-6.3
비유동부채	2.1	1.6	1.2	1.1	유동비율 (%)	879.1	1,094.8	1,327.4	546.7
부채총계	8.1	7.0	7.3	17.2	당좌비율 (%)	711.5	953.5	1,170.7	448.3
자본금	5.6	5.7	7.3	7.3	총발행주식수 (mn)	11	11	15	15
자본잉여금	0.0	0.0	29.1	29.1	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	82.0	89.5	98.8	106.6	주가 (W)	0	0	8,910	7,450
자본총계	87.6	95.2	135.3	145.1	시가총액 (십억원)	0	0	130	109

투자의견 및 목표주가 변경내역

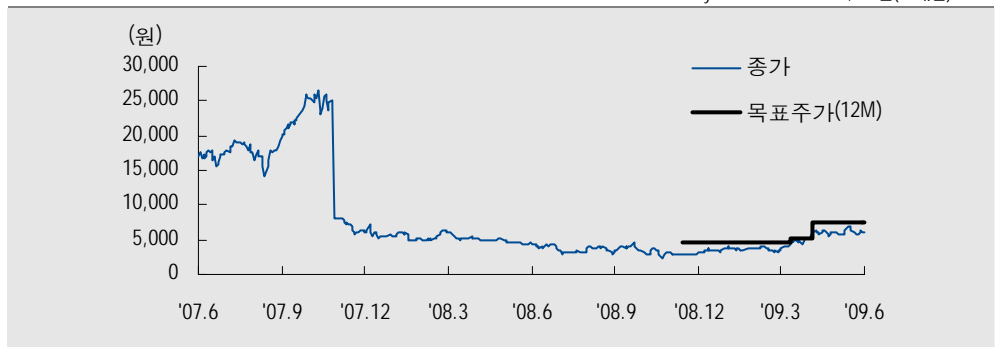
종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
다우기술	023590.KS	2009.04.27	Buy	11,000원(12개월)
		2008.12.04	Buy	8,300원(12개월)
		2008.08.18	Buy	10,300원(12개월)
		2008.06.02	Buy	12,100원(12개월)
		2008.03.04	Buy	15,000원(12개월)
		2007.10.10	Buy	17,300원(12개월)
		2007.06.13	Buy	16,300원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
포스텍	003670.KQ	2009.04.08	Buy	57,000원(12개월)
		2008.12.04	Buy	47,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
인산이엔티	060150.KQ	2009.04.10	Buy	7,600원(12개월)
		2009.03.17	Buy	5,200원(12개월)
		2008.11.18	Buy	4,600원(12개월)

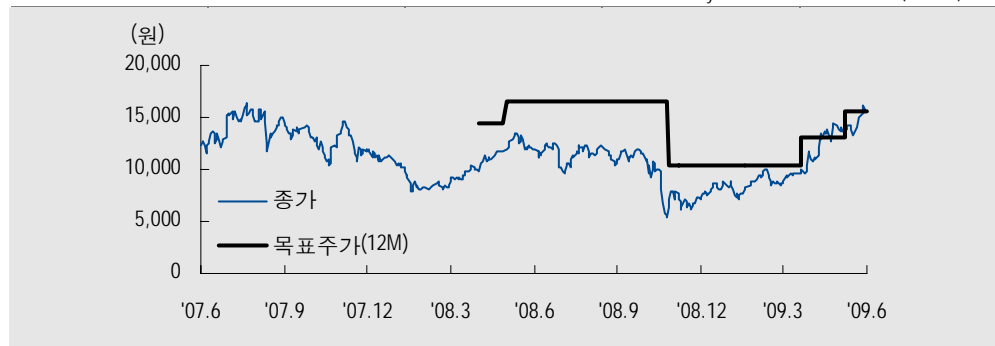


투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
히림	037440.KQ	2009.04.13	Buy	16,000 원(12개월)
		2009.02.19	Buy	12,500 원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
S&T 중공업	003570.KS	2009.05.13	Buy	15,500 원(12개월)
		2009.03.25	Buy	13,000 원(12개월)
		2008.10.30	Buy	10,300 원(12개월)
		2008.05.06	Buy	16,500 원(12개월)
		2008.04.04	Buy	14,500 원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.