

2010년 10월 21일

모아텍 (A033200)

BUY

성장성, 수익성, 안정성? 다 모아!

v 컴퓨터 산업은 아직도 성장 중

ODD분야는 동사의 매출비중 80%를 차지하며 Cash cow역할을 하고 있다. BRICs는 PC보급률은 중국 20%, 인도 5% 등으로 매우 낮아, 국가적인 보급률 향상계획으로 10년 내 꾸준한 PC 수요 증가 기대되는 시장이다. PC 슬림화 추세에 따라 슬림 외장형 ODD 산업의 수요로 수익성이 향상되고 있어 BRICs를 중심으로 PC산업의 성장성에 따른 동사의 성장이 기대된다.

v 2%의 가능성 - 포텐 터질 영혼의 투톱

이미 컴퓨터 분야에서는 안정적인 수익을 거두고 있다. 동사에 가장 아쉬운 점은 향후 성장 동력과 일원화된 매출처이다. 이제 2%씩의 매출 구성을 차지하는 카메라와 자동차에 주목하자. 향후 동사를 성장시킬 영혼의 투톱이 될 것이다.

v 주가 그래프가 평평하고 거래량이 적으니 잡주일까?

그렇지 않다. 동사의 최근 주가 흐름은 밋밋하지만 여기에는 많은 이야기가 담겨져 있다. 우선 배당으로 얻을 수 있는 수익이 12% 가량이나 되고, 잘못된 루머와 시장의 상황으로 인하여 동사의 주식은 상당히 저평가된 상태이다. 시장의 오해가 아직 풀리지 않은 지금. 얼마 후에 있을 배당으로의 이익과 동사가 정당한 평가를 받게 되어 이익을 온전하게 챙길 수 있는 투자시점은 바로 지금이다!



적정주가:

13,218 원

현재주가:

8,400원 (10/21 기준)

상승여력: 57.4%

시가총액	1,095억원
ROE	15.11%
ROA	11.78%
영업이익률	12.12%
배당수익률	2.69%
P/E Ratio	8.53
P/B Ratio	1.03

주요주주:

임종관 34.09%

모아텍 자사주 19.05%

SMIC 리서치 2팀

팀장 최홍민

팀원 권우석

김서윤

심미경

임경미

1. 스테핑모터, 뜨거운 감자?

정확히 각도를 제어할 수 있는 스테핑모터

스테핑모터, 대체제로서 각광받다

전자제품/기기에 대한 수요가 지속적으로 증가하는 시점에서 우리는 스테핑모터에 주목할 필요가 있다. 스테핑모터(Stepping Motor)란 입력 펄스 수에 대응하여 일정 각도씩 움직이는 모터로, 일반적인 아날로그 전원보다는 디지털 형식에 적합하며 그 구동 메커니즘, 자기회로의 구조기기에 전기회로가 부착되어 있어 다른 모터가 할 수 없는 특수한 요소기술을 가지고 있다. 이러한 스테핑모터는 기존의 DC모터의 대체제로서 각광을 받고 있는데, 이 둘의 차이점은 다음과 같다.(표1 참조) DC모터는 정지 시 역회전이 필요한 반면, 스테핑모터는 필요하지 않다. 위치 제어 시에도 DC모터는 보정이 필요하지만, 스테핑모터는 보정이 필요 없다. 구동회계설계에서도 DC모터는 복잡하지만, 스테핑모터는 단순하다. 구조도 DC모터는 복잡한 반면, 스테핑모터는 단순하다. 그러나 무엇보다 중요한 스테핑모터의 장점은 **회전 각도를 정확히 제어할 수 있다**는 것이다. 이러한 강점 때문에 현재, 모터시장은 **DC모터에서 스테핑모터로 전환되는 추세**이다.

스테핑모터의 전방산업은 급증하는 중

스테핑모터의 전후방 산업, 성장가능성을 엿보다

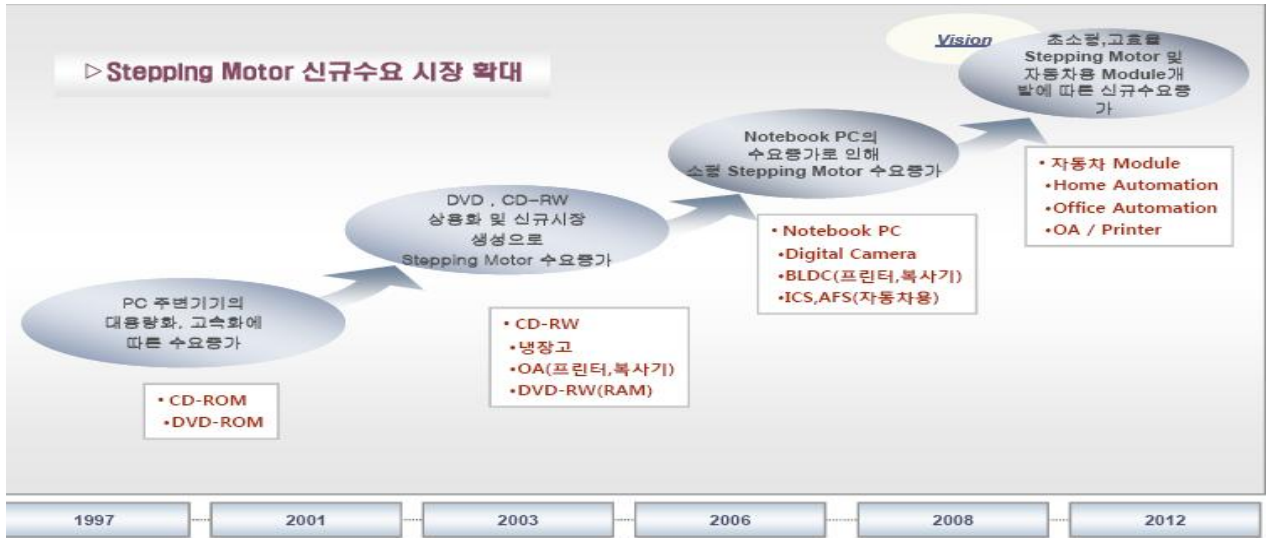
스테핑모터의 후방산업은 그의 원재료가 되는 Shaft, Magnet, Frame 제조산업 등이다. 동사의 경우, 주요 원재료가 수입되고 있다는 문제점을 해결하기 위하여 자체적으로 부품을 설계 업체를 개발함으로써 경쟁력을 확보하고, 2차 완제품 생산기지를 중국과 필리핀 등 해외 현지생산으로 전환하여 원활한 원자재 조달을 위해 노력하고 있다. 전방산업은 투자 포인트에서 자세히 말하겠지만, 스테핑모터 매출의 대부분을 차지하는 CD-ROM, 노트북 등의 컴퓨터산업이 주를 이루고 있고, 프린터, 복사기 등의 OA기기 산업, 디지털카메라산업에서도 스테핑모터가 쓰이고 있다. 또한 3D TV함께 등장한 대용량 광기록방식 저장장치인 블루레이 플레이어에도 스테핑모터가 2개 들어가게 되는데, DVD의 대체재로서 이 산업에 대한 수요가 점차 증가할 것으로 예상되어 스테핑모터의 수요도 차츰 증가할 것으로 보인다. 그리고 자동차가 점점 전기기기화 되면서 최근에는 자동차산업에까지 진출하고 있다. 스테핑모터가 점점 더 **다양한 용도로 다양한 산업에 진출**하고 있기 때문에, 스테핑모터의 **전방산업은 더욱 증가할 것으로** 전망된다.

표 1. D/C모터와 스테핑모터의 차이점			그림 1. ODD 적용 시 Motor의 비교	
구분	D/C MOTOR	Stepping Motor	D/C MOTOR 의 경우	Stepping Motor 의 경우
정지 시 역회전	필요	불필요		<ul style="list-style-type: none"> •설계가 간단해 진다 •가공비 절감 •불량률을 줄일 수 있다 •A/S 가 쉽다
위치제어	보정 필요	보정 필요 없음		
구동회로설계	복잡	단순		
구조	복잡	단순		

출처: 기업설명회 자료, Research Team 2

출처: 기업설명회 자료

그림 2. 스텝핑모터의 신규수요 시간 확대



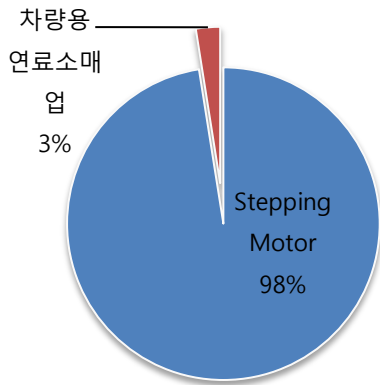
출처: 기업설명회 자료

스텝핑모터 시장의 최고 점유율, 모아텍

스텝핑모터 세계시장 점유율 60%

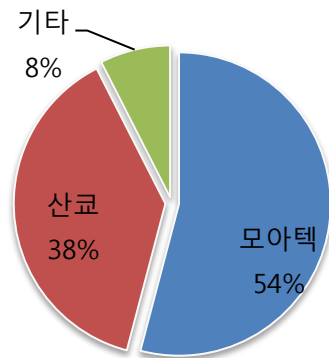
동사는 1989년 3월 법인을 설립한 국내 최초 PM Type의 스텝핑모터 전문생산업체이다. 스텝핑모터 외에도 다양한 제품들을 생산하고 있지만, 스텝핑모터가 동사의 매출액 중 약 97%를 차지하고 있고, 차량용 연료소매업이 3%를 차지하고 있는 것으로 보았을 때, 이 기업이 주력하고 있는 상품은 스텝핑모터라고 볼 수 있다.(그림 3 참조) 1990년에 국내 최초로 PC용 스텝핑모터를 일본에 수출하기 시작하였고, 1992년 삼성전자 및 현대전자에 FDD용 스텝핑모터를 판매 개시하면서 OA 및 FA용 스텝핑모터 생산전문업체로서 인정받기 시작하였다. 동사는 지속적인 신기술 도입 및 핵심 기술 개발을 통해서 스텝핑모터의 사용 용도를 점차 늘리기 시작하였고, 현재는 PC 산업 외에도 시장다변화를 추구하며 디지털카메라, 자동차산업에까지 진출하여 세계각지로 스텝핑모터를 수출하고 있는 성장잠재력이 뚜렷한 기업이다. 2010년 현재, 동사는 전세계 ODD용 스텝핑모터 분야에서 시장점유율 60%로 지난해보다 6%성장하여 세계 1위를 기록하고 있으며(그림 4 참조), 전 세계 데스크탑 PC의 75%, 가전/사무기기의 25% 정도에 동사의 모터가 쓰이고 있다. 이를 인정받아 동사는 최근에 한국거래소가 발표한 코스닥시장 히든 챔피언 29곳 중 하나로 선정되어 높은 기술력과 세계시장에서의 강한 경쟁력을 가진 기업으로서 주목을 받기 시작하고 있다.

그림 3. 동사의 매출액 구성 비율 (2009년)



출처: 사업보고서, Research team 2

그림 4. ODD용 스텝핑모터 세계시장점유율(2009년)



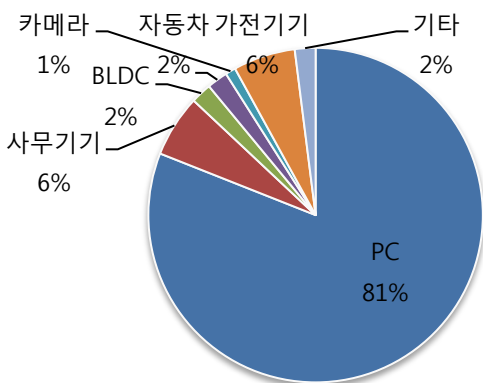
출처: 사업보고서, Research team 2

약방의 감초, 스텝핑모터

스텝핑모터의 쓰임새가 커지고 있다

현재, 동사의 스텝핑모터는 **다양한 산업분야**에서 사용되고 있다. 각각의 제품이 동사의 매출액 비중에서 어느 정도 차지하는지 아래의 그림을 보면 파악해 볼 수 있다. 우선, 2009년 전체 매출에서 약 81%의 큰 비중을 차지하고 있는 것은 컴퓨터 산업에서 사용되는 ODD와 ODD-SLIM 스텝핑모터다.(그림3 참조) 차례로 사무기기, 가전기기가 각각 6%를 차지하고 있으며, 최근에 들어서 스텝핑모터 사용으로 주목 받고 있는 자동차산업과 카메라산업이 각각 2%, 1%를 차지하고 있다. 그러나 2010년 예상 매출비중을 보면 조금 추세가 달라졌음을 확인해 볼 수 있는데, 최근에서야 스텝핑모터 전방산업을 주목 받기 시작한 자동차와 카메라산업의 매출 비중이 점점 높아지고 있음을 확인해 볼 수 있다.(그림4 참조) 따라서 동사는 더 이상 컴퓨터산업 위주의 스텝핑모터에만 국한하지 않고, 지속적인 **제품다각화**를 하고 있으며 이는 한 산업에만 치중하는 위험부담을 완화함으로써 **장기적으로 경쟁력**을 갖추어나가고 있음을 확인해 볼 수 있다.

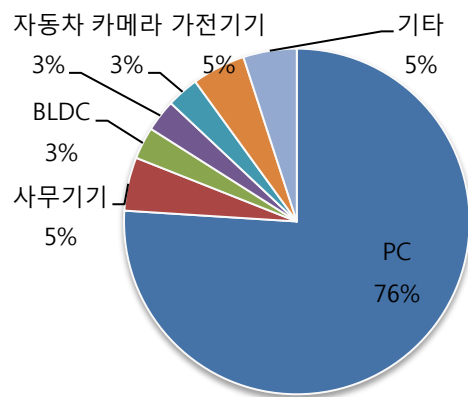
그림 5. 2009년 동사 매출 비중



참고:BLDC(프린터, 복사기)

출처: 기업설명회 자료, Research team 2

그림 6. 2010년 동사 예상 매출 비중



출처: 기업설명회 자료, Research team 2

꾸준히 시장을 넓혀나가는 동사의 스테핑모터

스테핑모터 시장 다각
화에 힘쓰고 있는 모
아텍

앞으로 컴퓨터 산업이 계속해서 성장할 것이라고 예상되는 이 시점에서, PC 용 스테핑모터의 수요는 더욱 증가할 것이라고 전망된다. 전 세계 PC 의 75%가 동사의 스테핑모터를 사용하고 있기 때문에, 컴퓨터 산업의 성장은 동사의 매출로 바로 반영될 것이라고 추측할 수 있다. 특히 동사는 노트북시장에서 점유율을 증가시켜 매출액을 더욱 향상시킬 것으로 전망되는데, 그 이유는 데스크탑용인 ODD 스테핑모터보다 노트북에 사용되는 SLIM-ODD 의 슬림형 스테핑모터 가격이 2.5~3 배 정도 더 비싸기 때문에 노트북시장에서 마진이 훨씬 크기 때문이다. 디지털카메라와 같은 분야도 지속적으로 성장할 것으로 예상되기 때문에 이 또한 동사의 매출에 신 성장동력으로서 기여할 수 있을 것으로 보인다. 또한 자동차산업에서는 현재 DC 모터에서 스테핑모터로 교체하는 추세이고, 동사는 지금까지 에쿠스와 제네시스 같은 고급 세단에만 스테핑모터를 공급하였지만, 최근에 SM5 에 공급하기로 하는 계약을 체결해 자동차산업에서의 스테핑모터에 대한 잠재적 성장성은 커질 것으로 전망된다. 또한 동사는 앞으로 전기자전거, 로봇과 관련된 신제품을 개발해 성장해나가고자 하는 전략을 추진하고 있다.

신규 진입자가 생길
가능성은 높지 않다

신규 진입자에 의해 경쟁이 치열해 질 가능성?

신규 진입자가 들어올 가능성은 높지 않다. 결론부터 말하자면 신규 진입자가 시장에 진출 할 가능성은 높지 않고 새로운 진입자가 동사에 위협이 될 가능성은 더더욱 적다. 그 이유는 현재 국내 스테핑모터 시장을 살펴 보면 알 수 있다. 동사는 국내 스테핑모터 시장의 70% 이상을 차지하고 있고 나머지 30%는 상대적으로 규모가 작은 몇몇 업체들이 차지하고 있다. 스테핑모터를 만드는 기술은 기본적으로 간단하여 진입이 쉬워 보인다. 하지만 스테핑모터의 핵심 경쟁력 중 하나가 **가격 경쟁력**이기 때문에 **규모의 경제**가 매우 중요한 요소로 작용하므로 자본이 많지 않은 신규 업체가 시장에 진입 하긴 사실상 매우 어렵다. 또한 스테핑모터는 완성품을 위한 부품이기 때문에 자본력이 강한 대기업이 진출하기에도 큰 매력을 느끼기 어려운 시장이므로 신규 진입자가 진입 할 가능성은 크지 않다.

이러한 상황에서 신규 진입자가 진출한다 하더라도 동사에 위협이 되긴 어렵다. 그 이유는 고급 세단과 같은 고가의 제품에 들어가는 정밀 스테핑모터를 개발하는 데에는 고도의 기술력이 필요하기 때문이다. 이는 국내 시장을 살펴 보면 알 수 있는데 2000년 이후 시장에 신규 진입자들이 들어왔지만 이들 모두 아직까지도 정밀 스테핑모터를 개발하지 못했으며 동사에 큰 위협이 되지 못하고 있다.

경쟁사 분석 : NIDEC-SANKYO?

동사의 경쟁사?
NIDEC-SANKYO

현재 스테핑모터 시장은 동사와 일본의 산쿄가 세계 시장을 과점하고 있는 상황이다. 동사는 컴퓨터용 스테핑모터 시장에서, 산쿄는 DVD, Video Camera 등 가전제품용 스테핑모터 시장에 집중하고 있다. 산쿄는 1941년 설립된 일본의 제조업체로 2009년 기준 매출이 1,005억엔, 원화 가치로 약 1조 4천억원에 달하는 대기업이다. 산쿄사의 제품별 매출 비중을 살펴보면 전체 매출 중 STM, 즉 스테핑모터가 약 25.5%로 3,570억원

에 달하며 이는 동사의 2009년 매출 1,250억 원에 3배에 달하는 금액이다. 규모로만 본다면 동사는 산쿄에 크게 밀리고 있다.

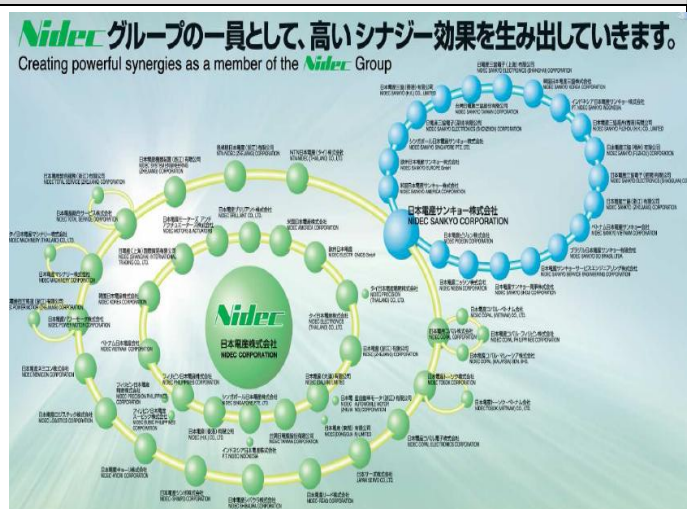
기술력? 뒤지지 않아!

하지만 규모가 큰 것이 전부는 아니다. 동사는 스테핑모터 시장에서 중요한 경쟁력이라고 할 수 있는 기술력과 원가 경쟁력 이 모두에서 산쿄에 전혀 뒤지고 있지 않고 있다. 동사는 세계 광디스크 업체 1,2,3위인 HLDS(HITACHI-LG 합작법인), TSST(TOSHIBA-SAMSUNG 합작법인), 대만의 LITE-ON에 제품을 납품하고 있고 고부가가치의 기술이 요구되는 자동차의 AFS, SENSOR를 위한 스테핑모터도 현대자동차, GM대우에 납품 중에 있다. 이러한 동사의 납품 실적은 동사의 기술력이 산쿄에 전혀 뒤지지 않는다는 점을 간접적으로 증명한다.

가격도 동사가 더 싸다!

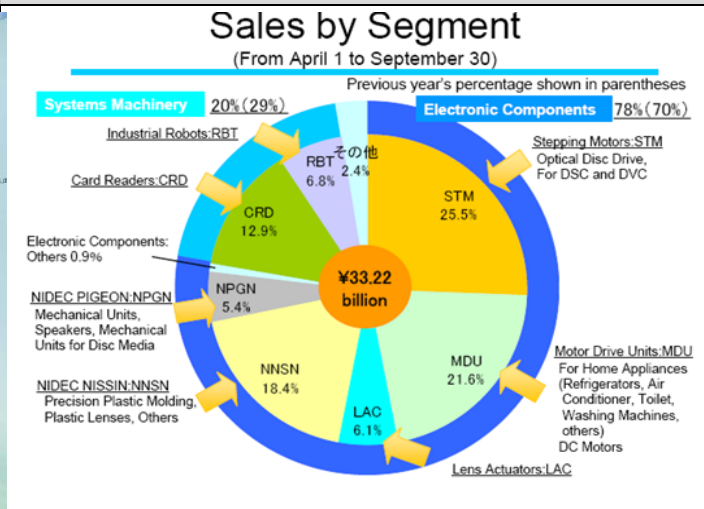
동사는 원가 경쟁력도 산쿄에 뒤지지 않는다. 동사는 1997년 중국 공장을 시작으로 2010년 북해 공장까지 건립하여 매출의 대부분을 해외에서 생산하고 판매한다. 이렇듯 중국에 입지해 있기 때문에 상대적으로 저렴한 인건비를 바탕으로 낮은 단가에 제품을 공급 할 수 있다. 물론 산쿄도 중국 등 개도국에 공장을 가지고 있긴 하지만 산쿄는 일본 업체이기 때문에 동사보다 고정비가 더 높을 수밖에 없어 가격 경쟁력에 있어서 동사가 조금 더 우위를 지니고 있다고 볼 수 있다. 또한 산쿄의 경우 엔화 가치에 따라 가격 경쟁력에 영향을 받는다. 엔화 가치가 상승 할 경우엔 산쿄의 가격 경쟁력이 나빠져 동사에게 큰 호재로 작용하지만 엔화 가치가 하락 할 경우엔 상대적으로 동사의 가격 경쟁력은 하락하게 된다. 하지만 동사의 스테핑모터의 단가가 산쿄의 스테핑모터보다 낮기 때문에 엔화 가치가 큰 폭으로 하락하지 않는 한 엔화 환율에 대한 큰 위험은 없다고 볼 수 있다.

그림 7. NIDEC-산쿄의 자회사 현황



출처: NIDEC-산쿄 홈페이지

그림 8. NIDEC-산쿄 제품별 매출비중



출처: NIDEC-산쿄 IR

그림 9. 동사 중국 공장



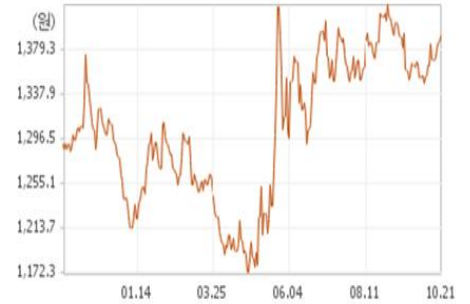
출처: 동사 홈페이지

그림 10. 동사 북해 공장



출처: 동사 홈페이지

그림 11. 2010년 엔화 환율



출처: 외환은행

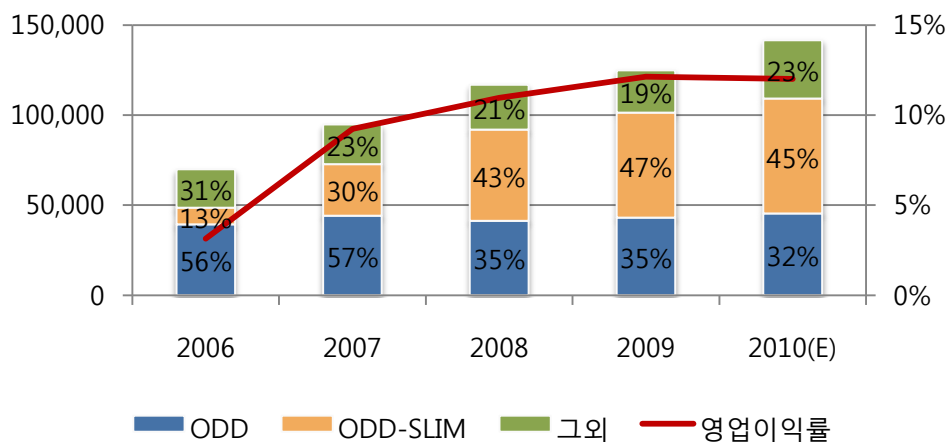
2. 투자포인트 1- 컴퓨터 산업은 아직도 성장중

동사의 Cash cow – ODD와 ODD-SLIM

동사의 매출 비중을 보면 ODD(optical disc drive) 분야(일반 ODD+ODD-SLIM)가 약 80%(ODD:35%, ODD-SLIM:47%,2009년 기준)의 큰 비중을 차지하는 것을 볼 수 있다. 특히, 2006년 이후로부터 ODD-SLIM의 매출 비중이 크게 증가하면서 동사의 매출도 크게 증가하였다. 즉, 동사에서는 컴퓨터 부분인 ODD가 동사의 가장 큰 Cash cow의 역할을 하고 있다. 또한, 동사는 ODD용 스테핑모터 시장(데스크탑 및 노트북 컴퓨터용 모터시장)에서 53.8%(2009년)의 세계시장 점유율 1위에 위치해 있으며, 나머지 점유율 대부분은 일본의 산쿄사가 차지한 형태로 스테핑모터 시장은 두 제조사에 의해 양분되어 있는 시장이다. 동사는 내수시장으로는 삼성, LG 등에 공급하며, ODD(광저장장치) 생산업체 중 세계1위, 2위 업체(2009년 기준, 2010년에는 삼성이 매출에서 앞섬)인 HLDS(히다찌,LG전자 합작사), TSST(도시바,삼성전자 합작사) (2009년 기준 두 회사 점유율 합쳐서 60% 이상), 그리고 세계 3위 대만기업인 Lite-on 등에 납품하고 있다.

그림 12. 동사의 매출 비중과 영업이익률

(단위:백만원)



출처 : 동사 투자보고서

성장 여력 큰 컴퓨터 산업

컴퓨터 산업은 성숙기 산업이라는 시각이 보편적이며, 이미 PC 시장은 현재 포화 상태이며 그 수요는 크게 증가하지 않을 것이라는 생각이 지배적이다. 그러나, 결론부터 말하자면 리서치 2팀은 컴퓨터 산업을 성장여력이 큰 산업으로 생각한다. 중국과 인도 등의 성장여력이 큰 개발도상국을 중심(BRICs)으로 컴퓨터 수요는 급증할 것이기 때문이다. 그렇기 때문에 Research Team 2는 동사의 두번째 투자포인트로 **컴퓨터 산업의 성장성**을 제시한다. 그 중, 중국은 2010년 아태지역 PC 출하량의 60%, 세계 PC 출하량의 19%를 차지할 것으로 내다보았기 때문에(가트너 리서치 추정) 다른 국가보가 훨씬 중요한 시장이다. 그러면 이하에서 중국과 인도를 중점적으로 컴퓨터 산업의 성장성에 대해 더 자세히 살펴보겠다

경제는 성장중이나, 여전히 PC 보급률은 낮은 BRICs

중국의 국내총생산(GDP)은 2009년 기준 4조 9,867억불로 미국(14조 1191억불), 일본(5조 0680억불)에 이어 **세계 3위**이며 2004년부터 2009년까지 물가상승률을 고려한 **실질 GDP 성장률은 10.2%**로 중국은 빠른 속도로 성장 중이다. 그러나, 경제적으로는 성장하고 있지만 문화적으로는 아직 성장이라고 말하긴 어렵다. **중국의 PC 보급률은** 몇 개의 도시를 제외하곤 저조한 수준이며, **평균 PC 보급률은 20%**이다. 중국이 외에 다른 BRICs 국가들의 보급률을 보면, 브라질과 러시아의 PC 보급률은 32%인 반면, **인도는 5%**에 그치는 수준이다. 이러한 보급률은 90% 이상인 미국과 일본과 비교해보면 **매우 낮은 수준**이다.

표 2. 선진국과 BRICs 경제 성장률과 그 예측치 (단위 %)

국가	PC 보급률 (2009)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
미국	90+	1.9	0	-2.6	2.8	2.4	2.9	2.9	3.2
일본	90+	2.3	-1.2	-5.2	2.5	1	1.9	2.1	2.1
브라질	32	6.1	5.1	-0.2	6.8	5	5.5	5.2	5.5
러시아	32	8.1	5.6	-7.9	4.2	4.3	3.7	3.7	3.4
인도	5	9.6	5.1	6.8	8.2	8	8.1	8	8
중국	20	14.2	9.6	9.1	10.2	8.6	8.1	8.6	8.8

출처 : Global Insight, World Overview, Research Team 2

BRICs - PC보급률 확대에 대한 정부차원의 노력 중

BRICs 국가는 급격한 성장에 힘입어 향후 몇 년 내 PC 보급률을 끌어 올릴 계획을 가지고 있으며 각 정부차원에서도 그 노력을 기울이고 있다. 중국 정부는 "중국 인터넷상황" 백서를 올해 6 월 달에 발표하며, 그 내용은 인터넷의 발전과 보급을 추진하는데 힘쓰며 향후 5 년 동안 중국 인터넷의 보급률을 45%을 목표로 하고 있다. 5 년이 지나도 러시아와 브라질만이 간신히 PC 보급률이 50%를 넘을 것으로 예상되고 있기 때문에 **BRICs 국가들의 PC 보급률이 선진국 수준(90%)으로 올라 오기까지엔 10 년에 가까운 시간이 소요될 것으로** 예상된다. 그렇기 때문에 PC 산업은, 보급률이 낮지만 경제 성장이 빠른 개발도상국 중심으로 확실히 성장할 수 있는 시장이라고 할 수 있다.

표 3. 중국 내 100가구 당 PC 수							표 4. 인도 내 PC 총 매출 (단위:천만루피)			
	2002	2003	2006	2007	2008	2009	PC 종류	2008.04 ~2009.03	2009.04 ~2010.03	성장률
도시	20.6	27.8	47.2	53.8	59.3	65.0	데스크탑 PC	10,325	11,267	9%
시골	1.1	1.4	2.7	3.7	5.4	6.1	노트북 PC	5,886	9,577	63%
							서버 PC	1,886	1,836	-3%

출처:MAIT(Manufacturer's Association Information Technology)

출처: 中华人民共和国国家统计局

BRICs - 데스크탑 보급 단계 건너뛰고 바로 노트북 중심으로 보급

현재, 선진국의 PC 시장은 노트북이 데스크탑과 견주어 볼 때 성능에 문제가 없는 수준까지 왔기 때문에 데스크탑에서 휴대성 있는 노트북으로 수요가 옮겨가는 형태에 있다. PC 보급률이 낮은 BRICs 등의 개발도상국에서는 데스크탑, 노트북 순서대로 보급이 이루어 지지 않고 노트북부터 보급이 확대되면서 모바일 PC(노트북) 판매량이 크게 증가하고 있다. 이것은 인도의 최근 PC 매출에서 그 트렌드를 볼 수 있다. 데스크탑 PC의 경우는 매출이 약 9% 성장한 것에 반해, 노트북 PC 매출은 1년 사이 65%로 크게 성장했다. 동사의 매출 비중이 PC 부품인 ODD가 약 80% 수준의 큰 비중인 점을 생각할 때, 동사의 가장 큰 **Cash cow인 ODD의 매출이 더욱 증대될 것으로 보인다.**

노트북의 슬림화가 오히려 ODD 시장을 살렸다.

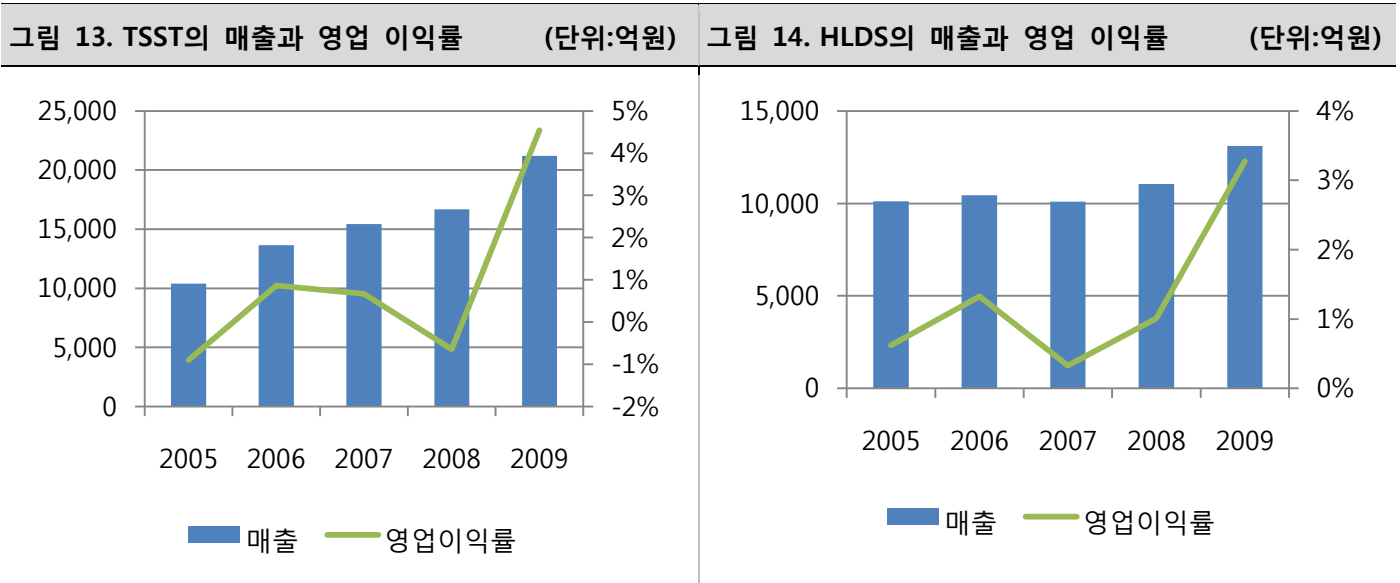
그러나, ODD가 지속적으로 사용이 될 것인가 하는 문제에 대해서 의문을 제기할 수 있다. 실제로 인터넷 P2P, 다운로드, USB 메모리, ODD 미 장착된 넷북 등의 사용 증가로 상대적으로 부피가 크고 불편한 CD나 DVD의 사용량이 줄면서 동사의 매출에도 영향을 끼치는 것이 아닌가 하는 우려가 많았다. 하지만, 이런 PC의 **슬림화가 오히려 ODD 시장을 살렸다.** 기본적인 PC로서의 성능만큼이나 휴대성을 중요시하다 보니 최근 슬림한 노트북은 대부분 무겁고 부피를 많이 차지하는 ODD가 장착되어 있지 않다. 그런데 그것이 왜 매출 증가 원인이 될까?

동사의 슬림 ODD의 매출 비중이 증가하면서 성장

최근 3 년간의 매출 실적을 보면 동사는 컴퓨터 시장의 트렌드에 맞추어 **슬림 ODD의 매출액과 비중이 커지면서 더 성장해가고 있다는 것을 볼 수 있다.** 넷북, 슬림 노트북의 사용 증가로 **외장형 ODD**의 판매가 증가한 것이다. 외장형 ODD란 컴퓨터 본체에 내장하지 않고 꼭 필요할 때만 전원을 연결하고 USB 케이블로 연결하여 사용할 수 있도록 만든 ODD로, 주로 넷북이나 ODD가 없는 슬림형 노트북 사용자가 많이 사용한다. 초반의 노트북과 넷북 제조사는 외장형 ODD를 따로 판매하지 않았다. 넷북, 슬림 노트북의 사용자가 늘어감에 따라 휴대성(무게, 부피 등) 높은 외장형 ODD의 수요가 높아졌다. 그에 맞추어 ODD 제조사인 TSST와 HLDS는 기존 모델에 비해 크기는 20%, 무게는 25%를 줄였으며 USB 케이블만으로 전원공급이 가능한 휴대성 높은 슬림 외장형을 출시하였다. 그리고 2009년부터 본격적으로 넷북/컴퓨터 제조사는 그와 어울리는 **슬림 외장형 ODD를 옵션으로 판매하기 시작했다.**

수익성 좋은 슬림 ODD

디지털 타임스의 보도에 따르면 넷북 판매가 늘어나면서 외장형 ODD 판매량이 2008년에 비해 2009년 3배나 급증했다고 한다. 데스크탑 본체에도 최근 일반 ODD를 쓰지 않고 슬림ODD를 내장하는 추세이기 때문에 일반 ODD 매출액 자체가 아직까지 유지되고 있지만, 그 비중은 30%정도로 과거 50%이었던 것에 비해 크게 감소하였고, 앞으로 더 감소할 것으로 예상된다. 슬림 스테핑모터와 슬림외장형 ODD의 판매단가가 일반 제품보다 더 비싸 수익성이 더 좋기 때문에 동사의 슬림 ODD의 매출 비중이 크게 증가한 **2007년도에 영업이익률이 크게 좋아졌다**는 것을 알 수 있다. 또한, 슬림 외장형 ODD를 본격적으로 옵션 판매하기 시작한 2009년에 ODD제조업체의 매출과 영업이익률이 동시에 좋아지고 있다.



출처 : TSST 감사보고서

출처: HLDS 감사보고서

블루레이 상용화에는 시간이 많이 걸리지만, 일정 수요는 있을 것

차세대 광학 저장매체로 블루레이 디스크가 주목을 받았다. 블루레이 디스크(Blu-ray Disc)란 고선명(HD) 비디오를 위한 디지털 데이터를 저장할 수 있도록 소니가 주도하는 BDA(블루레이 디스크 협회, Blu-ray Disc Association)에서 정한 광 기록방식 저장매체이다. 25기가바이트의 데이터를 기록할 수 있으며, 듀얼 레이어 디스크(BD-50)으로는 그 두 배 용량의 데이터(50기가바이트)를 저장할 수 있다. 블루레이 ODD는 스테핑모터가 두 개 들어가기 때문에 수익성이 좋은 사업분야일 수 있지만, 속단하긴 이르다. 블루레이 ODD의 공급은 증가하고 있지만, **여전히 DVD ODD에 비해 고가이며 아직 콘텐츠도 많이 부족하기** 때문에 예상했던 것보다 수요가 적은 편이다. 그렇지만, 최근 게임업체에서 큰 용량의 게임을 유통할 때 과거와 같이 일반 CD가 아닌 블루레이 디스크로 판매를 하고 있으며 3DTV의 수요가 증가한다면 3D컨텐츠를 담은 블루레이 디스크 수요가 성장할 수 있다. 그렇기 때문에, 보편화되기엔 시일이 많이 걸리긴 하겠지만, 블루레이 디스크가 아예 상용화가 안될 것이라는 전망에는 다소 무리가 있을 것으로 보인다. 과거 플로피디스크에서 CD로 저장매체가 옮겨갔을 때만큼의 큰 파급력만큼은 없겠지만, **게임 업체와3DTV의 블루레이 디스크 수요는 어느 정도는 있을 것으로 예상된다.**

그러므로, 동사에게 블루레이 디스크가 동사의 큰 성장 동력까진 아니더라도 일정 수준의 매출 증가 또는 유지될 것으로 전망된다.

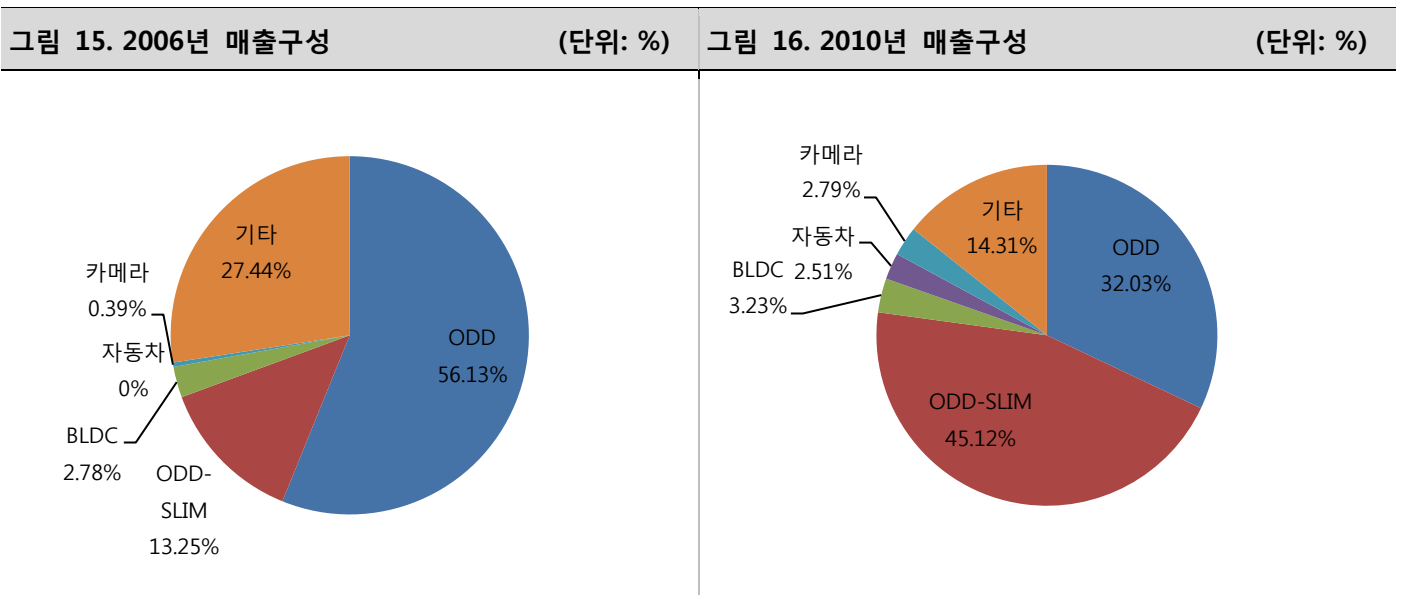
3. 투자포인트2 -매출처 다변화

컴퓨터에 치중?

사실 동사는 현재까지 컴퓨터용 스테핑모터에 집중하였던 것이 사실이다. 그렇기 때문에 세계 컴퓨터 산업 시장의 상황에 따라서 동사의 실적이 크게 변동하였다. 이러한 제한된 매출처는 동사에게 큰 리스크로 작용할 뿐만 아니라, 투자자들에게 성장성에 한계가 있는 회사라는 강한 인식을 주었다.

이에 대응하기 위해 동사는 2000년대 중반부터 컴퓨터용 스테핑모터 일변도의 매출 현황을 다양화 하고 새로운 성장동력을 찾기 위한 노력을 끊임없이 수행하였다. 스테핑모터의 뛰어난 응용력을 이용해서 컴퓨터뿐만 아니라, 전기로 작동하는 모든 제품에 동사의 스테핑모터를 적용하려는 노력을 수행하였다. 그 결과 5년여가 지난 현재 어느 정도 성과를 거두어 컴퓨터 산업에 극심한 영향을 받던 리스크가 매출처 다변화로 인해서 줄어들었다. 더 나아가, 기존 주력제품 보다 고부가가치 산업에 진출함으로써 수익성도 높아졌을 뿐만 아니라 차기 확실한 성장 동력도 확보하였다. 아래 도표를 통해서 매출처 비율변화의 추이를 살펴보자.

2010년에는 2006년과 비교해서 ODD-SLIM 매출비율이 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 크게 보면 노트북도 모두 컴퓨터용 스테핑모터라고 할 수 있기 때문에 이 비율의 변화는 투자포인트 2에서 중요하게 다루지 않겠다.



출처: 동사 IR 자료

출처: 동사 IR 자료

2%가 중요??

투자포인트2에서 살펴보고자 하는 것은 바로 **카메라용 스테핑모터와 자동차용 스테핑모터**다. 2010년 현재 각 상품의 구성비율 증가는 2%증가에 지나지 않는다. 하지만 우리는 이 2%에 주목해 보아야 한다. 이제부터 이 2%의 잠재력을 살펴보고자 한다.

1. 동사의 첫 번째 숨겨진 2%-카메라부분

카메라? 스테핑모터?

스테핑모터는 대부분의 디지털 카메라에 사용되며 초정밀기술을 요구한다.

동사는 2005년 자회사 하이소닉 인수와 지속적인 R&D로 카메라용 스테핑모터기술 카메라용 액츄에이터 기술을 확보하였다. 동사가 생산하는 제품은 저가 디지털 카메라에서부터 고가 디지털 카메라, 더 나아가 디지털 캠코더에도 폭넓게 활용되고 있다. 이들이 생산하는 부품은 Zoom & A/F 용 스테핑모터, Focus 용 스테핑모터다. 즉 동사의 제품은 카메라에서 줌 기능, 오토포커스 기능, 포커스 기능을 수행하게 된다. 이러한 기능은 **디지털 카메라에는 대부분 사용되므로 잠재적 시장이 굉장히 넓다는 특징**이 있다.

디지털 카메라용 스테핑모터는 소형화 기술과 더불어 초정밀기술이 핵심이다. 이 기술들은 상당히 구현하기 어려운 기술이기 때문에 동사의 진출이전에는 독일업체와, 일본업체가 독식하고 있었다. 또한 이점으로 인해 향후 경쟁자가 진입하기 쉽지 않은 시장이다. 따라서 한번 진입하게 되면 장기간 안정적으로 과점시장 플레이어로서의 지위를 누릴 수 있다.

경쟁자는 많지 않으며, 캐논과 소니 납품을 추진 중

위의 특징들로 살펴보았을 때 디지털 카메라용 스테핑모터 시장은 상당히 매력적인 시장임에 틀림없다. 성장성은 상당히 큰 반면에 경쟁자는 많지 않을 뿐만 아니라 **국내 업체 중에서는 동사의 경쟁사가 없다**. 현재 국내에서는 원가경쟁력, 안정적 부품 구매처 확보 등의 이유로 카메라 완성품 업체들이 점차 부품을 국내산으로 대체하는 추세이다. 이에 힘입어서 동사는 올해 말까지 스테핑모터 점유율을 50%이상으로 끌어올린다는 계획이다.

또한 동사는 해외시장으로 나아가고 있다. 세계시장을 석권하고 있는 캐논과 소니등 일본 업체에 납품을 추진 중이다. 일본 부품업체를 대체하는 상황은 동사의 기술력이 시장에서 점차 인정을 받고 있다는 사실을 반증하는 것이다. 또한 **기술력뿐만 아니라 세계최고의 가격경쟁력**을 바탕으로 세계시장을 석권할 가능성이 많다. 현재 세계 디지털 카메라 시장의 규모는 1억대이다. 반면에 국내 디지털 카메라 시장의 규모는 200만대에 불과하다. 동사는 먹잇감을 향해 나아가는 사자와 같이 세계시장으로 나아가는 중이다. 향후 어느 정도로 매출 규모가 상승할 지 가늠하기도 힘들 정도다.

날 빼놓지마-하이소닉

디지털카메라 핵심 기술을 하이소닉이 보유

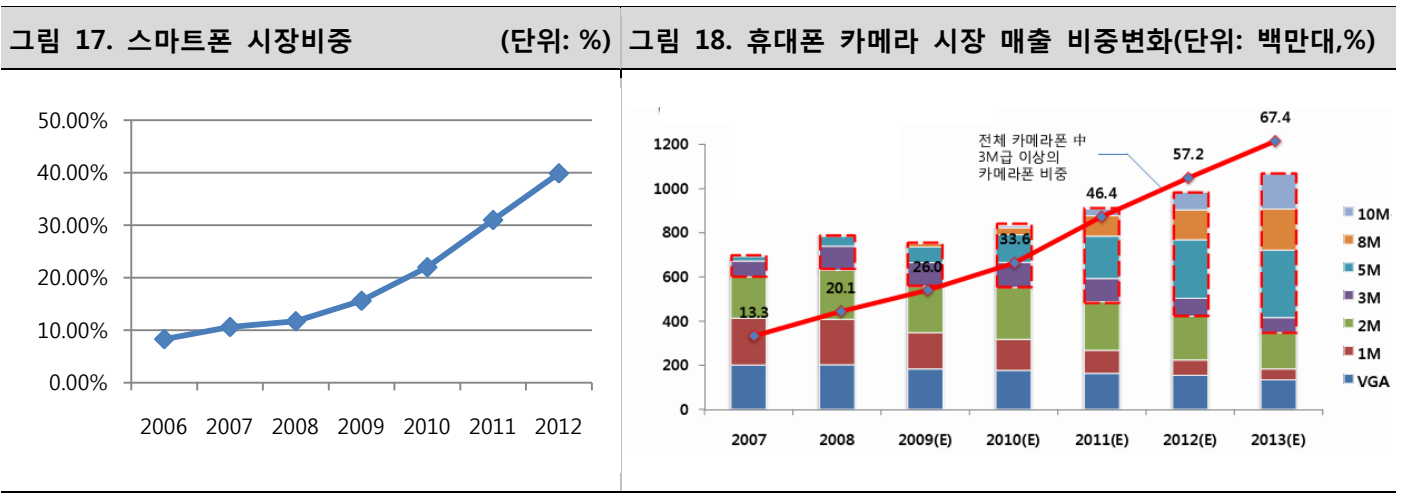
동사는 2006년 하이소닉의 지분율 42%를 취득함으로써 하이소닉을 인수하였다. 하이소닉은 휴대전화용 오토포커싱 액츄에이터(AFA)를 주력으로 생산하는 회사로써 이

시장에서 세계시장 점유율은 12%정도로 업계 3위의 점유율을 자랑하는 회사다. 동사가 하이소닉을 인수한 이유는 비슷한 기술을 활용하는 하이소닉을 인수함으로써 **시너지 효과**를 누리기 위한 점, 또한 성장동력으로 삼는 디지털 카메라 시장에 진입하기 위한 **핵심 기술을 하이소닉이 보유하고 있었다**는 점이 있다.

현재 하이소닉의 휴대전화용 AFA는 삼성전자, LG전자, 소니에릭슨등 **주요 휴대폰 제조업체에 공급하고** 있다. 다만 국내업체에 매출이 집중되고 있다는 점이 위험요소긴 하지만, 최근 전문판매망을 통해서 해외 영업을 의욕적으로 추진하고 있다. 하이소닉이 생산하는 AFA는 향후 디지털 카메라, 3D 입체영상 구현, CCTV, DSLR로 응용범위가 확장될 것으로 예상되고 R&D를 통해서 신제품 개발에 성공해 나가고 있는 하이소닉도 성장성이 매우 높은 회사라고 할 수 있다.

휴대폰 카메라 시장은 두 배 이상 성장할 것

향후 휴대전화용 AFA의 성장은 무궁부진 하다고 할 수 있다. 휴대전화용 AFA는 주 300만화소 이상의 카메라폰에 적용되고 있다. 현재 휴대폰 시장의 트렌드는 스마트폰을 중심으로한 High-End 제품의 확산이다. AFA가 적용되는 제품군을 고려 해 볼 때 휴대폰용 스테핑모터시장도 성장동력으로써 충분히 어필할 수 있다고 할 수 있다. 아래 그림을 살펴보자. 가트너에 따르면, 2013년 이내로 300만 화소 이상의 카메라 시장은 두 배 이상으로 성장할 것으로 예상된다.



출처: Gartner(2009)

출처: 후지카메라 리서치

하이소닉 영업이익 ↑ 상당한 지분법 이익 예상

이러한 뛰어난 자회사를 보유한 동사는 향후 급격한 지분법 이익이 예상 된다. 하이소닉은 2007년부터 2009년 말에 이르기 까지 **1000% 이상의 영업이익 증가**를 달성하였고, 휴대전화용 AFA시장이 성장중이라는 것을 감안하면 이 이익증가 폭은 더 늘어날 것이다. 즉 동사에는 안정적인 지분법 이익을 계속적으로 제공해서 당기순이익에 크게 기여할 것이다. 또한 현재 진행중인 영업권의 상각 중 이라는 것을 감안하면 **상각이 완료되는 2011년 이후**에는 지분법이익의 성장은 더 급격할 것으로 예상된다.

그리고 앞에서 언급하였듯이, 유사한 기술, 확실한 거래처를 확보하였기 때문에 향후 동사의 디지털 카메라 사업이 확대 될수록 하이소닉과의 시너지 효과는 극대화 될 것으로 예상 된다. 즉 동사에 있어서 하이소닉은 그야말로 복덩이라고 할 수 있다.

2. 동사의 숨겨진 2%-자동차부품

동사의 사업다각화 중 두 번째로 주목할 부분은 바로 **자동차용 스테핑모터** 매출이다. 동사가 생산하는 스테핑모터는 크게 AFS(Adaptive Front-Lighting System)용과 In car sensor으로 나뉘어 진다. 자동차 분야의 스테핑모터는 현재 막 도입이 시작된 분야로 앞으로의 성장가능성이 무궁무진하다고 할 수 있다. 이제 AFS용 모터에 중점을 두고 진행해 보려고 한다.

AFS?? 자동차 조향장치??

국내 AFS는 도입단계
지만, 적용범위 넓어질
전망

동사가 생산하는 AFS용 모터는 에스엘과 공동으로 헤드램프의 각도를 주행방향으로 자동 전환시켜주는 기능을 한다. 이 기술은 BMW, 벤츠 등과 같은 해외 고급차종에만 적용되었던 기술이다. 이러한 기술이 국내 법규 때문에 허용이 되지 않고 있다가 2007년 말경에 관련 법개정으로 인해서 국내에서 유통되는 차량에 적용이 가능하게 되었다. 국내에 시판되는 차종 중 현재 제네시스, 신형 에쿠스등 고급차종에 옵션항목으로 적용된 사례밖에 없을 정도로 **국내에서는 AFS기술은 아직 도입단계**이다. 이미 기술이 적용된 유럽지역의 고급차에는 이미 널리 보급이 되어있는 기술이다. 때문에 국내 완성체 업체들이 내수용 고급차종과 수출용 **고급차종에 이 기술의 도입**을 서두르고 있다. 또한 고급차종에 적용되던 기술이 향후에 **중·저가 차종으로 적용범위가 넓어 진다**는 점을 고려할 때 이 시장의 성장가능성은 매우 높다고 할 수 있다. 현재 동사는 AFS용 모터 시장에서 장기적으로 300억원 정도의 매출을 예상하고 있다. 현재 주력상품군인 노트북용 스테핑모터의 매출이 580억원 정도인 점을 감안하면 무척 큰 규모라고 할 수 있다.

규모의 경제로 가격경
쟁력을 갖추어 국내
시장 점유율 100%

이 AFS 시장에서 동사는 시장에서 경쟁자들을 압도해 나갈 것이다. 이 시장에서 가장 중요한 성공요인은 바로 **가격 경쟁력**이다. 현재 스테핑모터시장 시장 점유율 세계 1위를 달리고 있는 동사는 국내 경쟁사들을 압도하는 생산능력을 가지고 있다. 이러한 생산능력은 **규모의 경제**를 가능하게 하여 타의 추종을 불허하는 가격경쟁력을 확보하고 있다. 이를 증명하는 결과가 바로 국내에서 현재까지 AFS가 적용된 자동차의 스테핑모터는 전량 동사에서 납품하였다. 또한, 현재 삼성, GM대우에 납품을 추진 중이고 실제로 납품이 이루어질 가능성은 매우 높다.

국내를 넘어서 유럽과
미국에 진출 준비 중

현재 동사는 국내 완성차 업계에 대한 납품에 중점을 두고 진행 중이다. AFS용 스테핑모터는 완성차 업체에 직접 납품하는 구조는 아니고, 국내 자동차용 업체인 에스엘에 납품 한 후, 에스엘이 모듈을 완성차 업체에 공급하는 구조다. 에스엘이 국내 시장 점유율 75%이상을 차지하는 1위 업체이고 세계시장에서도 10%의 점유율을 차지하는 거인이라는 점을 고려한다면 향후 국내 완성차에 적용되는 거의 모든 AFS에 동사의 모터가 사용될 가능성이 높다고 할 수 있다.

또한 동사는 세계 최고 수준의 가격경쟁력을 바탕으로 향후 유럽시장과 미국시장에 대한 진입을 준비하고 있다. 특히 유럽시장을 주목해 보아야 한다. 유럽과의 FTA가 발효됨에 따라서 자동차 부품산업의 개방은 즉시 이루어 지게 된다. 유럽시장에는 이미 고급차 시장에서 AFS가 보편화 되어있기 때문에 유럽시장을 뚫게 되면 급격한 매출 신장을 꾀할 수 있게 된다. 현재 동사 자체도 GM과의 거래선을 유지하고 있고, 에스엘이 유럽차 시장에 이미 거래선을 마련한 것을 고려하면 장기적으로 수출액은 크게 늘어날 것이다. 장기적으로 동사는 300억원 정도의 매출을 이룰 것으로 예상하고 있다. 현재 주력 상품군인 노트북용 스테핑모터의 매출이 500억원 정도인 점을 감안하면 향후 강력한 성장동력으로 작용할 것이다.

4. 투자포인트3 -잔잔한 바다는 보물을 숨기고 있었다.

수평선을 그리는 동사 주가 그래프 속에 비밀이 숨겨져 있다.

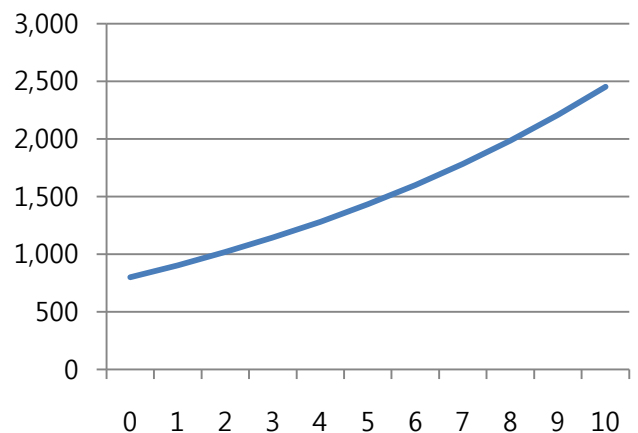
아래 그래프는 동사의 주가 추이 그래프이다. 앞서 다른 투자포인트에서 설명한 대로라면 주가가 꾸준히 올라가야 할 것으로 보인다. 그러나 동사의 주가는 그래프 4번 구간에서 볼 수 있듯이 2009년 9월부터 현재까지 1년간 성장하기는커녕 8,000원대에서 지지부진하는 모습을 보여오며 평평한 흐름을 그리게 되었다. 이는 모아텍이라는 종목을 매우 매력적이지 않게 보이게 하며, 앞서 설명했던 투자포인트들이 사실일까에 대한 의문이 생기기까지 한다. 그도 그럴 것이 09년 9월부터 10년 10월까지 코스피지수가 1400에서 1900까지 꾸준히 오를 정도의 상승장이었고 동사가 경기역행 성격을 가진 것도 아니기 때문이다. 서서히 침체되는 거래량은 이를 뒷받침하는 듯 보인다. 그러나 투자자들이 '하긴, PC가 늘어봐야 얼마나 늘겠어. 이 종목은 별로군'하면서 등돌리는 그 평행선 속에 투자기회가 숨겨져 있다. 평행선 주가가 투자기회가 될 수 있는 이유는 다음과 같다.

그림 19. 동사의 주가 및 거래량 추이 차트



출처 : NAVER

그림 20. 배당이 지속되고, 주가가 8000원으로 고정된다고 가정했을 때 1000주를 가지고 있는 주주의 수익률 추이 (단위 : 만원, 년)



출처: SMIC Research Team 2

동사의 현금 및 주식 배당으로 주주는 연 12.7%가량의 수익을 얻을 수 있다.

근거1. 배당

우선 동사의 주식은 그대로 고정되더라도 **10%정도의 연 수익률**을 주주에게 안겨준다. 이는 바로 배당 덕분이다. 동사는 지난해에 이어 올해에도 현금배당뿐만 아니라 **주식배당**을하기로 결정했다. 올해 동사는 배당으로 주당 215원을 줄뿐만 아니라 보유주식수의 10%를 주식으로 부여했다. 즉, 8,000원짜리 10주를 가지고 있어서 주주가 8만원의 자산을 보유하고 있었다면 배당후에는 현금배당 2,150원(215원X10주), 주식배당으로 1주(10주X0.1)를 받아 총 자산은 90,150원(주식 88,000원+배당금 2,150원)이되고 이는 배당받기 전에 비하여 12.7%의 이익이다. 이런 높은 이익은 평행선인 주가도 사실은 주주측면에서 오르고 있는 것이나 마찬가지라는 것을 알 수 있다.

배당으로 얻을 수 있는 큰 수익은 여러 면에서 주가 성장을 억제하는 요소가 된다. 우선 배당락 이후에는 그 주식의 메리트가 떨어지기 때문에 매수세가 약해져 가격이 떨어진다. 그리고 주식 배당이 진행되면 발행주식수가 늘어나기 때문에 그만큼 가격을 낮추는 효과를 보인다. 또한 배당수익 실현을 위한 장기보유자가 늘어나서 팔려는 사람이 적어 거래량이 적어진다.

이러한 측면 때문에 언제까지고 주식배당을 하지는 않을 것으로 보인다. 하지만 동사는 작년과 올해 주식배당을 실시했고, 당분간 이를 지속할 것이라는 입장을 밝혔기 때문에 몇 년간은 주식 배당을 실시할 것으로 보인다. 그렇다면 여기서 드는 의문은 배당으로 이렇게 높은 수익을 얻을 수 있는데 사람들이 왜 동사의 주식을 매수하지 않는다는 것이다. 이만큼 펀더멘탈이 있는 기업이, 주가가 고정되기만 해도 12.7%라는 수익을 약속하는데 10월인 현재까지도 뚜렷한 매수의 흐름은 나오지 않고 있다. 09년도 말인 그래프 2번구간만 살펴봐도 하반기 주가는 오히려 크게 하락하는 모습을 보였다. 이는 기업이 겪었던 사건을 알아야 비로소 이해가 된다.

근거2. 사건

09년 말 매각루머와 성장주로의 관심선화, 무관심 등이 겹쳤다.

동사의 주가는 09년 1월부터 9월 사이 2,600원대에서 11,000원대까지 4배 가량이나 성장하는 기염을 토하고 있었다(1번구간). 그러나, 09년 9월에 동사가 일본전산에 매각된다는 소문이 퍼지기 시작했다. 이 소문과 함께 동사의 주가성장세는 급격히 꺾였고 2009년 말까지 급하락하였다(2번구간). 동사 측에서는 자사주 33만주를 매입하면서 주가하락을 어느 정도 방어하였으나(3번구간), 투자자들의 관심은 떠나가 버렸다. 왜냐하면 이 당시 코스피의 기록적인 상승이 일어나고 경기가 회복세를 보이며 다른 성장주들이 많은 관심을 받았기 때문이다. 배당주에 대하여 사람들이 관심이 낮아지는 판국에, 안좋은 소문까지 퍼지는 동사에 대하여 사람들은 더 이상 관심을 갖지 않았다. 높은 배당 수익률에 대한 정보도 뉴스나 보고서에 거의 소개되지 않았고 아는 사람과 모르는 사람간의 정보 불균형을 초래하였다.

잘 알려지지 않아 주목 받지 못함에도 불구하고 동사의 주가는 배당락 직전 어느 정도의 상승세를 보였으나 이마저도 배당 후 사람들이 자금을 빼 다른 성장 주식들로 돌림으로 인하여 아직까지 지지부진한 상태를 아직까지 면하지 못하고 있다. 요약하자면,

그전의 엄청난 상승세에 배당수익을 노린 투자세력까지 가세하여 폭발적 성장을 점화했어야 할 2번 구간에서, 기업매각설에 의하여 오히려 하락을 하였고, 다른 종목의 주식들의 높은 성장 지속으로 빠져나간 투자자들이 다시 돌아오지 않아 낮은 거래량과 지지부진한 주가 추이를 유지하고 있는 것이다.

결국 일본전산의 동사 인수설은 루머로 밝혀졌다. 물론 당시 동사에 대하여 낮아진 관심 때문에 루머라는 사실조차 조용히 묻혔으며 그 소문을 퍼트린 당사자가 누군지도 밝혀지지 않았다. 루머는 싸게 주식을 사서 배당이익을 챙기려는 누군가의 의도일 있지만, 우리에게 중요한 것은 좋은 주식을 싼 값에 살 수 있는 기회가 생겼다는 것이다.

근거3. 저평가

현재 동사의 주가는 매우 저평가되어있는 상태이다.

지금 현재 동사의 주가는 저평가 되어있다. 우선 직관적으로 살펴봐도 2009년 반기부터 2010년 반기까지 매출액이 36%, 영업이익이 85%나 성장했음에도 불구하고 동사의 주가는 그대로인 상태를 보이고 있다. 이에 대하여 효율적 시장론자들은 09년도 초반에 주가가 4배나 과도하게 성장하여 이미 기업의 미래 성장치에 대한 기대분까지를 선반영했다고 주장할지도 모르겠다. 그러나 2009년의 PER은 8.03, PBR 0.97으로써 당시 상승한 주가도 고평가 되지 않았음을 알 수 있다. 물론 PER과 PBR로만 기업이 고평가 되지 않음을 분석하는 것은 위험할 수 있으나, 동사와 비슷한 사업을 영위하는 산쿄의 경우에도 24.5 정도의 PER을 받고 있는 것을 보면 동사가 09년도에 고평가 받지 않았다는 것을 의미한다.

표 5. 경쟁사 산쿄와 동사의 주요 재무지표 비교

지표	매출액(억, 억엔)		영업이익(억, 억엔)		영업이익률(%)		ROE(%)		ROA(%)	
	모아텍	산쿄	모아텍	산쿄	모아텍	산쿄	모아텍	산쿄	모아텍	산쿄
2006년	700	1220	29	122	4.14	9.96	5.3	21.45	2.4	12.14
2007년	949	1126	88	94	9.27	8.38	13.28	14.73	9.72	9.15
2008년	1168	1090	128	95	10.95	8.76	17.48	6.74	13.44	4.65
2009년	1249	1005	151	47	12.09	4.68	15.11	2.5	11.78	1.85

출처: 각 사 사업보고서, SMIC Research Team 2

동사는 산쿄에 비하여 스테핑모터 외 다른 사업을 하지 않고 있고, 매출액 규모도 다르기 때문에 직접적인 비교는 힘들지만, 동사가 가지고 있는 세계시장 점유율 1위라는 지위와 아래 표에서 산쿄와 비교해 놓은 것과 같이 견실한 재무구조, 그리고 앞서 설명한 투자포인트들에 나온 성장성 등 동사는 급격히 매출이 줄어들고 있는 산쿄에 비하여 낮은 PER을 받을 이유가 없다. 한국과 일본의 주식시장의 상황이 다르다는 점을 감안해도 산쿄의 삼분의 일밖에 안되는 PER은 동사의 주가가 저평가 되었음을 시사하는 것이다. 이는 09년 9월 동사가 매각 루머로 인하여 한참 성장기에 오히려 하락한 것을 보면 이해가 간다. 당시의 주가가 하락없이 고정되었을 것으로만 가정해도 동사의 09년

PER은 11 정도이며, 이상 하락 구간이었던 9월~11월 구간이 없었다고 가정하면 16 정도, 9월~11월 구간에서 기존 성장세를 이어 갔다고 가정할 경우에는 20에 육박한다.

현재의 상황

동사의 주식은 10년
말 최고 매력있는 주
식이 될 것이고 지금
이 투자 적기이다.

이 같은 시장의 왜곡으로 인한 기회는 아직까지 유효하다. 기업의 성장에도 불구하고 근거 2에서 설명했듯이 아직 시장의 관심이 돌아오지 않았기 때문이다. 그렇기 때문에 지금이 동사에의 투자 적기이다. 시장은 더 이상 동사를 외면하지 않을 것이기 때문이다. 코스피는 1900을 돌파하여 2000선을 뚫느냐 마느냐가 초미의 관심사로 떠오르고 있다. 과거 1400선에서는 시장이 성장하리라는 기대감이 지배적이었고 성장주가 관심을 많이 받았다. 그러나 이제 1900에서는 누구도 주가 추이를 쉽게 예상할 수 없기 때문에 안정적인 주식에도 어느 정도 관심을 돌리게 될 것이다. 이러한 상황에 발맞추어 연말에는 배당주가 주목을 받게 될 것이다. 동사는 왜곡된 루머효과로 값이 싸졌고 사업의 성장성이 있으며 높은 배당을 주기 때문에 올해 연말의 투자 상황에 완벽히 부합된다.

이러한 상황으로 인하여 낮은 거래량 속에서도 점점 많은 사람들이 동사의 3분기 실적 발표와 12월에 있을 주식배당 발표를 기다리고 있다. 3분기 실적이 좋게 나오고 주식배당 사실까지 알려진다면 동사의 주식은 적정 PER로 회귀하기 위하여 과거 저지되었던 폭발적 성장을 다시 재개할 것이다. 이러한 사실을 증명하듯 동사는 올해 10월 한국거래소의 코스닥 히든 챔피언 29주 중에 선정되기도 했으며 관련 뉴스도 많이 나오고 있다. 이는 잔잔한 바닷속 보물지도가 공개된 것이나 다름없다. 실적공시와 배당공시로 보물지도가 사실이라는 것만 드러난다면 많은 사람들이 달려들 것이다. 사람들이 달려들기 시작하면 높은 수익률을 내기 어려우므로 공시가 나오기 전인 지금이 투자의 적기이다. 본 보고서는 공시에 앞서 보물지도의 사실을 보장하는 인증서이다.

5. RISK

1. 위협적인 신기술의 등장?

서보모터? 그럼에도
스테핑모터는 강력하
다.

스테핑모터와 비교되는 제품으로 서브 모터가 있다. 스테핑모터는 입력 펄스 수와 모터의 회전 각도가 완전히 비례하기 때문에 회전각도를 정확히 제어할 수 있다는 장점이 있는 반면, 모터가 탈선하여 각도를 잘못 움직였더라도 이 사실을 전혀 알 수 없기 때문에 피드백을 할 수 없다는 단점이 있다. 때문에 누적 오차가 발생할 가능성이 있다. 따라서 매우 정밀한 위치 제어에 쓰이기에는 어려울 수 있다. 서보 모터의 경우에는 피드백 기능이 있기 때문에, 오차가 생기더라도 그 값을 자동으로 계산하기 때문에 원하는 위치를 정확히 이동할 수 있고, 따라서 정밀위치제어에 많이 쓰이고 있다. 하지만,

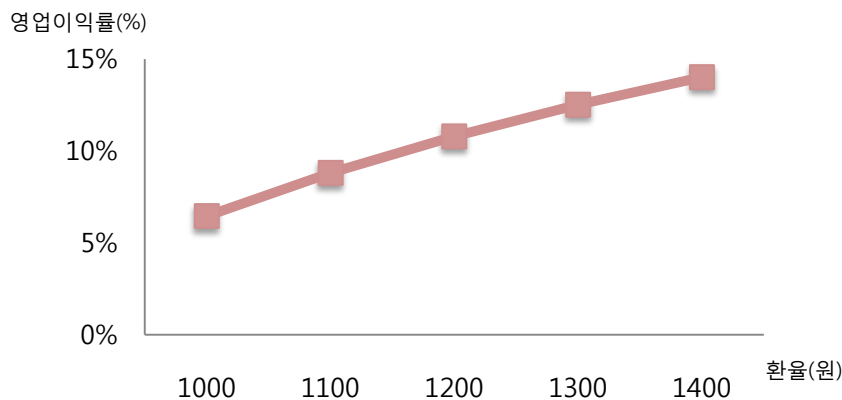
서보 모터의 경우 정확한 만큼 어마어마한 센서가 필요하고, 따라서 시스템이 복잡하다. 또한 크기도 크고, 스테핑모터에 비해 상당히 고가라는 단점이 있다. 그리고 서보 모터는 매우 정교하다는 특성으로 인해, 로봇과 같은 고도로 정밀함을 요구하는 산업에 주로 쓰이고 있기 때문에, 스테핑모터가 서보 모터를 대체하기는 쉽지 않을 것으로 보이고, 대체하더라도 상당한 기간이 걸릴 것으로 본다.

2. 환율

환율하락에도 큰 타격은 없을 것이다.

동사는 매출액의 약 90%가 수출이며 수출대금을 달러로 결제 받고 있기 때문에 환율 변동에 따라 이익이 상당한 영향을 받게 된다. 동사가 환율변동에 얼마나 민감한지 파악하기 전에 우선 현재 환율의 추세 분석을 해보았다. 총 두 가지 측면에서 분석하였는데, 이를 통해 앞으로의 환율은 지속적으로 하락하게 될 것이라는 추측을 하게 되었다. 첫째, 미국의 경제상황을 들 수 있다. 미국은 현재, GDP성장률이 지속적으로 하락하는 등 계속되는 경기침체를 겪고 있다. 이러한 불황은 당분간 이어질 것으로 보이며, 따라서 11월 중간선거를 앞두고 미국은 추가적인 양적 완화 정책을 시행할 것으로 보이기 때문에, 당분간 환율은 하락할 것으로 전망된다. 둘째, 원화 강세를 유도하는 국내 요인이다. 최근 한국 기업들이 경쟁력이 강화되고 있고, 주식시장이 호조를 나타내면서 외국자본의 국내 유입이 늘어나고 있다. 또한 여전히 원화가 저평가되어 있다는 평가가 많으며, 경상수지가 흑자를 보이는 점도 한 요인이 될 수 있다. 최근에 한국은행이 금리를 동결시켰음에도 불구하고, 환율 하락 추세를 되돌리지 못하고 있는 것도 이러한 요인 때문이라고 볼 수 있다. 삼성경제연구소에서는 2011년 환율을 1,110원까지 하락할 것으로 전망하고 있다.(2010년 10월 21일 현재 환율, 1127원)

그림 21. 환율에 따른 영업이익률의 변화



출처: Research Team 2

이를 바탕으로 환율이 변동함에 따라 영업이익률이 어떻게 변동하는지 분석을 해보았다. 2009년 손익계산서자료를 이용하였는데, 동사는 매출의 90%, 매출원가의 70%를 달러로 결제한다는 사실에 근거하여 환율에 따른 영업이익률 민감도 분석을 해보았다. 그림3에 나와있듯이, 동사는 환율이 100원 하락함에 따라 영업이익률은 약 2%정도 하

락한다. 그러나 동사의 2010년 반기 보고서를 분석해 본 결과, 상반기 평균환율은 1154원이었음에도 영업이익률은 12.18%로 증가하였다. 리서치 2팀은 동사가 ODD용 스테핑모터 중심의 매출구성에서 벗어나 이익률이 높은 ODD-SLIM, 디지털카메라, 자동차 산업 등으로 계속해서 사업을 다각화하고 있고, 이로 인해 매출이 증가하고 있기 때문에 환율하락에도 불구하고 영업이익률이 증가하고 있다고 판단하였다. 따라서 환율이 지속적으로 하락한다고 할지라도, 동사의 영업이익률에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 보인다.

3. 납품단가인하압력

부품업체에게 큰 리스크인 단가인하압력도 동사에게는 통하지 않는다.

부품업체에 대하여 분석할 때 항상 문제가 되는 것은 납품단가인하압력, 즉 Cost Reduction이다. 아무리 관련산업이 성장해도 힘이 센 대기업들이 단가를 낮추라고 요구하기 때문에 부품업체는 풍요속 빈곤을 맞게 되는 것이다. 국내 일부 부품업체들은 경제 성장이나 제품가격 상승에도 불구하고 압력 때문에 그러한 수혜를 전혀 누리지 못할 정도라고 한다. 이러한 이유로 인하여 부품업체는 언제나 납품업체와의 관계가 리스크로 등장한다. 동사도 부품을 납품하는 업체이므로 이러한 리스크가 있는지 따져 봐야 한다.

부품업체가 단가인하압력을 받게 되는 것은 부품업체의 힘이 압도적으로 약하기 때문이다. 납품을 받는 기업들은 숫자도 적고 세계적 규모의 대기업인 경우가 많은 반면 부품업체들은 규모가 작고 대체할 다른 기업들이 많다. 그러나 동사의 경우에는 힘이 약하지 않다. 세계 스테핑모터 시장은 동사와 산교가 양분하고 있으므로 공급업체는 2개밖에 없는 상황이고, 고객들은 많다. 물론 완전독점이 아니기 때문에 동사나 산교가 납품가격을 마음대로 조정할 정도의 힘을 가진 것은 아니지만, 납품 받는 기업들이 단가인하압력을 넣을 수 없다. 산교의 경우 여러 산업에 진출해 있으며 기업의 규모가 매우 커 어느 정도의 힘을 갖추고 있을 뿐 아니라 기업의 수익률이 감소하고 있는 실정이기 때문에 상황을 악화시킬 단가 인하 압력을 받아들일 이유가 없다. 동사에게 단가인하 압력을 가한다 해도 동사가 받아들이지 않으면 산교에게도 낮은 단가를 받을 수 없기 때문에 이득될 것이 없는 것이다.

오히려 동사와 산교는 자발적으로 생산비용을 줄이기 위하여 노력하고 있다. 스테핑모터는 기술적 장벽이 절대적이지 않기 때문에 높은 기술력과 가격경쟁력으로 지금의 과점 상태를 계속하려는 것이다. 이들은 생산 공장을 중국, 필리핀으로 옮기고 값싼 현지 노동력을 활용함으로써 비용을 최소화하고 있다. 두 기업이 주력하고 있는 분야가 서로 다르기 때문에 치열한 경쟁을 하고 있지 않으므로 이익률을 향상시키고, 가격경쟁력을 유지하는 범위 내에서 단가 인하 노력을 지속적으로 할 것으로 예상된다.

6. VALUATION

DCF METHOD

리서치 2팀은 동사에 대해 DCF 방법에 의해 VALUATION을 하였다. DCF 방식을 선택한 이유는 국내에서 스테핑모터 사업을 영위하는 회사가 동사 이외에는 비상장된 작은 회사들 밖에 없어 상대적 평가 방법을 이용하여 VALUATION을 하기에는 무리가 있기 때문이고 동사가 스테핑모터 산업에서 세계적으로 높은 점유율을 가지고 있기 때문에 전방 산업에 대한 추정이 가능하다면 타당하게 동사의 가치를 추정 할 수 있다고 생각했기 때문이다.

사업부 별 매출추정

동사는 매출의 80%가 ODD, ODD-SLIM에 집중되어 있어 동사의 매출액 추정에는 전방산업인 컴퓨터 산업에 대한 예측이 매우 중요하다. 앞서 투자포인트 1에서 살펴 보았듯이 리서치 2팀은 컴퓨터 산업이 국내의 컴퓨터 보급률 때문에 성숙기라는 인식이 퍼져 있지만 BRICs를 포함한 개도국에선 충분히 성장 여력을 보유한 산업이라고 생각하였다. 이러한 우리의 투자 포인트를 VALUATION에 반영하기 위해 우리는 매출을 사업부 별로 구분하였고 ODD, ODD-SLIM 관련된 매출을 국내, BRICs, 그 이외의 국가로 구분하여 각각에 대한 매출액을 추정하였다. 추정 시 사용한 국가별 컴퓨터 보유량은 PC와 인터넷에 관련된 시장 조사 보고서를 발간하는 Computer Industry Almanac Inc의 보고서를 참조하였다. 이를 통해 동사의 매출액을 다음과 같이 구분하였다.

구분	Units	Share	국가 별 동사 매출 추정 (억)
	(#M)	(%)	
1. U.S.	274	22.84%	208.5
2. China	102.3	8.53%	77.8
3. Japan	89.69	7.48%	68.2
4. Germany	64.37	5.37%	49.0
5. UK	48.97	4.08%	37.3
6. France	44.7	3.73%	34.0
7. Russia	37.82	3.15%	28.8
8. Italy	37.22	3.10%	28.3
10. Brazil	34.46	2.87%	26.2
11. India	33.28	2.77%	25.3
12. Canada	28.69	2.39%	21.8
13. Mexico	19.94	1.66%	15.2
14. Australia	17.69	1.47%	13.5
15. Spain	17.38	1.45%	13.2
기타국가	349	29.10%	265.5
Worldwide Total	1,200	100.00%	912.6

BRICs만 성장한다는 보수적인 가정

우리는 이렇게 구분된 매출액의 성장성에 대해 보수적인 가정을 통해 접근하였다. 앞서 살펴 보았듯이 BRICs를 제외한 다른 국가들에선 큰 성장성이 예상되지 않으므로 현재의 매출액 수준이 그대로 유지될 것이라는 가정하에 앞으로의 성장률을 0%로 가정하였고 BRICs 관련된 컴퓨터 부분 매출은 매년 약 5.7% 성장 할 것으로 가정하였는데 이 성장률은 Computer Industry Almanac Inc의 보고서에서 분석한

2010~2015년 세계 컴퓨터 산업 성장률을 참조한 것이다. BRICs의 경제가 빠르게 성장하고 있다는 점, BRICs의 컴퓨터 보급률이 매우 낮다는 점을 토대로 판단 해 볼 때 세계 평균 성장률은 매우 보수적인 가정이긴 하지만 미래에 대한 불확실성을 생각해 우리는 보수적으로 성장률을 가정하였다.

자동차 부분에 대한 보수적인 추정

다음은 자동차 관련 매출 추정이다. 투자 포인트 2에서 설명하였듯이 동사는 사업을 다각화 하고 있고 그 중심엔 자동차 산업에 대한 납품이 있다. 동사 IR에 따르면 앞으로 5년간 약 300억원 까지 자동차 관련 매출이 상승 할 것으로 기대하고 있고 실제로 현대 자동차, GM대우 등과 계약을 성사시켜 납품 물량을 증가시키고 있다. 이러한 계획 및 가정을 반영하여 우리는 2009년 자동차 매출액이 2014년 까지 약 50%씩 증가 할 것으로 가정하여 반영하였다. 50%의 성장률이 너무 높은 수치라고 생각 할 수도 있겠지만 이러한 가정을 통해 추정한 2014년 자동차 관련 매출이 약 167억 원에 불과하고 이러한 매출액은 동사의 가이던스인 300억 원의 절반에 불과한 수치라는 점으로 판단해 볼 때 절대 지나친 가정이 아니라고 생각된다. 컴퓨터, 자동차 이외의 다른 분야와 관련된 사업 분야에는 미래에 대한 예측의 불확실성, 보수적 가정 원칙이라는 관점 아래 성장률을 0%로 가정하여 매출액이 2009년과 똑같이 앞으로도 유지 된다고 가정하였다. 이러한 모든 가정들을 반영하여 아래와 같이 매출액을 추정하였다.

		2010	2011	2012	2013	2014
합 계	매출액	1268.26	1293.91	1328.17	1375.09	1440.76
	가중평균 성장률	1.6%	2.0%	2.6%	3.5%	4.8%
ODD, SLIM ODD	기타 국가 매출액	754.5	754.5	754.5	754.5	754.5
	국내 매출액	101.4	101.4	101.4	101.4	101.4
	BRICs 매출액	167.112	176.637	186.705	197.348	208.596
	BRICs 성장률	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
자동차	매출액	32.25	48.375	72.5625	108.844	163.266
	성장률	50%	50%	50%	50%	50%
기타	매출액	213	213	213	213	213

이익률 상승이 예상되지만 보수적 추정

다음은 이익률에 대한 가정이다. 앞서 RISK 부분의 민감도 분석 부분에서 살펴 보았듯이 동사는 환율이 하락하면 이익률이 하락하게 된다. 2009년 동사의 영업이익률은 약 12%이고 평균 환율은 1,270원이었다. 2010년에 반기 보고서를 통해 나온 동사의 영업이익률은 약 12%로 2009년 동사의 영업이익률과 비슷했다. 하지만 이는 사실상 동사의 수익성이 상승한 것과 마찬가지로이다. 그 이유는 2010년 반기까지 평균 환율은 1154원이었는데 이러한 환율 하락에도 불구하고 동사는 영업이익률을 유지했기 때문이다. 이렇듯 동사의 수익성이 좋아진 이유는 수익성이 좋은 ODD-SLIM, 카메라, 자동차 관련 부분 매출 비중이 늘어나기 때문인 것으로 추측된다. 이러한 부분들에 대한 매출은 동사의 다각화 전략에 따라 지속적으로 증가 할 것으로 예상된다. 하지만 우리는 미래 환율에 대한 불확실성, 보수적인 가정이라는 원칙을 근거로 하여 동사의 앞으로의 이익률을 2009년과 동일하게 가정하였다. 이러한 가정을 바탕으로

수익성 및 매출액을 추정한 결과 다음의 표와 같이 동사의 2014년까지의 FCFF가 추정되었다.

FCFF 추정	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
매출액	1,249	1,268	1,294	1,328	1,375	1,441
가중평균 성장률		1.6%	2.0%	2.6%	3.5%	4.8%
영업이익	151	154	157	161	167	175
OP. margin	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
NOPLAT	120	122	124	127	132	138
유무형자산 감가상각	18	27	24	21	19	17
총 현금유입	137	148	148	148	151	155
IC	398	378	362	350	342	339
ROIC		31.3%	33.5%	35.8%	38.1%	40.6%
IC 증가액	11	7	8	9	11	14
유무형자산 감가상각	18	27	24	21	19	17
총 투자액	29	33	31	30	30	31
FCFF	108	115	116	118	121	124
할인기간		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
FCFF 현재가치		109	100	93	86	80

강력한 BUY 추천!

이러한 매출액 추정을 바탕으로 현재 3년 만기 국채수익률, 동사의 시장에 대한 BETA 값을 통해 자기자본 비용과 WACC을 추정하였다. 또한 영구성장률은 0%로 보수적으로 추정하였다. 또한 동사가 최근 몇 년 간 발행 주식의 10%를 매년 주식 배당을 통해 주주들에게 나누어 주었는데 이러한 희석 효과를 반영하여 희석 주식수에 현재 발행 주식의 10%를 계산하여 넣었다. 이러한 가정들을 통해 산출 해 본 결과 동사에 대한 목표주가는 **13,218원**으로 현재주가 8,400원 대비 **약 57.4%의 상승 여력**이 있는 것으로 판단되며 이에 리서치 2팀은 **BUY**를 추천한다.

영구성장률	적정주가	기대수익률
-2.0%	12,472	48.5%
-1.8%	12,536	49.2%
-1.6%	12,601	50.0%
-1.4%	12,669	50.8%
-1.2%	12,739	51.7%
-1.0%	12,812	52.5%
-0.8%	12,887	53.4%
-0.6%	12,965	54.4%
-0.4%	13,046	55.3%
-0.2%	13,131	56.3%
0.0%	13,218	57.4%

	현재가치 합	468
	PV of TV	867
	현금 + 시장성유가증권	273
	비영업용자산	265
적정주가 추정	Value of the Firm	1,873
주주지분가치(시가총액)	1,023	
타인자본가치(IBD)	-	
	(-)Value of the Debt	0
타인자본비용	0.00%	전환사채
3yr 국채수익률	3.26%	신주인수권부사채 및 S/O 등
Beta	1.00	우선주 현재주가
한국시장 프리미엄	7.00%	우선주 발행주식수
자기자본비용	10.26%	(-) Value of the preferred stocks
WACC	10.26%	Value of the Equity
		1,873
		발행주식수
		12,882,680
영구성장률	0.00%	희석주식수
		1,288,268
예상 ROIC	40.58%	적정주가
FCFF 추정	138	13,218
Terminal Value	1,345	현재주가
		8,400
		기대수익률
		57.4%

7. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	700	949	1,168	1,249
매출원가	632	795	972	1,031
매출총이익	68	154	196	218
판매비	46	66	68	66
인건비	23	25	29	25
감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	2	2	2	2
연구개발비	0	0	0	0
마케팅비	0	0	0	0
기타 판매비	20	38	35	38
영업이익	22	88	128	151
영업외손익	2	16	39	11
이자손익	8	7	12	13
지분법손익	-2	-5	-3	11
외환차손익	-3	-0	24	-6
외화환산손익	-3	1	16	-5
기타 영업외손익	2	13	-9	-2
세전계속사업이익	24	104	167	162
법인세비용	7	25	43	34
당기순이익	17	79	125	128
EPS	179	811	1,136	1,078

현금흐름표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	45	49	108	121
당기순이익	17	79	125	128
비현금수익비용가감	24	28	40	13
감가상각비	14	13	13	13
무형자산상각비	2	3	4	5
외화환산손익	-5	0	0	0
지분법평가손익	4	-5	-3	11
기타	10	17	26	-16
영업활동으로인한 자산부채	4	-58	-57	-21
투자활동 현금흐름	-6	-65	-67	-61
유형자산 투자	19	10	18	5
유형자산 처분	0	2	1	4
무형자산 증감	8	3	4	3
지분법자산 증감	70	0	36	26
기타	90	-53	-11	-31
재무활동 현금흐름	-46	43	-33	-42
단기IBD 증감	0	0	0	0
장기IBD 증감	0	0	0	0
자본증감	46	-43	23	27
배당금 지급	-4	-4	-10	-15
기타	-88	90	-46	-53
순현금흐름	-7	27	8	18
기초현금	25	18	45	53
기말현금	18	45	53	71

대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	451	610	629	738
현금 및 현금등가물	145	237	254	273
매출채권	232	277	266	340
재고자산	51	80	83	102
비유동자산	289	276	343	468
투자자산	159	146	210	254
유형자산	108	103	107	190
무형자산	16	16	15	13
자산총계	740	886	972	1,206
유동부채	179	207	177	247
매입채무	118	129	87	170
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0
비유동부채	27	24	22	34
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	206	230	198	281
자본금	54	54	60	65
자본잉여금	107	108	110	111
이익잉여금	534	610	718	827
자본조정	-145	-102	-125	-152
자본총계	534	655	774	925

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA 성장률 %	0.1%	176.4%	40.3%	16.2%
EBIT 성장률 %	-16.2%	194.5%	18.7%	10.5%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	9.7%	16.2%	16.8%	17.4%
EBITDA margin %	5.4%	10.9%	12.4%	13.5%
EBIT margin %	3.1%	9.2%	11.0%	12.1%
세전이익률 %	3.4%	10.9%	14.3%	13.0%
당기순이익률 %	2.5%	8.3%	10.7%	10.3%
Stability Ratios				
부채비율 %	38.5%	35.2%	25.6%	30.4%
순부채비율 %	-27.2%	-36.2%	-32.8%	-29.5%
유동비율 %	252.3%	294.8%	356.1%	298.9%
당좌비율 %	223.7%	256.3%	309.3%	257.6%
이자보상배율	231967.2%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Performance Ratios				
ROE %	3.3%	12.1%	16.1%	13.9%
ROA %	2.4%	8.9%	12.8%	10.6%
ROIC %	1.4%	4.2%	5.2%	5.3%
Per Share Ratios				
BPS	5,485	6,723	7,037	7,769
DPS	40	167	178	217

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.