

Initiation

리노공업  
(058470)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월

70,000

목표주가

신규

현재주가

46,000

(18.11.20)

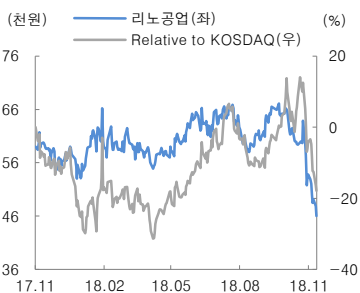
반도체업종

4차 산업혁명/안전등급

Sky Blue

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| KOSDAQ      | 690.81            |
| 시가총액        | 701십억원            |
| 시가총액비중      | 0.32%             |
| 자본금(보통주)    | 8십억원              |
| 52주 최고/최저   | 67,100원 / 46,000원 |
| 120일 평균거래대금 | 26억원              |
| 외국인지분율      | 33.30%            |
| 주요주주        | 국민연금 9.47%        |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | -26.4 | -20.7 | -25.1 | -23.1 |
| 상대수익률    | -21.1 | -11.6 | -5.7  | -12.6 |



반도체 후공정  
부품 강자

투자의견 매수(Buy), 목표주가 70,000원 신규 제시

- 목표주가 70,000원은 2019년 EPS Target PER 22배 적용. 실적 증가율이 유사한 시점이었던 2015~2016년 상반기 평균 PER 22배 적용하여 산출

- RIM으로 산출한 적정주당 가치는 74,300원

- 리노공업의 투자포인트는

- 1) 메모리 반도체 업황에 영향을 적게 받는 시스템 반도체 후공정 테스트 부품 기업으로 안정적인 외형성장 가능. 최근 5개년 매출 연평균성장률 13% 기록
- 2) 매년 달성한 30% 중반의 영업이익률 지속될 전망
- 3) 2019년 신규사업(초음파프로브, 지멘스향 의료기기 부품) 매출 가시화

2018년 4분기 실적은 보수적, 내년은 확연히 좋다

- 2018년 4분기 실적은 매출액 372.5억원 (+2.2% yoy), 영업이익 82.5억원 (+2.2% yoy)으로 소폭 성장 기대. QoQ대비 11.6% 감소할 전망

- 단기간 부진을 우려하는 이유는 1) 동사의 본업 (PIN, Socket)의 4분기 계절적 비수기 진입, 2) 2018년 상반기 글로벌 모바일 기업의 신제품 조기 출시 영향으로 하반기에 인식될 예정이었던 매출 상반기에 초과 반영되었기 때문

신규 사업 본격 가동, 2019년 본업과 신규 사업 모두 행길 것

- 2019년 매출 169.9억원 (+12.7% yoy), 영업이익 588억원 (+16.7% yoy) 전망

- 신사업 고객사 지멘스 내 매출 비중 확대로 2019년 신사업부문 연간매출 140억원(+23% yoy) 예상

- 5G, 2차전지, 자율주행, 스마트폰 고사양화 등 시스템 반도체 기업들의 연구개발 증가와 사업 확장으로 PIN, IC SOCKET 사업부문의 안정적인 성장 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 113    | 142    | 151    | 170    | 190    |
| 영업이익    | 39     | 49     | 50     | 59     | 66     |
| 세전순이익   | 46     | 52     | 53     | 62     | 70     |
| 총당기순이익  | 35     | 40     | 41     | 49     | 54     |
| 지배지분순이익 | 35     | 40     | 41     | 49     | 54     |
| EPS     | 2,322  | 2,648  | 2,703  | 3,184  | 3,556  |
| PER     | 18.7   | 21.7   | 19.6   | 16.6   | 14.9   |
| BPS     | 13,182 | 14,955 | 16,667 | 18,859 | 21,425 |
| PBR     | 3.3    | 3.8    | 3.2    | 2.8    | 2.5    |
| ROE     | 18.7   | 18.8   | 17.1   | 17.9   | 17.7   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 리노공업, 대신증권 Research&Strategy본부

단기적 Q는 감소해도 5G, 프리미엄폰 기대감 유효

리노공업의 4Q18 실적은 매출액 372.5억원, 영업이익 82.5억원으로 추정한다. 이유 크게 3가지로 분석한다. 1) 상고하저의 전형적 흐름을 타는 동사의 성격상 계절적 비수기에 진입한다. 하지만 4분기 약세는 IT부품 업계의 공통된 흐름이며, 시장 참여자들이 이미 예상하는 흐름이다. 2) 1H18 글로벌 모바일 회사들의 신제품 조기 출시 이벤트로 동사의 하반기 매출 동력은 상대적으로 감소했다. 하반기 매출 실적이 상반기에 먼저 잡히면서 나타난 실적 둔화는 2019년에 상반기에 정상화될 것으로 기대한다. 3) 스마트폰의 교체주기 둔화, 저성장 흐름으로 당분간 양산용 IC SOCKET의 출하량 감소가 예상된다.

하지만 모바일 시장에서 연간으로 성장하는 그림은 여전히 유효하다. 리노공업의 매출은 2011년(+16.8% yoy), 2012년(13.9% yoy), 2017년(+22.5% yoy)에 큰 폭으로 외형 성장한 경험이 있기 때문이다. 이러한 이벤트는 모두 4G 스마트폰 등장에 대한 준비 및 양산, 갤럭시 모델의 판매 호조에서 발생했다. 향후 글로벌 모바일 시장은 2019년, 2020년에 걸쳐 ‘5G도입과 본격화, 프리미엄 모델 주력, 중저가 라인 고사양화’라는 이벤트를 준비 중이다. 따라서 양산과 R&D시장 수요가 모두 받쳐주는 리노공업의 장기적으로 수혜를 기대한다.

또한 리노공업은 2차 전지, 5G 등 새로운 사업 영역에서 글로벌 점유율이 높은 업체들과 우호적 거래 관계를 유지 중이다. 특히 의료기기업체 지멘스향 ‘초음파 프로브’ 매출은 연간 10% 이상의 성장세가 기대되고 포트폴리오 측면에서도 유리하다. 지멘스향 예상 매출액은 2018년 124억원, 2019년 140억원으로 전망한다. 동사는 Capa 증가를 위해 약 2년에 걸쳐 약 150억원~200억원 사이의 시설투자를 진행할 계획이다.

표 4. 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

|                | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017  | 2018F | 2019F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>     | 40.3  | 42.5  | 36.0  | 31.8  | 39.1  | 46.9  | 46.5  | 37.3  | 141.5 | 150.7 | 169.9 |
| LEENO PIN      | 20.9  | 19.4  | 15.6  | 14.0  | 20.9  | 20.3  | 21.4  | 19.7  | 71.4  | 72.2  | 82.4  |
| IC TEST SOCKET | 16.3  | 19.8  | 16.7  | 15.3  | 15.8  | 23.7  | 21.4  | 12.7  | 62.2  | 67.1  | 73.5  |
| 기타(초음파프로브)     | 3.1   | 3.3   | 3.7   | 2.5   | 2.4   | 2.9   | 3.7   | 4.9   | 7.9   | 12.4  | 14.0  |
| <b>제품별 비중</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| LEENO PIN      | 51.9% | 45.7% | 43.3% | 44.0% | 53.5% | 43.3% | 46.1% | 52.8% | 50.4% | 47.9% | 48.5% |
| IC TEST SOCKET | 40.5% | 46.5% | 46.4% | 48.0% | 40.3% | 50.4% | 45.9% | 34.0% | 44.0% | 44.5% | 43.3% |
| 기타(초음파프로브)     | 7.6%  | 7.8%  | 10.3% | 8.0%  | 6.2%  | 6.3%  | 8.0%  | 13.2% | 5.6%  | 8.2%  | 8.2%  |
| <b>영업이익</b>    | 14.8  | 15.5  | 11.9  | 8.2   | 13.7  | 16.3  | 16.0  | 12.8  | 49.2  | 50.4  | 58.8  |
| 영업이익률(%)       | 36.7% | 36.4% | 32.9% | 25.9% | 35.1% | 34.7% | 34.3% | 34.3% | 34.7% | 33.4% | 34.6% |
| <b>세전이익</b>    | 15.1  | 21.3  | 10.4  | 6.1   | 14.6  | 17.2  | 16.9  | 13.7  | 51.9  | 53.0  | 62.4  |
| 세전이익률(%)       | 37.5% | 50.1% | 28.9% | 19.3% | 37.4% | 36.7% | 36.3% | 36.8% | 36.7% | 35.2% | 36.7% |
| <b>당기순이익</b>   | 11.6  | 16.3  | 8.1   | 5.2   | 11.4  | 13.4  | 13.1  | 10.6  | 40.4  | 41.2  | 48.5  |
| 순이익률(%)        | 28.8% | 38.3% | 22.5% | 16.3% | 29.1% | 28.5% | 28.2% | 28.6% | 28.5% | 27.3% | 28.6% |

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

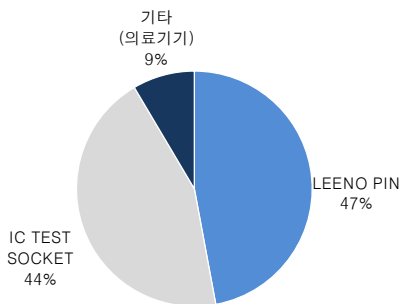
PCB 보드 검사 부품에서 비메모리 Test 강자, 신사업은 성장

1980년 PCB 보드 검사용 핀에서 시작한 리노공업은 시스템반도체 후공정 TEST 부품 기술력을 인정받고, 나아가 시장 초기사업인 5G, 2차전지, 자율주행까지 사업 영역을 확장 중이다. 동사의 누적 거래선은 1400개 (주요 고객사는 반도체 팹리스) 이상이며, 생산가능 제품 종류는 20,000개에 이른다. 다품종 소량생산에도, 30% 중반의 고 마진 구조와 안정적인 현금흐름은 결과적으로 동사의 독보적 기술력에 기인한다.

리노공업의 주력 제품은 시스템반도체향(AP Mobile Chip) PIN과 IC SOCKET으로 2017년 기준 매출의 50%, 43%를 차지한다. IC SOCKET은 PIN을 모듈화한 동사의 완제품으로 반도체 테스트 값을 추출하고, 테스트 장비가 다양한 반도체 칩과 호환될 수 있도록 연결한다. 한편, PIN은 원재료가 되고 여기서 리노공업의 경쟁력이 생긴다. 100단계 이르는 전 공정을 내재화로, PIN을 구성하는 모든 부속품까지 자체적으로 제작 가능하기 때문이다. 중간 비용 최소화과 짧은 리드타임(2주 내외)이 가능하다.

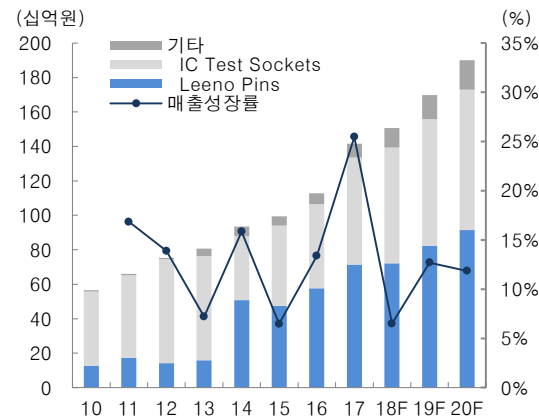
초미세 기술력도 보유했다. 각 PIN에 들어가는 스프링을 0.092mm(머리카락 1/3 크기)까지 제작해 향후 기대되는 파인피치 시장에서의 수혜도 예상된다. 이러한 장점은 실적의 하방경직까지 가져온다. 리노공업의 제품은 Test 결과를 알날로그 값으로 추출해 경쟁사 대비 연구개발 단계에 있는 반도체 테스트 부품으로 제격이다. 동사는 상대적으로 단가 인하 압력에 둔감한 연구개발향 매출 비중이 최소 35% 이상 차지한다.

그림 57. 2018년 제품별 매출 비중



자료: 리노공업, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 58. 연간 제품별 매출 비중과 매출 성장률 추이



자료: 리노공업, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

| RIM(잔여이익모델)                   |               |       |       |       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원, 원, %) |
|-------------------------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
|                               | 2018F         | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F           |
| I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>   | 41            | 49    | 54    | 59    | 66    | 66    | 67    | 68    | 68    | 69              |
| II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup> | 254           | 287   | 327   | 371   | 421   | 487   | 554   | 622   | 690   | 759             |
| 추정ROE                         | 17.1          | 17.9  | 17.7  | 15.9  | 15.6  | 13.6  | 12.1  | 10.9  | 9.9   | 9.1             |
| III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>     | 4.5           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| 무위험이자율 <sup>(주4)</sup>        | 2.5           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| 시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>      | 4.0           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| 베타                            | 0.4           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| IV Spread(추정ROE-필요수익률)        | 12.6          | 13.4  | 13.2  | 11.4  | 11.1  | 9.1   | 7.6   | 6.4   | 5.4   | 4.6             |
| V 필요수익                        | 10            | 11    | 13    | 15    | 17    | 19    | 22    | 25    | 28    | 31              |
| VI 잔여이익(I-V)                  | 31            | 37    | 41    | 44    | 49    | 47    | 45    | 43    | 40    | 38              |
| 현가계수                          | 1.00          | 0.95  | 0.91  | 0.87  | 0.84  | 0.80  | 0.77  | 0.73  | 0.70  | 0.67            |
| 잔여이익의 현가                      | 31            | 35    | 38    | 39    | 41    | 38    | 34    | 31    | 28    | 25              |
| VII 잔여이익의 합계                  | 340           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가          | 564           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| 영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>      | 0.0%          |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| IX 기초자기자본                     | 228           |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| X 주주지분가치(VII+VIII+IX)         | 1,133         |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| 총주식수(천주)                      | 15,242        |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| XI <b>적정주당가치(원)</b>           | <b>74,300</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| 현재가치(원)                       | 46,000        |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |
| Potential (%)                 | 61.5%         |       |       |       |       |       |       |       |       |                 |

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2016A     | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액         | 113       | 142   | 151   | 170   | 190   |
| 매출원가        | 64        | 82    | 90    | 99    | 111   |
| 매출총이익       | 49        | 60    | 60    | 71    | 79    |
| 판매비와관리비     | 10        | 10    | 10    | 12    | 13    |
| 영업이익        | 39        | 49    | 50    | 59    | 66    |
| 영업이익률       | 34.9      | 34.7  | 33.4  | 34.6  | 34.5  |
| EBITDA      | 46        | 57    | 58    | 68    | 75    |
| 영업외손익       | 7         | 3     | 3     | 4     | 4     |
| 관계기업손익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 1         | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 외환관련이익      | 4         | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 금융비용        | 0         | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 외환관련손실      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타          | 5         | 1     | 3     | 4     | 4     |
| 법인세비용차감전순손익 | 46        | 52    | 53    | 62    | 70    |
| 법인세비용       | 11        | 12    | 12    | 14    | 16    |
| 계속사업순손익     | 35        | 40    | 41    | 49    | 54    |
| 중단사업순손익     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 35        | 40    | 41    | 49    | 54    |
| 당기순이익률      | 31.4      | 28.5  | 27.3  | 28.6  | 28.5  |
| 비지배지분순이익    | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익     | 35        | 40    | 41    | 49    | 54    |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익       | 35        | 41    | 41    | 49    | 54    |
| 비지배지분포괄이익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익    | 35        | 41    | 0     | 0     | 0     |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2016A         | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
| EPS          | 2,322         | 2,648  | 2,703  | 3,184  | 3,556  |
| PER          | 18.7          | 21.7   | 19.6   | 16.6   | 14.9   |
| BPS          | 13,182        | 14,955 | 16,667 | 18,859 | 21,425 |
| PBR          | 3.3           | 3.8    | 3.2    | 2.8    | 2.5    |
| EBITDAPS     | 3,014         | 3,716  | 3,810  | 4,452  | 4,891  |
| EV/EBITDA    | 11.9          | 13.1   | 11.2   | 9.3    | 7.9    |
| SPS          | 7,400         | 9,284  | 9,888  | 11,143 | 12,465 |
| PSR          | 5.9           | 6.2    | 5.4    | 4.7    | 4.2    |
| CFPS         | 3,374         | 4,091  | 4,309  | 5,016  | 5,488  |
| DPS          | 900           | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000  |

| 재무비율     | (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |
|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2016A         | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 성장성      |               |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 13.4          | 25.5  | 6.5   | 12.7  | 11.9  |
| 영업이익 증가율 | 9.2           | 25.0  | 2.5   | 16.7  | 11.6  |
| 순이익 증가율  | 8.5           | 14.0  | 2.1   | 17.8  | 11.7  |
| 수익성      |               |       |       |       |       |
| ROIC     | 37.0          | 43.2  | 41.4  | 43.5  | 45.1  |
| ROA      | 19.4          | 21.2  | 19.4  | 20.3  | 20.1  |
| ROE      | 18.7          | 18.8  | 17.1  | 17.9  | 17.7  |
| 안정성      |               |       |       |       |       |
| 부채비율     | 7.9           | 8.1   | 7.4   | 6.8   | 6.3   |
| 순차입금비율   | -56.1         | -59.5 | -62.4 | -61.9 | -65.8 |
| 이자보상배율   | 0.0           | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2016A     | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산        | 138       | 168   | 190   | 213   | 254   |
| 현금및현금성자산    | 50        | 60    | 78    | 92    | 122   |
| 매출채권 및 기타채권 | 17        | 25    | 23    | 25    | 28    |
| 재고자산        | 6         | 8     | 8     | 10    | 11    |
| 기타유동자산      | 65        | 76    | 81    | 87    | 93    |
| 비유동자산       | 79        | 78    | 83    | 94    | 93    |
| 유형자산        | 69        | 69    | 77    | 88    | 87    |
| 관계기업투자금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동자산     | 10        | 10    | 6     | 6     | 6     |
| 자산총계        | 217       | 246   | 273   | 307   | 347   |
| 유동부채        | 14        | 18    | 19    | 19    | 20    |
| 매입채무 및 기타채무 | 7         | 11    | 11    | 12    | 12    |
| 차입금         | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성채무       | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 7         | 7     | 8     | 8     | 8     |
| 비유동부채       | 2         | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 차입금         | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 전환증권        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 2         | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계        | 16        | 19    | 19    | 20    | 21    |
| 자배지분        | 201       | 228   | 254   | 287   | 327   |
| 자본금         | 8         | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 자본잉여금       | 5         | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 이익잉여금       | 194       | 221   | 247   | 280   | 319   |
| 기타지분변동      | -5        | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 비자배지분       | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 201       | 228   | 254   | 287   | 327   |
| 순차입금        | -113      | -136  | -159  | -178  | -215  |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2016A     | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 42        | 35    | 45    | 49    | 54    |
| 당기순이익     | 35        | 40    | 41    | 49    | 54    |
| 비현금항목의 가감 | 16        | 22    | 24    | 28    | 29    |
| 감가상각비     | 7         | 7     | 8     | 9     | 9     |
| 외환손익      | -2        | 2     | 3     | 3     | 3     |
| 지분법평가손익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 11        | 12    | 14    | 16    | 17    |
| 자산부채의 증감  | -3        | -19   | -9    | -13   | -14   |
| 기타현금흐름    | -7        | -9    | -12   | -14   | -16   |
| 투자활동 현금흐름 | -3        | -10   | -18   | -26   | -14   |
| 투자자산      | 9         | -2    | 4     | 0     | 0     |
| 유형자산      |           |       |       |       | -12   |
| 기타        | 0         | 0     | -6    | -6    | -6    |
| 재무활동 현금흐름 | -12       | -14   | -15   | -15   | -15   |
| 단기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -12       | -14   | -15   | -15   | -15   |
| 기타        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감    | 28        | 10    | 18    | 14    | 31    |
| 기초 현금     | 22        | 50    | 60    | 78    | 92    |
| 기말 현금     | 50        | 60    | 78    | 92    | 122   |
| NOPLAT    | 30        | 38    | 39    | 46    | 51    |
| FCF       | 25        | 38    | 31    | 35    | 52    |

자료: 리노공업, 대신증권 Research&Strategy 본부