

보고서의 목적

Initiation

Jun. 14, 2007 / 기계

평산(089480)

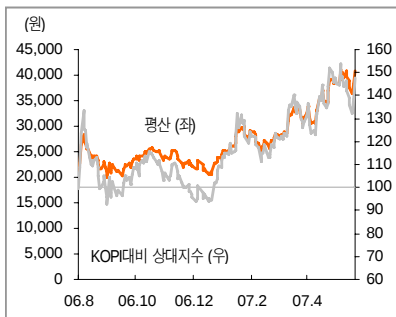
풍력 Tower Flange 의 1인자

BUY(Initiate)

목표주가 (6M)	48,000원
현재주가 (6/13)	40,700원

Analyst 김양기	3774-1943
	liku@miraeasset.com
Analyst 이은영	3774-1411
	dooley@miraeasset.com

발행 주식수(천주)	17,200
액면가(원)	500
시가총액 (십억원)	700
52주 최저 / 최고(원)	20,000/41,000
52주 일간 Beta (KOSPI대비)	1.4
평균거래량(3M, 천주)	112
평균거래대금(3M, 백만원)	3,780
외국인소유지분율 (%)	34.7
06년 주당 배당금(원)	60
07년 주당 예상배당금(원)	60
07년 예상EPS Consensus(원)	1,665
Consensus 차이(%)	2.1
주요주주 지분율(%)	
신동수 (외 10)	65.8
	1M 6M 12M
주가상승률(%)	16.0 82.5 0.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	8.6 58.0 0.0



요약 투자 의견 BUY와 목표주가 48,000원으로 Initiation
 풍력 Tower Flange 시장 점유율 1위, 풍력발전 고성장의 수혜주
 중국시장 진출은 고성장세를 이어갈 동력

■ 투자 의견 BUY와 목표주가 48,000원으로 Initiation

평산에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 48,000원을 제시하며 Initiation함. 동사는 매출액 중 40%가 풍력발전 단조품을 주력으로 생산하는 자유단조업체로 특히 풍력 Tower Flange의 경우 세계 시장에서 시장 점유율 25% 확보한 1위 업체임. 대체 에너지로서 경제성을 확보한 풍력발전시장의 고성장에 따라 동사 매출액은 2009년까지 연평균 31%의 고성장을 시현할 것으로 예상됨. 또한 동사는 15%를 상회하는 영업이익률과 20%에 달하는 ROE를 시현, 여타 풍력관련 기업들에 비해 높은 수익성을 보유하고 있는 점도 매력적임. 목표주가는 2008년 실적추정치 기준 시장 평균 PER에 70%의 프리미엄을 부여, PER 18.9배를 적용하여 산출하였음. Global 풍력관련 업체들은 각 시장대비 2007년 추정실적 기준으로는 100~130%, 2008년 실적추정치 기준으로는 70%의 프리미엄으로 거래되고 있음.

■ 풍력 Tower Flange 시장점유율 1위의 자유 단조업체로 풍력발전 고성장의 수혜주

2006년 동사의 매출액 구성은 풍력발전 단조부품 40%, 발전/석유화학 플랜트용 24%, 일반산업기계용 16%, 원소재(Slab 등) 유통 17%로 매출액의 83%가 현재 호황과 고성장을 누리고 있는 전방산업이 차지하고 있음. 특히 풍력단조 제품 중 wind tower flange가 매출성장을 주도하고 있는데, flange 매출액은 2005년 106.9%, 2006년 31% 증가하였으며 2007년에도 21% 증가하여 동사 매출액의 36.2%를 차지할 것으로 추정함. 풍력발전시장은 향후 10년 동안 연평균 20%이상 성장하여 2005년 전세계 전력생산량중 0.8%에 불과한 풍력발전량은 2015년 4.2%를 차지할 전망이다. 이에 따라 신규 풍력 발전설비 관련 부품시장도 2010년까지 연평균 12% 성장, 2조 3천억원의 시장규모가 예상되며 교체시기가 도래한 기존 부품 시장까지 감안하면 실질적인 성장세는 더욱 높을 전망이다. 시장확대에 대응, 동사는 생산능력을 기존 15만톤에서 25만톤으로 증설, 오는 9월 시운전에 들어갈 예정임.

■ 중국 투자 2008년 이후 고성장을 이어갈 동력, 2/4분기 17.5% 영업이익률 예상

동사는 Goldman Sachs로부터 유치한 640억원의 투자자금을 기반으로 약 480억원을 투자하여 2008년 1/4분기 완공을 목표로 중국 대련에 생산능력 8만톤의 단조공장 증설에 돌입하였음. 중국의 에너지 수요의 성장 및 환경오염을 감안할때 향후 가장 높은 성장이 기대되는 풍력시장으로 동사의 중국공장은 2008년 이후 동사 실적의 고성장세를 이끌어 갈 동력이 될 전망이다. 한편 2/4분기 동사는 매출액 614억원(전년동기비 42.5%), 영업이익 107억원(36.2%)의 양호한 실적을 달성할 것으로 추정함. 리스크 요인으로는 풍력 부품시장으로 경쟁사의 진입과 신규증설의 지연임.

결산월	매출액	영업이익	EBITDA	경상이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)
2005	140.3	24.1	28.0	22.0	16.8	56,034	(19.8)	0.0	0.0	2.6	700.4
2006	167.3	26.1	33.5	24.0	18.6	1,297	(97.7)	17.9	2.6	10.8	48.7
2007E	243.2	40.4	50.9	37.0	28.1	1,699	31.0	24.0	3.2	15.0	19.2
2008E	336.6	54.9	70.9	58.7	44.0	2,558	50.6	15.9	2.7	10.9	18.3
2009E	376.1	56.4	72.0	61.8	46.3	2,692	5.2	15.1	2.3	10.5	16.3

I. Valuation과 Investment Summary

풍력발전 시장 성장의 대표적 수혜주

투자 의견 BUY, 목표주가 48,000원을 제시	평산에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 48,000원을 제시하며 Initiation한다. 투자포인트로는 1) 매출의 83%를 차지하고 있는 풍력, 발전/석유화학 플랜트, 일반기계, 조선 등 주요 산업이 현재 호황과 고성장을 누리고 있는 산업으로 2009년까지 동사의 매출액과 EPS가 각각 연평균 30.1%, 29.3% 성장할 것으로 예상된다. 2) 특히 15%를 상회하는 높은 영업이익률과 20%에 육박하는 ROE는 여타 상장기업 대비 높은 수준으로 매력적인 요인이다. 3) 동사의 매출액중 풍력단조 부품이 40%를 차지하고 있으며, wind tower flange의 경우 세계시장에서 약 25%의 시장점유율로 1위 업체로 풍력발전시장의 고성장이 동사의 성장을 견인할 것으로 전망한다. Wind tower flange 매출액은 2005년 106.9%, 2006년 31% 증가하였으며 2007년에도 21% 증가하여 동사 매출액의 36.2%를 차지할 것으로 추정한다. 4) 동사는 중국 대련에 480억원을 투자하여 2008년 1/4분기 완공을 목표로 생산능력 8만톤의 단조공장 증설에 돌입하였는데 이는 2008년 이후 실적 고성장세를 이어갈 동력으로 작용할 것으로 예상된다. 특히 중국 에너지 수요의 고성장 및 환경오염을 감안할때 향후 가장 높은 성장이 기대되는 풍력시장으로 평가된다. 5) 풍력발전시장의 성장이 부각되면서 각 주식시장에서 관련 업체들은 높은 프리미엄으로 거래되고 있다. 특히 풍력 발전단가가 과거에 비해 경제성을 확보해 나가고 있다는 측면에서 다른 대체에너지에 비해 그 성장의 현실성이 더욱 부각되고 있다.
리스크 요인은 설비증설의 지연 및 경쟁자의 진입	리스크 요인으로서는 국내 주요 경쟁사인 태웅, 현진소재, 용현BM 등이 풍력 부품시장으로 매출 확대를 위해 생산능력을 확대하고 있으며 일부 철강업체들도 단조제품의 원재료인 Ingot을 생산할 수 있는 전기로를 기반으로 단조시장 진출을 모색하고 있다는 점이다. 또한 매출 및 이익 전망의 근거가 되고 있는 설비증설의 지연 및 정상가동을 확보 여부는 또다른 리스크 요인이다.

풍력 관련업체에 대한 Valuation Premium은 동사에도 유효

풍력 Tower Flange를 중심으로
신규 풍력 단조부품 생산을 통한
매출확대 추구

목표주가는 2008년 실적추정치 기준 시장 평균 PER에 70%의 프리미엄을 부여, PER 18.9배를 적용하여 산출하였다. Global 풍력관련 업체들은 현재 PER 20~40배 수준에서 거래되고 있고 각 시장 평균 PER 대비 비교해보면, 2007년 추정실적 기준으로는 100~130%, 2008년 실적추정치 기준으로는 70%의 프리미엄으로 거래되고 있다. 2008년 실적을 기준으로 목표주가를 선정한 이유는 2007년 9월 동사의 설비증설이 완료됨에 따라 2008년 큰 폭의 매출 및 이익 성장이 예상되기 때문이다.

국내 풍력 관련업체, 단조 4사와
동국S&C를 자회사로 보유한
동국산업

현재 전세계 주식시장에 상장된 기업중 동사와 같이 풍력관련 부품을 주력으로 하는 단조회사는 찾아보기 어렵다. 풍력관련 기업으로는 풍력 발전기의 최종 완성품인 Wind turbine을 제작 현지에 가설하는 Vestas, GE wind, Gamesa 등의 기업이 대표적이며 이 Wind turbine 사에게 Rotor/Blade, Gearbox, 발전기, 단조부품, Tower, Controller를 납품하는 기업들이 있다. 이러한 기업들중 우리나라에 상장된 연관기업으로는 평산을 중심으로 한 단조기업과 Wind Tower를 생산하는 동국 S&C를 자회사로 보유한 동국산업이 전부이다.

〈표 1〉 Global Peer Group Valuation Table

		시가총액	영업이익률	ROE		PER		PER 상대지수		PBR	최근	최근 1개월간	최근 3개월간	
		구분	(million US\$)	2006	2006	2007E	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	증가	최근 증가	증가 상승률
한국	MSCI KR						12.6	11.0						
	태웅	F	964	13.4	33.5	33.1	24.4	20.2	1.9	1.8	7.0	57,000	20.1	114.7
	평산	F	753	15.6	21.7	17.4	21.1	14.5	1.7	1.3	3.1	40,700	16.0	56.5
	현진소재	F	549	15.8	20.4	18.9	19.2	12.8	1.5	1.2	3.3	35,800	6.2	74.6
	용현BM	F	144	14.2	19.2	24.8	18.6	12.1	1.5	1.1		22,650	21.1	68.4
일본	MSCI JP						18.0	16.8						
	MITSUBISHI HEAVY	W	21,058	3.5	3.5	4.4	39.6	31.6	2.2	1.9	1.7	760	3.5	18.0
	SUMITOMO METAL	S	27,473	19.0	28.3	21.8	15.5	15.1	0.9	0.9	3.1	696	4.5	17.8
	JAPAN STEEL WORKS	S	5,336	11.9	17.7	17.0	43.1	37.6	2.4	2.2	7.5	1,749	13.1	53.6
	DAIDO STEEL	S	3,080	6.1	10.8	10.7	17.5	15.5	1.0	0.9	1.9	863	8.8	3.5
영국	MSCI GB						13.4	12.5						
	CLIPPER WINDPOWER PLC	W	1,922	적자	(13.1)	8.4	80.3	34.6	6.0	2.8	8.9	904	3.4	54.4
인도	MSCI ID						18.5	15.8						
	SUZLON ENERGY LTD	W	9,138	21.6	43.2	33.1	25.8	19.5	1.4	1.2	7.6	1,294	5.1	18.4
스페인	MSCI ES						14.3	12.5						
	GAMESA	W	8,654	10.5	33.2	22.4	24.9	21.0	1.7	1.7	5.2	26.71	3.2	16.6
	ACCIONA	W	16,418	1.3	36.4	14.2	23.3	20.5	1.6	1.6	2.8	194.00	21.6	28.3
덴마크	MSCI DK						17.8	15.6						
	VESTAS WIND SYSTEMS AS	W	1,632	4.8	10.0	17.7	39.6	24.6	2.2	1.6	6.3	49	(2.1)	30.8
독일	MSCI GR						14.3	12.9						
	SIEMENS AG	W	116,584	4.4	10.8	16.9	17.6	14.5	1.2	1.1	3.1	98	11.9	20.8
	NORDEX	W	2,331	1.7	12.2	19.4	52.9	27.1	3.7	2.1	9.7	27	(1.3)	5.0
	REPOWER SYSTEMS	W	1,564	2.0	4.9	9.2	51.7	28.5	3.6	2.2	4.5	132	(17.8)	(3.2)

주: F-단조부품업체, S-단조사업 소유 철강업체, W-풍력발전기 제조사, I/B/E/S 추정치, 주가는 6월 13일 종가 적용.
자료: Thomson, 미래에셋증권 리서치센터

II. 풍력 Tower Flange 시장 1위의 자유 단조업체

성장의 동력, 풍력 사업부문

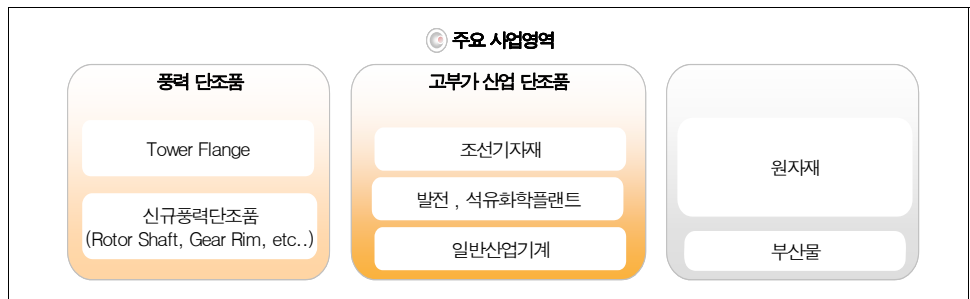
풍력 Tower Flange가 외형 성장의
원동력, 이를 중심으로 신규 풍력
단조부품의 매출확대 추구

평산은 풍력발전 Tower Flange를 중심으로한 풍력발전 단조부품과 발전/석유화학 플랜트 및 조선용 단조부품을 생산하는 자유단조 업체이다. Tower Flange는 풍력발전기 설비에 사용되는 Tower를 연결해주는 부품인데 2006년 매출액의 39.9%를 차지하고 있다. Tower Flange의 매출은 2003년 60억원에서 2006년 667억원으로 급증하며 동사 외형성장이 원동력이 되고 있는데 2007년에는 880억원까지 확대될 것으로 전망된다. 동사는 Tower Flange 뿐만 아니라 기타 신규 풍력발전 단조부품 (Rotor Shaft, Gear Rim, Lock Plate, Slewing Ring)의 생산확대를 통하여 제품 다변화를 모색하고 있다. 이에 따라 Tower Flange의 높은 세계시장점유율(25%)을 기반으로 신규 풍력 단조품과의 Bundle 부품화 전략을 통한 매출 확대가 기대된다.

발전/석유화학 플랜트 및
조선기자재 단조품의 확대도 관심

뿐만 아니라 동사는 고부가가치 산업 단조품으로 대변되는 발전/담수설비 등의 산업기계용 부품 (Diaphragm, Generator Shaft 등), 석유화학 플랜트용 부품 (Tube sheet, Forged Neck 등), 조선기자재 부품 (Shaft, Pintle 등) 등의 매출 확대도 모색하고 있다. 2006년 매출액 기준 동사의 매출 구성은 풍력발전 단조품 40%, 발전/석유화학 플랜트용 24%, 일반산업기계용 16%, 조선기자재용 3% 이며, 동사의 창업 사업인 원소재(Slab 등) 유통(국내 시장 점유율 70%내외) 도 매출에 17% 내외 기여하고 있다.

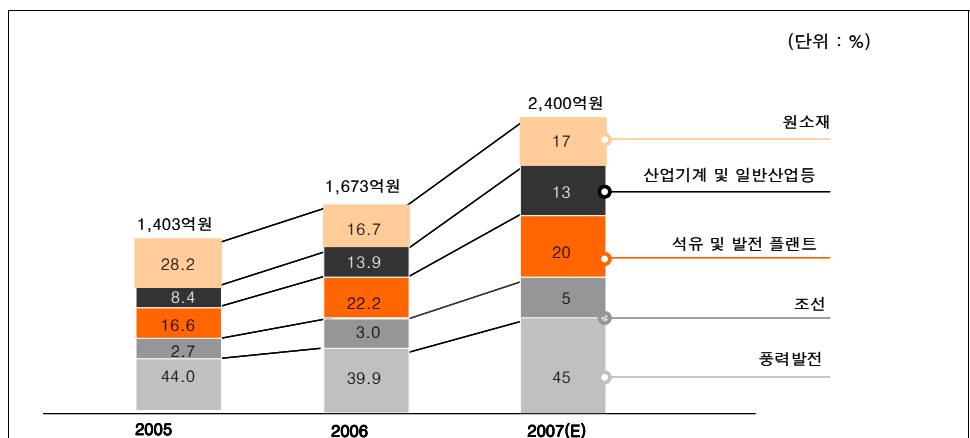
〈그림 1〉 평산의 주요 사업 분야



자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

2007년도 Tower Flange를 위시한
신규 풍력 단조품 매출 증가로
풍력 매출비중 상승할 전망

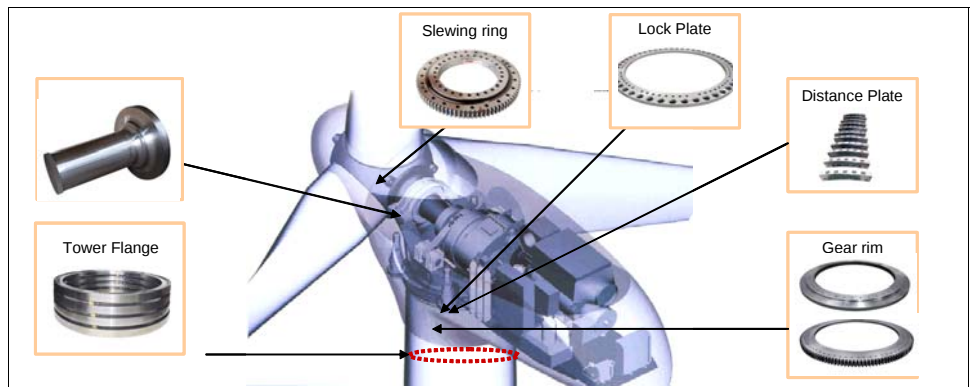
〈그림 2〉 평산의 매출 구성의 변화 추이



주: 2007년도 추정치는 평산 Guidance 임.
자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

2006년 Rotor Shaft, Slewing Ring, Gear Ring, 등에 대한
생산기술 개발로 신규매출 기대

〈그림 3〉 풍력발전 단조제품의 구성



자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 4〉 발전/석유화학 플랜트 및 조선기자재용 단조제품 종류



자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

2007년 설비증설 완료, 이익성장의 근간 중국 투자는 2008년 이후 성장을 이어갈 단초

2006년 기업공개를 통해
총 713억원 조달, 9000 ton급
Press 설비 신규투자

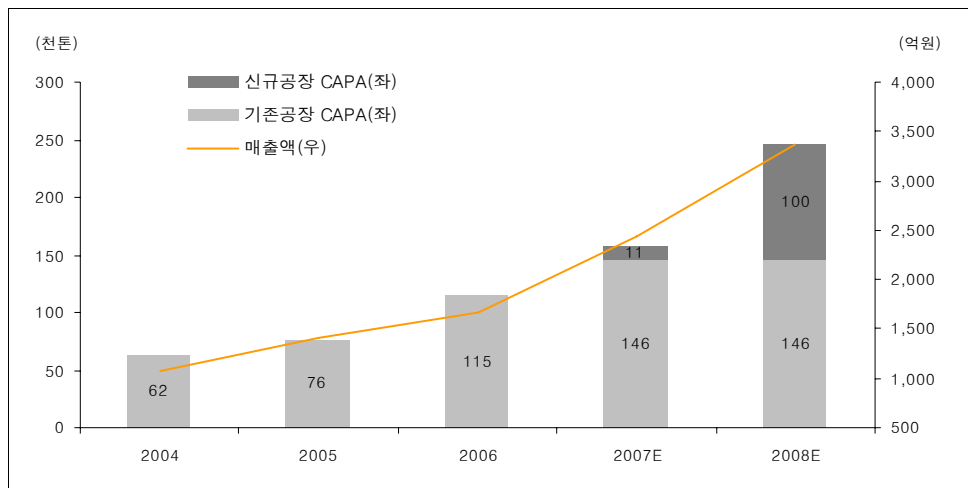
동사는 2006년 8월 기업공개 및 9월 유상증자를 통해 총 713억원을 조달하였으며 이중 493억원을 투자, 2007년 9월 총 493억원을 9,000Ton Press 및 신규설비 증설을 완공할 계획이다. 이에 따라 기존 당초 2007년 3월까지 증설을 완공할 계획이었으나 신규공장에 대한 설계변경으로 예정보다 공장건축이 다소 지연되었다. 한편, 신규공장 부지를 저렴하게 확보하는 차원에서 대명산업과의 합병이 이루어졌다.

생산능력 2006년 11.5만톤에서
2008년 25만톤으로 확대

동사의 기존 공장의 생산능력은 11.5만톤이나 설비 효율화를 통해 14.6만톤으로 확대되었으며 신규공장의 생산능력은 10만톤이다. 이에 따라 2008년 동사의 생산능력은 약 25만톤으로 2006년 대비 두 배 이상 커질 전망이다. 특히 신규 증설된 제 2공장은 오는 9월 설비증설을 준공하고 시생산에 들어갈 계획이어서 2007~2008년중 대폭적인 매출 성장이 예상된다. 이미 1/4분기중 동사의 매출액은 41.4% 증가하였으며 2007년에는 45.3%, 2008년에는 38.5%의 매출성장이 이루어질 것으로 전망한다. 이에 따라 2007년과 2008년 영업이익도 각각 54.4%, 36.0% 증가할 전망이어서 본격적인 이익 성장국면에 진입했다고 판단한다.

2007~2008년 증설을 통해,
매출액은 2007년 45%, 2008년
39% 증가할 전망

〈그림 5〉 평산의 CAPA 증설 계획 및 매출액 추이



자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

2007년 Goldman Sachs로부터
624억원 조달을 통해 중국 대련에
단조 공장 신설

또한 동사는 2007년 3월 제3자배정 유상증자를 통하여 GS Capital Partners 로부터 624억원을 조달하였으며, 이중 408억원을 출자(총투자금액 487억원)하여 동사가 2006년 12월 설립한 중국현지법인 평산(대련)에 대한 시설투자를 계획하고 있다. 중국 대련 공장에는 풍력 Tower Flange 및 각종 베어링 제품을 포함한 조선, 발전/석유화학 플랜트 등의 산업단조 부품을 생산할 계획이다. 2007년 3월 현재 평산이 평산(대련)에 대한 기출자금액은 US\$350만불(33억원)이며, 출자비율은 6.36%이다. 한편 평산은 2008년 12월 30일까지 408억원을 추가출자하여 평산(대련)의 지분 85%를 취득하기로 되어 있다. 또한 평산(대련)의 공장은 2008년 1/4분기 완공을 목표로 연산 8만톤의 단조공장을 증설하고 있다.

중국대련공장 2008년 이후 동사의
EPS 성장을 주도할 전망

중국 공장은 2008년 이후 동사의 고성장을 이어갈 동력으로 평가하는데, 특히 중국 풍력시장이 환경오염 및 에너지 수요의 고성장예 따라 크게 확대될 전망이어서 동사의 대련공장에 대한 전망은 긍정적이다. 2009년 이후 중국현지법인으로부터 본격적인 지분법 이익의 실현이 예상되어 동사의 EPS 성장은 지속될 전망이다. 2006~2010년중 동사의 EPS는 연평균 25% 성장할 것으로 예상한다.

〈표 2〉 중국 (대련) 생산능력 및 실적전망

(천톤)	2008E	2009E	2010E
생산계획	40	60	80
수주계획	60	80	100
(십억원)			
매출액	68.0	102.0	136.0
영업이익	10.2	15.3	20.4

자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

기대되는 2/4분기 실적

2/4분기 영업이익률 17.5% 예상

동사의 2/4분기 실적은 1/4분기 못지않은 매출 및 이익의 성장이 예상된다. 1공장의 설비합리화를 통해 확대된 생산능력과 풍부한 수주를 바탕으로 2/4분기 매출액과 영업이익은 각각 42.5%, 36.2% 증가할 전망이며 영업이익률도 17.5%를 달성할 전망이다.

〈표 3〉 분기별 실적추정

(단위:십억원)	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06E	1Q07	2Q07E	3Q07E	4Q07E
매출액	36.2	43.1	36.7	51.3	51.3	61.4	58.8	71.7
영업이익	5.5	7.9	5.8	7.0	7.9	10.7	9.8	11.9
OP margin %	15.0	18.3	15.8	13.7	15.5	17.5	16.6	16.6
YoY %				(70.9)	45.4	36.2	68.8	70.1
경상이익	4.8	7.1	5.1	7.1	7.6	9.9	9.0	10.7
당기순이익	3.8	5.4	3.9	5.7	5.8	7.7	6.8	8.0
YoY %				(66.4)	54.2	42.3	76.8	40.8
Net Margin %	10.4	12.5	10.5	11.0	11.3	12.5	11.6	11.1

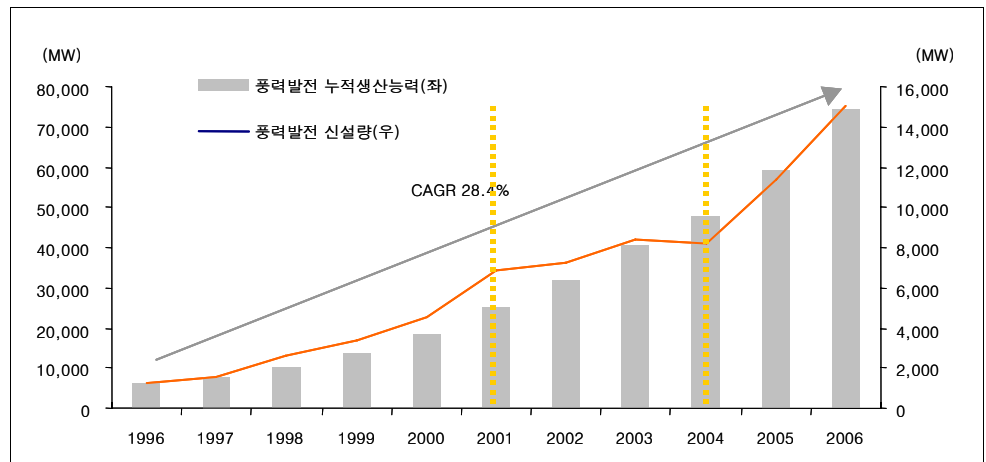
자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터

고성장이 예상되는 풍력시장

풍력발전 생산능력,
1996~2006년간 연평균 28.4%
성장하여 74GW

동사의 가장 큰 매출처인 풍력발전 시장은 대체에너지에 대한 세계적인 관심속에 급성장을 이루어왔다. 풍력발전의 누적기준 총생산능력은 1996년~2006년 동안 연평균 28.4% 성장한 74GW가 되었다. 풍력발전 시장의 향후 성장성을 나타내는 풍력발전능력 신설량의 경우, 1996~2001년 연평균 39.3%를 보이며 성장세를 보이다가 2002~2004년 연평균 6.1%를 나타내며 정체국면을 맞이하였다. 그러나 다시 2005~2006년 연평균 35.7%를 기록하며 풍력발전 시장은 고성장국면으로 재진입하게 된 것으로 분석된다.

〈그림 6〉 총발전전력 중 풍력발전 비중 지속 상승 예상

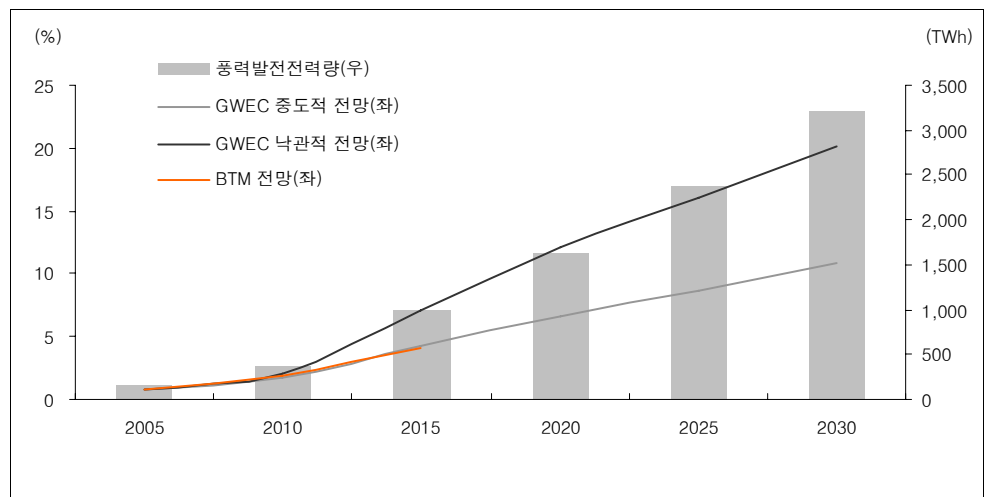


자료: BTM Consult APS, 미래에셋증권 리서치센터

풍력발전 시장 향후 10년간 연평균
20% 내외의 성장세 지속 전망

이와 같은 풍력발전의 고성장은 향후에도 계속 될 전망이다. 세계풍력발전협회(GWEC)에 따르면 총발전전력량 중 풍력발전 비중이 2010년 1.8~2.1%, 2020년 6.6~12.1%, 2030년 10.8~20.1%으로 확대될 전망이다. 보수적인 수치는 현재까지 발표된 각국의 풍력발전 관련 정책만을 반영한 것이며 낙관적인 수치는 향후 잠재된 지원 정책을 모두 고려하여 추정한 것이다. 또한 덴마크의 세계적인 풍력발전 전문기관인 BTM Consult의 최근 보고서에 따르면 풍력발전 비중은 2011년 2.0%, 2016년 4.0%로 전망하고 있는 등 풍력발전 시장은 향후 10년간 연평균 20% 내외의 고성장을 지속할 것으로 전망된다.

〈그림 7〉 총발전전력 중 풍력발전 비중 지속 상승 예상

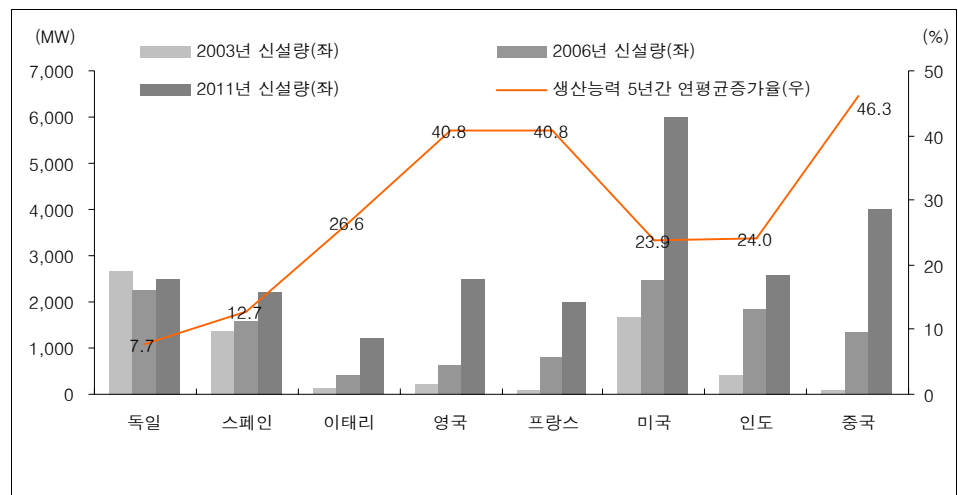


향후 풍력시장의 성장동력은 미국,
중국, 인도가 될 것으로 전망이며
동사의 중국 진출은
긍정적으로 평가

자료: GWEC (Global Wind Energy Council), BTM Consult APS, 미래에셋증권 리서치센터

국가별로 살펴보면 풍력발전 생산능력 1,2위인 독일과 스페인의 향후 생산능력은 5년간 연평균 증가율이 2~7% 정도로 성장성이 둔화되는 반면, 아직 유럽내 풍력발전 시장 미개척 국가인 영국, 이태리, 프랑스는 25~40%의 고성장이 예상되며 향후 풍력발전 시장의 신성장동력으로 전망되는 미국, 중국, 인도 등 또한 24~46% 내외의 고성장이 예상된다. 이러한 측면에서 평산의 중국 진출은 2008년 이후 동사 실적의 고성장세를 이끌어 갈 동력이 될 전망이다.

〈그림 8〉 총발전전력 중 풍력발전 비중 지속 상승 예상



자료: BTM Consult APS, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	96.2	165.7	240.7	333.3	372.3
현금 및 단기금융상품	3.3	44.9	65.3	90.4	100.9
매출채권	27.8	46.6	38.5	53.3	59.5
재고자산	61.8	70.1	101.9	141.0	157.5
고정자산	37.2	45.0	133.3	129.3	127.2
투자자산	9.1	9.2	54.1	54.1	54.1
유형자산	28.1	35.8	79.3	75.2	73.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	133.4	210.6	374.1	462.6	499.5
유동부채	91.0	75.9	118.9	162.0	174.6
매입채무	3.7	5.9	8.6	12.0	13.4
단기차입금	75.8	60.0	87.2	120.8	134.9
유동성장기부채	0.1	0.0	8.6	9.2	3.9
고정부채	1.7	8.0	35.8	38.2	17.2
사채	0.0	0.0	34.3	36.2	15.0
장기차입금	0.2	7.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	92.8	83.9	154.7	200.2	191.8
자본금	3.0	7.3	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	0.0	66.3	127.4	127.4	127.4
이익잉여금	0.0	0.0	83.4	126.4	171.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3.0	73.6	219.4	262.4	307.7
총차입금	76.2	67.0	130.1	166.2	153.8
순차입금	72.9	22.1	64.9	75.9	52.9

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동 현금흐름	(29.2)	(1.7)	1.0	3.3	31.5
당기순이익	16.8	18.6	28.1	44.0	46.3
감가상각비	3.9	7.4	10.6	16.0	15.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(1.3)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	(7.0)	(10.0)
운전자본의 감소(증가)	(51.2)	(28.5)	(41.1)	(50.6)	(21.3)
매출채권의 감소(증가)	(2.3)	(19.5)	(12.0)	(14.8)	(6.2)
재고자산의 감소	(53.7)	(8.3)	(31.8)	(39.2)	(16.5)
매입채무의 증가(감소)	2.1	2.2	2.7	3.3	1.4
기타	2.6	0.5	3.3	0.9	1.0
투자활동 현금흐름	(23.8)	(37.2)	(49.2)	1.0	(0.9)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	2.6	(21.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(14.0)	(3.3)	(54.0)	(12.0)	(13.4)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(9.0)	0.3	0.0	7.0	10.0
기타	(3.3)	(13.2)	4.8	6.0	2.5
재무활동 현금흐름	46.5	59.5	124.6	35.1	(13.5)
차입금의 증가(감소)	48.1	(9.0)	63.1	36.1	(12.4)
자본의 증가(감소)	(2.8)	66.6	61.5	(1.0)	(1.0)
배당금의 지급	2.0	2.0	0.9	1.0	1.0
기타	(0.8)	(0.1)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
순현금흐름	(9.0)	41.6	20.4	25.1	10.6
기초현금	12.3	3.3	44.9	65.3	90.4
기말현금	3.3	44.9	65.3	90.4	100.9
잉여 현금흐름	(46.1)	(17.5)	(55.7)	(8.7)	18.1

자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원.%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	140.3	167.3	243.2	336.6	376.1
증가율	30.8	19.3	45.3	38.5	11.7
매출원가	104.3	128.8	184.8	256.9	291.8
매출총이익	36.0	38.5	58.3	79.8	84.3
증가율	62.1	7.0	51.5	36.7	5.6
매출총이익률	25.7	23.0	24.0	23.7	22.4
판매비및일반관리비	11.9	12.4	18.0	24.9	27.8
영업이익	24.1	26.1	40.4	54.9	56.4
증가율	63.7	8.5	54.4	36.0	2.9
영업외손익	(2.1)	(2.1)	(3.3)	3.9	5.4
순금융비용	2.4	3.1	3.4	5.3	5.3
외환관련손익	1.6	0.8	1.0	1.2	0.7
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	7.0	10.0
기타영업외손익	(1.3)	0.2	(0.9)	1.0	0.0
경상이익	22.0	24.0	37.0	58.7	61.8
증가율	28.3	9.4	54.1	58.6	5.2
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	22.0	24.0	37.0	58.7	61.8
법인세비용	5.1	5.4	8.9	14.7	15.4
당기순이익	16.8	18.6	28.1	44.0	46.3
EPS	56,034	1,297	1,699	2,558	2,692
증가율	(19.8)	(97.7)	31.0	50.6	5.2
EBITDA	28.0	33.5	50.9	70.9	72.0
증가율	66.7	19.7	51.9	39.2	1.6

투자지표

(단위 : 원.%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당 지표(원)					
EPS	56,034	1,297	1,699	2,558	2,692
BPS	141,644	8,885	12,742	15,239	17,871
주당 EBITDA	93,329	2,332	3,073	4,116	4,181
주당 현금배당금	0	60	60	60	60
PER	0.0	17.9	24.0	15.9	15.1
PBR	0.0	2.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	2.6	10.8	15.0	10.9	10.5
배당수익률	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1
수익성					
매출총이익률	25.7	23.0	24.0	23.7	22.4
영업이익률	17.2	15.6	16.6	16.3	15.0
EBITDA이익률	20.0	20.0	20.9	21.1	19.1
경상이익률	15.7	14.4	15.2	17.4	16.4
순이익률	12.0	11.1	11.6	13.1	12.3
ROE	700.4	48.7	19.2	18.3	16.3
ROIC	22.4	15.3	14.1	13.5	12.3
안정성					
부채비율	3,092.2	114.0	70.5	76.3	62.3
순차입금비율	2,429.4	30.1	29.6	28.9	17.2
유동비율	105.7	218.2	202.4	205.7	213.2
이자보상배율(배)	10.0	8.5	11.8	10.3	10.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	5.1	4.5	5.7	7.3	6.7
재고자산회전율	4.0	2.5	2.8	2.8	2.5
매입채무회전율	53.4	34.7	33.4	32.7	29.7
순운전자본회전율	2.6	1.8	1.9	1.9	1.7

자료: 평산, 미래에셋증권 리서치센터 추정

● 투자 의견 ●

종목별 투자 의견 (6개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과
※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함
Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

● 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 : 이은영, 김양기

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

