

2007년 중소형 투자유망종목 10선

거래소 5선

삼호(001880)
현대DSF(016510)
유엔젤(072130)
종근당(001630)
FnC코오롱(001370)

코스닥 5선

심택(036710)
모젼(079560)
DM테크놀로지(065340)
MDS테크(086960)
원익퀴츠(074600)

Compliance Notice

- 동 자료는기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다.
- 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장 조성 등 발행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주안사로 참여하지 않았습니
- 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다.
- 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함.
적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~10% 이내
비중 축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

▶ 업종 투자이견

비중 확대(Overweight): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
중립(Neutral): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
비중 축소(Underweight): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 임재구, 박종철, 김영준, 강종림, 이태린, 김형식, 김갑호, 이대우, 김연수, 홍지나>

이 조사자료는 당사의 리서치본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.



C o n t e n t s



2007년 중 소형 투자유망종목 10선 요약.....	3
삼호 (001880)	6
현대DSF (016510)	10
유엔젤 (072130)	14
FnC코오롱 (001370)	18
종근당 (001630)	22
심텍 (036710)	26
모젠텐 (079560)	30
DM테크놀로지 (065340).....	34
MDS테크 (086960)	38
원익쿼츠 (074600).....	42



2007년 중소형 투자유망종목 10선 요약

당사 리서치센터에서는 2007년 업종별 투자전략에 있어 반도체, Tech, H/W 등 IT부문을 가장 투자 유망할 것으로 보고 있다. 그 이유는 2007년에는 IT 업체들의 주가가 회복되며 국내 주식시장을 선도할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 글로벌 거시변수에 대한 불확실성 해소와 함께 이머징마켓을 중심으로 큰 폭의 성장세가 이어질 것으로 전망되고 있으며, 특히 내년에는 High-End 제품의 교체를 자극할 만한 IT application이 어느 정도의 역할을 할 것으로 기대되고 있다. 또한 국내 대형 IT 업체들이 반도체/LCD부문을 중심으로 해외업체에 비해 월등한 수익성을 보이는 점도 긍정적인 대목이다. 현재시점은 금년의 경험에서 비롯된 지나친 우려감 보다는 강화되고 있는 기회요인에 초점을 맞춰야 할 시점으로 판단된다. 당사 섹터 애널리스트들의 추정실적을 기준으로 2007년 국내기업 전체 순이익 증가분에 대한 기여도를 업종별로 분류했을 때 반도체를 비롯한 IT섹터가 가장 높은 기여도를 보일 것으로 전망되고 있고, 2007년 업종별 EPS 증가율 전망에 있어서도 IT섹터의 EPS 증가율이 국내외 증시 공통적으로 높을 것으로 예상되고 있다는 점도 이들 업종의 긍정적인 전망에 대한 신뢰를 높이고 있다. 따라서 당사 리서치센터에서는 시가총액 5,000억원 이하 종목중 올 해 수익성 개선이 뚜렷할 것으로 전망되는 거래소기업 5개사와 함께 코스닥에 속해 있는 투자유망 IT기업 5개사를 선정, 2007년 중소형 투자유망기업 10선으로 제시한다.

거래소 5선

삼호 (001880)	<ul style="list-style-type: none"> - 토목부문 수주호조로 사업포트폴리오의 안정된 구조 유지 - 2007년 하반기에 수익률 높은 자체사업인 수원매탄동 분양예정. 분양 성공시 수익성 크게 개선될 전망 - 풍부한 수주잔고로 외형과 실적은 지속적으로 증가할 것으로 전망됨
현대DSF (016510)	<ul style="list-style-type: none"> - '06년 4분기에 이어 '07년 1분기에도 소비심리 개선과 계절적 성수기로 안정적인 영업실적 전망 - 최악의 상황을 벗어나고 있는 업황 모멘텀과 업종 대표주의 급등은 지방백화점 주가 재평가의 계기로 작용할 것 - 지방백화점 중 영업실적 호전 지속과 valuation 매력이 우수한 동사에 대해 적극적인 관점에서 접근할 때
유엔젤 (072130)	<ul style="list-style-type: none"> - 태국, 말레이시아 성공적 진입을 교두보로 해외시장 개척 가속화 : 2007년 태국 DTAC매출 월평균 13억 전망 - 현재 서비스를 제공중인 태국, 말레이시아, 멕시코에 이어 동남아시아와 남미를 중심으로 추가적인 해외 시장 개척이 더욱 가속화될 전망
FnC코오롱 (001370)	<ul style="list-style-type: none"> - 2007년 자회사 코오롱패션의 영업실적 개선, 영업권상각 종료를 통한 큰 폭의 이익개선 전망됨 - 캠브리지 인수를 통한 중장기 성장발판 마련: 남성복 시장의 점유율 확보를 통한 안정적 브랜드 포트폴리오 형성, 제일모직, 엘지패션과 함께 패션 대기업 3강체제 형성 전망
종근당 (001630)	<ul style="list-style-type: none"> - 06년 하반기부터 시작된 현금 회수 위주의 영업정책에 따른 실적 부진세가 좀 더 이어질 수는 있으나, 신제품 출시와 영업력 강화에 따라 하반기부터는 빠른 실적 회복세 전망 - 순환기, 면역억제제, 항암제군 등 고성장 사이클에 있는 제품군의 매출비중이 50% 이상으로 제품 포트폴리오가 매력적이며, 개량신약 개발 분야에서의 강점으로 업계 선두권 유지 전망

코스닥 5선

심텍 (036710)	<ul style="list-style-type: none"> - 원도 비스타 및 휴대폰 메모리 카드 사용 증가로 Memory Module PCB 및 Package Substrate 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망 - DRAM 을 생산하는 5개(Samsung, Hynix, Micron, Qimonda, Nanya) 의 공급 업체들에게 납품한다는 것은 우수한 기술력 및 경쟁력을 지니고 있음
모젠펜 (079560)	<ul style="list-style-type: none"> - 올해 모토로라의 RaZr에 이어 주력 후속 모델인 KRAR에도 동사의 윈도우 렌즈(Laminated CLI)를 납품하고 있어 성장성이 지속될 것으로 전망 - 납품물량 증가에 힘입어 국내 휴대폰 부품업체로는 드물게 올해에 이어 2007년에도 50% 이상의 외형성장이 이어질 것으로 전망
DM테크놀로지 (065340)	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽 시장에서 복합제품(LCD TV+DVD+DVB-T STB) 브랜드로 자리매김 성공하며 영업이익률 10%대의 고공행진 지속 - 브랜드제품 판매로 인한 짧은 리드타임, 패널현지구매, 전량중국생산 등 모방하기 힘든 원가경쟁력 확보 - 2006년 연간 흑자전환 성공으로 2007년 운전자금 여력 확대: 매출규모 level-up 무난할 전망
MDS테크 (086960)	<ul style="list-style-type: none"> - 휴대폰의 고성능화에 따른 개발 솔루션 매출 증가 : 휴대폰 개발환경이 ARM9에서 ARM11으로 변화하며 trace32 업그레이드 수요 증가 예상 - 임베디드 소프트웨어 산업의 적용분야 확대를 통한 시장의 다변화 : 자동차용 전자제어장치 (ECU) 설계자동화 솔루션 및 휴대폰, DMB용 소프트웨어 매출 증가 이어질 전망
원익퀵츠 (074600)	<ul style="list-style-type: none"> - 퀵츠웨어 세계 2위업체로 동 부문을 중심으로 큰 폭의 실적개선 지속 - 삼성전자 등 주요고객의 주문증가와 신규고객 확보로 금년 1/4분기와 2/4분기 강력한 실적모멘텀 기대 - Valuation 절대 저평가 상태. 작년에 이어 금년 20%대의 매출성장과 20%대의 영업이익률 유지할 것으로 전망됨

삼호 [001880]

2007년부터 외형과 실적 한단계 레벨업 될 전망

매수

목표주가 17,750원

현재가(1/8) 12,750원

- 신규수주 호조와 풍부한 수주잔고로 실적호전 추세 지속될 전망
- 2007년부터 SOC와 T/K 사업, 조정사업 등 인천지역 수주가 본격화될 전망
- 2007년에 부산 수영만, 수원 매탄동 사업 등 대규모 프로젝트가 계획되어 있어 외형과 실적이 레벨업 될 전망
- 투자등급 '매수' 유지, 목표주가 기존 17,200원에서 17,750원으로 상향 조정

자본금 720억원(5,000원)
시가총액 1,836억원
52주최고/최저
17,800원/11,500원
평균거래량(60일) 36,807주
주요주주 대림산업 46.76%
외국인지분(1/8) 3.53%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	3,844	352	253	175	1,679	3.3/1.2	11,346	2.4/1.4	15.2
05.12	4,367	464	285	154	1,479	13.8/5.4	10,964	5.5/2.8	13.2
06.12E	5,166	431	366	266	2,086	6.1	10,245	5.4	21.7
07.12F	6,415	562	529	384	3,013	4.6	13,436	3.7	25.4
08.12F	9,335	875	851	617	4,843	2.9	13,894	2.7	35.4

투자등급 '매수',
목표주가
17,750원으로
상향조정

삼호에 대해 투자등급 '매수'를 유지하며 목표주가는 기존 17,200원에서 17,750원으로 상향 조정한다. 2006년 매출액은 예상보다 하회 할것으로 전망되나 2007년부터 매출액이 회복되기 시작하여 2008년에는 매출액이 9,000억원을 상회할 것으로 예상된다.

신규수주는 매년 1조원 이상을 달성할 것으로 예상되기 때문에 외형성장은 지속될 것으로 전망된다. 목표주가는 2007년 실적에 PER 6.0배, EV/EBITDA 5.0배, PBR 1.2배를 적용하여 산출하였다. 2007년부터 수원매탄동 자체사업이 일부 반영되면서 악화되었던 영업이익률이 회복세를 보일 것으로 전망된다.

토목과 주택부문의
적절한 포트폴리오
구성

2006년 신규수주는 당초 목표였던 9,200억원을 상회한 약 1조 1,000억원에 달할 것으로 전망된다. 2007년에도 2006년에 이어 신규수주가 약 1조 3,000억원에 이를 것으로 예상되고 있어 약 1조 6,000억원에 달하고 있는 수주잔고를 감안할 경우 향후 외형성장세는 지속될 것으로 전망된다. 전통적으로 주택에 강점이 있는 회사지만 SOC사업과 도로사업 등 토목사업의 수주도 호조를 보이고 있어 주택사업 리스크에 대한 대비책을 세워놓고 있다. 또한, 2004년 본사를 인천으로 옮긴 이후 2005년부터 2006년까지 약 1,000억원의 인천지역 수주를 확보하여 진행 중에 있으며 2007년부터 인천지역 수주를 중점적으로 추진 중에 있어 인천지역에서만 약 2,000억원의 수주가 예상되고 있다. 이와 같은 토목과 주택부문의 적절한 포트폴리오 구성으로 향후 사업의 안정성과 성장성이 기대되고 있다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 강종림>

이 조서자료는 당사의 리서치본부에서 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조정 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가상으로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조서작성 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조서분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월. 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

인천지역 수주확대와
자체사업 분양의
두가지 모멘텀 존재

삼호의 2007년 성장모멘텀은 인천지역 경쟁력 확보, 자체사업의 순조로운 분양에 있다. 2004년 본사를 인천으로 이전한 이후 인천지역 수주에 노력을 해왔으나 당초 예상보다 수주가 크게 증가하지는 못한 상황이다. 그러나, 최근 인천지역의 수주가능성이 점차 높아지고 있다. 인천지역에 본사를 두고있는 업체에 대한 지역의무공사 지분이 기존 40%에서 49%로 확대 추진될 것으로 예상되며 해외자본투자가 점차 증가하면서 도로와 복합단지개발등의 프로젝트가 확대되고 있다. 과거 인천지역은 대림산업의 연고가 있는 지역으로 대림산업과의 연계를 통한 수주확대가 기대되고 있다. 2007년부터는 인천지역의 신도시개발 관련 시장 참여와 설비공장 이전부지 개발 등에도 적극적으로 참여하여 수주를 확보할 것으로 예상된다.

2007년 하반기에 분양예정인 수원 매탄동 자체사업은 동사의 외형과 이익을 한단계 레벨업시킬수 있는 프로젝트이다. 매출액 규모만 약 4,000억원에 달하는 대규모 프로젝트로 분양이 성공한다면 외형확대 뿐만 아니라 이익이 크게 증가할 것으로 전망된다.

수원매탄동 위치는 수원시 영통구 매탄동으로 대지면적은 11,625평으로 지하1층, 지상 15층의 8개동을 예상하고 있다. 교육환경측면에서도 성균관대학교, 아주대학교와 인접해 있으며 원천유원지, 매탄공원등이 이용가능하여 자연과 환경친화적인 입지여건을 갖추고 있다. 특히 주변에 까르푸, 홈플러스 등 대형마트와 뉴코아 등 백화점이 인접해 있어 생활편의시설이 우수하다. 주변도로도 경부고속도로와 영동고속도로로 접근하기가 용이하며 국도로의 접근도 가능하다. 현재 주변지역 시세는 평당 1,500만원으로 형성되어 있으며 분양가를 적절하게 조절한다면 분양은 성공적으로 이루어질 것으로 예상된다.


〈그림 1〉 자체사업인 수원매탄동 부지 현황

구분	내용
위치	- 경기도 수원시 팔달구 매탄동 원천택지지구 내
사업규모 [현재]	- 대지면적 : 11,625평 - 건축규모 : 연면적 23,604평 - 용도지역 : 제2종 일반주거지역
사업방향	- 광고 신도시와 인접된 양호한 입지조건 - 원천 택지개발지구와 연계하여 사업추진 예정 - 40평형~60평형대 등 중대형 평형 위주 600세대 - 도급액 약2,100억 (용지 장부가290억), 현금유입이 약1,000억원 전망 - 지역여건에 부합하는 특화 및 차별화된 단지 조성으로 향후 수원지역의 Landmark적인 역할

자료: 삼호

가 11,754 1,980

< 2 >

사업예정 부지	구 분	내 용
	위 치	- 부산광역시 수영구 민락동 113-14외
	사업규모 [현재]	- 대지면적 : 11,754.85 평 (1,2단지) - 건축규모 : 지하3층, 지상18~31층 11개동 중대형 976세대 연면적 75,558.66 평 (1,2단지)
	사업방향	- 국내 유명설계사들을 대상으로 현상설계 공모전 실시 - 분양의 양극화 시장을 광안리 앞바다 및 부산 신흥명소인 광안대교가 한눈에 보이는 최고의 조망권과 Public Area를 차별화하여 수익보다는 한 단계 Up-Grade 하는 e-편한세상의 상품화 전략을 목표로 추진

2007 6,415 8.8% 2006

8.3% 가

가

SOC T/K

가 , 가

8% 가

2007 1

10 2008 5

, 가가

1

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	3,844	4,367	5,166	6,415	9,335
매출원가	3,317	3,670	4,467	5,513	7,966
매출총이익	527	697	699	902	1,379
판매비와관리비	175	233	269	340	504
인건비	66	84	102	129	191
일반관리비	53	69	82	104	154
경상개발비	0	0	0	0	0
기타	55	81	85	107	159
영업이익	352	464	431	562	875
(영업이익률)	9.2	10.6	8.3	8.8	9.4
영업외수익	57	46	57	55	57
이자수익	19	7	16	14	16
외환이익	0	0	0	0	0
기타	38	38	41	41	41
영업외비용	156	224	121	88	81
이자비용	30	36	53	31	24
외환손실	0	0	0	0	0
기타	126	188	68	57	57
(영업외수지)	-99	-179	-64	-33	-24
경상이익	253	285	366	529	851
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	253	285	366	529	851
법인세 비용	78	131	101	146	234
당기순이익	175	154	266	384	617

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	2,102	2,370	2,594	2,505	2,963
현금 및 현금등가물	17	81	23	29	42
매출채권	1	0	0	0	0
재고자산	829	746	827	770	933
기타유동자산	1,254	1,543	1,744	1,706	1,977
고정자산	1,032	860	720	766	918
투자자산	907	733	594	642	793
유형자산	123	126	125	124	123
무형자산	2	1	1	1	1
자산총계	3,134	3,230	3,314	3,271	3,871
유동부채	1,569	1,417	1,405	1,386	1,621
매입채무	1,073	878	1,059	1,026	1,139
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	64	4	26	13	20
기타유동부채	432	535	320	347	462
고정부채	383	671	603	173	480
사채	0	500	240	0	300
장기차입금	241	37	274	88	85
기타고정부채	142	135	90	85	95
부채총계	1,952	2,088	2,008	1,560	2,100
자본금	520	520	720	720	720
자본잉여금	514	522	742	742	742
이익잉여금	174	141	-115	291	350
자본총계	1,182	1,142	1,306	1,712	1,771
부채와 자본총계	3,134	3,230	3,314	3,271	3,871

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	175	154	266	384	617
감가상각비	7	8	6	6	6
운전자본	-703	-146	-371	109	-189
매출채권 증감	13	1	0	0	0
재고자산 증감	46	83	-81	57	-164
미수금 증감	0	-241	-130	41	-179
매입채무 증감	147	-195	181	-33	112
기타	184	17	21	20	23
영업활동 현금흐름	-339	33	-78	518	456
설비투자	-1	1	1	1	1
투자자산	134	174	139	-47	-152
기타	102	-345	-451	34	-547
투자활동 현금흐름	235	-170	-312	-12	-698
현금배당	0	-36	-42	-58	-58
단기차입금	60	-60	22	-13	7
사채	56	288	-68	-430	306
장기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타	-18	8	420	0	0
재무활동 현금흐름	97	200	332	-500	255
현금증가	-6	63	-58	6	13
기초현금	24	17	81	23	29
기말현금	17	81	23	29	42

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	1,679	1,479	2,086	3,013	4,843
수정EPS(원)	1,679	1,479	2,086	3,013	4,843
BPS(원)	11,346	10,964	10,245	13,436	13,894
EBITDAS(원)	3,443	4,529	3,429	4,459	6,914
매출원가율(%)	86.3	85.5	86.5	85.9	85.2
매출총이익률(%)	13.7	16.0	13.5	14.1	14.8
영업이익률(%)	9.2	10.6	8.3	8.8	9.4
경상이익률(%)	6.6	6.5	7.1	8.2	9.1
순이익률(%)	4.5	3.5	5.1	6.0	6.6
EBITDA margin(%)	9.3	10.8	8.5	8.8	9.4
ROE(%)	15.2	13.2	21.7	25.4	35.4
ROA(%)	5.8	7.4	8.4	9.0	9.6
ROIC(%)	36.4	35.3	24.7	35.0	47.0
매출액 증가율(%)	11.3	13.6	18.3	24.2	45.5
영업이익 증가율(%)	61.8	31.7	-7.1	30.5	55.7
경상이익 증가율(%)	57.0	12.8	28.6	44.4	60.8
순이익 증가율(%)	86.3	-11.9	72.7	44.4	60.8
부채비율(%)	165.2	182.9	153.8	91.1	118.6
순차입금비율(%)	7.5	10.5	10.0	1.1	3.9
금융비용부담율(%)	0.8	0.8	1.0	0.5	0.3
이자보상배율(%)	11.7	12.7	8.1	18.3	36.4
당좌비율(%)	40.6	50.3	53.3	53.0	52.2
유동비율(%)	67.1	73.4	78.3	76.6	76.3

현대DSF [016510]

영업수익성+지역적 특수성+모기업의 공격적인 경영전략

매수

목표주가 12,600원
현재가(1/8) 9,850원

- 당초 전망과는 달리 CSI, RBSI 등 가계 및 유통업체 소비심리 악화로 소매유통업의 업황 모멘텀 빠르게 악화
- 부동산관련 각종 규제 강화와 대출금리 상승 등은 소비지출 확대에 걸림돌
- 울산광역시 중화학공업단지라는 지역적 특성과 모기업인 현대백화점의 2007년 공격적인 경영전략은 동사의 영업활동에 긍정적으로 작용
- 향후 2008년까지 연평균 2.4%의 낮은 성장에도 불구하고 영업수익성 강화
- 지방백화점 중 영업실적 호전지속과 valuation 매력이 우수한 동사에 대해 긍정적인 관점에서 접근할 때

자본금 450억원(5,000원)
시가총액 887억원
52주최고/최저 13,100원/7,710원
평균거래량(60일) 51,181주
주요주주 현대백화점 41.0%
외국인지분(1/8) 7.7%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	860	95	65	45	505	5.6/3.6	8,921	4.5/3.9	5.8
05.12	884	157	123	94	1,048	10.5/2.5	9,969	6.6/3.0	11.1
06.12E	881	177	157	115	1,277	7.7	10,746	4.8	12.3
07.12F	912	183	167	123	1,370	7.2	11,866	4.3	12.1
08.12F	948	192	181	134	1,490	6.6	13,106	3.8	11.9

업황 모멘텀
악화에도 불구하고, 기존
매수와 목표주가
12,600원 유지

현대DSF에 대한 투자등급은 기존 매수와 6개월 목표주가 12,600원을 유지한다. 이는 당초 전망과는 달리 소매유통업 업황 모멘텀이 훼손되고 있지만, 울산광역시가 중화학공업단지라는 지역적인 특수성으로 타 지역에 비해 소비경기 둔화의 영향이 상대적으로 적을 것으로 판단되기 때문이다. 또한 모 기업인 현대백화점이 2007년 공격적인 경영전략으로 인해 영업활동에 적지않은 긍정적인 영향이 예상되는 점도 긍정적이다.

금년 1분기까지는 지난해 높은 기저효과가 부담으로 작용하겠지만, 2분기 이후 점진적인 영업실적 호조세가 예상된다. 최근 각종 부정적인 경제지표로 말미암아 단기적으로 주가가 크게 하락해 valuation 매력이 더욱 부각되고 있고, 이는 중장기 투자가에게 좋은 매수기회를 제공하고 있다고 판단된다.

시장평균대비
27.3% 할인을 적용

현대DSF의 주가는 2007년과 2008년 예상 PER과 EV/EBITDA는 각각 7.2/6.6배, 4.3/3.8배로 시장평균(당사 Universe 9.9/9.0배)대비 27.3% 할인되어 거래되고 있다. 목표주가 12,600원은 지방백화점으로서 성장성의 한계(향후 3년간 연평균 매출액 성장률 2.4%)를 감안해, '07~08년 평균 EPS에 시장평균대비 10% 할인한 8.6배를 Target PER Multiple로 적용해 산출했고, 27.9%의 추가적인 상승여력을 보유하고 있다.

무엇보다도 중요한 것은 동사의 주가가 지난해 1월 중순 고점(13,100원)을 형성한 이후 향후 소비경기에 대한 불확실성이 증폭되면서 주가가 크게 하락한 반면, 영업실적은 매우 견조한 흐름을 이어가고 있다는 점이다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자 : 박종렬>

이 조서자료는 당사의 리서치본부에서 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것으로, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 투자자 투자지 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO), 시장조성 등불행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가로서 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

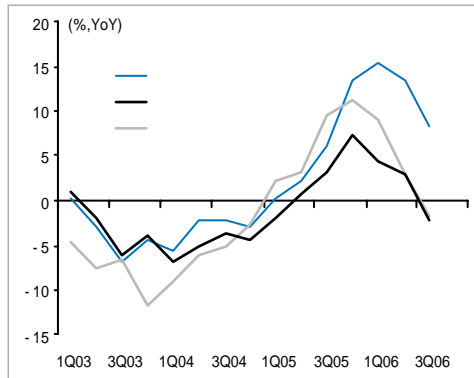
교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

울산지역의
백화점시장 성장상
서울보다는 낮지만,
타지방보다는 우수

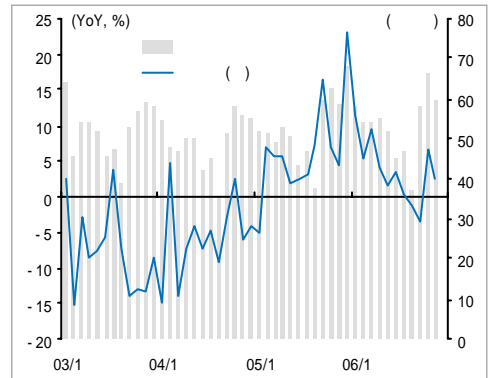
울산광역시 백화점시장의 성장성은 서울지역보다는 낮지만 지방평균에 비해서는 높은 성장성이 기대되는데, 이는 울산광역시가 조선, 석유화학, 자동차 산업 등 중화학공업단지로 안정적인 산업구조와 수출경기의 양호한 흐름 등이 타 지역에 비해 우수한 소비환경을 갖고 있기 때문이다. 울산광역시 백화점시장의 최근 동향을 살펴보면 소비경기의 큰 흐름과 궤적을 같이하며 지난 2005년 1분기 이후 양호한 성장세가 지속되고 있다. 2006년 11월 누계 백화점 판매액은 5,853억원으로 전년동기비 3.7% 성장했고, 분기별 성장률은 1분기 8.9%, 2분기 3.1%, 3분기 -1.4%를 기록했다. 2006년 4분기는 지난해 높은 기저효과(11.4%)를 감안할 때 전년동기비 2.4% 증가할 전망이다. 지난해 10~11월 누계 판매액은 전년동기비 4.6% 증가했다. <그림 1~2 참조>

<그림 1> 울산광역시 백화점 분기별 판매액 추이



자료: 통계청, 교보증권

<그림 2> 울산광역시 백화점 월별 판매액 추이

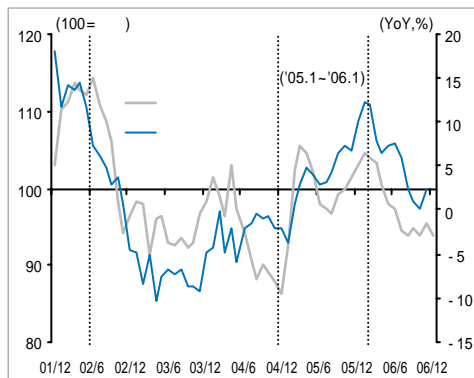


자료: 통계청, 교보증권

당초 예상과는
달리 업황 모멘텀
크게 훼손

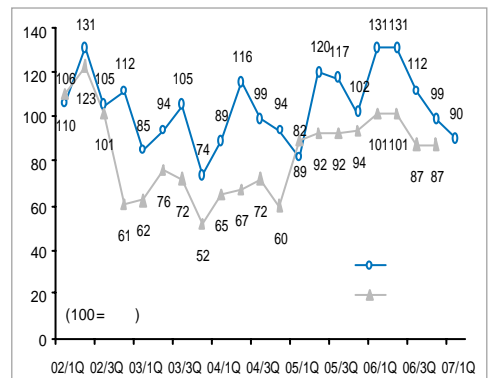
최근 들어 가게 및 유통업체의 소비심리가 하락하는 등 업황 모멘텀이 크게 훼손되고 있는데, 2006년 12월 소비자대지수는 93.7로 전월(95.2)에 비해 하락했고, 소비자평가지수도 77.1로 전월(77.3)에 비해 하락했다. 한편 계절조정 소비자대지수 또한 96.5로 전월(99.0)에 비해 하락함으로써 지난 8월 이후 4개월 연속 상승을 마감했다. 또한 2007년 1분기 소매유통업 경기전망지수(RBSI: Retail Business Survey Index)가 전분기(99)보다 하락한 90으로 집계되었다. 이는 '05년 1/4분기(82)이후 2년 만에 가장 낮은 것이고, '06년 3/4분기 이후 3분기 연속 하락한 수치이다. 당초 지난해 10월을 기점으로 반등추세를 이어갈 것으로 판단되었던 소비심리는 당분간 등락을 거듭하는 혼조세가 이어질 것으로 예상된다. 2007년 민간소비전망에서 가장 부정적인 측면으로 예상했던 부동산 관련 규제와 담보대출금리 상승 등이 소비지출과 소비회복에 적지 않은 영향을 줄 것으로 판단된다. <그림 3~4 참조>

<그림 3> 소비심리와 백화점 매출 동향



자료: 통계청, 교보증권

<그림 4> RBSI 전망치와 실적치 추이



자료: 대한상공회의소, 교보증권

2006년 현대DSF의 2006년 4분기 영업실적은 비교적 양호한 추세가 이어질 전망이다. 매출액은 전년 동기 대비 2.6% 증가한 255억원으로 예상된다. 이는 2005년 7월 영업을 중단한 아울렛매점의 매출감소분을 고려하면 양호한 수준이다. 영업수익성 또한 크게 호전될 것으로 판단되는데, 4분기 영업이익은 56억원으로 전년동기비 9.3% 증가하고, 영업이익률은 21.9%로 전년동기비 1.3%p 호전될 전망이다. 이처럼 수익성이 크게 호전되는 이유는 1) 백화점 수수료율 인상과 마진이 높은 의류 및 잡화의 매출비중 증가에 따른 매출총이익률의 제고, 2) 광고선전비 및 판매촉진비 절감을 통한 판관비부담의 감소, 3) 이자비용 감소 등의 요인이 있기 때문이다.

〈표 1 참조〉

〈표 1〉 현대DSF 2006년 영업실적 수정 전망									(단위: 억원, %)	
구분	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06F	05	06F
매출액	217	214	205	249	222	206	198	255	884	881
영업이익	38	47	21	51	43	51	27	56	157	177
경상이익	31	39	9	43	37	45	24	51	123	157
순이익	23	33	7	32	27	33	17	38	94	115
수익성(%)										
OP	17.4	21.9	10.1	20.6	19.5	24.5	13.9	21.9	17.7	20.1
RP	14.4	18.3	4.5	17.4	16.9	22.0	12.1	19.9	13.9	17.9
NP	10.5	15.6	3.2	12.7	12.3	15.9	8.7	14.8	10.7	13.0
성장성(YoY, %)										
매출액	-1.7	4.7	2.4	5.7	2.7	-4.0	-3.4	2.6	2.8	-0.4
영업이익	30.1	63.5	196.9	71.0	14.8	7.4	33.5	9.3	65.4	13.2
경상이익	45.1	92.3	-1,956.7	85.8	20.3	15.3	160.7	17.8	89.9	28.3
순이익	49.4	135.3	-1,912.4	92.4	20.2	-2.0	160.8	19.1	107.5	21.8

자료: 현대DSF, 교보증권

현대백화점의 공격적인 경영전략은 현대DSF에게도 긍정적 영향 최근 업황 모멘텀이 빠르게 악화되고 있음에도 불구하고, 현대DSF의 중장기 영업실적 전망은 비교적 밝은 편이다. 이는 울산광역시 중화학공업단지라는 지역적 특수성에 따른 것으로서, 비록 향후 2008년까지 현대DSF의 연평균 매출액성장률은 2.4%로 낮지만, 수익성은 더욱 견조한 흐름을 나타낼 전망이다. 영업이익과 경상이익의 증가율은 각각 7.1%, 14.3%로 외형성장률을 크게 상회할 전망이다. 영업이익률은 2005년 17.7%에서 2006년과 2007년에는 20.1%, 그리고 2008년에는 20.2%까지 확대될 전망이다. 특히 동사의 모 기업인 현대백화점이 정지선 부회장 체제하에서 2007년부터 과거와는 달리 공격적인 경영전략을 구사할 것으로 전망되는 가운데, 현대DSF에게도 적지않은 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

수익성 및 재무구조는 EBITDA는 지난 2002년 106억원을 저점으로 2005년에는 214억원으로 크게 증가했고, 동기간 연평균 26.6%의 성장률을 기록했다. 한편 향후 2008년까지 연평균 8.2%의 성장률로 270억원에 이를 전망이다. 수익성 강화추세와 함께 재무건전성도 더욱 강화되고 있는데, 유동비율이 2002년 33.0%에서 2005년 48.8%로 크게 호전되었다. 또한 2007년과 2008년에 각각 78.8%, 94.6%까지 확대될 전망이다. 이자보상배율 또한 2002년 0.9배에서 2005년 5.7배로 크게 호전되었다. 이는 영업실적 호조에 따른 영업이익의 꾸준한 증가와 차입금 축소 및 조달금리 하락에 따른 이자비용의 감소가 수반되었기 때문이다. 향후 이자보상배율은 2007년과 2008년에 각각 10.0배, 13.3배로 상승할 전망이다.

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	860	884	881	912	948
매출원가	173	167	149	153	158
매출총이익	687	717	732	758	790
판매비와관리비	593	561	555	576	598
인건비	141	128	128	132	136
일반관리비	300	305	300	313	326
판매비	152	128	127	131	135
기타	0	0	0	0	0
영업이익	95	157	177	183	192
(영업이익률)	11.0	17.7	20.1	20.1	20.2
영업외수익	10	17	17	18	20
이자수익	2	2	2	2	4
외환이익	0	0	0	0	0
기타	8	14	15	15	16
영업외비용	40	50	37	34	31
이자비용	33	27	22	18	14
외환손실	0	0	0	0	0
기타	8	23	15	16	16
(영업외수지)	-30	-34	-20	-16	-10
경상이익	65	123	157	167	181
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	65	123	157	167	181
법인세 비용	19	28	42	43	47
당기순이익	45	94	115	123	134

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	342	396	408	423	478
현금 및 현금등가물	10	10	23	24	64
매출채권	307	351	350	362	377
재고자산	7	7	7	7	8
기타유동자산	17	28	28	29	30
고정자산	1,431	1,440	1,477	1,511	1,539
투자자산	19	31	31	32	34
유형자산	1,412	1,408	1,446	1,478	1,506
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,773	1,836	1,885	1,933	2,018
유동부채	549	812	592	536	506
매입채무	273	312	311	321	334
단기차입금	174	70	120	50	0
유동성장기부채	0	298	0	0	0
기타유동부채	102	132	161	165	172
고정부채	422	127	326	329	332
사채	295	0	200	200	200
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	127	127	126	129	132
부채총계	970	939	918	866	838
자본금	450	450	450	450	450
자본잉여금	196	196	196	196	196
이익잉여금	158	253	345	446	557
자본총계	803	897	967	1,068	1,180
부채와 자본총계	1,773	1,836	1,885	1,933	2,018

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	45	94	115	123	134
감가상각비	63	62	62	68	73
운전자본	38	7	7	5	7
매출채권 증가	-53	44	-1	12	15
재고자산 증가	-1	0	0	0	0
매입채무 증가	-31	39	-1	11	13
기타	1	2	10	11	12
영업활동 현금흐름	149	165	194	207	226
설비투자	-8	-62	-105	-106	-106
투자자산증가	0	1	-2	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-8	-61	-107	-109	-109
현금배당	0	0	-23	-23	-23
단기차입금	-133	-104	50	-70	-50
사채	0	0	-102	-4	-4
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-134	-104	-74	-96	-77
현금증가	7	0	13	2	40
기초현금	3	10	10	23	24
기말현금	10	10	23	24	64

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	505	1,048	1,277	1,370	1,490
수정EPS(원)	505	1,048	1,277	1,370	1,490
BPS(원)	8,921	9,969	10,746	11,866	13,106
CFPS(원)	1,226	1,754	2,083	2,245	2,428
EBITDAPS(원)	1,759	2,380	2,719	2,847	3,004
매출액 총이익률(%)	79.9	81.1	83.1	83.2	83.3
영업이익률(%)	11.0	17.7	20.1	20.1	20.2
경상이익률(%)	7.5	13.9	17.9	18.3	19.1
순이익률(%)	5.3	10.7	13.0	13.5	14.1
EBITDA margin(%)	18.4	24.2	27.8	28.1	28.5
ROE(%)	5.8	11.1	12.3	12.1	11.9
ROA(%)	2.5	5.2	6.2	6.5	6.8
ROIC(%)	5.0	8.4	10.0	10.2	10.5
매출액 증가율(%)	-8.9	2.8	-0.4	3.5	4.0
영업이익 증가율(%)	75.1	65.4	13.2	3.2	4.8
경상이익 증가율(%)	203.4	89.9	28.3	5.9	8.7
순이익 증가율(%)	208.8	107.5	21.8	7.3	8.7
부채비율(%)	120.9	104.6	94.9	81.0	71.1
순차입금비율(%)	74.2	51.1	37.0	27.8	19.1
금융비용부담율(%)	3.8	3.1	2.5	2.0	1.5
이자보상배율(배)	2.9	5.7	8.1	10.0	13.3
유동비율(%)	62.3	48.8	68.9	78.8	94.6

유엔젤 [072130]

수확의 시기!!

매수

목표주가 11,000원
현재가(1/8) 7,350원

- 2007년은 해외 컬러링 서비스의 수확의 시기
- 태국 컬러링 서비스 : 월평균 매출 13억원, 가입율 24% 전망
- 동남아시아, 남미 등 해외시장 확대를 통한 성장모멘텀 지속될 전망
- 투자등급 '매수', 목표주가 11,000원 유지

자본금 65억원(600원)
시가총액 961억원
52주최고/최저
10,200원/5,900원
평균거래량(60일) 333,412주
주요주주 최충열 외 28.65%
외국인지분(1/10) 7.45%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	236	18	25	30	472	20.5/8.2	6.907	27.7/8.8	6.5
05.12	347	84	85	75	1,035	9.7/4.2	4.318	9.4/2.9	14.5
06.12E	360	96	88	62	472	15.6	4,736	5.3	10.2
07.12F	446	135	137	99	759	9.7	5,506	3.6	14.5
08.12F	520	164	173	122	936	7.9	6,453	2.6	15.4

투자등급 '매수',
목표주가 11,000원
유지

유엔젤에 대한 투자등급 '매수'와 목표주가 '11,000원'을 유지한다. 목표주가는 올해 예상 EPS에 소프트웨어 업종 목표 PER을 적용하여 산출한 가격이다. 동사의 투자 포인트는 1) 태국, 말레이시아, 멕시코 등 해외 시장에서의 컬러링 매출 증가, 2) 해외 무선인터넷 솔루션 시장의 성장, 3) 국내외 무선인터넷 ASP사업 매출 증가에 따른 수익성 개선이다.

4/4분기 실적
예상치를 소폭
하회하나
펀더멘털 영향없어

동사의 지난 4/4분기 실적은 매출액 110억원, 영업이익 32억원에 이를 것으로 전망된다. 이는 기존 실적 전망치를 소폭 하회하나 해외 무선인터넷 솔루션 매출의 이연에 기인한 것으로 동사의 펀더멘털 및 영업환경에 미치는 영향은 거의 없는 것으로 판단된다.

금년에도 해외 컬러링 서비스 매출의 증가로 높은 외형성장과 수익성 개선이 지속될 것으로 전망된다. 2007년 동사의 매출액은 지난해 대비 24.5% 증가한 446억원을 기록할 것으로 전망되며 이중 해외 컬러링서비스 매출은 193억원에 이를 것으로 전망된다. 또한 영업이익은 135억원을 기록하며 30.2%의 영업이익률을 시현할 것으로 전망된다.

해외 컬러링 서비스
시장 - 수확의 시기
: 상각비 감소로 수익성
크게 개선

2007년은 해외 컬러링 서비스 시장에서의 수확의 시기가 될 것으로 전망된다. 동사의 해외 컬러링 서비스의 수익구조는 동사가 해외 이동통신사에 컬러링 서비스를 위한 장비 및 솔루션을 구축하며 상용서비스 개시 이후 전체 서비스 매출을 이동통신사와 배분하는 수익배분(이하 ASP) 사업 구조이다. 동사의 ASP사업은 정률법에 따른 솔루션 장비의 감가상각비가 비용으로 인식되기 때문에 사업 초기에는 원가율이 높지만 서비스 개시 1년 이후부터는 원가율이 크게 낮아지는 수익구조를 보인다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자 : 홍지나>

이 조서자료는 당사의 리서치본부에서 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CG, IPO), 시장조성 등 발행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주권사로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조서분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조서분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

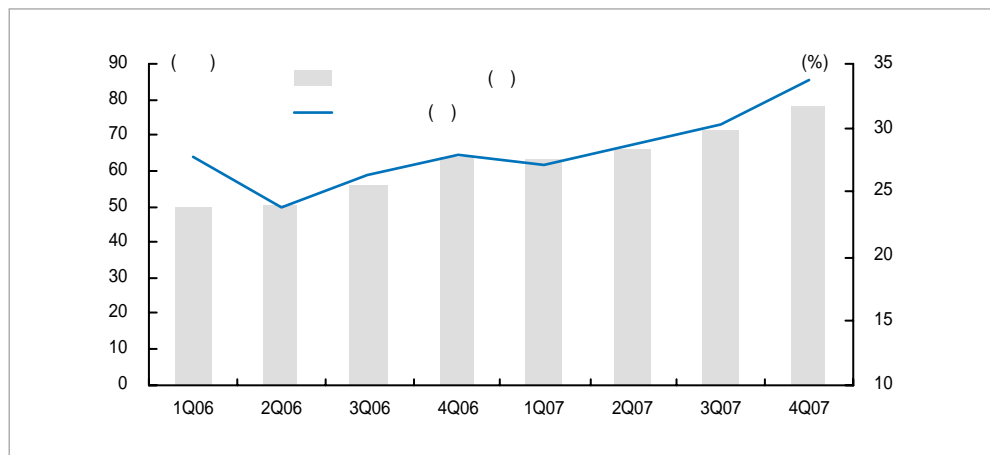
▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

현재 동사는 태국 DTAC사와 말레이시아 Celcom사에 컬러링 서비스를 위한 장비 및 솔루션을 구축하여 각각 2004년 12월과 2005년 12월부터 컬러링 서비스를 제공하고 있다. 따라서 동사는 올해부터 DTAC사와 Celcom사의 컬러링 서비스 관련 감가상각 비용이 크게 감소하며 매출의 대부분이 수익으로 인식되기 때문에 수익성이 더욱 높아지며 해외 시장에 대한 수확의 시기가 본격화될 것으로 전망된다.

〈그림 1〉 ASP매출-영업이익률 추이

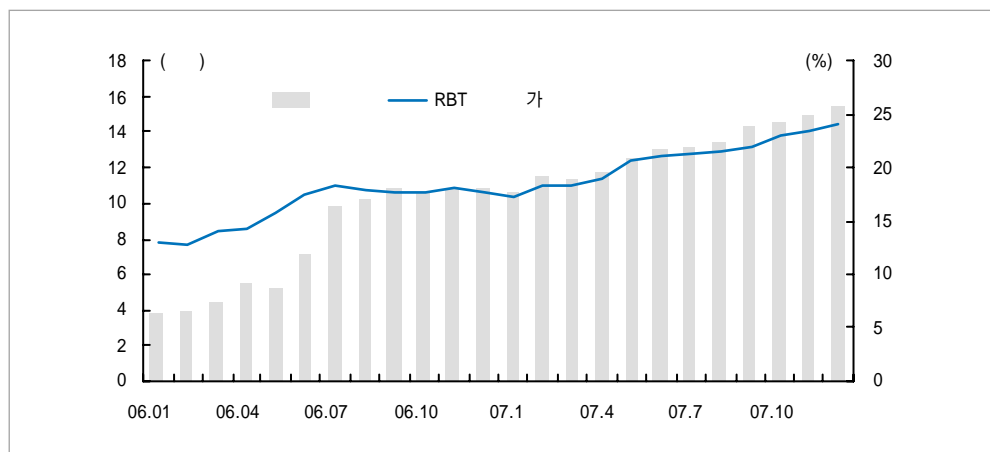


자료: 유엔젤, 교보증권 추정

태국 컬러링 서비스 월평균 13억원 매출 전망

2006년 4/4분기 기준 태국 DTAC사의 컬러링 서비스 가입자는 약 210만명에 이른 것으로 전망되며 가입율은 약 18%에 달한 것으로 전망된다. 금년도에는 DTAC가 시장점유율 확대와 모바일 서비스 홍보를 위한 적극적인 마케팅을 계획되어 있어 컬러링 서비스 가입을 또한 연말까지 24%수준까지 증가할 것으로 판단된다. 이는 국내 컬러링 서비스가 출시 1년 이후 가입율이 70%를 넘어가며 높은 인기를 끌었으며 현재에도 40%의 가입율을 지속한다는 점을 감안하면 충분히 달성가능한 수준인 것으로 판단된다.

〈그림 2〉 DTAC매출 및 컬러링 가입율



자료: 유엔젤, 교보증권 추정

동남아시아와
남미 중심의 해외 시장
개척 전망

동사는 금년에도 해외 시장을 적극 공략할 것으로 전망된다. 동남아시아의 경우 태국, 말레이시아 시장의 성공적인 진입을 발판으로 발판으로 베트남, 대만, 몽골 등의 신규 시장 개척에 주력할 것으로 전망된다. 또한 동사는 지난 9월 멕시코 유사셀과 컬러링 서비스를 시작하며 남미 시장에서의 서비스를 개시하였다. 멕시코 컬러링 서비스의 경우 아직은 휴대폰 보급률이 낮은 상태이며 서비스 초기 단계이기 때문에 실적 추정치에는 포함하지 않았다. 하지만 컬러링 서비스 제공 이외에도 무선인터넷 장비 및 솔루션 분야로의 진출 가능성을 제공하였다는 점에서 향후 남미 시장 진출에 대한 교두보 역할을 할 것으로 전망된다.

해외 컬러링 서비스
매출 증가는 매우
의미있는 성장

동사의 해외 컬러링 서비스 및 무선인터넷 솔루션 분야의 높은 매출 증가는 매우 의미있는 성장인 것으로 판단된다. 현재 국내 무선인터넷시장은 업체간의 경쟁치열화와 단기압력, 이동통신사에 대한 높은 매출의존도로 실적에 대한 불확실성이 여전히 남아있는 상태이지만 동사의 경우 해외 이동통신사로의 파트너 확대를 통해 리스크 요인을 최소화 할 것으로 전망된다. 또한 현재 해외로 진출중인 국내 중소 무선인터넷 업체 중 가장 높은 매출과 수익성을 달성하고 있다는 점은 동사의 투자매력도를 더욱 높여주는 요인인 것으로 판단된다.

안정적인 성장 및
수익성 대비 주가
매우 저평가

현재 동사의 주가는 금년 예상 실적 기준 PER 9.7배 수준으로 기타 소프트웨어 업체 대비 매우 저평가 되어 있는 것으로 판단된다. 동사는 올해에도 지속적인 외형 증가와 30%이상의 영업이익률을 달성하며 성장기조를 이어나갈 것으로 전망되기 때문에 향후 주가 상승 모멘텀은 충분한 것으로 판단된다.

〈표 1〉 유엔젤 분기별 실적전망

[단위: 억원]

	2006E				12/2006E				2007E				12/2007E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	77	72	105	106	360	107	93	114	132	446						
Growth(QoQ)	0.7	-17.5	19.3	11.6	0.0	39.9	28.9	8.5	24.4	0.0						
해외 컬러링 및 ASP	20	26	39	40	126	42	47	50	54	193						
국내 컬러링 및 ASP	30	24	17	24	94	21	20	21	24	86						
해외 솔루션(핵심망, 무선인터넷)	21	12	36	19	88	33	16	23	28	100						
국내 솔루션(핵심망, 무선인터넷)	6	10	13	24	52	11	11	19	27	68						
매출원가	41	39	58	57	194	61	49	59	66	235						
매출총이익	36	33	47	50	166	46	44	55	66	211						
(매출총이익률)	46.8	46.1	44.8	46.5	0.0	42.8	47.6	48.4	50.1	0.0						
영업이익	21	17	28	30	96	29	27	35	45	135						
(영업이익률)	27.9	23.8	26.4	28.0	0.0	27.1	28.7	30.3	33.7	0.0						
경상이익	20	14	28	26	88	31	27	36	42	137						
(경상이익률)	26.2	19.9	26.7	24.2	0.0	28.9	29.5	32.0	31.7	0.0						
순이익	9	12	21	20	62	23	20	26	30	99						
(순이익률)	12.0	16.1	20.2	18.6	0.0	21.5	21.5	23.2	22.6	0.0						

자료: 교보증권

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	236	347	360	446	520
매출원가	168	202	194	235	269
매출총이익	68	145	166	211	250
판매비와관리비	51	61	70	76	86
인건비	21	29	36	40	42
일반관리비	21	25	24	27	29
판매비	7	4	5	7	11
기타	1	3	3	3	4
영업이익	18	84	96	135	164
(영업이익률)	7.4	24.3	26.7	30.2	31.6
영업외수익	15	17	21	21	24
이자수익	13	13	17	18	22
외환이익	0	1	2	0	0
기타	2	3	2	2	2
영업외비용	7	16	29	19	16
이자비용	0	2	5	4	3
외환손실	5	2	6	2	1
기타	2	11	17	14	12
(영업외수지)	8	1	-8	2	8
경상이익	25	85	88	137	173
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	25	85	88	137	173
법인세 비용	-5	10	26	37	50
당기순이익	30	75	62	99	122

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	30	75	62	99	122
감가상각비	21	27	28	38	36
운전자본	-21	-13	5	-21	-11
매출채권 증감	27	-8	-3	-21	-18
재고자산 증감	0	0	0	0	0
매입채무 증감	-48	-6	9	1	7
기타	-4	9	7	6	7
영업활동 현금흐름	30	106	111	129	160
설비투자	-63	-12	-50	-50	-20
투자자산	-50	-47	-34	-12	-15
기타	123	-140	-8	-17	-42
투자활동 현금흐름	10	-199	-92	-80	-78
현금배당	-8	-6	-6	-9	-9
단기차입금	0	15	-15	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	61	-5	-10	-19
유상증자	0	0	0	0	0
기타	-35	49	4	-2	4
재무활동 현금흐름	-43	119	-22	-21	-25
현금증가	-2	26	-3	28	57
기초현금	25	23	49	46	74
기말현금	23	49	46	74	131

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	269	456	496	564	685
현금 및 현금등가물	23	49	46	74	131
매출채권	79	86	89	110	129
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	40	61	81	86	87
고정자산	233	229	247	264	253
투자자산	158	172	164	171	178
유형자산	61	45	67	79	63
무형자산	14	12	15	14	12
자산총계	502	685	743	828	938
유동부채	46	56	56	69	73
매입채무	22	16	25	26	33
단기차입금	0	15	0	0	0
유동성장기부채	0	6	8	19	17
기타유동부채	25	19	22	24	23
고정부채	0	56	52	25	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	56	52	25	9
기타고정부채	0	0	0	0	0
부채총계	46	112	108	94	81
자본금	32	65	65	65	65
자본잉여금	269	252	251	251	251
이익잉여금	187	256	318	417	539
자본총계	456	573	635	734	857
부채와 자본총계	502	685	743	828	938

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	472	1,035	472	759	936
수정EPS(원)	530	1,112	517	791	962
BPS(원)	6,907	4,318	4,736	5,506	6,453
CFPS(원)	821	1,437	706	1,068	1,213
EBITDAPS(원)	624	1,566	968	1,340	1,532
매출액 총이익률(%)	28.9	41.8	46.0	47.4	48.2
영업이익률(%)	7.4	24.3	26.7	30.2	31.6
경상이익률(%)	10.7	24.5	24.5	30.6	33.2
순이익률(%)	12.8	21.6	17.1	22.2	23.6
EBITDA margin(%)	16.9	32.7	35.2	39.3	38.6
ROE(%)	6.5	14.5	10.2	14.5	15.4
ROA(%)	6.0	10.9	8.3	12.0	13.1
ROIC(%)	12.5	26.8	20.9	23.8	24.5
매출액 증가율(%)	-20.0	46.7	3.8	24.0	16.5
영업이익 증가율(%)	-75.8	379.9	14.1	40.6	21.7
경상이익 증가율(%)	-69.6	236.4	3.7	55.3	26.2
순이익 증가율(%)	0.0	0.0	-17.5	60.9	23.4
부채비율(%)	10.2	19.5	17.1	12.8	9.5
순차입금비율(%)	-46.4	-45.4	-45.1	-47.7	-55.1
금융비용부담율(%)	0.1	0.6	1.4	0.9	0.5
이자보상배율(배)	11,194.9	3,803.8	1,856.7	3,392.5	6,221.9
유동비율(%)	579.0	814.2	889.3	819.0	943.5

종근당 [001630]

멀리보는 혜안(慧眼)이 필요한 때..

매수

목표주가 43,400원

현재가(1/8) 32,900원

- 투자등급 '매수', 목표주가 43,400원 유지
- 06년 하반기부터 시작된 영업정책의 변화로 실적악화 지속되고 있으나, 성장의 내실을 다지는 계기가 될 전망으로 중장기적으로 기업가치 제고 기대
- 오리지널과 제네릭 간 균형잡힌 제품 포트폴리오, 성장성 높은 질환군의 높은 매출비중, 주력 제품의 적절한 스위칭 과정 등을 긍정적으로 평가
- 상반기까지 부진한 실적 예상되나, 07년 연간으로는 실적 회복세 전망

자본금 318억원(2,500원)
시가총액 4,063억원
52주최고/최저
43,800원/24,900원
평균거래량(60 일): 147,340주
주요주주: 이창한 17.82%
외국인지분(1/8) 5.34%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	1,862	348	204	156	1,264	8.1/2.3	9,058	5.4/3.2	15.1
05.12	2,358	614	345	249	2,017	22.5/4.5	11,042	9.5/3.0	20.1
06.12E	2,447	515	384	253	2,051	17.4	12,949	9.1	17.1
07.12F	2,725	595	565	373	2,934	11.2	15,291	6.5	21.0
08.12F	2,941	659	628	440	3,462	9.5	18,442	5.4	20.5

투자등급 '매수',
목표주가 43,400원
유지

종근당에 대한 투자등급과 목표주가를 기존의 '매수'와 43,400원으로 유지한다. 06년 하반기부터 시작된 현금회수 위주의 영업정책 선회의 영향으로 실적 악화가 지속되고 있으나, 이러한 체질개선 작업은 성장의 내실을 다지는 과정으로 중장기적으로는 기업가치를 제고시킬 수 있을 것으로 판단된다. 특히 매출채권 정리를 위한 출하조절에도 불구하고 최근까지 처방수요의 양호한 성장세가 이어지고 있는 점은 무엇보다 동사 제품들의 경쟁력을 입증해주는 것으로, 적정 수준의 매출채권 관리 이후 빠른 영업정상화를 기대해볼 수 있을 전망이다.

우수한
제품 포트폴리오,
종병과 의원급
영업간의 적절한
조화가 경쟁우위

당사에서는 1) 오리지널 도입 품목과 제네릭 품목간 비중, 2) 주요 질환군별 매출비중, 3) 그리고 각 질환군 내 주력 제품들의 적절한 스위칭 과정 등의 측면에서 동사의 제품 포트폴리오를 긍정적으로 평가하고 있다. 또한 전통적으로 강한 종합병원 채널에서의 영업력과 우수한 제네릭 제품들을 바탕으로 최근 강화되고 있는 의원급 채널에서의 영업력이 적절한 조화를 이루고 있는 점도 주요한 경쟁우위 요인으로 판단된다.

오리지널과
제네릭 간의 균형잡힌
제품 포트폴리오와
영업력 보유

보다 구체적으로 살펴보면 동사의 전문의약품군 내 오리지널 도입 품목과 제네릭 품목 간의 매출비중은 각각 40%, 60%로 제네릭 품목에 좀 더 포지셔닝되어 있기는 하지만, 절대적으로 제네릭 비즈니스 영역을 추구하지는 않는다는 것이 강점이다. 오리지널과 제네릭 간의 균형잡힌 제품 포트폴리오와 영업력은 정책변수 및 환경변화 등에 유연하게 대응할 수 있는 요인으로 평가되기 때문이다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 이혜린>

이 조서자료는 당사의 리서치본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 투자자 투자자의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가상으로 참여하지 않았습니다. / 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조서분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조서분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

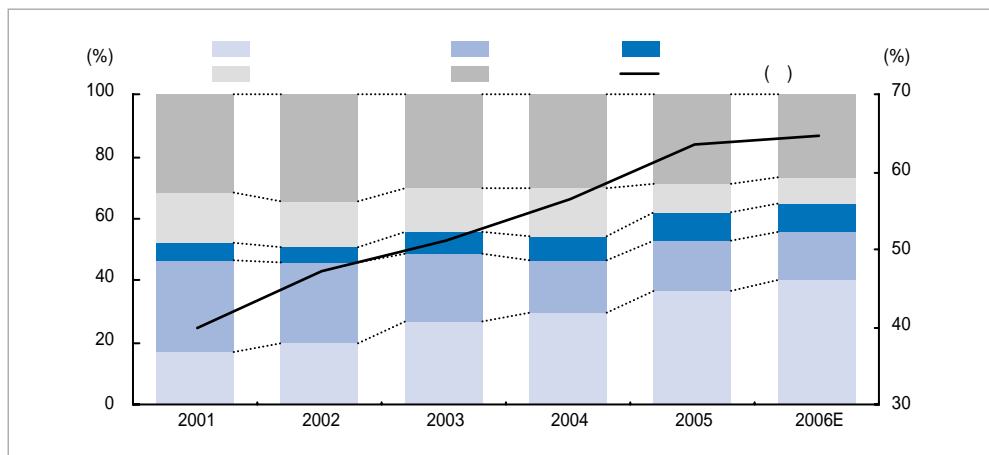
순환기계군,
면역억제제군, 항암제
등이 주력 제품군으로
구성

또한 성장성 높은 순환기계군 제품군과 지속 복용이 요구되는 면역억제제군의 매출비중이 각각 40%, 10%에 육박하고 있는 가운데 최근에는 항암제와 골다공증치료제, 발기부전치료제 등 고성장 사이클에 있는 제품군들도 갖추어가고 있는 등 질환군별 포트폴리오 측면에서 볼 때 동사의 제품군은 매력적으로 평가된다. 특히 다수의 외자사들이 장악하고 있는 면역억제제군에서 국내사로는 유일하게 동사가 시장 우위를 점하고 있는 것이 특징적으로, 향후 포지티브 리스트 시스템이 기등재 의약품으로 파급 적용될 경우 경쟁우위 요인으로의 작용이 예상된다.

동일 질환군 내
주력 제품간
이루어지고 있는
적절한 제품
스위칭 과정

마지막으로 각 질환군 내 주력 제품간의 적절한 스위칭 과정이 적절하게 이루어지고 있다는 판단이다. 고혈압치료제군 내에서는 기존의 블록버스터 제품인 '딜라트렌'(베타차단제 계열, 오리지널 도입)의 성장세 둔화를 '애니디핀'(칼슘채널길항제 계열, 제네릭)이 적절하게 커버해주고 있다. 면역억제제군 내에서 역시 기존의 주력 제품 '사이폴렌'(노바티스 '산타몬'의 제네릭)의 매출 둔화를 '타크로벨'(아스텔라스제약 '프로그랩'의 제네릭) 출시를 통해 만회하고 있으며, 두 개의 제네릭 제품을 통해 면역억제제군에서의 특화된 브랜드 이미지를 구축해나갈 수 있을 전망이다. 여기에 지난해부터 본격적으로 진입하기 시작한 항암제 영역에서 자체개발 오리지널 신약인 '캄토벨'과 '벨록사'(사노피-아벤티스 '엘록사틴'의 제네릭), '젬탄'(일라이릴리 '젬자'의 제네릭) 두 개의 핵심 제네릭 출시를 통해 선전하고 있는 점도 주목해볼 만한 부분이다.

〈그림 1〉 종근당의 제품군별 매출 구성비 및 매출총이익률 추이



자료: 종근당, 교보증권 전망

06년 4분기 실적도
3분기에 이어 부진이
예상

동사의 지난해 4분기 실적은 3분기에 이어 크게 부진할 것으로 예상된다. 당사에서는 동사의 06년 4분기 매출액과 영업이익을 각각 전년동기대비 4.8%, 46.9% 감소한 616억원과 98억원으로 추정하고 있다. 특별한 영업실적 악화 변수의 출현보다는 현금회수 위주의 영업정책 변화의 영향이 지속된 결과로, 보수적인 관점에서 볼 때 올해 상반기까지는 실적 부진이 좀 더 이어질 것으로 전망된다.

예상되었던 4분기
영업외수익 미반영으로
06년 EPS 하향 조정

한편 지난해 1월 매각했던 CATV 충남방송 지분 매각차익(32억원 규모)은 공정거래위원회의 거래승인이 완료되지 않아 지난 4분기에도 계상되지 않았으며, 올해 내 반영될 예정이다. 이에 따라 당초 영업외수익 반영을 통해 전년도 대비 12.6% 증가가 예상되었던 동사의 2006년 EPS는 직전 추정치대비 9.7% 하향조정되어, 전년도와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다.

상반기까지 부진한 실적 예상되나, 07년
전체적으로는
실적 회복세 전망

상반기까지의 부진한 실적이 예상됨에도 불구하고 동사의 올해 전체 실적은 지난해대비 양호한 성장세가 예상된다. 처방 수요의 견조한 증가세에 올 상반기 출시 예정인 신제품들의 매출이 가세할 경우 1분기를 저점으로 점진적인 외형 회복세가 전망되기 때문이다. 또한 적절한 제품 믹스의 변화를 통해 지속해서 원가구조 개선 움직임이 나타나고 있음에 따라 매출이 회복될 경우 인건비 등의 고정비 성격의 비용 부담비중이 낮아지면서 수익성도 개선될 것으로 전망된다. 다만 약제비 절감을 목적으로 하는 정부의 지속적인 약가인하 정책 시행 등의 영향을 고려할 때 과거와 같은 큰 폭의 영업이익률 개선을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 당사에서는 동사의 올해 매출액과 영업이익을 각각 전년동기대비 11.3%, 15.5% 증가한 2,725억원과 595억원으로 추정하고 있다.

'플라빅스' 제네릭을
중심으로 한
신제품에 거는
기대 높아

동사가 올해 출시 예정에 있는 신제품 중 기대되는 품목은 '플라빅스'(항혈전제)와 '글리아티린'(치매치료제)의 제네릭, 그리고 바이엘사와의 코마케팅 품목 '레비트라'(발기부전치료제) 등이다. 모두 상반기 내 출시 예정으로 하반기부터는 본격적으로 실적에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 국내시장 처방규모가 일천억원에 이르고 있는 '플라빅스' 제네릭의 경우 염변경을 통한 개량신약 형태의 진입에 있어서는 동사가 가장 앞서고 있는 만큼 예정대로 출시될 경우 시장 선점 효과가 기대된다.

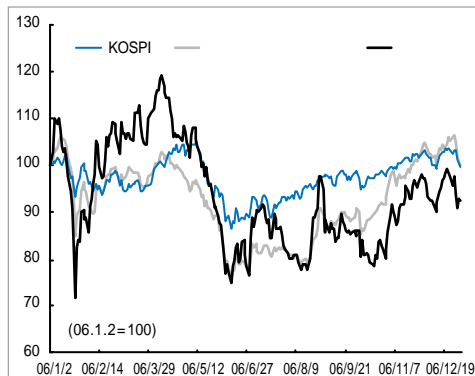
어닝에 대한
불확실성 증대로
부진한 주가 흐름
지속 중

동사의 주가는 영업정책 변화로 인해 어닝 쇼크가 예견되기 시작했던 지난해 8월 이후 최근까지 지속해서 종합주가지수 및 업종지수 대비 underperform중이다. 매출채권 회수 위주의 영업정책 변화가 가져올 실적에 대한 불확실성 증대와 업종 평균대비 높은 영업이익률이 정부의 약제비 적정화 방안 시행에 있어 전방위적인 압력에 노출될 가능성을 높이고 있다는 우려에서이다.

단기적인 시각이
아닌 보다 긴 호흡의
관점에서
현 주가는 매력적

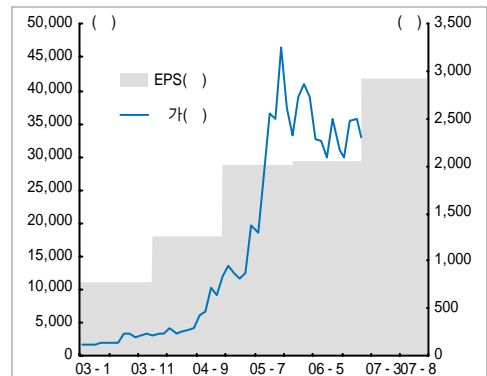
그러나 이러한 리스크 요인은 최근의 부진한 주가 흐름으로 상당부분 반영하고 있다는 판단이다. 단기적인 시각이 아닌 보다 긴 호흡의 관점에서 볼 때 주요 상위 제약사와 20% 이상의 벨루에이션 갭이 형성되어 있는 현재의 동사 주가는 매력적인 수준이다. 제품 포트폴리오 및 영업력 등에서의 경쟁우위 요인을 바탕으로 올해 하반기부터 업체별 성장률을 좌우할 제네릭시장에서 우월한 입지를 구축할 가능성이 큰 가운데 지난해와 올해에 걸쳐 출시된 혹은 출시될 신제품들의 선전을 통한 빠른 실적 회복의 가능성에 주목할 필요가 있다.

〈그림 2〉 종근당 주가의 상대주가 추이



자료: 증권전산, 교보증권

〈그림 3〉 종근당 주가와 EPS 추이



자료: 종근당, 교보증권 전망

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	1,862	2,358	2,447	2,725	2,941
매출원가	808	858	865	936	1,000
매출총이익	1,055	1,500	1,583	1,789	1,941
판매비와관리비	707	886	1,068	1,194	1,282
인건비	281	385	452	498	536
일반관리비	125	155	189	214	227
판매비	197	240	298	343	380
기타	104	105	129	139	139
영업이익	348	614	515	595	659
(영업이익률)	18.7	26.0	21.0	21.8	22.4
영업외수익	50	45	30	78	53
이자수익	11	7	6	20	28
외환이익	3	1	0	2	1
기타	36	37	24	56	24
영업외비용	194	314	161	108	84
이자비용	116	74	61	47	25
외환손실	2	2	0	1	3
기타	77	238	100	60	56
(영업외수지)	-144	-269	-131	-30	-30
경상이익	204	345	384	564	628
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	204	345	384	564	628
법인세 비용	48	96	130	192	188
당기순이익	156	249	253	373	440

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	156	249	253	373	440
감가상각비	61	66	42	41	41
운전자본	-65	-322	-103	166	-121
매출채권 증감	-123	-431	-94	99	-116
재고자산 증감	-24	16	-10	-19	-14
매입채무 증감	1	9	12	11	5
기타	52	201	56	20	57
영업활동 현금흐름	204	194	248	601	417
설비투자	-7	-14	-30	-28	-28
투자자산	160	18	-4	34	-10
기타	-3	-26	0	-1	-2
투자활동 현금흐름	150	-22	-34	5	-39
현금배당	0	-34	-11	-18	-30
단기차입금	-319	-279	-68	-111	-42
사채	0	300	0	-40	-260
장기차입금	-28	-158	-68	-64	-103
유상증자	0	0	0	0	0
기타	0	0	11	0	0
재무활동 현금흐름	-346	-172	-136	-233	-434
현금증가	7	0	78	373	-57
기초현금	16	23	23	102	475
기말현금	23	23	102	475	418

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	1,155	1,520	1,661	1,931	1,983
현금 및 현금등가물	23	23	102	475	418
매출채권	713	1,120	1,177	1,046	1,130
재고자산	256	240	251	269	283
기타유동자산	162	137	132	141	152
고정자산	1,477	1,439	1,423	1,401	1,391
투자자산	460	458	458	453	459
유형자산	971	923	911	897	884
무형자산	46	58	54	51	48
자산총계	2,632	2,959	3,085	3,332	3,374
유동부채	1,370	1,046	1,028	1,280	906
매입채무	119	128	140	151	156
단기차입금	707	428	360	249	207
유동성장기부채	318	68	104	363	2
기타유동부채	226	422	424	517	540
고정부채	143	549	458	110	126
사채	0	300	260	0	0
장기차입금	77	169	105	2	0
기타고정부채	67	80	93	108	126
부채총계	1,513	1,595	1,486	1,390	1,032
자본금	301	301	309	318	318
자본잉여금	749	874	874	874	874
이익잉여금	167	381	608	950	1,351
자본총계	1,119	1,364	1,599	1,942	2,342
부채와 자본총계	2,632	2,959	3,085	3,332	3,374

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	1,264	2,017	2,051	2,934	3,462
수정EPS(원)	1,261	2,017	2,050	2,762	3,467
BPS(원)	9,058	11,042	12,949	15,291	18,442
CFPS(원)	1,788	2,621	2,422	3,292	3,822
EBITDAPS(원)	3,340	5,574	4,541	5,042	5,545
매출액 총이익률(%)	56.6	63.6	64.7	65.6	66.0
영업이익률(%)	18.7	26.0	21.0	21.8	22.4
경상이익률(%)	10.9	14.6	15.7	20.7	21.4
순이익률(%)	8.4	10.6	10.3	13.7	15.0
EBITDA margin(%)	22.1	29.2	22.9	23.5	23.9
ROE(%)	15.1	20.1	17.1	21.0	20.5
ROA(%)	5.8	8.9	8.4	11.6	13.1
ROIC(%)	14.8	23.0	17.5	22.2	28.4
매출액 증가율(%)	15.0	26.6	3.8	11.3	7.9
영업이익 증가율(%)	42.4	76.5	-16.1	15.5	10.7
경상이익 증가율(%)	112.1	69.4	11.2	47.1	11.3
순이익 증가율(%)	62.5	59.5	1.6	47.1	18.0
부채비율(%)	135.3	117.0	92.9	71.6	44.1
순차입금비율(%)	85.7	67.7	44.3	6.1	-9.9
금융비용부담율(%)	6.2	3.1	2.5	1.7	0.8
이자보상배율(배)	3.3	9.3	9.3	22.2	-192.1
유동비율(%)	84.3	145.3	161.6	150.9	218.9

FnC코오롱 (001370)

FnC코오롱 - 캠브리지 - 코오롱패션 : 3자 시너지 기대

매수

목표주가 22,000원

현재가(1/8) 18,000원

- 캠브리지 인수: 1) 남성복 시장의 점유율 확보를 통한 안정적 브랜드 포트폴리오 형성, 2) 제일모직, 엘지패션과 함께 패션 대기업 3강체제 형성이 기대됨
- 이번 인수를 통해 연간 50억원대의 비용지출이 예상되나 이를 상쇄할만한 시너지 효과가 기대되어 중장기적 성장의 발판을 마련했다고 평가함
- 한편 2007년 자회사 코오롱패션의 1) 영업실적 개선, 2) 영업권상각 종료로 통한 큰폭의 순익개선 전망은 여전히 유효함

자본금 636억원 (@5,000원)
시가총액 2,161억원
52주최고/최저: 19,750원 / 9,920원
평균거래량(60일): 20,833주
주요주주 코오롱글로벌(28.27%)
(주)코오롱(24.39%)
외국인지분(1/8) 10.7%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	3,216	96	-111	-140	-1,096	-	4,740	18.6/13.6	-18.6
05.12	3,357	263	197	135	1,060	14.2/4.0	6,270	8.7/4.9	19.2
06.12E	3,612	284	158	105	824	21.4	6,757	9.1	12.6
07.12F	3,772	307	357	251	1,975	9.1	8,512	10.2	25.6
08.12F	3,914	328	420	300	2,359	7.6	10,492	9.5	24.6

캠브리지 인수 :
토달 패션기업을
향한 기회 포착

FnC코오롱은 1월 8일 공시를 통해 남성복 전문기업 캠브리지의 지분 51.94%를 매입하는 내용의 인수계약을 체결하였음을 밝혔다. 취득 금액은 640억원으로 주당 45,107원의 가치를 반영하였다. 1월 10일을 시작으로 실사 및 경영진 파견 과정을 걸쳐 3월 중 인수를 완료할 예정이다.

동사는 600억원 규모의 추가 차입금을 통해 인수 자금을 조달할 예정이다. 이에 따라 추가 이자비용 발생과 재무안정성의 악화는 불가피할 전망이다. 그럼에도 불구하고 이번 인수를 통해 스포츠, 골프, 캐주얼 부문의 FnC코오롱 - 남성복 부문의 캠브리지 - 남성복, 캐주얼 부문의 코오롱패션의 안정적 브랜드 포트폴리오 구축을 통한 시너지 효과를 통해 중장기적 성장의 발판을 마련하였다고 판단한다. 구체적으로 1) 캠브리지가 남성복시장에서 브랜드 파워를 바탕으로 한 안정적인 점유율 확보로 향후 3년 내 100억원의 영업이익을 달성할 전망이며, 2) 코오롱패션과 함께 남성복 부문의 할인점과 백화점 유통망 확보를 통해 안정적인 입지를 구축할 수 있다는 점, 3) 삼성그룹의 제일모직, LG그룹의 엘지패션과 함께 패션 대기업 3강체제를 형성할 수 있다는 효과가 기대된다. 또한 이번 인수에 포함된 캠브리지 중국현지법인의 생산 시설을 기반으로 중국생산 확대를 통해 수익성 개선에 기여할 전망이고 향후 중국시장 진출의 기반으로 활용할 수 있다는 장점이 있다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 김연수>

이 조서자료는 당사의 리서치본부에서 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조정 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가상으로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월. 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

캠브리지
07년 영업이익
84억원 전망

캠브리지는 남성복 전문기업으로 '캠브리지멤버스', '캠브리지멤버스 캐주얼', '브렌우드', '더 슈트하우스'의 브랜드를 보유하고 있다. 특히 1977년 런칭한 '캠브리지멤버스'는 제일모직의 '갤럭시', 엘지패션의 '마에스트로'와 함께 수년간 남성정장 대표브랜드로 자리잡고 있다. 캠브리지는 2006년 할인점 브랜드('브렌우드' - 이마트, '슈트하우스' - 홈플러스)의 확대와 쌍춘년 정장 수요 증가에 힘입어 전년대비 11%대의 외형 성장을 달성한 것으로 전망된다. 2007년에는 수출 부문(전체 매출의 8% 차지)의 매출이 제외됨에 따라 저조한 외형성장세가 전망되나 총이익률이 점차 개선되고 있고 동사의 수익성 개선 노력을 감안한다면 84억원의 영업이익이 달성 가능할 전망이다. 한편 동사는 99년 이후 무차입구조를 유지해왔으므로 피인수회사의 부채에 대한 부담은 제한적일 전망이다.

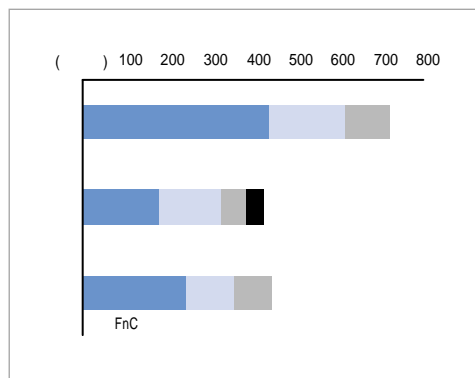
2008년 이후
이익창출 가능

한편, FnC코오롱은 이번 인수 자금을 조달하기 위해 600억원 규모의 차입이 이루어지며 이를 통해 30억원 정도의 추가 이자비용이 발생할 전망이다. 또한 매입가격과 피인수회사의 순자산가치의 차액만큼 10년에 걸쳐 지분법 평가손실로 계상되어 매년 20억원의 지분법 평가손실이 발생할 것으로 보인다. 따라서 이번 인수를 통해 연간 50억원대의 비용이 지출될 전망이다. 한편 2007년 캠브리지로부터 34억원의 지분법이익이 발생할 전망이므로 인수 첫 해에는 손실이 불가피할 전망이다. 그러나 2008년부터는 캠브리지의 외형 확대와 수익성 개선, 코오롱패션 남성복 부문과의 영업 시너지 효과를 감안한다면 충분히 비용을 상쇄한 이익 창출이 가능하다고 전망한다.

2007년
코오롱패션에 의한
순익개선은 유효

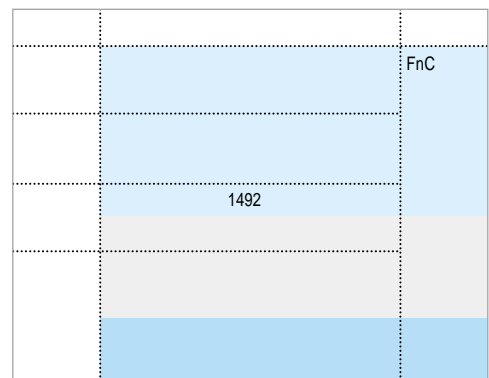
이번 인수건을 통해 동사의 중장기적 전망은 새롭게 구상된다고 하더라도, 2007년 자회사 코오롱패션의 외형 증대와 영업외손익의 급격한 개선은 여전히 유효하다. 코오롱패션은 순이익이 2006년 -31억원에서 2007년 150억원으로 대폭 상승할 것으로 예상된다. 이를 통해 FnC코오롱의 이익이 전년대비 170억원 늘어나는 효과를 가져오게 되어 동사의 2007년 EPS는 93.1% 증가한 1,975원을 달성할 전망이다. 코오롱패션의 순익 증가 원인은 우선 2000년 분사 당시 발생한 500억원 규모의 영업권에 대한 상각이 2006년 148억원의 일시 상각을 통해 영업권 상각을 종료되어 경정수지에 부담을 주는 요인이 사라졌다는 점이다. 또한 QP 사업부문이 속한 할인점 의류시장의 지속적 확장세의 영향으로 외형이 18.0% 증가함에 따른 영업실적에 대한 전망도 긍정적이다.

〈그림 1〉 대기업 3사의 매출구성 비교



자료: 각사 사업보고서 (2006년 3분기 기준), 교보증권 정리

〈그림 2〉 코오롱 패션부문 브랜드 구성



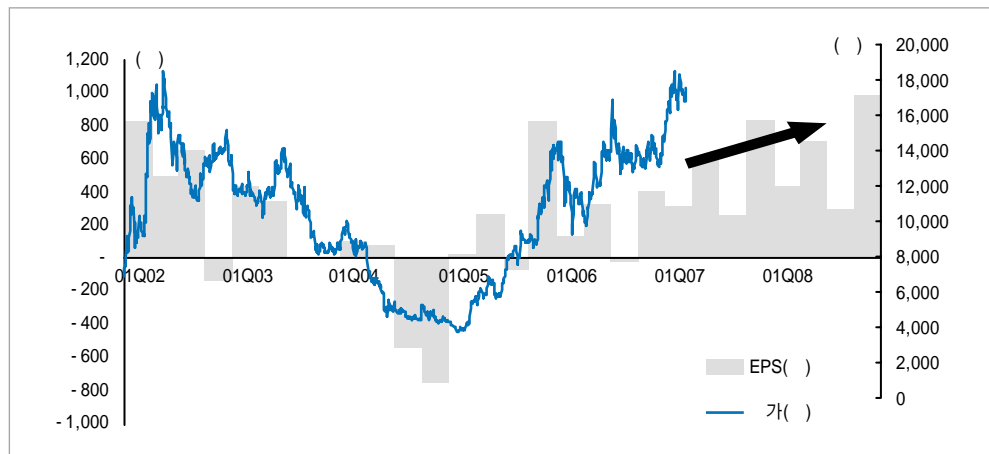
자료: 교보증권

투자등급 '매수',
목표주가 22,000원
유지

FnC코오롱에 대해 투자등급 '매수'를 유지하며, 목표주가는 22,000원을 유지한다. 2007년 마케팅비용이 추가 집행에 따른 판관비 증가와 캠브리지 인수에 따른 비용을 감안하여 2007년 영업이익과 순이익을 종전대비 각각 12.0%, 11.3% 하향 조정한다. 그러나 자회사의 실적개선을 통해 빠르게 이익이 개선되고 있는 점과 캠브리지 인수를 통한 시너지 효과를 반영 목표주가 22,000원을 유지한다.

또한 향후 코오롱패션이 캠브리지로 우회상장을 하거나 합병을 고려할 경우, 코오롱패션의 94.5%의 지분을 보유한 FnC코오롱의 지분가치가 부각되어 동사는 긍정적으로 재평가될 수 있을 전망이다.

〈그림 3〉 지난 5년간 분기별 EPS와 주가흐름 추이



자료: FnC코오롱, 교보증권

〈표 1〉 FnC코오롱, 코오롱패션, 캠브리지 영업실적 전망

(단위: 억원, %)

	FnC코오롱		코오롱패션		캠브리지	
	2006(E)	2007(F)	2006(E)	2007(F)	2006(E)	2007(F)
매출액	3,612	3,772	1,658	1,957	1,319	1,347
영업이익	284	307	121	167	64	84
경상이익	158	357	-31	150	80	93
순이익	104.9	251	-31	150	58	67
수익성(%)						
영업이익률	7.9	8.1	7.3	8.5	4.9	6.2
경상이익률	4.4	9.5	-	7.7	6.1	6.9
순이익률	2.9	6.7	-	7.7	4.4	5.0
성장성(YoY, %)						
매출액	7.6	4.4	25.6	18.0	11.6	2.1
영업이익	7.7	8.2	14.3	37.5	-11.8	31.4
경상이익	-19.5	125.3	적전	흑전	-24.6	15.7
순이익	-22.2	139.6	적전	흑전	-24.7	15.7

자료: 각 사 사업보고서, 교보증권

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	3,216	3,357	3,612	3,772	3,914
매출원가	1,479	1,467	1,516	1,575	1,621
매출총이익	1,737	1,889	2,096	2,197	2,294
판매비와관리비	1,641	1,626	1,812	1,890	1,966
인건비	263	301	322	338	348
일반관리비	1,031	1,106	1,214	1,263	1,319
판매비	322	206	263	276	286
기타	26	14	13	13	13
영업이익	96	263	284	307	328
(영업이익률)	3.0	7.8	7.9	8.1	8.4
영업외수익	94	191	82	232	272
이자수익	9	7	10	11	11
외환이익	4	4	4	4	4
기타	81	181	68	217	257
영업외비용	301	258	208	182	180
이자비용	102	113	97	131	129
외환손실	6	5	7	6	6
기타	194	140	104	45	45
(영업외수지)	-207	-67	-125	50	92
경상이익	-111	197	158	357	420
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	-111	197	158	357	420
법인세 비용	28	62	53	105	120
당기순이익	-140	135	105	251	300

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	-140	135	105	251	300
감가상각비	78	80	72	64	66
운전자본	-202	-19	-67	-43	-39
매출채권 증감	28	-111	-30	-20	-18
재고자산 증감	-222	54	-53	-33	-30
매입채무 증감	-7	38	16	10	9
기타	287	38	79	-140	-180
영업활동 현금흐름	24	234	189	132	148
설비투자	-220	-67	-115	-70	-70
투자자산	-109	246	0	-640	0
기타	241	-28	25	42	36
투자활동 현금흐름	-89	151	-90	-668	-34
현금배당	-6	0	-30	-30	-50
단기차입금	277	-187	270	0	-50
사채	0	196	-300	0	0
장기차입금	0	0	0	550	0
유상증자	0	0	0	0	0
기타	-207	-337	0	-3	0
재무활동 현금흐름	64	-328	-60	517	-100
현금증가	0	57	39	-18	13
기초현금	0	0	57	96	78
기말현금	0	57	96	78	91

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	1,034	1,402	1,454	1,477	1,525
현금 및 현금등가물	0	57	96	78	91
매출채권	254	363	391	408	424
재고자산	750	696	749	782	812
기타유동자산	29	285	218	208	198
고정자산	1,733	1,277	1,260	2,056	2,259
투자자산	976	902	845	1,637	1,838
유형자산	720	359	402	408	412
무형자산	36	15	13	11	9
자산총계	2,767	2,679	2,715	3,533	3,784
유동부채	1,317	1,621	1,582	1,529	1,530
매입채무	176	214	230	240	249
단기차입금	417	230	500	500	450
유동성 장기부채	400	800	500	400	400
기타유동부채	324	378	352	389	431
고정부채	846	259	259	909	909
사채	799	197	197	297	297
장기차입금	0	0	0	550	550
기타고정부채	47	62	62	62	62
부채총계	2,163	1,881	1,842	2,438	2,440
자본금	636	636	636	636	636
자본잉여금	357	293	293	293	293
이익잉여금	-68	135	210	431	681
자본총계	603	798	873	1,094	1,344
부채와 자본총계	2,767	2,679	2,715	3,533	3,784

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	-1,096	1,060	824	1,975	2,359
수정EPS(원)	-102	585	828	881	1,027
BPS(원)	4,740	6,270	6,757	8,512	10,492
CFPS(원)	-423	1,733	1,423	2,503	2,898
EBITDAPS(원)	1,428	2,743	2,828	2,940	3,117
매출액 총이익률(%)	54.0	56.3	58.0	58.3	58.6
영업이익률(%)	3.0	7.8	7.9	8.1	8.4
경상이익률(%)	-3.5	5.9	4.4	9.5	10.7
순이익률(%)	-4.3	4.0	2.9	6.7	7.7
EBITDA margin(%)	5.7	10.4	10.0	9.9	10.1
ROE(%)	-18.6	19.2	12.6	25.6	24.6
ROA(%)	-5.0	5.0	3.9	7.1	7.9
ROIC(%)	2.9	14.4	18.3	14.4	15.2
매출액 증가율(%)	31.1	4.4	7.6	4.4	3.8
영업이익 증가율(%)	-67.9	174.0	7.7	8.2	6.9
경상이익 증가율(%)	-166.0	-276.8	-19.5	125.3	17.8
순이익 증가율(%)	-243.6	-196.7	-22.2	139.6	19.4
부채비율(%)	358.5	235.7	210.9	222.8	181.5
순차입금비율(%)	58.2	43.6	40.5	47.2	42.4
금융비용부담율(%)	3.2	3.4	2.7	3.5	3.3
이자보상배율(배)	0.9	2.3	2.9	2.3	2.5
유동비율(%)	78.5	86.5	91.9	96.6	99.6

심택 [036710]

메모리시장 호황과 선행 투자 효과 본격화

매수

목표주가 15,000원
현재가(1/8) 9,340원

- 2007년에는 DDR2 비중이 증가하며 수익성 개선 지속
- 차세대 수익원은 Flash Memory Card PCB 및 Multi Chip Package가 될 듯
- Window Vista 의 효과 및 디지털 컨버전스에 의한 긍정적인 효과 예상
- PCB 업체 중에서 돋보이는 실적개선 지속. 실적대비 주가 저평가

자본금 136억원(600원)
시가총액 2,540억원
52주최고/최저
5,800원/3,100원
평균거래량(60 일): 154,918주
주요주주: 전세호 (24.86%)
외국인지분(1/8) 21.2%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	1,472	113	180	180	662		2,841	2.6/2.6	26.4
05.12	2,292	223	178	174	640	28.0/16.4	3,222	15.3/10.1	21.0
06.12E	2,965	391	373	317	1,167	8.0	4,208	4.6	31.1
07.12F	3,582	492	495	421	1,548	6.0	5,575	3.1	31.5
08.12F	4,158	605	605	509	1,870	5.0	7,264	2.2	29.0

투자등급 '매수',
목표주가 15,000원
유지

심택에 대해 투자등급 '매수'를 유지하며, 목표주가는 15,000원을 유지한다. 2006년 4분기 실적이 호전될 것으로 전망되며 2007년에는 Flash Memory Cards PCB 및 Multi Chip Package 의 성장 가능성이 높아 실적이 개선 될 것으로 본다. 2007년 실적 개선에 비하면 현재의 주가는 저평가 되어 있다고 판단된다.

DDR2의 수혜

동사 Module PCB 매출을 살펴보면 DDR2 Module PCB 비중이 점차 증가하는 것을 볼 수 있다. DRAM 산업 내에서 DDR2 비중이 DDR1을 crossover 한 것이 06년 2분기였지만 동사는 DDR2 비중이 이미 05년 1분기에 DDR1 매출 비중을 앞질렀다. DDR2 비중이 높다는 것은 다음을 의미한다. 첫째, 동사는 06년에 DDR2 가 DDR1 을 crossover 할 것을 미리 전망하여 DDR2 에 미리 초점을 두고 개발 및 생산을 하였고 둘째, 미리 경쟁사들보다 우위를 두어 개발하였기 때문에 수익성도 높을 뿐만 아니라 DRAM 을 생산하는 5개 업체(Samsung, Hynix, Micron, Qimonda, Nanya) 등에게 공급할 수 있다는 점이다. 그만큼 동사의 DDR2 Module PCB 가 기술력을 인정 받았다고 볼 수 있는 것으로 생각된다.

윈도비스타 효과 및 PC 수요 교체

동사의 Module 및 BOC 제품들은 PC 산업과 밀접한 상관관계를 지니고 있다. PCB 수요는 PC 수요 증가에 선행하는 특성을 가지고 있다. 2007년 1월에 윈도비스타가 소비자에게 공급이 된다. 일부는 윈도비스타의 초기수요가 미비할 것으로 예상하지만 당사는 메모리 용량 등의 증가로 인하여 메모리 Module 및 BOC 수요가 증가할 것으로 예상한다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 김형식>

이 조서자료는 당사의 리서치본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주권사로 참여하지 않았습니

▶ 투자기간 및 투자등급

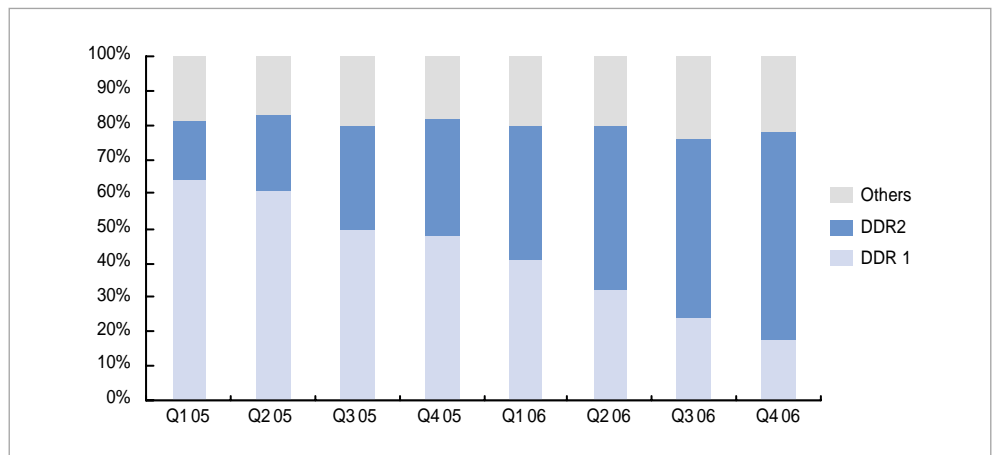
교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월. 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

DDR2 Technology 비중 선행

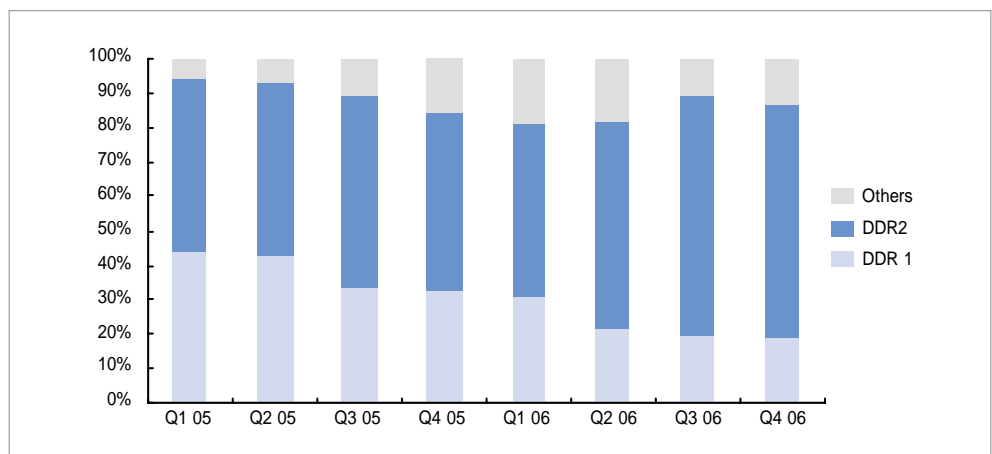
〈그림 2〉 심텍 Technology 비중에서 DDR2 비중이 〈그림 1〉 DDR1 비중보다 빠르게 진행되었다는 것을 볼 수 있다. 물론 PCB 업체의 Module 생산이 DRAM 업체의 Module 업체보다 먼저 선행되어 생산되는 것은 맞지만, 동사는 미리 수익성이 높은 DDR2에 초점을 두어 미리 선행 투자를 하였기 때문에 2006년에 이어 2007년에도 실적이 개선될 것으로 전망한다. 또한 DDR3가 2007년 2분기에 나오지만 시장은 2008년이 되어야 시장이 형성될 것으로 전망되어 2007년까지는 DDR2의 비중이 70% 이상을 차지할 것으로 예상된다.

〈그림 1〉 DRAM 산업내의 Technology 비중



자료: 교보증권

〈그림 2〉 심텍의 Technology 비중



자료: 교보증권

Package Substrate
성장 가능성

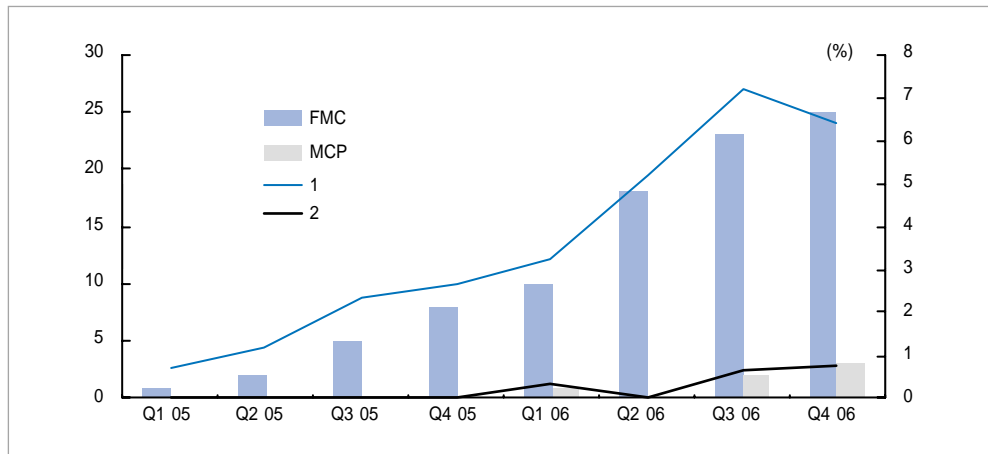
Flash Memory Card PCB 및 Multi Chip Package 의 성장 가능성은 매우 밝다. Flash Memory Card 의 수요처는 디지털 카메라, 휴대폰, PMP, 네비게이션, 디지털 TV 등이 있다. 위의 열거한 consumer 제품들에는 이미 메모리 저장 매체로서 필수품이 되어지고 있다. 또한 콘텐츠 및 UCC 의 발전 등으로 인하여 메모리 용량은 점점 더 높은 density 을 요구하게 된다. 콘텐츠 및 UCC 등의 발전으로 인하여 메모리 수요 증가가 이어질 것으로 판단된다. 2006년 Flash Memory Card 가 약 4억 개 정도가 팔렸으며 2010년에는 약 10억 개 이상이 팔릴 것으로 전망한다.

Multi Chip Package 는 기본적으로 Nor + Sram 및 Nand + Sdram 등으로 나누어진다. MCP 는 휴대폰 과 디지털 카메라에 장착이 되고 있는 중이다. 올해 휴대폰 중에서 MCP 가 탑재될 경우가 약 20% 정도 예상이 되며 2010년에는 80% 가 탑재 될 것으로 전망된다.

차세대 Cash Cow
FMC PCB 및 MCP

동사의 Flash Memory Card PCB 매출은 점차 계속 증가하고 있다. 현재는 국내 고객에게 판매를 하고 있지만 해외 고객들에서도 긍정적인 반응이 있어 조만간 해외 고객들이 생겨날 것으로 전망된다. Multi Chip Package 도 현재 국내 고객에게만 들어가고 있지만 국내 고객이 Multi Chip Package 생산 계획을 늘리고 있는 중이어서 매출 비중은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

〈그림 3〉 FMC 및 MCP 매출액 및 비중



자료: 심텍, 교보증권

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	1,472	2,292	2,965	3,582	4,158
매출원가	1,249	1,920	2,403	2,875	3,301
(매출원가율)	84.8	83.8	81.0	80.3	79.4
매출총이익	224	372	563	707	858
(매출총이익률)	15.2	16.2	19.0	19.7	20.6
판매비와관리비	110	149	172	215	253
영업이익	113	223	391	492	605
(영업이익률)	7.7	9.7	13.2	13.7	14.5
영업외수익	161	93	84	68	71
이자수익	9	9	3	2	2
외환이익	79	50	18	2	5
기타	73	34	64	64	64
영업외비용	94	138	102	64	70
이자비용	35	60	34	26	26
외환손실	51	44	34	5	11
기타	7	35	34	34	34
(영업외수치)	67	-45	-17	4	0
경상이익	180	178	373	495	605
(경상이익률)	12.2	7.8	12.6	13.8	14.6
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	180	178	373	495	605
법인세 비용	0	4	56	74	97
당기순이익	180	174	317	421	509
(순이익률)	12.2	7.6	10.7	11.8	12.2

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	180	174	317	421	509
감가상각비	120	167	200	240	200
운전자본	-208	-117	128	-93	-88
매출채권 증감	-66	-162	-115	-107	-101
재고자산 증감	-106	5	200	-26	-25
매입채무 증감	-36	40	43	40	37
기타	249	-88	-16	-9	-10
영업활동 현금흐름	342	137	630	559	610
설비투자	-566	-445	-20	-24	-29
투자자산	131	-125	-30	-3	-3
기타	-166	-29	-20	-8	-8
투자활동 현금흐름	-601	-599	-70	-35	-40
현금배당	0	-49	-49	-49	-49
단기차입금	177	178	-470	20	10
사채	-3	470	0	0	0
장기차입금	236	135	-6	-7	-7
자본의증가	0	0	0	0	0
기타	-148	-251	0	0	0
재무활동 현금흐름	262	484	-525	-36	-46
현금증가	2	21	35	488	524
기초현금	34	36	58	92	580
기말현금	36	58	92	580	1,105

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	930	1,114	1,085	1,730	2,404
현금 및 현금등가물	36	58	92	580	1,105
매출채권	226	380	492	594	690
재고자산	332	327	127	153	178
기타유동자산	336	350	375	402	432
고정자산	1,304	1,726	1,592	1,383	1,219
투자자산	95	259	305	312	320
유형자산	1,209	1,458	1,278	1,062	891
무형자산	0	8	8	8	8
자산총계	2,234	2,840	2,677	3,112	3,623
유동부채	1,082	1,112	920	1,056	1,127
매입채무	112	148	191	231	268
단기차입금	293	470	0	20	30
유동성장기부채	236	123	5	6	5
기타유동부채	440	371	724	799	823
고정부채	380	843	849	844	842
사채	0	470	470	470	470
장기차입금	355	361	367	363	360
기타고정부채	25	12	12	12	12
부채총계	1,461	1,955	1,768	1,900	1,968
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	489	489	489	489	489
이익잉여금	180	305	573	945	1,404
자본총계	773	885	1,153	1,525	1,984
부채와 자본총계	2,234	2,840	2,921	3,425	3,952

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	662	640	1,167	1,548	1,870
수정EPS(원)	343	633	1,143	1,547	1,864
BPS(원)	2,841	3,222	4,208	5,575	7,264
CFPS(원)	1,104	1,258	1,907	2,435	2,610
EBITDAPS(원)	859	1,438	2,176	2,695	2,965
매출액총이익률(%)	15.2	16.2	19.0	19.7	20.6
영업이익률(%)	7.7	9.7	13.2	13.7	14.5
경상이익률(%)	12.2	7.8	12.6	13.8	14.6
순이익률(%)	12.2	7.6	10.7	11.8	12.2
EBITDA margin(%)	15.9	17.1	20.0	20.5	19.4
ROE(%)	26.4	21.0	31.1	31.5	29.0
ROA(%)	8.1	6.1	11.9	13.5	14.0
ROIC(%)	8.7	12.5	20.4	32.9	40.2
매출액 증가율(%)	65.6	55.6	29.4	20.8	16.1
영업이익 증가율(%)	166.4	96.5	75.1	25.9	23.0
경상이익 증가율(%)	77.0	-1.3	109.9	32.7	22.2
순이익 증가율(%)	342.5	-3.3	82.2	32.7	20.8
부채비율(%)	189.2	221.0	153.4	124.6	99.2
순차입금비율(%)	73.5	116.3	34.3	-6.2	-31.8
금융비용부담율(%)	2.4	2.6	1.1	0.7	0.6
이자보상배율(배)	3.2	3.7	11.5	19.3	23.4
유동비율(%)	86.0	100.2	118.0	163.8	213.4

모젼 [079560]

부진한 업황 속에 돋보이는 휴대폰 부품주

매수

목표주가 24,000원
현재가(1/8) 17,150원

- 투자등급 '매수', 목표주가 24,000원 유지
- 지난해 4/4분기 사상최대실적에 이어 올해에도 성장세 지속 전망
- 최근 KRAR의 판매부진에 의한 영향은 제한적이며, 향후 노키아의 1차벤더에 등록될 가능성이 높음
- 휴대폰 업체들은 부진한 모습을 보이고 있으나, 높은 성장률과 마진을 감안할 때 돋보이는 휴대폰 부품주

자본금 36억원(500원)
시가총액 1232억원
52주최고/최저
37,800원/11,350원
평균거래량(60일): 119,303주
주요주주: 김종완 외 48.0%
외국인지분(1/8) 19.2%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	296	85	86	62	3,287	-	3,422	-	87.5
05.12	726	141	134	103	2,620	5.5/2.7	8,763	4.8/2.4	35.9
06.12E	1,082	133	138	122	1,987	8.6	8,837	7.7	22.2
07.12F	1,681	239	234	189	2,556	6.7	11,152	5.0	25.5
08.12F	1,929	279	276	210	2,841	6.0	13,921	4.1	22.5

투자등급 '매수',
목표주가
24,000원 유지

모젼에 대한 투자등급 '매수', 목표주가 24,000원을 유지한다. 목표주가는 2007년 예상 EPS인 2,556원에 당사 휴대폰 업종 평균 PER대비 소폭 할인된 9.2배를 적용하였다. 목표주가 산정 시 밸류에이션 지표를 할증 적용한 이유는 RaZr과 KRAR로 이어지는 모토로라의 주력제품에 윈도우를 납품하면서 성장성이 지속되고 있기 때문이다. 삼성전자, LG전자 등 국내 업체에 제품을 납품하고 있는 국내 부품회사들이 전방산업의 성숙기 진입으로 인하여 성장률이 점차 감소하고 있다는 점을 감안하면 동사의 높은 성장률은 밸류에이션 지표를 할증하여 적용할 수 있는 근거로서 충분하다는 판단이다.

4/4분기
사상 최대실적
기록추정

동사는 지난 3/4분기에 KRAR관련 대규모 수주로 인해 불량율이 일시적으로 증가하여 영업이익률이 8.9%로 악화되었다. CAPA부족으로 인해 기존제품의 생산 CAPA를 KRAR에 탑재되는 Laminated CLI로 대체하면서 발생한 현상인 것으로 판단된다. 그러나 4/4분기부터 수율은 대부분 안정화된 것으로 판단되며, 단가가 높은 KRAR의 매출이 증가하면서 수익성이 회복된 것으로 판단된다. 4/4분기 매출액은 사상 최대치인 매출액 366억원을 기록한 것으로 추정되며, 영업이익도 56억원을 기록하며 15%대의 영업이익률을 회복한 것으로 추정된다.

2007년 실적
KRARN납품물량
증가로 성장세 지속

2007년 동사의 매출액은 올해 대비 55.3% 증가한 1,681억원을 기록할 것으로 전망되며, 이 중 KRAR관련 매출액은 507억원을 기록할 것으로 전망된다. 또한 영업이익은 79.2% 증가한 239억원을 기록하며 200억 원대 영업이익을 시현할 것으로 전망된다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 김갑호>

이 조서자료는 당사의 리서치본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가로서 참여하지 않았습니

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월. 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

모토로라의
주력모델에
연이어 납품하며
출하량 증가

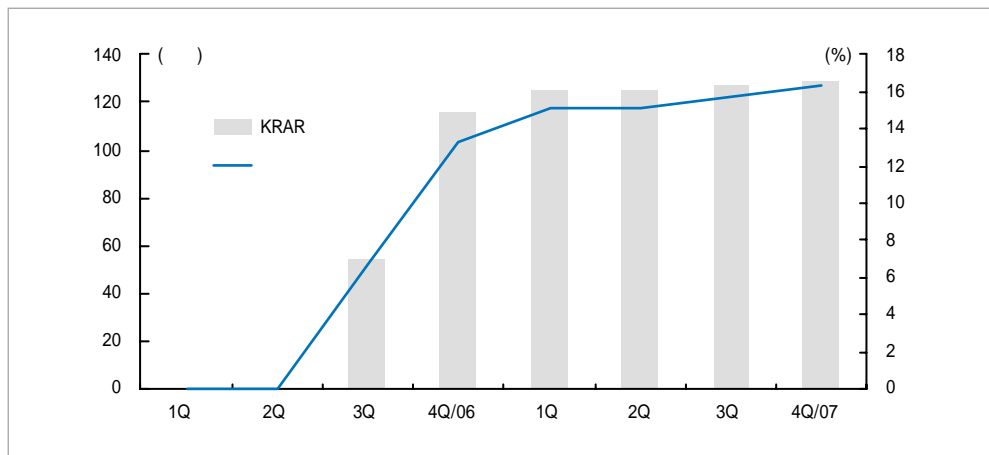
휴대폰 부품업체에 대한 투자포인트는 크게 1) 출하량 증가의 지속 여부와 2) 단가인하 압력에 대한 대응력으로 나눌 수 있다. 동사는 상대적으로 출하량 증가와 단가인하에 대한 대응력 등에서 다른 휴대폰 업체대비 높은 경쟁력을 갖춘 것으로 판단된다.

최근 글로벌 휴대폰 업체들의 High-end시장 대응 방향은 소수의 주력모델을 선정한 후 마케팅을 강화하여 단일모델에 대한 출하량을 집중시키는 전략을 취하고 있다. 따라서 High-end 폰에 우위를 점하고 있는 국내 부품업체의 경우 고객사의 주력모델에 대한 자사부품 탑재여부가 경쟁력을 좌우하는 잣대가 되고 있다. 동사는 세계 M/S 2위를 차지하고 있는 모토로라의 주력제품군에 외장 윈도우를 납품하는 1차 벤더의 지위를 유지하고 있어 출하량 감소에 대한 우려가 다른 업체에 비하여 상대적으로 적은 것으로 판단된다.

상대적으로
단가인하에 대한
압력에서
자유로움

또한 휴대폰을 선택하는 소비자의 기준을 크게 카메라 모듈로 대변되는 기능 factor, 케이스와 윈도우로 대변되는 디자인 factor로 나눈다면, 동사가 주력하고 있는 윈도우는 휴대폰 디자인에 큰 영향을 미치는 부품이다. 따라서 디스플레이가 있는 한 윈도우는 반드시 탑재되어야 한다는 점에서 기타 부품업체대비 출하량 증가가 수반되지 않은 가격인하에 대한 우려가 적은 것으로 판단된다. 게다가 동사는 PC소재에 대한 외장 기술을 보유하고 있다는 점에서 다른 휴대폰 부품 혹은 기타 application에 대한 적용범위가 넓다는 점도 경쟁력으로 작용하고 있다.

〈그림 1〉 KRAR 매출액 및 매출 비중



자료: 교보증권

KRAR의
판매부진에 의한
영향은 제한적

동사의 올해 가장 큰 실적변수는 역시 KRAR의 판매추이이다. 지난해 3/4분기에 런칭된 KRAR은 현재까지는 전작인 RaZr에 미치지 못하고 있어 시장의 우려를 자아내고 있다. 그러나 출하량이 예상 치에 미치지 못하더라도 동사의 KRAR관련 매출액에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 기존 RaZr에서와 같이 처음에는 1차 벤더인 동사가 KRAR의 윈도우를 모두 납품한 뒤, 물량이 증가하면 2, 3차 벤더로 납품물량을 확대시킬 것으로 예상되기 때문이다. 현재 동사는 KRAR에 Laminated CLI를 sole vendor로 납품하고 있다. 또한 모토로라가 기존 Blue모델과 함께 RED모델인 KRAR fire모델을 출시하면서 공격적인 마케팅을 펼치고 있어 향후 판매량은 서서히 증가할 것으로 전망된다.

KRAR이외에도 이후 모델에 대한 납품을 모토로라와 꾸준히 진행 중에 있다. 2~3개 모델 정도는 동사의 윈도우가 채택될 가능성이 높은 것으로 판단되며, 윈도우 뿐만 아니라 PC소재 키패드도 동사의 제품 채택이 증가할 것으로 전망된다.

노키아의
1차 벤더
등록 가능성
높음

또한 꾸준히 진행해 오던 노키아의 1차 벤더 등록협상이 이르면 1/4분기 말에 결정될 것으로 예상되는데, 만약 동사가 모토로라에 이어 노키아의 1차 벤더로 등록된다면 세계 1,2위 업체에 모두 1차 벤더로 등록되어 물량 증가라는 측면에서 상당히 긍정적이라는 판단이다. 현재 가동 중인 중국 창주 공장이 노키아 중국공장과 지리적으로 가까운 창주에 위치해 있다는 점과 노키아의 기존 일부 제품에 동사의 윈도우를 납품하였다는 점을 감안하면 1차 벤더 등록 가능성은 높은 것으로 판단된다.

부진한 업황 속에
돌보이는
휴대폰 부품주

현재 휴대폰 부품업체들의 주가는 전방산업의 성숙기 진입과 이로 인한 단가인하 압력이 여전히 시장의 우려로 작용하며 부진한 모습을 보이고 있다. 그러나 동사는 글로벌 Top업체를 고객사로 두면서 여전히 높은 성장률과 안정된 마진율을 향유하고 있어 다른 휴대폰 부품업체 대비 돌보이는 모습을 보여주고 있다. 그러나 동사의 현재주가는 2007년 예상실적 대비 PER 6.7배, PBR 1.54배 수준에서 거래되고 있어, 상대적 뿐만 아니라 절대적으로도 낮은 수준에서 거래되고 있다는 판단이다.

〈표 1〉 분기별 실적전망

[단위: 억원]

(천개, 억원)	1Q	2Q	3Q	4Q 12/2006(E)	1Q	2Q	3Q	4Q 12/2007(E)		
매출액	226	219	272	366	1,082	395	413	428	445	1,681
Growth(QoQ, %)	-23.6	-3.2	24.1	34.7		8.1	4.5	3.6	3.9	
윈도우	155	155	231	322	863	349	364	376	389	1,479
TBF	19	26	25	26	96	27	28	30	31	116
키패드	48	32	11	13	105	15	16	18	20	69
기타	3	6	4	4	18	4	4	4	4	18
영업이익	24	29	24	56	133	56	62	61	60	239
Growth(QoQ, %)	-52.2	20.6	-16.8	132.2		-0.2	10.6	-2.1	-0.4	
윈도우	17	22	20	51	110	50	55	54	53	212
TBF	2	3	3	3	11	3	3	4	4	14
키패드	6	4	1	2	13	2	2	2	2	9
기타	-	1	-	-	2	-	-	-	-	2
영업이익률(%)	10.6	13.2	8.9	15.3	12.3	14.1	15.0	14.1	13.6	14.2
윈도우	10.8	13.9	8.6	16.0	12.7	14.3	15.2	14.2	13.6	14.3
TBF	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
키패드	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
기타	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
경상이익	17	43	25	54	138	52	60	62	60	234
순이익	22	33	23	43	122	42	48	50	48	189
경상이익률(%)	7.5	19.6	9.0	14.8	12.8	13.3	14.4	14.5	13.5	13.9
순이익률	9.9	15.1	8.5	11.8	11.2	10.7	11.6	11.7	10.9	11.2
EPS	365	538	377	707	1,987	572	649	679	655	2,556

자료: 교보증권

	04	05	06E	07F	08F
가	296	726	1,082	1,681	1,929
	183	520	849	1,305	1,499
	113	207	233	377	430
	28	66	100	138	151
	13	26	37	41	43
	10	19	25	29	30
	1	6	9	12	13
	3	15	30	56	64
()	85	141	133	239	279
	28.7	19.4	12.3	14.2	14.5
	13	26	65	19	17
	0	1	2	2	2
	2	17	13	2	0
	11	8	50	15	15
	12	32	60	23	21
	2	5	8	11	12
	9	13	35	7	4
()	1	15	17	5	5
	1	-6	5	-4	-3
	86	134	138	234	276
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	86	134	138	234	276
	24	31	17	46	66
	62	103	122	189	210

	04	05	06E	07F	08F
가	62	103	122	189	210
	6	16	47	52	58
	-57	-200	-129	-217	-93
	-62	-179	-125	-211	-90
	-42	-69	-65	-109	-45
	48	47	61	103	42
	-1	23	24	12	13
	11	-56	66	29	182
	-97	-94	-250	-90	-90
	-23	-19	8	0	0
	-4	-13	7	-7	-7
	-123	-126	-235	-97	-97
	0	0	0	-4	-26
	35	1	-29	60	-80
	45	25	80	55	10
	45	70	150	205	215
	0	0	81	0	0
	45	227	10	-4	-5
	124	253	143	108	-101
가	14	79	-26	40	-16
	2	16	96	69	109
	16	96	69	109	93

	04	05	06E	07F	08F
가	181	522	689	1,050	1,170
	16	96	69	109	93
	82	249	372	578	662
	64	132	197	307	352
	19	44	51	56	63
	145	250	442	482	516
	42	94	90	91	91
	100	150	346	384	416
	3	5	6	7	9
	326	772	1,131	1,531	1,686
	151	234	318	479	439
	77	124	185	288	330
	48	49	20	80	0
	0	0	50	45	40
	25	60	63	66	69
	53	86	166	221	231
	0	0	0	0	0
	45	70	150	205	215
	8	17	17	17	17
	204	320	484	700	670
	17	26	36	37	37
	30	249	320	344	344
	79	182	304	464	648
	122	452	646	831	1,015
	326	772	1,131	1,531	1,686

	04	05	06E	07F	08F
EPS()	3,287	2,620	1,987	2,556	2,841
EPS()	3,317	2,680	2,024	2,486	2,780
BPS()	3,422	8,763	8,837	11,152	13,621
CFPS()	3,635	3,055	2,775	3,279	3,626
EBITDAPS()	4,844	4,014	2,963	3,953	4,568
(%)	38.2	28.4	21.6	22.4	22.3
(%)	28.7	19.4	12.3	14.2	14.5
(%)	29.2	18.5	12.8	13.9	14.3
(%)	21.0	14.2	11.2	11.2	10.9
EBITDA margin(%)	31.0	21.8	16.8	17.4	17.5
ROE(%)	87.5	35.9	22.2	25.5	22.7
ROA(%)	19.1	13.4	10.8	12.3	12.4
ROIC(%)	68.5	38.5	21.2	22.5	19.0
가 (%)	123.7	145.5	49.1	55.3	14.7
가 (%)	197.7	65.7	-5.5	79.2	17.1
가 (%)	307.4	55.7	3.0	69.4	17.7
가 (%)	0.0	0.0	18.0	55.1	11.2
(%)	166.8	70.8	75.0	84.2	66.0
(%)	21.6	2.2	12.7	13.9	9.1
(%)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
()	5,016.7	3,111.7	1,750.5	2,172.3	2,391.2
(%)	119.9	223.3	216.5	219.3	266.4

DM테크놀로지 (065340)

과도기의 LCD TV 비즈니스는 잊어라

매수

목표주가 9,200원
현재가(1/8) 5,320원

- 영국 시장 내 거대유통채널의 레퍼런스와 복합제품 포지셔닝에 성공한 브랜드를 바탕으로 유럽 시장 내 안정적인 영업 기반 확보
- 고가화 및 탁월한 원가경쟁력을 바탕으로 고마진기조 유지 중
- 대형업체의 시장 진입으로 인한 시장 잠식 우려는 기우인 듯. AS문제, 환리스크, 매출채권 부실화 등 잔여 리스크가 거의 없음
- Valuation 절대 저평가, 투자등급 '적극매수', 목표주가 9,200원 제시

자본금 39억원(500원)
시가총액 410억원
52주최고/최저
6,090원/2,010원
평균거래량(60일): 116,655주
주요주주: 이장원 외 21.3%
외국인지분(1/8): 0.03%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	841	12	3	7	123	14.5	3,132	5.4	4.0
05.12	747	-64	-84	-72	-1,290	-1.9	1,850	-7.9	-51.8
06.12E	1,151	111	88	84	946	5.8	2,230	3.3	58.2
07.12F	1,532	178	162	134	1,508	3.5	3,976	1.7	53.1
08.12F	2,069	224	209	174	1,949	2.7	6,232	1.0	42.6

※ 주당가치는 완전회색화를 가정

투자등급 '적극매수',
목표주가 9,200원 제시

DM테크놀로지에 대해 투자등급 '적극매수'를 유지하며, 목표주가는 9,200원을 유지한다. 목표주가는 동사의 2007년 예상 EPS에 교보 유니버스 코스닥 IT 하드웨어 업종 평균 PER 6.8 배를 10% 할인적용한 것이다. 2006년 초 흑자전환에 성공한 이후 1년간 충분한 레코드가 축적되었으나 LCD TV 업종에 대한 시장의 부정적 인식이 동사의 주가에 여전히 작용할 것을 감안하여 10%의 할인을율 유지하였다.

우수한 실적을 지속

동사의 2006년 분기별 영업이익률은 꾸준히 개선되어 왔다. 6.7%(1Q) → 10.9%(2Q) → 12.7%(3Q)에 이어 4/4분기에는 9.3%(E)를 기록하였으나 이는 성과급 지급에 따른 인건비 증가에 기인하며, 인건비를 전분기와 동일하다 가정하면 영업이익률은 12.9% 수준이 된다. 이 같은 수익성 개선은 1) 브랜드 capa 확보를 위해 수익성이 열위인 OEM 거래선들을 일부 정리하였고 2) 외형 확대에 고정비 부담이 절감되었으며 3) 가격변동이 상대적으로 적은 32" 이하 중소형 LCD TV를 주력으로 하였다는 데 기인한 것으로 판단된다.

4/4분기 매출액은 345억원과 영업이익 32억원(영업이익률 9.3%) 수준으로 추정되며 매출액은 전년 대비 53.5% 증가한 수치이다. 이로써 2006년 연간 매출액은 1,151억원, 영업이익은 111억원(영업이익률 9.7%)을 기록한 것으로 추정된다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 이대우>

이 조서자료는 당사의 리서치본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가사로 참여하지 않았습니디. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월. 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

금년 운전자금
여력 확대에 매출 및
이익규모 jump-up
낙관적

동사는 금년 매출 및 이익규모가 한 단계 jump-up 할 것으로 낙관된다. 동사는 현재 영국 시장에서 성과를 바탕으로 유럽 전역에서 상당히 우호적인 영업상황이 지속되고 있다. 2006년 상반기 OEM 거래선을 상당수 정리했음에도 불구하고 수주액의 약 70% 수준밖에 커버하지 못하였는데 이는 운전자금 부족으로 자재발주에 한계가 있기 때문이다.

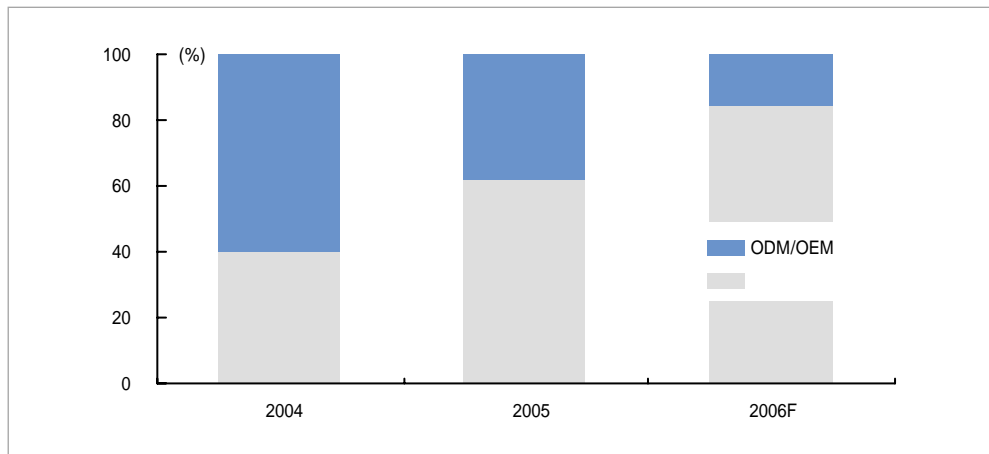
그러나 지난해 연간 흑자달성을 바탕으로 금융권 여신을 확대할 수 있을 전망이다. 따라서 전년대비 추가로 일으킬 수 있는 월 매출 규모가 최소 40~50억원에 이를 것으로 보인다. 이를 바탕으로 보수적으로 추정한 동사의 금년 매출액과 영업이익은 각각 1,532억원과 178억원(영업이익률 11.6%)이 될 전망이다.

사업다각화 시도는
이미 시작

동사는 LCD TV에 이어 모바일기기 위주의 사업다각화를 시도중이다. 지난해말 독일 시장을 시작으로 유럽에 배터리 구동이 가능한 DVB-T가 내장된 portable TV를 출시하였으며 digital photo frame 등으로 아이템을 다양화하고 있다. 과거 PMP 전문업체로서의 노하우 및 유럽에서의 브랜드 파워를 결합, 모바일기기에서 경쟁력을 키워나간다는 전략이다.

또한 유럽시장에 대한 과도한 의존도를 탈피하기 위한 북미 시장 진출을 조심스레 추진하고 있다. 물량 확대 속도는 빠르지 않더라도 수익성 위주의 전략을 펼칠 예정이다.

〈그림 1〉 브랜드 제품 매출 비중



자료: DM테크놀로지, 교보증권

브랜드 제품을 통한
기존 LCD TV 업종의
한계를 극복

동사의 브랜드 제품 비중은 지난해말을 기준으로 약 80% 수준에 육박하는 것으로 파악된다. 이와 같이 높은 브랜드 비중은 삼성물산을 통해 Dixons 계열 및 Comet 등 대형 가전채널을 확보할 수 있었기에 가능했다.

브랜드는 OEM/ODM 대비 고가로 팔 수 있다. 현재 동사의 대부분의 제품은 DVD, DVB-T 셋탑박스 등이 내장된 복합형 제품이다. 그러나 대형 가전브랜드의 일반형 LCD TV와 유사한 수준의 가격을 유지하고 있다. 이는 대형사 대비 저렴하나 소형사로서는 넉넉한 마진을 보장해주는 수준이며, 이에 힘입어 두자릿수의 영업이익률 실현이 가능케 되었다. 또한 제품 사양이 이미 정해져 있어 수주에서 운송까지 시간이 크게 단축된다.

그러나 마진 측면보다 더 중요한 점은, OEM의 경우 거래선을 중국이나 대만 등 저가 업체에게 빼앗기기 쉬운데 반해 브랜드를 확보함으로써 안정된 매출기반을 가질 수 있다는 점이다. 또한 대형 유통채널을 통한 거래 및 양호한 수주 상황 지속으로 유리한 결제조건을 유지할 수 있다는 점은 매출채권 관련 리스크를 크게 줄여 준다. 따라서 아직은 내부 유보 현금이 부족한 편임에도 OEM 업체대비 자금 관련 리스크는 상당히 미미한 것으로 판단된다.

원가 측면의 우수한 경쟁력 및 미미한 잔여 리스크

동사는 국내 중소 LCD TV 업체로서는 드물게 전 제품을 중국공장에서 생산하고 있다. 게다가 원가의 70% 가량을 차지하는 패널은 유럽 현지구매를 통해 조달하고 있어 재료비 측면의 부담을 크게 줄였다. 또한 DVD를 직접 생산함으로써 타 로컬브랜드 업체들의 카피 제품 대비 원가 측면의 우위를 유지하고 있다. 또한 오랜 시행착오 끝에 불량률을 1% 이내로 줄이는 데 성공하여 AS 비용으로 인한 리스크도 제거하였다. 또한 매입과 매출이 대부분 달러결제이므로 환 리스크가 자연 헷지되고 있다.

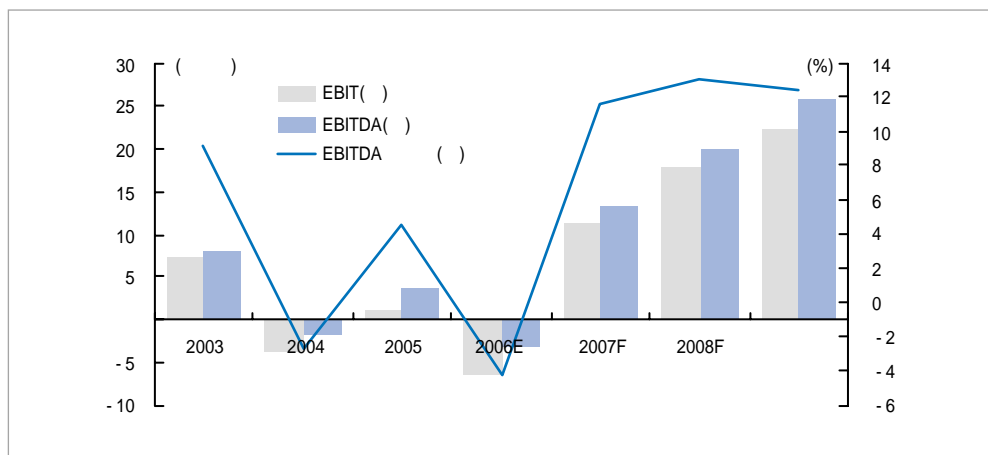
대형사에 의한 시장 잠식 가능성은 거의 없어

중소형 세트업체들에게 가장 큰 잠재 위험은 대형사에 의한 시장 잠식 가능성일 것이다. 중소형업체의 경우 마케팅이나 자재발주에 필요한 자금 충격을 흡수할 수 있는 여력이 없기 때문이다. 그러나 결론적으로 말해 동사가 주력하고 있는 복합형 LCD TV 시장에 대해서는 이와 관련된 리스크가 거의 없는 것으로 판단된다. 이는 1) 이미 동사의 복합형 제품은 대형사의 일반형 TV 수준의 가격을 유지하고 있고 2) 삼성전자 등 대형사의 경우 다른 둘 이상의 사업부간 조정을 거쳐야 복합 제품이 가능하므로 대형사가 동 시장에 진출할 유인이 크게 떨어지기 때문이다. 게다가 3) 이미 TV는 HDD 레코더 복합형 등 다양한 형태의 복합화가 진행된 상태로서, 동사가 주력하고 있는 DVD 중심의 복합제품은 다양한 종류의 복합제품 가운데 하나에 불과해 제품 간 경계가 모호해지고 있기 때문이다.

리스크요인에 대한 정확한 분석 필요

동사는 LCD TV 업종이라는 이유만으로 심각하게 저평가되어 있다. 상기와 같이 중소 LCD TV 업체가 가질 수 있는 리스크들을 대부분 극복하고 있는 것으로 판단됨에도 불구하고 타 업체들과 차별화는 상당히 더디게 진행되고 있는 듯 하다. 따라서 중소 LCD TV 업체들이 안고 있는 리스크요인에 대한 정확한 분석이 요망된다. 한편, 금년 하반기가 다가오면서 점차 LCD TV 시장이 본격화되면 과도기에 중소 LCD TV 업체들을 힘들게 했던 요인들이 희석되고 동사에 대한 차별화도 가속화될 것으로 기대된다.

〈그림 2〉 EBIT, EBITDA, EBITDA 마진을 추이



자료: 코스콤, 추정: 교보증권

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	841	747	1,151	1,532	2,069
매출원가	744	710	951	1,281	1,760
매출총이익	97	37	201	251	309
판매비와관리비	85	102	89	73	85
인건비	18	24	40	30	33
일반관리비	16	16	14	18	21
판매비	22	27	21	25	30
기타	28	34	14	1	1
영업이익	12	-64	111	178	224
(영업이익률)	1.5	-8.6	9.7	11.6	10.8
영업외수익	25	18	24	15	17
이자수익	1	1	2	4	6
외환이익	23	15	22	11	12
기타	1	2	0	0	0
영업외비용	35	37	47	31	32
이자비용	9	12	11	10	8
외환손실	22	15	26	15	16
기타	4	10	11	6	8
(영업외수지)	-10	-19	-23	-16	-15
경상이익	3	-84	88	162	209
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	3	-84	88	162	209
법인세 비용	-4	-11	4	28	36
당기순이익	7	-72	84	134	174

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	303	255	361	561	709
현금 및 현금등가물	5	7	100	198	218
매출채권	181	110	169	225	303
재고자산	65	71	92	138	186
기타유동자산	52	67	20	20	20
고정자산	90	76	72	74	101
투자자산	46	45	43	43	43
유형자산	20	16	15	16	44
무형자산	24	14	14	14	14
자산총계	394	331	433	635	810
유동부채	215	187	212	297	302
매입채무	70	74	114	152	205
단기차입금	130	91	70	100	50
유동성장기부채	0	10	4	4	0
기타유동부채	15	13	25	41	47
고정부채	4	40	35	18	14
사채	0	37	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	4	3	35	18	14
부채총계	218	227	247	314	316
자본금	28	28	38	38	38
자본잉여금	129	131	121	121	121
이익잉여금	38	-34	50	184	358
자본총계	175	104	186	321	494
부채와 자본총계	394	331	433	635	810

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	7	-72	84	134	174
감가상각비	16	14	12	12	22
운전자본	-63	29	-37	-70	-80
매출채권 증감	-134	51	-60	-56	-79
재고자산 증감	25	-8	-21	-46	-48
매입채무 증감	47	5	40	38	53
기타	29	44	23	19	20
영업활동 현금흐름	-13	16	82	95	136
설비투자	-13	-10	-10	-13	-50
투자자산	12	-3	0	0	0
기타	-14	-9	-9	-9	-10
투자활동 현금흐름	-15	-22	-19	-22	-60
현금배당	0	0	0	0	0
단기차입금	26	-39	-21	30	-50
사채	0	48	30	-4	-4
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	0	-2
재무활동 현금흐름	26	9	11	26	-56
현금증가	-2	2	74	98	20
기초현금	7	5	26	100	198
기말현금	5	7	100	198	218

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	123	-1,290	1,246	1,746	2,256
EPS(full diluted)(원)	282	-1,281	946	1,508	1,949
BPS(full diluted)(원)	3,132	1,850	2,230	3,976	6,232
CFPS(원)	576	-704	1,565	2,032	2,690
EBITDAPS(원)	674	-563	1,963	2,595	3,344
매출액 총이익률(%)	11.5	5.0	17.4	16.4	14.9
영업이익률(%)	1.5	-8.6	9.7	11.6	10.8
경상이익률(%)	0.3	-11.2	7.7	10.6	10.1
순이익률(%)	0.8	-9.7	7.3	8.8	8.4
EBITDA margin(%)	4.5	-4.2	11.5	13.0	12.5
ROE(%)	4.0	-51.8	58.2	53.1	42.6
ROA(%)	2.0	-19.9	22.1	25.2	24.0
ROIC(%)	16.9	-29.4	82.0	84.8	75.7
매출액 증가율(%)	17.7	-11.2	54.0	33.1	35.0
영업이익 증가율(%)	흑전	적전	흑전	59.7	26.0
경상이익 증가율(%)	흑전	적전	흑전	83.2	29.2
순이익 증가율(%)	흑전	적전	흑전	59.4	29.2
부채비율(%)	124.5	219.3	132.9	98.1	63.9
순차입금비율(%)	59.8	107.3	-13.7	-29.3	-34.1
금융비용부담율(%)	1.0	1.5	0.9	0.7	0.4
이자보상배율(배)	1.4	-5.6	10.5	17.6	26.8
유동비율(%)	141.3	136.0	169.9	189.2	234.7

MDS테크 (086960)

성장 모멘텀은 유효

매수

목표주가 28,000원

현재가(1/8) 16,950원

- 휴대폰 코어 프로세서의 성능향상이 휴대폰 개발솔루션의 신규 수요 견인
- 자동차, DMB 등의 다양한 제품 라인업을 통한 경쟁력을 확보
- 임베디드 SW개발분야라는 니치마켓에서 꾸준한 실적과 안정적인 마진을 유지
- 투자등급 '매수', 목표주가 28,000원 유지

자본금 30억원(500원)
시가총액 1,034억원
52주최고/최저
22,800원/13,850원
평균거래량(60일): 126,298주
주요주주: 정인옥 외 56.98%
외국인지분(1/10): 4.78%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	232	65	67	50	965	-	3,537	-	35.5
05.12	282	69	73	57	1,097	-	4,283	-	28.8
06.12E	339	73	82	65	1,242	13.7	6,865	8.8	19.4
07.12F	462	99	110	83	1,355	12.5	8,064	6.3	17.3
08.12F	552	133	147	108	1,770	9.6	9,703	4.4	19.1

투자등급 '매수',
목표주가 28,000원
유지

MDS테크에 대해 투자등급 '매수'를 유지하며, 목표주가 28,000원을 유지한다. 목표가격을 유지하는 이유는 동사가 1) 휴대폰의 고성능화에 따른 개발솔루션의 지속적인 성장 가능성, 2) 우수한 기술력과 시장선점효과로 인한 경쟁업체의 부재, 3) 자동차, DMB 등의 다양한 제품 라인업을 통한 안정적인 실적이라는 경쟁력을 확보하고 있기 때문이다.

4/4분기 실적은
예상치를 소폭
하회할 전망

4/4분기 동사실적은 기존 예상치를 소폭 하회하는 매출액 102억원, 영업이익 23억원에 이를 것으로 전망된다. 이는 휴대폰 개발솔루션 및 자동차 ECU관련 부문의 일부 매출이 금년으로 지연되었으며 국내 중소형 휴대폰업체의 개발솔루션 투자가 감소하였기 때문인 것으로 판단된다.

2007년 지속적인
성장과 수익성
이어나갈 전망

그러나 금년에는 1) 휴대폰 개발 사이클에 따른 휴대폰 개발솔루션의 신규수요와 2) 설계자동화, 시험자동화 등의 사업다각화를 통하여 지속적인 성장과 수익성을 이어나갈 것으로 전망된다. 이에 따라 동사의 2007년 예상실적은 매출액 462억원, 영업이익 99억원으로 지난해 대비 각각 36.1%, 35.4% 증가할 것으로 전망된다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 홍지나>

이 조서자료는 당사의 리서치본부에서 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 투자자 투자지 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 지난 9월 IPO당사가 주관사로 참여 하였습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

2007년 MDS테크에 대한 투자 포인트는

- 1) 휴대폰의 코어 프로세서 향상에 따른 개발솔루션 매출 증가
- 2) 임베디드 소프트웨어 개발솔루션 적용분야 확대를 통한 시장의 다변화
- 3) 신규 소프트웨어의 성장세 지속 이다.

1) 휴대폰 코어
프로세서의 향상이
개발솔루션의 신규
수요 견인

향후 휴대 단말기의 하드웨어는 운영체제(OS)와 멀티미디어 애플리케이션의 고성능화에 대한 수요가 크게 증가하며 더욱 빠른 성능향상이 진행될 것으로 전망된다. 이러한 휴대폰의 고성능화는 개발 플랫폼 향상 및 개발환경의 변화를 가져오며 이는 동사의 주력 제품이자 휴대폰 개발 툴인 TRACE32제품의 신규 수요에 대한 촉매제 역할을 할 것으로 전망된다.

금년에는 스마트폰, PDA등 고성능 단말기용 CPU 코어인 ARM11이 탑재된 휴대폰의 출시가 크게 증가할 것으로 전망되며 이러한 휴대폰 코어 프로세서의 성능향상은 기존에 동사가 ARM7과 ARM9을 기반으로 제공하였던 TRACE32제품의 업그레이드와 신규 수요를 견인할 것으로 기대된다. 동사의 주요 매출처인 삼성전자의 경우 현재 ARM9 코어를 중심으로 high-end MCU에 주력하고 있지만 지난해부터 ARM11으로의 전환이 빠르게 진행되고 있는 것으로 파악된다. 또한 휴대폰 외 기타 디지털 기기에서도 ARM core의 채택이 확대될 것으로 전망되어 동사의 TRACE32제품의 매출 증가가 지속될 수 있을 것으로 전망된다.

〈표 1〉 삼성전자 주요 ARM Process Core 및 사용처

ARM Families	Products	first release	주요 사용처
ARM7	ARM7TDMI	'01 4월	MP3, 휴대폰, 프린터
	ARM7TDMI-S	'01 9월	MP3, 휴대폰, 프린터
ARM9	ARM926EJ-S	'01 9월	스마트폰, PDA
	ARM946E-S	'01 2월	2.5G, 3G baseband processor
	ARM966E-S	'00 6월	HDD, 무선기기, 디지털카메라
ARM11	ARM1136J(F)-S	'02 12월	DTV, 셋톱박스, car entertainment

자료: 삼성전자 홈페이지, 교보증권

2) 설계자동화 및
시험자동화 솔루션
올해 대비 2배
이상 증가할 전망

또한 동사는 자동차 ECU(전자제어장치) 설계자동화 솔루션인 dSpace제품을 국내 자동차업체 및 관련 기술개발 업체에 제공하고 있다. 올해에는 국내 주요 자동차업체의 R&D투자 강화와 고급모델 출시에 따라 동 부문의 매출이 지난해 대비 두배 이상 성장한 37억원에 이를 것으로 전망된다. 그밖에 휴대폰 개발 완료후 testing단계에서 사용되는 시험자동화 솔루션인 Unicorn제품도 고객사로부터 좋은 반응을 얻으며 금년에는 전체 매출 비중의 15%까지 차지할 것으로 전망된다.

3) DMB, MMS,
임베디드OS 등
신규 소프트웨어의
견조한 성장 이어져

동사의 추가적인 경쟁요소는 자체 개발 소프트웨어 및 통합 솔루션, 교육사업 부문이다. 동사는 현재 1) 휴대폰, 스마트폰, DMB 등 단말기에 적용되는 응용애플리케이션 소프트웨어와 2) 지상파 DMB 데이터서비스를 위한 미들웨어 등 단말기용 임베디드 소프트웨어의 매출이 큰 폭으로 증가하고 있다. 또한 Microsoft사의 임베디드 OS인 Windows Mobile OS를 PDA, 스마트폰 등에 탑재하고 최적화시켜주는 임베디드 시스템 소프트웨어 통합 서비스등 자체 기술력을 통한 매출이 크게 성장하고 있으며 향후에도 이를 통하여 사업영역과 시장인지도를 더욱 확대해 나갈 것으로 전망된다.

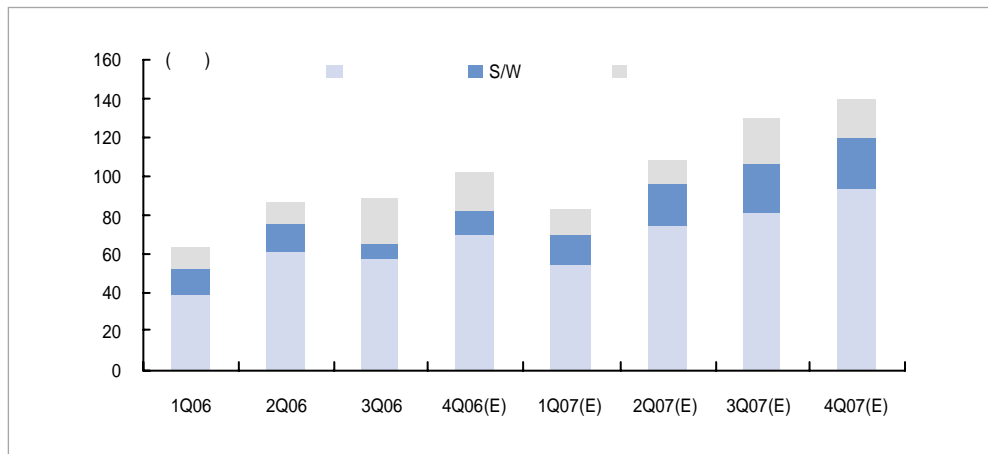
개발솔루션을
중심으로 성장성과
안정성 겸비

MDS테크의 강점은 임베디드 소프트웨어 개발분야라는 니치마켓을 중심으로 꾸준한 실적과 안정적인 마진율을 유지하며 성장이 이어지고 있다는 점이다. 동사가 제공하는 TRACE32, dSpace등의 개발솔루션은 임베디드 시스템 개발 프로젝트의 초기단계부터 제공되어 동사가 고객사의 기술개발 프로세스에 전반적인 기술제공을 하고 있다. 따라서 동사의 실적은 전방산업인 휴대폰 및 기타 임베디드 시스템 시장에 대한 영향이 제한적이다. 또한 주요 매출처가 국내 주요 대기업 또는 임베디드 시스템 기술개발자이기 때문에 실적에 대한 변동성이 크지 않아 기타 소프트웨어 업체 대비 안정적인 사업환경을 확보하고 있는 것으로 판단된다.

현재 주가는
올해 예상 실적대비
PER 12.5배로 저평가

최근 한달동안 이어진 주가 조정으로 동사의 현재 주가수준은 올해 예상 실적 대비 PER 12.5배 수준이다. 이는 동사의 안정적인 성장성과 우량한 재무구조를 감안하면 기타 소프트웨어 업체 대비 매우 저평가되어 있다는 판단된다. 동사는 금년에도 지속적인 성장과 어닝모멘텀을 보여줄 것으로 기대되기 때문에 향후 주가 상승 여력은 충분한 것으로 판단된다.

〈그림 1〉 제품별 매출



자료: MDS테크, 교보증권

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	232	282	339	462	552
매출원가	108	139	170	241	287
매출총이익	125	143	170	221	266
판매비와관리비	60	74	96	121	132
인건비	31	40	52	60	63
일반관리비	15	18	18	23	24
판매비	4	5	5	6	6
기타	9	11	25	33	40
영업이익	65	69	73	99	133
(영업이익률)	27.8	24.6	21.6	21.5	24.1
영업외수익	6	10	13	14	17
이자수익	3	4	5	11	14
외환이익	2	3	1	1	0
기타	1	2	6	2	2
영업외비용	4	6	4	3	3
이자비용	0	0	1	1	1
외환손실	0	0	1	0	0
기타	3	5	2	2	2
(영업외수지)	2	4	9	11	14
경상이익	67	73	82	110	147
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	67	73	82	110	147
법인세 비용	17	16	17	28	39
당기순이익	50	57	65	83	108

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	50	57	65	83	108
감가상각비	4	6	7	7	7
운전자본	-25	-10	-14	-28	-21
매출채권 증감	-25	-4	-14	-30	-22
재고자산 증감	-8	1	-3	-6	-4
매입채무 증감	8	-6	3	7	5
기타	15	12	6	8	10
영업활동 현금흐름	44	70	64	69	104
설비투자	-40	-21	-8	-9	-8
투자자산	-2	-18	-7	0	-15
기타	2	-15	-14	-12	-13
투자활동 현금흐름	-40	-54	-29	-21	-36
현금배당	0	-5	-5	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	10	0	0	0	-2
장기차입금	0	0	153	0	0
유상증자	0	0	153	0	0
기타	18	15	0	2	3
재무활동 현금흐름	28	10	148	-5	-6
현금증가	32	26	183	44	62
기초현금	65	96	122	306	349
기말현금	96	122	306	349	412

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	178	206	410	490	578
현금 및 현금등가물	96	118	306	349	412
매출채권	65	69	83	113	135
재고자산	13	13	15	21	25
기타유동자산	4	7	7	7	7
고정자산	53	85	98	104	122
투자자산	14	35	45	45	60
유형자산	32	32	34	35	36
무형자산	7	18	20	24	25
자산총계	231	291	509	594	700
유동부채	45	46	51	62	67
매입채무	23	16	20	27	32
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	2	0
기타유동부채	23	30	31	33	34
고정부채	15	18	19	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	10	10	8	8
기타고정부채	5	8	9	9	9
부채총계	60	65	70	78	83
자본금	23	24	31	31	31
자본잉여금	6	9	156	156	156
이익잉여금	140	198	253	329	431
자본총계	171	226	439	515	617
부채와 자본총계	231	291	509	594	701

투자지표

(단위: 원, %, 배)

	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	965	1,097	1,242	1,355	1,770
수정EPS(원)	965	1,091	1,246	1,355	1,770
BPS(원)	3,537	4,283	6,865	8,064	9,703
CFPS(원)	1,090	1,231	1,436	1,538	1,889
EBITDAPS(원)	1,365	1,463	1,604	1,811	2,303
매출액 총이익률(%)	53.6	50.7	50.0	47.8	48.1
영업이익률(%)	27.8	24.6	21.6	21.5	24.1
경상이익률(%)	28.8	26.0	24.2	23.9	26.6
순이익률(%)	21.6	20.3	19.1	17.9	19.6
EBITDA margin(%)	30.6	27.0	24.6	23.9	25.4
ROE(%)	35.5	28.8	19.4	17.3	19.1
ROA(%)	21.7	19.6	12.7	13.9	15.4
ROIC(%)	67.5	41.6	32.5	28.7	26.2
매출액 증가율(%)	39.4	21.2	20.4	36.1	19.6
영업이익 증가율(%)	29.5	7.2	6.0	35.4	34.1
경상이익 증가율(%)	25.9	9.3	12.1	34.6	33.0
순이익 증가율(%)	0.0	0.0	13.2	27.9	30.6
부채비율(%)	35.3	28.6	15.9	15.2	13.5
순차입금비율(%)	-38.0	-38.1	-58.7	-57.7	-58.1
금융비용부담율(%)	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(배)	20,464	14,725	7,340	9,936	14,800
유동비율(%)	393.7	444.9	802.4	795.1	869.7

원익쿼츠 [074600]

20%의 매출성장과 20%대 영업이익률, 주가는 저 평가

매수

목표주가 7,000원

현재가(1/8) 5,300원

- 2007년 실적개선 지속. 2007년 매출과 순이익 각각 25%, 28% 증가 전망. 20%대의 매출성장과 20%대의 영업이익률 유지
- 주요고객의 주문증가와 신규고객 확보로 금년 상반기 실적 크게 개선될 전망. Capa 증설을 위해 추가 투자 진행 중
- Valuation 절대 저 평가, 투자등급 '매수', 목표주가 7,000원 유지

자본금 63억원(500원)
시가총액 671억원
52주최고/최저
5,550원/3,100원
평균거래량(60일): 160,280주
주요주주: 이웅한 외 47.8%
외국인지분(12/8): 2.7%

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	BVPS (원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
04.12	333	89	105	84	687	9.4/2.5	2,525	7.0/1.7	31.0
05.12	370	89	94	74	601	9.2/5.4	2,870	7.7/4.9	22.3
06.12E	480	104	127	104	841	6.3	3,418	5.6	26.4
07.12F	589	124	153	122	964	5.5	4,309	4.3	24.9
08.12F	664	140	176	141	1,112	4.8	5,348	3.3	23.0

투자등급 '매수',
목표주가 7,000원 유지

쿼츠웨어 업체인 원익쿼츠에 대해 투자등급 '매수'를 유지하며, 목표주가는 7,000원을 유지한다. 목표주가는 2007년 실적에 PER 8.4배, PBR 1.4배, EV/EBITDA 4.2배를 적용하여 산출하였다.

20%이상의
매출성장률과 20%대의
영업이익률 유지

동사에 대해 긍정적인 전망을 유지하는 이유는 1) 주력제품이 Niche 시장이라는 약점에도 불구하고 시장점유율 향상이 이어지며 매년 20% 이상의 매출성장이 이루어지고 있는 가운데, 2) 지속적인 단가인하 압력으로 저조한 수익성에 시달리는 기타 IT 부품업체와 차별화되는 20%대의 영업이익률을 유지하는 등 우수한 수익성을 유지하고 있기 때문이다. 그리고 금년 예상실적 기준으로 PER 지표가 5.3배, PBR 지표가 1.2배 수준에 머무르는 등 valuation 지표가 IT 업종에서 크게 저 평가 된 것으로 보이는 점도 현 주가수준에서 주가상승이 가능한 요인으로 생각된다.

상반기 강력한
실적모멘텀은
주가상승의 동인이
될 듯

안정적인 실적 외에 주가상승의 촉매제가 없다는 점이 주가측면에서 약점이긴 하지만 꾸준한 실적개선과 주가 저평가는 단발성 호재에 우선하는 장기적인 호재로 판단된다. 특히 동사가 금년 상반기 주요 고객들의 투자확대로 어닝모멘텀이 기대되고 기존 고객외에 활발한 해외시장 진출 및 미국의 Ram 등을 신규고객으로 확보하는 등 신규고객 확보가 이어지고 있는 점도 중, 장기적인 성장성에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 김영준>

이 조서자료는 당사의 리서치본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 기관투자자 또는 IR자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CR, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가사로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급

교보증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함.

적극매수(Strong Buy): 해당 종목의 기대수익률 30% 이상
매수(Buy): 해당 종목의 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): 해당 종목의 기대수익률 -10~-10% 이내
비중축소(Underweight): 해당 종목의 기대수익률 -10% 이하

4/4분기 영업이익은
성과급 지급으로
전분기대비 다소 감소

동사의 4/4분기 매출은 121억원으로 전기와 유사한 수준을 기록할 것으로 보이는 반면 영업이익과 순이익은 19.9억원과 17.0억원으로 전기대비 각각 26.6%, 40.9% 감소할 것으로 전망된다. 매출 전망치는 당초 예상수준을 소폭 상회할 것으로 보이지만 영업이익과 순이익의 감소는 성과급 지급과 지분법 평가이익의 감소에 기인한다. 4/4분기 일회성 비용 증가를 감안하면 동사의 실적개선 추세는 이어지고 있는 것으로 보인다. 4/4분기 영업이익률은 16.5%로 전기대비 5.8%p 감소할 것으로 보이지만 성과급 지급을 제외하면 약 21%의 영업이익률을 유지하고 있는 것으로 생각되어 우수한 수익성은 지속되고 있는 것으로 판단된다.

2007년 실적개선 지속

2007년에도 실적개선은 이어질 것으로 판단된다. 내년 매출과 영업이익은 589억원과 124억원으로 예상된다. 매출과 영업이익은 금년대비 각각 22.8%, 19.2% 증가할 것으로 전망된다. 순이익은 122억원으로 금년대비 17.5% 증가할 것으로 전망된다. 영업이익과 순이익 증가 폭이 매출증가율에 못 미치는 것은 영업이익률의 소폭 하락과 지분법 평가익에 대해 보수적인 기준을 적용하였기 때문이다.

금년 실적호전이 가능할 것으로 보이는 이유는 1) 국내 반도체 업체들의 설비투자 증가가 이어지고 있는 가운데, 2) 해외 신규고객 확보와 해외 판매법인으로의 매출증가가 가능할 것으로 보이고, 3) 매출증가와 설비 가동률 증가로 고정비 절감이 가능할 것으로 보이기 때문이다. 금년 상반기 주요 고객들의 주문증가에 대비하여 작년 4/4분기 추가 투자를 집행한 것도 금년 상반기 실적개선 가능성을 가늠하게 하는 대목이다. 안정적인 영업현금흐름을 바탕으로 재무구조가 개선되고 관계사들의 실적개선으로 지분법 평가익이 증가하여 영업외수지 개선이 가능할 것으로 보이는 점도 실적개선에 긍정적인 요인으로 생각된다.

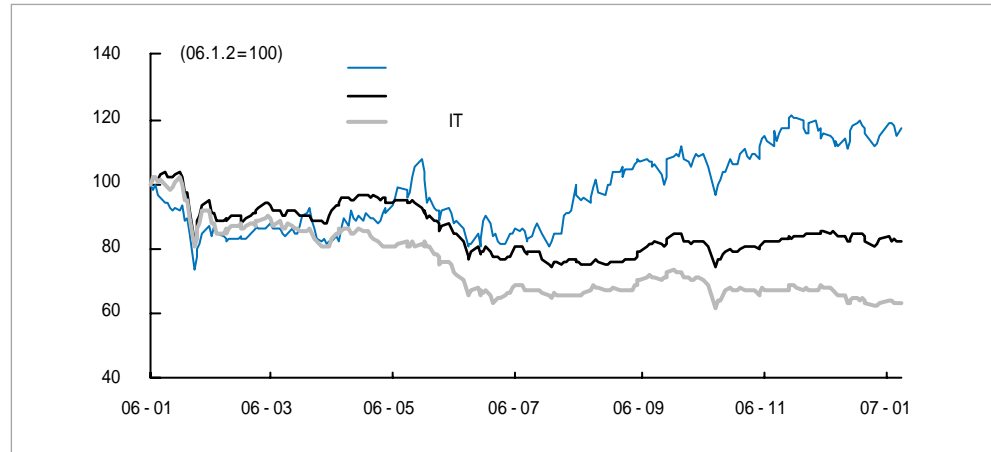
신규고객 확보로
수출물량 증가

신규고객 확보가 이어지고 있는 점도 긍정적이다. 동사는 미국의 장비회사인 Ram을 신규고객으로 확보하며 아시아지역 parts 납품업체로 선정되었다. 현재 공급계약과 함께 업체승인을 받은 상태로 일부 테스트 물량 등을 소량으로 납품하고 있다. 장비업체의 특성상 매출 물량이 본격적으로 증가하기까지는 어느 정도의 시간이 걸리나 이러한 고객 다변화는 동사의 성장성 확보에 긍정적이라는 판단이다. 신규 거래선으로의 매출은 금년 25~30억으로 퀵즈웨어 매출의 6%를 차지할 것으로 보이나 Ram의 전체적인 퀵즈웨어 매입금액을 고려하면 동사의 매출 규모는 점차 증가할 것으로 생각된다.

성장성과 안정성을
검비, 실적대비 주가
저평가

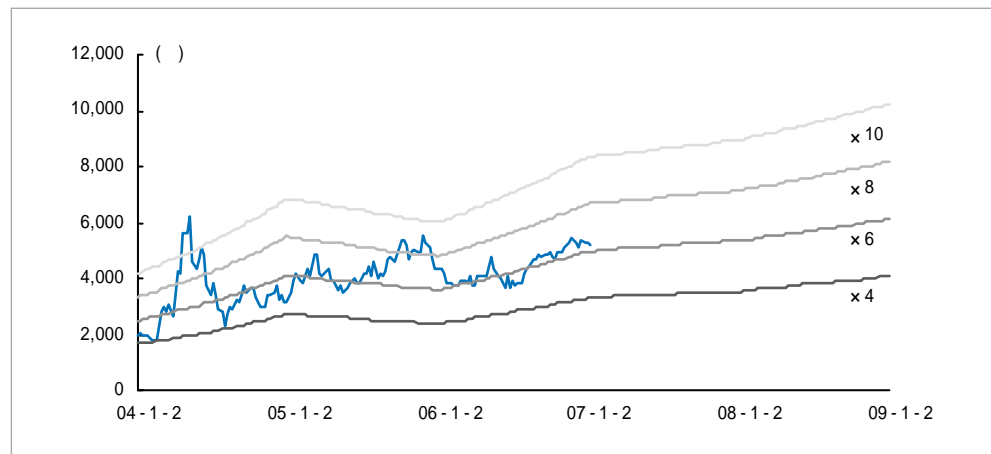
동사의 장점은 비록 절대 외형은 작지만 퀵즈웨어를 중심으로 꾸준한 실적과 안정적인 마진율을 유지하며 성장이 이어지고 있다는 점이다. 세트업체들은 자사 제품의 마진을 확보를 위해 IT 부품의 해외소싱 확대와 부품가격 인하를 지속하고 있으며 그 강도는 점차 심해지고 있는 것으로 파악된다. 중소형 IT 업체들은 지속적인 단가인하로 성장성에 대한 우려가 불거지고 투자메리트가 반감되며 투자리스크가 크게 확대되고 있다. 반면 동사는 퀵즈웨어라는 Niche 시장에서 세계 2위의 점유율을 차지하는 등 안정적인 시장을 확보하고 있으며 20%대의 영업이익률을 유지하고 있다. 장기적으로는 세계 1위 업체로 부상할 계획을 가지고 있다. 틈새시장의 성격과 함께 원재료 독점 등으로 신규업체의 진입이 실질적으로 저지되고 있는 점도 동사에게는 긍정적이다. 비록 절대 외형이 작긴 하지만 이러한 장점은 중소형 IT 부품업체들의 어려움과 맞물려 동사의 투자메리트를 증가시키는 요인으로 판단된다.

〈그림 1〉 코스닥 대비 상대주가 추이



자료: 증권전산, 교보증권

〈그림 2〉 원익쿼츠 PER 밴드 추이



자료: 교보증권

〈표 1〉 원익쿼츠 분기별 실적전망

[단위: 백만원]

	2005.12				2006		2006.12F		2007		2007.12F	
	3Q	4Q	06.1Q	2Q	3Q	4QF	07.1Q	2QF	3QF	4QF		
매출	9,282	9,114	36,951	11,217	12,534	12,167	12,064	47,982	14,352	15,636	14,822	14,119
쿼츠	7,970	7,860	32,296	9,070	10,797	10,201	10,028	40,096	12,411	13,463	12,214	11,821
세라믹	1,312	1,254	4,655	2,147	1,737	1,966	2,036	7,886	1,940	2,173	2,608	2,298
매출원가	6,058	6,366	24,145	7,517	8,453	8,286	8,690	32,946	9,826	10,561	10,349	10,186
(매출원가율)	65.3	69.8	65.3	67.0	67.4	68.1	72.0	68.7	68.5	67.5	69.8	72.1
매출총이익	3,224	2,748	12,806	3,700	4,081	3,881	3,374	15,036	4,525	5,075	4,473	3,934
(매출총이익률)	34.7	30.2	34.7	33.0	32.6	31.9	28.0	31.3	31.5	32.5	30.2	27.9
판매비	902	1,218	3,930	981	1,078	1,164	1,386	4,609	1,228	1,284	1,340	1,730
(판매비율)	9.7	13.4	10.6	8.7	8.6	9.6	11.5	9.6	8.6	8.2	9.0	12.3
영업이익	2,322	1,531	8,876	2,719	3,003	2,717	1,988	10,427	3,297	3,791	3,133	2,203
(영업이익률)	25.0	16.8	24.0	24.2	24.0	22.3	16.5	21.7	23.0	24.2	21.1	15.6
경상이익	2,633	965	9,440	3,434	3,620	3,446	2,168	12,668	4,400	4,499	3,663	2,696
(경상이익률)	28.4	10.6	25.5	30.6	28.9	28.3	18.0	26.4	30.7	28.8	24.7	19.1
당기순이익	2,080	625	7,388	2,850	2,965	2,875	1,698	10,388	3,520	3,599	2,930	2,156
(순이익률)	22.4	6.9	20.0	25.4	23.7	23.6	14.1	21.6	24.5	23.0	19.8	15.3

자료: 교보증권

손익계산서

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
매출액	333	370	480	589	664
매출원가	212	241	329	409	462
매출총이익	121	128	150	180	202
판매비와관리비	32	39	46	56	62
인건비	18	21	25	30	34
일반관리비	8	10	10	13	14
판매비	4	6	6	8	10
기타	2	3	5	5	5
영업이익	89	89	104	124	140
(영업이익률)	26.6	24.0	21.7	21.1	21.0
영업외수익	21	18	31	36	44
이자수익	2	2	2	4	7
외환이익	2	1	1	1	1
기타	17	15	27	31	36
영업외비용	4	13	8	7	7
이자비용	0	1	6	5	5
외환손실	4	2	2	1	1
기타	0	9	1	1	1
(영업외수지)	17	6	22	28	37
경상이익	106	94	127	153	176
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전 순이익	106	94	127	153	176
법인세 비용	21	21	23	31	35
당기순이익	84	74	104	122	141

현금흐름표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
당기순이익	84	74	104	122	141
감가상각비	7	11	15	15	15
운전자본	-21	-4	8	-18	-13
매출채권 증감	5	-3	-1	-13	-9
재고자산 증감	-21	-1	20	-13	-9
매입채무 증감	-2	2	5	5	3
기타	-6	6	-18	-31	-23
영업활동 현금흐름	64	86	109	88	120
설비투자	-17	-89	-20	-10	-13
투자자산	-7	-144	0	0	0
기타	0	0	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-24	-232	-22	-11	-14
현금배당	-2	-9	-9	-9	-9
단기차입금	0	140	-20	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2	131	-29	-9	-9
현금증가	37	-15	58	68	97
기초현금	6	43	28	86	154
기말현금	43	28	86	154	251

대차대조표

(단위: 억원)

	04	05	06E	07F	08F
유동자산	183	168	205	297	411
현금 및 현금등가물	43	28	86	154	251
매출채권	53	55	55	68	76
재고자산	74	74	54	66	74
기타유동자산	13	11	10	10	10
고정자산	192	385	414	436	466
투자자산	148	267	290	317	349
유형자산	43	118	124	119	116
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	375	553	619	733	876
유동부채	42	190	170	165	170
매입채무	13	15	20	25	28
단기차입금	0	140	120	120	120
유동성 장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	29	35	30	21	22
고정부채	22	10	16	22	29
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	22	10	16	22	29
부채총계	64	200	186	187	199
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	144	144	144	144	144
이익잉여금	89	154	234	347	478
자본총계	311	353	433	546	677
부채와 자본총계	375	553	619	733	876

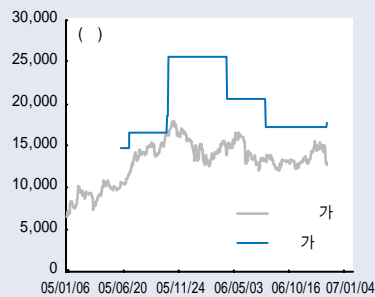
투자지표

(단위: 원, %, 배)

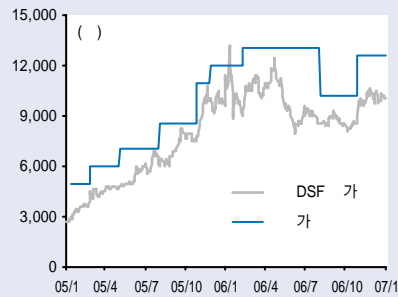
	04	05	06E	07F	08F
EPS(원)	687	601	841	964	1,112
수정EPS(원)	697	603	841	963	1,111
BPS(원)	2,525	2,870	3,418	4,309	5,348
CFPS(원)	741	692	962	1,084	1,234
EBITDAPS(원)	774	813	965	1,101	1,223
매출액 총이익률(%)	36.3	34.7	31.3	30.6	30.4
영업이익률(%)	26.6	24.0	21.7	21.1	21.0
경상이익률(%)	31.6	25.5	26.4	25.9	26.5
순이익률(%)	25.4	20.0	21.6	20.7	21.2
EBITDA margin(%)	28.6	27.1	24.8	23.7	23.3
ROE(%)	31.0	22.3	26.4	24.9	23.0
ROA(%)	25.3	15.9	17.7	18.1	17.5
ROIC(%)	51.9	34.9	45.5	53.6	57.3
매출액 증가율(%)	751.2	11.1	29.9	22.8	12.6
영업이익 증가율(%)	786.5	0.3	17.5	19.2	12.3
경상이익 증가율(%)	1,285.7	-10.1	34.2	20.4	15.4
순이익 증가율(%)	1,103.5	-12.5	40.6	17.5	15.4
부채비율(%)	20.6	56.7	43.0	34.3	29.4
순차입금비율(%)	-14.5	30.5	6.9	-7.0	-19.9
금융비용부담율(%)	0.0	0.3	1.2	0.9	0.8
이자보상배율(배)	-42.3	-107.8	30.0	109.0	-104.8
유동비율(%)	435.9	88.6	120.5	179.9	242.0

최근2년간목표주가 그래프

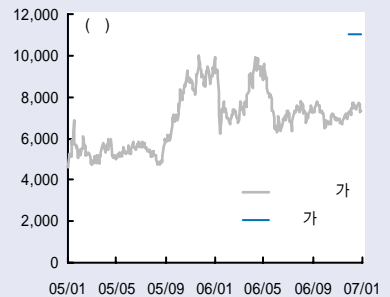
삼호 목표주가 변동추이



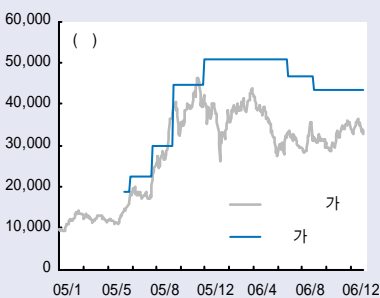
현대DSF 목표주가 변동추이



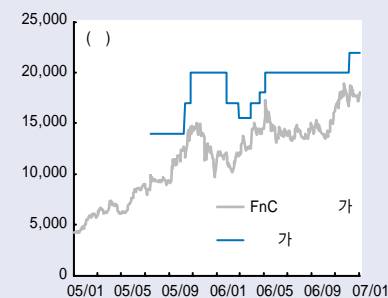
유엔젤 목표주가 변동추이



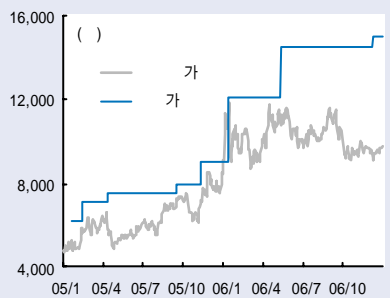
중근당 목표주가 변동추이



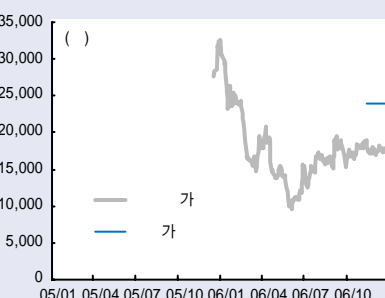
FnC코오롱 목표주가 변동추이



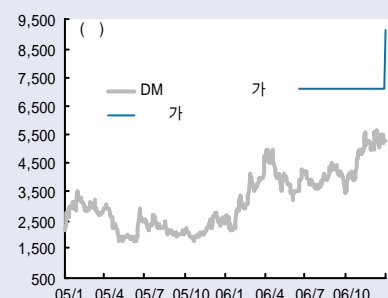
심텍 목표주가 변동추이



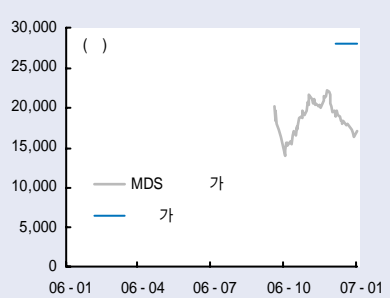
모젠펙 목표주가 변동추이



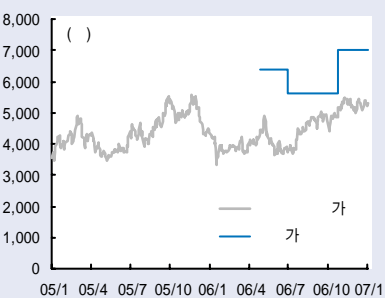
DM테크놀로지 목표주가 변동추이



MDS테크 목표주가 변동추이



원익쿼츠 목표주가 변동추이



최근2년간투자의견 및 목표주가 변경

종목명	일자	투자의견	목표가(원)	종목명	일자	투자의견	목표가(원)	종목명	일자	투자의견	목표가(원)
삼호	2005. 6. 9	매수	14,700	종근당	2005.6.9	매수	18,600		2006.5.19	매수	20,000
	2005. 7. 4	매수	16,600		2005.6.24	매수	22,600		2006.12.14	매수	22,000
	2005. 10. 17	매수	18,600		2005.8.16	적극매수	30,000	신타	2005.1.25	매수	6,220
	2005. 10.19	적극매수	25,600		2005.9.2	매수	30,000		2005. 2. 18	매수	7,150
	2006. 3. 29	매수	20,600		2005.10.5	매수	44,500		2005. 4. 19	매수	7,500
	2005. 7. 14	매수	17,200		2005.12.15	매수	51,000		2005.9.21	매수	8,000
	2007. 1. 10	매수	17,750		2006.2.6	적극매수	51,000		2005.11.16	매수	9,000
현대DSF	2005. 1.19	매수	5,000	FnC코오롱	2006.7.5	매수	46,700	2006. 1. 17	매수	12,100	
	2005. 3. 2	매수	6,000		2006.9.6	매수	43,400	2006. 5. 16	매수	14,500	
	2005. 5. 9	매수	7,000		2005.07.20	매수	14,000	2006. 12. 8	매수	15,000	
	2005. 8.10	매수	8,500		2005.10.17	매수	17,000	모젠	2006. 11. 29	매수	24,000
	2005. 11. 8	매수	11,000		2005.11.1	매수	20,000	DM테크놀로지	2006.06.27	적극매수	7,100
	2005.12.1	매수	12,000		2006.2.1	매수	17,000	2007.01.09	적극매수	9,200	
	2006.2.20	매수	13,000		2006.3.6	매수	15,500	MDS테크	2006. 12. 12	매수	28,000
유엔젤	2006. 8. 8	보유	10,100	<담당자변경>			원익쿼츠	2006. 5. 4	매수	6,400	
	2006.11. 6	매수	12,600	2006.4.4	매수	17,000		2006. 7. 7	매수	5,600	
	2006. 12. 12	매수	11,000		2006.4.27	매수		18,000	2006. 11. 3	매수	7,000
					2006.5.12	매수		20,000			

교보증권 지점망

영업부	02)3771-9000	인천/경기지역	광명지점	02)2688-2125
영업2부	02)786-9005		부평지점	032)529-9981
			분당중앙지점	031)717-9210
서울강남지역	교보타워지점 02)3478-0014		분당지점	031)709-1254
	동여의도지점 02)786-9770		수원지점	031)273-0400
	방배지점 02)532-5544		시흥시지점	031)312-0550
	법조타운지점 02)598-8100		안산지점	031)484-6011
	벤처밸리지점 02)555-5339		일산지점	031)908-0420
	사당동지점 02)521-9811			
	상도동지점 02)812-0123	부산/경남지역	부산지점	051)809-0033
	서초지점 02)3473-1330		울산지점	052)271-2200
	신림역지점 02)873-9944		화명지점	051)332-2122
	압구정지점 02)549-4213		해운대금융센터	051)746-0123
	테헤란로지점 02)3453-6900			
	구로디지털금융센터 02)856-7600	대구/경북지역	대구지점	053)741-8100
강남PB	02)2051-7970		대구서지점	053)651-0700
			구미금융센터	054)471-4060
서울강북지역	명동지점 02)778-1005			
	상계지점 02)3391-3100	광주/전라지역	광주지점	062)234-3410
	신촌지점 02)322-2107		남광주지점	062)654-0300
	청량리지점 02)962-4111		서광주지점	062)374-0110
	서소문지점 02)771-2050		전주지점	063)275-1000
서울강동지역	송파지점 02)431-0541	대전/충청지역	둔산지점	042)472-1981
	잠실지점 02)425-7141		대전지점	042)254-7800
			대덕밸리금융센터	042)826-1900
서울강서지역	양평동지점 02)2672-0333		청주지점	043)256-1100
	강서지점 02)2601-4040			