

89인의 기적!

STRONG BUY

Valuation

Target Price: 32,498

Price: 28,500

Safety Margin: 14%

MktCap.(100mn): 2,133

ROE: 44.06%

Op.Margin: 24.71%

PER: 8.45

PBR: 3.16

Dividend Yield: 0.44%

Major Sh.Holder:

이재만 외 3인 (27.97%)

Foreign Shr.: 2.42%

KOSDAQ 비교 차트



기업분석 3팀

엄희승, 정우식

이지연, 김민준

● 씨모텍은?

- 무선 데이터 카드 제조업체
- USB 타입의 무선 데이터 카드 시장 점유율 1위
- 매출액 전년대비 170% 성장한 962억 원
- 제조업 평균을 훨씬 상회하는 24.7%의 영업이익률

● 세계 무선 데이터 시장의 지각 변동

- 기술,산업 기반 없는 개도국이 첨단기술 도입하는 Leapfrogging(개구리식 점프도약)으로 인한 유선망을 거치지 않은 무선망에 대한 수요 증가
- GSM방식, CDMA방식, WiBro방식 무선 데이터 기술의 급격한 발전
- 이동통신기술의 진화와 함께 떠오르는 USB타입 무선 데이터 카드
- 가입자수의 확산과 시장의 성장

● 씨모텍만이 가지는 강점은?

- 한 발 앞선 기술 개발 및 제품 구현 능력
- 매출처인 통신사와의 강력한 Lock-in 관계 구축
- 강력한 Lock-in에서 나오는 높은 진입 장벽
- 누구도 따라오지 못하는 제품의 포트폴리오
- 세계 29개국 40여 개 통신사에 걸친 다양한 매출처 포트폴리오
- WiBro 시장의 발전 가능성은 씨모텍에만 해당

● Research 3 Team 의 결론

- DCF를 사용한 최대한 보수적인 Valuation으로 Safety Margin 14% 도출
- But, Research 3 Team의 기대수익률은 리서치 결과를 반영
- 기대수익률 116%, 목표주가 61,511원으로 Strong Buy 의견을 시장에 제시

I. C-Motech?

폭발적인 성장세를 보이는 USB타입 무선 데이터 카드 시장점유율 세계 1위 업체 씨모텍

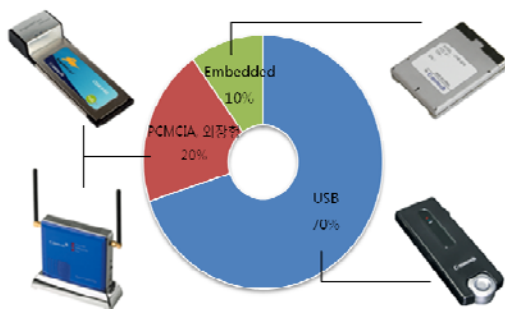
씨모텍은 무선 데이터 카드 제조업체이다. 무선 데이터 카드는 휴대폰 이동통신망이나 인터넷망을 이용하여 노트북, PDA, 신용카드조회기, 보안장비 등의 휴대용 단말기를 인터넷에 접속할 수 있도록 해주는 접속장치이다.

동사의 제품군은 형태별로 USB 타입, 카드형인 PCMCIA 타입, PC내장형인 Embedded 타입, 그리고 외장형 타입으로 분류된다. 이중 USB 타입은 동사가 2003년 세계 최초로 개발하였으며, 현재 매출 구성에서도 70%이상을 차지하고 있는 주력 제품이다. 현재 USB 타입의 무선 데이터 카드의 시장점유율 세계 1위를 고수하고 있으며, USB의 보편화로 인해 매출은 더욱 늘어날 전망이다.

씨모텍은 2007년 매출액은 전년대비 176% 상승하여 962억 원을 달성했으며, 영업이익률 역시 16.9%에서 24.7%로 큰 폭으로 상승했다. 양적으로나 질적으로나 괄목할만한 성장세를 기록 중이며 이러한 성장은 당분간 계속될 것으로 판단된다.

또한 씨모텍은 글로벌 시장을 공략하여 해외 매출 비중이 80%를 넘으며 현재 세계 호주, 북미, 유럽 등의 29개국, 40개 통신사와의 인증 계약을 통해 확고한 매출처를 확보하고 있다. 추가적인 계약과 제휴가 기대됨에 따라 그 규모와 다양성은 점차 확대될 전망이다.

그림 1. 씨모텍의 매출 구성



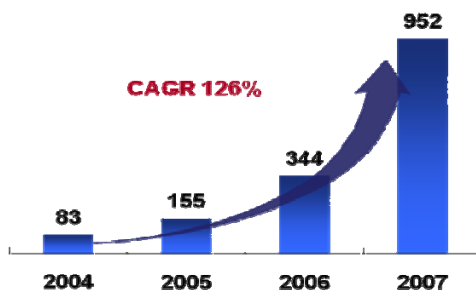
자료: 씨모텍, Research 3 team

그림 2. 씨모텍의 글로벌 시장



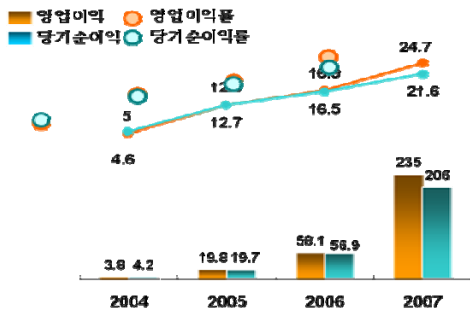
자료: 씨모텍 IR자료

표1. 매출액 증가 추세 (단위: 억원)



자료: 씨모텍 IR자료

표2. 영업이익, 순이익 추이 (단위: %, 억원)



자료: 씨모텍 IR자료

II. 전방 산업이 너무나 좋다

1. 무선데이터 통신 기술과 발전 과정 이해

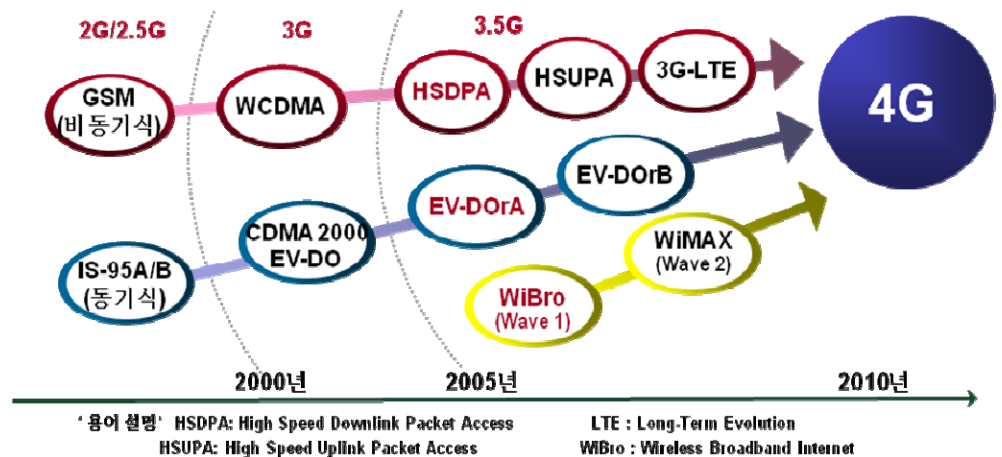
GSM방식, CDMA방식에서 진화되고 있는 무선 데이터 통신

이와 같은 씨모텍의 급격한 성장은 최근의 급격한 통신기술의 발전이 있었기 때문에 가능했다. 2세대 무선데이터 통신 기술은 유럽식 GSM(범유럽이동통신)방식과, 북미식 CDMA(부호분할다중접속)방식에서 시작되었다. 이후 통신기술은 빠르게 진화하여 2001년에는 IMT2000이라는 3세대 이동통신시대를 열었고, 현재는 GSM 방식이 발전한 HSDPA와 HSUPA, CDMA방식이 발전한 CDMA2000 EV-Dor0, CDMA2000 EV-DOrA 기술 등으로 3.5세대를 영위하고 있다. 또한 기존의 휴대폰 이동통신이 아닌 무선 인터넷 망을 활용하여 이동 중 초고속 인터넷이 가능한 WiBro 서비스가 등장하여 새로운 무선데이터 통신기술의 한 축을 이루고 있다.

빠른 진화 속도의 산업과 균형을 맞추고 있는 씨모텍

씨모텍은 현재 HSDPA, HSUPA, EV-DOr0, EV-DOrA, WiBro 등의 모든 통신기술 영역에 해당되는 무선데이터 카드를 생산하고 있다. 따라서 3세대에서 3.5세대에 이르는 통신기술의 발달은 씨모텍의 제품구성에 직접적으로 영향을 미쳤으며, 현재까지의 폭발적인 성장세와 각 통신서비스를 이용하는 다변화된 제품 포트폴리오를 감안할 때 씨모텍은 각각의 통신영역에서 확고한 입지를 구축하고 있는 것으로 보인다. 통신기술의 발달은 그 진화 속도가 매우 빨라 이에 따른 제품의 Life Cycle은 2년 정도로 예상된다. 따라서 기술발달 속도와 균형을 맞추는 R&D역량이 필수적이며, 제품의 매출처인 개별 국가들의 통신사들과의 긴밀한 협력관계 구축 현황과 가능성 또한 씨모텍의 향후 전망을 예측하는데 중요한 요소가 될 것이다.

그림 3. 무선 데이터 통신기술의 진화과정



자료: 씨모텍 IR자료

2. 무선데이터 통신 산업의 성장성은?

지속적인 고성장 무선데이터 통신 산업은 1세대에서부터 3세대, 그리고 최근의 3.5세대에 이르기까지 지속적인 고성장을 이어왔다.

CDMA 방식 통신망의 성장 CDG(CDMA Development Group)에 따르면 CDMA2000, CDMA2000 1x EV-DO 서비스를 이용하는 총 누적 가입자수가 2007년 4분기에 전 세계적으로 4억 3천 명에 달할 것으로 추정했다. 이 수치는 CDG가 2006년 1분기의 예측치보다 약 20% 정도 넘어선 것으로, 시장의 성장세가 전문 기관의 예측치보다 빠르게 진행되고 있다고 판단된다.

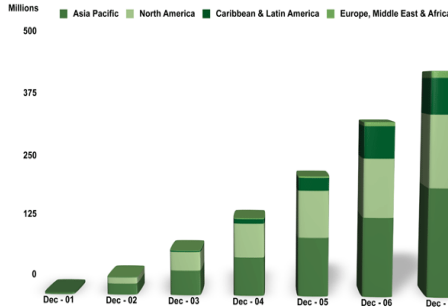
GSM방식 통신망의 성장 또한 GSA(Global mobile Suppliers Association)에 따르면, GSM방식에서 진화된 2세대 WCDMA, 3세대와 3.5세대의 HSDPA, HSUPA의 누적 가입자수가 2007년 말 전세계적으로 26억 6천만 명에 달할 것으로 추정하였으며, 그 성장을 또한 점차적으로 증가하고 있음을 보여주었다.

다크호스 WiBro서비스 새롭게 대두되고 있는 무선인터넷망을 이용한 WiBro서비스와 이것이 진화된 WiMax서비스 역시 아직 초기단계지만 연평균 2배 이상씩 성장하고 있는 추세이다.

유선망을 대체하는 무선망, 전세계적인 추세이며 무선 통신 산업의 급격한 성장을 설명해주는 원동력임

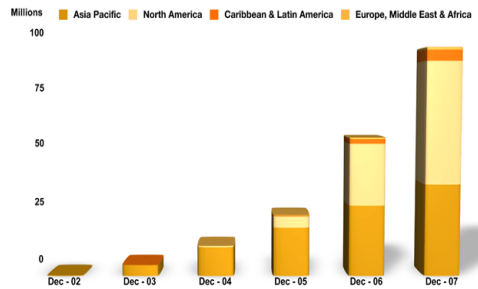
이처럼 무선데이터 통신 산업의 급격하게 성장하고 있는 이유는 무엇일까. 이는 바로 전세계적으로 유선통신망이 무선통신망으로 대체되고 있기 때문이다. 유선망 인프라가 잘 구축되어 있는 선진국들의 경우 더욱 편리하고 시간적, 공간적 제약이 적은 무선망으로의 대체가 자연스럽게 이루어지고 있다. 그리고 개발도상국의 경우는 유선망을 미처 갖추지 못했음에도 불구하고 무선망의 구축을 위해 투자를 늘리고 있는 실정이다. 이것은 흔히 개구리식 점프도약으로 일컬어지는 Leapfrogging현상으로 설명할 수 있는데, Leapfrogging현상은 기술, 산업의 기반이 없는 개도국이 첨단 기술을 도입하여 중간단계의 시설투자 부담 없이 건너뛰기식 IT혁명을 이루어내는 것을 의미한다. 즉 개발도상국의 경우, 막대한 비용을 들여서 유선망을 구축할 필요 없이 바로 무선망을 구축함으로써 통신산업에서 선진국과의 격차를 줄이고, IT기반을 닦을 수 있는 것이다. 중간단계이며, 상대적으로 비효율적인 유선망의 구축과정이 생략될 수 있는 것이다. 이러한 현상은 세계적인 무선데이터망의 확산에 큰 기여를 하고 있으며 각 통신기술을 이용한 무선 데이터 서비스의 이용자는 향후 기하급수적으로 증가할 것으로 예상해볼 수 있다. 아래의 표3. 은 대표적인 개발도상국들의 무선 데이터망 구축 계획에 대한 예시이다.

그림 4. 지역별 CDMA2000 가입자수 추이



자료: CDG(CDMA Development group)

그림 5. 지역별 EV-Do 가입자수 추이



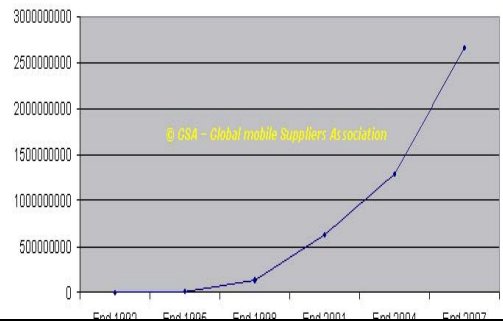
자료: CDG(CDMA Development group)

그림 6. WCDMA (HSPA포함) 가입자수 추이



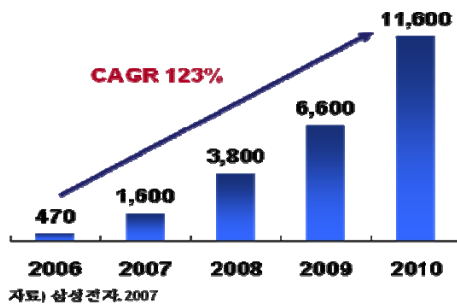
자료: Informa Telecoma & Media, GSA

그림 7. 세계 GSM방식 통신 가입자수 증가현황



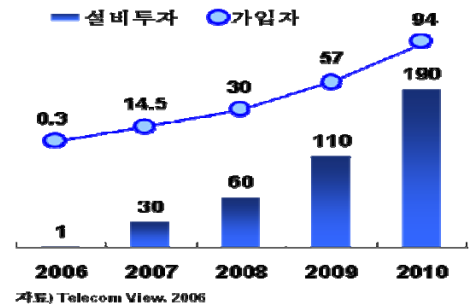
자료: Informa Telecoma & Media, GSA

그림 8. 세계 WiBro 시장 전망(단위: 십억원)



자료: 삼성전자, 씨모텍 IR자료

그림 9. 세계 모바일 WiMax시장 전망(단위 10억\$, 백만명)



자료: Telecom View, 씨모텍 IR자료

표3. 개발도상국의 무선망 구축 사례 예시

인도	<ul style="list-style-type: none"> ● 현재 인터넷 가입자는 11억 중 300만에 불과 ● 타타 향후 5년간 6억 달러 투자, WIMAX 구축 계획 ● 인도정부 2010년까지 1000만 명 가입자 수 늘릴 계획
중국	<ul style="list-style-type: none"> ● 현 네티즌은 9천만 (전 인구 2%) ● 베이징 올림픽 앞두고 무선망 구축에 투신 - 국토가 넓어 유선망의 첨단 구축이 어려움
사우디아라비아	<ul style="list-style-type: none"> ● 국가주도 무선 네트워크 구축 프로젝트에 우리나라 텔레매틱스 산업협회가 자문역할 ● 휴대인터넷, 와이브로 수출모색
그 외 아프리카, 네팔 등 세계적으로 무선 네트워크 구축이 진행중	

자료: 정보화 추진위원회, 과학기술정보포털서비스 외

Ⅲ. 무선 데이터 카드 시장 - 그들의 전장

1. 시장의 변화

(1) 무선 데이터 카드 시장의 형성

무선 데이터 카드의 등장

이와 같은 무선 데이터 통신 산업의 성장과 함께 무선 데이터를 수신하는 매개체 역할을 하는 무선 데이터 카드 산업이 동시에 성장하였다. 옵션, 시에라 와이어리스, 노바텔 와이어리스 등의 무선 데이터 카드 제조업체들은 각 네트워크 기술에 적합한 PCMCIA 타입, Embedded(내장형) 타입을 통신사업자에게 납품하기 시작하였다.

(2) USB 타입 무선 데이터 카드의 대두

USB카드의 가능성

USB 형태의 카드가 발매되기 전까지 무선 데이터 카드시장은 크게 PCMCIA 타입, Embedded(내장형) 타입으로 나누어져 있었다. Embedded 타입의 경우 PC에 적합하지 않은 형태로서, 인터넷을 하기 위해서는 통신사업자, 무선 데이터 카드 제조업자, 컴퓨터 제조업자 간에 이해관계 일치해야 있으며 요금체계를 확립하기도 어려웠다. 그렇기 때문에 일반적으로 산업용 및 외장형 모뎀에 내장되었으며 PDA, 신용카드 조회기, 보안 장비 등에 장착되었다.

PC에 많이 사용된 기기는 PCMCIA인데 PCMCIA는 PC 뿐만 아니라 벤딩머신, POS 시스템 등 산업용으로 사용되기도 한다. PCMCIA는 PC의 무선 데이터 카드를 대표하였지만 제품 사이즈가 커서 휴대하기가 불편하였을 뿐만 아니라 노트북 슬롯에 꽂아 쓰기도 번거로웠다. 또한 발열과 랜카드와의 호환성에 있어서 문제가 발생하면서 새로운 형태의 무선 데이터 카드가 필요했다.

니치마켓 공략에 성공한 중소기업 씨모텍

씨모텍은 이러한 점을 파악하여 2003년에 USB 형태의 무선 데이터 카드를 최초로 개발함으로써 기존의 PCMCIA, Embedded, 외장형 타입으로 대표되던 시장에 새로운 가능성을 제시했다. 규모가 작은 중소기업이 기존 세계시장의 선도자인 옵션, 시에라 노바텔을 제치고 세계 USB타입 무선 데이터 카드 시장 점유율 1위를 차지할 수 있었다.

USB 형태의 무선 데이터 카드는 USB 포트에 언제든지 꽂아 쉽게 사용할 수 있고, 사이즈도 라이터 크기 정도로 작기 때문에 휴대하기 편리하다. 또한 PDA, 디지털카메라, MP3, 게임기 등 다양한 기기의 접속에 사용되고 있기 때문에 다양한 용도로 사용할 수 있다. 노트북 시장이 확대되면서 휴대가 편리한 USB 형태의 무선 데이터 카드 수요의 증가로 이어졌다.



2. 시장의 현황

(1) 경쟁업체

세계시장의 경쟁업체

2007년 현재 무선 데이터 카드 시장의 국내 제조업체는 씨모텍을 포함하여 2~3개 업체에 불과하며, 해외에서는 옵션(Option), 시에라 와이어리스(Sierra Wireless) 및 노바텔 와이어리스(Novatel Wireless), 등 4~5개 업체가 경쟁 중이다. 무선 데이터 카드 시장은 각 업체들이 각자 보유한 기술을 바탕으로 통신 사업자들과의 협력 하에 제품을 공급하는 방식으로 사업을 진행하고 있는데, 업체별, 지역별, 제품별 경쟁영역이 서로 다르게 나타난다. 씨모텍은 USB 형태의 무선 데이터카드를 2003년 세계 최초로 개발한 이래 신규 시장 개척에 힘써 현재 누적 판매량 기준 세계시장 1위로 업계를 선도하고 있는 반면 옵션, 시에라 와이어리스, 노바텔 와이어리스는 PCMCIA 카드 중심으로 시장 확보에 주력했기 때문에 최근에서야 USB시장에 진출하고 있다.

경쟁력을 상실한 옵션

옵션(Option)은 벨기에에 본사를 두고 있는 PCMCIA 카드 전문업체로 유럽시장을 기반으로 2002년에서 2005년까지 매년 100% 가까이 매출액이 성장을 달성했다. 하지만 CDMA 제품군을 갖추지 못한 옵션은 GSM 통신방식이 보편적인 유럽 지역에 매출이 편중되어 있었을 뿐만 아니라 USB시장에도 유연하게 대처하지 못하여 2007년에 21.73%의 상대적으로 저조한 성장률을 달성함으로써 점차 시장점유율이 하락하는 추세를 보이고 있다.

모듈분야에 강한 시에라 와이어리스

시에라 와이어리스(Sierra Wireless)는 캐나다 무선 데이터 카드업체로서, 2006년에는 스마트폰 사업을 접고, PCMCIA 카드와 임베디드 모듈에 집중하여 턴어라운드 성공한 업체이다. 2007년에 이르러 USB시장에 집중적으로 투자하여 1억 4000만불 가량의 매출을 달성했다. 시에라 와이어리스는 미주 지역과 아시아, 태평양 지역에 영업을 집중하고 있으며, 상대적으로 내장형 모듈 분야에서 경쟁력이 강해 컴퓨터 OEM업체 등에 대한 매출 비중이 높은 편이다. 하지만 HSDPA 라인업이 부족하여 미주지역과 아시아 태평양 지역에 매출이 집중되어 있어 씨모텍에 비해 포트폴리오가 다양하지 못하다.

포트폴리오를 갖춘 노바텔 와이어리스

노바텔 와이어리스(Novatel Wireless)는 미국 샌디에고에 위치한 업체임에도 불구하고 독일과 스페인 등 유럽 시장에서의 매출 비중이 높다. 노바텔 와이어리스는 CDMA와 GSM/UMTS 분야의 제품을 모두 개발/생산하고 있기 때문에 미주에서는 시에라 와이어리스, 유럽에서는 옵션과 경쟁하고 있다.



(2) 시장점유율

위협적인 경쟁자로 등장한
씨모텍

씨모텍은 USB시장 선점을 통해 설립 2년만인 2004년에 매출액 83억 원을 달성한 것을 시작으로 2005년에는 155억 원, 2006년에는 344억 원, 2007년에는 952억 원의 매출 성과를 보임으로써 매년 100%이상의 고성장을 지속하고 있다. 현재 2007년 말 매출액 기준으로 시장점유율 6.78%를 달성함으로써 시장의 주요 경쟁자로 부각되고 있다.

표 4. 씨모텍 해외 경쟁사 비교(단위: 백만원)

구분	씨에라 (www.sierrawireless.com)			노바텔 (www.novatelwireless.com)			옵션 (www.option.com)			씨모텍 www.cmotech.com		
	2006	2007	증가율	2006	2007	증가율	2006	2007	증가율	2006	2007	증가율
매출액	205,720	412,714	100.62%	202,653	403,332	99.03%	342,105	416,450	21.73%	34,448	95,190	176.33%
매출이익율	31.27%	27.98%		25.32%	30.45%		37.37%	29.59%		31.46%	35.74%	
영업이익율	2.53%	8.75%		-3.03%	12.54%		15.04%	0.83%		16.85%	24.70%	
순이익율	4.47%	7.37%		0.18%	8.93%		12.61%	2.12%		16.52%	21.59%	

자료: 각 사 연차보고서 및 씨모텍

표5. 해외 경쟁 업체들 주가 비교(단위: 원)

구분	씨에라 2007년	노바텔 2007년	옵션 2007년	씨모텍 2007년
순이익	40,624,060,000	56,292,000,000	3,591,276,000	21,896,000,000
주당순이익	1,098	1,145	221	3,203
자기자본	209,572,802,000	164,150,533,900	149,781,029,300	46,651,331,216
2008.03.31 환율 기준 환주가	16,571	10,304	9,828	25,850
PER	15.10	9.00	44.47	8.07
ROE	19.38%	34.29%	2.40%	46.94%

자료: 각 사 연차보고서 및 씨모텍

3. 무선 데이터 카드 시장에서의 씨모텍

연평균 약 65%의 성장
예상되는 무선 데이터
카드 시장

동사의 IR자료에 의하면 Informa Telecom & Media가 예측한 3.5세대 무선 데이터 카드 시장은 2006년 기준으로 할 때, 매년 약 112%씩 성장하여 2010년에는 2006년 대비 약 20배 규모로 성장할 것을 예상하고 있다(그림 10). 하지만 이러한 급격한 성장률은 3.5세대 통신망이 처음 고개를 들기 시작한 2006년에서 2007년 사이의 약 400%에 달하는 성장률을 포함한 산술평균 값이기 때문에 향후에도 100%가 넘는 고성장을 유지할 수는 없을 것이다. 따라서 시장이 본격적으로 성장기에 접어든 2007년을 기준으로 판단한다면 3.5세대 무선 데이터 카드 시장은 연평균 약 65%정도 성장할 것으로 예상된다.

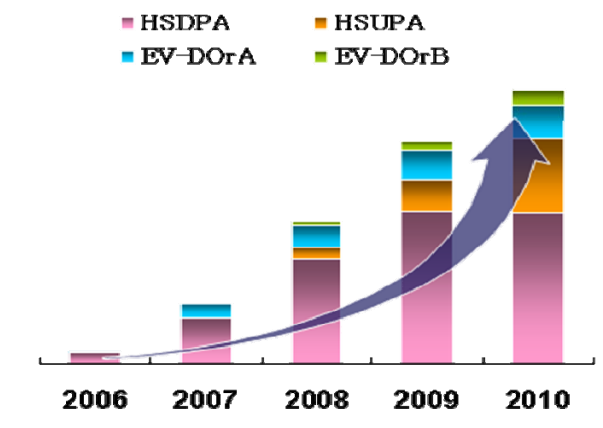


씨모텍의 성장률은
시장성장률을 상회할 듯

하지만 이러한 예측치에는 USB 타입뿐만 아니라 PCMCIA, Embedded module의 판매량이 모두 포함되어 있다. 노트북의 보급이 확산됨에 따라 무선 데이터 서비스에 대한 니즈가 증폭되고 있고 PCMCIA에 대한 수요를 USB가 대체하고 있음을 고려해 볼 때, USB 타입의 성장률은 무선 데이터 카드 시장의 연평균 성장률을 상회할 것으로 예상된다.

씨모텍은 USB 타입의 매출에 집중하여 현재 USB 타입의 매출액이 전체 매출액의 약 70%를 차지하고 있다는 점을 고려해볼 때, 향후 씨모텍의 성장률은 3.5세대 무선 데이터 카드 시장의 연평균 예상 성장률을 상회할 것이라는 결론을 얻을 수 있을 것이다.

그림 10. 세계 WiBro 시장 전망(단위: 십억원)



자료: Informa Telecom & Media,

IV. 경쟁력 - 시장 성장이 다가 아니다

1. 발빠른 기술력

남들보다 한단계 앞선
기술력

PCMCIA카드 일색이던 무선 데이터 카드 시장에 씨모텍은 USB 카드를 제시했다. 이동성과 휴대성이라는 무선통신의 본질에 부합하는 이 새 모델은 곧 시장의 트렌드가 되었고, 씨모텍은 USB를 통해 시장에 안정적으로 자리잡는 데에 성공할 수 있었다. 이후 씨모텍은 업로드속도가 3배 이상 개선된 HSUPA모델을 개발하고, WiBro산업에 뛰어드는 등 꾸준히 기술 개발에 힘쓰고 있다.

하지만 기술력의 우위는 더
이상 없을 것

하지만 씨에라, 옵션, 노바텔 등의 경쟁업체들이 뒤따라 USB 타입의 무선 데이터 카드 시장에 뛰어들었으며, 기술과 제품의 라이프 사이클이 짧은 무선 데이터 통신 시장의 특성을 고려해 볼 때, USB타입의 제품 기술력이 언제까지나

시장선점 능력으로
고려해볼 수 있음

씨모텍의 경쟁력이 될 수는 없는 것이 현실이다. 실제로 경쟁사들이 출시하는 USB타입의 제품들과 씨모텍의 제품은 커다란 기술력의 차이는 존재하지 않는다.

다만 새로운 시장을 개척했다는 점, 경쟁사들보다 한 발 앞선 기술개발과 제품 구현 능력을 고려해볼 때, USB타입의 시장 선점은 하나의 플러스 요인으로 고려해볼 수 있을 것이다.

2. Partnership

씨모텍만이 가지는 강점 중
가장 큰 것은 바로
Partnership을 통한 매출처
Lock-in효과

일단 USB로 시장 선점에 성공했다. 하지만 더 이상 USB가 경쟁력은 아니다. 그렇다면 무엇이 여전히 씨모텍을 매력적으로 만드는가? 그것은 바로 파트너쉽이다. 무선통신업계는 통신 사업자의 서비스 환경에 제품을 최적화 하는 것이 중요하다. 씨모텍은 USB를 통해 시장에 진입하는 과정에서 개별 통신사업자의 요구에 맞추는 customizing에 주력했고, 그 결과 국내의 SK텔레콤, KT 외에도 호주, 뉴질랜드, 미국, 러시아, 우크라이나, 스페인, 독일, 멕시코, 베네수엘라, 이스라엘, 베트남, 태국 등 각국의 수많은 기업과 인증을 맺고 고정 거래를 함으로써 긴밀한 협력관계를 유지하고 있다. 그렇다면 왜 파트너쉽이 중요한가?

(1) 공동 R&D를 통한 진입장벽 형성

공동 R&D의 경쟁우위효과

무선 통신 사업은 특히 각 통신사의 통신망 환경에 대한 이해와 호환성이 중요한데, 공동 R&D는 상대방의 특수성에 대한 이해와 알맞은 제품 개발을 손쉽게 만든다. 공동 R&D를 통해 제품이 출시될 경우 후발업체에서는 기존의 기술 개발 과정을 알 수 없어 처음부터 기술 개발을 시작해야 하므로 열위에 서게 된다.

통신사와 긴밀한 관계로
이루어지는 단말기에 대한
Spec의 확적, 개발, 테스트

씨모텍이 세계 각국 여러 기업과 진행하고 있는 공동 R&D 가운데, SKT와의 사례를 통해 예로 살펴보자. SKT는 치열한 이동통신 시장에서 3세대망에 대한 적극적인 투자를 하고 있었으며, HSUPA망과 연동되는 단말기에 대한 test 경험이 없었다. 씨모텍은 SK텔레콤과 HSUPA망을 이용하는 새로운 단말기 출시에 대한 기술개발협력을 체결, 공동으로 단말기 spec에 대한 확정 및 개발을 진행하고, HSUPA망 상용을 위한 수많은 테스트 결과 2007년 HSUPA망과 연동되는 단말기에 사용되는 CHU-720i를 출시, 납품하고 있다. SK텔레콤에서는 HSUPA망을 이용하는 제품 출시가 처음이었으므로, 모든 연구가 시작 단계에서부터 전적으로 씨모텍과의 합작을 통해 이루어진 것이다. 이후 후발 주자가 SK텔레콤에 해당 칩을 납품하려 마음먹고 SKT에서 단말기에 대한 spec을 받는다 하더라도, 기존의 연구 과정을 알 수 없어 첫 단계부터 기술 개발을 해야 하므로 수많은 시행착오를 거치게 될 것이며 큰 비용과 시간을 들이게 될 것이다. 즉, 파트너쉽



**WiBro/WiMax 시장에서도
인텔사와 파트너십 구축**

강화와 공동 기술개발은 무선 통신 시장에서 핵심적인 경쟁력이 되는 것이다.

또 다른 사례로는 씨모텍이 이제 막 중국 WiMAX 사업에 진출하려는 인텔사와의 전략적 제휴(전환사채 계약)를 통해 WiBro/WiMAX 단말기 기술을 공급하고 파트너로 참여하기로 한 점을 들 수 있다. 이는 새롭게 떠오르는 WiMAX 시장에서 씨모텍의 경쟁력이자 타 경쟁자에 대한 진입장벽이 될 것이다.

나아가 무선 통신 사업은 인증 절차의 복잡성, 제품관 호환성, 통신망 환경에 대한 이해의 중요성이라는 특성상 일단 제품 공급업체와 통신사업자간의 거래관계가 시작되면 장기간 거래가 지속되는 것이 일반적이므로, 긴밀한 파트너십 형성은 향후 씨모텍의 경쟁력 강화에 주요 공신이 될 것이다.

(2) 인증을 통한 진입장벽 형성

**인증절차는 한 번에 끝나는
것이 아님**

29개 국가, 40여개 통신사와 파트너십을 맺고 있는 씨모텍은 각국 나라로부터 무선 데이터 통신 서비스 사용과 관련된 인증 과정 뿐만 아니라 각각의 통신사로부터의 인증, 라이선스 획득 과정을 모두 거쳤다. 이러한 인증 절차는 한번에 6개월에서 1년이 소요된다는 점을 고려해봤을 때 후발 주자로서 상당한 진입장벽으로 작용한다. 또한 각 제품이 새로 출시될 때마다 매번 새로운 인증이라 라이선스 계약을 필요로 하기 때문에 시간적인 장벽은 더욱 더 견고해질 수 밖에 없다.

(3) 짧은 라이프 사이클

끊이지 않는 진입장벽

만약 경쟁자가 이러한 통신사와의 공동 R&D를 통한 협력, 수많은 인증, 라이선스 획득, 테스트를 위한 시간과 비용 소비 등의 과정을 모두 거쳐 씨모텍이 선점하고 있는 시장에 뛰어 들었다고 가정하더라도, 기술과 제품의 라이프 사이클이 짧다는 무선 통신 사업의 특성상, 이미 늦었다. 경쟁력이 없게 된다. 이미 씨모텍은 다음단계 제품을 위한 공동 개발, 테스트 단계를 거치고 있을 것이다.

3. 다양한 포트폴리오

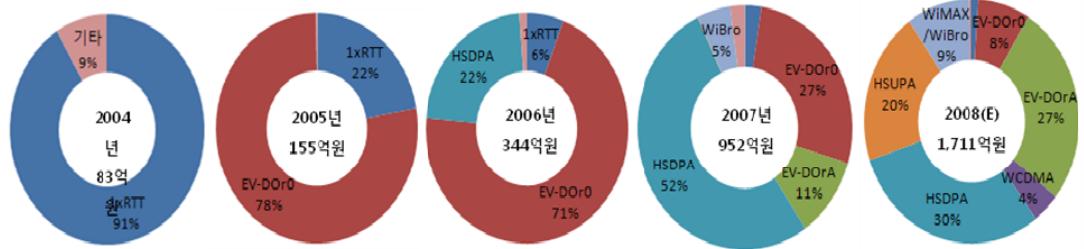
(1) 다양한 제품 포트폴리오를 통한 기회의 증가

**다양한 제품 포트폴리오를
통한 성장기회 포착**

앞서 살펴본 바와 같이, 세계 무선데이터 카드 시장이 확대되면서 HSDPA/HSUPA, CDMA 1x EVDO rA/rB, WiBro(Mobile Wimax)와 같은 3.5G 무선통신 서비스의 수요가 증가함에 따라 이들 기술에 각각 사용 가능한 제품 수요 역시

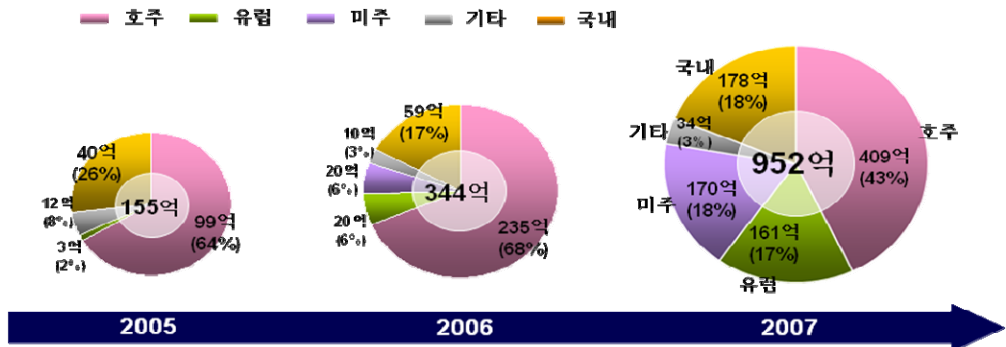
고르게 증가하고 있다. 옵션, 씨에라 와이어리스, 노바텔 와이어리스 등의 경쟁업체가 이 중 일부의 통신기술에만 사용 가능한 제품을 생산하고 있는 반면, 씨모텍은 모든 통신 기술에 대하여 이용 가능한 제품군을 보유하고 있다. 또한 WiBro에 적합한 제품을 만드는 기술은 씨모텍만이 보유하고 있기 때문에 당분간 WiBro시장에서의 경쟁우위는 지속될 것으로 보인다. 다양한 제품 포트폴리오를 구성하고 있다는 사실은, 모든 시장진출이 가능하다는 시장 선택의 다양성뿐만 아니라 Total solution을 가지고 있는 것 자체가 시장에 어필할 수 있는 당사만의 경쟁력인 것으로 판단된다.

그림 11. 네트워크별 매출액 및 매출비중 (2004년~2008년 예상치)



자료 : IR 자료

그림 12. 지역별 매출액 및 매출비중 (2005년~2007년)



자료 : IR자료

(2) 매출처 다양화로 인한 매출 안정성 증가

매출처 다양화로 인한 위험의 분산

매출처가 다양화 됨에 따라 급작스러운 시장 변화에도 안정적으로 대처할 수 있다. 현재 씨모텍은 전 세계 29개 국가에 진출해 고른 영업수익을 올리고 있다. 초기에는 호주와 국내 시장에 매출의존도가 높았으나 최근 북미와 유럽과 같은 새로운 해외 시장의 매출액이 증가함에 따라 다양하고 고르게 분산된 매출수입원을 확보할 수 있게 되었다. 2007년에는 호주 및 국내 매출이 작년 대비 293억 원 증가했음에도 비중은 90%이상에서 64%로 감소했다. 또한 전 세계 36개 통

신사업자 인증을 바탕으로 향후에도 해외시장의 추가 발굴이 예상됨에 따라 특정 시장에 대한 의존도는 더 줄어들 것으로 기대된다. 따라서 씨모텍은 특정시장에 예상치 못한 악재가 발생했을 때 매출이 받는 타격이 분산된다는 측면에서 안정성이 높다고 사료된다.

4. R&D 투자에 대한 열망

끊임없는 자기개발

제품의 라이프 사이클이 짧아 기술개발에 소홀히 할 수 없는 산업 특성상 씨모텍은 R&D에 엄청난 노력을 기울이고 있다. 현재 회사 전체 인력의 65%가 R&D분야에서 종사하고 있으며 지난 3년간 R&D에 투입된 비용이 13억 원에서 67.7억 원으로 증가했으며, 새로운 네트워크 기술이 등장하고 있는 현시점에서 점차적으로 R&D에 투자하는 비중을 늘리고 있는 추세이다.

V. RISK

1. 과도한 당좌자산

재투자로 이어지지 않는 잉여자금

씨모텍은 2007년 말을 기준으로 총자산의 71.6%에 달하는 571억여 원의 당좌자산을 보유하고 있다. 성장기에 있는 기업에 있어 가장 중요한 요소 중에 하나는 영업을 통해 발생한 수익을 재투자함으로써 성장을 가속화하는 것이다. 이러한 점을 고려해 볼 때, 무선데이터카드 시장의 니치마켓인 USB시장을 개척하고 선점하고 있는 역동적인 기업인 씨모텍이 재투자를 하지 못한 채 당좌자산으로 방치하고 있다는 것은 기업의 성장 가능성을 제한한다고 해석할 수 있다. 또한 당좌자산 중에서 무수익 자산에 해당하는 현금 및 현금성자산이 267억 원으로 전체 당좌자산의 반 정도를 차지한다고 생각해 볼 때, 잉여자금을 적절한 수익성을 발생시키는 투자자산에 배분하지도 못하는 실정이기에 투자자산으로서의 효용가치도 부족하다고 사료된다.

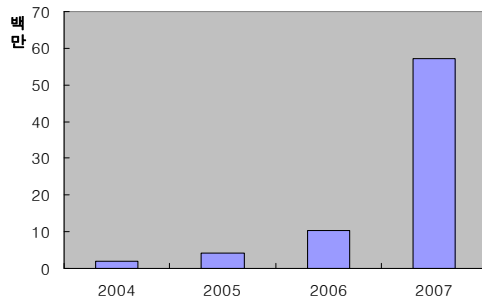
미래를 위한 탄환

하지만 당좌자산을 많이 보유하고 있다는 것은 안정성의 측면에서 긍정적으로 평가할 수 있다. 2004년 말에는 당좌비율이 60%에 불과하였으나 2007년 말 현재 1388%로 유동부채에 대한 상환능력이 매우 뛰어나다는 측면에서 재무적 건전성이 매우 높음을 알 수 있다. 또한 R&D가 중요한 산업에서 현금이라는 탄환을 다량 보유하고 있다는 것은 새로운 기회나 위기에 봉착했을 때 보다 신속하고 유연하게 대처할 수 있음을 의미한다. 더 나아가 다량의 현금을 설비투자에



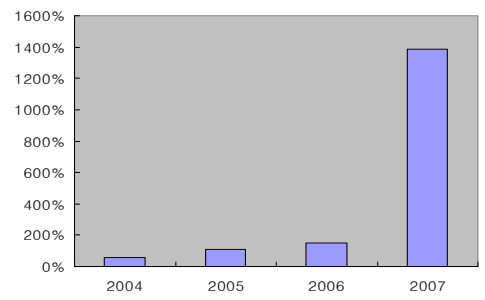
투입함으로써 자체생산체제를 구축하게 된다면 직접적으로 품질관리를 할 수 있을 뿐만 아니라, 시장이 성숙기에 이르러 원가경쟁이 가속화 되었을 때 경쟁력을 보유할 수 있는 기반이 된다. 즉, 현재의 과도한 당좌자산 보유는 단기적으로는 성장성의 낭비로 평가할 수도 있으나 미래를 준비할 수 있다는 측면에서 긍정적으로 평가 가능하다.

그림 131. 당좌자산 추이



자료: 전자공시시스템

그림 14. 당좌비율 추이



자료: 전자공시시스템

2. 환율 변동 리스크

리스크 헤지를 위한 노력의 시작

씨모텍은 영업은 퀄컴으로부터 칩을 수입하여 외주를 통한 제조공정을 통해 판매하는 방식으로 이루어진다. 또한 수출이 판매의 82%를 차지한다는 면에서 영업전반이 환율변동 리스크에 노출되어 있다. 최근 외환시장의 변동성이 급증함에 따라 영업실적이 환율에 의해 결정되는 구조를 가지고 있기 때문에 환율변동 리스크를 최소화하는 것이 매우 중요한 이슈이다.

씨모텍은 수출대금의 환율변동 리스크를 줄이기 위해 2007년 11월 19일에 신한은행의 수출대금 환위험 헤지거래 상품에 가입했다. 해당 계약은 시장환율이 변동하는 범위에 따라 적용되는 환율이 변동하는 복합 파생상품으로서 환율 하락으로 인한 현금유입의 감소를 방지하는 역할을 한다. 또한 해당 상품은 만기 환율이 930원/\$을 넘으면 계약이 무효화되어 보다 많은 수출대금을 받을 수 있는 상품이었기 때문에 최근 환율 상승으로 인한 수혜도 받을 수 있었다. 이러한 노력이 지속되어 향후 퀄컴칩에 대한 수입대금의 환율변동 리스크 관리를 병행한다면 보다 안정적인 영업활동을 수행할 수 있을 것이다.

3. 전환사채의 발행

희석효과보다는 신성장동력!

씨모텍은 2008년 1월 30일 인텔캐피탈에 보통주로 전환할 수 있는 800만 달러의 전환사채를 발행했다. 이는 원화 기준으로 75.7억 원 규모이며 전환가격은 22,900원, 전환청구기간은 2009년 1월 30일에서 2010년 12월 30일까지이다. 인

텔캐피탈의 전환사채가 모두 전환이 될 경우 발행되는 보통주식수는 330,655주로 전체 주식 중의 4% 수준에 불과하기 때문에 실제 주가의 희석효과는 우려할 정도는 아닐 것으로 평가된다. 인텔캐피탈과의 전환사채 계약을 통해 인텔의 Wimax사업 파트너로 선정됨으로써 신흥시장진출의 교두보를 마련했기 때문에 희석효과를 넘어서는 신성장동력을 확보했다고 평가된다.

VI. Valuation

씨모텍은 비교가능한 기업군이 존재하지 않기 때문에 절대적 기업가치평가방법인 DCF를 이용하여 주가의 적정성을 파악하였다.

1. 3 team's Insight

(1) 영업이익률

시장의 성장기 동안에는 높은 영업이익률 달성

씨모텍은 기중에 25% 이상의 영업이익률을 유지하다가 4분기에 일시적으로 21.3%로 감소했는데, 이는 연말성과급의 지급 및 개발비의 감액손실에 기인한다. 현재 HSUPA시장과 Wimax의 등장 및 USB 타입의 무선 데이터 카드 시장의 선점으로 인해 당분간 급속한 성장성을 보일 것으로 예상된다.

(2) 매출액 성장률

USB 카드 시장은 고속성장 예상

씨모텍의 매출은 USB 타입과 기타 부분으로 나누어서 파악해 볼 수 있다. 시장의 성장동력이 되는 USB 타입의 무선 데이터 카드는 그 성장성이 매우 클 것으로 예상되지만 PCMCIA나 Embedded 모듈의 성장성은 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 그러므로 2007년도 USB 타입 및 기타 부분의 매출액을 기점으로 각각의 성장률을 각각 고려하여 DCF를 수행하였다.

(3) 자본비용에 대한 고려

차입경영을 통한 자본비용 감소의 가능성

현재 씨모텍은 무차입 경영을 하고 있다. 이는 재무건전성이 매우 높음을 시사하기 때문에 향후 재무구조 개선의 일환으로 현금을 주주에게 배당, 감자 등을 통해 분배하고 파산 비용을 고려한 효율적인 차입경영을 시작한다면 자본비용을 추가로 감소시킬 수 있을 것으로 예상된다.



(4) 기타요소에 관한 고려

a. 유무형 자산에 대한 투자 및 상각비

씨모텍은 외주를 통해 제조하는 업체이기 때문에 지속적으로 설비에 대한 투자는 하지 않는다. 그렇기 때문에 유형자산의 비중은 매출 증가율보다 낮을 것으로 예상된다. 반면에 산업재산권과 같은 무형자산의 경우 매출과 직접적인 연관이 있으므로 매출 대비 비율이 현재 수준과 유사하게 유지될 것으로 예상된다.

b. 순운전자본

순운전자본은 매출채권, 매입채무 등의 매출과 직접 연관된 항목들로 구성되어 있으므로 매출 대비 비율이 현재 수준과 유사하게 유지될 것으로 예상된다.

c. 전환사채

전환사채는 전환된다!

2008년에 발행된 전환사채의 행사가액이 현재 시가보다 현저히 적어 전환권의 행사 가능성이 매우 높기 때문에 해당 요소를 고려하여 Valuation을 수행하였다.

2. 투입 요소에 대한 보수적인 가정

**시장의 성장 및
영업적 특성 고려한
보수적인 Valuation**

현재 USB카드의 성장률은 자체적으로 분석할 수 있는 자료가 없다. 이에 3팀은 보수적인 접근을 위해 Lock-in 효과를 고려하여, USB 카드 시장의 성장률이 무선 데이터 카드 산업 전체의 성장률과 동일할 것으로 예상하였다. 또한 지속적으로 영업이익률이 감소하여 일반적인 제조기업의 영업이익률인 10%까지 도달할 것으로 예상하였다. 향후 2년간은 매출이 급속도로 성장하지만 2010년 이후에는 성장이 둔화되어 5년 뒤에는 성숙기에 이른다는 가정하에 기타 투입요소를 결정하였다. 또한 유형자산은 영업의 형태가 외주를 통한 생산이라는 점에서 매출액 증가율보다 더디게 증가할 것으로 예상하였다.

표6. 투입요소 자료

매출액대비비율	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
영업이익률	24.71%	20.0%	18.0%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%
유,무형자산 상각비	3.77%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
영업용운전자본	13.42%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
순유형고정자산	2.76%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
기타영업용순자산	9.88%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
USB 카드 매출액 성장률	135.5%	56.4%	22.9%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
기타 매출액 성장률	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

자료 : Research 3 team

표7. Conclusion

WACC	13.93%
영구성장률	5.00%
예상 ROIC(2단계)	30.00%
FCFF추정(2단계)	26,517,054
Terminal Value	296,795,590
현재가치의 합	55,122,125
PV of TV	154,590,265
전환사채납입금	7,572,000
현금 + 시장성유가증권	47,203,747
비영업용자산	2,994,983
Value of the Firm	267,483,120
(-)Value of the Debt	0
Value of the Equity	267,483,120
발행 주식수	8,230,655
적정 주가	32,498
현재 주가	28,500
안전마진	14%

자료 : Research 3 team

표8. Conclusion

자기자본비용	13.93%
1년치일별베타	1.25635
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.14%
WACC	13.93%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	234,573,668
한계조달금리	8.58%

자료 : Research 3 team

VI. 안전마진 14%, 그러나 기대수익률 116%로 Strong Buy를 추천!!

본 리서치 팀이 씨모텍의 Valuation에 접근한 가정은 앞서 살펴본 바와 같이 매우 보수적이다. 하지만 실제 무선 데이터 카드 시장 내에서의 USB 카드의 성장은 USB가 PCMCIA를 대체할 것이라는 점을 고려해 봤을 때 무선 데이터 카드 시장의 성장률을 크게 상회할 것으로 예상된다. USB시장이 성장 초기에 있다는 점은 영업이익률 또한 향후 2~3년 간 20%를 상회할 것임 알 수 있다. 이러한 측면을 고려하여 Valuation을 수행한 결과 목표주가 61,511원으로 기대수익률은 116%가 도출되었다.

표8. 투입요소 자료(기대)

매출액대비비율	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
영업이익률	24.71%	23.0%	23.0%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%
유,무형자산 상각비	3.77%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
영업용운전자본	13.42%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
순유형고정자산	2.76%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
기타영업용순자산	9.88%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

자료: Research 3 Team

표9. Conclusion

WACC	13.93%
영구성장률	5.00%
예상 ROIC(2단계)	30.00%
FCFF추정(2단계)	63,130,075
Terminal Value	706,591,621
현재가치의 합	80,467,202
PV of TV	368,038,441
전환사채 납입금	7,572,000
현금 + 시장성유가증권	47,203,747
비영업용자산	2,994,983
Value of the Firm	506,276,372
(-)Value of the Debt	0
Value of the Equity	506,276,372
발행주식수	8,230,655
적정주가	61,511
현재주가	28,500
안전마진	116%

자료: Research 3 team

표10. Conclusion

자기자본비용	13.93%
1년치일별베타	1.25635
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.14%
WACC	13.93%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	234,573,668
한계조달금리	8.58%

자료: Research 3 team

씨모텍은 시장에서 저평가를 받고 있다. 단 89명으로 구성된 작은 기업임에도 불구하고 성장하는 산업에서 성장하는 니치마켓을 선점하여 고성장을 지속하고 있으며, 산업구조적인 측면에서 Partnership을 공고히 하고 진입장벽을 높이는 씨모텍에 대하여, 본 Research 3 Team은 Strong Buy 의견을 시장에 제시한다.

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