

프로텍(053610)

젯빛 현재, 역발상으로 접근해 보자!

책임 작성자

이 상민 (Valuation 1기)

Overweight

Target Price

목표주가 11200원
현재가(12/21) 6740원

Trading Data

시가총액 605억
상장주식수 9,000,000

52주 최고가 14600원
52주 최저가 4915원

배당수익률 2.31%
ROE 30.83%
PER 3.19
PBR 0.98
PRR¹⁾ 10.64

외국인 취득률 1.59%
부채비율 21.8%

주요 주주 (2011.12.21)

최승환(외 1인) 33.16%
서완석(외 2인) 9.26%
KB운용 5.16%
자사주 2.63%

1. Industry Overview

삼성전자가 시스템LSI 등 비메모리 반도체 부문에서 7~8조원 규모 투자를 단행하며, 반도체 부문은 대략 15조 가량의 어마어마한 규모의 투자를 단행할 예정이다. 삼성전자는 32나노 모바일AP를 양산준비 중인데, 28나노는 개발중으로 내년에 20나노와 함께 양산을 할 듯 하다. 또한 시스템 반도체는 스마트 폰 수요로 인하여 성장세를 보이고 있다.

최근 패키징의 아웃소싱 비중이 확대 되면서 국내 패키징 3사의 매출도 성장하고 있다. 올해 국내 패키징 3사의 예상 매출액은 다음과 같다. 시그네틱스의 올해 예상 매출액은 2800억, 하나마이크론의 예상 매출액은 3000억, STS반도체의 예상 매출액은 4200억이다. 국내 패키징 기술이 단층에서 적층 구조로 진화하면서 패키징 단가가 많이 올랐다. 뿐만 아니라 반도체 공정이 점점 미세화되고 있고, 삼성전자의 경우 시스템반도체 패키징 기술을 보유하고 있지 않기 때문에 아웃 소싱이 늘어나면서 국내 패키징 업체들은 당분간 지속적으로 성장할 것으로 보인다.

LED는 올해 90억달러 규모에 불과했던 시장이 2015년까지 179억 달러로 두 배 가량 성장할 전망이다. 지금까지 LED 시장은 백라이트 유닛(BLU)시장이 전체의 절반을 차지했으나, 앞으로는 가격이 낮아진 조명시장이 크게 성장하여 2015년에는 80억 달러에 달할 전망이다.

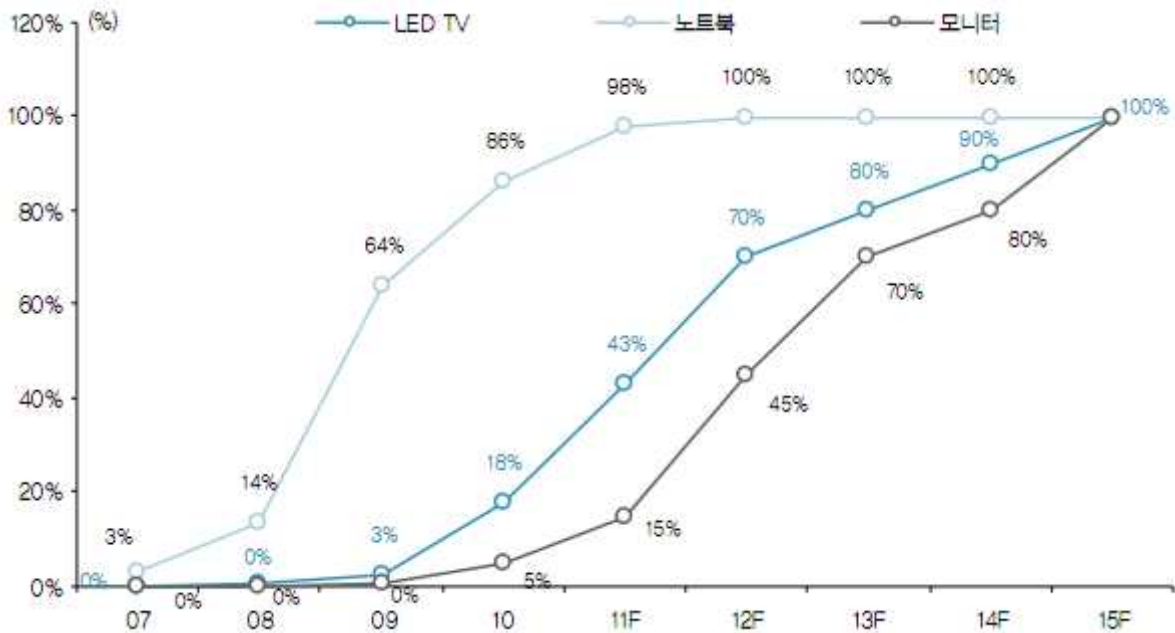
LED 장비 시장은 2011년 최악의 업황을 기록했다. CAPA 증설 과잉으로 인하여 장비 수주가 거의 0에 가까웠던 것이다. LED 3사의 가동률은 각각 삼성LED 50~60%, 서울반도체 68%, LG이노텍 35.4%로 대단히 침체된 상황이다. 공급과잉으로 인하여 적어도 12년 상반기까지는 CAPA 증설이 힘들 것으로 예상된다.

1) PRR : Price-Research Ratio



[그림 1] 글로벌 LED 시장 전망

자료 : 메리츠증권



[그림 2] 응용분야별 LED 백라이트 침투율 추이

자료 : 메리츠증권

다만 LED 자체의 수요는 살아날 듯 하다. 내년 LED시장의 규모는 22% 성장한 14조원으로 예상되며, 조명용 LED 시장의 규모는 31% 성장한 4.2조원으로 예상된다. LED 조명시장의 경우는 에너지 절감이 중요한 정책사업의 하나로 대두되고 있어, 우리나라의 경우 공공기관 LED 보급과 민간지자체 보조금 지원에도 515억을 지원하는 등 정부의 지원책도 지속적으로 확대되고 있다.

지식경제부와 녹색성장위원회는 2011년 6월 9일 LED 보급 활성화 방안을 발표하였고, 2020년에는 공공주택의 100%, 국가 전체의 60%를 LED 조명으로 교체한다는 2060프로젝트를 발표하였다. 또한 12년부터는 기존 주택 대비 30% 이상의 에너지 절감을 의무화하였고, 단계적으로 주차장 과 옥외간판도 LED 등 고효율 등으로 교체하도록 의무화하였다. 탄소 캐시백 제도를 통해 LED 조명 구입시 30%를 인하여주는 방안을 마련하여 소비자 수요 확산을 유도하고 있다.

LED TV 침투율도 올해 43%에 불과했던 것이 12년에는 70%로 늘어날 전망이다. 3D TV의 단점인 어두운 영상을 해결하는 방법으로 LED가 각광받고 있는데, LED TV와 LCD TV의 가격 차이가 좁혀지면서 LED TV 시장이 확대될 것으로 전망된다. 비록 LED TV에 적용되는 LED 개수가 줄어들고 있지만, LED TV는 중저가 모델을 중심으로 직하형 LED 백라이트 채용이 확대되는 동시에 LED TV 전체 시장의 파이가 늘어나면서 LED칩 수요는 증가할 것이다.

다만 삼성LED-오스람-LG 간의 특허 분쟁과 LED조명의 중소기업적합업종 지정으로 인하여 국내 LED산업의 불확실성은 더욱 높아졌다. 최악의 경우 필립스 등 메이저 조명업체들이 뛰어난 유통망을 활용하여 국내 시장을 장악해버릴 가능성도 있다.

2. Company Overview

연혁 및 개괄

프로텍은 반도체 및 LED의 후공정에 투입되는 패키징 장비를 만드는 기업이다. 현재 이 회사는 삼성전기, 시그네틱스, 스테코, 엠코, LG이노텍, 삼성LED, 서울반도체, 루멘스 등에 디스펜서를 납품하고 있다.

최승환 대표는 건설사 출신으로 현대전자 출신의 지인들과 함께 93년 반도체 디스펜서를 납품하는 기성산업을 설립했다. 이후 97년 공압실린더를 만드는 프로텍을 설립했고, 98년 처음으로 반도체 디스펜서를 국산화하여 하이닉스와 삼성전자 등에 납품하기 시작했다. 99년 프로텍과 기성산업을 합병하여 지금의 프로텍의 모습이 완성되었다.

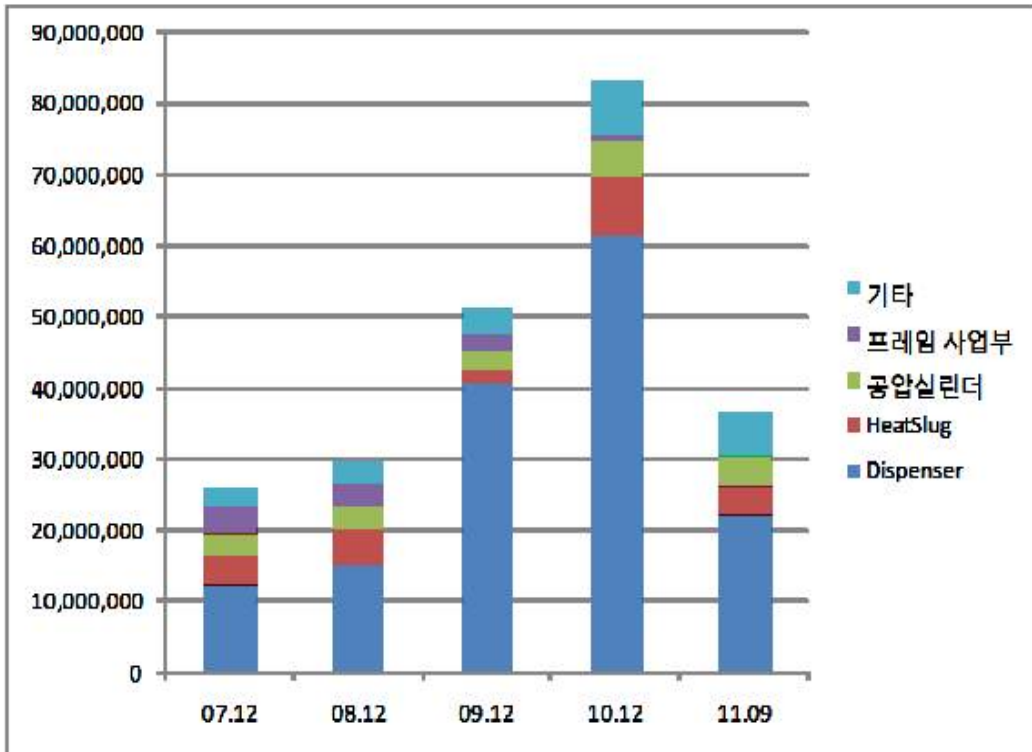
프로텍이 영위하고 있는 사업부문은 반도체 디스펜서, LED 디스펜서, 공압실린더, 반도체 Heat-slug, 프레임 사업이 있다. 이 중 프레임 사업부는 수익성 악화 때문에 2010년 3월 20일을 분할기일로 물적분할하여 2011년 4월 매각하였다.

반도체 디스펜서는 인쇄회로 기판(PCB) 상의 부품 이탈을 방지하기 위하여, 에폭시 수지와 같은 점성액을 일정한 양으로 빠르게 분사하는 Molding 기능을 수행하는 기계이다. 디스펜서 장비에서 중요한 것은 디스펜서 헤드 펌프 기술인데, 여기에는 고도의 기계공학 지식이 필요하다. 이 때문에 신규진입자가 제품을 만들기 쉽지가 않다.



[그림 3] 프로텍의 디스펜서 장비 FDS-1500

LED 디스펜서 역시 반도체 디스펜서와 흡사하다. LED 제조 공정은 다음과 같이 나뉜다. 웨이퍼를 제조하는 EPI공정, LED칩을 만드는 FAB공정, 그리고 형광체를 도포하는 Package 공정이다. 먼저 EPI공정은 에피 웨이퍼를 만드는 공정인데, 에피 웨이퍼는 기초 소재인 단결정 웨이퍼에 단결정 박막을 성장시켜서 만든다. FAB공정은 P극과 N극의 전극을 형성하고, 웨이퍼를 칩으로 절단하는 과정이다. 이 FAB 공정을 거쳐 나온 LED칩은 청색인데, 프로텍에서 만드는 디스펜서 장비가 노란색 형광액을 도포하면서 LED칩이 백색으로 바뀐다. 이러한 과정을 거쳐야 광원으로서의 역할이 가능하다.



[그림 4] 프로텍의 매출 비중. 단위 : 천원

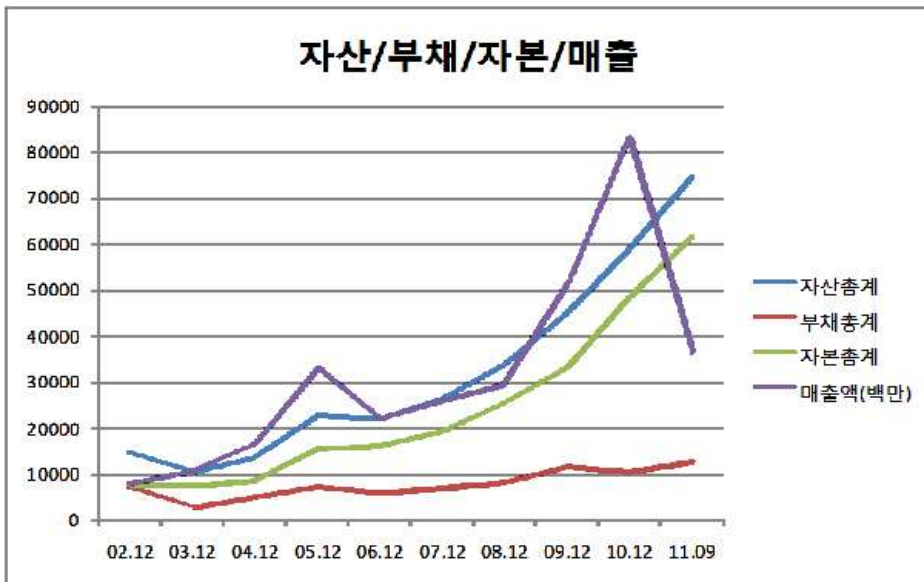
프로텍이 산업에서 차지하는 위치

프로텍의 디스펜서 장비는 국내에서 거의 독점적인 위치를 차지하고 있다. LED 디스펜서 장비는 80% 가량의 M/S를 차지하고 있으며, 반도체 디스펜서도 비슷한 수준이다. 프로텍이 디스펜서 장비를 만들기 전에, LED 디스펜서는 일본의 무사시 엔지니어링에서 수입해 왔고 반도체 디스펜서 장비는 어신택이나 카멜롯 등에서 수입해 왔다. 그러나 프로텍의 장비는 품질이 해외장비보다 약간 더 좋으면서도 가격이 20% 이상 저렴하며, 국내기업이라는 이점 때문에 A/S받기도 편하며 바이어들이 공정에 맞추어서 여러 옵션을 붙여 주문하기도 편한 장점이 있다. 또한 패키징 장비 시장이 큰 규모가 아니기 때문에 대기업들도 뛰어 들지 않는 실정이며, 대기업의 협력업체가 아니라 독립된 회사로 존재하면서 매출처를 다변화할 수 있었다. 이 때문에 프로텍은 독보적인 위치에 올라설 수 있었다.

문제가 있다면, 패키징 장비 시장 자체는 크지 않기 때문에 그 성장의 폭에 제한이 있을 뿐이다. 1000억 정도가 이 장비 시장의 한계라고 할 수 있다.

매출을 크게 늘리기가 상당히 힘든 위치의 업체이기 때문에 마진을 높이는 방향으로 개선을 해 나가는 회사이고, 설비투자가 발생하지 않으면 장비가 한 대도 팔리지 않을 수 있기 때문에 매출처를 다변화하여 극복하는 수 밖에 없는 회사이다. 2010년까지는 잘 해온 회사이지만 2011년은 대단히 좋지 않았다. 다만, 2012년에도 LED 수요가 살아나지 않아 프로텍의 LED 디스펜서가 단 한 대도 팔리지 않는다고 해도 반도체 부문의 실적 증가로 인하여 매출 및 이익이 20% 정도는 충분히 늘 수 있다.

재무분석



[그림 5] 프로텍의 자산/부채/자본/매출 추이 (2002~2011 3Q)

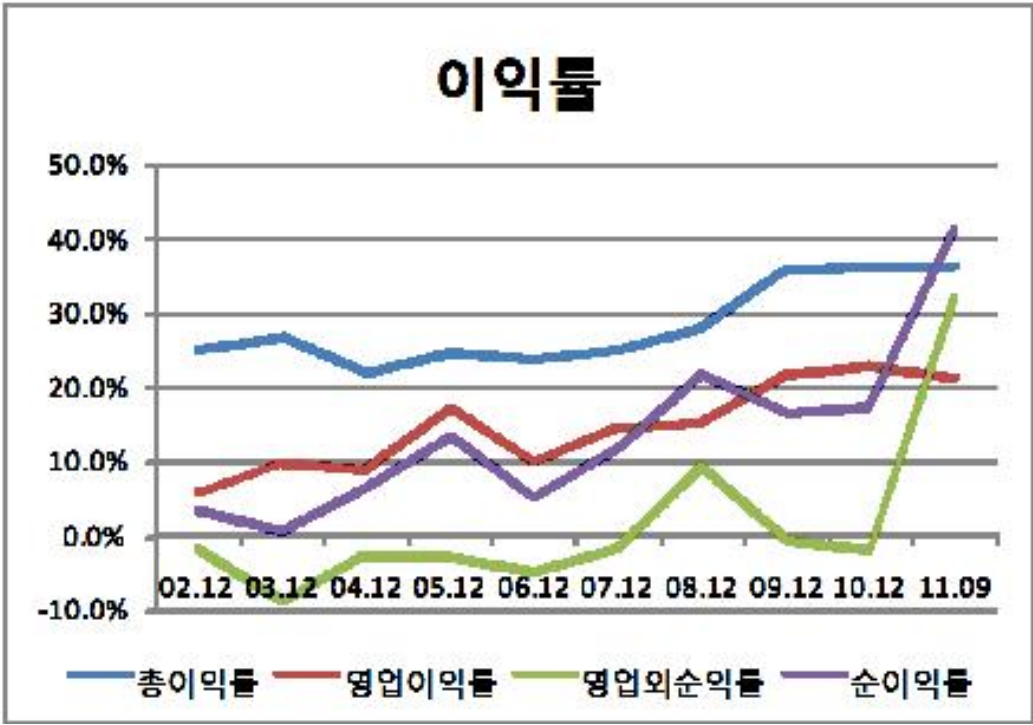
07년부터 매출액과 자본이 빠른 속도로 증가했다. 그러나 11년 매출액은 절반 가량으로 토막나버린다. 이 회사에는 무슨 일이 있었을까? 자세하게 살펴보기 위해 최근 3년간 분기별 데이터를 살펴보자.

	09.2Q	09.3Q	09.4Q	10.1Q	10.2Q	10.3Q	10.4Q	11.1Q	11.2Q	11.3Q
매출액	10269	19738	17708	14776	25601	22443	20440	10528	14370	11726
영업이익	2369	4357	4484	2667	5910	5328	5262	1957	3875	2041
순이익	1749	3119	3611	1930	5085	3616	3900	1582	11631	1924
총이익률	32.6%	36.8%	39.9%	33.8%	35.1%	37.0%	38.7%	38.2%	38.8%	31.7%
영업이익률	23.1%	22.1%	25.3%	18.0%	23.1%	23.7%	25.7%	18.6%	27.0%	17.4%
순이익률	17.0%	15.8%	20.4%	13.1%	19.9%	16.1%	19.1%	15.0%	80.9%	16.4%

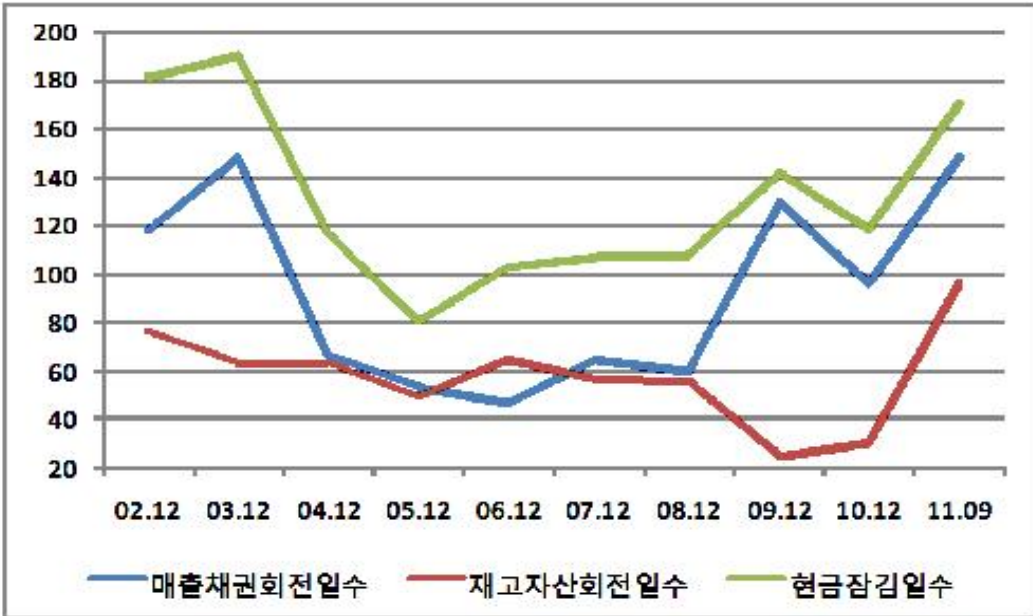
[표 1] 프로텍의 매출/영업이익/순이익 추이 (단위 : 백만)

2010년부터 150억~250억 가량에서 움직였던 분기별 매출액이 2011년부터는 100억대 초반 즈음에서 움직이고 있다. 영업이익도 반으로 줄었지만, 순이익이 11년 2분기에 급속하게 늘어난 것을 볼 수 있다. 이는 의왕 공장매각 대금이 재무제표에 계상되었기 때문이다.

영업이익률은 최근들어 변동이 심하다. 특히 11년도 3분기가 그러한데, 이는 갑자기 매출액에서 매출 원가가 차지하는 비중이 68%로 늘어났기 때문이다. 다만 분기별 데이터가 아닌 연간 단위로 보면, 2002년부터 영업이익률은 꾸준히 개선되는 추이로 볼 수 있다. 주목할 것은, 10년간 영업이익 성장률을 CAGR로 구해보면 41.04%씩 성장했다는 것이다.

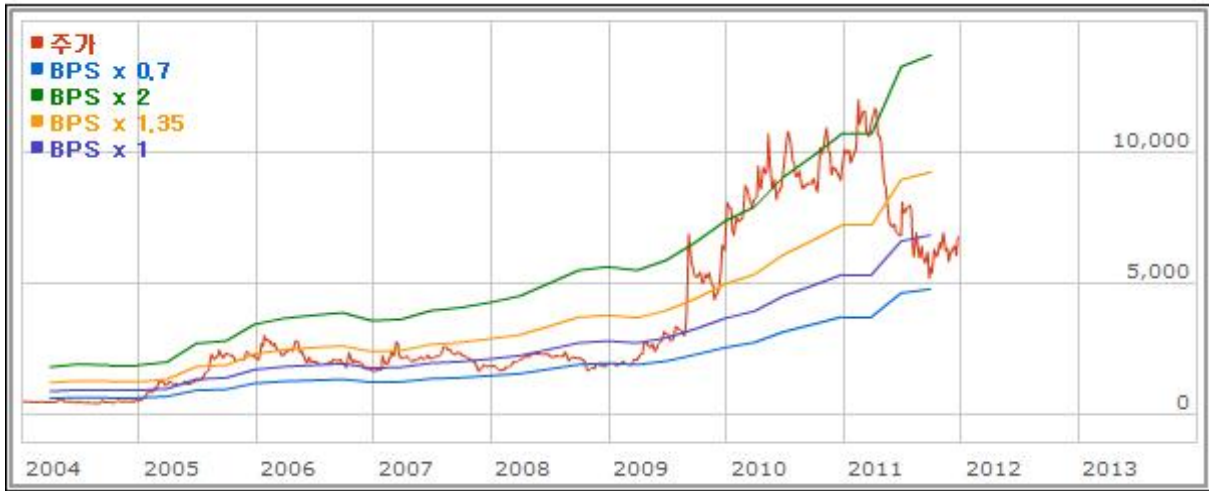


[그림 6] 프로텍의 이익률 추이. (2002~2011 3Q)



[그림 7] 매출채권/재고자산 회전일수 및 현금잠김일수(CCC)

또한 이 회사의 약점은 매출채권에 대부분의 자산이 묶여 있다는 것이다. 이는 상대적으로 프로텍이 산업에서 을(乙)의 위치에 있기 때문에 발생하는 현상으로 추정되며, 이러한 요인으로 인해 발생하는 유동성 문제를 극복하기 위하여 현금성자산을 다소 높게 들고 가야 한다는 점이 약점으로 작용한다.



[그림 8] 프로텍의 PBR 밴드.

자료 : Valuestar