



# 피에스케이(031980)

끝없는 질주!!

## BUY

### Valuation

Target Price: 17,588

Price: 12,850

Margin of Safety: 37%

MktCap.(100mn): 2236

ROE: 34.06%

Op.Magin: 25.64%

PER: 7.68

PBR: 1.71

Dividend Yield: 11%

Major Sh.Holder:

㈜금융외3인 : 34.28%

Foreign Shr.: 6.5%

52weeks Beta: 1.00

52weeks High/Low:

18,850 / 6,400

기업분석 3팀

고한성, 김세환, 박봉휘,

정진욱, 허은혜

#### ➤ 성장하는 기업 - 피에스케이

피에스케이는 꾸준히 성장하는 기업이다. 매출액, ROE, M/S가 꾸준히 증가하고 있다.

#### ➤ 반도체 산업 전망

피에스케이는 반도체 후방기업으로서, 반도체 경기 회복시 직접적이고 즉각적인 수혜가 예상된다.

#### ➤ 독점

피에스케이는 반도체 장비 산업 중, Asher 장비 부문에서 글로벌 리더 기업으로서 내수시장 독점, 세계 M/S 1위의 독점적인 위치에 있다.

#### ➤ 지분법 평가이익

피에스케이의 실적에 영향을 미치는 유원미디어의 지분법 평가이익에 대해서 알아본다.

#### ➤ 2002년도 적자 원인, 원가절감 압력

유일하게 실적이 좋지 않았던 2002년의 부진했던 원인을 짚어보고, 향후 성장에 미칠 영향을 살펴본다. 또한 후방산업으로서의 원가절감 압력이 어느 정도인지 알아본다.

#### ➤ 성장 지속 가능성

꾸준한 성장을 통해 세계 1위의 M/S를 가지고 있는 독점 기업이지만, 향후 매출처 다각화와 제품 다각화를 통한 지속적인 성장이 예상된다.

#### ➤ 밸류에이션

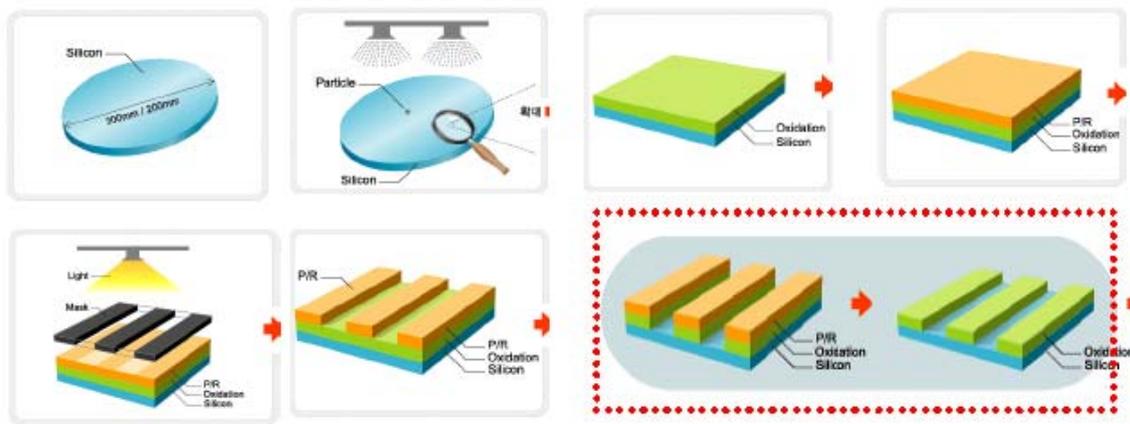
DCF를 이용한 피에스케이의 적정주가를 알아보자.



## 1. 피에스케이 어떤 기업인가?

### 1) 반도체 장비 Asher의 강자

피에스케이는 반도체 장비 제조업체로 그 중에서도 피에스케이 전체 매출의 94%를 차지하는 사업부문이 바로 Asher 장비이다. 애싱 장비란 PR 스트리퍼(Stripper) 또는 박리장비라고도 불리며, 포토공정(감광액 도포-노광-현상)에서 패턴 형성을 위해 코팅된 감광액(PR • Photoresist)을 식각한 후 잔존 PR를 벗겨내는 공정에 쓰이는 필수 장비다.



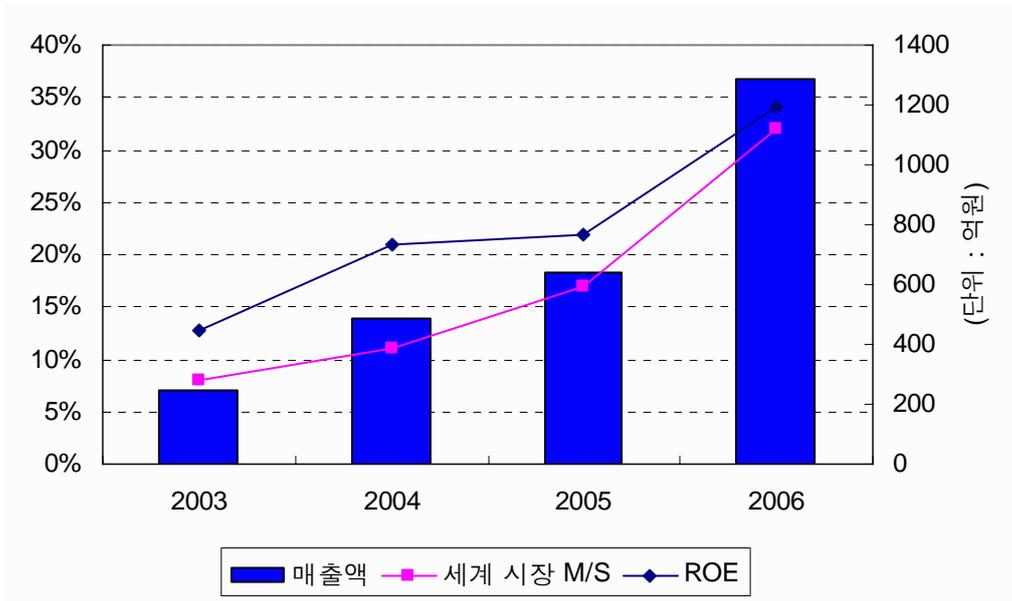
반도체 공정 중 Asher 부분 (출처 : 피에스케이 기업 설명회

자료)

전체 반도체 장비시장에서 1.3% 수준의 매출 규모를 차지하고 있으며, 현재 피에스케이의 Asher 부문 주력 제품은 ‘DAS2000’, ‘TERA21(테라21)’과 ‘SUPRA III(수프라 III)’ 등으로 피에스케이는 현재 이 분야에서 국내 독점 (점유율 75~95%) 기업이며, 세계 시장 M/S도 꾸준히 증가하여 2006년도 매출액 1000억을 돌파하며 세계 시장 M/S 32%로 1위를 달리고 있다.

### 2) 피에스케이의 질주는 어디까지 계속될 것인가?

피에스케이는 국내 독점과 세계시장 MS 1위와 더불어, ROE 또한 매년 성장하여 현재 34.06%를 기록하고 있으며 모든 재무지표가 피에스케이의 높은 성장성을 나타내고 있다. 이미 글로벌 리더 자리를 차지한 피에스케이이지만 2007년 사상 최대의 실적 달성이 전망되며 매출처 다각화, 제품 다각화 등의 노력을 지속적으로 해오면서 더욱 확고한 독점의 위치를 차지하기 위해 끊임없이 질주하고 있다. 과연 피에스케이의 질주는 어디까지 계속될 것인가?



## 2. 전방 산업에 대한 탐구 - 반도체 산업

피에스케이가 반도체 산업 장비인 Asher에 특화되어 있는 기업이니 만큼 향후 피에스케이의 전망을 예측하기 위해서는 먼저 전방산업인 반도체 산업에 대한 탐구가 필요하다.

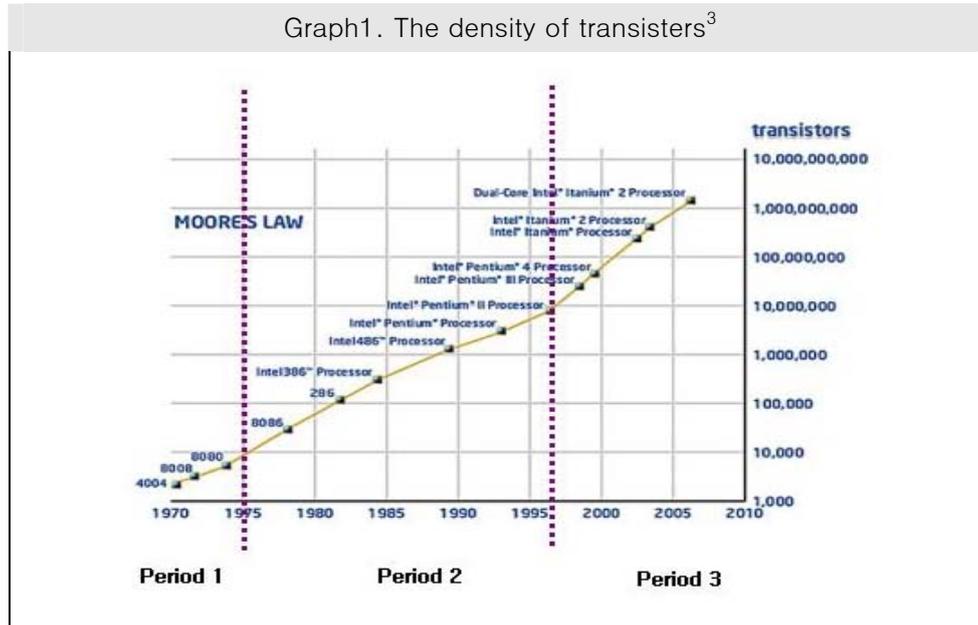
그리고 반도체 산업은 여타 산업과는 달리 기술개발이 먼저 이루어지고, 후에 수요 공급 곡선이 결정되는 산업이다. 따라서 선행되는 기술 개발에 우리의 초점을 맞추어 무어의 법칙과 황의 법칙을 살펴본 후, 수요-공급 곡선에 있어서 유비쿼터스혁명을 살펴보도록 하자.

### 1) 기술적 측면 - 집적도 변화에 따른 공정 변화가 매출 유도.

1965년에 발표한 무어<sup>1</sup>의 법칙에 따르면 IC의 트랜지스터 집적도가 2배가 되는 데 걸리는 기간은 1년이고(period 1) 1970년 변경된 법칙에 따르면 2년이다. (period 2) 가장 최근 법칙으로는 삼성전자의 메모리부분에서의 활약 덕분에 생긴 '황<sup>2</sup>의 법칙'이 있으며 이는 1년마다 집적도가 2배씩 증가한다는 것이다.(period 3)

<sup>1</sup> Gordon Moore, intel 창업자

<sup>2</sup> 황창규 삼성전자 반도체 총괄 사장



이러한 추세는 다시 느려질 것이라는 것이 대부분의 평가이만<sup>4</sup>, 집적도 증가가 계속될 것이라는 점에서는 의심의 여지가 없다.<sup>5</sup> 집적도의 변화는 공정의 변화를 요구하며, 그런 점에서 계속되는 반도체 집적도의 증가는 반도체 전공정업체에 속하는 피에스케이에게는 장기적 성장 동력이 될 것이다.

**2) 세계는 지금 유비쿼터스 혁명중 - 반도체 수요 증가.**

눈을 유비쿼터스로 돌려보자. 지금 당신이 지니고 있는 반도체<sup>6</sup>는 몇 개 일까? MP3Player, Laptop Computer, Mobile Phone, PMP 등등 1개조차 가지고 있지 않던 과거와는 전혀 다른 양상을 보이고 있다. 즉, 과거 여러 명이 1개의 반도체를 사용하던 과거와는 달리 한 사람이 여러 개의 반도체를 사용하고 있다. 그럼 이러한 양상은 계속될까?

과거의 정보혁명은 물리공간을 컴퓨터 속에다 집어넣은 혁명이지만 현재의 유비쿼터스 혁명은 물리공간에다 컴퓨터를 집어넣는 혁명이다. 즉, 단순 모바일 기기를 넘어서서 생활에서 맞이하는 모든 사물에 반도체, 즉 작은 컴퓨터가 장착된다는 것이다.<sup>7</sup> 지금의 모바일

<sup>3</sup> 무어의 법칙은 마이크로프로세서에 관한 것이고, 황의 법칙은 메모리에 관한 것이지만 공정의 공통성을 고려하면 비교 가능하다.

<sup>4</sup> 양자 터널링 현상, 플로팅 게이트로 야기되는 문제가 발전 속도를 늦추고 있으며 이와 관련 황 사장은 최근 일본의 '니케이 마이크로 디바이스' 5월호에 실린 인터뷰에서 "미세화에는 한계가 있고 앞으로 속도도 늦어질 것"라고 밝혔다.

<sup>5</sup> 현재 60nm급 microprocessor 와 flash memory가 상용화되어 있고, 지난해 삼성전자는 40nm 32Gb 플래쉬 메모리 개발에 성공하였다.

<sup>6</sup> Computer로 치환할 수도 있다.

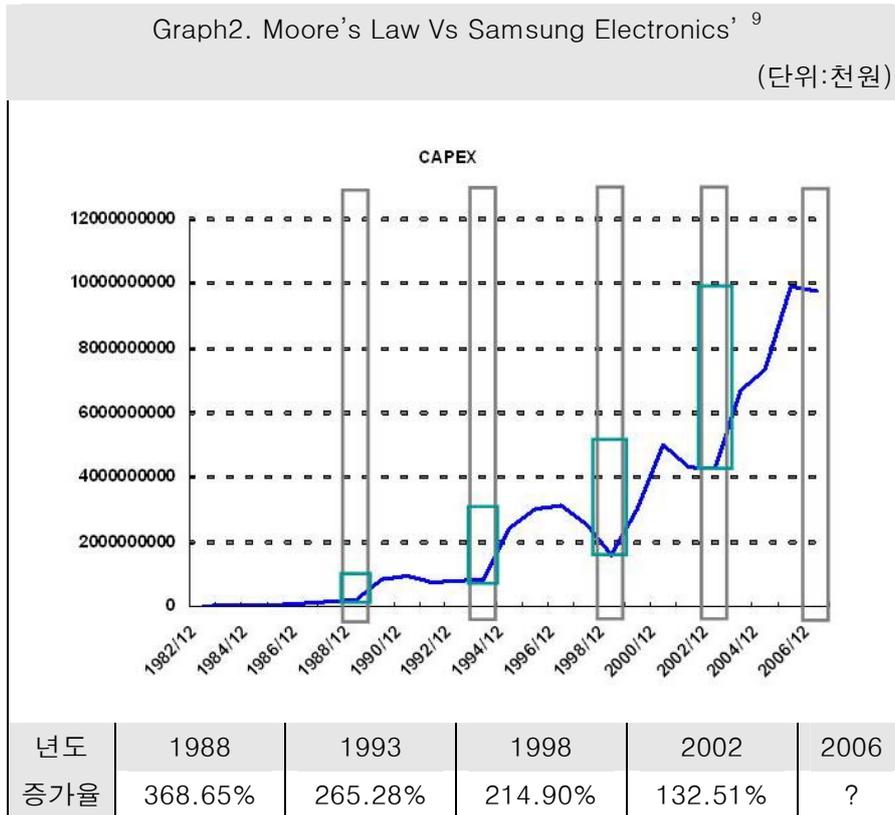
<sup>7</sup> 비슷한 관점을 메모리 신성장론에서 황창규 삼성전자 사장이 밝힌 바 있으며, 이 이론에

혁명은 유비쿼터스 혁명이 지향하는 공간 혁명<sup>8</sup>의 한 줄기이고, 이러한 변화가 지속될 것인 한 변혁의 중심에 있는 반도체의 수요는 앞으로도 지속적인 증가세에 있을 것으로 예측된다.

**3) 집적도 변화와 피에스케이 Net Sales 변화.**

그러나 위에서 살펴 본 집적도의 변화가 실제로 피에스케이의 매출과 의미있는 관계를 가질 때만이 이로 인한 피에스케이의 지속적 매출을 기대할 수 있을 것이다. 그럼 집적도 변화가 일으키는 공정변화가 실제로 어느 정도의 설비투자를 유발하고, 그것이 피에스케이의 매출에 어느 정도의 영향을 주는 지를 알아보자. 이를 위해 피에스케이의 매출의 큰 비중을 차지해왔고, 현재에도(2006년) 40%이상의 매출 비중을 차지하는 삼성의 설비투자와 피에스케이의 매출 변화를 살펴보도록 하겠다.

먼저 무어 또는 황의 법칙에 의해서 집적도가 1년 또는 2년에 2배씩 높아지는 동안 삼성전자는 공정 변화를 위해 몇 년에 한번씩 얼마의 CAPEX를 지출해야 했을까?



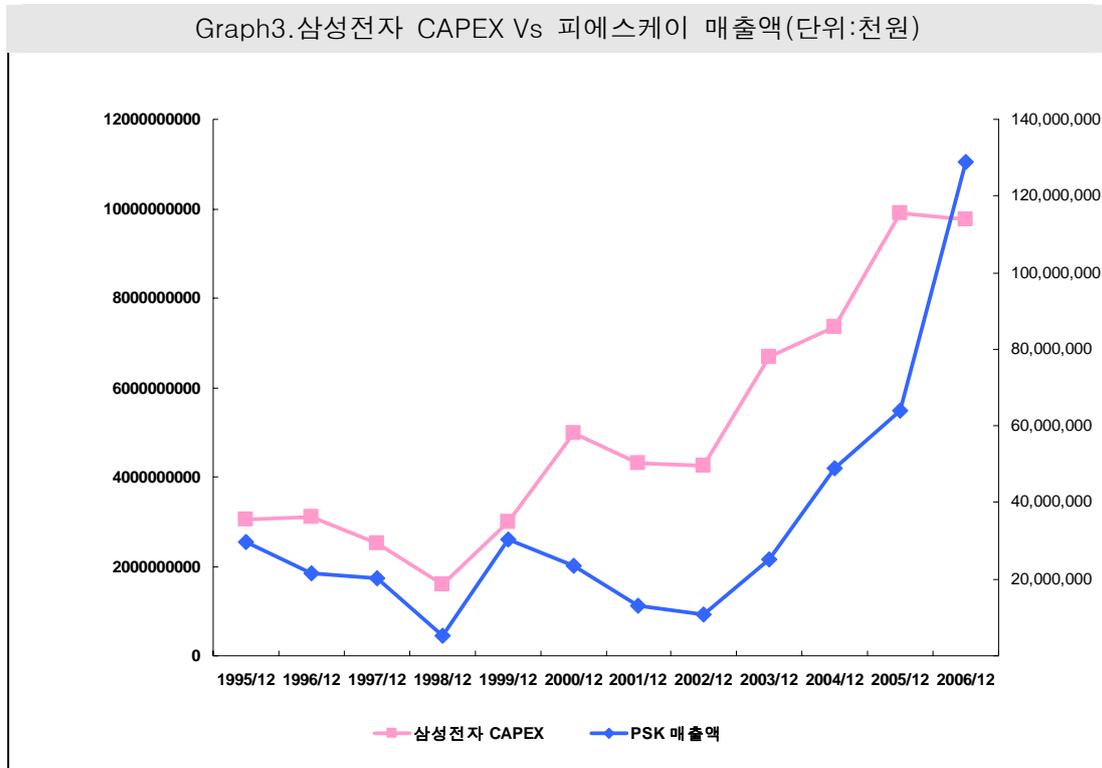
서 PC뿐만 아니라 모바일, 디지털 가전 등 새로운 수요가 폭발적으로 증가함에 따라 메모리시장이 매년 20%이상 고성장 할 것이라고 예측하였다.

<sup>8</sup> 이동 전화의 3G 또한 같은 맥락에서 이해될 수 있다.

<sup>9</sup> 사업분야를 나누지 않았으나 거시적으로 보았을 때 충분히 주기를 찾을 수 있었다. 삼성전자의 메모리 부분 세계 1위는 1993년부터였다.

여기서 흥미로운 결과가 나오는 데, 무어의 법칙이 유효하던 기간(period2)에는 5년에 1번씩 CAPEX의 대규모 증가가 발생하였고(1988~1997), 황의 법칙이 본격적으로 유효하던 시기(period3)에는 4년에 1번씩 대규모 CAPEX의 증가가 있었다. 황의 법칙이 유효하다고 가정할 때, 2007년 CAPEX의 증가가 예상되며, 무어의 법칙을 따를 경우 2008년 CAPEX 증가가 있을 것으로 보여진다. 다만, 현재 삼성전자의 기술개발 단계를 보았을 때, 2007년에도 여전히 황의 법칙은 유효할 것으로 보인다.<sup>10</sup>

그렇다면 이러한 삼성전자의 설비투자와 피에스케이의 매출이 실제로 어떤 관계를 가지는지 알아보자.



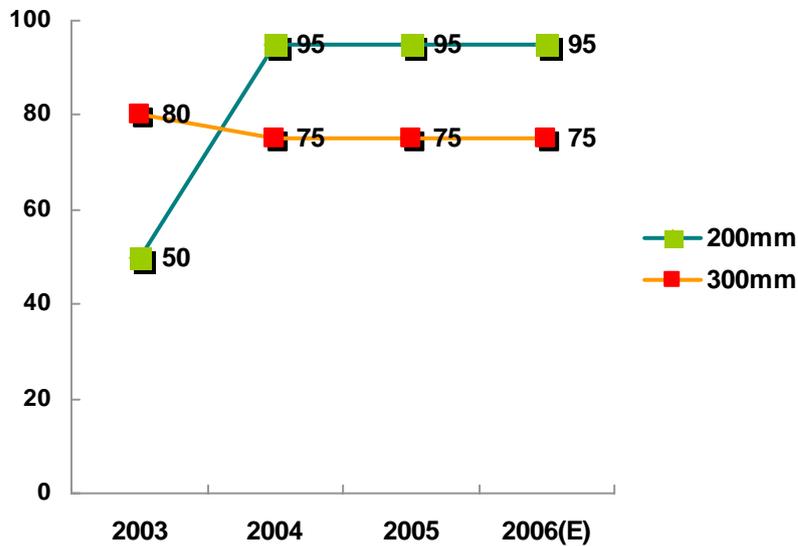
삼성전자 CAPEX와 피에스케이 매출액은 연동되고 있으며, 따라서 무어-황의 법칙에서 피에스케이도 예외일 수 없음이 들어나고 있다. 그리고 2006년 피에스케이 매출액이 계속

<sup>10</sup> 실제로 삼성전자는 5월부터 총 1조3000억원 상당을 투입하여 증설하는 미국 텍사스 오스틴 반도체 제조법인(SAS)의 2라인 건설을 위한 발주를 본격화 할 예정이며, asher부문 수주업체로는 피에스케이가 유력하다.

증가하는 점에서 삼성전자의 공정변화로 인한 설비 투자가 진행 중임을 엿볼 수 있다.

### 3. Asher 장비 부문의 글로벌 리더

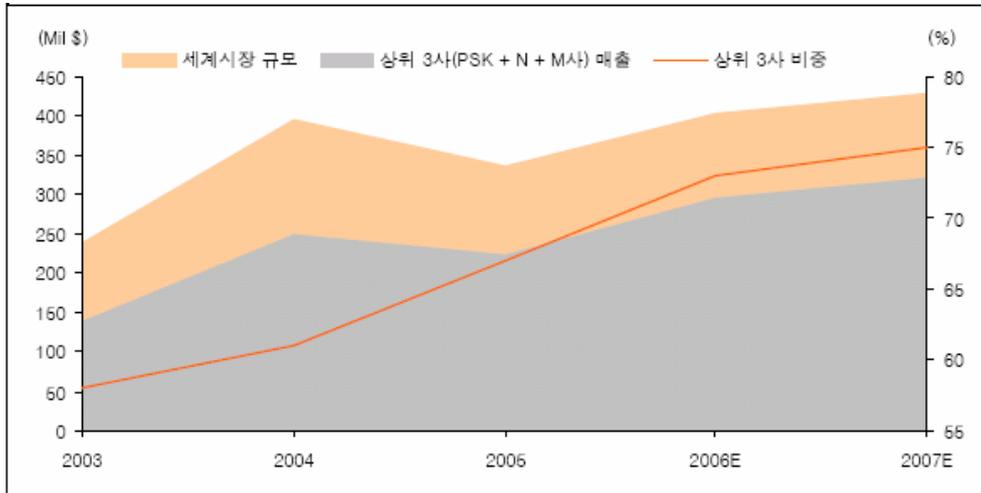
#### 1) 국내 유일의 Asher 생산 업체 - 독점!



(자료 출처: 2006 피에스케이 기업 설명회 자료)

피에스케이는 현재 국내에서 거의 유일하게 Asher를 생산해내는 업체로 국내에서 200mm 라인에서는 95%, 300mm라인에서는 75%의 점유율로 독점적인 생산자라고 볼 수 있다. 피에스케이 자체가 처음 Asher생산 기술을 국산화 했을 뿐 아니라, 300mm라인 Asher를 세계 최초로 생산할 만큼 기술면에서 앞서가고, 그 동안 삼성전자와 하이닉스에 납품을 하며 쌓아둔 인지도가 있기 때문에 타 업체가 진입해서 경쟁할 가능성은 거의 없다고 볼 수 있다. 실제로 국내에서 뉴파워프라즈마라는 기업이 2005년 300mm Asher를 개발했지만, 위의 표에서 볼 수 있듯이 점유율 변화는 없었으며 매출액 또한 05년 110억 06년 140억으로 미미하여 위협이 될 수 없다고 판단하였다. 또한 국내 반도체 장비 업체간의 제품 다각화는 이루어지고 있으나 조사 결과 Asher 부분으로의 다각화는 없는 것으로 확인되었다.

2) 세계 시장에서의 경쟁 -2006년 MS 1위!



자료: 피에스케이, 미래에셋증권 리서치센터

피에스케이의 주요 경쟁회사로는 미국의 MATTSON, NOVELLUS, AXCELIS 와 일본의 SHIBAURA가 있다. 이 중에서 위의 표에서 나타나듯이, 피에스케이와 미국의 MATTSON과 NOVELLUS사의 매출 점유율의 합계가 70%를 넘어서는 과점의 형태를 보여주고 있다. 특히, 2005년과 2006년을 비교해 보면,

	2005	2006(E)
피에스케이	17%	32%
MATTSON	25%	30%
NOVELLUS	25%	14%
3 개사 합계	67%	76%

꾸준하게 주요 기업의 전체 점유율이 높아지는 가운데에 NOVELLUS의 점유율이 크게 감소한 반면, 피에스케이의 성장이 큰 것을 알 수 있다. AXCELIS와 SHIBAURA는 10% 내외의 점유율을 차지하고 있다.

3) 피에스케이의 경쟁력 - 기술력과 고객관리

피에스케이가 국내시장의 80%이상을 차지하고, 세계 시장에서도 MATTSON과 수위를 다툴 정도로 큰 성장을 할 수 있었던 가장 큰 요인에는 뛰어난 기술력을 들 수 있다. 설립 이후, 지속적인 R&D로 1997년, 국내 최초로 asher를 국산화하는데 성공했으며, 2001년에는 현재 반도체산업에서 많이 쓰이고 있는 300mm asher를 세계 최초로 개발했다. 실제로 ISO 9001과 ISO 9002 등의 국제 인증뿐만 아니라, 미국의 SEMI, 유럽의 CE마크, 독자적인 기술특허인 ISBP를 획득할 정도로 기술력을 인정받고 있다.

앞선 기술력을 위한 피에스케이의 노력은 R&D관련 인력과 자금을 통해서 살펴볼 수 있다. 2006년 12월 기준으로 154명의 전체 직원 중에서 56명이 연구담당직원이며, 반도체 시장이 전체적으로 불황이었던 2000년대 초반에도 매출액 대비 10%이상의 자금을 R&D에 투자하였고, 2005년의 경우에는 매출액 대비 16.21%의 금액을 투자했다.

기술력과 판매 당시의 품질 뿐만이 아닌 사후 관리도 중요하다. 이에 따라서, 피에스케이는 철저한 사전준비와 사후관리를 통해서 고객의 만족을 높이고 더불어 추가적인 매출을 유도하려 한다. 실제로 경쟁업체들이 미국의 기업들인 데 비해서 주요 고객들은 아시아권에 위치해 있는 만큼, 경쟁사들에게 있어 '고객 서비스' 분야는 약점이라 할 수 있다. 특히 국내의 경우 외국업체가 100% 외국 업체이므로 이들의 취약점인 고객서비스를 공략하고, 고객의 요구에 대한 신속한 대응을 위해 공장 별로 '고객 서비스 요원'을 파견해 두는 판매 전략을 펼치고 있다.

**4. 리스크 요인 - 지분법 평가손익, 원가 절감 압력.**

**1) 지분법 평가손실**

2006년 기준 지분법 평가손실은 15억원 규모이다. 피에스케이의 순이익 규모가 280억원 정도인 것을 감안하면 이는 5% 정도에 해당하는 금액이다. 지분법 적용 투자주식은 다음과 같은데 유원미디어(주)의 손실액이 큰 것을 확인할 수 있다.

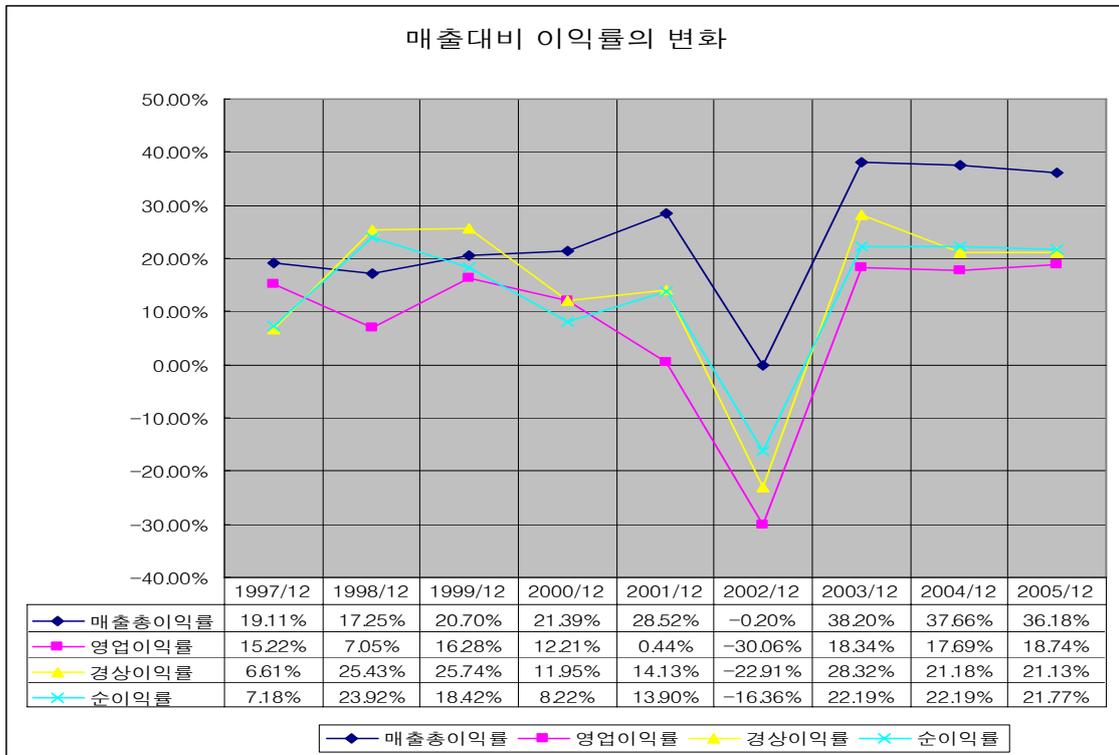
회사명	지분율	최근연도 당기순이익(단위:백만원)
아셈테크(주)	50%	163
(주)이지스	50%	302
유원미디어(주)	27.95%	-8104
PSK Tech America	100%	7
PSK Asia Inc.	100%	510

유원미디어(주)는 지상파 DMB 관련 서비스 제공 업체로서 2007 프로야구 독점 중계권을 확보하고 K-1 중계권을 확보하는 등 콘텐츠 공급에 힘쓰고 있는 업체이다. 지상파 DMB 사업은 위성 DMB 사업과 함께 많은 주목을 받았지만 아직은 수익모델이 정립되지 않은 사업 부문이다. 현재 지상파 DMB의 서비스 가능 지역은 수도권 지역으로 한정되어 있는 상태이며 도심의 빌딩 숲속이나 건물 안에서는 전파의 신호가 약해 수신에 어려움이 있는 현실이다. 하지만 최근 정부에서 송신 출력을 현재의 2KW에서 4KW로 증강하기로 하고 지역민방들에게 허가권을 교부하면서 국토의 75%의 지역에서 지상파 DMB를 시청할 수 있는 여건이 마련되었다. 지상파 DMB 서비스 지역이 급격히 늘어나면 유원미디어에게 유리하게 작

용할 전망이다. 허가에도 불구하고 기존의 아날로그 방송과 주파수가 겹치는 문제가 발생하는 등 사업의 불투명성이 완전히 해소되지는 못하는 모습을 보이고 있다. 콘텐츠 확보와 정부의 규제 강화라는 난제가 있어 당장 유원미디어가 당장 흑자전환 할 것이라 예상할 수는 없지만 향후 정부와 방송사의 움직임에 따라 수익 모델을 만들어낼 수 있을 것으로 기대된다.

## 2) 2002년 실적 부진 원인 및 원가절감 압력

피에스케이의 과거 실적을 살펴보면 유독 2002년의 그래프가 아래로 떨어지는 모습을 볼 수 있다.



이런 모습은 피에스케이에서만 나타나는 것이 아니라 당시 반도체 관련 산업군 전체가 산업적 불황을 맞았던 것으로 IT버블 붕괴와 함께 설비에 대한 과잉 투자가 적자로 이어지는 모습을 보였던 것이다. 2003년 실적은 다시 회복되었는데, 이 때의 교훈으로 현재는 과잉 투자를 지양하는 모습을 보이고 있다.

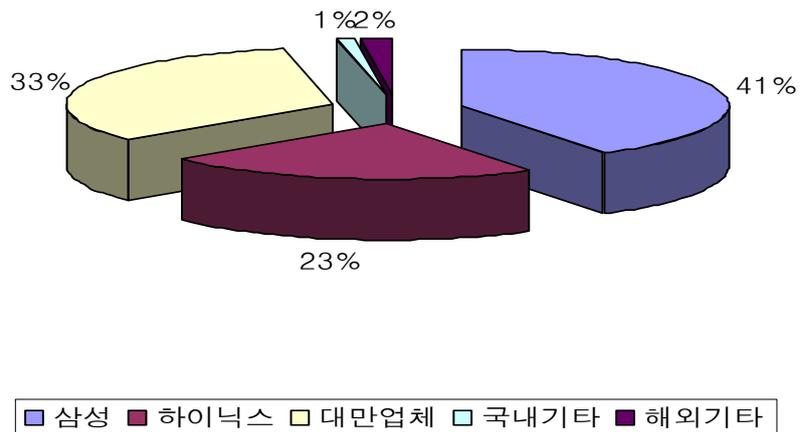
한편, 피에스케이가 반도체 산업의 밸류체인 상 후방에 속하는 업체이기 때문에 가격인하 압력에 대한 우려가 있을 수 있다. 이는 매출액 대비 매출원가 비율이 일정하게 유지되고 있고 계속되는 업그레이드와 신제품 개발을 통해 삼성전자나 하이닉스 같은 전방 업체들에게 '가격 인하' 라는 혜택 대신 '생산성 향상' 이라는 효익을 제공하는 전략을 펼치고 있다는 점으로 보아 크게 우려할 만한 사항은 아니라고 판단된다.

### 5. 성장 지속 가능성 - 매출처 & 제품 다각화

피에스케이의 성장은 계속될 것이다. 피에스케이는 지속적인 성장을 위해 해외 시장 (대만, 일본 등) 개척과 제품 다변화 노력을 하고 있다. 그 현황과 전망을 살펴보자.

#### 1) 매출처 다각화

2006년 고객 구성



(출처 : 굿모닝신한증권)

피에스케이는 안정적인 매출을 유지하기 위해 기존에 삼성전자와 하이닉스에 집중되어 있던 매출 비중을 해외 시장의 개척을 통해 분산시키려는 매출처 다각화 노력을 하고 있다. 그 중에서도 큰 비중을 차지하는 대만시장과, 반도체 산업의 큰 시장을 차지하는 일본 시장을 살펴보도록 하자.

#### ① 대만 시장 - 07년 1/4분기, 매출 비중 40%까지 증가.

- 대만 6대 반도체사 투자 증가와 국내 반도체 장비업체의 매출 증가.

TSMC, UMC, 프로모스, 파워칩, 난야 등 대만 6대 반도체 제조사들이 올해 전년보다 36% 증가한 9조9500억원 규모의 투자를 진행하고 있다. 특히 대만 파워칩은 일본 엘피다와 함께 1조6000억원을 투입해 대만 내 300mm 팹(fab) 건설에 나서는 한편, 난야는 유럽 키몬다와의 300mm 합작사인 이노테라와 별도로 300mm 팹을 건설해 올 3·4분기 중 양산에 들어갈 예정이다. 프로모스 역시 올 4·4분기 중 300mm 제조라인인 '팹 IV'의 양산에 들어갈 계획으로 있는 등 대만 반도체 제조사들이 300mm 팹 건설에 공격적으로 나서고 있는 것으로 확인됐다.

그리고 이 대만 반도체기업들의 증설 경쟁으로 국내 반도체 장비업체들이 괄목할 만한 매출신장을 기록하고 있다. 업계에 따르면 "기존 삼성전자·하이닉스의 양산라인에서 검증된 국산장비들을 대만 메모리 제조사들이 적극 채용하려는 움직임이 있다"고 한다. 따라서 "국내 반도체 장비업체들이 내수시장에 이어 대만으로 공급을 확대함으로써, 지난해 대비 매출이 급성장할 것"이라는 전망이다.

- 피에스케이의 대만 수출 증가 - 40%까지 증가.

특히 피에스케이는 박리장비를 공급하는 유일한 업체로 위에 언급된 대만의 반도체사 중 파워칩, 이노테라, 프로모스, 난야와 계약을 맺고 장비를 공급하고 있으며, 2003년 10월 UMC사와 1,146,443,000원 규모의 Ashing System 계약을 체결한 이래로(당시 매출의 10%규모) 점차 공급처를 확대했으며, 최근 대만 제1의 메모리 소사업체 Nan Ya Technology Corporation과<sup>11</sup> 64억 5천만원 규모의 공급 계약을 맺는 등 대만 수출을 꾸준히 늘려, 올해에는 1·4분기 매출 482억원 가운데 40% 이상을 대만에서 달성했다.

(단위: 원, %)

	2003	2006	2007
매출처	UMC	이노테라	난야
제품	Asher	Asher	Asher
매출액	11억5천만	119억6천만	64억5천만
매출비중(전기대비)	10	18.69	10.10

(출처: 공시자료)

② 매출처 다각화 - 일본.

일본은 반도체 최대의 시장으로 일본 시장 공략은 반도체 장비업체의 지속적인 성장에 필수적이라 할 수 있다.

<sup>11</sup> Nan Ya Technology 사로 첫 300mm 양산라인부터 장비납품을 시작하게 되어 추후 300mm 라인 투자시도 지속적인 납품이 이루어질 것으로 전망하고 있다.

- 일 반도체장비 수주 연간 최고기록

일본 반도체제조장비협회(SEAJ)의 보고서에 따르면 디지털 가전기기용 반도체의 수요가 급증함에 따라 반도체 제조업체들이 장비 주문량을 늘리고 있어 지난 2006회계연도(2006.4~2007.3)에는 일본내 수주 규모가 2조800억엔 연간 최고기록을 경신했다. 이는 1년 전에 비해서 33.4%나 증가한 수치이다.

또한 지난 3월의 BB율(수주액을 출하액으로 나눈 비율로 1이 넘으면 경기가 좋다는 것을 의미)은 1.03으로 일본 반도체 장비업계의 BB율은 지난해 4월부터 1 이상을 유지하고 있다.

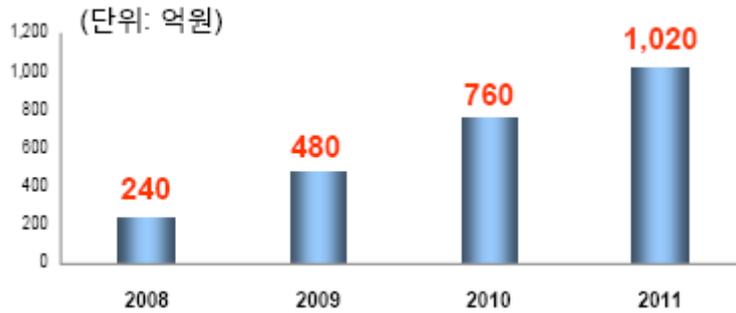
- 2007년 말부터 엘피다로의 매출 기대.

현재 피에스케이에는 일본의 엘피다, 르네사스, NEC, 도시바 등과 지속적인 접촉을 하고 있다. 아직까지 일본 업체와의 매출은 발생하지 않고 있지만, 엘피다와의 접촉이 빨리 진행되고 있고 올해 말부터 실제 매출이 발생할 전망으로 올해 길을 터 놓으면 내년부터는 지속적인 수주가 이루어질 것으로 예상된다. 한편, 엘피다는 지난 회계연도 사상 최대 영업이익(684억엔)을 기록하였고, 총 출하용량은 이전 해보다 168%가 늘으며, 대만 파워칩 세미컨덕터와 손잡고 대만 현지에서 D램 공장 건설을 진행하는 등 생산라인 증설에 박차를 가하고 있다.

## 2) Product Mix 다변화

피에스케이에는 단일제품의 약점을 극복하기 위해 Product Mix를 다변화하기 위한 노력을 기울이고 있다. 미세공정 발전에 따라 수요가 증가할 전망이다. Dry Cleaning System과 Si Treatment System이 그것이다. 특히 메모리 65나노 공정 이하에서는 Dry Cleaning System의 수요가 점차 증가할 전망이다. 즉, 65나노 이하 미세 공정에서 Asher 공정 이후 생기는 Native Oxide 막의 제거에 있어서 기존의 습식 방식으로는 제거가 불가능하므로, Plasma를 이용한 Cleaning 장비의 필요성이 대두되고 있다.

Dry Cleaning 시장은 6개월전부터 일본의 Ulvac사가 유일하게 매출을 올리고 있는 시장이다. 하지만 LCD 쪽에 치중되어 있고 그동안 축적된 기술력이 적용된 피에스케이의 제품(Integer III) 성능이 더 뛰어나 오히려 경쟁사가 많은 Asher 시장보다 더 확고한 독점적 위치를 차지할 수 있을 것으로 예상된다. 매출은 올해 하반기부터 발생할 예정이다.



Dry Cleaning 시장 규모 (출처 : 피에스케이 마케팅)

본부)

## 6. Valuation.

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		40.00%	40.00%	-11.00%	-11.00%	35.00%	35.00%	-11.00%
	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	
	-11.00%	-11.00%	30.00%	30.00%	-11.00%	-11.00%	-11%	

- 매출액 성장률

초기 8년 간은 4년에 1번씩, 총2번의 공정변화에 따른 전방 업체의 CAPEX증가가 있을 것으로 예상하였고 나머지 기간에는 기술 발전 속도가 늦어질 것으로 예상하여 5년에 1번씩 CAPEX증가가 있을 것으로 예상하였다. 그리고 1번의 CAPEX증가로인한 매출액 증가율은 점차 낮아지는 것으로 보았고 초기 값은 삼성전자의 CAPEX CAGR<sup>12</sup>의 평균값에 해당한다. 또한 매출액 증가 이후에는 다음 공정변화가 있을 때까지 매출액 감소가 있을 것으로 보았으며 역시 삼성전자 CAPEX 감소값 평균<sup>13</sup>에 해당한다.

- 영업이익률

영업이익률은 15.67%를 적용하였으며, 이는 1997년 이후 평균값에 해당한다. 2002년 이후로는 20%에 해당하지만, 보수적으로 가정해 보았다.

- 결과

1주당 가치는 17,588원이 나왔으며, 이는 현재 주가(5.4.2007) 12,850원과 비교할 때 37%의 안전마진을 가진다.

<sup>12</sup> 1993~6//1998~2000//2002~2005년에 해당하는 삼성전자 CAPEX CAGR값에서 평균값을 구하였다.

<sup>13</sup> 1996~1998//2000~2002년에 해당하는 삼성전자 CAPEX CAGR 평균값이다.

WACC	7.32%
영구성장률	0%
Terminal Value	186,795,021
현재가치의 합	103,323,700
PV of TV	69,476,191
현금 + 시장성유가증권	48,574,750
비영업용자산	10,386,537
Value of the Firm	231,761,178
Value of the Debt	5,070,276
Value of the Equity	226,690,902
발행주식수	12,889,126
1 주당 가치	17,588
현재주가	12,850
안전마진	37%

이 밸류에이션 가정은 앞에서 전방 산업에서의 투자에 대한 매출 성장 기준으로 살펴본 삼성전자의 CAPEX 변화를 따른다는 것으로서 올 하반기부터 발생할 것으로 예상되는 일본에서의 매출과 대만 등지에서의 매출처 다각화 노력이 반영되지 않고 보수적으로 산정한 것이다. 해외 진출이 초기 단계이기 때문에 발생하지 않은 매출액을 정확하게 예측하기는 어려우므로 밸류에이션에는 반영하지 않았지만, 이번 1/4분기 공시 결과를 고려할 때 현재 추세대로 해외진출에 성공한다면 밸류에이션 매력에 더욱 높아진다고 볼 수 있고 안전마진 역시 더욱 높아질 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.