이상현 02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

자동차/부품

▼ 투자의견
비중확대(유지)

신흥시장 공략강화로 점유율 상승 기대

■ 높은 수익성 대비 저평가

자동차/부품업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지. 글로벌 경쟁업체와의 수익성을 비교해보면 현대, 기아차의 수익성은 글로벌 최고수준의 수익성을 기록할 것으로 전망.

글로벌 주요 완성차 13개업체의 영업이익률 컨센서스 평균은 6.8%인데 평균을 뛰어넘는 업체는 BMW, 현대차, 기아차, 다임러, 닛산 정도에 불과. 또한 순이익률 컨센서스 평균은 5.5%인데 평균을 뛰어넘는 업체는 현대차, 기아차, BMW, VW에 불과. 현대차그룹이 명실상부한 최고 수익성을 기록하고 있는 완성차업체로 평가되며 높은 수익성대비 저평가 상태로 판단.

■ 지역별 편차 있지만 기존 Global 수요 전망에는 큰 변화 없고, 현대차그룹의 높아진 상품성으로 점유율 향상 지속될 것

2012년 4월까지 글로벌 자동차 수요는 SAAR(계절조정 연환산)기준으로 전년동기대비 4.9% 성장한 7,921만대로 추정. 지난해 연말 예상과 비교해보면 지역별로 편차가 있지만 기존 글로벌 수요 전망과 크게 달라진 점은 없어 보임. 미국, 일본, 중국 등의 전년동기대비 증가가 유럽 등의 수요 감소를 상쇄시키는 형국. 전반적으로 하반기는 유로존 위기에 따라 글로벌 경기 우려가 확산되는 가운데 경쟁사들의 신차투입과 가격경쟁 심화가 예상. 그러나 글로벌 장기저성장 구조하에 자동차 산업수요 둔화라는 큰 흐름에서는 변화가 없으며 이러한 상황에서도 현대차그룹의 높아진 상품성이 반영된 현지 전략 차종 투입과 이머징 공략 강화, 질적성장 및 마케팅 강화전략 등으로 꾸준히 점유율을 높여나갈 것으로 전망.

■ Top Pick: 현대차, 관심종목: 기아차, 현대모비스, 만도

관심종목은 현대차, 기아차, 현대모비스, 만도를 제시.

업종 Top Pick은 현대차를 제시. 이는 하반기 해외공장 본격가동(중국3공장, 브라질공장)으로 이머징마켓 장악능력 확대가 전망되고, 중국과 유럽에서 하반기 할부금융 강화를 통한 점유율 확대가 기대되며, 실적호조로 밸류에이션 갭이 재차 확대되고 있고, MSCI 선진국지수 편입시 업종내 수급적으로 최대수혜가 예상되기 때문.

관심 종목

현대차(005380,매수) TP 320,000원

결산기	매출액증가율 (%)	EPS (원)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
11.12	-30.9	26,818	7.9	6.2
12.12F	10.2	32,812	7.4	5.6
13.12F	7.3	35,606	6.9	4.7
14.12F	7.1	38,443	6.4	3.9

- 투자의견 매수와 목표주가 330,000 원 유지
- 투자포인트 1) 신차효과, 2) 해외공장 본격가동, 3) 중국과 유럽에서 할부금융 강화, 4) MSCI 편입시 업종내 최대 수혜
- Valuation 은 2012 년 5 월 31 일 종가 244,000 원 기준

기아차(000270,매수) TP 120,000원

결산기	매출액증가율 (%)	EPS (원)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
11.12	2.1	8,556	7.8	6.4
12.12F	15.7	11,896	6.7	5.7
13.12F	6.9	13,299	6.0	4.8
14.12F	9.5	15,372	5.2	3.7

- 투자의견 매수와 목표주가 120,000 원 유지
- 투자포인트 1) 2 분기 이후 신차효과 기대, 2) 높아진 국내외공장 생산성이 원가개선으로 이어짐, 3) 중장기 생산능력 350 만대까지 확대 전망
- Valuation 은 2012 년 5 월 31 일 종가 80,200 원 기준

현대모비스(012330,매수) TP 380,000원

결산기	매출액증가율 (%)	EPS (원)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
11.12	18.7	31,046	9.4	9.4
12.12F	11.9	34,731	8.0	8.0
13.12F	7.9	37,604	7.4	7.0
14.12F	10.0	41,633	6.7	5.7

- 투자의견 매수, 목표주가 380,000 원 유지
- 투자포인트 1) 해외 OE 수주 증가, 2) 핵심부품 장착 비중 확대, 3) AS 수요 구조적 성장
- Valuation 은 2012 년 5 월 31 일 종가 277,000 원 기준

만도(060980,매수) TP 190,000원

결산기	매출액증가율 (%)	EPS (원)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
11.12	25.8	12,307	16.7	9.6
12.12F	16.7	16,354	9.8	7.3
13.12F	18.4	19,848	8.1	6.0
14.12F	15.9	23,526	6.8	5.0

- 투자의견 매수, 목표주가 190,000 원 유지
- 투자포인트 1) 전장부품 경쟁력, 2) 고객 포트폴리오 다변화, 3) 투자부담 완화되며 이익률 개선 기대
- Valuation 은 2012 년 5 월 31 일 종가 161,000 원 기준

높은 수익성대비 저평가

2010년 내국인 출국자수 큰 폭으로 증가할 전망

자동차/부품업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지한다. 글로벌 경쟁업체와의 수익성을 비교해보면 현대, 기아차의 수익성은 글로벌 최고수준의 수익성을 기록할 것으로 전망된다.

글로벌 주요 완성차 13개업체의 영업이익률 컨센서스 평균은 6.8%인데 평균을 뛰어넘는 업체는 BMW, 현대차, 기아차, 다임러, 닛산 정도에 불과할 것으로 예상된다. 특히 BMW는 프리미엄 브랜드임을 감안하면 대중차 브랜드 중에서는 현대차, 기아차가 최고 영업이익률을 기록하는 셈이다.

또한 순이익률 컨센서스 평균은 5.5%인데 평균을 뛰어넘는 업체는 현대차, 기아차, BMW, VW에 불과해 명실상부한 최고 수익성을 기록하고 있는 완성차업체로 평가할 만하다.

선진국의 IT수요 증가, 재고확보 등으로 항공화물 증가

밸류에이션 측면에서도 글로벌 주요 완성차의 평균 PER은 7.1배 수준인데 비해 현대차와 기아차의 PER은 그 이하인 6배 수준에 머물고 있어 여전히 높은 수익성 대비 저평가되어 있다.

최근 유로존 리스크 등으로 매크로 변수에 대한 우려가 상존하고 있지만 우려가 잦아들게되면 실적과 밸류에이션이 뒷받침되는 자동차업종에 대한 선호도가 높아질 것으로 판단한다.

[표1] 글로벌 주요업체 실적 컨센서스와 밸류에이션 (단위: 각국통화, %)

	현대	기아	TOYOTA	HONDA	NISSAN	GM	FORD	VW	DAIMLER	BMW	RENAULT	FIAT	PSA	평균
	KRW	KRW	JPY	JPY	JPY	USD	USD	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	
종가	234,000	75,500	3,085	2,603	777	22	10	124	38	63	34	4	9	
시가총액	51,545	30,605	155,813	69,068	51,453	39,396	45,508	87,804	60,404	59,937	14,926	7,954	4,612	
주당지표 (2012)														
EPS	34,877	11,051	272	284	102	3	1	22	5	8	7	1	1	
BPS	169,500	43,787	3,457	2,654	820	24	5	145	41	48	93	9	45	
DPS	1,859	632	73	79	27	0	0	4	2	3	2	0	0	
P/E	6.7	6.8	11.4	9.2	7.6	6.2	6.9	5.8	7.2	7.8	4.6	5.7	14.2	7.1
PBR	1.4	1.7	0.9	1.0	0.9	0.9	2.1	0.9	0.9	1.3	0.4	0.4	0.2	1.1
EV/EBITDA	7.0	5.7	10.4	7.8	5.4	2.0	9.2	6.4	7.7	7.3	8.6	2.3	7.6	6.6
DIV Yield	0.8	0.8	2.4	3.0	3.5	0.1	1.9	3.3	5.8	4.3	5.1	2.2	1.6	2.8
이익규모 (2012)														
Sales	84,419	48,949	21,334	10,041	10,165	154	131	179	111	74	42	81	58	
OP	9,109	4,500	1,110	666	733	6	7	12	9	8	1	4	1	
OP Margin	10.8	9.2	5.2	6.6	7.2	4.0	5.5	6.6	8.0	11.1	2.2	4.7	1.4	6.8
NP	9,033	4,512	859	512	424	6	6	10	6	5	2	1	0	
NP Margin	10.7	9.2	4.0	5.1	4.2	4.0	4.5	5.7	5.1	7.3	4.9	1.1	0.5	5.5
ROE (%)	21.3	28.6	8.1	11.2	12.9	21.4	34.7	15.6	13.6	18.2	8.1	8.5	2.1	16.9
ROA (%)	8.1	14.6	2.7	4.3	4.4	4.3	6.9	6.2	8.1	10.8	3.8	3.0	1.0	6.4

주: 종가와 주당지표는 각국통화 기본단위, 시가총액은 십억원, 이익규모는 각국통화 십억단위
자료: Bloomberg, NH농협증권

이상현 02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

지역별 편차 있지만 기존 Global 수요 전망에는 큰 변화 없고, 현대차그룹의 높아진 상품성으로 점유율 향상 지속될 것

글로벌 자동차 수요는 2012년 1~4월 SAAR 기준으로 4.9% 성장

2012년 4월까지 글로벌 자동차 수요는 SAAR(계절조정 연환산)기준으로 전년동기대비 4.9% 성장한 7,921만대로 추정된다. 지난해 연말 예상과 비교해보면 지역별로 편차가 있지만 전년대비 증가율이 둔화될 것으로 본 기존 글로벌 수요 전망과 크게 달라진 점은 없어보인다. 미국, 일본, 중국 등의 전년동기대비 증가가 유럽 등의 수요 감소를 상쇄시키는 형국이다.

미국 자동차 수요는 리먼사태 이후 3년 연속 회복세를 이어가고 있는데 2012년 실업률 하락, 소비심리 회복 등으로 증가율이 기대했던 것 보다 높게 나타나고 있다. 다만 상반기의 전년동기 기저효과(일본업체의 공급 부진)가 약화되면서 하반기 증가률은 다소 둔화가 예상된다.
유럽 자동차 수요는 5년 연속 감소세를 기록하고 있는데 당초 기대보다 감소폭이 확대되고 있는 모습이다. 최근 정치적 불확실성까지 더해지면서 유로존의 위기가 재차 부각되고 있기 때문인데 그리스의 문제가 기타 남유럽 국가까지 전이되지 않는다면 추가적인 하락폭은 제한적일 것으로 예상하고 있다.
중국 자동차 수요는 재고증가와 연료비 상승 등으로 기대에 못미쳐 전년동기대비 소폭 증가에 머무르고 있다. 최근 지준율 인하와 소비진작책 발표 등으로 하반기에는 자동차 수요 증가율이 개선될 것으로 기대한다.
내수 자동차 수요는 경기둔화, 신차부재 등의 요인으로 기존 전망보다 하락폭이 크게 나타나고 있으나 하반기로 갈수록 신차효과 등이 나타나면서 감소폭이 축소될 전망이다.

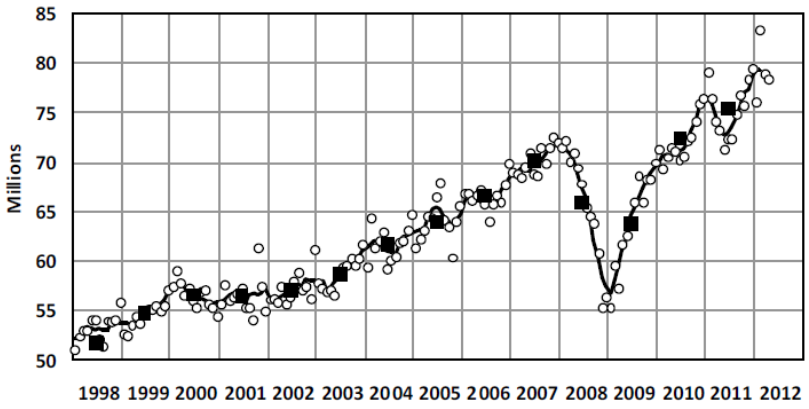
전반적으로 하반기는 유로존 위기에 따라 글로벌 경기 우려가 확산되는 가운데 경쟁사들의 신차투입과 가격경쟁 심화가 예상된다. 그러나 글로벌 장기저성장 구조하에 자동차 산업수요 둔화라는 큰 흐름에서는 변화가 없으며 이러한 상황에서도 현대차그룹의 높아진 상품성이 반영된 현지전략 차종 투입과 이머징 공략 강화, 질적성장 및 마케팅 강화전략 등으로 꾸준히 점유율을 높여나갈 것으로 전망한다.

[표2] 글로벌 자동차 수요 동향 (단위: 천대, %)

	Sales (units)						Selling rate (Units/year)			
	Apr 2012	Apr 2011	Percent change	Year to date 2012	Year to date 2011	Percent change	Apr 2012	Year to date 2012	Year 2011	Percent change
WORLD	6,495	6,160	5.4	26,433	25,397	4.1	78,416	79,209	75,505	4.9
USA	1,182	1,156	2.3	4,642	4,209	10.3	14,378	14,476	12,748	13.6
CANADA	158	159	-0.9	520	492	5.7	1,580	1,701	1,583	7.5
WESTERN EUROPE	1,119	1,195	-6.3	4,724	5,123	-7.8	14,056	13,667	14,370	-4.9
EASTERN EUROPE	439	414	6.2	1,484	1,385	7.2	4,751	4,771	4,713	1.2
JAPAN	355	183	93.5	2,016	1,311	53.8	5,358	5,693	4,149	37.2
KOREA	116	131	-11.4	466	508	-8.3	1,355	1,458	1,530	-4.8
CHINA	1,604	1,459	10.0	6,313	6,229	1.3	18,263	18,555	17,998	3.1
BRAZIL/ ARGENTINA	304	348	-12.7	1,243	1,354	-8.2	3,701	3,956	4,376	-9.6
OTHER	1,217	1,116	9.1	5,026	4,788	5.0	14,975	14,932	14,038	6.4

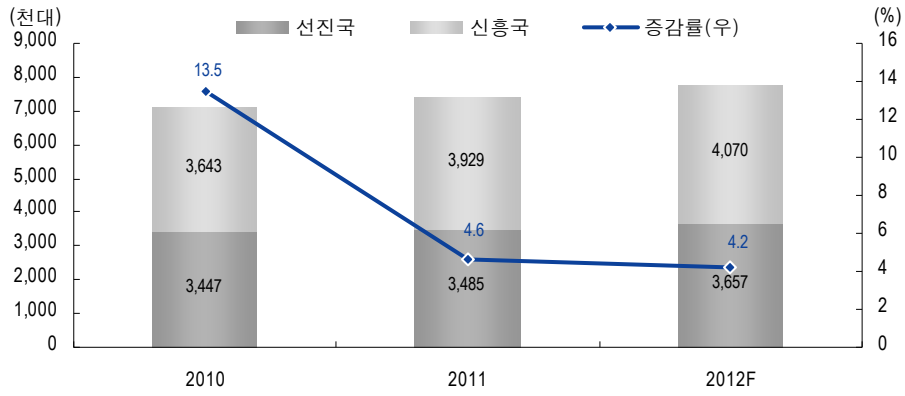
주: 동유럽에는 터키포함, 중국 데이타에는 light Vehicle 수입 포함되고 Heavy vehicle은 제외, 기타에는 추정치 포함. 자료: LMC, NH농협증권

[그림1] 글로벌 자동차 판매동향



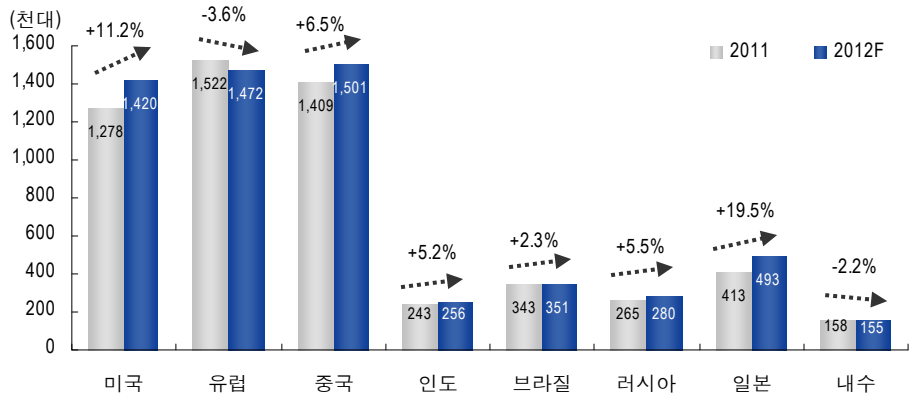
주: Light Vehicle 기준. SAAR 환산
자료: LMC, NH농협증권

[그림2] 글로벌 자동차 수요전망



주: 증감률은 전년대비
자료: KARI, NH농협증권

[그림3] 주요국 자동차 수요전망



주: 증감률은 전년대비. 중국과 인도는 중대형상용 제외
자료: KARI, NH농협증권

이상현 02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

현대차 (005380)

매수 (유지)

하반기 이머징 공략 강화

■ 투자의견 매수와 목표주가 330,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 330,000원을 유지. 2012~2014년 지속가능 예상 ROE 20.1%에 Fundamental PBR 2.0배를 적용해서 산출하였으며, 목표주가 대비 Implied PER은 10.1배 수준.

■ 투자포인트 : 1) 신차효과, 2) 해외공장 본격가동, 3) 중국과 유럽에서 할부금융 강화, 4) MSCI 편입시 업종내 최대 수혜

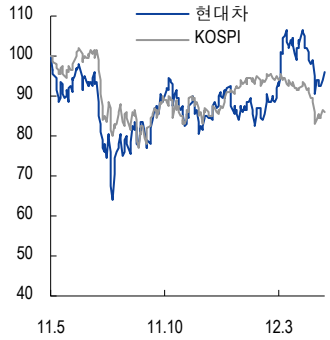
1) 2분기 이후부터 국내외 신차 투입으로 ASP와 믹스 개선효과가 반영. 국내는 4월 신형 산타페, 4분기 아반테 2-door, 에쿠스 F/L가 예정되어 있으며, 미국은 3월 그랜져HG, 2분기에는 i-30와 아반테 2-door, 3분기에는 산타페 숏바디, 4분기에는 산타페 롱바디 등이 출시 예정. 유럽은 연초 i-30, 하반기 산타페가 투입되며, 중국은 3공장에서 아반테MD, 신형 산타페가 투입될 예정.

2) 하반기 해외공장이 본격 가동되면 이머징마켓 대부분을 커버. 중국 3공장과 브라질공장이 하반기 본격 가동되는데 중국 3공장의 경우 7월부터 본격 생산에 들어가 올해 79만대 중국판매목표를 초과달성한다는 계획. 브라질 공장도 이르면 9월부터 생산을 시작해 높아진 관세부담을 피하면서 효과적으로 점유율을 높여 나갈 수 있을 것으로 기대.

3) 중국과 유럽에서 할부금융 강화로 판매점유율 가속화. 동사의 금융부문인 현대캐피탈이 중국에서 9월부터 할부금융을 시작할 수 있을 것으로 예상. 아직까지는 할부이용률이 10%에 불과한 시장이지만 점차 증가 기대. 또한 유럽에서 산탄데르와 합작해 영국에서도 3분기부터 본격적인 영업을 시작할 것으로 알려지고 있음.

4) 6월 MSCI 선진국 지수에 편입될 경우 현대차의 외국인 비중이 더 높아질 것으로 예상. 특히 시가총액이 큰 일등주에 대한 편입이 이뤄질 것으로 기대되기 때문에 자동차 중에서는 현대차가 가장 큰 수혜 예상.

목표주가(6개월)	**330,000원**
현재주가(5/31)	**244,000원**
52주 최고/최저	**268,500/161,500원**
시가총액	585,120억원
자본금	14,890억원
발행주식수	22,028만주
액면가	5,000원
주요주주(지분율)	현대모비스(주)(26%)
외국인지분율	45.7%
60일 평균 거래량	1,563억원
절대수익률(1/3/6개월)	-9.1/13.0/14.6%
상대수익률(1/3/6개월)	-2.1/22.2/14.8%



Analyst 이상현
02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

Earnings Forecast (IFRS 연결 기준)

결산월	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	*영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	EPS (chg%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
12/2010	1,125,897	91,177	91,177	54,413	19,060	83.0	9.1	6.4	1.8	22.2
12/2011	777,979	80,755	79,921	76,559	26,818	40.7	7.9	6.2	1.6	23.8
12/2012(F)	857,678	97,122	95,202	93,672	32,812	22.4	7.4	5.6	1.5	22.6
12/2013(F)	920,093	103,971	103,971	101,646	35,606	8.5	6.9	4.7	1.2	20.1
12/2014(F)	985,420	112,338	112,338	109,747	38,443	8.0	6.4	3.9	1.1	18.2

주: 영업이익은 회사발표기준, *영업이익은 GAAP기준 조정(매출총이익-판관비) , 순이익은 지배주주귀속분

NH농협증권

[IFRS 연결 추정 재무제표]

재무상태표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
비유동자산	605,536	655,117	699,028	741,312
유형자산	195,481	207,079	216,528	223,142
무형자산	26,601	26,649	26,688	26,715
장기금융자산	195,619	195,619	195,619	195,619
관계기업투자	117,092	144,592	172,623	201,623
유동자산	489,264	546,644	607,592	673,006
현금 및 현금성자산	62,320	105,872	155,992	210,072
단기금융자산	291,967	291,967	291,967	291,967
매출채권 및 기타채권	60,132	66,293	71,117	76,166
재고자산	62,378	68,768	73,772	79,010
자산총계	1,094,800	1,201,760	1,306,621	1,414,318
비유동부채	359,888	362,057	359,526	353,250
장기금융부채	273,387	265,387	257,387	245,387
확정급여부채	6,486	6,486	6,486	6,486
충당성부채	49,610	57,374	61,549	65,919
유동부채	331,635	344,546	351,789	357,651
매입채무 및 기타채무	104,191	114,865	123,224	131,972
단기금융부채	166,561	162,561	156,561	148,561
기타유동부채	60,883	67,120	72,005	77,117
부채총계	691,523	706,603	711,315	710,900
지배회사지분(연결)	371,130	457,598	551,922	654,211
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	41,140	41,140	41,140	41,140
이익잉여금	322,635	411,506	508,234	612,926
비지배주주지분(연결)	32,147	37,559	43,383	49,207
자본총계	403,277	495,157	595,305	703,418

포괄손익계산서

(단위: 억원, %)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
매출액	777,979	857,678	920,093	985,420
매출원가	589,020	647,547	696,511	746,948
매출총이익	188,959	210,131	223,583	238,472
판매비와관리비	109,037	114,929	119,612	126,134
기타수익과비용	833	1,920	0	0
순외환손익	-910	0	0	0
순지분법평가손익	0	0	0	0
기타손익	1,744	1,920	0	0
EBITDA	103,269	118,055	128,883	138,496
영업이익	80,755	97,122	103,971	112,338
*영업이익	79,921	95,202	103,971	112,338
(영업이익률)	10.3	11.1	11.3	11.4
비영업순손익	23,716	30,267	34,187	36,222
순금융손익	-360	1,449	2,356	3,402
순외환손익	-748	-1,620	-1,420	-1,420
순지분법평가손익	24,038	27,500	28,031	29,000
세전계속사업이익	104,471	127,389	138,157	148,560
(세전계속사업이익률)	13.4	14.9	15.0	15.1
법인세	-23,423	-28,191	-30,574	-32,876
당기순이익	81,049	99,198	107,583	115,684
(순이익률)	10.4	11.6	11.7	11.7
기타포괄이익	-2,517	-2,517	-2,517	-2,517
총포괄이익	78,532	96,681	105,067	113,167
(포괄이익률)	10.1	11.3	11.4	11.5
당기순이익의 지배주주귀속(연결)	76,559	93,672	101,646	109,747
총포괄이익의 지배주주귀속(연결)	74,156	91,269	99,243	107,343

주: 1)*영업이익: GAAP 기준 조정영업이익, 2)영업이익률: 조정 영업이익 기준

현금흐름표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
영업활동으로 인한 현금흐름	47,445	93,205	100,862	108,292
당기순이익(손실)	81,049	99,198	107,583	115,684
감가상각비 및 상각비	23,348	22,853	24,913	26,159
기타	45,288	-4,658	-5,000	-5,000
영업활동 관련 자산 및 부채 변동	-85,512	3,341	2,553	2,672
매출채권 및 기타채권 증감	-5,781	-6,160	-4,824	-5,049
재고자산 증감	-9,617	-6,390	-5,004	-5,238
매입채무 및 기타채무 증감	20,899	10,674	8,359	8,749
기타 자산 및 부채의변동	-91,013	5,217	4,023	4,210
법인세납부	-17,273	-28,191	-30,574	-32,876
투자활동으로 인한 현금흐름	-59,533	-27,997	-27,102	-24,590
유형자산 처분(취득)	-27,905	-26,500	-25,400	-23,300
무형자산 처분(취득)	-7,522	-8,000	-9,000	-9,500
장단기금융자산 증감	-8,307	0	0	0
기타	-15,800	6,503	7,298	8,210
재무활동으로 인한 현금흐름	13,337	-21,656	-23,641	-29,622
장단기 금융부채 증감	39,283	-12,000	-14,000	-20,000
자본 증감	-4,001	0	0	0
배당금지급	-4,577	-4,801	-4,919	-5,054
기타	-17,369	-4,855	-4,722	-4,568
기타 현금흐름	0	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	161	43,553	50,120	54,080
기말 현금 및 현금성자산	62,320	105,872	155,992	210,072

주요투자지표

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
EPS (원)	26,818	32,812	35,606	38,443
SPS (원)	272,517	300,435	322,298	345,182
BVPS (원)	133,957	164,245	197,286	233,117
EBITDAPS (원)	36,174	41,354	45,146	48,514
DPS (원)	1,750	1,800	1,850	1,900
P/E (배)	7.9	7.4	6.9	6.4
P/S (배)	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV (배)	1.6	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	6.2	5.6	4.7	3.9
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	-30.9	10.2	7.3	7.1
영업이익증가율 (%)	-12.4	19.1	9.2	8.1
EPS증가율 (%)	40.7	22.4	8.5	8.0
매출원가율 (%)	75.7	75.5	75.7	75.8
판관비율 (%)	14.0	13.4	13.0	12.8
EBITDA마진율 (%)	13.3	13.8	14.0	14.1
부채비율 (%)	171.5	142.7	119.5	101.1
차입금비율 (%)	109.1	86.4	69.5	56.0
순차입금/자기자본 (%)	21.2	6.1	-5.7	-15.4
영업이익/금융비용 (배)	15.6	19.6	22.0	24.6
ROA (%)	7.1	8.6	8.6	8.5
ROE (%)	23.8	22.6	20.1	18.2
ROIC (%)	15.6	38.1	40.1	42.1

자료: 사업보고서, NH농협증권 리서치센터 예상

주: 2012년 5월 31일 종가 244,000원 기준

이상현 02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

기아차 (000270)

매수 (유지)

형만한 아우로 성장

■ **투자의견 매수와 목표주가 120,000원 유지**

투자의견 매수와 목표주가 120,000원을 유지. 2012~2014년 지속가능 예상 ROE 22.4%(15% 할인)에 Fundamental PBR 2.7배를 적용해서 산출하였으며, 목표주가 대비 Implied PER은 10.1배 수준.

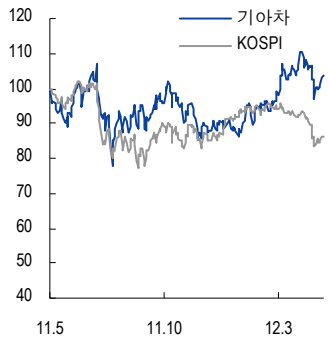
■ **투자포인트 : 1) 2분기이후 신차효과 기대, 2) 높아진 국내외공장 생산성이 원가개선으로 이어짐, 3) 중장기 생산능력 350만대까지 확대 전망**

1) 2분기 이후 국내외 신차투입으로 ASP와 믹스 향상 기대. 국내는 5월초 K9 신차 출시, 9월 K3(포르테 후속)과 소렌토 F/L, 11월 K7 F/L 모델이 투입되며, 유럽은 5월 New ceed, 중국은 하반기 K3 모델이 투입될 예정. 미국시장 신차투입은 2013년부터 예정되어 있으나 2011년 중에 투입된 신차들이 올해 연간으로 확대 적용되어 판매가 증가할 것으로 기대. 특히 K9의 경우 주력모델 가격이 6천만원대로 동사의 내수 ASP를 6% 상승시키는 효과가 있을 것으로 기대되므로 현대차와의 ASP 격차를 더욱 좁혀나갈 것으로 예상(1분기 현대차와 기아차의 내수 ASP는 각각 2,290만원, 1,810만원).

2) 국내외 공장에서 UPH 향상과 증설 등으로 생산성이 높아지고 있음. 이러한 생산성향상이 결국 원가개선으로 이어지고 있다는 판단. 국내공장의 경우 소하리공장은 기존 시간당 생산대수(UPH)는 36대에서 40대로, 광주공장 UPH는 21대에서 23대로, 서산공장 UPH는 48대에서 56대로 올리는 작업을 진행 중이며, 올해 글로벌 판매목표 271만대를 초과하더라도 연 280만대 이상의 생산이 가능한 상태. 해외공장에서는 미국공장에서 K5 증설효과(6만대)가 본격 반영되고 있음.

3) 중장기적으로 2015년경이면 동사의 생산능력은 현재 연 280만대 수준에서 연 350만대까지 확대될 전망. 2014년 중국 3공장에서 30만대 캐파가 늘어나고, 추가로 이머징마켓에 공장을 추가할 가능성이 높은 것으로 기대되기 때문.

목표주가(6개월)	**120,000원**
현재주가(5/31)	**80,200원**
52주 최고/최저	**83,800/59,000원**
시가총액	325,101억원
자본금	21,393억원
발행주식수	40,536만주
액면가	5,000원
주요주주(지분율)	현대자동차(주)(35.6%)
외국인지분율	31.6%
60일 평균 거래량	1,359억원
절대수익률(1/3/6개월)	-3.8/13.4/14.9%
상대수익률(1/3/6개월)	3.2/22.6/15.1%



Analyst 이상현
02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

Earnings Forecast (IFRS 연결 기준)

결산월	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	*영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	EPS (chg%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
12/2010	422,903	28,361	28,361	26,407	6,724	152.4	7.5	6.3	2.1	32.6
12/2011	431,909	35,252	34,991	34,156	8,556	27.2	7.8	6.4	2.0	29.7
12/2012(F)	499,738	45,588	45,214	48,204	11,896	39.0	6.7	5.7	1.8	30.3
12/2013(F)	534,317	49,822	49,822	53,887	13,299	11.8	6.0	4.8	1.4	25.6
12/2014(F)	585,077	57,923	57,923	62,290	15,372	15.6	5.2	3.7	1.1	23.2

주: 영업이익은 회사발표기준, *영업이익은 GAAP기준 조정(매출총이익-판관비) , 순이익은 지배주주귀속분

NH농협증권

[IFRS 연결 추정 재무제표]

재무상태표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
비유동자산	191,800	219,889	249,420	279,826
유형자산	91,844	97,622	103,241	107,822
무형자산	15,173	15,987	16,627	17,128
장기금융자산	12,676	12,676	12,676	12,676
관계기업투자	68,094	84,094	102,094	122,094
유동자산	110,752	139,823	167,334	206,344
현금 및 현금성자산	23,042	40,905	62,702	93,324
단기금융자산	16,340	16,340	16,340	16,340
매출채권 및 기타채권	26,112	30,212	32,303	35,371
재고자산	43,029	49,786	53,231	58,288
자산총계	302,552	359,712	416,754	486,170
비유동부채	53,236	50,027	47,620	46,280
장기금융부채	25,034	19,034	15,034	11,834
확정급여부채	2,746	2,746	2,746	2,746
충당성부채	13,718	16,238	17,677	19,356
유동부채	114,219	126,055	131,700	140,655
매입채무 및 기타채무	66,012	76,378	81,663	89,421
단기금융부채	31,215	30,015	29,015	28,215
기타유동부채	16,993	19,662	21,022	23,019
부채총계	167,455	176,082	179,320	186,935
지배회사지분(연결)	135,097	183,631	237,434	299,235
자본금	21,325	21,325	21,325	21,325
자본잉여금	17,337	17,337	17,337	17,337
이익잉여금	92,247	138,029	189,081	248,131
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	135,097	183,631	237,434	299,235

포괄손익계산서

(단위: 억원, %)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
매출액	431,909	499,738	534,317	585,077
매출원가	331,390	381,508	406,112	445,244
매출총이익	100,520	118,231	128,206	139,833
판매비와관리비	65,529	73,017	78,383	81,911
기타수익과비용	261	374	0	0
순외환손익	-815	0	0	0
순지분법평가손익	0	0	0	0
기타손익	1,075	374	0	0
EBITDA	44,899	55,996	61,439	70,215
영업이익	35,252	45,588	49,822	57,923
*영업이익	34,991	45,214	49,822	57,923
(영업이익률)	8.1	9.1	9.3	9.9
비영업순손익	11,965	17,332	20,516	23,384
순금융손익	-788	-518	292	1,159
순외환손익	-584	-775	-775	-775
순지분법평가손익	13,366	16,000	18,000	20,000
세전계속사업이익	47,217	62,920	70,339	81,306
(세전계속사업이익률)	10.9	12.6	13.2	13.9
법인세	-12,024	-14,716	-16,452	-19,017
당기순이익	35,192	48,204	53,887	62,290
(순이익률)	8.2	9.7	10.1	10.7
기타포괄이익	2,751	2,751	2,751	2,751
총포괄이익	37,944	50,955	56,639	65,041
(포괄이익률)	8.8	10.2	10.6	11.1
당기순이익의 지배주주귀속(연결)	34,156	48,204	53,887	62,290
총포괄이익의 지배주주귀속(연결)	36,832	50,955	56,639	65,041

주: 1)*영업이익: GAAP 기준 조정영업이익, 2)영업이익률: 조정 영업이익 기준

현금흐름표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
영업활동으로 인한 현금흐름	45,066	45,378	47,215	54,078
당기순이익(손실)	35,192	48,204	53,887	62,290
감가상각비 및 상각비	9,908	10,782	11,617	12,292
기타	14,070	-3,000	-3,000	-3,000
영업활동 관련 자산 및 부채 변동	-9,228	4,098	2,227	2,880
매출채권 및 기타채권 증감	4,564	-4,101	-2,091	-3,069
재고자산 증감	-7,037	-6,757	-3,445	-5,057
매입채무 및 기타채무 증감	-1,836	10,367	5,285	7,758
기타 자산 및 부채의변동	-4,919	4,590	2,478	3,248
법인세납부	-4,909	-14,716	-16,452	-19,017
투자활동으로 인한 현금흐름	-22,062	-16,096	-16,016	-14,809
유형자산 처분(취득)	-13,356	-13,000	-13,500	-13,000
무형자산 처분(취득)	-4,375	-4,375	-4,375	-4,375
장단기금융자산 증감	-3,317	0	0	0
기타	-1,014	1,279	1,859	2,566
재무활동으로 인한 현금흐름	-16,267	-11,419	-9,402	-8,647
장단기 금융부채 증감	-8,939	-7,200	-5,000	-4,000
자본 증감	322	0	0	0
배당금지급	-1,987	-2,422	-2,835	-3,240
기타	-5,663	-1,797	-1,567	-1,407
기타 현금흐름	0	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	6,883	17,863	21,797	30,622
기말 현금 및 현금성자산	23,042	40,905	62,702	93,324

주요투자지표

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
EPS (원)	8,556	11,896	13,299	15,372
SPS (원)	108,190	123,327	131,861	144,388
BVPS (원)	33,501	45,361	58,634	73,879
EBITDAPS (원)	11,247	13,819	15,162	17,328
DPS (원)	600	700	800	900
P/E (배)	7.8	6.7	6.0	5.2
P/S (배)	0.6	0.7	0.6	0.6
P/BV (배)	2.0	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA (배)	6.4	5.7	4.8	3.7
배당수익률 (%)	0.9	0.8	1.0	1.1
매출액증가율 (%)	2.1	15.7	6.9	9.5
영업이익증가율 (%)	23.4	29.2	10.2	16.3
EPS증가율 (%)	27.2	39.0	11.8	15.6
매출원가율 (%)	76.7	76.3	76.0	76.1
판관비율 (%)	15.2	14.6	14.7	14.0
EBITDA마진율 (%)	10.4	11.2	11.5	12.0
부채비율 (%)	124.0	95.9	75.5	62.5
차입금비율 (%)	41.6	26.7	18.6	13.4
순차입금/자기자본 (%)	12.5	-4.5	-14.7	-23.3
영업이익/금융비용 (배)	18.2	25.2	31.8	41.2
ROA (%)	12.2	14.6	13.9	13.8
ROE (%)	29.7	30.3	25.6	23.2
ROIC (%)	30.2	41.1	43.6	49.0

자료: 사업보고서, NH농협증권 리서치센터 예상

주: 2012년 5월 31일 종가 80,200원 기준

이상현 02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

현대모비스 (012330)

매수 (유지)

과도한 우려는 기회

■ 투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 380,000원을 유지함. 지속가능 예상 ROE 20.7% 수준에서의 Fundamental PBR 2.1배를 적용하여 산출하였으며, 2012년 예상실적 기준 Implied PER은 11.0배 수준임.

핵심부품보다 모듈 성장성이 높은 시기여서 수익성이 희석화되고 있으나 완성차의 해외공장 증설이 일단락되고 있고, 현대오트론 설립에 따른 전장부문 우려도 과도하다고 판단.

■ 투자포인트 : 1) 해외OE 수주 증가, 2) 핵심부품 장착 비중 확대, 3) AS수요 구조적 성장

1) 2011~2012년 독자기술을 적용한 부품이 확대되고 있고, 2013년부터는 기술자립을 통한 타 OE로부터의 수주도 증가할 전망. 전자식 브레이크, MDPS 파워팩, 전자식 파킹브레이크 등의 독자기술이 확대 적용되고 있으며, 2011년 양산된 소나타 및 K5 하이브리드카에 모터, 인버터, 배터리팩, ASG등의 미래 친환경 자동차 부품 국산화를 이뤄내고 있는 등 기술자립과 양산화 적용. 이미 크라이슬러, GM, BMW, 폭스바겐, 다임러, 미쯔비시, 스바루 등으로부터 오디오, 램프, 센서류 등의 부품을 수주 납품하고 있으며, 향후에도 미국, 유럽, 일본계 자동차업체로부터의 수주확대와 중국 로컬업체 등으로부터 수주도 이어질 것으로 기대. 동사 모듈사업부 매출의 7% 정도를 차지하는 해외OE사업 비중은 2015년까지 15%로 확대될 전망.

2) 핵심부품의 장착률이 증가하고 있음. 각국의 안전 및 환경규제 강화, 소형급까지 편의사양 장착률이 높아지기 때문. 특히 모듈사업부 매출에서 핵심부품 매출 비중은 2011년 39.7%에서 2015년 50%로 확대될 전망.

3) AS부품 수요도 지속적으로 확대. 현대-기아차의 글로벌 판매호조로 운행대수(UIO)가 증가하고 있고, 선진국의 경기침체로 노후차 비중이 높아지고 있으며, 반면 보증기간은 거의 이전과 동일하기 때문에 AS수요가 증가,

목표주가(6개월)	**380,000원**
현재주가(5/31)	**277,000원**
52주 최고/최저	**414,500/266,000원**
시가총액	269,673억원
자본금	4,911억원
발행주식수	9,734만주
액면가	5,000원
주요주주(지분율)	기아자동차(주)(30.2%)
외국인지분율	47.3%
60일 평균 거래량	1,261억원
절대수익률(1/3/6개월)	-9.9/-2.8/-8.7%
상대수익률(1/3/6개월)	-2.9/6.4/-8.5%

Analyst 이상현
02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

Earnings Forecast (IFRS 연결 기준)

결산월	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	*영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	EPS (chg%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
12/2010	221,440	23,310	23,310	25,036	25,712	51.9	11.1	9.8	2.7	28.0
12/2011	262,946	26,749	26,378	30,230	31,046	20.7	9.4	9.4	2.1	25.3
12/2012(F)	294,161	28,649	28,534	33,817	34,731	11.9	8.0	8.0	1.6	22.1
12/2013(F)	317,310	30,863	30,779	36,614	37,604	8.3	7.4	7.0	1.3	19.7
12/2014(F)	349,041	35,669	35,602	40,538	41,633	10.7	6.7	5.7	1.1	18.2

주: 영업이익은 회사발표기준, *영업이익은 GAAP기준 조정(매출총이익-판관비) , 순이익은 지배주주귀속분

NH농협증권

[IFRS 연결 추정 재무제표]

재무상태표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
비유동자산	125,121	145,334	164,914	183,696
유형자산	33,194	37,535	40,002	41,592
무형자산	8,610	8,290	8,053	7,875
장기금융자산	1,275	1,275	1,275	1,275
관계기업투자	80,526	96,629	113,928	131,226
유동자산	100,635	122,845	145,949	173,433
현금 및 현금성자산	20,592	34,806	51,981	71,337
단기금융자산	12,691	12,691	12,691	12,691
매출채권 및 기타채권	47,736	53,403	57,605	63,366
재고자산	18,370	20,551	22,168	24,385
자산총계	225,757	268,179	310,863	357,129
비유동부채	17,545	19,214	20,647	21,300
장기금융부채	3,576	4,576	5,376	5,376
확정급여부채	668	668	668	668
충당성부채	584	673	726	798
유동부채	70,266	79,674	86,684	94,182
매입채무 및 기타채무	39,517	44,208	47,687	52,456
단기금융부채	24,710	28,710	31,710	33,710
기타유동부채	6,038	6,755	7,287	8,015
부채총계	87,811	98,888	107,331	115,481
지배회사지분(연결)	137,743	169,042	203,236	241,305
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	13,857	13,857	13,857	13,857
이익잉여금	123,123	155,268	190,308	229,224
비지배주주지분(연결)	202	249	296	343
자본총계	137,946	169,291	203,532	241,648

포괄손익계산서

(단위: 억원, %)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
매출액	262,946	294,161	317,310	349,041
매출원가	222,554	250,919	271,300	296,685
매출총이익	40,392	43,242	46,010	52,356
판매비와관리비	14,014	14,708	15,231	16,754
기타수익과비용	371	115	83	66
순외환손익	17	115	83	66
순지분법평가손익	0	0	0	0
기타손익	354	0	0	0
EBITDA	29,908	32,121	34,559	39,498
영업이익	26,749	28,649	30,863	35,669
*영업이익	26,378	28,534	30,779	35,602
(영업이익률)	10.0	9.7	9.7	10.2
비영업순손익	13,881	16,493	18,009	18,434
순금융손익	235	245	534	942
순외환손익	-365	-243	-211	-194
순지분법평가손익	14,009	16,104	17,298	17,298
세전계속사업이익	40,630	45,142	48,871	54,102
(세전계속사업이익률)	15.5	15.4	15.4	15.5
법인세	-10,361	-11,285	-12,218	-13,526
당기순이익	30,269	33,856	36,653	40,576
(순이익률)	11.5	11.5	11.6	11.6
기타포괄이익	-839	-839	-839	-839
총포괄이익	29,430	33,018	35,815	39,738
(포괄이익률)	11.2	11.2	11.3	11.4
당기순이익의 지배주주귀속(연결)	30,230	33,817	36,614	40,538
총포괄이익의 지배주주귀속(연결)	29,383	32,971	35,768	39,691

주: 1)*영업이익: GAAP 기준 조정영업이익, 2)영업이익률: 조정 영업이익 기준

현금흐름표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
영업활동으로 인한 현금흐름	20,246	18,250	20,424	23,344
당기순이익(손실)	30,269	33,856	36,653	40,576
감가상각비 및 상각비	3,530	3,587	3,780	3,896
기타	1,480	-387	-387	-387
영업활동 관련 자산 및 부채 변동	-5,758	-2,585	-1,918	-2,629
매출채권 및 기타채권 증감	-6,191	-5,667	-4,203	-5,761
재고자산 증감	-3,620	-2,181	-1,617	-2,217
매입채무 및 기타채무 증감	4,289	4,691	3,479	4,769
기타 자산 및 부채의변동	-236	571	423	580
법인세납부	-5,610	-11,285	-12,218	-13,526
투자활동으로 인한 현금흐름	-26,606	-6,627	-4,608	-3,401
유형자산 처분(취득)	-6,902	-7,300	-5,700	-5,000
무형자산 처분(취득)	-309	-309	-309	-309
장단기금융자산 증감	-10,287	0	0	0
기타	-9,108	982	1,401	1,908
재무활동으로 인한 현금흐름	2,219	2,591	1,359	-588
장단기 금융부채 증감	4,232	5,000	3,800	2,000
자본 증감	0	0	0	0
배당금지급	-1,446	-1,672	-1,574	-1,622
기타	-567	-737	-867	-966
기타 현금흐름	0	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	-3,889	14,214	17,175	19,356
기말 현금 및 현금성자산	20,592	34,806	51,981	71,337

주요투자지표

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
EPS (원)	31,046	34,731	37,604	41,633
SPS (원)	270,050	302,108	325,883	358,471
BVPS (원)	142,715	174,859	209,976	249,074
EBITDAPS (원)	30,716	32,989	35,493	40,565
DPS (원)	1,750	1,650	1,700	1,750
P/E (배)	9.4	8.0	7.4	6.7
P/S (배)	1.1	0.9	0.9	0.8
P/BV (배)	2.1	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	9.4	8.0	7.0	5.7
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	18.7	11.9	7.9	10.0
영업이익증가율 (%)	13.2	8.2	7.9	15.7
EPS증가율 (%)	20.7	11.9	8.3	10.7
매출원가율 (%)	84.6	85.3	85.5	85.0
판관비율 (%)	5.3	5.0	4.8	4.8
EBITDA마진율 (%)	11.4	10.9	10.9	11.3
부채비율 (%)	63.7	58.4	52.7	47.8
차입금비율 (%)	20.5	19.7	18.2	16.2
순차입금/자기자본 (%)	-3.6	-8.4	-13.6	-18.6
영업이익/금융비용 (배)	40.2	38.7	35.5	36.9
ROA (%)	15.2	13.7	12.7	12.2
ROE (%)	25.3	22.1	19.7	18.2
ROIC (%)	34.5	32.0	31.9	35.0

자료: 사업보고서, NH농협증권 리서치센터 예상

주: 2012년 5월 31일 종가 277,000원 기준

이상현 02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

만도 (060980)

매수 (유지)

투자부담 있지만 성장성으로 보답

■ 투자의견 매수, 목표주가 190,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 190,000원을 유지함. 2012~2014년 지속가능 예상 ROE 20.3%에 Fundamental PBR 2.1배를 적용해서 산출하였으며, 목표주가 대비 Implied PER은 11.6배 수준.

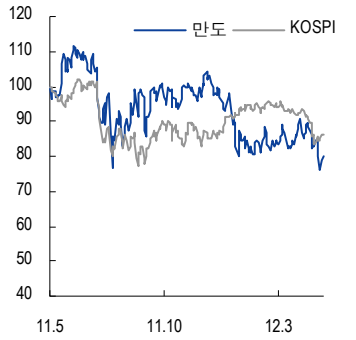
■ 투자포인트 : 1) 전장부품 경쟁력, 2) 고객 포트폴리오 다변화, 3) 투자부담 완화되며 이익률 개선 기대

1) 높은 전장부품 경쟁력 보유. 동사는 제동, 조향, 현가장치를 모두 생산하고 있어 샤시 통합기술이 가능하며, 이를 기반으로 미래형 자동차의 핵심인 능동형 안전, 편의시스템 구축이 가능.

2) 고객 포트폴리오 다변화. 동사는 2011년 기준으로 현대차그룹 비중이 56%, 글로벌 GM 20%, 중국 OE 3%, 기타 20%, 등으로 고객이 다변화되어 있음. 이러한 비중은 향후에도 더욱 진전될 것으로 전망. 2015년 현대차그룹 비중은 40%로 낮아지고, 글로벌 GM 20%, 중국 OE 14%, 유럽계 OE 3%, 기타 22% 등으로 확대 전망.

3) 올해 연간 수익성은 소폭 개선에 그칠 것으로 보이지만 내년 상반기 투자가 일단락되면 이익률 개선폭은 두드러지게 나타날 것으로 기대. 전체적으로 무난한 실적이 이어지는 가운데 올해 분기별로 영업이익률이 전년동기를 넘어서는 분기는 4분기에나 가능할 것으로 전망. 높은 성장을 뒷받침하기 위해서는 투자가 필요한 상황이었고 이러한 CAPEX 및 R&D 등의 투자가 지난해부터 꾸준히 증가해 2013년 상반기까지 이어질 것으로 예상되기 때문.

목표주가(6개월)	**190,000원**
현재주가(5/31)	**161,000원**
52주 최고/최저	**223,000/152,000원**
시가총액	29,325억원
자본금	911억원
발행주식수	1,821만주
액면가	5,000원
주요주주(지분율)	정몽원(27.6%)
외국인지분율	32.8%
60일 평균 거래량	286억원
절대수익률(1/3/6개월)	-11.1/-4.2/-19.1%
상대수익률(1/3/6개월)	-4.1/5.0/-18.9%



Analyst 이상현
02)2004-4288, shyun@nhis.co.kr

Earnings Forecast (IFRS 연결 기준)

결산월	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	*영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	EPS (chg%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
12/2010	36,238	2,618	2,618	1,913	10,961	64.8	11.8	6.5	1.9	18.2
12/2011	45,601	2,913	3,004	2,242	12,307	12.3	16.7	9.6	2.7	17.3
12/2012(F)	53,200	3,564	3,564	2,979	16,354	32.9	9.8	7.3	1.8	20.0
12/2013(F)	63,000	4,410	4,410	3,615	19,848	21.4	8.1	6.0	1.5	20.4
12/2014(F)	73,000	5,256	5,256	4,285	23,526	18.5	6.8	5.0	1.3	20.2

주: 영업이익은 회사발표기준, *영업이익은 GAAP기준 조정(매출총이익-판관비) , 순이익은 지배주주귀속분

[IFRS 연결 추정 재무제표]

재무상태표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
비유동자산	16,351	20,236	23,308	25,653
유형자산	13,749	17,332	20,106	22,153
무형자산	787	995	1,203	1,411
장기금융자산	487	487	487	487
관계기업투자	520	561	602	642
유동자산	18,003	21,171	25,525	29,609
현금 및 현금성자산	3,357	4,149	5,439	6,396
단기금융자산	386	386	386	386
매출채권 및 기타채권	9,948	11,606	13,744	15,925
재고자산	3,507	4,091	4,845	5,614
자산총계	34,354	41,407	48,833	55,263
비유동부채	6,524	8,188	9,342	9,497
장기금융부채	4,411	5,911	6,911	6,911
확정급여부채	1,363	1,363	1,363	1,363
충당성부채	179	224	265	307
유동부채	13,721	16,579	19,675	22,120
매입채무 및 기타채무	10,124	11,811	13,987	16,207
단기금융부채	2,573	3,573	4,273	4,273
기타유동부채	1,025	1,195	1,416	1,640
부채총계	20,246	24,767	29,017	31,617
지배회사지분(연결)	13,625	16,137	19,295	23,104
자본금	911	911	911	911
자본잉여금	2,404	2,404	2,404	2,404
이익잉여금	10,695	13,449	16,848	20,899
비지배주주지분(연결)	483	502	522	541
자본총계	14,108	16,640	19,816	23,645

포괄손익계산서

(단위: 억원, %)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
매출액	45,601	53,200	63,000	73,000
매출원가	38,930	45,273	53,676	62,196
매출총이익	6,671	7,927	9,324	10,804
판매비와관리비	3,667	4,362	4,914	5,548
기타수익과비용	-91	0	0	0
순외환손익	0	0	0	0
순지분법평가손익	0	0	0	0
기타손익	-91	0	0	0
EBITDA	4,440	4,982	6,136	7,209
영업이익	2,913	3,564	4,410	5,256
*영업이익	3,004	3,564	4,410	5,256
(영업이익률)	6.6	6.7	7.0	7.2
비영업순손익	-168	102	37	13
순금융손익	-86	-140	-205	-229
순외환손익	-122	451	451	451
순지분법평가손익	41	41	41	41
세전계속사업이익	2,746	3,666	4,447	5,269
(세전계속사업이익률)	6.0	6.9	7.1	7.2
법인세	-495	-678	-823	-975
당기순이익	2,251	2,988	3,624	4,294
(순이익률)	4.9	5.6	5.8	5.9
기타포괄이익	-231	-231	-231	-231
총포괄이익	2,019	2,757	3,393	4,063
(포괄이익률)	4.4	5.2	5.4	5.6
당기순이익의 지배주주귀속(연결)	2,242	2,979	3,615	4,285
총포괄이익의 지배주주귀속(연결)	2,000	2,737	3,373	4,043

주: 1)*영업이익: GAAP 기준 조정영업이익, 2)영업이익률: 조정 영업이익 기준

현금흐름표

(단위: 억원)

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,276	3,865	4,718	5,628
당기순이익(손실)	2,746	2,988	3,624	4,294
감가상각비 및 상각비	1,435	1,417	1,726	1,953
기타	644	250	250	250
영업활동 관련 자산 및 부채 변동	-1,156	-438	-594	-607
매출채권 및 기타채권 증감	-2,253	-1,658	-2,138	-2,182
재고자산 증감	-591	-584	-754	-769
매입채무 및 기타채무 증감	2,367	1,687	2,176	2,220
기타 자산 및 부채의변동	-680	117	121	124
법인세납부	-546	-678	-823	-975
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,538	-5,107	-4,586	-4,051
유형자산 처분(취득)	-3,966	-5,000	-4,500	-4,000
무형자산 처분(취득)	-208	-208	-208	-208
장단기금융자산 증감	-195	0	0	0
기타	-169	101	122	157
재무활동으로 인한 현금흐름	3,286	2,034	1,157	-619
장단기 금융부채 증감	4,022	2,500	1,700	0
자본 증감	-360	0	0	0
배당금지급	-182	-225	-216	-234
기타	-194	-241	-327	-386
기타 현금흐름	0	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	2,058	792	1,290	957
기말 현금 및 현금성자산	3,357	4,149	5,439	6,396

자료: 사업보고서, NH농협증권 리서치센터 예상

주요투자지표

	12/2011	12/2012F	12/2013F	12/2014F
EPS (원)	12,307	16,354	19,848	23,526
SPS (원)	250,363	292,083	345,887	400,790
BVPS (원)	76,908	90,700	108,035	128,950
EBITDAPS (원)	24,375	27,350	33,685	39,579
DPS (원)	1,250	1,200	1,300	1,400
P/E (배)	16.7	9.8	8.1	6.8
P/S (배)	0.8	0.6	0.5	0.4
P/BV (배)	2.7	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	9.6	7.3	6.0	5.0
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.8	0.9
매출액증가율 (%)	25.8	16.7	18.4	15.9
영업이익증가율 (%)	14.8	18.6	23.7	19.2
EPS증가율 (%)	12.3	32.9	21.4	18.5
매출원가율 (%)	85.4	85.1	85.2	85.2
판관비율 (%)	8.0	8.2	7.8	7.6
EBITDA마진율 (%)	9.7	9.4	9.7	9.9
부채비율 (%)	143.5	148.9	146.4	133.7
차입금비율 (%)	49.5	57.0	56.4	47.3
순차입금/자기자본 (%)	23.0	29.7	27.0	18.6
영업이익/금융비용 (배)	18.9	14.8	13.5	13.6
ROA (%)	7.6	7.9	8.0	8.3
ROE (%)	17.3	20.0	20.4	20.2
ROIC (%)	15.8	14.9	15.4	16.1

주: 2012년 5월 31일 종가 161,000원 기준