

2010년 11월 06일

# LG이노텍 (011070)

**BUY**

## 멀리 보자! LED와 아이폰, 두 날개를 달고 훨훨!

### v LED TV 시장이 다시 지지개를 켜고 있다

최근의 LED TV에 대한 수요 감소가 LED TV용 LED BLU의 공급과잉으로 이어져 이를 생산하는 동사는 그 동안 우울한 나날을 보내고 있었다. 하지만 앞으로의 전망은 아주 밝아지고 있다! LED TV 시장이 크게 확대될 것으로 예상되면서 동사의 LED BLU 수요는 급증하게 될 것이다.

### v LED에 가린 거인 SnO

휴대폰 카메라에 들어가는 모듈인 SnO는 LG전자의 스마트폰이 참패했다는 이유로 관심을 받지 못하고 있다. 그러나 세계 아이폰 4의 카메라 모듈을 동사가 제작한다는 사실을 아는가? 실제로 SnO는 올해 2,3분기 각각 193%, 238%성장하며 동사의 분기 1조 매출시대를 열었으며, 순이익률 17%대의 고수익 사업이기도 하다.

### v 동사의 주가는 할인 세일 중

동사의 최근 주가가 낮아지는 요소는 두가 지 - LED의 단기적 초과공급상황에 대한 과민반응, LG전자 부진에 따른 디스카운트이다. 그러나 리서치 2팀에서는 이가 부당한 할인이라고 생각한다. 주가가 할인되었을 때 투자하여야 한다. 앞으로 뉴스에서 동사를 둘러싼 상황들이 좋아지고 있다고 주목할 때에 가서는 이미 늦다.

### v 단기적 이슈에 연연하지 말자

현금흐름악화와 부채 급증은 단기적인 현상이며, 이런 현상에는 그럴만한 타당한 이유가 있다. 또한 동사는 장기적으로 충분한 감당능력이 있다.



적정주가:	175,560원
현재주가:	133,000원 (11/05 기준)
상승여력:	32%

시가총액	25,751억원
ROE	12.17%
ROA	4.83%
영업이익률	2.05%
배당수익률	0.35%
P/E Ratio	18.36
P/B Ratio	1.95

주요주주:	엘지전자(주)(외2인): 47.99%
외국인 지분율	: 11.9%

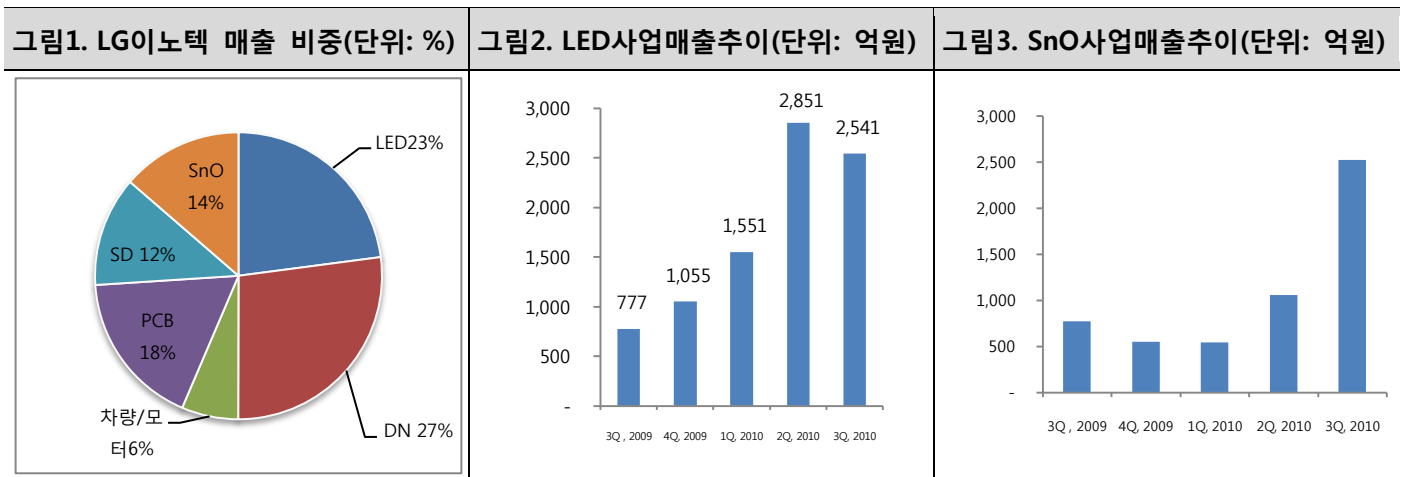
### SMIC 리서치 2팀

팀장 최홍민  
팀원 권우석  
김서윤  
심미경  
임경미

# 1. 다양한 사업들

## 다양한 BM

동사는 2010년 현재 세계 10위권의 전자 부품업체로서 매우 다양한 분야에서 사업을 수행하고 있다. 주요 사업분야를 하나씩 살펴보자. 아래 그림에서 보듯이 매출 구성을 분석하면 모든 사업부가 거의 비슷한 비율의 매출 구성을 보이고 있다. 하지만 성장성과 수익성과 관련해 주의 깊게 살펴보아야 하는 사업은 LED사업과 SnO사업이다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

출처 : 사업보고서

## 1. PCB

### 전자제품에는 거의 들어가는 PCB

PCB 사업은 2009년 7월 1일 LG마이크론과 합병됨에 따라서 추가된 사업이다. PCB란 집적 회로, 저항기 또는 스위치 등의 전기적 부품들이 납땜되는 얇은 판을 말한다. PCB는 대부분의 전자 제품에 사용되는 기판으로 전도선이나 신호선을 사용하여 전기적으로 전자 부품을 연결한다. PCB사업부에서는 MLB, Build-up, flexible 방식의 PCB와 Package Substrate등을 생산하고 있다. 주요 원재료는 CCL(동판적 층판, Copper Clad Laminate)로써 LG화학에서 주로 납품 받는다.

IT기기 및 반도체 시장이 경기회복에 따라 성장이 예상되므로 동사의 PCB매출도 증대될 것으로 예상 된다. 특히 최근의 730억 가량의 투자로 스마트폰용 애니레이어 PCB 시장의 성장에 대비하고 있다.

## 2. D/N

### 무선통신모뎀과 TV부품을 생산하는 사업부

D/N 사업은 TV, 휴대용 단말기 등에 들어가는 다양한 부품을 제조하는 사업부다. 주로 생산하는 제품은 Tuner, 모뎀, 파워모듈이다. Tuner란 방송신호를 수신하여 영상과 음성과 같이 사람이 인식할 수 있는 신호로 변환시켜 주는 부품으로 주로 TV, 셋톱박스 와 같은 영상기기에 사용된다. 동사는 Tuner업계의 선두주자로서의 지위를 확보하여 안

정적 고수익을 창출하고 있다. 또한 파워모듈이란 직류, 교류 전원의 형태 및 전압을 최적화시켜 다양한 전자기기를 구동시키는 모듈로서 LCD TV, PDP TV등에 사용된다. 또한 동사가 생산하는 모뎀은 USB형 모뎀, Embedded 모뎀, Router등 다양한 라인업을 갖추고 있고 LG텔레콤, SK텔레콤, Sprint, Dell 과 같은 공급처를 확보하고 있다. 2010년에 CES 이노베이션 어워드를 수상할 정도로 기술력뿐만 아니라 디자인에서도 우수성을 인정받고 있다.

#### 모뎀의 수요가 증가할 것으로 예상됨

Tuner와, 파워모듈은 계절성을 띤다. 따라서 위 제품들의 실적은 분기에 따라 어느 정도 변동이 있으며, 모뎀은 모바일용 및 차량용 무선 모뎀수요 증가로 향후 성장이 예상된다. 이에 대비해 동사는 모뎀에 대한 CAPA를 늘리고, 원재료를 다량 확보 함으로써 수요변화에 대비하고 있다.

### 3. SD

#### 반도체의 신호전달과 관련된 부품들을 제조

SD사업은 디스플레이 반도체와 관련된 부품을 생산한다. 대표적 제품으로는 Lead Frame, Photomask, Tape Substrate등이 있다. Lead Frame은 반도체 칩과 기판 사이의 전기신호를 전달하고 칩을 보호하는 부품으로써, 주로 휴대폰, 노트북에 사용된다. Photomask란 빛을 선택적으로 투과시키기 위한 차단막으로 TV, 모니터, 휴대전화의 화면에 사용된다. Tape Substrate는 반도체 칩을 장착하는 얇은 테이프 형태의 기판이다. 이 제품은 LCD TV, PDP TV의 메인기판과 패널을 연결하는 기능을 한다. 최근에 디자인이 우선시되는 완성품 시장의 특성 때문에 고밀도, 슬림화를 달성하는 것이 관건이다.

#### 장기적으로 수요감소가 예상됨

최근 LCD TV, PDP TV가 LED TV로 교체되기 시작하고, 완성품 업계의 재고조정으로 인해 완성품의 수요가 줄어들 것으로 예상된다. 따라서 Lead Frame, Tape Substrate의 수요는 감소할 것으로 예상된다.

### 3. 모터/차량

#### 다양한 모터를 제조

휴대폰 및 노트북용 모터, ODD모터를 생산한다. 또한 최근에는 자동차부품사업도 시작해서 ABS모터, EPS모터, 카메라용 actuator등을 생산한다. ODD 모터는 ODD대체 저장제품의 등장, 노트북 PC수요 침체로 인해 장기적으로 성장할 가능성은 높지 않으나, 휴대폰용 진동모터는 장기적으로 안정된 수요가 지속될 것으로 예상된다. 반면에 자동차용 모터는 현재 큰 매출을 발생시키고 있지 않지만, 자동차부품의 전자화가 빠르게 진행되고 있고, 모터사업에서의 오랜 경험, LG그룹의 글로벌 네트워크를 통해서 두드러진 성장이 기대된다.

#### 4. SnO

##### 카메라 모듈과 터치윈도우가 주력제품

SnO사업부에서 주로 생산하는 제품은 Camera 모듈과 Touch Window다. Touch Window는 터치스크린을 구성하는 주요 부품으로서 터치센서와 화면을 일체화한 부품이다. 동사는 감압식과 정전식 Touch Window 모두 생산이 가능하고 이 제품들은 주로 휴대전화, UMPC등에 사용된다. 하지만 매출 구성이 매우 작기 때문에 이에 대한 논의는 여기에서 줄이고자 한다.

##### 카메라 모듈에 주목하자

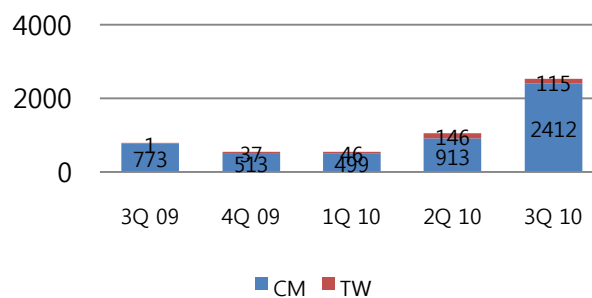
우리가 주목해서 살펴보아야 할 제품은 Camera 모듈이다. 이 사업의 전방산업으로는 휴대폰시장이다. 동사의 모듈은 주로 300만화소 이상의 카메라를 가진 휴대폰에 사용된다. 최근 스마트폰 시장의 폭발적인 성장등 전체적인 휴대폰 시장이 High-End화 되면서 동사의 모듈에 대한 수요가 폭발적으로 성장하였다. 또한 애플이 아이폰4에 동사의 모듈을 사용하면서 아래 그림에서 보듯이 2010년의 매출은 전년에 비해서 큰 폭으로 증가하였다.

##### 카메라 모듈의 성장성은 무척 높다

앞으로 매출은 더 성장할 것으로 보인다. 그 근거로 차기 아이패드의 카메라에 동사의 모듈이 사용될 가능성이 매우 높다는 점, 그리고 차기 애플제품에 카메라의 활용이 지속적으로 늘어날 것이라는 점을 들 수 있다. 또한 LG전자라는 거대한 휴대폰 업체가 스마트폰 사업을 강화하면서 안정적으로 동사의 모듈을 구매할 것으로 예상된다. 이 효과까지 반영할 경우 SnO사업에서의 매출은 기하급수적으로 늘어나게 될 것이다. 자세한 사항은 투자포인트 2에서 설명하도록 하겠다.

그림4. 분기별 SnO사업부 매출 실적

(단위: 억원)



출처: 사업보고서

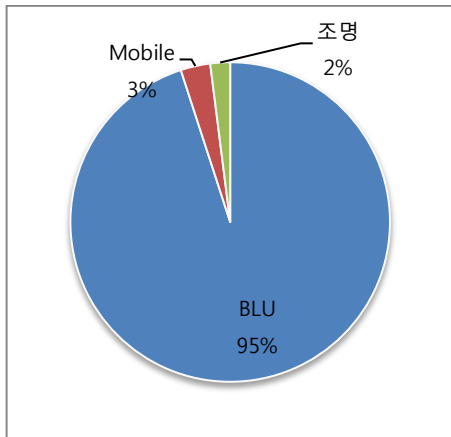
#### 5. LED

##### 미래먹거리 LED

LED 사업은 동사가 차기 성장동력으로 강력하게 추진하고 있는 사업이다. LED를 간단하게 설명하면 전류가 흐르면 빛을 내는 반도체라고 할 수 있다. LED는 고효율, 친환경, 초슬림이라는 특성 때문에 LED 사업은 국가에서도 육성하는 산업이다. 장기적으로는 현재의 할로겐조명시장, LCD, PDP로 구성된 디스플레이시장을 장기적으로 대체할 것으로 예상된다. 또한 LED는 본격적으로 상용화 되지 2년여에 불과하므로 아직 도입기

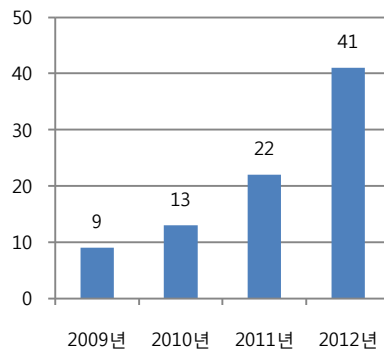
를 지나지 않은 시장이라고 할 수 있다. 향후 LED사업은 폭발적으로 성장할 것으로 예상된다. 동사는 주로 LED BLU, LED조명시장이다. 장기적 예측은 힘들지만 2012년까지 세계시장이 BLU시장은 41억 달러규모로, LED 조명시장은 17억 달러로 성장할 것으로 예상된다. 따라서 BLU 시장은 연평균 65%, 조명시장은 41% 성장할 것으로 예상된다.

그림5. LG이노텍LED비중 (단위: %)



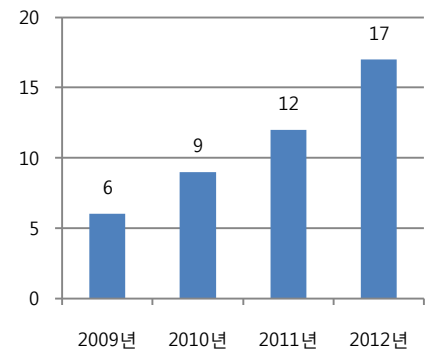
출처: 사업보고서

그림6. BLU시장규모예측(단위:억달러)



출처: Display Search

그림7. 조명시장규모예측(단위:억달러)



출처: Display Search

**BLU는 각종 디스플레이에 사용된다**

LED BLU란 TV, 모니터, 노트북 등의 패널에 사용되는 LED칩이다. 또한 Mobile은 휴대기기 등에 모듈, 키패드 광원, 카메라용 플래시 등에 사용된다. 다만 Mobile분야는 수많은 경쟁사들이 있고, AMOLED라는 기술과 경쟁해야 하므로 수익성이 높지 않다. 다음으로 조명인데 말 그대로 형광등, 백열등, 나트륨 등 기존 조명을 대체하는 LED 조명에 적용된다. LED전구는 광전환효율이 90%에 육박한다. 광전환효율은 전기에너지를 빛에너지로 전환하는 비율을 나타낸다. 형광등이 40%내외, 백열등이 5%에 불과하다는 점을 볼 때 LED의 효율은 혁신적이어서 친환경을 중요시하는 현 정부와 여론에 분위기를 감안해 볼 때 폭발적인 성장이 예상된다.

**현재 BLU에 집중함**

동사는 LG디스플레이, LG전자라는 안정적인 고객사를 바탕으로 LED BLU에 집중하였다. 위의 그림에서 보듯이 LED BLU는 95%이상의 매출 비중을 차지하고 있다. 동사는 Epi에서부터 칩, 패키지까지 생산하고 있다. 특히 Epi 시장은 기술력과 자금이 많이 필요하기 때문에 자연스럽게 진입장벽이 형성되고 있다. 또한 파주의 공장이 가동을 시작할 경우에 생산량을 늘려서 규모의 경제를 달성할 수 있을 뿐만 아니라 동사가 웨이퍼까지도 생산할 수 있기 때문에 더욱 더 강한 진입장벽을 구성하게 될 것이다. 국내에서의 경쟁자는 삼성LED, 서울반도체 등이 있다.

**향후에 조명을 육성할 계획을 가지고 있다**

하지만, 동사는 LG디스플레이에 치중된 매출구성을 개선하고자 LED조명 시장에 주목하기 시작하였다. LED 조명시장은 LED BLU시장보다 규모도 작고 진입장벽이 낮아 경쟁사도 많은 것이 사실이다. 주요 경쟁사로는 오스람, 크리, 에피스타등이 있다. 하지만,

성장성은 뛰어나기 때문에 동사가 보유하고 있는 네트워크, 브랜드네임을 활용한다면 LED 조명시장에서 큰 성장을 거둘 수 있을 것으로 판단된다. Phillips에 따르면 2009년 현재 글로벌 조명시장 내에서 LED 조명시장은 2%미만의 비중만을 차지하고 있다. 그런데 Cree의 예측에 따르면 2011년 글로벌 LED조명의 산업내 비중은 10%에 달하고 2015년에는 전체 조명산업의 50%를 차지할 것으로 전망하였다. 현재 시장에서 LED조명의 확산이 덜 된 이유는 다른 조명에 비해서 현저히 높은 가격 때문이다. 따라서 이 시장을 선점하기 위한 필수요소는 원가 절감을 통해서 어느 정도까지 가격을 낮출 수 있는지 여부이다.

## 투자포인트 1. 새롭게 떠오르는 LED BLU Ocean

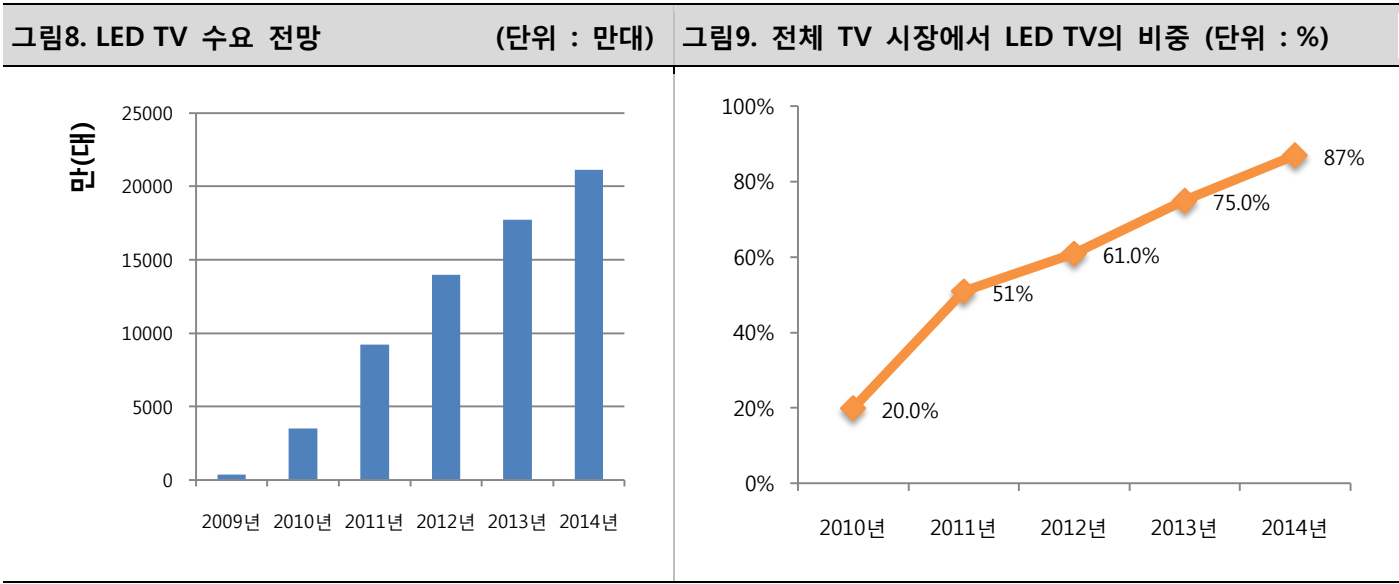
### 움츠렸던 어깨를 펴기 시작한 LED TV 시장

LED TV 시장이 크게 성장 할 것으로 보인다.

그러나 리서치 2팀 및 시장조사기관의 분석을 통해 현재, LED TV의 공급 과잉으로 인한 LED BLU 시장이 주춤하는 것은 일시적인 현상임을 확인할 수 있다. 첫 번째 근거로, 최근까지의 LED TV 공급과잉으로 인하여 관련 기업의 경쟁이 심화되면서, 서로 앞다투어 프로모션전략을 통해 LED TV가격을 낮추려고 하고 있고, 이에 따라 LED TV에 대한 수요가 상승곡선을 보일 전망이라는 것을 들 수 있다. 실제로 가격 인하 경쟁 결과, LCD TV 대비 가격 차이가 30% 수준으로 좁혀지고 있고, 이에 따라 가격 대비 성능이 좋은 LED TV의 수요가 증가할 전망을 보이고 있다.

두 번째 근거로, LED TV 세계 시장 크기의 확대를 들 수 있다. 그 동안은 LED TV 및 패널의 생산이 적었는데, 국내의 TV 및 패널기업들이 4분기부터 전체 TV/패널 생산량 중에서 LED TV/패널의 비중을 점점 확대하겠다고 하면서, LED TV/패널의 생산량이 앞으로 크게 증가할 것으로 보인다. 이는 그림을 보면 쉽게 확인해 볼 수 있는데, 그림 8은 LED TV의 수요를 나타낸 것이고, 그림 9는 앞으로 전체 TV에서 LED TV가 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 그림 8을 보면 LED가 올해는 20%, 내년은 51%, 오는 2014년에는 87%의 비중을 차지할 것으로 전망된다. 이에 발맞추어 LG전자도 올해 10%가량의 LED TV 비중을 내년까지 60%가량으로 높이기로 했다. 또한 패널기업인 LG디스플레이는 내년에 TV용 패널 중 LED TV 패널의 비중을 60%가량으로 상향한다는 방침이다. 이렇게 기존의 CCFL방식의 LCD TV를 대체하고 LED TV의 세계 시장 크기가 확대되는 것은 LED가 가진 강점에 대한 사람들의 인식이 커지기 때문이라고 보인다. LED는 매우 전류가 흐르면 빛을 내는 반도체로, 소비전력이 적어 전기사용료를 형광등 대비 30%이상 절감할 수 있으며, 수명주기가 길어 교체주기가 또한 길어 비용을 절감할 수 있다.(고효율, 장수명) 또한 수은, 납 등의 유해물질이 포함되지 않았고, 이산화탄소 배출량도 감소할 수 있으며, 소형화가 가능해 적용범위가 넓고, 충격에 강하고 고장률이 낮다는 장점을 가지고 있다.(친환경, 초슬림, 안정성)

이미 현재, LED TV의 수요가 증가 조짐을 보이기 시작하고 있고, 3/4분기를 지나면서 TV 생산 기업들은 재고조정을 사실상 마무리 짓고 있으며, 이에 따라 LED TV 공급과잉 문제는 곧 해결될 것으로 보인다. 그리고 위의 두 근거를 보았을 때, LED TV의 수요는 급격히 증가할 전망이다. 그리고 단기적으로는 곧 다가올 **Black Friday Day**와 **Christmas 시즌** 등 성수기를 앞두고 있어, 이는 LED 시장 수요 확대의 호재로 작용할 것으로 보인다.



출처: Display search, Research Team 2

출처: Display search, search Team 2

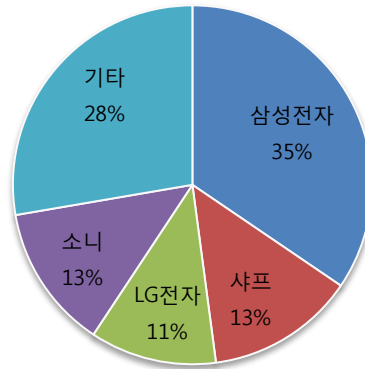
### 동사의 LED BLU 시장은 매우 밝다

#### 동사의 LED BLU 매출액의 지속적 확대

LED TV 가격하락 전망과 LED TV의 시장 및 점유율 확대에 인하여 LED TV의 수요가 크게 증가할 것으로 보이면서, LED TV에 들어가는 LED인 LED BLU를 생산하는 동사에 게도 장밋빛 전망이 예상되고 있다. 동사는 계열사이자 LED TV 패널을 생산하는 LG디스플레이에게 생산한 대부분의 LED BLU를 납품하고 있다. 그리고 LG디스플레이는 납품 받은 LED BLU 등의 부품을 조립해 LED 패널을 만들어 이를 LG전자에게 납품하고, LG전자는 TV 세트를 생산하여 판매하는 형태의 3사 공조 체제를 갖추고 있다. 따라서 LED TV의 수요량 변화는 곧바로 LED 패널과 LED BLU의 수요량으로 이어지기 때문에 LED TV의 수요가 매우 중요하다고 볼 수 있다. 2010년 1/4분기 세계 LED TV 시장의 업체별 점유율은 삼성전자가 34.5%로 1위를 차지했으며 이어 샤프 13.4%, 소니 13%, LG전자 11.4% 등의 순으로 아직은 높지 않은 점유율을 가지고 있다. 그러나 2011년 예상치에 따르면 LG전자는 2011년에 1800만대의 LED TV를 생산할 예정이고, 앞의 수치에서 보듯 2011년 세계 LED TV 시장 규모는 9238만대이므로, LG전자의 LED TV 세계 시장 점유율은 점점 증가할 것으로 전망된다. 이는 곧 LG전자에게 LED TV 패널을 상당량 공급하는 LG디스플레이의 LED 패널 생산 및 판매의 증가로 이어지게 될 것이고, 이러한 연결고리는 결국에 LED TV 패널의 주요 부품인 LED BLU의 수요 증가로 이어져 동사의 매출액이 크게 증가할 것으로 보인다.

그림10. 2010년 1/4분기 세계 LED TV 시장 점유율

(단위: %)



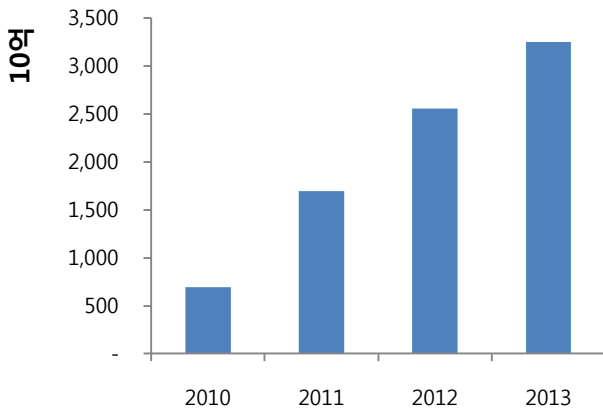
출처: Display search, Research Team 2

#### LED BLU 칩 수 감소에도 동사의 매출액과 영업이익은 증가

그러나 고려해야 할 점이 있는데, LED BLU 생산 기술이 계속해서 고도화됨에 따라 LED 패널 한 대에 들어가는 LED Bar의 수가 감소하고 있고, 이에 따라 LED Bar를 구성하는 LED 패키지와 칩의 수도 감소하고 있다는 점이다. 그렇다면 동사의 LED 사업의 매출액 및 영업이익은 증가할 지에 대한 의문이 생길 수 있다. 리서치 2팀의 분석 결과 동사의 매출액 및 영업이익은 꾸준히 증가할 것이라는 결론을 내렸다.(표1 및 그림11, 12 참조) 우선, LG전자에서 생산하는 LED TV를 LG전자의 예상치 및 시장점유율을 통해서 파악하였다. 그리고 LG전자가 LG디스플레이로부터 TV 패널을 매입하는 비중이 30%라는 사실을 알아내어, LG디스플레이가 LG전자에게 주는 LED TV패널의 대수를 구하였다. 또한 LG 전자 외에 다른 기업에게 주는 LED 패널의 수를 LG디스플레이의 예상치 및 세계 LED TV 시장 증가율을 통해, LG디스플레이의 전체 LED 패널 생산량을 추측했다. 그리고 2010년 3분기까지는 LED 패널에 들어가는 Bar의 수 및 Chip의 수가 4개와 456개였지만, 2010년 4분기부터 생산되는 LED 패널에는 2개와 256개로 줄어든다는 사실을 통해, LG디스플레이가 매입하는 LED 칩 수를 알아내었다. 그리고 그 중 70%정도를 동사로부터 매입하고, 동사는 LED BLU의 생산량의 대부분을 LG디스플레이에게 판매한다는 사실을 근거하여 LG이노텍의 LED BLU 매출액을 도출하였다. 그리고 이 자료를 이용하여 전체 LED사업 매출액을 알아내었고, 2010년 LED사업 전체 영업이익률이 4% 정도, 2011년에는 6%라는 사실을 통해 영업이익을 도출하였다. 그림을 참조하면, LED 바와 칩의 수가 감소함에도 불구하고 LED시장의 확대에 인하여, 동사의 LED BLU 매출액은 점점 증가하고 있고, 동사의 LED사업 전체 영업이익도 크게 증가하고 있음을 파악할 수 있다.

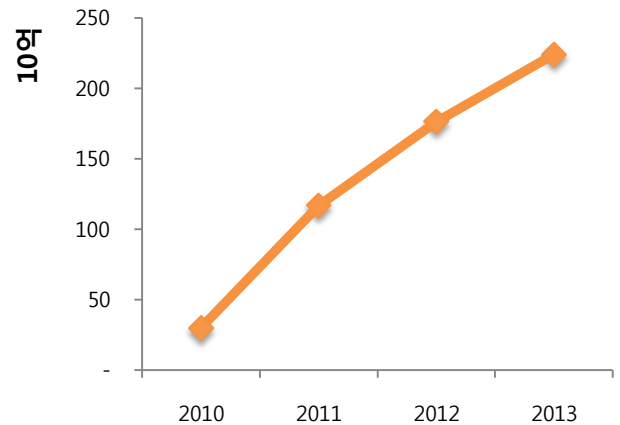


그림11. 동사의 LED BLU 매출액 예상치



출처: IR, Research Team 2

그림12. 동사의 LED 사업 영업이익 예상치



출처: IR, Research Team 2

표1. 동사의 LED BLU 매출액 및 LED 산업 영업이익 도출과정

	2010	2011	2012	2013
LG 전자에서 생산하는 LED TV 대 수	5,000,000	18,000,000	27,115,380	34,384,560
LG 디스플레이 LED 패널 생산량(LG 에게 주는)	1,500,000	5,400,000	8,134,614	10,315,368
LG 디스플레이 LED 패널 생산량(다른기업에게 주는)	12,948,000	33,923,760	51,224,878	65,055,595
LG 디스플레이 LED 패널 전체 생산량 대 수	14,448,000	39,323,760	59,359,492	75,370,963
LG 디스플레이가 매입하는 LED 칩 수	6,588,288,000	10,066,882,560	15,196,029,850	19,294,966,413
LG 이노텍으로부터 매입하는 LED 칩 수	4,611,801,600	7,046,817,792	10,637,220,895	13,506,476,489
LG 이노텍 LED BLU 매출액 (단위 : 원)	691,770,240,000	1,694,548,274,442	2,557,932,508,553	3,247,902,201,386
LG 이노텍 LED 사업 전체 매출액 (단위 : 원)	743,838,967,742	1,947,756,637,290	2,940,152,308,682	3,733,221,151,019
LG 이노텍 LED 사업 영업이익 (단위 : 원)	29,753,558,710	116,865,398,237	176,409,138,521	223,993,269,061

출처: Research Team 2

### LED BLU에 대한 동사의 적극적인 투자 MIND

파주 LED 공장은 동사의 보물

동사는 또한 최근 파주 LED공장 준공으로 에피웨이퍼부터 칩, 패키지, 모듈까지 LED 전 공정의 생산라인을 갖춘 세계 최대 LED 일관생산체제를 구축하게 되었다. 이곳에서 생산하는 LED 칩 생산량은 월 18억개로 이는 단일공장 기준으로 세계 최대 규모이다. 이 곳에서 갖춘 6인치 에피웨이퍼는 기존의 2인치와 비교해보았을 때, 생산능력이 확대 됨은 물론, 원가를 30%이상 절감할 수 있다는 데에서 그 강점을 가지고 있다. 또한, 이 곳에서 생산하는 수직형 LED 칩은 기존의 수평형 LED칩에 비해 적은 수의 칩으로 30% 더 밝은 빛을 낼 수 있어 TV BLU 및 조명용으로 각광받고 있다. 참고로, 동사는 지난해 최초로 수직형 LED 칩을 양산하여, 현재 세계 최고 수준의 수율을 기록하고 있다고 한다. 파주공장에서의 동사의 고효율적인 LED 생산방식은 LED BLU 패널 가격의 인하로

이어지게 될 것이고, 결국에는 LED TV 가격 인하로 이어져 수요가 증가할 것으로 예상해 볼 수 있다. 또한, 동사는 파주 공장의 준공과 더불어, 협력회사와 LED 핵심장비 및 부품을 공동 개발해 현재 80% 수준의 장비 국산화율을 더욱 높여 동반 성장이라는 목표를 내세우고 있다.

지난 3분기까지는 LED TV에 대한 수요가 급감했기 때문에, 이 공장의 가동률이 50% 미만밖에 되지 않았다. 그러나 앞으로 LED TV의 가격이 하락해 기존의 CCFL 타입의 TV와의 가격차이가 20%까지 하락하게 되면 소비자에게 큰 어필을 할 수 있을 것이라 보이기 때문에, **앞으로 TV 가격의 하락과 조명산업 확대 및 세계경기 회복으로 LED TV 수요가 증가하게 되면, 공장의 LED 생산량은 크게 증가할 것으로 보인다.**

### LED 조명 시장의 확대

**LED 조명 시장의 확대는 국가적으로도 장려되고 있다.**

LED 조명은 소비전력은 백열등 대비 80%, 형광등 대비 30% 소비전력이 낮으며, 수명이 매우 길고, 이산화탄소 배출량이 적고, 오염물질 배출도 없는 친환경적인 조명이다. 이에 따라 LED 조명에 대한 관심이 커지게 되었다. 그림14에서 볼 수 있듯이 2008년 말, 세계 조명시장은 약 1087억 달러로 그 중 LED 조명의 비중은 3% 수준에 불과했다. 그 이유는 LED 조명의 가격이 형광등보다 10배 이상 비쌌기 때문이었다. **하지만, LED 조명 기술이 계속해서 발전하면서 제품 가격이 낮아져 2012년에 LED 조명 시장이 본격 개화될 것으로 보인다.** 2015년에는 LED 조명의 시장 점유율이 30%에 이를 것으로 예상되고, LED 조명 시장 규모는 연평균 45% 정도 성장할 것으로 전망된다.

또한 전 세계적으로 국가 차원에서도 LED 조명을 장려 및 확장하려는 정책을 추진하고 있다. 특히 우리나라의 경우, '신성장동력 스마트 프로젝트'의 일환으로 2015년까지 전체 조명의 30%를 LED조명으로 하는 1530프로젝트를 추진하고 있으며, 1조 3000억원을 투입하여 2012년까지 공공시설 조명의 20%를 LED 조명으로 교체하고자 하고 있다. 또한 2013년부터 백열전구를 퇴출시키겠다는 밝혀, 국내 LED 조명시장이 커질 것으로 전망되고 있다.

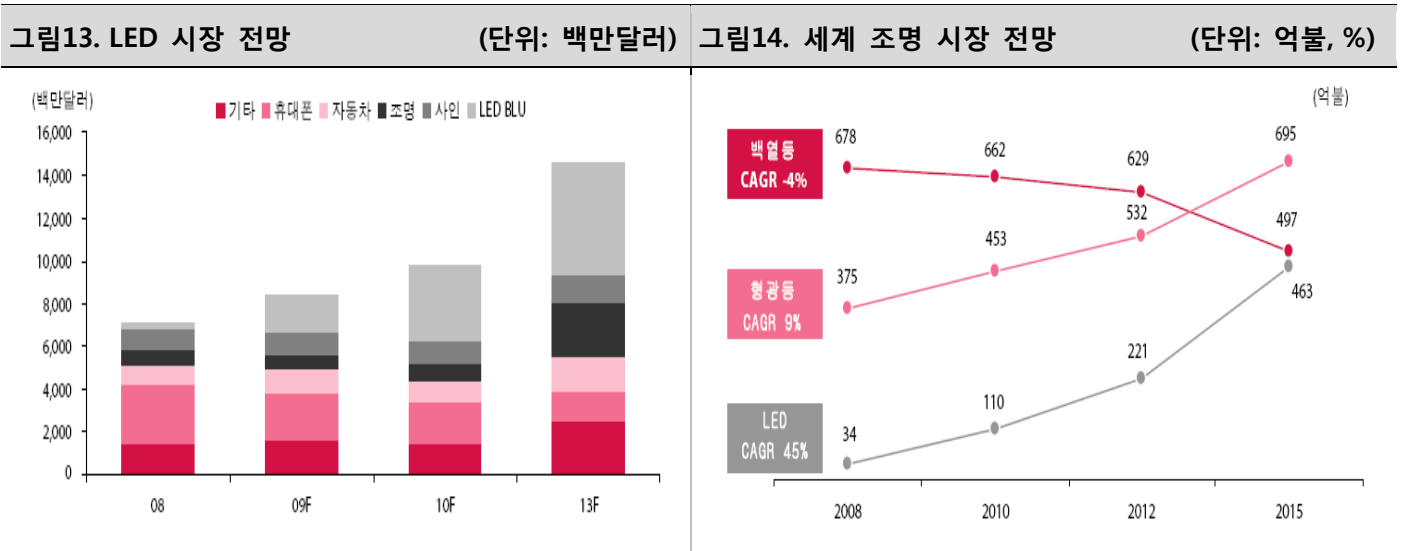
### LED 조명산업에의 관심 증대

**2011년 동사 LED사업 매출액의 10%까지 확대할 전망**

동사의 2010년 2분기 LED조명 매출 비중을 보면, 2%정도로 극히 작은 비중을 차지하고 있다. 하지만 LED조명 시장이 급격히 커지는 이 시점에서, 동사는 LED조명에 대한 투자를 통해, 매출 비중을 확대하고자 하고 있다. 동사는 지난 7월, 안양에 위치했던 LED연구소 및 LED조명 비즈니스 Unit을 파주공장으로 이전하면서, 기획 및 R&D, 생산, 마케팅이 결합돼 LED BLU 및 LED 조명을 생산하는 데 최적화된 라인을 갖추고 있다. 또한, 동사는 클러스터형 MOCVD 1기를 공급받아 연말 안에 설치를 마무리하고, 내년 초 시험가동에 착수할 계획인데, 이는 LED 칩 원가를 1/4로 낮추어, 본격적인 LED 시장의 확대를 앞당길 수 있을 것으로 본다. 그리고 동사는 B2G시장에서 벗어나 B2C 및 LED 조명 기업간 거래(B2B) 시장을 본격 공략하여, 고객 만족과 더불어 글로벌 조명회사와의 협력을 통해 LED 조명 모듈의 표준화를 선도하려 하고 있다. 특히, 동사의 실외

LED 조명 모듈은 지난 4월, 독일 국제 조명 · 건축박람회에서 큰 주목을 받아 관심을 끌고 있다.

지난 3분기에 동사는 LED 사업 분야 중에서는 유일하게 LED 조명이 8%의 성장을 이루었고, 이에 따라 4분기에서도 LED 조명에 대한 매출 증가를 기대하고 있다. **이러한 추세로 동사의 LED 사업에서의 조명 매출액 비중은 2010년 2분기 2%에서 3분기 3%, 2011년에는 10%까지 성장할 것으로 전망되고 있다.** 올해 LED사업 전체의 매출은 1조에 못 미칠 것으로 보이지만, 내년에는 70-80%까지 성장할 것으로 예상되기 때문에, 그에 따라 LED 조명에서의 매출 증가율은 상당할 것으로 전망된다.



출처: 하나대투증권

출처: 필립스, 삼성경제연구소, 하나대투증권

## 투자포인트 2 : LED에 가려진 거인 카메라

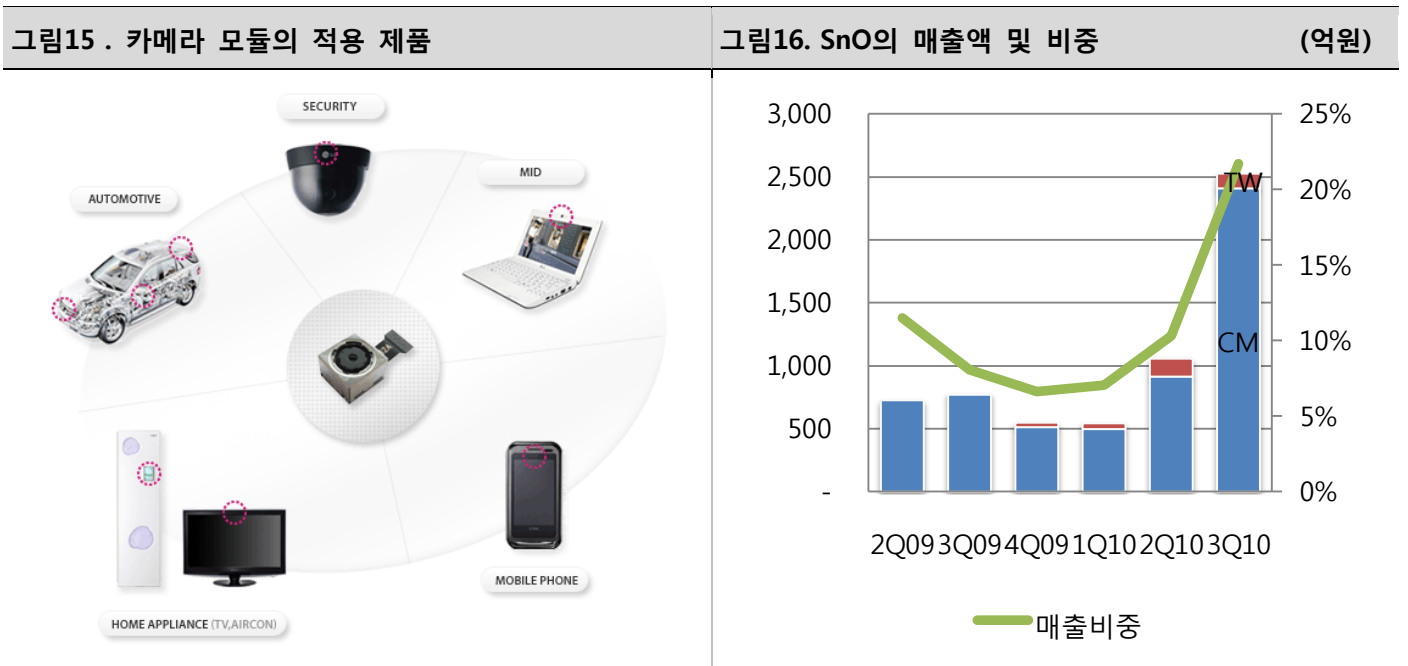
### 동사의 숨겨진 핵 - 카메라 모듈

동사의 사업분야는 기업 설명에서도 보았듯이 매우 다양한 분야에 진출하여 있으며, 투자포인트 1에서 살펴본 LED만으로 동사를 본다면 그것은 숲이 아니라 나무를 보는 것과 같다. 앞에서 보았듯이 지난 2,3분기 LED 시장은 상대적으로 부진했다. 그런데 동사의 매출 자체로만 본다면 1조를 달성하는 등 분명 성장했다고 볼 수 있다. 이러한 상황을 이끌어 내게 한 원동력은 바로 2분기 QoQ94%(YoY45%), 3분기 QoQ 139% (YoY 227%)의 성장을 달성하며 동사의 매출성장을 견인한 SnO(Sensoring & Optics; CM-Camera Module &TW-Touch Window) 분야이고, 그 중 주목할 부분은 **카메라 모듈**이다.

### 소형 전자제품에 사용되는 카메라 모듈 제조

카메라 모듈이란 눈에 보이는 피사체의 정보(광신호)를 RGB(Red, Green, Blue) 전기 신호로 변화시키는 장치이다. 동사의 제품은 일반 카메라에 들어가는 제품이 아니다. 일반적으로 휴대폰, 노트북, 자동차, 보안기기, 의료기기 등 초소형의 카메라가 필요한

제품에 사용되기 때문에 크기와 고화소의 품질을 모두 충족시키는 것이 이 부품의 핵심 기술이라고 할 수 있다.



출처 : 동사 홈페이지

출처 : 동사 분기 보고서, Research Team 2

**3분기 실적은 iphone 4의 파워**

동사의 SnO 분야가 이와 같이 성장할 수 있는 배경에는 올해 6 월 24 일(미국)에 출시된 Apple 사의 iphone 4 가 있었다. Apple 사는 300 만화소였던 iphone 3 의 내장 카메라를 iphone 4 신제품을 개발하면서 500 만화소로 업그레이드하였다. 여기서 iphone4 에서는 동사의 카메라 모듈을 사용한다. 그에 따라, iphone 4 의 매출 증대 효과를 동사가 그대로 흡수하고 있다. 또한, 올해 3 분기부터는 모토로라에 800 만화소 카메라 모듈을 공급하면서 아이폰 4 의 효과와 함께 빠른 성장을 보이고 있다.

**500만 화소라고 다 같은 아니다.**

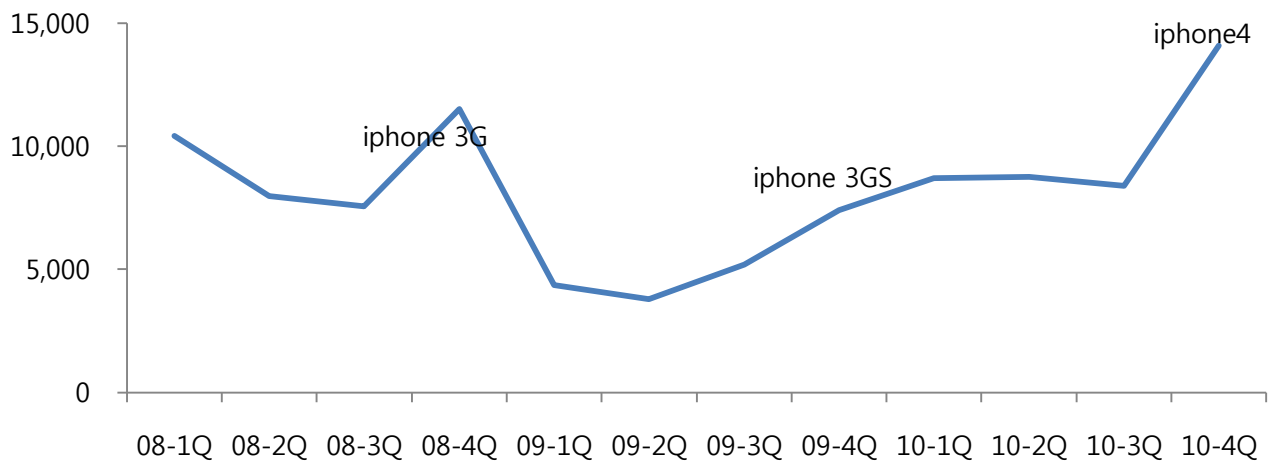
스티브 잡스는 아이폰 4G 를 도입하며 카메라 채택에 고심을 많이 했다고 했다. 그렇다면 잡스는 왜 동사를 선택했을까. 이에 동사가 뛰어난 관련기술을 가지고 있기 때문이다. 동사의 초소형카메라 모듈은 자체개발로 인하여 세계 정상 수준에 도달해 있다. 동사가 납품하는 iphone 4 의 카메라는 일반 휴대폰의 카메라보다 뛰어난 품질을 자랑한다. 그 특징을 정리하면 다음 다섯 가지로 정리할 수 있다. **1. 같은 500 만 화소의 다른 카메라에 비해 화질이 유난히 뛰어나다.** **2. 조리개 능력이 뛰어나다** - 밝은 야외에서의 동영상촬영 시에도 불구하고 밝은 곳과 어두운 곳 표현이 뛰어나다. **3. 색 표현능력이 뛰어나다.** 일반 카메라모듈들의 문제점인 뭉개지고 색이 바래는 현상이 별로 없다. **4. 초당 프레임수가 높다.** **5. iphone 4 는 고화질(HD) 동영상 녹화가 가능한데 이것도 동사의 카메라 모듈의 기술에 의한 것이다.**

**iphone 4 효과는 이제 시작**

여기서 iphone 4의 효과는 이미 반영되어 있는 것이 아닌가라는 의견을 제시할 수 있다. 그러나, iphone 4는 이제 시작이다. iphone 4는 올해 6월 24일 미국에서 출시되었으며, 판매량은 2010년 4분기(미국 회계기준 분기는 한국과 다름. 2010년 4분기:6월 26일~9월 25일 ) Apple사의 실적으로 확인할 수 있다. iphone 3GS 출시 당시의 판매량에 비해 90%이상 증가한 1,410만대를 판매하였으며, 전세계적으로 물량이 부족한 수요초과이고 아직 화이트 iphone 4는 출시 안 되어 있는 상태여서 내년까지도 큰 매출량을 기록할 것으로 전망된다.

**그림17. 아이폰의 매출량**

(단위:천개)



출처 : Apple Inc., Research Team 2

**높은 수익성 실현**

LED 의 가격이 떨어지고 시장이 위축되어 있었지만, 동사는 카메라 모듈 사업의 빠른 성장으로 큰 타격을 받지 않을 수 있었다. 더불어, 애플 및 모토로라에 500 만 화소 및 800 만 화소 카메라 모듈을 공급하면서 평균판매단가(ASP) 상승 효과로 수익성이 크게 개선되었다. SnO 부분의 10 년도 영업이익률은 17%로 현재 동사의 영업이익률이 7%대라는 것을 감안해보면 매우 높은 수치라는 것을 알 수 있다. 10 년 3 분기 SnO 분야의 매출액은 2,541 억원으로 동사 총 매출 1 조 1,640 억원의 22%지만 앞으로 동사의 SnO 분야가 성장하여 동사에서 매출비중이 꾸준히 늘면서 수익성은 더욱 좋아질 것이다. 동사의 3 분기 실적으로 계산해 보았을 때 매출에서 SnO 가 차지하는 비중이 35%가 된다면 동사의 전체 영업이익률은 7.08->8.98%로 개선된다. 이와 같이 SnO 의 비중증가에 따른 개선은 계속될 것이다.

**LG이노텍, 삼성전기, 삼성테크윈의 비교**

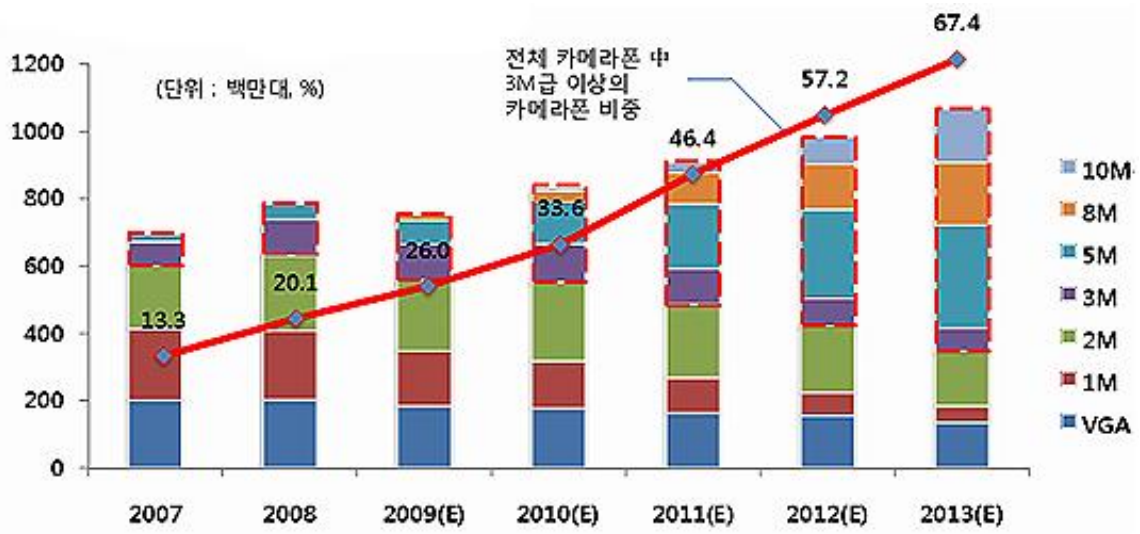
국내 카메라 모듈 업체는 동사와 함께 삼성전기, 삼성테크윈, 삼성광통신의 삼성계열사가 있고, 캄시스, 한성엘컴텍, 파트론 등의 중소기업이 있으며 해외 카메라 모듈 샤프, 폭스콘, 도시바, ST 마이크로 등이 있다. 크게 3 사의 매출 변화를 비교하여 동사의 경쟁력을 보고자 한다. 동사의 납품처는 크게 보면 현재 LG 옵티머스, Apple 의 iphone 4 이고 올해 3 분기부터 모토로라에 납품한다. 삼성전기는 삼성의 갤럭시 S,

삼성테크윈은 RIM 의 블랙베리 Torch(터치스크린과 블랙베리 키보드를 동시에 장착한 기업 최초의 슬라이드형스마트폰)하기로 올해 결정되었고, 삼성의 갤럭시 S 에 납품하고 있다. 삼성전기는 10 년 1 분기 10 억원의 영업손실을 기록하기도 했지만 갤럭시 S 의 판매증가로 인하여 2 분기 흑자전환하였고, 현재에는 동사와 같이 관련 분야에서 성장을 보이고 있다. 삼성테크윈 또한 삼성관계 스마트폰 판매에 영향을 받으나 피쳐폰 카메라모듈 비중이 여전히 높음에 따라 영업손실을 계속하여 기록하게 되었고 올해 상반기에는 120 억원의 적자를 내기도 하였다. 물론 스마트폰 효과로 인하여 상반기 상승한다고 하더라도 피쳐폰의 비중을 제로화시킬 때까지는 상승에 제약이 있을 것으로 보인다.

**AF(Auto Focus)를 위한 AF액츄에이터 생산와 시너지 효과**

휴대전화용 AFA(Auto Focus Actuator)는 주로 300만화소 이상의 카메라폰에 적용되고 있다. 현재 휴대폰 시장의 트렌드는 스마트폰을 중심으로 한 High-End 제품의 확산이다. 가트너에 따르면, 2013년 이내로 300만 화소 이상의 카메라 시장은 두 배 이상으로 성장할 것으로 예상된다. 그렇기 때문에 AF기술도 스마트폰의 보급 확산에 따라 이제 휴대폰의 선택 사항이 아니라 기본 사양이 될 것이다. 동사의 사업 분야 중 모터분야에서 카메라 모듈의 AF와 광학축을 담당하는 핵심부품인 Actuator를 생산하고 있는데, 이를 통해 공급안정성을 확보하여 카메라 모듈 생산과 시너지 효과를 보이고 있다.

**그림18. 휴대폰 카메라 시장 매출 비중변화(단위: 백만대,%)**



출처: 후지카메라 리서치

**내년 Apple. 카메라 장착된 미니 ipad 출시 예정**

미국의 주요 언론과 리서치 보고서에 따르면 내년 1분기 카메라가 장착된 7인치 ipad가 출시될 가능성이 높다고 한다. iphone 4에 안정적으로 동사가 카메라 모듈을 납품하고 있는 것과 더불어, 카메라 장착 예정인 신모델 ipad의 카메라 모듈도 동사가 납품할 전망이다. ipad에 카메라를 장착하는 근본적인 이유는 '페이스타임'이라는 영상 채팅 기능을 크게 강조함인데, 이러한 영상 채팅이 원활하기 위해서는 iphone 4에 들어가는 품질의 카메라 모듈 보다도 더욱 뛰어난 성능의 모듈이 요구될 것이다. 동사는 이미

기존의 1%전력만을 사용하면서 800만화소의 고화질을 보여주는 기술을 자체개발하여 선보였다. 이러한 세계 정상 수준의 기술력은 iPad에게는 반드시 필요한 것임에 틀림없다. 또한, LG 디스플레이가 2008년부터 Apple사의 ipod touch를 시작으로 iphone, ipad의 LCD 패널을 납품하면서 LG그룹은 전반적으로 Apple과 좋은 관계를 유지하고 있다. Iphone 4 사용자들의 카메라에 대한 전반적인 만족도도 높기 때문에, 제품 품질의 신뢰도가 구축되어 있는 상태이고 이러한 관계가 잘 유지된다면 앞으로 iphone 5, 6까지도 납품할 기회가 있다고 보여진다.

#### 매출처 확대

09년까지만 해도 LG전자의 LG 휴대폰에의 의존도가 90%였던 만큼 LG 전자의 실적에 따라 동사의 SnO 사업이 크게 좌지우지 되었다. 그러나, 올해 iphone 4와 모토로라 등에 납품하면서 LG전자의 납품 비중은 30%이하로 줄어들었으며, LG전자의 스마트폰 부진에도 동사의 SnO 사업 분야는 큰 성장을 할 수 있었다. Apple과의 거래를 통하여, 매출처 확대는 앞으로도 더 확장될 계획이다.

#### 아이폰 4가 1만개 팔릴 때마다 동사에겐 2.5억 원 정도의 매출효과

그렇다면 SnO부분에서 동사의 향후 매출은 어떻게 전망할 수 있을까? SMIC 리서치 2팀에서는 이를 위해서 상황들을 다소 단순화시켰다. 바로 얼마 전에 일어난 일이기 때문에 공신적인 분석자료가 없기 때문이다. 애플의 아이폰 판매량은 2분기 840만대이고 아이폰 4가 출시된 3분기에는 1410만대가 팔렸다. 여기서 아이폰 4가 3분기에 600만대가 팔렸다고 가정해보겠다. 동사의 SnO매출은 2분기에 1059억원에서 2527억원으로 1500억원 정도가 증가하였다. 동사의 매출증가가 아이폰 4의 효과에 의한 것으로 본다면, 동사는 아이폰 4가 1만개 추가 판매될 때마다 2.5억 정도의 매출증가이익을 보는 것이다. 아이폰 4의 성장에 대하여는 다양한 논란이 있다. 크레딧 스위스에서 예측한 바에 따르면 2011년 아이폰 4는 현재 추세에서 1053만 대정도 추가로 팔릴 것으로 예측했다. 이는 동사에게 2600억원 정도의 매출 상승을 이끌어 줄 것이다. 10년 예상매출액이 7100억원인 것을 고려해 보았을 때 2011년도에는 9700억원 정도의 매출액을 예상한다. 물론 이는 내년에 출시될 카메라를 넣은 iPad와, LG 스마트폰의 성장을 0로 놓은 예측 치이다. 아이패드와의 경우 앞서 언급했듯이 아이폰 4보다 고차원 기술의 카메라가 들어갈 것임에 따라 해당 수익률이 높을 것으로 예측된다. 이에 대해 투자자는 카메라가 포함된 iPad의 출시 일정이라든지 판매량 추이, LG 스마트폰의 전망 등에 대한 면밀한 관찰과 이에 따른 예상 매출액 수정이 지속적으로 이루어져야 할 것이다.



## 투자포인트 3- 동사의 주가는 할인세일중

### 동사 주가는 싸가?

우리는 앞선 투자포인트 1과 2에서 동사가 가진 각 주력사업부의 성장가능성에 대하여 알아보았다. 그러나 단지 이러한 정보만을 가지고 투자하기에는 다소 부담을 느낄 수도 있다. 사업부의 성장성이 좋다고 해서 항상 투자 성공을 보장하는 것은 아니기 때문이다. 이와 관련하여 가치투자자의 아버지라 불리는 벤자민 그레이엄은 그의 저서 '현명한 투자자'에서 "성장성이 좋은 기업이라도 '그 기업이 싸지' 항상 질문해보고 투자하라"고 조언했다.

결론부터 말하자면 동사의 주가는 저평가된 상태다. 아래는 동사의 최근 주가추이 그래프이다.

그림19 . 동사의 최근 주가 추이



출처: NAVER

### 동사의 주가 감소이유 1. LED 공급과잉에 대한 부정적 전망

10년 7월부터 주가가 꾸준히 감소하는 것을 볼 수 있다. 동사가 2분기 및 3분기에 최초로 1조를 넘어선 기록적인 매출을 기록했음에도 주가가 하락한데는 LED에 대한 부정적 전망 및 LG전자 디스카운트라는 이유가 있는 것으로 분석된다.

### LED 공급과잉은 앞에서 분석한대로 일시적 현상이다.

우선 첫째로 투자포인트 1에서 설명한 LED업계에 대한 부정적인 전망이 동사 주가 하락에 큰 몫을 하였다. 메릴린치에서 LED가 과잉공급상태라는 보고서를 내자 국내 증권사들도 LED기업 전반에 대하여 목표주가를 하향시키거나 Hold를 제시하기 시작하였다. 외국인들은 6월 이후로 적극 매도에 나서서 20%이던 동사의 외국인비중이 10%대로 떨어지기도 하였다.

그러나 투자포인트 1에서 지적했듯이 SMIC 리서치 2팀은 LED의 매출감소가 단지 일



시적 현상일 뿐이며 2011년부터 본격적으로 성장할 것으로 분석하였다. 만일 이것을 사실으로 받아들인다면 시장의 오해 혹은 과잉반응으로 인하여 좋은 기업이 단기적 모멘텀에 의한 할인을 받았고 여기서 투자기회가 생겼다고 할 수 있다.

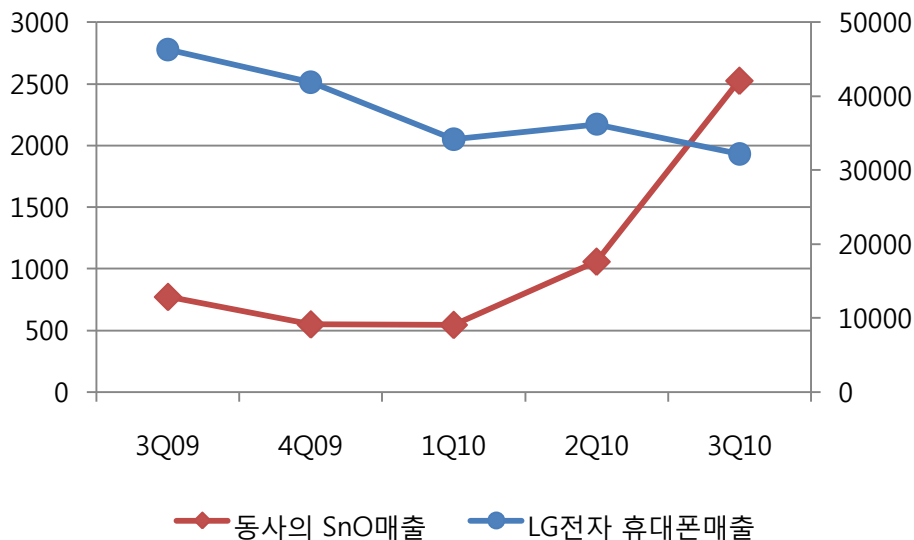
**동사의 주가 감소이유**  
**2. LG전자의 낮은 실적에 따른 디스카운트**

최근 동사의 주가가 하락한 두번째 요소인 LG전자 디스카운트란 최근 LG전자의 부진과 제반 상황의 불투명성에 따른 동사의 주가 할인을 의미한다. LG전자는 스마트폰시장에서의 패배와 경쟁자와의 격차가 계속됨에 따라 시장에서의 안 좋은 평가를 받았고, 증권사들이 목표가를 하향시켰다.

**동사가 LG전자의 낮은 실적에서 영향을 받는 부분인 SnO는 오히려 급성장하였다.**

그러나 LG전자의 3,4분기 실적이 동사에게 악영향으로 작용할까? 크게 보면 동사가 LG전자에 납품하는 부품은 LED블루와 휴대폰으로 나뉜다. LG전자의 실적둔화는 LCD TV(동사의 LED와 관련)와 가전기기에서의 전년동기대비 10%대 성장을 휴대폰 판매 부분에서 30%이상의 매출하락으로 상쇄시켰기 때문이다. 결국 증권사들이 말하는 'LG전자의 실적둔화에 동사가 받는 악영향'은 SnO부분에의 타격을 지칭하는 말일 것이다. 그러나 아래 그래프에서 볼 수 있듯이 동사는 LG전자의 휴대폰매출이 급감했던 추세속에서 폭발적인 성장을 보이며 LG전자 휴대폰 판매액과 무관한 흐름을 보여왔다. 사람들은 LG이노텍이 좋아봤자 LG전자의 부품업체이고 휴대폰 부분도 큰 영향을 받을 것이라고 보고 있지만 실제로는 그렇지 않은 것이다. 앞으로 동사가 아이패드에도 납품을 하게 된다면 동사가 LG전자에 받는 영향은 더더욱 줄어들 것이다.

**그림20 . 동사와 LG전자의 휴대폰 관련 사업 분기별 매출액 추이**



출처: LG전자, LG이노텍

동사는 상대적 LG전자 의존도가 매우 낮아진 상태이며 LG전자는 이미 최악의 국면을 지났다.

동사 SnO의 LG전자 의존도가 90%이던 시기에 분기 500억원의 매출을 올린 것을 볼 때, LG전자에 판매하는 부분은 500억원 정도라고 볼 수 있다. 현재는 500억원이 0원이 되어도 그 하락폭을 충분히 상쇄시킬 정도로 상승하고 있다. 거기에, 500억원조차도 0원이 되지 않을 것으로 보인다. 4분기 LG전자의 휴대폰부분에의 부정적 전망은 스마트폰 경쟁력 확보를 위한 미래 투자 확대를 위한 것이라고 한다. 이는 어차피 출하량에만 영향을 받게 될 동사에게는 오히려 호재로 다가온다. LG전자는 스마트폰 시장의 참가 시기를 놓침으로 인하여 신제품 제로라는 최악의 국면을 지나 현재 라인업을 준비하고 있다. 물론, 그에 대한 전망이야 논란이 되고 있지만 스마트폰이 하나도 없던 시기의 수준만 유지한다고 해도 동사에게는 그다지 영향이 없다. 요약하자면, LG전자의 하락은 동사에게 큰 영향이 되지 않지만, 상승은 동사에게 매출액을 엮어줄 수 있는 반가운 소식이다. 더군다나 하락으로의 영향이 있다고 하더라도 주가에 할인을 줄만한 요소는 아닌 것은 확실하다.

지금 동사에 투자하라

물론 LED 공급과잉과 LG전자 디스카운트가 앞으로도 쭉 계속될 것이라고 생각하는 투자자가 있다면 동사 대신 LCD를 취급하는 기업이나 다른 유망업종을 영위하는 기업에 투자하면 되겠다. 그러나 그렇지 않은 경우 이미 기업의 매출신기록에 기여하는 SnO와 LED부분의 본격적 성장으로 새로운 도약기를 열 동사에 주목하지 않을 투자자란 없을 것이다. 이미 사람들이 주목하고 난 후에 사면 이미 늦다. 단기투자자가 아닌 투자자에게, 동사는 지금 매우 매력적 투자처이다.

동사의 PER은 12.08로써 다른 업체에 비하여 낮은 수준이다.

다소 직관적으로 치우칠 수 있는 위의 논리들을 뒷받침하기 위하여 PER을 사용하여 동사와 비슷한 업무를 영위하는 기업들과 상대적 비교를 해 보았다. 동사는 여러 사업부에 걸쳐서 사업을 하고 있으므로 동사와 완벽히 BM이 같은 기업이 없으므로 각 사업부의 PER들을 국내외 다양한 기업들로 선정하여 비교하였다. 09년 4분기부터 10년 3분기까지의 당기순이익으로 추정한 동사의 PER은 12.08이다. 이외에 PBR-ROE분석의 경우 뒤의 밸류에이션에서 자세히 다루도록 하겠다.

## MUST KNOW!! – 놓치지 말아야 할 기타 사업부

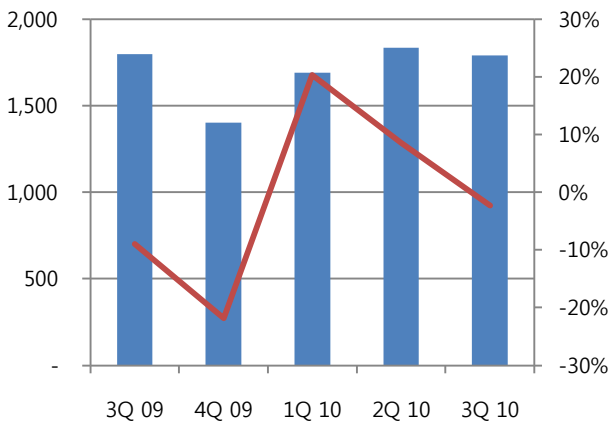
앞서 기업 설명에서 언급 했듯이 동사는 LED, SnO 사업부 외에도 PCB, D/N, SD, 모터/차량 사업부를 가지고 있으며 이들은 전체 매출의 약 50% 가량을 차지하고 있다. 이 사업부들은 큰 성장성이 있는 것은 아니지만 동사 매출의 50% 가량을 차지하고 있기에 투자 시 반드시 짚고 넘어가야 한다. 기업 설명 부분에서 간략하게 각 사업부를 소개했으므로 본론으로 바로 넘어가 기타 사업부들이 자신들의 역할을 잘 할 수 있을지에 대해 간략하게 살펴 보도록 하자.

1. PCB – handset, PKG, MLB (LG전자 핸드폰 실적에 연동)

LG전자의 영향이 크기 때문에 당분간의 실적은 좋지 않을 듯

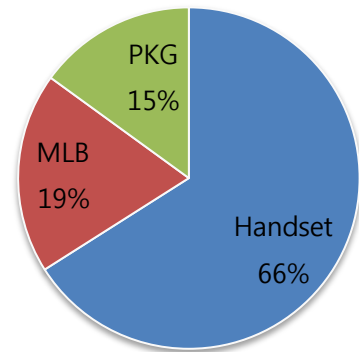
앞서 설명했듯이 PCB는 대부분의 전자기기에 들어간다. 이를 세부 항목으로 분류해 보면 휴대폰에 들어가는 Handset과 각종 전자 제품에 들어가는 PKG, MLB로 나뉘어진다. PCB 사업부는 매출의 약 70%를 핸드폰에 납품하는 부품들을 통해 창출하고 나머지 30%는 각종 전자제품을 통해 만들어진다. 또한 PCB 사업부는 매출의 LG전자 의존도가 80%에 달해 LG전자의 실적에 따라 사업부의 실적이 많이 연동된다. 이에 당사는 PCB 사업부의 매출처를 다변화하기 위한 노력을 기울이고 있지만 **당분간은 LG전자의 영업 악화에 따른 피해가 지속 될 것으로 보인다.** 동사 IR에 따르면 동년 4분기에 PCB 사업부는 적자를 기록 할 것으로 보이며 **내년에 어느 정도 회복 할 것으로 예상 되지만 LG전자의 실적 악화에 따라 Break even point를 간신히 맞출 수 있을 것으로 예상된다.**

그림21. PCB 매출액 추이와 전 분기 성장률 (단위: %)



출처: 동사 IR

그림22. 3Q 10 PCB 사업부 제품별 매출비중(단위: %)



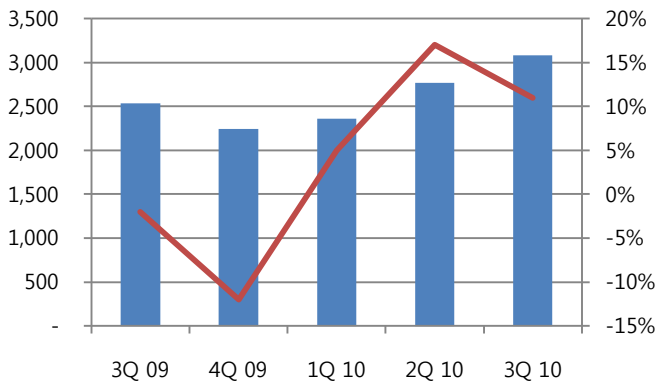
출처: 동사 IR

2. D/N – Power, Tuner, 무선통신 (LG전자 TV 실적에 연동)

내년도 올해와 비슷한 실적 기록 전망

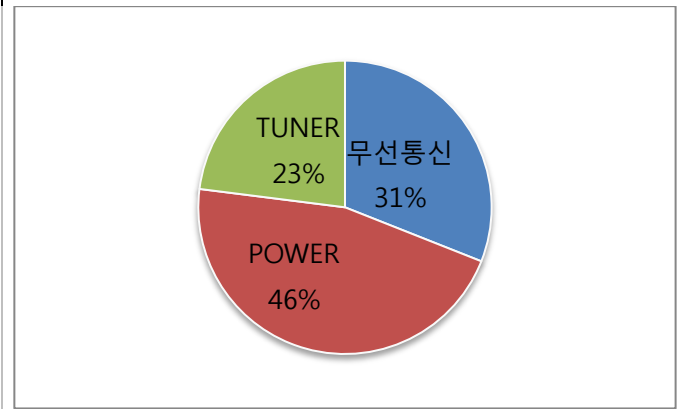
D/N 사업부는 TV에 들어가는 Power, Tuner를 주로 생산하고 무선 통신 모듈을 일부 생산한다. D/N 사업부의 Power, Tuner 매출은 LG전자에서 50%, LG디스플레이에서 20%, 기타 다른 업체들에서 30%씩 창출되며 무선 통신 모듈은 외판 비중이 90%에 가깝다. 때문에 D/N 사업부의 실적은 LG전자와 LG디스플레이의 TV 부분과 밀접하게 연관을 갖고 있다고 볼 수 있다. 동사 IR에 따르면 **Power** 부분은 올해 약 5% 가량의 이익률을 기록하고 있는데 **내년에는 매출과 이익률이 약간 상승하여 이익률이 약 6~7% 정도를 기록 할 것으로 당사는 기대하고 있다.** **Tuner** 부분은 올해 8~9% 정도의 이익을 기록 할 것으로 보이며 **내년에도 올해와 비슷한 수준의 매출과 이익률을 기록 할 것으로 예상된다.**

그림23. D/N 매출액 추이 전분기 대비 성장률(단위: %)



출처: 동사 IR

그림24. 3Q 10 D/N 사업부 제품별 매출 비중(단위:%)



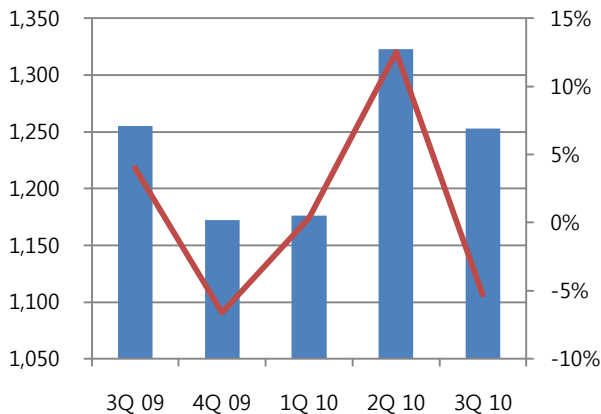
출처: 동사 IR

### 3. SD – TS, PM, LF (LG디스플레이 LCD TV에 연동)

**SD부문은 매출 상승 할 것으로 기대된다.**

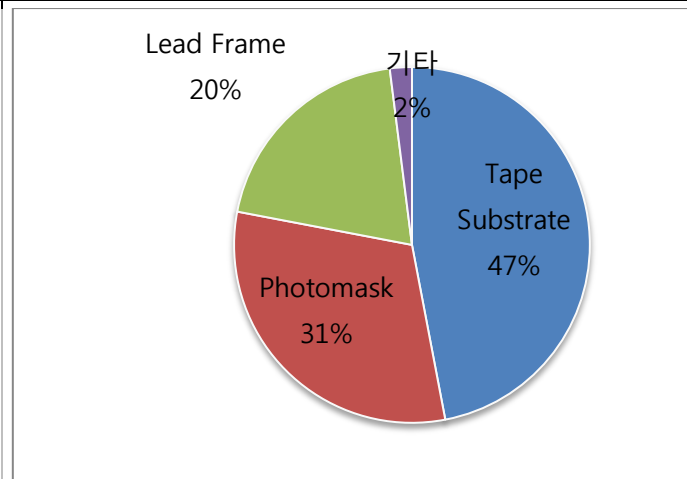
SD 사업부의 TS, PM, LF는 LCD TV에 들어가는 제품들로 SD 사업부 매출의 약 80%가 LG 디스플레이에서 발생한다. SD 사업부는 올해 약 10~15% 가량의 이익률을 보였다. 금년 3분기에 LCD TV 재고조정 때문에 SD 사업부의 매출이 주춤했지만 재고조정 이슈가 해소되고 내년 LCD TV 시장이 지속적으로 성장함에 따라 LG 디스플레이의 영업이 호조를 보일 것으로 기대되어 **동사의 매출은 상승 할 것으로 기대되고 이익률은 현재와 비슷한 수준에서 유지 될 것으로 기대된다.**

그림25. SD 매출액 추이와 전분기 대비 성장률(단위: %)



출처: 동사 IR

그림26. 3Q 10 SD 사업부 제품별 매출 비중 (단위: %)



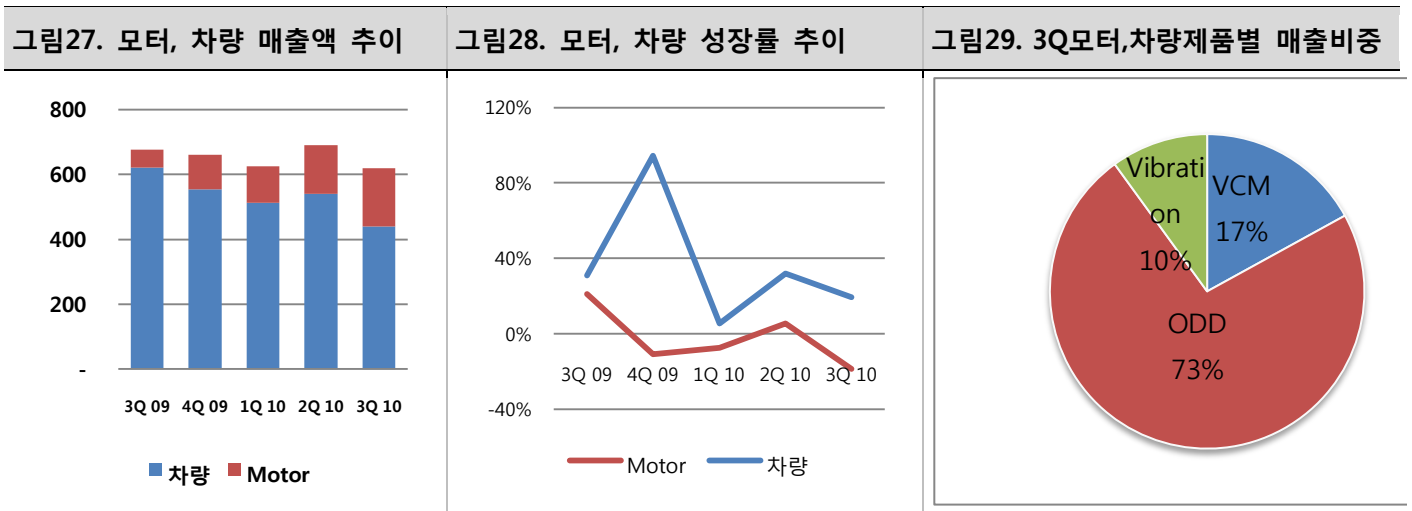
출처: 동사 IR

### 4. MOTOR, 차량부품 – ODD, VCM, Vibration

**MOTOR와 차량부품은 현재 동사의 실적에 부정적 영향**

동사는 LCD 관련 제품 뿐 아니라 MOTOR와 차량 부품도 생산한다. 동사가 생산하는 MOTOR의 70%가 ODD인데 **ODD** 부분은 태블릿 PC, 넷북의 출현으로 시장 자체가 축소되고 있는 상황이어서 **앞으로의 전망은 어두울 것으로 예상된다.** 올해 동사의 ODD

부분 이익률은 7~9% 정도이며 내년에는 소폭 하락 할 것으로 예상된다. 차량 부품 사업은 동사가 새롭게 추진하고 있는 사업으로 현재 급격한 매출액 증가가 이어지고 있는 상황이다. 아래 그림에서 볼 수 있듯이 동사의 차량 부분 매출액은 급격히 성장하고 있다. 하지만 현재 차량 부분은 적자를 기록하고 있고 내년에 턴어라운드를 할 것으로 기대되고 있어 차량 부품 부분은 당분간 동사 실적에 긍정적인 역할을 해 줄 수 없을 것으로 예상된다.



출처: 동사 IR

출처: 동사 IR

출처: 동사 IR

## 6. Risk & Issue

### 1. 현금흐름문제

**현금흐름, 부채증가로 인한 우려가 있다**

동사는 막대한 투자와, LG전자의 실적 악화로 인해서 매출채권이 급증하고, CCC가 급증하는 등 현금흐름이 급속히 악화되었다.. 또한 차입금이 급증하여 금융비용이 급증하는 등 동사의 투자 매력에 대한 불신이 시장에 팽배하다.

**부정적 현금흐름은 단기적일 것이다**

하지만 이러한 부정적인 이슈들은 장기적으로 볼 때 투자자의 의사판단에는 영향에는 큰 문제가 되지 않는다고 판단하였다. 첫 번째 근거는 부정적인 현금흐름은 단기적인 이슈일 가능성이 높다는 것이다. 앞서서도 언급했듯 동사에 대한 LG전자, LG디스플레이의 구매력은 막강하다. 그런데 최근 스마트폰에 대한 LG전자의 대응 부족, LG디스플레이의 영업부진으로 인해 두 회사의 실적이 급격히 악화되었다. 따라서 LG그룹의 얼굴이라고 할 수 있는 두 회사의 현금흐름을 보다 매력적으로 처리하기 위하여 동사와의 거래에서 현금거래를 급격하게 줄였다. 따라서 LG전자의 휴대폰 시장이 바닥을 찍었고, 디스플레이 시장이 회복 될 것으로 예상되는 차기 이후에 동사는 매출채권을 회수하고, 현금거래의 비중을 늘리게 될 것이다.

### 금융비용 증가는 충분히 감당할 만한 수준

두 번째 근거는 영업 부진으로 인한 차입 때문에 금융비용이 증가한 것이 아니라 성장을 위한 차입 때문에 차입원가 증가하였기 때문이다. 동사는 전기에 파주LED생산시설에 1조원 규모의 대규모 투자를 단행하였다. 이 투자대금을 마련하기 위해 일정규모의 차입은 필수적이었다. 이 투자로 당기부터 생산능력이 증대되었지만, 앞에서 언급하였듯이 당기에 LED업황이 부진하였기 때문에 가동률이 50%에 미달하는 등 그 효과는 충분히 누리지 못하였다. LED 업황이 본격적으로 회복되는 차기부터는 대규모 생산증대 효과를 톡톡히 누릴 것이다. 따라서 차기부터 막대한 매출과 영업이익상승이 예상된다. 이러한 추세로 인해 장기적인 관점에서 현재 증대한 금융비용과 차입 원금을 상환하는데는 충분한 현금흐름을 창출해 낼 수 있다고 판단된다. 하지만 투자자는 이를 유념해서 투자해야 할 것으로 판단된다.

## 2. 대규모의 전환사채 발행

### 대규모 CB발행으로 인한 희석효과가 우려됨

동사는 2010년 10월 28일 이사회에서 2000억 규모의 전환사채 발행을 결의 하였다. 또한 2010년 11월 3일 동 내용을 공시하였다. LED에 대한 1조원 가량의 투자, PCB에 대한 700억원 가량의 투자로 인해서 자금압박이 존재하였었기 때문이다. 액면이자율은 0%, 만기도래시 액면가액의 108.3071%로 할증금 지급조건으로 발행하였다. 또한 동사가 조기상환 할 수 있는 조건이 부여되었다. 전환가액은 15만원으로 결정되었다. 이는 투자자 입장에서 리스크로 충분히 작용할 수 있는 대목이다. 동사의 주가는 7월까지만 해 190,000원을 상회하였다. 투자포인트에서 언급하였던 바와 같이 LED와 관련된 단기 약재에 과도한 반응으로 인해 주가가 곤두박질 쳤는데 전환가액은 현재주가를 어느 정도 감안해서 결정된다는 사실을 감안하면 현재 전환가액은 15만원은 기업의 fundamental을 고려해 봤을 때 터무니 없이 낮은 가액이라고 판단된다.

### 주가에 미치는 효과를 분석해 보았다

이 2000억 규모의 전환사채가 일시에 전환된다고 가정할 때 시가총액이 25,000억인 동사의 주가에 일정수준 영향을 미칠 것으로 예상된다. 최근의 비정상적인 주가 폭락이 일어나기 전인 5월~10월의 6개월간의 평균주가를 3년 후에도 그대로 유지된다고 가정하고, 전환사채 2000억이 일시에 전환된다고 하고 주가를 계산해 보았다. 그 결과 6개월간의 평균 주가는 대략 153,000원이었다. 이제 일시 전환 후에 주가는 152,780원으로 미약하지만 주당 220원 손실을 보게 되었다. 본 팀은 향후에 동사의 주가 상승 가능성을 크게 예상하고 있으므로, 일시 전환 후에 손실 비율은 이보다 더 클 것으로 예상된다.

## 3. Cost Reduction

### 단가압력은 부품업체의 공통적 RISK

부품업체들이 공통적으로 겪고 있는 문제는 전방산업의 Cost Reduction이다. 아무리 훌륭한 부품을 만들더라도 전방산업에 있는 회사들이 동 부품을 구매하지 않는다면 부품업체는 어려움을 겪을 수 밖에 없다. 이러한 이유로 거의 모든 부품업체는 이러한 리

스크를 가지고 있다.

**동사의 매출은 주로 LG그룹 내부거래를 통해서 발생**

동사는 LED의 경우 100% LG디스플레이에 납품하고 나머지 분야도 70%정도 LG 디스플레이와 LG 전자에 납품하고 있다. 즉 주된 거래가 LG계열사 내부 거래인 것이다. 그런데 LG 디스플레이와 LG 전자는 LG이노텍에 과도한 납품단가인하 압력을 행사하고 있다. 단가인하 압력의 요인으로는 LG 전자가 그룹의 핵심 계열사기 때문에 LG전자의 실적이 LG그룹 전체의 이미지를 결정하기 때문에 그룹내부에서 LG 이노텍과 LG디스플레이에 납품단가인하가 용인되고 있다. 또한 LG디스플레이와 LG전자가 막대한 구매력을 가지고 있기 때문에 동사는 거래처가 제시하는 단가를 거절하기 힘들다. 이러한 이유로 LG이노텍은 과도한 납품단가인하 압력을 받고 있어 성과에 큰 악영향이 될 것으로 예상된다.

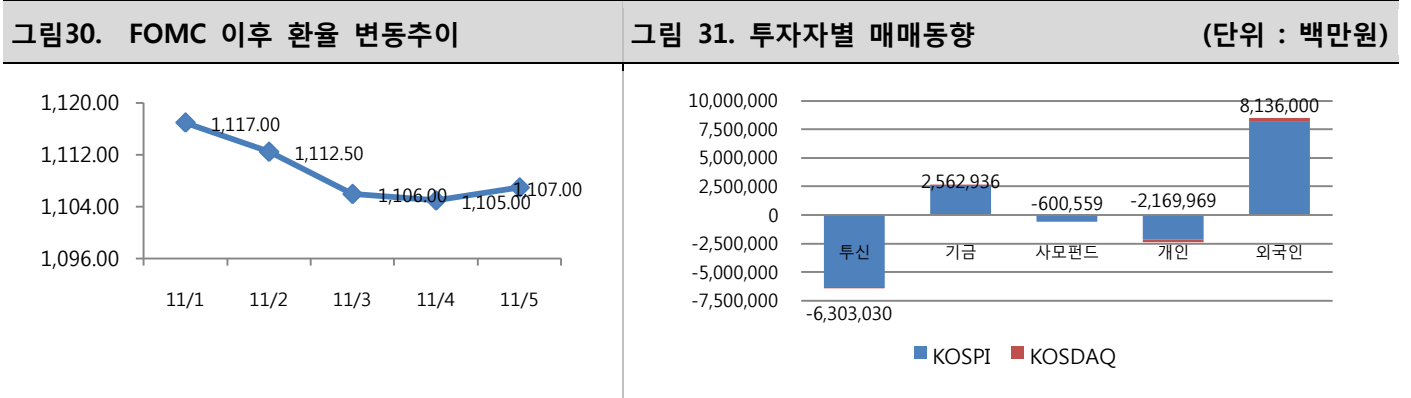
**분석결과 Cost Reduction의 영향력이 크다**

이러한 Cost Reduction문제가 동사의 영업이익에 얼마나 영향을 미치는지 분석해 보았다. 분석 시에는 LG디스플레이와 LG전자는 최소한의 대체가격(동사의 원가부담)만을 부담하고, 나머지 거래선과는 동일한 영업이익률을 유지한다고 가정하였다. 또한 분석의 편의를 위하여 LED사업부는 외부거래가 없다고 하고, SnO사업부는 당기와 유사하게 외부거래가 75%, 나머지 사업부 외부거래가 30%라고 가정하였다. 2010년 6월말 공시된 포괄 손익계산서상으로 동사의 영업이익률은 약 7.05%였다. 하지만 Cost Reduction이 극대화 되었다고 가정한 결과 영업이익률은 약 4.41%로 급격히 하락하였다. 따라서 투자자는 Cost Reduction 리스크를 충분히 감안하고 투자하여야 할 것이다.

**4. 환율**

**향후 원화 가치가 상승할 것으로 예상된다**

동사는 수출이 전체 매출의 약74%를 차지하고 있고, 원재료 수입이 전체 원재료 매입의 50%를 차지하고 있으므로(2010년 누적기준) 환율의 변화에 무척 큰 영향을 받고 있다. 환율에 의한 동사의 영업이익의 변화를 분석하기 전에 환율변화의 추이를 유추해 보았다. 몇 가지 요인으로 인해서 지속적인 달러화와 대비해서 원화가 강세를 보일 것이라는 추측을 하게 되었다. 첫 번째 이유로는 미국 연방공개시장위원회(FOMC)에서 양적 완화 정책을 결정함에 따라서 6000억 달러를 시장에 공급하게 되었다. 두 번째 이유는 한국증시의 매력도가 부각되면서 외국자금이 꾸준하게 국내로 유입된다는 사실이다. 간단히 말하자면 자금시장에 달러화는 풍부해질 것이다. 따라서 달러화가 싸질 것이다.

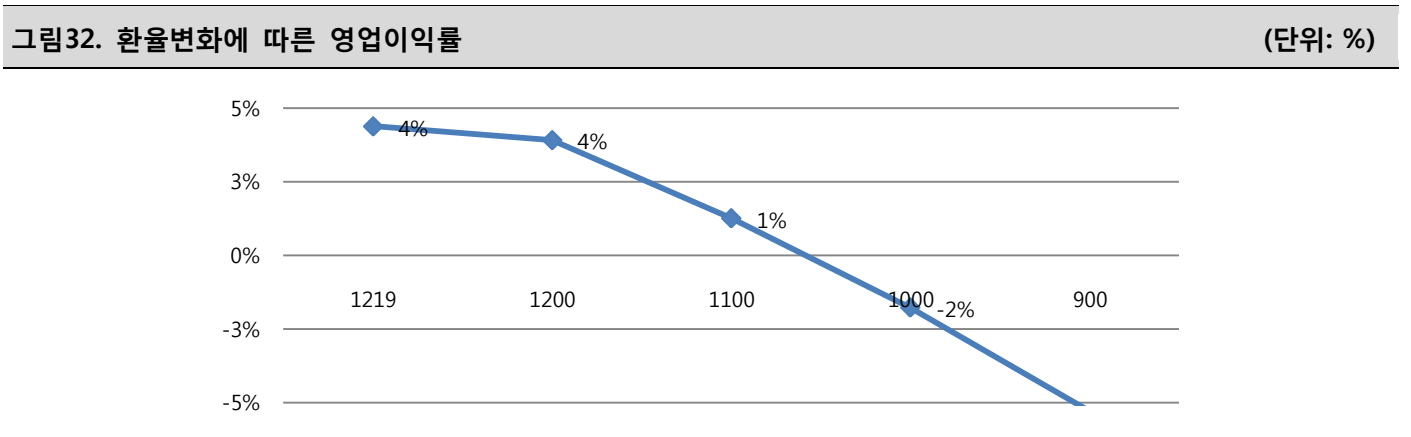


출처: IMCK

출처: SMIC Research 2Team

**환율은 영업이익률에 큰 영향을 미칠 것이다**

위의 이유를 이유로 환율이 하락한 다는 가정하에 환율변화에 따른 영업이익률의 변화를 도출해 보았다. 2010년 6월 누적 손익계산서를 이용하였고, 기준환율은 6월 30일의 환율인 1219원을 사용하였다. 그림에서 보듯이 환율이 100원 하락함에 따라서 영업이익률이 2%정도 하락하는 결과를 낳았다.



출처: Research 2Team

### 5. 원가절감노력

**MOCVD가 LED제조의 핵심 장비이다**

동사는 원가 원가절감노력을 꾸준히 기울였다. LED제조에 있어서 핵심적인 장비는 MOCVD이다. LED업체들의 생산력을 가늠하는 지표가 각 업체들이 확보하고 있는 MOCVD로 가늠할 정도로 핵심적인 장비이다. 이 부품은 에피 성장과정에서 반도체를 성장시킨 후에 빛을 내도록 하는 역할을 수행한다.

**MOCVD의 국산화를 진행하고 있다**

이 장비는 대당 40억원 정도로 무척 고가이고, 독일의 엑시트론, 미국의 비코사가 90% 이상의 점유율을 지니고 있어 독과점시장이었다. 또한 LED시장 확대에 발맞춰 완성품 MOCVD 구매를 급격하게 늘려서 가격이 점점 상승하는 추세였다. 그러나 현재 이 장



비의 국산화를 진행 중이고 올해 중에 양산에 들어가게 되었다. 대표적인 업체로 주성 엔지니어링과 LIG에이디피이다. 특히 LIG에이디피는 이노텍으로의 납품이 거의 확실시 되고 있다. 이 부품의 가격은 외국제품보다 30%정도 저렴할 뿐만 아니라 MOCVD 업체들간 경쟁구도를 조성해서 추가적인 가격 인하 효과를 볼 수 있게 될 것으로 예상된다.

## 7. VALUATION

### PBR-ROE METHOD

동사에 대해서 PBR-ROE METHOD를 통해 목표 PBR을 산정하는 상대적 가치에 의한 VALUATION을 실시 하였다. 동사에 대해 상대적 VALUATION을 실시 한 이유는 IT 산업의 특성 상 미래 가치에 대한 추정이 어려워 절대적 가치 평가에 의한 VALUATION은 의미가 없다고 판단했기 때문이다. 이러한 VALUATION을 위해 먼저 동사의 2011년 ROE를 다음과 같이 추정하였다.

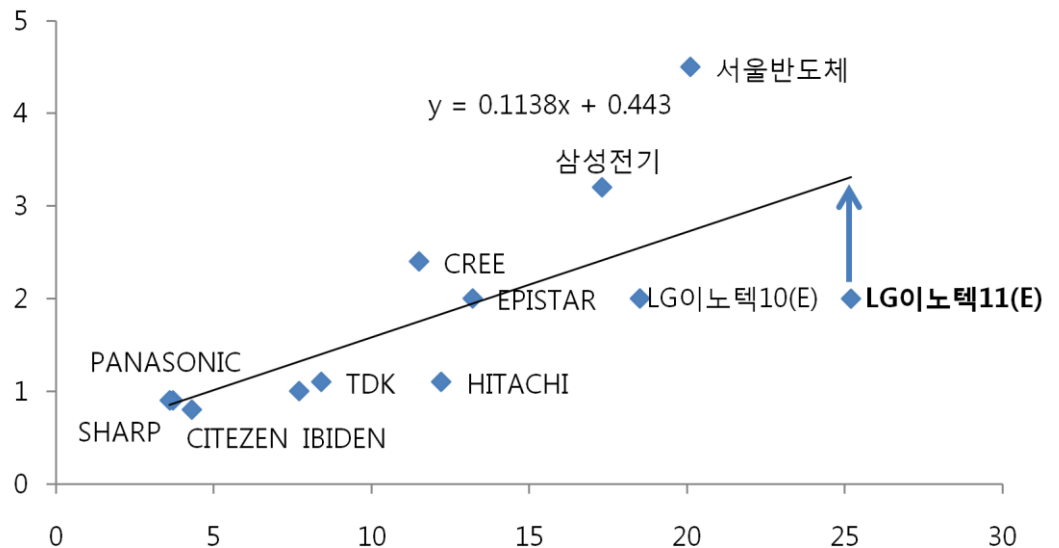
2011 동사 매출 및 영업이익 예측 (단위 : 억원)						
구분	매출액	영업이익률	영업이익	영업외손익	세전계속사업이익	순이익(억원)
합 계	55,725	7.4%	4,116	504	4,620	3,603
LED	19,477	6%	1,169			
SnO	9,600	17%	1,632		2010 반기 말 자본	2011 추정 ROE
PCB	7,008	0%	-		14,273	25.2%
D/N	Power	5,197	6%	312		
	Tuner	2,599	8%	208		
	무선통신	3,502	4%	140		
SD	5,005	10%	501			
Motor	1,936	8%	155			
차량부품	1,401	0%	-			

### 보수적 추정

각각의 사업부에 대한 추정은 투자포인트 1, 2, MUST KNOW에 있는 내용을 기반으로 하여 작성하였다. D/N, SD 부분은 2011년 LCD TV 업황이 회복 되고 재고 조정 이슈가 해소되면서 긍정적일 것으로 전망되지만 보수적으로 추정하여 2010년 매출과 거의 동일하게 2011년 매출을 추정하였다. 이러한 내용을 바탕으로 2011년 추정 ROE는 25.2%로 추정되었다.

다음으로 동사에 대한 PEER GROUP을 산정하여 PBR-ROE 산포도를 작성하였다.

	소속시장	사업분야	PER		PBR		ROE	
			09년	10년F	09년	10년F	09년	10년F
LG이노텍10(E)	KOSPI(한국)	LED,SnO,PCB등	18.4	12.1	2	2	11.2	18.5
삼성전기	KOSPI(한국)	LED,MLCC	30	20	3.3	3.2	1.3	17.3
서울반도체	KOSDAQ(한국)	종합LED	84.8	24.8	6.1	4.5	9.1	20.1
TDK	일본	유도장치, 자석테이프 등 전자기기	59.3	12.8	1.5	1.1	2.5	8.4
IBIDEN	일본	PCB,세라믹	39.4	14.1	1.8	1	4.6	7.7
SHARP	일본	가전기기, 사무기기 등	292.3	24.4	1.2	0.9	0.4	3.7
HITACHI	일본	전자기기를 주로 한 11개 사업부-	-	10	1.2	1.1	-9.2	12.2
PANASONIC	일본	개인용,사무용 전자기기	-	25.2	1.1	0.9	-3.7	3.6
CREE	미국	반도체 및 LED, Gan, RF	33	21.7	2.9	2.4	11	11.5
CITIZEN	일본	시계, LED, NC, 자동차부품	48.6	18.6	0.9	0.8	2	4.3
EPISTAR	대만	LED와퍼, 칩	49.2	15.5	2.7	2	5.9	13.2
AIXTRON	미국	디스플레이, 반도체	49	13.2	5.7	4.1	10.8	32.8
VEECO	미국	LED, 태양광, 데이터, 반도체	122.4	8.5	3.6	2.1	2.5	41.1



현재주가 133,000원  
 상승여력 32%  
 목표주가 175,560원

동사에 대한 2010년 PBR, 2011년 추정 ROE를 이용하여 목표 PBR을 회귀선 식  $Y=0.1138X + 0.443$ 을 이용하여 산출하였다. 그 결과 목표 PBR은 3.31이 산출되었다. 하지만 동사가 현재 급격한 설비투자 증가와 합병에 따른 차입금 증가, LG 그룹의 동사에 대한 현금 거래 감소 때문에 매출채권이 증가하여 현금흐름이 악화되고 있는 측면은 상대적 가치 평가에 반영될 수 없다. 이에 목표 PBR을 20% 디스카운트한 PBR 2.64를 목표 PBR로 제시하며 이는 현재 PBR 2 대비 약 32%높은 수치로 동사의 2011년 주가가 현재 주가 133,000원 대비 32% 상승 가능성을 의미한다. 이에 리서치 2팀은 동사의 2011년 목표주가를 175,560원으로 제시한다.

## 8. APPENDIX

Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>매출액</b>	10,706	13,214	14,156	22,298
매출원가	9,867	12,096	12,449	19,630
<b>매출총이익</b>	839	1,117	1,707	2,668
판매비	823	1,009	1,197	2,212
인건비	157	163	198	330
감가상각비	11	9	9	8
무형자산상각비	6	6	9	10
연구개발비	394	564	642	1,298
마케팅비	32	36	48	95
기타 판매비	222	232	291	470
<b>영업이익</b>	16	108	510	456
영업외손익	54	201	13	377
이자손익	-24	-63	-22	-129
지분법손익	66	203	92	590
외환차손익	16	-5	7	12
외화환산손익	5	5	-12	22
기타 영업외손익	-9	61	-51	-119
<b>세전계속사업이익</b>	70	309	523	833
법인세비용	40	58	-41	51
<b>당기순이익</b>	30	252	564	782
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	4,693	4,566

현금흐름표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>영업활동 현금흐름</b>	30	675	901	185
당기순이익	30	252	564	782
비현금수익비용가감	457	330	596	673
감가상각비	371	424	408	914
무형자산상각비	18	20	27	38
외화환산손익	5	5	-142	22
지분법평가손익	66	203	92	590
기타	-2	-323	211	-891
영업활동으로인한 자산부채	-458	94	-259	-1,270
<b>투자활동 현금흐름</b>	-567	-336	-1,005	-2,574
유형자산 투자	767	341	645	2,897
유형자산 처분	219	152	26	82
무형자산 증감	51	29	51	51
지분법자산 증감	28	115	37	0
기타	60	-3	-298	292
<b>재무활동 현금흐름</b>	530	-312	1,536	2,649
단기BD 증감	618	-457	118	2,367
장기BD 증감	-1	145	88	4,421
자본증감	0	0	0	3
배당금 지급	-86	0	-29	-42
기타	-0	-0	1,359	-4,100
<b>순현금흐름</b>	-7	26	1,433	260
기초현금	39	32	58	1,491
기말현금	32	58	1,491	1,751

대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>유동자산</b>	2,543	2,988	4,537	9,534
현금 및 현금등가물	32	45	1,482	2,486
매출채권	1,262	1,637	1,754	4,693
재고자산	754	775	722	1,697
<b>비유동자산</b>	2,443	2,633	3,578	14,760
투자자산	589	974	1,585	2,102
유형자산	1,462	1,250	1,443	11,449
무형자산	185	193	219	443
<b>자산총계</b>	4,986	5,621	8,116	24,294
<b>유동부채</b>	2,434	2,566	2,585	9,853
매입채무	1,138	1,538	1,412	2,769
단기차입금	619	150	300	1,283
유동성장기차입금	33	45	14	1,397
<b>비유동부채</b>	306	496	614	5,353
사채	10	0	0	3,214
장기차입금	95	249	337	1,544
<b>부채총계</b>	2,740	3,062	3,198	15,206
자본금	431	431	601	857
자본잉여금	562	562	1,752	5,060
이익잉여금	1,330	1,582	2,117	2,854
자본조정	0	0	0	-3
<b>자본총계</b>	2,246	2,559	4,917	9,087

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA 성장률 %	-5.5%	36.4%	71.2%	49.1%
EBIT 성장률 %	-91.3%	447.4%	341.2%	-43.2%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	7.8%	8.5%	12.1%	12.0%
EBITDA margin %	3.8%	4.2%	6.7%	6.3%
EBIT margin %	0.1%	0.8%	3.6%	2.0%
세전이익률 %	0.7%	2.3%	3.7%	3.7%
당기순이익률 %	0.3%	1.9%	4.0%	3.5%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	122.0%	119.7%	65.0%	167.3%
순부채비율 %	32.3%	15.6%	-16.9%	54.5%
유동비율 %	104.5%	116.4%	175.5%	96.8%
당좌비율 %	73.5%	86.2%	147.6%	79.5%
이자보상배율	50.0%	149.0%	922.7%	222.8%
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	1.4%	9.8%	11.5%	8.6%
ROA %	0.6%	4.5%	7.0%	3.2%
ROIC %	0.1%	0.4%	1.9%	0.8%
<b>Per Share Ratios</b>				
BPS	#DIV/0!	#DIV/0!	40,907	53,044
DPS	#DIV/0!	#DIV/0!	350	350

**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.