

# 크루셜텍 (114120.KQ)

Comment

2011. 9. 9



**Buy** (유지)

목표주가 25,000원 (하향)  
현재가 ('11/09/08) 15,100원

Analyst

김혜용

02)768-7630, sophia.kim@wooriwm.com

## 스마트폰의 견조한 수요로 하반기에도 매출 성장 지속

### HTC로부터의 옵티컬 트랙패드(OTP) 물량 감소를 반영하여 목표주가 하향 조정

- 크루셜텍에 대한 목표주가를 31,000원에서 25,000원으로 19% 하향 조정함. 그 이유는, HTC로부터의 OTP 주문 물량이 예상보다 부진한 점을 반영하여 2011년 연간 매출액과 영업이익을 각각 11%, 14% 하향 조정하였기 때문
- 하지만 투자 의견 Buy 유지. 이는 HTC보다 매출 비중이 높은 RIM, 삼성전자의 OTP 납품 물량은 예상 수준대로 순조롭게 진행되고 있고, OTP 시장에서 동사의 독점적 지위는 여전히 유효한 것으로 판단되기 때문

### 하지만 다른 휴대폰 부품 업체 대비 높은 성장성은 여전히 유효한 것으로 판단

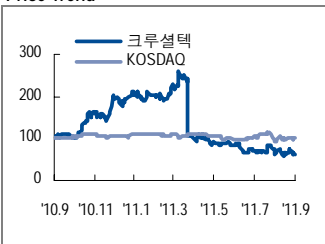
- 삼성전자의 OTP 납품 물량은 꾸준히 늘어나고 있으며, 아직까지 삼성전자의 OTP 채택률이 높지 않으므로 오히려 향후 성장여력이 충분하다는 점에서 긍정적
- RIM은 북미 시장에서의 스마트폰 점유율이 하락추세임에도 불구하고, 중동, 아프리카 등의 신흥 시장에서 선방하고 있어 동사의 OTP 출하량은 소폭이나마 성장세를 이어나갈 것으로 예상
- 전체적으로 동사의 매출액 성장세가 기존 기대치보다는 둔화될 것으로 예상되지만, 주요 적용 제품군이 스마트폰과 태블릿 PC이므로 이보다 수요가 부진한 다른 IT Set 제품에 납품하는 부품 업체 대비 높은 성장성으로 차별화될 전망

**업종**

KOSPI	1,846.64
KOSDAQ	475.30
시가총액(보통주)	351.5십억원
발행주식수(보통주)	23.3백만주
52주 최고가('11/04/14)	26,400원
최저가('10/09/08)	9,508원
배당수익률(2010)	0.0%
외국인지분율	23.9%

**휴대폰 부품**

**Price Trend**



**크루셜텍 실적 전망**

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2009	2010	2011E	2012F	
매출액	- 수정 후	62	208	323	433
	- 수정 전			364	494
	- 변동률			-11	-12
영업이익	- 수정 후	7	24	40	50
	- 수정 전			46	56
	- 변동률			-14	-10
EBITDA	9	27	38	54	
순이익	8	21	35	44	
EPS	- 수정 후	1,009	1,115	1,555	1,910
	- 수정 전		1,115	2,038	2,323
	- 변동률		0	-24	-18
PER	0.0	17.1	9.7	7.9	
PBR	0.0	6.3	3.5	2.4	
EV/EBITDA	1.1	14.7	8.9	6.1	
ROE	66.8	50.0	41.2	35.9	

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

크루셀텍 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Net Profit	35	44	55	69	83	101	105	126	152	182	218	262
Shareholder's equity	101	146	201	269	352	453	556	678	820	988	1,184	1,415
Forecast ROE (FROE)	41.2%	35.9%	31.5%	29.2%	26.8%	25.0%	20.9%	20.5%	20.2%	20.1%	20.1%	20.2%
Spread (FROE-COE)	29.2%	23.9%	19.5%	17.2%	14.8%	13.0%	8.9%	8.5%	8.2%	8.1%	8.1%	8.2%
Residual Income	25	30	34	40	46	52	45	52	62	73	88	106
Cost of equity (COE)	12.0%											
Beta	1.3											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	67											
PV of forecast period RI	311											
PV of continuing value	139											
Equity value (C+P)	517											
No of shares (common, mn)	23,280											
		12m TP										
Fair price (C)		24,877										
Current price (C)		15,100										
Upside (-downside)		64.7%										
Implied P/B (x)		6.2										
Implied P/E (x)		13.7										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

\* 잔여이익(RI)t = 당기순이익t - 자기자본t-1 \* 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 \* (ROEt - COEt)

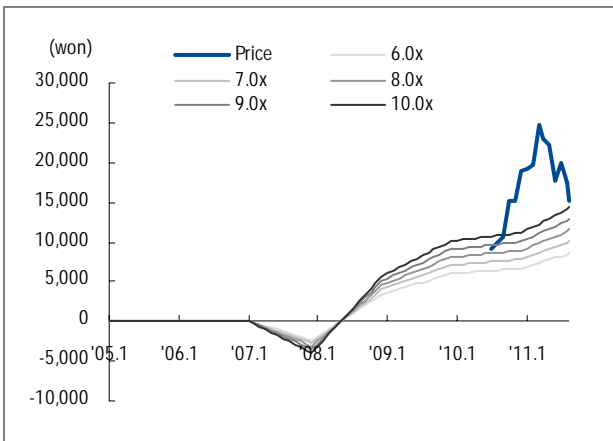
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조-10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억-1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

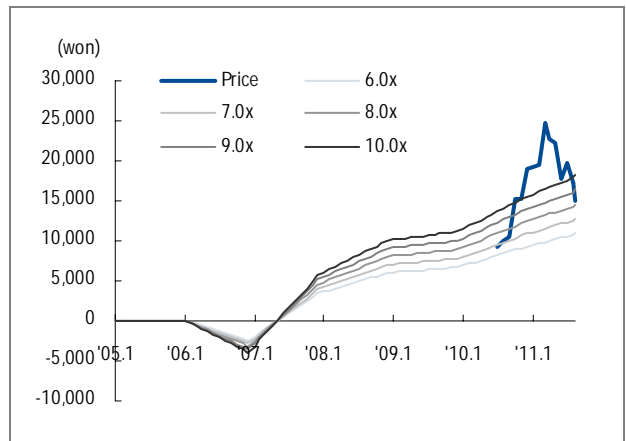
\* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

PER Band



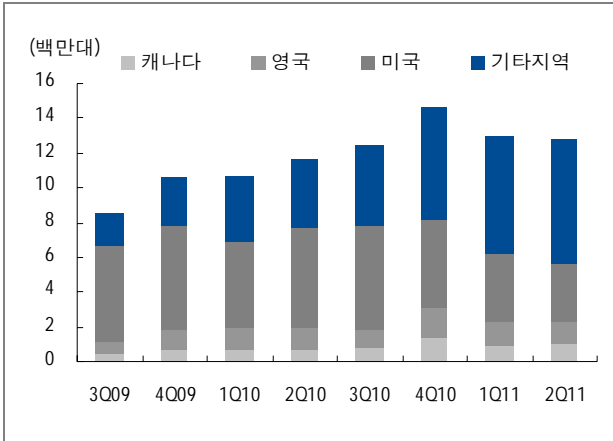
자료: 우리투자증권 리서치센터

PBR Band



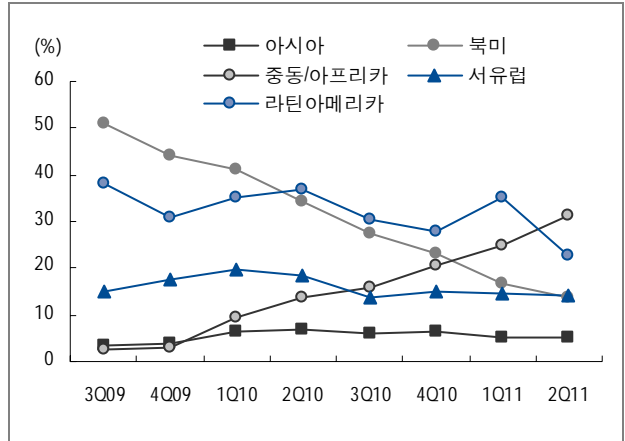
자료: 우리투자증권 리서치센터

RIM 지역별 스마트폰 판매량 추이



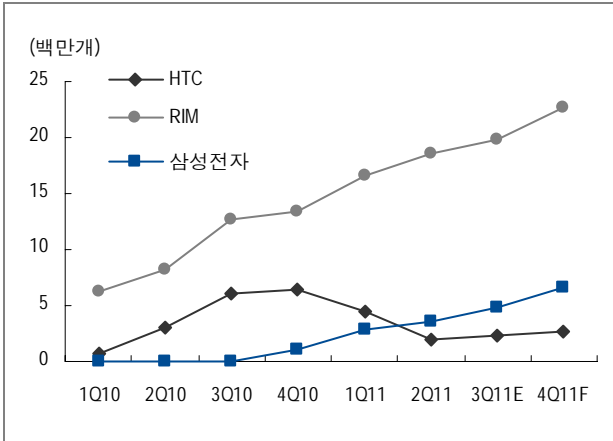
자료: RIM

RIM 지역별 스마트폰 점유율 추이



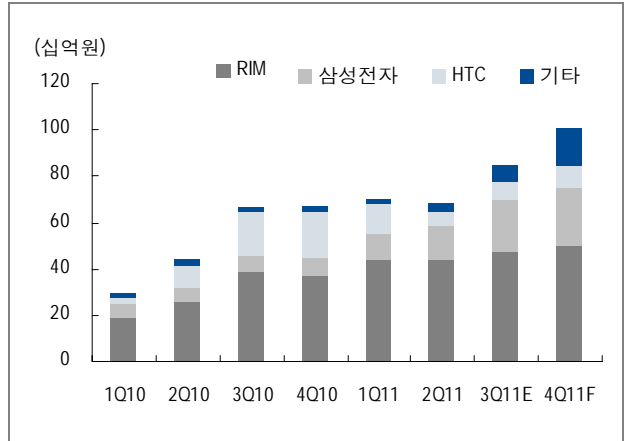
자료: 가트너

크루셀텍 납품처별 OTP 출하량 추이 및 전망



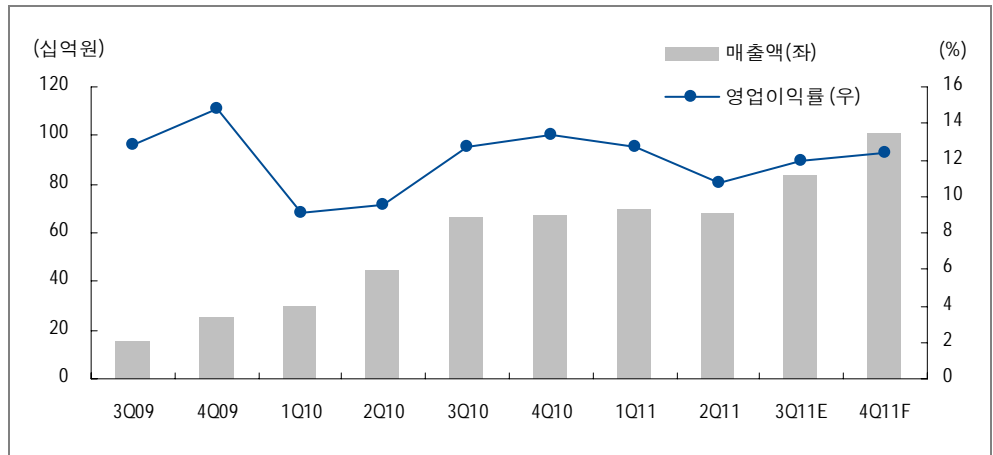
자료: 크루셀텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

크루셀텍 납품처별 매출액 추이 및 전망



자료: 크루셀텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 크루셀텍, 우리투자증권 리서치센터 전망

크루선택 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11E	4Q11F	2010	2011E	2012F
<b>매출액</b>	30	44	67	67	70	68	84	101	208	323	433
옵티컬트랙패드	26	40	62	63	65	60	69	75	191	269	297
LED플래시모듈, PL렌즈	4	4	5	4	4	6	12	13	17	35	89
에어로 마우스	0	0	0	0	1	1	1	11		13	41
<b>매출액 비중</b>											
옵티컬트랙패드	87	90	93	94	93	88	82	75	92	83	69
LED플래시모듈, PL렌즈	12	9	7	7	6	9	15	13	8	11	21
에어로 마우스	0	0	0	0	1	1	1	10	0	4	9
<b>영업이익</b>	3	5	8	9	9	7	10	13	25	40	50
영업이익률	9.3	10.9	12.7	13.4	12.7	10.7	12.4	12.8	12.0	12.2	11.6
<b>세전순이익</b>			9	9	10	8	10	12	25	40	51
세전순이익률			13.4	13.6	14.2	11.0	12.3	11.9	12.1	12.3	11.8
<b>순이익</b>			8	7	8	6	9	11	21	35	44
순이익률			11.4	10.2	11.9	9.4	11.1	10.5	10.0	10.7	10.3

주: 3Q10 이후는 K-IFRS 기준임 (1Q10, 2Q10는 K-GAAP 개별 기준)

자료: 크루선택, 우리투자증권 리서치센터 전망

크루선택 분기별, 제품군별 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11E	4Q11F	2010	2011E	2012F
<b>매출액</b>	30	44	67	67	70	79	105	110	208	364	494
옵티컬트랙패드	26	40	62	63	65	70	87	89	191	310	388
LED플래시모듈, PL렌즈	4	4	5	4	4	8	14	15	17	40	55
에어로 마우스	0	0	0	0	1	1	4	6		12	51
<b>매출액 비중</b>											
옵티컬트랙패드	87	90	93	94	93	88	83	81	92	85	79
LED플래시모듈, PL렌즈	12	9	7	7	6	10	13	13	8	11	11
에어로 마우스	0	0	0	0	1	1	4	6	0	3	10
<b>영업이익</b>	3	5	9	8	9	10	13	14	24	46	56
영업이익률	9.3	10.9	13.9	12.3	12.7	12.3	12.8	12.7	11.7	12.6	11.3

주: 1Q11은 K-IFRS 기준임 (그 외 분기는 K-GAAP 개별 기준)

자료: 크루선택, 우리투자증권 리서치센터 전망

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
크루셀텍	114120.KQ	2011.09.09	Buy	25,000원(12개월)
		2011.04.19	Buy	31,000원(12개월)
		2011.03.31		150% 무상증자
		2011.01.17	Buy	58,000원(12개월)
		2010.10.22	Buy	42,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
  - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : 0% ~ 15%
  - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "크루셀텍"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.