

September.2016



SK INDUSTRY ANALYSIS

# Small Cap Store

## 쓰디쓴 시장, 달콤한 종목

SK증권 스몰캡팀: 이지훈, 이승욱, 나승두(R.A) | 3773-8880, sa75you@sk.com

# SK Small Cap Store

1. 8 월 스몰캡 Review	2
2. 9 월 스몰캡 Preview	3
3. 스몰캡스토어 Review	4
4. 개별기업분석	8
대아티아이 (045390/KQ)	9
쿠첸 (225650/KQ)	17
삼광글라스 (005090/KS)	23
5. 탐방노트	31
AP 위성통신	
KMH	
갤럭시아컴즈	
다날	
더존비즈온	
삼양통상	
유진테크	
제이씨케미칼	
태웅	
파수닷컴	
한국정보인증	

## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 1. 8월 스몰캡 Review

### 한 달 만에 바뀐 분위기: 코스닥 월간 기준 최대 낙폭 기록

분위기가 바뀌었다. 브렉시트 이후, 빠르게 회복하며 720 선을 넘보던 코스닥지수가 650 선을 향하고 있다. 코스닥은 8월 한달 동안 -6.02% 하락했다. 특히 연준위원들의 매파적인 발언이 이어지고, 지난 잭스홀 미팅에서 옐런 연준의장이 연내 기준금리 인상을 시사한 이후에 낙폭이 확대됐다. 미국의 고용지표 부진 이후, 9월 기준금리 인상 가능성이 낮아졌고 위험자산 선호가 재개되면서 코스피가 연고점을 경신했지만, 오히려 코스닥은 하락을 지속했다.

연준 위원들의 매파적인 발언이 코스닥의 하락요인으로 작용한 것은 외국인 자금의 대형주 쏠림 현상이 나타났기 때문이다. 이런 현상이 지속되면서 중소형주 펀드에서의 판매도 계속되고 있다. 게다가 국민연금의 대형주 중심의 패시브 전략으로 선화하면서 기관투자자 역시 중소형주를 외면하는 상황이 나타났다. 결국 코스닥은 외국인과 기관 모두에게서 외면을 받은 상황이다.

갤럭시 노트7 폭발과 아이폰 7 출시의 실망감으로 IT 업종이 하락한 점 역시 코스닥에 부담으로 작용했다. 짜드(THAAD) 배치가 기정사실화 되면서 중국의 경제보복 가능성이 제기되며 투자심리 위축으로 하락했던 중국 관련 소비주의 반등 역시 나타나지 않고 있다. 짜드 배치 이후에도 중국인 관광객수가 증가했고, 중국발 화장품의 수출도 증가하면서 짜드로 인한 영향이 아직 확인되지 않고 있지만, 향후 중국 정부의 규제 규모를 예상하기 어렵다는 점에서 중국인 인바운드 비중이 높은 화장품, 섬유/의류 업종의 주가가 부진한 모습을 이어갔다.

그림 1 코스닥은 8월에 큰 폭으로 하락했다



자료: Quantiwise, SK 증권

그림 2 투자심리가 악화되면서 낙폭을 키웠다



자료: Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

## 2. 9월 스몰캡 Preview

### 코스닥의 반등은 쉽지 않다. 개별 종목 선택이 중요하다

당장 코스닥의 반등이 나타나기 쉽지 않은 환경이다. 투자심리의 악화→부정적인 실적 전망→수급 악화의 악순환이 나타나고 있기 때문이다.

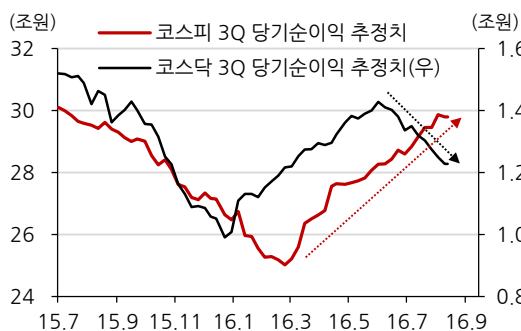
① 투자심리 악화 가능성: 미국의 연내 기준금리 인상 가능성이 부각되면서 투자심리 불안이 이어질 것으로 예상된다. 잭슨홀 미팅 이후, VIX 지수는 13.6→14.41로 상승했다. 펀더멘털과 수급이 뒷받침되지 않는 가운데 VIX 지수의 상승은 코스닥의 반등이 쉽지 않을 것임을 보여준다. 실제로 작년 4월 고점 형성 이후, -21.8% 하락했던 미국의 중소형주지수인 러셀 2000 지수는 소기업낙관지수가 반등하고 나서야 낙폭을 만회했다.

② 부정적인 실적 전망: 실적 측면의 전망 역시 밝지 못하다. 코스피의 3Q와 2016년 순이익 추정치가 지속적으로 상향 조정되고 있는 반면, 코스닥의 이익추정치는 하향 조정되고 있다. 미국 기준금리 인상의 카운트다운으로 변동성이 확대될 것으로 예상되는 국면에서 실적 전망이 상향 조정되고 있는 코스피로의 차별화로 자금 유입 압력이 지속될 가능성이 높다.

③ 수급 악화의 지속 가능성: 국민연금의 대형주 중심의 패시브전략으로 선회하면서 기관의 수급이 대형주에 쏠리고 있다. 기관 투자자의 외면과 미국 기준금리 인상 가능성이 높아짐에 따라 대형주 중심의 접근이 이어질 것으로 예상되면서 코스닥의 반등은 당장 쉽지 않아 보인다

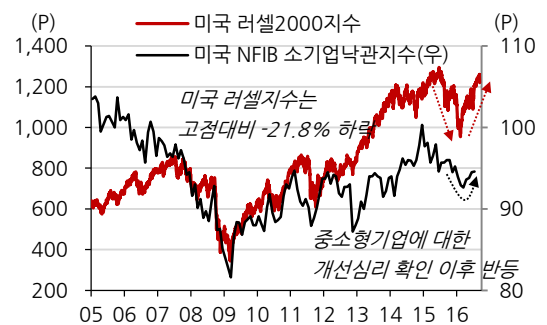
결국 코스닥 시장의 전망이 밝지 못한 만큼, 개별 업종 선택이 성패를 좌우할 것으로 보인다. 추석 이후 FOMC가 지나면 본격적인 실적시즌이 시작된다. 실적개선이 예상되거나 상승 모멘텀이 있는 종목에 대한 접근이 필요하다

그림 3. 코스닥의 이익추정치는 하향 조정되고 있다



자료: Quantiwise, SK 증권

그림 4. 반등 쉽지 않아. 미국 중소형주 역시 업황 개선 확인 이후 반등



자료: Thomson Reuters, SK 증권

### 3. 스몰캡스토어 Review

메디아나 (041920/KQ) | 매수 | T.P: 28,000 원

#### 가격메리트 발생 시점

하반기에도 양호한 실적이 예상된다. 환자감시장치의 ODM 물량 증가, 신제품 효과가 반영되기 때문이다. 최근 환자감시장치인 V10 의 FDA 승인(CE 인증은 이미 취득), 제세동기의 브라질 승인 등 판매처 확대를 위한 해외 승인절차가 순조롭게 이루어지고 있는 점도 긍정적이다. 연말 의료용 소모기기 출시와 해외수출 확대가 본격화되면서 실적모멘텀이 부각될 전망이다. 코스닥 시장과 의료기기업체의 전반적인 주가조정으로 주가는 하락세를 면치 못하고 있다. 그러나 실적의 성장성을 감안할 때 PER 15 배는 가격메리트가 충분한 수준이다.

추천 기준가(6 월 8 일)	현재 주가	수익률
19,750 원	17,450 원	-11.6%

#### Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	337	37	37	35	32	467 8.7	4.1	1.8	5.9	23.4
2014	384	43	43	40	36	495 23.4	7.8	3.2	14.3	17.0
2015	467	79	79	83	71	819 32.5	11.4	3.9	13.8	22.8
2016E	569	112	112	115	99	1,141 22.4	15.1	3.8	11.9	24.8
2017E	690	142	142	146	125	1,446 17.7	11.9	3.0	8.3	24.5
2018E	811	168	168	171	147	1,697 15.1	10.2	2.4	6.7	22.7

자료 : SK 증권 FnGuide

YG PLUS (037270/KS) | Not Rated

#### GD 파워 계속된다

씨드 한반도 배치 결정 이후 화장품 및 엔터 업종의 조정이 여전히 이어지고 있다. 하지만 정치적인センチメント 이슈일 뿐 동사의 펀더멘털에는 아무런 문제가 없는 것으로 판단한다. 특히 화장품 브랜드 '문샷'의 GD 향수 판매 호조가 이어지고 있다. 롯데 영플라자 명동점에서 하루 매출 1 억원을 달성한 브랜드는 '문샷'이 유일하다. 하반기에도 오프라인 매장 신규 출점 확대, 온라인 및 홈쇼핑 판매 등에 힘입어 매출 성장세가 지속될 것으로 보인다.

추천 기준가(6 월 8 일)	현재 주가	수익률
3,475 원	2,750 원	-20.9%

#### Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	202	-24	-15	-29	-131	NA NA	1.8	-18.5	-10.5	-79
2014	102	-16	-30	-35	-31	NA NA	2.5	-90.7	-5.3	-939
2015	292	-70	-48	-45	-63	NA NA	3.4	-16.6	-3.5	-696
2016E	745	-60	-35	-65	-108	NA NA	2.1	39.8	-6.3	-655

자료 : SK 증권 FnGuide

동성코퍼레이션 (102260/KS) | 매수 | T.P: 10,000 원

밸류는 정작하다

추천 기준가(7 월 8 일)	현재 주가	수익률
6,490 원	6,620 원	+2.0%

기대치에 부응하는 실적이 지속되고 있다. 자체 사업 및 자회사 모두 양호한 실적이다. 그 배경에는 원재료 가격의 하향안정이 있다. 최근 원자재 추이를 감안할 때 당분간 실적개선 추세는 이어질 것이다. 상반기 매출액 4,440 억원, 영업이익 447 억원으로 전년 대비 각각 4.4%, 33.9% 증가했다. PER 이 8.3 배까지 하락하였고 자회사 가치만으로도 현재의 시가총액 설명이 가능한 시점이다.

#### Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	8,234	439	439	287	6	22 358.9	206.6	0.9	6.9	0.3
2014	9,054	500	500	314	73	203 38.8	25.0	1.2	8.6	3.7
2015	8,712	667	667	573	203	496 18.7	10.9	1.1	6.9	8.6
2016E	9,262	881	881	790	388	853 8.3	7.1	1.1	5.6	13.9
2017E	10,013	1,011	1,011	917	451	992 7.1	6.1	1.0	4.8	14.6
2018E	10,835	1,103	1,103	1,019	504	1,108 6.4	5.5	0.9	4.2	14.8

자료 : Fn Guide, SK 증권

화승인더 (006060/KS) | 매수 | T.P: 13,000 원

자회사 성장모멘텀 유효

추천 기준가(7 월 8 일)	현재 주가	수익률
9,410 원	8,130 원	-13.6%

화승엔터프라이즈의 상장이 주요 포인트이다. 아디다스 네오라벨 성장을 바탕으로 러닝화, 트레이닝화 등으로 제품군을 확대하고 있다. 월 생산량은 현재 350 만족에서 2020 년까지 600 만족으로 확대될 예정이다. 외형확대, 생산성 향상에 따라 안정적인 수익성 유지에는 변함이 없을 것이다. 화승엔터프라이즈는 10/4 일 상장예정이며 공모주식수는 784 만주, 공모예정가는 14,600~16,500 원이다.

#### Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	5,984	91	91	-32	-54	-98 NA	NA	0.6	9.1	-4.7
2014	5,854	147	147	-98	-111	-200 NA	NA	0.5	8.2	-10.7
2015	7,468	443	443	240	216	390 19.4	2.4	3.2	10.2	18.8
2016E	9,636	601	601	492	373	675 16.5	8.8	3.3	10.0	24.5
2017E	11,279	760	760	647	490	886 12.6	6.7	2.5	8.3	24.0
2018E	13,295	927	927	790	599	1,082 10.3	5.5	1.9	6.4	22.3

자료 : Fn Guide, SK 증권

## 한국전자금융 (063570/KQ) | Not Rated

## 인터넷전문은행 연내 출범 가능성 높아져

무인자동화기기에 대한 기대감은 여전하다. 특히 인터넷전문은행인 K뱅크가 9월 본인가 신청 계획을 발표하면서 연내 공식 출범 가능성이 더욱 높아졌다. 인터넷전문은행이 등장할 경우 무인자동화기기에 대한 수요는 크게 증가할 것으로 판단된다. 가장 대표적인 사례가 미국의 '찰스슈왓'이다. 모회사인 증권사 고객을 기반으로 인터넷전문은행을 출범하였는데, 인터넷전문은행은 점포가 없을 것이라는 편견을 보기 좋게 깨버렸기 때문이다. 찰스슈왓의 인터넷전문은행은 응대 직원이 지금과 같이 많이 자리하지 않을 뿐, 무인 점포 시스템으로 운영되고 있다. 무인 점포를 운영하기 위한 핵심요소는 바로 무인자동화기기다. ATM 운영/관리 Know-how를 바탕으로 무인자동화기기 시장에서 강점을 나타내고 있는 동사는 올 하반기 무인주차장/KIOSK 등 다양한 사업 분야에서 안정적인 성장을 이어갈 것으로 판단된다.

추천 기준가(7월 8일)	현재 주가	수익률
6,030 원	6,380 원	+5.8%

## Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고	PER 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	1,379	83	62	55	259	8.9	7.2	0.6	1.5	6.9	-229
2014	1,402	87	198	148	567	6.1	3.7	0.8	1.3	17.0	-403
2015	1,525	123	120	95	366	32.6	7.0	1.7	5.6	10.2	-179
2016E	1,920	164	152	115	441	18.9	11.8	1.5	2.9	11.2	-498

자료 : Fn Guide, SK 증권

## 썬트랙아이 (099320/KQ) | Not Rated

## 하반기 수주 기대감은 여전히 유효

하반기 군 경찰위성 수주에 대한 기대감은 유효하다. 국방부와 국정원간 위성 관제권 갈등이 마무리되고 부처간 합의가 이뤄짐에 따라 연내사업 착수 가능성이 높아지고 있다. 오는 10월 중 제안서 평가를 거쳐 우선협상 대상자가 선정되면, 연내 최종 계약 후 본 개발이 진행될 예정이다. 고가의 신제품 SpaceEye-X의 수주 가능성도 높다. 올해 초 수주했던 무인정찰기 관련 매출이 인식되고, 자회사 (주)에스아이아이에스의 영상판매 부문의 성장이 기대된다. 2016년 예상 매출액과 영업이익은 각각 364억원(YoY +19.2%), 56억원(YoY +22.1%)으로 추정된다.

추천 기준가(7월 8일)	현재 주가	수익률
51,700 원	50,500 원	-2.3%

## Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고	PER 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	316	33	32	32	866	29.9	19.1	1.4	9.4	7.5	-120
2014	261	22	18	18	482	53.6	34.9	1.6	11.3	4.0	-166
2015	305	46	48	44	1,137	24.1	15.8	1.6	9.4	9.0	-74
2016E	364	56	55	53	1,396	37.0	15.0	3.6	18.5	10.1	-90

자료 : Fn Guide, SK 증권



코텍 (052330/KQ) | Not Rated

성장은 지속된다

추천 기준가(8월 8일)	현재 주가	수익률
12,200 원	12,250 원	+0.8%

카지노용 모니터와 전자칠판의 안정적인 이익이 유지되는 가운데, 의료용을 비롯한 특수용 모니터의 성장성이 부각될 전망이다. 시장규모가 큰 수술용 모니터 시장 진출, 판독용 모니터 개발은 금년내로 현실화될 것이다. 3분기 실적은 2분기 발생했던 일회성 비용요인 해소로 전분기대비 수익개선폭이 클 것이다.

## Financial Highlights

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	1,698	207	207	210	174	1,307 13.6	8.3	1.2	6.5	11.1
2014	1,488	55	55	73	63	475 32.3	19.7	0.8	13.1	3.8
2015	2,420	263	263	308	232	1,694 9.4	6.0	0.9	4.0	12.3
2016E	2,733	303	303	318	245	1,572 8.2	6.7	0.8	3.4	11.0
2017E	2,958	346	346	355	269	1,727 7.5	6.1	0.7	2.5	11.0
2018E	3,165	372	372	380	288	1,849 7.0	5.7	0.7	1.8	10.7

자료 : Fn Guide, SK 증권

비상교육 (100220/KS) | Not Rated

중국 시장 진출 가시화

추천 기준가(8월 8일)	현재 주가	수익률
14,900 원	17,200 원	+15.4%

최근 중국 내 1위 교육기업인 '신동방교육과학기술그룹'과 유아영어 교육 프로그램 '윙스(Wings)' MOU를 체결했다. 중국 내 유/초등 영어 교육기관에 윙스의 교재 및 플랫폼이 제공될 예정이다. 올 하반기 본 계약을 체결한 뒤 내년 새학기부터 윙스 프로그램이 적용될 것으로 판단된다. 국정 교과서 납품으로 인한 안정적 매출 토대 위에 중국 시장 진출로 인한 성장성이 더해진 것으로 판단된다.

## Financial Highlights

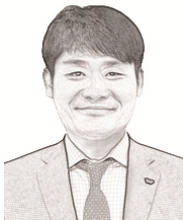
	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2013	1,349	190	190	192	137	1,057 17.5	10.4	1.2	7.8	9.4
2014	1,369	167	167	147	109	842 16.0	9.1	0.7	4.9	7.1
2015	1,438	284	284	231	168	1,294 8.5	5.7	0.6	2.9	10.2
2016E	1,519	353	353	307	233	1,796 9.7	4.3	1.1	4.2	12.8
2017E	1,689	334	329	222	1,713	8.6 4.5	0.9	4.0	11.1	-69

자료 : Fn Guide, SK 증권



# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이지훈/나승두(RA)**  
sa75you@sk.com  
02-3773-8880

## Company Data

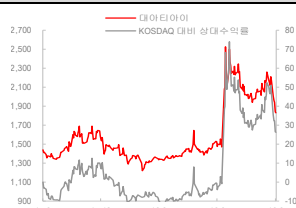
자본금	71 억원
발행주식수	7,115 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	1,302 억원
주요주주	
최진우(외2)	17.41%

외국인지분률	160%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/13)	1,845 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	2,525 원
52주 최저가	1,220 원
60일 평균 거래대금	347 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.3%	-5.5%
6개월	37.1%	40.1%
12개월	27.1%	26.3%

대아티아이 (045390/KQ | 매수(신규편입) | T.P 3,000 원(신규편입))

## 성장성과 수익성, 두 마리 토끼를 잡다

철도 신호제어 부문의 선두주자이다. 열차집중제어시스템(CTC) 운영 Know-how 를 바탕으로 사업 영역을 조금씩 넓혀가고 있다. 올해는 전자연동장치, ATP 등 주요 사업부문의 매출 성장과 온라인 광고 자회사의 실적 개선이 기대된다. 성장성과 수익성, 두 마리 토끼를 사냥하는 원년이 될 것으로 판단한다.

## 앞에서 끌어주고, 뒤에서 밀어주고

CTC 중심의 철도 신호제어 시스템 사업과 자회사 '코마스인터랙티브'를 통한 온라인 광고 대행 사업을 영위하고 있다. 한국철도시설공단, 서울지하철공사, 지역 철도/지하철 공사 등에 철도 신호제어 시스템을 제공 중이다. 올해 상반기 기준 매출 비중은 철도 사업 부문 70.54%, 광고 사업 부문 29.46%로 구성되어 있다.

## 투자포인트

투자포인트는 다음과 같다. 첫째, ATP(자동열차방호장치) 도입의 증가이다. 제3 차 국가 철도망 구축계획에 따라 고속화 사업이 추진되면서 ATP 의 수요는 계속 늘어나는 추세다. 국내 최초로 국제 안전무결성기준 최고 등급(SIL Level 4) 인증을 받은 동사의 수혜가 예상된다. 둘째, 지난해부터 전자연동장치 부문의 의미있는 매출이 발생했다. 기존 역사의 전자연동장치 교체 수요 및 고속철 신선(新線) 신규 수요가 지속됨에 따라 꾸준한 매출 증가가 기대된다. 셋째, 지하철 리시그널링 사업이다. 각 지자체별 지하철 신호 안전 문제의 심각성이 부각되면서 리시그널링 사업이 임박했다는 판단이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 3,000 원을 제시하고 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 3,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 내년도 예상 실적에 목표 PER 22 배를 적용하여 산출하였다. CTC(열차집중제어시스템) 분야의 독점적 기술력과 ATP/전자연동장치 시장의 성공적 진입으로 인한 매출 상승, 제품 Mix 개선에 따른 영업이익률 상승 등을 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	641	849	826	1,106	1,421	1,657
yoy	%	14.1	32.5	-2.7	33.9	28.5	16.6
영업이익	억원	47	57	56	90	116	135
yoy	%	-4.4	19.3	-0.5	60.7	28.5	15.9
EBITDA	억원	63	75	75	118	146	159
세전이익	억원	32	55	58	96	113	131
순이익(지배주주)	억원	29	49	52	80	96	111
영업이익률%	%	7.4	6.7	6.8	8.2	8.2	8.1
EBITDA%	%	9.9	8.9	9.1	10.7	10.2	9.6
순이익률	%	4.4	5.8	6.3	7.4	6.9	6.8
EPS	원	41	70	73	113	134	156
PER	배	36.3	19.7	19.9	16.2	13.6	11.7
PBR	배	1.7	1.5	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	14.0	11.4	13.2	11.2	9.1	8.1
ROE	%	4.9	7.8	7.6	10.8	11.5	11.9
순차입금	억원	-190	-137	-80	-27	-22	-59
부채비율	%	54.6	39.4	42.3	65.2	70.8	70.8

## 회사개요

### (1) 철도 산업의 Control Tower

CTC(Centralized Traffic Control System) 중심의 철도 신호제어 시스템 사업과 자회사를 통한 온라인 광고 사업을 영위하고 있다. 한국철도시설공단, 서울지하철공사, 지역 철도/지하철공사 등에 철도 신호제어 시스템을 제공하고 있다. 올해 상반기 기준 매출 비중은 철도 신호제어 부문 70.54%, 온라인 광고 부문 29.46%로 구성되어 있다.

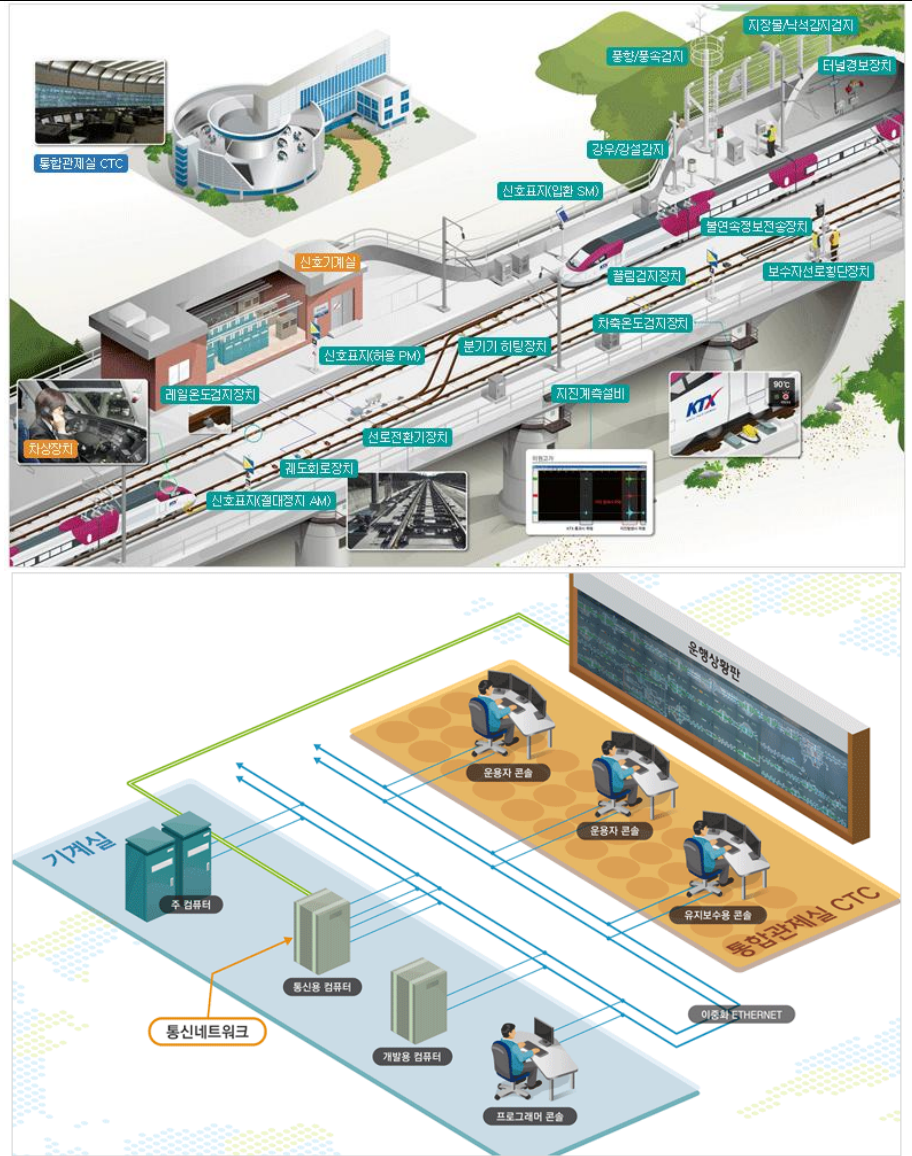
철도 시장은 크게 ① 철도 노선의 설계/노반공사/역사 건축 등을 담당하는 토목건축 부문, ② 차량 및 각종 부품을 제조하고 개조하는 차량 부문, ③ 유지 보수/감리 부문, ④ 기본 계획에서 유지 보수까지 모든 업무를 총괄 계획하고 설계하는 System Engineering 부문, ⑤ 열차운행의 안정성 및 정시성 확보를 위한 신호/통신 부문으로 구분할 수 있다. 동사는 ‘철도 신호제어 시스템 전문 기업’으로서 국내 최초 안전무결성 기준(SIL) 4 등급을 받은 기술력을 바탕으로 국내 철도 신호 부문에서 높은 점유율을 유지하고 있다.

철도 신호 부문은 열차 간 운행 속도/운행 시간/운행 거리 등 차량의 전반적인 움직임을 제어하는 분야로, 철도의 안정성 및 수송능력 향상에 큰 영향을 미친다. 열차집중제어시스템(CTC : Centralized Traffic Control System), 무선통신기반 열차제어시스템(CBTC : Communication Based Train Control System), 자동열차제어장치(ATC : Automatic Train Control), 자동열차방호장치(ATP : Automatic Train Protection) 등이 대표적이다.

### (2) 온라인 광고시장의 전통 강자

자회사 ‘코마스인터랙티브(지분 70%)’를 통해 온라인 광고 사업을 영위하고 있다. ‘코마스인터랙티브’는 검색 광고 및 디스플레이 광고를 중심으로 한 온라인/모바일 종합 마케팅 대행 업체이다. SK 텔레콤, SK 플래닛, 롯데면세점, 메가스터디 등 다양한 산업군의 Client 를 확보하고 있다. 해외 광고대행 수주도 증가하고 있다. 특히 2010 년 설립한 ‘북경코마스(코마스인터랙티브의 100% 자회사)’를 통해 바이두, 인민망 등 중국 내 주요 매체들을 확보했으며, 중국 시장 진출을 희망하는 주요 광고주들의 취급고가 꾸준히 늘어나고 있다.

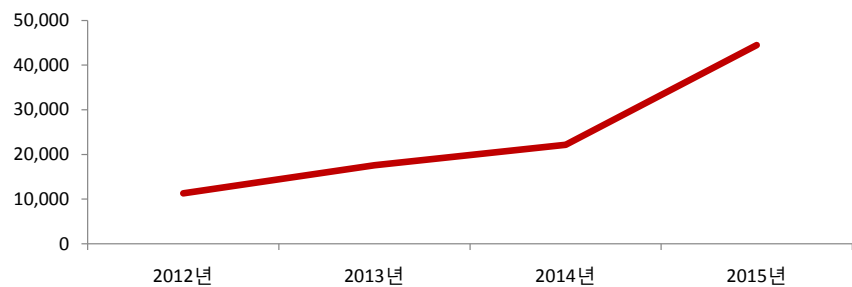
### 고속철도 열차제어시스템



자료 : 한국철도시설공단, SK 증권

### 북경코마스 광고 취급고 추이

(단위 : 천 RMB)



자료 : 코마스인터렉티브, SK 증권

## 투자포인트

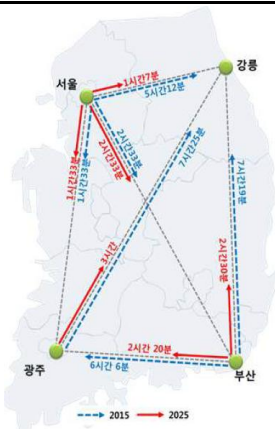
### (1) ATP 도입 증가

열차 주행 속도를 증가시켜 운송 시간을 단축하는데 반드시 필요한 자동열차방호장치 ATP(Automatic Train Protection)의 도입이 늘어나고 있다. 동사는 국내 최초로 안전 무결성기준 SIL(Safety Integrity Level) 4 등급 인증을 받은 기술력을 바탕으로 ATP 시장 내 점유율을 조금씩 키워가는 중이다.

ATP란 신호 시스템의 일종으로, 선로에서 수집된 다양한 정보를 열차 내의 차상장치로 전송하여 속도 제한/열차 정지 등의 판단을 내리는 철도 신호보안 시스템을 말한다. 기존에 구축되어 있는 신호보안 시스템인 ATS의 경우 150km/h 이상의 속도로 달리는 열차에 대응하지 못한다는 단점이 있다. 또 선로의 특정 지점에서만 정보를 전달받아 열차를 제어한다는 점에서 주행중인 열차의 지속적인 모니터링에 한계를 드러내 왔다. 이에 반해 ATP는 고속 주행하는 열차의 제어가 가능하고, ATS와의 병행 사용이 가능하다는 측면에서 도입이 늘어나고 있다.

지난 6월 발표된 제3차 국가철도망 구축계획에 따르면 철도 교통의 경쟁력을 향상시키기 위한 고속화를 계획 중이다. 현재 무궁화 열차는 평균 80~110km/h/최고 120km/h로 운행 중이며, 새마을 열차는 평균 120~149km/h/최고 150km/h의 속도로 운행 중이다. ATP 시스템이 도입된다면 평균 속도가 200km/h대로 상승할 것으로 판단된다. 특히 평창 동계올림픽을 맞아 건설 중인 원주-강릉간 복선전철은 열차 속도 250km/h에 맞춰 구축 중이며, 앞으로의 신선(新線)도 고속화에 초점을 맞춰 전국 주요 도시간 2시간대 이동이 가능할 것으로 기대된다.

지역 주요 도시간 통행시간 변화



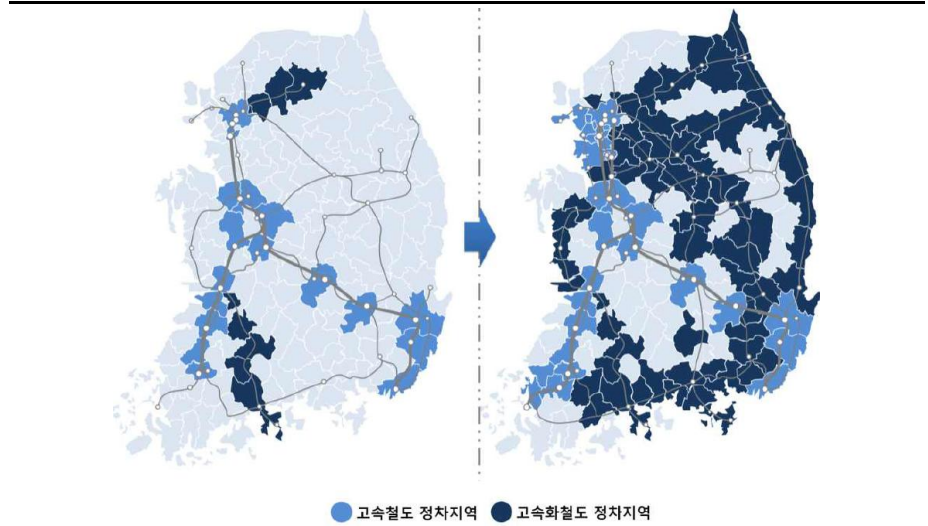
자료 : 국토교통부, SK 증권

수도권 주요 거점간 통행시간 변화



자료 : 국토교통부, SK 증권

## 고속철도/고속화철도 직접 영향권



자료 : 국토교통부, SK 증권

## (2) 전자연동장치 교체 수요

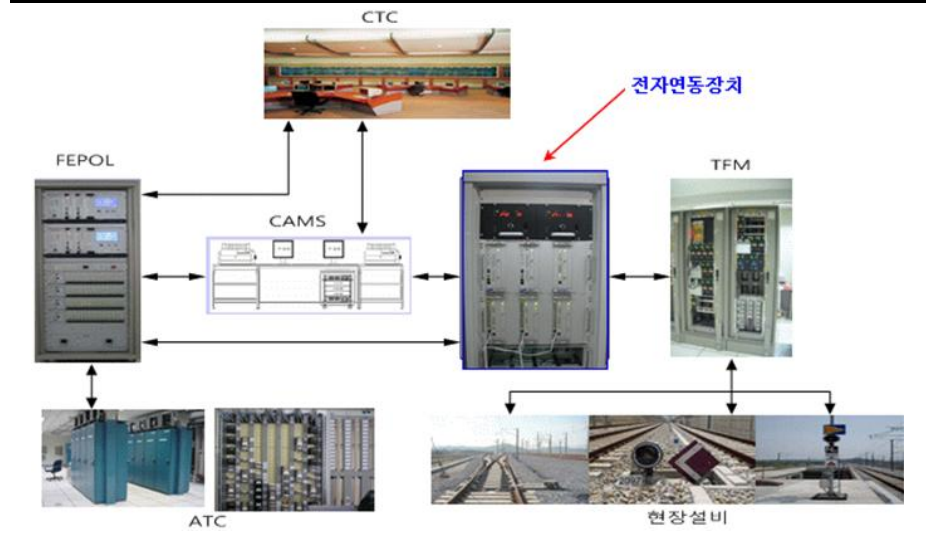
전자연동장치는 선로 변에 설치되어 있는 철도신호기, 선로전환기, 궤도회로 등을 서로 연동하여 제어하는 장치이다. 수집된 정보들을 바탕으로 선로를 설정하거나 열차의 속도제한, 비상정지 등의 조치가 가능하다. 전자연동장치 자체 개발을 마무리한 지난해부터 동부에서 의미있는 매출이 발생하고 있다.

시장에 뒤늦게 진출했지만 빠른 속도로 점유율을 높일 수 있었던 이유는 신호제어 시스템 간의 연관성 때문이다. 선로 주변에 설치되어 있는 각종 신호 설비, 차상에 설치되어 있는 ATP, 종합 관제센터의 CTC 등은 서로 차량 운행 관련 정보를 유기적으로 주고 받으며 차량을 제어한다. CTC 부문의 국내 최고 기술력을 보유하고 있는 동사의 전자연동장치 시장 진출이 기대되는 이유다.

역사 내에 설치되어 있는 전자연동장치의 교체 주기는 약 10 년으로 알려져 있다. 과거 2000 년대 초반 외국산 전기연동장치에서 국내 기술로 개발한 전자연동장치로의 전면 교체가 이뤄졌던 것을 고려하면, 지금부터 본격적인 교체 사이클이 도래할 것으로 판단된다. 또 고속철도 신선(新線) 증가와 함께 신규 수요도 꾸준히 이어질 것으로 판단된다.



## 고속철도 신호설비 시스템 구성도



자료 : 한국철도시설공단, SK 증권

## (3) 지하철 리시그널링

각 지자체별 지하철 신호시스템(신호연동장치 등)을 교체하는 리시그널링 사업이 임박했다는 판단이다. 우리나라에 지하철이 최초 도입된 이후부터 줄곧 유지되어 온 지하철 신호시스템은 노후화로 인한 잔고장이 잦아지면서 안전성 문제가 부각되기 시작했다. 오래 전부터 노후화 개선 방안에 대한 논의는 있었다. 하지만 지하철을 보유한 각 지방자치단체의 예산으로 시행되어야 하기 때문에, 예산 부족으로 리시그널링 사업이 계속 연기되어 왔던 것이 사실이다.

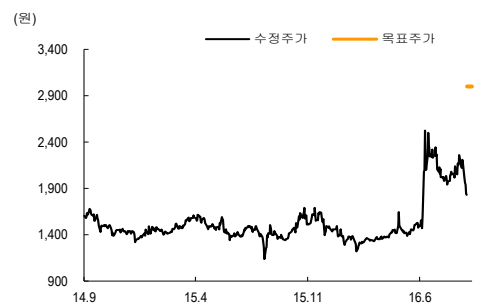
그런데 지난해 말 부산교통공사가 약 139 억원 규모의 부산도시철도 1호선 개량 신호설비 도입을 결정했다. 1980년대 개통한 부산 지하철 1호선이 리시그널링 사업을 개시함으로써 여타 지자체의 지하철 리시그널링 사업에도 더욱 가속도가 붙을 것으로 예상된다. 지난 2월 국토교통부에서도 20년 넘게 사용한 지하철 부품과 전력/신호 설비를 단계적으로 교체/리모델링 한다는 ‘도시철도 안전대책’을 발표했다. 그 중에서도 전력/신호 설비는 노후도가 심한 것으로 나타나 연차적 시설투자계획에 맞춰 단계적으로 개량될 예정이다.



## 투자의견 매수, 목표주가 3,000 원으로 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 3,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 내년도 예상 실적에 목표 PER 22 배를 적용하여 산출하였다. 국내외 Peer 들의 평균 배수에 20%를 할증 적용하였다. CTC 분야의 독점적 기술력과 ATP/전자연동장치 시장의 성공적 진입으로 인한 매출 상승, 제품 Mix 개선에 따른 영업이익률 상승 등을 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.19	매수	3,000원
	2016.09.12	매수	3,000원
	2016.06.20	Not Rated	



### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	479	562	794	982	1,156
현금및현금성자산	123	50	2	6	42
매출채권및기타채권	304	442	591	759	886
재고자산	4	6	9	11	13
<b>비유동자산</b>	446	459	529	553	571
장기금융자산	139	167	173	173	173
유형자산	34	35	30	28	26
무형자산	122	118	105	88	76
<b>자산총계</b>	925	1,022	1,323	1,534	1,726
<b>유동부채</b>	234	279	373	480	559
단기금융부채	1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	82	126	169	217	253
단기충당부채	5	11	15	19	22
<b>비유동부채</b>	27	25	149	157	156
장기금융부채	0	0	123	131	131
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	262	304	522	636	716
<b>지배주주지분</b>	662	702	782	878	989
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	178	165	165	165	165
기타자본구성요소	-13	-13	-13	-13	-13
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	416	468	548	644	755
비지배주주지분	2	16	18	20	22
<b>자본총계</b>	663	718	801	898	1,011
<b>부채외자본총계</b>	925	1,022	1,323	1,534	1,726

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	37	-26	-35	10	51
당기순이익(손실)	49	52	82	98	113
비현금성항목등	51	45	46	48	46
유형자산감가상각비	6	5	5	2	1
무형자산감가상각비	13	14	23	27	23
기타	26	21	5	0	0
운전자본감소(증가)	-56	-115	-151	-120	-90
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	-137	-149	-168	-126
재고자산감소(증가)	-1	-2	-2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-35	43	43	48	36
기타	-17	-19	-43	2	2
법인세납부	-8	-8	-12	-15	-17
<b>투자활동현금흐름</b>	-75	-49	-135	-3	-3
금융자산감소(증가)	-3	-48	-126	0	0
유형자산감소(증가)	-4	-5	0	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-10	-10	-10	-10
기타	-39	14	2	7	7
<b>재무활동현금흐름</b>	-68	1	122	-3	-12
단기금융부채증가(감소)	-6	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-60	0	123	8	0
자본의증가(감소)	5	5	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-7	-4	0	-11	-12
<b>현금의 증가(감소)</b>	-107	-73	-48	4	36
기초현금	230	123	50	2	6
기말현금	123	50	2	6	42
FCF	4	-31	-53	-1	41

자료 : 데이터아이, SK증권 추정

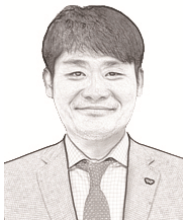
## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	849	826	1,106	1,421	1,657
<b>매출원가</b>	666	632	846	1,087	1,268
<b>매출총이익</b>	183	194	260	334	389
매출총이익률 (%)	21.6	23.5	23.5	23.5	23.5
<b>판매비와관리비</b>	127	138	169	217	254
영업이익	57	56	90	116	135
영업이익률 (%)	6.7	6.8	8.2	8.2	8.1
비영업손익	-2	2	5	-4	-4
<b>순금융비용</b>	-5	-5	-4	4	5
외환관련손익	-1	1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	1	1	0	0
세전계속사업이익	55	58	96	113	131
세전계속사업이익률 (%)	6.5	7.0	8.7	7.9	7.9
계속사업법인세	6	6	14	15	17
<b>계속사업이익</b>	49	52	82	98	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	52	82	98	113
<b>순이익률 (%)</b>	5.8	6.3	7.4	6.9	6.8
지배주주	49	52	80	96	111
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.78	6.27	7.25	6.73	6.71
비지배주주	0	0	2	2	2
<b>총포괄이익</b>	49	53	82	97	113
<b>지배주주</b>	49	53	80	95	111
<b>비지배주주</b>	0	0	2	2	2
EBITDA	75	75	118	146	159

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	32.5	-2.7	33.9	28.5	16.6
영업이익	19.3	-0.5	60.7	28.5	15.9
세전계속사업이익	72.3	5.4	65.4	17.4	15.9
EBITDA	19.1	-0.1	56.7	23.0	9.2
EPS(계속사업)	70.9	5.2	54.2	19.2	16.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.8	7.6	10.8	11.5	11.9
ROA	5.3	5.3	7.0	6.8	6.9
EBITDA마진	8.9	9.1	10.7	10.2	9.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	204.3	201.5	212.8	204.7	206.7
부채비율	39.4	42.3	65.2	70.8	70.8
순차입금/자기자본	-20.7	-11.2	-3.3	-2.5	-5.8
EBITDA/이자비용(배)	75.8	1,486.4	3,120.4	13.0	13.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	70	73	113	134	156
BPS	935	987	1,100	1,234	1,390
CFPS	96	100	152	175	190
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	26.1	23.1	22.4	18.8	16.2
PER(최저)	19.0	15.5	10.8	9.1	7.8
PBR(최고)	1.9	1.7	2.3	2.1	1.8
PBR(최저)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	14.2	14.5	12.1	10.4	9.6
EV/EBITDA(최고)	15.5	15.4	15.3	12.5	11.2
EV/EBITDA(최저)	10.9	10.1	7.5	6.1	5.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	53 억원
발행주식수	1,069 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,320 억원
주요주주	
부방(외5)	64.05%

외국인지분률	140%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(16/09/13)	12,000 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	29,250 원
52주 최저가	12,350 원
60일 평균 거래대금	8 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.8%	-7.0%
6개월	-29.4%	-27.9%
12개월	-59.5%	-59.8%

쿠첸 (225650/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,000 원(신규편입))

방향성 변화, 이제는 성장으로

신제품 출시 효과, 전기레인지의 성장, 중국 진출 본격화에 따라 내년부터 의미 있는 실적개선이 예상된다. 2017 년 예상매출액과 영업이익은 금년대비 각각 10.2%, 71.8% 증가한 2,959 억원, 157 억원이다. 분기별로는 마케팅비용 지출이 많았던 2 분기가 저점 이 될 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 18,000 원을 제시하고 신규편입한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 18,000 원을 제시하고 신규편입

신제품 출시 효과, 전기레인지의 성장, 중국 진출 본격화에 따라 내년부터 의미 있는 실적개선이 예상된다. 2017 년 예상매출액과 영업이익은 금년대비 각각 10.2%, 71.8% 증가한 2,959 억원, 157 억원이다. 분기별로는 마케팅비용 지출이 많았던 2 분기가 저점 이 될 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 18,000 원을 제시하고 신규편입한다.

## 투자포인트

-신제품 출시 효과: 2 년 만에 프리미엄 전기밥솥 ‘명품 철정 미작’을 출시하였다. 적외선(IR) 온도감지 센서를 채택하여 가마솥밥 등 다양한 밥맛을 구현할 수 있다. 이 외에 가열 면적 증대, OLED 디스플레이, 음성 인식 등의 기능도 탑재하였다. 신제품 출시를 통해 프리미엄 시장의 시장점유율(현재 53%, 시장규모는 1 천억원)을 높이고 차별화된 기술력을 부각, 매출 정체가 극복될 전망이다.

-전기레인지 성장 지속: 2013 년 27 억원에 불과했던 전기레인지 매출은 금년 상반기에만 180 억원을 기록했다. 연간으로는 382 억원까지 증가할 전망이다. B2B 시장 진출과 렌탈사업 등 판매채널 다양화가 이루어졌기 때문이다. 하반기에는 반포, 강남 등 프리미엄 재건축 아파트와 대규모 분양단지에 대한 공급물량 확대가 예상된다.

-중국 진출 본격화: 지난 2 월 중국 최대 가전기업인 메이디(MIDEA)와 합자회사(JV) 설립 계약을 체결하면서 중국사업이 본격화되고 있다. 7 월에는 첫 합작 제품인 FA10 을 생산하였다. 2,500 개 매장에 입점한 메이디의 판매인프라와 유통망 활용으로 다소 부진했던 중국사업에서 변화가 예상된다. JV 를 통해 2018 년 매출액을 1 천억원까지 끌어올리는 것을 목표로 하고 있다.

## 영업실적 및 투자지표

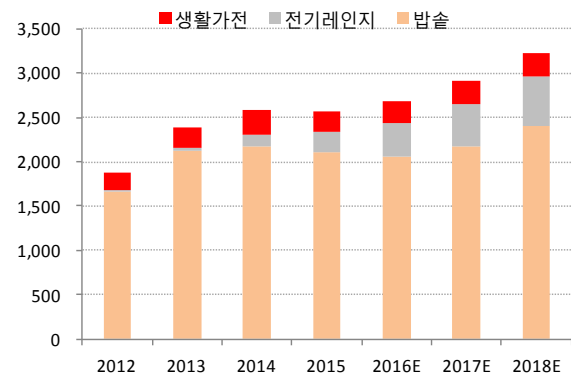
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	0	0	1,058	2,686	2,959	3,430
yoy	%			0.0	153.9	10.2	15.9
영업이익	억원	0	0	22	91	157	252
yoy	%			0.0	322.9	71.8	60.8
EBITDA	억원	0	0	44	91	157	252
세전이익	억원	0	0	14	93	158	253
순이익(지배주주)	억원	0	0	16	70	120	191
영업이익률%	%			2.0	3.4	5.3	7.4
EBITDA%	%			4.1	3.4	5.3	7.4
순이익률	%			1.5	2.6	4.1	5.6
EPS	원			153	660	1,120	1,792
PER	배			129.5	18.7	11.0	6.9
PBR	배			3.5	18.7	6.9	3.5
EV/EBITDA	배			45.8	17.1	9.6	5.5
ROE	%			2.7	20.8	91.8	67.0
순차입금	억원	0	0	-118	236	173	63
부채비율	%			61.4	854.8	335.5	183.2

매출비중은 전기밥솥 78%,  
전기레인지 14%, 생활가전 8%

동사는 전기밥솥, 전기레인지, 생활가전을 생산하는 소형가전 전문업체이다. “쿠첸”이라는 브랜드를 사용하고 있으며 2016 년 상반기 기준 매출비중은 전기밥솥 78%, 전기레인지 14%, 생활가전 8%로 구성되어 있다. 밥솥은 IH 압력밥솥, 열판압력밥솥, 일반 밥솥 3 가지로 나뉘며 각각의 비중은 IH 압력 67%, 열판압력 24%, 일반 8%이다. 전기밥솥 시장점유율은 쿠첸전자:쿠첸이 65:35 로 두 업체가 사실상 전기밥솥 시장을 양분하고 있다.

제품별 매출추이

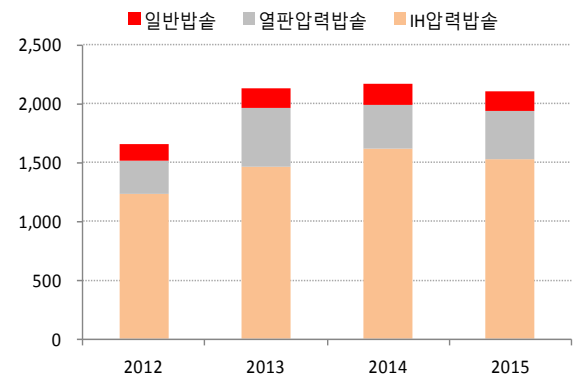
(단위 :억원)



자료 : 쿠첸 SK 증권 추정

전기밥솥 매출추이

(단위 :억원)



자료 : 쿠첸 SK 증권 추정

### 신제품 출시 효과 기대

8 월말 프리미엄 전기밥솥 ‘명품 철정 미작’을 출시하였다. 거의 2 년만에 나온 신제품으로 적외선(IR) 온도감지 센서를 채택하여 가마솥밥 등 다양한 밥맛을 구현할 수 있다. 이 센서는 미세한 온도까지 감지하여 가마솥, 돌솥, 뚝배기 등의 밥맛을 낼 수 있다.

### 신제품 ‘명품 철정 미작’



자료 : 쿠첸

이 외에 가열 면적 증대, OLED 디스플레이, 음성 인식 등의 기능도 탑재하였다. 신제품 출시를 통해 프리미엄 시장(50만원 이상의 제품가격)의 시장점유율(현재 53%, 시장규모는 1천억원)을 높이고 차별화된 기술력을 부각하여 매출 정체가 극복될 전망이다.

**수익성이 높은 전기레인지 고성장  
지속, B2B 시장 역량 강화와  
렌탈사업**

전기레인지의 성장도 이어지고 있다. 2013년 27억원에 불과했던 전기레인지 매출은 2015년 242억원으로 증가했고 금년 상반기에만 180억원의 매출을 기록했다. 연간으로는 382억원까지 증가할 전망이다. B2B 시장 진출과 렌탈사업 등으로의 판매채널 다양화와 하이브리드(인덕션 + 하이라이트) 제품 등 신제품 출시효과가 나타났기 때문이다. 하반기에는 반포, 강남 등 프리미엄 재건축 아파트와 대규모 분양단지 등에 대한 공급 물량확대가 예상된다. 올해 빌트인 공급목표는 3만대 수준이다. 국내 전기레인지시장은 이제 개화기 초기 국면에 불과해 성장가능성이 매우 높다는 판단이다.

**전기레인지 변천사**



자료 : 쿠첸

**전기레인지 경쟁사 비교**

구분	쿠첸	국내경쟁사(D사)	해외경쟁사(유럽산)
인덕션 기술	보유(자체개발)	미보유	보유
Free IH기술	보유(자체개발)	미보유	보유
한국형기능(조리모드 등)	한국형 조리모드, 음성안내	음성안내	없음
소비전력	3,400W	3,400W	7,400W
가격	100만원대	100만원대	300만원대

자료: 쿠첸, 언론자료

### 메이디와의 합작을 통한 중국 진출 본격화, 7월 첫 생산 시작

지난 2월 중국 최대 가전기업인 메이디(MIDEA)와 합자회사(JV) 설립 계약을 체결하면서 중국사업이 본격화되고 있다. 7월에는 첫 합작 제품인 FA10을 생산하였다. 쿠첸의 기술력과 메이디의 생산 인프라가 결합된 프리미엄 열판 압력 밥솥이다. 2,500개 매장에 입점한 메이디의 판매인프라와 유통망 활용으로 다소 부진했던 중국사업에서 변화가 예상된다. 자본금 1,200만 달러 규모의 JV는 쿠첸과 메이디가 4:6의 비율로 출자하였다. 메이디는 매출액 220억 달러(14년 기준)의 가전업체로 환풍/난방/에어컨/세탁기/밥솥 등 대부분의 가전제품을 생산하는 대형업체이다. 중국 내 밥솥 시장점유율도 2위를 기록하고 있다. 프리미엄 라인은 한국 직수출, 중저가 라인은 JV를 통해 생산 및 판매 예정이다. JV를 통해 2018년 매출액을 1천억원까지 끌어올리는 것을 목표로 하고 있다.

### 중국 밥솥시장 규모 2.2조원으로 한국시장의 4배, 스마트 밥솥 보급은 이제 초기 단계

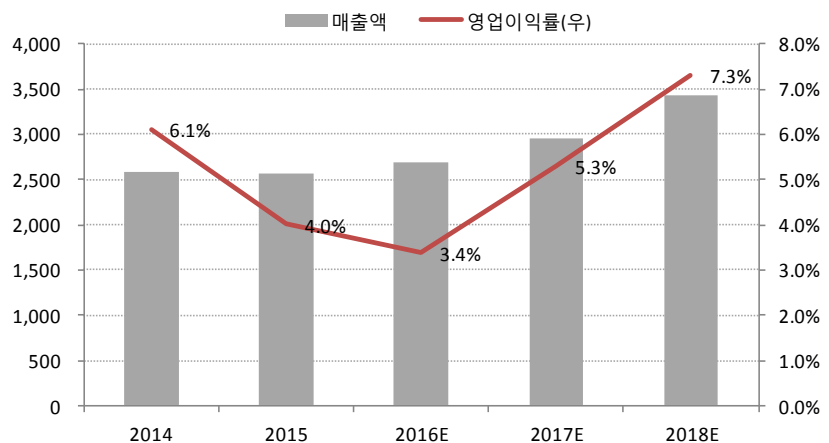
중국 밥솥시장 규모는 2.2조원으로 한국시장의 4배에 달한다. 연평균 6~7% 성장을 보이는 것도 성장 정체를 겪고 있는 국내시장과 차별화된 부분이다. 최근 프리미엄 바람이 불면서 IH 수요도 증가하고 있다. 국내 제품은 디자인과 고압, 디자인 측면에서 일본 제품보다 우위에 있는 것으로 알려지고 있다.

### 투자의견 매수, 목표주가 18,000원을 제시하고 신규편입

신제품 출시 효과, 전기레인지의 성장, 중국 진출 본격화에 따라 내년부터 의미있는 실적개선이 예상된다. 2017년 예상매출액과 영업이익은 금년대비 각각 10.2%, 71.8% 증가한 2,959억원, 157억원이다. 분기별로는 마케팅비용 지출이 많았던 2분기가 저점이 될 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 18,000원을 제시하고 신규편입한다. 목표 PER(17E)은 16배로 선두업체 평균에 20% 할증된 수준이다. 이익의 개선속도와 성장 잠재력을 반영하였기 때문이다.

실적추이

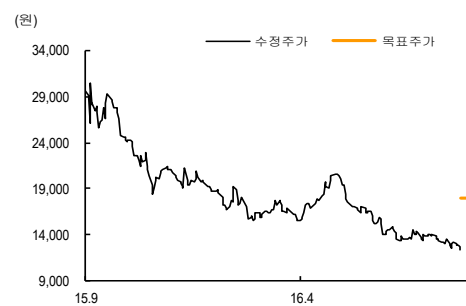
(단위 : )



자료 :

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.09.19	매수	18,000원
2016.06.09	Not Rated	



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 19일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	0	636	540	657	862
현금및현금성자산	0	98	0	63	173
매출채권및기타채권	0	213	218	240	278
재고자산	0	201	215	237	274
<b>비유동자산</b>	0	342	133	171	219
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	324	20	45	73
무형자산	0	7	0	1	1
<b>자산총계</b>	0	978	673	828	1,081
<b>유동부채</b>	0	354	349	385	446
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	0	258	252	278	322
단기충당부채	0	59	54	59	69
<b>비유동부채</b>	0	18	253	253	253
장기금융부채	0	0	236	236	236
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	0	372	602	638	699
<b>지배주주지분</b>	0	606	70	190	382
자본금	0	53	0	0	0
자본잉여금	0	536	0	0	0
기타자본구성요소	0	-2	0	0	0
자기주식	0	-2	0	0	0
이익잉여금	0	19	70	190	382
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	0	606	70	190	382
<b>부채외자본총계</b>	0	978	673	828	1,081

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	0	111	-216	88	138
당기순이익(손실)	0	16	70	120	191
비현금성항목등	0	55	21	37	61
유형자산감가상각비	0	21	0	0	0
무형자산감가상각비	0	1	0	0	0
기타	0	33	0	0	0
운전자본감소(증가)	0	40	-296	-31	-53
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	29	-218	-22	-38
재고자산감소(증가)	0	9	-215	-22	-38
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	19	252	26	44
기타	0	-17	-116	-12	-21
법인세납부	0	0	-11	-38	-61
<b>투자활동현금흐름</b>	0	-41	-20	-25	-28
금융자산감소(증가)	0	-20	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	-21	-20	-25	-28
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	1	1	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	0	-2	236	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	236	0	0
자본의증가(감소)	0	-2	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	0	68	-98	63	110
기초현금	0	30	98	0	63
기말현금	0	98	0	63	173
FCF	0	-158	-79	63	110

자료 : 쿠팡 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	0	1,058	2,686	2,959	3,430
<b>매출원가</b>	0	668	1,714	1,870	2,168
<b>매출총이익</b>	0	390	972	1,089	1,262
매출총이익률 (%)		36.9	36.2	36.8	36.8
<b>판매비와관리비</b>	0	368	881	932	1,010
영업이익	0	22	91	157	252
영업이익률 (%)		2.0	3.4	5.3	7.4
비영업손익	0	-7	2	1	0
<b>순금융비용</b>	0	0	-1	0	0
외환관련손익	0	0	1	1	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	0	14	93	158	253
세전계속사업이익률 (%)		1.4	3.5	5.3	7.4
계속사업법인세	0	-2	23	38	61
<b>계속사업이익</b>	0	16	70	120	191
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	16	70	120	191
<b>순이익률 (%)</b>		1.5	2.6	4.1	5.6
지배주주	0	16	70	120	191
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>		1.54	2.62	4.05	5.58
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	0	19	70	120	191
<b>지배주주</b>	0	19	70	120	191
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	0	44	91	157	252

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		0.0	153.9	10.2	15.9
영업이익		0.0	322.9	71.8	60.8
세전계속사업이익		0.0	544.0	69.8	60.0
EBITDA		0.0	108.8	71.8	60.8
EPS(계속사업)		0.0	331.5	69.8	60.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		2.7	20.8	91.8	67.0
ROA		1.7	8.5	16.0	20.1
EBITDA마진		4.1	3.4	5.3	7.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율		179.5	154.6	170.9	193.3
부채비율		61.4	854.8	335.5	183.2
순차입금/자기자본		-19.5	334.2	91.0	16.5
EBITDA/이자비용(배)		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)		153	660	1,120	1,792
BPS		5,672	660	1,780	3,571
CFPS		360	660	1,120	1,792
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)		199.5	31.3	18.4	11.5
PER(최저)		120.7	18.7	11.0	6.9
PBR(최고)		5.4	31.3	11.6	5.8
PBR(최저)		3.3	18.7	6.9	3.5
PCR		55.0	18.7	11.0	6.9
EV/EBITDA(최고)		72.0	26.8	15.2	9.0
EV/EBITDA(최저)		42.5	17.1	9.6	5.5

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

## Company Data

자본금	243 억원
발행주식수	485 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,500 억원
주요주주	
이복영(외4)	44.57%
국민연금공단	6.17%
외국인지분률	3.80%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(16/09/13)	70,800 원
KOSPI	1999.36 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	101,500 원
52주 최저가	71,300 원
60일 평균 거래대금	8 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.2%	-7.9%
6개월	-15.5%	-19.0%
12개월	-19.3%	-23.4%

## 삼광글라스 (005090/KS | Not Rated)

### 점차 강화되는 펀더멘탈

삼광글라스의 중국 사업이 점차 안정화됨에 따라 삼광글라스는 중화권 매출이 빠르게 개선되고 있다. 특히 기존에 부진했던 중국 홈쇼핑 및 특판 매출 확대로 중국 내 동사의 인지도가 빠르게 상승하고 있다. 이에 더해 동사의 우량 자회사 군장에너지는 올해 증설에 힘입어 또 한번의 고성장이 예상된다.

### 생활용품 및 유리관련 제품 전문업체

1967 년 설립된 삼광글라스는 대한민국 대표 유리용기 제조회사로 OCI 그룹에 속해 있다. 삼광글라스는 ①유리병사업(음료 및 주류용 백색병, 갈색병, 녹색병 제조 및 판매), ②생활용품사업: 강화유리밀폐용기(글라스락) 및 일반유리식기 제조 및 판매, ③캔사업: 음료 및 주류용 2PC 알루미늄 캔 및 3PC 스틸 캔 제조 및 판매 사업을 영위하고 있으며, 자회사로는 군장에너지, 이테크건설, 오텍 등을 보유하고 있다.

### 수출확대를 통한 수익개선 기대

지난해부터 중국 사업이 안정화되면서 매출이 빠르게 개선되고 있다. 중국 동방 CJ 홈쇼핑과 러파이 홈쇼핑 등에서 글라스락의 판매를 시작하였으며, JD.COM, 까르푸 등 할인마트 및 기업 특판 시장을 공략하고 있다. 2016 년 공격적인 마케팅을 바탕으로 중국내 글라스락 제품 인지도가 빠르게 상승함에 따라 2017 년부터 중국시장의 높은 성장이 예상된다. 중국 이외 북미시장 역시 기대되는 신규 매출처이다. 최근 캐나다 매출을 시작으로, 하반기 미국 코스트코 판매가 기대된다.

### 자회사 가치에 주목

동사의 자회사 군장에너지(지분율 25%)에 주목할 필요가 있다. 군장에너지는 전라북도 군산시 산업단지내 위치한 열병합발전소로, 현재 17 개 기업에 스팀을 공급하고 있으며, 한국전력에 전기를 판매하고 있다. 올해 5 월 준공한 GE4 의 올해 하반기 본격 가동을 통해 또 한번의 고성장이 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	2,900	2,978	3,103	3,150
yoy	%	1.7	2.7	4.2	1.5
영업이익	억원	147	89	150	189
yoy	%	26.4	-39.0	67.4	26.2
EBITDA	억원	399	379	455	489
세전이익	억원	94	193	207	289
순이익(지배주주)	억원	94	215	228	250
영업이익률%	%	5.1	3.0	4.8	6.0
EBITDA%	%	13.8	12.7	14.7	15.5
순이익률	%	3.1	6.2	6.2	7.3
EPS	원	1,930	4,421	4,699	5,156
PER	배	24.2	14.1	20.3	14.0
PBR	배	0.9	1.2	1.6	1.2
EV/EBITDA	배	16.6	20.2	20.4	16.3
ROE	%	3.9	8.6	8.4	8.5
순차입금	억원	4,087	4,340	4,302	4,137
부채비율	%	190.0	183.5	164.2	164.0

## 1. 생활용품 및 유리관련 제품 전문업체

1967년 설립된 삼광글라스는 대한민국 대표 유리용기 제조회사로 OCI 그룹에 속해있다. 동사는 ①유리병사업(음료 및 주류용 백색병, 갈색병, 녹색병 제조 및 판매), ②생활용품사업: 강화유리밀폐용기(글라스락) 및 일반유리식기 제조 및 판매, ③캔사업: 음료 및 주류용 2PC 알루미늄 캔 및 3PC 스틸 캔 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다.

2016년 상반기 기준 매출액은 1,470 억원이며 사업부문별 매출비중은 유리사업부(유리병 및 생활용품 61.62%), 캔사업부(28.16%)로 구성되어 있다.

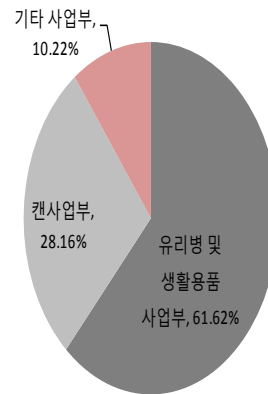
삼광글라스 개요

회사명	삼광글라스
설립일	1967.06.27
상장일	1993.01.06
대표이사	이복영, 이도행
주요사업	생활용품, 유리병, 캔
자본금	242 억 7,200 만원
종업원 현황	503 명(2015년 12월 기준)
공장	논산, 천안, 대구, 인천

자료 : 삼광글라스, SK 증권

사업부문별 매출 비중

(단위 : %)



자료 : 삼광글라스, SK 증권

### (1) 유리병사업

유리병사업은 음료, 주류, 제약회사, 화장품사 등에 유리병을 공급하는 중간재 산업으로 초기 투자비가 발생하는 장치산업이다. 2015년 기준 국내 제병시장의 규모는 약 4,400 억원으로 추정되며, 이 중 음료와 주류병이 전체의 70%를 차지하고 있다. 하지만 제병시장의 성장은 정체되어 있다.

삼광글라스 사업부문별 매출액 추이

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Glass Bottle	744	794	832	906	925	1038
CAN	958	955	912	917	825	921
Glasslock	914	947	1003	965	971	872
Domestic	538	497	478	489	509	552
Export	376	450	526	477	462	320
Others	-	112	105	94	117	133
<b>Total</b>	<b>2,616</b>	<b>2,807</b>	<b>2,852</b>	<b>2,882</b>	<b>2,838</b>	<b>2,964</b>

자료 : 삼광글라스, SK 증권

## (2) 캔사업

제관산업은 음료 및 주류회사 등에 알루미늄 캔과 스틸 캔을 공급하는 중간재 산업으로 국내 제관산업 시장의 규모는 6,600 억원으로 추정된다. 과거 전체의 70% 정도가 스틸캔, 30% 정도는 알루미늄 캔이었으나 현재 알루미늄캔이 대부분을 차지하고 있다.

삼광글라스 유리병



자료 : 삼광글라스

삼광글라스-글라스락

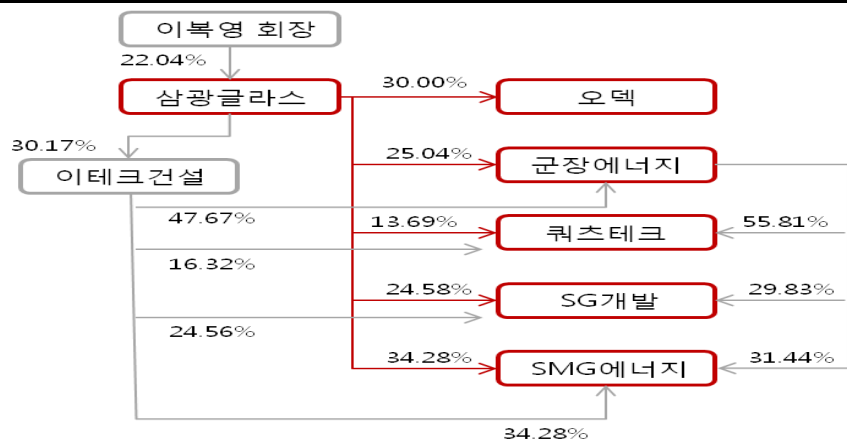


자료 : 삼광글라스

## (3) 자회사

삼광글라스는 자회사로 군장에너지(지분율 25.04%, 열병합발전소), 이테크건설(지분율 30.17%, 건설사업), 오텍(지분율 30.0%, 자동차 부품제조), SG 개발(지분율 24.56%, 부동산업), SMG 에너지(지분율 34.28%, 증기 및 온수공급, 발전전기업) 등을 보유하고 있다.

삼광글라스 지배구조도



자료 : 삼광글라스 SK 증권

삼광글라스 자회사 실적추이

(단위: 억원)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
이테크건설	매출액	6,639	6,703	6,956	5,041	6,776	7,885
	영업이익	121	229	159	-287	48	135
오텍	매출액	3,420	3,800	3,499	3,478	3,359	4,527
	영업이익	253	238	117	146	141	191
군장에너지	매출액	1,616	2,004	1,887	1,788	2,119	2,542
	영업이익	421	490	507	503	653	658
귀츠테크	매출액	20	94	111	100	100	94
	영업이익	-15	7	67	-1	-15	-25
SG개발	매출액	-	-	-	-	45	53
	영업이익	-	-	-	-	21	18

자료: 삼광글라스, SK증권

## 2. 투자포인트

### (1) 수출확대를 통한 수익개선 기대

유리병 산업은 '자원재활용 촉진법 및 시행령'에 따라 규제를 받고 있으며, 2017년 1월부터 새롭게 시행되는 공병보증금 반환제도에 따라 소주병은 40원에서 100원으로, 맥주병은 50원에서 130원으로 인상될 예정이다. 이로 인해 공병 사재기 현상으로 16년 하반기까지는 신병 수요가 증가할 것으로 예상된다.

최근 화장품병 및 커피병의 수요가 감소, 내수 경기 부진에 따라 매출은 정체 양상을 나타내고 있는 것으로 판단된다. 하지만 중국과 북미 지역수출 증대를 통해 2016년 하반기부터는 수익성 개선이 예상된다.

지역별 글라스락 수출금액 추이

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016 1Q
북미	205	99	93	110	32
중화권	83	182	228	119	53
중국	64	128	188	100	46
대만	19	53	40	19	7
기타	93	145	129	91	31
Total	526	483	462	320	116

자료: 삼광글라스, SK증권

동사는 2005 년 ‘글라스락’ 브랜드로 중국 시장에 진출하였으며, 중국 시장에서 연 200 억원 규모의 매출을 기록하였으나, 중국 로컬 대리상을 통한 판매로 중국내 체계적인 마케팅과 사업 관리가 이뤄지지 않음에 따라 성장의 정체가 나타났다. 이를 개선하기 위해 2014 년 중국 법인을 설립하였으며 사업이 안정화됨에 따라 중국향 매출이 빠르게 개선되고 있다. 중국 자회사 설립 후 중국 동방 CJ 홈쇼핑과 러파이 홈쇼핑 등에서 글라스락의 판매를 시작하였으며, JD.COM, 까르푸 등 할인마트 및 기업 특판 시장을 공략하고 있다. 2016 년 공격적인 마케팅을 바탕으로 중국내 글라스락 제품 인지도가 빠르게 상승함에 따라 2017 년부터 중국시장에서 높은 성장이 예상된다.

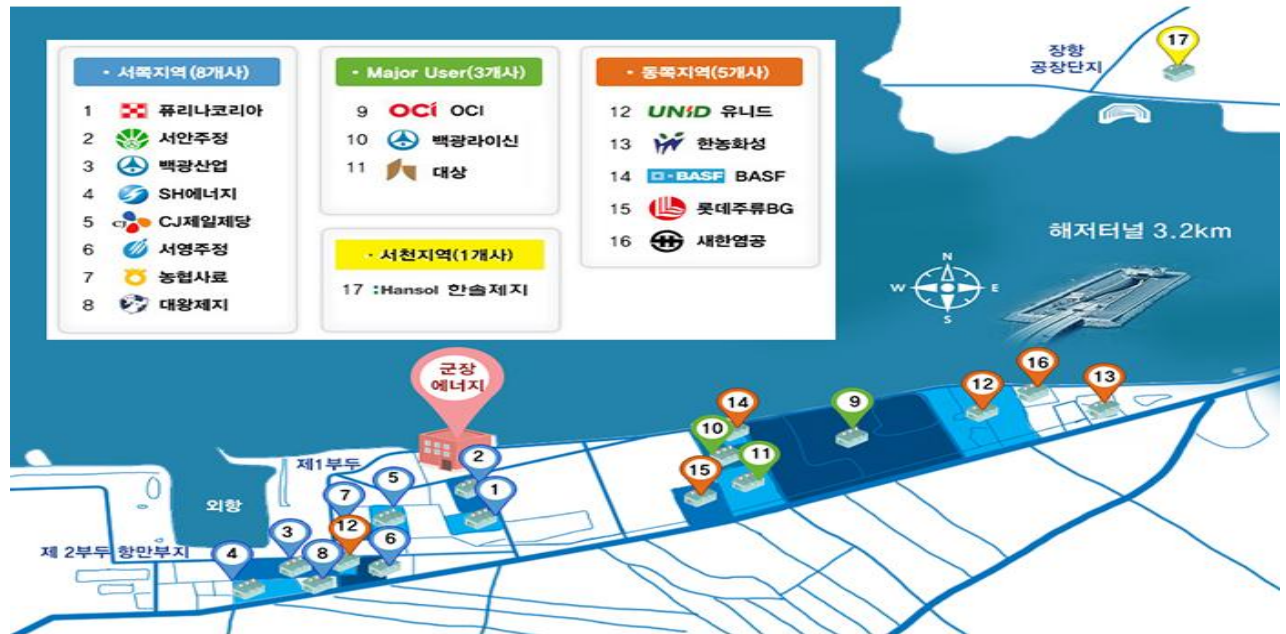
중국 이외 북미시장 역시 기대되는 신규 매출처이다. 동사는 미국 대형 유통업체인 ‘코스트코’를 통해 북미지역에서 진출하였다. 그리고 2012 년 연간 북미 지역의 매출은 205 억원을 기록하였다. 그러나 글로벌 유리용 밀폐용기 1 위업체인 파이렉스가 코스트코 공급업체로 선정됨에 따라 동사의 북미 매출이 큰 폭 감소한바 있다. 다행스럽게도 최근 캐나다 코스트코를 중심으로 매출이 재개됨에 따라, 하반기에는 미국 코스트코 판매가 재개될수 있을 것으로 기대된다.

백색병은 인천공장을 논산공장으로 이전하며 Capa 가 2 배 증설되었다. 유리사업의 경우 대규모 자금이 요구되는 장치산업으로 플라스틱 용기업체 대비 진입 장벽이 높다. 특히 유리 용광로의 경우 가동률과 상관없이 24 시간 1,600° C 를 유지해야 하기 때문에, 백색병 및 글라스락 매출 증대는 곧바로 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

## (2) 자회사 가치에 주목

동사의 자회사 군장에너지(지분율 25%)에 주목할 필요가 있다. 군장에너지는 전라북도 군산시 산업단지내 위치한 열병합발전소로, 현재 17 개 기업에 스팀을 공급하고 있으며, 한국전력에 전기를 판매하고 있다. 올해 5 월 준공한 GE4 의 올해 하반기 본격 가동을 통해 또 한번의 고성장이 예상된다. 특히 군장에너지 매출의 상당부분을 차지하는 전력 판매단가는 전력거래소에서 고시하는 SMP(계통한계가격)에 연동되는데, 1 분기를 저점으로 판가가 개선되고 있다.

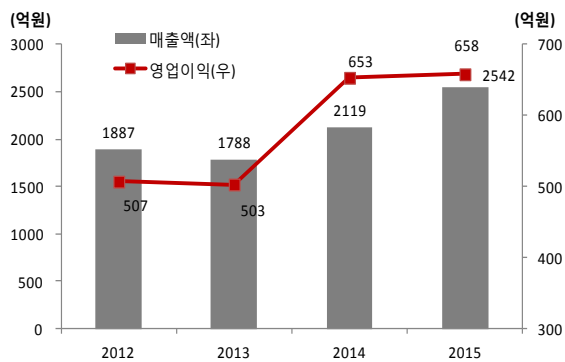
## 군장에너지 수요업체(현재기준)



자료: 군장에너지, SK 증권

## 군장에너지 실적추이

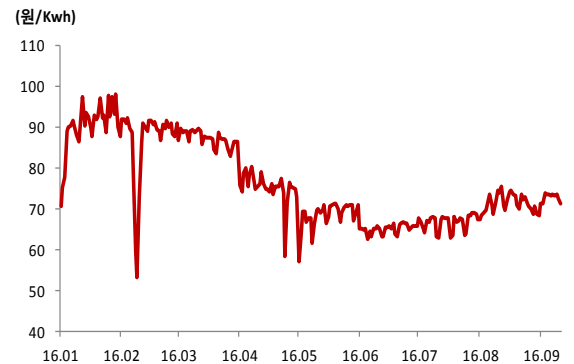
(단위: 억원)



자료: 군장에너지, SK 증권

## SMP(계통한계가격) 추이

(단위: 원/Kwh)



자료: 전력거래소, SK 증권



### 3. Valuation 및 실적전망

2016 년 예상 매출액과 영업이익(연결기준)은 각각 3,181 억원(+2.5%, YoY), 165 억원(+5.2%, YoY)으로 추정한다. 중국 및 북미 등 해외 수출확대와 자회사 군장에너지의 증설로 인해 성장성과 수익성을 확보할 수 있을 것으로 판단되며, 2017 년에는 이와 같은 기조가 더욱 강화될 것으로 예상된다. 2016 년 추정실적 기준 예상 PER 은 14 배 수준으로 글로벌 및 국내 소비재 업종 Peer 대비 저평가된 것으로 판단된다.

동사는 현재 인천광역시에 기존 공장부지를 현재 창고로 보유하고 있으며, 동 부지는 OCI 의 100% 자회사인 DCRE 에서 아파트 및 업무시설로 개발 예정이다. 현재 OCI 와 DCRE 가 법인세 및 지방세 관련 인천시와 행정소송을 진행하고 있는 가운데 대법원 판결만을 앞두고 있어 빠르면 2017 년 상반기 개발에 착수할 수 있을 것으로 예상된다. 개발 착공시 동사에 부지매각대금이 유입되어 재무건전성 역시 개선될 것으로 판단된다.

#### 투자의견변경

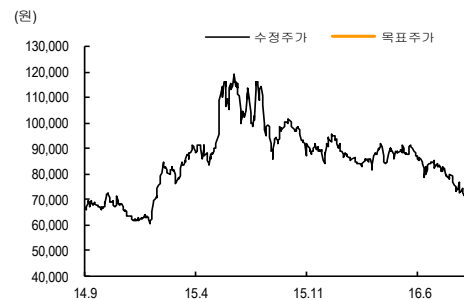
일시

투자의견

목표주가

2016.09.19

Not Rated



#### Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

#### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.83%	중립	4.17%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
<b>유동자산</b>	2,235	2,325	2,491	2,985
현금및현금성자산	120	42	75	553
매출채권및기타채권	732	676	709	720
재고자산	905	1,096	1,281	1,300
<b>비유동자산</b>	5,432	5,809	5,921	5,926
장기금융자산	189	189	257	258
유형자산	2,699	2,632	2,504	2,317
무형자산	15	15	16	16
<b>자산총계</b>	7,667	8,133	8,412	8,910
<b>유동부채</b>	2,349	2,495	3,044	3,087
단기금융부채	1,808	1,952	2,452	2,486
매입채무 및 기타채무	480	500	502	510
단기충당부채	0	10	21	21
<b>비유동부채</b>	2,674	2,770	2,183	2,448
장기금융부채	2,471	2,535	1,942	2,206
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	5,023	5,264	5,228	5,536
<b>지배주주지분</b>	2,402	2,587	2,844	3,056
자본금	243	243	243	243
자본잉여금	145	144	179	179
기타자본구성요소	-32	-33	0	0
자기주식	-32	-33	0	0
이익잉여금	2,064	2,246	2,431	2,645
비지배주주지분	242	281	341	319
<b>자본총계</b>	2,644	2,869	3,184	3,375
<b>부채외자본총계</b>	7,667	8,133	8,412	8,910

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
<b>영업활동현금흐름</b>	123	262	250	447
당기순이익(손실)	89	184	193	229
비현금성항목등	344	231	292	284
유형자산감가상각비	252	289	305	299
무형자산감각비	0	1	1	1
기타	27	0	44	18
운전자본감소(증가)	-310	-153	-233	3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-51	59	-37	14
재고자산감소(증가)	-193	-195	-192	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-65	3	20	26
기타	-1	-20	-24	-17
법인세납부	-1	-1	-2	-70
<b>투자활동현금흐름</b>	-430	-412	-111	-66
금융자산감소(증가)	-10	-29	25	14
유형자산감소(증가)	-155	-173	-161	-100
무형자산감소(증가)	3	-1	-2	-2
기타	-269	-208	27	21
<b>재무활동현금흐름</b>	304	72	-106	97
단기금융부채증가(감소)	-906	-486	-387	-301
장기금융부채증가(감소)	1,370	722	374	571
자본의증가(감소)	-32	-1	71	0
배당금의 지급	-36	-36	-36	-36
기타	-93	-128	-128	-136
<b>현금의 증가(감소)</b>	-5	-78	34	478
기초현금	125	120	42	75
기말현금	120	42	75	553
FCF	-72	133	88	325

자료 : 삼광글라스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
<b>매출액</b>	2,900	2,978	3,103	3,150
<b>매출원가</b>	2,511	2,611	2,638	2,646
<b>매출총이익</b>	389	367	465	504
매출총이익률 (%)	13.4%	12.3	15.0	16.0
<b>판매비와관리비</b>	243	277	316	315
영업이익	147	89	150	189
영업이익률 (%)	5.1%	3.0	4.8	6.0
비영업손익	147	104	57	100
<b>순금융비용</b>	-52	160	144	131
외환관련손익	-123	9	13	3
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-5	215	201	218
세전계속사업이익	59	193	207	289
세전계속사업이익률 (%)	94	6.5	6.7	9.2
계속사업법인세	3.3%	9	14	60
<b>계속사업이익</b>	5	184	193	229
중단사업이익	89	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	0	184	193	229
<b>순이익률 (%)</b>	89	6.2	6.2	7.3
지배주주	3.1%	215	228	250
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	94	7.21	7.35	7.95
<b>비지배주주</b>	3.2%	-30	-35	-22
<b>총포괄이익</b>	-4	194	189	227
<b>지배주주</b>	104	224	224	249
<b>비지배주주</b>	108	-30	-35	-22
EBITDA	-5	379	455	489

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
<b>성장성 (%)</b>				
매출액	1.7	2.7	4.2	1.5
영업이익	26.4	-39.0	67.4	26.2
세전계속사업이익	-48.0	104.6	7.0	39.8
EBITDA	29.3	-5.0	20.0	7.3
EPS(계속사업)	-38.5	129.1	6.3	9.7
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	1.3	8.6	8.4	8.5
ROA	3.9	2.3	2.3	2.6
EBITDA마진	13.8	12.7	14.7	15.5
<b>안정성 (%)</b>				
유동비율	95.2	93.2	81.8	96.7
부채비율	190.0	183.5	164.2	164.0
순차입금/자기자본	154.6	151.3	135.1	122.6
EBITDA/이자비용(배)	3.2	2.4	3.1	3.7
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS(계속사업)	1,930	4,421	4,699	5,156
BPS	49,480	53,301	58,580	62,953
CFPS	7,133	10,395	10,996	11,333
주당 현금배당금	750	750	750	750
<b>Valuation지표 (배)</b>				
PER(최고)	39.8	16.4	25.4	18.4
PER(최저)	21.6	9.8	12.9	13.8
PBR(최고)	1.6	1.4	2.0	1.5
PBR(최저)	0.8	0.8	1.0	1.1
PCR	6.5	6.0	8.7	6.4
EV/EBITDA(최고)	20.3	21.5	23.0	18.6
EV/EBITDA(최저)	16.0	17.8	16.7	16.3

# 탐방노트

2016-09-19



Analyst

이지훈 / 나승두(RA)

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	49 억원
발행주식수	1,310 만주
자사주	29 만주
액면가	500 원
시가총액	1,188 억원
주요주주	
류장수(외10)	56.60%

외국인지분율	1.40%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/13)	8,690 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	11,050 원
52주 최저가	6,790 원
60일 평균 거래대금	22 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.4%	14.2%
6개월	-13.2%	-11.3%
12개월	%	%

## AP 위성통신 (211270/KQ | Not Rated)

SK증권

## 우주와 소통하는 기업

## 위성통신 서비스 사업의 선두주자

위성통신 단말기 제조 및 통신 서비스를 제공하는 기업이다. 지난해 기준 매출 비중은 위성휴대폰 74.0%, 용역 및 기타 26.0%로 구성되어 있다. 2011 년 AP 시스템으로부터 물적분할하여 설립된 이후 올해 3 월 코스닥 시장에 상장되었다.

## 투자포인트

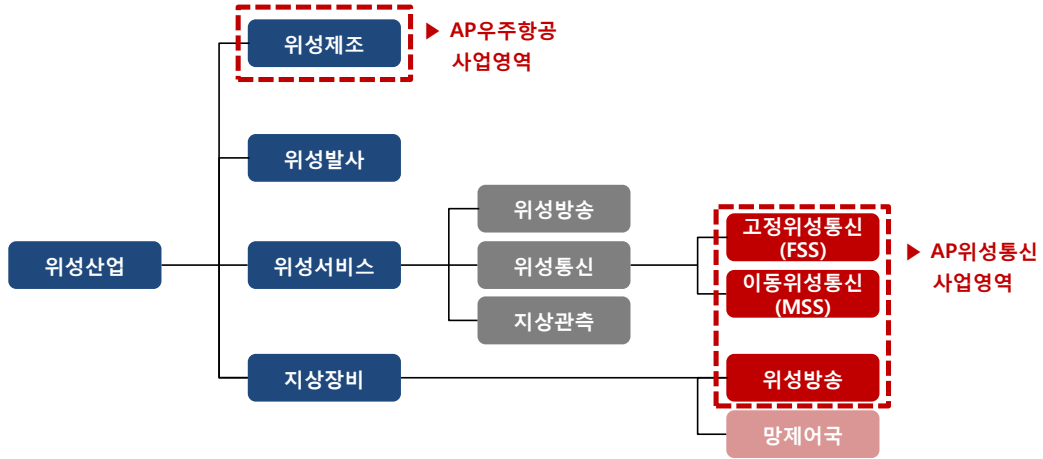
- **안정적 매출처 확보** : 이동위성통신 사업자 THURAYA 의 위성휴대폰 부문을 100% 점유 중이다. THURAYA 는 유럽, 아프리카, 아시아 지역 등에 위성통신 서비스를 제공하는 UAE 국적 기업으로 글로벌 5 위 업체이다. 당사는 THURAYA 향 위성휴대폰 독점 공급으로 위성휴대폰 시장 세계 3 위 점유율을 기록 중이다.
- **멕시코 MEXSAT 사업 참여** : 멕시코 통신교통부가 추진하는 위성통신 사업인 MEXSAT 에 핵심 반도체 및 위성휴대폰 개발 공급업체로 선정되었다. 지난해 10 월, 위성 발사 후 정지궤도에 이미 안착한 상태로 이제부터 본격적인 통신 단말기 공급이 시작될 것으로 판단된다.
- **AP 우주항공과의 합병 시너지** : 약 31%의 지분을 가지고 있던 계열사 AP 우주항공과의 합병(임시주총 9 월 29 일)을 계획 중이다. AP 우주항공은 인공위성 제작기술 개발 업체로 아리랑 3 호 위성 등의 본체 개발에 참여한 바 있다. 두 회사가 합병함으로써 향후 종합 우주항공 업체로의 발돋움이 가능하다는 판단이다.

## 실적 및 밸류에이션

올해 상반기 누적 매출액과 영업이익은 각각 YoY 46.9%, 86.5% 감소했다. 지난 1 분기 매출 부진으로 인한 매출액 감소 및 영업이익자를 기록한 영향이 컸다. 하반기에는 군 정찰 위성 등 추가 수주 소식이 기대되는 만큼 실적 상승세 전환이 가능할 것으로 판단한다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	393	346	365
yoy	%	200.3	-11.9	5.5
영업이익	억원	124	86	90
yoy	%	흑전	-30.8	4.9
EBITDA	억원	128	92	97
세전이익	억원	127	86	106
순이익(지배주주)	억원	105	70	88
EPS	원	1,116	750	904
PER	배	0.0	0.0	0.0
PBR	배	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0
ROE	%	61.4	27.5	26.5
순차입금	억원	-91	-194	-242
부채비율	%	43.0	26.3	12.1

## 위성산업 분류 및 사업영역



자료 : AP 위성통신 SK 증권

### 투자의견변경

일시

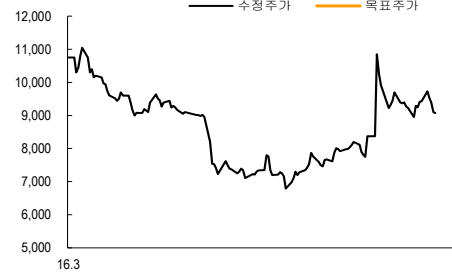
2016.09.19

투자의견

Not Rated

목표주가

(원)



### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 19일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

KMH (122450/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

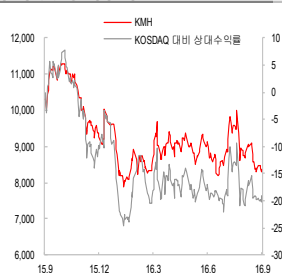
## Company Data

자본금	67 억원
발행주식수	1,347 만주
자사주	31 만주
액면가	500 원
시가총액	1,129 억원
주요주주	
최상주(외8)	32.44%
KB자산운용	20.32%
외국인지분률	1.30%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/13)	8,360 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	11,300 원
52주 최저가	7,870 원
60일 평균 거래대금	9 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.3%	0.8%
6개월	-3.3%	-1.2%
12개월	-18.6%	-19.2%

## M&amp;A 를 통한 외형성장 기대

## 다양한 사업포트폴리오를 보유한 KMH

2000 년 설립된 KMH 는 방송송출 및 전문 채널사용 사업을 영위하는 회사로 2011 년 코스닥시장에 상장되었다. 주요 종속회사인 (주)아시아경제(지분율 55.64%)는 뉴스서비스, 온라인 콘텐츠 사업을, (주)케이엠에이치하이텍(지분율 19.87%)은 반도체 재료 제조 사업을, (주)팩스넷(아시아경제 지분율 44.55%)은 증권정보서비스 및 금융솔루션 제공 사업을, (주)케이엠에이치신라레저는 골프장 운영사업을 영위하고 있다. 아시아경제, 케이엠에이치하이텍, 팩스넷은 코스닥 시장에 상장되어 있다.

## 안정적인 본업 + 관계사를 통한 외형성장

동사의 본업인 송출사업은 방송채널사업자(PP)의 프로그램을 플랫폼 사업자에게 전송해 주는 사업인데, 동사가 업계 1 위 업체이다. 특히 최근 업체간 경쟁구도가 완화된 수 익률이 개선되고 있는 가운데, HD 방송에서 UHD 방송으로 전환함에 따른 수혜가 예상된다. 채널운용사업의 경우 동사는 엠플렉스와 디원, 형그리업을 운영하고 있다.

주요 자회사 중 아시아경제와 팩스넷에 주목할 필요가 있다. 동사가 55.6% 보유하고 있는 아시아경제는 전체 매출의 80%가 광고를 통해 발생하며 최근 취업아카데미와 평생 직업교육원 등 HR 관련 사업을 진행 중에 있다. 또한 아시아경제가 44.55%를 보유중인 팩스넷은 RMS 사업이 주 수익원으로, 저축은행의 주식대출을 담보로 수수료를 인식 하는 사업이 캐쉬카우 역할을 하고 있다.

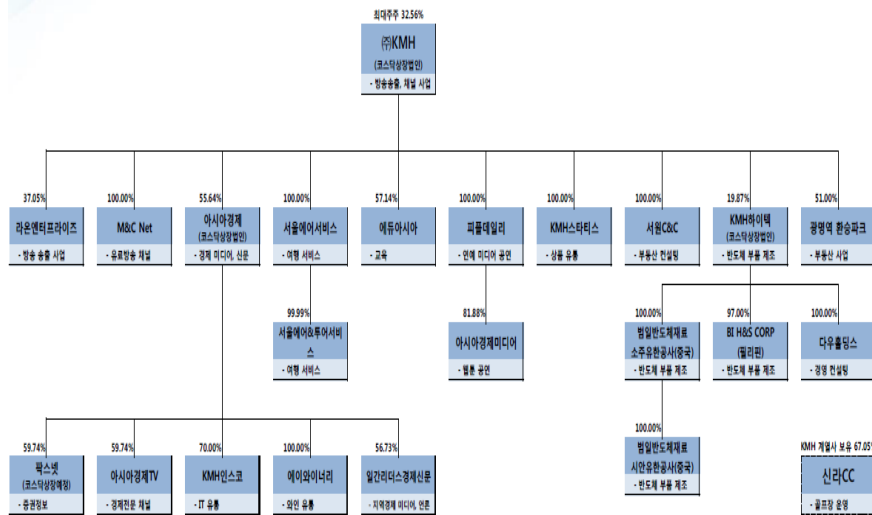
동사가 12.5%의 지분을 보유하고 있는 KMH 신라레저는 KMH 를 비롯한 관계사들이 67.05%의 지분을 보유하고 있는 경기도 여주에 위치한 (구)신라 CC 로 회원제에서 퍼블릭 골프장으로 전환하며 수익성이 빠르게 개선되고 있다. 특히 유증을 통해 200 억원의 단기차입금을 상환하며 재무상태도 개선되고 있다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	894	1,147	1,274
yoy	%	44.1	28.3	11.1
영업이익	억원	123	172	182
yoy	%	1.9	39.4	5.6
EBITDA	억원	185	238	249
세전이익	억원	105	131	141
순이익(지배주주)	억원	82	91	92
EPS	원	640	713	699
PER	배	12.6	13.2	13.8
PBR	배	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	4.4	4.2	4.3
ROE	%	11.2	11.6	10.1
순차입금	억원	-364	-370	-648
부채비율	%	43.7	35.3	21.6

## M&A 를 통한 신규 성장동력 확보

안정적인 본사업과 더불어 관계사를 통한 외형성장이 기대되는 가운데, 2016 년 상반기 기준 KMH 를 비롯한 관계사 보유 현금은 약 500 억원 수준이며 추가적인 M&A 를 검토 중에 있어 추가 M&A 를 통한 신성장동력을 확보할 것으로 판단된다.

KMH 지배구조도(2016 년 6 월 말 기준)



자료: KMH, SK 증권

### 투자의견변경

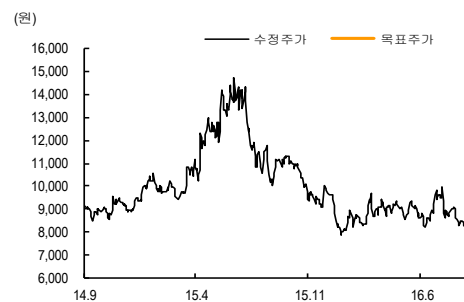
### 일시

2016.09.19

### 투자의견

Not Rated

### 목표주가



## Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25% 이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10% 미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----



2016-09-19

갤럭시아컴즈 (094480/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	163 억원
발행주식수	3,269 만주
자사주	116 만주
액면가	500 원
시가총액	1,468 억원
주요주주	
효성TX(외5)	62.46%
구분호	13.67%
외국인지분률	0.20%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(16/09/13)	4,345 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	7,120 원
52주 최저가	3,780 원
60일 평균 거래대금	10 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.3%	-9.2%
6개월	-0.2%	-2.4%
12개월	-36.8%	-36.7%

결제의 모든 것을 갖췄다.

## 전자결제 전문업체

전자결제와 편의점 결제, 모바일 상품권/쿠폰 사업을 영위하는 업체이다. 주력사업인 전자결제(Payment Gateway)는 휴대폰결제가 주를 이루고 있으며 모빌리언스, 다날에 이은 3위 사업자(휴대폰 결제분야)이다. 편의점 결제는 바코드 충전, 충전형 카드 등 다양한 선불 결제 수단을 편의점과 제휴에 제공하는 것으로 국내 1위 사업자이다. 국내 최초로 모바일 백화점 상품권을 발행했으며 아리따움, 카페베네에도 독점 공급하고 있다.

## 투자포인트

- 전자결제부문의 성장: 티몬, 배달의 민족과 같은 대형 거래선 확충으로 시장점유율이 상승하고 있다. 지난해 9%에서 상반기에는 13%까지 높아졌고 연말에는 15%까지 높아질 전망이다. 휴대폰 소액결제 한도 상향(기존 30만원에서 50만원으로 확대)도 실적개선에 일조했다. 상반기 외형증가율은 37%에 달했다.

- 편의점 결제(캐시게이트), 수출 증가 가능성: 편의점의 POS 단말기로 발행사의 각종 선불카드, 상품권, 국제전화카드 재충전을 제공하고 수수료를 취하는 사업이다. 사용층 확산의 한계로 국내 성장률은 둔화되고 있지만 수출 가능성은 열려 있다. 특히 동남아시아 지역 편의점의 전산망 발달, 출점수 증가는 긍정적 요인이다.

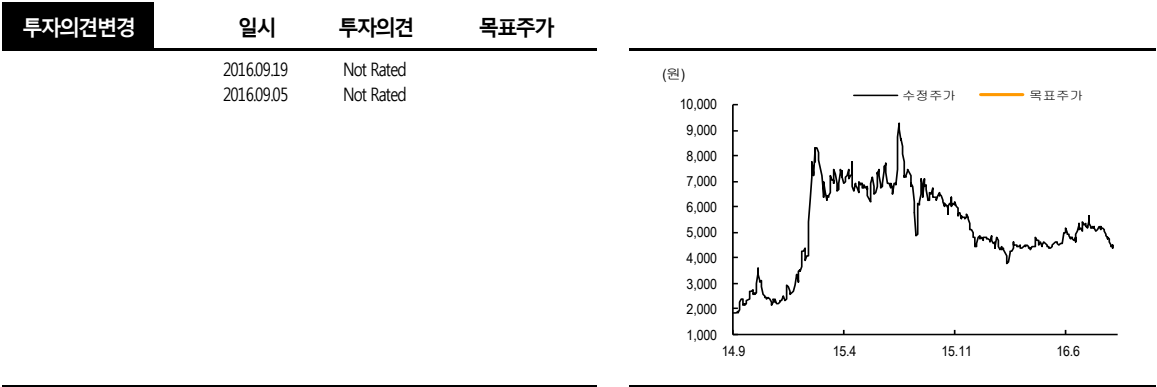
## 실적 및 밸류에이션

상반기 매출액 248 억원, 영업이익 21 억원으로 전년대비 각각 37%, 90% 증가하였다. PG 부문의 시장점유율 확대가 주된 이유이다. 대형 거래선 확충이 이어지고 있어 당분간 실적증가세는 지속될 전망이다. 참고로 지분율은 조현준 33.3%, 효성 아이티엑스 17.6%, 트리니티에셋매니지먼트 6.7%, 노틸러스 효성 2.2%이다. 신규사업으로 갤럭시아페이(간편결제 서비스), CoinView(동영상 유/무료 유통플랫폼, 비트코인 결제 적용), 스마트 주차서비스(자동화된 차량번호 인식 및 정산시스템)를 추진하고 있다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	1,257	983	396
yoy	%	4.5	-21.8	-59.7
영업이익	억원	-27	19	24
yoy	%	적지	흑전	26.3
EBITDA	억원	30	57	62
세전이익	억원	-98	262	23
순이익(지배주주)	억원	-123	127	16
EPS	원	-272	412	17
PER	배	N/A	6.6	289.9
PBR	배	1.3	1.9	3.5
EV/EBITDA	배	26.3	13.7	59.9
ROE	%	-33.3	33.8	1.2
순차입금	억원	499	-77	-82
부채비율	%	734.3	133.1	134.4

주요 주주현황 )		
주주	주식수	지분율
조현준	10,874,873	33.3%
효성아이티엑스	5,758,769	17.6%
트리니티에셋에너지먼트	2,202,397	6.7%
노틸러스효성	704,920	2.2%

자료: 갤럭시아컴즈



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

다날 (064260/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈 / 나승두(RA)

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	108 억원
발행주식수	4,242 만주
자사주	110 만주
액면가	500 원
시가총액	2,655 억원
주요주주	
박성찬(외1)	19.93%

외국인지분율	1.50%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/13)	6,250 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	7,770 원
52주 최저가	4,283 원
60일 평균 거래대금	367 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.3%	3.5%
6개월	50.5%	36.7%
12개월	23.4%	29.1%

## 휴대폰 하나면 무엇이든 구매할 수 있는 세상

## 휴대폰 결제 서비스 전문 기업

온라인과 모바일 등에서 휴대폰 인증을 통한 결제 서비스를 제공하고 있다. 지난해 기준 매출 비중은 결제 서비스 98%, 게임 퍼블리싱 2%이지만, 현재 게임 퍼블리싱 사업은 중단된 상태다. 경쟁사인 KG 모빌리언스와 국내 휴대폰 결제 시장의 약 90% 이상 과점하고 있는 것으로 추정된다.

## 투자포인트

- 각종 PAY 의 등장, 이상 없음 : 온라인 전자결제 시장을 결제 수단별로 나누면 크게 '신용카드', '계좌이체', '통신과금' 부문으로 구분할 수 있다. 각종 PAY 의 등장은 신용카드 부문 내에서의 경쟁 심화로 이어질 뿐, 결제 수단의 변경으로 이어지지는 않고 있다. 한국은행의 자료에 따르면 온라인 전자결제 수단별 비중에서 통신과금 부문이 차지하는 비중은 7%대를 유지하고 있다.

- 휴대폰 소액결제 한도 상향 효과 : 지난해 6 월, 휴대폰 소액결제 한도가 30 만원에서 50 만원으로 상향 조정된 이후 매출 상향 효과가 나타나고 있다. 올해 2 분기 별도기준 매출은 YoY 약 25% 증가했으며, 영업이익은 YoY 약 40% 증가했다.

- 해외 사업 확대 : 미국 법인의 휴대폰 결제 사업 부문을 영국 Bango 社에 매각했지만, 이달 초 글로벌 결제 사업에 관한 업무 협약을 맺음으로써 글로벌 휴대폰 결제시장 진출이 더욱 용이해졌다는 판단이다.

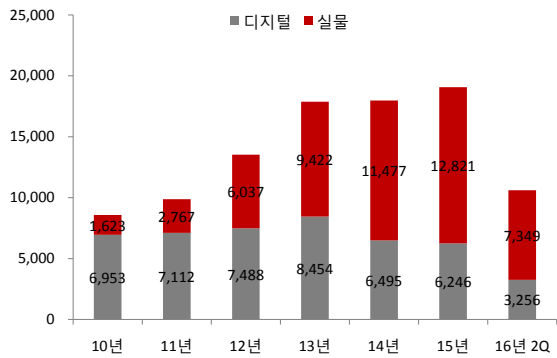
## 실적 및 밸류에이션

올해 2 분기까지 별도기준 누적 매출 및 영업이익은 각각 YoY 26.9%, YoY 53.5% 증가하면서 사상 최대 반기 실적을 기록했다. 하반기에도 휴대폰 소액결제 한도 상향 효과가 지속되고, 글로벌 인증 사업 부문에서의 매출 성장이 예상됨에 따라 연간 최대 실적 경신이 가능할 것으로 판단한다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	1,181	985	1,129
yoy	%	16.1	-16.6	14.6
영업이익	억원	45	41	9
yoy	%	흑전	-10.0	-78.3
EBITDA	억원	82	68	36
세전이익	억원	17	31	-22
순이익(지배주주)	억원	30	28	3
EPS	원	98	91	8
PER	배	58.3	53.9	673.0
PBR	배	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	28.2	29.0	50.1
ROE	%	3.7	3.0	0.2
순차입금	억원	431	326	-56
부채비율	%	238.8	200.0	178.3

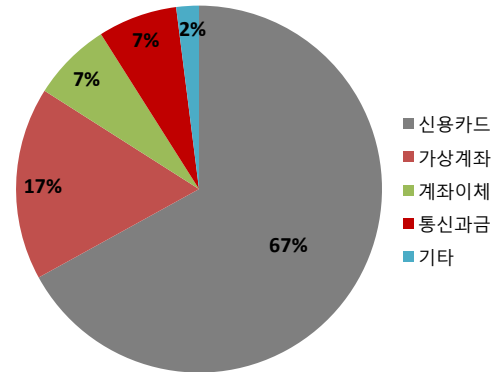
## 휴대폰결제 거래액

(단위 : 억원)



자료 : 다날, SK 증권

## 2015 년 온라인 전자결제 수단별 비중



자료 : 한국은행, 다날, SK 증권

## 투자의견변경

### 일시

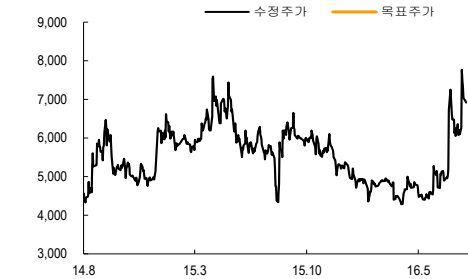
### 투자의견

### 목표주가

2016.09.19  
2016.08.18

Not Rated  
Not Rated

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

더존비즈온 (012510/KS | Not Rated)

SK증권



Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

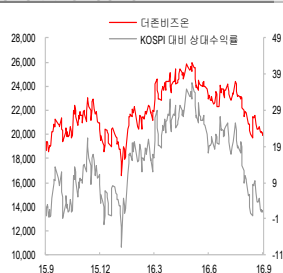
## Company Data

자본금	148 억원
발행주식수	2,967 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,920 억원
주요주주	
김용우(외25)	38.28%
국민연금공단	7.58%
외국인지분률	17.80%
배당수익률	1.10%

## Stock Data

주가(16/09/13)	20,050 원
KOSPI	1999.36 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	26,000 원
52주 최저가	16,550 원
60일 평균 거래대금	35 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.2%	-6.9%
6개월	-8.7%	-12.5%
12개월	6.7%	1.3%

## 통합커뮤니케이션 업무환경 구축으로 실적 성장 기대

## 기업용 소프트웨어 전문 업체

더존비즈온은 기업용 소프트웨어를 개발, 판매하는 사업을 영위하며, ERP, U-Billing 서비스, 전자금융서비스 전자세금계산서 발행 및 결제), 모바일 솔루션, D-클라우드 서비스, 보안, 그룹웨어 등을 제공한다. 주요 사업으로는 ERP 와 클라우드 사업이 있으며, 2016 년 상반기 기준 사업부문별 매출은 ERP 56.6%, 클라우드 23.4%, 보안 7.2%, 그룹웨어 6.6%, 기타 6.0%로 구성되어 있다.

## 기업형 클라우드서비스를 통한 성장동력 확보

동사는 지난 2013 년 7 월 기업형 프라이빗 클라우드를 출시, 기업이 클라우드를 도입하는데 걸림돌인 고유 데이터의 외부 보관과 종속성 문제를 해결하여 기업 내부에 클라우드 플랫폼을 구축하였으며, 이를 통해 ERP, 그룹웨어, 오피스, 스토리지, 전자세금계산서 등 동사의 콘텐츠를 프라이빗 클라우드 서비스를 통해 지원할 수 있게 되었다. 이를 통해 언론사, 금융회사 등 보안이 강화된 클라우드 업무 환경이 필요한 기업에서의 수요가 증가 될 것으로 기대된다.

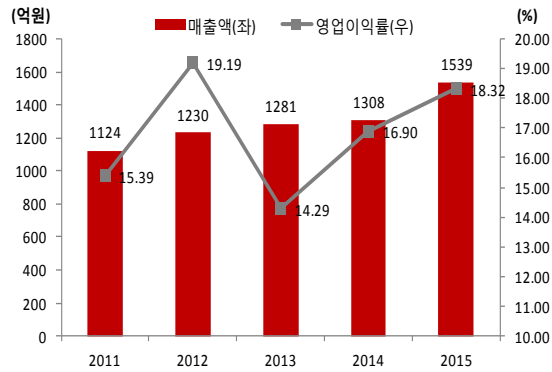
## 정부의 클라우드 정책 시행에 따른 수혜 예상

2011 년부터 지속적으로 매출이 성장하고 있는 것은 ERP 분야의 안정적인 매출구조가 뒷받침 된 가운데 클라우드, 전자금융, 그룹웨어, 보안 등 신사업이 동반 성장했기 때문이다. 또한 신사업 분야에 대한 선행 투자가 대부분 마무리 됐다는 점도 실적에 긍정적으로 작용하고 있다. 향후 ERP 와 클라우드 등 기존사업과 미래사업 간 시너지 효과도 극대화될 것으로 예상된다. 정부의 클라우드 정책 시행 역시 향후 안정적인 성장 전망의 근거다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	1,296	1,364	1,577
yoy	%	3.8	5.2	15.7
영업이익	억원	184	205	290
yoy	%	-23.7	11.8	41.2
EBITDA	억원	317	355	449
세전이익	억원	122	120	242
순이익(지배주주)	억원	135	108	214
EPS	원	454	363	720
PER	배	24.7	25.6	28.5
PBR	배	3.7	2.4	4.6
EV/EBITDA	배	12.0	8.6	13.7
ROE	%	15.7	10.4	17.2
순차입금	억원	427	235	-24
부채비율	%	113.1	79.0	60.8

## 더존비즈온 실적 추이

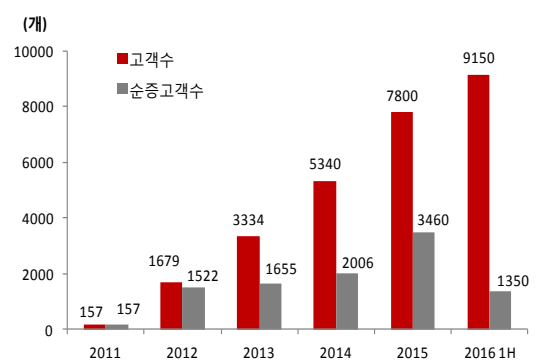
(단위 : 억원 %)



자료 : 더존비즈온 SK 증권

## 클라우드서비스 고객 현황

(단위 : 개)



자료 : 더존비즈온 SK 증권

## 투자의견변경

### 일시

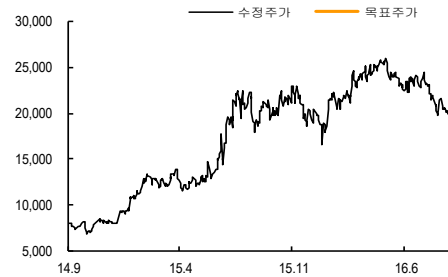
2016.09.19

### 투자의견

Not Rated

### 목표주가

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

삼양통상 (002170/KS | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	150 억원
발행주식수	300 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,454 억원
주요주주	
허남각(외7)	50.85%
조광피혁(주)	5.09%
외국인지분율	3.50%
배당수익률	1.70%

## Stock Data

주가(16/09/13)	49,850 원
KOSPI	1999.36 pt
52주 Beta	1.50
52주 최고가	70,500 원
52주 최저가	39,600 원
60일 평균 거래대금	9 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	-4.0%
6개월	5.8%	1.1%
12개월	-34.5%	-38.5%

## 수익호조 + 자산 가치 부각 가능성

## 피혁원단 제조업체

자동차용 카시트와 신발, 핸드백에 사용되는 피혁제품을 생산하는 업체이다. 원피를 전량 수입 가공하여 피혁원단을 제조하고 있다. 중국과 남미 피혁업체들의 공급물량 확대는 수익성 압박 요인이지만 고부가가치 제품비중 확대와 거래처 다변화를 통해 수익개선을 꾀하고 있다. 주요 경쟁업체로는 조광피혁이 있다.

## 투자포인트

- 원피 가격의 하락: 원재료인 원피가격 하락에 따라 수익개선이 가시화되고 있다. 지난해 4분기부터 시작된 원피가격 하락은 상반기에 본격화되었다. 이에 반해 제품가격은 유지되고 있어 상반기 영업이익은 지난해 연간 이익을 상회했다. 원피의 주요 수입국인 중국의 수입량이 정체상태에 있어 당분간 원피가격은 하향 안정화 될 것으로 예상된다.
- 경쟁 구도 완화: 2011~14 년 진행된 원재료 가격 상승에 따라 2 위권 업체들의 수익 및 재무구조 악화, 이에 따른 영업력 훼손은 업계내 경쟁과열을 완화시켰다. 선두업체들의 반사이익이 기대되는 부분이다.
- 자산 가치 부각 가능성: 당사는 군포 지역 공장부지를 비롯해 4 곳(군포의 유형자산, 창동, 안산, 부산의 투자부동산)의 토지를 보유하고 있다. 장부가는 406 억원이지만 공시지가는 1,200 억원, 시가로는 1,600 억원을 상회한다. 2 분기말 기준 순현금도 432 억원에 달한다.

## 실적 및 밸류에이션

상반기 매출액은 전년대비 -9.5% 감소한 995 억원에 그쳤지만 원피 가격 하향 안정화에 따라 영업이익은 127% 증가한 121 억원을 기록했다. 안정적인 수주 물량 확보와 원재료 추이를 감안할 때 하반기에도 양호한 실적이 예상된다. 2%에 달하는 배당수익률, PBR(자산가치 재평가 미실시에도 불구하고) 0.63 배의 밸류에이션 매력도 보유했다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	1,664	1,991	2,150
yoy	%	2.5	19.6	8.0
영업이익	억원	18	96	120
yoy	%	-66.3	429.6	25.9
EBITDA	억원	46	128	156
세전이익	억원	46	139	139
순이익(지배주주)	억원	34	102	105
EPS	원	1,130	3,405	3,509
PER	배	23.1	25.4	13.8
PBR	배	0.4	1.2	0.6
EV/EBITDA	배	8.4	17.3	7.8
ROE	%	1.6	4.7	4.7
순차입금	억원	-402	-372	-238
부채비율	%	27.6	34.4	36.1



#### 원재료(원피)가격 추이

(단위: 원)

	2014	2015	1H16
삼양통상	108,535	108,101	83,666
조광피혁	88,441	89,083	77,449

자료: 각사

주: 원재료 가격은 해당기간 총구입 금액을 구입수량으로 나눈 단순평균 가격

#### 제품가격 추이

(단위: 원)

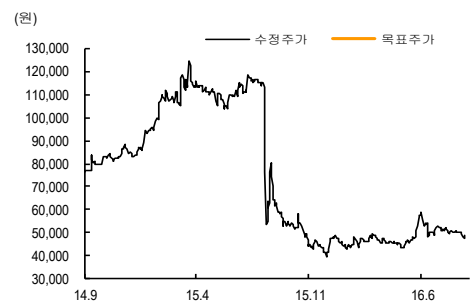
	2014	2015	1H16
삼양통상	3,092	3,047	3,198
조광피혁	2,944	3,119	3,241

자료: 각사

주: 제품가격은 당기 총 판매금액을 판매수량으로 나눈 단순평균 가격

#### 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.09.19	Not Rated	
2016.09.06	Not Rated	



#### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

#### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 19일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

유진테크 (084370/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	115 억원
발행주식수	2,292 만주
자사주	63 만주
액면가	500 원
시가총액	4,663 억원
주요주주	
엄평용(외15)	37.96%

외국인지분률	31.00%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(16/09/13)	20,000 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	22,200 원
52주 최저가	11,135 원
60일 평균 거래대금	41 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.5%	5.9%
6개월	45.4%	48.6%
12개월	64.7%	63.6%

## 투자확대에 따른 수혜 지속

## 반도체 증착장비 전문업체

반도체 전공정에 쓰이는 저압화학기상증착장비(LPCVD, Low Pressure Chemical Vapor Deposition)와 Plasma treatment 장비를 생산하는 업체이다. LPCVD는 D 램에, 플라즈마는 3D NAND에 주로 사용된다. 증착장비는 웨이퍼 위에 입자를 박막 두께로 입혀 전기적 특성을 지니게 한다. 국내 주요 메모리 반도체 업체들의 설비투자 확대에 따른 수혜를 보고 있다.

## 투자포인트

- 3D NAND 투자 확대 수혜 지속: 상반기 실적호조를 이끌었던 3D NAND 투자 확대 수혜는 지속될 전망이다. SK 하이닉스의 48 단 3D NAND 투자가 시작되고 삼성전자의 미세공정화, 64 단 전환도 가속화되기 때문이다. VR과 같은 고용량 콘텐츠 확장에 따른 모바일 NAND 시장의 개화, 원가 경쟁력 확보로 3D NAND 시장의 성장은 가파르게 진행될 것이다. 동사의 금년 Plasma treatment 비중은 60%를 상회할 것으로 예상된다.

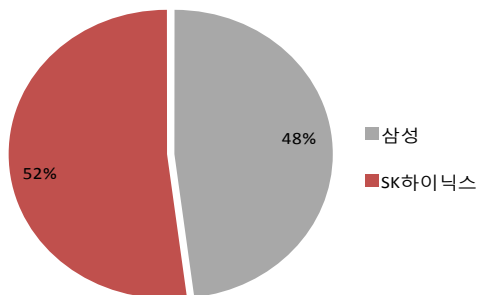
- D 램 부문도 여전: LPCVD를 이용해 SEG 공정을 대체하는 매출이 안정적으로 유지되고 있다. 기존 국내 고객사 외에도 빠르면 금년말 북미 지역 업체의 신규수주가 가시화될 전망이다. 2017 년에도 최소한 금년 이상의 매출 발생이 가능할 것이다. 중장기적으로 Dry Cleansing system, Plasma Enhanced Atomic Layer Deposition과 같은 신규 제품의 실적기여도 기대되는 부분이다.

## 실적 및 밸류에이션

3분기에는 3D NAND 투자확대와 DRAM 미세공정 전환에 따른 양호한 실적이, 4분기에는 일시적인 수주공백에 따른 주춤한 실적이 예상된다. 그러나 연간으로 매출액 1,580 억원, 영업이익 420 억원으로 전년대비 각각 67%, 126% 증가가 예상된다. PER 13 배, 1,500 억원을 상회하는 보유 순현금을 감안할 때 경쟁사 대비 밸류에이션 매력은 높다는 판단이다.

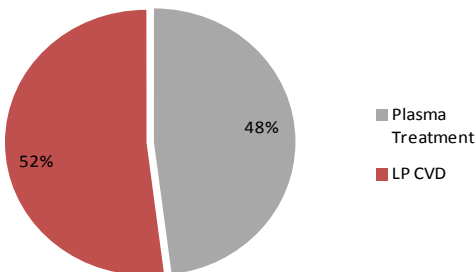
구분	단위	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	1,064	784	947	1,409
yoy	%	-36.8	-26.3	20.8	48.8
영업이익	억원	305	123	186	350
yoy	%	-42.3	-59.5	50.6	88.3
EBITDA	억원	316	143	223	391
세전이익	억원	470	157	209	383
순이익(지배주주)	억원	383	155	204	299
EPS	원	1,673	678	892	1,306
PER	배	9.6	23.3	14.6	15.6
PBR	배	2.3	2.1	1.6	2.2
EV/EBITDA	배	7.7	17.0	7.3	7.9
ROE	%	27.0	9.4	11.5	15.3
순차입금	억원	-1,228	-1,210	-1,385	-1,597
부채비율	%	22.5	10.3	9.6	8.8

고객사별 매출비중(1H16)



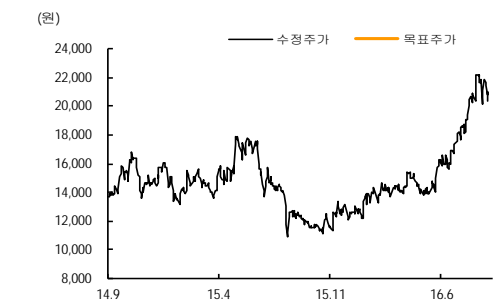
자료 : 유진테크

제품별 매출비중(1H16)



자료 : 유진테크

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.19	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우, 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 19일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

제이씨케미칼 (137950/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

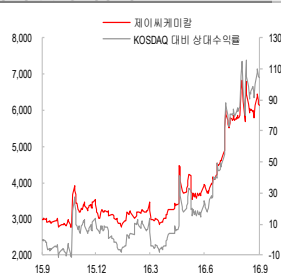
자본금	97 억원
발행주식수	1,934 만주
자사주	33 만주
액면가	500 원
시가총액	1,188 억원
주요주주	
서울석유(외9)	64.64%

외국인지분률	1.10%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(16/09/13)	6,110 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	6,830 원
52주 최저가	2,759 원
60일 평균 거래대금	12 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.3%	-0.2%
6개월	91.6%	95.8%
12개월	105.7%	104.3%

## 본격도에 진입한 바이오 디젤, 이익 성장세도 본격화

## 바이오 디젤 전문업체

바이오디젤을 제조, 판매하는 기업이다. 바이오디젤이란 자연에 존재하는 각종 유지 성분을 물리, 화학적 처리과정을 거쳐 석유계 디젤과 유사한 액체 연료로 변환시킨 것이다. 원료로는 팜, 유채씨, 대두 등을 사용한다. 국내 최초로 바이오디젤 연속식 생산공정을 자체 설계하여 2008년부터 국내 정유사에 판매하고 있다. 2014년부터는 발전소에 바이오중유도 공급하고 있다.

## 투자포인트

- 바이오 디젤 혼합비율 상향에 따른 수혜: 지난해 하반기부터 정유사들의 바이오디젤 혼합비율이 2.0%에서 2.5%로 상향됨에 따라 국내 바이오디젤 시장규모가 25% 이상(디젤차 판매량 증가효과 포함) 확대되는 효과가 나타났다. 2018년까지 혼합비율이 3%로 확대 예정임을 감안할 때 외형 성장세는 뚜렷할 것이다.
- 성장의 한 축, 바이오중유: 2014년부터 발전용 바이오중유가 시범사업으로 실시(중유 발전소를 보유중인 4개 발전회사, 한국지역난방)되면서 바이오중유 매출비중이 30%를 상회하고 있다. 본격 상용화되는 2019년부터는 수요가 급증할 것이다.
- 오일팜 플랜테이션: 주 원료인 팜유의 안정적 확보와 신규 사업 목적으로 2012년 인도네시아 오일팜 플랜테이션 농장을 인수하였다. 총 면적은 9 천 ha 로 금년부터 FFB(Fresh Fruit Bunch)를 수확하였다. 향후 착유를 통한 오일판매, 부산물 매출 등이 이뤄져 2017년부터 매출이 본격화될 것으로 예상된다.

## 실적전망

상반기 매출액 837 억원, 영업이익 113 억원으로 지난해 연간 영업이익의 3 배에 달하는 호실적을 기록했다. 바이오 디젤 혼합비율 확대와 바이오 중유 시장 개화, 수출증가, 오일팜 플랜테이션 사업 본격화 등 실적 성장세가 지속될 전망이다. 연간 매출액 1,642 억원, 영업이익 173 억원으로 전년대비 각각 49%, 332% 증가가 예상된다.

구분	단위	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	1,015	764	1,102	1,518
yoy	%	9.4	-24.7	44.2	37.8
영업이익	억원	25	-11	40	141
yoy	%	223.0	적전	흑전	248.0
EBITDA	억원	44	13	66	168
세전이익	억원	23	-20	42	119
순이익(지배주주)	억원	18	-16	31	90
EPS	원	121	-105	204	465
PER	배	32.5	N/A	15.2	13.2
PBR	배	1.4	1.0	1.1	1.9
EV/EBITDA	배	17.4	58.7	15.2	9.3
ROE	%	4.2	-3.7	6.3	14.9
순차입금	억원	147	334	393	344
부채비율	%	68.7	150.8	139.8	159.6

주요 바이오 디젤 업체 생산능력		(단위: k)
업체	생산능력	
SK케미칼	136,000	
애경유화	130,000	
제이씨케미칼	120,000	
단석산업	113,000	
GS바이오	100,000	
에코솔루션	85,000	
이맥바이오	50,000	

자료: 바이오에너지협회

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.19	Not Rated	

(원)

Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

태웅 (044490/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

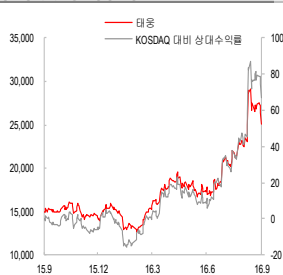
자본금	91 억원
발행주식수	1,824 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,581 억원
주요주주	
태웅홀딩스(외6)	53.12%

외국인지분률	4.00%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(16/09/13)	25,850 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	29,100 원
52주 최저가	12,700 원
60일 평균 거래대금	42 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	15.7%
6개월	61.2%	64.8%
12개월	68.2%	67.1%

제강 사업, 또 한번의 성장을 꿈꾸다.

## 자유형 단조 선두업체

자유형 단조 선두업체이다. 1 만 5 천톤 단조프레스와 대형 링밀을 보유하고 있으며 최근 제강공장 투자를 통해 일관생산체제를 구축하였다. 전방산업별 매출비중(1H16 기준)은 풍력 60%, 산업플랜트 19%, 산업기계 13%, 조선 6%로 구성되어 있다. 단조업체의 공급 과잉으로 최근 몇 년간 수익성은 하락했지만 업계 내 구조조정 영향으로 시장점유율은 상승한 것으로 파악된다.

## 투자포인트

- 제강 사업, 또 한번의 기회: 총 투자규모 4,500 억원(2018 년까지 추가 투자 포함, 현재 2,840 억원 집행, 토지 구입비 664 억원)의 대규모 설비투자를 단행하였다. 단조사업의 원재료인 Ingot 과 Bloom 을 직접 생산하는 것이다. 연간 생산능력은 70 만톤이다. 현재 시험가동이 진행중이며 내년부터 본격적인 생산이 이루어질 전망이다. 아직 생산수율이나 외부판매처 확보 등 확인해야 할 요소들은 있다. 그러나 원재료 구입 마진 및 물류 비용 절감, 회수율 증대 등으로 구조적인 수익개선이 가능할 것이다.

- 기존 사업, 저점은 통과: 상반기 매출액 1,787 억원, 영업이익 73 억원으로 매출액은 0.8% 감소했지만 영업이익은 흑자 전환했다. 선별수주와 제품믹스 개선, 경쟁업체들의 영업력 저하 등이 주된 이유이다. 이전과 같은 고수익성을 기대하기에는 무리가 있다. 하지만 수익성 위주의 전략을 바탕으로 4~5%대의 수익성 유지는 가능할 전망이다.

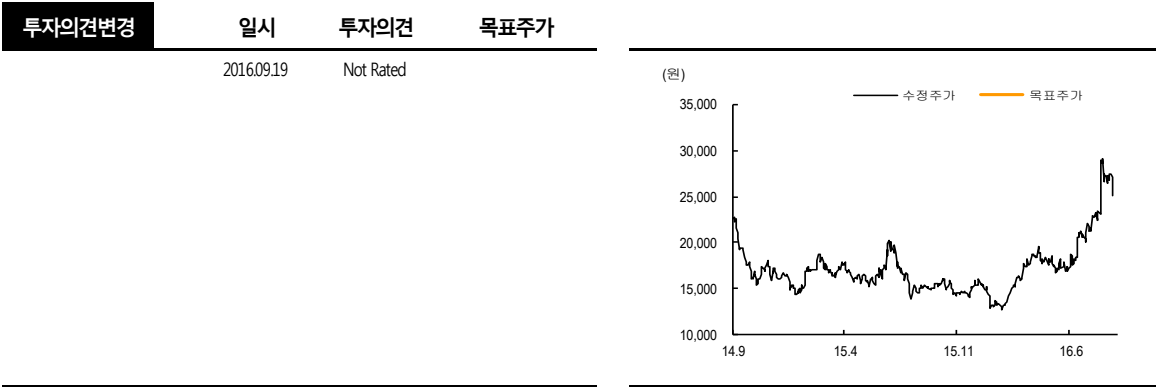
## 실적 및 밸류에이션

2016 년 매출액 3,820 억원, 영업이익 162 억원으로 전년대비 각각 4.5%, 165.5% 증가가 예상된다. 단, 현재 주가기준으로 PER 이 30 배에 달한다. 신규 제강사업의 기대감을 반영한 것으로 판단된다. 참고로 회사측이 제시한 연간 비용절감 효과는 710 억원(40 만톤 생산 기준, 구입마진 절감 360 억원, 물류비용 절감 180 억원, 원재료 회수율 증가분 242 억원 등)이다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	4,101	4,115	3,653
yoy	%	-2.7	0.3	-11.2
영업이익	억원	102	83	61
yoy	%	-1.2	-18.3	-26.7
EBITDA	억원	220	198	175
세전이익	억원	58	86	101
순이익(지배주주)	억원	59	70	78
EPS	원	344	385	429
PER	배	82.1	43.1	37.3
PBR	배	1.0	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	17.9	9.3	14.8
ROE	%	1.2	1.3	1.4
순차입금	억원	-1,135	-1,186	-345
부채비율	%	29.3	32.9	47.8

제강설비 연도별 생산계획				(단위: 만톤)
	2017	2018	2019	2020
내부조달	35	39	44	50
외부판매	7	17	22	20
합계	42	56	66	70

자료: 태웅



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----



2016-09-19

파수닷컴 (150900/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈 / 나승두(RA)

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

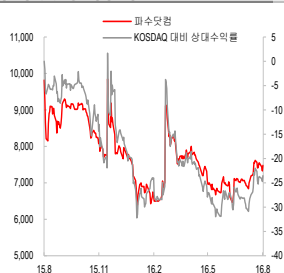
자본금	41 억원
발행주식수	814 만주
자사주	11 만주
액면가	500 원
시가총액	560 억원
주요주주	
조규관(외11)	31.89%

외국인지분률	3.10%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(16/09/13)	6,810 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	0.63
52주 최고가	9,850 원
52주 최저가	6,370 원
60일 평균 거래대금	5 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.8%	4.8%
6개월	10.2%	-0.9%
12개월	-22.8%	-19.7%

## 글로벌 기술력 인정받은 데이터 보안 기업

## DRM 시장의 선두주자

데이터 및 S/W 보안 솔루션 제공, 정보보호 관련 종합 컨설팅 사업 등을 영위하고 있다. 지난해 기준 매출 비중은 데이터 보안 65.3%, S/W 보안 14.8%, 기타 19.9%로 구성되어 있다. 주력 사업인 데이터 보안 시장에서 점유율 30% 이상을 유지하며 국내 M/S 1 위를 기록 중이다.

## 투자포인트

- 국내외 다양한 reference 보유 : DRM(Digital Rights Management) 기술력을 바탕으로 공공기관, 대기업 등 국내에서만 약 2,100 여개 데이터 보안 reference 를 보유하고 있다. 해외에서도 IBM(2014 년)을 비롯한 미국 최대 통신사(2015 년) 등과 DRM 솔루션 공급 계약을 체결한 바 있으며, 올 상반기에는 국제기구와 공급 계약을 맺으면서 기술력을 인정받고 있다.

- 정부 정책 변화 : 현재 약 7~8% 수준에 머무르고 있는 공공 S/W 유지보수요율이 2017 년까지 15%로 상향될 전망이다. 지난 7 월에는 '개인정보 비식별 조치 가이드라인'이 발간되면서, 개인을 알아볼 수 없는 비식별 정보의 자유로운 활용이 가능해졌다. 이에 동사의 개인정보 비식별화 솔루션 '애널리틱 DID'의 수혜가 예상된다.

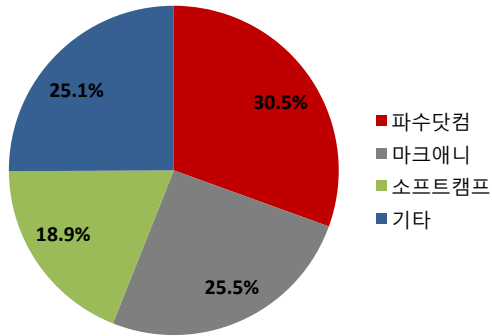
- 잠재성이 큰 해외 시장 : 미국은 글로벌 DRM 시장의 약 50%를 차지하고 있는 반면, 이미 성숙기에 진입한 우리나라와 달리 태동기로 판단된다. 글로벌 기업들의 DRM 솔루션 도입과 함께 연 평균 약 20%의 고성장이 예상된다.

## 실적 및 밸류에이션

올해 2 분기까지 연결기준 누적 매출은 미국 법인의 매출 감소로 인해 YoY 11.5% 줄어 들었으며, 영업이익은 적자가 지속되었다. S/W 보안 관련 투자는 주로 연말에 집중되기 때문에 4 분기 흑자전환이 가능할 것으로 판단한다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	214	231	253
yoy	%	5.4	8.3	9.4
영업이익	억원	14	16	3
yoy	%	-63.9	14.2	-83.9
EBITDA	억원	32	32	22
세전이익	억원	13	17	1
순이익(지배주주)	억원	18	22	9
EPS	원	272	273	106
PER	배	19.9	42.4	75.2
PBR	배	1.8	3.7	2.5
EV/EBITDA	배	11.6	28.4	30.5
ROE	%	9.6	8.9	3.3
순차입금	억원	-80	-39	4
부채비율	%	30.8	31.4	57.2

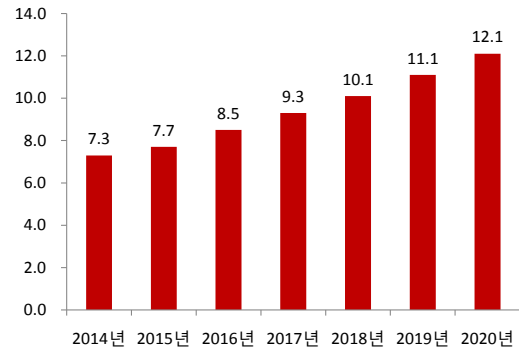
## 국내 DRM 시장 점유율(매출액 기준)



자료 : KISIA, 각 사, SK 증권

## 정보보호 관련 국내 매출 전망

(단위 : 조원)



자료 : KISIA, 파수닷컴, SK 증권

## 투자의견변경

### 일시

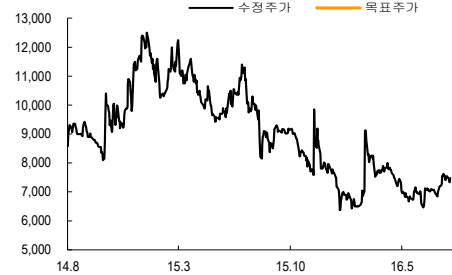
### 투자의견

### 목표주가

2016.09.19  
2016.08.19

Not Rated  
Not Rated

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 19일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

2016-09-19

한국정보인증 (053300/KQ | Not Rated)

SK증권



Analyst

이지훈 / 나승두(RA)

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	135 억원
발행주식수	2,697 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,168 억원
주요주주	
(주)다우기술(외1)	31.19%
삼성에스디에스	7.41%
외국인지분률	1.20%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(16/09/13)	8,190 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	19,250 원
52주 최저가	7,200 원
60일 평균 거래대금	43 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.1%	-4.2%
6개월	-24.2%	-22.5%
12개월	-43.6%	-43.9%

## 국내 No.1 보안인증 서비스 기업

## 보안인증 서비스 선두주자

공인인증서 중심의 보안인증 서비스를 제공하는 기업이다. 지난해 기준 매출 비중은 인증서 81.3%, PKI 솔루션 10.6%, 기타 8.1%로 구성되어 있다. 다우기술그룹의 계열사로 온라인 비즈니스 중심의 27 개 계열사를 보유하고 있다.

## 투자포인트

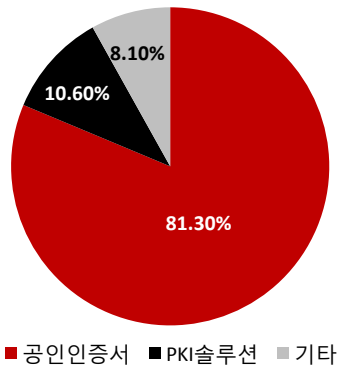
- 공인인증서 폐지 영향 미미 : 공인인증서 의무화 폐지가 동사에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 판단된다. '천송이 코드' 논란을 발단으로 공인인증서 의무사용이 폐지되었지만, 동사는 법인 중심의 범용 공인인증서 비중이 높기 때문이다. 법인의 전자입찰, 구매, 전자계약 등에서는 여전히 범용 공인인증서가 반드시 필요한 상황이다.
- 생체인증 서비스 보급 확대 : 삼성페이 지문인증 서비스를 제공 중이다. 삼성페이를 이용하는 고객의 지문인증 기술과, 금융사에 지문인증 결과를 확인해주는 복합 솔루션을 제공한다. 최근에는 생체기반 공인인증서를 발급하여 홍채인식을 통해 공인인증이 가능한 서비스를 우리은행에 제공하기 시작했다. 오는 19 일 출시되는 '삼성패스'에도 홍채인증 서비스가 제공될 예정이다. '삼성패스'는 홍채인증 등록이 가능한 모바일 디바이스를 이용하는 고객이 홍채인식만으로 계좌 조회 및 이체가 가능한 모바일뱅킹 서비스다.

## 실적 및 밸류에이션

올 상반기 누적 매출액과 영업이익은 각각 YoY 10.8%, YoY 47.5% 상승했다. 은행, 카드결제 등 생체인증 서비스를 도입하는 곳이 점차 늘어나고 있기 때문이다. 지문, 홍채인식 등 생체인증이 사용자에게 점점 친숙해짐에 따라 생체인증을 도입하는 곳은 갈수록 더 확대될 것으로 예상된다. 동사의 생체인증 관련 매출 증가가 기대되는 부분이다.

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	293	295	324
yoy	%	-8.6	0.9	9.7
영업이익	억원	47	42	55
yoy	%	4.2	-10.2	31.5
EBITDA	억원	67	64	80
세전이익	억원	52	47	65
순이익(지배주주)	억원	40	37	50
EPS	원	186	141	185
PER	배	0.0	24.7	58.7
PBR	배	0.0	2.2	6.1
EV/EBITDA	배	0.0	9.4	32.3
ROE	%	13.8	10.1	10.9
순차입금	억원	-225	-334	-343
부채비율	%	46.7	36.6	36.3

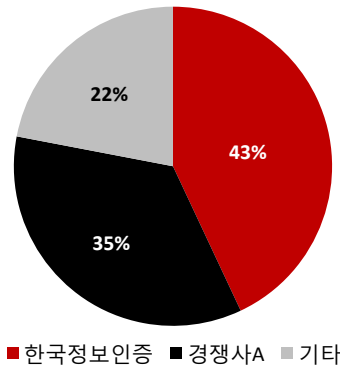
2015 년 매출 비중



자료 : 한국정보인증, SK 증권

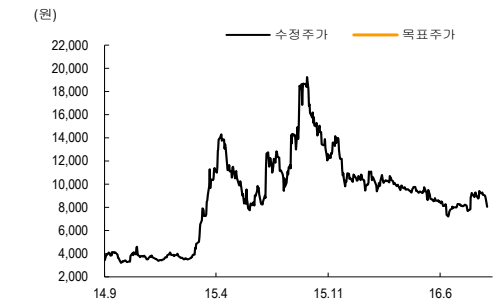
2015 년 범용 공인인증서 시장 점유율

(단위 : %)



자료 : 각 사, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.19	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 19 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----