

2010년 11월 5일

인피니트헬스케어 (071200)

BUY

Niche Market 에서 GE를 쓰러뜨린 다윗!!

V 동사의 세계적 경쟁력

PACS는 의료와 IT가 혼합된 기술로 한국은 수준 높은 의료, IT 기술을 바탕으로 PACS산업 육성에 힘써왔다. 이에 따라 한국의 PACS 산업은 2009년 기준 도입률이 70%로 세계에서 가장 높으며, 동사는 국내에서 70%의 독보적 점유율을 자랑한다. 동사는 국내에서는 정부 국책 사업의 주관 기관으로 선정되었으며, 국외에서는 미국 의료 IT 전문평가 보고서인 KLAS Report에서 1위를 차지할 정도로 기술력과 서비스에서 인증받고 있다. 또한 동사는 글로벌 제품에 밀리지 않으면서도 가격은 20% 가량 저렴하여 가격 경쟁력도 보유하고 있다.

V PACS 시장은 성장중~

국내에서 대형 병원의 PACS 도입률은 94% 수준이나 국내 소규모 병원 등의 추가적인 수요와 비방사선 분야로의 확장 등으로 잠재 시장 규모는 1300억원에 달한다. 미국의 경우 PACS 교체 시장의 규모 증가와 오바마 정부의 건강기술 정보법 도입으로 매년 8.6%~13% 가량 성장 중이다. 일본의 경우 포화 상태에 근접해 다소 둔화되어 연간 8% 성장에 그칠 것으로 보이나, 동사는 OEM/ODM을 통해 적극적인 판매 신장을 보이고 있다. 말레이시아, 대만, 중국과 같은 신규 이머징 시장의 경우 경제 성장과 함께 수요가 증가하여 연간 15% 가량의 고도 성장 중이다.

V 그 동안의 수익성 약화는 더 이상 없다

동사의 영업이익 하락에는 판매관리비 급증이 문제였다. 하지만 최근 동사는 해외 매출을 통해 영업이익을 개선함과 동시에 판매관리비가 향후 급증할 가능성은 낮은 상황이다. 이에 따라 2011년부터 동사는 큰 폭의 이익상승을 실현할 것이다.



적정주가:
5,798원
현재주가:
4,370원 (11/5 기준)
상승여력: 33%

시가총액	1,031억원
ROE	16.20%
ROA	9.47%
영업이익률	13.4%
배당수익률	N/A
P/E Ratio	19.7
P/B Ratio	2.98

주요주주:
(주)솔본외 21인 51.99%

SMIC 리서치 4팀

팀장 최강휘
팀원 김종빈
권순현
한소은

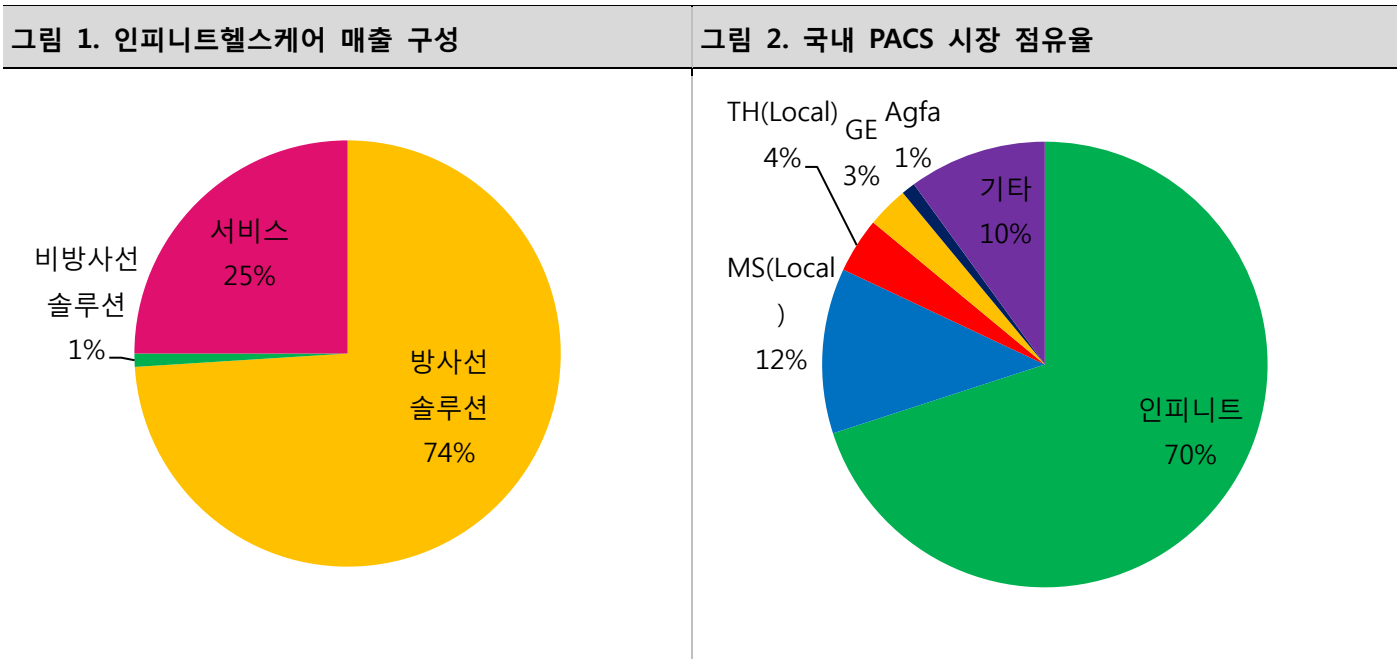
I. Infinitt Healthcare?

동사는 국내 시장점유율 70%의 PACS 소프트웨어 전문생산기업

동사는 PACS 소프트웨어를 전문적으로 생산하는 기업으로 5월 26일에 코스닥에 상장되었다. 제품군은 크게 방사선 솔루션, 비방사선 솔루션, 서비스로 나눌 수 있다. 2009년 기준 매출액은 428억 수준으로 이중 104억 가량이 해외매출이다. 매출비중은 방사선 솔루션이 74%, 비방사선 솔루션이 1%, 서비스가 25%를 차지한다. 국내시장은 대형 병원 위주로 제품을 공급하고 있으며 국내시장점유율은 2009년 기준 약 70% 수준으로 압도적이거나 세계 시장에서는 1%정도에 그치고 있다.

PACS는 의료영상저장전송시스템으로 기존 필름을 대체
=> 헬스케어 산업의 필수기본요소!

의료영상저장전송시스템(Pictures Archiving Communication System, 이하 PACS)은 디지털 의료 영상 이미지를 국제표준규약에 맞게 저장, 가공, 전송하는 시스템이다. PACS는 기존의 영상을 방사선 필름으로 판독하던 것을 디지털화하여 '쉽고 빠른 의료서비스'를 가능하게 한다. 즉, 의료정보의 디지털화를 통한 U-healthcare의 가장 기본 요소라 할 수 있다. 기존의 방사선과 재촬영률(보통 2~3%)을 0.5% 이하로 낮출 수 있으며, 필름 관리에 소요되었던 인력과 시간을 대폭 절감할 수 있고, 디지털 영상 정보를 다른 의료기관과 쉽게 공유할 수 있게 되어 소비자의 편의를 돕는다.



출처: Research Team 4

출처: Research Team 4

Business Model 분석

PACS는 소프트웨어 외에도 다양한 구성요소를 함께 필요로 한다

PACS 소프트웨어는 다른 여러 구성요소와 함께 결합되어 구동된다. 대표적인 구성요소로는 의료장비(CR, DR, 판독모니터 등 포함), IT장비(서버, 스토리지, PC, 모니터, 네트워크 등 포함), 애플리케이션 소프트웨어 등이 있다.

보통 소프트웨어와 구성요소들을 함께 묶어 패키지로 파는 형태가 일반적

보통 PACS 전문기업에서 모든 요소를 일괄적으로 구매하는 턴키(Turn-Key) 방식의 구매가 이뤄지며 최근에는 소프트웨어 또는 서비스 위주의 구매의 비중이 높아지는 추세이다. 동사는 PACS 전용 소프트웨어에 특화된 기업이므로 하드웨어를 외부기업으로부터 구입하여 동사의 소프트웨어와 함께 묶어서 **패키지 형식**으로 파는 것이 주된 매출 형태이며, 소프트웨어만 따로 판매하기도 한다.

PACS 제품의 교체주기는 3~4년이다.

PACS 산업은 보통 3~4년 정도의 라이프 사이클을 가진다. 의료기관이 PACS를 도입하여 사용하는 과정에서 새로운 의료장비의 추가, 타 정보시스템의 신규 도입, 스토리지 용량 초과 등으로 인해 처음 구입 후 3~4년 정도 후 기존 사용 메이커로 업그레이드를 받거나 타 기업 제품으로 교체를 해야 한다. 보통 PACS 시장이 확대될 때 초반에는 신규 PACS 시장 위주로 성장한 뒤 어느 정도 시장이 포화된 뒤에는 교체(Replacement) 시장이 성장하게 되는 경향이 있다. 최근 의료기기가 빠르게 발전하고 PACS기술이 개선됨에 따라 교체 주기가 점점 빨라지는 추세이다.

동사는 PACS 제품을 서비스형태(SaaS)로 공급하기도 한다

이에 따라 동사는 지난 3월부터 SaaS(Software as a Service) 개념의 PACS 서비스인 '스마트 서비스'를 시행하고 있다. PACS를 일정기간 임대해준 뒤 해당 기간 동안 무상 업그레이드와 유지, 보수 등의 서비스를 공급함으로써 소비자의 초기 고정비용을 낮추되 지속적으로 수익을 창출하는 사업모델이다. 이 방식을 통해 신규 매출처를 확보, 서비스 매출액이 더욱 늘어날 것으로 기대된다.

그림 3. PACS 시스템의 구성 요소들



출처: Research Team 4

그림 4. 기존 X-ray 장비와 PACS 비교



출처: Research Team 4

재무분석

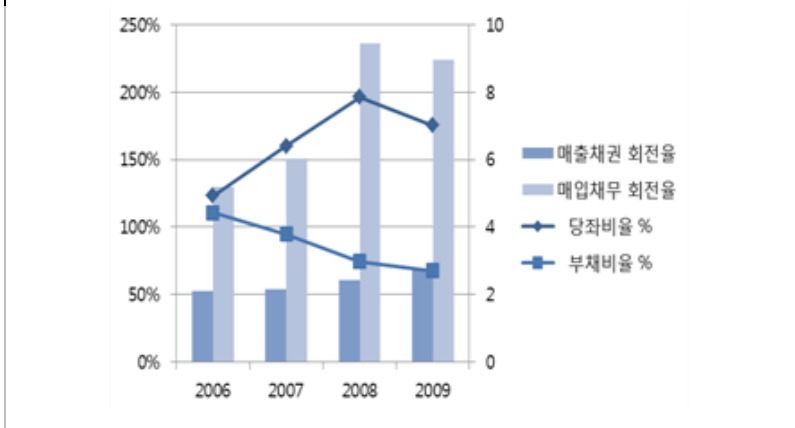
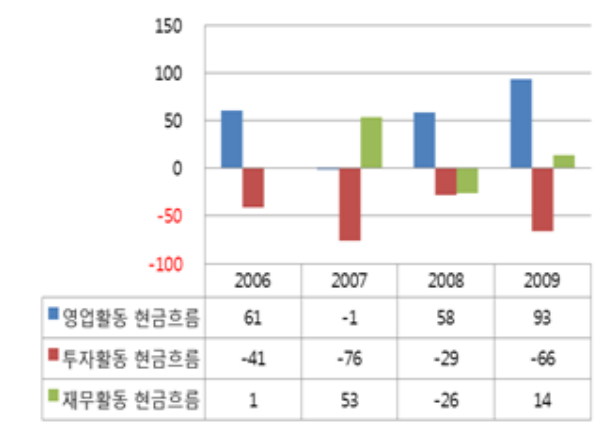
동사의 매출액은 최근 3년간 연평균 8.3%성장. 부채비율 안정적

동사는 최근 3년간 매출액이 연평균 8.3% 수준으로 증가해왔으며 2009년 기준 매출액은 428억 원이다. 부채비율은 2009년 기준 67.69%로 안정적인 수준이며, 유동비율은 178.4%, 당좌비율은 175.11%이다.

투자활동은 대부분 해외법인과 자회사에 집중되어 있다

동사는 성장세의 기업으로서 투자를 위한 현금지출이 많다. 현금지출의 대부분은 타법인 출자자금인데 2009년의 경우 투자활동 현금지출액 66억 원 가운데 52억 원이 이에 해당하였는데, 주로 해외법인 및 자회사 티아이메디칼시스템즈, 제론헬스케어에 투자한 것이다. 수익성에 대한 분석은 투자포인트 3에서 자세히 다루어 놓았다.

그림 5. 현금흐름 추이 (단위: 억원) 그림 6. 주요 재무 지표



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

II. Healthcare Industry

Health Care 산업은 연간 8.75% 성장 중!

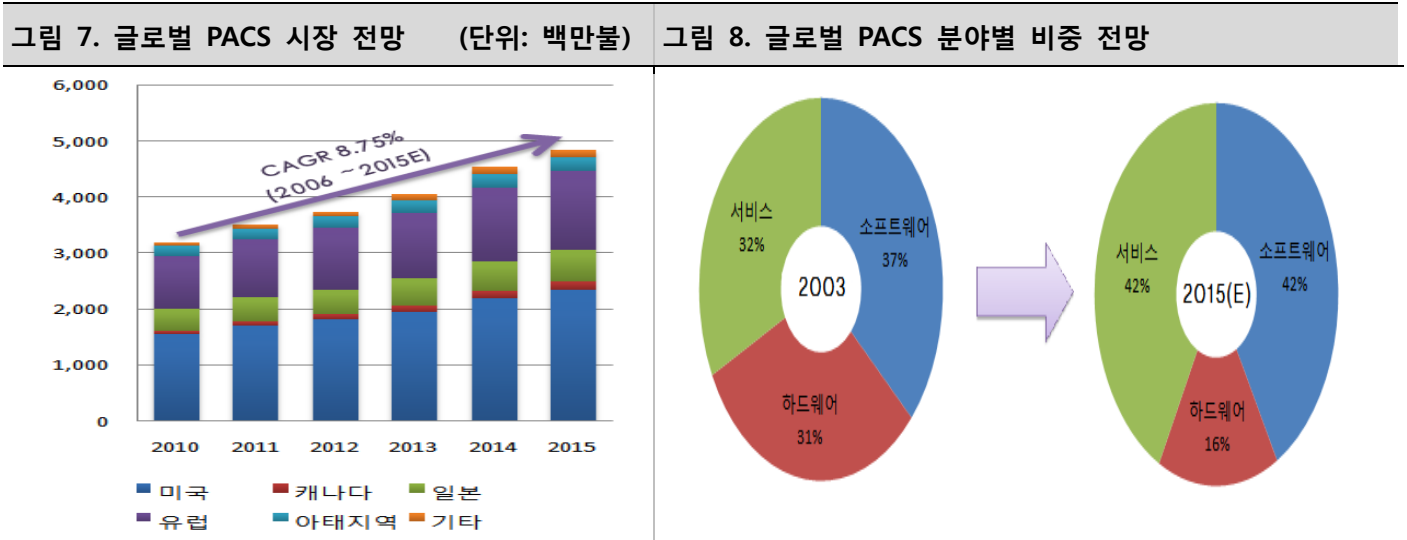
Health Care 산업은 현재 성장기에 있다. PACS만 보더라도 예측 기관에 따라 전세계적으로 8.75~ 13%의 성장률을 보이고 있는데, 이는 반도체(8%), 휴대전화(7%)도 높은 수준이다. 2008년 기준 OECD 통계에 따르면 GDP 대비 의료비 지출이 우리나라는 6.5%인 반면 미국은 16%, 유럽연합 국가들은 9~10% 수준에 이를 만큼 사람들은 의료비에 대한 지출을 아끼지 않으며, 이에 따라 경기에 덜 민감하다는 특징이 있다. 특히 노인 인구가 증가함에 따라 의료비용 지출은 더 커지는데, 세계적으로 노령화지수가 증가하는 추세이며 특히 우리나라에서는 그 추세가 더욱 가파르기 때문에 앞으로의 성장성 또한 기대할 수 있다.

PACS는 선진국형 산업이며 국제표준이 지정되어 있어 제품간의 호환성이 높다

PACS는 의료기관이 어느 정도 정보시스템과 의료장비를 갖춘 상태에서 도입되는 것이 일반적이므로 선진국 의료기관의 도입율이 높다. 또한 PACS를 채택한 의료기관끼리는 서로 다른 회사의 제품이라고 해도 호환이 가능하다. 초기 투자비용에 비해 향후 유지비용이 적고 PACS도입시 업무효율이 급격히 증가하기 때문에 대형병원을 중심으로 PACS 시장이 빠르게 성장하고 있다. 또한 DICOM이라는 국제 표준이 지정되어 있어 이 국제표준을 준수하는 PACS끼리는 호환이 완전히 이뤄지므로 수출이 용이하다.

PACS의 필수요소!
 - 국가별 인증 획득!
 => 높은 기술력이
 요구되어 진입이 쉽지
 않다.

PACS는 의료정보 시스템의 일종이지만 다른 시스템들과는 달리 정부로부터 의료기기 인증(한국:식약청, 미국:FDA, 유럽:CE 등)을 받아야 하므로 IT 기술력은 물론 전문적인 의료지식 또한 필요하므로 기술장벽이 높다고 할 수 있다. 의료장비나 IT기술이 발달함에 따라 지속적인 유지와 보수 및 업그레이드가 필요하여 시장이 지속적으로 성장하게 된다.



출처: IR자료, Global Strategic Business Report

출처: IR자료, Global Strategic Business Report

**의료, IT 강국인 한국!
 국내 PACS의 경쟁력**

또한 PACS는 의료와 IT의 기술이 혼합되어야 하기 때문에 기술 개발이 단기간에 이루어지기 어렵다. 우리나라의 경우 1990년대 국가에서 정책적으로 PACS도입을 장려하여 PACS기술이 빠르게 높은 수준으로 올라가게 되었다. 또한 우리나라는 고학력 학생들이 의대 진학을 선호함에 따라 세계적인 의료 강국으로 거듭나고 있고, IT산업 역시 세계 최고 수준이기 때문에 국내의 PACS업체들이 기술력 상승을 뒷받침하고 있다.

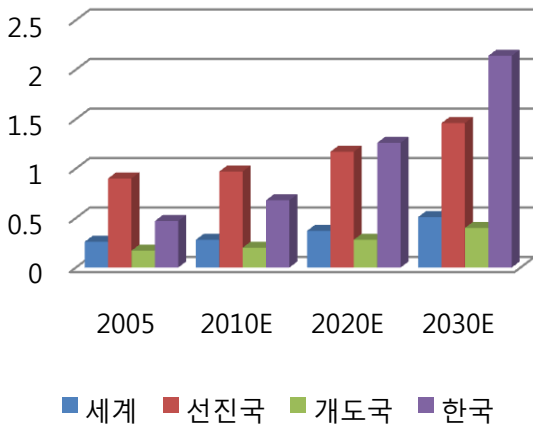
**스마트폰으로도 PACS
 기술을 활용할 수 있
 기 때문에 관련시장의
 성장이 예상**

또한 최근 스마트폰이 대중화되기 시작하면서 많은 소비자들이 스마트폰을 통해 자신의 의료영상 정보를 직접 관리하고 활용하고 싶어하게 되었다. 동사를 포함한 일부 기업들은 PACS를 스마트폰과 연동할 수 있는 서비스를 제공할 예정이며, 이는 의료영상의 활용성을 좀 더 높이고 고객의 만족도 또한 높일 수 있을 것이다.

**하드웨어보다는 서비
 스매출 비중이 확대!**

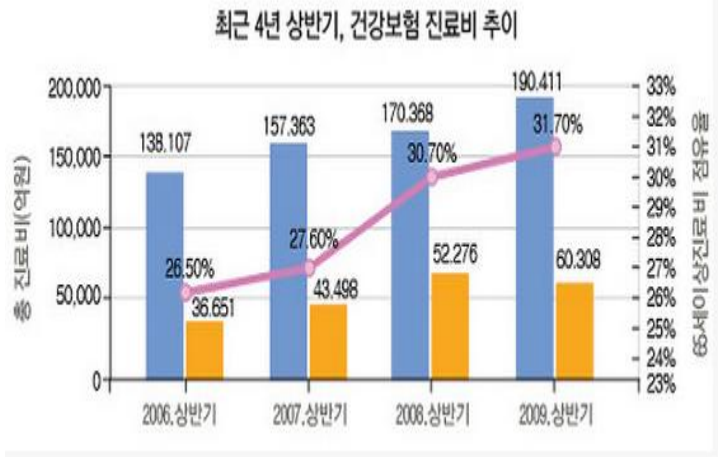
이에 따라 향후 PACS시장은 하드웨어의 비중이 점차 감소하고, 새로운 의료기기 개발과 소프트웨어 개선에 따른 업그레이드, 유지 보수 등에 따른 서비스 매출 비중이 높아질 것으로 전망된다.

그림 9. 노령화지수 (단위: 65세이상 / 14세이하)



출처: 통계청

그림 10. 국내 노인 진료비용 추이



출처: 건강보험정책연구원

Ⅲ. 투자포인트 1 – 세계적 경쟁력! 기술 & 가격

한국 의료 기술 이미 선진국 87.5% 수준, 임상 및 암은 동급

한국의 의료 기술은 1990년 때부터 빠르게 성장하여 2009년 현재 전세계의 최상위 치료기술을 100으로 볼 때 한국의 치료기술은 평균 87.5점 수준이며 임상, 암 부분에서는 100점으로 선진국과 차이가 없을 정도로 의료 기술 수준이 높아졌다. 의료 기기 관련 특허 신청 건수도 세계 3위에 달한다. 근래에는 분당서울대병원이 세계에서 병원으로는 9번째, 국가로는 미국에 이어 두 번째로 HIMSS 애널리틱스의 7단계 그레이드(병원 의료 정보화 수준의 척도로 7단계가 최고수준)를 받을 정도로 의료 정보 분야에서 첨단을 달리고 있다(스탠포드 대학 병원과 동급).

한국 PACS 병원 도입률 70%, 3D PACS로 세계적 경쟁력.

동사는 이러한 한국 시장에서 독보적 1위

한국의 PACS 산업 역시 세계적으로 뛰어나다. 1994년 PACS 도입 초기에는 외산 제품을 구입하였으나 1997~2000년 사이 메디페이스(인피니트헬스케어의 전신)등의 기업들이 PACS 사업에 뛰어들어 자급하기 시작하며 2009년에 도입률이 70%에 달하였고, 대학병원 기준으로는 95% 수준에 이르렀다. 현재 치과, 심장과 등을 위한 특화형 PACS를 생산하고 3D로 영상을 처리하는 기술을 도입하여 3D PACS 환경을 만들어내며 지속적인 기술 개선 중인데, 특히 3D PACS는 제조 가능한 업체는 동사를 포함해 전 세계 3군데 밖에 되지 않을 정도로 높은 기술력을 요구한다. 이처럼 세계적으로도 강력한 PACS 경쟁력이 있는 한국에서 동사는 독보적인 1위 자리를 유지하고 있다.

*** 동사의 기술 경쟁력!**

1)Community hospital 부문 세계 1위!

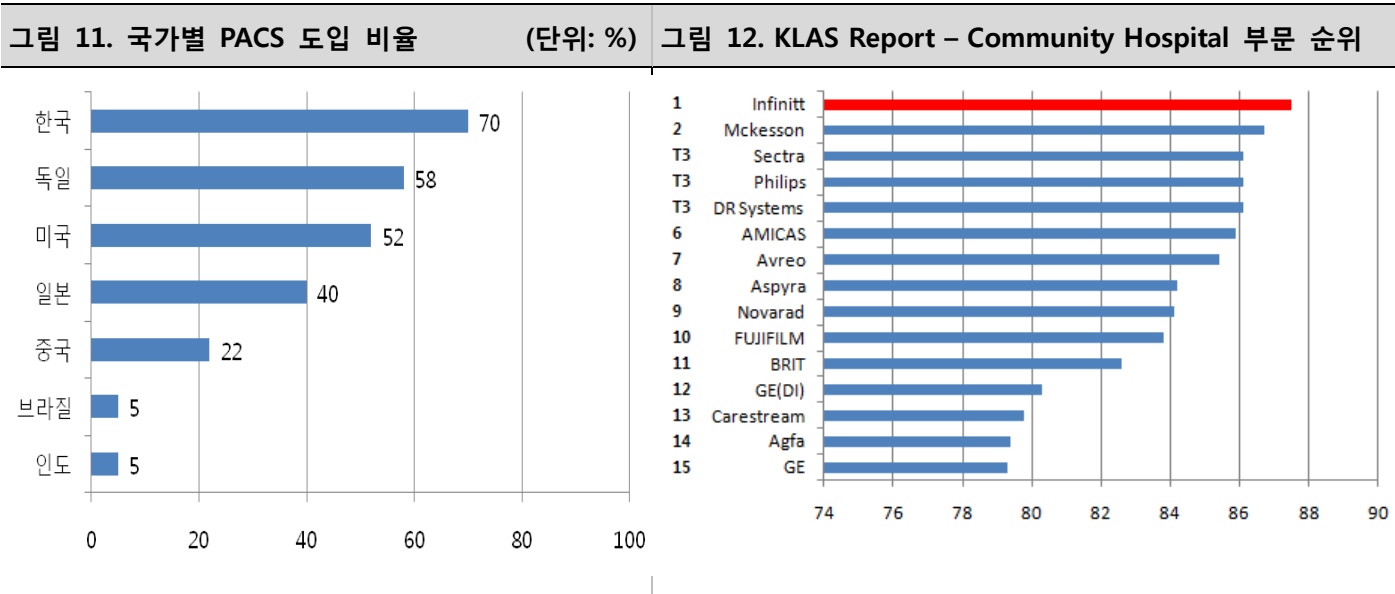
2)3D PACS

대외적으로 동사의 기술력과 서비스는 FDA와 CE 등 국제 인증 등을 취득하였으며 일반적인 PACS가 2D 인 것 반해 글로벌 기업 중 Carestream, Mercury와 동사만이 3D PACS 기술을 보유하고 있어 기술경쟁력이 탁월하다. 특히 미국 의료 IT 전문평가 보고서 "KLAS Report"에서 Global PACS 중 community hospital 부문에서 87.5점으로 GE, Phillips 등의 글로벌 경쟁사를 제치고 1위를 차지하였다. KLAS Report는 제품의 가격, 성능 및 효용, 서비스 만족도, 비즈니스 능력 등을 평가하여 고객 만족도를 측정하는

보고서로 동사는 서비스와 비즈니스 지원 능력에서 높은 평가를 받았다.

100억 규모 국책 사업 선두 기업 선정. PACS를 통한 병원 정보 통합 관리 가능성.

뿐만 아니라 올해 10월말 국내에서 정부 국책 R&D 사업인 WBS(World Best Software) 프로젝트의 주관기관으로 선정되어 100억 규모의 투자를 받을 정도로 인정받고 있다. 이 프로젝트의 목적은 '지능형 영상진단 치료지원 시스템'의 개발로 병원 내, 병원 간 의료 영상 데이터를 공유하고 진단하여 영상의학 이외의 부문에서도 PACS를 통해 데이터를 저장, 관리, 진료할 수 있게 해주는 기술이다. 이로 인해 동사는 향후 영상의학 부문 말고도 병원 전체 스케일에서 사용될 수 있는 PACS 기술을 선점할 가능성이 높다.



출처: 인피니트헬스케어

출처: KLAS Report

*** 동사의 가격 경쟁력**
- GE대비 20% 저렴

이처럼 동사의 제품은 국내외 적으로도 그 기술과 서비스에서 인정받고 있으며 질적으로 글로벌 제품에 밀리지 않으면서도 타 글로벌 제품보다 가격이 약 20% 가량 저렴하여(GE PACS-IW의 경우 2억 8천원 이상, 동사 제품 2억 2천만 원 수준) 가격 경쟁력도 가지고 있다.

Ⅲ. 투자포인트 2 – PACS시장의 성장

1. 국내시장

**국내 시장도 성장
여력 크다!**

현재 국내 대형 병원의 94% 가량이 PACS를 사용 중이며 이 중 동사의 고객이 1250 업체로 전체의 70%에 달한다. 그러나 현재 병원 급에서 아직 PACS를 도입하지 않은 곳이 400여 개이며 270여 개에 달하는 보건소나 군 병원 같은 정부 시설도 PACS 도입이 추진 중이라서 매년 신규 등록 병원 수는 100여 개에 달한다(보건소 도입률 10%, 치과병원(183개), 요양원, 의원(10000개) 등에서도 PACS를 도입하고 있는 추세이다(치과 15, 요양병원 10, 의원231 곳 도입). 또한 현재 동사가 100%에 가까이 점유하고 있는

방사선 분야 외에도 Cardiology나 radiotherapy, CIS 분야 등에서도 PACS의 사용률이 높아지고 있으며 원격판독을 통한 솔루션 제공 시장으로의 확장도 가능하다. 이러한 잠재 시장의 규모는 약 220억 원에 달하며 동사의 현재 매출액이 320억 원임을 감안하면 이 중 일부만 실현되더라도 상당한 매출 상승을 기대할 수 있다.

**국내점유율 확대 가능!
그 이유?**

**국내 타기업 대비
경쟁력!**

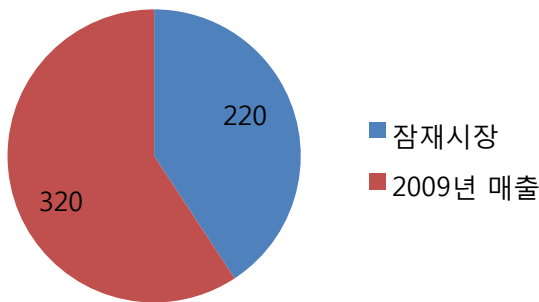
1) 3D PACS 기술과 통합 솔루션

2) 압도적인 R&D

국내의 타 기업의 경우 2D PACS 기술만 보유하고 있으며 단순히 영상을 취득하고 판독, 진료하는 수준에 그치는 반면 동사의 제품은 영상 자료를 3D로 보관하여 웹 기반 솔루션을 통해 MRI, CT 등과 같은 환자의 정보를 취합하여 병원 전체의 통합 관리 기능을 가능하게 한다. 이 외에도 개인 PC와 스마트 폰으로도 고객이 자신의 건강 상태를 확인할 수 있도록 하여 서비스의 질을 더욱 높이고 있다.

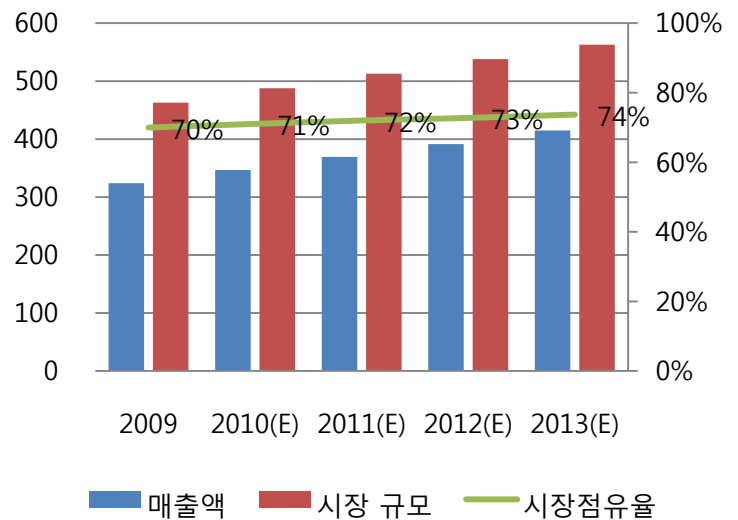
또한 타 기업들이 R&D 인력을 거의 두지 않고 현재의 기술에서 머무르고 있는 것에 비해 동사는 90명 가량의 연구 인력을 두어 지속적인 신기술 개발에 박차를 가하고 있다. PACS 산업이 최근 의료기기에 맞추어 개선되어야 하고, 보다 나은 환경 제공을 위해 지속적으로 개발되어야 한다는 점에서 이러한 연구 역량 차이는 국내 타 기업과 동사의 경쟁력 차이를 더욱 크게 하여 동사가 추가적인 시장 점유율을 확보하는 것을 용이하게 하고 있다. 실제로 국내 PACS 시장에 과거 20개 이상의 경쟁사들이 난립했으나 현재는 동사를 포함하여 5개 내외 업체가 경쟁중이다.

그림 13. 국내 잠재 PACS 시장 규모 (단위: 억원)



출처: Research Team 4

그림 14. 연간매출액 증가 및 시장 점유율 예상 추이 (단위: 억원)



출처: 인피니트헬스케어. Research Team 4

연간 국내 매출액
6~7% 증가 시 2013
년 시장 점유율 74%
예상.

이러한 측면에서 볼 때 국내 시장의 확장 가능성이 여전히 존재하며 타사와의 기술력 차이와 정부의 지원으로 동사의 국내 시장 점유율과 매출이 더 늘어날 것을 기대할 수 있다. 시장 규모는 연 평균 100개의 병원이 신규 구입을 하는 추세이므로 동사의 매출액/국내고객)으로 개별 병원의 매출 기여도를 계산하고 교체 시장의 증가를 최대한 보수적으로 잡았을 시 25억씩 증가할 것으로 보인다. 동사가 현재의 시장 비중과 유사한 수준으로 증가분을 흡수할 시 연간 6~7%의 성장이 기대된다. 이에 따라 2013년에는 매출액 410억 원을 달성하여 시장 점유율이 74%에 달할 것으로 예상된다

2. 해외시장

해외 법인은 판매채널!

동사의 해외 매출은 해외 법인이 있는 경우 본사에서 법인에 소프트웨어/서비스를 일정 이익률로 판매하면 법인에서 이 소프트웨어/서비스에 의료기기 등을 상황에 맞춰 부가하여 일정이익에 맞춰 판매하는 방식이다. 따라서 해외법인은 당기순이익이 거의 나지 않는 판매채널의 역할을 수행한다.

주력 해외 시장

- 1) 미국
- 2) 일본
- 3) 이머징 아시아 시장

PACS 세계 시장은 미국이 49%, 유럽이 25%, 일본이 11%, 일본을 제외한 아시아지역이 7%를 차지한다. 그 중 동사가 현재 성공적으로 진입하여 활발하게 매출을 발생하고 있는 미국과 일본, 그리고 신규 이머징시장으로 떠오르고 있는 말레이시아, 대만 등 아시아지역을 중심으로 해외시장을 살펴보도록 하겠다.

2.1 미국

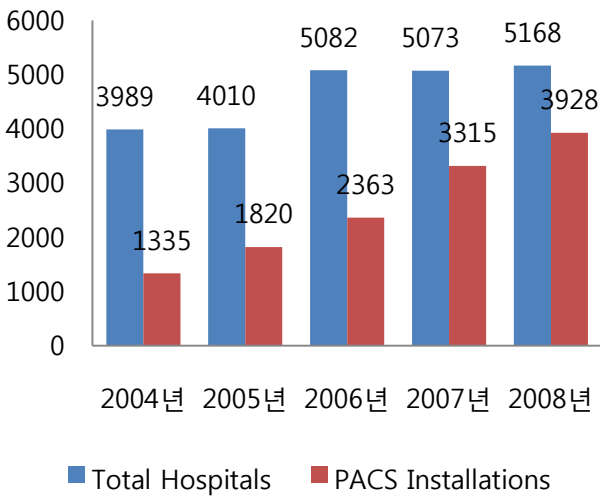
미국은 세계 시장의 절반을 차지하는 가장 큰 시장으로 해외 시장 확보에 있어서 가장 중요한 시장이다. 현재 미국의 PACS시장 규모는 약 2조원이다. 미국의 향후 PACS시장의 특징은 두 가지로 요약된다.

- 1) PACS교체시장의 성장
- 2) 신 의료정책으로 인한 새로운 수요 발생

현재 미국 내 대형병원 PACS시장은 포화
=> 교체 시장 증대

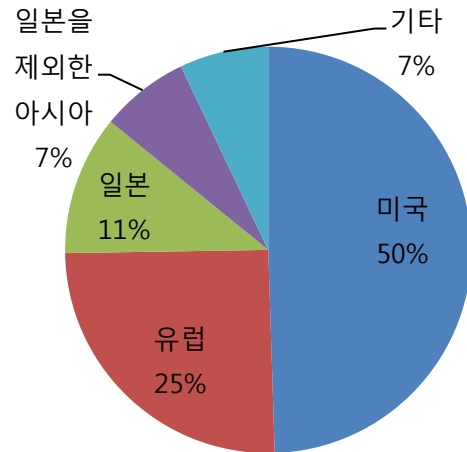
미국의 2009년 국가 전체의 PACS 도입률은 52%이다. 하지만 이중에서 PACS의 수요 대부분을 차지하는 침대 수 250대 이상의 중대형 병원의 경우 현재 약 96%의 도입률을 보이고 있다. 즉, 이미 신규 프로젝트의 수요는 대부분 포화되었다고 볼 수 있다. 하지만 현재 설치된 병원들 중 80%가 2007년 이전에 설치된 것이다. 3D PACS 신제품 개발과 업그레이드 등으로 인해 보통 PACS의 제품 주기가 3-4년인 것을 고려하면 교체 수요가 향후 PACS시장을 견인할 것이다.

그림 15. 미국의 병원 수와 PACS설치 현황 (단위: 개)



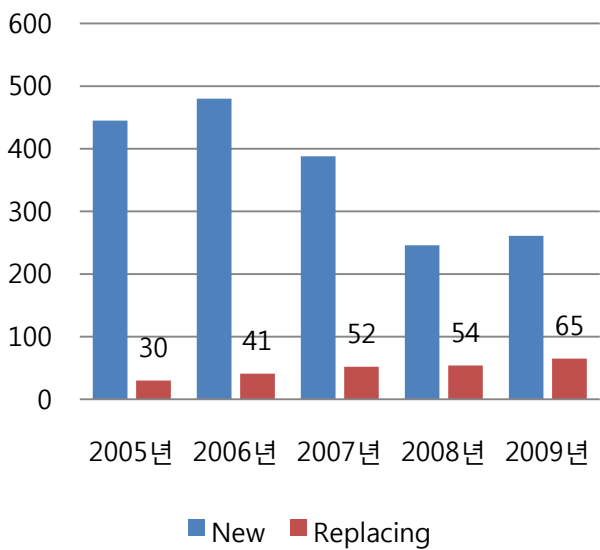
출처: Dorenfest Institute

그림 16. 세계 PAC시장 국가별 비중



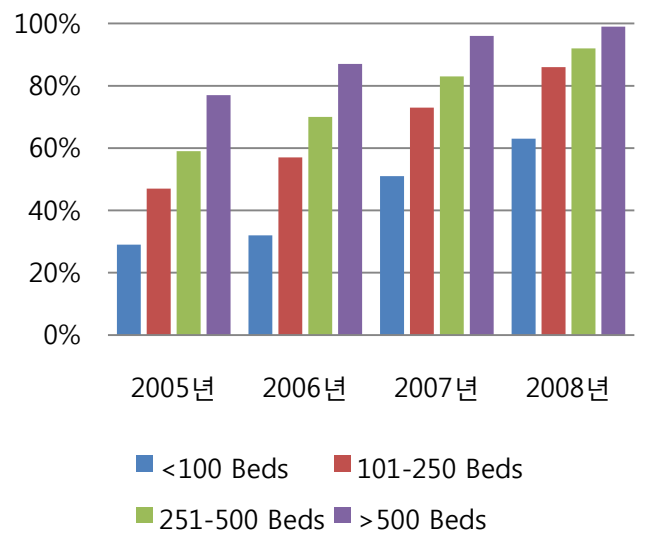
출처:

그림 17. 신규 PACS구매와 교체 거래 수 (단위: 건수)



출처: Dorenfest Institute

그림 18. 병원 규모별 PACS 설치 비율 (단위: %)



출처: Dorenfest Institute

미국의 의료 정책으로 PACS시장 성장 가능!

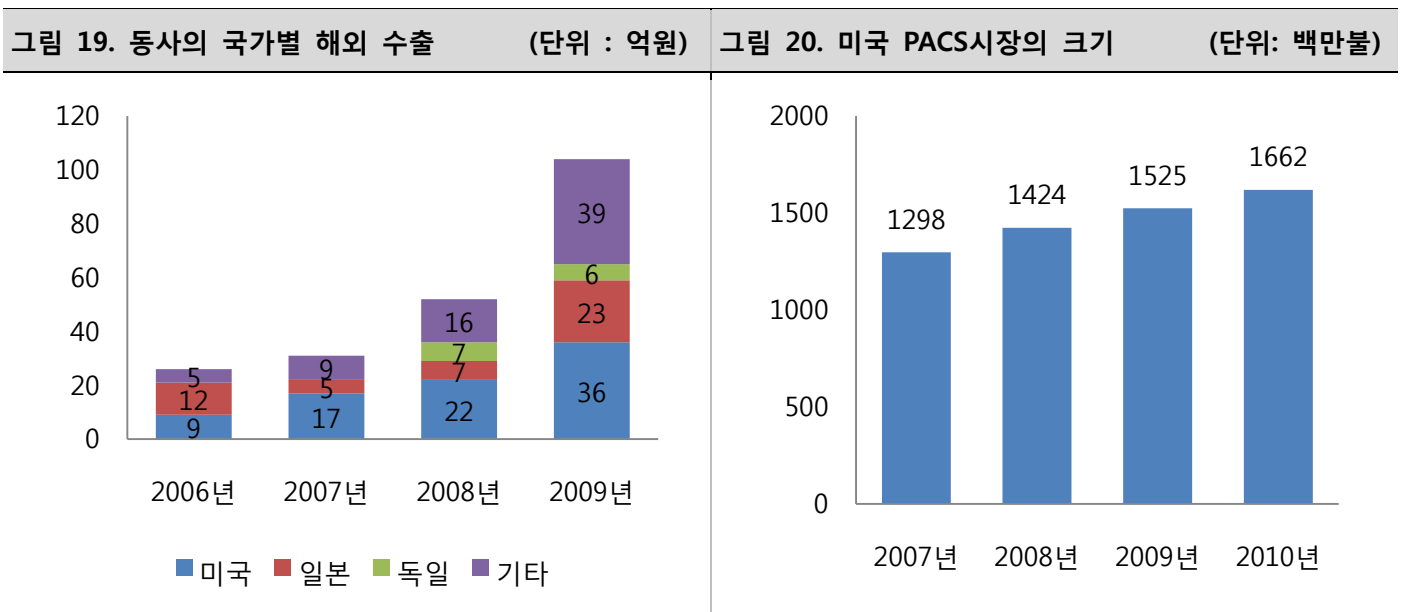
미국 PACS시장의 성장의 다른 이유는 정부의 정책적 지원이 있다. 2009년 오바마 정부가 발효한 건강기술정보법(HITECH Act -The Health Information Technology for Economic and Clinical Health Act (HITECH Act)에 따라 향후 2년간 200억달러, 2016년까지 총 300억달러를 EMR(Electronic Medical Record), 전자의무기록 인프라를 구축하는데 지원한다고 밝혔다. PACS는 EMR의 필수 요소이다. 이에 아직 디지털화되지 않은 소형 병원들이 2년 동안 지원을 바탕으로 PACS를 도입할 확률이 높다.

의료기록의 디지털화에 필수적인 PACS!

이미 PACS를 구축한 중대형 병원의 경우 지원을 바탕으로 EMR, 나아가 EHR(Electronic Health Record) 전체의 도입, 즉 모든 환자의 건강기록을 전자문서로 기록 보존하여 필요에 따라 다방면에서 활용하여 연계되는 수준으로 확대를 추진할 것이다. 이에 동사가 강점인 PACS 연계 기술을 활용한 미국의 주력 수출품인 PACS와 EMR의 3차원 통합 제품은 시장의 변화 트렌드에 부합하여 강점을 가질 것으로 보인다.

가격과 서비스로 승부!

동사의 제품은 미국의 1위 경쟁사인 GE와 비교하여 대등한 기술력과 함께 20%가량 저렴한 가격으로 교체시장을 파고들고 있다. 그에 처음 진입한 2006년 이후로 연간 성장률 약 60%의 매출 신장을 보이고 있다. 또한 동사의 '스마트서비스'는 일정한 기간 동안 무상으로 유지 보수와 업그레이드를 제공한다. 이 결과 2009년 미국의 고객만족 평가기관인 KLAS에서 GE등의 경쟁사를 제치고 재구매하고 싶은 제품 1위로 선정되었다.



출처: IR자료

출처: Global Strategic Business Report

미국 시장의 성장 + 동사의 가격 & 서비스 => 매출 증가 및 시장 점유율 확대

동사는 현재 미국 시장의 1.5%의 점유율을 보이고 있다. 미국 전체 시장의 규모는 1.8조원이다. 2016년까지 미국 PACS 시장의 성장률은 예측 기관에 따라 최저8.6%~ 최고 13%정도로 나타난다. 2009년 187억원 매출을 기준으로 동사의 미국 시장 점유율은 1.2%, 2010년에는 1.5%로 점유율 상승을 보였다. 이에 향후 적극적인 시장 진입으로 인한 점유율 상승과 시장 자체의 성장률을 기반으로 매출액 증가를 추정해 보았다.

미국 시장의 성장 + 동사의 가격 & 서비스 => 매출 증가 및 시장 점유율 확대

동사의 미국 법인의 2011년 매출액을 시장 성장률과 점유율로 나누어 분석해보면 보다 중요한 요소는 점유율임을 알 수 있다. Research Team 4는 미국내 교체 수요와 정책에 힘입어 향후 9%가량의 시장성장률을 보일 것으로 예상되고, 시장 점유율은 최근의 미국내 평가가 호의적이고, 상대적으로 서비스가 뛰어난 것을 감안했을 때 연간 0.5%정도씩 성장 가능할 것으로 보인다. 이에 따른 동사의 2011년 미국법인 매출액은 398억 (환율 1100원/달러 기준)원으로 전망된다.

시장성장률 점유율	9%	10%	11%	12%	13%
1.70%	30.80	31.08	31.37	31.65	31.93
1.80%	32.61	32.91	33.21	33.51	33.81
1.90%	34.43	34.74	35.06	35.37	35.69
2.00%	36.24	36.57	36.90	37.23	37.57
2.10%	38.05	38.40	38.75	39.10	39.45

출처: Data bank, Global Strategic Business, Research Team 4

2.2 일본

세계 두번째 규모의 일본시장 일본 시장은 세계에서 두 번째로 큰 시장으로 규모는 4000억원 가량이다. 동사는 2010년 기준 총 시장의 2.6%를 점유하고 있다. PACS시장이 1995년부터 시작되어 일본 시장은 이미 안정되고 어느 정도 포화된 상태이다.

동사의 진출 전략 : OEM/ODM을 통한 대리판매 동사의 일본 진출은 해외에서 인정받는 우수한 기술력을 바탕으로 기존 일본의 국내 대기업을 통한 OEM/ODM을 통한 안정적 공급처 확보가 주된 전략이다. 구체적인 사항으로는 전세계 4대 의료장비 메이커인 TOSHIBA의 의료장비에 임베드 형식으로 결부하여 제공하는 것과 니혼코덴(방사선 PACS)과 MEDIA(치과 PACS)를 통한 대리 판매가 이루어질 예정이다. 또한 2010년 3D솔루션 전문 판매사인 AMIN에게 20억 원 가량의 판매 계약을 맺었다.

2011 일본시장 매출 추정(그림 참조) 2010년 현재 동사는 일본의 170개의 병원에 PACS를 공급하고 있으며 이에 따른 점유율은 2.6%이다. 일본 시장의 경쟁이 치열하고 신규 수요가 둔화된 점을 고려하여 시장 성장률은 보수적 추정치로 8%로 잡았다. 또한 동사의 점유율은 OEM/ODM방식의 일본 대기업에 의한 영업이기에 안정적으로 유지될 것으로 보인다. 이에 따라 일본 시장 성장률 8%, 점유율 2.6%에 따른 2011년 일본 법인의 매출액은 114.9억원.(환율 1100 원/\$ 기준)으로 예상한다.

그림 22. 일본 PACS시장의 크기 (단위: 백만불)

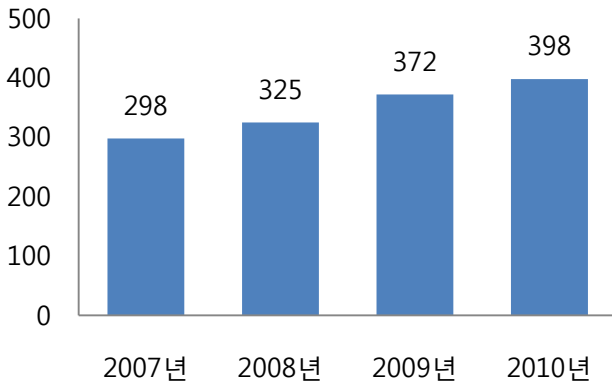


그림 23. 일본시장 2011 매출 예측 (단위: 백만불)

점유율	시장 성장률	2011 매출 예측 (백만불)
	8%	
2.6%		10.45
2.7%		10.85
2.8%		11.25
2.9%		11.65
3.0%		12.05

출처: Global Strategic Business Report

출처: Global Strategic Business Report, Research Team 4

3. 이머징 시장

**동사에게 기회로 작용할
신규 이머징 시장**

현재 아시아 국가에서 한국과 일본을 제외한 말레이시아, 대만, 중국 등이 PACS시장에서 신규 이머징 마켓으로 떠오르고 있다. PACS는 선진국형 산업으로 아직 이들 국가는 과도기로 시장이 활발하게 형성되지 않은 상태이다. 따라서 이러한 이머징시장은 동사의 기회가 될 수 있다.

**낮은 PACS 보급률과 막대한 잠재 수요를 보유한
신규 시장의 성장성**

현재 이들 국가들의 보급률은 선진국 시장에 비해 현저히 낮은 수준으로 그에 막대한 잠재 수요를 보유하고 있으며 현재 정부와 병원들이 PACS의 도입 필요성을 점점 인식하고 보급률을 늘리는 추세이다. 따라서 향후 경제 발전과 함께 신규 시장으로 큰 성장이 기대된다.

높은 성장률과 로컬 기업의 부재가 특징인 이머징시장

실제로 2006년부터 2009년까지의 성장률을 보아도 연간 15%가량의 엄청난 성장률을 보여주고 있다. PACS산업은 특성상 오랜 기간에 걸친 개발과 기술력이 요구된다. 이머징시장의 경우 아직 자국 기업의 기술력이 뒤쳐져 동사와 같은 해외 글로벌 기업들이 시장의 대부분을 점유하고 있다.

**동사의 현재 순조로운
진출 현황**

- 대만, 말레이시아 1위

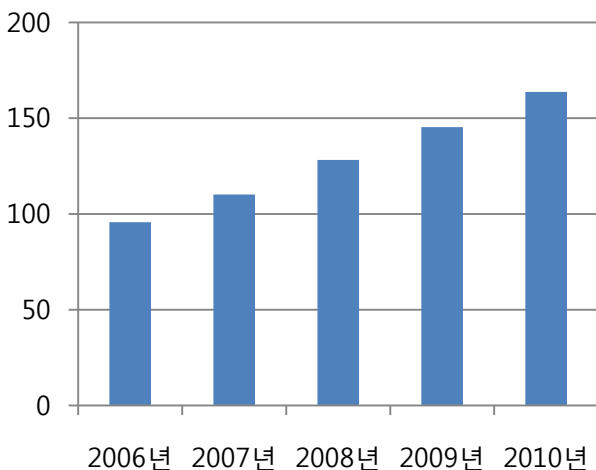
동사는 대만, 중국, 말레이시아에 해외 현지 법인을 설립하고 점유율을 늘여가고 있는 상태이다. 현재 대만과 중국에서 각각 85개, 80개의 병원에 PACS를 공급하고 있으며 누적 고객 수 기준으로 대만과 말레이시아에서 1위의 점유율을 보인다. 현지 법인이 설립되지 않은 곳에도 직접 계약을 통한 수주로 수출을 증대해가고 있다.

**2011 이머징시장 매출
추정(그림 참조)**

이에 이머징 시장을 하나로 묶어 동사의 수출을 기준으로 이머징 시장 전체에서 동사가 차지하는 점유율을 계산했다. 동사의 미국, 일본, 독일을 제외한 기타 지역 수출 액수를 보면 현재 2010년 동사의 점유율은 2.2%정도이다. 동사의 이머징 시장의 수출은 2007년부터 2009년까지 9억, 16억, 39억원으로 연간 빠르게 성장하고 있다.

이에 따라 Research Team 4에서 전망하는 매출액은 62.5억원(환율 1100원/달러)이다. 이머징시장 현재 대만, 말레이시아에서 1위의 위치를 차지하고 있다는 점, 최근의 큰폭의 매출 성장세(2008년 78%, 2009년 143%)를 고려했을 때 단기적으로 45%가량의 상승은 무리가 없을 것이다. 이는 시장성장율 12%를 감안했을 때 점유율의 0.6% 상승한 3.1%인데, 과거 추이(2007년 0.6%, 2008년 1%, 2009년 2.1%, 2010년 2.5%)를 봐도 무리는 없는 수치이다.

그림 24. 이머징 PACS시장의 크기 (단위: 백만불)



출처: Global Strategic Business Report

그림 25. 이머징시장 2011 매출 예측 (단위: 백만불)

점유율 \ 시장성장율	12%
2.50%	4.58
2.70%	4.95
2.90%	5.32
3.10%	5.68
3.30%	6.05

출처: Global Strategic Business Report

Ⅲ. 투자포인트 3 – 이익이 터질 시기가 왔다!

꾸준한 매출액 상승
But 변동이 심한
영업이익

동사의 손익계산서를 살펴보면 매출액은 꾸준히 상승하고 있음에도 영업이익이 크게 오락가락하는 모습이다. 2009년에는 전년 대비 매출액이 5% 상승에 그쳤으나 영업이익이 37억에서 57억으로 대폭 상승하였다. 반면 올 상반기에는 매출액이 전기대비 12.6% 상승했음에도 영업이익은 33.9억에서 19억으로 크게 하락한 모습이다. 이유가 무엇일까?

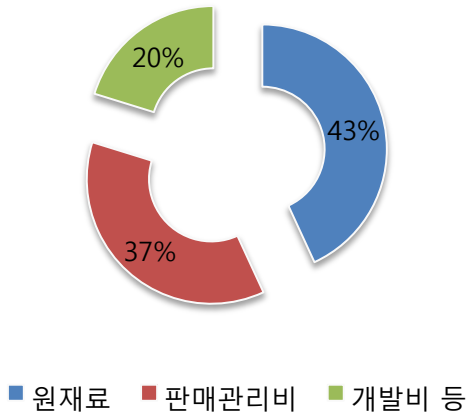
과거 동사의 영업이익에 현재 큰 영향을 미치는 요인은

- 1) 긍정적으로는 해외매출 상승
- 2) 부정적으로는 판매관리비 상승이다.

해외 매출은 30%가량의 높은 고정 마진!
=> 해외 매출 상승시 매출총이익률 증가

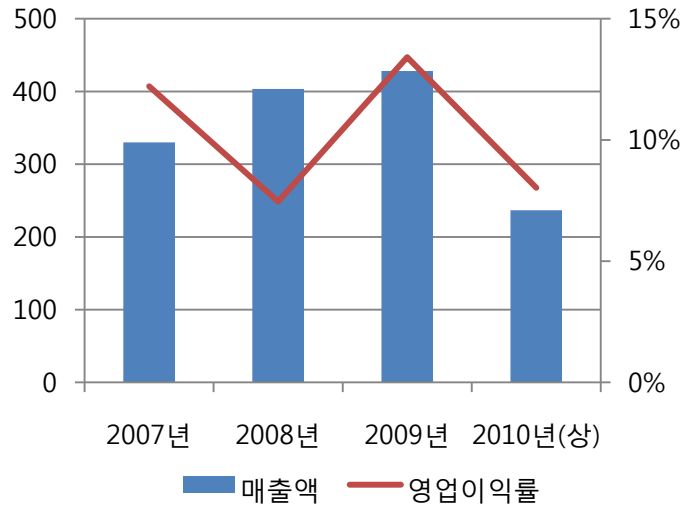
앞에서 언급했듯이 동사의 매출구조를 살펴보면 해외 매출을 따로 계산하는데, 소프트웨어는 28%, 서비스는 35%정도의 영업이익률에 맞추어 해외 법인에 판매한다. 해외 법인은 이 소프트웨어와 자체적으로 구입하는 의료 기계에 일정 마진을 붙여 판매하는 판매 채널 역할을 할 뿐이다. 실제로 동사의 매출 변화를 살펴보면 2007년부터 해외매출이 큰폭으로 상승하고 이에 따라 매출총이익률이 급격히 올라가고 있는 모습이다.

그림 26. 인피니트헬스케어 원가 비중(2009년)



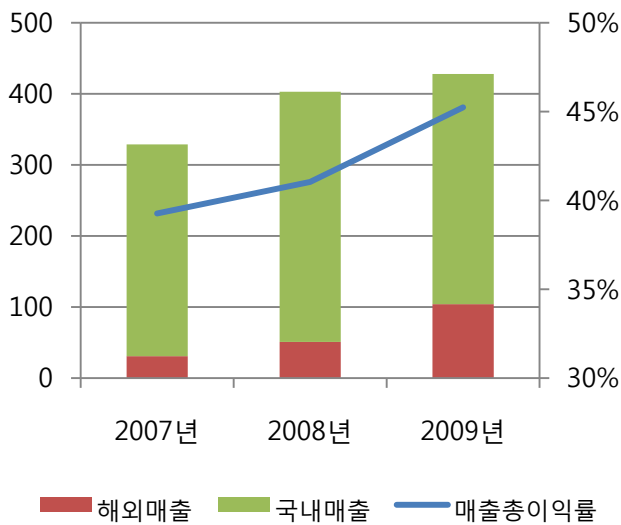
출처: 사업보고서

그림 27. 매출액 및 영업이익률 추이 (단위 : 억원)



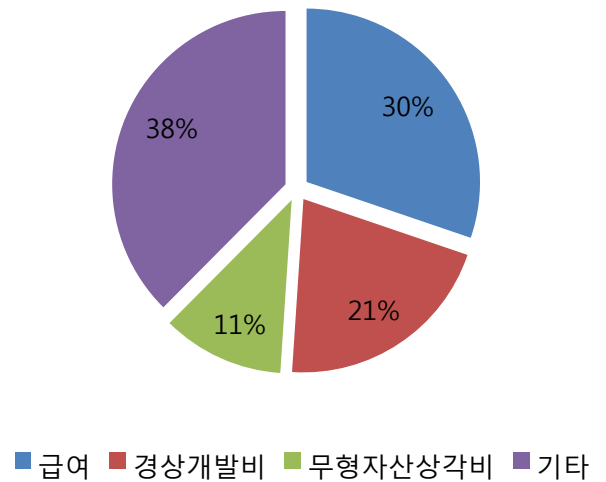
출처: 사업보고서

그림 28. 해외 매출 증가에 따른 매출총이익률 증 (단위 : 억원)



출처: 사업보고서

그림 29. 판매관리비 구성 비중(2009년)



출처: 사업보고서

판매관리비가 영업이익에 큰 영향을 미치고 있음

하지만 그럼에도 동사의 영업이익은 크게 상승하지 못한 이유는 판매관리비 상승때문이다. 2008년에는 신기술 개발을 위해 경상개발비가 06년 8.6억대비 29억까지 상승했고, 특히 취득으로 인해 무형자산상각비가 7.6억에서 18억까지 상승했다. 또한 당시 글로벌 경제위기로 대손상각비도 4.2억에서 11억까지 상승했다. 2009년에는 판매관리비가 고정되자 매출액 상승, 매출총이익률 증가가 그대로 영업이익에 반영된 모습이다. 올해 상반기에는 40명의 추가 인력 채용(현재 전체 207명), 상장 비용으로 인해 영업이익률이 하락한 모습이다.

그림 30. 판매관리비 변동에 따른 영업이익률 변동(단위 : 억원)

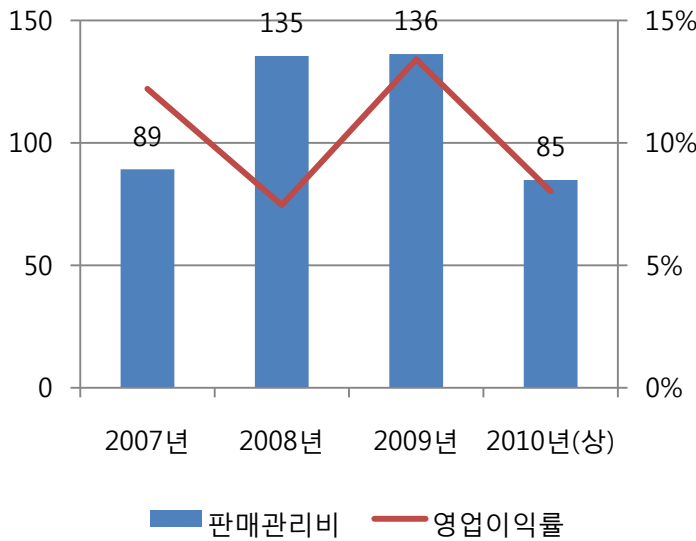
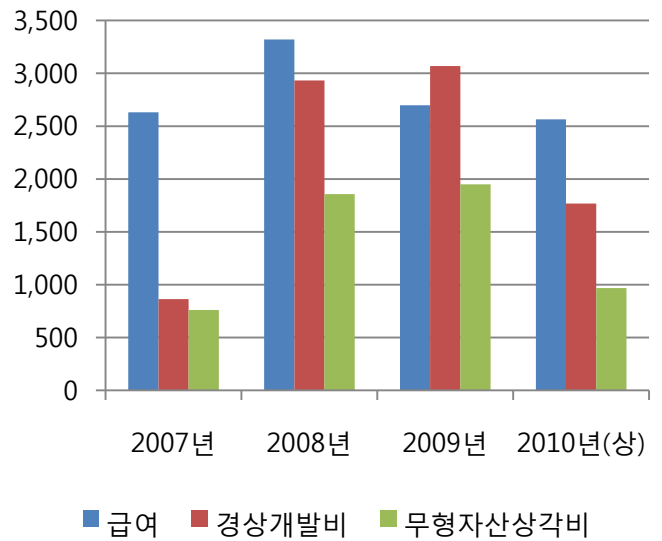


그림 31. 주 판매관리비 변동 추이 (단위 : 백만원)



출처: 사업보고서

이제 영업이익이 크게 증가할 시기!

근거!

- 1) 해외 매출의 빠른 성장세
- 2) 판관비 큰 증가 가능성 낮음
 - 추가 인력 채용 x
 - 정부에서 R&D비용 지원

출처: 사업보고서

하지만 Research Team 4는 향후 동사의 영업이익은 크게 증가할 것으로 예측한다. 그 이유는 앞에서 살펴보았듯이 해외 매출이 더욱 본격화되고, 서비스 매출 비중이 증가할 것이며, 당분간 판관비 상승이 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다.

투자포인트 2에서 살펴보았듯이 해외 매출이 점차 커지는 상황이고, 판관비의 경우 동사의 인력 채용이 10년만에 발생한 것으로, 향후 현재 인력에 대한 숙련도 향상에 집중할 것으로 예상되어 추가 채용의 가능성이 낮다. 또한 2010년 10월말 국책 R&D WBS(World Best Software)로 선정되며 2013년 3월까지 97.5억원의 지원금을 받는 상황이기 때문에 급격한 경상개발비 증가로 인한 판관비 상승 가능성은 높지 않다.

동사는 해외 영업이 본격화된 2007년부터 영업이익률을 살펴보면 해외부문은 30%고정인 반면 내수는 2007년 10.2%, 2008년 4.1%, 2009년 8%정도로 나타난다. 2008년에 일시적 비용이 컸다는 것을 감안했을 때 보통 내수 영업이익률은 8~10%정도로 예상된다. 이에 따라 해외 매출 증가와 내수 증가를 감안하여 영업이익을 계산하면 2011년 기준 92억 수준으로 2009년대비 60%이상 상승할 것이다. 보다 자세한 내용은 Valuation에 다루어 놓았다.

IV. Risk & Issue

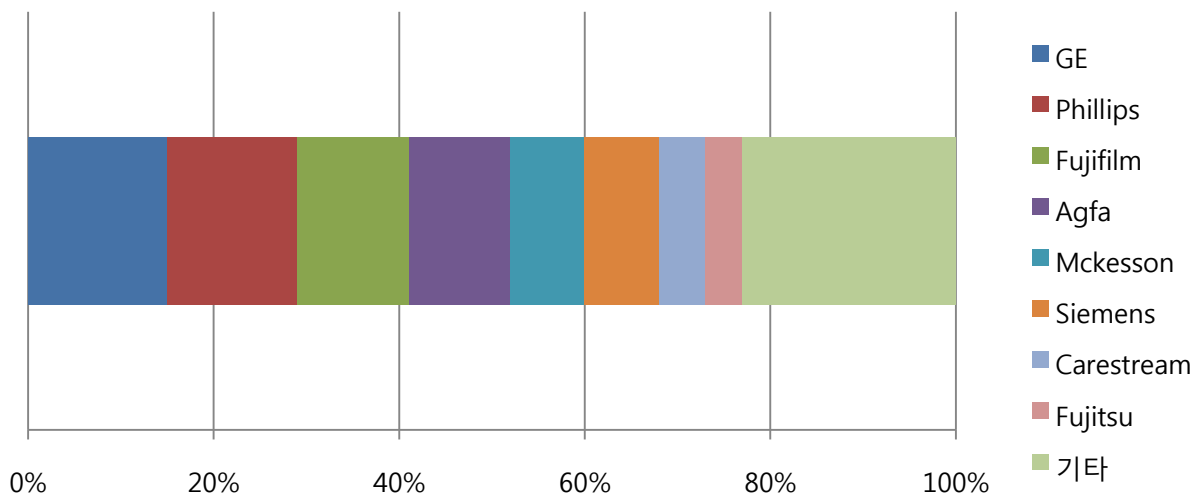
1. 글로벌 기업의 전략적 가격 인하

글로벌 기업의 가격 인하는 동사에게 매우 위협적. 그러나 그 실현 가능성은 매우 낮음

현재 세계 PACS 시장은 글로벌 기업들이 약 70~80% 가량 점유하고 있다. 이러한 상황에서 글로벌 기업들이 동사의 시장 확대를 우려하여 전략적으로 가격을 인하할 시 동사의 상대적 우위인 가격 경쟁력이 상실될 수 있다. 이는 PACS와 같은 의료 기기 산업이 다분히 보수적이고 공신력이 중요시 된다는 점에서 생각할 때 동사의 매출 상승에 부정적 영향을 줄 수 있다. 즉 제품의 성능 차이가 압도적이지 않는 상황에서 가격 경쟁력마저 상실되면 규모와 인지도 측면에서 열세인 동사의 시장 위치가 위태로울 수 있기 때문이다.

그러나 Research Team 4는 그러한 가격 하락으로 인한 매출 악화의 가능성은 낮다고 예상한다.

그림 32. 세계 PACS시장 점유율



출처: Global Data Bank

글로벌 기업의 경우 가격 인하로 인한 매출 증가보다 이익 감소가 더 큼

그 이유는 동사의 시장 점유율이 아직 매우 낮은 수준에서 PACS소프트웨어/서비스를 제공하는 상황이기 때문이다. 글로벌 기업 중 가장 대표격인 GE의 경우 미국 시장 점유율이 20%에 달하는 반면 동사의 경우 1.5%밖에 되지 않는다. 이러한 상황에서 이미 높은 가격에도 불구하고 공신력과 인지도에서 시장에 인정을 받아 좋은 점유율을 보이고 있는 GE 입장에서 동사와 같은 작은 기업의 제품을 견제하기 위해 가격을 낮추면 오히려 더 큰 손실을 입게 된다. 즉 GE와 같은 글로벌 기업으로서는 가격을 20% 낮춘다고 하더라도 그로 인해 추가적인 매출이 급격히 증가하지 않는 상황이므로 가격하락으로 인한 손실이 더 크기 때문에 단가 인하 전략을 예상하기는 어렵다.

2. 대기업의 U헬스케어 산업 진출

삼성 등 대기업들의 헬스케어 산업 진입은 동사에게는 좋은 모멘텀이 될 것이다

대기업의 U헬스케어 산업 진출이 본격화되고 있다. 특히 지난 10월 20일, 삼성, SK 등이 헬스케어 업체인 메디슨 인수전에 나섰다고 하여 유사한 업종인 동사의 주가가 상한가까지 상승한 일도 있었다. Research Team 4는 이러한 대기업들의 U헬스케어 산업에 대한 관심이 일시적인 것이 아니라 앞으로도 지속될 것이며, 이러한 추세는 동사의 주가가 시장의 관심을 받기 위한 좋은 계기가 될 것이라고 판단한다.

국내 U헬스케어 시장은 CAGR 12.5%로 빠르게 성장할 것으로 전망되는 유망시장

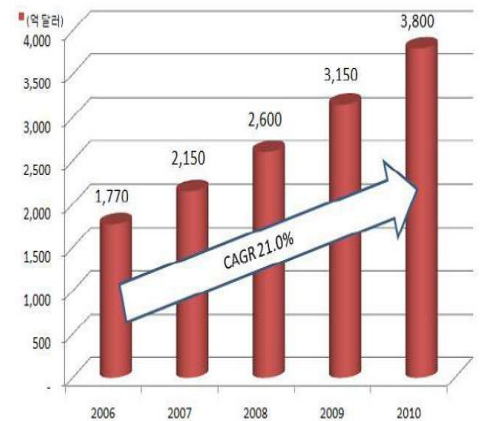
특히 삼성이 바이오 및 헬스케어 산업을 신수종 사업으로 천명한 상태이다. 아직 구체적인 사업계획은 발표되지 않았지만 지난 4월 정부가 추진하는 U헬스케어(IT기술을 활용한 유비쿼터스 헬스케어 산업) 사업에 225억 원을 투자하고 최근 U헬스케어 대표기업인 메디슨 인수전(예상 인수가격 3~4,000억 원 수준)에도 뛰어드는 등 점점 더 적극적으로 U헬스케어 산업에 뛰어 들고 있다. 산업조사 기관인 데이코산업연구소, 미쓰비시 종합 연구소에 따르면 U헬스케어 산업은 국내 시장규모는 2010년 3조원 수준에서 2020년에는 11조원 수준(CAGR 12.5%), 세계 시장규모는 2006년 1770억 달러에서 2010년 3800억 달러(CAGR 21%)로 빠르게 성장하고 있는 성장기 산업이다.

그림 31. 삼성그룹의 5개 신수종 산업과 추진계획

사업분야	주요 사업주체	2020년까지 투자	2020년 예상매출	고용 효과	기타
LED	삼성LED	8조6000억원	17조8000억원	1만7000명	생산능력 확충, LED조명 등 강화
자동차용 전지	삼성SDI	5조4000억원	10조2000억원	7600명	삼성SDI 이미 글로벌 경쟁력 확보 시장주도권 강화
태양전지	삼성전자	6조원	10조원	1만명	상반기 100MW 태양전지 생산라인 구축
의료기기	삼성전자, 삼성전기, 삼성테크윈, 삼성의료원	1조2000억원	10조원	9500명	사실상 10여 년 만에 본격 재진출
바이오제약	삼성전자, 삼성의료원	2조1000억원	1조8000억원	710명	복제약 중심으로 사업 추진

출처: 삼성

그림 32. U-Health 세계시장전망



출처: 미쓰비시 종합연구소

잠재적인 피인수합병 가능성, U헬스케어 산업의 전반적인 성장을 모두 기대할 수 있다

메디슨의 분사회사로서 의료정보 기술을 보유하고 있는 동사는 PACS 소프트웨어와 스마트폰을 통한 원격 건강관리 시스템 등 U헬스케어 근간이 되는 기술을 많이 보유하고 있다. 따라서 추후 삼성을 위시한 대기업이 U헬스케어 시장에 투자를 확대하며 시장 규모가 커지는 것은 동사에게 호조로 작용할 것이다. 특히 대기업에 의한 직접적인 M&A 가능성 혹은 협력관계를 맺을 가능성이 있으며 설령 그렇게 되지 않더라도 삼성이 의료기기 산업에 투자를 확대하게 되어 의료기기의 생산이 증가하게 되면 PACS 소프트웨어 제품에 대한 수요 또한 함께 증가하게 될 것이므로 향후 동사의 성장성을 기대하게 하는 중요한 이슈이다.

IV. Valuation

동사의 Valuation은 Peer그룹이 없는 관계로 DCF를 활용하였다.

DCF Method

1. 매출액 성장률 및 영구 성장률 산정

매출액은 앞서 투자포인트 1, 2를 통해 추정된 것을 근거로 산정하였다.

미국 - 성장률 9%, 시장점유율 향후 연간 0.5% 확대

일본 - 성장률 8%, 시장점유율 연간 0.2% 확대. 과거 추이를 봤을 때 0.2%는 낮은 수치이나 OEM/ODM이기 때문에 판매처의 영업능력을 판단하기 어렵기 때문에 보수적으로 산정

이머징 시장 - 성장률 12%, 시장점유율 향후 연간 0.6% 확대

기존에 말레이시아, 대만에서 시장점유율 1위(각각 25%, 20%)이고, 중국에도 진출하는 상황으로 0.6% 상승은 무리가 없음.

	2010	2011	2012	2013	2014
미국(성장률 9%)	274.20	398.55	498.18	677.53	757.24
점유율	1.50%	2.00%	2.50%	3.40%	3.80%
동사기준매출	52.22857	75.914	94.892	129.05	144.24
일본(성장률 8%)	106.4	123.74	143.2	165	189.2
점유율	2.60%	2.80%	3.00%	3.20%	3.40%
동사기준매출	41.47797	48.238	55.824	64.322	73.756
이머징(성장률 12%)	45	62.48	83.6	108.8	138.9
점유율	2.50%	3.10%	3.70%	4.30%	4.90%
해외수출합	138.7065	186.63	234.32	302.18	356.89

영구성장률은 1%로 산정한다. 그 이유는 동사가 영위하고 있는 헬스케어 산업은 현재 선진국의 고령화, 신흥 국가들의 성장이 모두 긍정적으로 작용하고 있기 때문에, 향후 상당히 긴 기간 동안 영위할 수 있는 사업분야이기 때문이다.

2. 영업이익률 산정

영업이익률은 해외 매출액의 영업이익률을 30%로 고정하고, 국내 매출액의 영업이익률은 2010년 5%, 2011년 10%, 2012년 11%, 2013년 12%, 2014년 12%로 산정. 2010년의 경우 2분기의 상장 비용, 급여 상승으로 영업이익률이 낮게 전망되나, 이후에는 과거 2007~2009년보다 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 그리고 점차 매출이 안정화됨에 따라 소프트웨어/서비스 제품 판매로 고정비 비중이 높은 동사의 특성상 영업이익률을 완만히 상승할 것이다. 2010년 1분기에 영업이익률이 12%였던 것을 감안하면

2014년까지의 전망은 상당히 보수적인 수치이다.

3. 유무형자산 상각 비율

동사의 IT기업의 특성상 무형자산의 비중이 높은 편이며 대부분은 개발비이다. (2009년 기준 무형자산 48억 원 가운데 40억 원) 추후 R&D에 지속적인 투자가 예상되기 때문에 유무형자산 상각 비율은 매년 0.2% 정도 완만하게 상승할 것으로 전망하였다.

4. 영업용운전자본을 비롯한 기타추정치

동사의 영업용운전자본과 순유형고정자산은 매출액대비 완만하게 감소할 것으로 예상된다. 동사가 가중평균으로 매출액이 10%이상 빠르게 성장하면서 주로 교체 수요에 의한 서비스/소프트웨어 매출이 그 비중을 늘려나가고 있다. 또한 해외 매출이 늘어남에 따라 매출액 대비 매출채권의 비율도 줄어들 것이다. 이에 따라 재고자산과 유형고정자산이 점차 감소할 것으로 전망된다. 기타영업용순자산도 2005~2006년대비 해외 진출에 따른 비용 증가로 점차 감소추세에 있고, 앞으로도 동사의 해외 진출 및 관련 의료기업 인수가 이어지고 있기 때문에 앞으로 완만하게 낮아질 것으로 보인다.

5. 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

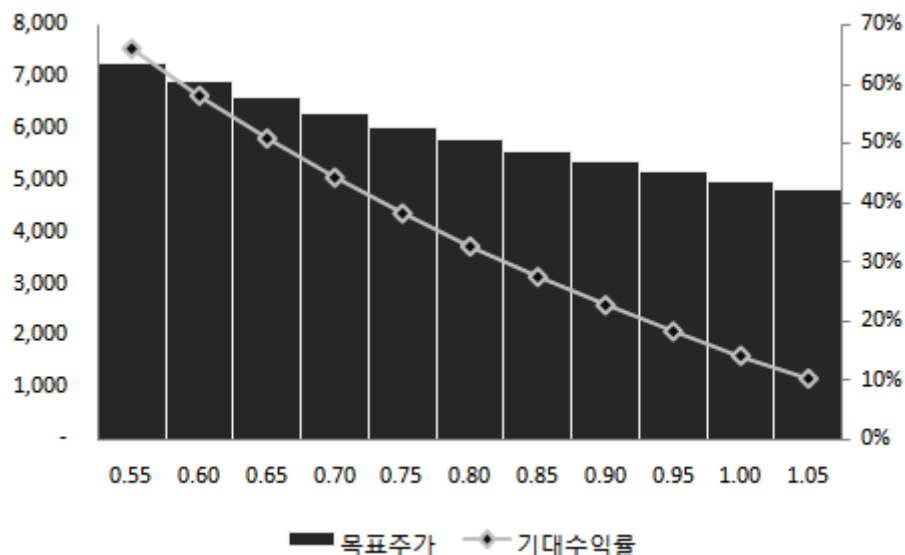
동사는 지난 5월 26일 상장하였기 때문에 52주차 일별베타를 적용할 수 없다. 따라서 11월 5일까지의 일별주가와 KODEX 200 일별주가의 베타를 구하였는데 이는 약 0.79이다. 동사와 유사한 사업구조를 가진 유비케어의 베타가 0.82임에 비교해보면 이는 어느 정도 신뢰할 수 있는 수치라고 판단된다. 한국시장프리미엄은 관례에 따라 7%를 주었으며 3년 만기 국채수익률은 11월 5일 기준인 3.6%를 그대로 적용하였다. 한계조달금리는 동사가 아직 신용등급을 받지 못했기 때문에 회사채 가운데 가장 낮은 수준인 BBB-를 적용하여 10.4%를 적용하여 가중평균자기자본비용으로 9.09%를 산정하였다.

배출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014	5년 평균치
영업이익률	13.42%	10.70%	16.70%	18.10%	19.00%	20.00%	10.94%
유·무형자산 상각비	5.81%	6.01%	6.21%	6.41%	6.61%	6.81%	5.61%
영업용운전자본	15.53%	15.00%	14.50%	14.00%	13.50%	13.00%	21.10%
순유형고정자산	13.67%	12.67%	11.67%	10.67%	9.67%	8.67%	11.38%
순무형고정자산	11.76%	19.44%	19.44%	19.44%	19.44%	19.44%	19.44%
기타영업용순자산	3.31%	2.71%	2.21%	1.71%	1.21%	0.71%	5.62%

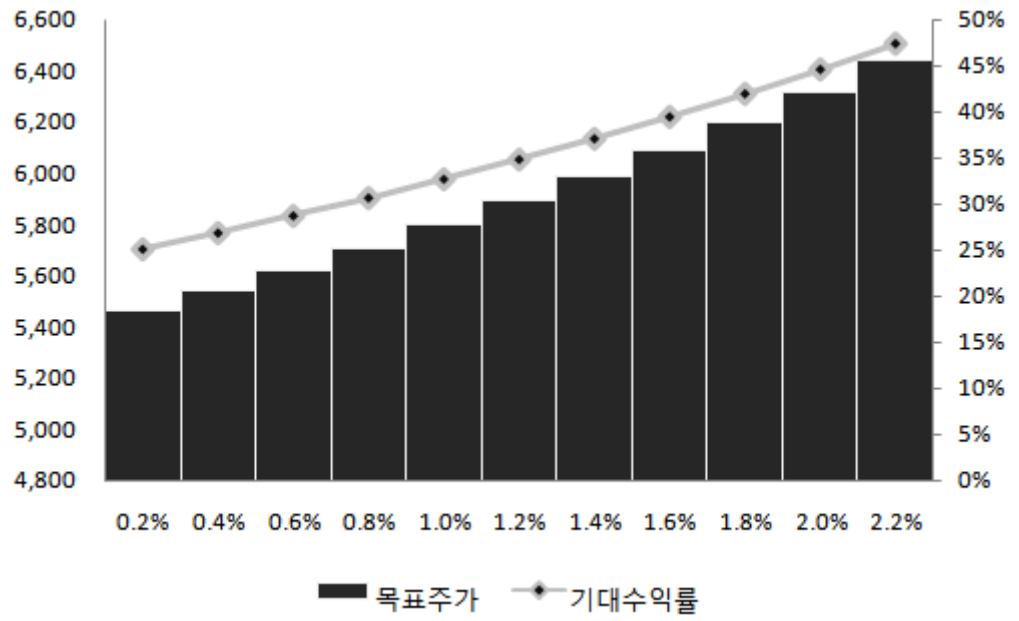
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
예상매출액	42,816,849	48,538,000	38,787,720	62,568,705	71,702,908	79,663,002
매출액성장률		7.0%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
매출액	32,400,000	34,668,000	36,921,420	39,136,705	41,484,908	43,974,002
매출액성장률		41.1%	18.1%	12.2%	11.8%	12.9%
매출액	10,416,849	13,870,000	1,866,300	23,432,000	30,218,000	35,689,000
가중평균성장률		15.3%	9.8%	6.3%	8.2%	8.9%
예상EBIT	5,744,622	5,193,566	6,477,549	11,324,936	13,623,552	15,932,600
NOPLAT	4,480,805	4,050,981	5,052,488	9,059,949	10,898,842	12,746,080
(+)유·무형자산 상각비	2,485,672	2,917,134	2,408,717	4,010,654	4,733,562	5,425,050
총현금유입	6,966,477	6,968,115	7,461,206	13,070,603	15,638,404	18,171,131
영업용 운전자본	6,650,824	7,280,700	5,624,219	8,759,619	9,679,893	10,356,190
순유형고정자산	5,852,576	6,149,765	4,526,527	6,676,081	6,933,671	6,906,782
기타 영업용 순자산	1,418,473	1,315,380	857,209	1,069,925	867,605	565,607
IC	13,921,873	14,745,844	11,007,955	16,505,624	17,481,169	17,828,580
예상ROIC(평균)	26.8%	28.3%	39.2%	65.9%	64.1%	72.2%
예상ROIC(기초)	24.2%	29.1%	34.3%	82.3%	66.0%	72.9%
IC증가액		823,971	(3,737,889)	5,497,669	975,544	347,411
(+)유·무형자산 상각비		2,917,134	2,408,717	4,010,654	4,733,562	5,425,050
총투자액		3,741,105	(1,329,172)	3,508,323	5,715,107	5,772,461
예상 FCFE		3,227,010	8,790,378	3,562,279	9,923,298	12,398,669
할인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
현재가치		2,958,125	7,386,523	2,743,953	7,006,821	8,025,208

WACC	9.09%						자기자본비용	9.19%
영구성장률	1.00%						1년치일별베타	0.798776
예상 ROIC(2단계)	72.20%						Adj. 한국시장프리미엄	7.00%
FCFE추정(2단계)	12,569,532						3년만기국채수익률(2008년 평균)	3.60%
Terminal Value	155,376,956						WACC	9.09%
현재가치의 합	28,120,630						차입금가치(이자발생부채)	10,730,283
PV of TV	100,569,860						주주지분가치(시가총액)	103,125,301
현금 + 시장성유가증권	13,399,571						한계조달금리	10.40%
비영업용자산	6,720,341							
Value of the Firm	148,810,402							
(-)Value of the Debt	10,730,283							
신주인수권부사채 및 S/O 등	1,729,000							
Value of the Equity	139,809,119							
발행주식수	23,598,467							
회계주식수	514,000							
목표주가	₩ 5,798							
현재주가	₩ 4,370							
기대수익률	33%							

베타 민감도 분석



영구성장률 민감도분석



Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	337	330	403	428
매출원가	229	200	238	234
매출총이익	108	130	166	194
판매비	80	89	135	136
인건비	31	38	45	39
감가상각비	4	4	4	4
무형자산상각비	8	8	19	19
연구개발비	6	0	0	0
마케팅비	3	3	6	6
기타 판매비	28	37	62	68
영업이익	28	40	30	57
영업외손익	-22	-32	2	-1
이자손익	-12	-8	-7	-3
지분법손익	-4	-10	-7	4
외환차손익	-2	-2	16	-5
외화환산손익	-4	2	12	-4
기타 영업외손익	0	-14	-13	7
세전계속사업이익	6	8	32	57
법인세비용	-6	7	14	11
당기순이익	11	1	19	45
EPS	N/R	N/R	N/R	N/R

현금흐름표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	61	-1	58	93
당기순이익	11	1	19	45
비현금수익비용가감	43	48	46	27
감가상각비	10	5	5	5
무형자산상각비	8	8	19	19
외화환산손익	-4	2	13	-2
지분법평가손익	-4	-10	-7	4
기타	33	44	17	-1
영업활동으로인한 자산부채	6	-50	-7	21
투자활동 현금흐름	-41	-76	-29	-66
유형자산 투자	13	49	7	6
유형자산 처분	0	3	0	0
무형자산 증감	21	23	5	2
지분법자산 증감	0	6	0	52
기타	-7	-1	-16	-6
재무활동 현금흐름	1	53	-26	14
단기IBD 증감	40	-39	-30	25
장기IBD 증감	-86	51	-11	-16
자본증감	-2	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
기타	49	41	15	6
순현금흐름	21	-23	4	42
기초현금	57	77	54	58
기말현금	77	54	58	99

대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	265	257	288	304
현금 및 현금등가물	82	65	79	130
매출채권	146	161	170	144
재고자산	3	3	7	6
비유동자산	175	189	168	199
투자자산	43	26	19	67
유형자산	17	58	59	59
무형자산	70	82	68	50
자산총계	440	446	456	503
유동부채	213	159	143	170
매입채무	70	40	46	50
단기차입금	49	77	44	67
유동성장기차입금	78	11	14	16
비유동부채	18	58	51	33
사채	0	0	0	0
장기차입금	1	52	40	24
부채총계	231	217	194	203
자본금	91	100	102	102
자본잉여금	61	90	99	99
이익잉여금	57	40	59	97
자본조정	1	3	3	5
자본총계	209	229	262	300

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	38.6%	-2.1%	22.3%	6.1%
EBITDA성장률 %	-8.8%	14.2%	2.3%	53.5%
EBIT성장률 %	-37.9%	47.4%	-38.9%	79.8%
총자산성장률 %	7.8%	1.4%	2.3%	10.2%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	32.0%	39.3%	41.0%	45.2%
EBITDA margin %	13.6%	15.9%	13.3%	19.2%
EBIT margin %	8.3%	12.2%	7.5%	13.4%
세전이익률 %	1.7%	2.5%	8.0%	13.3%
당기순이익률 %	3.4%	0.3%	4.6%	10.6%
Stability Ratios				
부채비율 %	110.7%	94.7%	74.3%	67.7%
순부채비율 %	22.2%	32.7%	7.8%	-7.6%
유동비율 %	124.3%	162.0%	201.1%	178.4%
당좌비율 %	123.0%	160.2%	196.4%	175.1%
이자보상배율	198.5%	420.0%	324.3%	893.9%
Performance Ratios				
ROE %	5.4%	0.5%	7.1%	15.1%
ROA %	2.6%	0.3%	4.1%	9.0%
ROIC %	3.2%	4.2%	2.8%	5.4%
Per Share Ratios				
BPS	N/R	N/R	N/R	N/R
DPS	N/R	N/R	N/R	N/R