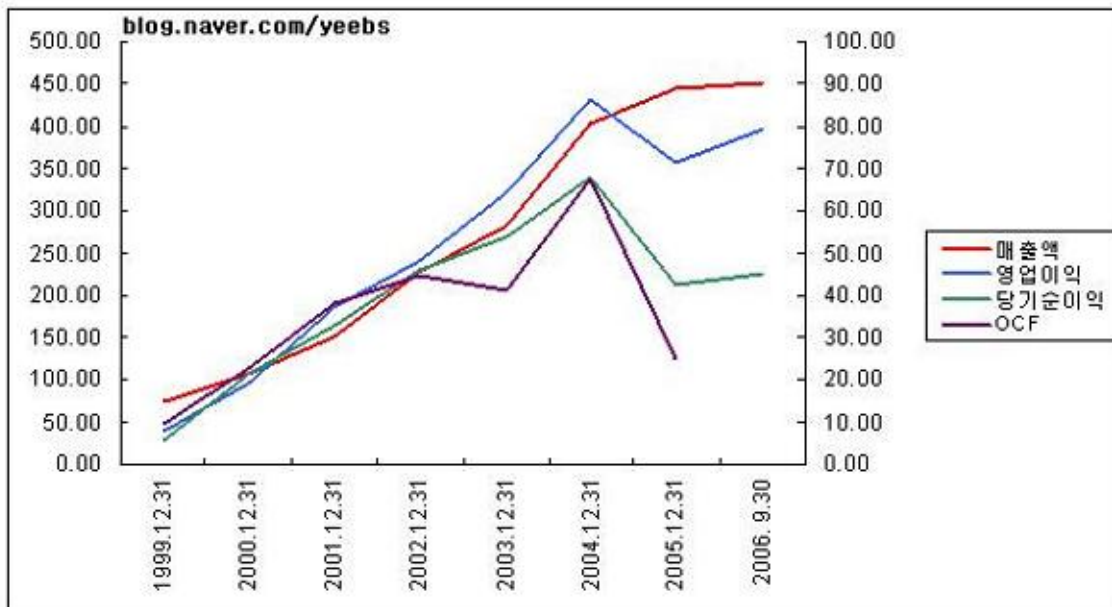


방향성 첫번째 차트를 보면 동사의 매출은 우상향으로 증가하고 있고, 자본과 자산 역시 같은 방향으로 증가하는 선순환의 이상적인 모습을 보여주고 있습니다.

부채는 소폭 증가하는 추세이긴 하지만 전체적인 흐름을 볼 때 무시해도 좋을 정도로 적습니다.



연간 실적을 보면 매출이 2006년 들어서 좀 둔화되는 양상이고, 더불어 이익들이 2005년 뚝 떨어졌습니다. 왜 이익 규모가 줄어들었는지 면밀히 검토해야겠습니다.

동사의 매출을 보면 제품매출과 기타매출 2가지 항목이 있습니다. 이 두가지 매출의 흐름을 살펴보면 다음과 같습니다.

	2004년	2005년	2006년 3분기
총매출	403.4	444.4	336.9
제품매출	348.8	278.5	172.7
제품매출비중	86.5%	62.7%	51.3%
제품매출원가	269.6	266.7	171.1
제품매출원가율	77.3%	95.8%	99.1%
기타매출	54.6	165.9	164.3
기타매출비중	13.5%	37.3%	48.8%
기타매출원가	26.4	76.7	82.7
기타매출원가율	48.4%	46.2%	50.3%

보면 동사의 제품 매출 비중은 2004년 87%에 63%로 줄어들었습니다. 반면 원가율은 77%에서 96%로 사실상 이익이 거의 안 남는 구조로 변했습니다.

그 사이 기타 매출은 비중이 14%에서 37%로 증가했는데, 원가율은 46% 수준으로 반 정도가 이익인 짝퉁한 사업입니다.

이를 통해 동사의 생산 구조가 빠르게 바뀌고 있음을 알 수 있습니다. 제품매출은 계속 줄어들고 있고, 기타매출은 늘어나고 있다는 것입니다.

그래서 사업보고서를 자세히 읽어보니 상황이 이렇습니다.

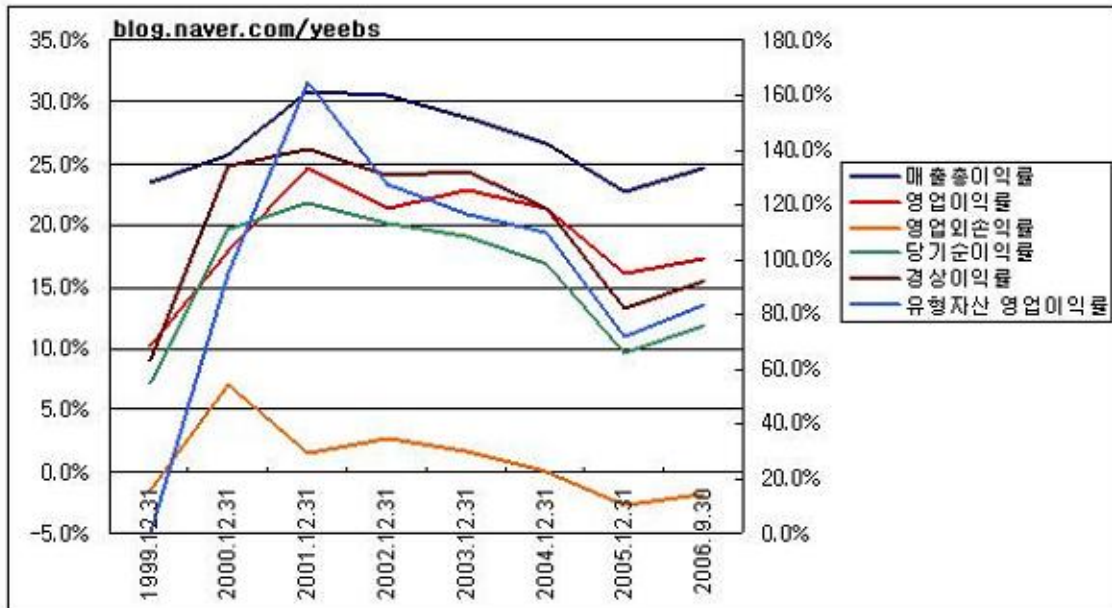
삼성프린터사업부가 일부 중국으로 이전함에 따라 동사도 라인의 일부를 중국으로 이전했습니다. 그래서 본사에서는 신제품 개발과 일부 이전되지 않은 모델만 생산하고 있고, 다른 모델들은 중국에서 생산하고 있는 것입니다.

때문에 기타매출이란 중국 현지 법인에 원부자재 판매 실적인 것입니다. 따라서 동사의 경우 영업이익보다는 경상이익을 따져 봐야하겠습니다. 실질적으로 제품 생산을 해외법인에서 하게 되는 것이니 지분법평가이익까지 고려해야 하기 때문입니다.

그건 그렇다 치고 왜 국내 법인의 원가율은 저 모양이나? 라는 질문을 하게 되는데, 그것은 동사가 프린터 부문 사업만 하는 것이 아니라 LED 사업도 하고 있기 때문입니다. 동사는 새로운 성장 엔진으로 LED 사업에 많은 투자를 하고 있습니다만, 안타깝게도 이 분야에서 상당한 적자를 기록하고 있습니다.

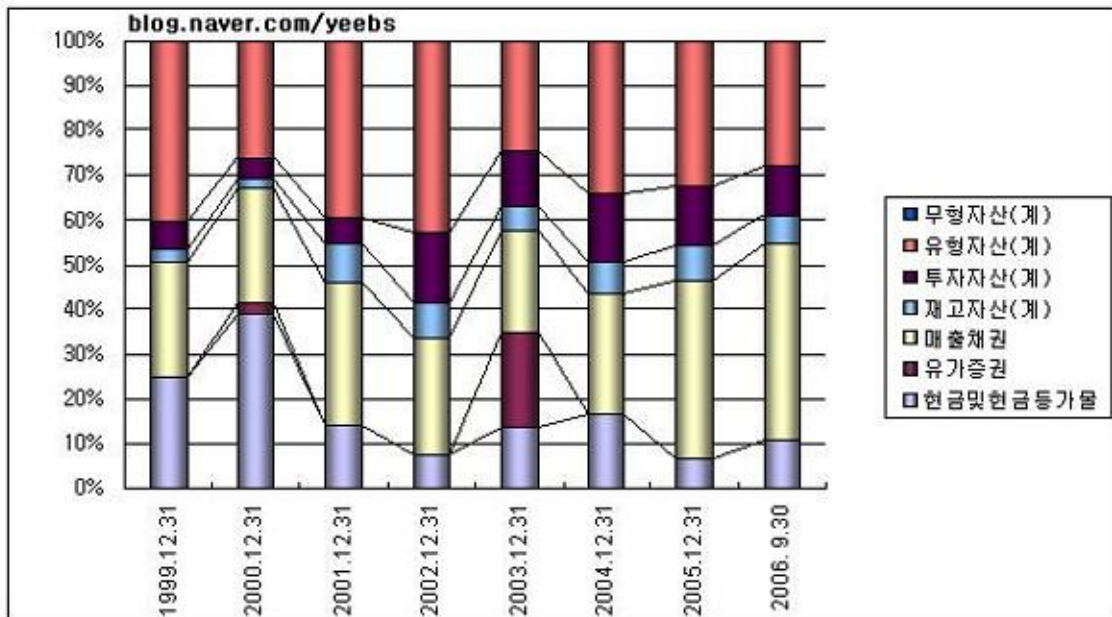
이미 많은 선두기업들이 포진하고 있는데다 경쟁이 매우 치열하고, 동사가 기대하고 있는 조명용 LED 산업이 아직 개화되고 있지 않기 때문입니다. 동사의 과도한 매출원가율은 본인이 판단하기에 LED 사업에 의한 것으로 보입니다.

부문별 현황을 봐도 프린터 사업은 28%에 달하는 높은 영업이익률을 기록하고 있으나, LED 사업은 -28%라는 심각한 영업손실을 기록하고 있습니다.



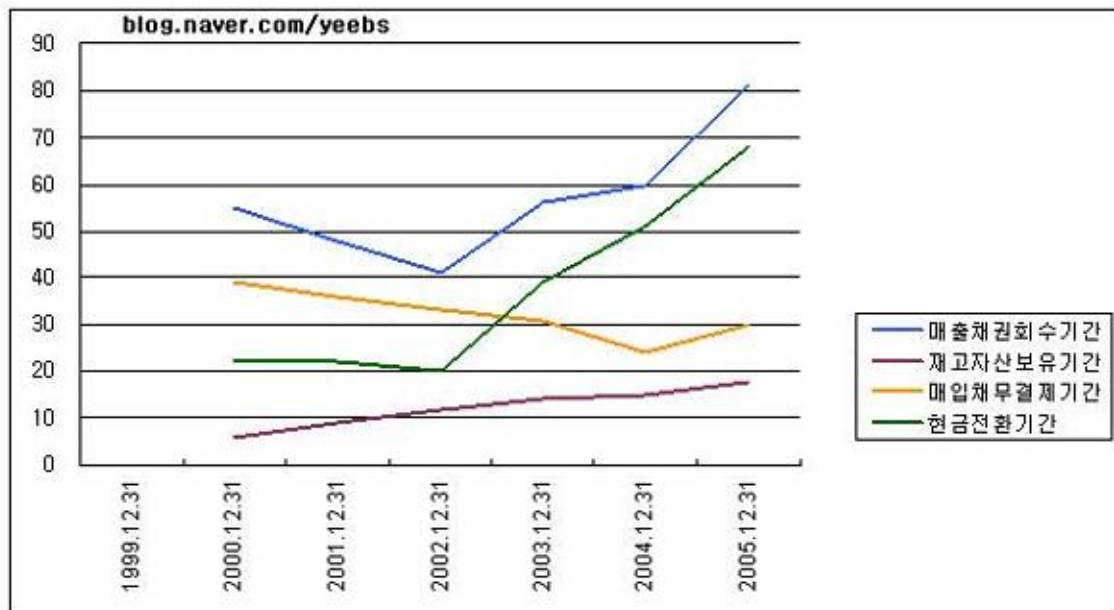
이익률 추이를 보니까 아직 지분법이익이 나지는 않는 모양입니다. 2005년부터 지분법 손실이 발생하고 있는데, 2005년부터 본격적으로 생산이 이전되었음을 고려하면 아직 중국 법인이 안정화되지는 않은 것으로 판단됩니다.

결국 동사의 수익률의 관건은 두 가지인데 우선 규모가 큰 사업인 프린터 사업 부문에서 중국 현지 법인의 흑자전환이 첫번째고, 두번째는 LED 사업의 손실 축소가 될 것으로 보입니다.



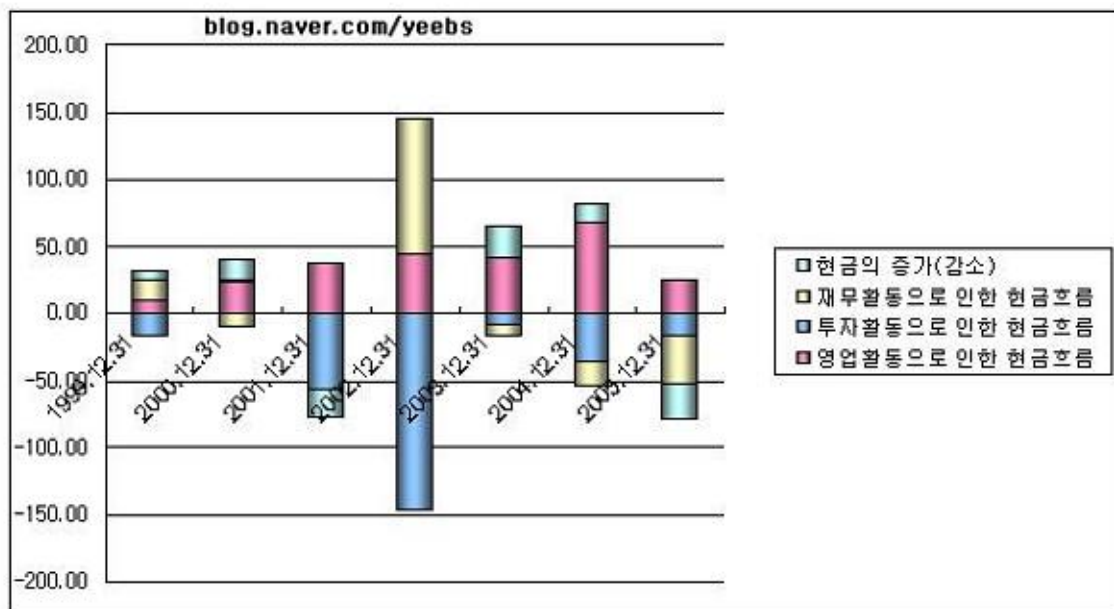
자산 구조를 보면 유형자산 비중은 2004년부터 조금씩 줄고 있고, 대신 매출채권이 증가하

고 있습니다. 좀 신경이 쓰이는군요.



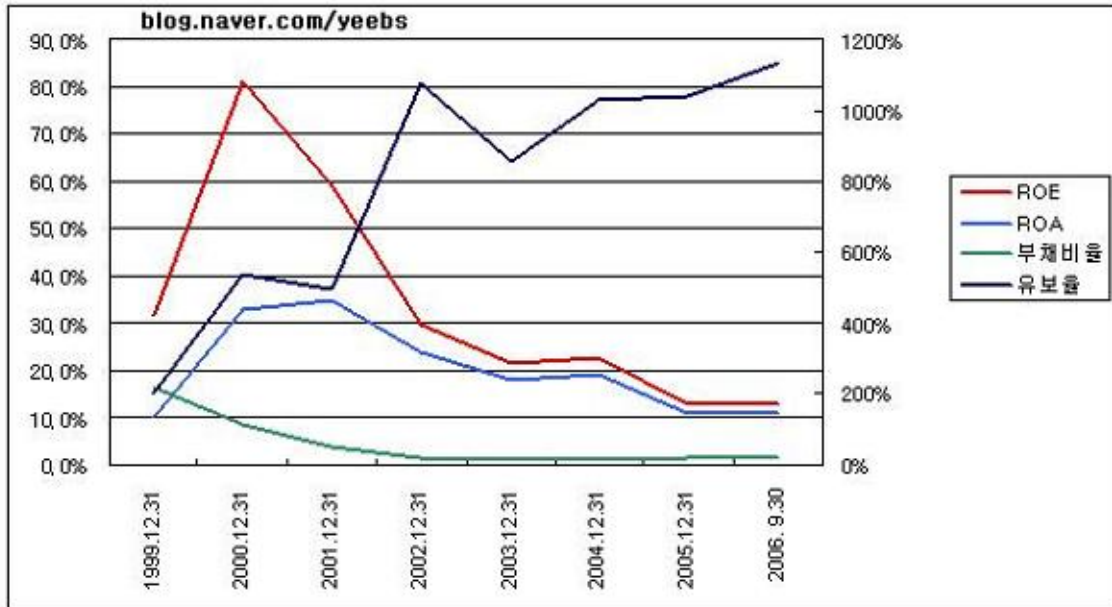
매출채권이 증가한 것으로 끝나는 것이 아니라 회수기간도 길어지고 있는데, 좋지 않은 신호입니다. 상대적으로 매입채무결제기간은 감소 추세고 재고자산 보유기간은 길어지고 있어 현금전환기간이 2002년 20일에서 2005년 70일에 육박할 정도로 급등했습니다.

이러면 현금 유동성에서 문제가 생길 수 있고, 자유현금도 감소할 수밖에 없습니다.



역시 2005년 들어 OCF가 뚝 떨어졌군요. 현금 전환이 빨리 안 되고 있기 때문입니다. 딱히 고객에 대해 어음결제 조건을 바꾼 것은 아닌데 매출채권 회수기간이 길어졌다... 가만히 생각해보니 아무래도 중국 현지법인과의 결제기간 문제로 보입니다. 중국 생산 비중이 높아지

고 있다 보니 중국에 원부자재를 팔고 나서 대금을 받는데 2단계(삼성전자→현지법인→본사)를 거치게 기간이 길어졌다고 생각합니다. 그렇다면 이 정도 수준에서 더 증가하지만 않으면 무리가 없을 것으로 판단합니다.



동사의 유보율은 1,100%를 넘긴 지 오래될 정도로 유보율이 높습니다. 자본금이 워낙 적다 보니 잉여금 절대 규모가 300억원이 채 안 되는데도 이렇게 잡히는군요.

부채는 거의 없는 것이나 다름 없습니다.

ROE는 꾸준히 하락하다가 최근 다소 안정세를 취하는 모습인데, ROE가 개선되기 위해서는 역시 아까 언급한 것처럼

- 1) 중국 현지법인의 조기 정상화
- 2) LED 사업에 대한 회사의 전략 수정

이 두가지가 필요해 보입니다.

이제 8F 분석을 해보겠습니다.

1. 재무구조 - 앞서 본 것처럼 동사의 재무구조는 비교적 양호한 편입니다. 그러나 수익성 면에서 해결되어야 할 중요한 문제점이 2개 있습니다. 그래서 3점을 주겠습니다.

2. 공헌도

- ① 산업형성 공헌도 : 동사는 70년 설립 이후 전자제품용 고무부품에 역량을 집중해 왔습니다. 전자제품 전체로 보면 선두기업이나 프린터로 국한해 보면 90년대 들어서야 진출을 시작했으니 조금 애매한 느낌이 있습니다. 그래서 3점을 주겠습니다.
- ② 기술, 공정 공헌도 : 동사는 적극적인 제품 개발과 국산화 노력으로 신기술과 신공정 도입에 적극적입니다. 이러한 노력으로 삼성전자 Sus blade a'ssy 수요를 100% 담당하고 있고, Feed roller 역시 ㄹ소림의 점유율을 잠식해 50%를 담당하고 있습니다. 따라서 5점을 주겠습니다.

3. 시장 점유율

- ① 점유율 : 현재 프린터 전체 시장에 대해서는 알 수가 없습니다. 동사는 삼성전자에 프린터 관련 매출의 90%를 의존하고 있는데다, 프린터 관련 통계가 미비하기 때문입니다. 그래서 부득이 삼성전자만 놓고 본다면 점유율 1위를 차지하고 있기 때문에 일단 4점을 주도록 하겠습니다.
- ② 가격 결정력 : 점유율이 높다고 해도 가격 결정력이 약하다면 당연히 의미가 퇴색될 것입니다. 전체적으로 보면 제품 가격과 원자재 가격 변동폭이 비슷한 수준입니다. 납품 업체라 매년 단가 인하 압력을 받고 있지만, 그래도 이 정도면 중간 수준의 교섭력은 가졌다고 판단됩니다. 3점을 매기겠습니다.

			2002	2003	2004	2005	20063Q	총기간
제품	Sus Blade A'ssy	가격	922	769	734	660	617	
		변동률		-17%	-5%	-10%	-7%	-33%
	Supply Roller	가격	1,749	1,648	1,501	1,382	1,285	
		변동률		-6%	-9%	-8%	-7%	-27%
원자재	Sus Blade	가격	154	142	117	113	119	
		변동률		-8%	-18%	-3%	5%	-23%
	Shaft	가격	407	406	285	285	289	
		변동률		0%	-30%	0%	1%	-29%

4. 시장 범위와 도달도

- ① 시장 범위 : 시장 범위는 시장 내 고객군을 얼마나 확보했는가를 따지는 것인데, 동사의 경우 삼성전자에 올인하고 있기 때문에 매우 협소합니다. 그래서 1점을 주겠

습니다.

- ② 도달도 : 도달도는 각 고객의 매출 비중을 말합니다. 동사의 경우 삼성전자로 인해 매출이 대부분 일어나니 도달도는 거의 100%라 할 수 있습니다. 다만 삼성전자가 프린터 사업을 적극 육성할 방침이기 때문에 동사의 매출 향상 가능성은 매우 높다고 보입니다. 그래서 단일 고객이지만 도달도는 3점을 주겠습니다.

5. 경쟁 방식 - 매년 평균적으로 10%씩 제품 가격이 인하되고 있는데, 원자재 가격 인하를 고려하면 실질적인 하락 폭은 3~4% 정도에 불과하다고 판단됩니다. 그렇다고 동사가 매출액 대비 연구개발비 비중을 높여 나가는 것도 아니기 때문에 경쟁사들과 기술 경쟁에서 치킨 게임을 벌이는 것도 아니라고 여겨집니다.

이는 비록 부품류이지만 어느 정도 가격보다는 신뢰성이 좀 더 요구되고 있다는 것으로 보이며, 비교적 무형 자산화 되어가고 있다고 생각합니다. 따라서 4점이 적절하다고 여겨집니다.

6. 경영진 - 프린터 사업만 두고 보면 동사의 경영진은 매우 유능합니다. 기술 개발에도 적극적이고 영업도 잘 하고 있습니다. 또한 대표이사 일가가 최대주주이기도 해서 지분율이 46%에 달하는 등 책임 경영을 하고 있습니다.

그러나 LED 부문을 고려하면 조금 납득하기 어려운 면이 있습니다. 이미 일반적인 LED는 레드오션이 되어 있고, 백색LED 역시 경쟁이 과열 양상을 띄고 있습니다. 비록 동사가 씨엠에스테크놀로지과 손을 잡고 백색LED의 특허 공세에서 어느 정도 벗어나 있다고 하지만 그것이 수익성을 보장해주는 것은 아닙니다. 이미 이 부문은 서울반도체와 삼성전기, 그리고 일본의 니치아가 완전히 장악했다고 봐도 과언이 아닙니다.

동사는 조명용 LED 시장을 노리고 있지만 시장이 아직 활성화되지 않고 있어 지속적으로 적자사업이 될 가능성이 있습니다. 향후 이 부문이 어떤 결과로 끝날 지 벌써 판단하는 것은 이르기는 하지만, 현재 본인의 판단으로는 사업 다각화로 끝날 가능성이 높다고 여겨집니다.

이런 경영상의 실수를 고려해 3점이 타당하다고 생각합니다.

7. 비즈니스 파트너 - 동사의 파트너십을 따지자면 사실상 삼성전자 단일입니다. 아주 없는 것은 아니기 때문에 2점을 매기겠습니다.

8. 정부 규제 - 동사의 사업은 특별히 정부 규제를 받을 일이 없습니다. 그래서 5점을 쓰겠습니다.

1. 재무 구조		부실		보통		건실
		1	2	3	4	5
2. 공헌도	산업 형성	후발				선두
		1	2	3	4	5
	기술, 공정	후발				선두
		1	2	3	4	5
3. 시장점유율	점유율	저		중		고
		1	2	3	4	5
	가격 결정력	저		중		고
		1	2	3	4	5
4. 시장 범위 및 도달도	범위	협소		성장		광역
		1	2	3	4	5
	도달도	낮음		보통		높음
		1	2	3	4	5
5. 경쟁 방식		가격		기술		무형
		1	2	3	4	5
6. 경영진		무능		평균		우수
		1	2	3	4	5
7. 비즈니스 파트너		없음		보통		우수
		1	2	3	4	5
8. 정부 규제		심함				적음
		1	2	3	4	5
총평		제외		유보		유망

이렇게 8F 분석을 해보면 동사의 실적에 대한 변수는 확연하게 드러납니다.

1. 단일 고객 리스크
2. 중국 현지 법인 조기 정상화 여부
3. LED 사업의 향방

삼성전자의 프린터 사업 육성 전략이 애니콜의 신화를 이어간다고 장담하기 어렵습니다. 이미 삼성전자는 MP3플레이어 시장에서 그런 장담을 했다가 망신살이 뵈친 경험이 있기 때문입니다. 그러므로 동사를 무조건적으로 유망 종목이라 하는 것은 무리입니다.

따라서 일단 관심 종목으로 편입하고 현재 ROE 수준에 합당한 가격, 즉 BPS 수준의 가격에서 분할매수하면서 위 3가지 변수를 따져가면서 비중 확대를 결정하는 것이 좋겠습니다.



Copyright©2007 프리즈머 All right reserved  
<http://cafe.naver.com/stcokmodel.cafe>