

커지는 시장에서 점유율을 높인다.

BUY

Valuation

Target Price: 13,271
Price: 8,550
Margin of Safety: 55%

MktCap.(100mn): 1018

ROE: 19.04%

ROA: 14.47%

Op.Magin: 10.97%

PER: 6.90

PBR: 1.31

Dividend Yield: 3.07%

Major Sh.Holder:

임종관 33.01%

● ODD용 Motor부문 세계 1위

동사는 입력신호(Pulse)당 회전각도가 정해져 있어 위치를 제어할 수 있는 Stepping Motor를 주력으로 생산하는 업체이다. 동사는 데스크탑용 Stepping Motor는 70%를, 노트북용 Stepping Motor는 30%를 점유하고 있고 전체 ODD용 Motor부문 세계 시장을 55% 점유하고 있는 세계 1위 업체이다. 확대되고 있는 노트북용 Stepping Motor 시장점유율, 자회사의 실적호전과 자동차 Module, 디지털 카메라 등 신규 제품도 꾸준한 매출로 세계 1위의 위치를 굳건히 지킬 것으로 전망된다.

● 시장의 확대+ 엔고로 인한 수출경쟁력 확보+ 점유율 확대

PC 시장에서 현재 노트북 판매량이 데스크 탑 판매량을 앞서 나감에 따라 노트북용 Slim ODD 시장이 확대되고 있다. 더욱이 엔고 현상으로 경쟁사인 Sankyo 보다 높은 수출경쟁력을 확보하면서 양분화 되어 있는 ODD 세계 시장에서 급격히 점유율을 높일 수 있었다. 이러한 세 가지 긍정적 요소가 합쳐지며 2008년 매출액과 영업이익률이 상승하는 모습을 보이고 있다.

● 양호한 실적을 보이고 있는 자회사, 하이소닉

동사가 45.2% 지분을 소유하고 있는 하이소닉은 고화소 휴대폰 카메라의 Auto Focusing 기능을 구현하는데 필요한 actuator를 생산하고 있으며 현재 국내 1위 업체이다. 고화소 폰의 출시가 늘어나고, AF actuator 채택율도 높아지면서 실적이 호전되었고, 이에 따라 동사의 지분법이익도 크게 늘어났다. 또한 IPO를 계획하고 있어 이는 동사의 추가상승의 촉매 역할을 할 것으로 판단된다.

기업분석 3팀
 윤원식, 송민철, 유슬아,
 신태현, 박종진



I. Introduction

ODD 용 Stepping Motor 부문 세계시장점유율 1위 업체 모아텍

모아텍은 Stepping Motor 전문제조업체로 세계시장점유율 1위 이다.

모아텍은 1989년 3월 법인설립 이후 국내 최초로 PM TYPE의 Stepping Motor를 개발하여 생산했다. FDD용 Stepping Motor를 시작으로 CD-ROM, DVD Drive용 Stepping Motor, BLDC Motor, AFS Actuator 등을 개발했다. 현재는 데스크탑용 ODD, 노트북용 ODD에 적용되는 Stepping Motor를 주력으로 생산하고 있으며, 그 외 자동차용, 디지털카메라용, 사무기기용 Motor도 생산하고 있다. 20년 간 전문적으로 Stepping Motor를 생산해 오면서 HLDS, TSST, 삼성전자, LG 전자 등의 대기업에 안정적으로 납품해 오고 있고, 이를 바탕으로 시장점유율을 높여 현재 ODD 용 Stepping Motor 부문 세계시장점유율 55%로 세계 1위로 올라섰다.

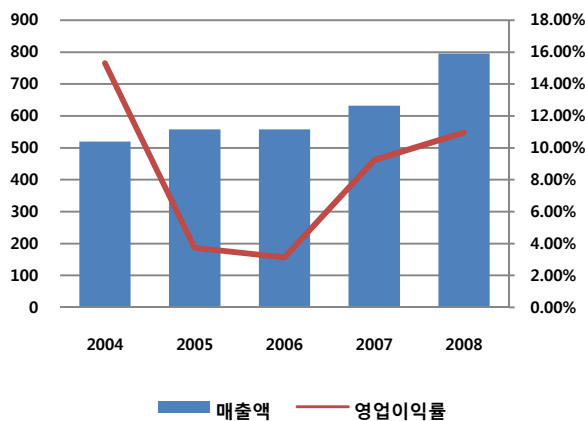
2005년, 2006년 실적이 악화되었지만, 2007년부터 실적이 개선되며 양호한 실적을 이어나가고 있다.

동사는 꾸준한 매출액 성장을 이어왔고, 현재 1168억 매출을 달성했다. 영업이익률도 2004년 이전에는 15% 이상의 영업이익률을 유지했지만, 2005년과 2006년부터 Stepping Motor시장에 수많은 업체들이 등장하면서 경쟁이 심화되고, PC 시장이 침체되면서 이에 따라 매출액도 미미하게 성장했으며 영업이익률은 크게 하락했다. 하지만 시장에 진입했던 업체들은 기술적 우위와 납품업체를 찾지 못하면서 도산했고, DC Motor를 대체하면서, 노트북용 ODD 수요가 늘어나면서 영업이익률이 상승하기 시작했고, 매출액도 다시 증가하기 시작했다.

Stepping Motor에 집중하고 있고, Stepping Motor를 다양한 분야에 적용하고 있다.

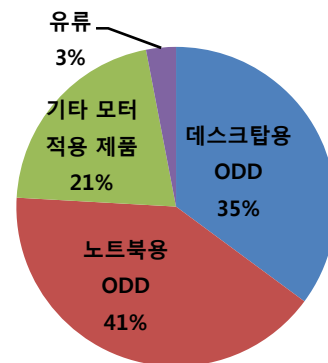
현재 동사는 Stepping Motor에 집중하고 있어 Stepping Motor를 이용한 제품의 매출액이 전체 매출의 97%를 차지하고 있으며 3%는 유류사업에서 매출을 기록하고 있다. Stepping Motor는 ODD, 사무기기, 디지털카메라, 가전제품, 자동차 등 다양한 분야에 적용하고 있고 각 분야별로 양호한 실적을 거두고 있다.

그림 1. 매출액, 영업이익률 추이



자료: 모아텍 IR자료

그림 2. 매출비중



자료: 모아텍

I. 사업분석

주력상품 Stepping Motor 소개

Stepping Motor는 초 정밀 작동을 원하는 전자기기 산업에 꼭 필요한 부품이다.

Stepping Motor는 일반Motor의 회전특성에 비해 입력신호(Pulse)당 회전각도가 정해져 있어 위치 제어용으로 적합한 특성을 가지고 있다. 일종의 디지털 제어방식의 기기로서 일반적인 아날로그 전원보다는 디지털 형식에 적합하여 구동 메커니즘, 자기회로의 구조기기에 전기회로가 부착되어 있어 다른 Motor가 할 수 없는 특수한 기술을 가지고 있다. 특별히 초정밀을 요하는 자동차 모듈, 디지털카메라, PC, 노트북, 프린터, 가정용·사무용 자동화기기에 쓰이기 때문에 시장 규모확보 및 성장 가능성이 매우 높다.

D/C Motor vs Stepping Motor

Stepping Motor는 기존에 사용하던 직류전동Motor에 비해 성능, 가격면에서 장점을 가지고 있다

기존에 컴퓨터용 ODD(Optical Disk drive)에 사용하던 직류전동Motor(D/C Motor)는 토크나 속도를 제어하기가 쉬우며, Motor를 구동하기 위한 구동 시스템(컨버터)을 간단하게 구성할 수 있다. 하지만 한 쪽 방향으로 계속 돌아가며 작동하는 방식이고, 정밀한 작업능력에서 Stepping Motor에 미치지 못한다. 따라서 컴퓨터용 ODD에 Stepping Motor를 사용할 경우 설계가 간단해지고, 가공비를 절감할 수 있으며, 불량률을 줄일 수 있고, A/S도 쉬워진다.

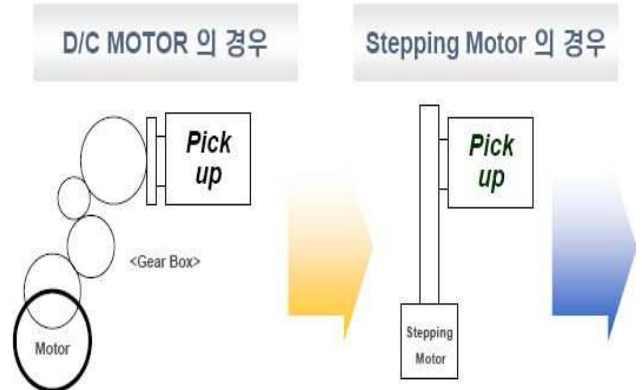
그림 3. Stepping Motor, D/C Motor 비교



구분	D/C MOTOR	Stepping Motor
정지 시 역회전	필요	불필요
위치제어	보정 필요	보정 필요 없음
구동회로설계	복잡	단순
구조	복잡	단순

자료: 모아텍 IR자료

그림 4. Stepping Motor의 장점



자료: 모아텍

모아텍의 제품 매출구성 비율

노트북용 ODD에 쓰이는 Stepping Motor 판매 증가에 따른 매출액 증가가 기대된다.

2008년도 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 두 부분은 데스크탑 ODD용 Motor와 노트북 ODD용 Motor이다. 그 중 가장 큰 변화는 노트북 ODD용 Motor의 판매 비중이다. 그 이유는 08년 DCMotor에서 Stepping Motor로의 전환이 노트북 용에서 이루어 졌기 때문이다. 그림 7과 그림 8에서 나와 있듯이 세계적으로 노트북의 판매량이 늘어 날 것으로 예상이 되고 ODD의 출하량도 늘어나는 것으로 보아 노트북용에서의 채택은 꾸준히 이루어 질 것으로 보인다. 단위당 판매마진도 데스크탑 ODD용 Motor에 비해 높아 이익구조도 개선시키고 있다. 더욱이 2009년도를 기준으로 노트북의 생산량이 데스크탑의 생산량을 넘어설 것으로 기대되면서 노트북 ODD용 Motor의 생산이 보다 더 늘어날 것으로 예상된다. 따라서 2007년 31.03%를 차지하고 있던 노트북 ODD용 Motor 매출 비율이 2008년 40.6%로 증가했고 또한 2009년도에는 49.6%까지 확대될 것이다.

그림 5. 2008년 제품매출구성비율

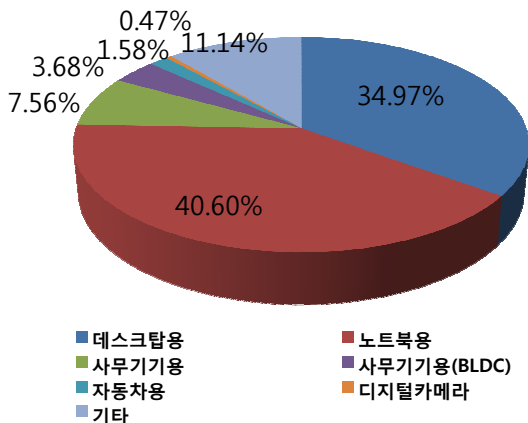
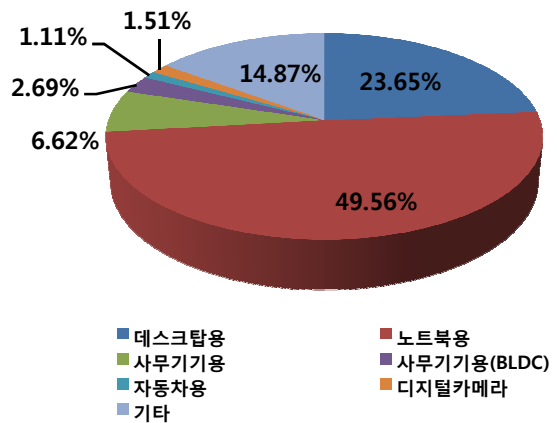


그림 6. 2009년 예상 제품매출구성비율



자료: 모아텍

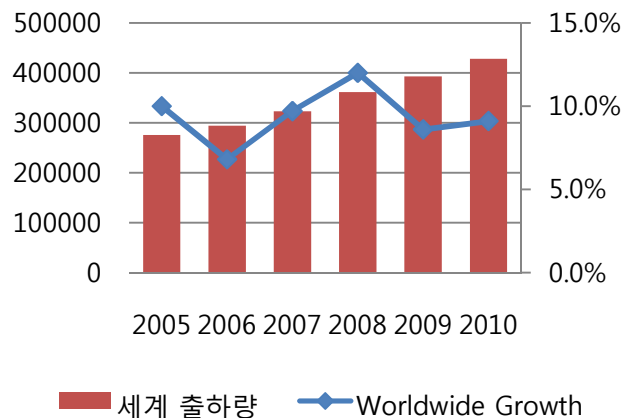
자료: 모아텍

그림 7. 데스크탑과 노트북 생산량 추이



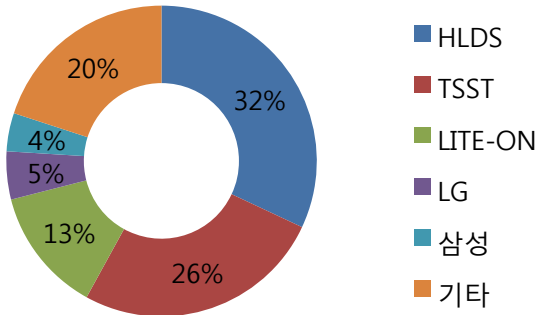
자료: Gartner

그림 8. Odd부분 세계 출하량 추이 및 예상



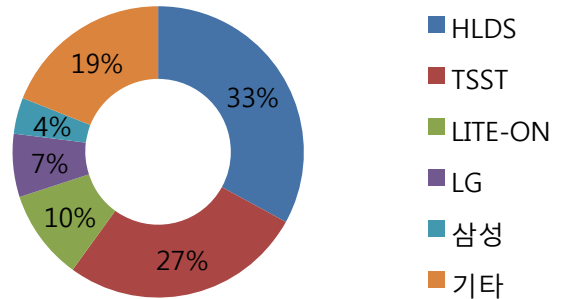
자료: Digtme Research, January 2008

그림 9. 2008년 납품업체 구성비율



자료: 모아텍

그림 10. 2009년 예상 납품업체 구성비율



자료: 모아텍

납품업체 상황

세계적인 ODD생산 업체들에 납품을 하고 있어 납품량이 안정적으로 증가하고 있다.

동사의 주요 고객사로는 전세계 ODD 1~3위 업체인 HLDS(Hitachi-LG Data Storage), TSST(Toshiba-Samsung Storage Technology), PBDS(전LITE-ON)와 삼성전자, LG 전자가 있다. 이들 상위 5개사의 전세계 ODD 매출액 비중은 80% 수준으로 매우 안정적인 매출처를 확보하고 있다.

기타 부문 - 다양한 분야에 적용되는 동사의 Motor

동사의 Motor는 다양한 분야에 적용되고 있다.

동사의 Stepping motor 와 기타 motor 들은 ODD, 사무용품 외에도 다른 분야에 다양하게 적용되고 있다. 에어컨, 냉장고 등의 가전제품, 디지털카메라, 자동차, 의료기기 등에 적용되고 있고, 매출액도 증가하는 추세에 있다.

자동차, 디지털카메라 용 Motor 매출액이 소소하지만 증가하고 있다.

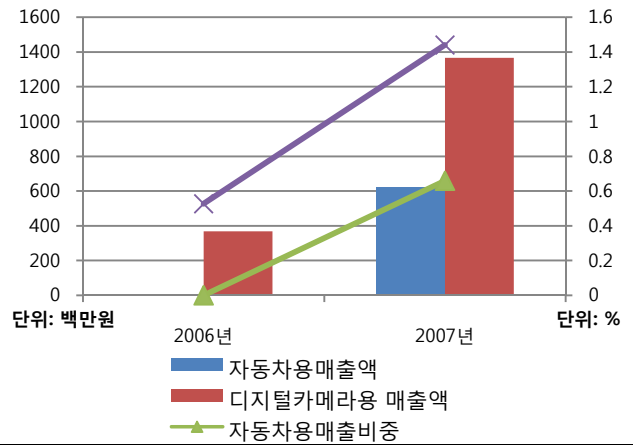
자동차에 적용되는 Motor 는 에어컨 온도조절에 사용되는 In car 센서용 Motor 와 헤드라이트를 좌우로 움직일 수 있는 AFS(Adaptive Front-Light System)용 Motor 가 있다. In car 센서용 Motor 는 현재 GM 과 Nissan 에 납품하고 있고, AFS 는 현대자동차의 제네시스 모델에 장착될 예정이다. 디지털카메라에는 손떨림 방지 목적으로 Stepping Motor 가 400 만 이상의 고화소 디지털 카메라에 적용을 할 수 없는 DC Motor 를 대체하고 있으며 향후 카메라 화소가 높아질 것으로 보여 Stepping Motor 의 필요성도 높아질 것으로 판단된다. 또한 그 외에 냉장고에는 냉매제어밸브가, 의료기기에는 Stepping Motor 가 적용되고 있다.

그림 11. 다양한 분야에 적용되는 동사의 Motor



자료 : 모아텍

그림 12. 자동차, 디지털카메라 매출액, 매출비중 추이



자료 : 모아텍

기타 분야의 매출액 증가 비중이 매우 적어 큰 의미를 부여할 수는 없다.

가전, 디지털카메라, 자동차용 Motor 매출액이 매년 꾸준히 증가하고 있지만 동사의 매출액에서 매우 적은 비중을 차지하고 있기 때문에 큰 의미를 부여할 수는 없고, 다만 동사의 제품이 다양한 분야로 적용이 가능하고, 이러한 가능성은 향후 추가에 긍정적인 요소로 작용할 것으로 기대된다.

II. 경쟁사 분석

동사의 경쟁 위치

동사는 세계점유율 55%로 현재 Stepping Motor 부분에서 1위를 달리고 있다.

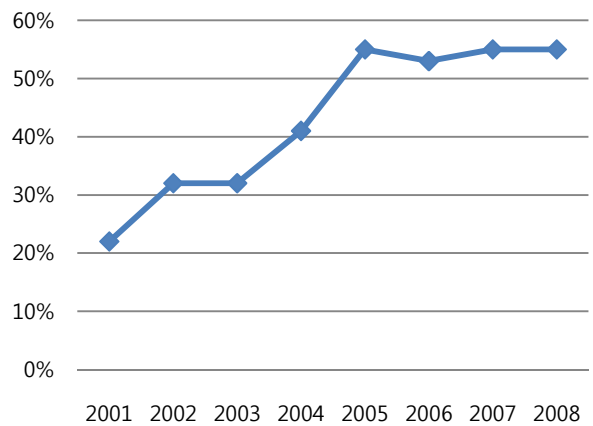
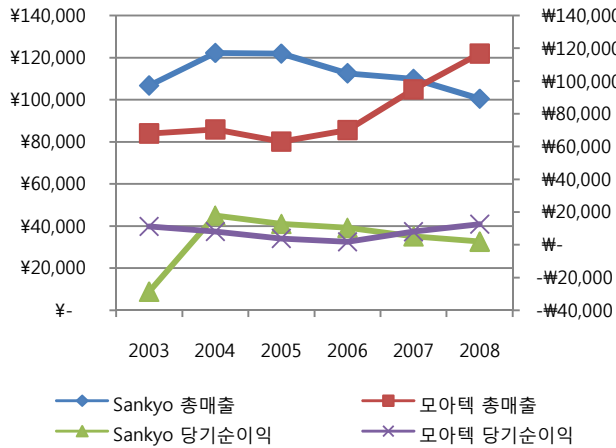
전체 매출의 97%를 차지하는 Stepping Motor 부분에서 동사는 2008년 기준 시장점유율 55%로 세계시장 1위를 달리고 있다. 동사의 Stepping Motor 주 적용분야는 PC용 ODD시장으로 데스크탑용 ODD시장에선 세계점유율 70%를 기록중이고, 노트북용 ODD의 경우 2007년 10% 수준에서 2008년 35% 까지 점유율을 끌어올렸다. 미세함이 중점사항인 Stepping Motor의 특징상 특별한 기술적 능력이 요구되고 생산설비 구축하는 데에 고정비가 많이 들어가기 때문에 신입업체들의 진입이 어려운 산업특성이 있다. 이로 인해 Stepping Motor 시장은 현재 세계 1위 기업인 동사와 일본의 Nidec-Sankyo사가 양분하여 과점을 형성한 상태로 동사 입장에서 경계해야 될 경쟁업체의 수는 제한적이라 할 수 있다.

주요 경쟁사 : Nidec-Sankyo

동사, Nidec-Sankyo는 과점시장을 형성하고 있다.

Sankyo-Seiki사로 시작하여 1982년부터 Stepping Motor 판매를 시작, 2003년 10월, 각종 소형 Motor 제작업체인 일본의 Motor 전문 기업인 Nidec 그룹에 자회사로 편입되면서 사명을 Nidec-Sankyo로 변경하였다. 동사와 경쟁하는 Stepping Motor를 비롯하여 각종 actuator 및 소형Motor들을 생산하는 electronic

그림 13. 동사, Nidec-Sankyo의 매출액 및 순이익 추이 그림 14. 시장점유율 추이



자료: 모아텍, Nidec-Sankyo, Research team 3

자료: 모아텍, Research team 3

components부서는 그 규모가 2008년 3월 기준 매출액은 790억 엔으로 전체 매출의 약 73.4%를 차지하고 있다. 현재 동사와 Stepping Motor 시장에서 과점을 이루고 있으며 최근 엔화강세에 따른 경쟁력 약화와 모아텍의 선전으로 매출 및 순이익이 감소하는 추세에 있다. 동사의 주력 분야인 ODD용 시장 이외에도 앞으로 성장가능성이 대두되는 디지털카메라 및 자동차용 Stepping Motor 시장에서 이미 입지를 확보한 기업이기에 때문 앞으로의 행보가 주목된다.

Nidec-Sankyo는 엔화 강세 현상으로 매출과 순이익이 감소하고 있다.

2009년 현재 달러에 비해 원화대비 더욱 강세를 보이는 엔화 초강세 현상에 따라 Nidec-Sankyo사의 가격경쟁력이 동사에 비해 많이 약화된 상태이고, 이러한 엔화강세 현상이 지속될 경우 Sankyo사와의 현재의 과점경쟁 시장에서 동사가 독보적인 위치를 보다 빠른 시기에 점할 것으로 판단된다.

Ⅲ. 원재료 및 환율 효과

동사는 외환에 의한 영향을 원재료 및 개당 가격에서 받는다.

동사는 수출 비중이 75% 이상을 차지 하고 있어 환율 변동에 직접적인 영향이 매우 크다. 이러한 영향을 받는 부분은 제품단가와 원재료로 나누어 생각할 수 있으며, 이 두 가지를 나누어 동사의 매출 및 영업이익을 나누어 분석해 보았다.

기타가 80%를 차지하여 정확한 원재료 가격 변화 효과를 설명하기 어렵다.

먼저 원재료 부분의 환율 효과는 다음과 같다. 동사는 현재 매출액 대비 83% 정도를 매출 원가로 지불 하고 있고, 동사가 사용하는 원재료는 SHAFT, MAGNET, FRAME 및 기타가 있다. 하지만 동사의 제품이 여러 가지이며 원재료에서 기타가 차지하는 부분이 80%로 정확한 원재료 가격의 변화 효과를 설명하기에는 자료가 불 충분하였다.

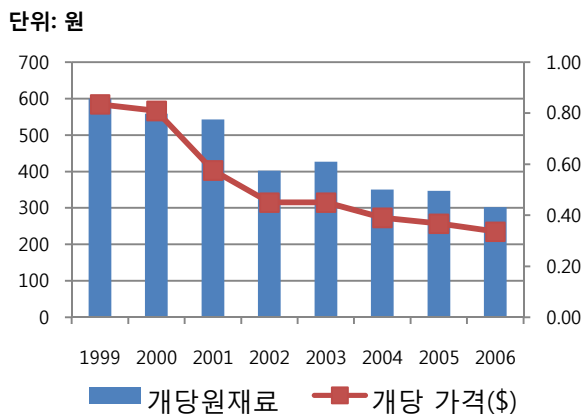
개당 매출 원가는 개당 가격과 거의 비슷하게 움직인다고 할 수 있다.

하지만 2007 년 및 2008 년을 제외한 (고부가 가치 상품의 개발 및 판매 시작 시점) 1999 년부터 2006 년까지의 한 개당 들어가는 매출 원가의 비중을 조사하였다. 그와 더불어 개당의 가격을 달러로 표시하였다. 그 이유는 1999 년부터 2006 년 까지 개당 매출원가가 줄어들었는데 그 변화량이 개당 가격의 변화량과 어느 정도 연계가 되어 있는지 알아 보기 위해서 이다. 상관 관계의 분석결과 0.9453 로 강한 양의 상관 관계를 보이고 있다. 즉, 개당 매출 원가가 줄어 드는 영향은, 개당 가격이 줄어 드는 만큼의 효과와 차이가 없다고 말 할 수 있다. 따라서 영업이익에 관한 측면은 원자재 가격의 변화에는 큰 영향이 없음을 확인 할 수 있다. (그림 11 에서 개당의 가격을 달러로 하고 개당 원재료 비용을 원으로 계산 한 것은 동사는 원재료의 95%를 국내에서 조달 하며 개당의 가격은 수출 비중이 크므로 개당 가격이 해외의 가격에 의해서 결정 되기 때문이다.)

동사는 환율에 의하여 영업 이익률에 큰 영향을 받을 수 있다.

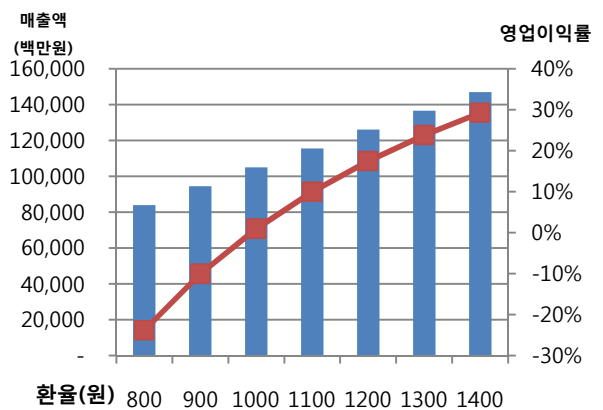
가격 부분에 대한 환율 효과는 환율에 대한 예측이 어려운 관계로 환율이 100 원이 변할 시에 동사의 영업 이익률에 미치는 영향을 계산 하여 앞으로의 환율 변화에 대한 영업이익률의 변화를 기대해 보았다. 그 결과 100 원의 환율이 변할 때 마다 영업 이익률은 7% 정도의 변화를 가져 왔다. 하지만 분석 시, 동사의 모든 부분 매출이 달러로 배출 되었을 때를 가정하였으며, 따라서 과대 평가 된 측면이 크다. 따라서 이에 대한 것을 감안한다면 환율 100 원의 변동에 대한 동사의 영업 이익률 민감도는 약 5%정도로 예상 할 수 있다.

그림 15. 개당 원재료 및 개당 가격



자료: 동사 사업 보고서, 리서치 3팀

그림 16. 환율에 따른 매출액 및 영업 이익률



자료: 동사 사업 보고서, 리서치 3팀

IV. 자회사 분석 : 하이소닉

2006년 인수 이후 안정적인 재무구조와 꾸준한 이익을 보이고 있다.

2006년 동사가 인수한 자회사인 하이소닉은 최근 VCM기반 핸드폰 카메라용 Actuator를 개발하여 지속적으로 매출을 올리고 있는 업체이다. 하이소닉에서 출시하고 있는 제품들은 고화소 카메라 모듈에서 사용되는 Auto Focusing용 Actuator들이며 현재 고화소 카메라 채용이 늘고 있는 현재 전년('07)대비 매출, 영업익, 당기순이익이 80%, 72%, 245%가 증가하는 모습을 보이고 있다. 동사는 약 45.2%의 지분을 보유하고 있으며, 2010년중 IPO나 모회사 흡수 합병이 거론되고 있다.

2008년 하이소닉으로 인한 동사의 지분법 이익 및 자본변동이익은 약 10억원 가량으로 2006년 인수 이후 꾸준한 성장세를 보이고 있으며 동시에 안정적인 재무구조를 보이고 있다..

그림 17. 매출 및 이익률 분석

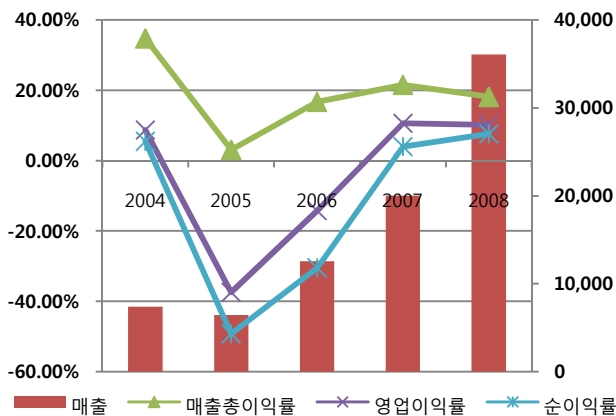
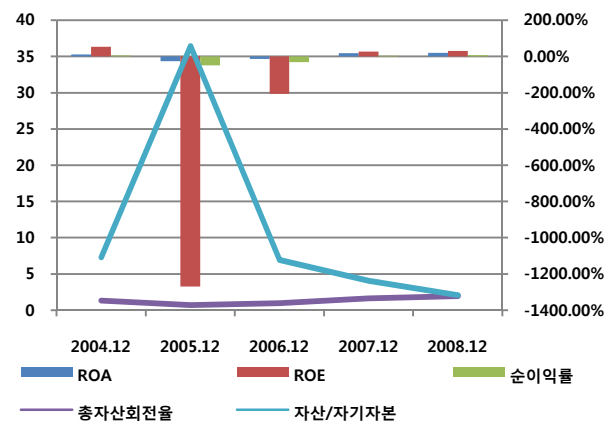


그림 18. 자산대비 이익률 변화



자료 : 모아텍, Research 3 Team

자료 : 모아텍, Research 3 Team

그림 19. 현금흐름분석

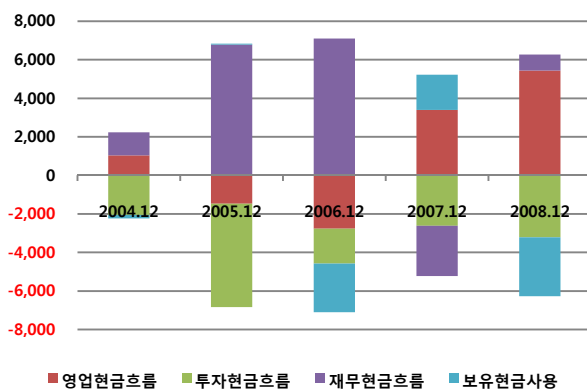
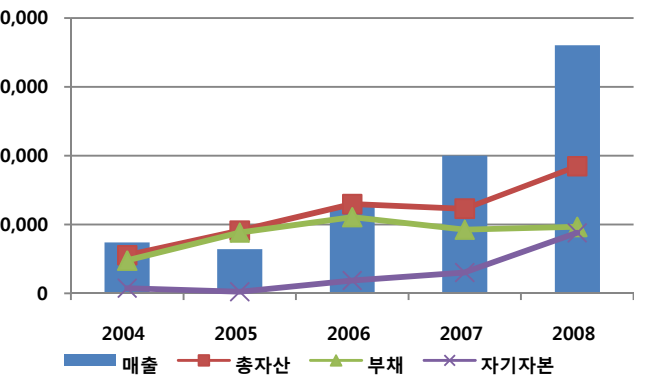


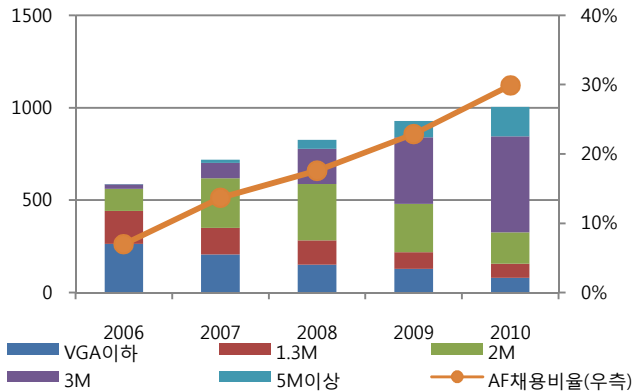
그림 20. 자본구성 분석



자료 : 모아텍, Research 3 Team

자료 : 시큐리티 월드

그림 20. 카메라별 화소수 및 AF 채용 전망



자료 : TSR, 대우증권, 전자부품연구원

그림 21. Actuator별 특성 비교

	Voice Coil Motor (VCM)	DC Motor	Step Motor	PWM+ DC Motor	Piezo Motor
Cost	Lowest	Medium	Low	Medium	Low or Medium
Size	Small	Medium	Largest	Medium	Small
Position Feedback	Need	Need	No	Need	Need
Speed	10ms	20ms	100ms	20ms	3ms
Noise	Low	Low	High	High	Low
Gears	None	YES	None	YES	None

자료 : 시큐리티 월드

VCM Auto Focusing Actuator

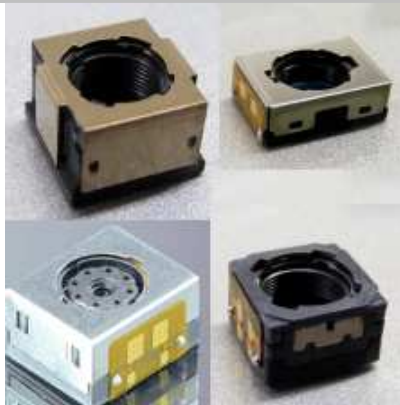
VCM Actuator 시장은 꾸준히 성장할 것으로 예상된다.

하이소닉에서 출시하고 있는 Auto Focusing Actuator는 핸드폰용 고화소 카메라 모듈에 적용되는 부품으로 피사체와의 거리에 따라 초점을 자동으로 조절하는 기능을 하고 있다. 현재 200만화소급 이상의 제품 군에 널리 채택되고 있으며 핸드폰에 채택되는 카메라의 화소수가 높아짐에 따라 하이소닉의 매출 또한 꾸준히 성장할 것으로 예상된다.

AF Actuator는 다양한 기술 및 경쟁사가 혼재하나 동사제품이 가진 경쟁력이 돋보인다.

현재 하이소닉에서 출시하고 있는 VCM기술 기반의 Actuator는 노키아, 삼성, LG 등 대다수의 휴대폰업체에서 채택하고 있으며, 하이소닉의 제품들은 LG이노텍 및 삼성테크윈 등의 카메라 모듈업체로 납품되고 있다. 현재 Auto Focusing Actuator 분야는 다양한 기술이 시도 되고 있으며, 그 중 핸드폰용 카메라 모듈의 특성상 작은 크기의 제조가 가능한 VCM방식과 Piezo방식의 주류를 이룰 것으로 예상된다. 국내외에서 휴대폰 카메라용 Actuator를 개발하고 있는 회사는 일본업체인 Sankyo社를 비롯하여 자화전자, 피에조테크놀로지, 쿠스코엘비 등이 있다.

그림 22. 하이소닉의 AF Actuator 제품



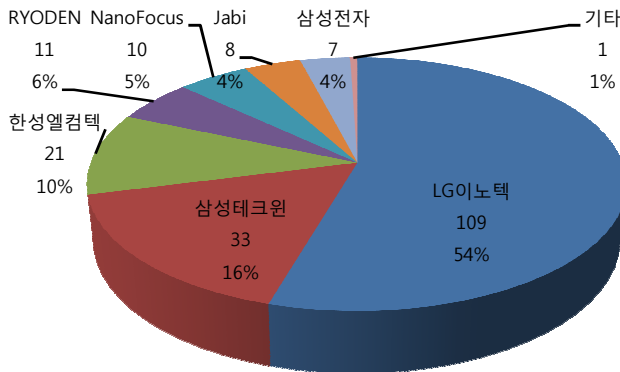
자료 : 모아텍, Research 3 Team

그림 23. 하이소닉 제품이 채택된 핸드폰



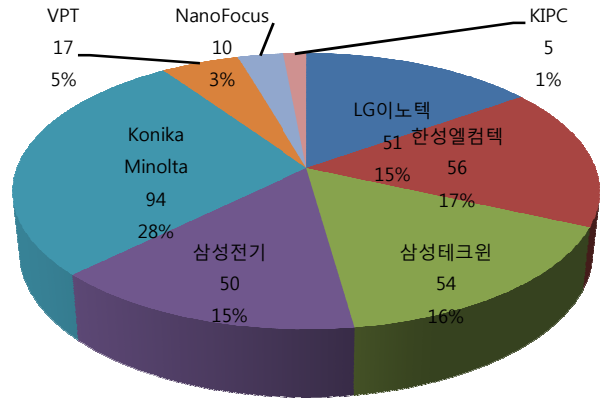
자료 : 모아텍, Research 3 Team

그림 24. 하이소닉의 2007년 매출처



자료 : 모아텍, 지안리서치

그림 25. 하이소닉의 2008년 매출처



자료 : 모아텍, 지안리서치

시장 수요의 증대와 매출처 다변화로 안정성과 성장성이 확보되고 있다.

현재도 소형화 이슈 뿐만 아니라 정밀도 높은 Focusing을 위해 다양한 기술들이 시도되고 있는 상황인 관계로 각 경쟁사간의 가격적, 기술적 우위나 향후 예측은 어려운 편이나 고화소의 Auto Focusing 모듈의 채택이 빠른속도로 증가하고 있어 타사와의 경쟁으로 인한 영향에 비해 하이소닉의 외형적 성장이 빠른속도로 이루어 질 것으로 예상된다. 또한 특정업체에 집중되어 있던 매출처가 다변화되고 있어 매출의 변동성이 감소할 것으로 보인다.

V. 위험요소

감소하는 출하량과 정체된 점유율?

출하량의 감소와 점유율 정체는 노트북용 모터 매출의 증가와 데스크탑용의 감소에 의한 것으로 동사의 경쟁력 한계를 점치기엔 무리가 있다.

동사의 세계시장점유율은 2001년 22% 수준에서 비약적인 성장을 거쳐 2005년 55%를 기록한 뒤 2008년 현재까지 같은 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 2006년 이후 줄어드는 출하량과 50%대에서 정체된 시장점유율은 동사의 성장성에 의문을 갖게 할 것이다. 과연 이 사실이 어떤 의미를 갖는 지 하나씩 분석해 보았다.

그림25의 매출분류를 살펴보면, 노트북용 스테핑 모터의 매출규모가 늘고 있고 반면 2007년 이후 데스크탑용 모터의 매출비중이 줄어드는 것을 볼 수 있다. 노트북용 스테핑모터에 적용되는 모델은 slim-ODD 스테핑모터로 데스크탑에 탑재되는 ODD용 모터에 비해 개당 단가가 높다. 즉, 노트북용 모터의 증가와 데스크탑용 모터의 감소는 동사의 출하량에 있어서 마이너스 효과를 가져오지만 이것이 매출의 감소를 뜻하는 것은 아니다. 그림 25에서 보는 바와 같이 매출의 규모는 증가세를 보이고 있다.

그림 26. 점유율과 매출분포 (단위: \$1,000)

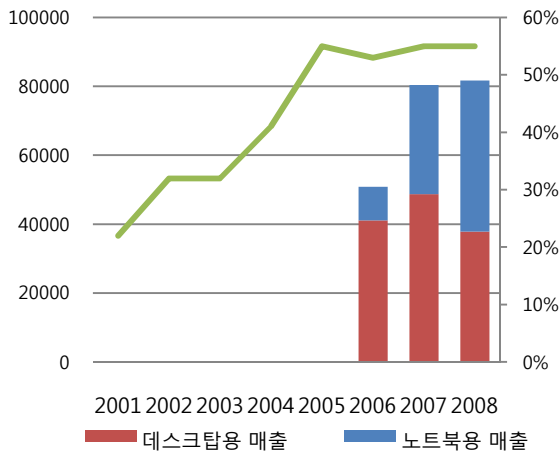
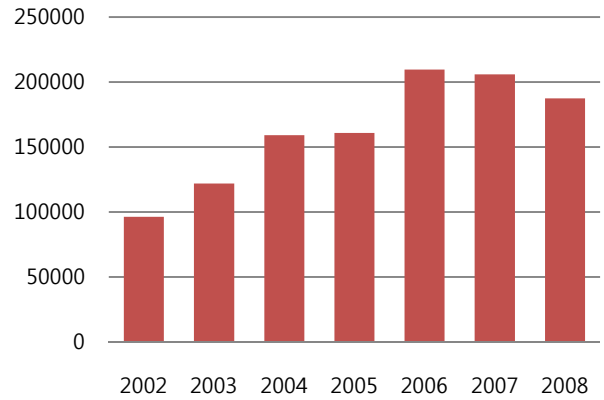


그림 27. 출하량 (단위: 천개)



자료: 모아텍, Research team 3

자료: 모아텍, Research team 3

2005년 이후 50%대로 정체된 시장점유율 또한 노트북용의 증가와 데스크탑용의 감소 효과에 의한 것으로 보고 있다. 동사의 데스크탑용 모터 점유율은 2008년 70%로 1위를 지키고 있다. 반면 노트북용의 경우 2007년 10%에 이어 2008년 35%를 기록하며 점유율이 성장하고 있다. 그림7에서 보듯이 현재 노트북의 생산대수는 데스크탑의 생산대수를 추월하고 있는데, 동사의 새로이 증가하는 점유율 분야(노트북용)가 기존의 높은 점유율 분야(데스크탑)의 감소량에 의해 상쇄되면서 이것이 동사의 시장점유율을 50%대에 머무르게 하는 요인이 되었다고 판단된다. 즉, 시장에서의 노트북과 데스크탑 생산비율 조정에 의한 영향일 뿐, 전년도에 비해 3배 이상 증가한 노트북용 모터 점유율을 볼 때, 경쟁사 대비 동사의 경쟁력이 한계에 도달했다고는 볼 수 없다.

엔화 환율 변동

동사는 엔화강세에 따른 이득을 보고 있지만, 환율효과만이 유일한 경쟁력은 아니다.

미래 예측이 어려운 외환시장에서 엔화변동은 분명 동사에 예측 불가능한 리스크로 작용할 것이다. 현재 동사는 동사의 가장 큰 경쟁사인 일본 Nidec-Sankyo 에 대하여 엔화강세에 따른 이득을 보고 있다. 데스크탑용에 비해 점유율이 약한 편이었던 노트북용 모터 부분에서 전년 대비 점유율 증가세를 보일 수 있었던 이유도 엔화강세에 따른 가격경쟁력 강화에 어느 정도 기인한다고 볼 수 있다.

그러나 동사의 경우 단순히 낮은 가격만을 무기로 경쟁하기 보다는, 품질 및 수율, 해외생산에 따른 원가개선 등의 여러 노력을 지속하고 있어, 앞으로 이러한 외부적인 변화에 적절히 대응할 것으로 예상된다. 특히 환율이 낮았던 2007 년에도 높은 영업이익률을 보였던 점 등으로 미루어 볼 때 동사의 경쟁력을 가늠해 볼 수 있다.

V. Valuation

밸류에이션은 절대적 평가 방법을 사용하였고, 산출된 기업가치를 바탕으로 적정 가격을 제시하였다.

영업 이익률

영업이익률은 05, 06 년에 걸친 시장 경쟁에서 살아남으며 3%대에서 08 년 10%대를 이루었다. 이는 경쟁이 심화되기 전 16%를 상회하는 수치에는 미치지 못하지만 시장이 성숙기에 접어들어 다시 16%가 되리라고는 생각되지 않는다. 현재 스텝핑 모터시장이 2 개사가 과점을 이루고 있는 상황이지만, 환율의 변동과 노트북 시장 확대에 따른 제품가격 인하가 개별부품에도 영향을 미칠 수 있어 매년 조금씩 감소시켰다.

매출액 성장률

동사의 매출액 성장률은 부문별로 파악하여 합하였다. 핵심인 노트북 ODD 용 모터매출액은 현재 모아텍과 과점을 이루고 있는 Sankyo 가 엔화 강세와 높은 고정비로 성장세가 주춤한 상태이다. 이번 기회는 모아텍의 시장점유율을 높일 수 있는 기회이지만 잠식할 수 있는 점유율을 추정하기에 어려움이 있다. 따라서 노트북 ODD 용 모터매출액 성장세는 리서치 기관인 Gartner 에서 발표한 2013 년까지의 노트북시장 성장세와 환율효과를 보수적으로 적용하였다. 데스크탑 ODD 용 모터는 전세계 데스크탑 수요량 증가율이 거의 없는 상황에서 제품 단위당 마진이 좋은 노트북용 ODD 모터 생산비율을 늘리는 전략에 맞춰 줄어든다고 가정했다. 기타 스텝핑 모터와 유류의 매출은 전체 매출에서 차지하는 비중이 작고, 총액의 변화가 미미하여 고정값으로 설정하였다.

절대적 가치 평가

영구 성장률, 한국시장 프리미엄, 한계조달금리, 3 년 만기 국고채

세계적인 경기 침체 및 금융위기와 한국의 GDP 성장률이 둔화된 상황을 감안하여 영구성장률은 보수적으로 보아 0%로 설정하였다. 한국 시장 프리미엄은 7.38%로 적용하였다. 한계 조달금리 설정은 현재 이자발생 부채가 없으므로 0%로 설정하였다. 3 년 만기 국고채 금리는 한국은행이 발표한 4 월 2 일의 수익률인 3.87%를 적용하였다.



매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013
영업이익률	10.97%	9.00%	8.54%	8.21%	7.95%	7.65%
유,무형자산 상각비	1.48%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%
영업용운전자본	16.32%	18.65%	18.65%	18.65%	18.65%	18.65%
순유형고정자산	9.13%	11.88%	11.88%	11.88%	11.88%	11.88%
순무형고정자산	1.32%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
기타영업용순자산	-0.94%	-1.20%	-1.20%	-1.20%	-1.20%	-1.20%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	116,832,057	117,843,820	124,652,250	127,658,266	129,283,438	130,243,271
매출액성장률(데스크탑 ODD 모터)		-26.0%	-8.0%	-6.0%	-2.0%	-2.0%
매출액(모터)	41,583,000	30,771,420	28,309,706	26,611,124	26,078,902	25,557,324
매출액성장률(노트북용 ODD 모터)		20.0%	16.0%	7.0%	3.0%	2.0%
매출액(노트북)	48,282,000	57,938,400	67,208,544	71,913,142	74,070,536	75,551,947
매출액성장률(그외모터)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(그외모터)	29,134,000	29,134,000	29,134,000	29,134,000	29,134,000	29,134,000
가중평균성장률		-26.0%	-8.0%	-6.0%	-2.0%	-2.0%
예상 EBIT	12,813,821	10,605,944	10,645,302	10,480,744	10,278,033	9,963,610
NOPLAT	9,571,924	8,272,636	8,303,336	8,174,980	8,016,866	7,771,616
(+)유,무형자산 상각비	1,731,154	2,093,555	2,214,511	2,267,914	2,296,786	2,313,838
총현금유입	11,303,078	10,366,192	10,517,846	10,442,894	10,313,652	10,085,454

WACC	9.09%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2 단계)	20.42%
FCFF 추정(2 단계)	7,771,616
Terminal Value	85,456,219

현재가치의 합	18,571,820
PV of TV	55,301,135
현금 + 시장성유가증권	26,172,702
비영업용자산	21,029,238
Value of the Firm	121,074,895
(-)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	121,074,895
발행주식수	9,123,558
희석주식수	
목표주가	₩ 13,271
현재주가	₩ 8,550
기대수익률	55%

자기자본비용	9.09%
1년치일별베타	0.70820
한국시장프리미엄	7.38%
3년만기국채수익률(연평균)	3.87%

WACC	9.09%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	78,006,421
한계조달금리	0.00%

구분	수치	비고
1987년 평균지수	417.6	한국 증권 거래소 홈페이지
2008년 평균지수	1529.5	
시장프리미엄	7.38%	21년간 지수수익률의 기하평균 및 한국 시장 알파

	목표가	기대수익률
8%	14,526	70%
9%	13,366	56%
10%	12,443	46%
11%	11,691	37%
12%	11,067	29%

VI. Appendix

손익계산서				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	631	700	949	1,168
매출원가	558	632	795	972
매출총이익	73	68	154	196
판매비 및 일반관리비	49	46	66	68
인건비	15	15	19	23
감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	1	2	2	2
기타판매비 및 일반관리비	7	6	15	17
영업이익	24	22	88	128
영업외손익	22	2	16	39
이자수익	7	8	7	12
이자비용		0		
외환차손익	-2	-3	-0	24
외화환산손익	-2	-3	1	16
지분법이익	13	4	2	4
기타영업외손익	1	1	10	7
세전계속사업이익	46	24	104	167
법인세비용	8	7	25	43
계속사업이익	38	17	79	125
중단사업이익				
당기순이익	38	17	79	125
EPS (원)	474	205	1,010	1,308
수정 EPS			1,007	1,306

대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	496	451	610	629
현금등가물 및 단기금융상품	216	125	216	223
시장성유가증권	38	20	21	31
매출채권	176	232	277	266
재고자산	41	51	80	83
비유동자산	211	289	276	343
투자자산	87	159	146	210
유형자산	106	108	103	107
무형자산	12	16	16	15
자산총계	708	740	886	972
유동부채	117	179	207	177
매입채무	96	118	129	87
단기차입금				
유동성장기차입금				
비유동부채	24	27	24	22
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	141	206	230	198
자본금	50	54	54	60
자본잉여금	107	107	108	110
이익잉여금	575	534	610	718
자본조정	-148	-145	-102	-125
자본총계	567	534	655	774

현금흐름표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동현금흐름	57	45	49	108
당기순이익	38	17	79	125
비현금수익비용가감	3	24	28	40
유형자산감가상각비	13	14	13	13
무형자산상각비	1	2	3	4
퇴직급여	3	3	4	5
외화환산손익	0	5	0	0
지분법평가손익	-13	45	49	108
기타	-0	-46	-41	-90
영업활동으로인한 자산부채변동	15	4	-58	-57
투자활동현금흐름	-37	-6	-65	-67
유형자산 투자	-14	-19	-10	-18
유형자산 처분	0	0	2	1
무형자산 증감	-9	-8	-3	-4
투자자산 증감	-5	-70	11	-32
기타	-9	90	-64	-15
재무활동현금흐름	-45	-46	43	-33
장단기차입금증가	-0	0	0	0
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의 지급	-21	-4	-4	-10
기타	-24	-42	47	-23
기타현금흐름	0	0	0	0
순현금흐름	-25	-7	27	8
기초현금	51	25	18	45
기말현금	25	18	45	53

주요투자지표				
(%,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률	-10.5%	11.0%	35.5%	23.1%
EBITDA 성장률	-68.2%	0.1%	176.4%	40.3%
EBIT 성장률	-78.1%	-7.0%	299.0%	46.2%
총자산성장률	0.0%	4.6%	19.7%	9.8%
Profitability Ratios				
매출총이익률	11.5%	9.7%	16.2%	16.8%
EBITDA 마진률	5.9%	5.4%	10.9%	12.4%
EBIT 마진률	3.7%	3.1%	9.2%	11.0%
세전계속사업이익률	7.2%	3.4%	10.9%	14.3%
당기순이익률	6.0%	2.5%	8.3%	10.7%
Stability Ratios				
부채비율	24.9%	38.5%	35.2%	25.6%
순부채비율	-44.7%	-27.2%	-36.2%	-32.8%
유동비율	425.1%	252.3%	294.8%	356.1%
당좌비율	389.7%	223.7%	256.3%	309.3%
이자보상배율		2319.7		
Performance Ratios				
ROE	6.6%	3.2%	13.3%	17.5%
ROA	5.3%	2.4%	9.7%	13.4%
ROIC	12.8%	7.9%	24.3%	31.7%
Per Share Ratios				
수정 EPS	288	134	663	1,049
주당순자산	4,316	4,488	5,501	6,498
주당현금흐름	394	254	798	1,194
주당배당금	100	50	195	215