



텔레칩스 (054450)

2008년 10월 17일

직접회로 제조업

성장과 가치, 두 마리 토끼를 한 번에 잡는다

BUY

Valuation

Target Price: 9,538

Price: 7,140

Margin of Safety: 34%

MktCap.(100mn): 72,000

ROE: 22.33%

ROA: 22.70%

Op.Magin: 19.24%

PER: 3.94

PBR: 1.15

Dividend Yield: 9.41%

Major Sh.Holder:

서민호 17.56%

● DMP 시장에서의 끊임없는 성장 유지

DMP(Digital Multimedia Processor)를 주력제품으로 하는 동사는 경쟁사 대비 지속적인 성장을 이뤄낸 회사로 업계의 주목을 받아왔다. 지난 5년간 연평균 매출액 성장률과 영업이익률은 각각 43.8%, 18% 였다. 이는 기술경쟁이 매우 치열한 비메모리 반도체 시장에서 동사의 성공적인 포지셔닝^{Positioning} 능력과 새로운 트렌드에 재빠르게 적응해온 유연성, 남들보다 한 발 앞선 기술경쟁력을 단적으로 보여주는 수치다. 올 연말에 출시되는 DMP 제품은 네비게이션 시장에 응용될 예정이어서 동사의 성장은 앞으로도 지속될 것이라 전망된다.

● 중국 CMMB 서비스 진출로 신 성장동력 추진

동사가 중점적으로 추진하고 있는 새로운 프로젝트는 중국의 모바일^{Mobile} TV 서비스인 CMMB 진출이다. 내년엔 시작되는 중국의 CMMB 서비스는 그 규모가 국내와는 비교가 되지 않을 정도로 크기 때문에 동사에게 큰 기회가 될 것으로 보인다. 동사 CEO의 중국에 대한 열정과 경쟁업체에 대한 기술적 우위를 바탕으로 성공적인 시장 진출이 예상된다.

● 지속적인 신제품 개발이 필요한 점은 Risk

팹리스^{Fabless} 시장의 특성상 낮은 진입장벽과 빠른 트렌드 변화로 인해 장기적인 전망이 어렵다는 것은 동사에게 Risk Factor가 된다. 하지만 불확실성이 크다는 것은 실적이 좋을 경우 전망 또한 매우 밝다는 것을 의미하는 만큼, Risk에 대한 보상 또한 확실할 것으로 보인다.



기업분석 5팀
이호진, 임이랑, 정원호
함병현, 황지연

I. 저평가와 성장성의 공존 - 텔레칩스

1. 최고의 성장주, 하지만 영업가치가 없다?

동사는 최고의 성장성과 건전한 재무현황을 기록하고 있다

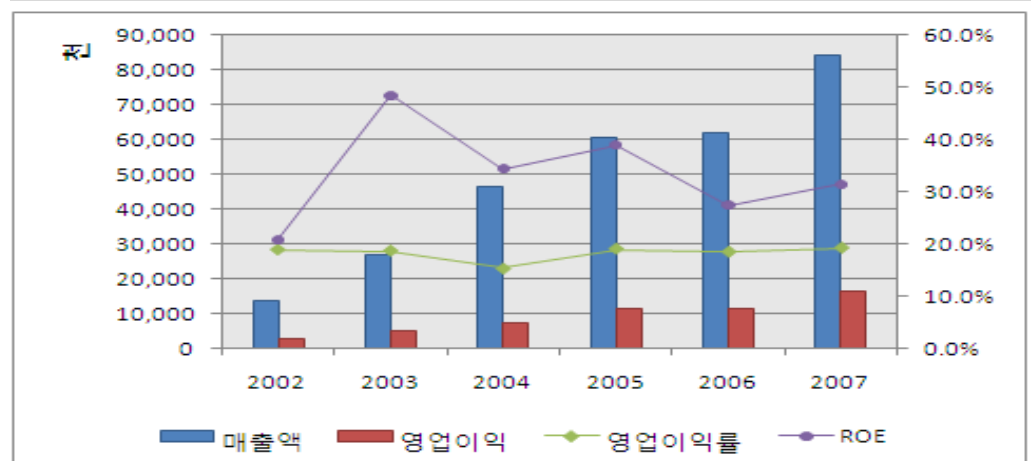
동사의 과거 실적은 경이로운 수준의 성장성과 재무 건전성을 보여주고 있다. 지난 5년간 연평균 매출액 성장률과 영업이익률은 각각 43.8%와 18.1%에 이르며 ROE는 꾸준히 30%를 상회하는 수치를 기록해 왔다. ROIC 또한 매년 50% 이상을 기록하며 더없이 훌륭한 수익성과 성장성을 동시에 보여주었다. 동사의 재무상황 또한 건전한 수치를 보여준다. 총 907억 원의 자산 중 당좌자산이 587억 원이며 현금성 자산과 현금화가 가능한 단기투자자산의 합이 440억 원이다. 작년 연간 영업이익은 160억 원을 달성했으며 동사는 재무상의 리스크를 최소화 하기 위해 이자발생부채가 전혀 없는 무차입경영을 실현하고 있다.

동사의 영업가치가 저평가되었을 것으로 판단한다

하지만 동사가 보여주는 훌륭한 수치들과는 다르게 시장의 평가는 매우 냉혹하다. 현재 동사의 시가총액은 720억 원, PER 4.14를 기록하고 있다. 지금의 가격으로 동사의 지분을 전량 매수하면, 현재의 영업이익을 유지한다는 가정 하에 2년 내로 원금회수가 가능하다. 즉시 현금화가 가능한 액수가 440억 원에 이르기 때문이다. 견실한 성장을 이어나온 기업임을 고려했을 때, 현재 동사의 영업가치에 대한 시장의 평가가 정확한지 의심스러운 정도로 동사의 가치는 저평가되었음을 알 수 있다.

그렇다면 동사가 기록해왔던 영업실적이 앞으로도 유지가 가능할 것인지, 혹시 심각한 위기가 찾아오지는 않을 것인지에 대해 살펴보고 시나리오 별 미래의 기업가치를 알아보도록 하겠다.

그림 1. 동사의 매출액 및 영업이익 변화 추이



자료: 동사 사업보고서



II. What is DMP? : 응용처가 다양한 만능 미디어 칩!

디지털 컨버전스화에 따른 DMP의 지속적인 성장이 예상된다

동사 매출의 약 85%를 차지하는 DMP(Digital Media Processor)는 MP3 플레이어와 같은 디지털 미디어 재생기의 멀티미디어 재생 기능을 구현하는 비메모리 반도체로 응용 분야에 따라 MAP(Multimedia Application Processor)로 불리기도 한다. 과거에는 음악 파일 청취와 외국어 학습 등 한정된 용도에 사용되었으나 MP3, 카메라, 게임기, TV와 같은 여러 기능이 복합적으로 융합되는 디지털 컨버전스화가 이루어 지면서 현재는 응용제품 군 전반에 다양하게 사용된다. 또한 멀티미디어 구현을 기본 사양으로 하는 제품이 많아짐에 따라 DMP에 대한 수요는 지속적으로 증가하고 있다.

동사의 주요제품인 DMP가 응용되는 분야는 다음과 같다.

1. PMP (Portable Multimedia Player): 휴대용 멀티미디어 플레이어

휴대용 멀티미디어의 보급화는 DMP수요의 급증을 야기했다

PMP는 휴대용 멀티미디어 플레이어를 이르는 말로 MP3와 같이 휴대성을 강조한 모든 멀티미디어 기기가 포함된다. PMP 시장은 음원 재생만을 했던 초기 iPod이 시간이 지남에 따라 비디오 재생 기능, 카메라 기능, 웹 검색 기능을 통합적으로 지원하는 만능 iPod으로 발전한 예에서처럼 오디오, 비디오, 카메라 등 기존 장비들 간의 고유 시장을 넘어 빠른 속도로 디지털 컨버전스화 되고 있는 모습을 보인다. PMP는 휴대용 네비게이션 장비인 PND(Portable Navigation Device)와 융합되면서 더욱 지능화되는 모습을 보이며 최근 들어서는 PMP와 휴대폰 시장 사이의 경계마저 허물어지는 추세에 있다.

2. 휴대폰

휴대폰은 디지털 기기 사이의 장벽을 허물며 만능화되고 있다

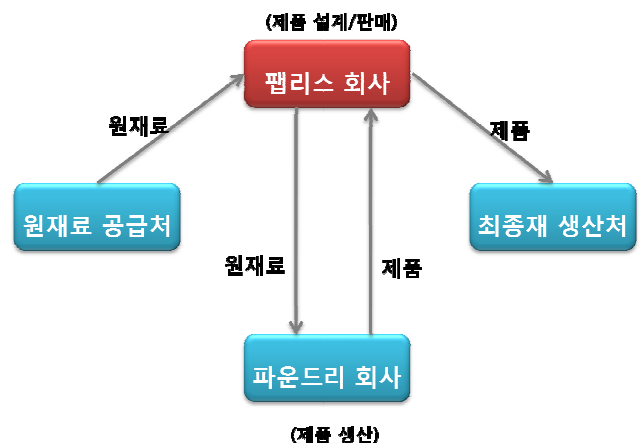
휴대폰은 개인화된 멀티미디어 기기의 가장 대표적인 제품으로 휴대폰의 디지털 컨버전스화는 보편화된 지 오래다. 통화의 착·발신, 텍스트 메시지 외에도 카메라, MP3 및 동영상 재생, 게임 등은 기본적인 기능으로 받아들여지고 있으며 무선

그림 2. 텔레칩스의 DMP



자료: 텔레칩스 홈페이지

그림 3. 팹리스 산업의 BM



자료: 리서치 5팀

고성능 · 다기능 요구에 따른 자동차/홈 오디오 시장이 확대되고 있다

전방산업별로 동일한 제품이 사용되어 재고 관리 효율이 뛰어나다

굴뚝 없는 산업에서의 치열한 경쟁은 정확한 시장수요 예측과 빠른 제품출시 만이 대안이다

인터넷의 보급을 바탕으로 한 웹 검색, 쇼핑, 금융 결제와 같은 다양한 서비스를 통합적으로 지원한다. 휴대폰 시장은 디지털 기기들 사이의 장벽을 허물며 빠른 속도로 진화하고 있다.

3. 자동차용 오디오 및 홈 오디오

자동차 업체들 사이의 치열한 경쟁은 고성능, 다기능 자동차 생산을 불러일으켰다. 이에 따른 차량용 반도체 시장은 급속한 성장세를 보이며 2000년대 들어 연간 10%의 꾸준한 성장세를 이뤄왔다. 차량용 오디오 시장은 자동차 생산자에 의해 반도체가 내부 탑재되어 출시되는 Before Market(BM)과 소비자가 차량 구매 이후 오디오 반도체를 추가로 구입하여 장착하는 After Market(AM)으로 나뉜다. 홈 오디오 시장 또한 점차 고성능화 됨에 따라 DMP 사용이 늘고 있다.

이와 같이 다양한 전방산업을 가짐으로 인해 동사의 재고관리가 안정적이다. 그 이유는 주요 판매품인 DMP칩의 활용도가 우수하기 때문이다. 동사에서 납품하고 있는 휴대폰 DMP칩, PMP, DMP칩 자동차오디오 홈 오디오 DMP칩은 동일한 제품이다. 따라서 제품을 판매할 때 동일한 최종 제품에 패키징만 다르게 하여 각각 다른 전방산업으로 판매될 수 있다. 그러기에 동사는 재고자산회전율이 우수하고, 이러한 칩의 특성으로 인해 특정 전방산업의 불황에도 큰 타격을 받지 않으면서 안정적으로 사업을 유지해 나갈 수 있다.

Ⅲ. 팹리스(Fabless)?

1. 팹리스 산업; 정확한 시장 수요 예측과 빠른 제품 출시만이 경쟁력

동사가 속해 있는 팹리스 (Fabless) 반도체 산업은 반도체의 설계와 판매 만을 전문화 한 형태로 반도체의 제조 및 생산은 외부에 아웃소싱하는 것을 특징으로 한다. 팹리스 산업은 생산시설(Fab: Fabrication Facility)을 회사 내에 보유하고 있지 않아 일명 굴뚝 없는 산업이라고 불리며 생산설비에 소요되는 막대한 투자 자본이 필요 없기 때문에 타 산업에 비해 설비투자 위험을 회피할 수 있고 상대적으로 원가관리가 용이하다는 장점이 있다. 반면 핵심 기술과 개발 인력만 보유하면 누구나 소규모로도 창업이 쉬워 진입장벽이 낮고 경쟁이 치열하다. 따라서 팹리스 산업에서는 시장 수요를 정확하게 예측하고 타 경쟁사보다 신제품을 낮은 가격에 재빨리 출시할 수 있는 능력이 요구된다.

팹리스 산업의 독특한 비즈니스 모델은 다음과 같다

1) 원재료 구입

2. 팹리스 산업의 독특한 BM

팹리스 산업은 팹리스 회사뿐 아니라 원재료 납품, 생산, 판매에 관련된 다양한 주체들이 긴밀히 연결되는 독특한 비즈니스 모델을 갖고 있다.

1) 주문과 동시에 원재료 구입: 팹리스 회사는 최종소비재를 만드는 매출처로부터 보통 1~2개월 정도 전에 주문을 받아 반도체에 들어갈 핵심 원재료를 구입한다. 동사의 경우 DMP 생산에서 저장메모리로 사용되는 SRRAM이 원재료에 해당되며 이는 피델릭스, Enable, ISSI 등과 같은 벤더를 통해 공급받는다.

2) 제조 전문 회사에서의 생산

2) 파운드리(Foundry) 회사에서 제품을 생산: 구입된 원재료는 생산을 담당하는 파운드리 회사로 옮겨진다. 반도체 산업에서 생산을 담당하는 제조업체를 파운드리 회사라고 부르는데 대규모 생산 설비를 갖춘 삼성전자, 하이닉스, 동부일렉트로닉스가 우리나라의 대표 파운드리 회사들이다. 이 과정에서 제품 생산을 담당하는 회사와의 협력이 불가피하다. 제조과정에서 제품 설계 방식에 대한 완벽한 이해가 필요하기 때문이다. 보통 파운드리 회사와의 협력을 위한 전문 엔지니어들은 모델 당 네 다섯 명쯤 배정된다. 동사의 DMP는 전량 삼성전자에서 외주 생산되고 있다. 동사의 CEO가 삼성전자 출신이라 파운드리 회사와의 커뮤니케이션이 상대적으로 용이하다는 점 외에도 한 회사와 대규모 계약을 체결함으로써 해당 생산 단가를 낮출 수 있다는 이유에서다.

3) 최종소비재 생산자에게 판매

3) 생산이 완료되면 팹리스 회사가 판매: 파운드리 회사에서 반도체 생산이 완료되면 팹리스 회사는 납품해야 할 날짜에 맞춰 매출처에 제품을 공급한다. 매출처는 주로 생산된 칩을 사용해 최종소비재를 만드는 전자회사들이다. 따라서 매출처 구성과 비중은 팹리스 회사의 제품 포트폴리오에 따라 달라질 수 있다. 동사는 삼성전자 외에도 LG전자, 필립스, 소니와 같은 글로벌 회사에게 제품을 판매하고 있으며 리스크 분산이라는 측면에서 고객을 다각화 하기 위해 노력하고 있다. 반도체 산업의 경우 기술 변화가 매우 빠른 속도로 일어나기 때문에 특정 산업이나 개별회사에 의존할 경우 회사의 안정성마저 잠식당할 위험이 있다. 매출에 있어서 중요한 부분이 바로 레퍼런스다. 최종소비재에 들어갈 주요 제품으로 한 번 계약을 맺으면 사실상 그 구성 품목을 바꾸는 것은 쉽지 않다. 따라서 대형 고객에게 납품할 주요 제품은 시장에서 약 2-3년 테스트를 거쳐 그 성능을 증명 가능해야만 한다. 시장에서의 다양한 경험과 레퍼런스가 필요한 대목이다.

IV. 성장의 과거 그리고 미래

1. 꾸준한 매출액 성장과 그 원동력

동사는 꾸준한 매출액 성장을 이어왔다.

동종 산업의 업체들이 전방산업의 편중에 따른 마이너스 성장으로 고전할 때에도 동사는 변함없이 성장세를 이어갔다. 진입장벽이 낮고 경쟁이 심한 팹리스 시장에서 동사가 매출액 성장을 지속할 수 있었던 원동력은 무엇이었을까?

성장의 원동력은 포지셔닝 능력이다

동사가 과거에 성장을 지속할 수 있었던 것은 전방산업의 변화를 예측하고 이에 적절히 대응한 포지셔닝 능력에 있다. 동사의 DMP는 다양한 디지털 미디어 기능 중 특히 음원 미디어 재생에 강점을 보인다. 사업 개황 당시의 성장은 이러한 음원 미디어 칩에 기초하여 MP3 시장에서 적절한 시기에 성공적인 포지셔닝을 이뤄냈기 때문이다. 이후 DMB(Digital Multimedia Broadcasting)시장이 성장하면서 동사는 지상파 DMB에 특화된 포지셔닝으로 또 한번의 실적을 기록한다. 당시 DMB 시장은 지상파 DMB와 위성 DMB 기술 중 어느 것이 시장 수요를 선점 할지 아무도 모르는 상황이었다. 동사는 지상파 시장의 확대를 예측, 이에 집중했고 이후 지상파 DMB가 기술 표준으로 자리매김하면서 다시 한 번 성공적인 시장 진입을 이루어 낸다.

전방 산업의 에 대한 포트폴리오를 구축하고 있다

포지셔닝과 더불어 다양한 제품 구성은 동사의 매출액 성장에 크게 기여한 요소이다. 동사는 일찍이 PMP용 DMP를 제작하여 절반 이상의 매출 비중을 차지하였다. PMP 시장에 대한 의존도가 상대적으로 높았던 동사는 2006년부터 카/홈 오디오와 휴대폰 시장의 진출을 가속화시켜 21%와 10%로 각각 매출 비중을 확대하였다. 특히 LG전자의 휴대폰 '초콜릿폰'에 DMP를 독점 공급하였고, 초콜릿폰이 히트상품이 되면서 동사는 실적 향상과 함께 매출 구조의 다각화를 이뤄낼 수 있었다. 비슷한 시기 특정 산업에 의존했던 경쟁업체 엠텍비전과 코아로직의 매출 실적이 부진했던 것을 고려할 때, 동사의 다각화된 매출 포트폴리오는 위험을 분산하는데에 긍정적으로 작용, 지속적인 경쟁우위가 될 것으로 생각된다.(그림)

2. 기존 시장의 유지와 새로운 시장의 개척

성장 추세를 이어가기 위해 노력하고 있다

동사는 과거의 성장을 지속적으로 이어가기 위한 노력과 더불어 새로운 시장 진출을 모색하고 있다. 동사의 전방산업인 PMP, 휴대폰, 자동차, 오디오 산업은 시시각각 다변화되는 양상을 보이고 있다. 최근 전방산업에서의 디지털 멀티미디어 제품은 다양한 기능이 융합되는 디지털 컨버전스화 하고 있으며 이러한 시장 추세에 적응하기 위해 동사는 다양한 기술을 응용한 신제품 개발에 주력하고 있다.



2008년 상반기 동사의 매출은 PMP 41.0%, 카/홈 오디오 12.8%, 휴대폰 42.7%로 크게 세 부분으로 이루어진다. (그림) 팹리스 시장은 전방 산업의 변화에 크게 영향을 받으므로 현재의 시장점유율을 유지하기 위해서는 미래 수요를 예측하고 기술 발전을 리드하기 위한 끊임없는 노력이 필요하다. 더불어 이에 대한 Risk를 줄이기 위해 새로운 시장의 개척이 필수적이다. 이에 따라 동사는 향후 네비게이션용 DMP와 GPS 베이스 밴드를 개발하여 전방산업에 대한 다각화를 지속해 갈 예정이다.

V. 텔레칩스 DMP의 현재와 미래

1. 불안한 휴대폰시장

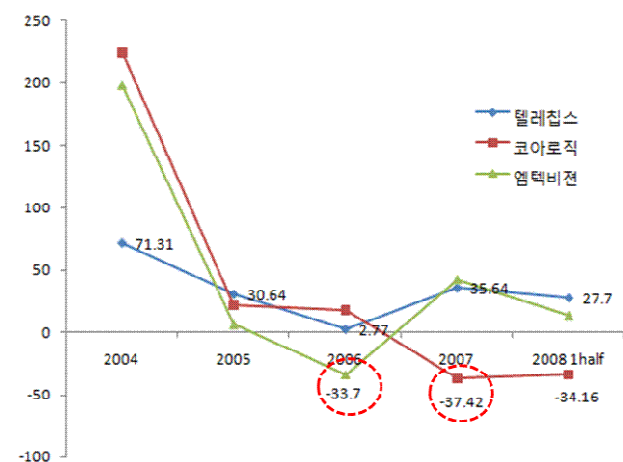
2008년 상반기 매출액은 기대에 미치지 못하였다

2008년 상반기 동사 휴대폰 시장 매출액은 당초 예상에 미치지 못하였다. 동사 전방산업의 제품 중 2006년 출시된 초콜릿 폰 이후 히트를 친 제품은 없었다. 올해 수주량도 기대에 비해 적었다. 연초 LG전자의 12개의 제품에 동사의 DMP를 납품할 예정이었으나 1분기에 2개, 2분기에 3개, 3분기에 3개 총 8개 제품에만 납품하게 되어 기대치의 75%수준에 머물렀다.

2008년 하반기에도 실적 개선될 가능성이 적다

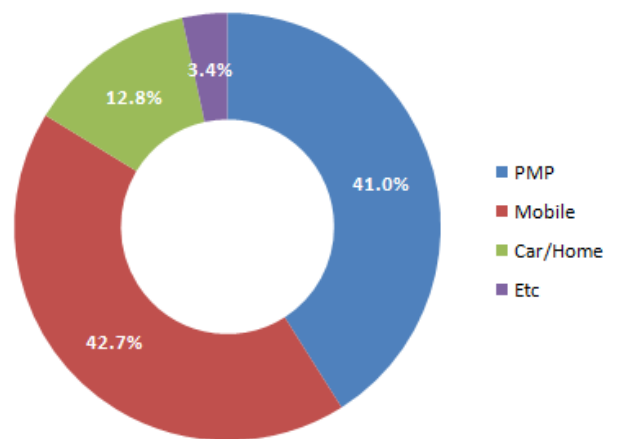
올 하반기 사정은 더 좋지 않다. 동사의 칩을 많이 사용하고 있는 펜텍은 법정 문제 등 여러 내부 이슈를 가지고 있어서 동사의 DMP 매출에 악영향을 미치고 있다. 게다가 동사의 DMP를 내장하고 있는 미국향 폰의 판매량도 적고, 단가 인하 압박을 받고 있기 때문에 동사는 DMP 휴대폰 시장 매출액 성장 기대치를 낮추었다. 또한 동사 제품을 사용하고 있는 초콜릿폰 3의 경쟁상품들에 보조금이 지급되면서 초콜릿 폰 3의 매출에 악영향을 미치고 있다. 이를 통해 휴대폰 시장에서 동

그림 4. 동종 업계 3사 매출액 증가율



자료: 리서치 5팀

그림 5. 동사 매출 비중 추이



자료: 리서치 5팀

사의 입지가 작아지고 있다. 설상가상으로 휴대폰 시장에서 동사가 주력하고 있는 하이엔드(High-end) 시장이 축소되고, 업계 동향이 로우엔드(Low-end)로 흘러가는 추세에 있어 동사 매출에 어느 정도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 LG 가 타기업에게 납품할 제품에 동사의 칩을 사용할 예정이기에 휴대폰 DMP 매출액 성장에 영향을 미칠 것이다.

2. 비슷하게 지속될 PMP시장에서 동사의 점유율

단기적으로 매출액에 큰변화가 일어나진 않을 것이다

현재 PMP시장은 진입장벽이 낮아 많은 업체들이 난무하고 있다. 또한 이후에 시장이 정리되면 수요가 감소하고 동사의 협상력이 약화 가능성도 있다. 그러나 동사는 삼성전자에 많은 물량을 수주하고 있고 판매처와의 관계에 있어서 강한 협상력을 가지고 있기에 비록 PMP시장은 좋진 않더라도 단기적으로 PMP매출에 부정적인 영향을 미치지 않을 것이다. 허나 현재 신규로 수주를 따낸 모델이 없는 상황이고, 시장 특성상 제품들이 빠르게 변화하고 있어 당사가 변화에 적절한 대응을 하지 않으면 급속도로 시장점유율을 타 업체에 뺏길 가능성이 있기에 미래에 대한 예측이 긍정적이지만은 않다.

3. 지속되리라 예상되는 카/홈 오디오의 증가세

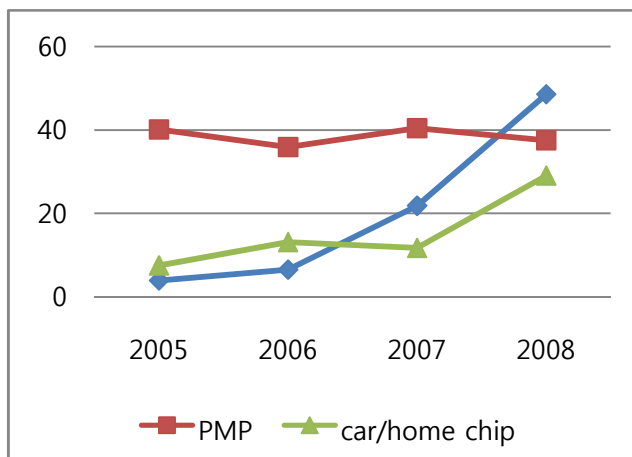
오디오 분야의 매출비중은 증가하였다

카/홈 오디오의 매출비중은 2007년에 약간 주춤하였으나 2008년 들어 그 수치는 증가하는 추세이다. 이러한 증가세는 현대자동차 Before Market에 진입하고 홈 오디오 분야 1위 업체인 CSR과 협력을 통해 일구어 냈다.

카 오디오는 마진율이 높고 이러한 추세는 계속될 것이다

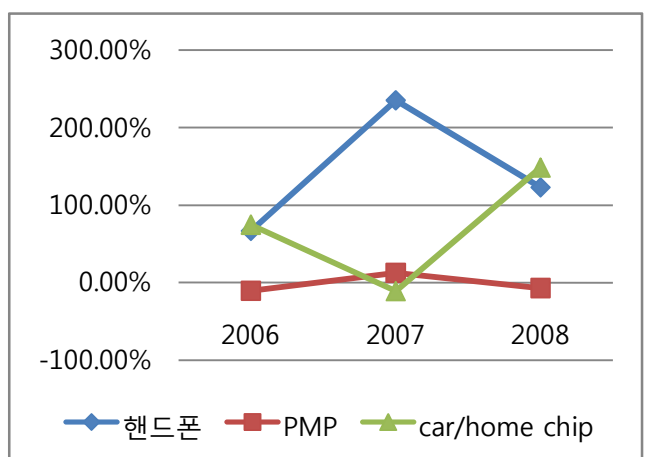
카 오디오의 경우에는 마진율이 높다. 카 오디오는 저렴한 공정을 통해 생산되고, 다른 DMP와 달리 크기를 신경 쓰지 않아도 되기 때문이다. 이러한 카 오디오의 큰 매출비중은 지속될 것이다. 그 이유로는 1) 현대 오토넷에 분기 20억 이상 연

그림 6. 동사의DMP 시장별 매출액 (단위 : 십억)



자료: Research 5 Team

그림 7. 동사 DMP 시장별 성장률



자료: Research 5 Teams

간 100~110억의 공급물량을 확대한 점 2) AM(After Market)보다 수익성이 좋은 BM(Before Market)에 집중하고 있는 점 3) 카 오디오의 신규 칩이 발매될 예정이라는 점 때문이다. 신규 칩에 대해 좀 더 자세히 알아보면 이 칩은 슬립 모드 파워이다. 즉 시동을 꺼도 돌아가는 기능을 가지고 있다. 이는 현재 시동을 틀어야만 카 오디오를 이용할 수 있다는 불편한 요소를 개선했다. 또한 멀티 디코딩으로 하나의 오디오에 2개의 플레이어를 가지고 있고 비디오 기능까지 추가 되었다. 이 칩은 내후년에 출시될 예정이다.

4. 전방산업으로부터의 영향

동사의 매출이 전방산업의 매출에 의존되는 것은 아니다.

동사의 매출은 위에서 설명한 휴대폰, PMP, 카/홈 오디오 등의 전방산업에 영향을 받는다. 그러나 주목할 부분은 전방산업의 매출 변화가 동사의 매출액에 직접적으로 큰 영향을 주지 않는다는 것이다. 특히 휴대폰의 경우, 동사의 DMP 매출은 특정 제품 혹은 제품군에 납품이 되는지에 대해 영향을 크게 받으며, 전방 산업의 매출 추이에 따라 동사의 매출이 크게 변동하지 않는 구조다. 다시 말해, 동사의 DMP 매출은 전방산업의 매출에 비해 그 규모가 작으므로 어느 정도의 영향 관계가 있을 수는 있으나 전방산업에 크게 의존되는 것은 아니다.

5. 동사의 기대주 Navi & GPS

올해 안에 GPS용 DMP가 출시될 예정이며 이를 통해 매출액이 성장할 것을 기대한다

현재 동사가 개발에 주력하고 있는 제품은 기존 DMP에 다양한 멀티미디어 기능이 대폭 개선된 칩이다. 2008년 하반기에 출시 예정인 이 DMP는 본래 동사가 정부의 GPS용 DMP 개발업체로 선정되어 50%의 개발비를 지원받아 개발을 시작했으나 GPS 뿐만 아니라 휴대폰, Portable, 자동차 오디오 등에도 모두 호환 가능한 범용 칩이다. 다만 최근 네비게이션 시스템에 멀티미디어 기능이 통합되고 있는 추세이어서 전략적으로 1차 진출 경로를 네비게이션 시장으로 설정하고 있다. 또한 2009년부터 휴대폰에 GPS 칩을 장착하는 것이 의무화되기 때문에 당사의 신제품의 파급효과가 클 것으로 기대된다. 하지만 3D 기술 등 업계에서 추가적인 기능을 요구하면서 개발과정이 늘어났고 출시 시점이 점차 지연되고 있다는 점은 부정적으로 인식되고 있다.

네비게이션 B/B와 DMP가 함께 시장에 진입하고 매출이 성장할 것으로 보인다

당사는 앞서 설명한 DMP 제품과 더불어 네비게이션 시장에 성공적으로 진입하기 위해 네비게이션용 B/B¹도 동시에 개발 중이다. 이미 출시될 DMP 제품의 기술력이 시장에서 인정받고 인지도가 높아져 있는 상황이기 때문에 네비게이션 시장로의 무난한 진입을 예상할 수 있다. 때문에 네비게이션용 B/B 제품도 DMP와 함께 시장진입과 매출성장이 가능할 것으로 보인다.

¹ Base band : 디지털 신호와 아날로그 신호를 상호 변환하는 기기

VI. 성장동력, 중국 Mobile TV 시장

당사의 단기적 성장동력은 중국 Mobile TV 시장이다

이제 당사의 성장을 이끌 수 있는 중국 시장에 대해 알아보자. 중국의 휴대폰 시장은 한 해에만 5 억대의 판매가 이루어지는 시장이다. 이런 거대한 시장에서 큰 변화가 나타날 것으로 예상되고 있다. 바로 Mobile TV 시장의 등장이라는 요소이다.

중국 휴대폰 시장은 CMMB 서비스 출시로 새로운 시장 개방을 앞두고 있다

1. 개방을 앞둔 중국 Mobile TV 시장

현재 중국 시장은 Mobile TV 서비스 공급을 코앞에 두고 있다. Mobile TV는 한국의 DMB 서비스와 같은 서비스라고 생각하면 된다. 현재 전 세계에서 Mobile TV 시장이 활성화되어 있는 시장은 한국과 일본뿐이다. 본래 베이징 올림픽에 맞추어 출시할 계획이었던 이 서비스는 표준안 결정이라는 정책적인 이유로 미루어지고 있다. 사업을 준비하면서 광전총국과 신식사업부에서 제시한 표준안이 서로 상충되었기 때문인데 최근 광전총국에서 제시한 CMMB 가 서비스 출시에 대한 준비가 앞서있어 채택될 것이 확실시되고 있다. 그리고 주요도시의 CMMB 방송망은 이미 구축되어 있고 프로그램 서비스 또한 출시되어 있는 상태이기 때문에 표준안 채택과 동시에 시장이 열린다고 예상할 수 있다.

당사는 앞선 기술 준비로 시장선점이 가능한 상황이다

2. 앞선 준비로 시장선점을 노리는 텔레칩스

당사는 경쟁업체보다 앞서 중국의 Mobile TV 시장에 주목하여 기술개발을 진행해 왔고 현재 당사의 제품을 공급하는 데는 기술적으로 문제가 없는 수준이다. 이는 주요 경쟁업체보다 6 개월 정도 앞선 기술수준이다. 또 중국 시장에서의 활발한 활동도 당사에게 유리한 점으로 작용할 것이다. 이러한 상황에서 Mobile TV의 표준안이 결정되고 시장이 열리면 당사의 매출 급증을 기대할 수 있다. 최근 광전총국에서 당사에 시범모델로 주문한 수주만도 30 만 대에 달한다는 점을 볼 때 이 시장의 규모를 충분히 인지할 수 있다.

서비스 출시 지연과 경쟁업체의 기술개발은 당사의 시장진출에 주요 변수이다

다만 Mobile TV 서비스 출시의 지연과 후발업체들의 기술개발은 동사에게 위협으로 작용한다. 현재 중국 Mobile TV 시장에서 동사의 잠재적 경쟁사는 MediaTek을 포함한 대만 업체들이다. 이 업체들은 객관적인 관점에서 가격경쟁력과 기술력 모두 당사보다 뛰어나다고 평가 받고 있다. 이 기업들도 현재 CMMB 용 반도체를 개발 중에 있으며 업계에서는 6 개월 후면 개발이 완료될 것으로 예상하고 있다. 즉 당사로서는 Mobile TV 시장 개방시기가 시장 선점의 주요 변수라고 할 수 있다.



VII. 위험 극복과 지속적 성장을 위한 역량은?

지금까지 향후 당사에 영향을 미칠 단기적 악재와 호재들을 언급했다. 이제는 마지막으로 이런 위험을 극복하고 성장을 지속할 수 있는 당사의 내부 역량에 대해 알아보겠다.

1. CEO의 역량

CEO의 역량은 당사에 큰 영향을 미친다

당사는 DMP 분야에서 세계적으로 인정받고 있는 기업이지만 아직 270 여 명의 직원을 보유하고 있는 중소기업체이다. 작은 기업일수록 CEO의 영향력이 클 수밖에 없고 당사도 마찬가지라고 할 수 있다. 엔지니어 출신인 당사의 CEO의 영향력은 크게 두 부분에서 나타나고 있다.

과거 CEO는 영업전략 부분에서 긍정적인 영향을 미쳐왔다

첫째는 당사의 뛰어난 영업전략 부분이다. 앞서 설명했듯이 당사는 작은 규모에도 경쟁사보다 전략적으로 뛰어난 측면을 보여왔다. 이는 대부분의 의사결정이 CEO에 의해 결정되는 중소기업의 특성상 CEO의 역량이라고 판단할 수 있다. 실제로 당사의 CEO는 1년 중 절반 이상을 해외에서 보내는 등 왕성한 활동을 보이고 있다. 다만 이러한 전략적 영향력이 앞으로도 기업에 이익을 줄 것이라고 생각하는 것은 위험하다.

당사와 CEO는 비용절감 측면에서 매우 보수적인 성향을 지니고 있다

향후 지속적으로 기업에 작용할 수 있는 부분은 바로 둘째 요소인 비용절감 측면이다. 당사의 자금 사용에 대한 성향은 매우 보수적이다. 200억 원 규모의 금액을 다른 투자자산이 아닌 은행에 예금해두고 있는 것만 보아도 이를 알 수 있다. 이러한 기업 성향은 매우 답답하고 부정적인 점으로 해석될 수도 있으나 이것이 철저한 비용절감 측면에서도 나타나고 있다면 분명 긍정적인 요소이다. 실제로 당사의 2008년 반기 접대비는 7,700만 원 수준으로 당사보다 매출액이 큰 경쟁사인 코아로직, 엠텍비전의 40% 이하 수준이다. 또 CEO는 해외 출장 때도 직원과 같이 여관에서 묵는다고 한다. 이러한 기업성향이 당사의 소속산업 대비 매우 높은 수준의 영업이익률과 전혀 관계가 없다고는 할 수 없을 것이다.

CEO의 높은 영향력은 향후 성장에 악영향으로 작용할 수 있다

하지만 이런 CEO의 긍정적인 영향력은 당사의 이점인 동시에 약점이기도 하다. 바로 기업의 시스템 수준이 열악하다는 것을 의미하기 때문이다. 이 문제는 매출처와 전방 산업이 다양하다는 당사의 특성상 향후 성장에 걸림돌로 작용할 수 있을 것이다.



높은 전문인력 비율은
당사의 영업력과 연결
된다

2. 충분한 Field Assistants

Field Assistants 는 고객 기업과 공동 연구를 수행하는 전문인력들을 말한다. 당사의 업무가 높은 수준의 기술을 다룬다는 특성상 수주업체와의 공동 연구는 필수적이다. 그러므로 Field Assistants 의 수는 곧 기업의 영업력과 연결된다. 당사는 직원 중 70%가 연구원으로 국내 경쟁업체보다 많은 Field Assistants 를 보유하고 있다. 이는 앞으로도 당사와 고객과의 관계에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다.



VIII. Valuation

1. DCF

동사의 기업가치는 DCF를 통해 구하였다. 사업부문별로 매출액 성장률과 영업 이익률을 추정하여 향후 5년 간의 매출액과 영업 이익을 각각 합산하였다. 동사의 매출액 성장률에 대한 전망을 달리하여 3가지의 시나리오를 구상하고 이에 따라 Valuation을 진행하였다. 3가지의 시나리오는 영업에 대한 부분을 감안하여 Bad, Normal, Good의 3가지 경우를 설정하였다.

동사가 속한 팹리스 산업은 사업의 특성 상 투하 자본에 대한 변동이 크지 않다. 따라서 매출액 대비 각각의 투하자본에 대한 비율은 지난 5년 간의 평균치를 대입하는 것이 합리적이다.

매출액대비비율	2007	적용
영업이익률	19.24%	
유, 무형자산 상각비	3.79%	3.13%
영업용운전자본	15.59%	15.26%
순유형고정자산	6.12%	7.00%
순무형고정자산	5.86%	7.61%
기타영업용순자산	5.66%	5.34%

제품의 매출 포트폴리오를 고려하여 PMP, 휴대폰, 카/홈 오디오의 세 가지와 미래 매출이 예상되는 CMMB로 나누어 매출액 성장률 및 영업이익률을 적용하였다. WACC는 동사가 무차입 경영을 하고 있기 때문에 CAPM으로 추정한 자기자본비용 12.3%를 적용하였다.

1.1 Bad case

먼저 Bad의 시나리오에서는 PMP 부문의 매출액 성장을 기대하기 어렵다는 판단으로 앞으로의 성장률을 0%로 잡았다. 단기 휴대폰 부문의 매출액 성장 전망이 어둡고 또한 변동이 심한 전방산업의 Risk를 감안하여 향후 2년 간의 매출액 성장률을 -30%로 적용하였다. 그러나 카/홈오디오 부문은 생산 구조의 개선과 현대자동차의 신제품에 50%를 납품하고 있는 등의 긍정적인 요소가 존재하므로 향후 3년 간의 매출액 성장률을 20%, 10%, 5%로 적용하였다. 더불어 보수적인 접근으로 중국 CMMB 부문에서의 실패를 가정하고 매출액을 0으로 산정하였다. 또한 팹리스 시장에서 동종업체들의 성장이 극심하게 변동하는 것을 감안하여 이에 대한 Risk를 고려하였다. 이에 따라 영구 성장률은 0%, PV of TV도 0의 수치를 적용하

였다. 그리고 동사가 면세효과를 받고 있다는 점을 적용하여 2011년까지의 법인세율을 5%로 설정하였다.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	84,100,413	75,929,217	69,908,704	68,362,388	65,530,835	63,005,356
매출액성장률(PMP)		-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
매출액(FMP)	41,461,504	37,315,353	33,583,818	30,225,436	27,202,893	24,482,603
매출액성장률(휴대폰)		-30.0%	-30.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(휴대폰)	21,866,107	15,306,275	10,714,393	10,714,393	10,714,393	10,714,393
매출액성장률(카/홀 오디오)		20.0%	15.0%	10.0%	0.0%	0.0%
매출액(카/홀 오디오)	11,774,058	14,128,869	16,248,200	17,873,020	17,873,020	17,873,020
매출액성장률(CMMB)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(CMMB)	0	0	0	0	0	0
매출액성장률(기타)		2.0%	2%	2%	2%	2%
매출액(기타)	8,998,744	9,178,719	9,362,293	9,549,539	9,740,530	9,935,341
가중평균성장률		-9.7%	-7.9%	-2.2%	-4.1%	-3.9%
예상EBIT	16,176,789	11,389,983	1,398,174	1,367,248	1,310,617	1,260,107
NOPLAT	16,176,789	10,819,913	1,328,265	1,298,885	1,245,086	982,884
(+)유,무형자산 상각비	3,184,104	2,376,584	2,188,142	2,139,743	2,051,115	1,972,068
총현금유입	19,360,893	13,196,498	3,516,408	3,438,628	3,296,201	2,954,951
영업용 운전자본	13,112,582	11,586,798	10,668,068	10,432,100	10,000,005	9,614,617
순유형고정자산	5,146,393	5,315,045	4,893,609	4,785,367	4,587,158	4,410,375
기타 영업용 순자산	4,763,756	4,054,620	3,733,125	3,650,552	3,499,347	3,364,486
IC	23,022,731	20,956,464	19,294,802	18,868,019	18,086,510	17,389,478
예상ROIIC(평균)	56.3%	49.2%	6.6%	6.8%	6.7%	5.5%
예상ROIIC(기초)	62.8%	47.0%	6.3%	6.7%	6.6%	5.4%
IC증가액		(2,066,267)	(1,661,662)	(426,783)	(781,509)	(697,032)
(+)유,무형자산 상각비		2,376,584	2,188,142	2,139,743	2,051,115	1,972,068
총투자액		310,317	526,481	1,712,360	1,269,607	1,275,036
예상 FCFF		12,886,181	2,989,927	1,725,669	2,026,594	1,679,916
할인기간		0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
현재가치		12,160,061	2,512,437	1,291,264	1,350,354	996,762

현재가치의 합	18,310,878
PV of TV	0
현금 + 시장성유가증권	38,103,279
비영업용자산	347,420
Value of the Firm	56,761,577
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	56,761,577
발행주식수	10,088,930
희석주식수	
목표주가	₩ 5,626
현재주가	₩ 7,140
기대수익률	-21%

이상 Bad case의 가정을 대입해본 결과 목표주가 5,626원에 수익률 -21%가 도출되었다.

1.2 Normal & Good case

먼저 Normal & Good case의 매출액 성장률과 영업이익률에 관한 시나리오는 공통적으로 설정하였다. Normal & Good case에서의 차이는 팹리스 시장의 리스크에 대하여 5년 후 동사가 지속적으로 영업을 이어 나갈 수 있는지를 판단하여 가정을 달리 하였다. 이에 따라 지속적인 영업을 불가능한 Normal case에서는 PV of TV를 0로, 영업을 이어가는 상황인 Good case에서는 PV of TV를 정상적으로 산정하였다.

시나리오 상 PMP 부문의 매출액은 기존의 매출액을 유지한다는 가정으로 연구 성장률인 2%를 적용하였다. 휴대폰 부문의 매출액은 단기적인 성장이 어두우나 과거 성장 추세를 감안했을 때 미래에도 이와 같은 성장을 이룰 가능성이 존재함을 가정하였다. 따라서 단기인 2008년의 매출액 성장률은 -10%, 이후 3년째부터 성장세로 돌아설 것을 예상하여 각각 5%, 10%, 10%를 적용하였다. 카/홈 오디오 부문은 성장의 가능성을 가정하여 Bad case와 같은 수치를 산정하였다. 또한 중국 CMMB 부문에서는 사업이 성공했다는 가정 하에 매출액을 10억 규모로 설정하였다. 그리고 시장 유지를 감안하여 향후 연구 성장률을 적용하였다.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	84,100,413	85,277,819	98,426,538	102,285,310	106,520,284	111,032,076
매출액성장률(PMP)		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(FMP)	41,461,504	42,290,734	43,136,548	43,993,279	44,879,265	45,776,850
매출액성장률(휴대폰)		-10.0%	0.0%	5.0%	10.0%	10.0%
매출액(휴대폰)	21,866,107	19,679,497	19,679,497	20,663,471	22,729,819	25,002,800
매출액성장률(카/홈 오디오)		20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
매출액(카/홈 오디오)	11,774,058	14,128,869	16,248,200	17,873,020	18,766,671	19,705,004
매출액성장률(CMMB)		0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(CMMB)	0	0	10,000,000	10,200,000	10,404,000	10,612,080
매출액성장률(기타)		2.0%	2%	2%	2%	2%
매출액(기타)	8,998,744	9,178,719	9,362,293	9,543,539	9,740,530	9,935,341
가중평균성장률		1.4%	15.4%	3.9%	4.1%	4.2%
예상EBIT	16,176,789	14,497,229	17,716,777	18,411,356	19,173,651	19,985,774
NOPLAT	16,176,789	13,772,368	16,830,938	17,490,788	18,214,969	18,986,485
(+)유,무형자산 상각비	3,184,104	2,669,196	3,080,751	3,201,530	3,334,085	3,475,304
총현금유입	19,360,893	16,441,563	19,911,689	20,692,318	21,549,054	22,461,789
영업용 운전자본	13,112,582	13,013,395	15,019,890	15,608,738	16,254,995	16,943,495
순유형 고정자산	5,146,393	5,969,447	6,889,858	7,159,972	7,456,420	7,772,245
기타 영업용 순자산	4,763,756	4,553,836	5,255,977	5,462,036	5,688,183	5,923,113
IC	23,022,731	23,536,678	27,165,725	28,230,746	29,399,598	30,644,853
예상ROIC(평균)	56.3%	59.2%	66.4%	63.1%	63.2%	63.2%
예상ROIC(기초)	62.8%	59.8%	71.5%	64.4%	64.5%	64.6%
IC증가액		513,947	3,629,047	1,065,021	1,168,853	1,245,254
(+)유,무형자산 상각비		2,669,196	3,080,751	3,201,530	3,334,085	3,475,304
총투자액		3,183,143	6,709,797	4,266,551	4,502,938	4,720,558
예상 FCFE	13,258,421	13,201,891	16,425,767	17,046,116	17,741,231	17,741,231
할인기간		0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
현재가치		12,511,326	11,093,556	12,290,890	11,358,113	10,526,587

현재가치의 합	57,780,472
PV of TV	0
현금 + 시장성유가증권	38,103,279
비영업용자산	347,420
Value of the Firm	96,231,171
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	96,231,171
발행주식수	10,088,930
희석주식수	
목표주가	₩ 9,538
현재주가	₩ 7,140
기대수익률	34%

Normal case의 가정을 대입해본 결과 목표주가 9,538원에 수익률 34%가 도출 되었다.

[Good case]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	84,100,413	85,277,819	98,426,538	102,285,310	106,520,284	111,032,076
매출액성장률(PMP)		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(PMP)	41,461,504	42,290,734	43,136,548	43,993,279	44,879,265	45,776,850
매출액성장률(휴대폰)		-10.0%	0.0%	5.0%	10.0%	10.0%
매출액(휴대폰)	21,866,107	19,679,497	19,679,497	20,663,471	22,729,819	25,002,800
매출액성장률(카/홀 오디오)		20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
매출액(카/홀 오디오)	11,774,058	14,128,869	16,248,200	17,873,020	18,766,671	19,705,004
매출액성장률(CMMB)		0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(CMMB)	0	0	10,000,000	10,200,000	10,404,000	10,612,080
매출액성장률(기타)		2.0%	2%	2%	2%	2%
매출액(기타)	8,998,744	9,178,719	9,362,293	9,549,539	9,740,530	9,935,341
가중평균성장률		1.4%	15.4%	3.9%	4.1%	4.2%
예상EBIT	16,176,789	14,497,229	17,716,777	18,411,356	19,173,651	19,985,774
NOPLAT	16,176,789	13,772,368	16,890,938	17,490,788	18,214,969	18,986,485
(+)유, 무형자산 상각비	3,184,104	2,669,196	3,080,751	3,201,530	3,334,085	3,475,304
총현금유입	19,360,893	16,441,563	19,911,689	20,692,318	21,549,054	22,461,789
영업용 운전자본	13,112,582	13,013,395	15,019,890	15,608,738	16,254,995	16,943,495
순유형고정자산	5,146,399	5,969,447	6,889,858	7,159,972	7,456,420	7,772,245
기타 영업용 순자산	4,763,756	4,563,836	5,255,977	5,462,036	5,688,183	5,929,113
IC	23,022,731	23,536,678	27,165,725	28,230,746	29,399,598	30,644,853
예상ROIC(평균)	56.3%	59.2%	66.4%	63.1%	63.2%	63.2%
예상ROIC(기초)	62.8%	59.8%	71.5%	64.4%	64.5%	64.6%
IC증가액		513,947	3,629,047	1,065,021	1,168,853	1,245,254
(+)유, 무형자산 상각비		2,669,196	3,080,751	3,201,530	3,334,085	3,475,304
출투자액		3,183,143	6,709,797	4,266,551	4,502,938	4,720,558
예상 FCF		13,258,421	13,201,891	16,425,767	17,046,116	17,741,231
할인기간		0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
현재가치		12,511,326	11,093,556	12,290,890	11,358,113	10,526,587

WACC	12.30%
연구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	63.24%
FCFF추정(2단계)	18,386,040
Terminal Value	178,517,935
현재가치의 합	57,780,472
PV of TV	105,921,883
현금 + 시장성유가증권	38,103,279
비영업용자산	347,420
Value of the Firm	202,153,054
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	202,153,054
발행주식수	10,088,930
희석주식수	
목표주가	₩ 20,037
현재주가	₩ 7,140
기대수익률	181%

Good case의 가정을 대입해본 결과 목표주가 20,037원에 수익률 181%가 도출 되었다.

2. PBR-ROE valuation

추가적인 벨류에이션 방법으로 예상 ROE 를 추정하여 적정 PBR 을 측정, 적정 주가를 도출하는 방법을 사용하였다. 아래 표는 예상 ROE 와 ROE 가 지속될 수 있는 기간별 예상 순자산가치를 추정한 것이다.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10%	781	860	946	1,041	1,146	1,262	1,390	1,531	1,686	1,858
15%	817	939	1,080	1,240	1,425	1,637	1,879	2,157	2,475	2,840
20%	853	1,022	1,224	1,465	1,751	2,093	2,499	2,981	3,555	4,238
25%	888	1,108	1,380	1,716	2,131	2,644	3,276	4,056	5,017	6,201
31.5%	934	1,224	1,599	2,084	2,711	3,521	4,567	5,915	7,654	9,894
35%	959	1,289	1,728	2,309	3,078	4,096	5,442	7,220	9,568	12,669
40%	995	1,385	1,921	2,655	3,659	5,033	6,910	9,475	12,976	17,754
50%	1,066	1,586	2,346	3,457	5,076	7,434	10,869	15,868	23,141	33,718

아래 표는 위에서 추정된 예상 순자산가치의 현가와 현재 시가총액이 같다는 가정 하에 측정한 ROE, 기간별 예상 PBR 값이다. 현재 동사의 PBR 은 1.0 을 기준으로 20% 구간을 나타낸 것이 붉은 색 띠이다. 즉 아래의 표에서 동사의 향후 ROE 가 20% 수준으로 3 년간 지속될 수 있다고 예측한다면 동사의 현재 적정 PBR 은 1.37 로 추정할 수 있다. 이는 현재 PBR 의 20% 구간 밖에 있는 수치로 현재 동사의 가치가 저평가되어 있다고 볼 수 있는 것이다. 참고로 동사가 상장한 이후 기간인 3 년 평균 ROE 는 30%를 웃도는 수준이다.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10%	0.98	0.96	0.94	0.92	0.90	0.89	0.87	0.85	0.84	0.82
15%	1.02	1.05	1.07	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20	1.23	1.25
20%	1.07	1.14	1.22	1.30	1.38	1.47	1.56	1.66	1.76	1.87
25%	1.11	1.24	1.37	1.52	1.68	1.86	2.05	2.26	2.49	2.74
31.5%	1.17	1.37	1.59	1.84	2.14	2.47	2.85	3.29	3.79	4.37
35%	1.20	1.44	1.72	2.04	2.43	2.87	3.40	4.02	4.74	5.59
40%	1.25	1.55	1.91	2.35	2.88	3.53	4.32	5.27	6.43	7.83
50%	1.34	1.77	2.33	3.06	4.00	5.22	6.79	8.83	11.47	14.88

이제 앞서 DCF Model 에서 가정한 수치를 적용하여 동사의 향후 5 년간 ROE 를 추정해보았다. 앞으로 동사의 당기순이익은 세후영업이익과 같다고 가정하였고 이를 예상 순자산가치에 적용하여 ROE 를 추정하였다.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상EBIT(1-T)		137.7	168.3	174.9	182.1	189.9
예상순자산가치	710 억	848	1,016	1,191	1,373	1,563
예상ROE		17.7%	18.1%	15.8%	14.2%	12.9%
기대시총	875 억					

현재가	7,140	PBR	괴리율
적정가	8,675	1.23	21.5%
Top	10,410	1.48	45.8%
Bottom	6,940	0.99	-2.8%

이러한 계산 결과 적정 PBR 은 1.23, 적정 주가 8,675 원, 안전마진 21.5%라는 결과가 도출되었다.

구분	제 10 기 반기	제 9 기	제 8 기	제 7 기	제 6 기
[유동자산]	69,936	61,922	37,151	40,073	24,960
· 당좌자산	58,684	51,460	29,273	29,561	18,250
· 재고자산	11,252	10,462	7,878	10,512	6,710
[비유동자산]	20,918	18,024	21,062	8,894	5,816
· 투자자산	348	348	5,247	262	487
· 유형자산	5,329	5,146	3,327	869	605
· 무형자산	6,347	4,926	5,013	3,447	1,825
· 기타비유동자산	8,894	7,604	7,475	4,316	2,899
자산총계	90,854	79,947	58,213	48,967	30,776
[유동부채]	10,952	10,706	7,180	9,424	4,144
[비유동부채]	3,939	2,841	2,014	1,756	1,025
부채총계	14,891	13,547	9,194	11,180	5,169
[자본금]	5,044	5,025	4,129	4,034	4,020
[자본잉여금]	9,055	8,983	9,432	9,140	9,114
[자본조정]	627	613	609	368	61
[기타포괄손익누계액]	57	14	-5	43	
[이익잉여금]	61,180	51,765	34,854	24,201	12,412
자본총계	75,963	66,400	49,019	37,786	25,607
매출액	45,623	84,100	62,000	60,329	46,178
영업이익	8,501	16,177	11,464	11,495	7,092
계속사업이익	10,336	17,841	12,220	11,291	6,284
당기순이익	11,123	18,150	11,862	12,344	6,420