2010년 5월 15일

새론오토모티브 (075180)

BUY

드디어 진주를 발견했다!!!!!!

v 중국 NO1, 2, 3 에 공급하니 장땡이구나!

올 하반기 폭스바겐에 직접 마찰재를 제작/납품하게 됨에 따라 현대기아차, GM과 더불어 중국 자동차시장 1, 2, 3위 업체를 모두 매출처로 확보하게 되어 중국 자동차시장 성장은 동사의 최대 모멘텀으로 작용하게 된다. 더구나 품질과 원가 경쟁력 인정받아 스즈키, 혼다, 도요타 등의 새로운 메이저 업체로의 매출처 다변화가 진행중이며, 폭발적인 매출 증대를 커버할 Capa역시 안정적으로 확장되고 있다.

v 현대·기아차와 함께하는 성장, 본격적인 매출 확대는 이제 시작!

현대·기아차 그룹의 최대 마찰재 공급업체로 동반 성장의 수혜를 입을 전망이다. 현대·기아차의 2010년 국내 시장 점유율은 전년도 대비 4.6% 상승할 것이며, 세계 시장 점유율도 7~8% 성장이 예상되기 때문이다. 이미 신형 에쿠스, K7 등의 신규물량을 납품 중이며, 올해 하반기부터 베르나, 아반떼, 그랜저 후속 모델 등 현대차의 핵심모델을 이미 수주하였다. 하반기로 갈수록 본격적으로 매출이 확대될 것이다.

v 한 번 납품하기 시작하면 계속 납품하는데 이익률도 좋아지네?!

브레이크 마찰재는 차종마다 맞춤형으로 제작/납품하기 때문에 마찰재를 생산하여 완성차 업체에 납품하기 시작하면 해당 차종이 생산을 멈출 때까지 납품하게 된다. 이러한 안정적인 매출 구조 속에서 이익률은 상승할 것으로 기대된다. 그 이유는 브레이크 마찰재 생산에 필요한 원재료들을 해외에서 수입하므로 환율에 이익률이 크게 영향을 받는데 올해 환율이 안정적으로 유지될 것으로 전망되기 때문이다.

적정주가:
- 5,994원(10년 기준)
현재주가:
- 4,795원 (5/14 기준)
상승여력: 25%

시가총액	897억원
ROE	10.03%
ROA	8.07%
영업이익률	7.90%
배당수익률	4.54%
P/E Ratio	10.11
P/B Ratio	0.66

주요주주:
Nisshinbo Holdings, INC. 65.10%
새론오토모티브 우리 사주조합 6.00%
새론오토모티브 자사주 15.84%
마이스터(주) 5.00%

SMIC 리서치 2팀
팀장 김은영
팀원 류희달
송종은
최홍민

1. Intro

왜 새론오토모티브인가?

최근에는 자동차 관련 주가 대세

GM의 파산, 도요타의 대규모 리콜 사태라는 경쟁업체의 부진과 중국과 이머징 시장을 중심으로 한 글로벌 자동차 수요의 증가, 성공적인 신차 런칭 등이 맞물리면서, 국내 자동차 업체들의 선전이 계속되고 있다. 실적성장이 가시화되고 있고, 글로벌 경쟁업체 대비 높은 수익성은 국내 자동차 섹터의 투자 매력도를 높이고 있다. 또한, 전방산업의 호조와 해외 부품업체들의 연이은 도산 등으로 인해 국내 자동차 부품주도 주목 받고 있다. 주가도 이를 반영하여, 자동차 관련 주식(현대차 포함 21개 종목)의 60일 평균 기간수익률은 37.68%로 09년에 이어, 10년에도 그 상승세가 지속되고 있다.

Upside Potential이 풍부한 동사

Research Team 2는 이러한 시장 상황가운데, 과연 소외되어 있는 주식은 없을까 하는 궁금증에서 스크리닝을 시작하게 되었다. 즉, 향후 실적 모멘텀이 뚜렷하고 수익성의 개선도 돋보임에도 불구하고 주가가 아직 이를 반영하지 않은 종목을 찾고자 한 것이다. 그런 가운데 우리가 발견한 기업이 바로 '새론오토모티브'이다. Research Team 2는 중국 시장 선점을 통해 중국법인의 향후 고성장과 고수익성이 올해 하반기부터 본격화되기 시작할 뿐만 아니라 동사가 마찰재를 공급하고 있는 현대/기아차 차종들의 호조와 신차출시로 인해 매출증대가 기대되지만, 동사의 주가는 아직 이를 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단한다. 지금부터는 우리가 왜 이러한 판단을 하게 됐는지에 대해서 알아보고자 한다. 먼저, 관련 산업을 이해하도록 한다.

그림 1. 자동차 관련주 60일 평균수익률

종목명	60일 수익률	종목명	60일 수익률
현대차	22.98%	새론오토모티브	28.55%
기아차	47.00%	상신브레이크	34.38%
현대모비스	35.19%	동양기전	45.06%
세종공업	48.44%	인지컨트롤	53.59%
평화정공	60.85%	에스엘	64.24%
성우하이텍	38.54%	화신	112.21%
대원강업	58.92%	경창산업	50.95%

출처: HTS

2. Industry

자동차 부품산업의 KSF

KSF 1. 완성차 업체의 CS에 대처하는 능력

자동차 부품산업의 KSF 는 완성차 업체의 단가인하 압력(CR: Cost Reduction)에 대처하는 능력이다. 글로벌 차원에서 자동차 산업의 경쟁이 날로 치열해 지면서 원가 경쟁력은 완성차 업체가 확보해야 할 필수적인 조건이 되었다. CR 의 기본 취지는 원가 절감을 통한 규모의 경제 이익을 부품업체 완성차 업체가 공유함으로써 총체적인 공급사슬상의 경쟁력을 확보하기 위한 것이다. 그러므로 부품업체가 글로벌 완성차 업체와 장기적인 협력 관계를 맺기 위해서는 원가 절감 노력을 통하여 완성차 업체가 원하는 수준의 가격경쟁력을 확보하면서도 좋은 품질을 지녀야 한다.

KSF 2. 고객 다변화를 위한 경쟁력 확보

동시에 부품업체가 완성차 업체에 종속되지 않고 파트너로 기능하기 위해서는 부품업체로서의 경쟁력 확보를 통해 전략적으로 고객를 다변화해야 한다. 협상력 측면에서 부품업체는 고객 다변화를 통해 완성차 업체에 대한 의존도를 줄임으로써 완성차 업체에 종속되지 않을 수 있으며, 이는 부품업체의 수익성과 밀접한 관련이 되는 중요한 문제이다. 안정성 측면에서 또한 부품업체는 고객 다변화를 통해 위험을 분산할 수 있는데, 최근의 GM 파산 사태와 동반한 부품업체의 부진에서 볼 수 있듯이 특정 완성차 업체에 전적으로 의존하는 것은 상당한 위험을 수반한다.

브레이크 마찰재 산업

브레이크 성능은 중요한 문제이며, 마찰재가 성능을 크게 좌우

최근 발생한 도요타 및 혼다의 대규모 자동차 리콜 사태에서 볼 수 있듯이 브레이크 문제는 완성차 업체와 소비자 모두에게 중요한 이슈이기 때문에 마찰재의 성능 또한 중요한 문제가 아닐 수 없다. 자동차 브레이크는 차량의 속도 제어/정지를 위한 장치로서, 대부분의 브레이크는 마찰재와 상대 부품의 접촉을 통해 운동에너지를 열에너지로 전환하여 정지/감속작용을 한다. 제동장치에서 가장 중요한 역할을 차지하는 마찰재는 반복적인 마찰과 큰 충격을 견뎌야 하기 때문에 까다로운 조건을 만족해야 한다.

그림 2. 도요타 리콜 사태 주요 일지

일 시	국 가	차 종	규 모	사 유
'10. 2	전 세계	프리우스 등 4종	44만 대	브레이크
'09.10	미 국	캠리·렉서스 등 8종	430만 대	가속 페달
'09. 9	미 국	캠리·렉서스 등 8종	380만 대	바닥 매트
'09. 4	중 국	캠리	26만 대	브레이크
'08.12	중 국	렉서스 등 3종	12만 대	조향장치

출처: 매일경제

그림 3. 마찰재

출처: 동사 홈페이지

마찰재의 필수 조건

마찰재는 마찰 계수가 적당하고 온도에 대한 안정성이 좋아야 한다. 마찰에 내구성이 있어 마모량이 적어야 하며, 기계적으로 강도 또한 우수해야 한다. 소음이 적고 브레이크의 감이 좋아야 하는 것은 물론이다. 자동차의 다양한 사용 조건에 대응하기 위하여 마찰재는 안전성, 내구성, NVH(Noise Vibration Harshness) 등의 특징을 개선하기 위해 끊임없이 연구발전 되고 있다.

마찰재 산업의 핵심은 원재료 혼합기술

마찰재 생산의 핵심 기술은 원재료 혼합기술이며, 원재료 믹스는 각 기업의 중요한 보안사항이다. 마찰재는 유기물질, 무기물질, 금속원료 등 10~20 여러 가지의 원재료를 을 혼합하여 마찰재 재질을 만드는데, 각각의 원료는 마찰·연마·내열·완충·윤활 등의 기능적·물리적 특성에 따라 혼합한다. 이는 정해진 공식이 있는 것이 아니라 자동차의 구조와 목적 등에 맞게 다양한 원재료를 실험하여 효과를 검증함으로써 개발된다. 마찰재 생산업체는 원재료를 독특한 노하우를 통해 혼합하여 완성차에 고객화(Customize)함으로써 제품 성능을 차별화 하고 경쟁 우위를 창출한다.

마찰재 원재료의 종류

원재료는 결합재, 보강재, 마찰조정재로 분류된다. 1) 결합재는 여러 가지 마찰성능을 조정하는 원재료를 결합시키며, 일반적으로 페놀계 수지를 사용한다. 2) 보강재는 마찰재의 뼈대를 구성하는 재료로서, 강도를 부여하는 섬유류를 의미한다. 최근까지 사용한 석면은 환경 및 건강 문제로 사용하지 않고, 현재는 아라미드 섬유 및 유리 섬유나 카본 섬유를 사용하고 있다. 3) 마찰조정재는 마찰재의 성능을 결정 짓는 것으로, 마찰 특성에 직접적으로 영향을 준다. 마찰 조정재는 여러 가지 금속분, 세라믹분, 흑연 등을 사용하는데 이러한 재료들의 밸런스가 곧 마찰재의 성능을 좌우한다.

경쟁 상황

OE와 RE로 양분되는 브레이크 산업

국내 브레이크 마찰재 산업은 2007 년 13.2%, 2008 년 3,8%, 2009 년 7.9%성장으로 증가세를 유지하고 있으며 전체 시장 규모는 3728 억 정도다. 마찰재 산업은 매출의 형태에 따라 OE(Original Equipment)와 RE(Replacement Equipment)로 구분할 수 있다.

과점상태의 OE시장에서 동사는 시장 1위

OE 는 완성차 업체에 마찰재를 공급하는 방식으로서 국내의 OE 시장은 상위 3 개 기업의 과점 상태이다. 동사는 상신브레이크 및 KB 오토시스와 함께 매출액 기준으로 각각 44%, 25%, 31%을 차지한다. OE 시장은 다시 OEM 과 OES 방식으로 나뉘는데, OEM 은 완성차 업체의 신차개발과 동시에 개발하여 신차 조립공정에서 장착하는 방식이며, OES 는 완성차 업체 대리점 및 A/S 센터로 순정품을 공급하는 방식이다.

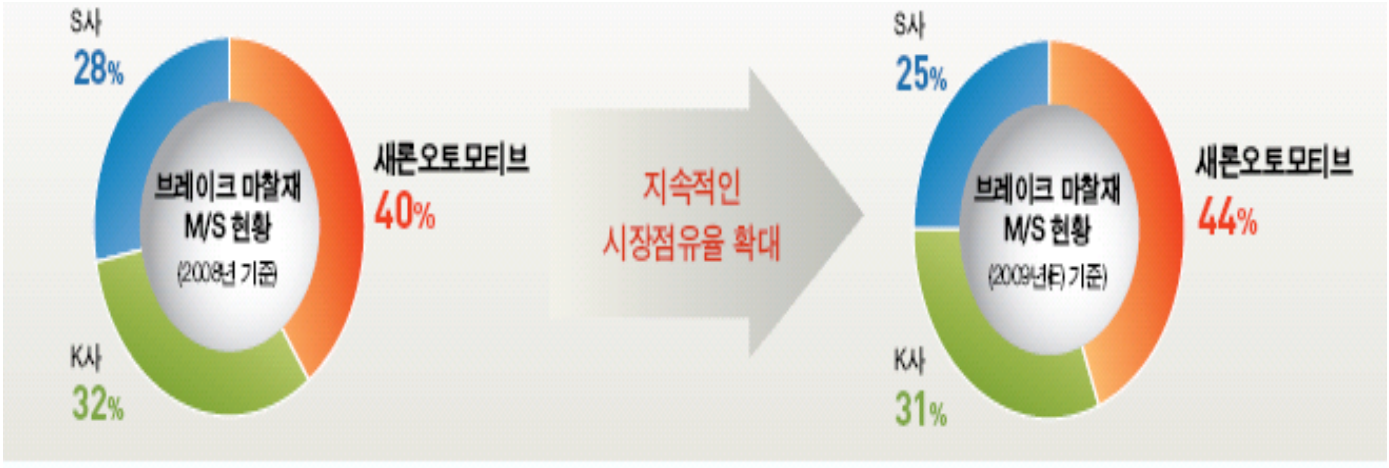
진입장벽이 높은 OE

동사가 집중하고 있는 OE 시장은 RE 에 비해 진입장벽이 높다. 진입장벽이 높은 이유는, 1) 완성차에 고객화된 마찰재를 개발하기 위하여 완성차 업체와 브레이크 마찰재 생산업체는 신 차종 개발 초기부터 약 1~3 년 가량 공동으로 많은 시험단계와 실차 시험을 걸쳐 제품의 품질을 승인하는 과정을 거치기 때문이다. 그렇기 때문에 2) 완성차 업체는 마찰재 생산업체의 R&D 능력 및 원가구조의 적합유무, 급작스러운 모델변경에 따른 납품업체의 대응능력 등을 고려하여 엄격하게 납품 업체를 결정한다. 또한 3) 공급 승인이 결정된 경우 고객화된 마찰재의 특성으로 인하여 적용차종이 변경될 때까지 해당업체의 부품이 적용된다. 따라서 완성차 업체에는 초기단계부터 참여한 부품업체의 제품이 공급되고, 이러한 관계는 지속적으로 순환되기 때문에 OE 시장에 대한 새로운 부품업체의 진입은 용이하지 않다.

수익성이 낮은 RE

반면 RE 시장은 OE 에 비하여 수익성이 낮다. RE(보수품 시장)는 크게 일반 카센터와 같은 자가용 시장과 버스회사 및 택시회사와 같은 영업용시장으로 양분되어 있다. RE 시장은 브레이크 마찰재 등을 전문적으로 취급하는 대형 딜러에 의한 유통이 전체의 60~70%를 차지하는 등 유통구조에서 전문 딜러의 비중이 매우 크다. 이들의 영향력으로 인하여 RE 납품업체들은 유통구조상의 과도한 판매관리비를 지불하고 있기 때문에 RE 부분의 이익률은 OE 방식에 비해 저조한 편이다. RE 시장은 현재 상신브레이크가 RE 시장을 주도하고 있다.

그림 4. 브레이크 시장점유율 (단위: %)



출처: 동사 IR자료

3. Company

기업소개

동사의 연혁

동사는 1989 년 대동브레이크로 설립되었는데, 1997 년 한라그룹이 부도를 맞으면서 당시 협력사인 일본의 마찰재 전문 기업 Nisshinbo 에 인수되었다. 본사는 국내(천안)에 두고 있으며, 2003 년에는 현대자동차 그룹의 중국 진출에 대응하고, 중국 진출 경험이 없었던 Nisshinbo 그룹의 중국 현지 직접 진출을 통한 아시아 시장 공략의 교두보를 마련하기 위하여 중국 북경에 새론기차부건유한회사(SABC)를 설립하였다. 2008 년 9 월에는 가전용 소결사업부분을 매각함으로써 자동차 마찰재 사업에 집중하고 있다.

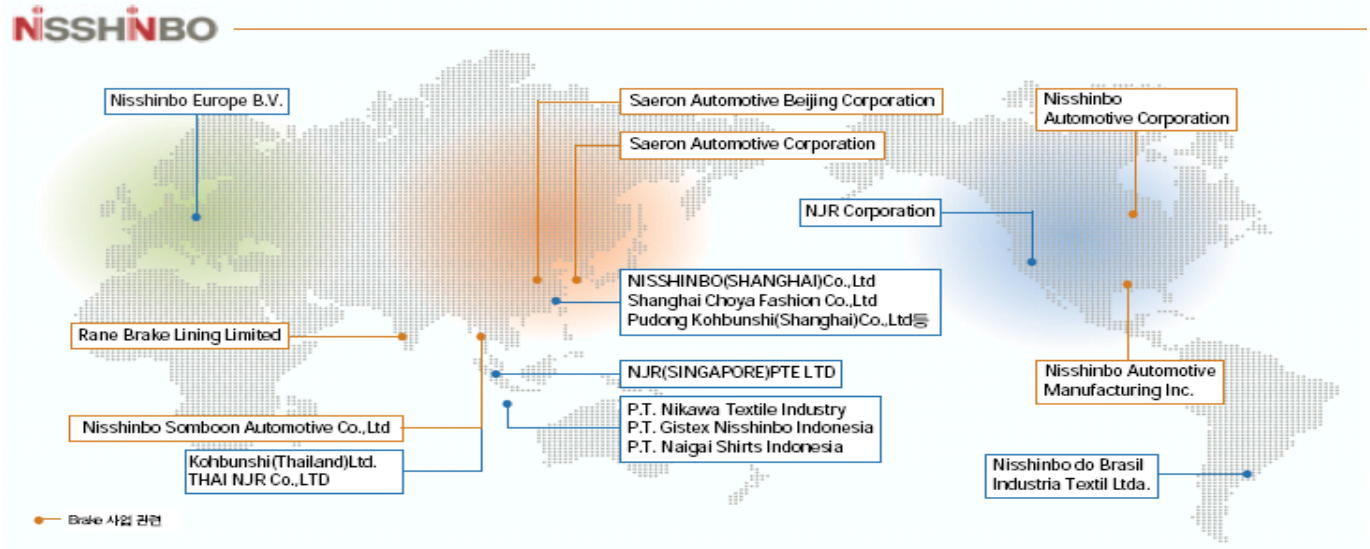
대주주 니신보 그룹과 긴밀한 관계 형성

동사는 지분의 65%를 소유하고 있는 니신보 그룹과의 관계 속에서 파악해야 한다. 니신보 그룹은 1907 년 설립 후 일본 최대의 섬유회사로서 입지를 굳혀 왔으며, 섬유·브레이크·정밀기기사업을 중심으로 한 화학제품 사업 및 종이제품 사업 등을 글로벌 시장에서 전개해 왔다. 니신보는 2009 년 4 월 지주회사체제로 전환을 완료하였으며, 1944 년 마찰재 생산을 시작한 이후 세계 최고의 마찰재 생산기업으로 평가되는 니신보의 브레이크 부분을 분사하여 2009 년 4 월에 니신보 브레이크 Inc 를 설립하였다.

동사는 니신보로부터 기술 도입 / 원재료 조달

동사는 전신인 대동브레이크 때부터 현재 최대주주인 Nisshinbo Holdings. Inc에서 마찰재 생산과 관련한 기술을 도입하여 왔으며, 또한 마찰재의 중요 원료를 수입하고 있다. 동사는 이와 같은 모회사와의 거래를 통해 마찰재 생산과 관련한 선진기술 도입하고 안정적인 원재료 공급처를 확보함으로써 경쟁우위를 창출하고 있다.

그림 5. nisshinbo 그룹의 글로벌 네트워크



출처: IR 자료

제품 소개

동사의 주력 제품은 브레이크 패드

동사의 주요 제품은 Brake Pad, Lining, Rotor Racing, 기타 등으로 구분할 수 있으며, 각각의 전체 매출액 대비 비율은 73.9%, 8.9%, 2.7%, 14.6% 이다. 브레이크의 방식은 1) 디스크 및 2) 드럼 방식으로 구분된다.

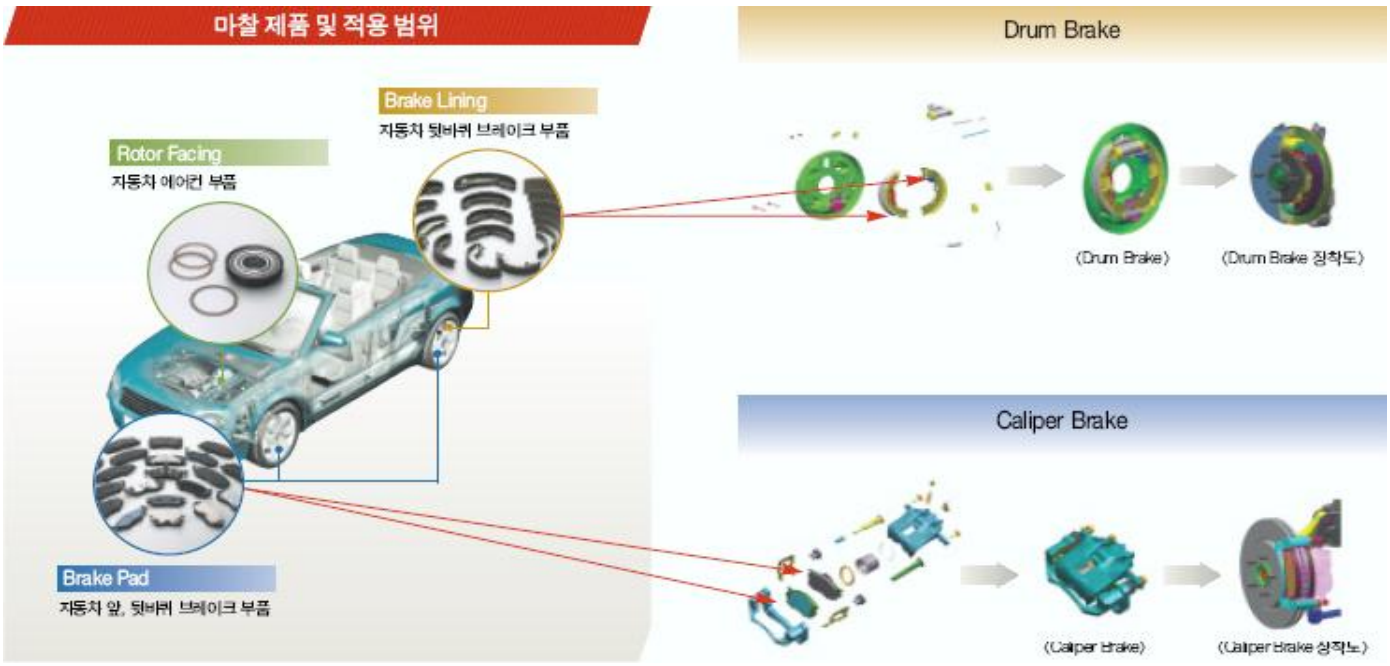
브레이크 형태는 크게 두 가지

1) 디스크 방식은 자동차 바퀴 브레이크 디스크를 클램핑 함으로써 마찰력을 발생시켜 자동차를 제동 시킨다. 동사의 주력 제품인 Brake Pad는 자동차 앞 바퀴와 뒷 바퀴에 적용되는 디스크 방식이 디스크 방식에 해당된다. 반면에 2) Lining은 드럼 방식이다. Brake Lining는 기능상 2가지 Type으로 구분되는데, CBS Type은 드럼과의 접촉을 통해 마찰력을 발생시켜 자동차를 제동시키며 DIH Type은 차량 주차 시 디스크 헤드 마찰면과 접촉하여 마찰력을 발생시켜 주차 브레이크 역할을 한다.

기술경쟁력

니신보와 기술 공유를 통하여 연구 개발한 동사의 제품은 뛰어난 기술 경쟁력을 가지고 있다. 동사는 니신보의 첨단 연구개발설비를 공유함으로써 고성능/고품질 제품을 개발하는 동시에 연구개발비를 절감한다. 또한 HMC/KIA/GM 등 완성차 업체의 인증재질 14 종을 확보하여 신제품 주수를 확보할 수 있는 차별화되고 다양한 인증재질을 보유하고 있다. 최근에는 친환경 제품재발을 통하여 EU 및 미국의 금지원료를 배재한 친환경 소재(4 종)을 보유하여 경쟁사 대비 시장을 선도하고 있다.

그림 6. 주요 제품



출처: IR자료

원가경쟁력

마찰재 원재료는 환율과 국제 가격변동에 민감

마찰재 원재료는 대부분 수입에 의존하기 때문에 환율과 국제 원자재 가격의 변동에 민감하다. 동사는 원재료 매입액 중 수입의 비중이 2009년 상반기 기준으로 51.9%에 달하고 있는데 반해 직수출은 매출액의 17.9% 가량에 불과하기 때문에 환율 변동에 따라 매출총이익이 변동한다. 실제로 2008년 환율이 상승하자, 2008년 매출총이익률이 15.63%에서 2007년 22.04% 대비 약 6.41% 가량 하락하였다.

동사는 원재료를 싸고 안정적으로 수급

그러나 동사는 니신보 그룹 자체에서 제작하는 마찰재 원재료를 공급받거나, 니신보 그룹 차원에서 공동으로 대량 구매를 통해 원가 절감 효과를 누리기 때문에 경쟁사보다 원가 측면의 우위가 있다. 고정 거래처와 장기적인 거래를 통해 안정적으로 원재료를 수급하는 것 또한 동사의 강점이다. 주요 원재료 구입처는 대주주인 Nisshinbo Brake, Inc. 및 Dupont(미국), Teijin Twaron(네덜란드) 등이다.

수요자

동사는 국내·해외의 많은 기업에 마찰재를 공급

동사의 국내 주요 수요자는 다시 OEM과 OES 형태의 제품을 수요로 하는 회사로 분류할 수 있다. OEM의 경우 당사의 마찰제품을 만도, 현대 모비스, 한국 델파이, 한라공조 등에 납품하여 완성차 제조회사에 최종적으로 공급되고 있으며, OES의 경우 현대 모비스, GM대우, 르노 삼성 등에 순정품으로 납품하고 있다. SABC까지 고려할 경우 동사가 납품하는 완성차 업체는 더욱 다양하다는 것을 알 수 있다. 주요 해외 메이커로는 GM, 도요타, 폭스바겐, 스즈키, 혼다 등을 예로 들 수 있다.

그림 7. 주요 고객사

출처: IR자료

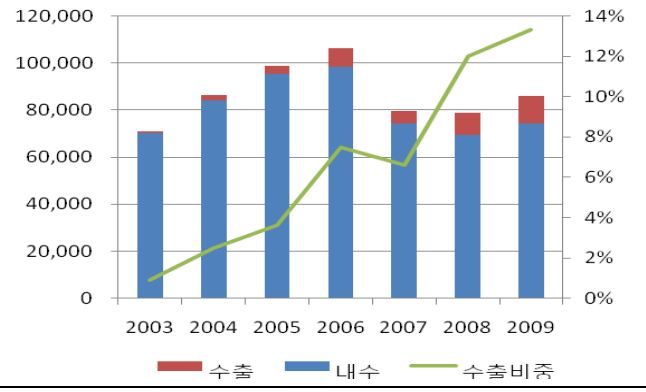
재무상황

동사의 매출액은 2006년에 비하여 2007년과 2008년 큰 폭으로 감소하였는데, 이것은 회계장부상에서 2008년 매각한 소결 부문의 매출액을 2007년부터 제거하였기 때문이다. 동사는 이익률이 높음에도 불구하고 소결부문을 매각하고, 마찰재 부분에서 경쟁력을 강화하고자 이 부분에 역량을 집중하고 있다. 그 결과 마찰재 부문에서의 차별화된 경쟁력을 바탕으로 2009년부터 매출이 다시 증가하기 시작했고, 2010년부터 본격적인 매출확대가 가시화되고 있다.

안정성 측면에서 동사는 재무구조가 건전하며, 꾸준하게 개선되고 있다. 동사는 자본, 부채의 현황을 살펴보면 자본은 증가해 온 반면 부채는 안정적인 수준을 유지하고 있기 때문에 전체적으로 부채비율이 꾸준하게 감소해 왔기 때문이다. 또한 CCC가 현저하게 좋아지고 있기 때문에 현금 유동성 측면에서는 우려할 점이 없다.

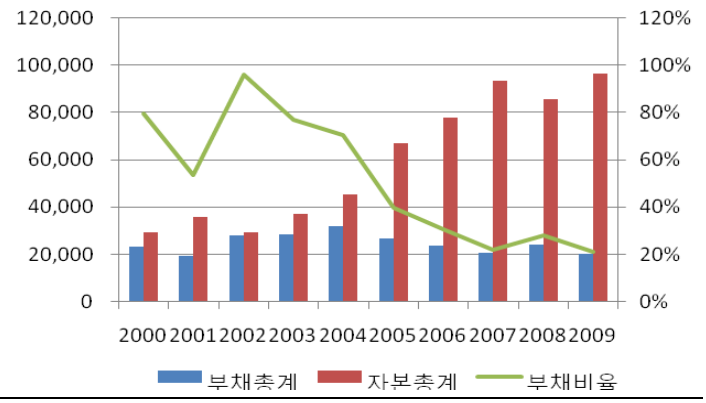
동사의 이익률은 2007년 소결 부분의 수치를 회계장부에서 삭제하면서 상승하였다. 2008년, 2009년 환율의 영향으로 인해 전체적으로 수익성이 하락하였다는 것을 알 수 있다. 2010년에는 원재료 가격과 환율이 안정되어 수익성이 개선될 것으로 예상된다.

그림 8. 매출 내 수출 비중 (단위: 백만 원, %)



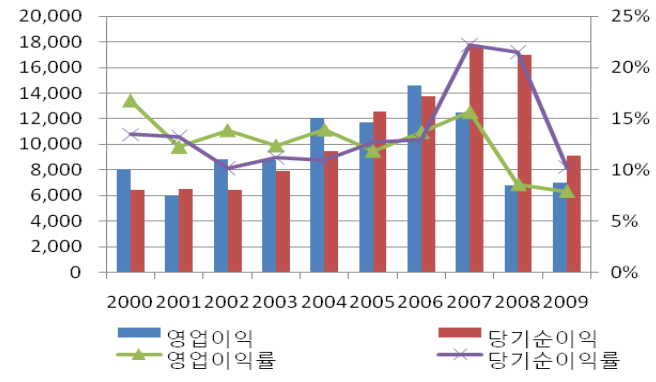
출처: 사업보고서

그림 9. 자본, 부채, 부채비율 (단위: 백만 원, %)



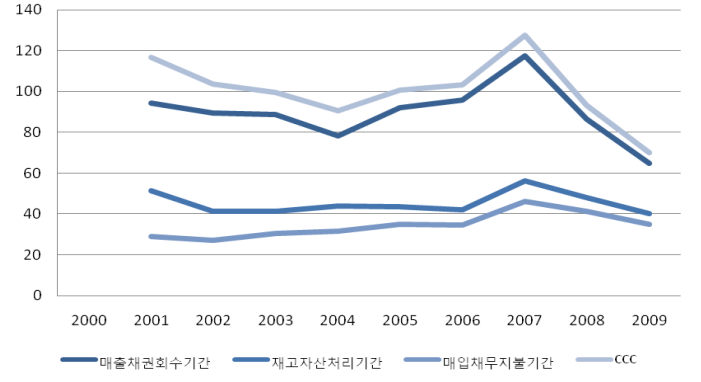
출처: 사업보고서

그림 10. 영업이익 및 순이익 (단위: 백만 원, %)



출처: 사업보고서

그림 11. Cash Conversion Cycle (단위: 일)



출처: 사업보고서

4. 투자포인트① 중국시장을 선점하다!!

중국 1, 2, 3위 완성차 업체로 제품 공급

동사의 중국 시장 진출은 다른 부품업체들의 시장 진출과 마찬가지였다. 동사는 최대 매출처인 현대 기아 차가 중국에 진출하자 부품을 납품하기 위해 함께 진출하게 되었고, 03년 6월 100% 동사 출자로 중국법인인 중국 북경 새론(북경)기차부건유한공사(SABC)를 설립하였다. 2006년부터 기술 경쟁력과 원가 경쟁력을 바탕으로 GM에도 납품하기 시작하였으며 최근에는 올 하반기부터 중국 내 완성 차 판매 1위 업체인 폭스바겐에 납품하게 됨에 따라, 기존에 공급하던 상하이GM과 현대차 그룹과 함께 중국 내 1, 2, 3위 완성 차 업체들에 동사의 제품을 모두 공급하게 된다.

중국시장 자동차 시장의 성장은 동사의 최대 모멘텀

중국 시장 내 연평균 51.6% 고성장 지속

KIET '중국 자동차 시장의 현황과 전망'(2010.01.28) 에 따르면 중국에서의 자동차 보급은 국제적으로 낮은 수준에 있어 장기적인 잠재력을 보유하고 있다. 이는 1000명 대비 자동차 보급률로, 브라질과 인도의 중간수준에 위치하며 한국의 약 10분의 1, 일본의 약 20분의 1에 머무는 수준이다. 자동차 보급이 가장 진전한 베이징 시의 경우에도 한국과 동경도의 거의 절반 수준밖에 못 미치고 있다. 따라서, 중국시장에서의 성장은 향후 동사의 최대 모멘텀이 될 것으로 기대된다. 더구나 동사의 중국 내 실적을 살펴보면 2005년 이후 연평균 51.6% 의 고성장을 지속해 온 것을 확인할 수 있다.

폭스바겐 물량 확보로 수익 증대

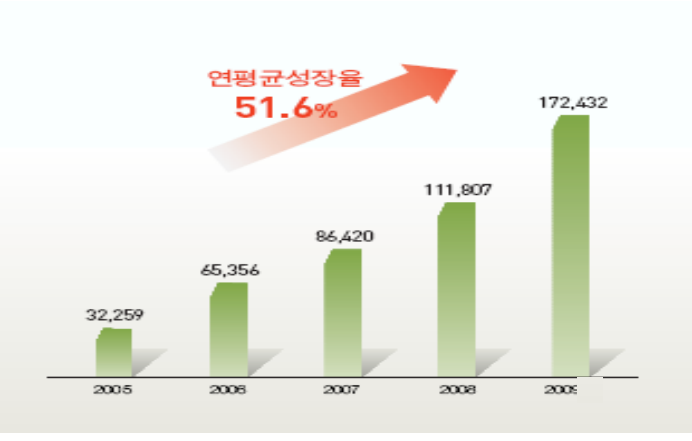
상품매출에서 직접제작납품으로의 전환을 통해 수익성 향상

폭스바겐 물량은 그 동안 Nisshinbo 미국법인에서 완제품으로 제작해서 동사 중국법인을 통해 상품 형태로 공급되었다. 그러나 그룹차원 수익성을 감안하여 올 하반기부터 동사 중국법인에서 직접 제작'납품하기로 결정되었고, 폭스바겐 측의 제품 테스트 도 거쳤다. 기존 상품매출에서 직접 제작 납품함에 따라 중국법인의 수익성 자체도 향상될 것으로 예상되며 동사 IR에 따르면 그 증가율은 약 3% 정도로 예상된다. 중국 자동차 시장은 지속 성장하고 있고 시장점유 1위인 폭스바겐이 차종다변화를 안 할 리 없기에 수익성 개선뿐만 아니라 앞으로 제작될 신차로 인한 매출 확대가 기대된다.

그림 12. 성장 배경

출처: IR 보고서

그림 13. 중국 법인 실적 (단위 : 천 RMB)



출처: IR 보고서

품질과 원가 경쟁력 인정을 통해 매출처 다변화 진행

새로운 매출처 확보, 기존 매출처 물량 확대와 추가 item 개발

메이저업체의 납품은 품질이나 원가경쟁력을 상당수 확보했다는 의미. 마찰재의 경우, 제품의 특성 상 운전자의 생명과 직결될 수 있다는 점에서 품질력이 무엇보다 중요시 되고 있다. 특히 최근 도요타 사태와 같은 완성차 품질에 대한 문제가 이슈화되고 있는 가운데, 원가절감을 이유로 품질이 낮은 중국업체를 선택하기에는 부담이 있을 것이다. 동사는 이미 현대차 최대 마찰재 공급업체로써 품질력을 인정받고 메이저 완성차업체들로부터 관심을 받고 있는 상태에서 폭스바겐까지 납품하게 됨에 따라, 향후 타 메이저업체들의 관심은 더욱 높아질 것으로 기대된다. 실제로 동사는 최근 중국내 스즈키에 물량납품을 하기 시작하였고, 도요타, 닛산 등 여러 글로벌 메이저 업체들의 중국현지 법인에 제품공급을 하고 있다. 이 밖에도 내년부터 혼다 등에도 신규 물량이 공급될 예정으로 매출처 다변화가 빠르게 확대되고 있으며, 상하이 GM의 차기 물량 등 기존 매출처에 대한 물량도 꾸준히 확대되고 있을 뿐만 아니라 추가 item도 개발 중이다.

중국 자동차 시장 성장으로 인한 매출 확대 이상의 효과 기대

시장 성장에 따른 매출 확대 이상의 효과 기대

중국 정부는 2009년부터 2011년까지 연평균 10% 이상의 자동차 시장을 성장 시키겠다는 계획(자동차 산업 조정 부흥 계획 서칙, 중국 국무원) 하에 자동차 구입시 구매세 인하 및 신차 구입시 지원금 제공 등의 정책을 폈다. 그 결과 2008년 대비 2009년에 46.2% 가량의 성장을 달성했고 중국 정부는 이 지원 정책을 2010년까지 연장하기로 했다. 이에 따른 동사의 중국법인 매출확대 역시 기대 되는 와중에, 폭스바겐 물량 확보에 따른 매출 확대와 스즈키, 혼다, 닛산 등 새로운 메이저 업체대상 신규 매출도 기대되기에 중국 자동차 시장 성장에 따른 매출 확대 이상의 효과가 기대되어 연평균 약 30% 정도 매출 확대가 기대된다.

Capacity 확장을 통해 늘어나는 물량 공급 충당

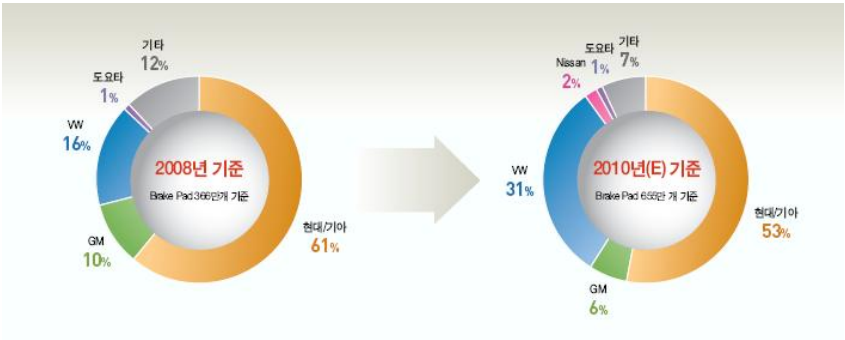
라인 증설로 폭주하는 수주물량 충당

동사는 최근 수주물량 폭주로 브레이크와 라이닝 등 마찰재 생산라인이 풀 가동 상태이다. 올해에만 1500만대 수준인 중국 완성 차 시장에서 뛰어난 품질과 가격경쟁력은 현지 메이저 완성차 업체들의 러브콜이 끊이지 않는 이유이다. 밀려드는 주문을 소화하기 위해 지난해 9기였던 라인은 현재 4기가 늘었고 6월부터는 추가로 9기가 순차적으로 증설되는 등 모두 22개 라인이 가동된다.

그림 14. 2009 차종 Project 현황

출처: IR 보고서

그림 15. 고객 포트폴리오 확대



출처: IR 보고서

5. 투자포인트② 현대·기아차와 같이 달려간다!

현대차 성장 관련 수혜주

동사는 현대차그룹의 최대 마찰재 공급업체로 국내외 시장에서 선전하고 있는 현대차 성장에 따라 관련 수혜주로 지속 부각될 전망이다. 동사의 전체 매출 중 현대차그룹이 차지하는 비중이 66% 수준이며, 중국법인의 북경현대 납품까지를 감안하면 76% 수준이다.

현대 기아차 국내외 선전

국내 시장점유 75.9% 현대기아차

한국자동차공업협회(KAMA) 자료 기준으로 2009년 현대자동차의 내수 점유율은 47.7%. 이는 2008년에 비해 2.1%p 상승한 것으로 신형 쏘나타, 투싼ix 등 신차와 아반떼, 싼타페 등 기존 차종 모두 안정적인 판매를 유지함에 기인한 것이다. 기아차의 시장점유율은 2009년 28.2%로 전년도 대비 2.5% 상승한 것이다. 이처럼 현대 기아차는 국내시장의 75.9%를 차지할 만큼 국내에서 독보적인 위치에 자리하고 있다.

세계 시장점유 첫 5% 달성 현대차, 기아차와 합치면 7~8% 예상

세계시장에서 역시 선전 중인데 세계 자동차 시장에서 현대차의 점유율은 사상 처음 5%를 넘었다. 현대차는 세계시장에서 150만2015대를 팔아 세계시장 점유율이 5.02%에 이르렀고 이는 지난해 현대차의 세계시장 점유율 4.4%에서 0.6%포인트 오른 것이다. 기아자동차의 판매량을 합하면 현대·기아 차 전체의 세계시장 점유율은 7~8%대로 올라설 것으로 추정된다.

현대 기아차 핵심모델 수주로 본격적인 매출 확대 국면

신차출시에 따른 매출 확대 예상

동사는 이미 신형 에쿠스, K7 등에 적용되는 신규물량을 이미 납품 중이며, 올해 하반기부터 출시 예정인 베르나, 아반떼, 그랜저 후속 모델 등 현대차의 핵심모델을 이미 수주하였고, 경쟁사대비 수주우위를 유지하고 있다. 이에 따라 2010년 하반기로 갈수록 신차출시에 따라 09년 대비 급격한 매출확대도 예상된다.

현대 기아차의 세계시장에서 선전이 동사의 매출 확대로 이어짐

더구나, 현대 기아차가 해외에서 선전하고 있고 현지 공장에서 생산을 하더라도 마찰재는 동사의 제품을 사용하게 되기에 해당 차종에 마찰재를 제공하는 동사의 매출 역시 증대될 것으로 예상되어 동사는 현대 기아차 선전의 최대 수혜주라고 할 수 있다.

그림 16. 신차종 Project 양산 계획 **(2011년 계획은 추후 확정)**

구분	2009년	2009년	2010년	2011년
HMC	차종	1	8	-
	예상수량(천대)	50	1,050	-
KMC	차종	3	1	-
	예상수량(천대)	290	100	-
GM	차종	1	1	1
	예상수량(천대)	300	50	500
쌍용	차종	-	1	-
	예상수량(천대)	-	30	-

출처: IR 보고서

ABS 기본 사양 장착 추세로 납품 제품군 증가

ABS 기본 장착률 확대에 따른 공급제품 증가로 매출 신장

아반떼는 현대차의 최대 볼륨카로 동사의 매출확대에 상당 부분 기여할 것으로 예상되는데 과거 중대형 차급 이상에 적용되었던 ABS(Anti-lock Brake System)가 이번 아반떼 부터는 기본 사양으로 장착될 예정임에 따라 Rear(뒷바퀴) Brake Pad가 추가로 장착되는 등 동사가 납품하는 제품 군 또한 증가할 전망이다. ABS는 braking 시에 바퀴가 lock 되는 것을 방지해 조향성을 잃지 않게 해주는 장치인데, 조향이 되지 않으면 차가 미끄러지게 되어 사고의 위험이 높다. 최근 안전에 대한 관심증대로 신차출시와 함께 ABS 기본 장착률 확대 추세가 나타나고 있으며, 이에 따른 공급 제품 군 증가로 동사의 매출은 현대차 생산확대대비 상대적으로 더욱 높은 신장을 나타낼 것이다.

6. 투자포인트③ 안정적 협력 관계, 끝까지 간다!

완성차 업체-부품업체 쉽게 헤어질 수 없는 사이

동사는 완성차 업체, SUB-ASSEMBLY 업체와 안정적인 협력 관계를 유지하고 있어 한 번 납품 계약을 체결하면 그 이후에는 안정적으로 매출을 기대할 수 있는 사업 구조를 가지고 있다. 그 이유는 동사와 같은 부품업체들은 완성차 업체의 신차종 개발 초기부터 참여해 1~3년 가량 공동으로 많은 시험단계와 실차 시험을 거쳐 신차종에 맞는 맞춤형 제품을 생산하여 완성차 업체, SUB-ASSEMBLY 업체에 납품하기 때문이다. 그 결과 다른 부품업체가 만든 제품은 대체재가 될 수 없어 신규 업체가 시장에 진입하기 어렵다. 이러한 이유 때문에 초기에 한 번 완성차 업체나 SUB-ASSEMBLY 업체에 부품을 납품하기 시작하면 완성차 업체가 부품과 관련된 차를 지속적으로 생산하는 한 동사는 부품을 계속 납품 할 수 있어 한 번 매출이 발생하면 안정적으로 유지되는 특성이 있다.

고객화(Customization)를 통해 안정적인 매출 유지 가능

동사의 브레이크 마찰재도 이와 같은 사업 구조를 가지고 있다. 동사는 신차 개발 초기부터 개발에 참여하여 신차에 맞는 브레이크 마찰재를 1~3년 가량 완성차 업체, SUB-ASSEMBLY 업체와 협력을 통해 만들어 낸다. 브레이크 마찰재에는 다양한 원재료가 들어가는데 차종에 따라 들어가는 성분도 다르다. 브레이크 마찰재에 들어가는 원재료들의 비율에는 특별한 공식이 있는 것이 아니기 때문에 끊임없는 실험을 통해 신차에 맞는 여러 가지 재료들의 배합 비율을 찾아낸다. 이와 같이 차종마다 다르게 고객화(customization)를 통해 브레이크 마찰재를 생산하므로 한 번 계약을 통해 마찰재를 개발해 납품을 시작하면 해당 차종을 완성차 업체가 계속 생산하는 한 납품을 지속 할 수 있어 매출이 안정적으로 유지된다.

동사는 올해 말부터 현대기아자동차의 신차에 마찰재를 납품 할 계획이고 중국 폭스바겐에도 새로 납품을 시작한다. 또한 내년부터 스즈키, 도요타 등 일본 자동차 회사에도 신규로 마찰재를 납품할 계획이다. 이러한 마찰재 매출의 증가는 앞서 설명한 브레이크 마찰재 사업의 특징 덕분에 안정적으로 유지될 것으로 기대된다.

완성차 업체와 대등한 위치에서 협력

동사와 완성차 업체, SUB-ASSEMBLY 업체는 이와 같이 개발초기부터 함께 신차 개발에 노력하는 협력의 관계에 있기 때문에 동사가 완성차 업체나 SUB-ASSEMBLY 업체에 종속되는 관계에 있기 보단 동등한 관계에 있다고 볼 수 있다. 대등한 입장에 있다는 것은 동사가 완성차 업체, SUB-ASSEMBLY 업체와의 관계에서 교섭력이 있다는 것을 뜻한다. 교섭력이 중요한 이유는 교섭력이 없을 경우 완성차 업체, SUB-ASSEMBLY 업체의 부당한 요구(가격 인하 압박 등)를 들어 주어야만 하므로 이러한 부당한 요구 때문에 경영상에 어려움을 겪을 수 있기 때문이다.

7. 투자포인트④ 원래 높은 이익률, 더 높아지고 있다!

차별화된 경쟁력과 높은 이익률

동사가 완성차 업체, 특히 현대자동차의 부품업체이기 때문에 CR 압력의 위험에도 불구하고 지난 4년 간 10%이상의 영업이익률을 유지할 수 있었던 것은 동사가 처한 사업적 조건의 영향이 크다. 일차적으로 마찰재 산업에서 동사의 Tier가 낮기 때문에 완성차 업체의 직접적 위험에 노출되지 않았고, 시장 규모가 상대적으로 작기 때문이다. 그렇지만 동사가 경쟁자들보다 높은 영업이익률 꾸준히 지속해 왔고, 앞으로도 지속할 수 있을 것으로 예상하는 이유는 차별화된 동사의 경쟁력 때문이다.

모회사의 도움으로 싼 값에 원재료 구매

첫째는, 원가 경쟁력이다. 동사는 모회사인 Nisshinbo에서 원재료를 저렴하게 공급받는다. 원재료를 구입할 때 Nisshinbo와 함께 대량으로 구매해 싼 가격에 원재료를 사기도 하고, Nisshinbo가 만든 마찰재를 싼 값에 구입해 납품하기도 한다. 그렇기 때문에 다른 업체와는 달리 원재료를 안정적이고 상대적으로 저렴하게 공급받을 수 있다.

OE 사업에 집중해 경쟁사보다 높은 이익률이 보장됨

둘째는, 수익성이 높은 OE산업에 집중하고 있다는 것이다. 동사가 집중하고 있는 OE 사업은 RE와 달리 높은 수익성을 자랑한다. 국내에 동사와 비견할 만한 브레이크 마찰재 기업은 상신브레이크와 KB오토시스 두 업체인데, 두 업체는 OE와 RE를 동시에 영위하고 있다. RE 사업 같은 경우는 마찰재를 판매하는 과정에서 중간에 많은 유통 업자들을 거치게 되므로 판매관리비가 많이 든다. 하지만 OE 사업 같은 경우, 완성차 업체나 SUB-ASSEMBLY 업체에 유통 단계를 거치지 않고 바로 납품하기 때문에 판매관리비가 많이 들지 않는다. 동사는 OE 사업에 집중하고 있기 때문에 RE 사업과 OE 사업에 동시에 진출한 다른 업체들에 비해 상대적으로 판매관리비가 조금 들어 이익률이 다른 업체들보다 뛰어난 것이다. 아래의 그래프에서 확인 할 수 있듯이 동사의 영업이익률은 상신브레이크, KB오토시스보다 훨씬 높은 것을 확인 할 수 있다. 또한 국내 RE 사업부

문 1위인 상신브레이크와 판매관리비/매출액을 비교해 보면 동사의 판매관리비/매출액이 훨씬 낮은 것을 확인 할 수 있다.

환율에 의한 이익률 변동성이 크다

동사의 이러한 높은 이익률은 원달러, 원엔 환율이 낮아짐에 따라 더욱 더 높아질 것으로 예상된다. 동사는 마찰재 생산에 필요한 원재료의 50% 가량을 수입해 오고 있는데 달러와 엔화로 원재료를 구입해 오고 있으므로 원재료 조달 비용은 원달러 환율과 원엔 환율에 직접적으로 영향을 받는다. 아래의 그래프에서도 알 수 있듯이 동사의 이익률과 원달러, 원엔 환율은 부의 상관관계를 보여주고 있다. 원달러, 원엔 환율은 2008년부터 상승하기 시작하여 2009년 초 정점을 찍고 이후 계속 하락하고 있는데 이와 반대로 이익률은 2008년 3분기부터 감소하기 시작하여 2008년 4분기에 최저치를 기록하고 2009년부터 서서히 증가하는 모습을 보이고 있다.

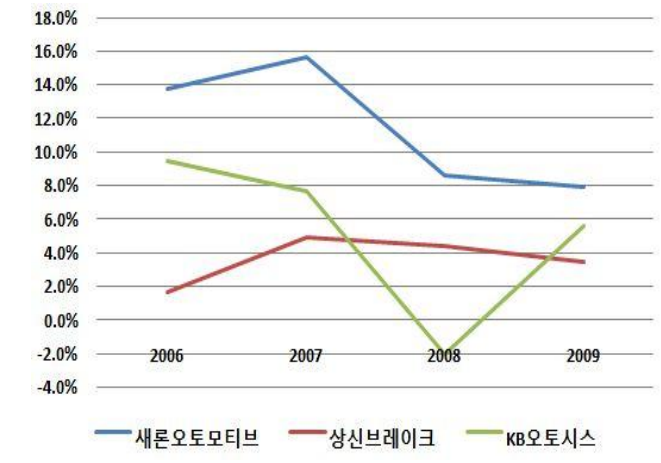
환율은 안정적일 것으로 전망, 이익률 호전 예상

하지만 2009년 초 이후 환율이 안정적으로 변하는 모습을 보이고 있고 2010년에도 이 추세는 지속될 것으로 예상된다. 국내 경제가 기대 이상으로 양호한 회복세를 보임에 따라 많은 해외 자본이 유입되고 있고 여기에 선진국 대비 양호한 성장세를 보이고 있는 아시아 국가들에 대한 세계적인 관심이 더해지고 위안화 절상 기대가 더해지면서 아시아 국가 통화들의 강세가 예상되어 원화도 강세를 보일 것으로 예상된다. 이러한 원화 강세가 예상됨에 따라 동사는 2010년에 2008년, 2009년보다 이익률이 상승할 것으로 기대되고 그 결과 동사의 재무상태에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

CR의 위험은 극복 가능할 것

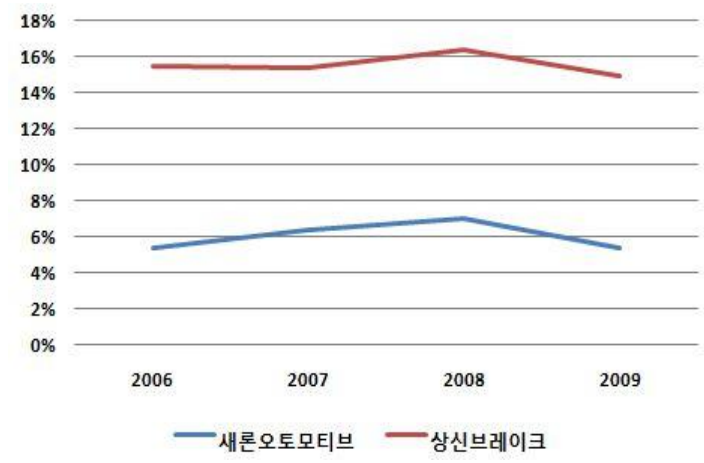
물론, 동사 완성차 업체의 부품업체이기 때문에 항상 CR(Cost Reduction)의 위험은 존재하지만, 그럼에도 이익률 안정화를 전망한다. 그 이유는 차별화된 기술적 강점으로, 완성차 업체들과 안정적이고 장기적인 거래 관계를 유지하고 있고, 고객 다변화도 점차 가속화되고 있어 부품업체로서 입지가 강화되고 있으며, 일방적인 가격인하 통보가 아닌 가격의 합의점을 찾아가는 CI(Cost Innovation)이 통용되어 가고 있기 때문이다.

그림 17. 영업이익률 비교 (단위: %)



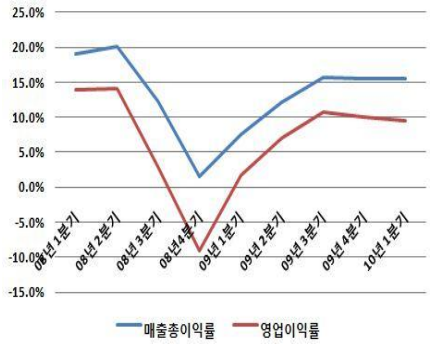
출처: 사업보고서

그림 18. 판매관리비 / 매출액 비교 (단위: %)



출처: 사업보고서

그림 19. 매출총이익률, 영업이익률 변동 추이



출처: 사업보고서

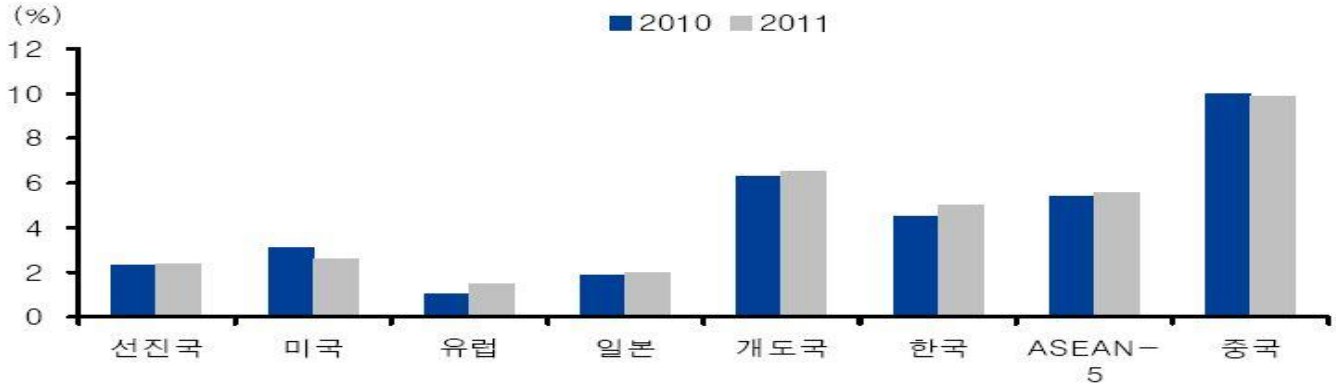
그림 20. 원/달러 환율 추이

출처: 네이버

그림 21. 원/엔 환율 추이

출처: 네이버

그림 22. 경제 성장률 전망 (단위: %)



출처: IMF

8. Issue

유통주식수 적지만, 이제 풀린다.

현재 동사의 주요주주는 Nissinbo Holdings가 65.1%, 자사주가 15.8%정도로써, 현대 유통되고 있는 주식은 전체 발행주식 중 약 10%정도이다. 역시 이러한 점이 낮은 주식 거래량을 유인하고 있고, 주가가 상승의 할인요소가 되고 있다. 하지만 동사는 이러한 점을 개선하기 위해, 지난 11월 일반공모 방식으로 자기주식을 매각하였고, 올해 5월 말에도 남은 자사주의 약 41% 일반공모 방식으로 매각할 계획으로 지분개선을 위해 적극적인 노력을 기울이고 있는 상황이다. 분명, 유통주식수의 물량이 적은 것은 프리미엄을 할인하는 요소이지만, 유동성리스크가 점진적으로 개선되고 있다라는 점과 주가관리를 위한 동사의 적극적인 자세, 그리고 독보적인 대주주(65%)의 영향으로 배당수익률도 작년 기준 4.5% 수준으로 높다는 점 등을 고려해볼 때, 프리미엄 할인은 제한적일 것이라고 판단된다. 오히려, 자동차의 핵심부품을 생산하고 있고, 장기적으로 실적을 견인할 신규 매출처의 확대가 확실시 되었고, 추가적인 고객다변화도 안정적으로 진행되고 있는 현 시점에서, 업종 내 프리미엄 부각은 타당하다고 생각한다.

9. Valuation

P/E Multiple을 이용한 적정가치 산출

P/E Multiple을 이용해, 2010년 기준 Target Price 산출

동사는 향후 중국 시장으로부터의 성장과 매출처다각화를 통한 실적 성장이 기대되고 있는 상황이다. 또한, 작년에 실시되었던 자동차 관련 중국시장 내수진작 정책이 올해에도 이어지면서, 올해에도 중국시장은 큰 폭으로 성장할 것으로 기대되고 있다. 따라서, 우리는 실적전망이 용이한 2010년을 기준으로, 그 성장성을 감안하여, P/E Multiple을 사용하여 Valuation을 실시하였다.

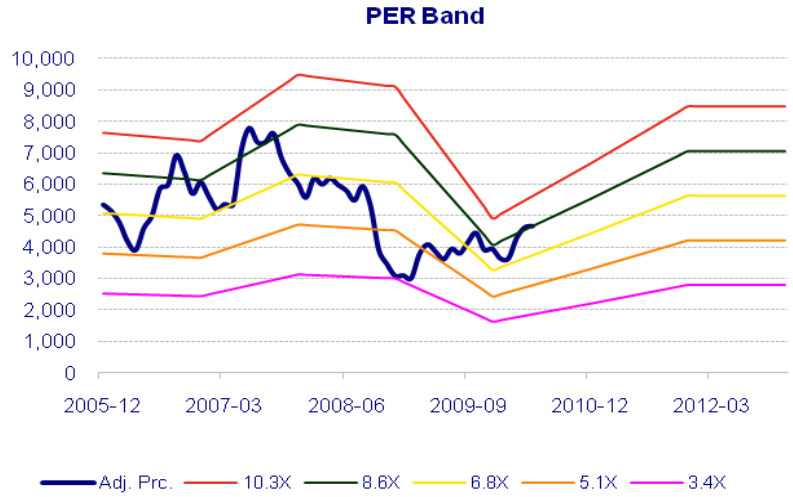
적정 PER 산출하기 – 경쟁업체와 비교하기

동사는 09년 실적대비 5월 13일 종가 기준으로 현재 PER은 10.11배 수준이다. 이와는 상대적으로 국내브레이크 업체의 선두업체이지만, 국내베이스이며, 이익률이 낮은 경쟁업체인 상신브레이크의 PER은 8.77배 수준이다.

이런 프리미엄의 차이는 성장성과 수익성에서 차이가 나기 때문일 것이다. 따라서, 먼저 수익성을 비교하고자 한다. 동사와 상신브레이크의 3년 평균 ROE는 각각 16.6%, 9.8% 수준으로써, 동사는 상신브레이크 대비 거의 60% 이상의 수익력을 가지고 있음을 확인할 수 있다. 그럼에도 불구하고, 동사의 PER은 상신브레이크의 PER 대비 20% 정도 높은 수준이기 때문에, 동사의 PER의 성장성이 저평가되고 있거나, 상신브레이크의 PER가 높은 수준이라고 판단할 수 있다. 그러나, 우리는 전방산업의 호조세에 따른 제품 공급량 확대와 과거 PER추이를 생각해보면, 후자의 가능성은 크지 않다라고 생각한다.

2010년 Target PER 10.8배 수준

따라서, 동사의 PER은 그 성장성을 저평가하고 있다고 판단된다. 그러나 Research Team 2는 동사의 적정 PER를 09년 기준 PER과 유사한 수준인 10.8배 수준이라고 제시한다. 그 이유는 중국의 내수 진작책이 올해까지 연기되었고, 내년부터는 어떻게 될지 모른다는 불확실성이 존재하기 때문에, 중국 자동차 시장이 지속적으로 성장은 하겠으나 이전과 같은 큰 폭의 성장률은 점차 둔화될 것이라는 팀의 판단 아래, 판매처 다각화로 얻을 수 있는 프리미엄과 불확실한 부분을 상쇄했다.



(자사주의 갯수를 제외했을 경우 PBR밴드)

적정 EPS 산출하기

2010년 예상 매출액 성장률은 4%

우선, 현대/기아차를 중심으로 매출이 구성되어 있음을 감안하여, 현대/기아차의 실적 성장성을 반영하여, 매출액을 추정할 것이다. 시장의 전망에 따르면, 2010년도 현대/기아차의 실적 성장은 약 4~5% 수준일 것이라고 한다. 여기에, ABS에 따른 공급물량 증가까지 감안한다면, 동사의 매출이 4~5% 증가할 것이라고 가정하는 것은 큰 무리가 없을 것이라고 판단된다. 따라서, 우리는 2010년 매출액은 전년대비 약 4% 성장할 것이라고 가정한다.

예상 영업이익률은 10%

환율에 따른 원자재 가격변동으로 손실되었던 영업이익률도 올해 들어 환율의 안정세와 함께 안정적으로 유지될 것으로 예상된다. 실제 환율이 안정적으로 돌입한 시점부터 안정적으로 10%대의 영업이익률을 기록하고 있다. 따라서, 향후 환율이 안정적인 기조를 당분간 유지할 것이라는 판단아래 올해는 10%대의 영업이익을 달성할 수 있을 것이라고 생각한다.

이자손익은 이전과 같은 수준

동사는 풍부한 유동성과 함께, 이로부터 얻는 이자수익도 크다. 앞으로도 이자수익이 클 것인가와 관련된 사항은 동사의 향후 현금사용과 관련이 깊다. 향후 투자계획을 살펴보면, 지속적으로 2010년에 Capa를 확장하는 계획이 있는데, 그 조달액은 상대적으로 낮았던, 09년의 순이익과 비교해서도, 작은 금액이기 때문에, 향후에는 오히려 현금이 쌓이는 구조가 될 것이라고 판단한다. 그러나, 역시 불확실성이 있기 때문에, 현재의 이자손익 수준을 반영하겠다.

지분법이익은 작년 대비 30%의 성장 가정!

지분법이익은 역시 중국의 급격한 성장과 맞물려 있다. 중국 자동차 시장은 08년 대비 09년에 46.2% 가량의 성장을 달성했다. 올해에도, 작년과 같은 중국 정부의 내수진작 지원정책이 유지되고 있고, 폭스바겐 물량확보 뿐 아니라 새로운 메이저 업체대상과의 신규매출도 기대된다는 점에서 중국 자동차 시장 성장에 따른 매출 확대 이상의 효과가 기대되어 연평균 약 30% 이상의 매출 확대가 기대된다. 우리는 최소한이라고 생각하는 30%의 성장률을 반영하겠다.

이에 따른 2010년 실적추정액은 다음과 같다.

(단위: 백만원)	07년	08년	09년	10년(E)
매출액	**79,644**	**78,982**	**88,944**	**92,502**
영업이익률	15.68%	8.58%	7.90%	10.00%
영업이익	**12,485**	**6,779**	**7,027**	**9,250**
영업외손익	4,193	4,933	3,393	4,069
이자손익	1,728	2,267	1,356	1,356
지분법이익	1,904	364	2,252	2,928
EBT	16,678	11,712	10,420	13,319
법인세비용	(2,894)	(1,922)	(1,276)	(2,664)
중단사업이익	3,894	7,171	0	0
당기순이익	**17,678**	**16,961**	**9,144**	**10,655**

목표주가 5,994원

안전마진 25%

다소 보수적인 가정아래 추정한 예상 EPS는 555원(10,650,000,000원 / 19,200,000주)이다. 이에 Target PER 10.8배를 적용하여 Research Team 2는 동사의 **2010년 Target Price를 5,994원**로 제시한다. 현재 주가 대비 **25%의 Upside Potential**이 있다고 판단된다. 동사는 동종업종 대비 매력적인 성장성과 수익성을 지니고 있음에도 불구하고, 유통물량의 부족으로 큰 폭의 주가 상승이 제한되고 있다. 그러나, **이제는 동사의 매력적인 가치와 지속적으로 개선되고 있는 지분구조에 주목할 시점이라고 판단된다.** 따라서 우리는 2010년 목표주가 5,994원, 안전마진 25%으로 Buy를 제시하는 바이다.

10. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	1,063	1,152	790	889
매출원가	860	926	666	771
매출총이익	203	226	123	118
판매비및 일반관리비	57	60	56	48
인건비	13	15	14	11
감가상각비	2	2	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타판매비및 일반관리비	13	12	7	7
영업이익	146	166	68	70
영업외손익	24	54	49	34
이자수익	11	18	24	14
이자비용	2	1	1	1
외환차손익	-4	-0	3	0
외화환산손익	-0	2	3	-4
지분법이익	18	31	4	23
기타영업외손익	1	1	11	3
세전계속사업이익	170	221	117	104
법인세비용	32	44	19	13
계속사업이익	137	177	98	91
중단사업이익			72	
당기순이익	137	177	170	91
EPS (원)	716	921	932	594
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
유동자산	583	644	548	575
현금등가물 및 단기금융	215	216	296	266
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	**263**	**249**	**125**	**191**
재고자산	99	92	83	86
비유동자산	433	493	550	593
투자자산	110	158	252	272
유형자산	308	321	274	298
무형자산	2	2	1	0
자산총계	1,015	1,137	1,098	1,168
유동부채	211	174	191	155
매입채무	75	82	69	79
단기차입금	40	1	51	1
유동성장기차입금				
비유동부채	26	31	49	47
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	237	205	240	203
자본금	96	96	96	96
자본잉여금	93	93	93	93
이익잉여금	596	744	879	944
자본조정			-260	-203
자본총계	779	933	858	966

현금흐름표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금흐	215	220	166	79
당기순이익	137	177	170	91
비현금수익비용가감	59	41	1	40
유형자산감가상각비	54	54	48	40
무형자산상각비	1	1	1	1
퇴직금여	20	20	27	17
외화환산손익	0	-2	-3	1
지분법평가손익	-18	220	166	79
기타	2	-252	-239	-98
영업활동으로인한자산부	18	3	-4	-52
투자활동으로인한현금흐	-93	-174	45	117
유형자산 투자	-48	-67	-38	-66
유형자산 처분	0	1	11	1
무형자산 증감	-1	-0	0	-0
투자자산 증감	-49	-9	-3	-16
기타	4	-99	75	198
재무활동으로인한현금흐	-60	-68	-244	-27
장단기차입금증가	-35	-39	50	-50
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-25	-29	-35	-27
기타	1	0	-260	50
영업투자재무활동기타흐	0	0	0	0
순현금흐름	62	-22	-33	168
기초현금	31	92	71	38
기말현금	92	71	38	206

주요투자지표

(₩,%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	7.5%	8.4%	-31.4%	12.6%
EBITDA성장률 %	19.0%	10.2%	-47.0%	-5.2%
EBIT성장률 %	24.3%	13.9%	-59.2%	3.7%
총자산성장률 %	8.4%	12.0%	-3.5%	6.5%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	19.1%	19.6%	15.6%	13.3%
EBITDA마진률 %	18.8%	19.1%	14.8%	12.4%
EBIT마진률 %	13.7%	14.4%	8.6%	7.9%
세전계속사업이익률 %	16.0%	19.1%	14.8%	11.7%
당기순이익률 %	12.9%	15.3%	21.5%	10.3%
Stability Ratios				
부채비율 %	30.4%	22.0%	28.0%	21.0%
순부채비율 %	-22.5%	-23.1%	-28.6%	-27.4%
유동비율 %	276.0%	371.3%	286.6%	370.2%
당좌비율 %	229.0%	318.1%	243.0%	314.8%
이자보상배율	69.6	287.6	72.6	96.8
Performance Ratios				
ROE %	19.0%	20.7%	18.9%	10.0%
ROA %	14.1%	16.4%	15.2%	8.1%
ROIC %	22.6%	28.1%	17.5%	14.6%
Per Share Ratios				
수정EPS	716	921	883	476
주당순자산	4,056	4,857	4,467	5,031
주당현금흐름	999	1,205	1,139	687
주당배당금	150	180	180	180

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 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.