

2011년 05월 13일

# 이녹스(088390)

**BUY**

## 스마트기기 전쟁 속에서 웃는다.

### V 스마트기기 전쟁, 누가 이기든 매출 증대!!!

최근 스마트폰, 태블릿PC 등의 수요가 폭발적으로 증가함에 따라서 생산업체간 경쟁이 심화되고 있다. 이에 따라 이러한 스마트기기에 쓰이는 FPCB 생산업체들간의 경쟁도 치열해지고 있다. 그러나 FPCB 소재 시장은 이녹스가 주도하는 과점시장으로 이녹스는 대다수의 FPCB생산업체에 제품을 납품하고 있다. 누가 전쟁에서 승리 하든지 이녹스는 웃는다.

### V 사업분야 다각화로 성장 동력 확보!!!

이녹스는 기존 FPCB소재 중심의 매출 구조에서 반도체패키지소재, MCCL, EMI차폐 필름 등으로 다각화를 추진하고 있다. 이들은 앞으로 높은 수준의 성장이 기대되는 부문이다. 이녹스는 아산 신공장 완공 등으로 이들의 전용라인을 확보하고 매출을 증대시킬 수 있게 되었다. 앞으로 반도체패키지소재 및 신제품부문이 이녹스의 성장을 이끌 것이다.

### V 아산 신공장 완공으로 약 2배 규모의 Capa 증설!!!

이녹스는 지금까지 Capa부족으로 인해서 제품 수요가 있어도 모두 소화하지 못하였다. 그러나 2011년 1분기 아산 신공장 완공으로 Capa가 약 2배 규모로 확대되었다. 따라서 앞으로는 매출을 큰 규모로 확대시킬 수 있게 되었다. 또한 기존의 안성 공장을 반도체패키지소재 부문 전용으로 사용하는 등 제품별 전용생산라인을 갖춤으로써 제품 생산의 효율성도 제고할 수 있게 되었다. 아산 신공장은 앞으로 이녹스 매출 성장의 밑거름이 될 것이다.



적정주가:	23,746원
현재주가:	17100원 (05/13 기준)
상승여력:	39%

시가총액	1,455억원
ROE	22.4%
ROA	11.2%
영업이익률	12.8%
배당수익률	0%
P/E Ratio	14.84
P/B Ratio	2.75

주요주주:	
장경호 외 6인:	25.16%
유리자산운용:	5.34%

SMIC 리서치 4팀  
 팀장 한소은  
 팀원 조주현  
 박은경  
 채장진

# I. 이녹스, IT 소재 국산화의 선두주자

## 이녹스, IT소재 국산화의 선두주자

IT소재기업 이녹스  
(FPCB 소재 90%,  
반도체패키지소재 10%)

이녹스는 2001년 새한그룹에서 분사한 회사로 FPCB(연성인쇄회로기판) 소재를 최초로 국산화에 성공하여 생산해왔다. 그 후 2004년 반도체 패키지 소재 개발을 시작하여 현재 반도체 패키지 소재로 BM을 확장하여 국내외 반도체 업체에게 납품하고 있다. 그 비중은 FPCB 소재 90%, 반도체 패키지 소재 10%(2010년 기준)이다.

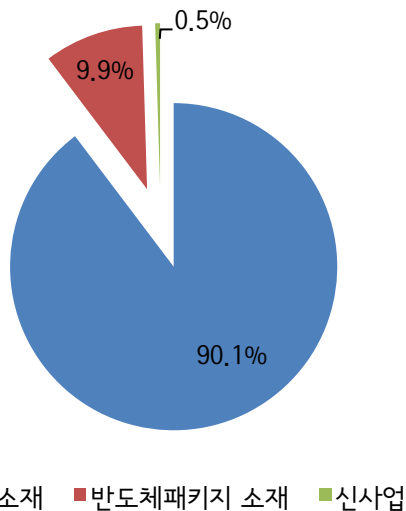
내수 위주의 매출 구조

이녹스는 국내 내수위주의 기업으로 그 비중은 내수68%, 해외32% 이다. 해외 매출의 경우 홍콩 현지 법인을 통한 매출과, 직접 해외 업체들과 연결된 매출이 양분하고 있으며, 차후 해외 고객사 다변화를 통한 직접 매출의 비중이 더 늘어날 전망이다.

소재산업의 특성  
-전방산업에 직접 영향  
-다양한 매출처

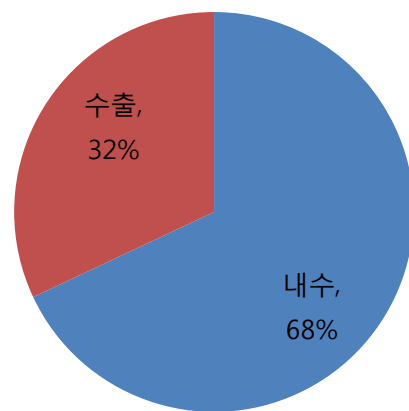
이녹스는 뛰어난 기술력을 바탕으로 IT 소재 국산화를 주도하는 기업이다. 소재기업의 특성상 전방산업에 직접 영향을 받으며 또한 국내외 100여 개 업체를 대상으로 판매하는 다변화된 안정적 매출처를 지니고 있다.

자료 1. 이녹스 2010 사업별 매출 비중



출처: 사업보고서

자료 2. 이녹스 내수/해외 비중



출처: 사업보고서

## FPCB 산업?

전자산업의 성장에 비례하여 성장하는 PCB 시장

이녹스가 영위하고 있는 FPCB 소재 산업을 보기 위해서는 우선 FPCB 산업에 대해 살펴봐야 한다. PCB(Printed Circuit Board: 인쇄회로기판)는 절연기판 위에 전기적 신호를 전달할 수 있는 도체(보통 구리)패턴을 형성시킨 것으로 전자부품을 탑재하기 위한 회로기판이다. PCB는 가전업체, PC, 휴대폰 등 모든 전자기기에 사용되는 핵심부품으로 전자산업의 성장에 비례하여 성장한다.

**전자제품 High-End화에 알맞은 FPCB의 특징(유연성, 소형화, 경량화)** FPCB는 PCB의 한 종류로 유연성이 좋아 3차원 배선, 소형화와 경량화가 가능하다. 따라서 전자제품의 소형화, 경량화, 그리고 High-end화와 맞물려 기존의 Rigid PCB를 대체할 수 있는 소재로 주목 받고 있다. 휴대폰, 디지털카메라, 노트북PC 등의 중소형 전자제품에 널리 쓰인다.

자료 3. Rigid PBC/Flexible PCB 비교			자료 4. FPCB 사용 분야	
	Flexible PCB	Rigid PCB		
<b>유사점</b>	고밀도 배선가능 연속생산방식	고밀도 배선가능 연속생산방식		
<b>차이점</b>	3차원 입체배선가능 제품의 소형화 가능 제품의 경량화 가능 굴곡동작에 대한 높은 내구성 원자재: Roll 형태	2차원 평면배선 굴곡성 없음 기계적 강도가 우수 다층(8층이상)의 생산 용이 원자재: Sheet 형태 가격: 저렴(동일 층수 기준)		

출처: 한국전자부품연구원

출처: 이녹스

**대부분 휴대폰 제작에 사용되는 FPCB** FPCB의 경우 전체 PCB시장의 약 30%를 차지하며 그 비중은 점차 늘고 있다. 그 수요처는 다양하지만 대부분이 휴대폰 제작에 사용되고 있다. (2010년 국내 기준 약 90%, 해외 기준 약 5~60%)

자료 5. 국내 FPCB 수요처 별 비중(2010)	자료 6. 휴대폰에 쓰이는 FPCB
<p>기타 전자기기, 10%</p> <p>휴대폰, 90%</p>	

출처: 한국전자산업협회

출처: 한국전자산업협회

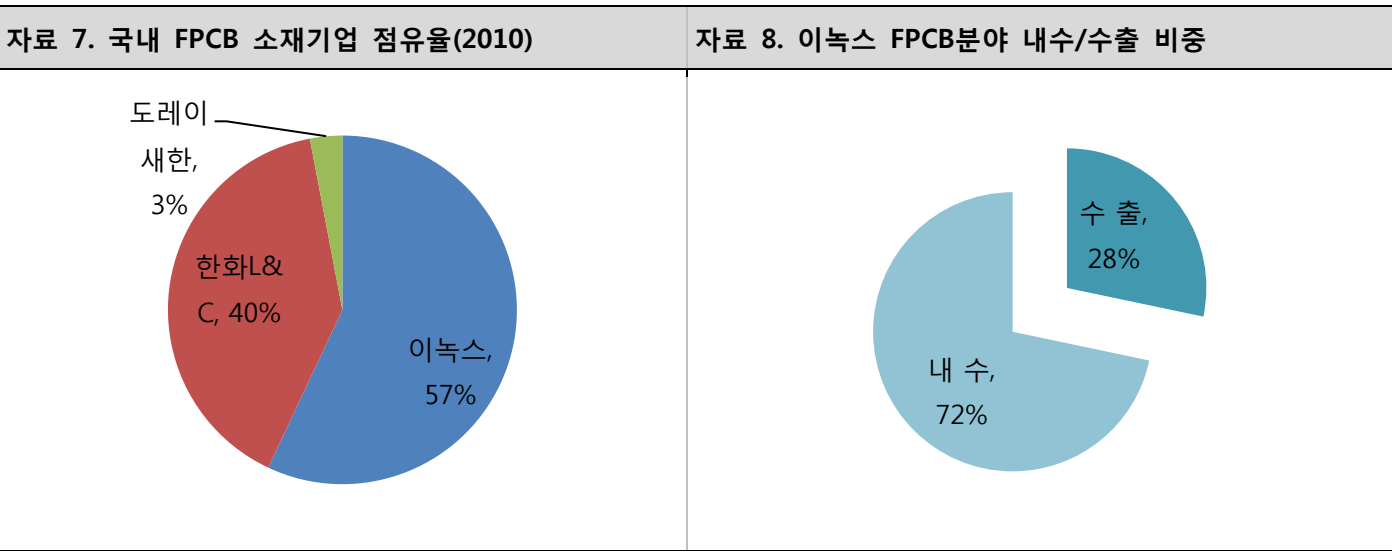
**국내 FPCB제조업들**  
 - 인터플렉스, SI플렉스, 영풍전자 등  
 국내 FPCB 제조업체는 매출규모 순으로 인터플렉스, SI플렉스, 영풍전자, 플렉스컴, 비에이치, 뉴프렉스 등이 있다. 국내 최대 FPCB 제조업체인 인터플렉스는 주로 삼성전자향 FPCB를 제조하고 있고, 2위 업체인 영풍전자는 LG전자향 제품위주로 구성되어 있다.

**FPCB 소재 산업은 전방산업의 호황으로 새로운 성장 국면에 진입!**  
 2009년 휴대폰 산업이 둔화기에 접어들면서 정체된 듯 보였던 FPCB시장은 최근 스마트폰의 등장으로 휴대폰 산업이 2차 성장기에 돌입하게 되면서 제 2의 호황기를 맞이하고 있다. 또한 디스플레이향(LCD, LED TV 등) 매출비중이 증가하면서 휴대폰 산업에 국한되었던 과거에서 벗어나 새로운 수요처를 확보하고 있다. 이에 FPCB 소재 산업도 전방 산업의 호황과 함께 새로운 성장국면에 접어든 것으로 판단된다.

**FPCB 소재 분야**

**국내 FPCB 소재 시장 점유율 1위인 이녹스**  
 이녹스의 주된 사업분야는 FPCB소재이다. 이녹스는 일본업체로부터 수입하여 쓰던 FPCB 소재를 최초로 국산화한 기업으로 관련 소재 Full Line Up을 갖추고 있는 국내 점유율 1위(2010년 기준 57%)의 FPCB 소재 기업이다. 현재 국내에서는 한화 L&C와 함께 시장을 과점하고 있으며 생산 규모는 세계 약 3위이다.

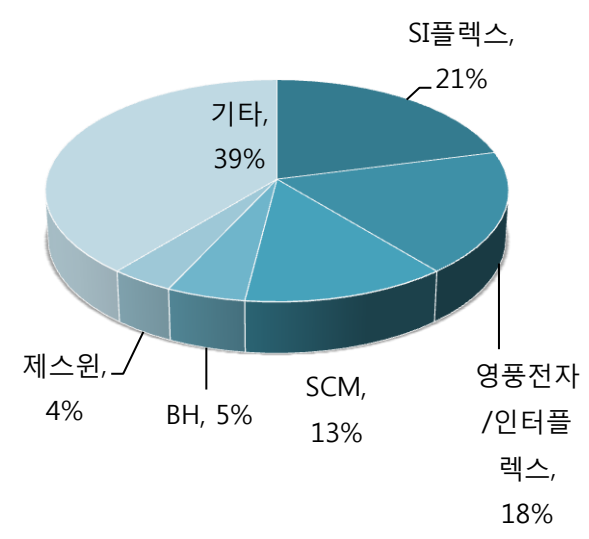
**2006~2008 과도한 경쟁으로 부진했던 실적**  
 하지만 2006~ 2008년 해외업체의 국내 진입으로 인한 과도한 경쟁과 그로 인한 단가 하락으로 이녹스 실적은 부진했다. 실제로 이때 경쟁 과열로 단가는 기존의 30% 수준으로 떨어졌다. 그러나 일본 업체와 대만업체의 가격 경쟁력 상실로 해외 업체의 국내 영업망은 2009년에 철수, 난립하던 국내 기업들이 적자를 견디지 못하고 철수하면서 이녹스는 이후 한화 L&C와 함께 과점을 누려왔다.



출처: 이녹스 사업보고서

출처: 이녹스 사업보고서

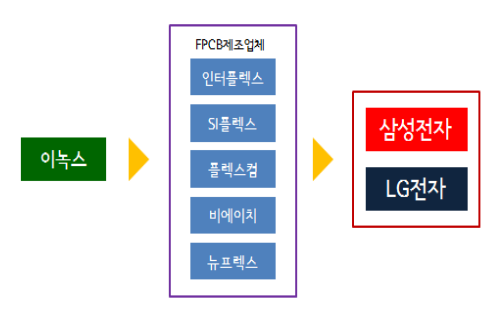
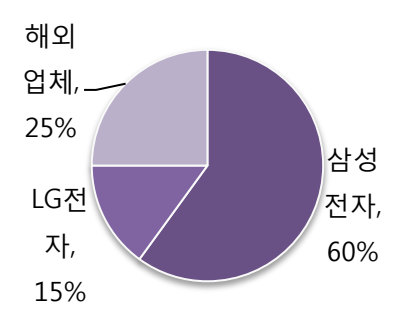
이녹스가 만드는 FPCB 소재는 구체적으로 4가지가 있으며 그 용도는 다음과 같다.

자료 9. FPCB 소재 제품군			자료 10. 이녹스 FPCB소재 매출처별 비중
<b>제품명</b>	<b>제품 설명</b>	<b>주요 용도</b>	
<b>커버레이</b>	PI 필름의 한면에 열경화성 접착제가 도포되고 그 위에 보호용 이형지가 합지됨.	에칭된 회로기판 위에 Hot Press 로 합지하여 사용함. 회로 보호용 필름.	
<b>FCCL</b>	PI 필름의 한면 또는 양면에 열경화성 접착제를 도포하고, 동박을 합지한 제품임.	에칭하여 회로를 형성시키고, Coverlay 부착. 도금 등의 공정을 거침. 회로기판의 주	
<b>보강판 (Stiffener)</b>	커버레이와 같은 구조로 되어 있으며, 사용 필름이 75~250 마이크로론으로 두꺼움	부품실장 또는 커넥터 부위에 부착되어 공정편의성을 제공.	
<b>Bonding Sheet</b>	이형지와 이형필름 사이에 열경화성 접착층으로 구성된 제품임.	다층 FPCB 제조에 사용되며, 각 FPCB 사이에 Bonding Sheet 를 넣고 Hot Press 로 접착.	

출처: Research Team 4

출처: 이녹스 IR

**최종 수요처는 주로** 이녹스는 국내 대부분의 FPCB업체에게 납품을 하고 있으며 그 End-user는 삼성전자(약 60%)와 LG전자(약 15%)와 기타 해외 업체들(25%) 이다.

자료 11. 국내 FPCB value chain	자료 12. 이녹스 FPCB 소재 최종 사용자 비중	자료 13. 휴대폰용 PCB 공급 구도																
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>업체</th> <th>점유율</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="4">삼성전자</td> <td>인터플렉스</td> <td>30%</td> </tr> <tr> <td>삼성전기</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>SI 플렉스</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>플렉스컴</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td rowspan="2">LG 전자</td> <td>LG 이노텍</td> <td>60%</td> </tr> <tr> <td>영풍전자</td> <td>40%</td> </tr> </tbody> </table>	업체	점유율	삼성전자	인터플렉스	30%	삼성전기	25%	SI 플렉스	15%	플렉스컴	15%	LG 전자	LG 이노텍	60%	영풍전자	40%
업체	점유율																	
삼성전자	인터플렉스	30%																
	삼성전기	25%																
	SI 플렉스	15%																
	플렉스컴	15%																
LG 전자	LG 이노텍	60%																
	영풍전자	40%																

출처: Research Team 4

출처: 이녹스 IR

동양종합금융리서치센터

**FPCB소재 산업의 특징**  
-경기변동에 영향  
-계절적 사이클

FPCB소재산업의 특성은 FPCB산업의 특성과 함께한다. FPCB산업 역시 전방산업에 크게 영향을 받는다. 특히 국내 FPCB산업은 수요의 대부분을 차지하는 전방산업인 휴대폰 산업과 밀접한 관련을 지닌다. FPCB소재 산업은 전방산업이 휴대폰 등이 라이프 사이클이 짧은 고가의 전자제품이므로 경기 변동에 필수적으로 영향을 받으며, 또한 휴대폰의 연말 성수기에 대비해 3분기 즈음의 실적이 가장 좋은 계절적 사이클을 지닌다.

**반도체 패키지 소재 분야**

**반도체 패키징은 반도체 제조 과정 중 후공정에 속하는 산업으로, 칩에 전기적인 연결체 제조 과정의 일부** 을 해주고, 외부의 충격에 견디도록 밀봉 포장하여 물리적인 기능과 형상을 갖게 해주는 공정을 말한다.

**자료 14. 반도체 제조 형태에 따른 분류**

구 분	특 징	주요 업체
IDM	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 기획/R&amp;D/설계/생산/판매 등을 일괄수행</li> <li>○ 대규모 R&amp;D 및 설비투자 필요</li> </ul>	삼성전자, 하이닉스, Intel, Micron, Toshiba 등
Packaging	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 가공된 Wafer의 Assembly/Test 전문회사</li> <li>○ 축적된 경험 및 거래선 확보 필요</li> </ul>	하나미이크론, STS 반도체, 세미텍, ASE, Amkor, SPIL, 스테츠칩팩, 등
Foundry	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Wafer의 가공만을 전문적으로 수행</li> <li>○ 전문 수탁 생산회사 (고부가 비메모리 위주)</li> </ul>	동부하이텍, TSMC, UMC, SMIC 등
Fabless	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 설계기술만 보유하고 위탁생산 판매</li> <li>○ 높은 기술, 인력 인프라 요구</li> </ul>	텔레칩스, 코아로직, 엠텍비전, Qualcomm, Xilinx, EMLSI 등

출처: 정보통신연구 진흥원

**반도체 패키지 공정의 핵심 소재를 생산하는 이녹스** 반도체 패키징(Packaging) 공정은 가공된 실리콘 웨이퍼를 칩으로 절단하여 일련의 과정을 거치게 되며, 이 공정 중에 사용되는 소재를 총칭하여 패키지용 소재라 한다. 이녹스에서 생산하는 제품은 칩과 리드프레임/기판을 부착하거나, 리드를 고정시켜 주는 역할을 하며, 반도체 내부에 들어가 제품의 신뢰성을 확보해주는 반도체 패키지의 핵심 소재이다.

**자료 15. 반도체 접착 소재 종류 및 용도**

	제품 설명	주요 용도
<b>LOC(Lead On Chip)</b>	PI필름의 양면에 초고내열 접착층으로 구성된 양면접착테이프	반도체 칩을 리드프레임 위에 접착하기 위해 사용
<b>LLT(Lead Lock Tape)</b>	PI필름의 한 면에 열경화성 접착층으로 구성된 단면 접착테이프	비메모리 반도체의 리드프레임 변형 방지를 위해 사용
<b>DAF(Die Attach Film)</b>	Wafer Dicing 기능과 에폭시 접착제 기능이 추가된 UVE타입의 필름	메모리, 비메모리 반도체에 사용
<b>Spacer Tape</b>	DAF 기능 외 Wire Gap Fill성이 추가된 Tape	메모리, 비메모리 반도체에 사용
<b>QFN</b>	반도체 패키지 QFN Type의 생산 중 Molding시 Mold의 흐름을 방지하기 위해 Botton에 붙이는 PI단면 접착 테이프	QFN Type의 반도체에 사용

출처: 이녹스

**반도체 산업의 성장 및 트렌드와 밀접한 관련을 지니는 반도체 패키징 산업**     반도체 패키징 산업은 반도체 산업의 성장성 및 트렌드와 밀접히 연관을 맺는다. 현재 세계적인 반도체 추세는 시스템 반도체와 같은 고부가가치 제품 위주로 변화하고 있다. 따라서 반도체 패키징 시장 역시 PCB(Printed Circuit Board)를 사용하는 PGA/BGA/CSP 제품과 WLP/DCA 제품들의 생산수량은 증가할 것으로 예상된다. 반면 Lead Frame 기반의 제품 생산 수량은 점차 줄어들 것으로 전망된다.

**삼성전자, 하이닉스 등 굴지의 대기업에 공급 중인 이녹스**     현재 이녹스는 삼성전자, 하이닉스 등 국내 굴지의 대기업에 반도체 패키지 소재를 공급하고 있다. 기존 주력 제품인 LOC의 경우 하이닉스에는 필요 물량의 전량을 공급하고 있으며 삼성에도 공동개발에 성공한 5개의 제품이 2011년 하반기부터 본격 매출로 이어질 실정이다. 또한 해외 각국에도 활발히 수출을 하고 있는 실정이다.

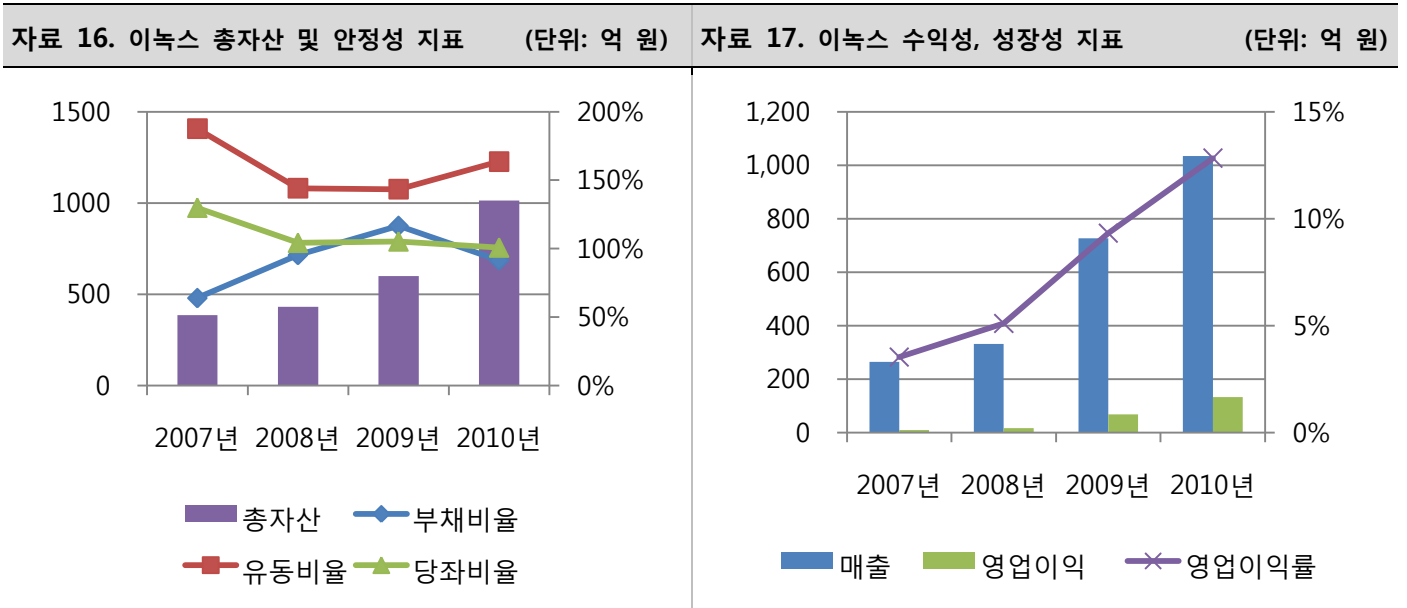
### 신사업 분야

**이녹스의 신사업 : EMI차폐필름, MCCL**     이녹스는 2010년 EMI차폐필름과 Metal PCB 소재인 Metal CCL(MCCL) 개발에 성공하여 신규 사업군으로 추가했다. MCCL의 경우 작년 하반기부터 매출 발생이 시작하였으며 EMI차폐필름은 올 하반기 본격 매출이 시작될 예정이다.

### 재무분석

**매출액과 영업이익률 꾸준히 개선 중**     이녹스는 2006~2008년 과도한 경쟁과 판가 하락으로 인해 정체된 매출과 낮은 영업이익률을 보였다. 하지만 뛰어난 기술력을 바탕으로 다른 업체들이 적자에 못이겨 문을 닫고, 사업부를 철수시키는 와중에도 꾸준히 자리를 지켰고 그 결과 현재 국내 1위의 위치에 올랐다. 그에 따라 매출액도 급성장했으며 영업이익률도 회복되었다. 2010년 삼성, LG의 스마트폰 출시에 따른 수혜로 또 한 번 매출이 성장했다. 향후 반도체 소재 부문 확대와 신사업 확장으로 인해 매출은 더욱 증대될 것이며 고수익성인 반도체와 신사업의 비중이 늘어날수록 영업이익률도 개선될 전망이다.

**안정적인 재무구조**     안정성 지표들도 건실하다. 부채비율의 경우 설비확충을 위해 차입금을 끌어다 쓰면서 2009년 증가하였으며 그 후 매출 증가와 함께 감소하여 현재 100% 미만을 유지하고 있다. 유동비율과 당좌비율 역시 안정적인 수치를 보이며 매출 확대에 의한 현금 유입과, 설비투자로 인한 유형자산 증가로 2010년 총자산은 큰 폭으로 증가하였다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

## WHY 이녹스?

IT소재기업의 경쟁력은 기술력과 제품 변화에 따른 고객사의 요구에 대한 빠르고 유연한 대응 능력이다. 이녹스는 기존 일본 기업들이 독점하던 국내 FPCB IT소재를 최초로 국산화하여 국내 점유율 1위로 끌어올린 저력있는 기업이다. 또한 급변하는 시장상황에 맞게 다방면으로 사업을 확대하여 한 분야에 안주하지 않고 끊임없이 성장과 변화를 꾀하고 있다.

지금 스마트 폰과 LED TV의 성장으로 FPCB 시장이 다시 한번 주목을 받고 있는 이 시점에서, FPCB 제작 업체에 투자하는 것은 당연해 보인다. 하지만 이녹스는 FPCB 소재 국산화의 선두주자로 국내 30여개 업체를 대상으로 소재를 공급한다. 납품하는 대기업에 종속적이며 상당한 경쟁이 존재하는 FPCB 제작 기업 보다는 다양한 매출처를 지니는 시장 점유율 1위의 독보적인 FPCB소재 기업이 보다 확실하고 안정적으로 FPCB시장의 성장에 직접적 수혜를 받을 수 있다는 것이 Research Team 4의 입장이다.



## II. 투자포인트 1. 고래 싸움에 이녹스 매출 터진다

FPCB의 수요가 급격하게 증가함에 따라 FPCB 소재 국내 1위, 세계 3위 기업인 이녹스가 수혜를 받을 것은 자명하다. 이녹스는 각종 스마트기기, LED TV 제조업체들의 싸움, FPCB 업체들의 싸움에서 재미를 톡톡히 보게 될 알짜배기 회사이다.

주요 스마트기기 출시일  
 갤럭시S2 : 4/29  
 아이패드2 : 3/2(美), 4/29(韓)  
 아이폰5 : 9월?  
 갤럭시탭10.1/8.9 : 5,6월?

### 1.1. 아이폰5, 갤럭시S2, 아이패드2, 갤럭시탭10.1/8.9

국내 FPCB 시장은 2005년부터 2010년까지 연평균 성장률 24.9%로 폭발적으로 성장했다. 이러한 성장세는 2011년에 더욱 가속화될 전망이다. 갤럭시S2와 아이패드2가 출시되었고 앞으로 아이폰5, 갤럭시탭10.1/8.9 등의 출시가 예정되어 있어 FPCB 시장은 새로운 도약을 준비하고 있기 때문이다.

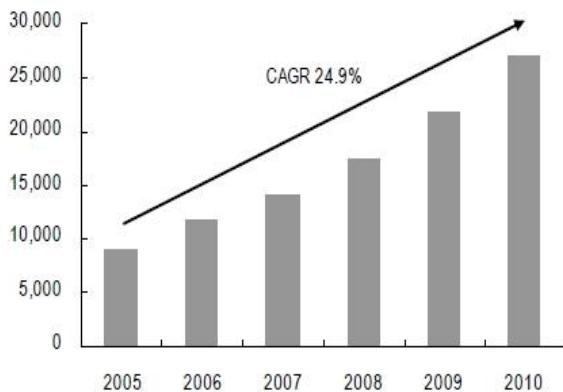
치열한 경쟁이 예상되는 스마트폰 시장

스마트폰 업체들의 최근 동향을 살펴보면 2011년에 치열한 각축전이 펼쳐질 것을 알 수 있다. 먼저, 애플은 Verizon wireless(네트워크 통신사)에 CDMA 아이폰을 출시했고 올해 여름에는 USD 200대의 저가 아이폰을 출시할 계획이다. 또한 시장의 큰 관심을 받고 있는 아이폰5는 9월쯤 선보이게 될 것으로 알려져 있다. 안드로이드 진영은 공격적으로 dual core 스마트폰을 출시하고 있고 휴대폰 시장 1위를 위협받고 있는 노키아는 MS와 제휴를 통해 Window phone7에 집중하겠다고 발표하기도 했다. 2초에 1대씩 팔리고 있다는 갤럭시S2에는 Super AMOLED Plus가 장착되는 등 스마트폰에 대한 사양 경쟁도 연초부터 가속화되고 있다. 바야흐로 스마트기기 2차 전쟁이 시작되고 있는 상황이다.

2011 글로벌 스마트폰 출하량 74% 증가, 국내 스마트폰 가입자 2000만명 돌파 예정

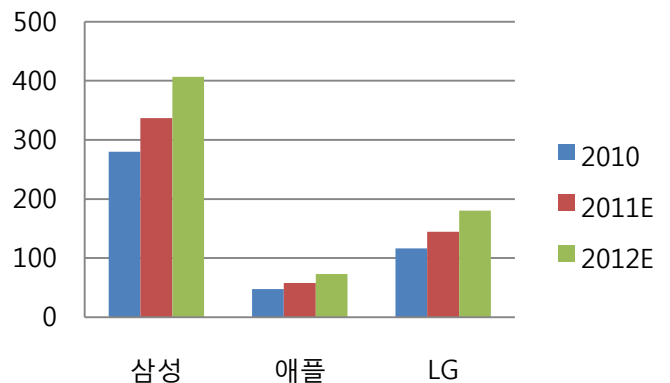
이에 따라 글로벌 스마트폰 출하량은 2011년에 전년대비 약 74%증가하여 3억7천만대를 돌파할 예정이고 국내 통신사들도 스마트폰 가입자가 2000만명을 넘어설 것으로 기대하고 있다. 이녹스 FPCB 소재의 주요 end user인 애플, 삼성, LG의 향후 휴대폰(스마트폰 포함) 출하량도 꾸준히 증가하는 모습을 보여주고 있다.

자료 18. 국내 FPCB 시장 추이 (단위:억원)



출처: 한국전자부품연구원, 우리투자증권 리서치센터

자료 19. 주요 업체 휴대폰(스마트폰포함) 출하량(단위 : 백만)



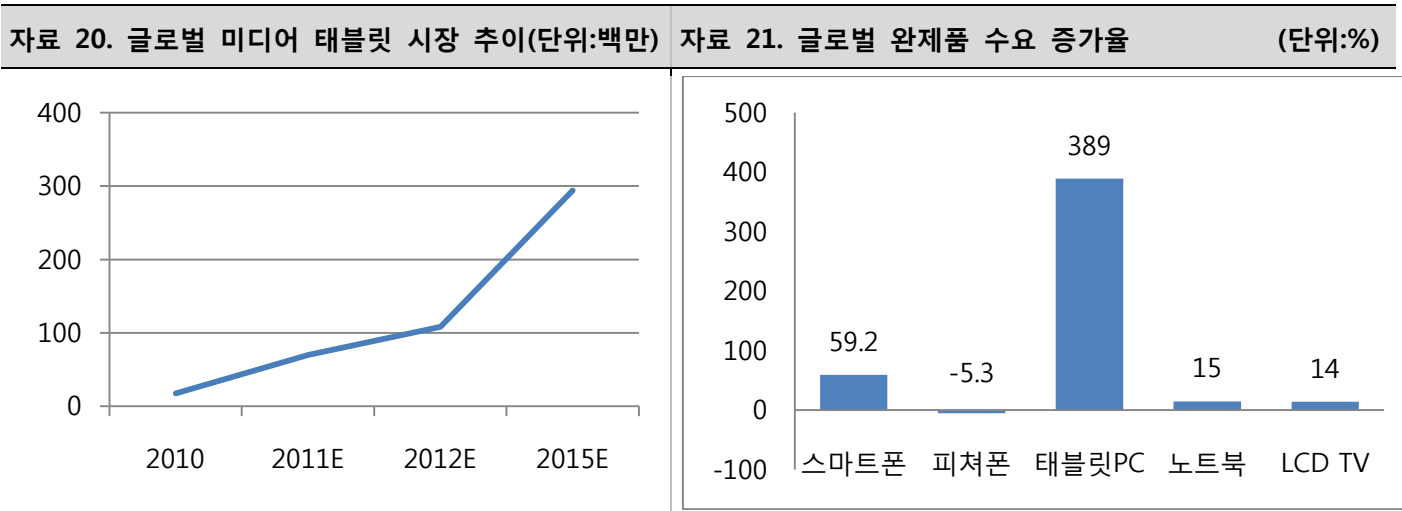
출처: Strategyanalytics, SMIC Research Team 4.

**2011년 태블릿PC 시장 389%성장, 7000만 대 규모**

게다가 FPCB가 스마트폰 보다 많이 쓰이는 태블릿PC 시장의 성장은 더욱 가파르다. 2011년 태블릿PC 시장 규모는 약 7000만 대로 2010년 1800만대 대비 389% 성장할 전망이다. 구체적으로는 애플이 3500만대, 삼성전자 800만대, 기타업체 700만대를 공급할 예정이다. 시장조사기관 Gartner에 따르면 글로벌 태블릿PC 시장은 2015년까지 3억 대 규모로 급속도로 확대될 것이다.

**이녹스의 고객사 인터플렉스, 플렉스컴, 비에이치 등이 태블릿PC에 FPCB 납품 중**

이녹스의 고객사 중 대표적으로 인터플렉스가 갤럭시탭(10~15%), 모토탭(40~50%)에 이어 아이패드(애플향 매출 260억에서 450억 이상으로 증가 예상)에까지 FPCB를 공급할 예정으로 태블릿PC 시장의 대표적인 수혜주 중 하나로 주목 받고 있다. 또한 플렉스컴, 비에이치 등 이녹스의 다른 고객사들도 태블릿PC에 FPCB를 납품하고 있는 상황이다.



출처: Gartner (2011.2)

출처: Gartner, Displaysearch

**스마트폰과 태블릿 PC에는 각각 일반 폰의 1.5배, 2배의 많은 FPCB가 사용된다!**

이처럼 스마트폰, 태블릿PC의 성장이 FPCB업체와 이녹스에게 호재로 작용하는 이유는 일반 가전제품보다 경량, 소형화된 스마트기기에 FPCB가 필수적으로 채택되기 때문이다. 통상적으로 FPCB는 스마트폰에 8개(단가 15달러), 태블릿PC에는 10개(20달러) 정도가 쓰여서 피쳐폰 대비 각각 50%, 100% 정도 높은 수준이다. FPCB 단가 자체가 높은 편은 아니지만 핵심은 스마트폰, 태블릿PC 보급이 확산됨에 따라 그 수요가 증가하고 있다는 점이다.

**플렉스컴은 삼성전자의 VD케이블 중 80%를 담당**

**1.2. LED TV로의 FPCB 수요 확대 (VD 케이블)**

2009년부터 LED TV의 FFC(Flexible Flat Cable), COF(Chip On Flex) 부품이 FPCB로 교체되며 FPCB 적용 분야가 더욱 확대되고 있다. FFC는 LED TV의 메인보드와 서브보드 사이의 데이터 전송 역할을 하는데 직선 모양이기 때문에 TV를 슬림화 하는데 한계가 있었다. 때문에 열에 대한 내구성이 뛰어나고 형태 변경에 용이한 FPCB가 FFC를 대체하기 시작했고 이녹스의 고객사 중 하나인 플렉스컴이 삼성전자에 LED TV용 FPCB(VD 케이블)를 납품 하면서 소위 대박을 쳤다.

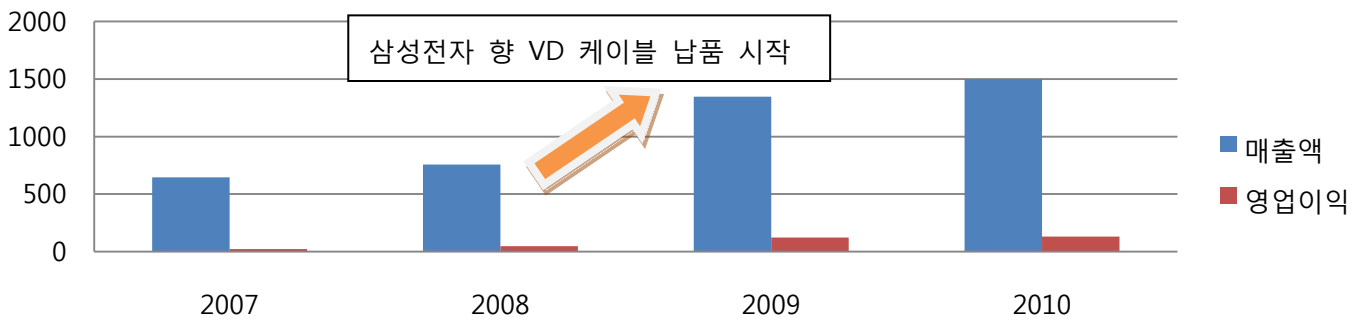
**2011년 글로벌 LED TV 시장이 1억대규모로 3배이상 증가함에 따라 플렉스컴의 대박 스토리 재현 가능성에 주목**

LED TV용 FPCB인 VD 케이블의 성공으로 플렉스컴의 매출은 2009년 전년대비 2배정도 증가했다. 플렉스컴 이외에도 FPCB 업체들의 LED TV향 매출의 증가로 2009년 이녹스의 매출도 2배 이상 증가했다. 2011년에는 LED TV 시장이 전 세계적으로 1억대규모로 전년대비 3배 이상 증가할 것으로 예상된다. 또한 침투율이 20%에서 55%로 크게 증가하고 2015년에는 95%에 달할 것으로 전망되고 있다. 따라서 FPCB가 FFC, COF를 대체하고 LED TV 시장이 성장함에 따라 FPCB 업체들과 이녹스가 다시 한번 큰 수혜를 입을 것으로 보인다.

**2011년 삼성, LG의 LED TV 출하량 22%, 382% 증가할 것**

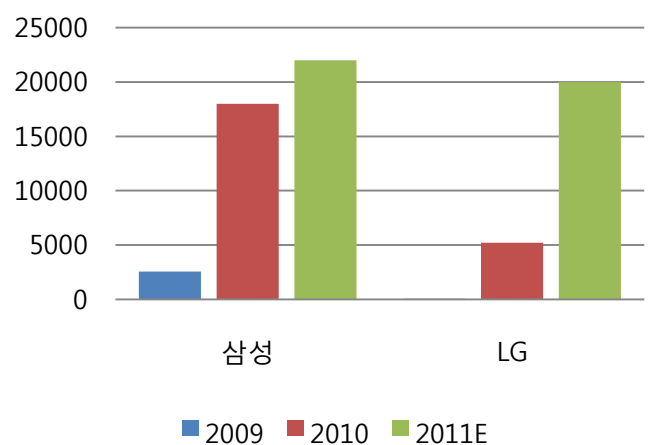
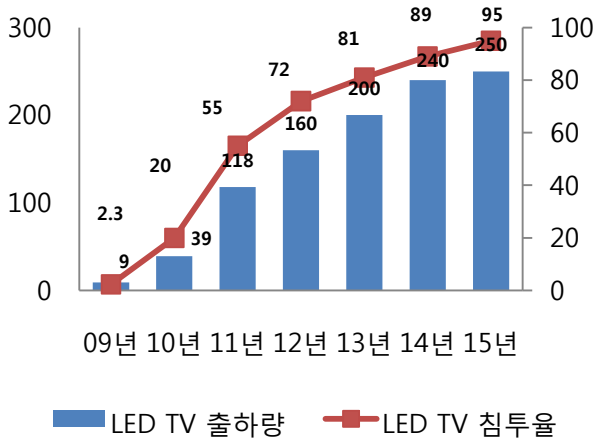
이녹스 FPCB 소재의 대표적 end user인 삼성과 LG의 2011년 LED TV 예상 출하량을 살펴보면 삼성의 2011 예상 출하량은 22%, LG의 출하량은 382%나 증가한다. FPCB 소재에서 독보적인 입지를 차지하고 있는 이녹스 입장에서는 삼성, LG 중 누가 잘하느냐 보다는 VD 케이블 시장 자체가 커지는 것이 중요하다. 기존 삼성(플렉스컴, BH가 공급)의 활약에 LG(뉴프렉스, BH가 공급)의 성장이 모두 이녹스에게는 호재로 작용하기 때문이다.

자료 22. 플렉스컴 매출, 영업이익 추이 (단위: 억)



출처: 플렉스컴 사업보고서, SMIC Research Team 4.

자료23. 글로벌 LED TV출하량, 침투율 (단위:백만,%)      자료 24. 삼성,LG의 LED TV 출하량 추이 (단위:천)



출처: Displayback

출처: 각 사, SMIC Research Team 4.

**1.3. FPCB 업체들이여 치열하게 경쟁하라, 소재는 이녹스가 책임진다.**

FPCB는 시장은 성장과 함께 경쟁 심화, 이녹스는 FPCB 소재 시장에서 과점적 지위를 누림

이녹스의 주요 고객사 비중을 살펴보면, 기타가 무려 39%에 달한다. 즉, FPCB 시장은 파이가 커지고 있는 상황이지만 그만큼 업체도 다양하고 경쟁이 치열한 반면 이녹스는 다변화된 고객사로부터 대부분의 소재 수요를 흡수하고 있다. 또한 SKC 코오롱 PI로부터 원자재를 안정적으로 공급 받고 있다. 때문에 영업이익률이 13% 수준으로 인터플렉스(7.3%), 플렉스컴(8.5%)보다 월등이 높다. 주요 고객사인 인터플렉스가 삼성, 모토로라, 애플 등으로 납품하고 BH, 플렉스컴은 삼성, 뉴프렉스는 LG, SI플렉스는 Sanyo, Sony, Hitachi 등으로 납품하고 있어서 end user 역시 다양하다.

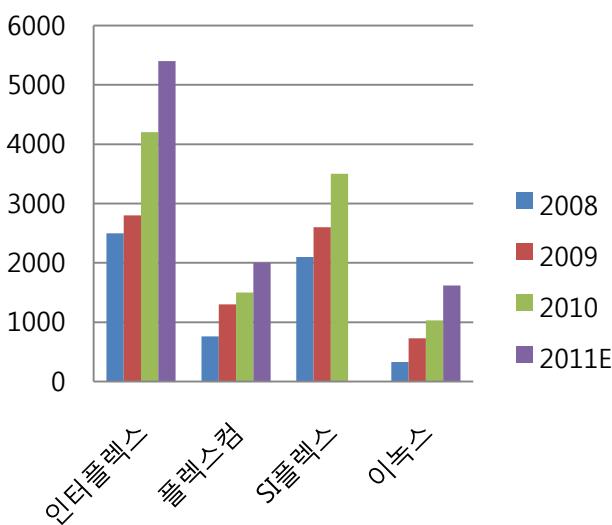
세계 2위의 FPCB 업체인 애플렉스로의 공급 승인, 아이폰 전량 생산업체인 폭스콘으로의 공급도 올해안에 승인 날 예정

여기에 작년 10월에는 애플, 노키아, RIM 등에 납품하고 있는 세계 2위의 FPCB 회사인 미국의 애플렉스로부터 소재 공급 승인을 받는 등 해외 시장 진출이 가속화되고 있다. 이녹스는 2010년에 이 100억원 가량의 애플렉스로의 공급물량을 확보한 상태이며 대지진으로 일본 경쟁 업체들이 주춤하는 사이에 적극적인 해외 진출과 카파 증설로 세계 1위를 넘보게 됐다. 또한 이녹스는 대만의 폭스콘으로의 FPCB 소재 공급도 계획 중이다. 이녹스 IR에 따르면, 제품 테스트 진행이 순조롭게 이루어지고 있으며 올해 안에는 폭스콘 관련 성과가 날 것이라 보여진다. 폭스콘은 애플의 아이폰을 전량 생산하고 있고 아이패드까지 생산하고 있는 세계 최대의 전자제품 위탁생산업체(EMS)이다.

일본업체 생산 차질과 가격 경쟁력 까지 갖춰서 해외 진출 긍정적

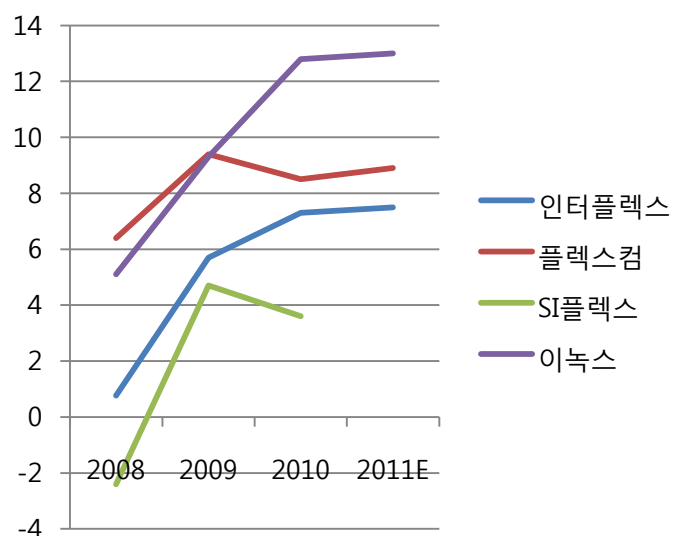
아직 애플렉스, 폭스콘 등으로의 매출은 불확실한 면이 있지만 일본 업체들의 공급 차질로 FPCB와 FPCB소재 업체 다변화의 필요성이 대두되어 향후 전망이 긍정적이라 볼 수 있다. 또한 FPCB 소재 중 커버레이와 FCCL 등 고가 제품에서 성능은 동일하거나 뛰어나면서도 가격이 일본 업체 대비 30%, 대만 업체 대비 20%나 저렴한 점도 해외 진출에 강점으로 작용한다.

자료 25. 주요 고객사와 이녹스의 매출추이 (단위:억)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC Research Team 4.

자료26.주요 고객사와 이녹스의 영업이익률 추이 (단위:%)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC Research Team 4.

## II. 투자포인트 2. 새로운 성장동력 확보

이녹스는 매력은 비단 FPCB에만 있지 않다. 높은 성장성과 수익성을 보장하는 반도체 소재산업과 신사업 분야는 향후 이녹스의 새로운 성장동력이 되리라 기대된다.

### 2.1. 반도체패키지소재

국내외 반도체 기업들에게 반도체 패키지 소재를 납품하는 이녹스

이녹스는 국내에서 유일하게 Full Line-up을 갖춘 반도체패키지소재 생산업체로, 반도체 패키지 업체에 납품을 한다. 실제로 삼성전자, 하이닉스 등의 반도체 기업들의 경우, 직접적으로 반도체패키징을 하기도 하며, 납품을 받기도 한다. 이녹스의 경우에는 삼성전자, 하이닉스, 하나마이크론 등의 국내 업체 및 대만의 ASE, OSE, SPIL 등의 해외 패키지 업체에 납품한다.

#### 2.1.1 반도체패키지소재 부문의 기술력

이녹스는 반도체패키지소재 부문에서 최초로 국산화에 성공!

이녹스의 시장진입 이전에 반도체패키지소재 부문은 일본업체들에 의한 과점상태였다. 이녹스는 일본업체들의 틈을 뚫고 최초로 국산화에 성공했다.

반도체패키지소재 시장은 높은 진입장벽으로 인한 과점 상태

반도체패키지소재 부문에서는 기술적인 진입장벽이 존재하기 때문에 시장은 현재 과점상태를 나타내고 있다. 실제로 이녹스의 경우 LOC Tape를 개발에 7년 정도의 시간이 소요되었고, LLT의 경우에는 4년 정도 걸렸을 만큼 기술적 진입장벽이 존재한다. 또한 이 부문에서의 불량률 최종 반도체 제품에 큰 문제를 야기할 수 있기 때문에 반도체 업체로부터의 제품 승인을 통한 신뢰성 확보가 필수적이다. 이 때 승인 과정은 매우 복잡하며 승인을 받는 것도 어렵다. 이렇듯 높은 수준의 기술력과 제품 개발 시간 및 반도체 업체로부터의 승인 등이 진입장벽으로 작용하며, 이는 현재 과점 시장을 형성하는 요인이 되고 있다.

삼성전자로부터 5개 제품의 승인 획득

이녹스는 하이닉스 쪽으로 납품되는 LOC Tape 등의 제품을 높은 비중으로 납품하고 있다. 실제로 하이닉스가 사용하는 LOC Tape의 경우에는 약 80% 정도가 이녹스의 제품이다. 더 나아가 2011년 초에는 삼성전자로부터 새로 5개 제품의 승인을 완료하였고 승인된 제품에 대해서 삼성전자의 매출이 증가할 것으로 예상된다.

새로 승인 받은 DAF의 경우에는 일본업체와의 경쟁을 이기고 삼성전자로부터 단독 승인

새로 승인 받은 제품들 중에서 DAF(Die Attached Film)의 경우 이녹스는 삼성전자와 약 1년의 공동연구를 통해서 개발하였다. 기존에 삼성전자는 관련 제품을 일본업체로부터 공급받고 있었지만 이 제품의 경우 PVC를 사용하여 환경유해제품으로 분류되어 판매가 금지될 예정이다. 따라서 삼성은 이녹스와 다른 일본업체를 통해 각각 공동 개발을 진행하였는데, 이녹스가 친환경 제품인 PO필름을 사용하여 일본업체보다 먼저 개발에 성공하였다. 뿐만 아니라 이렇게 개발된 제품은 품질이나 가격경쟁력 측면에서 일본업체에 비해서 우위가 있어서 단독으로 삼성전자로부터 인증을 받았다. 이는 이녹스의 경쟁력을 보여주는 대표적인 사례라고 할 수 있다.

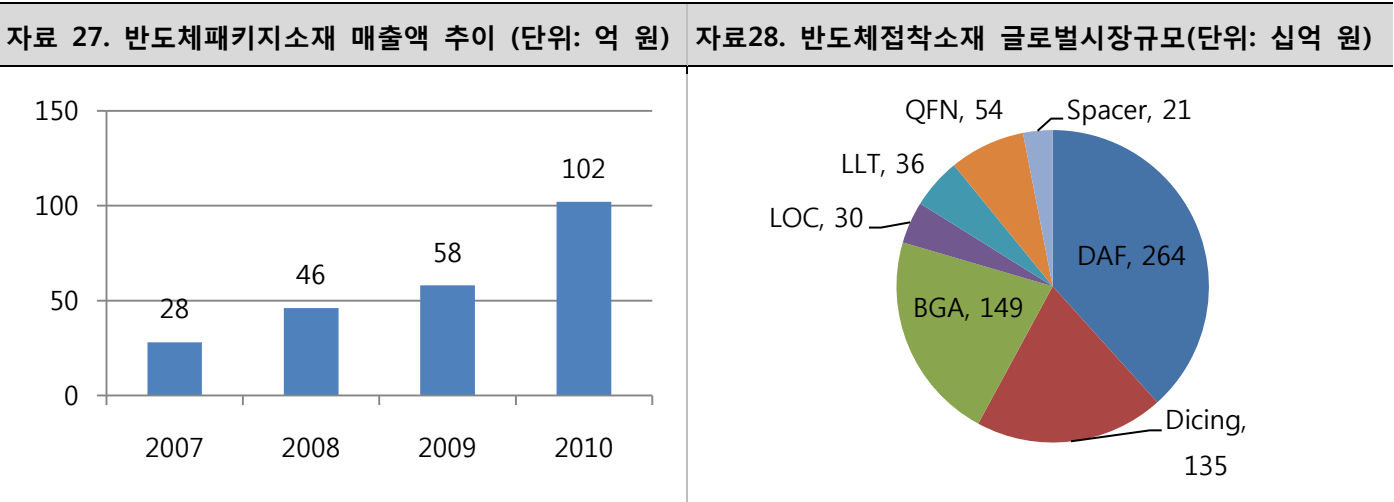
삼성전자, 하이닉스 등에서의 제품 승인은 이녹스의 신뢰도, 인지도 제고함

삼성전자, 하이닉스 등으로부터의 제품 승인은 그 과정이 매우 복잡하고 받기도 어렵지만 일단 승인되면 그 자체로 기술력을 인증 받을 수 있으며 해당 업체로의 납품도 매우 용이해진다. 또한 삼성전자와 같은 반도체부문 글로벌리더로부터의 기술력 인증은 이녹스의 인지도, 신뢰도를 제고함으로써 글로벌 시장에서의 점유율 확대에도 도움이 될 것이다.

**2.1.2 Product Mix 개선으로 매출 증대**

현재 DAF의 비중을 높임으로써 매출 증대 중

이녹스는 반도체패키지소재 부문의 Product Mix를 기존의 LOC Tape과 LLT 중심에서 DAF쪽으로 변화시키고 있는 중이다. DAF의 글로벌 시장 규모는 약 2,640억 원 규모로, 기존의 주력 제품이었던 LOC Tape, LLT 등이 각각 300억, 360억 원인 것에 비해서 훨씬 크다. 이녹스는 삼성전자로의 납품 등을 통해서 이 부문에 보다 집중해서 생산할 계획이다. 실제로 2011년 1분기 이녹스는 반도체패키지소재 부문에서 전년대비 2배 정도의 매출 성장을 기록했는데 이 중 상당부분이 DAF의 매출 증대에 기인한다.

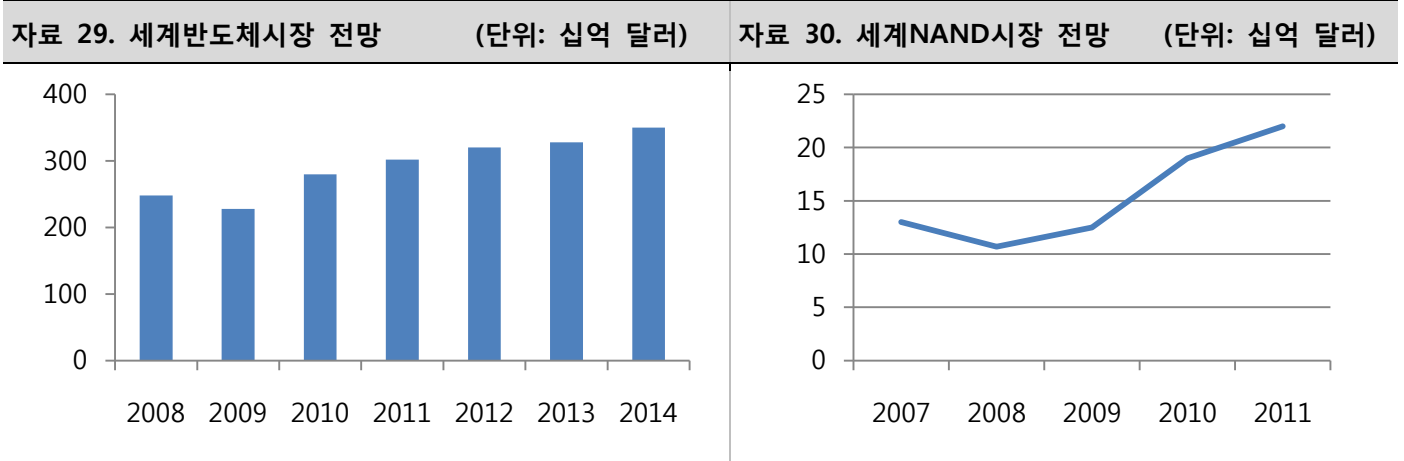


출처: 사업보고서

출처: 이녹스, 우리투자증권 리서치센터

DAF가 사용되는 NAND반도체의 경우 높은 성장이 예상됨

앞으로 삼성전자 쪽에서 승인 받은 제품 등의 매출 증대, 추가적인 해외매출 증가 등을 통해서 이녹스의 반도체패키지소재 매출은 증대될 수 있을 것이다. 또한 올해 반도체 부문 전체의 매출액은 전년도에 비해 소폭 상승에 그칠 전망임에도 반도체 제품 중 모바일, 스마트기기 등에 주로 사용되는 비메모리 반도체 및 NAND 플래시메모리의 경우 전망이 밝은 편이라는 것은 이녹스에게 긍정적인 측면이다. 실제로 Gartner의 자료에 따르면, NAND시장은 2011년 24%성장할 것으로 전망되며, DRAMeXchange.com의 전망에서는 16% 성장이 예상된다. 이녹스가 삼성전자에게 승인 받고 생산 중인 제품 중 DAF는 NAND 등의 플래시메모리와 비메모리 반도체 등에 사용되는 소재이다. 즉, 비메모리 반도체 및 NAND의 매출이 늘어나면 자연스럽게 DAF의 매출 증가로 이어지게 될 것이며, 이는 DAF 생산비중을 높이고 있는 이녹스에게는 호재로 작용할 것이다.



출처: IDC

출처: DRAMeXchange.com

**앞으로 글로벌 점유율 및 매출액 증가 가능할 것**

국내시장에서 이녹스는 생산하고 있는 제품에 대해 높은 점유율을 확보하였지만, 현재 약 6,900억 원 규모의 글로벌 수준 반도체패키지소재 시장에서의 점유율은 약 2%정도에 불과하다. 기존 점유율이 미미한 상황에서 DAF부문의 성장성 및 이녹스의 경쟁력 등을 통해서 볼 때 이녹스가 반도체패키지소재 부문에서 점유율을 높임으로써 매출액을 큰 폭으로 높이는 것이 가능할 것으로 판단된다. 즉, 점유율을 1%만 높여도 매출액이 약 50% 증가하는 식이 될 것이다. 또한 엔고현상과 일본대지진으로 인한 일본경쟁사들의 경쟁력 약화도 이녹스에게 긍정적으로 작용할 전망이다.

**아산공장 완공으로 Capa증설 및 효율성 제고 가능**

더 나아가 이녹스가 아산공장으로 이전하면서 기존의 안성공장은 반도체패키지소재 전용으로 사용될 예정이다. 따라서 기존에는 적은 매출액 비중으로 인해서 독립적인 생산라인도 갖추고 있지 못하던 반도체패키지소재 부문의 Capa가 크게 늘어날 것이며, 기존 FPCB와 함께 생산되던 것과 비교하면 효율성도 크게 증대될 전망이다.

**반도체패키지소재 부문은 이녹스 성장의 핵심**

반도체패키지소재 부문은 앞서 언급한 것과 같이 높은 수준의 기술력이 요구되며, 진입장벽이 높은 특성 때문에 영업이익률도 약 25~30% 수준으로 추정되는 등 FPCB에 비해서 매우 높은 수준이다. 본격적인 생산체계 확립을 통한 매출 증대 가능성 및 높은 영업이익률 등을 통해서 볼 때, 반도체패키지소재 부문은 앞으로 이녹스의 장기적인 성장의 핵심이라고 할 수 있다.

## 2.2 MCCL과 EMI차폐필름 등 신제품

이녹스는 2011년부터 MCCL과 EMI차폐필름 등 신제품 부문 생산을 본격화하여서 매출을 창출할 계획이다.

### 2.2.1. MCCL

**MCCL시장의 성장성은 큰 편이나 경쟁도 심화되고 있음**

MCCL의 경우에는 Metal PCB의 소재로서, LED TV, LED 조명 등에서 방열 기능을 수행하는 동시에 전기신호가 흐를 수 있도록 하는 기능을 수행한다. 따라서 LED TV, 조명시장의 성장과 함께 시장 자체의 성장성은 큰 편이다. 현재 국내에서는 두산전자가 독점적 지위를 누리고 있는 상태이지만 진입장벽이 상대적으로 낮은 편이라서 최근 새로운 경쟁자들이 진입하고 있는 추세이다.

**이녹스는 조명용, TV용에서 매출 창출 전망**

이녹스의 조명용 MCCL의 경우에는 전년 3분기부터 월 1억 원 정도의 매출이 발생했고, 올해는 월평균 2억 정도의 매출이 발생하고 있다. 신설된 아산공장에서 MCCL용 생산 능력이 기존의 10배 수준인 월 3만m<sup>2</sup>으로 증설되기 때문에 앞으로 추가적인 매출 증대가 가능하다. TV용의 경우에는 제품 승인 중에 있으며, 인터플렉스의 자회사인 테라닉스를 통해서 SMD(삼성모바일디스플레이)로, 뉴플렉스를 통해서 LG디스플레이와 대만 업체들로 납품하는 형태를 보일 것이다.

**2.2.2. EMI차폐 필름**

**이녹스는 일본업체들에 의한 독과점 시장인 EMI차폐필름 시장에 진출**

EMI차폐 필름은 전자기기 회로의 미세화, 고속화가 진행되면서 회로에 간섭을 미치는 자기장을 차단해주는 필름으로, 스마트폰기 등에 주로 사용되고 있다. 스마트폰, 태블릿 PC 등의 성장으로 인해서 EMI차폐필름 시장도 높은 수준으로 성장하고 있다. 이 부문은 현재 Toyo, Tastuda 등 일본업체들에 의한 독과점 형태를 보이고 있다. 실제로 EMI차단 방법에는 여러 방법이 있는데, 이녹스는 은 powder를 활용한 방식으로 SMD의 승인을 받았다. 그러나 은 가격 상승으로 인한 원재료가격 상승으로 인해서 현재 동판에 은을 코팅하는 방식으로 새롭게 승인 대기 중에 있다.

**EMI차폐필름의 납품처는 기존 FPCB 업체와 유사하다는 장점**

EMI차폐필름은 인터플렉스를 통해서 SMD와 모토로라로, Mflex를 통해서 애플과 RIM으로 공급할 예정이다. 이 부문의 납품처가 기존의 FPCB 업체와 거의 동일하다는 점은 이녹스에게 긍정적으로 작용할 것이다.

자료 31. 글로벌LED조명시장전망 (단위:억달러)	자료 32. MCCL	자료 33.아이폰4에 사용된 EMI차폐

출처: 삼성LED

출처: Google

출처: Naver Blog

**사업 다각화는 앞으로 이녹스의 성장동력으로 작용할 수 있을 것**

이와 같이 이녹스는 주 매출처였던 FPCB소재 부문뿐 아니라 다양한 제품군으로 사업영역을 다각화하고 있다. 이들은 완전히 새로운 분야가 아니라 이녹스의 기존 납품처를 대상으로 한다. 따라서 기존의 신뢰성, 경쟁력 등을 바탕으로 볼 때, 성공가능성이 높다고 할 수 있다. 또한 신제품 부문의 시장 또한 성장세에 있기 때문에 반도체패키지소재, MCCL, EMI차폐필름 등은 앞으로 이녹스의 성장동력이 될 것이다.



이처럼 각 사업부문에서의 매출액 신장이 예상되는 상황에서 이녹스는 대규모로 생산 설비를 확충하며 산업 성장의 수혜를 극대화하려 하고 있다. 2011년 2월 말 이전 대비 2배로 capa 증설을 완공한 뒤 라인 정비를 마무리 하였으며 capa 확대의 효과는 올해 2분기부터 실적으로 나타날 것이다.

## II. 투자포인트3. 아산에 미래가 있다! 아산공장 CAPA확대!

### 3.1 급성장에 따른 생산력 부족 문제를 해소!

급성장에 따른 생산 설비 부족이 한계였음

이녹스는 매출액이 급성장한 2009년 이래 생산 설비 부족 현상을 겪어왔고, 이는 더 큰 성장에의 걸림돌로 작용하였다. 따라서 이녹스는 2010년 3월 아산 신공장 부지를 취득 완료한 뒤 4월 신규시설 투자를 결정하였다. 350억원의 대규모 투자를 통해 2011년 2월 말 신공장을 완공하여 현재 시범 가동 중이며 상반기 내에 양산 가동에 돌입할 전망이다.

아산 신공장 가동하여 Capa 2배로 확대

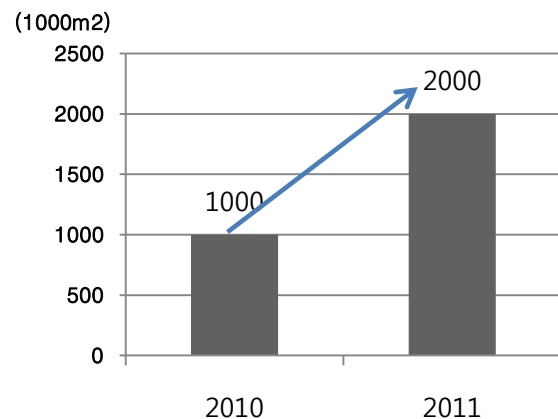
신공장 가동 이전, 기존의 안성 공장 Capa 수준은 100만m<sup>2</sup>/월이었는데 2011년 2분기내에 아산 신공장의 2개 라인이 본격적으로 정상 가동을 시작한다. 이에 따라 이녹스는 기존의 안성 공장 대비 1.5배(150만m<sup>2</sup>/월)의 capa를 추가한다. 총 capa는 이론 상으로는 250m<sup>2</sup>/월 정도로 증가되는 것인데, 반도체패키지 소재 및 신제품 등 product mix 감안 시 실제 capa는 200만m<sup>2</sup>/월 수준이다. 매출금액 상으로는 월 200억원 이상의 매출이 가능한 규모이다.

자료34. 아산 신공장



출처: 이녹스

자료35. 신공장 가동 후 Capa 증가 (단위:1000m<sup>2</sup>)



출처: 이녹스

**부문별 수요 증가 예상, Capa 증설 효과가 실적에 빠르게 반영될 것!** 전방산업인 모바일, 디스플레이, 자동차 등에서 FPCB소재의 적용 분야가 증가하여 수요가 증가하는 동시에 과점상태인 국내 FPCB소재 시장 상황이 유지될 것으로 전망된다는 점에서, 이녹스의 이번 capa 확대는 미래의 지속적 성장성에 대해 높은 기대감을 부여한다. 또한 반도체 패키지 접착소재에 대한 전방업체의 인증모델이 늘어나면서 이 부문에서도 본격적인 매출확대가 있을 것으로 예상되는데, 여기에 대응할 준비가 되었다는 점에서도 이번 설비투자의 효과는 동사의 실적에 빠르게 반영될 것으로 보인다.

**생산능력 확대로 원가 절감, 시장 대응력 확충, 신제품 진출을 원활히 할 전망** 완공된 아산 신공장은 성장에 걸림돌로 작용하던 생산 문제를 해소함으로써 빠른 외형 성장에 대응할 수 있는 중장기적인 성장에 시발점이 될 것이다. 즉, 생산능력 확대를 통해 규모의 경제를 이루어 원가경쟁력을 높이고, 매출 성장에 맞춰 시장 대응력을 확충하는 동시에, 신규제품영역(MCCL, EMI차폐필름) 진출을 원활히 하는 등 실적 호전이 올해 본격화될 예측이다.

### 3.2 생산라인의 제품별 전문화를 통해 생산효율성 제고!

**생산라인 공유로 인한 공장 가동의 비효율성이 존재했음** 기존의 생산 설비 상의 문제로는 생산설비 부족뿐 아니라 FPCB소재와 반도체패키지소재 생산 라인의 공유에 따른 비효율성도 있었다. 즉 공장이 협소하기 때문에 소재별로 라인을 전용화하여 두지 못하고 수급에 맞추어 라인마다 FPCB와 반도체 소재를 바꿔가며 생산하였다. 한 라인에서 두 부문을 병행하여 생산하다 보니, 교체 시마다 중간중간 라인 청소와 정비 등의 시간을 가져야만 하며 공장 가동의 비효율성이 큰 문제점이 되었다.

**라인의 공유로 인해 가동률 저하 등 손실** 이런 이유로 실제로는 최대한으로 공장을 풀가동하고 있음에도 불구하고 사업계획서 상에 공시되는 공장 가동률은 75%이다. 즉 라인의 공유로 인해 이처럼 가동률이 낮게 나타나는 등의 손실과 비효율이 발생하였다.

**라인을 전용화하여 비용 절감, 수율 개선!** 그런데 이제 아산 신공장을 증설하여 라인을 전용화함으로써 원가를 절감하고 수율을 개선할 전망이다. 즉 이전까지 안성 공장 5개 라인에서 FPCB소재와 반도체패키지소재를 동시에 생산하던 공정이 완전 분리되어, 기존의 안성 공장은 반도체용 소재 라인으로 전용화하고 아산 신공장은 FPCB소재와 신규 제품(MCCL, EMI차폐필름) 생산으로 전용화할 계획이다. 제품별 라인 전문화로 인해, 생산성 향상과 원가 절감 및 관리비용 절감의 효율성 제고 효과를 누릴 것으로 기대된다.

**제품의 경쟁력을 높이고 영업이익률도 향상될 전망** 이녹스는 생산라인을 전용화하여 수율을 높이고 원가를 절감함으로써 경쟁력을 한 단계 더 높이게 되었다. 신공장 증설로 감가상각비가 추가 발생함에도 불구하고 생산효율성이 향상되는 효과가 크기 때문에 영업이익률은 높아질 것으로 기대된다.

자료 36. 아산 신공장과 기존 안성공장 비교

구분	아산공장	안성공장	비고
위치 조성 토지/건평	아산 테크노밸리 (70만평) 2011.3~ 10,000평/4,000평	안성 동향공단(3만평) 2001.11~ 2,700평/2,200평	
용도 Line Capa 제품	본사/연구소/생산 A-1~2 (대형 2 line) 1백만 sqm/month INNOFLEX & 신제품 전용화	생산전용 P-1~5 (소형 5 line) 1백만 sqm/month INNOSEM 전용화	FLEX 기준
특기 사항	잔여 5 line space 보유		
향후 계획	2015년 까지 중기투자 -5 line 증설(150억 추가 투자)	2013년 통합/ 이전 가능성	

출처: 사업보고서

**3.3 향후 추가로 유연하게 Capa 증설 가능!**

수요 동향에 따라 잔여 5개 라인 추가 구축할 계획

이녹스가 올해 2분기에 아산 신공장에서 증설한 Capa는, 아산 공장 내 세팅 가능한 총 7개의 라인 중 2개에 해당한다. 아산 공장 내 잔여 5개의 라인에 대해 이녹스는 고객사의 주문 동향에 따라 150억원을 추가로 투자하여 남은 라인을 구축할 계획이다.

2012년 2개 라인 추가 예정, 2015년까지 총 700만㎡/월 목표

일단 단기적으로는 2012년 2개 라인을 추가할 예정이다. 이에 따라 FPCB소재는 125억 원/월, 반도체패키지소재는 40억 원/월, MCCL는 70억 원/월, EMI차폐필름은 25억 원/월의 매출액 규모를 갖게 되고, 총합 연간 매출액 3000억 원 규모이다. 그리고 장기적으로는 2015년까지 잔여 5개 라인을 모두 증설하여 월 700만㎡(연 가능 매출액 5,000억원)의 Capa를 가져간다는 궁극적 목표를 갖고 있다.

이미 부지와 건물 확보되어 있으므로 라인을 추가하여 Capa확대 시 비용 부담이 적음

이러한 향후 Capa 확장 계획은 매우 유연하게 적용 가능하다. 이미 총 350억원을 투자하여 부지 매입 및 건물 신축을 완료하였으므로, 라인의 추가 세팅 시에는 라인 당 50여억원의 설비 증설 비용만이 요구된다. 한 라인 추가 설비 시 비용은 50억원이 드는 한편 연가능 매출액은 1000억원 증가한다. 따라서 추가적인 비용의 큰 부담이 없이, 미래 수요 증가에 따라 기민하게 Capa 증설이 가능하다는 장점이 있다.

자료 37. 아산 신공장에의 350억원 투자 내역

사용처	시기	투자금액
토지 매입	2010.3	78억원
건물 건축	2010.4 ~ 2011.2	170억원
기계 설비 (2개 라인)	2010.4 ~ 2011.2	102억원
총합	-	총 350억원

출처: 이녹스

앞서 살펴본 이녹스의 투자포인트를 정리하면  
 첫째, 스마트기기, LED TV의 시장 성장에 따른 FPCB 시장 성장의 수혜를 입을 것이고,  
 둘째, 반도체패키지소재, MCCL, EMI차폐 등 신성장 동력을 확보하고 있으며,  
 셋째, 2011 아산 신공장 증설로 향후 매출 증대에 요구되는 Capa를 확충했다

다음에서는 FPCB 소재, 반도체패키지소재, MCCL, EMI차폐 별로 주요 경쟁상황들을 분석하였다.

### Ⅲ. 경쟁사분석

#### 1. FPCB소재

국내 시장은 한화 L&C와 이녹스 과점

국내 FPCB소재 시장은 이녹스와 한화L&C가 97%의 점유율을 차지하며 과점체제를 형성하고 있다.

한화L&C보다 스마트폰의 수혜를 더 크게 받을 것

한화L&C의 경우 FPCB소재 부문의 비중이 20% 정도밖에 되지 않는 반면 이녹스는 매출액 중 90%에 해당한다. 따라서 스마트폰 및 LED TV 시장 성장에 따른 수혜는 이녹스에게 훨씬 더 강력하게 작용할 것이다.

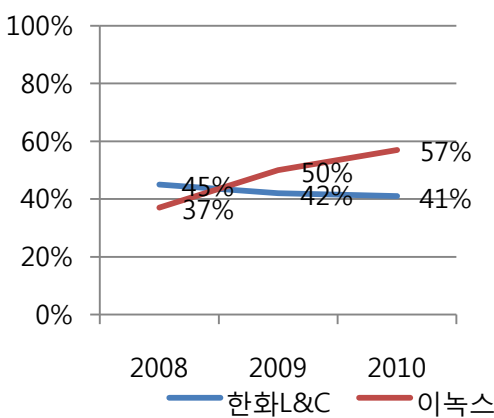
한화L&C 대비 원가 및 Capa 면에서 우위

뿐만 아니라, 이녹스는 한화 L&C 대비 생산 규모와 원가 등에서 우위를 점하고 있다. 한화 L&C의 경우 그룹 내부 구조 개편에 자금을 낭비하여 R&D부문이 약화된 반면, 이녹스는 유상증자 이후 R&D 및 Capa 확대에 집중하며 더욱 경쟁력을 키우고 있다. 특히 전방산업 호황과 고객사 확보에 대비하여 2011년 아산신공장을 완공하여 Capa 규모면에서 세계 최대 수준이다. 또한 한화L&C는 생산기계를 일본업체들로부터 수입하여 사용하나, 이녹스는 자체 제작함으로써 기계 원가를 50% 가까이 절감하였다.

한화L&C는 시장 점유율 감소, 이녹스는 증가

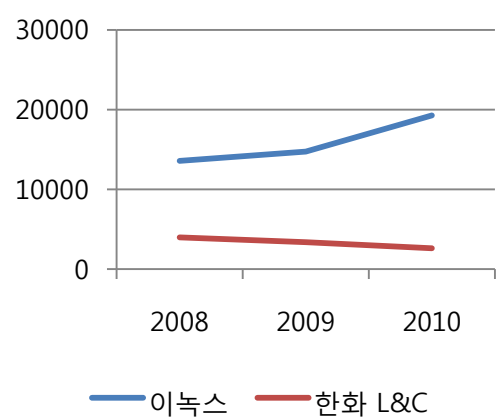
그 결과 역대 점유율 추이를 보면 한화L&C는 시장점유율이 지속적으로 하락하는 반면, 이녹스는 꾸준히 시장점유율을 높여오고 있다.

자료38. 국내 FPCB 소재 시장 점유율 추이 (단위: %)



출처: 이녹스

자료39. 각 사 연구개발비용 추이 (단위: 백만 원)



출처: 이녹스

## 해외 시장 점유율 증가 계획

더 나아가 이녹스는 해외에서도 세계 1위 업체로 거듭나기 위해 전력을 기울이고 있다. 현재 해외시장에서는 일본의 아리자와가 점유율 1위, 대만의 타이플렉스와 이녹스가 그 뒤를 잇고 있다. 이녹스는 원가 절감과 Capa 증설을 통해 아리자와를 제치고 1위로 올라설 계획이다.

## 일본, 미국 등지의 다수 업체들에게 공급 확대하며 글로벌 점유율을 높일 계획

우선 일본 현지에서 아리자와를 제치고 산요와 소니, 그 외 다수의 업체들에게 품질 승인을 마치고 제품을 공급하기 시작하였다. 또한 세계 2위의 매출액 8000억 규모 FPCB 업체인 앰플렉스로부터도 공급을 승인받아 삼성의 갤럭시S, 갤럭시탭 뿐 아니라 앰플렉스가 납품하는 노키아, 애플, RIM 등에까지도 소재를 공급하여 향후 아리자와의 글로벌 점유율을 잠식할 계획이다.

## 2. 반도체패키지소재

### 현재는 주로 일본 업체들이 점유, 이녹스는 국산화 이후 글로벌 시장 진출 본격화

현재 세계 반도체패키지소재 시장은 주로 히타치 케미칼 등의 일본 업체들이 점유하고 있는데, 이녹스는 향후 성장성이 높은 반도체패키지소재 부문에 주력하여 글로벌 시장에서 입지를 굳힐 계획이다. 이에 따라 삼성전자와 DAF를 공동개발하고 국내에서 유일하게 반도체소재 전품목을 생산하는 Full line-up을 갖추는 등 그간 일본업체들이 독점하던 소재의 국산화에 성공하였다.

### 일본업체들을 물리치고 하이닉스와 삼성전자에 공급 확대

기존에 삼성전자와 하이닉스는 히타치케미칼 제품을 채용하였으나, 현재 하이닉스의 LOC 물량 중 80%를 이녹스가 공급하며 삼성전자에서도 이녹스 제품 적용을 늘리고 있다. 특히 삼성전자로부터 작년 말부터 올해 초까지 일본 대기업인 히타치 케미칼과 스미토모 베크라이크사를 제치고 5개 소재를 차례로 채용승인 완료하여, 올해부터 본격적으로 매출액이 증가할 전망이다.

### 가격 경쟁력 뿐 아니라 일본 지진과 엔고 기저와 맞물려 점유율 증가 예상

이녹스는 경쟁업체 대비 현저한 가격경쟁력을 갖고 있으며 최근의 일본지진과 엔고 기저와 맞물려 향후 반도체패키지소재 시장에서 일본업체들을 따라잡는 수준의 점유율 확대가 예상된다.

## 3. MCCL

### 두산전자가 독점하던 MCCL시장 진입, 과점체제로 재편 예상

두산전자가 국내 MCCL 시장을 독점 공급하고 있었으나, 2010년 이녹스가 MCCL을 개발하여 2010년 하반기부터 LED 조명업체로 소량 공급하기 시작하였다. 현재는 LED TV 용 MPCB업체들에게 승인 중이며 조만간 일반 조명용에 이르기까지 제품을 다양할 계획이다. 또한, 대개 FPCB업체들이 MPCB도 제조하는 추세이므로 기존의 고객사인 FPCB 업체에게 MCCL도 함께 공급하기로 하는 등 기존 영업망을 활용한 국내외 고객확보가 용이하다. 따라서 향후 두산전자의 독점을 깨고 과점체제로 시장 구조를 재편할 가능성이 높다.

#### 4. EMI차폐 필름

현재 일본업체들의  
독점으로 국산화 요  
구가 높았음

글로벌 EMI차폐필름 시장은 일본의 TATSUTA와 TOYO가 100%를 점유하며 일본업체들의 독점으로 그간 가격상승이 높았다. 그만큼 EMI차폐필름에 대한 국산화 요구가 높았는데, 최근 일본 지진에 따라 물량조달에 대한 불안감이 상승하며 국산화 요구가 더욱 증가하였다.

국산화 성공, 승인 완  
료되는 하반기부터  
일본업체들에게 도전

이런 상황에서 이녹스는 2010년 특허 획득을 마치고 국산화에 성공하였고 현재 승인 진행이 가속화되고 있다. 또한 EMI차폐필름도 MCCL의 경우처럼 기존의 FPCB업체들이 함께 제조하는 경우가 많으므로 마찬가지로 고객확보가 매우 용이하다. 승인이 완료되는 하반기부터 글로벌 시장에서 일본업체들의 아성을 무너뜨릴 계획이다.

## IV. Issue & Risk

### BW

이녹스는 2006년 당시 적자로 인한 재정 부족으로 BW를 발행한 바 있다. 이는 투자자들에게 좋은 소식은 아니다. 하지만 당시 상황을 감안하면 치열한 경쟁 하에서 경쟁력 확보를 위한 투자금 마련 및 계약금 납부를 위한 일시적 발행이었다는 점에서 차후 추가 발행 가능성은 적다. 현재 약 65만주로 총 주식수 대비 약 7%, 행사가는 3700원이다. 소유주는 회사 이사 4명으로 2012년 9월까지 전부 전환된다는 가정하에 밸류에이션에 희석시켜 반영하였다.

### 환율

이녹스는 원자재 및 해외 수출로 인해 환율에도 영향을 받는다. 하지만 이녹스는 대부분의 수출기업과 달리 원화가 강제일수록 이익에 유리하다 원자재 매입은 95% 이상이 달러 기준으로 이루어지는 반면, 달러 기준 매출의 비중은 약 30%에 그치기 때문이다. 향후 몇 년간 환율에 대한 시장의 대부분 시나리오는 원화 소폭 강세를 예측하고 있다. 따라서 환율에 대한 위험성은 크지 않다고 판단된다. 또한 향후 수출의 비중을 증가한다면 원자재와 수출이 서로 상쇄되는 비중이 늘어 환율의 영향이 더욱 미미할 것으로 전망된다.

### 원재료 가격 상승

전체 원재료 중 60% 가량이 PI필름이며, 15% 정도가 구리이다. PI필름은 SKC코오롱PI에서 안정적 공급을 받고 있으며 이녹스의 Buying power(SKC코오롱PI 생산량의 50% 매입)와 연간 계약으로 이루어지는 원재료 공급을 보아 가격 상승에 따른 위험은 적을 것으로 전망된다. 구리는 90% 가량을 미쓰이 금속 등 일본업체에게, 나머지 10% 가량을 일진머티리얼즈에서 공급받고 있다. 구리 가격 인상은 가능성 있으며 현재는 경영 계획에 반영해 놓았다고 한다. 하지만 원재료 중 비중이 크지 않고, 또 일본 대지진으로 인해 말레이시아 등지에서 신규 수입처를 확보하고 있는 상황이다. EMI 차폐필름에 들어

가는 은 가격은 위험이 될 수 있지만 이녹스는 현재 기존 은 Powder방식에서 은의 재료비 비중이 적은 은 coating 방식으로 전환하고 있다.

### MCCL 경쟁 심화

MCCL부문은 조명용 LED시장의 성장과 함께 규모가 급성장할 것으로 전망되는 시장이다. 현재 이녹스를 비롯한 많은 회사들이 새로이 진입하고 있는 상황으로 향후 잠재적 경쟁자의 진입 가능성은 장기적으로 이녹스의 위험 요소가 된다. 하지만 MCCL의 경우도 기존 FPCB업체들이 주 수요처라는 측면에서 이녹스는 기존 영업망을 사용할 수 있고 또한 FCCL과의 기술 연동성으로 인해 기술적 우위도 일부 존재한다. 따라서 향후에도 경쟁력을 가질 것으로 전망되며 시장 자체의 성장세가 높기에 초기 진입하여 일정 규모의 매출 달성에는 무리가 없을 것으로 예상된다.

## V. Valuation

밸류에이션은 DCF Method를 사용하였다. 이녹스는 국내 2개뿐인 FPBC 소재업체로서 다른 경쟁자인 한화L&C는 상장되어 있지 않아 비교가 불가능하다. 따라서 기업의 미래 매출과 그로 인해 벌어들이 현금 흐름을 예측하는 절대적 가치평가 방법이 이녹스에 더 적합하다고 판단하였다.

### DCF Method

#### 예상매출액 및 영업이익률 추정

매출액 예측에 있어서는 사업부문을 FPCB소재, 반도체패키지 소재, 그리고 신사업부문으로 나누어 예측하였다.

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>예상매출액</b>	1,035	1352	1652	1908	2126	2302
총영업이익	133	179	228	272	310	341
영업이익률	12.8%	13.2%	13.8%	14.3%	14.6%	14.8%
가중평균성장률	42%	31%	22%	16%	11%	8%
<b>매출(FPCB)</b>	932	1118	1286	1415	1521	1597
매출액성장률	39%	20%	15%	10%	7.50%	5%
영업이익률	11.5%	11%	11%	11%	11%	11%
영업이익	107.18	123	141	156	167	176
<b>매출(반도체)</b>	102	184	275	358	430	494
매출액성장률	79%	80%	50%	30%	20%	15%
영업이익률	25%	25%	25%	25%	25%	25%
영업이익	25.5	46	69	90	107	124
<b>매출(신사업)</b>	5	50	90	135	176	211
매출액성장률		900%	80%	50%	30%	20%
영업이익률	20%	20%	20%	20%	20%	20%
영업이익	1	10	18	27	35	42

### FPCB 소재

FPCB 소재의 경우 전방 기업들의 매출 증대가 그대로 이녹스의 매출 증대로 이루어 질 것이라 가정하였다. 실제로 FPCB 제조 기업들의 컨센서스를 보면 35%의 매출 증대를 예상하고 있다. 삼성과 LG의 휴대폰 출하량이 최소 20% 이상으로 증대될 예정이며 LED/LCD TV로 수요처 확대, 그리고 현재 시험수주 단계로 하반기부터 매출이 기대되는 폭스콘과 앰플렉스의 해외 FPCB기업으로 진출 가능성을 본다면 2011년 20% 증대는 경기변동에 대한 우려를 반영한 보수적 수치라고 할 수 있다.

영업이익률은 현재 11% 수준을 향후에도 유지할 것이라 가정했다. 확고한 기술력과 점유율을 바탕으로 과점 상태를 유지하리라 판단되기 때문이다. 뿐만 아니라 아산공장으로 이전되어 가동될 시 생산 라인의 구분으로 인한 효율성 증대로 실제 영업이익률은 더 좋아질 것으로 예상된다.

### 반도체 패키지 소재

반도체 패키지 소재의 경우 2011년 1분기 현재 전년 1분기 매출 대비 약 2배의 매출을 기록하고 있다. 또한 기존의 LOC, LLT 2가지 제품이 주력이었던 반면 2011년 초 삼성전자로부터 승인 받은 5개의 제품이 하반기부터 본격적인 매출로 확정될 예정이다. 나아가 하반기에 아산공장이 본격적으로 가동하면서 반도체패키지소재 부문의 Capa역시 크게 늘어날 전망이다.

반도체 패키지소재의 경우 국산화의 요구가 있었기에 이녹스는 과거 몇 년간 빠른 추세로 매출을 늘려가고 있다. 따라서 제품군 확대와 안정적 매출처의 확보로 인해 2011년 반도체패키지 소재 부문의 성장률 80%는 무리 없을 것이라 생각했다. 이녹스의 2011년 예측 성장률이 184%인 것에 비하여도 이는 큰 수치는 아니다.

기술적 장벽이 높고 원가의 비중이 낮은(약 30%) 반도체 패키지소재의 경우 영업이익률을 약 25~30%가 난다. 향후 영업이익률은 최소 25%를 유지하리라 가정하였다.

### 신사업 분야

EMI차폐필름과 MCCL 분야는 작년 처음 매출이 발생한 신사업 분야이다. 2010년 하반기 LED조명용 MCCL이 처음 판매될 때 월 1억 원 가량의 판매액을 보였는데 2011년 1분기 현재 월 평균 매출 2~3억 원으로 2배 가량 증가하였다. 또한 아산공장 이전이 완료되는 하반기부터 MCCL 생산능력은 기존의 10배 수준인 월 3만m<sup>2</sup>으로 증설된다. 뿐만 아니라 곧 승인이 완료될 LED TV용 MCCL과 EMI차폐필름이 본격적으로 매출이 난다면 훨씬 큰 폭의 성장이 가능하다고 본다. 하지만 아직 발생하지 않은 매출에 대해서 정확한 추정은 불가능하다. 따라서 최소 월 4~5억 원, 수준인 연 매출 50억 원 달성은 아주 보수적 추정이라고 판단한다. 실제 이녹스의 2011년 신사업 매출 예상액은 200억 원 가량이다.

신사업의 경우 제품별로 차이가 있지만 영업이익률은 대략 20~25% 사이로 추정된다. 보수적 추정으로 영업이익률은 20%를 유지하리라 판단했다.



**기타적용수치**

먼저 이 기업은 2006~2008년의 극심한 경쟁을 겪고 2009년부터 과점기업으로써 본격적 매출을 발생하였기에 지난 10년 평균치의 의미가 적다는 것을 밝혀둔다.

매출액대비비율	2010	2011	2012	2013	2014	2015	10년 평균치
영업이익률	12.83%	13.2%	13.8%	14.3%	14.6%	14.8%	9.97%
유,무형자산 상각비	2.69%	2.79%	2.94%	3.14%	3.29%	3.44%	4.14%
영업용운전자본	25.08%	24.75%	24.50%	24.25%	24.00%	23.75%	33.61%
순유형고정자산	37.95%	33.98%	33.87%	31.94%	31.02%	30.82%	36.75%
순무형고정자산	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	9.54%
기타영업용순자산	-0.21%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%

**영업용운전자본**은 현재 매출 성장과 함께 매출채권과 재고자산 회전율이 좋아짐에 따라 하락추세에 있기에 향후에도 소폭 감소할 것으로 전망했다. **유,무형자산상각비**의 경우 장 증설에 따른 공장 증설로 매년 20억 원 가량의 감가상각비가 추가로 발생될 전망이다. 2011년 공장 증설로 인한 상각비는 10억 원에 달할 예정이다. 또한 2012년 말까지 현재 계획된 생산라인 확충이 이루어질 경우 2013년부터 추가로 감가상각비가 발생할 것이고 그에 따라 꾸준히 상승할 것으로 예측했다. **순유형고정자산**은 2011년 2010년 미반영된 아산공장 증가분의 30%(약 60억 원) 반영하였으며, 향후 생산라인 증가에 따라(라인 1개당 50억 원 증가) 증가할 것으로 보았다. **순무형고정자산**과 **기타영업용순자산**은 별다른 특징이 없어 현재 상태를 유지할 것이라 보았다.

(단위: 천 원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
예상매출액	103,473,429	135,063,867	164,972,862	190,549,941	212,330,270	229,854,690
FPCB 매출액성장률		20%	15%	10%	8%	5%
FPCB 매출액	93,126,086	111,751,303	128,513,999	141,365,399	151,967,804	159,566,194
반도체 매출액성장률		80%	50%	30%	20%	15%
반도체 매출액	10,192,133	18,345,839	27,518,758	35,774,386	42,929,263	49,368,653
신사업 매출액성장률		900.0%	80.0%	50.0%	30.0%	20.0%
신사업 매출액	496,672	4,966,725	8,940,104	13,410,156	17,433,203	20,919,844
가중평균성장률		30.1%	22.1%	15.5%	11.4%	8.3%
예상 EBIT	13,276,385	17,874,384	22,807,441	27,180,277	30,940,901	34,084,688
NOPLAT	9,625,379	13,548,783	17,675,767	21,200,616	24,133,903	26,586,057
(+)유,무형자산 상각비	2,788,320	3,768,282	4,850,202	5,983,268	6,985,666	7,907,001
총현금유입	12,413,699	17,317,065	22,525,969	27,183,884	31,119,569	34,493,058
영업용 운전자본	25,949,105	33,428,307	40,418,351	46,208,361	50,959,265	54,590,489
순유형고정자산	39,265,256	45,894,855	55,876,308	60,867,753	65,857,198	70,847,132
기타 영업용 순자산	(217,408)	(135,064)	(164,973)	(190,550)	(212,330)	(229,855)
IC	64,996,953	79,188,098	96,129,686	106,885,563	116,604,133	125,207,766
예상 ROIC(평균)	19.8%	18.8%	20.2%	20.9%	21.6%	22.0%
예상 ROIC(기초)	29.8%	20.8%	22.3%	22.1%	22.6%	22.8%
IC 증가액		14,191,145	16,941,588	10,755,877	9,718,569	8,603,633
(+)유,무형자산 상각비		3,768,282	4,850,202	5,983,268	6,985,666	7,907,001
총투자액		17,959,427	21,791,790	16,739,145	16,704,235	16,510,635
예상 FCFF		(842,362)	734,179	10,444,739	14,415,334	17,982,423
할인기간		0.67	1.67	2.67	3.67	4.67
현재가치		(607,371)	638,244	8,348,219	10,593,318	12,149,730

**WACC**

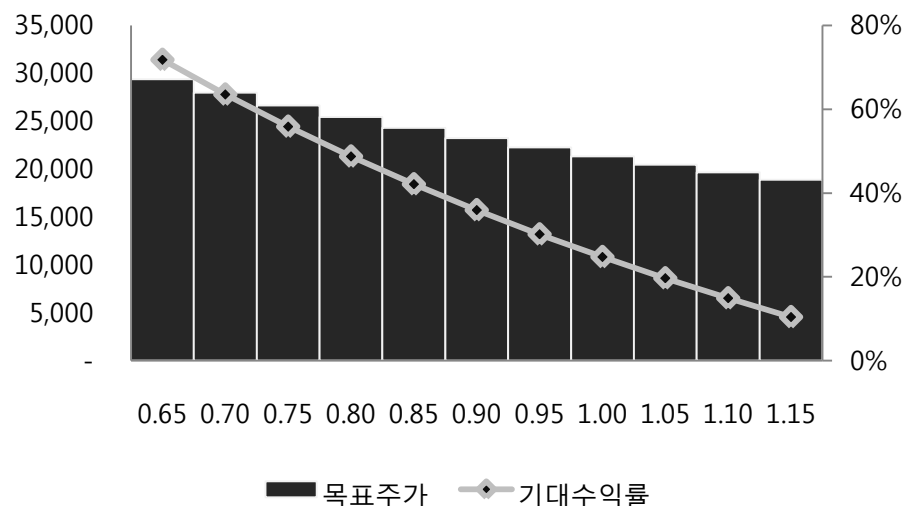
무위험 이자율은 3년만기 국고채 수익률(5/13)을 적용하였으며 베타는 1년치일별베타를 적용하였다. 현재 이녹스의 베타는 단기적으로 변동이 심한 편이지만 과거 3개월 추이를 보면 0.7~0.9 사이에서 변동하였다. 타인자본비용은 2010년 이녹스가 타기관으로부터 차입한 자금의 총량과 이자율을 가중평균하여 구하였다.

WACC	8.76%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2 단계)	21.99%
FCFF 추정(2 단계)	26,586,057
Terminal Value	303,326,508

현재가치의 합	31,122,256
PV of TV	204,941,893
현금 + 시장성유가증권	7,889,791
비영업용자산	873,098
Value of the Firm	244,827,037
(-)Value of the Debt	29,814,474
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	2,399,992
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	217,412,555
발행주식수	8,507,574.
희석주식수	648,296
<b>목표주가</b>	<b>₩ 23,746</b>
<b>현재주가</b>	<b>₩ 17,100</b>
<b>기대수익률</b>	<b>39%</b>

자기자본비용	9.79%
1년치일별베타	0.87580
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	3.66%
<b>WACC</b>	<b>8.76%</b>
차입금가치(이자발생부채)	29,814,474
주주지분가치(시가총액)	145,479,515
한계조달금리	4.82%

**베타 민감도 분석**



**적정주가**

DCF를 이용한 이녹스의 적정주가는 23,746원으로 현재 주가 17,100원, 상승여력 39%로 BUY를 제시한다.

# Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	265	332	727	1,035
매출원가	214	261	587	799
매출총이익	51	70	140	236
판매비	42	54	72	103
인건비	17	19	24	37
감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	3	6	11	9
연구개발비	2	2	2	12
마케팅비	0	0	2	3
기타 판매비	19	26	32	40
영업이익	9	17	68	133
영업외손익	-7	-39	-23	-21
이자손익	-5	-7	-12	-15
지분법손익	0	0	0	0
외환차손익	-1	2	3	-3
외화환산손익	-0	-3	-1	-1
기타 영업외손익	-0	-30	-14	-2
세전계속사업이익	3	-22	45	112
법인세비용	-0	-5	4	22
당기순이익	3	-16	41	90
EPS	43	-244	602	1,062

대차대조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	197	232	413	557
현금 및 현금등가물	34	52	86	75
매출채권	89	88	195	247
재고자산	61	64	110	214
비유동자산	188	199	186	456
투자자산	15	9	9	9
유형자산	113	121	120	393
무형자산	49	59	52	44
자산총계	385	432	599	1,013
유동부채	105	161	288	341
매입채무	6	57	64	84
단기차입금	84	90	170	122
유동성장기차입금	5	7	39	46
비유동부채	45	50	35	144
사채	0	0	0	0
장기차입금	37	40	30	131
부채총계	150	211	323	484
자본금	34	34	34	43
자본잉여금	139	139	144	299
이익잉여금	73	56	97	188
자본조정	-10	-9	2	0
자본총계	235	221	277	529

현금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	-3	58	-59	37
당기순이익	3	-16	41	90
비현금수익비용가감	23	44	50	42
감가상각비	12	15	18	19
무형자산상각비	3	6	11	9
외화환산손익	-0	-2	-0	-1
지분법평가손익	0	0	0	0
기타	9	25	21	16
영업활동으로인한 자산부채	-29	31	-150	-96
투자활동 현금흐름	-26	-37	-26	-266
유형자산 투자	15	24	18	255
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 증감	7	15	14	8
지분법자산 증감	0	0	0	0
기타	-5	2	6	-3
재무활동 현금흐름	14	7	118	220
단기IBD 증감	22	8	111	-41
장기IBD 증감	2	4	-11	101
자본증감	10	1	-14	0
배당금 지급	0	0	0	0
기타	-20	-5	32	160
순현금흐름	-15	27	33	-9
기초현금	41	26	53	87
기말현금	26	53	87	78

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	14.6%	55.2%	156.1%	65.9%
EBIT성장률 %	-27.4%	44.4%	82.8%	37.6%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	19.3%	21.3%	19.2%	22.8%
EBITDA margin %	9.2%	11.4%	13.3%	15.5%
EBIT margin %	3.5%	5.1%	9.3%	12.8%
세전이익률 %	1.0%	-6.6%	6.1%	10.8%
당기순이익률 %	1.1%	-5.0%	5.6%	8.7%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	64.0%	95.4%	116.6%	91.5%
순부채비율 %	39.1%	38.8%	55.0%	42.1%
유동비율 %	187.6%	144.1%	143.4%	163.6%
당좌비율 %	129.8%	104.3%	105.3%	100.8%
이자보상배율	164.4%	233.0%	554.6%	768.5%
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	1.2%	-7.5%	14.7%	17.1%
ROA %	0.7%	-3.8%	6.8%	8.9%
ROIC %	1.1%	1.7%	3.8%	4.6%
<b>Per Share Ratios</b>				
BPS	3,469	3,263	4,082	6,219
DPS	-	-	-	-

## 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.