2010년 04월 16일

네오피델리티(101400)

HOLD

아직은 곤란하다. 정말, 조금만 기다려달라.

v 세계 1위, 따라올 테면 따라와봐!

- R&D업체로써 음향분야 전문인력을 통한 꾸준한 기술 개발 중
- 기술력, 세계적인 반도체 회사인 STM과 TI도 감히 못 넘본다.
- 세계에서 가장 작고 음질이 좋은 앰프 칩 제작 가능.
- 고정소수점을 넘어선 부동소수점 연산방식 도입으로 차별화

v 우리는 세계 1, 2위와 함께 간다.

- 삼성전자와 LG전자가 생산하는 평판TV 다섯 대 중 네 대에 장착!
- 설계 과정 및 사후관리까지 함께 참여하며 안정적인 파트너십 구축
- 제대로 된 선점효과를 통해 진입장벽이 매우 높다.
- LED TV시장의 성장세를 타고 양사와 함께 동사의 매출 증가 할 것

v 디지털방송의무화, 시장은 커진다.

- 각국의 디지털방송의무화와 함께 Full-Digital 앰프의 필요성 대두
- Full-Digital 앰프의 채택률이 급격히 증가 될 것
- 브라운관 TV -> 평판TV시장 트렌드, 동사의 매출확대에 기여

적정주가:
15,399원
현재주가:
11,700원 (04/16 기준)
상승여력: 32%

시가총액	437억원
ROE	34.6%
ROA	18.6%
영업이익률	9.05%
배당수익률	1.24%
P/E Ratio	9.30
P/B Ratio	2.62

주요주주:
이덕수: 21.10%
2004KIF-동양IT전문투자조합: 5.65%

외국인취득률: 0.19%

SMIC 리서치 1팀
팀장 장해수
팀원 김수정
권기홍
김종빈
유호상

0. 소리도 디지털이다.

0.1. Intro - 소리의 기술발전은 끝나지 않았다.

디지털 신호로 처리되는 소리는 음질이라는 측면에서 아날로그와 비교 했을 때 뒤쳐진다고 할 수 있다. 물론, 다른 오디오적 장점이 있기는 하지만 소리의 복원과 재생이라는 측면에서 완벽한 현실의 소리를 재생해주지 못하는 것은 분명하다.

하지만 소리에 있어서 아날로그에서 디지털 신호로의 전환의 문제점은 대부분 해결 되었다. 현재 많은 소리 구현의 기능들은 IC칩 하나로 해결 되며 음질 면에 있어서 사람의 귀로 구분할 수 없는 수준에 이르렀다. 모든 기술은 인류가 원하는 방향으로 발전하기 마련인데 현재의 음질이 이미 우리의 귀를 충분히 만족시키기 때문에 대부분의 사람들은 소리에 있어서 더 이상의 기술적 발전은 없다고 말한다. 하지만 그렇다고 해서 기술발전이 끝난 것은 절대 아니다.

동사는 앰프 칩 분야에 있어서 꾸준히 기술개발을 해온 Case이다. 그 덕분에 평판TV가 디자인을 고려해 스피커를 뒤쪽에 장착함으로써 음질에 문제가 생기게 된 문제를 효과적으로 해결해 줄 수 있었고 이를 통해 시장에 진입할 수 있었다. 앞으로도 이러한 환경상의 문제들이 생길 수 있을 것이다.

기술의 발전은 항상 원하는 것만을 향해서 이루어지는 것만은 아니다. 동사의 예처럼 예상치 못하는 문제를 만났을 때 그것을 해결하기 위해서 그리고 해결하면서 생기는 기술도 기술발전의 축이라 할 수 있다. 적어도 우리 1팀은 그런 의미에서 소리의 기술발전은 끝나지 않았다고 생각한다. 디지털앰프의 발전이 끝났다는 것은 다른 관점에서 보면 디지털앰프의 발전은 아직 시작단계라 할 수 있는 것이다.

0.2. 앰프와 디지털 vs 아날로그

앰프는 오디오 신호를 증폭시키는 역할을 한다.

앰프의 기본적인 역할은 소리를 증폭하는 것이다. 스피커에 최종적으로 오디오 신호가 전달되기 직전에 앰프에서 증폭과 여러 가지 신호처리기술들을 이용하여 출력과 음질을 높이게 된다.

오디오 신호를 디지털로 처리하면 효율이 높아진다.

앰프 내에서 일어나는 증폭과 신호처리기술들은 오디오 신호를 처리하는 방식에 따라 아날로그와 디지털로 나누어지게 된다. 아날로그 앰프는 입력된 오디오 신호를 진공관과 트랜지스터를 이용한 아날로그 방식으로 증폭처리를 하기 때문에 중간 과정에서 많은 변환과정과 아날로그 회로가 필요하여 높은 전력을 요구하게 되고 효율이 좋지 않아서 열 발생이 많아 방열판이 필수적이다. 이러한 이유로 부피가 커지게 되고 단가가 높아질 수 밖에 없다. 오디오 신호를 디지털로 처리할 경우에는 비트화된 정보인 디지털의 특성상 많은 변환 과정이 필요하지 않아 신호가 왜곡되는 정도나 신호 대 잡음비를 낮출 수 있기 때문에 더욱 효율적으로 프로세싱이 가능하다.

0.3. A ,B, AB, D-class와 Full-Digital

앰프는 신호처리 방식에 따라 아날로그와 디지털로 나누어진다.

앰프는 신호처리방식에 따라 A-class, B-class, AB-class, D-class로 나눌 수 있다. A-class, B-class, AB-class는 오디오 입력을 아날로그로 받기 때문에 아날로그앰프라 불리고 D-class는 오디오 입력을 디지털로 받기 때문에 디지털 앰프라고 한다. 입력받는 신호를 기준으로 하게 되면 Full-Digital은 D-class의 하위 항목에 속한다.

가장많이 사용되는 D-class는 엄밀한 의미에서의 디지털이 아니다,

하지만 현재 시장에서 가장 많이 사용되고 디지털 앰프라고 불리는 D-class 앰프의 경우에는 입력된 디지털 신호를 DAC(Digital to Anaolog Converter)를 이용하여 아날로그 신호로 전환하여 프로세스가 진행되기 때문에 엄밀한 의미에서 디지털이라 보기 어렵다. 이에 반해 동사가 취급하는 Full-Digital 앰프칩은 입력되는 오디오 신호의 종류와 상관없이 앰프 내에서는 디지털 상태로 프로세스가 진행되기 때문에 진정한 의미에서의 디지털 앰프라고 할 수 있다. 이를 구분하여 시장에서 후자를 Full-Digital 앰프라고 한다.

0.4. 트렌드는 디지털앰프이다.

디지털앰프는 이제 막 걸음마 단계이다.

디지털 앰프칩이 사용되기 시작한 것은 그리 오래되지 않았다. 일단 출력은 차치하고라도 음질적인 측면에서 디지털이 밀렸던 것이 사실이다. 디지털 신호인 PCM(Pulse Code Modulation)을 PWM(Pulse Width Modulation)신호로 변환하는 과정에서 기술적 문제가 있었기 때문이다. 하지만 ASP 등과 같은 신기술이 적용되면서 아날로그와의 음질 격차가 없어지게 되었고 효율이 90%이상인 디지털앰프의 경우 아날로그앰프에서는 필수적인 방열판이 필요하지 않기 때문에 부피를 줄일 수 있는 이점이 생기게 되어 현재는 점점 디지털앰프로 전환되고 있다.

표 1. 디지털앰프 vs 아날로그앰프

디지털앰프	아날로그앰프
노이즈에 강하다	노이즈가 많고 개선에 어려움이 많다
소형, 경량화 설계가 가능	소형, 경량화의 한계성
적은 열 발생 고효율	발열로 인한 저효율
디지털 데이터 입력 지원이 가능하다	디지털 데이터입력 처리비 및 음 손실
디지털 데이터를 직접 입력지원	DAC 추가에 따른 원가 상승
DVD 디지털 원음의 손실이 없음	DAC 과정 중 음 손실 발생
다양한 음량 효과 구현 가능하다	복잡한 회로 구성으로 음양 효과 구현
DSP로 쉽게 음양 효과 구현	다양한 음양 효과 구현이 난해함
고 출력앰프에 유리함	저출력 앰프에 유리함
원가 절감 및 제품 공간 절약	고출력 일수록 원가 및 사용면적 상승

출처: Research Team 1

표 2. Class별 입력, 처리, 출력신호

	INPUT	PROCESS	OUTPUT
A클래스	아날로그	아날로그	아날로그
B클래스			
AB클래스			
D클래스	아날로그/디지털		
FULL-DIGITAL	아날로그/디지털	디지털	

출처: Research Team 1

1. 기업소개

1.1. 네오피델리티는?

디지털 TV용 앰프 칩을 제조하는 회사이다.

동사는 오디오 및 신호처리 전문가에 의해 2000년 설립되어 디지털 TV, 홈씨어터, 미니 콤포넌트 오디오 등에 들어가는 오디오 앰프 칩을 제조하는 반도체 설계 전문기업(Fabless)이다. 현재 동사는 디지털 TV용 앰프 칩에만 주력하며 기존의 아날로그 앰프를 Full-Digital 오디오 앰프로 대체하면서 시장을 개척해 나가고 있다.

반도체 설계만을 전문적으로 하는 팹리스(Fabless)업체이다.

동사는 반도체 생산라인을 보유하지 않고 설계만 전문적으로 수행하며 생산은 외주생산에 의존하는 팹리스 업체이다. 생산라인을 보유하지 않음으로써 막대한 시설투자로 인한 위험을 줄이고, 제품의 기획, 설계 및 판매에만 집중을 하고 있다. Full-Digital 앰프를 설계한 후 주원료인 웨이퍼를 해외로부터 공급받아 외주 생산 전문업체(Foundary)를 통해 가공한다. 가공된 웨이퍼를 외부 패키지업체를 통해 조립하여 앰프칩을 완성하며, 이 앰프칩을 완제품업체(삼성전자, LG전자 등)에 공급하고 있다.

1.2. 매출구조와 영업개황

동사의 매출액은 최근 4년간 연평균 성장률 121%으로 급성장하고 있다.

동사의 매출규모는 2006년부터 2009년까지 연평균 성장률 121%로 고속 성장 중이다. 매출이 본격적으로 성장하기 시작한 것은 2007년이다. 2006년 46억이었던 매출이 '07년 244억으로 늘었으며 '08년 358억, '09년 512억으로 3년 만에 매출규모가 10배 이상 성장하였다.

매출의 약 89%가 간접수출로 발생한다.

동사의 주 매출 제품은 TV용 앰프칩이다(99.95%). 수출과 내수의 비중은 수출이 99.7%에 달하고 내수는 0.3%에 불과하다. 주요 매출처인 LG전자와 삼성전자를 통해 발생하는 간접수출이 89%이며 중국에 대리점을 통해 수출하는 비중이 10% 이다. 내수 매출의 경우는 국내 중소기업을 통해 발생하고 있으며 간접수출 물량에 비해 2배 이상 높은 단가를 가지고 있다.

그림 1. Value Chain

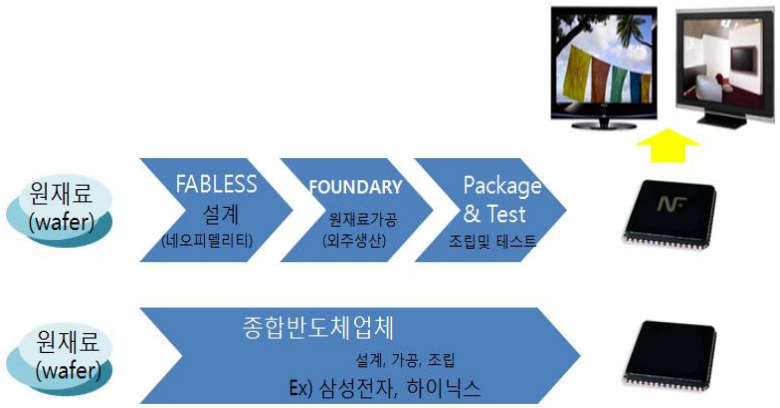
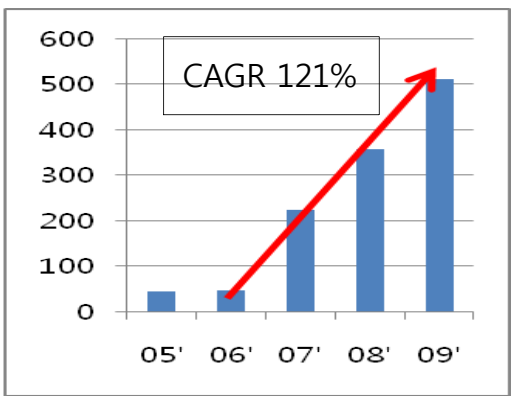


그림 2. 매출액 (단위 : 억 원)



2. 투자포인

출처: Research Team 1

출처: Research Team 1

.2.1. 투자포인트 1 : 세계 1위의 Full-Digital 앰프 기술력

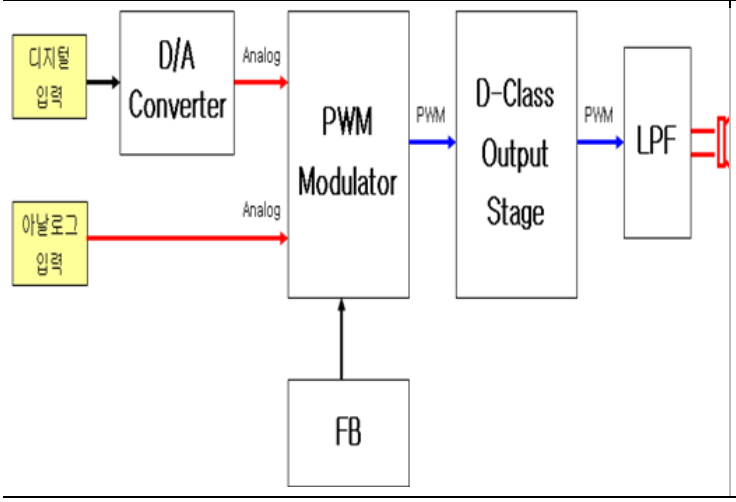
동사는 스피커가 TV 뒤에 위치함으로서 생기는 문제를 해결하였다

2005년 이후 평판TV의 대중화가 본격화되었는데 시장 초기에는 화면의 크기가 주된 경쟁력이었지만, 최근 제품의 디자인이 주된 경쟁력으로 자리잡았으며 슬림화는 디자인 개선을 위한 필수적인 요소이다. TV가 슬림화되면서 가장 큰 문제점으로 대두된 것이 바로 스피커 위치이다. 스피커는 보통 패널의 양 옆에 위치하게 되는데 디자인에 제한적인 요소가 되어 본체 뒤쪽으로 옮기게 되었다. 하지만 스피커가 뒤에 위치하게 되면서부터 뒷면 스피커에서 출력된 소리가 벽에 반사되어 귀에 전달되는 동안 손실이나 왜곡 문제가 심각해져서 소리가 울린다는 소비자들의 불만이 많았다. 특히 패널 주변의 베젤을 아예 없애버린 삼성전자 보르도의 경우에는 문제가 더욱 심각했는데 이 때, 음향공학 전문가집단으로 이루어진 동사가 위 문제를 해결하였다. 타사에서는 칩 자체에는 아무런 문제가 없으니 방법이 없다는 식으로 처리했지만 동사는 적극적으로 문제를 해결해 나가 진정한 전문 기업으로 발돋움하는 교두보를 확보했다.

동사는 부동소수점 연산방식을 채택함으로써 기술력을 차별화할 수 있었다.

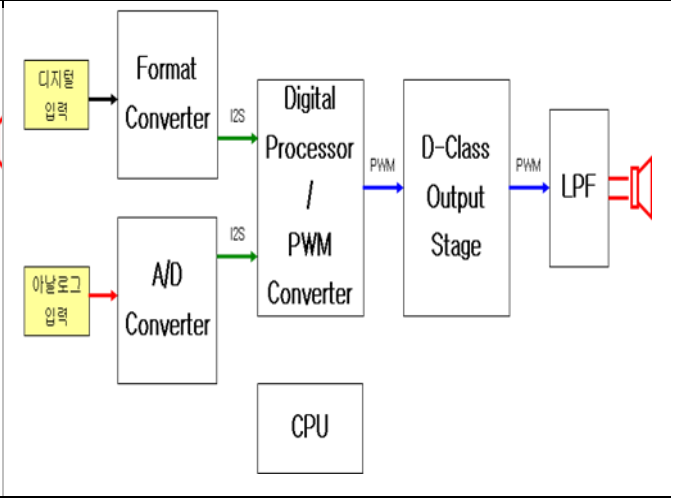
동사가 타사와 비교하여 차별화된 기술력은 바로 부동소수점 연산기술이다. 부동소수점 연산은 프로세서가 데이터를 처리하는 과정에서 지수부와 가수부로 나누어 좀 더 넓은 범위의 처리 능력을 가지지만 고정소수점 연산에 비해 정확도가 떨어지고 연산속도가 조금 느리다는 단점을 가진다. 동사를 제외한 다른 업체들은 이러한 이유로 고정소수점 연산 방식을 택한다. 하지만 동사는 이러한 단점을 기술력으로 극복하였으며 이를 바탕으로 현재 삼성전자와 LG전자 평판TV의 80%이상을 책임지고 있다.

그림 3. D-class 앰프 구조



출처: Research Team 1

그림 4. Full-Digital 앰프 구조



출처: Research Team 1

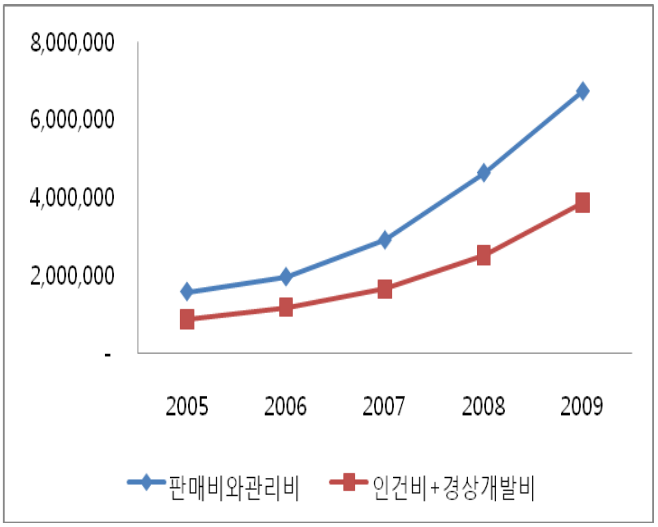
꾸준한 R&D를 통한 신기술 개발 활동

실제로 동사는 독립부서인 기술연구소를 설치해 2009년 말 현재 소장 포함 23명의 연구전담요원이 디지털 오디오 앰프 칩 개발을 목적으로 신제품 개발에 주력하고 있다. 연구개발비용에는 인건비, 감가상각비 등이 포함되어 있으며 회계상에서는 판관비와 개발비(무형자산)로 나뉘어 처리된다. 2006년 동사의 영업이익률이 전년도 5.9%에서 0.6%로 하락한 것 역시도 인건비 및 경상개발비를 늘렸기 때문이다. 수익성이 잠시 떨어지더라도 기술에 대해 꾸준한 투자를 한 결과, 보르도의 문제도 해결 할 수 있었고 이후의 급격한 성장을 견인할 수 있었다.

동사는 시장에서 독보적인 위치를 가진다.

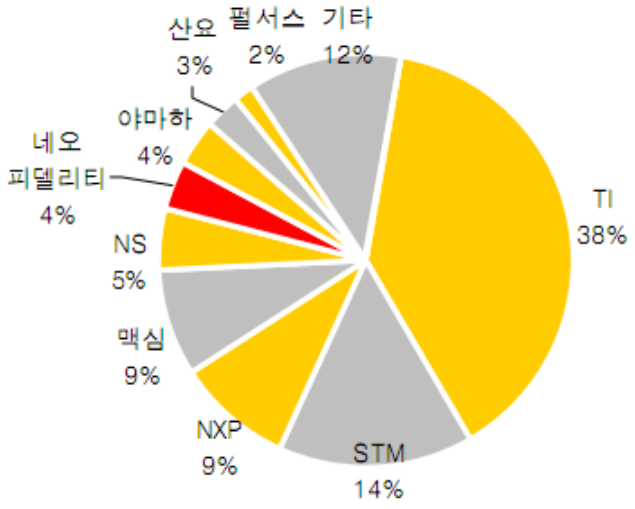
동사는 디지털 오디오 앰프칩 시장에서 4% 정도의 점유율을 가지고 있지만 평판TV시장에서 점유율은 1위를 달리고 있다. 현재 디지털 TV의 30~40% 정도만 Full-디지털 앰프칩을 사용하고 나머지는 D-Class 앰프칩을 사용하고 있다. 현재 평판TV Full-Digital 시장에서 동사의 경쟁사라 할 수 있는 회사는 프랑스의 ST마이크로(이하 STM)와 미국의 텍사스인스트루먼트(이하 TI) 그리고 국내의 펄서스(Pulsus) 뿐인데 동사를 제외한 두 회사는 반도체회사로서 하나의 사업부문으로 TV용 앰프칩을 제조하기 때문에 음향 전문회사가 아니라는 한계를 가진다. 또한 펄서스 경우도 오디오나 홈씨어터 등에 특화된 칩을 제조하여 동사와는 취급 분야가 다르다

그림 5. R&D 투자비용과 판매관리비 (단위: 천 원)



출처: Research Team 1

그림 6. 디지털 오디오 앰프 시장 점유율



출처: Research Team 1

2.2. 투자포인트 2 : 세계 1,2위의 사업파트너

2.2.1. 삼성전자와 LG전자의 사업파트너

삼성전자, LG전자의 평판TV 가운데 80%가 동사제품사용

동사는 지난 2006년 삼성전자, 2007년 LG전자의 협력업체로 선정된 이후 지금까지 양사를 주요고객으로 확보하여 왔다. 실제로 2009년 동사의 매출액 510억 원 가운데 삼성전자에서 272억 원(매출액 대비 53%), LG전자에서 182억 원(35%)의 매출이 발생하였으며, 이러한 매출액 규모는 지난 2007년 이후 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 또한 '08년, '09년 기준으로 볼 때 삼성전자, LG전자의 평판TV 생산량 가운데 약 80%의 제품에 동사의 앰프칩이 들어갔다.

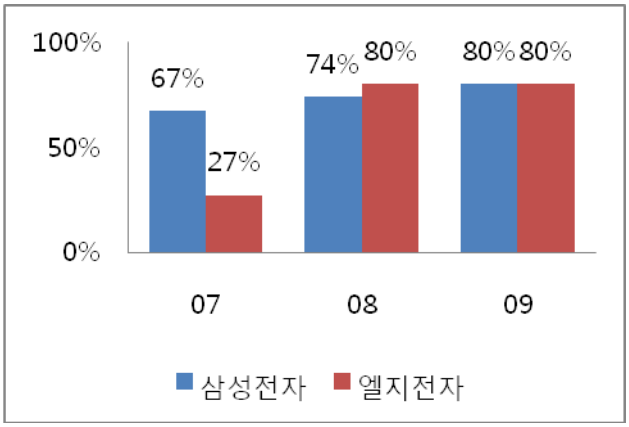
매출액 대비 재고자산이 매우 안정적 수준

세계 굴지의 대기업 두 곳에 공급을 하기 때문에 부수적으로 얻는 효과 또한 많다. 동사의 적정생산량 계획은 주로 전년도 삼성전자, LG전자가 제시한 사업계획을 근거로 하기 때문에 비교적 필요량을 적은 오차 범위 내에서 생산하게 된다. 실제로 2009년도 기준 동사의 재고자산은 상품 및 제품에서 10억 원, 원재료에서는 17억 원 수준에서 그쳤는데 500억 원의 매출규모에 비하면 매우 안정된 수준이다.

삼성전자와 LG전자를 고객으로 확보한 뒤 동사의 CCC 크게 개선

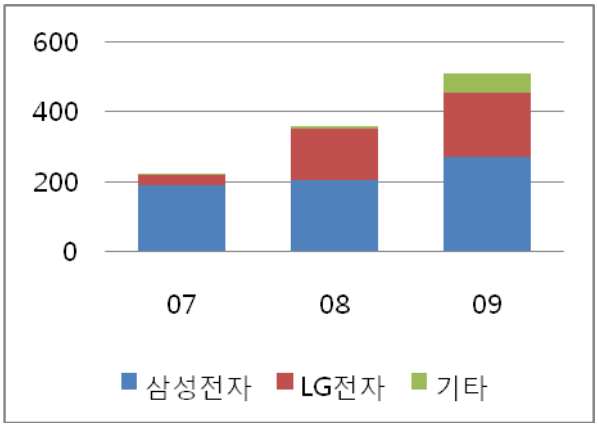
매출채권 역시 삼성전자 및 LG전자라는 우량 매출처에서 발생한 것이기 때문에 회수불능의 위험이 매우 미미하다. 보통 거래 후 2주 이내 회수하기 때문에 매출채권회수기간은 2009년 기준 12.32일로 매우 안정되어 있다. 또한 매입채무지불기간도 안정된 유동성 및 원재료 공급업체에 대한 구매량이 늘어나면서 확보된 협상력을 바탕으로 더욱 개선된 상태이다. 실제로 2009년 기준 CCC는 28.12로 2006년의 99.16에 비해 크게 개선되었다. 비록, 동사의 공급량이 커지고 평판TV 시장에서 가격 경쟁이 심화됨에 따라 꾸준한 공급단가 인하 압박을 받고 있지만 동사의 성장성에는 큰 문제가 없을 것으로 판단한다.

그림 7. 삼성전자 및 LG전자 내 점유율



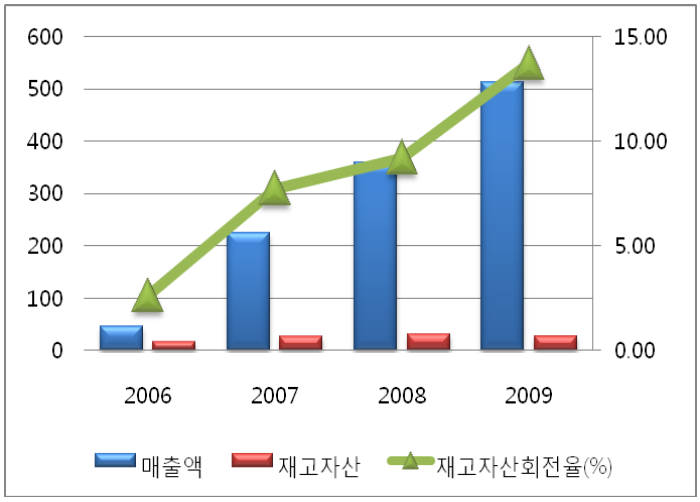
출처: 네오피델리티

그림 8. 동사 매출처 별 매출액. (단위: 억 원)



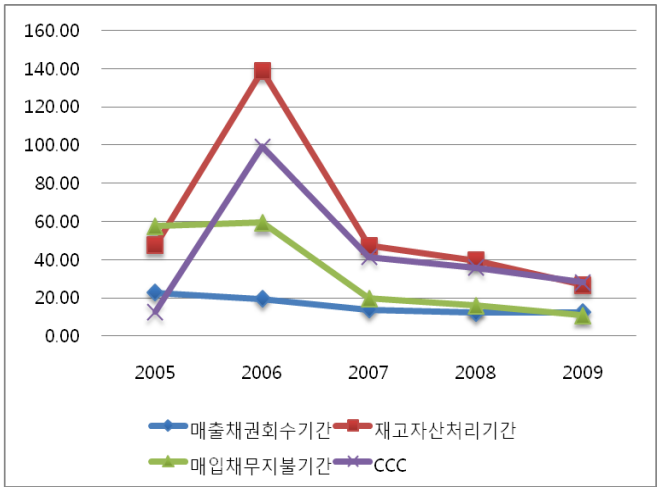
출처: 네오피델리티

그림 9. 매출액 대비 재고자산 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 10. Cash Conversion Cycle (단위 : 일)



출처: Research Team 1

2.2.2. 삼성전자, LG전자와의 안정적인 관계

기술력 확보로 삼성전자, LG전자와의굳건한 파트너십

동사의 삼성전자와 LG전자의 협력업체로서의 위상은 매우 안정적이다. 동사는 두 회사의 제품설계 및 사후관리까지 포함하여 확고한 파트너십을 구축한 상태이다. 산술적으로 계산해볼 때 2009년도에 전세계에 출고된 삼성전자 및 LG전자의 TV 총 5,018만 대 가운데 동사의 80% 점유율을 감안하면 약 4,000만 대의 평판TV가 동사의 오디오칩을 포함한 제품이다. 이러한 대규모의 공급을 동사를 대신해서 할 수 있을만한 기업은 앞서 나온 업계 2, 3위인 프랑스의 STM, 미국의 TI 뿐이다. 하지만 앞서서 언급했던 것처럼 동사와 비교할 때 동사의 기술력이 평판TV 제품의 슬림화 및 음질 면에서 유리하다.

높은 시장 진입장벽으로 동사의 양사 제품 점유율은 안정적

또한, 국내에서 동사를 대체할 수 있을만한 업체는 현재로서는 존재하지 않는다. 앞서 나온 펄서스를 비롯하여 많은 오디오칩 업체가 높은 수준의 기술력을 보유하고 있지만, 원천기술만 유사할 뿐 평판TV 오디오칩 분야에 특화된 동사의 기술력과는 상당한 수준 차이가 있기 때문에 시장 진입장벽은 매우 높다고 할 수 있다. 이러한 시장환경을 고려할 때, 양사의 제품군 구성 및 세계 평판TV 수급상황 등에 있어 예측하기 어려운 급격한 변화가 있지 않는한 동사의 양사 제품 점유율은 작년 수준(80%)을 당분간 계속 유지할 수 있을 것이다.

2.2.3. 삼성전자와 LG전자의 성장

삼성전자, LG전자의 평판TV 시장지배확대

삼성전자와 LG전자는 2009년 세계 평판TV 시장에서 각각 약 3068만 대, 1950만 대를 판매한 세계 제 1, 2위의 업체이다. 디스플레이서치가 추정한 2009년도의 평판TV 전체 판매량은 약 1억 4,700만 대인데, 이를 기준으로 한 세계시장 점유율은 각각 약 21%, 13% 정도이다. 특히 삼성전자는 세계시장 판매량 1위 자리를 4년간 고수하며 시장을 주도하고 있다.

LED TV 시장의 성장으로 양사는 계속적 시장우위 가능

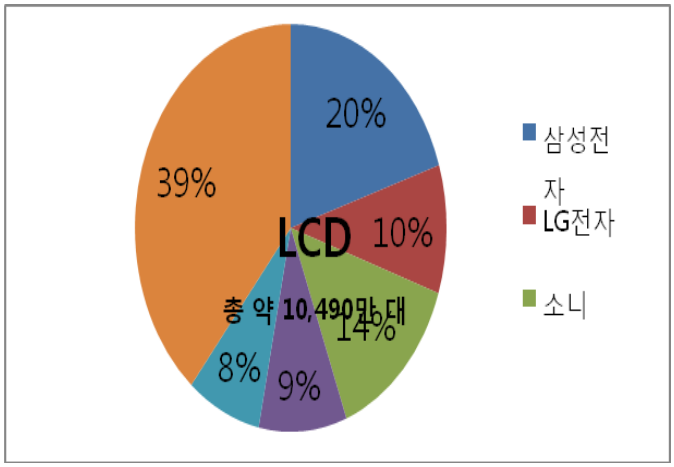
양사의 평판TV 판매는 바로 동사의 제품에 대한 수요로 이어지기 때문에 양사의 평판TV 시장 점유율 확대시도는 동사에게는 큰 호재이다. 양사는 올해 판매 목표량을 지난해 대비 30% 이상 높게 잡았으며, 판매대수 기준으로는 삼성전자 3,900만 대, LG전자 2,900만 대 수준이다. 평판TV 시장 전체 성장률이 약 20%로 전망되는 것에 비교해볼 때 다소 낙관적인 전망으로 보일 수도 있지만 본 리서치 1팀은 LED TV 시장의 성장세가 계속 이어질 것을 근거로 하여 양사의 목표가 충분히 실현 가능한 것이라 판단한다.

Catalyst:

LED TV 시장의 성장

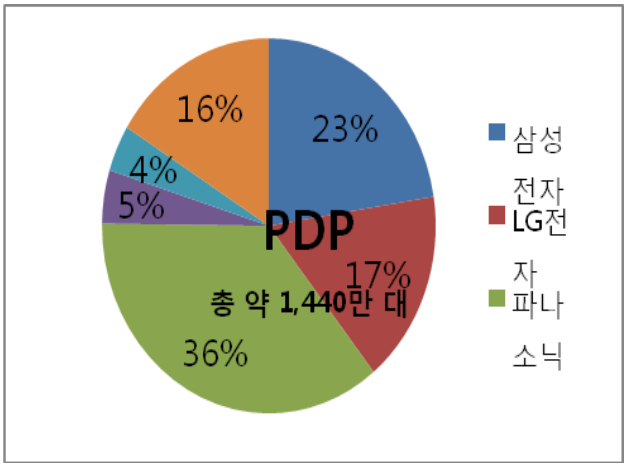
관련 시장조사기관들은 LED TV 시장이 올해부터 큰 성장세를 보일 것으로 예측하고 있다. 이는 LED TV 생산기술의 발전으로 가격이 작년 초 대비 30% 가량 하락하였고, 저전력과 친환경을 내세운 프리미엄 이미지가 소비자들의 큰 호응을 얻은 것이 그 주된 이유이다. 작년부터 시장을 선점하기 시작한 삼성전자에게 LED TV 시장의 성장은 매우 긍정적으로 작용할 것이다. 실제로 삼성전자는 기술력 및 디자인 우위를 바탕으로 09년 전반기까지 세계 시장 판매량 기준 시장점유율 91%를 차지하는 등 LED TV 시장에서 선두주자로서의 위상을 완전히 굳힌 상황이기에 더욱 그러하다.

그림 11. 세계 LCD 시장 점유율 (단위: %)



출처: Research Team 1

그림 12. 세계 PDP 시장 점유율 (단위: %)



출처 Research Team 1

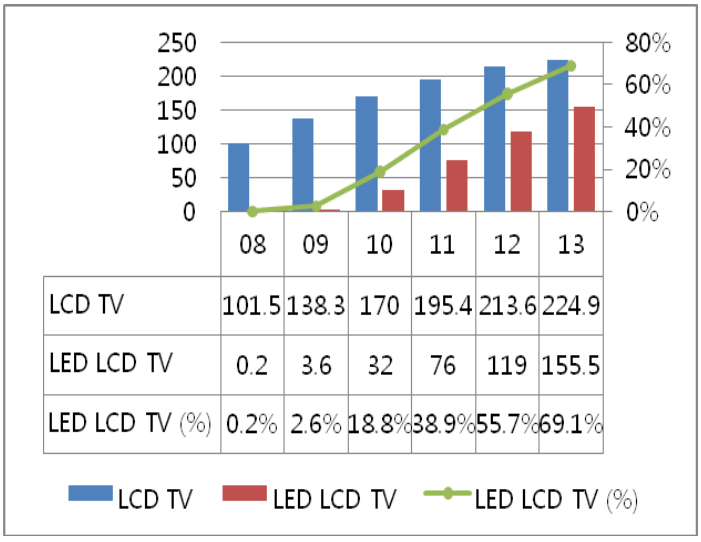
신흥시장 중심의 LG 제품판매 호조 예상

후발업체인 LG전자는 매출구성에 있어 신흥시장의 비중이 전체 매출의 50%를 넘는다는 점이 강점이다. 이는 삼성전자 35%, 소니 30% 등에 비교할 때 훨씬 높은 비중인데, 해당시장은 평판TV 출하량 기준으로 올해 38%의 성장을 기록할 것으로 전망된다. 따라서 해당시장에 매출비중이 높은 LG전자로서는 LED TV 제품 군을 포함한 전반적인 제품판매의 호조가 예상된다.

양사 매출목표 달성에 따라 동사 또한 600억 원 이상의 매출예상

2010년의 LED TV 시장 전체규모는 디스플레이뱅크에 따르면 3천만 대 정도로 예상된다. 삼성전자와 LG전자의 현재 시장지배력을 고려해볼 때 양사의 LED TV 판매목표(각각 1,000만 대, 500만 대)를 달성하는 것은 충분히 실현가능한 목표라고 여겨진다. LED TV 판매 호조에 힘입어 양사의 올해 판매목표가 달성되고 동사와의 수급관계(양사 제품의 80%가 동사의 제품을 사용)가 그대로 유지될 경우, 올해 약 5천 5백만 대의 평판TV가 동사의 제품을 사용할 것이며, 동사의 현재 공급단가인 1달러를 그대로 적용한다고 가정하면 이로부터 약 5천 5백만 달러의 매출이 기대된다. 이는 2010년 현재까지의 평균 환율 1,144원을 기준으로 하면 한화로 약 630억 원 수준이다.

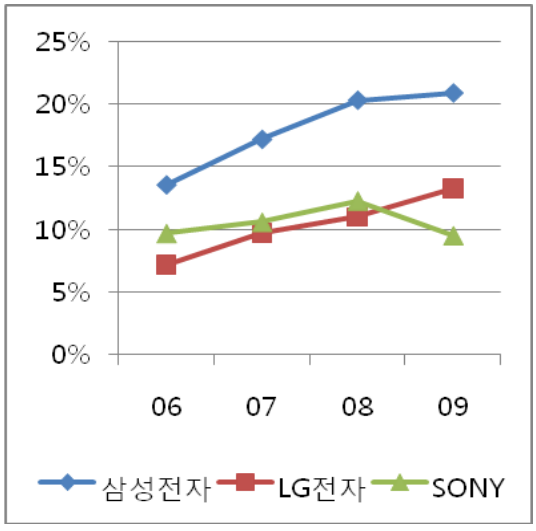
표 3. LCD, LED TV 시장 전망 (단위: 백만 대)



	08	09	10	11	12	13
LCD TV	101.5	138.3	170	195.4	213.6	224.9
LED LCD TV	0.2	3.6	32	76	119	155.5
LED LCD TV (%)	0.2%	2.6%	18.8%	38.9%	55.7%	69.1%

출처: 디스플레이뱅크

그림 13. 평판TV 상위 3개 업체 세계시장 점유율



출처: Research Team 1

2.3. 투자포인트 3 : 시장의 성장 (디지털 TV + 고객다변화)

2.3.1. 디지털 방송의무화와 디지털 TV시장의 성장

디지털TV 가구수의 급증이 예상된다

OECD 주요회원국은 디지털방송의무화와 함께 아날로그 방송종료를 추진하고 있다. 미국은 작년 6월 아날로그 방송을 이미 종료했고, 앞으로 한국과 유럽의 각국들은 2012년에 아날로그방송을 종료할 계획을 수립했다. 아날로그 방송종료에 대비하기 위해 우리나라에서는 아날로그 TV의 수입과 제조를 2010년 1월1일부터 금지하고 보급형 디지털 TV를 선정하여 가격하락을 유도해 보급률을 높일 계획이다. 각국의 디지털 전환의무화에 따라 2007년 전세계 TV 가구수의 22%에 그친 디지털 TV 가입 가구수가 2012년이 되면 43%로 늘 것으로 예상된다

.

디지털방송하에선 디지털앰프칩의 수요증가가 예상된다

방송사가 디지털 신호를 송출함에 따라 Full-Digital 앰프의 필요성이 커졌다. 디지털방송 아래에서 Full-Digital 앰프는 디지털 입력신호를 별도의 신호변환과정 없이 직접증폭처리하기에 아날로그 대비 잡음이 없는 원신호를 충실히 재생할 수 있다는 이점이 있다. 그런데 현재 전세계 TV시장에서 30~40%만 Full-Digital 앰프를 채택하고 있다. 따라서 디지털방송의무화는 Full-Digital 앰프의 채택을 가속화할 것으로 보인다.

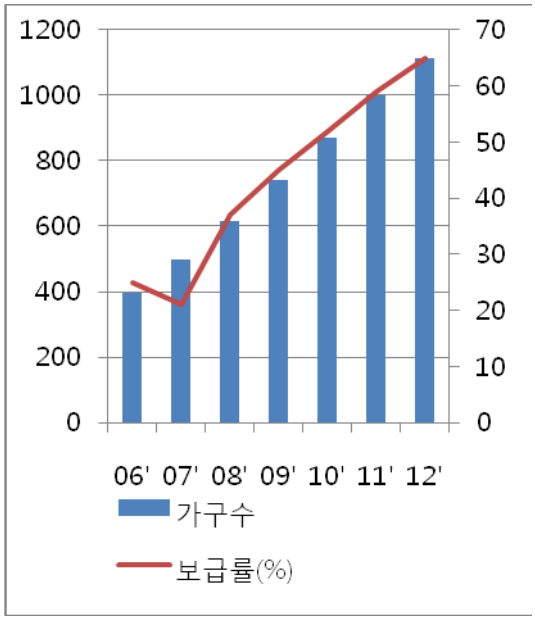
또 디지털 TV는 다양한 부가기능을 수용해야 한다. 그리고 평판TV는 점점 더 얇아지는 트렌드를 따라가고 있다. 그래서 TV내에서 회로가 차지할 공간은 절대적으로 부족해진 상황이다. 이러한 상황에서 동사의 Full-Digital 앰프는 경쟁제품인 D-class제품 보다 소형화, 저전력화가 가능해서 시장 지배력이 확대 되고있다.

표 4. OECD 회원국의 아날로그 TV 방송 종료일정

	국가명	종료일(예정)	비고		국가명	종료일
1	룩셈부르크	06년 9월	완료	16	헝가리	11년
2	네덜란드	06년12월	완료	17	체코	12년 6월
3	핀란드	07년 9월	완료	18	한국	12년 12월
4	스웨덴	07년 10월	완료	19	영국	12년 12월
5	스위스	08년 2월	완료	20	폴란드	12년
6	독일	08년 11월	완료	21	이탈리아	12년
7	미국	09년 6월	완료	22	아일랜드	12년
8	덴마크	09년 10월	완료	23	그리스	12년
9	노르웨이	09년 12월	완료	24	슬로바키아	12년
10	스페인	10년 4월		25	포르투갈	12년
11	아이슬란드	10년		26	오스트리아	12년
12	일본	11년7월		27	호주	13년 12월
13	캐나다	11년8월		28	터키	14년
14	프랑스	11년11월		29	뉴질랜드	16년
15	벨기에	11년11월		30	멕시코	21년

출처: 정보통신위원회

그림 14. 국내 D-TV 가구수 (단위:만가구)



출처: ETRI2006

2.3.2. 전세계 평판TV 시장의 성장

평판TV 시장의 성장은 동사의 성장모멘텀

디지털방송과 함께 평판TV시장의 성장이 동사의 다른 성장 모멘텀이 되겠다. 평판TV시장은 제품의 성능 향상과 급속한 가격하락으로 2004년~2009년 연평균 82% 수준의 성장을 하며 기존의 CRT 시장을 빠르게 대체하고 있다. 2010년에는 중국시장의 본격 성장기 진입, LED TV 시장의 확산, CRT TV/ 프로젝션TV 퇴출가속화가 평판TV의 성장 동인으로 작용해 20.4%의 성장 (출하량 기준)이 예상된다(Display Search).

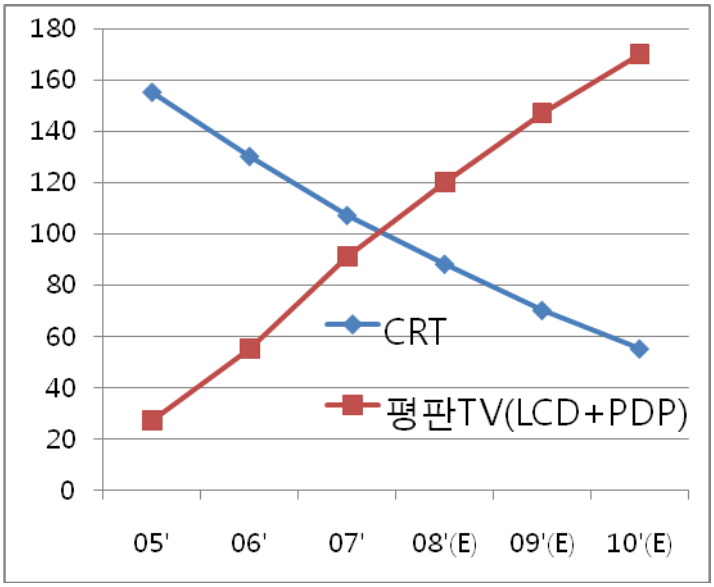
평판TV 시장의 성장과 함께 삼성, LG의 시장 점유율이 현재와 같은 수준으로만 유지되어도 동사의 디지털TV용 앰프의 매출도 2010년 20%의 성장이 예상된다.

2.3.3. 고객사 확대의 가능성

아직까지 전세계 TV시장의30~40%만이 디지털앰프를 채택하고 있으므로 고객사는 확대될 가능성이 충분하다.

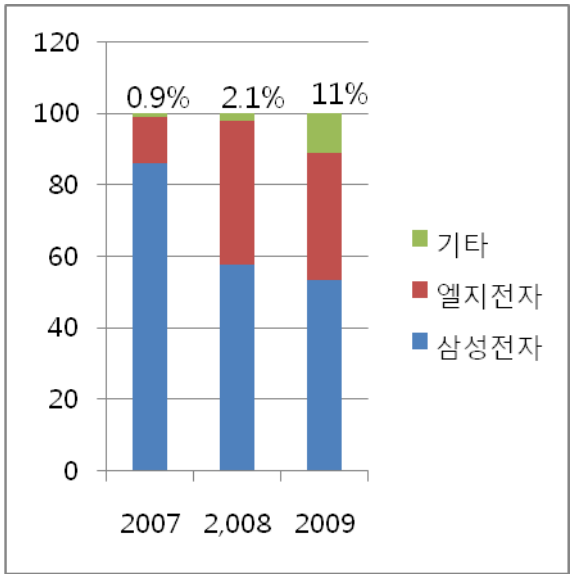
2009년 동사의 주요 고객사인 삼성, LG에 대한 매출액을 제외한 기타 매출액은 11% 수준이다. 현재는 삼성, LG의 의존도가 높지만 기타 매출액이 2007년 0.9%, 2008년 2.1%, 2009년 11.21%로 늘어나고 있는 추세이다. 샤프 소니 필립스 등 해외 TV제조사는 아직 디지털 오디오 앰프를 채택하지 않은 상태이다. 따라서 고객사 확대의 가능성이 크다. 현재는 중국 2위 업체인 Skyworth와 계약중에 있는데 올 6월이면 매출이 가시화 될 것으로 보인다. 계약 첫 해의 매출액 규모는 작지만 그 다음해에 폭발적으로 늘어나는 과거의 기록을 보았을 때 고객사의 확대는 동사의 또다른 성장동력이 될 수 있다.

그림 15. 3세계TV시장추이 (단위: 백만대)



출처: Display Search

그림 16. 기타매출처 비중의 증가



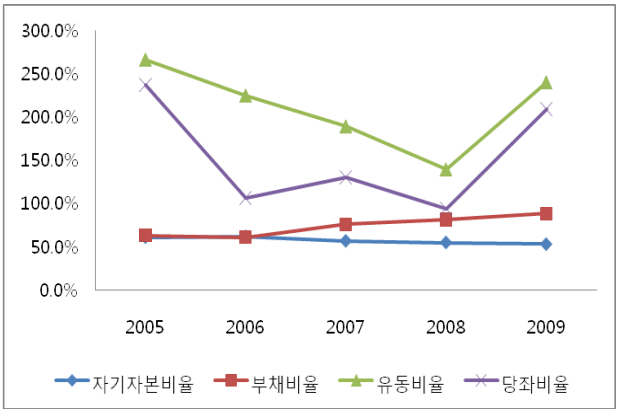
출처: Research Team 1

3. 재무분석

3.1. 안정성

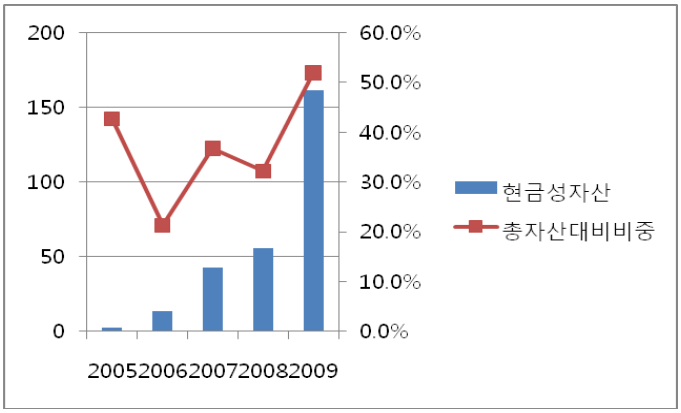
2005년도부터의 변화를 보면 현금성 자산이 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다. 부채비율은 소폭 증가하고 있으나 2009년 88.3%로 성장하는 기업에 있어 적정한 수준이며, 매출 증가에 따른 수입 거래량이 증가하면서 무역 금융에 의한 차입이 증가하였기 때문으로 볼 수 있다. 유동비율은 240%, 그 중 당좌비율은 209.4%로 유동성이 높다. 차입금의존도 역시 2008년 기준 8.21%로, 동 업종평균(반도체 및 기타 전자부품 업종)인 13.99%에 비해 낮다.

그림 17. 안정성 지표



출처: Research Team 1

그림 18. 현금 및 현금성 자산과 그 비중 (단위: 억 원)

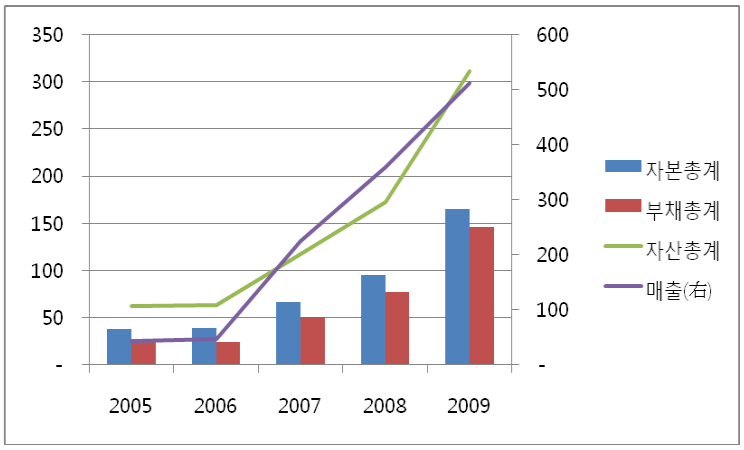


출처: Research Team 1

3.2. 성장성

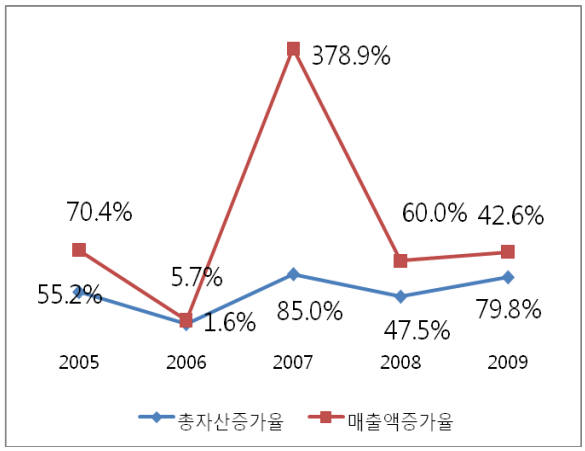
동사의 매출액은 2007년 큰 폭으로 증가한 후 매출 증가세가 지속되고 있다. 매출성장에 따라 내부 유보이익이 증가하여 동사의 총자산 역시 매출과 그 성장세를 같이 하고 있다. 2009년 매출액은 전년대비 42.16% 성장한 512억 원이며, 부채를 통해 조달한 자금은 운영자금(47%), 연구개발비 및 차입금 상환(35%)을 위해 사용되고 있다.

그림 19. 자본구성변화 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 20. 성장성 지표



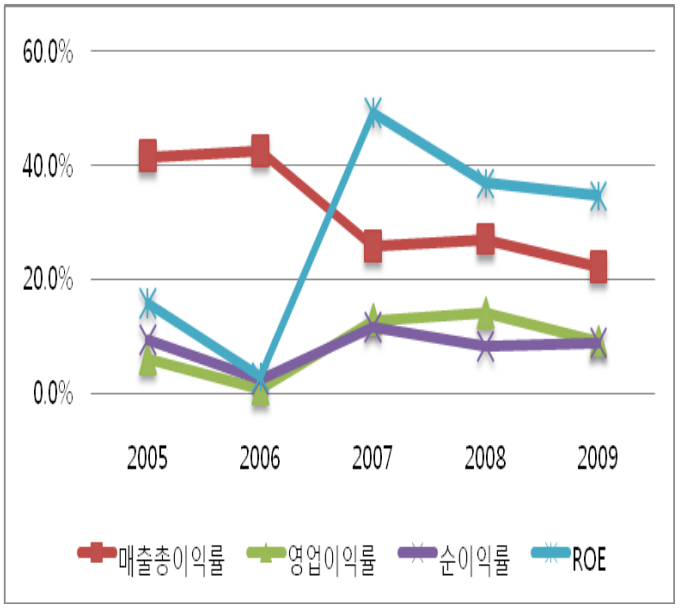
출처: Research Team 1

3.3. 수익성

동사의 영업현금흐름은 2007년 이후로 꾸준히 순유입을 기록하고 있으며, 2009년 기준 동사의 매출총이익률은 22.2%, 영업이익률은 9%, 순이익률은 8.8%이다. 자기자본이익률은 34.6%로 동 업종 평균인 9.82%보다 매우 높다. 2007년 영업이익의 성장은 매출액의 증가에도 불구하고 판관비의 비중이 낮아진 것에 근거한다. 동사는 고정비가 거의 일정수준을 유지하므로 손익분기점을 넘어서는 시점부터는 영업이익이 더욱 증가하게 된다. 2008년 외환관련손실 22억 원 및 단가인하로 인해 순이익률이 낮아졌으나 재무비용 관리를 잘 한 결과 2009년 다시 0.5%상승하였다.

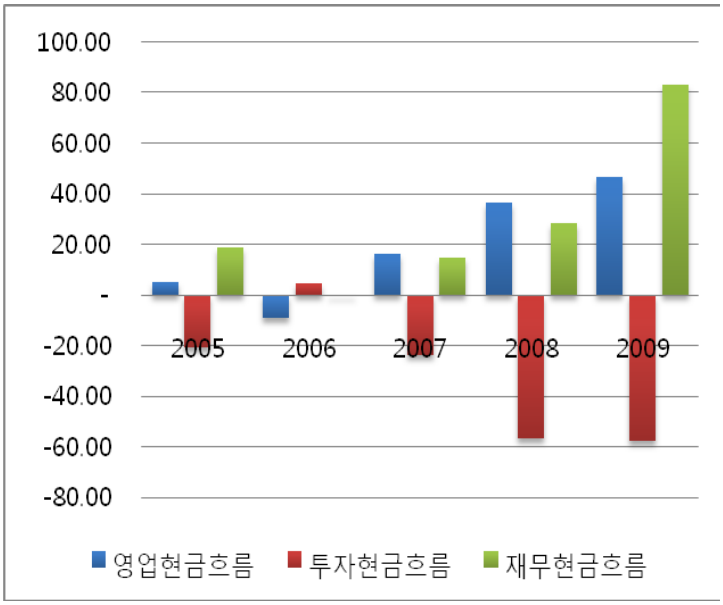
2009년 영업이익률이 5% 하락한 것은 전년대비 매출액 40%상승과 동시에 제조원가가 50%늘었기 때문이며 제조원가 상승의 원인은 제품단가의 하락과 환율 상승이다. 동사는 원자재 구입 후 제품 판매까지 3개월이 걸리는데, 원재료를 09년 초 높은 환율로 구입하여 3개월 후 낮아진 환율상의 같은 단가로 판매하므로 2009년 영업이익률에 타격을 입었다. 동사는 선입선출법을 사용하므로 2009년 하반기부터 현재까지의 안정된 환율을 감안할 때 2010년 영업이익의 개선을 예상할 수 있다.

그림 21. 수익성 지표



출처: Research Team 1

그림 22. 현금흐름 추이 **(단위: 억 원)**



출처: Research Team 1

4. RISK & ISSUE

4.1 경영진의 도덕성

상장 직후 주가의 움직임이 수상하다

동사의 주요제품 단가는 낮아지고 있다

동사는 상장 직후 급격한 주가 상승으로 큰 관심을 받았다. 공모가격은 4500원이었으나 상장하자마자 10연속 상한가를 기록하며 41,200원까지 올라 공모가 대비 약 10배 가까이 상승하였다. 이후 4연속 하한가를 기록하며 주가는 다시 1만원대로 내려왔다. 공모시 참여한 벤처캐피털의 지분만 해도 30%를 웃도는 수준이었으며 이 중 한국투자파트너스(주)의 지분율은 CEO의 지분율과 거의 같았으며 주가 급등 이후 차익을 실현하고 바로 빠져나갔다. 여러가지 정황상 경영진의 도덕성이 의심되는 상황이다. 또한 현재는 최대주주인 CEO의 지분 외에는 이렇다할 지분 소유 주체가 없으므로 동사가 경영상 위기에 처할 시 매우 위험할 수 있다.

4.2. 단가인하압력

제품 단가는 낮아지고 있으나 원가를 인하할 수 있다

동사의 주요제품 단가는 낮아지고 있다

동사의 제품 평균 단가는 매년 10% 이상 지속적으로 낮아지고 있다. 이는 매출의 증가로 인해 발생하는 대량 구매고객에 대한 가격 할인, LCD TV자체의 단가 하락 또는 제조공정의 기술발달에 따른 원가인하에 기인하고 있다. 그림23에서 볼 수 있듯이 2007년부터 대량구매거래처인 삼성전자, LG전자 물량증대에 따라 평균판매단가가 낮게 형성되고 있어 매출원가가 늘어나고 있다.

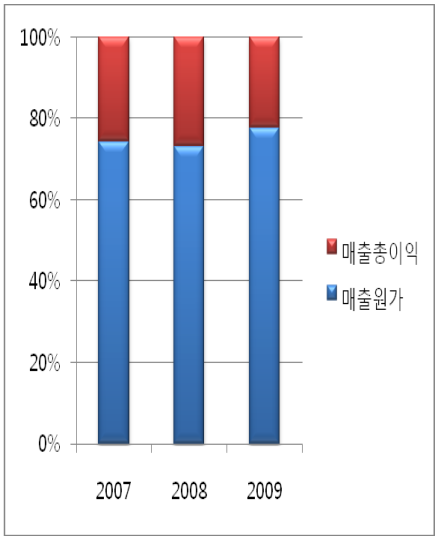
가격협상력과 기술력으로 원가절감이 가능하다

그러나 동사는 생산물량의 증가에 따라, 실질적인 제품제조를 맡는 외부 파운드리 업체에게 buying power를 행사하여 제조경비의 대부분을 차지하는 외주가공비 및 원재료비를 하락시킬 수 있다. 따라서 판매단가 하락에 따른 비용의 영향을 희석화할 수 있다고 판단된다. 또한 제품을 구성하는 기술의 개발에 따라 Wafer Die Size 등이 작아져 원가절감이 가능하다. 실제로 단가하락에 따른 예상매출원가상승비중을 구해보았을 때, 단가 하락분이 매출원가비중에 전부 영향을 미치는 것이 아님을 알 수 있다.

급격한 단가인하는 일어나지 않을 것이다.

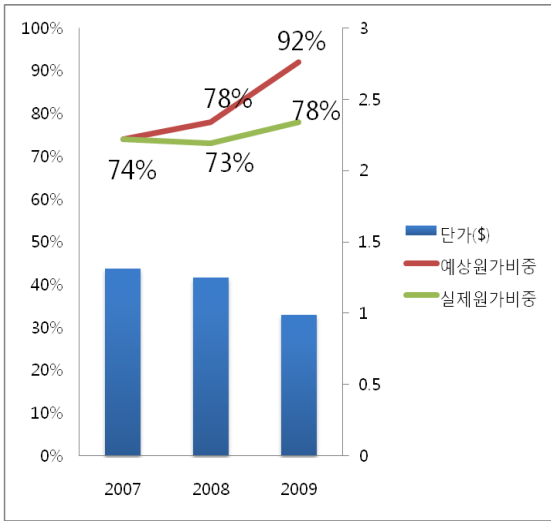
향후에도 전방 산업인 평판TV 시장이 성숙기로 진입하면서 주요매출처의 단가인하 요구가 따를 것으로 보이므로 매출성장률의 둔화를 우려할 수 있을 것이다. 그러나 이미 단가인하는 상당부분 진행되었고, 주요매출처에 있어 동사를 대신할만한 경쟁사가 없으므로 지금까지와 같은 급격한 정도의 단가인하는 일어나지 않을 것이다. 또한 세계 각국의 디지털TV사용 의무화 등 앞서 이야기한 이유로 인해 평판TV시장은 성장속도의 감소에도 불구하고 시장의 확대를 통해 동사의 매출을 견인할 수 있을 것이라고 판단된다.

그림 23. 매출원가의 변화



출처: Research Team 1

그림 24. 단가변화와 예상원가비중변화 ($)



출처: Research Team 1

4.3. 도킹스테이션

매출 포트폴리오 다각화 계획

애플사 라이선스 취득 이후 도킹스테이션 시장 진출 가시화

평판 TV 시장에서 안정적인 지위를 확보한 동사는 매출 포트폴리오 다각화를 추진할 예정이다. 본사는 앞으로 포터블 스피커, 도킹 스테이션 시장에 진출할 계획을 가지고 있으며, 장기적으로는 핸드폰과 카오디오 시장에 진출하는 것 또한 사업목표로 하고 있다. 이미 성숙기에 접어든 평판 TV 시장에 안주하지 않고 새로운 성장동력을 찾고자 하는 것이 동사의 목표이다.

동사는 올해 초 애플사로부터 도킹스테이션 오디오 앰프칩에 적용할 수 있는 개발 라이선스를 취득하며 애플 도킹스테이션용 오디오 칩 시장에 진출하였다. 이 라이선스를 기반으로 iPod을 비롯한 애플의 각종 단말기에 적용되는 도킹스테이션에 장착되는 오디오칩을 오디오 분야 글로벌 업체들에 공급할 예정이며, 올해 연말 이후부터는 매출이 기록될 것으로 보인다.

도킹스테이션이란 디지털기기를 꽂으면 음악이 흘러나오는 제품이며 앞으로의 시장성장이 기대된다. 도킹스피커 제조업체인 3노드디지탈그룹에 따르면, 2010년 전세계 아이폰 도킹 스피커 시스템의 예상 판매량은 약 980만개에 이른다. 전세계 아이폰 판매량이 올해 1/4분기에 3000만대를 넘어설 것으로 예상되며, 구매자 가운데 45% 이상이 도킹 스피커 구매 의사를 밝히고 있다고 한다. 비록 이 수치는 해당기업의 낙관적인 전망이 유독 반영된 것으로 보이기에 제시된 그대로 받아들이기는 어렵지만 해당수치에 미치지 못할지라도 도킹스테이션의 잠재적 수요가 어느 정도 존재한다는 조사결과는 유의미하게 받아들여도 좋을 것이라고 본 리서치 1팀은 판단한다.

경쟁사가 많지 않아 높은 마진 기대 가능

5. Valuation

만약 동사가 도킹스테이션 제조사에 칩을 올해 시판 이후 본격적으로 공급하게 된다면 새로운 성장동력이 될 가능성이 높다. 현재로서는 시장의 규모와 매출액이 불확실하지만 마땅한 경쟁사가 없기 때문에 약 $2 높은 단가로 공급될 것으로 보인다. 따라서 동사가 시장에 성공적으로 진입한다면 평판TV에 공급되는 오디오칩 대비 2배 이상 높은 마진율을 올릴 수 있을 것으로 기대된다. 현재 해당칩은 인켈, 보스에 주로 공급될 예정에 있다.

휴대폰 시장 확대에 따른 잠재수요 발생했지만 현재로서는 시장 진출가능성 불확실

휴대폰 시장의 경우 단시일 내에 진출하는 것은 어려울 것으로 보이지만 디지털 컨버전스 경향에 따라 음악 기능이 더욱 핸드폰에 있어 중요한 요소가 될 것으로 보인다는 점은 동사에게는 호재가 될 수 있다. 특히 음악기능에 특화된 고급사양의 뮤직폰이 2011년 기준 전체 휴대폰 출하대수의 약 13%를 차지하는 1억 9천만 대로 예상(Gartner의 예상수치)되며, 추후 경쟁이 심화되는 과정에서 해당기종들의 고급화 경향이 두드러질 것으로 보이기 때문에 휴대폰 시장에서의 디지털 오디오 칩에 대한 수요도 자연스레 증가할 것으로 보인다. 하지만 현재로서는 잠재수요가 분명하게 드러나지 않았고 펄서스 등의 경쟁업체가 해당 시장에 먼저 진출한 상황이기 때문에 휴대폰 분야의 진출 가능성은 현재로서는 불확실하다고 할 수 있다.

1. DCF(현금흐름할인모형) 사용 및 ROIC

동사는 완벽하게 제품의 제조부터 판매를 완벽하게 책임지는 업체는 아니지만, 제조업적 특성을 띠고 있으며 향후의 현금흐름을 어느 정도 예측 할 수 있기 때문에 DCF를 사용하기로 하였다. 또한 현재 동사의 여러 상황(BM, 규모, 성장측면)을 고려 했을 때 유사한 기업을 찾기가 어려운 점이 있어서 상대적인 가치를 구하기에는 어려움이 있어 DCF가 가장 적합한 방법이라 생각하였다. 동사의 시장 점유율과 성장성을 어느 정도 예측할 수 있다고 생각하여 2010년과 2011년 까지는 ROIC를 구하기 위한 수치를 직접 예측해 보았다

1.1. 매출액 및 영업이익

현재 동사의 매출은 삼성전자와 LG전자가 주축을 이루고 있다. 그렇기 때문에 TV 칩 분야는 삼성과 LG 그리고 기타 세 부분으로 나누었고 나머지에서는 현재는 매출규모가 미미하나 동사가 신규 시장에 진출을 시도하고 있기 때문에 총 네 부분으로 나누어서 매출액을 구하였다. 보고서를 바탕으로 평판TV 시장에 있어서 동사의 각 분야 매출액 성장률을 잡았다. 2010년 하반기부터는 신규 시장에 대하여 매출 규모 증대가 어느 정도 일어날 것으로 생각하였다. 영업이익 역시 보고서를 바탕으로 매출원가와 판관비를 산정하여 구하였다.

1.2. 원가계산

2010년에는 단가 10% 인하를 예측하여 실제 원가비율은 86%가 되어야 하지만 원가절감 가능비 8.5%를 고려해 약 78%를 원가비율로 잡았다. 여기에는 달러 안정화로 인한

이익률 회복에 대한 비중도 포함하였다. 2011년의 경우에는 단가 5%인하를 예측하였다. 이로인해 실제 원가비율은 83%수준이 되어야 하지만 2.5% 규모의 원가절감비를 통해 약 80% 원가비율을 잡았다.

표 5. 원가비율의 산출

단가인하	5.00%	10.00%	15.00%
원가절감	5.00%	8.50%	11.63%
단가인하	2009	2010(E) 10%절감	2011(E) 5%절감
원가비율	78.00%	78.17%	79.78%

출처: Research Team 1

표 6. 매출액 및 영업이익 산출

	2009	2010(E)	2011(E)
매출액	**51,185,773**	**61,738,897**	**72,378,795**
삼성전자	27,220,594	33,345,228	39,680,821
LG전자	18,227,254	21,508,159	24,573,072
기타(타 업체+기타부분)	5,737,925	6,885,510	8,124,902
매출원가(절감비율고려)	**39,826,183**	**48,259,238**	**57,744,311**
매출총이익	11,359,589	13,479,659	14,634,484
판매관리비	6,728,505	7,064,930	7,418,177
영업이익	**4,631,084**	**6,414,729**	**7,216,308**
당기순이익	4,499,680	5,745,673	6,463,647

출처: Research Team 1

2. ROIC

위의 과정을 통해서 매출액과 영업이익을 예측한 후에 구체적으로 동사의 IC를 예측하였다. 동사의 경우 R&D 전문기업으로 순무형고정자산의 비중이 크며 영업의 일부라 볼 수 있기 때문에 ROIC의 산출에 순무형고정자산을 포함하였다.

2.1. 영업용운전자본

비이자발생유동부채의 규모가 동기에 늘어 남으로써 영업용 유동자산이 늘어나는 수준을 고려 했을 때 상대적으로 커져 운전자본의 비중이 약간 줄었다. 이는 본격적인 영업활동의 시작으로 해석할 수 있으며 이익의 증가와 함께 앞으로 꾸준히 운전자본의 규모는 증가할 것으로 예측하였다. 자산대비 부채의 규모는 전기와 비슷한 수준으로 이어질 것이다. 그리고 2014년에는 상환예정인 50억 규모의 부채가 존재하여 자산의 감소가 예상돼 운전자본의 규모를 약간 작게 잡았다.

2.2. 순유형고정자산 + 순무형고정자산

동사는 2008년 건물의 신축으로 인해 유형고정자산의 비중이 늘어난 상태이다. 2011년경에는 중국, 일본 등으로의 진출이 본격적으로 이루어 진다고 보아서 추가투자가 있을 것으로 예상했으며 그 규모는 2008년에 이루어진 본사 쪽 투자의 규모보다 약간 작은 수준으로 잡았다. 동사는 개발비의 규모가 매출규모의 성장으로 인해 이전 기들에 비해 그 비중이 줄어든 상태이긴 하지만 개발에 대한 투자는 꾸준히 일어날 것으로 생각된다. 이 역시 2010년과 2011년에는 중국, 일본 등의 투자를 생각해서 높게 잡았다.

2.3. 유무형자산상각비

매출이 증가하면서 상대적인 규모가 줄어들고 있다. 하지만 R&D 기업인 만큼 유무형자산의 비중을 생각하여 상각금액을 결정하였다. 07, 08, 09년을 기준으로 해서 결정 했으며 앞으로도 이정도 규모는 크게 변동이 없을 것으로 생각 된다.

표 7. '10, '11년 IC를 구하기 위한 과정 (단위: 천 원)

	2007	2008	2009	2010(E)	2011(E)
유동자산 총계	8,434,745	9,520,918	21,455,051	24,217,896	29,963,569
현금 + 시장성유가증권	2,734,412	3,832,655	13,747,424	15,517,730	17,972,112
영업용 유동자산	5,700,333	5,688,263	7,707,627	8,700,166	11,991,457
유동부채총계	4,457,328	6,813,838	8,939,537	11,728,386	15,387,266
이자발생유동부채	2,354,222	5,548,250	6,739,428	8,186,345	9,943,907
비이자발생유동부채	2,103,106	1,265,588	2,200,109	2,310,114	2,425,620
영업용 운전자본	3,597,227	4,422,675	5,507,518	6,390,052	9,565,837
순유형고정자산	1,198,799	4,209,440	4,014,515	3,934,225	5,901,337
순무형고정자산	1,444,400	2,445,003	4,413,929	6,620,894	7,945,072
기타 영업용 자산	564,762	426,867	709,185	1,178,220	1,957,463
기타 영업용 부채	596,419	170,797	280,539	460,793	756,866
기타 영업용 순자산	-31,657	256,070	428,646	717,427	1,200,596
IC	4,764,369	8,888,185	14,364,608	17,662,597	24,612,843
유무형자산상각	522,047	815,379	1,295,248	1,666,699	2,003,629

출처: Research Team 1

표 8. 2010년 이후 주요 수치

매출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014
영업이익률	9.05%	10.39%	9.97%	10.00%	10.00%	9.00%
유무형자산 상각비	2.53%	2.70%	2.77%	2.94%	2.94%	2.94%
영업용운전자본	10.76%	10.35%	13.22%	10.55%	10.69%	9.00%
순유형고정자산	7.84%	6.37%	8.15%	8.00%	8.00%	7.00%
순무형고정자산	8.62%	10.72%	10.98%	10.00%	9.00%	8.00%
기타영업용순자산	0.84%	1.16%	1.66%	1.50%	1.50%	1.50%
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
예상매출액	51,185,773	61,705,299	72,339,149	82,449,656	91,906,956	100,648,407
매출액성장률	삼성전자	22.5%	19.0%	15.0%	12.0%	10.0%
매출액	27,220,594	33,345,228	39,680,821	45,632,944	51,108,897	56,219,787
매출액성장률	LG전자	18.0%	14.3%	11.0%	9.0%	7.0%
매출액	18,227,254	21,508,159	24,573,072	27,276,110	29,730,960	31,812,127
매출액성장률	기타 TV업체	20.0%	18.0%	18.0%	16.0%	14.0%
매출액	5,709,927	6,851,912	8,085,256	9,540,602	11,067,098	12,616,492
매출액성장률	기타 매출처	20.0%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%
매출액	27,999	33,598	40,318	52,413	65,517	78,620
가중평균성장률		20.6%	17.2%	14.0%	11.5%	9.5%

출처: Research Team 1

3. 기타

영구성장률은 동사의 영업의 한계성을 리서치1팀도 느끼고 있기 때문에 0%로 잡았다. 베타의 경우 코스닥 반도체 업체 1년치 일별베타를 적용하였다. 한국시장프리미엄은 7.5%를 적용하였으며 한계조달금리는 신용등급 BBB+ 의 7.25%를 적용했다.

4. 희석주식수

동사는 BW와 스톡옵션을 보유하고 있어서 향후 희석주식수를 판단 할 필요가 있었다. BW의 경우 2010년 11월부터 행사가 가능하며 그 권리의 절반을 동사의 CEO인 이덕수 씨가 매입하였지만 정확한 의도 파악이 어려웠기 때문에 이 역시 희석여부에 포함하였다. 스톡옵션의 경우 현재 34,060주가 남아있는 상황이다. 가중치는 365일로 일괄 적용하였으며 시가는 15,000원으로 하였다.

5. 베타에 대한 민감도 분석

동사는 상장한지 1년이 조금 넘은 기업이라 베타에 대한 정확성에 대한 신뢰의 문제가 있었다. 그렇기 때문에 베타에 대한 민감도 분석을 따로 해주었으며 위의 그림에서 기대 수익률의 변화를 확인 할 수 있다.

표 9. ROIC 및 FCFF 예측

예상EBIT	4,631,084	6,411,181	7,212,213	8,244,966	9,190,696	9,058,357
NOPLAT	3,357,536	4,859,675	5,589,465	6,431,073	7,168,743	7,065,518
(+)유,무형자산 상각비	1,295,248	1,666,043	2,003,794	2,424,020	2,702,065	2,959,063
총현금유입	4,652,784	6,525,718	7,593,260	8,855,093	9,870,807	10,024,581
영업용 운전자본	5,507,518	6,386,498	9,563,236	8,702,504	9,824,854	9,058,357
순유형고정자산	4,014,515	3,930,628	5,895,641	6,595,973	7,352,556	7,045,388
순무형고정자산	4,413,929	6,614,808	7,942,839	8,244,966	8,271,626	8,051,873
기타 영업용 순자산	428,646	715,781	1,200,830	1,236,745	1,378,604	1,509,726
IC	14,364,608	17,647,716	24,602,545	24,780,187	26,827,640	25,665,344
예상ROIC(평균)	26.1%	30.4%	26.5%	26.0%	27.8%	26.9%
예상ROIC(기초)	29.6%	33.8%	31.7%	26.1%	28.9%	26.3%
IC증가액		3,283,108	6,954,829	177,642	2,047,454	(1,162,297)
(+)유,무형자산 상각비		1,666,043	2,003,794	2,424,020	2,702,065	2,959,063
총투자액		4,949,151	8,958,624	2,601,662	4,749,518	1,796,766
예상 FCFF		1,576,567	(1,365,364)	6,253,431	5,121,289	8,227,815
할인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
현재가치		1,431,274	(1,125,301)	4,678,953	3,478,722	5,073,820

표 10. 유입현금 및 희석주식의 계산 (단위: 원)

	신주인수권부사채			스톡
A1	100% 행사시	415,454	A2	34
E1	유입된현금으로자사주매입	5,000,000,000	E2	127,725
	벨류가격	15,098		
B1	자기주식 취득가능 수	331,170	B2	8
C1=(A1-B1)	유통되는 주식 수	84,284	C2=(A2-B2)	25
D1	희석주식수	84,284	D2	25
			총희석주식수(D1+D2)	109,
			총유입현금(E1+E2)	5,127,725,

표 11. 벨류에이션 결과

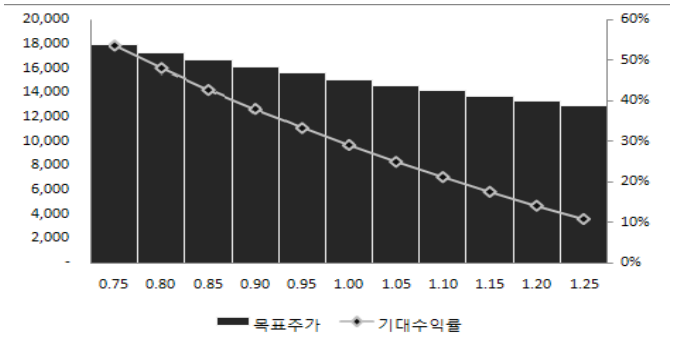
WACC	10.15%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	26.92%
FCFF추정(2단계)	7,065,518
Terminal Value	69,601,650
현재가치의 합	13,537,468
PV of TV	42,921,027
현금 + 시장성유가증권	13,747,424
비영업용자산	484,166
Value of the Firm	70,690,085
(-)Value of the Debt	12,096,465
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	627,725
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the prefered stock	0
Value of the Equity	59,221,345
발행주식수	3,738,020.
희석주식수	107,666
목표주가	**₩ 15,399**
현재주가	**₩ 11,700**
기대수익률	**32%**

출처: 2010 SMIC Tool

표 12. 베타 및 한계조달금리

자기자본비용	11.40%
1년치일별베타	0.97000
Adj.한국시장프리미엄	7.50%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	4.12%
WACC	**10.15%**
차입금가치(이자발생부채)	12,096,465
주주지분가치(시가총액)	43,734,834
한계조달금리	7.25%

그림 254. 베타에 대한 민감도 분석



출처: 2010 SMIC Tool

6. 결론

DCF 벨류에이션을 사용하여 동사의 적정주가를 판정한 결과 목표주가는 15,399원이 나왔으며 기대수익률 32%가 나오지만 리스크를 고려하여 **HOLD**를 제시한다.

손익계산서

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	47	224	359	512
매출원가	27	167	262	398
매출총이익	20	58	97	114
판매비및 일반관리비	20	29	46	67
인건비	6	7	12	21
감가상각비	1	2	4	5
무형자산상각비	3	4	5	8
기타판매비및 일반관리비	2	3	6	6
영업이익	0	29	50	46
영업외손익	1	-12	-16	4
이자수익	1	1	2	2
이자비용	1	1	2	4
외환차손익	0	-0	-16	6
외화환산손익	0	-0	-6	2
지분법이익	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-11	1	-3
세전계속사업이익	1	17	34	50
법인세비용		-9	4	5
계속사업이익	1	26	30	45
중단사업이익				
당기순이익	1	26	30	45
EPS (원)	-205	825	943	1,259
수정EPS				1,237

대차대조표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
유동자산	32	84	95	215
현금등가물 및 단기금융상품	9	27	38	131
시장성유가증권	0	0	0	6
매출채권	**2**	**15**	**9**	**26**
재고자산	17	26	31	27
비유동자산	31	33	78	96
투자자산	0	1	7	5
유형자산	11	12	42	40
무형자산	20	14	24	44
자산총계	63	117	173	311
유동부채	14	45	68	89
매입채무	4	13	9	14
단기차입금	8	24	55	67
유동성장기차입금	1	5		
비유동부채	10	6	10	56
사채	0	0	0	46
장기차입금	5	0	8	8
부채총계	24	51	78	146
자본금	16	16	16	18
자본잉여금	22	22	22	44
이익잉여금	1	27	57	102
자본조정		1	3	2
자본총계	39	67	95	165

현금흐름표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금	-9	16	36	47
당기순이익	1	26	30	45
비현금수익비용가감	6	20	14	18
유형자산감가상각비	1	2	4	5
무형자산상각비	3	4	5	8
퇴직급여	2	1	2	5
외화환산손익	-0	0	6	-2
지분법평가손익	0	16	36	47
기타	0	-3	-38	-44
영업활동으로인한자산!	-16	-30	-7	-16
투자활동으로인한현금	4	-24	-57	-58
유형자산 투자	-1	-2	-43	-4
유형자산 처분	4	0	14	0
무형자산 증감	-9	-9	-15	-27
투자자산 증감	-0	-1	-9	-3
기타	11	-12	-4	-24
재무활동으로인한현금	-0	15	28	83
장단기차입금증가	1	15	34	14
사채증감	0	0	0	48
자본증감	0	0	0	20
배당금의지급	0	0	-0	0
기타	-1	-1	-5	1
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	-5	7	8	72
기초현금	9	4	11	19
기말현금	4	11	19	91

주요투자지표

(₩,%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %		378.9%	60.0%	42.6%
EBITDA성장률 %		657.3%	72.3%	1.5%
EBIT성장률 %		10138.2%	75.3%	-7.8%
총자산성장률 %	0.0%	85.0%	47.5%	79.8%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	42.4%	25.7%	26.9%	22.2%
EBITDA마진률 %	9.5%	15.1%	16.3%	11.6%
EBIT마진률 %	0.6%	12.8%	14.0%	9.0%
세전계속사업이익률 %	2.4%	7.5%	9.4%	9.8%
당기순이익률 %	2.4%	11.6%	8.3%	8.8%
Stability Ratios				
부채비율 %	61.2%	75.9%	81.6%	88.3%
순부채비율 %	11.6%	2.2%	26.4%	-9.9%
유동비율 %	224.7%	189.2%	139.7%	240.0%
당좌비율 %	106.5%	130.6%	94.4%	209.4%
이자보상배율	0.5	32.7	20.4	13.0
Performance Ratios				
ROE %	5.7%	49.3%	36.8%	34.6%
ROA %	3.6%	28.9%	20.6%	18.6%
ROIC %	1.2%	40.7%	51.3%	34.7%
Per Share Ratios				
수정EPS	8	620	943	1,303
주당순자산	289	2,108	3,011	4,461
주당현금흐름	39	745	1,201	1,679
주당배당금		0		150

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없음으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.