

Mirae Asset Inside COCOON

No. 3

Small Cap

Mirae Asset Hunts

Little Giants

| 2008.11.4

Mirae Asset's VIEW

소프트웨어/솔루션 유엔젤(072130)-사상 최고의 영업이익 달성
증권 KTB투자증권(030210)-꽃을 파우기 전 긴 겨울나기
전기/전자 파트론(091700)-무한 엔진 장착
기계 케이프(064820)- 이익방어 능력의 재확인
건설 희림(037440)-환경변화가 시장이다
전자부품 대진디엠피(065690) - 기대에 부합하는 수익성
제약 부광약품(003000)-일시적 원가율 상승으로 YoY 부진한 실적

안정적인 수익모델을 기반으로 꾸준히 성장하는 기업에 대한 투자매력도는 더욱 증가하고 있으며, 향후 주식시장이 안정화된 이후 다시 시장의 주목을 받을 수 있을 것으로 확신합니다.



증권기업 우량주

'Inside Cocoon'

을 세 번째로 발간하면서

글로벌 금융 불안이 실물경제 불안으로 확대되고 있으며, 이에 따라 국내 기업들의 향후 불확실성도 확대되고 있습니다. 특히 지난 10월에는 과거에 볼 수 없었던 주식 시장의 급락으로 투자자들의 심리는 더욱 악화되고 있는 상황입니다.

그러나 이러한 상황에서도 안정적인 수익모델을 기반으로 꾸준히 성장하는 기업에 대한 투자매력도는 더욱 증가하고 있으며, 향후 주식시장이 안정화된 이후 다시 시장의 주목을 받을 수 있을 것으로 확신합니다.

과거를 돌아보면 시장의 큰 변동국면은 우량 증권기업에 대한 아주 좋은 투자 기회였습니다. 이러한 점에서 당사가 세번째로 발간하는 우량증권 기업보고서 'Inside Cocoon'에 대해 지속적인 관심을 부탁드립니다.

미래에셋증권 리서치센터

'Inside Cocoon'의 선정 기준

'Inside Cocoon'은 매달 첫 주에 발행하고 있으며, 시가총액 5천억원 이하 종목들 중에서 업종별로 시장에서 소외 받고 있는 종목 중심으로 선정하고 있습니다. 선정 기준은 아래 <표 2>에서 나와있는 기준들 중에서 최소 3개 이상 해당사항이 있는 종목들입니다.

<표 1> Inside Cocoon운영 계획

	선정 기준	비고
발간일	매월 1회	매달 첫주 예정
종목수	최종 20개	매달 업데이트 예정
시가총액	5,000억원 이하	업종별 소외 종목 중심

자료: 미래에셋증권 리서치센터

<표 2> Inside Cocoon기업 선정 기준

	선정 기준	비고
성장성	2007년~2009년 연평균 EPS성장률 20% 이상	시장 평균 1.5배
수익성	2008년 기준 영업이익률 15% 이상	시장 평균 1.5배
안정성	2008년 기준 부채비율 80% 이하	시장 평균 1/2
자산가치	순 현금성 자산 시가총액의 30% 이상	-
Valuation	2008년 예상 PER 8.0배 이하	시장 평균 11배
TP	현주가 대비 30% 이상 상승 여력	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉 미래에셋증권 증권기업 유니버스 투자 포인트 비교

기업	성장성	수익성	안정성	자산가치	Valuation	TP	합 계
유엔젤	—	★	★	★	★	★	★★★★★
KTB투자증권	—	—	★	★	—	★	★★★
파트론	★	★	★	—	★	★	★★★★★
에스이십사	★	—	★	★	—	★	★★★★
케이프	—	★	★	★	—	★	★★★★
희림	★	—	★	—	★	★	★★★★
대진디앤피	—	★	★	★	★	★	★★★★★
부광약품	★	★	★	—	—	★	★★★★
CJ CGV	★	★	—	—	—	★	★★★
유니드	★	—	★	—	★	—	★★★

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 4〉 미래에셋증권 증권기업 유니버스 투자의견 및 목표주가

	업 종	시가총액 (억)	투자의견	목표주가 (원)	담당자
에스이십사	인터넷	770	BUY	8,500	정우철
유엔젤	소프트웨어	500	BUY	8,000	정우철
KTB투자증권	증 권	1,680	BUY	4,500	이창욱
파트론	전기&전자	810	BUY	9,400	조성은
케이프	기계	830	BUY	14,500	양희준
희림	건설	970	BUY	11,600	변성진
대진디앤피	전기&전자	570	BUY	8,400	박재철
부광약품	제약	3,340	BUY	28,000	신지원
CJ CGV	엔터테인먼트	3,280	BUY	22,000	정우철
유니드	화학	1,580	BUY	45,000	이상훈

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 5〉 미래에셋증권 중소형 우량주들의 영업실적 및 Valuation

(단위: 십억원, %, 배)	매출액		영업이익		순이익		영업이익률		PER	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
에스이십사	257.9	306.8	10.9	13.5	8.9	10.6	4.2	4.4	8.7	7.3
유엔젤	53.1	63.5	16.5	18.1	11.6	14.3	31.0	28.5	4.3	3.5
KTB투자증권	66.4	75.1	4.4	(0.6)	2.3	10.2	6.6	(0.8)	NA	30.4
파트론	121.3	180.0	19.5	25.4	16.3	18.3	16.1	14.1	5.0	4.4
케이프	34.2	56.6	9.3	13.6	0.6	8.0	27.3	24.0	140.4	10.4
희림	170.7	214.4	19.3	25.6	16.6	19.3	11.3	11.9	5.8	5.0
대진디앤피	64.1	86.1	11.6	15.2	11.8	13.4	18.1	17.7	4.8	4.3
부광약품	173.2	190.3	45.2	51.5	34.7	40.3	26.1	27.1	9.6	8.3
CJ CGV	379.8	438.0	61.3	76.8	31.8	43.3	16.1	17.5	10.3	7.6
유니드	446.0	511.4	56.0	56.2	54.7	55.7	12.6	11.0	2.9	2.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

인터넷/엔터테인먼트/SW

유엔젤(072130)-사상 최고의 영업이익 달성

정우철 3774-6708

투자의견 BUY, 목표주가 8,000원

유엔젤에 대한 투자의견 BUY를 유지함. 이는 동사가 글로벌 경기침체에도 불구하고 지난 3분기에 사상 최고 수준의 분기 영업이익을 기록했으며, 이러한 추세는 2009년에도 지속될 수 있을 것으로 판단되기 때문임. 특히 주식시장의 급락에 따른 동사의 주가 하락으로 투자매력도는 더욱 높아졌다고 판단됨. 동사의 2008년, 2009년 예상 PER은 4.3배, 3.5배에 불과하며, 시가총액은 보유 현금 수준에 불과함. 다만 최근 주식시장의 하락에 따른 상대 Valuation 하락을 감안해 동사의 목표주가를 8,000원으로 하향 조정함. 동사의 목표주가는 2009년 거래소 평균 PER 7.5배를 적용하여 산출함.

3분기 사상 최고의 분기 영업이익 실현

동사의 2008년 3분기 매출액은 전년동기 대비 7.6% 감소한 116억원이었으나, 영업이익은 23.8% 증가한 52억원을 기록함. 따라서 동사의 영업이익률은 44.6%를 기록함. 이처럼 동사가 사상 최고 수준의 수익성을 기록한 것은 수익성이 좋은 ASP매출의 증가와 함께 원가가 이미 반영된 SK텔레콤의 3G SMSC와 인도네시아의 Telkom Flexi社의 지능망 증설에 따른 매출이 반영되었기 때문임. 동사의 수출비중은 60%를 상회하고 있으며, 2007년 상반기에 환 해지를 위해 KIKO에 가입된 상태임. 따라서 동사는 환율상승으로 인해 3분기에도 추가로 파생통화상품 평가 손실이 11억원 발생함. 그러나 700만 달러 이상의 달러 보유에 따른 외화환산이익이 12억원 발생함. 따라서 3분기 세전이익은 전년동기 대비 14.7% 증가한 50억원을 달성함.

브라질 계약 취소, 그러나 유럽 국가와 신규 계약 가능성 높아

동사는 국내 SK텔레콤, 해외의 태국(DTAC社), 말레이시아(Celcom社), 멕시코(Iusacell社)에서 안정적인 ASP매출이 발생하고 있으며, 2009년부터는 브라질(VIVO社)에서도 신규 매출이 발생할 것으로 기대해왔음. 이는 동사가 지난 2007년 하반기에 브라질 VIVO社와 ASP서비스를 위한 계약을 체결했기 때문임. 그러나 VIVO社는 지난 10월말에 일방적으로 계약 해지를 발표함. 동사는 법적인 손해배상 청구를 진행하고 있으나, 현 시점에서 계약이 다시 성사되기는 어려울 것으로 판단됨. 그러나 동사가 올 초부터 진행하고 있는 유럽 국가와의 ASP서비스는 잘 진행되고 있다는 점에서 2009년부터 유럽의 신규 ASP 매출이 가능할 것으로 기대됨.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	36.2	45.7	53.1	63.5	71.1
영업이익	(십억원)	10.8	13.8	16.5	18.1	21.1
EBITDA	(십억원)	13.5	16.9	19.3	21.4	24.3
세전순이익	(십억원)	9.2	14.5	15.9	19.8	22.9
순이익	(십억원)	6.4	11.0	11.6	14.3	16.6
EPS	(원)	487	836	881	1,090	1,260
증감률	(%)	(15.8)	71.6	5.4	23.7	15.6
P/E	(x)	15.5	9.8	4.3	3.5	3.0
P/B	(x)	1.6	1.6	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	(x)	5.1	4.1	0.6	0.1	(0.2)
ROE	(%)	10.6	16.8	16.0	17.0	16.6

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : Medium

Price Volatility : Low

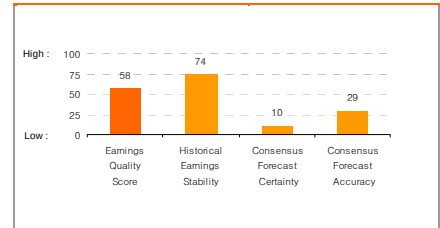
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W8,000
컨센서스 목표주가	W8,650
현재가 (10/31)	W3,765
예상 주당배당금 (08E)	-
예상 주가상승률 (6M)	112.5%
예상 배당수익률 (12M)	-

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W881 / W1,090
컨센서스 EPS (08E/09E)	W802 / W898
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	14.6%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	-
순부채비율 (08E)	-48.7%

Earnings Quality Score

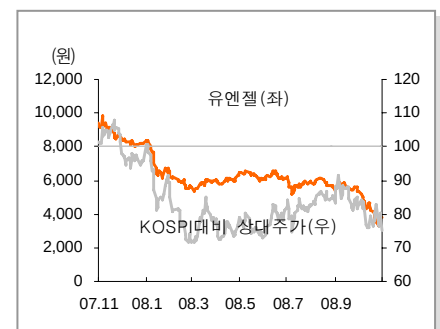


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	50 / 38
발행주식수	13 mn
유동주식비율	69.6%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.9
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	41.6%
52주 최고가 / 최저가	W3,250 - 9,800
최근 3개월 일평균 거래량	39,908
최근 3개월 일평균 거래대금	W204 mn
외국인 지분율	9.7%
주요주주 지분율	
최종열 외 5인	30.24%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(29.2)	(42.1)	(59.5)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(6.1)	(3.1)	(13.4)



〈표 1〉 유엔젤의 2008년 3분기 영업실적

(단위 : 십억원, %)	3Q07	2Q08	3Q08(E)	3Q08(P)	차이	(QoQ)	(YoY)
매출액	12.6	13.1	13.7	11.6	(15.0)	(11.1)	(7.6)
영업이익	4.2	3.5	4.5	5.2	15.5	47.0	23.8
세전이익	4.4	2.4	4.2	5.0	18.9	109.6	14.7
영업이익률	33.3	27.0	32.8	44.6	11.8p	17.6p	11.3p
세전이익률	34.8	18.3	30.8	43.1	12.3p	24.8p	8.4p

자료: 유엔젤, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 2〉 유엔젤의 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %)	변경전		변경후		차이(%)	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
매출액	52.8	63.6	53.1	63.5	0.5	(0.1)
영업이익	16.8	18.6	16.5	18.1	(1.6)	(2.8)
세전순이익	15.8	19.9	15.9	19.8	0.2	(0.6)
순이익	11.6	14.4	11.6	14.3	0.2	(0.6)
영업이익률	31.7	29.3	31.0	28.5	(0.7)p	(0.8)p
세전순이익률	30.0	31.3	29.9	31.2	(0.1)p	(0.2)p
순이익률	21.9	22.7	21.8	22.6	(0.1)p	(0.1)p

자료: 유엔젤, 미래에셋증권 리서치센터 전망

〈표 3〉 유엔젤의 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)	영업실적				증가율 (%)		
	2006	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
매출액	36.2	45.7	53.1	63.5	26.2	16.4	19.6
(솔루션)	21.0	16.4	28.9	32.6	(22.3)	76.9	12.8
(국내 ASP)	10.6	10.3	8.7	9.2	(3.4)	(15.6)	5.5
(해외 ASP)	4.5	19.0	15.5	21.7	324.0	(18.5)	40.1
영업이익	10.8	13.8	16.5	18.1	28.4	19.1	10.0
세전이익	9.2	14.5	15.9	19.8	57.9	9.6	24.6
영업이익률	29.8	30.3	31.0	28.5	0.5p	0.7p	(2.5)p
세전이익률	25.4	31.7	29.9	31.2	6.4p	(1.8)p	1.3p

자료: 유엔젤, 미래에셋증권 리서치센터 전망

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	45.0	54.5	61.8	73.9	88.7
현금 및 단기금융상품	29.6	37.3	37.6	46.8	53.3
매출채권	8.1	10.9	15.7	16.8	24.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	28.0	27.1	33.7	38.2	41.2
투자자산	14.6	14.0	18.6	22.5	24.5
유형자산	12.0	11.7	13.8	14.3	15.3
무형자산	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5
자산총계	73.1	81.6	95.6	112.1	130.0
유동부채	6.4	11.8	15.5	17.4	18.5
매입채무	1.3	2.1	6.0	6.7	7.2
단기차입금	0.0	0.0	1.9	1.9	1.9
유동성장기부채	2.0	2.2	1.7	1.7	1.7
고정부채	4.0	2.1	2.7	2.9	3.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	4.0	2.1	1.2	1.2	1.2
부채총계	10.4	13.9	18.2	20.3	21.6
자본금	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	25.4	25.5	25.6	25.6	25.6
이익잉여금	30.7	40.3	50.0	64.4	81.0
자본조정	0.1	(4.7)	(4.9)	(4.8)	(4.8)
자본총계	62.6	67.7	77.4	91.8	108.4
총차입금	6.0	4.3	4.8	4.8	4.8
순차입금	(30.3)	(38.2)	(37.7)	(47.9)	(54.9)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	13.4	16.1	8.4	15.3	12.4
당기순이익	6.4	11.0	11.6	14.3	16.6
감가상각비	2.4	2.6	2.4	2.8	2.8
무형자산상각비	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.7	(0.1)	0.7	0.4	0.4
운전자본의 감소(증가)	0.1	(2.1)	(0.8)	(0.4)	(6.9)
매출채권의 감소(증가)	0.5	(2.8)	(4.7)	(1.1)	(7.4)
재고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	(0.3)	0.8	3.9	0.7	0.5
기타	3.5	4.3	(6.0)	(2.3)	(0.9)
투자활동 현금흐름	(6.6)	(8.9)	(14.7)	(13.9)	(9.5)
단기금융상품의 처분(취득)	5.5	0.0	(9.5)	(7.7)	(3.6)
유가증권 처분(취득)	(2.0)	(6.5)	1.7	(1.0)	(0.5)
유형자산의 취득	(10.1)	(2.4)	(4.6)	(3.4)	(3.8)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.5)
투자자산의 감소(증가)	(0.7)	0.1	(1.1)	(1.3)	(1.1)
기타	1.2	0.4	(0.9)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(2.6)	(8.0)	(1.4)	0.1	0.0
차입금의 증가(감소)	(1.5)	(1.8)	0.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.2	(4.9)	0.0	0.1	0.0
배당금의 지급	(1.3)	(1.3)	(1.9)	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
순현금흐름	4.2	(0.8)	(7.7)	1.5	2.9
기초현금	4.9	9.1	8.3	0.6	2.1
기말현금	9.1	8.3	0.6	2.1	5.0
잉여 현금흐름	6.8	7.1	(6.3)	1.4	2.9

자료: 유엔젤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	36.2	45.7	53.1	63.5	71.1
증가율	4.4	26.2	16.4	19.6	11.9
매출원가	18.4	19.7	23.0	30.5	34.1
매출총이익	17.8	25.9	30.1	33.0	37.0
증가율	22.9	45.6	15.9	9.8	11.9
매출총이익률	49.3	56.8	56.6	52.0	52.0
판매비및일반관리비	7.0	12.1	13.6	14.9	15.9
영업이익	10.8	13.8	16.5	18.1	21.1
증가율	28.2	28.4	19.1	10.0	16.3
영업외손익	(1.6)	0.6	(0.6)	1.7	1.8
순금융비용	(1.4)	(1.8)	(2.3)	(2.5)	(2.8)
외환관련손익	(0.3)	(0.6)	0.4	0.0	0.0
지분법평가손익	(0.7)	0.1	(0.7)	(0.4)	(0.4)
기타영업외손익	(2.0)	(0.6)	(2.5)	(0.4)	(0.6)
세전순이익	9.2	14.5	15.9	19.8	22.9
법인세비용	2.8	3.5	4.3	5.4	6.3
당기순이익	6.4	11.0	11.6	14.3	16.6
EPS	487	836	881	1,090	1,260
증가율	(15.8)	71.6	5.4	23.7	15.6
EBITDA	13.5	16.9	19.3	21.4	24.3
증가율	19.2	25.2	14.5	10.4	14.0

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	487	836	881	1,090	1,260
BPS	4,789	5,158	5,779	6,873	8,126
주당 EBITDA	1,032	1,288	1,470	1,624	1,850
주당 현금배당금	100	150	0	0	0
PER	15.5	9.8	4.3	3.5	3.0
PBR	1.6	1.6	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	4.1	0.6	0.1	(0.2)
배당수익률	1.3	1.8	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	49.3	56.8	56.6	52.0	52.0
영업이익률	29.8	30.3	31.0	28.5	29.7
EBITDA이익률	37.3	37.0	36.4	33.6	34.3
순이익률	17.6	24.0	21.8	22.6	23.3
ROE	10.6	16.8	16.0	17.0	16.6
ROIC	26.4	31.2	37.8	35.7	34.0
안정성					
부채비율	16.6	20.5	23.5	22.1	19.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	702.4	461.2	399.6	425.7	480.3
이자보상배율(배)	(7.9)	(7.7)	(7.2)	(7.4)	(7.6)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.3	4.8	4.0	3.9	3.5
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	24.6	27.0	13.2	10.0	10.3
순운전자본회전율	6.6	13.7	10.9	8.5	6.6

자료: 유엔젤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

증권

KTB투자증권(030210)-꽃을 피우기 전 긴 겨울나기

이창욱 3774-6834

3Q08 실적, 당초예상을 넘어서는 대규모 순손실 발생

KTB투자증권이 3분기에 당초예상을 넘어서는 121억원의 적자를 기록함. 증시 침체에 따른 투자주식 매각 지연과 증권업 시작에 따른 cost 상승, 그리고 부실자산 매각규모 증가로 인해 적자전환을 예상하고 있었으나, 그 폭이 확대됨. 당사 추정치 대비 손실폭이 확대된 주 요인은 1) KTB캐피탈의 자회사 분리 후 초기 비용 발생에 따른 순이익 악화, 2) 이연법인세차 발생에 따른 법인세비용 31억원 발생 때문임. 부진한 증시상황으로 인해 실적 부진 추세는 계속될 예정이나 이와 같은 큰 폭의 순손실 발생은 3Q08로 마무리 될 전망이다.

FY08 및 FY09 순이익 전망 84%, 66% 각각 하향 조정

악화된 시장상황과 영업실적을 반영하여 FY08 순이익과 FY09 순이익을 각각 84%, 66% 하향한 23억원, 102억원으로 조정함. 주요 조정내역은 다음과 같음. 1) PEF자산 증가세 둔화와 증시부진을 반영하여 2009년 수입수수료 전망치를 당초 267억원에서 192억원으로 25.5% 하향 조정, 2) 주식시장 부진에서 자유로울 수 없는 핵심 자회사인 KTB자산운용 및 KTB캐피탈 지분법 평가이익 역시 당초 170억원에서 71억원으로 58.2% 하향 조정함. 증권업 영위를 통한 손익은 2009년까지 8억원 적자 기록 후 2010년부터 흑자전환을 예상했으나, 수정치에서는 2009년 76억원 적자, 2010년에도 21억원 적자를 벗어나지 못할 것으로 예상함

목표주가 4,500원으로 하향, 투자 의견은 BUY 유지

FY09E 실적 전망치를 하향 조정함에 따라 목표주가를 4,500원으로 하향함. 목표주가는 KTB투자증권 주당 영업가치 1,000원과 KTB자산운용 주당 지분가치 3,500원을 합산하여 산출함. KTB투자증권 주당 영업가치는 KTB자산운용 지분법 이익을 제외한 FY09 예상 순이익 73억원에 증권업 평균 FY08 P/E 8.2배 적용하여 산출함. KTB자산운용의 주당 지분가치는 주식시장 부진을 반영하여 당초 산정가치 4,990원을 약 30% 할인하여 산출함. 하지만, 이러한 가치 조정에도 불구하고 10월 31일 기준 주가 2,700원은 과도하게 할인된 수준이라는 판단 하에 향후 주가 상승여력 67%를 바탕으로 투자 의견 매수는 유지함.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업이익	(십억원)	21.6	31.0	4.4	(0.6)	10.6
세전순이익	(십억원)	22.8	32.3	0.8	10.2	21.7
순이익	(십억원)	21.7	33.2	2.3	10.2	21.7
EPS	(원)	359	551	(13)	89	304
증감률	(%)	4.8	53.2	(102.3)	(802.9)	242.4
P/E	(x)	14.6	21.3	N/A	30.4	8.9
BPS	(원)	5,145	5,940	6,879	7,018	7,257
P/B	(x)	1.0	2.0	0.4	0.4	0.4
ROE	(%)	7.1	9.9	(0.2)	1.4	4.6

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : Low

Price Volatility : Low

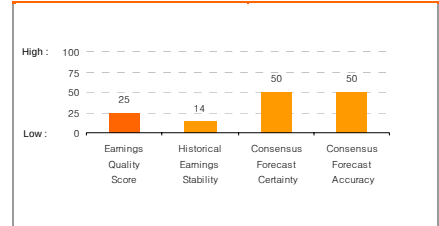
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W4,500
컨센서스 목표주가	W8,400
현재가 (10/31)	W2,700
예상 주당배당금 (08E)	-
예상 주가상승률 (6M)	66.7%
예상 배당수익률 (12M)	-

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	-W13 / W89
컨센서스 EPS (08E/09E)	W270 / W487
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	-
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	71.5%
순부채비율 (08E)	-

Earnings Quality Score

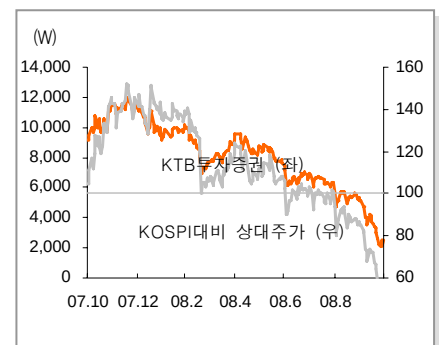


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	163 / 115
발행주식수	60 mn
유동주식비율	89.3%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.2
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	71.3%
52주 최고가 / 최저가	W2,150 - 12,000
최근 3개월 일평균 거래량	592,964
최근 3개월 일평균 거래대금	W2,563 mn
외국인 지분율	25.4%
주요주주 지분율	
KTB자산운용	10.9%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(49.1)	(71.9)	(70.4)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(25.9)	(32.8)	(24.3)



〈표 1〉 3Q08 Earnings Review

(단위:십억원)	3Q08	시장 컨센서스	Gap(금액)	Gap(%)
영업이익	(7.9)	(1.7)	(6.2)	(367.4)
당기순이익	(12.1)	4.0	(16.1)	적자전환

자료: KTB투자증권, FnGuide Consensus

〈표 2〉 3Q08 Earnings Review

(단위:십억원)	3Q08	당사 추정치	Gap(금액)	Gap(%)
영업수익	15.4	11.8	3.6	30.4
영업이익	(7.9)	(8.6)	0.7	8.0
당기순이익	(12.1)	(4.9)	(7.2)	(147.6)

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉 분기별 실적 추이

(단위:십억원)	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	QoQ (%)	YoY (%)
영업수익	29.3	15.0	12.4	24.3	15.4	(36.8)	(47.5)
수수료수익	7.0	2.9	3.8	3.4	2.7	(20.8)	(61.8)
투자수익	20.6	10.4	6.4	18.9	4.9	(73.8)	(76.0)
이자수익	1.2	1.5	1.6	1.9	4.3	126.9	271.8
기타수익	0.5	0.2	0.6	0.2	3.5	1,621.7	549.8
영업비용	11.3	13.5	9.6	12.0	23.3	94.4	106.4
판관비	4.9	6.7	5.4	6.6	10.5	58.1	114.0
투자손실	3.9	4.2	1.6	2.8	7.1	151.3	79.9
기타비용	2.5	2.6	2.6	2.5	5.7	126.1	134.0
영업이익	18.0	1.5	2.8	12.3	(7.9)	적자전환	적자전환
영업외손익	0.0	(0.1)	4.6	(9.7)	(1.0)	89.2	적자전환
세전순이익	18.0	1.4	7.4	2.7	(9.0)	적자전환	적자전환
당기순이익	18.0	1.4	7.4	7.3	(12.1)	적자전환	적자전환

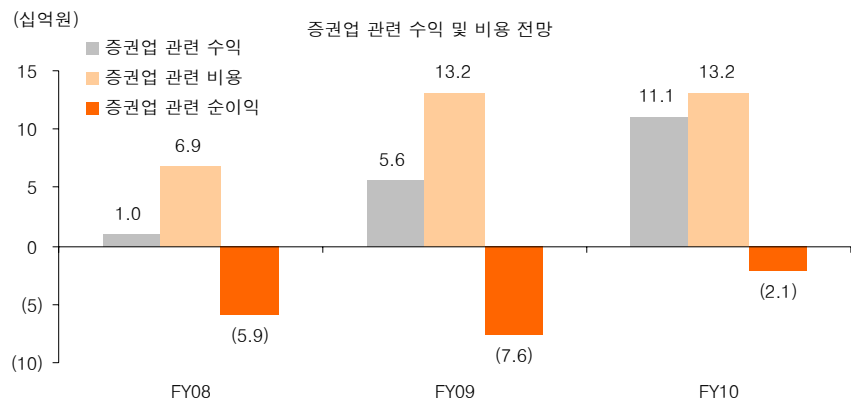
자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 4〉 KTB투자증권 연간 실적 전망 조정

(단위:십억원)	기존		변경		차이 (%)	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
영업수익	64.6	84.1	66.4	75.1	2.8	(10.7)
영업이익	7.2	11.0	4.4	(0.6)	(38.3)	(105.7)
당기순이익	14.4	29.8	2.3	10.2	(84.2)	(65.6)

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 1〉 증권업 관련 직접 수익 및 비용 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

추정재무제표

손익계산서

(단위:십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업수익	65.8	77.0	66.4	75.1	88.8
대출금이자	0.7	0.5	0.2	0.0	0.0
예금이자	0.9	3.0	7.1	9.5	7.6
단기매매 및 매도가능증권 이자	0.5	0.3	0.4	0.1	0.1
배당금 수익	0.7	1.0	1.2	1.6	1.6
매도가능증권 처분이익	14.1	26.1	26.7	28.8	32.8
투자관련 지분법이익	28.2	22.8	5.6	0.0	0.0
단기매매증권 처분이익	3.4	5.3	3.0	4.5	4.5
단기매매증권 평가이익	2.0	0.1	0.8	0.9	0.9
수입수수료	11.5	16.8	13.6	19.2	30.6
기타 영업수익	4.0	1.1	7.8	10.6	10.8
영업비용	44.2	46.0	62.0	75.8	78.3
정책자금이자	0.9	0.7	0.2	0.0	0.0
회사채 및 차입금이자	11.2	9.7	10.8	13.7	13.9
단기매매증권 처분손실	1.8	0.4	3.7	7.4	7.4
단기매매증권 평가손실	0.1	0.2	0.9	1.5	1.5
매도가능증권 감액손실	2.0	10.0	3.4	6.6	8.2
매도가능증권 처분손실	4.5	2.5	4.7	2.8	3.2
지분법 평가손실	5.4	1.8	1.6	0.0	0.0
판매비와 관리비	18.0	20.8	32.6	39.6	39.7
기타영업비용	0.3	0.0	4.1	4.3	4.4
영업이익	21.6	31.0	4.4	(0.6)	10.6
영업외손익	1.2	1.3	(3.6)	10.9	11.1
법인세차감전순이익	22.8	32.3	0.8	10.2	21.7
법인세비용	1.1	(0.9)	(1.5)	0.0	0.0
당기순이익	21.7	33.2	2.3	10.2	21.7
증가율 (%)					
영업이익	2.8	43.4	(85.8)	적전	흑전
세전순이익	10.3	41.5	(97.5)	1,152.0	111.7
당기순이익	4.8	53.2	(93.2)	350.3	111.7

주요 투자지표

(단위: %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
성장성	(13.5)	8.0	66.8	1.2	1.2
총자산	(1.5)	(8.4)	11.5	16.7	11.6
투자주식	57.2	4.1	6.3	(26.6)	31.1
투자조합	3.2	15.5	35.5	(2.9)	3.4
총자본					
수익구성	29.5	40.9	39.3	41.0	39.2
투자수익	42.8	29.7	21.7	9.8	8.9
지분법이익	17.4	21.8	17.5	23.0	31.4
수입수수료	10.2	7.6	21.5	26.1	20.5
기타수익	(13.5)	8.0	66.8	1.2	1.2

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

대차대조표

(단위:십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
현금 및 금융상품	31.7	63.4	274.0	210.2	167.0
단기매매증권	25.2	52.6	77.2	86.8	87.8
미수수익	10.6	12.4	10.2	9.8	9.9
대출금	13.8	10.6	0.0	0.0	0.0
투자주식/사채 및 조건부용자	155.4	149.2	288.2	340.3	368.3
투자주식	151.5	138.7	288.2	340.3	368.3
사채 및 조건부 용자	3.9	10.4	0.0	0.0	0.0
출자금	218.9	200.5	90.0	101.0	124.0
신기술금융(벤처)	107.9	93.7	0.0	0.0	0.0
CRC	69.6	40.4	0.0	0.0	0.0
PEF	32.9	56.5	61.7	72.2	94.7
기타 출자금	8.5	10.0	28.2	28.8	29.4
미수금	0.0	0.2	76.3	77.3	78.2
이연법인세차	14.6	15.7	26.3	26.7	27.0
유형자산	0.2	0.2	2.1	2.6	2.6
기타	5.4	9.2	13.0	13.1	13.2
자산총계	476.0	514.1	857.3	867.6	878.1
정책자금 차입금	21.9	15.6	0.0	0.0	0.0
회사채 및 일반차입금	140.0	135.0	251.4	268.2	264.4
미지급금	0.7	0.6	113.1	120.5	118.9
미지급비용	1.9	1.5	0.8	0.8	0.8
퇴직급여충당금	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
기타	0.3	2.2	5.6	5.9	5.9
부채총계	165.7	155.8	371.6	396.2	390.7
자본금	301.6	301.6	353.0	335.8	335.8
자본잉여금	33.6	33.6	82.7	82.7	82.7
이익잉여금	57.6	90.8	62.4	65.3	81.3
자본조정 및 기타포괄손익	(82.5)	(67.7)	(12.4)	(12.4)	(12.4)
자본총계	310.3	358.3	485.7	471.4	487.4
부채와 자본총계	476.0	514.1	857.3	867.6	878.1

주요 투자지표

(단위: 원, 배, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당지표					
EPS	359.3	550.6	(12.6)	88.9	304.3
BPS	5,145	5,940	6,879	7,018	7,257
Valuation					
PER	14.6	21.3	N/A	30.4	8.9
PBR	1.0	2.0	0.4	0.4	0.4
수익성 및 효율성					
ROA	4.2	6.7	(0.1)	0.6	2.1
ROE	7.1	9.9	(0.2)	1.4	4.6
부채비율	53.4	43.5	76.5	84.0	80.1

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

| 전기&전자

파트론(091700)-무한 엔진 장착

조성은 3774-1829

목표주가를 9,400원으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지함

동사에 대한 목표주가를 9,400원으로 상향함. 경기 침체로 인한 통신장비 산업의 성장 둔화에도 불구하고, 거래선별 동사의 가격 경쟁력은 연도별 높아지고 있다고 판단함. 특히, 카메라 모듈, 안테나, 수정 발진기의 성장성이 뚜렷하게 증가하고 있어, 동사의 08,09년 EPS를 각 24.3%, 18.2% 상향 조정함. 동사의 08~10년 평균 EPS Growth는 20.5%로 IT 부품 경쟁사를 압도하는 괄목한 실적 상승세를 전망함. 목표주가는 08,09년 PER 11.1배, 9.5배에 해당함. 국내 핸드셋 부품 업종의 평균 09년 PER 대비 5.6% 높은 수준이나, 성장성을 감안하면 무리 없다는 판단임.

범용성 핸드셋 부품에도 불구하고, 원가 통제력은 타 경쟁사를 압도

카메라 모듈, 안테나 등 핸드셋 범용 부품에 대한 “저 마진”이라는 고정 관념을 동사는 경쟁사 대비 한 수 위의 원가 통제력으로 지속하여 불식시켜 주고 있음. 특히 성장 동력으로 자리매김한 카메라 모듈은 High single digit 수준의 영업이익률을 시현, 주 거래선 내 물량 확대와 함께 기대 이상의 수익 기여는 지속될 전망. 특히 주 거래선의 low-end 핸드셋 물량 확대가 09년 크게 부각될 것으로, 동사에 대한 의존도는 한층 높아질 점도 동사에 대한 기대감을 높여줄 것임.

균형적 부품 Portfolio를 통한 과거 수년간 보여준 Reference를 신뢰할 때

4년 이상 지속되고 있는 양적 성장과 동반된 안정된 수익성은 실적 변동성이 극심한 IT 부품 경쟁사와 확연히 구별되는 동사만의 경쟁 요인일 것임. 다양한 부품 Portfolio 구축 및 거래선 내 기반 확대는 당사에 대한 향후 기대감을 높여주는 또 하나의 경쟁력으로 부각될 전망이다. 따라서, 핸드셋 부품 업종에 대한 보수적인 투자 의견을 유지하나, 이처럼 차별화된 동사에 대해선 긍정적인 투자 전략을 권유함.

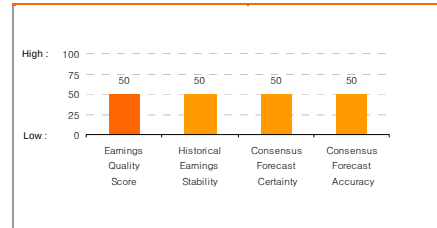
결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업이익	(십억원)	42.9	69.2	121.3	180.0	202.5
세전순이익	(십억원)	6.9	12.3	19.5	25.4	27.7
순이익	(십억원)	11.3	16.8	24.5	31.2	33.6
EPS	(원)	6.0	11.7	19.5	22.0	24.9
증감률	(%)	5.6	9.7	16.3	18.3	20.6
P/E	(x)	504	652	1,050	1,175	1,327
BPS	(원)		29.6	61.0	11.9	12.9
P/B	(x)	6.8	7.2	5.0	4.4	3.9
ROE	(%)	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8

BUY (Maintain)Rating within Industry : **Overweight**Earnings Quality Score : **Medium**Price Volatility : **Low****Target Price & Expected Return**

목표주가(6M)	W9,400
컨센서스 목표주가	W9,200
현재가 (10/31)	W5,220
예상 주당배당금 (08E)	W230
예상 주가상승률 (6M)	80.1%
예상 배당수익률 (12M)	4.4%

Fundamental Data

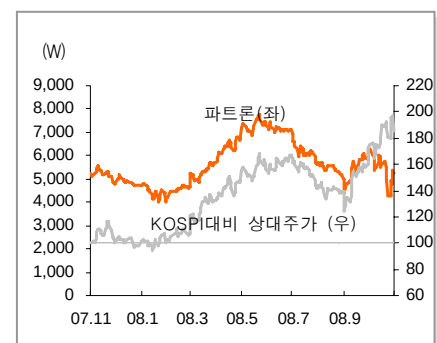
예상 EPS (08E/09E)	W1,050 / W1,175
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,071 / W1,270
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	26.7%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	-
순부채비율 (08E)	4.7%

Earnings Quality Score**Trading Data**

시가총액 (W bn / US\$ mn)	81 / 63
발행주식수	16 mn
유동주식비율	70.5%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.9
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	67.6%
52주 최고가 / 최저가	W7,780-4,020
최근 3개월 일평균 거래량	90,242
최근 3개월 일평균 거래대금	W484 mn
외국인 지분율	4.2%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(10.8)	(27.5)	0.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	12.4	11.5	46.1



〈표 1〉 파트론의 분기별 실적 추정

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08P	4Q08E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E
매출액	11.8	14.9	17.7	24.7	24.3	25.8	31.8	39.3	39.7	42.9	45.4	51.9
유전체	1.2	2.3	2.0	2.2	1.5	1.9	1.3	1.4	1.6	1.2	1.1	1.3
아이슬레이터	0.9	1.7	2.0	2.2	2.5	2.5	2.2	3.4	3.1	3.3	2.7	3.6
안테나	5.7	8.2	9.7	9.4	10.7	10.4	13.8	14.9	13.9	14.8	18.0	19.7
수정발진기	3.1	2.1	2.2	3.6	3.4	3.7	3.9	4.8	4.8	5.1	5.6	6.2
카메라모듈	1.0	0.6	1.8	7.2	6.2	7.2	10.7	14.8	16.3	18.5	17.9	21.2
영업이익	1.8	3.4	3.8	3.3	4.2	4.6	5.4	5.3	5.6	6.3	6.6	6.8
경상이익	1.5	2.7	3.5	4.0	3.8	3.7	7.7	4.3	4.8	5.4	5.8	6.0
순이익	1.4	2.1	3.0	3.3	3.2	3.2	6.4	3.6	4.0	4.5	4.8	5.0
영업이익률	15.2	22.7	21.5	13.3	17.4	17.8	17.0	13.5	14.1	14.8	14.5	13.1
경상이익률	12.5	18.4	19.7	16.2	15.7	14.1	24.2	10.9	12.1	12.7	12.7	11.6
순이익률	11.6	14.1	16.7	13.2	13.0	12.4	20.1	9.1	10.0	10.5	10.6	9.6

자료: 파트론, 미래에셋증권 리서치센터 추정

〈표 2〉 파트론의 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	42.9	69.2	121.3	180.0	202.5
유전체	8.2	7.7	6.1	5.2	4.6
아이슬레이터	4.0	6.8	10.7	12.8	14.1
안테나	18.2	33.1	49.8	66.4	76.5
수정발진기	8.8	11.1	15.8	21.7	26.1
카메라모듈	3.8	10.6	39.0	74.0	81.1
영업이익	6.9	12.3	19.5	25.4	27.7
경상이익	6.0	11.7	19.5	22.0	24.9
순이익	5.6	9.7	16.3	18.3	20.6
영업이익률	16.1	17.8	16.1	14.1	13.7
경상이익률	14.0	17.0	16.1	12.2	12.3
순이익률	13.0	14.0	13.5	10.2	10.2

자료: 파트론, 미래에셋증권 리서치센터 추정

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	19.4	34.5	46.8	60.9	77.2
현금 및 단기금융상품	8.6	4.3	5.4	4.8	14.4
매출채권	5.3	14.2	22.0	31.0	34.6
재고자산	4.5	9.3	16.5	22.1	25.2
고정자산	31.0	41.3	46.0	49.5	50.7
투자자산	14.1	21.6	25.0	27.2	28.3
유형자산	16.5	19.4	20.8	22.2	22.4
무형자산	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
자산총계	50.4	75.8	92.9	110.4	127.9
유동부채	8.1	18.2	21.6	25.2	26.3
매입채무	1.5	4.6	7.8	10.6	12.0
단기차입금	0.8	1.9	3.0	3.0	3.0
유동성장기부채	2.3	1.8	3.4	3.9	3.4
고정부채	6.8	6.8	4.6	3.3	2.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.3	4.7	2.2	0.7	0.0
부채총계	14.8	24.9	26.2	28.5	29.2
자본금	3.5	5.2	7.8	7.8	7.8
자본잉여금	21.2	26.5	23.9	23.9	23.9
이익잉여금	11.5	20.1	34.4	49.6	66.4
자본조정	(0.7)	(1.0)	0.6	0.6	0.6
자본총계	35.6	50.9	66.7	81.9	98.7
총차입금	8.4	8.4	8.6	7.6	6.4
순차입금	(0.3)	4.0	3.2	2.8	(8.0)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	11.9	6.7	13.7	15.3	24.8
당기순이익	5.6	9.7	16.3	18.3	20.6
감가상각비	4.2	4.3	4.7	5.6	5.8
무형자산상각비	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.5	1.3	3.5	3.7	3.7
운전자본의 감소(증가)	(0.5)	(10.6)	(12.0)	(11.8)	(5.3)
매출채권의 감소(증가)	0.4	(8.8)	(7.9)	(9.0)	(3.6)
재고자산의 감소	(1.3)	(4.8)	(7.3)	(5.6)	(3.1)
매입채무의 증가(감소)	0.4	3.0	3.2	2.8	1.4
기타	2.0	1.9	1.0	(0.7)	(0.2)
투자활동 현금흐름	(17.8)	(16.8)	(10.7)	(12.3)	(10.7)
단기금융상품의 처분(취득)	(1.6)	(0.4)	0.2	(0.5)	(0.5)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(12.4)	(11.2)	(8.8)	(7.0)	(6.0)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
투자자산의 감소(증가)	(2.7)	(3.8)	(3.0)	(4.8)	(4.1)
기타	(0.9)	(1.2)	1.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	11.0	4.9	(1.9)	(4.1)	(5.0)
차입금의 증가(감소)	(0.7)	1.2	0.2	(1.0)	(1.2)
자본의 증가(감소)	12.0	4.6	(0.0)	0.0	0.0
배당금의 지급	(0.2)	(1.0)	(2.1)	(3.1)	(3.8)
기타	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
순현금흐름	5.1	(5.3)	1.0	(1.1)	9.1
기초현금	1.4	6.6	1.3	2.3	1.2
기말현금	6.6	1.3	2.3	1.2	10.3
잉여 현금흐름	(5.9)	(10.2)	3.0	3.0	14.1

자료: 파트론, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	42.9	69.2	121.3	180.0	202.5
증가율	60.9	61.2	75.4	48.4	12.5
매출원가	25.7	42.1	79.4	127.8	143.8
매출총이익	17.3	27.1	41.9	52.2	58.6
증가율	94.9	57.0	54.7	24.4	12.4
매출총이익률	40.2	39.2	34.6	29.0	29.0
판매비및일반관리비	10.4	14.8	22.4	26.8	30.9
영업이익	6.9	12.3	19.5	25.4	27.7
증가율	184.6	78.2	58.9	30.0	9.2
영업외손익	(0.9)	(0.5)	(0.0)	(3.4)	(2.8)
순금융비용	0.8	(0.0)	0.1	(0.2)	(0.3)
외환관련손익	0.1	0.3	0.8	0.0	0.0
지분법평가손익	(0.5)	(1.3)	(3.5)	(3.7)	(3.7)
기타영업외손익	0.3	0.4	2.8	0.2	0.6
세전순이익	6.0	11.7	19.5	22.0	24.9
법인세비용	0.4	2.0	3.1	3.7	4.2
당기순이익	5.6	9.7	16.3	18.3	20.6
EPS	504	652	1,050	1,175	1,327
증가율		29.6	61.0	11.9	12.9
EBITDA	11.3	16.8	24.5	31.2	33.6
증가율	105.0	49.0	45.4	27.2	7.9

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	504	652	1,050	1,175	1,327
BPS	3,178	3,251	4,277	5,258	6,340
주당 EBITDA	1,022	1,134	1,575	2,003	2,161
주당 현금배당금	150	200	230	250	340
PER	6.8	7.2	5.0	4.4	3.9
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.3	4.6	3.4	2.7	2.2
배당수익률	2.2	2.8	4.4	4.8	6.5
수익성					
매출총이익률	40.2	39.2	34.6	29.0	29.0
영업이익률	16.1	17.8	16.1	14.1	13.7
EBITDA이익률	26.3	24.4	20.2	17.3	16.6
순이익률	13.0	14.0	13.5	10.2	10.2
ROE	22.3	22.4	27.8	24.6	22.9
ROIC	24.2	29.8	36.9	38.1	33.4
안정성					
부채비율	41.7	49.0	39.2	34.7	29.6
순차입금비율	순현금	7.9	4.7	3.4	순현금
유동비율	240.9	189.7	217.0	241.9	293.1
이자보상배율(배)	8.5	(1,241.5)	251.2	(144.9)	(96.5)
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.4	1.8	1.7
매출채권회전율	7.7	7.1	6.7	6.8	6.2
재고자산회전율	11.0	10.1	9.4	9.3	8.6
매입채무회전율	31.7	22.7	19.6	19.6	18.0
순운전자본회전율	7.2	6.5	5.8	5.6	5.0

자료: 파트론, 미래에셋증권 리서치센터 추정

I 기계

케이프(064820)- 이익방어 능력의 재확인

양희준 3774-6892

공장 통합에 따른 일회성 비용 제거 시 전년과 동일한 영업이익률 예상

원자재 가격 상승으로 인한 조선기자재 업체들의 이익 Cutting이 우려되는 가운데 동사는 3/4분기 중 약 25%의 영업이익률을 기록할 것으로 전망됨. 3/4분기 매출액과 영업이익은 85억원과 21억원으로 예상되며 각각 전년 대비 19% 증가 및 17% 감소한 금액임. 영업이익이 감소할 것으로 전망하는 이유는 주물공장과 가공공장의 통합 과정에서 일회성 비용이 예산을 초과하여 약 10억원 발생하였기 때문임. 동사는 원자재 가격의 상승에 영향을 받지 않는 임가공 형태의 매출구조이기 때문에 원가율 자체는 전년 대비 큰 변동이 없을 것으로 보임. 통합비용 효과를 제외한 경우의 추정 영업이익률은 약 36%로 이는 전년도 3/4분기의 이익률과 대등한 실적임.

엔화 차입금으로 인한 외환손실 및 단기매매증권 평가손으로 경상손익은 적자

동사는 약 13억엔의 엔화차입금으로 장기자금을 조달하고 있으며, 원화대비 환율이 6월 말 대비 17%가량 급등함에 따라 이로부터 약 22억원의 외화 환산손실이 발생할 것으로 추정됨. 또한, KOSPI 지수가 동 분기에 약 14% 하락함으로 인해 2/4분기 말 현재 145억원이었던 주식형펀드로부터 약 20억원의 평가손실이 발생할 것으로 예상됨. 엔화차입금은 2010년에 만기가 도래하는 장기성 시설자금차입금이므로 단기적 환율변동에 따른 평가손실은 크게 우려할 사항이 아닌 것으로 판단됨. 그러나, 당사가 지난 보고서에서 Risk 요인으로 지적하였듯 주식형펀드부터의 손실에 대하여는 부정적인 입장임. 동사는 동 자금을 시설투자에 우선적으로 사용하여 불확실성을 감소시켜나간다는 계획이며, 아직 원금손실 단계는 아니나 지속적인 모니터링이 필요하다는 판단임. 이와 같은 요인으로 경상손익은 약 18억원 적자 예상.

〈표 1〉 2008년 3/4분기 및 연간 수익추정 변경

(단위: 백만원)	3/4분기 전망			2008 연간 전망		
	변경 전	변경 후	변동 %	변경 전	변경 후	변동 %
매출액	8,553	8,553	0.0	33,931	33,931	0.0
영업이익	2,348	2,122	(9.6)	9,300	9,076	2.4
경상이익	2,552	(1,845)	-	10,474	3,354	(68.0)
당기순이익	1,850	(1,845)	-	7,593	2,432	(68.0)

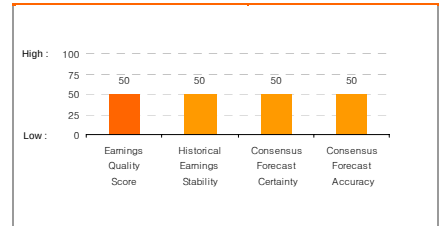
결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	26.5	29.6	34.2	56.6	79.9
영업이익	(십억원)	9.3	9.9	9.3	13.6	19.4
EBITDA	(십억원)	11.1	11.6	11.3	16.2	22.1
세전순이익	(십억원)	9.8	14.7	1.5	12.0	17.9
순이익	(십억원)	7.8	11.7	0.6	8.0	12.2
EPS	(원)	0	1,475	66	890	1,359
증감률	(%)			(95.5)	1,251.0	52.7
P/E	(x)	0.0	18.7	140.4	10.4	6.8
P/B	(x)	0.0	2.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITD	(x)	0.0	20.1	9.6	6.3	4.0
ROE	(%)	29.3	21.7	0.7	8.0	10.8

BUY (Maintain)Rating within Industry : **Overweight**Earnings Quality Score : **Medium**Price Volatility : **Low****Target Price & Expected Return**

목표주가(6M)	W14,500
컨센서스 목표주가	W21,500
현재가 (10/31)	W9,250
예상 주당배당금 (08E)	W20
예상 주가상승률 (6M)	56.8%
예상 배당수익률 (12M)	0.2%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W66 / W890
컨센서스 EPS (08E/09E)	W802 / W1,558
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	-2.7%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	0.0%
순부채비율 (08E)	27.2%

Earnings Quality Score**Trading Data**

시가총액 (W bn / US\$ mn)	83 / 64
발행주식수	9 mn
유통주식비율	47.1%
수정베타(3년, 월간수익률)	1.4
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	93.1%
52주 최고가 / 최저가	W7,050 - 35,974
최근 3개월 일평균 거래량	181,958
최근 3개월 일평균 거래대금	W2,090 mn
외국인 지분율	11.0%
주요주주 지분율	
김중호 외 7인	64.98%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(35.3)	(48.8)	(72.4)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(12.2)	(9.7)	(26.3)



추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	27.1	34.4	29.3	46.8	65.3
현금 및 단기금융상품	7.2	3.8	13.7	21.0	34.7
매출채권	6.9	4.5	7.0	12.1	14.6
재고자산	4.2	3.8	6.1	8.8	10.2
고정자산	13.1	87.9	112.7	110.4	108.1
투자자산	2.5	3.1	1.1	1.1	1.1
유형자산	10.5	84.8	111.2	108.9	106.7
무형자산	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
자산총계	40.2	122.3	144.2	159.3	175.6
유동부채	8.2	9.0	9.4	13.8	15.1
매입채무	3.5	2.6	3.9	8.3	9.6
단기차입금	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
유동성장기부채	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.9	36.8	39.4	39.6	39.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	36.1	38.1	38.1	38.1
부채총계	9.1	45.8	48.9	53.4	54.7
자본금	2.4	3.4	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	2.7	36.1	53.2	53.2	53.2
이익잉여금	26.0	36.9	37.7	48.3	63.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	31.1	76.5	95.3	105.9	120.9
총차입금	1.8	37.7	39.6	39.6	39.6
순차입금	(12.6)	13.3	25.9	18.6	4.8

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	7.6	12.3	5.5	7.6	14.3
당기순이익	7.8	11.7	1.7	10.6	14.9
감가상각비	1.8	1.7	2.0	2.6	2.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(0.0)	1.0	4.2	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(4.3)	2.0	(3.6)	(3.3)	(2.6)
매출채권의 감소(증가)	(4.1)	2.6	(2.6)	(5.0)	(2.5)
재고자산의 감소	(0.3)	0.4	(2.2)	(2.7)	(1.4)
매입채무의 증가(감소)	0.0	(1.0)	1.3	4.4	1.3
기타	2.3	(4.0)	1.1	(2.3)	(0.8)
투자활동 현금흐름	(4.9)	(80.0)	(20.5)	(0.3)	(0.5)
단기금융상품의 처분(취득)	(1.1)	4.3	4.9	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	(1.5)	(7.8)	3.4	0.0	0.0
유형자산의 취득	(0.2)	(76.0)	(28.4)	(0.3)	(0.5)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	(0.3)	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(2.1)	(0.5)	(0.1)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(2.3)	68.6	17.4	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	(3.2)	34.8	(0.1)	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	1.2	34.4	18.7	0.0	0.0
배당금의 지급	(0.3)	(0.7)	(1.0)	0.0	0.0
기타	0.0	0.1	(0.2)	0.0	0.0
순현금흐름	0.4	0.9	2.4	7.3	13.8
기초현금	1.0	1.4	2.3	4.7	12.0
기말현금	1.4	2.3	4.7	12.0	25.8
잉여 현금흐름	2.7	(67.7)	(15.0)	7.3	13.8

자료: 케이프, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	26.5	29.6	34.2	56.6	79.9
증가율	22.7	11.8	15.5	65.7	41.1
매출원가	15.6	16.6	21.3	38.1	54.5
매출총이익	10.9	13.0	12.9	18.5	25.4
증가율	46.5	19.4	(0.7)	43.7	37.0
매출총이익률	41.1	43.9	37.8	32.7	31.8
판매비및일반관리비	1.6	3.0	3.6	5.0	6.0
영업이익	9.3	9.9	9.3	13.6	19.4
증가율	67.3	6.9	(6.3)	45.7	43.2
영업외손익	0.5	4.8	(7.8)	(1.5)	(1.5)
순금융비용	(0.1)	0.3	1.3	1.5	1.5
외환관련손익	0.1	(0.8)	(1.9)	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	5.9	(4.7)	0.0	0.0
세전순이익	9.8	14.7	1.5	12.0	17.9
법인세비용	2.0	3.1	0.9	4.0	5.7
당기순이익	7.8	11.7	0.6	8.0	12.2
EPS	0	1,475	66	890	1,359
증가율			(95.5)	1,251.0	52.7
EBITDA	11.1	11.6	11.3	16.2	22.1
증가율	49.0	4.4	(2.5)	42.7	36.8

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	0	1,475	66	890	1,359
BPS	0	9,597	10,552	11,731	13,390
주당 EBITDA	0	1,472	1,260	1,797	2,459
주당 현금배당금	0	150	20	60	60
PER	0.0	18.7	142.1	10.5	6.9
PBR	0.0	2.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	0.0	20.1	9.7	6.4	4.0
배당수익률	0.0	0.5	0.2	0.6	0.6
수익성					
매출총이익률	41.1	43.9	37.8	32.7	31.8
영업이익률	35.1	33.6	27.3	24.0	24.3
EBITDA이익률	42.1	39.3	33.2	28.6	27.7
순이익률	29.7	39.4	1.7	14.1	15.3
ROE	29.3	21.7	0.7	8.0	10.8
ROIC	39.2	12.2	7.2	7.2	9.6
안정성					
부채비율	29.2	59.9	51.3	50.4	45.3
순차입금비율	순현금	17.4	27.2	17.6	4.0
유동비율	330.7	383.7	310.6	338.2	430.7
이자보상배율(배)	(95.2)	35.7	7.4	8.8	12.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.3	0.4	0.5
매출채권회전율	5.5	5.2	6.0	5.9	6.0
재고자산회전율	6.5	7.4	6.9	7.6	8.4
매입채무회전율	7.5	9.7	10.6	9.3	9.0
순운전자본회전율	6.1	6.8	6.6	5.4	5.3

자료: 케이프, 미래에셋증권 리서치센터 추정

건설

희림(037440)-환경변화가 시장이다

변성진 3774-1457

만족스러운 3/4분기 실적

희림의 3사분기 매출액과 영업이익은 429억원 및 61억원으로 각각 지난해 동기 대비 42.7% 및 10.4% 증가하는 뚜렷한 성장세를 보임. 프로젝트의 대규모화와 해외사업비중이 증가하기 시작하면서 일시적으로 높아진 지난해 3/4분기 수익성을 감안할 때 매출 성장성과 수익성 모두 만족스럽다는 판단임. 특히 당초 예상대로 해외매출 증대에 따른 외형증대에 힘입어 수익성 안정화가 이루어지고 있음에 주목함.

해외부문 성장세 당초 예상치 넘어

희림의 주된 성장동력인 설계부문 매출은 지난해 동기 대비 42.8%라는 놀라운 성장세를 기록하였으며 지난해 3/4분기 대비 2배이상 증가한 해외부문 매출이 이를 이끌었음. 이와 같은 해외부문의 급성장에 따라 해외부문 매출비중이 당초 당사의 예상치를 넘어서 3/4분기 누적 현재 23.1%에 이르게 따라 향후 수익성 전망치를 소폭 상향조정함.

진행중인 환경변화가 희림의 가치를 더욱 높게 만들 것

최근의 금융시장 불안으로 건설관련 업종의 투자심리가 약화된 상황임. 하지만 희림의 경우 해외 프로젝트의 대부분이 국가기관발주물량이라는 점에서 리스크가 적다는 점에 주목할 필요가 있음. 특히 현재 진행중인 기후변화 및 에너지가격상승으로 인해 zero cost design 등 새로운 개념의 설계에 대한 요구가 증대될 것임을 감안할 때 시장을 리드하는 희림의 가치는 더욱 증대될 것으로 판단되어 투자이전 BUY와 목표주가 11,600원을 유지함.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	91.5	120.1	170.7	214.4	250.0
영업이익	(십억원)	4.7	12.4	19.3	25.6	29.7
EBITDA	(십억원)	6.1	14.3	21.7	28.1	32.2
세전순이익	(십억원)	4.2	12.9	22.7	26.7	31.0
순이익	(십억원)	3.5	9.0	16.6	19.3	22.5
EPS	(원)	268	697	1,286	1,495	1,743
증감률	(%)	(28.2)	160.1	84.5	16.3	16.6
P/E	(x)	11.8	12.5	5.8	5.0	4.3
P/B	(x)	1.2	2.4	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	(x)	6.0	7.1	3.7	2.5	1.8
ROE	(%)	10.8	22.7	31.5	29.0	27.2

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : Medium

Price Volatility : Low

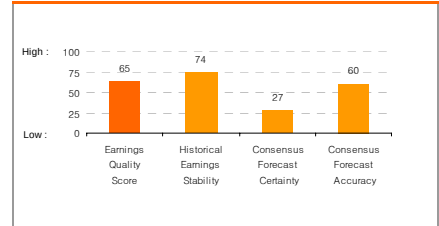
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W11,600
컨센서스 목표주가	W13,600
현재가 (10/31)	W7,500
예상 주당배당금 (08E)	W350
예상 주가상승률 (6M)	54.7%
예상 배당수익률 (12M)	4.7%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,286 / W1,495
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,186 / W1,495
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	35.7%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	45.7%
순부채비율 (08E)	-29.4%

Earnings Quality Score

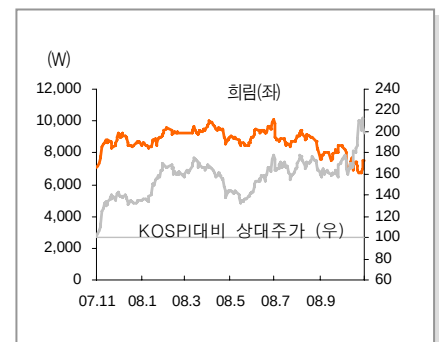


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	97 / 68
발행주식수	13 mn
유동주식비율	57.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.7
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	59.0%
52주 최고가 / 최저가	W6,700 - 10,100
최근 3개월 일평균 거래량	42,546
최근 3개월 일평균 거래대금	W327 mn
외국인 지분율	6.4%
주요주주 지분율	
정영균 외 4인	42.02%
국민연금	6.71%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(11.0)	(16.1)	7.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	12.1	22.9	53.2



〈표 1〉 만족스러운 3/4분기 실적

(십억원, %)	07.3Q	08.2Q	08.3QP	QoQ	YoY	08.3QE	차이
매출액	30.1	35.8	42.9	19.7	42.7	40.8	5.2
매출총이익	8.2	7.4	9.8	31.1	19.2	8.7	12.0
영업이익	5.6	4.9	6.1	25.0	10.4	5.8	5.1
세전이익	5.6	5.4	8.4	56.4	51.7	6.1	37.5
순이익	5.6	3.7	8.4	130.2	51.7	4.4	90.6
매출총이익율	27.2	20.8	22.7	2%p	(4.5%)p	21.3	1.4%p
영업이익율	18.5	13.7	14.3	0.6%p	(4.2%)p	14.3	0%p
세전이익율	18.5	15.1	19.7	4.6%p	1.2%p	15.0	4.6%p
순이익율	18.5	10.2	19.7	9.4%p	1.2%p	10.9	8.8%p

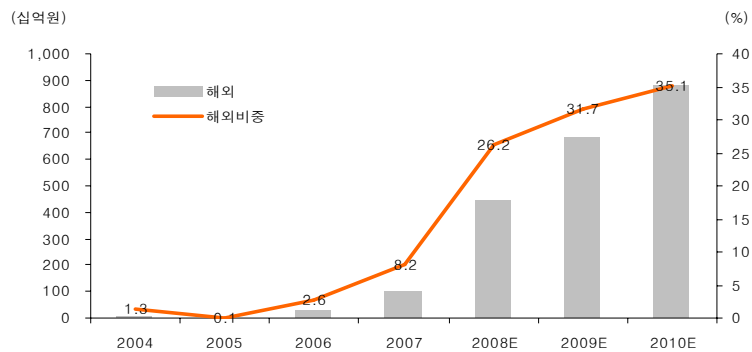
자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 2〉 돋보이는 설계부문 성장세

(십억원, %)	07.1Q	07.2Q	07.3Q	07.4Q	08.1Q	08.2Q	08.3QP
설계	13.9	18.5	23.6	31.6	26.6	26.3	33.7
시공	7.6	8.7	6.5	9.6	9.0	9.5	9.2
합계	21.6	27.3	30.1	41.2	35.6	35.8	42.9
YoY							
설계	22.1	18.9	31.2	83.6	91.3	41.8	42.8
시공	63.4	49.7	(24.5)	(5.7)	17.7	9.3	42.4
합계	34.1	27.3	13.3	50.4	65.2	31.4	42.7

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 1〉 증가하는 해외부문 매출비중



자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉 실적추정치 변경

(십억원, %)	수정전			수정후			차이		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
매출액	170.7	214.4	249.8	170.7	214.4	250.0	0.0	(0.0)	0.1
매출총이익	30.7	38.2	44.3	32.2	39.3	45.6	5.0	2.8	3.0
영업이익	19.1	25.2	28.0	19.3	25.6	29.7	1.2	1.5	6.1
세전이익	20.7	26.6	29.6	22.7	26.7	31.0	9.6	0.0	4.6
순이익	15.3	19.3	21.5	16.6	19.3	22.5	8.2	0.0	4.6
매출총이익율	18.0	17.8	17.7	18.9	18.3	18.3	0.9%p	0.5%p	0.5%p
영업이익율	11.2	11.8	11.2	11.3	11.9	11.9	0.1%p	0.2%p	0.7%p
세전이익율	12.1	12.4	11.9	13.3	12.4	12.4	1.2%p	0%p	0.5%p
순이익율	9.0	9.0	8.6	9.7	9.0	9.0	0.7%p	0%p	0.4%p

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	17.1	35.1	51.4	70.1	89.7
현금 및 단기금융상품	3.3	9.1	16.4	26.5	39.1
매출채권	10.0	19.5	27.7	34.8	40.6
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	20.7	22.1	22.6	22.5	22.5
투자자산	7.2	8.1	8.1	8.1	8.1
유형자산	8.3	9.1	10.0	10.4	10.8
무형자산	5.1	4.9	4.4	4.0	3.6
자산총계	37.8	57.2	73.9	92.5	112.2
유동부채	3.7	9.3	13.2	16.5	19.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4.6	11.1	15.0	18.4	21.1
자본금	5.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	3.0	6.4	6.4	6.4	6.4
이익잉여금	25.9	33.2	46.6	61.4	78.7
자본조정	(1.2)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	33.1	46.1	59.2	74.0	91.3
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(4.3)	(10.1)	(17.4)	(27.5)	(40.1)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	7.3	7.1	15.3	17.0	20.4
당기순이익	3.5	9.0	16.6	19.3	22.5
감가상각비	1.2	1.7	1.9	2.1	2.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	(2.4)	0.0	(2.4)
지분법평가손실(이익)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(8.2)	(7.1)	(5.8)
매출채권의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(8.2)	(7.1)	(5.8)
채고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.7	5.8	6.9	2.3	3.6
투자활동 현금흐름	(3.2)	(8.3)	(4.8)	(2.4)	(2.6)
단기금융상품의 처분(취득)	1.1	(2.8)	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(1.8)	(2.5)	2.8	2.4	(2.5)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(2.3)	(3.1)	(7.6)	(4.8)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(1.7)	4.2	(3.2)	(4.5)	(5.2)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	5.7	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	(1.5)	(1.7)	(3.2)	(4.5)	(5.2)
기타	(0.2)	0.2	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	2.4	3.0	7.3	10.1	12.6
기초현금	0.9	3.3	6.3	13.6	23.7
기말현금	3.3	6.3	13.6	23.7	36.3
잉여 현금흐름	4.1	(1.2)	10.5	14.6	17.8

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	91.5	120.1	170.7	214.4	250.0
증가율	20.4	31.3	42.1	25.6	16.6
매출원가	77.2	97.7	138.5	175.1	204.3
매출총이익	14.3	22.4	32.2	39.3	45.6
증가율	28.8	56.6	43.8	22.0	16.0
매출총이익률	15.6	18.7	18.9	18.3	18.2
판매비및일반관리비	9.5	10.0	12.9	13.7	15.9
영업이익	4.7	12.4	19.3	25.6	29.7
증가율	(23.0)	163.8	55.6	32.6	16.0
영업외손익	(0.6)	0.5	3.4	1.0	3.7
순금융비용	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
외환관련손익	0.0	0.0	2.6	0.2	2.6
지분법평가손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	0.3	0.3	0.5	0.8
세전순이익	4.2	12.9	22.7	26.7	31.0
법인세비용	0.7	3.9	6.1	7.3	8.5
당기순이익	3.5	9.0	16.6	19.3	22.5
EPS	268	697	1,286	1,495	1,743
증가율	(28.2)	160.1	84.5	16.3	16.6
EBITDA	6.1	14.3	21.7	28.1	32.2
증가율	(14.1)	134.4	51.7	29.5	14.6

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	268	697	1,286	1,495	1,743
BPS	2,176	3,191	4,246	5,424	6,795
주당 EBITDA	476	1,112	1,681	2,177	2,495
주당 현금배당금	400	500	350	400	500
PER	11.8	12.5	5.8	5.0	4.3
PBR	1.2	2.4	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	6.0	7.1	3.7	2.5	1.8
배당수익률	5.3	2.9	4.7	5.3	6.7
수익성					
매출총이익률	15.6	18.7	18.9	18.3	18.2
영업이익률	5.1	10.3	11.3	11.9	11.9
EBITDA이익률	6.7	11.9	12.7	13.1	12.9
순이익률	3.8	7.5	9.7	9.0	9.0
ROE	10.8	22.7	31.5	29.0	27.2
ROIC	14.0	24.2	28.4	30.1	27.6
안정성					
부채비율	13.9	24.1	25.3	24.9	23.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	462.2	377.4	389.4	424.8	464.8
이자보상배율(배)	(20.0)	(58.2)	(38.6)	(85.3)	(99.0)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.5	2.5	2.6	2.6	2.4
매출채권회전율	9.1	8.1	7.2	6.9	6.6
채고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본회전율	8.3	9.7	9.4	9.1	8.9

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

전자부품

대진디엠피(065690) - 기대에 부합하는 수익성

박재철 3774-6896

3/4분기 영업이익은 기대에 부합한 35억원 수준이 될 것임

대진디엠피 3/4분기 매출 및 영업이익은 기존 전망을 소폭 상회하는 155억 원 및 35억원이 될 것으로 추정함. 이는 전분기 대비 매출액은 5.4% 감소한 반면 영업이익은 118.8% 증가한 수준임. 매출액 감소에도 불구하고 영업이익이 증가한 것은 1) 2/4분기에 금형투자비용 등 일시적으로 비용이 많이 증가했던 요인이 사라진 것과 2) 높아진 환율 효과가 일부 반영되었기 때문임.

목표주가 8,400원 및 투자의견 BUY 유지

대진디엠피에 대한 목표주가 8,400원 및 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가 8,400원은 2009년 BPS 5,748원에 과거 무상증자 효과를 제외한 과거 평균 PBR에서 10% 할인된 수준인 1.5배 수준임. 2009년 예상 EPS 1,142원의 7.4배 수준임. 과거 5년 평균 ROE는 18%로 2008년 및 2009년 ROE가 각각 22.5% 및 21.5%에 이를 것을 감안하면 1.5배의 PBR은 충분기 기대 가능한 수준이라고 판단함.

안정과 성장에 환율 효과까지 가세하는 것에 중점을 둔 투자 유효

동사는 안정적인 프린터 사업에서 발생하는 현금 흐름을 바탕으로 LED 사업에 지속적으로 투자하고 있으며, LED부문에서 상반기에는 53억원의 매출을 시현하였으나 하반기는 조명부문의 매출 확대를 바탕으로 연간 122억원의 매출을 시현할 것으로 전망됨. 영업이익 또한 2/4분기 흑자 전환을 바탕으로 연간 11억원의 영업 이익을 시현할 것으로 보이는 등 그 성장을 확인할 수 있을 것임. 안정적인 프린터 사업과 성장을 기대할 수 있는 LED 사업에 환율 상승의 효과까지 가세함에 따라 영업이익이 예상을 크게 상회할 가능성이 있는 것에 중점을 둔 투자전략이 유효할 것임.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	45.5	54.0	64.1	86.1	116.4
영업이익	(십억원)	6.2	12.0	11.6	15.2	20.7
EBITDA	(십억원)	8.2	13.8	13.8	18.0	23.7
세전순이익	(십억원)	5.5	12.2	15.6	17.9	24.2
순이익	(십억원)	4.4	9.0	11.8	13.4	18.0
EPS	(원)	373	774	1,009	1,142	1,541
증감률	(%)	2.6	107.2	30.5	13.1	35.0
P/E	(x)	11.7	9.3	4.7	4.1	3.0
P/B	(x)	1.4	1.8	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	(x)	3.9	4.1	1.8	1.2	0.7
ROE	(%)	12.4	21.3	22.5	21.5	24.2

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : High

Price Volatility : Low

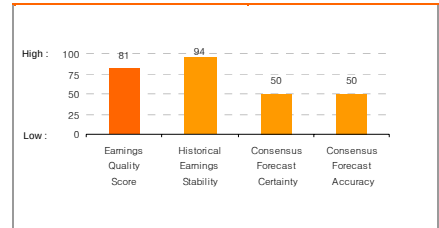
Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W8,400
컨센서스 목표주가	W9,240
현재가 (10/31)	W4,695
예상 주당배당금 (08E)	W250
예상 주가상승률 (6M)	78.9%
예상 배당수익률 (12M)	5.3%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,009 / W1,142
컨센서스 EPS (08E/09E)	W918 / W1,045
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	25.8%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	14.7%
순부채비율 (08E)	-53.6%

Earnings Quality Score

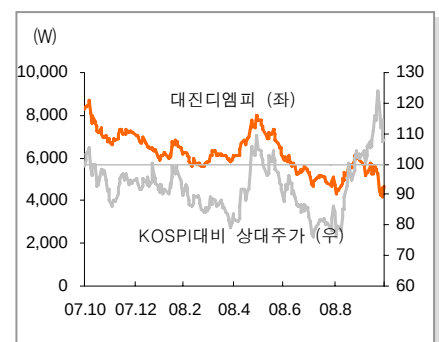


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	55 / 39
발행주식수	12 mn
유동주식비율	53.8%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.1
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	47.9%
52주 최고가 / 최저가	W4,180 - 8,680
최근 3개월 일평균 거래량	88,329
최근 3개월 일평균 거래대금	W456 mn
외국인 지분율	0.0%
주요주주 지분율	
박창식 외	41.8%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(21.9)	(22.1)	(43.1)
KOSPI대비 상대수익률(%)	3.2	18.4	4.1



안정과 성장의 조화에 환율 효과 가세

대진디엠피 3/4분기 매출 및 영업이익은 기존 전망을 소폭 상회하는 155억원 및 35억원이 될 것으로 추정한다. 이는 전분기 대비 매출액은 5.4% 감소한 반면 영업이익은 118.8% 증가한 수준이다. 매출액 감소에도 불구하고 영업이익이 증가한 것은 1) 2/4분기에 금형투자비용 등 일시적으로 비용이 많이 증가했던 요인이 사라진 것과 2) 높아진 환율 효과가 일부 반영되었기 때문이다.

전세계 경기가 둔화되고 있는 상황임에도 불구하고 대진디엠피의 영업 안정성은 꾸준히 유지될 것으로 예상되므로 긍정적인 시각 유지가 가능하다. 대진디엠피가 안정적인 영업을 유지할 것으로 보는 주요한 이유는 1) 삼성전자가 프린터 사업을 전략 사업으로 유지하면서 2) 지속적으로 전세계 시장 점유율을 늘리고 있는 상황에서 3) 대진디엠피 역시 삼성전자 내에서의 점유율을 꾸준히 확대하는 것 등이다.

최근 달러가 안정세를 보이고 있긴 하지만, 4/4분기 평균이 3/4분기 평균 1,066원보다 높을 것으로 예상되므로 환율에 대한 수혜를 추가적으로 기대할 수 있을 것이다. 전체 매출의 70%를 달러 기준으로 결제 받는 반면, 달러 기준 비용은 10~20%로 달러 순 매출이 50%에 이른다. 4/4분기 전망에 이를 일부 반영하여 영업이익을 39억원으로 상향 조정했다.

재무 상황이 안정적인 것도 금융시스템이 불안한 상황에서 가치를 더욱 돋보이게 하는 요인이 될 수 있을 것이다. 3/4분기 말 기준으로 240억원 수준의 순현금을 보유하고 있고 있을 것으로 추정된다. 2002년 상장 이후 지속적으로 배당을 실시하고 있으며, 배당 성향을 고려하면 2008년 또한 주당 250원의 배당이 예상된다.

<표 1> 사업부별 분기 실적전망

(단위: 십억원, %)	1Q08	2Q08	3Q08E	4Q08E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E
매출액								
Total	15.0	16.4	15.5	17.2	20.0	20.9	20.3	22.3
Printer	13.0	13.0	12.5	13.4	15.4	15.4	13.6	14.4
LED	2.0	3.3	3.1	3.9	4.6	5.5	6.7	8.0
영업이익								
Total	2.5	1.6	3.5	3.9	3.8	3.7	3.8	3.1
Printer	2.8	1.5	3.0	3.3	3.4	3.2	3.1	2.6
LED	(0.3)	0.0	0.5	0.6	0.4	0.5	0.7	0.5
영업이익률								
Total	16.6	9.6	22.5	22.5	19.2	17.4	19.0	13.7
Printer	21.3	11.7	23.7	24.3	22.1	20.8	23.1	18.2
LED	(14.4)	1.1	17.7	16.3	9.6	8.3	10.6	5.7

자료: 대진디엠피, 미래에셋증권 리서치센터 추정

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	33.5	45.5	52.8	62.9	76.4
현금 및 단기금융상품	18.8	27.0	30.4	33.3	38.4
매출채권	11.8	13.9	17.6	23.4	30.5
재고자산	1.9	2.9	2.9	4.3	5.4
고정자산	11.5	12.3	16.1	18.9	21.7
투자자산	3.1	2.4	3.0	4.0	5.5
유형자산	8.4	9.9	13.2	14.8	16.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	45.0	57.8	68.9	81.7	98.0
유동부채	7.9	9.7	10.3	12.7	15.9
매입채무	5.5	5.3	6.4	8.7	11.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8.0	9.7	10.5	12.9	16.1
자본금	2.9	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	9.6	6.6	6.6	6.6	6.6
이익잉여금	28.5	35.9	45.4	55.9	70.6
자본조정	(4.0)	(0.3)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
자본총계	37.0	48.1	56.8	67.2	81.9
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(18.8)	(27.0)	(30.4)	(33.3)	(38.4)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	10.1	9.7	11.7	10.3	13.4
당기순이익	4.4	9.0	11.8	13.4	18.0
감가상각비	2.0	1.8	2.2	2.7	3.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.1	(0.1)	(0.8)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.6	1.1	(0.7)	(0.4)	(0.4)
운전자본의 감소(증가)	1.4	(4.0)	(1.7)	(4.9)	(5.2)
매출채권의 감소(증가)	(0.2)	(2.1)	(2.9)	(5.8)	(7.2)
재고자산의 감소	0.4	(1.6)	(0.0)	(1.4)	(1.1)
매입채무의 증가(감소)	1.2	(0.3)	1.2	2.2	3.0
기타	1.5	1.9	0.9	(0.4)	(2.1)
투자활동 현금흐름	(8.2)	(9.0)	(1.0)	(11.2)	(13.2)
단기금융상품의 처분(취득)	(8.2)	(5.8)	4.0	(6.5)	(8.3)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(0.4)	(3.4)	(5.4)	(4.4)	(4.4)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.5	(0.1)	0.6	(0.2)	(0.4)
기타	(0.0)	0.2	(0.2)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(0.5)	1.7	(3.3)	(2.9)	(3.3)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.6	3.3	(1.1)	0.0	0.0
배당금의 지급	(1.1)	(1.6)	(2.2)	(2.9)	(3.3)
기타	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	1.4	2.4	7.4	(3.7)	(3.2)
기초현금	2.0	3.4	5.8	13.2	9.5
기말현금	3.4	5.8	13.2	9.5	6.3
잉여 현금흐름	1.9	0.7	10.7	(0.8)	0.2

자료: 대진디엠피, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	45.5	54.0	64.1	86.1	116.4
증가율	2.3	18.9	18.6	34.4	35.1
매출원가	35.3	38.3	47.2	64.0	86.5
매출총이익	10.1	15.8	16.9	22.2	29.9
증가율	0.3	55.7	7.1	31.2	34.9
매출총이익률	22.3	29.2	26.3	25.7	25.7
판매비및일반관리비	4.0	3.8	5.3	6.9	9.2
영업이익	6.2	12.0	11.6	15.2	20.7
증가율	(13.6)	94.2	(3.0)	31.4	35.9
영업외손익	(0.7)	0.2	4.0	2.7	3.5
순금융비용	(0.4)	(1.0)	(1.4)	(1.9)	(2.6)
외환관련손익	(1.1)	0.0	1.9	0.0	0.0
지분법평가손익	(0.6)	(1.1)	0.7	0.4	0.4
기타영업외손익	0.5	0.3	0.1	0.4	0.6
세전순이익	5.5	12.2	15.6	17.9	24.2
법인세비용	1.1	3.1	3.8	4.6	6.2
당기순이익	4.4	9.0	11.8	13.4	18.0
EPS	373	774	1,009	1,142	1,541
증가율	2.6	107.2	30.5	13.1	35.0
EBITDA	8.2	13.8	13.8	18.0	23.7
증가율	(11.3)	68.8	(0.2)	30.7	32.0

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	373	774	1,009	1,142	1,541
BPS	3,165	4,111	4,852	5,748	7,004
주당 EBITDA	698	1,178	1,176	1,537	2,029
주당 현금배당금	300	190	250	290	380
PER	11.7	9.3	4.7	4.1	3.0
PBR	1.4	1.8	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.9	4.1	1.8	1.2	0.7
배당수익률	3.4	2.7	5.3	6.2	8.1
수익성					
매출총이익률	22.3	29.2	26.3	25.7	25.7
영업이익률	13.5	22.1	18.1	17.7	17.8
EBITDA이익률	18.0	25.5	21.5	20.9	20.4
순이익률	9.6	16.7	18.4	15.5	15.5
ROE	12.4	21.3	22.5	21.5	24.2
ROIC	24.2	40.4	25.0	27.1	33.9
안정성					
부채비율	21.5	20.2	18.5	19.2	19.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	424.0	469.7	510.1	493.4	479.0
이자보상배율(배)	(14.3)	(12.3)	(8.3)	(7.9)	(8.0)
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3
매출채권회전율	3.8	4.2	4.1	4.2	4.3
재고자산회전율	21.8	22.7	22.1	23.9	24.0
매입채무회전율	9.2	10.0	11.0	11.4	11.4
순운전자본회전율	5.3	6.9	6.2	6.0	6.0

자료: 대진디엠피, 미래에셋증권 리서치센터 추정

제약

부광약품(003000)-

일시적 원가율 상승으로 YoY 부진한 실적

신지원 3774-2176

상품 매출 급증에 따른 원가율 상승이 전년 대비 부진한 실적의 원인

부광약품의 2/4분기(3월 결산법인: 7월~9월) 매출액은 전년 동기 대비 약 4.8% 증가한 414억원을 나타내었으나 영업이익은 전년 동기 대비 약 11.2% 감소한 109억원을 나타내며 당사 예상치를 11.7% 하회하였음. 전년 동기 대비 감소한 영업이익은 1) 파로돈탁스 등 상품 매출 증가에 따라 매출원가율이 YoY 5.2%p 증가하였고, 2) 광고비 및 경상개발비 증가에 따른 판관비 또한 YoY 2.2%p 상승한 데 기인함.

고신장세를 지속중인 레보비르

그러나 상품 매출 원가 상승에 영향을 미친 파로돈탁스의 매출액 급증(YoY 80% ↑)은 10월 가격 인상을 앞두고 가수요가 촉발한 데 따른 일시적인 현상으로 판단됨. 한편, 동사의 대표 품목 레보비르는 전년 동기 대비 약 65% 증가한 52억원의 매출액을 나타내며 선전한 가운데 당뇨병성신경증 치료제 치옥타시드는 지난해 약가 인하 영향으로 YoY 17% 감소한 50억원의 매출액으로 울들어 지속 매출 감소 양상.

최근의 주가 급락으로 부각된 밸류에이션 매력

9월 원외처방에서도 약 12%대의 점유율을 지속 유지해 나가고 있는 레보비르의 올해 매출액은 약 220억원 달성이 가능할 것으로 전망. 그러나 레보비르 이외 주력품목인 치옥타시드와 레가론의 성장 둔화세가 다소 부담. 한편, 최근의 주가 급락으로 부광약품의 현 밸류에이션은 12개월 forward EPS 기준 약 7.3배 수준을 나타내고 있어, 매력적인 밸류에이션 매력도가 부각되고 있다는 판단임.

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : High

Price Volatility : Low

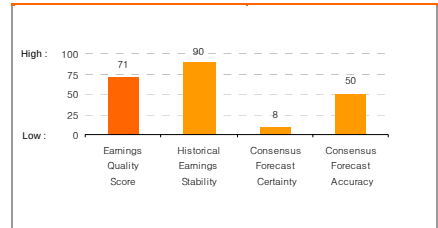
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W28,000
컨센서스 목표주가	W29,500
현재가 (10/31)	W9,740
예상 주당배당금 (08E)	W450
예상 주가상승률 (6M)	187.5%
예상 배당수익률 (12M)	4.6%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,236 / W1,471
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,216 / W1,304
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	10.4%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	30.5%
순부채비율 (08E)	-35.8%

Earnings Quality Score



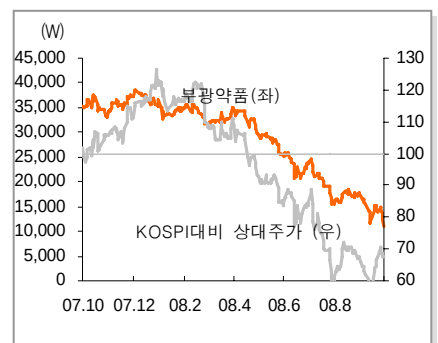
Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	263 / 186
발행주식수	27 mn
유동주식비율	54.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.9
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	41.6%
52주 최고가 / 최저가	W9,740 - 38,433
최근 3개월 일평균 거래량	193,090
최근 3개월 일평균 거래대금	W3,174 mn
외국인 지분율	7.6%
주요주주 지분율	

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(43.0)	(72.0)	(72.2)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(7.1)	(23.9)	(18.9)

결산월	3월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액 (십억원)	137.5	155.6	173.2	190.3	205.8	
영업이익 (십억원)	26.5	42.2	45.2	51.5	57.3	
EBITDA (십억원)	30.0	46.1	50.8	57.6	64.0	
세전순이익 (십억원)	27.6	45.5	46.3	55.6	61.9	
순이익 (십억원)	19.5	32.9	34.7	40.3	44.9	
EPS (원)	725	1,216	1,282	1,491	1,661	
증감률 (%)	19.8	67.7	5.4	16.3	11.4	
P/E (x)	22.3	26.7	7.6	6.5	5.9	
P/B (x)	3.5	5.3	1.4	1.2	1.1	
EV/EBITDA (x)	13.4	17.8	4.6	3.8	3.1	
ROE (%)	16.7	22.6	19.5	19.7	19.2	



추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	103.4	147.4	168.1	193.2	219.5
현금 및 단기금융상품	37.4	57.2	68.1	83.3	100.8
매출채권	46.0	55.3	61.5	67.6	73.1
재고자산	19.1	33.4	37.2	40.8	44.2
고정자산	46.1	63.0	68.5	74.2	81.8
투자자산	9.0	10.0	10.1	10.1	10.2
유형자산	33.8	50.1	55.1	60.6	68.1
무형자산	3.4	2.9	3.4	3.5	3.6
자산총계	149.5	210.4	236.6	267.4	301.3
유동부채	21.8	41.0	43.4	45.9	48.5
매입채무	5.0	7.1	7.9	8.7	9.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	25.3	44.1	46.5	49.1	51.7
자본금	12.3	12.9	12.9	12.9	12.9
자본잉여금	13.3	25.7	25.7	25.7	25.7
이익잉여금	104.8	129.9	153.8	182.0	213.4
자본조정	(6.2)	(6.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
자본총계	124.2	166.2	190.1	218.3	249.7
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(37.6)	(57.4)	(68.3)	(83.6)	(101.1)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	23.3	26.4	32.7	39.2	45.2
당기순이익	19.5	32.9	34.7	40.3	44.9
감가상각비	3.3	3.5	5.2	5.7	6.3
무형자산상각비	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법평가손실(이익)	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(7.0)	(21.8)	(9.2)	(9.0)	(17.7)
매출채권의 감소(증가)	(4.4)	(9.5)	(6.3)	(6.1)	(12.0)
재고자산의 감소	0.7	(14.4)	(3.8)	(3.7)	(7.2)
매입채무의 증가(감소)	(3.3)	2.1	0.8	0.8	1.5
기타	7.1	11.4	1.8	1.8	11.3
투자활동 현금흐름	(6.3)	(48.5)	(11.0)	(11.7)	(14.2)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	(27.9)	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(3.0)	(19.4)	(10.2)	(11.2)	(13.8)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.9)	(0.0)	(0.8)	(0.6)	(0.5)
투자자산의 감소(증가)	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.9)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(4.7)	13.9	(10.8)	(12.2)	(13.5)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	21.0	0.0	0.0	25.7
배당금의 지급	(4.7)	(7.1)	(10.8)	(12.2)	(13.5)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.7)
순현금흐름	12.2	(8.2)	10.9	15.3	17.5
기초현금	25.1	37.3	29.2	40.1	55.3
기말현금	37.3	29.2	40.1	55.3	72.8
잉여 현금흐름	17.0	(22.1)	21.7	27.4	31.0

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	137.5	155.6	173.2	190.3	205.8
증가율	8.8	13.1	11.3	9.9	8.1
매출원가	60.2	58.3	67.0	71.7	74.1
매출총이익	77.3	97.3	106.2	118.6	131.8
증가율	16.7	25.8	9.2	11.7	11.1
매출총이익률	56.2	62.5	61.3	62.3	64.0
판매비및일반관리비	50.8	55.1	61.0	67.1	74.5
영업이익	26.5	42.2	45.2	51.5	57.3
증가율	28.3	59.1	7.3	13.9	11.2
영업외손익	1.1	3.4	1.1	4.1	4.7
순금융비용	(1.2)	(2.8)	(1.8)	(3.9)	(4.2)
외환관련손익	(0.0)	(0.0)	0.3	0.3	0.3
지분법평가손익	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
기타영업외손익	0.1	0.7	(0.9)	(0.1)	0.2
세전순이익	27.6	45.5	46.3	55.6	61.9
법인세비용	8.1	12.7	11.6	15.3	17.0
당기순이익	19.5	32.9	34.7	40.3	44.9
EPS	725	1,216	1,282	1,491	1,661
증가율	19.8	67.7	5.4	16.3	11.4
EBITDA	30.0	46.1	50.8	57.6	64.0
증가율	24.1	53.6	10.2	13.5	11.0

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	725	1,216	1,282	1,491	1,661
BPS	4,473	6,039	6,905	7,940	9,099
주당 EBITDA	1,113	1,705	1,876	2,131	2,365
주당 현금배당금	300	400	450	500	550
PER	22.3	26.7	7.6	6.5	5.9
PBR	3.5	5.3	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.4	17.8	4.6	3.8	3.1
배당수익률	1.8	1.2	4.6	5.1	5.6
수익성					
매출총이익률	56.2	62.5	61.3	62.3	64.0
영업이익률	19.3	27.1	26.1	27.1	27.8
EBITDA이익률	21.8	29.6	29.3	30.3	31.1
순이익률	14.2	21.1	20.0	21.2	21.8
ROE	16.7	22.6	19.5	19.7	19.2
ROIC	16.5	23.8	23.3	21.7	20.5
안정성					
부채비율	20.4	26.5	24.5	22.5	20.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	474.6	359.8	387.8	420.4	452.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9
재고자산회전율	7.1	5.9	4.9	4.9	4.8
매입채무회전율	20.6	25.6	23.0	22.9	22.7
순운전자본회전율	3.1	3.3	3.3	3.2	3.1

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정

| 화학

유니드(014830)-시장지배력 강화 지속

이상훈 3774-6897

3Q 실적 서프라이즈에도 불구하고 밸류에이션 갭 증가

3Q 실적은 영업이익이 QoQ 110.1%, YoY 299.4%로 크게 증가한 230억, 순이익은 QoQ 27.6%, YoY 192.6% 증가한 187억원을 기록하였음. 한국무역협회 자료에 의하면 원재료인 염화칼륨의 가격급등으로 평균수입단가가 57% 급등하였음에도 불구하고 주력품목인 가성칼륨 및 탄산칼륨의 평균수출단가는 2분기에 비하여 각각 41%, 60% 증가하였음. 따라서 평균 수출입단가 스프레드 역시 2분기에 비하여 64% 증가하였고, 이러한 국제가격의 호조가 유니드의 3분기 실적에 반영된 것으로 판단.

밸류에이션 매력도의 증가

양호한 3분기 실적에도 불구하고 9월 들어 칼륨계 제품의 스팟가격의 하락 및 전반적인 급락장에서의 소형주의 수급 한계로 말미암아 최근 주가는 2008년 이익 예상치 대비 PER 2.9배 수준, PBR 0.6배 수준으로 사상 최저치를 기록 중임. 세계 최대수준인 가성칼륨 및 탄산칼륨의 생산능력을 바탕으로 한 동사의 시장지배력은 원료가격의 변동을 안정적인 마진으로 연결시킬 수 있을 것으로 기대됨.

향후 점검사항

회사의 주력제품인 칼륨계 제품 가격은 국제비료가격과 밀접한 관련을 보이고 있음. 인플레이 우려에 따른 중국의 내수가격 통제정책 및 수출관세 부과에도 불구하고 중국내 칼륨비료 가격은 여전히 연초대비 약 60% 증가한 수준인 것으로 알려지고 있으며 중국업체들의 비료 수출은 일부 비료제품에 대한 9월 초 수출관세 인상 (100%→150%) 및 2008년말까지의 시한연장에 따라서 올 연말까지는 위축되어 국제가격의 강세기조는 연말까지 유효할 것으로 예상됨.

<표 1> 유니드 2008년 3분기 실적내용

(단위 : 백만원, %)	2008.09	2008.06	QoQ(%)	2007.09	YoY(%)
매출액	154,130	91,930	67.7	66,209	132.8
영업이익	23,032	10,963	110.1	5,766	299.4
세전이익	25,891	20,297	27.6	8,874	191.8
당기순이익	18,761	14,707	27.6	6,412	192.6
영업이익률	14.9	11.9	-	8.7	-
세전이익률	16.8	22.1	-	13.4	-
순이익률	12.2	16.0	-	9.7	-

자료 유인

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	250.5	274.1	446.0	511.4	546.9
영업이익	(십억원)	21.0	22.8	56.0	56.2	56.9
EBITDA	(십억원)	28.7	30.5	64.8	65.7	66.7
세전순이익	(십억원)	31.0	36.9	75.2	75.7	82.9
순이익	(십억원)	23.5	27.1	54.7	55.7	60.9
EPS	(원)	3,575	4,119	8,305	8,452	9,250
증감률	(%)	21.0	15.2	101.6	1.8	9.4
P/E	(x)	5.7	8.8	2.9	2.8	2.6
P/B	(x)	0.8	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	(x)	5.4	8.2	3.1	2.3	1.7
Mirae Asset Research	(%)	14.8	14.8	24.3	20.2	18.8

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Neutral

Earnings Quality Score : Medium

Price Volatility : Low

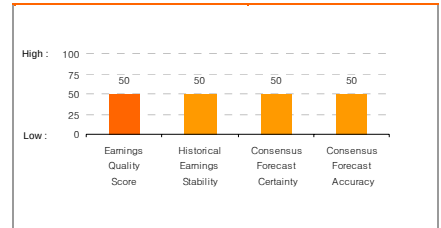
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W45,000
컨센서스 목표주가	W45,000
현재가 (10/31)	W24,000
예상 주당배당금 (08E)	W1,510
예상 주가상승률 (6M)	87.5%
예상 배당수익률 (12M)	6.3%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W8,305 / W8,452
컨센서스 EPS (08E)	W7,347 / W10,073
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	30.9%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	0.0%
순부채비율 (08E)	16.4%

Earnings Quality Score

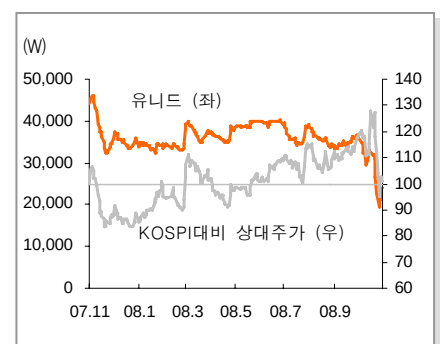


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	158 / 122
발행주식수	7 mn
유동주식비율	42.6%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.1
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	36.2%
52주 최고가 / 최저가	W19,250 - 46,000
최근 3개월 일평균 거래량	19,130
최근 3개월 일평균 거래대금	W584 mn
외국인 지분율	1.6%
주요주 지분율	
OCI 상사(외6)	55.8%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(34.2)	(37.6)	(45.7)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(11.1)	1.4	0.4



추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	112.9	116.5	171.6	215.4	265.9
현금 및 단기금융상품	27.2	24.6	48.3	93.7	132.1
매출채권	40.4	45.2	68.8	65.8	73.2
채고자산	27.4	25.7	35.7	35.4	38.7
고정자산	152.9	176.7	242.4	263.8	278.0
투자자산	51.5	76.2	122.1	139.9	149.7
유형자산	101.3	100.5	120.3	124.0	128.3
무형자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	265.8	293.2	414.0	479.3	543.9
유동부채	79.1	69.0	109.2	110.5	112.6
매입채무	17.8	11.3	14.3	14.8	16.0
단기차입금	36.1	40.3	72.5	72.5	72.5
유동성장기부채	10.8	1.3	1.3	1.3	1.3
고정부채	18.7	26.4	46.3	47.8	49.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.4	14.3	27.7	27.7	27.7
부채총계	97.8	95.3	155.4	158.3	162.0
자본금	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
이익잉여금	113.4	135.6	185.3	231.0	281.8
자본조정	(8.8)	(0.2)	3.9	3.9	3.9
자본총계	168.0	197.9	252.4	298.1	348.9
총차입금	60.3	56.0	101.4	101.4	101.4
순차입금	20.7	13.3	41.5	(5.4)	(44.8)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	22.7	22.0	12.7	44.0	30.1
당기순이익	23.5	27.1	54.7	55.7	60.9
감가상각비	7.6	7.7	8.8	9.5	9.8
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(1.4)	0.4	2.5	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	(6.5)	(12.4)	(37.0)	(42.7)	(42.7)
운전자본의 감소(증가)	(3.5)	(9.8)	(30.0)	3.8	(9.6)
매출채권의 감소(증가)	(3.1)	(4.8)	(22.9)	3.0	(7.5)
채고자산의 감소	(3.7)	1.7	(10.1)	0.3	(3.3)
매입채무의 증가(감소)	3.3	(6.7)	3.0	0.4	1.2
기타	2.8	9.0	13.7	17.8	11.6
투자활동 현금흐름	(27.6)	(9.0)	(29.7)	10.1	17.6
단기금융상품의 처분(취득)	(1.3)	5.8	(4.1)	(1.2)	(0.8)
유가증권 처분(취득)	(0.9)	(5.5)	5.2	(1.5)	(1.1)
유형자산의 취득	(24.4)	(6.8)	(28.6)	(13.1)	(14.1)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.0)	(1.7)	(1.8)	25.9	33.6
기타	(1.0)	(0.8)	(0.3)	0.0	(0.0)
재무활동 현금흐름	12.8	(9.8)	36.7	(9.9)	(10.1)
차입금의 증가(감소)	17.7	(4.9)	41.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(9.9)	(10.1)
기타	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
순현금흐름	7.9	3.2	19.6	44.2	37.5
기초현금	8.5	16.4	19.6	39.2	83.4
기말현금	16.4	19.6	39.2	83.4	121.0
잉여 현금흐름	(4.9)	13.0	(17.1)	54.2	47.7

자료: 유니드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	250.5	274.1	446.0	511.4	546.9
증가율	8.3	9.4	62.7	14.7	6.9
매출원가	199.9	217.1	349.8	408.1	439.3
매출총이익	50.6	57.0	96.2	103.3	107.5
증가율	7.4	12.8	68.7	7.4	4.1
매출총이익률	20.2	20.8	21.6	20.2	19.7
판매비및일반관리비	29.5	34.2	40.2	47.1	50.6
영업이익	21.0	22.8	56.0	56.2	56.9
증가율	8.4	8.4	145.8	0.3	1.3
영업외손익	10.0	14.1	19.2	19.5	26.0
순금융비용	1.5	1.1	0.9	0.5	0.3
외환관련손익	2.3	(0.0)	(2.8)	0.0	0.0
지분법평가손익	6.5	12.4	37.0	42.7	42.7
기타영업외손익	2.7	2.9	(14.1)	(22.6)	(16.4)
세전순이익	31.0	36.9	75.2	75.7	82.9
법인세비용	7.5	9.8	20.6	20.1	22.0
당기순이익	23.5	27.1	54.7	55.7	60.9
EPS	3,575	4,119	8,305	8,452	9,250
증가율	21.0	15.2	101.6	1.8	9.4
EBITDA	28.7	30.5	64.8	65.7	66.7
증가율	7.0	6.3	112.2	1.4	1.6

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	3,575	4,119	8,305	8,452	9,250
BPS	25,508	30,049	38,332	45,276	52,986
주당 EBITDA	4,361	4,636	9,839	9,974	10,132
주당 현금배당금	750	750	1,510	1,540	1,680
PER	5.7	8.8	2.9	2.8	2.6
PBR	0.8	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.4	8.2	3.1	2.3	1.7
배당수익률	3.7	2.1	6.3	6.4	7.0
수익성					
매출총이익률	20.2	20.8	21.6	20.2	19.7
영업이익률	8.4	8.3	12.6	11.0	10.4
EBITDA이익률	11.5	11.1	14.5	12.8	12.2
순이익률	9.4	9.9	12.3	10.9	11.1
ROE	14.8	14.8	24.3	20.2	18.8
ROIC	9.0	8.0	18.3	14.6	11.9
안정성					
부채비율	58.2	48.2	61.6	53.1	46.4
순차입금비율	12.3	6.7	16.4	순현금	순현금
유동비율	142.7	169.0	157.2	195.0	236.3
이자보상배율(배)	13.9	19.8	63.2	105.0	167.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
매출채권회전율	6.4	6.4	7.8	7.6	7.9
채고자산회전율	9.8	10.3	14.5	14.4	14.8
매입채무회전율	15.4	18.8	34.9	35.2	35.6
순운전자본회전율	6.2	6.3	7.3	6.9	7.2

자료: 유니드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Earnings Quality Score

$$\text{Earnings Quality Score} = 0.70 \times (\text{Earnings Stability}) + 0.15 \times (\text{Earnings Certainty}) + 0.15 \times (\text{Earnings Forecast Accuracy})$$

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 등 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 등 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '연말 실제치 - 연초 추정치/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 등 지표값이 높음.

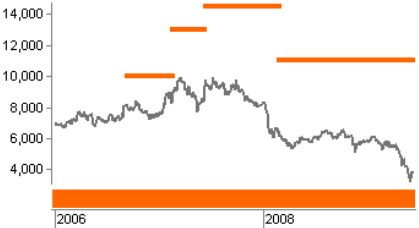
* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 당사는 11월4일 현재 유엔젤의 자사주 취득을 위한 위탁증권사로 지정되어 있습니다. 동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자 : 리서치센터

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
			수량	취득가	취득일				
0									

주가 및 목표주가 변동추이		주가	목표가격	유엔젤 (072130)																																																																
BuyHoldReduceNot Rated 이전기준Strong BuyBuyMkt.PermUnd.Perm				<table><tr><th>날짜</th><th>투자이견</th><th>목표가격(6개월)</th></tr><tr><td>2006/04/17</td><td>BUY(Initiate)</td><td>14,000원</td></tr><tr><td>2006/08/11</td><td>BUY</td><td>13,200원(하향)</td></tr><tr><td>2006/09/21</td><td>BUY</td><td>13,200원</td></tr><tr><td colspan="3"><담당 애널리스트 변경></td></tr><tr><td>2007/03/28</td><td>BUY(Reinstate)</td><td>10,000원</td></tr><tr><td>2007/06/04</td><td>BUY</td><td>10,000원</td></tr><tr><td>2007/06/28</td><td>BUY</td><td>13,000원(상향)</td></tr><tr><td>2007/07/30</td><td>BUY</td><td>13,000원</td></tr><tr><td>2007/09/03</td><td>BUY</td><td>14,500원(상향)</td></tr><tr><td>2007/09/17</td><td>BUY</td><td>14,500원</td></tr><tr><td>2007/10/29</td><td>BUY</td><td>14,500원</td></tr><tr><td>2007/12/10</td><td>BUY</td><td>14,500원</td></tr><tr><td>2008/02/04</td><td>BUY</td><td>11,000원(하향)</td></tr><tr><td>2008/02/28</td><td>BUY</td><td>11,000원</td></tr><tr><td>2008/03/10</td><td>BUY</td><td>11,000원</td></tr><tr><td>2008/07/15</td><td>BUY</td><td>11,000원</td></tr><tr><td>2008/05/02</td><td>BUY</td><td>11,000원</td></tr><tr><td>2008/08/04</td><td>BUY</td><td>11,000원</td></tr><tr><td>2008/09/02</td><td>BUY</td><td>11,000원</td></tr><tr><td>2008/11/03</td><td>BUY</td><td>8,000원(하향)</td></tr></table>		날짜	투자이견	목표가격(6개월)	2006/04/17	BUY(Initiate)	14,000원	2006/08/11	BUY	13,200원(하향)	2006/09/21	BUY	13,200원	<담당 애널리스트 변경>			2007/03/28	BUY(Reinstate)	10,000원	2007/06/04	BUY	10,000원	2007/06/28	BUY	13,000원(상향)	2007/07/30	BUY	13,000원	2007/09/03	BUY	14,500원(상향)	2007/09/17	BUY	14,500원	2007/10/29	BUY	14,500원	2007/12/10	BUY	14,500원	2008/02/04	BUY	11,000원(하향)	2008/02/28	BUY	11,000원	2008/03/10	BUY	11,000원	2008/07/15	BUY	11,000원	2008/05/02	BUY	11,000원	2008/08/04	BUY	11,000원	2008/09/02	BUY	11,000원	2008/11/03	BUY	8,000원(하향)
날짜	투자이견	목표가격(6개월)																																																																		
2006/04/17	BUY(Initiate)	14,000원																																																																		
2006/08/11	BUY	13,200원(하향)																																																																		
2006/09/21	BUY	13,200원																																																																		
<담당 애널리스트 변경>																																																																				
2007/03/28	BUY(Reinstate)	10,000원																																																																		
2007/06/04	BUY	10,000원																																																																		
2007/06/28	BUY	13,000원(상향)																																																																		
2007/07/30	BUY	13,000원																																																																		
2007/09/03	BUY	14,500원(상향)																																																																		
2007/09/17	BUY	14,500원																																																																		
2007/10/29	BUY	14,500원																																																																		
2007/12/10	BUY	14,500원																																																																		
2008/02/04	BUY	11,000원(하향)																																																																		
2008/02/28	BUY	11,000원																																																																		
2008/03/10	BUY	11,000원																																																																		
2008/07/15	BUY	11,000원																																																																		
2008/05/02	BUY	11,000원																																																																		
2008/08/04	BUY	11,000원																																																																		
2008/09/02	BUY	11,000원																																																																		
2008/11/03	BUY	8,000원(하향)																																																																		

