LEADING

Mid-Cap Research

2011년 7월 18일

코텍 (052330 KQ)

제품 다변화로 추가적인 성장 발판 마련

Analyst : 박세진

sjpark@leading.co.kr

82-2-2009-7197

Leading Traffic Light: Green

코텍은...

- ✓ 슬롯머신, 의료기기, 디지털 정보 디스플레이 등을 생산하는 산업용 디스플레이 전문 업체
- ✓ 1987 년 설립된 이후 지난 23 년간 흑자 경영 지속 유지

Green light because:

- ✓ 안정적인 슬롯머신 디스플레이 매출을 기반으로 성공적인 신규 사업 진출
- ✓ 멀티 디스플레이와 전자칠판을 새로운 성장 동력으로 확보

성장 잠재력:

- ➢ 글로벌 카지노 시장의 회복으로 동사의 슬롯머신 디스플레이 매출 증가
- ➢ 멀티 디스플레이와 전자칠판 등 신규사업 진출을 통한 사업의 다각화

경영진과 주주가치:

- ➢ 대표이사 이한구 1986 년 코텍 설립, 29.6%의 코텍 지분 보유
- ➢ 배당수익률은 3%대로 낮은 수준이지만 동사는 미래 성장을 위한 투자에 중점을 두고 있음

탁월한 가치창출:

- ➢ 신규 사업 확장에 큰 투자비용이 소요되지 않으므로 안정적인 현금흐름 창출
- ➢ 신규 사업 진출 시 현금자산의 보전을 위해 신중한 투자 지향

Valuation:

- ➢ 2011 년 기준 P/E 5.1 배와 2012 년 기준 P/E 5.3 배에 거래되고 있어 저평가
- ➢ 현 주가는 동사의 성장성이 미 반영되어 있고 목표주가 13,600 은 60.9%의 상승여력

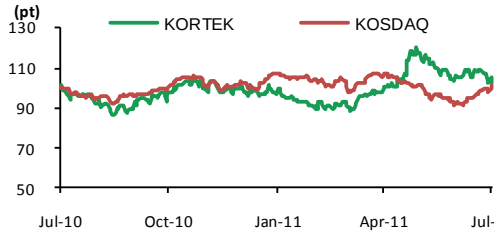
BUY

목표주가	13,600 원
현재주가	8,450 원
목표수익률	60.9%

Key Data	2011 년 7 월 15 일
산업분류	디스플레이
코스닥	507.00
시가총액 (십억원)	107.6
발행주식수 (백만주)	12.7m
외국인 지분율 (%)	14.0%
52 주 고가 (원)	9,670
저가 (원)	6,980
60 일 평균거래대금 (십억원)	1.0
주요주주	(%)
이한구	29.6

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.2	5.0	3.8
상대주가	-9.3	10.2	2.8

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 카지노 산업이 사행성 산업이라는 투자가들의 선입관
- ➢ 경기회복 속도가 예상보다 늦을 경우 카지노 시장의 회복속도도 늦추어질 가능성

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	138.6	63.4	20.2	14.5	4.1	329	(50.7)	15.8	4.94	5.1	1.2
2009	146.4	5.6	14.3	9.7	12.9	1,013	207.5	8.4	6.29	13.2	1.0
2010	151.0	3.1	14.4	9.5	16.0	1,260	24.4	6.2	4.31	13.9	0.9
2011E	189.7	25.7	19.7	10.4	21.1	1,658	31.6	5.1	3.40	17.0	0.8
2012E	234.8	23.8	24.9	10.6	20.4	1,599	(3.5)	5.3	2.9	15.4	0.8
2013E	287.1	22.3	30.7	10.7	25.9	2,036	27.3	4.2	2.3	17.6	0.7

핵심 투자포인트

✓ 글로벌 카지노 시장 경기 회복의 최대 수혜 주

지난 4 월 라스베가스 카지노 방문객수는 전년동기대비 4.8% 증가했고 연간 누적기준으로는 5.0% 증가했다. 이는 글로벌 금융위기 이후 최대 수준으로 글로벌 카지노 시장 경기회복이 진행되고 있음을 보여준다. 따라서 2011 년을 기점으로 글로벌 카지노시장은 금융위기를 벗어나 본격적인 회복세로 돌아설 것으로 전망된다. 라스베가스 관광청은 2011 년 라스베가스 카지노 방문객수가 지속적으로 증가하고 주요 카지노 업체들의 실적이 3 년 만에 흑자전환 할 것으로 전망하고 있다 (페이지 15).

✓ 슬롯머신 디스플레이 고객 다변화로 수익 극대화

코텍의 약점 중 하나는 슬롯머신 디스플레이 사업부분에서 단일 고객 매출이 너무 높은 것이었다. 동사의 슬롯머신 디스플레이 주 고객은 International Game Technology (IGT)로 2008 년 기준 슬롯머신 디스플레이 매출의 63.7%가 IGT 에서 발생했다. 그러나 동사는 글로벌 최대 슬롯머신 제조업체인 IGT 에 장기간 제품을 납품해온 기록을 기반으로 고객 다변화에 성공했다. 동사는 글로벌 상위 5 개의 슬롯머신 제조업체중 4 개의 업체인 IGT, Aristocrat, WMS 그리고 Konami 를 고객으로 확보했다 (페이지 16).

✓ 기존 기술력을 바탕으로 의료기기 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이, 멀티디스플레이 등 신규 사업 진출

코텍은 안정적인 슬롯머신 디스플레이 매출을 기반으로 의료기기 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이, 전자칠판 그리고 멀티 디스플레이에 성공적으로 진출했다. 이에 따라 2008 년 기준 전체 매출의 79.2%였던 슬롯머신 디스플레이 매출이 2010 년에는 62.9%로 하락했다. 동사는 기존 기술력을 바탕으로 큰 투자 없이 신규 사업에 진출할 수 있었다. 장기적으로는 우주항공 디스플레이와 군사용 디스플레이 등에 진출하여 고부가가치 산업 전문 디스플레이 업체로 성장할 것으로 전망된다 (페이지 17).

✓ 2011 년 기준 P/E 는 5.1 배로 저평가되어 있음

2011 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 25.7% 증가한 1,897 억원과 37.2% 증가한 197 억원에 이를 것으로 전망된다. 동사는 2011 년 예상 P/E 5.1 배에 거래되고 있으며 동사의 주요 고객인 슬롯머신 제조업체들이 16.4 배에 거래된다는 것을 감안 시 상당히 저평가 되어 있다고 판단된다. 이는 글로벌 슬롯머신 제조업체들의 성장세에 동사의 성장세도 비례하기 때문이다. 동사의 제품이 완성품이 아닌 부품이기에 글로벌 슬롯머신 제조업체들의 2011 년 예상 평균 P/E 16.4 배에 50% 디스카운트된 8.2 배를 적용하여 목표주가 13,600 원을 산출했다 (페이지 14).

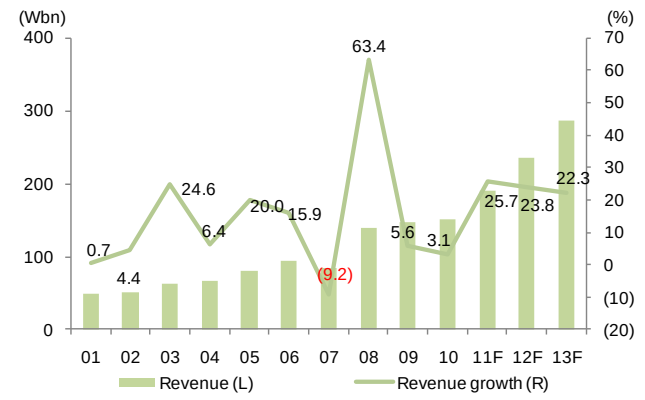
Section 1: 기업 Snapshot

글로벌 최대 슬롯머신 디스플레이 전문업체

산업용 디스플레이 전문업체로 슬롯머신 디스플레이, 의료기기 디스플레이, 디지털 광고 디스플레이 등을 생산

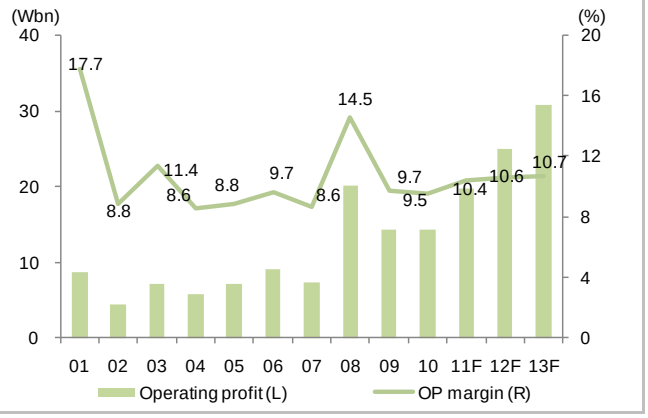
코텍은 산업용 디스플레이 전문업체로 카지노 슬롯머신 디스플레이, 의료기기 디스플레이, 디지털 광고 디스플레이 등을 생산하고 있다. 동사는 글로벌 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장의 50%를 점유하고 있으며 글로벌 카지노 시장의 회복으로 직접적인 수혜를 볼 것으로 전망된다. 동사는 고객의 및 제품의 다변화로 지속적인 성장이 전망된다. 이에 2011 년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 25.7%와 37.2% 증가할 것으로 전망된다.

도표 1. 매출액 및 매출증가율 추이



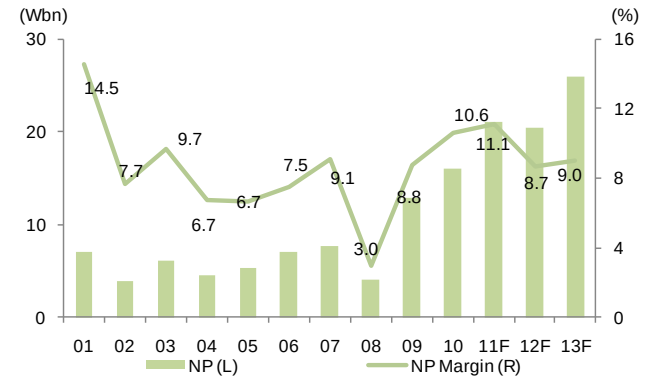
Source: Company data, Leading Research Center

도표 2. 영업이익 및 영업이익률 추이



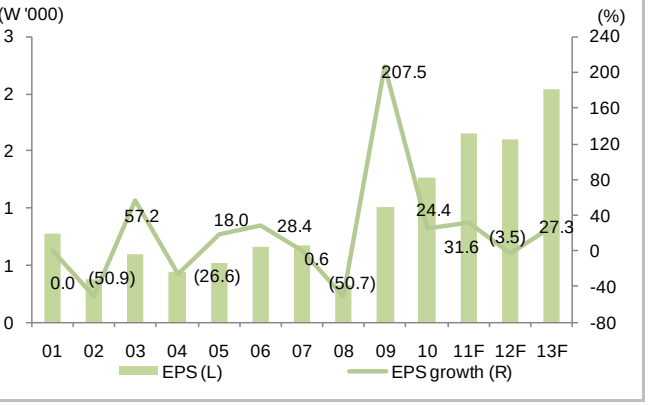
Source: Company data, Leading Research Center

도표 3. 순이익 및 순이익률 추이



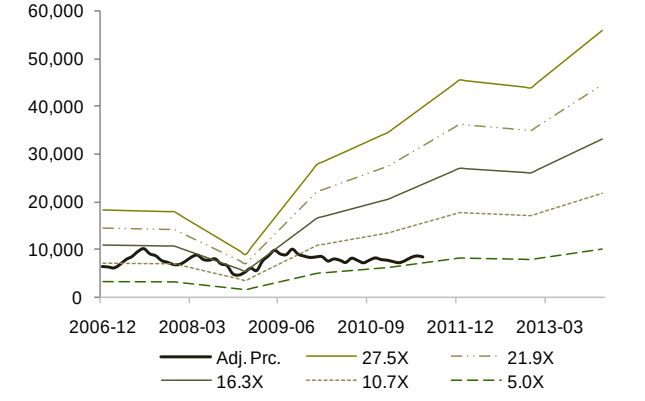
Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. EPS 및 EPS 성장률 추이



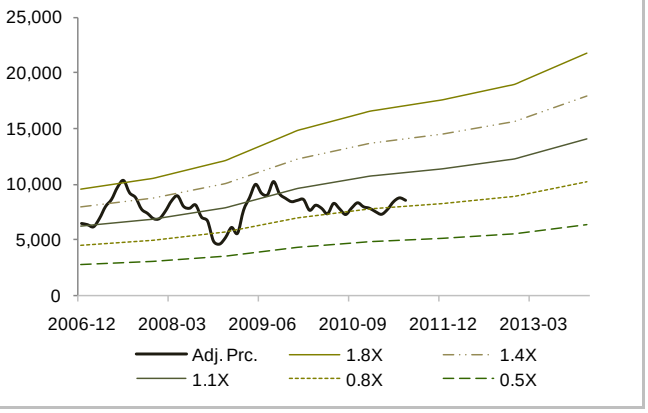
Source: Company data, Leading Research Center

도표 5. PER Band



Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. PBR Band



Source: Company data, Leading Research Center

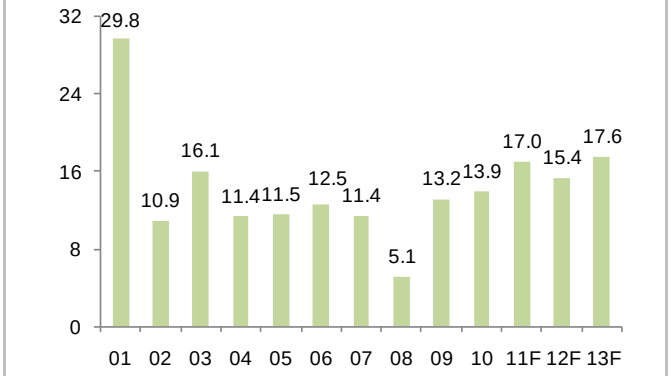
Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

두 자리대의 ROE 유지

높은 ROE 로 탁월한 가치 창출

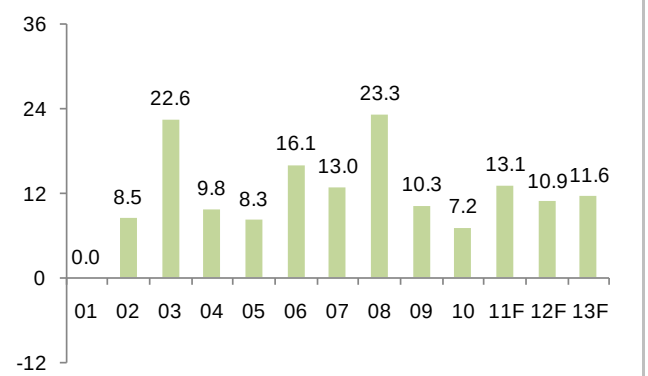
동사는 2001 년 코스닥 시장에 상장된 이후 지속적으로 높은 수준의 ROIC 를 기록하며 탁월한 가치를 창출했다. 또한 ROE 는 글로벌 금융위기가 있던 2008 년을 제외하고 지속적으로 두 자리 대를 유지하고 있다. 2008 년에 5.1%로 하락했던 ROE 는 2009 년에 빠르게 회복하여 13.2%를 기록했으며 이는 성공적인 고객 및 제품의 다변화에 기인한다.

도표 7. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 8. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

사업의 다각화를 통한 가치 창출 지속

성공적인 의료기기 디스플레이 및 디지털 정보 디스플레이 사업 진출

동사는 안정적인 슬롯머신 디스플레이 사업을 바탕으로 의료기기 디스플레이와 디지털 정보 디스플레이 사업에 진출했다. 의료기기 디스플레이의 경우 매출액이 2006 년 기준 9 억원에서 2010 년에는 62 억으로 급증했으며 2013 년에는 159 억원에 달할 것으로 전망된다. 디지털 정보 디스플레이의 매출액 역시 사업 초기였던 2008 년에는 4 억원에 불과했지만 2010 년에는 218 억원을 기록했으며 2013 년에는 329 억원에 이를 것으로 전망된다.

멀티 디스플레이와 전자칠판을 다음 성장 동력으로 확보

코텍의 다음 성장 모멘텀은 멀티 디스플레이와 전자칠판에서 나올 것으로 전망된다. 특히 멀티 디스플레이의 경우 전문적인 산업용 용도이기에 다른 제품보다 이익률이 높다는 장점이 있다. 2011 년 멀티 디스플레이와 전차칠판의 매출액은 전년대비 각각 83.8% 증가한 106 억원과 43 배 증가한 235 억원에 이를 것으로 전망된다.

장기적으로는 항공 우주산업 디스플레이 및 군사용 디스플레이 사업까지 진출하여 전문적인 산업용 디스플레이 제조업체로 거듭날 것으로 전망된다.

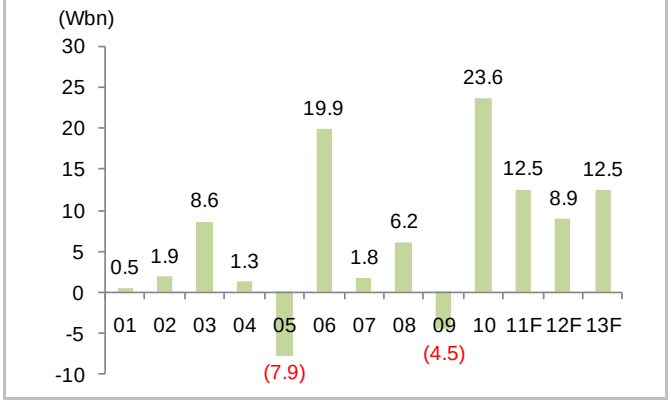
Section 3: 현금창출능력과 배당정책은?

안정적인 현금 흐름 창출

지난 10년간 안정적인 현금 흐름 창출

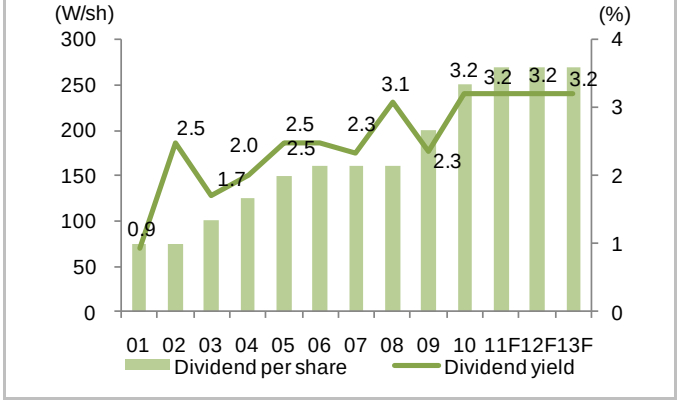
코텍은 일시적인 매출채권이 급증했던 2005 년과 본사 및 공장 이전으로 큰 비용이 발생했던 2009 년을 제외하고는 지난 10 년간 지속적으로 안정적인 현금을 창출하고 있다. 동사의 송도 이전은 사업영역 확대 및 매출 증대를 위한 올바른 수순이었다고 판단된다.

도표 9. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 10. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

2001년 이후 배당수익률이 지속적으로 증가했지만 3.2% 수준에 불과

코텍의 배당수익률이 2001 년부터 지속적으로 증가했지만 2010 년 기준 배당수익률은 3.2% 밖에 되지 않는다. 이처럼 동사의 안정적인 잉여현금흐름 추이에도 불구 배당수익률이 높지 않은 것은 미래 성장을 위한 신규사업 투자에 중점을 두는 동사의 정책에 기인한다. 향후에도 배당수익률은 3% 대에 유지될 것으로 보이고 동사는 매출과 이익의 지속적인 성장에 집중할 것으로 전망된다.

표 1. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Dividend payout (Wbn)	0.6	0.8	1.0	1.1	1.6	1.7	2.0	1.9	2.5	3.2	3.4	3.4	3.4
Dividend payout ratio (%)	8.9	19.7	15.6	25.4	29.1	24.2	25.6	46.4	19.8	19.8	16.3	16.9	13.3
Dividend per share	75	75	100	125	150	160	160	160	200	250	270	270	270
Yield (%)*	0.9	2.5	1.7	2.0	2.5	2.5	2.3	3.1	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2

Note: Dividend yield based on the closing price of the year
Source: Company data, Leading Research Center

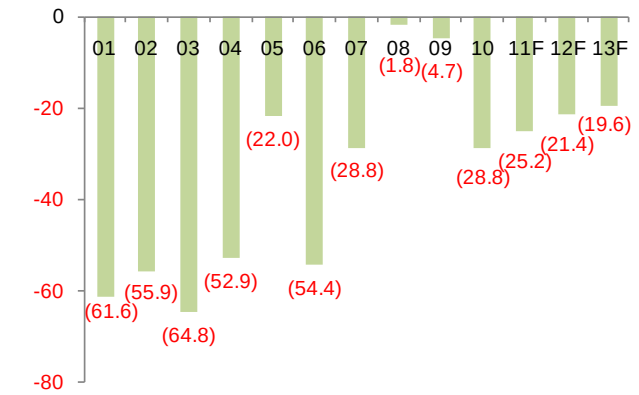
Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

부채와 지급이자 없음

부채와 지급이자 없음

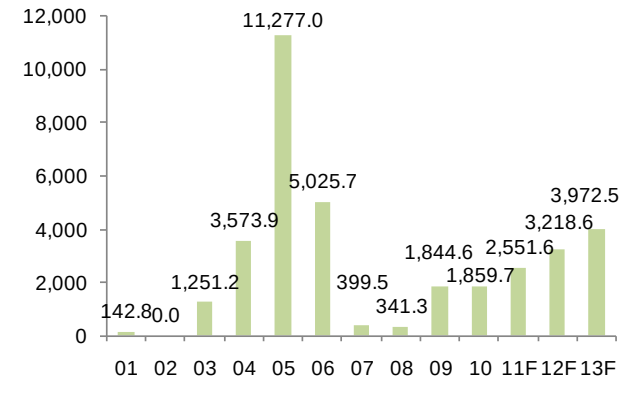
동사는 부채와 지급이자 부담이 전혀 없으며 지속적인 이익증가로 대규모 현금성 자산을 보유한 상태이다.

도표 11. 순부채비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 12. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: CEO 의 경영철학은?

신중한 투자를 통한 안정적이고 지속적인 성장이 최우선

국내 최초 오락실 게임기 모니터 생산업체로 산업용 고부가가치 디스플레이 전문기업이 목표

코텍은 국내 최초 오락실 게임기 모니터 생산업체로 산업용 고부가가치 디스플레이 전문업체를 목표로 두고 있다. 이에 동사의 경영진은 1994 년 오락실 게임 모니터 시장을 뛰어넘어 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장에 진출했다. 기존 기술력을 활용하여 새로운 디스플레이 기술을 개발한 동사는 수년간의 노력으로 글로벌 최대 규모의 슬롯머신 제조업체인 IGT 에 슬롯머신 디스플레이 공급 계약을 체결했다.

신중한 검토를 통한 신규 사업 진출

동사의 경영진은 기업의 성장도 중요하지만 신규 사업 진출 시 신중한 검토를 통한 옥석 가리기에 충실했고 이와 같은 보수적인 투자 철학으로 큰 투자 없이 신규 사업에 진출했고 주요 고객들과의 장기 공급 계약을 체결시켰다.

도표 13. 코텍 경영진의 운영철학

Source: Company data

이한구 대표이사가 코텍 지분 29.6% 보유

코텍의 최대주주는 이한구 대표이사이고 코텍 지분 29.6%를 보유하고 있다. 이한구 대표이사는 1986 년 코텍을 창업한 이래로 지난 25 년간 코텍의 성장을 위해 헌신했다.

배당수익률은 3.2% 수준으로 비교적 낮지만 미래 성장을 위한 신규 사업 투자에 집중하는 정책

동사의 배당수익률은 3.2% 수준으로 비교적 낮아 주주환원 정책이 소홀해 보일 수도 있다. 동사는 높은 배당수익률 보다는 미래 성장을 위한 신규 사업의 지속적인 투자에 집중하는 정책을 가지고 있다.

하지만 동사가 300 억원 이상의 현금을 보유하고 있고 향후 3 년 동안 평균 100 억원 이상의 현금흐름이 발생한다는 것을 감안 시 배당수익률이 여전히 낮고 미래 성장을 위한 현금 보유는 설득력이 부족해 보인다.에

CEO 프로필

이한구 회장

주요경력

1986 ~ 현재	코텍 대표이사
1974 ~ 1985	동우 대표이사

Section 6: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

글로벌 슬롯머신 제조업체와 비교 시 코텍은 상당히 저평가 되어 있음

글로벌 슬롯머신 디스플레이 시장에서 동종업계 기업들을 찾기는 쉽지 않다. 따라서 코텍의 주 고객이기도 한 글로벌 슬롯머신 제조업체들을 밸류에이션 비교 대상으로 정했다. 이는 글로벌 슬롯머신 제조업체들과 동사의 이익 전망에는 높은 상관관계가 있다고 판단되기 때문이다.

슬롯머신 제조업체들이 2011년 예상 P/E 16.4배에 거래되고 있는 반면 동사는 5.1배에 거래되고 있음

글로벌 슬롯머신 제조업체와 비교 시 코텍의 주가는 상당히 저평가 되어있다. 글로벌 슬롯머신 제조업체들이 평균적으로 2011 년 예상 P/E 16.4 배에 거래되고 있지만 코텍은 불과 P/E 5.1 배에 거래되고 있다. 이는 동사가 사업의 다각화로 이익 증가가 지속되고 있음 불구 주가에는 반영이 되지 않았기 때문이다.

물론 코텍의 영업이익률은 글로벌 슬롯머신 제조업체보다 낮은 수준이다. 이는 동사가 완성품 제조업체가 아닌 부품 제조업체이기 때문이다. 그러나 동사의 EV/EBITDA 는 슬롯머신 제조업체 대비 낮은 수준이고 특히 P/B 의 경우 현저하게 낮다.

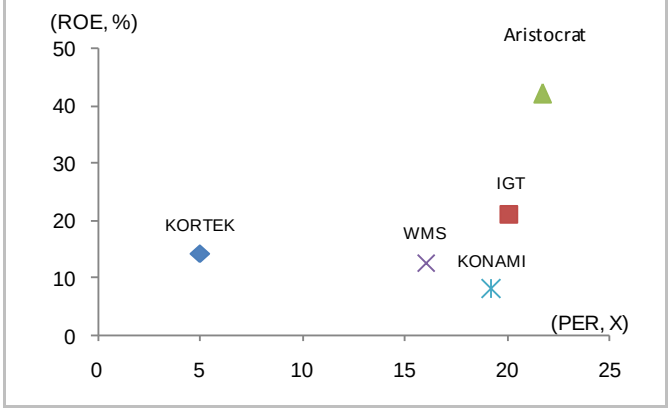
표 2. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
KORTEK	052330 KQ	한국	100.2	115.4	130.6	176.7	232.3	9.7	9.5	10.4	10.6
INTL GAME TECH	IGT US	미국	5,419.2	2,091.6	1,987.2	1,954.2	2,101.2	21.5	25.2	25.8	27.0
ARISTOCRAT LEISU	ALL AU	호주	1,260.7	720.7	626.4	762.8	909.5	-20.6	15.2	14.0	17.2
WMS INDS	WMS US	미국	1,608.8	706.4	765.1	791.6	828.2	19.3	21.9	19.0	21.5
KONAMI (US)	KNM US	일본	3,629.1	2,826.9	3,018.8	3,143.0	3,177.0	8.1	9.4	10.3	11.1

회사	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
KORTEK	8.4	6.2	5.1	5.3	6.1	4.2	3.4	2.9	1.0	0.8	0.8	0.8	13.2	13.9	17.0	15.4
INTL GAME TECH	28.3	16.8	20.1	17.1	11.2	7.7	9.1	8.1	6.0	3.5	3.7	3.4	22.0	22.0	21.2	25.1
ARISTOCRAT LEISU	N/A	20.6	21.8	11.9	N/A	13.4	10.7	7.2	13.9	8.4	5.5	4.4	37.6	37.6	42.3	42.3
WMS INDS	20.5	21.6	16.1	13.9	6.8	8.3	6.2	5.5	2.6	2.8	1.8	1.6	15.0	15.0	12.5	13.8
KONAMI (US)	N/A	N/A	19.2	16.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.9	6.9	8.2	N/A

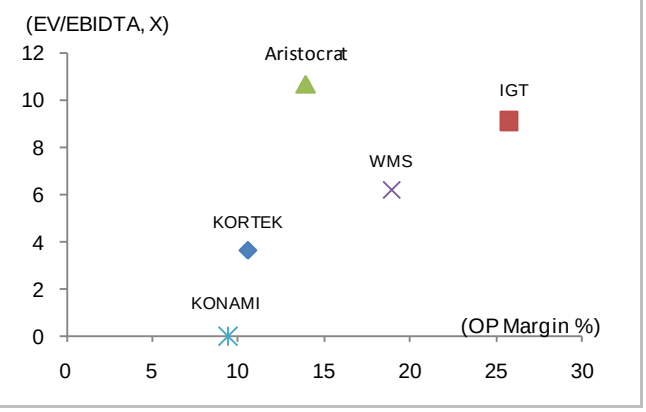
Source: Company data, DataStream forecast, Leading Research Center

도표 14. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Company data, Leading Research Center

도표 15. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Company data, Leading Research Center

Section 7: 시장대비 저평가...과연?

코텍의 밸류에이션은 시장대비 상당히 저평가 되어 있음

동사는 P/E 밸류에이션으로 볼 때 시장대비 50% 정도 디스카운트 되어 거래되고 있으며 지난 5 년간 지속적으로 시장대비 25~45% 디스카운트 되어 거래되어 왔다. 이는 투자가들이 전체적인 카지노 관련 사업을 사행성 사업으로 간주하는 경향이 심했고 단일 사업 및 단일 고객 의존도가 너무 높아 수익의 안정성에 대한 우려가 많았기 때문이다.

사실 글로벌 경제위기가 있기 전인 2007 년에만 해도 동사는 시장대비 15~30% 디스카운트 된 수준에서 거래되었다. 하지만 글로벌 금융위기로 카지노 시장 자체가 무너지면서 동사의 이익을 직접적인 타격을 받으며 디스카운트 정도가 더 심화되었다.

시장대비 50% 디스카운트 되어 거래되는 것은 다소 공평하지 않음

그러나 현재 거래되고 있는 시장대비 50%의 디스카운트는 공평하지 않고 현 주가가 저평가 되어 있다고 판단하는 이유는 다음과 같다:

1. 글로벌 카지노 시장의 회복이 본격화 되고 있다.
2. 글로벌 상위 5 개 슬롯머신 제조업체 중 4 개의 업체를 슬롯머신 디스플레이 주요 고객으로 확보하여 고객 다각화에 성공했다.
3. 의료기기 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이, 멀티 디스플레이, 전자칠판 등의 신규 사업에 성공적으로 진출하여 카지노 매출 비중이 2012 년에는 52.1%까지 낮아질 것으로 전망된다.

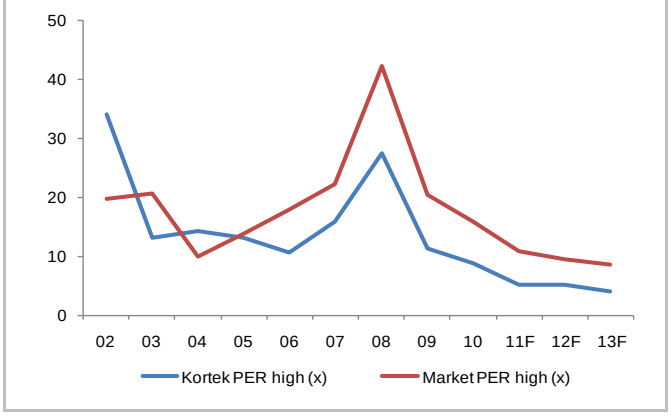
동사의 2011F, 2012F 그리고 2013F 예상 P/E 는 시장대비 과도하게 디스카운트 되어 있다. 따라서 기존 슬롯머신 매출 증대와 신규 사업확장으로 인한 추가적인 성장은 동사의 시장대비 디스카운트 폭을 과거 금융위기 전의 수준으로 좁히기에 충분하다고 판단된다.

표 3. 시장 P/E 에 대한 코텍의 디스카운트 정도

(x, %)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Kortek PER high	14.7	34.1	13.2	14.2	13.2	10.6	15.9	27.5	11.3	8.8	5.1	5.3	4.2
Market PER high	57.6	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	10.8	9.5	8.6
Discount to market	**74.5**	**(71.5)**	**36.4**	**(43.7)**	**5.1**	**40.7**	**28.8**	**35.2**	**44.7**	**44.9**	**52.8**	**44.4**	**51.7**
Kortek PER low	8.9	7.9	4.4	5.7	7.8	7.7	9.2	10.7	5.0	5.5	5.1	5.3	4.2
Market PER low	26.5	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	10.8	9.5	8.6
Discount to market	**66.5**	**20.2**	**57.5**	**(1.1)**	**(7.4)**	**30.2**	**15.3**	**34.0**	**48.4**	**42.6**	**52.8**	**44.4**	**51.7**

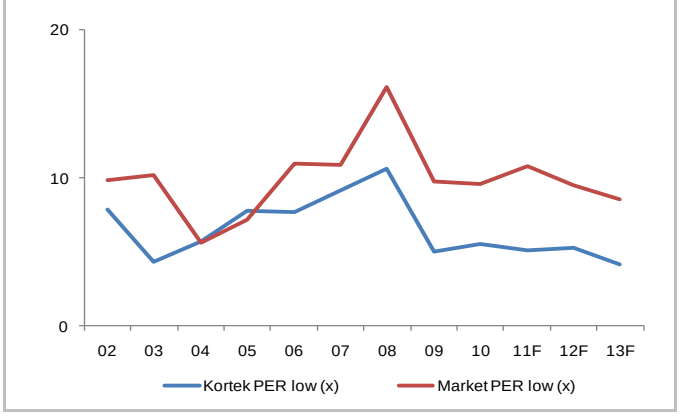
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ*

도표 16. 코텍 PER high vs. 시장 PER high



Source: Company data, Leading Research Center

도표 17. 코텍 PER low vs. 시장 PER low



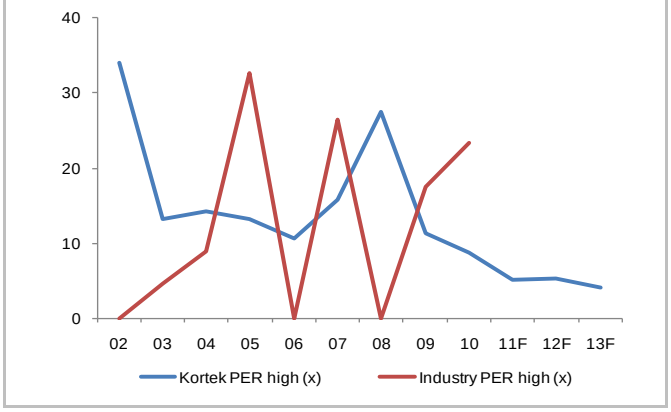
Source: Company data, Leading Research Center

국내 디스플레이 시장과 P/E 를 비교하는 것은 다소 무리가 있음

동사의 P/E 밸류에이션을 디스플레이 시장 P/E 에 비교하는 것은 다소 무리가 있다고 판단된다. 이는 국내 디스플레이 시장은 잦은 적자로 인해 변동성이 심하기 때문이다. 반면 동사는 지난 23 년간 지속적으로 흑자를 유지해 왔다.

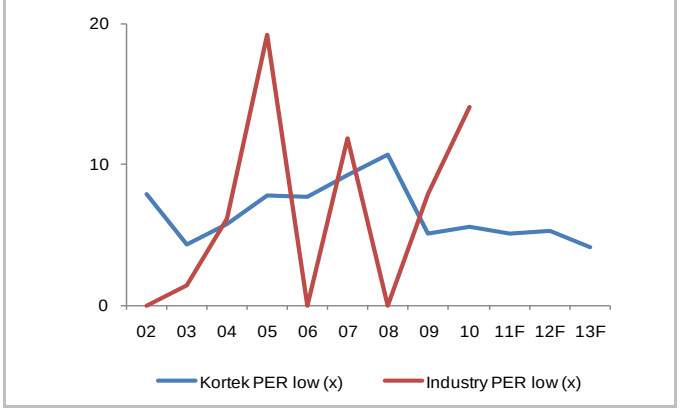
고부가가치 산업 디스플레이 시장은 일반적인 디스플레이 시장과 달리 시장이 급격하게 변하거나 주기적인 사이클이 눈에 띄게 나타나지 않는 특징이 있다. 따라서 코텍을 일반 디스플레이 시장과 비교하는 것은 옳지 않다고 판단된다.

도표 18. 코텍 PER high vs. 산업 PER high



Source: Company data, Leading Research Center

도표 19. 코텍 PER low vs. 산업 PER low



Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도

미화가치 1% 하락 시와 5% 하락 시 각각 2011년 영업이익이 2.5%와 12.3% 감소

코텍은 전체 매출의 95%가 해외에서 발생한다. 따라서 환율 민감도를 체크하는 것은 필수이다. 대부분의 매출이 해외 수출로 발생하지만 원자재의 90%가 미화로 결제되기에 결과적으로 전체 매출의 30% 정도가 환율에 노출되어 있다.

미화가치가 1% 하락 시 동사의 영업이익은 2011 년 기준 2.5% 감소하고 2012 년 기준 2.4% 감소한다. 또한 미화가치가 5% 하락 시 동사의 영업이익은 2011 년 기준 12.3% 감소하고 2012 년 기준 12.1% 감소한다.

표 4. 2011 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,020	1,063	1,074	1,085	1,128
연평균 기준 환율	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
매출액(십억원)	180.7	187.9	189.7	191.5	198.7
영업이익(십억원)	17.3	19.2	19.7	20.2	22.2
순이익(십억원)	18.7	20.6	21.1	21.6	23.5
주당순이익(원)	1,468	1,620	1,658	1,696	1,848
P/E	5.6	5.1	5.0	4.9	4.5
매출액 증가율(%)	(4.8)	(0.9)	0.0	1.0	4.8
영업이익 증가율(%)	(12.3)	(2.5)	0.0	2.5	12.3
순이익 증가율(%)	(11.5)	(2.3)	0.0	2.3	11.5
주당순이익 증가율(%)	(11.5)	(2.3)	0.0	2.3	11.5

Source: Company data, Leading Research Center

표 5. 2012 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	960	1,001	1,011	1,021	1,062
연평균 기준 환율	979	1,020	1,030	1,040	1,082
매출액(십억원)	223.7	232.6	234.8	237.0	246.0
영업이익(십억원)	21.9	24.3	24.9	25.5	27.9
순이익(십억원)	17.4	19.8	20.4	21.0	23.4
주당순이익(원)	1,363	1,552	1,599	1,647	1,836
P/E	6.1	5.3	5.2	5.0	4.5
매출액 증가율(%)	(4.8)	(0.9)	0.0	1.0	4.8
영업이익 증가율(%)	(12.1)	(2.4)	0.0	2.4	12.1
순이익 증가율(%)	(14.8)	(3.0)	0.0	3.0	14.8
주당순이익 증가율(%)	(14.8)	(3.0)	0.0	3.0	14.8

Source: Company data, Leading Research Center

표 6. 2013 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,014	1,056	1,067	1,078	1,120
연평균 기준 환율	1,002	1,044	1,055	1,066	1,108
매출액(십억원)	273.5	284.4	287.1	289.8	300.7
영업이익(십억원)	27.0	30.0	30.7	31.5	34.4
순이익(십억원)	22.2	25.2	25.9	26.7	29.6
주당순이익(원)	1,746	1,978	2,036	2,094	2,325
P/E	4.7	4.2	4.1	3.9	3.5
매출액 증가율(%)	(4.8)	(1.0)	0.0	0.9	4.8
영업이익 증가율(%)	(12.0)	(2.4)	0.0	2.4	12.0
순이익 증가율(%)	(14.2)	(2.8)	0.0	2.8	14.2
주당순이익 증가율(%)	(14.2)	(2.8)	0.0	2.8	14.2

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9: 높은 진입장벽

글로벌 슬롯머신 디스플레이 상위 7개 업체가 시장의 80% 이상을 점유하고 있어 진입장벽 높음

글로벌 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장은 코텍을 포함한 상위 7 개 업체가 글로벌 시장의 80% 이상을 점유하고 있어 신규 업체들이 시장에 진입하기가 쉽지 않다. 카지노 슬롯머신 디스플레이의 진입 장벽은 다음과 같다.

다품종 소량생산이기에 대기업 진입 쉽지 않음

첫째, 다품종 소량생산이기에 대기업의 진입이 쉽지 않다. 따라서 전문화된 중소기업들과 고객들의 다양한 요구사항을 만족 시킬 수 있는 설비를 갖춘 업체만이 진입할 수 있다.

슬롯머신의 핵심부품이기 때문에 슬롯머신의 전체적인 메커니즘과 노하우 필수

둘째, 슬롯머신 디스플레이는 외관상 드러나는 슬롯머신의 핵심 부품으로서 전체적인 슬롯머신의 메커니즘과 노하우가 있지 않는 이상 고객의 다양한 슬롯머신 요구에 대응하기가 쉽지 않다. 따라서 고객의 다양한 요구를 만족시키기 위해서는 숙달된 전문가들과 기술이 필요하다.

한번 벤더로 정하면 쉽게 바꾸지 않는 경향이 있어 신생 업체의 진입이 쉽지 않음

셋째, 슬롯머신에 대한 고객들의 요구사항이 각기 다양하기에 슬롯머신 제조업체들은 한번 부품사를 선정하면 쉽게 교체하지 않는 경향이 있다. 즉 디스플레이의 경우도 2-3 년의 검증 기간이 필요하기에 한번 벤더를 정하면 다른 벤더로 잘 교체를 하지 않는다.

미국에서는 슬롯머신 부품 교체를 위해서는 미국 게임협회의 사전 승인 절차를 거쳐야 함

예를 들어 미국의 경우 새로운 슬롯머신이 개발되거나 부품이 바뀌게 되면 사전에 미국 게임협회의 승인을 받아야 한다. 이는 3 개월 정도의 시간이 소비되고 또한 5 천불에서 7 천불의 비용이 발생된다. 이와 같은 비용 및 시간소비를 감안 시 슬롯머신 업체들은 큰 문제가 있지 않는 이상 부품 공급자 교체를 꺼려한다. 따라서 카지노 슬롯머신 부품업체들은 일반 TV 나 가전 제품 시장보다 경쟁이 덜한 경향이 있다.

Section 10: 영업현황 및 실적전망

산업용 디스플레이 전문 기업

1987년에 설립된 산업용 디스플레이 전문 기업으로 슬롯머신 디스플레이가 주력

코텍은 1986 년에 설립된 산업용 디스플레이 전문 기업으로 대부분의 매출이 슬롯머신 디스플레이에서 발생했다. 동사는 지난 23 년간 흑자를 기록해왔고 현재 글로벌 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장의 50%를 점유하고 있다. 동사는 글로벌 최대 슬롯머신 제조업체인 International Game Technologies (IGT)의 슬롯머신 디스플레이 주 공급자이다.

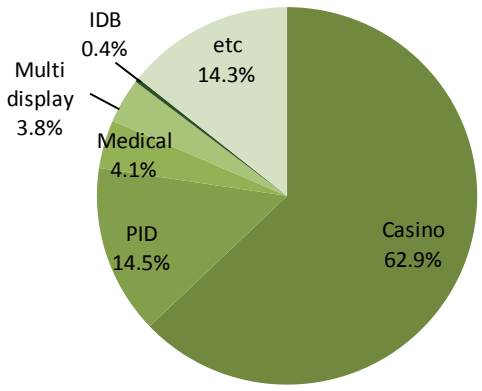
의료기기 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이, 전자칠판, 멀티 디스플레이 등으로 사업 영역 확대

동사는 지난 3 년간 사업 다각화를 추진해왔고 큰 투자 없이 기존 기술력을 바탕으로 의료기기용 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이, 멀티 디스플레이 그리고 전자칠판 등의 신규 사업에 성공적으로 진출했다. 동사는 의료용 디스플레이는 GE 와 지멘스를 디지털 정보 디스플레이는 NEC 를 멀티 디스플레이는 BARCO 를 그리고 전자칠판은 SMART 를 주 고객으로 이미 확보하여 매출을 발생시키고 있다.

2010년 기준 슬롯머신 매출 비중 62.9%, 디지털 정보 디스플레이 14.5%, 의료기기 디스플레이 4.1%

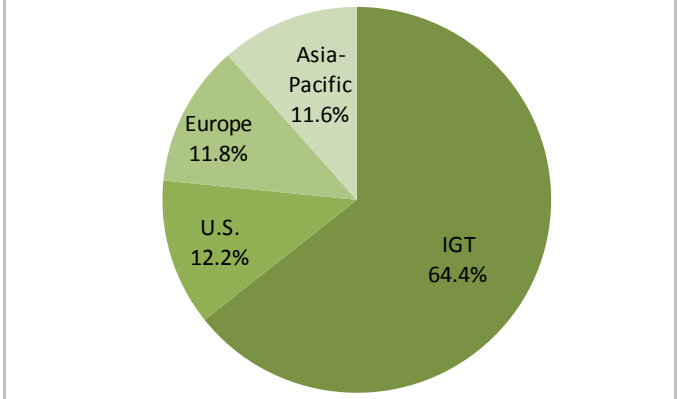
2010 년 기준 슬롯머신 디스플레이의 매출 비중은 62.9%이고 디지털 정보 디스플레이의 매출 비중은 14.5%, 의료기기 디스플레이의 매출 비중은 4.1%이다. (도표 20). 특히 슬롯머신 디스플레이의 경우 매출의 64.4%가 IGT 에서 발생했다. 이에 동사는 단일 고객 의존도를 낮추기 위해 고객 다각화를 단행하여 현재는 글로벌 상위 5 개 슬롯머신 제조업체중 4 개의 업체에 슬롯머신 디스플레이를 납품하고 있다.

도표 20. 매출 구성 (2010)



Source: Company data

도표 21. 고객별 슬롯머신 디스플레이 매출 구성 (2010)



Source: Company data

2011년 매출액과 영업이익 각각 전년대비 25.7%와 37.2% 증가 전망

2011 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 25.7% 증가한 1,897 억원과 37.2% 증가한 197 억원에 이를 것으로 전망된다. 최근 라스베가스 카지노 방문객수 회복으로 카지노 시장 환경이 점차 개선되고 있어 슬롯머신 디스플레이에 대한 수요도 상승할 것으로 전망된다 (페이지 15). 이에 따라 글로벌 상위 슬롯머신 제조업체들에게 디스플레이를 공급하는 동사가 최대 수혜를 볼 것으로 전망된다.

또한 전자칠판과 멀티 디스플레이의 매출액이 2011 년에 큰 폭의 상승을 보일 것으로 전망된다. 이는 동사가 각각의 사업 부문에서 최상위 업체들을 고객으로 확보했고 하반기에 신모델 출시가 예정되어 있기 때문이다. 2011 년 전자칠판과 멀티 디스플레이 매출액은 각각 235 억원과 106 억원을 기록할 것으로 전망된다.

고부가가치 산업 전문 디스플레이 업체로 발돋움

장기적으로는 우주항공 디스플레이와 군사용 디스플레이 사업까지 진출하여 고부가가치 산업 전문 디스플레이 생산 업체로 거듭 날 것으로 전망된다

목표주가 13,600 원으로 커버리지 개시

목표주가 13,600원 – 2011년 글로벌 슬롯머신 제조업체 예상 평균 P/E 16.4배에 50% 디스카운트 적용

코텍을 BUY 추천과 목표주가 13,600 원으로 커버리지 개시한다. 목표주가 13,600 원은 글로벌 슬롯머신 제조업체의 2011 년 예상 평균 P/E 16.4 배에 50% 디스카운트를 적용하여 산출했다. 이는 동사가 완성품업체가 아닌 부품업체이기 때문이다. 일반적으로 부품업체가 완성업체 대비 40~50%의 디스카운트를 받는 경향이 있다.

동사는 멀티 디스플레이와 전자칠판을 다음 성장 동력으로 확보한 상태이다. 따라서 동사의 2011 년 P/E 8.2 배 적용은 안정적인 슬롯머신 디스플레이 매출을 바탕으로 성공적인 신규 사업 진출 감안 시 적정하다고 판단된다.

동사의 실적과 글로벌 슬롯머신 제조업체의 실적 사이 높은 상관관계 존재

동사의 P/E 밸류에이션을 글로벌 슬롯머신 제조업체들과 비교하는 이유는 동사의 전체 제품 매출 중 60%가 슬롯머신 디스플레이이고 동사가 글로벌 상위 5 개 슬롯머신 제조업체중 4 개 업체를 주요 고객으로 확보하고 있기 때문이다. 글로벌 슬롯머신 제조업체들의 실적과 동사의 실적에는 높은 상관 관계가 있다고 판단된다.

다음은 코텍의 투자 포인트이다:

글로벌 카지노 시장의 경기 회복으로 동사의 슬롯머신 디스플레이 주문 물량 증가

1) **글로벌 카지노 시장의 회복**: 라스베가스 카지노 방문객수가 지속적으로 회복하고 있으며 지난 4 월에는 전년동기대비 4.8% 상승하며 금융위기 이래로 가장 높은 수치 기록했다. 이는 최악의 국면은 지나갔다는 것을 시사하고 있으며 2011 년 전체 방문객수는 지속적으로 증가할 것으로 전망된다. 라스베가스 관광청은 주요 카지노 업체들의 이익이 3 년 만에 흑자전환 할 것으로 전망하고 있다.

슬롯머신 디스플레이 고객의 다변화: 글로벌 상위 5개 제조업체중 4개의 업체를 주 고객으로 확보

2) **슬롯머신 디스플레이 고객의 다변화**: 동사는 글로벌 최대 슬롯머신 제조업체인 IGT 에 매출이 편중되어 있었다(2008 년 기준 IGT 매출 비중 63.7%). 그러나 IGT 에 장기간 납품해온 기록을 바탕으로 신규 고객을 확대하여 현재는 글로벌상위 5 개 업체 중 4 개 업체를 주요 고객으로 확보했다. 따라서 2010 년 64.4%였던 슬롯머신 디스플레이 내의 IGT 의 매출 비중은 2013 년에는 58.4%로 낮아 질것으로 전망된다.

의료기기 및 디지털 정도 디스플레이 등 기존 기술력을 바탕으로 신규 사업 진출

3) **의료기기 및 디지털 정보 디스플레이 등으로 사업의 다각화**: 2008 년 기준 동사의 전체 매출 중 79.2%가 슬롯머신 디스플레이에서 발생했다. 따라서 동사는 카지노 업황에 따라 실적이 좌우되는 것을 방지하기 위해 사업의 다각화가 절실했다. 이에 동사는 큰 투자 없이 기존 기술력을 바탕으로 의료기기용 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이 등에 성공적으로 진출하여 산업용 전문 디스플레이 업체로 발돋움 했다.

멀티 디스플레이와 전자칠판을 신규 성장 동력으로 확보

4) **멀티 디스플레이와 전자칠판을 통한 성장 동력 확보**: 동사는 성공적으로 멀티 디스플레이와 전자칠판 사업에 진출하여 글로벌 상위 업체들을 주 고객으로 확보했다. 올해 하반기부터 멀티 디스플레이와 전자칠판의 매출이 신 제품 출시와 함께 큰 폭의 성장을 보일 것으로 전망된다. 멀티 디스플레이의 경우 매출이 전년대비 83.8% 증가하고 전자칠판은 전년대비 43 배 증가한 235 억원의 매출을 기록할 것으로 전망된다.

글로벌 카지노 시장의 회복

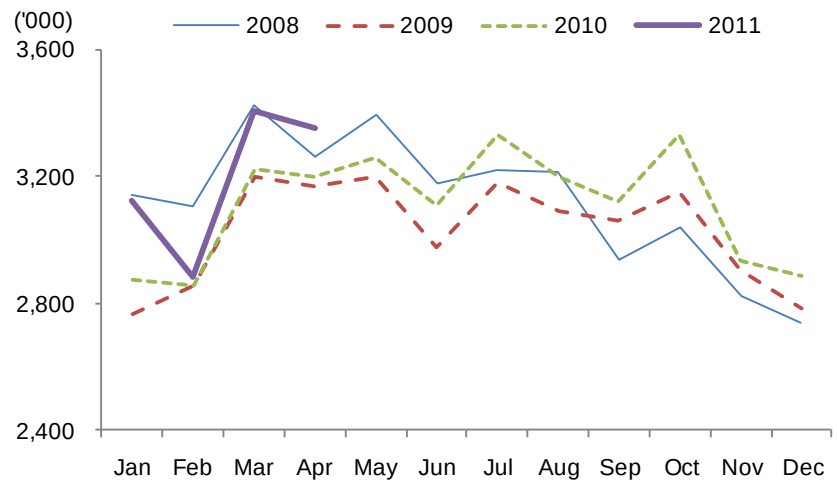
글로벌 카지노 시장 2년간의 불황을 이겨내고 금융위기 전 수준으로 회복 중

글로벌 카지노 시장은 2009~2010 년, 2 년간의 불황을 이겨내고 회복 추세에 있다. 최근 라스베가스 카지노 방문객수가 지속적으로 증가하고 있으며 지난 4 월에는 방문객수가 2008 년 금융위기 이후 최대치를 기록했다. 이는 카지노 업황이 글로벌 경기회복으로 개선 중에 있음을 시사한다. 라스베가스 관광청은 카지노 방문객수가 지속적으로 증가해 주요 카지노 업체들이 3 년 만에 흑자 전환할 것으로 전망하고 있다.

지난 4월 라스베가스 호텔 객실이용률 87.7%까지 상승하며 전년동기대비 3.7%p 증가

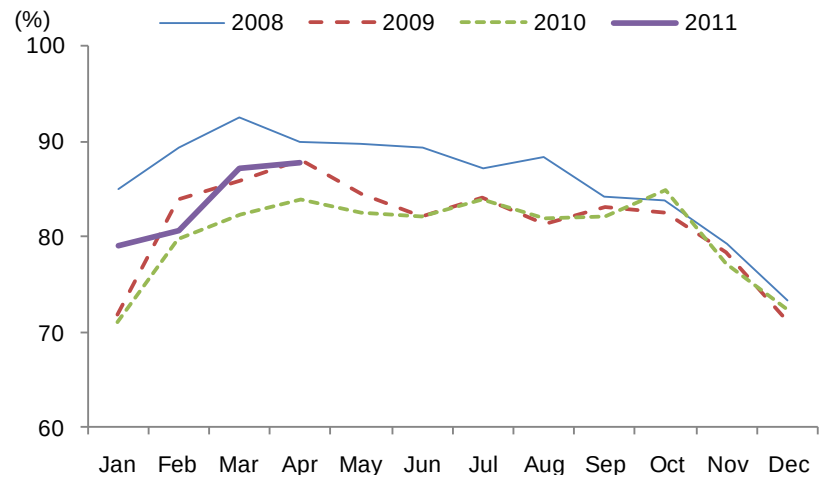
라스베가스에 있는 호텔 객실이용률도 증가 추세에 있다. 2011 년 4 월 기준 라스베가스 호텔 객실이용률은 87.7%를 기록했으며 이는 전년동기대비 3.7%p 증가한 수치이다. 호텔 객실이용률이 여전히 금융위기 전 수준으로 회복을 하지는 못했지만 카지노 업황의 회복으로 이전 수준으로 점차적으로 회복할 것으로 전망된다.

도표 22. 라스베가스 카지노 방문객수 추이



Source: Las Vegas convention & Visitors Authority

도표 23. 라스베가스 호텔 객실이용률 추이



Source: Las Vegas convention & Visitors Authority

고객 다변화를 통한 슬롯머신 디스플레이 매출 증가

2010년 기준 64.4%였던 IGT 비중 2013년까지 58.4%로 하락 전망

동사는 글로벌 상위 5 개의 카지노 슬롯머신 제조업체 중 4 개 업체인 IGT, Aristocrat, WMS 그리고 Konami 를 주요 고객으로 확보해 단일 고객에 대한 높은 의존도라는 리스크 요인을 극복했다(2008 년 기준 전체 슬롯머신 디스플레이 매출 중 63.7%가 IGT 에서 발생). 비록 IGT 가 글로벌 최대 슬롯머신 제조업체이지만 단일 고객에 대한 높은 의존도는 매출이 급격하게 변동할 수 있다는 단점이 있다. 따라서 2010 년 기준 슬롯머신 디스플레이 매출의 64.4%를 차지했던 IGT 비중이 2013 년에는 58.4%로 하락할 것으로 전망된다.

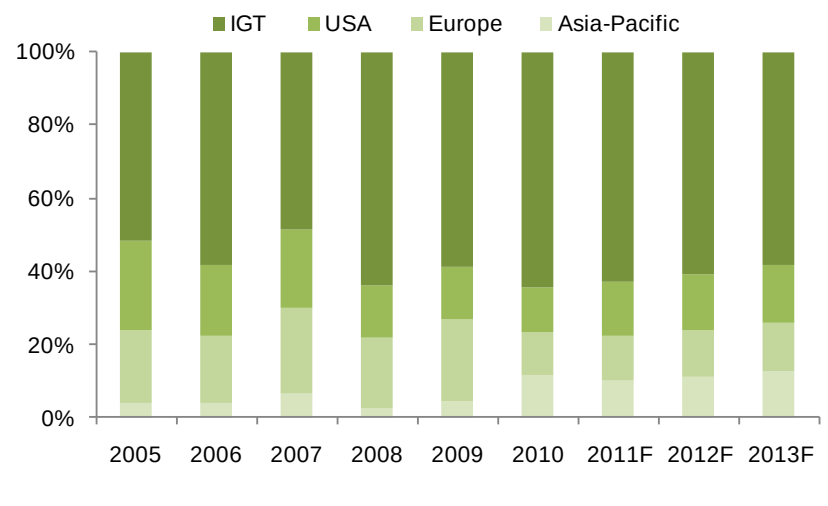
도표 24. 슬롯머신 디스플레이 매출액 전망

Source: Company data, Leading Research Center

고객다변화뿐만 아니라 신모델 개발을 통한 지속적인 성장

동사는 Multi Layer Display (MLD)라는 신모델을 IGT 에 독점으로 공급한다. MLD 는 3D 안경을 착용하지 않고도 3D 슬롯머신을 즐길 수 있는 디스플레이로 이익률이 기존 모델 대비 월등하다. MLD 가 IGT 에만 공급가능하기에 동사는 기존 아날로그 게임 디스플레이와 비디오 게임 디스플레이를 결합한 Kortek TransMissive TransParent (KTMP)를 개발했다. KTMP 는 IGT 를 견제하는 Aristocrat, WMS 그리고 ADP 와 같은 타 슬롯머신 업체들이 도입을 할 가능성이 매우 높다.

도표 25. 슬롯머신 디스플레이 매출액의 고객별 비중 전망



Source: Company data, Leading Research Center

제품 다변화를 통한 신규 사업 확대

의료기기 디스플레이와 디지털 정보 디스플레이, 멀티 디스플레이 그리고 전자칠판 등으로 사업 확대

동사는 안정적인 슬롯머신 디스플레이 사업을 기반으로 의료기기 디스플레이, 디지털 정보 디스플레이, 멀티 디스플레이 그리고 전자칠판 등으로 사업영역을 확대했다. 이는 신규 사업이 타 경쟁업체처럼 큰 투자가 필요 없이 기존 기술력을 바탕으로 진출 가능하기 때문이다.

글로벌 선두 업체를 주요 고객으로 확보

동사는 2008 년부터 NEC 를 디지털 정보 디스플레이 주요 고객으로 확보했으며 2010 년부터 의미 있는 실적을 발생시키기 시작했다. NEC 는 세계에서 두 번째로 큰 디지털 정보 디스플레이 업체이다. 동사는 또한 지멘스와 GE 를 의료기기 디스플레이의 주요 고객으로 확보했다.

코텍의 다음 성장 모멘텀은 전자칠판과 멀티 디스플레이

코텍의 다음 성장 모멘텀은 전자칠판과 멀티 디스플레이에서 발생할 것으로 전망된다. 동사는 글로벌 최대 전자칠판 제조업체인 SMART 를 전자칠판 디스플레이 주요 고객으로 확보했으며 글로벌 최대 산업용 전문 디스플레이 제조업체인 BARCO 를 멀티 디스플레이 주요 고객으로 확보했다. 전자칠판과 멀티 디스플레이는 2011 년 하반기부터 신제품 출시로 인해 본격적인 성장세를 보여줄 것으로 전망된다.

표 7. 매출액 구성 전망

(wbn)	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
슬롯머신 디스플레이	109.7	101.2	94.9	109.8	122.4	136.2
디지털 정보 디스플레이	0.4	2.8	21.8	22.9	26.3	32.9
의료기기용 디스플레이	3.5	4.6	6.2	9.8	12.3	15.9
전자칠판	-	-	0.5	23.5	44.6	64.7
멀티 디스플레이	-	2.1	5.8	10.6	19.1	27.7
기타	25.0	35.7	21.7	13.1	10.1	9.6

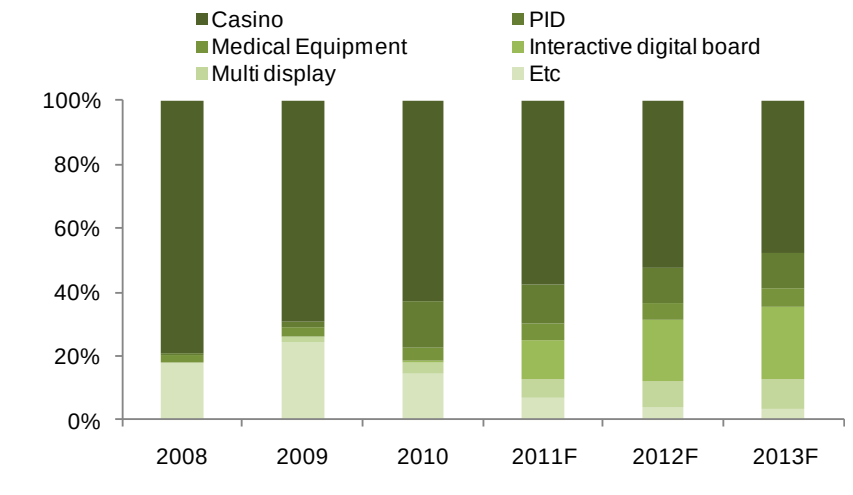
Source: Company data, Leading Research Center

표 8. 사업부별 매출액 비중 전망

(%)	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
슬롯머신 디스플레이	79.1	69.1	62.9	57.9	52.1	47.4
디지털 정보 디스플레이	0.3	1.9	14.4	12.0	11.2	11.4
의료기기용 디스플레이	2.5	3.1	4.1	5.2	5.2	5.5
전자칠판	0.0	0.0	0.3	12.4	19.0	22.5
멀티 디스플레이	0.0	1.5	3.8	5.6	8.1	9.7
기타	18.0	24.4	14.4	6.9	4.3	3.4

Source: Company data, Leading Research Center

도표 26. 사업부별 매출 비중 전망



Source: Company data, Leading Research Center

1) 의료기기 디스플레이

2011년 의료기기 디스플레이 매출액 전년대비 57.6% 증가한 98억원 전망

2011 년 의료기기 디스플레이 매출액은 전년대비 57.6% 증가한 98 억원을 기록할 것으로 전망되고 2012 년에는 25.0% 증가한 123 억원에 이를 것으로 전망된다.

2010년에 성공적으로 글로벌 GE 와 지멘스의 디스플레이 벤더로 등록

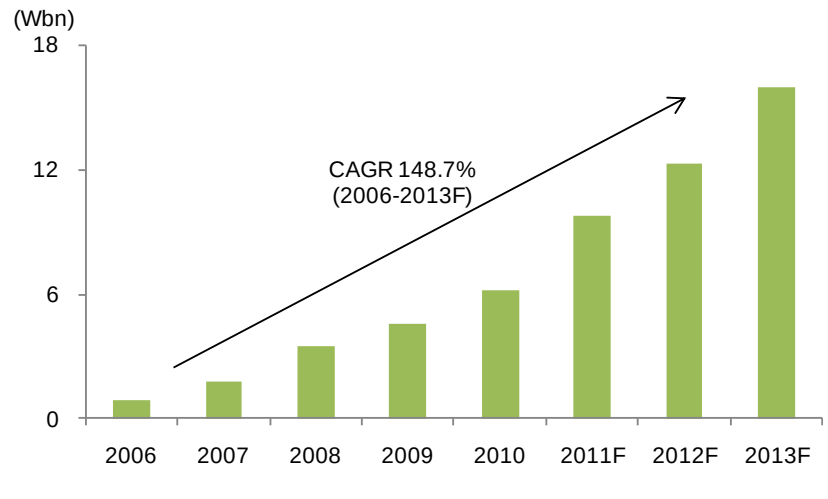
코텍은 2010 년에 성공적으로 GE 와 지멘스의 글로벌 벤더가 되었다. 의료기기 장비 시장은 높은 수준의 기술력과 신뢰도가 요구되기에 진입장벽이 높기에 글로벌 의료기기 선두업체인 GE 와 지멘스의 벤더로 발탁 되었다는 것은 동사의 기술력과 신뢰도가 증명되었다는 것을 시사한다.

의료기기 장비에 대한 수요는 아시아 신흥국가를 중심으로 연간 7~20%의 성장세를 보이고 있다. 또한 기존 CRT 디스플레이에서 LCD 로 교체가 이루어지면서 동사의 의료기기 디스플레이 수요도 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

도표 27. 의료장비 디스플레이

Source: Company data

도표 28. 의료기기 디스플레이 매출액 전망



Source: Company data, Leading Research Center

2) 디지털 정보 디스플레이 및 멀티 디스플레이

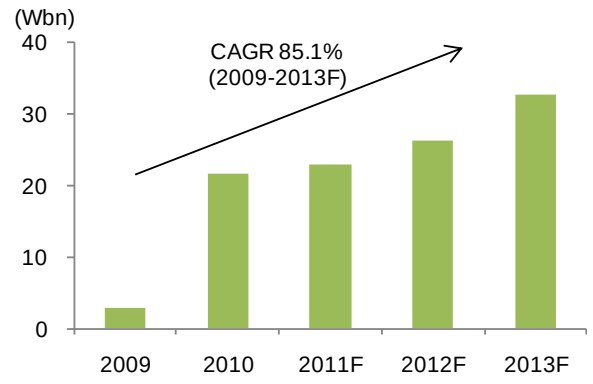
2011년 디지털 정보 디스플레이 매출액 229억원 전망

디지털 정보 디스플레이의 주 고객은 글로벌 No.2 인 NEC 로 2008 년 4 억원에 불과했던 매출액이 2011 년에는 229 억원으로 증가할 것으로 전망된다. 디지털 정보 디스플레이는 고부가가치 대형 디스플레이로 보통 공항, 호텔 등의 공공장소에서 사용된다. 동사는 국내 패널 업체들의 경쟁력을 바탕으로 원재료 수급이 원활하고 가격 또한 경쟁력이 있어 해외 경쟁 업체대비 경쟁력이 있다.

2011년 멀티 디스플레이 매출액 전년대비 83.1% 증가한 106억원 전망

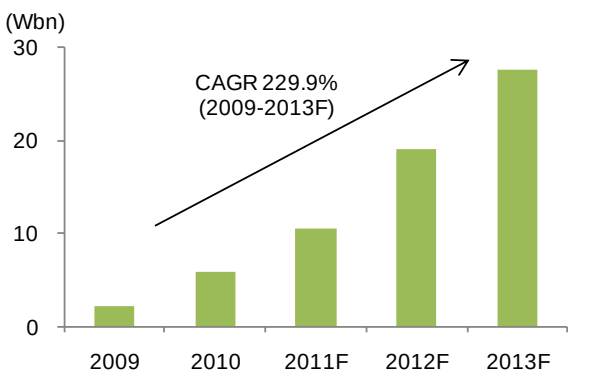
동사는 글로벌 No.1 산업용 디스플레이 제조업체인 BARCO 를 멀티 디스플레이 주요 고객으로 확보했다. 2011 년 멀티 디스플레이 매출액은 전년대비 83.8% 증가한 106 억원에 이를 것으로 전망되고 2012 년에는 80.0% 증가한 191 억원에 이를 것으로 전망된다. 디지털 정보 디스플레이의 활용도가 교육 및 보안 등으로 확대되고 있어 안정적인 성장을 지속할 것으로 전망된다.

도표 29. 디지털 정보 디스플레이 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 30. 멀티 디스플레이 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

3) 전자칠판

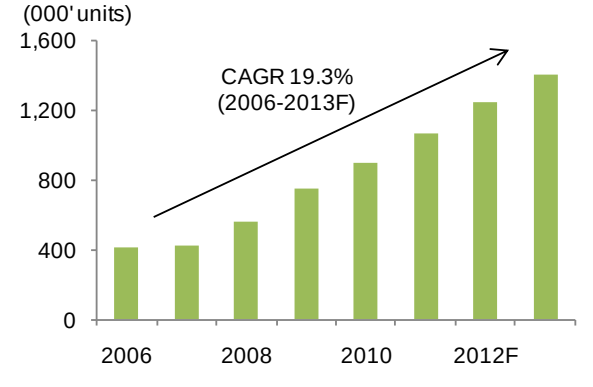
전자칠판 매출 2010년 5억원에서 2011년 235억원으로 급증 전망

2011 년에는 전자칠판 사업부분이 가장 큰 성장폭을 보일 것으로 전망된다. 2010 년 기준 전자칠판 매출액은 5 억원에 불과했지만 2011 년에는 235 억원으로 급증할 것으로 전망된다. 동사의 주요 고객인 SMART 는 글로벌 No.1 전자칠판 제조업체로 2010 년 기준 글로벌 점유율 47%를 확보하고 있다.

글로벌 전자칠판 판매대수 2013년에는 140만대 이상 전망

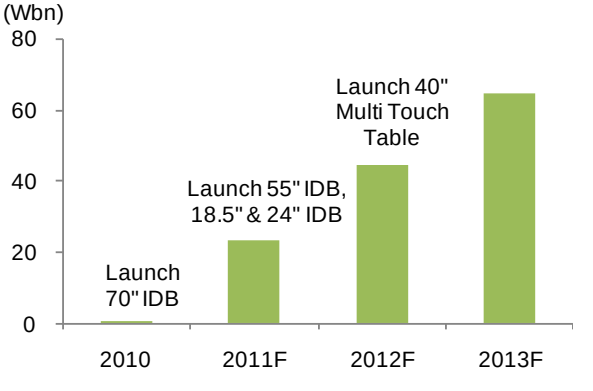
전 세계적으로 100 만대 이상의 전자칠판이 2011 년에 판매될 것으로 전망되고 2013 년에는 140 만대 이상이 판매 될 것으로 전망된다. 이는 교육 기관 및 기업체들이 전자칠판을 지속적으로 도입하고 있기 때문이다.

도표 31. 글로벌 전자칠판 시장 추이



Source: Futuresource Consulting

도표 32. 전자칠판 매출액 추이



Source: Company data, Leading Research Center

2011~2012 년에도 지속적인 성장 전망

2011년 매출액 및 영업이익 전년대비 각각 25.7% 증가한 1897억원과 37.2% 증가한 1987억 전망

2011 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 25.7% 증가한 1,897 억원과 37.2% 증가한 197 억원에 이를 것으로 전망된다. 이는 1) 글로벌 카지노 시장의 회복, 2) 카지노 고객의 다변화, 3) 의료기기 디스플레이, 전자칠판 디스플레이 그리고 멀티 디스플레이의 매출 증대에 기인한다. 또한 영업이익률도 고수익 제품 비중 확대로 인해 2010 년 9.5%에서 2011 년에는 10.4%로 상승할 것으로 전망된다.

2012년 매출액 및 영업이익 전년대비 각각 23.8% 증가한 2348억원과 26.1% 증가한 249억원 전망

2012 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 23.8% 증가한 2,348 억원과 26.1% 증가한 249 억원에 이를 것으로 전망된다. 라스베가스 카지노 방문객수 추이에서 볼 수 있듯이 최근 글로벌 카지노 시장은 회복중에 있다. 또한 카지노 슬롯머신 디스플레이 고객들의 수주량도 신모델 수주와 경기 침체로 지연되었던 모델 교체와 업그레이드로 증가하고 있는 추세이다. 2012 년에는 전자칠판과 멀티 디스플레이와 같은 신규사업의 이익 기여가 본격적으로 시작할 것으로 전망되기에 동사의 투자 매력도는 높다고 판단된다.

표 9. 분기별 실적 전망

(Wbn, %)	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F
매출	39.4	42.5	49.7	58.1	47.1	51.7	62.2	73.8
영업이익	4.5	4.6	5.1	5.6	4.9	5.4	6.6	8.0
세전이익	4.7	6.1	4.9	5.7	4.9	5.4	7.0	8.5
순이익	4.3	6.0	4.8	5.9	3.9	4.3	5.5	6.7
영업이익률	11.4	10.8	10.2	9.6	10.4	10.5	10.6	10.8
세전이익률	11.8	14.3	9.9	9.8	10.4	10.5	11.2	11.5
순이익률	11.0	14.2	9.8	10.1	8.2	8.3	8.9	9.1

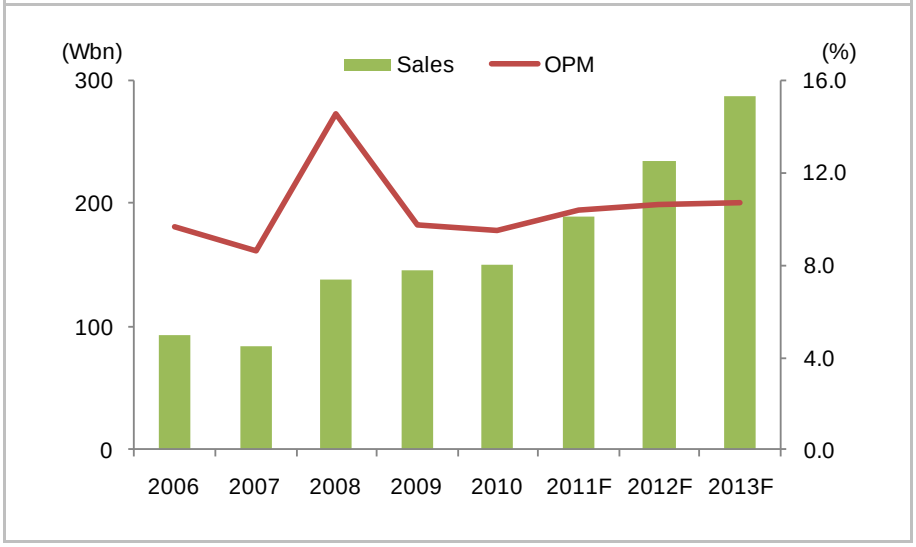
Source: Company data, Leading Research Center

표 10. 연간 실적 전망

(Wbn, %)	Earnings Forecast				Growth (%)		
	2010	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F
매출	151.0	189.7	234.8	287.1	25.7	23.8	22.3
영업이익	14.4	19.7	24.9	30.7	37.2	26.1	23.4
세전이익	16.6	21.3	25.8	32.8	28.2	20.9	27.3
순이익	16.0	21.1	20.4	25.9	31.6	-3.5	27.3
영업이익률	9.5	10.4	10.6	10.7	0.9	0.2	0.1
세전이익률	11.0	11.2	11.0	11.4	0.2	-0.3	0.4
순이익률	10.6	11.1	8.7	9.0	0.5	-2.5	0.4

Source: Company data, Leading Research Center

도표 33. 매출액 및 영업이익률 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Summary of financials

Income statement

(Wbn)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Revenue	**48.5**	**50.7**	**63.1**	**67.2**	**80.6**	**93.4**	**84.8**	**138.6**	**146.4**	**151.0**	**189.7**	**234.8**	**287.1**
% chg yoy	0.7	4.4	24.6	6.4	20.0	15.9	(9.2)	63.4	5.6	3.1	25.7	23.8	22.3
COGS	35.6	40.0	47.8	53.6	62.6	72.2	65.3	101.6	114.0	117.0	146.5	181.0	221.1
Gross profit	**12.9**	**10.7**	**15.3**	**13.6**	**18.0**	**21.2**	**19.5**	**37.0**	**32.4**	**34.0**	**43.3**	**53.8**	**66.0**
GP margin (%)	26.6	21.1	24.3	20.3	22.3	22.7	23.0	26.7	22.1	22.5	22.8	22.9	23.0
SG&A	**4.3**	**6.2**	**8.1**	**7.9**	**10.9**	**12.2**	**12.2**	**16.8**	**18.1**	**19.6**	**23.5**	**28.9**	**35.3**
Operating income	**8.6**	**4.5**	**7.2**	**5.7**	**7.1**	**9.0**	**7.3**	**20.2**	**14.3**	**14.4**	**19.7**	**24.9**	**30.7**
OP margin (%)	17.7	8.8	11.4	8.6	8.8	9.7	8.6	14.5	9.7	9.5	10.4	10.6	10.7
Non-operating income	1.4	1.9	2.3	2.3	2.5	3.4	5.2	9.2	7.6	7.3	7.1	6.7	7.8
Interest income	0.6	0.8	0.7	0.5	0.7	1.3	1.1	0.6	0.2	0.9	0.8	0.9	1.0
Net FX translation gains	0.1	(0.3)	0.0	(0.8)	(0.0)	(0.6)	0.0	0.9	(0.3)	(0.5)	(1.5)	(1.3)	(1.2)
Non-operating expenses	0.6	1.5	1.4	2.0	2.4	2.9	2.3	24.2	8.8	5.0	5.5	5.8	5.7
Interest expenses	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit before tax	**9.5**	**4.9**	**8.1**	**6.1**	**7.3**	**9.4**	**10.2**	**5.2**	**13.0**	**16.6**	**21.3**	**25.8**	**32.8**
Tax	2.4	1.0	2.0	1.6	1.9	2.5	2.5	1.1	0.2	0.6	0.2	5.4	6.9
Tax rate (%)	25.4	19.9	24.2	25.6	26.0	26.1	24.5	20.3	1.4	3.5	1.0	21.0	21.0
Net income	**7.1**	**3.9**	**6.1**	**4.5**	**5.4**	**7.0**	**7.7**	**4.1**	**12.9**	**16.0**	**21.1**	**20.4**	**25.9**

Balance sheet

(Wbn)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Cash & deposit	13.7	14.4	21.4	9.8	5.0	23.0	21.8	1.5	7.8	4.1	4.1	4.5	6.0
Marketable securities	0.1	0.1	0.0	0.4	0.0	7.2	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
A/R	5.5	6.0	4.0	3.4	24.4	9.8	15.0	20.2	26.1	19.2	24.7	32.9	43.1
Other quick assets	0.9	1.2	0.6	1.9	1.7	1.2	0.6	1.2	4.3	3.2	4.0	4.0	5.0
Total quick assets	27.2	28.2	29.6	26.9	37.6	43.5	37.3	23.8	41.7	57.4	60.8	66.4	79.1
Inventory	4.3	6.5	8.0	12.6	9.8	12.4	7.6	14.6	16.0	26.1	28.5	32.9	37.3
Total current assets	**31.5**	**34.8**	**37.6**	**39.5**	**47.5**	**55.9**	**44.9**	**38.4**	**57.7**	**83.4**	**89.2**	**99.2**	**116.4**
Investments	0.3	0.0	0.4	0.4	8.6	4.1	23.1	20.0	23.4	8.4	7.0	8.0	9.0
Tangible assets	7.2	7.3	7.6	7.3	7.1	6.7	14.8	48.2	46.4	45.4	45.4	46.0	49.0
Others	0.4	0.8	1.4	1.8	2.7	2.4	4.0	4.5	4.1	4.5	7.8	8.1	9.1
Total non-current assets	**7.9**	**8.1**	**9.4**	**9.5**	**18.4**	**13.2**	**41.9**	**72.6**	**73.8**	**58.3**	**60.2**	**62.1**	**67.1**
Total assets	**39.4**	**42.9**	**47.0**	**49.0**	**65.9**	**69.1**	**86.8**	**111.1**	**131.6**	**141.7**	**149.4**	**161.3**	**183.5**
Trade Payables	1.9	2.1	3.7	3.4	5.8	3.3	5.3	8.5	2.0	10.7	11.7	13.6	15.5
Short-term borrowings	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Current portion of LT debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	2.4	1.5	2.3	1.6	4.5	4.4	4.3	6.4	8.3	4.6	5.0	5.5	6.0
Total current liabilities	**4.3**	**3.6**	**6.0**	**4.9**	**10.3**	**8.1**	**9.5**	**15.8**	**16.4**	**15.3**	**16.7**	**19.1**	**21.5**
Bonds	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Long-term debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Allow for retirement reserve	0.0	0.1	0.0	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Others	1.4	1.6	2.3	3.1	2.5	1.3	0.9	8.3	4.0	3.4	3.5	3.0	2.5
Total LT liabilities	**1.4**	**1.7**	**2.4**	**3.3**	**3.0**	**2.0**	**1.7**	**9.4**	**5.7**	**5.1**	**5.2**	**4.7**	**4.2**
Total liabilities	**5.7**	**5.3**	**8.4**	**8.2**	**13.3**	**10.1**	**11.3**	**25.2**	**22.1**	**20.4**	**21.9**	**23.8**	**25.7**
Paid-in capital	5.1	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	6.2	6.3	6.4	6.4	6.2	6.2	6.2
Capital surplus	16.2	16.2	16.2	16.9	17.5	18.5	28.8	30.4	32.8	32.8	32.8	30.8	29.8
Retained earnings	12.1	16.0	21.3	24.9	29.1	34.5	40.6	42.7	53.7	67.2	84.8	101.8	124.2
Capital adjustments	0.3	0.3	(4.1)	(6.2)	0.8	0.7	(0.1)	6.4	16.6	15.0	3.7	(1.2)	(2.4)
Total shareholder's equity	**33.7**	**37.6**	**38.6**	**40.8**	**52.6**	**59.0**	**75.5**	**85.8**	**109.5**	**121.3**	**127.5**	**137.5**	**157.8**

Free cashflow analysis

(Wbn)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Net profit	**7.1**	**3.9**	**6.1**	**4.5**	**5.4**	**7.0**	**7.7**	**4.1**	**12.9**	**16.0**	**21.1**	**20.4**	**25.9**
add non-cash expenses	**1.3**	**1.7**	**1.7**	**2.1**	**3.8**	**3.9**	**4.7**	**23.6**	**8.9**	**6.8**	**6.3**	**5.8**	**7.3**
Depreciation	0.6	0.8	0.9	1.0	0.9	0.7	0.6	0.7	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
Equity method losses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other non-cash exp	0.7	0.9	0.9	1.2	2.9	3.2	4.1	22.9	7.4	5.0	4.5	4.0	5.5
subtract non-cash income	**0.0**	**0.2**	**0.1**	**0.4**	**0.6**	**0.3**	**3.4**	**1.3**	**3.1**	**3.5**	**4.0**	**4.5**	**5.0**
Equity method gains	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other non-cash incomes	0.0	0.2	0.1	0.4	0.6	0.3	3.4	1.3	3.1	3.5	4.0	4.5	5.0
Cash from operation	**8.3**	**5.3**	**7.8**	**6.3**	**8.6**	**10.6**	**9.0**	**26.4**	**18.6**	**19.3**	**23.4**	**21.7**	**28.2**
Capital expenditure	5.0	0.9	1.2	0.6	0.7	0.2	8.8	11.2	9.3	1.3	4.0	2.0	3.0
Increase in working capital	2.9	2.5	(2.1)	4.4	15.7	(9.5)	(1.6)	9.0	13.9	(5.6)	6.9	10.8	12.7
Free cash flow	**0.5**	**1.9**	**8.6**	**1.3**	**(7.9)**	**19.9**	**1.8**	**6.2**	**(4.5)**	**23.6**	**12.5**	**8.9**	**12.5**
Dividends	0.0	0.6	0.8	1.0	1.1	1.6	1.7	2.0	1.9	2.5	3.4	3.4	3.4
Net investments	(0.2)	(0.3)	0.4	0.0	8.2	(4.5)	19.0	(3.1)	3.4	(15.0)	(1.4)	1.0	1.0
Share issues	13.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Increase in debt	(2.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	(0.5)	0.9	5.3	(6.2)	0.0	0.0	0.0
Others	2.1	5.3	(66.4)	(8.3)	(11.3)	3.6	19.1	(4.5)	41.0	(14.1)	4.0	5.0	6.0
Net cash flow	**9.7**	**(3.8)**	**73.9**	**8.6**	**(5.9)**	**19.7**	**(28.8)**	**12.7**	**(45.5)**	**44.0**	**6.5**	**(0.5)**	**2.0**
Beginning cash	8.7	13.7	14.4	21.4	9.8	5.0	23.0	21.8	1.5	7.8	51.8	58.3	57.7
Ending cash	13.7	14.4	21.4	9.8	5.0	23.0	21.8	1.5	7.8	4.1	58.3	57.7	59.8

Key ratios and stability ratios

(Wbn)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Current ratio	733.1	965.4	623.4	799.3	459.2	686.4	470.3	243.3	352.2	544.7	533.7	520.2	542.0
Quick ratio	448.9	567.2	420.3	276.0	284.4	489.2	384.8	141.4	206.8	152.5	172.1	195.9	228.5
Inv holding period (days)	48.9	49.4	55.5	70.1	65.4	56.3	55.9	39.8	49.0	65.7	67.9	61.8	57.9
A/R collect period (days)	26.3	41.4	28.8	20.2	63.0	66.7	53.2	46.3	57.7	54.7	42.2	44.7	48.3
A/P period (days)	19.3	17.4	21.6	22.2	28.0	22.3	26.0	23.2	16.6	18.2	27.5	24.9	23.5
Interest bear debt (Wbn)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.9	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest bear debt/equity (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	1.0	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Net int. bear debt (Wbn)	(20.8)	(21.0)	(25.0)	(21.6)	(11.5)	(32.1)	(21.8)	(1.6)	(5.1)	(34.9)	(32.1)	(29.5)	(31.0)
Net debt/equity (%)	(61.6)	(55.9)	(64.8)	(52.9)	(22.0)	(54.4)	(28.8)	(1.8)	(4.7)	(28.8)	(25.2)	(21.4)	(19.6)
Liability/equity (%)	16.8	14.0	21.8	20.2	25.3	17.1	14.9	29.4	20.2	16.8	17.2	17.3	16.3
Interest coverage (X)	142.8	0.0	1251.2	3573.9	11277.0	5025.7	399.5	341.3	1844.6	1859.7	2551.6	3218.6	3972.5

Valuations and margins

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (X)	7.1	11.9	7.4	9.2	9.1	5.7	10.0	4.9	6.3	4.3	3.4	2.9	2.3
EPS (W)	773	380	597	438	517	664	667	329	1,013	1,260	1,658	1,599	2,036
EPS y-y (%)	N/A	(50.9)	57.2	(26.6)	18.0	28.4	0.6	(50.7)	207.5	24.4	31.6	(3.5)	27.3
PER (X)	10.9	22.2	14.1	19.3	16.3	12.7	12.7	25.7	8.3	6.7	5.1	5.3	4.2
BVPS (W)	3,693	3,670	3,762	3,954	5,057	5,611	6,545	6,836	8,626	9,528	10,015	10,801	12,393
P/BVPS (X)	2.3	2.3	2.2	2.1	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
Dividend (W)	0	75	100	125	150	160	160	160	200	250	270	270	270
Yield (%)	0.9	0.9	1.2	1.5	1.8	1.9	1.9	1.9	2.4	3.0	3.2	3.2	3.2
ROE (%)	29.8	10.9	16.1	11.4	11.5	12.5	11.4	5.1	13.2	13.9	17.0	15.4	17.6
ROA (%)	23.8	9.5	13.6	9.4	9.4	10.3	9.9	4.2	10.6	11.7	14.5	13.1	15.0
GP margin (%)	26.6	21.1	24.3	20.3	22.3	22.7	23.0	26.7	22.1	22.5	22.8	22.9	23.0
OP margin (%)	17.7	8.8	11.4	8.6	8.8	9.7	8.6	14.5	9.7	9.5	10.4	10.6	10.7
NP margin (%)	14.5	7.7	9.7	6.7	6.7	7.5	9.1	3.0	8.8	10.6	11.1	8.7	9.0
EBITDA margin (%)	19.1	10.9	13.3	10.7	10.4	10.9	9.9	15.4	11.1	11.2	11.7	11.7	11.6
ROIC (%)	0.0	24.4	36.6	26.7	20.6	24.1	20.6	33.9	19.4	17.5	23.5	20.9	22.3
WACC (%)	0.0	15.9	14.0	16.9	12.3	8.0	7.6	10.6	9.1	10.3	10.3	10.0	10.7
ROIC less WACC (%)	0.0	8.5	22.6	9.8	8.3	16.1	13.0	23.3	10.3	7.2	13.1	10.9	11.6

This report was produced by Leading Investment & Securities Co., Ltd. 4th Floor, W Bank Bldg., 90-7, Nonhyeon-Dong, Gangnam-Gu, Seoul 135-818, Korea. Tel: +82 2 2009 7184

This Security Research Document is independent and covered by the Security Research Conflict Management Policy of ***Leading Investment & Securities Co., Ltd.***

Analyst Certification
The analyst(s) responsible for the content of this research report certify that: (1) the views expressed and attributed to the research analyst or analysts in the research report accurately reflect their personal opinion(s) about the subject securities and issuers and/or other subject matter as appropriate; and, (2) no part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

Leading Investment & Securities Co., Ltd. does not own more than 1%of the subject company's outstanding shares.
Leading Investment & Securities Co., Ltd. does not have any special interest with the subject company

This report has been prepared by ***Leading Investment & Securities Co****. and is for information purposes only. This report does not constitute an offer, invitation or inducement to invest in securities or other investments or otherwise engage in investment activity. Neither the information contained in this report nor any further written or oral information made available in relation thereto will form the basis of any contract.*
This report does not purport to be comprehensive or to contain all the information on which a prospective investor may need in order to make an investment decision. The information contained herein is based upon publicly available information and sources which we believe to be reliable, but we do not represent it as accurate or complete. The recipient of this report must make its own investigation and assessment of the information presented herein. The information contained herein is believed to be accurate as at the date of this report but no representation, warranty or undertaking, express or implied, is or will be made or given and no responsibility or liability is or will be accepted by ***Leading Investment & Securities Co****. or any of its directors, officers, employees, agents or advisors, in relation to the accuracy or completeness of this report or any other written or oral information made available in relation thereto. Any responsibility or liability for any such information is expressly disclaimed.*
This report is private and is being made available to the recipient on the understanding that it will be kept confidential and that the recipient shall not copy, reproduce, distribute or pass this report to third parties in whole or in part at any time. This report is only intended for clients of ***Leading Investment & Securities Co*** *and is not for publication in the press nor is it being issued or distributed to persons who are private customers.*
In furnishing this report, ***Leading Investment & Securities Co.*** *undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information, or to update, or to correct any inaccuracies which may become apparent in this report.*
Leading Investment & Securities Co. *is authorised and regulated by the Financial Services Authority in the conduct of its designated investment business in Korea.*

©. 2011 ***Leading Investment & Securities Co****. All rights reserved*