

SUPER GROWTH = SUPREMA

BUY

Valuation

Target Price: 41,139

Price: 28,750

Margin of Safety: 43.09%

MktCap.(100mn): 875

ROE: 13.01%

Op.Magin: 46.39%

PER: 12.86

PBR: 4.76

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

이재원 외2인(36.86%)

Foreign Shr.: 9.22%

KOSPI 비교



기업분석 1팀

김민정, 김선교, 오정민

이상욱, 최호선

- 지문인식 기술 기반 응용 제품 및 솔루션 제공업체

슈프리마는 2008년 7월11일 코스닥 시장에 신규 상장된 업체로 지문인식 기술 기반 응용제품과 소프트웨어와 하드웨어 모두를 제공하는 솔루션을 만드는 국내 지문인식 솔루션 M/S 56.9%, 영업이익률 47.8%의 1위 업체이다.

- KOSPI, KOSDAQ의 죽음 속에서 나홀로 생존해 있다.

동사는 상장 이후 현재 24.46%의 수익률을 나타내고 있다. 반면 동기간에 KOSDAQ은 -34.92%의 손실을 기록하고 있는 중이다. 전세계적 금융위기에서 촉발된 주식시장의 침체와 실물경제 침체에 대한 우려 속에서도 동사는 곳곳이 자신의 자리를 지키고 있다. KOSDAQ 대비 50%가 넘는 수익률을 기록하고 있는 동사의 주가는 여전히 싼 것일까?

- 놀라운 성장성!

동사의 시장대비 놀라운 주가 수익률의 이유는 바로 폭발적인 성장에 있다. 동사가 영위하고 있는 지문인식분야는 2005년부터 연평균 30% 이상의 엄청난 성장률을 보여주고 있으며, 동사의 성장률은 산업평균을 훨씬 우회한다. 동사의 2008년 1/4분기 매출액은 전년 동기 242% 상승하였으며, 2/4분기 매출액 역시 전년동기 198.9%의 성장률을 보여주고 있다.

- 세계 최고의 기술력을 갖춘 슈프리마

동사의 경쟁력은 바로 세계최고의 기술력이다. 동사는 석박사급 이상의 최고의 전문연구인력을 바탕으로 모든 역량을 기술개발에 힘썼으며, 2년마다 전세계적으로 개최되는 세계 지문인식 알고리즘 대회에서 2004년, 2006년 2회 연속 우승함으로써 세계최고의 기술력을 갖추고 있음을 증명하였다.

또한 FBI, 미국국립기술표준원 인증과 공항 통신시스템 M/S 50%를 차지하는 ARINC 사의 인증을 세계최초로 받았으며, 가장 엄격한 기준을 요구하는 국내 경찰청과 일본 경시청에서도 동사의 제품을 공급하고 있다.

- Valuation 및 결론- 성장주에 배팅하라!

상대적 가치평가법으로 해외 동종 기업들의 가중평균 PER을 할인, 슈프리마의 최근 12개월 EPS를 곱하였고, FCFF를 사용하여 목표주가를 도출하였으며, 상장된지 얼마되지 않은 성장 기업임을 감안하여 베타와 영구 성장률 변화에 따른 목표주가 변화를 계산하였다.

앞선 보고서를 종합하여 Research Team 1은 목표주가 41,139원, 안전마진 43.09%를 확보할 수 있고 성장성이 뛰어난 슈프리마에 대해 BUY를 추천한다.

Table of Content

0. 선정이유.....	3
1. 산업소개 - 바이오인식산업	4
2. 기업소개.....	5
3. 앞으로 고성장이 계속될 것인가?.....	9
4. Other Points.....	15
5. Valuation	17
6. Conclusion.....	20
7. Appendix 1(요약재무제표).....	21
5. Appendix 2(valuation 의 가정)	23



0. 선정이유

슈프리마는 2008년 7월 11일 KOSDAQ에 공모가 24,000원으로 상장하였다. 그리고 현재 지금 슈프리마의 주가는 28,750원으로 19.79%의 수익률을 기록 중이다. 반면 동기간에 KOSDAQ는 전세계적 금융위기와 실물경제 침체에 대한 우려로 폭락을 하여 -34.92%의 손실을 기록하였다.

다음 그림은 동사의 상장 이후, KOSDAQ과 동사의 주가추이를 나타낸 것이다.



Research team 1은 IMF 이후 전례를 찾기 힘든 KOSDAQ의 하락 속에서 지수대비 50%이상의 수익률을 올리고 있는 슈프리마의 경쟁력이 무엇일까라는 의문에서 동사에 대한 Research를 시작하였다. 슈프리마가 시장에서 현재 받고 있는 가격은 지금 시점에서 바라볼 때 고평가 된 것일까 아니면 오히려 전체시장이 좋지 않기 때문에 제대로 된 평가를 받지 못하고 있는 것일까? 결론부터 말하자면 Research team 1은 지문인식산업의 엄청난 성장성과 그 성장성을 훨씬 상회하는 동사의 폭발적 성장성에 근거, BUY 의견을 제시한다.

1. 산업소개 - 바이오 인식 산업

디지털 보안 시장의 새로운 패러다임

바이오 인식산업의 정의

바이오 인식 기술은 개인의 생태학적 혹은 행태학적 생체 정보를 추출하여 정보화 시키는 기술을 말한다. 기존의 신분증, 카드, 패스워드 대신 지문, 얼굴 등의 신체적 특징을 이용하여 본인 확인을 하는 것이다. 이 산업은 보안시장과 밀접하게 연관되어 있으며, 보안시장의 기술이 아날로그에서 디지털로 변화하면서 커다란 수혜를 받을 것이다. 실제로 현재 보안시장의 기술 변화에 따라 바이오 인식산업의 규모가 기하급수적으로 크고 있는 것을 확인할 수 있다.

2000년 이후 급성장 중인 바이오 산업

바이오 산업은 성장 초기단계

바이오 산업은 2000년대 들어 본격적으로 성장하기 시작한 성장 초기 단계의 산업이다. 90년대 이전에는 기술적 안정성이 부족하고 제품 가격이 높아 시장의 형성이 제대로 이루어지지 않았으나, 90년대에 들어서 IT기술의 발달에 따라 센서의 소형화 등으로 편리성이 증대되고 가격이 하락하면서 산업 성장의 기반을 다졌다. 2000년도에 들어와 보안에 관한 관심이 증대되고 기술적으로 충분한 개발이 이루어지면서 산업은 본격적인 성장을 시작하였다. 국내 시장의 경우 지난해 1043억원의 규모로 본격적인 도약기에 들어섰고 2006년부터 2010년까지 연평균 27.9%의 높은 성장률을 기록할 것으로 기대된다.

보안분야 뿐 아니라 다양한 산업에 대한 적응성과 확장성이 뛰어나다.

응용력이 높은 산업

초기 성장 단계인 만큼 제품의 다각화도 활발하게 이루어지고 있다. 출입보안, 근태관리, 도어락, 금고 보안, 노트북, 전자상거래, 모바일 인증 등 기존의 시장에서부터 전자여권 판독기, 금융보안카드, 스캐너 시장 등 새로운 시장까지 응용처가 확대되고 있다. 바이오 인식 기술은 비밀번호, 카드, 인증서 및 신분증을 사용하던 모든 분야에 적용되어 대체가능하다. 기존에 존재하는 시스템에 바이오 인식 기술을 도입할 시에는 별도 인프라 구축이 필요하지 않기 때문에 쉽게 시장에 진출이 가능하다는 장점 또한 존재한다. 향후 사회의 발전이 가속화되고 정보통신기술이 발달할수록 바이오인식 기술의 적용 분야는 더욱 확대될 것이다.

신뢰도가 요구되는 높은 기술력과 산업 내 폐쇄적인 제조-유통회사간에 관계가 진입장벽으로 작용한다

진입장벽이 높은 산업

바이오 인식 기술은 개인의 신상정보를 가지고 출입보안이나 신분확인 등의 높은 신뢰도를 요구하는 분야에 사용되고 있다. 따라서 기술의 정확성과 보안성을 모두 갖추고 있어야 하며 신뢰도가 일정 수준에 미치지 못하는 제품은 시장에서 상품성을 갖지 못하는 것이 사실이다. '신뢰도'라는 것은 오랜 기간의 검증을 거쳐 형성되는 것이므로 산업의 후발주자들에게는 진입장벽으로써 작용하고 있다. 산업 내에 제조회사와 유통회사의 폐쇄적인 관계가 형성되어 있다는 점도 또 다른 진입장



백이다. 바이오 인식 산업의 경우에는 제품 개발 후 기술지원과 교육, 제품 사양 변경 등의 지속적인 서비스가 필요하기 때문에 기존에 형성되어 있는 폐쇄적인 거래 관계에 새로운 기업이 개입하기 어렵다는 특성을 지닌다.

지문인식 분야는 높은 성장성과 경쟁력을 갖춰 바이오 인식 시장 내 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

바이오 인식시장 내 지문인식의 위치

바이오 인식시장 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 분야는 단연 지문인식 시장이다. 지문인식 시장은 2007년 기준으로 세계 시장의 58.9%로 절반 이상의 비중을 차지하고 있고, 국내 시장에서는 91.4%로 압도적인 위치에 있다. 지문인식 기술은 다른 생체 인식 기술에 비해 사용자들에게 거부감이 덜하고 가격 경쟁력과 정확성에서도 상대적으로 우위에 있어 가장 빠르게 성장하고 있다. 그리고 다양한 분야에 적용가능성 또한 높아 현재 바이오 인식 방법 중 가장 널리 애용되고 있다.

2. 기업소개

슈프리마는 뛰어난 기술력을 바탕으로 높은 매출성장률과 영업이익률을 보여주는 기업이다.

슈프리마는?

2000년에 설립된 지문 인식 분야에 특화된 기업으로 지문 인식 모듈, 지문인식 시스템 그리고 전자여권 및 지문감식 솔루션을 납품하는 회사이다. 현재 지문인식에 대한 사람들의 높은 관심을 바탕으로 연평균 96.3%의 매출성장률, 평균 35%의 높은 영업이익률을 보이고 있다. 에스원 등 국내 유수 보안업체와 각국의 공공기관에 독점으로 제품을 공급하고 있으며, 뛰어난 기술력을 바탕으로 세계로부터 인정받고 있다.

Business Model 소개

슈프리마의 사업 영역은 크게 지문인식 모듈, 지문인식 시스템 및 감식 솔루션, 그리고 AFIS 및 전자여권으로 구분할 수 있다.

지문인식 모듈은 확장성이 높아 다양한 부문에 진출하였고 앞으로의 신규매출처 확보에 유리하다.

① 지문인식모듈

슈프리마는 핵심 기술인 알고리즘 기술을 바탕으로 만들어진 모듈 제품을 출입보안, 도어락, 금고 등 다양한 Device 업체에 공급하고 있다. 지문인식모듈은 지문저장 및 인증 기능을 독립적으로 수행하는 임베디드(embedded)모듈이 기본이다. 기존 도어락에 임베디드 모듈을 장착하면 지문인식 도어락이 되는 등 여러 가지 제품에 쉽게 적용 가능하다는 장점을 지닌다. 최근에는 보안의 중요성이 강조되고 있는 출입보안, 도어락, 금고 등의 장비업체에서의 수요가 증가하고 있다. 특히 지문인식 도어락 부문은 아파트 거주 문화로의 변화, 보안인식의 강화, 그리고 지문인식에 대한 선호도 상승으로 빠르게 성장하고 있는 분야이다. 현재 동사는 국내 도어락 1~3위 업체에 지문인식 도어락을 독점 공급 중인데, 도어락 3사의 시장점유율이 과점 상태인 것을 감안하면 자동적으로 국내 지문인식 도어락 시장은 동사

가 과점하고 있음을 알 수 있다.

지문인식 시스템은 출입보안과 근태관리 시스템에서 강점을 가지고 있다.

② 지문인식시스템

지문인식시스템 분야는 지문인식 모듈을 이용, 단말기와 같은 완제품을 공급하는 사업 분야이다. 지문인식시스템 중에서도 출입보안과 근태관리 부분은 본인 확인이라는 지문인식의 특징이 가장 높게 요구되고, 제품의 가격 저항이 상대적으로 적어 가장 빠르게 성장하고 있는 분야이다. 현재 동사의 지문인식 시스템은 전세계 100여개의 국가에 수출되고 있으며 출입보안과 근태관리 시스템에서 기존의 카드와 키패드 방식을 대체하며 수요를 창출하고 있다.

현재 국내 뿐만 아니라 해외에서도 큰 매출을 올리고 있으며 성장성이 가장 큰 분야이다.

출입보안 부문에서 당사는 국내 무인 경비 시스템 1위 업체인 에스원에 독점적으로 지문인식 시스템을 제공하고 있다(매출의 21% 차지). 뿐만 아니라 브라질 경찰청, 덴마크 국영도서관, 쿠웨이트 법무부, 스리랑카 증권 거래소, 멕시코 은행 등 세계 도처에 출입보안 시스템을 구축해왔다. 근태관리 시스템은 최근 효율적인 인적관리에 대한 관심이 높아지면서 그 수요가 증가하고 있는 부문으로, 상반기에 터키의 200여개의 버거킹 매장에 이 시스템을 도입한데 이어 지난 9월 국내 전 맥도날드 매장에도 이를 구축하였다. 또한 지난 해 공무원의 근무수당 부정행위 이슈 이후 많은 관공서에서 지문 기반의 근태관리 시스템을 도입함에 따라, 국내 공공기관을 대상으로 작년에만 수백 대 이상의 매출을 올렸다. 지문인식을 통한 근태관리 시스템은 아직 초입단계이므로 앞으로의 수요가 더 예상되는 부문이다.

전자여권 및 지문감식 솔루션은 슈퍼리마의 신성장 동력이 되고 있다.

③ 전자여권 및 지문감식 솔루션

마지막으로 전자여권 및 지문감식 솔루션은 신분확인 및 자동지문검색시스템 (Automatic Fingerprint Identification System, AFIS) 분야에 주로 사용된다. AFIS는 주로 공공기관에서 사용되며, 각종 신분증(신원확인을 위한 바이오인식 정보 탑재), 출입국 심사, 정부발행 신분증명, 선거관리 및 범죄자 관리, 미아찾기 등의 여러 분야에서 활용되고 있다. 동사는 올해 상반기부터 이 사업부문으로 진출하기 시작 하였으나, 이미 2분기까지 전체 매출의 10% 정도를 차지하면서 성장동력으로써의 역할을 톡톡히 하고 있다. 현재 당사는 전세계 전자여권 판독기 공항통신시스템 분야에서 50% 이상 점유하고 있는 ARINC사로부터 세계최초로 전자여권 판독기 인증 받음으로써 이 분야에서 우월한 지위를 확보하고 있다.

슈프리마의 매출은 지문인식모듈 37%, 지문인식시스템 50%, 전자여권 및 지문감식 솔루션 사업 10%, 그리고 기타 3%로 구성되어 있다.

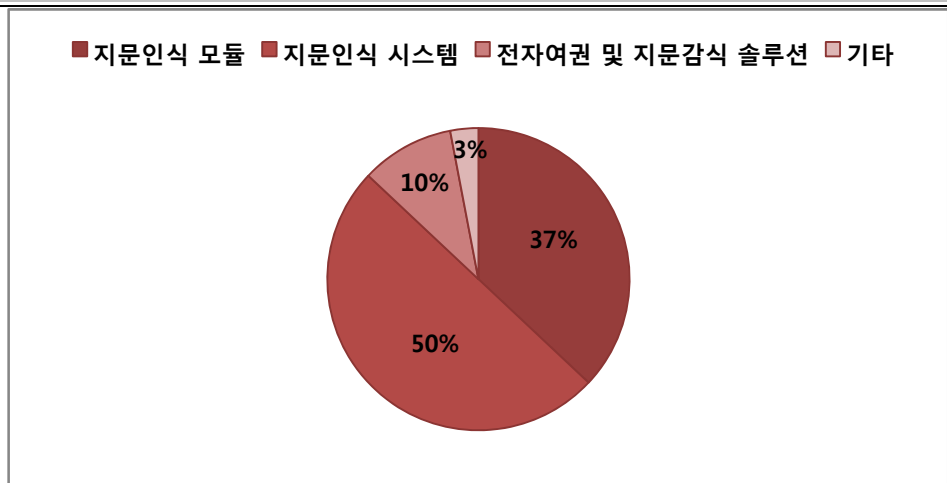
슈프리마의 높은 수출비중과 안정적인 매출처의 확보

슈프리마의 매출구성

슈프리마는 08년 반기를 기준으로 현재 지문인식 모듈 사업부문이 37%, 지문인식 시스템이 50%, 그리고 전자여권 및 지문감식 솔루션 사업부문이 10%, 기타가 3%의 매출비를 구성하고 있다. 최근 모듈 사업 부문의 성장이 점진적으로 둔화됨과 동시에 지문인식시스템 부문이 빠르게 성장하고 있는 상황이다. 또한 공공수주가 늘어남에 따라 전자여권 및 지문감식 솔루션 사업부문도 급격한 매출 증가를 보여주고 있다. 그리고 이러한 성장세는 국내 지문인식 솔루션 시장에서의 높은 점유율(56.9%)과 같은 가시적인 성과로 나타나고 있다.

한편, 당사는 설립 초기부터 지속적으로 수출에 중점을 두어 세계 시장 개척에 많은 관심을 쏟으며 해외 매출을 크게 성장시켰다. 이에 따라 현재 100여개가 넘는 국가에 수출을 하며, 매출 중 63%가 수출로 이루어져 있다. 수출은 빠르게 규모를 늘려가며 슈프리마의 매출 성장을 이끌고 있으며, 당사는 해외에 다양한 매출처를 확보함으로써 특정 지역의 환율 변동이나 매출 변동에 민감하게 반응하지 않도록 안정성 또한 확보하고 있다.

그림 1. 슈프리마의 매출구성 (2008년 반기 기준)



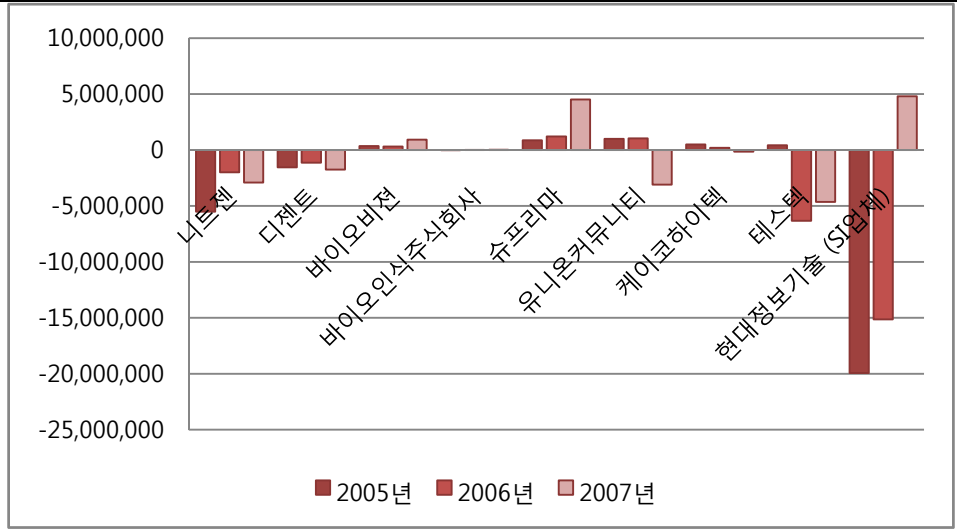
자료: DART, Research Team 1 Database

지문인식 시장에서의 두드러지는 슈프리마의 기술력과 영업력

국내 지문 인식 시장에서의 슈프리마의 위치

슈프리마는 현재 국내 지문인식시장에서 거의 유일하게 흑자를 내고 있는 기업이다. 아래 표를 살펴보면, 지문인식 기술관련 업체 중 2007년 경상이익이 흑자가 난 기업은 바이오비전, 슈프리마, 그리고 현대정보기술 이렇게 세 개뿐이다. 여기서 바이오비전은 슈프리마의 자회사이므로 제외하고, 현대정보기술은 지문인식사업을 중점적으로 하기 보다는 SI사업에 치중하고 있는 것을 고려해볼 때, 슈프리마는 국내 지문 인식 수요처에 있어 거의 유일하게 확실한 대안임을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 동사의 탄탄한 기술력을 바탕으로 이루어졌다.

그림 2. 지문 인식 시장에서의 경상 이익 (단위 : 원)



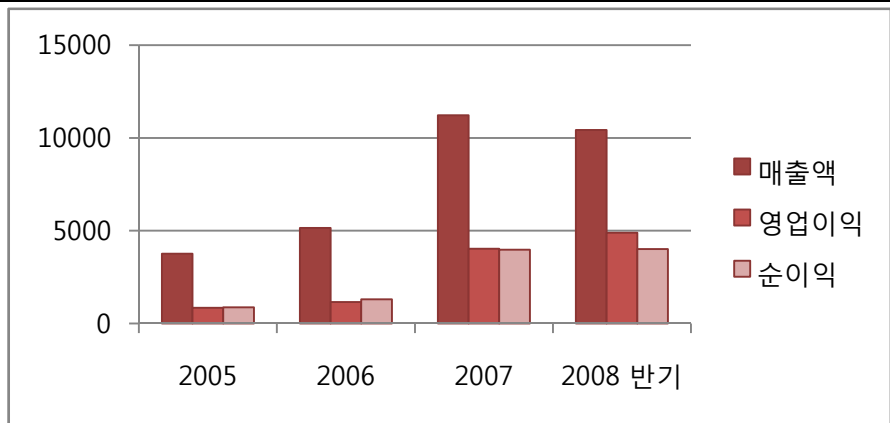
자료: KBA, Research Team 1 Database

2000년 창업 이후 슈프리마는 지속적으로 높은 성장성을 유지해 왔다.

높은 성장성을 유지하고 있는 슈프리마

슈프리마는 국내 지문인식 업체 중 유일하게 2003년 이후 꾸준히 흑자를 내온 업체일 뿐 아니라, 그 성장세 또한 매우 가파르다. 동사는 2000년에 지문인식 사업에 뛰어든 이후, 동사의 핵심 원천 기술인 알고리즘 기술을 바탕으로 매년 평균적으로 두 배에 가까운 매출신장을 보여왔다. 수치를 살펴보면, 2005년부터 2008년 현재까지 거의 250%에 달하는 매출의 증가율을 보여주었고 2007년부터 평균 30%의 영업이익율을 꾸준히 지켜오고 있다. 2008년 현재에는 영업이익률 48%의 쾌거를 달성하였다. 게다가 2008년 상반기의 실적은 놀랍게도 2007년 한 해의 실적과 거의 동일함을 아래 그래프를 통해 확인할 수 있다. 아직 공시는 되지 않았으나 회사 관계자에 따르면 동사는 3분기에도 전년 동기 대비 100%의 매출액 증가, 135%의 영업이익 증가를 보여주며 꾸준히 성장세를 이어갈 전망이다.

그림 3. 슈프리마의 매출, 영업이익, 순이익 추이(05' ~ 08'2Q) (단위 : 백만)



자료: DART, Research Team 1 Database

3. 앞으로 고성장이 지속될 것인가?

앞으로도 높은 성장세를 유지할 것인가?

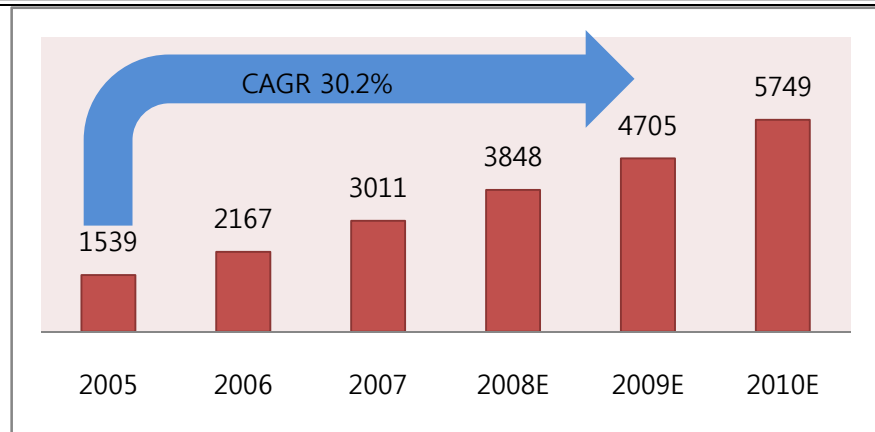
최근 슈프리마의 높은 성장세를 보면서 누구나 드는 의문이 있을 것이다. 이러한 성장세가 앞으로도 계속 유지될 것인가라는 점이다. 여기에 대한 Research Team 1의 대답은 '그렇다'이다. 그에 대한 근거들은 아래와 같다.

연평균 30%대의 바이오 인식 시장의 성장은 슈프리마의 고성장의 1차 원동력

1) 산업자체의 급격한 성장

세계 바이오 인식시장은 지난 7년간 급속하게 발전해왔다. 지난 7월 발표된 Morgan Keen Research의 보고서에 따르면 바이오 인식시장은 2000년부터 연평균 30%의 고성장을 보이며 2007년 \$17억의 시장규모를 이루어내었다. 게다가 여기서 그치지 않고 향후 연평균 23.9%씩 성장하여 2012년에는 \$51억 규모의 시장을 형성할 전망이다. 이는 2001년 9/11 테러사태 이후 보안에 대한 사람들의 인식 강화가 주요한 요인인 것으로 보인다. 최근 바이오 인식 시장에 대한 관심이 높아지고 있다는 점, 그리고 시장이 성장초기라는 점이 향후의 성장률을 더 높여준 것이라 판단된다.

그림 4. 세계 바이오 인식시장 성장추이



자료: IBG Report

지문인식 시장은 이중 70%를 차지 지문인식 기술분야 세계 1등 슈프리마의 향후 전망을 밝게함

이처럼 높은 성장성을 가진 바이오 인식시장은 주로 지문인식, 얼굴인식, 홍채인식 등으로 이루어져 있는데 그 중에서도 지문인식이 단연 시장의 중심이다. 2007년 기준으로 세계 지문인식 시장은 전체 바이오 인식시장의 69.6%를 차지하고 있으며 얼굴인식(10.5%), 홍채인식(3.5%)이 그 뒤를 잇고 있다. 따라서 지문인식 시장은 바이오 인식 시장의 급격한 성장에 따라 자연스럽게 그 규모가 커질 것임을 알 수 있다. IBG보고서는 세계 지문인식시장규모가 2006년 \$6억 규모에서 2010년에는 연평균 29.4% 성장하여 \$15.6억의 규모를 보여줄 것으로 전망하고 있다.

그림 5. 세계 바이오인식시장 구성비

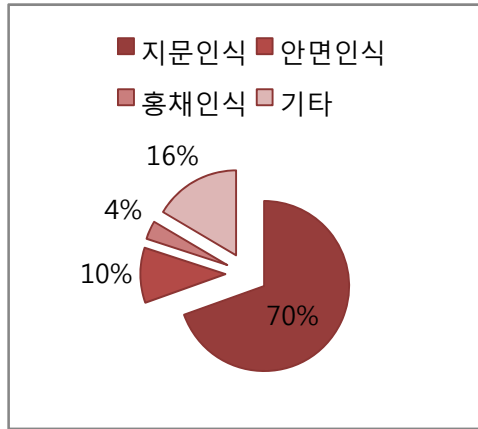
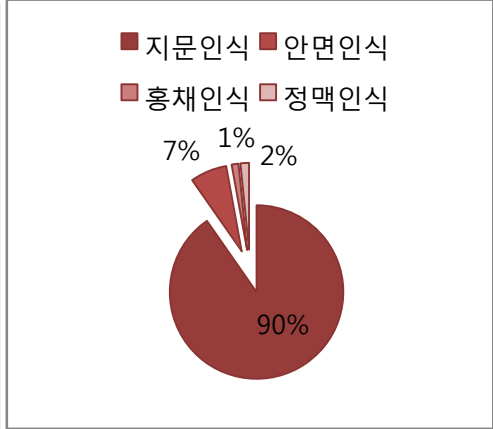


그림 6. 국내 바이오인식시장 구성비



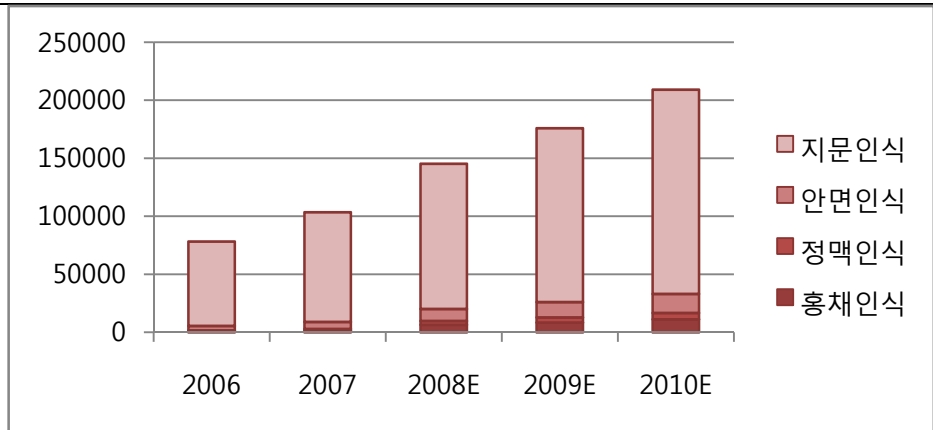
자료: IBG Report, 2007년 기준

그렇다면 국내의 사정은 어떨까? 최근 사람들의 보안에 대한 관심이 강화되면서 기존의 비밀번호를 사용하는 방식이나 키나 카드를 쓰는 방식에서 나 자신 이외에는 어떤 대리인도 용납되지 않는 바이오 인식에 대한 수요가 날이 갈수록 높아지고 있다. 한국 바이오 인식 포럼에 따르면 2008년 국내 바이오 인식시장은 전년 대비 40.5% 성장한 1,453억 규모일 것으로 전망되며, 향후 3년간 CAGR 20%를 기록하여 2010년에는 그 규모가 2,000억원을 돌파할 것으로 보인다. 국내 바이오 인식시장 역시 세계 바이오 인식시장과 동일하게 현재 지문인식 분야가 독보적으로 가장 큰 시장을 형성하고 있다. 이는 위에서도 언급하였듯이 지문 인식기술의 가격 경쟁력 및 기술력이 타 기술 대비 월등한 비교우위를 보여주기 때문이다.

국내 바이오 인식 시장 중 지문인식 시장비율은 90%를 넘는다.

그런데 국내 시장은 지문인식 분야에의 집약도가 세계 시장보다 훨씬 강하다. 2007년 기준 바이오 인식시장의 기술분야별 구성비를 살펴보면 세계 지문인식 시장은 전체 세계 바이오 인식시장의 70%를 이루고 있는데 반해 국내 지문인식 시장은 91.4%의 구성비를 보여준다. 국내 지문인식 시장의 절대강자인 슈프리마의 높은 매출이 자연스럽게 이해가 되는 대목이다.

그림 7. 국내 바이오 인식시장 성장추이



자료: KBA Report

동사의 핵심기술인 알고리즘 기술

2) 탄탄한 기술력

지문 인식을 통해 개인을 식별할 때는 비교해야 할 두 개의 지문 데이터 간에는 위치 변화 및 회전, 왜곡 등과 같은 기하학적 변화 요소와 이물질, 습도, 상처 등에 의한 상태적 변화 요소가 항상 존재한다. 이러한 어려움들을 얼마나 잘 해결하느냐에 따라 그 지문 인식 시스템의 성능이 결정되고, 그 핵심에 인식 알고리즘 기술이 있다.

슈프리마는 동사의 탄탄한 기술력을 바탕으로, FVC에서 2번 연속 1위를 차지했을 뿐 아니라 높은 기준을 가진 FBI나 ARINC사의 인증을 확보한 상태임

따라서 동사는 지문인식분야의 성공의 Key는 바로 세계최고의 기술력의 획득에 있다고 판단하고, 국내 최고의 석박사급으로 연구원을 구성하여 모든 역량을 시장의 신뢰를 받을 수 있는 기술의 획득에 쏟아 부었다. 그 결과 동사 설립 후 2년이 지난 2002년 세계 지문인식 기술 콘테스트(FVC)에서 아시아 1위(전체업체 6위)를 차지하였고, 그 후에도 꾸준히 기술력 향상에 노력해온 결과 2004년, 2006년 FVC에서는 연속으로 1등을 차지하며 동사가 현재 세계 최고의 기술력을 가지고 있음을 인정받았다. 뿐만 아니라 최근 동사는 공항 통신시스템 M/S 50%를 차지하는 ARINC 사의 인증을 세계 최초로 받았으며(현재 전 세계 3개의 업체만이 인증을 받음), 공신력 높은 FBI, NIST(미국국립기술표준원) 인증을 확보하였다.

알고리즘 기술은 모방이 어렵다. 현재 동사는 기술에 대한 모방을 방지하기 위해 특허출원도 하지 않음

이처럼 높은 인정을 받고 있는 슈프리마의 알고리즘 기술은 모방하기가 거의 불가능하다. 동사는 현재 지문인식 알고리즘에 대한 특허를 출원하지 않고 있는데, 그 이유는 특허를 출원하게 되면 해당 알고리즘을 공개해야 하기 때문이다. 알고리즘 기술은 공개되지 않는 이상 단기간에 취득하기 어려운 핵심기술이기 때문에 특허로 보호받기 보다는 비공개로 유지하는 것이 기술보호에 도움이 된다. 가령 코카콜라의 제조 비법 역시 마찬가지로 100년이 지난 지금에도 공개되지 않은 채 유지되고 있는데, 지문인식분야에서의 알고리즘 역시 외부에서 노력으로 알아내는 것은 거의 불가능에 가깝다.

지문인식시장은 산업의 특성상 폐쇄적이고 보수적인 성격을 지님

또한 다른 업체가 또 다른 알고리즘을 개발한다고 하더라도 시장점유율을 급격한 하락은 없을 것으로 본다. 바이오 인식 산업은 특성상 신기술 수용에 있어 보수적이고 수동적인 편으로 신기술을 도입할 때는 시장에서 충분히 검증이 된 회사의 제품을 채택하는데, 우선 품질이 검증된 공급업체를 선택하면 가격 등의 기타요인에 의해 쉽게 바꾸지 않는 보수적인 경향이 강하다. 또한 완제품과 응용소프트웨어를 제공하는 지문 인식 시스템 구축분야의 경우, 일단 설치된 솔루션과의 호환성과 안정성 유지 등의 이유 때문에 일단 채택된 솔루션을 다른 업체로 바꾸기 어려운 특성을 가지기 때문이다.

3) 성장 Points

적극적인 시장 판로 개척을 위한 바이오비전 인수와 성공적인 시너지 창출

① 바이오비전 인수, 공공기관 진출을 위한 발판

슈프리마는 기존에 주로 출입보안 및 근태관리 시장과 디바이스 및 시스템 접근보안 분야에서 사업을 영위하였으나, 지문인식 분야에서 가장 큰 시장을 형성하고 있는 신분확인 및 AFIS 시장으로의 진출을 위해 2007년 바이오비전의 지분 51%를 인수하였다. 바이오비전은 국내 신분확인 및 AFIS 분야에서 독보적인 지위에 있는 업체로 국내 경찰청의 AFIS 시스템을 독점 공급하고 있으며, 국내 각 공항 등에서 출입국관리를 위하여 사용되는 여권판독기 및 관련 소프트웨어도 독점적으로 공급해왔다. 상용시장에서 검증된 슈프리마의 높은 기술력을 바이오비전의 국내 공공사업에서 탁월한 영업적 지위와 시장점유율과 결합하여 시너지 효과를 발휘할 것으로 전망한다.

Live Scanner와 지문자 동검색시스템(AFIS)시장이 대폭 확대됨

② 신사업 부문의 성장

자회사인 바이오비전을 인수하면서 슈프리마는 전자여권, 그리고 AFIS/Live Scanner 부문으로의 진출을 꾀하였다. 실제로 슈프리마는 올해부터 전자여권판독기를 인천공항에 공급중이다. 현재 판독기는 카운터와 면세점에 설치되어있는데, 향후 출입국 심사대에도 설치될 예정이며 EU가 2010년까지 지문정보를 여권에 포함시키겠다고 밝힘에 따라 동사의 직접적인 수혜가 예상된다. 그러나 무엇보다도 전자여권 사업분야에 있어 동사에게 가장 중요한 이슈는 한미간 비자면제프로그램(VWP)이 체결되었다는 점이다. 이 비자면제프로그램의 혜택을 받기 위해서는 필수적으로 전자여권을 발급받아야한다. 따라서 기존 여권 소지자뿐 아니라 미국 방문자들의 수요 급증으로 인해 전자여권 시장은 대폭 확대될 전망이다. 이 외에도 전자여권이 보편화 되면 대사관, 카지노, 면세점, 환전소 등 여권이 필요한 모든 곳에 판독기 설치가 필수적이다. 따라서 향후 전망이 매우 밝은 사업부문이라 할 수 있겠다.

AFIS사업부문 또한 라이브스캐너와 연동되어 지속적인 매출이 발생할 전망이다. 라이브스캐너를 사용한 신분 확인 및 AFIS는 거의 대부분이 공공부문에서 주도되고 있는데, 현재 동사는 국내 경찰청과 일본 경시청 등에 라이브스캐너를 납품하고 있으며 AFIS 구축 사업도 공동으로 추진하고 있다.

신규 거래처의 급증과 높은 고객만족도로 인한 우수한 반복 매출 비중

③ 신규 거래처의 급증

동사는 올해 들어 국내 최대 보안업체인 S1과 지문인식 시스템에 관한 계약을 맺고 인천공항으로부터 전자여권 판독기 수주를 받는 등 활발하게 신규 거래처를 늘려왔다. 그 결과 2005년에는 286개였던 거래처의 수가 2006년 456개, 2007년 543개, 그리고 2008년에는 686개에 달하게 되었다. 신규거래처가 동사에게 있어 중요한 이유는 동사의 제품에 대한 만족도가 높아 한 번 계약을 맺었던 고객들의 반복 매출 비중이 56.8%라는 높은 수치로 나타났기 때문이다. 따라서 현재와 같은 신규 거래처의 급증은 동사에게 있어 든든한 기반으로써 작용할 것이다.



신규 매출처에 공공기관이 다수 포함되어 있는 것도 특징적인 부분이다. 동사는 인천국제공항에 전자여권판독기 공급, 대한민국 경찰청과 일본 경시청에 지문인식 솔루션 구축, 쿠웨이트 법무부와 스리랑카 증권거래소에 출입보안 시스템 구축 등 공기관 쪽에도 적지 않은 물량을 납품하고 있다. 안정성이 가장 최우선인 공공기관의 수주가 세계각지에서 들어온다는 것은 그만큼 세계가 동사의 기술을 신뢰하고 있다는 반증일 것이다. 또한 해외 동종업체가 공공 수주 중심으로 성장해왔음을 고려해 볼 때, 국내에서는 08년 전자여권 발급을 시작으로 향후 항만, 동사무소 등의 폭넓은 사용처에 매출이 발생할 전망이다.

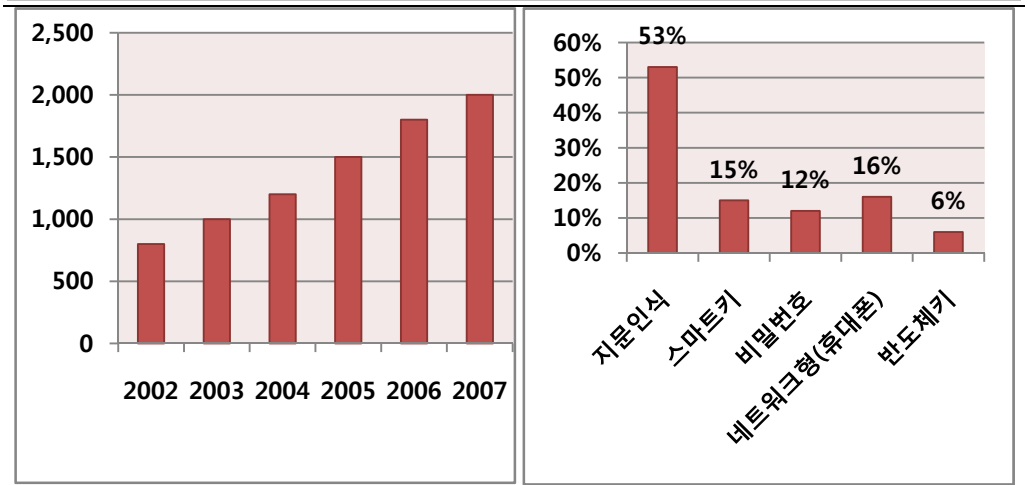
전세계 각국의 공공기관 및 시장의 확대 및 지문인식 솔루션의 다양한 응용

4) 기대되는 슈프리마의 성장

초기시장인데다 성장성이 높은 전방산업과 탄탄한 기술력, 그리고 위에서 언급한 몇 가지 성장 포인트를 바탕으로 슈프리마는 지금까지 뿐만 아니라 앞으로도 높은 성장성을 보여줄 것으로 전망한다.

국내에서는 우선 지문인식 모듈 및 시스템 부문에서 장기적으로 높은 매출이 예상된다. 현재까지는 전체 도어락의 7%정도만 지문인식 도어락으로 사용되고 있는데 최근 보안 강화를 위해 카드나 키, 비밀번호 등을 사용하기보다 지문인식에 대한 선호도가 높아지고 있다. 한 도어락 업체에서 실시한 소비자 설문조사에서 도어락 재구매시 지문인식 방식을 채택하겠다는 응답이 53%나 되 잠재적인 지문인식 도어락 수요가 꽤 높은 편임을 알 수 있다. 이러한 지문인식 모듈이 기술 발달에 따라 점차 소형화, 저전력화되면서 최근에는 노트북이나 USB 등의 디바이스 인증, 전자상거래 및 모바일결제에서의 본인인증 등에도 차츰 도입되고 있다. 지문인식 솔루션부분 또한 출입보안 시스템 부문에서 S1의 지속적인 매출이 발생할 것이며, 근태관리 시스템에 대한 수요의 증가로 인해 꾸준히 여러 업체로부터 수주를 받을 예정이다.

그림 8. 디지털도어락 성장추이 (단위:억) 그림 9. 도어락 인증방식 선호도 조사



자료: 전자부품연구원(그림), 도어락 3사 업체중 하나인 아이레보, 설문조사 재인용(그림)

그 외에 전자여권과 AFIS/Live Scanner부문에서도 현재 납품하고 있는 인천공항, 한국 경시청, 그리고 일본 경시청의 매출이 년단위로 잡히게 된다. 2010년 전자여권에 의무적으로 지문정보가 포함됨에 따라 여권 발급처에는 라이브 스캐너가 필수적으로 보급되어야 하며, 동사무소와 파출소에 신분확인을 위한 라이브 스캐너 또한 보급될 것이므로 앞으로 이 부문에서 슈프리마의 매출이 크게 늘어날 것은 의심할 여지가 없다.

연평균 수출 증가율이 93.7%인 급성장하는 해외 시장

해외 수출도 지속적인 상승세를 보여줄 전망이다. 2003년부터 2007년까지 슈프리마의 수출은 급성장하여 연평균 수출 증가율(CAGR)이 무려 93.7%의 수치를 보여주고 있다. 현재 슈프리마는 세계 100여개국에 500여 거래처를 확보한 상태인데, 앞에서 언급하였듯 신규 고객의 절반 이상이 동사의 제품을 재구매한다고 고려해볼 때, 앞으로도 세계 각지로부터의 매출이 끊이지 않을 것임을 추측해 볼 수 있다. 한 예로, 동사는 현재 남아프리카 공화국의 2천여개의 학교에 PC 지문인식 솔루션을 제공하고 있는데 이는 입찰을 통해 따낸 것으로 동사의 해외 진출에 대한 적극적인 의지를 찾아볼 수 있다. 또한 일시적인 현상이지만 천정부지로 치솟는 환율 속에서도 슈프리마는 커다란 수혜를 입고 있다. 원재료를 국내에서 수급하여 제품을 만들고 완제품의 60% 이상을 수출하고 있는 동사에게 높은 환율은 오히려 호재로써 작용한다.

가격 경쟁력 우위를 토대로한 낮은 고정비율은 더더욱 높은 영업마진을 가능케 한다.

5) 낮은 input, 높은 output

이렇게 믿기 힘들 정도의 성장률을 보여주고 있는 슈프리마의 사업은, 초저비용 구조로 매출성장에 따른 고정비 분산효과가 극대화됨과 동시에 이익률이 큰 폭으로 성장한다는 특징을 지닌다. 이 말인즉슨 동사의 매출 증가는 자동적으로 영업이익의 증가로 이어진다는 것을 뜻한다. 따라서 앞으로의 슈프리마의 성장세는 모두 고스란히 실적으로 이어질 것이며, 동사의 매출이 상승할수록 고정비의 비중은 줄어들게 되어 슈프리마의 영업마진은 더욱 높아질 것이다.

슈프리마의 영업마진이 높은 또 다른 이유는 동사 기술의 호환성과 관련이 있다. 동사는 원가절감과 안정적 부품 확보를 위해 주요부품인 센서의 호환성을 확장시키는 기술력을 보유하고 있다. 대부분의 국내외 경쟁업체들이 특정 센서 하나에 의존하는 기존의 기술에서 벗어나지 못하고 있는 실정임을 고려해보면 특출난 부분이라 볼 수 있다. 그리고 이렇게 기술의 호환성이 높음에 따라 가격이 저렴한 센서를 사용할 수 있게 되어 결과적으로는 매출원가의 절감으로 인한 영업이익의 상승을 가져오게 되었다.

그림 10. 슈프리마의 해외매출추이

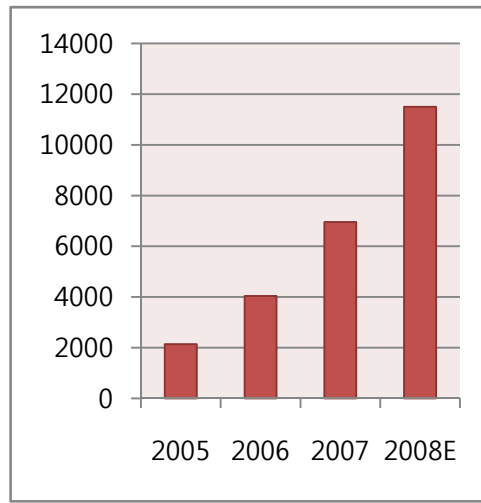
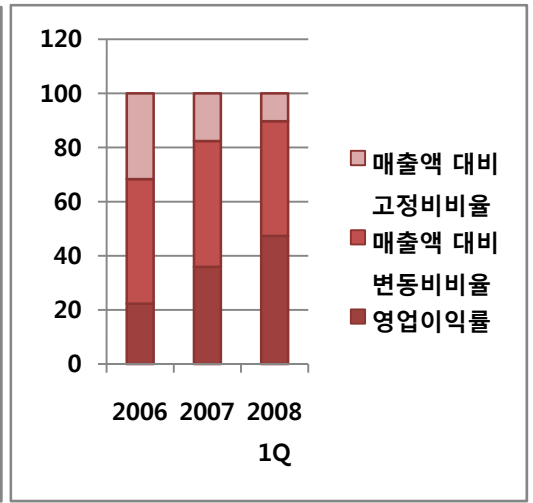


그림 11. 매출-고정비 분석



자료: DART, Research 1 Team Database (단위 ; 백만원)

4. Other Points

창투사의 매도, 코스닥
주가하락에도 44%나
상승한 주가

창투사들의 이익실현에도 불구하고 견조한 주가 상승

상장 전인 6월 30일 기준 슈프리마의 전체 지분 중 스틱인베스트먼트와 한미IT전문투자조합 두 창투사가 보유한 지분은 총 34.95%였다. 따라서 창투사가 상장 직후 차익 실현을 위해 보유 지분을 처분할 경우, 일시적 매도물량 증가로 인한 주가 하락 가능성이 높게 예상되었다. 하지만 실제로는 이와 달랐다. 스틱인베스트먼트와 한미IT전문투자조합은 상장일인 7월 11일부터 8월 29일까지 꾸준한 장내매도를 통하여 지분율을 각각 2.43%, 3.92%까지 낮췄음에도 불구하고 슈프리마의 주가는 23,100원에서 33,200원까지 43.72%나 상승하였다. 이에 비해 동기간 코스닥은 542.96포인트에서 470.28포인트까지 13.39% 하락하였다. 창투사들의 매물이 주가에 큰 영향을 미치지 못한 것이다. 10월 17일 현재 창투사들의 잔여 지분은 6.35%로 향후 큰 변수로 작용하지 않을 것이라 전망한다.

그림 12. 2008년 6월 30일 기준 주요주주의 주식소유 현황

순위	성명(명칭)	보통주		우선주		소계	
		주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
1	이재원	534,879	21.90%	-	-	534,879	21.90%
2	스틱투자조합13호	-	-	409,773	16.78%	409,773	16.78%
3	한미IT전문투자조합	-	-	319,917	13.10%	319,917	13.10%
4	신동목	207,432	8.49%	-	-	207,432	8.49%
5	문영수	157,887	6.47%	-	-	157,887	6.47%



6	스틱일자리창출펀드	-	-	123,810	5.07%	123,810	5.07%
7	구자성	104,556	4.28%	-	-	104,556	4.28%
8	송봉섭	104,076	4.26%	-	-	104,076	4.26%
합계		1,108,830	45.40%	853,500	34.95%	1,962,330	80.35%

자료: Research Team 1 Database

최대 주주 및 특수관계인의 매도 역시 크게 부각되지 않음.

최대주주 및 특수관계인들의 매도물량 출회로 인한 주가 하락 가능성

10월 17일 현재 슈프리마의 최대주주 및 특수관계인들이 소유한 지분의 총합은 36.45%이다. 상장 후 1년 동안 보호예수가 걸려 있는 상태이므로 2009년 7월 10일까지는 크게 문제로 부각되지 않을 것이다. 보호예수가 끝난 후 매도물량이 출회될 경우 단기적으로 주가 하락 압박을 받을 가능성이 있다. 그렇지만 비슷한 규모였던 창투사들의 매도물량이 주가에 큰 영향을 주지 못하였다는 부분은 이러한 하락 압박에도 불구하고 슈프리마의 주가가 크게 휘청거리지 않을 것이라는 사실을 반증한다.

그림 13. 2008년 10월 17일 기준 주요주주의 주식소유 현황

순위	성명(명칭)	보통주		소계	
		주식수	지분율	주식수	지분율
1	이재원	534,879	17.58%	534,879	17.58%
2	신동목	207,432	6.82%	207,432	6.82%
3	Corevest New Frontier Partners	180,263	5.93%	180,263	5.93%
4	문영수	157,887	5.19%	157,887	5.19%
5	한미IT전문투자조합	119,390	3.92%	119,390	3.92%
6	구자성	104,556	3.44%	104,556	3.44%
7	송봉섭	104,076	3.42%	104,076	3.42%
8	스틱일자리창출펀드	69,110	2.27%	69,110	2.27%
9	Corevest Partners	35,000	1.15%	35,000	1.15%
10	스틱투자조합13호	5,000	0.16%	5,000	0.16%
합계		1,517,593	49.89%	1,517,593	49.89%

자료: Research Team 1 Database

디씨엠, 더존디지털웨어 등의 지분을 보유하고 있던 외국계 펀드인 코어베스트가 상장 후 두 차례의 장내매수를 통해 지분 7.08%를 인수, 2대 주주에 올라선 부분이 이채롭다.

상당한 현금성 자산을 보유

풍부한 현금

슈프리마는 현재 210억 원 수준의 현금성 자산을 보유하고 있다. 슈프리마가 영위하고 있는 사업이 지속적인 설비투자가 필요 없는 사업임을 감안하면 풍부한 현금 은 향후 배당, 자사주 매입 등 주주의 권익을 위하여 사용될 수도 있다. 또한 바이오 보안 시장의 흐름이 지문인식에서 다른 방향으로 발전할 경우 핵심 기술에서의 우위와 자금력을 더하여 시장 변화에 빠르게 적응할 수 있을 수 있을 것으로 전망한다.

5. Valuation

밸류에이션은 상대적 평가방법과 절대적 평가방법을 동시에 사용하였고, 산출된 기업가치를 바탕으로 적정 가격을 제시하였다. 고성장 기업이므로 최대한 보수적으로 접근하는 것을 원칙으로 하였다.

1. 상대적 평가방법

앞서 살펴보았듯 슈프리마는 국내에서 독점적 지위를 차지하고 있으며 다른 경쟁사들은 기업 규모가 작고 대부분 큰 적자를 기록하고 있으므로 국내 기업을 비교 대상으로 하는 상대적 평가는 수행하지 않았고, 대신 해외 동종 기업들과의 상대적 평가를 통해 목표주가를 산출하였다.

	Proportion	L-1	Cogent	Authentec
		Rank		
Business Model	0.35	3	1	2
Market Position	0.15	2	1	3
Growth	0.30	1	2	3
Operating Margin	0.10	2	1	3
Financial Status	0.10	2	1	3
	Score	L-1	Cogent	Authentec
Business	35	11.7	35.0	23.3
Market Position	15	10.0	15.0	5.0
Growth	30	30.0	20.0	10.0
Operating Margin	10	6.7	10.0	3.3
Financial Status	10	6.7	10.0	3.3
Overall	100	65.0	90.0	45.0
Weight	100	32.50	45.00	22.50

		L-1	Cogent	Authentec	Average	Weighted Average	Suprema
Weight	100	32.50	45.00	22.50			
Market Capitalization (억 원)	intraday, 2008-10-16	9,788	10,878	720	-	-	875
Revenues (억 원)	ttm; Trailing Twelve Months	6,595	1,279	870	-	-	174
EBITDA (억 원)	ttm	883	415	7	-	-	77
Operating Margin	ttm	5.09%	30.60%	-0.66%	-	-	43.98%
Quarterly Revenues Growth	2008 2nd, Year on Year	60.90%	-16.80%	49.70%	-	-	91.98%
PER	Trailing P/E (ttm, intraday):	23.34	25.42	23.80	24.19	24.38	12.86
Diluted EPS (원)	Trailing EPS (ttm)	517.45	471.60	103.49	-	-	2,236.46

1 USD = 1,334 KRW

DJIA PER	KOSPI PER	Discount Rate	Weighted Average PER	Suprema EPS (ttm)	Target Price
12.73	9.58	24.74%	24.38	2,236	₩41,032

Target Price = Weighted Average PER * (1-Discount Rate) * Suprema EPS (ttm)

지난 12개월, 2007년 하반기와 2008년 상반기 동안 슈프리마가 기록한 EPS만으로도 목표주가 41,032원이 도출되어 현재주가 28,750원 대비 42.72%의 안전마진을 확보할 수 있을 것으로 전망한다. 슈프리마가 연이어 고성장을 이어가고 있는 기업임을 감안할 때, 2008년 기말 EPS는 이번 밸류에이션에서 사용한 EPS보다 더 높을 것임은 자명하다.

2. FCF; Free Cash Flow to the Firm

매출액대비비율	2007	2008~2012
영업이익률	35.88%	35.88%
유,무형자산 상각비	3.35%	3.35%
영업용운전자본	17.96%	17.96%
순유형고정자산	11.50%	11.50%
순무형고정자산	5.79%	5.79%
기타영업용순자산	2.74%	2.74%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	11,217,800	22,611,078	36,349,954	50,420,955	61,734,761	69,672,382
수출	6,955,671	14,230,514	25,272,790	36,984,010	46,274,463	52,313,767
매출액성장률(시스템)		247.1%	123.6%	61.8%	30.9%	15.4%
지문인식시스템	2,284,947	7,931,754	17,732,655	28,688,366	37,550,588	43,350,528
매출액성장률(솔루션)		40.1%	20.0%	10.0%	5.0%	2.5%
지문인식솔루션	4,347,501	6,090,060	7,310,565	8,043,117	8,446,096	8,657,681
매출액성장률(AFS)						
전자여권 및 AFS	0	0	0	0	0	0
매출액성장률(기타)		-35.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
기타	323,223	208,700	229,570	252,527	277,780	305,558
내수	4,262,129	8,380,564	11,077,164	13,436,945	15,460,298	17,358,615
매출액성장률(시스템)		35.6%	17.8%	8.9%	4.4%	2.2%
지문인식시스템	3,249,034	4,404,662	5,187,994	5,649,315	5,900,486	6,031,655
매출액성장률(솔루션)		140.2%	70.1%	35.1%	17.5%	8.8%
지문인식솔루션	774,517	1,860,436	3,164,656	4,273,915	5,022,950	5,463,105
매출액성장률(AFS)			30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
전자여권 및 AFS	0	1,987,500	2,583,750	3,358,875	4,366,538	5,676,499
매출액성장률(기타)		-46.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
기타	238,578	127,967	140,764	154,840	170,324	187,357
사업부문별합계	11,217,800	22,611,078	36,349,954	50,420,955	61,734,761	69,672,382
매출액성장률(시스템)		122.9%	85.8%	49.8%	26.5%	13.7%
지문인식시스템	5,533,981	12,336,415	22,920,649	34,337,681	43,451,074	49,382,183
매출액성장률(솔루션)		55.2%	31.8%	17.6%	9.4%	4.8%
지문인식솔루션	5,122,018	7,950,496	10,475,221	12,317,032	13,469,046	14,120,785
매출액성장률(AFS)			30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
전자여권 및 AFS	0	1,987,500	2,583,750	3,358,875	4,366,538	5,676,499
매출액성장률(기타)		-40.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
기타	561,801	336,667	370,334	407,367	448,104	492,914
가중평균성장률		101.6%	60.8%	37.7%	22.4%	12.9%
예상EBIT	4,025,313	8,112,855	13,042,363	18,091,039	22,150,432	24,998,451
NOPLAT	2,918,352	5,881,820	9,742,645	14,111,010	17,277,337	19,498,791
(+)유,무형자산 상각비	375,348	757,471	1,217,723	1,689,102	2,068,115	2,334,025
총현금유입	3,293,700	6,639,291	10,960,369	15,800,112	19,345,452	21,832,816
영업용 운전자본	2,014,290	4,060,950	6,528,452	9,055,604	11,087,563	12,513,160
순유형고정자산	1,289,937	2,600,274	4,180,245	5,796,410	7,099,498	8,012,324
기타 영업용 순자산	307,906	619,544	995,989	1,381,534	1,691,532	1,909,023
IC	3,612,133	7,280,767	11,704,685	16,235,548	19,878,593	22,434,507
예상ROIC(평균)	93.4%	108.0%	102.6%	101.0%	95.7%	92.2%
예상ROIC(기초)	110.8%	162.8%	133.8%	120.6%	106.4%	98.1%
IC증가액		3,668,634	4,423,918	4,530,862	3,643,046	2,555,914
(+)유,무형자산 상각비		757,471	1,217,723	1,689,102	2,068,115	2,334,025
총투자액		4,426,105	5,641,641	6,219,965	5,711,160	4,889,939
예상 FCFF		2,213,186	5,318,728	9,580,148	13,634,292	16,942,878
할인가간		0.25	1.25	2.25	3.25	4.25
현재가치		2,144,644	4,544,589	7,217,863	9,057,712	9,924,820
WACC	13.41%					
영구성장률	0.00%					
예상 ROIC(2단계)	92.16%					
FCFF추정(2단계)	19,498,791					
Terminal Value	145,407,318					
현재가치의 합	32,889,628					
PV of TV	85,176,878					
현금 + 시장성유가증권	3,565,568					
비영업용자산	3,573,771					
Value of the Firm	125,205,845					
(-)Value of the Debt	62,500					
전환사채	0					
신주인수권부사채 및 S/O 등						
우선주 현재주가						
우선주 발행주식수						
(-) Value of the preferred stocks	0					
Value of the Equity	125,143,345					
발행주식수	3,042,000					
희석주식수						
목표주가	₩ 41,139					
현재주가	₩ 28,750					
기대수익률	43%					
자기자본비용						13.41%
상장후일발배타						1,145,933
한국시장프리미엄						7.31%
3년만기국채수익률(연평균)						5.03%
WACC						13.41%
자입금가치(이자발생부채)						62,500
주주지분가치(시가총액)						87,457,500
한계조달금리						16.44%

위와 같은 가정을 바탕으로 계산하면 목표주가 41,139원으로 현재주가 28,750원 대비 43.09%의 안전마진을 확보할 수 있을 것으로 전망한다.

베타 변화, 영구성장률 변화에 따른 목표주가 변화는 다음과 같다.

영구성장률 베타	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%
1.05	₩43,666	₩45,899	₩48,550	₩51,746	₩53,605	₩55,677
1.10	₩42,314	₩44,381	₩46,821	₩49,746	₩51,437	₩53,315
1.15	₩41,037	₩42,954	₩45,205	₩47,888	₩49,431	₩51,139
1.20	₩39,831	₩41,610	₩43,691	₩46,157	₩47,570	₩49,127
1.25	₩38,689	₩40,344	₩42,271	₩45,543	₩45,838	₩47,261
1.30	₩37,607	₩39,148	₩40,936	₩43,033	₩44,224	₩45,528
		: 도달가능주가				: 적정주가

베타 변화, 영구성장률 변화에 따른 목표주가 변화 중 도달가능주가는 37,607원에서 46,821원 사이로, 적정주가는 41,307원으로 제시한다.

Research Team 1은 최대한 보수적인 접근을 견지하여 밸류에이션을 수행하였으나 동종 해외 업체들과의 상대적 비교와 절대적 평가 모두 공히 41,000원 수준의 목표주가가 산출되었다.

앞선 평가법을 종합적으로 반영하여, Research Team 1은 도달가능주가 37,607원~46,821원, 목표주가 41,139원으로 현재주가 28,750원 대비 43.09%의 안전마진을 확보할 수 있을 것으로 전망한다.

6. Conclusion

슈프리마는 경이적인 고성장을 기록하여온 기업이다. 지난 5년간 매출액 CAGR 124%를 기록하였으며, 이러한 고성장은 기술력을 바탕으로 탄탄한 수출 신장세와 내수 시장에서의 독점적 지위를 구축하였기 때문이다.

최대한 보수적인 접근을 견지하여 밸류에이션을 수행하였으나 동종 해외 업체들과의 상대적 비교와 절대적 비교 모두 공히 41,000원 수준의 목표주가가 산출되었다. 전술한 분석과 밸류에이션을 바탕으로 도달가능주가 37,607원 ~ 46,821원, 목표주가 41,139원을 제시하며, 현재주가 28,750원 대비 43.09%의 안전마진을 확보할 수 있을 것으로 전망하는 바이다. 재차 언급하지만 목표주가는 슈프리마의 가장 큰 매력인 성장성을 절반만 반영한 결과이므로 실제 주가는 이보다 더 높게 형성될 가능성이 충분하다.

다만 대주주들의 매도물량 출회로 인한 악영향을 걱정하는 투자자라면 지금부터



보호예수 기간 이전까지, 혹은 보호예수 기간이 지나 매도물량 출회로 인한 주가 하락이 정상화 된 이후부터 매입하기를 추천한다.

지금까지의 보고서를 바탕으로, Research Team 1은 매우 밝은 전망을 지닌 바이오 인식 산업에서 내수 독점과 고성장 수출이라는 엄청난 성장 동력을 갖춘 기업인 슈프리마에 대하여 Buy를 추천하는 바이다.

Appendix 1

□ 재무비율

구 분	재무비율	2005년	2006년	2007년
성장성	매출액증가율	194.30%	36.91%	117.87%
	총자산증가율	55.44%	118.02%	62.87%
	법인세차감전이익증가율	788.89%	39.61%	270.78%
	당기순이익증가율	935.89%	39.69%	205.23%
활동성	총자본회전율	1.22회	0.85회	1.02회
	재고자산회전율	7.82회	5.55회	6.23회
	매출채권회전율	22.45회	16.25회	11.58회
수익성	매출액총이익률	53.32%	53.96%	53.49%
	매출액법인세차감전이익률	23.18%	23.64%	40.23%
	매출액순이익률	23.18%	25.29%	35.43%
	총자본법인세차감전이익률	28.19%	20.12%	41.18%
	자기자본순이익률	35.86%	25.17%	42.26%
안정성	부채비율	23.87%	12.36%	19.25%
	차입금의존도	8.29%	1.80%	0.46%
	유동비율	311.84%	875.72%	377.51%
	당좌비율	216.99%	709.91%	260.12%

□ 요약대차대조표

구 분 \ 사업년도	2005년	2006년	2007년	2008년
------------	-------	-------	-------	-------



	(제06기)	(제07기)	(제08기)	(제09기반기)
유동자산	2,031	6,540	7,591	11,910
당좌자산	1,140	4,588	3,566	7,873
재고자산	618	1,238	2,360	4,037
비유동자산	1,733	1,798	5,989	6,198
투자자산	580		3,574	3,398
유형자산	1,058	1,232	1,290	1,297
무형자산	94	261	649	917
기타비유동자산		304	477	587
자산총계	3,764	8,338	13,580	18,108
비유동부채	651	747	2,011	227
부채총계	898	917	2,192	2,733
자본금	330	407	1,221	1,221
자본잉여금	1,418	4,535	3,717	3,717
이익잉여금	1,118	2,479	6,450	10,437
자본조정				
자본총계	2,866	7,421	11,388	15,375
부채 및 자본총계	3,764	8,338	13,580	18,108

□ 요약손익계산서

구 분 \ 사업년도	2005년 (제06기)	2006년 (제07기)	2007년 (제08기)	2008년 (제09기 반기)
매출액	3,761	5,149	11,218	10,428
매출원가	1,756	2,371	5,218	4,261
매출총이익	2,005	2,778	6,000	6,167
판매비와관리비	1,156	1,625	1,975	1,279
영업이익	849	1,154	4,025	2,372
영업외수익	61	128	538	152
영업외비용	39	64	50	83

법인세차감전계속사업이익	872	1,217	4,513	4,945
법인세비용		- 85	539	935
당기순이익	872	1,302	3,974	4,010

Appendix 2

1. 상대적 valuation의 가정

슈프리마와 비교 가능한 해외기업으로는 L-1 Identity Solution, Cogent, Authentec, NEC, Sagem Morpho, Motorola, Crossmatch 등을 꼽을 수 있다. 이 중에서 1969년 세계 최초로 AFIS를 개발하여 세계 시장을 석권하고 있는 NEC, SAFRAN그룹의 자회사로 AFIS 부문의 강자인 Sagem Morpho, LivsScanner에 강점을 지닌 Crossmatch는 비상장기업이므로 비교가 어렵다. 또한 Motorola는 FBI에 AFIS를 공급하던 Printak을 2000년 인수하며 시장에 참여한 상태이므로 직접적인 비교가 무의미하다고 판단하였다. 따라서 현재 미국 시장에 상장되어 있으면서, M&A를 통해 지문, 홍채, 안면인식 등 다양한 바이오 인식 분야에 진출하고 있는 L-1과 지문 인식솔루션 및 AFIS 제품을 판매하는 Cogent, 지문인식센서 업체인 Authentec을 비교대상기업으로 선정하였다.

비교의 정확성을 기하기 위하여 비즈니스 모델에 0.35, 시장 포지션에 0.15, 성장에 0.30, 영업이익률에 0.10, 재무상태에 0.10의 비중을 두고 세 기업과 슈프리마의 유사 정도를 기준으로 순위를 매겼다. 해당 부문의 1위에게 비중 전체의 점수를, 2위에게 전체 점수의 2/3을, 3위에게 1/3을 부여하는 방식으로 스코어링하고, 그 결과를 가중평균하여 L-1에 32.5, Cogent에 45.0, Authentec에 22.5의 가중치를 계산하였다.

비교의 정확도를 극대화 하기 위하여, 2008년 예상치가 아닌 세 기업의 최근 12개월 데이터를 사용하였다. 밸류에이션과 별개로, 슈프리마의 영업이익률, 매출액성장률이 비교 대상인 세 기업들보다 월등함을 확인할 수 있다.

본래 나스닥 전체 평균 PER과 비교 대상 바이오 인식 기업의 평균 PER을 계산하여 비교 대상 기업의 프리미엄을 계산한 후, 이를 코스닥 평균 PER과 비교하여 슈프리마가 받아야 할 적정 프리미엄을 산출하려고 하였으나 2008년 9월 기준 최근 7개월 동안 코스닥 상장기업 전체의 당기순이익 합이 마이너스를 기록하고 있어서 사용하지 못하였다. 따라서 차선책으로 현재 다우종합지수 평균 PER과 코스피 평균 PER을 비교하여 한국 시장의 할인율을 계산하고, 비교 대상 기업들의 가중평균 PER을 할인한 후, 슈프리마의 최근 12개월 간 EPS에 곱하여 목표주가를 산출하였다.



2. 절대적 valuation의 가정

영구성장률, 상장후일별베타

한국 GDP 성장률 전망이 지속적으로 하향세인 점을 반영하여 영구성장률은 보수적으로 0%로 설정하였다. 또한 슈프리마는 아직 상장된 지 1년이 되지 않았으므로 1년치일별베타를 사용할 수 없어서 KOSDAQ을 비교 시장으로 하여 상장후일별베타를 계산하였다. 상장후일별베타의 사용이 적절하지 않다고 판단할 가능성이 있으므로 베타 변화, 영구성장률 변화에 따른 목표주가 변화를 표로 제시하였다.

한국시장프리미엄

한국시장프리미엄은 1987년부터 2007년까지 20년간 지수수익률의 기하평균인 7.31%를 사용하였다.

한계조달금리

이제 갓 상장된 기업임을 감안하여, 3년 만기 BB- 무보증 공모회사채 금리인 16.44%를 적용하였다. BB- 등급은 신용평가등급 중 가장 낮은 등급으로 정크본드에 적용되는 등급이다.

슈프리마는 매우 고성장을 이어온 기업이기 때문에 지난 5년간 매출액 CAGR인 124%를 그대로 반영하기에는 무리가 있다고 판단하고 보수적인 전망치를 사용하기로 결정하였다.

매출액 성장률 전망은 다음과 같다. 이미 공시된 2008년 상반기 매출에 2008년 하반기 매출액 예상을 더하여 2008년 매출액을 예상하였고, 매년 성장률이 전년도보다 1/2로 감소한다고 가정하였다. 이러한 가정을 견지할 경우 지문인식시스템 사업부문과 지문인식솔루션 사업부문은 산업성장을 밀도는 해가 존재하게 되지만 최대한 보수적으로 접근하겠다는 전제를 유지하기 위하여 수치를 그대로 사용하였다. 또한 앞으로 급성장이 예상되지만 실제로 매출이 발생하지 않은 전자여권 및 AFIS 수출 사업부문의 매출은 제외하였고, 기타 매출은 모두 연평균 10% 성장하는 것으로 고정하였다. 마지막으로 국내 시장의 100%를 독점하고 있는 전자여권 및 AFIS 내수 사업부문의 성장률도 예상 시장 성장률을 밀도는 30%로 고정하였다.

2008년 상반기 매출액: 공시

2008년 하반기 매출액: 2007년 하반기 매출액 * 2008년 상반기의 2007년 상반기 대비 매출액 성장률

2009년 매출액: 2008년 매출액 * (2008년의 2007년 대비 매출액 성장률 * 1/2)

2010년 매출액: 2009년 매출액 * (2009년의 2008년 대비 매출액 성장률 * 1/2)



2011년 매출액: 2010년 매출액 * (2010년의 2009년 대비 매출액 성장률 * 1/2)

2012년 매출액: 2011년 매출액 * (2011년의 2010년 대비 매출액 성장률 * 1/2)

매출유형	품목		2007년 상반기 대비 2008년 상반기 성장률
제품	지문인식시스템	수출	222.79%
		내수	100.24%
		합계	154.51%
	지문인식솔루션	수출	99.87%
		내수	280.04%
		합계	110.76%
	전자여권판독기 및 AFIS	수출	N/A
		내수	N/A
		합계	N/A
	기타	수출	24.47%
		내수	-65.44%
		합계	-14.10%
	제품합계	수출	135.14%
		내수	171.87%
		합계	147.21%
용역	용역	수출	N/A
		내수	142.63%
		합계	142.63%
합계	합계	수출	135.14%
		내수	171.69%
		합계	147.20%