

대상
(001680)

“ **연결 종속회사 실적 감안시 여전히 PER 10배 미만** ”



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

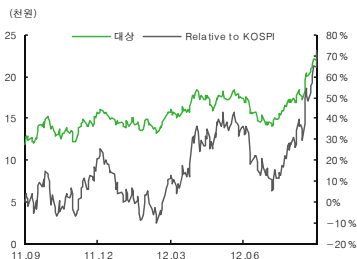
음식료업종

현재가 22,900

목표주가 (상향) 29,000

KOSPI	1991.41
시가총액	799 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	36 십억원
52주 최고/최저	22,900 원 / 11,850 원
120일 평균거래대금	56 억원
외국인지분율	21.4%
주요주주	대상홀딩스 외 2 인 44.5%
	국민연금공단 8.2%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	9.3	34.7	31.6	68.4
상대수익률	10.1	29.9	20.6	43.5



투자포인트

- 3분기 실적 전년동기대비 영업이익 40%, 순이익 308% 급증
- 미국의 수확기 및 남미 파종기 맞은 옥수수 가격 하락 압박 강화
- 투자의견 매수, 목표주가 2만 9천원, 현주가 12E PER 7.4x로 여전히 저평가

Comment

3분기도 돋보이는 실적 개선 예상, 옥수수 가격 하락 전환도 긍정적

대상의 3분기 실적은 별도기준 매출 4,284억원 (+11.8%), 영업이익 398억원(+39.8%)으로 대 폭의 실적 개선세가 지속될 전망이다. 환율관련 손익도 이익을 기록해 환관련 손실이 대거 발생했던 지난해 대비 법인세 차감전 이익 272%, 순이익 308%의 급증이 예상된다. 당사는 전 분당 사업부의 영업이익률이 4분기부터 5%대로 하락할 것으로 전망했으나 4분기까지 투입할 옥수수 재고가 2,3분기 가격 수준에서 선회보 되어 있는 것으로 알려짐에 따라 4분기 전분당 부문에 대한 이익 추정치를 소폭 상향했다. 옥수수 투입가 상승으로 내년 이후 전분당 및 핵심 사업부 영업이익률 하락은 불가피하나 식품부문의 고성장 및 이익 개선이 전분당 마진 하락을 충분히 상쇄해 11~14년 EPS CAGR은 21%에 달할 전망이다. 한편, 최근 미국의 옥수수 수확 이 진행되면서 옥수수 가격 하락 압박이 강화되고 있는데 옥수수 가격이 충분히 하락한다면 내년 하반기 이후 전분당 사업부의 영업 이익률 상향도 기대해 볼 수 있다.

연결 종속회사 및 관계기업 실적 호조로 인한 연간 EPS 600원 증가

동사의 연결대상 주요 종속회사로는 인도네시아와 베트남 MSG 생산 법인과 종가집 김치 등을 취급하는 대상 에프엔에프, 식자재 관련한 대상베스트코 등이 있다. 지난해에는 주요 종속회사 들의 실적 부진과 중소형 식자재 유통 회사들 인수 후 일회성 비용 등으로 별도에서 연결기준 으로 변환시 EPS 증가가 3.6원에 불과했다. 그러나 올 들어 대상 에프엔에프의 원재료 가격 안정화 및 육가공 사업 양도 후 재무구조 개선, 인도네시아 및 베트남 법인의 실적 개선 등으 로 상반기 지분법 이익은 전반기 58억원에서 급증한 138억원을 기록했다. 하반기에 일부 비용 반영으로 충분히 보수적인 기준을 적용하더라도 종속회사 및 연결 지분법 적용회사로 인한 EPS 증가는 600원에 이를 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 2만 9천원으로 상향

대상에 대한 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 2만 2천원에서 2만 9천원으로 32% 상향한다. 목표주가는 별도기준 12M Forward EPS에 Target PER 9.0x를 적용한 값과 2012 년 예상 종속 및 관계기업으로부터 유입된 EPS에 Target PER 10.0x를 적용한 값을 합산해 산정했다. 연결기준 종속회사들의 실적까지 감안한 2012년 예상 PER은 7.4x로 최근의 주가 급등에도 불구하고 여전히 크게 저평가 되어 있다.

3분기도 돋보이는 실적 개선, 식품 부문 고성장과 이익 개선이 향후 실적 견인

3분기 영업이익 40% 성장,
환율효과로 세전이익은 272%
급증

4분기까지 투입할 옥수수 선
확보, 식품 부문 두자리수 성
장 및 이익 개선 지속

대상의 3분기 실적은 매출액 4,284억원(+11.8%), 영업이익 398억원(+39.8%)으로 3분기에도 40%에 달하는 영업이익 증가가 예상된다. 지난해 3분기는 기말 환율이 1,170원으로 급등함에 따라 환관련 손실이 60억원 발생하고 세전이익이 크게 감소했었는데 이번 3분기는 지난 분기 평균 및 기말환율인 1,150원 보다 환율도 하락되어 환관련 손익이 소폭이나마 이익으로 유입되는 등 법인세 차감전 이익은 272% 급증한 385억원이 예상된다.

선확보된 옥수수 재고로 인해 3,4분기 옥수수 투입가도 2분기와 유사한 수준으로 유지되어 3분기 소재 식품 부문 조정 영업이익률은 8.6%, 4분기 7.3%로 2분기 9.3% 대비 큰폭의 감소는 없을 전망이다. 히트 제품인 홍초류는 신제품 라인업 추가와 수출 확대로 높은 성장을 이어가고 식자재 부문 관련 매출 확대 및 제품가 인상 등의 효과로 하반기에도 식품부문의 두자리수의 탑라인 및 이익 개선을 이어갈 전망이다. 한편, 회사는 지난 7월 주력제품인 미원 가격 5% 인상을 통보했는데 이는 4분기부터 실적에 반영될 전망이며 기타 양념류 및 드레싱 등의 품목도 점진적 가격 인상의 가능성이 있다고 판단된다.

표 1. 대상 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원 %)

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F	2014F
매출액		321.6	344.9	383.0	343.4	364.6	399.4	428.4	384.0	1,392.9	1,576.4	1,718.8	1,833.6
	식품	202.5	215.9	260.3	221.1	235.3	254.3	299.3	247.7	899.8	1,036.5	1,151.9	1,249.5
	소재(전분당 등)	115.4	123.9	117.3	124.4	126.8	143.3	126.7	134.3	481.0	531.2	557.7	574.4
	기타	3.7	5.1	5.4	(2.1)	2.5	1.8	2.4	2.0	12.1	8.7	9.2	9.6
매출총이익		99.6	112.5	123.5	85.0	100.1	127.4	132.8	105.2	420.6	465.6	492.0	528.4
영업이익		23.8	26.5	29.2	14.7	25.5	36.8	39.8	21.2	94.3	123.3	127.4	143.6
	식품	12.9	21.0	12.9	0.8	14.1	25.6	31.1	12.1	47.6	82.9	101.0	112.0
	소재(전분당 등)	13.4	6.3	17.0	5.7	8.8	13.4	10.9	9.8	42.5	42.8	28.7	33.9
	기타	(0.2)	(0.0)	0.3	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.5)	(0.4)	(0.4)
	조정(기타영업손익)	(2.4)	(0.8)	(0.9)	8.3	2.8	(2.2)	(2.1)	(0.6)	4.2	(2.0)	(1.6)	(1.6)
세전이익		24.1	26.3	10.3	16.0	23.9	31.4	38.5	17.3	76.8	111.0	113.7	132.3
순이익		17.8	15.8	7.2	14.7	19.3	24.5	29.2	12.8	55.4	85.7	85.9	99.9
EBITDA		34.8	36.9	39.8	25.1	35.7	47.0	49.9	31.3	136.7	163.9	160.6	174.9
YoY(%)	매출액	11.8	19.2	16.4	15.8	13.4	15.8	11.9	11.8	15.8	13.2	9.0	6.7
	매출총이익	5.3	21.4	20.0	3.5	0.5	13.3	7.6	23.8	13.0	10.7	5.7	7.4
	영업이익	15.5	184.1	344.4	(0.8)	6.9	38.7	36.2	43.5	93.1	30.7	3.4	12.7
	세전이익	22.6	흑전	(13.9)	43.1	(1.1)	19.2	272.3	8.5	131.0	44.6	2.4	16.3
	순이익	32.6	흑전	(2.0)	66.7	8.2	55.1	307.9	(12.5)	173.9	54.7	0.2	16.3
	EBITDA	8.6	75.9	119.2	(5.6)	2.4	27.4	25.3	24.6	43.8	19.9	(2.0)	8.9
매출총이익률(%)		31.0	32.6	32.2	24.8	27.5	31.9	31.0	27.4	30.2	29.5	28.6	28.8
영업이익률(%)		7.4	7.7	7.6	4.3	7.0	9.2	9.3	5.5	6.8	7.8	7.4	7.8
EBITDA마진률(%)		10.8	10.7	10.4	7.3	9.8	11.8	11.7	8.2	9.8	10.4	9.3	9.5
세전이익률(%)		7.5	7.6	2.7	4.7	6.5	7.9	9.0	4.5	5.5	7.0	6.6	7.2
순이익률(%)		5.5	4.6	1.9	4.3	5.3	6.1	6.8	3.3	4.0	5.4	5.0	5.4
판매비/매출액(%)		22.8	24.7	24.4	22.9	21.3	22.2	21.2	21.7	23.7	21.6	21.1	20.9

자료: 대신증권 리서치센터

전분당 사업부 이익 둔화를
식품 부문 개선효과가 상쇄하
며 EPS 3년간 연평균 21%
성장

6월 이후 급등한 옥수수 가격은 내년 상반기부터 전분당 부문 원가 부담으로 작용하며 내년 이후 전분당 및 핵산(소재 사업부)영업이익률은 하락이 예상된다. 다만, CJ제일제당 등 제당업체의 일부 품목에 대한 설탕가격 인하 단행에도 여전히 설탕과의 PPI 격차가 높아 전분당의 양호한 수요는 유지될 전망이다이며 원가부담의 전부는 아니더라도 일부를 판가로 전가하며 5~6%대의 영업이익률 유지에는 무리가 없을 전망이다.

전분당 및 핵산 등 소재 사업부의 조정 영업이익률 하락에도 불구하고 식품 부문의 가격인상 및 식자재 관련 자회사로의 식품매출 확대, 판관비율 하락 등으로 식품 사업부의 조정 영업이익률은 2011년 5.3%에서 2012년 8.0%, 2013년 8.8%로 지속 개선이 예상된다.

지난 2~3년 동안 동사의 실적 개선을 이끌었던 전분당 관련 사업부의 실적은 일부 감소 후 안정화 단계로 접어드나, 전분당 보다 안정성이 높은 식품 사업부의 매출 및 이익 기여도가 전분당 사업부 실적 둔화를 충분히 상쇄하며 동사의 EPS는 2011년부터 2014년까지 연평균 21% 성장이 예상된다.

표 2. 대상 실적추정 변경 테이블

(단위: 원, 십억원, %)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
매출액	1,576	1,686	1,793	1,576	1,719	1,834	0.0	1.9	2.3
영업이익	121	124	135	123	127	144	1.9	2.8	6.4
세전이익	107	112	125	111	114	132	3.5	1.9	6.2
순이익	82	83	92	86	86	100	5.0	4.0	8.3
EPS	2,366	2,395	2,674	2,484	2,490	2,897	5.0	4.0	8.3
YoY (%)	13.2	7.0	6.3	13.2	9.0	6.7			
	28.2	2.5	8.8	30.7	3.4	12.7			
	39.7	4.0	11.6	44.6	2.4	16.3			
	47.4	1.2	11.6	54.7	0.2	16.3			
영업이익률 (%)	7.7	7.4	7.5	7.8	7.4	7.8			
세전이익률 (%)	6.8	6.6	6.9	7.0	6.6	7.2			
순이익률 (%)	5.2	4.9	5.1	5.4	5.0	5.4			

자료: 대신증권 리서치센터

미국 수확기와 남미의 파종기
도래, 중국의 생산량 증가 전
망 등으로 옥수수 가격 하락
압박 강화

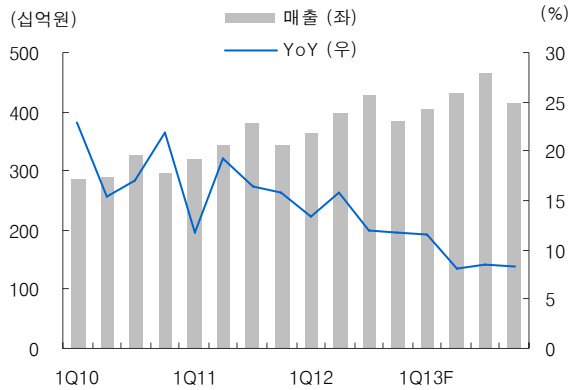
한편, 급등하던 미국 옥수수 가격은 하락 압박이 강화되고 있다. 9월 USDA 곡물 전망에서는 옥수수의 경우 11% 정도 수확이 진행되었는데 수요가 부진하며 재고가 쌓임에 따라 12/13년 공급량에 대한 전망을 상향하고 2012년 가격전망도 상단과 하단을 각각 부셀당 30센트씩 하향 조정했다. 9월은 본격적인 수확이 진행되는 시기로 10월 이후 옥수수 재고 및 공급량 전망의 추가 상향 조정이 유력하다.

또한 옥수수 자급 국가에서 2010년 순수입 국가로 전환하면서 옥수수 수입량이 급증하고 있는 중국은 자국 내 옥수수 생산량 증가로 2013년 전체 옥수수 수입량이 2012년 예상치보다 80% 감소할 것으로 전망한다고 지난 9월 밝힌 바 있다. 중국은 미국에 이은 2대 옥수수 소비국가이자 11/12년 6번째 세계 옥수수 수입 국가로 중국의 생산량 증가 및 수입 감소는 옥수수 가격 향방에 상당한 영향을 줄 것으로 예상된다.

바이오 에탄올과 관련된 수요 감축 논의는 미국 대선 등과 맞물려 이권 집단 간의 이견 차 등으로 다소 더디게 진행될 수 있으나, 미국의 수확기와 남미의 파종기를 맞아 공급 확대 관련 뉴스가 지배적일 것으로 전망되는 등 옥수수 가격에 대한 하락 압력은 점차 강화되고 있다고 판단된다.

만약, 옥수수 가격이 원당처럼 하락하는 트렌드로 접어든다면 당사가 추정한 소재 사업부의 마진률은 상향 조정이 필요할 전망이다.

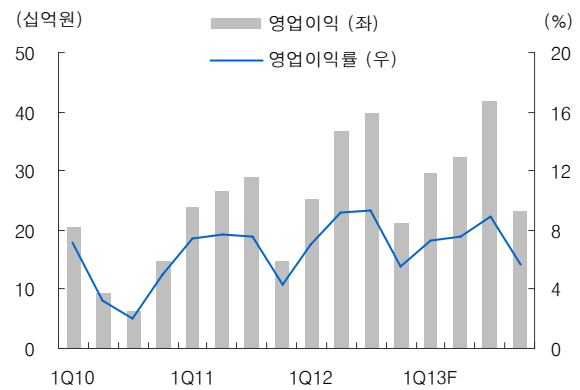
그림 1. 대상 분기 매출액 추이 및 전망



주: IFRS 별도 기준

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

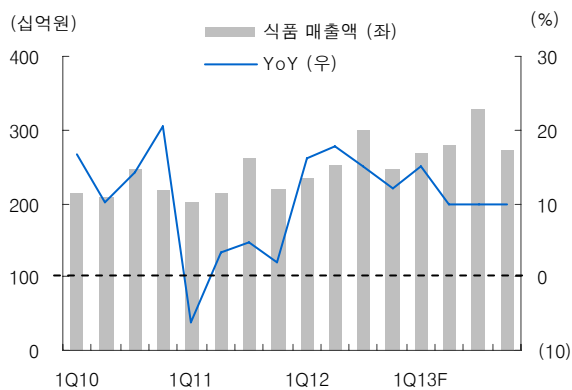
그림 2. 대상 분기 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



주: IFRS 별도 기준

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

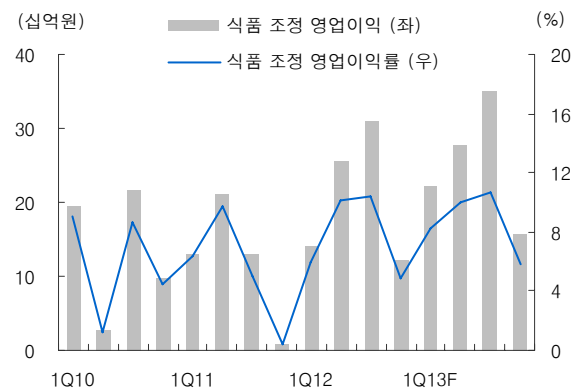
그림 3. 식품사업부 분기 매출액 추이 및 전망



주: IFRS 별도 기준

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

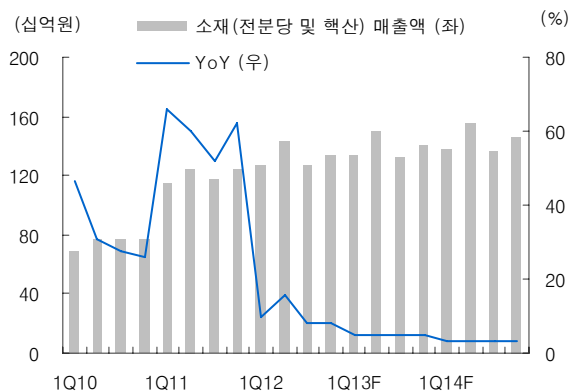
그림 4. 식품사업부 분기 조정 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



주: IFRS 별도 기준

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

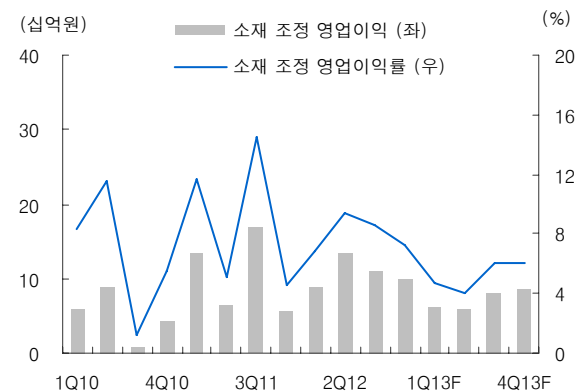
그림 5. 소재사업부 분기 매출액 추이 및 전망



주: IFRS 별도 기준

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

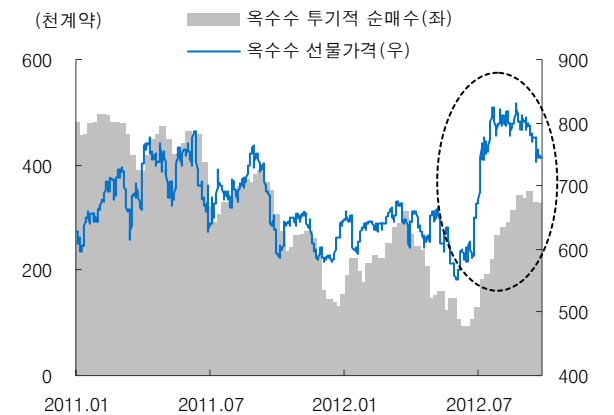
그림 6. 소재사업부 분기 조정 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



주: IFRS 별도 기준

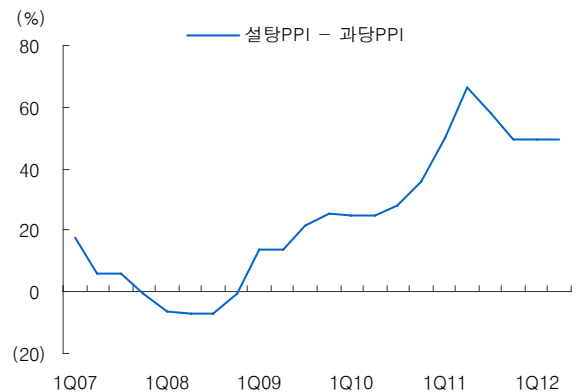
자료: 대상, 대신증권 리서치센터

그림 7. 옥수수 선물 가격 및 투기적 매수 포지션 추이



주: Bloomberg

그림 8. 설탕과 전분당 PPI



주: 통계청, 대상, 대산증권 리서치센터

연결 종속회사 및 지분법 적용 자회사 실적 감안시 EPS 600 원 증가 전망

별도기준 실적 발표, 연결대
상 종속회사 및 지분법 적용
회사 손익이 누락

동사는 현재 별도 기준으로 실적을 발표하고 있어 종속 및 관계기업 관련 손익이 누락되어 있다. 대상의 주요 연결대상 종속회사는 인도네시아와 베트남의 MSG 생산 법인, 대상베스트코, 대상에프엔에프, 일본, 인도네시아, 홍콩 등의 판매법인 등이 있으며 연결 지분법 대상으로는 한국미니스톱과 PT Kirin MIWON FOODS가 있다.

상반기 138억원의 지분법 이
익 발생, 하반기도 종속회사
및 관계기업 관련 손익은 +
효과

지난해의 경우 상반기 지분법 이익이 59억원(EPS 171원) 증가했으나 하반기 식자재 유통 등 인수된 종속회사들의 일회성 비용과 해외 MSG 법인의 경쟁사 증설 등에 의한 실적 둔화로 연간 연결기준 증가한 EPS는 3.6원에 불과했다.

2012년 상반기에는 지분법 손익이 138억원(EPS 401원에 해당)에 달했음에도 하반기 자회사들의 실적 둔화 및 각종 상각 비용 등의 발생에 대한 불확실성을 반영해 연결기준의 EPS 증가폭이 올해도 크지 않을 수 있다고 보고 이를 밸류에이션에 반영하지 않았다. 그러나 올해는 지난해와 달리 하반기에도 자회사들의 실적이 손익상 + 효과를 주며 종속회사 및 자회사 손익 감안시 주당 600원의 EPS 증가가 가능할 것으로 전망한다.

대상에프엔에프 가장 큰 실적
개선, 해외 MSG 법인도 연결
EPS 증가에 기여, 종속회사
및 관계기업으로 인한 2012
년 EPS 증가 602원 전망

종속회사 중 가장 큰 실적 개선이 예상되는 회사는 대상 에프엔에프이다. 대상 에프엔에프는 지난해 76억원의 적자를 기록했으나 원재료 가격 안정화로 영업실적이 흑자전환하고 육가공 사업부 양도 후 이자 비용도 감소했다. 누적결손으로 인해 세금은 내지 않는 가운데 2012년 대상 에프엔에프는 약 50억원의 흑자를 낼 것으로 추정한다. 해외 MSG 생산법인인 베트남도 40억원 적자가 10억원 적자로 축소되고 인도네시아 법인도 당기순이익이 79억원에서 100억원으로 증가할 전망이다. 기타 자회사들의 실적은 전년과 큰 차이가 없을 것으로 예상된다. 지분율을 감안한 전체 종속회사로부터 합산되는 순이익 증가는 약 183억원으로 추정한다.

한편, 연결 지분법 대상 중 PT Kirin MIWON FOODS(지분율 25%)는 순자산 0 이하로 지분법 적용이 중지되었고 한국미니스톱(지분율 20%)은 전년과 유사한 24억원의 지분법 손익이 예상된다. 당사가 추정하는 연결을 적용할 경우 증가할 수 있는 종속 및 자회사로부터의 전체 순이익은 약 207억원이며 이를 보통주 발행주식수로 나누면 주당 600원 이다.

표 3. 2012년 관계기업 및 종속회사 예상순이익

(단위: 백만원)

	지분율	11년 순손익	12E 순손익	연결 유입 순이익
대상베스트코 및 식자재 유통 합산	70%	(3,583)	(3,000)	(2,100)
미원베트남	93%	(4,025)	(1,000)	(931)
미원인도네시아	84%	7,878	10,000	8,391
일본판매법인	100%	1,851	2,000	2,000
인도네시아 판매법인	100%	1,950	2,000	1,995
대상에프앤에프	100%	(7,624)	5,000	5,000
기타	100%	3,913	3,913	3,913
신규로 추가된 회사			0	0
합산		360	18,913	18,268
연결 지분법 손익		1,860	2,400	2,400
연결시 추가예상되는 순이익				20,668
EPS 증가분(원)				600.6

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

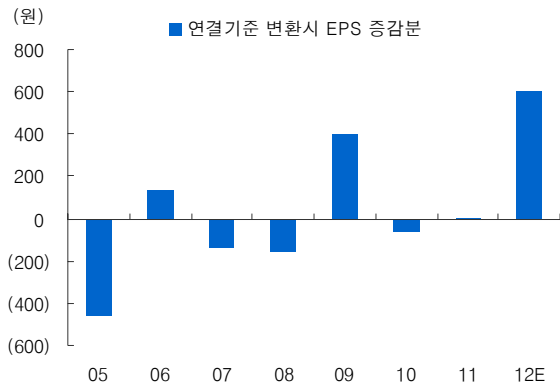
표 4. 종속기업 및 관계회사 내역(2012년 반기말 기준)

(백만원, %)

종속기업명	소재지	주요 영업활동	2012.6.30		2011.12.31	
			지분율(%)	장부금액	지분율(%)	장부금액
PT JICO AGUNG	인도네시아	식품도매	99.75	527	99.75	527
MIWON VIETNAM CO.LTD.	베트남	식품제조	93.11	31,396	95.48	31,396
DAESANG AMERICA, INC	미국	무역업	95	537	95	537
DAESANG H.K LTD	중국	무역업	100	-	100	-
(주)복음자리	국내	식품제조	100	9,285	100	9,285
대상에프앤에프(주)	국내	식품제조	100	74,598	100	74,598
PT MIWON INDONESIA	인도네시아	식품제조	83.91	1,117	83.91	1,117
DAESANG JAPAN INC	일본	무역업	100	-	100	-
대상베스트코(주)	국내	식품도매	70	70,000	70	56,000
신안천일염(주)	국내	식품제조	90	1,845	90	1,845
PT ANEKA BOGA NUSANTARA	인도네시아	식품제조	50	1,340	50	1,340
DAESANG EUROPE B.V	네덜란드	무역업	100	235	100	235
대상(북경)식품유한공사	중국	식품제조	100	4,145	100	4,145
천진덕풍식품유한공사	중국	식품제조	100	4,506	100	4,506
MAMIWON(M)SDN BHD	말레이시아	청산예정	100	464	100	464
(주)정풍	국내	식품제조	100	6,443	-	-
합계				206,438		185,995
관계기업						
한국미니스톱(주)	국내	편의점사업	20	11,169	20	11,169
PT KIRIN MIWON FOODS	인도네시아	핵산제조	25	-	25	-

자료: 대상, 대신증권 리서치센터

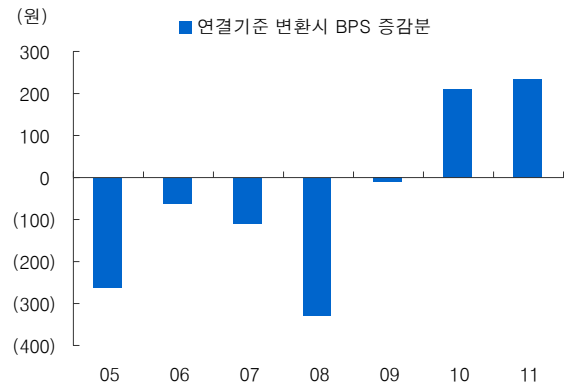
그림 9. 연결 기준 변환시 EPS 증감분



출처: 대상, 대신증권 리서치센터

주: 연결은 지배주주 순이익 - 별도 순이익

그림 10. 연결 기준 변환시 BPS 증감분



출처: 대상, 대신증권 리서치센터

주: 연결 지배자본 BPS - 별도 지배자본 BPS

투자의견 매수, 목표주가 2만 9천원으로 상향, 연결시 증가하는 이익 감안시 현주가 12E PER 7.4x에 불과

투자의견 매수, 목표주가 2만 2천원에서 2만 9천원으로 32% 상향

대상에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 기존 2만 2천원에서 2만 9천원으로 32% 상향한다. 동사의 목표주가는 별도기준 12개월 Forward EPS에 Target PER 9.0x를 적용한 값과 종속회사 및 지분법 적용회사로부터 증가할 수 있는 EPS 602원에 Target PER 10.0x를 적용한 값을 합산해 산정했다. 별도 기준 Target PER 9.0x은 식품사업부에 PER 10.0x, 소재 사업부에 PER 6.0x를 적용해 2013년 이익 기여도 수준인 78:22로 가중평균해 산출했다. 연결시 증가할 수 있는 EPS는 올해와 내년이 큰 차이가 없다는 가정 하 2012년 예상되는 EPS를 반영했다.

종속회사 및 관계기업으로부터 증가할 순이익까지 감안한 2012년 예상 EPS 대비 현주가는 PER 7.4x에 불과해 빠른 주가 상승에도 불구하고 실적 개선세 대비는 물론 시장 대비해서도 여전히 크게 저평가되어있다.

표 5. 대상 밸류에이션

(%, 원, 십억원)

	2011	2012E	2013E
EPS (원)	1,617	2,484	2,490
EPS growth (YoY) (%)		53.6	0.2
12개월 Forward EPS (원)		2,488	(a)
Target PER (x)		9.0	(b)
2012E 연결기준 증가 EPS		601	(c)
Target PER (x)		10.0	(d)
목표주가(원)		29,000	(a*b)+(c*d)
현주가 (원)		22,900	2012-09-25
상승여력 (%)		26.6	
12M Forward Implied PBR (x)		1.6	

자료: 대신증권 리서치센터

[재무제표]

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,202	1,393	1,576	1,719	1,834
매출원가	821	972	1,111	1,227	1,305
매출총이익	381	421	466	492	528
기타영업손익	309	335	338	362	382
판관비	309	330	340	363	383
외환거래손익	0	0	-1	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	4	-1	-2	-2
영업이익	72	94	123	127	144
조정영업이익	72	90	125	129	145
EBITDA	119	133	166	162	176
영업외손익	-25	-18	-12	-14	-11
관계기업손익	2	0	0	0	0
금융수익	4	9	10	4	3
금융비용	-16	-26	-22	-17	-14
기타	-14	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	47	77	111	114	132
법인세비용	-14	-21	-25	-28	-32
계속사업순이익	33	55	86	86	100
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	33	55	86	86	100
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	33	55	86	86	100
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	57	86	86	100
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	57	86	86	100

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

재무상태표 (단위: 십억원)					
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	327	470	456	517	479
현금및현금성자산	78	159	111	140	77
매출채권 및 기타채권	107	138	149	162	173
재고자산	137	170	192	209	223
기타유동자산	4	4	4	5	5
비유동자산	749	770	818	844	871
유형자산	458	453	452	452	452
관계기업투자금	157	197	247	277	307
기타금융자산	31	16	17	17	17
기타비유동자산	103	104	102	98	95
자산총계	1,075	1,239	1,274	1,360	1,350
유동부채	482	432	435	560	398
매입채무 및 기타채무	124	156	164	170	175
차입금	143	225	158	163	163
유동성채무	166	11	70	180	11
기타유동부채	48	40	44	47	49
비유동부채	130	292	242	122	177
차입금	67	228	169	42	92
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	63	64	73	80	85
부채총계	612	725	677	681	575
자배지분	463	514	596	679	775
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	304	304	304	304	304
이익잉여금	158	207	289	371	467
기타자본변동	-35	-32	-32	-32	-32
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	463	514	596	679	775
총차입금	386	465	397	386	266

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	988	1,617	2,484	2,490	2,897
PER	7.8	10.0	9.2	9.2	7.9
BPS	12,861	14,281	16,559	18,842	21,514
PBR	0.6	1.1	1.4	1.2	1.1
EBITDAPS	3,558	3,882	4,821	4,713	5,128
EV/EBITDA	4.9	6.6	6.5	6.4	5.6
SPS	33,382	38,672	43,766	47,720	50,906
PSR	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
CFPS	2,728	4,000	4,765	4,652	5,048
DPS	150	100	100	100	100

재무비율 (단위: 원, 배, %)					
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	19.2	15.8	13.2	9.0	6.7
영업이익 증가율	35.5	30.3	30.7	3.4	12.7
순이익 증가율	-67.5	65.3	54.7	0.2	16.3
수익성					
ROIC	8.1	10.7	13.8	13.5	14.9
ROA	7.0	8.2	9.8	9.7	10.6
ROE	7.4	11.3	15.4	13.5	13.7
안정성					
부채비율	132.1	140.9	113.6	100.4	74.2
순차입금비율	66.2	59.5	48.0	36.1	24.4
이자보상배율	4.4	5.8	6.5	7.4	10.0

자료: 대상, 대신증권 추정

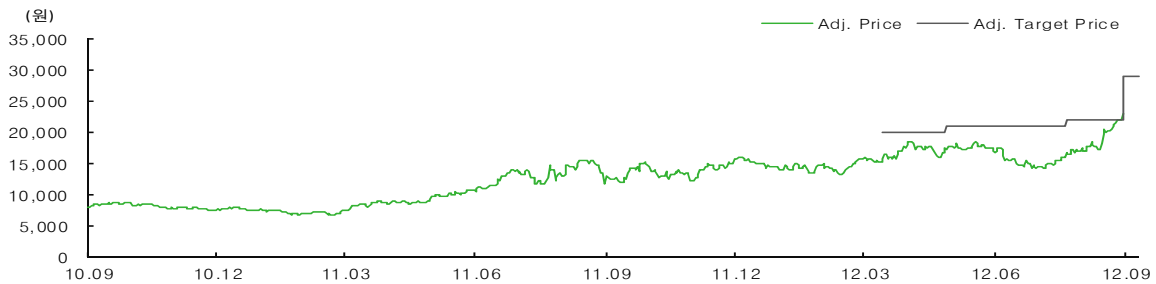
현금흐름표 (단위: 십억원)					
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	73	50	131	123	134
당기순이익	33	55	86	86	100
비현금항목의 가감	65	89	86	82	82
감가상각비	46	42	41	33	31
외환손익	0	4	-2	0	0
지분법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	20	42	47	48	51
자산부채의 증감	-25	-52	-38	-37	-33
기타현금흐름	0	-42	-2	-7	-15
투자활동 현금흐름	-59	-41	-88	-61	-59
투자자산	-34	-4	-51	-30	-30
기타	-1	-6	0	-24	-31
재무활동 현금흐름	4	71	-68	-12	-119
단기차입금	48	68	-68	5	0
사채	50	169	-50	-127	50
장기차입금	27	2	-9	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-5	-4	-4	-4
기타	-121	-163	62	114	-166
현금의 증감	18	80	-48	30	-63
기초 현금	60	78	159	111	140
기말 현금	78	159	111	140	77
NOPLAT	51	68	95	96	108
FCF	66	69	98	97	110

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.09.26	12.08.16	12.06.22	12.06.18	12.05.24	12.05.16	12.04.09			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	29,000	22,000	21,000	21,000	21,000	20,000	20,000			
제시일자										
투자의견										
목표주가										
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상