

1. 기업개요 및 투자포인트 요약

**휴대폰용 MIC
글로벌 1위 업체를 거느린
지주회사**

동사의 자회사 비에스이의 '09년 매출구성을 살펴보면 휴대폰 MIC와 스피커가 각각 82.8%, 17.2%를 차지했다. 비에스이는 휴대폰용 MIC를 글로벌 휴대폰 생산 업체 TOP 5인 노키아, 삼성전자, LG, 모토로라, 소니에릭슨 등과 직거래하고 있다. 동사는 이 같은 다양한 매출처를 기반으로 세계 시장에서 45%의 점유율을 기록하며, 1위 업체로서의 지위를 유지하고 있다. 국내 경쟁회사로는 BUJEON, BLUECOM, CST社가 있고 이들의 세계 M/S는 10% 정도이다. 해외 경쟁업체로는 중국의 Goertek社, 홍콩의 AAC社 등이 있으며, 세계시장의 45%를 차지하고 있다.

**스마트폰 등 하이엔드급
매출비중 확대로
수익성 개선될 전망**

비에스이의 주력제품인 휴대폰용 MIC는 제품특성에 따라 ECM, MEMS 및 Digital MIC로 나뉘며, 크기에 따라 3Φ, 4Φ, 6Φ, 9Φ로 구분된다. 향후 MIC 시장은 제조사의 효율성 재고에 따라 컨버터가 필요 없는 Digital MIC와 제조공정 생략이 가능한 MEMS 타입의 수요가 증가할 것으로 예상되어 수익성 개선이 가능할 전망이다.

크기별 매출추이를 살펴보면, 9Φ 제품은 가정용 전화기에 사용되는 부품으로 수요가 점차 줄어들고 있는 반면, 4Φ 제품은 휴대폰 슬림화 추세에 따라 지속적으로 증가하고 있다. 3Φ 제품은 동사가 세계 최초로 개발한 초소형 MIC로서 '07년부터 양산에 들어갔으며, 향후 매출비중 확대가 전망된다. 이에 따라 '10년 동사의 MIC 부문 매출 구성은 Digital, 3Φ, 4Φ, 6Φ, 9Φ, MEMS MIC 제품이 각각 24.6%, 4.3%, 66.2%, 3.0%, 0.5%, 1.4%를 차지할 것으로 예상된다.

**기존 전방산업이었던
휴대폰 시장 이외에
아이패드, e-book 등
모바일 디바이스 보급
확대로 수혜 전망**

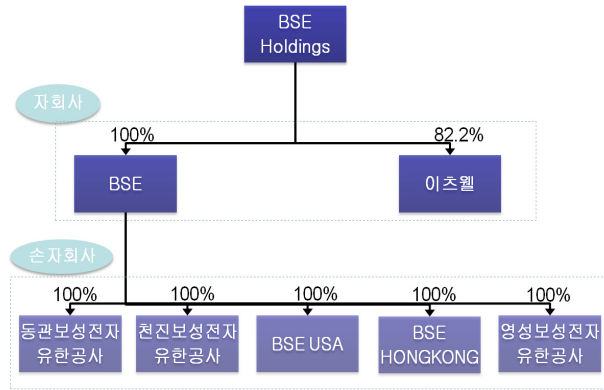
'10년 글로벌 휴대폰 출하량은 전년대비 약 10% 성장한 12.6억대 규모로 예상된다. '01년 이후 처음으로 '09년에 역성장했던 세계 휴대폰 수요는 스마트폰 시장의 급성장, 선진시장 소비심리 회복, 신흥시장 성장세 지속 등의 영향으로 '10년에는 회복세에 진입할 것으로 전망된다. 동사는 휴대폰용 MIC 글로벌 1위 업체로 전방산업 시장호황에 따른 수혜가 기대된다. 또한 올해부터는 태블릿PC, e-book 등 신규 모바일 디바이스 보급 확대로 기존 전방산업이었던 휴대폰 시장 외에 영역 확대가 예상되어 외형성장도 가속화될 전망이다.

특히 스마트폰 등 하이엔드급 매출비중 확대로 Digital MIC의 급성장이 예상된다. 지난해 동사의 MIC 매출물량은 6억 7천만대로 전년대비 6% 이상 감소하였지만 Digital MIC의 매출비중이 전체 매출량에서 24%까지 확대되며, 외형성장을 기록할 수 있었다. Digital MIC는 ECM MIC에 비해 평균 단가가 2.7배 정도 높은 제품으로 수익성 개선이 가능할 전망이다.

**긍정적인 시장환경
영향으로
2010년 호실적 기대**

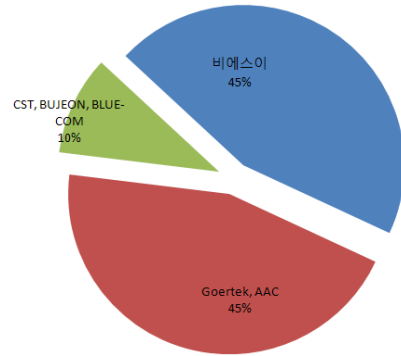
동사의 '10년 1분기 영업실적은 영업수익과 영업이익 각각 200억원(+773.7%, YoY), 191억원(흑자전환, YoY)을 기록하였다. 급격한 영업실적 향상을 기록할 수 있었던 주요원인은 1)자회사 비에스이의 1월 MIC 판매량 감소로 관련부문 매출액이 전년 동기대비 14.3% 하락했지만 스피커 등 기타부문 매출이 64.7% 증가하며 감소분을 상쇄하였고, 2)환율하락의 영향으로 통화옵션 거래 및 평가이익이 162억원 대규모 발생했기 때문이다. 동사의 '10년 전체 영업실적은 전방산업 호황과 스피커 부문 성장 등 긍정적인 시장환경 영향으로 영업수익 185억원(+0.1%, YoY), 영업이익 163억원(+27.3%, YoY)을 기록할 전망이다.

[그림 1] 비에스이홀딩스 조직도



자료 : 비에스이('10년 5월 기준), 유화증권

[그림 2] 휴대폰용 MIC 글로벌 M/S 현황 (단위 :%)



자료 : 비에스이('09년 12월 기준), 유화증권

[표 1] 글로벌 휴대폰 출하량 추이 및 전망 (단위 : 백만대, %)

구분	2008	2009	2010(E)	YoY
노키아	468	432	459	6.4%
삼성전자	197	227	263	15.9%
LG전자	101	118	130	10.3%
소니에릭슨	97	57	55	-4.0%
모토로라	100	55	53	-3.1%
Others	215	255	296	16.0%
Total	1,177	1,144	1,257	9.9%

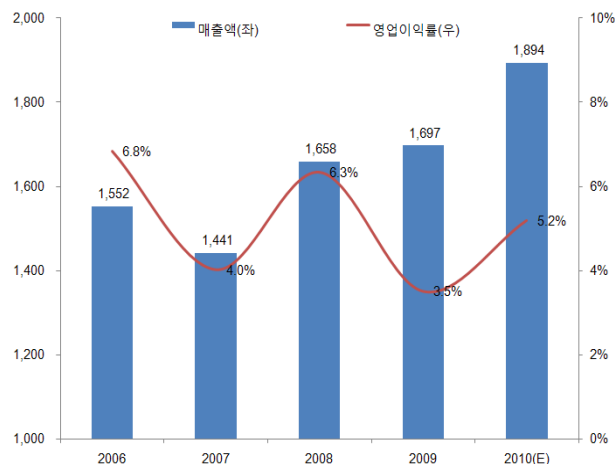
자료 : 유화증권

[표 2] 비에스이의 제품별 판매 비중 추이 및 전망 (단위 : %)

구분	2008	2009	2010(E)	YoY
3Φ	4.1%	4.1%	4.3%	3.7%
4Φ	62.4%	65.0%	66.2%	1.9%
6Φ	13.9%	5.3%	3.0%	-43.4%
9Φ	0.7%	0.6%	0.5%	-9.9%
Digital MIC	18.9%	23.7%	24.6%	3.7%
MEMS MIC	-	1.3%	1.4%	8.2%
Total	100%	100%	100%	

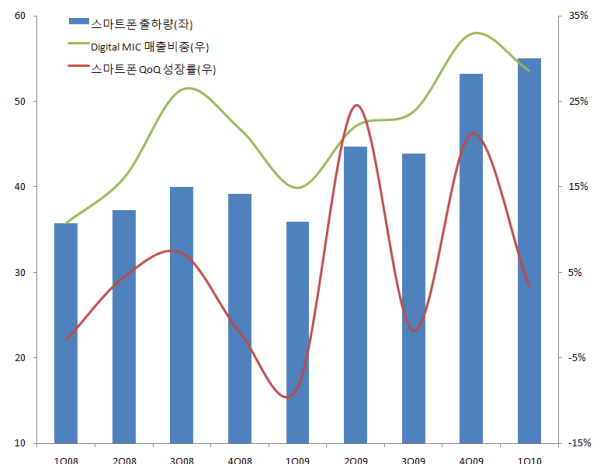
자료 : 비에스이, 유화증권

[그림 3] 비에스이 매출액과 영업이익률 추이 (단위 : 억원, %)



자료 : 비에스이, 유화증권

[그림 4] 스마트폰 성장률 및 Digital MIC 매출비중 (단위 : 백만대, %)



자료 : 비에스이, 유화증권

2. 고부가가치 MIC 매출비중 확대로 수익성 개선 전망

**Digital MIC는
제조사의 효율성 재고에
따라 성장성 확대 예상**

동사는 '07년 10월 국내 최초로 휴대폰용 Digital MIC 개발에 성공하고 양산에 들어갔다. 기존 Analog 방식 MIC에서는 휴대폰으로 들어온 음성신호를 Digital로 변환하는 부품인 AD 컨버터가 별도로 필요했으나, Digital MIC는 컨버터를 MIC 안에 내장해 음성신호를 직접 Digital로 변환할 수 있어 경제적이다. 또한 컨버팅 과정 생략으로 소음도 줄일 수 있어 수요가 증가하고 있다.

**Digital MIC의
판매비중 증가로
수익성 개선 기대**

Digital MIC는 ECM보다 평균 단가가 2.7배 정도 높다. 매출총이익률 또한 ECM이 약 10~12%인데 반해, Digital MIC는 20~22% 정도로 높은 편이다. 따라서 Digital MIC 판매비중 증가는 수익성 개선효과에 긍정적이다. 실제로 지난해 동사의 MIC 매출물량은 6억 7천만대로 전년대비 6% 소폭 감소하였지만 Digital MIC의 매출비중이 전년대비 26% 증가하며, 수익성을 개선할 수 있었다.('09년 영업이익률 하락은 MEMS MIC 공정 불량으로 인한 원가율 상승 영향)

최근 스마트폰 등 하이엔드급 휴대폰 보급 확대와 더불어 Digital MIC의 판매비중이 높아지고 있는 추세이기 때문에 장기적인 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

**MEMS MIC 등장과
Multi-MIC 탑재폰
증가 추세는
추가 성장 모멘텀으로
작용할 전망**

최근 휴대폰용 MIC에 특별한 변화가 진행 중인데, 그것은 1)제조 공정을 줄임으로써 원가를 절감할 수 있는 MEMS MIC의 등장과 2)Multi-MIC를 탑재한 휴대폰 비중이 확대되고 있다는 점이다. MEMS는 표면실장(SMT) 라인에서 반도체 공정처럼 기판에 직접 증착할 수 있기 때문에 생산비 절감이 가능하다. 또한 MEMS는 구조의 내열성을 이용하여 소리를 정확하게 전달할 수 있으며, 3Φ ECM 보다 더 소형의 제품 제조가 가능하고, 기계적 진동이나 온도변화, 전자기장 간섭에 덜 민감하다는 장점을 가지고 있어 시장확대가 전망된다.

휴대폰 한대 당 마이크가 하나였던 구조에서 벗어나 Noise canceling, Echo canceling 등을 위해 디바이스 한대 당 2~3개의 Multi-MIC를 탑재하는 구조로 변화하고 있는 추세도 동사에 있어서 추가 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

[표 3] MEMS MIC와 ECM 비교

MEMS	ECM
SNR : typical 58db	SNR : typical 60db
SMT 공정이 가능	SMT 공정이 불가능
Silicon diaphragm, Back plate를 사용하여 열에 강함	Polymer Diaphragm, Back electret을 사용하여 열에 약함
추가 Assy' 공정이 필요없음	FPCB, Connector, wire 등 추가 Assy' 공장이 필요함
전하를 내부 IC에서 자동으로 충전	전하를 외부에서 공급하여 충전
반도체 공정을 이용하여 부품제조	금형을 제작하여 부품제조
고가의 MEMS die 제조 설비 (반도체 부품제조 설비와 동일)	MEMS die 제조 설비보다 매우 저렴

자료 : 비에스이, 유화증권

3. 비에스이홀딩스의 新성장동력

스피커 사업의 성장성 확대 기대

스피커 생산 공장인 영성보성전자 유한공사는 '08년 동사가 본격적인 스피커 사업을 추진하기 위해 인수한 생산 법인이다. 현재 비에스이의 스피커 사업 확대에 영성보성전자 유한공사 뿐만 아니라 MIC 생산 공장인 동관보성전자 유한공사와 천진보성전자 유한공사에서도 스피커 생산을 시작하였다. '09년 팬텍과의 거래에서 80억원 규모로 가장 큰 매출을 기록하였고, 작년 말 삼성전자에 벤더로 등록되면서 판매 비중이 높아가고 있다. '10년 1분기 550만개의 스피커를 판매하여 매출액은 45억원, 중국법인을 포함한 연결 기준으로는 61억원을 기록하였다.

동사는 '10년 스피커 부문에서 Capa 확대와 대기업 벤더 등록을 통해 400억원 규모의 매출액을 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 성장성 확대를 전망하는 근거는 1)기술적인 면에서 MIC와 Synergy 효과를 나타낼 수 있고, 2)후발주자이지만 기존 고객사를 활용한 영업이 가능하다는 점, 3)삼성 등 대기업 벤더 등록을 통해 매출처를 확대하고 있으며, 4)휴대폰 1대당 일반적으로 스피커 및 리시버 2개가 필요하고, 최대 4개까지 들어가므로 시장 규모가 MIC보다 크다고 볼 수 있기 때문이다.

LED 조명부품을 생산하는 자회사 이츠웰 지난해 하반기부터 턴어라운드 시작

동사의 또 다른 자회사인 LED 조명부품 생산업체 이츠웰은 '04년 삼성전자에 제품을 납품하면서 양적인 성장을 하였다. 하지만 지속적인 단가인하 압력과 경쟁과열로 '06년 자본잠식에 빠지게 되어, '07년 동사가 56%의 지분을 취득하면서 자회사로 편입하였다. 동사는 올해 2월 사업 육성과 지분 확보의 목적으로 이츠웰의 유상증자에 참여하여 지분율을 82%까지 확대하였다.

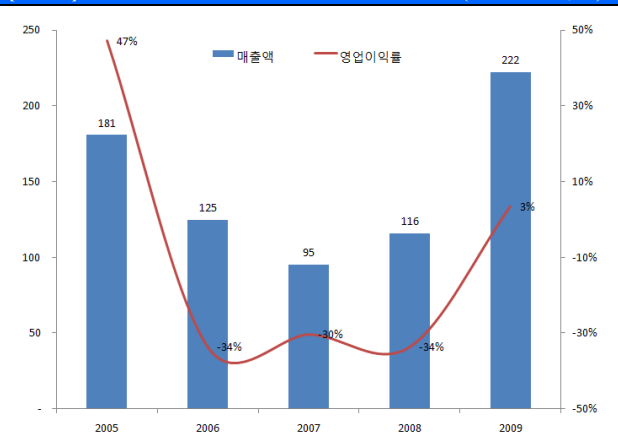
이츠웰은 지난해 공장 한 곳을 매각하고, 다양한 LED 제품 생산과 거래처를 확대하는 등의 경영 혁신으로 지난해 7월부터 흑자 전환에 성공하였다. 특히 통신기기 부품과 교통신호등 표시소자, 자동차 조명 등의 제품공급을 확대하였고, LED 신호등 시장에서 국내 M/S 80%로 1위를 점유하고 있다. 이에 따라 '09년 이츠웰의 영업실적은 매출액과 영업이익의 각각 222억원(+92.3%, YoY), 8억원(흑자전환, YoY)을 기록하였다. 이츠웰은 '10년 400억원 규모의 매출액 달성이 가능할 것으로 전망되어 하반기부터는 동사에 지분법 이익을 개시할 수 있을 것으로 판단된다.

[표 4] 비에스이의 사업장 소개

구분	인천(韓)	천진(中)	동관(中)	영성(中)
Capa	3,000만개/월	4,000만개/월	3,000만개/월	800만개/월
제품	ECM(3Φ, 4Φ, 6Φ) MEMS, Digital MIC 등	ECM(4Φ, 6Φ)	ECM(4Φ, 6Φ)	Speaker & Receiver
제조 방식	Full-Auto System	Full-Auto System	Semi-Auto System (Full Auto 방식으로 진행 중)	Semi-Auto System (Full Auto 방식으로 진행 중)

자료 : 비에스이, 유화증권

[그림 5] 이츠웰 매출액과 영업이익률 추이 (단위 : 억원, %)



자료 : 이츠웰, 유화증권

4. 실적 전망 및 Valuation

**확고한 시장 점유율
유지로 '10년 긍정적인
영업실적 기록할 전망**

동사의 자회사 비에스이의 2010년 예상 영업실적은 매출액 1,894억원(+11.5%, YoY), 영업이익 98억원(+64.8%, YoY)을 기록할 전망이다. 올해 긍정적인 영업실적 추정하는 근거는 1)'10년 휴대폰 시장 성장률이 10%로 예상되어 MIC 및 스피커의 수요 확대가 지속될 것으로 전망된다는 점, 2)휴대폰용 MIC 산업은 현재 규모의 경제가 가능한 선두업체만 살아 남는 시장이 형성되어, 세계 M/S 1위 자리를 점유하고 있는 동사에 긍정적인 영향이 예상된다는 점, 3)스마트폰 등 하이엔드급 디바이스 보급 확대가 MEMS, Digital MIC 제품과 3Φ 제품의 매출비중 증가를 유발하여 수익성 개선 효과를 나타낼 것으로 기대되기 때문이다.

**MEMS MIC 시장
아이폰 4G 출시를
시작으로 본격 확대될
전망**

특히 MEMS MIC 시장의 급격한 확대가 전망된다. 그 동안 휴대폰 제조업체들은 생산공정 비용 및 물류비용을 절감할 수 있는 이점으로 MEMS MIC에 관심을 보여왔으나, 기존 MIC에 비해 비싼 단가 때문에 채택을 꺼렸었다. 하지만 최근에 들어 제조 프로세스 개선을 통한 원가인하와 세트업체의 생산공정 효율화 이득이 단가 상승분을 보완할 수 있다는 판단으로 도입이 확대되고 있다.

현재 MEMS MIC은 글로벌 시장에서 동사와 美 Knowles社 두 회사만 양산이 가능하다. 대부분의 시장을 Knowles사가 선점하고 있고 동사가 후발주자로 시장에 진입하였다. 현재 아이폰의 경우 Knowles社の MEMS MIC가 탑재되고 있다. 동사 또한 Apple社에 벤더 등록을 하기 위해 promotion을 계속할 계획이며, 인증이 완료되면 아이폰 4G 등에 탑재가 기대되어 긍정적이다.

**목표주가 9,000원
투자의견 BUY 제시**

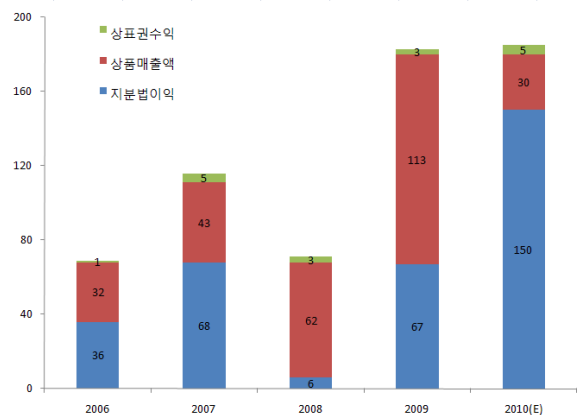
동사의 6개월 목표주가를 9,000원으로 산정하고 투자의견 BUY를 제시한다. 목표주가는 '10년 예상 EPS 1,297원에 적정 PER 7배를 적용하였다. PER 7배는 동사가 1)세계 시장에서 최고의 경쟁력과 점유율을 보유하고 있다는 점, 2)높은 성장률과 수익성이 전망된다는 점, 자회사의 잠재가치를 감안하여 적용하였다. 또한 휴대폰 시장의 성장과 스피커 사업 확대 등으로 동사의 '10년 영업실적은 영업수익 185억원(+0.1%, YoY), 영업이익 163억원(+27.3% ,YoY)을 기록할 것으로 추정되기 때문에 목표주가 산정에 적용한 PER 7배는 무리가 없다고 판단된다.

[표 5] 비에스이의 제품별 실적 전망 (단위 : 억원, %)

구분	2008		2009		2010(E)	
	Sales	%	Sales	%	Sales	%
Digital MIC	245	14.8%	333	19.6%	465	24.6%
MEMS MIC	-	0.0%	18	1.1%	27	1.4%
ECM	1,055	63.7%	1,055	62.1%	906	47.8%
Others	356	21.5%	292	17.2%	496	26.2%
Total	1,656	100%	1,698	100%	1,894	100%

자료 : 비에스이, 유화증권

[그림 6] 비에스이홀딩스의 영업실적 추정 (단위 : 억원)



자료 : 비에스이, 유화증권

5. 환 리스크 진단 및 IFRS 도입 후 전망

유로 통화옵션은 Knock-out 도달로 소멸 전망

비에스이는 '08년 KIKO와 Snowball 등 통화옵션 손실로 우량한 영업실적에도 불구하고 470억원의 순손실을 기록하였다. 반면, '09년에는 환율 하락으로 188억원의 파생상품 관련 이익이 발생하여 67억원의 순이익을 기록하였다. 올해 1분기 파생상품 거래이익과 평가이익은 환율 하락의 영향으로 각각 9억원, 153억원 발생하였다.

달러 통화옵션은 불안정한 환율 추세로 보수적 추정

동사는 현재 두개의 통화옵션이 남아있는데, 유로 통화와 달러 통화 각각 1계약씩이다. 유로 통화옵션은 최근 유로환율 약화에 따라 Knock-out 수준에 도달한 것으로 판단되어 옵션계약 소멸이 전망된다. 달러 통화옵션의 경우 유럽발 약재에 따른 불안정한 환율 추세로 파생상품 관련 손익을 판단하는데 어려움이 있어 현재 환율 수준인 1,200원으로 추정하였다.

IFRS 도입으로 인한 지주회사 메리트 발생

동사는 지주회사로 2011년부터 적용하게 되는 국제회계기준(IFRS)에 따라 수혜가 예상된다. 현행 회계 제도(K-GAAP)에서 개별 재무제표가 지분법 평가를 통해 자회사 가치를 반영하였기 때문에 기업실체 파악에 한계가 있었다. 반면, IFRS에서의 연결 재무제표는 재무상태 및 영업성과 등 모든 면에서 기업실체를 보다 정확히 반영하게 된다.

동사는 자회사인 비에스이와 이츠웰의 지분을 각각 100%, 82.2% 보유하여 IFRS 기준 하에서 모두 연결재무제표의 대상이 된다. 기존 개별 재무제표에서는 자회사의 수익이 지분법이익으로 표시되지만 연결에서는 영업이익으로 나타나는 만큼 기존의 지분법이익이 많은 동사의 경우 수혜가 예상된다. 물론 IFRS 도입으로 당장 현금흐름에 긍정적인 효과를 기대할 수 있는 것은 아니다. 그러나 기업의 장점이 여과없이 회계 장부에 반영됨으로써 디스카운트 요인을 해소하는 효과를 가져 올 것으로 기대되므로 긍정적이다.

비에스이(A045970)

Financial Statement & Ratio

단위: 억 원

Balance Sheet	200812	200912	201012F	201112F	Income Statement	200812	200912	201012F	201112F
유동자산	209	173	199	182	영업수익	71	184	185	160
현금 및 당기예금	190	152	176	161	영업비용	521	48	16	18
단기매매증권	5	5	5	4	매출총이익	-450	136	169	142
매출채권	13	12	15	13	판매비외관리비	6	7	6	8
재고자산	0	0	0	0	인건비	4	4	3	5
기타	2	4	4	3	갑가상각비	0	0	0	0
비유동자산	951	929	1,061	1,086	무형자산상각비	0	0	0	0
장기투자증권	2	2	2	2	연구개발관련비용	0	0	0	0
지분법적용투자주식	925	920	1,055	1,080	기타	2	3	3	3
갑가상각자산	0	0	0	0	영업이익	-456	128	163	134
기타	24	7	5	4	영업외손익	-2	48	8	9
자산총계	1,160	1,101	1,260	1,267	이자수익	2	3	5	6
유동부채	154	8	7	4	이자비용	0	0	0	0
매입채무	1	5	3	1	배당금수익	0	0	0	0
단기차입금,유동성장기부채	150	0	0	0	유가증권관련손익	0	3	3	3
기타	3	4	4	3	외환차손익	6	-4	0	0
비유동부채 등	47	2	2	2	외화환산손익	0	1	0	0
사채,장기차입금	0	0	0	0	지분법손익	0	0	0	0
기타	47	2	2	2	기타	-10	46	0	0
부채총계	200	10	9	6	세전계속사업이익	-458	177	171	143
자본금	66	66	66	66	계속사업법인세비용	0	0	0	0
자본잉여금	1,006	1,006	1,006	1,006	계속사업이익	-458	177	171	143
자본조정	-11	-11	-11	-11	중단사업이익	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	309	264	253	120	법인세효과	0	0	0	0
이익잉여금	-410	-234	-62	81	당기순이익	-458	177	171	143
자본총계	960	1,091	1,252	1,261	주당순이익	-3,464	1,336	1,297	1,080

Cash Flow Statement	200812	200912	201012F	201112F	Financial Ratio (%)	200812	200912	201012F	201112F
영업활동현금흐름	26	65	164	140	성장성 (%)				
당기순이익(손실)	-458	177	171	143	매출액증가율	-38.9%	158.5%	0.4%	-13.5%
비현금수익비용가감	488	-114	-3	-3	영업이익증가율	적전	축전	26.9%	-17.8%
갑가상각비,무형자산상각비	0	0	0	0	EBIT증가율	적전	축전	-3.9%	-17.5%
기타	487	-114	-3	-3	EBITDA증가율	적전	축전	-3.8%	-17.4%
운전자본증감	-3	2	-4	0	순이익증가율	적전	축전	-2.9%	-16.7%
매출채권증가(감소)	-1	-1	-3	2	안정성 (%)				
재고자산증가(감소)	0	0	0	0	유동비율	136.3%	2029.8%	2965.9%	4221.6%
매입채무증가(감소)	-2	4	-2	-2	순차입금비율	-4.7%	-14.3%	-14.4%	-13.1%
기타	0	-2	0	0	부채비율	20.9%	0.9%	0.7%	0.5%
투자활동현금흐름	-13	-40	-60	-25	이자보상배율(배)	-16,308.8	4,596.6	-	-
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	수익성 (%)				
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	Operating Income Margin	-639.7%	69.7%	88.1%	83.8%
투자자산감소(증가)	-21	30	-129	-21	EBIT Margin	-645.4%	93.9%	89.9%	85.8%
기타	7	-70	69	-4	EBITDA Margin	-645.4%	94.0%	90.0%	86.0%
재무활동현금흐름	143	-150	-11	-133	ROA	-39.5%	15.6%	14.5%	11.3%
차입금증가(감소)	150	-150	0	0	ROE	-44.0%	17.2%	14.6%	11.4%
사채증가(감소)	0	0	0	0	ROIC	2537.7%	20395.4%	1224.7%	938.2%
자본증가(감소)	-7	0	-11	-133	활동성 (회)				
배당금지급	-7	0	0	0	매출채권회전율	6.4	14.9	13.8	11.6
자본조정,포괄손익증가(감소)	0	0	-11	-133	재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0	0	0	0	매입채무회전율	358.9	16.9	3.9	8.1
순현금흐름	156	-126	93	-19	총자산회전율	0.1	0.2	0.3	0.3
기초현금	25	180	54	148	자기자본회전율	0.1	0.2	0.2	0.2
기말현금	180	54	148	129	투자자본회전율	-3.9	2,171.5	24.9	-271.6

Valuation Indicator

Multiple Valuation	200812	200912	201012F	201112F	Discounted Valuation	200812	200912	201012F	201112F
Per Share (Won)					Dividends (Won)				
EPS	-3,464	1,336	1,297	1,080	DPS(Comm.)	-	-	-	-
EBITDAPS	-3,478	1,309	1,260	1,041	DPS(Pref.)	-	-	-	-
CFPS	-3,480	1,309	1,260	1,041	Payout Ratio (%)	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
SPS	539	1,393	1,399	1,210	FCF				
BPS	7,259	8,251	9,466	9,540	Gross Cash Flow	-460	173	167	138
Multiples (X)					NOPLAT	-460	173	166	137
PER	-	4.2	4.9	5.9	EBIT	-460	173	166	137
EV/EBITDA	-	3.3	4.0	4.9	Adjusted Taxes	0	0	0	0
EV/Sales	7.9	3.1	3.6	4.2	Total Investment	12	25	3	0
PCR	-	4.2	5.1	6.1	IC(Increase)	12	25	2	0
PSR	8.5	4.0	4.6	5.3	Depre. & Amor.	0	0	0	0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	Free Cash Flow	-472	149	164	138

Compliance

6 가 (DR, CB, IPO)
 가 3
 1%

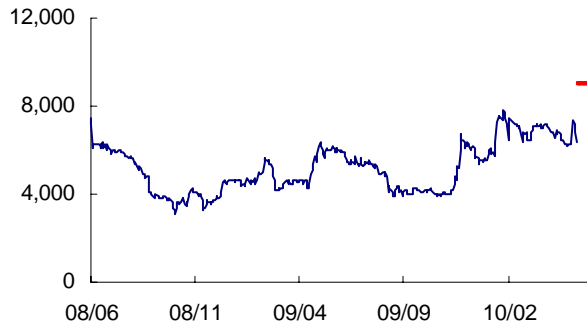
< >
Strong Buy 6 25% 가
Buy 6 10%~25% 가
Market Perform 6 -10%~10% 가
Underperform 6 10% 가
Trading Buy 1 가
 < >
Overweight
Neutral
Underweight

가 가

Rating Change

가

2010.05.24 9,000 Buy



가 가