LEADING

Mid-Cap Research

오로라 (039830 KQ)

제2의 뽀로로를 꿈꾸며

2011년 11월 28일

Analyst : 송보금
bksong@leading.co.kr
82-2-2009-7193

Leading Traffic Light: Green

오로라는...

- ✓ 글로벌 캐릭터 완구 디자인 제조 전문업체
- ✓ 주요제품은 독자적으로 디자인하고 직접 생산한 캐릭터 봉제완구
- ✓ 수출 비중 약 90%의 수출 위주 기업

Green light because:

- ✓ 저비용기획생산을 기반으로 생산성 늘리며 2012 년부터 연 15% 이상의 매출 성장
- ✓ 글로벌 브랜드 인지도가 높은 유일한 국내 완구 업체

성장 잠재력:

- ➢ 히트캐릭터 "유후와 친구들"로 캐릭터 컨텐츠 부문에 성공적 진입
- ➢ 주요 매출처인 선진시장을 기반으로 중국을 비롯한 신흥시장에서도 인지도 확대 중

경영진과 주주가치:

- ➢ 사업 초기부터 체계적인 비즈니스 모델 설립을 통해 경쟁력을 높임
- ➢ 매년 현금배당성향 30% 이상을 목표

실적 전망:

- ➢ 2010 년부터 매출 급성장 이후 2011 년 순이익은 전년대비 200% 성장을 전망
- ➢ 2010 년에 영국법인에의 투자가 완료되고 2011 년 11 월로 인도네시아 생산공장이 완공되어 향후 투자 부담이 감소될 듯

Valuation:

- ➢ 2012 년 시장 PER 8.4X 대비 30% 프리미엄을 적용한 11.0X 를 적정 PER 로 산정
- ➢ 목표주가 6,800 원 = 65.9%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 수출비중이 90%인 업체이므로 환율이 불안정해질 시 부정적인 영향이 있을 수 있음
- ➢ 그러나 수입비중이 매출의 70%로 상당부분 자연 헤징됨

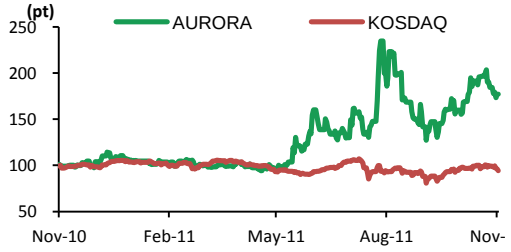
BUY

목표주가	6,800 원
현재주가	4,100 원
목표수익률	65.9%

Key Data	2011 년 11 월 25 일
산업분류	내구소비재 및 의류
코스닥	479.55
시가총액 (십억원)	44.1
발행주식수 (백만주)	10.8
외국인 지분율 (%)	0.0
52 주 고가 (원)	5,430
저가 (원)	2,185
60 일 평균거래대금 (십억원)	2.7
주요주주	(%)
노희열 외 3인	48.5
자사주	2.8

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	12.9	76.7	77.1
상대주가	16.6	77.5	82.8

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	52.9	8.3	4.5	8.5	0.9	87	(53.8)	47.3	8.30	1.9	0.7
2009	52.2	(1.2)	3.1	5.9	0.7	66	(23.8)	62.0	12.81	1.2	0.7
2010	73.6	40.9	5.6	7.6	1.6	145	118.7	28.4	7.30	2.5	0.7
2011E	74.4	1.1	7.2	9.7	4.7	434	200.5	9.4	5.98	7.1	0.6
2012E	85.6	15.1	8.8	10.3	6.6	616	41.8	6.7	4.7	9.6	0.6
2013E	98.7	15.3	10.4	10.5	8.0	739	20.0	5.5	3.8	11.0	0.6

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: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 9

Section 6: CEO 와 경영진의 의 경영철학은? 10

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 11

Section 8: 영업현황과 실적전망 12

Section 9: Valuation – 적정주가 6,800 원..... 19

핵심 투자포인트

✓ 히트캐릭터 "유후와 친구들"로 캐릭터 컨텐츠 부문에 성공적인 진입

최근 뽀로로 등 한국 고유 캐릭터를 통한 캐릭터 컨텐츠 산업이 재평가를 받으며 이에 대한 관심이 늘어나고 있다. 오로라 또한 자사의 히트캐릭터 "유후와 친구들"을 통해 해외 시장에서 긍정적인 반응을 얻고 있으며 2009 년에 제작한 애니메이션을 국내를 포함해 해외 42 개국에서 방영하고 2011 년에는 미국 제작사를 통해 2 기를 제작, 배포하는 등 캐릭터 컨텐츠 산업에 성공적으로 진입하였다. 애니메이션 방영 후 고유 캐릭터 인지도와 매출이 크게 성장해, 상장 이후 꾸준히 이어져왔던 기본적인 완구 매출 외에도 캐릭터 컨텐츠 사업을 통한 수익의 성장이 기대되고 있는 상태이다. (페이지 12)

✓ One Stop Solution: 저비용기획생산 모델을 가진 국내 유일한 완구업체

동사는 글로벌 완구업계 중 유일하게 시장조사, 제품 디자인 개발, 생산, 판매의 모든 프로세스를 총괄하는 원스탑솔루션 비즈니스 모델을 보유하고 있다. 디자인 개발과 마케팅은 한국의 본사가 총괄하고 미국, 영국, 홍콩의 판매법인에 접수되는 주문은 본사를 통해 인도네시아, 중국 등의 저임금 제조법인으로 전달되는 시스템이다. 일찍부터 저비용기획생산 시스템을 체계화시켜 탄탄한 기반을 마련하였고 또한 개별적 마켓리서치를 통해 각각의 시장 니즈에 맞춘 상품을 적기에 개발하고 개별적인 고객 니즈에 맞춘 디자인 개발과 전환, 마케팅이 가능하다. OEM 제품 판매만을 전문으로 하는 타 경쟁사들은 신제품 소개에 있어 시장 트렌드에 다소 반응이 늦는 경향이 있으나 동사는 적기에 시장 트렌드에 맞는 제품을 생산할 수 있다. 이러한 경쟁력을 통해 동사는 완구구매력이 높은 선진시장에서도 통용되는 제품을 생산하고 있다 (페이지 15).

✓ 생산기반 관리를 통한 비용절감 경쟁력

동사는 인도네시아와 중국에 생산법인을 두어 저비용 생산을, 완구 시장이 상대적으로 큰 미국과 유럽 쪽에 판매법인을 두어 수출 위주인 동사 사업 체계를 뒷받침하고 있다. 또한 생산기지 관리를 통해서도 타사보다 나은 경쟁력을 보인 바 있는데, 대표적인 완구 생산국인 중국의 인건비가 상승하며 완구업계 생산기반이 큰 타격을 받는 와중 동사는 중국 공장을 미리 인건비가 아직 저렴한 내륙 쪽으로 이전해 인건비 상승의 영향을 적게 받았다. 현재 동사는 중국 법인과 인도네시아 법인의 생산 비중을 5:5 로 조정해 Production Hedge 를 하고 있으며, 현재 인건비가 보다 저렴한 인도네시아 측에 공장을 증설하고 있다. (페이지 16).

✓ 2012 년 중국시장 진출을 통해 또 한번의 외형 성장 도모

동사의 주요 매출처인 선진시장 외에도 BRICs 로 대표되는 신흥시장의 완구소비 증가율이 크게 늘어나고 있는 중이다. 동사 또한 3Q11 기준으로 2010 년의 6.1%에서 10.4%로 늘어난 러시아 수출 비중 증가에 더해 중국으로의 본격적인 진출을 계획하고 있다. 2010 년 상하이 엑스포에서 "유후와 친구들" 캐릭터 완구에 호응이 컸던 것을 발판으로 2011 년 6 월 상하이에서 직영매장을 열었으며 그 외 베이징에서도 백화점 매장에 들어갔다. 동사는 2012 년 내에 중국 내 점포 수를 20 곳까지 늘릴 예정이며, 최근 몇 년간 중국 완구시장의 성장률이 30% 가까이 증가한 것을 감안하면 중국 진출은 또 한번의 외형 성장 계기가 될 수 있다고 생각된다. 중국 관련 매출은 2012 년 1 월부터 가시화될 예정이다. (페이지 17-18).

✓ 목표주가 6,800 원은 65.9%의 상승여력

2010 년부터 시작된 매출 성장은 2012 년의 중국시장 진출, 그 외 신흥시장과 유럽에서의 점유율 확대를 통해 2013F 까지 이어질 것으로 예상된다. 2011 년 실적은 3 분기의 예상보다 부진한 실적으로 인해 연초 예상치를 하회할 것으로 보이나 3Q11 까지의 누적순이익이 이미 2010 년 연간순이익을 118% 상회하였기에 연간순이익 성장세에는 큰 문제가 없을 것으로 보인다. 2009 년부터 받아온 시장대비 프리미엄과 향후 동사의 성장성과 수익성을 감안해 2012 년 시장 PER 대비 30% 프리미엄을 적용한 PER 11.0X 이 적정하다고 판단한다. 따라서 PER 11.0X 를 2012F EPS 616 원에 적용해 적정주가 6,800 원을 산정하며, 이는 현재 주가 기준으로 65.9%의 상승여력이 있다 (페이지 19).

Section 1: 기업 Snapshot

글로벌 캐릭터 완구 업체

2001년도 상장한 캐릭터 완구 디자인 업체

오로라는 1981 년도에 설립되어 2001 년도에 상장한 캐릭터 완구 디자인 전문 업체이다. 자사에서 디자인 개발, 제조한 캐릭터 완구를 판매하고 있다. 동사의 주요 상품은 직접 디자인한 봉제완구(Plush Toy)로, 곰인형을 비롯한 각종 동물인형을 판매하고 있지만 크게 주력하고 있는 것은 개별적인 컨셉과 캐릭터를 부여한 캐릭터 완구(Character Toy)이다.

가장 잘 알려진 히트캐릭터는 2009 년 애니메이션으로 제작되어 2010 년에 해외 42 개국에 방영되었고 2010 년 완구 매출 비중의 20%를 차지한 "유후와 친구들(Yoohoo & Friends)"이다.

동사는 총 매출액 중 미국의 비중이 약 42%, 유럽이 약 30%를 차지하고 총 수출판매 비중이 89.5%인 수출 위주 기업으로, 완구구매력이 높은 미국과 유럽을 주요 시장으로 삼고 있다.

도표 1. 오로라 완구 상품

Source: Company data, Leading Research Center

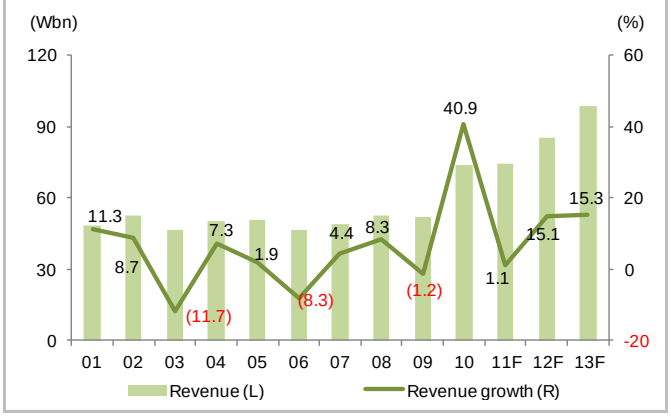
동사는 상장 이후 2009년까지 매출액의 큰 증감없이 400억원에서 500억원 내외의 매출을 이어왔으나, 2010년 "유후와 친구들"의 히트와 오로라 브랜드의 전체적인 가격 상승에 힘입어 전년대비 40.9%의 큰 매출 성장을 보였다.

2011년 매출액은 연초 예상을 하회할 듯 보이나 연간순이익은 전년대비 200% 성장할 듯

2011년에는 불안정한 환율 때문에 3분기 매출액이 예상을 하회하며 연초의 기대치에는 다소 미치지 못하는 매출 실적을 보일 것으로 예상된다. 그러나 3Q11까지의 누적 순이익 약 36억원이 이미 2010년 연간 순이익을 131% 상회하고 있어 순이익은 2010년의 118.7% YoY 성장에 이어 2011년에는 200%에 가까운 큰 증가를 보일 것으로 전망된다. 4Q11에는 크리스마스와 설날 등 완구업계의 성수기가 있어 추가적인 실적 상승 기대감이 높은 상태이기도 하다.

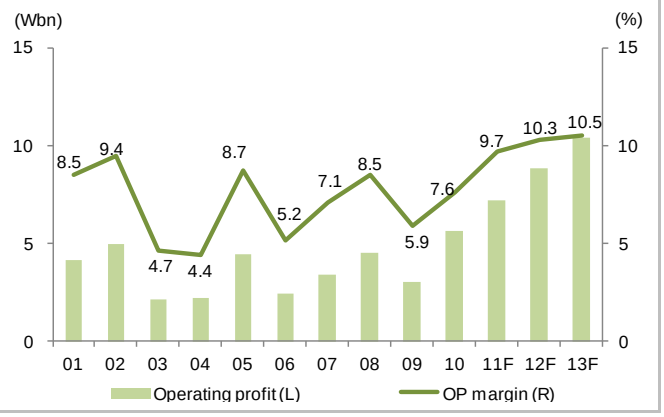
이후 2012~2013F에는 주요 시장인 유럽, 미국에서의 견조한 매출 유지와 2012년부터 가시화될 중국에서의 매출 증가에 힘입어 15% 내외의 매출 성장률과 꾸준한 영업이익, 순이익의 성장이 예상된다.

도표 2. 매출액 및 매출증가율 추이



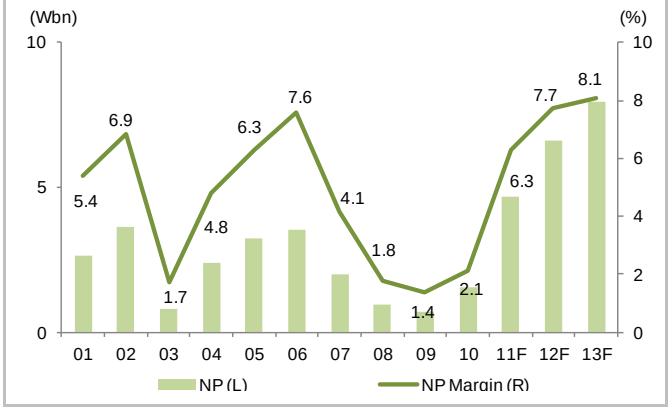
Source: Company data, Leading Research Center

도표 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



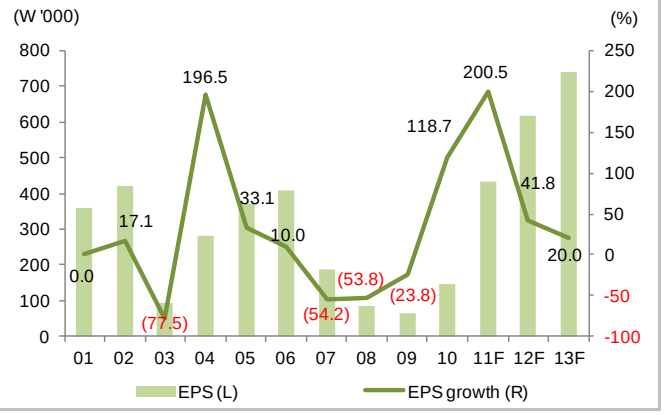
Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. 순이익 및 순이익률 추이



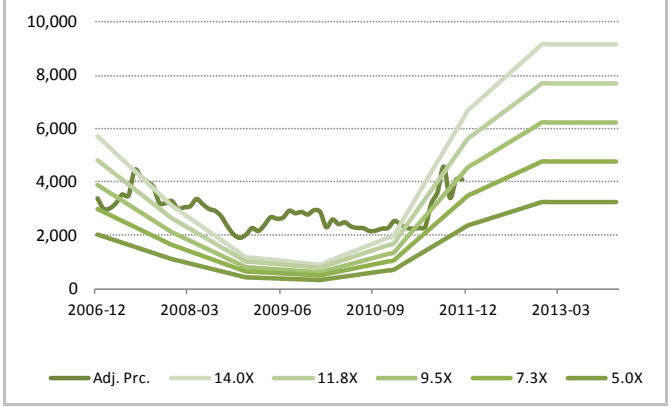
Source: Company data, Leading Research Center

도표 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



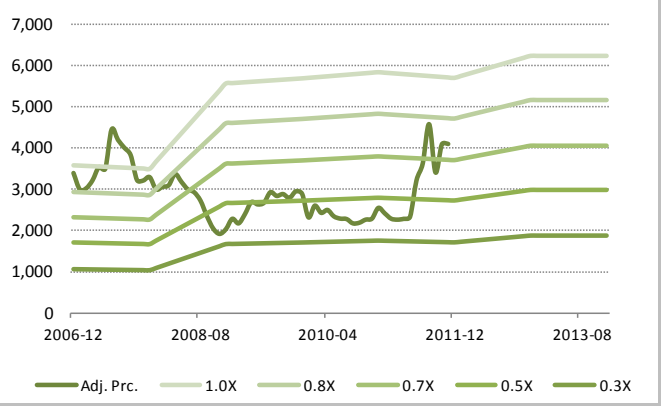
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. PER Band



Source: FnGuide

도표 7. PBR Band



Source: FnGuide

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

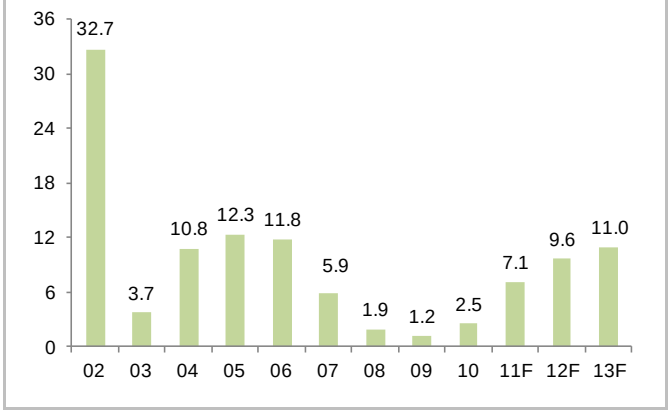
2009 년을 저점으로 ROE 개선 시작

2010년부터 ROE 상승세

동사는 2000 년 이후 꾸준한 흑자로 자본금이 지속적으로 증가하였다. 그러나 2006 년부터 환차손, 이자비용, 투자비용 증가로 인한 수익성 하락으로 인해 ROE 가 하락을 지속하고 있었다. 금융위기 여파로 인해 사상 최소 순이익과 ROE 를 보였던 2009 년을 저점으로 2010 년 순이익이 118.7% YoY 증가하는 등 실적이 크게 향상되며 ROE 또한 다시 상승세를 보이고 있다.

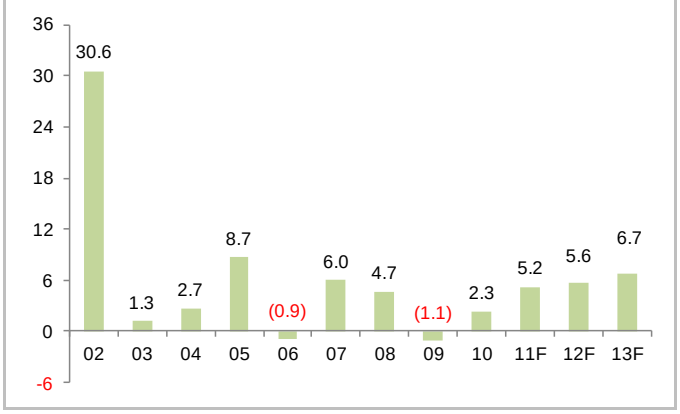
실적 향상의 주요 요인은 세계 경기의 호전과 동사 히트캐릭터의 선전 덕에 주로 완구 구매력이 높은 선진 시장에서 매출이 크게 늘었기 때문이다. 더욱이 2010 년 말에는 영업외비용에서 많은 비중을 차지했던 영국법인에의 투자(지분율 확대)가 완료되어 2011 년부터는 순이익 마진이 2010 년에 비해 개선될 것으로 보이며, 2013F 에는 하락기 이전의 수준에 가까운 11% 내외까지 개선될 것으로 전망된다.

도표 8. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 9. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

2011 년부터 ROIC 상승세 전망

2011년부터 value creation 상승세 예상

동사는 매출액 중 약 20%가 환율에 노출되어 있는 관계로 환율이 불안정한 시기에는 이익에 부정적인 영향이 있다. 환율 변화와 영업활동 관련 부채의 증감 등에 따라 영업이익의 추이가 불규칙한 모습을 보이고 있으며, 따라서 ROIC 또한 직접적인 영향을 받고 있다.

2009 년에는 세계경제 불황의 여파로 수익성이 저조해 ROIC 가 전년의 11.6%에서 4.5%로 크게 줄었다. 반면 WACC 는 예년과 비슷한 수준을 유지해 value creation 이 이루어지지 못했다. 그러나 이후 2010 년에는 영업이익이 전년대비 82.7% 늘어나 다시 플러스 권내에 들어섰다.

향후 2011E~2013F 에는 2010 년부터 시작된 실적 개선세가 지속되고, "유후와 친구들"의 애니메이션 제조 비용 및 투자 비용 등이 줄어들 것으로 보여 기본적인 value creation 이 꾸준히 상승세를 유지해 ROIC less WACC 가 7% 내외까지 성장할 것으로 예상된다.

Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

잉여현금흐름 개선세

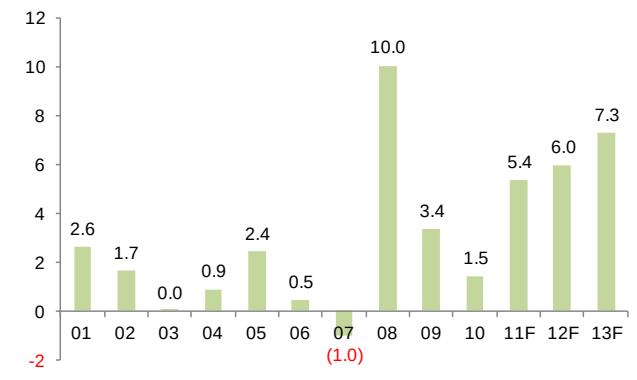
2009년도 이후 양호한 현금흐름 예상

동사의 FCF 는 2007 년까지 비교적 낮은 수준을 유지하고 있었다. 예외적으로 2008 년에는 비현금지출비용의 증가와 영업활동에 의한 자산 및 부채의 증가로 인해 100 억원 상당의 높은 FCF 를 창출했다. 이후 2009 년에는 순이익 저조, 2010 년에는 capex 증가로 인해 다시 하락세를 보였으나, 이를 감안해도 각각 34 억원, 15 억원의 무난한 실적이었다.

영국법인 투자 완료, 전체적인 외형 성장에 따른 수익성 개선

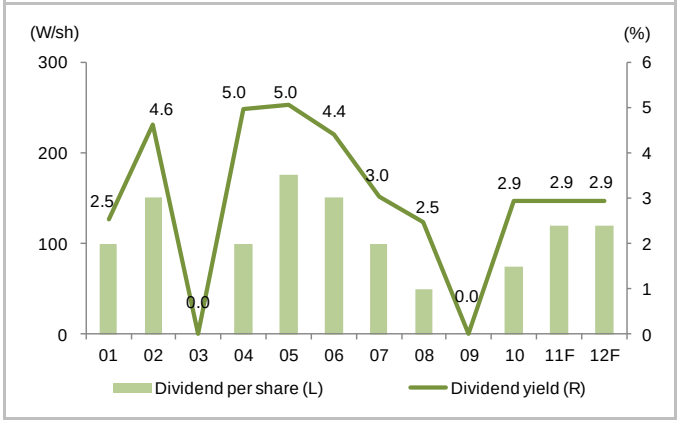
향후 2011 년부터는 영국법인에의 투자 완료, 전체적인 매출 증가에 따른 순이익 개선에 의해 기본적인 FCF 가 크게 개선될 것으로 전망되며, 2013F 까지 50 억원 ~70 억원 대의 양호한 FCF 창출을 지속할 것으로 예상된다.

도표 10. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 11. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

동사의 주당배당금은 순이익 추이를 직접적으로 따르고 있는데, 그에 따라 순이익이 10 억원 이하였던 2003 년과 2009 년에는 배당금 지급이 없었다. 순이익이 20 억원으로 양호한 편에 속했던 2007 년에 주당배당금이 오히려 줄어들었던 것은 추가상장으로 인해 총 주식수가 약 864 만주에서 약 1,076 만주 정도로 늘어났기 때문이다.

배당수익률은 2% 내외로 상당히 낮지만 현금배당성향은 2005년 이후부터 꾸준히 30% 이상

동사의 현금배당성향은 상당히 높은 편으로 2008 년에는 57.2%, 2010 년에는 47.2%였다. 그 이전에도 2009 년처럼 순이익 실적이 매우 부진할 때를 제외하면 꾸준히 30% 이상의 현금배당성향을 보여왔다. 2011 년에도 당기순이익의 30% 이상의 배당금 지급을 고려하는 중이다. 배당수익률은 2%~3% 내외이며 향후에도 비슷한 수준을 유지할 것으로 보인다.

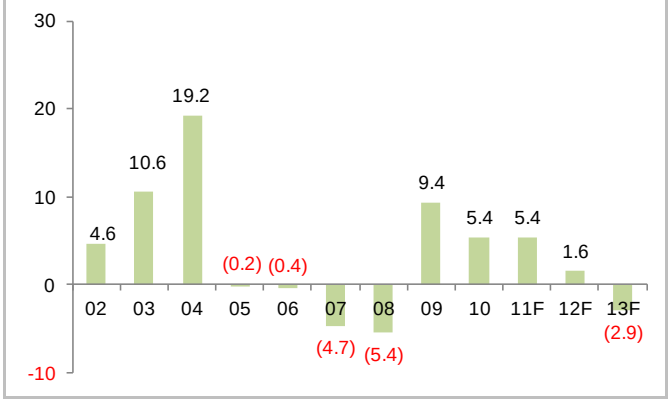
Section 4: 차입금과 이자의 관리능력은?

차입금과 이자부담은 미미함

2011E 순차입금비율 5.4% 유지 전망
부채 총계액도 크게 변하지 않을 것

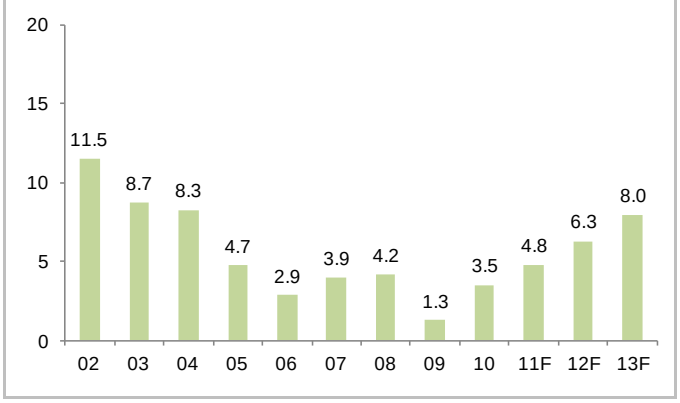
동사의 2010 년 기준 순차입금비율은 5.4%로 비교적 무난한 모습을 보이고 있다. 2011 년 들어 장기차입금이 50 억원 증가해 순차입금액이 다소 증가하였다. 그러나 향후에는 꾸준한 수익성 개선에 따라 현금성자산의 증가와 순차입금의 감소가 예상되며 2013F 에는 순차입금비율이 마이너스 권에 들어설 것으로 보인다.

도표 12. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 13. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

표 1. 차입금과 이자보상비율

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	7.1	7.8	9.0	7.1	3.7	3.8	20.2	23.0	20.3	18.8	16.9	14.4
현금과 현금성 자산	6.1	5.5	4.6	7.1	3.8	5.5	23.4	17.2	16.9	15.1	15.8	16.6
순차입금	1.0	2.3	4.4	(0.1)	(0.1)	(1.8)	(3.3)	5.8	3.4	3.7	1.1	(2.2)
순차입금/총자본 (%)	4.6	10.6	19.2	(0.2)	(0.4)	(4.7)	(5.4)	9.4	5.4	5.4	1.6	(2.9)
이자비용	0.4	0.3	0.3	0.9	0.8	0.9	1.1	2.4	1.6	1.5	1.4	1.3
이자보상배율 (배)	11.5	8.7	8.3	4.7	2.9	3.9	4.2	1.3	3.5	4.8	6.3	8.0

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

2007 년 212 만주 추가상장 이후 증자 없어

주식발행으로 62억원 조달

동사는 2007 년 212 만주를 추가상장하여 약 62 억원을 조달했다. 이후 증자는 없었으며, 현재 시점에서 증자 계획은 없다.

표 2. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '01-10
납입자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
주식발행초과금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
주식발행으로 인한 조달금	**8.3**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**6.2**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**14.4**

Source: Company data

2002 년 BW 발행, 2007 년 만료

동사는 2002 년 11 월 5 년 만기로 BW 를 발행한 바 있다. 이후 2007 년 11 월에 워런트가 만료되었다. 현재로서는 또 다른 BW 발행 등은 고려하고 있지 않은 상태이다.

Section 6: CEO 의 경영철학은?

체계적인 영업 시스템 위에 글로벌 시장 중시의 경영 전략

오로라의 노희열 회장은 회사 창립자이자 최대 주주로 현재 44.6%의 지분을 보유하고 있다.

사업초기부터 저비용기획생산의 체계적인 비즈니스 모델 보유

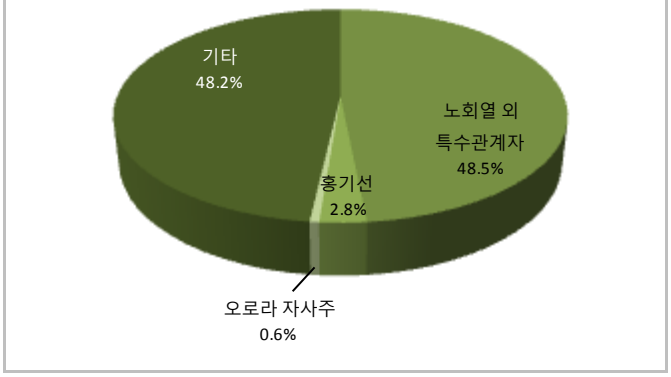
오로라는 사업 초기부터 완구구매력이 높은 미국과 유럽을 목표 시장으로 삼고 비용이 낮은 신흥국에 제조 공장을 두는 등 일찍부터 저비용 기획생산의 기틀을 마련해 기초적인 경쟁력을 확보했다. 또한 단순히 완구를 제조하는 것이 아니라 독자적인 디자인과 캐릭터 개발을 추구하고, 개별적인 시장조사로 트렌드를 발빠르게 맞추며 경쟁력을 높였다.

이러한 비즈니스 시스템 체계화와 고유 브랜드 개발의 노력으로 인해, 70~80 년대 큰 봉제완구 수출국이었던 한국의 완구업계가 대부분 중국이나 인도네시아로 옮겨지며 크게 쇠퇴한 상태에서도 동사만이 확실한 글로벌 기업으로 거듭날 수 있었던 것으로 보인다.

사업다각화를 위한 노력이 계속됨

현재의 CEO 홍기선 대표이사 또한 글로벌 시장을 중시한 경영철학 하에 동사를 운영하고 있으며, 고유 캐릭터의 디자인에서 한발 더 나아가 고유 캐릭터 관련의 애니메이션 및 게임 제작 등을 시도하며 캐릭터 컨텐츠 사업으로의 확장을 바라보고 있다.

도표 14. 주주구성 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 15. CEO 프로파일

홍기선 대표이사

Period	경력
2008~현재	오로라 대표이사
2000 년	오로라 미주본부장
1994 년	오로라 마케팅 담당이사
1986 년	오로라 마케팅부 재직

Source: Company data

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도

전체 매출의 약 20%가 환율에 노출, 환율 1% 변동 시 영업이익 2.7% 증감

동사는 전체 매출의 약 90%가 해외에서 발생하지만 COGS 와 인건비 또한 전체 매출액 대비 약 70% 정도의 지출이 외화로 이루어지고 있어 자동적으로 hedge 되고 있다. 환율변동에 노출되는 매출 비율은 평균적으로 20% 내외이다. 아래 단순 환율 민감도 계산에서 보여주는 바와 같이 원달러 환율이 1% 변화 시 동사의 영업이익은 2011년을 기준으로 2.7% 증감한다.

표 4. 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)	71.1	73.7	74.4	75.1	77.7
영업이익(십억원)	5.6	6.3	6.5	6.6	7.3
순이익(십억원)	3.7	4.4	4.6	4.8	5.5
주당순이익(원)	344	409	425	441	507
PER	11.9	10.0	9.6	9.3	8.1
매출액 증가율(%)	(4.5)	(0.9)	0.0	0.9	4.5
영업이익 증가율(%)	(13.5)	(2.7)	0.0	2.7	13.5
순이익 증가율(%)	(19.2)	(3.8)	0.0	3.8	19.2
주당순이익 증가율(%)	(19.2)	(3.8)	0.0	3.8	19.2

Source: Company data, Leading Research Center

표 5. 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)	81.4	84.4	85.2	86.0	89.0
영업이익(십억원)	7.3	8.1	8.3	8.5	9.3
순이익(십억원)	5.4	6.2	6.4	6.6	7.4
주당순이익(원)	505	579	598	616.2	690.3
PER	8.1	7.1	6.9	6.6	5.9
매출액 증가율(%)	(4.5)	(0.9)	0.0	0.9	4.5
영업이익 증가율(%)	(12.1)	(2.4)	0.0	2.4	12.1
순이익 증가율(%)	(15.5)	(3.1)	0.0	3.1	15.5
주당순이익 증가율(%)	(15.5)	(3.1)	0.0	3.1	15.5

Source: Company data, Leading Research Center

표 6. 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)	93.4	96.9	97.8	98.7	102.2
영업이익(십억원)	8.9	9.8	10.1	10.3	11.2
순이익(십억원)	6.7	7.7	7.9	8.1	9.0
주당순이익(원)	625	711	732	754.0	840.0
PER	6.6	5.8	5.6	5.4	4.9
매출액 증가율(%)	(4.5)	(0.9)	0.0	0.9	4.5
영업이익 증가율(%)	(11.5)	(2.3)	0.0	2.3	11.5
순이익 증가율(%)	(14.7)	(2.9)	0.0	2.9	14.7
주당순이익 증가율(%)	(14.7)	(2.9)	0.0	2.9	14.7

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 영업현황 및 실적전망

기업개요

수출 위주의 글로벌 캐릭터 완구 업체

오로라는 1981년도에 설립되어 2001년도에 상장한 캐릭터 완구 디자인 전문업체로 자사에서 디자인 개발, 제조한 캐릭터 완구를 판매하고 있다. 동사는 총 수출판매 비중이 약 90%인 수출 위주 기업으로, 2010년 기준 총 매출액 중 미국의 비중이 약 40%, 유럽이 약 30%이었으나 2011년에는 유럽의 금융위기 사태로 인해 유럽 비중이 16% 대까지 감소하였다. 지금까지 동사의 주요 시장은 세계 최대의 완구시장이기도 한 미국(세계완구 매출비중 41.6%)과 유럽(세계완구 매출비중 30%) 이었으나, 최근 신흥시장의 경제 발전에 따라 판매지역 다양화와 해당 지역에서의 점유율을 늘리려 하고 있다.

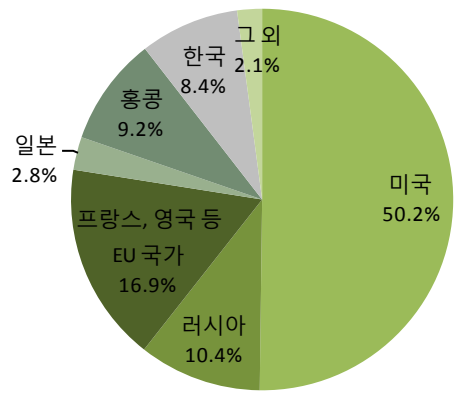
업계 유일의 마켓리서치-상품 디자인개발-생산-판매의 수직계열화 비즈니스 모델 보유

동사의 가장 특기할 만한 점은 시장조사, 디자인 개발, 제조, 판매, 고객관리 등 모든 프로세스를 동사가 총괄하는 원스탑솔루션(One Stop Solution) 모델을 보유하고 있다는 것이다. 개발, 생산, 판매의 수직계열화를 통해 저비용 기획생산과 고객의 요구에 맞춘 제품 생산의 기반을 마련하였다. 완구 업계에서 이런 사업 모델을 보유한 업체는 동사가 유일하며, 타사의 경우 대부분 OEM 제품에 자사의 상표를 붙여 파는 마케팅 회사에 불과하다.

주요 상품은 캐릭터 봉제완구

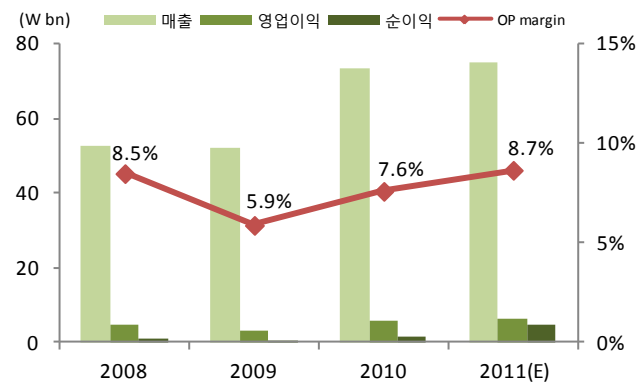
동사의 주요 상품은 직접 디자인한 봉제 완구(Plush Toy)로 완구 매출 비중은 총 매출액의 90% 이상이며 수출의 약 85%를 자체 브랜드로 판매하고 있다. 부수적으로 신소재원단 수출, 캐릭터 라이센싱 수수료 등으로도 이익을 내고 있다. 동사는 곰인형을 비롯해 각종 동물인형 등의 클래식한 봉제완구 또한 판매하고 있지만 크게 주력하고 있는 것은 개별적인 컨셉과 캐릭터를 부여한 캐릭터 완구(Character Toy)이다. 가장 잘 알려진 히트캐릭터는 2009년 애니메이션으로 제작되어 2010년에는 해외 42개국에도 방영되었고, 2010년 완구 매출 비중 20%를 차지한 "유후와 친구들(Yoohoo & Friends)" 이다.

도표 16. 지역별 완구매출비중 (3Q11 기준)



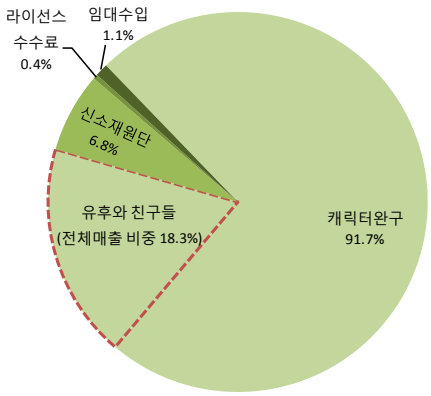
Source: Company data, Leading Research Center

도표 17. 연간 매출 및 영업이익 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 18. 상품별 매출비중 (2010 년 기준)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 19. 히트캐릭터 "유후와 친구들"

Source: Company data

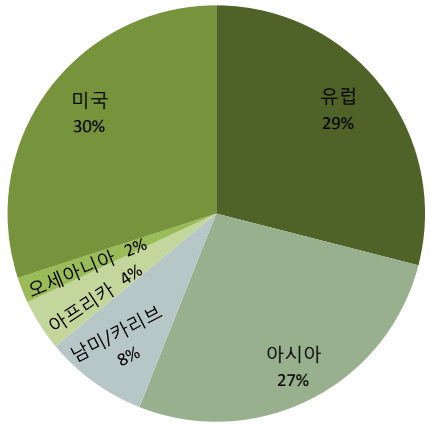
글로벌 완구 산업 전망

세계완구시장 규모 전망: 안정적

2012년 세계완구시장 규모 800억~840억 달러로 안정적 성장 전망

동사의 간판 상품은 전체 매출의 약 90%를 차지하고 있는 캐릭터 봉제완구로, 주요 고객층은 1세~6세의 저연령 아동들이다. 저연령 아동들의 경우 가지고 놀 수 있는 장난감의 종류가 상대적으로 한정되어 있으므로 완구시장 자체의 급격한 축소 가능성은 매우 적다. 또한 주요 고객인 아동 인구가 존재하는 이상 비교적 안정적인 매출 지속과 성장이 예상된다. 미국의 리서치기관 NDP Group 에 따르면 세계완구시장규모는 2008년 기준 약 770억 달러이며, 2012년에는 $800~840억 달러로 성장할 전망이다.

도표 20. 세계완구시장 지역별 비중 (2008 년 기준)



Source: NDP Group

도표 21. 세계완구시장 규모 전망 ($bn)

Source: NDP Group, 한국완구공업협동조합, Leading Research Center

선진시장에서 아동인구 증가 추세

최대 시장인 미국에서 아동인구 증가 추세

세계완구매출의 지역별비중은 미국이 약 30%를, 유럽이 29%를 구성하고 있어 전체 규모의 60% 가량이 선진시장에 치중되어 있다. 또한 미국과 유럽의 아동 인구가 전체의 약 9%에 지나지 않는데도 세계완구소비의 57%를 차지하고 있다. 지금까지 완구시장은 철저히 선진시장 위주였던 셈이다.

이러한 미국 등의 선진시장에서 아동 인구의 증가가 전망되며 긍정적인 신호를

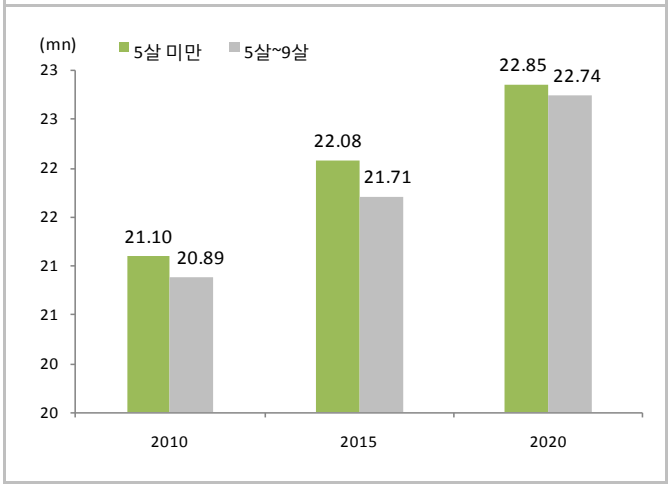
보내고 있다. 미국 통계국(Census Bureau)에 따르면 향후 2015년까지 5살 미만의 아동 인구는 약 4.6% 증가가 예상되며, 5살에서 9살까지의 아동 인구는 약 3.9% 증가할 전망이다. 그 뒤 2015년에서 2020년 사이에도 각각 3.5%, 4.8% 증가가 예상되고 있다. 지금까지 선진시장의 완구소비량이 컸으며 앞으로도 상당기간 큰 비중을 차지할 것을 감안하면, 아동인구의 꾸준한 증가는 완구시장의 안정적인 성장을 뒷받침 할 것으로 보인다.

2010년 미국 Plush Toy 매출증가율, 완구 품목 중 최대

봉제완구는 2010년 미국 완구품목별 매출증가율 1위 제품

동사의 주요 제품 품목인 봉제완구는 전통적인 완구(traditional toy)에 가깝다. 일견 컴퓨터 게임이나 전자 완구 등 최신식 완구에 비해 인기가 떨어지고 있다는 인식을 가지기 쉬우나 실제로는 주로 저연령 아동들을 상대로 꾸준한 매출을 보이고 있다. 실제로 세계 최대 완구시장인 미국의 2010년 완구품목별 매출증가율 중 봉제완구의 증가율은 18%로, 전체 1위를 차지했다.

도표 22. 미국 아동인구 전망



Source: U.S. Census Bureau

도표 23. 2009, 2010 미국 완구매출 비교 ($bn, %)

완구 종류	2009	2010	증가율
Plush	1.46	1.73	18.5
Building Sets	1.08	1.22	13.0
Outdoor Toys	2.61	2.83	8.4
Infant/Preschool	3.02	3.20	6.0
Dolls	2.62	2.77	5.7
Arts & Crafts	2.77	2.78	0.4
Games/Puzzles	2.37	2.17	(8.4)
Action Figures	1.61	1.37	(14.9)
Youth Electronics	0.71	0.56	(21.1)
Total Traditional Toy Industry	21.46	21.78	1.5
Total Video Games	19.70	18.58	(5.7)

Source: Toy Industry Association (U.S)

신흥시장 확대: 완구소비 증가 전망

신성장동력 – 신흥시장의 완구소비 증가

선진시장 외에도, 최근 BRICs 로 대표되는 신흥시장의 전반적인 경제상황이 크게 개선되며 완구소비 증가율이 크게 늘어나고 있는 중이다. 2009년 금융위기로 인해 유럽과 미국에서의 매출증가율이 감소하는 상황에서도 비교적 지속적인 증가를 보이기도 했다. 현재 신흥시장의 완구소비 증가율은 세계 평균을 크게 넘어서고 있는 상태이다. 특히 중국 내 리서치 그룹에 따르면 최근 몇 년간의 중국 완구시장 성장률은 거의 30% 가까이 될 것이라고 추정되고 있다. 이러한 신흥시장의 성장은 세계완구시장 규모에도 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예상된다.

투자포인트

One Stop Solution: 시장 트렌드에 맞는 제품 생산 가능

타사에 비해 강한 경쟁력: 수직계열화 모델을 통해 저비용 기획생산이 가능

동사는 글로벌 완구업계 중 유일하게 시장조사, 제품 디자인 개발, 생산, 판매의 모든 프로세스를 총괄하는 원스탑솔루션 비즈니스 모델을 보유하고 있다. 디자인 개발과 마케팅은 한국의 본사가 총괄하고, 미국, 영국, 홍콩의 판매법인에 접수되는 주문은 본사를 통해 인도네시아, 중국 등의 저임금 제조법인으로 직접 전달되어 판매법인의 매출은 본사의 매출로, 제조법인의 지출은 본사의 지출로 계산된다. 이러한 저비용 기획생산의 체계 위에 전세계 45,000여개의 리테일러를 통해 상품을 판매하고 있다.

개별적 마켓리서치와 각각의 시장 니즈에 맞춘 상품 개발

자체 생산 없이 OEM 제품 판매만을 전문으로 하는 타 경쟁사들은 신제품 소개에 있어 시장 트렌드에 다소 반응이 늦는 경향이 있다. 그러나 동사는 자체 시장조사 – 디자인 개발 – 판매를 전부 해내기 때문에 적기에 시장 트렌드에 맞는 제품을 생산하고 있다. 또한 각 지역별 시장 트렌드의 차이를 감안, 개별적인 고객 니즈에 맞춘 디자인 개발과 전환, 마케팅이 가능하며 제품에 대한 고객의 반응에도 발 빠른 대응을 할 수 있다.

이러한 동사의 경쟁력은 각종 Global Fair(완구박람회)에서도 좋은 평가를 받고 있다. 보통 1월 중순~2월 말 사이에 전세계 각국에서 개최되는 Fair 는 완구업체의 하반기 실적에 큰 영향을 미치는데, 트렌드에 재빨리 반응해 신제품을 내놓는 오로라는 좋은 반응을 얻고 있다.

쇠퇴한 한국 봉제완구 vs. 살아남은 오로라

70~80년대 큰 봉제완구 수출국이었던 한국의 완구업계는 대부분 중국이나 인도네시아로 옮겨져 크게 쇠퇴한 상태이다. 그 중에서 동사 만이 확실한 글로벌 기업으로 거듭날 수 있었던 것은, 이렇듯 일찌감치 비즈니스 시스템을 체계화시키고 개별적인 시장조사와 고유 브랜드 개발에 힘을 쏟았기 때문으로 보인다. 그 결과 완구구매력이 높은 선진시장에서도 통용되는 제품을 생산 가능하게 되었다.

글로벌 브랜드 인지도 강화

미국시장 내 브랜드 인지도 2위, 하반기 실적에 영향 미치는 Global Fair 에서도 좋은 반응

동사는 이전부터 국내시장에서보다 해외시장에서 판매를 늘리며 인지도를 높여왔다. 미국의 선물(Gift) 선호도 조사기관인 Gift Beat 에 따르면 세계에서 가장 큰 완구시장인 미국에서 2008년, 2009년에는 브랜드 인지도 3위를, 2010년에는 2위를 달성하며 해외시장에서 확실히 자리매김했다.

히트캐릭터 "유후와 친구들"을 통해 국내외 매출액 상승

특히 2008년 초에 자체 개발해 출시한 캐릭터 "유후(Yoohoo)"를 주인공으로 삼은 애니메이션 "유후와 친구들(Yoohoo & Friends)"이 2009년 제작되어 그 후 2010년까지 국내를 포함해 미국, 유럽, 아랍 등 42개국에서 방영되었다. 개당 $7~$15인 "유후와 친구들"은 동사의 히트캐릭터로써 2010년 총매출의 20%를 차지해 2010년 말 기준 누적판매량은 약 1,500만 개 이상이다. 2011년에는 "유후와 친구들"의 2기가 미국에서 제작되어 방영되기도 하였다. 또한 "유후와 친구들" 애니메이션 제작처럼 동사의 캐릭터들을 활용한 각종 라이센싱, 머천다이징을 활성화시켜 컨텐츠 사업과 게임 사업의 확장을 추진하고 있다.

한편 국내시장에서의 매출 또한 강화되는 중이다. 2010년 국내 매출액은 전년대비 53% 증가 하고 내수 비중은 약 3%p 상승하는 등 내수 비중이 증가하고 있다. 이는 1) 이마트, 홈플러스 등 대형유통업체를 판매 채널로써 확보함에 따라 안정적인 내수 성장이 가능하게 된 것과 2) 애니메이션 방영,

오로라 KINTEX 체험전 등 다양한 브랜드마케팅을 통해 인지도를 확대한 덕이라고 볼 수 있다. 동사는 향후 히트캐릭터의 지속적인 개발과 함께 내수시장과 신흥시장 확대 전략을 고수할 방침이다.

글로벌 네트워크: 생산기반 관리를 통한 비용절감 경쟁력

글로벌 네트워크:
중국, 인도네시아의 생산법인
미국, 영국, 홍콩의 판매법인
저비용 생산 – 중고가 판매

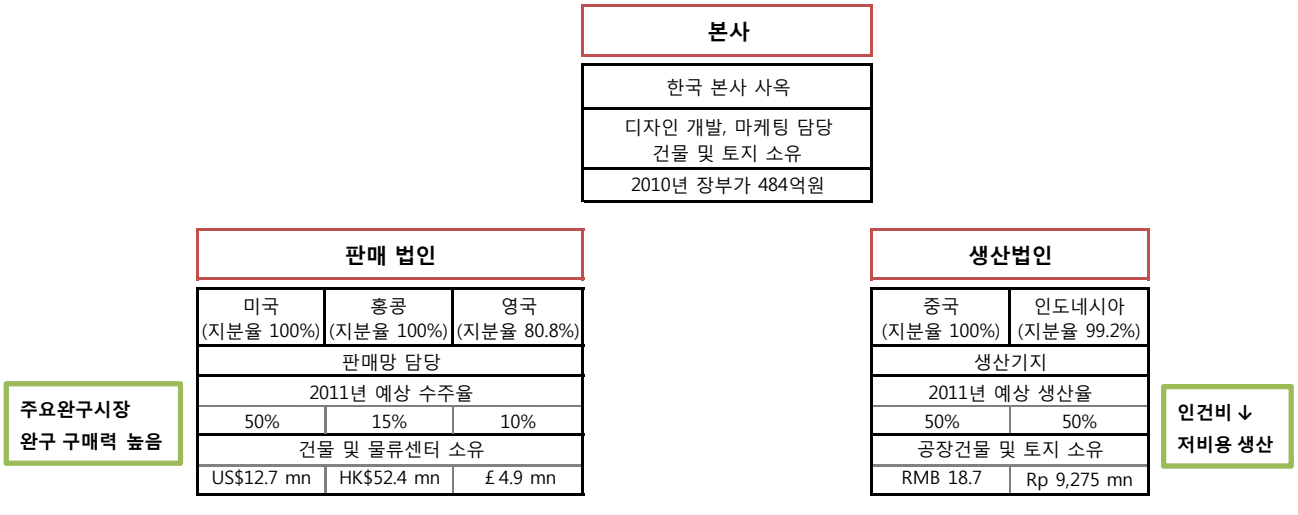
동사는 수출비중이 총매출의 90%에 가까운 만큼 해외에 판매법인과 생산기지 등을 두고 있는데, 해외 부동산의 대부분을 임대가 아니라 직접 소유하고 있다. 이로 인해 자기자본 대비 부동산 자산이 큰 경향이 있다. 한국에 있는 본사 사옥 이외에도 미국과 홍콩의 판매법인, 중국의 생산법인의 지분을 100% 가지고 있고 인도네시아 생산법인과 영국 판매법인의 지분율도 각각 99.2%, 80.8% 보유하고 있어 이들의 건물, 공장, 창고 및 토지 등이 그대로 부동산 가치에 적용되어 있다. 인도네시아와 중국에 생산법인을 두어 저비용 생산을, 완구 시장이 큰 미국과 유럽 쪽에 판매법인을 두어 보다 나은 이익을 올릴 수 있도록 체계화한 시스템이다.

중국 인건비 상승 때문에 타사들의 생산기반은 타격 받았으나, 동사는 인건비가 아직 저렴한 내륙에 생산기지 보유, 오히려 반사이익 효과

또한 동사는 생산기지 관리를 통해서도 타사보다 나은 경쟁력을 보인 바 있다. 중국은 대표적인 완구 생산국으로 전세계 완구의 80%가 중국에서 생산 중이나, 최근 중국의 인건비가 상승하며 완구업계의 생산기반이 큰 타격을 받았다. 그러나 동사의 경우 아직 인건비가 저렴한 내륙 쪽으로 미리 이전해 있어 인건비 상승의 영향을 적게 받았고, 타사들이 흔들리는 와중에도 변함없는 경쟁력을 보여 오히려 반사이익을 보게 되며 전체적인 positioning 이 좋아지게 되었다. 동사는 현재 중국 법인과 인도네시아 법인의 생산 비중을 5:5로 조정해 Production Hedge 를 하고 있다.

2011년 하반기에 인건비 상승과 위안화 절상 등으로 인해 중국 최대 수출 생산기지인 광둥성에서 대규모 근로자 파업이 일어나며 OEM 업체들이 부정적인 영향을 받고 있는 가운데 동사는 경쟁업체보다 영향을 적게 받을 것으로 보인다. 향후 동사는 생산기지 비중을 근로시장 불안이 확산되고 있는 중국으로부터 인도네시아 측으로 옮길 예정이다. 인도네시아의 경우 루피/달러 환율이 높아 인건비 상승이 있다 해도 상대적으로 동사에 이익이 있다. 현재 동사는 인도네시아에 제2생산법인을 설립 중이며 11월 말 완공 예정이다. 최대 가동될 경우 생산량에 50% 증가가 예상된다.

도표 24. 오로라 해외 네트워크 현황



Source: Company data, Leading Research Center

3Q11 실적 및 2011년 전망

3Q11 실적은 예상보다 부진, 그러나 연간순이익 증가율 클 듯

3Q11 순이익 5억원, 환율 불안정으로 인해 예상보다 부진

동사의 3Q11 실적은 매출 178억원, 영업이익 9억원, 순이익 5억원이다. 3분기의 7월, 8월 동안 원달러 환율이 급하락 함에 따라 대부분 달러로 결제되는 동사의 이익에도 다소 영향을 미쳤으며, 그 외에도 2012년에 본격적으로 확장을 노리고 있는 중국 진출 등에 관련한 영업비용의 증가로 영업이익과 순이익이 예상보다 부진하였다.

다만 3Q11까지의 누적순이익 36억원이 이미 전년 연간순이익을 131% 상회하고 있어 연간순이익은 2010년의 118.7% YoY 성장에 이어 2011년에는 200%에 가까운 큰 증가를 보일 것으로 전망된다.

완구업계 구조상 이익 창출 대부분이 하반기에 집중

또한 통상적으로 완구업계의 매출 대부분은 추수감사절, 크리스마스, 설날이 포함된 하반기에 일어난다. 동사 또한 2011년 크리스마스 성수기를 통해 3분기의 예상보다 부진한 실적을 만회할 기대를 하고 있다.

표 7. 분기별 실적

							3Q11	4Q11
(단위: 십억원, %)	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	YoY(%)	YoY(%)
매출	22.2	20.4	17.9	18.1	17.8	20.6	(19.8)	1.0
매출총이익	5.1	6.3	4.8	4.8	5.3	6.1	3.9	(3.2)
영업이익	2.0	1.4	2.0	2.0	0.9	2.3	(55.0)	64.3
세전이익	1.8	(0.4)	1.9	1.9	0.6	1.6	(66.7)	N/A
당기순이익	1.5	(0.3)	1.6	1.4	0.5	1.1	(66.7)	N/A
영업이익률(%)	9.2	17.6	11.1	11.2	4.9	11.2	-	-
순이익률(%)	6.5	N/A	9.2	8.0	2.8	5.2	-	-

Source: Company data, Leading Research Center

중국을 비롯한 신흥시장에서의 파이 확대에 주력

BRICs 신흥시장에서의 확대에 주력할 예정

동사가 현재 주력하고 있는 것은 성장보다도 국내외의 시장 파이 확대로 이미 대부분의 매출비중을 가진 미국, 유럽 등의 선진시장 외에도 내수시장과 신흥시장에서의 점유율 확대를 목표하고 있다. BRICs 로 대표되는 신흥시장의 전반적 경제상황이 개선됨에 따라 완구소비 또한 증가가 기대되고 있는 상황이며, 동사는 이미 진출해 있는 러시아는 물론 다른 신흥시장에의 적극적인 영업활동 확대 전략을 계획하고 있다. 특히 완구수출국에서 수입국으로의 변화가 예상되는 중국에 힘을 쏟을 예정이다.

2012년부터 본격적인 중국 진출 시작

동사는 지난 해 상하이 엑스포를 계기로 중국 시장 진출을 결심해 2011년 6월 상하이, 베이징 등에서 직영매장을 열었다. 상하이 엑스포에서는 전시했던 "유후와 친구들" 캐릭터 25,000점이 매진되어 높은 호응도를 보여주기도 했다. 동사는 2012년에 중국 내에서의 본격적인 사업을 시작해 중국 내 점포수를 20여곳까지 늘릴 예정이다. 3Q11 기준으로 홍콩에서의 매출이 전체 매출 대비 약 9%에 가깝다는 것을 감안하면, 2012F 의 중국 매출액은 전체 매출의 15% 수준이 될 것으로 예상된다.

중국 리서치기관의 2012년 세계완구 시장규모 전망은 미국 리서치 기관의 전망을 상회

현재 중국의 리서치기관 Research In China 에서 전망한 2012년 세계완구시장규모는 약 840억 달러로, 미국의 리서치기관 NDP Group 의 803억 달러를 뛰어넘는다. 이는 Research In China 가 중국(또는 신흥시장)의 완구소비량 증가 현황을 중요히 반영한 것으로 보이며, 중국 완구소비증가율이 어느 정도로 가속화되고 있는지 짐작할 수 있게 하는 지표로도 볼 수 있다. 중국을 비롯한 신흥시장의 이러한 변화는 동사에게 있어 호재로 작용할 것이다.

애니메이션을 통한 큰 노출 효과, 매출 증가 대비 마케팅 비용 증가 적을 것

동사의 주요 판매대상은 distributor 나 도매상 등이고 소비자와의 직접적인 연결은 적기 때문에, 마케팅 비용은 도매 매출에 큰 영향을 미치는 Global Fair (완구박람회) 등의 참가비용, 또는 도매 상대 마케팅의 출장비용이 대부분을 차지한다. 광고 등의 마케팅 비용은 매우 적은 편이며, 아동(소비자) 상대의 광고는 애니메이션으로 하고 있다고 볼 수 있다. 동사는 신흥시장에서의 확대 중에도 마케팅 방식은 변함없다고 밝혀 마케팅 비용의 급격한 증가가 있을 가능성은 적다고 본다.

2012F~2013F 에도 지속적인 성장 전망

2011E 매출액과 영업이익 소폭의 성장 2012F 부터 본격적인 실적 업그레이드

2011E 실적은 소폭 성장하여 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 1.1%, 16.1% 증가한 744 억원과 65 억원이 될 것으로 전망된다. 순이익의 경우 전년대비 194.1% 증가한 46 억원이 예상된다.

향후 주요 선진시장에서는 견조한 실적 유지가 예상되며, 특히 한/EU FTA 발효 이후 국내 완구의 대(對)유럽 수출이 크게 증가한 것에 힘입어 동사의 실적에도 추가적으로 긍정적인 영향이 있을 것으로 보인다. 동사는 프랑스 아동용품 전문 인터넷 쇼핑몰 'la maison de doudou'에 "유후와 친구들" 캐릭터 인형 코너를 별도 카테고리로 개설하고 영국의 해로즈 백화점에서 한국관 행사를 따로 여는 등 선진시장에서 추가적인 인지도와 점유율 확대가 가시화 되고 있는 중이다.

그에 더해 중국 내 영업에 본격적인 시동이 걸리는 2012 년 1 월 이후부터는 중국 관련 매출이 가시화되고 실적에 반영될 것으로 보여 꾸준한 외형 성장이 예상되고 있다.

표 8. 연간 실적 및 성장률 전망

(단위: 십억원, %)	연간 실적 전망				YoY 성장률			
	10	11E	12F	13F	10	11E	12F	13F
매출	73.6	74.4	85.6	98.7	40.9	1.1	15.1	15.3
영업이익	5.6	7.2	8.8	10.4	82.7	16.1	35.4	18.2
세전이익	2.1	6.0	8.7	10.5	76.7	181.0	47.5	20.7
순이익	1.6	4.7	6.6	8.0	118.7	187.5	43.5	21.2
EPS	145	434	616	739	118.7	193.1	40.7	22.4
영업이익률 (%)	7.6	9.7	10.3	10.5				
순이익률 (%)	2.1	6.3	7.7	8.1				

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9: Valuation – 목표주가 6,800 원

2008년까지 대부분 시장 PER 대비 디스카운트를 받아왔으나 2009년부터 프리미엄을 받기 시작

오로라는 2001 년 상장 이후 2008 년까지 대부분 시장 PER 대비 Valuation 디스카운트를 받았다. 이례적으로 2003 년과 2009 년에 시장 PER 대비 70.5%와 144.8%의 높은 프리미엄을 받았으나 이는 해당년도의 100 원도 채 안되는 매우 낮은 EPS 에 의해 수치상으로 나타난 착시 프리미엄에 불과한 것으로 판단된다.

그러나 2010 년부터 유후의 세계적인 인기도가 미디어에서 조명되고 원스탑 솔루션의 효율성이 시장에 주목을 받으며 정상적인 프리미엄을 받기 시작하였다. 2010 년 오로라의 연중최고 PER 은 시장대비 26.5%의 프리미엄을 받았고 2011 년에는 세계경기 성장세의 하락으로 전년보다 감소한 7.3%의 프리미엄을 받았다.

예상 2012년 시장 PER 대비 30% 프리미엄인 11.0X PER 을 적용하여 적정가치 6,800원 산출 – 65.9% 상승여력

2012 년에 중국 진출이 가시화 되며 중국/홍콩시장에서 매출이 전체의 15%를 차지할 것으로 예상되며 현재 전체 매출의 약 50%를 차지하는 미국의 개인 소비지표들도 최악의 상황은 벗어난 것으로 보인다. 따라서 2012 년과 2013 년에는 15%대의 매출 증가가 예상되며 2012 EPS 는 41.8% yoy 의 증가가 예상된다. 뿐만 아니라 순차입금 비율이 20%대로 낮아 안정성이 또한 높다.

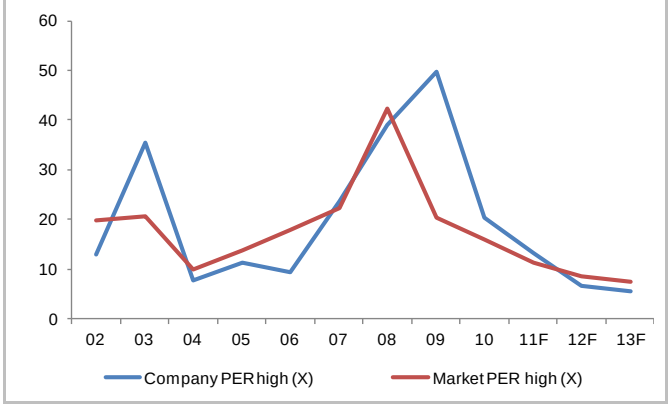
이러한 긍정적인 요소들을 감안 시 동사는 시장대비 30%의 프리미엄이 정당화 된다고 판단된다. 따라서 2012 년 Consensus PER 인 8.4X 에 30%의 프리미엄을 더한 11.0X 의 PER 을 적정 Valuation 으로 정하고 2012 년 EPS 인 616 원에 적용하여 6,800 원을 적정주가로 산정한다. 적정주가 6,800 원은 현재 주가인 4,100 원 대비 65.9%의 상승여력이 있다.

표 9. 시장 PER 에 대한 오로라의 Premium/Discount

(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
오로라 PER high	13.0	35.3	7.8	11.2	9.4	23.7	39.0	49.9	20.2	13.2	6.7	5.5
Market PER high	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	8.4	7.3
Premium/(Discount) to market (%)	**(34.6)**	**70.5**	**(21.7)**	**(19.5)**	**(47.6)**	**6.4**	**(8.1)**	**144.8**	**26.5**	**18.0**	**(20.7)**	**(24.0)**
오로라 PER low	7.8	20.1	4.2	5.2	6.6	15.8	19.6	30.6	14.5	4.7	6.7	5.5
Market PER low	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	8.6	8.4	7.3
Premium/(Discount) to market (%)	**21.6**	**(96.7)**	**25.4**	**27.8**	**40.0**	**(45.0)**	**(21.2)**	**(213.0)**	**(50.7)**	**44.8**	**20.7**	**24.0**

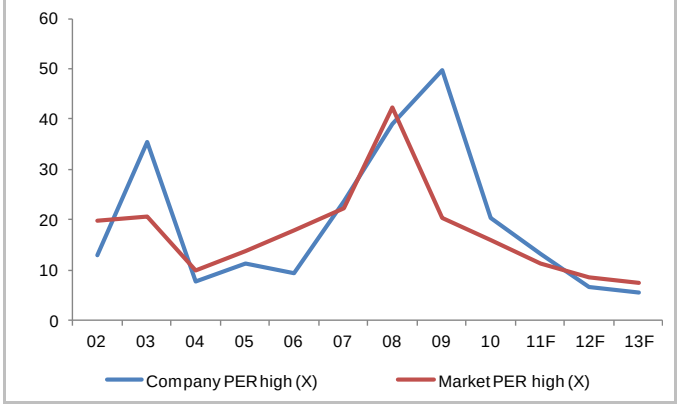
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

도표 25. 오로라 PER high vs. 시장 PER high



Source:Fnguide, Leading Research Center

도표 26. 오로라 PER low vs. 시장 PER low



Source: Fnguide, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**48.6**	**52.8**	**46.7**	**50.1**	**51.0**	**46.8**	**48.8**	**52.9**	**52.2**	**73.6**	**74.4**	**85.6**	**98.7**
매출액 증가율 (%)	11.3	8.7	(11.7)	7.3	1.9	(8.3)	4.4	8.3	(1.2)	40.9	1.1	15.1	15.3
매출원가	35.2	38.2	34.6	38.5	38.4	35.1	36.2	39.2	37.1	54.1	53.4	61.2	70.5
매출총이익	**13.3**	**14.7**	**12.1**	**11.5**	**12.6**	**11.7**	**12.6**	**13.7**	**15.1**	**19.5**	**21.0**	**24.4**	**28.2**
매출총이익율 (%)	27.5	27.8	25.9	23.0	24.7	24.9	25.8	25.9	28.9	26.5	28.2	28.5	28.6
판매관리비	**9.2**	**9.7**	**9.9**	**9.3**	**8.1**	**9.2**	**9.1**	**9.2**	**12.0**	**13.9**	**13.8**	**15.6**	**17.9**
영업이익	**4.1**	**5.0**	**2.2**	**2.2**	**4.5**	**2.4**	**3.4**	**4.5**	**3.1**	**5.6**	**7.2**	**8.8**	**10.4**
영업이익률 (%)	8.5	9.4	4.7	4.4	8.7	5.2	7.1	8.5	5.9	7.6	9.7	10.3	10.5
영업외수익	1.2	2.5	1.4	3.7	1.7	3.8	1.6	4.1	10.1	3.6	3.6	4.1	4.2
이자수익	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.4	1.2	0.6	0.8	0.8	0.9
Net 외화관련이익	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.0	0.5	1.8	0.2	0.3	0.3	0.4
지분법 평가이익	0.0	0.8	0.2	1.1	0.6	2.1	0.5	0.5	1.4	0.7	0.7	0.8	0.8
영업외비용	1.6	2.4	2.5	2.5	2.6	1.6	2.4	7.4	12.0	7.0	4.8	4.2	4.1
지급이자	0.6	0.4	0.3	0.3	0.9	0.8	0.9	1.1	2.4	1.6	1.5	1.4	1.3
외화관련손실	0.8	0.9	0.6	1.4	0.9	0.7	0.3	2.5	1.8	1.2	1.1	0.9	0.9
지분법 평가손실	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	1.0	0.4	0.5	2.8	1.0	0.9	0.9
세전이익	**3.8**	**5.1**	**1.1**	**3.4**	**3.6**	**4.6**	**2.6**	**1.2**	**1.2**	**2.1**	**6.0**	**8.7**	**10.5**
법인세	1.1	1.5	0.3	1.0	0.3	1.1	0.6	0.3	0.5	0.6	1.3	2.1	2.5
법인세율 (%)	30.3	28.7	26.9	29.7	9.5	23.8	21.6	21.8	40.7	26.7	22.1	24.0	24.0
당기순이익	**2.6**	**3.6**	**0.8**	**2.4**	**3.2**	**3.5**	**2.0**	**0.9**	**0.7**	**1.6**	**4.7**	**6.6**	**8.0**

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
현금	1.2	2.0	1.6	1.5	5.2	1.6	4.0	10.0	1.1	3.7	5.3	5.9	6.8
단기금융상품	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	6.8	6.7	3.2	6.6	8.5	6.9	9.1	8.2	5.6	6.8	7.1	8.3	9.7
기타	1.4	1.2	3.7	2.2	1.9	3.1	3.3	4.4	4.2	5.1	5.3	5.0	5.0
당좌자산	11.3	11.9	11.1	11.6	16.9	12.9	17.8	35.7	25.9	27.8	27.5	29.1	31.3
재고자산	0.6	1.4	2.0	1.4	1.6	1.6	1.3	1.6	2.2	3.6	2.2	2.7	3.2
유동자산	**11.8**	**13.3**	**13.1**	**13.0**	**18.5**	**14.5**	**19.1**	**37.3**	**28.1**	**31.4**	**29.7**	**31.8**	**34.4**
투자자산	7.6	7.4	5.8	6.7	6.7	12.4	13.4	18.9	26.0	20.8	20.9	20.5	20.5
고정자산	24.7	22.5	22.2	21.8	21.6	21.5	21.2	50.1	50.3	51.8	52.0	52.3	53.4
기타	0.8	0.8	2.4	6.5	4.9	1.3	1.5	1.2	3.1	2.8	2.5	2.4	2.4
비유동자산	**33.1**	**30.6**	**30.4**	**35.0**	**33.2**	**35.2**	**36.1**	**70.2**	**79.4**	**75.4**	**75.4**	**75.2**	**76.3**
자산총계	**45.0**	**43.9**	**43.5**	**48.0**	**51.7**	**49.8**	**55.2**	**107.5**	**107.5**	**106.8**	**105.1**	**107.0**	**110.7**
매입채무	4.7	3.4	2.6	3.8	3.5	2.6	1.7	1.7	1.8	4.3	4.3	5.2	6.0
단기차입금	9.2	1.2	1.8	3.7	7.1	3.7	3.8	20.2	23.0	20.3	13.8	11.9	9.4
유동성 장기차입금	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	1.5	1.1	1.4	1.7	1.5	1.8	8.8	4.3	2.5	2.0	1.8	1.8
유동부채	**16.1**	**6.1**	**5.4**	**8.9**	**12.3**	**7.8**	**7.2**	**30.7**	**29.2**	**27.1**	**20.1**	**18.9**	**17.2**
사채	0.0	5.9	6.0	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
퇴직급여충당금	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	9.1	9.6	10.2	10.5	10.3	10.9	10.2	16.6	16.8	16.5	12.0	13.0	13.4
비유동부채	**9.6**	**15.7**	**16.3**	**16.0**	**10.4**	**11.0**	**10.4**	**16.6**	**16.8**	**16.6**	**17.1**	**18.1**	**18.5**
부채총계	**25.7**	**21.7**	**21.8**	**24.8**	**22.7**	**18.9**	**17.6**	**47.3**	**46.0**	**43.7**	**37.2**	**37.0**	**35.7**
납입자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	5.4	5.4	5.4	5.4	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
이익잉여금	10.8	14.4	14.1	16.5	18.8	19.3	20.0	19.9	20.0	21.6	25.0	30.3	37.0
자본조정	(4.8)	(5.5)	(5.6)	(6.6)	(3.0)	(1.6)	(1.8)	20.9	22.1	22.1	23.8	20.5	18.9
자본총계	**19.3**	**22.2**	**21.8**	**23.1**	**29.0**	**30.9**	**37.6**	**60.2**	**61.5**	**63.1**	**68.0**	**70.0**	**75.1**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**2.6**	**3.6**	**0.8**	**2.4**	**3.2**	**3.5**	**2.0**	**0.9**	**0.7**	**1.6**	**4.7**	**6.6**	**8.0**
비현금성 비용의 가산	**0.0**	**1.1**	**2.6**	**1.6**	**1.6**	**0.9**	**1.9**	**5.5**	**8.9**	**5.5**	**4.0**	**3.7**	**3.9**
감가상각비	0.0	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	1.0	0.4	0.5	2.8	1.0	0.9	0.9
기타	0.0	0.7	2.2	1.2	1.3	0.5	1.5	5.1	8.2	4.8	3.3	3.0	3.2
비현금성 수익의 차감	**0.0**	**1.3**	**0.4**	**2.5**	**0.8**	**2.9**	**0.9**	**1.4**	**5.4**	**1.6**	**2.8**	**2.7**	**2.5**
지분법평가이익	0.0	0.8	0.2	1.1	0.6	2.1	0.5	0.5	1.4	0.7	0.7	0.8	0.8
기타	0.0	0.5	0.2	1.4	0.3	0.8	0.5	1.0	4.0	0.9	2.1	1.9	1.7
운전자금의 증가(감소)	2.7	2.1	(2.2)	1.6	2.3	(0.6)	2.8	(0.6)	(2.0)	(0.0)	(1.0)	0.7	1.1
영업활동현금흐름	**2.6**	**1.8**	**0.1**	**1.0**	**2.5**	**0.8**	**(0.9)**	**10.3**	**4.3**	**3.7**	**6.9**	**6.9**	**8.3**
설비투자	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.9	2.2	1.5	0.9	1.0
잉여현금흐름	**2.6**	**1.7**	**0.0**	**0.9**	**2.4**	**0.5**	**(1.0)**	**10.0**	**3.4**	**1.5**	**5.4**	**6.0**	**7.3**
배당금	0.0	0.0	0.5	1.1	0.0	0.9	1.1	1.3	1.1	0.5	1.3	1.3	1.3
투자자산증가	0.0	(0.2)	(0.4)	0.5	(0.1)	4.2	1.6	1.8	7.2	(1.6)	0.1	(0.4)	0.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	9.7	(2.6)	0.7	1.2	(1.9)	(3.4)	0.0	16.4	2.8	(2.7)	(1.5)	(1.9)	(2.5)
기타	2.6	7.0	1.0	0.5	(3.0)	(4.4)	0.1	17.4	6.9	(2.8)	0.9	2.6	2.6
순현금흐름	**9.7**	**(7.7)**	**(0.5)**	**(0.1)**	**3.6**	**(3.6)**	**2.4**	**6.0**	**(9.0)**	**2.6**	**1.6**	**0.6**	**0.9**
기초현금	0.0	1.2	2.0	1.6	1.5	5.2	1.6	4.0	10.0	1.1	3.7	5.3	5.9
기말현금	1.2	2.0	1.6	1.5	5.2	1.6	4.0	10.0	1.1	3.7	5.3	5.9	6.8

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	73.4	219.2	240.9	146.6	149.7	185.4	264.7	121.4	96.3	115.6	148.1	168.2	200.4
당좌비율 (%)	52.0	144.1	87.5	91.2	110.6	107.9	181.2	59.2	23.0	38.8	62.0	75.1	95.8
재고보유기간 (일)	3.0	9.5	18.0	16.2	14.2	16.4	14.8	13.5	18.8	19.7	19.7	14.6	15.2
매출채권 회수기간 (일)	25.6	46.8	38.7	35.6	53.9	60.1	59.8	59.8	48.5	30.8	34.2	32.9	33.2
매입채무 지급기간 (일)	24.2	38.1	31.0	30.7	34.7	31.8	22.0	15.9	17.1	20.3	30.2	28.0	28.8
차입금 (십억원)	9.7	7.1	7.8	9.0	7.1	3.7	3.8	20.2	23.0	20.3	18.8	16.9	14.4
현금과 현금등가물	5.9	6.1	5.5	4.6	7.1	3.8	5.5	23.4	17.2	16.9	15.1	15.8	16.6
순차입금 (십억원)	3.9	1.0	2.3	4.4	(0.1)	(0.1)	(1.8)	(3.3)	5.8	3.4	3.7	1.1	(2.2)
순차입금/자기자본 (%)	20.0	4.6	10.6	19.2	(0.2)	(0.4)	(4.7)	(5.4)	9.4	5.4	5.4	1.6	(2.9)
부채비율 (%)	133.4	98.0	100.1	107.4	78.5	60.9	46.8	78.6	74.8	69.3	54.7	52.8	47.5
이자보상배율 (배)	7.5	11.5	8.7	8.3	4.7	2.9	3.9	4.2	1.3	3.5	4.8	6.3	8.0

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	8.2	6.7	14.2	15.1	7.3	12.5	10.9	8.3	12.8	7.3	6.0	4.7	3.8
EPS (원)	358	419	94	280	372	409	188	87	66	145	434	616	739
EPS 변동률 (%)	N/A	17.1	(77.5)	196.5	33.1	10.0	(54.2)	(53.8)	(23.8)	118.7	200.5	41.8	20.0
PER (배)	11.5	9.8	43.5	14.7	11.0	10.0	21.9	47.3	62.0	28.4	9.4	6.7	5.5
BVPS (원)	5,270	2,779	2,518	2,677	3,352	3,581	3,878	5,593	5,714	5,860	6,319	6,507	6,978
P/BVPS (배)	0.8	1.5	1.6	1.5	1.2	1.1	1.1	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
주당배당금 (원)		150		100	175	150	100	50		75	120	120	120
배당수익률 (%)	2.4	3.7	N/A	2.4	4.3	3.7	2.4	1.2	N/A	1.8	2.9	2.9	2.9
ROE (%)	27.2	17.5	3.7	10.8	12.3	11.8	5.9	1.9	1.2	2.5	7.1	9.6	11.0
ROA (%)	11.6	8.2	1.9	5.3	6.5	7.0	3.8	1.1	0.7	1.5	4.4	6.2	7.3
매출총이익률 (%)	27.5	27.8	25.9	23.0	24.7	24.9	25.8	25.9	28.9	26.5	28.2	28.5	28.6
영업이익률 (%)	8.5	9.4	4.7	4.4	8.7	5.2	7.1	8.5	5.9	7.6	9.7	10.3	10.5
순이익률 (%)	5.4	6.9	1.7	4.8	6.3	7.6	4.1	1.8	1.4	2.1	6.3	7.7	8.1
EBITDA 이익률 (%)	8.5	10.3	5.7	5.3	9.5	6.0	8.0	9.3	7.5	8.8	10.8	11.2	11.3
ROIC (%)	31.3	19.6	8.5	7.4	17.8	8.7	12.9	11.6	4.5	9.2	11.5	13.2	15.3
WACC (%)	12.2	7.8	7.3	4.7	9.1	9.6	6.9	6.9	5.6	6.9	6.3	7.6	8.6
ROIC less WACC (%)	19.1	11.8	1.3	2.7	8.7	(0.9)	6.0	4.7	(1.1)	2.3	5.2	5.6	6.7

▶ Compliance Notice

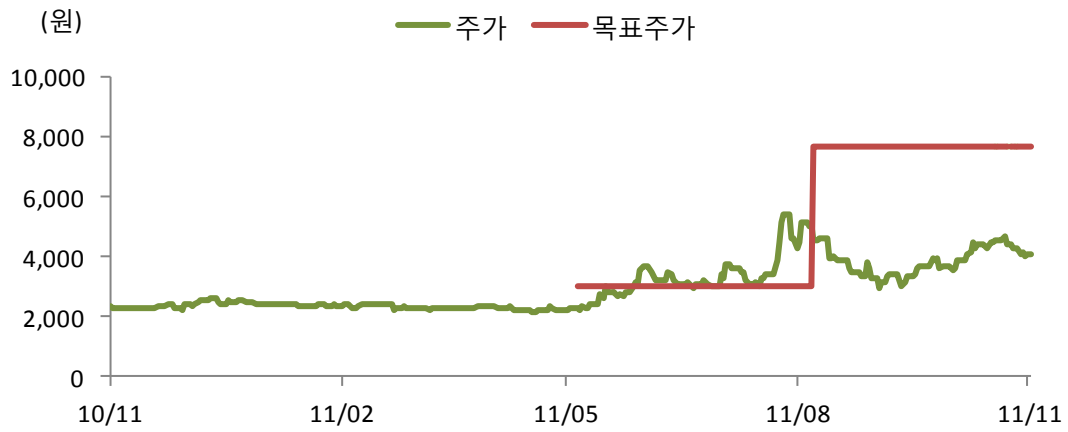
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *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.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

오로라 (039830 KQ)			
일자	2011-5-30	2011-8-30	2011-11-28
투자의견	BUY	BUY	BUY (담당자변경)
목표주가	3,000	7,700	6,800

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 10% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 ± 5% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

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