

MERITZ Small Cap Bulls Eye

탐방공감



2017년 3월

탐방기업

락앤락(115390)	#중국턴어라운드 #베트남고성장 #고배당
한스바이오메드(042520)	#중국진출본격화 #화장품수출증가
박스(104200)	나노클럽 프로모션의 수확시기가 온다
대원화성(024890)	#성장재개 #고객다변화 #신사업개시
마이크로프랜드(147760)	#세계4위업체 #3D낸드수혜 #니치마켓

Coverage Update

종목	투자판단	적정주가
나이스정보통신(036800)	Buy	34,000원

MERITZ Small Cap Bulls Eye



유틸리티/운송/스몰캡
Analyst 김승철
02. 6098-6666
seungchurl.kim@meritz.co.kr

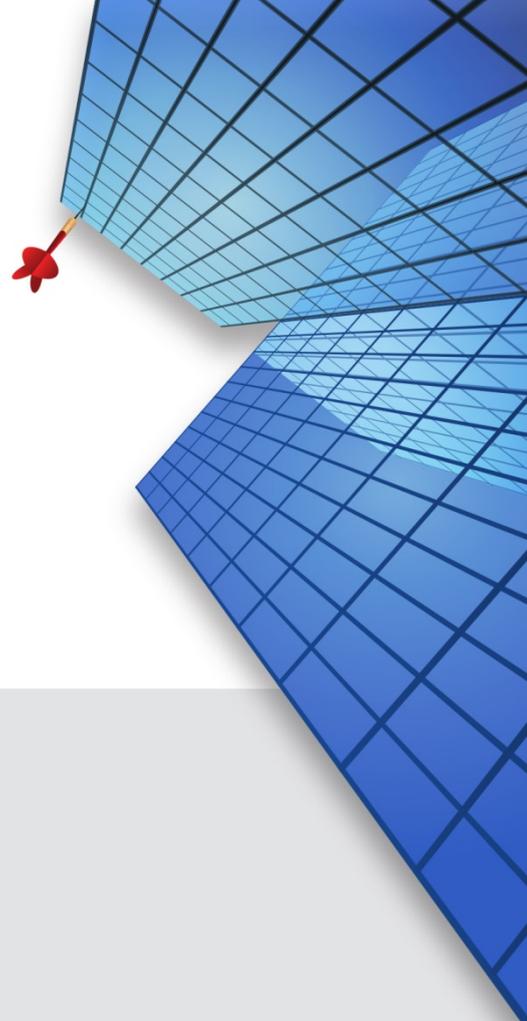
스몰캡
Analyst 이재환
02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr

스몰캡
Analyst 구성진
02. 6098-6662
sungjin.goo@meritz.co.kr

유틸리티/운송/스몰캡
RA 김정섭
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

MERITZ Small Cap
Bulls Eye

탐방공감



Contents

탐방기업

락앤락 (115390)	#중국턴어라운드 #베트남고성장 #고배당	이재환	8
한스바이오메드 (042520)	#중국진출본격화 #화장품수출증가	구성진	13
박스 (104200)	니나노클럽 프로모션의 수확시기가 온다	김승철	19
대원화성 (024890)	#성장재개 #고객다변화 #신사업개시	구성진	23
마이크로프랜드 (147760)	#세계4위업체 #3D낸드수혜 #니치마켓	이재환	29

Coverage Update

나이스정보통신 (036800)	결제건 수 성장의 수혜	김승철	34
------------------	--------------	-----	----



메리츠 스몰캡 유니버스

KOSPI

코드	종목명	시가총액 (십억원)	현재주가 (원)	적정주가 (원)	투자포인트
241590	화승엔터프라이즈	469.9	17,450	22,000	<ul style="list-style-type: none"> 아디다스그룹 신발 밴더 2위, 네오 라벨과 동반 성장 베트남, 아디다스의 핵심 생산기지로 부상
070960	용평리조트	412.5	8,570	11,000	<ul style="list-style-type: none"> '18년 기점으로 지속적으로 이어지는 프리미엄 리조트 신규 분양(5,200억원 규모) 분양과 함께 운영수익 성장, 향후 캐시카우 역할 기대
025000	KPX케미칼	300.1	62,000	95,000	<ul style="list-style-type: none"> 4Q16 분기 기준 최대 실적 전망 원재료 하락 따른 증장기 수익성 개선 보유 순현금성 자산 현 시총의 약 45%에 달해
035150	백산	200.1	8,270	11,000	<ul style="list-style-type: none"> 중국 중심 나이키, 아디다스 등 글로벌 신발 브랜드 성장으로 동사 수혜 지속 자동차 내장재 사업 적용 모델 및 범위 확대로 증장기 성장동력 자리매김 전망
016090	대현	141.3	3,120	5,000	<ul style="list-style-type: none"> 대표 브랜드 듀얼 중국 매장 본격 확대, 부진한 브랜드는 턴어라운드 비영업용 안전자산 시총 대비 50% 상회
035510	신세계 I&C	123.5	71,800	90,000	<ul style="list-style-type: none"> 신세계그룹의 공격적 투자로 매출 증가세 지속 신사업 외 비용 통제로 판관비율 하락 신세계티비쇼핑 지분법손실 4Q16에 종료되며 순이익 턴어라운드

KOSDAQ

코드	종목명	시가총액 (십억원)	현재주가 (원)	적정주가 (원)	투자포인트
025980	에머스퍼시픽	526.9	32,000	49,000	<ul style="list-style-type: none"> 지속 가능한 리조트 운영수익의 비중 증가 높아진 기초체력 바탕으로 신규 프로젝트 수행 기대
119610	인터로조	405.2	37,600	54,000	<ul style="list-style-type: none"> 중국 및 일본 시장 진출, 성공 요건은 모두 갖춤 중동 및 유럽 시장, 신규 국가 진출로 성장 지속
036800	나이스정보통신	258.0	25,800	34,000	<ul style="list-style-type: none"> PG사업 진출, 신규 성장동력 결제건 수 증가로 안정적 성장 기대 정책제에서 정률제 전환 우려는 과도
060250	NHN한국사이버결제	232.1	12,650	19,500	<ul style="list-style-type: none"> 소셜커머스 시장 확대로 PG 시장 급성장 PAYCO 공격적인 가맹점 확보 효과 기대
052330	코텍	225.1	14,450	18,000	<ul style="list-style-type: none"> 본업인 카지노 매출액 사상 최대치 갱신 지속, 의료용 디스플레이 '18년부터 본격적 성장기 진입 전망 현금성 자산 900억원으로 시총의 40% 수준 육박
054050	농우바이오	224.5	15,700	24,000	<ul style="list-style-type: none"> 특새시장에서 글로벌 채소 종자 업체로 도약 중국 및 인도 시장의 교배종 전환, 품종 다변화 전망
063570	한국전자금융	179.0	6,880	8,000	<ul style="list-style-type: none"> 연평균 20% 성장하는 POS 국내 1위 사업자 무인주차장, 키오스크 등 무인사업부는 증장기 성장 동력
046440	KG모빌리언스	142.3	6,870	11,500	<ul style="list-style-type: none"> '엄지족' 증가에 따른 모바일 쇼핑 매출 증가 추세 지속 높은 선점상 비중으로 업계 최고 수익성 유지
236200	슈프리마	140.5	19,850	42,000	<ul style="list-style-type: none"> 바이오 시스템/솔루션 사업, 신제품 출시로 ASP 상승 모바일 신사업으로 영역 확장, 로열티 수익 기대 본업 성장성, 사업 안정성 및 영업레리지 효과 기대
216050	인크로스	137.0	46,600	55,000	<ul style="list-style-type: none"> 동영상 광고 시장을 선점한 플랫폼 '다윈'의 고속 성장 '17년 전사 영업이익 110억원(+30.4% YoY) 달성 예상
096240	청담러닝	116.3	8,740	26,500	<ul style="list-style-type: none"> 베트남 April어학원 학생 수 13,000명 돌파, 고성장에 지속 중국 스마트러닝 솔루션 공급계약으로 로열티 수입 최대 연간 80억원 수준 추산 배당수익률 4.4% 이상, '17년 영업이익 전년대비 67% 급증 전망
089980	상아프론테크	119.1	17,250	14,000	<ul style="list-style-type: none"> '17년 전기차와 반도체 부문 성장세 이어질 전망 해외 자회사들 흑자전환 유력
225330	씨엠에스에듀	111.1	26,300	42,500	<ul style="list-style-type: none"> 입시 및 교과 과정 개편에 따른 수혜주 '18학년도부터 대입 수능시험에서 수학 변별력 중요시될 전망, 수학 사교육 시장 활성화 전망
241790	오션브릿지	101.7	11,150	15,500	<ul style="list-style-type: none"> 3D낸드플래시 및 미세화 공정 투자 확대로 반도체 소재 사업부문 성장 반도체 장비 사업부문은 또 다른 성장 동력
114630	우노엔컴퍼니	76.8	5,660	10,000	<ul style="list-style-type: none"> 보유 현금 400억으로 시총 50% 수준 난연고열사, 가발 원사 최대 시장인 인모 대체 전망

메리츠 스몰캡 Watch List

KOSPI

코드	종목명	시가총액(십억원)	현재주가(원)	투자포인트
115390	락앤락	761.8	13,850	<ul style="list-style-type: none"> 중국 구조조정 완료에 따른 턴어라운드 기대 신성장 동력 확보, 베트남 고성장 지속
024890	대원화성	110.5	2,680	<ul style="list-style-type: none"> 폴리우레탄 합성피혁 사업의 신발, 자동차 및 IT 영역으로의 확장 주요 고객사 유리기판 1라인 매출 증가, 화장품(에어퍼프) 신사업 개시

KOSDAQ

코드	종목명	시가총액(십억원)	현재주가(원)	투자포인트
121440	골프존유원홀딩스	268.2	6,260	<ul style="list-style-type: none"> 신성장 동력 스크린 야구의 고성장과 주력 사업인 골프장 운영사업 턴어라운드 골프 용품 유통사업 공격적인 매장 확대로 규모의 경제 실현
036890	진성티이씨	182.8	8,130	<ul style="list-style-type: none"> 캐터필러 아웃소싱 확대 기조 강화 미국 인프라 및 에너지 투자 확대 시 수혜
220630	해마로푸드서비스	179.3	1,965	<ul style="list-style-type: none"> 국내사업 점당 매출액 증가 및 점포 수 증가 효과 '16년 베트남, 대만 등 해외 진출, 해외 사업 중장기적 성장 동력이 될 전망
100700	세운메디칼	167.8	3,830	<ul style="list-style-type: none"> 혈액 가온기, 가슴 보형물 등 주요 제품 선진시장 및 남미 판매 개시 베트남 2공장 가동으로 베트남 내수 및 동남아 시장 수출 증가
140410	메지온	164.0	20,100	<ul style="list-style-type: none"> 폰탄수술환자 치료에 대한 임상 3상 연내 완료 기대 최종 허가 시 평균 2,250억원에 거래되는 우선심사권 획득 가능
042520	한스바이오메드	161.2	16,350	<ul style="list-style-type: none"> 인공유방 중국 수출 빠르게 증가 자회사 한스파마의 고기능성 화장품 수출 증가
104200	벅스	150.5	10,150	<ul style="list-style-type: none"> 니나노클럽 프로모션으로 '15년 가입자 40만명에서 현재 85만명으로 급등 '17년 영업이익 106억원, 흑자전환 전망
092070	디엔에프	148.5	13,800	<ul style="list-style-type: none"> D램 미세화 공정 및 3D낸드 투자 확대 수혜 전망 HCDS 및 DPT의 3D낸드플래시 공정 적용 전망
095500	미래노텍	129.5	5,560	<ul style="list-style-type: none"> SUHD TV 수요 증가로 쿼텀사이트 및 복합사이트 판매량 증가, 제품 믹스 개선 적자 계열사의 적자폭 축소 및 턴어라운드는 이익성장 견인 전망
147760	마이크로프랜드	102.7	9,650	<ul style="list-style-type: none"> 3D낸드플래시 투자 확대 수혜 전망 대량생산 및 미세화에 유리한 3D MEMS 공정 적용
036010	아비코전자	96.5	7,260	<ul style="list-style-type: none"> 스마트폰 부품 국산화, 중저가 스마트폰 고사양화 수혜 지속 전망 전방 산업 변화로 매출처 다변화
094360	칩스앤미디어	95.6	13,200	<ul style="list-style-type: none"> '03년 설립된 비디오용 반도체 칩 설계 업체 4차 산업혁명 수혜주. 전방산업 시장 성장

커버리지 제외

코드	종목명	시가총액(십억원)	현재주가(원)	커버리지 제외 사유
095570	AJ네트웍스	273.0	5,610	<ul style="list-style-type: none"> AJ렌터카의 잠재적 시장 매출 출현 가능성으로 불확실성 증가, 커버리지 제외
005190	동성화학	89.1	16,800	<ul style="list-style-type: none"> 원재료 MDI 가격 상승, 중국 JV 공장 가동을 정상화가 지연되고 있어 커버리지 제외

Summary

3월 기준 메리츠 스몰캡 유니버스는 총 21개 기업이고 Watch List는 14개 종목이다. 이 중 3월 관심 종목으로 락엔락, 한스바이오메드, 벅스, 대원화성, 마이크로프렌드가 신규 Watch List에 포함되었고 AJ네트웍스와 동성화학은 커버리지에서 제외하였다.

락엔락은 중국 턴어라운드와 베트남 고성장 지속을 예상한다. 전체 매출액의 40.7%를 차지하는 중국은 동사의 주요 매출원이다. 지난 3년간의 강도 높은 구조조정을 끝마쳤다. 사업 정상화를 기대한다. 베트남 사업부는 30% 이상의 고성장률을 기록하고 있다. 성장의 초기 단계라고 판단한다. 현재 유통 채널 구조를 감안 시 채널 다변화를 통한 추가 성장이 가능해 보인다.

한스바이오메드는 중국 수출 증가와 고기능성 화장품 수출 증가를 예상한다. 인공유방 제품인 벨라젤(Bellagel)이 '17년 9월 기준 45억원 규모의 중국 수출을 달성하며 전년대비 큰 폭으로 증가한다. 자회사 한스파마를 통해 고기능성 화장품도 일본과 러시아 등으로 수출이 증가하고 있다. '17년 9월 결산에 전년대비 세 배 증가한 45억원 매출 달성을 기대한다. 한스바이오메드는 현재 한스파마 지분을 36% 보유하고 있으나, 증자를 통해 60% 내외까지 확대할 가능성이 있다.

벅스는 국내 대형 디지털 음원 서비스 및 음원유통을 담당하는 회사다. 작년 니나노클럽이라는 프로모션을 실시했다. 월 8,900원에 해당하는 정상가를 6개월간 900원에 제공하는 과격 할인이다. 여기에 각종 포인트 및 커피할인 등 혜택들도 제공했다. 덕분에 가입자 수는 프로모션 전 40만명에서 현재 85만명으로 급증했다. 이제 정상가에 진입하는 가입자 수가 늘어나면서 ARPU가 개선되어 실적도 좋아진다. 프로모션 기간 종료 후 가입자 이탈이 염려되지만 혜택의 가치가 정상가를 넘기 때문에 할인 기간이 끝나도 여전히 가입자들은 남아 있다. 락인(Lock-in) 효과가 발휘되고 있는 것이다. 프로모션으로 작년에는 적자를 기록했지만 올해는 흑자전환하게 된다. 정상가에 진입하게 되면서 작년 4분기에 적자폭이 줄기 시작했다.

대원화성은 기존 사업의 성장 재개와 함께 신사업 매출이 추가된다. LG화학 유리기관용 백패드 매출이 '17년에 25% 증가한다. 1라인 내 후가공 라인이 추가된 것과 '16년 하반기 매출 이연 효과가 더해진 결과다. 신발용 폴리우레탄 합성피혁은 주로 나이키에 공급하고 있지만 이제 아디다스 비중이 커진다. 또한 화장품 신사업이 올해 결과물을 내 '17년 신규 매출 발생을 기대한다.

마이크로프렌드는 삼성전자의 3D 낸드플래시 투자 수혜를 톡톡히 볼 전망이다. 삼성전자의 3D 낸드플래시 투자확대로 프로브카드 매출 증가가 기대된다. '17년 화성 17라인 2단계(16-2라인)과 평택 18라인 3D 낸드플래시 신규 증설 라인이 본격 가동을 앞두고 있다. 프로브카드 생산에 3D MEMS 공정을 적용한 점은 동사만의 차별점이다. 미세화 및 대량생산에 유리하다. 일괄 프로세스를 따르는 만큼 공정 효율성이 우수하기 때문이다.

탐방 기업

08	락앤락 (115390)	#중국턴어라운드 #베트남고성장 #고배당	이재환
13	한스바이오메드 (042520)	#중국진출본격화 #화장품수출증가	구성진
19	박스 (104200)	니나노클럽 프로모션의 수확시기가 온다	김승철
23	대원화성 (024890)	#성장재개 #고객다변화 #신사업개시	구성진
29	마이크로프랜드 (147760)	#세계4위업체 #3D낸드수혜 #니치마켓	이재환

Company Visit Note
2017. 3. 15

락앤락 115390

#중국턴어라운드 #베트남고성장 #고배당

▲ 스펀캡

Analyst **이재환**
02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ 중국과 국내 1위의 밀폐용기 사업자
- ✓ 전체 매출액 중 중국비중 41%, 국내 27%, 아시아 18% 등
- ✓ 중국 구조조정 완료에 따른 턴어라운드 기대
- ✓ 신성장동력 확보, 베트남 고성장 지속
- ✓ '17년 EPS, BPS 기준 PER, PBR은 각각 14.9배, 1.1배

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (3.14) **13,850원**
상승여력 -

KOSPI	2,133.78pt
시가총액	7,618억원
발행주식수	5,500만주
유통주식비율	63.70%
외국인비중	9.17%
52주 최고/최저가	15,700원 / 11,550원
평균거래대금	27.0억원

주요주주(%)	
김준일 및 특수관계자	63.7
국민연금공단	5.1
신영자산운용	5.0

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.36	19.40	6.54
상대주가	-11.83	12.77	0.92

주가그래프



기업 개요

락앤락은 주방용품, 일회용잡화 제조 및 판매사다. 중국과 국내 밀폐용기 1 위 사업자다. 전체 매출액 중 중국 비중이 41%다. 국내와 아시아가 각각 27%, 18%를 차지하고 있다. 중국의 턴어라운드와 베트남의 고성장이 기대된다.

투자 포인트

1) 중국: 지난 3년간의 구조조정 마무리 → 온라인 채널 타고 턴어라운드!

경쟁 및 유통재고 과다로 낮아졌던 도매가격 정상화에 성공했다. 간접방식 영업 망을 확대하고 SKU 를 최적화했다. 덕분에 중국의 영업이익률은 '14 년 6.6% 에서 '16 년 16.1%까지 상승했다. 중국 소비시장의 중심이 오프라인에서 온라인 으로 변하며 온라인 채널의 성장세가 가파르다. 덕분에 2~3 선 도시로의 확장이 빠르게 진행되고 있다.

2) 베트남: 유통 채널 다각화로 성장기 진입!

고성장을 지속할 전망이다. 성장의 비결은 유통 채널 다각화에 있다. 베트남은 아직까지 특판 중심의 시장이다. 중국 등의 사례를 살펴 보면 유통 채널이 다각화되며 시장이 급성장했다. 동일한 궤적을 그릴 공산이 크다. 동사의 중장기 성장을 책임질 것으로 기대한다.

실적 및 밸류에이션

'16년 실적은 매출액 4,251억원, 영업이익 602억원을 기록했다. '17년은 매출액 4,500억원, 영업이익은 650억원 수준을 기대한다. 현 주가는 '17년 예상 PER, PBR은 각각 14.9배, 1.1배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	501.7	70.9	45.1	820	-24.7	11,185	28.1	2.1	12.6	7.5	29.5
2014	421.6	27.3	15.0	273	-66.7	11,275	41.8	1.0	10.9	2.4	26.2
2015	407.1	35.3	12.5	228	-16.6	11,451	54.2	1.1	9.5	2.0	18.2
2016P	425.1	60.2	47.0	854	274.6	12,384	18.1	1.2	8.2	7.1	12.0
2017E	450.0	65.0	51.0	928	8.7	12,848	14.9	1.1	7.1	7.4	11.5

1 기업 개요

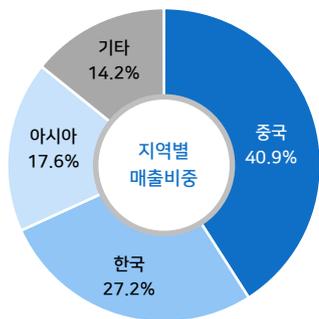
중국과 국내 1위 밀폐용기 사업자

락앤락은 '78년 국진유통 주식회사로 설립된 주방용품, 일회용잡화 제조 및 판매사다. '98년 선보인 4면 걸착 타입(Lock-Type) 밀폐용기의 흥행으로 국내 1위 사업자로 올라섰다. '04년 중국 시장에 선제적으로 진출, 밀폐용기 1위 업체로 자리잡았다.

전체 매출액 중 중국 비중 41%

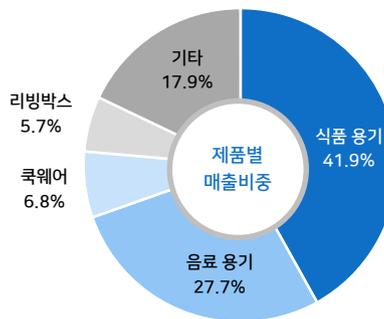
'16년 말 기준으로 중국이 전체 매출액 중 40.9%를 차지한다. 한국과 아시아가 각각 27.2%, 17.6%다. 베트남의 고성장으로 아시아 매출액 비중이 점차 증가할 전망이다. 김준일 회장(대표이사 창업주) 지분율은 52.8%다. 특수관계인 10.9%를 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분율은 63.7%다. 나머지 주요 주주는 국민연금 5.1%, 신영자산운용 5.0% 등이다.

그림1 락앤락 지역별 매출액 비중



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터
주: '16년 말 기준

그림2 락앤락 제품별 매출비중



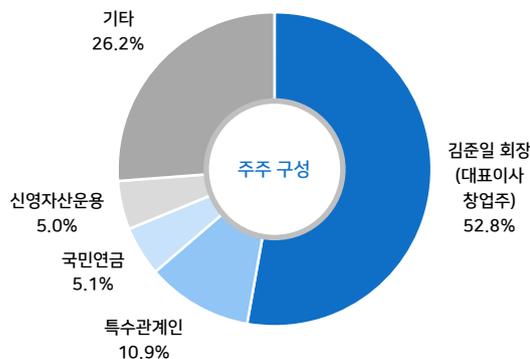
자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터
주: '16년 말 기준

그림3 락앤락 주요 제품



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 락앤락 주주 구성



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터
주: '16년 말 기준

2 투자 포인트

중국 턴어라운드와 베트남 고성장 지속을 예상한다. 전체 매출액의 40.7%를 차지하는 중국은 동사의 주요 매출원이다. 지난 3년간의 강도 높은 구조조정을 끝마쳤다. 사업 정상화를 기대한다. 베트남 사업부는 30% 이상의 고성장률을 기록하고 있다. 성장의 초기 단계라고 판단한다. 현재 유통 채널 구조를 감안 시 채널 다변화를 통한 추가 성장이 가능해 보인다.

중국 업데이트

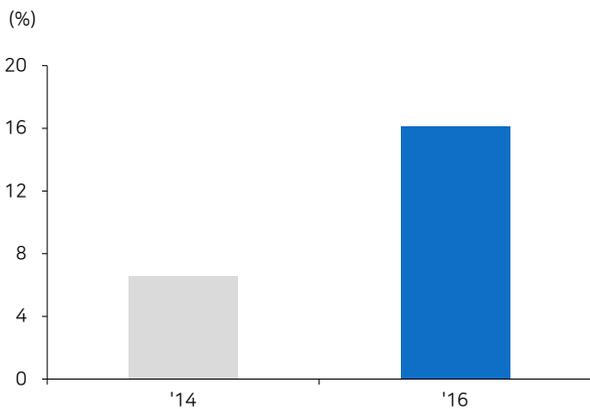
3년간의 구조조정 끝
→ 수익성 정상화

'16년 3분기 홈쇼핑 채널 조정을 끝으로 지난 3년간의 구조조정을 마무리했다. '14~'15년은 로컬업체와의 경쟁 및 채널 유통재고 과다로 떨어진 도매가격 정상화에 주력했다. 영업망을 직접에서 간접방식으로 변경하여 채고 부담을 최소화했으며, 유통별 SKU를 최적화하여 효율성을 제고했다. 가격 정상화 효과로 중국 영업이익률은 '14년 6.6%에서 '16년 16.1%까지 치솟았다. '16년은 과도한 프로모션과 정액 수수료를 요구하는 홈쇼핑 채널을 정리한 해다. 현재 거래 중인 홈쇼핑 채널은 동방홈쇼핑과 중국 로컬 2개사를 포함한 3개 업체다. 수수료 과금 체계도 정액에서 정률로 변경 추진 중이다.

온라인 채널 성장에 따른
신규 고객 유입 효과 기대

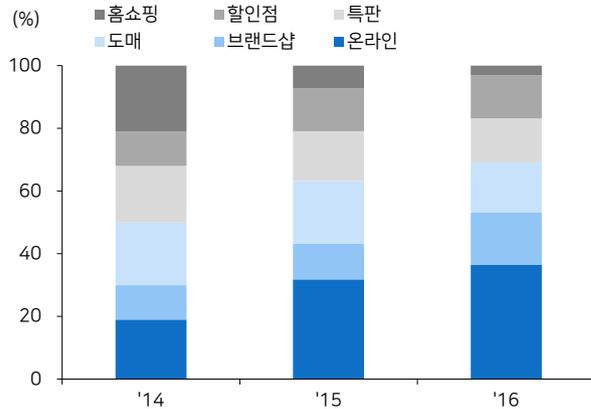
최근 중국 소비시장의 화두는 오프라인 → 온라인으로 패러다임 이동이다. 덕분에 2~3선 도시로의 채널 확장이 용이해졌다. 오프라인처럼 유통업체들의 대규모 투자가 선행될 필요가 없기 때문이다. JD, 아마존 등의 메이저 업체와는 다이렉트로 거래하고 있다. 중국 최대의 B2C업체 T몰에도 23개의 온라인 전문 도소매상을 통해 제품을 판매 중이다. 구조조정으로 수익성을 정상화시킨 작금의 당면과제는 다시 '성장'이다. 온라인 채널 확대에 따른 신규 고객 창출이 관건이라고 판단한다.

그림5 중국 영업이익률 개선: '14년 vs. '16년



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국 온라인 채널 비중 변화



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터

베트남 업데이트

베트남 고성장 지속: 유통 채널
다각화되며 산업 성장

'16년 베트남 매출액은 30% 이상 성장했다. 현재의 유통 채널 구조를 감안 시 아직 성장 초입단계라고 판단한다. 향후 3~4년간 성장 추세를 지속할 공산이 크다. 저장용기산업은 특판 → 할인점/직영점 → 브랜드 → 도소매 → 온라인/홈쇼핑 순으로 유통 채널이 다각화(4~6년 소요)되며 성장한다. 베트남은 아직 특판 위주로 시장이 형성되어 있어 성장여력이 크다. 중장기 성장을 책임질 것으로 기대한다.

재무 및 밸류에이션

이자 지급성 부채 감소

재무상태가 개선되면서 기초체력이 좋아지고 있다. 이자 지급성 부채는 '14년말 기준 1,111억원 → '16년 3분기 기준 201억원으로 감소했다. 이자비용도 '14년 3분기 누적 26억원 → '16년 3분기 누적 8억원으로 줄었다.

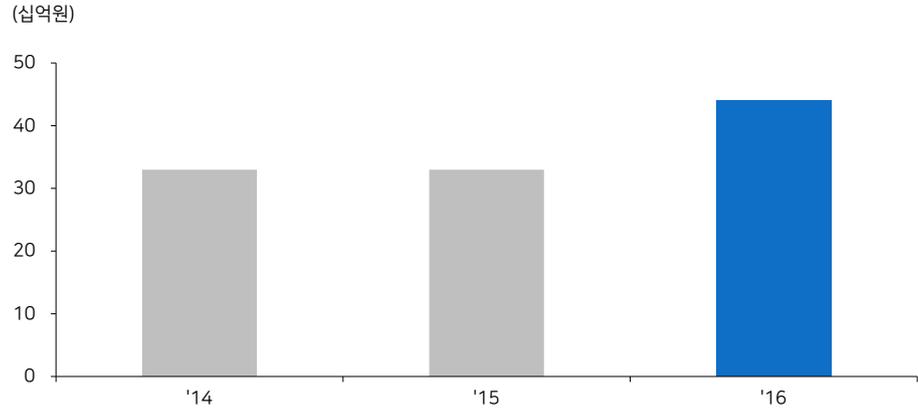
배당성향 50% 유지,
'16년 시가 배당률은 3.6%

주주가치 제고를 위해 배당도 적극적으로 실시한다. 배당성향 50%를 유지할 전망이다. '16년 시가 배당률은 3.6%다. 향후 이익 증가만큼의 배당 수익을 기대해도 좋다고 본다.

'17년 매출액은 4,500억원
영업이익은 650억원 수준

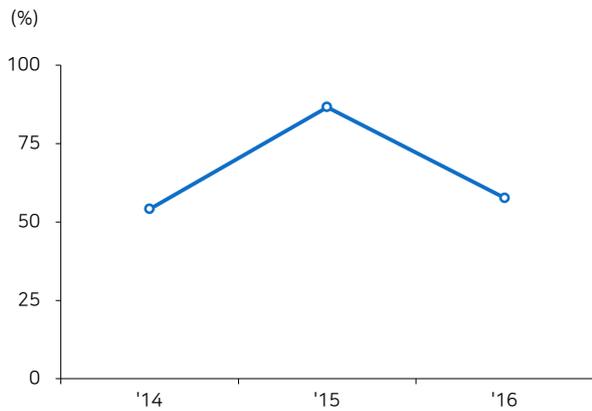
'17년 연간 예상 매출액은 4,500억원, 영업이익률은 14.5~15.0%를 제시했다. 1분기 매출액은 1,060억원 수준을 기대한다. 매출 비중이 가장 큰 중국이 2월 누계로 8% 성장(현지통화 기준)한 점을 감안 시 무리한 목표는 아니라고 판단한다. CAPEX는 약 320억원을 예상한다. 판교 신규사옥(120억원)과 안성물류센터(80억원), 베트남(120억원)이 주된 투자처다.

그림7 락앤락 동남아 매출액 추이



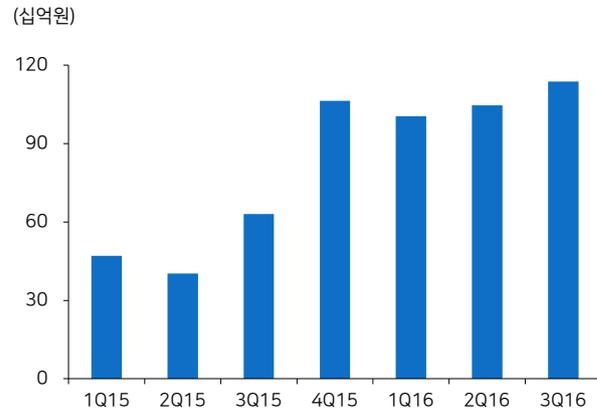
자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 락앤락 배당성향 추이



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터
 주: 배당성향=주당배당금/주당순이익

그림9 락앤락 순현금 추이



자료: 락앤락, 메리츠증권증권 리서치센터

Company Visit Note
2017. 3. 15

한스바이오메드 042520

#중국진출본격화 #화장품수출증가

▲ 스펠캡

Analyst **구성진**
02. 6098-6662
sungjin.goo@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ '99년에 설립된 인체 이식용 의료기기 전문 업체
- ✓ 매출 비중은 뼈이식재 53%, 실리콘 보형물(인공유방) 13% 등
- ✓ 인공유방의 중국 수출이 빠르게 증가
- ✓ 자회사 한스파마의 고기능성 화장품 수출 증가
- ✓ '17년 EPS, BPS 기준 PER, PBR은 각각 23.5배, 3.0배

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (3.14) **16,350원**
상승여력 -

KOSDAQ	614.12pt
시가총액	1,612억원
발행주식수	986만주
유동주식비율	72.94%
외국인비중	7.37%
52주 최고/최저가	23,200원 / 13,550원
평균거래대금	4.1억원

주요주주(%)	
황호찬 및 특수관계자	24.6
파트너스제3호동장성장PEF	6.7
Templeton Asset Mgmt.	6.1

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.87	-9.42	-9.42
상대주가	6.51	-0.63	-10.41

주가그래프



기업 개요

'99년에 설립된 인체 이식용 의료기기 전문 업체다. 피부/뼈 결손 치료를 위한 인체조직 이식재와 실리콘 보형물(인공유방), 미용 의료기기 사업을 영위하고 있다. '16년부터는 자회사 한스파마를 통해 고기능성 화장품 시장에도 진출했다. 매출액 비중은 '16년 9월 결산 기준으로 뼈이식 52%, 피부이식 9%, 인공유방 13%, 고기능성 화장품 4%, 기타 의료기기 22%다.

투자 포인트

- 1) 인공유방의 중국 수출 본격화
우선 인공유방 제품인 벨라젤(Bellagel)의 중국 수출이 빠르게 증가한다. '17년 9월 기준 45억원의 중국 수출액을 달성하며 전년 대비 큰 폭 증가할 전망이다. 이에 힘입어 벨라젤 부문 매출액은 '17년에 80억원(+111% YoY)에 달할 것이다. 이미 1Q17(12월 분기)에 19억원 매출액을 기록했다.
- 2) 고기능성 화장품 수출 증가
자회사 한스파마의 고기능성 화장품 수출이 늘고 있다. B2B 사업이며, 일본과 러시아, 태국 등으로 나간다. '17년 9월 결산에 전년대비 세 배 증가한 45억원 매출 달성을 기대한다. 한스바이오메드는 현재 한스파마 지분을 36% 보유하고 있으나, 증자를 통해 60% 내외까지 확대할 가능성이 있다.

실적 및 밸류에이션

'17년 9월 기준 실적은 매출액 380억원(+30.7% YoY), 영업이익 85억원(+42.2% YoY)을 전망한다. 현 주가는 '17년 9월 예상 기준 PER 23.5배, PBR 3.0배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	20.1	3.9	3.4	375	20.9	3,155	40.1	5.0	29.8	13.4	13.7
2014	21.0	3.9	3.5	361	-3.6	3,643	53.4	5.3	41.5	10.2	12.6
2015	23.4	5.1	4.9	498	37.8	3,943	38.2	4.8	31.7	11.9	20.7
2016	29.0	6.0	4.6	469	-5.8	4,230	34.7	3.9	25.5	10.3	36.2
2017E	38.0	8.5	6.9	696	48.4	5,391	23.5	3.0	17.2	13.7	43.7

※ 9월 결산 법인

1 기업 개요

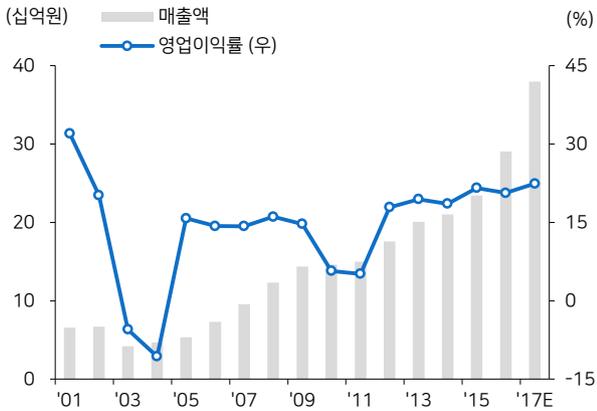
'99년에 설립된 인체 이식용 의료기기 전문 업체

'99년에 설립된 한스바이오메드는 인체 이식용 의료기기 전문 업체다. 주요 고객사인 오스탐임플란트, 비엔에스메드를 통해 병원에 제품을 공급하고 있다. 사고로 발생하는 피부/뼈 결손 치료를 위한 인체조직 이식재 제조와 인체 이식용 실리콘 보형물, 미용 의료기기, 고기능성 화장품 제조 사업을 영위하고 있다. 매출 비중은 '16년 9월 결산 기준으로 인체조직 이식재 61%(뼈이식 52%, 피부이식 9%), 인공유방 13%, 고기능성 화장품 4%, 기타 의료기기(민트 리프트 등) 22%다.

'17년 영업이익 85억원 예상

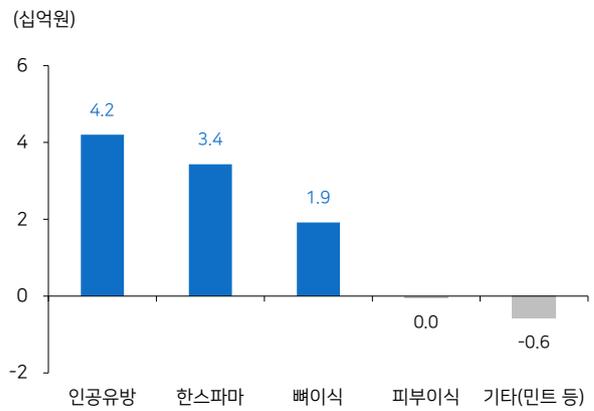
'17년 9월 결산 기준 매출액은 380억원, 영업이익은 85억원을 전망한다. 1) 실리콘 보형물(인공유방)의 중국 수출 본격화와 2) 자회사 한스파마를 통한 고기능성 화장품 수출 증가, 3) 뼈이식재의 미국 수출 증가가 올해 실적 성장에 기여한다.

그림10 한스바이오메드 매출액과 영업이익률 추이



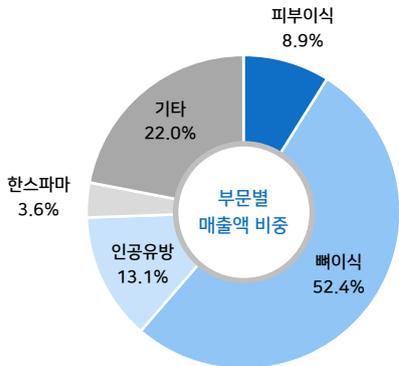
자료: 한스바이오메드, 메리츠증권리서치센터

그림11 '17년 부문별 매출 증감액 전망 (9월 결산)



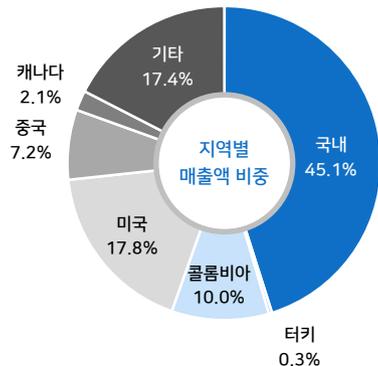
자료: 한스바이오메드, 메리츠증권리서치센터

그림12 부문별 매출액 비중 ('16년 9월 결산 기준)



자료: 한스바이오메드, 메리츠증권리서치센터

그림13 지역별 매출액 비중 ('16년 9월 결산 기준)



자료: 한스바이오메드, 메리츠증권리서치센터

2 투자 포인트

신규 사업 중 고기능성 화장품이 가장 빠른 성과를 보일 것

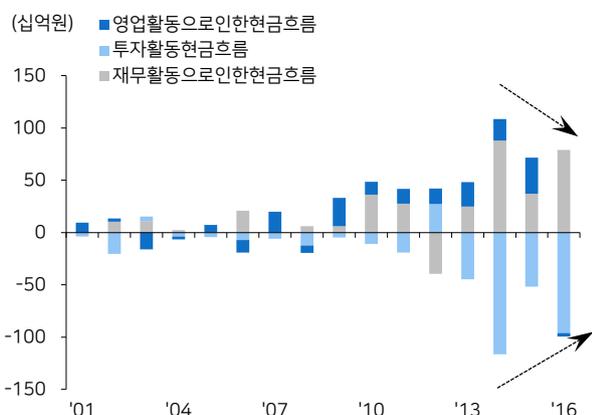
한스바이오메드는 '20년까지 매출액 1,000억원, 영업이익률 30~40% 달성이 목표다. 장기 성장 동력 확보를 위해 '13년 문정동 소재 토지를 145억원을 들여 구매했고, 이를 포함하여 '13~'16년 4년간 373억원의 자본적 지출을 단행했다. 신설된 문정동 연구소는 기능성 화장품과 신규 의료기기, 세포 치료 연구 개발하며 차기 성장 동력을 찾는데 집중한다. 자회사 한스파마의 고기능성 화장품이 가장 빠른 성과를 보여줄 전망이다.

투자 축소기 진입, 현금흐름 개선 '17년 PER, PBR은 각각 23.5배, 3.0배

4년 간 영업활동현금흐름을 크게 웃도는 투자를 집행해 차입금이 163억원으로 증가했다. 큰 규모의 투자는 거의 끝났다. 10~15억원 수준의 추가 투자(기계설비 도입)만 예정되어 있다. 투자 축소기에 접어들었으며, 벌어들이는 이익은 차입금을 줄이는데 사용한다. 현금흐름 개선과 함께 약 1년 6개월 간 하락세를 이어온 주가 역시 반등 흐름을 보일 것으로 예상된다. '17년 9월 기준 현 주가는 PER 23.5배, PBR 3.0배 수준이다.

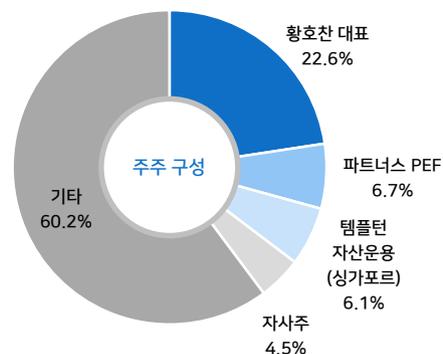
최대 주주는 창업자인 황호찬 대표이사로, 22.6% 지분을 보유 중이다. '13년 11월 ~'14년 1월 14,000~16,000원에 투자한 파트너스PEF가 6.7%를 보유하고 있으며, '17년 들어 지분을 확대한 템플턴자산운용(싱가포르)이 6.1% 보유하고 있다. 자사주 비중이 4.5%에 달하나 소각보다는 향후 매각 후 차입금 상환에 더 무게를 두고 있는 것으로 보인다. 그 외 신종자본증권은 없다.

그림14 투자 축소기 진입, 차입금 점진적으로 감소할 전망



자료: 한스바이오메드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 주요 주주 구성



자료: 한스바이오메드, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 한스바이오메드 실적 추이와 전망					
(십억원)	'13	'14	'15	'16	'17E
매출액	20.1	21.0	23.4	29.0	38.0
인체조직(Bone & Skin)	13.2	14.6	15.5	18.2	19.7
피부이식	3.3	2.0	2.3	2.6	2.5
뼈이식	10.0	12.3	12.5	15.2	17.1
인공유방	0.7	0.6	1.8	3.8	8.0
한스파마	0.0	0.0	0.0	1.0	4.5
기타 의료기기	6.2	5.9	6.1	6.0	5.8
매출총이익	8.3	9.6	10.7	13.4	17.3
판매비와 관리비	4.4	5.7	5.6	7.4	8.8
인건비	1.8	2.2	3.0	3.5	4.2
직원 수(명)	91	92	105	133	170
지급수수료	0.9	1.0	0.7	1.6	1.3
경상연구개발비	0.1	0.5	0.4	0.2	0.8
광고선전비	0.4	0.5	0.4	0.7	0.9
영업이익	3.9	3.9	5.1	6.0	8.5
영업이익률(%)	19.4	18.6	21.6	20.6	22.4
영업외손익	0.0	0.0	0.5	-0.5	-0.1
금융비용	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.2
법인세차감전순이익	3.9	3.9	5.5	5.5	8.4
유효법인세율(%)	12.6	11.4	11.1	13.6	13.0
당기순이익	3.4	3.5	4.9	4.8	7.3
지배주주순이익	3.4	3.5	4.9	4.6	6.9

주: 한스바이오메드는 9월 결산 법인
 자료: 한스바이오메드, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 1) 인공유방의 중국 수출 본격화

인공유방은 전 세계 50여개 국가에 수출

한스바이오메드는 벨라젤(Bellagel)이라는 인공유방보형물을 전 세계 50여개 국가에 수출하고 있다. 벨라젤은 직접 연구개발을 통해 개발한 제품으로, 미국 식품의약품(FDA) 승인을 받았으며 아시아 최초로 유럽 CE 인증을 보유하고 있다.

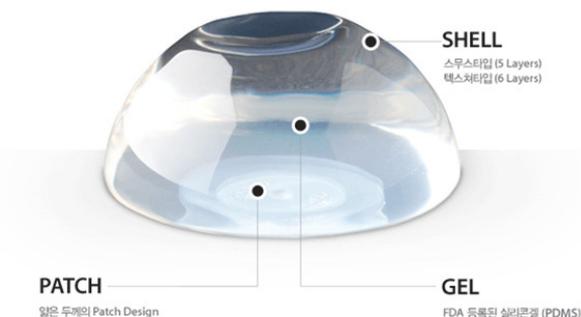
'17년 중국 수출은 45억원으로 전년대비 두 배 증가
벨라젤이 성장 동력

'17년부터는 중국 수출이 빠르게 증가한다. 올해 벨라젤을 포함한 중국 수출은 45억 원(+115% YoY)에 달할 전망이다. '16년 5월 중국 식약청(SFDA)으로부터 의료기기 판매허가를 받은 직후인 6월에 상해홍만무역유한공사와 115억원(3년) 공급 계약을 체결했다. 중국 상해홍만유한공사는 중국 내 총판 대리점이며, 동사와 6~7년간 거래를 해온 업체다. 중국 인공유방 시장 규모는 약 500억원으로 성장 잠재력이 크다. 중국 수출에 힘입어 '17년 벨라젤 부문 매출액은 80억원(+111% YoY)을 달성할 전망이다. 이미 1분기에 19억원 매출액을 기록했다.

국내 시장 점유율도 증가 가능

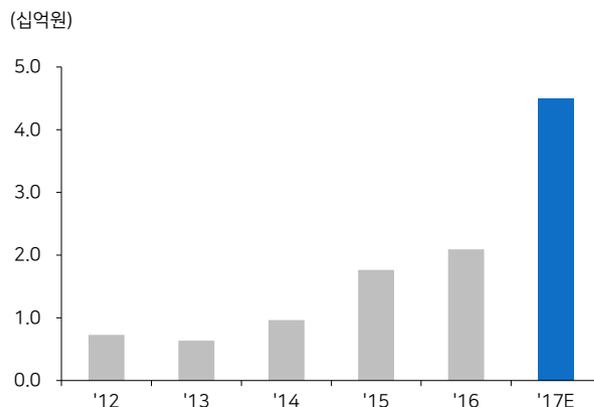
국내 시장 규모는 약 200~250억원으로 추산되며, 한스바이오메드의 점유율은 10% 초반이다. '15년 11월에 식약처 판매승인을 받은 후 1년 만에 이룩한 성과다. 국내 시장은 미국의 앨러간과 존슨앤존슨 등 외산 제품이 시장의 90%를 장악하고 있다. 최근 경쟁사 제품 중 일부에서 사고가 발생해 시장 성장은 주춤했으나, 이를 통한 동사의 국내 점유율 증가를 기대한다.

그림16 한스바이오메드의 인공유방 제품 '벨라젤'



자료: 한스바이오메드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 한스바이오메드의 중국 수출 추이와 전망



주: 인공유방(벨라젤) '16년부터 매출액 발생, 그 외 매출액은 나살 임플란트 등
자료: 한스바이오메드, 메리츠증권증권 리서치센터

투자포인트 2) 고기능성 화장품 수출 증가

B2B 기반의 고기능성 화장품
수출 증가, '17년 45억원 예상

'15년 12월에 설립된 자회사 한스파마는 고기능성 화장품을 연구 개발하고 제조한다. 기업 간 거래(B2B) 사업이다. 매출액의 90%가 일본과 러시아, 태국 등 해외 수출이다. 성장인자(GF) 기술을 활용한 고급 화장품으로 모든 제품이 병원 입상에 근거해서 매출액이 발생하고 있다. '16년 9월 결산 기준 매출액은 10억원에 불과했으나 4Q16(회계년 기준 1Q17)에 이미 7억원 매출액을 달성해 본격적인 성장세에 올랐다. '17년 9월 결산 기준 매출액은 45억원을 달성할 전망이다.

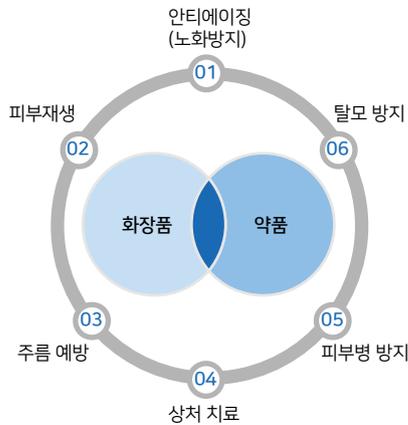
한스파마는 고기능성과 B2B
전략을 당분간 유지

한스파마는 고기능성과 B2B 전략을 유지할 것이다. EGF(Epidermal Growth Factor)와 FGF(Fibroblast Growth Factor) 등 성장인자와 식물추출 성분을 활용한 고기능 마스크팩과 세럼, 헤어영양제 등을 판매한다. 대표 제품인 SRS Forte의 경우 7가지 성장인자(GF)와 2가지 펩타이드, 6가지 식물성분 배양 추출물 등을 넣어 기능 극대화에 집중했다.

향후 B2C 확장 가능성 존재,
한스바이오메드는 한스파마 지분
확대할 계획

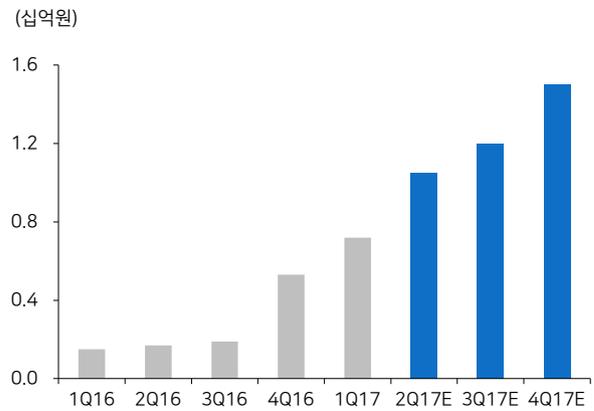
한스파마는 우선 자사 쇼핑몰인 엠디알몰(MDrmall)을 통해 기능성 화장품을 판매하고, 향후 매출 규모와 고기능성 화장품 시장이 커지면 B2C로 사업을 강화할 계획이다. 한스바이오메드는 현재 한스파마 지분을 36% 보유하고 있으나, 증자를 통해 60% 내외까지 확대할 가능성이 있다.

그림18 한스파마의 화장품 사업 전략



자료: 엠디알몰, 메리츠중금증권 리서치센터

그림19 한스파마 분기별 매출액 추이



자료: 한스바이오메드, 메리츠중금증권 리서치센터

Company Visit Note
2017. 3. 15

벅스 104200

니나노클럽 프로모션의 수확시기가 온다

▲ 스몰캡

Analyst **김승철**
02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

Not Rated

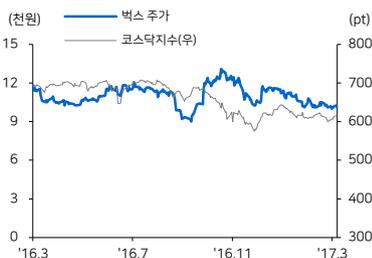
적정주가 (12개월) -
현재주가 (3.14) **10,150원**
상승여력 -

KOSDAQ	614.12pt
시가총액	1,505억원
발행주식수	1,483만주
유통주식비율	44.20%
외국인비중	1.00%
52주 최고/최저가	13,100원 / 9,000원
평균거래대금	3.1억원

주요주주(%)	
NHN엔터테인먼트 및 특수관계자	41.1
네오위즈홀딩스	7.3
네오위즈인베스트먼트	6.1

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.46	8.79	-13.98
상대주가	-0.36	14.50	-13.00

주가그래프



- ✓ 음악포털을 운영하는 국내 메이저 디지털음원 유통회사
- ✓ 주요 사업은 디지털 음원서비스(B2C), 음원유통(B2B)
- ✓ 니나노클럽 프로모션으로 '15년 가입자 40만명에서 현재 85만명으로 급증
- ✓ 프로모션 종료로 정상가 진입, 가입자 이탈 조짐 없어 ARPU 개선 전망
- ✓ '17년 영업이익 106억원으로 흑자전환 전망, '17년 예상 PER 14.1배, ROE 13.7%

기업 개요

벅스는 음악포털을 운영하는 국내 메이저 디지털음원 유통회사이다. 주요 사업은 음악포털 '벅스'와 '카카오뮤직'을 통해 디지털 음원서비스 및 음원유통을 영위하고 있다.

투자 포인트

1) 니나노클럽 프로모션으로 가입자 수 증가

'15년 12월부터 니나노클럽 프로모션을 통해 가입자 수 확보에 공격적 행보를 보였다. 프로모션은 월 8,900 원 수준인 가입비를 6개월간 월 900 원에 제공하다 그 이후에는 정상가로 공급하는 것이 주된 혜택이다. 여기에 페이코 마일리지 제공 및 커피할인 등 부가 혜택도 포함된다. 마케팅 효과로 프로모션 시작 전 40만명이었던 가입자가 현재 85만명으로 크게 증가했다.

2) Lock-in 효과, ARPU 개선 시기

강력한 프로모션으로 추정 ARPU는 '15년 9,494 원에서 '16년 6,079 원으로 하락했고 프로모션에 따른 광고선전비 부담으로 '16년 41억원의 영업적자를 기록했다. '17년부터는 시즌 1 프로모션 기간이 끝나 정상가로 ARPU가 회복되기 시작한다. 현재 프로모션 종료 후에도 고객 이탈 움직임이 나타나지 않고 있다. Lock-in 효과다.

실적 및 밸류에이션

'17년 실적은 매출액 924 억원, 영업이익 106 억원을 예상한다. ARPU 개선으로 흑자전환이 가능하다. '17년 예상 PER은 14.1배, ROE는 13.7%이다.

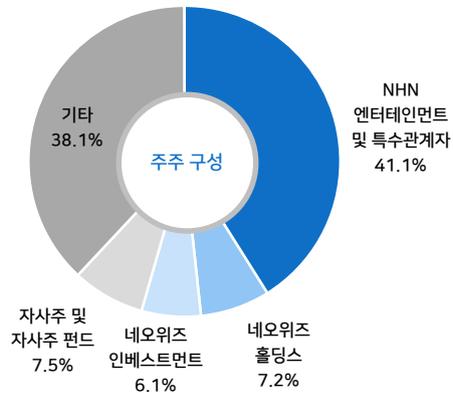
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	57.8	3.9	8.5	627	-333.5	2,927	14.4	3.1	19.7	21.0	36.5
2014	54.9	9.2	8.1	600	-4.3	3,548	16.9	2.9	9.5	16.6	32.9
2015	60.9	7.1	4.9	349	-41.9	4,825	35.6	2.6	16.1	7.7	23.6
2016P	73.0	-4.1	-3.5	-234	적전	4,597	N/A	2.5	-31.7	-4.7	24.4
2017E	92.4	10.6	10.7	722	흑전	5,325	14.1	1.9	7.5	13.7	24.6

1 기업 개요

음악포털 '벅스' 운영하는
디지털 음원 유통사

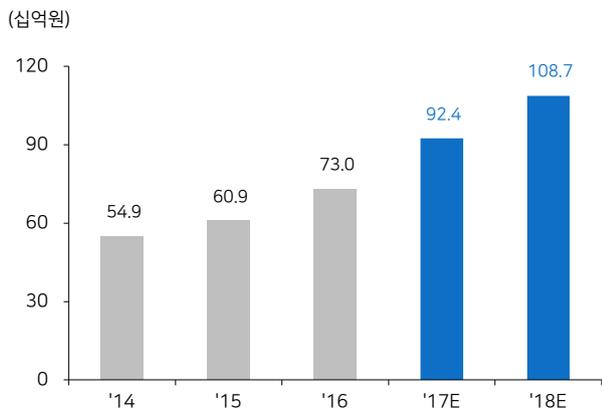
벅스는 음악포털 '벅스'를 운영하는 국내 메이저 디지털 음원 유통회사다. 주된 사업은 음악포털 '벅스'와 '카카오뮤직'을 통한 디지털 음원서비스(B2C) 및 음원유통이다(B2B). 벅스는 '16년 기준 85만명의 가입자와 1,500만곡 음원을 제공하는 국내 대표 음악 브랜드이다. 벅스의 매출액 비중은 음원서비스가 74%, 음원유통이 26%를 차지하고 있다.

그림20 벅스 주주 구성



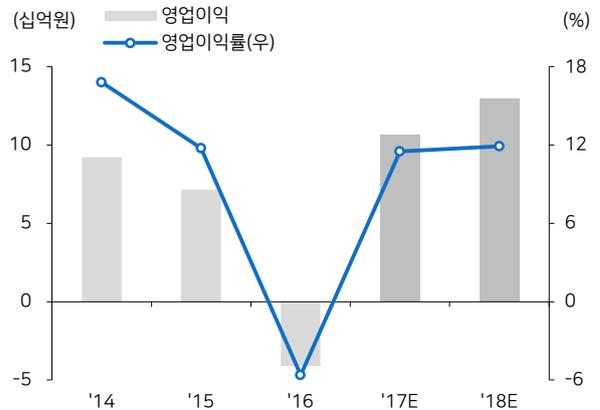
자료: 벅스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 벅스 매출액 추이 및 전망



자료: 벅스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 벅스 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 벅스, 메리츠증권증권 리서치센터

2 투자 포인트

니나노클럽 프로모션으로 가입자 급증

'15년 11월부터
니나노클럽 프로모션 실시

'15년 11월부터 '17년 2월까지 니나노클럽 프로모션을 실시했다. 프로모션은 3단계로 진행되었다. 시즌 1,2에서는 정상가 월 8,900원인 가입비를 6개월간 월 900원에 제공하고 그 이후부터는 정상가를 받기로 정했다. 시즌 3에서는 6개월 구분 없이 1년 동안 월 3,000원에 음약을 들을 수 있도록 할인 정책을 실시했다.

가입자 수 '15년 40만명 →
'16년말 85만명으로 증가

프로모션 효과로 가입자는 '15년 40만명에서 '16년 말 기준 85만명으로 크게 늘었다. 국내 음원 시장은 멜론과 지니 그리고 동사가 과점하고 있는데 소비자 입장에서 음원 플랫폼 선택의 중요한 기준은 가격으로 판단된다. 음원유통을 통해 어지간한 음원은 플랫폼마다 공유되므로 음원을 독점적으로 공급하는 차별성은 없기 때문이다. 가격과 혜택이라는 강력한 프로모션으로 가입자 수가 늘어 향후 외형 성장의 기반을 마련했다는 점에서 긍정적이다.

프로모션 이후에도 혜택은 지속되며 가입자 락인(Lock-in)

가입자수가 늘어나 향후 매출액 증가로 연결될 가능성이 커졌는데 관건은 프로모션이 종료된 다음에도 가입자들이 계속 남아 있는나이다. 가격 할인 프로모션 이외에 부가 혜택도 함께 제공했다. 프로모션만 실시할 경우 기간 경과 이후 고객이 이탈할 가능성이 존재하므로 이를 막기 위한 유인책이다. 혜택은 페이코 마일리지 적립과 커피 할인 그리고 웹툰 자유 이용권 제공이다. 부가 혜택의 가치가 정상가를 넘는다. 기왕에 쇼핑도 하고 커피도 즐기는 소비자라면 부가 혜택만으로도 가입비를 뽑을 수 있다. 이는 가입자를 묶어둘 수 있는 강력한 락인(Lock-in) 장치로 작용할 수 있다.

시즌 1 종료에도 가입자 이탈 적어
ARPU 개선 전망

시즌 1이 종료된 현재 시점에서 가입자들의 이탈 움직임은 관찰되지 않는다. 프로모션 종료 이후에도 혜택을 통한 충성 고객 확보 전략이 빛을 발하는 대목이다. 순차적으로 정상가에 진입하는 가입자 비중이 확대되면서 ARPU 역시 개선된다. 프로모션 비용은 동사의 마케팅 비용으로 적용했지만 혜택 관련 비용은 페이코에서 부담하므로 향후 ARPU 개선은 동사의 수익성 개선으로 귀결된다.

'17년 ARPU 개선에 따른 수익성 개선, 흑자전환 전망

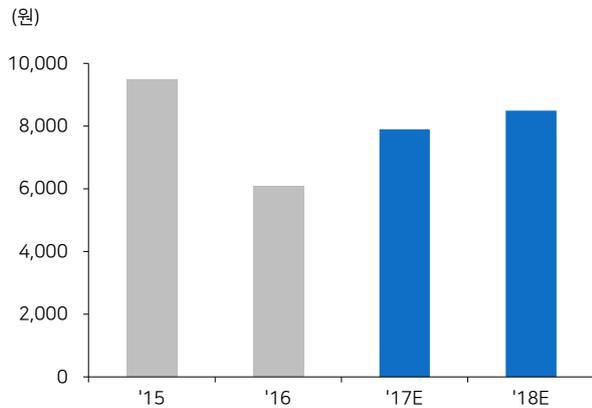
'17년 예상 매출액은 전년대비 26.6% 증가한 924억원, 영업이익은 106억원으로 흑자전환이 예상된다. '17년 예상 PER은 14.1배 수준이고 로엔은 26.3배에 거래되고 있어 경쟁사 대비 저평가 상태다.

표2 박스 실적 전망

(십억원)	'14	'15	'16	'17E	'18E
매출액	54.9	60.9	73.0	92.4	108.7
B2C	45.2	46.2	54.1	70.6	83.6
B2B	9.7	14.6	19.0	21.8	25.1
영업이익	9.2	7.1	-4.1	10.6	12.9
영업이익률(%)	16.8	11.7	-5.6	11.5	11.9
당기순이익	8.1	4.9	-3.5	10.7	13.6

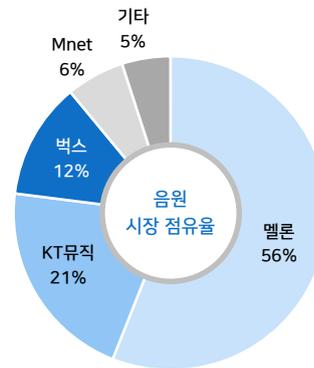
자료: 박스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 박스 ARPU 추이



자료: 박스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 음원 시장 점유율



자료: 박스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 니나노클럽 프로모션

프로모션	판매일	정상가	프로모션(1년)	혜택	정상가 진입시기
시즌1	'15.12.3~'16.4.21	8,400원/월	1st Half 900/월, 2nd Half 8,400원/월	페이코 마일리지 월 3,000원 적립(6개월)	'16.12.3~'17.4.21
시즌2	'16.4.21~'16.8.12	8,900원/월	1st Half 900/월, 2nd Half 8,900원/월	시즌1 혜택 + 커피할인 등	'17.4.21~'17.8.12
시즌3	'16.8.12~	8,900원/월	3,000원/월	시즌2 혜택 + 웹툰 자유이용권 (월 5,000원 상당)	'17.8.12~

자료: 박스, 메리츠증권증권 리서치센터

Company Visit Note
2017. 3. 15

대원화성 024890

#성장재개 #고객다변화 #신사업개시

▲ 스몰캡

Analyst **구성진**
02. 6098-6662
sungjin.goo@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ '74년에 설립된 폴리우레탄 합성피혁, 벽지 제조 업체
- ✓ LG화학 유리기판 1라인 내 매출 증가
- ✓ 신발용 합성피혁 사업에서 아디다스 비중 증가 예상
- ✓ 신사업에서 '17년 신규 매출 발생 기대
- ✓ '17년 예상 PER과 PBR은 각각 9.5배, 1.4배

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (3.14) **2,680원**
상승여력 -

KOSPI	2,133.78pt
시가총액	1,105억원
발행주식수	4,125만주
유동주식비율	52.48%
외국인비중	1.02%
52주 최고/최저가	3,385원 / 2,290원
평균거래대금	6.1억원

주요주주(%)	
강동업 및 특수관계자	47.2
대원화성 자사주	0.3

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.61	-0.74	-14.10
상대주가	6.51	-4.07	-20.39

주가그래프



기업 개요

'74년 5월에 설립된 합성피혁, 벽지 제조 전문 업체다. 폴리우레탄(PU) 합성피혁 사업은 신발과 공 등으로 시작해 현재 자동차와 IT 영역으로 확장했다. 매출액 비중은 합성피혁 80%(신발 29%, 잡화 11%, 자동차 29%, IT 터치커버 4%, 백패드 7.5%), 벽지 16%, 정제 4%다.

투자 포인트

- 1) 유리기판용 백패드 매출 증가
백패드 제품은 LG화학 유리기판 연마 공정의 필수 소모품이다. 1라인 내 후가공 라인 추가와 '16년 하반기 매출 이연 효과로 '17년 매출액은 25% 증가한다. 지지 부진한 LG화학의 유리기판 증설이 재개될 시 크게 수혜를 입을 수 있다.
- 2) 신발용 폴리우레탄 합성피혁의 매출처 다변화
나이키에 주로 공급하고 있지만 이제 아디다스 비중이 커진다. '16년에 아디다스 임원을 영입한 효과가 '17년에 반영되며 15% 매출 증가를 예상한다.
- 3) 신사업 개시
다양한 신사업을 준비 중이다. 화장품과 반도체 연마패드, 의류용 폴리우레탄 합성피혁 등이다. 화장품 관련 신사업이 가장 먼저 결과물을 내 '17년 신규 매출 발생을 기대한다.

실적 및 밸류에이션

'17년 실적은 매출액 1,420억원(+14.2% YoY), 영업이익 178억원(+34.3% YoY, 12.6% OPM)을 예상한다. 예상 실적을 달성할 시 10여년간 중단했던 배당이 재개될 수 있다. 현 주가는 '17년 기준 PER, PBR 각각 9.5배, 1.4배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	108.2	-2.9	-10.8	-42	적지	1,119	N/A	1.4	11.4	-3.7	203.5
2014	131.6	14.1	5.8	173	흑전	1,193	12.7	1.8	7.0	14.4	160.3
2015	144.6	18.4	11.5	295	69.9	1,511	10.2	2.0	7.1	21.0	97.6
2016	124.4	13.3	7.9	191	-35.3	1,740	13.6	1.5	8.2	11.6	89.1
2017E	142.0	17.8	11.7	283	34.1	1,914	9.5	1.4	5.6	15.5	57.9

1 기업 개요

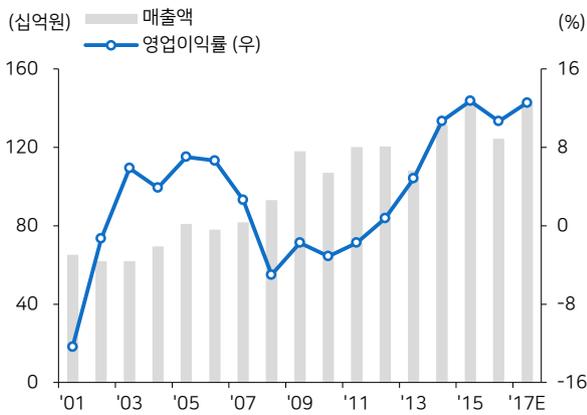
'74년에 설립된 합성피혁 전문 업체, 신발과 자동차, IT 등 다방면에 걸쳐 매출 발생

대원화성은 '74년 5월 23일에 설립되어 43년째 합성피혁과 벽지 사업을 영위하고 있다. 스포츠웨어와 슈즈용 등으로 시작한 폴리우레탄(PU) 합성피혁 사업은 '09년에 자동차 영역으로 확장, '12년부터는 IT 영역으로 확장했다. '16년 기준 매출액 비중은 폴리우레탄 합성피혁 80%(신발 29%, 잡화 11%, 자동차 29%, IT 터치커버 4%, 백패드 7.5%), 벽지 16%, 정제 4%다.

'17년 영업이익 178억원 예상 PER과 PBR은 각각 9.5배, 1.4배

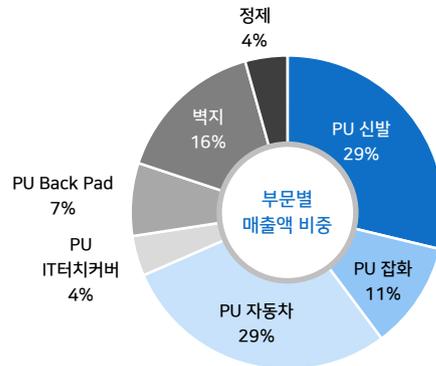
'17년 매출액 1,420억원(+14.2% YoY), 영업이익 178억원(+34.3% YoY, 12.6% OPM)을 예상한다. 1) LG화학 유리기관 1라인 내 후가공 라인 추가 등으로 백패드 부문 매출이 25% 증가하고, 2) 신발 합성피혁 매출이 아디다스 비중 증가로 15% 성장을 예상한다. 3) 신사업에서도 매출이 신규로 발생하며 실적 성장에 기여한다. '17년 기준 PER과 PBR은 각각 9.5배, 1.4배다.

그림25 '01년 이후 대원화성의 매출액과 영업이익률 추이



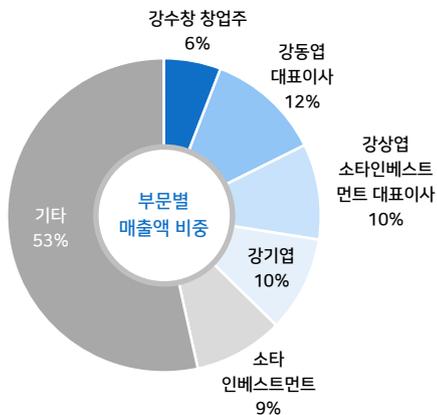
자료: 대원화성, 메리츠증권 리서치센터

그림26 부문별 매출액 비중 ('16년 기준)



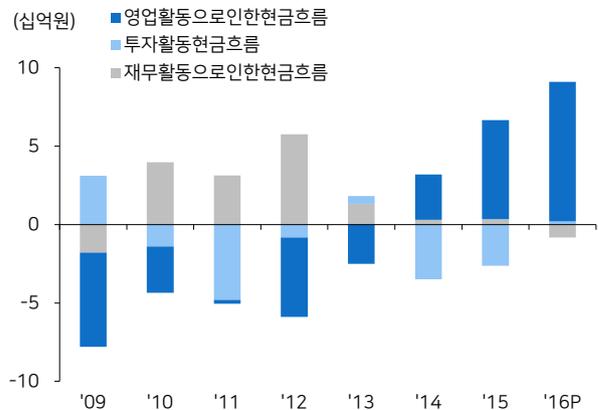
자료: 대원화성, 메리츠증권 리서치센터

그림27 주요 주주 현황 - 특수관계인 지분은 47.2%



자료: 대원화성, 메리츠증권 리서치센터

그림28 빠르게 개선되고 있는 현금흐름



자료: 대원화성, 메리츠증권 리서치센터

빠르게 개선되고 있는 현금흐름
차입금은 더 줄이고 '17년 결산
후 배당도 재개될 가능성 크다

현금흐름이 눈에 띄게 개선되고 있다. 투자회수기에 진입해 영업활동현금흐름이 확대되고 있고, 차입금은 지속적으로 줄여 350억원 수준까지 하락했다. '17년에 이익 증가를 이뤄내면 '06년 이후 실시하지 않았던 배당도 재개될 가능성이 크다.

최대주주 및 특수관계인 지분은
총 47.2%

최대주주는 11.8% 지분을 보유한 강동업 대표이사다. 5.9%를 보유하고 있는 강수창 창업자의 장남이며, 그 외 형제들이 각각 지분 9.8%씩 보유하고 있다. '06년 8월 수증을 통해 강수창 창업자의 지분을 물려받았다. 지분 9.2%를 보유하고 있는 소타인베스트먼트도 삼형제가 보유하고 있는 투자회사다. 자사주는 0.3% 보유하고 있고, 전환사채는 '15년에 모두 전환되어 잠재 희석 주식은 없다.

신발 사업: 아디다스 비중 확대

신발 사업 매출액은 '17년에
15% 성장한 411억원 예상

태광 등의 신발 OEM 업체를 통해 나이키에 주로 납품하고 있다. 백산이 주요 경쟁사다. 매출처를 다변화하기 위해 '16년에 아디다스 임원을 영입했다. '17년 내에 영업 효과가 실적으로 반영되며 아디다스 비중이 커질 전망이다. '17년 매출액은 '16년 대비 15% 증가한 411억원을 예상한다.

벽지 사업

벽지는 '17년에 소폭 반등한
213억원 매출액 예상

벽지는 제조 후 디아이디(DID)사에 납품한다. '93년에 충남 진천에서 설립된 디아이디는 명품벽지 판매 사업을 영위하며, 대원화성의 최대주주 및 특수관계인인 강삼형제가 지분을 보유한 회사다. 국내 소비 침체로 '16년에 손익분기점을 조금 넘는 수준의 흑자를 기록했다. '17년 매출액은 소폭 반등한 213억원을 예상한다.

차량용 카시트, IT 터치커버 사업

카시트는 '17년 372억원,
IT 터치커버는 '17년 80억원
매출액 달성 예상

'09년부터 시작한 차량용 합성피혁 사업은 주로 기아차 도어트림류와 시트에 최종 납품하고 있다. 기아차의 주 벤더다. 차종 변화 등의 이유로 연매출 변동성은 큰 편이다. '17년 매출액은 전년 대비 소폭 증가한 372억원을 예상한다. IT 터치커버 사업은 미국 M사의 투인원 제품 키보드 터치 커버를 제조해 납품하고 있다. '16년에는 신모델이 나오지 않아 매출이 급감했으나 '17년 하반기에 신모델이 출시되면 다시 '15년 수준의 매출이 회복될 것이다. '17년 매출액은 80억원으로 예상한다.

정제 사업

정제는 '17년 매출액 56억원
예상

정제사업은 PU(폴리우레탄) 제조 과정에서 발생하는 유해물질인 폐유기용제(DMF)를 수거하여 증류식으로 고순도 정제 처리하는 사업이다. 국내 사업 초기에는 고마진 사업이었으나 폴리우레탄 제조 공장이 베트남으로 많이 이전하고 국내 경쟁도 치열해지면서 손익분기점(BEP) 수준을 유지하고 있다. 최근 경쟁사들이 공장을 하나둘씩 가동 중단하고 있어 향후에는 소폭 흑자를 유지할 것으로 보인다. 국내 정제 사업의 '17년 매출액은 전년 수준인 56억원을 예상한다.

베트남 정제 사업은 상황이 좋다. 신고제인 국내와 달리 허가제인 베트남에서 '15년에 독점 라이선스를 취득했다. 최근 베트남 내 정제 수요 증가로 증설도 단행했다. 베트남 정제 관련 사업 매출액은 따로 구분되어 있지 않아 파악이 어렵다.

표4 대원화성 실적 추이와 전망

(십억원, %)	2013	2014	2015	2016P	2017E
매출액	108.2	131.6	144.6	124.4	142.0
PU	79.1	98.9	113.3	99.6	110.1
신발	26.5	33.2	42.9	35.8	41.1
잡화	12.2	10.9	11.5	13.7	12.1
자동차	29.2	38.3	41.6	35.6	37.2
IT	3.3	6.6	8.3	5.1	8.0
Back Pad	7.8	10.0	9.0	9.3	11.7
벽지	23.4	26.9	25.7	19.3	21.3
정제	5.7	5.7	5.7	5.4	5.6
신사업					5.0
매출총이익	17.3	26.8	33.4	28.8	33.6
판매비와 관리비	12.1	12.8	15.0	15.5	15.8
인건비	3.4	4.6	5.1	5.9	6.2
경상개발연구비	2.4	2.1	2.1	0.0	2.3
영업이익	5.2	14.1	18.4	13.3	17.8
영업이익률	4.8	10.7	12.7	10.7	12.6
영업외손익	-6.0	-6.8	-5.4	-3.1	-2.9
금융비용	-3.7	-2.9	-1.8	-1.3	-0.9
법인세차감전순이익	-0.8	7.3	13.0	10.2	15.0
유효법인세율(%)	-66.8	20.0	11.8	22.6	22.0
당기순이익(지배주주)	-1.3	5.8	11.5	7.9	11.7

자료: 대원화성, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 대원화성 주요 연혁

연도	내용
'74년	설립
'78년	대동벽지와 협력, 벽지 제조 시작
'83년	소프트웨어용 투습 방수원단 'Ultra-Pore' 개발
'91년	고급 스포츠 슈즈용 합성피혁 개발 성공, 나이키 등에 공급 개시
'94년	오산공장 자동화 창고 준공
'97년	유가증권시장 주시 상장
'02년	환경친화적 자동차용 합성피혁 개발 성공, 현대/기아 자동차 공급 개시
'04년	중국 영파법인(영파원릉벽지유한공사) 설립
	2006년 독일월드컵 공인축구화용 합성피혁 개발 성공, 아디다스 공급 개시
'06년	Daewon Chemical Vina.Co., Ltd. 설립, 합성피혁 주요사업 (베트남 현지생산법인)
'08년	베트남 생산 공장 정상 가동 시작(호치민)
'09년	자산재평가(토지) 실시 결정, 오산공장부지 외 총 14필지(45,023m2)
'12년	IT Material 제품 개발 및 생산설비 구축 / LG화학향 백패드 납품 시작
'16년	YANCHENG DAFENG DAE WON CHEMICAL AUTOMOTIVE CO.,LTD. 설립, 합성피혁 주요사업

자료: 대원화성, 메리츠증권증권 리서치센터

2 투자 포인트

백패드는 LG 화학 유리기판 연마 공정에 사용되는 필수 소모품

백패드 사업: LG 화학 유리기판 증설 시 큰 수혜

대원화성은 LG화학 유리기판 후공정 라인의 연마 공정에 백패드(Back-Pad)를 납품하고 있다. 백패드는 유리기판을 연마할 때 움직이거나 깨지지 않게 하기 위한 필수 소모품이다. LG화학은 '09년에 유리기판을 신성장동력으로 지정하고 국산화와 내재화를 위해 8년 내 3조원 투자를 발표했다. 7개 라인을 깔 계획이었으나 아직 1개 라인만 깔린 상태다. 낮은 수율과 LCD 산업 전반에 대한 불확실성으로 투자가 계속 지연되었다.

'17년 백패드 매출은 전년대비 25% 증가한 117억원 예상

대원화성은 '12년부터 LG화학에 납품을 시작했으며, 1라인의 후가공 라인 한 개에서 매년 고정적인 매출이 발생하고 있다. 유리기판 한 개 라인당 후가공 라인은 두 개씩 깔린다. '16년 하반기에 1라인 내 두 번째 후가공 라인 신설로 매출이 소폭 증가하기 시작했다. '16년 하반기 매출 일부가 이연된 효과도 더해지며 '17년 백패드 사업부 매출은 전년대비 25% 증가한 117억원을 달성할 전망이다.

LG 화학의 증설 가능성을 예단하기는 어려운 상황

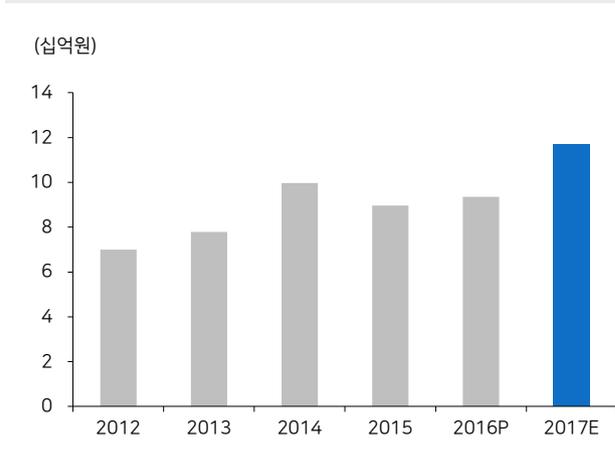
증설 결정이 연기된 해만 벌써 다섯 해인 만큼 올해에도 증설 가능성을 예단하기는 어렵다. 최근 언론(더벨) 보도에 의하면 LG화학이 LG디스플레이 CPO(최고생산책임자)인 정철동 전 부사장을 정보전자소재사업 본부장으로 영입해 일각에서는 유리기판 증설 투자가 재개될 것이라는 전망도 나왔다. 하지만 박진수 LG화학 부회장은 '석유화학협회 신년인사회'에서 기존 설비 안정화에 보다 힘을 쏟겠다고 입장을 밝혀 유리기판 증설 전망은 불투명해진 상황이다. LCD 시장이 '17년 들어 개선되고 있는 점은 긍정적이다. 증설을 재개할 시 대원화성은 큰 폭의 직접 수혜를 입을 수 있다.

그림29 대원화성의 백패드 제품



자료: 대원화성, 메리츠증권리서치센터

그림30 백패드 매출 추이와 전망



자료: 대원화성, 메리츠증권리서치센터

플로팅 공법에서만 사용되는
대원화성 백패드, 플로팅 공법은
대면적 생산에 용이

LG화학의 유리기관은 '09년 독일 쇼트사와 기술 특허 사용권 계약을 체결한 플로팅(Floating) 공법이다. 경쟁 기술은 코닝의 퓨전(수직낙하) 공법이다. 플로팅 공법이 대형면적 생산에 용이한 장점이 있지만, 연마공정이 추가로 필요하고 수율이 낮은 단점이 있다. 대원화성의 백패드 제품은 연마공정이 추가로 필요한 플로팅 공법에만 사용되는 제품이다.

현재 백패드 가동률은 20%에
불과, 전망 상황이 좋아질 시 추가
증설은 필요 없어

중국 디스플레이 업체들이 연이어 발표하고 있는 대면적 LCD 투자에 LG화학의 유리기관을 적용할 경우 대원화성의 백패드 매출도 증가할 수 있다. 하지만 중국 시장은 이미 주도권을 쥔 코닝에 일본전기초자(NEG)와 아사히글라스(ACG)가 도전하고 있는 형국이라 아직 LG화학의 진입 가능성을 점치기는 어려운 상황이다. 동사의 가동률은 아직 20%대에 불과해 향후 전망상황이 좋아질 경우 추가 증설은 필요치 않다.

표6 LG화학의 LCD 유리기관 투자 관련 뉴스 플로우

일시	언론사	기사 제목
'17.1.13	더벨	박진수 LG화학 부회장 "유리기관 투자 당분간 없다"
'16.12.23	디지털데일리	LG화학, LCD 유리기관 투자 또 연기...사업 불확실성 ↑
'16.12.22	뉴스1	LG화학, LCD용 유리기관 7000억원 투자 5년째 늦춰
'16.12.12	전자신문	지루한 LG화학 기판유리 투자, 이번에는 결론 내릴까
'16.12.2	이투데이	[SP-분석] 대원화성, LG화학 유리기관 사업 확대에 수혜주 될까
'16.10.18	전자신문	중국 놓고 유리기관 기업들 경쟁 고조
'16.7.15	뉴스1	어느새 철 지난 사업...애매해진 LG화학 LCD용 유리기관 증설
'15.12.21	전자신문	LG화학, LCD 유리기관 증설 투자 다시 미룬다...철회 여부 관심
'15.11.16	더벨	LG화학, LCD 유리기관 본격 확대 '눈앞'
'14.3.25	아주경제	LG화학, LCD 유리기관 증설 2015년 말로 '연기'
'13.1.27	한국경제	LG화학, 유리기관 '빅4' 야심 "2015년까지 생산 4배 늘릴 것"
'12.11.9	뉴스핌	LG화학, 유리기관 양산..LCD 수직계열 구축
'12.4.20	지디넷	LG화학, LCD 유리기관 참여...7천억 투자
'12.2.3	지디넷	LG화학, LCD 유리기관 수율 높이기 시작했다
'11.7.27	한겨레	LG화학, LCD 유리기관 블루오션으로 육성
'11.7.20	아주경제	김반석 LG화학 부회장 "내달 유리기관 2~3라인 증설 투자"
'11.1.3	이데일리	[신년사]김반석 LG화학 부회장 "배터리·유리기관 1등 만들 것"
'10.3.23	매일경제	LG화학의 미래 `LCD 유리기관` 8년내 3조투자
'09.9.23	뉴스핌	LG화학, LG파주에 LCD 유리기관 공장 기공
'09.7.20	디지털타임스	LG화학, LCD용 유리기관 신성장동력 육성

자료: 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

Company Visit Note
2017. 3. 15

마이크로프랜드 147760

#세계 4 위업체 #3D 낸드수혜 #니치마켓

▲ 스몰캡

Analyst **이재환**
02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ 웨이퍼 테스트 전공정 프로브카드 제조 및 판매 업체
- ✓ 3D낸드플래시 투자 확대 수혜 전망
- ✓ 대량생산 및 미세화에 유리한 3D MEMS 공정 적용
- ✓ '17년 EPS, BPS 기준 PER, PBR은 각각 8.6배, 1.7배

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (3.14) **9,650원**
상승여력 -

KOSDAQ	614.12pt
시가총액	1,027억원
발행주식수	1,064만주
유동주식비율	61.75%
외국인비중	0.06%
52주 최고/최저가	11,400원 / 5,950원
평균거래대금	72.5억원

주요주주(%)
임동준 및 특수관계자 38.3

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.35	N/A	N/A
상대주가	3.86	N/A	N/A

주가그래프



기업 개요

'04년 설립된 마이크로프랜드는 테스트 전공정에 해당하는 반도체 웨이퍼를 검사하는 프로브카드 제조 및 판매업을 영위하는 사업자다. 메모리 반도체 검사용 프로브카드 시장에서 세계 4위 업체다. 삼성전자의 3D 낸드플래시 투자확대 수혜가 기대된다.

투자 포인트

1) 전방산업의 확대: 3D 낸드플래시 투자증가 → 프로브카드 성장
삼성전자의 3D 낸드플래시 투자확대로 프로브카드 매출 증가가 기대된다. '17년 화성 17라인 2단계(16-2 라인)과 평택 18라인 3D 낸드플래시 신규 증설 라인이 본격 가동을 앞두고 있다.

2) 3D MEMS 공정 적용
프로브카드 생산에 3D MEMS 공정을 적용했다. 미세화 및 대량생산에 유리하다고 판단한다. 2D MEMS는 핀을 웨이퍼에 분당하여 생성하는 반면, 3D MEMS는 포토-에칭-도금-CMP 공정을 거쳐서 핀을 기판 위에 직접 생산한다. 일괄 프로세스를 따르는 만큼 공정 효율성이 우수하다.

실적 및 밸류에이션

'16년 실적은 매출액 448억원, 영업이익 55억원을 기록했다. '17년은 매출액 700억원, 영업이익은 150억원 수준을 기대한다. '17년 예상 EPS, BPS 기준 PER, PBR은 각각 8.6배, 1.7배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	49.7	5.3	5.3	-	흑자전환	-	-	-	-	59.5	103.6
2014	53.4	7.6	4.9	-	-7.7	-	-	-	-	30.5	60.6
2015	36.6	2.5	2.3	-	-53.5	-	-	-	-	10.5	54.3
2016P	44.8	5.5	4.8	450	111.5	4,693	20.3	2.0	9.3	13.1	30.0
2017E	70.0	15.0	12.0	1,128	150.5	5,820	8.6	1.7	4.8	21.5	24.2

2 기업 개요

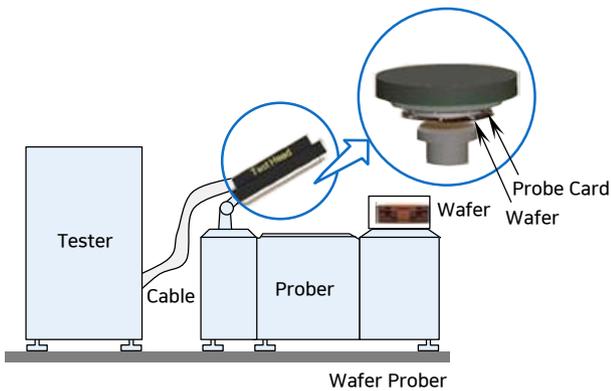
프로브카드 세계 4위 업체

'04년 설립된 마이크로프랜드는 테스트 전공정에 해당하는 반도체 웨이퍼를 검사하는 프로브카드 제조 및 판매업을 영위하고 있다. 메모리 반도체 검사용 프로브카드 시장에서 세계 4위의 사업자다. '16년 반기 기준 삼성전자 내 점유율은 23.5%로 2위다. D램에서 낸드플래시로 사업영역을 확대하며 성장해왔다. 향후 삼성전자의 3D 낸드플래시 투자확대에 따른 수혜가 기대된다.

낸드플래시 비중 83%

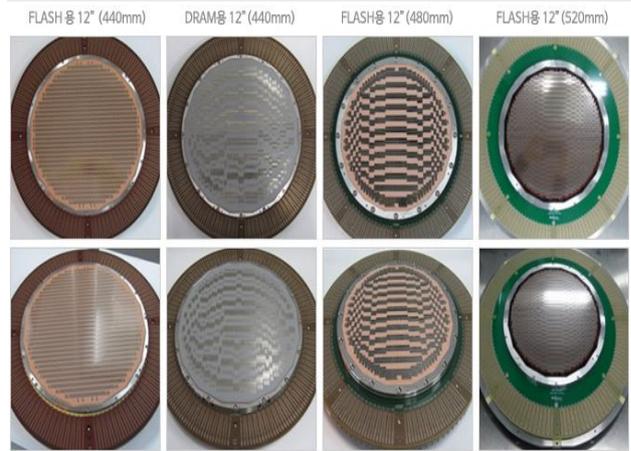
'16년 3분기 기준 전체 매출액 가운데 낸드플래시, D램이 차지하는 비중은 각각 83%, 16%다. D램에 집중되어 있던 제품 포트폴리오에서 낸드플래시 비중을 확대하며 다변화했다.

그림31 웨이퍼 테스트 공정



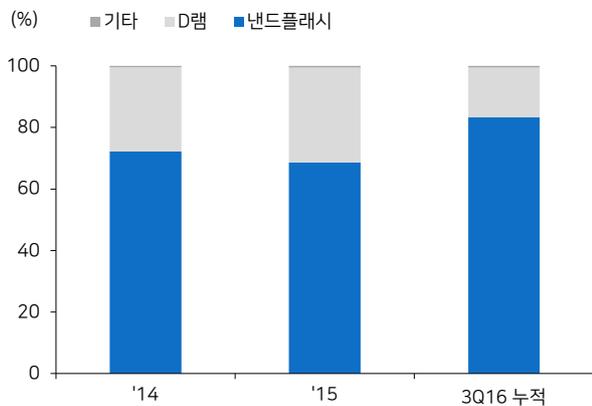
자료: 마이크로프랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 프로브카드 제품



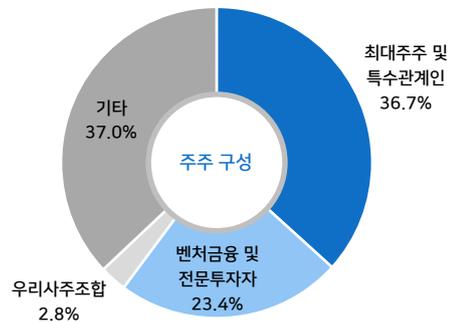
자료: 마이크로프랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 마이크로프랜드 제품별 매출액 비중



자료: 마이크로프랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 마이크로프랜드 주주 구성

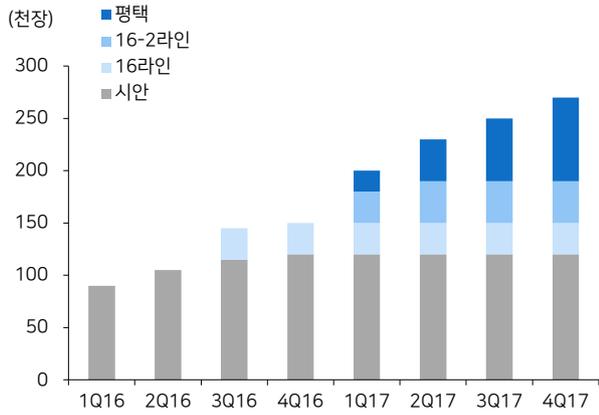


자료: 마이크로프랜드, 메리츠증권증권 리서치센터
주: '16년 3분기 기준

2 투자 포인트

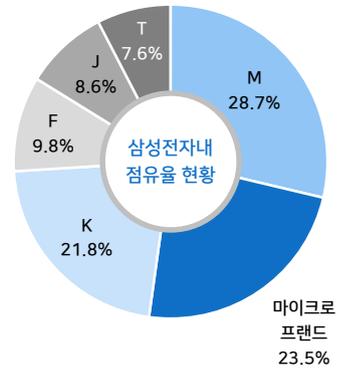
<p>프로브카드는 웨이퍼 양품여부 선별하는 부품</p>	<p>전방산업 확대: 3D 낸드플래시 투자증가로 프로브카드 성장 기대</p>
	<p>프로브카드는 EDS(Electronic Die Sorting) 공정에 사용된다. EDS 공정은 전공정 직후 웨이퍼의 양품여부를 선별하는 첫 번째 테스트 공정이다. 테스트 장비에 프로브카드가 탑재되어 웨이퍼와 테스트 장비 사이의 전기적 신호를 주고 받는 역할을 수행, 불량유무를 판단한다. 프로브카드 사용량은 1) 웨이퍼 생산량, 2) 공정 미세화에 따른 웨이퍼 디자인 변경, 3) 용량이 증가할수록 늘어나는 특징이 있다.</p>
<p>3D 낸드플래시는 2D 대비 프로브카드 사용량↑</p>	<p>삼성전자의 3D 낸드플래시 투자확대로 프로브카드 매출 증가가 기대된다. '17년 화성 17라인 2단계(16-2라인)과 평택 18라인 3D 낸드플래시 신규 증설 라인이 본격 가동을 앞두고 있다. D램과 전환투자가 없다고 가정해도 순증량만 120k다. 3D 낸드플래시는 낮은 스루풋(Throughput) 때문에 2D에 비해 보다 많은 테스트 장비를 필요로 한다. 프로브카드 사용량은 증가한다.</p>
<p>삼성전자 내 점유율 2위</p>	<p>점유율 변화는 없을 전망이다. 삼성전자에 프로브카드를 납품하는 업체는 M社 (28.7% 점유), 마이크로프랜드(23.5%), K社 (21.8%), F社 (9.8%), J社 (8.6%), T社(7.6%) 6개 업체의 과점체제이기 때문이다. 1) 웨이퍼 테스트는 전수검사로, 2) 웨이퍼 별로 최소 2개 업체를 지정/공급하기 때문에 점유율 변화는 쉽지 일어나지 않는다.</p>
<p>미세화 및 대량생산에 적합한 3D MEMS 공정 적용</p>	<p>3D MEMS 공정 생산</p>
	<p>3D MEMS 공정 적용을 통해 높은 효율성을 확보했다. 미세화 및 대량생산에 유리하다는 판단이다. 2D MEMS는 핀을 웨이퍼에 본딩하여 생성하는 반면, 3D MEMS는 포토-에칭-도금-CMP공정을 거쳐서 핀 구조물을 기판 위에 직접 생성한다. 웨이퍼와 핀이 닿는 콘택트 포인트만 약 10만개다. 일괄 프로세스를 따르는 3D 방식이 2D 대비 처리속도가 월등하다.</p>
<p>'17년 매출액 700억원, 영업이익 150억원 전망</p>	<p>실적전망 및 높은 영업 레버리지(DOL)</p>
	<p>'16년 삼성전자의 메모리 반도체향 프로브카드 예산은 약 2,300억원으로 추정된다. '17년 예산은 3D 낸드플래시 신규 증설 반영 시 약 3,000억원 수준으로 추산한다. 점유율 변화가 없다고 가정할 경우 '17년 매출액 700억원과 영업이익 150억원을 전망한다. 매출액보다 영업이익 증가가 가파르다. 전방산업이 확장되는 국면에서 높은 영업 레버리지는 이익 증가의 가속도를 높인다.</p>
	<p>한편, 동사의 고객사 다변화도 중장기 투자포인트다. 국내 및 중국 업체로 프로브카드 공급을 추진 중이다. 국내 업체와는 인증절차를 마무리했고, 중국업체와는 '16년 10월 Qual.을 완료한 상황이다.</p>

그림35 삼성전자 3D 낸드플래시 가동 계획



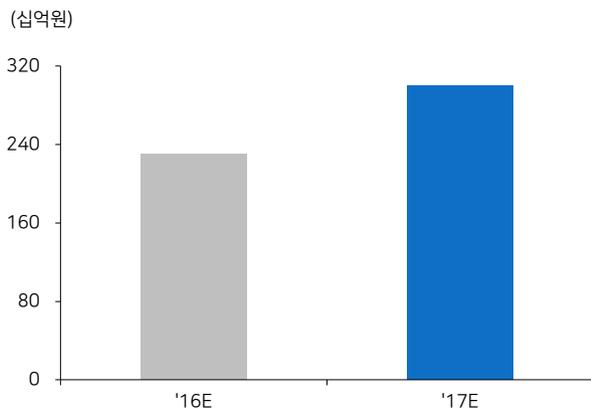
자료: 마이크로프랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 삼성전자 내 점유율 현황



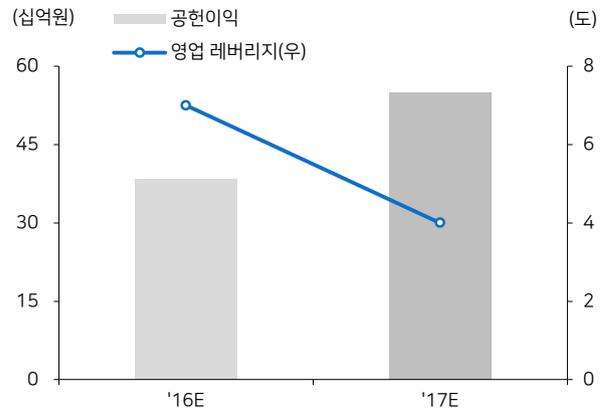
자료: 마이크로프랜드, 메리츠증권증권 리서치센터
주: '16년 반기 기준

그림37 삼성전자 프로브카드 투자 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 마이크로프랜드 영업 레버리지 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Coverage Update

34 나이스정보통신 (036800) 결제건 수 성장의 수혜 김승철

Coverage Update
2017. 3. 15

나이스정보통신 036800

결제건 수 성장의 수혜

▲ 유틸리티/운송/스몰캡
Analyst 김승철
02. 6098-6666
seungchurl.kim@meritz.co.kr

RA 김정섭
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ 리베이트 금지에 따른 수익성 개선 추세 지속, 실적 개선세 지속
- ✓ 카드사의 정률제 전환 우려 있으나 결제건 수가 증가하고 있어 이를 상쇄
- ✓ 추가 카드 수수료 인하 이슈에 따른 규제 리스크는 존재

Buy

적정주가 (12개월) **34,000 원**
현재주가 (3.13) **25,800 원**
상승여력 **31.8%**

KOSDAQ	614.12pt
시가총액	2,580억원
발행주식수	1,000만주
유통주식비율	53.47%
외국인비중	30.76%
52주 최고/최저가	38,950원 / 25,800원
평균거래대금	3.5억원

주요주주(%)	
한국신용정보(주)	42.7
NTAsian Discovery Master Fund	11.0
Fidelity Mgmt. & Research Company	9.1

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.00	-28.73	-17.70
상대주가	-1.88	-22.39	-19.87

주가그래프



리베이트 금지에 따른 수익성 개선 추세 지속 중

'15년 7월 여신법 개정으로 리베이트 금지법이 시행된 이후 VAN 사의 수익성개선으로 이어졌다. '15년 영업이익 342억원에서 '16년에는 472억원으로 성장했다. 영업이익률도 12.9%에서 14.9%로 2%p 개선을 가져왔다. 리베이트 제공이 법적으로 금지되었기 때문에 개선된 수익성은 '17년에도 지속된다.

카드사 정률제 전환 우려는 결제건 수 증가로 극복

카드사들이 VAN 사들에게 지급하는 수수료가 정액제에서 정률제로 전환될 예정이다. 정액제는 소액결제에 유리한 상황이었으나 정률제로 전환되며 매출 감소에 대한 우려가 존재한다. 최근 증가하고 있는 결제건 수에서 소액결제가 차지하는 비중이 크기 때문이다. 수수료 인하는 최대 30% 수준이나 3년에 나누어 반영되고 결제건 수가 15%의 성장세를 보이고 있어 성장세는 유지된다. 당사는 소액 가맹점보다는 대형 가맹점 비중이 높아 상대적으로 타격이 덜 할 것이다.

규제 리스크 불확실성은 존재하나 Valuation 매력은 충분

최근 대선 주자들 공약으로 카드 수수료 인하 이야기들이 나오고 있다. 중소 영세사업자들의 카드 수수료 부담을 낮춰주겠다는 것이다. 이에 따라 카드사들의 수익성이 악화될 경우 이를 VAN 사의 수수료 인하로 전가할 리스크는 존재하나 대형 가맹사 비중이 높고 결제건 수 증가로 선방할 수 있다는 판단이다. 규제 리스크를 감안하여 기존 적용하던 목표 PER 11.6 배에서 9.3 배로 낮춰 적용함에 따라 적정주가를 47,500 원에서 34,000 원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	225.5	21.2	30.0	2,998	55.4	9,165	8.2	2.7	4.6	34.8	157.0
2015	263.9	34.2	30.5	3,053	1.8	8,922	10.5	3.6	5.2	27.8	134.7
2016P	317.1	47.3	30.2	3,019	-1.1	11,776	10.9	2.8	4.5	22.0	108.5
2017E	331.0	49.0	36.8	3,682	21.9	15,276	7.0	1.7	4.0	22.0	87.5
2018E	352.5	51.1	38.7	3,872	5.2	18,951	6.7	1.4	3.4	19.2	73.4

표7 나이스정보통신 적정 주가 산정 내역

(단위:원, %, 배)	'17E 비교
적정주가	34,261
PBR	2.2
BPS	15,276
ROE	22.0
COE	9.8
Risk free rate	2.0 - 3년 만기 국공채
Market Risk Premium	6.0
베타	1.3
g	0.0 - 영구성장률
EPS	3,682
Target PER	9.3

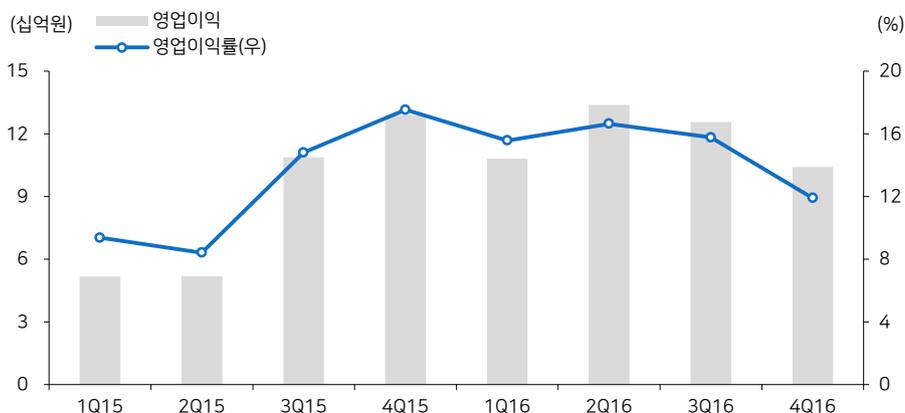
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 단가 인하율과 결제건 수 증가율 변화에 따른 매출액 민감도

(단위:십억원)				
수수료율 인하폭	30%	20%	10%	0%
연간 매출액 감소액	21.5	14.3	7.2	0.0
결제건 수 증가율				
5%	10.75	10.75	10.75	10.75
10%	21.5	21.5	21.5	21.5
15%	32.3	32.3	32.3	32.3
20%	43.0	43.0	43.0	43.0
매출액 증가분				
5%	-10.8	-3.6	3.6	10.8
10%	0.0	7.2	14.3	21.5
15%	10.8	17.9	25.1	32.3
20%	21.5	28.7	35.8	43.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 나이스정보통신 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 나이스정보통신, 메리츠증권증권 리서치센터

나이스정보통신(036800)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	225.5	263.9	317.1	331.0	352.5
매출액증가율 (%)	12.4	17.0	20.2	4.4	6.5
매출원가	171.4	187.4	211.0	221.8	235.8
매출총이익	54.1	76.5	106.1	109.2	116.7
판매비와관리비	32.9	42.3	58.8	60.2	65.6
영업이익	21.2	34.2	47.3	49.0	51.1
영업이익률 (%)	9.4	12.9	14.9	14.8	14.5
금융수익	1.2	0.6	0.4	0.8	1.2
중속/관계기업관련손익	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	16.1	4.6	-6.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	38.2	39.2	40.8	49.8	52.3
법인세비용	8.2	8.7	10.7	12.9	13.6
당기순이익	30.0	30.5	30.2	36.8	38.7
지배주주지분 순이익	30.0	30.5	30.2	36.8	38.7

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	199.7	204.4	234.6	270.2	308.3
현금및현금성자산	85.2	60.1	61.3	89.2	115.6
매출채권	23.0	26.7	32.0	33.4	35.6
재고자산	4.6	4.3	5.2	5.4	5.7
비유동자산	46.4	86.6	79.7	75.2	72.4
유형자산	21.7	26.5	21.0	18.0	16.4
무형자산	4.1	34.7	33.0	31.5	30.1
투자자산	0.8	2.0	2.4	2.5	2.7
자산총계	246.1	290.9	314.4	345.4	380.7
유동부채	148.4	166.1	162.5	160.1	159.9
매입채무	10.6	9.5	12.1	12.6	13.4
단기차입금	10.0	25.0	16.3	10.6	6.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.9	0.9	1.1	1.1	1.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	150.3	167.0	163.6	161.2	161.1
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	85.6	113.9	140.7	174.1	209.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	95.8	124.0	150.8	184.2	219.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	42.1	23.7	25.5	47.0	44.4
당기순이익(손실)	30.0	30.5	30.2	36.8	38.7
유형자산감가상각비	12.4	14.7	14.0	12.0	10.9
무형자산상각비	1.1	2.4	1.7	1.5	1.4
운전자본의 증감	11.3	-28.2	-20.4	-3.4	-6.6
투자활동 현금흐름	3.2	-61.5	-12.6	-10.0	-11.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13.8	-21.2	-8.5	-8.9	-9.4
투자자산의 감소(증가)	17.9	-1.2	-0.4	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	-5.2	12.7	-11.6	-9.1	-7.1
차입금증감	-3.0	15.0	-8.8	-5.7	-3.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	40.4	-25.0	1.2	27.9	26.3
기초현금	44.8	85.2	60.1	61.3	89.2
기말현금	85.2	60.1	61.3	89.2	115.6

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	22,552	26,388	31,706	33,102	35,251
EPS(지배주주)	2,998	3,053	3,019	3,682	3,872
CFPS	3,736	5,662	5,620	6,251	6,344
EBITDAPS	3,480	5,127	6,300	6,251	6,344
BPS	9,165	8,922	11,776	15,276	18,951
DPS	240	300	350	350	350
배당수익률(%)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	10.5	10.9	7.0	6.7
PCR	6.6	5.6	5.9	4.1	4.1
PSR	1.1	1.2	1.0	0.8	0.7
PBR	2.7	3.6	2.8	1.7	1.4
EBITDA	34.8	51.3	63.0	62.5	63.4
EV/EBITDA	4.6	5.2	4.5	4.0	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	34.8	27.8	22.0	22.0	19.2
EBITDA 이익률	15.4	19.4	19.9	18.9	18.0
부채비율	157.0	134.7	108.5	87.5	73.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	56.6	73.3	86.0	137.2	220.2
매출채권회전율(x)	10.0	10.6	10.8	10.1	10.2
재고자산회전율(x)	65.6	59.5	66.9	62.6	63.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 3월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 3월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 3월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김승철, 이재환, 구성진, 김정섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

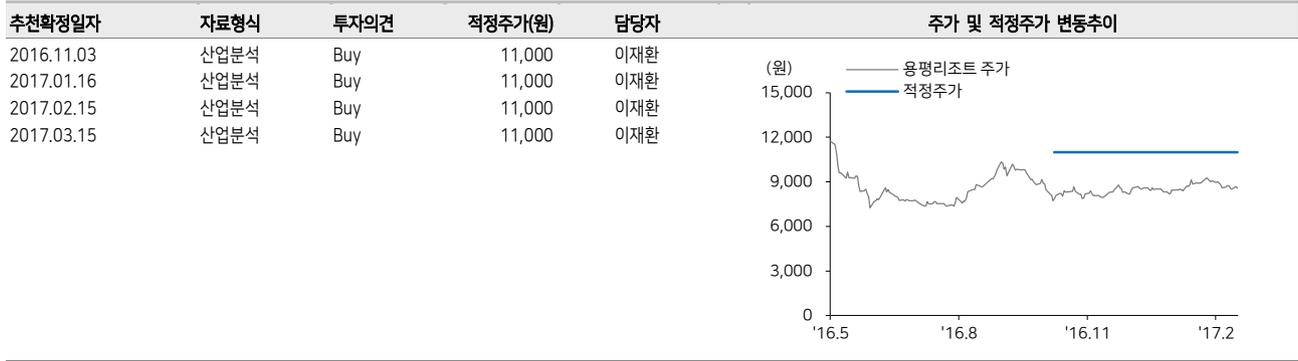
에머슨퍼시픽(025980) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.11.03	산업분석	Buy	49,000	구성진	
2017.01.16	산업분석	Buy	49,000	구성진	
2017.02.15	산업분석	Buy	49,000	구성진	
2017.03.15	산업분석	Buy	49,000	구성진	

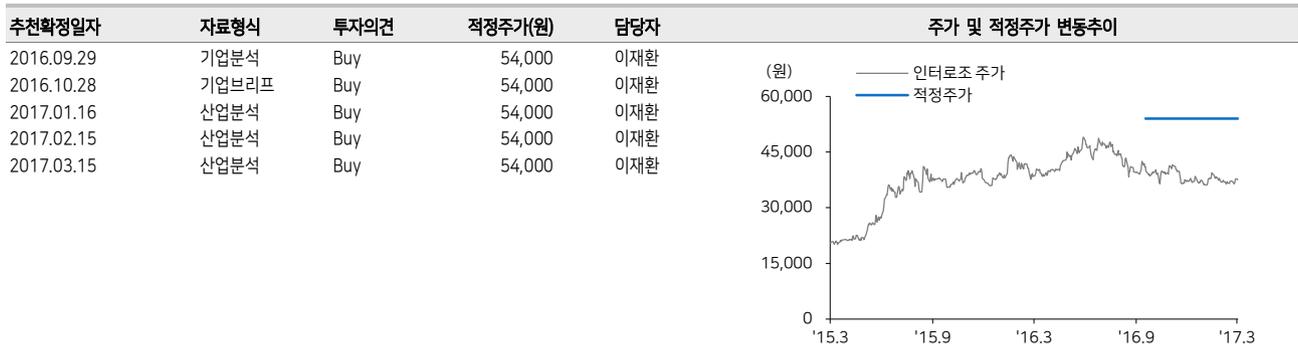
화승엔터프라이즈(241590) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.09.07	기업분석	Buy	22,000	구성진	
2016.10.26	산업브리프	Buy	22,000	구성진	
2017.01.16	산업분석	Buy	22,000	구성진	
2017.02.15	산업분석	Buy	22,000	구성진	
2017.03.15	산업분석	Buy	22,000	구성진	

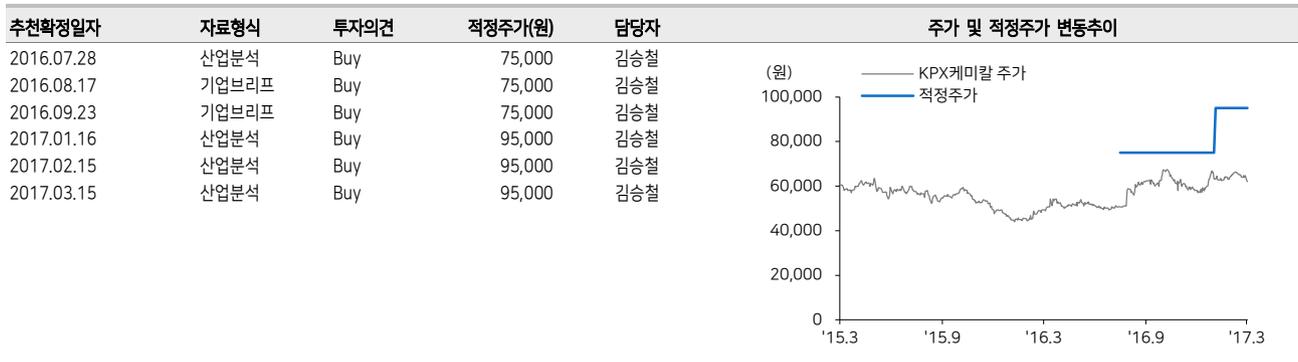
용평리조트(070960) 투자등급변경 내용



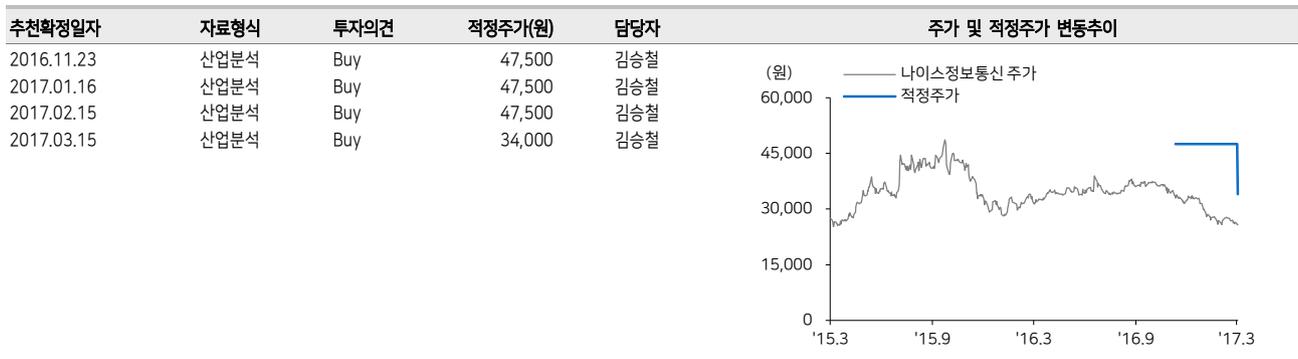
인터로조(119610) 투자등급변경 내용



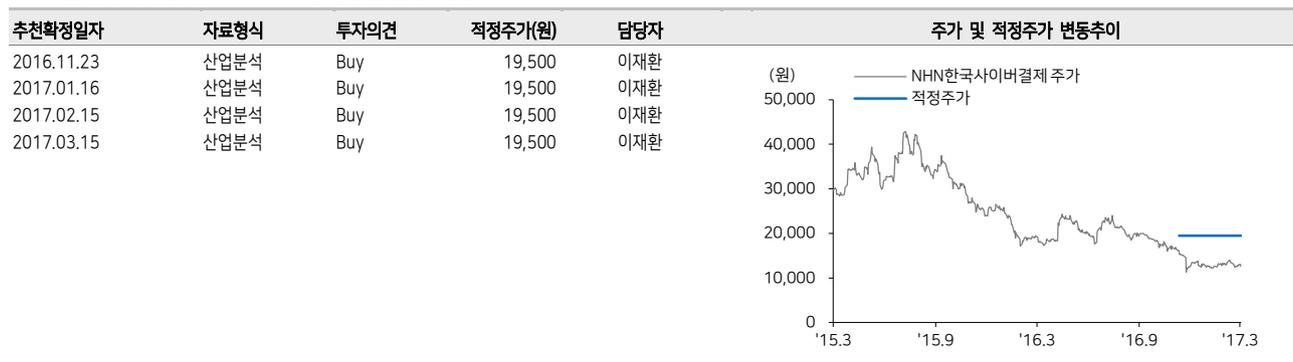
KPX 케미칼(025000) 투자등급변경 내용



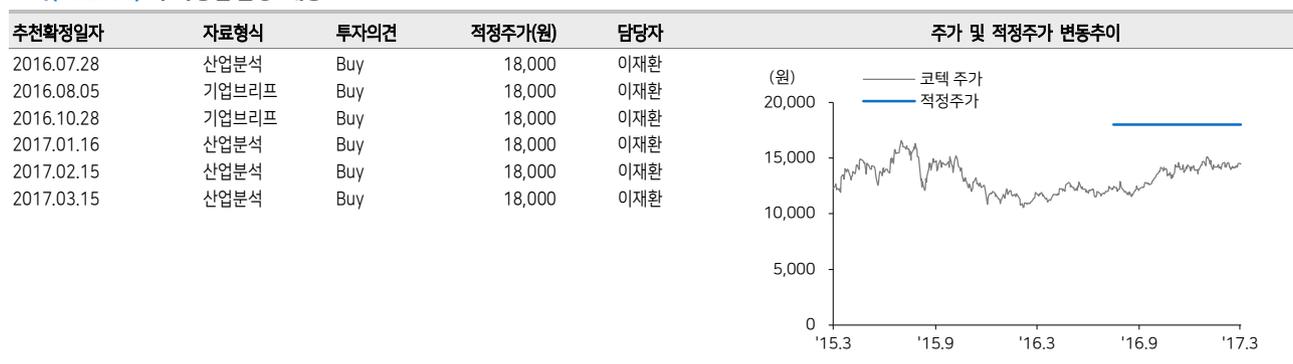
나이스정보통신(036800) 투자등급변경 내용



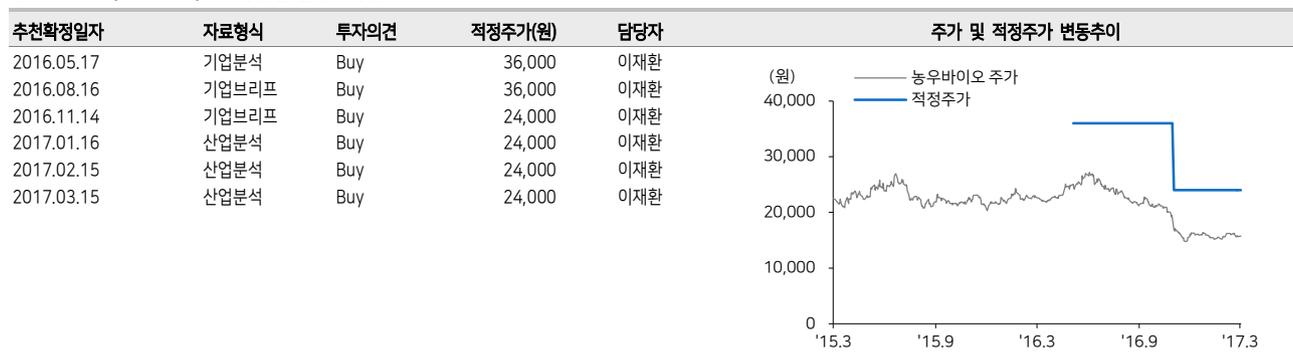
NHN 한국사이버결제(060250) 투자등급변경 내용



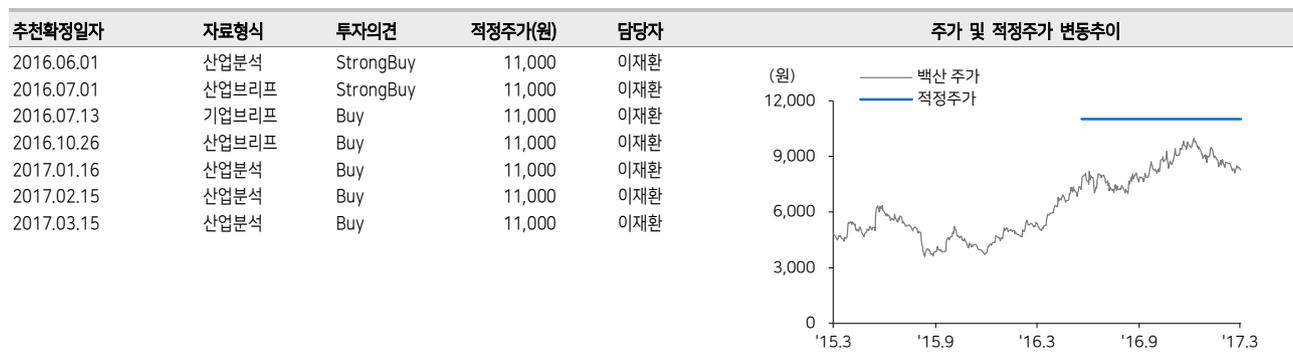
코텍(052330) 투자등급변경 내용



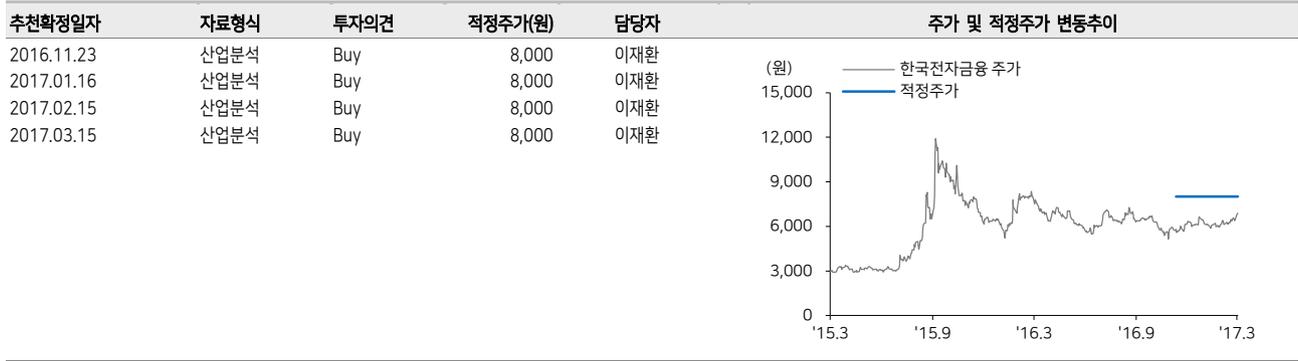
농우바이오(054050) 투자등급변경 내용



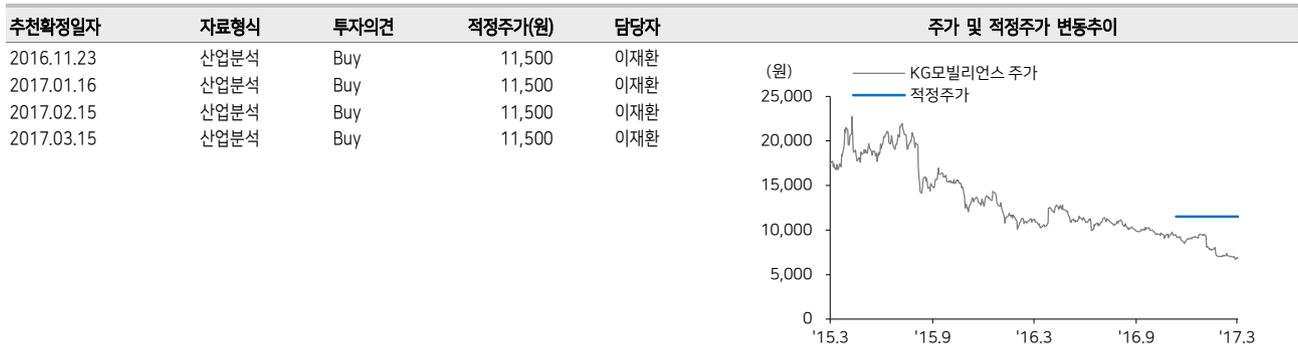
백산(035150) 투자등급변경 내용



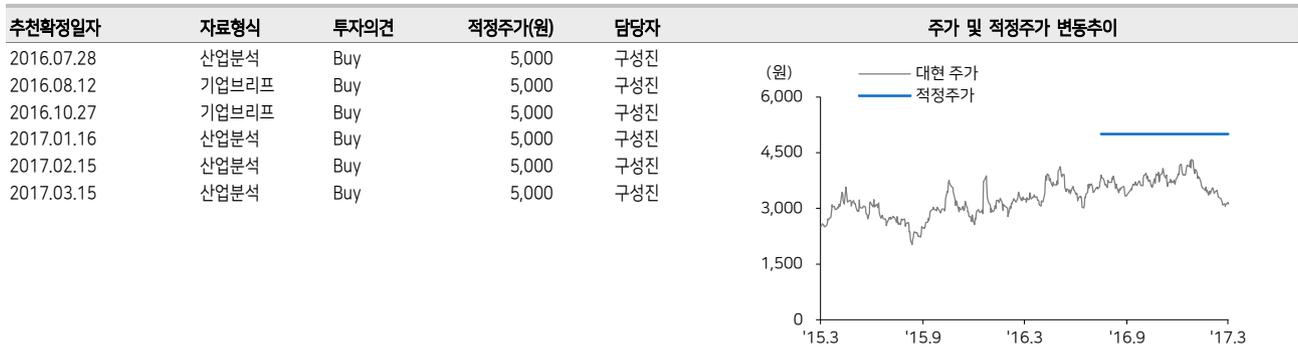
한국전자금융(063570) 투자등급변경 내용



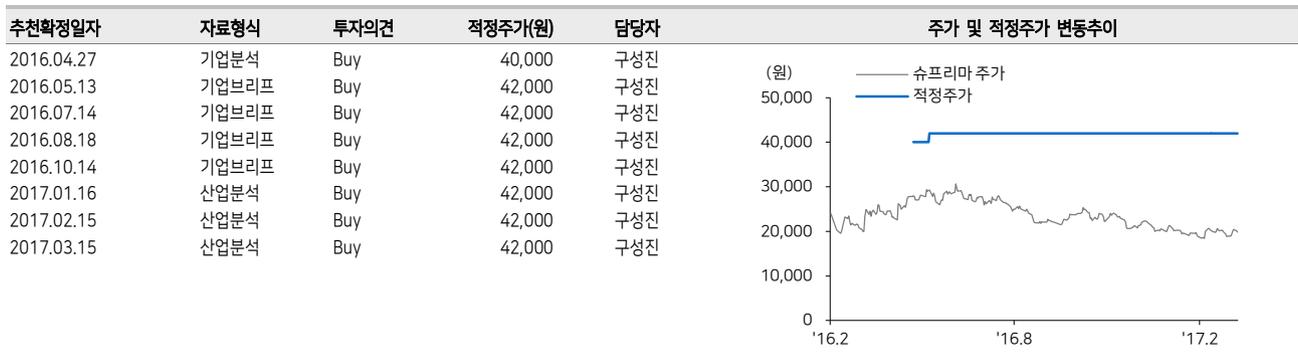
KG 모빌리언스(046440) 투자등급변경 내용



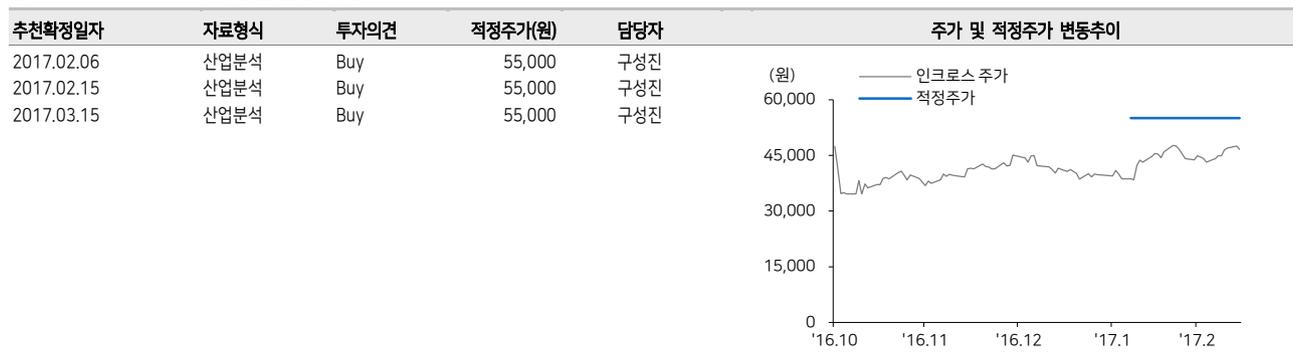
대현(016090) 투자등급변경 내용



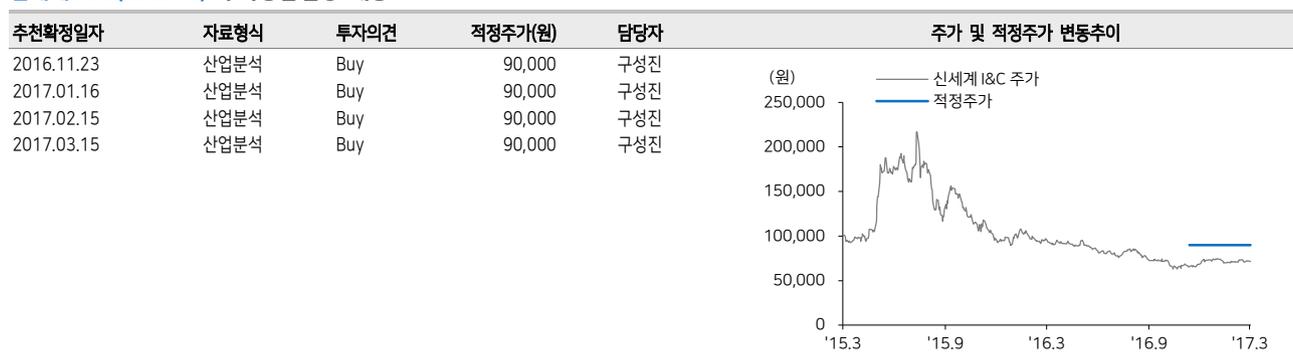
슈프리마(236200) 투자등급변경 내용



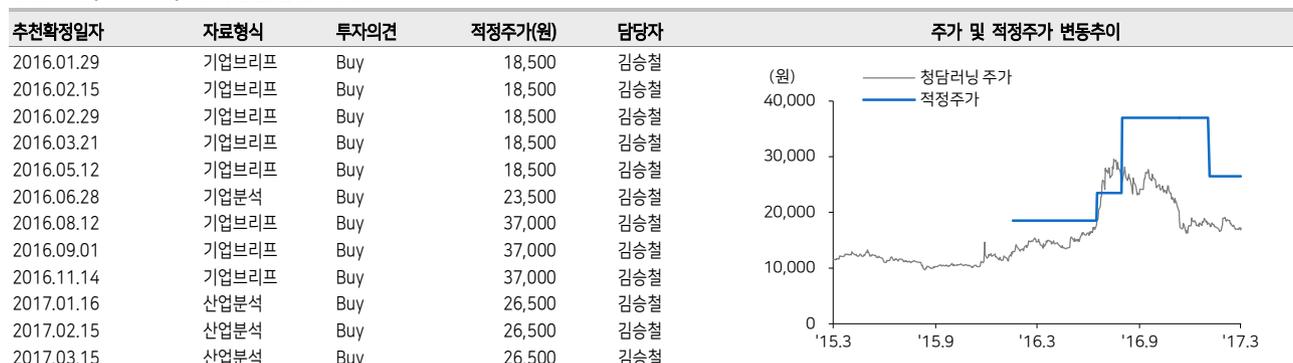
인크로스(216050) 투자등급변경 내용



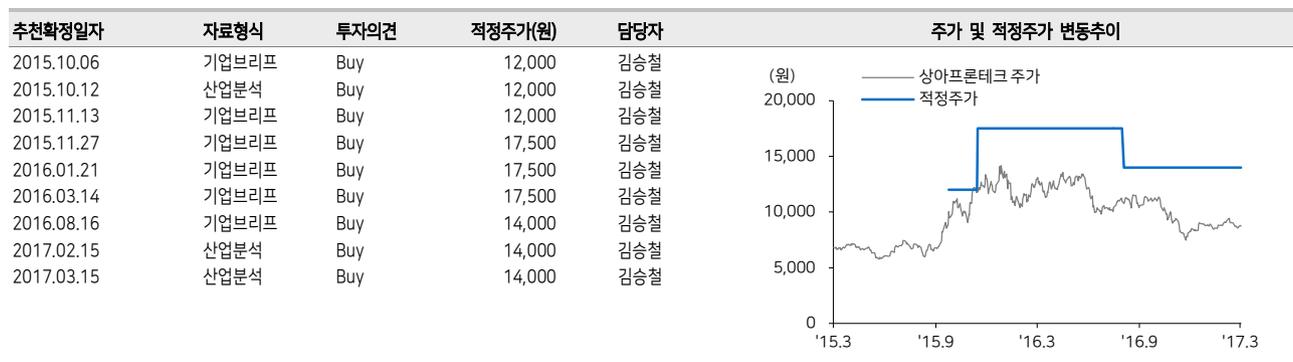
신세계 I&C(035510) 투자등급변경 내용



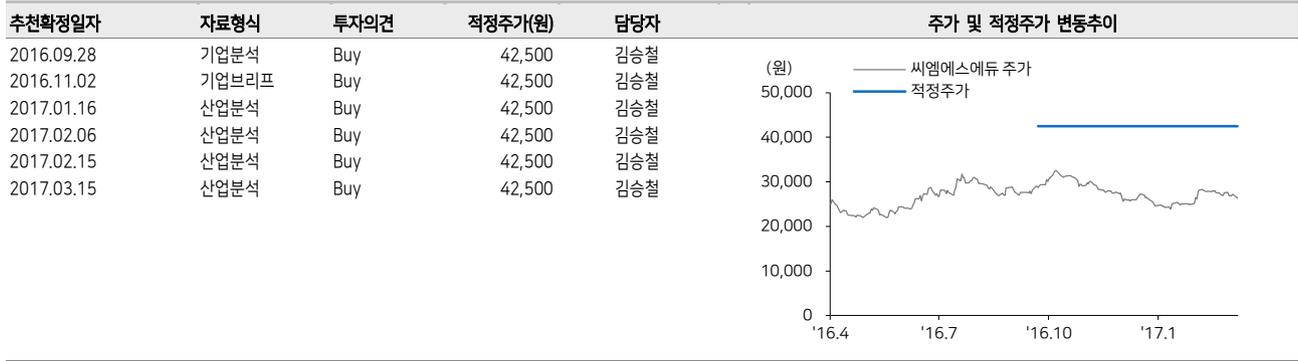
청담러닝(096240) 투자등급변경 내용



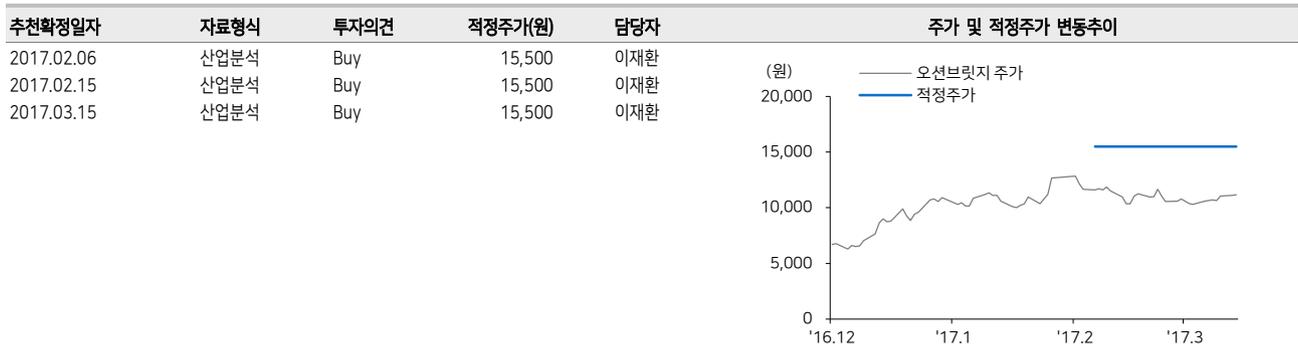
상아프론테크(089980) 투자등급변경 내용



씨엠에스에듀(225330) 투자등급변경 내용



오션브릿지(241790) 투자등급변경 내용



우노엔컴퍼니(114630) 투자등급변경 내용

