

4년 전 그 가격, 다시 오지 않습니다.

BUY

Valuation

Target Price: ₩18,200

Price: ₩9,120

Margin of Safety: 100%

MktCap.(100mn): 731

ROE: 20.8%

Op.Magin: 36.6%

PER: 5.84

PBR: 1.17

Dividend Yield(E): 7.12%

Major Sh.Holder:

이채윤: 40.57%

한국벨류자산운용: 8.58%

● 코스닥에 숨어 있는 저평가 가치주

1,000여개의 기업들이 자신의 주가를 평가 받고 있는 코스닥시장에서 30년간 한번도 적자를 낸 적이 없는 무차입 기업, 바로 리노공업이다. 30%가 넘는 영업이익률과 순이익률은 당사의 힘이자 당사를 가치주로 만드는 데에 일조했다. 이러한 기업이 지금 4년 전 가격, PER 5 부근에 머물고 있다.

● 안정적인 BM : 3개월 마다 교체 되는 소모품

부품 산업에 있으면서 이렇게 엄청난 영업이익률과 순이익률을 내는 이유는 바로 당사의 BM에 있다. 당사가 만드는 Probe Pin과 IC Test Socket은 3개월 마다 교체 되는 소모품으로 제조시 정밀한 과정이 필요 하다. 또한 당사는 전 공정을 회사 내부에서 생산하여 가격경쟁력에서의 우위도 확보 하고 있는 상황이다.

● 우량한 재무 구조 & 고배당의 매력까지!

성장주가 많은 코스닥 시장에서 신용등급 AAA+를 받고 있는 당사는 유동비율이 500%가 넘는 우량한 재무구조를 가지고 있다. 또한 2002년 주당 50원(주식배당 주당 0.1주)부터 2007년 주당 600원까지, 계속해서 늘어가고 있는 배당금과 현금배당성향은 당사를 더욱 매력적으로 부각 시킨다.

● 30년 경력으로 이제는 New Market 개척

좀더 큰 기업으로 부상하기 위하여 찾은 Probe Card 마켓은 당사에게 더 이상 꿈만 같은 이야기가 아니다. 개발 착수와 특허 획득, 신 공장 건설, 이 모든 것들은 이제 당사를 한 단계 도약 할 수 있게 해주는 발판이 될 것이다.

리노공업 주가 추이



자료: Research 2 team

기업분석 2팀

김진호, 류제민, 정성우

송민철, 유슬아

I. Introduction – Leeno Corporation. Ltd

당사는 PCB 및 반도체 테스트 부품을 생산하는 업체이다.

리노 공업은 1978 년 11 월에 리노공업사라는 이름으로 부산에 창업한 반도체 부품업체이다. 전량 수입에 의존하던 PCB 회로기판 검사용 Probe(Spring Contact Probe : Leeno Pin)와 반도체 검사용 소켓(IC Test Socket)을 자체 브랜드로 개발하여, 제조 판매하는 업체로 1996 년 법인전환과 동시에 코스닥에 상장하였다. 당사는 국내외의 전기전자 또는 반도체 업체 등 700 여 업체에 당사의 제품을 공급하고 있다.

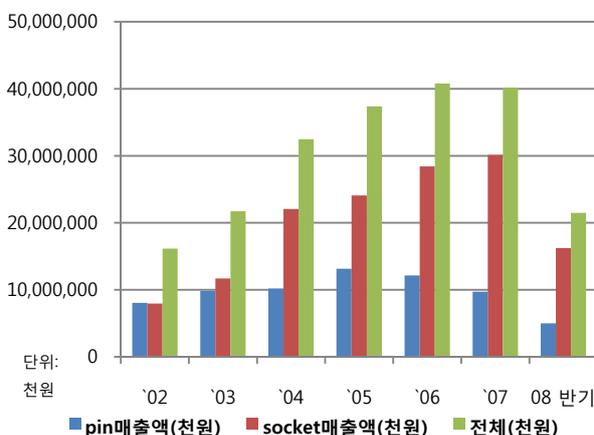
PCB 테스트 부품인 Leeno Pin과 반도체 테스트 부품인 IC Test Socket을 제조, 판매하고 있다.

당사는 위에서 보았듯이 Leeno Pin 과 IC Test Socket 의 2 가지 부문의 사업을 진행하고 있다. 하지만 Leeno Pin 의 평균단가가 계속해서 떨어짐에 따라 IC Test Socket 에 중점을 두고 판매 전략을 세웠다. 그 결과 2008 년 현재 IC Test Socket 은 2002 년 49.28%에서 꾸준한 성장을 하여 75.49%의 매출 비중을 차지하게 되었다. 또한 당사는 모든 공정을 자체에서 해결하고 있다. 이것은 정시 납품 및 주문 제작 공정을 가능 하게 만들어 주어 경쟁사 대비 경쟁력을 키울 수 있게 만들었다.

30%가 넘는 영업이익률을 꾸준히 내고 있으며 지금은 저평가 상태이다.

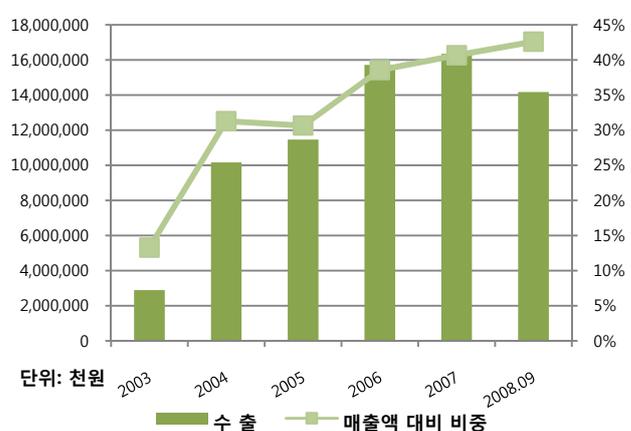
당사의 2002 년부터 2008 년 상반기까지 각 부문의 매출 규모는 다음 표와 같다. 이와 동시에 30%가 넘는 영업이익률을 2001 년부터 꾸준히 달성하고 있다. 또한 계속되는 매출액 대비 수출비중의 증가는 세계에서 당사의 기술력을 인정 받는다는 것의 반증이자 당사 매출처의 한쪽 부분이 되어 가고 있음을 알 수 있다. 하지만 지금의 가격은 4 년 전 2004 년의 가격과 비슷하고 PER 또한 5 정도 근방으로 예전 10 을 유지하던 것에 비해서 많이 떨어졌다고 말할 수 있다.

그림 1. 전체 매출액 및 각 부문 비중



자료: 리노공업, Research 2 Team

그림 2. 매출액 대비 수출의 비중



자료: 리노공업, Research 2 Team

II. 산업분석

당사는 위에서 본 바와 같이 꾸준한 기술력 증진을 통해 영업이익률 유지와 안정적인 매출의 성장이 가능하였다. 하지만 반도체 부품이라는 업종의 특성상 전방산업인 반도체 시장으로부터 자유로울 수 없다. 이에 본 리서치 2팀은 당사의 BM을 분석하기 전에 전방산업과 당사의 관련성에 대해서 의심을 품고 접근을 해 보았다.

반도체 산업

반도체 시장의 성장은 선진국의 경기와 관련 있으며, 현재의 성장성은 어둡다.

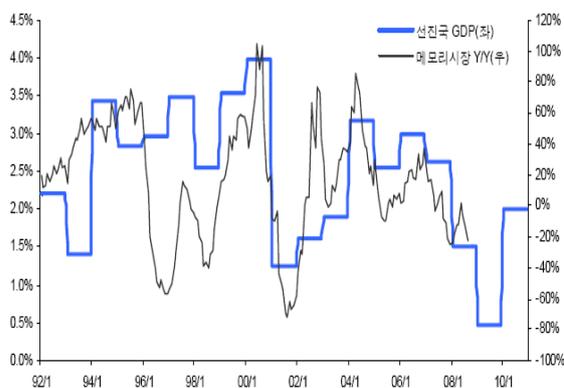
세계 경기와 IT 소비, 그리고 반도체 시장 성장률 사이에는 상관관계가 있다. 특히 반도체 시장의 성장률은 IT 제품의 최대 소비처인 미국, 유럽 등 선진국의 경기와 더욱 밀접한 관계가 있기 때문에, 2009년 반도체 성장에 대한 기대수준은 낮을 수 밖에 없다. 반도체 시장의 연평균 성장률은 2007년 들어서 3% 대로 떨어졌으며, 2009년 예상치는 마이너스 1% 이다. 특히 최근의 글로벌 경기침체는 반도체 산업의 성장성을 더욱 어렵게 만들고 있다.

설비투자 감소는 반도체 사이클의 바닥을 알리는 시그널이다.

한편, 2003년 이후 5년 연속 증가세를 기록했던 메모리 설비투자 규모는 올해 40% 이상 급감할 것으로 예상되며, 내년에도 30% 이상 추가 감소될 것으로 전망된다. 설비투자의 감소와 업계 구조조정은 한계에 다다른 반도체 업체들이 마지막으로 선택할 수 있는 방침이다. 즉, 세계 경기의 침체로 내년 상반기 이전에 업황이 회복되기는 힘들다 하더라도, 설비투자 급감과 업계 재편 등 반도체 사이클의 바닥에서 나타나는 전형적인 시그널들이 나타나고 있는 상황이다.

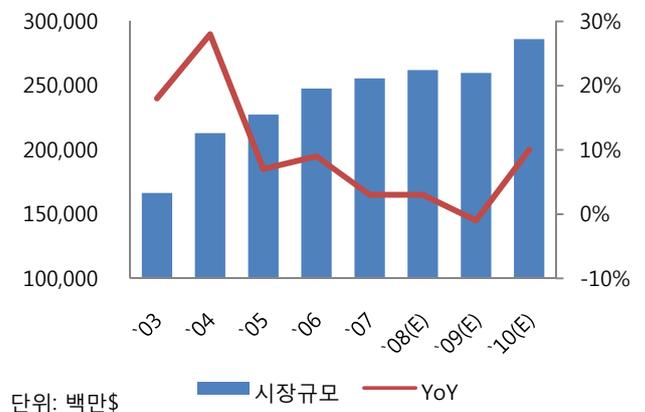
이에 2009년 반도체 시장 규모는 2008년 대비 약 1% 감소한 2,600억 달러로 전망된다. 그러나, 2010년에는 메모리 반도체가 24% 성장하면서 전체 반도체 시장의 성장세를 이끌 것으로 기대된다.

그림 3. 선진국 GDP 성장률과 메모리 시장 성장률



자료: 신영증권

그림 4. 반도체 산업 규모와 연평균 성장률



자료: 세계반도체무역통계

반도체 장비 산업

반도체 장비 시장은 반도체 산업의 동향과 유사하게 움직인다.

반도체 장비란 회로설계, 실리콘 웨이퍼 제조 등 반도체 제조를 위한 준비 단계에서부터 가공, 제조, 조립 및 검사의 단계에까지 모든 장비를 포괄하는 개념이다. 후공정 장비는 전공정 후 조립 및 검사에 관련된 공정에 사용되는 장비로, 패키징 및 공정별 각 단계마다 불량여부를 검사하는 장비이다. 반도체 장비 시장은 반도체 산업의 동향과 거의 비슷하게 간다. 2004년 세계 반도체 장비시장은 전년 대비 67% 증가한 370억 달러를 기록하는 성장세를 보였으나, 2005년에는 반도체업체들의 투자감소로 시장이 위축되며 전년대비 약 11% 줄어든 329억 달러를 기록했다.

동사가 속한 테스트 장비의 시장은 꾸준히 성장할 것이다.

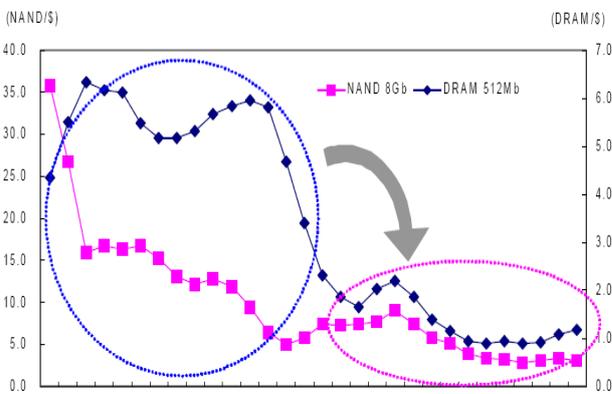
반도체 장비 중 테스트 장비의 시장규모는 2002년 27억 달러로 전체시장의 13.8%를 점유하였으며, 2003년에는 전년대비 53%, 2004년에도 전년대비 55% 늘어난 63억 달러를 기록하면서 점유율이 17.2%로 증가하는 성장세를 지속하였다. 2005년에는 반도체업체들의 투자감소로 시장이 위축되면서 잠시 주춤하였지만 2006년에는 다시 상승세로 전환하였고 2008년도는 전년대비 소폭 하락하여 60억 달러로 예상되고 있다.

테스트 산업은 반도체 단가의 하락보다는 출하량에 더욱 밀접한 관계를 보인다.

최근의 반도체 업종의 침체는 간단하게 반도체 공급 과잉에 따른 가격의 하락으로 설명할 수 있다. 반도체 산업은 생산원가를 낮추게 되면 생산량이 늘어나, 공급 과잉의 심화로 가격이 더욱 하락하는 구조적인 모순을 안고 있다.

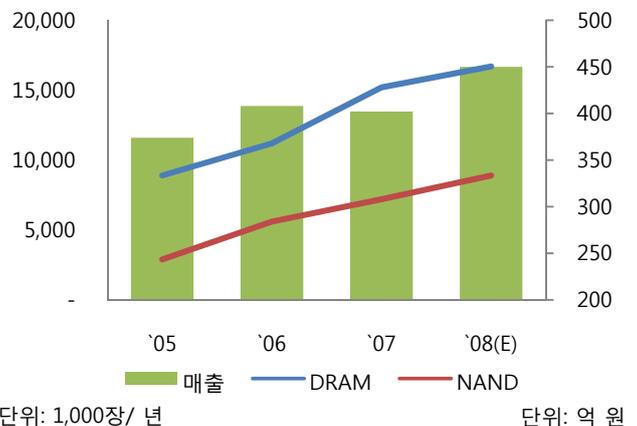
허나 당사가 속한 반도체 테스트 산업의 특성 상, 반도체 업종의 전반적인 하락에 직접적으로 타격을 받는다고는 볼 수 없다. 물론 어느 정도 영향을 받겠지만 후공정이 반도체 생산에 필수적인 과정임을 감안한다면, 반도체의 가격보다는 출하량에 밀접한 관련을 가질 것임을 알 수 있다. 최근 3년 간의 당사의 매출액 추이와 D램 가격 동향, 그리고 메모리 출하량을 비교해보면 이러한 결론이 거의 맞음을 알 수 있다.

그림 5. D램 가격 동향



자료: Dramexchange

그림 6. 메모리 웨이퍼 출하량과 리노공업 매출



자료: 세계반도체무역통계, 전자공시시스템

PCB 산업

PCB산업은 전방산업의 주 생산품에 따라 민감도에 차이를 보인다.

인쇄회로기판(PCB, Printed Circuit Board)은 회로 부품을 유지하는 Board로서 반도체, 컨덴서, 저항기 등 각종 부품을 끼울 수 있도록 되어 부품 상호간을 연결시키는 구실을 하는 전자부품이다. PCB 산업은 부품산업으로써 전자산업동향에 민감할 수밖에 없다. 그러나 전자산업의 주 생산품의 비중이 어떠한가에 따라 상당한 차이를 보이고 있다. 가전이나 정보기기는 전체적인 경기동향에 민감하지만 통신 등 시스템기기의 경우 기간산업으로써 지속적이고 비교적 안정되어 있는 편이다.

PCB 산업은 전자산업의 기반산업으로 지속적으로 성장할 것이다.

세계 PCB 시장은 전자산업의 증가에 따라 2003년 이후 지속적으로 성장하고 있으며 특히 한국뿐만 아니라 중국, 일본 등의 아시아 국가 강세가 이어지고 있는 것으로 나타났다. 2007년 519억 달러, 2008년에는 561억 달러에 이르는 규모로 성장하며 연평균 9.4%의 성장세를 보일 것으로 전망된다.

IC Test Socket/ Probe Pin 산업

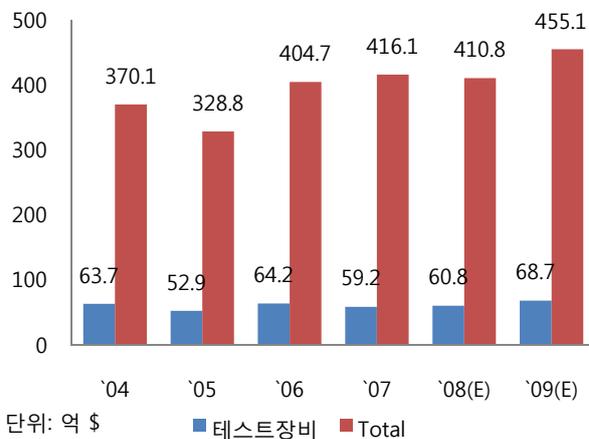
IC Test Socket과 Probe Pin 산업은 제품의 교체 주기가 짧다.

당사가 속한 반도체 IC Test Socket과 Probe Pin 산업은 신기술의 개발에 따른 수요에 따라서 신규제품의 출시가 빠르게 이루어진다. 따라서 한 제품의 life-cycle의 주기가 다른 산업의 주기보다 짧다. 반도체 테스트 장비 산업의 life-cycle은 반도체 기술의 발전속도 및 세대교체에 따라 장비의 평균기술 수명이 3~5년 정도로 짧으며, 지속적으로 차세대 device에 맞는 장비를 4년 주기로 개발, 생산해야 한다.

소모성 및 부자재 성격과 독점적 형태에 따라 고부가가치를 낼 수 있다.

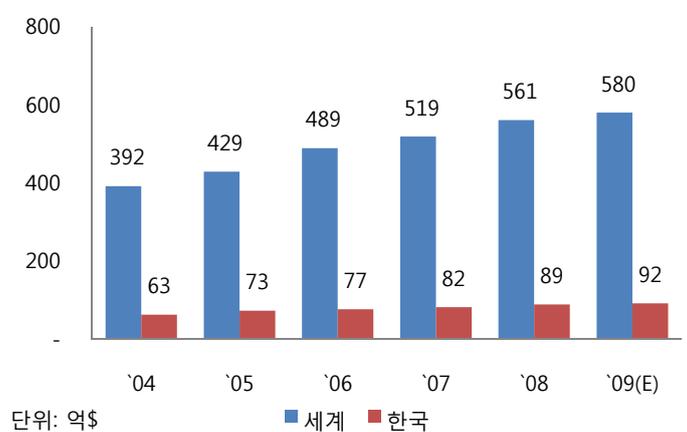
또한 소모성 및 부자재 성격을 가지기에 고부가가치의 산업이다. 기존 Test 설비의 Upgrade와 차세대 반도체의 제품개발 양산에 따라 지속적인 수요가 창출될 것이 기대되며, 소량 다품종 주문형 생산 구조이므로 대규모 자본 설비로는 경제성을 창출할 수 없어 진입장벽이 존재한다. 국내동종업체는 5~6개사가 있지만 회사마다 각기 다른 두께와 폭의 제품을 생산하기 때문에 동종제품에 의한 경쟁관계이 기보다는 유사제품을 생산하는 과점적, 제품에 따라서는 독점적 형태를 띠고 있다.

그림 7. 반도체 장비 산업 시장 규모



자료: 세계반도체장비재료협회

그림 8. 세계 및 한국 PCB 시장 규모



자료: Flexile PC, 한국전자회로산업협회

Ⅲ. 기업분석

기술적 우위

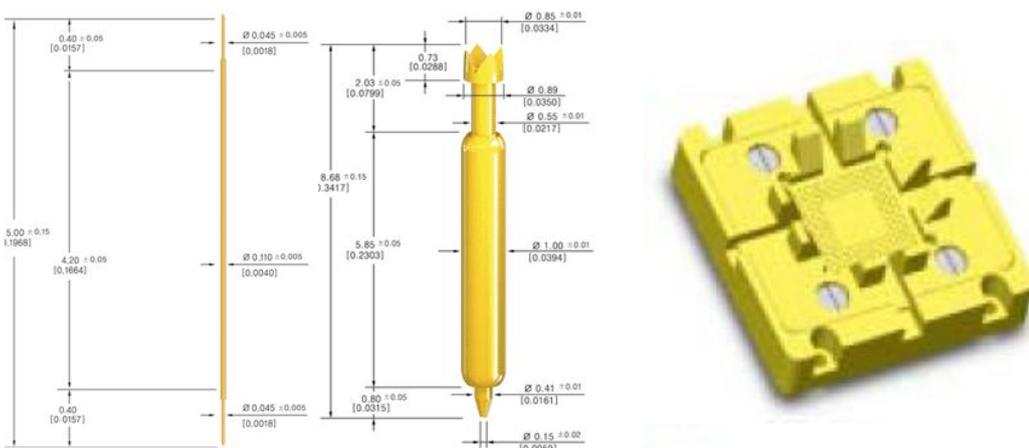
생산과 개발기술의 Know-How를 통해 기술적 우위를 확보하고 있다.

반도체의 크기가 초소형화 되고 있는 만큼 검사기기 또한 크기를 극소화하여 만들 수 있는 능력이 요구되는데, 리노공업은 이러한 기술적면에서 타 업체보다 우위에 있다. 동사는 독자적인 정밀가공기술에 의한 극소형 Probe Pin, IC Test Socket을 자체 제작, 판매하고 있다. 그리고 더 좋은 기술력을 갖추기 위한 연구 개발을 꾸준히 하고 있다. 그 결과 19개 특허 등록, 23개 제품 출원 이라는 가시적인 성과를 얻었다. 또한 매출액 대비 연구개발비율이 6.38%로 경쟁사인 ICS(4%)보다 높다.

자체공정, 다품종소량 생산, 빠른 생산으로 높은 영업이익률을 유지하고 있다.

동사는 뛰어난 기술력을 바탕으로 설계부터 제품 생산에 이르기까지 모든 공정을 자체기술로 만들어 내고 있으며, 부품까지도 자체 개발하여 사용하고 있다. 자체 공정 비중이 90%에 달한다. 이와 같은 자체개발, 자체조달로 원가경쟁력을 갖추게 되었고, 원가경쟁력이 가격 경쟁력으로 이어지며 높은 영업이익률(35%) 유지에 도움을 주고 있다. 그리고 동사의 생산체제는 다품종소량생산 체제로 500~1,000개 정도의 매우 소량 주문도 받는다. 주문 수량이 적은 대신 단가 할인 없이 고가에 제품을 팔 수 있고 자체 공정으로 생산하기 때문에 고품질의 제품을 빠르게 만들 수 있다는 점도 높은 영업이익률(35%)을 유지하는 또 하나의 요인이다. 빠른 생산으로 납기가 신속하게 이루어져 일반 주문품은 1주 이내 생산이 가능하고, 특별 주문품의 경우 동사가(2주에서 4주 이내) 해외경쟁사(6주에서 8주)보다 빠르게 개발, 생산이 가능하다.

그림 9. 리노공업의 Probe Pin 과 IC Test Socket



자료 : 리노공업 홈페이지

안정된 BM

제품의 교체주기가 짧아 수요가 꾸준하다.

리노공업이 생산하는 주요 제품은 IC Test Socket, Leeno Pin이다. 두 제품 모두 기기의 결함을 검사하는 소모품으로 교체주기가 짧아서 꾸준한 수요가 발생한다.

PCB판을 테스트하는 리노핀은 긴 수명, 넓은 적용범위 등의 강점을 지니고 있다.

리노공업의 이름을 브랜드로 한 리노핀은 전기적 불량여부를 체크하는 소모성 부품이다. 눈에 띄지 않는 미세한 회로상의 결함을 찾기 위해 제품 생산 공정에 테스트 공정이 존재하며, 리노핀은 PCB판의 테스트를 목적으로 한다. 리노핀은 다른 Probe Pin과 다른 몇 가지 강점을 지니고 있다. 먼저, 리노핀은 수직접촉방식이라 슬라이딩 방식보다 사용수명이 길고, 초정밀가공기술로 여러 가지 형상가공이 가능하기 때문에 다양한 제품에 적용이 가능하다. 또한 스프링 접촉방식으로 Stroke 조절이 용이하며, 64~ 128para정도까지 밖에 적용이 안 되는 타사 제품과 비교했을 때 동사의 제품은 512para 이상 적용이 가능하기 때문에 검사비용을 줄일 수 있다.

동사는 각 제품에 맞게 IC Test Socket을 제작하고 있다.

IC Test Socket은 메모리, 비메모리 반도체, 전기장치의 전기적 불량여부를 점검하는 장비의 소모성 부품이다. 최근의 반도체 제품 패키지들은 소형화, 고집적화 되면서 이를 검사하는 Test Socket도 소형화, 고집적화 되고 있다. 동사는 이러한 추세에 맞춰 기존의 Probe Pin을 이용하여 IC Test Socket을 각 제품에 맞도록 제작 해주고 있다. IC Test Socket은 반도체의 Package와 검사 장비의 형태에 따라 모델이 달라져야 하기 때문에 동사의 다품종소량생산 체제가 유리하게 작용하고 있다. IC Test Socket은 Probe Pin 보다 단가가 높은 고부가가치 제품으로 동사의 매출에 큰 영향을 미치고 있다.

그림 10. 리노공업 제품과 타업체 제품 비교(1)



자료 : 리노공업 IR자료

그림 11. 리노공업 제품과 타업체 제품 비교(2)

구분	리노공업	타사
IC 접속방식	상하운동	회전운동
특징	전기적 특성 우수 IC 외관검사 불량률이 없음 내구성 양호 핀 한 개만 교환이 가능	전기적 특성 보통 IC 외관검사 불량률이 많음 내구성 저하 소켓 전체를 교환

자료 : 리노공업 IR자료

리노핀과 IC Test Socket 모두 시장점유율 1위의 제품이다.

리노핀과 IC Test Socket은 이러한 기술적 강점을 바탕으로 높은 시장점유율을 유지할 수 있었다. 리노핀의 경우 시장점유율은 78%로 타 경쟁업체(엔티에스 5%, 대양기전 3%, 기타 14%)와는 큰 차이를 보이며 Probe pin 시장을 장악하고 있고 몇 년째 흔들림 없이 1위를 지키고 있다. IC Test Socket의 시장점유율도 35%로 1위이고, (ISC 25%, 오킨스 4%, 캄아이티 1%, 기타 35%) 시장점유율이 2002년부터 꾸준히 상승해 왔다.

고부가가치인 소켓의 매출비중 확대로 매출액이 상승하였다.

동사의 매출 비중을 살펴보면, 2007년 기준 리노핀은 97억 원으로 매출액의 24.17%이며, IC Test Socket의 매출액은 301억 원으로 전체 매출의 74.97%를 차지하고 있다. IC Test Socket의 단가는 모델 별로 차이가 있지만, 대표적 모델의 단가

는 166,000원이고, Leeno Pin의 경우 G 070 모델은 640원, G 050 모델은 550원으로, IC Test Socket이 Leeno Pin보다 단가가 훨씬 높다. 동사는 이러한 점을 고려해 2002년부터 49%였던 고부가가치의 IC Test Socket의 매출 비중을 해마다 늘려 현재의 비율에 이르게 되었고 이는 매출 실적 향상을 가지고 왔다.

제품의 가격은 시장이 아닌 수요자에 따라 결정된다.

두 제품의 가격은 반도체 시장의 영향을 거의 받지 않는다. 동사는 주문자방식으로 제품을 생산하기 때문에 공급수량, 제품의 생산 난이도, 거래처 등 경우에 따라 달라진다. 또한 동사의 제품 자체가 개발 당시에 높은 부가 가치를 형성 하기 때문에 시간의 흐름에 따라 평균적으로 가격이 하락하게 된다

그림 12. Probe Pin 시장점유율 추이

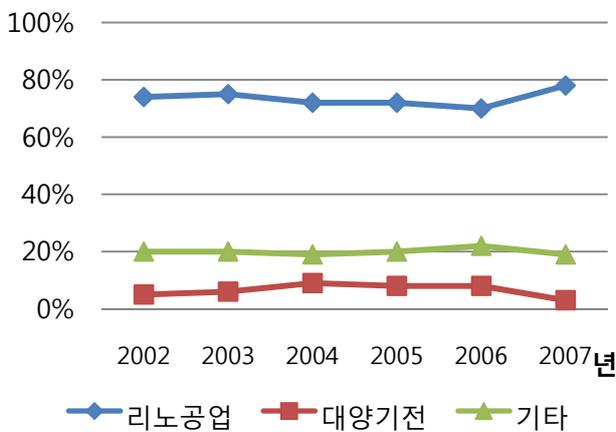
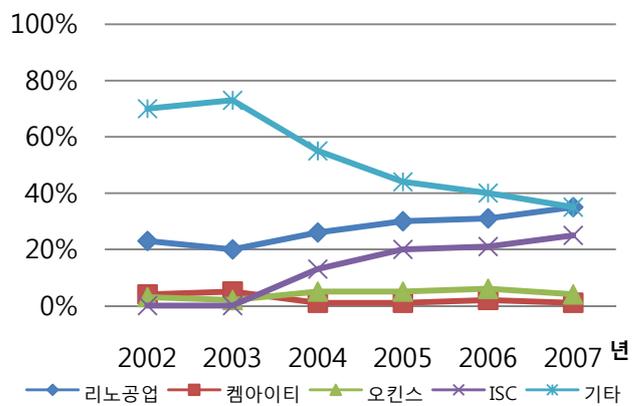


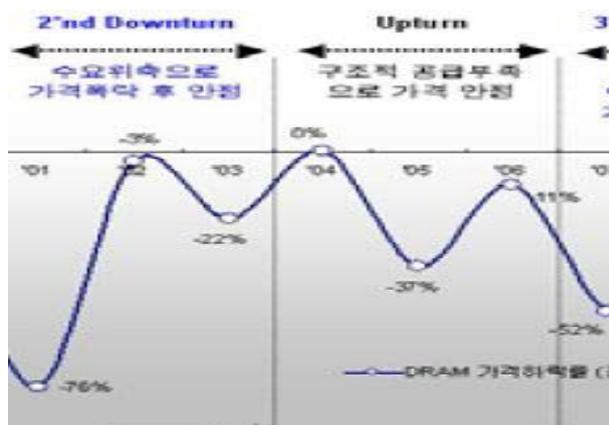
그림 13. IC Test Socket 시장점유율 추이



자료 : 리노공업 IR자료

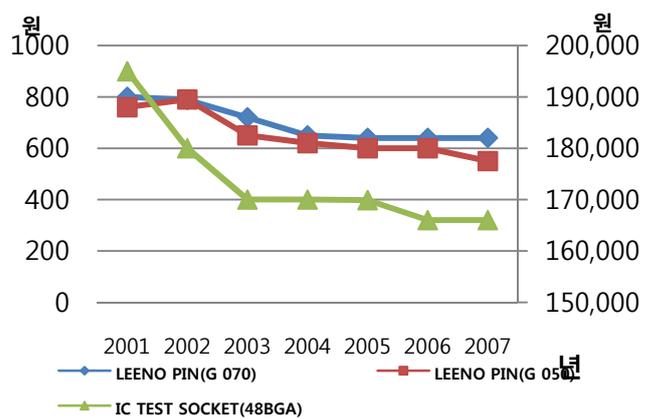
자료 : 리노공업 IR자료

그림 14. DRAM 가격 하락율



자료 : 대우증권 산업보고서

그림 15. 제품별 단가 추이



자료 : Research 2 Team

다양한 매출처

1000여 개가 넘는 다양한 매출처를 확보하였다.

리노공업은 각 업체에 맞게 자체 제작을 하면서 다양한 매출처를 확보하였고, 현재 매출처는 국내,외 모두 1,000여 개에 이른다. 리노핀의 경우 다양한 전자제품의 회로 검사에 쓰이기 때문에, 전자제품 생산 업체에 Pin을 공급 하고 있다. 국내의 주요 매출처는 삼성전자, LG전자 등이 있다. IC Test Socket은 반도체 또는 반도체설비 생산을 하는 업체에 공급 되고 있다. IC Test Socket의 주요 국내 매출처는

삼성전자, 삼성테크윈, 하이닉스, 디아이디 등이다. 동사의 지난 5년간의 수출, 내수 매출비중을 보면, 2003년 수출 비중이 13%였지만, 2007년 40%까지 올랐으며, 해외금액도 지속적으로 증가하고 있다. 이와 같은 추이가 계속된다면 동사는 앞으로 더 많은 해외 매출처 확보하며, 해외금액도 더 늘어날 것으로 전망된다. 그리고 이렇게 매출처가 다양하기 때문에 그 만큼 동사의 가격 교섭력이 우수하다고 할 수 있으며, 이는 40%를 육박하는 높은 영업이익률이 말해주고 있다.

그림 16. 제품별 매출액 추이

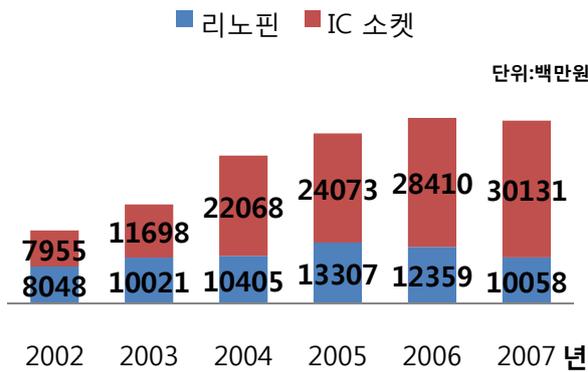
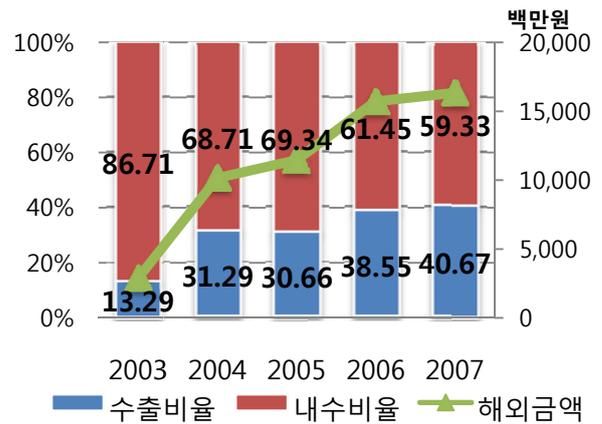


그림 17. 내수, 수출 매출비중 추이



자료 : 리노공업 IR자료

자료 : Research 2 Team

탄탄한 재무 상황

이자비용 972만원

당사는 2008년 3분기 누적 현재 이자비용으로 972만원 밖에 지급하지 않을 정도로 재무상황이 건실하다. 또한 현금 68억원을 포함한 당좌자산을 330억원 가지고 있다. 이에 반해 부채 총계는 60억원이다. 당사의 사업은 새로운 제품, 기술이 중요한데 당사는 탄탄한 재무상황을 바탕으로 신 기술과 새로운 제품 개발을 위한 투자가 용이할 것이다.

자회사 인수를 위한 현금 및 현금성 자산 지출

당사는 2008년 3월에 의 지분 44.66%를 143억 가량을 주고 매입하였다. 이를 위하여 당사는 보유하고 있던 현금성 자산과 단기 금융 상품을 사용하였다. 이에 따라 당사의 유동비율 등은 조금 나빠졌지만 부채가 거의 없기 때문에 당사에 부담이 되지는 않을 것이다. 하지만 당사의 자산 중 69억 가량이 ELS에 가입되어 있는데 현재 3억원 가량의 평가 손실이 나고 있으며 추가 주가 하락 시 손실이 날 수 있는 부분은 주시하여야 한다.

사상최대의 배당 수익률을 기록할 것

당사는 주주이익 제고 차원에서 배당금을 지속적으로 늘리고 있다. 3사분기 현재 영업이익 및 당기 순이익이 전년 동기 대비 상승했으며 배당가능이익 또한 전 사업년도 대비 20.7%가 증가하여 배당금을 늘릴것이 기대되는 상황이다. 과거 주당

배당금 증가 추이를 바탕으로 당 사업년도의 배당금을 650 원으로 보았을 때 시가 배당률은 7.2%로 사상최대치를 기록할 전망이다.

그림 18. 현금 흐름

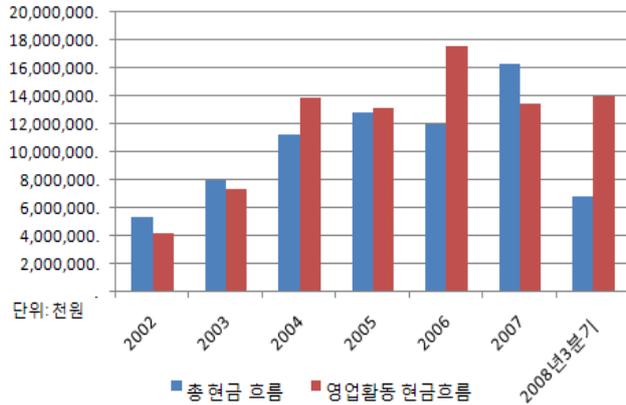
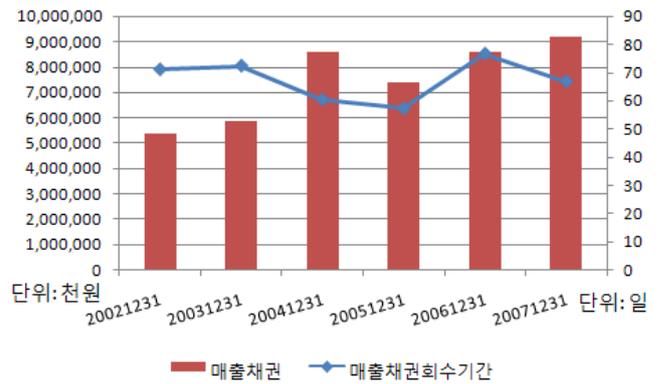


그림 19. 매출채권 및 회수기간



자료: 리노공업, Research 2 Team

자료: 리노공업, Research 2 Team

그림 20. 유동 및 비유동자산 유동비율

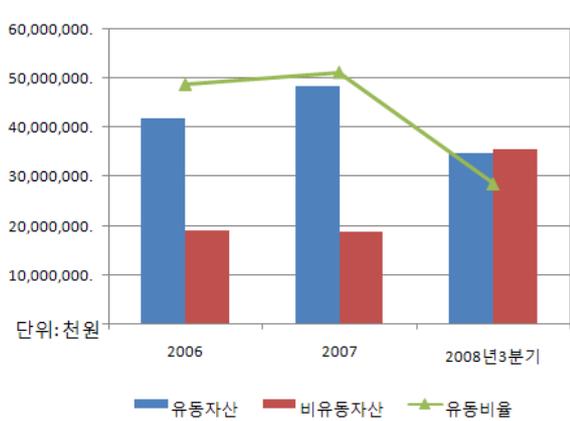
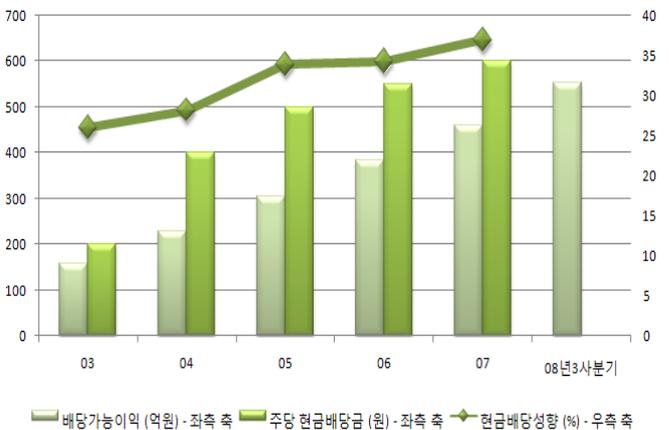


그림 21. 배당금 및 배당 수익률



자료: 리노공업, Research 2 Team

자료: 리노공업, Research 2 Team

IV. Re-Rise Leeno!

리노공업의 차후 성장 동력을 어디서 찾을 수 있을까?

당사의 각종 재무제표와 고배당을 보면 충분히 숨어있는 가치주라는 것을 알 수 있다. 하지만 Leeno pin 과 IC Test Socket 시장이 성숙기에 들어가게 되어 차후 성장성에서 문제가 생길 수 있다. 그러면 과연 앞으로 당사가 한 단계 더 성장할

수 있을까? 본 리서치 2 팀은 이 고민에 대해 Probe Card 에서 답을 찾을 수 있었다.

반도체 산업의 발전에 따라 테스트 산업에서도 신공정 기술이 요구된다.

Probe Card 란 반도체 제조 공정 중 웨이퍼 상의 칩(IC)이 제대로 동작이 되는지 전기적 특성을 검사하는 소모성 부품이다. 반도체가 고성능 및 소형화가 되어감에 따라 package 방식도 진화 하고 있는데 심지어 이러한 package 가 필요 없는 WLCSP (Wafer Level Chip Scale Package)로 전환 되어 가고 있는 실정이다. WLCSP 는 Wafer 에 Ball 등을 붙여서 자르기만 하면 반도체 IC 로 사용 할 수 있는 기술이다. 이것은 CSP 기술 중에서도 최신 기술로 소형전자기기에 필수적으로 들어 가고 있다.

타 경쟁사와 달리 비 메모리 분야의 시장 개척을 노리고 있다.

지금까지 Probe Card 분야에 진출한 국내기업은 파이콤과 티에스이가 있는 것으로 분석되었다. 그러나 그들은 Probe Card 뿐만 아니라 LCD 에도 진출하고 있으며 그들이 집중하고 있는 Probe Card 분야는 당사가 집중하고 있는 분야와는 다른 Mems Probe Card 로 Needle 방식으로 행해진다. 당사는 국내 여타 업체들과 다르게 비 메모리 분야를 첫 공략 대상으로 삼고 Probe Card 기술을 개발하였다.

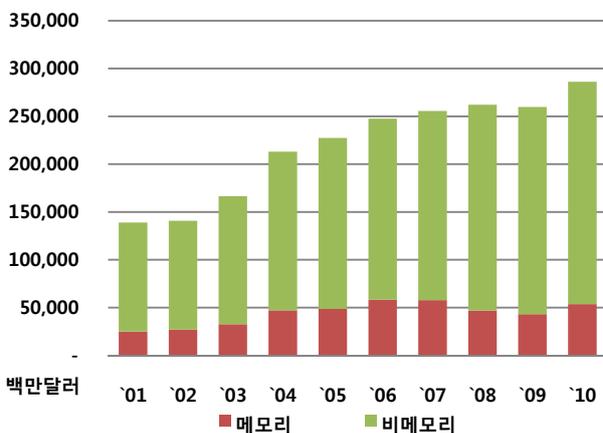
비메모리 시장은 전체 반도체 시장의 77%이다.

전세계 반도체 시장은 2,600 억 달러로 그래프에서 알 수 있다. 이 중에서도 2,151 억 달러가 비메모리 반도체(CPU, GPU 등) 시장이다. 당연하게도 메모리 시장보다도 큰 비 메모리 시장은 메모리 보다 고부가 가치이며 더 많은 부분으로 응용이 가능한 시장이다.

비메모리용 제품 개발을 위해서는 높은 수준의 기술이 필요하다.

하지만 비메모리 반도체는 메모리 반도체와는 다르게 다양한 연산에 대해서 확인해야 하므로 기술적으로 상당한 수준에 있어야 한다. 이것을 검사하는 Probe Card 역시 상당한 기술력이 들어 간다. 기술 장벽에 대해 당사는 반도체 IC test socket 과 Probe Pin 사업을 하면서 쌓은 30 여년의 기술 노하우를 이용하여

그림 22. 반도체 시장 자료



자료: WSTS, Research 2 Team

그림 23. LN-VPC 사진



자료: 리노공업 IR

기술장벽이 높은 비메모리 Probe Card 에 접근하였다. 비메모리용 Probe Card 는 메모리에 비해 테스트 속도가 빠르며, 칩사이 간격이 메모리 대비 1/3 수준이라서 더 높은 정밀도를 요구한다. 또한 다품종 소량 생산 제품들이기에 다양한 설계가 필요한데 이 모든 것들이 당사의 BM 모델과 적합하다.

당사는 비메모리 테스트 사업을 적극적으로 공략하고 있다.

당사는 Probe 카드 사업에 지난 2003 년부터 개발에 착수하였다. 그 이후 2004 년에 시제품을 고객사에 일부 공급하였다. 또한 2005 년에는 수직 형태의 리노핀을 이용, 수직식 Probe Card 부분에서 특허를 획득하였고 최근 국내 반도체 업체들이 비메모리 분야를 강화 하면서 사업화 기회를 잡았다. 그에 따라 당사는 올 초 서울에 Probe Card 관련 센터를 세우고 11 명의 인력을 투입하였다. 그 뿐만이 아니다. 당사는 10 월 말 Probe Card 생산 전용 공장을 완공, 본격적인 시장공략에 나서기로 하였다.

2009년 50억 원의 매출을 새로이 창출해 낼 것이 기대된다.

당사가 개발한 제품은 LN-VPC 로 WLCSP 검사용 수직 Probe Card 이다. 이것은 기존의 Needle 방식의 Probe Card 와 다르게 WLCSP 에 사용할 수 있는 Probe Card 이다. 따라서 당사는 해외에서 수입하고 있는 Probe Card 부분의 수입 대체 효과로 200 억원을 차후 이끌어 올 수 있으며 수출로 추가 매출이 가능하다고 보고 있으며 내년의 목표를 매출액 50 억원으로 잡고 있다. 지금 우선적으로 공급되는 것은 'WLPogo'라는 제품 브랜드를 붙여서 통신 칩과 MP3P 용 칩을 테스트 하는 데에 쓰이는 것을 납품하기 시작 하였다. 내년에는 좀더 많은 모델 수로 나올 것을 예상 하였다.

그림 24. Probe Card 기술 개발 단계



자료: 사업보고서, Research 2 Team

V. 기타 Issue 및 Risk

세일 ENS 의 인수

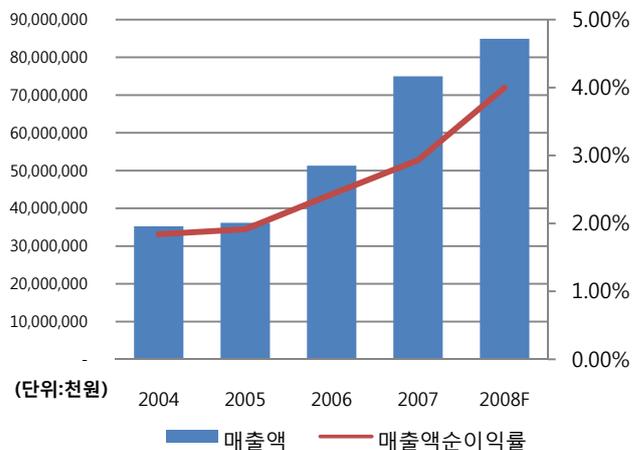
143 억 5 천만원에 세일 ENS 의 지분 46.66%를 인수하였다.

당사는 2008 년 3 월 세일 ENS 의 주식 28 만주, 지분 46.66%를 143 억 5 천만원에 인수하였다. 이는 당사의 자기자본 대비 25.3%에 해당하는 금액이다. 세일 ENS 는 건설설비회사로 공조설비 및 반도체생산시설 제작설치업을 주업으로 삼고 있다. 대형건설사의 여러 프로젝트에 하청업체로 참여하고 있으며 하이닉스 반도체 공장 설립에 여러 차례 참여한 전력이 있다. 세일 ENS 의 2008 년 반기 현재 매출액은 432 억원이고 당기순이익은 19 억원이다. 보통 2% 대의 매출액순이익률을 기록하고 있던 회사로 2003 년을 기점으로 점차 수익성이 개선되어 이제는 3%~4% 정도의 순이익률을 기록할 것으로 예상된다. 자산양수도 신고서의 내용을 바탕으로 판단할 때 세일 ENS 는 900 억원대의 매출액을 기록할 것으로 보이며 이에 따라 당사에 지분법이익으로 매년 12 억원에서 최대 16 억원 정도가 유입될 것으로 판단된다.

경영다각화를 통한 수익성 제고가 목적이지 만 좀 더 지켜봐야 할 것이다.

당사는 이번 인수의 목적으로 경영다각화를 통한 수익성 제고를 언급하였다. 그러나 단기적으로 볼 때는 그리 좋아 보이지 않는다. 우선 수익성이 떨어지는 업체인데다가 당사와의 시너지를 기대하기 힘든 특수설비 관련 건설업체이기 때문이다. 이에 대해 IR 측에 문의한 결과, 리노공업은 세일 ENS 에 대해 장기적인 관점에서 투자하고 있음을 밝혔다. 그리고 향후에 상장시킬 계획을 가지고 있다고 언급하였다. 따라서 당사의 현금성 자산 143 억을 사용하여 인수한 세일 ENS 에 대하여 현재에는 평가를 보류해야 할 것으로 판단된다.

그림 25. 세일 ENS 매출액, 당기순이익 추이 및 전망



자료: 리노공업, Research 2 Team

해외 독점 Agent 계약

당사는 미주와 대만시
장 공략을 독점 Agent
를 통해 하고 있다.

당사는 과거 2001년 12월 21일, 미국의 QUAL MAX 사와의 계약을 시작으로 해외 시장 개척 및 안정적인 수출처 확보를 위해 계속해서 해외 독점 Agent 와의 계약을 유지해 오고 있다. 현재는 두 곳의 독점 Agent 를 두고 있는데, 미주 시장의 QUALMAX 사와 대만시장의 DIMOND 사이다. 이들 두 Agent 는 해당 시장에서 독점적 지위를 갖는 Distributor 로 당사의 제품을 End User 와 연결시켜 주는 일종의 가교역할을 하고 있다.

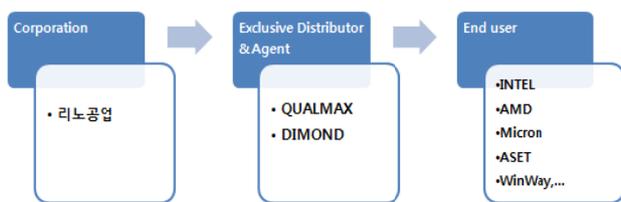
해외 독점 Agent 계약
으로 수출액이 급증하
였다.

당사의 수출액은 이러한 해외 독점 Agent 계약을 시작으로 급성장하기 시작하였는데 2002년 5.59%에 불과하던 수출비중이 2008년 반기 현재 43.47%에 이르게 되었다. 이는 두 Agent 를 통한 수출액이 최근 5개년 동안 평균으로 전체 수출액의 78.73%를 차지한다는 데에서 증명된다. 계약은 보통 3년 단위로 이루어지며 최소구매금액을 정하고 이에 미달할 시에는 당사에서 해지가 가능한 방식이다. 2002년부터 2007년까지의 최소구매금액과 실제 공급금액을 비교해 보면 평균 123%로 초과 달성하는 성과를 보여주고 있다. 이러한 추세는 2008년 3분기말 현재 누적으로 최소구매금액의 95.97%를 달성한 것에서 보듯 계속해서 유지되고 있는 긍정적인 상황이다.

미주와 대만의 두 독
점 Agent 계약은 계속
유지될 것이다.

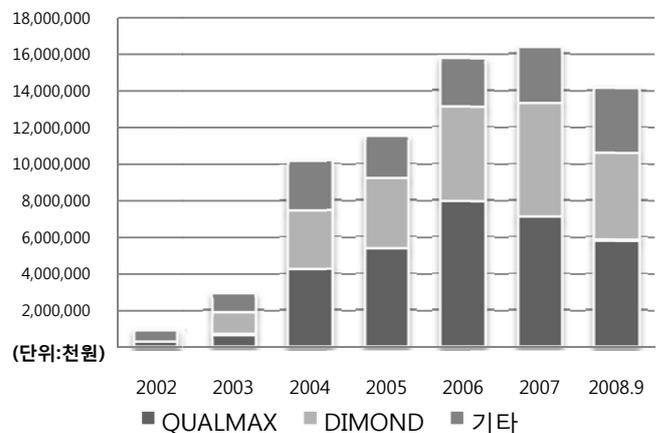
중요한 것은 이러한 독점 Agent 계약이 어디까지나 수출을 쉽게 하기 위한 하나의 방편으로 당사에 불리하거나 계약을 맺기 위해 노력이 필요한 성격이 아니라는 것이다. 왜냐하면 이 계약은 당사와 Agent 모두에게 도움이 되는 Win-Win 의 성격이며 해외의 End User 에게 호평을 받는 당사의 제품 덕분에 오히려 Agent 입장에서 계약을 더 원하고 있기 때문이다. QUALMAX 사의 경우는 벌써 3번이나 계약을 계속하며 10년간 관계를 유지하고 있고, DIMOND 사의 경우도

그림 26. 리노공업의 해외 판매 경로



자료: 리노공업, Research 2 Team

그림 27. QUALMAX, DIMOND 수출액 추이 및 전체 비중



자료: 리노공업, Research 2 Team

2 번의 계약을 통해 6 년간 높은 성과를 보여주고 있다. 따라서 향후에도 이러한 해외 독점 Agent 계약은 계속해서 유지되며 당사의 해외부문 실적을 견인할 것으로 판단된다.

환율상승은 긍정적

외환파생상품에 가입하지 않았다.

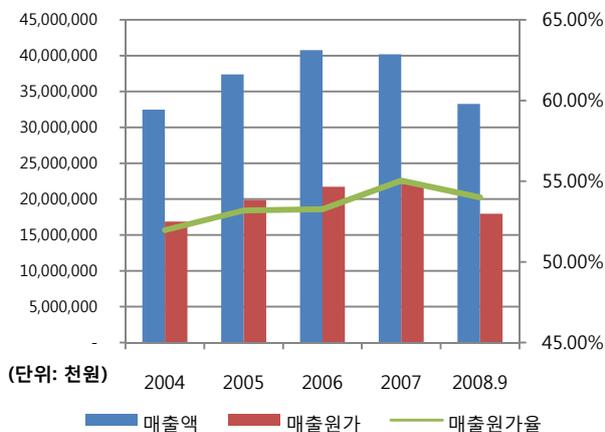
당사는 현재 외환파생상품에 가입한 것이 없고, 수출 비중이 40%를 상회하고 있으며 매출액 대비 매출원가 비중이 50%를 조금 넘는 수준이기 때문에 현재의 높은 환율은 오히려 매출액 증대에 도움이 되고 있다. 그러나 원달러 환율이 100 원 오를 때 매출액이 14 억 정도 증가하는 정도이므로 크게 고려할 만한 수준은 아니다.

원재료 가격 상승

원재료 가격 상승으로 소폭의 영업이익률 저하가 예상된다.

당사가 매입하는 주요 원재료에는 BODY 류(30.03%), BeCu 류(10.35%), SPRING 류(11.37%), 도금류(39.05%) 등이 있다. 2008 년에 들어 이런 주요 원재료들의 가격이 27% 가량 상승했다. 특히 도금류의 경우는 최근의 금시세 상승으로 인해 단가가 전기대비 42.21%나 폭등하였다. 그 결과, 2008 년 3 분기 누적 원재료매입액은 57 억 9 천여만원으로 지난 해 동기 대비 38%나 증대되었다. 그러나 당사는 매출액대비 매출원가비중이 55%로 낮고, 원재료매입액/매출원가는 30% 전후를 기록하고 있는 실정으로 큰 타격은 없을 것으로 보인다. 리서치 2 팀의 분석으로는 이러한 원재료가격의 상승분은 다음 사업연도부터 본격적으로 반영되기 시작하여 영업이익률을 3% 이내로 감소시키는 영향을 미칠 것으로 보인다.

그림 28. 리노공업의 매출액과 매출원가 추이



자료: 리노공업, Research 2 Team

그림 29. 주요 원재료 가격 추이 (단위 : m, kg, ea, l, 원)

원 자 제 품 명		제13기 3분기	제12기	제11기
BODY류	내수	450/m	350/m	350/m
	수입	344/m (\$0.29)	273/m (\$0.27)	245/m (\$0.26)
BeCu류	내수	-	-	-
	수입	79,374/kg (\$66.83)	61,190/kg (\$60.40)	60,900/kg (\$65.51)
SPRING류	내수	17/EA	16/EA	17/EA
	수입	62/EA (\$0.06)	59/EA (\$0.06)	59/EA (\$0.06)
도금 류	내수	3,976,937 / Leter	2,796,541 / Leter	2,553,476 / Leter
	수입	-	-	-

자료: 리노공업, Research 2 Team

VI. Valuation & Conclusion

DCF 법 적용

당사는 안정적인 사업모델을 가진 회사로서 지속적인 매출이 발생하며 다품종 소량 생산의 장점을 살려 영업이익률을 높게 유지할 수 있는 능력이 있다. 또한 다양한 업체에 제품을 공급하며 매출채권 또한 잘 관리하고 있는 것으로 볼 때에 향후 현금흐름을 현재가치로 할인하는 DCF 법을 적용하는데에 무리가 없을 것으로 판단된다. 몇 가지 가정은 다음과 같다.

1. 영업이익률

일괄공정을 통한 다품종 소량 생산체제로부터 나오는 당사의 경쟁력이 향후 유지 될 것으로 판단하여 최근 영업이익률을 가중 평균하여 35.21%를 적용하고 Probe Card 의 영업이익률은 다른 제품보다 고부가가치이기에 조금 높은 것으로 예상되지만 불확실성을 없애고자 다른 사업부문과 동일하게 영업이익률을 적용하였다. 09 년 3 사분기 의 영업이익률이 36.44%를 기록한 것으로 보아 이는 보수적인 수치라고 판단한다.

2. 순유형고정자산비율

당사의 사업은 빠르게 변화, 발전하는 반도체, 가전분야와 맞닿아 있으므로 신규 기계장치 등에 대한 투자가 지속적으로 필요하다. 실제로 당사는 매년 기계장치에 대한 투자를 하고 있다. 따라서 99년부터 08년 까지의 매출액 대비 순유형고정자산 비율의 평균 43.64%를 적용하여 적용하였다. 이는 투자가 활발했던 과거의 수치가 반영된 것이다.

3. 현금 및 시장성유가증권과 비영업용자산은 2008년 3분기 수치를 반영하고 지분법적용투자주식의 경우 보수적으로 보아, 피 투자회사의 영업력을 고려하지 않고 당좌자산과 투자자산만 가지고 당사의 지분율을 곱하여 반영했다.

시나리오 1.

09년 Probe Card 부문의 매출액을 당사의 예상치인 50 억으로 가정

현재 1 개의 제품만을 만드어 회사에 시제품을 공급한 Probe Card 사업부의 08년의 매출액을 5 억원, 2011년 예상되는 매출액을 50 억원으로 추정하고 사업부를 Test Socket, Probe Pin, Probe Card 세 개의 분야로 나누어 각각의 성장률을 추정했다.

-기대수익률 104%

고 부가가치 Test Socket 사업부문의 성장추세가 유효할 것으로 판단하고 매출액 성장률에 반영하였으며 09년 매출액과 성장률은 3분기 실적을 바탕으로 추정하였지만 향후 매출액 성장률은 최근 2년 사이 매출액 성장률인 3.69%에서 크게 벗어나지 않는 범위내에서 성장률을 반영하였다. 왜냐하면 Test Socket 과 Probe



Pin 사업에서 매출액이 크게 증가할 만한 요인이 보이지 않기 때문이다. 기업 가치를 평가해본 결과, 적정주가 18,200 원으로 100%의 기대수익률이 나왔다.

영업이익률	35.21%	자기자본비용	12.63%
유,무형자산 상각비	8.00%	1년치 일별 베타	0.96160
영업용운전자본	15.89%	한국시장프리미엄	8.00%
순유형고정자산	43.64%	3년만기국채수익률(3년만기국고채, 11월12일)	4.94%
순무형고정자산	0.00%	WACC	12.63%
기타영업용순자산	1.40%	차입금가치(이자발생부채)	0
		주주지분가치(시가총액)	74,966,400

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	40,189,662	43,530,629	46,437,181	49,396,849	52,411,725	54,183,986
test socket 사업부 매출액성장률		8.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
test socket 사업부 매출액	30,131,049	32,541,533	33,843,194	35,196,922	36,604,799	38,068,991
probe pin 사업부 매출액 성장률		8.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
probe pin 사업부 매출액	9,712,126	10,489,096	10,593,987	10,699,927	10,806,926	10,914,995
probe card 사업부 매출액성장률			300.0%	75.0%	42.9%	4.0%
probe card 사업부 매출액		500,000	2,000,000	3,500,000	5,000,000	5,200,000
나머지 부문 매출액 성장률		3%	3%	3%	3%	3%
나머지 부문 매출액	346,487	356,882	367,588	378,616	389,974	401,673
가중평균성장률		8.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
예상EBIT	14,071,214	15,329,204	16,352,740	17,394,979	18,456,661	19,080,758
NOPLAT	10,201,630	11,113,673	12,215,497	13,568,084	14,396,195	14,882,991
(+)유,무형자산 상각비	3,253,394	3,484,040	3,716,670	3,953,552	4,194,852	4,336,697
총현금유입	13,455,024	14,597,713	15,932,167	17,521,636	18,591,047	19,219,689
영업용 운전자본	7,273,095	6,916,580	7,378,402	7,848,663	8,327,697	8,609,291
순유형고정자산	13,305,130	18,996,788	20,265,209	21,556,810	22,872,503	23,645,919
기타 영업용 순자산	856,301	610,897	651,686	693,222	735,532	760,403
IC	21,434,526	26,524,265	28,295,297	30,098,695	31,935,731	33,015,613
예상ROIC(평균)	47.4%	46.3%	44.6%	46.5%	46.4%	45.8%
예상ROIC(기초)	47.1%	51.8%	46.1%	48.0%	47.8%	46.6%
IC증가액		5,089,739	1,771,033	1,803,397	1,837,037	1,079,882
(+)유,무형자산 상각비		3,484,040	3,716,670	3,953,552	4,194,852	4,336,697
총투자액		8,573,779	5,487,703	5,756,949	6,031,889	5,416,579
예상 FCF		6,023,934	10,444,464	11,764,687	12,559,158	13,803,110
할인기간		0.33	1.33	2.33	3.33	4.33
현재가치		5,789,734	8,912,502	8,913,104	8,447,813	8,243,199

시나리오 2.

Probe Card 부문의 매출액을 고려하지 않을 경우

당사는 아직 Probe Card 사업부문에서 확실한 계약을 이루어낸 것이 없고 시제품만 몇몇 업체에 공급한 상황이다. 따라서 본 리서치 2 팀에서는 새로운 사업부문에 대한 불확실성을 제거하고자 향후 Probe Card의 매출액을 0으로 가정해 보았다.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	40,189,662	43,030,629	44,437,181	45,896,849	47,411,725	48,983,986
test socket 사업부 매출액성장률		8.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
test socket 사업부 매출액	30,131,049	32,541,533	33,843,194	35,196,922	36,604,799	38,068,991
probe pin 사업부 매출액 성장률		8.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
probe pin 사업부 매출액	9,712,126	10,489,096	10,593,987	10,699,927	10,806,926	10,914,995
probe card 사업부 매출액성장률			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
probe card 사업부 매출액		0	0	0	0	0
나머지 사업부 매출액성장률		3%	3%	3%	3%	3%
나머지 사업부 매출액	346,487	356,882	367,588	378,616	389,974	401,673
가중평균성장률		8.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
예상EBIT	14,071,214	15,153,131	15,648,445	16,162,463	16,695,923	17,249,591
NOPLAT	10,201,630	10,986,020	11,689,388	12,606,721	13,022,820	13,454,681
(+)유,무형자산 상각비	3,253,394	3,444,022	3,556,597	3,673,424	3,794,669	3,920,508
총현금유입	13,455,024	14,430,041	15,245,985	16,280,145	16,817,489	17,375,189
영업용 운전자본	7,273,095	6,837,135	7,060,622	7,292,548	7,533,247	7,783,064
순유형고정자산	13,305,130	18,778,588	19,392,408	20,029,408	20,690,501	21,376,636
기타 영업용 순자산	856,301	603,880	623,619	644,104	665,363	687,428
IC	21,434,526	26,219,603	27,076,649	27,966,060	28,889,111	29,847,127
예상ROIC(평균)	47.4%	46.1%	43.9%	45.8%	45.8%	45.8%
예상ROIC(기초)	47.1%	51.3%	44.6%	46.6%	46.6%	46.6%
IC증가액		4,785,077	857,046	889,411	923,051	958,017
(+)유, 무형자산 상각비		3,444,022	3,556,597	3,673,424	3,794,669	3,920,508
총투자액		8,229,098	4,413,643	4,562,835	4,717,720	4,878,524
예상 FCF		6,200,943	10,832,342	11,717,310	12,099,769	12,496,664
할인기간		0.33	1.33	2.33	3.33	4.33
현재가치		5,959,861	9,243,487	8,877,211	8,138,808	7,462,992

Valuation 결과, 적정주가 17,250 원, 기대수익률 89%가 나왔다. 하지만 이는 단지 보수적인 valuation 에도 주식의 내재가치가 높다는 것을 설명하려 한 것이며 Probe Card 사업부문의 가치가 반영된다면 당사의 가치는 더 높을 것이다.

주가 상승의 걸림돌

DCF 법으로 구한 당사의 내재가치는 현 주가 대비 충분히 높다고 판단된다. 하지만 현재 주식시장과 당사의 주식에는 주가 상승에의 걸림돌이 될만한 요인들이 몇 가지 있다.

유통 주식수의 부족

당사의 주식 소유 분포를 보면 2008 년 9 월 30 일자로 최대주주인 이채윤 씨와 가족들이 42.86%를 가지고 있고 자기주식이 364,024 주로 유통주식수가 422 만 79 주 밖에 되지 않는 상황이다. 따라서 유통주식수가 다른 종목보다 부족한 상황이어서 주식 매매시 이를 고려해야 할 것이다.

신 성장동력에 대한 의문

당사는 07 사업년도에 매출액이 소폭 감소하는 모습을 보이며 향후 매출액의 성장을 이끌만한 신 성장동력에 대한 의문이 증가하여 다른 종목보다 주가가 더 하락한 모습을 보였다. 07 년도에는 시장에서 성장주가 상대적으로 주목받았다는 것도 당사의 주식이 매력적으로 보이지 않았던 이유라고 볼 수 있다. 따라서 향후 Probe Card의 매출이 당사의 주가에 큰 영향을 끼칠 것으로 판단된다.

불안정한 시장상황

금융 위기로 촉발된 실물경제 위기로 최근 주식시장도 불안한 모습을 보이고 있어 당사의 주가가 기본 펀더멘털과 무관하게 움직일 가능성도 주의하여야 한다.

VII. Appendix

손익계산서					
(억 원)	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.09
매출액	325	374	408	402	333
매출원가	169	199	217	221	179
매출총이익	156	175	191	181	153
판매비 및 일반관리비	28	31	34	40	31
인건비	14	16	17	19	15
감가상각비					
무형자산상각비					
기타판매비 및 일반관리비					
영업이익	128	144	157	141	122
영업외손익	3	6	7	24	17
이자수익	6	7	10	12	7
이자비용					
외환차손익	-2	0	-2	-0	5
외화환산손익	-2	-1	-3	1	4
지분법이익					
기타영업외손익	0	-0	1	2	0
세전계속사업이익	131	150	164	165	136
법인세비용	28	32	35	36	42
계속사업이익	104	118	129	128	94
중단사업이익					
당기순이익	104	118	129	128	94
EPS (원)	1,422	1,476	1,607	1,619	1,225
수정EPS					

대차대조표					
(억 원)	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.09
유동자산	248	346	420	485	348
현금등가물 및 단기금융상품	171	221	242	320	167
시장성유가증권	0	22	84	44	67
매출채권	59	86	74	86	97
채고자산	13	14	15	15	17
비유동자산	181	177	190	188	356
투자자산	18	18	25	45	20
유형자산	155	151	157	133	150
무형자산					
자산총계	429	523	610	673	703
유동부채	40	44	43	47	60
매입채무	8	9	10	13	12
단기차입금					
유동성장기차입금					
비유동부채	0	1	0	1	0
사채					
장기차입금					
부채총계	41	45	43	49	64
자본금	36	40	40	40	40
자본잉여금	84	81	81	81	81
이익잉여금	268	357	446	530	577
자본조정				-26	
자본총계	389	478	567	624	639

현금흐름표					
(억 원)	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.09
영업활동으로인한현금흐름	138	132	176	134	140
당기순이익	104	118	129	128	94
비현금수익비용가감	32	42	40	35	28
유형자산감가상각비	26	35	35	33	21
무형자산상각비	0	0	0	0	0
퇴직급여	4	4	3	5	3
외화환산손익	0	0	-0	-0	0
지분법평가손익	0	132	176	134	0
기타	2	-129	-175	-136	1
영업활동으로인한자산부채변동	2	-29	7	-29	22
투자활동으로인한현금흐름	-92	-89	-142	-20	-46
유형자산 투자	-73	-35	-44	-11	-20
유형자산 처분					
무형자산 증감					
투자자산 증감	-18	-38	-90	-10	-25
기타	-3	-16	-8	1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-14	-27	-42	-71	-77
장단기차입금증가	0	0	0	0	0
사채증감	0	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0	0
배당금의지급	-15	-29	-40	-44	-47
기타	0	2	-2	-27	-30
영업투자재무활동기타현금흐름	0	0	0	0	0
순현금흐름	32	16	-8	44	-95
기초현금	80	112	128	120	164
기말현금	112	128	120	163	70

주요투자지표				
(%,%)	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	49.5%	15.1%	9.1%	-1.4%
EBITDA성장률 %	67.6%	16.0%	7.5%	-9.7%
EBIT성장률 %	76.8%	12.1%	9.2%	-10.2%
총자산성장률 %	31.0%	21.7%	16.8%	10.2%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	48.0%	46.8%	46.7%	45.0%
EBITDA마진률 %	47.4%	47.8%	47.1%	43.1%
EBIT마진률 %	39.4%	38.4%	38.4%	35.0%
세전계속사업이익률 %	40.4%	40.1%	40.2%	41.0%
당기순이익률 %	31.9%	31.7%	31.6%	31.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	10.5%	9.4%	7.7%	7.8%
순부채비율 %	-44.1%	-50.9%	-57.4%	-58.4%
유동비율 %	614.3%	794.0%	974.9%	1023.8%
당좌비율 %	581.5%	762.9%	939.6%	992.6%
이자보상배율	428.9	1640.9	897.0	1127.6
Performance Ratios				
ROE %	30.2%	27.3%	24.7%	21.5%
ROA %	27.4%	24.9%	22.8%	20.0%
ROIC %	58.2%	56.7%	58.8%	53.0%
Per Share Ratios				
수정EPS	1,293	1,476	1,607	1,599
주당순자산	4,843	5,955	7,067	7,777
주당현금흐름	1,616	1,913	2,047	2,005
주당배당금	400	500	550	600