

2013. 01. 18

Analysts

신정관 02) 3777-8099
chungkwan.shin@kbsec.co.kr

정승규 02) 3777-8560
skjung@kbsec.co.kr

기업 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **35,000 (원)**

Upside / Downside (%)	51.5
현재가 (01/17, 원)	23,100
Consensus target price (원)	28,500
Difference from consensus (%)	22.8

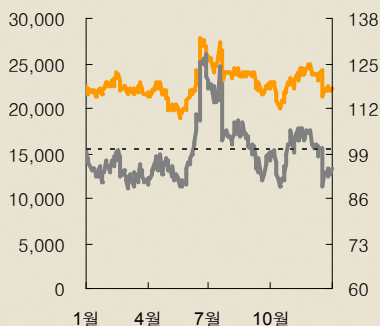
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	3,312	3,656	4,300	4,773
영업이익 (십억원)	305	322	347	384
순이익 (십억원)	234	242	267	297
EPS (원)	2,091	2,140	2,465	2,739
증감률 (%)	10.2	2.3	15.2	11.1
PER (X)	10.4	10.8	9.4	8.4
EV/EBITDA (X)	4.8	4.9	5.3	4.6
PBR (X)	2.1	2.0	1.7	1.5
ROE (%)	19.8	18.1	17.7	17.2

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(3.1)	0.4	(8.9)	3.1
KOSPI대비 상대수익률	(2.7)	(0.5)	(17.2)	(1.2)

— 추가 (좌, 원)
— KOSPI지수대비 (우, pts)



Trading Data

시가총액 (십억원)	2,466
유통주식수 (백만주)	32
Free Float (%)	30.0
52주 최고/최저 (원)	27,850 / 18,900
거래대금 (3M, 십억원)	4
외국인 소유지분율 (%)	86.7
주요주주 지분율 (%)	VIHI, LLC 70.

자료: Fnguide, KB투자증권

한라공조 (018880)

비스티온 공조사업부 인수로 기업가치 개선 전망

2013년 1분기 중에 예정된 한라공조의 비스티온 공조사업부 인수는 한라공조 기업가치 증가의 계기가 될 것으로 보인다. 이는 1) 향후 2년간 연결매출 30.6% 증가 2) 공조부문 글로벌 2위로서 공급자 협상력 강화 3) 인수관련 불확실성 해소 등이 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 우리는 2013~2014년 한라공조의 매출이 각각 17.6%, 11.0% YoY 증가한 4.3조원과 4.8조원에 달할 것으로 추정하고 있으며, 영업이익률은 8.1%로 안정적인 수준을 유지할 것으로 보고 있다. BUY 투자의견과 목표주가를 유지한다.

10개 생산기지 인수하여 2014년까지 연결매출 1조원 증가

한라공조는 1Q13 중 모회사 비스티온으로부터 10개의 글로벌 생산기지를 포함하는 18개 법인을 4,200억원 안팎에 인수할 것으로 알려졌다. 이들 18개 인수법인의 1H12 매출액은 7,600억 원에 달하고 있으며, 이 중 한라공조 연결매출에 새로이 추가되는 15개 법인의 2012년 연간매출액은 9천억원을 상회할 것으로 예상된다. 여기에 기존 한라공조 사업부의 유기적 성장까지 더해지면 2014년 연결매출은 2012년 대비 1.1조원 증가한 4.8조원에 달할 것으로 추정된다.

네트워크 효과와 공급자 협상력 강화로 안정적 영업이익률 전망

합병된 한라공조는 매출에 있어 텐소에 이어 세계 공조부문 2위에 해당할 것으로 예상되며, 현대/기아차 매출비중은 현재의 70% 수준에서 50% 수준으로 하락할 것으로 추정된다. 이는 한라공조의 공급자 협상력을 강화시켜 줄 것으로 예상된다. 여기에 합병 이후 비스티온에 대한 서비스 비용 (연간 200억원) 등이 절감된다는 점 등을 고려하면, 영업이익률은 8% 안팎의 안정적 수준을 유지할 것으로 예상된다.

높은 배당수익률 및 M&A 가능성 상존

합병이후 매출증가로 한라공조의 순이익은 CAGR 10.4% 증가하여 2014년 3천억원에 근접할 것으로 예상된다. 여기에 33%에 달하는 높은 배당성향으로 한라공조의 2013년 시가 배당수익률은 3.0%로 추정된다. 또한 한라공조의 70%를 보유 중인 비스티온의 지배구조가 PEF로서 M&A 가능성이 열려있다는 점을 고려하면 한라공조는 장기투자 매력에 높은 것으로 보고 있다.

최근 자동차 섹터 부진으로 저평가 상태, BUY 투자의견 유지

최근 1개월간 한라공조 주가는 KRX 자동차 섹터 (1M 11.9% 하락)와 유사하게 1M 11.6% 하락하며 부진하였다. 그러나 1) 비스티온 공조사업부 인수에 의한 시너지 2) 미국/중국을 중심으로 글로벌 자동차 시장 확대 3) 알루미늄 원가 안정화 등을 고려하면 안정적 매출과 수익성이 기대된다. 여기에 지배구조의 특수성으로 인하여 높은 배당수익률과 장기적 M&A 기대감 등은 한라공조만의 투자매력이기도 하다. 한라공조에 대하여 BUY 투자의견과 목표주가를 유지한다.

한라공조 해외법인 인수개요

한라공조는 1월 31일까지 비스티온 산하의 18개 해외법인과 산업재산권을 인수하기로 결정하였다. 이는 18개 해외법인 4,100억원 및 비스티온이 보유한 산업재산권 287억원을 포함하여 총 4,392억원으로 산정되었으며, 최종 조정을 거쳐 4,200억원 안팎에 인수될 것으로 알려졌다.

18개 해외법인은 12개의 생산법인, 4개의 연구법인, 2개의 판매법인으로 이루어졌으며, 매출기준으로 유럽이 48.1%로 가장 많고, 중국과 일본이 각각 22.0%를 차지한다. 인수하는 법인에서 현대/기아차 향 매출은 없는 것으로 알려졌으며, 신규 합병법인의 고객군은 포드가 60%로 다수를 차지하고, 기타는 폭스바겐/크라이슬러/스즈키/마쯔다 등 다양한 사업자에 공급하는 것으로 알려져 있다. 현재로서는 유럽 자동차 판매가 저조하여 이들 유럽법인의 수익성도 저조한 상황이지만, 유럽 자동차 시장이 5년째 하락하여 추가하락 여지는 제한적이라는 점을 고려하면 구조조정을 통해 개선될 가능성이 높은 것으로 보인다.

표 1. 한라공조 인수법인 현황

(단위: 십억원, %)	국적	기능	인수 금액	인수지분을 한라공조	인수후 지분을	자본총계	1H12 매출액	1H12 순이익	비고
Halla Visteon Netherlands Cooperatief U.A.	네덜란드	판매	83.7	100.0	100.0	78.5	0.0	0.0	신규 연결대상
Visteon Climate control (NanChang) Co., Ltd.	중국	생산	45.6	80.9	80.9	16.0	23.2	3.0	신규 연결대상
Visteon Climate Systems India Ltd.	인도	생산	39.6	61.0	61.0	17.8	33.2	4.5	신규 연결대상
Visteon Climate Portugal, S.A.	포르투갈	생산	38.1	100.0	100.0	36.5	0.0	0.0	신규 연결대상
Visteon Hungary Kft	헝가리	생산	37.8	100.0	100.0	71.5	98.6	7.6	신규 연결대상
Visteon Autopal s.r.o.	체코	생산	37.8	100.0	100.0	44.9	134.7	19.1	신규 연결대상
Visteon Ardennes Industries SAS	프랑스	생산	35.1	100.0	100.0	33.0	125.1	(10.5)	신규 연결대상
Halla Climate Control (Dalian) Co., Ltd.	중국	생산	33.8	24.9	100.0	91.4	108.0	5.0	기존 연결대상
FAWER Visteon Climate Control System (Changchun)	중국	생산	19.3	50.0	50.0	17.9	26.5	2.9	관계기업
Japan Climate Systems Corporation	일본	생산	17.9	33.3	33.3	79.2	165.9	0.0	관계기업
Visteon Climate Control System (Chongqing) Co. Ltd.	중국	생산	0.9	100.0	100.0	1.7	8.3	(0.2)	신규 연결대상
Visteon Climate Engineering Services Deutschland GmbH	독일	연구	7.8	100.0	100.0	7.4	0.0	0.0	신규 연결대상
Visteon Halla Climate Systems, LLC.	미국	연구	6.3	100.0	100.0	4.7	0.0	0.0	신규 연결대상
Climate Systems Mexicana S.A. de C.V.	멕시코	판매	4.6	100.0	100.0	(0.6)	0.0	0.0	신규 연결대상
Visteon Japan Climate Ltd.	일본	생산	1.2	100.0	100.0	0.4	0.0	0.0	신규 연결대상
Visteon Autopal Services s.r.o	체코	연구	0.9	100.0	100.0	1.9	5.2	(0.8)	신규 연결대상
Visteon Climate Engineering Services Ltd.	영국	연구	-	100.0	100.0	(0.6)	0.0	0.0	신규 연결대상
Coclis S.A. de C.V.	멕시코	생산	-	100.0	100.0	3.8	26.5	2.1	신규 연결대상
사업부 합계			410.5			505.5	755.3	32.7	순이익률 4.3%
신규연결대상 합계			339.4			317.0	454.9	24.7	순이익률 5.4%
Visteon 보유 산업재산권	NA	NA	28.7	NA	NA	NA	NA	NA	무형자산
인수자산 합계			439.2						

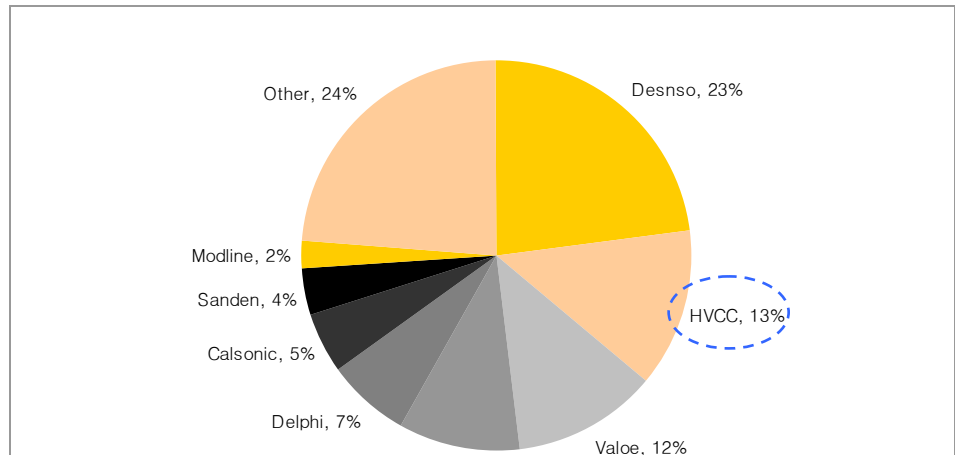
자료: 한라공조, KB투자증권

표 2. 인수법인 지역별 분포 및 매출현황

(단위: 십억원, %)	법인수	1H12 매출규모	1H12 매출비중
유럽	8	363.6	48.1
중국	4	166.0	22.0
일본	2	165.9	22.0
미국/멕시코	3	26.5	3.5
인도	1	33.2	4.4
합계	18	755.3	100.0

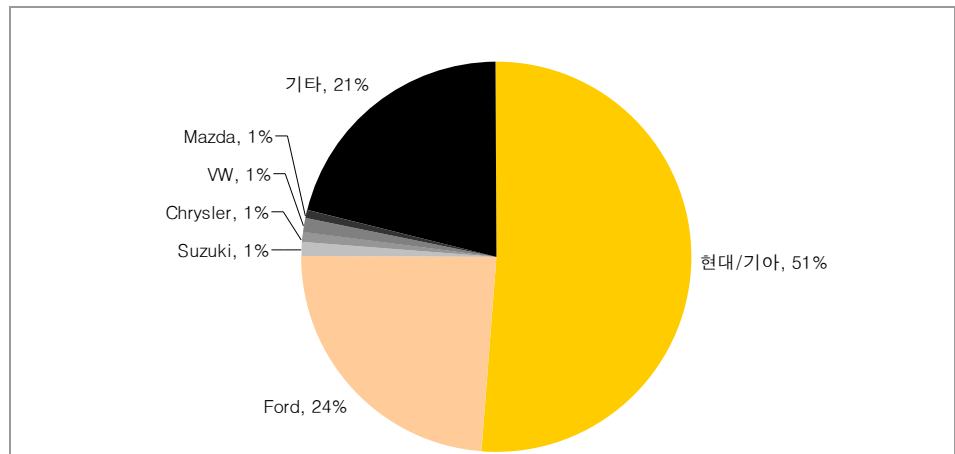
자료: KB투자증권

그림 1. 2012E 글로벌 공조회사 시장 점유율



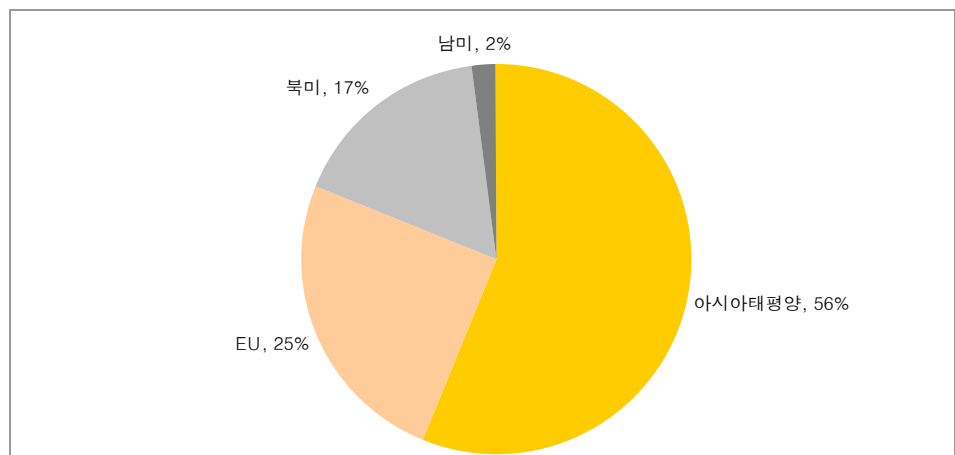
자료: KB투자증권

그림 2. 2012E HVCC 고객사 분포



자료: HVCC, KB투자증권

그림 3. 2012E HVCC 지역별 매출 비중



자료: HVCC, KB투자증권

인수 후 손익주정 변경내역

해외법인 인수는 1H13 중 종료할 것으로 알려졌으며, 18개 생산법인 중 중국 대련은 기존에 한라공조가 75%를 보유한 연결대상의 지분을 추가하는 것이며, 장춘과 일본 법인은 각각 50%, 33.3%를 인수하여 연결대상에 포함되지 않는다. 따라서 신규 15개 연결법인의 매출이 1Q13 이후 단계적으로 한라공조의 연결매출에 포함될 것으로 보인다. 이때, 신규 15개 법인의 1H12 매출액이 4,549억원에 달한다는 점을 고려하면, 한라공조의 연결매출은 2014년까지 보수적으로도 2012년 대비 1.1조원 증가하여 4.8조원에 달할 것으로 추정된다.

연결대상 합병법인의 1H12 순이익률이 5.4%라는 점을 고려하면, 연결대상 합병법인의 영업이익률은 6~7% 수준인 것으로 추정된다. 이때 한라공조의 2012년 영업이익률이 8.8%에 달한다는 점을 고려하면, 합병 후 영업이익률은 8.1%로 다소 낮아질 것으로 보인다. 그러나 매출증가를 고려하면 2014년까지 CAGR 9.2%로 견조한 증가추세를 보일 것으로 예상된다.

이를 합병전 한라공조 2013E, 2014E 매출 추정치와 비교하면 각각 9.8%, 13.9%씩 증가한 것이며, 영업이익과 순이익은 2014년에 보다 가파르게 증가하여 합병 전 대비 각각 8.3%, 8.1% 증가할 것으로 예상된다.

표 3. 한라공조 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
매출액	879	939	867	970	989	1,118	1,032	1,161
발표영업이익	84	75	78	85	80	90	84	94
조정영업이익	79	69	68	82	77	87	81	91
세전이익	84	74	80	88	82	90	85	95
순이익	66	57	48	70	62	69	64	72
발표영업이익률	9.6	8.0	8.9	8.8	9.6	8.1	8.1	8.1
조정영업이익률	9.0	7.3	7.8	8.5	7.8	7.8	7.8	7.8
세전이익률	9.6	7.9	9.2	9.1	9.6	8.1	8.2	8.2
순이익률	7.5	6.1	5.6	7.2	7.5	6.1	6.2	6.2

자료: KB투자증권

표 4. 한라공조 실적주정 수정 내역

(단위: 십억원, %, %p)	2013E				2014E			
	수정	기존	차이 (금액)	차이 (%)	수정	기존	차이 (금액)	차이 (%)
매출액	4,300	3,916	384	9.8	4,773	4,190	583	13.9
발표영업이익	347	341	7	1.9	384	355	29	8.3
조정영업이익	335	309	27	8.6	372	335	37	11.1
세전이익	352	351	0	0.1	391	366	24	6.7
순이익	267	256	11	4.2	297	275	22	8.1
발표영업이익률	8.1	8.7	n/a	(0.6)	9.6	8.5	n/a	1.1
조정영업이익률	7.8	7.9	n/a	(0.1)	7.8	8.0	n/a	(0.2)
세전이익률	8.2	9.0	n/a	(0.8)	9.6	8.7	n/a	0.8
순이익률	6.2	6.5	n/a	(0.3)	7.5	6.6	n/a	0.9

자료: KB투자증권

한라공조 투자전략 – 배당수익과 M&A를 고려한 장기투자 관점

한라공조는 공조부문 세계2위 사업자라는 우수한 펀더멘탈 외에도, 높은 배당률과 M&A 가능성이 상존해있다는 점이 장점이다. 한라공조 지분의 70%를 보유한 비스티온은 PEF로서 궁극적인 목적은 한라공조의 기업가치를 극대화하여 매각기회를 기대하는 것으로 보이며, 이에 대하여 만도와 한라그룹은 매각의사가 있음을 분명히 한 바 있다. 다만, 비스티온은 유럽 자동차 업황이 회복되고 한라공조의 기업가치가 충분히 높아지는 시점에 M&A를 원할 것으로 보인다. 이번 해외법인 합병으로 한라공조는 연결매출이 증가하고 시너지 효과가 실적에 충분히 드러날 때까지 1~2년 간 M&A 이슈는 잠복기를 거치게 될 것으로 보인다.

투자자 입장에서는 한라공조의 기업가치가 개선과정을 거치는 동안, 비교적 높은 배당수익을 추구할 수 있다는 점이 장점이다. 우리는 한라공조의 배당성향이 33% 수준을 유지할 것으로 보고 있으며, 이때 한라공조의 시가 배당수익률은 3.0% 안팎에 달할 것으로 추정된다. 이는 장기투자자가 한라공조의 기업가치 개선과 M&A 이벤트를 위한 장기투자를 추구하기에 최소한의 수익률을 제공한다고 볼 수 있다. 한라공조에 대하여 BUY투자의견과 목표주가 35,000원을 유지한다.

표 5. 비스티온 주식 소유현황

(단위: 주, %)	소유주식수	지분율
OWL CREEK ASSET MANAGEMENT	2,828,400	5.36
SAC CAPITAL ADVISORS LP	2,655,700	5.03
VANGUARD GROUP INC	2,387,500	4.52
SOLUS ALTERNATIVE ASSET MGMT LP	2,203,341	4.17
CENTERBRIDGE PARTNERS	2,107,262	3.99
CYRUS CAPITAL PARTNERS LP	2,009,311	3.81
JANA PARTNERS LLC	1,950,679	3.69
SUSQUEHANNA INTERNATIONAL GROUP	1,831,553	3.47
SEIZERT CAPITAL PARTNERS LLC	1,807,778	3.42
T ROWE PRICE ASSOCIATES	1,352,200	2.56
ALDEN GLOBAL CAPITAL	1,298,278	2.46
HIGHFIELDS CAPITAL MANAGEMENT	1,281,000	2.43
BLACKROCK INSTITUTIONAL TRUST	1,268,528	2.40
STEINBERG ASSET MANAGEMENT LLC	1,211,097	2.29
MONARCH ALTERNATIVE CAPITAL	1,159,429	2.20
YORK CAPITAL MANAGEMENT GLOBAL AD	1,157,017	2.19
BHR CAPITAL LLC	1,030,224	1.95
ADVISORY RESEARCH INCORPORATED	1,019,095	1.93
WESTCHESTER CAPITAL MANAGEMENT	1,000,000	1.89
EPOCH INVESTMENT PARTNERS, INC.	958,331	1.81
Others	21,595,395	38.43
Total	54,112,118	100

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 기준일은 2012년 9월 30일

Appendices

그림 1. 해외 동종 업체 비교-지동차 [A]

	현대모비스	만도	한리공조	현대위아	Denso	Aisin Seiki	Continental	Average
현재주가 (01/17, USD)	247.8	115.9	21.9	147.6	36.0	30.7	113.5	
시가총액 (백만 USD)	24,126	2,111	2,333	3,797	31,835	9,040	22,710	
절대수익률 (%)								
1M	(10.1)	(4.7)	(3.1)	(9.6)	14.7	9.6	(0.8)	4.8
3M	(11.9)	(14.6)	0.4	(12.6)	31.1	18.4	12.2	12.3
6M	(6.4)	(23.7)	(8.9)	(2.2)	31.4	15.7	18.3	21.6
12M	(18.9)	(35.2)	3.1	16.9	51.0	22.5	41.7	21.2
상대수익률 (%)								
1M	(18.7)	(11.8)	(15.5)	(18.3)	8.0	5.5	(4.7)	(0.8)
3M	(16.0)	(13.6)	(2.1)	(14.1)	25.2	17.7	9.9	10.2
6M	(17.3)	(34.0)	(24.0)	(14.1)	16.3	2.9	9.5	11.0
12M	(36.1)	(51.8)	(16.6)	(3.6)	34.0	8.7	34.4	6.4
PER (X)								
2012C	7.4	11.3	10.6	9.9	16.7	11.0	8.3	12.0
2013C	6.8	8.6	8.9	8.6	13.4	9.9	8.0	10.4
2014C	6.2	7.2	8.0	7.4	12.0	9.0	7.3	9.1
PBR (X)								
2012C	1.5	1.4	1.7	2.2	1.2	1.0	2.0	1.7
2013C	1.2	1.3	1.5	1.8	1.2	0.9	1.7	1.5
2014C	1.0	1.1	1.3	1.4	1.1	0.9	1.4	1.3
ROE (%)								
2012C	22.3	13.6	17.8	24.6	7.5	9.2	25.5	16.2
2013C	19.8	15.4	18.6	22.8	8.9	9.4	22.3	15.7
2014C	18.3	16.2	17.8	21.4	9.1	9.6	20.7	15.8
매출액성장률 (%)								
2012C	21.0	17.5	15.7	15.2	(3.4)	(2.9)	3.3	4.9
2013C	8.8	13.4	9.9	10.3	4.0	3.4	4.4	5.7
2014C	9.2	11.9	9.2	10.0	4.3	4.5	5.3	6.2
영업이익성장률 (%)								
2012C	11.6	(5.0)	27.8	80.8	33.9	10.0	20.0	19.2
2013C	10.2	26.6	12.6	13.5	14.5	9.5	7.4	11.5
2014C	11.2	19.1	10.3	12.9	10.1	10.4	10.3	14.1
순이익성장률 (%)								
2012C	19.4	(7.0)	11.1	79.9	54.2	12.8	41.2	40.4
2013C	7.6	30.6	17.9	15.8	23.2	9.7	7.5	12.9
2014C	10.1	19.9	10.3	14.0	11.6	9.6	13.6	14.3
영업이익률 (%)								
2012C	9.3	5.3	9.0	7.8	7.1	6.0	10.1	6.4
2013C	9.4	5.9	9.2	8.0	7.8	6.3	10.4	6.7
2014C	9.5	6.3	9.3	8.2	8.2	6.7	10.9	7.1
순이익률 (%)								
2012C	11.3	3.9	6.5	5.8	4.5	2.8	5.6	4.5
2013C	11.2	4.5	6.9	6.1	5.4	3.0	5.7	4.7
2014C	11.3	4.8	7.0	6.3	5.7	3.1	6.2	5.1

자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 2. 해외 동종 업체 비교-자동차 [B]

	Magna Intl.	TRW Automotive	Johnson Controls	Valeo SA	Toyota Boshoku	Lear	Visteon	Kuka	Average
현재주가 (01/17, USD)	52.9	56.0	31.6	26.1	11.8	48.3	56.2	37.8	
시가총액 (백만 USD)	12,307	6,836	21,587	4,132	2,215	4,675	2,967	1,283	
절대수익률 (%)									
1M	9.9	9.5	10.0	5.3	21.8	8.4	11.2	(0.4)	4.8
3M	17.0	17.2	19.9	13.1	32.7	17.3	23.6	20.4	12.3
6M	28.6	58.3	14.8	25.8	19.9	27.1	76.7	49.1	21.6
12M	34.1	57.3	(9.6)	12.9	34.8	16.6	13.1	77.6	21.2
상대수익률 (%)									
1M	5.7	5.0	7.6	1.5	16.0	2.4	6.5	(1.9)	(0.8)
3M	16.9	16.2	19.1	13.0	26.1	17.5	22.5	14.1	10.2
6M	22.0	49.6	6.6	16.9	4.5	19.8	66.9	38.7	11.0
12M	19.4	40.9	(24.5)	9.7	18.3	1.4	(2.3)	63.7	6.4
PER (X)									
2012C	10.1	9.4	12.0	8.0	17.1	9.0	21.3	17.3	12.0
2013C	10.0	8.8	10.1	7.9	12.9	9.2	17.1	15.8	10.4
2014C	8.5	7.3	8.6	n/a	11.0	8.4	11.9	15.1	9.1
PBR (X)									
2012C	1.3	1.9	1.7	n/a	1.2	1.6	2.0	3.1	1.7
2013C	1.2	1.5	1.5	n/a	1.1	1.4	1.7	2.7	1.5
2014C	1.1	1.2	1.3	n/a	1.0	1.2	1.3	2.4	1.3
ROE (%)									
2012C	12.3	21.8	14.5	18.7	6.7	20.1	9.4	19.3	16.2
2013C	13.2	19.5	15.6	n/a	8.5	17.3	10.7	18.0	15.7
2014C	14.0	20.2	16.4	n/a	10.1	17.5	12.9	16.6	15.8
매출액성장률 (%)									
2012C	5.9	0.2	2.7	3.1	(4.9)	1.4	(15.9)	13.9	4.9
2013C	4.8	2.8	9.6	(1.3)	1.9	4.5	6.0	3.3	5.7
2014C	4.9	6.7	7.8	n/a	3.4	5.2	6.9	(2.5)	6.2
영업이익성장률 (%)									
2012C	20.8	(6.1)	43.2	(3.6)	5.5	11.8	(17.6)	55.2	19.2
2013C	1.3	5.8	20.1	0.8	19.0	6.6	16.7	8.3	11.5
2014C	21.0	13.1	16.6	7.2	14.8	10.0	35.4	8.8	14.1
순이익성장률 (%)									
2012C	27.3	(35.1)	27.3	(16.9)	215.2	(0.6)	103.4	73.6	40.4
2013C	(2.3)	6.0	19.8	2.0	33.4	(2.9)	17.2	7.8	12.9
2014C	14.2	14.0	18.6	n/a	19.2	3.4	33.7	7.7	14.3
영업이익률 (%)									
2012C	4.9	7.4	5.7	6.1	2.4	5.3	3.0	6.1	6.4
2013C	4.8	7.6	6.2	6.2	2.8	5.4	3.3	6.4	6.7
2014C	5.5	8.1	6.7	n/a	3.1	5.6	4.2	7.1	7.1
순이익률 (%)									
2012C	4.3	4.6	4.3	3.2	1.1	3.7	2.4	3.2	4.5
2013C	4.0	4.8	4.7	3.3	1.5	3.5	2.7	3.3	4.7
2014C	4.3	5.1	5.2	n/a	1.7	3.4	3.3	3.6	5.1

자료: Bloomberg, KB투자증권

손익계산서

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	2,981	3,312	3,656	4,300	4,773
증가율 (Y-Y, %)	24.8	11.1	10.4	17.6	11.0
매출원가	2,398	2,769	3,044	3,599	3,995
판매 및 일반관리비	302	272	314	366	406
기타	0	(34)	(24)	(12)	(12)
영업이익	281	305	322	347	384
증가율 (Y-Y, %)	23.1	8.3	5.8	7.9	10.6
EBITDA	397	430	439	486	534
증가율 (Y-Y, %)	14.0	8.4	1.9	10.8	9.9
이자수익	11	11	11	14	16
이자비용	7	5	6	14	15
지분법손익	0	0	1	4	6
기타	25	(0)	1	8	12
세전계속사업손익	311	311	327	352	391
증가율 (Y-Y, %)	33.3	(0.1)	5.2	7.6	11.1
법인세비용	92	77	85	84	94
당기순이익	219	234	242	267	297
증가율 (Y-Y, %)	32.0	6.6	3.4	10.6	11.1
순손익의귀속:					
지배주주	203	223	228	263	292
비지배주주	17	10	13	4	4
이익률(%)					
영업이익률(%)	9.4	9.2	8.8	8.1	8.1
EBITD마진(%)	13.3	13.0	12.0	11.3	11.2
세전이익률(%)	10.4	9.4	8.9	8.2	8.2
순이익률(%)	7.4	7.1	6.6	6.2	6.2

대차대조표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
자산총계	1,862	2,048	2,334	2,706	2,987
유동자산	1,054	1,177	1,464	1,377	1,582
현금성자산	351	353	420	168	271
매출채권	474	589	731	827	899
재고자산	183	201	262	331	360
기타	46	34	50	51	52
비유동자산	808	871	870	1,328	1,405
투자자산	28	55	59	468	487
유형자산	650	661	658	709	769
무형자산	130	155	154	152	149
부채총계	720	765	881	1,056	1,115
유동부채	665	689	802	774	829
매입채무	468	495	606	573	622
유동성이자부채	83	106	82	82	82
기타	115	88	113	119	125
비유동부채	55	75	79	282	286
비유동이자부채	0	0	0	200	200
기타	55	75	79	82	86
자본총계	1,142	1,283	1,453	1,650	1,872
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	48	48	48	48	48
이익잉여금	943	1,173	1,329	1,525	1,747
자본조정	66	(25)	(16)	(16)	(16)
*지배주주지분	1,111	1,249	1,414	1,611	1,833
순차입금	(268)	(247)	(338)	114	12
이자지급성부채	83	106	82	282	282

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	258	246	261	212	398
당기순이익	219	234	242	267	297
자산상각비	116	126	117	139	150
기타비현금성손익	14	98	80	(1)	(3)
운전자본증감	(91)	(130)	(120)	(193)	(46)
매출채권감소(증가)	(74)	(110)	(129)	(96)	(72)
재고자산감소(증가)	(63)	(18)	(63)	(68)	(29)
매입채무증가(감소)	76	48	79	(34)	50
기타	(30)	(49)	(7)	5	5
투자현금	(109)	(109)	(118)	(593)	(222)
단기투자자산감소	(43)	58	3	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	0	(404)	(12)
설비투자	(105)	(145)	(127)	(188)	(208)
유무형자산감소	17	7	5	0	0
재무현금	(122)	(67)	(83)	129	(75)
차입금증가	(66)	10	(8)	200	0
자본증가	(56)	(77)	(75)	(71)	(75)
배당금지급	56	77	75	71	75
현금 증감	29	59	57	(252)	102
총현금흐름(Gross CF)	349	457	438	405	444
(-) 운전자본증가(감소)	(2)	121	84	193	46
(-) 설비투자	105	145	127	188	208
(+) 자산매각	17	7	5	0	0
Free Cash Flow	263	199	233	24	190
(-) 기타투자	(0)	(0)	(0)	404	12
잉여현금	263	199	233	(380)	178

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

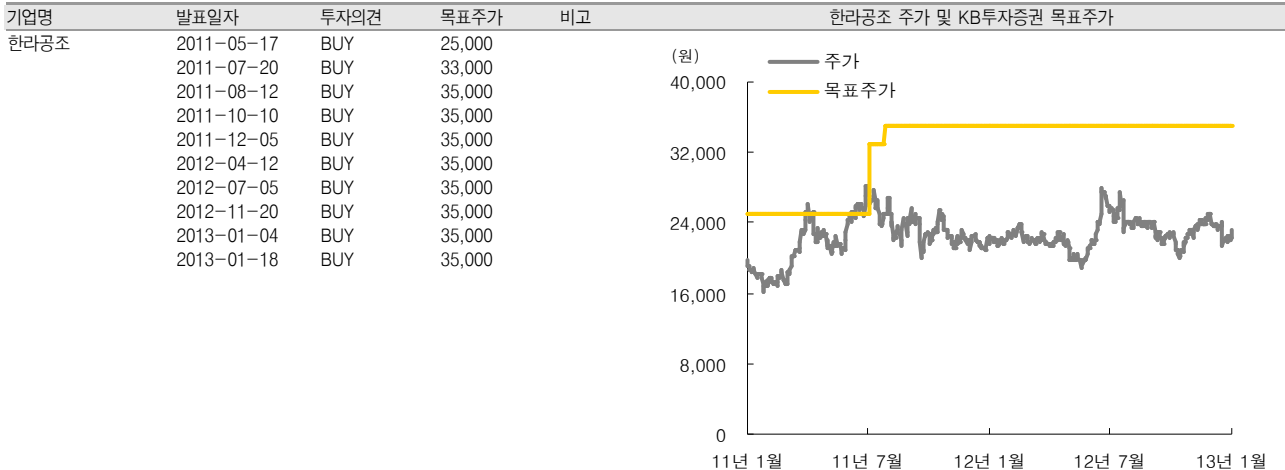
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples(x, %)					
PER	10.5	10.4	10.8	9.4	8.4
PBR	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	4.7	4.8	4.9	5.3	4.6
배당수익률	3.3	3.0	2.9	3.0	3.2
EPS	1,897	2,091	2,140	2,465	2,739
BPS	9,185	10,256	11,808	13,666	15,767
SPS	27,922	31,024	34,244	40,281	44,712
DPS	664	664	660	700	750
수익성지표					
ROA	12.3	12.0	11.0	10.6	10.4
ROE	21.1	19.8	18.1	17.7	17.2
ROIC	22.6	24.4	22.8	21.9	21.2
안정성지표					
부채비율	63.1	59.6	60.6	64.0	59.6
순차입비율	n/a	n/a	n/a	6.9	0.6
유동비율	158.4	170.7	182.6	178.0	190.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	22,584.3	n/a
활동성지표					
총자산회전율(회)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
매출채권회전율(회)	6.4	6.2	5.5	5.5	5.5
재고자산회전율(회)	19.7	17.3	15.8	14.5	13.8
자산, 자본구조					
투자자본(%)	69.7	71.1	69.4	67.6	65.3
차입금(%)	6.7	7.6	5.4	14.6	13.1

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 1월 18일 현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.