

# ISC (095340/Not Rated)

## AP칩 검사로 사상최대 실적 행진

### 삼성전자 AP칩 검사용 Test Socket 매출 성장 지속될 전망

ISC는 2012년 매출액 538억원(YoY 26.6%), 영업이익 194억원(YoY 46.1%)을 기록할 것으로 전망된다. 2012년 매출액 증가요인은 1) 삼성전자 AP칩 Test Socket 매출 증가, 2) Intel 등 해외 매출액 급증으로 요약할 수 있다.

ISC의 삼성전자 향 매출 비중은 2010년 26%, 2011년 33%, 2012년 상반기 40%로 상승 추세가 지속되고 있다. 2012년 메모리 투자 및 업황이 좋지 못했음에도 삼성전자 향 매출액이 급증한 것은 동사가 과점적으로 공급하고 있는 AP칩 검사용 Test Socket 매출이 증가했기 때문이다.

Test Socket은 반도체 검사장비에 들어가는 소모성 부품이기 때문에 시장 확대를 위해서는 1) 반도체 설비투자 확대에 의한 Test Socket 시장 확대와, 2) 반도체 공정 가동률 상승에 따른 부품 교체주기 단축 등이 선행되어야 한다.

따라서, ISC의 주요 매출처인 삼성전자가 시스템LSI 부문 중심으로 대규모 설비투자에 나서고 있고, 향후 반도체 업황 회복에 대한 기대감이 커지고 있는 현 시점이 등사에 대한 투자 적기로 판단된다.

### Intel 등 해외 매출처 확대에 최근 수출 급증

ISC의 1H12 수출액은 92억원(YoY 100.3%)을 기록하며 2010년과 2011년 각각 20%, 26%를 기록했던 해외매출 비중이 37%로 증가했다. 해외매출의 급속한 증가는 Intel향 매출이 본격화 된 것이 가장 큰 요인이다. 제품 승인을 받은 쉘컴과 제품 승인 추진 중인 애플에 대한 중장기적 매출 증가 역시 기대된다.

### 사상 최대 실적에도 불구하고 밸류에이션 저평가

ISC의 2012년 실적 기준 P/E는 5.0배로 Pin Type의 Test Socket을 생산하고 있는 리노공업의 2012년 예상 P/E 8.5배 대비 밸류에이션 매력에 있는 것으로 판단된다. 현재, 매출액 규모 면에서 ISC가 리노공업의 2/3 정도인 반면 시가총액은 1/3에 불과하다. 기업규모 면에서 리노공업 대비 작기 때문에 발생하는 할인요인은 ISC의 높은 성장성으로 대체될 수 있다고 판단된다.

연말 배당시즌에 가까워지면서 ISC의 배당 매력도 부각될 수 있다. 2011년과 동일한 보통주 1주당 400원의 현금배당을 실시한다고 가정하면 시가배당률은 4.4%이다.

#### 추연환

02-768-3002

yeonhwan.choo@dwsec.com

#### § Trading Data & Share Price

현재주가(12/08/31, 원)	9,150
EPS 성장률(12F, %)	12.5
MKT EPS 성장률(12F, %)	12.7
P/E(12F, x)	5.0
MKT P/E(12F, x)	10.2
KOSDAQ	508.35
시가총액(십억원)	70
발행주식수(백만주)	8
60D 일평균 거래량(천주)	25
60D 일평균 거래대금(십억원)	0
배당수익률(12F, %)	4.4
유동주식비율(%)	41.3
52주 최저가(원)	5,770
52주 최고가(원)	10,450
베타(12M, 일간수익률)	0.85
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.6
외국인 보유비중(%)	0.1

#### 주요주주

정영배 외 9인(52.83%)
KB자산운용(7.52%)
ISC 자사주 펀드(5.83%)

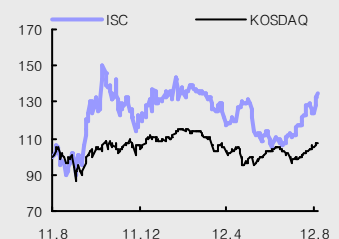
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.7	-0.2	27.4
상대주가	19.5	5.9	26.1

#### § Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	EBITDA (억원)	FCF (억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	283	59	20.8	48	627	103	64	8.9	7.9	0.7	1.5
12/11	425	133	31.3	83	1,085	168	114	13.8	7.7	1.0	3.1
12/12F	538	194	36.1	140	1,816	208	145	20.3	5.0	0.9	2.6
12/13F	646	229	35.5	167	2,177	239	174	20.6	4.2	0.8	1.6
12/14F	775	275	35.5	205	2,668	287	209	21.1	3.4	0.7	0.9

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: ISC, KDB대우증권



■ 실리콘 고무(Silicone Rubber) 타입 반도체 Test Socket 세계 1위 기업

Silicone Rubber 타입  
반도체 Test Socket 비중  
높아지는 추세

ISC는 Silicone Rubber 타입 반도체 Test Socket을 개발/양산하고 있는 업체로 이 분야에서 글로벌 M/S 1위업체이다. Test Socket이란 반도체 검사장비에 쓰이는 소모품으로 후공정 패키지까지 마친 반도체의 전기적 연결 이상유무 등을 판단할 때 사용된다.

반도체 Test Socket 시장은 리노공업 등이 제조하는 기존의 Pin 타입과 Silicone Rubber 타입으로 나뉘지는데 Silicone Rubber 타입의 비중이 최근 높아지고 있다. ISC의 주요 매출처는 삼성전자, SK하이닉스, Intel, Sandisk 등 반도체소자업체와 ASE, Amkor 등 Test전문업체이며 최근 삼성전자 및 해외 매출 비중이 증가하는 추세이다.

ISC가 창립된 2001년은 삼성에서 차세대 Socket으로 고속화에 대응이 가능한 일본 제품을 양산 제조에 확산하던 시점이었다. ISC는 고유기술로 세계 두번째, 국내 최초로 차세대 Test Socket인 Silicone Rubber Type 제품을 개발해 삼성전자에 판매하기 시작했고 이후 일본 제품을 대체해 삼성에서는 동사 제품을 사용하고 있다.

ISC는 AP칩이 적용하고 있는 BGA(Ball Grid Array), PoP(Package on Package) 등 반도체 시장에서 성장성이 높은 패키지 Type의 제품에 적극적으로 대응하며 시장장악력을 높여가고 있어 향후에도 Silicone Rubber 타입 Test Socket 시장에서의 과점적 지위가 유지될 것으로 보인다.

ISC Test Socket 장점:  
High Speed,  
원자재에 대한 loss가 적고,  
낮은 생산원가,  
미세공정 대응에 용이

표 1. ISC Test Socket의 경쟁력

구분	ISC Tset Socket (Silicone Rubber Type)	기존 Test Socket (Pin Type)
구조	<p>Diamonded Film Contactor Gold Powder Special Silicone Rubber</p>	<p>Top Plunger Spring Barrel Bot Plunger</p>
기술	•이방전도성 Silicone Rubber를 이용한 Device Test Socket	•Spring Pin Type Socket
품질	<ul style="list-style-type: none"> <li>•High Speed</li> <li>•극소 Pitch 대응 가능</li> <li>•No Ball Damage Missing Ball 검출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•급속 Pin과 spring으로 구성되어 기계적으로 강도와 복원성을 갖는데 치수적 한계 존재 → High Speed 대응이 어려움</li> </ul>
가격	<ul style="list-style-type: none"> <li>•구조가 간단하며 원자재에 대한 loss가 적음</li> <li>•높은 생산성으로 규모의 경제에 따른 낮은 비용발생</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•복잡한 구조와 많은 공정으로 생산원가가 높음</li> <li>•High Speed 제품일수록 공정 별 불량률이 높아 고비용 발생</li> </ul>
납기	•대량생산체제 구비에 따른 단 납기 대응	•자동선반으로 Pin을 제작하여 단 납기 대응 어려움

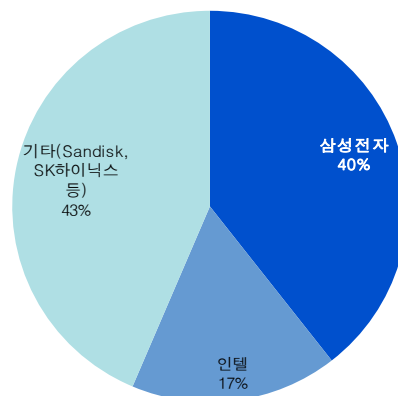
자료: ISC, KDB대우증권

그림 1. ISC의 Test Socket 제품



자료: ISC, KDB대우증권

그림 2. 매출 비중(1H12 기준)



자료: ISC, KDB대우증권

■ 과점적 지위 확보한 삼성전자 AP칩 검사용 Test Socket 매출 성장 지속될 전망

삼성전자 향 매출비중 증가  
→ AP 검사용 Test Socket  
매출 증가가 주요인

ISC의 삼성전자 향 매출 비중은 2010년 26%, 2011년 33%, 2012년 상반기 40%로 상승 추세가 지속되고 있다. 2011년의 삼성 향 매출액 증가는 DDR3 등 메모리 반도체에서 동사의 Silicone Rubber 타입 Test Socket을 채택하는 비중 증가가 주요인이었다. 2012년 메모리 투자 및 업황이 좋지 못했음에도 삼성전자 향 매출액이 급증한 것은 동사가 과점적으로 공급하고 있는 AP칩 검사용 Test Socket 매출이 증가했기 때문이다.

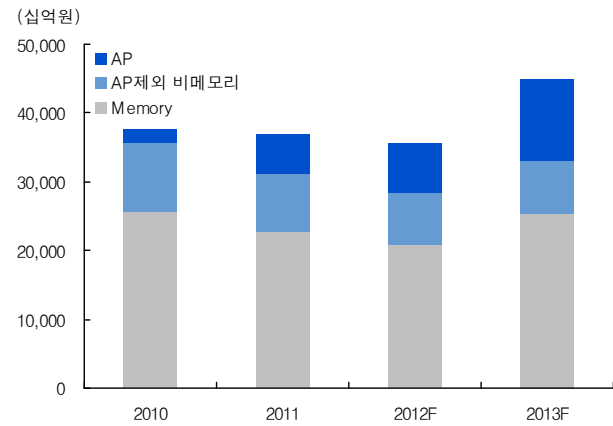
Test Socket은 반도체 검사장비에 들어가는 소모성 부품이기 때문에 시장 확대를 위해서는 1) 반도체 설비투자 확대에 의한 Test Socket 시장 확대와, 2) 반도체 공정 가동률 상승에 따른 부품 교체주기 단축 등이 선행되어야 한다.

애플과의 특허소송 이슈에도 불구하고 스마트폰 시장의 성장은 지속될 것으로 판단되며, 삼성전자와 애플의 스마트폰 양강 구도 하에서 삼성 AP칩에 대한 수요는 증가하고 있다. 삼성전자는 1) 화성의 반도체 17라인을 시스템LSI 용으로 건설하고, 2) 오스틴 공장의 메모리라인을 AP 제조용 시스템LSI 라인으로 전환하는 등 대규모 시스템LSI 투자를 통해 AP 수요 증가에 대응하고 있다.

출시가 임박한 삼성의 갤럭시Note2와 애플의 아이폰5는 삼성전자 AP칩 라인 가동률을 높일 가능성이 크다. 글로벌 시장에서의 치킨게임이 마무리된 후 회복세 보이고 있는 메모리 반도체 시장 업황도 국내 반도체업체의 가동률 상승에 우호적인 여건이다.

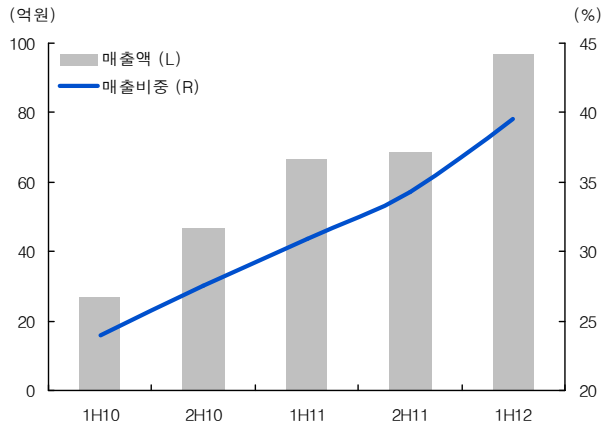
따라서, ISC의 주요 매출처인 삼성전자가 시스템LSI 부문 중심으로 대규모 설비투자에 나서고 있고, 향후 반도체 업황 회복에 대한 기대감이 커지고 있는 현 시점이 동사에 대한 투자 적기로 판단된다.

그림 3. 삼성전자 반도체 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 4. ISC의 삼성전자 향 Test Socket 매출액 및 비중 추이



자료: ISC, KDB대우증권

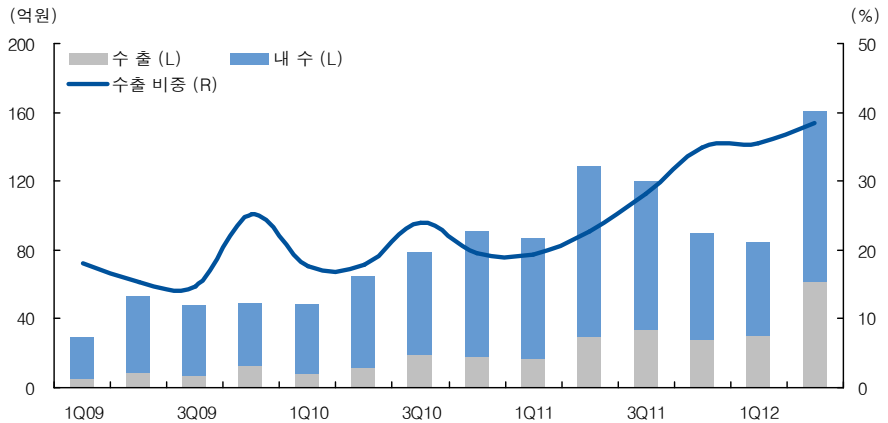
■ Intel 등 해외 매출처 확대로 최근 수출 급증

1H12 Intel 향 매출액 42억원  
→ 켈컴, 애플 등으로 매출처  
확대 추세

ISC의 1H12 수출액은 92억원(YoY +100.3%)을 기록하며 2010년과 2011년 각각 20%, 26%을 기록했던 해외매출 비중이 37%로 증가했다. **해외매출의 급속한 증가는 Intel 향 매출이 본격화 된 것이 가장 큰 요인으로 판단된다.** 동사는 Intel 향 Test Socket 양산제품을 2011년 7월부터 공급하기 시작하면서 1H12 기준으로 42억원의 Intel 향 매출을 시현했다.

제품 승인을 받은 켈컴과 제품 승인 추진 중인 애플에 대한 중장기적 매출 증가 역시 기대된다. Intel 향 양산 제품 매출이 발생하기까지 2년 정도의 기간이 소요됐던 점을 감안하면 켈컴 → 애플로 이어지는 매출처 확대는 ISC 해외 매출의 중장기적 증가 요인이 될 것으로 보인다.

그림 5. ISC 분기 매출 및 수출 비중 추이



자료: ISC, KDB대우증권

■ 관계회사인 지멤스(GMEMS)는 장기성장동력이자 Risk 요인

2012년 상반기 지멤스  
지분법손실 19억원  
연간 연결기준으로  
30~40억원 지분법손실 예상

시장에서 우려하는 ISC의 Risk 요인은 관계회사인 지멤스 때문에 발생하는 지분법 손실이다. 지멤스는 정보통신부 관할의 MEMS(Micro Electro Mechanical Systems) 펌을 2011년 지멤스 컨소시엄에서 인수하면서 설립된 법인이다. 현재 ISC가 23.9% 지분을 보유한 민간 최대주주이며 정부지분은 49%이다. 지멤스 컨소시엄이 현금 320억원을 출자했고, 정부에서는 공장 및 시설 등을 현물투자 형식으로 출자했다.

1H12 반기순손익 -82.5억원 적자를 기록했으며 ISC 지분법 손실로는 19억원이 발생했지만 ISC가 원가법 회계기준 적용하고 있기 때문에 반기보고서 상에는 지분법 손실이 반영되지 않았다. 2012년 연간 연결기준 실적에는 지분법 손실이 반영되며, **매출이 일정규모 이상 발생하기 전까지는 향후 수년간 연결기준으로 연간 30~40억원 가량의 지분법손실이 예상된다.**

지멤스는 민영화 이후 개발 펌이 양산 펌으로 전환되는 과도기로 보이며 본격적인 실적 정상화에는 수 년 이상이 소요될 것으로 판단된다. 2012년 상반기만에도 대규모 적자가 발생했지만 감가상각비 비중이 크고 현재 자본이 715억원, 부채 14억원이기 때문에 재무적 리스크는 크지 않다.

스마트폰과 차량전자부품, 바이오 등의 분야에서 MEMS 반도체에 대한 수요는 급성장하고 있지만 우리나라는 ST마이크로, 보쉬 등 해외업체를 통해 MEMS 반도체를 거의 전량 수입하고 있는 실정이다. 정통부 관할의 MEMS펌의 민영화는 MEMS 국산화에 대한 요구와 필요성이 강해지는 시점에 이루어 졌기 때문에 지멤스는 ISC의 중장기적인 성장동력이 될 가능성이 있다고 판단된다.

■ 사상 최대 실적에도 불구하고 밸류에이션 저평가

제품평균단가 상승으로  
매출액 증가  
1) 반도체공정 미세화로 Test Socket 당 사용되는 Silicone Rubber 수 증가  
2) 반도체 교체사이클 단축  
→ 단가인하 대응력 상승

ISC는 2012년 매출액 538억원(YoY 26.6%), 영업이익 194억원(YoY 46.1%)을 기록할 것으로 전망된다. 2012년 매출액 증가요인은 1) 삼성전자 AP칩 Test Socket 매출 증가, 2) Intel 등 해외 매출액 급증으로 요약할 수 있다.

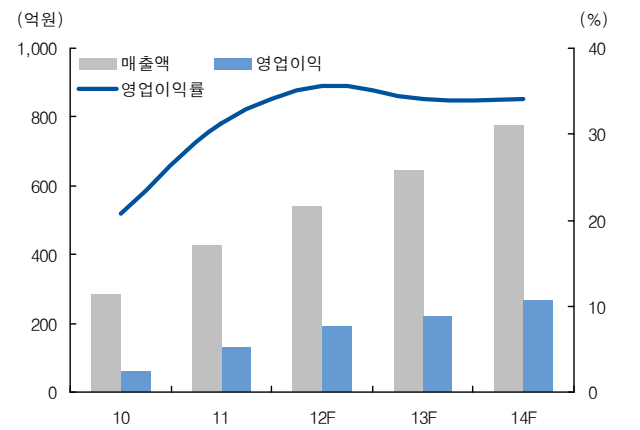
특징적인 것은 1H12 제품 생산실적은 37.3만개(YoY -16.9%) 수준으로 전년동기 대비 감소했지만 제품평균단가 상승으로 인해 매출액은 증가했다는 점이다. 제품평균단가 상승요인은 1) 반도체 공정 미세화가 지속되면서 Test Socket에 사용되는 Silicon Rubber 수가 증가했고, 2) IT제품 교체주기가 짧아지면서 반도체 교체 사이클 역시 짧아져 단가인하에 대한 대응력이 상승했기 때문이다.

따라서, AP칩 위주의 시스템LSI 투자 확대되고 반도체 업황이 턴어라운드 되면 높아진 제품단가와 생산량 증가가 더해지면서 향후 실적 향상 추세는 지속될 가능성이 클 것으로 예상된다.

ISC의 2012년 실적 기준 P/E는 5.0배로 Pin Type의 Test Socket을 생산하고 있는 리노공업의 2012년 예상 P/E 8.5배 대비 밸류에이션 매력에 있는 것으로 판단된다. 현재, 매출액 규모 면에서 ISC가 리노공업의 2/3 정도인 반면 시가총액은 1/3에 불과하다. 기업규모 면에서 리노공업 대비 작기 때문에 발생하는 할인요인은 ISC의 높은 성장성으로 대체될 수 있다고 판단된다.

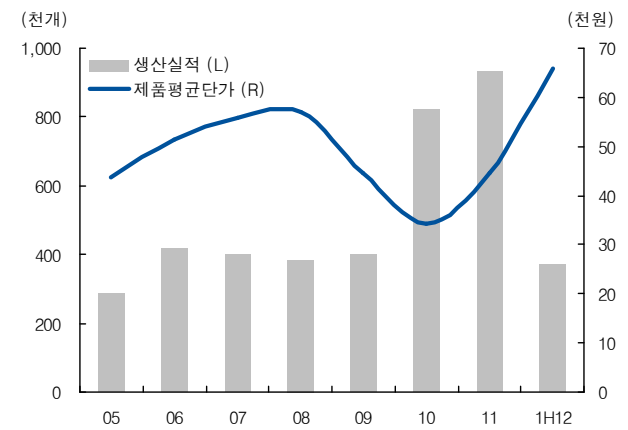
연말 배당시즌에 가까워지면서 ISC의 배당 매력도 부각될 수 있다. ISC는 보통주 1주당 2010년, 2011년 각각 300원, 400원의 현금배당을 했으며 2007년 상장 이후 평균 30% 이상의 높은 현금배당성향을 보여주었다. 사상 최대 실적이 기대되는 2012년 연말 역시 높은 배당성향을 나타낼 가능성이 높다. 보수적으로 판단해 2011년과 동일한 보통주 1주당 400원의 현금배당을 실시한다고 가정해도 8월 31일 증가기준 시가배당률은 4.4%이다.

그림 6. 매출액/영업이익의 추이 및 전망



자료: ISC, KDB대우증권

그림 7. ISC 제품 생산실적 및 평균단가 추이



자료: ISC, KDB대우증권

§ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당사의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

ISC (095340)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
<b>매출액</b>	<b>425</b>	<b>538</b>	<b>646</b>	<b>775</b>
매출원가	177	237	284	341
<b>매출총이익</b>	<b>248</b>	<b>301</b>	<b>362</b>	<b>434</b>
판매비와관리비	98	110	132	159
<b>조정영업이익</b>	<b>151</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>275</b>
<b>영업이익</b>	<b>133</b>	<b>194</b>	<b>229</b>	<b>275</b>
비영업손익	-16	-13	-9	-5
순금융비용	-2	-2	-6	-10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	135	179	221	271
계속사업법인세비용	-52	-39	-53	-66
계속사업이익	83	140	167	205
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>83</b>	<b>140</b>	<b>167</b>	<b>205</b>
지배주주	83	140	167	205
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>83</b>	<b>139</b>	<b>167</b>	<b>205</b>
지배주주	83	139	167	205
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	168	208	239	287
FCF	114	145	174	209
EBITDA마진율 (%)	39.6	38.7	37.0	37.0
영업이익률 (%)	31.3	36.1	35.5	35.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.6	26.0	25.9	26.5

예상 재무상태표 (요약)				
(억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
<b>유동자산</b>	<b>290</b>	<b>340</b>	<b>485</b>	<b>632</b>
현금 및 현금성자산	128	140	169	207
매출채권 및 기타채권	65	92	97	129
재고자산	16	25	24	34
기타유동자산	8	8	8	8
<b>비유동자산</b>	<b>509</b>	<b>555</b>	<b>555</b>	<b>585</b>
관계기업투자등	150	150	150	150
유형자산	186	217	217	247
무형자산	29	29	29	29
<b>자산총계</b>	<b>799</b>	<b>895</b>	<b>1,040</b>	<b>1,217</b>
<b>유동부채</b>	<b>146</b>	<b>109</b>	<b>96</b>	<b>77</b>
매입채무 및 기타채무	23	29	31	31
단기금융부채	66	35	20	0
기타유동부채	57	45	45	45
<b>비유동부채</b>	<b>19</b>	<b>41</b>	<b>61</b>	<b>82</b>
장기금융부채	4	3	3	3
기타비유동부채	7	7	7	7
<b>부채총계</b>	<b>165</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>158</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>634</b>	<b>745</b>	<b>883</b>	<b>1,059</b>
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	318	318	318	318
이익잉여금	328	438	577	753
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>634</b>	<b>745</b>	<b>883</b>	<b>1,059</b>

예상 현금흐름표 (요약)				
(억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>144</b>	<b>134</b>	<b>188</b>	<b>185</b>
당기순이익	83	140	167	205
비현금수익비용가감	96	79	72	82
유형자산감가상각비	15	14	7	8
무형자산상각비	2	3	3	3
기타	31	23	12	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2	-36	3	-36
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-26	-5	-32
재고자산 감소(증가)	-4	-12	1	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	6	2	1
법인세납부	-38	-51	-53	-66
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-133</b>	<b>-57</b>	<b>-114</b>	<b>-97</b>
유형자산처분(취득)	-39	-51	-7	-38
무형자산감소(증가)	-5	-4	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	117	3	-112	-67
기타투자활동	-206	-6	7	11
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>41</b>	<b>-63</b>	<b>-45</b>	<b>-50</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	76	-32	-15	-20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-22	-29	-29	-29
기타재무활동	-14	-2	-1	-1
<b>현금의증가</b>	<b>60</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>38</b>
기초현금	68	128	140	169
기말현금	128	140	169	207

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	7.7	5.0	4.2	3.4
P/CF (x)	6.4	4.5	4.0	3.3
P/B (x)	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	3.1	2.6	1.6	0.9
EPS (원)	1,085	1,816	2,177	2,668
CFPS (원)	1,312	2,041	2,302	2,818
BPS (원)	8,248	9,685	11,481	13,769
DPS (원)	400	400	400	400
배당성향 (%)	34.7	20.7	17.3	14.1
배당수익률 (%)	4.8	4.4	4.4	4.4
매출액증가율 (%)	50.3	26.6	20.1	20.0
EBITDA증가율 (%)	63.5	23.9	14.7	20.0
영업이익증가율 (%)	126.0	46.1	18.1	20.0
EPS증가율 (%)	73.0	67.5	19.8	22.6
매출채권 회전을 (회)	7.0	7.0	7.0	7.0
재고자산 회전을 (회)	26.7	26.7	26.7	26.7
매입채무 회전을 (회)	111.9	111.9	111.9	111.9
ROA (%)	11.7	16.5	17.3	18.2
ROE (%)	13.8	20.3	20.6	21.1
ROIC (%)	57.9	62.8	65.0	68.4
부채비율 (%)	25.9	20.1	17.8	15.0
유동비율 (%)	198.4	311.2	505.2	826.2
순차입금/자기자본 (%)	-20.7	-23.9	-37.8	-43.3
영업이익/금융비용 (x)	74.4	108.6	229.4	275.2

자료: ISC, KDB대우증권