



# 코텍(012345)

2007년 4월 6일

산업용 디스플레이

장밋빛 전망으로 잘 포장된 불확실성

**HOLD**

Valuation

Target Price: 7,383  
 Price: 6,930  
 Margin of Safety: 7.5%

MktCap.(100mn): 1,000

ROE: 12.51%

Op.Magin: 9.66%

PER: 10.37

PBR: 1.28

Dividend Yield: 2.3%

Major Sh.Holder:

이한구(30.2%)

Foreign Shr.: 4.73%

52weeks Beta: 1.0

52weeks High/Low:

7,300 / 4,645

기업분석 5팀

홍진채 김한슬 최아영

안혜진 엄찬식

◆ 카지노 시장의 성장 및 확고한 입지

미국을 비롯한 각국 정부의 세원 확대 정책의 일환으로 카지노 시장이 대거 성장하고 있다. 이에 따라 카지노용 기계의 신규 구매가 대거 일어날 전망이다, 따라서 카지노용 기계의 부품을 제작하는 업체들도 매출이 늘어날 것으로 예상된다. 코텍은 지난 10여 년간 쌓아놓은 신뢰도와 생산노하우로 인해 성장하는 시장에서 안정적으로 매출을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

◆ PID 및 의료용 모니터 시장 진출

코텍은 카지노용 모니터 시장에서 벗어나 PID, 의료용 모니터 시장으로 진출할 것을 모색하고 있다. 해당 시장의 성장 전망은 낙관적이며 코텍에서는 이미 공급 계약을 체결하고 소량의 매출이 발생한 바 있다.

그러나 이들 신사업 분야, 특히 PID는 삼성전자, LPL등 패널 메이커들이 직접 진출을 노리고 있을 뿐 아니라 여러 중소 업체들이 난립하여 경쟁이 치열할 것으로 예상되는데, 코텍이 어떠한 경쟁 우위를 가지고 이 시장에 접근할 것인지는 미지수이다.

◆ 감당하기 힘든 불확실성

향후 2, 3년간 카지노 시장이 성장할 것은 충분한 근거가 있으나 그 시장 규모를 추정하기가 매우 어려우며, 성장의 지속성이 부족하다. 또한 코텍은 신사업 분야의 매출 비중을 확대하려는 전략을 추진하고 있어 몇 년 후에는 기업의 포지셔닝이 현재와 상당 부분 달라질 것이다. 새로운 국면에서 코텍이 어떤 식으로 경쟁 우위를 창출할 지는 미지수인데, 시장 참여자들은 이를 긍정적으로 전망하고 있다. 이러한 상황 하에서 안정적으로 높은 수익을 올릴 수 있는 여지는 부족해 보인다.

## ◆ 카지노용 디스플레이

코텍은 산업용 모니터, 그 중에서 카지노용 모니터를 제작한다. 코텍은 1998년 카지노 머신 시장에서 세계 선두를 달리고 있는 IGT의 모니터 부문 First Vendor로 지정되어 IGT사 모니터의 약 70%를 공급하는 등 전세계 카지노 머신에 장착되는 모니터의 약 절반 가량을 공급하고 있다.

카지노용 모니터는 365일 24시간 켜놓아야 하기 때문에 장시간 사용에 대한 내구성이 좋아야 하며, 교체 주기가 2, 3년으로 일반 모니터에 비해 비교적 짧은 장점이 있다. 또한 카지노용 모니터는 개별 카지노 머신 제품에 대한 커스터마이징이 필요하기 때문에, 대형 기업이 선불리 접근하기 힘든 틈새 시장을 형성하고 있다.

이러한 카지노용 디스플레이 시장에서 코텍이 뛰어난 실적을 올릴 수 있는 이유는 10여 년 간 쌓인 IGT와의 신뢰 관계, 미국 시장의 카지노 머신 부품에 대한 엄격한 규제, 삼성전자와 LPL이라는 뛰어난 LCD 패널 생산처가 있기 때문이다.

## ◆ 카지노 머신 시장의 성장

### 규제 완화에 따른 카지노 산업의 성장

카지노 시설은 2005년 기준으로 120여 개국에 3,342곳이 있는데, 북미 2개국에 1,568곳 (47.3%)이 모여 있어 세계 최대의 시장을 형성하고 있다. 카지노 산업은 규제 산업인 만큼 정부의 규제 완화 여부가 산업의 성장과 직결된다. 세계 각국이 일자리 창출, 관광객 유치, 세원 확보 그리고 이를 통한 경제 성장을 위해 카지노를 합법화하는 추세다.

영국, 독일, 프랑스를 중심으로 발달해 온 유럽 카지노는 자국민의 외화 유출 방지와 경제활성화를 위해 국가에서 활성화하고 있다. 아시아의 카지노산업은 주로 천연자원과 관광자원이 부족한 나라를 중심으로 성장했는데, 최근 들어 관광객 유치와 외화 획득의 중요성이 대두되면서 활성화되는 추세다. 일본에서는 도쿄, 나고야 등 각 지방자치단체가 중심이 되어 카지노 도입을 적극 추진 중이며 중국의 경우, 마카오 이외에도 쑤야시에 카지노 설립 허용을 논의 중이고 칭젠, 칭다오 등의 지역에 카지노 설치가 거론되고 있다. 싱가포르 정부는 2005년 4월 센토사 섬과 마리나베이에 카지노 2곳 영업을 공식적으로 허가, 승인하였다. 한국도 2005년 1월 외래 관광객 유치, 외화 획득을 통한 관광수지 개선, 일자리 창출 등을 위해 한국관광공사에서 서울 2곳, 부산 1곳의 카지노 설립을 허가했다.

### 슬롯 머신 수요 확대

이러한 카지노 산업의 성장으로 인해 슬롯 머신의 수요도 확대될 전망이다. 대표적으로 미국 내의 시장에서는 다음과 같은 설비 투자가 계획되어있다.

주 정부	5개의 stand-alone 카지노 허가 2008년까지 3,000대
Keystone 주	2009년까지 61,000대
Oklahoma Indian tribe	2008년까지 25,000대
California Indian casino	2008년까지 22,500대
Mississippi Gulf Coast casino	2008년까지 20,000대

<자료: Las Vegas Review-Journal, 2007-01-28>

그리고 마카오는 2012년까지 총 42개의 프로젝트를 진행하고 있으며 프로젝트가 마무리 되면 슬롯머신 2만6000대, 게임용 테이블 8700개가 보급될 전망이다.

또한 기존의 기계에 대한 교체 수요도 존재하는데, 기존 형태의 머신을 대체할 SBG(Server Based Game machine)가 2007년 말부터 시장에 투입될 전망이다. 코텍을 First Vendor로 두고 있는 세계 최대 규모의 카지노 머신 공급 업체인 IGT는 2005년부터 SBG의 출시를 준비하였다. SBG로 교체될 수 있는 슬롯머신은 900,000대에 이를 것으로 전망되고 이들의 80퍼센트가 2008년을 시작으로 3년에서 4년 내에 교체될 것으로 예상된다.

### 카지노 머신 산업의 한계

현재 세계 최대의 카지노 시장으로 떠오른 마카오의 카지노 매출은 2006년 기준, 72억 달러로 기존의 최대 시장인 라스베이거스의 66억 달러를 추월했다. 하지만 서양 관광객들과는 달리 아시아 관광객들 사이에서는 슬롯 머신 보다 테이블 게임의 선호도가 높은 편이다. 이로 인해 매출 규모에 비해 슬롯 머신의 수요가 적은 편이며 따라서 마카오 시장의 폭발적인 성장에 대한 기대를 슬롯 머신 수요 전망에 그대로 반영하기에는 무리가 있다. 또한 IGT의 매출 중 25% 정도만이 해외에서 발생하고 있는 만큼 미국 카지노 시장 성장이 IGT의 매출에 끼치는 영향을 바탕으로 해외 카지노 시장 성장이 IGT의 매출 향상에 끼치는 영향을 예측하기에는 무리가 있다. 또한 SBG로의 교체 사이클 이후 또 다른 교체 사이클이 언제 도래할지 예측할 수 없다는 점도 슬롯 머신 시장의 미래를 불투명하게 만드는 요인이 되고 있다.

## ◆ 코텍의 경쟁 우위

카지노 산업의 국제적 성장과 교체수요의 발생은 곧 코텍의 매출 신장과 직결된다. 코텍의 주 거래선은 IGT라는 미국의 카지노 머신 제작 및 카지노 솔루션 공급 업체이다. IGT의 시장 점유율은 북미에서 70%, 전 세계에서 55%에 달한다.

<세계슬롯머신 생산업체 점유율>

IGT	55%
WMS	25%
Alliance	5%
CSDS	3%
기타	13%

깊이 생각하지 않고도, 전세계 카지노 시장에서 이러한 IGT의 영향력이 절대적이라는 사실을 쉽게 깨달을 수 있다. 더군다나 단순 판매가 아닌 제품의 이용에 관한 종합적인 관리를 제공하는 기업의 경우 일반적으로 마켓 셰어를 경쟁 기업에게 쉽게 빼앗기지 않는다는 경향이 있다는 것을 고려해 볼 때, 시장의 50%를 넘게 차지하고 있는 IGT의 점유율이란 상당히 공고한 것이라고 볼 수 있다.

코텍은 이러한 IGT의 슬롯머신에서 사용하는 모니터의 70%를 납품하고 있다. 슬롯머신에서 모니터는 사용자와 직접 대면하는 부분이며 터치스크린 등을 통해 상호작용이 이루어질 뿐만 아니라 365일 24시간 작동에도 고장 없이 유지되어야 하므로 제품에 대한 높은 신뢰성이 뒷받침되어야 한다는 점을 생각해 볼 때, IGT에 70%의 모니터를 납품하는 코텍이 시장에서 차지하고 있는 우위는 상당한 것이라고 생각할 수 있다. 코텍이 이렇게 카지노 디스플레이 시장에서 우위를 점하고 있는 이유는 다음과 같다.

### 제품의 높은 신뢰성

코텍은 완성품에 들어갈 부품을 납품하는 기업이다. 이러한 국제적인 수준의 부품 납품 기업이 가장 먼저 가지고 있어야 하는 것은 영업력도, 마케팅도 아닌 제품의 높은 품질이다. 코텍의 제품이 높은 품질을 가지고 있다는 사실은 우선 카지노 업계의 제 1기업인 IGT에서의 점유 비중을 통해 간접적으로 증명된다. 앞서 언급한 대로 카지노에서 이용되는 디스플레이는 하루 종일 계속해서 작동되는데, 이 과정에서 화면의 색상 및 밝기가 변화 없이 유지되어야 할 뿐만 아니라(변화하면 조작을 의심하게 된다) 잔 고장에서도 자유로워야 한다. 이러한 이유로 카지노 머신 제조 업체에서는 제품에 대한 높은 신뢰성을 요

구하는데 코텍은 이러한 요구를 캐치하여 많은 인력과 자원을 연구 개발에 투입하여 왔기 때문에 업계 최고 수준의 신뢰성을 가지는 디스플레이를 생산하고 있다. 2006년의 경우, 순이익은 약 70억 원, 연구개발비용은 약 23억 원으로, 순이익 대비 34%의 비용을 연구 개발에 투입하고 있다.

### IGT와의 오랜 거래 관계

지난 98년 IGT의 1차 벤더로 선정된 이후 코텍은 9년 동안 꾸준히 IGT에 높은 비율로 자사의 모니터를 꾸준히 납품해 오고 있는데, 이러한 경향은 CRT에서 LCD로 카지노 디스플레이의 추세가 바뀌기 시작한 지난 2004년 이후에도 계속해서 이어졌으며 또한 대부분의 매출이 LCD에서 발생하고 있는 현재에도 역시나 유지되고 있다. 이것은 우선적으로 코텍이 보여주는 제품에 대한 신뢰성과 IGT의 다양한 제품 요구에 반응할 수 있는 코텍의 꾸준한 연구개발 노력에 기인한다. 하지만 그 외에도 다양한 요인들이 이러한 코텍과 IGT의 거래 관계가 꾸준히 유지될 수 있도록 하는데 기여하고 있는데, 우선 북미 내에서 카지노 산업이 규제 산업이기 때문에 카지노 머신 제조업체의 부품 공급자 교체에 많은 거래 비용이 든다는 점을 들 수 있다.

또한 카지노 디스플레이는 해당 디스플레이가 장착될 기기와의 연동성을 어느 정도 고려해야 하며 10년 가까이 제품 공급이 이루어진 IGT에 대한 커스터마이징이 어느 정도 되어 있을 수밖에 없다. 그리고 IGT가 갑자기 거래선을 바꾼다고 해도 그만큼 물량을 수용할 수 있는 공급업체가 있을지도 의문이다. IGT의 1차 벤더인 코텍의 2006년 매출액은 910억 원이고 2차 벤더인 토비스의 매출액이 270억 원이라는 사실을 감안하면 그러한 점을 쉽게 알 수 있다.

이렇게 코텍과 IGT가 결별할 경우 생겨나는 많은 단점들이 있기 때문에 IGT가 코텍을 버리고 다른 기업으로 옮겨갈 동인은 전혀 없다고 할 수 있다. 물론 그렇다고 해서 코텍이 IGT에만 목을 매어 사는 그러한 기업은 아니다. 코텍은 IGT뿐만 아니라 다른 카지노 머신 제조 업체에도 많은 양의 디스플레이를 납품하고 있으며 그러한 경향은 특히 북미 외의 해외 지역에서 두드러진다. 카지노 사업 전반, 특히 큰 변화가 없는 디스플레이 산업에서 큰 지각변동이 일어날 가능성은 거의 없으며 이에 따라 코텍도 장기간 지금의 위치를 유지할 것이라고 생각된다.

따라서 IGT와 코텍의 관계는 공고하며, 이것은 시장의 성장에 따른 코텍의 성장을 가져온다. 즉, 시장이 커짐에 따라 각기 시장의 1위인 IGT와 코텍에게 순차적으로 파이의 가장 큰 부분이 떨어지게 되고, 특히 경쟁의 최전선에 있지 않는 코텍은 큰 어려움 없이도 이러한 파이의 증가분을 향유할 수 있게 된다.

## ◆ 신규 사업 분야 - PID, 의료용 모니터

코텍은 세계 최대의 카지노 모니터 업체로서의 입지를 다졌지만 최근에는 PID와 부가가치가 높은 의료 모니터 생산기업으로의 방향 전환을 꾀하고 있다.

### PID(Public Information Display)

PID는 공항 등 공공장소에 설치하는 PC 내장 40인치 급 첨단 모니터로서, 현재 코텍은 32~82인치 모니터를 생산 중이다. 아직 성장한 시장이 아니라 태동하는 시장이기 때문에 매출액은 미미한 수준이며, 성숙되었을 때의 예상 영업마진은 10% 정도이다. PID의 경우 앞으로의 성장성이 큰 시장이기 때문에 삼성전자, LG전자 등 국내 대기업 및 다수의 중소기업들이 이 시장에 뛰어들 전망이다.

### PID 시장에서의 경쟁우위와 위협요인

지난해의 경우 코텍은 46인치 PID 모니터를 LG, 삼성 같은 대기업보다 일찍 선보였다. 작년 6월부터 PID 판매를 개시하였고, 작년의 매출 규모는 3억 원이었다. 올해 1/4분기의 경우 10억 원의 매출이 있었고, 올 매출목표는 180억 원이다. PID의 수요가 가장 큰 쪽은 호텔인데, 코텍의 경우 이미 카지노용 모니터로 거래하고 있는 호텔이 많기 때문에 호텔의 거래선을 연결하는 것에 강점을 갖는다. 호텔 이외에도 은행, 공항들에도 영업을 하고 있으며, 삼성과 공동 마케팅을 진행하고 있는 만큼 PID시장에 뛰어들고자 하는 여타의 중소기업보다는 영업 상의 경쟁우위를 갖는다. 하지만 대기업이 이 시장에 뛰어들 경우 코텍의 기술력이나 영업력이 얼마나 큰 힘을 발휘할지는 미지수이다.

### 의료용 모니터

코텍은 2005년에 독일 지멘스사와 의료용 모니터 공급계약을 하고 2006년부터 15인치 초음파 진단기용 모니터 생산을 시작했다. 2006년 매출은 10억 원 정도로 전체 매출액에서 비중은 아직 미미하다. 2007년에는 초음파 진단기 외에 의료판독용, 임상용 모니터 등 4~5종을 추가로 생산하여 매출액이 30억 원 정도로 늘어날 전망이다.

의료용 모니터 분야는 2006년부터 판매를 시작한 초기 단계로서, 현재까지는 고정비 때문에 마이너스 수익률을 보이고 있다. 그러나 매출규모가 30억 넘어가면 영업마진이 15%로 매우 높기 때문에 이 부분에서 성장만 할 수 있다면 앞으로의 상황은 매우 긍정적일 것이다.

## 의료용 모니터 시장

세계 의료기기 시장은 2004년 381억 달러로 연평균 6.3%의 성장율을 나타내고 있으며 의료용 모니터는 전체시장의 10%내외로 전망된다.

〈세계 의료기기 시장 규모〉							(단위: 백만 불)
구분	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
시장규모	143,159	149,539	156,251	163,317	170,754	178,585	186,832

<자료: Espicom, Frost & Sullivan, Reed Electronics Research>

의료용 모니터는 최근 노령인구의 증가라는 환경 변화, 의료기기의 정밀화와 편리성 및 다기능화라는 제품 트렌드에 맞춰 다양한 제품이 개발, 출시되고 있으며 전체시장의 80%를 차지하고 있는 미국, 유럽, 일본 등은 시장성장성이 5% 안팎이나 개발도상국을 위주로 아시아지역의 시장은 7~20%의 높은 성장률을 기록하고 있다.

특히, 코텍이 진출하고자 하는 초음파 진단기, 임상용, 판독용은 지멘스, GE메디컬, 필립스 등 3개사가 전체 규모의 70%이상을 독식하고 있다. 코텍은 현재 지멘스에 First vendor로 선정되어 어느 정도의 경쟁력을 갖추고 있다고 볼 수 있다.

### 코텍의 경쟁우위와 위협요인

의료용 모니터 시장에서 코텍의 경쟁 우위는 지멘스의 First vendor라는 점이다. 코텍의 제품 공급처인 Siemens는 전 세계 의료기기업체 중 매출기준으로 Johnson & Johnson, General Electric에 이어 3위를 차지하고 있는 업체로 이 업체와의 관계가 지속적으로 확대되어 나간다면 안정적인 수요처를 확보할 수 있을 것이라고 예상된다.

하지만 앞으로 의료용 모니터 시장은 매우 치열해질 전망이다. 현재 의료용 모니터 1위 업체인 디엔티 외에도 비티씨정보통신에서도 의료용 LCD모니터 시장에 본격 진출한다고 밝혔다. 2006년 12월 내시경장비용 모니터 출시를 시작으로 본격적인 영업 활동을 전개하고 있는 비티씨는 곧이어 판독기기용, 초음파기기용 제품을 연이어 선보일 예정이다. 이는 코텍이 진출하고자 하는 분야와 상당부분 겹치게 되므로, 코텍에는 위협요인이 될 것이다.

**향후 전망**

코텍은 향후 더 많은 R&D인력을 투입하여 고부가가치의 첨단 생체 군사 및 물리 항공용, 바이오 적용 디스플레이 사업에 지속적으로 확장 진출할 계획으로, 매출 구성에서 신사업 부문을 늘리고자 하고 있다. 그러나 현재로서는 해당 시장의 크기나 경쟁 구도를 예측하기가 무척 어렵기 때문에 코텍의 행보가 어떻게 될지 그 구체적인 모습을 추측하기에는 이른 감이 있다.

**◆ 생산설비 증대**

코텍은 지난달 20일 송도 경제자유구역 내 부지매입승인과 입주허가를 취득하였다고 공시했다. 회사가 매입하게 될 송도 공장부지는 약 5800평으로, 현재 주안 공장부지(2100평)의 3배 규모이며 5월에 토지매매계약을 체결하기로 예정되어 있다. 회사는 구체적으로 2007년 10월에 신규공장 착공에 들어가 2008년 하반기에 입주할 계획이며, 이 때 현재 주안에 자리잡고 있는 모든 생산라인은 송도의 신규공장으로 이동된다. 향후 예상토지매입대금 100억 원과 생산설비 확충에 필요한 금액 130억 원 등 총 230억 원의 공장이전비용이 발생할 것으로 예상되며, 이 금액은 회사가 보유한 현금성 자산 337억 원(총자산의 48.8%)과, 4월에 예정된 유상증자 96억 원으로 충분히 조달 가능할 것으로 보인다.

주목할만한 것은 회사의 원재료가 증가하고 있다는 사실이다. LCD가 주요 구성요소인 원재료는 전기 대비 27억 원이 증가한 110억 원으로, 35%의 증가율을 보이고 있다. 신규공장이전과 설비증설계획, 그리고 원재료 증가추세에 비추어 볼 때 회사가 단기적인 수요증가와 미국 카지노 산업 사이클에 의한 대규모 교체수요의 발생에 대비하여 공급능력을 확충하고자 한다는 것을 알 수 있다.

**◆ 이익률 전망**

코텍의 매출 구성에서 LCD와 LCD 터치 스크린의 비중이 급속히 확대되고 있는데, 정확한 제품별 마진은 공개되지 않았지만 이들 제품군의 마진이 높은 것으로 알려져 있다. 이들 제품의 비중이 확대됨에 따라 영업이익률이 점진적으로 개선되고 있음을 알 수 있다.

그러나 CRT, PDP 부분의 비중은 이제 0%에 가깝기 때문에 기타 부분, 즉 신규 사업 분야에서 현재보다 높은 마진의 제품 비중을 확대하지 않으면 추가로 영업마진의 개선을 기대하기는 힘든 상황이다.

<코텍 매출 구성과 영업이익률>

종류	2006 년	비중	2005 년	비중	2004 년	비중
Touch Screen	1,910	2.04%	9,320	11.56%	27,322	40.66%
LCD Touch Screen	45,556	48.76%	34,542	42.85%	5,318	7.91%
CRT	2,927	3.13%	4,029	5.00%	5,965	8.88%
LCD	22,938	24.55%	13,797	17.12%	14,152	21.06%
PDP	3,826	4.10%	7,352	9.12%	10,159	15.12%
기타	16,269	17.41%	11,570	14.35%	4,280	6.37%
합계	93,426		80,610		67,196	
영업이익률		9.66%		8.83%		8.55%

<자료: 코텍 2006년 사업보고서>

PID 부분은 10%의 영업마진을 기대할 수 있고, 의료용 모니터는 매출 규모가 30억이 넘어갈 경우 약 15%의 영업마진을 얻을 수 있다고 한다. 그러나 이들 사업 분야는 아직까지는 고정비로 인해 영업손실이 나고 있는 실정이고, 성장기를 거쳐 성숙기에 접어들었을 때 얼마의 마진을 보장할 수 있는지 예측하기 어렵다. 따라서 2007년의 영업이익률은 현재보다 소폭 상승할 전망이다. 이후 신규 사업 분야에 성공적으로 진출하였을 때 10%대 초반의 영업이익률을 기대할 수 있을 듯 하지만 현재로서 큰 신뢰도를 부여하기는 어려운 실정이다.

한편 송도자유경제지역으로의 입주가 완료되면 법인세 감면 효과를 받아 순이익률이 대폭 상승할 수 있는 점은 긍정적이다.<sup>1</sup>

◆ 기타 유의사항

제 3자 배정 유상증자

회사는 송도 부지매입과 설비증설 자금을 조달하기 위해 올 2월 제 3자 배정에 의한 96억 원의 유상증자를 결정했다. 납입일은 4월 20일, 신주상장예정일은 5월 2일이고, 배정 대상자는 KSDC LIMITED라는 외국법인이다. 현재 현금성 자산을 337억 원 보유하고 있음에도 불구하고 추가로 증자를 한 것은 경제자유구청에서 부지가격이 비교적 저렴한 경제자유구역에 입주하는 조건으로 10% 이상의 외국인 투자비율을 요구하였기 때문이다.

<sup>1</sup> 제조업 1천만 달러 이상 투자 기업에 대해 3년간 100%, 이후 2년간 50%의 법인세 면제 혜택이 있다.

하지만 단순히 이러한 이유뿐만 아니라, 96억의 유상증자로 인해 회사는 송도의 신규공장으로 생산라인을 이전하는 데 추가적인 재무 부담을 지지 않을 수 있고, 경제자유구역으로 이전한 이후 기술과 설비에 대한 추가적인 투자여력을 가질 수 있다는 점에서 긍정적이다. 또한, 향후 외국인 투자비율에 비례한 법인세 감면 혜택 등이 기대되므로 이번 제3차 배정 유상증자는 긍정적이다.

### 주가 안정을 위한 자사주 매입

이번 제3차배당 유상증자는 기준시가보다 10% 낮게 발행가액을 책정했기 때문에 주당지표가 단기적으로 하락될 것이라 예상된다. 회사는 이에 대응하여 3월 16일 자기주식 가격안정을 위한 자기주식취득을 단행하였다. 총 취득금액은 10억 원으로 주당취득가격은 3월 15일 종가인 6,560원이며 취득주식수는 152,439주이다. 예정대로 유상증자가 이루어진다고 가정하고 여기에 자기주식취득분을 추가적으로 고려할 때 주당순이익의 변화는 다음과 같다.<sup>2</sup>

일자	내용	발행가/취득가	비고	주식수	EPS
2007. 1. 1	유통보통주식수		자기주식차감	10,538,880	668
2007. 3. 16	자기주식취득	6,560	시가취득	52,439	665
2007. 5. 2	유상증자	5,920	기준주가의 90%	1,620,000	603

3월에 자기주식을 취득했는데도 불구하고 주당순이익이 하락한 것은 유통보통주식수 산정시 전기에 행사된 주식매입선택권에 대해 일년의 가중치가 적용되었기 때문이다. 07년도 당기순이익 증가분을 고려하면 주당순이익은 위의 수치보다 커질 것이다.

### 유형자산처분이익의 발생

주안공장 토지(공시지가:34억 원, 장부가액:26억 원)의 예상매각대금은 115억 원이다. 이 금액은 송도의 공장부지의 공시지가가 30억 원, 형성된 시가가 100억 원임을 고려해 볼 때, 합리적인 매각금액으로 판단된다. 때문에 토지가 처분되는 회계연도에는 토지처분이익이 89억 원 발생될 것으로 예상되며, 2006년의 당기순이익이 약 70억 원인 점을 감안하면 이 금액은 재무제표에 중요한 영향을 주게 될 것이다. 유형자산처분이익은 일시적으로 발생하는 이익이고 전액 신규 설비 투자에 소모될 예정이므로 토지가 매각되는 07년도 또는 08년도에는 이를 유념하고 주당지표를 파악해야 한다.

<sup>2</sup> 06년말 당기순이익이 지속적으로 유지된다고 가정한다.

◆ Valuation

카지노용 기계 산업은 단기적으로 수요가 증가할 것은 분명하나 설비투자 계획이 산발적으로 나타나 전체 규모를 추측하기에 상당한 어려움이 있다. 또한 PID와 의료용 디스플레이 시장은 카지노 시장과 같이 진입장벽이 높지 않아 경쟁 체제에서 어떠한 입지를 차지할 수 있을지 매우 불확실하다. 위와 같은 이유로 회사의 장기적인 매출 추정이 힘들다고 판단하여 다음과 같은 두 가지 가정을 적용하여 기업의 가치를 평가해보았다.

DCF - 보수적 가정

우선 기업의 최소 가치를 알아보기 위해 현재까지 드러나있는 정보만을 토대로 2012년까지의 매출을 추정해보았다. 2006년의 매출이 성장 없이 그대로 지속된다고 가정하고, 교체수요의 발생은 없는 것으로 하였다. PID의 매출은 현재 회사가 예상하고 있는 2007년 매출금액(180억 원)이 성장하지 않고 2012년까지 계속 유지된다고 가정하였으며, 마카오를 비롯한 해외부문의 매출 또한 2012년까지 일정하게 발생한다고 가정하였다. 참고로 코텍의 자체적인 2007년 예상매출액은 1,157억 원이다.

(단위: 백만 원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
2006년 매출	17,072	17,072	17,072	17,072	17,072	16,061
합계	93,425	93,425	93,425	93,425	93,425	93,425
합계	110,497	110,497	110,497	110,497	110,497	109,487

<자료: SMIC Research Team 3>

영구성장률은 5%로 추정하였고, 할인율은 보수적으로 15%로 일괄 적용하였다. 유통주식 수는 유상증자에 따른 희석을 고려하여 10,611,794 주를 사용하였다. 그 결과 5,949원의 주당 가치가 산정되었는데, 이는 현재 증가 6,930원에 비해 14% 낮은 가격이다.

DCF - 공격적 가정

두 번째로는 다소 공격적인 가정을 적용하여보았다. 시장 전망을 top-down 방식으로 추론하기 어려우므로 코텍이 과거 5년간 성장해왔던 추이로 2012년까지 성장한다고 가정하여 16%의 성장률을 적용하고, 할인율은 여전히 15%를 사용하였다. 그 결과 8,690원의 적정가치를 얻었고, 현재주가 대비 25%의 마진이 나왔다. 공격적인 가정을

적용했는데도 불구하고, 25%의 상승여력만을 가지고 있다는 점에서 DCF 모델을 통한 코텍의 밸류에이션 결과는 긍정적이지 못하다.

### 수정 EPS

다소 많은 가정이 섞인 DCF 만으로 부족하다고 판단하여 상대적으로 손쉬운 PM법을 적용하여보았다. 앞서 가정의 2007년 매출이 그대로 실현된다고 하고, 매출액순이익률을 전년도와 같은 7.47%로 이용하였다. 이 경우 2007년 연말의 수정 EPS는 718원이며, 현재의 PER이 유지된다고 하면 적정주가는 **7,447원**으로 현재 주가 대비 7%의 마진이 있다.

### ◆ 결론 - HOLD

코텍의 향후 2, 3년 간의 이익은 증가할 가능성이 매우 높다. 그러나 이러한 이익이 실현된 후의 주가는 그보다 더욱 미래에 대한 시장 참여자들의 판단이다. 이러한 판단을 예측하는 것은 코텍의 경우 무척 어려운데, 그 이유는 다음과 같다.

- 카지노 산업의 성장은 시장 규모를 추측하기가 매우 어렵다.
- 카지노 산업의 성장은 일회성이며, 다음 성장 주기를 예측하기가 어렵다.
- 신규 시장의 경쟁 구도를 예측할 수 없다.
- 신규 시장에서의 경쟁 우위를 제시할 수 없다.
- 코텍의 매출 구성은 신규 시장 위주로 재편될 예정이다.

한편 시장에 나오는 애널리스트의 보고서는 이러한 성장 전망을 매우 긍정적으로 평가하고 있다. 이러한 상황에서 추가 이익을 얻기 위해서는 시장의 평가 이상의 성장을 보여야 하는데, 그러한 점에서 코텍의 불확실성은 감당할 수 없는 수준이다.

다만 앞으로의 시장 변화를 주목해볼 필요는 있다. 코텍이 카지노용 디스플레이에서 보여주었던 확고한 경쟁 우위를 PID와 의료용 기기라는 새로운 시장에서도 보여줄 수 있다면, 그렇게 해서 현재와 전혀 다른 규모의 매출액과 이익률을 보유한 새로운 기업이 될 것이라고 추론할 수 있게 된다면, 코텍을 다시 한 번 눈여겨볼 수 있을 것이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

◆ 코텍 재무제표

대차대조표

[단위 : 억원]

항목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
현금및현금등가물	144.1	213.6	97.6	50.2	229.5
유가증권	0.6	-	4.2	-	71.5
매출채권	59.5	40.1	34.3	243.6	97.6
당좌자산(계)	282.3	296.4	268.8	376.2	435.0
재고자산(계)	65.5	79.9	125.8	98.3	124.3
유동자산(계)	347.8	376.4	394.7	474.6	559.4
투자자산(계)	1.2	8.1	8.1	94.9	50.3
유형자산(계)	73.0	76.4	73.4	71.1	66.6
무형자산(계)	6.8	9.1	13.5	17.8	15.0
고정자산(계)	81.2	93.7	95.1	183.9	131.9
자산총계	429.1	470.1	489.9	658.5	691.3
매입채무	21.0	37.1	33.7	58.1	33.3
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
유동부채	43.7	60.3	49.3	103.3	81.4
사채(계)	-	-	-	-	-
장기차입금(계)	-	-	-	-	-
고정부채(계)	16.6	23.8	32.9	29.5	19.6
부채총계	60.3	84.2	82.3	132.9	101.1
자본금	51.2	51.2	51.8	52.1	53.0
자본잉여금	162.4	162.4	168.7	174.5	184.9
이익잉여금	152.0	213.3	248.9	291.2	345.3
자본조정	2.9	-41.2	-61.9	7.7	6.8
자본총계	368.8	385.8	407.5	525.6	590.2

손익계산서(누적)

[단위 : 억원]

항목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
매출액	506.7	631.3	671.9	806.1	934.2
매출원가	399.9	478.0	535.7	626.2	721.9
매출총이익	106.8	153.3	136.2	179.8	212.3
판매비와관리비	62.2	81.3	78.7	108.7	122.0
영업이익	44.6	71.9	57.4	71.1	90.2
영업외수익	19.3	23.1	22.7	25.2	33.5
영업외비용	15.3	14.2	19.5	23.8	29.3
경상이익	48.6	80.8	60.7	72.5	94.4
특별이익	-	-	-	-	-
특별손실	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	48.6	80.8	60.7	72.5	94.4
법인세등	9.6	19.5	15.5	18.8	24.6
당기순이익	38.9	61.2	45.1	53.7	69.8

현금흐름표(누적)

[단위 : 억원]

항목	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12
영업활동으로 인한 현금흐름	23.8	113.3	3.7	-56.9	180.3
현금의 유출이 없는 비용 등의 가산	16.8	17.4	21.4	38.1	39.0
유형자산 감가상각비	8.3	8.7	9.5	9.0	7.0
무형자산 감가상각비	2.0	3.0	4.8	3.4	4.2
현금의 유입이 없는 수익 등의 차감	2.3	1.1	3.8	6.3	2.7
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	-29.6	35.8	-59.0	-142.5	74.2
투자활동으로 인한 현금흐름	-10.0	9.6	-93.9	-49.3	12.0
투자활동으로 인한 현금유입액	6.3	32.5	0.0	571.2	280.2
투자활동으로 인한 현금유출액	16.3	22.9	94.0	620.5	268.2
재무활동으로 인한 현금흐름	-6.2	-53.4	-25.8	58.9	-13.1
재무활동으로 인한 현금유입액	-	-	3.5	70.5	46.0
재무활동으로 인한 현금유출액	6.2	53.4	29.3	11.6	59.2
현금의 증가(감소)	7.5	69.5	-116.0	-47.4	179.2