

고영테크놀러지

(분석: 허준혁)

현재가 : 7,300원 (08/11/14)

시가총액 : 385억

주식상장 : 08. 06

	2008년 3분기	2007년	2006년	2005년	2004년
부채비율	18%	23%	23%	25%	58%
유동비율	547%	428%	526%	557%	149%
영업이익률	21%	23%	19%	16%	6%
순이익률	24%	20%	18%	15%	5%
ROE	19%	31%	30%	23%	11%

2008년 예상 당기순이익 85억 기준 EPS : 1600원, PER : 4.53, PBR: 1.27, ROE: 26%

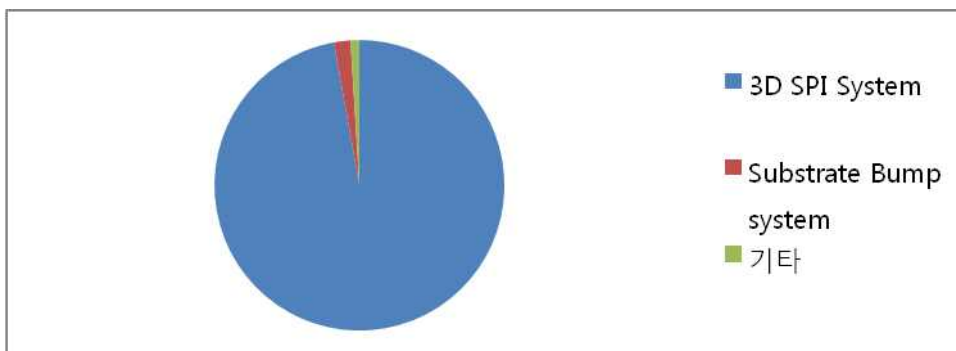
회사 소개

고영은 2002년 설립되어 2008년 6월 코스닥에 상장된 업체로서 3차원 납 도포 검사장치를 생산하는 업체이다. 기존의 2차원 납 도포 장치에 비해서 효과적으로 불량률을 검사할 수 있기 때문에 수요가 매우 높은 편이다. 특히 기존의 3차원 납 도포 검사장치를 생산하던 cyber optics사의 제품에 비해 비교우위를 지니면서 제품개발 2년만인 2006년 세계시장 1위에 오른 이후 현재 30%의 시장 점유율을 차지하고 있다.

(단위 : 백 만 원)

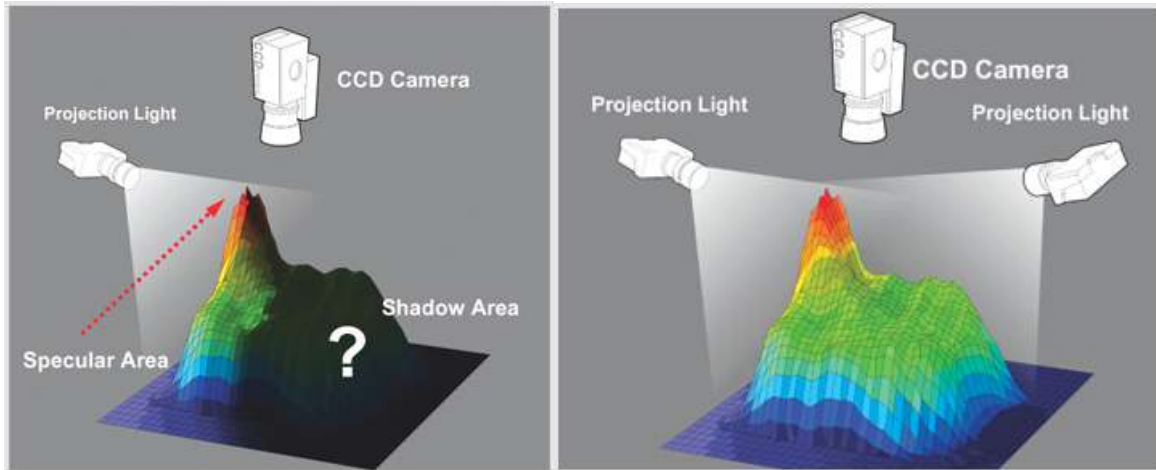
구분		2004년	2005년	2006년	2007년
3D SPI (전자제품 조립용 및 반도체 생산용 포 합)	(주)고영테크놀러지	4,324	10,500	16,629	23,292
	C 사	15,756	10,682	10,614	12,683

주요 매출 비중을 살펴보면



3차원 납 도포 검사장치에서 매출의 97%가 나타날 정도로 압도적이며 신사업으로 3차원 3D AOI 장비, 반도체 기관 범프 검사장비, 웨이퍼 범프 검사장비 등을 준비하고 있다.

이처럼 순식간에 회사의 매출이 상승하고 경쟁사를 제칠 수 있었던 까닭은 기존의 제품이 해결하지 못한 기술적인 난관을 극복하면서 이 회사의 제품이 3차원 SPI시장을 실질적으로 개척하였기 때문이다. 이 회사 제품의 가장 큰 특징으로는 3D 측정 장비의 난점이었던 그림자 효과를 극복하는 등 기술적 우위를 확보하였기 때문으로 파악된다. 그림자 효과란 측면에서 빛을 비추어 형상을 측정할 때 그림자가 지는 부분은 정확한 측정이 안 되는 문제를 지칭하는 것인데, 이를 양방향 프로젝션을 이용함으로써 해결하였다. 다수의 프로젝션 장치를 이용하는 방식은 특허로 보호되어 있어 현재 세계적으로 고영에서만 구현하고 있고 향후에도 기술적 우위가 상당 기간 지속 가능할 것으로 예상된다.

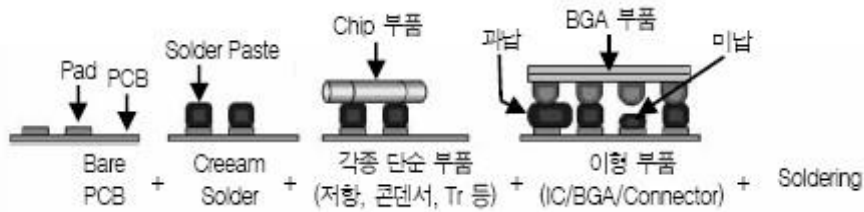


매출의 대부분은 해외에서 발생하고 있으며 (3분기까지 국내에서는 30억원 매출이 발생하였으나 해외에서는 230억의 매출이 발생하였다.) 국내 매출은 작년 3분기에 비해서 15억 매출이 감소하였으나 해외 매출은 100억 이상 증가하였다.

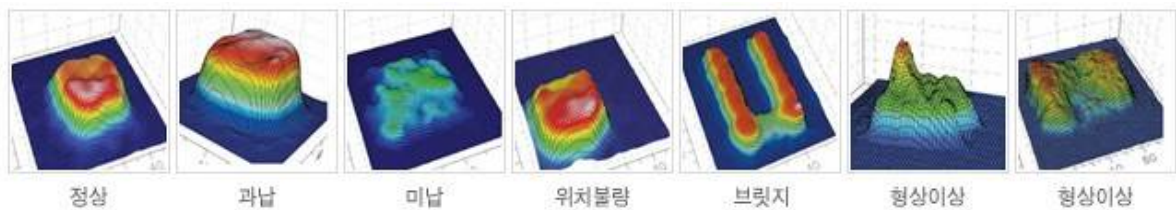
주요 매출처는 EMS라 불리는 다양한 전자제품을 위탁 생산하는 업체로서 업계 상위의 업체에 모두 납품을 하고 있다. 이처럼 EMS업체에 수요가 많은 까닭은 제품의 불량률이 B2C업체보다 B2B업체가 더 민감하기 때문에 바로 기업의 경쟁력과 연결되며, 3D SPI 장치는 제품의 불량률을 크게 낮출 수 있는 투자 수단이기 때문이다.

3D SPI란?

리모콘, 라디오와 같은 전자제품을 분리하면 초록색의 판에 무수한 부품이 박혀있는 것을 볼 수 있을 것이다. 초록색 판을 PCB라 하며 이 부품을 붙이기 위해서는 납을 이용하게 된다. 과거에는 인두로 납을 녹여가며 부품을 하나하나 붙여나갔지만 제품이 소형화되고 생산이 자동화되면서 이러한 납땜 과정이 진화하게 된다. 그 중 가장 진보된 형태 중 하나인 솔더 페이스트 주석과 납이 주원료로서 상온에서 유동성이 있는 특수한 형태를 띠고 있다. 이러한 솔더 페이스트를 PCB에 프린팅을 한 후 부품을 올린 후 가열시켜 녹임으로써 납땜과정을 완전 자동화 시킬 수 있다. 문제는 이러한 솔더 페이스트가 적정 위치에 적정량이 프린팅되지 않을 경우 불량품이 생산될 수 있다는 점이다.

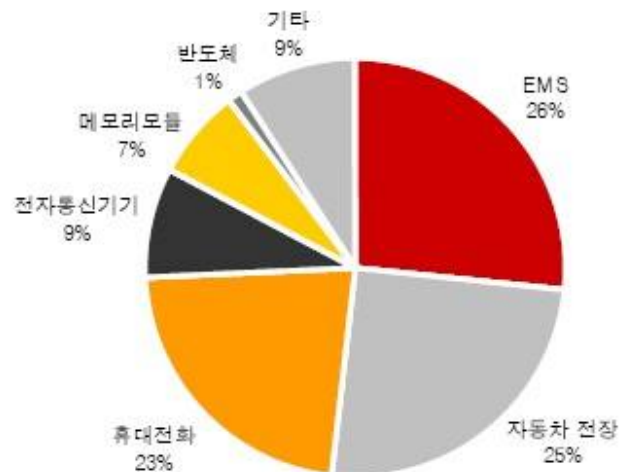


페이스트를 사용하는 경우 불량률의 70% 수준이 이러한 프린팅 미스과정에서 나오고 있으며 이러한 문제를 해결하기 위해서 기존의 2D SPI의 경우 사진을 찍어서 검사를 하였지만 만족할 만한 결과를 얻지 못했다. 하지만 3D SPI를 사용할 경우 불량률을 크게 낮출 수 있다고 함. (어느 정도 수준인지는 자료를 못 구했습니다..ㅠ.ㅠ)



3D SPI가 필요로 하는 업종은 납땀을 하는 반도체, 통신, 가전, 자동차 등으로 다양하다. 때문에 고영의 제품이 판매되는 업종도 매우 다양하다. 다만 반도체 부분과 일단 전자제품은 같은 제품을 사용할 수 없으며 반도체와 관련된 제품은 최근 출시가 되어 아직 매출이 미미한 수준이다.

그림 6. 고영의 산업별 매출처 현황



자료: 고영

솔더 페이스트 시장을 통해 살펴본 3D SPI의 미래시장

3D SPI시장은 이제 막 열리고 있는 중이기 때문에 미래의 모습을 짐작하기 어렵다. 다만 솔더 페이스트를 사용하는 업체에서 3D SPI를 사용하기 때문에 솔더 페이스트의 사용량이 많아질수록 고영에서 나오는 제품의 수요가 많아질 수 있다. 때문에 솔더 페이스트 시장을 분석해 보았다.

국내 솔더 페이스트 시장은 연간 금액기준으로는 약 320억 원 규모로 파악되며, 솔더 관련 한국 비중이 15%인 점을 고려하면 세계적으로 약 2,100억 원대 규모가 될 것으로 예상된다. 한편 솔더 페이스트와 비슷한 용도로 사용되는 솔더볼의 경우 2006년 기준 솔더 볼 시장은 1,500억 원 규모로 추정되는데 국내업체인 덕산하이메탈이 13%의 시장점유율을 달성한 것으로 보인다. 솔더 페이스트의 경우 유통기한이 짧고 (3개월 미만) 품질이 제조사마다 크게 차이가 나는 점 때문에 가격이 천차만별이지만 보통 솔더 페이스트>솔더볼>솔더바 수준으로 가격이 책정되고 있다. 또한 솔더 페이스트는 제조업체에서 많은 이윤을 남길 수 있는 반면 솔더바의 경우 원재료 값 수준으로 판매를 하여 마진이 거의 없다. 때문에 많은 연구가 솔더 페이스트의 개량에 집중되어 있고 수요도 점차 커지고 있다. 일례로 솔더 제품에서 납을 제거한 무연솔더의 경우 솔더 페이스트 형태로만 주로 판매가 되는데, 환경을 중시하는 유럽에서 무연솔더를 사용해야 수입을 허용하려는 움직임으로 앞으로 솔더 페이스트 시장이 더욱 커질 전망이다. 또한 작은 제품을 만들수록 솔더 페이스트를 사용할 때 더 유리한 점도 솔더 페이스트 시장의 전망을 밝게한다.

이처럼 솔더 페이스트 시장이 성장하면서 고영의 제품에 대한 수요도 증가할 것으로 예상된다. 지금까지는 50%의 성장을 이루어 오고 있으며 앞으로 2~3년 동안에도 30% 수준 이상의 성장을 예상하고 있다. 이는 아직도 매출의 많은 부분을 차지하는 EMS 업계에서 3D SPI보급률이 10% 미만이라는 점에서 이러한 전망이 허황되게 보이지는 않는다.

3D SPI 장비는 대당 5000만 원~3억 정도로 크게 고가장비가 아니면서도 실익이 확실하게 보장되는 점에서 기업입장에서는 투자 매력도가 높다. 우선 페이스트 프린팅 불량률이 낮아지면서 페이스트를 제거하고 다시 프린팅하는 과정에 따른 시간적, 금전적 손실과 2D 검사로 부족한 부분을 목시검사를 이용하였지만 이 부분이 생략되면서 인건비가 절감되고, 전체적인 불량률 감소로 타사와의 경쟁력 차이가 생기는 장점을 지니고 있다.

사업다각화 부분의 미래

반도체 부분에서도 납땀과정이 필요하기 때문에 고영에서는 이러한 3차원 검사 장비를 출시하여 SPI에 집중된 매출원을 다양화 시키려는 노력을 하고 있다. 제품으로는 반도체 기관, 웨이퍼 범프 검사장비 등이 있다. 그러나 이 제품들은 한국에서 강점을 지니는 Dram, Nand 제품이 아닌 스마트 칩 등에서 이용되는듯함. 때문에 주요 매출처는 역시 해외가 될 것으로 예상되며 최근 2분기~3분기 매출 변동이 없는 점에서 매출확대가 단시간 내에 확대되기는 어려울듯함. 정보가 너무 없음...

또한 3D AOI의 경우 광학장치를 이용하여 PCB 등에 제품 결합 상태등을 확인하는 장치로 이미 시장이 포화된 수준에서 기존의 제품과 얼마나 차별화를 꾀하였는가에 따라 매출 성장이 나타날 듯. 다만 회사에서는 전체 매출 기여에서 반도체 부분 장비보다도 낮게 잡힐 것으로 예상하고 있어 SPI장비처럼 큰 차별화를 가질 것으로 생각되지 않는다.

강점과 리스크

기술장벽 : SPI 부분에서 확보된 기술 장벽으로 기존 사업의 성장 전망 밝음

다양한 매출처 : 전자제품 시장이 경기변동에 따른 사이클이 있지만 매출처가 다양함으로써 이러

한 사이클에 관계없이 매출이 나올 수 있음

높은 가동률 : 현재 고영은 93% 가동률을 보이는 것으로 나타나 현재 진행되고 있는 설비 투자를 통해 매출을 계속 높일 수 있을 것으로 기대됨

충분한 먹을거리 : 아직 EMS 에서 3D SPI 보급률이 낮음

건전한 재무 : 부채비율, 유동비율 등에서 매우 건전한 수준임

아웃소싱 → 설비투자실시 : 상장 후에 아웃소싱으로 맡기고 있는 생산부분을 자체 생산으로 돌리면서 생산설비 투자를 하고 있음. 그러나 이에 따른 고정비 지출 등으로 비용이 증가할 수 있음

정보의 부재 및 불확실성 : 시장에 대한 정보가 극도로 부족. 대부분의 레포트 등도 내용이 비슷하며 많은 정보가 고영에 의해서 작성됨. 우리가 알 수 없는 리스크가 많을 것으로 예상됨

제품에 대한 무지 : SPI나 기타 신제품에 대해서 본적도 없고 쓸일도 없기 때문에 제품 경쟁력, 업계동향 등에 대해서 알기 힘들.

사업다각화에 대한 리스크 : SPI외에 다양한 제품에 대한 기대감이 반영되어 있는데 제품이 성공 못할 경우 사업다각화가 될 가능성~

밸류에이션

	2008년 3분기	2007년	2006년	2005년	2004년
[유동자산]	29,218	14,554	9,295	6,326	2,262
· 당좌자산	25,217	12,141	7,470	5,007	1,023
· 재고자산	4,001	2,413	1,825	1,319	1,239
[비유동자산]	11,107	4,689	3,554	2,669	2,101
매출액	27,289	23,292	16,629	10,500	4,324
영업이익	5,764	5,265	3,235	1,696	259
당기순이익	6,416	4,671	2,928	1,560	206

현금이 290억 있으며 향후 생산설비 투자 예정액이 70억 수준. 이를 감안하면 당좌자산이 크게 220억 수준인 회사의 시가총액은 385억 수준으로 약 160억으로 올해 기준 80억의 당기순이익을 올리는 회사를 살 수 있음. 또한 영업/순이익률이 20% 이상 꾸준히 유지되고 있으며 최근 매출증가율이 떨어지고는 있지만 올해기준으로 30% 증가에 당기순이익 100% 증가가 예상되며 이러한 추세가 이어지리라는 점에서 다양한 불확실성 속에서도 매우 유망한 투자처로 보인다.

전망이 어려운 점에서 3년간 매출 증가 30% → 20% → 10% 수준으로 잡고 순이익률은 20%를 유지한다고 가정할 때

(단위: 백만 원)

	2011년	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년	2005년	2004년
매출액	51960	47236	39363	30,280	23,292	16,629	10,500	4,324
순이익률	20%	20%	20%	22%	20%	18%	15%	5%
예상당기순이익	10392	9447	7873	6658	4671	2928	1560	206

위와 같이 2011년 예상 당기순이익이 나온다. (2008년 일회성 이익인 환차익 20억을 2008년 예상 당기순이익에서 제외함 → 2008년 예상 당기순이익은 85억 원이다)

2011년 예상 당기순이익은 100억으로 년 18%의 성장이 예상된다. 이 정도의 고성장을 이루는 업체의 PER은 12 정도는 되는 것이 합당하다고 생각되며 3년 후 적정주가는 24,000원 수준으로 판단된다. (이를 8% 할인율로 현재가치로 할인하면 목표주가는 19,000원이 된다) 현재 주가는 7000원으로 시장이 공정하게 가치를 매겨준다면 3년간 3배 이상의 상승을 기대한다. 다만 불확실성이나 사업 확장기 초기의 리스크 등을 감안하여 적정 비율 내에서 (포트폴리오 전체 비중 10%이하?) 투자할 것을 권함.

최근 한국투자밸류자산운용에서 6.65% 장내매수함