

2011년 5월 14일

## 톱텍 (108230)

BUY

### 톱텍의 변신은 무죄.

#### V 삼성의 설비투자는 디스플레이 사업부 매출로 직결

톱텍은 창사 이래로 삼성에 디스플레이 관련 자동화설비를 납품하면서 기술력을 키워 왔다. 톱텍의 디스플레이 부문에서 삼성이 차지하는 비율은 무려 97%로, 거의 전량을 삼성에 납품하고 있다. 삼성은 현재 아몰레드를 그룹 전체의 성장동력으로 삼고 공격적인 투자를 진행하고 있다. 톱텍은 이러한 투자의 수혜를 톱톡히 볼 것으로 전망된다.

#### V 새롭지만 강한 신사업부 - 나노화이버/종이접기 기기

동사는 축적해온 기술력을 바탕으로 나노화이버/종이상자 접이기 까지 생산 커버리지를 확대하였다. 그리고 본격적인 시작은 11년 부터다. 동사가 작년 세계 최초로 개발한 나노화이버 양산기기는 11년에만 750억 매출이 예상, 향후 톱텍의 매출액의 질과 규모를 혁신적으로 증가시킬 것이라 예상된다.

#### V 조용하지만 강한 사업부 - 태양광 분야의 선전

톱텍의 2009년부터 태양광 관련 사업에 뛰어들었고, 이를 신성장동력으로 삼고 있다. 09년 태양광 관련 매출액이 전체 매출액의 30%에 달했고, 그 매출액이 점점 증가하고 있다. 11년 5월 현재까지 매출액은 이미 전년도 매출액을 뛰어넘었다. 톱텍은 모듈 제조 장비에 있어 좋은 기술력을 가지고 있어 세계 태양광 모듈 시장의 확장이 매출 증가로 이어질 것으로 보인다.

적정주가:

35,545원

현재주가:

24,100원 (5/13 기준)

상승여력: 47%

시가총액 3,774억 원

ROE 21.85%

ROA 10.87%

영업이익률 8.86%

배당수익률 0.02%

P/E Ratio 28.24

P/B Ratio 5.19

주요주주:

이재환외 2인 : 52.00(%)



리서치 1팀

팀장 : 조창현

팀원 : 김용안

원소정

최유경

황인선

## I. 왜 톱텍인가..? 지금 사도 될까..?

### 1. 톱텍은 지금 고점이다?

가파른 주가 상승  
너무 비싸지 않나?

2009년 9월 상장 이후 톱텍의 주가는 1년간 잔잔한 흐름을 보였다. 하지만, 2010년 10월을 기점으로 톱텍의 주가는 가파른 상승곡선을 보이며 현재까지 약 7개월간 3배 가까이 급등했다. 2010년 말 순이익 기준 현재 PER은 28배 수준으로 2010년에 전년 대비 80% 가량의 어닝 서프라이즈를 달성한 점을 감안하더라도 투자자 입장에서 '고점이 아닌가' 하는 우려를 가질 수 있다.

2011 예상 PER 8.9

하지만 2011년 예상되는 실적을 감안한다면 이야기가 달라진다. 본 리서치팀에서 추정한 톱텍의 2011년 실적 전망치는 매출액 3,218억, 영업이익 477억, 당기순이익 424억으로 전년대비 각각 143%, 307%, 245% 가량 증가한 수치이다. **외형과 수익성에 있어 가파른 성장이 예상되며 2011년 말 순이익 기준 PER은 8.9배에 불과하다.**

공격적이지만,  
가시적이며 무리 없는  
실적 전망

실적 Upside에 대한 전망 자체는 매우 공격적으로 보일 수 있다. 하지만 전년도 수주 잔고가 1,280억, 2011년 기 달성한 신규 수주가 1,033억으로 **1) 총 2,313억의 수주를 이미 확보한 상황, 2) 대부분의 수주가 올 8월 내로 종료된다는 점, 3) 주력사업인 디스플레이 장비산업의 특성상 수주가 큰 공백 없이 연속된다는 점**을 감안할 때 매우 가시적이며 무리 없는 전망이라고 판단된다.

### 2. 목표주가 35,545원으로 투자의견 Buy 제시.

목표주가 35,545  
상승여력 47%

SMIC Research Team 1에서는 톱텍에 대한 목표주가로 35,545원을 산정, 투자의견 Buy를 제시하며, 이후의 투자포인트와 Valuation을 통해 목표주가에 대한 근거를 자세히 제시할 것이다.

자료 1. 2010년 말 품목별 수주 잔고			자료 2. 2011년 신규수주 내용(~5. 13)				
품 목	종료 시점	금액(억)	품 목	업 체	시작	종료	금액(억)
디스플레이	2011. 3	545	AMOLED 장비	SMD	4/16	7/1	482
자동차/2차전지	2011. 2	21	AMOLED Cutting M/C Line	SMD	4/8	7/31	159
태양광	2011. 4	106	태양광 발전 시스템 설치	Antares Novara(Italy)	3/17	8/31	212
*나노/레이저	2012. 12	600	K4 검사 라인 및 포장라인	아반스트레이트코리아	3/9	8/31	72
기타	2011. 3	7	LCD 제조설비	삼성전자	1/13	4/15	108
합계		1,280	합 계				1,033

출처 : 사업보고서

출처: 전자공시시스템

\* 나노수주는 11/12년 각 300억씩 반영될 예정

## II. (주)톱텍 - 기존사업과 신사업의 조화

### 공장자동화

#### 산업 전문기업

#### 1. 기업개요

톱텍은 공장자동화(Factory Automation: FA)장비 전문기업으로 1996년 6월 20일에 설립 되었으며 2009년 9월 15일 자로 코스닥 시장에 상장된 기업이다. 주력사업인 FA 장비사업은 디스플레이 제조장비사업, 2차전지 제조장비사업, 자동차부품 제조장비로 구성되어 있으며 이와 더불어 태양광 관련사업과 나노 화이버 양산 제조장비 등의 신성장동력 사업군을 영위하고 있다. 톱텍은 2010년 1322억원의 매출액을 기록하였으며 매년 성장을 거듭하고 있다.(그림 1)

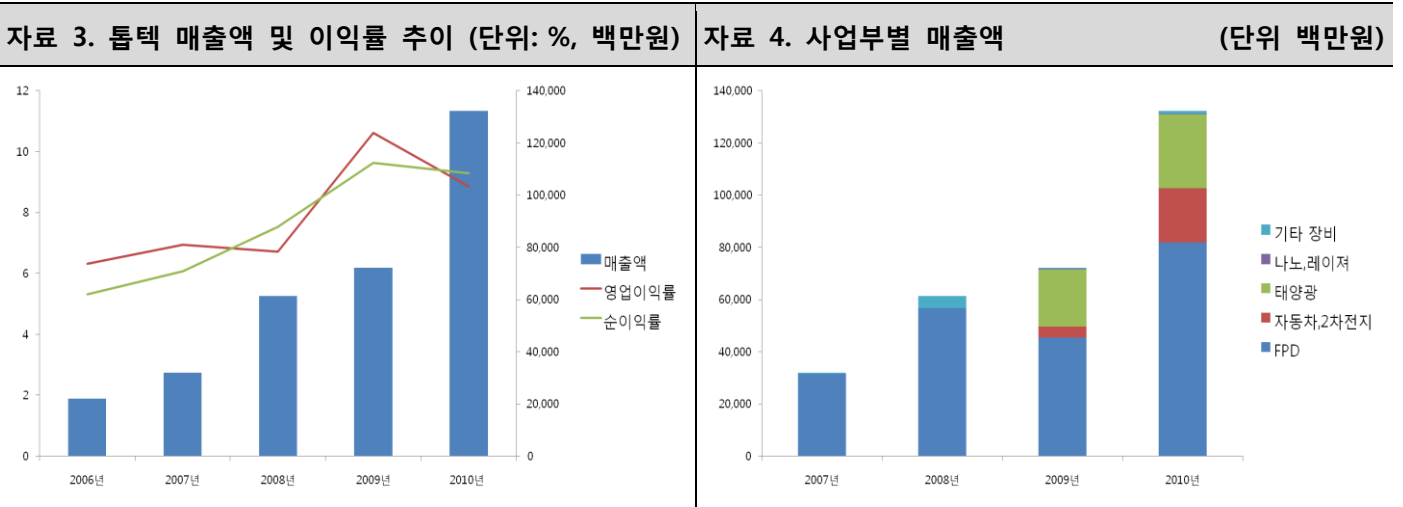
### 삼성과 함께하는

#### 디스플레이 사업

#### 2. 사업부 소개 및 사업부별 매출액

디스플레이 제조장비 사업은 톱텍의 주력사업으로써 설립 년도인 1996년부터 톱텍이 영위하고 있는 사업이다. 톱텍은 삼성SDI의 CRT설비의 신규투자과 기존설비에 대한 개 보수 작업에 참여하는 것을 시작으로, 이후 2000년도 삼성SDI의 PDP 양산화에 따른 설비투자에 참여 해 왔다. 이후 2005년 PDP 설비의 실적을 토대로 삼성전자의 LCD 설비 시장에 참여하게 되어, Index 및 ITO sputter 투입자동화, 기구조립 자동화 등을 수행하였으며 2006년에는 삼성 SDI의 AM-OLED의 양산화 설비투자에 참여하여 Index 및 기판투입물류, Slim포장물류 등의 프로젝트를 수행하였다. 이후 AM-OLED 사업부가 삼성 전자와 삼성SDI의 합작법인인 삼성SMD로 넘어간 후에도 AM-OLED 증설투자에 참여하여 Index 및 Glass Cutting 장비인 Cell & Edge Scriber 등을 납품하고 있다.

2010년 디스플레이 사업부문 매출액은 818 억원으로 전체 매출의 62%를 차지하고 있으며 글로벌 금융위기로 인한 경기침체에 따른 전방산업의 신규설비 증설이 감소한 2009년을 제외하면 전체적으로 견조한 성장세를 보이고 있다.



출처: 톱텍 사업보고서

출처: 톱텍 사업보고서

**2차전지와 자동차 사업으로 확장**







톱텍은 디스플레이 제조장비 사업의 노하우를 바탕으로 2009년부터 삼성 SDI의 2차전지 설비 투자 사업에 참여함으로써 2차전지 제조장비 사업으로 사업부문을 확대하였다. 이러한 자동화 설비제조 기술능력을 바탕으로 자동차부품 제조공정용의 제조설비 등에 응용하여 적용하여 현대모비스와 한라공조의 자동화 라인을 수주, 판매하고 있다. **2010년 2차전지와 자동차사업 부문 매출은 전체 매출액의 15.8%에 해당하는 210억이다.**

**신성장 동력의 확보**

톱텍의 주요 매출비중은 삼성 중심의 디스플레이 설비위주로 구성되어 있다. 이러한 안정적인 매출처의 확보는 긍정적인 측면이 있으나, 삼성 중심의 단일 매출처로 인한 위험성과 디스플레이 설비이라는 단일 사업을 영위하는 데에서 오는 향후 성장성의 한계가 존재한다. 이를 극복하고자 톱텍은 **신성장동력으로 태양광사업과 나노,레이저** 부분의 사업을 전개하였다.

**향후 핵심은 태양광 사업과 나노,레이저 사업**

톱텍의 태양광 사업은 태양광 발전시스템 설치공사, 태양광 모듈생산설비 제조로 구성되어 있으며 자회사인 티앤솔라를 통하여 셀과 모듈을 생산하고 있다. 나노, 레이저 사업부분은 톱텍이 장기 성장동력으로 육성하는 사업부로서 지속적인 기술개발을 진행 중에 있으며 그 결과 **2010년에 나노 화이버 양산 설비 개발에 성공하였다. 태양광의 2010년 매출액은 281억원으로 전체 매출액의 21.2% 규모이며, 나노 화이버 양산장비는 2011년부터 매출에 기여할 것이다.**

자료 5. 톱텍 기존 거래처			자료 6. 톱텍 신규 거래처		
FPD	AUTOMOTIVE	2차 전지	FPD & AUTO	NANO & LASER	태양광 사업
					

출처: IR

출처: IR

3. 재무분석

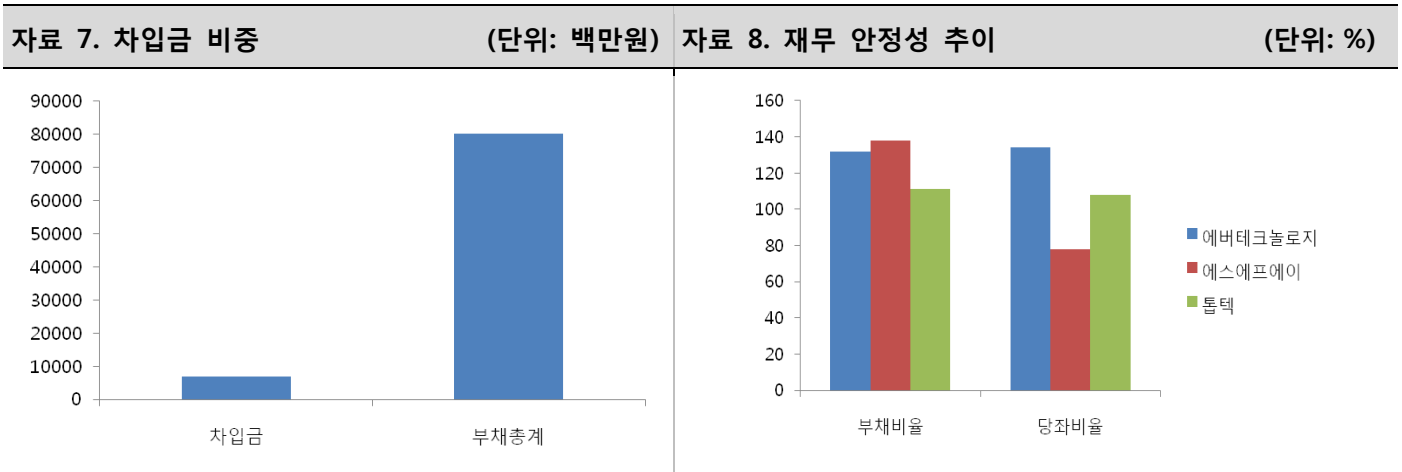
양호한 재무구조

- 낮은 차입금 비중

태양광 사업과 나노,레이저 사업 등의 신성장동력 사업전개로 인해 톱택의 부채 비율은 2009년 83.00%에서 2010년 111.02%로 소폭 증가하였고 당좌비율은 2009년 189.28%에서 108.99%로 감소하는 등 재무구조의 안전성이 낮아졌으나 비슷한 사업을 영위하는 경쟁사(에스에프에이 : 부채비율 138.49%, 당좌비율 78.03%, 에버테크노 : 부채비율 132.25%, 당좌비율 134.99%)대비 여전히 양호한 수준이다. 또한 2010년에 부채에서 차입금이 차지하는 비중은 8.73%로 차입금 의존도가 낮으며 이로 인해 발생하는 이자비용도 3.4억원 수준으로 이자수익인 9.7억원에도 못 미치는 낮은 수준을 보이고 있다.

지속적으로 개선될 것

또한, 톱택의 경우 기술집약적 사업을 영위하고 있어 기술개발 이후에는 특별히 많은 투자비용이 요구되지 않고, 나노화이버 양산설비 등의 매출이 당장 올해부터 본격적으로 발생할 것이기 때문에 재무구조 또한 지속적으로 개선될 것으로 보인다.



출처: 사업보고서, SMIC research team1

출처: 각사 사업보고서, SMIC research team1

### Ⅲ. 포인트1 – 삼성의 투자와 함께 간다!

#### 1. 디스플레이 관련 설비

CRT → LCD  
→ AMOLED

톱텍이 제공하는 F/A설비는 거의 대부분 삼성 계열사에 납품하는 디스플레이 관련 FA설비이다. 톱텍은 삼성SDI의 CRT설비투자에 참여하면서 디스플레이 F/A설비에 대한 기술력과 시장의 인지도를 얻게 되었었으며, 이후 삼성의 PDP, LCD 설비투자에 꾸준히 참여하면서 현재에 이르고 있다. 또한 최근에는 AM-OLED(이하 아몰레드) 증설투자에 참여하여 laser glass cutting 장비를 납품하고 있다.

삼성의 설비투자는  
톱텍의 수혜

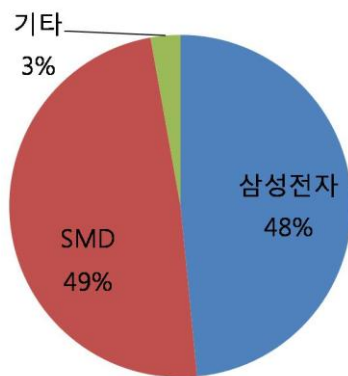
이렇게 삼성과 함께 가는 톱텍의 실적양상은 앞으로도 계속될 것으로 보인다. 톱텍은 1996년 설립 이래 삼성의 디스플레이 변천사와 함께 해왔다. 그만큼 기술의 유연성과 적응력을 삼성측에게 인정받았다는 의미로 해석할 수 있다. 최근 삼성그룹 차원에서 공격적으로 투자하고 있는 AM-OLED(이하 아몰레드)공장 설비에서도 여전히 톱텍은 수주 대열에 합류하고 있다. 앞으로 진행될 투자에서도 톱텍은 계속 수혜를 볼 전망이다.

#### 2. 삼성의 공격적인 투자

삼성의 공격적인 투자  
그 중심은 아몰레드

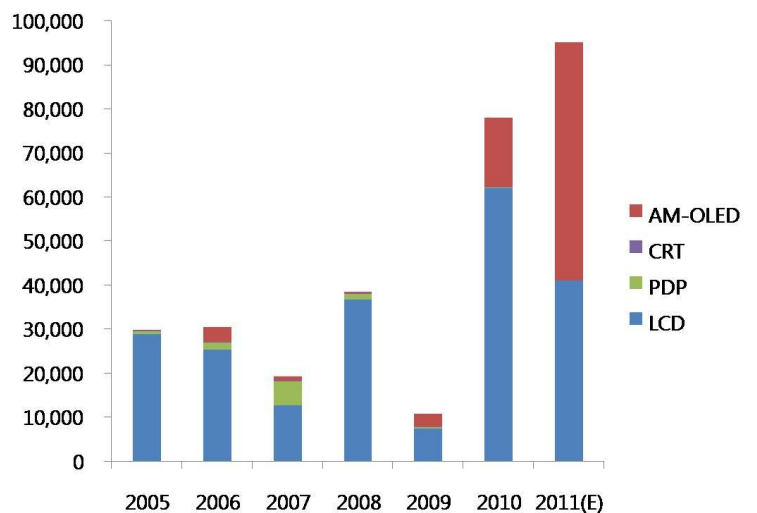
삼성은 그룹 전체적인 관점에서 디스플레이 차별화를 중요한 미래 성장 전략으로 삼고 대규모 투자를 진행하고 있는데, 그 중심에 아몰레드가 있다. 아몰레드 수요는 3분기 이후 수요가 공급을 크게 웃돌 것으로 예상되는 상황이며 앞으로 디스플레이 시장에서 LCD를 대체할 것으로 전망되고 있다. 삼성은 현재 전세계 아몰레드 시장의 97%를 차지하고 있는 압도적인 1위 업체로 향후 시장 선도자의 위치를 굳건히 하기 위하여 공격적인 투자계획을 가지고 있다.

자료 9. 디스플레이 부문 수주 중 삼성 의존비율



출처: DART

자료 10. 삼성그룹의 디스플레이 부문 투자금액 (단위 : 억원)



출처: 삼성전자, SDI, SMD 사업보고서

삼성의 2011년  
투자규모는 10.8조

삼성그룹은 연초 2011년 총 43.1조원의 투자계획을 발표했다. 총 투자액 43.1조원 디스플레이 관련 시설투자는 10.8조원이다. 이는 역대 최대 규모의 투자로 이러한 계획이 점차 구체적으로 실행에 옮겨지고 있다. 올해 4월 25일 삼성전자는 중국에 LCD공장 착공 계획을 발표했으며, 삼성모바일디스플레이(이하 삼성SMD)는 주주인 삼성전자와 삼성SDI를 통해 총 3조 4천억원을 증자하여 현재 5.5세대 아몰레드 신규라인에 대한 투자가 진행중이다.

### 3. 톱텍의 디스플레이 매출 추정

7월 말까지의  
확정 매출만 1,294억

먼저 톱텍의 2011년 매출을 추정한 뒤 이후 장기적인 매출을 추정하기로 한다. 먼저 톱텍이 삼성으로부터 얻는 수주는 짧게는 3개월 길게는 1년의 기간으로 이루어져 있고 주로 3개월에서 6개월 사이로 이루어진다. 그리고 하나의 프로젝트가 끝나면 다시 같은 계약을 맺는 방식으로 진행된다. 현재 톱텍의 디스플레이 부분 10년말 수주잔고는 545억이며 2011년 7월 말까지의 수주액은 총 749억원으로 . 보수적으로 접근하며, 남은 기간동안에는 7월 말까지 수주액의 절반만 수주한다고 가정하여 **2011년 디스플레이 사업부의 총 매출액을 1,669억으로 추정하였다.**

2012년 이후의 매출을 추정하기 위해 1) 삼성전자의 LCD 투자액과 아몰레드 투자액을 구분하고 각각의 금액을 먼저 추정하며, 2) 여기에 삼성의 디스플레이 부분 투자액 대비 평균 수주율을 곱하는 방법으로 추정하였다.

삼성전자 향후  
투자액 추정

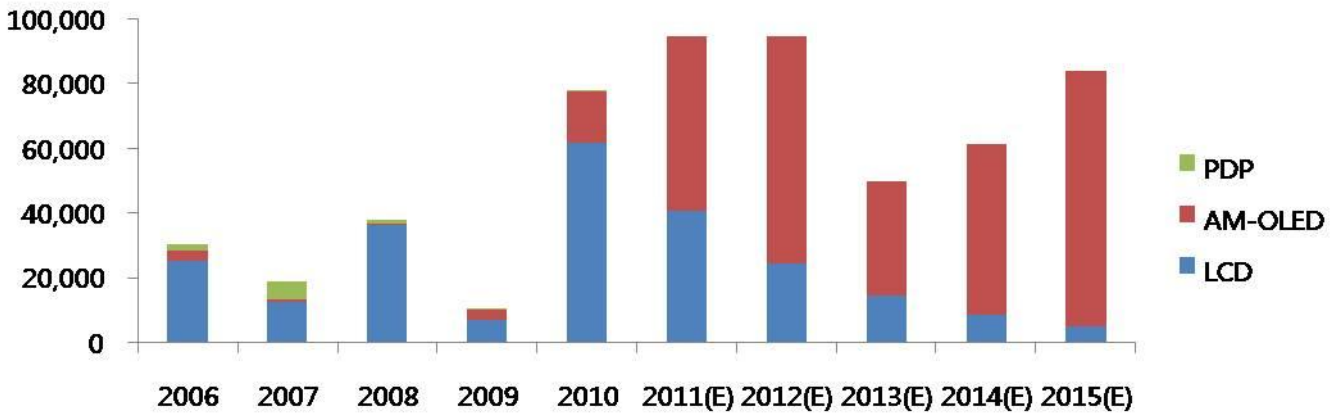
1) 먼저 삼성전자의 투자액 중 LCD 해당분과 아몰레드 해당분을 구분하여 투자액의 변화를 추정한다. 디스플레이 시장은 앞으로 아몰레드를 중심으로 개편될 것이다. 따라서 **LCD 투자액은 점차 줄어들 것이고 아몰레드에 대한 투자액은 점차 줄어들 것으로 전망된다.** 아몰레드에 대한 투자는 삼성이 세계 유일의 양산체제를 갖추고 있다는 점에서 앞으로 공격적인 투자가 예상됨을 반영하였다. 또한, 기존의 디스플레이 투자가 그랬던 것처럼 공급과잉에 따른 투자감소가 2013년쯤에 일어날 것이라 예측하여 아몰레드 투자가 절반으로 축소될 것이라 반영하였고, 이후에는 투자규모가 완만하게 증가할 것으로 예측하였다.

2006~2011년  
평균 수주율 적용

2) 2006년부터 2011년까지 삼성전자의 총 투자액 대비 톱텍 수주금액이 차지하는 비율을 평균하여 평균 수주율을 구하고 이를 2015년까지 적용한다. 이 때, 보다 정확한 추정을 위하여 가장 높은 수치와 낮은 수치는 제외한 4개년의 평균 수치를 적용하였다.

자료 11. 삼성그룹 디스플레이 부문 투자금액 추정

(단위: 억 원)



출처: 사업보고서, SMIC Research Team 1

자료 12. 톱텍 디스플레이 부문 수주율 / 매출액 추정

(단위: 억 원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)	2015(E)
삼성그룹 투자금액	30,437	19,120	38,380	10,657	77,995	94,973	94,765	49,842	61,480	84,249
톱텍의 매출	221	319	567	454	818	1,580	1,388	730	900	1,234
연별수주율	0.726%	1.668%	1.477%	4.260%	1.049%	1.664%				
평균수주율	1.465%									

출처: 사업보고서, SMIC Research Team 1

## 2.2 이차전지 및 자동차 부품 생산기기 부문

### 자동차 부품과 2차전지 부문으로 확장

동사는 이차전지 및 자동차부품 생산을 위한 자동화 설비 기기를 공급하고 있다. 이차전지 고객사는 삼성 SDI, 자동차용 이차전지를 생산하는 SDLimotive이다. 이차전지 양산과정에서 리튬과 공기와의 접촉을 막기 위해 공정의 자동화와 진공설비가 중요한데, 동사의 설비는 전지 제조 과정에서 캡과 충전과정을 마무리하는 역할을 한다. 이차전지 설비기기의 공급처인 삼성 SDI와 SBLimotive 가 올해 각 3095억, 500억 설비투자계획을 발표했으며, 11년 SDI로부터 53억(2개 분기 기준)의 수주를 받은 바 있다.

자동차 부품은 한라공조, 현대모비스에 공급한 바 있으며, 09년 이후로 새롭게 개척한 매출처로 현대모비스와 한라공조 이외에도 매출처를 다변화하고 있으나 기존의 매출 규모가 작년 한해 75억으로 크지 않고 부정기적으로 발생한다는 점에서 11년 매출은 예년과 비슷한 수준이 될 것이라고 예상한다.



## VI. 포인트2 - 나노왕 김톱텍.

### 1. 나노화이버 양산 장비

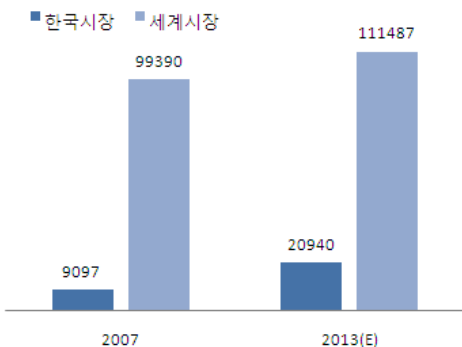
세계 최초  
나노화이버 양산기기

동사는 지난해 11월 나노섬유 대량 양산기기 개발을 성공하였다. 나노화이버 장비사업은 08년 다기능 나노 화이버 시스템에 대한 국책연구 수행을 시작으로 3년간 진행시켜온 것으로, 공시에 따르면 대량 양산이 가능한 최초의 기기라고 한다. 이 기기는 **대당 150억원, 수익률 30%에 이르는 고가/고부가가치의 장비**이다. 11년 나노섬유기기의 본격적인 매출이 시작되며, 나노섬유사용이 본격화되는 시점 이후부터는 디스플레이 사업부문에 근접하는 톱텍의 확고한 성장동력으로 자리매김할 것이라 예상된다.

나노화이버에 대한  
무궁무진한 수요 기대

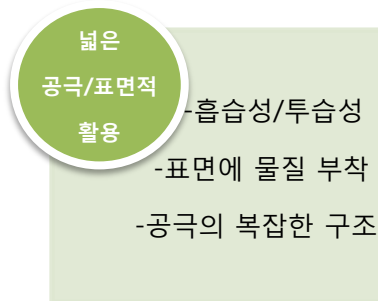
톱텍의 나노화이버 기기의 전망은 긍정적으로 평가된다. 첫째, 나노섬유는 기존 섬유 시장을 개척하는 신 소재로 나노섬유 및 생산기기에 대한 잠재적인 수요가 무궁무진하기 때문이다. 나노섬유(nanofiber)란 직경 100nm 이하의 섬유로, 기존 극세사(microfiber)보다 한층 얇고 가는 섬유를 일컫는다. 단위 면적 당 표면적을 크게, 밀도를 낮게 할 수 있으며 섬유 입자의 배열, 표면에 부착하는 물질에 따라 특성 또한 다양해지기 때문에 적용될 수 있는 분야가 무궁무진하다. 지금까지는 필터와 크리너, 저항막의 소재로 주로 이용되고 있으나 향후 기술개발에 따라 코팅소재, 생체 및 조직공학용 소재, 에너지 저장소재 및 센서 분야 까지도 적용이 예상된다. 현재 전망되는 나노 섬유의 12년 예상 시장규모는 한국 2조 940억원, 세계 11조 1,487억원으로 추정된다.

자료 13. 나노섬유 시장전망 (단위: 억원)



출처: 한국과학기술정보연구원(2007)

자료 14. 나노섬유의 특성



출처: 한국섬유산업협회

자료 15. 나노섬유 적용분야

분야	응용
필터	에어,오일,수처리
IT	2차전지 분리막
의료	창상제,인공피부
군사	방탄복, 보호복
생활용품	인조가죽, 클리너

출처: 한국섬유산업협회

나노섬유의 양산이 가능한 기기가 전무한 실정

둘째, 상용화 단계에서 나노섬유의 대량 양산이 가능한 기계는 전무한 실정이고 톱텍의 기기가 유일하기 때문이다. 현재까지 나노섬유에 관한 특허권을 보유한 국가는 미국, 일본, 체코 등이며, 기존 기계 또한 실험제작을 위한 데모기계이거나 직경이 나노에 미치지 못하는 극세사(microfiber) 양산 설비가 전부였다. 현재 나노섬유를 상품화하여 유의미한 실적을 거두는 회사는 Donaldson(미국), Finetex(미국) 정도이며 Dupont은 한국 기업인 나노테크닉스에서 섬유막 양산에 관한 기술을 제공받아, 멤브레인 필터부분에 한한 양산을 하고 있다.

동사의 기계는 하루 20만 7000m<sup>2</sup> 생산이 가능하여 기존 1m 길이 이하로 섬유를 뽑아내던 장비와 비교, 생산규모를 비약적으로 확대시켰다. 실제로 한국기업인 FTENT가 나노섬유에 있어 수위기업인 Finetex에 7년간 약 2,400만 m<sup>2</sup>의 기능성 의류용 멤브레인 나노섬유를 제공하였다는 점을 고려하면, 하루 20만 제곱미터인 톱텍 기기의 생산규모는 획기적이며 나노섬유의 상용화를 실질적으로 가능케 할 만 하다고 판단된다.

자료 16. 나노섬유 양산기술단계

회사명	섬유계열	개발단계
Donladson	필터류	필터류 양산성공
Finetex	호흡성 소재 / 섬유막	FTENT(한국)가 양산설비에 기술 제공
듀폰	필터/호흡성 소재	나일론, 폴리에스텔 계 나노섬유 개발
도레이, 미쯔비시, 텐진	양산기술개발시도	
톱텍	세계최초 나노섬유 양산장비 개발	

출처:한국생산기술연구원, SMIC Research 1 Team

Itochu systech와 판매 공급계약 체결

실제로 중국의 섬유회사인 Wanshu group과 총 4대(600억원)의 장비공급을 개발과 동시에 계약하였으며 세계적인 판매망을 구축하기 위해 섬유기계 유통업체인 ITOCHU SYSTECH와 판매대리계약을 체결하였다. 본 계약을 통해 기기의 기술력을 인정받았으며, 전세계적인 이토추사의 공급망을 이용하여 본격적인 납품이 가능하게 되었다.

11년 750억, 12년 1500억 매출 추정

그렇다면 나노화이버 장비로부터의 매출은 어떻게 될까? 작년 11월 출시된 이후 10년 500억(2대)의 매출이 발생한 바 있고, 기업 내부적으로는 11년 5대(750억), 12년 10대(1,500억), 14년 15대 (2,250억)을 무난하게 달성할 것이라고 보고 있다. 1) 중국기업으로부터 개발과 동시에 4대를 수주하였다는 점 2) 기기의 개별적인 경쟁력이 충분하다는 점, 3) 나노섬유를 이용한 기능성 섬유가 본격적으로 출시될 것이라는 점 4) 이토추 상사를 통해 해외판매가 이루어질 것이라는 점에서 12년 까지의 내부가이드 달성 가능성은 충분하다고 판단된다. **분명 나노화이버 양산 기술은 아직 초기단계이며, 나노섬유는 기존 섬유 대체 및 신 수요를 만들어 갈 것이므로 잠재력은 무궁무진하다.**

그러나 13년 이후, 경쟁사로부터의 기술 catch-up이 가능하다는 점(-요인), 수익성이 높아 판매대수에 따라 기업 전체의 이익이 크게 변동한다는 점을 감안하여, 보수적 추정을 위해 시나리오별로 나누어 이후의 Valuation에 반영할 것이다.

**2. 나노화이버 받고 하나 더, Paper Case Former**

**종이상자 자동접이기 (Paper Case Former)**

톱텍은 5월 11일 IR설명회에서 투자설명과 함께 포장관련 업계 관련자들을 초청하여 종이상자 자동접이기(이하 PCF) 개발을 발표하고 제품 설명회를 가졌다. PCF는 다양한 규격의 종이상자를 일일 14,400개(8시간 기준) 가량 생산할 수 있는 FA장비이다.


**기존 수공업 방식을 대체하는 자동화 장비**

기존에 여러 분야의 생산업체는 업종별로 상자의 형태나 규격이 다양하여 외주를 통한 수작업으로 상자를 제작해왔고, 시기별 제품공급의 불균형으로 인해 여러 문제를 가지고 있었다. PCF는 제조업종별·규격별로 다양한 Size를 생산할 수 있도록 다양한 제품군으로 나뉘어져 있으며, 수작업과 비교했을 때 동일시간에 6~8명분을 생산할 수 있다. 또한, 인건비 절감뿐 아니라 특정 시기에 집중적으로 발생하는 대량수요에 대응할 수 있고, 보관 및 물류비용을 절감할 수 있는 효과를 가져올 것으로 보인다.

**연간 1억원/대 가량의 인건비 절감**

1) 그렇다면 PCF는 인건비를 얼마나 절감할 수 있을까? 명당 인건비를 120만원/달로 가정할 때, PCF 1대의 CAPA에 해당하는 7명에 대한 연간 인건비는 약 1억원이다.(120만x7명x12개월) PCF의 가격이 2억원에 기타 추가적인 비용이 전혀 들지 않음을 감안할 때, 제조업체들에게 경제적으로 충분히 매력적인 장비로 판단된다.

2) 그렇다면 PCF를 얼마나 팔 수 있을까? 회사 가이드에 따르면 올해 50대를 시작으로 12년 150대, 13년 200대, 14년 250대 등으로 판매량을 지속적으로 늘려간다는 계획이다. 국내에서 포장사업을 영위하는 기업 수는 2만여개에 이르며(출처 : 톱텍) 이 중 대량수요가 필요한 기업이 1,000여개 정도로 가정한다면, 1)에서 언급한 바와 같이 PCF의 경제성이 충분하다면 수요는 어느 정도 존재할 것으로 보인다. 뿐만 아니라, 해외시장에도 독점판매계약 등을 통해 해외진출을 모색할 것으로 보인다.

자료 17. 종이상자 자동접이기(PCF)	자료 18. PCF 성능 비교		
	구 분	시간당 생산량	1일 생산량 (8시간 가동 시)
	수작업	240EA	240EA X 8 = 1,920EA
	PCF	1,500EA	1,500EA X 8 = 12,000EA

출처 : 톱텍

출처: 톱텍 IR자료

## V. 포인트3 – 태양광 경쟁력도 만만치 않다.

### 1. 이제까진 잘해왔다

- 1) 발전시스템 공사
- 2) 모듈 제조장비
- 3) 셀, 모듈 제조

앞에서 보았듯이 톱텍이 태양광 발전산업에 있어 **진행하고 있는 사업은 발전시스템 공사/태양광 모듈 제조용 생산설비/셀, 모듈 제조 이 3가지**이다. 발전시스템 공사는 태양광 발전소를 하고자 하는 업체에 직접 수주를 받아 공사하는 방식으로 진행되며, **태양광 모듈 제조용 생산설비**의 경우 톱텍이 최초로 국산화한 기계들로 laminator와 tabbing&striving 이 두 가지인데, 이 두 기계는 모듈 생산 부분에서 큰 비중을 차지한다. 마지막으로 **셀, 모듈 제조** 사업은 톱텍에서 직접 하는 것이 아니고 자회사 티앤솔라를 통해서 하고 있다. 티앤솔라 회사의 매출액은 작년 기준 190억 정도이다. 현재 톱텍은 2009년부터 태양광 관련 사업을 전개해오기 시작했고, 이를 신성장동력으로 삼고 있다. **실제로 이 사업을 시작한 2009년 그 매출액은 전체 매출액의 30% 였으며, 2010년 태양광 분야 매출액은 더욱 성장하였다.** 그리고 올해 매출은 더욱 성장할 것으로 보인다.

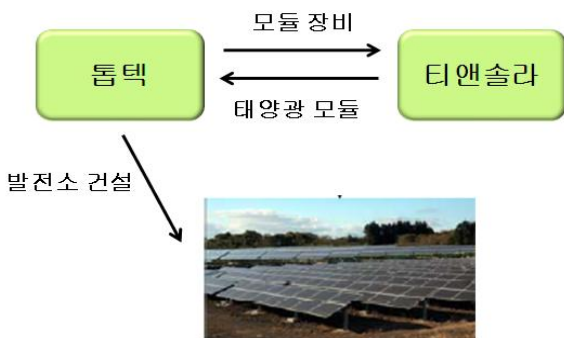
이미 10년 매출 이상을 확보한 상황

11년 5월 현재 톱텍이 태양광 사업에서 확보한 매출액은 이미 2010년 매출액을 넘어섰다. 확보한 매출액 345억 원은 수주잔고와 올해 수주한 2개의 계약의 액수 240억을 더한 것이다. 올해 수주한 계약은 작년 전체 매출액과 맞먹는데, 이 계약은 모두 올해 8월까지 모두 완료된다. 동사는 태양광 관련 산업을 주력 사업으로 삼기 위해 다양한 시장으로 진출하며 그 영업력을 키워가고 있는 것으로 보이며, 현재 가시적인 성과를 보이고 있다.

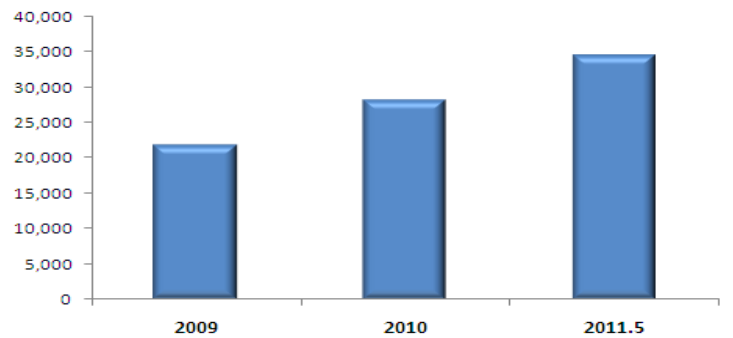
태양광 사업, 과연 성공할까?

그러나 현재 동사가 영위하고 있는 태양광 사업 중 발전소 공사 분야는 진입장벽이 낮은 편이고, 티앤솔라를 통해서 영위하고 있는 셀 및 모듈 제조 또한 진입 장벽이 높지 않다. **경쟁이 과열되고 있는 태양광 사업시장에서 과연 톱텍은 태양광 관련 사업을 주력 사업으로 할 수 있을까?** 우리는 톱텍이 태양광 사업을 신성장동력으로 삼을 수 있다는 것을 내적 요인과 외적 요인으로 나누어 설명하겠다.

자료 19. 태양광 관련 사업부문 구성 (단위: %)



자료 20. 태양광 사업부 매출액 변화 추이 (단위: 백만원)



출처: IR, SMIC RESEARCH TEAM 1

출처: IR, SMIC RESEARCH TEAM 1

2. 내적 요인: 작지만 탄탄하다!

i. 모듈 제조 기계의 기술력

자회사 티앤솔라에  
모듈 장비를 공급

톱텍은 모듈 제조 자동화 생산 설비인 Laminator와 Tabbing& Striving을 자회사인 티앤솔라에 공급하고 있다. 티앤솔라에서는 직접 셀과 모듈을 생산하고 있는데, 이를 통해서 톱텍은 내부적으로 매출처를 확보함과 동시에 기계 관련 feedback을 받거나 제조 장비의 기술력을 검증 받기도 한다.

모듈 효율  
국내 2위, 세계 4위

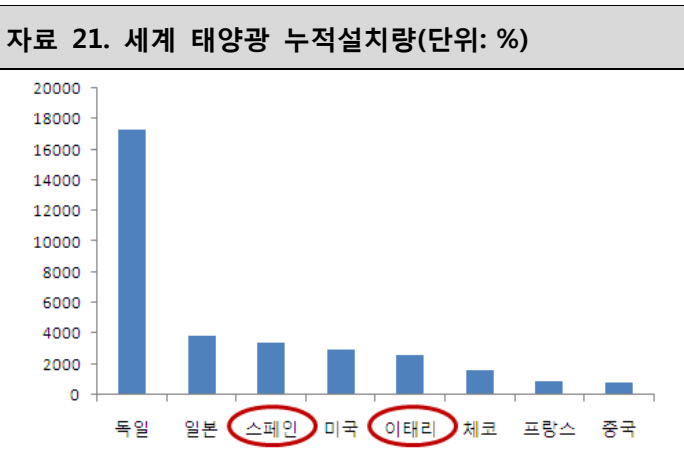
그런데 티앤솔라는 작은 회사지만 모듈 효율에 있어서 국내 2위, 세계 4위인 모듈을 만들어내고 있다. 모듈판의 효율은 셀을 어떻게 연결하고, 조립하느냐에 달려있다고 한다. 톱텍에서 만드는 tabbing 기계는 각 셀을 연결하는 일에 이용되고, laminator는 셀들을 강화시키는 역할에 이용되기 때문에 두 기계 모두 모듈의 효율성과 직결된다.

특히 티앤솔라의 모듈 효율이 높은 것은 3-Bus Bar의 사용, 즉 모듈을 만들 때 3개의 선을 이용하여 셀을 연결(tabbing)하기 때문으로 알려져 있다. 이 3-Bus bar tabbing 기계는 톱텍을 통해 공급된 것이다. 톱텍에서 만든 자동화 설비를 이용하여 모듈을 만드는 자회사 티앤솔라의 모듈이 그 효율성을 인정받아감에 따라 톱텍의 기술력 또한 간접적으로 검증이 되고 있으며, 이는 향후 추가적인 수주에 있어 하나의 reference로 작용할 것으로 보인다.

ii. 해외 진출도 활발함

- 1. 상당한 해외 수주
- 2. 해외업체 지분참여

톱텍의 수주규모가 크지 않다고 해서 이들의 진출 시장이 국내에만 한정되어 있는 것은 아니다. 올해 3월 톱텍은 이탈리아에 4.7 MW 규모의 발전시스템 공사를 수주하였다. 또한 스페인에서 태양광 모듈 제조장비를 공급함과 동시에 모듈 제조 회사인 ISOFOTON에 25%의 지분참여도 하였다. 이탈리아와 스페인은 각각 누적 설치 실적 세계 5위와 3위로 상대적으로 발달된 태양광에너지 시장이다. 즉, 이들 국가에서 수주를 따낸 것은 톱텍의 해외 영업력과 경쟁력을 보여주는 것으로 앞으로의 성장 가능성을 간접적으로 증명한다고도 볼 수 있다.



출처: IMCK

자료 22. 모듈 효율성 순위(2011년 4월 기준)

순위	업체명	국적
1	선파워	미국
2	산요	일본
3	신성CS	한국
4	티앤솔라	"
5	삼성전자	"
6	현대중공업	"
7	LG전자	"
8	솔라테크	"
9	LS산전	"
10	탑선	"

출처: 신재생에너지센터

3. 외적 요인: 태양광 시장 확대

태양광 발전의  
지속적인 성장

태양광에너지 세계 시장 성장률은 연평균 20%로 예상되고 있다. 이에 따라 국내 모듈 제조회사들의 세계 시장점유율은 5%에서 8.2%까지 성장할 것으로 예측되고 있다. 물론 국내 태양광 발전소 설치가 증가함에 따라 동사의 수주 가능성은 더욱 커질 것이고, 모듈 제조 시장이 커짐에 따라 셀, 모듈 장비 판매도 늘어날 것이다. 주목할 점은 태양광에너지 시장의 성장이 2가지 측면으로 톱텍에게 직접적인 영향을 주고 있다는 점이다.

i. 거래처들의 투자 확대

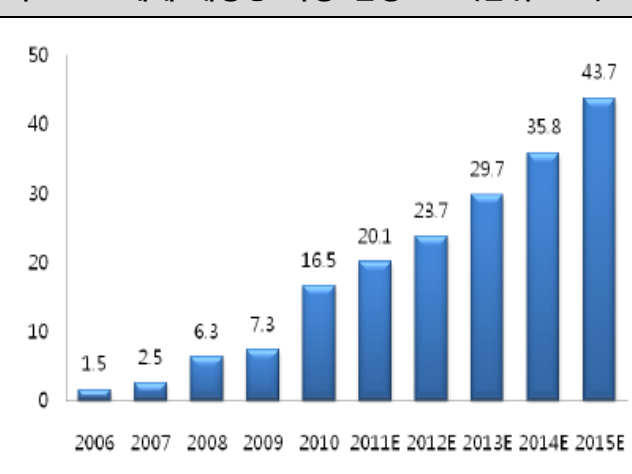
IR공시에 따르면 모듈제조 장비를 공급하는 업체는 자회사인 티앤솔라 외에 삼성전자, altisolar, viatron 등의 회사가 있다. 삼성전자를 제외한 다른 기업은 소규모의 기업이지만 티앤솔라는 앞에서 말했듯, 그 제품의 효율성을 인정 받은 톱텍의 자회사이고, alti-solar는 박막형 모듈에 있어서는 국내 최대 공장을 가지고 있는 회사이다.

삼성전자의 태양전지  
분야 6조 투자 계획으로  
로부터 수혜가 예상됨

위 거래처들이 태양광 시장이 성장함에 따라 그 투자를 확대하고 있다. 특히 삼성전자의 경우 작년 5월, 2020년까지 삼성의 5대 신수종 사업에 23조 원을 투자하겠다고 했고, 그 중 태양전지 사업에 6조 원 가량을 투자하겠다고 발표했다. 삼성전자는 2010년까지 시험 생산 라인을 모두 갖추었고, 올해부터 본격적으로 투자를 시작할 것으로 예상된다. 삼성전자는 이에 따라 시험 생산 라인 구축에도 장비를 납품했던 동사는 삼성전자의 태양전지에 대한 투자를 확대함에 따라 그 수혜를 입을 것으로 보인다. 삼성 전자 뿐 아니라 자회사인 티앤솔라도 작은 규모지만 CAPA를 계속해서 늘려가고 있다.

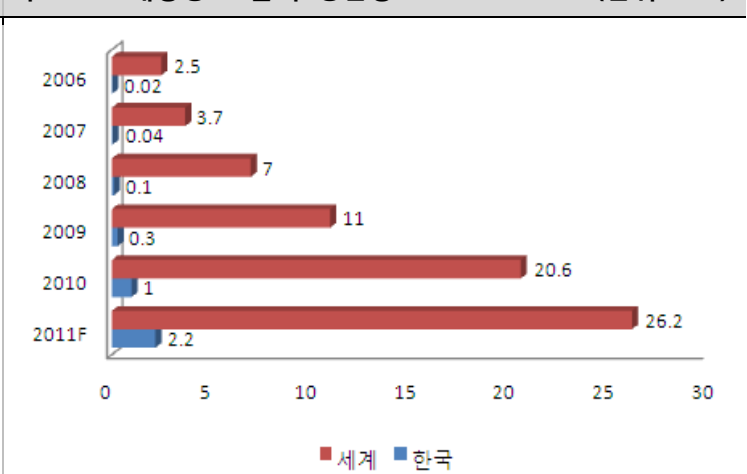
회사 내부에서는 향후 삼성전자 향 매출이 500억 원에 이를 것이라고 추정하고 있는 상황이지만, 삼성의 투자규모가 기간별로 가시화되지 않았기 때문에 현 시점에서 별도의 Premium은 부여하지 않기로 한다.

자료 23. 세계 태양광 시장 전망 (단위: GW)



출처: 솔라앤에너지

자료 24. 태양광 모듈의 생산량 (단위: GW)



출처: EPIA, SMIC RESEARCH TEAM 1

ii. RPS제도에 발맞춘 봉화군 태양광 발전소 투자

2012년부터 도입되는 RPS

RPS제도란 에너지사업자에게 공급량의 일정비율을 신재생 에너지로 하도록 의무화하는 것으로 2012년 총 의무할당량은 200MW이고, 그 의무할당비율은 점점 커져서 2016년에는 1200MW를 에너지 사업자가 의무적으로 공급해야 한다. 따라서 향후 에너지 사업자들의 태양광 발전 비중이 지속적으로 커질 것으로 보인다.

2,000억 규모의 발전소 자체 사업

톱텍은 경북 봉화군에 토지를 직접 매입하여 국내 단일지구 최대규모인 40MW 규모의 태양광 발전소를 건설할 예정이다. RPS제도(신재생 에너지 의무할당제)가 진행됨에 따라 2013년까지 발전소를 완공하여서 한국전력의 자회사에 매각할 계획이다. 이는 태양광 산업의 전반적인 성장세와 RPS와 같은 재생에너지 사업 촉진을 위한 제도들이 이어짐에 따라 자체적으로 발전소를 지어 공급하는 공격적인 전략이다. 톱텍의 공시에 따르면 약 2,000억 원의 매출이 발생할 것으로 보이는데, 기존에 4MW 규모의 발전소가 212억 원에 수주된다는 사실을 감안할 때, 과하지 않은 추정으로 보여진다.

봉화군 발전소 공사가 예정되로 진행된다면 2013년 매출이 발생할 것으로 보이는데, 이는 2010년 총 매출이 1,300억 정도였던 것을 감안할 때 매우 큰 규모이다. 또한, 토지 매입은 완료된 상황이지만 이후의 사업이 아직 가시화되지 않은 점을 감안하여 시나리오별로 나누어 이후의 Valuation에 반영하도록 하겠다.

자료 25. FIT와 RPS에 따른 국내 태양광 발전 규모 추이

(단위: MW)

	2009	2010	2011	2012	계
FIT 제도	50	70	80	0	200
RPS 시범사업	21	32	49	0	102
RPS 제도	-	-	0	200	200
기타 지원사업	27	30	33	50	140
합계	98	132	162	250	642

출처: 지식경제부

## VI. Valuation

톱텍의 적정 주가를 판단하는 데 있어 DCF Method와 PER Method를 사용하였다.

### <DCF Method>

#### 1. 매출액 및 영업이익 추정

톱텍의 실적 추정에 있어 사업부를 1) 자동차 장비 Part, 2) 태양광 Part, 3) 신사업 Part로 나누어 추정하였다.

##### 1) 자동차 장비 Part

디스플레이 부문의 경우 투자포인트1의 내용을 그대로 반영하였고 특별한 수익성의 변화는 없을 것이라 판단하였다. 자동차/2차전지 부문의 경우 2010년의 매출을 그대로 적용하였다.

1) FA 설비		2010	2011	2012	2013	2014	2015
디스플레이 (FPD장비)	매출액성장률	79.9%	104.0%	-18.4%	-47.4%	23.3%	37.1%
	매출액	818	1,669	1,362	716	883	1,211
	영업이익률	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
	영업이익	74	150	123	64	79	109
자동차 / 2차전지	매출액성장률	389.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	매출액	209	209	209	209	209	209
	영업이익률	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	영업이익	10	10	10	10	10	10
소 계	매출액성장률		82.9%	-16.3%	-41.1%	18.1%	30.0%
	매출액	1,027	1,878	1,571	925	1,092	1,420
	영업이익률	8.2%	8.6%	8.5%	8.1%	8.2%	8.4%
	영업이익	84	161	133	75	90	119

##### 2) 태양광 Part

태양광 사업부 매출 추정은 태양광 모듈 제조장비와 태양광 발전소 설치공사 부분으로 나누어 추정하였다.

태양광 모듈 제조장비 부분의 경우, 10년 말 수주잔고가 134억원으로 올 4월까지 반영되었고, 09년도 이후 꾸준한 성장세와 고정적인 매출처를 감안하여 250억의 매출을 올릴 것으로 추정하였다. 이후에는 연평균 15~10%씩 성장할 것으로 추정하였다. 이는 투자포인트3에서 언급한 바와 같이 향후 태양광 시장의 성장세와 동사의 경쟁력을 감안할 때 무리없는 가정으로 판단한다.

태양광 발전소 공사 부분의 경우 2011년 매출액을 260억으로 추정하는데, 이는 8월까지 종료되는 기 수주액이 212억에 이르고, 지속적으로 수주를 따내고 있다는 점을 감안할 때 무리없는 가정으로 판단한다.



2012년 이후의 매출추정은 투자포인트3에서 언급한 바와 같이 2가지 시나리오로 나누어 추정하였다.

시나리오① : 모듈 제조장비와 마찬가지로 2012년 이후에는 연평균 15~10%씩 성장할 것으로 판단하였다.

시나리오② : 자체 사업인 봉화군 태양광 발전소의 매출을 감안하여 2013년 매출액을 2,000억으로 추정하였다.

**2) 태양광 사업부(시나리오 ①)** (단위 : 억)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
태양광 모듈 제조장비 / 라인	매출액성장률	98.0%	63.4%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	매출액	153	250	288	331	364	400
	영업이익률	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
	영업이익	19	31	36	41	45	50
태양광 발전소 설치공사	매출액성장률	-7.9%	103.1%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	매출액	128	260	299	344	378	416
	영업이익률	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
	영업이익	18	36	42	48	53	58
소 계	매출액성장률		81.5%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	매출액	281	510	587	674	742	816
	영업이익률	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
	영업이익	37	68	78	89	98	108

**2) 태양광 사업부(시나리오 ②)** (단위 : 억)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
태양광 모듈 제조장비 / 라인	매출액성장률	98.0%	63.4%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	매출액	153	250	288	331	364	400
	영업이익률	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
	영업이익	19	31	36	41	45	50
태양광 발전소 설치공사	매출액성장률	-7.9%	103.1%	15.0%	568.9%	-82.0%	10.0%
	매출액	128	260	299	2,000	360	396
	영업이익률	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
	영업이익	18	36	42	280	50	55
소 계	매출액성장률		81.5%	15.0%	297.4%	-68.9%	10.0%
	매출액	281	510	587	2,331	724	796
	영업이익률	13.2%	13.3%	13.3%	13.8%	13.2%	13.2%
	영업이익	37	68	78	321	96	105

**3) 신사업 Part**

신사업의 경우 나노 화이버 양산장치와 종이상자 자동접이기로 나누어 추정하였으며, 투자포인트2에서 언급한 바와 같이 나노 화이버 양산장치에 대해 시나리오를 나누어 추정하였다.

시나리오(1) : 투자포인트2의 논리에 따라 나노 화이버 양산장치가 톱텍에서 제시한 가이던스대로 팔릴 것으로 추정하였다.

시나리오(2) : 투자포인트2에 따르면, 시나리오(1)이 충분히 실현가능하나, 다소 보수적인 추정을 위하여 2~30%를 연도별로 할인하여 추정하였다.

**3) 신사업부(시나리오 (1))** (단위 : 억)

		2011	2012	2013	2014	2015
나노 화이버 양산 장치	매출액성장률		100.0%	20.0%	25.0%	0.0%
	매출액	750	1,500	1,800	2,250	2,250
	영업이익률	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	영업이익	225	450	450	563	450
종이상자 자동접이기	매출액성장률		87.5%	33.3%		
	매출액	80	150	200		
	영업이익률	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	영업이익	24	45	50		
소 계	매출액성장률		98.8%	21.2%	12.5%	0.0%
	매출액	830	1,650	2,000	2,250	2,250
	영업이익률	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	영업이익	249	495	500	563	450

**3) 신사업부(시나리오 (2))** (단위 : 억)

		2011	2012	2013	2014	2015
나노 화이버 양산 장치	매출액성장률		75.0%	14.3%	25.0%	0.0%
	매출액	600	1,050	1,200	1,500	1,500
	영업이익률	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	영업이익	180	315	300	375	300
종이상자 자동접이기	매출액성장률		87.5%	33.3%	0.0%	0.0%
	매출액	80	150	200	200	200
	영업이익률	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	영업이익	24	45	50	50	40
소 계	매출액성장률		76.5%	16.7%	21.4%	0.0%
	매출액	680	1,200	1,400	1,700	1,700
	영업이익률	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	20.0%
	영업이익	204	360	350	425	340

**2. 순유형고정자산 / 순무형고정자산 추정**

재무분석에서 언급한 바와 같이 톱텍은 기술집약적 사업을 영위하고 있어 기술개발 이후에는 특별히 많은 투자비용이 요구되지 않는다. 2009~2010년에 걸쳐 나노 화이버 양산장치 등의 기술개발, 수주 확대에 따른 추가적인 토지의 확보 등이 완료된 상황이다. 따라서 2011년 매출이 큰 폭으로 증가함에 따라 순유형고정자산/매출 비중이 15%까지 감소할 것으로 추정하였고, 이후 완만하게 증가할 것으로 추정하였다.

순무형고정자산/매출의 경우 이후 특별한 변화가 없을 것으로 판단하여 2010년 수치인 2%를 적용하였다.

**3. 기타**

유·무형자산상각비, 영업용 운전자본, 기타영업용순자산의 경우 비중 자체가 작을 뿐더러 과거 10년간 유의미한 변화 추이를 보이지 않았고, 향후에도 특별한 변화가 없을 것으로 판단하여 과거 10년 평균치를 그대로 반영하였다.

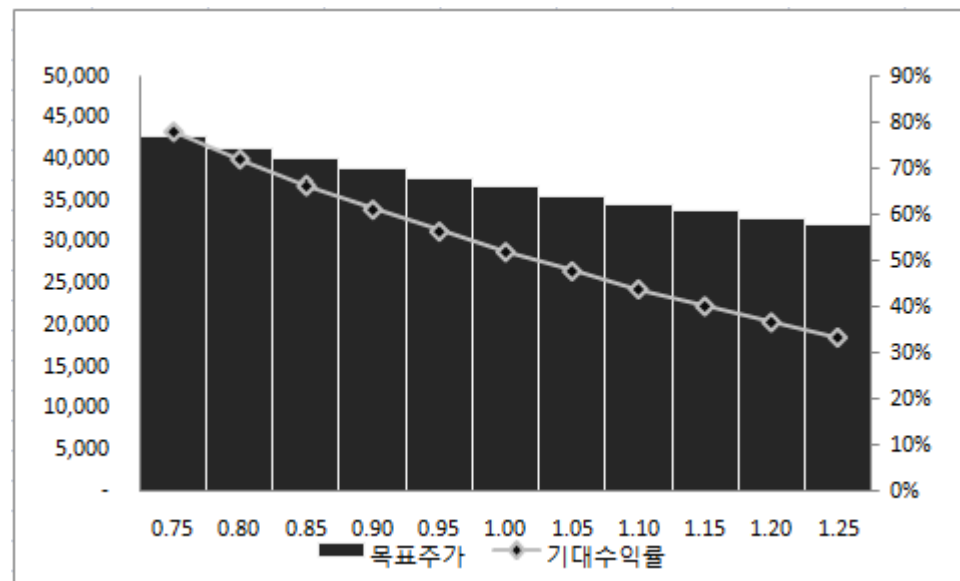
4. WACC 및 기타

한계조달금리로 신용등급 'A-'에 해당하는 회사채 금리 6%, 무위험수익률로 3년만기 국채수익률 3.66%, 한국시장 프리미엄은 관례에 따라 7%를 반영하였다. 52주 베타 1.0에 영구성장률은 0을 반영하였다.

5. 적정주가 산출(아래 그림은 시나리오 ②+(1))

WACC	10.54%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	125.60%
FCFF추정(2단계)	52,607,301
Terminal Value	498,980,748
현재가치의 합	184,262,538
PV of TV	316,557,629
현금 + 시장성유가증권	54,429,674
비영업용자산	8,879,644
Value of the Firm	564,129,485
(-)Value of the Debt	7,534,060
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	556,595,425
발행주식수	15,659,020
희석주식수	
목표주가	₩ 35,545
현재주가(5/13 기준)	₩ 24,100
기대수익률	47%

<베타 민감도 분석>



<시나리오별 적정주가 및 상승여력>

	적정주가	상승여력
시나리오 ①+(1)	34,795	44.0%
시나리오 ①+(2)	29,687	23.0%
시나리오 ②+(1)	35,545	47.0%
시나리오 ②+(2)	30,438	26.0%

<PER Method>

1. EPS 추정

절대적 가치평가 방법인 DCF 보완을 위해 PER Method를 사용하였다. 위에서 언급한 매출 추정을 통해 얻어진 11년 예상 당기순이익은 시나리오(1), (2)에 따라 각 424억, 385억이며, EPS는 각 2708, 2459이다.

(태양광 사업부 시나리오는 2013년에 적용되기 때문에 시나리오별 차이 없음)

2. 적정 PER 추정

	시가총액 (억)	10년 매출(억)	10년 영업이익률	주력 사업	신사업	10년 신사업 비중	PER (2010년 기준)	PER (2011년 기준)
에스에프에이	11,096	4,230	8.93%	FPD 자동화 및 제조장비	없음	0.0%	28.2	12.2
케이씨텍	2,723	2,303	9.96%	FPD 및 반도체 장비	없음	0.0%	10.8	8.7
AP시스템	2,972	1,543	(0.01)	FPD 및 반도체 장비	위성이동통신 서비스 사업	5.0%	(16.8)	11.8
주성엔지니어링	5,941	4,234	11.55%	FPD, 반도체, 태양광 장비	없음	0.0%	18.1	11.1
아바코	1,612	2,280	7.17%	FPD 제조장비	없음	0.0%	11.1	8.9
평균							17.1	10.5
톱텍	3,774	1,322	8.86%	FPD 자동화 장비	태양광 나노화이버	38.2%	28.2	

국내 FPD 장비업체를 비교한 위의 표에 따르면 톱텍을 제외한 5개사의 2011년 기준 추정 PER은 10.5이다. (증권사 컨센서스 기준, 출처 : Fnguide) 본 리서치 팀에서는 평균 수치인 10.5에 아래와 같은 근거로 15% 가량의 Premium을 감안하여 2011년 기준 적정 PER을 12로 추정한다.

1) 톱텍은 2011년을 기점으로 타 경쟁사 대비 폭발적으로 성장할 것으로 예상되며, 영업이익률도 14.8%로 상승할 것으로 예상되어 추후 경쟁사 대비 우월한 수익성을 보일 것으로 예상된다.

2) FPD 주력사업 외에 유의미한 신사업을 영위하고 있어 2010년 이미 38%의 매출이 신사업으로 발생하였으며, 2011년 이후 나노 화이버 양산장치 등을 통해 그 비중이 지속적으로 늘어날 전망이다.

### 3. 적정주가 산출

	예상 EPS	추정 PER	적정주가	상승여력
시나리오 (1)	2,708	12	32,496	34.8%
시나리오 (2)	2,409	12	28,908	20.0%

#### <결론>

SMIC Research Team 1에서는 DCF와 PER Method를 사용하여 다양한 시나리오별로 Valuation을 한 결과 20~47% 가량의 상승여력이 있는 것으로 추정하여 투자의견 Buy를 제시한다.

## VII. Appendix

Cash Flow Statement	GAAP (Non-Consolidated)			
	200712	200812	200912	201012
	GAAP (개별)	GAAP (개별)	GAAP (개별)	GAAP (개별)
영업활동현금흐름	-4	139	4	257
당기순이익(손실)	19	46	69	123
비현금수익비용과감	5	5	19	14
- 유무형자산감가상각비	2	2	4	7
- 유가증권환손익			-5	
- 순이자비용				
- 외화환산손익			0	-1
- 지분법손익			0	-0
- 기타	3	3	19	8
- 증권자본증감	-29	87	-84	120
- 매출채권증가	3	-11	-183	-36
- 재고자산증가	-4	-34	36	-280
- 채권채무증가	-25	71	57	348
- 기타	-3	61	5	88
투자활동현금흐름	-27	-118	-101	-567
- 유무형자산취득	-7	-15	-103	-149
- 유무형자산처분		0	5	0
- 유무형자산증감				-29
- 투자자산증감	-1	-13	-14	-55
- 기타	-18	-91	11	-334
재무활동현금흐름	19	4	254	210
- 차입금증가		1	52	11
- 차입금감소				
- 자본증가	20	4	198	199
- 배당금지급				-4
- 기타	-1	-2	-5	-6
기타현금흐름				
순입금흐름	-12	24	157	-100
- 기초현금	42	30	55	212
- 기말현금	30	55	212	111

Balance Sheet	GAAP (Non-Consolidated)			
	200712	200812	200912	201012
	GAAP (개별)	GAAP (개별)	GAAP (개별)	GAAP (개별)
비유동자산	76	100	210	436
- 무형자산	3	15	34	89
- 유형자산	68	80	175	317
- 감가상각자산	45	47	116	136
- 무형자산				29
유동자산	71	233	522	1,090
- 현금 및 당기예금	49	162	295	514
- 유가증권			12	
- 매출채권	8	19	200	235
- 재고자산	12	46	10	290
임대주채자산				
자산총계	147	334	733	1,526
비유동부채	27	17	61	69
- 사채				
- 장기차입금	22	14	59	68
유동부채	38	165	271	734
- 채권채무	27	99	156	504
- 단기차입금		3	5	2
- 유동상장기부채	2	6	5	5
- 이연부채				
부채총계	65	202	332	803
자본금	18	20	30	78
자본잉여금	18	20	211	369
자본조정			-2	-4
- 자기주식			-3	-6
- 기타포괄손익누계액			0	
이익잉여금	45	92	161	280
자본총계	81	132	400	723
순현재가치	-14	-105	-45	-160
순차익금	-25	-139	-237	-448
무라자본	54	-21	131	190

Income Statement	200712	200812	200912	201012
적용회계기준	GAAP (개별)	GAAP (개별)	GAAP (개별)	GAAP (개별)
매출액	319	614	721	1,322
매출원가	276	543	590	1,149
매출총이익	42	71	131	174
판매비와 일반관리비	20	30	54	56
인건비	12	17	34	28
감가상각비	1	1	2	3
연구개발관련비용				
영업이익	22	41	77	117
EBITDA	24	44	81	124
영업외손익	1	12	7	10
순금융비용	-0	-5	-3	-6
유가증권관련손익			5	
외화관련이익	-0	7	-1	1
지분법평가손익			-0	0
세전계속사업손익	23	54	83	127
법인세비용	4	7	14	4
계속사업손익	19	46	69	123
중단사업손익				
*법인세효과				
당기순이익(순손실)	19	46	69	123
EPS(원)(Reported)	604	1443	1504	790

## 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.