

2010년 11월 12일

## 테크노세미켄(036830)

**BUY**

### 다양한 제품 포트폴리오 + 높은 M/S = High value

#### - 안정성에 성장성을 겸비한 캐시카우, 식각액 부문

동사의 매출비중의 57.3% 차지, 그리고 반도체용 식각액 매출액 CAGR 25%, LCD용 식각액 매출액 29% CAGR을 보일 정도의 성장성과 캐시카우를 겸함. 또한 내년 삼성전자&하이닉스 130조원 투자와 국내 LCD업체의 중국공장 설립은 동사의 매출과 직결될 것으로 기대

#### - 전해액, 동사의 새로운 성장 동력

전해액이 사용되는 이차전지 시장은 2015년 현재 시장의 2배 이상의 규모로 성장할 것. 삼성SDI라는 2차전지 리더를 고객사로 잡았다는 점과 100억 원 규모의 Capa증설을 했다는 점은 동사의 강한 성장동력으로의 역할을 할 것으로 기대

#### - Thin Glass, LCD 위에 AMOLED요!

LCD와 OLED 산업 모두에서 필수자재로 사용되는 thin glass는 생산설비와 기술력을 필요로 하는 고부가가치 사업이며 진입장벽이 높다. 동사는 기술력과 세계최고의 생산능력으로 98%의 점유율을 자랑하는 SMD(삼성모바일 디스플레이)와의 Sole vender를 체결함으로써 단독으로 납품을 맡고 있다. 또한 내년 SMD의 5.5G 투자의 직접적 수혜를 입을 것으로 예상

적정주가:

38,218원

현재주가:

29,350원 (11/12 기준)

상승여력: 30.2%

시가총액 4,311억원

ROE 20.05%

ROA 14.71%

영업이익률 13.87%

배당수익률 1.15%

P/E Ratio 16.93

P/B Ratio 2.37

주요주주:

정지완(외 10인) : 52.28%

알리안츠 : 9.29%

자사주 펀드 : 1.15%



SMIC 리서치 1팀

팀장 유호상

팀원 안성혜

한 욱

김민아

안동준

## I. 동사의 강력한 BM

### 1. 동사의 강력한 전방산업 반도체/LCD 산업/2차전지

IT기기의 꾸준한 대체 수요에 따라 반도체 시장은 지속 성장

반도체 산업은 정보화 사회로의 변화를 이끈 정보통신 기술의 성장과 처음부터 함께 해 왔다. 반도체는 '58년 IC(집적회로)가 최초로 발명된 이후로 '81년 PC, '87년 핸드폰, '97년 디지털TV 등의 새로운 첨단산업을 창출하는 핵심요소로서의 역할을 하고 있다. 최근에는 IT기기에 이어 생활주변의 모든 사물에 확대 적용되며 생활의 필수품화가 되고 있다. 반도체 산업의 규모는 꾸준히 성장해 왔고, 국내 업체들이 그 성장에 빼놓을 수 있는 부분을 차지하고 있다. 반도체는 주기적으로 신제품이 구 제품을 대체하는 구조로, 산업이 성숙한 현재에도 꾸준한 수요를 창출하고 있다. (그림7 참조)

상승 사이클이 기대되는 LCD 시장

LCD 산업은 엄밀히 말하면 반도체 산업의 일환으로, 몇 년 전부터 디스플레이 산업에서 큰 비중을 차지하고 있고, 점점 성장하고 있는 산업이다. 컴퓨터 모니터를 중심으로 최근 TV등 여러 분야에서 LCD 디스플레이의 비중은 꾸준히 늘고 있다. 또한 반도체와 함께 사이클을 타는 산업으로서 2010년을 저점으로 상승세가 예상되고 있다.

새로운 시장 2차전지

또한 최근에 신재생에너지가 각광을 받기 시작하면서 전기자동차 등의 시장 수요가 늘어날 것으로 예상되고 있다. 이에 따라 전기자동차에 쓰이는 2차 전지 등의 부품 수요도 증가세에 있다.

### 2. 전방산업과의 강력한 연계성

동사는 반도체, LCD 전방업체에 소재부문을 납품하고 있음

동사의 BM을 분석하려면 전방 산업인 반도체 산업과 디스플레이 산업을 파악해야 한다. 또한 동사는 수출 비중이 100%에 육박하지만 대부분 Local L/C(국내신용장)으로 국내 기업의 해외 지사 등에 납품하는 방식이기 때문에 사실상 국내 기업에 납품하는 것이나 다름없다. 또한 관련 업계에서 세계 시장을 주도하고 있는 삼성전자와 계열사인 삼성SDI, 삼성SMD(삼성 모바일디스플레이), LGD(LG 디스플레이), 하이닉스 등 국내 대기업에 전량을 납품하고 있기 때문에 국내 전방산업과 밀접한 연계성을 가지고 있다고 볼 수 있다.

### 3. Business Model과 신사업 확장

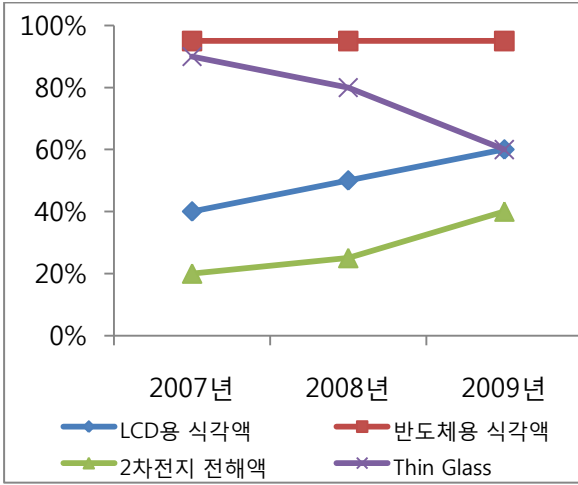
#### 3.1 식각액(etchant)

동사의 LCD용 식각액 M/S : 60%

동사의 반도체 식각액 M/S : 95

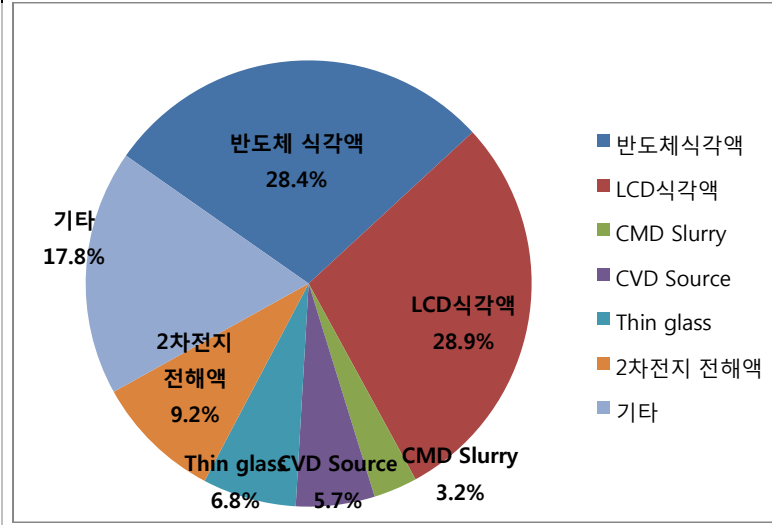
동사는 반도체, LCD 공정에 들어가는 식각액, 2차 전지 전해액, 기타 공정에 들어가는 화학제품 등을 만드는 회사이다. 식각액이란 반도체 등의 제조 공정에서 패턴을 만들기 위해서 특정 부분 혹은 특정 물질만 선택적으로 녹이는 재료이다. Etchant라고도 한다. 현재 동사는 주력인 LCD 식각액 부문에서 60% 정도의 시장 점유율을 확보하고 있으며, 반도체용 식각액 부문에서는 95%의 점유율로 독점적 지위를 가지고 있다. 주로 전방 산업 부문인 LG디스플레이나 삼성전자 등에 납품하고 있으며, 최근 중국 LCD생산 공장 증설이 확정됨에 따라 추가적인 수요를 확보할 전망이다. (그림2,3,5 참조)

그림 1. BM별 시장점유율 추이 (단위: %)



출처: 사업보고서

그림 2. 제품별 매출비중 (단위: %)



출처: 사업보고서

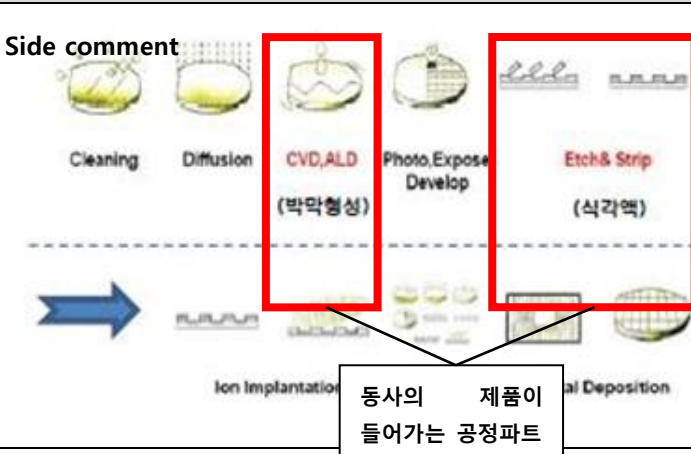
3.2 전해액(그 외 CVD, slurry)

전해액 외에도 CVD, SLURRY 등의 BM보유

2차 전지 전해액은 이온 전도의 매체 역할을 하는 용액으로, 전지의 주 원료이다. 동사는 최근 미국에 2차 전지 전해액 생산 공장을 설립하여 매출을 크게 확대할 전망이다. (그림4 참조)

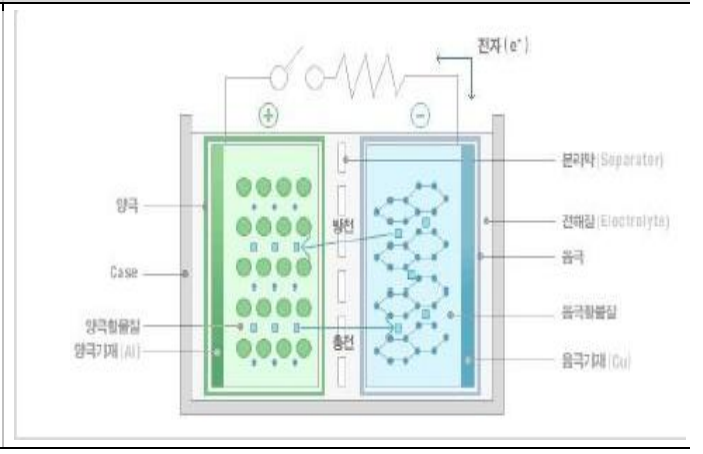
또한 그 외에도 CVD, CMP slurry, Thin glass 등 다양한 제품을 생산하여 전방 산업 계통으로 납품하고 있다. CVD는 반도체 Waper 표면에 기체분자를 반응시켜 박막을 형성시키는 공정에서 사용되고, CMP slurry는 Waper를 연마하는 공정에 사용된다. 각 부문 매출 비중은 반도체 식각액 28.4%, LCD 식각액 28.9%, 2차전지 전해액 9.2% 등이다.

그림 3. 반도체 생산공정 및 동사제품



출처: IR자료

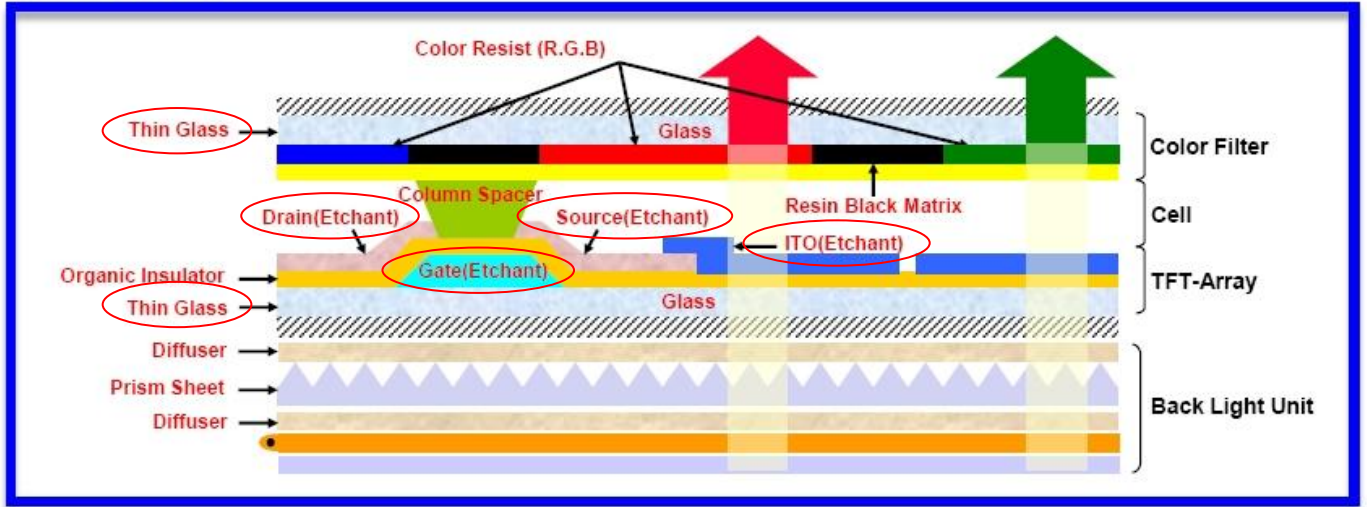
그림 4. 리튬 2차전지 작동 원리



출처: 삼성SDI

그림 5. TFT-LCD 패널 구조와 동사 제품

TFT-LCD Panel



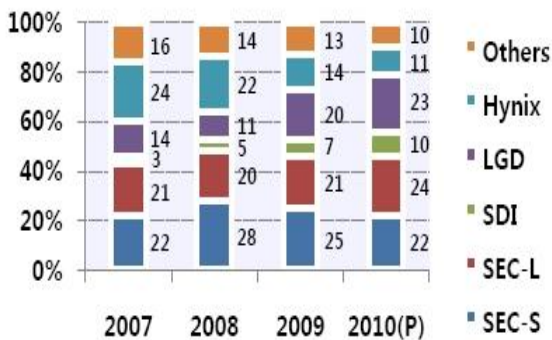
출처: 사업보고서

3.3 Thin glass

LCD와 AMOLED업체에 납품하고 있는 Thinglass

Thin glass는 LCD, LED, 핸드폰 등에 사용되는 얇은 유리로, 두께 1mm인 패널(panel)의 바깥쪽 양 면을 식각액을 사용하거나 기계로 연마해 0.6~0.8mm까지 줄이는 과정을 의미한다 LCD 패널에 사용되고 있으며 최근 OLED 부문에도 수요가 증가하고 있다. 최근 스마트폰 등의 수요 증가로 시장이 커지면서 시장 점유율은 감소하고 있으나 매출액은 꾸준히 증가하는 추세이다. 또한 최근 Thin glass 공정이 끝난 유리기판을 절단하는 공정을 맡는 자회사 TSS를 설립하는 등 관련 산업 분야에 활발히 진출하고 있다.

그림 6. 동사 고객사 비중 추이 (단위 : %)



출처: IR자료

그림 7. 세계 반도체 매출 추이 및 전망



출처: 삼성SDI

## II. 투자포인트 - 성장하는 Cashcow, 식각액 부문

식각액 부문은 성장하는 Cashcow

동사에게는 성장성과 Cashcow 역할을 동시에 하는 식각액 부문의 성장세가 더욱 두드러지고 있다. 동사가 납품하고 있는 전방산업 업체인 반도체 부문에서의 하이닉스와 삼성전자 그리고 LCD 부문의 LGD와 삼성전자의 M/S 확대, 경쟁업체 대비 설비투자 규모가 매우 밝다는 점, 가동률이 양호하게 유지되고 있다는 점이 동사에게는 긍정적으로 작용하고 있다.

### 1. 안정적이고 우월한 전방산업 플레이어

#### 1.1 반도체 산업

현재 DRAM 가격은 1.5달러까지 낮아진 상황

동사의 주 납품처인 삼성전자와 하이닉스의 메모리 부분의 산업의 가격은 현재 지속적으로 하락하고 있다. DDR2, DDR3 가격은 10년도 3월 3달러대까지 상승하였지만, PC, 폰, 등 IT기기의 전방수요가 기대만큼 성장하지 못하고, 메모리 생산업체들의 투자가 수요대비 과잉공급 현상을 땀에 따라, 10월 1.5달러이하까지 추락한 상황이다.

동사의 납품처인 삼성전자와 하이닉스의 CAPEX투자는 줄어들지 않음

하지만, 우리 업체(하이닉스, 삼성전자)는 세계점유율 총 55.2%로써, (그림9 참조) 대규모 투자를 통해, 규모의 경제 효과가 상대적으로 낮은 엘피다, 마이크론 등의 M/S를 잠식하려는 포지션을 취하고 있다. 실제로 올해와 마찬가지로 내년 삼성전자와 하이닉스의 CAPEX 투자 130억달러에 육박할 것으로 보인다. (그림8 참조) 이는 IT기기의 다양화(태블릿PC, 스마트폰, 스마트TV)와 경기회복에 따른 IT수요 증가에 대비하는 모습으로 해석된다.

하이닉스 가동률 : 79~87%

삼성전자 가동률 : 98~99%

동사의 제품은 반도체나 LCD공정에 있어서 필요한 소모성 제품이라는 특징을 갖고 있다. 따라서, 설비투자와 함께, 전방업체의 가동률은 동사의 매출지속성에 있어서 매우 중요한 요소이다. 하이닉스 가동률의 경우, 79~87%사이의 비교적 높은 수치를 보이고 있다. 그리고 삼성전자의 반도체 부문 가동률은 98%, 99%로 거의 풀가동을 하고 있는 상황이다.

#### 1.2 LCD 산업

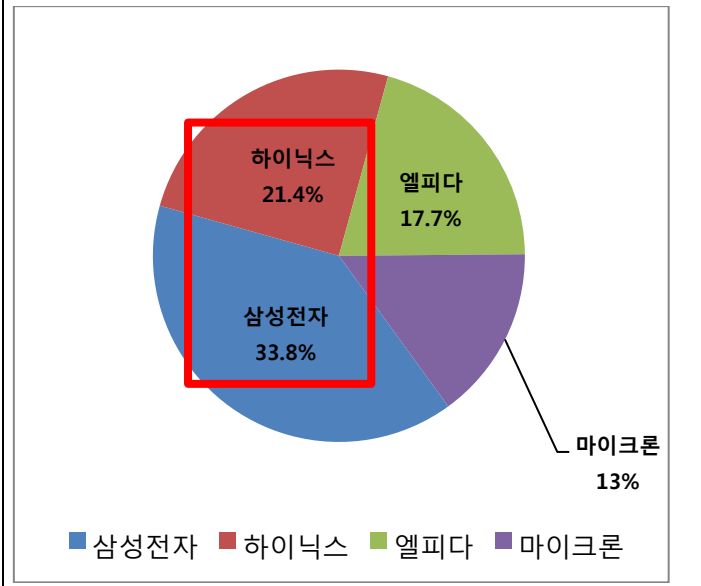
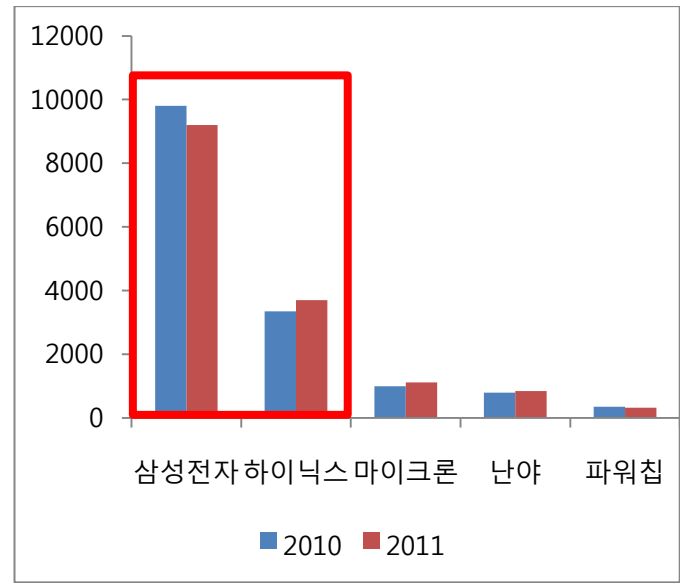
삼성전자와 LG디스플레이의 가동률은 외국 경쟁업체 대비 견고하게 유지되고 있음

동사의 LCD용 식각액 공급처인 삼성전자와 LG디스플레이의 세계 LCD시장 점유율은 합계 59.9%를 차지하고 있다. (그림10 참조) LCD 패널가격도 금융위기 이후 위축된 선진시장의 LCD TV 수요 급감에 따른 많이 하락한 상황이다. 하지만 동사의 주 매출처인 상위 2개사의 가동률은 경쟁업체들에 대비해 견고한 수준을 유지하고 있다. LCD 분야도 판가하락에 따른 원가경쟁력 경쟁에서 한국 기업들이 좋은 상황을 연출하고 있다.

**삼성전자와 LGD 모두 중국공장 설립을 허가 받은 상황**

또한 이번 중국공장 설립이 사실상 인가됨에 따라 삼성전자는 7.5G, 2.6조원 투자액에 월 10만장의 생산능력을 가진 공장을 성립할 계획이며, LG디스플레이는 8G, 4조원 투자액으로 월 12만장의 생산능력을 가진 공장을 설립할 것이다. 이에 동사는 이미 삼성전자의 7세대, LG디스플레이의 8세대 공정에 식각액을 납품하고 있기 때문에, 중국 진출에 따른 동반진출이 사실상 확정적인 상황이다. (표1 참조)

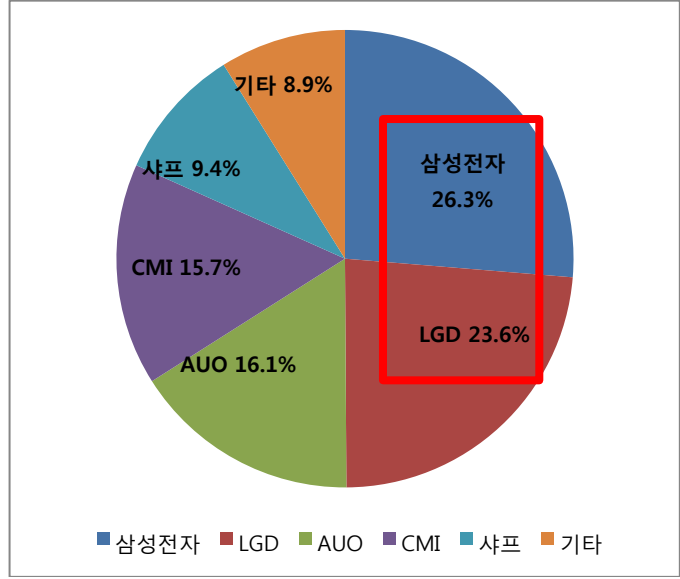
**그림 8. CAPEX 예상투자규모 (단위 : 백만달러)**      **그림 9. D-RAM 시장 점유율 (단위 : %)**



출처: 사업보고서

출처: 삼성전자 사업보고서

**그림 10. LCD 시장 점유율 (단위 : %)**      **표 1. 금번 중국LCD공장 설립규모**



기업	세대	위치	양산 시기	생산 능력	투자 규모
삼성전자	7.5세대	강소성 소주	2011. 3분기	월 10만장	2.6조원
LGD	8세대	광동성 광주	2012 1분기	월 12만장	4.7조원

출처: 디스플레이 서치

출처: 매일경제

2. 성장하는 캐시카우, 식각액 부문

반도체용 식각액 매출

CAGR : 25%

LCD용 식각액 매출

CAGR : 29%

동사의 캐시카우 역할을 하고 있는 식각액 부문은 전체 매출액 비중에서 LCD용 식각액, 반도체용 식각액의 비중이 각각 28.2%, 33.5% 차지할 정도로 크다. (그림11 참조) 동 분야의 매출액 성장세를 보게 되면, 반도체의 경우 05년~09년도(불황-호황-불황)의 5년 주기 사이클이 역사적으로 나타났고, (그림12 참조) 동사는 25%의 반도체용 식각액 연평균성장률을 기록하였다. LCD산업의 경우, 07년~10년 사이클(불황-호황-불황)을 확인할 수 있었는데, 이 기간동안 동사의 LCD용 식각액 부문은 29%의 더 가파른 연평균 성장률을 나타냈다. 각각의 M/S는 LCD용 식각액이 지속적으로 상승하여 09년도 기준 60%까지 높아졌으며, 반도체용 식각액 M/S는 95%로 거의 독점인 상황이다. (그림13 참조)

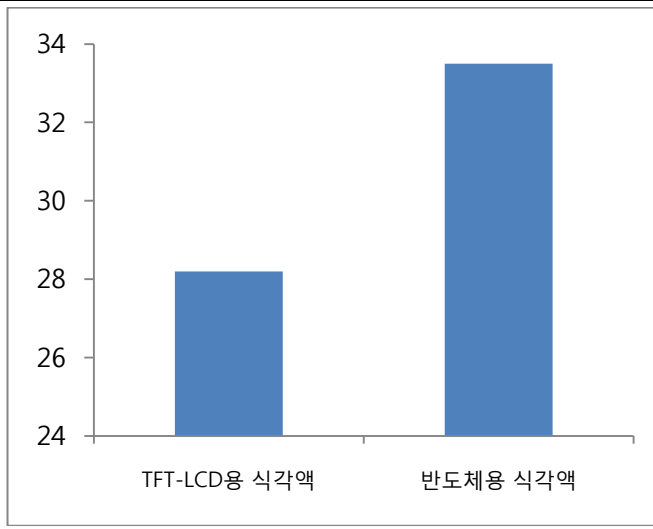
LCD 식각액 매출처의 다변화

분야별 플레이어를 간략히 살펴보면, 반도체용 식각액 시장은 독점적인 지위를 갖고 시장을 장악하고 있다. 따라서 하이닉스와 삼성전자의 반도체용 식각액 부문을 독점하고 있다는 판단이 가능하다. LCD용 식각액 40%의 점유율을 차지하고 있는 동우화인켐과 과점의 형태를 보이고 있지만, 동사는 재활용 식각액 제품을 개발하여, 원가경쟁력에서도 동우화인켐에 비해 앞선 모습이다. 이에 반응하듯, 동사의 점유율 추이도 60%까지 상승한 상황이다. 매출처도 다양해지고 있다. 07년도까지만 해도, LCD 식각액 매출의 60%이상이 삼성전자였으나, LG디스플레이로의 매출비중은 10년 상반기에는 21%까지 확대되어, 안정적인 수요기반도 다져놓고 있는 상황이다.

전방업체 지속적인 CAPEX 투자와 지속적인 가동률은 동사의 식각액 성장세를 뒷받침할 것으로 기대

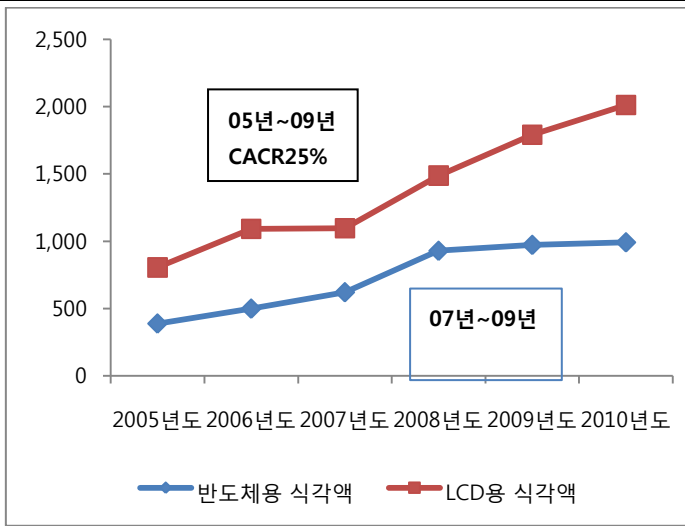
올해와 마찬가지로, 내년도는 삼성전자와 하이닉스가 약 13조원의 반도체 CAPEX투자를 계획하고 있다. 동사의 소재공급과 더 밀접한 연관성이 있는 가동률도 생산능력이 증가함에 따라 지속적으로 유지했으며, IT기기 수요가 증가에 따른 메모리 시장과 LCD시장이 반등 사이클 초입에 있다는 점을 고려할 때, 동사의 식각액을 포함한, CVD, 유기재료 등의 BM 성장률도 증가세를 이어갈 것으로 기대된다.

그림 11. 동사 매출액 대비 식각액 비중 (단위 : %)



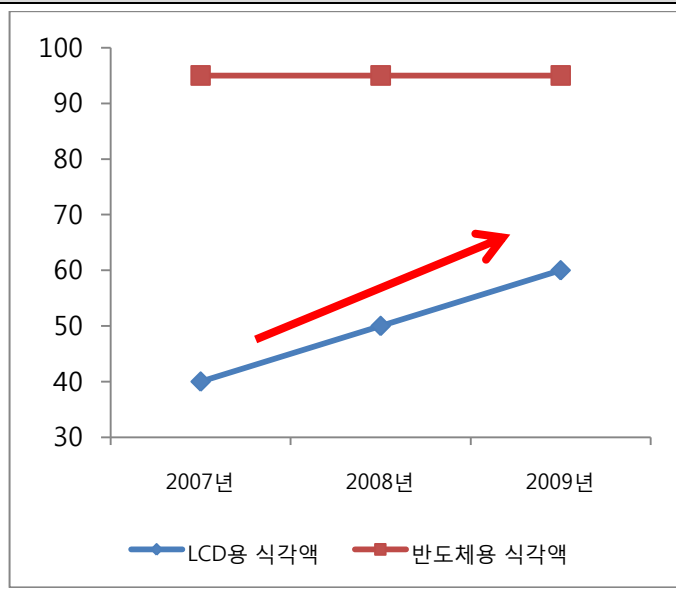
출처: 사업보고서

그림 12. 식각액 부문 매출 추이 (단위 : 만원)



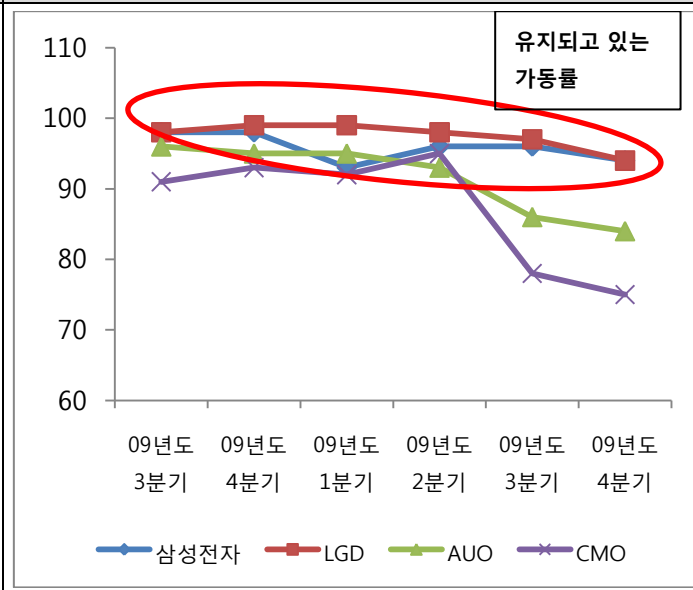
출처: 사업보고서

그림 13. 식각액 각 부문의 M/S (단위 : %)



출처: 사업보고서

그림 14. 주요 LCD업체 가동률 추이 (단위 : %)



출처: 디스플레이 서치

## II. 투자포인트 - 새로운 성장동력, 전해액

### 1. 전해액 시장

#### 1.1 밝은 미래 전기차 시장, 그리고 전해액 시장.

동사의 또 다른 투자포인트는 동사의 제품 중 하나인 이차전지용 전해액의 성장에서 찾을 수 있다. 현재 IT기기에 쓰이는 이차전지는 중장기적으로 자동차 시장으로 사용 범위가 확대되고 있는 상황이다.

2차전지에 들어가는 전해액 시장은 14년도 4억달러 규모까지 성장예상

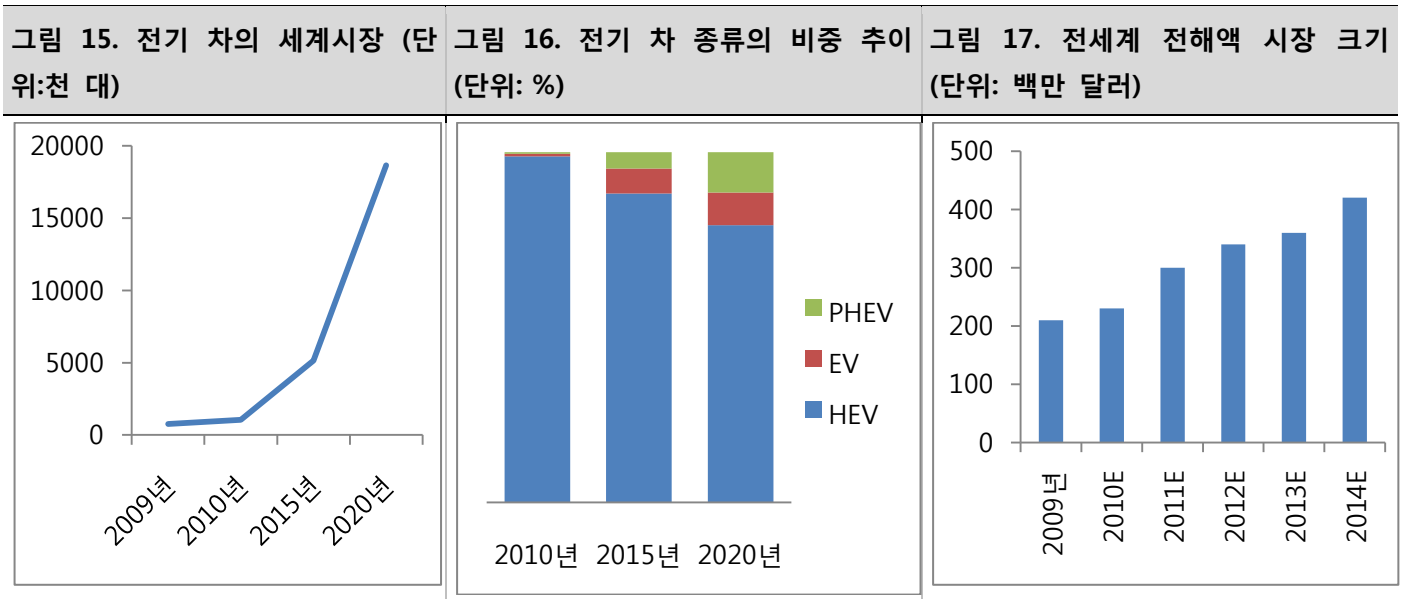
전기 차에는 하이브리드 자동차(HEV), 전기 자동차(EV), 플러그인 하이브리드 자동차(PHEV) 종류가 있는데, 이 중 EV와 PHEV는 동사가 만들고 있는 리튬 이온 전해액이 들어가는 이차전지를 사용하는 자동차이다. 이차전지가 사용되는 전기 차 시장은 2015년까지 현재의 약 5배 정도 커질 것이고, EV와 PHEV의 비중도 커질 것이라 예측되고 있다. 따라서 전기 차 시장의 확장에 따라, 동사가 만들고 있는 리튬 이온 전해액 시장은 2009년 기준으로 2.1억 달러 규모였지만 2014년에는 4억 달러 규모로 성장할 전망이다. (그림15, 16 참조)



1.2 전해액 사업의 특성

고객처 확보, 규모의 경제를 통한 원가 경쟁력 확보 그리고 안정적인 공급 능력 등은 전해액 사업의 KEY FACTOR

이차전지의 재료 구성을 보게 되면 전해액은 약 10%의 비중을 가지고 있는데, 이차전에서 미미한 비중을 차지하고 있다고 할 수 있다. 또한 전해액은 이차 전지 주요 재료 중 기술적 진입 장벽이 낮은 편이어서 이익률도 상대적으로 낮아 향후 내재화 비중이 높아질 가능성은 적다고 할 수 있다. 따라서, 전해액 사업에서 핵심 경쟁력은 고객 확보, 규모의 경제를 통한 원가 경쟁력 확보 그리고 안정적인 공급 능력 등으로 판단된다. 따라서, 초기 사업 비용이 많이 드는 전해액 사업의 경우는 다른 기업들의 진입이 어려울 것이라 생각된다. (그림17 참조)



출처: 후지 경제

출처: 후지 경제

출처: 각사

2. 이차전지용 전해액 매출 증가 전망

전해액 부문 매출액 작년대비 112.5% 증가, 올해는 60% 증가 예상.

현재 동사의 이차전지용 전해액 부문의 매출은 2009년 전체 매출의 7.8%에 그쳤다. 하지만 전년과 비교해서 112.5%의 큰 성장을 보였다. 그리고 올 1분기 이 부문 실적이 77억 원으로 전 분기 대비 20% 늘었고, 다시 한번 사상 최대치를 경신했다. 동사 측에서는 올해 전해액 부문 매출액이 360억 원으로 전년 대비 60% 증가할 것으로 내다봤다. (그림18 참조)

2.1 동사의 고객사, 삼성SDI

동사의 전해액 전속 고객사 삼성SDI

동사는 현재 삼성SDI를 전속 고객사로 확보하고 있는데, 앞서 말한 것과 같이 고객 확보가 중요한 전해액 사업에서 동사의 전속 고객사가 삼성SDI라는 점은 동사의 강점이 될 수 있다. 왜냐하면 삼성SDI가 세계 이차전지 시장에서 나날이 성장하고 있기 때문이다.

**2차전지 시장에서 삼성SDI는 산요를 제치고 점유율 1위에 등극**

한국의 이차전지 산업의 시작은 일본에 비해 10년 가량 늦었지만, 삼성SDI와 LG화학 등 국내 업체들은 기술력 등의 면에서 일본 업체들을 거의 따라잡은 상태이다. 최근 일본 이차전지 시장조사기관인 IIT에 의하면 삼성SDI가 2010년에는 일본의 산요를 제치고 점유율 1위를 차지할 것이라 분석했다. (그림20 참조) 그리고 삼성SDI는 단순히 시장 점유율에서뿐만 아니라 이차전지 기술과 안전성부분에서도 최고의 평가를 받고 있다. 이러한 기술경쟁력을 바탕으로 삼성SDI는 지난해 한 해 동안 전 세계 이차전지 시장이 5%가량 역 성장하는 가운데서도 분기판매 기록을 계속해서 경신하며 전지사업부분의 2009년 매출액이 전년대비 11% 증가했고, 판매량 또한 19% 늘어났다.

**2.2 국내 과점적 시장 주도 with 옥성 화학**

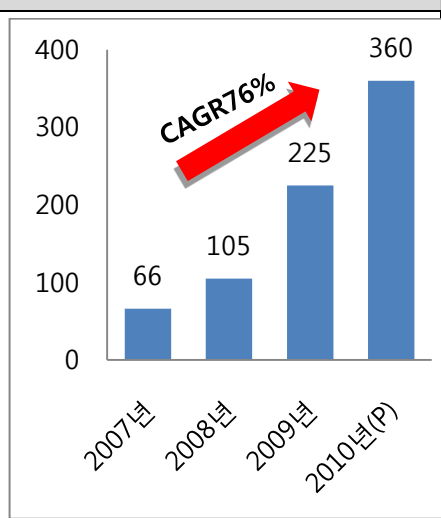
**삼성SDI에 공급하는 동사의 전해액 비중은 20%에서 50%까지 증가**

현재 삼성SDI에 전해액을 공급하는 업체는 동사와 옥성 화학이 있다. 비중으로 보면, 동사와 옥성 화학이 대략 50%씩을 나눠가지고 있다. 동사가 삼성SDI 전해액 비중에서 50%를 차지한 것은 최근의 일이다. 2009년에 제일모직의 전해액사업부가 옥성 화학에 인수되었는데, 국내 대기업이 보유한 기술을 중소기업이 이전 받아 제품화하는 것을 믿지 못한 삼성SDI가 옥성 화학의 비중을 줄이게 되었던 것이다. 그 결과, 동사의 삼성SDI향 이차전지 전해액 점유율이 2009년 1분기중 20%에서 40%로 확대되었고 현재는 50%를 차지하게 되었다. (그림19 참조)

**현재의 복점상태를 유지할 것으로 예상**

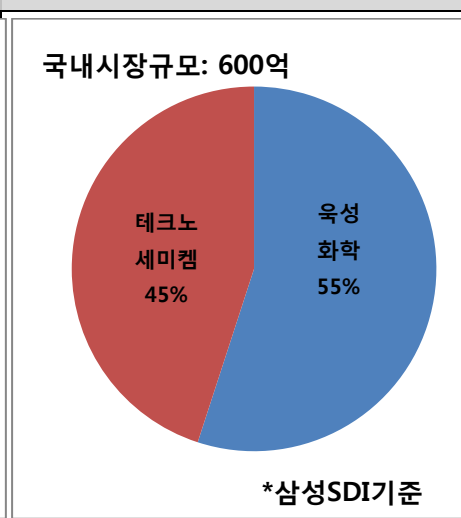
경쟁사와 복점구조를 유지하는 현재 상태는 당분간 계속 될 것으로 예상된다. 경쟁사인 옥성 화학과의 기술력에서 차이를 보이지 않을뿐더러 전속 고객사나 생산 capa를 확보하지 못한 후발 업체들의 대다수이기 때문에 현재의 복점 상태는 지속될 것이다.

그림 18. 동사의 이차전지용 전해액의 매출 추이 (단위: 억 원)



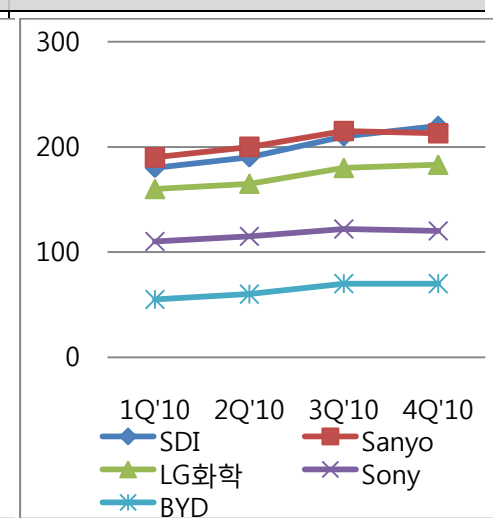
출처: IR자료

그림 19. 이차전지용 전해액 국내시장점유율 현황 (단위: %)



출처: IR자료

그림 20. 2010년 리튬 이차전지 전세계 시장의 출하실적 및 전망 (단위: 백만 대)



출처: 전자부품연구원 전자정보센터

3. 미국생산법인 설립과 capa 증설

A-123과 JSR이라는 2차전지 제조업체들을 고객사로 확보한 상황에서 미국생산법인을 설립

그리고 동사는 내년 초 총 9,500톤의 전해액 생산 capa를 확보하게 된다. 동사는 2006년 공주에 설립한 4,500톤의 전해액 생산 설비 외에, 올해 초 미국 미시건 주에 TSC미시건을 설립하여 5,000톤 규모의 전해액 생산 설비를 확충하였다. 삼성 SDI로 공급되는 전해액 전량은 공주 공장에서 생산되고 있으나, 아직은 이차전지 시장이 초기 단계이기 때문에, 국내 공주 공장 가동률은 20%에도 미치지 못하고 있다. 따라서, 동사는 TSC미시건을 통해 전해액 고객사를 해외로 다변화할 전망이다. 이미 A-123과 JSR이라는 미국 이차전지 제조 업체들을 고객사로 확보해 놓은 상태이며, 내년 1분기 내에 완공되면 A123 Systems, JCS 등의 전지업체로 전해액을 공급할 예정이다. (표2, 그림21 참조)

Capa 증설과 미국생산법인 설립은 동사의 중장기 성장 잠재력을 높일 것으로 기대

capa 증설과 미국생산법인 설립은 동사의 중장기 성장 잠재력을 높여줄 것이다. 동사는 2011년 지분법 이익은 80%의 가동률과 10%의 영업이익률을 가정하여 27억원으로 예상하고 있다. 현 시점에서 정확한 추측은 어려우나 2012년 이후 성장 잠재력에 주목해야 할 것으로 예상되는데, 이는 동사의 주요 목표 고객들이 자동차용 2차전지에서 경쟁력을 확보하고 있어 전기 자동차 시장이 확대되는 2012년 이후 빠른 실적 개선이 예상되기 때문이다.

동사의 전해액 매출은 2011년에 700억원, 2012년 890억원으로 큰폭의 매출액 성장이 기대된다.

예를 들어, 주요 목표 고객 중 하나인 미국 A-123은 나노인산 리튬이온 전지를 주력 제품으로 하는 회사인데, 나노인산 리튬 이온전지는 타 2차전지에 비해 안정성과 원가 경쟁력이 높아 자동차용 어플리케이션에 적합할 것으로 전망하고 있다. 그리고 A-123이 나노인산 리튬이온 전지에서 핵심 기술을 확보하고 있다. A-123은 2009년 현재 적자를 기록하고 있으나 2013년까지 자동차용으로 수주를 협상하는 규모가 20억 달러를 상회하는 것으로 알려져 있다. 따라서 동사의 국내와 해외의 전해액 매출은 2011년에는 700억원, 2012년에는 890억원으로 큰 폭의 매출액 성장이 기대된다.

표 2. 동사의 capa 현황과 예상매출 (단위: 십 억원)      그림 21. 미국 A-123 실적추정 (단위: \$bn)

위치	준공 시기	capa (톤)	예상 매출				
			2009	2010F	2011F	2012F	
국내	공주	2006	4500	23	36	51	59
해외	미시건	2010	5000	-	-	20	30
합계			9500	23	36	71	89

출처: 사업보고서, 이트레이드증권리서치센터

출처: 업계자료

## II. 투자포인트 3 – 쌍두마차 위의 Thin Glass

### 1. Thin Glass와 전방산업

Thin Glass는 TFT-LCD와 OLED에 탑재되는 핵심요소이다.

앞서 언급 했듯, Thin glass는 디스플레이 패널에 적용되는 얇은 유리이다. 모든 디스플레이 분야 모두에 적용되는 이 유리기판은 처음 공정됐을 때의 1mm의 두께를 식각액을 사용하여 바깥쪽 양 면을 깎아내려 두께를 0.7mm까지 줄이게 된다. 이렇게 가공된 Thin glass 은 TFT-LCD와 OLED 등에 걸쳐 모든 분야에 적용되는 핵심요소이다.

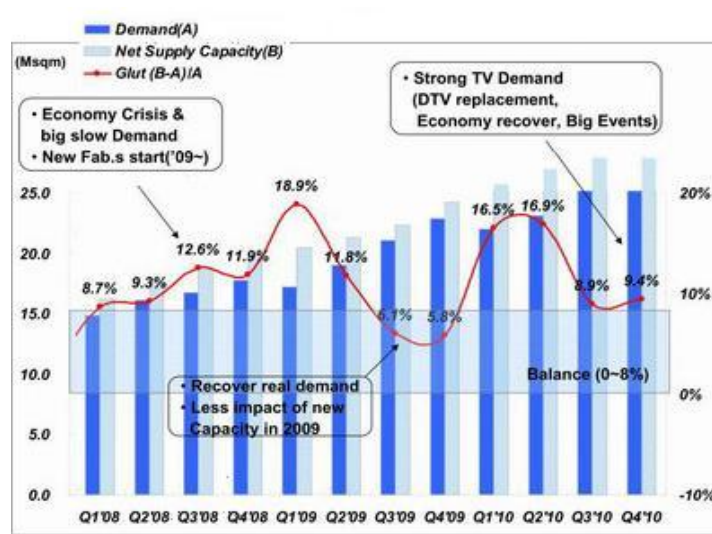
Thin Glass는 다양한 분야에서 사용되며 수요도 높지만 기술력과 설비를 필요로 하기 때문에 진입장벽이 높다.

Thin glass는 CRT, TFT-LCD, OLED 등의 평판디스플레이 산업 이 적용되는 거의 모든 분야-슬림화된 디지털 TV, 노트북 PC, 휴대용 단말기 등-에서 사용된다. 제품의 특성상 Thin glass는 LCD 및 OLED 제품을 생산하는 데에 없어서는 안될 필수적인 제품이기 때문에 과거에도 LCD, LED, OLED의 성장과 함께 성장해왔으며, 향후에도 위 시장이 확대됨에 따라 해당 패널제품의 핵심소재로서 그와 비례한 성장추이를 보일 것으로 예상된다. 앞으로의 성장이 보장된 blue ocean이지만 대규모의 시설 투자비와 연구개발비가 필요한 제품이기 때문에 진입장벽이 높아 국내에선 동사와 캄트로닉스가 점유율을 양분하며 성장해왔다.

TFT-LCD시장의 성장률이 저조하지만 소수 업체가 독점하고 있는 AMOLED 시장의 성장

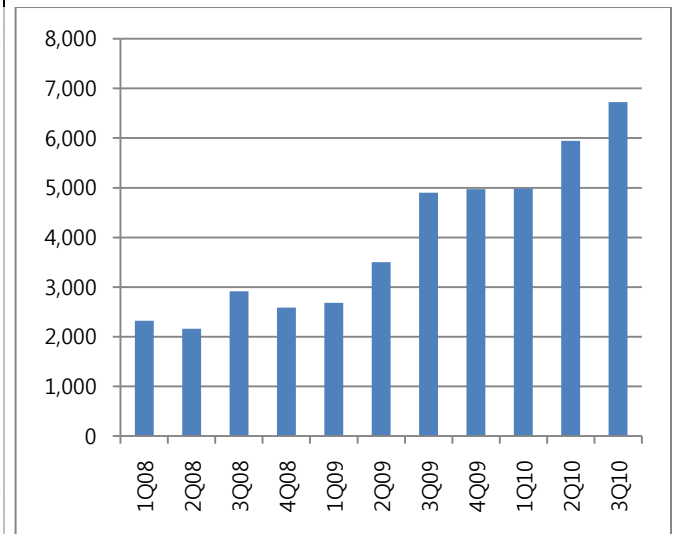
최근 시장에는 TFT-LCD 의 공급과잉으로 생산량 저하의 우려가 있다. TFT-LCD는 동사의 제품이 부품으로 사용되어 동사의 Thin Glass의 수요 및 생산량은 TFT-LCD의 생산량과 동행한다. 하지만 TFT-LCD의 생산 성장성 저하의 이슈가 떠오르며 그 위에 부상하는 것이 능동성 유기발광 다이오드(AM OLED)이다. Thin Glass는 TFT-LCD와 OLED 모두에 동시 적용되는 제품이기 때문에 AMOLED의 수요가 급증한다 해도 그것이 TFT-LCD의 수요를 대체하는 것이라면 Thin Glass 생산업체로서는 수요에 변동이 미미할 뿐

그림 22. 디스플레이시장 성장추이 (단위: %)



출처: 한국수입업협회

그림 23. 동사 thin glass 매출액 추이(단위: 백만원)



출처: Research Team 1

이다. 하지만 동사의 입장에서 AMOLED의 성장은 낙관적일 수밖에 없다. TFT-LCD가 비교적 진입장벽이 낮아 국내외로 많은 기업이 공급하고 있는 반면, AMOLED는 제품의 특성상 기존의 TFT-LCD보다 높은 기술력과 생산장비를 필요로 하기 때문에 전 세계에서 국내 소수의 업체만이 생산력이 있고, 동사는 전 세계 생산량의 98%를 맡고 있는 삼성모바일디스플레이(SMD)의 Thin glass 납품을 상당부분 맡고 있기 때문이다.

1.1 성장하는 SMD의 OLED사업 부문에 Thin glass 납품

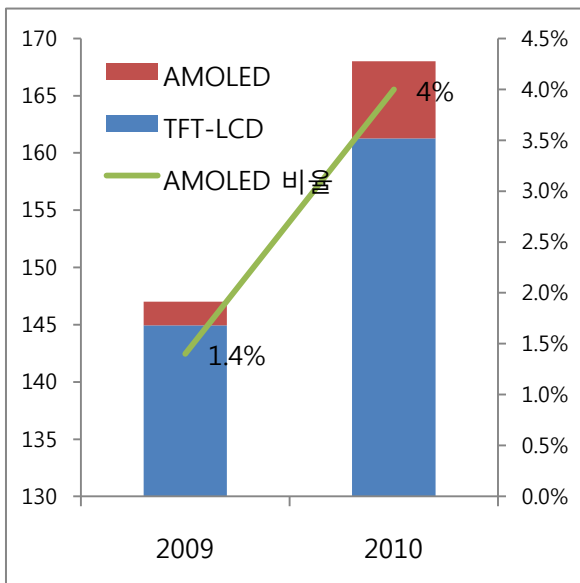
동사는 삼성전자의 모바일용 Display 패널을 생산하는 SMD에 5.5G thin glass를 독점납품

현재까지는 기술의 한계로 국내 및 해외에서 AMOLED 디스플레이의 수요가 급증하고 있는 부문은 삼성전자의 갤럭시S와 같은 프리미엄 휴대기기부문이다. 동사는 현재 갤럭시S를 포함한 삼성전자의 대부분의 휴대폰에 들어가는 모바일용 디스플레이 패널을 생산하는 삼성모바일디스플레이 (SMD)에 Sole vender의 자세로 Thin glass를 납품하고 있다.

AMOLED 시장의 98%를 점유하고 있는 SMD 하지만 아직 시장은 초기 단계

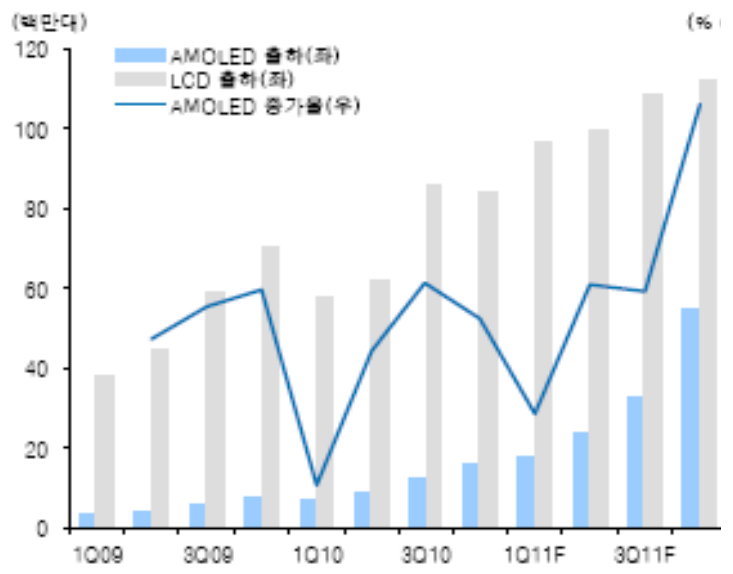
현재 모바일 AMOLED 시장은 패널 공급부족 현상으로 물량확보에 어려움을 겪고 있다. 디스플레이리서치의 발표자료에 따르면 올해 휴대전화 패널생산은 작년의 14억 7천만대에서 14% 증가한 16억 8천만대를 기록할 것으로 전망했다. 이중 AMOLED 패널이 차지하는 비중은 작년 1.4%에 비해 올해 1분기만 해도 1.9%가 증가해 전체 비율의 4%가량 되는데, 이는 패널 수로 환산했을 경우 분기 700만대에 육박한다. (그림24 참조) SMD는 09년도 기준으로 2173만대를 생산하며 AMOLED 패널 시장에 98%의 점유율을 기록하였다. 하지만 이는 향후 급속히 성장하는 시장에 충분한 물량을 공급하기 위해서는 아직은 그만큼 여유있는 생산능력을 갖추지 못한 상태이다.

그림 24. 모바일 디스플레이시장 (단위:천만대)



출처: 디스플레이리서치코리아

그림 25. SMD 출하량 (단위: 백만대, %)



출처: 토러스

따라서 SMD는 세계 AMOLED 시장에서 예상되는 폭발적인 성장에 SMD는 AMOLED 5.5G (1300mm X 1500mm) 기판의 생산설비를 증축해 내년 7월부터 생산에 들어간다.. SMD가 생산하는 7만장의 기판은 3인치 디스플레이로 가공했을 때 월 3000만장 가량으로 기존의 생산량에 10배에 달한다.

**SMD의 AMOLED 설비 증설에 맞춰 전해액 생산능력에 100억원을 투자**

이에 내년 7월 이후 SMD가 생산하는 AMOLED 패널에 내제되는 Thin glass는 동사가 단독 공급하게끔 체결되었기 때문에 앞으로 시장에서 SMD에게 요구하는 AMOLED 패널은 동사의 제품수요에도 고스란히 적용 될 것이다. 동사도 SMD의 AMOLED 설비 증설에 맞춰 100억원을 투자하여 Thin glass 설비 생산을 증설 함으로서 훗날 발생할 수요에 대비하고 있다.

**긍정적인 AMOLED 시장 성장 예측**

더욱이 시장조사기관인 디스플레이 리서치의 보고서에 따르면 과거 2009년 2223만대에 그쳤던 세계 AMOLED 시장의 규모는 올해엔 4280만대, 2011년 7595만대로, 2013년엔 1억 2614만 대로 2015년까지 1억 9432만대로 전체 모바일 시장의 25%까지 성장할 것으로 예상되어 연평균 31.6%로 AMOLED 시장을 긍정적인 미래를 전망한다.

**연평균 31.6% 성장하는 AMOLED 산업 내 동사의 매출액 성장률도 증가할 것**

향후 경쟁사의 출현으로 SMD의 AMOLED시장점유율이 80%까지 내려간다 해도 동사가 연간 31.6%로 성장하는 AMOLED 시장에서의 매출액 성장률은 연간 25%가량 될 것으로 예상된다. 이것은 기존의 TFT-LCD 성장과는 별도로 책정 된 것으로 LCD 시장에서의 수요를 포함 했을 경우의 매출액의 증가는 상당할 것이다.

## 1.2 갤럭시 탭에 들어가는 동사의 Thin glass

**삼성의 갤럭시탭에 탑재되는 Display를 SMD가 도맡게 되면서 SMD에 납품하는 동사에게 긍정적인 요소발생**

반면 시장의 움직임과는 별개로 동사에게 있어서 LCD 시장은 그렇게 부정적인 요소로 적용되지 않는다. 시장이 LCD 패널 공급과다로 곤란한 것은 맞지만, 최근 삼성에서 출시하는 갤럭시 탭에 내장되는 패널을 AMOLED 가 아닌 7인치 TFT-LCD로 선정하였다. 동사의 고객사인 삼성모바일디스플레이(SMD)는 갤럭시탭에 내장되는 패널을 독점 공급하게 되어 켐트로닉스와 함께 SMD 패널에 장착되는 thin glass 를 제공하는 동사는 2차적인 수혜를 입을 것이기 때문이다.

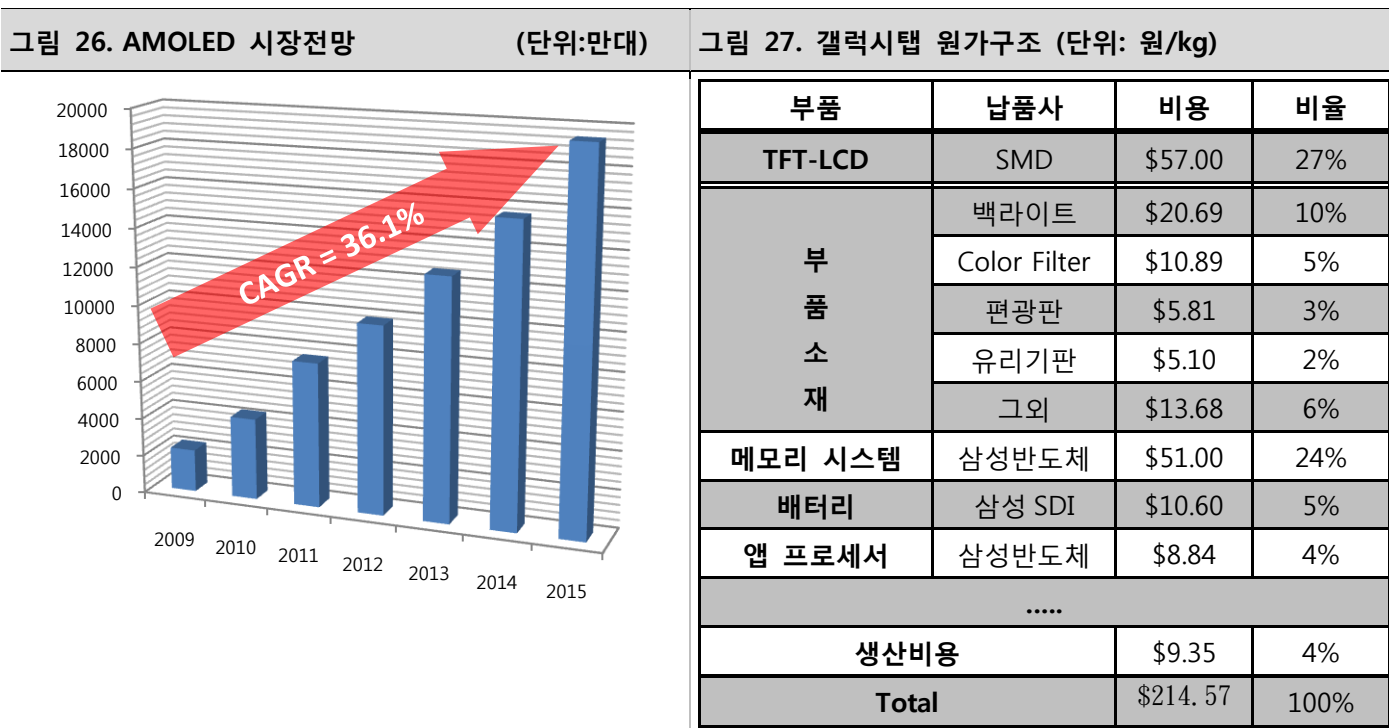
**SMD에 thin glass를 납품하는 업체는 동사와 켐트로닉스로 이 구도는 한동안 유지될 것**

한편 Thin glass의 M/S를 보면, 켐트로닉스 60% 그리고 동사 40%로 나누어지는데, 이러한 납품수량 점유율은 제품을 생산하는데 있어 상당한 기술력이 필요하고 고가의 장비를 갖춰야 한다는 thin glass 특성상 새로운 기업의 진입이 용이하지 않아 앞으로도 유지될 전망이다.

**갤럭시 탭의 출하량에 따라 동사에게 이익발생**

갤럭시 탭에 들어가는 디스플레이의 제조단가는 57달러이다. 디스플레이 패널 제작 패널원가에서 thin glass가 차지하는 비중이 단가의 2%이니 갤럭시 탭 한대를 제작 할 때 동사에게 돌아오는 수익은 2달러 정도가 된다 올해 삼성전자가 발표한 예상 판매량이 100만대이며 2011년 예상 출하량이 1500만대 이므로 올해만해도 갤럭시 탭 thin glass

수주량에 의해 동사에게 추가적으로 발생하는 매출액은 올해로 2백만 달러, 내년엔 3천만 달러까지 예상할 수 있다. (그림27 참조)



출처: DisplayBank

출처: Research Team 1

### Ⅲ. RISK – 탐탁치 않은(??) 자회사

#### 1. TSC 멤시스

TSC 멤시스의 200억원 규모의 영업권 상각분으로 지분법 손실이 발생했음

동사는 2009년 3월 TSC 멤시스(구 파이컴)를 M&A를 통해 인수하였다. TSC멤시스는 반도체 및 LCD 검사장치 제조 판매업체로 인수될 당시 2700원이던 주가에 프리미엄을 얹어 주당 6000원으로 총 390억원에 인수되었는데, 지금도 영업권 상각분 200억원을 10년 동안 계상하기로 한 것으로 인해서 지분법 손실이 발생하고 있다. 하지만 최근 유상증자, 자사주 매각 등 영업정상화를 꾀하고 있고 중국 LCD 제조사에 277억원 규모의 제조장비 공급계약을 체결하는 등 영업 정상화로 최근 턴어라운드 추세를 보이고 있어서 지분법손실을 거의 상쇄할 수 있을 것으로 보인다. 꾸준히 적자를 내던 TSC멤시스는 최근 크지는 않지만 흑자전환 추세를 보이면서 긍정적인 전망을 보이고 있다. 미미한 부분이지만 적자에서 벗어났다는 사실 자체로 유의미하게 볼 수 있겠다. 또한 동사의 인수로 인해서 삼성 등 국내 대기업 측으로의 납품이 기대된다. (그림28 참조)

2. TSC 옵토스

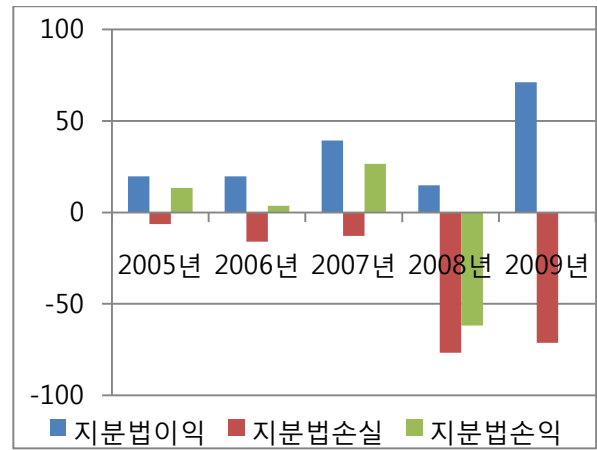
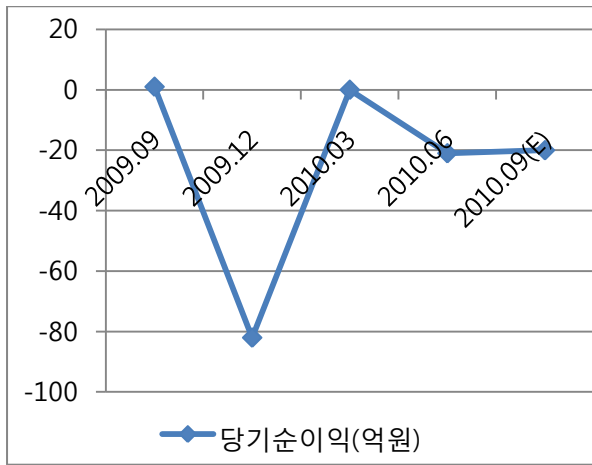
TSC옵토스는 광학필름 제조업체로서 가시적인 성과를 보지 못하고 있는 상황

또한 광학필름 제조업체인 TSC옵토스를 2007년에 인수하였는데, 드물게 국내에서는 원천기술을 가지고 있음에도 불구하고 양산 경험이 없는 것이 문제였다. 수출의 문제로 인해 제대로 제품을 양산하지 못하여 작년 33억원 가량의 손실이 났는데, 그에 대해 올해 100억원 가량의 설비투자를 했고 그에 대한 가시적인 결과는 아직 나타나지 않은 상황이다. 하지만 이런 자회사들의 지분법손실이 반영되었음에도 불구하고 10%가 넘는 당기순이익률을 보이는 동사의 전망에 걸림돌이 되지는 않을 전망이다.

경인방송의 지분매각 계획과 금융 자회사를 분리하여 디스카운트 요인을 제거하고 있음

동사는 두 회사 외에도 TSC미시건(미국 현지법인), 웨트(반도체 세정제 생산업체)등 자회사를 소유하고 있는데 현재 TSC멤시스와 TSC옵토스 두 회사 외에는 지분법과 관련하여 손실을 내지 않고 있다. 2008년 지분법 손실이 크게 발생했는데, 이는 주주로 참여하고 있는 경인방송의 손실과 금융 자회사들의 실적 악화에서 기인한 것이다. 현재 동사는 경인방송 주식매매계약이 해제됨에 따라 오는 연말 해당 지분을 매각할 것으로 밝혔고, 동사와 시너지가 없는 금융 자회사를 분리하여 디스카운트 요인을 제거한 상태이다.

그림 28. TSC멤시스 당기순이익 추이 (단위 :억원)      그림 29. 동사 지분법손익 추이 (단위 : 억원)



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서



## IV. 재무분석

### 안정성

동사는 10년 반기 기준으로 부채비율이 39% 수준으로 매우 양호하다. 또한 06년 이후 40% 를 넘지 않아 매우 건전한 재무 구조를 가지고 있다. 유동비율은 06년 250%를 기록한 이후 계속해서 하락하였지만 10년 반기 기준으로 116% 수준으로 아직까지는 양호하다. 당좌비율의 경우에는 10년 반기 기준으로 90% 수준으로 약간 낮지만 당좌자산에 재고자산 중 비교적 유동화가 쉬운 원재료를 평가충당금을 고려하여 계산하면 103%로 양호한 수준이다.

### 성장성

동사는 기본적으로 반도체 산업의 업황과 함께하지만 CYCLICAL한 반도체 산업의 특성에도 불구하고 지속적인 매출액 성장세를 보여왔다. 이는 새로운 사업모델 개발과 사업 부문별 M/S 확대에 의한 효과이다. 또한 06년 이후 반도체 업황의 하락 사이클과 함께 영업이익률은 2.3% 까지 하락하였지만 09년부터 회복되는 반도체 업황에 따라 영업이익률도 개선되어 10년 반기 기준으로 14.3% 수준을 회복하였다.

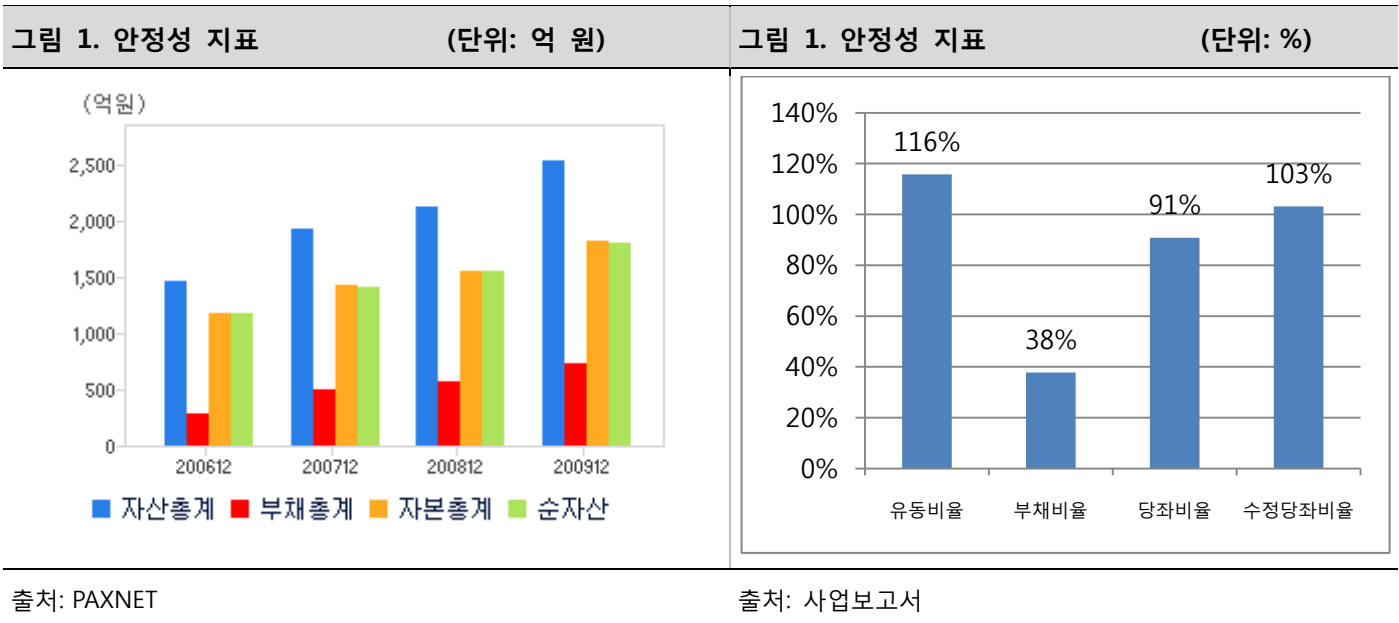
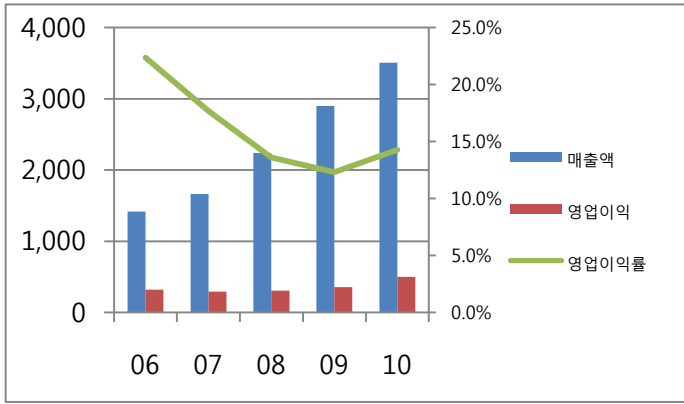
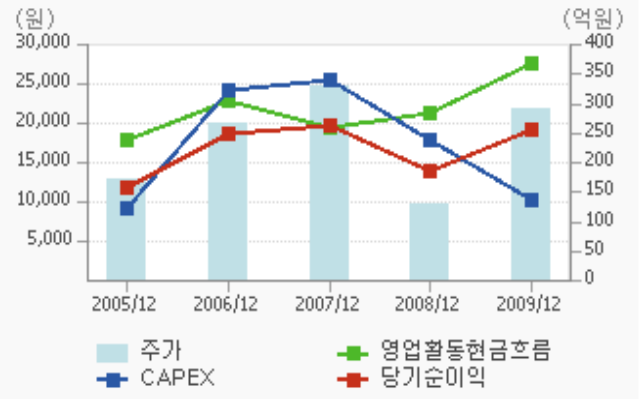


그림 1. 매출액, 영업이익 추이 (단위: 좌-억 원, 우-%)



출처: 사업보고서

그림 1. 주가, CAPEX 등 (단위 : 자-원, 우-억 원)



출처: 네이버

## V. 밸류에이션

### 1. DCF 추정

동사는 주요 사업부문에서 독점과 과점적 시장 지위를 가지고 있으며 산업 특성상 진입장벽이 높아 산업 내에서 급격한 변화가 일어나지 않는다. 지분법 손익 등과 같은 영업외수익 비율이 작아 DCF를 이용하여 적정 주가를 예측하였다.

#### 매출액 추정

동사의 사업부는 크게 3부문으로 나누어 진다. 식각액 및 기타 부문, 리튬이온용 2차전지 전해액 부문, THIN GLASS부문이다.

1. 식각액 및 기타 부문은 전방산업인 반도체업의 예상 성장률은 향후 5년간 약 50%이고 시장 자체가 작고 동사의 기술력과 추가적인 진입으로 인한 경쟁이 심하지 않아 시장의 변동은 없을 것으로 사이클을 고려하여 5년동안 연평균 9% 성장을 가정하였다.

2. 리튬이온용 2차전지 전해액 부문은 전기자동차와 직접적으로 관련되어 있으므로 2015년까지 약 5배정도로 커질 것으로 예상하였고 산업 규모는 커지지만 화학산업의 특성상 진입시 연구소 및 설비 등의 대규모 자본이 필요하여 동사의 선점효과와 규모의경제 효과를 고려하면 시장점유율은 크게 떨어지지 않을 것이라 판단하여 현재 약 45% 정도인 시장점유율은 5년 후에도 30% 수준은 유지할 수 있을 것으로 판단하여 매출액 성장을 추정하였다.

3. THIN GLASS부문은 LCD 및 OLED 패널의 수요 증가와 함께 삼성전자 갤럭시 탭 제품에 단독공급하기로 하여 현재 200억 규모의 매출액이 다음년도에는 30% 정도 성장한다고 예측하고 이후에는 4년간 총 45% 성장을 예상하여 연평균 10% 성장을 적용하였다.

### CAPEX

동사는 05년 이후 지속적으로 자회사를 인수하거나 공장과 생산라인을 증설하는 등의 공격적인 투자가 이루어졌다. 하지만 10년 반기 기준으로 주요 제품별 공장 가동률은 20~60 % 수준으로 각 사업부문별로 보았을 때 이후에 시장이 급격하게 성장하지 않는 공격적인 유형자산 투자는 없으며 설비 교체 주기를 고려하여 매출액 대비 CAPEX 비율은 2009년과 같다고 가정하였다

FCFF 추정	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
매출액	2,901	3,708	4,173	4,634	5,161	5,769
가중평균 성장률		27.8%	12.6%	11.0%	11.4%	11.8%
영업이익	357	535	602	622	693	774
OP. margin	12.3%	14.4%	14.4%	13.4%	13.4%	13.4%
NOPLAT	265	397	446	461	514	574
유무형자산 감가상각	132	130	135	139	146	155
<b>총 현금유입</b>	<b>397</b>	<b>526</b>	<b>581</b>	<b>601</b>	<b>660</b>	<b>729</b>
IC	1,155	1,266	1,337	1,422	1,528	1,656
ROIC		32.8%	34.3%	33.4%	34.8%	36.1%
IC 증가액	166	240	207	225	251	282
유무형자산 감가상각	132	130	135	139	146	155
<b>총 투자액</b>	<b>298</b>	<b>370</b>	<b>342</b>	<b>364</b>	<b>397</b>	<b>437</b>
FCFF	99	156	240	237	262	292
할인기간		0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
FCFF 현재가치		156	217	194	195	196
		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5

적정주가 추정	
주주지분가치(시가총액)	4,311
타인자본가치(IBD)	445
<b>타인자본비용</b>	<b>9.00%</b>
3yr 국채수익률	3.50%
Beta	1.05
한국시장 프리미엄	7.00%
자기자본비용	10.85%
<b>WACC</b>	<b>10.49%</b>
<b>영구성장률</b>	<b>1.00%</b>
예상 ROIC	36.08%
FCFF 추정	558
Terminal Value	5,882
현재가치 합	958
PV of TV	3,947
현금 + 시장성유가증권	221
비영업용자산	933
<b>Value of the Firm</b>	<b>6,058</b>
(-)Value of the Debt	445
전환사채	
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	0
(-) Value of the preferred stocks	0
<b>Value of the Equity</b>	<b>5,613</b>
발행주식수	14,686,988
희석주식수	
<b>적정주가</b>	<b>38,218</b>
현재주가	29,350
<b>기대수익률</b>	<b>30.2%</b>

민감도 분석		WACC	
WACC	적정주가	기대수익률	
7.5%	55,523	89.2%	
8.0%	51,580	75.7%	
8.5%	48,171	64.1%	
9.0%	45,196	54.0%	
9.5%	42,578	45.1%	
10.0%	40,256	37.2%	
10.5%	38,185	30.1%	
11.0%	36,327	23.8%	
11.5%	34,651	18.1%	
12.0%	33,131	12.9%	
12.5%	31,748	8.2%	

민감도 분석		Beta	
Beta	적정주가	기대수익률	
0.75	47,618	62.2%	
0.80	45,730	55.8%	
0.85	43,990	49.9%	
0.90	42,382	44.4%	
0.95	40,892	39.3%	
1.00	39,508	34.6%	
1.05	38,218	30.2%	
1.10	37,014	26.1%	
1.15	35,888	22.3%	
1.20	34,832	18.7%	
1.25	33,840	15.3%	

## 2. P/E 분석

10년도와 11년도 매출액은 DCF 추정과 같이 각 사업부문 별로 예상하였으며 매출액 대비 매출원가 비중은 작년 전방산업인 반도체 시장의 업황이 좋지 않아 마진을 많이 남길 수 없어 상대적으로 매출액 대비 원가율이 상승한 것으로 판단되었으며, 동사의 3분기까지의 누계 실적을 바탕으로 추정하여 다소 낮아질 것으로 예측하였다. 추정 결과 2011년 예상 당기순이익은 450 억 원, 예상 EPS는 발행주식수 14,686,988주로 나누어 3,064원이 나와 현재주가(29,350원, 11/12) 기준으로 2011년도 예상 PER 값이 9.6이 나온다. 동사의 과거 PER밴드를 살펴보아도 10 이상은 충분히 받아왔으며 2010년도 예상 EPS와 현재주가로 PER을 계산하면 11.1로 현재의 주가는 저평가 되었다고 할 수 있다.

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>1,417</b>	<b>1,665</b>	<b>2,238</b>	<b>2,901</b>	<b>3,708</b>	<b>4,173</b>	<b>4,634</b>	<b>5,161</b>	<b>5,769</b>
<i>매출 YoY</i>					27.8%	12.6%	11.0%	11.4%	11.8%
<b>COGS</b>	<b>963</b>	<b>1,207</b>	<b>1,739</b>	<b>2,324</b>	<b>2,892</b>	<b>3,255</b>	<b>3,661</b>	<b>4,077</b>	<b>4,557</b>
<i>% of sales</i>	68.0%	72.5%	77.7%	80.1%	78.0%	78.0%	79.0%	79.0%	79.0%
<b>매출총이익</b>	<b>454</b>	<b>458</b>	<b>499</b>	<b>577</b>	<b>816</b>	<b>918</b>	<b>973</b>	<b>1,084</b>	<b>1,211</b>
<i>% of sales</i>	32.0%	27.5%	22.3%	19.9%	22.0%	22.0%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>SG&amp;A</b>	<b>137</b>	<b>164</b>	<b>195</b>	<b>220</b>	<b>281</b>	<b>316</b>	<b>351</b>	<b>391</b>	<b>437</b>
<i>% of sales</i>	9.7%	9.9%	8.7%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
<b>영업이익</b>	<b>317</b>	<b>294</b>	<b>304</b>	<b>357</b>	<b>535</b>	<b>602</b>	<b>622</b>	<b>693</b>	<b>774</b>
<i>% of sales</i>	22.4%	17.7%	13.6%	12.3%	14.4%	14.4%	13.4%	13.4%	13.4%
<i>영업이익 YoY</i>	21.3%	-21.1%	-23.1%	-9.3%	49.7%	12.6%	3.3%	11.4%	11.8%
<b>영업외 손익</b>	<b>(0)</b>	<b>36</b>	<b>(38)</b>	<b>(14)</b>	<b>(17)</b>	<b>5</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>93</b>
<i>% of sales</i>	0.0%	2.2%	-1.7%	-0.5%					
<b>법인세차감전 계속사업이익</b>	<b>317</b>	<b>330</b>	<b>266</b>	<b>343</b>	<b>517</b>	<b>607</b>	<b>654</b>	<b>753</b>	<b>868</b>
<i>% of sales</i>	22.4%	19.8%	11.9%	11.8%	14.0%	14.5%	14.1%	14.6%	15.0%
<b>법인세</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>134</b>	<b>157</b>	<b>169</b>	<b>195</b>	<b>224</b>
<i>effective tax rate</i>	22.5%	20.4%	29.7%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
<b>당기순이익</b>	<b>246</b>	<b>263</b>	<b>187</b>	<b>255</b>	<b>384</b>	<b>450</b>	<b>485</b>	<b>559</b>	<b>643</b>
<i>% of sales</i>	17.3%	15.8%	8.4%	8.8%	10.4%	10.8%	10.5%	10.8%	11.2%

따라서 본 리서치 1팀은 적정주가 38,218 원, 안전마진 30.2% 로 BUY를 추천한다.

## 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 없으므로 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.