LEADING

Mid-Cap Research

2012년 5월 7일

코디에스 (080530 KQ)

AMOLED, 전기차 충전기를 새로운 도약의 발판으로..

Analyst : 박준모
jmpark@leading.co.kr
82-2-2009-7328

R.A. : 이정일
jilee@leading.co.kr
82-2-2009-7047

Leading Traffic Light: Green

코디에스는...

- ✓ Display 패널 검사장비 Probe Unit 공급업체 (삼성전자의 필요량 중 70% 공급)
- ✓ 전기차 충전기 업계 최고 기술력 보유
- ✓ AMOLED 등 디스플레이 장비 사업 진출

Green light because:

- ✓ Probe Unit 신규시장 진출로 매출 증가 (SMD 의 AMOLED 라인에 적용)
- ✓ Display 전공정 장비 사업 진출로 새로운 성장동력 확보

성장 잠재력:

- ➢ Probe Unit 의 AMOLED 시장진출과 M&A 를 통한 Display 공정장비 사업 진출로 미래 성장 가시화 ('11 년 대비 '12 년 매출 증가율 209.8%)
- ➢ 2013 년 에너지 부문 매출 본격화

경영진과 주주가치:

- ➢ 전기자동차 충전기와 Display 장비의 기술개발을 통한 끊임없는 신성장 동력 확보
- ➢ 그러나 BW 발행으로 발생된 Warrant 중 60%를 경영진이 인수한 거래는 주주가치 훼손을 고려하지 않은 우려되는 사안

탁월한 가치창출:

- ➢ 신규사업 수익창출로 ROE 의 지속 증가세 '11 년 13.2% → '12 년 13.7% → '13 년 21.1%
- ➢ 지속된 투자의 결실로 EVA 증가세 '11 년 6.1% → '12 년 6.1% → '13 년 11.6%

Valuation:

- ➢ 목표주가는 PER 10.2x 를 적용한 9,400 원
- ➢ 현재주가 5,300 원에서 77.4%의 상승여력

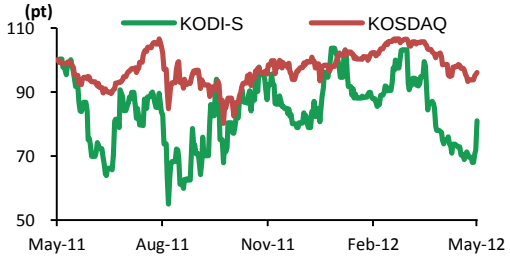
BUY

목표주가	**9,400 원**
현재주가	**5,300 원**
목표수익률	**77.4%**

Key Data	**2012 년 5 월 4 일**
산업분류	디스플레이
KOSDAQ	490.54
시가총액 (십억원)	48.8
발행주식수 (백만주)	9.2
외국인 지분율 (%)	0.1%
52 주 고가 (원)	6,780
저가 (원)	3,600
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.2
주요주주	**(%)**
박찬중 외 3인	31.03
코디에스 자사주 펀드	1.79

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	8.1	(7.5)	(19.0)
상대주가	10.5	(5.1)	(15.0)

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ SMD TV 용 AMOLED 패널 생산 지연 가능성
- ➢ 정부의 전기차 충전 Infra 구축 사업 지연 가능성

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2009	25.5	41.7	5.0	19.8	4.0	815.2	110.8	6.5	4.6	31.9	1.3
2010	30.7	20.4	8.1	26.2	6.4	1,116.0	36.9	4.7	3.3	30.8	1.2
2011	25.0	(18.7)	3.4	13.7	3.4	399.0	(64.2)	13.3	10.8	13.2	1.4
2012E	77.3	209.8	5.5	7.1	4.4	476.0	19.3	11.1	7.2	13.7	1.3
2013E	97.2	25.8	10.6	10.9	8.5	919.5	93.2	5.8	4.1	21.1	1.1
2014E	121.7	30.0	13.5	11.1	10.6	1,153.3	25.4	4.6	3.2	21.6	0.9

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1-1: Valuation – 목표주가 4

Section 1-2: Valuation – Peer Valuation 비교 5

Section 2: 기업 **Snapshot** 6

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가**?** 9

Section 4: 현금창출 능력과 배당정책은**?** 10

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은**?** 11

Section 6: 증자**, CB, BW** 로 자금을 요구하는 회사인가**?** 12

Section 7: CEO 의 경영철학은**?** 13

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 14

Section 9: 영업현황과 실적전망 15

핵심 투자포인트

✓ **Display 패널 검사장비 Probe Unit 전문업체로 삼성전자(TFT LCD)에 이어 SMD(AMOLED) 에도 공급 개시**

동사는 TFT LCD 패널 검사 장비인 Probe Unit 제조사로 기존 삼성전자 필요량의 70% 공급해왔다. 2011 년에는 Display 산업침체로 다소 부진한 실적을 기록하였으나 삼성전자의 가동율 증가 및 Probe Unit 교체수요 발생으로 점차 회복될 것으로 전망된다. 아울러 동사는 AMOLED TV 패널용 Probe Unit 개발 완료 후 SMD 에 Test 용 샘플을 공급하였다. 2Q12 까지 이러한 사전작업이 완료되면 3Q12 부터 AMOLED 향 Probe Unit 에서 35 억원의 매출이 가능해지며 향후 AMOLED 시장확대에 따라 동사의 Probe Unit 매출도 지속 증가할 것으로 예상된다 (Page 16).

✓ **Display 공정 장비 시장진출에 따른 새로운 Cash Cow 확보**

동사는 AMOLED 등 Display 공정 장비 사업에 대한 지속적인 투자를 진행해 오고 있으며 2012 년 3 월에 Display 공정 장비업체인 오에프티 주식회사를 60.99% 인수 함으로서 Display 장비사업에 본격적으로 뛰어들었다. 금번 오에프티 인수를 통해 기존 사업을 통한 매출과는 별도로 451 억원의 추가매출이 기대된다. 이에 따라 2012 년 매출규모는 2011 년도 대비 3 배 증가한 773 억원이 예상된다. 아울러 동사는 기존 Probe Unit 납품업체로서 삼성의 우수 협력기업으로 인정받고 있는 점을 활용한다면 Display 장비사업에서도 빠르게 성장할 것으로 전망된다. (Page 7, 17).

✓ **정부의 전기차 충전기 보급 확대 계획에 따른 수혜**

정부의 전기차 충전기 보급계획이 2011 년 500 대에서 2012 년에는 대폭 확대되어 년간 6,600 대로 증가할 것으로 예상되며 2015 년에는 10 만대까지 증가시킬 계획이다. 따라서, 기존에 정부에서 보급해온 전기차 충전기의 약 50% 를 동사에서 공급해온 실적으로 고려하면 동사는 향후 보급되는 충전기 입찰에서도 적어도 30% 이상은 수주를 받을 것으로 예상된다. 따라서, 동사는 전기차 충전기 사업에서도 기존에는 5 억원 정도 매출규모에서 2012 년에는 약 37 억원의 매출 창출이 기대되며 2015 년 이후에는 연간 500 억원 이상의 매출도 가능할 것으로 전망된다 (Page 18).

✓ **2012 년 실적 대폭 개선 – 전년대비 매출 3 배, 영업이익 60% 증가**

코디에스는 원래 TFT LCD 패널 검사장비인 Probe Unit 가 전체 매출의 93%를 차지하는 Probe Unit 전문업체로 삼성전자 필요량의 70%를 동사에서 공급하고 있다. 그러나 올해 동사는 사업다각화 차원에서 추진해오던 다양한 사업분야 중 Display 장비사업에 본격 진출하면서 수익원 다변화가 기대된다. 이에 따라 2012 년 예상 매출은 총 773 억원으로 전년 매출 249 억원대비 3 배 증가하고 영업이익은 55 억원으로 전년 34 억원 대비 60% 증가하는 등 대폭적인 외형성장이 기대된다. 또한, 오랜 기간 준비해온 전기차 충전기와 BMS (Battery Management System)등 에너지 관련사업도 현재 매출비중은 5% 미만이지만 향후 큰 폭의 증가세를 보일 것으로 예상된다. 이로서, 동사는 기존 Probe Unit 에 크게 의존했던 단일제품의 불안정성을 탈피하여 Probe Unit 과 Display 장비 그리고 에너지 관련 제품 등 3 가지의 안정적인 사업구조를 가지는 성장기반을 확보하게 된다. (Page 8)

✓ **목표주가 9,400 원은 현재 주가 5,300 원에서 77.4%의 상승여력**

금년도 Display 장비 업체로 변신하는 꾀하는 코디에스는 기존 국내의 Display 장비업체들에 비해 2013 년 예상 ROE 는 동등수준이나 PER 은 5.1 배로 크게 낮게 평가 받고 있다. 따라서, 동종업체인 에스에프에이 (056190KQ)와 원익 IPS (030530KQ)의 PER 평균치인 10.2 배를 상대적 Valuation 기준으로 삼았다. 따라서 동사의 적정주가는 2013 년 EPS 인 920 원에 10.2 배의 PER 을 적용한 9,400 원이다. 이는 현재 주가인 5,300 원에서 77.4%의 상승여력을 나타낸다 (Page 4~5).

Section 1-1: Valuation – 목표주가 9,400 원

Probe Unit, Display 장비, 전기차 충전기 사업 등 Major 3대 사업의 매출 확대 기회

코디에스의 적정주가 산정을 위한 동사의 투자 Point 은 다음과 같다.

1. 기존 Probe Unit 사업의 시장확대
- Probe Unit 의 판매처가 TFT LCD 에서 AMOLED 시장으로 확대

2. Display 전공정 장비사업의 개시로 새로운 성장동력 확보 기대감
- 2012 년 예상 매출이 2011 년 매출의 3 배
- 천안에 위치한 오에프티 인수를 통해 AMOLED 장비 사업화 가능성

3. 정부의 전기차 충전기 보급대수 증가로 동사의 매출기회 확대
- 2012 년 정부의 전기차 충전기 설치 대수 6,600 대 (2011 년 대비 13 배)
- 2015 년 정부의 전기차 충전기 설치 대수 100,000 대 (2012 년 대비 15 배)

코디에스의 Valuation 은 타 Display 장비업체와 동일수준 받아야 마땅

동사의 주력사업인 Probe Unit 과 Display 장비가 AMOLED 등 Display 시장확대와 밀접하게 연결되어 있다는 측면에서 에스에프에이 (056190KQ)와 원익 IPS (030530KQ) 등 Display 장비업체들과 동일한 Valuation 이 적절하다고 판단된다.

반면 2013 년 예상 ROE 는 코디에스 21.1%, 에스에프에이 22.5%, 원익 IPS 21.1%로 서로 큰 차이가 없으나 PER 은 코디에스 5.1 배, 에스에프에이 10.8 배, 원익 IPS 9.7 배로 코디에스가 타 업체들 대비 크게 저평가되어 있는 상황이다. 또한, 코디에스가 Probe Unit, 전기차 충전기 등 다양한 성장사업을 보유하고 있다는 점에서 타 업체들 대비 오히려 프리미엄 부여도 가능하다고 판단한다.

적정 주가 9,400원
현재 주가 대비 77.4%의 상승여력

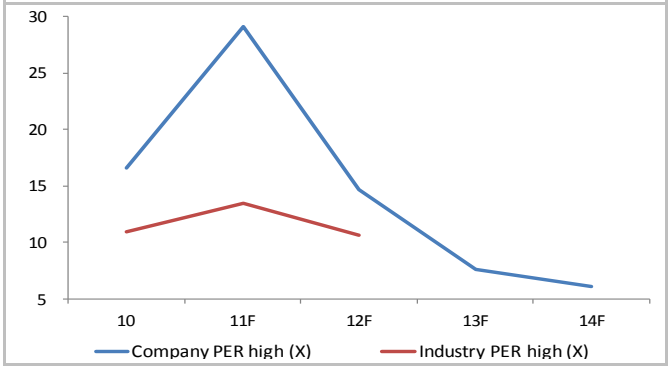
따라서, 코디에스의 Valuation 기준으로 에스에프에이 (056190KQ)와 원익 IPS (030530KQ)의 PER 평균치인 10.2 배를 삼았다. 코디에스의 적정주가는 2013 년 EPS 인 920 원에 10.2 배의 PER 을 적용한 9,400 원이다. 이는 현재 주가인 5,300 원에서 77.4%의 상승여력을 나타낸다.

Exhibit 1. 코디에스 Valuation VS. 시장 Valuation

(X, %)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
코디에스 year-high PER (X)	비상장							16.6	29.1	14.7	7.6	6.1
IT industry year-high PER (X)								10.9	13.5	10.6	N/A	N/A
Premium/(Discount) to IT industry %)								51.9	116.1	38.6	N/A	N/A
코디에스 year-high PER								16.6	29.1	14.7	7.6	6.1
Market year-high PER								16.0	11.2	10.1	8.8	7.7
Premium/(Discount) to market (%)								**3.8**	**159.6**	**44.8**	**(13.9)**	**(21.5)**

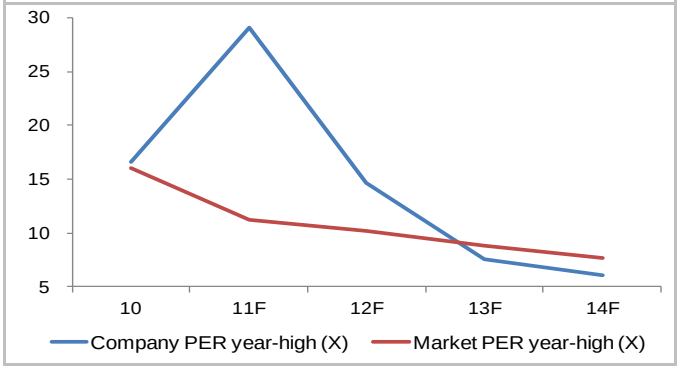
*Source: Company data, Leading Research Center *Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 2. 코디에스 yr-hi PER vs. IT 업계 yr-hi PER



Source:Fnguide, Leading Research Center

Exhibit 3. 코디에스 yr-high PER vs. 시장 yr-high PER



Source: Fnguide, Leading Research Center

Section 1-2: Valuation – Peer Valuation 비교

Valuation 비교 대상은 Display 장비업체
- 에스에프에이(056190KQ)
- AP 시스템(054620KQ)
- 원익 IPS (030530KQ)

코디에스의 Peer 로 Display 장비업체인 에스에프에이 (056190KQ), AP 시스템 (054620KQ), 원익 IPS (030530KQ)를 선정하였다.

에스에프에이, AP 시스템, 원익 IPS 이들 3 개 회사는 모두 AMOLED 장비를 비롯한 Display 공정 장비를 공급하는 회사로 Display 산업성장에 따른 수혜를 받고 있는 업체들이다. 따라서 코디에스가 기존에 TFT LCD 용 Probe Unit 전문업체에서 Display 장비 업체로 변신을 꾀하고 있는 상황을 고려할 때 동사의 Valuation 비교 대상으로 기존 Display 장비업체들이 적절하다고 판단한다.

AMOLED 시장성장에 따른 수혜주로서 Valuation 은 동등 수준에서 평가 받아야 마땅

코디에스는 매출/시총 측면에서 아직 국내 Display 장비업체들에 비해 1/5~1/10 정도 규모밖에 되지 않으나 AMOLED 시장성장에 따른 수혜주로서 그 성장성은 기존 Display 장비 업체들에 비교해서 낮게 평가 받을 이유가 없다고 판단한다.

2013 년 기준 ROE 는 코디에스가 21.1%로 에스에프에이 22.5% 및 원익 IPS 21.1%와 동일한 수준이나 PER 은 타 업체들이 약 10 배 정도인데 반해 동사의 현주가 PER 은 5.1 에 그치고 있어 타 업체들 대비 상당히 저평가되고 있는 상황이다.

PER, EV/EBITDA 방식 모두에서 동사는 타 Display 장비 업체들보다 저평가 받고 있음

또한 타 Display 장비 업체들의 2013 년 예상 OPM 은 12.0~14.8%이며 이는 동사의 예상 OPM 인 10.9% 보다 다소 높은 편이다. 그러나 EV/EBITDA 는 동사가 3.6 배이고 타 업체들은 6 배 이상으로 OPM 의 미미한 차이에 비해 EV/EBITDA Valuation 에서도 크게 낮게 평가 받고 있다.

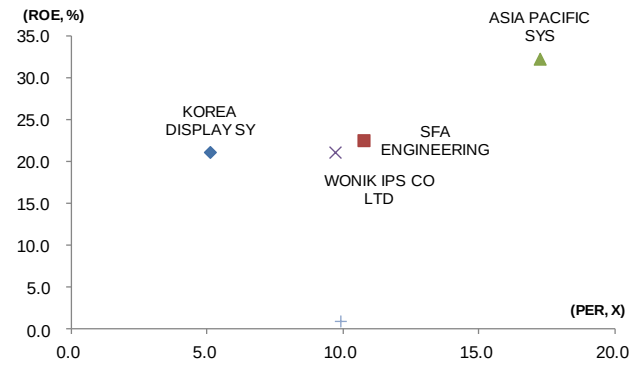
Exhibit 4. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				10	11	12E	13E	10	11	12E	13E
KOREA DISPLAY SY	080530 KQ	한국	37.4	30.7	25.0	77.3	97.2	26.2	13.7	7.1	10.9
SFA ENGINEERING	056190 KQ	한국	883.5	365.8	680.7	783.6	934.2	8.9	12.6	12.5	12.5
ASIA PACIFIC SYS	054620 KQ	한국	227.5	133.5	201.0	284.9	344.5	-0.9	11.9	12.3	12.0
WONIK IPS CO LTD	030530 KQ	한국	475.2	149.7	226.3	379.8	479.6	11.0	3.4	13.6	14.8

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E
KOREA DISPLAY SY	4.2	11.8	9.9	5.1	3.0	9.5	6.4	3.6	1.0	1.2	1.2	1.0	30.8	13.2	13.7	21.1
SFA ENGINEERING	22.0	14.3	12.4	10.8	16.3	9.9	8.2	6.5	3.3	3.1	3.1	2.5	26.9	26.9	23.6	22.5
ASIA PACIFIC SYS		19.3	17.2	8.1	16.3	9.2	10.3	5.9	2.7	3.4	3.1	2.3	20.9	20.9	32.3	29.2
WONIK IPS CO LTD	11.0	21.8	12.4	9.7	23.4	40.5	11.7	7.1	1.5	2.9	2.1	1.6	8.5	8.5	19.0	21.1

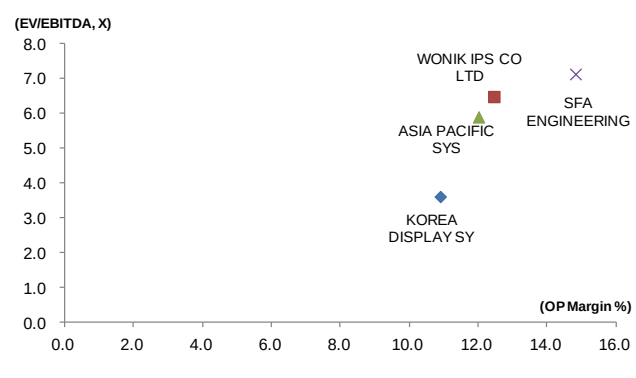
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (as of May.2, 2012)

Exhibit 5. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 6. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 2: 기업 Snapshot

Probe Unit, 에너지 부문 매출 지속 증가세

주력제품은 TFT LCD 검사장비인 Probe Unit 로 삼성전자에 이어 SMD 에도 공급 개시

코디에스는 TFT LCD, AMOLED 등 Display 패널 제작 후 화소 Line 의 단선 및 합선 여부를 check 하는 장치인 Probe Unit 을 주력으로 생산하는 업체이다. 삼성전자에 전량 공급하고 삼성전자 필요량의 70% M/S 를 차지하고 있다. 또한, Probe Unit 은 기존의 주 고객이었던 삼성전자 TFT LCD 뿐만 아니라 2012 년 하반기부터 삼성모바일디스플레이(SMD)의 AMOLED 라인에도 Probe Unit 공급을 시작할 예정이어서 Probe Unit 의 매출은 지속 증가할 것으로 전망된다.

신규사업으로 전기자동차 배터리 충전시스템 선두업체로 2012년부터 정부의 충전기 보급대수 확대로 매출증가 전망

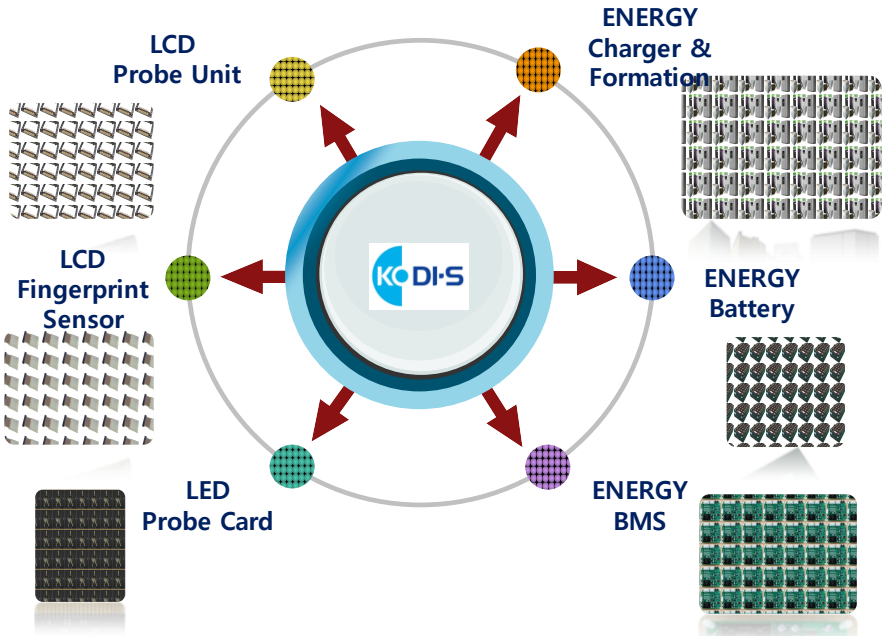
동사는 Probe Unit 이외에도 다양한 미래 성장동력 사업들을 육성하고 있으며 그 중에서도 가장 주목 받고 있는 Item 은 전기자동차 충전기이다.

전기차 충전기는 2008 년에 한국전기연구원에서 기술이전을 받아 사업화하였으며 정부의 보급계획에 의거하여 입찰형태의 사업참여를 통해 매출을 창출하는 사업구조를 가진다. 동사의 매출규모는 2011 년 5 억원 정도로 미미한 규모이었으나 2012 년에는 정부의 보급규모가 기존대비 13 배 규모로 확대되어 동사의 매출 또한 증가할 것으로 전망된다.

이밖에 BMS (Battery Management System), 리튬인산철 전지, 지문인식센서 등 다양한 미래 성장의 Seed 가 되는 사업군을 육성하고 있다. 이들 사업군들은 아직은 사업초기단계로 매출창출 규모가 크지 않지만 미래성장성이 큰 사업으로 2013 이후 동사의 핵심사업으로 자리매김할 것으로 예상된다.

Exhibit 7. 제품영역

사업영역	주요 기능	적용제품	비고
Probe Unit	TFT LCD 패널 단선/합선 여부 측정	TFT LCD, AMOLED 등	삼성전자 필요량의 70% 공급
전기차 충전기	전기자동차 배터리 전원 충전	전기차 충전기	국내 M/S 60%
BMS	전기자동차 배터리 관리 회로	전기차 배터리	레오모터스, SK 향 BMS 개발 중
기타	Probe Card, LPF 전지, 지문인식센서 등	-	2013 년 이후 매출 창출 Seed



Source: Company data, Leading Research Center

Probe Unit 업체에서 Display 공정장비 업체로 변모

오에프티 주식회사 인수를 통해 Display 공정 장비 사업 진출

동사는 2012 년 3 월에 오에프티 주식회사의 지분 60.99%를 66.7 억원에 인수하면서 Display 공정장비 사업에 본격 진출하였다. 동사가 인수한 오에프티 주식회사는 반도체 및 평면디스플레이 제조설비를 제조/판매 하는 업체로 주요 생산설비는 코팅장비(Spinner System), 건조기, 노광기 등이 있다. 또한 오에프티 주식회사는 이미 삼성전자, SEMES, SMD, LG 전자 등으로 다양한 고객을 확보하고 있어 향후 동사의 Display 장비사업 성장을 위한 큰 밑거름이 될 것으로 판단된다.

Exhibit 8. 오에프티의 기업개요 및 주요 생산장비들

대표이사	김기헌
설립일	1999년 8월 2일
자본금	12억원
생산시설	본관 1,090평 (Cleanroom), 신관 600평 (Cleanroom)
주요제품	반도체/FPD 장비 제품, Multi Spinner, 노광기, HP/CP
주소	충남 천안시 서북구 백석동 717-1

Spinner System

건조기

노광기

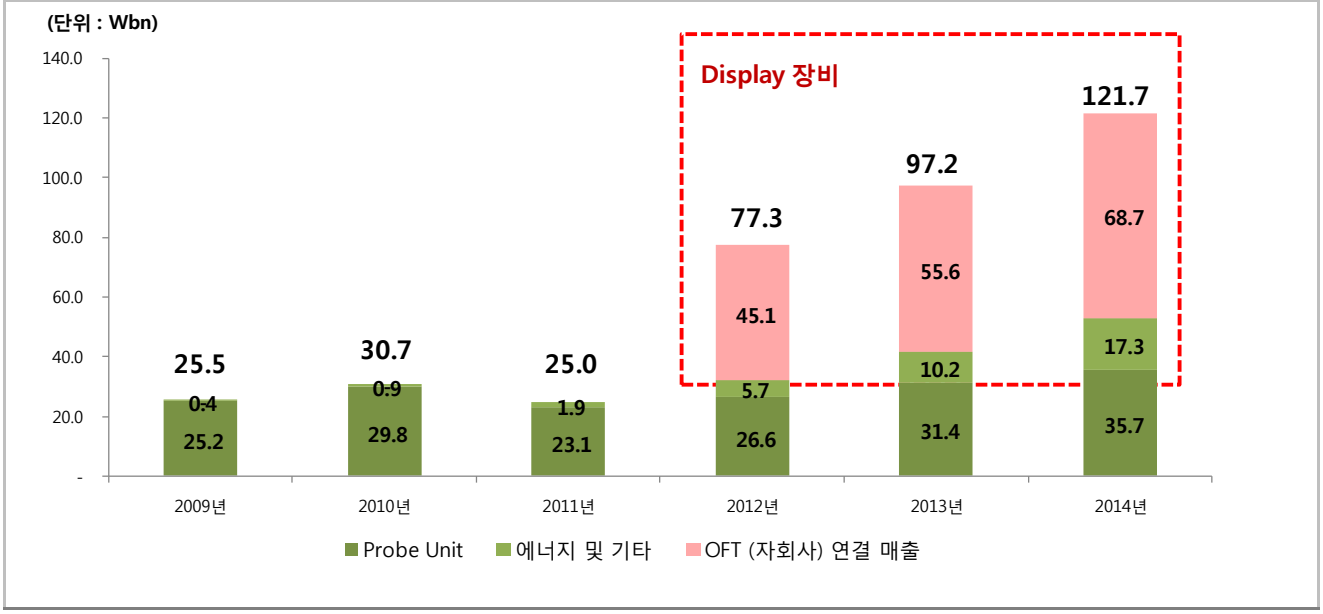
Source: Company data, Leading Research Center

Display 장비사업의 매출규모가 기존 Probe Unit 매출규모를 초과 → Display 장비업체로 변신

동사는 오에프티 인수를 통해 2012 년 Display 장비사업에서 451 억원 매출을 확보하게 되어 기존사업 매출 322 억원을 합쳐 총 773 억원의 매출달성이 가능할 것으로 전망된다. 이는 작년 매출대비 3 배에 이르는 외형적인 성장규모이다.

또한 동사는 이와 같은 사업구조의 변신을 통해 매출비중 또한 큰 폭의 변화를 가져오게 된다. 전체 매출의 93% 이상을 차지했던 Probe Unit 매출이 34%로 줄어들고 Display 장비사업이 전체매출의 58%를 차지하는 Major 사업군으로 자리매김할 예정이다.

Exhibit 9. 사업영역별 매출변화 추이



Source: Company data, Leading Research Center

2012 년 매출 급증 후 안정적인 성장세 유지

2012년 매출 773억원 (YoY 209.8%)
- 기존사업 322억원
- 신규사업 451억원

2012 년 209.8%의 매출증가는 Probe Unit 등 기존사업의 매출 322 억원과 함께 신규사업인 Display 전공정 장비사업에서의 매출 451 억원이 추가되기 때문이다.

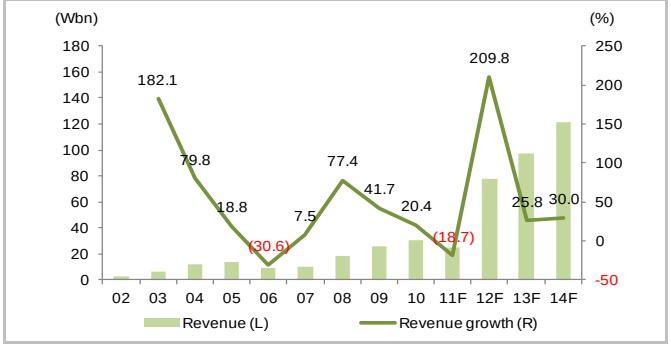
또한, Probe Unit 이 2012 년부터 SMD 의 AMOLED 생산라인에 공급되면서 35 억원의 추가매출이 창출되고 전기차 충전기 사업도 정부의 충전기 보급증가로 매출규모가 기존 5 억원 수준에서 37 억원으로 크게 증가할 것으로 전망된다.

2012년 OPM 는 다소 하락하나 2013년부터 회복

2012 년 OPM 은 작년 대비 하락할 것으로 예상되는데 이는 LCD 용 Probe Unit OPM 이 13.8%에서 10.6%로 낮아지고 Display 장비의 OPM 이 5% 로 Probe Unit 대비 낮기 때문이다.

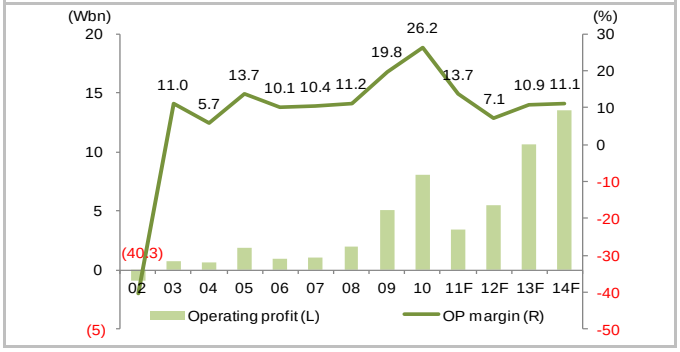
그러나, 2013 년부터는 수익성이 높은 AMOLED 용 Probe Unit 매출 본격화로 인해 전체 OPM 이 다시 10% 이상으로 회복될 것으로 전망된다.

Exhibit 10. 매출액 및 매출증가율 추이



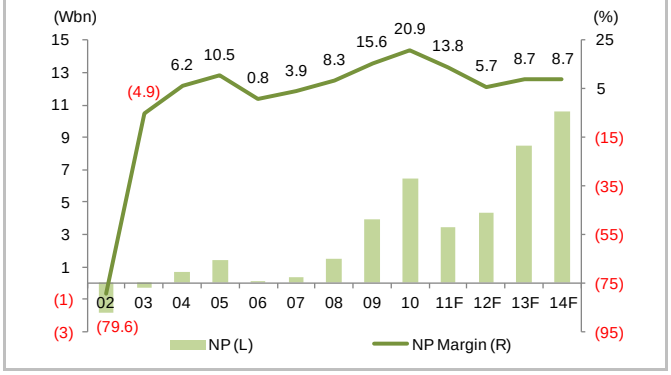
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 영업이익 및 영업이익률 추이



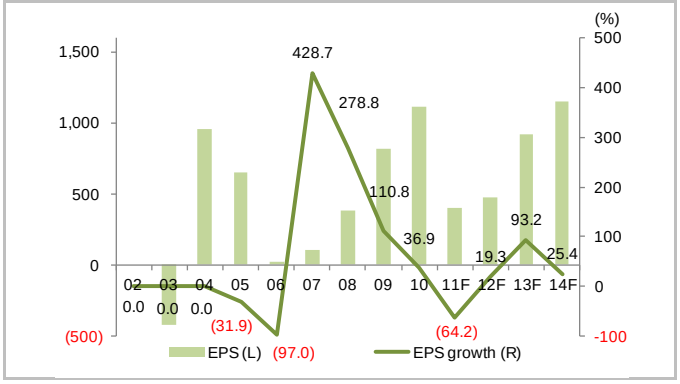
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 순이익 및 순이익률 추이



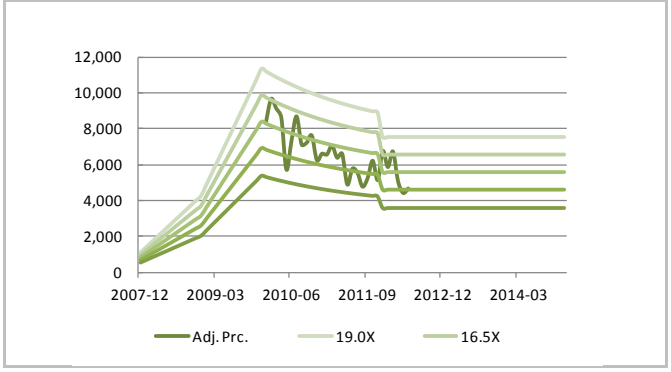
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. EPS 및 EPS 성장률 추이



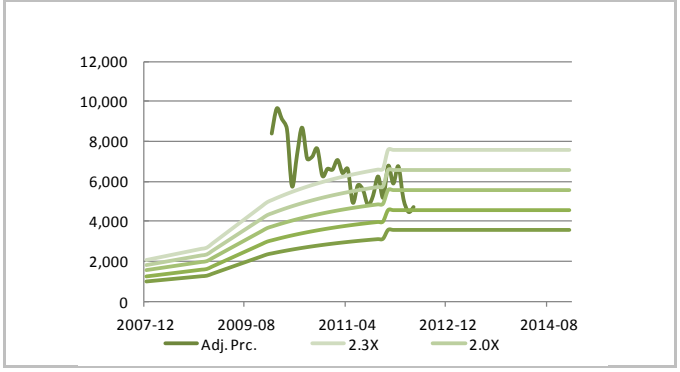
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 15. PBR Band



Source: FnGuide

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?

2012 년 순이익 증가로 ROE 대폭 개선

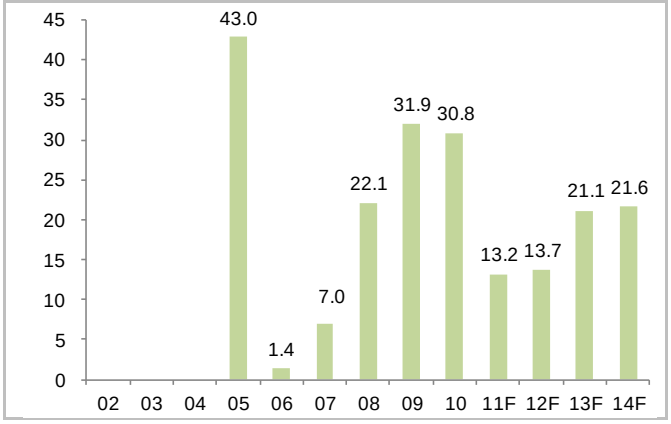
2011년 TFT LCD 전방산업 침체로 Probe Unit 이익 감소 → ROE 하락

동사는 2006 년부터 2010 년까지 Probe Unit 사업의 호조로 순이익 및 ROE 가 지속증가세를 유지해오다 2011 년부터 시작된 Display 산업의 침체기를 맞이하여 2011 년말 ROE 가 13.2%까지 하락하였다.

2013년 신규사업을 포함하는 새로운 사업구조상에서 ROE 는 20% 수준으로 회복

그러나 2012 년 Display 공정 장비사업 진출 및 부진했던 Probe Unit 이 SMD 의 AMOLED 라인 공급이 본격화되는 2013 년 이후부터 수익률이 개선되면서 20% 이상의 안정적인 ROE 를 유지할 것으로 전망된다.

Exhibit 16. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. ROIC less WACC (%)

Source: Company data, Leading Research Center

2011년 본사 이전 등으로 인한 투하자본 증가로 EVA 감소

2007 년 이후 2010 년까지 투하자본은 크게 늘지 않으면서 영업이익은 년 평균 97%씩 증가하여 투하자본초과이익률이 크게 증가해왔다.

2011 년은 본사 이전 및 신규사업 투자를 위한 부지 및 설비 확충을 위해 평균 투하자본이 110 억원에서 197 억원으로 전년대비 79% 증가하였으나 영업이익은 오히려 57.6% 감소하여 EVA 가 6.1%로 크게 감소하였다.

2013년 이후 수익성 개선과 함께 EVA 10% 이상으로 개선

2012 년에도 Display 장비사업 등으로 투하자본금이 329 억원으로 전년대비 67% 증가하나 영업이익은 전년대비 18% 증가로 그쳐 EVA 는 2011 년과 동일수준을 유지할 것으로 예상된다.

하지만 2013 년부터는 수익성이 우수한 AMOLED 용 Probe Unit 의 매출증가로 순이익이 크게 증가하면서 EVA 가 11.6%로 증가하며 향후 이러한 추세를 지속될 것으로 예상된다.

Section 4: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

2013 년부터 플러스 FCF

2012년까지는 본사이전 및 신규사업 투자를 위한 Capex 로 마이너스 FCF

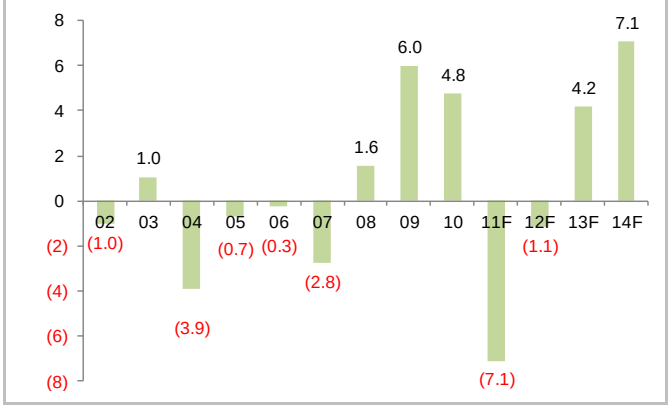
2011 년 본사 용인 이전 및 BMS 등 신규사업 투자를 위해 95 억원의 capex 가 투입되어 FCF 가 마이너스 71 억원을 기록하였다.

2012 년에는 Display 장비사업의 이익이 추가되어 44 억원의 순이익을 창출하나 필요한 운전자금 규모가 2011 년 11 억원에서 2012 년 62 억원으로 증가하여 소폭의 마이너스 FCF 가 전망된다.

2013년부터는 순이익 규모가 운전자금 규모를 초과하여 FCF 가 플러스로 전환

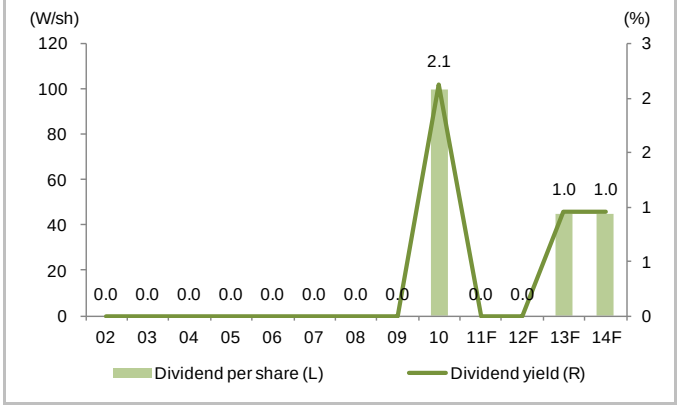
그러나 2013 년에는 운전자금이 34 억원으로 줄어들고 순이익 규모는 85 억원으로 증가하면서 FCF 가 42 억원 플러스로 전환될 것으로 전망된다. 이러한 추세는 2014 년에도 지속되어 2014 년 FCF 는 71 억원 플러스를 기록할 것으로 예상된다.

Exhibit 18. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 19. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

배당은 순이익의 1% 수준으로 집행

동사는 2010 년에 순이익의 1% 수준의 배당을 집행한 바 있다. 2011 년은 실적 둔화 및 신규사업 투자로 인해 배당을 실시하지 않았으나 매출 및 이익이 크게 증가하고 재무구조가 안정화되는 2013 년부터는 순이익의 1% 선에서 배당을 실시하는 방침을 세우고 있다.

Exhibit 20. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
영업활동에 의한 현금	(0.8)	1.1	(3.7)	0.9	1.2	0.3	2.8	7.5	6.3	2.4	0.4	7.4	9.6
CAPEX	0.2	0.1	0.2	1.6	1.5	3.0	1.3	1.5	1.6	9.5	1.5	3.2	2.5
잉여현금흐름	(1.0)	1.0	(3.9)	(0.7)	(0.3)	(2.8)	1.6	6.0	4.8	(7.1)	(1.1)	4.2	7.1
총 배당금	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.4	0.4
주당 배당금 (W/sh)	0	0	0	0	0	0	0	0	100	0	0	45	45
배당 수익률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0

Note: 배당 수익율은 해당연도 종가기준

Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은?

2012 년 일시적인 부채 증가하나 이후 안정적 수준 유지

2009년 이후 부채보다 보유현금이 많은 안정적인 재무구조

동사는 2009 년 이후 부채보다 현금을 많이 보유하는 안정적인 재무구조를 영위해 온 업체이다.

2011년~2012년 미래성장을 위한 투자금 확보를 위해 부채증가 → 2012년 순차입금 비율 9.9%로 증가

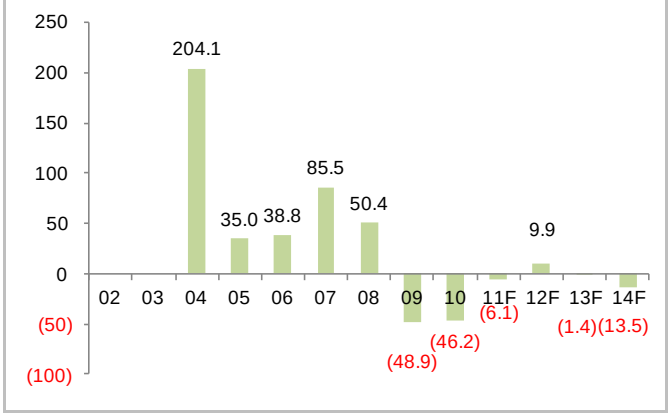
하지만 동사는 현재 본사이전 및 신규사업 자금 100 억원과 2012 년 Display 장비사업 진출을 위한 자회사 오에프티 인수자금 66.7 억원, 운전자금 62 억원 등 회사성장을 위한 과도기적인 필요자금 확보가 필요한 상황이다.

따라서 이를 위해 2011 년에 저렴한 이자율에 삼성전자 상생펀드 90 억원을 확보하는 등 총 159 억원의 단기차입을 실시하였고 2012 년 4 월에는 100 억원 규모의 신주인수권 부사채 발행 등을 통해 필요자금을 확보하였다.

2013년 순차입금비율 마이너스 전환

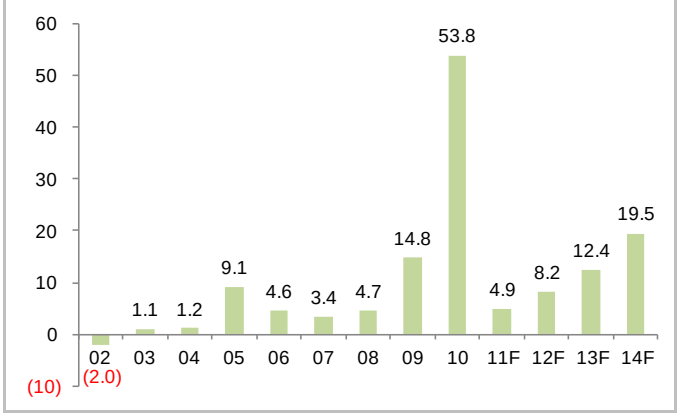
이에 따라 동사의 순차입금 비율은 2012 년 9.9% 로 증가할 것으로 전망되나 이는 회사의 규모 Upgrade 를 위해 일시적인 자금소요로 기인한 것으로 2013 년부터는 다시 마이너스 순차입금비율을 유지할 것으로 예상된다.

Exhibit 21. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 22. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 23. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F	14F
차입금	10.5	10.2	3.1	2.9	3.9	6.3	6.7	4.4	6.2	15.9	25.9	25.9	14.9
현금, 현금성 자산	0.0	0.1	0.3	1.0	1.9	1.3	2.9	12.8	17.5	17.6	22.3	26.5	22.2
순차입금	10.5	10.2	2.8	1.8	2.1	5.0	3.8	(8.4)	(11.3)	(1.7)	3.6	(0.6)	(7.3)
순차입금/총자본	(1670.3)	(1081.1)	204.1	35.0	38.8	85.5	50.4	(48.9)	(46.2)	(6.1)	9.9	(1.4)	(13.5)
이자비용	0.5	0.6	0.6	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.7	0.7	0.9	0.7
이자수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.2
순 이자비용	0.5	0.6	0.6	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	(0.1)	0.2	0.3	0.3	0.5
이자보상배율 (배)	(2.0)	1.1	1.2	9.1	4.6	3.4	4.7	14.8	53.8	4.9	8.2	12.4	19.5

Source: Company data, Leading Research Center

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

향후 투자는 영업에서 발생하는 FCF 로 자체 조달 가능

향후 발생하는 투자분에 대해 주주의 부담을 주지 않을 계획

동사는 2009 년 12 월 상장으로 57 억원 유상증자를 하고 2010 년 Probe Unit 시설투자를 위해 70 억원 BW 발행한 후 2011 년 14 억원 무상증자도 실시하였다.

또한, 2012 년 4 월 Display 장비사업 진출 등 회사성장을 위해 100 억원 규모의 BW 를 발행하였는데 이는 동사의 현재 시가총액 488 억원의 20.5%에 해당하는 금액임을 감안하면 주주들에게 상당한 부담이 되는 규모로 판단된다.

그러나 동사는 향후 실적 개선을 통해 충분한 현금을 창출할 것으로 전망되어 향후 발생하는 투자분에 대해서 자체적으로 충당이 가능할 것으로 판단된다.

Exhibit 24. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	증가분('02-11)
납입자본금	0.7	0.7	1.0	1.3	2.3	2.3	2.3	2.8	2.9	4.3	3.6
주식발행초과금	0.2	0.2	1.5	2.5	1.7	1.7	1.7	6.9	6.8	5.4	5.2
주식발행으로 인한 조달금	0.3	0.0	1.6	1.3	0.2	0.0	0.0	5.7	0.0	0.0	9.1

Source: Company data, Leading Research Center

Overhang 이슈

총 143억원의 미행사 BW 보유로 2013년 EPS 24.8% 희석 가능

동사는 2010.12 월에 발행한 신주인수권 부사채의 미행사액 43 억원과 2012 년 4 월 발행한 신주인수권 부사채 100 억원이 Overhang 이슈로 남아있다.

1 차 발행된 신주인수권 부사채의 미행사액 43 억원이 2012 년에 모두 행사될 경우 2012 년 EPS 는 8.9% 희석될 것으로 예상되며 만약 2013 년에 금년에 신규로 발행된 100 억원의 BW 까지 포함하여 총 143 억원의 신주인수권 부사채가 행사될 경우 동사의 2013 년 EPS 는 24.8%까지 희석될 것으로 예상된다.

BW 발행은 미래성장을 위한 자금으로 향후 대폭적인 실적증가로 나타날 것 → 우려보다는 기대감에 초점

그러나, 동사의 BW 발행은 Display 장비사업 진출 및 신규사업 창출 등 동사의 미래성장을 위한 필요자금 확보를 위한 것으로 이러한 자금활용을 통해 2012 년 이후 매출 및 영업이익의 대폭적인 실적 증가로 나타날 것으로 예상되기 때문에 우려보다는 기대감을 가지고 동사를 바라보는 것이 바람직할 것을 판단된다.

Exhibit 25. Stock Option 부여현황

종류	발행일	만기일	권면총액 (Wbn)	행사가능기간	주당 행사가격	미행사액 (Wbn)	행사가능 주식수 (천주)
신주인수권 부사채	2010.12.17	2015.11.17	7.0	2011.12.17~2015.11.27	4,760	4.3	903
신주인수권 부사채	2012.04.30	2017.03.30	10.0	2013.04.30~2017.03.30	4,698	10.0	2,129
			17.0			**14.3**	**3,032**

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 26. BW 행사에 따른 주식가치 희석

	2012F	2013F	2014F
총 상장주식수	9,207.2	9,207.2	9,207.2
행사가능 주식수	903.4	3,031.9	3,031.9
모두 행사시 총 주식수	10,110.6	12,239.2	12,239.2
EPS	476	920	1,153
PER	11.1	5.8	4.6
Fully diluted EPS	434	692	868
% dilution	(8.9)	(24.8)	(24.8)
Fully diluted PER	12.2	7.7	6.1

Source: Company data , Leading Research Center

Section 7: CEO 의 경영철학은?

뛰어난 사업 수완으로 사업 성장 가속화

지속적인 사업성장을 위한 신규사업 창출 능력

납축전지 → Probe Unit
→ 전기차 충전기
→ Display 전공정 장비

화공과 출신인 박찬중 대표는 1999 년 전력저장용 납축전지를 제조회사로 설립하여 초기 사업의 기틀을 확보하였다. 또한 박 대표는 2000 년 향후 TFT LCD 산업의 성장성을 인지하고 LCD 검사장비인 Probe Unit 에 대한 기술개발에 착수하여 2003 년부터 삼성전자에 납품하는데 성공하였다. 이를 통해 박 대표는 동사의 매출규모를 수십억원에서 수백억원대로 격상시키는데 성공하였다.

또한 LCD 용 Probe Unit 매출이 안정권에 들어서고 있던 2008 년에 향후 도래할 전기자동차 시대를 대비하여 한국전기연구원에서 전기차 충전에 대한 기술을 이전 받아 사업화하였다. 아직까지 매출규모는 미미한 편이나 2012 년 이후 본격적인 매출신장이 기대되고 있다.

박찬중 대표는 2012 년 Display 장비사업 진출을 통해 또 한번의 회사 변신을 꾀하고 있다. Display 장비업체인 오에프티 인수를 통해 향후 크게 성장할 AMOLED 시장에 대한 사업기회를 창출하고자 노력하고 있다.

BW 의 60% 에 대한 Warrant 를 대표이사가 보유

박대표가 BW 60% Warranty 보유
→ 경영진에 대한 부정적 견해 가능성

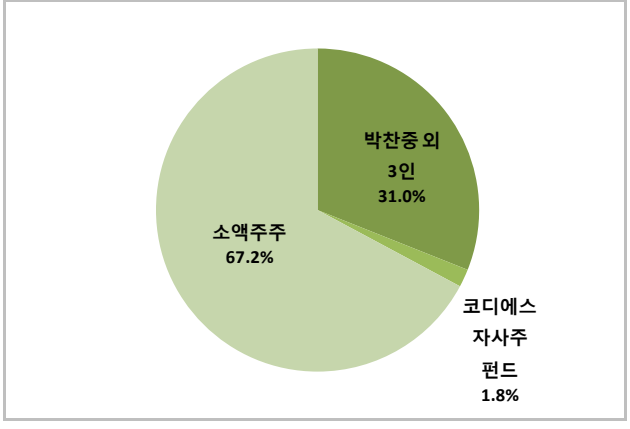
동사가 발행한 BW 의 미행사금액 143 억원 중 85 억원 (60%)의 Warrant 를 동사의 사장인 박찬중 대표가 다음과 같이 보유하고 있다:

제 2 차 BW 발행 관련 735,294 주 4,760 원에 행사가능
제 3 차 BW 발행 관련 1,063,829 주 4,698 원에 행사가능
2012 년 5 월 4 일 현재 주가 5,300 원

이러한 대표이사의 Warrant 보유는 동사의 대표이사로서 기업가치 상승에 대한 책임감으로 인식될 수도 있다. 그러나 한편으로는 동사의 주가가 행사가보다 높게 형성될 가능성이 큰 호재가 많은 회사임을 감안할 때 대표이사가 자신의 이득을 위해 주주에게 EPS 희석화를 통하여 손실을 끼칠 수 Warrant 를 보유하고 있다는 점은 경영진의 도덕적인 측면에서 부정적인 인식을 줄 수 있다고 판단된다.

주요 경영진 프로필

Exhibit 27. 주주 구성



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 28. 박찬중 대표이사 프로필

구분	내 용
경력	2003 년 ㈜코디에스 대표이사 1999 년 유엔비엔지니어링㈜ 설립 동부제강, 경원산업 배터리 업무
학력	홍익대학교 화학공학과

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도

환율 노출 없음

동사는 매출 100% 국내에서 원화로 국내에서 결재되며 원자재 또한 국내에서 수급이 가능하여 외환변동성에 노출되어 있지 않다.

Section 9: 영업현황 및 실적전망

2012 년 매출증가 209.8%, 수익처 다변화에 성공

2011년까지는 Probe Unit 단독매출로 불안정한 사업구조 → 2012년부터는 Display 장비 및 에너지 사업이 매출증가로 매출처 다변화에 성공

동사는 2011 년까지는 삼성전자에 100% 납품하는 Probe Unit 이 전체 매출의 93%를 차지하여 삼성전자 TFT LCD 가동율에 전체 매출과 실적이 좌우될 수 있는 불안정한 사업구조를 가지고 있었으나 2012 년 이후부터는 Display 장비사업 진출 및 전기차 충전기 등 에너지 사업의 매출 증가 등을 통해 ① 기존사업인 Probe Unit, ② 신규사업인 Display 공정장비 ③ 미래사업인 에너지 사업으로 크게 3 가지의 안정적인 사업구조를 완성할 것으로 전망된다

Probe Unit 매출도 AMOLED 시장 진출로 증가할 것

우선 기존사업인 Probe Unit 의 매출은 기존 삼성전자의 TFT LCD 사업에 100% 의존하던 구조에서 2012 년부터 SMD 의 AMOLED 공정에 Probe Unit 을 공급하기 시작하면서 그 매출비중이 점차 증가할 것으로 예상된다.

Display 장비사업 진출을 위해 2012년 3월 오에프티㈜ 인수 → '12년 Display 장비 매출이 전체 매출의 58%

또한, 2012 년 3 월 오에프티㈜ 인수를 통해 AMOLED 등 Display 공정 장비사업에 진출하면서 Display 장비사업에서만 2012 년 451 억원의 매출이 예상되며 이는 기존 TFT LCD 용 Probe Unit 매출의 한계 300 억원을 초과하는 규모이다. 따라서 2011 년까지는 TFT LCD 용 Probe Unit 이 전체 매출의 93%를 차지하던 것이 2012 년에는 34%로 줄어들고 Display 장비 매출이 전체 매출의 58%를 차지하는 사업구조로 탈바꿈할 것으로 예상된다.

2013년 이후 전기차 충전기 사업도 매출 증대 기대

지난 5 년여간 기술개발을 진행해 온 전기자동차 충전기 및 BMS 등 에너지 사업에 있어서도 2012 년부터 가시적인 성과가 도출될 것으로 예상된다. 정부의 전기차 충전기 보급대수가 2011 년 500 대 수준에서 2012 년 6,600 대로 크게 증가하고 2015 년에는 10 만대까지 확대될 것으로 예상된다. 이러한 사업환경하에서 동사가 전기차 충전기 분야에서 최고의 기술력을 보유하고 있고 현재까지 국내에 보급된 전기차 충전기의 50%를 동사에서 공급한 점을 감안하면 에너지 사업분야에서도 매출도 빠르게 성장할 것으로 예상된다.

Exhibit 29. 제품군별 매출전망

(십억원)		매출액					매출비중			
		2011년	2012년	2013년	2014년	CAGR	2011년	2012년	2013년	2014년
Probe Unit (Card)	TFT LCD	22.9	23.1	24.7	24.7	3%	92%	30%	25%	20%
	OLED & LED	0.2	3.5	6.7	11.0	268%	1%	5%	7%	9%
	소계	23.1	26.6	31.4	35.7	16%	93%	34%	32%	29%
에너지	배터리	1.1	1.2	1.6	2.6	34%	4%	2%	2%	2%
	충전기	0.5	3.7	6.8	11.7	180%	2%	5%	7%	10%
	BMS	0.3	0.5	1.0	1.5	77%	1%	1%	1%	1%
	소계	1.9	5.4	9.4	15.8	104%	7%	7%	10%	13%
Display 장비	OFT 매출		45.1	55.6	68.7	N/A	0%	58%	57%	56%
	소계		45.1	55.6	68.7	N/A	0%	58%	57%	56%
기타 (Sensor)		0.0	0.3	0.8	1.5	N/A	0%	0%	0%	0%
Total		24.9	77.3	97.2	121.7	51%	100%	100%	100%	100%

Source: Company data, Leading Research Center

TFT LCD 에서 AMOLED 이어지는 Probe Unit 수요증가

Probe Unit 은 디스플레이 패널제조 최종 검사 장비

Probe Unit 은 디스플레이 제조공정의 가장 마지막 공정 중 하나로 패널에 형성되어 있는 전극라인들의 정상적인 구동여부를 검사하는 장비이다

TFT LCD 의 경우 5"급 소형 TFT LCD 는 전극라인에 대한 검사 없이 출하되나 5"급 이상 패널의 경우 전량 전극검사를 거친 후 출하되기 때문에 동사에서 공급하는 검사장비의 수요는 TFT LCD 패널의 출하량이 늘어날수록 증가하는 경향을 보인다.

Probe Unit, 삼성전자 TFT LCD 필요량 70%를 동사에서 공급

동사는 TFT LCD 검사용 Probe Unit 을 삼성전자에 전량 공급하고 있으며 삼성전자 필요량의 70%를 담당하고 있다. 경쟁업체는 유비프리시젼, TSC 멤비스 등이 있으며 이들 업체들은 주로 LG Display 에 공급하고 있다.

한편, 기존에는 TFT LCD 패널 검사용으로만 Probe Unit 이 사용되던 것이 최근 AMOLED 패널 생산이 증가하면서 동 제품의 새로운 매출처로 부상하고 있다.

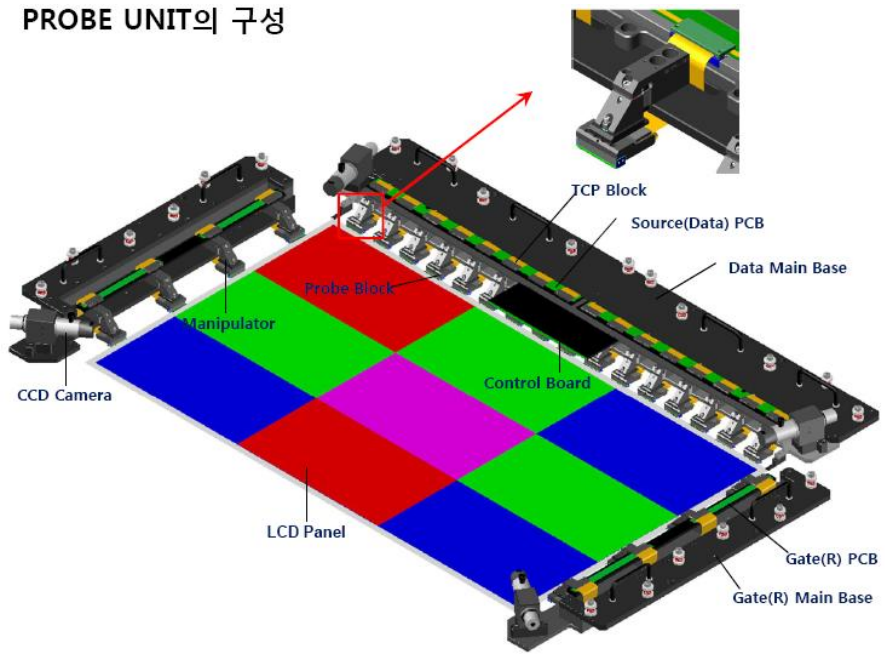
SMD 에 AMOLED 용 Probe Unit 공급예정

AMOLED 용 Probe Unit 은 현재 개발을 완료하고 삼성모바일디스플레이(이하 SMD)에서 샘플을 공급받아 Test 를 진행하고 있다.

따라서, 동사의 Probe Unit 은 샘플승인이 완료된 후 3Q12 부터 SMD 에 납품을 개시할 것으로 전망되며 예상되는 매출은 2012 년 약 35 억원이다.

그러나, 전세계 8 세대 AMOLED 패널 생산이 2Q12 부터 개시되고 생산규모가 2012 년말 54,900m^2/월에서 2013 년에는 164,900m^2/월로 거의 3 배 증가할 전망이어서 이에 따른 동사의 Probe Unit 매출도 급증할 것으로 예상된다. (Exhibit 32 참조)

Exhibit 30. Probe Unit 소개



Source: Company data Leading Research Center

Display 장비 사업 진출로 매출/이익 급증

Display 장비업체인 오에프티 인수를 통해 Display 장비사업 진출

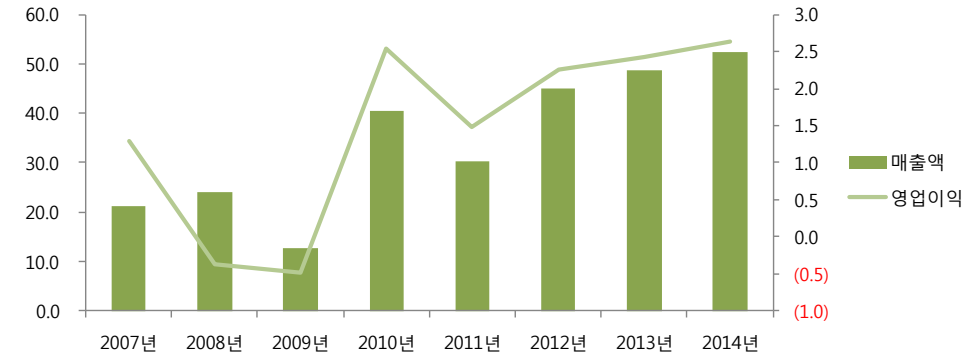
코디에스는 2012 년 3 월에 오에프티 주식회사의 지분 60.99%를 66.7 억원에 인수하면서 Display 전방장비 사업에 본격 진출하였다. 동사가 인수한 오에프티 주식회사는 반도체 및 평면디스플레이 제조설비를 제조/판매 하는 업체로 주요 생산설비는 코팅장비(Spinner System), 건조기, 노광기 등이 있으며 주 거래처는 삼성전자, SEMES, SMD, LG 전자 등 다양한 고객을 확보하고 있다.

SMD, SEMES 등 고객사를 확보하고 있는 오에프티를 활용한 AMOLED 장비사업 본격화

또한, 동사는 AMOLED 전공정 장비사업을 준비 중에 있어서 국내 최대 AMOLED 생산업체인 SMD 를 고객사로 확보하고 있는 오에프티 주식회사 인수는 향후 동사의 Display 장비사업의 확장을 위한 중요한 포석이 될 것으로 판단된다.

Exhibit 31. 오에프티 주식회사 실적현황

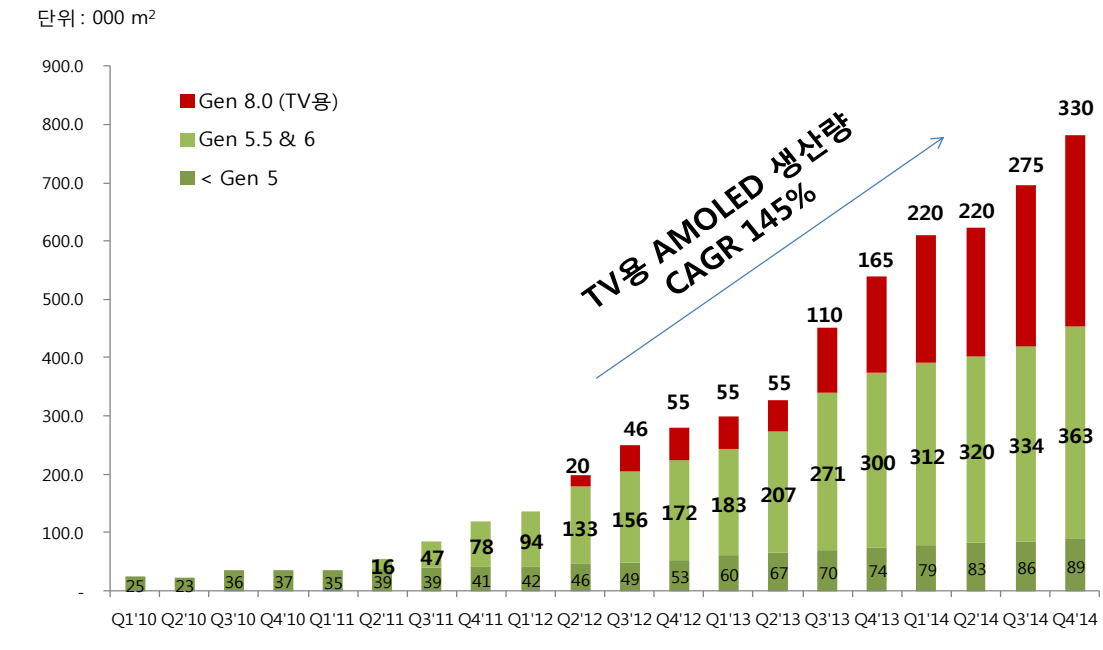
(단위: Wbn)



(단위: Wbn)	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	CAGR
매출액	21.1	24.0	12.8	40.6	30.3	45.1	16.4%
영업이익	1.3	(0.4)	(0.5)	2.5	1.5	2.3	17.1%
순이익	1.1	(0.1)	(0.4)	2.4	1.5	2.0	13.2%

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 32. AMOLED Capa 전망



Source: DisplaySearch, Leading Research Center

지지부진하던 에너지 사업도 이제 기지개를...

신규사업군으로 배터리 충전기, BMS 사업 육성 중

동사는 Display 장비사업 외 또 다른 축으로 에너지 관련사업을 육성 중이다.

에너지 관련사업 중 중점적으로 육성하고 있는 전기자동차용 충전기 및 BMS (Battery Management System) 사업은 고유가 및 지구온난화에 대한 이슈로 새롭게 등장하고 있는 전기차 및 전력저장장치의 핵심 Infra 및 부품사업이다.

2012년 전기차 보급대수 6,600대 2011년 대비 13배로 증량 → 코디에스 매출 증가로 연결될 듯

우선, 동사가 중점적으로 추진하고 있는 전기자동차의 충전기사업은 2008 년 한국전기연구원으로부터 전기자동차 충전기술을 이전 받아 사업화한 Item 이다.

시장규모는 아직 초기단계로 정부의 보급 Roadmap 에 따라 좌우되는데 정부의 보급규모가 2011 년까지 500 여대 수준에 그쳤으나 2012 년에는 년 6,600 대까지 보급할 계획이며 2015 년에는 10 만대 이상까지 보급규모를 확대할 계획이어서 전기차 충전기 분야에서 기술력을 인정받고 있는 동사의 매출신장이 기대된다.

Exhibit 33. 정부의 전기자동차 및 충전소 보급 계획

구분		단위	2011	2012	2013	2014	2015	2020
전기 자동차		천대	0.8	4	13.2	35.1	85.7	1,046.2
공공충전시설	완속	대	0.4	2.7	3.1	3.8	4.5	8.0
	급속	대	0.1	0.3	0.5	0.8	1.1	2.6
상용충전시설	완속	대	-	0.9	3.7	11.6	25.8	1,321.1
	급속	대	-	0.1	0.4	1.3	2.9	19.6
자기충전시설	홈	대	-	2.6	10.1	31.3	69.5	855.5
완/급속 충전시설 합계		대	0.5	6.6	17.8	48.8	103.8	2,206.8
배터리 교환소		개소	-	-	-	60.0	185.0	3,752.0

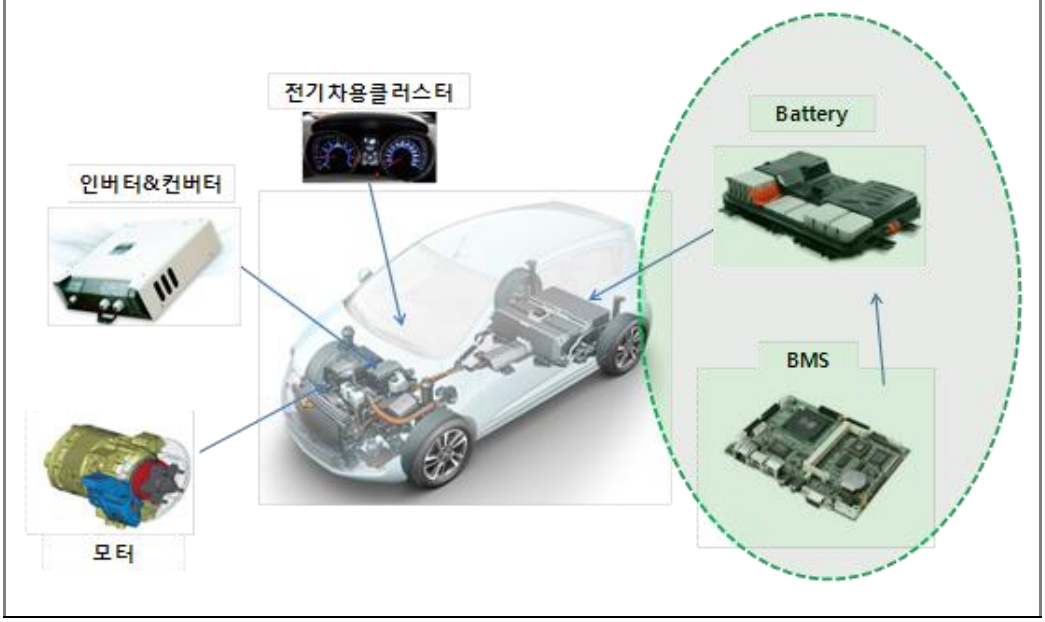
Source: 한국환경공단

BMS 는 아직 개발 중이나 2013년 이후 매출 기여 가능

또한, BMS (Battery Management System)은 전기차 및 전력저장장치(ESS, Energy Storage System)에 내장되는 배터리의 안정적 사용을 위해 필요한 핵심부품이다.

현재 동사는 SK 이노베이션 등 전기차 생산업체의 요청에 따라 BMS 를 개발 중으로 매출은 수억원 수준으로 미미하나 향후 전기차 및 ESS 시장이 본격화될 경우 동사의 BMS 매출 또한 증가세를 보일 것으로 전망된다.

Exhibit 34. 전기자동차 핵심부품군



Source: Company data, Leading Research Center

분기와 연간 실적전망

Display 장비 사업 매출증가로 기업규모 Upgrade

2012년 매출 773억원 (YoY 209.8%)
영업이익 55억원 (YoY 60.7%)

2012 년 전체 매출규모는 작년대비 209.8% 증가한 773 억원으로 전망된다.

Probe Unit 및 Energy 사업 등 기존사업에서의 매출은 작년대비 28% 증가할 것으로 전망된다. 주요인으로는 올해 하반기부터 SMD AMOLED 용 Probe Unit 에서 약 35 억원 매출증가하고 정부의 전기차 충전기 보급 대수 증가에 따라 전기차 충전기 매출이 작년 5 억원에서 약 37 억원으로 증가할 것으로 전망된다.

또한 Display 장비사업을 위해 인수한 오에프티 주식회사의 2012 년 예상매출이 451 억원으로 이를 동사의 연결매출로 반영할 예정이다.

그러나 OPM 은 작년 13.4% 에서 7.1%로 감소할 것으로 예상되는데 이는 TFT LCD 용 Probe Unit 의 수익성 하락과 함께 오에프티㈜의 Display 장비사업에서의 OPM 이 Probe Unit 의 OPM 보다 비해 떨어지기 때문이다.

그러나, 2013년 이후에는 수익성이 우수한 AMOLED 용 Probe Unit 의 매출이 증가하고 AMOLED 용 장비 매출의 증가가 기대되어 기존의 영업이익률 회복이 가능할 것으로 전망된다.

2012년 1분기 실적인 일시적인 적자이나 2분기부터 회복될 것

2012년 1분기 실적인 TFT LCD 용 Probe Unit 의 매출감소 인해 적자를 기록할 것으로 예상된다. 그러나 이는 삼성전자 TFT LCD 과 SMD 의 통합으로 삼성 Display 출범과정에서 일시적인 발주중단으로 기인한 것으로 2Q 부터는 기존 수준으로 회복될 것으로 예상되며 3Q12부터는 SMD 의 납품하는 Probe Unit 매출 발생으로 매출 및 수익이 지속 상승할 것으로 전망된다.

Exhibit 35. 년도별 실적

(Wbn,%)	2011	2012F	2013F	2014F	2012F yoy(%)	2013F yoy(%)	2014F yoy(%)
매출	25.0	77.3	97.2	121.7	209.8%	25.8%	25.2%
매출총이익	9.5	22.3	28.1	35.2	134.1%	26.2%	25.2%
영업이익	3.4	5.5	10.6	13.5	60.7%	93.1%	27.5%
세전이익	3.5	5.6	10.9	13.6	62.6%	93.2%	25.5%
당기순이익	3.4	4.4	8.5	10.6	27.1%	93.2%	25.5%
EPS	399	476	919	1,153	19.3%	93.2%	25.5%
영업이익률 (%)	13.4%	7.1%	10.9%	11.1%			
순 이익률 (%)	13.8%	5.7%	8.7%	8.7%			

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 36. 분기별 실적

(Wbn,%)	2011				2012F				1Q12	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	QoQ(%)	YoY(%)
매출	8.4	5.3	5.2	6.0	3.9	6.4	9.8	57.2	-54%	-35%
영업이익	2.4	0.7	0.3	0.1	(0.8)	0.5	1.4	4.4	-134%	-1493%
영업외수익	0.2	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	14%	5%
영업외비용	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	-47%	-41%
세전이익	2.3	0.7	0.5	0.0	(0.7)	0.5	1.4	4.4	-132%	-2809%
순이익	1.8	0.7	0.5	0.4	(0.6)	0.4	1.1	3.5	-132%	-230%
영업이익률(%)	28.0%	12.2%	5.4%	1.0%	-20.7%	7.8%	14.8%	7.6%		
순 이익률(%)	21.5%	13.3%	9.3%	7.4%	-14.7%	6.1%	11.1%	6.1%		

Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	**2.3**	**6.4**	**11.5**	**13.6**	**9.4**	**10.2**	**18.0**	**25.5**	**30.7**	**25.0**	**77.3**	**97.2**	**121.7**
매출액 증가율 (%)	(60.5)	182.1	79.8	18.8	(30.6)	7.5	77.4	41.7	20.4	(18.7)	209.8	25.8	30.0
매출원가	2.6	5.2	9.1	9.5	6.4	7.0	12.6	17.2	17.3	15.4	55.0	69.1	86.5
매출총이익	**(0.3)**	**1.2**	**2.3**	**4.1**	**3.0**	**3.1**	**5.4**	**8.3**	**13.4**	**9.5**	**22.3**	**28.1**	**35.2**
매출총이익율 (%)	(15.1)	18.9	20.4	30.2	32.0	31.0	29.8	32.5	43.7	38.1	28.8	28.9	28.9
판매관리비	**0.6**	**0.5**	**1.7**	**2.3**	**2.1**	**2.1**	**3.3**	**3.2**	**5.4**	**6.1**	**16.8**	**17.5**	**21.7**
조정영업이익	**(0.9)**	**0.7**	**0.7**	**1.9**	**1.0**	**1.1**	**2.0**	**5.0**	**8.1**	**3.4**	**5.5**	**10.6**	**13.5**
조정영업이익률 (%)	**(40.3)**	**11.0**	**5.7**	**13.7**	**10.1**	**10.4**	**11.2**	**19.8**	**26.2**	**13.7**	**7.1**	**10.9**	**11.1**
순 기타수익	0.2	(0.1)	2.6	0.0	(0.2)	0.0	(0.3)	0.2	0.3	(0.1)	0.4	0.6	0.6
발표영업이익	**(0.9)**	**0.7**	**0.7**	**1.9**	**1.0**	**1.1**	**2.0**	**5.0**	**8.1**	**3.3**	**5.5**	**10.6**	**13.5**
순 지분법 이익	(0.6)	(0.1)	(1.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
금융수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	0.3	0.2	0.7	0.4	0.5	0.2
금융비용	0.5	0.8	0.6	0.2	0.2	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9	0.7
법인세비용 차감전 순이익	(1.8)	(0.3)	1.3	1.7	0.4	0.5	1.7	4.6	8.1	3.5	5.6	10.9	13.6
법인세 비용	0.0	0.0	0.6	0.3	0.3	0.1	0.2	0.7	1.7	0.0	1.2	2.4	3.0
법인세율	0.0	0.0	0.5	0.1	0.8	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
당기순이익	**(1.8)**	**(0.3)**	**0.7**	**1.4**	**0.1**	**0.4**	**1.5**	**4.0**	**6.4**	**3.4**	**4.4**	**8.5**	**10.6**
지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4	8.5	10.6
비지배주주	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
기타포괄손익	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
총포괄이익	(1.8)	(0.3)	0.7	1.4	0.1	0.4	1.5	4.0	6.4	3.4	4.4	8.5	10.6

대차대조표

(십억원)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	**0.9**	**0.8**	**4.9**	**4.5**	**4.7**	**5.5**	**7.3**	**15.4**	**22.6**	**23.8**	**41.6**	**50.3**	**52.7**
현금및 현금성 자산	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8	1.2	0.9	6.3	3.0	4.3	9.4	10.7	11.4
단기금융자산	0.0	0.0	0.3	0.5	1.1	0.1	2.0	6.4	14.5	13.3	12.9	15.6	11.5
매출채권	0.2	0.5	2.9	1.5	1.3	1.6	0.9	1.4	3.3	3.6	8.2	10.1	12.7
재고자산	0.5	0.3	1.6	2.0	1.6	2.6	3.2	1.0	1.7	2.2	11.0	13.7	16.9
기타유동자산	0.2	(0.0)	0.1	(0.0)	(0.0)	0.1	0.4	0.2	0.1	0.4	0.1	0.2	0.1
비유동자산	**9.5**	**9.6**	**3.2**	**5.2**	**5.9**	**8.3**	**9.4**	**9.5**	**12.7**	**22.5**	**31.8**	34.0	35.0
유형자산	1.5	1.4	1.8	2.7	3.7	5.4	5.7	6.7	7.2	14.9	18.6	20.6	21.8
장기금융자산	0.0	0.0	0.1	0.4	0.3	0.3	0.6	0.0	2.2	1.2	0.4	0.4	0.3
관계기업투자	7.9	7.8	0.0	0.1	1.1	1.0	1.2	0.9	1.0	1.6	8.3	8.6	8.8
공동지배기업투자	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
기타비유동자산	0.1	0.3	1.3	2.0	0.8	1.6	2.0	1.9	2.2	4.8	4.5	4.3	4.0
자산총계	**10.5**	**10.4**	**8.2**	**9.8**	**10.7**	**13.8**	**16.7**	**24.9**	**35.3**	**46.4**	**73.4**	**84.2**	**87.7**
유동부채	**9.5**	**11.4**	**6.7**	**4.4**	**3.0**	**6.3**	**7.0**	**7.5**	**4.4**	**18.2**	**27.1**	**29.6**	**21.7**
매입채무	0.2	0.8	2.9	1.0	0.5	0.7	1.7	1.7	1.8	1.5	8.6	9.8	12.3
단기금융부채	9.2	10.2	3.1	2.9	1.9	4.8	4.7	4.4	0.0	15.9	15.9	15.9	4.9
기타유동부채	0.2	0.4	0.8	0.6	0.7	0.8	0.6	1.4	2.5	0.9	2.6	3.9	4.5
비유동부채	**1.6**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**2.3**	**1.6**	**2.1**	**0.2**	**6.5**	**0.2**	**10.2**	**10.2**	**10.2**
장기매입채무및기타채무	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
장기금융부채	1.4	0.0	0.0	0.0	2.1	1.5	2.1	0.0	6.2	0.0	10.0	10.0	10.0
기타비유동부채	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	**11.1**	**11.4**	**6.8**	**4.5**	**5.3**	**7.9**	**9.1**	**7.7**	**10.8**	**18.4**	**37.3**	**39.8**	**31.9**
자본금	0.7	0.7	1.0	1.3	2.3	2.3	2.3	2.8	2.9	4.3	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	0.2	0.2	1.5	2.5	1.7	1.7	1.7	6.9	7.6	6.0	8.3	8.3	8.3
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타자본구성요소	(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
이익잉여금	(1.5)	(1.8)	(1.1)	1.4	1.4	1.8	3.2	7.1	13.6	17.2	21.6	29.6	39.8
비지배주주 지분	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
자본총계	**(0.6)**	**(0.9)**	**1.4**	**5.3**	**5.4**	**5.9**	**7.6**	**17.2**	**24.5**	**27.9**	**36.0**	**44.1**	**54.3**

현금흐름표

(십억원)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
당기순이익	**(1.8)**	**(0.3)**	**0.7**	**1.4**	**0.1**	**0.4**	**1.5**	**4.0**	**6.4**	**3.4**	**4.4**	**8.5**	**10.6**
비현금성 비용/수익													
가감조정	**0.7**	**0.6**	**(0.6)**	**0.5**	**0.9**	**1.1**	**1.0**	**0.9**	**1.2**	**1.1**	**1.0**	**1.1**	**1.0**
감가상각비	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.4	0.5	0.9	0.6	1.1	1.2	1.3
충당부채전입금	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
순 외화평가차익	(0.1)	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.5)	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
순 지분법투자이익	(0.6)	(0.1)	(1.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	(0.2)	0.1	(2.3)	0.0	0.2	0.2	(0.2)	0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6
영업자산과 부채의 가산	**0.3**	**0.8**	**(3.9)**	**(1.0)**	**0.3**	**(1.2)**	**0.3**	**2.6**	**(1.3)**	**(2.2)**	**(5.0)**	**(2.1)**	**(2.0)**
운전자금 증가 (감소)	(0.2)	(0.4)	1.7	0.8	(0.1)	1.0	(1.1)	(1.8)	2.6	1.1	6.2	3.4	3.4
기타	(0.1)	(0.4)	2.2	0.1	(0.2)	0.2	0.8	(0.9)	(1.3)	1.1	1.2	1.3	1.4
영업활동현금흐름	**(0.8)**	**1.1**	**(3.7)**	**0.9**	**1.2**	**0.3**	**2.8**	**7.5**	**6.3**	**2.4**	**0.4**	**7.4**	**9.6**
설비투자	0.2	0.1	0.2	1.6	1.5	3.0	1.3	1.5	1.6	9.5	1.5	3.2	2.5
잉여현금흐름	**(1.0)**	**1.0**	**(3.9)**	**(0.7)**	**(0.3)**	**(2.8)**	**1.6**	**6.0**	**4.8**	**(7.1)**	**(1.1)**	**4.2**	**7.1**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.4
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	6.7	0.0	0.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0
차입금증가	8.5	(0.3)	(7.1)	(0.2)	1.1	2.3	0.4	(2.3)	1.9	9.6	10.0	0.0	(11.0)
기타	8.1	0.7	(5.7)	(1.6)	(0.1)	0.0	2.7	(5.9)	1.5	0.8	(2.0)	0.0	0.0
순현금흐름	**(0.2)**	**0.0**	**0.0**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**(0.3)**	**5.5**	**(3.3)**	**4.4**	**7.0**	**1.3**	**0.7**
기초현금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8	1.2	0.9	6.3	0.0	2.4	9.4	10.7
기말현금	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8	1.2	0.9	6.3	3.0	4.3	9.4	10.7	11.4

재무안정성 지표

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동비율 (%)	9.8	7.3	73.0	102.7	158.0	87.8	104.2	205.8	518.4	130.6	153.4	169.9	243.1
당좌비율 (%)	1.0	0.3	1.0	11.2	17.2	21.0	11.6	41.3	13.4	18.2	22.6	21.3	21.6
재고보유기간 (일)	53.8	67.9	72.7	68.8	117.1	150.7	60.6	28.7	41.8	156.2	81.8	36.1	35.7
매출채권 회수기간 (일)	59.2	98.3	70.9	38.2	57.0	44.5	22.5	33.5	41.2	86.5	43.2	18.9	N/A
매입채무 지급기간 (일)	22.5	36.3	63.5	71.0	43.9	26.1	33.2	42.4	36.2	38.3	29.0	46.9	44.9
차입금 (십억원)	10.5	10.2	3.1	2.9	3.9	6.3	6.7	4.4	6.2	15.9	25.9	25.9	14.9
현금과 현금등가물	0.0	0.1	0.3	1.0	1.9	1.3	2.9	12.8	17.5	17.6	22.3	26.3	22.9
순차입금 (십억원)	10.5	10.2	2.8	1.8	2.1	5.0	3.8	(8.4)	(11.3)	(1.7)	3.6	(0.4)	(8.0)
순차입금/자기자본 (%)	(1,670.3)	(1,081.1)	204.1	35.0	38.8	85.5	50.4	(48.9)	(46.2)	(6.1)	9.9	(1.0)	(14.8)
부채비율 (%)	(1,768.0)	(1,211.0)	498.7	85.6	98.8	134.2	119.6	44.5	44.3	66.0	103.6	90.3	58.7
이자보상배율 (배)	(2.0)	1.1	1.2	9.1	4.6	3.4	4.7	14.8	53.8	4.9	8.2	12.4	19.5

Valuations and margins

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EV/EBITDA (배)	(15.2)	16.8	6.6	5.9	14.6	12.4	8.5	4.6	3.3	10.8	7.2	4.1	3.2
EPS (원)	N/A	(425)	957	652	19	102	387	815	1,116	399	476	920	1,153
EPS 변동률 (%)	N/A	N/A	N/A	(31.9)	(97.0)	428.7	278.8	110.8	36.9	(64.2)	19.3	93.2	25.4
PER (배)	N/A	N/A	5.5	8.1	274.5	51.9	13.7	6.5	4.7	13.3	11.1	5.8	4.6
BVPS (원)	(2,510)	(2,553)	1,849	3,601	1,778	1,527	1,974	3,947	4,603	3,878	4,037	4,787	5,895
P/BVPS (배)	N/A	N/A	2.9	1.5	3.0	3.5	2.7	1.3	1.2	1.4	1.3	1.1	0.9
주당배당금 (원)	0	0	0	0	0	0	0	0	100	0	0	45	45
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	0.8	0.8
ROE (%)	N/A	N/A	N/A	43.0	1.4	7.0	22.1	31.9	30.8	13.2	13.7	21.1	21.6
ROA (%)	(26.2)	(3.0)	7.6	15.9	0.7	3.2	9.8	19.1	21.4	8.4	7.3	10.8	12.5
매출총이익률 (%)	(15.1)	18.9	20.4	30.2	32.0	31.0	29.8	32.5	43.7	38.1	28.8	28.9	28.9
영업이익률 (%)	(40.3)	11.0	5.7	13.7	10.1	10.4	11.2	19.8	26.2	13.7	7.1	10.9	11.1
순이익률 (%)	(79.6)	(4.9)	6.2	10.5	0.8	3.9	8.3	15.6	20.9	13.8	5.7	8.7	8.7
EBITDA 이익률 (%)	(30.5)	13.2	8.9	16.7	15.3	17.1	14.0	22.4	30.0	17.3	8.9	12.5	12.5
ROIC (%)	(14.6)	7.4	5.2	28.1	2.7	11.5	16.0	42.6	58.2	17.3	13.0	19.9	23.3
WACC (%)	5.8	4.5	2.8	4.0	3.2	5.2	5.0	3.9	14.3	11.2	6.9	8.3	13.0
ROIC less WACC (%)	(20.3)	2.8	2.4	24.1	(0.5)	6.3	11.0	38.7	43.8	6.1	6.1	11.6	10.3

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

코디에스 (080530 KQ)	
일자	2012-05-7
투자의견	BUY
목표주가	9,400

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved