

2012년 04월 20일

코텍(052330)

BUY

PPP x QQQ = 777

V. 카지노용 모니터, P와 Q 레벨 업!

슬롯머신 시장은 모니터가 쓰이지 않는 단순 기계식 Reel 방식에서 모니터가 쓰이는 비디오 방식으로 점차 전환되는 추세로 Reel 방식 위주의 대규모 시장인 유럽과 투자가 확대되고 있는 아시아 시장을 위주로 비디오 슬롯머신 모니터의 신규 수요 잠재력이 매우 크다.

코텍은 카지노용 모니터 시장 점유율 51%의 1위 업체로 이러한 Reel 방식의 비디오 방식으로의 전환 추세에 가장 적합한 2가지 고가의 고부가가치 제품 MLD와 KTMP를 독점적으로 생산하고 있다. MLD제품을 중심으로 1위 업체 IGT로의 매출이 지속적이고, 2010년부터 3위 업체인 Aristocrat, 5위 업체 Konami에 납품을 시작하여 올해 2분기부터는 2위 업체인 WMS에 신규 공급이 시작된다.

V. 전자칠판으로 공부하자!

코텍은 산업용 디스플레이 생산을 통해 다년간 축적된 터치스크린 LCD 기술을 바탕으로 전자칠판에 주력하고 있다. 전자칠판은 사용자의 터치를 인식하여 기존 PC에서 사용하던 모든 기술을 활용할 수 있는 차세대 교육기구이다.

세계 전자칠판 산업은 기존의 프로젝터 방식에서 LCD 기반의 칠판으로 전환되고 있는 추세이며, 동사는 LCD 전자칠판을 IWB시장 세계1위 기업인 캐나다의 SMART사에 ODM방식으로 독점 납품하고 있다. 올해부터 포디움, 멀티터치 테이블 등 다양한 제품라인업을 바탕으로 시장을 선도해나가고 있으며, 전자칠판 관련 매출은 이번 2012 1Q에만 65.5억을 달성하였다.



적정주가:

16,353원

현재주가:

10,700원 (04/20 기준)

상승여력: 53%

시가총액	1362억원
ROE	15.4%
ROA	12.6%
영업이익률	12.9%
배당수익률	2.38%
P/E Ratio	6.39
P/B Ratio	0.98

주요주주:

이한구: 25.62%

NXC: 7.38%

한가람투자자문: 5.14%

국민연금공단: 5.01%

SMIC 리서치 4팀

팀장 최형승

팀원 고승희

양소라

정수

최찬규

1. 산업분석

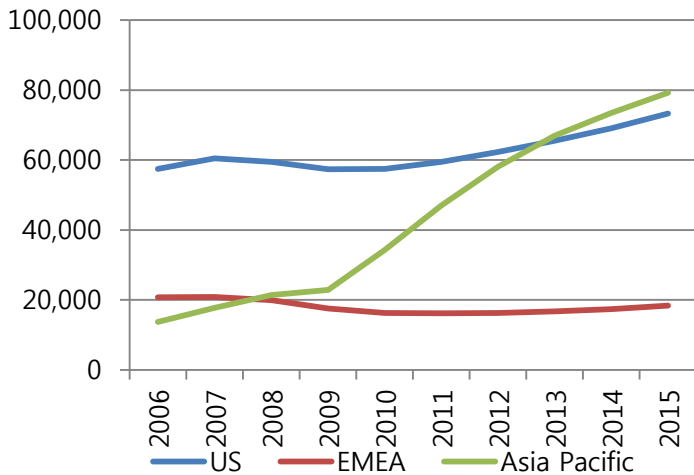
I. 산업분석

1.1. 카지노산업

카지노 산업은 계속 성장 중

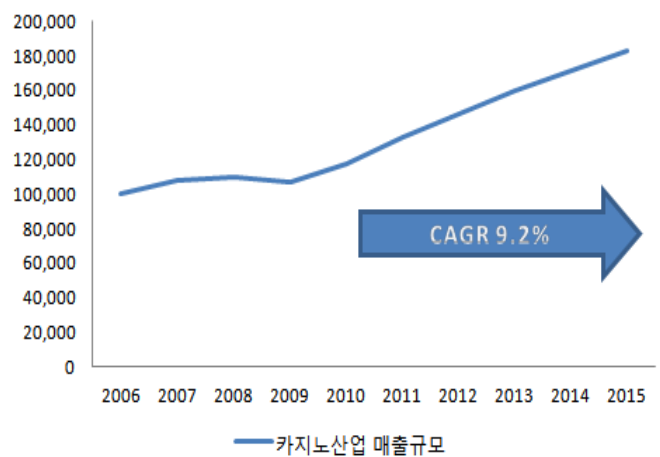
카지노산업은 현재까지 산업규모가 안정적으로 성장하고 있는 산업으로, 향후에도 계속 성장이 기대되는 산업이다. 2011년 전세계 카지노 산업 매출은 132,410백만달러로 예상되며 이는 전년대비 12.61% 증가한 것이다. 또한 2015년까지 연평균성장률 9.2%를 기록하여 카지노 산업 매출이 182,773백만달러까지 늘어날 것으로 예상된다. 카지노산업은 경기에 민감한 산업으로 알려져 있으나, 실제로 살펴보면 불경기에 어느 정도 하방 경직성이 있는 것으로 나타났다.

그림 1. 지역별 카지노산업 매출추이 (단위: 백만\$)



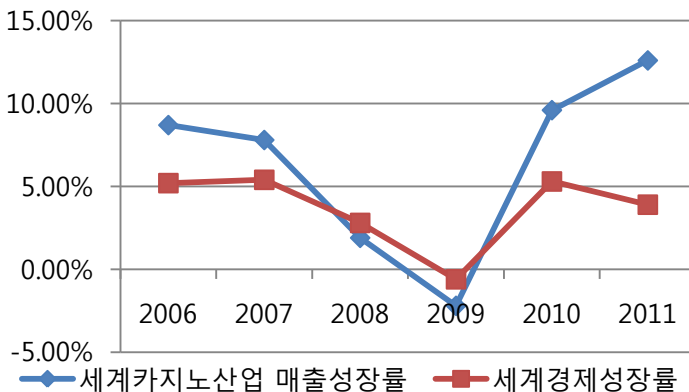
출처: PricewaterhouseCoopers LLP

그림 2. 카지노산업 매출추이 (단위: 백만\$)



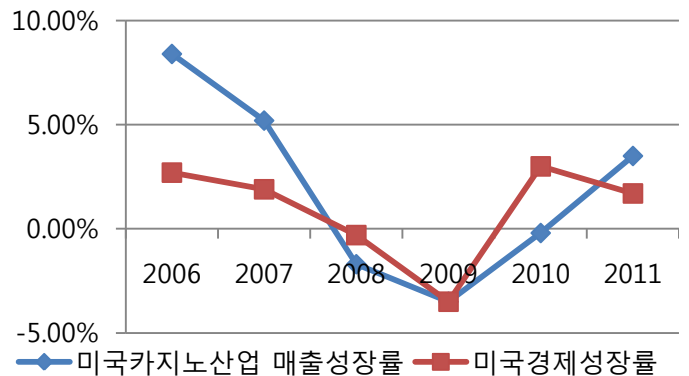
출처: PricewaterhouseCoopers LLP

그림 3. 세계경제와 카지노산업 (단위: %)



출처: PricewaterhouseCoopers LLP, IMF

그림 4. 미국경제와 카지노산업 (단위: %)



출처: PricewaterhouseCoopers LLP, 한국은행

아태평양지역이 2015년에는 최대 카지노시장이 될 것

2011년 9월 기준 전 세계 131개국 3547개의 카지노 사업장이 운영되고 있으며 지역별 매출비중은 미국이 약45%로 가장 많다. 다음으로 아시아태평양지역이 약36%, 유럽, 중동, 아프리카가 약12%, 캐나다 약 4%, 라틴아메리카 약 3%이다. **향후에는 아시아태평양지역이 연평균 18.3% 성장하며 2015년에는 매출비중 약 43%로 최대시장이 될 것이며 미국은 연평균 5% 성장하여 2015년 매출비중은 약 40%정도가 될 것으로 예상된다.**

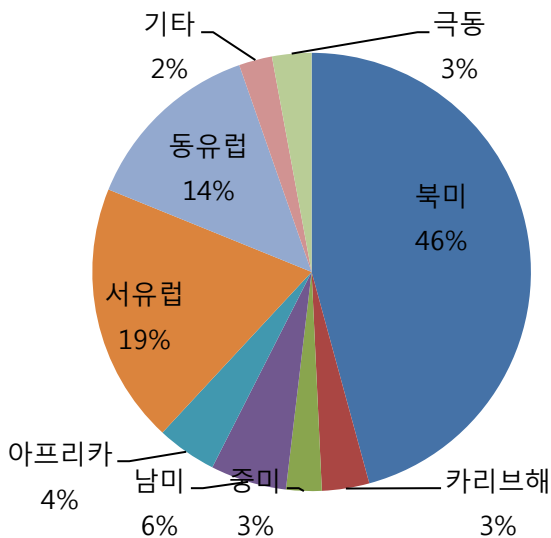
미국 카지노의 중심-라스베이거스 관광객수도 증가 중

미국 카지노산업에서 **가장 큰 비중을 차지하는 라스베이거스** 관광객 수를 보면 2001년 35,01만 명에서 계속해서 늘어나 2007년에는 39,19만 명이 되었다. 금융위기가 터진 이후 2009년 36,35만 명까지 줄어들었으나, 2011년 38,92만 명으로 2007년 수준을 회복하였다. **올해 1월과 2월 관광객수도 각각 전년 동월대비 0.9%, 6.4% 증가했다.**

카지노 관련 설비투자가 꾸준히 계속되고 있는 미국

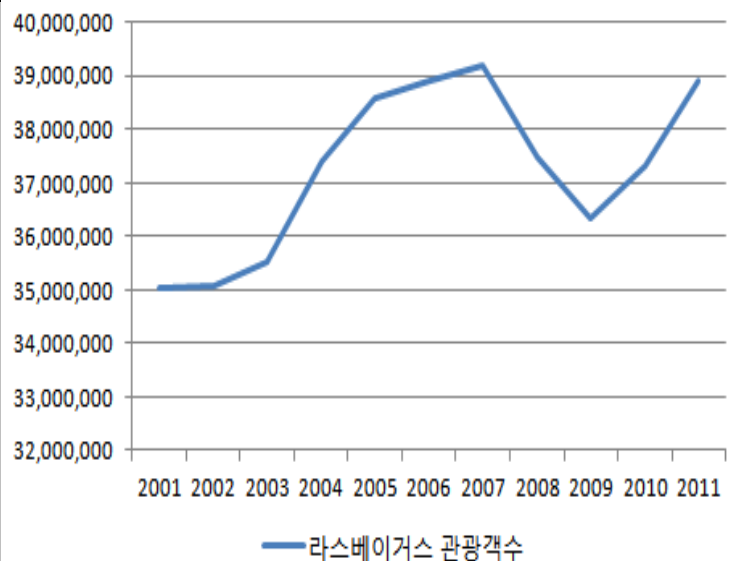
호텔/카지노 관련 설비투자도 꾸준히 계속되고 있다. 2011년에 라스베이거스에 완공된 30개의 설비투자 중 금액을 알 수 있는 15개의 설비투자 총액은 586백만 달러에 달했다. 2012년 완공예정인 16개의 설비투자 중 금액을 알 수 있는 8개의 설비투자 총액은 약 720백만달러이다. 이 밖에도 오하이오, 메릴랜드, 뉴욕, 플로리다 등에서 대형 카지노 리조트 공사가 진행 중이다.

그림 5. 카지노산업 지역별 매출비중 (단위: %)



출처: The 2011 global gaming bulletin Ernst&Young

그림 6. 라스베이거스 관광객 추이 (단위: 명)



출처: 라스베이거스 관광청

미국 내 카지노 합법화는 끝나지 않았다

2009년 초만 하더라도 네바다, 펜실베이니아 등 12개 주에서만 상업 카지노가 허가되었다. 그러나 이후 **Ohio, Maryland, Florida, New York주 등에서 카지노 합법화가 추진**되었고 그 결과 카지노사업이 허가되어 카지노가 건립되었거나 건립 중에 있다. 앞으로도 재정난 등을 이유로 **미국 내에서 카지노 합법화는 계속될 예정**이다.

이제 세계 최대 카지노 시장은 마카오 :
대형 카지노 회사들의 면허 취득, 진출로 더욱 급성장 중

한편 2006년 라스베가스를 제치고 카지노 단일시장으로 최대규모가 된 마카오는 2011년 전년대비 42% 증가한 38조 5216억원의 카지노 수입을 올렸다. 2009년 2170만명이었던 관광객수는 2010년 2490만명, 2011년 2800만명으로 매년 두 자리수의 성장률을 기록하고 있다. 마카오 카지노시장은 스탠리 호의 SJM홀딩스가 40여년간 유지하던 독점체제를 깨고 2002년부터 외국인에게 카지노 시장을 개방한 뒤 Sands, Wynn, MGM과 같은 기존 대형 카지노 회사들이 카지노 면허를 취득해 진출하면서 급성장 하고 있다.

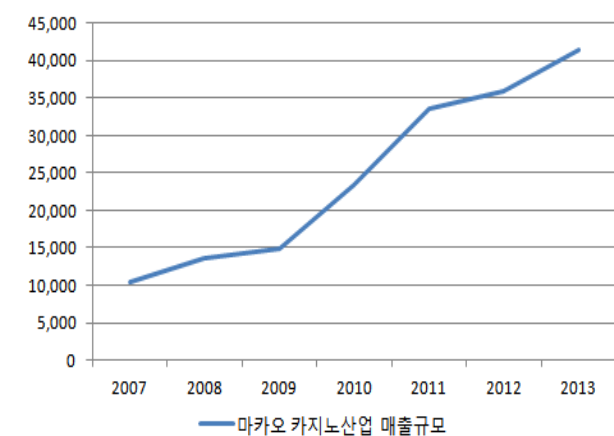
카지노 매출의 상당량은 슬롯머신 게임으로

카지노에서 제공하는 게임 중 매출의 상당량을 차지하고 있는 것이 바로 슬롯머신 게임이다. 특히 북미 쪽에서 슬롯머신의 비중이 높은데, 라스베가스를 중심으로 한 네바다 주 카지노 매출의 약 63%를 차지하며, 애틀랜타 시티 카지노 매출의 약 70%를 차지한다. 2011년 미국에는 총 678,471대의 슬롯머신 기계가 있다.

외국업체들의 마카오 진출로 마카오에도 슬롯머신 게임 증가

마카오의 경우에는 슬롯머신에서 바카라 다음으로 많은 매출이 발생하고 있으며, 외국 업체들의 진출이 허용된 이후 슬롯머신을 많이 설치하는 외국 카지노의 특성상 슬롯머신 대수가 늘어나고 있다. 전 세계 카지노 슬롯머신 시장은 IGT(43%)가 가장 높은 점유율을 가지고 있으며, WMS(12%), Aristocrat(11%), Bally(9%), Konami(7%)가 그 뒤를 잇고 있다.

그림 7. 마카오 카지노산업 매출추이 (단위: 백만\$)



출처: The 2011 global gaming bulletin Ernst&Young

그림 8. 라스베이거스 2102년 카지노/호텔 설비투자현황

Name of Property	Completion Date	Cost(Millions)
Caesars Palace(opening of new Octavius tower rooms)	02-Jan-12	\$400
Howard Johnsons(Value Place)	01-Jan-12	N/A
Golden Gate Hotel and Casino	15-Mar-12	\$12
The D(formerly the Fitzgeralds)	15-Mar-12	N/A
The Westin Lake Las Vegas Reosrt&Spa(formerly Loews Lake Las Vegas)	30-Apr-12	N/A
Flamingo Las Vegas	01-May-12	\$10
Blair House	01-Jun-12	\$0.30
Royal House	01-Jun-12	\$2
Embassy Suites	Mid 2012	\$35
SpringHill Suites Marriott(North)	Jul-12	N/A
Residence Inn Marriott(Southwest)	Jul-12	N/A
MGM Grand	01-Sep-12	\$160
Downtown Grand(former Lady Luck site)	30-Sep-12	\$100
SpringHill Suites Marriott(South)	Nov-12	N/A
Palms Resort	Fall 2012	N/A
Nobu Hotel(rebrand of Caesars Centurion Tower)	Fall 2012	N/A
Sum		\$719.30

출처: 라스베이거스 관광청

1.2. 산업용 모니터 산업

산업용 모니터는 특수 품, 다품종 소량 생산

산업용 모니터는 일상 생활에서 대량으로 TV, PC 모니터 등의 표준화된 SET 제품과는 달리 카지노 Gaming, Amusement, Public Information Display, 의료용 모니터, 교육용 모니터(전자칠판)등 특수 산업용 기기의 핵심 부분품으로 사용된다. 특수 용도로 사용되기 때문에 다품종 소량 생산의 특성을 갖고 있다.

한국은 산업용 모니터 사업을 하기 최적의 조건

1,2위 set업체인 삼성전자와 LG디스플레이가 있는 한국시장은 Display Device 분야에 서 세계 제1의 경쟁력을 가지고 있다. 이에 따라 산업용 모니터의 핵심부품인 LCD, PDP 및 반도체 등 거의 모든 부품의 국내조달이 가능하며 생산업체가 삼성, LG등 국내 대기업이기 때문에 자재수급에 어려움이 없다.

맞춤 기술과 제품의 신뢰성 확보 중요. 현재 과점 체제

산업용 모니터는 주문자의 요구에 따라 개발됨에 따라 일반 모니터와는 달리 각각의 소프트웨어에 최적화된 Display를 구현할 수 있는 기술과 제품의 신뢰성 확보가 무엇보다 중요하다. 또한 산업용 모니터 시장은 소수의 업체가 필요물량의 절대량을 공급하는 과점형태를 띄고 있다. 코텍을 비롯하여 미국 Wells Gardner, Ceronix, Tatung, Princeton Graphics, 캐나다 Kristel, 한국 토비스 사가 시장 수요의 80% 이상을 공급하고 있다

모니터 생산자는 타부분품에 대한 철저한 이해가 필요

코텍에서 중점적으로 생산하는 비디오 카지노 게임기를 보면 모니터 이외에 수많은 관련 부분품들이 하나로 어우러져 하나의 Video Slot Machine이 만들어지게 된다. 따라서 어느 한 부분품이라도 문제가 생기면 게임기 자체성능에 영향을 미치게 되기 때문에 모니터 생산자는 모니터뿐만 아니라 모니터와 함께 사용되는 기타부분품에 대한 철저한 이해 및 테스트가 필요하고 이러한 이유로 최종 완성품을 생산해내는 수요자와 함께 개발단계부터 참여하게 된다. 이러한 부분이 표준화에 의한 대량생산에 익숙한 PC 용 모니터 또는 TV 생산업체들에게 진입장벽으로 작용하고 있다.

카지노 슬롯머신은 카지노 산업을 따라감. 모니터 필요한 쪽으로 트렌드 변화

카지노 슬롯머신용 모니터의 경우 카지노 산업의 성장과 함께 수요가 늘어날 전망이다. 또한 릴 방식과 비디오 릴 방식이 모두 가능한 KTMP, 여러 가지 게임이 가능하도록 설계되어 게임기의 회전율을 높인 SBG(Server based Game)등이 개발되어 모니터가 필요한 슬롯머신이 기존에 모니터가 필요 없는 릴 방식의 슬롯머신을 점점 대체해 나가고 있다.

II. 기업소개

2.1. 코텍은?

코텍은 1987년 설립된 회사로 24년간 산업용 디스플레이 사업을 영위하고 있는 업체이다. 산업용 모니터 시장은 일반 컨슈머 모니터 시장에 비해 높은 진입장벽, 고객 맞춤 개발, 고신뢰성, 다품종 소량 생산체제의 특징을 가지고 있다.

사업부문-카지노용, 교육용, DID, 기타

사업 부문은 크게 카지노 모니터 부문, 전자칠판과 포디움으로 대표되는 교육용 모니터 부문, DID 부문, 의료 및 기타 부문으로 이루어진다. 2011년 기준 매출 비중은 카지노 모니터 부문이 59.38%로 가장 크고, 교육용 모니터 부문 6.25%, 교육용 모니터 제외 DID 부문 28.13%, 의료용 및 기타 부문이 6.25%이다.

카지노 모니터 부문이 가장 큰 매출 비중 -코텍이 세계 시장 점유율 1위

카지노 모니터 부문에서는 코텍이 세계 시장 점유율 50%를 차지하는 1위 업체이다. 주요 매출처는 세계 5대 슬롯머신 메이커 회사 중 IGT, WMS, Aristocrat, Konami 4곳이며, 그 중에서도 슬롯머신 시장에서 43%로 가장 큰 점유율을 차지하고 있는 1위 업체인 미국의 IGT향 매출이 가장 많다.

신규 거래 업체를 통한 교육용 모니터부문 매출 확대

교육용 모니터부문은 DID에 포함될 수 있지만 매출 비중이 DID 중 단일 품목으로는 비중이 커 따로 구분했다. 당사가 전자칠판과 포디움을 공급하는 업체는 세계 1위의 시장점유율(47%)을 확보하고 있는 캐나다의 Smart사이다. 코텍은 세계 최초의 LCD기반 70인치 전자칠판과 포디움을 개발하고, Smart사에 2011년 초부터 납품하고 있다.

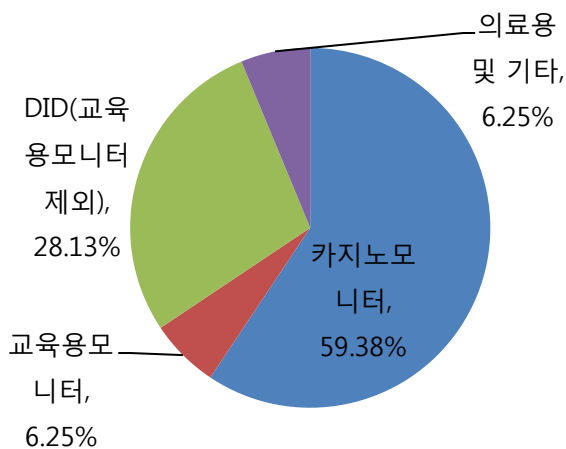
교육용 모니터 부문 외 DID 부문-주요매출처는 세계 2위, NEC

교육용 모니터 부문을 제외한 DID 부문에는 디지털간판 혹은 정보전달 디스플레이(PD) 등이 포함된다. 주매출처인 일본의 NEC사에 대화면 디스플레이를 독점 공급하고 있다.

의료용 및 기타 부문도 확대 중

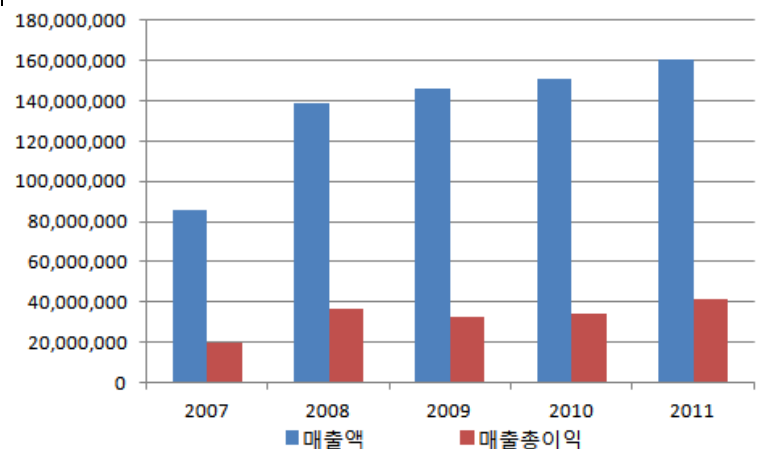
의료용 및 기타 부문은 신규 거래선이 계속 추가되며 비중이 높아지고 있다. 의료용 모니터부문은 GE, SIEMENS 등 글로벌 기업들과 관계를 맺고 있고, 기타 부문에서는 항공용 멀티디스플레이 부문에 2011년 신규 진출하여 매출이 발생하고 있다.

그림 9. 코텍 사업부문별 매출비중



출처: IR자료

그림 10. 5개년 매출액, 매출총이익



출처: 사업보고서

2.2. 재무상태

성장성 지표

코텍은 2007년 이후 계속해서 매출이 증가하고 있다. 2011년 매출액은 1604억 원으로, 5년간 약 90% 증가했다. 매출총이익률도 매년 20%이상을 기록하고 있다. 2011년 매출총이익은 41,172,556원으로 매출총이익률 25.7%에 달했다. 2011년 영업이익은

20,639,370원으로 **영업이익률은 12.9%**이다.

안정성 지표

코텍의 부채비율은 지난 10년간 한번도 30%를 넘어간 적이 없었다. 2011년 부채비율은 22.1%로, 2010년의 16.8%에 비해서는 소폭 상승했지만 우려할 수준은 아니다. 2011년 코텍의 유동비율은 **443.2%, 당좌비율 346.2%**로 재무안정성이 뛰어나다.

유동성 지표

유의할 점은 CCC(Cash Conversion Cycle)가 높아졌다는 것이다. 2011년 코텍의 CCC는 120.83으로 2009년의 101.65, 2010년 100.59에 비해 증가했다. 2011년에 전자칩판 매출이 늘어나면서 CCC도 증가한 것으로 **보아 전자칩판 납품업체인 SMART사에서 대금결제**가 원활히 이루어지지 않는 것으로 파악된다. 실제로 SMART사는 약 5년전까지 지속적인 순손실로 자본잠식 상태에 있다. 현재는 상황이 많이 나아졌으나 아직도 SMART사의 재무구조는 좋지 않다.

Ⅲ. 투자포인트1. 카지노용 모니터, P와 Q 레벨 업!

3.1. 슬롯머신 모니터 시장의 성장 가능성

점차 Reel 방식 슬롯머신에서 비디오 방식으로 전환

슬롯머신은 전통적 방식인 단순 기계식 **Reel 방식** 슬롯머신과 **비디오 방식** 슬롯머신으로 나눌 수 있다. Reel 방식에는 모니터가 쓰이지 않으며 비디오 방식에는 모니터가 들어가게 된다는 것이 가장 큰 차이점이다. 현재 세계 슬롯머신 시장에서 Reel 방식과 비디오 방식의 비중은 4:6정도로 **점차 비디오 방식으로 전환되고** 있는 추세이다.

미국은 비디오 방식으로 많이 대체되었음

지역적으로 세계 카지노 시장을 미국, 유럽, 아시아, 호주로 나누어 살펴볼 수 있는데 세계 최대 시장인 미국의 경우 **최근 들어 Reel 방식이 비디오 방식으로 빠르게 대체되고** 있다. 세계 슬롯머신 시장 점유율 42%를 차지하는 최대 슬롯머신 공급업체인 IGT(미국)의 경우 1998년도 Reel 방식대 비디오 방식의 내수 부문 생산비율은 7:3에서 2006년도에는 2:8 수준을 보였다.

유럽의 카지노 기계 시장은 매우 커 Reel 방식의 비디오 방식로의 전환 잠재력 큼

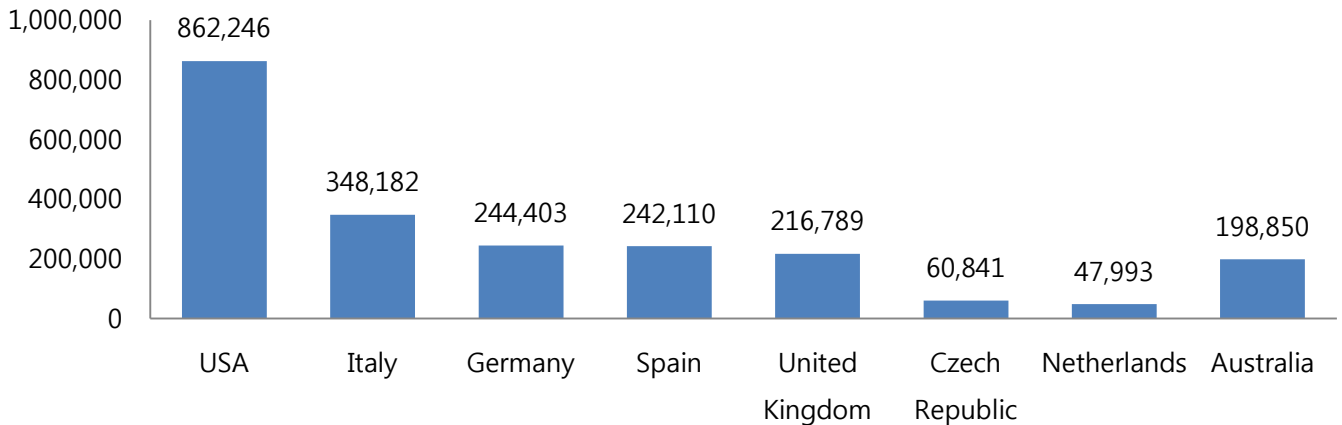
유럽 시장은 여전히 전통적인 **Reel 방식이 강세**이지만 **마카오**를 중심으로 한 아시아 시장에서는 점차 **슬롯머신**, 그 중에서도 비디오 방식이 **확대되고** 있는 추세이고 **호주** 시장은 **비디오 방식만**을 고집하고 있다. 2011년 기준 지역별 카지노 기계 대수를 살펴보면 미국 862,246대, 유럽 1,160,318대, 호주 198,850대로 **Reel 방식 위주인 유럽** 시장의 잠재력이 매우 크다.

비디오 슬롯머신 시장과 그 필수 부품인 모니터 시장은 앞으로 더욱 성장할 것

기존의 미국, 호주 시장에서의 꾸준한 매출과 카지노 시장의 확대에 힘입어 앞으로 더욱 성장할 것으로 보인다 이에 더해 비디오 슬롯머신 시장은 유럽, 아시아 시장을 필두로 한 신규 매출 증대의 가능성과. 이에 따라 비디오 슬롯머신의 필수 부품인 모니터 시장은 현재 3000억원 규모에서 더욱 성장할 것이다.

그림 11. 2011년 기준 카지노 기계 대수

(단위: 대)



출처: The World Count of Gaming Machines 2011, S.Ziolkowski

3.2. 1위 업체 코텍

3.2.1. 시장 점유율

카지노용 모니터 시장은 과점 시장, 코텍의 점유율은 51%

현재 세계 카지노용 모니터 시장은 코텍을 포함한 상위 7개의 업체가 전체 물량의 80% 이상을 공급하는 과점 형태를 보이고 있다. 이 중 코텍의 점유율은 51%로 세계 1위이다. 코텍은 최근 10년 동안 시장 점유율 45~50%를 보여왔으며 북미 시장에서의 점유율은 70% 정도이다.

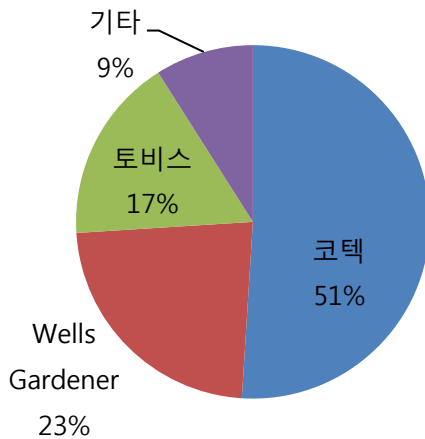
IGT내 모니터 부품 점유율 75%

북미 시장에서의 압도적인 점유율은 세계 슬롯머신 공급 시장의 43%를 점유하는 미국 업체 IGT가 코텍으로부터 모니터 부품의 75% 이상을 공급받고 있기 때문에 2010년도에는 코텍의 카지노용 모니터의 IGT향 매출 비중은 64.4% 정도였다.

1위 업체에서 2,3,5 위 업체로 납품을 확대해 점유율 더욱 상승할 것

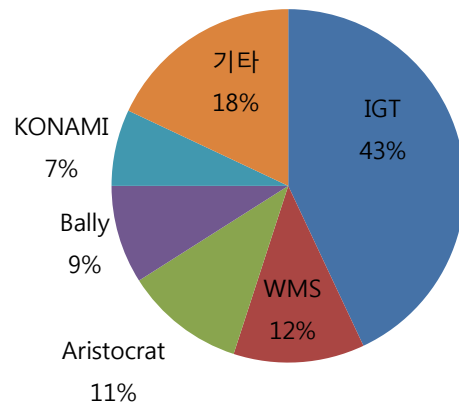
코텍은 사업 초기부터 슬롯머신 제조 1위 업체인 IGT에게 주로 납품해 왔고 이에 따라 매출의 대부분이 IGT향 매출로 편중되어왔다. 그런데 2010년부터 전 세계 5대 업체 중 시장 점유율 3위와 5위 업체인 Aristocrat(호주)과 Konami(일본)에게 납품을 시작하였고 올해 2분기부터는 2위 업체인 WMS에게 납품을 시작할 것으로 보인다. 슬롯머신 제조 업체의 시장점유율은 IGT는 43%, WMS 12%, Aristocrat 11%, Bally 9%, Konami 7%로 5대 업체의 시장 점유율이 82%에 이른다. 즉, 올해부터 코텍은 세계 5대 업체 중 4개 업체에 납품하게 되어 앞으로 시장 점유율은 더욱 상승할 것이다.

그림 12. 슬롯머신 모니터 시장 점유율



출처: 코텍, 토비스 사업보고서, Research Team 4

그림 13. 슬롯머신 시장 점유율



출처: 아이투자닷컴, 비엔지증권 리서치센터

3.2.2 시장 점유율 1위의 원동력은 기술력

완제품이 아닌 부분품의 형태로 제공되어 결합 방식의 이해가 필수적

카지노용 모니터는 일반 모니터와 달리 완제품의 형태가 아닌 **부분품의 형태로** 제공이 된 후 나머지 다른 부분품들과의 결합 과정을 거치게 된다. 따라서 단순히 패널을 공급 받아 이를 조립하여 제공하기만 하면 되는 것이 아니라 기타 부분품과의 **결합 방식 등의 메커니즘**을 잘 이해하고 소프트웨어, 전기적 스펙, 각종 버튼과 램프, 인식 장치와의 **호환**이 잘 이루어질 수 있도록 하는 것이 중요하다.

안정성과 내구성, 배색 차이 제거가 중요

또한 슬롯머신 모니터는 365일 24시간 가동되는데 오작동이 일어나거나 중간에 멈추게 되면 카지노 업체의 큰 손해로 이어지기 때문에 **안정성과 내구성이 가장 중요하다**. 습도나 먼지 등의 외부 환경에 잘 견디고 내부 열을 원활히 배출하여야 하며 화질이나 색상 면에서도 **배색 차이가 0%에** 가까워야 한다.

슬롯머신은 다품종 소량 생산이며 부품 교체 시 미국 기관의 승인 필요

슬롯머신은 그 제품이 다양하여 슬롯머신 공급 업체의 주문에 따라 제품의 개발 단계부터 협력하면서 제작하기 때문에 **다품종 소량 생산**의 모습을 띤다. 또한 미국의 경우 모니터 등 주요부품을 **교체할 때 미국 Gaming 위원회의 승인을 얻어야** 하는데 이에 비용과 몇 개월의 시간이 소요된다. 이와 같은 이유들로 슬롯머신 공급 업체는 거래처를 쉽게 변경하지 않아 신규진입에 어느 정도 진입장벽이 있다.

코텍의 경쟁력은 자동 색상보정기술과 LCD 모니터 분야

코텍은 **업계표준으로 자리잡은 자동색상보정기술(Auto Color Bias Technology)**을 아날로그나 디지털 방식에 상관없이 완벽히 구현하여 현재 **업계에서 필요로 하는 모든 종류의 모니터를 공급할 수 있는 기술력**을 갖추었다.

또한 코텍은 2004년 세계 최초로 카지노 **LCD 모니터**를 출시하여 이 분야에 **강점**을 가지며 2009년 IGT와 협력하여 LCD 패널 2장을 겹쳐 숫자가 돌아가는 화면과 바깥 화면

을 분리하여 세계에서 유일하게 3D를 구현하는 제품을 양산하고 있다.

IGT로부터 수십년 동안 세 번째로 STP상 수상

IGT는 수백개의 협력업체를 통해 수만개의 부분품을 공급받는데 전 세계 협력업체 중 기술력이 가장 뛰어난 곳에 **전략기술파트너(STP)**상을 수여한다. 이 상은 지난 수십년 동안 미국 업체 한 군데, 일본 업체 한 군데가 수상하였고 최근 코텍이 세 번째로 이 상을 수여 받았다.

기술력은 가장 핵심적인 경쟁 요소

카지노 모니터는 슬롯머신 업체와 최소 2~3년의 기술제휴를 통해 불량률을 0%에 가깝게 만들어야 납품이 가능하기 때문에 기술력은 모니터 공급자로서 가장 핵심적인 경쟁 요소이며 코텍을 1위 업체로 만든 원동력이라고 볼 수 있다.

3.2.3. 성장을 이끌어갈 2가지 카드

MLD는 3D 영상을 구현할 수 있는 고가의 고부가가치

최근 슬롯머신 시장에서 MLD와 KTMP 제품이 주목 받고 있다. MLD(Multi Layer Display)는 IGT의 특허를 기반으로 IGT와의 기술협력을 통해 2008년부터 양산된 제품으로, 3D 안경을 착용하지 않아도 3D 영상 구현이 가능한 제품이다. MLD는 LCD 패널 두 장을 겹쳐 만들어 기존 제품보다 3배정도 비싼 고가의 제품이며 이익률 또한 기존 모델의 10~12%보다 월등한 고부가가치 제품이다.

코텍은 IGT에 MLD 독점공급으로 연간 300억 매출

2009년 20.1인치로 시작하여 2010년 22인치와 23인치, 2011년 32인치를 선보였다. 현재 코텍은 IGT로 MLD를 독점 공급하고 있어 세계에서 유일하게 이 제품을 생산하고 있으며 MLD로부터 연간 300억 이상의 매출을 실현하고 있다.

KTMP 또한 고가의 고부가가치의 코텍의 자체 개발 특허 제품으로 올해부터 본격적인 매출이 발생

KTMP(Kortek Transmissive Transparent)는 실제 Reel을 LCD 후면에 장착하여 Reel 슬롯과 비디오 슬롯을 한 개의 모니터에서 동시에 할 수 있는 제품이다. MLD는 LCD 패널이 두 장이 소요되는데 반해 KTMP는 한 장만 소요되어 원가측면에서 더 유리한 반면 판매가격은 기존 제품의 1.5~2배다. MLD가 IGT 특허의 도움을 받았다면, KTMP는 코텍이 특허를 가진 자체 개발 신제품으로 다른 업체에게도 공급이 가능한 제품이다. KTMP는 2011년 4분기부터 공급이 시작되어 올해 본격적으로 매출이 발생할 것이다.

MLD와 KTMP는 기존 제품 대체시 채택 가능성 높음

이러한 MLD와 KTMP 두 제품은 크게 두 가지 측면에서 매출 증대에 기여할 것으로 보인다. 우선 이 두 제품은 기존의 여타 슬롯머신 모니터 제품들을 대체하는 과정에서 수요가 발생할 것이다. 슬롯머신 모니터는 365일 24시간 가동되어 교체 주기가 3.5년 정도로 짧은 편이기 때문에 교체 과정에서 두 신제품의 채택 확률이 높다.

릴 방식 -> 비디오 방식 전환시 채택 가능성 높음

또한 기존의 Reel 방식에서 비디오 방식으로 전환되어 신규 모니터 시장이 창출될 때 두 신제품이 채택될 것이다. MLD는 3D 영상으로 입체감을 살려 기존의 Reel 방식의 느낌을 2차원의 모니터에서 최대한 살릴 수 있으며 KTMP는 실제 Reel을 후면에 장착하여 기존의 Reel 방식의 현실감을 그대로 재현할 수 있기 때문이다.

그림 14. MLD(무안경 3D 모니터)



출처: 코텍 홈페이지

그림 15. KTMP



출처: 코텍 홈페이지

3.3. 안정된 Cash Flow 받고 신규 Cash Flow 더!

3.3.1. 기존 1위 업체 IGT로의 매출 지속될 것!

코텍의 슬롯머신 모니터의 IGT향 매출은 64.4%, IGT향 제품의 70~80%가 MLD

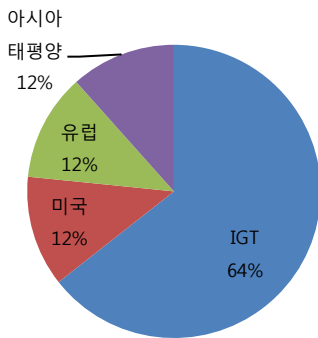
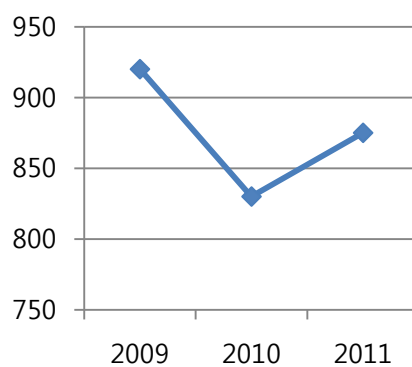
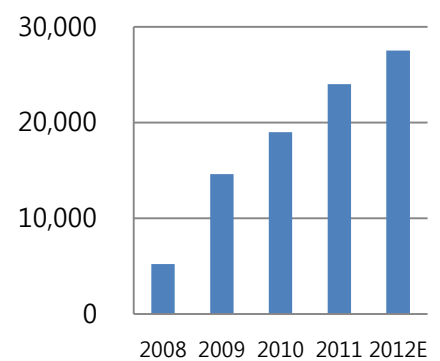
IGT는 세계 슬롯머신 공급의 43%를 점유하고 있는 업체로 모니터 부분품의 75%를 코텍으로부터 공급받고 있다. 2010년의 경우 코텍의 슬롯머신 모니터의 IGT향 매출은 64.4%이고 IGT향 제품의 70~80%가 고부가제품인 MLD이다.

SBG 시스템의 확장은 기존 방식 대비 Q와 P를 모두 높임

MLD는 2008년 8월부터 공급을 시작해 SBG 시스템의 등장과 함께 수요가 대폭 증가했다. SBG(server-based game) 시스템이란 중앙 컴퓨터 시스템과 슬롯머신을 연결시켜 한 슬롯머신에서 다양한 게임을 실행할 수 있도록 하는 시스템이다. SBG 시스템에 따라 기존 방식의 메인 모니터 외에 3~4개의 모니터가 더 추가되고 이 때 MLD가 주로 적용되어 기존 방식 대비 모니터의 판매단가를 높이고, 추가수요를 불러온다. IGT는 이러한 SBG 시스템을 라스베가스를 중심으로 미국 카지노 시장에 적용시키고 있으며 이탈리아, 프랑스, 핀란드에도 설치를 하여 유럽 시장으로 확장하고 있다.

올해부터 기존 MLD의 교체 수요가 추가되고 KTMP의 납품이 시작될 것

슬롯머신 모니터의 수명이 보통 3.5년인데 이 때문에 올해부터는 기존 MLD의 교체 수요 또한 추가적으로 발생할 것으로 보인다. 2008년 MLD의 공급량은 5,200대 정도였고 2009년에는 14,600대 정도였는데 이에 대한 교체 수요가 발생하게 된다. 또한 IGT에서 KTMP 샘플이 승인됨에 따라 올해 2분기부터 납품이 시작될 예정이다.

그림 17. 코텍의 슬롯머신 모니터
매출 구성그림 18. IGT 슬롯머신 매출 추이
(단위: 백만달러)그림 19. 코텍의 MLD 공급량 추이
(단위: 대)

출처: Company data

출처: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

출처: 코텍, 부국증권

3.3.2. 신규 공급선으로의 매출 확대될 것!

2010년부터 3위 업체와 5위 업체에 납품 시작, 올해부터 2위 업체에 납품 시작

그 동안 코텍의 슬롯머신 모니터의 매출은 IGT라는 단일 고객에게 편중되어 있었다. 하지만 2010년부터 3위 업체인 Aristocrat과 5위 업체 Konami에 납품을 시작하였고 2012년 2분기부터는 2위 업체인 WMS에 신규 공급이 시작된다. 회사 관계자에 따르면 코텍은 WMS로의 모니터 공급을 위한 승인이 완료되어 올해에는 WMS 물량의 20~30%인 70~80억원의 매출이 발생할 것으로 보이고 향후 그 공급 물량은 더욱 확대될 것으로 보인다.

이들 업체로 KTMP, KTTM 등 고마진 제품의 매출량 증대가 예상

이들 업체들은 IGT의 경쟁사로 MLD에 대응하기 위한 대책이 필요한 상황이며 이 때문에 KTMP의 매출 확대가 기대된다. KTMP의 경우 2011년 8월부터 Aristocrat에 공급하기 시작하였고 WMS에는 최종 승인이 완료되어 올해 2분기부터 공급될 예정이다. KTMP 외에도 이와 비슷한 제품인 KTTM이 2~3위 업체에게 공급될 것으로 향후 이들 고마진 제품의 매출량 증대가 예상된다.

IV. 투자포인트2. 전자칠판으로 공부하자!

4.1. 전자칠판이란?

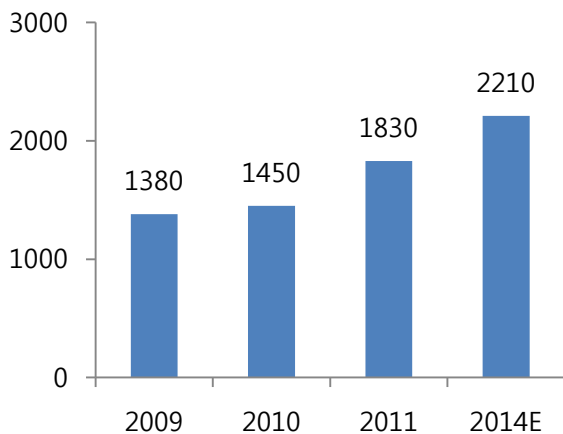
산업용 디스플레이 노하우를 통해 전자칠판 경쟁력

코텍은 산업용 디스플레이 생산을 통해 다년간 축적된 터치스크린 LCD 기술을 DID에 적용시켜 특화된 상품을 생산해내고 있는데, 그 중에서도 '전자칠판'으로 대표되는 interactive display 제품에 경쟁력을 가지고 있다. 전자칠판은 사용자의 터치를 인식하여 입력하는 장치로, 스마트보드 또는 IWB(interactive whiteboard)라고도 한다.

소프트웨어 가동 가능 운영체제가 깔려있는 PC를 기본으로 하여 다양한 소프트웨어 실행이 가능하며, 판서, 녹화, 원격강의 등 강의에 최적화된 기능도 보유하고 있다. 이러한 일련의 활동이 PC와 연계되어 이루어지므로, **기존 PC에서 사용하던 모든 기술을 교육활동에 활용할 수 있다**는 특징이 있다. 전자칠판 구동 환경에 맞는 '스마트 노트북'이라는 전용 소프트웨어 솔루션이 있다. 스마트보드는 기존의 칠판이 하던 역할, 프로젝터가 하던 역할, 그리고 자료를 만들고 정리하기 위한 소프트웨어 프로그램 역할까지 통합해 수행하고 있다.

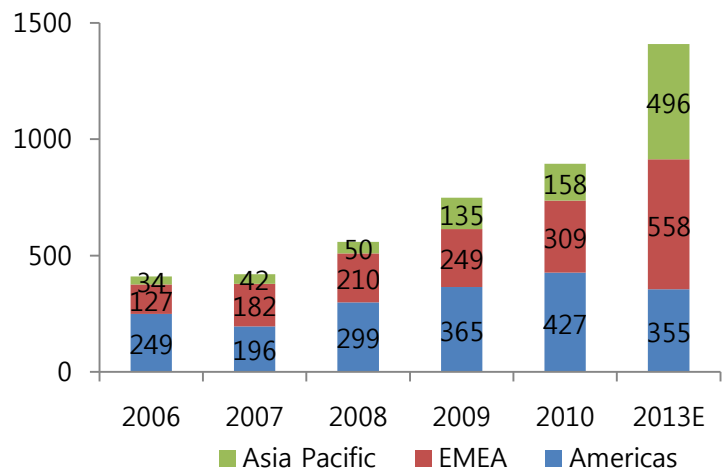
전자칠판을 이용한 멀티미디어가 효과적인 초/중등교육 세계에서 가장 전자칠판 보급이 빠르게 이루어진 나라는 영국인데, 다양한 멀티미디어를 활용한 교육이 효과적인 초등학교에서 그 사용비율이 전체의 46%를 차지하여 가장 높다. 국내에서도 아직 전체적인 보급률이 높지는 않지만, 초/중등학교를 중심으로 수요가 늘고 있다.

그림 20. 세계 전자칠판 시장현황 (단위: 백만달러)



출처: 아하정보통신

그림 21. 국가별 전자칠판 시장규모 (단위: 천대)



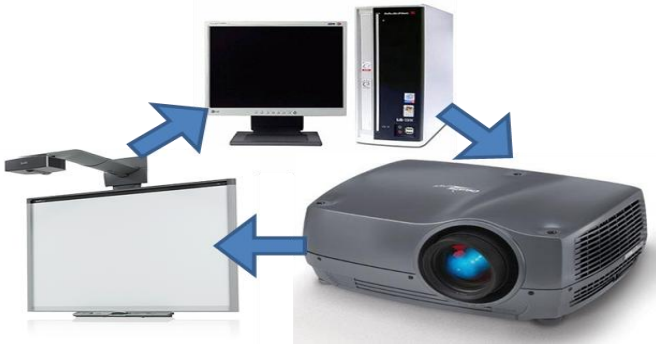
출처: Futuresource Consultion

4.2. 전자칠판 시장의 기술적 트렌드

업계 선두주자인 SMART사에 의한 기술개발 초기의 스마트보드는 한번에 하나의 터치만 인식할 수 있었으나, **SMART Technologies 사(이하 SMART 사)**가 2009 년 5 월 최초로 **듀얼터치** 방식을, 2010 년 10 월 **멀티터치** 방식을 출시했다. 전자칠판의 표면에 터치를 감지하고 인식하기 위해 사용되는 **DviT(Digital Vision Touch)** 기술 역시 2003 년 동사에 의해 개발되었다.

프로젝터 방식에서 LCD 기반으로 전환하는 트렌드 2009 년까지는 2 세대 방식인 프로젝터를 이용한 스마트보드가 보급되었다. 특히, 보드 앞쪽에 설치된 프로젝터를 통해 화면을 비추주는 **프론트비전** 방식이 주로 채택되었다. 최근에는 별도의 프로젝터가 필요없이 직접 컴퓨터와 연결되는 **LCD 기반의 칠판**으로 전환되고 있는 추세이다.

그림 22. 2세대 스마트보드 (프로젝터)



출처: Research Team 4

그림 23. 3세대 스마트보드 (LCD)



출처: Research Team 4

LCD 터치보드의 우수함 최근 점유율이 높아지고 있는 FPD 방식에서는 **화질, 반응속도 측면에서 보다 우수한 LCD 터치보드**가 사용된다. 평판화면 방식의 스마트보드는 디스플레이 패널에서 나오는 열기와 상대적으로 높은 도입가격 때문에 학교에서는 보급이 여의치 않아, 기업과 공공기관 등을 중심으로 영역을 확보해나가기 시작하였다.

LCD 가격 하락에 힘입어 LCD 칠판 보급 확산 그러나 최근 **LCD 패널 가격 하락**에 힘입어 초등학교를 중심으로 중,고등학교, 대학교까지 보급되어가고 있다. **국내외에서 기존의 프로젝터 방식이 이제 LCD-based 로 전환되고 있는 시점**이며, 새로 보급되는 학교, 기업체 등에서도 LCD 방식을 사용할 것이다.

업계 1위 SMART사에 LCD 전자칠판 독점 공급 이러한 기술적 트렌드에 발맞추어, 동사는 세계최초로 **LCD 전자칠판을 IWB 시장 세계 1 위 기업인 캐나다의 SMART 사에 ODM 방식의 독점 납품 계약**을 체결하였다. SMART 사는 IWB 시장에서 **MS 47%**를 차지하며, **연매출 6.48 억 달러**, 최근 5년간 **연평균 매출액 36%의 고성장**을 이루고 있는 세계 1 위 기업이다. 2009 년부터 프로젝터를 사용하던 제조방식에서 터치기반의 LCD 타입을 사용하는 방식으로 전환하기 시작하면서, 코텍의 제품을 **LCD-based IBW 의 독점공급자**로 선정하였다.

포디움, 멀티터치 테이블 등 제품라인업 다양화 2011 년 초부터 공급된 70 인치 전자칠판은 세계 최초의 LCD 기반제품으로, 점점 시장에서 파급되어 기존 프로젝터 기반 전자칠판을 거의 대부분 대체할 것으로 보인다. 또한 최근 9 월에 출시된 **교탁용 서브 모니터**라 할 수 있는 **포디움(Podium)**은 기존 프로젝터 및 LCD 기반 전자칠판 모두 연결될 수 있는 제품으로, 2012 년초부터 판매가 본격화되고 있다. 여기에 현재 개발중인 후속 전자칠판 모델과 **멀티터치 테이블**까지 시장에 출시된다면 **다양한 제품라인업을 바탕으로 시장을 선도할 것으로** 전망하고 있다.

그림 24. SMART사 시장점유율 (단위: %)

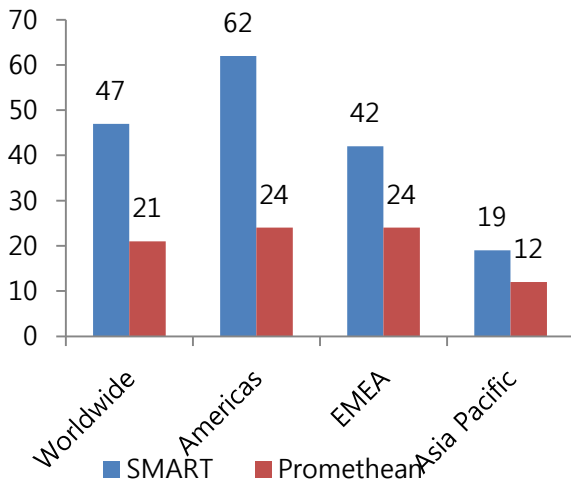


그림 25. 포디움 & 멀티터치 테이블



출처: 아하정보통신

출처: SMART TECH.

그림 26. SMART사 向 매출 (단위: 억원)

	전자칠판		Podium		MT	매출
	70"	55"	18.5"	24"	40"	
2010	12月					6
2011		11月	7月	8月		120
2012E					1月	250

출처: IR 자료

4.3. 기타 DID 산업에서의 매출

전자칠판 이외 DID산업 매출

전자칠판 이외에도 광고용, 정보전달용 등의 목적으로 사용되는 DID 제품들이 있다. 코텍의 DID 산업 주매출처는 대형광고모니터 업계 2위인 일본 NEC사와 멀티디스플레이 업계의 벨기에 BARCO사이다. NEC사와는 2009년 82인치 ODM 제품 공급 이후 품질관리능력을 통한 신뢰 구축을 기반으로 지속적인 협력관계를 맺고 있으며, BARCO사에도 송도 신공장 이전 이후 지속적으로 납품하고 있다. DID 사업에서 코텍의 매출은 시장의 성장에 따라 2009년 280억원에서 **2011년 350억의 매출을 달성하였다.**

DID시장의 현황과 전망

세계 DID 시장은 LCD 및 PDP의 가격하락과 함께 온/오프라인 간판 및 게시판을 대체하며 시장이 꾸준히 확대될 전망이다. 디스플레이서치에 따르면 DID용 LCD 패널 시장은 2008년 약 100만 대에서 오는 **2015년 약 685만대 수준으로 성장할** 전망이다, **전체 DID 시장에서 LCD가 차지하는 비중도 2015년 90% 이상에 이를** 것으로 전망이다. 그러나 DID 시장은 삼성전자가 직접 진출하는 등 경쟁상태가 치열해 더 이상 코텍의 성장동력이 될 수는 없을 전망이다.

V. ISSUE&RISK

ISSUE 1. 의료용 모니터 상위 업체들로 공급물량 확대, 삼성메디슨과도 신규계약!

의료용 모니터 상위 업체인 Siemens와 GE의 글로벌 물량까지 매출 확대

한국법인에 국한되었던 코텍의 의료모니터 공급이 2011년 하반기부터 Siemens와 GE에 글로벌 물량으로까지 확대되었다. 구체적으로, 2011년 10월부터 GE향 매출이 발생하여 2012년 1분기 의료 부문 매출이 24억 가량 발생하였다. 코텍은 2005년부터 의료용 모니터를 개발해 초음파 진단기, 내시경 판독용 모니터를 지멘스, GE, 올림퍼스 등에 공급해 오고 있다. 의료용 영상기기 시장은 Siemens와 GE, 필립스 등 일부업체가 과점하고 있는 상태이다. 코텍은 과점 시장에서 상위 업체인 Siemens와 GE를 의료용 모니터의 주요 매출처로 하고 있어 두 회사의 성장과 함께 할 가능성이 있다.

삼성 메디슨과 초음파용 의료 모니터 신모델 개발 중

또한, 세계 최초 3D 초음파 장비를 개발한 국내 유일 초음파 진단장비 회사인 삼성 메디슨의 디스플레이 분야 파트너로 선정되어 초음파용 모니터 2개 모델을 개발하고 있고 올해 하반기에 추가적인 매출이 발생할 것으로 보인다. 특히, 삼성그룹이 의료기기 및 헬스케어 사업에 공격적인 투자를 하고 있어 앞으로 메디슨에 대한 투자 증가와 함께 코텍도 수혜를 볼 수 있을 것이다.

ISSUE 2. 일본의 경제불황 타개책인 카지노 합법화로 인한 수혜

카지노 업계가 항상 주목하고 있는 카지노 비합법화 시장, 일본

일본은 아직 카지노 설립이 합법화된 시장이 아니지만, 세계 카지노 업계가 항상 주목하고 있다. 이미 12,500여 개에 이르는 빠짱고 가게가 성행하고 있고 연 매출이 2415억 달러에 이르는 시장으로, 이는 마카오 매출의 7배에 달하는 규모이다.

경기부양을 위한 '카지노 합법화' 카드를 꺼내 든 일본 정부

그런데 일본은 원전사태 등으로 인한 경제위기를 풀어나가려고 노력 중이고, 이런 정책 방향의 최대 수혜업종 중 하나가 카지노 산업이다. 일본 정부 의원들이 앞으로 2년 이내에 카지노를 합법화하는 법안을 6월 내에 제출하기로 했으며, 카지노를 합법화하면 카지노 매출이 100억~440억달러에 이를 것으로 예상된다. 새롭게 일본에서 카지노 시장이 형성되면, 카지노용 모니터의 약 50%를 공급하고 있는 코텍이 받게 될 것이다.

ISSUE 3. EU-FTA관세철폐로 유럽향 매출의 이익증가, 그리고 가격경쟁력도

꾸준한 유럽 시장 매출과 추가적인 신규 계약 발생 중

코텍의 매출에서 유럽 시장의 매출도 간과할 수 없는 부분이다. 코텍의 유럽향 주요매출처로는 독일의 로에베(Loewe), 벨기에의 바르코(Barco) 등이 있고, 2008년부터 납품해 오고 있다. 로에베에게는 TV모니터 완제품을 납품하고 특히, 항공관제용모니터(ATC) 세계시장 점유율 84%의 1위 업체인 바르코와는 최근 특수모니터를 협력 개발하여 지난 4분기부터 생산 중이다. 10억의 매출을 이미 올렸고 2012년에는 100~200억 매출을 전망하고 있다.

EU-FTA로 인한 이익증가와 가격경쟁력, 두마리 토끼를 한 번에 이처럼 유럽에 대한 매출이 지속적으로 발생될 것으로 보이는 상황에서, 7월 발효된 **한·유럽연합(EU) 자유무역협정(FTA)**은 코텍에게 **호재**로 작용할 것으로 보인다. 한·EU FTA로 코텍의 TV모니터 완제품은 **유럽 수출 관세 14%가 6년에 걸쳐 없어진다**. 일부 반제품은 이미 관세 5%를 물지 않고 있어 이에 따라, 코텍의 이익증가와 함께 가격경쟁력도 더 높아질 것이다.

RISK 1. 삼성전자의 디지털 간판 사업 확장

디지털간판부문에서 세계 시장 점유율 1위 삼성전자 코텍이 현재 영위하는 사업 중, **디지털간판부문에 삼성전자가 진출해있다**. 삼성전자는 디지털 간판 시장에서 꾸준히 점유율을 높이면서 **세계 점유율 1위를 유지하고 있고**, 최근에는 원격관리까지 되는 **스마트 디지털간판을 출시**하는 등 지속적으로 투자를 하고 있는 중이다.

코텍의 주매출처 NEC와 삼성전자는 디지털 간판부문 경쟁사 코텍의 디지털간판부문 주매출처인 NEC는 디지털간판 세계 시장 점유율 26%로 삼성에 이어 2위 업체이다. **삼성전자와 NEC가 직접적 경쟁관계에 있기 때문에 삼성전자의 사업 확장은 코텍의 주매출처인 NEC 매출에 부정적 영향을 줄 가능성이 있고**, 코텍도 그 영향을 받을 수 밖에 없다.

RISK 2. 코텍의 주매출처 NEC의 지진 피해

NEC 리스크는 사실. 그러나 DID 사업에서 손 뺄일은 없을 것 코텍의 디지털 간판 부문 주매출처 NEC는 일본 업체이다. 이번 지진으로 피해를 입은 **NEC는 1월에 인력감축안을 발표했고 1000억엔 적자 발생을 예측하고 있는 상황이다**. 코텍 입장에서는 DID 중 전자칠판에 특화되어 있고, 실제로 작년 NEC향 디지털 간판 부문 매출이 다소 감소했다. 그러나 지진이 난 지 1년이 지났고, 특히 NEC 측에서 세계점유율2위인 DID시장을 놓을 수 없는 만큼, **디지털 간판 부문에의 투자를 줄이지는 않을 것으로 보인다**.

RISK 3. 환율변동 위험

코텍의 매출액 대비 수출 비중은 94.11% 코텍은 2011년 **매출의 94.11%가 수출로 인해 발생할 정도로 수출의 비중이 높은 기업**이다. 그렇기 때문에 환율변동 위험이 있고, 주요 통화인 달러와 유로화의 환율 영향을 크게 받는다.

환율 10% 변동시, 법인세비용차감전손익은 30억 원 2011년 말을 기준으로 환 위험에 노출되어있는 외화금융자산 및 부채에 대한 달러와 유로화의 10% 상승과 하락은, 회계상 당기 법인세비용차감전손익에 영향을 준다. 그 효과를 대략 계산해 보면, 환율이 10% 상승할 때 30억 원의 이익이 생기고 **10% 하락할 때 30억 원의 손실**이 생기게 된다.

VI. 경쟁사 분석

국내경쟁업체 : 토비스

토비스는 산업용 디스플레이, 모바일 디스플레이 모듈 등을 제조

토비스는 1998년 설립되어 디스플레이 관련 산업을 영위하는 기업이다. 초기에는 산업용 디스플레이를 주력으로 했으나, 2007년 (주)네오디스를 합병하면서 본격적으로 디스플레이 산업에 진출하였다. 현재 크게 산업용 디스플레이와 휴대폰 등에 들어가는 소형 TFT-LCD 모듈, 터치스크린 세 가지 사업을 하며, 비중은 2:7:1 수준이다. 이 중 코텍과 경쟁하는 부문은 2011년 매출액 643억을 기록한 산업용 디스플레이 쪽이다.

산업용 디스플레이 부문 점유율이 한참 못 미침

토비스는 사업 초기부터 IGT의 주요 공급자로서 카지노용 모니터 납품을 시작했으며, 현재는 Bally, Konami 등 5대 기업 등 다양한 매출처를 확보하고 있다. 그러나 전체 시장 대비 점유율은 코텍의 51%에 한참 못 미치는 16% 정도로, 3위를 기록하고 있다. 1987년부터 카지노용 모니터 납품을 시작한 코텍에 비해 업력이 짧아 노하우나 신뢰관계 등 기술적으로 극복할 수 없는 부분이 있는 것으로 판단된다.

토비스는 타사업에 치중

또한 토비스의 경우 산업용 디스플레이 사업에 집중하기 보다는 LCD모듈과 터치스크린 부문에 치중하고 있는 모습이다. 흡수합병된 네오디스는 LG임원들이 설립한 회사로, LCD모듈 사업에 특화된 기업이었다. 이 때문에 현재 토비스도 LCD모듈 부문에서 LG전자 측과의 거래를 확장시켜가며 현재는 2천억원 수준의 매출을 발생시키고 있다. 홍콩과 상하이에 설립한 지사 역시 LCD모듈 부문만을 담당하고 있다.

연구인력을 타 디스플레이 분야에 집중

또한 2010년부터 본격적인 매출이 발생한 터치스크린 패널과 신규 개발 중인 플렉서블 디스플레이 쪽에 연구인력을 집중시키면서 신성장동력으로 삼고 있다. 실제로 코텍에서 MLD, KTMP 등 신제품을 출시할 동안 토비스는 신제품을 하나도 내놓지 못했다.

수익성도 코텍이 월등

두 회사의 수익성도 큰 차이를 보이고 있다. 산업용 디스플레이의 매출비중이 높은 코텍의 영업이익률을 고려해볼 때, 산업용 디스플레이의 영업이익률은 14%수준으로 판단된다. 반면 토비스의 영업이익률은 5%에 그치는 것으로 보아, LCD모듈 사업이 매출 규모는 큰 반면 수익성은 크게 떨어지는 것으로 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 토비스의 행보를 보면 산업용 디스플레이보다 LCD, 터치패널, 플렉서블 등으로 기업의 성장 방향성을 잡고 있다.

토비스는 산업용 디스플레이에서 코텍을 따를 수 없을 것

여러 정황을 볼 때, 토비스는 산업용 디스플레이 부문에서 경쟁력을 강화하기 보다, 이 부문에서 안정적인 현금흐름을 창출한 뒤 다른 사업부문에 더 많이 투자하려는 의도가 있다. 따라서 산업용 디스플레이에 사활을 걸고 있는 코텍에 비해 토비스가 향후 더 높은 경쟁력을 확보하기에는 무리가 있을 것이다.

2. Wells Gardner (WGA)

웰스가드너는 산업용
디스플레이 2위 기업

웰스가드너(WGA)는 1925년 설립된 미국 기업으로, 역시 산업용 디스플레이를 주요 사업으로 한다. 특히 AG&E라고 하는 슬롯머신 부자재 업체를 자회사로 두고 있을 정도로 카지노 쪽에 매우 특화되어 있다. 이러한 강점을 바탕으로 현재 웰스가드너는 카지노용 모니터 시장에서 점유율 약 23%로 2위를 기록하고 있다.

미국기업으로 한국의
디스플레이 산업 기반
혜택을 받을 수 없음

그러나 웰스가드너의 가장 큰 약점은 아이러니하게도, 미국 기업이라는 점이다. 앞서 설명했듯이 산업용 디스플레이의 원재료는 디스플레이 패널, T-con, PCB, LCD Drive IC 등 90% 이상이 LCD 및 관련 부자재이다. 우리나라는 삼성전자와 엘지디스플레이라는 LCD 세계 1,2위 세트업체를 기반으로 LCD 관련 산업이 매우 발달해있다. 그러나 미국 기업들은 그러한 산업 기반 효과를 전혀 누릴 수 없다. WGA의 경우도 LCD 패널을 점차 중국에서 수입하는 구조로 바꾸어 2011년 기준 97%를 중국에서 수입하고 있다.

	Years Ended December 31,				
	2011	2010	2009	2008	2007
Net Sales	\$42,894	\$45,704	\$52,526	\$53,839	\$59,308
Gross Margin	\$7,991	\$8,396	\$9,148	\$8,356	\$9,866
Operating Earnings	(\$146)	\$363	\$1,377	\$582	\$546
Net earnings	\$28	\$190	\$1,097	\$204	\$195
Basic net earnings per common share	\$0.00	\$0.02	\$0.10	\$0.02	\$0.02
Diluted net earnings per common share	\$0.00	\$0.02	\$0.10	\$0.02	\$0.02
Total Assets	\$22,392	\$18,949	\$24,305	\$25,848	\$26,601
Long-term liabilities	\$1,059	\$565	\$2,178	\$5,185	\$6,709
Working capital	\$14,563	\$14,087	\$15,569	\$17,301	\$18,376

가드너의 매출액, 수익
성 모두 악화 중

웰스가드너의 수익상태를 봐도 이는 확연히 드러난다. 먼저 2007년부터 꾸준히 매출이 감소하고 있는데다가, 매출총이익률은 한번도 20%를 넘지 못 했다. 또한 2011년에는 영업손실을 기록할 정도로 영업환경이 좋지 않음을 알 수 있다. 재무상태로 미루어보아, 웰스가드너는 카지노 장비 사업에 완전히 집중하고 있음에도 불구하고 시장 지위를 지키지 못하는 것으로 판단된다. 따라서 1위 업체인 코텍으로서는 선두 자리를 위협받는 일이 당분간은 없을 것이다.

VI. Valuation

SMIC RESEARCH 4팀에서는 코텍에 대해 DCF Method로 가치평가를 하였다. 동사는 카지노용 모니터 시장에서 공고한 M/S를 10년 이상 유지해왔고, 이를 바탕으로 2007년을 제외하고는 매년 꾸준히 성장해왔다. 기존 카지노용 모니터 부문의 신제품과 전자칠판 등 신사업을 바탕으로 **앞으로도 장기간 꾸준한 성장이 가능하다고 판단하여, 5년 이상의 현금흐름을 추정하는 DCF Method가 적합하다고 생각하였다.**

동사 매출비중의 60% 이상을 차지하는 카지노 부문 매출은 안정적으로 증가할 것으로 예상되며, 전방산업인 카지노산업 역시 계속해서 10%내의 낮은 변동성을 나타낼 것으로 보인다. 둘째로 전자칠판 매출액은 큰 폭의 증가가 예상되나 어느 정도 추정이 가능하다. 마지막으로 기타 및 DID 매출 역시 거의 변화가 없을 것으로 판단된다.

(단위: 천원)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
예상매출액	160,410,463	175,531,331	191,131,474	205,418,120	218,710,404	231,898,073
매출액성장률		11.8%	8.5%	5.0%	5.0%	4.0%
카지노 매출액	98,000,000	109,610,531	118,927,426	124,873,798	131,117,488	136,362,187
매출액성장률		116.0%	30.0%	25.0%	15.0%	14.0%
전자칠판 매출액	11,000,000	23,755,200	30,881,760	38,602,200	44,392,530	50,607,484
매출액성장률		-19.5%	-2.0%	1.5%	3.0%	4.0%
DID 및 기타 매출액	52,410,463	42,165,600	41,322,288	41,942,122	43,200,386	44,928,401
가중평균성장률		9.4%	8.9%	7.5%	6.5%	6.0%

1. 매출액 추정

먼저 **매출액은 카지노 부문, 전자칠판 부문, 나머지 DID 및 의료 등 기타 부분으로 나누어 추정하였다.** 카지노 부문의 경우, 2012년 2분기말부터 **M/S 2위사인 WMS사로의 납품이 예상되고,** 총액은 2012년 5~6월부터 80억, 2013년부터 130억 수준으로 추정된다. 이는 완전히 새로운 매출처로 2011년 매출에서 그대로 더하였다. 또한 기존 매출처인 IGT향 MLD 매출, 타사향 KTMP 매출 등 **고부가가치 신제품의 비중이 증가하면서 2014년 이후로도 매년 4~5%의 성장이 가능하다고 판단하였다.**

전자칠판의 경우 매출액성장률을 따로 급하지 않고, 예상 매출액을 직접 구하였다. 전자칠판의 경우 캐나다 SMART사향 매출이 2011년 110억원 발생하였다. 기업내부적으로는 2011년 250억을 예상했을 만큼 어느 정도 예측 가능한 수요가 있다고 판단된다. 또한 2012년 1분기 기준 65억 가량의 매출이 발생하였다. 따라서 북미, 유럽의 경제가 2011년과 같은 쇼크에 빠지지 않는다면, **대체가 진행되어 2012년에 237억, 2013년 308억 등 향후 3년간 크게 증가한 뒤 2015년부터 성장률이 둔화될 것으로 보았다.**

DID와 의료 및 기타의 경우 전망이 그리 밝지 않다고 판단했다. 먼저 DID의 경우 동사

의 납품처인 NEC가 삼성전자에게 M/S를 빼앗겨 2위로 밀려났을 뿐 아니라, 지진으로 어려움을 겪는 등 영업환경이 좋지 않다. 또한 삼성전자가 직접 DID사업을 영위하기 때문에 DID사업부문은 매출액을 잠식당할 확률이 높다고 보았다.

실제로 2012년 1분기 매출액이 DID 53억, 의료 24억 등 98억으로 이 추세가 계속된다면 2012년은 전년대비 20% 감소할 것으로 보인다. 다만 의료 부문에서 GE, SIEMENS 등에 공급하고 있으며 앞으로 초음파 모니터 이외의 모니터 수요처가 증가할 것으로 보아 DID 매출의 감소분을 충당할 수 있다고 보았다. 또한 2015년 이후 항공 모니터 등 신규제품 매출이 기대되어 3~4%의 성장치를 주었다.

(단위:천원)	2007	2008	2009	2010	2011
매출액	84,815,128	138,615,609	146,412,789	150,968,047	160,410,463
매출원가	65,299,495	101,646,586	114,031,274	116,985,193	119,237,906
매출원가율	77.0%	73.3%	77.9%	77.5%	74.3%
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	175,531,331	191,131,474	205,418,120	218,710,404	231,898,073
매출원가	129,893,185	145,259,921	156,117,771	166,219,907	176,242,535
매출원가율	74.0%	76.0%	76.0%	76.0%	76.0%

2. 매출원가 추정

매출원가의 경우 기능적인 차이는 있으나, 기본적으로 LCD패널을 매입하여 t-con, ad board 등 관련 부재료를 고객사의 요구에 맞게 조립하는 동일한 공정을 거치기 때문에 부문별로 따로 나누어서 추정하지 않았다. **최근 5개년의 매출원가율을 보면 73~78% 사이에서 움직임을 알 수 있다.**

매출원가율은 크게 세 가지 측면에서 결정되는 것으로 추론하였다. **첫째는 매입비용의 절반을 차지하는 만큼 LCD패널 가격이 중요**하다고 보았다. LCD패널 가격이 인하되면 물론 동사의 고객사에서도 가격 인하를 바라긴 하겠지만, 어느 정도의 수익성 상승 효과가 있을 것이라고 판단했기 때문이다. LCD패널은 몇 년 전부터 공급과잉 시장이 되어 가격이 빠르게 하락하였으며, 2012년에도 하락 내지는 보합세가 예상되며, **LCD패널의 수급은 안정적으로 전망**할 수 있다.

두번째로는 **세계적인 실물경제**가 영향을 끼친다고 보았다. 동사는 기본적으로 패널을 매입하여 부가가치를 창출한 뒤 다시 고객사에 납품하는 형태로, 전방과 후방 모두 글로벌 대기업들이다. 따라서 실물경제가 크게 위축될 경우 어떤 방식으로든 판매원가 및 단가에 영향을 받게 될 것이고, 실제로 세계GDP가 역성장한 2009년과 2010년에 77% 이상의 높은 매출원가율을 보였다.

세번째는 **제품Mix변화**이다. 동사는 카지노 부문에서 터치스크린을 접목한 LCD, 3D 제품 등 고부가가치 LCD의 비중을 늘려가고 있다. 지금까지 그런 추세를 확인할 수는 없었으나 올해 신제품인 KTMP 매출 증가 등을 통해 일정부분 효과가 나타날 것으로 기

대한다.

세 가지를 종합하여 2009~2011년의 매출원가율을 보았을 때, LCD 수급은 안정화되어 매출원가율의 변화에 큰 영향을 끼칠 수 없고, **제품Mix가 고부가가치로 변해가는 추세 속에 세계경제의 흐름을 타는 것으로 보였다.** 따라서 2012년부터도 같은 흐름에서 분석해보았다. 먼저 2012년은 생각보다 나쁘지 않은 세계경제 환경 속에, 본격적인 제품 Mix 효과가 나타나서 74%의 양호한 매출원가를 보일 것으로 추정하였다. **2013년부터는 세계경제 환경을 좀더 안 좋게 보지만 제품Mix효과가 있어 2009~2010의 77%보다는 낮은 76%를 적용하였다.**

(단위:천원)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	160,410,463	175,531,331	191,131,474	205,418,120	218,710,404	231,898,073
매출원가	119,237,906	129,893,185	145,259,921	156,117,771	166,219,907	176,242,535
판매비와관리비	20,533,187	22,819,073	24,847,092	26,704,356	28,432,352	30,146,749
경상개발비	6,001,785	6,845,722	7,454,128	8,011,307	8,529,706	9,044,025
개발비/판관비	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
판관비율	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
영업이익률	12.9%	13.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

4. 판관비 추정

판관비율의 경우 2010년과 2011년이 12.98%, 12.8%로 큰 변화가 없었다. 다만 연구개발 인력이 전체의 25%에 달할 정도로 개발이 중요한 기업인 만큼, 판관비에서 개발비가 차지하는 비중이 30%수준까지 올라가 유지될 것으로 예상했다. 이 때문에 영업이익률은 2012년 13%를 피크로 하여 2013년 이후 11%로 안정될 것으로 판단하였다.

매출액대비비율	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	10년 평균치
영업이익률	12.87%	13.00%	11.00%	11.00%	10.60%	10.60%	10.64%
유,무형자산 상각비	1.51%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.47%
영업용운전자본	37.86%	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%	23.21%
순유형고정자산	27.87%	27.00%	26.00%	25.00%	25.00%	25.00%	22.73%
순무형고정자산	2.46%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.64%
기타영업용순자산	-3.49%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.58%

5. 순유형 고정자산, 영업용 운전자본, 상각비 등 기타 추정

동사는 인천의 공장에서 제품을 만들기는 하지만, 실질적으로 인적 조립방식으로 생산되기 때문에 설비 부족에 따라 공장을 추가 증설해야 할 이유는 없다. 기존의 CRT 라인을 돌리고 인력을 증원함으로써 해결 가능하다. 따라서 순유형 고정자산은 매출액이 증가함에 따라 비중이 조금씩 감소할 것으로 보았다. 영업용 운전자본은 매출 증가에 따라 더 감소하기는 어려우므로 2011년과 비슷한 수준으로 추정하였다. 나머지 값들은 절대값이 작아 영향력이 미미하여 10년치 평균과 비슷하게 추정하였다.

자기자본비용		9.52%
1년치일별베타		0.86000
Adj.한국시장프리미엄		7.00%
3년만기국채수익률(2012.04.20)		3.50%
WACC		9.21%
차입금가치(이자발생부채)		7,714,531
주주지분가치(시가총액)		136,251,596
한계조달금리		4.80%

6. WACC & 자기자본비용, 영구성장률

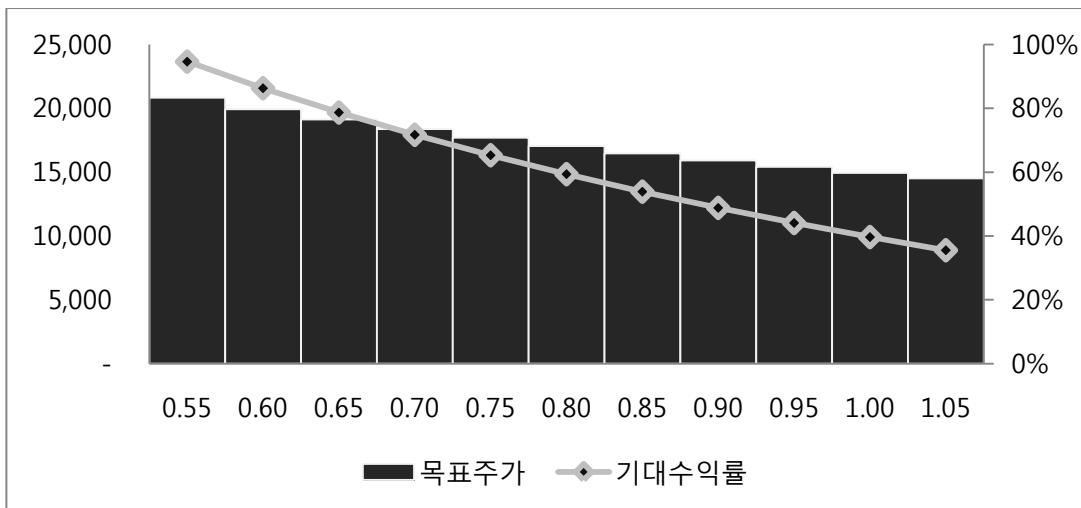
무위험 수익률은 2012년 4월 20일자 3년만기 국채수익률을 적용했고, 시장 프리미엄은 관례에 따라 7%를 주었다. 1년치 일별베타는 0.48~0.86까지 값이 달라 민감도 분석을 통해 더 자세히 분석하도록 하겠다. 한계조달 금리는 동사의 신용도인 A- 를 바탕으로, 4.8%를 주었다. 영구성장률은 산업의 특성상 지속적인 성장은 불가하여 0을 주었다.

7. 결론

(단위: 천원)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
예상매출액	160,410,463	175,531,331	191,131,474	205,418,120	218,710,404	231,898,073
매출액성장률		11.8%	8.5%	5.0%	5.0%	4.0%
카지노 매출액	98,000,000	109,610,531	118,927,426	124,873,798	131,117,488	136,362,187
매출액성장률		116.0%	30.0%	25.0%	15.0%	14.0%
전자책판 매출액	11,000,000	23,755,200	30,881,760	38,602,200	44,392,530	50,607,484
매출액성장률		-19.5%	-2.0%	1.5%	3.0%	4.0%
DID 및 기타 매출액	52,410,463	42,165,600	41,322,288	41,942,122	43,200,386	44,928,401
가중평균성장률		9.4%	8.9%	7.5%	6.5%	6.0%
예상EBIT	20,639,370	22,819,073	21,024,462	22,595,993	23,183,303	24,581,196
NOPLAT	16,098,709	17,798,877	16,399,081	17,624,875	18,082,976	19,173,333
(+)유,무형자산 상각비	2,420,202	3,510,627	3,822,629	4,108,362	4,374,208	4,637,961
총현금유입	18,518,911	21,309,504	20,221,710	21,733,237	22,457,184	23,811,294
영업용 운전자본	60,727,915	64,946,593	70,718,646	76,004,704	80,922,849	85,802,287
순유형고정자산	44,703,915	47,393,459	49,694,183	51,354,530	54,677,601	57,974,518
기타 영업용 순자산	(5,591,111)	(3,510,627)	(3,822,629)	(4,108,362)	(4,374,208)	(4,637,961)
IC	99,840,719	108,829,425	116,590,199	123,250,872	131,226,242	139,138,844
예상ROIC(평균)	21.5%	17.1%	14.5%	14.7%	14.2%	14.2%
예상ROIC(기초)	24.7%	17.8%	15.1%	15.1%	14.7%	14.6%
IC증가액		8,988,706	7,760,774	6,660,673	7,975,370	7,912,601
(+)유,무형자산 상각비		3,510,627	3,822,629	4,108,362	4,374,208	4,637,961
총투자액		12,499,333	11,583,404	10,769,035	12,349,578	12,550,563
예상 FCFE		7,441,026	8,638,306	10,964,202	10,107,606	11,260,731
할인기간		0.75	1.75	2.75	3.75	4.75
현재가치		6,965,216	7,403,993	8,604,984	7,263,685	7,409,876

WACC	9.24%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	14.18%
FCFF추정(2단계)	19,173,333
Terminal Value	207,509,291
Value of the Equity	210,964,233
발행주식수	12,733,794
희석주식수	245,000
목표주가	₩ 16,353
현재주가	₩ 10,700
기대수익률	53%

위와 같은 논리로 베타 0.86일 때 코텍의 적정주가 16353원 현재주가 대비 53% 저평가되어 있다고 판단하여 투자의견 BUY를 제시한다.



베타 민감도 분석은 다음과 같다. 베타가 0.55일 경우 목표주가 20820원, 베타가 1일 경우 목표주가 14940원이다.

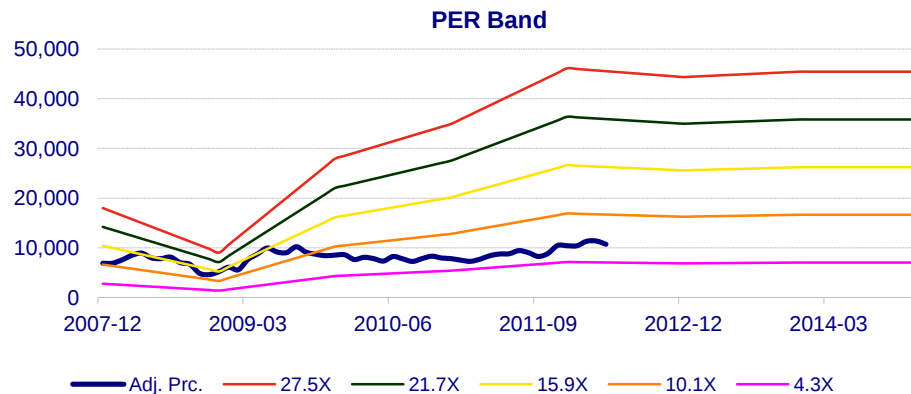
PER Method

절대적 Method을 보완하고 상대적 비교를 가능케 하기 위해 Historical PER Method로 보완한다.

EPS 추정

2012년 추정 EBIT은 228.1억이다., 금융과 기타손익에서 2010년 21억, 2011년 15억원 정도의 추가적인 수익이 발생했다. 이는 환차익과 이자수익으로 2012년에도 최소 10억 원 이상의 수익이 날 것으로 예상된다. 이에 따라 법인세차감전순이익은 238.1억, 법인세율은 2011년까지 송도 이전으로 인한 감면혜택을 받던 것이 없어져 22%를 적용받게 된다. **2012년 예상 당기순이익은 185.7억**, 희석 후 발행주식수는 12,978,794주로 EPS는 1431원이다.

Historical PER을 통한 적정 PER추정



동사의 historical PER band이다. 동사는 현재 2010년 이후로 6.x 배의 지속적인 저평가를 받아왔다. 그 이유로는 첫째, 2009~2011년의 단기적인 법인세 감면 이슈로 당기순 이익이 일시적으로 높게 잡혀서 PER이 착시적으로 낮아 보이는 것이다. 둘째로 당사의 매출액 추정치가 대체로 맞지 않아 신뢰의 측면에서 저평가를 받아왔다.

그러나 동사는 MLD라는 신제품을 개발하고, DID라는 신규사업에서 본격적인 매출을 올리기 시작한 2009년에 10.1배 이상의 PER을 받아왔다. 그리고 법인세 감면 혜택이 끝나는 2012년 새롭게 PER을 산정해야 할 시점이 되었다.

먼저 현재 동사의 상황은 2009년도와 비슷하다. MLD 이후에 KTMP라는 신제품을 납품하기 시작하여, 올 2분기부터 WMS라는 신규매출처를 확보했다. 이에 따라 연간 100억 이상의 신규 매출이 가능해 보인다. 그리고 2009년 본격적으로 DID를 시작하듯이, 2012년 본격적으로 전자철판 매출이 궤도에 오르기 시작했다. 이러한 논리는 실제 2012년 1분기 매출과 크게 어긋나지 않는다.

그런 의미에서 동사의 2012년 상황은 2009년 초기와 비슷한 상황이라고 판단되어, 적정 PER 10배가 무리가 아니라고 본다. 이에 따라 2012년 추정 EPS 1431원, 적정 PER10배 목표주가 14310원으로 현재주가 10700원 대비 33.7%의 상승여력이 있다고 판단된다.

절대적 Method와 상대적 Method를 모두 검토해본 결과, 안전마진 33.7~53%를 확보했다고 판단하여 최종적으로 BUY를 제시한다.

Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2008	2009	2010	2011
매출액	1,386	1,464	1,510	1,604
매출원가	1,016	1,140	1,170	1,192
매출총이익	370	324	340	412
판매비	168	181	196	205
인건비	38	43	35	55
감가상각비	2	2	3	3
무형자산상각비	5	6	7	3
연구개발비	35	43	53	60
마케팅비	5	3	4	3
기타 판매비	84	84	95	81
영업이익	202	143	144	206
영업외손익	-150	-12	22	14
이자손익	5	2	9	1
지분법손익	0	0	0	0
외환차손익	9	-3	-5	3
외환환산손익	4	-4	-1	6
기타 영업외손익	-167	-7	19	5
세전계속사업이익	52	130	166	221
법인세비용	11	2	6	8
당기순이익	41	129	160	213
EPS	327	1,009	1,260	1,674

현금흐름표				
(100 Mn.)	2008	2009	2010	2011
영업활동 현금흐름	7	16	128	207
당기순이익	41	129	160	213
비현금수익비용가감	223	57	33	64
감가상각비	7	14	18	21
무형자산상각비	5	6	7	3
외환환산손익	-2	-4	-1	6
지분법평가손익	0	0	0	0
기타	213	41	8	34
영업활동으로인한 자산부채	-257	-170	-65	-70
투자활동 현금흐름	-203	13	-139	-38
유형자산 투자	112	93	13	36
유형자산 처분	0	0	1	0
무형자산 증감	9	8	4	3
지분법자산 증감	0	0	0	0
기타	-82	113	-123	2
재무활동 현금흐름	-7	35	-25	-192
단기IBD 증감	74	-12	-62	77
장기IBD 증감	0	0	0	0
자본증감	27	-61	0	0
배당금 지급	-20	-19	-25	-32
기타	-87	127	62	-238
순현금흐름	-203	63	-37	-23
기초현금	218	15	78	44
기말현금	15	78	41	21

대차대조표				
(100 Mn.)	2008	2009	2010	2011
유동자산	384	577	834	1,093
현금 및 현금등가물	25	113	349	316
매출채권	202	261	192	497
재고자산	146	160	261	239
비유동자산	726	738	583	595
투자자산	200	234	84	106
유형자산	482	464	454	447
무형자산	22	18	12	39
자산총계	1,111	1,316	1,417	1,688
유동부채	158	164	153	247
매입채무	12	20	107	115
단기차입금	74	62	0	77
유동성장기차입금	0	0	0	0
비유동부채	94	57	51	58
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	252	221	204	305
자본금	63	64	64	64
자본잉여금	304	328	328	328
이익잉여금	427	537	672	848
자본조정	-32	6	7	7
자본총계	858	1,095	1,213	1,383

주요투자지표				
	2008	2009	2010	2011
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	154.2%	-23.5%	3.6%	36.6%
EBIT성장률 %	69.1%	-33.0%	-2.2%	35.1%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	26.7%	22.1%	22.5%	25.7%
EBITDA margin %	15.4%	11.1%	11.2%	14.4%
EBIT margin %	14.5%	9.7%	9.5%	12.9%
세전이익률 %	3.7%	8.9%	11.0%	13.8%
당기순이익률 %	3.0%	8.8%	10.6%	13.3%
Stability Ratios				
부채비율 %	29.4%	20.2%	16.8%	22.1%
순부채비율 %	5.7%	-4.7%	-28.8%	-17.3%
유동비율 %	243.3%	352.2%	544.7%	443.2%
당좌비율 %	150.8%	254.4%	374.5%	346.2%
이자보상배율	34133.9%	184455.1%	#DIV/0!	11725.6%
Performance Ratios				
ROE %	4.8%	11.7%	13.2%	15.4%
ROA %	3.7%	9.8%	11.3%	12.6%
ROIC %	6.0%	4.0%	4.0%	4.9%
Per Share Ratios				
BPS	6,788	8,596	9,528	10,860
DPS	152	200	250	250

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.