

Mirae Asset

Inside COCOON

No. 5

Inside Cocoon
 We plan to include mid-to small-cap stocks with strong growth potentials, high profitability and stable profit models under our universe.
 Regular updates will be provided on the small-cap stocks included in our universe through this "Inside Cocoon" to help you make informed investment decisions. In a bid to minimize risks, the stocks were selected based on the strictest criteria.
 We ask for your attention and support for our small-cap stock report, "Inside Cocoon".

Little Giants

Little Giants



Inside Cocoon
 We plan to include mid-to small-cap stocks with strong growth potentials, high profitability and stable profit models under our universe.
 Regular updates will be provided on the small-cap stocks included in our universe through this "Inside Cocoon" to help you make informed investment decisions. In a bid to minimize risks, the stocks were selected based on the strictest criteria.
 We ask for your attention and support for our small-cap stock report, "Inside Cocoon".

Small Cap

Mirae Asset Hunts

Little Giants

| 2009.1.13

Mirae Asset's VIEW

- 반도체/전자부품 | 텔레칩스(054450)-침체기에 살아남는 법
- 교육서비스 | 청담러닝(096240)-차별화된 성장성 부각될 전망
- 증권 | KTB투자증권(030210)-4Q실적보다는 2009년 전망에 주목할 시점
- 건설 | 희림(037440)-중장기적 관점에서 주목
- 계약 | 부광약품 (003000)-급여 확대 이후 HBV 시장 점유율 동향에 주목
- 화학 | 유니드(014830)-안정적 영업이익 창출 지속



당사의 다섯 번째 Inside Cocoon에서는 어려운 시장 상황에서도 차별화된 성장엔진을 확보하고 있는 기업들을 선정했습니다.

중견기업 우량주 'Inside Cocoon' 을 다섯 번째로 발간하면서

중소기업분석 전문자료인 'Inside the Cocoon'의 다섯 번째 자료를 발간합니다. 2009년에도 상당기간 실물 경기의 침체는 불가피할 것으로 보입지만, 재정확대 정책의 본격화 및 기업 구조조정 등 자산 건전성의 회복은 시장 반등의 기반이 될 수 있을 것으로 예상됩니다. 이러한 시점에서 기업들의 생존 게임과 차별화는 더욱 본격화될 것입니다.

그러나 분명한 것은 이러한 어려운 시기의 끝은 우리가 인식하기 전에 찾아 온다는 점, 그리고 시장의 체계적 위험으로 인해 제대로 평가 받지 못하고 있는 기업들의 가치 복원은 반드시 일어난다는 것입니다. 이러한 점에서 당사의 다섯 번째 Inside Cocoon에서는 어려운 시장 상황에서도 차별화된 성장엔진을 확보하고 있는 기업들을 선정했습니다. 많은 관심 부탁드립니다.

미래에셋증권 코리아리서치센터

'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	2009년 기준 영업이익률 15% 이상	시장 평균 1.5배
안정성	2009년 기준 부채비율 80% 이하	시장 평균 1/2
자산가치	순 현금성 자산 시가총액의 30% 이상	-
Valuation	2009년 예상 PER 8.0배 이하	시장 평균 10배
TP	현주가 대비 20% 이상 상승 여력	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉 미래에셋증권 중견기업 유니버스 투자 포인트 비교

기업	성장성	수익성	인정성	자산가치	Valuation	TP	합 계
텔레칩스	-	★	★	★	★	★	★★★★★
청담러닝	★	★	★	-	-	★	★★★★
대진디엠피	★	★	★	★	★	★	★★★★★
유엔젤	-	★	★	★	★	★	★★★★★
CJ CGV	★	★	-	-	★	★	★★★★
메리츠화재	-	-	★	★	★	★	★★★★
파트론	★	-	★	-	★	★	★★★★
에스이십사	-	-	★	-	★	★	★★★
부광약품	-	★	★	-	-	★	★★★
유니드	★	-	-	-	★	★	★★★
희림	★	-	★	-	★	★	★★★★
케이프	-	★	★	-	-	★	★★★
빙그레	-	-	★	-	★	★	★★★
KTB투자증권	-	-	★	★	-	★	★★★

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 4〉 미래에셋증권 중견기업 유니버스 투자 의견 및 목표주가

	업 종	시가총액 (억)	투자의견	목표주가 (원)	담당자
대진디엠피	전기&전자	760	BUY	8,400	박재철
에스이십사	인터넷	730	BUY	8,500	정우철
유엔젤	소프트웨어	790	BUY	8,000	정우철
파트론	전기&전자	870	BUY	9,400	조성은
희림	건설	1,370	BUY	11,600	변성진
부광약품	제약	5,000	BUY	22,000	신지원
CJ CGV	엔터테인먼트	2,820	BUY	22,000	정우철
유니드	화학	1,840	BUY	45,000	이상훈
메리츠화재	보험	4,800	BUY	8,000	유경목
케이프	기계	910	BUY	14,500	양희준
빙그레	소비재	3,940	BUY	48,700	한국희
KTB투자증권	증권	1,960	BUY	5,200	이창욱
청담러닝	교육	1,240	BUY	36,000	정우철
텔레칩스	전기&전자	770	BUY	10,900	박재철

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 5〉 미래에셋증권 중소형 우량주들의 영업실적 및 Valuation

(십억원, %, 배)	매출액		영업이익		순이익		영업이익률		PER	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
대진디엠피	64.1	86.1	11.6	15.2	11.8	13.4	18.1	17.7	6.5	5.7
에스이십사	257.9	306.8	10.9	13.6	8.9	10.6	4.2	4.4	8.2	6.9
유엔젤	53.1	63.5	16.5	18.4	11.3	15.2	31.1	28.9	7.0	5.2
파트론	121.3	180.0	19.5	25.4	16.3	18.3	16.1	14.1	5.4	4.8
희림	170.7	214.4	19.2	25.4	16.7	19.2	11.2	11.8	7.9	6.9
부광약품	165.3	184.3	42.3	47.5	32.2	37.2	25.6	25.8	15.6	13.4
CJ CGV	358.6	419.1	53.0	72.7	27.0	40.8	14.8	17.3	10.5	6.9
유니드	472.7	500.4	59.5	54.7	55.2	51.7	12.6	10.9	3.3	3.6
메리츠화재	2,266.9	2,602.4	102.0	103.7	71.1	74.9	4.5	4.0	5.4	4.8
케이프	34.2	56.6	9.0	13.6	(8.5)	8.7	26.4	24.0	-	10.4
빙그레	571.9	611.9	53.8	61.5	42.1	47.6	9.4	10.1	9.4	8.3
KTB투자증권	64.4	76.9	(0.4)	7.9	(4.6)	21.4	(0.6)	10.2	-	12.6
청담러닝	83.1	110.2	14.3	21.0	10.6	15.4	17.2	19.0	11.7	8.7
텔레칩스	89.7	95.3	15.4	16.6	20.4	19.6	17.2	17.5	3.8	3.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

반도체/전자부품

텔레칩스(054450) - 칩제기에 살아남는 법

박재철 3774-6896

투자의견 BUY 및 목표주가 10,900원으로 커버리지 개시

텔레칩스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 10,900원을 제시하며 커버리지를 개시함. 목표주가는 2009년 예상 EPS 1,945원에 과거 저점이었던 2005년 1/4분기와 2008년 1/4분기에서 20% 할인한 수준인 5.6배를 적용하였음. 현 주가는 2009년 P/E 3.9배, P/B 0.83배 수준으로, 2009년 예상 ROE가 20.6%에 이를 것을 고려하면 국내 Fabless 업체뿐만 아니라 ROE 측면에서 유사한 대만의 MediaTek과 비교해도 저평가 되어있는 상황임.

2009년 매출액은 전년 대비 6.3% 증가 예상

2009년 1/4분기까지는 수요 감소와 신제품 출시 지연으로 매출 부진이 예상되지만 2/4분기 이후 신제품 매출의 증가로 연간 매출액은 2008년 대비 6.3% 증가한 953억원 규모가 될 것으로 전망함. 전방 산업의 위축에도 불구하고 성장할 수 있을 것으로 예상하는 이유는 1) Total Solution을 바탕으로 중국 OEM업체로의 매출을 확대하고, 2) ISP 기술 확보를 통한 핸드셋 부문의 매출도 증가할 수 있으며, 3) GPS 신제품 출시로 추가적인 매출을 기대할 수 있기 때문임.

안정적인 수익성을 창출할 수 있는 업체

동사가 국내 Fabless 업체 대비 안정적으로 수익성을 지속할 수 있는 원천은 1) 기술력과 우수한 고객구조를 바탕으로 주력 사업영역인 Multimedia Processor 시장에서 우위를 확보하고 있고, 2) 상대적으로 이익률이 높은 자동차 분야에서도 매출을 확보하고 있다는 점에 있다. 이러한 점을 고려할 때, 현 주가는 전방산업의 수요 감소에 대한 우려가 과도하게 반영되어 있다고 판단함.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	62.0	84.1	89.7	95.3	112.7
영업이익	(십억원)	11.5	16.2	15.4	16.6	20.6
EBITDA	(십억원)	13.5	19.4	20.2	23.1	27.6
세전순이익	(십억원)	12.2	17.8	18.8	19.8	24.4
순이익	(십억원)	11.9	18.2	20.4	19.6	24.1
EPS	(원)	1,221	1,814	2,017	1,945	2,390
증감률	(%)	(4.5)	48.5	11.2	(3.6)	22.9
P/E	(x)	13.0	7.9	3.8	3.9	3.2
P/B	(x)	3.1	2.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	(x)	10.0	5.4	1.5	0.6	(0.0)
ROE	(%)	27.3	31.5	26.9	20.9	21.2

BUY (Initiation)

Rating within Industry : **Overweight**

Earnings Quality Score : **Medium**

Price Volatility : **Low**

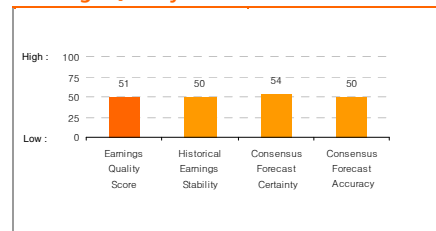
Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W10,900
컨센서스 목표주가	W15,000
현재가 (1/9)	W7,600
예상 주당배당금 (08E)	W190
예상 주가상승률 (6M)	43.4%
예상 배당수익률 (12M)	2.5%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W2,017 / W1,945
컨센서스 EPS (08E/09E)	W2,152 / W2,468
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	9.6%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	0.0%
순부채비율 (08E)	순현금

Earnings Quality Score

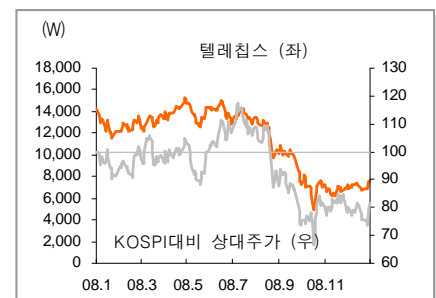


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	77 / 58
발행주식수	10 mn
유동주식비율	55.9%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.5
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	72.9%
52주 최고가 / 최저가	W4,955 - 15,250
최근 3개월 일평균 거래량	47,189
최근 3개월 일평균 거래대금	W318 mn
외국인 지분율	8.0%
주요주주 지분율	
서민호 외 3인	44%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	10.6	(41.1)	(47.6)
KOSPI대비 상대수익률(%)	3.8	(18.8)	(11.6)



BUY 투자의견 및 목표주가 10,900원으로 커버리지 개시

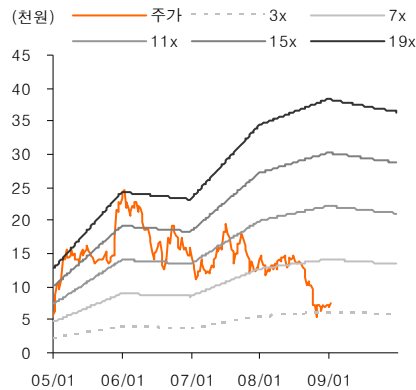
**투자의견 BUY 및
목표주가 10,900원으로
텔레칩스에 대한 커버리지 개시**

텔레칩스에 대한 커버리지를 개시하며 BUY 투자의견 및 목표주가 10,900원을 제시한다. 목표주가는 2009년 예상 EPS 1,945원에 과거 저점이었던 2005년 1/4분기와 2008년 1/4분기에서 20% 할인한 수준인 5.6배를 적용하였으며, 이는 2009년 예상 BPS 9,161원의 1.2배로 과거 저점인 1.9배 대비 40% 할인된 수준이다. 현 주가는 P/E 3.9배, P/B 0.83배에 거래되고 있어, 동사의 2009년 예상 ROE가 20.6%에 이를 것을 고려하면 국내 Fabless 업체뿐만 아니라 ROE 측면에서 유사한 대만의 MediaTek (P/B 3.0배 수준)과 비교해도 상대적으로 저평가 되어있는 상황이라 할 수 있다.

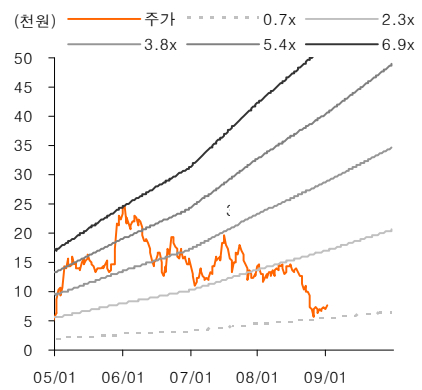
동사의 부채비율은 14.9%로 국내 Fabless 업체인 코아로직(33%) 및 엠텍비전(216%)보다 안정적이며, 시가총액의 60%에 달하는 440억원의 순현금을 보유하고 있어 2009년 28억원의 이자수익도 예상된다. 또한 지속적으로 영업현금흐름을 창출할 수 있는 업체라는 점 등을 고려하면 현 주가는 전방산업의 수요 감소에 대한 우려를 과도하게 반영하고 있다고 판단한다.

**현 주가는 전방산업에 대한 우려를
과도하게 반영하고 있다고 판단**

〈그림 1〉 P/E Band Chart



〈그림 2〉 P/B Band Chart



자료: 텔레칩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

**높은 수익성 대비
상대적인 저평가 상태**

〈표 1〉 Peer Valuation

	연도	텔레칩스	코아로직	엠텍비전	MediaTek
Last Price (1/9)		7,600	4,400	4,940	NT\$248
Exchange Rate		1,332.8	1,332.8	1,332.8	33.1
Market Cap (Local bn)		76.7	41.7	37.1	266.1
Market Cap (US\$ mn)		57.5	31.3	27.9	8,038.0
P/E (x)	2007	7.9	12.5	N/A	12.9
	2008E	3.8	9.2	N/A	13.1
	2009E	3.9	11.3	4.5	14.0
	2010E	3.2	6.4	3.6	11.9
P/B(x)	2007	2.2	1.0	1.5	2.7
	2008E	1.0	0.3	1.4	3.0
	2009E	0.8	0.3	1.2	2.9
	2010E	0.7	0.3	1.1	2.6
ROE (%)	2007	31.5	7.6	(11.7)	43.8
	2008E	26.9	5.1	(44.5)	23.8
	2009E	20.6	5.7	9.2	22.6
	2010E	21.2	5.1	23.1	23.4

자료: 각사자료, Bloomberg Estimates, 미래에셋증권 리서치센터 추정

2009년 2/4분기 이후 본격적인 회복세 예상

4/4분기 매출액 및 영업이익은
각각 227억원 및 34억원을
시현한 것으로 예상

동사는 2008년 4/4분기 매출액과 영업이익으로 각각 227억원 및 34억원을, 2008년 연간으로는 897억원의 매출액과 154억원의 영업이익을 시현한 것으로 추정한다. 기존에 동사가 제시했던 930억원 대비 소폭 하회한 이유는 전방 산업의 수요 감소와 신제품 출시 지연에 따라 Multimedia Processor의 매출 감소가 불가피하였기 때문이다.

2009년 연간 매출액은 전년 대비 6.3% 증가한 953억원 규모가 될 것으로 전망한다. 전방산업의 수요 감소에 따른 매출 축소를 보완하는데 중점을 두는 한 해가 될 것이며, 신제품 매출이 본격화 되는 2/4분기 이후 매출이 증가할 수 있을 것으로 예상된다.

동사의 주력 사업인 Portable 부문은 MP3 시장의 수요 감소를 반영하여 2008년 대비 5% 감소한 363억원 수준이 될 것으로 전망한다. 아날로그 기반의 PMU와 Audio Codec One Chip 신제품을 바탕으로 중국 OEM업체로의 Total Solution 공급을 강화한다면 신제품 출시 지연으로 인한 매출 감소분을 상쇄할 수 있을 것으로 본다. 핸드셋 및 Mobile TV 부문에서는 기술적으로 부족했던 ISP를 보강한 제품을 출시하고, 중국 CMMB향 Mobile TV 제품을 지속적으로 공급하여 2008년 대비 12.7% 증가할 것으로 전망한다. 또한 GPS부문의 신제품 출시로 인한 추가적인 매출도 기대해 볼 수 있을 것이다.

2/4분기 이후 매출액 회복 예상

〈표 2〉 분기별 실적전망 및 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	2008E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E	2009E
매출액	20.6	25.1	21.3	22.7	89.7	19.1	23.7	27.0	25.6	95.3
DMP	20.2	24.8	21.1	22.2	88.3	18.6	23.4	26.7	25.0	93.8
Portable	9.6	8.9	9.6	10.1	38.2	8.6	8.0	10.6	9.1	36.3
Car/Home	2.3	3.5	3.4	2.9	12.1	2.1	3.7	3.9	3.5	13.1
Mobile	7.9	11.4	6.6	7.9	33.8	7.1	10.5	10.6	9.9	38.1
Telephone	0.3	0.9	1.6	1.3	4.1	0.8	1.2	1.7	2.6	6.3
CID/Etc.	0.5	0.3	0.2	0.5	1.5	0.5	0.3	0.2	0.6	1.5
영업이익	3.6	4.9	3.6	3.4	15.4	2.6	3.9	5.3	4.8	16.6
순이익	5.4	5.7	5.2	4.1	20.4	3.2	4.7	6.1	5.6	19.6
영업이익률	17.6	19.5	16.7	14.8	17.2	13.4	16.6	19.7	18.9	17.5
순이익률	26.1	22.9	24.2	17.9	22.7	16.6	19.7	22.8	22.0	20.6

자료: 텔레칩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

기술력을 바탕으로 다양한 신규 시장 진출이 동사의 경쟁력

**Total Solution을 바탕으로
중국 OEM업체로의 진입 강화**

동사 경쟁력의 원천은 기술력을 바탕으로 다양한 분야로 진출하여 성과를 올리고 있다는 점이다. 현재 동사가 가장 주력하고 있는 분야는 Total Solution의 공급을 통한 중국 OEM업체로의 시장 확대이다. 기존에는 Multimedia Processor 단품만을 공급하여 세트 개발력에서 열위인 중국 로컬 OEM 업체로의 진출이 제한적이었다. 하지만 아날로그 기반의 PMU와 Audio Codec을 하나의 Chip에 구현한 신제품인 TCC250을 Processor와 함께 공급하면 기술 및 비용 측면에서 OEM업체들의 부담을 덜어줄 수 있어 동사의 입지가 확대될 수 있을 것이다.

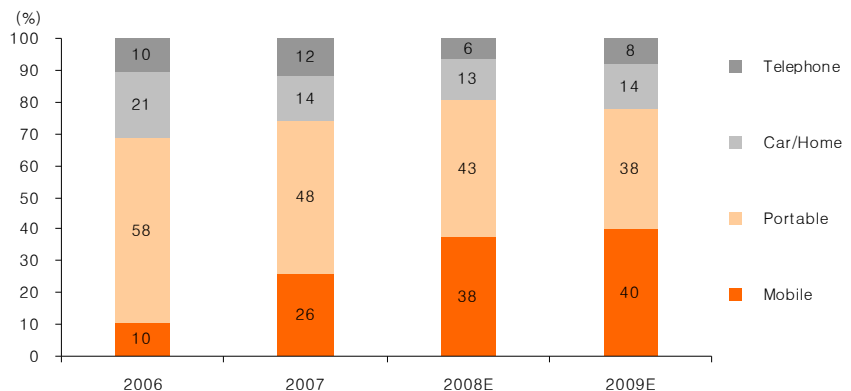
**ISP 기술력 강화를 통한
핸드셋 부문 매출 확대 예상**

핸드셋 부문도 ISP경쟁력을 강화하며 매출 확대에 기여할 것이다. 핸드셋 및 Mobile TV 부문은 2006년 전체 매출액의 10%에 불과했으나 LG전자의 Chocolate 3세대, 삼성전자의 V940, F110 및 팬택계열 등에 채택되고 중국 CMMB를 지원하는 Mobile TV 제품의 매출 증가로 2007년 26%까지 확대되었고, 2009년 전체 매출의 40%까지 확대될 수 있을 것으로 전망한다. 기존제품은 ISP 기술의 부족으로 고화소 제품에 채택되지 못하는 한계 점이 있었으나, 향후 ISP 기술을 확보하여 5M 및 7M 이상의 고화소 카메라를 지원하는 제품이 보완되면 동사가 이미 보유하고 있는 GPS 및 Mobile TV Solution과 함께 스마트폰 등에 확대 적용될 수 있기 때문이다.

**신규로 진입하는 GPS분야에서는
추가적인 매출 기대 가능**

동사는 2009년 GPS 부문에도 신규로 진출한다. 동사는 GPS RF Receiver와 Correlator가 SiP (System in Package)로 결합된 형태의 One Chip인 TCC33xx 시리즈를 개발하였고 기존 제품보다 강화된 성능의 Processor도 신규로 출시할 예정으로 기존에 Semi-PMP에 국한되었던 제품영역을 High-end급 PMP로까지 확대할 수 있게 되었다. 이러한 신규 GPS Solution, 강화된 Processor 및 기존 Multimedia Processor 분야에서의 경험을 바탕으로 현재 GPS 시장의 60%를 차지하고 있는 선두업체인 Garmin, TomTom 등을 대상으로 프로모션 중에 있다.

<그림 3> 제품별 매출액 비중



자료: 텔레칩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

우수한 고객구조와 고부가가치 제품 확보를 통한 수익성 지속

- 안정적 수익성의 바탕은
 1) 우수한 고객구조 및
 2) 고부가가치제품의 확보

주요 Set Maker를
 고객으로 확보하고 있으며
 중국 OEM업체로의 진출은 필수적

동사가 국내 Fabless 업체 중에서 안정적으로 수익성을 지속할 수 있는 원천은 1) 기술력과 우수한 고객구조를 바탕으로 주력 사업영역인 Multimedia Processor 시장에서 우위를 확보하고 있고, 2) 상대적으로 이익률이 높은 자동차 분야에서도 매출을 확보하고 있다는 점에 있다.

동사의 Multimedia Processor 제품은 삼성전자, 코원, 레인콤 등의 대형 거래선을 중심으로 꾸준히 채택되어 전체 Processor 공급업체 중 5위권을 유지하고 있다. Portable Media Player 시장의 30%를 차지하는 애플을 제외하면 5% 이상 점유하고 있는 브랜드가 없기 때문에 기존 고객의 유지뿐 아니라 중국 OEM업체로의 진출 전략은 필수적이며, 진출이 원활하게 이루어질 경우 지속적으로 시장 우위를 확보할 수 있을 것이다.

<표 3> Multimedia Processor 공급 업체별 고객구조

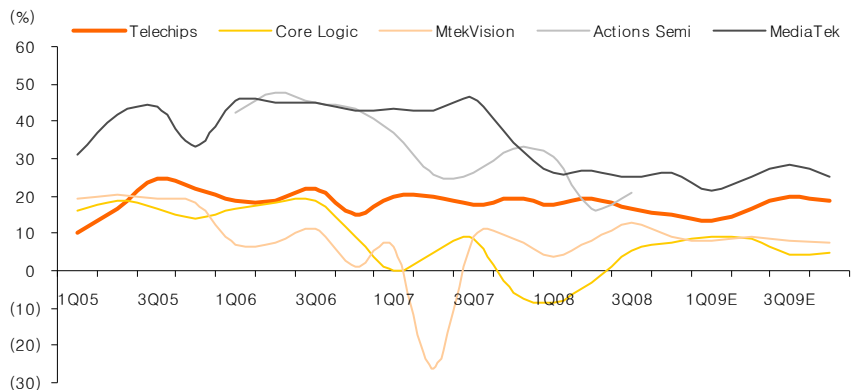
Set Maker\Processor Maker	Telechips	Actions	Samsung	SigmaTel	nVidia
2007년 M/S	6%	31%	24%	10%	3%
애플 iPod - HDD, Video					
애플 iPod - Nano					
애플 iPod - Shuffle					
코원					
크리에이티브					
모비블루 (현원)					
엠피오					
필립스					
샌디스크					
삼성전자					
메이주					
레인콤					
소니					

자료: 미래에셋증권 리서치센터

자동차용 Multimedia Processor는
 고부가가치 제품으로
 수익성 유지의 기반

기술력을 바탕으로 다양한 분야를 선점한 결과 상대적으로 높은 이익률을 유지할 수 있다. USB기능이 강화된 제품으로 초기 자동차용 Multimedia Processor 시장을 적극적으로 공략한 결과 현대오토넷을 통하여 현대차 대부분의 차종에 동사의 제품을 공급하게 되었다. 자동차용 제품은 Portable기기와 달리 칩 사이즈에 제약이 적어 패키지 부분에서 원가 절감이 가능하기 때문에 Portable 또는 핸드셋에 적용되는 제품 대비 15~25%p 가량 제조마진이 높으며 이는 안정적인 수익성의 바탕이 되고 있다.

<그림 4> Fabless 업체별 영업이익률 비교



자료: 각사자료, Bloomberg estimates, 미래에셋증권 리서치센터 추정

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	37.2	61.9	73.1	89.7	109.3
현금 및 단기금융상품	15.7	36.9	7.2	22.2	36.4
매출채권	7.0	6.4	8.7	8.6	10.7
재고자산	7.9	10.5	12.2	12.9	15.5
고정자산	21.1	18.0	24.8	27.7	31.7
투자자산	12.7	8.0	10.2	11.4	13.2
유형자산	3.3	5.1	5.6	6.1	6.7
무형자산	5.0	4.9	9.1	10.3	11.9
자산총계	58.2	79.9	97.9	117.4	141.0
유동부채	7.2	10.7	8.5	10.0	11.1
매입채무	4.0	6.5	5.5	6.8	7.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	2.0	2.8	4.4	4.7	5.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9.2	13.5	12.9	14.7	16.2
자본금	4.1	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	9.4	9.0	9.1	9.1	9.1
이익잉여금	34.9	51.8	70.4	88.0	110.1
자본조정	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
자본총계	49.0	66.4	85.1	102.7	124.8
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(19.2)	(37.9)	(47.2)	(62.9)	(77.7)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	12.1	19.6	21.7	25.8	26.1
당기순이익	11.9	18.2	20.4	19.6	24.1
감가상각비	0.5	0.8	0.9	0.9	1.0
무형자산상각비	1.6	2.4	3.9	5.5	6.0
외환환산손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(3.1)	0.4	(5.0)	0.7	(3.7)
매출채권의 감소(증가)	(3.3)	0.5	(2.2)	0.1	(2.1)
재고자산의 감소	2.6	(2.6)	(1.7)	(0.7)	(2.6)
매입채무의 증가(감소)	(2.5)	2.5	(1.0)	1.3	1.0
기타	1.3	(2.0)	1.6	(1.0)	(1.4)
투자활동 현금흐름	(21.3)	(11.4)	(23.7)	(10.0)	(11.2)
단기금융상품의 처분(취득)	(7.3)	(13.9)	(10.0)	(1.2)	(1.3)
유가증권 처분(취득)	(4.3)	(1.0)	(0.4)	(0.7)	(0.5)
유형자산의 취득	(3.0)	(2.6)	(1.4)	(1.4)	(1.7)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(3.5)	(2.3)	(8.8)	(6.7)	(7.6)
투자자산의 감소(증가)	4.8	3.6	(2.0)	(0.0)	(0.1)
기타	(8.0)	4.8	(1.2)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(1.3)	(1.0)	(0.5)	(2.0)	(2.0)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	(1.2)	(1.2)	(1.7)	(2.0)	(2.0)
기타	(0.4)	0.0	1.2	0.0	0.0
순현금흐름	(10.4)	7.3	(2.9)	13.8	12.9
기초현금	11.8	1.4	8.6	5.7	19.6
기말현금	1.4	8.6	5.7	19.6	32.5
인여 현금흐름	(9.2)	8.3	(2.0)	15.8	14.9

자료: 텔레칩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	62.0	84.1	89.7	95.3	112.7
증가율	2.8	35.6	6.6	6.3	18.3
매출원가	39.3	54.1	56.0	59.8	71.2
매출총이익	22.7	30.0	33.7	35.5	41.5
증가율	5.7	32.2	12.1	5.5	16.8
매출총이익률	36.6	35.7	37.6	37.3	36.8
판매비및일반관리비	11.3	13.9	18.3	18.9	20.9
영업이익	11.5	16.2	15.4	16.6	20.6
증가율	(0.3)	41.1	(4.7)	8.0	23.8
영업외손익	0.8	1.7	3.4	3.2	3.8
순금융비용	(0.6)	(1.2)	(2.3)	(2.8)	(3.3)
외환관련손익	(0.3)	0.0	1.5	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	0.4	(0.4)	0.4	0.5
세전순이익	12.2	17.8	18.8	19.8	24.4
법인세비용	0.4	(0.3)	(1.5)	0.2	0.2
당기순이익	11.9	18.2	20.4	19.6	24.1
EPS	1,221	1,814	2,017	1,945	2,390
증가율	(4.5)	48.5	11.2	(3.6)	22.9
EBITDA	13.5	19.4	20.2	23.1	27.6
증가율	6.3	43.5	4.4	14.3	19.5

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	1,221	1,814	2,017	1,945	2,390
BPS	4,523	6,117	7,530	9,161	11,193
주당 EBITDA	1,389	1,935	2,003	2,290	2,737
주당 현금배당금	150	170	190	180	220
PER	13.0	7.9	3.8	3.9	3.2
PBR	3.1	2.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.0	5.4	1.5	0.6	(0.0)
배당수익률	0.8	1.2	2.5	2.4	2.9
수익성					
매출총이익률	36.6	35.7	37.6	37.3	36.8
영업이익률	18.5	19.2	17.2	17.5	18.3
EBITDA이익률	21.8	23.0	22.5	24.2	24.5
순이익률	19.1	21.6	22.7	20.6	21.4
ROE	27.3	31.5	26.9	20.9	21.2
ROIC	38.7	49.5	43.6	32.2	29.5
안정성					
부채비율	18.8	20.4	15.1	14.3	13.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	517.4	578.4	861.1	900.9	983.1
이자보상배율(배)	(18.6)	(13.4)	(6.8)	(6.0)	(6.3)
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	11.4	12.5	11.8	11.0	11.6
재고자산회전율	6.7	9.2	7.9	7.6	7.9
매입채무회전율	11.9	16.1	15.0	15.5	15.4
순운전자본회전율	6.4	7.0	5.8	5.6	6.0

자료: 텔레칩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

교육서비스

청담러닝(096240) - 차별화된 성장성 부각될 전망

정우철 3774-6708

국내 최대 영어학원 전문 업체

청담러닝은 1998년에 설립된 영어 전문 교육서비스 업체임. 동사는 설립초기부터 초등학교 4학년부터 중학교 3학년을 대상으로 '청담어학원' 학원사업을 하고 있으며, 지난 2007년부터는 초등학교생을 대상으로 'April어학원' 사업을 하고 있음. 지난 2008년 말 기준으로 '청담어학원' 학원수는 76개(직영점 6개, 가맹점 70개), 'April어학원'은 44개(직영점 1개, 가맹점 43개)임. 동사의 주요 매출액은 수강료와 가맹점으로부터의 로열티 그리고 교재비와 온라인 서비스임.

경기 침체가 영어 교육 시장에 미치는 영향은 제한적

경기침체에 따른 소비둔화 우려와 경쟁 심화에도 불구하고 영어교육 시장의 안정적인 성장은 유지될 것으로 판단됨. 이는 영어 교육의 중요성이 최근 더욱 부각되고 있으며, 교육서비스 지출에서 영어과목이 경기에 가장 영향을 덜 받고 있기 때문임. 특히 정부는 2012년부터 말하기/쓰기가 포함된 국가 영어 인증시험을 도입할 예정이며, 국제중학교, 외고, 자립형 사립고 등 300개 정도를 신설할 예정임. 또한 초등학교생들의 영어 공교육도 강화될 예정이라는 점에서 조기 영어 수업의 중요성이 더욱 부각될 것으로 보임.

높은 브랜드 인지를 기반으로 시장 지배력 확대될 전망

청담러닝은 국내 최고의 브랜드 인지도를 확보하고 있으며, 이러한 경쟁력은 향후에도 유지될 것으로 판단됨. 이는 동사가 높은 수준의 강사 퀄리티를 유지하고 있으며, 수강생들의 수준도 국내 최고 수준으로 판단되기 때문임. 이러한 경쟁력을 기반으로 동사는 '청담어학원'과 'April어학원'의 학원수 확대 전략이 무리 없이 진행될 수 있을 것으로 보이며, 이는 수강생 증가로 이어질 것으로 판단됨.

투자의견 BUY, 목표주가 36,000원 제시

청담러닝에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 36,000원을 제시함. 이는 동사가 경기침체에도 불구하고 안정적인 성장이 전망되기 때문임. 동사의 직영점 및 가맹점 증가 추세는 향후에도 유지될 것으로 보이며, 성인 및 유아 영어교육 시장으로의 진입도 모멘텀으로 작용할 것으로 기대됨. 동사의 목표주가는 2009년 내수 소비재 PER 10.4배를 적용하여 산출했으며, 높은 성장성을 감안해 20%의 프리미엄을 부여함.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	46.4	62.9	83.1	110.2	137.0
영업이익	(십억원)	8.4	10.8	14.4	21.2	25.6
EBITDA	(십억원)	10.2	13.4	16.0	23.5	28.6
세전순이익	(십억원)	7.2	10.3	14.5	21.3	27.5
순이익	(십억원)	5.1	6.5	10.7	15.6	20.1
EPS	(원)	0	0	2,156	2,910	3,759
증감률	(%)	-	-	-	35.0	29.2
P/E	(x)	0.0	0.0	11.6	8.6	6.7
P/B	(x)	0.0	0.0	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	(x)	0.0	0.0	5.1	3.4	2.5
ROE	(%)	31.9	21.3	22.7	22.3	22.3

BUY (Initiate)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : N/A

Price Volatility : Low

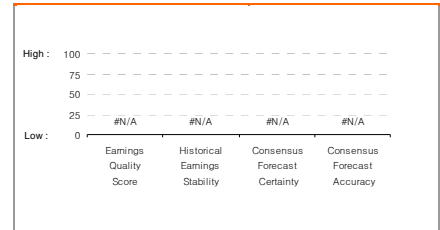
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W36,000
컨센서스 목표주가	W38,200
현재가 (1/9)	W25,050
예상 주당배당금 (08E)	-
예상 주가상승률 (6M)	43.7%
예상 배당수익률 (12M)	0.0%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W2,156 / W2,910
컨센서스 EPS (08E/09E)	W2,057 / W2,836
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	0.0%
순부채비율 (08E)	-69.6%

Earnings Quality Score

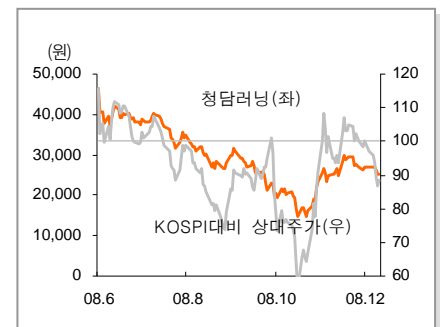


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	124 / 94
발행주식수	5 mn
유동주식비율	46.7%
수정배타(3년, 월간수익률)	#N/A
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	#N/A
52주 최고가 / 최저가	W14,650 - 46,400
최근 3개월 일평균 거래량	53,264
최근 3개월 일평균 거래대금	W1,188 mn
외국인 지분율	5.6%
주요주주 지분율	
김영화 외 17인	54.85%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(0.6)	(35.3)	0.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	(7.4)	(13.0)	0.0



국내 최대 영어학원 전문 업체

1998년에 설립된 국내 최대의 영어 교육 서비스 업체

청담러닝은 1998년에 설립된 영어 전문 교육 서비스 업체이다. 동사는 설립초기부터 초등학교 4학년부터 중학교 3학년을 대상으로 ‘청담어학원’ 브랜드로 학원 사업을 하고 있으며, 지난 2007년부터는 초등학교 1~6학년을 대상으로 ‘April어학원’ 사업을 하고 있다. 동사는 국제중학교 및 외고 입학에 희망하는 학생을 위한 ‘Prep어학원’ 사업을 지난 2008년 12월에 ‘청담어학원’으로 흡수했다. 또한 동사는 지난 2008년 8월부터는 유아 대상으로 ‘Let me fly’ 콘텐츠 사업을 하고 있으며, 성인 대상으로는 전화영어 서비스 등을 제공하고 있다.

청담러닝의 주요 매출은 직영점으로부터 발생하는 수강료와 가맹점의 로열티 그리고 온라인 강의 서비스와 교재 판매로 볼 수 있다. 동사는 직영점의 경우 수강료, 교재비 등 총 학원비를 매출로 인식하고 있으며, 가맹점의 경우는 가맹비와 매출의 4.5%~5.5%를 로열티 매출로 인식하고 있다. ‘청담어학원’의 가맹비는 2~5억원, ‘April어학원’은 4~6천만원이다.

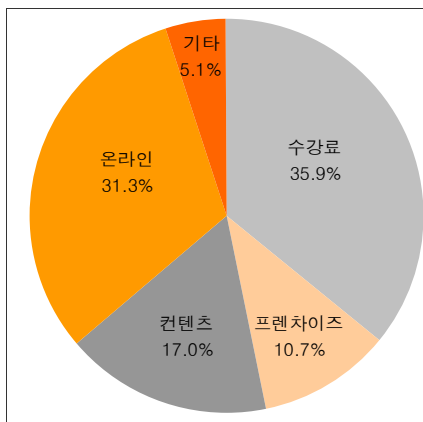
직영점 및 가맹점 학원 전국 120개 보유

학원 브랜드 ‘청담어학원’ 과 ‘April어학원’ 의 직영점 및 가맹점 총 120개 보유

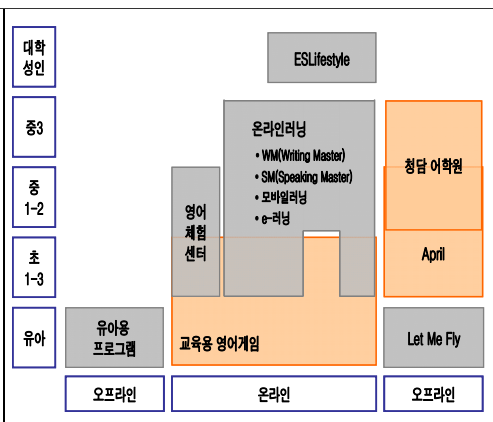
청담러닝의 학원 브랜드 ‘청담어학원’, ‘April어학원’ 등의 총 학원수는 지난 2008년 말 기준으로 120개였으며, 이중 직영점이 7개, 가맹점이 113개였다. 브랜드별로 보면 ‘청담어학원’이 76개(직영점 6개, 가맹점 70개)였으며, ‘April어학원’은 44개(직영점 1개, 가맹점 43개)였다. 청담어학원 기준으로 동사의 평균 수강료는 25만원이며, 교재비와 온라인 교육 서비스를 포함한 일인당 평균 학원비는 월 33만원 수준이다.

2008년 3분기 누계로 동사의 직영점과 가맹점 로열티 매출액은 각각 218억원, 65억원이였으며, 매출비중은 35.9%, 10.7%였다. 또한 온라인 강의 매출액은 190억원이였으며, 전체 매출에서 31.3%를 점했다. 온/오프라인 수강생 대상 교재판매 관련 매출액은 103억원이였다. 동사의 온라인 서비스는 오프라인 수강생들을 대상으로만 진행했었으나, 지난 2008년 12월부터는 비재원생들을 대상으로도 온라인서비스를 하고 있다. 동사는 지난 3년간 매출액 및 영업이익이 연평균 각각 47.8%, 61.0%의 성장성을 보였다.

〈그림 1〉 사업부분별 매출 비중



〈그림 2〉 청담러닝의 사업구조



주: 사업부분별 매출비중은 2008년 3분기 누계 기준
 자료: 청담러닝, 미래에셋증권 리서치센터

경기 침체가 영어 교육시장에 미치는 영향은 제한적

교육 서비스 시장의 모멘텀
둔화에도 불구하고 영어서비스
시장은 안정적인 성장 전망

국내 교육서비스 시장의 장기 성장모멘텀은 약화된 상태이다. 이는 국내 가계 소비에서 이미 교육비 지출이 세계 최고 수준이라는 점과 학생수가 감소하고 있기 때문이다. 특히 2009년에는 경기침체에 따른 소비 둔화 우려로 단기적인 모멘텀도 강하지 못하며, 시장의 경쟁도 치열해지고 있는 상황이다. 그러나 이러한 시장 상황에도 불구하고 영어 교육 서비스 시장은 향후에도 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단된다.

이처럼 판단되는 것은 영어 교육의 중요성이 최근 더욱 부각되고 있으며, 교육서비스 지출에서 영어과목이 경기에 가장 영향을 덜 받고 있기 때문이다. 특히 정부는 2012년부터 말하기와 쓰기가 포함된 국가 영어 인증시험을 도입하기로 했으며, 국제중학교, 외고, 자립형 사립고 등 300개 정도를 신설할 예정이다. 또한 초등학교들의 영어 공교육도 강화될 예정이라는 점에서 향후 조기 영어 수업의 중요성이 더욱 부각될 것으로 보인다

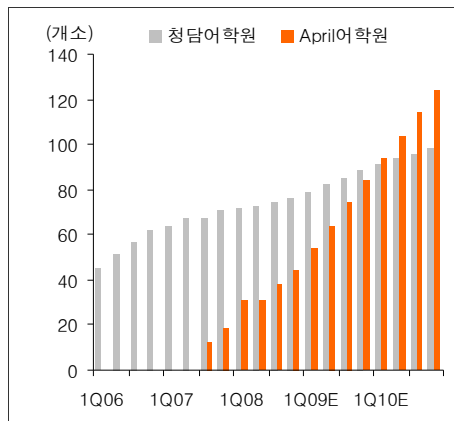
높은 브랜드 인지도를 기반으로 시장 지배력 강화 추세

‘청담어학원’의 수강생수는 지난
3년 동안 194.8% 증가한 4.1만명

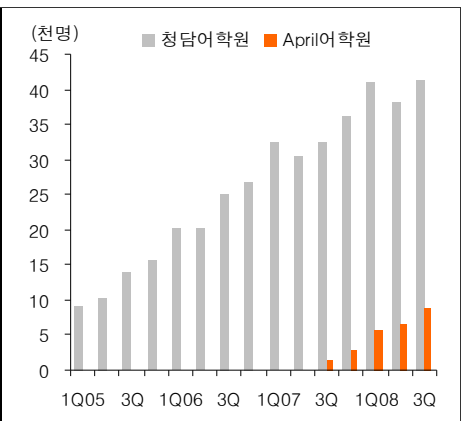
청담러닝은 국내 최고의 브랜드 인지도를 확보하고 있으며, 이러한 경쟁력은 향후에도 유지될 것으로 판단된다. 이는 동사가 높은 수준의 강사 퀄리티를 유지하고 있으며, 수강생들의 수준도 국내 최고로 판단되기 때문이다. 동사의 원어민 강사 채용은 본사에서 직접 담당하고 있으며, 일정 수준의 교육이 완료된 강사를 각 가맹점에 배치하고 있다. 또한 수강생들의 질적인 관리를 위해 입학시험을 거쳐야 되며, 연간 9만명이 입학시험을 치고 있고, 이중 평균 34%가 탈락을 하고 있다. 이러한 경쟁력을 기반으로 동사는 ‘청담어학원’과 ‘April어학원’의 학원수를 꾸준히 증가시킬 예정이며, 학원수 증가에 힘입어 수강생 증가도 당분간 지속될 것으로 판단된다.

동사 ‘청담어학원’의 학원수는 지난 2006년초에는 45개였으나, 최근에는 76개로 증가했으며, ‘April어학원’은 지난 2007년 하반기에 사업을 시작했음에도 불구하고 이미 44개에 달하고 있다. 이러한 학원수 증가에 힘입어 동사의 수강생도 폭발적인 증가를 보이고 있다. ‘청담어학원’의 수강생은 지난 3년 동안 194.8% 증가한 4.1만명에 달하고 있으며, ‘April어학원’ 수강생도 8.8천명에 달하고 있다. 동사는 ‘April어학원’ 가맹점을 당분간 연간 40개 정도 확대할 예정이라는 점에서 2009년 말 84개, 2010년 말에는 120여개에 달할 것으로 보인다. 또한 ‘청담어학원’의 경우는 추가적인 가맹점 확보와 일부 가맹점의 직영화를 추진할 예정이다.

〈그림 3〉 분기별 청담러닝 어학원 수 추이



〈그림 4〉 분기별 청담러닝 총 재원생 추이



자료: 청담러닝, 미래에셋증권 리서치센터 전망

2009년 매출액 및 영업이익의 전년대비 각각 32.6%, 46.9% 증가 전망

**2009년 매출액 및 영업이익
전년대비 각각 32.6%, 46.9% 증가
전망**

청담러닝의 2008년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 32.2%, 34.0% 증가한 831억원, 144억원으로 추정되며, 2009년에도 각각 32.6%, 46.9% 증가한 1,102억원, 212억원에 달할 것으로 전망된다. 이처럼 경기 침체에 따른 소비둔화 우려에도 불구하고 동사의 높은 성장세가 유지될 것으로 보는 것은 최근 영어 조기 교육의 중요성이 부각되고 있으며, 동사의 시장 지배력은 더욱 강화될 것으로 판단되기 때문이다.

특히 동사는 2009년에도 '청담어학원'과 'April어학원'의 직영점 및 가맹점을 확대할 예정이며, 이러한 학원수 증가는 매출 확대로 바로 연결될 것으로 기대된다. 특히 직영점의 경우 수강료가 모두 매출로 인식된다는 점에서 외형 성장에 크게 기여할 것으로 기대된다. 동사는 주력인 '청담어학원'의 직영점을 2009년에 8~10개 정도 추가할 예정이며, 이는 기존 가맹점을 직영화하는 것이라는 점에서 매출에 바로 연결될 것으로 판단된다. 또한 동사는 'April어학원'의 공격적인 학원수 증가와 성인 및 유아 대상의 영어교육 시장 진출에 따른 신규서비스로 2009년부터 추가적인 신규매출도 발생할 것으로 기대된다.

〈표 1〉 청담러닝의 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)	영업실적				증가율 (%)		
	2006	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
매출액	46.4	62.9	83.1	110.2	35.4	32.2	32.6
수강료	20.9	24.4	28.7	37.2	16.8	17.5	29.6
프랜차이즈	8.2	6.9	9.5	12.9	(15.5)	37.4	36.6
컨텐츠	7.5	10.1	13.7	17.3	34.6	36.2	25.8
온라인	7.0	16.8	26.5	37.4	139.5	58.4	41.0
기타	2.8	4.7	4.6	5.3	64.9	(1.0)	14.5
영업이익	8.4	10.8	14.4	21.2	28.6	34.0	46.9
세전이익	7.2	10.3	14.5	21.3	42.1	41.3	46.6
영업이익률	18.0	17.1	17.3	19.2	(0.9)p	0.2p	1.9p
세전이익률	15.6	16.4	17.5	19.3	0.8p	1.1p	1.9p

자료: 청담러닝, 미래에셋증권 리서치센터 전망

투자의견 BUY, 목표주가 36,000원 제시

**투자의견 BUY와 목표주가
36,000원 제시**

국내 교육서비스 시장의 치열한 경쟁과 경기침체에 따른 소비둔화 영향에도 불구하고 청담러닝에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 36,000원을 제시한다. 이는 동사의 주력인 영어 교육서비스 시장은 타 교육서비스 시장 대비 경기 침체 영향을 덜 받고 있으며, 동사의 시장 지배력은 당분간 강화될 것으로 전망되기 때문이다.

동사의 목표주가는 2009년 내수 소비재 평균 PER 10.4배를 적용하여 산출했으며, 목표주가 산출시 20%의 프리미엄을 부여했다. 이는 동사의 고성장세가 당분간 유지될 것으로 보이며, 시장 지배력은 더욱 강화될 것으로 판단되기 때문이다. 또한 보수적인 관점에서 동사의 목표주가 산출시 전환사채 40만주가 모두 전환될 것으로 가정했다.

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	27.8	30.8	55.3	59.6	69.8
현금 및 단기금융상품	20.0	21.2	47.6	45.7	54.6
매출채권	6.4	6.4	3.8	8.7	9.7
재고자산	0.8	1.8	1.0	2.4	2.6
고정자산	14.4	19.6	21.8	33.2	43.3
투자자산	10.2	11.3	11.9	18.2	22.0
유형자산	2.6	3.9	5.1	8.6	13.1
무형자산	1.6	4.4	4.8	6.4	8.2
자산총계	42.2	50.5	77.1	92.9	113.1
유동부채	10.1	10.0	10.8	11.0	11.1
매입채무	0.2	0.3	0.2	0.4	0.5
단기차입금	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	5.5	6.2	6.7	1.7	1.8
사채	5.2	5.7	6.1	1.1	1.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	15.7	16.2	17.5	12.7	12.8
자본금	1.7	2.6	2.9	3.1	3.1
자본잉여금	16.7	17.6	33.0	37.8	37.8
이익잉여금	8.3	13.8	23.4	39.0	59.1
자본조정	(0.2)	0.1	0.2	0.2	0.2
자본총계	26.5	34.3	59.6	80.2	100.3
총차입금	8.8	5.7	6.1	1.1	1.1
순차입금	(11.2)	(15.4)	(41.5)	(44.5)	(53.5)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	7.0	11.2	15.5	9.1	21.0
당기순이익	5.1	6.5	10.6	15.6	20.1
감가상각비	1.5	1.9	1.2	2.2	2.7
무형자산상각비	0.3	0.7	0.4	0.1	0.2
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.8	2.6	3.5	2.8	2.0
운전자본의 감소(증가)	(5.0)	(1.1)	10.5	(6.0)	(1.1)
매출채권의 감소(증가)	(4.7)	(0.2)	8.0	(4.9)	(0.9)
재고자산의 감소	(0.3)	(1.0)	2.9	(1.3)	(0.3)
매입채무의 증가(감소)	0.1	0.1	(0.4)	0.2	0.1
기타	4.3	0.5	(10.7)	(5.5)	(3.0)
투자활동 현금흐름	(10.6)	(8.9)	(1.7)	(8.5)	(13.0)
단기금융상품의 처분(취득)	(0.4)	0.4	1.3	2.5	(1.0)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(2.0)	(3.3)	(2.1)	(5.8)	(7.2)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.9)	(3.1)	(0.9)	(1.7)	(2.0)
투자자산의 감소(증가)	(4.0)	0.0	0.8	(3.6)	(2.8)
기타	(3.3)	(3.0)	(0.7)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	20.2	(1.7)	(26.6)	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	4.1	(3.6)	(5.7)	(5.0)	0.0
자본의 증가(감소)	16.1	0.0	(20.9)	5.0	0.0
배당금의 지급	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	16.6	0.6	22.6	0.6	8.0
기초현금	2.4	19.0	0.0	22.6	23.2
기말현금	19.0	19.6	22.6	23.2	31.1
잉여 현금흐름	(3.5)	2.3	13.8	0.6	8.0

자료: 청담러닝, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	46.4	62.9	83.1	110.2	137.0
증가율	80.1	35.5	32.2	32.6	24.3
매출원가	24.9	37.3	51.2	65.6	82.0
매출총이익	21.5	25.5	31.9	44.6	55.0
증가율	126.0	18.7	25.2	39.6	23.4
매출총이익률	46.4	40.6	38.4	40.5	40.2
판매비및일반관리비	13.1	14.8	17.5	23.4	29.4
영업이익	8.4	10.8	14.4	21.2	25.6
증가율	144.2	28.6	34.0	46.9	21.1
영업외손익	(1.1)	(0.5)	0.1	0.1	1.9
순금융비용	0.3	(0.4)	(1.5)	(2.9)	(3.6)
외환관련손익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법평가손익	(0.8)	(2.6)	(3.5)	(2.8)	(2.0)
기타영업외손익	(0.1)	1.7	2.1	0.0	0.3
세전순이익	7.2	10.3	14.5	21.3	27.5
법인세비용	2.1	3.8	3.9	5.8	7.4
당기순이익	5.1	6.5	10.7	15.6	20.1
EPS	0	0	2,156	2,910	3,759
증가율	-	-	-	35.0	29.2
EBITDA	10.2	13.4	16.0	23.5	28.6
증가율	108.7	31.7	19.8	46.5	21.6

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	0	0	2,156	2,910	3,759
BPS	0	0	11,076	13,799	17,216
주당 EBITDA	0	0	3,247	4,395	5,345
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	11.6	8.6	6.7
PBR	0.0	0.0	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	5.1	3.4	2.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	46.4	40.6	38.4	40.5	40.2
영업이익률	18.0	17.1	17.3	19.2	18.7
EBITDA이익률	21.9	21.3	19.3	21.3	20.9
순이익률	11.0	10.3	12.8	14.1	14.7
ROE	31.9	21.3	22.7	22.3	22.3
ROIC	30.0	20.9	29.2	34.5	29.6
안정성					
부채비율	59.1	47.2	29.3	15.8	12.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	274.0	309.5	514.1	543.5	631.4
이자보상배율(배)	31.2	(26.1)	(9.4)	(7.2)	(7.1)
활동성 (회)					
총자산회전율	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	11.5	9.8	16.2	17.5	14.9
재고자산회전율	71.7	49.2	59.4	64.2	54.5
매입채무회전율	320.7	266.2	342.1	360.0	301.2
순운전자본회전율	143.9	140.1	N/A	N/A	38.4

자료: 청담러닝, 미래에셋증권 리서치센터 추정

증권 KTB투자증권 (030210) - 4Q 실적보다는 2009년 전망에 주목할 시점

이창욱 3774-6834

4Q08 적자 지속 예상되나 손실폭은 전분기 대비 개선될 전망

동사의 4Q08 실적은 세전손실 53억원, 순손실 72억원을 기록할 것으로 전망됨. 3Q에 이어 적자가 지속될 전망이다. 적자규모는 3Q(121억원 순손실) 대비 약 50억원 줄어듦. 적자 지속의 원인은 1) 부진한 증시의 영향으로 투자수익 미미, 2) 증권업 관련 수익이 여전히 비용 증가분을 충당하지 못하고 있으며, 3) 당초 5년간 상각 예정이던 협회가입비 30억원이 회계 처리 변경으로 인해 4Q에 일시 상각될 가능성이 높기 때문임. 3Q 대비 실적 개선요인은 1) 브로커리지 수수료 수입이 3Q 월 5억원 수준에서 4Q에는 월 7억원 수준으로 증가, 2) 자회사 지분법 이익 증가, 3) 부실자산 상각 규모가 전분기 대비 약 30억원 감소할 것으로 예상되는 점임. 08년 하반기 부진한 실적은 증권업 영위 및 기록적인 증시하락에 따른 불가피한 측면이 있었다는 점에서 부정적 영향은 제한적일 것으로 보임.

2009년 이익수준은 Capital gain과 신규 PEF Funding 규모에 좌우

향후 증권업 내에서 PEF 투자에 특화된 금융투자회사로서의 경쟁력을 논하기 위해서는 2009년 이후 실적 향보를 지켜봐야 함. 긍정적인 부분은 증권업 부문이 브로커리지 수익 개선을 통해 2009년에는 BEP를 달성할 수 있을 것으로 예상되는 점임. 2009년 및 2010년 증권업 관련 순이익을 9억원, 58억원으로 각각 전망함. 경상적 수익이 경상적 비용을 커버하게 되는 안정성을 2009년부터는 확보하게 된다고 할 수 있음. 결국, 동사의 2009년 이익규모는 투자주식 매각을 통한 Capital gain과, 현재 계획중인 신규 PEF Funding 규모에 달려있다는 판단임. 따라서, 'BEP 달성'이라는 안전판은 확보하겠으나, 여전히 주식시장 상황에 따라 2009년 이익 규모의 변동폭은 크다고 볼 수 있음.

2009년 이익 전망치 상황에 따라 목표주가 5,200원으로 상향

수익원천의 안정화 및 신규 펀드 설정 기대감을 반영하여 2009년 순이익 전망치를 당초 102억원에서 214억원으로 상향 조정함. 이에 따라 목표주기도 4,500원에서 5,200원으로 상향함. 목표주가는 동사의 영업가치 1,700원에 KTB자산운용의 주당 지분가치 3,500원을 합산하여 산출함. 동사의 영업가치는 KTB자산운용 지분법 이익을 제외한 2009년 예상 순이익 104억원에 PER 10.3배 (2008년 동사에 적용되었던 평균 PER)를 적용하여 산출하였음.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업이익	(십억원)	21.6	31.0	(0.4)	7.9	24.5
세전순이익	(십억원)	22.8	32.3	(4.2)	21.4	39.9
순이익	(십억원)	21.7	33.2	(4.6)	21.4	39.9
EPS	(원)	359	551	(126)	274	606
증감률	(%)	4.8	53.2	(122.9)	(317.1)	121.1
P/E	(x)	14.6	21.3	N/A	12.6	5.7
BPS	(원)	5,145	5,940	6,879	7,005	7,522
P/B	(x)	1.0	2.0	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	7.1	9.9	(1.9)	3.8	8.1

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : Low

Price Volatility : Low

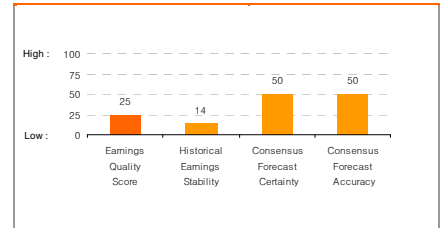
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W5,200
컨센서스 목표주가	W6,150
현재가 (1/9)	W3,455
예상 주당배당금 (08E)	-
예상 주가상승률 (6M)	50.5%
예상 배당수익률 (12M)	-

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	-W126 / W274
컨센서스 EPS (08E/09E)	W169 / W359
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	-
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	71.5%
순부채비율 (08E)	-

Earnings Quality Score



Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	208 / 158
발행주식수	60 mn
유동주식비율	89.3%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.2
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	71.3%
52주 최고가 / 최저가	W2,150 - 11,050
최근 3개월 일평균 거래량	996,624
최근 3개월 일평균 거래대금	W2,940 mn
외국인 지분율	23.9%
주요주주 지분율	
KTB자산운용	11.2%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	6.0	(46.8)	(67.7)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(0.8)	(24.5)	(31.7)



〈표 1〉 4Q08 Earnings Preview

(단위:십억원)	4Q07	3Q08	4Q08E	QoQ (%)	YoY (%)
영업수익	15.0	15.4	12.3	(19.9)	(18.0)
영업이익	1.5	(7.9)	(7.6)	(4.0)	적전
당기순이익	1.4	(12.1)	(7.2)	(40.9)	적전

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 2〉 분기별 실적 추이

(단위:십억원)	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E
영업수익	21.9	29.3	15.0	12.4	24.3	15.4	12.3
수수료수익	3.4	7.0	2.9	3.8	3.4	2.7	4.3
투자수익	17.2	20.6	10.4	6.4	18.9	5.1	2.1
이자수익	0.7	1.2	1.5	1.6	1.9	4.3	4.2
기타수익	0.6	0.5	0.2	0.6	0.2	3.3	1.7
영업비용	12.5	11.3	13.5	9.6	12.0	23.3	19.9
판관비	5.0	4.9	6.7	5.4	6.6	10.5	12.7
투자손실	4.9	3.9	4.2	1.6	2.8	7.1	3.0
기타비용	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	5.7	4.2
영업이익	9.4	18.0	1.5	2.8	12.3	(7.9)	(7.6)
영업외손익	1.6	0.0	(0.1)	4.6	(9.7)	(1.0)	2.3
세전순이익	11.0	18.0	1.4	7.4	2.7	(9.0)	(5.3)
당기순이익	11.9	18.0	1.4	7.4	7.3	(12.1)	(7.2)

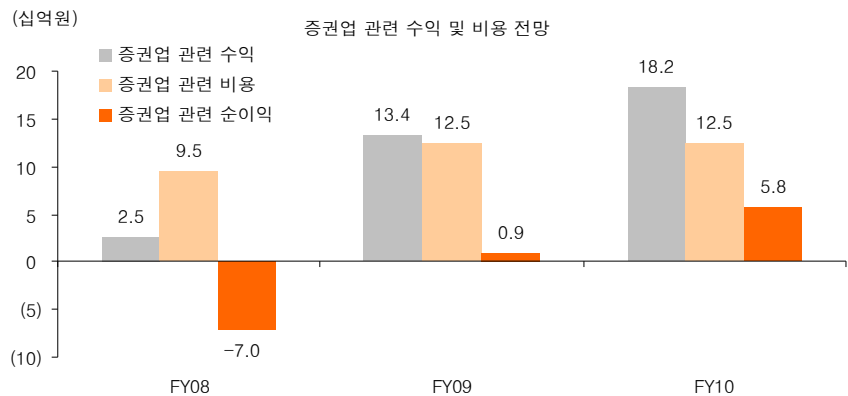
자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉 연간 실적 전망 조정

(단위:십억원)	기존		변경		차이 (%)	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
영업수익	66.4	75.1	64.4	76.9	(2.9)	2.4
영업이익	4.4	(0.6)	(0.4)	7.9	적전	흑전
당기순이익	2.3	10.2	(4.6)	21.4	적전	109.9

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 1〉 2009년부터는 증권업 부문에서 BEP달성이 가능할 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

추정재무제표

손익계산서

(단위:십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업수익	65.8	77.0	64.4	76.9	96.1
대출금이자	0.7	0.5	0.2	0.0	0.0
예금이자	0.9	3.0	5.6	7.1	6.0
단기매매 및 매도가능증권 이자	0.5	0.3	6.2	7.6	7.7
배당금 수익	0.7	1.0	1.2	1.6	1.6
매도가능증권 처분이익	14.1	26.1	22.7	15.9	26.9
투자관련 지분법이익	28.2	22.8	5.6	0.0	0.0
단기매매증권 처분이익	3.4	5.3	3.1	4.5	4.5
단기매매증권 평가이익	2.0	0.1	1.2	1.6	1.6
수입수수료	11.5	16.8	14.2	32.6	41.8
기타 영업수익	4.0	1.1	4.6	6.1	6.1
영업비용	44.2	46.0	64.9	69.0	71.6
정책자금이자	0.9	0.7	0.2	0.0	0.0
회사채 및 차입금이자	11.2	9.7	11.7	13.8	13.6
단기매매증권 처분손실	1.8	0.4	2.5	2.4	2.4
단기매매증권 평가손실	0.1	0.2	0.9	1.6	1.6
매도가능증권 감액손실	2.0	10.0	5.0	6.6	8.2
매도가능증권 처분손실	4.5	2.5	4.5	1.5	2.6
지분법 평가손실	5.4	1.8	1.6	0.0	0.0
판매비와 관리비	18.0	20.8	35.3	38.9	39.0
기타영업비용	0.3	0.0	3.1	4.1	4.2
영업이익	21.6	31.0	(0.4)	7.9	24.5
영업외손익	1.2	1.3	(3.8)	13.5	15.4
법인세차감전순이익	22.8	32.3	(4.2)	21.4	39.9
법인세비용	1.1	(0.9)	0.4	0.0	0.0
당기순이익	21.7	33.2	(4.6)	21.4	39.9
증가율 (%)					
영업이익	2.8	43.4	적전	흑전	208.8
세전순이익	10.3	41.5	적전	흑전	86.3
당기순이익	4.8	53.2	적전	흑전	86.3

주요 투자지표

(단위: %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
성장성					
총자산	(13.5)	8.0	66.8	1.2	1.2
투자주식	(1.5)	(8.4)	8.9	15.4	9.6
투자조합	57.2	4.1	(3.0)	(35.9)	21.6
총자본	3.2	15.5	35.5	(3.1)	7.4
수익구성					
투자수익	29.5	40.9	35.3	24.6	29.8
지분법이익	42.8	29.7	22.8	14.0	13.1
수입수수료	17.4	21.8	18.7	36.5	37.8
기타수익	10.2	7.6	23.3	24.9	19.3

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

대차대조표

(단위:십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
현금 및 금융상품	31.7	63.4	240.0	216.3	183.0
단기매매증권	25.2	52.6	116.3	95.4	96.6
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	81.3	86.3	99.2
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	53.1	57.5	69.8
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	16.5	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	268.8	252.3
미지급금	0.7	0.6	113.1	120.8	113.4
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	6.0	5.6
부채총계	165.7	155.8	371.6	397.1	372.8
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	64.4	99.1
자본조정 및 기타포괄손익	(82.5)	(67.7)	(12.4)	(12.4)	(12.4)
자본총계	310.3	358.3	485.7	470.5	505.2
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	(126.2)	274.0	606.0
BPS	5,145	5,940	6,879	7,005	7,522
Valuation					
PER	14.6	21.3	N/A	12.6	5.7
PBR	1.0	2.0	0.5	0.5	0.5
수익성 및 효율성					
ROA	4.2	6.7	(1.1)	1.9	4.2
ROE	7.1	9.9	(1.9)	3.8	8.1
부채비율	53.4	43.5	76.5	84.4	73.8

자료: KTB투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

건설 희림(037440) - 중장기적 관점에서 주목

변성진 3774-1457

4분기 매출액 지난해 동기 대비 19.7% 증가 예상

희림의 4사분기 매출액은 3사분기 대비 19.7% 증가한 493억원이 예상되나 영업이익은 8.6% 감소한 54억원이 예상됨. 이는 지난해 희림의 매출액과 이익이 하반기에 집중된 base effect 때문이라는 판단임. 하지만 매출액이 300억원을 넘어서 지난해 하반기 이후 분기별 수익성이 안정화되고 있음을 감안할 때 2009년부터는 매출 및 이익의 안정적인 성장세를 기대할 수 있을 것으로 전망됨.

초고층빌딩시장 진입에 대한 기대감으로 주가 급등

지난 12월 7일 잠실 제2 롯데월드 건립이 사실상 허가됨에 따라 설계업무에 참여하고 있는 동사의 주가가 지난주 급등함. 이는 이미 베트남에서도 100층 규모의 Petro Vietnam 프로젝트를 수행하고 있음을 감안할 때, 국내의 초고층 빌딩 설계경험을 모두 확보함으로써 차세대 시장인 초고층빌딩 시장으로의 안정적인 진입에 대한 기대감이 반영된 결과라는 판단임.

경기침체에도 불구하고 낮은 주주 리스크 보유

경기침체 따라 주주 리스크가 증가하고 있으나 각국 정부의 재정지출 확대가 본격화되고 있음을 감안할 때, 해외 시장에서 관공사 위주의 사업구조를 가져가고 있는 희림의 주주 및 매출은 안정적인 성장세를 보일 것으로 기대됨. 특히 지난 12월 10일 토지공사가 총 공사규모가 40조원에 달할 것으로 예상되는 아제르바이잔 신 행정도시 PM 계약을 체결함에 따라 아제르바이잔에서 높은 인지도를 확보하고 있는 희림의 장기적인 사업기회 확대를 기대할 수 있다는 판단임.

단기적으로는 보수적인 접근, 중장기적으로 주목해야할 업체

최근의 주가 급등으로 단기적으로는 다소 보수적인 접근이 바람직해 보이거나 1) 정부 및 공공기업 위주의 상대적으로 안정적인 해외매출처를 확보하고 있을 뿐 아니라 2) 각국 정부의 경기활성화를 위한 재정지출 확대시 설계부문의 수혜가 상대적으로 시기가 앞선다는 점, 3) 안정적인 현금창출능력 등 상대적으로 낮은 체계적 위험 등을 감안할 때 중장기적으로 주목해야할 기업이라는 기존의 의견을 유지 (투자 의견 BUY 및 목표주가 11,600원 유지).

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	91.5	120.1	163.7	204.8	240.0
영업이익	(십억원)	4.7	12.4	18.0	21.8	25.5
EBITDA	(십억원)	6.1	14.3	20.3	24.3	28.0
세전순이익	(십억원)	4.2	12.9	21.5	23.0	27.0
순이익	(십억원)	3.5	9.0	16.2	16.7	19.5
EPS	(원)	258	672	1,212	1,244	1,459
증감률	(%)	(28.2)	160.2	80.5	2.6	17.3
P/E	(x)	11.8	12.5	7.2	7.0	6.0
P/B	(x)	1.2	2.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	(x)	6.0	7.1	6.2	5.1	4.3
ROE	(%)	10.8	22.7	31.0	25.7	25.0

BUY (Maintain)

Rating within Industry : **Overweight**

Earnings Quality Score : **Medium**

Price Volatility : **Low**

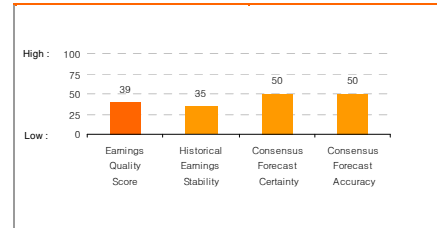
Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W11,600
컨센서스 목표주가	W13,600
현재가 (1/12)	W8,700
예상 주당배당금 (08E)	W350
예상 주가상승률 (6M)	33.3%
예상 배당수익률 (12M)	4.0%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,212 / W1,244
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,294 / W1,488
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	29.5%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	45.7%
순부채비율 (08E)	-19.2%

Earnings Quality Score

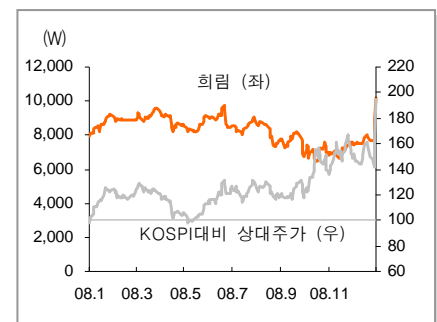


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	117 / 88
발행주식수	13 mn
유동주식비율	57.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.7
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	59.0%
52주 최고가 / 최저가	W6,454 - 10,200
최근 3개월 일평균 거래량	118,158
최근 3개월 일평균 거래대금	W998 mn
외국인 지분율	5.8%
주요주 지분율	
정영근 외 5인	41.7%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	16.7	1.9	7.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	11.9	28.1	42.6



4Q 매출액 19.7% 증가하나 영업 이익은 07년 이익의 하반기 집중에 따른 base effect로 8.6% 감소 예상

<표 1> 08.4Q preview

(십억원, %)	07.4Q	08.3Q	08.4QE	QoQ	YoY
매출액	41.2	42.9	49.3	14.9	19.7
매출총이익	9.9	9.7	9.5	(2.4)	(4.1)
영업이익	5.9	6.1	5.4	(11.7)	(8.6)
세전이익	6.3	8.4	5.7	(32.9)	(9.7)
순이익	2.7	8.4	2.1	(74.8)	(22.1)
매출총이익율	24.0	22.7	19.3	-3.4%p	-4.8%p
영업이익율	14.4	14.3	11.0	-3.3%p	-3.4%p
세전이익율	15.2	19.7	11.5	-8.2%p	-3.7%p
순이익율	6.6	19.7	4.3	-15.4%p	-2.3%p

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

수주 및 수익성에 대한 보수적인 가정 적용하나 낮은 체계적 위험 감안시 여전히 매력적인 밸류에이션 보유

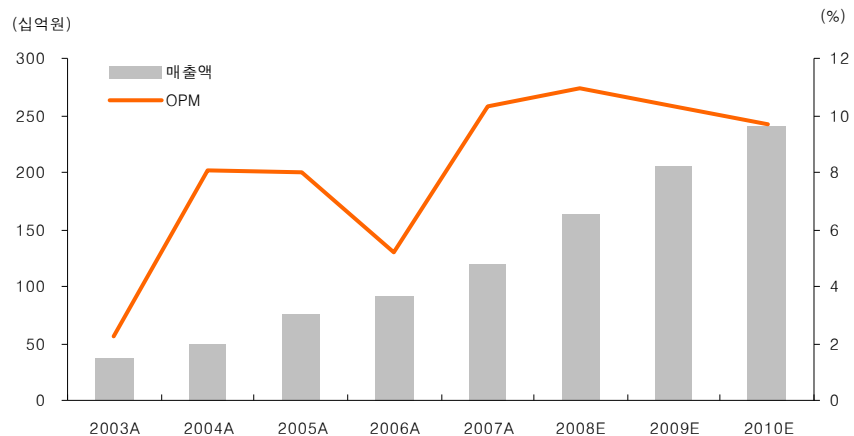
<표 2> 실적추정치 변경

(십억원, %)	수정전			수정후			차이		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
매출액	170.7	214.4	250.0	163.7	204.8	240.0	(4.1)	(4.4)	(4.0)
매출총이익	32.2	39.3	45.6	31.0	35.7	41.7	(3.8)	(9.1)	(8.7)
영업이익	19.3	25.6	29.7	18.0	21.8	25.5	(7.0)	(14.7)	(14.1)
세전이익	22.7	26.7	31.0	21.5	23.0	27.0	(5.2)	(13.8)	(13.0)
순이익	16.6	19.3	22.5	16.2	16.7	19.5	(2.1)	(13.8)	(13.0)
매출총이익율	18.9	18.3	18.3	18.9	17.4	17.4	0.1%p	-0.9%p	-0.9%p
영업이익율	11.3	11.9	11.9	11.0	10.6	10.6	-0.3%p	-1.3%p	-1.3%p
세전이익율	13.3	12.4	12.4	13.1	11.2	11.2	-0.2%p	-1.2%p	-1.2%p
순이익율	9.7	9.0	9.0	9.9	8.1	8.1	0.2%p	-0.9%p	-0.8%p

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

지속적인 매출 성장성 및 안정화 되는 이익율

<그림 1> 수익성과 AR 회전을 좋은 해외부문 매출성장세에 주목



자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	17.1	35.1	50.5	66.0	83.0
현금 및 단기금융상품	3.3	9.1	10.3	11.8	14.5
매출채권	10.0	19.5	33.3	45.8	58.9
재고자산	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	73.1	88.4	105.5
유동부채	3.7	9.3	12.6	15.8	18.5
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	14.5	17.6	20.3
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	46.2	58.4	72.8
자본조정	(1.2)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	33.1	46.1	58.8	71.0	85.4
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(4.3)	(10.1)	(11.3)	(12.8)	(15.5)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	7.3	7.1	9.2	8.4	10.5
당기순이익	3.5	9.0	16.2	16.7	19.5
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	(0.1)	0.0	(0.1)
지분법평가손실(이익)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(13.7)	(12.5)	(13.1)
매출채권의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(13.7)	(12.5)	(13.1)
재고자산의 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	3.6	5.8	4.5	1.8	1.6
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	(2.2)	(3.1)	(7.6)	(4.7)	0.0
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)	0.3	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	2.4	3.0	1.2	1.5	2.7
기초현금	0.9	3.3	6.3	7.5	9.0
기말현금	3.3	6.3	7.5	9.0	11.7
잉여 현금흐름	4.1	(1.2)	4.4	6.0	7.9

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원,%)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	91.5	120.1	163.7	204.8	240.0
증가율	20.3	31.3	36.3	25.1	17.1
매출원가	77.2	97.7	132.7	169.1	198.3
매출총이익	14.3	22.4	31.0	35.7	41.7
증가율	29.3	57.1	38.0	15.4	16.7
매출총이익률	15.6	18.7	18.9	17.4	17.4
판매비및일반관리비	9.5	10.0	13.0	13.9	16.2
영업이익	4.7	12.4	18.0	21.8	25.5
증가율	(22.1)	162.0	44.6	21.4	17.0
영업외손익	(0.6)	0.5	3.6	1.2	3.9
순금융비용	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
외환관련손익	0.0	(0.0)	2.5	(0.0)	2.5
지분법평가손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	0.3	0.6	0.9	1.1
세전순이익	4.2	12.9	21.5	23.0	27.0
법인세비용	0.7	3.9	5.3	6.3	7.4
당기순이익	3.5	9.0	16.2	16.7	19.5
EPS	258	672	1,212	1,244	1,459
증가율	(28.2)	160.2	80.5	2.6	17.3
EBITDA	6.1	14.3	20.3	24.3	28.0
증가율	(13.9)	133.8	41.6	19.7	15.4

투자지표

(단위 : 원,%)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	258	672	1,212	1,244	1,459
BPS	2,096	3,073	4,062	4,999	6,101
주당 EBITDA	458	1,071	1,515	1,813	2,092
주당 현금배당금	400	500	350	400	500
PER	11.8	12.5	7.2	7.0	6.0
PBR	1.2	2.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.0	7.1	6.2	5.1	4.3
배당수익률	5.3	2.9	4.0	4.6	5.7
수익성					
매출총이익률	15.6	18.7	18.9	17.4	17.4
영업이익률	5.2	10.3	11.0	10.6	10.6
EBITDA이익률	6.7	11.9	12.4	11.9	11.7
순이익률	3.8	7.5	9.9	8.1	8.1
ROE	10.8	22.7	31.0	25.7	25.0
ROIC	14.0	24.2	27.4	26.3	25.1
안정성					
부채비율	14.0	24.1	24.6	24.8	23.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	465.3	378.2	399.9	417.3	448.4
이자보상배율(배)	(20.0)	(58.2)	(39.6)	(77.3)	(88.7)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
매출채권회전율	9.1	8.1	6.2	5.2	4.6
재고자산회전율	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	7.8	6.4	5.6

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

제약

부광약품 (003000)

- 급여 확대 이후 HBV 시장 점유율 동향에 주목

신지원 3774-2176

목표주가 22,000원, 투자의견 BUY 지속 유지

부광약품에 대한 목표주가 22,000원, 투자의견 BUY 지속 유지함. 동사의 3/4분기 실적은 당사 예상치를 하회하는 매출액 434억원, 영업이익 114억 원을 나타낼 것으로 예상됨. 동사의 주력제품 치옥타시드와 레가론 등이 과거 약가 인하와 급여범위 축소의 영향으로 전년 동기대비 각각 16.0%, 4.6% 감소한 부진한 매출액 기조를 이어갈 것임에 따라 레보비르의 매출 성장세에도 불구하고 외형 성장이 둔화기조를 나타낸 데 따른 것. 한편, 매년 3/4분기 유입되었던 기술료 유입이 이번 분기에는 이루어지지 않음. 동사의 현재 밸류에이션은 forward 12개월 EPS 기준 약 13배로 업종 평균 대비 약 18% 가량 할인된 수준에서 거래되고 있어 밸류에이션 상승여력 보유.

항암제 라이선스 인 계약 체결, 중장기적 관점에서의 접근이 요구

한편, 동사는 지난주 미국 LSK BioPartners 사로부터 표적 항암제(특정 암 세포만 공격) YN968D1에 대한 특허 및 기술 라이선스 인 계약을 체결하였음을 공시. 동사는 이번 계약을 통해 아시아에서는 한국과 일본, 그리고 유럽에 대한 판권을 보유하게 됨. 동사가 도입한 물질 YN968D1은 아스트라제네카의 표적항암제 이레사와 작용기전이 유사하며, 현재 전세계 표적항암제 시장은 약 170억달러 규모로 추정되고 있음. 금번 계약은 동사가 아직 보유하지 않은 치료영역군에 대한 신규 치료제 도입이라는 측면에서 긍정적이나 아직 전임상 단계에 불과하므로 중장기적 관점에서의 접근이 요구됨.

B형간염치료제, 전반적으로 급여 범위는 확대되었으나 약가는 소폭 인하

B형간염치료제 레보비르는 최근 3개월 평균 약 16억원 가량의 월처방 금액을 나타내고 있음. 지난 12월 동사 레보비르의 급여인정 실투약기간이 기존 2년에서 최대 3년으로 확대됨에 따라 향후 보다 탄력적인 처방량 증가를 기대할 수 있을 것으로 예상. 한편, B형 간염치료제들에 대한 급여 인정기간 조정 이후 주요 B형간염치료제들 모두 평균 5.6% 가량 약가가 인하. 동사 레보비르 역시 10mg, 30mg 각각 6.6%씩 인하된 약가가 1월부터 적용되었으나, 인하폭이 미미하고 경쟁약물의 약가도 동반 인하됨으로써 금번 약가 인하 요인이 HBV 시장 내 점유율에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단함.

결산월	3월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	137.5	155.6	165.3	184.3	201.4
영업이익	(십억원)	26.5	42.2	42.3	47.5	52.1
EBITDA	(십억원)	30.0	46.1	47.8	54.0	59.3
세전순이익	(십억원)	27.6	45.5	42.9	51.4	57.2
순이익	(십억원)	19.5	32.9	32.2	37.2	41.4
EPS	(원)	725	1,216	1,189	1,377	1,533
증감률	(%)	20.0	67.7	(2.3)	15.8	11.3
P/E	(x)	22.4	26.7	15.6	13.4	12.1
P/B	(x)	3.5	5.3	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	(x)	13.4	17.8	9.1	7.8	6.9
ROE	(%)	16.7	22.6	18.2	18.6	18.3

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweigh

Earnings Quality Score : High

Price Volatility : Low

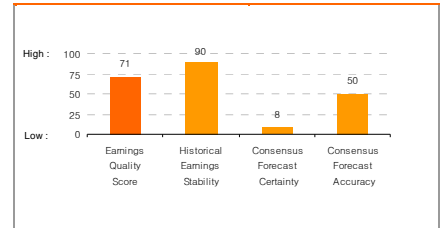
Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W22,000
컨센서스 목표주가	W22,500
현재가 (1/9)	W18,500
예상 주당배당금 (08E)	W450
예상 주가상승률 (6M)	18.9%
예상 배당수익률 (12M)	2.4%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,189 / W1,377
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,230 / W1,382
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	8.0%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	30.5%
순부채비율 (08E)	-35.3%

Earnings Quality Score

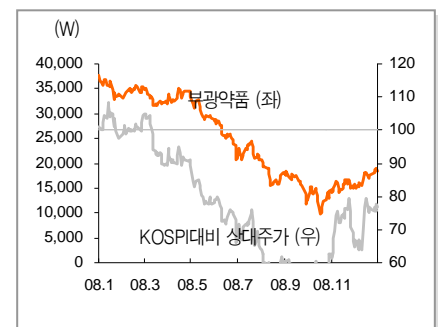


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	500 / 379
발행주식수	27 mn
유동주식비율	54.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.9
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	41.6%
52주 최저가 / 최고가	W9,740 - 37,670
최근 3개월 일평균 거래량	340,659
최근 3개월 일평균 거래대금	W5,492 mn
외국인 지분율	7.4%
주요주주 지분율	
김동연 외	28.11%

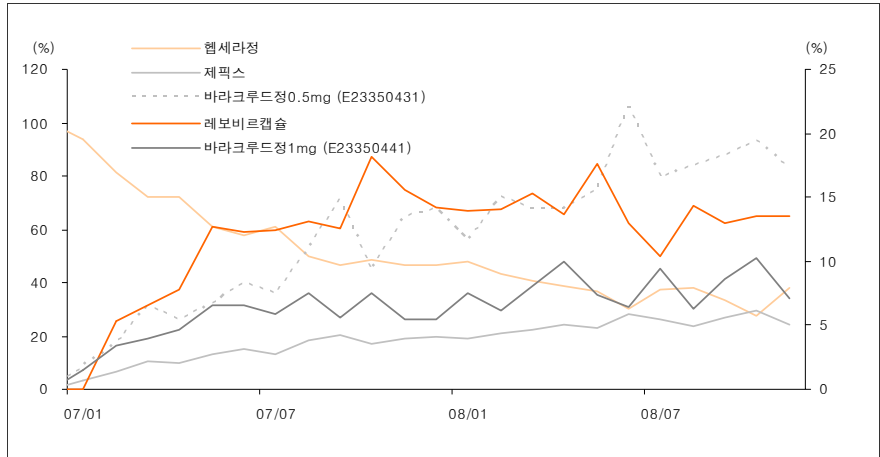
Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	22.9	(11.5)	(50.9)
KOSPI대비 상대수익률(%)	16.1	10.8	(14.9)



B형 간염 치료제 시장 Overview

〈그림 1〉 추가적인 레보비르의 점유율 상승에 주목



자료: 유비케어 UBIST, 미래에셋증권 리서치센터 재정리.

〈표 1〉 B형 간염 치료제 주요 제품 처방금액 월별 점유율 추이

제품명(제약사)	Mar08	Apr08	May08	Jun08	Jul08	Aug08	Sep08	Oct08	Nov08
헵세라	40.5	38.4	36.8	30.0	37.7	38.2	33.2	27.4	37.8
제픽스	22.1	24.0	22.8	28.5	26.0	23.8	26.9	29.5	24.3
바라크루드정0.5mg	14.1	14.0	15.5	22.1	16.5	17.4	18.3	19.3	17.2
레보비르	15.3	13.7	17.6	12.9	10.3	14.3	12.9	13.5	13.5
바라크루드정1mg	8.0	9.9	7.3	6.4	9.5	6.3	8.7	10.2	7.2

자료: 유비케어 UBIST, 미래에셋증권 리서치센터 재정리.

주: 각 제품별 점유율은 B형 간염치료제 시장에서 제픽스, 헵세라, 바라크루드, 레보비르 처방 합산 금액 전체를 100으로 놓고 점유율을 산정하였음.

〈표 2〉 B형 간염 치료제 주요 제품별 약가 인하 현황 (1월 1일부터 적용)

제품명	업체명	변경전	변경후	인하폭
헵세라정10mg	글락소스미스클라인	7,560	7,371	-2.5%
바라크루드시럽	한국비엠에스	690	665	-3.6%
바라크루드정0.5mg	한국비엠에스	6,907	6,646	-3.8%
바라크루드정1mg	한국비엠에스	8,505	7,371	-13.3%
레보비르캡슐10mg	부광약품	3,557	3,322	-6.6%
레보비르캡슐30mg	부광약품	7,113	6,646	-6.6%
제픽스정100mg	글락소스미스클라인	3,409	3,323	-2.5%

자료: 보건복지부, 미래에셋증권 재정리

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	103.4	147.4	161.6	182.7	204.2
현금 및 단기금융상품	37.4	57.2	66.1	76.3	88.1
매출채권	46.0	55.3	58.7	65.5	71.5
채고자산	19.1	33.4	35.5	39.5	43.2
고정자산	46.1	63.0	72.6	79.7	89.2
투자자산	9.0	10.0	10.0	10.1	10.1
유형자산	33.8	50.1	59.2	66.1	75.5
무형자산	3.4	2.9	3.4	3.5	3.6
자산총계	149.5	210.4	234.2	262.4	293.3
유동부채	21.8	41.0	43.4	46.5	49.5
매입채무	5.0	7.1	7.6	8.4	9.2
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	46.6	49.7	52.7
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	151.3	176.4	204.3
자본조정	(6.2)	(6.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
자본총계	124.2	166.2	187.6	212.7	240.6
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(37.6)	(57.4)	(66.3)	(76.5)	(88.3)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	23.3	26.4	34.8	36.0	42.0
당기순이익	19.5	32.9	32.2	37.2	41.4
감가상각비	3.3	3.5	5.2	6.1	6.9
무형자산상각비	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
외환환손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법평가손실(이익)	0.1	0.0	0.4	0.4	0.4
운전자본의 감소(증가)	(7.0)	(21.8)	(5.1)	(10.0)	(14.8)
매출채권의 감소(증가)	(4.4)	(9.5)	(3.4)	(6.8)	(10.0)
채고자산의 감소	0.7	(14.4)	(2.1)	(4.1)	(6.0)
매입채무의 증가(감소)	(3.3)	2.1	0.4	0.9	1.3
기타	7.1	11.4	1.8	1.8	7.6
투자활동 현금흐름	(6.3)	(48.5)	(15.1)	(13.6)	(16.7)
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)	(14.3)	(13.0)	(16.2)
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)	8.9	10.2	11.8
기초현금	25.1	37.3	29.2	38.1	48.3
기말현금	37.3	29.2	38.1	48.3	60.1
인여 현금흐름	17.0	(22.1)	19.7	22.4	25.3

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	137.5	155.6	165.3	184.3	201.4
증가율	8.8	13.1	6.2	11.5	9.2
매출원가	60.2	58.3	65.6	72.8	75.8
매출총이익	77.3	97.3	99.7	111.6	125.5
증가율	16.7	25.8	2.4	12.0	12.5
매출총이익률	56.2	62.5	60.3	60.5	62.3
판매비및일반관리비	50.8	55.1	57.4	64.1	73.5
영업이익	26.5	42.2	42.3	47.5	52.1
증가율	28.3	59.1	0.2	12.4	9.6
영업외손익	1.1	3.4	0.6	3.9	5.1
순금융비용	(1.2)	(2.8)	(0.8)	(3.4)	(4.5)
외환관련손익	(0.0)	(0.0)	0.4	0.5	0.5
지분법평가손익	(0.1)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타영업외손익	0.1	0.7	(0.1)	0.5	0.6
세전순이익	27.6	45.5	42.9	51.4	57.2
법인세비용	8.1	12.7	10.7	14.1	15.7
당기순이익	19.5	32.9	32.2	37.2	41.4
EPS	725	1,216	1,189	1,377	1,533
증가율	20.0	67.7	(2.3)	15.8	11.3
EBITDA	30.0	46.1	47.8	54.0	59.3
증가율	24.1	53.6	3.8	13.0	9.8

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	725	1,216	1,189	1,377	1,533
BPS	4,473	6,039	6,812	7,733	8,765
주당 EBITDA	1,113	1,705	1,767	1,997	2,194
주당 현금배당금	300	400	450	500	550
PER	22.4	26.7	15.6	13.4	12.1
PBR	3.5	5.3	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.4	17.8	9.1	7.8	6.9
배당수익률	1.8	1.2	2.4	2.7	3.0
수익성					
매출총이익률	56.2	62.5	60.3	60.5	62.3
영업이익률	19.3	27.1	25.6	25.8	25.9
EBITDA이익률	21.8	29.6	28.9	29.3	29.5
순이익률	14.2	21.1	19.5	20.2	20.6
ROE	16.7	22.6	18.2	18.6	18.3
ROIC	16.5	23.8	21.9	20.4	19.3
안정성					
부채비율	20.4	26.5	24.8	23.4	21.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	474.6	359.8	372.3	392.7	412.1
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.1	3.1	2.9	3.0	2.9
채고자산회전율	7.1	5.9	4.8	4.9	4.9
매입채무회전율	20.6	25.6	22.5	23.0	22.8
순운전자본회전율	3.1	3.3	3.3	3.3	3.2

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정

화학

유니드(014830) - 안정적 영업이익 창출 지속

이상훈 3774-6897

경기침체에 따른 4Q 실적 소폭 감소

유니드의 4분기 실적은 영업이익 YoY 196.6% 증가, QoQ 25.1% 감소한 172,6억원을 기록하였을 것으로 추정되며 세전이익은 YoY 105.3% 증가, QoQ 33.5% 감소한 171.8억원을 나타낼 것으로 추정됨. 전체적인 영업이익은 화학사업부문의 선전에도 불구하고 내수건설경기 침체 등으로 인한 보드사업부문의 부진이 예상되는 가운데 중국 자회사들의 지분법이익 역시 전분기 대비해서 약 60% 이상 감소한 24억원 수준에 불과하여 세전이익의 감소를 가져올 것으로 예상됨. 유니드의 중국쪽에 대한 판매는 자회사인 UJC 및 OJC 등이 전담하고 있으며, 내수 및 중국 외 수출부문은 본사에서 전담하는 구조.

주력품목들의 마진은 여전히 안정적

인플레이션 우려의 완화 및 글로벌 경기침체에 따른 중국 내수부진, 최근의 비료제품 가격하락에도 불구하고 무역협회의 수출입자료에 의하면 주요 화학품목들이 최악의 부진을 겪었던 11월까지도 유니드의 주력 품목인 가성칼륨 및 탄산칼륨의 가격 및 수출물량은 여전히 견조하였음을 확인할 수 있음. 이는 전반적 수요부진에도 불구하고 세계 최대수준인 동사의 가성칼륨 및 탄산칼륨의 생산능력을 바탕으로 한 Buyer와의 높은 가격협상력에 기인하는 것으로 판단할 수 있음.

밸류에이션 매력도의 증가

사상 최대 실적을 나타낼 것으로 추정되는 2008년 연간 영업이익 및 순이익에도 불구하고 경기침체에 따른 우려를 반영하여 2009년의 영업이익 및 순이익은 전년 대비 각각 8.0% 및 6.3% 감소할 것으로 추정되나, 여전히 2009년 예상순이익 대비 PER 3.6 배 수준, PBR 0.6배 수준으로 시장평균 및 업종평균 대비 낮은 밸류에이션에 거래되고 있음. 세계 최대 수준의 생산능력, 시장지배력, 양호한 재무구조를 바탕으로 한 안정적인 배당 매력 등을 감안할 때 현재의 낮은 밸류에이션은 향후 해소될 수 있을 것으로 판단.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	250.5	274.1	472.7	500.4	545.0
영업이익	(십억원)	21.0	22.8	59.5	54.7	56.9
EBITDA	(십억원)	28.7	30.5	67.7	64.2	66.6
세전순이익	(십억원)	31.0	36.9	75.9	68.4	70.8
순이익	(십억원)	23.5	27.1	55.2	51.7	53.6
EPS	(원)	3,575	4,119	8,383	7,857	8,140
증감률	(%)	21.0	15.2	103.5	(6.3)	3.6
P/E	(x)	5.7	8.8	3.3	3.6	3.4
P/B	(x)	0.8	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	(x)	5.4	8.2	3.3	2.7	2.3
ROE	(%)	14.8		24.1	18.3	16.2

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Neutral
Earnings Quality Score : Medium
Price Volatility : Low

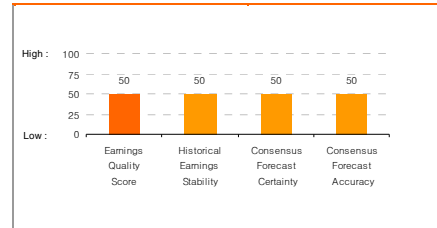
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W45,000
컨센서스 목표주가	W45,000
현재가 (1/9)	W27,950
예상 주당배당금 (08E)	W840
예상 주가상승률 (6M)	61.0%
예상 배당수익률 (12M)	3.0%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W8,383 / W7,857
컨센서스 EPS (08E)	W7,300 / W8,452
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	25.5%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	0.0%
순부채비율 (08E)	14.0%

Earnings Quality Score

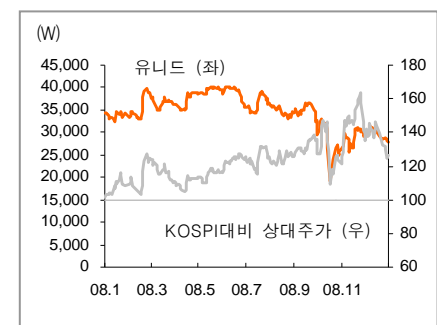


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	184 / 139
발행주식수	7 mn
유동주식비율	42.6%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.1
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	36.2%
52주 최고가 / 최저가	W19,250 - 40,150
최근 3개월 일평균 거래량	19,664
최근 3개월 일평균 거래대금	W526 mn
외국인 지분율	3.1%
주요주주 지분율	
OCI 상사(외6)	55.8%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(3.8)	(21.3)	(18.8)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(10.6)	1.0	17.2



화학사업부문의 영업이익이에도가
전체 영업이익의 90% 이상을
차지하고 있으며
영업이익을 역시 상대적으로 높음

사업부문별 이익전망

유니드의 사업부문은 크게 화학사업부문(CA부문)과 보드사업부문(BT부문)으로 나누어볼 수 있는데, 화학사업의 경우 염화칼륨의 전기분해를 통한 가성칼륨 및 탄산칼륨의 제조 및 판매가 주된 사업이며 보드사업의 경우, MDF를 비롯하여 제재목, 포르말린 등을 생산하고 있다. 건설경기 위축의 영향에 따른 보드사업부문의 영업이익 감소에 비해 화학사업부문의 실적은 상대적으로 안정적인 것으로 추정된다. 4분기의 영업이익 추정치는 화학사업부문의 경우 한국무역협회의 가성칼륨, 탄산칼륨의 염화칼륨 대비 스프레드를 반영하여 추정하였으며, 보드사업부문의 경우 건설경기 위축을 반영하여 대폭 하향조정하였다.

〈표 1〉 사업부문별 매출 및 영업이익 추정

(단위: 백만원)	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E
매출액	70,974	85,910	91,930	154,130	140,695	120,243	122,205	127,602	130,332
CA부문	37,868	51,261	58,457	119,552	113,534	94,271	96,453	100,655	101,228
BT부문	33,106	34,649	33,473	34,578	27,161	25,972	25,752	26,948	29,104
영업이익	5,818	8,223	10,963	23,032	17,258	14,842	13,550	13,035	13,280
CA부문	3,602	6,350	8,184	21,760	16,277	13,887	12,558	12,137	12,332
BT부문	2,216	1,873	2,780	1,272	981	955	992	899	948
영업이익율	8.2%	9.6%	11.9%	14.9%	12.3%	12.3%	11.1%	10.2%	10.2%
CA부문	9.5%	12.4%	14.0%	18.2%	14.3%	14.7%	13.0%	12.1%	12.2%
BT부문	6.7%	5.4%	8.3%	3.7%	3.6%	3.7%	3.9%	3.3%	3.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

〈표 2〉 유니드의 손익 추정

(단위: 백만원)	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E
매출액	70,974	85,910	91,930	154,130	140,695	120,243	122,205	127,602	130,332
영업이익	5,818	8,223	10,963	23,032	17,258	14,842	13,550	13,035	13,280
영업외수익	2,552	4,405	9,334	2,787	(76)	2,044	5,026	3,890	2,721
지분법손익	2,434	4,959	10,676	8,396	2,391	3,242	6,176	5,051	4,215
경상이익	8,370	12,628	20,297	25,819	17,182	16,885	18,577	16,925	16,001
순이익	6,439	9,147	14,708	18,709	12,641	12,741	14,095	12,799	12,102

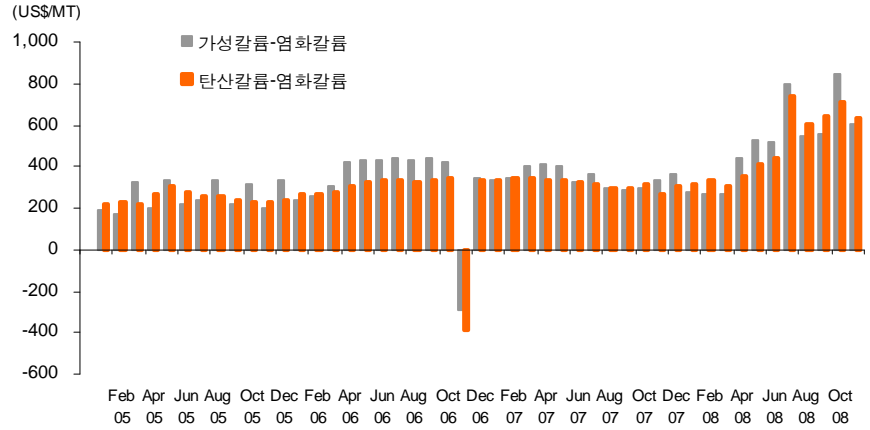
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

납사, 에틸렌 등의 다른 일반화학제품들과 달리 유니드의 주력 원재료인 염화칼륨의 국제가격은 여전히 견조한 것으로 나타나고 있으며 따라서 4분기 가성칼륨 및 탄산칼륨의 염화칼륨 대비 스프레드의 소폭 축소에도 불구하고 다른 유화학제품들과 같은 원재료 및 제품평가손실 등은 4분기 결산시 동사에 발생하지 않을 것으로 판단된다. 다만, 중국 현지법인인 UJC(유니드강소화공유한공사, 지분율 100%) 및 OJC(강소OCI화공유한공사, 지분율 32%)를 통해서 유입되어 왔던 지분법이익은 중국 수요의 부진으로 인해서 대폭 축소될 것으로 판단된다. 전분기 83억원에 이르렀던 지분법이익은 당분기 약 24억원으로 60% 이상 감소하였을 것으로 추정된다.

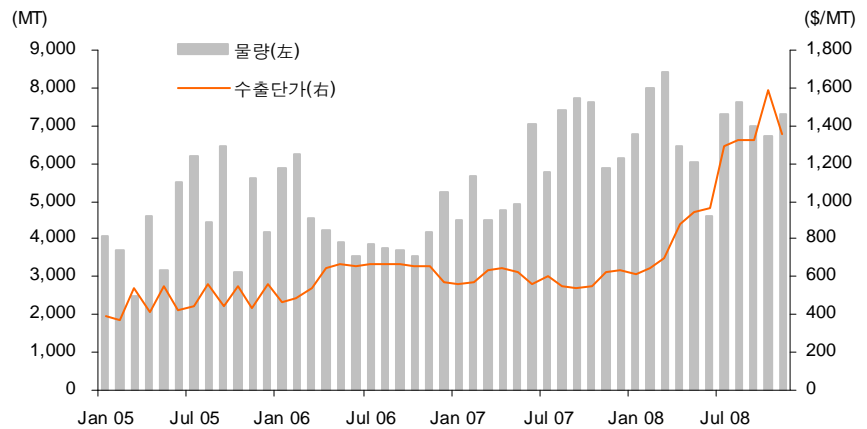
다만, 회사의 주력제품인 가성칼륨 및 탄산칼륨의 경우 수출단가 뿐 아니라 거래량 역시 견조한 모습을 보이고 있어, 경기침체에도 불구하고 상대적으로 다른 화학제품에 비해서 향후 안정적 마진을 향유할 수 있을 것으로 판단된다.

단순한 가격지표인 스프레드 뿐 아니라 실제 수출물량 역시 건조한 흐름을 보이고 있어 유니드의 건조한 영업이익 추정에 대한 근거가 되고 있음

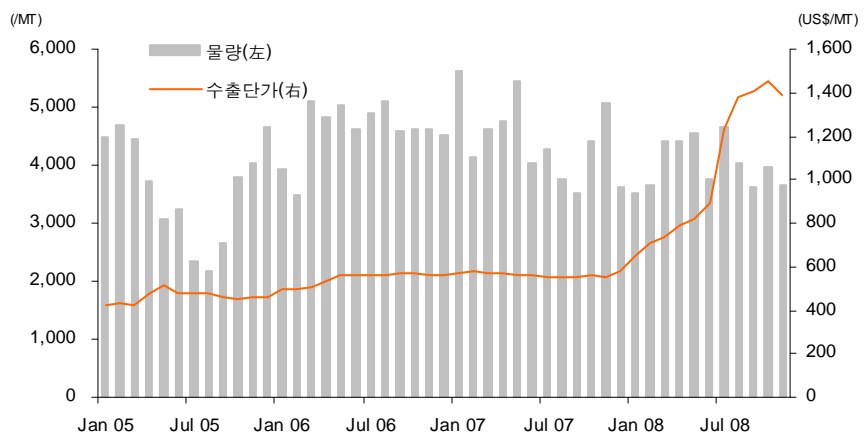
<그림 1> 여전히 건조한 가성칼륨 및 탄산칼륨의 염화칼륨 대비 스프레드



<그림 2> 가성칼륨의 수출동향



<그림 3> 탄산칼륨의 수출동향



자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	112.9	116.5	262.4	299.5	336.2
현금 및 단기금융상품	27.2	24.6	133.3	178.8	197.6
매출채권	40.4	45.2	74.1	65.8	78.7
재고자산	27.4	25.7	30.9	31.2	34.9
고정자산	152.9	176.7	247.8	257.8	274.0
투자자산	51.5	76.2	127.5	134.1	146.0
유형자산	101.3	100.5	120.3	123.7	128.0
무형자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	265.8	293.2	510.2	557.3	610.2
유동부채	79.1	69.0	195.6	194.6	197.0
매입채무	17.8	11.3	18.5	16.4	17.7
단기차입금	36.1	40.3	149.8	149.8	149.8
유동성장기부채	10.8	1.3	1.6	1.6	1.6
고정부채	18.7	26.4	54.4	56.3	58.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.4	14.3	30.6	30.6	30.6
부채총계	97.8	95.3	250.0	250.9	255.4
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	185.8	232.0	280.4
자본조정	(8.8)	(0.2)	11.1	11.1	11.1
자본총계	168.0	197.9	260.2	306.4	354.8
총차입금	60.3	56.0	182.0	182.0	182.0
순차입금	20.7	13.3	36.5	(8.1)	(27.8)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	22.7	22.0	38.7	51.5	31.2
당기순이익	23.5	27.1	55.2	51.7	53.6
감가상각비	7.6	7.7	8.2	9.5	9.8
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(1.4)	0.4	9.8	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	(6.5)	(12.4)	(26.4)	(18.7)	(19.1)
운전자본의 감소(증가)	(3.5)	(9.8)	(22.1)	5.9	(15.3)
매출채권의 감소(증가)	(3.1)	(4.8)	(23.0)	8.3	(12.9)
재고자산의 감소	(3.7)	1.7	(5.2)	(0.3)	(3.7)
매입채무의 증가(감소)	3.3	(6.7)	6.1	(2.1)	1.3
기타	2.8	9.0	13.9	3.0	2.2
투자활동 현금흐름	(27.6)	(9.0)	(41.3)	0.5	(8.1)
단기금융상품의 처분(취득)	(1.3)	5.8	(6.3)	0.8	(0.8)
유가증권 처분(취득)	(0.9)	(5.5)	3.7	0.9	(0.9)
유형자산의 취득	(24.4)	(6.8)	(28.1)	(12.9)	(14.0)
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)	(9.6)	11.6	7.7
기타	(1.0)	(0.8)	(1.0)	(0.0)	0.0
재무활동 현금흐름	12.8	(9.8)	105.0	(5.5)	(5.2)
차입금의 증가(감소)	17.7	(4.9)	110.0	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)	(5.5)	(5.2)
기타	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
순현금흐름	7.9	3.2	102.5	46.4	18.0
기초현금	8.5	16.4	19.6	122.1	168.4
기말현금	16.4	19.6	122.1	168.4	186.4
잉여 현금흐름	(4.9)	13.0	(2.6)	51.9	23.2

자료: 유니드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원.%)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	250.5	274.1	472.7	500.4	545.0
증가율	8.3	9.4	72.4	5.9	8.9
매출원가	199.9	217.1	373.7	403.9	442.8
매출총이익	50.6	57.0	99.0	96.5	102.2
증가율	7.4	12.8	73.5	(2.5)	5.9
매출총이익률	20.2	20.8	20.9	19.3	18.8
판매비및일반관리비	29.5	34.2	39.5	41.8	45.3
영업이익	21.0	22.8	59.5	54.7	56.9
증가율	8.4	8.4	161.0	(8.0)	4.0
영업외손익	10.0	14.1	16.5	13.7	14.0
순금융비용	1.5	1.1	1.7	1.9	2.0
외환관련손익	2.3	(0.0)	(10.0)	(3.2)	(3.3)
지분법평가손익	6.5	12.4	26.4	18.7	19.1
기타영업외손익	2.7	2.9	1.7	0.1	0.1
세전순이익	31.0	36.9	75.9	68.4	70.8
법인세비용	7.5	9.8	20.7	16.7	17.2
당기순이익	23.5	27.1	55.2	51.7	53.6
EPS	3,575	4,119	8,383	7,857	8,140
증가율	21.0	15.2	103.5	(6.3)	3.6
EBITDA	28.7	30.5	67.7	64.2	66.6
증가율	7.0	6.3	121.9	(5.2)	3.8

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	3,575	4,119	8,383	7,857	8,140
BPS	25,508	30,049	39,510	46,529	53,880
주당 EBITDA	4,361	4,636	10,285	9,746	10,120
주당 현금배당금	750	750	840	790	810
PER	5.7	8.8	3.3	3.6	3.4
PBR	0.8	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.4	8.2	3.3	2.7	2.3
배당수익률	3.7	2.1	3.0	2.8	2.9
수익성					
매출총이익률	20.2	20.8	20.9	19.3	18.8
영업이익률	8.4	8.3	12.6	10.9	10.4
EBITDA이익률	11.5	11.1	14.3	12.8	12.2
순이익률	9.4	9.9	11.7	10.3	9.8
ROE	14.8	14.8	24.1	18.3	16.2
ROIC	9.0	8.0	16.7	11.8	11.0
안정성					
부채비율	58.2	48.2	96.1	81.9	72.0
순차입금비율	12.3	6.7	14.0	순현금	순현금
유동비율	142.7	169.0	134.1	153.9	170.7
이자보상배율(배)	13.9	19.8	34.8	28.2	28.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.2	0.9	0.9
매출채권회전율	6.4	6.4	7.9	7.2	7.6
재고자산회전율	9.8	10.3	16.7	16.1	16.5
매입채무회전율	15.4	18.8	31.8	28.7	32.0
순운전자본회전율	6.2	6.3	7.9	7.2	7.4

자료: 유니드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Earnings Quality Score

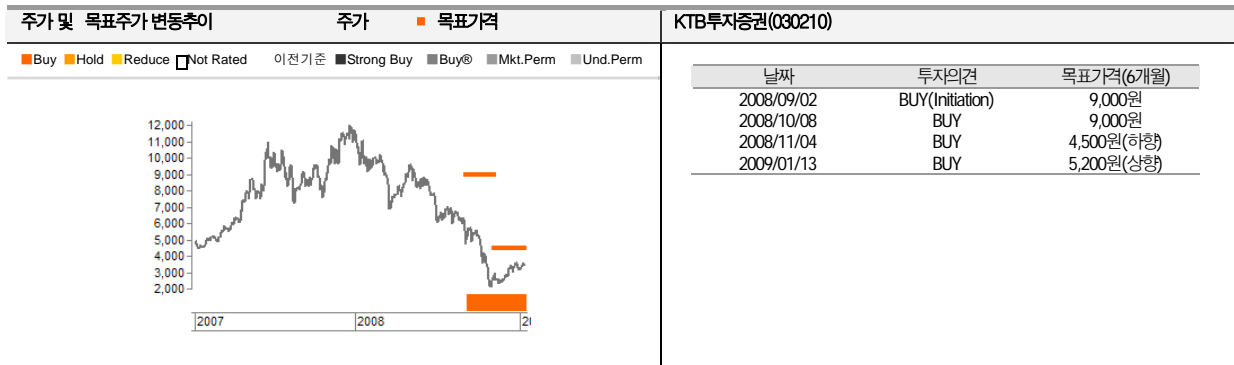
Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

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 동 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 동 지표값이 높음.
 3. Consensus Forecast Accuracy
 - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
 - EPS surprise는 (연말 실제치 - 연초 추정치)/연초 추정치로 산정.
 - Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 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. 동 자료는 기관투자자 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				
해당사항 없음									



주가 및 목표주가 변동추이	주가	목표가격	부광약품 (003000)																																																																																																																					
Buy Hold Reduce Not Rated 이전기준 Strong Buy Buy@ Mkt.Perm Und.Perm			<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격(6개월)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2005/09/20</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2005/10/13</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2005/11/03</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2005/11/15</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2006/01/16</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2006/01/23</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2006/01/31</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2006/02/20</td><td>HOLD</td><td>14,000원</td></tr> <tr><td>2006/04/13</td><td>HOLD</td><td>18,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2006/05/16</td><td>HOLD</td><td>18,000원</td></tr> <tr><td>2006/05/19</td><td>HOLD</td><td>18,000원</td></tr> <tr><td>2006/06/29</td><td>BUY</td><td>19,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2006/07/12</td><td>BUY</td><td>19,000원</td></tr> <tr><td>2006/07/18</td><td>BUY</td><td>19,000원</td></tr> <tr><td>2006/07/31</td><td>BUY</td><td>20,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2006/08/16</td><td>BUY</td><td>20,000원</td></tr> <tr><td>2006/09/18</td><td>BUY</td><td>20,000원</td></tr> <tr><td>2006/10/11</td><td>BUY</td><td>20,000원</td></tr> <tr><td>2006/10/16</td><td>BUY</td><td>20,000원</td></tr> <tr><td>2006/11/14</td><td>BUY</td><td>25,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2006/11/16</td><td>BUY</td><td>25,000원</td></tr> <tr><td>2006/11/22</td><td>BUY</td><td>25,000원</td></tr> <tr><td>2006/12/04</td><td>BUY</td><td>25,000원</td></tr> <tr><td>2006/12/18</td><td>BUY</td><td>25,000원</td></tr> <tr><td>2007/01/02</td><td>BUY</td><td>25,000원</td></tr> <tr><td colspan="3"><투자의견, 목표주가 변동없음></td></tr> <tr><td>2007/05/23</td><td>BUY</td><td>30,000원(상향)</td></tr> <tr><td colspan="3"><투자의견, 목표주가 변동없음></td></tr> <tr><td>2007/10/12</td><td>HOLD(Downgrade)</td><td>34,000원(상향)</td></tr> <tr><td colspan="3"><투자의견, 목표주가 변동없음></td></tr> <tr><td colspan="3">< 담당 애널리스트 변경 ></td></tr> <tr><td>2008/10/07</td><td>BUY (Reinstate)</td><td>28,000원</td></tr> <tr><td>2008/10/28</td><td>BUY</td><td>28,000원</td></tr> <tr><td>2008/11/11</td><td>BUY</td><td>28,000원</td></tr> <tr><td colspan="3">< 투자의견, 목표주가 변동없음 ></td></tr> <tr><td>2008/12/02</td><td>BUY</td><td>22,000원(하향)</td></tr> <tr><td>2008/12/23</td><td>BUY</td><td>22,000원</td></tr> <tr><td>2009/01/13</td><td>BUY</td><td>22,000원</td></tr> </tbody> </table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2005/09/20	HOLD	14,000원	2005/10/13	HOLD	14,000원	2005/11/03	HOLD	14,000원	2005/11/15	HOLD	14,000원	2006/01/16	HOLD	14,000원	2006/01/23	HOLD	14,000원	2006/01/31	HOLD	14,000원	2006/02/20	HOLD	14,000원	2006/04/13	HOLD	18,000원(상향)	2006/05/16	HOLD	18,000원	2006/05/19	HOLD	18,000원	2006/06/29	BUY	19,000원(상향)	2006/07/12	BUY	19,000원	2006/07/18	BUY	19,000원	2006/07/31	BUY	20,000원(상향)	2006/08/16	BUY	20,000원	2006/09/18	BUY	20,000원	2006/10/11	BUY	20,000원	2006/10/16	BUY	20,000원	2006/11/14	BUY	25,000원(상향)	2006/11/16	BUY	25,000원	2006/11/22	BUY	25,000원	2006/12/04	BUY	25,000원	2006/12/18	BUY	25,000원	2007/01/02	BUY	25,000원	<투자의견, 목표주가 변동없음>			2007/05/23	BUY	30,000원(상향)	<투자의견, 목표주가 변동없음>			2007/10/12	HOLD(Downgrade)	34,000원(상향)	<투자의견, 목표주가 변동없음>			< 담당 애널리스트 변경 >			2008/10/07	BUY (Reinstate)	28,000원	2008/10/28	BUY	28,000원	2008/11/11	BUY	28,000원	< 투자의견, 목표주가 변동없음 >			2008/12/02	BUY	22,000원(하향)	2008/12/23	BUY	22,000원	2009/01/13	BUY	22,000원
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																																																																																																																						
2005/09/20	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2005/10/13	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2005/11/03	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2005/11/15	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2006/01/16	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2006/01/23	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2006/01/31	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2006/02/20	HOLD	14,000원																																																																																																																						
2006/04/13	HOLD	18,000원(상향)																																																																																																																						
2006/05/16	HOLD	18,000원																																																																																																																						
2006/05/19	HOLD	18,000원																																																																																																																						
2006/06/29	BUY	19,000원(상향)																																																																																																																						
2006/07/12	BUY	19,000원																																																																																																																						
2006/07/18	BUY	19,000원																																																																																																																						
2006/07/31	BUY	20,000원(상향)																																																																																																																						
2006/08/16	BUY	20,000원																																																																																																																						
2006/09/18	BUY	20,000원																																																																																																																						
2006/10/11	BUY	20,000원																																																																																																																						
2006/10/16	BUY	20,000원																																																																																																																						
2006/11/14	BUY	25,000원(상향)																																																																																																																						
2006/11/16	BUY	25,000원																																																																																																																						
2006/11/22	BUY	25,000원																																																																																																																						
2006/12/04	BUY	25,000원																																																																																																																						
2006/12/18	BUY	25,000원																																																																																																																						
2007/01/02	BUY	25,000원																																																																																																																						
<투자의견, 목표주가 변동없음>																																																																																																																								
2007/05/23	BUY	30,000원(상향)																																																																																																																						
<투자의견, 목표주가 변동없음>																																																																																																																								
2007/10/12	HOLD(Downgrade)	34,000원(상향)																																																																																																																						
<투자의견, 목표주가 변동없음>																																																																																																																								
< 담당 애널리스트 변경 >																																																																																																																								
2008/10/07	BUY (Reinstate)	28,000원																																																																																																																						
2008/10/28	BUY	28,000원																																																																																																																						
2008/11/11	BUY	28,000원																																																																																																																						
< 투자의견, 목표주가 변동없음 >																																																																																																																								
2008/12/02	BUY	22,000원(하향)																																																																																																																						
2008/12/23	BUY	22,000원																																																																																																																						
2009/01/13	BUY	22,000원																																																																																																																						
주가 및 목표주가 변동추이	주가	목표가격	희림 (037440)																																																																																																																					
Buy Hold Reduce Not Rated 이전기준 Strong Buy Buy@ Mkt.Perm Und.Perm			<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격(6개월)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2008/09/02</td><td>BUY (Initiate)</td><td>11,600원</td></tr> <tr><td>2008/11/04</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr> <tr><td>2008/12/02</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr> <tr><td>2009/01/13</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr> </tbody> </table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2008/09/02	BUY (Initiate)	11,600원	2008/11/04	BUY	11,600원	2008/12/02	BUY	11,600원	2009/01/13	BUY	11,600원																																																																																																						
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																																																																																																																						
2008/09/02	BUY (Initiate)	11,600원																																																																																																																						
2008/11/04	BUY	11,600원																																																																																																																						
2008/12/02	BUY	11,600원																																																																																																																						
2009/01/13	BUY	11,600원																																																																																																																						

