

캠트로닉스(089010)

2007년 10월 5일
전자 장비 및 기기

BUY

Valuation

Target Price: 31,563

Price: 17,850

Margin of Safety: 77%

MktCap.(100mn): 79,571

ROE: 19.93%

Op.Margin: 7.3%

PER: 8.74

PBR: 2.49

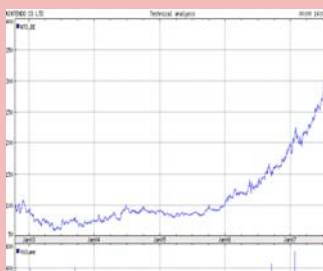
Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

김준성(21.38%)

Foreign Shr.: 3.74%

KOSPI 비교



기업분석 5팀

박준범, 안혜진, 엄찬식,
이종민

비상을 꿈꾸는 Slim Life-Style의 선두주자.

- 최근 6년 매출액 CAGR 이 27.3% 에 달하는 뛰어난 수익성
- 전자사업부와 화학사업부의 균형 잡힌 포트폴리오
전자사업부와 화학사업부가 1:1의 매출비중을 유지하며 꾸준한 매출을 보인다.
- Touch Board가 Tact board 를 대체해가고 있으며 매출처가 다각화되고 있다.
전자 사업부 매출의 88%를 차지하던 tact board가 점차적으로 수익성이 높은 touch board로 대체되고 있다. Touch board는 제품 디자인 향상, 스위치 수명의 증가, 스위치 반응속도 증가 등의 장점을 지니고 있어 슬림화, 경량화된 가전제품을 선호하는 시장에서 좋은 반응을 얻고 있으며, 기존에 LCD에만 부착되던 touch board는 핸드폰, 냉장고, 에어컨, 전자레인지 등 다양한 가전제품에 적용되게 되었다. 그리고 적용제품의 다양화는 touch board 매출의 증가로 이어질 것이라 기대된다. 또한 LG 가전제품과 노트북, 팜택 스카이 휴대폰 등에도 touch board 탑재가 결정됨에 따라 매출처가 다양해져 기존 삼성전자에만 의존하던 매출구조 또한 개선되고 있다.
- 삼성전자 내 Touch Board 수요의 53%를 공급하고 있으며, 오류율을 최소화하는 기술이 진입장벽으로 작용한다.
캠트로닉스의 Touch board 는 조달의 편리성과 긴급상황 대응능력 측면에서의 유리함을 바탕으로 해외 기업이 점유하고 있던 시장에 진입하였다. 현재 삼성전자의 터치 센스 분야에서 53% 정도를 점유하고 있다. 동분야 경쟁사로는 성지산업이 있으며 성지산업과 tact board를 공동납품 하고 있다.
- 과거 저조했던 화학사업부의 영업이익률을 개선하는 고부가가치 기술의 개발, 그 선두에 있는 Glass slimming 기술.
Glass slimming 기술은 식각액을 이용하여 중소형 LCD 패널의 유리를 깎는 공정으로 패널두께를 20~40%까지 감소시키는 기술을 의미한다. 슬림화, 경량화된 제품에 주로 사용된다. 노트북, 휴대폰, TV, 네비게이션 등의 휴대성을 매우 중요시하는 소비층이 많아져 제품의 두께와 무게가 제품의 가장 중요한 성능지표가 되었다는 측면에서 전자제품 제조사에게 Glass Slimming 기술은 매력적이다.
그 외에도 GRC(Glass Rework Chemical), 배관 세정제, 청정제품 이송용 Bag 등의 응용제품을 제조함으로써 영업이익률의 개선을 꾀하고 있다.
- Glass slimming 시장, 높은 진입장벽과 높은 이익률을 보인다.
식각액을 생산하는 데는 어떤 것들이 어떤 비율로 들어가는지 알기 위해서는 오랫동안 화학용제를 만들어 온 노하우가 있어야 한다. 또한 화학적으로 두께를 감소시키는 화학재료기술과 유리기판의 막 균일도, 빛 투과성, 색 재현 성을 유지시키기 위한 공정기술을 모두 필요로 하기 때문에 기술 진입장벽이 높다고 판단된다.

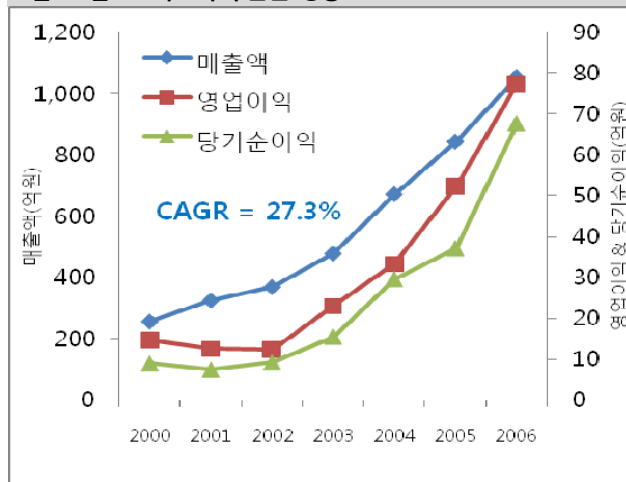
I. 매력적인 성장성 그래프

꾸준한 성장을 달성해온
캠트로닉스

아래 그래프는 캠트로닉스의 지난 6년간의 수익성 및 부채 대비 유동비율을 보여 준다. 매출액 연평균 성장률이 27.3%로 높은 수준이고 영업이익, 당기 순이익도 비슷한 추세로 꾸준히 성장하고 있다. 특히 최근에 가까워 질수록 그 실적 및 수익구조가 좋아지고 있는 것을 알 수 있으며 부채비율도 50%로 안정성을 보여주고 있다.

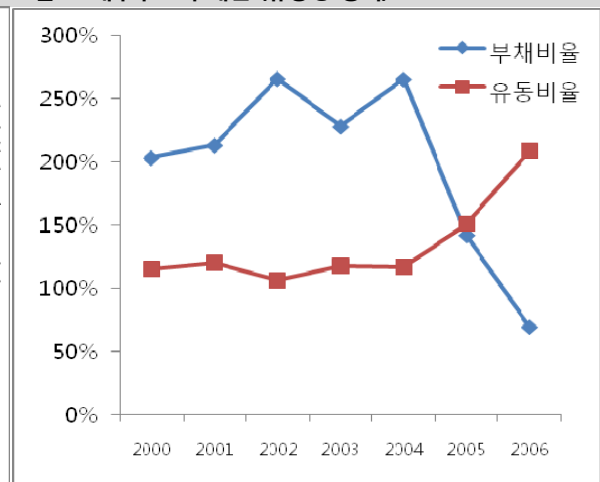
캠트로닉스는 Touch IC 및 PCB모듈, 화학첨가제 제조기업으로 1997년 설립되어 지난해 12월 상장되었다. 당사는 전자사업부와 화학사업부를 양대 산맥으로 발전 해왔으며 두 사업부의 매출 비중은 대략 1:1로 비슷하다. 과거 한국 전자산업의 성장과 함께 최종 전자제품업체에 부품을 공급하는 캠트로닉스의 외형도 성장해왔다.

그림 1. 캠트로닉스의 꾸준한 성장



자료: 캠트로닉스 홈페이지

그림 2. 재무구조의 개선 (유동성 증가)



자료: 캠트로닉스 홈페이지

II. 전자사업부

캠트로닉스의 전자사업부는 tact board (압력식 스위치), touch board (터치식 스위치), Touch IC, 그리고 Jack board 를 생산하여 판매하고 있으며 이 가운데 tact board의 비중은 2006년 말 기준으로 88%에 달한다.

1. tact board – 압력식 스위치



현재까지 켄트로닉스의 성장동력이 되어온 tact board

Tact Board류는 기존의 압력식 Switch를 사용하여 LCD Monitor, LCD-PDP TV의 기능(전원, 소리, 색상 등)을 제어하는 Board류로 현재 TV, 모니터, 냉장고 등 전자제품 시장 전반에 걸쳐 사용되고 있다.

당사는 삼성전자에 납품을 시작하면서 본격적인 성장세에 돌입했다고 볼 수 있다. 과거 삼성전자는 해외기업에서 touch board를 수입하였으나, 물량 조달이 편리하고 긴급상황에 유연하게 대처 가능하다는 점에서 국내기업으로부터의 조달을 선호하게 되었고 기술력이 우수한 켄트로닉스는 삼성전자의 파트너로 선정될 수 있었다.

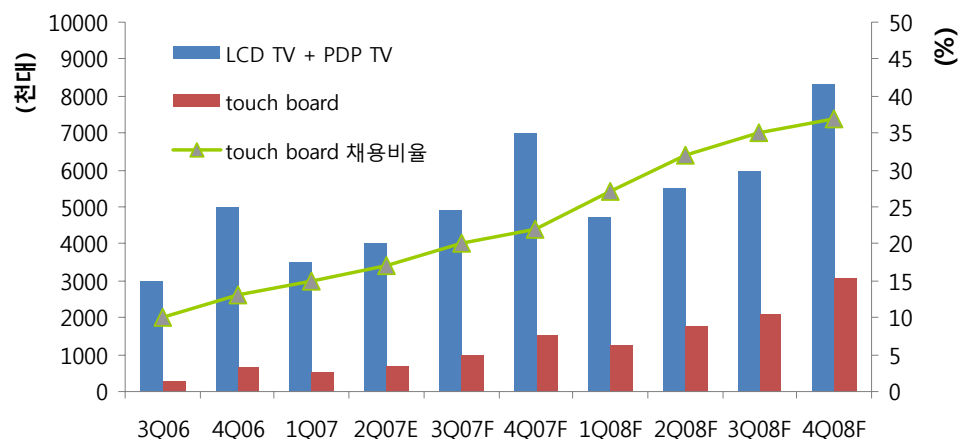
그리하여 2003년부터 동사의 전자사업부는 tact board의 매출증대에 힘입어 53.11% 높은 성장률을 기록하고 있다. 그러나 tact board가 점차적으로 touch board로 대체되고 있는 추세에 비추어 볼 때 tact board의 매출비중은 감소될 것이라 예상된다.

2. Touch board - 터치식 스위치

touch board, 전자사업부의 미래성장동력

현재 켄트로닉스는 국내에서 유일하게 touch board의 IC에서부터 최종모듈까지 공급하고 있는 업체이다. 기존에 시장 전반에 걸쳐 사용되던 압력식 스위치를 당사가 자체 개발한 Touch IC를 사용하여 터치식 스위치로 대체하고 있다. 터치 방식은 기존에 고가모델인 LCD TV 등에만 적용 되었으나 전자제품의 소형화, 슬림화 및 제품 디자인이 점차 중요시 되면서 적용모델이 다양화되어 터치식 스위치에 대한 수요는 점차 증가하고 있는 추세이다.

그림3. 국내 FPD TV 출하량 추이 및 Touch switch 채용비율



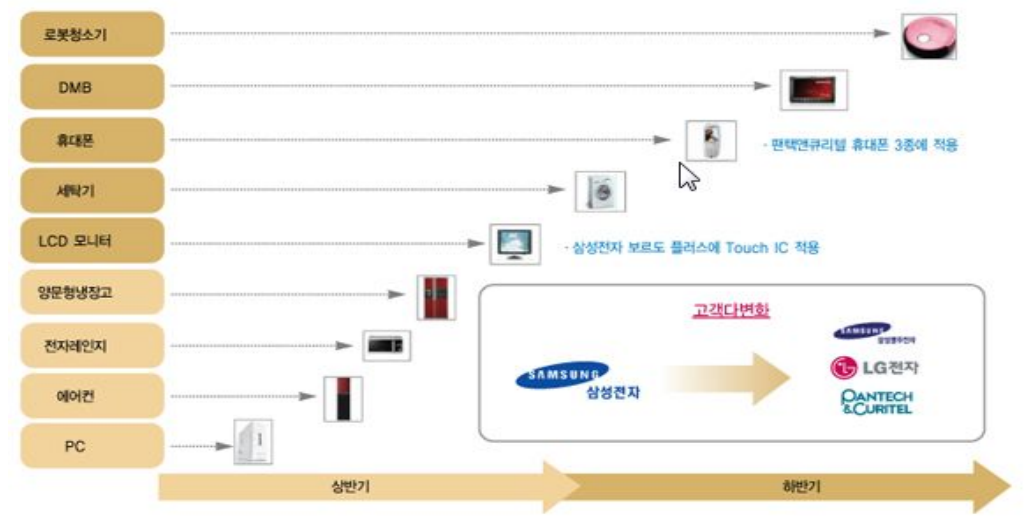
자료: 우리투자증권 리서치센터

적용 전자제품의 다각화

터치방식의 스위치는 기존에 고가 제품(LCD/PDP TV)에 부분적으로 사용되었지만,

이제는 전자 제품 군에서 저가 모델이라 할 수 있는 냉장고, 김치냉장고, 에어컨, 전자레인지, 식기세척기, 로봇청소기 등에 이르기까지 다양하게 확대 적용되고 있다. 뿐만 아니라 팜텍 스카이 휴대폰에도 휠 터치 센서를 탑재시켜 모바일 기기에도 Touch board가 적용될 수 있음을 보여주었으며, 이러한 터치 센서는 모바일 업계에서 디자인의 중요성이 강조되는 추세에 힘입어 타 모바일 제품에도 빠르게 확산될 수 있을 것이라 예상된다.

그림4. 2007년 터치센서모듈 적용 신제품



자료: 켐트로닉스 홈페이지

고객 친화적인 디자인

켄트로닉스의 터치센서모듈은 스위치 버튼에 대한 별도의 보호장치 없이 제품에 부착될 수 있어 제품의 두께를 감소시키는 데 기여할 수 있으며, '터치'에 따른 반응속도도 빨라 고객으로부터 좋은 반응을 얻고 있다. 최근 고객 친화적인 User Interface가 각광받게 됨에 따라 각종 전자제품 기업이 고객의 감성을 자극할 수 있는 디자인을 경쟁적으로 추구하고 있다. 전자제품의 경량화, 슬림화 경향과 함께 감성공학적 디자인이 선호되는 시장분위기에 힘입어 켄트로닉스의 터치센서모듈은 다양한 제품에 빠르게 확산되고 있으며, 이는 당사의 매출 증대로 이어질 전망이다.

매출처 다각화 ; 삼성전자 의존도 감소

또한 켄트로닉스는 2006년까지 삼성전자에 대한 매출 비중이 80%에 육박하였으나, 매출처 다각화 노력을 통해 삼성전자에 대한 의존도를 점진적으로 축소해 나가고 있다. 올해 7월에는 LG 노트북 'X-Note'와 데스크탑 'X-PION'에도 당사의 터치센서가 적용되었고, 지난해에 이어 올해에도 팜텍 스카이 휴대폰 3개 모델에 터치센서 모듈이 적용될 계획이다. 뿐만 아니라 유경 테크놀로지스의 네비게이션과

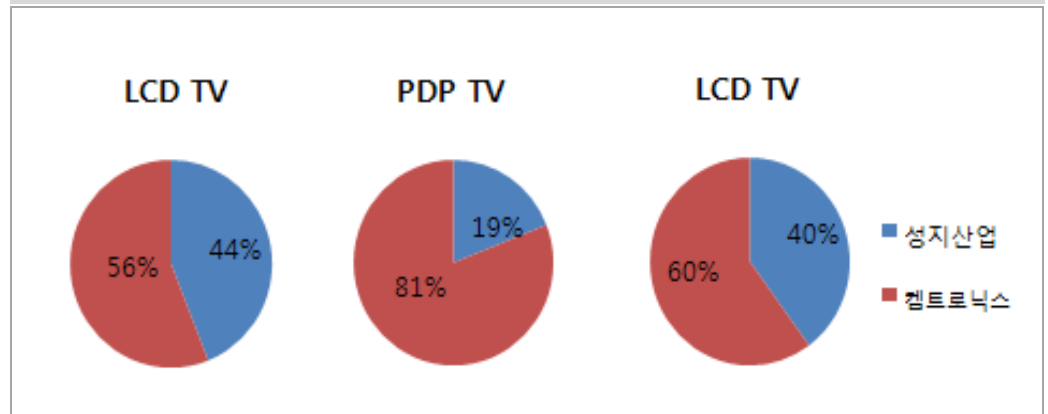
쿠쿠홈시스의 제품에도 터치센서가 탑재됨에 따라 캬트로닉스는 다양한 고객 처를 확보하게 되었고, touch board 부문의 매출증대와 함께 특정 고객에 대한 의존도가 높을 때 발생할 수 있는 리스크를 감소시킬 수 있게 되었다.

3. 경쟁사 & 진입장벽

캬트로닉스의 경쟁상황

사람의 “터치”를 입력으로 받는 센서는 용도에 따라 다양한 형태가 존재하고 따라서 뚜렷한 제품 군 구분과 경쟁사 구분이 불가능하다. 이 분야의 세계적인 업체로는 쉐텀리서치사와 사이프러스사가 있으며 국내 가전 사들 대부분이 이들 업체의 제품을 사용하여 왔으나 점차적으로 캬트로닉스의 점유율이 확대되고 있다. 현재, 캬트로닉스는 국내 터치센서 시장의 53%(캬트로닉스 추정) 정도를 점유하고 있다. 캬트로닉스의 최대 매출처인 삼성전자 디지털TV총괄에는 비상장사인 성지산업과 Tact 및 Touch board 등을 공동 납품하고 있는데, 캬트로닉스와 성지산업은 6:4의 비중으로 납품하고 있다.

그림5. Touch IC 및 PCB 모듈 삼성전자내 M/S



자료: 캬트로닉스 홈페이지

기술적 진입장벽 구축

터치 센서는 오작동을 막기 위해서 오류율의 최소화가 중요하며 따라서 이에 대한 기술 축적이 필요하다. 캬트로닉스는 선두적으로 터치 센서를 개발, 생산해 오면서 이러한 기술을 축적하고 있고 국내 상장기업으로는 유일하게 Touch IC에서부터 최종모듈까지 생산하고 있다. 고품질의 Touch board IC를 생산하는 기술과 함께 이 touch board IC를 개별 제품별, 고객별로 customize하는 기술은 당사가 보유하고 있는 핵심역량이라고 할 수 있다. 국내 대표 전자제품 회사인 삼성전자 액정표시장치(LCD) 모니터의 56%, LCD TV의 60%, 플라스마디스플레이패널(PDP) TV의 81%가 캬트로닉스 부품을 채택하고 있다는 점은 캬트로닉스의 우수한 역량을 입증해주고 있다고 볼 수 있다.

또한 캬트로닉스는 지속적인 R&D로 디지털 센서칩 기술을 진화시키고 있으며, 이

러한 당사의 기술력은 전자사업부의 미래 성장 동력이 될 수 있을 것이라 기대된다.

표1. 캄트로닉스에서 자체 개발된 디지털 센서칩 기술

touch pad sensor	특정 point를 touch하였을 때, 그 위치에 대한 좌표를 인식, 출력함.
light touch sensor	기능키에 LED 및 유기LED로서 빛을 보내고, 그 기능키가 어디에 위치하는지 알려주고 사용자가 그 빛을 보고 touch운용을 하게 되는 것.
wheel touch sensor	휠 모양으로 터치패드를 형성시키고 사람의 손이 터치패드 위를 지나갈 때, 그 자리를 터치센서가 감지함
pattern recognition	사용자 입력을 예언하고, 입력을 분류하여 식별하는 것.
point level sensor	아날로그적 유량을 디지털개념으로 읽어 들이고자 할 때 사용됨.
linear level sensor	아날로그적 신호인 유량을 측정하고자 할 때(특히, 변화량이 많고 정밀한 측정이 필요할 때)사용됨.

4. 매출성장 기반마련과 수익성의 개선

해외 공장 건설

대규모 해외 공장 건설로
매출성장 기반 마련

캄트로닉스는 현재 기존 공급처에서는 터치보드에 대한 수요가 늘고 있고, 공급처 다변화가 일어나고 있는 상황 속에서 매년 30% 이상 성장하는 매출을 따라잡기 위해 생산규모를 현재의 3배 수준으로 늘리기로 하고 100억 원을 들여 제3의 지역에 공장을 신축하는 한편 중국 천진에 월 400만개 이상의 생산 능력을 갖춘 공장을 신설했다. 공장 신설을 통해 년 5천만 개 이상의 제품을 생산할 예정이다. 또한 중국천진법인을 통해 삼성 소주사업장(가전사업부), LG전자 청도사업장(에어컨 사업부), 중국 하이얼을 상대로 영업활동을 벌이고 있다. 이를 통해 늘어난 공급물량 판매를 통한 매출 성장이 기대된다.

고부가가치의 touch board 비중 증대

tact board에서 고부가가치의 touch board로
비중이 옮겨감에 따라
이익률 상승

touch board는 tact board에 비해 수익성이 높은 제품이므로 touch board의 매출 증가를 통해 수익성 개선을 기대할 수 있다.

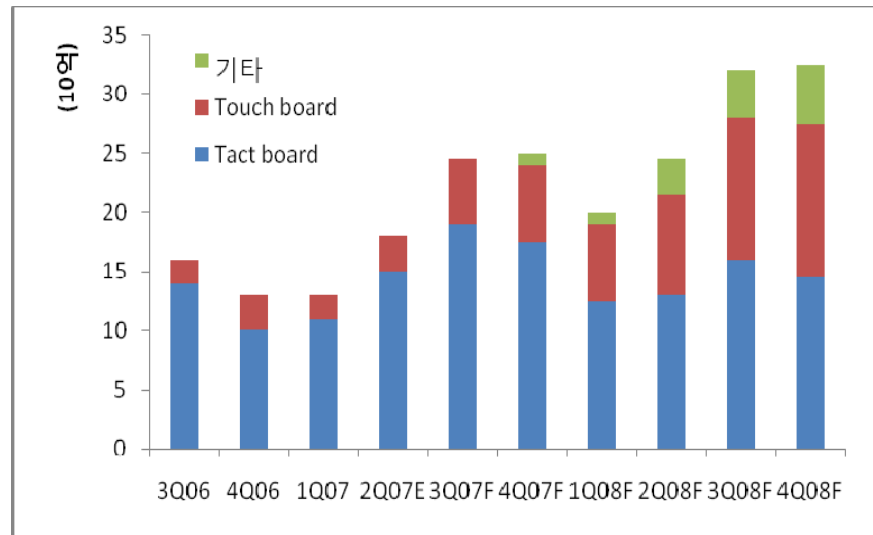
우선 touch board의 주 사용처였던 디스플레이 장비에서의 touch board 채택비율이 지속적으로 증가하고 있는데 2006년에는 채택비율이 13%에 그쳤던 것이 2007년에는 24%, 2008년에는 38%에 이를 것으로 예상된다. 따라서 touch board 시장은 수량기준으로 연 100% 성장이 기대된다.

또한 touch board의 채용 범위가 디스플레이 장비에서 벗어나 전체 가전제품으로 확대되고 있다. 냉장고와 에어컨, 전기오븐 등의 제품에도 touch board가 채택되고 있으며 휴대폰, PMP 등과 같은 mobile 기기에서의 적용이 빠르게 확산되고 있다. 특



히 touch board가 휴대폰 keypad에 채용될 경우, touch board 시장 규모는 가파르게 확대될 것으로 전망되는데, 이는 수량기준으로 전체 핸드폰 시장의 규모가 전체 평판TV 시장규모의 14.9배에 이르기 때문이다. 팬택&큐리텔에서는 이미 휴대폰 keypad에 동사의 모듈을 채택하고 있다.

그림6. 켐트로닉스 가전사업부 분기별 매출전망



자료: 우리투자증권 리서치센터

영업이익률은 12.6% 유지

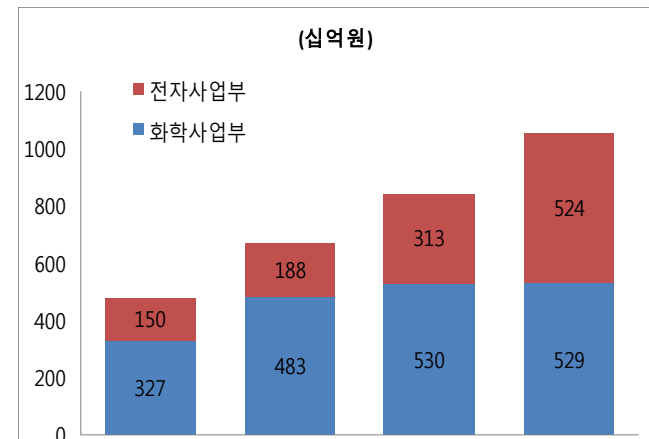
전자사업부 매출액 중 touch board의 매출비중은 2007년 2분기에 20.4%로 예상되고, 2007년 연간 touch board의 매출비중은 전년대비 11.7%p 상승한 24.1%에 이를 전망이다. 상대적으로 수익성이 높은 touch board의 매출비중 증가로 전자사업부의 영업이익률은 2007년에도 12.6%를 유지할 것으로 예상된다.

Ⅲ. 화학사업부

1. 반도체/LCD 관련 화학용제 전문업체 켐트로닉스

켄트로닉스 매출의 50.8%를 담당하고 있는 화학분야에서는 주로 LCD/반도체 생산용 PR(Photo Resist), CF(Color Filter)에 필요한 화학약품(Solvent) 기타 페인트, 락커 등의 용제 류와 박리액 등도 생산하고 있다. 이를 켐트로닉스의 고유 제품명으로 판매하는 것이 아니라 동진세미켄, 한농화성, JSR 등의 중간업체에 납품하고, 최종적으로 삼성전자, LG필립스LCS, BOE 등의 기업에 전달되는 사업구조를 가지고 있다.

그림7. 사업부별 매출비중



자료: 우리투자증권 리서치 센터

그림에서 알 수 있듯이 화학부분은 안정적이고 꾸준한 매출비중을 가지고 있어서 캬트로닉스 수익구조의 안정성을 보장하고 있다.

2. 화학사업의 턴어라운드

캬트로닉스의 기존 화학산업은 원재료의 가격상승과 정제사업의 한계로 용제사업의 수익률이 하락하여 현재 1~2%의 저조한 수익률을 올리고 있었다. 전체 매출액은 캬트로닉스의 절반을 차지하고 있어도, 실제 수익은 전자사업에 현저히 뒤쳐지는 현상이 지속되었다. 실제로 2006년 전자 사업부문의 영업이익은 70억에 달한 것에 비해 화학 산업부문의 영업이익은 7.8억에 머물렀다. 그러나 캬트로닉스는 이러한 불균형을 극복하고 서서히 화학사업부의 수익성을 개선시키고 있다.

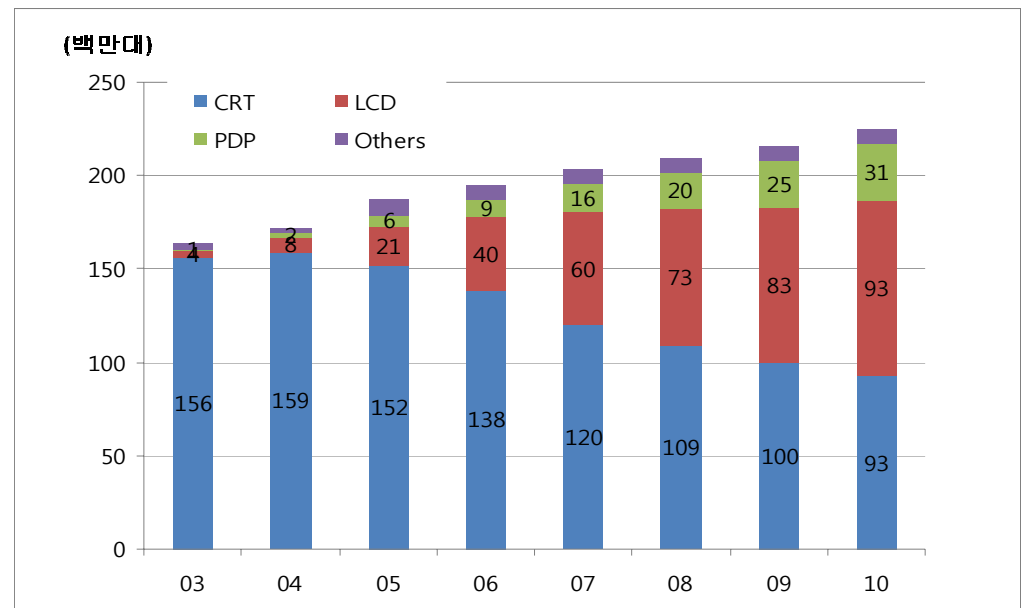
Slim Life Style의 핵심 기술 – Glass Slimming!!

경량화, 슬림화 경향으로
각광받는 기술

캬트로닉스의 화학분야 전망을 밝혀주는 원동력은 바로 Glass Slimming 기술이다. 이 기술은 식각액을 이용하여 중소형 LCD 패널의 유리를 깎는 공정으로 패널두께를 20~40%까지 감소시킬 수 있으며 슬림화, 경량화된 제품에 주로 사용된다. 노트북, 휴대폰, TV, 네비게이션 등의 휴대성을 매우 중요시하는 소비층이 많아져 제품의 두께와 무게가 제품의 가장 중요한 성능지표가 되었다는 측면에서 전자제품 제조사에게 Glass Slimming 기술은 매력적이다.

현재 이 기술은 핸드폰에만 적용되고 있으나, 점차 노트북 PC용 패널로 확대되어 가는 단계에 있다. 앞으로 이 분야에 대한 기술적용 상품 군이 많아질 것으로 예상되며 경량화 부품인 FPD(Flat Panel Display) 중에서도 특히 LCD는 그 사용 비중이 갈수록 높아지고 있다.

그림8. FPD 시장전망



자료: Display Bank

2008년 600억 규모의 Thin Glass시장이 예상됨.

2007년 기준으로 Thin Glass 시장규모는 300억이다. 2008년에는 100%증가한 600억 규모의 시장이 형성될 것으로 전망하고 있으며, 새로운 패널업체가 Glass Slimming기술을 채택할 경우에는 그 증가속도가 더 빨라질 것으로 기대된다.

Glass Slimming 기술의 다양한 적용을 통한 시장점유

Glass slimming 시장에 첫발을 내딛지만 이곳은 블루오션이다.

LG필립스LCD, 테크노세미캠, 캬트로닉스가 국내에서 유일하게 glass slimming 기술을 가진 업체이다. 하나씩 살펴보자. LG필립스LCD는 자사 제품에 들어가는 LCD패널에만 glass slimming 기술을 사용하고 있다. 테크노세미캠은 현재 삼성 전자의 휴대폰 LCD패널에 이 기술을 이용한 제품을 독점적으로 납품하고 있다. 캬트로닉스는 올해 8월부터 이 기술을 이용한 제품생산에 들어갔으나 아직 재무제표 상에 매출액으로 잡히지는 않았다.

언뜻 보기에 캬트로닉스가 점유하게 될 시장이 별로 없어 보인다. 하지만 현재 glass slimming 기술이 쓰이는 곳은 핸드폰 LCD 뿐이다. 위에서 설명한 핸드폰 슬림화 열풍 때문이다. 아직 glass slimming 시장에는 개척되지 않은 분야가 충분히 많으며 이제 막 시장에 진입한 캬트로닉스도 이 블루오션의 수혜를 받을 수 있다. 회사 관계자에 따르면 2008년에 100억 원의 매출액을 예상하고 있었다.

Glass slimming 시장, 높은 진입장벽과 높은 이익률을 보인다.

높은 기술장벽과 그로 인한 지속적 성장 가능성

Glass slimming 기술은 식각액(LCD 패널의 두께를 감소시키는 용제)의 생산이 핵심이다. 그런데 이러한 용제를 만드는데 어떤 것들이 어떤 비율로 들어가는지 알기 위해서는 오랫동안 화학용제를 만들어 온 노하우가 있어야 한다는 게 업계의 입장이다. 회사 관계자의 말에 따르면 코카콜라의 원액을 만드는 기술처럼 모방이



쉽지 않다고 한다. 또한 화학적으로 두께를 감소시키는 화학재료기술과 유리기판의 막 균일도, 빛 투과성, 색 재현 성을 유지시키기 위한 공정기술을 모두 필요로 하기 때문에 기술 진입장벽이 매우 높다.

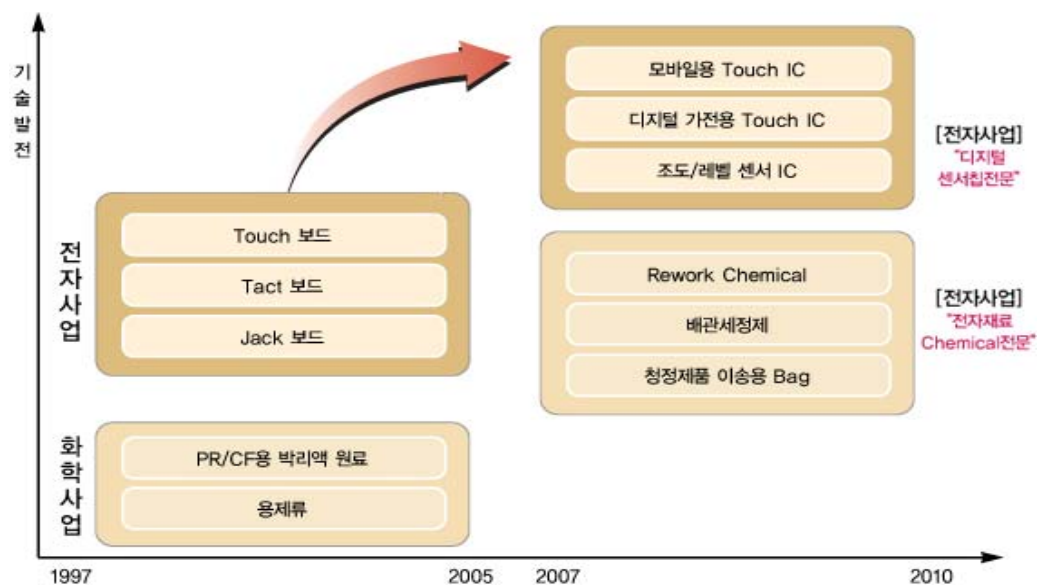
Glass slimming의 이익률은 어떠한가? IR 담당자에게 문의한 결과 Glass slimming 사업부만의 영업이익률은 최소 10%를 상회할 것이라 했다. 경쟁사인 테크노세미캠은 구체적인 수치를 밝힐 수는 없지만 대략 10% 후반에서 20% 초반이라고 한다. 이는 기존에 화학사업부가 창출했던 2~3%의 영업이익률에 비하면 매우 높은 수치이다. 향후 시장 점유를 어떻게 하느냐에 따라 그 수익성은 달라지겠지만 화학분야의 낮은 수익성을 만회할 수 있는 계기가 될 것이다.

더 높은 수익성을 향한 생산 분배- 응용제품으로의 전환

응용 화학 제품으로의
전환을 통한 안정된
수익성장

Glass Slimming 기술 시장은 아직 시장에 대한 분석이 좀 더 이루어져야 할 부분이고, 또한 Thin Glass를 가지고 제품을 생산하는 업체가 제한되어 있기 때문에 시장 점유 상황에 따라 그 수익률에 큰 차이가 발생하게 된다는 단점이 있다. 따라서 이를 가지고서 화학분야의 수익성을 기대하고 투자한다는 것은 어느 정도의 Risk를 부담하게 된다. 하지만 이 말고도 켐트로닉스는 기존의 저 수익 제품 군 생산 비율을 줄이고 응용제품의 생산 비율을 점차 늘려나가는 노력을 통해 수익 구조의 개선을 꾀하고 있다.

그림9. 켐트로닉스의 성장로드맵



자료: 켐트로닉스 홈페이지

① GRC(Glass Rework Chemical)

GRC는 불량 발생 Glass를 재생하는데 사용되는 재료로 점차 생산되는 Glass의 크기가 커감에 따라 공장 내부에서 재생 공정까지 진행하는 추세이다. 따라서 GRC 기술을 보유하고 있으면 그만큼 미래 수요가 늘어나고, 이는 기존 유사한 정제 제품인 박리액에 비해서도 수익성이 높다.

② 배관 세정제

배관 세정제는 공장의 배관 찌꺼기를 제거하는 약품으로서 단위당 마진율이 높지 않지만 제품 특성상 수요가 많고, 지속적인 특성이 있어 수익성에는 도움이 될 것으로 예측된다.

③ 청정제품 이송용 Bag

청정제품 이송용 Bag은 최근 청정 화학 제품이 늘어나는 추세에 맞춰 생산되어 B2B 형식으로 제공될 예정이며, 예상 고객 대상기업이 매우 다양하여 연간 예상 매출이 50억에 달할 것으로 기대되는 제품이다. 이러한 응용제품을 중심으로 한 신규 제품 군이 LG필립스LCD, LG화학, 제일모직 등에 승인이 진행 중에 있으며, 수주가 시작되면 수익성이 개선될 것이라고 본다.

그림10 화학사업부 분기별 매출전망.

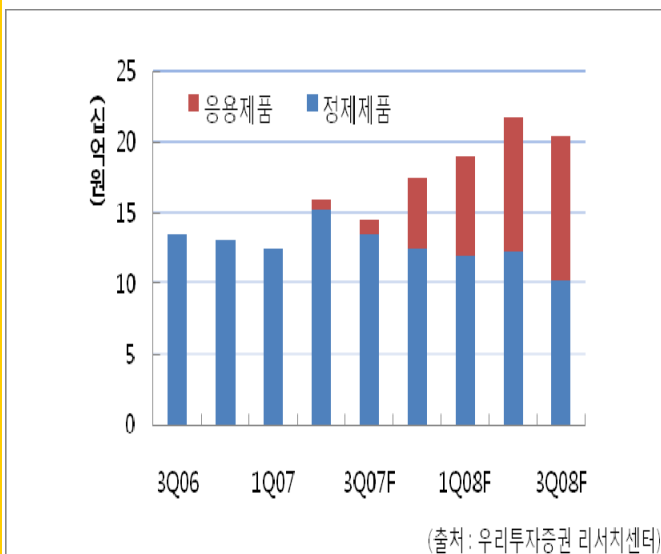
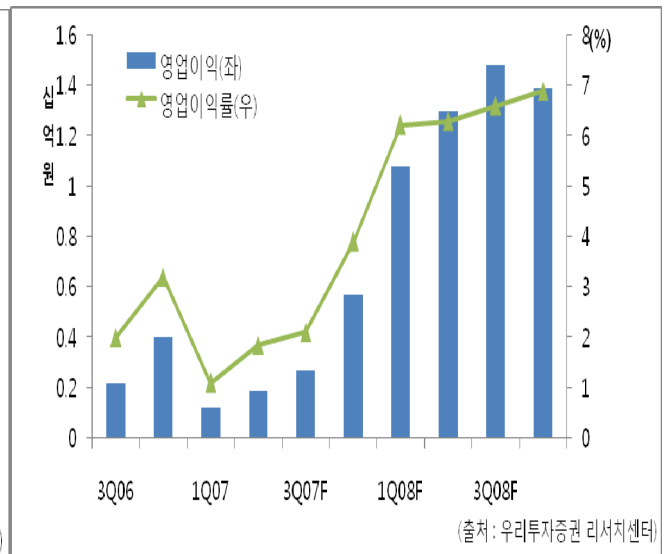


그림 11. 화학사업부 분기별 수익성 전망



개선되는 수익구조와 함께
중요도가 높아질 화학분야

위 자료에서 보듯이 저 수익 구조에서 탈피하여 2008년 3사분기 이후에는 응용제품과 정제제품의 매출 비율이 비슷해 질 것으로 예상되며, 이러한 개선된 수익구조를 바탕으로 위와 같은 영업 이익률의 성장이 있을 것으로 기대한다. 기존의 전자부품에의 의존도가 낮아지고, 상대적으로 화학분야의 중요도가 커질 것으로 생각된다.



IV. Risk 요인

소비자 입장에서
캠트로닉스와 타사의
Touch board 최종제품
구분불가

1. Touch board로의 전환 과정에서 일시적인 매출 둔화 가능성

터치보드를 채용한 디자인의 대표 사례로 LG전자의 '초콜릿폰(SV590모델)'을 들 수 있다. 초콜릿폰(SV590모델)의 경우 캠트로닉스사의 부품이 아닌 타사의 부품을 활용하였는데 소비자가 초콜릿폰의 터치보드와 캠트로닉스의 터치보드를 접했을 때, 양 제품간의 차별성은 존재하지 않는다. 이와 같이 캠트로닉스가 제조 공정상의 기술적인 강점을 보유하고 있더라도 최종 제품의 관점에서 바라봤을 때, touch board 시장의 진입장벽은 존재하지 않는다고 볼 수 있다.

단기적인 매출둔화 가능성

또한 tact board에서 touch board로의 전환 과정에서 캠트로닉스의 tact board를 채용했던 업체가 타 업체의 touch board를 채택할 가능성이 존재하므로 단기적으로 매출 증가 둔화가 일어날 수도 있다. 하지만 touch board 시장 성장률이 연 100%에 이를 것으로 전망되고, 캠트로닉스가 적극적인 매출처 다각화에 노력하고 있으므로 이러한 리스크 요인은 충분히 상쇄될 것으로 예상된다.

2. 새로 진출한 응용제품 사업에서 발생하는 불확실성

화학사업부문에서는 용제를 생산하는 사업부의 규모를 50% 축소하고 응용제품을 생산하는데 주력하고 있다. 하지만 이 부분의 매출이 아직 발생하지 않아 정확한 매출 전망을 예측하기 힘들다.

하지만 이러한 사업 구조조정을 통해서 수익성이 높은 응용제품에 주력할 수 있기 때문에 장기적으로 봤을 때 수익률 성장이 기대된다. Valuation 에서는 위와 같은 불확실성을 고려하여, 응용제품에서 기대되는 매출을 감안하지 않았다.

V. Valuation

1. 전자사업부

최근 4년 동안 매출액을 지수함수에 회귀시켰을 때 평균 성장률은 53.11% 이다. 이렇게 높은 성장률을 나타내는 것은 시장자체의 성장이 가장 큰 원인이다. 게다가 삼성전자에 매출비중도 점차적으로 확대시켜온 결과 현재 80%의 매출이 삼성전자로부터 발생한다.

앞으로 5년간 매출 성장률은
과거 보다 높은 수치를
기대한다.

2006년까지 매출의 대부분은 tact board 의 매출이다. 현재는 tact board 가 touch board 로 대체되어 가는 과정이다. 하지만 앞서 기술한대로 touch board 를 통해 전자사업의 매출처가 다각화 되고 있고, 시장 자체의 성장률도 연 100%에 이른다. 현재 캠트로닉스의 Touch board 시장 점유율은 53%이다. 또한 진입장벽 역시 높기 때문에 touch board로 대체되는 전자사업의 성장률은 현재보다 높은 수치를



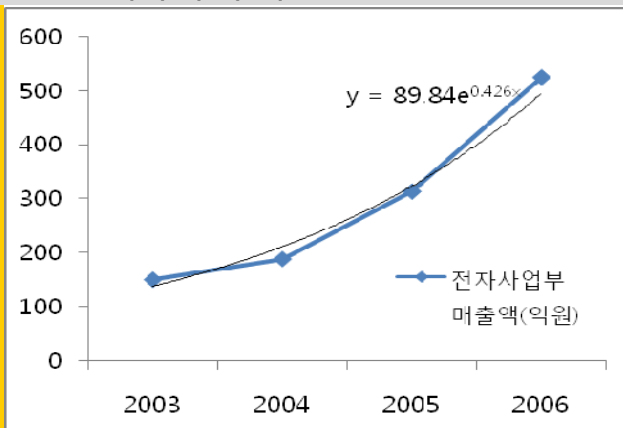
기대할 수 있다.

2006년까지의 영업이익률은 tact board 의 이익률이다. touch board 는 tact board 에 비해 높은 기술이 필요하므로, 영업이익률이 더 높을 것으로 추측한다. 하지만 IR 담당자에게 문의한 결과 이를 입증하는 구체적인 자료는 공개하지 않은 관계로 과거 전자 사업부의 영업이익률인 12.6%를 적용하도록 하자.

표 2. 사업부별 매출액 및 성장률

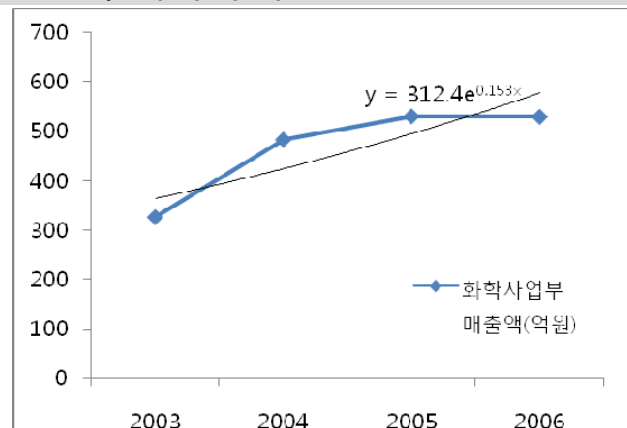
	2003	2004	2005	2006	1+성장률	평균성장률
전자사업부 매출액(억 원)	150	188	313	524	1.531121	0.5311208
화학사업부 매출액(억 원)	327	483	530	529	1.165325	0.165325

그림 12. 전자 사업부 매출액



자료

그림 13. 화학 사업부 매출액



자료

2. 화학사업부

보수적인 가정 아래
부정적인 시나리오를
선택하여, 과거 성장률인
16.53%를 적용하기로
한다.

최근 4년 매출액을 지수함수에 회귀시켰을 때 평균 성장률은 16.53%이다. Glass slimming 시장의 성장성은 앞서 기술한 것을 근거로 매우 긍정적이다. 핸드폰, 노트북, PDP 등 휴대용 전자제품의 경량화에 대한 소비자의 니즈가 강하기 때문이다. 2007년 Glass slimming 제품 시장규모가 300억이며 2008년에는 600억의 시장규모를 예상한다. 하지만 이 시장에 처음 진출한 캄트로닉스가 차지하게 될 점유율을 확정하는 것은 어렵다고 판단하여 다음과 같이 시나리오를 나누어 보았다.

시나리오1	캄트로닉스가 Glass slimming 시장에서 점유율을 긍정적으로 넓혀나갈 것이다.
시나리오2	충분한 점유율을 차지하지 못할 것이다.

시나리오2에서 시장에서 0%의 점유율을 차지하게 된다고 가정해보자. 이 경우에도 기존에 있던 사업이 유지되고 있으므로 과거 4년 평균 성장률을 써도 무관하



향후 5년 동안 영업이익률이 2%에서 4.97%까지 증가한다고 가정.

다. 시나리오1의 경우 성장률을 구체적으로 파악하기 어려운 관계로, 보수적인 가정인 시나리오2의 성장률을 사용하도록 하자.

기존제품의 영업이익률은 약 2% 이다. Glass slimming 응용제품의 영업이익률은 10%~20% 이다. 올해부터 glass slimming 제품의 생산이 급격히 증가하고 있음을 반영하여 영업이익률이 향후 5년간 20%씩 증가한다고 하자. 그러면 5년 후의 영업이익은 4.97% 가 되는데 그 뒤로는 이 이익률이 유지된다고 가정하자.

3. 최종 매출액 성장률과 영업이익률

향후 5년 동안 매출액 성장률은 34.82% 에서 점차적으로 감소한다고 가정한다.

전자사업과 화학사업의 매출 비중은 1:1 이다. 전자사업부의 매출액 성장률이 더 성장할 것으로 예상되나 보수적인 valuation 을 위해 기존의 성장률을 사용하도록 하자. 전자사업부와 화학사업부의 성장률을 산술평균 하면 켐트로닉스 매출액의 향후 5년간 성장률을 정할 수 있다.

$$(53.11 + 16.53)/2 = 34.82 \%$$

위 성장률을 구하는 것 자체에는 모두 보수적인 가정만이 들어갔다. 하지만 향후 5년 동안 시장성장률이 현재와 같이 유지되는 동시에 진입장벽도 전혀 문제가 없다고 말하기에는 무리가 따른다. 그렇기 때문에 2007년의 성장률은 34.82% 로 예측하고 그 뒤로는 성장률이 20%씩 감소한다고 가정하자.

표3. 매출액 성장률(%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
매출액성장률(%)	34.82	27.85	22.28	17.82	14.26	11.41

향후 5년 동안 영업이익률은 7.3% 에서 9.28% 까지 증가한다고 가정한다.

위 가정에 의하면 전자사업부는 과거 영업이익률을 사용하기로 한다. 12.6%. 화학사업부는 2%에서 5년 동안 20%씩 증가한다고 가정했다.

표4. 전자사업부와 화학사업부의 매출비중

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
전자사업부(%)	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
화학사업부(%)	2	2.4	2.88	3.456	4.1472	4.9766
전체(%)	7.3	7.5	7.74	8.028	8.3736	9.2883



4. DCF

표5. 향후 5년 간 FCFF 예측

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률		34.82%	27.86%	22.28%	17.83%	14.26%	11.41%
예상매출액	105,296,502	141,960,744	181,505,329	221,953,428	261,522,930	298,822,042	332,917,092
예상EBIT	7,747,022	10,363,134	13,612,900	17,179,195	20,995,061	25,022,163	30,922,338
NOPLAT	5,616,591	7,513,272	9,869,352	12,454,917	15,221,419	18,141,068	22,418,695
(+)유,무형자산 상각비	732,099	908,655	1,161,770	1,420,668	1,673,942	1,912,684	2,130,918
총현금유입	6,348,690	8,421,927	11,031,122	13,875,584	16,895,361	20,053,752	24,549,613
영업용 운전자본	16,599,768	23,156,319	29,606,743	36,204,546	42,659,035	48,743,183	54,304,691
순유형고정자산	7,543,602	11,163,593	14,273,323	17,454,104	20,565,794	23,498,944	26,180,130
기타 영업용 순자산	1,063,182	(141,754)	(181,241)	(221,630)	(261,142)	(298,387)	(332,432)
IC	25,206,552	34,178,158	43,698,825	53,437,021	62,963,687	71,943,740	80,152,389
예상ROIC(평균)	24.0%	25.3%	25.3%	25.6%	26.2%	26.9%	29.5%
예상ROIC(기초)	26.1%	29.8%	28.9%	28.5%	28.5%	28.8%	31.2%
IC증가액		8,971,606	9,520,668	9,738,196	9,526,667	8,980,052	8,208,649
(+)유,무형자산 상각비	732,099	908,655	1,161,770	1,420,668	1,673,942	1,912,684	2,130,918
총투자액		9,880,260	10,682,437	11,158,863	11,200,609	10,892,736	10,339,567
예상 FCFF		(1,458,333)	348,685	2,716,721	5,694,753	9,161,015	14,210,046
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		(1,278,679)	268,066	1,831,299	3,365,842	4,747,524	

표6. 적정주가 추정

WACC	14.05%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	35.10%
FCFF추정(2단계)	21,141,277
Terminal Value	175,446,280
현재가치의 합	8,934,052
PV of TV	90,921,735
현금 + 시장성유가증권	7,010,828
비영업용자산	2,504,844
Value of the Firm	109,371,459
(-)Value of the Debt	8,124,361
Value of the Equity	101,247,098
발행주식수	3,207,750
적정주가	31,563
현재주가	17,850
안전마진	77%

표7. WACC 추정

자기자본비용	15.55%
1년치일별베타	0.22680
3년치월별베타	1.45000
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.40%
WACC	14.05%
차입금가치(이자발생부채)	8,124,361
주주지분가치(시가총액)	57,258,338
한계조달금리	4.83%

DCF Valuation 결과,
77%의 안전마진 확보.

표7의 가정에 따라 할인율을 14.05%로 추정하였다. 위 Valuation 가정에 따라 표3과 같은 FCFF 추정을 해 보았다. 향후 5년간의 FCFF를 현재시점으로 할인하여 현재가치의 합을 구하고, 영구성장률에는 2%를 적용하여 terminal value 를 구하였다. 표6의 계산을 거쳐 적정주가 31,563 원이 도출되었으며 현재주가에 비해 77%의 안전마진을 확보하였다.

캠트로닉스는 전자사업부와 화학사업부의 균형 잡힌 포트폴리오 아래 꾸준한 성장을 달성해왔다. 뿐만 아니라 현재 touch board 적용제품이 확대되고 매출처가 다각화되는 등 당사의 매출규모 증대와 영업이익률 증가가 동시에 이루어 지고 있어 장기적으로도 충분한 성장 가능성이 존재한다 할 수 있다. 또한 Glass slimming



기술을 선두로 하는 고부가가치 기술이 개발되어 저조했던 화학사업부의 영업이 익도 개선신호를 보내고 있다는 점에서 켄트로닉스의 미래는 밝다. 기존 사업모델 만으로도 훌륭한 성장을 달성해온 켄트로닉스는 전자사업부와 화학사업부 각각의 강점을 살리고 단점을 보완해나가는 모습을 보여주고 있다. 이러한 노력이 미래에 도 높은 수익성과 성장성으로 연결될 것이라 기대하며 SMIC 기업분석 4팀은 매수를 추천한다.

APPENDIX : 켄트로닉스 재무제표

Balace Sheet						
Account Name	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12	2006. 12	
자산총계	139.7	215.5	348.4	441.0	450.7	
유동자산	106.8	150.1	242.2	338.7	329.9	
당좌자산	72.2	100.9	137.7	209.6	241.8	
현금및현금성 자산	0.8	1.5	2.7	35.2	38.8	
단기투자자산	9.1	10.9	10.5	36.7	36.1	
단기매매증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매출채권	57.8	84.8	115.4	131.0	162.7	
재고자산	34.6	49.2	104.6	129.0	88.1	
비유동자산	32.9	65.4	106.1	102.4	120.8	
투자자산	10.6	14.3	27.3	17.3	17.3	
매도가능증권	4.3	1.3	2.3	2.8	3.8	
만기보유증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법적용투자주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
유형자산	17.0	43.9	74.2	72.9	75.4	
토지	8.7	10.9	10.9	11.8	11.5	
설비자산	9.7	14.3	73.9	78.1	87.1	
지분법적용투자주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
건물및부속설비	3.2	6.1	36.1	38.5	38.6	
기계장치	2.3	3.3	12.3	13.4	18.2	
무형자산	0.0	0.0	0.0	7.3	20.3	
부채총계	101.5	149.9	253.1	258.9	184.7	
유동부채	100.2	127.1	206.3	223.9	157.8	
매입채무	52.8	45.7	81.3	107.1	69.9	
단기차입금	41.4	73.2	110.7	88.0	56.2	
유동성장기부채	0.0	0.0	1.8	11.4	7.9	
비유동부채	1.4	22.8	46.8	35.1	26.9	
사채	0.0	4.0	4.7	0.0	0.0	
장기차입금	0.0	14.6	34.1	26.6	17.2	
자본총계	38.2	65.6	95.3	182.1	266.0	
자본금	8.4	9.9	9.9	14.3	16.0	
자본잉여금	0.0	10.4	10.4	55.7	70.1	
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	29.7	45.3	74.9	112.1	179.8	
순운전자본	38.2	83.8	135.2	142.3	161.2	
차입금	41.4	91.8	151.3	126.0	81.2	
순차입금	31.5	79.3	138.0	54.1	6.3	
IC(투자자본)	58.5	133.8	245.5	253.6	275.3	

Income Statement					
Account Name	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12	2006. 12
매출액	368.0	477.3	671.3	842.6	1,053.0
매출원가	329.8	423.4	587.6	737.4	899.4
매출총이익	38.2	53.8	83.7	105.2	153.6
판매비와관리비	26.0	30.9	50.5	52.9	76.1
영업이익	12.2	22.9	33.2	52.2	77.5
영업외수익	5.0	6.1	18.4	12.3	19.4
이자수익	1.3	1.1	1.6	2.3	2.7
투자자산처분이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권처분이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산처분이익	0.0	0.0	0.0	0.1	3.0
지분법이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	4.3	6.7	11.2	18.3	18.0
이자비용	2.3	3.6	6.5	9.1	7.0
투자자산평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산처분손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.3	15.5	29.6	37.1	67.7

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