

# SK Small Cap Store

1. 메리에겐 뭔가 특별한 것이 있다	2
2. 개별기업분석	
1) 씨에스윈드	10
2) 휴니드	17
3) 화신	24
4) 엘오티베쿰	30
5) 현대에이치씨엔	36
6) 텔코웨어	43
7) SH 에너지화학	47
8) 원스	52

## Compliance Notice

- 작성자(이지훈한대훈)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 투자조건은 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 10 월 19 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 메리에겐 뭔가 특별한 것이 있다

부정적인 상황이지만 매력적인 종목은 반드시 있다



“너를 찾지 않으면 내 인생에 더 이상 좋은 것은 없을 것이라고 생각했기 때문에 내가 너를 찾은 거야”

(I did it because I's never stopped thinking about you and if I didn't find you I knew my life would never be good again)

영화 ‘메리에겐 뭔가 특별한 것이 있다’ 中

위 대사는 영화 ‘메리에겐 뭔가 특별한 것이 있다(There is something about Mary)’에서 남자 주인공인 테드가 첫사랑인 메리를 만나 건넨 대사다. 이 영화에서 남자 주인공인 테드는 학교 내에서 가장 인기가 많았던 메리의 고등학교 졸업파티 파트너가 될 뻔했지만, 화장실에서의 사고로 파트너가 되지 못한다. 그 후 13 년이 지났지만, 테드는 메리를 잊지 못했고 급기야 그녀를 찾아 나선다. ‘금사빠(금방 사랑에 빠진다)’라는 말이 있을 정도로 쉽게 사랑에 빠지고, 쉽게 이별을 하는 것이 오늘날 자연스러워졌다. 이런 세태가 만연한 가운데 남자 주인공의 메리를 향한 순애보가 극의 재미를 더했다.

사람이 사랑에 빠지는데 무슨 이유가 있을까? 하지만 남자 주인공 테드가 자신의 첫사랑을 13 년이 지나도 못 잊는 이유는 분명 무엇인가 메리의 매력에 푹 빠졌기 때문일 것이다. 즉, 영화 제목처럼 메리에게 무언가 특별한 것이 있었기에 테드는 메리를 잊지 못했던 것이 아닐까? 무언가 특별한 매력이 있다면 남들의 시선이나 주변 분위기에 아랑곳하지 않고 시간이 지나도 그 마음을 잃지 않을 것이다. 이는 주식시장에도 똑같이 적용된다.

현재 코스닥 시장을 둘러싼 환경이 좋지 않다. 미국 기준금리 인상 지연으로 위험자산 선호 국면이 이어지고 있지만 코스닥 증시의 부진은 계속되고 있다. 향후 전망 역시 밝지 못하다. 이렇게 시장 전망이 부정적이라면, 개별 종목 선택이 성패를 좌우할 수 밖에 없다. 영화 ‘메리에겐 뭔가 특별한 것이 있다’에서 남자 주인공 테드가 메리를 찾아 나섰듯, 불확실성 높은 중소형주 시장 내에서 매력적인 메리를 찾아야 할 때다. 그렇다면 어떤 것이 매력포인트일까?

우리는 부정적인 수급 상황에서도 자금이 유입되고 있는 종목 가운데 ①실적전망이 긍정적인 종목과 ②배당 기대감이 높은 종목들을 매력적인 주식으로 판단했다. 펀더멘털이 양호한 종목들이 상대적으로 안정적이고 변동성이 작기 때문에 연말연초에 예정된 이벤트 리스크가 증시에 영향을 미쳐도 선방할 가능성이 높아 보이기 때문이다. 부정적인 수급 상황 속에서 투자자들(테드)에게 실적과 배당기대감 높은 종목들이 메리가 되길 바란다.

## 왜 지금 중소형주는 매력이 없을까?

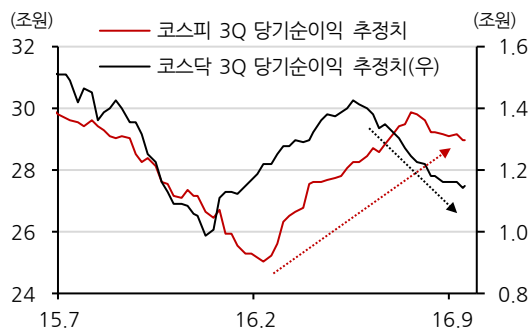
작년 7월에 800 선을 넘보던 코스닥지수가 올해 연초 이후 좀처럼 힘을 쓰지 못하고 있는 이유는 크게 세가지다. 그리고 같은 이유로 코스닥 시장의 향후 전망 역시 그리 밝지 않아 보인다.

① **수급부담**: 주요 연기금이 패시브 전략으로 운용방식을 변경했고, 코스닥의 부진으로 중소형주 펀드에서 환매압력이 높아지면서 수급측면의 부담이 높다. 또한 전체 시가총액에서 외국인 지분은 코스피가 33%인데 반해, 코스닥은 9%에 불과하다. 즉, 위험자산 선호국면에서 외국인 자금은 코스피에 쏠릴 가능성이 높다. 마지막으로 중소형주는 개인자금의 영향력이 크다. 그런데 코스닥의 신용융자잔고는 지난 7월 이후 급증했다. 만기가 대부분 90 일인 점을 감안할 때, 10 월말에 상환압력이 높아질 소지가 있다.

② **부정적인 실적전망**: 코스닥의 3분기 실적 전망이 밝지 못하다. 코스닥의 3분기 예상 순이익은 전년대비 -42.2%, 전기대비 -39.8%를 기록할 것으로 예상된다. 코스피가 예년과 달리 연간 당기순이익 추이가 상향 조정되고 있는 것과 대비된다. 게다가 예상치 못한 갤럭시노트 7의 단종으로 삼성전자가 실적을 하향 조정하면서 코스닥 시장에서 큰 비중을 차지하고 있는 IT 부품주의 실적에 대한 우려도 높다.

③ **대외이벤트**: 11 월 미국대선, 12 월 FOMC, 이탈리아 국민투표 등 대외 이벤트가 잇따라 대기하고 있는 점 역시 변동성이 높은 중소형주 보다 안정적인 대형주 중심의 접근을 지지하고 있다. 이벤트 리스크가 국내증시에 미치는 영향이 제한적일 것으로 예상되지만, 불확실성이 높아진다는 측면에서 투자자들은 보수적인 투자전략하에 중소형주 시장을 외면할 것으로 예상된다.

그림 1 3분기 실적에 대한 부정적인 전망이 우려스럽고



자료: Quantiwise, SK 증권

그림 2 불확실성 높은 국면에서 중소형주는 부담이 크다

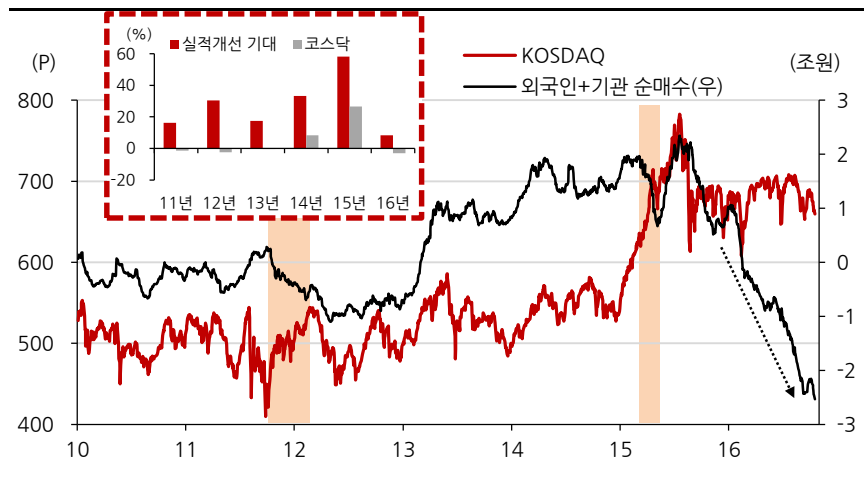


자료: EPU, Quantiwise, SK 증권

### 그렇다면 대안은? ①실적은 확실한 상승 모멘텀이다

앞에서 중소형주 시장이 어려운 세가지 이유를 언급했다. 하지만 부정적인 수급과 실적 전망, 불안감 높은 이벤트 리스크에도 불구하고 지금은 오히려 역발상 전략이 필요한 시점이다. 과거에도 두 차례 이와 유사한 경우가 있었다. 2011년 미국의 신용등급 강등과 유로존 위기의 전운이 감돌면서 투자심리 위축과 수급 불안으로 국내증시는 하락했다. 작년에도 6월 FOMC에서의 기준금리 인상 가능성 부각과 중국의 자본유출 우려가 부각되면서 증시는 부진했다. 하지만 두 시기 모두 외국인과 기관의 자금이 유출이 본격화 된 시기에 코스닥은 오히려 상승했다. 특히, 실적개선이 기대되는 종목들이 코스닥 대비 아웃퍼폼 했다. 물론 현재와 같이 대규모의 자금 유출이 이뤄지지 않았던 만큼 이번에도 실적개선이 기대되는 종목들이 그 만큼 큰 폭으로 상승하기는 어려울 것이다. 하지만 불확실성이 높은 국면에서 매력적인 대안이 될 가능성은 여전히 높다.

그림 3. 코스닥과 외국인+기관의 순매수 흐름 추이



자료: Quantiwise, SK 증권 / 주: 빨간색 박스안은 해당연도의 실적개선 기대업종과 코스닥의 수익률 비교

이러한 점에 착안하여 우리는 부정적인 수급 상황에서도 자금이 유입되고 있는 종목 가운데 실적전망이 긍정적인 종목들을 선별했다. 이처럼 펀더멘털이 양호한 종목들은 변동성이 작기 때문에 연말연초에 예정된 이벤트 리스크가 증시에 영향을 미칠 때 선행할 가능성도 높아 보인다. 외국인의 매수세가 주춤한 가운데 지속적으로 외국인 매수가 이어지는 종목과 기관의 매도세에도 불구하고 기관 자금이 유입되는 종목 중 실적개선이 예상되는 종목들을 선별했다(표 1/표 2/표 3).

표 1. SK 스킴캡이 주목하는 종목: 불안정한 국면에서 실적개선이 기대되는 종목들 - 외국인 순매수

종목명	업종	외국인 순매수 (억원)	당기순이익 (QoQ, %)	당기순이익 (YoY, %)
유진테크	반도체 및 관련장비	797.6	-21.4	40.3
주성엔지니어링	반도체 및 관련장비	312.5	-0.5	992.8
자화전자	전자 장비 및 기기	186.6	-6,702.6	70.9
아프리카TV	인터넷 서비스	165.0	2.5	331.9
피에스케이	반도체 및 관련장비	154.6	1,727.1	1,017.5
동국제약	제약	152.5	17.7	90.4
<b>화신</b>	<b>자동차부품</b>	<b>110.7</b>	<b>-7.8</b>	<b>357.2</b>
빙그레	식품	99.4	273.5	-36.7
지스마트글로벌	반도체 및 관련장비	98.0	146.6	146.4
<b>현대에이치씨엔</b>	<b>미디어</b>	<b>73.8</b>	<b>17.5</b>	<b>35.6</b>

자료: Quantiwise, SK 증권

주: 7~9 월 누적순매수 / 2016 년 2 분기 기준

표 2. SK 스킴캡이 주목하는 종목: 불안정한 국면에서 실적개선이 기대되는 종목들 - 기관 순매수

종목명	업종	기관 순매수 (억원)	당기순이익 (QoQ, %)	당기순이익 (YoY, %)
비아트론	디스플레이 및 관련부품	233.4	57.4	-32.1
대한해운	해상운수	189.0	-13.1	-22.4
카프로	화학	149.1	-111.7	-137.2
한국알콜	화학	148.5	159.7	268.2
나무가	휴대폰 및 관련부품	119.8	-198.3	-550.0
이녹스	전자 장비 및 기기	117.8	57.0	5,785.4
<b>씨에스원드</b>	<b>에너지 시설 및 서비스</b>	<b>115.9</b>	<b>-5.8</b>	<b>6.3</b>
인터플렉스	전자 장비 및 기기	111.9	-39.1	-46.8
이지바이오	식품	103.5	41.1	-3.4
<b>엘오티베콤</b>	<b>반도체 및 관련장비</b>	<b>48.80</b>	<b>적자전환</b>	<b>적자전환</b>

자료: Quantiwise, SK 증권

주: 7~9 월 누적순매수 / 2016 년 2 분기 기준

표 3. SK 스킴캡이 주목하는 종목: 불안정한 국면에서 실적개선이 기대되는 종목들 - 연기금 순매수

종목명	업종	연기금 순매수 (억원)	당기순이익 (QoQ, %)	당기순이익 (YoY, %)
이녹스	전자 장비 및 기기	200.3	57.0	5,785.4
나이스정보통신	상업서비스	195.5	-39.0	-11.3
비아트론	디스플레이 및 관련부품	112.6	57.4	-32.1
참좋은레저	레저용품	85.5	4.8	171.6
한진	육상운수	75.5	-1,097.7	10,231.0
주성엔지니어링	반도체 및 관련장비	73.0	-0.5	992.8
유니테스트	반도체 및 관련장비	71.7	-71.1	-107.2
<b>휴니드</b>	<b>통신장비</b>	<b>63.0</b>	<b>-14.8</b>	<b>33.8</b>
모두투어	호텔 및 레저	51.5	-0.9	-18.8
송원산업	화학	50.4	27.8	448.4

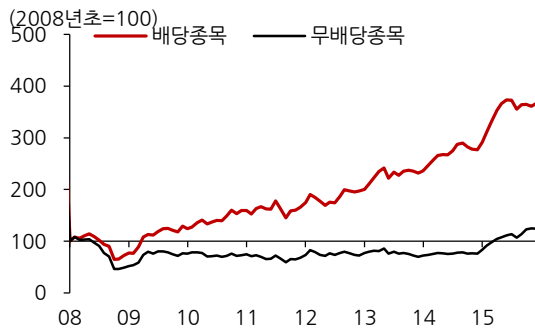
자료: Quantiwise, SK 증권

주: 7~9 월 누적순매수 / 2016 년 2 분기 기준

## 그렇다면 대안은? ②배당은 주가의 안전판이다

또 하나의 매력 포인트는 배당이다. 사실 저금리 상황이 지속되면서 배당주에 대한 관심은 항상 높았다. 게다가 증시가 박스권에서 등락을 반복하고 있는 점 역시 배당주에 대한 관심을 높이고 있다. 배당종목의 수익률은 무배당종목의 수익률을 웃돌아왔고, 특히 지난 2014 년 이후 그 폭이 확대되었다(그림 4). 배당수익률이 국제 3 년 수익률을 초과하는 종목의 수도 꾸준히 증가하고 있다.

그림 4. 배당실시 종목은 무배당 종목에 비해 아웃퍼폼



자료: Quantiwise, SK 증권

그림 5. 국제 3년 수익률을 초과하는 종목의 수는 꾸준히 증가



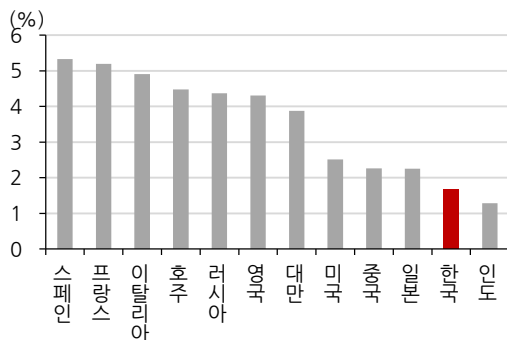
자료: Quantiwise, SK 증권

주: KOSPI200 기준

정부의 배당확대 정책이 향후에도 배당주에 대한 관심을 높일 것으로 예상된다. 특히, 정부가 지난 해부터 도입한 ‘기업소득환류세제’도 배당주에 대한 관심을 높일 것으로 전망된다. 국내기업들의 작년 평균 배당수익률은 2%를 밑돌면서 MSCI 지수에 편입된 주요국가 중 하위권이였다. 이에 정부는 기업내 유보금을 투자자에 대한 배당이나 설비 투자의 형태로 분산시키겠다는 입장을 지난해 발표했다. ‘기업소득환류세제’의 대상기업은 자기자본 500 억 이상의 기업 혹은 대기업 계열사이기 때문에 당장 중소형주는 대상에서 제외된다. 하지만 정부의 정책이 배당, 투자 확대를 지원하는 방향으로 추진 되고 있는 만큼, 향후 배당주에 대한 관심은 지속적으로 높아질 것으로 예상된다.

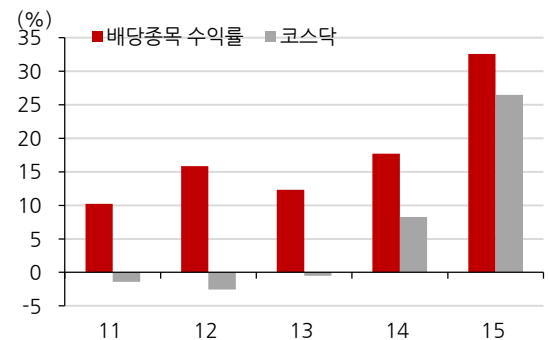
지금까지 중소형주는 대형 배당주에 비해 배당 투자에 대한 인식이 높지 않아 관심을 못 받아 온 것이 사실이다. 중소형주 투자자는 더 큰 기대수익을 가지고 있기 때문이다. 하지만 연간 수익률 기준으로 살펴봤을 때, 코스닥 시장 내 배당종목의 연간 수익률은 매년 코스닥 시장 퍼포먼스를 크게 상회했다. 또한 코스닥 내에서 배당을 실시하는 종목의 비중도 2011년 41.5%에서 지난해 44%까지 증가했다. 게다가 그 동안 매출 확대에만 심혈을 기울이던 중소형주들이 주가의 부진이 이어지자 주주환원 정책을 실시하면서 중소형주 내에서 연말 배당 계획을 발표한 기업들이 증가하고 있는 추세다. 이처럼 변화된 환경에서 연말로 갈수록 배당 가시성이 높아지는 만큼, 우리는 코스닥 시장내에서 배당성향이 높고 배당 가능 이익규모의 개선이 기대되는 종목을 선별했다(표 4/표 5).

그림 6. 주요국가 배당수익률: 우리나라의 배당수익률은 낮은 수준



자료: MSCI, SK 증권  
주: 배당수익률은 2015년 기준

그림 7. 코스닥 내 배당종목의 수익률은 코스닥 대비 아웃퍼폼



자료: Quantwise, SK 증권

표 4. SK 스몰캡이 주목하는 종목: 배당매력이 있는 종목들을 찾아보자 - 배당수익률 상위

종목명	업종	배당수익률
골프존유원홀딩스	호텔 및 레저	7.33
이라이콤	휴대폰 및 관련부품	6.90
넥센	자동차부품	6.84
크라운제과	식료품	6.63
천일고속	육상운수	6.42
부국증권	증권	5.88
골프존	호텔 및 레저	5.87
아주캐피탈	소비자 금융	5.65
유아이엘	휴대폰 및 관련부품	5.64
서원인텍	휴대폰 및 관련부품	5.50
정장제이엘에스	교육	5.38
<b>텔코웨어</b>	<b>일반소프트웨어</b>	<b>5.10</b>

자료: Quantwise, SK 증권

표 5. SK 스몰캡이 주목하는 종목: 배당매력이 있는 종목들을 찾아보자 - 과거 5년간 DPS 상승 or 유지

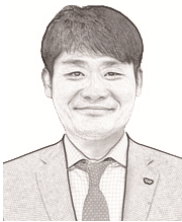
종목명	업종	배당수익률
휴비스	화학	3.95
세아특수강	금속 및 광물	3.62
삼원강재	자동차부품	3.36
동성코퍼레이션	화학	3.07
KG ETS	에너지 시설	2.92
한일진공	휴대폰 및 관련부품	2.86
블루콤	휴대폰 및 관련부품	2.84
엔브이에이치코리아	자동차부품	2.83
아이디스	보안장비	2.50
<b>SH에너지화학</b>	<b>화학</b>	<b>2.48</b>
삼기오토모티브	자동차부품	2.44
<b>원스</b>	<b>일반 소프트웨어</b>	<b>2.09</b>

자료: Quantwise, SK 증권



# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	86 억원
발행주식수	1,729 만주
자사주	137 만주
액면가	500 원
시가총액	4,209 억원
주요주주	
김성권(외18)	51.63%
GSCP VI Tanker Holdings B.V.(외1)	12.35%
외국인지분률	15.40%
배당수익률	120%

## Stock Data

주가(16/10/24)	25,600 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	1.54
52주 최고가	27,400 원
52주 최저가	17,300 원
60일 평균 거래대금	23 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	2.5%
6개월	29.9%	29.2%
12개월	5.9%	6.4%

씨에스윈드 (112610/KS | 매수(신규편입) | T.P 30,000 원(신규편입))

## 다시 부는 바람

금년이 실적 저점이 될 것이다. 캐나다 온타리오 프로젝트 개시, 베트남 법인 미국향 물량 증가, 영국법인 인수에 따른 매출반영으로 2017년부터는 실적개선이 뚜렷할 것으로 전망된다. 2017년 예상 매출증가율은 16%, 영업이익증가율은 118%에 달한다. 영국과 베트남법인 상황 변화에 따른 수익추정치 상향가능성도 충분하다. 투자 의견 매수, 목표주가 30,000 원을 제시하며 신규로 편입한다.

## 캐나다 법인, 성장엔진 재가동

수익성의 핵심인 캐나다 법인 성장이 재차 부각될 전망이다. 삼성물산 온타리오 프로젝트 3단계가 내년부터 시작되기 때문이다. 2단계 종료로 금년에는 693 억원까지 하락할 것으로 전망된다. 그러나 3단계 물량이 내년부터 매출 재개됨에 따라 2017년 매출액은 1,155 억원, 2018년에는 1,420 억원까지 회복될 전망이다. 캐나다 법인은 수익기여도가 가장 큰 법인이기에 연결기준 영업이익률도 금년 2.9%의 바닥을 확인한 후 내년 5.4%, 후년에는 7.9%까지 높아질 것으로 예상된다.

## 족쇄가 풀린 베트남 법인

족쇄가 풀렸다. 2013년 1월 미국 상무부로부터 부과 받았던 베트남 법인 타워에 대한 관세율(반덤핑 관세 예치율 51.5%, 중국법인은 57.7%)이 2015년 9월 0%로 최종 확정됨에 따라 미국 수출길이 재개되었다. 지난 2월 280 억원 규모의 수주를 시작으로 활발한 수주활동이 전개되고 있다. 지난해 291 억원에 그쳤던 매출액도 2016년에는 639 억원에 달할 것으로 전망된다.

## 차세대 성장동력 WTS(Wind Tower Scotland)

지난 3/30 일에 WTS(Wind Tower Scotland)를 불과 1 파운드에 인수하였다. 인수 후 생산시스템 향상과 수율 개선으로 분기 흑자전환에 성공했다. 생산능력 확충(주로 해상 풍력)을 위한 300 억원 이상의 투자도 계획되어 있다. 이에 따라 지연되었던 영국 및 유럽 해상풍력시장 진출이 활발해질 것으로 예상된다. 결과는 빠르게 나타나고 있다. 7/29 일 지멘스와 2021년까지 최대 4,300 억원에 이르는 PA(Purchase Agreement)를 체결하였다. 구체적인 구매계약과 매출발생은 2017년 하반기부터 본격화 될 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,965	3,292	2,971	3,374	3,902	4,420
yoy	%	-6.7	11.0	-9.8	13.6	15.6	13.3
영업이익	억원	354	688	364	97	212	350
yoy	%	103.0	94.4	-47.1	-73.3	118.4	64.9
EBITDA	억원	484	814	498	244	363	528
세전이익	억원	301	617	258	294	221	355
순이익(지배주주)	억원	269	571	214	262	181	291
영업이익률%	%	11.9	20.9	12.3	2.9	5.4	7.9
EBITDA%	%	16.3	24.7	16.8	7.2	9.3	11.9
순이익률	%	9.1	17.4	7.2	7.8	4.6	6.6
EPS	원	1,880	3,917	1,236	1,513	1,046	1,684
PER	배	0.0	6.8	20.2	16.1	23.3	14.5
PBR	배	0.0	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	0.0	4.3	7.6	16.5	11.5	8.0
ROE	%	21.4	26.4	6.9	7.8	5.0	7.5
순차입금	억원	253	-1,126	-545	-230	-64	-7
부채비율	%	96.5	24.7	20.4	25.0	28.0	27.7

## 캐나다 법인, 성장 엔진 재가동

### 수익성의 핵심인 캐나다 법인 성장성 재차 부각 전망

수익성의 핵심인 캐나다 법인 성장이 재차 부각될 전망이다. 삼성물산 온타리오 프로젝트 3 단계가 내년부터 시작되기 때문이다. 2015 년말 2 단계 프로젝트가 종료되면서 캐나다 법인 실적은 큰 타격을 입었다. 2014 년 2,672 억원에 달했던 매출액이 금년에는 693 억원까지 하락할 것으로 전망된다. 그러나 3 단계 물량이 내년부터 매출 재개됨에 따라 2017 년 매출액은 1,155 억원, 2018 년에는 1,420 억원까지 회복될 전망이다. 캐나다 법인은 수익기여도가 가장 큰 법인이기에 연결기준 영업이익률도 금년 2.9%의 바닥을 확인한 후 내년 5.4%, 후년에는 7.9%까지 높아질 것으로 예상된다.

### 삼성물산 온타리오 프로젝트 3 단계 시작

삼성물산이 2010 년에 수주한 온타리오 프로젝트는 풍력 및 태양광 발전단지를 조성하는 총 사업비 50 억달러(발전용량 1,370MW, 풍력 1,070MW, 태양광 300MW)를 상회하는 대규모 사업이다. 1 단계는 풍력 420MW, 태양광 100MW, 2 단계는 풍력 450MW, 태양광 100MW 로 완료되었다. 이번에 시행되는 3 단계는 마지막 사업으로 벨리버와 노스켄트에 풍력 각 100MW, 사우스게이트와 원저에 태양광 각 50MW 가 설치된다.

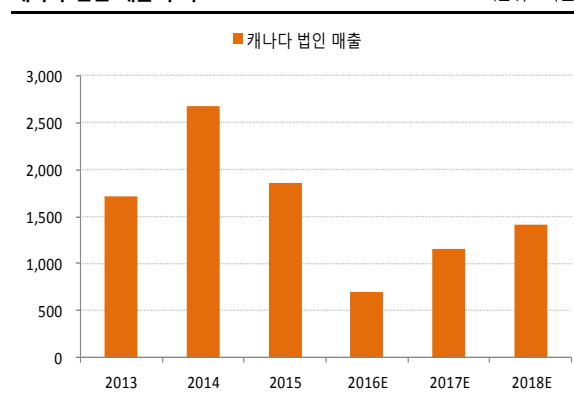
#### 삼성물산 온타리오 프로젝트

단계	내용
1	사우스켄트(풍력 270MW), 그랜드신재생(풍력 150MW, 태양광 100MW)
2	K2(풍력 270MW), 아모우(풍력 180MW), 킹스톤(태양광 100MW)
3	벨리버,노스켄트(풍력 각 100MW), 사우스게이트, 원저(태양광 각 50MW)

자료: 삼성물산, 언론자료

#### 캐나다 법인 매출 추이

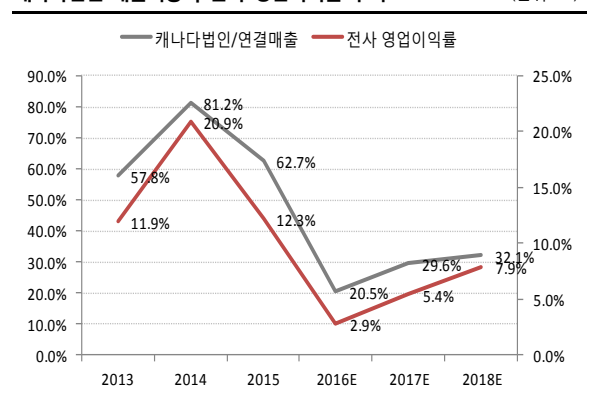
(단위 : 억원)



자료 : SK 증권 추정

#### 캐나다법인 매출비중과 전사 영업이익률 추이

(단위 : %)



자료 : SK 증권 추정

## 족쇄가 풀린 베트남 법인

### 베트남 법인 관세율 0%로 확정됨에 따라 미국향 수출 증가 기대

족쇄가 풀렸다. 2013년 1월 미국 상무부로부터 부과 받았던 베트남 법인 타워에 대한 관세율(반덤핑 관세 예치율 51.5%, 중국법인은 57.7%)이 2015년 9월 0%로 최종 확정됨에 따라 미국 수출길이 재개되었다. 지난 2월 280억원 규모의 수주를 시작으로 활발한 수주활동이 전개되고 있다. 지난해 291억원에 그쳤던 매출액(임가공 매출 인식, 실제 매출은 임가공 매출의 3배 이상)도 2016년에는 639억원에 달할 것으로 전망된다. 사실 금년 매출 증가분은 유럽, 남미향이 주를 이룬 점을 감안할 때 미국 매출이 본격화되는 2017년에는 외형증가세가 한층 더 탄력을 받을 것으로 보인다. 또한 해상 풍력 구조물인 트랜지션 피스(풍력발전기를 해저에 고정시키는 모노파일과 풍력타워의 연결부분)가 신규로 생산되는 것도 성장을 촉진하는 요인이다.

### 해외법인별 특징

	CS Wind Vietnam	CS Wind China	CS Wind Canada
주요 시장	아시아, 유럽, 중동, 아프리카, 미국 중서부	중남미, 캐나다 서부 및 중국	캐나다 온타리오 및 미국 북동부
주요 고객	Simens Wind Power, Vestas, GE Energy Enercon, Nordex 등	Simens Wind Power, Vestas, GE Energy Gamesa 등	Simens Wind Power, Vestas, GE Energy Servion, Enercon 등
비고	낮은 인건비, 다수 숙련공 바탕 생산성 높음 유럽형 해상풍력타워 공급 예정 풍력타워 외에 호주에 Oil&Gas용 강관	주요 원자재 확보 용이 중남미 등 지역 공략 향후 중국 해상풍력타워 진출 준비 중	온타리오 지역은 풍력타워 초과 수요 상황 베트남 숙련공 지원 등 생산성 향상 가능

자료: 씨에스윈드

## 차세대 성장동력, 영국 법인

### WTS 인수로 영국 및 유럽지역 해상풍력 효과적인 대응 가능

지난 3/30 일에 WTS(Wind Tower Scotland)를 불과 1 파운드에 인수하였다. 경영정상화를 희망하는 영국정부의 바람이 컸기 때문이다. WTS는 최근 3년 연속 적자가 이어졌고 투자정체로 인해 시장확대가 예상되는 해상풍력에 대응할 능력이 없었다. 인수 후 생산시스템 향상과 수율 개선으로 분기 흑자전환에 성공했다. 생산능력 확충(주로 해상풍력)을 위한 300 억원 이상의 투자도 계획되어 있다. 이에 따라 지연되었던 영국 및 유럽 해상풍력시장 진출이 활발해질 것으로 예상된다. 결과는 빠르게 나타나고 있다. 7/29 일 지멘스와 2021년까지 최대 4,300 억원에 이르는 PA(Purchase Agreement)를 체결하였다. 구체적인 구매계약과 매출발생은 2017년 하반기부터 본격화 될 전망이다.

### 유럽지역의 해상풍력 성장성은 매우 높은 상황

해상풍력은 성장성이 높아 기대가 큰 분야이다. 초기 투자 비용이 높지만 효율성이 높고 환경피해가 적어 인허가가 유리한 장점을 지니고 있다. 영국 등 유럽을 중심으로 해상풍력의 설치가 활발하게 이루어지고 있다. 2023년까지 연평균 19.6%의 성장이 예상된다. 1기당 6~8MW 급으로 육상풍력인 1기당 2~3MW 급에 비해 대형이 주를 이루고 있다. 동사와 좋은 관계를 유지하고 있는 지멘스 윈드 파워가 70%가 넘는 시장점유율을 지니고 있다.

#### 해상풍력과 육상풍력 비교

구분	해상풍력	육상풍력
평균속도	8~12m/s	4~8m/s
평균단지규모	300MW	15MW
발전효율	40%	25%
초기투자비용	\$2,500~3,500/kw	\$850~1,350/kw
발전단가	\$150~300/MWh	\$50~120/MWh

자료: GWEC

## 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원으로 신규편입

### 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원을 제시하며 신규편입

금년이 실적 저점이 될 것이다. 캐나다 온타리오 프로젝트 개시, 베트남 법인 미국향 물량 증가, 영국법인 인수에 따른 매출반영으로 2017년부터는 실적개선이 뚜렷할 것으로 전망된다. 2017년 예상 매출증가율은 16%, 영업이익증가율은 118%에 달한다. 영국과 베트남법인 상황 변화에 따른 수익추정치 상향가능성도 충분하다. 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 국내 풍력기자재업체의 평균 PBR 1.4 배를 적용하여 산출하였다. 참고로 글로벌 풍력업체의 평균 PER 은 16.0 배, PBR 은 3.0 배이다.

## 실적 추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
별도	1,862	1,838	1,588	2,177	2,705	2,896
캐나다	1,714	2,672	1,864	693	1,155	1,420
베트남	169	166	291	639	789	880
중국	492	229	179	283	290	295
PNC			101	579	620	644
DIHI			185	315	333	340
영국				410	630	1,100
연결매출	<b>2,965</b>	<b>3,292</b>	<b>2,971</b>	<b>3,374</b>	<b>3,902</b>	<b>4,420</b>
영업이익	<b>354</b>	<b>688</b>	<b>364</b>	<b>97</b>	<b>212</b>	<b>350</b>
영업이익률	<b>11.9%</b>	<b>20.9%</b>	<b>12.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>7.9%</b>

자료: 씨에스윈드, SK 증권 추정

## 글로벌 풍력업체 실적 요약

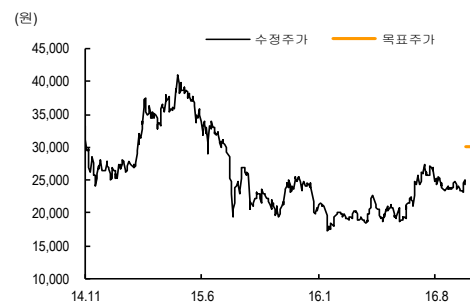
(단위: 백만달러)

Company	FY	Sales	OP	Net Income	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	Net Debt
VESTAS	2014	9,179.9	806.4	520.8	2.4	17.0	13.0	2.8	6.8	31.1	(1,707.3)
	2015	9,349.6	1,005.7	760.4	3.4	20.9	14.4	4.9	11.4	34.3	(2,466.6)
	2016E	10,624.2	1,333.2	981.1	4.4	18.1	16.3	4.9	8.3	28.9	(2,731.1)
	2017E	10,646.2	1,349.6	983.8	4.5	17.7	19.0	4.2	8.4	26.0	(3,205.9)
	2018E	10,902.2	1,408.7	1,032.9	4.8	16.9	21.5	3.7	7.9	24.4	(3,652.9)
GAMESA	2014	3,781.1	240.7	122.0	0.5	20.3	6.0	1.5	5.5	15.1	(239.9)
	2015	3,889.2	358.2	188.9	0.7	24.6	5.9	2.9	10.4	22.2	(375.8)
	2016E	4,842.7	473.1	302.7	1.1	21.4	6.9	3.3	8.3	16.5	(451.5)
	2017E	6,515.0	507.5	420.0	1.2	19.3	7.0	3.3	8.0	15.4	(635.3)
	2018E	7,220.6	540.7	500.3	1.3	18.0	7.8	3.0	7.4	14.4	(907.1)
NORDEX	2014	2,304.3	91.5	51.8	0.6	31.3	5.9	3.1	10.6	18.0	(268.6)
	2015	2,697.4	122.9	58.0	0.7	50.4	6.1	5.8	15.2	26.0	(351.3)
	2016E	3,795.1	207.6	128.6	1.4	19.9	10.0	2.7	8.4	17.8	41.7
	2017E	4,179.1	265.6	171.8	1.8	15.5	11.5	2.4	6.3	16.8	(94.7)
	2018E	4,371.3	309.8	198.7	2.0	13.4	13.0	2.1	5.4	17.7	(264.2)
GOLD WIND	2014	2,852.2	410.5	297.0	0.1	14.2	0.9	1.8	8.8	18.0	364.4
	2015	4,750.1	541.3	453.5	0.2	11.9	0.9	2.0	8.6	21.6	978.4
	2016E	4,672.6	573.0	494.5	0.2	13.2	1.1	2.3	11.0	17.8	1,664.6
	2017E	5,084.9	669.9	560.1	0.2	11.6	1.2	2.0	10.6	17.7	2,693.2
	2018E	5.4	0.8	0.6	0.2	10.9	1.4	1.8	9.4	16.6	2.7

자료: Bloomberg

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.25	매수	30,000원
2015.06.22	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 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 10월 25일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,393	2,504	2,728	2,983	3,261
현금및현금성자산	274	530	360	274	217
매출채권및기타채권	505	729	991	1,146	1,299
재고자산	534	780	770	890	1,009
<b>비유동자산</b>	1,317	1,416	1,613	1,756	1,872
장기금융자산	11	13	108	108	108
유형자산	1,106	1,166	1,177	1,216	1,236
무형자산	44	52	45	44	42
<b>자산총계</b>	3,709	3,920	4,341	4,739	5,133
<b>유동부채</b>	590	547	742	869	943
단기금융부채	108	89	256	306	306
매입채무 및 기타채무	210	278	293	338	383
단기충당부채	0	13	9	11	12
<b>비유동부채</b>	144	116	127	168	169
장기금융부채	100	64	60	90	90
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	734	663	869	1,036	1,112
<b>지배주주지분</b>	2,975	3,255	3,470	3,701	4,018
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	1,742	1,742	1,742	1,742	1,742
기타자본구성요소	-265	-277	-349	-349	-349
자기주식	-267	-271	-344	-344	-344
이익잉여금	1,441	1,572	1,785	1,942	2,185
비지배주주지분	0	2	2	2	3
<b>자본총계</b>	2,975	3,257	3,472	3,703	4,021
<b>부채외자본총계</b>	3,709	3,920	4,341	4,739	5,133

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	420	-159	-88	51	200
당기순이익(손실)	571	214	262	181	291
비현금성항목등	231	335	-269	182	236
유형자산감가상각비	118	124	137	142	169
무형자산감가상각비	8	9	9	9	8
기타	60	157	-436	-21	-26
운전자본감소(증가)	-343	-399	-41	-274	-264
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-282	-102	8	-155	-152
재고자산감소(증가)	-76	-122	-22	-120	-118
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	32	-19	46	45
기타	-23	-208	-9	-45	-38
법인세납부	-40	-309	-39	-37	-64
<b>투자활동현금흐름</b>	-666	644	-19	-178	-190
금융자산감소(증가)	-573	908	91	0	0
유형자산감소(증가)	-102	-160	-168	-180	-190
무형자산감소(증가)	-6	-6	-7	-7	-7
기타	15	-98	65	9	7
<b>재무활동현금흐름</b>	476	-249	-57	41	-67
단기금융부채증가(감소)	-488	-138	92	50	0
장기금융부채증가(감소)	5	-5	0	30	0
자본의증가(감소)	1,033	-16	-73	0	0
배당금의 지급	-50	-82	-49	-24	-48
기타	-24	-8	-27	-15	-19
<b>현금의 증가(감소)</b>	183	256	-170	-86	-57
기초현금	91	274	530	360	274
기말현금	274	530	360	274	217
FCF	396	-505	-264	-142	4

자료 : 씨에스윈드, SK증권 추정

## 손익계산서

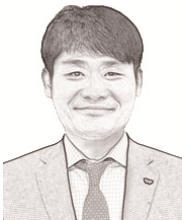
월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,292	2,971	3,374	3,902	4,420
<b>매출원가</b>	2,290	2,312	2,949	3,356	3,735
<b>매출총이익</b>	1,003	659	426	546	685
매출총이익률 (%)	30.5	22.2	12.6	14.0	15.5
<b>판매비와관리비</b>	315	295	328	334	335
영업이익	688	364	97	212	350
영업이익률 (%)	20.9	12.3	2.9	5.4	7.9
비영업손익	-72	-106	196	9	5
<b>순금융비용</b>	6	-5	2	6	12
외환관련손익	-61	-210	-15	-6	-9
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1	-1	0	0	0
세전계속사업이익	617	258	294	221	355
세전계속사업이익률 (%)	18.7	8.7	8.7	5.7	8.0
계속사업법인세	45	44	32	40	64
<b>계속사업이익</b>	571	214	262	181	291
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	571	214	262	181	291
<b>순이익률 (%)</b>	17.4	7.2	7.8	4.6	6.6
<b>지배주주</b>	571	214	262	181	291
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	17.36	7.19	7.75	4.63	6.58
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	622	375	336	255	366
<b>지배주주</b>	622	374	336	255	365
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	814	498	244	363	528

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.0	-9.8	13.6	15.6	13.3
영업이익	94.4	-47.1	-73.3	118.4	64.9
세전계속사업이익	105.1	-58.2	13.8	-24.8	60.9
EBITDA	68.1	-38.8	-51.1	48.9	45.5
EPS(계속사업)	108.3	-68.4	22.4	-30.9	61.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	26.4	6.9	7.8	5.0	7.5
ROA	17.9	5.6	6.3	4.0	5.9
EBITDA마진	24.7	16.8	7.2	9.3	11.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	405.5	457.7	367.5	343.5	345.8
부채비율	24.7	20.4	25.0	28.0	27.7
순차입금/자기자본	-37.8	-16.7	-6.6	-1.7	-0.2
EBITDA/이자비용(배)	48.2	70.3	19.9	23.7	27.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,917	1,236	1,513	1,046	1,684
BPS	17,211	18,832	20,072	21,409	23,246
CFPS	4,777	2,008	2,360	1,916	2,711
주당 현금배당금	700	300	150	300	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.5	33.1	18.1	26.2	16.3
PER(최저)	6.2	15.6	11.4	16.6	10.3
PBR(최고)	1.9	2.2	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.4	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	5.5	12.4	10.3	12.7	9.0
EV/EBITDA(최고)	5.7	13.2	18.7	13.0	9.0
EV/EBITDA(최저)	3.8	5.7	11.5	8.2	5.7



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	673 억원
발행주식수	1,367 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,982 억원
주요주주	
김유진(외3)	22.18%
The Boeing Company	12.23%
외국인지분률	21.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(16/10/24)	14,400 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	18,000 원
52주 최저가	10,350 원
60일 평균 거래대금	21 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.1%	-12.0%
6개월	25.0%	24.3%
12개월	12.0%	12.5%

휴니드 (005870/KS | 매수(유지) | T.P 20,000 원(상향))

## 달라지는 숫자, 본격적인 성장 단계에 진입

실적 호전이 본격화되고 있다. 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 193%, 728% 증가한 1,775 억원, 171 억원을 기록할 것으로 전망된다. 적어도 향후 3~4 년간 매년 200~400 억원 이상의 외형성장이 예상된다. 실적개선의 주된 이유는 HCTRS 의 매출반영이 시작되었기 때문이다. 영업이익률도 지난해 3.3%에서 2016 년 9.6%, 2018 년에는 11.0%까지 개선될 전망이다.

## 달라지는 숫자, 본격적인 성장 단계에 진입

실적 호전이 본격화되고 있다. 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 193%, 728% 증가한 1,775 억원, 171 억원을 기록할 것으로 전망된다. 적어도 향후 3~4 년간 매년 200~400 억원 이상의 외형성장이 예상된다. 실적개선의 주된 이유는 HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 대용량무선전송체계)의 매출반영이 시작 되었기 때문이다. 영업이익률도 지난해 3.3%에서 2016 년 9.6%, 2018 년에는 11.0%까 지 개선될 전망이다.

## TICN 사업은 계속된다

최근 TICN 사업 가운데 하나인 TMMR(전술다대역무전기)의 기술 개발이 난항을 겪 으면서 TICN 사업 좌초 위기설까지 대두되고 있다. 그러나 TMMR 은 이미 TICN 사 업과 별도로 진행중에 있고 동사의 주제품인 HCTRS 사업은 순조롭게 이루어지고 있 다. TMMR 로 인해 TICN 사업 자체가 무산될 가능성은 거의 없다는 것이다. 2 차 발 주도 내년 초에 일정대로 진행될 예정이다.

## 해외수출 확대 가능성도 충분

해외수출도 점진적인 증가가 예상된다. 해외수출은 2012 년말 보잉과 맺었던 전자식패 널 생산 및 공급계약이 시작이다. F-15, F-18 에 들어가는 전자식패널을 독점 공급하고 있다. 최근에는 군용 수송헬기인 H-47 에 장착되는 항공전자장비 수주에도 성공하였 다. 에어버스와의 사업도 기대된다. 지난해 KUH 에 장착되는 미사일 경보수신기 (MWR)의 핵심구성품 15 억원을 시작으로 LAH, LCH 에 대한 공급 가능성도 열려있 -1

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	568	403	605	1,775	1,995	2,306
yoy	%	38.6	-29.1	50.2	193.3	12.4	15.6
영업이익	억원	2	4	21	171	212	253
yoy	%	흑전	73.1	429.8	728.2	24.0	19.3
EBITDA	억원	30	29	42	194	237	280
세전이익	억원	-10	18	3	160	197	239
순이익(지배주주)	억원	-9	16	12	122	150	181
영업이익률%	%	0.4	1.0	3.4	9.6	10.6	11.0
EBITDA%	%	5.2	7.1	6.9	10.9	11.9	12.1
순이익률	%	-1.6	4.1	1.9	6.9	7.5	7.9
EPS	원	-89	158	101	901	1,104	1,336
PER	배	N/A	29.0	149.3	16.1	13.1	10.9
PBR	배	0.6	0.8	2.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	23.2	29.0	51.8	11.5	9.1	7.4
ROE	%	-1.5	2.6	1.6	14.4	15.3	15.9
순차입금	억원	331	327	109	245	161	74
부채비율	%	118.1	109.3	108.5	202.2	183.7	169.5

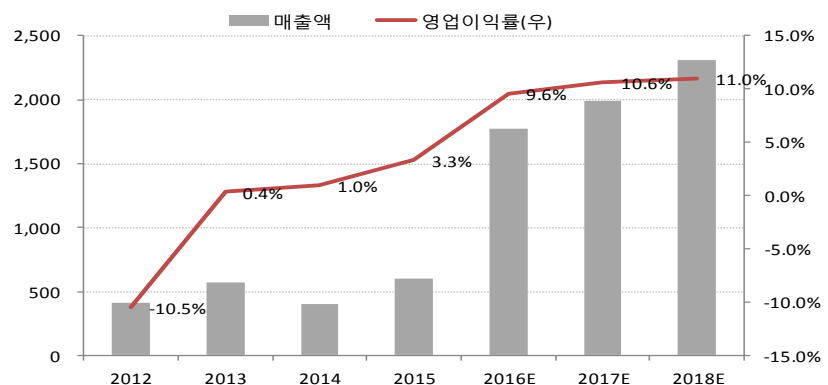
## 달라지는 숫자, 본격적인 성장 단계에 진입

본격적인 성장단계에 진입, 2016 년  
매출액과 영업이익 전년대비 각각  
193%, 728% 증가 예상

실적 호전이 본격화되고 있다. 2016 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 193%, 728% 증가한 1,775 억원, 171 억원을 기록할 것으로 전망된다. 적어도 향후 3~4 년간 매년 200~400 억원 이상의 외형성장이 예상된다. 실적개선의 주된 이유는 HCTRS(High Capacity Trunk Radio System, 대용량무선전송체계)의 매출반영이 시작되었기 때문이다. 대용량무선전송체계는 2022 년까지 약 1.2 조원의 대규모 사업이다. 이외에도 보잉항 전자식 패널을 중심으로 해외수출도 증가가 예상된다. 외형증가에 따른 고정비 비중 감소와 제품믹스 개선, 반복생산에 따른 생산효율성 개선으로 영업이익률도 지난해 3.3%에서 2016 년 9.6%, 2018 년에는 11.0%까지 개선될 전망이다. 분기별로는 4 분기에 이익급증이 예상된다. 금년 초 수주했던 TICN 관련 매출이 4 분기에 전액 인식됨에 따라 4 분기 예상매출액은 1,414 억원, 영업이익은 160 억원에 달한다.

## 실적 추이

(단위: 억원)



자료: SK 증권 추정

## 부문별 실적추이

(단위: 억원)

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
방산	매출액	361	337	510	1,696	1,910	2,215
	영업이익	1	3	17	168	208	247
	영업이익률	0.3%	0.9%	3.3%	9.9%	10.9%	11.2%
민수	매출액	207	66	95	79	85	91
	영업이익	1	1	3	3	4	6
	영업이익률	0.5%	1.5%	3.2%	3.8%	4.7%	6.6%
합산	매출합	568	403	605	1,775	1,995	2,306
	영업이익	2	4	20	171	212	253
	영업이익률	0.4%	1.0%	3.3%	9.6%	10.6%	11.0%

자료: SK 증권 추정

## TICN 사업은 계속된다

**HCTRS 는 TICN 핵심 사업중의 하나, 2022 년까지 총 1.2 조원 발주 전망**

HCTRS 는 TICN(Tactical Information Communication Network, 전술정보통신체계) 사업의 일환으로 군단, 사단간 대용량무선전송체계를 성능향상 시키는 것이다. 전송속도가 기존 4Mbps 에서 45Mbps 까지 향상되고 최신 무기들의 대용량 정보를 자유롭게 교환할 수 있게 된다. 초도 물량으로 금년초 1,116 억원을 수주(납기 2016/12/31)하였고 추가로 2022 년까지 총 1.2 조원의 물량이 나올 전망이다.

**네트워크의 중요성 증가, 다양한 대용량 데이터의 전송 가능, 신무기체계의 원활한 연동**

차세대 TICN(Tactical Information Communication Network, 전술정보통신체계)은 현대전에서 네트워크의 중요성이 높아짐에 따라 다양한 대용량 데이터를 유/무선, 원거리 전송이 가능하도록 2010 년 개발에 착수한 사업이다. 기존 전술통신체계인 스파이더는 음성위주의 통신체계로 군단, 사단간 전송속도 4Mbps, 중대급 이하는 16Kbps 에 불과하다. 총 사업비 5 조원이상이 투입되는 대형사업으로 망관리/교환접속체계, 소용량무선전송체계, 전술이동통신체계, 보안관계체계 등 4 개부문은 한화탈레스가, 다대역무전기인 TMMR 은 LIG 넥스원, 대용량무선전송체계는 휴니드테크놀로지스가 선정되었다. TICN 이 구축되면 육군의 경우 50 여개의 무기체계가 하나로 연동되며 대용량 영상과 데이터의 송수신이 가능해진다. 사업완료시 군단, 사단간 전송속도는 45Mbps, 중대급 이하는 2Mbps 까지 향상될 예정이다.

### TICN 체계 요약



자료 : 방위사업청, 언론자료

### 한화탈레스와 휴니드의 초도 납품 이상무

금년 1/5 일 방위사업청은 TICN 과 관련해 한화탈레스, 휴니드테크놀로지스와 초도 양산계약(금년말까지 납품)을 체결했다. 우선 한화탈레스의 초도 양산 계약규모는 1,663 억원으로 2023 년까지 2 조원대를 납품하며, 품목은 망관리/교환접속체계, 소용량무선 전송체계, 전술이동통신체계이다. 대용량무선전송체계를 맡은 휴니드도 1,116 억원의 공급계약을 체결하였고 총 양산규모는 1.2 조원에 달할 것으로 예상된다.

### TMMR 로 문제로 인한 TICN 사업 무산 가능성은 거의 없음

최근 TICN 사업 가운데 하나인 TMMR(전술다대역무전기)의 기술 개발이 난항을 겪으면서 TICN 사업 좌초 위기설까지 대두되고 있다. TMMR 이 여러 항목에서 기준이 미달(통달거리 등 군 요구성능(ROC) 변경이 받아들여진 항목은 총 4 개이며, 현재 운용시험평가(OT)가 진행중)되었고 양산 시점도 연기된 것은 사실이다. 그러나 TMMR 은 이미 TICN 사업과 별도로 진행중에 있고 동사의 주제품인 HCTRS 사업은 순조롭게 이루어지고 있다. TMMR 로 인해 TICN 사업 자체가 무산될 가능성은 거의 없다는 것이다. 2 차 발주도 내년 초에 일정대로 진행될 예정이다.

#### TICN 사업 현황

(단위: 조원)

사업명	사업자	사업규모	비고
망관리/교환접속체계 소용량무선전송체계 전술이동통신체계 보안관제체계	한화탈레스	2.4	16/01/05, 1,663억원의 초도 양산계약 체결
대용량무선전송체계	휴니드	1.2	2016-01-04, 1,116억원 초도 양산계약 체결
다대역무전기(TMMR)	LG넥스원	1.5	현재 운용평가 진행중

자료: 방위사업청, 언론자료

## 해외수출 확대 가능성도 충분

**해외수출도 점진적인 증가가  
예상됨. 보잉과 에어버스 물량 확대  
가능성 충분**

해외수출도 점진적인 증가가 예상된다. 해외수출은 2012 년말 보잉사와 맺었던 전자식 패널 생산 및 공급계약이 시작이다. F-15, F-18 에 들어가는 전자식패널을 독점 공급하는 것으로 계약규모는 1.25 억달러이며 매년 150 억원 이상의 매출이 발생하고 있다. 여기에 지난 7 월 군용 수송헬기인 H-47 에 장착되는 항공전자장비 수주(2016/07/13, 계약금액 168 억원, 납기 16/07/12~19/12/03)에도 성공하였다. 보잉이 동사의 2 대 주주라는 점과 납품실적 등을 고려할 때 추가품목에 대한 수주 가능성도 열려있다. 에어버스와의 사업도 기대된다. 지난해 KUH 에 장착되는 미사일 정보수신기(MWR)의 핵심구성품 15 억원을 시작으로 LAH, LCH 에 대한 공급 가능성도 열려있다.

## 투자의견 매수, 목표주가

**투자의견 매수, 목표주가 20,000 원  
제시**

투자의견 매수 유지, 목표주가 20,000 원을 제시한다. 목표주가는 국내 방산업체의 평균 PER 18 배를 적용하여 산출하였다. 실적개선이 이제 시작이라는 점과 해외수출 확대를 통한 성장잠재력을 고려할 때 주가의 추가적인 상향 가능성은 충분하다는 판단이다. TICN 사업 지연에 대한 우려도 4 분기 실적 호조가 확인되면서 경감될 것이다.

### 국내 방산업체 실적요약

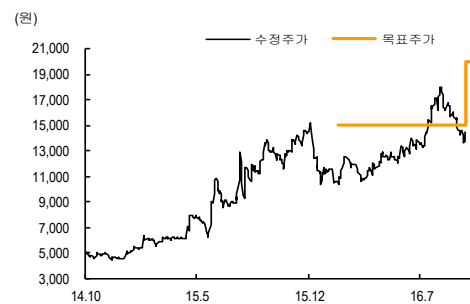
(단위: 백만달러)

Company	FY	Sales	OP	Net Income	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	Net Debt
한국항공우주산업	2014	2,199.4	153.2	105.6	1.1	34.9	9.7	3.7	15.5	16.1	301.8
	2015	2,564.9	252.6	159.6	1.6	42.2	10.2	6.5	20.0	25.9	339.2
	2016E	3,049.5	331.5	251.3	2.6	24.6	12.8	5.0	15.2	21.8	304.7
	2017E	3,674.3	398.9	301.5	3.1	20.5	15.5	4.1	12.5	21.6	231.3
	2018E	4,177.0	455.6	346.2	3.6	17.8	18.6	3.4	11.0	20.5	174.0
한화테크윈	2014	2,485.1	7.5	(112.9)	(2.1)	-	28.3	0.8	14.5	0.5	9.8
	2015	2,310.6	(52.7)	5.1	0.1	329.2	35.9	0.8	101.0	(3.1)	(636.6)
	2016E	2,973.2	158.6	254.2	4.8	12.3	41.9	1.4	14.6	12.2	241.8
	2017E	3,870.5	214.5	160.7	3.0	19.5	44.7	1.3	11.4	7.0	184.7
	2018E	4,112.4	240.7	181.6	3.4	17.3	47.8	1.2	9.9	7.4	7.5
엘아이지넥스원	2014	1,330.3	68.4	48.0	2.4	-	16.4	-	-	-	94.5
	2015	1,683.1	99.2	73.4	3.6	25.6	22.3	3.9	13.3	24.0	(5.3)
	2016E	1,775.4	106.7	82.5	3.8	18.3	25.9	2.7	10.3	15.3	21.2
	2017E	2,037.5	138.7	105.8	4.8	14.3	29.8	2.3	8.4	17.2	15.7
	2018E	2,396.9	171.8	138.2	6.3	11.0	34.8	2.0	6.8	18.8	(16.9)
아이쓰리시스템	2014	29.4	4.4	5.0	1.8	-	8.2	-	-	-	5.3
	2015	34.5	4.5	5.7	2.0	26.6	13.1	3.9	20.8	14.1	(13.8)
	2016E	47.2	6.7	7.6	2.3	19.4	15.1	2.9	-	15.7	-
	2017E	59.1	9.1	9.1	2.7	16.5	16.9	2.6	-	16.8	-
	2018E	71.1	11.4	11.2	3.3	13.3	19.2	2.3	-	18.4	-

자료: Bloomberg, SK 증권

## 투자 의견 변경

일시	투자 의견	목표주가
2016.10.25	매수	20,000원
2016.02.23	매수	15,000원



## 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 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자 판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 10월 25일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

### 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	508	794	1,835	2,057	2,346
현금및현금성자산	99	222	257	287	304
매출채권및기타채권	122	114	335	376	435
재고자산	206	274	802	902	1,043
<b>비유동자산</b>	839	848	905	928	967
장기금융자산	27	21	21	21	21
유형자산	707	697	700	706	719
무형자산	102	126	151	173	195
<b>자산총계</b>	1,347	1,641	2,740	2,985	3,313
<b>유동부채</b>	503	695	1,427	1,527	1,675
단기금융부채	336	270	180	125	55
매입채무 및 기타채무	110	154	452	508	587
단기충당부채	5	7	19	22	25
<b>비유동부채</b>	201	159	406	406	408
장기금융부채	139	104	351	352	352
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	703	854	1,833	1,933	2,083
<b>지배주주지분</b>	643	787	906	1,052	1,229
자본금	532	673	674	674	674
자본잉여금	145	144	144	144	144
기타자본구성요소	-35	-35	-35	-35	-35
자기주식	-35	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	1	5	124	273	454
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	643	787	906	1,052	1,229
<b>부채외자본총계</b>	1,347	1,641	2,740	2,985	3,313

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	28	130	-74	157	164
당기순이익(손실)	16	12	122	150	181
비현금성항목등	50	38	78	87	99
유형자산감가상각비	16	16	16	16	17
무형자산감각비	8	5	7	8	10
기타	3	1	6	-2	-2
운전자본감소(증가)	-39	80	-236	-33	-57
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	28	-218	-42	-59
재고자산감소(증가)	-12	-65	-529	-100	-141
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	44	293	56	79
기타	-17	73	218	52	63
법인세납부	0	0	-37	-48	-58
<b>투자활동현금흐름</b>	-27	-24	-33	-50	-58
금융자산감소(증가)	-5	11	15	0	0
유형자산감소(증가)	-1	-6	-19	-22	-30
무형자산감소(증가)	-23	-31	-31	-31	-31
기타	2	2	2	3	4
<b>재무활동현금흐름</b>	-12	17	142	-77	-90
단기금융부채증가(감소)	-8	-22	-30	-55	-70
장기금융부채증가(감소)	-9	-87	187	0	0
자본의증가(감소)	23	141	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-18	-15	-16	-22	-20
<b>현금의 증가(감소)</b>	-11	123	35	30	17
기초현금	110	99	222	257	287
기말현금	99	222	257	287	304
FCF	-38	89	-126	100	100

자료 : 휴니드, SK증권 추정

### 손익계산서

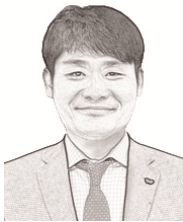
월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	403	605	1,775	1,995	2,306
<b>매출원가</b>	339	505	1,505	1,656	1,914
<b>매출총이익</b>	64	100	270	339	392
매출총이익률 (%)	15.9	16.5	15.2	17.0	17.0
<b>판매비와관리비</b>	60	79	99	127	139
영업이익	4	21	171	212	253
영업이익률 (%)	1.0	3.4	9.6	10.6	11.0
비영업손익	14	-17	-12	-15	-14
<b>순금융비용</b>	21	15	13	19	16
외환관련손익	0	-1	2	2	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	3	160	197	239
세전계속사업이익률 (%)	4.5	0.6	9.0	9.9	10.4
계속사업법인세	2	-8	37	48	58
<b>계속사업이익</b>	16	12	122	150	181
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	12	122	150	181
<b>순이익률 (%)</b>	4.1	1.9	6.9	7.5	7.9
지배주주	16	12	122	150	181
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.09	1.93	6.88	7.49	7.85
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	11	3	118	146	177
지배주주	11	3	118	146	177
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	29	42	194	237	280

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-29.1	50.2	193.3	12.4	15.6
영업이익	73.1	429.8	728.2	24.0	19.3
세전계속사업이익	흑전	-81.4	4,683.2	23.6	21.0
EBITDA	-4.1	45.9	366.6	22.0	18.0
EPS(계속사업)	흑전	-36.0	791.3	22.5	21.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.6	1.6	14.4	15.3	15.9
ROA	1.2	0.8	5.6	5.2	5.8
EBITDA마진	7.1	6.9	10.9	11.9	12.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	100.9	114.2	128.6	134.7	140.0
부채비율	109.3	108.5	202.2	183.7	169.5
순차입금/자기자본	50.9	13.8	27.1	15.3	6.0
EBITDA/이자비용(배)	1.2	2.3	12.4	10.7	14.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	158	101	901	1,104	1,336
BPS	6,048	5,845	6,632	7,698	8,994
CFPS	394	283	1,072	1,287	1,532
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	46.1	149.8	20.0	16.3	13.5
PER(최저)	22.1	44.6	11.5	9.4	7.8
PBR(최고)	1.2	2.6	2.7	2.3	2.0
PBR(최저)	0.6	0.8	1.6	1.3	1.2
PCR	11.6	53.5	13.5	11.3	9.5
EV/EBITDA(최고)	37.9	51.9	13.9	11.0	9.0
EV/EBITDA(최저)	24.3	14.4	8.5	6.6	5.3



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	175 억원
발행주식수	3,492 만주
자사주	20 만주
액면가	500 원
시가총액	2,451 억원
주요주주	
글로벌오토트레이딩(외1)	56.95%
신영자산운용(외2)	6.78%
외국인지분률	10.30%
배당수익률	1.40%

## Stock Data

주가(16/10/24)	6,920 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	9,890 원
52주 최저가	5,330 원
60일 평균 거래대금	14 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.7%	-17.6%
6개월	3.7%	3.1%
12개월	10.4%	10.9%

화신 (010690/KS | Not Rated)

## 해외법인이 주도하는 실적개선 지속

하반기에도 실적의 키워드는 환율이다. 해알화 강세 등 환율의 우호적인 움직임으로 어닝서프라이즈는 지속될 것이다. 거래처 다변화도 결실을 맺고 있다. 테슬라를 시작으로 중국 로컬업체에 대한 매출이 순조롭게 이루어지고 있다. 내수부문의 주춤한 실적에도 불구하고 해외법인의 고른 선전으로 실적호조는 지속될 전망이다. 2016년 연결기준 예상매출액 1.26 조원, 영업이익 710 억원, 순이익은 672 억원이다.

## 하반기도 키워드는 환율

하반기에도 실적의 키워드는 환율이다. 상반기 해알화 강세 등 환율의 우호적인 움직임으로 어닝서프라이즈를 기록했다. 국내는 완성차 출하량이 정체 상태를 보이고 있어 큰 이슈가 없다. 해외법인의 실적이 전체 실적을 좌우할 수 밖에 없다. 특히 해알화의 움직임이 적극적이다. 연초에 원/해알 환율이 저점을 형성한 후 꾸준히 올라오고 있다. 10/21 일 현재 360 원/해알까지 회복하였다.

## 거래처 다변화의 시작

매출의 대부분은 현대기아차그룹에서 발생한다. 그렇다 보니 향후 성장과 수익성의 개선을 위해서는 매출처 다변화는 필수적인 요인이다. 그 첫 단추는 테슬라였다. 지난해 5월 모델 S를 시작으로 7월에는 모델 X에도 브레이크페달을 공급하고 있다. 중국 로컬업체에 대한 직납품의 중요성도 커지고 있다. 2015년 6월 중국 로컬업체인 해납천과 JV를 설립하였다. 최근 화신해납천 JV가 중국 로컬업체로의 매출발생이 시작된 것으로 알려지고 있으며 물량증가 가능성이 높아진 상황이다.

## 해외법인이 주도하는 실적개선 지속

2016년 연결기준 매출액 1.26 조원, 영업이익 710 억원, 순이익 672 억원으로 턱여라운드가 확실히 되고 있다. 내수부문의 주춤한 실적에도 불구하고 해외법인의 고른 선전이 예상되기 때문이다. 브라질법인은 해알화의 강세 반전, 인도법인은 크레타 물량증가와 단가인상으로 인한 ASP 상승 효과, 미국법인은 산타페 생산 증가, 중국법인은 기저효과 및 북경현대 출고량 증가의 수혜가 예상된다. 특히 해알화의 강세가 이어지고 있어 3분기에도 실적호조에는 변함이 없을 것으로 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	14,904	16,261	14,835	13,136	12,517
yoy	%	N/A(IFRS)	9.1	-8.8	-11.5	-4.7
영업이익	억원	714	989	664	412	192
yoy	%	N/A(IFRS)	38.6	-32.9	-38.0	-53.4
EBITDA	억원	1,082	1,429	1,106	883	698
세전이익	억원	555	864	304	233	-138
순이익(지배주주)	억원	347	236	10	440	-232
영업이익률%	%	4.8	6.1	4.5	3.1	1.5
EBITDA%	%	7.3	8.8	7.5	6.7	5.6
순이익률	%	2.6	1.5	0.1	3.3	-2.0
EPS	원	993	677	29	1,259	-664
PER	배	12.6	14.9	399.2	5.8	N/A
PBR	배	1.3	1.0	1.2	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.4	3.1	4.8	4.7	6.3
ROE	%	N/A(IFRS)	7.0	0.3	12.4	-6.3
순차입금	억원	146	641	1,329	1,548	2,180
부채비율	%	144.5	132.9	133.6	145.6	147.8



## 하반기도 키워드는 환율

하반기에도 실적의 키워드는 환율,  
상반기 해알화 강세로  
어닝서프라이즈 기록, 하반기에도  
지속될 것으로 전망

하반기에도 실적의 키워드는 환율이다. 상반기 해알화 강세 등 환율의 우호적인 움직임으로 어닝서프라이즈를 기록했다. 국내는 완성차 출하량이 정체 상태를 보이고 있어 큰 이슈가 없다. 해외법인의 실적이 전체 실적을 좌우할 수 밖에 없다. 특히 해알화의 움직임이 극적이다. 유가 하락 등 브라질의 경제불안이 고조되면서 2015 년초 413 원/헤알 환율이 연말에는 297 원/헤알까지 하락하였고 브라질 법인의 실적은 크게 악화되었다. 2016 년에는 그 반대의 현상이 나타나고 있다. 연초에 원/헤알 환율이 저점을 형성한 후 꾸준히 올라오고 있다. 10/21 일 현재 360 원/헤알까지 회복하였다.

해외법인, 매출은 현지통화로,  
CKD 수입은 달러로 인식

해외법인의 경우 매출은 현지통화로, 원재료인 CKD 는 달러로 인식된다. 부채도 대부분 달러표시 통화이다. 지난해 해알화와 루피화의 약세가 심화되면서 해당 법인의 실적은 악화일로였다. 특히 브라질법인은 해알화가 급락하면서 연간 순이익률이 -72%까지 하락하였다. 금년 들어 해알화의 강세 전환으로 상반기 순이익률은 50%까지 개선되었다. 이에 반해 가동률과 생산성 등 생산관련 지표는 안정적이다. 하반기에도 브라질법인의 호실적에는 변함이 없을 것으로 전망된다. 하반기 매출액 281 억원, 순이익률 49.8%를 기록할 것으로 전망된다.

브라질법인 실적추이

(단위: 억원)

		2013	2014	2015	2016E
브라질법인	매출액	707	780	602	572
	순이익	(216)	(127)	(428)	278
	순이익률	-30.6%	-16.3%	-71.1%	48.6%

자료: 화신, SK 증권 추정

원/헤알 추이

(단위: 원/헤알)



자료: Bloomberg

헤알/달러 추이

(단위: 헤알/달러)



자료: Bloomberg

## 거래처 다변화의 시작

### 매출처 다변화의 시작은 테슬라로부터

매출의 대부분은 현대기아차그룹에서 발생한다. 그렇다 보니 향후 성장과 수익성의 개선을 위해서는 매출처 다변화는 필수적인 요인이다. 그 첫 단추는 테슬라였다. 지난해 5월 모델 S를 시작으로 7월에는 모델 X에도 브레이크페달(패드, 핀 모듈 등)을 공급하고 있다(브레이크페달에 국한되어 절대적인 매출은 아직 크지 않은 상황). 내년 출시 예정인 모델 3 공급에는 실패했으나 샤시 등 단가가 높고 동사의 주력품목에 대해서는 추가적인 선정가능성은 여전히 열려있다.

### 중국 로컬업체에 대한 직납품도 개시

실질적인 의미에서는 중국 로컬업체에 대한 직납품의 중요성을 무시할 수 없다. 2015년 6월 중국 로컬업체인 해납천과 JV(화신해납천기차부건유한공사)를 설립하였다. 지분율은 화신 26%, 북경화신 25%, 해납천이 49%이다. 북경현대차 창주공장에 대한 안정적 부품 공급과 아울러 현지 로컬 완성차업체에 대한 공급을 염두한 것으로 판단된다. 참고로 해납천은 북경기차의 자회사로 30개 부품사를 보유한 부품 지주회사이다. 최근 화신해납천 JV가 중국 로컬업체로의 매출발생이 시작된 것으로 알려지고 있으며 물량증가 가능성이 높아진 상황이다.

#### 테슬라 부품 공급 현황

일시	모델명	공급 부품
2015.06	Model S	Brake Pedal Assy, Pad, Pin Assy, Clip
2015.07	Model X	Brake Pedal Assy, Pad, Pin Assy, Clip

자료: 화신 언론자료

#### 화신해납천기차부건유한공사 지분율

(단위: %)

주주	지분율
화신	26%
북경화신	26%
해납천	49%

자료: 화신

## 해외법인 개선에 힘입어 턴어라운드는 지속

내수부문의 주춤한 실적에도  
불구하고 해외법인의 고른 선전이  
턴어라운드를 견인

2016 년 연결기준 매출액 1.26 조원, 영업이익 710 억원, 순이익 672 억원으로 턴어라운드가 확실히 되고 있다. 내수부문의 주춤한 실적에도 불구하고 해외법인의 고른 선전이 예상되기 때문이다. 브라질법인은 해알화의 강세 반전, 인도법인은 크레타 물량증가와 단가인상으로 인한 ASP 상승 효과, 미국법인은 산타페 생산 증가, 중국법인은 기저효과 및 북경현대 출고량 증가의 수혜가 예상된다. 특히 해알화의 강세가 이어지고 있어 3 분기에도 실적호조에는 변함이 없을 것으로 예상된다.

### 실적추이

(단위: 억원)

		2013	2014	2015	2016E
화신	매출액	6,643	5,984	5,968	5,908
	순이익	508	706	512	472
	순이익률	7.6%	11.8%	8.6%	8.0%
새화신	매출액	1,374	1,424	1,318	1,287
	순이익	23	122	3	(22)
	순이익률	1.7%	8.6%	0.2%	-1.7%
중국법인	매출액	3,056	2,914	2,600	2,530
	순이익	292	249	132	221
	순이익률	9.6%	8.5%	5.1%	8.7%
미국법인	매출액	3,587	3,621	3,985	4,120
	순이익	25	(80)	(27)	60
	순이익률	0.7%	-2.2%	-0.7%	1.5%
인도법인	매출액	2,155	1,757	1,885	1,944
	순이익	(303)	(134)	(179)	(86)
	순이익률	-14.1%	-7.6%	-9.5%	-4.4%
브라질법인	매출액	707	780	602	572
	순이익	(216)	(127)	(428)	278
	순이익률	-30.6%	-16.3%	-71.1%	48.6%
연결합	매출액	14,835	13,136	12,517	12,611
	영업이익	664	412	192	710
	영업이익률	4.5%	3.1%	1.5%	5.6%
	세전이익	304	233	-138	907
	순이익	16	439	-246	672

자료: 화신, SK 증권 추정

## 투자 의견 변경

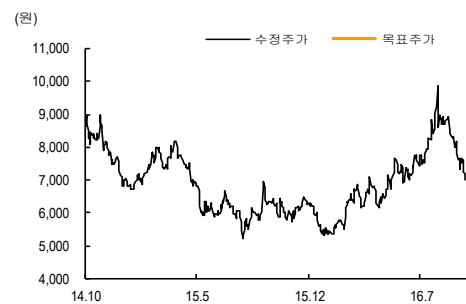
일시

투자 의견

목표주가

2016.10.25

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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 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 10월 25일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>비유동자산</b>	5,787	4,969	4,156	5,173	4,515
장기금융자산	1,329	872	944	1,620	912
유형자산	2,749	2,569	1,642	1,626	1,756
무형자산	1,238	1,151	1,129	1,375	1,424
<b>유동자산</b>	3,092	3,567	3,660	4,102	4,490
현금및현금성자산	260	283	252	280	239
매출채권및기타채권	2,746	3,186	3,305	3,737	4,018
재고자산	52	47	47	46	47
<b>자산총계</b>	8,879	8,536	7,816	9,275	9,005
<b>비유동부채</b>	4,150	3,725	3,123	3,982	3,683
장기금융부채	744	795	1,334	2,053	1,705
장기매입채무 및 기타채무	3,063	2,727	1,577	1,778	1,759
장기충당부채				11	8
<b>유동부채</b>	1,096	1,146	1,348	1,517	1,688
단기금융부채	788	727	958	1,198	1,429
매입채무 및 기타채무					
단기충당부채	102	93	85	50	34
<b>부채총계</b>	5,247	4,872	4,470	5,499	5,371
<b>지배주주지분</b>	3,360	3,401	3,327	3,759	3,628
자본금	175	175	175	175	175
자본잉여금	199	191	60	60	60
기타자본구성요소	-10	-31	-40	-40	-40
자기주식	-10	-31	-40	-40	-40
이익잉여금	3,053	3,235	3,277	3,661	3,397
비지배주주지분	272	263	18	17	6
<b>자본총계</b>	3,632	3,664	3,346	3,776	3,634
<b>부채외자본총계</b>	8,879	8,536	7,816	9,275	9,005

현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	676	549	302	700	291
당기순이익(손실)	379	246	16	439	-246
비현금성항목등	674	1,138	956	391	890
유형자산감가상각비	363	437	440	469	503
무형자산감각비	5	3	3	3	2
기타	306	698	513	-81	385
운전자본감소(증가)	-229	-284	-309	-193	-204
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-192	-340	1,682	110	-42
재고자산감소(증가)	-298	9	-27	-241	-75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	285	200	-1,839	87	-94
기타	-408	-833	3,239	71	-78
법인세납부	-173	-548	-339		-86
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,034	-1,026	-793	-922	-831
금융자산감소(증가)	-51	16	23	-105	91
유형자산감소(증가)	-975	-1,050	-809	-830	-762
무형자산감소(증가)	-8	-1	-3	-2	-4
기타	2	9	5	3	1
<b>재무활동현금흐름</b>	710	97	530	901	-177
단기금융부채증가(감소)	222	77	939	-64	-925
장기금융부채증가(감소)	526	93	18	1,004	778
자본의증가(감소)		2			
배당금의 지급	38	38	38	39	33
기타		2	1	0	3
<b>현금의 증가(감소)</b>	352	-456	72	676	-708
기초현금	977	1,329	872	944	1,620
기말현금	1,329	872	944	1,620	912
FCF	N/A(IFRS)	-323	-332	173	8

자료 : 화신 SK증권 추정

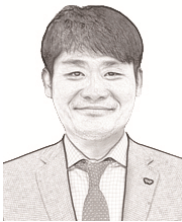
손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	14,904	16,261	14,835	13,136	12,517
<b>매출원가</b>	13,551	14,569	13,264	11,811	11,370
<b>매출총이익</b>	1,353	1,691	1,572	1,325	1,147
매출총이익률 (%)	9.1	10.4	10.6	10.1	9.2
<b>판매비와관리비</b>	639	702	908	914	955
영업이익	714	989	664	412	192
영업이익률 (%)	4.8	6.1	4.5	3.1	1.5
비영업손익	-159	-126	-359	-178	-330
<b>순금융비용</b>	-8	-3	42	48	65
외환관련손익	-202	-129	-270	-45	-267
<b>관계기업투자등 관련손익</b>		1	4	-13	
세전계속사업이익	555	864	304	233	-138
세전계속사업이익률 (%)	3.7	5.3	2.1	1.8	-1.1
계속사업법인세	175	618	288	-206	108
<b>계속사업이익</b>	379	246	16	439	-246
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	379	246	16	439	-246
<b>순이익률 (%)</b>	2.6	1.5	0.1	3.3	-2.0
지배주주	347	236	10	440	-232
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.33	1.45	0.07	3.35	-1.85
비지배주주	33	9	6	-1	-14
<b>총포괄이익</b>	347	112	38	464	-109
지배주주	320	109	34	464	-99
비지배주주	27	3	4	-1	-11
EBITDA	1,082	1,429	1,106	883	698

주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	N/A(IFRS)	9.1	-8.8	-11.5	-4.7
영업이익	N/A(IFRS)	38.6	-32.9	-38.0	-53.4
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	55.7	-64.8	-23.4	적전
EBITDA	N/A(IFRS)	32.1	-22.6	-20.2	-21.0
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	-31.8	-95.8	4,311.0	적전
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	N/A(IFRS)	7.0	0.3	12.4	-6.3
ROA	N/A(IFRS)	2.8	0.2	5.1	-2.7
EBITDA마진	7.3	8.8	7.5	6.7	5.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	139.4	133.4	133.1	129.9	122.6
부채비율	144.5	132.9	133.6	145.6	147.8
순차입금/자기자본	4.0	17.5	39.7	41.0	60.0
EBITDA/이자비용(배)	27.8	31.5	17.0	9.6	6.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	993	677	29	1,259	-664
BPS	9,652	9,827	9,644	10,880	10,504
CFPS	2,046	1,936	1,296	2,611	785
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER 최고	22.4	20.3	539.3	10.5	N/A
최저	12.5	12.1	343.6	5.8	N/A
PBR 최고	2.3	1.4	1.6	1.2	0.8
최저	1.3	0.8	1.0	0.7	0.5
PCR	6.1	5.2	8.8	2.8	8.1
EV/EBITDA 최고	7.6	4.0	6.1	7.0	7.3
최저	4.4	2.6	4.3	4.7	5.8

# SK COMPANY Analysis



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

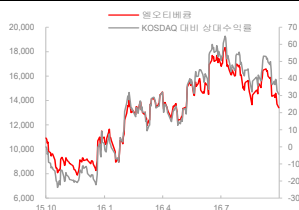
## Company Data

자본금	60 억원
발행주식수	1,201 만주
자사주	21 만주
액면가	500 원
시가총액	1,646 억원
주요주주	
오흥식(외3)	30.00%
고려용접봉(외3)	8.78%
외국인지분률	0.90%
배당수익률	0.20%

## Stock Data

주가(16/10/24)	13,400 원
KOSDAQ	647.88 pt
52주 Beta	1.52
52주 최고가	18,350 원
52주 최저가	7,881 원
60일 평균 거래대금	17 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.8%	-2.0%
6개월	-5.2%	2.1%
12개월	19.7%	26.0%

## 엘오티베콤 (083310/KQ | Not Rated)

### 하반기 실적이 기대되는 이유

국내 유일의 진공기술을 보유한 기업으로서 반도체, 디스플레이 공정에 필요한 건식진공 펌프를 생산한다. 주요 거래처인 삼성전자와 더불어 SK 하이닉스의 매출 비중이 점점 상승하면서 향후 반도체 설비 투자 증가에 따른 수혜가 예상된다. 또 외산 장비 위주의 OLED 시장 진입에 성공하면서 수익성 개선에 더욱 가속도가 붙을 전망이다.

### 건식진공펌프 생산 전문 기업

국내 유일의 진공기술을 보유한 기업으로서 반도체, 디스플레이, 태양광 산업의 전공정에서 주로 사용되는 건식진공펌프를 생산한다. 지난해 기준 매출 비중은 건식진공펌프 71%, 플라즈마 장비 7%, 유지보수 등 기타 22%이다. 주요 거래처인 삼성전자 내에서 Edward Korea 등과 함께 높은 진공장비 점유율을 기록하고 있다.

### SK 하이닉스向 매출 증가

그 동안 10% 미만이었던 SK 하이닉스向 매출 비중이 올해 상반기 약 17%까지 상승했다. 반도체 회로의 선폭이 점점 줄어들면서 완벽한 오염 제거의 중요성이 높아짐에 따라 부산물 처리능력이 뛰어난 진공펌프의 중요성도 함께 부각되는 가운데, SK 하이닉스에서도 동사의 건식진공펌프 도입을 확대하면서 향후 반도체 설비 투자 증가에 따른 수혜가 기대된다.

### 산업군의 확대

올해 7 월, 국내 디스플레이 업체에 OLED 장비 공급계약을 공시하면서 반도체 산업 외 여타 산업군으로의 매출 확장이 일어나고 있다. 특히 디스플레이 산업 내에서 외산 펌프 장비 사용 비중이 높았다는 점을 고려했을 때, 동사의 디스플레이 시장 진입은 고무적이라는 판단이다. 또 기존의 습식진공펌프들은 오일(Oil)의 주기적 교체로 인한 환경오염 문제가 대두되기 시작하면서 철강, 화학, 의약 등 다양한 산업 내에서 친환경 플라즈마 처리 시스템이 도입된 건식진공펌프로의 대체가 활발히 일어날 것으로 기대된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	726	838	885	1,239	1,365
yoy	%	9.0	15.3	5.6	40.0	10.2
영업이익	억원	49	36	57	103	113
yoy	%	4.6	-26.2	56.5	80.4	9.9
EBITDA	억원	73	61	85	132	146
세전이익	억원	52	35	62	110	122
순이익(지배주주)	억원	49	31	49	82	93
영업이익률%	%	6.8	4.4	6.4	8.3	8.3
EBITDA%	%	10.0	7.3	9.7	10.6	10.7
순이익률	%	6.8	3.8	6.3	7.0	7.1
EPS	원	410	262	409	682	772
PER	배	9.5	21.8	10.2	13.3	17.4
PBR	배	0.8	1.1	0.8	1.5	2.0
EV/EBITDA	배	6.2	10.1	4.3	7.8	10.2
ROE	%	9.4	5.5	7.9	12.0	12.0
순차입금	억원	-15	-82	-138	-86	-154
부채비율	%	18.2	28.3	31.5	25.3	31.7

## 거래처의 다변화

SK 하이닉스向 매출 비중 확대,  
반도체 설비투자 증가 수혜 기대

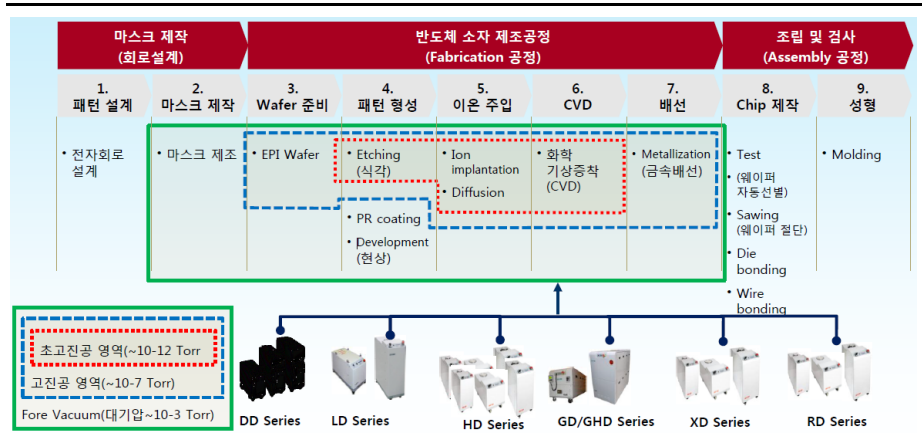
지난해부터 SK 하이닉스向 반도체 건식진공펌프의 의미 있는 매출이 발생하면서 10% 미만이었던 매출 비중이 올해 상반기 약 17%까지 상승했다. 주요 고객사인 삼성전자와 더불어 SK 하이닉스에서도 동사의 건식진공펌프 도입을 확대하면서, 향후 반도체 설비 투자 증가에 따른 수혜가 기대된다.

반도체 회로 선폭이 줄어들면서  
완벽한 오염 제거의 중요성은 더욱  
부각되는 중

반도체 제조 과정에서 발생하는 공정 부산물들을 제거하는데 활용되는 건식진공펌프는 진공환경을 필요로 하는 전공정에서 주로 사용되고 있다. 특히 초고진공 영역으로 분류되는 Etching/CVD 공정에서는 반드시 필요한 설비이다. 반도체 회로의 선폭이 점점 줄어들면서 완벽한 오염 제거의 중요성이 높아짐에 따라 부산물 처리 능력이 뛰어난 진공펌프의 중요성도 함께 부각되고 있다.

건식진공펌프의 제품 수명주기는 약 5~7 년으로 주기적인 교체가 필요한 소모성 제품이다. 부산물을 제거하는 과정에서 내부에 노폐물이 축적되는 경우가 많기 때문이다. 따라서 유지보수가 지속적으로 필요할 뿐만 아니라 수명주기에 맞춘 교체 수요도 꾸준히 발생한다. 거래처의 다변화가 안정적 매출 성장을 유발하는 이유다.

### 반도체 제조 공정 중 주요 적용 영역



자료 : 엘오티베쿰, SK 증권

## 산업군(群)의 확대

### 태양광, 디스플레이 등 다양한 산업 내 장비 공급 확대

반도체 산업 외 여타 산업군 매출도 늘어나고 있다. 지난해 한화로부터 13억원 규모의 태양광 공정용 건식진공펌프 신규 공급계약을 체결했으며, 올해 7 월에는 국내 디스플레이 업체에 OLED 장비 공급계약을 공시한 바 있다. 특히 디스플레이 산업 내에서 외산 펌프 장비 사용 비중이 높았다는 점을 고려했을 때, 동사의 디스플레이 시장 진입은 고무적이라는 판단이다.

### 환경오염 문제 부각으로 친환경 플라즈마 건식진공펌프 수요 늘어날 것

반도체 및 디스플레이, 태양광 뿐만 아니라 철강, 화학, 의약 등 다양한 산업 내에서 진공펌프의 수요는 갈수록 증가할 것으로 예상된다. 특히 기존의 습식진공펌프들은 오일(Oil)의 주기적 교체로 인한 환경오염 문제가 대두되기 시작하면서 사용도가 점차 감소하고, 친환경 플라즈마 처리 시스템이 도입된 건식진공펌프로의 대체가 활발히 일어날 것으로 기대된다.

## 산업별 주요 제품

**Semiconductor, SOLAR**



- DD 105
- DD 255
- HD 120

**SEMI, SOLAR, LED**



- DD 2000HP
- DD 2000HPL
- LD 1000P
- LD 120
- HD 1200

**LCD, AMOLED, SEMI, SOLAR**



- GD 400
- GD 3000
- GD 4000

**AMOLED, SOLAR, SEMI, Industrial**



- GHD 800
- GHD 2700
- GHD 2500
- GHD 4400

**Focus on Our Products**

자료 : 엘오티베콤, SK 증권

## 건식진공펌프와 습식진공펌프 비교

	건식진공펌프	습식진공펌프
내구성	- 짧은 배기경로로 오염도 낮음 - Harsh 환경에서 내구성 우수	- 배기경로가 길어 오염가능성 높음 - Harsh 환경에 부적합
친환경	- 회전체에 오일(Oil)을 사용하지 않아 펌프 자체의 배출물이 거의 없음	- 진공 형성을 위한 오일(Oil)의 주기적 교체로 환경 오염 가능성 높음
효율성	- 공정 부산물 처리에 유리 - 용적이 큰 편	- 고정부산물에 취약 - 구조상 용적이 크지 않음

자료 : 엘오티베콤, SK 증권



## 진공펌프 설비 모식도



자료 : Edwards Vacuum, SK 증권

## 하반기 실적이 기대되는 이유

**디스플레이 부문 매출이 발생하는  
3 분기 부터 본격적인 실적 개선  
기대**

디스플레이 장비 매출의 발생으로 올해 연간 1,300 억대 매출 달성은 무난할 것으로 전망된다. 반도체 장비에 비해 큰 용량이 필요한 OLED 제조 장비는 ASP 가 높기 때문에 이익률 개선에도 크게 기여할 것으로 보인다. 영업이익률은 2 분기 영업이익 적자 기록에도 불구하고 지난해와 비슷한 8%대를 기록할 수 있을 것으로 판단된다.

본격적인 디스플레이 부문 매출이 발생하는 3 분기 매출은 YoY 11.7% 상승한 373 억, 영업이익은 YoY 44.5% 상승한 39 억을 달성할 것으로 전망된다. 연간 실적 또한 SK 하이닉스向 반도체 매출과 OLED 장비 매출 증가에 힘입어 매출 1,365 억(YoY +10.1%), 영업이익 113 억(YoY +9.7%) 기록이 예상된다.

### 제품별 실적전망

(단위 : 억)

	2015	2016				2016E
		1Q 16	2Q 16	3Q 16E	4Q 16E	
매출액	1,239	305	186	373	501	1,365
반도체	1,223	286	183	261	296	1,026
태양광	7	18	2	20	18	58
디스플레이/기타	9	1	1	92	187	281
영업이익	103	36	-15	39	53	113

자료 : 엘오티베쿰, SK 증권

## 투자의견변경

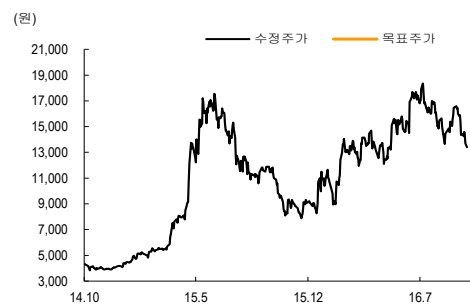
일시

투자의견

목표주가

2016.10.25

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 (2016 년 10 월 25 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

### 대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016E
<b>유동자산</b>	275	379	434	369	506
현금및현금성자산	8	37	136	51	186
매출채권및기타채권	50	79	110	73	80
재고자산	207	211	176	205	226
<b>비유동자산</b>	373	397	422	556	589
장기금융자산	16	17	19	20	17
유형자산	267	277	283	367	344
무형자산	60	68	81	122	162
<b>자산총계</b>	648	776	855	925	1,094
<b>유동부채</b>	74	142	173	140	194
단기금융부채	0	0	0	0	40
매입채무 및 기타채무	35	83	105	68	75
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	26	29	32	47	70
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	20	20	21	35	58
<b>부채총계</b>	100	171	205	187	264
<b>지배주주지분</b>	548	603	642	726	814
자본금	54	55	56	57	60
자본잉여금	118	123	123	123	123
기타자본구성요소	-20	0	-10	-10	-11
자기주식	-20	0	-10	-10	-11
이익잉여금	397	426	473	554	639
비지배주주지분		2	8	12	17
<b>자본총계</b>	548	605	650	738	831
<b>부채외자본총계</b>	648	776	855	925	1,094

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016E
<b>영업활동현금흐름</b>	80	65	95	90	99
당기순이익(손실)	49	32	55	86	97
비현금성항목등	65	84	65	97	78
유형자산감가상각비	21	23	23	26	27
무형자산감가상각비	3	2	5	3	6
기타	41	59	34	50	23
운전자본감소(증가)	-36	-45	-14	-85	-34
매출채권및기타채권의 감소(증가)	30	-33	-25	44	-8
재고자산감소(증가)	2	-21	29	-26	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	47	20	-42	22
기타	26	-105	-39	-61	-21
법인세납부	-1	-7	-12	-9	-43
<b>투자활동현금흐름</b>	-104	-79	-6	-177	-11
금융자산감소(증가)	-3	-40	41	-37	31
유형자산감소(증가)	-86	-32	-32	-90	0
무형자산감소(증가)	-10	-10	-18	-46	-46
기타	6	18	3	-5	4
<b>재무활동현금흐름</b>	-1	43	10	3	47
단기금융부채증가(감소)	-1	16	20	3	47
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	27	-10	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-25	29	99	-85	135
기초현금	33	8	37	136	51
기말현금	8	37	136	51	186
FCF	5	45	55	-44	65

자료 : 엘오티베쿰, SK증권 추정

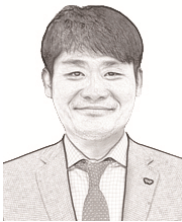
### 손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016E
<b>매출액</b>	726	838	885	1,239	1,365
<b>매출원가</b>	501	610	644	890	985
<b>매출총이익</b>	225	227	241	349	380
매출총이익률 (%)	31.0	27.2	27.2	28.2	27.8
<b>판매비와관리비</b>	176	191	184	246	267
영업이익	49	36	57	103	113
영업이익률 (%)	6.8	4.4	6.4	8.3	8.3
비영업손익	2	-1	5	7	9
<b>순금융비용</b>	-3	-2	-3	-3	-2
외환관련손익	-1	-1	2	2	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>			0	0	0
세전계속사업이익	52	35	62	110	122
세전계속사업이익률 (%)	7.1	4.2	7.0	8.9	9.0
계속사업법인세	2	3	7	23	25
<b>계속사업이익</b>	49	32	55	86	97
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	32	55	86	97
<b>순이익률 (%)</b>	6.8	3.8	6.3	7.0	7.1
지배주주	49	31	49	82	93
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.79	3.76	5.56	6.61	6.79
비지배주주		1	6	4	5
<b>총포괄이익</b>	49	31	55	88	93
지배주주	49	30	49	84	88
비지배주주		1	6	4	5
EBITDA	73	61	85	132	146

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	9.0	15.3	5.6	40.0	10.2
영업이익	4.6	-26.2	56.5	80.4	9.9
세전계속사업이익	21.8	-31.5	75.7	76.2	11.5
EBITDA	7.1	-16.1	39.5	54.3	10.7
EPS(계속사업)	26.7	-36.1	56.3	66.6	13.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.4	5.5	7.9	12.0	12.0
ROA	7.7	4.5	6.8	9.7	9.7
EBITDA마진	10.0	7.3	9.7	10.6	10.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	370.7	266.9	250.3	264.4	260.8
부채비율	18.2	28.3	31.5	25.3	31.7
순차입금/자기자본	-2.7	-13.5	-21.3	-11.7	-18.5
EBITDA/이자비용(배)	2,733.8	667.9	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	410	262	409	682	772
BPS	4,729	5,023	5,347	6,042	6,774
CFPS	606	468	645	923	1,045
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.8	25.7	14.5	25.7	23.8
PER(최저)	8.9	13.2	9.4	6.0	10.7
PBR(최고)	1.2	1.3	1.1	2.9	2.7
PBR(최저)	0.8	0.7	0.7	0.7	1.2
PCR	6.4	12.2	6.4	9.9	12.8
EV/EBITDA(최고)	9.2	12.1	6.9	15.5	14.3
EV/EBITDA(최저)	5.9	5.7	4.0	3.2	6.0

# SK COMPANY Analysis



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

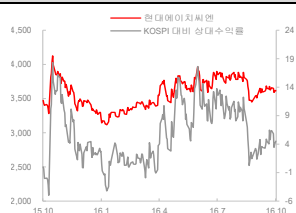
## Company Data

자본금	539 억원
발행주식수	10,789 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,895 억원
주요주주	
현대홈쇼핑(외8)	69.27%
FIDELITY(외6)	7.10%
외국인지분률	35.20%
배당수익률	1.10%

## Stock Data

주가(16/10/24)	3,630 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	4,125 원
52주 최저가	3,115 원
60일 평균 거래대금	3 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.0%	0.7%
6개월	1.7%	0.2%
12개월	3.7%	3.2%

현대에이치씨엔 (126560/KS | 매수(신규편입) | T.P 4,900 원(신규편입))

## 신사업 + 배당성장이 기대된다

기아오토큐 전국 800 여개 매장에 서비스 제공을 시작으로 디지털사이니지 사업에 뛰어 들었다. 대형 프랜차이즈 업체들의 디지털사이니지 도입이 늘어남에 따라 다양한 산업군 으로 서비스 확대가 가능할 것으로 전망된다. 연말까지 지역 SO(System Operator) 자 회사 5 곳과의 합병이 완료되면 보유한 현금 활용도가 높아질 것으로 예상됨에 따라 배 당 증가 및 M&A에 대한 기대감은 더욱 커질 것이다.

## 디지털사이니지 신규 사업 진출

기아자동차 차량정비전문업체 기아오토큐의 전국 800 여개 매장에 디지털사이니지 서 비스를 제공하기 시작했다. 향후 TV 렌탈 사업도 함께 진행하기로 함으로써 플랫폼과 서비스를 함께 제공하는 종합 콘텐츠 사업을 계획 중이다. 현대자동차 차량정비전문업 체인 현대블루핸즈에도 디지털사이니지 서비스 제공을 위한 협의를 지속하고 있으며, 향후 다양한 산업군으로 서비스를 확대해 나갈 수 있을 것으로 전망된다.

## 케이블TV 발전 방안 마련

이달 초 케이블TV 비상대책위원회는 성장 정체 및 수익성 악화에서 벗어나기 위해 전 국 78 개 권역으로 나뉘어져 있는 케이블TV 업체들의 서비스 및 기술 통합/협업을 주 요 골자로 한 '원케이블 전략'을 발표했다. 자회사 합병을 통해 획일적인 전략을 수립하 고 도입/반영함으로써 업무 효율성 향상을 도모하는 동사에게 또 다른 기회로 작용할 전망이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 4,900 원 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 4,900 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 내년도 예상 BPS 에 업종 평균 PBR 0.8 배를 적용하였다. 성장성 및 수익성 정체, 업황 부진 등으로 인한 주가 하락은, 시가총액의 약 70%에 달하는 현금 보유액을 고려했을 때 자산가치 를 더욱 부각시켰다고 판단한다. 특히 지역 SO 의 흡수합병으로 인해 보유한 현금 활 용도가 높아질 것으로 예상됨에 따라 배당 증가 및 M&A 에 대한 기대감은 더욱 커질 것이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	억원	3,051	3,062	2,912	2,921	2,943
yoy	%	10.8	0.4	-4.9	0.3	0.8
영업이익	억원	578	568	454	523	562
yoy	%	-11.5	-1.7	-20.1	15.2	7.5
EBITDA	억원	1,086	1,058	933	996	915
세전이익	억원	687	600	500	573	630
순이익(지배주주)	억원	515	440	370	460	506
영업이익률%	%	19.0	18.5	15.6	17.9	19.1
EBITDA%	%	35.6	34.6	32.0	34.1	31.1
순이익률	%	17.9	15.2	13.1	16.0	17.4
EPS	원	477	408	343	426	469
PER	배	10.9	10.9	10.2	8.5	7.7
PBR	배	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	3.0	2.9	1.8	1.0	0.2
ROE	%	10.7	8.4	6.6	7.7	7.8
순차입금	억원	-1,430	-2,035	-2,309	-3,106	-3,906
부채비율	%	14.6	11.9	9.3	8.7	8.2

## 디지털사이니지(Digital Signage) 신규 사업 진출

**기아오토큐 전국 800 여개 매장에  
디지털사이니지 서비스 제공시작  
TV 렌탈 사업으로 확장 계획**

지난 9 월 말, 기아자동차 차량정비전문업체 기아오토큐의 전국 800 여개 매장에 디지털사이니지 서비스를 제공한다고 밝혔다. 기아오토큐 정비소 고객 대기실에 설치될 디지털사이니지는 작업 현황은 물론 차량과 관련된 안내사항을 제공한다. 또 광고 플랫폼 역할까지 가능하여 일석다조의 효과가 기대된다. 최근 커피 전문점을 비롯한 대형 프랜차이즈 업체에서 디지털사이니지 도입을 늘리고 있는 이유이기도 하다. 동사는 디지털사이니지 서비스 제공을 위한 TV 렌탈 사업도 함께 진행하기로 함으로써 플랫폼과 서비스를 함께 제공하는 종합 콘텐츠 사업을 계획 중이다. 현대자동차 차량정비전문업체인 현대블루핸즈에도 디지털사이니지 서비스 제공을 위한 협의를 지속하고 있으며, 향후 다양한 산업군으로 서비스를 확대해 나갈 수 있을 것으로 전망된다.

**한 곳의 중앙관제센터에서 다수의  
디스플레이에 정보 구현 가능, 대형  
프랜차이즈 업체 선호**

디지털사이니지(Digital Signage)란 디스플레이를 통해 광고 및 정보를 제공하는 서비스를 말한다. 일반적으로 한 곳의 중앙관제센터에서 네트워크망이 구축되어 같은 정보를 다수의 디스플레이를 통해 구현할 수 있다. 때문에 메뉴 보드의 변경 및 관리가 필요한 대형 프랜차이즈 업체에서 디지털사이니지 도입을 선호하는 추세다.

**디지털사이니지 시장은  
2020 년까지 연평균 10% 이상의  
꾸준한 성장 예상**

정부의 창조경제 정책 중 하나로 새롭게 주목 받고 있는 디지털사이니지는 국내외를 막론하고 2020 년까지 연평균 10% 이상의 꾸준한 성장이 예상된다. 현재는 특정 장소를 이용하며 대기하는 시간이 긴 병원이나 은행, 유동인구가 많은 실내 쇼핑몰, 상점, 편의점 등에 주로 도입되어 있다. 그러나 올해 7 월부터 옥외광고물 관리법에 의한 옥외 광고가 허용됨에 따라 버스/기차/공항 등의 정류장, 건물 외부 등을 활용한 디지털사이니지(미디어파사드) 도입이 늘어날 것으로 기대된다.

글로벌 디지털사이니지 시장 전망

구분	글로벌(억\$)					국내(조원)				
	2014	2016	2018	2020	CAGR	2014	2016	2018	2020	CAGR
H/W	80	97	116	142	10.1%	1.37	1.87	2.31	2.72	12.1%
디스플레이	60	73	88	106	9.9%	1.25	1.70	2.09	2.44	11.9%
S/W 서비스	20	25	31	40	12.6%	0.15	0.22	0.30	0.39	17.6%
광고/컨텐츠	52	71	99	132	16.7%	0.36	0.45	0.69	0.87	15.9%
합계	151	193	246	314	12.9%	1.87	2.55	3.31	3.97	13.4%

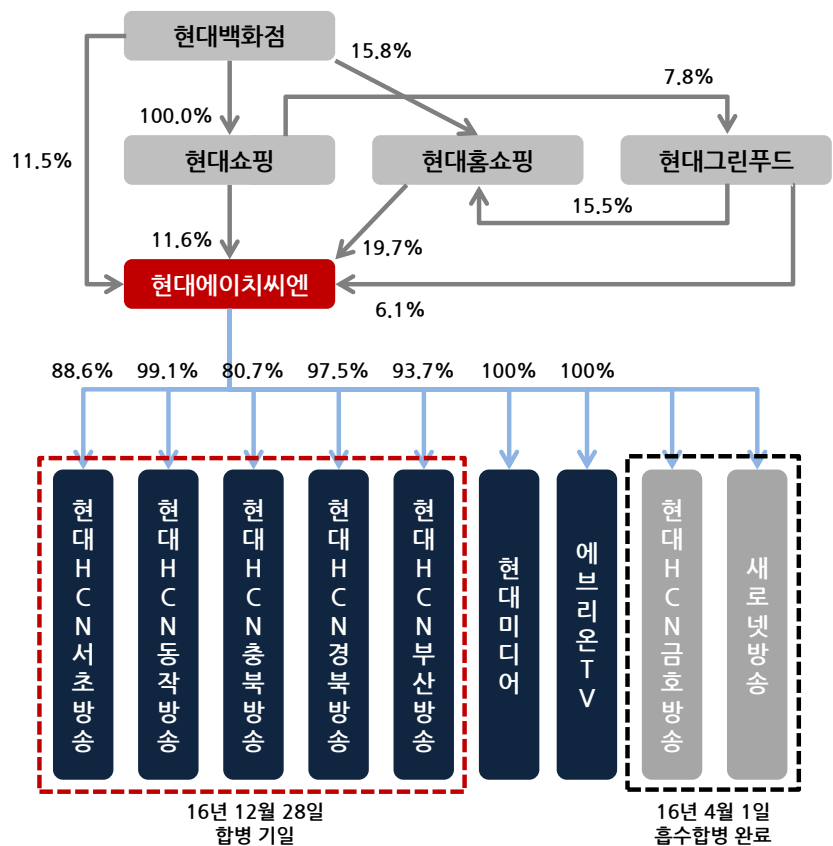
자료 : 미래창조과학부, 방송통신위원회, SK 증권

## 기아오토큐 매장 내 디지털사이니지 적용 모습



자료 : 현대에이치씨엔 SK 증권

## 지배구조 및 자회사 현황



자료 : 현대에이치씨엔 SK 증권



## 자회사 합병과 원케이블 전략

**지역 SO 자회사 5곳 연내 합병  
완료 예정, 인력 및 자원의 효율적인  
배분 가능할 듯**

올해 4월, 자회사 ‘현대에이치씨엔금호방송’과 ‘세로넷방송’을 흡수 합병한 데 이어 올해 말까지 서초/동작/충북/경북/부산 지역 SO 를 흡수 합병할 예정이다. 연말까지 합병을 완료하게 되면 MSO(복수종합유선방송사업자)로서 단일 법인으로 전국 각 지역에 방송 서비스를 제공하게 된다. 이는 지역 SO 간 관리 중복에서 벗어나고 인력 및 자원의 효율적인 배분을 통해 원가 절감의 효과를 가져올 것으로 기대된다. 또 전국 각 지역에 획일적인 전략을 수립하고 도입/반영함으로써 업무 효율성이 높아질 것으로 판단된다. 이는 최근 케이블 TV 업계가 성장 정체에서 벗어나기 위한 연합군 전략을 세우는 것과 궤를 같이 한다고 볼 수 있다.

**내년부터 케이블 TV 업체 간 서비스  
및 기술 통합/협력이 가능할 전망**

이달 초 케이블 TV 비상대책위원회는 성장 정체 및 수익성 악화에서 벗어나기 위한 ‘케이블 TV 발전 방안’을 발표했다. 전국 78 개 권역으로 나뉘어져 있는 케이블 TV 업체들의 서비스 및 기술 통합 또는 협업을 주요 골자로 한 ‘원케이블 전략’을 내놓은 것이다. 지역 SO 들의 통합 브랜드가 출범될 경우 고객이 다른 지역으로 이사를 가더라도 리모컨 조작부터 이미 결제한 VOD 서비스 이용까지 UI(User Interface)/UX(User eXperience) 통합이 이뤄질 전망이다. 또 평창올림픽이 열리는 2018 년 2 월 이전까지 100% 디지털 방송으로 전환을 목표로 함으로써 자연스러운 ARPU 상승이 가능할 것으로 보인다.

### 케이블 TV 발전 방안 요약

목차	세부내용
1. 경쟁력 강화 위한 ‘One Cable 전략’	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지역채널 활성화 추진</li> <li>- <b>지역 채널 브랜드 통합 추진, 지역기반의 실질적인 재난방송 매체 역할 강화</b></li> <li>- 스마트 홈 및 생활 편의 서비스 등 지역 밀착 서비스 제공</li> <li>- <b>UI / UX(User Interface / User eXperience) 통합</b></li> <li>- <b>권역 이동으로 인한 서비스 제공사업자 변경에도 상품 이용 연속성 확보</b></li> <li>- 로밍서비스 제공</li> <li>- 이사진 지역의 케이블 사업자를 연결 시켜주는 로밍서비스 강화방안 추진</li> <li>- 미디어커머스</li> <li>- 방송 프로그램 중 PPL 상품 상세정보 제공, 모바일 구매 연동</li> </ul>
2. 미래 성장동력 확보 위한 기술혁신 전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 플랫폼 혁신 통한 서비스 고도화</li> <li>- 서비스 통합을 위한 클라우드 기반 구축, 차세대 케이블 시스템 도입</li> <li>- 인터넷망 고도화 통한 미래 경쟁력 강화</li> <li>- 초고속 인터넷 사용량 증가, 케이블 사업자간 인터넷망 최적화 구성을 통한 통합 IX 구축</li> </ul>
3. 공정경쟁 실현 위한 제도개선 추진	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>아날로그 방송 종료 통한 케이블TV 서비스 향상</b></li> <li>- <b>평창 동계올림픽 계기로 전국민의 디지털 전환 완료 및 UHD 서비스 확대(아날로그 Cut off)</b></li> <li>- <b>컨텐츠 사용료(지상파 재송신료 포함) 지급 체계 개선</b></li> <li>- <b>방송 재정 및 요금 위원회 구성 및 운영, 지상파 별도 상품 추진</b></li> <li>- <b>모바일 결합판매 제도 개선</b></li> <li>- <b>과도한 현금 제공 원천 금지를 통한 시장 정상화, 모바일 결합판매 금지</b></li> <li>- <b>경품 가이드라인 제도와, 자율적 시장 감시 기능 활성화</b></li> <li>- <b>SO 사업권역 유지</b></li> <li>- <b>가입 대상 가구 평균 20~30만 수준 유지</b></li> </ul>

자료 : 한국케이블 TV 방송협회, 케이블 TV 위기극복 비상대책위원회

## 높아지는 Turn-around 기대감

월 평균 방송 가입자 수 상승 반전,  
디지털사이니지 및 TV 렌탈 신규  
사업 진출로 연간 영업이익 상승세  
전환할 것

지난해 YoY 감소세를 이어갔던 분기별 영업이익이 올해부터 다시 상승세 전환에 성공했다. 방송/통신 가입자 수 감소폭이 점점 줄어드는 가운데 디지털 방송 전환(전환률 약 60%)으로 인한 ARPU 상승, 출혈경쟁의 완화 등으로 이익 개선이 이어지고 있다. 올해 1 분기 영업이익은 YoY 13.5% 상승했으며, 2 분기는 YoY 30.13% 상승했다.

하반기에도 분기별 영업이익의 YoY 상승세는 지속될 것으로 예상된다. 3 분기부터 월 평균 방송 가입자 수의 상승 반전이 예상되고, 신규 사업인 디지털사이니지 매출이 반영되기 때문이다. 디지털사이니지의 보급과 함께 마진율이 높은 TV 렌탈 사업도 병행함에 따라 연간 영업이익도 2013 년부터 이어진 감소세를 멈추고 523 억원을 달성할 것으로 전망된다. 2017 년에도 자회사 합병 완료에 따른 비용 감소와 '원케이블 전략' 시행 등 영업이익 560 억 달성이 가능할 것으로 보인다.

### 분기별 실적 추이

(단위 : 억 %)

구분	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 16	3Q 16E	4Q 16E
매출액	723	726	734	729	716	736	735	733
(YoY)	(-4.64)	(-4.70)	(-5.58)	(-4.69)	(-0.96)	(1.48)	(0.14)	(0.58)
영업이익	125	116	129	84	141	150	147	85
(YoY)	(-11.80)	(-19.60)	(-20.27)	(-30.27)	<u>(+13.50)</u>	<u>(+30.13)</u>	<u>(+13.57)</u>	<u>(+1.01)</u>
당기순이익	99	100	117	66	115	135	134	83
(YoY)	(-19.67)	(-16.44)	(-17.10)	(-19.52)	<u>(+16.26)</u>	<u>(+35.64)</u>	<u>(+14.48)</u>	<u>(+25.27)</u>

자료 : 현대에이치씨엔 SK 증권

### 종합유선방송사업자별 가입자 수

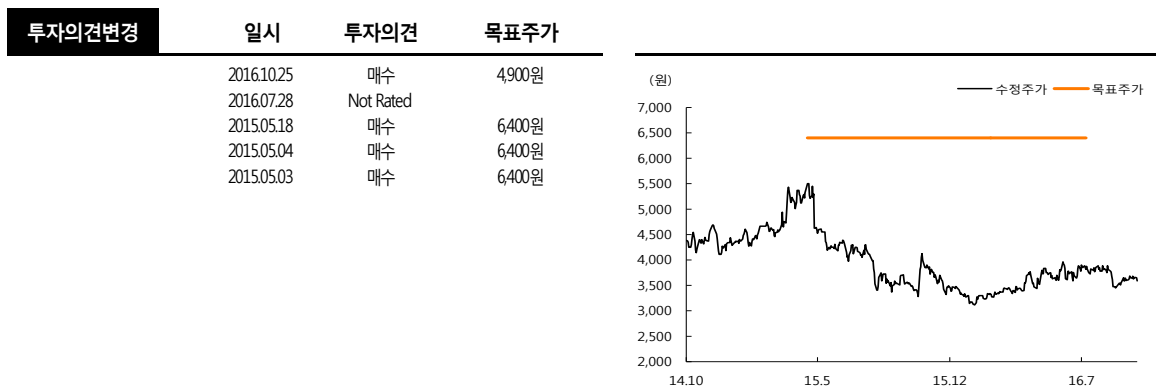
(단위 : 명)

구분	2015년				2016년	
	3월 말	6월 말	8월 말	12월 말	2월 말	4월 말
CJ헬로비전	4,174,859	4,159,740	4,151,290	4,154,562	4,150,459	4,148,239
티브로드	3,289,210	3,271,876	3,258,824	3,238,204	3,238,495	3,248,838
씨앤엠	2,376,473	2,377,005	2,376,156	2,287,669	2,304,373	2,322,459
CMB	1,493,532	1,497,869	1,503,346	1,510,001	1,505,407	1,510,899
개별 SO	1,908,778	1,903,609	1,905,872	1,898,417	1,884,050	1,885,320
현대HCN	<u>1,351,457</u>	<u>1,347,249</u>	<u>1,344,191</u>	<u>1,335,302</u>	<u>1,333,967</u>	<u>1,342,812</u>
(증감)		<u>-4,208</u>	<u>-3,058</u>	<u>-8,889</u>	<u>-1,335</u>	<u>+8,845</u>
합계	14,594,309	14,557,348	14,539,679	14,424,155	14,416,751	14,458,567

자료 : 한국케이블 TV 방송협회, 현대에이치씨엔 SK 증권

주 : 디지털 가입자 + 아날로그 가입자





### 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 10 월 25 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	2,113	2,566	2,751	3,550	4,352
현금및현금성자산	359	236	337	1,269	2,068
매출채권및기타채권	377	365	406	407	410
재고자산	0	1	1	1	1
<b>비유동자산</b>	3,998	3,846	3,771	3,395	3,112
장기금융자산	79	28	23	23	23
유형자산	1,511	1,408	1,367	999	728
무형자산	2,130	2,146	2,134	2,125	2,113
<b>자산총계</b>	6,111	6,412	6,522	6,945	7,464
<b>유동부채</b>	642	592	431	433	436
단기금융부채	232	120	0	0	0
매입채무 및 기타채무	254	314	302	303	305
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	135	87	125	125	131
장기금융부채	30	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	777	680	556	558	567
<b>지배주주지분</b>	5,039	5,410	5,774	6,212	6,715
자본금	539	539	539	539	539
자본잉여금	3,118	3,118	3,118	3,141	3,141
기타자본구성요소	-335	-351	-306	-306	-306
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	1,709	2,093	2,413	2,827	3,333
비지배주주지분	295	322	191	175	182
<b>자본총계</b>	5,334	5,732	5,966	6,387	6,898
<b>부채외자본총계</b>	6,111	6,412	6,522	6,945	7,464

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	900	974	751	877	799
당기순이익(손실)	547	466	382	467	513
비현금성항목등	570	634	593	543	402
유형자산감가상각비	443	414	392	384	271
무형자산감가상각비	64	76	87	90	82
기타	-27	58	37	17	3
운전자본감소(증가)	-99	-22	-105	-41	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-12	5	-63	-4	-3
재고자산감소(증가)	2	-1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	19	-2	39	2
기타	-52	-46	-40	-75	1
법인세납부	-117	-104	-119	-92	-117
<b>투자활동현금흐름</b>	-524	-901	-387	98	1
금융자산감소(증가)	-93	-531	-50	135	0
유형자산감소(증가)	-259	-309	-339	-1	0
무형자산감소(증가)	-57	-91	-70	-70	-70
기타	-115	31	71	33	70
<b>재무활동현금흐름</b>	-236	-196	-263	-43	0
단기금융부채증가(감소)	-172	-142	-120	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-96	0	0
배당금의 지급	-49	-45	-45	-43	0
기타	-15	-10	-2	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	133	-123	100	932	800
기초현금	227	359	236	337	1,269
기말현금	359	236	337	1,269	2,068
FCF	872	598	340	829	742

자료 : 현대에이치씨엔 SK증권

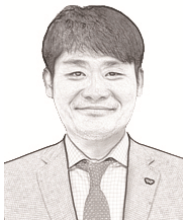
## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	3,051	3,062	2,912	2,921	2,943
<b>매출원가</b>	1,756	1,781	1,733	1,700	1,713
<b>매출총이익</b>	1,295	1,281	1,179	1,221	1,230
매출총이익률 (%)	42.4%	41.8%	40.5%	41.8%	41.8%
<b>판매비와관리비</b>	717	713	726	698	668
영업이익	578	568	454	523	562
영업이익률 (%)	18.9%	18.5%	15.6%	17.9%	19.1%
비영업손익	108	32	46	50	68
<b>순금융비용</b>	40	51	49	52	70
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-3	-8	1	0
세전계속사업이익	687	600	500	573	630
세전계속사업이익률 (%)	22.5%	19.6%	17.2%	19.6%	21.4%
계속사업법인세	139	133	118	106	117
<b>계속사업이익</b>	547	466	382	467	513
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	547	466	382	467	513
<b>순이익률 (%)</b>	17.9%	15.2%	13.1%	16.0%	17.4%
<b>지배주주</b>	515	440	370	460	506
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	16.9%	14.4%	12.7%	15.7%	17.2%
<b>비지배주주</b>	32	26	12	7	7
<b>총포괄이익</b>	473	457	374	465	511
<b>지배주주</b>	449	431	362	457	503
<b>비지배주주</b>	24	26	12	7	7
<b>EBITDA</b>	1,086	1,058	933	996	915

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.8	0.4	-4.9	0.3	0.8
영업이익	-11.5	-1.7	-20.1	15.2	7.5
세전계속사업이익	-3.8	-12.7	-16.7	14.7	9.9
EBITDA	-3.9	-2.5	-11.8	6.8	-8.2
EPS(계속사업)	-1.3	-14.5	-16.0	24.3	10.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.2	7.4	5.9	6.9	7.1
ROA	10.7	8.4	6.6	7.7	7.8
EBITDA마진	35.6	34.6	32.0	34.1	31.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	329.2	433.4	637.7	820.3	998.3
부채비율	14.6	11.9	9.3	8.7	8.2
순차입금/자기자본	-26.8	-35.5	-38.7	-48.6	-56.6
EBITDA/이자비용(배)	69.5	156.1	478.4	NA	NA
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	477	408	343	426	469
BPS	4,670	5,014	5,352	5,758	6,224
CFPS	947	862	787	865	796
주당 현금배당금	40	40	40	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.2	14.4	16.0	9.3	8.5
PER(최저)	9.0	9.6	9.6	7.3	6.6
PBR(최고)	1.3	1.2	1.0	0.7	0.6
PBR(최저)	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
PCR	5.5	5.1	4.4	4.2	4.5
EV/EBITDA(최고)	3.9	3.9	4.1	1.4	0.6
EV/EBITDA(최저)	2.3	2.4	1.6	0.5	-0.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

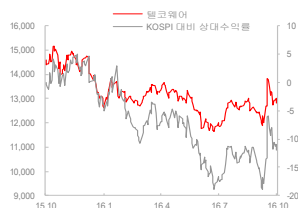
## Company Data

자본금	50 억원
발행주식수	970 만주
자사주	408 만주
액면가	500 원
시가총액	1,242 억원
주요주주	
금한태	21.36%
텔코웨어 자사주	42.01%
외국인지분률	15.0%
배당수익률	5.20%

## Stock Data

주가(16/10/24)	12,600 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	0.63
52주 최고가	15,150 원
52주 최저가	11,650 원
60일 평균 거래대금	5 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.2%	3.4%
6개월	-4.8%	-5.3%
12개월	-12.3%	-11.9%

텔코웨어 (078000/KS | Not Rated)

## 배당투자의 모범답안

안정적인 수익성을 바탕으로 매년 30~50%의 배당성향을 유지하고 있다. 배당수익률도 4~5%를 유지하는 대표적인 배당관련주이다. 상반기 기준 608 억원의 순현금과 42%에 달하는 자사주로 인해 자산가치 부각 가능성도 상존해 있다. 금년도 예상배당금을 고려할 때 현 주가기준으로 배당수익률은 3.9%이다.

## 대표적인 배당관련주, 자산가치 부각 가능성도 있어

안정적인 수익성을 바탕으로 매년 30~50%의 배당성향을 유지하고 있다. 배당수익률도 4~5%를 유지하는 대표적인 배당관련주이다. 상반기 기준 608 억원의 순현금과 42%에 달하는 자사주로 인해 자산가치 부각 가능성도 상존해 있다. 금년도 예상배당금을 고려할 때 현 주가기준으로 배당수익률은 3.9%이다. 통신업체들의 신규투자가 정체 국면에 있어 실적의 성장성은 낮다. 하지만 중장기적으로 5G 투자 본격화와 IMS의 가상화 등 중장기적인 설비투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

## 주춤한 2016년 실적, 매출 다변화 노력 지속

HLR의 백업수요 감소, VoLTE 투자 감소로 인한 IMS 매출 축소로 2016년에는 지난해에 비해 외형 및 이익 감소가 불가피해 보인다. 예상매출액과 영업이익은 전년대비 각각 30.9%, 43.1% 감소한 410 억원, 48 억원이다. 설비투자 추이 감안시 금년이 실적 저점을 형성할 것으로 전망된다. 성장정책극복과 매출 다변화를 위해 VMS(Video Management System), Video Cloud와 같은 신규제품을 출시했다. 갤러리아 백화점 고객분석 솔루션, GOP 과학화 경계 구축 등 구체적인 매출이 발생하고 있다.

## 주요 제품은 음성핵심망/무선데이터 솔루션

주요 사업은 음성핵심망/무선데이터 솔루션이다. 음성핵심망은 HLR(이동 통신 가입자 정보를 실시간 관리), NPDB(번호 이동 서비스를 위한 장비) 등이 있다. 무선데이터에는 IMS(IP Multimedia Subsystem, IP를 기반으로 HD voice와 같은 멀티미디어 서비스 제공), CSCF(Call Session Control Function, 교환기 기능) 등이 있다. 매출비중(2015년)은 음성핵심망 40%, 무선데이터 59%이며 주요 고객은 SKT로 비중은 80%를 상회한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	658	506	594	410
yoy	%	5.6	-23.0	17.2	-30.9
영업이익	억원	131	80	84	48
yoy	%	82.6	-38.8	4.9	-43.1
EBITDA	억원	154	96	100	64
세전이익	억원	127	93	91	69
순이익(지배주주)	억원	108	76	78	47
영업이익률%	%	19.9	15.8	14.2	11.7
EBITDA%	%	23.4	18.9	16.8	15.6
순이익률	%	16.5	15.0	13.1	11.4
EPS	원	1,117	784	802	482
PER	배	10.3	15.7	17.5	26.5
PBR	배	1.2	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	2.7	6.7	6.7	8.2
ROE	%	11.9	7.7	7.6	4.5
순차입금	억원	-704	-556	-696	-717
부채비율	%	32.1	15.3	14.4	10.0

## 부문별 실적추이

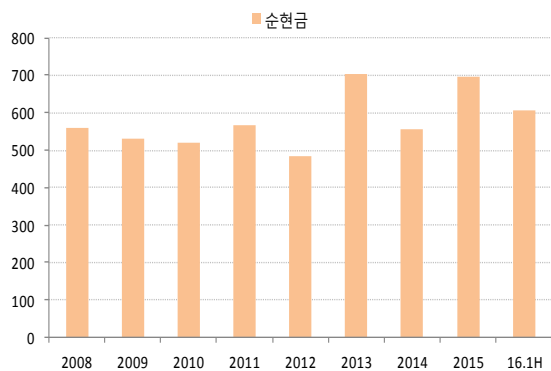
(단위: 억원)

	2013	2014	2015
음성핵심망	116	159	240
무선데이터	504	344	350
기타	37	3	4
매출합	657	506	594
영업이익	131	80	84
영업이익률	19.9%	15.8%	14.1%
세전이익	127	93	91
순이익	108	76	78

자료: 텔코웨어

## 순현금 추이

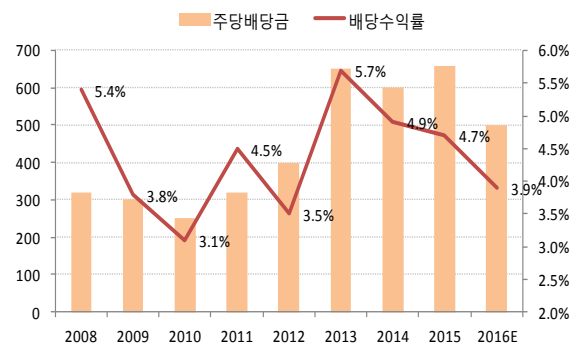
(단위: 억원)



자료: 텔코웨어

## 주당배당금과 배당수익률

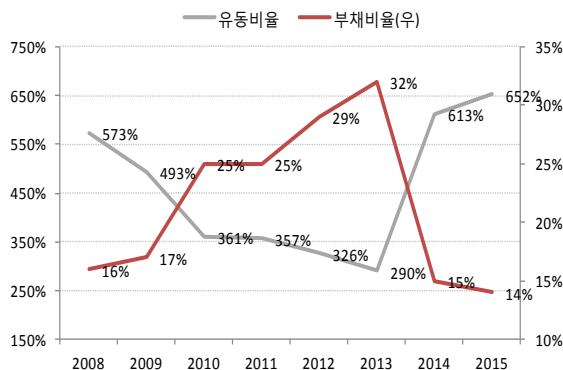
(단위: 억원)



자료: 텔코웨어, SK 증권 추정

## 유동비율과 부채비율

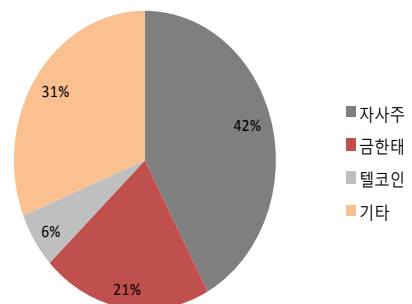
(단위: %)



자료: 텔코웨어

## 주요 주주구성

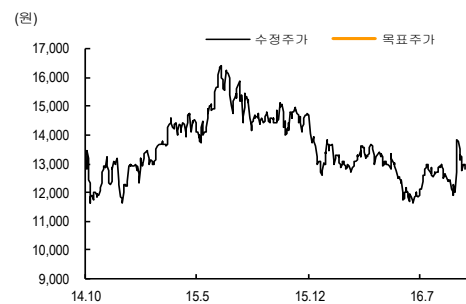
(단위: %)



자료: 텔코웨어

투자의견변경

일시 2016.10.25 투자의견 Not Rated 목표주가



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 10월 25일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E
<b>유동자산</b>	717	787	780
현금및현금성자산	258	296	281
매출채권및기타채권	136	65	45
재고자산	0	5	3
<b>비유동자산</b>	438	408	379
장기금융자산	27	15	14
유형자산	247	243	231
무형자산	87	74	63
<b>자산총계</b>	1,155	1,196	1,159
<b>유동부채</b>	117	121	83
단기금융부채	0	0	0
매입채무 및 기타채무	105	105	73
단기충당부채	0	0	0
<b>비유동부채</b>	36	30	22
장기금융부채	20	18	12
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0
장기충당부채	14	9	8
<b>부채총계</b>	153	151	105
<b>지배주주지분</b>	1,002	1,045	1,053
자본금	50	50	50
자본잉여금	381	383	383
기타자본구성요소	-335	-337	-337
자기주식	-337	-337	-337
이익잉여금	906	949	956
비지배주주지분	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,002	1,045	1,053
<b>부채외자본총계</b>	1,155	1,196	1,159

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E
<b>영업활동현금흐름</b>	-128	149	9
당기순이익(손실)	76	78	47
비현금성항목등	28	23	22
유형자산감가상각비	12	11	12
무형자산감가상각비	3	4	5
기타	10	7	-2
운전자본감소(증가)	-199	58	-36
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-48	71	20
재고자산감소(증가)	2	-5	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-147	0	-33
기타	-5	-9	-25
법인세납부	-33	-10	-25
<b>투자활동현금흐름</b>	38	-78	13
금융자산감소(증가)	34	-87	-28
유형자산감소(증가)	-27	-7	0
무형자산감소(증가)	-3	5	5
기타	34	11	37
<b>재무활동현금흐름</b>	-37	-34	-37
단기금융부채증가(감소)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0
배당금의 지급	-37	-34	-37
기타	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-127	38	-15
기초현금	385	258	296
기말현금	258	296	281
FCF	-142	140	47

자료 : 텔코웨어, SK증권 추정

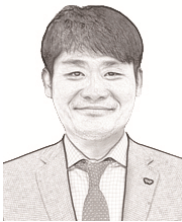
## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E
<b>매출액</b>	506	594	410
<b>매출원가</b>	309	397	254
<b>매출총이익</b>	198	196	156
매출총이익률 (%)	39.0	33.1	38.0
<b>판매비와관리비</b>	118	112	108
영업이익	80	84	48
영업이익률 (%)	15.8	14.2	11.7
비영업손익	13	7	21
<b>순금융비용</b>	-16	-13	-14
외환관련손익	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-2	-1	0
세전계속사업이익	93	91	69
세전계속사업이익률 (%)	18.4	15.3	16.8
계속사업법인세	17	13	22
<b>계속사업이익</b>	76	78	47
중단사업이익	0	0	0
*법인세효과	0	0	0
당기순이익	76	78	47
<b>순이익률 (%)</b>	15.0	13.1	11.4
지배주주	76	78	47
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	15.03	13.11	11.42
<b>비지배주주</b>	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	73	77	45
<b>지배주주</b>	73	77	45
<b>비지배주주</b>	0	0	0
EBITDA	96	100	64

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E
<b>성장성 (%)</b>			
매출액	-23.0	17.2	-30.9
영업이익	-38.8	4.9	-43.1
세전계속사업이익	-26.8	-2.4	-24.4
EBITDA	-37.8	4.2	-35.6
EPS(계속사업)	-29.8	2.3	-39.9
<b>수익성 (%)</b>			
ROE	7.7	7.6	4.5
ROA	6.3	6.6	4.0
EBITDA마진	18.9	16.8	15.6
<b>안정성 (%)</b>			
유동비율	613.4	652.5	935.2
부채비율	15.3	14.4	10.0
순차입금/자기자본	-55.5	-66.6	-68.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS(계속사업)	784	802	482
BPS	10,322	10,772	10,855
CFPS	943	963	651
주당 현금배당금	600	660	500
<b>Valuation지표 (배)</b>			
PER(최고)	21.9	20.4	28.9
PER(최저)	14.4	14.5	24.2
PBR(최고)	1.7	1.5	1.3
PBR(최저)	1.1	1.1	1.1
PCR	13.0	14.6	19.7
EV/EBITDA(최고)	11.6	9.0	9.9
EV/EBITDA(최저)	5.7	4.4	6.4

# SK COMPANY Analysis



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

## Company Data

자본금	557 억원
발행주식수	11,114 만주
자사주	24 만주
액면가	500 원
시가총액	1,917 억원
주요주주	
REALTY ADVISORS(외1)	31.12%

외국인지분률	35.80%
배당수익률	2.60%

## Stock Data

주가(16/10/24)	1,715 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	1,960 원
52주 최저가	1,190 원
60일 평균 거래대금	22 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.1%	7.3%
6개월	11.7%	11.1%
12개월	4.6%	5.1%

## SH 에너지화학 (002360/KS | Not Rated)

### 배당주 매력은 더욱 부각될 것

건축단열재로 사용되는 EPS(Expanded Polystyrene) 등 합성수지를 주로 생산하는 업체이다. 자체 기술개발에 성공한 흑색 EPS(애니폴 II)의 선전에 힘입어 약 24%의 점유율로 M/S 1위를 기록 중이다. 지난 6 월에는 고배당 지수에 새롭게 편입되었다. 현재 배당수익률은 약 2.6% 수준으로 올해도 비슷한 수준의 배당이 예상됨에 따라 배당주로서의 매력은 더욱 부각될 것으로 보인다.

### EPS 국내 점유율 1 위

건축단열재 및 포장 완충재로 사용되는 EPS(Expanded Polystyrene) 레진, 화장품 원료나 플라스틱 코팅용으로 사용되는 Nylon-12 Fine Powder 등 합성수지를 주로 생산하고 있다. 주력 사업분야인 EPS 시장은 LG 화학, 현대EP, BASF 등 국내외 기업들이 경쟁을 벌이고 있지만 동사는 자체 기술개발에 성공한 흑색 EPS(애니폴 II)의 선전에 힘입어 약 24%의 점유율로 M/S 1위를 기록 중이다.

### 고배당 지수 편입 완료

지난 6 월, 한국거래소가 총 4 개 배당지수에 대한 종목 편출입을 완료했다. 이 중 코스피 고배당 지수와 KRX 고배당 지수에 동사가 새롭게 편입되었다. 두 지수는 모두 우량 중소형 종목 중 배당 수익률이 높은 순서로 편입 비중이 결정 되기 때문에, 영업이익이 지속적으로 상승하면서 2013 년 첫 배당 이후 꾸준히 DPS 가 상승한 동사의 지수 편입이 가능했다.

### 배당수익률 고려한 현재주가는 매력적

지난 21 일 종가 기준 배당수익률은 약 2.55%이다. 고배당 지수 편입이 발표된 이후 주가가 급등하면서 연중 최고치를 기록하기도 했으나 이후 약 20% 이상 하락한 상황이다. 올해도 지난해와 큰 차이 없는 실적을 기록할 것으로 전망됨에 따라 작년과 비슷한 규모의 배당이 예상된다. 따라서 연말이 다가올수록 배당주로서의 매력은 더욱 부각될 것으로 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	1,732	1,940	2,319	2,309	2,164
yoy	%	N/A(IFRS)	12.0	19.6	-0.4	-6.3
영업이익	억원	36	22	64	213	230
yoy	%	N/A(IFRS)	-38.9	194.3	231.1	7.9
EBITDA	억원	57	45	87	235	253
세전이익	억원	23	8	53	210	176
순이익(지배주주)	억원	21	4	48	163	126
영업이익률%	%	2.1	1.1	2.8	9.2	10.6
EBITDA%	%	3.3	2.3	3.7	10.2	11.7
순이익률	%	1.0	0.1	2.0	7.3	5.8
EPS	원	19	3	43	147	113
PER	배	17.0	284.9	16.7	11.7	12.7
PBR	배	0.6	1.7	1.2	2.3	1.8
EV/EBITDA	배	10.3	30.5	12.4	8.3	6.1
ROE	%	N/A(IFRS)	0.6	7.4	21.7	14.6
순차입금	억원	208	236	195	-19	-156
부채비율	%	60.5	59.8	58.8	31.5	26.1

코스피 고배당 / KRX 고배당 지수  
 동시 신규 편입  
 2013 년 이후 꾸준히 DPS 상승

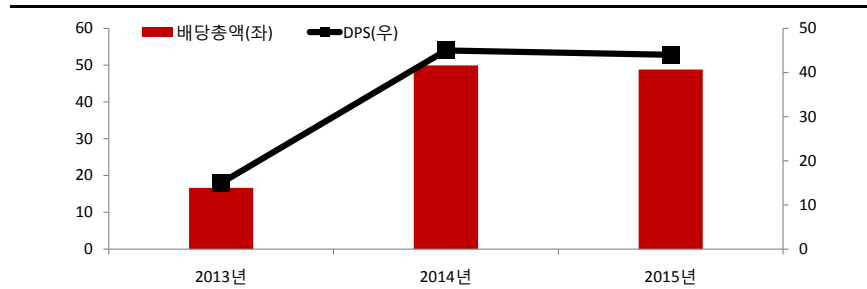
## 고배당지수 편입된 중소형 우량기업

지난 6 월, 한국거래소가 코스피 배당성장/코스피 고배당/KRX 고배당/코스피 우선주 등 4 개 지수에 대한 종목 변경을 완료했다. 이 중 코스피 고배당 지수와 KRX 고배당 지수에 동사가 새롭게 편입되었다. 이에 종목 변경을 공시(6/1)한 이후 주가가 급등하면서 연중 최고치(2,170 원)를 기록한 바 있다.

코스피 고배당 지수는 유가증권시장 상장 종목 중 배당수익률이 높은 고배당주 50 종목, KRX 고배당 지수는 유가증권시장과 코스닥시장을 모두 포함하여 고배당주 50 종목으로 구성되어 있다. 두 지수는 모두 우량 중소형 종목 중 배당 수익률이 높은 순서로 편입 비중이 결정 되기 때문에, 영업이익이 지속적으로 상승하면서 2013 년 첫 배당 이후 꾸준히 DPS 가 상승한 동사의 지수 편입이 가능했다.

최근 3 년 배당총액 및 DPS 추이

(단위 : 좌 - 억원 우 - 원)



자료 : SH 에너지화학, SK 증권

KRX 고배당 50 편입/편출 종목

신규 편입종목		편출종목	
종목코드	종목명	종목코드	종목명
000390	삼화페인트	001630	종근당홀딩스
<b>002360</b>	<b>SH에너지화학</b>	001750	한양증권
002460	화성산업	005810	풍산홀딩스
003540	대신증권	010960	삼호개발
005940	NH투자증권	015230	대창단조
008560	메리츠증권	023000	삼원강재
015760	한국전력	024120	KB오토시스
021080	에이티엔인베스트	025530	SJM홀딩스
023760	한국캐피탈	029530	신도리코
029780	삼성카드	058850	KTcs
036010	아비코전자	065530	전파기지국
041520	이라이콤	072870	메가스터디
122900	아이마켓코리아	096240	청담러닝
139130	DGB금융지주	130660	한전산업

자료 : 한국거래소, SK 증권



코스피 고배당 50 편입/편출 종목

신규 편입종목		편출종목	
종목코드	종목명	종목코드	종목명
<b>002360</b>	<b>SH에너지화학</b>	000320	노루홀딩스
002460	화성산업	001630	종근당홀딩스
003540	대신증권	005810	풍산홀딩스
005380	현대차	006260	LS
005940	NH투자증권	014680	한솔케미칼
011760	현대상사	016580	환인제약
015760	한국전력	023000	삼원강재
055550	신한지주	029530	신도리코

자료 : 한국거래소, SK 증권

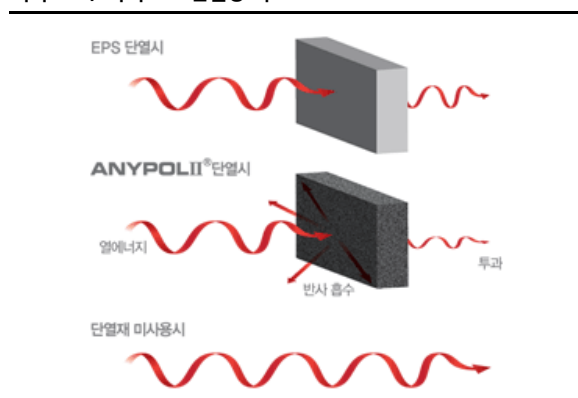
## 합성수지 제조 전문 업체

건축단열재로 주요 사용되는 EPS  
시장 국내 점유율 1위

건축단열재 및 포장 완충재로 사용되는 EPS(Expanded Polystyrene) 레진, 화장품 원료나 플라스틱 코팅용으로 사용되는 Nylon-12 Fine Powder 등 합성수지를 주로 생산하고 있으며, 일부 자원개발 및 금융투자 사업도 함께 영위하고 있다. 지난해 기준 매출 비중은 합성수지 제조 부문 98.94%, 금융투자 1.05%, 자원개발 0.01%이다. 주력 사업 분야인 EPS 시장은 LG 화학, 현대 EP, BASF 등 국내외 기업들이 경쟁을 벌이고 있지만 동사는 자체 기술개발에 성공한 흑색 EPS(애니폴 II)의 선전에 힘입어 약 24%의 점유율로 M/S 1위를 기록 중이다.

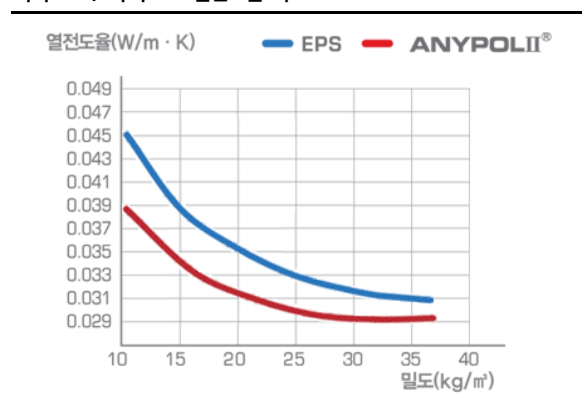
지난해부터 국제 유가 하락으로 원재료 가격 하락과 함께 제품 가격이 동반 하락하면서 매출액이 다소 감소하는 듯한 모습을 보였지만, 공장 증설에 따른 생산성 증가와 원가 절감 효과로 영업이익률은 개선되었다. 특히 기존 백색 EPS(애니폴)보다 단열성이 높고 마진율이 높은 흑색 EPS(애니폴 II) 매출 비중이 늘어나면서 이익률 향상에 일조했다.

백색 EPS / 흑색 EPS 단열성 비교



자료 : SH 에너지화학, SK 증권

백색 EPS / 흑색 EPS 열전도율 비교



자료 : SH 에너지화학, SK 증권

## 배당수익률 고려한 현재주가는 매력적

안정적인 매출 달성 가능,  
흑색 EPS의 경쟁이 심화되고  
있지만 해외진출 꾸준히 추진 중

EPS 제품 특성상 사용처가 한 곳에 치중되기 보다는 다양한 곳에서 두루 활용되기 때문에 비교적 안정적인 매출 달성이 가능하다. 단, 흑색 EPS(애니폴Ⅱ)의 경쟁이 점점 심화되면서 이익률 하락의 우려가 상존하지만 기술 수출 등을 통해 해외 진출을 꾸준히 추진하고 있다.

배당지수 편입 발표 이후 약 20%  
하락한 주가는 배당주로서의 매력을  
더욱 부각 시킴

지난 21 일 종가 기준 배당수익률은 약 2.55%이다. 고배당 지수 편입이 발표된 이후 주가가 급등하면서 연중 최고치를 기록하기도 했으나 이후 약 20% 이상 하락한 상황이다. 올해도 작년과 비슷한 규모의 배당이 예상됨에 따라 배당주로서의 매력은 연말이 될수록 더욱 부각될 것으로 판단한다.

### 투자의견변경

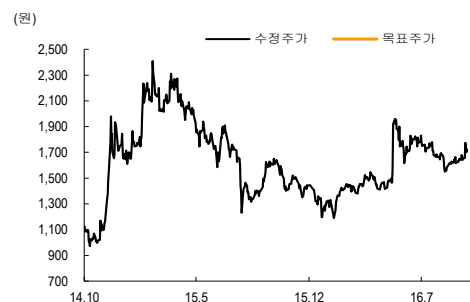
일시

투자의견

목표주가

2016.10.25

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 (2016 년 10 월 25 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>유동자산</b>	504	505	591	603	682
현금및현금성자산	52	22	55	78	196
매출채권및기타채권	290	275	315	308	302
재고자산	111	142	119	139	119
<b>비유동자산</b>	544	532	514	504	473
장기금융자산	6	5	2	3	2
유형자산	332	328	321	311	327
무형자산	105	99	102	107	53
<b>자산총계</b>	1,047	1,037	1,105	1,107	1,155
<b>유동부채</b>	341	295	351	207	171
단기금융부채	289	246	275	96	69
매입채무 및 기타채무	43	42	53	46	31
단기충당부채				0	0
<b>비유동부채</b>	54	93	58	58	68
장기금융부채	2	40	5	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채				0	0
<b>부채총계</b>	395	388	409	265	239
<b>지배주주지분</b>	634	632	681	823	897
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	61	61	61	62	62
기타자본구성요소	-3	-7	-7	-7	-8
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	19	19	68	212	285
비지배주주지분	19	17	15	19	19
<b>자본총계</b>	652	649	696	842	916
<b>부채외자본총계</b>	1,047	1,037	1,105	1,107	1,155

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	58	-2	61	262	235
당기순이익(손실)	18	2	46	167	126
비현금성항목등	51	81	59	82	157
유형자산감가상각비	19	21	20	19	20
무형자산감각비	2	2	3	3	3
기타	29	58	36	9	86
운전자본감소(증가)	2	-71	-35	19	-5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	0	-49	4	10
재고자산감소(증가)	-50	-31	21	-19	20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	12	4	-4	-11
기타	38	-52	-109	38	-23
법인세납부	-6	-3		-7	-43
<b>투자활동현금흐름</b>	-4	-19	-21	-25	-41
금융자산감소(증가)	-16	5	0	-6	4
유형자산감소(증가)	-23	-22	-15	-19	-46
무형자산감소(증가)	-10	0	-6	0	-1
기타	0	5	0	0	1
<b>재무활동현금흐름</b>	-29	-11	-7	-213	-76
단기금융부채증가(감소)	-30	-47	23	-188	-23
장기금융부채증가(감소)	2	43	-30	-1	0
자본의증가(감소)				0	0
배당금의 지급				-17	-50
기타		4		-7	-3
<b>현금의 증가(감소)</b>	26	-30	33	23	119
기초현금	27	52	22	55	78
기말현금	52	22	55	78	196
FCF	N/A(IFRS)	-23	38	216	169

자료 : SH에너지화학, SK증권 추정

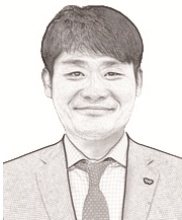
## 손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	1,732	1,940	2,319	2,309	2,164
<b>매출원가</b>	1,608	1,788	2,140	1,977	1,791
<b>매출총이익</b>	124	151	180	333	373
매출총이익률 (%)	7.2	7.8	7.7	14.4	17.2
<b>판매비와관리비</b>	88	129	115	120	144
영업이익	36	22	64	213	230
영업이익률 (%)	2.1	1.1	2.8	9.2	10.6
비영업손익	-13	-14	-11	-3	-54
<b>순금융비용</b>	13	13	12	8	2
외환관련손익	1	-8	-3	3	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-6			0	0
세전계속사업이익	23	8	53	210	176
세전계속사업이익률 (%)	1.3	0.4	2.3	9.1	8.1
계속사업법인세	5	6	7	43	50
<b>계속사업이익</b>	18	2	46	167	126
중단사업이익				0	0
*법인세효과				0	0
당기순이익	18	2	46	167	126
<b>순이익률 (%)</b>	1.0	0.1	2.0	7.3	5.8
지배주주	21	4	48	163	126
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.19	0.2	2.08	7.07	5.81
비지배주주	-3	-2	-2	4	0
<b>총포괄이익</b>	16	2	47	163	124
지배주주	18	4	49	159	124
비지배주주	-3	-2	-2	4	0
<b>EBITDA</b>	57	45	87	235	253

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	N/A(IFRS)	12.0	19.6	-0.4	-6.3
영업이익	N/A(IFRS)	-38.9	194.3	231.1	7.9
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	-65.8	571.3	294.1	-16.5
EBITDA	N/A(IFRS)	-22.0	94.4	172.0	7.4
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	-81.2	1,147.8	238.3	-22.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	N/A(IFRS)	0.6	7.4	21.7	14.6
ROA	N/A(IFRS)	0.2	4.3	15.1	11.1
EBITDA마진	3.3	2.3	3.7	10.2	11.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	147.8	171.2	168.1	291.7	399.4
부채비율	60.5	59.8	58.8	31.5	26.1
순차입금/자기자본	31.9	36.4	28.0	-2.2	-17.0
EBITDA/이자비용(배)	3.9	3.5	7.1	29.5	93.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	19	3	43	147	113
BPS	575	575	620	741	807
CFPS	38	24	63	167	134
주당 현금배당금			15	45	44
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	21.8	439.8	29.3	13.5	21.3
PER(최저)	14.1	90.6	16.2	4.8	10.9
PBR(최고)	0.7	2.7	2.1	2.7	3.0
PBR(최저)	0.5	0.6	1.1	1.0	1.5
PCR	8.4	41.5	11.4	10.2	10.8
EV/EBITDA(최고)	12.9	45.1	19.4	9.6	10.3
EV/EBITDA(최저)	10.1	14.9	12.1	3.6	5.1

# SK COMPANY Analysis



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

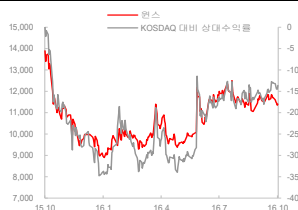
## Company Data

자본금	57 억원
발행주식수	1,131 만주
자사주	43 만주
액면가	500 원
시가총액	1,289 억원
주요주주	
(주)금양통신(외9)	31.64%
Allianz Global(외3)	6.28%
외국인지분률	10.00%
배당수익률	2.10%

## Stock Data

주가(16/10/24)	11,650 원
KOSDAQ	647.88 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	13,750 원
52주 최저가	8,900 원
60일 평균 거래대금	11 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.7%	2.3%
6개월	8.6%	16.9%
12개월	-18.0%	-13.6%

원스 (136540/KQ | Not Rated)

## 외형성장 + 수익성 개선 + 배당

네트워크 보안과 관련된 종합 솔루션을 제공하는 기업이다. 공공기관 및 통신/금융 기업이 매출의 대부분을 차지하고 있다. 2012 년을 정점으로 이익규모는 매년 변화가 있었지만 DPS 는 과거 5 년간 2 배 상승(120 원 → 240 원)했다. 올해는 정보보호산업 진흥법의 영향과 신제품 출시 등으로 인해 '외형성장+수익성 개선'이 예상되는 만큼 배당에 대한 기대도 함께 높아질 것으로 판단한다.

## 네트워크 보안 솔루션 전문 기업

네트워크 보안과 관련된 종합 솔루션을 제공하는 기업이다. 지난해 매출은 IPS, DDX 등 네트워크 보안 제품/서비스 64.4%, 보안 SI 30.2%, 수출 5.3%로 구성되어 있다. 대학, 의료기관을 포함한 공공기관의 매출 비중이 61%, 통신/금융/민간기업 33.5%로 국내 공공기관들이 주요 거래처이다.

## 외형성장 + 수익성 개선

지난해 제정된 정보보호산업 진흥법은 공공기관의 투자 확대, 정보보호 제품 및 서비스에 대한 적정 대가 지불을 주요 골자로 하고 있어, 공공기관의 매출 비중이 높은 동사의 수혜가 예상된다. 연말에 주로 정보보호 예산이 집행되는 공공기관의 특성 상 하반기 실적이 기대되는 이유다. 또 고부가가치 제품인 통합 네트워크 보안 장비 '스나이프 ONE 40G'가 국내외에 출시됨에 따라 수익성 개선이 이루어질 전망이다.

## 이익 감소에도 DPS 는 상승

과거 5 년간 동사의 DPS 는 꾸준히 상승했다. 2011 년 기업분할 직후 주당 120 원이었던 배당금은 지난해 240 원까지 증가했다. 2012 년을 정점으로 이익규모는 매년 변화가 있었지만 DPS 는 2 배 상승한 것이다. 현재 배당수익률(21 일 종가 기준)은 2.1%이다. 올해는 외형성장과 함께 수익성 개선이 예상되는 만큼 배당에 대한 기대도 함께 높아질 것으로 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	418	622	724	688	649
yoy	%		48.9	16.4	-5.0	-5.7
영업이익	억원	80	162	124	63	80
yoy	%		103.5	-23.3	-49.6	27.9
EBITDA	억원	89	175	143	85	104
세전이익	억원	73	150	150	72	126
순이익(지배주주)	억원	61	126	128	64	102
영업이익률%	%	19.1	26.0	17.2	9.1	12.4
EBITDA%	%	21.3	28.1	19.7	12.4	16.1
순이익률	%	14.7	20.3	17.7	9.2	15.8
EPS	원	622	1,223	1,169	562	906
PER	배	9.7	11.0	14.9	15.2	11.0
PBR	배	1.5	2.6	2.9	1.3	1.4
EV/EBITDA	배	4.7	6.4	11.7	6.9	7.3
ROE	%		27.5	21.3	9.0	13.3
순차입금	억원	-176	-297	-296	-374	-368
부채비율	%	17.8	22.9	24.5	27.6	27.0

## 국내 정보보호산업 시장 전망

(단위 : 억원, %)

구분	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	CAGR (14~20)
정보안제품	13,351	14,900	16,883	19,409	22,465	26,054	30,178	14.56
정보안서비스	4,007	4,384	4,894	5,537	6,320	7,238	8,291	12.88
합계	17,359	19,284	21,776	24,946	28,785	33,293	38,469	14.18

자료 : 한국지식정보보호산업협회, WINS, SK 증권

## 과거 3년간 매출 구성 추이

(단위: 억원)

		2013년	2014년	2015년
공공	공공사업수주, 조달	346	440	385
통신	통신3사 및 ISP	95	61	80
금융	제1,2금융기관, 증권사	55	53	50
대학/의료	주요대학, 병원, 연구소	26	19	11
기업체	그룹사, 소셜커머스, 일반기업	89	81	88
수출	일본, 동남아, 중동	113	35	35
	합계	724	688	649

자료: WINS, SK 증권

## 투자의견변경

## 일시

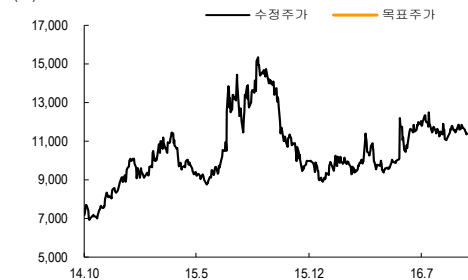
## 투자의견

## 목표주가

2016.10.25  
2016.06.04

Not Rated  
Not Rated

(원)



## Compliance Notice

- 작성(재)지침은 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 10월 25일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>유동자산</b>	335	465	585	673	719
현금및현금성자산	25	60	57	71	41
매출채권및기타채권	120	113	215	227	216
재고자산	36	50	63	64	110
<b>비유동자산</b>	126	184	258	263	302
장기금융자산	3	2	1	2	34
유형자산	92	139	133	136	130
무형자산	7	6	10	8	6
<b>자산총계</b>	460	649	843	936	1,021
<b>유동부채</b>	69	121	166	202	216
단기금융부채				0	20
매입채무 및 기타채무	46	79	128	152	121
단기충당부채		4	3	3	4
<b>비유동부채</b>			1	1	1
장기금융부채				0	0
장기매입채무 및 기타채무				0	0
장기충당부채				0	0
<b>부채총계</b>	69	121	166	202	217
<b>지배주주지분</b>	391	528	677	733	804
자본금	49	53	57	57	57
자본잉여금	274	315	356	356	356
기타자본구성요소	11	-16	-20	-20	-21
자기주식	0	-20	-20	-20	-22
이익잉여금	61	176	283	325	405
비지배주주지분				0	0
<b>자본총계</b>	391	528	677	733	804
<b>부채외자본총계</b>	460	649	843	936	1,021

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	125	181	52	84	14
당기순이익(손실)	61	126	128	64	102
비현금성항목등	33	51	21	30	10
유형자산감가상각비	9	11	17	20	21
무형자산상각비	1	2	2	3	3
기타	24	38	3	2	-31
운전자본감소(증가)	30	17	-73	2	-83
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	7	-102	-23	12
재고자산감소(증가)	1	-27	-20	-15	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	33	49	24	-31
기타	29	18	-204	16	-2
법인세납부	-4	-17	-30	-12	-15
<b>투자활동현금흐름</b>	-69	-152	-75	-49	-39
금융자산감소(증가)	-41	-84	13	-44	-52
유형자산감소(증가)	-14	-56	-18	-17	-13
무형자산감소(증가)	-5	-3	-7	-1	-1
기타	6	6	7	13	26
<b>재무활동현금흐름</b>	-62	5	21	-22	-5
단기금융부채증가(감소)				0	0
장기금융부채증가(감소)	-62			0	0
자본의증가(감소)		37	41	0	-2
배당금의 지급	0	12	21	-22	-22
기타				0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-6	35	-2	14	-30
기초현금	31	25	60	57	71
기말현금	25	60	57	71	41
FCF	-126	130	33	76	24

자료 : 원스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	418	622	724	688	649
<b>매출원가</b>	211	300	420	426	376
<b>매출총이익</b>	207	322	304	262	273
매출총이익률 (%)	49.5	51.8	42.0	38.0	42.0
<b>판매비와관리비</b>	127	160	180	199	192
영업이익	80	162	124	63	80
영업이익률 (%)	19.1	26.0	17.2	9.1	12.4
비영업손익	-6	-12	26	10	46
<b>순금융비용</b>	-3	-4	-5	-4	-5
외환관련손익	1	-7	6	3	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-2	-3	2	0	1
세전계속사업이익	73	150	150	72	126
세전계속사업이익률 (%)	17.5	24.0	20.7	10.5	19.4
계속사업법인세	12	23	22	9	24
<b>계속사업이익</b>	61	126	128	64	102
중단사업이익				0	0
*법인세효과				0	0
당기순이익	61	126	128	64	102
<b>순이익률 (%)</b>	14.7	20.3	17.7	9.2	15.8
지배주주	61	126	128	64	102
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	14.65	20.26	17.72	9.24	15.79
<b>비지배주주</b>				0	0
<b>총포괄이익</b>	57	132	129	78	94
<b>지배주주</b>	57	132	129	78	94
<b>비지배주주</b>				0	0
EBITDA	89	175	143	85	104

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		48.9	16.4	-5.0	-5.7
영업이익		103.5	-23.3	-49.6	27.9
세전계속사업이익		104.3	0.2	-51.7	73.9
EBITDA		96.5	-18.4	-40.1	22.0
EPS(계속사업)		96.4	-4.4	-51.9	61.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		27.5	21.3	9.0	13.3
ROA		22.7	17.2	7.2	10.5
EBITDA마진	21.3	28.1	19.7	12.4	16.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	482.2	384.7	353.8	333.1	332.4
부채비율	17.8	22.9	24.5	27.6	27.0
순차입금/자기자본	-45.1	-56.2	-43.7	-51.0	-45.8
EBITDA/이자비용(배)	46.8			0.0	277.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	622	1,223	1,169	562	906
BPS	3,974	5,194	6,166	6,484	7,113
CFPS	717	1,346	1,336	763	1,118
주당 현금배당금	120	200	200	200	240
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.7	11.4	19.4	30.1	17.0
PER(최저)	6.1	5.1	11.3	12.3	9.7
PBR(최고)	1.7	2.7	3.7	2.6	2.2
PBR(최저)	1.0	1.2	2.2	1.1	1.2
PCR	8.4	10.0	13.0	11.2	8.9
EV/EBITDA(최고)	5.4	6.6	14.9	18.0	13.1
EV/EBITDA(최저)	2.2	1.8	7.7	4.8	6.0

**memo**

---