LEADING

Mid-Cap Research

우림기계 (101170 KQ)

실적 턴어라운드 가속화

2011년 8월 29일

Analyst : 박준모
jmpark@leading.co.kr
82-2-2009-7328

Leading Traffic Light: Green

우림기계는...

- ✓ 굴삭기 및 산업용 감속기 전문 생산업체
- ✓ 두산모트롤에 대한 굴삭기용 감속기 최대 공급업체

Green light because:

- ✓ 감속기 수주 증가와 설비증설 효과로 뛰어난 성장모멘텀
- ✓ 2010 년을 저점으로 수익성 크게 개선되며 투자매력 부각

성장 잠재력:

- ➢ 두산모트롤의 굴삭기용 감속기 구입물량 증가와 산업용 감속기 수주 회복으로 2013 년까지 매출액 140% 성장
- ➢ 이익증가율 또한 외형성장세에 비례

경영진과 주주가치:

- ➢ 회사 운영 전반에 대한 이해와 뛰어난 관리능력을 보유한 경영진
- ➢ 배당수익률이 0.5%로 매우 낮은 수준이지만 설비투자를 감안할 때 경영진으로서 합리적 결정

가치창출과 재무안정성:

- ➢ 국내 부품기계 업종 내에서 상위에 해당하는 13-15% 수준의 ROE
- ➢ 대규모 설비투자에도 불구 현금성 자산이 차입금을 상회하는 우수한 재무안정성

Valuation:

- ➢ 시장 및 동종업종 대비 저평가되어 있으며 특히 2011-2013 년 EV/EBITDA 가 3.1-5.9 배 수준으로 매우 매력적
- ➢ 목표주가 12,400 원 = 30.9%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 금년부터 크게 증가한 산업용 감속기 해외 수주의 지속성 여부
- ➢ 원재료 공급부족도 매출 목표 달성의 리스크

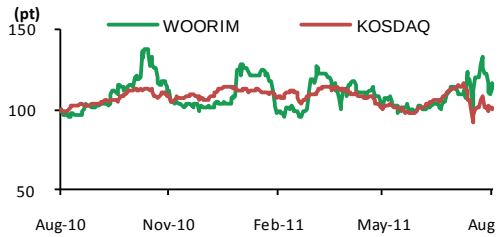
BUY

목표주가	12,400 원
현재주가	9,470 원
목표수익률	30.9%

Key Data	2011 년 8 월 26 일
산업분류	자본재
코스닥	471.5
시가총액 (십억원)	85.2
발행주식수 (백만주)	9.0
외국인 지분율 (%)	2.9
52 주 고가 (원)	11,200
저가 (원)	7,760
60 일 일평균거래대금 (십억원)	0.5
주요주주	(%)
한규석 외 5인	60.8
국민연금	4.1

주가상승률 (%)	M	6M	12M
절대주가	5.2	17.6	17.8
상대주가	17.3	24.7	15.9

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	53.9	71.2	14.1	26.2	11.0	1,630	78.2	5.8	4.1	48.8	2.2
2009	44.2	(18.1)	10.0	22.7	8.6	955	(41.4)	9.9	5.7	20.3	1.3
2010	50.3	13.9	6.7	13.4	6.4	715	(25.2)	13.2	6.4	11.0	1.4
2011E	78.9	57.0	10.2	12.9	8.5	950	32.9	10.0	5.9	13.2	1.3
2012E	101.4	28.4	12.8	12.6	10.9	1,215	28.0	7.8	4.2	14.9	1.1
2013E	120.6	19.0	14.7	12.2	12.8	1,423	17.1	6.7	3.1	15.1	0.9

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1: 기업 **Snapshot** 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가**?** 6

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은**?** 7

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은**?** 8

Section 5: CEO 의 경영철학은**?** 9

Section 6: 동종업종 기업들과 비교 10

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 11

Section 8: 영업현황과 실적전망 12

Section 9: Valuation – 목표주가 **12,400** 원 17

핵심 투자포인트

✓ 감속기 수주 증가로 뛰어난 성장 모멘텀

우림기계는 지난 2008 년 이후 이익률이 높은 산업용 감속기 매출이 감소하면서 수익성이 크게 저하되었다. 2010 년에는 굴삭기용 감속기 매출이 전년대비 두 배 이상 증가하는 회복세를 보였으나 산업용 감속기 매출은 추가적으로 감소하였다. 그러나 2011 년에는 최대 고객인 두산모트롤의 굴삭기용 감속기 구입물량 증가가 지속되고 있는 가운데 산업용 감속기의 해외 수주에 성공함으로써 매출액이 전년대비 57% 증가한 790 억원에 달하고 2013 년까지 연평균 20%를 상회하는 외형성장세를 유지할 것으로 예상된다. 순이익도 2010 년을 저점으로 금년에는 전년대비 33% 증가한 85 억원으로 증가하고 2013 년에는 128 억원에 달할 것으로 예상된다. (페이지 15)

✓ 감속기 수주 증가에 대응한 설비증설

동사는 230 억원을 투자하여 금년 10 월 완공을 목표로 공장 증설을 진행 중이다. 공장 증설이 완료되면 굴삭기용 감속기의 생산능력은 현재의 500 억원에서 1,000 억원으로 확대되며 산업용 감속기의 생산능력은 300 억원에서 500 억원으로 확대된다. 동사가 이처럼 대규모의 설비 증설을 하고 있는 이유는 두산모트롤이 계열사인 두산인프라코어를 비롯해 국내 굴삭기 완성차 업체인 현대중공업과 볼보, 그리고 중국의 현지 굴삭기업체에 대한 유압기기 공급물량을 확대하고 있기 때문이다. 이에 따라 모트롤은 국내 설비증설 외에도 중국 내 수요증가에 대응하기 위해 중국 현지에 국내 생산능력의 36%에 해당하는 유압기기 공장을 건설 중에 있다. 이미 두산모트롤은 우림기계에 금년 4 분기부터 굴삭기용 감속기 공급물량을 25% 확대해 줄 것을 요청하였다. (페이지 13)

✓ 수익성이 좋은 산업용 감속기 매출 회복세

산업용 감속기는 영업이익률이 20% 수준으로 굴삭기용 감속기의 10% 수준에 비해 수익성이 월등히 높은 제품이다. 금년 상반기 중 산업용 감속기의 매출 비중은 39%였으나 전체 영업이익에서 차지하는 비중은 58%에 달했던 것으로 추정된다. 우림기계의 산업용 감속기의 금년 상반기 매출은 이미 2010 년 연간 매출액의 70%를 상회하였으며 금년 전체로는 전년대비 60% 가까이 증가한 294 억원에 달할 것으로 예상되고 있다. 산업용 감속기 국내 수요는 금년들어 주요 수요처인 철강업체들의 설비증설이 본격화되고 조선 수주도 증가함에 따라 회복되고 있다. 그러나 동사의 매출 증가에 가장 큰 기여를 하고 있는 것은 해외 수주의 증가로 동사는 금년 상반기중 미국의 설비공급업체인 Obatan Chicago Gear (OCG)에 58 억원의 천연가스 시추용 감속기를 공급하였으며 금년 전체로는 100 억원의 OCD 에 대한 매출이 가능할 것으로 전망된다. (페이지 13)

✓ 우수한 재무안정성

우림기계는 지속적인 설비투자에도 불구하고 2010 년 말 기준 약 170 억원의 순 현금성 자산을 보유하고 있다. 설비투자가 크게 증가하는 2011 년에는 순 현금성 자산이 10 억원 이하로 감소하겠지만 여전히 안정적인 재무구조를 유지할 것으로 보이며 금년 이후 대규모 설비투자 계획이 없다는 점을 감안할 때 2013 년에는 순 현금성 자산이 230 억원에 달할 것으로 예상된다. (페이지 8)

✓ 목표주가 12,400 원 - 31%의 상승여력

기계장치를 비롯한 생산설비에 대한 투자를 지속해야 하는 부품기계 업종의 특성을 감안할 때 EV/EBITDA 가 의미 있는 주가 평가지표라고 판단된다. 우림기계의 2011-2013 년 예상 EV/EBITDA 는 3.1.7-5.9 배 수준으로 동종업종과 시장평균에 비해 크게 저 평가 되어있다. 2011 년 예상 시장 EV/EBITDA 7.7 배를 적용하여 목표주가 12,400 원을 산정하였다. (페이지 17)

Section 1: 기업 Snapshot

굴삭기 및 산업용 감속기 전문 생산업체

우림기계는 굴삭기 및 산업용 감속기를 전문으로 생산하고 있다. 굴삭기용 감속기의 대부분은 두산모트롤이나 일본의 Nabtesco 와 같은 중간의 유압기기 제조업체를 통해 두산인프라코어, 현대중공업, 볼보, 코마츠 등의 굴삭기 완성차 업체에 최종 공급된다. 산업용 감속기는 제철, 조선, 하역, 건설, 발전소, 플랜트 등 적용범위가 다양하며 포스코, 현대중공업, STX, 두산중공업 등 다수의 실수요 업체 및 설비제작업체에 공급되고 있다.

도표 1. 굴삭기용 감속기

자료: 우림기계

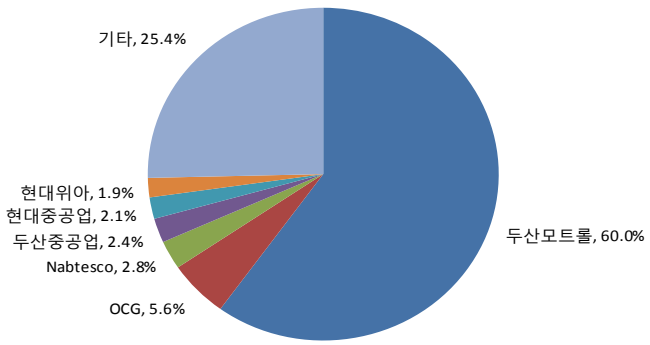
도표 2. 산업용 감속기

자료: 우림기계

두산모트롤이 최대 고객

굴삭기용 감속기는 매출의 90% 이상이 두산모트롤, 5%가 Nabtesco 에 OEM 형태로 공급되고 있으며 소품종 대량생산 체제이다. 두산모트롤의 우림기계의 최대 고객으로 2010 년 산업용 굴삭기를 포함한 전체 매출에서 60%의 비중을 차지하였다. 산업용 감속기는 단일 고객의 매출비중이 16%를 넘지 않는 가운데 적용범위가 다양하여 다품종 소량생산 체제이며 우림기계의 자체 설계에 의해 적용설비의 규모와 형태에 맞게 제작되고 있다. 이에 따라 OEM 발주업체가 가격협상력의 우위를 갖고 있는 굴삭기용 감속기에 비해 산업용 감속기의 수익성이 높게 유지되고 있다.

도표 3. 2010 년 매출처 구성비

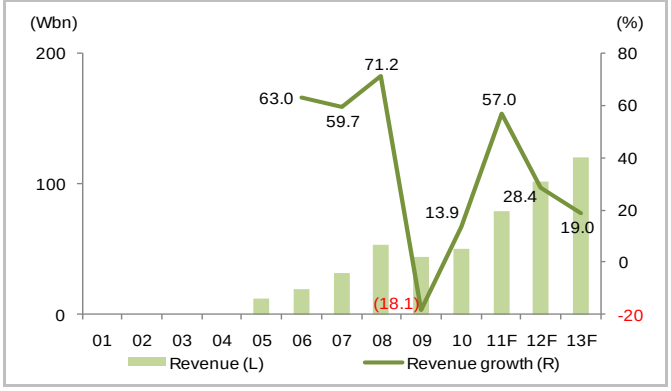


자료: 우림기계

산업용 감속기의 높은 수익성

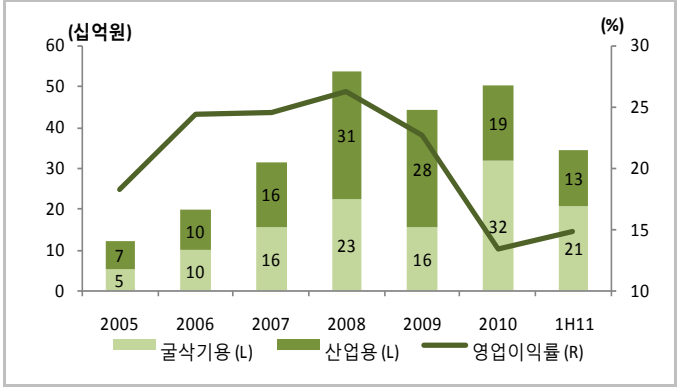
회사측에 따르면 굴삭기용 감속기의 영업이익률은 10% 수준인데 비해 산업용 감속기의 영업이익률은 20%에 달하고 있다. 실제로 산업용 감속기의 매출이 두 배 가까이 증가하며 매출비중이 58%로 확대되었던 지난 2008 년 동사의 전체 영업이익률은 최고 수준인 26%까지 상승하였다. 매출비중이 65%까지 확대되었던 2009 년에는 오히려 영업이익률이 23%로 하락하였으나 이는 굴삭기용 감속기 매출이 급감하면서 발생하였던 복합적인 요인들에 기인한 것으로 판단된다. 전체 매출 감소에도 영업이익률 20%를 상회하는 높은 수준에서 유지될 수 있었던 것은 산업용 감속기의 매출 감소폭이 상대적으로 적었기 때문으로 판단되며 산업용 감속기의 매출이 크게 감소하였던 2010 년에는 결국 영업이익률이 13% 수준으로 크게 하락하였다. 그러나 금년 상반기 들어 산업용 감속기 매출이 회복되고 매출 비중이 확대되면서 수익성이 점진적으로 개선되는 추세에 있다.

도표 4. 매출액 및 매출증가율 추이



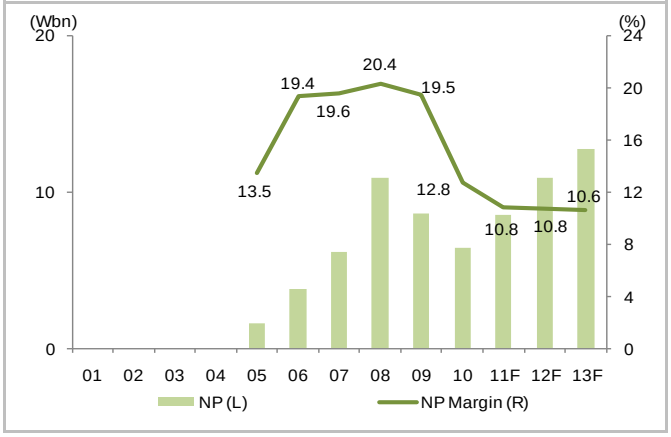
자료: 우림기계, 리딩투자증권

도표 5. 감속기별 매출비중 및 영업이익률 추이



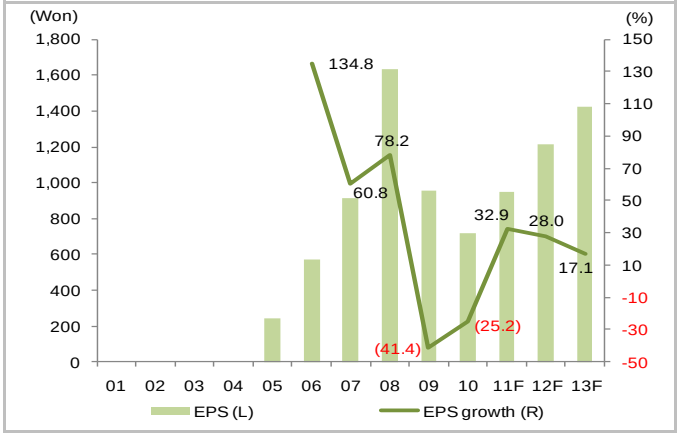
자료: 우림기계

도표 6. 순이익 및 순이익률 추이



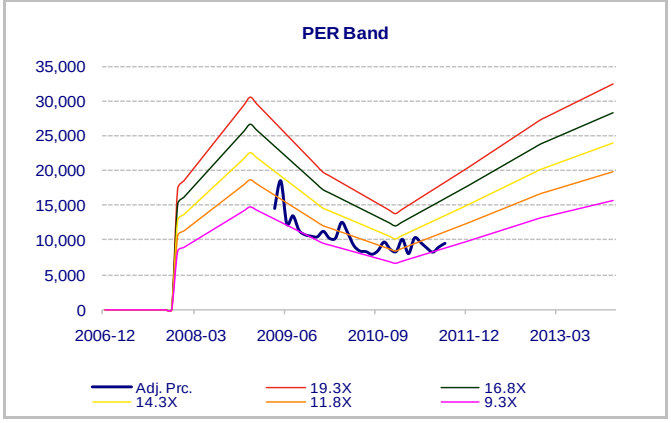
자료: 우림기계, 리딩투자증권

도표 7. EPS 및 EPS 성장률 추이



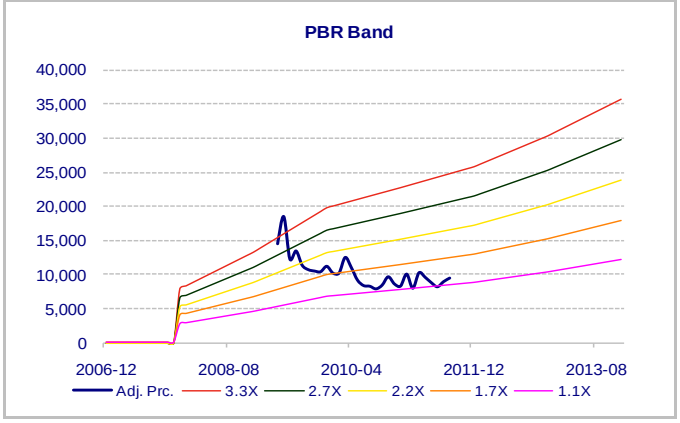
자료: 우림기계, 리딩투자증권

도표 8. PER Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 9. PBR Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

2010 년을 저점으로 ROE 개선 시작

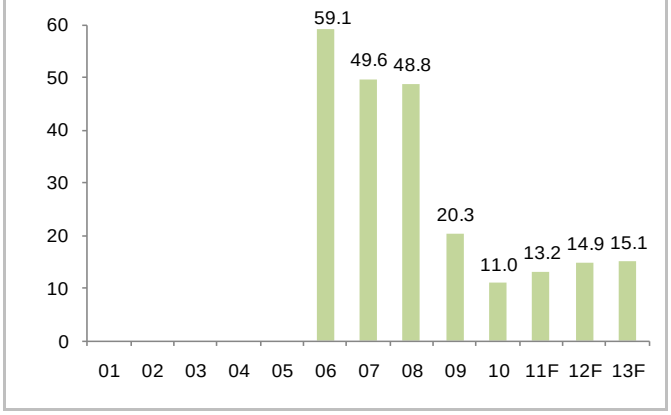
신규상장과 이익규모 감소로 ROE 가 2010년 11%까지 하락

우림기계는 2009 년 이전 까지는 ROE 가 50%에 달하는 높은 수익성을 유지하였다. 그러나 2009 년부터 신규상장으로 자본규모가 70% 가까이 증가한데다 감속기 시장 부진과 제품 판매가격 인하로 이익규모가 감소하면서 2010 년에는 ROE 가 11%까지 하락하였다.

ROE 13-15%로 회복 전망

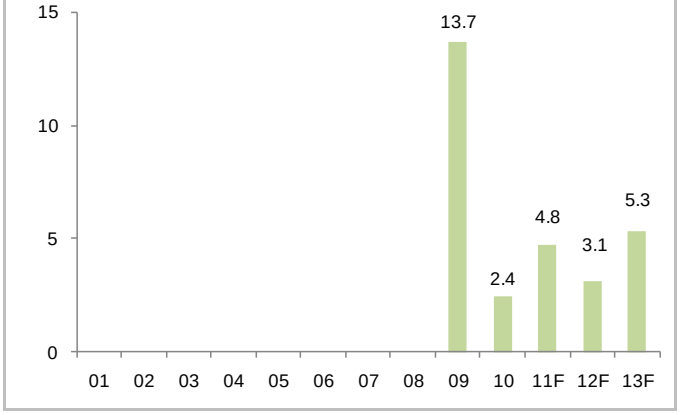
그러나 금년에는 감속기 수주물량이 크게 증가하면서 매출과 이익 모든 면에서 50%를 상회하는 증가가 예상되고 있으며 이에 따라 동사의 ROE 는 2010 년을 저점으로 2011 년에는 13%로 회복되고 2012 년과 2013 년에도 15% 수준에서 유지될 것으로 전망된다. 물론 상장전의 50-70%와는 비교할 수 없는 수준이나 국내 제조업 기준으로 매우 양호한 수익성이고 특히 저마진의 국내 부품기계 업종내에서는 업계 상위의 수익창출 능력을 보유한 업체라고 평가된다.

도표 10. ROE (%)



자료: 우림기계, 리딩투자증권

도표 11. ROIC less WACC (%)



자료: 우림기계, 리딩투자증권

향후 몇 년간 ROIC 는 WACC 을 소폭 상회하는 수준

동사의 ROIC 는 지난 2008 년 47%에 달하였으나 지속적인 자본규모의 증가와 이익감소로 2010 년에는 13%까지 하락하였다. 금년에도 230 억원을 상회하는 대규모 설비투자로 인하여 투하자본이 증가하기 때문에 당분간 ROIC 는 WACC 을 소폭 상회하는 수준에 그칠 것으로 예상된다.

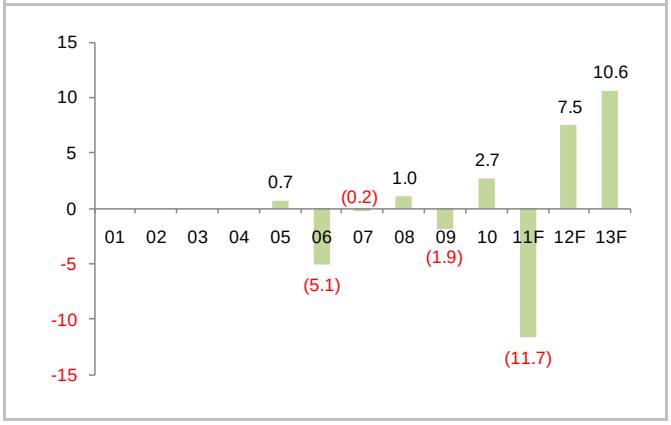
Section 3: 현금창출능력과 배당정책은?

불황에도 꾸준한 현금 흐름 창출

2012년부터 현금흐름 크게 개선

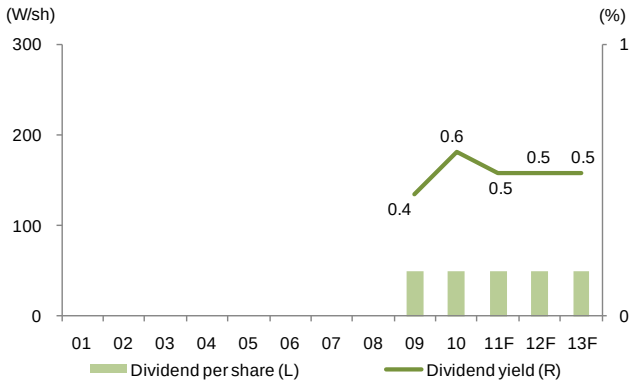
우림기계는 최근 몇 년간 잉여현금을 창출하지 못하고 있다. 이익이 지속적으로 감소한 2009 년과 2010 년 중에도 180 억원을 상회하는 영업활동 현금흐름을 기록하였으나 지속적인 설비투자로 잉여현금 창출은 미미한 수준이었다. 2011 년에는 설비투자가 지난 해의 58 억원에서 230 억원 수준으로 크게 증가하면서 120 억원 가량의 Negative 잉여현금을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 금년 10 월 신공장 완공 이후에는 대규모의 설비투자 없으며 이에 따라 2012 년과 2013 년에는 각각 70 억원, 100 억원을 상회하는 잉여현금 흐름을 창출할 것으로 기대된다.

도표 12. 잉여현금흐름 추이 (십억원)



자료: 우림기계, 리딩투자증권

도표 13. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



자료: 우림기계, 리딩투자증권

설비투자가 지속되는 상황에서 낮은 배당금 지급은 경영진의 당연한 결정

우림기계 상장된 2009 년부터 주당 50 원의 배당을 시작하였으나 배당수익률은 2010 년 기준 0.5%로 매우 낮은 수준이다. 설비투자가 지속되고 있는 상황에서 낮은 배당금 지급은 경영진으로서 합리적인 결정이었다고 판단된다. 큰 폭의 잉여현금흐름 창출이 예상되는 2012 년 이후부터 배당금을 증가시킬 가능성은 있으나 보수적으로 주당 배당금이 50 원에서 유지될 것으로 가정하였다.

표 1. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	1.1	6.3	4.9	8.3	10.0	8.5	11.8	13.5	16.6
CAPEX	0.5	11.4	5.1	7.2	11.8	5.8	23.5	6.0	6.0
잉여현금흐름	0.7	(5.1)	(0.2)	1.0	(1.9)	2.7	(11.7)	7.5	10.6
순보유현금	0.4	0.3	0.6	2.1	17.0	19.1	2.6	13.4	25.1
총배당금					0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
주당 배당금					50	50	50	50	50
배당 수익률(%)					0.4	0.6	0.5	0.5	0.5

주: 과거 배당수익률은 해당연도 종가기준
자료: 우림기계, 리딩투자증권

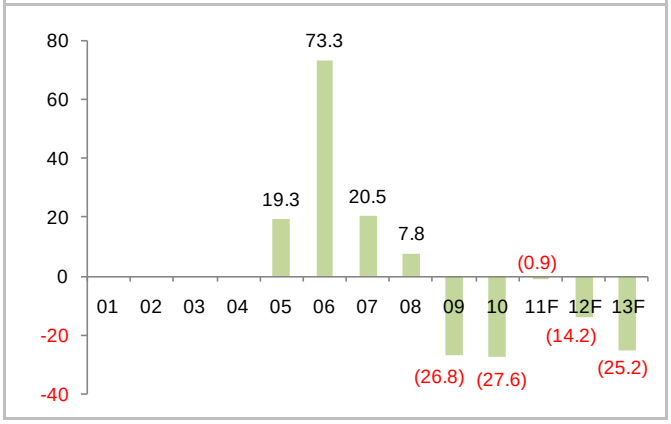
Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

순 현금성 자산 보유

설비투자 증가에도 순 현금성 자산을 보유한 안정적인 재무구조

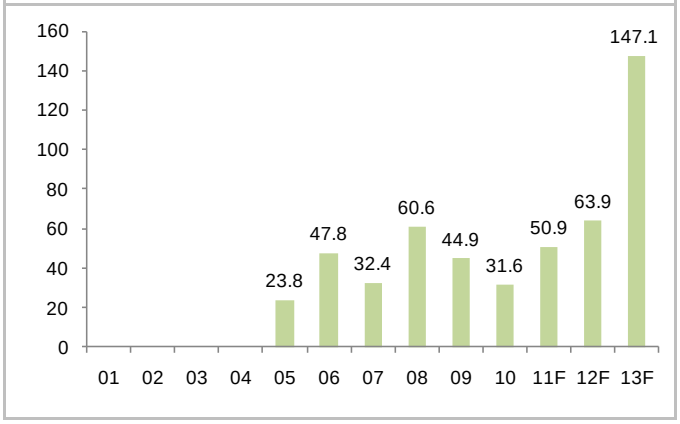
잉여현금흐름을 창출하지 못하였음에도 불구하고 우림기계는 2010 년 말 기준으로 약 170 억원의 순 현금성 자산을 보유하고 있다. 이는 51 억원의 잉여현금 부족분을 차입을 통하여 해결한 2006 년을 제외하고는 영업활동에서 창출한 현금으로 대부분의 설비투자의 자금을 충당할 수 있었고 2009 년에는 공모상장으로 190 억원의 자금이 유입되었기 때문이다. 설비투자 규모가 크게 증가하는 2011 년에는 순 현금성 자산 규모가 10 억원 이하로 감소하겠지만 여전히 안정적인 재무구조를 유지할 것으로 보이며 2013 년에는 순 현금성 자산이 230 억원을 달할 것으로 예상된다.

도표 14. 순부채비율 (%)



자료: 우림기계, 리딩투자증권

도표 15. 이자보상배율 (배)



자료: 우림기계, 리딩투자증권

표 2. 차입금 및 지급이자 추이

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
차입금	1.3	6.5	4.1	4.5	2.3	2.5	2.0	2.2	2.2
현금성 자산	0.4	0.3	0.7	2.2	17.3	19.4	2.6	13.4	25.1
순 차입금	0.9	6.1	3.4	2.2	(15.0)	(16.9)	(0.6)	(11.2)	(22.9)
순 차입금 비율(%)	19.3	73.3	20.5	7.8	(26.8)	(27.6)	(0.9)	(14.2)	(25.2)
지급이자	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
이자보상배율 (배)	23.8	47.8	32.4	60.6	44.9	31.6	50.9	63.9	147.1

자료: 우림기계, 리딩투자증권

Section 5: CEO 의 경영철학은?

제품 품질 향상과 차입없는 경영 중시

직원에서 출발한 최대주주 대표이사

우림기계의 한규석 대표이사는 1983 년 소규모의 산업용 감속기 제조업체였던 동사에 입사하여 15 년 동안 원가관리, 구매, 생산총괄 부서에서 근무하였으며 1998 년에는 본인이 우림기계를 인수하였다. 2000 년대 들어 굴삭기용 감속기로 사업영역을 확대하며 두산과 일본의 Nabtesco 를 고객으로 확보하였다. 한규석 대표이사는 현재 우림기계 지분의 59.4% (535 만주)를 보유한 최대주주이다.

모든 회사 업무를 총괄하며 뛰어난 조직 장악력

한규석 대표이사는 동사의 모든 주요 부서에서 근무하였던 경험을 바탕으로 경영 전반에 대한 업무를 총괄하고 있으며 조직 및 인원에 대한 관리능력이 뛰어난 것으로 알려졌다. 회사의 비용지출을 포함한 자금운용에 대해서도 철저하게 확인하는 스타일이다. 회사 경영과 관련해서 가장 중요하게 생각하는 사항은 제품 품질 향상과 차입없는 경영으로 알려졌다.

CEO 프로필

표 3. 주요 경력 및 학력

기간	경력
1998 년 ~ 현재	우림기계 대표이사
1998 년	우림기계 인수
1997 년	우림기계 생산총괄 본부장
1983 년	우림기계 입사
	학력
	경남산업전문대 공업경영학과 졸업

자료: 우림기계

Section 6: 동종업종 기업들과 Valuation 비교

사업적 공통점이 있는 비교업체 선정의 어려움

우림기계와 비교를 위해 아래 표에 선정된 업체들 중 우림기계 처럼 감속기만을 전문으로 생산하는 업체는 없다. 디아이씨 (092200 KS)와 동양기전 (013570 KS)은 자동차 부품 제조업체이며 디아이씨는 금년부터 소규모의 굴삭기용 감속기 생산을 시작하였으나 아직은 감속기 생산업체로 분류하기는 이른 것으로 판단된다. 진성티이씨 (036890 KS)도 건설중장비 부품 중 하부주행체인 롤러를 제조하고 있으며 ㈜효성 (004800 KS)은 산업용 감속기 시장 점유율 1 위의 업체이나 무역 및 섬유제조 업체로서 감속기가 전체 매출에서 차지하는 비중은 극히 미미한 것으로 추정되고 있다. 성보 P&T (비상장)와 선진파워테크 (비상장) 같은 국내 감속기 전문 제조업체와 해외업체들의 경우 비상장 기업들이어서 비교대상 업체로 선정할 수 없었다.

EV/EBITDA 면에서 동종업종 및 시장대비 크게 저평가

사업적 공통점이 크지 않아 직접적인 비교에는 제한이 있을 수 있겠으나 넓은 의미에서 같은 부품기계 업종이라는 점에서 참고지표가 될 수 있다고 판단된다. 우림기계는 P/E 밸류에이션 면에서 비교업체 대비 크게 부각되는 점은 없으나 EV/EBITDA 면에서는 동종업종과 시장 평균 (2011E 7.7 배, 2012E 6.9 배) 에 비해 크게 저평가되어 있다. 기계장치를 비롯한 생산설비에 대한 투자를 지속해야 하는 부품기계 업종의 특성을 감안할 때 P/E 보다는 EV/EBITDA 가 의미 있는 주가 평가지표라고 판단된다.

표 4. 동종업체 비교

회사	종목코드	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)				영업이익률 (%)			
			09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
우림기계	101170 KQ	85.2	44.2	50.3	78.9	101.4	22.7	13.4	12.9	12.6
디아이씨	092200 KS	141.1	183.3	254.7	318.6	354.0	2.0	5.7	7.0	7.3
㈜효성	004800 KS	2,602.2	7,039.7	8,192.1	9,947.0	10,589.1	7.6	6.1	5.2	6.0
진성티이씨	036890 KS	134.9	65.8	119.5	168.8	203.4	0.8	6.6	10.3	10.8
동양기전	013570 KS	446.5	281.3	473.9	599.2	673.0	2.1	5.6	7.1	7.4

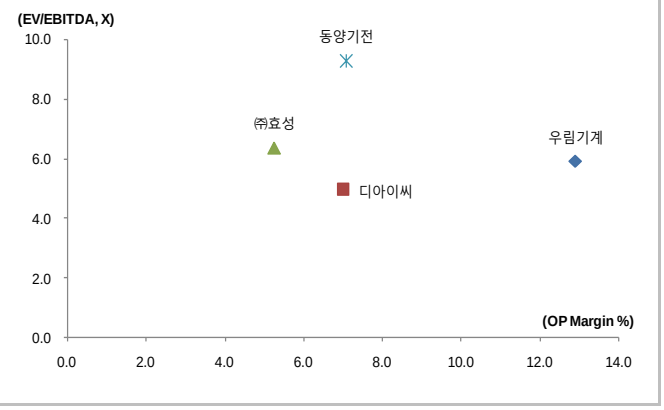
회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
우림기계	10.9	11.6	10.0	7.8	6.9	5.3	5.9	4.2	1.8	1.2	1.3	1.1	19.6	10.9	13.2	14.9
디아이씨		16.4	5.7	4.5	7.7	7.5	5.0	4.2	0.7	1.3	1.1	0.9	(3.7)	8.5	20.8	21.4
㈜효성	8.4	13.0	7.7	5.7	6.7	7.7	6.4	5.3	1.0	1.2	0.8	0.7	13.4	8.6	10.5	12.8
진성티이씨		11.6	7.0	5.5	36.3	15.1			7.4	5.2	2.8		(5.9)	59.7	54.0	43.5
동양기전	10.3	7.2	8.6	7.0	9.3	10.3	9.3	7.9	0.8	1.6	1.7	1.4	7.5	24.3	21.5	20.9

자료: Bloomberg, 리딩투자증권

도표 16. 동종업체 PER vs. ROE

자료: Bloomberg, 리딩투자증권

도표 17. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

전체 매출의 25%가 달러결제 - 환율 1% 변동시 EPS 1.6% 증감

우림기계의 매출에서 수출이 차지하는 비중은 지난 2008 년 27%에서 2010 년에는 16%까지 지속적으로 하락하였다. 금년 상반기에는 시추용감속기를 비롯한 해외수주의 증가로 25% 수준까지 상승하였으나 하반기부터 주로 내수물량인 굴삭기용 감속기 판매 비중이 증가하면서 2011 년 전체 수출비중은 21%로 낮아지고 2012 년과 2013 년에는 각각 19%와 18%로 예상된다. 수출판매의 거의 대부분은 달러로 결제되고 있으며 원재료 수입금액은 연간 2 억원 수준에 불과하다. 이에 따라 수출 매출의 대부분이 원/달러 환율 변동에 노출되어 있으나 전체 매출에서 비중이 크지 않아 매출과 이익에 미치는 영향은 크지 않은 편이다.

표 5. 2011 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,020	1,063	1,074	1,085	1,128
연평균 기준 환율	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
매출액(십억원)	78.1	78.8	78.9	79.1	79.8
영업이익(십억원)	9.4	10.0	10.2	10.3	11.0
순이익(십억원)	7.7	8.4	8.5	8.7	9.4
주당순이익(원)	860	932	950	967	1,039
PER	11.0	10.2	10.0	9.8	9.1
매출액 증가율(%)	(1.0)	(0.2)	0.0	0.2	1.0
영업이익 증가율(%)	(7.9)	(1.6)	0.0	1.6	7.9
순이익 증가율(%)	(9.4)	(1.9)	0.0	1.9	9.4
주당순이익 증가율(%)	(9.4)	(1.9)	0.0	1.9	9.4

자료: 우림기계, 리딩투자증권

표 6. 2012 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	960	1,001	1,011	1,021	1,062
연평균 기준 환율	979	1,020	1,030	1,040	1,082
매출액(십억원)	100.4	101.2	101.4	101.5	102.3
영업이익(십억원)	11.8	12.6	12.8	13.0	13.7
순이익(십억원)	10.0	10.7	10.9	11.1	11.9
주당순이익(원)	1,110	1,194	1,215	1,236.1	1,320.1
PER	8.5	7.9	7.8	7.7	7.2
매출액 증가율(%)	(1.0)	(0.2)	0.0	0.2	1.0
영업이익 증가율(%)	(7.4)	(1.5)	0.0	1.5	7.4
순이익 증가율(%)	(8.6)	(1.7)	0.0	1.7	8.6
주당순이익 증가율(%)	(8.6)	(1.7)	0.0	1.7	8.6

자료: 우림기계, 리딩투자증권

표 7. 2013 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,014	1,056	1,067	1,078	1,120
연평균 기준 환율	1,002	1,044	1,055	1,066	1,108
매출액(십억원)	119.5	120.4	120.6	120.8	121.7
영업이익(십억원)	13.7	14.5	14.7	14.9	15.8
순이익(십억원)	11.8	12.6	12.8	13.0	13.9
주당순이익(원)	1,306	1,400	1,423	1,447.0	1,540.8
PER	7.3	6.8	6.7	6.6	6.2
매출액 증가율(%)	(0.9)	(0.2)	0.0	0.2	0.9
영업이익 증가율(%)	(7.2)	(1.4)	0.0	1.4	7.2
순이익 증가율(%)	(8.2)	(1.6)	0.0	1.6	8.2
주당순이익 증가율(%)	(8.2)	(1.6)	0.0	1.6	8.2

자료: 우림기계, 리딩투자증권

Section 8: 영업현황 및 실적전망

굴삭기용 감속기

굴삭기용 감속기 제조업체로는 유일한 상장업체

국내 굴삭기 부품시장은 통계자료가 존재하지 않아 시장현황을 파악하는데 어려움이 있다. 국내 주요 굴삭기 및 지게차용 감속기 생산업체로는 우림기계외에 비상장 기업인 성보 P&T 와 선진파워테크가 있으며 금년들어 자동차 부품 및 중장비 제조업체인 디아이씨가 감속기 생산을 시작하였다. 업체별 감속기 매출규모에 대한 공식적인 자료는 없으나 성보 P&T, 선진파워테크, 그리고 우림기계 순인 것으로 알려졌다. 디아이씨의 금년 예상 감속기 매출규모는 30억원 수준으로 선두업체들과 비교할 만한 수준의 매출을 달성하기에는 많은 시일이 소요될 것으로 예상된다.

굴삭기 완성차 업체나 주행장치 공급업체와의 협의를 통한 생산체제

굴삭기용 부품생산 및 설비증설은 두산인프라코어나 현대중공업과 같은 굴삭기 완성차 업체 또는 이들 업체에 대한 주행장치 공급업체와의 수년간의 공동개발과 협의를 통해 이루어지며 생산된 감속기는 일반적으로 협력관계에 있는 완성차 업체에 공급된다. 성보 P&T 의 감속기는 대부분 현대중공업으로 납품되고 있으며 우림기계를 비롯한 나머지 업체들은 두산모트롤을 비롯한 두산계열사에 공급하고 있는 것으로 알려졌다.

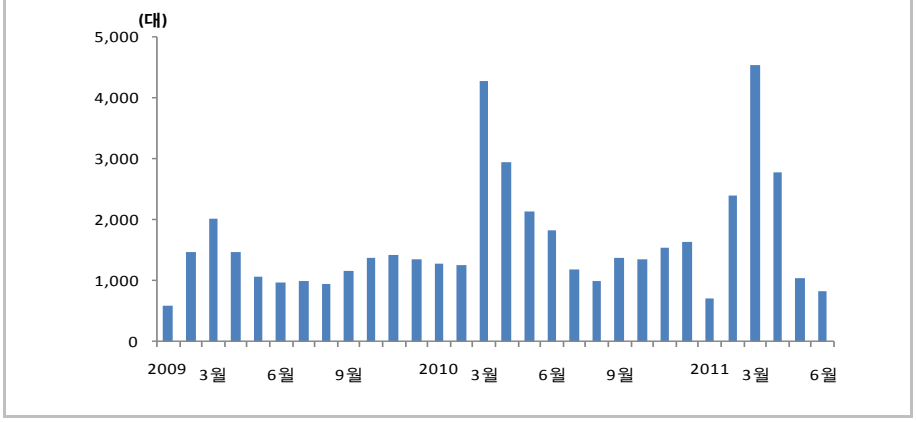
우림기계 굴삭기용 감속기의 80%는 두산모트롤에 납품

우림기계는 두산모트롤에 대한 굴삭기용 감속기 최대공급업체로 두산모트롤 수요물량의 약 80%를 공급하고 있으며 이는 우림의 굴삭기용 감속기 매출의 90% 이상을 차지한다. 두산모트롤 이외의 주요 수요처로는 일본의 Nabtseco 가 있으며 약 5%의 매출비중을 차지하고 있다. 감속기에 엔진을 장착한 두산모트롤의 굴삭기 주행장치는 두산인프라코어를 비롯하여 현대중공업, 볼보등의 주요 굴삭기 완성차 업체에 공급되고 있으며 이중 두산인프라코어에 대한 납품비중은 30-40% 수준으로 알려졌다.

두산인프라코어 3분기부터 기존제품 재출시를 통한 중국시장 굴삭기 판매량 만회할 계획

금년 2분기 들어 중국 굴삭기수요가 둔화되는 가운데 중국 내수시장에서 두산인프라코어의 굴삭기 매출이 경쟁업체에 비해 상대적으로 크게 감소하였다. 중국시장에서 두산의 굴삭기 매출이 감소한 것은 2분기로 예상되던 판매물량 중 1분기에 구입이 몰린 면도 있지만 두산이 2분기에 출시한 신제품에 대한 시장의 반응이 좋지 않았고 현대중공업이 공격적인 가격마케팅을 하면서 두산의 매출이 타격을 입었기 때문이다. 두산은 3분기부터 기존제품을 재 출시를 통해 판매량을 만회할 계획으로 있다.

도표 18. 두산인프라코어 중국내 굴삭기 판매추이



자료: 두산인프라코어

두산모트롤의 설비증설로 우림기계 감속기 수요 증가

두산인프라코어의 중국내 굴삭기 매출 부진으로 우림기계 감속기 매출에 대한 우려가 있으나 우림기계에 부정적인 영향을 미치지는 않을 것으로 판단된다. 이는 두산모트롤이 현대중공업과 볼보 등 국내 두산굴삭기 경쟁업체들과 중국 현지 굴삭기업체에게도 주행장치를 공급하고 있고 두산인프라코어에 공급하는 굴삭기 주행장치가 두산인프라코어 전체 수요물량의 30-40%에 불과하기 때문이다. 오히려 두산인프라코어는 두산모트롤로 부터의 주행장치 구입비중을 확대해 나갈 계획으로 있어 두산인프라코어의 굴삭기 매출이 회복되지 못하더라도 두산모트롤의 공급물량은 더욱 확대될 것으로 예상된다. 금년 말 완공예정인 두산모트롤의 중국내 유압기기 공장건설은 예정대로 진행 중에 있으며 모트롤의 유압기기 설비능력은 2010년의 200,000대에서 2012년에는 476,000대까지 증가하게 된다.

표 8. 두산모트롤 유압기기 생산능력

(대)	2009	2010	2011	2012
국내	180,000	200,000	270,000	350,000
중국			84,000	126,000
합계	**180,000**	**200,000**	**354,000**	**476,000**

자료: 두산모트롤

두산모트롤 설비증설에 대응한 우림기계의 자체적인 생산능력 확대

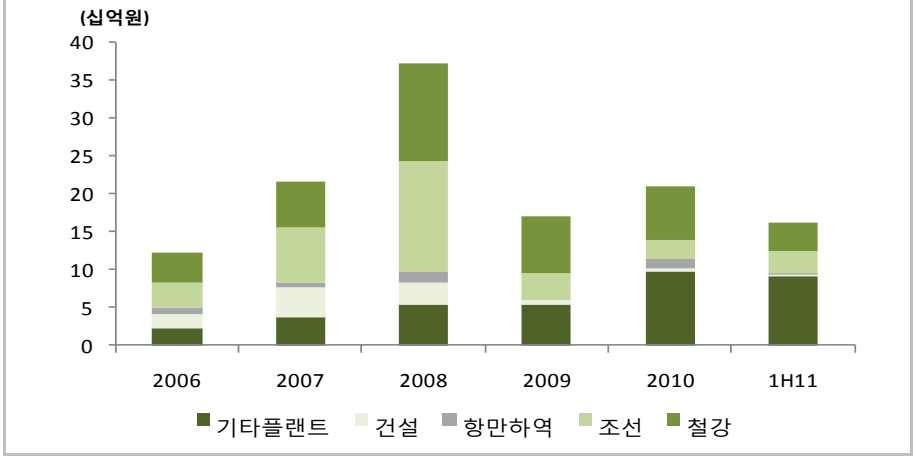
두산모트롤은 중국 현지 굴삭기 제조업체를 비롯한 주요 고객에 대한 주행장치 공급물량 증가에 따라 이미 우림기계 측에 금년 4 분기부터 25%의 감속기 공급물량 확대를 요청하였다. 두산모트롤 공급물량 확대 요청 및 산업용 감속기 수주 증가에 따라 우림기계도 금년 10 월 완공을 목표로 자체적인 공장증설을 진행 중이다. 공장증설이 완료되면 우림기계의 굴삭기용 감속기 설비능력은 현재 500 억원에서 1,000 억원으로 확대되며 산업용 감속기의 설비능력은 300 억원에서 500 억원으로 확대된다. 회사측은 굴삭기용 감속기의 경우 빠르면 내년 중에도 풀가동이 가능할 것으로 전망하고 있다.

산업용 감속기

2010년부터 내수시장에서의 가격경쟁 자제하며 영업이익률 20% 유지

산업용 감속기 수주금액은 2007 년과 2008 년 중 큰 폭의 성장을 하였으나 이후 2010 년까지 44%나 감소하는 부진을 기록하였다. 이처럼 산업용 감속기 수주가 감소한 것은 주요 수요처인 철강산업의 설비증설 완료와 조선시황 부진 외에도 국내 경쟁업체인 ㈜효성의 공격적인 단가인하로 물량확보에 어려움이 겪었기 때문이다. 이에 따라 ㈜효성과 비슷한 수준의 시장점유율을 기록했던 2007 년에 비해 지난 2010 년 우림기계의 시장점유율은 ㈜효성의 30% 수준 까지 하락한 것으로 추정되고 있다. 그러나 우림기계는 지난해부터 가격경쟁을 자제하면서 산업용 감속기의 영업이익률을 20% 선에서 유지하고 있는 반면 ㈜효성은 무리한 시장 점유율 확대전략으로 감속기 사업부문의 이익률이 손익분기점 수준인 것으로 알려지고 있다.

도표 19. 우림기계 산업용 감속기 수주 추이



자료: 우림기계

2011년부터 산업용 감속기 수요 회복 추세

금년부터 대형 철강업체들의 추가적인 설비증설이 본격화되고 조선수주도 증가함에 따라 산업용 감속기 수요가 회복되고 있다. 실제로 우림기계의 금년 상반기중 산업용 감속기 매출액은 이미 2010 년 연간 매출액의 70%를 상회하였으며 금년 전체로는 300 억원에 가까운 매출이 가능할 것으로 전망된다. 상반기중 산업용 감속기의 내수매출은 전년동기 대비 12.6%의 양호한 성장세를 기록하였으며 하반기에도 포스코와 현대제철을 비롯한 철강업체의 설비증설로 180 억원에 달하는 산업용 감속기 발주가 예정되어 있어 상반기 매출 규모를 상회할 것으로 전망된다.

산업용 감속기 100억원의 해외 신규 수주

우림기계의 산업용 감속기 매출이 크게 증가하고 있는 것은 국내 수요회복 외에도 해외수주가 큰 폭으로 증가하였기 때문이다. 동사는 금년 2 월 미국의 설비공급업체인 Obatan Chicago Gear (OCG)로부터 63 억원의 천연가스 시추용 감속기 수주를 받았으며 금년 전체로는 OCG 로부터 100 억원의 수주가 가능할 것으로 기대하고 있다. 동사가 금년 수주한 시추용 감속기의 경우 지속성 여부에 대한 우려가 있으나 교체시기가 1 년이라는 점을 감안하면 OCG 가 감속기 공급업체를 교체하지 않는 이상 연간 100 억원의 고정적인 매출이 가능할 것으로 기대하고 있다.

풍력발전 증속기

두산중공업, 두산모트롤과 공동으로 증속기 개발

증속기는 감속기를 응용한 제품으로 풍력발전기 블레이드의 회전속도를 전기생산이 가능한 수준으로 높이는 기능을 갖고 있다. 우림기계는 지난해 두산중공업, 두산모트롤과 컨소시엄을 구성하여 풍력발전기용 증속기를 개발하였으며 현재 인증 절차가 진행 중에 있다. 두산과 공동으로 개발한 제품이라는 점 때문에 인증 절차가 성공적으로 완료되면 두산중공업으로의 납품이 기대되고 있다.

2012년 50억원 가량의 증속기 매출 기대

두산중공업은 현재 풍력발전 설비 1 기에 대해 실증 작업을 진행 중에 있으며 내년까지 제주도에 100 기의 설비를 설치할 계획으로 있다. 이 중 50 기에 대한 증속기는 이미 외국업체에 발주가 되어 있는 상황이며 나머지 50 기에 대해 우림기계가 일본 업체와 공동으로 증속기를 공급할 것으로 알려지고 있다. 우림 측에서는 인증 절차가 완료되더라도 두산중공업 입장에서 반드시 우림의 증속기를 구입해준다는 보증은 없으나 20 대 (50 억원)가량의 수주는 가능할 것으로 예상하고 있다. 동사는 대당 2 억 5 천만원 정도의 수주가격이면 20% 수준의 영업이익률을 확보할 수 있을 것으로 예상하고 있다.

풍력발전 설비시장의 장기적인 성장 가능성은 회의적

그러나 후쿠시마 원전 사고 이후 풍력이 대체 발전원으로 주목을 받았던 것은 일시적인 현상이며 풍력발전 산업의 장기적인 성장가능성이 그다지 밝지 않은 것으로 판단된다. 풍력발전은 설치비용이 비싸고 무엇보다 발전효율성이 기존의 화력이나 원자력에 비해 낮다. 이에 따라 발전효율성을 향상시킬 수 있는 생산전력 저장 및 송전 기술의 발전이 이루어지 않는다면 현재로서는 대체 발전원으로서 경쟁력이 없는 것으로 판단된다.

실적전망

산업용 감속기 매출비중 확대로 금년 2분기 실적 크게 개선

우림기계는 금년 2 분기 매출액과 영업이익이 모두 전 분기 대비 21% 증가하는 매우 양호한 실적을 기록하였다. 동사의 실적개선에 가장 큰 요인은 수익성 좋은 산업용 감속기 매출이 전 분기 대비 34% 증가하면서 매출비중이 37%에서 41%로 확대되었기 때문이다.

표 9. 분기 실적 및 향후 전망

(십억원)	1Q11	2Q11	*QoQ (%)*	*YoY (%)*	2010	2011	2012	2013
매출액	15.6	18.8	*20.6*	*65.2*	50.3	78.9	101.4	120.6
굴삭기용	9.8	11.1	*12.6*	*52.7*	31.8	49.5	65.8	82.5
산업용	5.7	7.7	*34.4*	*87.2*	18.5	29.4	35.6	38.1
영업이익	2.2	2.6	*21.0*	*112.4*	6.7	10.2	12.8	14.7
세진이익	2.3	2.9	*26.4*	*57.6*	8.0	10.7	13.7	16.0
순이익	1.8	2.4	*35.7*	*61.2*	6.4	8.5	10.9	12.8
매출비중 (%)								
굴삭기용	63.1	58.9			63.2	62.7	64.9	68.4
산업용	36.9	41.1			36.8	37.3	35.1	31.6
이익률 (%)								
영업이익	13.8	13.9			13.4	12.9	12.6	12.2
세전이익	14.7	15.4			15.9	13.5	13.5	13.3
순이익	11.4	12.8			12.8	10.8	10.8	10.6

자료: 우림기계. 리딩투자증권

해외 수주 증가가 산업용 감속기 매출 증가 견인

산업용 감속기의 2 분기 매출 내용을 살펴보면 해외 수주 증가를 반영하여 수출이 1 분기 대비 50% 이상 증가하며 전체 산업용 감속기 매출의 56%를 차지하였다. 미국 OCG 에 대한 매출 확대가 수출증가의 가장 큰 요인으로 2 분기 OCG 매출은 전 분기의 19 억원에서 두 배 이상 증가한 39 억원에 달하였다. 일부에서 산업용 감속기 내수 시장의 경쟁 심화로 우림기계의 점유율이 하락하고 이에 따라 해외시장에서의 저가 수주로 매출을 유지하는 상황이라며 OCG 수출증가와 산업용 감속기 부문 전체에 대해 우려하는 시각이 있었다. 그러나 OCG 매출이 크게 증가한 2 분기에 오히려 수익성이 소폭이나마 개선되었고 내수 매출도 1 분기에 비해 16% 증가하는 양호한 회복세를 기록한 점을 감안하면 지나친 우려라고 판단된다.

표 10. 분기별 산업용 감속기 매출 및 내수/수출 추이

(백만원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
산업용	5,013	4,129	4,363	5,014	5,750	7,727
내수	3,424	2,956	2,258	3,322	2,933	3,395
수출	1,589	1,173	2,105	1,692	2,817	4,332
매출비중 (%)						
내수	68.3	71.6	51.8	66.2	51.0	43.9
수출	31.7	28.4	48.2	33.8	49.0	56.1
영업이익률 (%)	18.1	10.8	11.2	13.7	13.8	13.9

자료: 우림기계

2011년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 57%와 52% 증가할 것으로 예상

우림기계의 2011 년 매출액은 하반기의 두산모트롤에 대한 굴삭기용 감속기 공급증가와 산업용 감속기 판매의 지속적인 회복세에 힘입어 지난 해 대비 57% 증가한 790 억원에 달할 것으로 예상된다. 영업이익은 지난 해 대비 52% 증가한 102 억원으로 예상하였다. 영업이익률은 12.9%로 상반기의 13.8%에 비해 낮은 것으로 가정하였는데 이는 하반기 들어서는 두산모트롤에 대한 공급확대로 상대적으로 수익성이 낮은 굴삭기용 감속기의 매출비중이 확대되고 감가상각이 늘어날 것으로 예상하였기 때문이다.

2012년과 2013년 매출액과 영업이익 모두 연평균 20%를 상회하는 성장세를 유지할 것으로 전망

2012 년과 2013 년에도 두산모트롤 및 우림기계의 자체적인 설비증설 효과에 힘입어 매출액과 영업이익이 연평균 20% 상회하는 높은 성장세를 유지할 것으로 예상된다. 2012 년에는 산업용 감속기 부문에서 OCG 에 대한 매출이 100 억원 수준에서 유지되고 두산중공업에 대한 풍력발전용 증속기 납품으로 50 억원의 추가적인 매출이 발생할 것으로 가정하였다. 영업이익률 면에서는 2011 년에 비해 소폭으로 하락할 것으로 예상하였는데 이는 굴삭기용 감속기 매출이 상대적으로 높은 증가율을 기록할 것으로 예상되기 때문이다. 회사측에 따르면 굴삭기용 감속기의 경우 빠르면 2012 년에도 최대 능력인 1,000 억원의 매출도 가능하다고 전망하고 있으나 보수적으로 660 억원 정도의 매출을 예상하였다.

원재료인 주물의 공급부족

동사의 생산활동과 관련해서 가장 우려되는 부분은 원료 수급 문제이다. 감속기 원재료의 25% 비중을 차지하고 있는 주물은 주요 수요처인 자동차 산업의 호조와 맞물러 공급부족 현상이 심화되고 있다. 대부분의 국내 주물 생산업체들이 영세하여 설비투자가 제대로 이루어 지지 않는 가운데 생산물량을 대형 수요처인 자동차 부품업체에 우선적으로 공급하고 있기 때문이다. 회사측에 따르면 과거에는 주로 경남지역 주물업체로부터 공급받았으나 최근에는 추가물량의 확보를 위해 경북을 비롯한 타지역으로 공급처 확대에 주력하고 있으며 심각한 생산차질은 발생하지 않을 것으로 보고 있다.

Section 9: Valuation – 목표주가 12,400 원

목표주가 12,400원

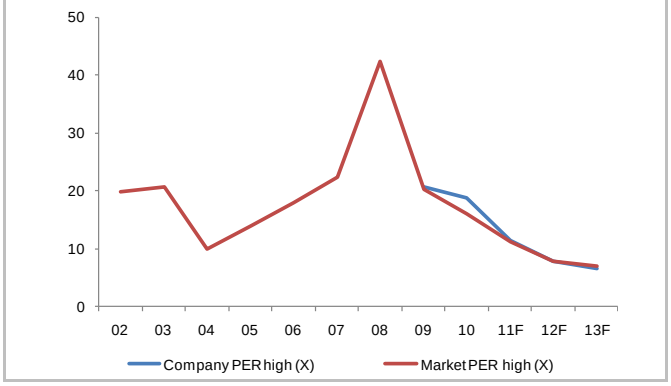
우림기계는 지난 2009 년 4 월 상장되어 주식시장 내에서의 고평가 및 저평가 추이를 판단해 볼 수 있는 장기간에 걸친 주가정보는 없다. 그러나 비록 2 년여의 짧은 기간이었지만 P/E 면에서는 시장대비 프리미엄에 거래되었다. EV/EBITDA 면에서는 2009 년의 프리미엄에서 2010 년 들어 디스카운트 되었으나 이는 일시적인 상황으로 판단되며 금년부터 매출과 이익이 크게 증가하면서 디스카운트가 해소될 것으로 예상된다. 보수적인 관점에서 2009 년 시장대비 16.9%의 프리미엄을 감안하지 않고 2011 년 예상 시장 EV/EBITDA 7.7 배를 적용하여 목표주가 12,400 원을 산정하였다.

표 11. 시장 PER 에 대한 우림기계의 고평가/저평가 비율

(배)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
우림기계 최고 PER								20.7	18.8	11.4	7.8	6.7
시장 최고 PER	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	7.8	7.0
시장대비 고평가/(저평가) 비율 (%)								**1.7**	**17.8**	**1.5**	**(0.2)**	**(4.8)**
우림기계 최저 PER								10.0	10.9	8.2	7.8	6.7
시장 최저 PER	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	8.6	7.8	7.0
시장대비 고평가/(저평가) 비율 (%)								**1.9**	**12.6**	**(4.9)**	**(0.2)**	**(4.8)**

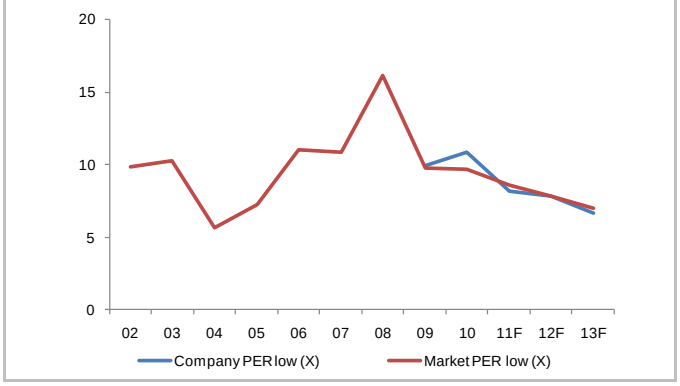
자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 20. 우림기계 및 시장 연중 최고 PER 추이



자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 21. 우림기계 및 시장 연중 최저 PER 추이



자료: FnGuide, 리딩투자증권

표 12. 시장 EV/EBITDA 에 대한 우림기계의 디스카운트 정도

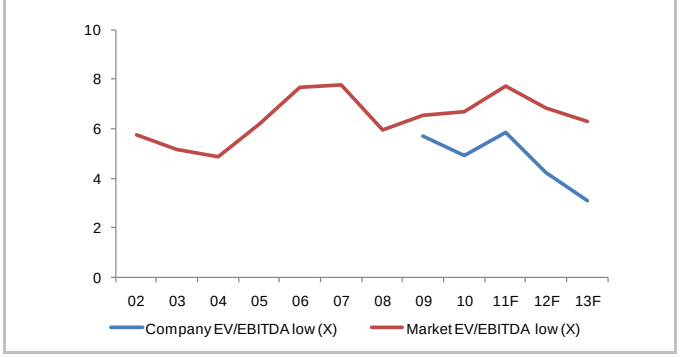
(배)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
우림기계 최고 EV/EBITDA								13.2	9.7	5.9	4.2	3.1
시장 최고 EV/EBITDA	8.7	7.9	7.1	9.8	11.3	14.2	12.3	11.3	10.3	7.7	6.9	6.3
시장대비 고평가/(저평가) 비율 (%)								**16.9**	**(5.5)**	**(23.8)**	**(38.6)**	**(50.4)**
우림기계 최저 EV/EBITDA								5.7	4.9	5.9	4.2	3.1
시장 최저 EV/EBITDA	5.7	5.2	4.9	6.2	7.7	7.8	6.0	6.5	6.7	7.7	6.9	6.3
시장대비 고평가/(저평가) 비율 (%)								**(12.8)**	**(26.2)**	**(23.8)**	**(38.1)**	**(50.4)**

자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 22. 우림기계 및 시장 연중 최고 EV/EBITDA 추이

자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 23. 우림기계 및 시장 연중 최저 EV/EBITDA 추이



자료: FnGuide, 리딩투자증권

재무제표

손익계산서

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**12.1**	**19.7**	**31.5**	**53.9**	**44.2**	**50.3**	**78.9**	**101.4**	**120.6**
매출액 증가율 (%)	N/A	63.0	59.7	71.2	(18.1)	13.9	57.0	28.4	19.0
매출원가	8.6	13.8	21.9	36.8	30.8	39.6	62.5	80.5	96.0
매출총이익	**3.5**	**5.9**	**9.6**	**17.1**	**13.3**	**10.7**	**16.4**	**20.9**	**24.6**
매출총이익율 (%)	28.9	30.0	30.5	31.7	30.1	21.2	20.8	20.6	20.4
판매관리비	**1.3**	**1.1**	**1.9**	**3.0**	**3.3**	**3.9**	**6.2**	**8.1**	**9.9**
영업이익	**2.2**	**4.8**	**7.7**	**14.1**	**10.0**	**6.7**	**10.2**	**12.8**	**14.7**
영업이익률 (%)	18.2	24.4	24.5	26.2	22.7	13.4	12.9	12.6	12.2
영업외수익	0.1	0.1	0.4	1.1	1.3	1.8	1.3	1.8	2.1
이자수익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.4	0.8	0.2	0.6	1.0
외화관련이익	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0
지분법이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	0.1	0.2	0.6	1.8	1.2	0.6	0.8	0.9	0.8
지급이자	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
외화관련손실	0.0	0.0	0.0	1.1	0.8	0.2	0.3	0.2	0.2
지분법손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	**2.2**	**4.7**	**7.6**	**13.5**	**10.2**	**8.0**	**10.7**	**13.7**	**16.0**
법인세	0.5	0.9	1.4	2.5	1.6	1.6	2.1	2.7	3.2
법인세율 (%)	24.6	19.0	18.5	18.5	15.4	19.7	20.0	20.0	20.0
당기순이익	**1.6**	**3.8**	**6.2**	**11.0**	**8.6**	**6.4**	**8.5**	**10.9**	**12.8**

대차대조표

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현금	0.2	0.3	0.4	2.0	1.9	16.0	2.6	13.4	25.1
매출채권	3.4	3.1	7.3	13.1	11.9	16.9	23.7	30.4	36.2
기타	0.3	0.6	0.6	1.0	0.9	0.5	4.0	4.0	5.0
당좌자산	4.1	4.0	8.4	16.2	29.8	36.6	30.3	47.8	66.3
재고자산	0.7	1.0	3.2	5.9	4.1	6.4	8.1	10.5	12.5
유동자산	**4.9**	**5.0**	**11.6**	**22.1**	**33.9**	**43.0**	**38.4**	**58.3**	**78.8**
투자자산	0.0	0.0	0.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
고정자산	3.0	13.5	16.6	21.8	31.2	32.6	51.2	48.0	45.0
기타	0.5	0.8	0.9	1.5	1.8	2.8	2.5	2.5	2.5
비유동자산	**3.5**	**14.3**	**17.7**	**24.4**	**34.3**	**36.7**	**55.0**	**51.8**	**48.8**
자산총계	**8.4**	**19.2**	**29.3**	**46.5**	**68.2**	**79.7**	**93.4**	**110.1**	**127.6**
매입채무	1.7	3.0	5.2	7.5	7.6	12.3	18.8	24.1	28.8
단기차입금	0.5	5.9	1.4	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성 장기차입금	0.0	0.5	0.1	2.4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
기타	0.6	1.0	3.2	5.7	1.9	3.3	4.0	4.5	4.8
유동부채	**2.8**	**10.3**	**9.8**	**16.9**	**9.4**	**15.7**	**23.0**	**28.8**	**33.8**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	2.3	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.9	0.1	2.6	0.6	0.2	0.1	1.8	2.0	2.0
퇴직급여충당금	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
비유동부채	**0.9**	**0.5**	**3.0**	**1.1**	**2.6**	**2.8**	**2.3**	**2.6**	**2.7**
부채총계	**3.8**	**10.9**	**12.8**	**18.1**	**12.1**	**18.4**	**25.3**	**31.4**	**36.5**
자본금	1.7	1.7	3.4	3.5	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	0.0	0.0	0.2	1.1	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2
이익잉여금	3.0	6.7	12.8	23.8	32.4	38.5	46.6	57.1	69.5
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(1.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
자본총계	**4.6**	**8.3**	**16.5**	**28.5**	**56.1**	**61.2**	**68.2**	**78.7**	**91.0**

현금흐름표

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
당기순이익	**1.6**	**3.8**	**6.2**	**11.0**	**8.6**	**6.4**	**8.5**	**10.9**	**12.8**
비현금성 비용의 가산	**0.8**	**1.0**	**1.9**	**3.1**	**3.1**	**5.3**	**5.7**	**6.4**	**7.0**
감가상각비	0.7	0.9	1.5	1.8	2.4	3.9	4.2	4.8	5.2
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.2	0.4	1.3	0.8	1.3	1.5	1.6	1.8
비현금성 수익의 차감	**0.0**	**0.0**	**0.2**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.4**	**0.2**	**0.1**
지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.4	0.2	0.1
운전자금의 증가(감소)	2.4	(1.3)	4.2	6.3	(3.2)	2.7	2.0	3.7	3.1
영업활동현금흐름	**1.1**	**6.3**	**4.9**	**8.3**	**10.0**	**8.5**	**11.8**	**13.5**	**16.6**
설비투자	0.5	11.4	5.1	7.2	11.8	5.8	23.5	6.0	6.0
잉여현금흐름	**0.7**	**(5.1)**	**(0.2)**	**1.0**	**(1.9)**	**2.7**	**(11.7)**	**7.5**	**10.6**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
투자자산증가	0.0	0.0	0.2	1.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
신주발행	0.0	0.0	2.0	1.0	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	1.3	5.1	(2.4)	0.4	(2.1)	0.2	(0.5)	0.2	0.0
기타	1.8	(0.1)	(0.9)	(0.1)	15.1	(11.4)	(0.4)	(5.1)	(3.3)
순현금흐름	**0.2**	**0.1**	**0.1**	**1.6**	**(0.2)**	**14.2**	**(12.3)**	**12.3**	**13.4**
기초현금	0.0	0.2	0.3	0.4	2.0	1.9	16.0	3.8	16.1
기말현금	0.2	0.3	0.4	2.0	1.9	16.0	3.8	16.1	29.5

재무안정성 지표

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동비율 (%)	171.8	47.9	118.1	130.6	358.9	273.7	167.3	202.0	233.0
당좌비율 (%)	128.0	32.6	78.4	89.4	145.7	210.0	114.5	151.9	181.3
재고보유기간 (일)	N/A	22.7	34.9	45.2	59.1	48.2	42.4	42.2	43.6
매출채권 회수기간 (일)	N/A	59.7	59.9	69.1	103.5	104.7	93.9	97.4	100.8
매입채무 지급기간 (일)	N/A	61.0	62.1	58.5	94.8	86.5	88.1	94.5	98.6
차입금 (십억원)	1.3	6.5	4.1	4.5	2.3	2.5	2.0	2.2	2.2
차입금/자기자본 (%)	0.4	0.3	0.7	2.2	17.3	19.4	2.6	13.4	25.1
순차입금 (십억원)	0.9	6.1	3.4	2.2	(15.0)	(16.9)	(0.6)	(11.2)	(22.9)
순차입금/자기자본 (%)	19.3	73.3	20.5	7.8	(26.8)	(27.6)	(0.9)	(14.2)	(25.2)
부채비율 (%)	81.4	130.4	77.9	63.5	21.6	30.1	37.1	40.0	40.1

Valuations and margins

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (배)	22.1	12.4	7.3	4.1	5.7	6.4	5.9	4.2	3.1
EPS (원)	242	569	915	1,630	955	715	950	1,215	1,423
EPS 변동률 (%)	N/A	134.8	60.8	78.2	(41.4)	(25.2)	32.9	28.0	17.1
PER (배)	39.1	16.7	10.4	5.8	9.9	13.2	10.0	7.8	6.7
BVPS (원)	688	1,239	2,449	4,229	7,130	6,804	7,573	8,740	10,115
P/BVPS (배)	13.8	7.7	3.9	2.2	1.3	1.4	1.3	1.1	0.9
주당배당금 (원)					50	50	50	50	50
배당수익률 (%)					0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	N/A	59.1	49.6	48.8	20.3	11.0	13.2	14.9	15.1
ROA (%)	N/A	27.7	25.4	28.9	15.0	8.7	9.9	10.7	10.8
매출총이익률 (%)	28.9	30.0	30.5	31.7	30.1	21.2	20.8	20.6	20.4
영업이익률 (%)	18.2	24.4	24.5	26.2	22.7	13.4	12.9	12.6	12.2
순이익률 (%)	13.5	19.4	19.6	20.4	19.5	12.8	10.8	10.8	10.6
EBITDA 이익률 (%)	24.2	28.7	29.2	29.5	28.1	21.3	18.2	17.3	16.5
ROIC (%)	N/A	39.0	36.8	46.6	24.3	13.0	14.9	15.4	17.7
WACC (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	10.5	10.6	10.1	12.3	12.4
ROIC less WACC (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	13.7	2.4	4.8	3.1	5.3

▪ 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
▪ 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
▪ 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
▪ 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
▪ 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
▪ 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved