

# Post-IPO로 살펴본 2018년 중소형주 투자 아이디어



Analyst 윤주호

02. 6098-6666

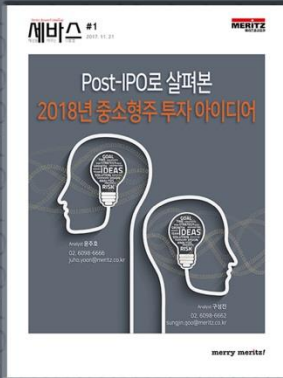
juho.yoon@meritz.co.kr



Analyst 구성진

02. 6098-6662

sungjin.goo@meritz.co.kr



메리츠 스몰캡팀

## 「세바스: 세상을 바꾸는 스몰캡」

'17.11월부터 메리츠 스몰캡팀이 「세바스」로 새롭게 시작합니다.

시가총액의 크기와 상관없이 변화가 있는 산업과 기업을 분석하여 투자자들에게 성공적인 아이디어를 제공하고자 합니다. 시장에 있던 아이디어는 세밀하게 검증하고, 새로운 투자 아이디어는 발 빠르게 찾는 스몰캡팀이 되겠습니다.

감사합니다.



Analyst 윤주호  
02. 6098-6666  
juho.yoon@meritz.co.kr



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



## Contents

<b>I. '17년 IPO 시장 분석</b>	<b>4</b>
<b>II. '16년말과 '17년말이 다른 점</b>	<b>20</b>
1) 정부정책으로 본 중소형주 시장 분석	
2) 코스닥 ETF 사례 「바이오 투자 아픔을 위한 투자자들에게 현실적인 대안」	
3) 외국인 순매수: 「일본 JASDAQ의 추억」	
<b>III. Post-IPO에서 찾은 '18년 투자 아이디어</b>	<b>37</b>
1. 반도체 소재 성장 cycle은 아직 초기단계 티씨케이, 하나머티리얼즈, 코미코, 월덱스	39
2. 내수 경기는 좋아졌을까? 해마로푸드서비스, 보라티알, 한국맥넬티, 서울옥션	55
3. X-Ray 디텍터 시장에서 찾은 니치 마켓 레이언스, 디알텍	71
4. 온라인 광고시장 성장 가능성 점검 인크로스, 에코마케팅	81
5. 스마트 스피커 2차전쟁이 시작된다 인포마크, 가온미디어	91
6. 정부정책에 따른 신기술, 신성장사업 성장 슈프리마, 인텔리안테크	101

## I. '17년 IPO 시장 분석

### 상장업체수 감소

2017년 IPO(Initial Public Offering)시장은 10월말 현재 총 58개 업체(분할 상장 제외, 스팩 상장 포함)가 상장 했다. 동일조건으로 2014년 67개, 2015년 110개, 2016년 73개에 비해 줄어든 수치이다. 세부적으로 상반기 31개, 하반기(10월 말 기준) 27개가 상장되었다.

### '16년 대비 부진했던 '17년 IPO 시장

연말까지 두 달이라는 시간이 남았음에도 불구하고 2014~16년 대비 매우 부진한 숫자다. 단순하게 공모 참여 기업의 수보다는 공모자금의 절대적인 규모도 중요하지만 16년 대비하여 공모시장이 침체된 것은 명확하다.

### 어려워지는 IPO 투자, 낮아진 기대 수익률

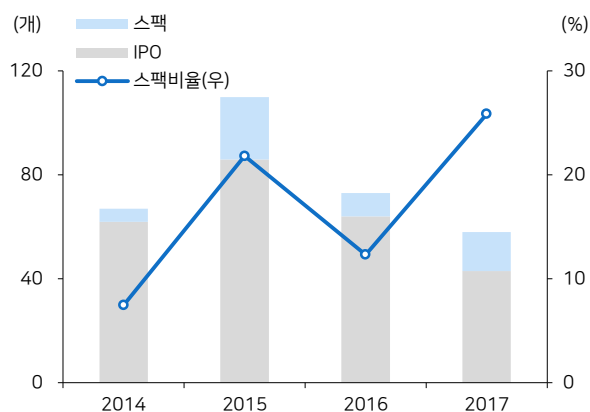
최근 3년간 IPO시장에서 상장된 기업들(스팩 포함)의 연말까지 누적 수익률을 비교해 보면 IPO 기업 전체 수익률과 스팩을 제외한 수익률은 2016년 대비하여 현저하게 하락추세로 전환되었음을 알 수 있다. 다만, 하방 경직성이 있는 스팩 투자의 경우에는 2016년 대비하여 양호한 모습을 보였다. 이는 IPO 시장 내에 단순한 참여를 통해서 수익이 나기 어렵다는 것과 IPO 기업들의 중장기 투자보다는 단기적인 대응(ex. 단기차익실현 등)의 투자전략이 유효했음을 알 수 있다.

### 소외된 '17년 공모주

IPO 전체 수익률은 2014년 0.1%, 2015년 -13%, 2016년 -5.6%, 2017년 -10.2%로 2015년부터는 지속적으로 투자 손실을 보이고 있다. 이는 IPO 투자를 통한 수익률 획득이 더욱 어려워지고 기대수익률은 낮아졌음을 방증한다.

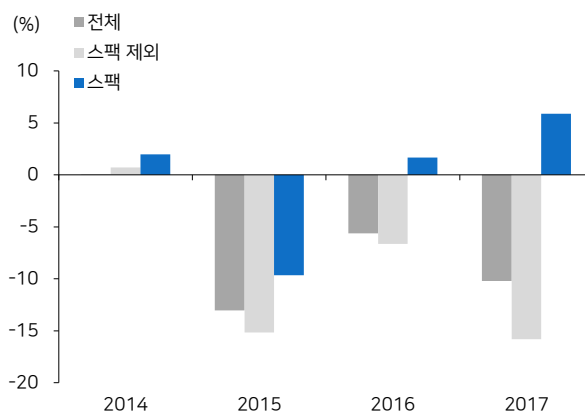
IPO 시장은 2017년 공모주 펀드의 수익률에서도 유추해 볼 수 있으며 10월 23일 기준으로 연초대비 KOSPI +22.8%, KOSPI 200 +26.5%, 공모주 +6.22%로 지수 대비로도 상대적으로 소외됐다.

그림1 최근 4년간 IPO 기업수 (2014~2017, 스팩포함)



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 최근 4년간 IPO 기업 수익률



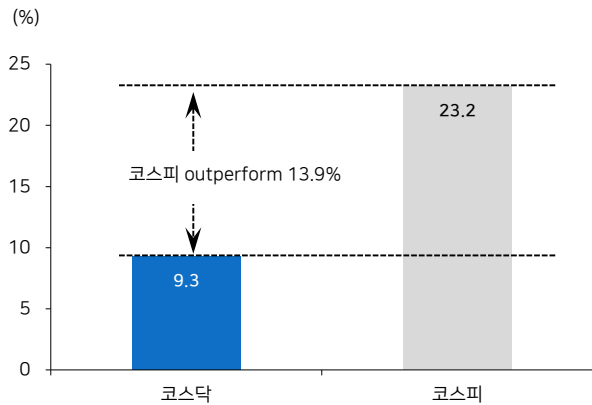
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

코스닥 내 시가총액  
상위 종목군 위주의 상승

중소형주 부진에 따른 IPO 시장의 상대적인 소외

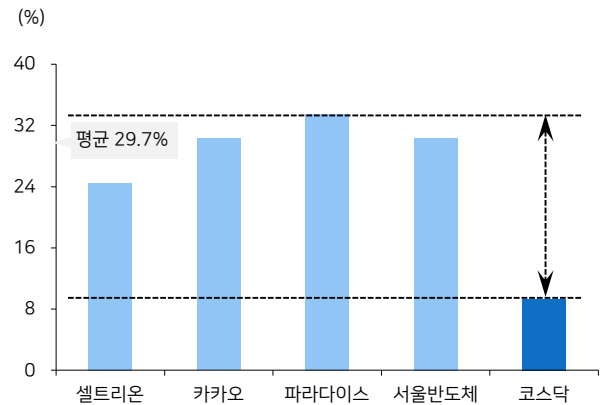
2017년 중소형주 투자는 쉽지 않은 한 해였다. 코스닥 지수 수익률은 연초 대비 +9.3%로 절대적으로 나쁘지 않았으나 코스피(+23.2%) 대비하여 상대적으로 소외됐다. 코스피와 코스닥의 지수상승률의 차이는 연초대비 무려 13.9%로 어느 시장에 투자하느냐에 따라 투자자들의 수익률 차이는 컸다. 특히 코스닥 지수 내 시가총액 상위에 있었던 셀트리온(+19.8%), 카카오(+27.7%, 17.7월 코스피 이전 상장), 컴투스(+14.4%), 파라다이스(+19.5%), 서울반도체(+23.6%)를 제외한 다른 종목들의 소외된 강도는 훨씬 심했다.

그림3 코스피 vs 코스닥 (연초이후 수익률)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터, '17년 10월말 기준

그림4 코스닥 시가총액 상위주 수익률 (연초이후)

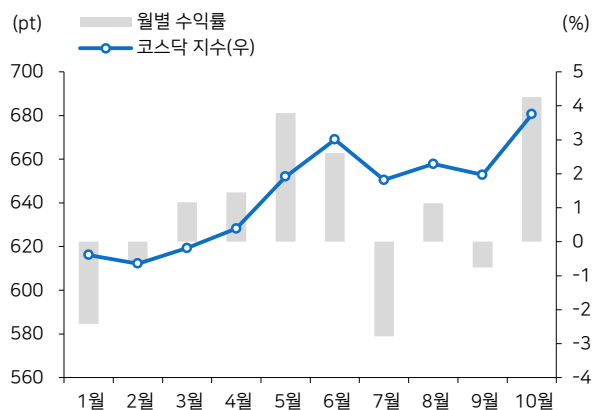


자료: 메리츠증권증권 리서치센터, '17년 10월말 기준

## IPO 시장에 영향을 주는 코스닥의 계절성 분석

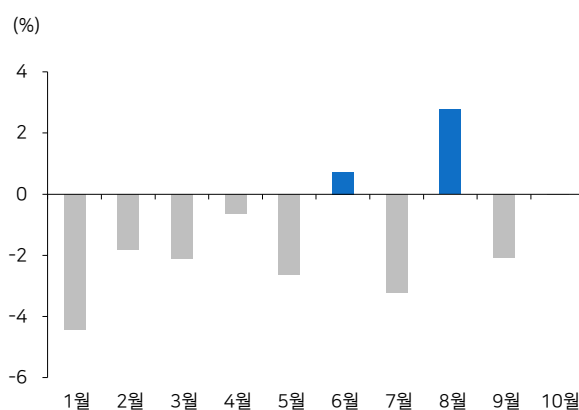
IPO는 코스닥 시장의 계절성과 영향을 많이 받는다. 그렇다면 코스닥의 계절성은 어떻게 될까?

그림5 코스닥 지수 및 월별수익률 (2017년)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 코스피 지수 대비 코스닥 월간 수익률 (2017년)



자료: 메리츠증권 리서치센터

### '17년 8월만 코스피 대비 아웃퍼폼한 코스닥

코스닥 지수가 월간으로 의미 있게 상승한 달은 5월(+3.8%), 6월(+2.6%)이 있었다. 그렇다면 코스피 대비 코스닥의 상승률(상대수익률)은 어떠하였을까? [그림 6]에서와 같이 코스닥이 코스피 대비하여 초과 상승하였던 구간은 17년 내에 6월(+0.7%), 8월(+2.8%) 두 번으로 6월의 낮은 수치를 감안하여 제외한다면 오직 8월 한 달만이 코스닥 투자가 시장을 아웃퍼폼 하였다.

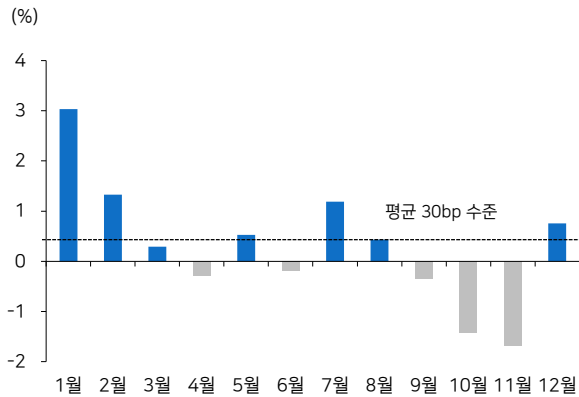
확률로 따진다면 연간 10~20% 수준의 코스닥 초과상승률을 의미하며 셀트리온, 카카오('17.7월 이전상장), 컴투스, 파라다이스, 서울만도체 등을 제외 시 시장이 상승할 때 여타 종목들은 철저하게 소외되는 구간이었다고 판단된다. 반대로 이러한 종목군에 투자하지 않았다면 결과적으로 절대수익을 내지 못했다.

### 코스닥은 1,2,7,12월 초과수익 가능성 높음

기간을 넓혀 코스닥의 최근 5년 추이를 분석해 보면 더욱 강한 계절성을 확인해 볼 수 있다. [그림 7]의 코스닥 월별 코스피 대비 절대적인 아웃퍼폼 수준을 살펴 보면 월 평균 30bp 수준이다. 이는 코스닥 투자를 통해 코스피(시장상승률) 대비하여 초과수익을 달성할 수 있다는 확률적이고 통계적인 수치를 의미한다. 2011년~2016년 월별 평균 초과수익을 분석해보면 특이점을 발견 할 수 있다. 1월, 2월, 7월, 12월 정도가 월별 평균 초과수익(30bp)를 넘어서는 계절성을 확인 할 수 있다. 1~2월은 연초 중소형주 강세 효과, 7월은 하반기 기대감이 반영되는 반기의 첫 월, 12월은 연말 대주주 과세 이슈에도 불구하고 월간으로는 평균대비 크게 상승(+80bp)하는 계절성을 확인 할 수 있었다.

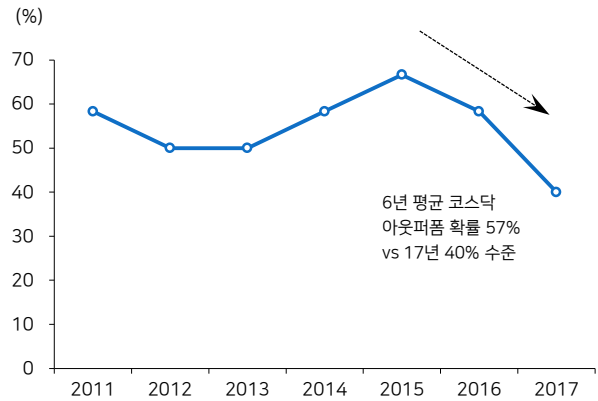


그림7 코스닥 월별 코스피 대비 아웃퍼폼 (11년~16년)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 연도별 코스닥 월별 아웃퍼폼 확률/빈도 (11년~16년)



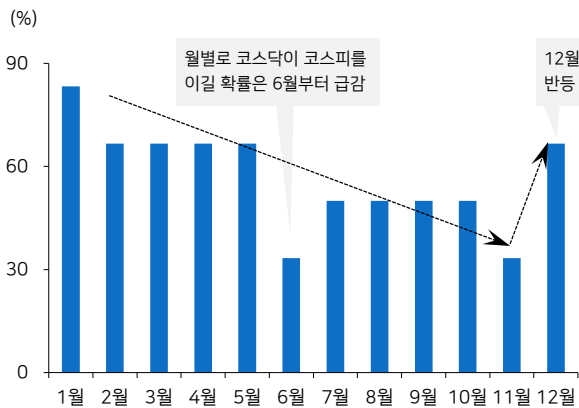
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

10월, 11월에는  
코스피 투자 선호현상

또한 월간으로 10월, 11월은 연중에서 코스닥(중소형주)보다는 코스피에 투자하여 수익을 낼 확률이 높다는 것을 알 수 있다. 이는 무시할 수 없는 계절성이다.

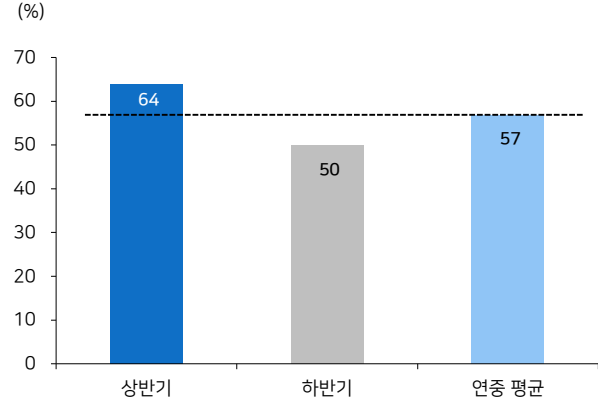
[그림 8]은 연도별 코스닥의 월간 코스피를 이길 확률이다. 2011년부터 2016년까지 월간으로 코스닥이 아웃퍼폼한 비율(코스닥 Hit-ratio)은 50%~67% 정도로 절반을 약간 넘는 수준이다. 6년 평균적으로 코스닥이 이길 확률은 57% 수준인데 2017년 올해 들어 코스닥이 코스피를 이길 확률은 40% 수준에 불과하다. 따라서 2017년의 낮은 Hit-ratio (40%)를 감안한다면 중소형주 투자자의 어려움과 상대적 박탈감은 코스피 투자자 대비 컸다.

그림9 코스닥 월별 아웃퍼폼 확률 (vs KOSPI, 2011~2016년)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 코스닥 5년간 아웃퍼폼 확률 (vs KOSPI, 상하반기 비교)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

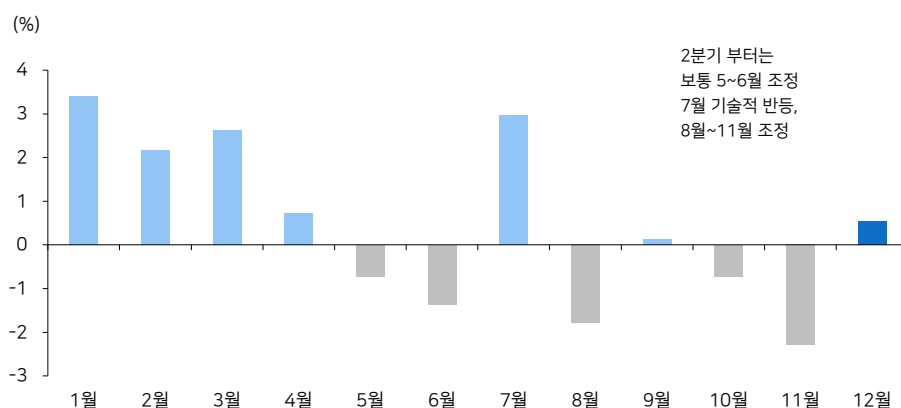
[그림 9]에서 보듯 월별로 코스닥이 코스피를 이길 확률을 분해해 본다면 더욱 세부적인 결론을 낼 수 있다. 즉, 월별로 살펴보면 1월(83%), 2월(67%), 3월(67%), 4월(67%), 5월(67%), 6월(33%), 7월(50%), 8월(50%), 9월(50%), 10월(50%), 11월(33%), 12월(67%)이다.

6월, 11월은 중소형주가 가장  
부진한 시기, 매수타이밍

월(50%), 11월(33%), 12월(67%) 이다. 이를 통해 유추해볼 수 있는 점은 계절성을 감안하더라도 월별 Hit-ratio를 활용한 투자전략은 매우 효과적이다. 연간으로 보면 하반기 보다는 상반기, 월별로 본다면 1~5월, 12월이 긍정적인 투자시점이다.

특히 투자시점을 고려한다면 연중 가장 낮은 확률을 보인 6월(33%)과 11월(33%)에 중소형주를 사서 보유하고 다른 달에 파는 전략이 가장 합리적이다.

그림11 코스닥 월별 절대수익률 (5년 평균, 2011~2016년)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그렇다면 코스닥의 절대적인 수익률은 어떠하였을까? [그림 11]에서 보는 것처럼 코스닥의 2011년~2016년 월별 절대수익을 분석하여 보면 1월(+3.4%), 2월(+2.2%), 3월(+2.6%), 4월(+0.7%), 5월(-0.7%), 6월(-1.4%), 7월(+3.0%), 8월(-1.8%), 9월(+0.1%), 10월(-0.7%), 11월(-2.3%), 12월(+0.5%) 로 뚜렷한 계절성을 나타낸다.

알려진 12월에 중소형주 부진은  
사실과 다르다

[그림 9]의 코스피 대비 코스닥 월별 아웃퍼폼 확률(Hit-ratio) 처럼 월별로 가장 좋은 투자시점은 6월과 11월이다. 월별 가장 많이 빠진 달의 다음달은 항상 코스닥 반등이 나왔기 때문에 투자자는 시장상승에 따른 수익을 얻을 확률이 높다. 특이한 점은 코스닥의 상반기 대비 하반기 부진에도 불구하고 하반기 기대감이 발현되는 7월을 제외하고는 12월의 성과는 의외로 양호하다. 연 중 12월은 대주주 주식 양도소득세와 관련하여 개인의 매도가 가장 많은 달임에도 불구하고 월간으로 최근 5년간 상승하였다는 점은 통상적으로 알려진 바와는 다르다

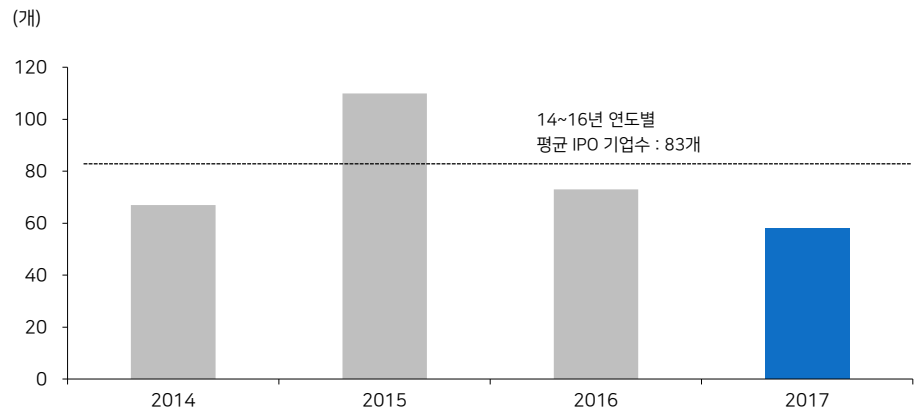


종합적으로 결론을 내려본다면 다음과 같다.

- 1) 코스닥이 코스피 대비 월별 성과가 가장 좋았던 달은 1월, 2월, 7월, 12월이다. 이는 연초, 하반기초에 연간 및 하반기 기대감이 반영되며 코스피 대비하여 우수한 성과를 보인다.
- 2) 코스닥 대비 코스피의 아웃퍼폼 확률은 하반기 보다 상반기가 유리하며,
- 3) 월별 성과가 가장 좋지 않은 11월이 연중에 코스닥(중소형주)에 투자할 가장 좋은 적기이다. (11월부터 다음해 1분기까지)
- 4) 코스닥의 절대수익률 및 코스피 대비 상승률이 높았던 1월과 7월은 연초, 반기초의 특성을 가지고 있어 연간, 반기 기대감이 높은 종목들의 수익률이 높을 것으로 예상된다. 18년에는 이러한 기대감에 주목하자.
- 5) 12월은 알려진 바와 달리 대주주 주식 양도세 이슈에도 불구하고 하반기에 반기 초인 7월을 제외하고 가장 우수한 성과를 보였다. 빨라진 1월 효과를 대비하자.

## 2017 년 IPO 시장을 통해서 본 중소형주 투자전략

그림12 연도별 IPO 기업수 (2014~2017.10월)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

'14~'16년 IPO 기업수는  
연평균 83 개

우리는 최근 4년간 IPO 시장의 특징이 무엇이었는지 살펴보고자 한다. 연도별 IPO 기업들의 절대적인 수치를 본다면 2014년(67개), 2015년(110개), 2016년(73개), 2017년 10월말 현재(58개) 수준으로 코스닥 시장이 활성화 되었던 15년도를 기점으로 16년, 17년 지속적으로 감소추세를 보이고 있다. 이는 앞서 분석한 코스피 대비 코스닥 시장의 상대적 소외감과 시장분위기를 반영한 결과다.

표1 최근 4년간 IPO 기업들 섹터 분포

구 분	2014	2015	2016	2017
내구소비재 및 의류	2	1	5	3
디스플레이	1	2	5	6
미디어	4	4	2	1
반도체	3	9	5	4
보험	3	1	5	1
부동산	3	1	2	1
상업서비스	3	1	2	1
생활용품	1	4	5	4
소비자 서비스	1	4	2	4
소재	5	7	5	4
소프트웨어	11	6	7	4
운송	1	2	7	1
유통	2	1	7	1
음식료 및 담배	2	3	2	2
의료 장비 및 서비스	3	3	2	3
자동차 및 부품	3	6	2	2
자본재	6	4	2	2
제약 및 바이오	7	11	2	4
하드웨어	9	12	2	6
기타금융	1	4	2	0

자료: 메리츠증권리서치센터

한편 섹터별 상장된 기업들의 연도별 가장 많은 IPO를 구분해보면 흥미롭다. 2014년에는 소프트웨어업종(11개), 2015년 하드웨어(12개), 2016년 소프트웨어, 운송, 유통(각각 7개), 2017년 디스플레이(6건)로 매년 가장 높은 비중을 보인 섹터가 바뀌는 것을 알 수 있다.

표2 IPO 연도별 업종분포 ('14년~'17년)

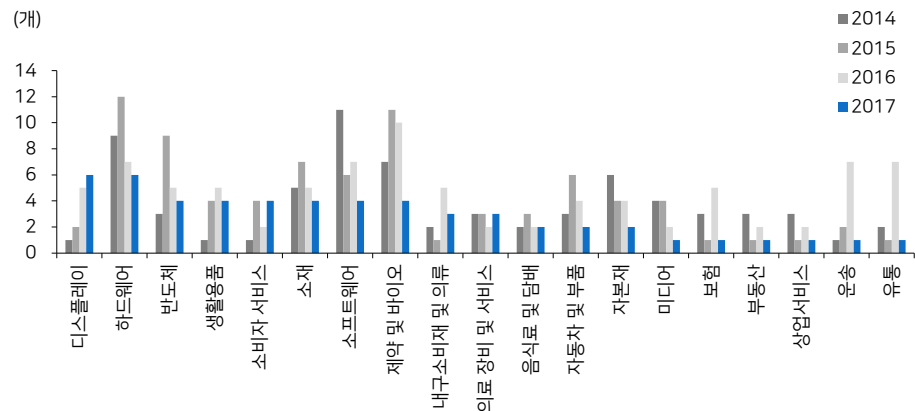
구 분	2014	2015	2016	2017	비고
내구소비재 및 의류	2.8%	1.2%	6.8%	5.6%	
디스플레이	1.4%	2.3%	6.8%	11.1%	비중 증가
미디어	5.6%	4.7%	2.7%	1.9%	
반도체	4.2%	10.5%	6.8%	7.4%	
보험	4.2%	1.2%	6.8%	1.9%	
부동산	4.2%	1.2%	2.7%	1.9%	
상업서비스	4.2%	1.2%	2.7%	1.9%	
생활용품	1.4%	4.7%	6.8%	7.4%	비중 증가
소비자 서비스	1.4%	4.7%	2.7%	7.4%	비중 증가
소재	7.0%	8.1%	6.8%	7.4%	
소프트웨어	15.5%	7.0%	9.6%	7.4%	비중 감소
운송	1.4%	2.3%	9.6%	1.9%	
유통	2.8%	1.2%	9.6%	1.9%	
음식료 및 담배	2.8%	3.5%	2.7%	3.7%	
의료 장비 및 서비스	4.2%	3.5%	2.7%	5.6%	
자동차 및 부품	4.2%	7.0%	2.7%	3.7%	
자본재	8.5%	4.7%	2.7%	3.7%	
제약 및 바이오	9.9%	12.8%	2.7%	7.4%	
하드웨어	12.7%	14.0%	2.7%	11.1%	
기타금융	1.4%	4.7%	2.7%	0.0%	

자료: 메리츠증권리서치센터

제약/바이오 섹터의 IPO 총  
기업수 내 비중은 '15년 최대,  
'16년 저점 이후 반등 중

14년 대비 17년 현재 업종별 비중이 증가한 섹터는 디스플레이(1.4%→11.1%), 생활용품 (1.4%→7.4%), 소비자 서비스(1.4%→7.4%)이며, 감소한 섹터는 소프트웨어(15.5%→7.4%)이다. 특히 코스닥 시장 분위기를 가장 잘 설명해주는 제약 바이오 섹터의 IPO 기업 수는 14년(7개), 15년(11개), 16년(2개), 17년(4개) 눈에 띄게 15년을 기점으로 급감한 것을 알 수 있다. 하지만 제약 및 바이오의 전체 IPO 기업 수 대비 비중은 14년(9.9%), 15년(12.8%), 16년(2.7%), 17년(7.4%) 서서히 증가한다. 코스닥 시장에서의 셀트리온 등 제약 및 바이오 시가총액 상위종목들의 선전이 IPO시장에 영향을 미친 것으로 풀이된다. 15년 이후로 침체되었던 제약 및 바이오 섹터의 비중은 16년을 저점으로 반등 중이다. 코스닥 시장 분위기상 최악의 국면은 탈피한 것으로 판단한다.

그림13 연도별 섹터별 IPO기업분포 (2014~2017.10월)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그렇다면 이제 최악의 국면을 벗어난 코스닥 시장 및 IPO 시장 분위기, 2017년 남은 두 달과 2018년 시장수익률을 초과할 수 있는 종목 아이디어를 고민해보자.

## 2016년~2017년 IPO 시장에서 찾아보는 아이디어

2015년 대비 부진했던 2016년 IPO시장에서 성공했던 사례와 이를 통해서 2017년~2018년 IPO 투자전략을 점검해보고자 한다.

신규 종목의 경우 펀더멘털(fundamental)위주로 접근한다면 투자 성공가능성을 높일 수 있으며, 펀더멘털이 양호함에도 불구하고 일시적으로 공모가를 하회하는 종목에 주목할 필요가 있다.

연중 4Q IPO 기업들의 부진한  
주가는 코스닥 부진과 유사

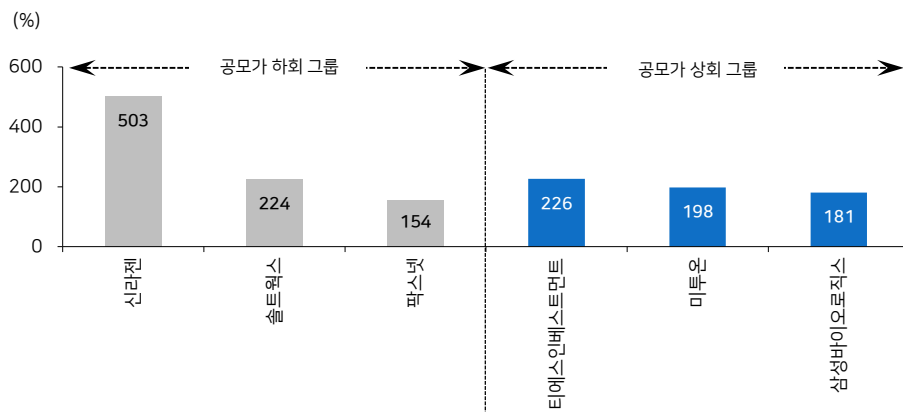
기관투자자의 경우 공모물량을 확보하기 위해 락업기간(lock-up period)을 설정하게 되며 이는 개별기업에 따라 다르지만 통상 2주, 1개월, 3개월 정도 수준에서 결정된다. 하지만 신규 IPO 기업들의 특성상 일부를 제외하고 인덱스에 포함되기 힘든 상황이며 만약 외부환경 악화(ex. 코스닥 하락)로 인해 신규 상장 이후 하락시 락업기간이 풀리는 기간에는 로스컷 등의 사유로 주가의 과도한 하락이 나오게 된다.

이에 따라 IPO 시장의 아이디어는 2016년~2017년 종목들의 연간 최저점 및 최고점 분석을 통해 2018년 투자아이디어를 도출하고자 한다.

## 신규 IPO 종목의 신저가 갱신을 주목해야 하는 이유

상기 [표 2]의 2016년 신규 IPO종목 및 2017년 수익률을 살펴보면 2016년 최저점 대비 2017년 최고점이 가장 높았던 종목은 '신라젠'이다.

그림14 2016년 대비 2017년 상승률 상위



자료: 메리츠증권 리서치센터

신라젠의 연중 주가 최저점은  
'16년 12월임.

신라젠(2016년 12월 6일 신규상장, 공모가 15,000원)은 2017년 최고점 67,500원과 2016년 최저점 11,200원과 비교해 본다면 503%의 상승률을 보였다. 최저점 11,200원은 공모가 15,000원보다 -25%이며 16년 12월 12일에 연내 최저점을 보였다.

솔트웍스(2016.3.2 상장, 공모가 2,000원)의 경우 2016년 3월 20일 연중 최저가인 1,955원을 보였으며, 2017년 최고가는 6,340원으로 16년 최저가 대비 17년 최고가는 +224%의 수익률을 기록하였다.

팍스넷 (2016.8.1 상장, 공모가 5,200원)의 경우 2016년 1월 26일 연중 최저가인 4,215원을 보였으며, 2017년 최고가는 10,700원으로 16년 최저가 대비 17년 최고가는 +154%의 수익률을 기록하였다.

상기 3종목(신라젠, 솔트웍스, 팍스넷)의 경우 공모가를 하회하는 종목 중 다음 해에 최고가를 경신하는 대표적인 3가지 케이스다.

반면에 공모가 대비 하회하지 않고 2016년으로 넘어오면서 최고가를 경신하는 경우도 있었으며 그 예는 다음과 같다.

티에스인베스트(2016.12.15 상장, 공모가 1,300원)의 경우 2016년 12월 15일 연중 최저가인 1,910원을 보였으며, 2017년 최고가는 6,230원으로 16년 최저가 대비 17년 최고가로 수익률 측정시 +226%의 상승을 보였다.

미투온(2016.10.10 상장, 공모가 3,800원)의 경우 2016년 10월 10일 연중 최저가인 4,445원을 보였으며, 2017년 최고가는 13,250원으로 16년 최저가 대비 17년 최고가 수익률은 +198%의 상승을 보였다.

삼성바이오로직스 연중 추가  
최저점은 '16년 12월임.

삼성바이오로직스(2016.11.10 상장, 공모가 136,000원)의 경우 2016년 12월 15일 연중 최저가인 142,000원을 보였으며 2017년 최고가는 399,000원으로 16년 최저가 대비 17년 최고가 수익률은 181%이다.

위 두 가지 케이스를 종합하여 판단하여 볼 때 신규 IPO 종목이 연간 최저가에 도달할 시에 차기 연도에 상승을 보일 가능성이 높아 수익실현이 충분히 가능함을 보여주었다. 물론, 과거 사례가 미래의 수익을 보장해주지 않고, 백테스팅의 오류가 있을 수 있으나 상기 사례들은 단순한 트레이딩 아이디어 수준이 아님이 명확하다. 실제 투자 시에는 시가총액, 거래량, 투자 유니버스 가능여부 등의 제약이 있을 수 있지만 투자아이디어로는 활용 할 수 있다는 판단이다.

즉, 결론적으로 신규 IPO 종목들에 대한 추적관찰을 통해 다음 해 까지 투자를 통한 수익창출 전략은 고민해볼 만한 요소이며, 특히 신저가 경신 종목의 경우에는 지속적인 관심이 필요하다.

### 신규 IPO 종목 및 스팩 관련 투자 고려시점 (Timing)

상기 신규 IPO 종목들의 상장 당해 주가 최저점을 고려해보면 특이한 사항을 발견할 수 있다. 이는 신규 IPO 종목 뿐만 아니라 스팩(Spac) 역시 주가의 최저점이 특정월에 몰려있다는 점이다.

표3 신규IPO 종목 월별 분포 (2016년)

	기업 수	비율
1	2	3.1%
2	5	7.8%
3	4	6.3%
4	3	4.7%
5	2	3.1%
6	4	6.3%
7	7	10.9%
	3	4.7%
9	5	7.8%
0	13	20.3%
11	8	12.5%
12	8	12.5%
총합계	64	100%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 2016년 IPO 종목 중 연내 주가 최저점이 속한 달 비중

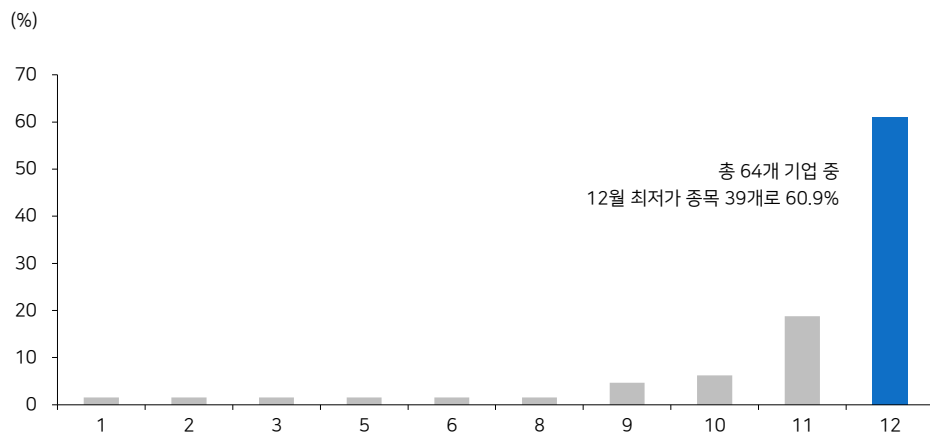
	기업 수	비율
1	1	1.6%
2	1	1.6%
3	1	1.6%
5	1	1.6%
6	1	1.6%
8	1	1.6%
9	3	4.7%
10	4	6.3%
11	12	18.8%
12	39	60.9%
총 합계	64	100.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

IPO 종목군의 연간 저점의 78%가  
11월~12월에 집중

먼저 스팩을 제외한 신규 IPO 종목들의 연간 상장일을 월별로 구분하여 본다면 4Q16에 전체 기업들 중 45.3%가 상장 했을 만큼 대부분이 10월~12월에 집중되었다. 특징적인 점은 2016년 신규 IPO 종목의 최저점이 속하는 시점을 분석하여 본다면 12월이 전체 64개 기업들 중에 39개로 60.9%를 차지하며 압도적인 비중을 나타낸다. 신규 IPO 종목들의 연간 저점의 78.8%는 11월~12월에 집중되어있는 경향을 보였다.

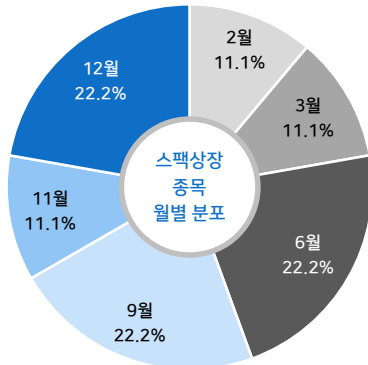
그림15 2016년 신규IPO 종목 중 연내 주가 최저점이 가장 많은 달은 '12월'



자료: 메리츠증권 리서치센터

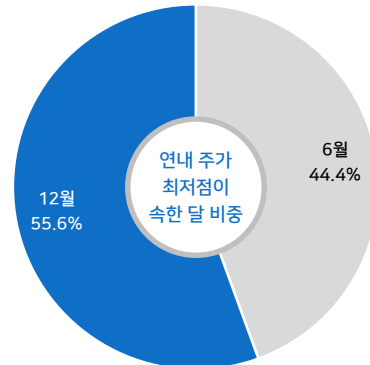
이는 1) 연간 수익을 확정하기 위한 IPO 참여자들의 차익실현, 2) 앞서 설명한 계절성처럼 코스닥의 연중 하반기 부진 및 11월 부진에 따른 차익실현과 로스컷, 3) 4Q 연말 배당을 노린 인덱스자금 풀림에 따른 대형주 선호 현상이 주된 원인으로 판단된다.

그림16 스팩상장 종목 월별 분포 (2016)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 2016년 스팩 종목 중 연내 추가 최저점이 속한 달 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스팩 최저점은 6 월과  
12 월에 집중

또한 2016년 스팩(Spac) 상장한 기업은 9개 기업으로 2015년 24개, 2017년 15개(10월말 기준)에 비해 모수가 작지만 월별 스팩(Spac) 상장은 6월(22.2%), 9월(22.2%), 12월(22.2%)로 고르게 분포되어 있다. 하지만 [그림 17] 에서 보듯이 연중 스팩(Spac) 신규 상장 종목들의 연간 최저점은 6월(44.4%), 12월(55.6%)로 몰려 있다. 이것이 의미하는 바는 스팩(Spac)이 연 중 어느 시점에 상장하더라도 2016년 12월에 절반 이상의 종목이 연중 최저점이 나왔다는 결과가 흥미롭다.

표5 2016년 신규 스팩상장 종목 및 2017년 수익률 (2016년 최저점 대비 2017년 최고점 수익률)

Code	종목명	상장일	경쟁률	공모가	총가	2016년	2017년			17년최고가 /16년최저가 ㉠/㉡	공모가 대비 낙폭 ㉢/㉡-1	최저가 시점 Buy timing
						52주 최고 ㉠	52주 최저 ㉡	52주 최고 ㉢	52주 최저 ㉣			
A232270	케이비제9호스팩	2016.2.29	0.2441:1	2,000	2,015	2,050	1,950	2,030	1,920	4.1%	-2.5%	2016.6.15
A235010	하이에이아이1호스팩	2016.3.4	1.16:1	2,000	2,010	2,015	1,930	2,030	1,915	5.2%	-3.5%	2016.6.20
A239340	미래에셋제5호스팩	2016.6.9	3.73:1	2,000	2,045	2,125	1,935	2,095	1,965	8.3%	-3.3%	2016.6.13
A240540	한국4호스팩	2016.6.22	0.37:1	2,000	2,025	2,195	1,930	2,085	1,935	8.0%	-3.5%	2016.6.28
A242040	교보비엔케이스팩	2016.9.7	0.4449:1	2,000	2,000	2,020	1,965	2,080	1,905	5.9%	-1.8%	2016.12.11
A250930	케이비제10호스팩	2016.9.29	1.2566:1	2,000	2,010	2,015	1,980	2,050	1,915	3.5%	-1.0%	2016.12.27
A232330	SK3호스팩	2016.11.16	0.097:1	2,000	2,010	2,020	1,960	2,695	1,925	37.5%	-2.0%	2016.12.20
A254120	IBKS제5호스팩	2016.12.2	9.42:1	2,000	2,030	2,000	1,985	2,130	1,985	7.3%	-0.7%	2016.12.08
A256840	엔에이치스팩11호	2016.12.28	0.34:1	2,000	2,010	1,975	1,970	2,050	1,910	4.1%	-1.5%	2016.12.31

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



만약 2016년 스팩(Spac) 최저점에 투자하여 2017년 최고가에 매도한다고 가정한다면 위의 [표 5]와 같다. 각각의 스팩 투자 저점에 투자하여 다음해 최고점에 매도한다는 다소 비현실적인 가정이 필요하지만 9개 종목에 동일 비중으로 투자한다면 종합적으로 +9.3% 수익률을 올릴 수 있다는 결과를 도출할 수 있게 된다.

표6 2017년 신규 스팩상장 종목 및 2017년 수익률 (2017년 최저점 대비 최고점 수익률)

Code	종목명	상장일	경쟁률	공모가	종가	2017년		17년최고가 /최저가 ㉔/㉕	공모가 대비 낙폭	최저가 시점
						52주 최고㉔	52주 최저 ㉕			
A257730	신한제3호스팍	2017.2.23	0.28:1	2,000	2,070	2,795	1,930	44.8%	-3.5%	2017.3.12
A262830	대신밸런스제4호스팍	2017.3.3	0.03:1	2,000	1,990	2,040	1,970	3.6%	-1.5%	2017.6.21
A263770	신영스팍3호	2017.4.6	43.3:1	2,000	2,070	2,700	2,000	35.0%	0.0%	2017.6.20
A258790	케이비제11호스팍	2017.4.27	0.535:1	2,000	2,020	2,110	1,965	7.4%	-1.8%	2017.6.22
A256630	엔에이치스팍10호	2017.5.2	1.211:1	2,000	2,005	2,070	1,955	5.9%	-2.3%	2017.6.28
A264290	한화에이스스팍3호	2017.5.2	26.81:1	2,000	2,100	2,290	1,995	14.8%	-0.2%	2017.6.18
A265480	미래에셋대우스팍1호	2017.5.26	60.77:1	2,000	2,025	2,075	1,980	4.8%	-1.0%	2017.5.29
A264850	IBKS제6호스팍	2017.6.1	0.87:1	2,000	2,025	2,045	1,965	4.1%	-1.8%	2017.6.26
A265920	한화수성스팍	2017.6.8	0.9:1	2,000	2,010	2,020	1,945	3.9%	-2.8%	2017.6.22
A267320	교보7호스팍	2017.6.22	0.1716:1	2,000	2,015	2,060	1,955	5.4%	-2.3%	2017.6.28
A261200	하나금융9호스팍	2017.6.26	0.191236:1	2,000	2,025	2,090	1,960	6.6%	-2.0%	2017.6.28
A271740	한국제5호스팍	2017.7.24	6.66:1	2,000	2,035	2,060	1,995	3.3%	-0.2%	2017.8.15
A273060	엔에이치스팍12호	2017.8.7	0.44:1	2,000	2,040	2,085	2,000	4.3%	0.0%	2017.9.24
A270520	하나금융10호스팍	2017.8.22	2.43:1	2,000	2,020	2,055	2,000	2.8%	0.0%	2017.10.17
A277410	IBKS제8호스팍	2017.9.29	29.91:1	2,000	2,200	2,295	2,080	10.3%	4.0%	2017.10.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

전년도 주가 최저점,  
다음해 주가 최고점과 비교시  
유의미한 수익률

### 2018년 관심종목군 선정 및 향후 투자전략

2016년 신규 IPO 종목의 최저점(주로 12월), 2017년 최고점을 노린 투자전략을 살펴 보았고, 이를 통해 우리는 2017년 Post-IPO 전략을 제시하려고 한다.

2017년의 경우 2016년 신규 IPO 기업수(스팩포함, 73개) 대비하여 2017년 10월말 현재 58개로 전년대비 80% 수준의 불과하여 IPO 종목군의 폭은 넓지 않다. 스�팩을 포함한 IPO 기업의 수는 2013년 31개, 2014년 67개, 2015년 110개, 2016년 73개, 2017년 58개(10월말 기준)으로 대상 군으로 할 수 있는 종목군(Pool)이 크지 않다. 특히 2015년 이후 코스닥 시장의 부진은 IPO 기업수에도 많은 영향을 끼쳐 15년 최고점 이후 대상 기업수가 70개 수준(2013~2017년 평균)에 머물러 있다.

**표7 상장주식 중 시장 소외 종목 스크리닝 (조건)**

조건	내용
Condition 1.	2016년~2017년 신규상장 종목군 중
Condition 2.	고점대비 최저점 하락률 20% 이상
Condition 3.	공모가 대비 +30% 이상 오른 종목군 제외

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이에 따라 IPO 이후 소외 종목군을 [표 7]과 같이 스크리닝하고, 기존의 2013년 이후 상장된 기업들 중 소외되어 있거나, 커버리지가 적고, 업데이트가 안 되는 종목들을 분석하여 2018년 투자대상으로 고려하고자 한다.

표8 2016년 신규 IPO종목 및 2017년 수익률 (1)

구분	Code	종목명	상장일	경쟁률	공모가	증가	2016년		2017년		17년최고가 /16년최저가	상승률 순위	공모가 대비 낙폭	최저가 시점
					①		52주 최고	52주 최저 ②	52주 최고	52주 최저 ③	④/⑤		⑥/⑦-1	Buy timing
2016	A221610	한솔씨애플	2013.1.29	789.84:1	13,000	8,750	27,650	11,300	14,900	8,300	32%	89	-13%	2016.11.10
2016	A900250	크리스탈신소재	2013.1.30	179.54:1	3,000	2,500	4,700	2,800	3,720	2,155	33%	88	-7%	2016.2.15
2016	A142210	유니트론텍	2013.2.5	1112.77:1	14,000	7,670	39,000	6,800	10,650	6,650	57%	52	-51%	2016.12.5
2016	A226350	아이엠텍	2013.2.7	138.86:1	7,500	2,565	14,100	4,260	8,520	2,185	100%	21	-43%	2016.12.8
2016	A194370	제이메스코퍼레이션	2013.2.13	477.78:1	23,000	14,550	39,050	14,650	20,700	12,600	41%	71	-36%	2016.12.11
2016	A065660	안트로젠	2013.2.19	1442.55:1	24,000	30,500	41,000	17,600	30,500	17,600	73%	33	-27%	2016.11.2
2016	A115180	큐리언트	2013.3.5	959.28:1	21,000	27,050	58,300	29,800	38,750	21,050	30%	94	42%	2016.12.8
2016	A232270	케이비제9호스팩	2013.3.7	0.2441:1	2,000	2,015	2,050	1,950	2,030	1,920	4%	124	-3%	2016.6.15
2016	A230980	솔트웍스	2013.4.3	23.8:1	2,000	3,365	4,925	1,955	6,340	2,700	224%	3	-2%	2016.3.20
2016	A211270	AP위성	2013.5.10	869.667:1	9,700	8,030	11,050	6,790	9,490	7,880	40%	74	-30%	2016.6.27
2016	A235010	하이메이아이1호스팩	2013.5.30	1.16:1	2,000	2,010	2,015	1,930	2,030	1,915	5%	121	-4%	2016.6.20
2016	A222110	팬젠	2013.7.17	1072.87:1	16,500	13,600	24,450	16,000	18,250	12,700	14%	109	-3%	2016.11.29
2016	A004440	대림씨애플	2013.7.18	25.48:1	27,700	14,700	27,500	18,800	23,050	13,650	23%	102	-32%	2016.9.19
2016	A228340	동양파일	2013.7.24	2.03:1	10,000	5,450	11,400	7,040	8,370	5,400	19%	107	-30%	2016.12.8
2016	A225330	씨엠에스에듀	2013.8.1	185.81:1	23,200	8,400	32,500	21,900	31,900	7,430	46%	63	-6%	2016.5.8
2016	A228850	레이언스	2013.8.2	430.31:1	25,000	19,100	23,850	15,800	19,950	15,800	26%	101	-37%	2016.12.8
2016	A101530	해태제과식품	2013.9.12	264.87:1	15,100	16,600	60,000	16,950	21,450	14,350	27%	100	12%	2016.11.10
2016	A070960	웅평리조트	2013.10.2	291.1:1	7,000	12,850	11,700	7,250	14,000	7,730	93%	23	4%	2016.8.21
2016	A239340	미래에셋제5호스팩	2013.10.8	3.73:1	2,000	2,045	2,125	1,935	2,095	1,965	8%	112	-3%	2016.6.13
2016	A240540	한국4호스팩	2013.10.18	0.37:1	2,000	2,025	2,195	1,930	2,085	1,935	8%	113	-4%	2016.6.28
2016	A144510	녹십자랩셀	2013.10.22	800:1	18,500	26,450	62,500	20,950	29,000	20,950	38%	80	13%	2016.12.8
2016	A237690	에스티팜	2013.10.30	236.85:1	29,000	33,000	58,000	36,250	49,900	31,450	38%	82	25%	2016.11.27
2016	A195870	해성디에스	2013.10.31	158.409:1	12,000	17,800	16,450	9,630	22,400	9,630	133%	11	-20%	2016.11.6
2016	A900260	로스웰	2013.11.6	328.18:1	3,200	2,380	3,760	2,420	2,910	1,840	20%	104	-24%	2016.12.8
2016	A237750	피앤씨테크	2013.11.8	679.77:1	10,200	9,430	12,050	7,810	10,900	7,810	40%	77	-23%	2016.12.6
2016	A123890	한국자산신탁	2013.11.13	6.63:1	10,300	8,440	10,150	7,550	10,400	7,550	38%	81	-27%	2016.9.12
2016	A071460	대유위니아	2013.11.19	409.31:1	6,800	3,000	7,670	4,215	5,890	2,765	40%	75	-38%	2016.12.11
2016	A174880	장원테크	2013.11.21	854.49:1	17,500	7,970	17,150	8,250	11,700	7,470	42%	69	-53%	2016.12.11
2016	A073560	우리손에프앤지	2013.11.21	639.97:1	2,210	2,290	2,985	1,960	2,830	1,990	44%	66	-11%	2016.9.19
2016	A208860	엔지스테크놀로지	2013.11.26	582.45:1	10,000	17,400	33,450	15,350	24,400	15,150	59%	46	54%	2016.12.4
2016	A016740	두울	2013.12.3	2.2:1	8,500	4,860	7,060	4,200	6,300	4,200	50%	58	-51%	2016.11.27
2016	A038160	팍스넷	2013.12.4	946.51:1	5,200	6,650	12,550	4,215	10,700	5,460	154%	8	-19%	2016.1.26
2016	A230360	에코마케팅	2013.12.6	1103:1	35,000	17,350	47,600	17,900	25,000	15,900	40%	76	-49%	2016.12.5
2016	A900270	형성그룹	2013.12.19	0.77:1	3,600	2,400	4,290	2,690	3,545	2,030	32%	90	-25%	2016.12.31
2016	A234920	자이글	2013.12.19	610.77:1	11,000	7,470	12,900	8,840	12,400	6,920	40%	73	-20%	2016.12.11
2016	A242040	고보비엔케이팩	2013.12.20	0.4449:1	2,000	2,000	2,020	1,965	2,080	1,905	6%	119	-2%	2016.12.11
2016	A250060	모비스	2013.12.27	0.75:1	2,000	1,940	2,020	1,990	3,400	1,850	71%	34	-1%	2016.12.14
2016	A241690	유니테크노	2013.12.27	1003.29:1	10,300	7,060	13,950	10,200	19,700	6,830	93%	22	-1%	2016.10.16
2016	A204210	모두투어리츠	2014.2.4		6,000	4,060	5,300	4,425	4,750	3,905	7%	115	-26%	2016.12.1
2016	A229640	LS전선아시아	2014.2.6	2.97:1	8,000	6,610	6,970	5,100	7,230	5,100	42%	70	-36%	2016.11.6
2016	A250930	케이비제10호스팩	2014.2.27	1.2566:1	2,000	2,010	2,015	1,980	2,050	1,915	4%	129	-1%	2016.12.27
2016	A241590	화승엔터프라이즈	2014.4.28	0.43:1	15,000	18,000	15,550	13,050	19,300	13,050	48%	60	-13%	2016.11.14
2016	A201490	미투온	2014.5.8	1.15:1	3,800	7,220	13,250	4,445	13,250	5,770	198%	4	17%	2016.10.10
2016	A050960	수산하이엔티	2014.5.19	13:1	11,500	9,990	14,950	8,250	10,800	8,250	31%	92	-28%	2016.12.5
2016	A238090	엔디포스	2014.5.27	524.19:1	14,500	9,310	15,300	11,100	15,200	8,060	37%	84	-23%	2016.12.5
2016	A950140	잉글우드랩	2014.6.10	350.47:1	6,000	6,820	18,050	7,300	18,050	6,080	147%	9	22%	2016.10.19
2016	A072990	에이치시티	2014.7.11	95.67:1	17,000	11,450	21,100	10,600	14,750	10,600	39%	79	-38%	2016.12.6
2016	A189300	인텔리안테크	2014.7.22	744.63:1	19,000	12,850	19,800	14,200	18,150	11,650	28%	96	-25%	2016.12.25
2016	A900280	클론센츄리	2014.7.23	345.43:1	3,500	3,795	7,740	3,815	7,740	3,200	103%	20	9%	2016.10.19
2016	A900290	GRT	2014.7.25	7.015:1	5,000	3,850	7,850	4,275	5,430	3,405	27%	97	-15%	2016.11.27
2016	A234080	JW생명과학	2014.8.1	220.29:1	30,000	36,500	42,950	23,200	40,350	23,200	74%	32	-23%	2016.12.8
2016	A239610	에이치엘사이언스	2014.8.6	174.47:1	27,000	31,000	38,200	20,200	31,200	20,200	54%	54	-25%	2016.12.6
2016	A241710	코스메카코리아	2014.8.13	391:1	54,000	62,800	67,700	48,800	75,200	48,800	54%	56	-10%	2016.11.28
2016	A216050	인크로스	2014.8.14	1047.5:1	43,000	50,700	47,400	34,600	59,100	34,600	71%	35	-20%	2016.11.6
2016	A252500	세화파워씨	2014.9.30	17.51:1	2,000	2,035	2,010	1,985	3,115	1,755	57%	49	-1%	2016.12.26
2016	A238120	로고스바이오	2014.10.6	208.48:1	25,500	12,900	21,350	15,150	21,350	11,900	41%	72	-41%	2016.12.11
2016	A900300	오가닉티코스메틱	2014.10.13	672:1	4,000	4,100	6,350	4,120	6,350	3,445	54%	55	3%	2016.12.11
2016	A237880	클리오	2014.11.5	5.683:1	41,000	34,200	40,950	30,300	43,000	28,000	42%	68	-26%	2016.12.5
2016	A207940	삼성바이오로직스	2014.11.7	45.34:1	136,000	384,000	175,500	142,000	399,000	142,000	181%	6	4%	2016.12.15
2016	A232330	SK3호스팩	2014.11.12	0.097:1	2,000	2,010	2,020	1,960	2,695	1,925	38%	83	-2%	2016.12.20
2016	A241560	두산팜켄	2014.11.14	0.29:1	30,000	36,250	37,050	33,400	40,200	33,400	20%	103	11%	2016.12.4
2016	A176440	에이치엔티	2014.11.19	996.23:1	10,000	4,300	10,550	7,770	12,500	3,835	61%	43	-22%	2016.12.8
2016	A144960	뉴파워프라자마	2014.11.19	521.29:1	17,500	26,000	22,800	14,950	31,050	14,950	108%	18	-15%	2016.12.8
2016	A241790	오션브릿지	2014.11.19	1135.54:1	6,600	10,350	10,900	6,300	14,650	6,300	133%	12	-5%	2016.12.8
2016	A143210	헨즈코퍼레이션	2014.11.20	6.99:1	12,000	8,200	9,780	8,260	11,300	7,700	37%	85	-31%	2016.12.11
2016	A254120	IBKS제5호스팩	2014.11.21	9.42:1	2,000	2,030	2,000	1,985	2,130	1,985	7%	116	-1%	2016.12.8

자료: 메리츠증권 리서치센터, 2017년 신규IPO 주식은 16년 최고/최저가 없음. 17년 상장주식은 17년 최고가대비 수익률로 따로 산정

표9 2016년 신규 IPO종목 및 2017년 수익률 (2)

구분	Code	종목명	상장일	경쟁률	공모가	종가	2016년		2017년		17년최고가 /16년최저가	상승률 순위	공모가 대비 낙폭	최저가 시점
					①		52주 최고	52주 최저 ②	52주 최고	52주 최저 ③	④/⑤		⑥/⑦-1	Buy timing
2016	A215600	신라젠	2014.11.27	172.5:1	15,000	67,500	13,750	11,200	67,500	9,050	503%	1	-25%	2016.12.12
2016	A196300	애나젠	2014.12.1	812.5:1	18,000	18,200	16,900	12,600	19,000	11,250	51%	57	-30%	2016.12.12
2016	A147760	마이크로프랜드	2014.12.4	1.71:1	7,300	8,900	9,160	5,950	12,900	5,950	117%	13	-18%	2016.12.12
2016	A246690	티에스인베스트먼트	2014.12.5	2.02:1	1,300	3,015	3,760	1,910	6,230	1,910	226%	2	47%	2016.12.15
2016	A241520	DSC인베스트먼트	2014.12.8	10.77:1	1,700	3,990	4,070	3,340	9,120	2,660	173%	7	96%	2016.12.21
2016	A195440	퓨전데이터	2014.12.10	572.56:1	11,500	6,680	20,250	16,250	21,050	6,680	30%	95	41%	2016.12.31
2016	A256840	엔에이치스팩11호	2014.12.12	0.34:1	2,000	2,010	1,975	1,970	2,050	1,910	4%	126	-2%	2016.12.31
2017	A206650	유바이오로직스	2014.12.12	10.55:1	6,000	5,040			5,890	3,650	61%	42	-39%	2017.4.18
2017	A140070	서플라스글로벌	2014.12.15	547.76:1	8,000	7,110			9,500	6,060	57%	50	-24%	2017.9.26
2017	A111110	호전산업	2014.12.16	331:1	25,000	14,700			25,200	13,050	93%	23	-48%	2017.10.16
2017	A241820	피씨엘	2014.12.17	2.01:1	8,000	5,090			9,860	4,665	111%	15	-42%	2017.10.11
2017	A257730	신한제3호스팩	2014.12.17	0.28:1	2,000	2,070			2,795	1,930	45%	64	-4%	2017.3.12
2017	A087260	모바일어플라이언스	2014.12.17	636.774:1	3,500	9,020			14,250	5,980	138%	10	71%	2017.2.26
2017	A083500	에프엔에스테크	2014.12.18	840.67:1	14,000	9,400			17,450	8,310	110%	16	-41%	2017.9.26
2017	A002800	신산제약	2014.12.23	72.394:1	4,500	6,090			10,550	5,650	87%	28	26%	2017.9.26
2017	A217480	에스디생명공학	2014.12.24	2.38:1	12,000	12,900			15,600	8,110	92%	25	-32%	2017.9.27
2017	A262830	대산밸런스제4호스팩	2014.12.24	0.03:1	2,000	1,990			2,040	1,970	4%	128	-2%	2017.6.21
2017	A145720	덴타움	2014.12.24	364.192:1	32,000	53,100			59,300	32,800	81%	31	2%	2017.3.30
2017	A246720	아스타	2014.12.24	484.52:1	8,000	8,580			13,350	7,050	89%	26	-12%	2017.5.30
2017	A183300	코미코	2014.12.24	746:1	13,000	23,700			26,700	16,300	64%	39	25%	2017.4.11
2017	A178320	서진시스템	2014.12.26	742.062:1	25,000	36,400			46,050	32,000	44%	67	28%	2017.4.9
2017	A263770	신영스팩3호	2014.12.29	43.3:1	2,000	2,070			2,700	2,000	35%	87	0%	2017.6.20
2017	A251370	와이엘티	2014.12.29	841.57:1	21,000	41,100			49,950	31,050	61%	44	48%	2017.5.1
2017	A258790	케이비제11호스팩	2015.2.11	0.535:1	2,000	2,020			2,110	1,965	7%	114	-2%	2017.6.22
2017	A166090	하나머티리얼즈	2015.3.19	955.33:1	12,000	27,800			31,850	15,200	110%	17	27%	2017.5.10
2017	A256630	엔에이치스팩10호	2015.3.25	1.211:1	2,000	2,005			2,070	1,955	6%	118	-2%	2017.6.28
2017	A264290	한화에이스스팩3호	2015.3.27	26.81:1	2,000	2,100			2,290	1,995	15%	108	0%	2017.6.18
2017	A079440	아이엔지생명	2015.4.13	0.82:1	33,000	48,000			49,800	30,750	62%	41	-7%	2017.5.23
2017	A251270	넷마블게임즈	2015.4.20	29.17:1	157,000	174,000			177,500	127,500	39%	78	-19%	2017.8.13
2017	A265480	미래에셋대우스팩1호	2015.5.8	60.77:1	2,000	2,025			2,075	1,980	5%	122	-1%	2017.5.29
2017	A161580	필옵틱스	2015.5.13	588:1	48,000	35,050			60,100	32,000	88%	27	-33%	2017.10.16
2017	A264850	IBKS제6호스팩	2015.5.18	0.87:1	2,000	2,025			2,045	1,965	4%	125	-2%	2017.06.26
2017	A225190	삼양옵틱스	2015.5.29	2.3:1	16,700	17,750			18,950	14,950	27%	99	-10%	2017.6.21
2017	A250000	보라티알	2015.6.12	1026.34:1	14,300	13,300			18,300	11,550	58%	47	-19%	2017.9.28
2017	A265920	한화수성스팩	2015.6.18	0.9:1	2,000	2,010			2,020	1,945	4%	127	-3%	2017.6.22
2017	A267320	교보7호스팩	2015.6.23	0.1716:1	2,000	2,015			2,060	1,955	5%	120	-2%	2017.6.28
2017	A261200	하나금융9호스팩	2015.6.25	0.191236:1	2,000	2,025			2,090	1,960	7%	117	-2%	2017.6.28
2017	A003380	제일홀딩스	2015.6.26	21:1	20,700	15,450			19,050	14,550	31%	91	-30%	2017.6.29
2017	A227610	아우딘퓨처스	2015.6.26	2.9961:1	26,000	21,500			25,250	15,050	68%	38	-42%	2017.9.24
2017	A251630	브이윙텍	2015.6.26	754.31:1	17,700	26,550			31,850	18,900	69%	36	7%	2017.7.13
2017	A238490	힘스	2015.6.29	795.94:1	20,000	21,650			37,800	20,500	84%	29	2%	2017.10.18
2017	A271740	한국제5호스팩	2015.6.30	6.66:1	2,000	2,035			2,060	1,995	3%	130	0%	2017.8.15
2017	A181340	이즈미디어	2015.6.30	13.87:1	7,500	6,780			9,360	5,940	58%	48	-21%	2017.10.16
2017	A091990	셀트리온헬스케어	2015.6.30	6.95:1	41,000	58,900			65,700	44,650	47%	61	9%	2017.9.12
2017	A263720	디앤씨미디어	2015.6.30	563:1	20,000	21,850			27,300	15,050	81%	30	-25%	2017.9.26
2017	A263860	지니언스	2015.7.8	922.71:1	13,500	11,950			17,300	10,850	59%	45	-20%	2017.9.24
2017	A263800	데이터솔루션	2015.7.10	733.74:1	3,300	4,625			6,630	3,950	68%	37	20%	2017.9.26
2017	A118990	모트렉스	2015.7.17	422.73:1	38,300	29,800			35,000	29,250	20%	105	-24%	2017.10.23
2017	A273060	엔에이치스팩12호	2015.7.22	0.44:1	2,000	2,040			2,085	2,000	4%	123	0%	2017.9.24
2017	A900310	컬러레이	2015.7.22	0.74:1	3,800	3,480			4,050	2,585	57%	51	-32%	2017.9.25
2017	A140670	알에스오메이션	2015.7.24	1058.82:1	6,000	12,100			17,050	10,450	63%	40	74%	2017.10.9
2017	A258610	이더블유케이	2015.7.27	1160.15:1	5,000	8,100			11,950	5,560	115%	14	11%	2017.10.16
2017	A270520	하나금융10호스팩	2015.7.29	2.43:1	2,000	2,020			2,055	2,000	3%	131	0%	2017.10.17
2017	A263600	덕우전자	2015.7.30	586.43:1	15,500	19,550			19,900	12,750	56%	53	-18%	2017.9.24
2017	A263750	필라비스	2015.7.31	0.43:1	103,000	147,500			147,600	98,900	49%	59	-4%	2017.9.14
2017	A263540	샘코	2015.8.7	207:1	11,000	7,210			10,250	7,080	45%	65	-36%	2017.10.25
2017	A174900	엠클론	2015.8.13	799:1	10,000	61,500			61,500	21,000	193%	5	110%	2017.10.11
2017	A171090	선익시스템	2015.8.17	7.87:1	37,000	30,200			30,900	23,650	31%	93	-36%	2017.10.23
2017	A259630	엠플러스	2015.8.21	1003.24:1	18,000	16,750			23,400	16,050	46%	62	-11%	2017.10.22
2017	A179900	유타마이	2015.8.24	3.44:1	25,000	22,700			23,600	17,400	36%	86	-30%	2017.10.10
2017	A243840	신흥에이씨	2015.8.28	731:1	16,000	19,600			23,000	19,300	19%	106	21%	2017.10.31
2017	A263920	에스엔피월드	2015.9.2	616.5:1	5,100	5,450			5,660	5,050	12%	110	-1%	2017.10.22
2017	A255440	야스	2015.9.23	0.52:1	23,500	23,200			23,400	18,450	27%	98	-21%	2017.10.10
2017	A277410	IBKS제8호스팩	2015.9.24	29.91:1	2,000	2,200			2,295	2,080	10%	111	4%	2017.10.09
2017	A263810	상신전자	2015.9.24	601.54:1	13,300	32,150			44,900	22,000	104%	19	65%	2017.10.16

자료: 메리츠증권증권 리서치센터, 2017년 신규IPO 주식은 16년 최고/최저가 없음. 17년 상장주식은 17년 최고가대비 수익률로 따로 산정

## II. '16 년말과 '17 년말의 다른 점은? ① 「혁신창업 생태계 조성방안」

### 정부의 '17.11 월 혁신창업 생태계 조성방안 발표

정부는 '17년 11월 2일 각 정부부처 합동으로 「혁신창업 생태계 조성방안」을 발표하였다. 이는 문재인 대통령이 제시한 네바퀴 성장론(일자리성장, 소득주도 성장, 혁신성장, 공정 경제)의 일환으로 벤처 활성화 정책을 내놓은 것으로 풀이된다.

표10 역대 정부별 벤처육성 정책

구 분	주안점	실행방안
김대중 정부	양적 팽창에 집중	투자지분 양도소득 비과세
노무현 정부	자본시장확충, 인프라구축	패자부활 프로그램도입, 코스닥 활성화, 도덕적해이 방지책
이명박 정부	기술창업 장려	기술창업 기업 자금 지원, 벤처펀드 출자요건 완화, 법인설립 간소화
박근혜 정부	자금생태계 조성	창업 지원대신 투자 활성화, 회수단계 자금지원 대책, 코넥스시장 출범
문재인 정부	혁신창업생태계조성	스톡옵션 비과세 재도입, 벤처 확인제도 민간주도 개편, 연기금 코스닥 투자확대

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

과거 우리나라의 벤처 정책은 김대중 정부 때부터 시작되었다. '98년 외환위기 이후에 위기극복방안으로 벤처기업을 적극 육성하는 정책을 펼쳤다. 이로 인해 과감한 규제 및 조세 지원 등 벤처기업의 절대적인 숫자들이 급격히 증가하는 것을 경험하였다. 이후 2000년대 초반 벤처 버블이라는 부작용이 있었음에도 불구하고 위축된 벤처시장을 살리려는 각 정부의 노력은 지속 이어져왔다.

노무현 정부는 자본시장 확충과 인프라 구축에 주안점을 두고 실패에 대해 재기가 가능하게 하는 '패자부활 프로그램'을 도입, 이명박 정부 때에는 기술창업의 중요성을 강조하여 기술창업에 대한 지원을 대폭 강화했다.

'13년 박근혜 정부 때에는 '벤처자금 생태계'를 만들어 성장단계별로 순환할 수 있도록 한 것이 핵심이었다. 종전의 창업 지원에 주력하던 정책에서 '창업-도전-회수'의 선순환 구조를 만들었으며 지원규모도 조단위로 설정되었다.

이번 문재인 정부는 혁신성장을 주제로 '혁신창업 생태계 조성방안'을 제시하였다. 이 방안에는 기본적으로 벤처기업 확인제도를 민간위주로 개편, 창업 기업의 부담 및 세금을 낮추는 등의 내용이 포함되었다. 세부적인 내용은 다음과 같다.

표11 정부 혁신창업 생태계 조성방안

- ① 창업의 양적질적 확대로 모험자본 활성화(창업초기 단계부터 성장단계까지 포함)
- ② 코스닥 시장기능 약화(평균회수기간 11.4년 수준), K-OTC 시장 활성화
- ③ 벤처투자자금 확대, 대규모 모험자본 공급
- ④ 대학교, 연구소 등의 창업활성화 권장
- ⑤ 민간주도 방식의 벤처기업 확인제도 전면 개편 (벤처확인기간 2년-> 3년 연장 등)
- ⑥ 기술거래 활성화를 위해 모태펀드 내 지적재산권 펀드(IP등, 180억 조성)
- ⑦ 보육(Incubator), 투자(investor) 등 엑셀러레이터 강화, 국내 창업뿐만 아니라 해외창업까지 확대
- ⑧ 10조원 규모의 혁신모험펀드 추가조성 (재원 3가지: 펀드회수, 재정, 정책금융 출자 이용)
- ⑨ 규제완화: 벤처캐피탈 진입 (자본금 50억->20억)으로 요건 완화. 기존 학위에서 투자경험, 창업으로 전문요건 완화
- ⑩ 중견 코스닥 상장기업 신성장동력 확보위해 신성장 R&D 비용 40%까지 세액공제
- ⑪ 연기금, 대형IB의 코스닥 시장 투자확대 유도(BM변경, 코스닥 비중 확대를 위한 기금운용평가시 가점부여 등)

자료: 관계부처 합동자료, 메리츠증권증권 리서치센터

여기에 생각해볼 점은 다음과 같다.

표12 생각해 볼 수 있는 시사점

- ① K-OTC내 우량 종목에 대한 이전 상장 등이 많아질 것, 비상장 시장의 투명화
- ② 보유한 기술을 이용한 다른 영역을 하는 기업들의 분사 및 세제 혜택 가능성 증가
- ③ 지적 재산권 펀드(IP) 조성에 따른 게임, 반도체, 디스플레이에 대한 업체에 관심
- ④ VC 진입요건 완화에 따른 좋은 기업 발굴 및 유치의 중요성 증대.
- ⑤ R&D를 많이 하는 제약/바이오, 신기술 기업들에 대한 세제혜택

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 1) **K-OTC 내 우량 종목 등의 이전 상장이 많아질 것으로 예상한다.** 이미 정부는 '17년 11월 현재 장외주식 전문 플랫폼(VC, 전문엔젤투자자, 금융기관, 상장법인 등)을 신설하기로 밝혔다. 또한 K-OTC에서 모든 장외주식(PEF, 창업투자조합 지분증권 포함)을 거래할 수 있도록 '비상장 회수시장 활성화를 위한 제도 개선 방안'을 발표하였다.
- 2) **보유한 기술을 이용하여 사내 벤처 및 분사창업을 유도할 계획이다.** 분사 시 창업으로 인정하여 초기 창업 시 3년간 재산세 100%, 4~5년차에는 50% 감면해주기로 하였다. 또한 엔젤 투자 시 세제상 인센티브도 부여하여 3,000만 원 이하 투자금액에 대해서는 소득공제율 100%를 적용하는 등 (기존 1,500만원에서 상향) 다양한 세제혜택을 주기로 할 계획이다.
- 3) **지적재산권 펀드(IP) 조성에 따른 기술 금융 인프라를 위한 펀드 설정이지만 이는 향후 기술거래 중개 기능 강화를 통해 산업재산권 등 IP에 대한 현 정부의 육성 의지를 확인할 수 있다. 이에 따라 기술력과 성장성을 겸비한 게임, 반도체, 디스플레이 업체들에 대한 관심이 필요하다.** 특히 최근 '블루홀' 등 우량한 게임을 출시하며 비상장에서 성공했던 아이디어는 상장한 게임회사들에

대한 평가에 영향을 미친 것처럼 비상장 업체들 중 특히 콘텐츠 및 지적재산권을 보유한 기업들에 대한 관심이 필요하다.

- 4) VC의 자본금 요건이 대폭완화(현행 50억 → 개선 20억, 학위소지자→ 창업 투자경험)된다. 이는 벤처캐피탈(Venture Capital)의 진입장벽을 낮추어 법률적, 제도적 지원을 주려는 정부의 의지를 엿볼 수 있다.
- 5) R&D를 많이 하는 제약/바이오 업체, 신기술 업체들에 대한 세제 혜택이다. 코스닥의 경우 중견 코스닥 상장 기업의 신성장 동력 확보를 지원하기 위해 신성장 R&D 비용에 대해 최대 40%까지 세액 공제(현재 30%)로 지원을 확대하려는 방안을 추진 중이다. 이는 당연히 R&D비용을 많이 투입하여 단기간 실적이 좋지 않은 기업들에 대한 관심이 지속적으로 가져야 한다는 시그널로 판단한다.

혁신 창업 생태계 조성방안의  
대부분의 추진계획 일정은  
'17년 이내

#### 혁신 창업 생태계 조성방안의 대부분의 추진계획 일정은 '17년 이내

「혁신 창업 생태계 조성방안」에서 가장 놀라운 점은 세부 내용보다 맨 마지막에 있는 추진 계획의 향후 일정이다. 여기에 주목할 필요가 있다.

표13 혁신창업생태계 추진 계획 일정

내 용	기 한
<b>1) 혁신적인 친화적 환경 조성</b>	17년 말
사내벤처, 분사 창업기업 단계별 특화지원 프로그램 신설	17년 말
모기업의 사내벤처, 분사기업 지원에 대한 인센티브 확대	17년 말
초기 창업기업, 기술혁신형 기업에 대한 조세부담 경감	17년 말
창조경제혁신센터를 지역 혁신창업 허브로 기능 재설계	17년 말
판교창조 경제밸리를 혁신모델로 선도개발	17년 말
국유재산의 적극적 개발, 활용을 통한 창업기반 확충	17년 말
혁신형 조달제도 도입	17년 말
창업기업 판로확보 지원	17년 말
<b>2) 벤처투자자금의 획기적 증대</b>	17년 말
10조원 규모의 혁신모험펀드 추가 조성	17년 말
혁신모험펀드 연계된 대출프로그램 마련	17년 말
엔젤투자 소득공제 확대	17년 말
크라우드펀딩 규제완화 및 세제혜택 부여	17년 말
우리사주, 스톡옵션에 대한 세제혜택 확대	17년 말
<b>3) 창업, 투자 선순환 체계 구축</b>	17년 말
코스닥, 코넥스, KOTC 제도 정비 및 세제지원	17년 말
연기금, 대형IB의 코스닥시장 투자 확대 유도	17년 말
대기업의 M&A 참여 인센티브 확대	17년 말

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



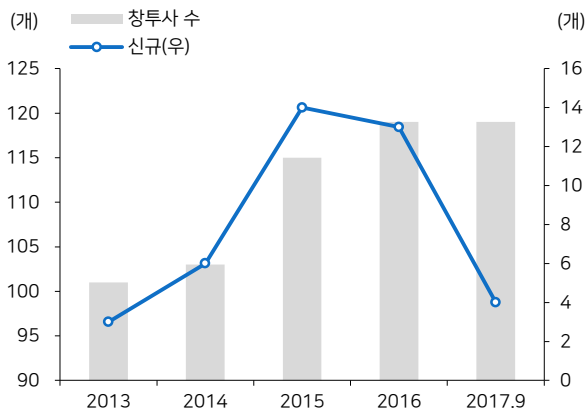
이는 정부 관계부처 합동으로 공표한 날이 '17년 11월 2일임을 감안한다면 '17년 연말까지는 두 달도 채 남지 않은 짧은 시간이라는 것을 알 수 있다. 정부차원의 지원이 시작부터 통합하여 진행되어 연말까지 빠르게 정책관련 규제완화 및 규제 정비 등이 이루어질 것으로 예상된다. 중소형주에 대한 온기가 느껴지는 '17년 말 이 될 것으로 예상된다. 앞서 살펴 보았듯 항상 11월~12월, 4Q 때 성과가 부진했던 중소형주(코스닥) 시장의 반등은 이유가 있다고 판단된다.

벤처캐피탈은 제약/바이오 업종에 어떻게 투자하고 있을까?

다시 1~5번을 종합적으로 판단하여 보면 상장주식 투자자 입장에서 눈에 들어오는 업종은 당연 제약/바이오 일 것이다. 단순히 R&D 세제혜택을 준다고 하여 제약/바이오 업종이 무분별하게 오를 것이라 생각하지 않는다.

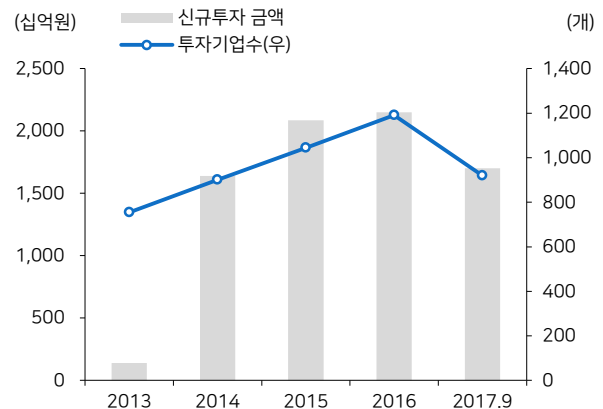
다만, 힌트를 얻기 위해 제약/바이오 투자를 많이 하는 벤처캐피탈(VC)들의 '17년 투자내역을 살펴보고자 한다.

그림18 벤처캐피탈 시장('17.9월 기준)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

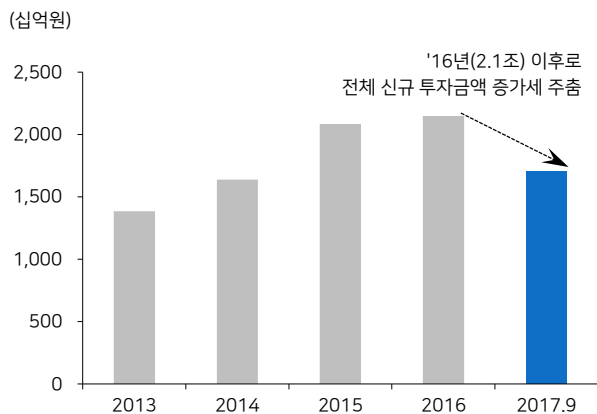
그림19 벤처캐피탈 신규 투자금액('17.9월 기준)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

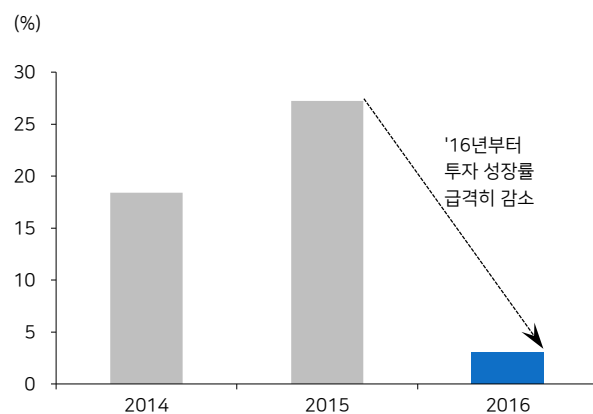
[그림 18] 의 벤처캐피탈 현황을 살펴 보면 창업투자회사의 수는 '13년 101개, '14년 103개, '15년 115개, '16년 119개, '17.9월 기준 119개로 16년 이후 창투자사의 수는 늘어나지 않고 있다. 신규로 늘어나는 창투사는 '15년 14개 이후로 고점을 찍고 '14년 13개, '17.9월말 기준 4개 기준으로 계속 줄어드는 실정이다.

그림20 VC 연도별 신규투자금액



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 전년 동기대비 투자금액 성장률



자료: 메리츠증권 리서치센터

'16년 대비 벤처캐피탈의  
신규투자 금액은 '17년 현저히  
감소

벤처캐피탈(VC)의 연도별 투자금액을 살펴보면 '13년 1.3조, '14년 1.6조, '15년 2.0조, '16년 2.1조, '17.9월 1.7조 수준으로 '13년 대비 '14년 투자금액 성장률은 +18%, YoY, '14년 대비 '15년 성장률은 +27%, YoY 이후로 '16년도 들어서는 '15년대비 현저하게 투자금액 성장률이 감소(+3%, YoY)한 것을 알 수 있다. 코스닥의 본격적인 조정이 '15.7월부터 시작되었기 때문에 코스닥의 하락 이후에 투자금액이 줄어든 것인지, 투자금액 감소 이후에 코스닥이 하락한 것인지는 알 수 없지만 정부 지원책이 지속되었던 환경에서의 투자감소는 투지심리의 위축이었다고 밖에 할 수 없을 것이다.

그렇다면 벤처캐피탈(VC)는 '17년에 '16년 대비하여 어떻게 투자되고 있을까?

표14 VC 연도별 신규투자금액 (17.9월 누적)

구분	2013	2014	2015	2016	2017.9	① YoY	Annualized	② YoY
ICT제조	2,955	1,951	1,463	959	980	2.2%	1,307	36.3%
ICT서비스	1,553	1,913	4,019	4,062	3,632	-10.6%	4,843	19.2%
전기/기계/장비	2,297	1,560	1,620	2,125	1,979	-6.9%	2,639	24.2%
화학/소재	989	827	1,486	1,502	1,019	-32.2%	1,359	-9.5%
바이오/의료	1,463	2,928	3,170	4,686	2,449	-47.7%	3,265	-30.3%
영상/공연/음반	1,963	2,790	2,706	2,678	2,109	-21.2%	2,812	5.0%
게임	940	1,762	1,683	1,427	864	-39.5%	1,152	-19.3%
유통/서비스	1,092	2,046	3,043	2,494	3,107	24.6%	4,143	66.1%
기타	593	616	1,668	1,570	867	-44.8%	1,156	-26.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

'17년 대비 신규투자금액이  
줄어든 대표적인 섹터는  
'바이오'와 '게임'

전년대비 신규 투자금액 감소를 살펴보면 ①의 경우에는 '16년 12개월과 '17년 9월간 누적을 비교한 것이기 때문에 단순연율화(\*12개월/9개월)를 시킨 ②의 경우가 필요하다. 내용을 뜯어본다면 '17년 연간으로 벤처캐피탈(VC)들이 투자를 '16년 대비 가장 많이 축소한 섹터는 '바이오/의료'와 '게임'이며 가장 확대한 섹터는 '유통/서비스 +66%,YoY' 와 'ICT제조 +36.3%'이다. 아무래도 코스닥 시장의 부진이 시작된 '15.7월 이후로 안정적인 비즈니스 모델을 보유한 유통/서비스 등의 투자가 늘어났다고 판단된다.

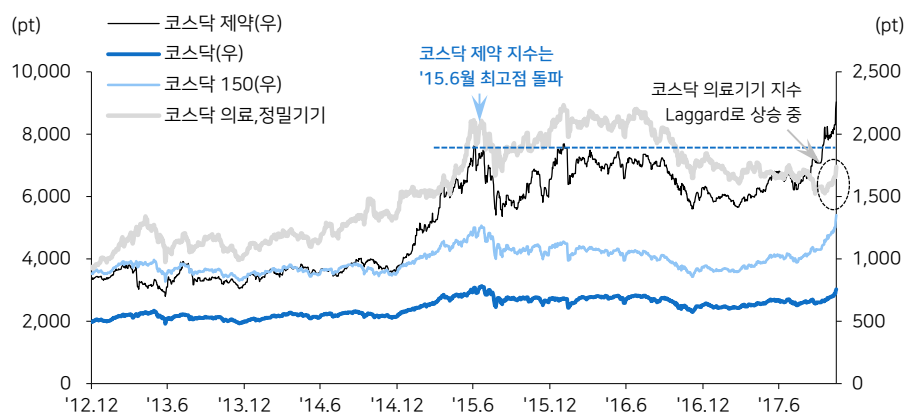
이를 역으로 생각해 보면 '17년 상반기 포함 3Q17까지 누적으로 '16년 대비 가장 투자를 적게 한 섹터는 '바이오'와 '게임'이다. 이는 IPO시장, 상장시장(거래소, 코스닥) 이전 단계인 벤처투자에서부터 바이오/의료와 게임 분야의 투자는 위축되어 있음을 알 수 있다.

'17년 부진했던 벤처캐피탈  
투자섹터인 바이오, 게임  
저점가능성

최근 비상장 기업이었던 '블루홀'이 '배틀그라운드' 콘텐츠로 대박을 낸 이후로 상장된 게임사들의 투자 센터먼트에 영향을 주었던 것처럼 벤처캐피탈(VC)의 투자 대상이나 코스닥, 중소형주 시장상황은 상호간에 영향을 주는 것으로 판단된다. 최근 제약/바이오 업종의 인택스편입, 개별이슈 등으로 인한 상승은 향후 제약/바이오의 벤처캐피탈(VC)투자를 활성화 시킬 것으로 예상된다. 정부의 정책 또한 이러한 바닥 시그널에 긍정적이다. 따라서 조심스럽게 코스닥 내 높은 비중을 차지하는 제약/바이오 업종의 센터먼트 개선과 이에 따른 '18년 코스닥, 중소형주의 반등 가능성을 예상해본다.

## II. '16 년말과 '17 년말의 다른 점은? ② 코스닥 ETF, 제약/바이오 간접투자 대안

그림22 코스닥, 코스닥 제약, 코스닥 150, 코스닥 의료, 정밀기기 지수 ('12년~'17.11월 현재)



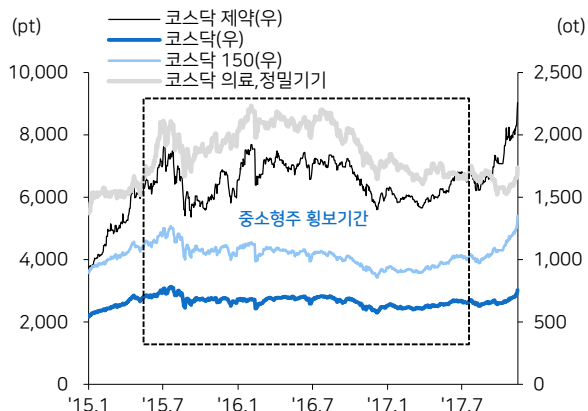
자료: 메리츠증권리서치센터

'15년 제약/바이오 고점을  
돌파한 '17.11월

보통 한국 내 주식시장의 업종 및 스타일은 2~3년 주기설이 있다는 가정하에 생각해본다면 2H15부터 부진했던 코스닥 및 중소형주 시장은 1H18이 되면 3년간 부진했던 사이클이었다. 현재 '17년말 기준으로 2.5년의 시간이 지난 상황에서 벤처캐피탈(VC)들의 투자가 '17년 제약/바이오 및 게임 섹터에 대한 투자 증가율이 최저점임을 본다면 '17년 하반기는 '18년을 대비하여 중소형주를 편입할 수 있는 적절한 타이밍(바닥권)이라고 생각한다.

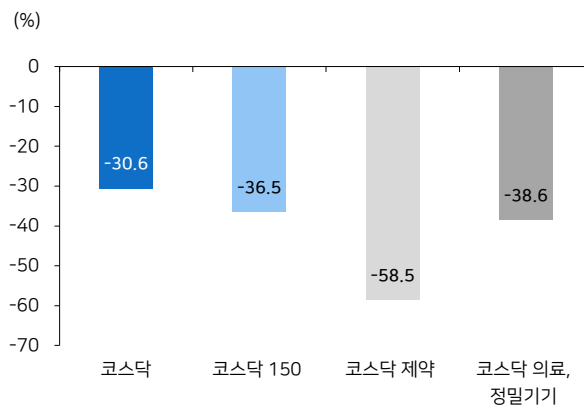
이러한 제약/바이오 섹터의 반등은 인덱스 편입 및 개별 임상진행 이슈가 있겠지만 전체 코스닥 및 중소형주 시장에 긍정적인センチ멘트 개선을 가져올 것으로 예상된다.

그림23 '15년초 이후 코스닥 및 중소형주 횡보기간



자료: 메리츠증권리서치센터

그림24 '15년 이후 고점대비 하락률



자료: 메리츠증권리서치센터

하지만 '15년 7월부터 '17년 10월까지 2년 3개월간의 코스닥 및 중소형주 횡보기간의 추억은 투자자들에게는 적극적인 매수를 외치기에는 두려움이 아직 앞선다.

[그림 24]와 같이 '15년 이후 코스닥, 코스닥 150, 코스닥 제약, 코스닥 의료/정밀기기 최고점 대비 최저점 수익률을 보면 알 수 있다. 코스닥 -30.6%, 코스닥 150 -36.5%, 코스닥 제약 -58.5%, 코스닥 의료/정밀기기 -38.6%를 경험했다. 지수가 이정도 빠졌다면 개별 종목은 체감적으로 -50~100%의 하락률을 지수 최고점 때 투자했다면 경험했을 것이고 이는 현재 투자자들에게 있어서 완벽한 모멘텀과 시장분위기가 조성되지 않는다면 과거 바이오 리레이팅 국면처럼 무차별적으로 따라사는 국면이 형성되지 않을 것으로 예상된다. 이미 아픔을 겪어본 투자자는 다시 투자하기 주저하게 되는 당연한 주식투자자의 심리이기 때문이다. 이를 단순히 정의 한다면 '과거 바이오 투자의 아픔을 겪어본 투자자의 현실'로 표현할 수 있겠다.

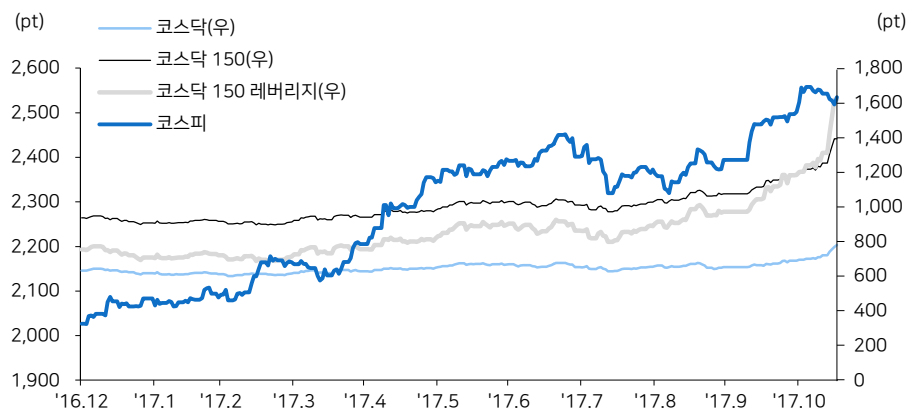
#### 제약/바이오 개별 종목의 대산으로 떠오른 코스닥 ETF

따라서 결론적으로 업종에서 좋은 종목을 선택하는 방법을 통한 개별종목 투자보다는 현재 상황에서는 코스닥 지수관련 ETF 투자를 고려하는 것이 현실적으로 유리한 것은 사실이다.

이에 따라 최근 활성화되고 있는 지수 ETF와 특히 코스닥 ETF의 구성종목을 통해 시장 투자 아이디어를 얻고자 한다.

코스닥 150 ETF 를 선정한 이유는 '17년 11월 기준 코스닥 150 지수의 상승이 코스닥 지수 상승보다 가파르기 때문이다.

그림25 코스피, 코스닥 150, 코스닥지수 비교 (2017)



자료: 메리츠증권 리서치센터

연 중 내내 코스피 대비하여 열위에 있던 코스닥은 '17.11월을 기점으로 급등하면서 코스피와의 격차를 크게 감소 시켰다. 특히 코스닥 150지수의 상승이 컸는데 여기서 얻을 수 있는 아이디어를 살펴보고자 한다.

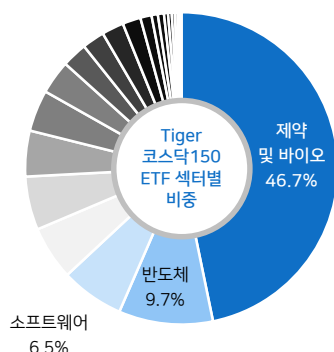
대표적으로 살펴볼 대표적인 코스닥 ETF는 「Tiger 코스닥 150 ETF」이다.

표15 Tiger 코스닥 150 ETF 개요

ETF 종목명	미래에셋 TIGER 코스닥 150 증권상장지수 투자신탁
기초지수명	코스닥 150
자산운용사	미래에셋자산운용
상장일	2015.11.12
누적거래대금	18,075 억원
일평균거래대금	73.5 억원

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 Tiger 코스닥 150 ETF 섹터별 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표16 Tiger 코스닥 150 ETF 섹터별 비중

제약 및 바이오	46.77
반도체	9.74
소프트웨어	6.54
미디어	5.57
디스플레이	5.54
의료 장비 및 서비스	4.74
하드웨어	4.29
자본재	3.49
소재	2.61
소비자 서비스	2.32
유통	2.27
생활용품	1.88
음식료 및 담배	1.16
내구소비재 및 류	0.65
자동차 및 부품	0.63
기타금융	0.42
에너지	0.38
운송	0.32
상업서비스	0.29

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Tiger 코스닥 150 ETF의 섹터비중은 제약/바이오 업종이 가장 높다

Tiger 코스닥 150 ETF 섹터비중을 살펴보면 예상했던 바와 같이 제약 및 바이오 46.7%, 반도체 9.7%, 소프트웨어 6.5%, 미디어 5.5%로 '제약 및 바이오와 IT'가 총 63%를 차지하고 있다. 이러한 코스닥 150 ETF가 급등했다면 상대적으로 비중이 높은 '제약 및 바이오'와 'IT' 구성종목들을 면밀하게 관찰 할 필요가 있다.

현금(Cash)을 제외하고 총 150종목으로 구성되어 있으며 구성내역과 코스피 대비 상대수익률(vs KOSPI)과 구성종목은 다음과 같다.

표17 Tiger 코스닥 150 ETF 구성종목 (1)

구성종목명	구성비중(%)	업종	1W	MTD	1M	3M	YTD
셀트리온	21.39	제약 및 바이오	14.3	12.1	10.1	38.1	24.5
신라젠	5.86	제약 및 바이오	17.0	24.2	46.0	65.8	65.4
바이로메드	2.45	제약 및 바이오	12.0	1.7	17.8	24.6	11.8
CJ E&M	2.44	미디어	6.9	12.5	11.2	20.1	5.2
메디톡스	2.33	제약 및 바이오	8.2	13.7	7.9	-15.7	6.8
휴젤	1.82	제약 및 바이오	5.4	14.7	5.7	-14.4	15.3
코미팜	1.61	제약 및 바이오	3.9	5.9	13.3	3.6	-4.4
서울반도체	1.39	디스플레이	8.3	11.8	10.7	25.1	30.4
컴투스	1.37	소프트웨어	0.4	-6.6	-2.1	4.5	10.1
파라다이스	1.3	소비자 서비스	16.3	25.0	33.7	34.7	33.5
원익IPS	1.26	반도체	6.0	8.6	8.1	15.8	12.9
에이치엘비	1.24	자본재	31.6	25.9	32.4	53.6	43.5
에스에프에이	1.22	디스플레이	14.2	12.6	10.3	11.8	10.9
SK머티리얼즈	1.13	반도체	10.3	10.2	14.6	3.2	-7.5
GS홈쇼핑	1.1	유통	8.5	9.0	9.4	-7.9	5.6
고영	1.07	하드웨어	5.0	7.2	15.3	17.9	25.6
이오테크닉스	0.98	반도체	7.5	6.4	12.0	12.6	-11.0
오스템임플란트	0.97	의료 장비 및 서비스	5.6	6.0	11.7	10.5	-0.8
제넥신	0.95	제약 및 바이오	17.2	25.8	23.0	22.3	5.2
셀트리온제약	0.9	제약 및 바이오	39.7	36.4	31.3	55.9	33.4
메디포스트	0.87	제약 및 바이오	6.6	-1.0	11.9	9.7	27.5
CJ오쇼핑	0.86	유통	9.1	9.3	7.4	-6.9	3.2
코오롱생명과학	0.85	제약 및 바이오	0.2	-5.7	1.9	12.3	-1.2
동진세미켐	0.82	반도체	12.4	13.9	23.8	23.5	38.0
인터플렉스	0.82	하드웨어	10.2	11.7	9.4	25.2	42.8
포스코캠텍	0.81	소재	13.6	13.5	3.0	27.0	44.2
로엔	0.81	미디어	10.1	10.8	18.1	20.7	14.8
웹젠	0.78	소프트웨어	3.7	11.9	17.9	40.2	30.8
지트리비엔티	0.76	소프트웨어	25.2	15.6	-2.2	39.8	31.2
토크	0.74	디스플레이	15.7	15.0	14.1	8.3	9.0
에스엠	0.74	미디어	4.0	9.9	13.3	13.9	7.8
솔브레인	0.74	반도체	9.1	5.6	11.2	7.3	-1.2
실리콘웍스	0.7	디스플레이	7.0	17.6	13.5	26.2	29.2
리노공업	0.7	반도체	8.5	13.9	15.9	7.1	7.5
차바이오텍	0.68	의료 장비 및 서비스	16.4	18.7	24.5	20.5	0.8
엘앤에프	0.67	하드웨어	14.8	22.8	16.6	26.3	45.7
테스	0.66	반도체	10.9	16.8	19.1	23.5	15.6
씨젠	0.64	제약 및 바이오	7.8	11.1	11.7	1.7	-31.6
CMG제약	0.6	제약 및 바이오	21.5	46.1	45.2	33.3	29.7
주성엔지니어링	0.59	반도체	8.1	8.1	5.6	-16.3	8.1
SKC코오롱PI	0.59	소재	9.0	7.1	7.4	14.1	42.7
제넥스	0.57	소재	15.8	15.6	12.5	5.9	11.7
티씨케이	0.57	반도체	8.1	20.7	20.9	17.4	29.7
AP시스템	0.56	디스플레이	11.0	11.5	4.9	-8.4	N/A
더블유게임즈	0.55	소프트웨어	3.6	2.3	5.9	-7.6	7.9
홈캐스트	0.54	하드웨어	15.6	19.9	13.4	48.2	-24.6
인트론바이오	0.54	제약 및 바이오	14.9	20.3	23.7	15.2	2.7
와이즈엔터테인먼트	0.53	미디어	7.6	11.3	15.8	8.6	-5.8
디오	0.53	의료 장비 및 서비스	8.1	9.3	15.4	2.8	-26.8
크리스탈	0.5	제약 및 바이오	11.6	19.0	21.1	26.7	-11.7
내츄럴엔도텍	0.5	제약 및 바이오	7.1	8.6	17.4	-7.1	15.0
에이티젠	0.49	제약 및 바이오	13.4	17.2	19.7	21.7	0.2
아미코젠	0.49	제약 및 바이오	14.5	16.4	40.0	35.9	-2.2
모두투어	0.48	소비자 서비스	3.7	3.9	9.9	-5.9	13.8
인바디	0.45	의료 장비 및 서비스	20.5	27.6	25.4	16.7	11.4
제이콘텐트리	0.44	미디어	11.2	16.7	19.6	8.9	0.4
포스코 ICT	0.44	소프트웨어	0.3	0.9	5.8	6.5	1.9
파트론	0.43	하드웨어	6.9	7.4	5.0	2.1	-30.5
텍셀네트콤	0.42	기타금융	8.0	12.4	16.3	5.7	20.1
녹십자셀	0.42	하드웨어	7.4	1.3	11.1	24.1	18.7
젬백스	0.41	반도체	9.8	12.4	21.0	16.2	-24.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



표18 Tiger 코스닥 150 ETF 구성종목 (2)

구성종목명	구성비중(%)	업종	1W	MTD	1M	3M	YTD
에머슨퍼시픽	0.41	소비자 서비스	10.0	15.2	28.7	-4.3	-26.2
위메이드	0.4	소프트웨어	6.5	8.9	17.2	16.8	22.1
동국제약	0.4	제약 및 바이오	11.0	14.5	16.5	9.2	0.4
케어젠	0.4	생활용품	16.5	21.1	16.6	18.8	-11.3
콜마비엔에이치	0.39	생활용품	2.6	5.5	6.0	27.0	27.2
바이넥스	0.37	제약 및 바이오	18.3	20.0	33.3	10.2	-67.8
유진테크	0.37	반도체	4.5	8.2	9.7	19.7	2.5
뷰웍스	0.36	의료 장비 및 서비스	10.6	12.0	7.2	-25.5	-60.8
안랩	0.36	소프트웨어	3.6	4.0	6.3	-6.0	-33.4
바디텍메드	0.35	의료 장비 및 서비스	9.9	11.4	20.7	9.9	-18.3
에스티팜	0.35	제약 및 바이오	8.3	6.9	7.4	-7.3	-42.7
원익홀딩스	0.34	반도체	13.0	12.9	12.8	-4.0	0.9
대화제약	0.34	제약 및 바이오	7.5	13.1	19.8	15.1	-8.1
레고캠바이오	0.34	제약 및 바이오	11.3	11.9	5.9	-3.1	-19.4
게임빌	0.34	소프트웨어	10.9	11.4	7.9	20.6	11.8
HB테크놀로지	0.32	디스플레이	14.7	16.0	16.1	2.0	-23.3
서부T&D	0.32	운송	4.0	14.3	25.1	-1.5	-25.5
아이센스	0.32	의료 장비 및 서비스	10.1	10.2	15.6	5.9	-32.0
이엔에프테크놀로지	0.32	반도체	6.6	7.7	10.8	15.4	-1.2
원익머트리얼즈	0.32	반도체	14.6	14.7	8.1	-8.5	-4.8
휴온스	0.32	제약 및 바이오	11.4	14.3	16.0	22.8	-0.6
한글과컴퓨터	0.31	소프트웨어	4.0	4.8	-3.3	-2.8	-18.9
인터로조	0.31	의료 장비 및 서비스	7.3	8.7	4.4	8.2	-13.5
이지바이오	0.3	음식료 및 담배	5.6	6.4	6.0	-10.2	-13.8
다원시스	0.3	자본재	19.9	18.5	19.7	7.5	-15.4
한국정보통신	0.29	상업서비스	14.7	15.7	23.1	-0.7	-10.7
덕산네오룩스	0.29	디스플레이	18.9	18.0	18.0	-14.7	19.3
마크로젠	0.29	제약 및 바이오	6.2	8.1	8.1	11.2	-28.4
지스마트글로벌	0.28	반도체	12.7	15.9	14.6	-1.1	-19.5
KG이니시스	0.28	소프트웨어	4.1	5.1	30.7	10.0	6.6
뉴트리바이오텍	0.28	음식료 및 담배	9.3	9.3	26.5	8.5	-48.2
바텍	0.28	의료 장비 및 서비스	8.7	18.0	20.5	5.5	-23.8
휴온스글로벌	0.28	제약 및 바이오	14.3	16.1	22.0	25.1	16.7
성우하이텍	0.27	자동차 및 부품	0.3	0.6	6.6	-9.9	-35.6
JW신약	0.27	제약 및 바이오	8.7	8.9	17.6	11.7	-11.3
하이록코리아	0.27	자본재	5.8	14.4	23.7	13.3	6.0
에프티이앤이	0.26	내구소비재 및 의류	17.3	28.3	43.0	-8.7	-58.3
리더스코스메틱	0.26	생활용품	-0.3	7.5	34.2	20.8	-35.6
제이브이엠	0.26	의료 장비 및 서비스	10.3	9.4	9.5	3.5	12.0
세종텔레콤	0.25	통신서비스	8.7	8.9	10.1	-24.7	-40.9
SFA반도체	0.25	반도체	11.2	14.8	14.2	2.0	-6.7
유진기업	0.25	소재	5.2	4.4	6.4	-15.8	-10.7
코스온	0.25	생활용품	2.2	6.3	21.9	10.9	-7.1
와이지-원	0.25	자본재	4.0	15.7	20.4	4.0	21.7
셀바이오텍	0.25	제약 및 바이오	8.0	12.3	7.0	11.5	-35.8
아스트	0.24	자본재	3.3	3.8	6.3	-18.6	-21.0
NHN한국사이버결제	0.24	소프트웨어	5.7	7.2	17.1	-7.1	12.8
휴메딕스	0.24	제약 및 바이오	13.7	14.4	22.1	15.9	-1.8
파마리서치프로덕트	0.24	제약 및 바이오	6.9	13.0	14.2	9.4	-0.8
루트로닉	0.23	의료 장비 및 서비스	5.1	12.4	13.9	11.6	-61.8
우리산업	0.23	자동차 및 부품	11.5	5.8	2.0	4.6	17.3
CJ프레시웨이	0.23	음식료 및 담배	-1.7	2.1	12.1	-29.3	-21.1
나스미디어	0.23	미디어	8.0	11.3	16.4	20.6	22.5
태웅	0.22	에너지	3.8	4.2	17.0	-6.6	-32.6
이테크건설	0.22	자본재	-7.5	-1.3	5.0	4.4	-13.7
네오위즈	0.21	소프트웨어	13.4	15.3	20.6	9.9	-4.2
클리오	0.21	생활용품	6.6	9.7	8.4	-1.6	-5.8
지엔코	0.2	내구소비재 및 의류	15.3	26.8	30.5	10.8	-226.6
쇼박스	0.2	미디어	10.1	11.0	19.7	-2.5	-10.6
코리아나	0.2	생활용품	5.5	14.1	37.3	26.3	-3.9
넥슨지티	0.2	소프트웨어	8.2	16.1	7.1	39.0	19.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 Tiger 코스닥 150 ETF 구성종목 (3)

구성종목명	구성비중(%)	업종	1W	MTD	1M	3M	YTD
제이스텍	0.2	디스플레이	14.3	16.2	8.2	2.9	-21.9
인터파크홀딩스	0.19	유통	0.4	5.1	4.9	-25.8	-34.5
아가방컴퍼니	0.19	내구소비재 및 의류	5.7	8.4	18.9	8.0	-38.8
성광벤드	0.19	자본재	-4.8	0.8	6.4	-3.4	-8.8
KH바텍	0.19	하드웨어	8.8	5.4	28.5	24.3	-35.1
연우	0.19	소재	6.8	4.4	19.9	14.2	-34.4
하림	0.18	음식료 및 담배	2.9	2.4	12.5	-26.4	-42.4
광림	0.18	자본재	7.5	7.4	16.5	-16.4	-93.1
NEW	0.18	미디어	11.1	9.7	20.6	7.5	-45.5
아프리카TV	0.18	소프트웨어	3.7	9.7	-2.3	-15.1	-43.0
서희건설	0.17	자본재	2.0	4.1	11.5	-8.0	-38.9
태광	0.17	자본재	0.7	4.1	8.3	2.9	0.5
코스메카코리아	0.17	생활용품	4.2	5.3	9.5	-2.0	-5.0
동국S&C	0.16	에너지	6.0	1.5	7.2	-3.4	-18.9
대한뉴팜	0.15	제약 및 바이오	7.3	9.7	17.6	19.6	-46.7
슈퍼켄코리아	0.15	하드웨어	3.3	14.8	22.0	12.3	-30.1
에스와이패널	0.14	자본재	8.0	16.7	29.7	-25.5	-184.7
농우바이오	0.14	제약 및 바이오	7.1	9.0	7.5	4.3	-12.3
골프존뉴딘	0.13	소비자 서비스	6.7	8.9	11.1	-2.0	-55.2
평화정공	0.13	자동차 및 부품	5.0	6.3	8.2	-29.5	-22.4
인터파크	0.12	유통	2.8	5.6	4.5	-7.2	-25.7
APS홀딩스	0.12	디스플레이	5.5	7.1	8.1	-7.1	-129.6
조이시티	0.12	소프트웨어	5.4	8.5	11.2	7.7	-56.5
넥스틴	0.12	자본재	11.0	11.2	15.4	2.4	-78.4
하림홀딩스	0.11	음식료 및 담배	3.2	8.6	19.0	-5.2	-19.8
라이온캠텍	0.11	소재	9.8	8.7	12.6	6.8	-41.7
동화기업	0.09	소재	2.4	2.8	3.7	1.2	-4.1
매일홀딩스	0.06	음식료 및 담배	-0.3	-0.1	2.7	-28.0	-25.3
Cash	0.14	Cash	-	-	-	-	-

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 코스닥 시가총액 상위 개별 종목들의 강세는 뚜렷함.

제약 및 바이오 섹터의 경우 셀트리온과 신라젠, 바이로메드, 메디톡스, 휴젤, 코미팜, 반도체의 경우 원익IPS, SK머티리얼즈, 이오테크닉스, 동진쎄미켐, 솔브레인, 미디어는 CJ E&M이 각각 높은 시가총액 비중으로 ETF내에 포함되어 있다.

이들의 코스피 대비 상대수익률을 보면 '17년 11월 한달 기준 셀트리온(+10.1%), 신라젠(+46%), 바이로메드(+17.8%), CJ E&M(+11.2%), 코미팜(+13.3%), 서울반도체(+10.7%), 파라다이스(+33.7%) 등 코스피에 '17년 내내 상대적으로 부진한 성과를 기록했던 코스닥 개별 종목들의 강세가 불과 2주만에 코스피 연간수익률을 넘겨버렸다. 이것이 의미하는 바는 무엇일까?

코스닥 ETF중 종목 수익률은 아주 부진했던 종목이 월간 코스피 상대수익률 기준으로 -2%인 컴투스다. 가장 부진한 수익률은 한글과컴퓨터 -3.3%이다.

### 늘어난 코스닥 ETF 설정, '17년 11월 한 달간 2,600억 자금 유입

사실 이와 관련하여, 상장되어있는 코스닥 ETF의 수익률이('17.11월 중순 현재) +13%로 국내 주식형 펀드 수익률 상위에 랭크되어 있는 것으로 살펴보면 코스닥 ETF의 설정이 많아진 것으로 추정해볼 수 있다. 단기간에 높은 수익률에 따라 시중의 자금 역시 코스닥 ETF로 몰리고 있어 '17년 11월 중순 현재 한달동안 2,642억원이 코스닥 ETF로 설정되었다.

이를 앞서 언급했던 ‘바이오 투자의 아픔을 겪어본 투자자의 현실’에서의 바이오 업종 투자자들의 과거의 실패에서 찾을 수 있는 심리적인 현상이라고 생각한다.

- 1) 코스닥 지수에 투자함으로써 하락시에도 손실이 상대적으로 적고,
- 2) 코스닥 지수의 상승에 동참하고 싶은 투자자들의 심리
- 3) 과거 바이오 광풍(1H15)시에 잘못된 종목선택(stock picking)이나 늦은 매도 타이밍으로 인한 손실 경험자들의 안정적인 투자처
- 4) 주도주인 몇몇 바이오 종목들에 대한 간접투자 등

위와 같은 4가지의 이유로 코스닥 ETF에 투자자들이 몰리는 이유라고 생각되며, 이는 합리적인 투자자들의 선택이라고 판단된다.

이에 따라서 당사가 제시할 수 있는 전략은 사실 단순하다.

코스닥 ETF 별 높은 비중 종목  
에 주목, ETF 내에서의 유니버스  
선정

액티브 펀드 매니저들을 위해 코스닥의 각 ETF별 비중 종목들 중 1) 시가총액 상위에 있거나, 2) 상대적인 수익률이 높은 개별 종목들은 향후에도 위와 같은 ETF 선호현상이 지속된다면 코스닥 ETF 내의 종목들을 투자의 고려대상 (Investment Universe)에 편입하고 다른 종목 대비 관심을 갖는 것을 제안한다.

다양한 코스닥 ETF 내 구성종목과 비중은 별첨을 참조하시길 바란다.

위와 같이 코스닥 ETF의 상승이유와 투자상승 대안으로서의 ETF, 액티브 매니저의 투자 유니버스로서의 ETF 종목군과 비중을 살펴보았다.

## II. '16 년말과 '17 년말의 다른 점은? ③ 외국인 순매수: JASDAQ 의 추억

최근에 급격한 외국인 순매수 ('17.11월 중순 현재)는 왜 코스닥에 집중하는 것일까?

만약 외국인들이 한국도 코스피와 코스닥 통합 벤치마크가 일본사례(JPX Nikkei 400지수=Nikkei + JASDAQ 통합, '13년 8월 30일자부터 시작)처럼 출시가 된다면 코스닥에 영향이 있을 것인가?

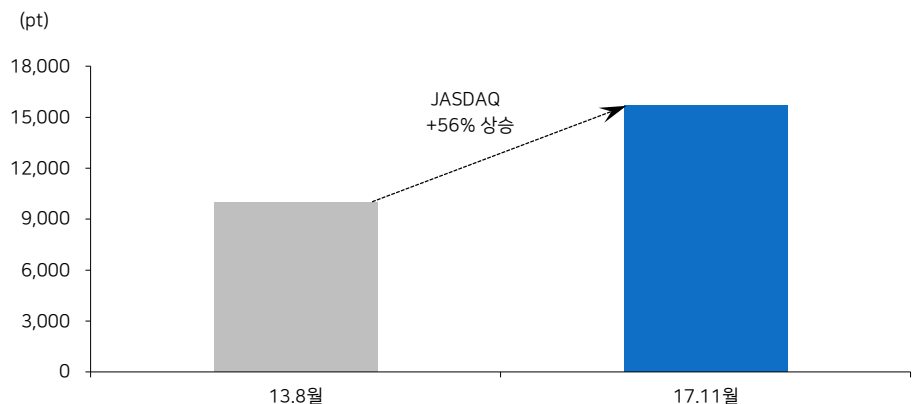
그림27 JASDAQ의 추억 (NIKKEI와 JASDAQ의 통합지수)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

과거 일본에서는 '13년 8월말 기준으로 Nikkei와 JASDAQ의 통합지수인 'JPX Nikkei 400 index'를 출범하였다.

그림28 JASDAQ의 통합지수 이후 상승률 ('13~'17년)



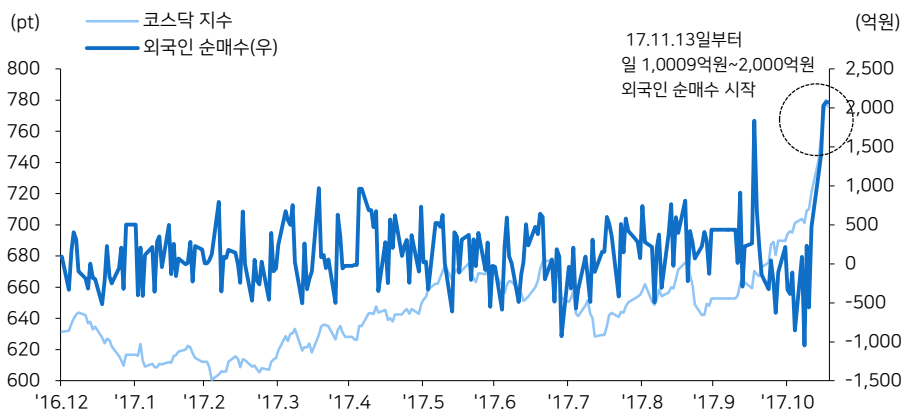
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## JPX Nikkei 400 통합지수로 인한 JASDAQ 상승 경험 (일본)

'13.8월말 JPX Nikkei 400 index 출시 이후로 일본의 코스닥시장인 JASDAQ은 4년간 +56%의 상승 경험이 있다. 물론 엔화약세, 글로벌 증시 강세 등의 다른 외부 요소들이 많지만 3년만에 지수의 50% 이상 상승률은 이례적인 것으로 판단되며 이는 Nikkei와 JASDAQ 지수의 통합에 따른 index 추종 자금들의 매수세가 지수상승에 일정부분 기여했을 것이라고 추측한다.

최근 한국거래소 역시 코스피와 코스닥의 우량종목을 하나의 index로 만들려는 통합지수 개발에 노력하고 있다. 카카오(코스피 이전상장 완료), 셀트리온(코스피 이전상장 예정) 등 코스닥 시가총액 상위주들의 이탈을 막기 위해서이다. 아직 구체적인 index 구성에 대한 내용은 나오지 않았으나 '17년말~'18년초 새로운 index 가 나올 가능성도 없지 않다.

그림29 '17.11월 현재 외국인 순매수 추이 (코스닥)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실제로 외국인들은 통합지수와 관련하여 뉴스가 나온 이후로 '17년 기준 11월 13일(1,148억원), 14일(1,396억원), 15일(2,031억원), 16일(2,076억원) 등 연속 4영업일 연속으로 코스닥을 끌어 담고 있는 중이다. 이러한 외국인들의 매매패턴이 일시적인지 지속적으로 이어나갈 지는 한국거래소의 코스피, 코스닥 통합지수 출범과 연관이 있지 않을까?

## 결론: '17년보다 '18년 코스닥 및 중소형주 투자가 기대되는 이유?

상기 코스닥의 '17년 4분기 이전과 다른 코스닥 및 중소형주의 11월 상승에 대한 내용을 다시 정리해본다면

- 1) 정부의 '혁신창업 생태계 조성 방안'을 통해 스타트업, 비상장 등 벤처투자 (VC)들의 자금순환 분위기 조성, 벤처캐피탈의 '17년 투자금액을 통해 살펴본 제약/바이오 업종의 저점 가능성 염두,
- 2) 코스닥 ETF 추종자금에 따른 코스닥 지수 상승과 제약/바이오 투자자들의 ETF 선호 심리,
- 3) 외국인들의 코스피 및 코스닥 통합지수 출범 가능성에 대한 '일본 JASDAQ의 추억'으로 정리해 볼 수 있겠다.

하지만 우리는 항상 코스닥 ETF나 지수에만 투자하지 않는다. 대부분의 투자자들은 개별종목으로 지수상승률 보다 높은 알파( $\alpha$ )를 추구하려 할 것이다.

ETF 편입되지 않아도 성장  
모멘텀을 보유한 중소형주에  
대한 관심도 증가 예상

메리츠 스몰캡팀(세바스: 세상을 바꾸는 스몰캡)은 향후 코스닥 ETF의 상승이 일 단락 된다고 한다면 다른 코스닥 종목들 중 실적이 좋는데 ETF에 편입이 안되어 있어 빠져있거나 시가총액이 너무 작아 수급적인 수혜를 받지 못하면서 성장 모멘텀을 보유한 종목들에 대한 시장의 관심도가 증가할 것으로 예상한다.

위와 같은 코스닥 ETF에 구성되어있는 종목을 포함하여 가장 앞서 설명한 Post-IPO 종목군('13년 이후 상장) 중 Bottom-up approach를 통해 관심 있는 2018년 투자유망 아이디어를 제공하고자 한다.







# Post-IPO 에서 찾은 '18 년 투자 아이디어

<b>1. 반도체 소재 성장 cycle 은 아직 초기단계</b>	<b>39</b>
티씨케이(064760)_ 반도체 소재 대장주 봐야하지 않을까요?	43
하나머티리얼즈(166090)_ 앞서가는 반도체부품 전문업체	46
코미코(183300)_ 신기술로 신고가 도전	49
월덱스(101160)_ 저가 매력의 3D NAND 수혜주	52
<b>2. 내수 경기는 좋아졌을까?</b>	<b>55</b>
해마로푸드서비스(220630)_ '맘스터치' 돌풍은 지속된다.	59
보라티알(250000)_ 4Q17 최성수기를 향해 달려가자!	62
한국맥넬티(222980)_ 돌아서는 내수, 커피에 투자하는 법	65
서울옥션(063170)_ '17 년 최악은 지났다.	68
<b>3. X-Ray 디텍터 시장에서 찾은 니치 마켓</b>	<b>71</b>
레이언스(228850)_ CMOS 디텍터의 강자	74
디알텍(214680)_ '18 년부터 높은 영업레버리지 발생	77
<b>4. 온라인 광고시장 성장 가능성 점검</b>	<b>81</b>
인크로스(216050)_ NHN 엔터와 트위치 효과의 시작	84
에코마케팅(230360)_ 뜨는 동영상 마케팅, 본업과의 하모니!	87
<b>5. 스마트 스피커 2 차전쟁이 시작된다</b>	<b>91</b>
인포마크(175140)_ 스마트(AI)스피커에 투자하려면?	95
가온미디어(078890)_ 실적은 최고, 주가는 최저	98
<b>6. 정부정책에 따른 신기술, 신성장사업 성장</b>	<b>101</b>
슈프리마(236200)_ 물 들어올 때 노 젓자	104
인텔리안테크(189300)_ 독특한 아이템, 인공위성 안테나업체	107





# 반도체소재

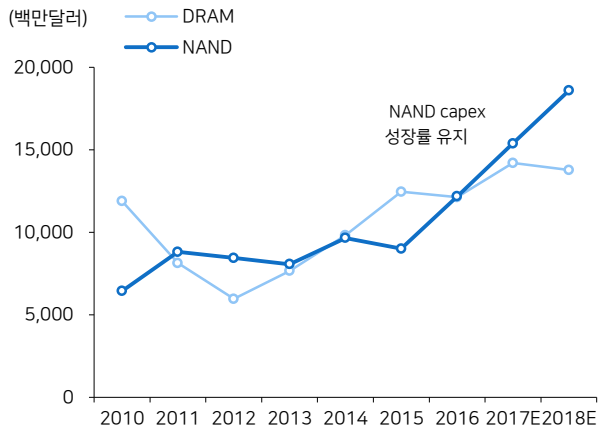
반도체소재 성장 Cycle 은 아직 초기단계

종목	투자판단	적정주가
티씨케이(064760)	Buy(신규)	86,000
하나머티리얼즈(166090)	Buy(신규)	48,000
코미코(183300)	Buy	36,000
월덱스(101160)	Not Rated(신규)	-

## 1. 반도체 소재 성장 cycle은 아직 초기단계

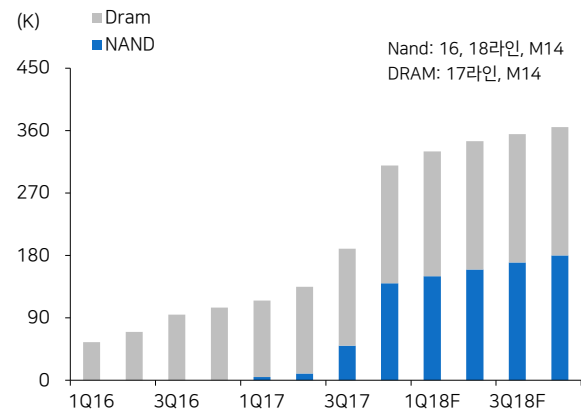
반도체 메모리업체 Capex 증가에 따른 소재업체들의 성장은 이제 시작단계

그림30 반도체 글로벌 Capex



자료: DRAMeXchange, Gartner, 메리츠증권증권

그림31 NAND, DRAM 신규증설



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

과거 반도체 사이클과 다른 '17년

반도체가격 상승 등에 따른 반도체 업체들의 호황은 '17년에 이어 '18년에도 이어질 전망이다. 이에 따라 반도체업체들의 투자사이클은 지속될 것이다. 과거 반도체 사이클과 다른 길어지는 메모리 반도체 호황에서 수혜가 지속될 기업들에 대한 꾸준한 관심이 필요하다.

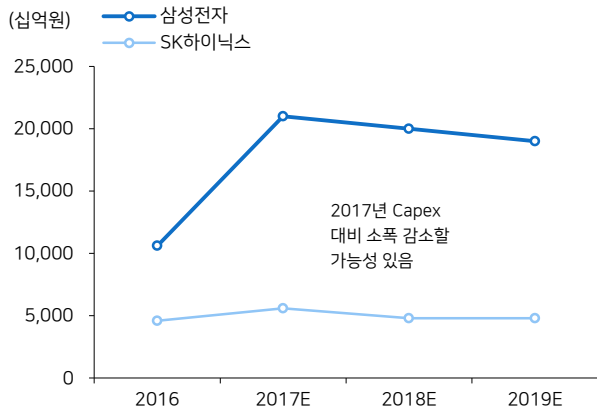
실제로 DRAMeXchange와 Gartner에 따르면 글로벌 DRAM 투자는 '17년 14,200백만달러에서 '18년 13,774백만달러로 -3% YoY 소폭 감소, NAND 투자는 '17년 15,384백만달러에서 '18년 18,597백만달러로 +20.9% YoY 성장을 예상하고 있다. 특히 NAND에 대한 투자는 2020년까지 매년 30~40% 수요성장을 예측하고 있기 때문에 국내 메모리 업체들의 3D 낸드 투자 가속화는 지속될 것이다.

국내 메모리 업체들의 신규 투자를 살펴보면 NAND 16, 18, M14라인과 DRAM 17라인, M14라인 투자는 2Q17부터 본격적으로 시작되었음을 [그림31]에서 알 수 있다. DRAM과 NAND 장비들의 투자는 4Q17로 갈수록 QoQ로 지속 증가하는 것을 알 수 있다.

반도체 장비투자의 피크사이클과  
무관한 반도체 소재업종의  
실적성장 예상

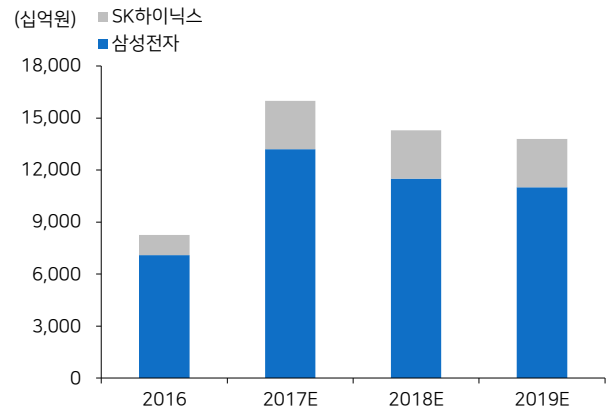
이에 따라 초기 가동시기를 지나 정상적인 가동을 하면서 관련 반도체 소재들의 수요(Q)도 증가할 것으로 예상된다. 설령 반도체 업체들의 장비투자가 4Q17 이후로 QoQ로 빠진다고 하더라도 반도체 소재 업체들은 기존 3Q17~4Q17에 투자되었던 장비들의 가동으로 인해 지속적인 실적 레벨업이 될 것을 예상한다.

그림32 국내 메모리 업체들의 신규 투자



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

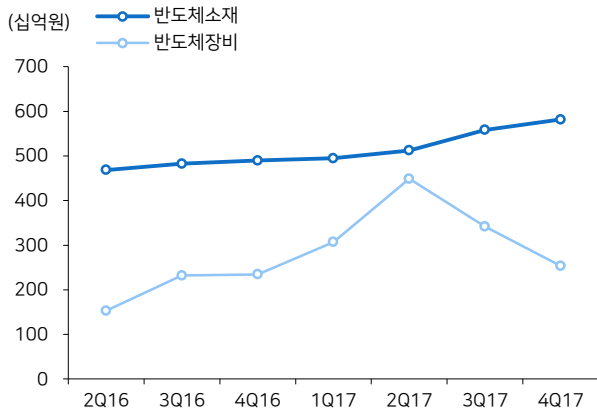
그림33 삼성전자+ SK하이닉스 NAND Capex (예상)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

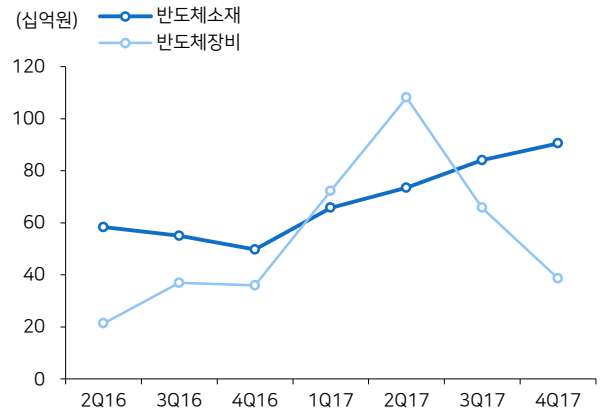
이에 따라 중장기적으로 반도체 장비 업체들의 실적 호조 이후에 뒤따라서 좋아질 반도체 소재(ex. 소모품) 업체에 주목해볼 시점이라고 생각한다.

그림34 반도체 장비, 소재 업체 매출액 합산



자료: 메리츠증권증권 리서치센터, 3Q,4Q17 컨센서스 기준

그림35 반도체 장비, 소재 업체 영업이익 합산



자료: 메리츠증권증권 리서치센터, 3Q,4Q17 컨센서스 기준

위 [그림 34]와 [그림35]는 반도체 장비업체(테스, 원익IPS, 유니테스트, 피에스케이)와 반도체 소재업체(티씨케이, 솔브레인, 하나머트리얼즈, 코미코, 동진세미켐, 원익머트리얼즈)의 최근 5개 분기 매출액과 영업이익의 합산을 나타내는 그래프다. (3Q17, 4Q17은 컨센서스 기준)

반도체 장비 컨센서스  
4Q17 매출액, 이익감소  
Vs 반도체 소재 매출액,  
영업이익 지속 증가 예상

3Q~4Q17의 예상 실적에서 보면 알 수 있듯이 반도체 장비업체들의 매출액과 영업이익은 3Q17을 기점으로 QoQ로 빠지는 것을 알 수 있으며, 이는 '18년 반도체 메모리 업체들의 투자사이에 대한 불확실성 때문이라고 생각된다. 반면에 반도체 소재 업체들의 매출액과 영업이익의 합은 실제로 2Q16부터 2Q17까지 5분기 연속 증가하였다. 특히 영업이익 측면에서 보면 1Q17부터 4Q16 대비 빠른 분기별 성장을 보였고, 이후에 꾸준히 분기별로 매출액과 이익 성장이 지속되고 있다.

만약 4Q17에도 반도체 메모리 업체들의 '18년 신규 투자 예정으로 인하여 기대감이 올라가거나 신규 발주가 늘어날 가능성이 있다면 반도체 소재업체들은 후행하여 더욱 좋은 실적을 보일 것으로 예상된다. 따라서 3Q17부터 1H18까지 실적 성장이 예상되는 반도체 소재 업체들에 대해 집중적인 관심을 가져야 하겠다. 관심 종목은 다음과 같다.

표20 반도체소재, 부품 종목 스크리닝

	2014			2015			2016			2017E		
(억원)	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
티씨케이	452.2	70.5	47.5	619.3	160.9	131.7	894.5	274.3	227.4	1,290.0	480.0	380.0
하나머트리얼즈	316.7	38.9	14.9	527.1	99.1	76.1	612.8	111.3	90.3	911.0	175.0	145.0
코미코	706.2	71.8	22.3	841.7	140.6	74.1	939.8	177.3	107.6	1,195.1	248.2	163.4
월덱스	645.3	27.3	-47.6	676.3	16.9	-35.0	694.7	37.2	5.0	810.0	90.0	65.0

자료: 메리츠증권 리서치센터, 컨센서스 수준

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) 86,000 원  
 현재주가 (11.20) 66,300 원  
 상승여력 29.7%

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	7,741억원
발행주식수	1,168만주
유동주식비율	36.29%
외국인비중	40.67%
52주 최고/최저가	68,300원/29,150원
평균거래대금	34.2억원

## 주요주주(%)

TOKAI CARBON Co.,Ltd	35.40
케이씨텍	28.32
한화자산운용	6.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	40.0	86.2	113.9
상대주가	20.0	52.4	68.9

## 주가그래프



## 티씨케이 064760

## 반도체 소재 대장주 봐야하지 않을까요?

- ✓ 반도체 capex는 2017년에 이어 2018년에도 지속될 전망
- ✓ 반도체 소재, 부품업체들의 실적은 3Q17부터 점진적인 레벨업 구간
- ✓ 독보적인 기술력을 가진 SiC Ring 업체는 글로벌 M/S 80%의 티씨케이
- ✓ 4Q17 재조정, 매출감소에 따른 부담은 매수기회임, 4Q16 낮은 베이스
- ✓ '18년 예상 PER 14.6배 수준으로 Target PER 19배 적용시 적정주가 86,000원

## 반도체 capex 투자의 최대 수혜는 바로 Sic ring

반도체 NAND 와 DRAM 의 capex 는 지속 증가 중이다. NAND(2017E 15,384 → 2018E 18,597 백만달러, Yoy +20.9%), DRAM(2017E 14,200 → 2018E 13,774 백만달러, Yoy -3%)대비 NAND 의 투자는 진행형이다. 3Q17 부터 본격화되는 신규라인(NAND, DRAM)들의 투자 증가는 4Q17 부터 반도체 소재 분야의 본격적인 실적 레벨업 구간이 될 것이다. 기술적 장벽이 높은 Sic 소재는 반도체투자 증가에 따른 실적 성장이 확보되어 있는 상황이다.

## 독보적인 기술력을 보이고 있는 Sic Ring 업체

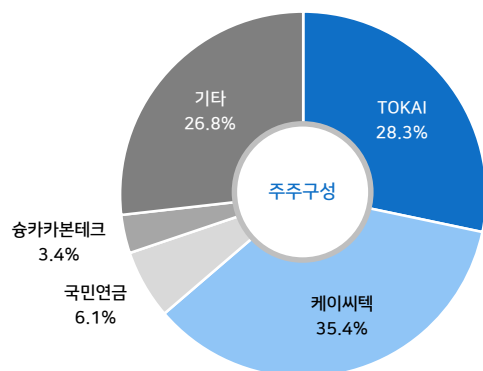
메모리 미세화 공정과 3D 낸드에 따른 플라즈마 공정 증가로 인해 기존 Si 소재보다 파티클이 적은 SiC Ring 으로 교체 중(전체 30% 수준)이다. Si 와의 내부비중이 늘지 않는다 하더라도 NAND capex 증가에 따른 연간 30%성장은 지속될 수 있다. 국내(케이엔제이, 하나머티리얼즈 등), 해외(일본 페로텍) 등 다양한 업체들이 SiC ring 생산을 위한 capacity 확장 중이나 급격히 성장하는 수요를 충족시키기 어렵다. 업황이 좋을 때는 대장주를 사자.

## Sic 반도체 소재의 특성에 따른 기존 Si 대비 강점 보유

자사의 포커스링의 경우 웨이퍼를 잡아주는 역할을 하며 식각 공정의 균일성(uniformity)의 개선을 위해 필수적으로 사용된다. SiC 소재의 경우 기존 Si 소재 대비 플라즈마 식각시 particle 이 나오지 않고 긴 lifetime (1.5x~2x)을 가지고 있는 장점이 있다. 이는 교체하려면 공정을 멈추고 에칭장비 챔버 안을 다시 세정해야 하는 반도체 생산업체의 가동률에 영향을 주는 중요한 아이템이기 때문이다.

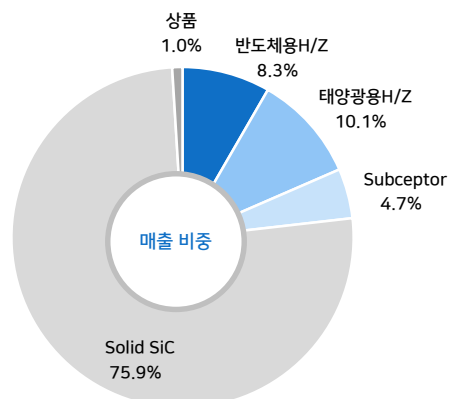
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	61.9	16.1	13.2	1,128	177.2	8,056	23.6	3.3	12.6	14.9	9.9
2016	89.5	27.4	22.7	1,948	72.7	9,764	16.6	3.3	10.0	21.9	15.4
2017E	129.4	46.7	39.3	3,368	72.9	12,632	19.6	5.2	11.6	30.1	17.2
2018E	174.6	61.6	52.8	4,521	34.2	16,653	14.6	4.0	8.9	30.9	17.6
2019E	227.0	81.7	69.6	5,957	31.8	22,110	11.1	3.0	6.4	30.7	17.2

그림36 티씨케이 주주구성



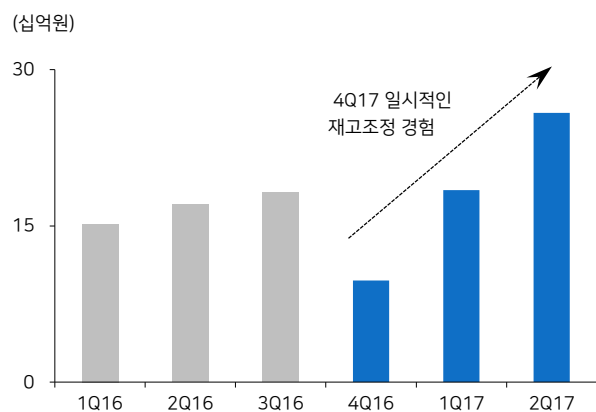
자료: 티씨케이, 메리츠증권 리서치센터

그림37 매출 비중 (2Q17 기준)



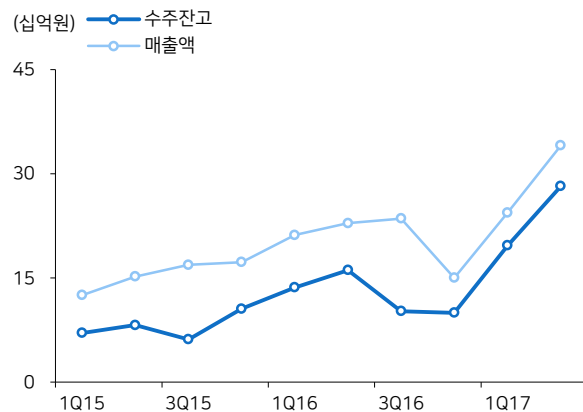
자료: 티씨케이, 메리츠증권 리서치센터

그림38 SiC 제품 매출추이 (분기별)



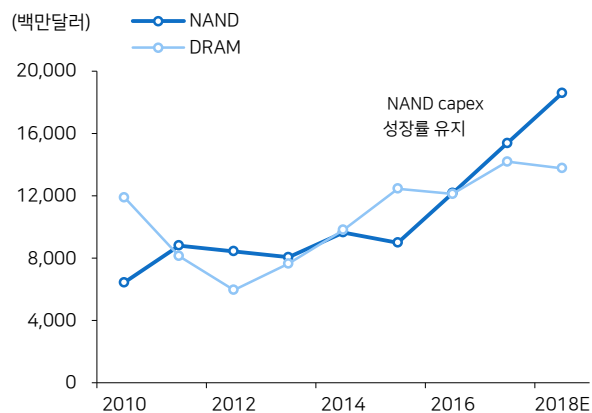
자료: 티씨케이, 메리츠증권 리서치센터

그림39 매출액 및 수주잔고



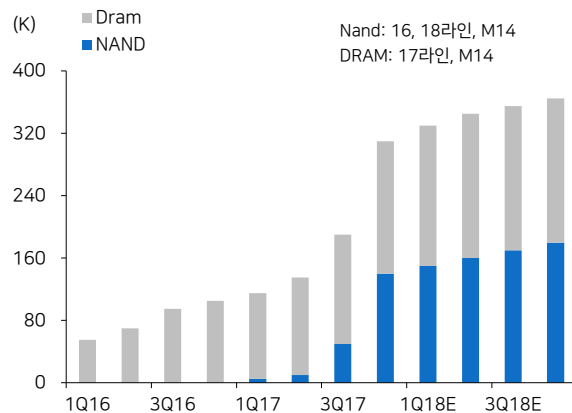
자료: 티씨케이, 메리츠증권 리서치센터

그림40 반도체 글로벌 Capex



자료: DRAMeXchange, Gartner, 메리츠증권 리서치센터

그림41 NAND, DRAM 신규증설



자료: 메리츠증권 리서치센터



## 티씨케이 (064760)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	61.9	89.5	129.4	174.6	227.0
매출액증가율 (%)	36.9	44.4	44.6	35.0	30.0
매출원가	37.4	51.0	66.5	90.8	118.0
매출총이익	24.5	38.4	62.9	83.8	109.0
판매관리비	8.5	11.0	16.2	22.2	27.2
영업이익	16.1	27.4	46.7	61.6	81.7
영업이익률	26.0	30.7	36.1	35.3	36.0
금융손익	0.6	0.7	1.1	1.8	2.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.3	28.0	47.8	63.5	84.6
법인세비용	2.2	5.3	8.4	10.7	15.0
당기순이익	13.2	22.7	39.3	52.8	69.6
지배주주지분 순이익	13.2	22.7	39.3	52.8	69.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	23.2	24.9	42.6	53.4	67.0
당기순이익(손실)	13.2	22.7	39.3	52.8	69.6
유형자산상각비	5.3	6.2	13.2	11.2	8.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	5.1	-4.7	-4.3	-4.9	-5.6
투자활동 현금흐름	-21.0	-28.5	-21.0	-22.5	-21.8
유형자산의증가(CAPEX)	-11.6	-24.6	-5.6	-5.0	-1.5
투자자산의감소(증가)	1.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.3
재무활동 현금흐름	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
차입금의 증감	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.2	-3.5	21.7	31.0	45.3
기초현금	6.8	9.0	5.5	27.2	58.2
기말현금	9.0	5.5	27.2	58.2	103.4

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	57.1	66.6	115.5	177.4	258.5
현금및현금성자산	9.0	5.5	27.2	58.2	103.4
매출채권	7.3	10.4	15.0	20.3	26.4
재고자산	9.3	13.6	19.7	26.6	34.6
비유동자산	46.4	64.9	57.3	51.2	44.2
유형자산	45.1	63.8	56.2	50.0	42.8
무형자산	0.7	0.7	0.5	0.3	0.3
투자자산	0.6	0.5	0.7	0.9	1.2
자산총계	103.4	131.5	172.9	228.7	302.7
유동부채	8.7	17.2	24.9	33.6	43.7
매입채무	2.0	3.9	5.6	7.6	9.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.7	0.3	0.5	0.6	0.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9.4	17.5	25.4	34.3	44.5
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	81.9	101.9	135.4	182.3	246.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	94.1	114.0	147.5	194.4	258.1

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	5,305	7,661	11,079	14,957	19,444
EPS(지배주주)	1,128	1,948	3,368	4,521	5,957
CFPS	1,915	2,945	5,148	6,248	7,757
EBITDAPS	1,847	2,895	5,148	6,248	7,757
BPS	8,056	9,764	12,632	16,653	22,110
DPS	240	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	1.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	23.6	16.6	19.6	14.6	11.1
PCR	13.9	11.0	12.8	10.6	8.5
PSR	5.0	4.2	6.0	4.4	3.4
PBR	3.3	3.3	5.2	4.0	3.0
EBITDA	21.6	33.8	60.1	72.9	90.6
EV/EBITDA	12.6	10.0	11.6	8.9	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	21.9	30.1	30.9	30.7
EBITDA 이익률	34.8	37.8	46.5	41.8	39.9
부채비율	9.9	15.4	17.2	17.6	17.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	7.2	10.1	10.2	9.9	9.7
재고자산회전율(x)	6.0	7.8	7.8	7.5	7.4

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## 하나머티리얼즈 166090

## 앞서가는 반도체부품 전문업체

- ✓ 반도체 공정용 실리콘 부품 및 특수가스 전문 제조기업
- ✓ 반도체 전공정 중 식각에 들어가는 샤워헤드, 실리콘 링 등 반도체 부품 생산
- ✓ 3Q17 매출액 294 억, 영업이익 78 억, 당기순이익 58 억 실현
- ✓ 매출원가율 2Q17 79.9%→3Q17 56%, -23.9%p QoQ 감소, 영업레버리지 효과
- ✓ '18년 예상PER 9.3배 수준으로 Target PER 14배 적용시 적정주가 48,000원

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **48,000 원**  
 현재주가 (11.20) **32,800 원**  
 상승여력 **46.3%**

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	3,108억원
발행주식수	947만주
유동주식비율	48.80%
외국인비중	13.72%
52주 최고/최저가	33,650원/15,200원
평균거래대금	41.9억원

## 주요주주(%)

하나마이크론 외 8 인	47.11
Tokyo Electron Limited	12.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.9	78.3	0.0
상대주가	2.8	45.8	0.0

## 주가그래프



## 늘어나는 전방수요에 대응하기 위한 지속적인 투자와 매출 성장 지속

실리콘 소재 120 억, SiC 100 억, 특수가스 50 억 등 향후 성장 동력 확보를 위한 투자 중이다. 1H17 에 투자한 설비 증설 효과는 3Q17 실적(매출액 294 억, +86.4% YoY, +35% QoQ)의 매출액 성장에서 확인된다. 특히 매출원가율이 확연하게 개선(2Q17 79.9%→3Q17 56%, -23.9%p QoQ 감소)된 점은 향후 늘어날 매출액에 따른 영업레버리지 효과를 만끽하는 4Q17 및 '18 년을 기대한다.

## 수직계열화 및 신규 사업을 통한 성장성 보유

원재료 폴리실리콘 구매에서 잉곳생산, 부품가공까지 수직계열화되었다. 반도체 공정용 CVD SiC 등 신규 성장동력 확보 준비 중이다. SiC Ring 양산 위해 백석 2 공장에 추가 CVD SiC 장치 구축 중이며 '18 년에 본격적인 양산을 기대한다.

## 오버행 이슈 해소로 가장 큰 리스크 해소

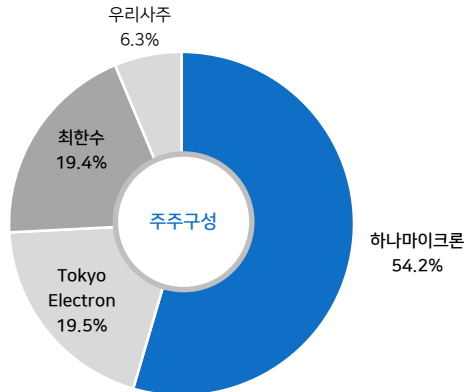
Pre-IPO 단계에서 투자했던 투자조합의 블록딜(109.5 만주)에 따른 오버행 이슈 해소와 3Q17 호실적과 더불어 추가 탄력성은 더욱 커질 전망이다. '18 년 매출액 성장률 20%이상 예상되며 분기별 YoY, QoQ 성장률이 2Q18 까지 꾸준할 것으로 추정된다. '18 년 기준 예상 PER 9.3 배 수준, 동종 업종 중 저평가 상태이다

## 실리콘 부품 및 특수가스 전문 업체.

'07 년 설립, '17 년 상장되었다. 반도체 공정용 실리콘 부품 및 특수가스 전문 제조기업이며 반도체 전공정 (확산/노광/식각/증착) 중 식각에 들어가는 핵심 부품인 Electrode (샤워헤드)와 Ring, Fine Ceramic Parts 등 실리콘 부품사업을 영위한다. '11 년 도쿄 일렉트론에서 투자 받았으며 '13 년 AMAT Global supplier 인증 받았다. '15 년 오창사업장 설립하며 반도체 공정에 필요한 특수가스 생산, 2Q17 기준 매출비중은 실리콘부품 92%, 특수가스 8%이다.

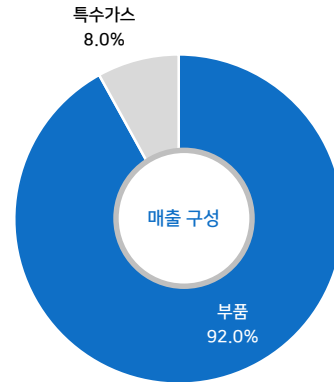
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	52.7	9.9	7.6	1,109	364.5	4,047	N/A	N/A	1.8	29.2	111.1
2016	61.3	11.1	9.0	1,231	11.0	5,592	N/A	N/A	1.1	24.5	74.3
2017E	101.9	24.0	19.4	2,184	77.4	6,447	15.1	5.1	9.2	37.7	38.5
2018E	125.3	40.1	33.4	3,520	61.2	9,967	9.3	3.3	5.8	42.9	27.9
2019E	154.1	49.3	41.3	4,362	23.9	14,329	7.5	2.3	4.4	35.9	22.0

그림42 하나머티리얼즈 주주구성



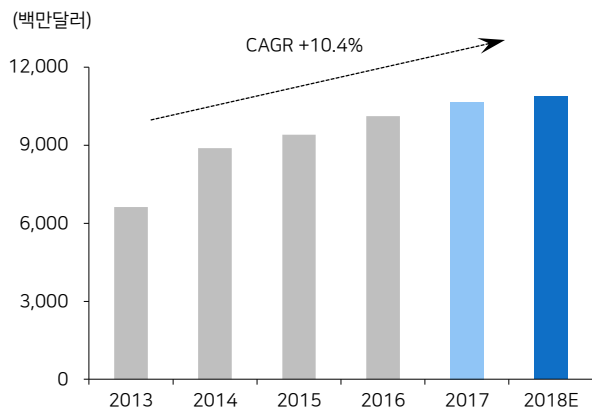
자료: 하나머티리얼즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 매출구성 (3Q17 기준)



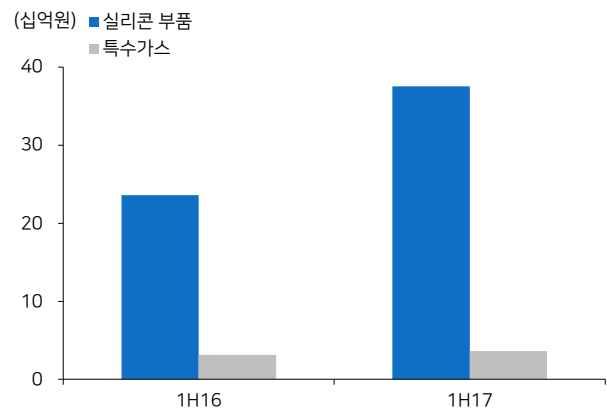
자료: 하나머티리얼즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 Etching(식각) 장비 시장 전망



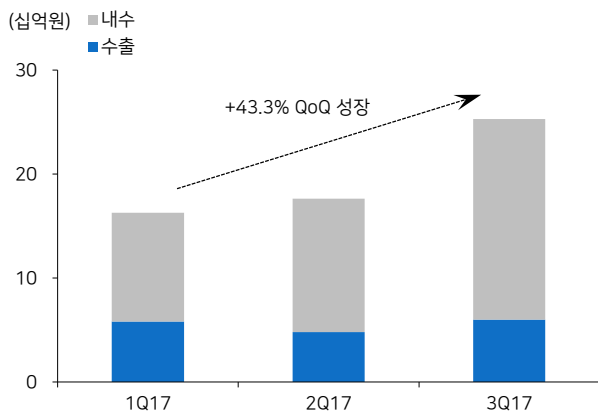
자료: Gartner, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 사업부별 매출액 성장



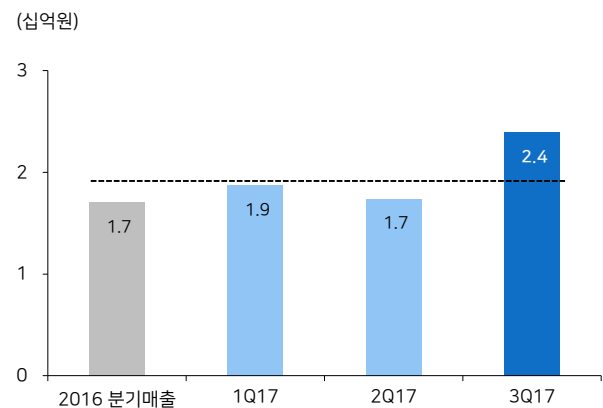
자료: 하나머티리얼즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 실리콘 부품 매출 동향 (2017년)



자료: 하나머티리얼즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 특수가스 매출동향 (2017)



자료: 하나머티리얼즈, 메리츠증권증권 리서치센터

## 하나머티리얼즈 (166090)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	52.7	61.3	101.9	125.3	154.1
매출액증가율 (%)	66.5	16.3	66.2	23.0	23.0
매출원가	36.6	43.5	69.8	75.2	92.5
매출총이익	16.2	17.8	32.1	50.1	61.6
판매관리비	6.2	6.7	8.1	10.0	12.3
영업이익	9.9	11.1	24.0	40.1	49.3
영업이익률	18.8	18.2	23.6	32.0	32.0
금융손익	-1.1	-0.8	-0.0	0.5	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	8.9	11.2	24.0	40.6	50.9
법인세비용	1.3	2.2	4.6	7.2	9.5
당기순이익	7.6	9.0	19.4	33.4	41.3
지배주주지분 순이익	7.6	9.0	19.4	33.4	41.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	11.4	15.3	21.9	37.9	43.1
당기순이익(손실)	7.6	9.0	19.4	33.4	41.3
유형자산상각비	4.6	5.5	10.2	8.9	7.2
무형자산상각비	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
운전자본의 증감	-3.8	-1.1	-8.0	-4.6	-5.7
투자활동 현금흐름	-12.1	-7.9	-10.7	-6.4	-2.5
유형자산의증가(CAPEX)	-11.5	-7.0	-10.0	-6.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-0.1	-0.5	-0.3	-0.4
재무활동 현금흐름	1.0	-4.9	-12.5	0.0	0.0
차입금의 증감	5.5	-5.9	-12.5	0.0	0.0
자본의 증가	4.5	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.3	2.5	-1.4	31.5	40.5
기초현금	1.7	1.9	4.4	3.1	34.5
기말현금	1.9	4.4	3.1	34.5	75.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	21.3	24.4	36.3	75.4	125.3
현금및현금성자산	1.9	4.4	3.1	34.5	75.1
매출채권	6.0	5.2	8.6	10.6	13.0
재고자산	12.2	13.4	22.3	27.5	33.8
비유동자산	46.2	48.3	48.3	45.4	40.4
유형자산	42.4	43.6	43.5	40.6	35.5
무형자산	1.2	2.6	2.3	2.0	1.7
투자자산	0.7	0.7	1.2	1.5	1.9
자산총계	67.4	72.7	84.6	120.8	165.7
유동부채	25.8	28.7	20.2	22.6	25.5
매입채무	0.6	1.2	1.9	2.4	2.9
단기차입금	9.4	10.0	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	7.4	12.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.7	2.4	3.3	3.8	4.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.5	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	35.5	31.0	23.5	26.4	29.9
자본금	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7
자본잉여금	9.8	10.6	10.6	10.6	10.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	18.5	27.3	46.7	80.0	121.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	31.9	41.7	61.1	94.4	135.8

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	7,686	8,354	11,489	13,222	16,263
EPS(지배주주)	1,109	1,231	2,184	3,520	4,362
CFPS	2,407	2,565	3,895	5,199	5,987
EBITDAPS	2,151	2,296	3,895	5,199	5,987
BPS	4,047	5,592	6,447	9,967	14,329
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)			0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	15.1	9.3	7.5
PCR	0.0	0.0	8.4	6.3	5.5
PSR	0.0	0.0	2.9	2.5	2.0
PBR	0.0	0.0	5.1	3.3	2.3
EBITDA	14.8	16.8	34.5	49.3	56.7
EV/EBITDA	1.8	1.1	9.2	5.8	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.2	24.5	37.7	42.9	35.9
EBITDA 이익률	28.0	27.5	33.9	39.3	36.8
부채비율	111.1	74.3	38.5	27.9	22.0
금융비용부담률	2.2	1.3	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	8.7	13.8	139.2	364.4	448.3
매출채권회전율(x)	12.6	11.0	14.8	13.0	13.0
재고자산회전율(x)	4.7	4.8	5.7	5.0	5.0

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 구성진

02. 6098-6662

sungjin.goo@meritz.co.kr

## 코미코 183300

## 신기술로 신고가 도전

- ✓ 신기술 코팅의 매출 비중 증가로 평균판매가격 상승
- ✓ 업황 호조로 전방 반도체 공장 가동률 상승, 판매량도 증가
- ✓ '18년 영업이익 331억원 예상, 반도체 공정의 미세화로 실적 호조세 지속
- ✓ 증설 중인 대만 신공장은 '18년 하반기부터 가동, '19년 실적도 기대
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 36,000원으로 상향

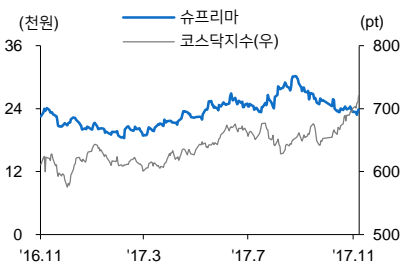
## Buy

적정주가 (12개월) **36,000 원**  
 현재주가 (11.20) **25,900 원**  
 상승여력 **39.0%**

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	2,273억원
발행주식수	878만주
유동주식비율	55.56%
외국인비중	10.63%
52주 최고/최저가	27,000원/16,300원
평균거래대금	35.7억원
주요주주(%)	
미코	39.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.6	40.8	0.0
상대주가	-1.8	15.2	0.0

## 주가그래프



## 판매가격 Up, 판매량도 Up

판매가격(P) 상승과 판매량(Q) 증가가 동시에 이뤄지고 있다. 판매가격 상승의 이유는 기존 코팅 기술 대비 가격이 비싼 신기술 코팅 FineCera 와 NOVA 의 매출 비중이 증가했기 때문이다. YF3 파우더를 쓴 FineCera 는 지난해 4 분기에 국내 H 사가 채택했고, 3Q17 에 매출 비중 10.1%(+7.8%pt YoY)를 차지했다. Y2O3 파우더를 쓴 NOVA 코팅은 파티클을 제어해주는 공정에 더 특화된 기술이며, 대만의 주요 고객사인 T 사와 국내 H 사가 '17 년 초에 채택했다. NOVA 매출 비중은 3Q17 에 4.5%(+3.9%pt YoY)로 증가했다. 판매량 증가는 업황 호조로 전방 반도체 공장의 가동률이 상승했기 때문이다.

## '18년 영업이익 331억원 예상

'17 년 매출액은 1,253 억원(+33.4% YoY), 영업이익은 273 억원(+54.0% YoY, OPM 21.8%) 달성을 예상한다. '18 년 매출액은 1,469 억원(+17.2% YoY), 영업이익 331 억원(+21.2% YoY, OPM 22.5%)을 전망한다. 반도체 공정의 미세화로 실적이 지속적으로 개선되는 가운데, 대만에서 증설하고 있는 신공장이 '18 년 하반기부터 가동되기 시작한다.

## 적정주가 36,000 원으로 상향

투자 의견 Buy 를 유지하고, 적정주가는 36,000 원으로 상향한다. '17, '18 년 순이익 전망치를 각각 13.1%, 2.5% 상향했고, 가치평가 기준을 '18 년으로 조정했다. 케이엠씨홀딩스 오버행 이슈도 마무리되었다. 현 주가는 '18 년 예상 기준 PER 10.6 배(EPS Growth 13.9%), PBR 3.0 배(ROE 31.5%)다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	84.2	14.1	7.2	1,022	231.9	4,289	N/A	N/A	0.7	26.7	156.9
2016	94.0	17.7	10.6	1,515	45.3	5,398	N/A	N/A	0.3	31.0	132.0
2017E	125.3	27.3	18.0	2,233	47.4	6,957	12.1	3.9	6.8	36.1	67.9
2018E	146.9	33.1	22.3	2,545	13.9	9,118	10.6	3.0	5.4	31.5	55.7
2019E	167.4	39.5	26.9	3,060	20.3	11,716	8.8	2.3	4.1	29.3	46.8

표21 코미코 실적 추이와 전망

(십억원, %, 천 개)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>70.6</b>	<b>84.2</b>	<b>94.0</b>	<b>125.3</b>	<b>146.9</b>	<b>167.4</b>
대한민국(안성)	32.9	38.7	44.1	66.4	79.7	86.1
미국	18.0	23.0	25.8	29.0	32.4	36.8
중국	13.3	15.3	15.6	17.4	16.7	17.1
대만	5.2	5.8	5.9	8.4	13.3	22.2
싱가포르	3.1	3.7	5.6	7.7	8.1	8.5
연결 및 조정	-1.9	-2.3	-3.0	-3.5	-3.4	-3.3
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>14.1</b>	<b>17.7</b>	<b>27.3</b>	<b>33.1</b>	<b>39.5</b>
대한민국(안성)	2.5	5.8	7.2	14.6	17.5	18.9
미국	4.0	5.4	5.1	6.1	7.1	8.3
중국	1.7	2.5	4.3	4.5	4.4	4.6
대만	0.6	1.1	0.8	1.6	2.5	4.7
싱가포르	-2.9	-2.2	-1.5	-0.1	0.8	1.6
연결 및 조정	1.3	1.6	1.9	0.6	0.7	1.4
<b>영업이익률</b>	<b>10.2</b>	<b>16.7</b>	<b>18.9</b>	<b>21.8</b>	<b>22.5</b>	<b>23.6</b>
지배주주순이익	2.1	7.2	10.6	18.0	22.3	26.8
순이익률	2.9	8.5	11.3	14.3	15.2	16.0
<b>생산능력</b>	<b>1,037.4</b>	<b>1,139.9</b>	<b>1,148.3</b>	<b>1,366.5</b>	<b>1,567.7</b>	<b>1,719.5</b>
대한민국(안성)	581.0	667.8	667.8	856.4	1,027.6	1,130.4
미국	141.8	157.5	165.9	176.5	185.3	194.6
중국	236.5	236.5	236.5	236.5	236.5	248.3
대만	27.9	27.9	27.9	37.7	55.9	83.8
싱가포르	50.1	50.1	50.1	59.4	62.4	62.4

자료: 코미코, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 코미코 Valuation

(원, %, 배)	17E	18E	19E
<b>BPS</b>	<b>6,957</b>	<b>9,118</b>	<b>11,715</b>
ROE-g	36.1	31.5	29.3
ROE	36.1	31.5	29.3
연구성장률(g)	0.0	0.0	0.0
r-g	7.8	7.8	7.8
자본비용(r)	7.8	7.8	7.8
베타	1.0	1.0	1.0
무위험수익률	1.8	1.8	1.8
리스크 프리미엄	6.0	6.0	6.0
<b>적정 PBR</b>	<b>4.7</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>
연도별 적정주가 산출	32,391	37,089	44,271
<b>적정주가</b>	<b>36,000</b>	'17년 25%, '18년 75% 가중 평균	

자료: 코미코, 메리츠증권증권 리서치센터

## 코미코 (183300)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	84.2	94.0	125.3	146.9	167.4
매출액증가율 (%)	19.2	11.7	33.4	17.2	14.0
매출원가	47.4	50.9	66.2	76.0	85.1
매출총이익	36.8	43.1	59.2	70.9	82.4
판매관리비	22.7	25.4	31.9	37.8	42.9
영업이익	14.1	17.7	27.3	33.1	39.5
영업이익률	16.7	18.9	21.8	22.5	23.6
금융손익	-2.1	-2.3	-1.3	-0.7	-0.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	11.9	15.6	26.0	32.4	38.9
법인세비용	4.5	4.9	7.8	9.7	11.7
당기순이익	7.4	10.8	18.2	22.7	27.3
지배주주지분 순이익	7.2	10.6	18.0	22.3	26.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	18.5	15.3	25.7	30.5	35.2
당기순이익(손실)	7.4	10.8	18.2	22.7	27.3
유형자산상각비	4.6	4.4	5.6	7.4	7.5
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	2.7	-2.4	1.9	0.4	0.4
투자활동 현금흐름	-3.2	-3.6	-11.6	-23.4	-7.4
유형자산의증가(CAPEX)	-3.3	-3.8	-11.0	-23.0	-7.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-8.5	-4.0	-10.2	-4.4	-4.4
차입금의 증감	-6.8	-0.6	-15.0	-1.7	-1.0
자본의 증가	0.0	0.0	8.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.2	6.8	3.9	2.7	23.4
기초현금	11.0	18.2	25.0	28.9	31.6
기말현금	18.2	25.0	28.9	31.6	55.0

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	35.3	45.6	53.9	60.6	87.7
현금및현금성자산	18.2	25.0	28.9	31.6	55.0
매출채권	11.3	15.1	17.4	20.1	22.6
재고자산	3.4	3.0	4.4	5.1	5.8
비유동자산	47.4	47.6	52.9	68.5	68.0
유형자산	43.5	43.6	49.0	64.6	64.2
무형자산	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	82.7	93.2	106.9	129.1	155.8
유동부채	24.9	33.9	21.1	22.1	23.6
매입채무	3.4	6.8	6.8	8.0	9.0
단기차입금	11.8	10.6	5.6	3.6	2.6
유동성장기부채	1.2	9.7	-0.3	0.0	0.0
비유동부채	25.6	19.2	22.1	24.1	26.1
사채	13.2	7.4	7.4	7.4	7.4
장기차입금	5.0	2.9	2.9	2.9	2.9
부채총계	50.5	53.0	43.2	46.2	49.7
자본금	3.5	3.5	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	18.2	18.2	25.8	25.8	25.8
기타포괄이익누계액	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	8.3	15.9	31.1	50.1	72.8
비지배주주지분	1.8	2.1	2.3	2.6	3.0
자본총계	32.2	40.2	63.7	82.9	106.1

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	12,025	13,426	15,593	16,743	19,082
EPS(지배주주)	1,022	1,515	2,233	2,545	3,060
CFPS	2,188	2,691	4,097	4,617	5,352
EBITDAPS	2,677	3,161	4,097	4,617	5,352
BPS	4,289	5,398	6,957	9,118	11,716
DPS	318	462	311	387	466
배당수익률(%)	N/A	N/A	1.2	1.4	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	12.1	10.6	8.8
PCR	N/A	N/A	6.6	5.8	5.0
PSR	N/A	N/A	1.7	1.6	1.4
PBR	N/A	N/A	3.9	3.0	2.3
EBITDA	18.7	22.1	32.9	40.5	47.0
EV/EBITDA	N/A	N/A	6.8	5.4	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.7	31.0	36.1	31.5	29.3
EBITDA 이익률	22.3	23.5	26.3	27.6	28.0
부채비율	156.9	132.0	67.9	55.7	46.8
금융비용부담률	2.9	2.1	1.2	0.7	0.5
이자보상배율(x)	5.7	8.9	18.2	34.6	45.4
매출채권회전율(x)	7.7	7.1	7.7	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	28.1	29.4	33.9	31.1	30.8

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 구성진

02. 6098-6662

sungjin.goo@meritz.co.kr

## 월덱스 101160

## 저가 매력의 3D NAND 수혜주

- ✓ '00년에 설립된 실리콘 전극/링과 퀵츠 전문 기업
- ✓ 경쟁사와 달리 고객사 다변화, 마이크론과 SK하이닉스가 주요 고객사
- ✓ '18년에 마이크론과 도시바, 인텔향 매출 큰 폭 증가
- ✓ '18년 예상 기준 PER 6.3배(EPS Growth 34.4%)로 경쟁사 대비 저평가
- ✓ 4년 만에 배당 재개, '17년 예상 DPS는 50원 이상

## Not Rated (신규)

## 적정주가 (12개월)

원  
현재주가 (11.20) 6,000 원

상승여력 N/A

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	991억원
발행주식수	1,651만주
유동주식비율	62.03%
외국인비중	0.77%
52주 최고/최저가	6,330원/2,455원
평균거래대금	10.0억원

## 주요주주(%)

배종식 외 5 인	37.41
이용호 외 2 인	6.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.4	70.2	106.5
상대주가	-2.8	39.2	63.1

## 주가그래프



## 실리콘 전극/링과 퀵츠 전문 기업

'00년에 설립된 월덱스는 반도체 애칭 공정에 사용되는 실리콘 전극과 실리콘 링, 퀵츠 등을 제조한다. 주요 경쟁사는 SKC 솔믹스, 하나머티리얼즈, 원익 퀵츠, 티씨케이 등이다. 월덱스는 주로 한 고객사에 집중되어 있는 동종 업체들과 달리 고객사가 다변화되어 있으며, 애프터 마켓에서 사업을 영위하고 있다. 매출 비중은 실리콘 제품이 53%, 퀵츠 33%, 기타 세라믹류가 14% 이상 차지한다. 마이크론과 SK 하이닉스가 주요 고객사다.

## 마이크론 등 해외 고객사 매출 급증

3D NAND 투자 증가와 함께 실리콘 부품 수요도 폭증하고 있다. 실리콘 부품은 적층 구조의 3D 메모리 설계로 여러 번 반복되는 식각 공정에서 일정 시간 사용 후 대체해야 하는 소모성 제품이다. '17년 매출은 910억원(+31% YoY), 영업이익 120억원(+223% YoY, 13.2% OPM)을 달성한다. '18년 매출은 1,101억원(+21% YoY), 영업이익 159억원(+32% YoY, OPM 14.5%)을 예상한다. 해외 주요 고객사향 매출이 많이 늘어난다. 마이크론향으로 퀄리티 테스트 진행 중인 8개 제품 중 3개가 승인이 났고, 향후 순차적으로 승인이 나며 '18년 매출 약 100억원이 추가될 전망이다. 도시바와 인텔향으로도 퀄리티 테스트 통과된 제품 수 증가로 약 50억원의 매출이 추가된다.

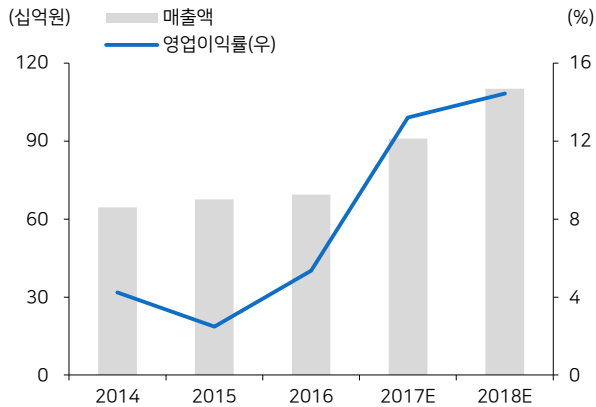
## 경쟁사 대비 저평가

월덱스의 현재 주가는 '18년 예상 기준 PER 6.3배(EPS Growth 34.4%), PBR 1.5배(ROE 21.9%)로 투자 매력이 높다. 4년 만에 배당도 재개될 전망이다. '17년 예상 DPS는 50원 이상이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	64.5	2.7	-4.7	-473	-46.8	2,165	-4.2	0.9	8.2	-11.2	192.7
2015	67.6	1.7	-3.5	-257	-45.7	2,125	-7.9	1.0	10.0	-8.3	185.0
2016	69.5	3.7	0.5	38	-113.6	2,212	75.2	1.3	8.5	1.2	147.7
2017E	91.0	12.0	9.5	585	1,443.7	2,661	8.8	1.9	5.1	18.8	104.6
2018E	110.1	15.9	13.4	811	38.7	3,413	6.3	1.5	4.3	21.9	91.4

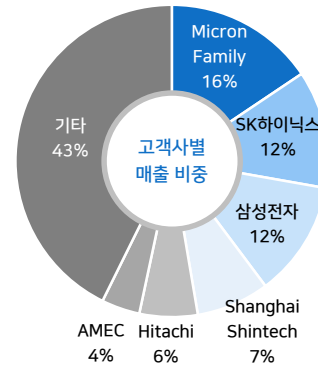


그림48 매출액, 영업이익률 추이와 전망



자료: 월덱스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 고객사별 매출 비중



자료: 월덱스, 메리츠종금증권 리서치센터

표23 Peer Valuation Table

(십억원, %, 배)		월덱스	하나머티리얼즈	SKC솔믹스	티씨케이
매출액	16	69.5	61.3	94.5	89.4
	17E	91.0	101.9	134.4	129.4
	18E	110.1	125.3	165.3	174.6
매출총이익률	16	25.2	29.0	25.5	43.0
영업이익	16	3.7	11.1	17.3	27.4
	17E	12.0	24.0	24.2	46.7
	18E	15.9	40.1	32.2	61.6
영업이익률	16	5.4	18.1	18.3	30.6
	17E	13.2	23.6	18.0	36.1
	18E	14.5	32.0	19.5	35.3
PER	16	75.2	N/A	N/A	16.6
	17E	8.8	15.1	14.8	19.6
	18E	6.3	9.3	11.9	14.6
PBR	16	1.3	N/A	8.9	3.3
	17E	1.9	5.1	16.3	5.2
	18E	1.5	3.3	13.1	4.0
ROE	16	1.2	25.0	-152.9	21.9
	17E	18.8	37.7	47.8	30.1
	18E	21.9	42.9	38.2	30.9

주: 월덱스와 하나머티리얼즈, 티씨케이는 메리츠 추정치 기준, SKC솔믹스는 컨센서스 기준

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 월덱스 (101160)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	64.5	67.6	69.5	91.0	110.1
매출액증가율 (%)	-5.6	4.8	2.7	31.0	21.0
매출원가	47.8	51.5	52.0	63.9	77.6
매출총이익	16.8	16.1	17.5	27.1	32.5
판매관리비	14.0	14.4	13.8	15.1	16.6
영업이익	2.7	1.7	3.7	12.0	15.9
영업이익률	4.2	2.5	5.4	13.2	14.5
금융손익	-1.8	-3.6	-3.1	-1.7	-1.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.8	-1.9	-0.0	0.1	0.1
세전계속사업이익	-0.8	-3.8	0.6	10.5	14.7
법인세비용	3.9	-0.3	0.1	1.6	2.2
당기순이익	-4.8	-3.5	0.5	8.9	12.5
지배주주지분 순이익	-4.7	-3.5	0.5	9.5	13.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	9.3	7.1	6.2	14.6	14.5
당기순이익(손실)	-4.8	-3.5	0.5	8.9	12.5
유형자산상각비	7.0	6.1	6.0	10.4	8.3
무형자산상각비	0.6	0.3	0.5	0.2	0.2
운전자본의 증감	0.3	1.2	-3.4	-4.7	-6.3
투자활동 현금흐름	-3.1	-0.6	-1.3	-1.7	-2.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1.6	-1.0	-1.0	-1.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	3.5	0.3	-0.3	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-4.7	-8.4	-4.3	-15.9	-1.2
차입금의 증감	-9.2	-6.4	-7.8	-15.1	0.0
자본의 증가	6.7	0.0	5.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1.2	-1.8	0.6	-3.0	10.6
기초현금	5.8	7.1	5.3	5.9	2.9
기말현금	7.1	5.3	5.9	2.9	13.5

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	49.1	45.1	50.0	55.9	76.7
현금및현금성자산	7.1	5.3	5.9	2.9	13.5
매출채권	10.0	9.0	11.6	13.5	16.3
재고자산	23.9	22.5	24.8	30.9	37.4
비유동자산	76.2	69.6	64.8	55.5	49.1
유형자산	58.5	54.1	48.8	39.4	33.1
무형자산	13.6	11.6	11.4	11.2	11.0
투자자산	0.7	0.4	0.6	0.8	1.0
자산총계	125.3	114.7	114.8	111.3	125.8
유동부채	72.0	55.7	63.7	51.2	53.4
매입채무	5.3	3.8	4.4	5.7	6.9
단기차입금	38.5	40.6	40.5	40.5	40.5
유동성장기부채	25.1	8.6	15.1	0.0	0.0
비유동부채	10.5	18.7	4.7	5.8	6.7
사채	4.9	8.6	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.8	7.1	1.4	1.4	1.4
부채총계	82.5	74.5	68.5	56.9	60.1
자본금	6.8	6.8	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	27.0	27.0	31.1	31.1	31.1
기타포괄이익누계액	-2.1	-1.1	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	12.0	8.5	9.0	17.8	30.0
비지배주주지분	0.0	-0.0	-0.0	-0.7	-1.6
자본총계	42.8	40.2	46.4	54.4	65.7

## Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	6,482	5,010	4,950	5,582	6,670
EPS(지배주주)	-473	-257	38	585	811
CFPS	740	654	814	1,387	1,477
EBITDAPS	1,037	599	733	1,387	1,477
BPS	2,165	2,125	2,212	2,661	3,413
DPS	0	0	0	50	70
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.0	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	-4.2	-7.9	75.2	8.8	6.3
PCR	2.7	3.1	3.5	3.7	3.5
PSR	0.3	0.4	0.6	0.9	0.8
PBR	0.9	1.0	1.3	1.9	1.5
EBITDA	10.3	8.1	10.3	22.6	24.4
EV/EBITDA	8.2	10.0	8.5	5.1	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.2	-8.3	1.2	18.8	21.9
EBITDA 이익률	16.0	12.0	14.8	24.8	22.1
부채비율	192.7	185.0	147.7	104.6	91.4
금융비용부담률	4.6	4.0	3.3	2.0	1.4
이자보상배율(x)	0.9	0.6	1.6	6.5	10.1
매출채권회전율(x)	6.6	7.1	6.8	7.3	7.4
재고자산회전율(x)	2.7	2.9	2.9	3.3	3.2



# 내수경기

내수경기는 아직도 바닥일까?

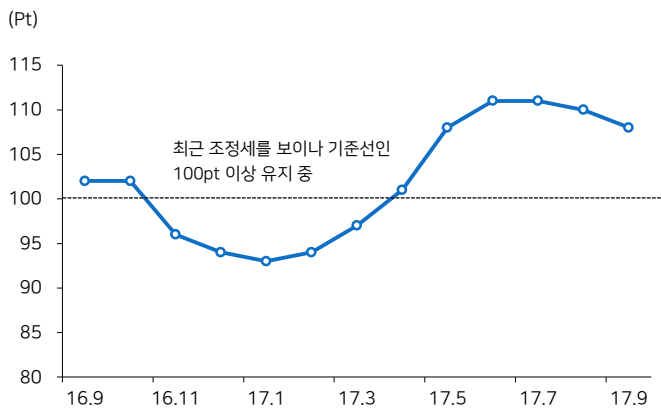
종목	투자판단	적정주가
해마로푸드서비스(220630)	Buy(신규)	3,100
보라티알(250000)	Buy(신규)	19,800
한국맥넬티(222980)	Not Rated(신규)	-
서울옥션(063170)	Not Rated(신규)	-

## 2. 내수경기는 아직도 바닥일까?

### 바닥을 확인하고 있는 내수경기

소비자들의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 지표인 소비자심리지수(CCSI)는 현재 생활형편, 가계수입전망, 소비지출전망 등 6개의 주요 개별지수를 표준화하여 합성한 지수로 전반적인 소비심리를 종합적으로 판단하는 데 유용한 지표이다.

그림50 소비자 심리지수 (CCSI, Consumer Composite Sentiment Index)



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 내수 소비심리에 좋지 않았던 외부환경

구분	내용
2014	세월호
2015	메르스
2016	탄핵 및 김영란법 시행
2017	사드 이슈

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

'11. 1월 최고치(111.4pt)이후 2017년 5월부터 101pt, 7월 111pt, 8월 110pt, 9월 108pt로 상승세는 다소 주춤하나 기준선인 100pt 이상을 지속 유지 중이다. 이는 2009년 이후 최저점을 보였던 2016년말 '탄핵이슈' 이후로 신정부에 대한 기대감과 글로벌 경기 회복 기대감에 2Q17을 기점으로 큰 폭의 반등을 보였다. 이어 나온 부동산 규제대책(17.8월) 이후로 소강상태를 보이고 있다.

### 바닥을 확인하고 있는 내수경기

[표 25, 소비자 심리지수 세부내역]를 살펴보면 세부 구성 내역에서 아직까지 가정생활형편이 나아지는 부문은 개선되지 않았으나 향후 가계수입전망 및 소비지출전망은 바닥권을 잡은 것을 알 수 있다. '17.8월' 8.2 부동산 대책, '17.10월' '가계부채 종합대책' 등 소비심리에 악영향을 미치는 부분은 소비자 심리지수의 '17.8월 소비지출 전망 및 향후 경기전망' 등이 일시적으로 나빠진 것을 보면 확인 할 수 있다.

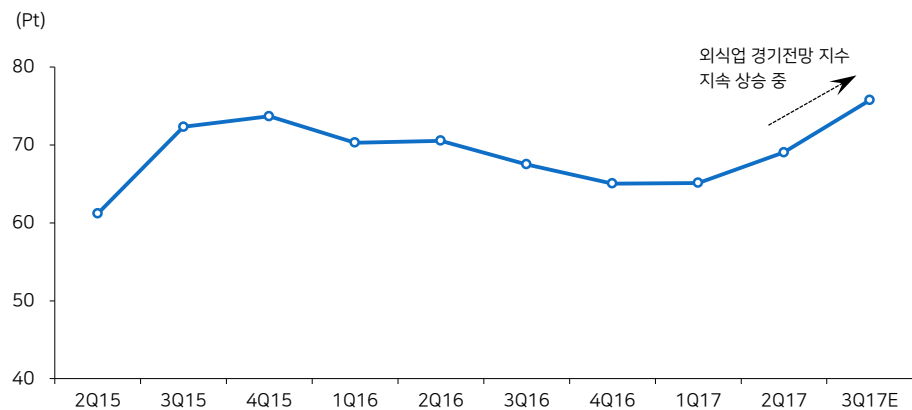
표25 소비자 심리지수 세부내역

구 분		17.2	17.3	17.4	17.5	17.6	17.7	17.8	17.9	17.10
소비자심리지수		94.4	96.7	101.2	108.0	111.1	111.2	109.9	107.7	109.2
구성지수	현재생활형편	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.2	(0.2)	0.0	0.0
기여도	생활형편전망	0.5	0.5	0.7	1.2	0.0	0.2	(0.5)	0.0	0.0
	가계수입전망	(0.4)	0.4	0.4	1.2	0.4	0.0	0.0	0.0	0.4
	소비지출전망	0.0	0.0	0.7	0.0	1.0	(0.3)	0.3	(0.7)	0.3
	현재경기판단	0.4	0.4	1.0	1.3	1.1	0.3	(0.3)	(0.6)	0.4
	향후경기전망	0.4	0.8	1.4	2.6	0.1	(0.3)	(0.6)	(0.9)	0.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하지만, 대내외적으로 신정부의 일자리 추경, 최저임금 인상 등의 경기부양책과 긍정적인 수출호조 지속, 증시 상승 등에 따라 가계수입전망이 바닥을 찍고 내수 소비는 조금씩 회복세를 진행할 전망이다. 이에 따라 그 동안 내수경기에 위축되었던 국내 소비가 조금씩 상승이 예상된다.

그림51 외식업 전망지수 동향



자료: 식품산업통계정보시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

특히 외식업 전망지수의 경우 2Q15 61.1pt로 저점을 기록한 이후로 지속적인 반등세를 보이고 있으며, 16년말 국정농단과 탄핵사건 이후로 1Q17부터 반등세를 보이고 있어 향후 가계수입 증가(ex.소득 증가) 등이 개선될 시에 긍정적인 모습이 예상된다.

표26 종목 스크리닝 조건

조건	내용
Condition 1.	2014~16년 매출액 성장률 20% 이상
Condition 2.	2015년대비 2016년 영업이익 증가
Condition 3.	2016년대비 2017년 영업이익 감소

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이에 따라 2013년 이후 신규 IPO 종목들 중 유통/내구소비재/생활용품/음식료 및 담배 섹터에 속하는 종목군에 대해 다음과 같은 조건을 부여하여 스크리닝으로 종목선정을 해보았다.

표27 신규IPO 종목군 및 개별관심 기업

종목명	2014			2015			2016			2017E			2018E			조건 1	조건 2	조건 3	비고
(억원)	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익				
해마로푸드서비스	794.6	67.5	53.8	1,486.3	88.0	60.4	2,019.3	169.0	89.5	2,349.0	149.0	137.0	-	-	-	○	○	○	
한국맥넬티	196.9	5.7	56.0	271.3	27.6	23.2	325.1	37.1	27.5	-	-	-	-	-	-	○	○	○	
보라티알	-	-	-	69.6	17.2	10.5	383.5	85.0	74.1	461.5	114.0	91.4	579.0	147.0	123.0	○	○		
서울옥션	237.9	51.1	35.9	547.6	150.9	129.3	508.5	96.5	66.2	-	-	-	-	-	-	○		○	기타

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[표 27] 과 같이 1) 최소 '14~'16년간 연간 10% 성장률은 유지하고, 2) '15년 대비 '16년 영업이익은 증가하였으나 3) '16년 대비 '17년 영업이익은 감소한 기업을 조건으로 하였으며 3가지 조건 중 2가지 이상 충족되는 기업군 중에서 Bottom-up으로 관심 있는 기업들을 위와 같이 선정하였다.

세바스#1  
2017. 11. 21

▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

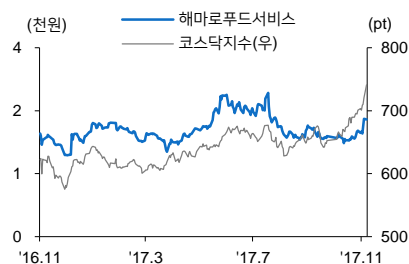
## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **3,100 원**  
현재주가 (11.17) **2,265 원**  
상승여력 **32.5%**

KOSDAQ	775.85pt
시가총액	2,127억원
발행주식수	9,390만주
유동주식비율	29.93%
외국인비중	2.77%
52주 최고/최저가	2,740원/1,550원
평균거래대금	14.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
정현식 외 5 인	70.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.1	8.6	18.0
상대주가	4.7	-10.4	-4.5

주가그래프



# 해마로푸드서비스 220630

## ‘맘스터치’ 돌풍은 지속된다.

- ✓ ‘맘스터치’를 보유한 햄버거 및 치킨 프랜차이즈 업체
- ✓ 프랜차이즈 규제 및 갑질논란에 따른 주가 부진.
- ✓ 신규 사업인 ‘붐바타’ 등 식자재 및 물류 공유를 통한 시너지 기대
- ✓ 3Q17 잠정실적부터 일회성 비용이 없는 정상적인 실적으로 회귀
- ✓ ‘18년 예상 EPS에 Target PER 15배를 적용하여 적정주가 3,100원 제시

### ‘맘스터치’ 보유한 프랜차이즈

‘맘스터치’ 매장수는 ‘12년 288개, ‘16년 1,001개까지 증가(CAGR +31%), 2Q17 기준 1,061개까지 확장 중이다. 소규모 자본으로 창업 가능한 중소형 매장을 통한 프랜차이즈(Franchisee) 수익추구 전략과 낮은 브랜드 로열티(매출액 대비 2.3%)를 통해 착한 프랜차이즈로서 지속 성장 중이다.

### 힘든 외부환경에도 꾸준한 성장 기록

3Q17 잠정실적 매출액 614억(+18.9%, YoY), 영업이익 49억(+186.8%, YoY), 당기순이익 42억(+30%, YoY) 호실적 시현하였다. 3Q16 일회성 비용(상장 비용, 광고비증가) 따른 기저효과 및 3Q17 일회성 비용이 없는 정상적인 실적 이 나온 것으로 판단된다. 2Q17 프랜차이즈 갑질논란 및 규제 이슈로 인해 주가는 빠졌으나 실적에는 전혀 문제가 없다.

### 붐바타(수제피자) 출시 및 기존 사업과 시너지

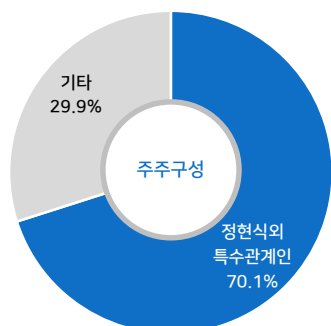
‘17.3월 신규 브랜드인 붐바타(수제피자) 런칭, 가맹 1호점(일산)과 직영 2곳을 포함한 ‘17.11월 현재 총 5곳 오픈 하였다. ‘맘스터치’와 물류플랫폼 공유 및 식자재 공동사용 등 기존사업과의 시너지 예상된다. 향후 규모의 경제 달성 시 원가율 개선 등의 효과 기대되는 시점이다. 일회성 비용이 많았던 1H17과 달리, 2H17부터 ‘18년까지 연 20%의 꾸준한 성장을 보일 것을 예상한다. ‘18년 PER 10.8배로 성장성 대비 valuation 매력 있다고 판단되며 ‘18년을 기대하며 투자할 시점이다.

### ‘맘스터치’ 보유한 프랜차이즈 지속적인 성장 기대

‘04년 설립, ‘16년 상장, 93년 대한제당 그룹 TS 푸드엔시스템에서 TS 맘스터치 사업부로 이름 변경 후 분리 되었다. 現 정현식 대표취임 후 독자경영, 햄버거 및 치킨 전문 브랜드인 ‘맘스터치’ 프랜차이즈 사업 영위하고 있다.

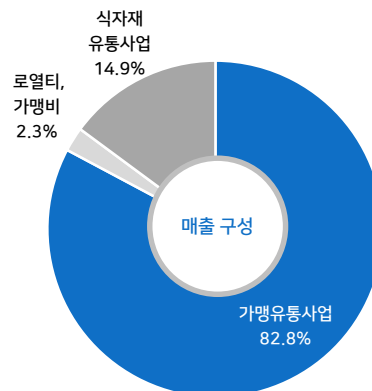
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	148.6	8.8	6.0	70	7.7	176	28.8	11.4	2.1	52.1	194.3
2016	201.9	16.9	9.0	101	44.7	473	19.0	4.1	9.0	30.5	73.5
2017E	241.7	16.8	13.9	150	47.8	583	15.1	3.9	7.9	28.4	55.2
2018E	289.2	23.7	19.7	210	40.3	768	10.8	3.0	5.7	31.1	48.3
2019E	346.1	28.4	23.6	251	19.7	994	9.0	2.3	4.3	28.5	43.2

그림52 해마로푸드서비스 주주구성



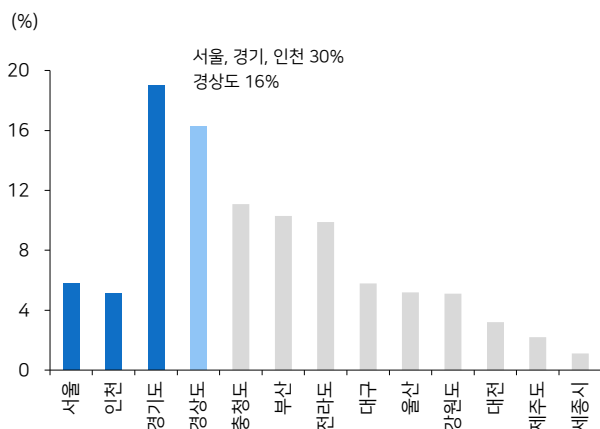
자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 매출구성(2016)



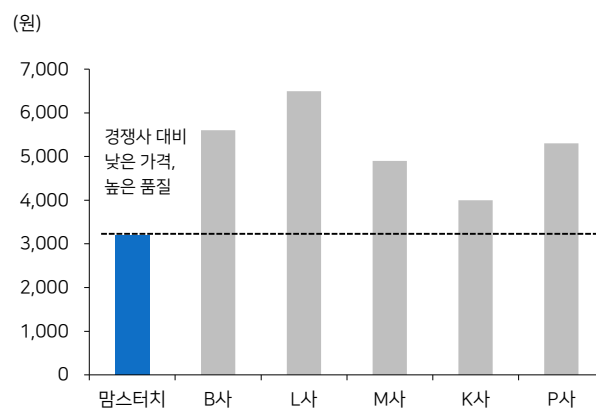
자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 지역별 점포비중(2016)



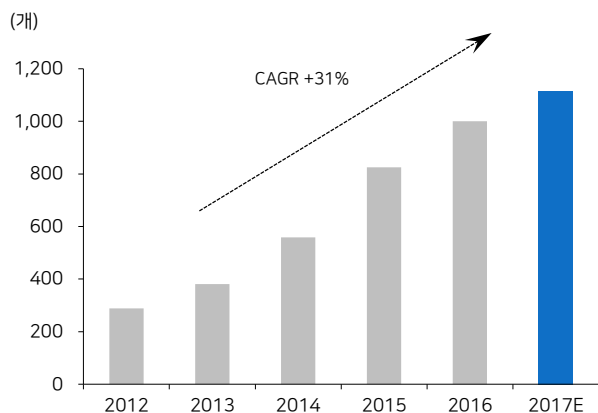
자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 경쟁사 가격 비교 (시그니처 버거 기준)



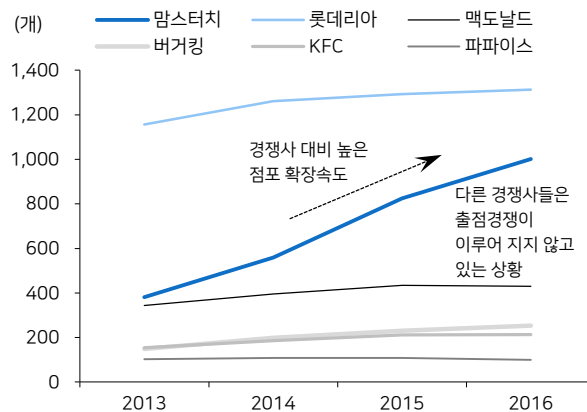
자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 맘스터치 매장수 현황



자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 경쟁사 매장수 트렌드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 해마로푸드서비스 (220630)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	148.6	201.9	241.7	289.2	346.1
매출액증가율 (%)	87.1	35.9	19.7	19.7	19.7
매출원가	109.0	149.5	172.9	205.3	245.7
매출총이익	39.6	52.5	68.8	83.9	100.4
판매관리비	30.8	35.6	52.0	60.2	72.0
영업이익	8.8	16.9	16.8	23.7	28.4
영업이익률	5.9	8.4	6.9	8.2	8.2
금융손익	-0.3	-0.2	0.7	1.2	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-4.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	8.0	11.9	17.5	24.9	30.3
법인세비용	2.0	3.0	3.6	5.2	6.7
당기순이익	6.0	9.0	13.9	19.7	23.6
지배주주지분 순이익	6.0	9.0	13.9	19.7	23.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1.8	19.3	20.4	24.6	27.0
당기순이익(손실)	6.0	9.0	13.9	19.7	23.6
유형자산상각비	0.9	1.4	6.7	5.5	4.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-5.8	4.0	0.3	0.5	0.6
투자활동 현금흐름	-7.5	-14.0	-3.6	-1.8	-1.3
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-14.4	-3.5	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	-1.0	-0.7	-0.8	-0.9
재무활동 현금흐름	5.3	14.7	-7.7	-2.4	-2.4
차입금의 증감	3.8	0.7	-5.3	0.0	0.0
자본의 증가	2.0	19.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.5	20.0	9.2	20.5	23.3
기초현금	2.4	1.9	21.9	31.1	51.6
기말현금	1.9	21.9	31.1	51.6	74.9

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	25.8	40.5	53.4	78.2	106.7
현금및현금성자산	1.9	21.9	31.1	51.6	74.9
매출채권	4.4	3.8	4.5	5.4	6.5
재고자산	16.0	12.0	14.4	17.2	20.6
비유동자산	19.7	34.4	31.6	28.7	26.9
유형자산	17.0	29.2	26.0	22.5	19.8
무형자산	0.1	0.9	0.7	0.5	0.4
투자자산	2.3	3.3	4.0	4.8	5.7
자산총계	45.4	74.9	84.9	106.9	133.6
유동부채	21.9	24.1	22.4	26.9	32.1
매입채무	8.9	9.5	11.3	13.5	16.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	5.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	7.7	7.8	8.0	8.2
사채	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8
장기차입금	6.6	4.2	4.2	4.2	4.2
부채총계	30.0	31.7	30.2	34.8	40.3
자본금	1.9	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	0.7	12.4	12.4	12.4	12.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	12.9	21.6	33.2	50.5	71.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	15.4	43.2	54.7	72.1	93.3

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,721	2,284	2,598	3,080	3,686
EPS(지배주주)	70	101	150	210	251
CFPS	84	174	255	313	353
EBITDAPS	112	207	255	313	353
BPS	176	473	583	768	994
DPS	0	25	25	25	25
배당수익률(%)	0.0	1.3	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	28.8	19.0	15.1	10.8	9.0
PCR	23.9	11.0	8.9	7.2	6.4
PSR	1.2	0.8	0.9	0.7	0.6
PBR	11.4	4.1	3.9	3.0	2.3
EBITDA	9.7	18.3	23.7	29.4	33.1
EV/EBITDA	2.1	9.0	7.9	5.7	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	52.1	30.5	28.4	31.1	28.5
EBITDA 이익률	6.5	9.1	9.8	10.2	9.6
부채비율	194.3	73.5	55.2	48.3	43.2
금융비용부담률	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	29.4	72.1	174.2	340.6	407.6
매출채권회전율(x)	40.8	49.1	58.0	58.0	58.0
재고자산회전율(x)	14.1	14.4	18.3	18.3	18.3

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## 보라티알 250000

## 4Q17 최성수기를 향해 달려가자!

- ✓ 이탈리아 프리미엄 식자재 전문 유통플랫폼 회사
- ✓ 유가공, 오일류, 소스류 등 제품 포트폴리오로 안정적 매출 성장 가능
- ✓ '16~'17년 최악의 외부환경(탄핵,사드) 이후 외식경기 개선 수혜
- ✓ '18년 PER 8.0배 수준, 신규 IPO종목임에도 오버행 이슈 없음.
- ✓ 꾸준한 20%이상의 매출성장을 통해 안정적 실적 보여줄 것.

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) 19,700 원  
현재주가 (11.17) 14,550 원  
상승여력 35.4%

KOSDAQ	775.85pt
시가총액	982억원
발행주식수	675만주
유통주식비율	25.75%
외국인비중	0.24%
52주 최고/최저가	18,300원/11,550원
평균거래대금	5.2억원
주요주주(%)	
김대영 외 2 인	73.51

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.2	0.0	0.0
상대주가	-2.1	0.0	0.0

## 주가그래프



## 4Q17 최성수기가 기대되는 시점

'16 년 탄핵이슈 등 주변환경에 따라 3Q16(+2%,YoY), 4Q16(+2%,YoY)로 낮은 기저효과에 따른 2H17 실적개선을 기대한다. 1H17 기준 매출액 +12%, YoY 대비 하반기 실적 성장을 통해 유통플랫폼의 면모를 보여줄 것이다. '18E PER 8.0 배 수준으로 낮은 밸류에이션 매력 강점 보유하고 있고 안정적인 실적성장에 따른 밸류에이션 프리미엄 타당하다고 판단된다.

## 한정된 수요층과 소품종 Portfolio 보유

이탈리아 프리미엄 식자재는 전방고객이 이탈리아 식당의 오너(Owner)가 아닌 셰프(Chef) 위주이다. 자사제품이 셰프의 요리품질에 영향력이 높아 기존 검증된 제품에 대한 구속력이 높다. 레스토랑별 소량다품종으로 납품이 진행되어 단일제품으로 납품이 어려우며, 자사의 제품 포트폴리오는 400 여개로 이는 타사들(대기업 포함)의 진입장벽으로 작용하고 있다.

## '17년까지 이어진 외식경기 모든 악재는 끝! '18년 기대

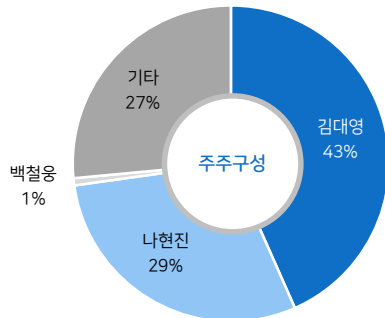
국내 외식산업 경기전망지수는 1Q17 기준 65.1p 이후로 개선 중이다. 세월호('14 년), 메르스 사태('15 년), 김영란법 시행, 탄핵이슈('16 년), 중국사드 이슈('17 년) 등 외부환경 최악의 시기는 지났다고 판단된다. 타외식업체 대비 수요 탄력성이 높은 이탈리아 레스토랑 매출 증가에 따른 자사 수혜 기대한다.

## 이탈리아 프리미엄 식자재 유통업체

2000 년 설립, 글로벌 명성을 보유한 이탈리아 식품 제조회사 데체코(De Cecco) 등에서 이탈리아 식자재 수입을 개시하면서 프리미엄 식자재 유통업에 진출했다. 이탈리아, 그리스, 프랑스 등 다양한 국가의 60 여개 업체로부터 식자재를 수입하여 B2B 납품하며 파스타, 토마토 홀, 올리브 오일 등 450 여개의 다양한 식자재 납품 중이다. 매출비중은 파스타 16.3%, 소스류 20.8%, 오일류 10.5%, 유가공 27%, 절임류 14.7%, 기타 10.7%다.

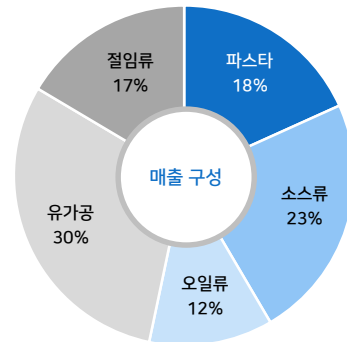
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	7.0	1.7	1.1	227	N/A	1,210	N/A	N/A	8.5	18.4	374.4
2016	38.4	8.5	7.4	1,544	580.4	3,078	N/A	N/A	0.4	70.2	75.6
2017E	44.0	11.4	9.9	1,633	5.7	3,744	8.9	3.9	7.7	48.4	44.3
2018E	57.1	14.8	12.3	1,826	11.8	5,570	8.0	2.6	5.4	39.2	34.8
2019E	74.3	19.3	16.4	2,429	33.0	8,000	6.0	1.8	3.6	35.8	28.8

그림58 보라티알 주주구성



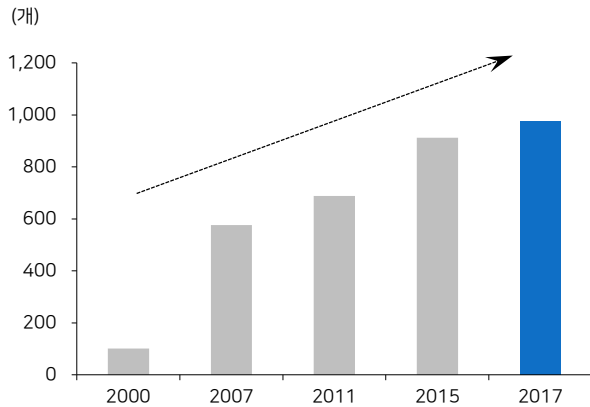
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 매출구성 ('16년말 기준)



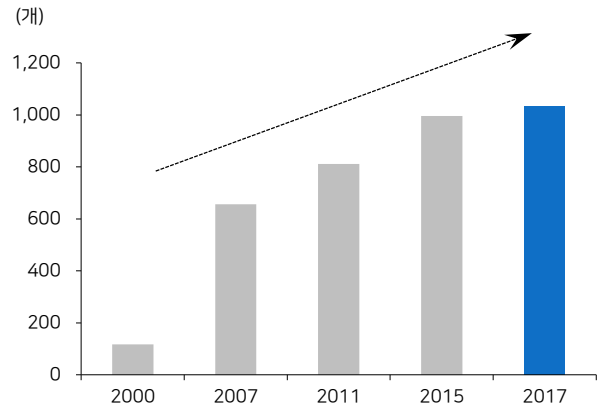
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 거래 아이템수



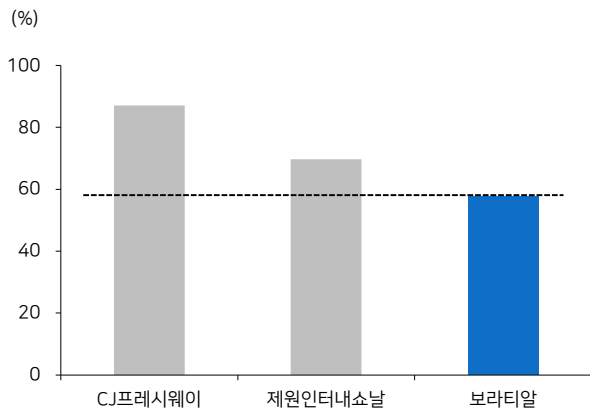
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 보라티알 거래사 수 추이



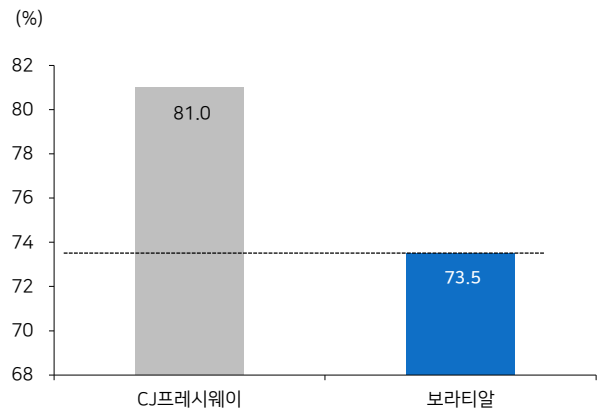
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 경쟁사 대비 낮은 원가율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 상품매입비율 (상품매입액/매출원가) 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 보라티알 (250000)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7.0	38.4	44.0	57.1	74.3
매출액증가율 (%)		450.8	14.6	30.0	30.0
매출원가	3.9	22.2	25.4	33.1	43.0
매출총이익	3.1	16.2	18.5	24.1	31.3
판매관리비	1.4	7.7	7.1	9.3	12.1
영업이익	1.7	8.5	11.4	14.8	19.3
영업이익률	24.7	22.2	25.9	25.9	25.9
금융손익	-0.1	-0.2	0.1	0.3	0.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1.3	9.3	11.4	15.1	19.9
법인세비용	0.3	1.9	1.6	2.8	3.5
당기순이익	1.1	7.4	9.9	12.3	16.4
지배주주지분 순이익	1.1	7.4	9.9	12.3	16.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	0.6	8.7	9.3	10.1	13.3
당기순이익(손실)	1.1	7.4	9.9	12.3	16.4
유형자산상각비	0.1	0.3	0.8	0.8	0.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-1.1	-0.4	-1.3	-3.0	-4.0
투자활동 현금흐름	-0.6	-0.8	-1.4	-1.9	-2.2
유형자산의증가(CAPEX)	0.0	-0.0	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	0.3	-0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-3.1	-8.1	-1.3	0.0	0.0
차입금의 증감	16.5	-10.4	-1.3	0.0	0.0
자본의 증가	4.4	2.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.1	-0.1	6.7	8.2	11.1
기초현금	3.4	0.3	0.2	6.8	15.0
기말현금	0.3	0.2	6.8	15.0	26.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	15.6	17.0	26.1	40.0	58.6
현금및현금성자산	0.3	0.2	6.8	15.0	26.1
매출채권	5.3	4.8	5.5	7.2	9.3
재고자산	7.5	8.4	9.6	12.5	16.2
비유동자산	11.3	10.1	10.4	10.7	10.9
유형자산	10.0	9.4	9.6	9.8	9.9
무형자산	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
투자자산	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6
자산총계	26.9	27.1	36.5	50.7	69.6
유동부채	15.0	6.8	6.3	8.2	10.7
매입채무	2.6	2.7	3.1	4.0	5.2
단기차입금	10.3	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.2	4.9	4.9	4.9	4.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.2	4.9	4.9	4.9	4.9
부채총계	21.2	11.7	11.2	13.1	15.6
자본금	0.2	2.5	2.5	2.5	2.5
자본잉여금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1.1	8.5	18.3	30.6	47.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5.7	15.4	25.3	37.6	54.0

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,512	7,996	7,287	8,464	11,003
EPS(지배주주)	227	1,544	1,633	1,826	2,429
CFPS	375	2,170	2,016	2,316	2,981
EBITDAPS	387	1,826	2,016	2,316	2,981
BPS	1,210	3,078	3,744	5,570	8,000
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)			0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	8.9	8.0	6.0
PCR	0.0	0.0	7.2	6.3	4.9
PSR	0.0	0.0	2.0	1.7	1.3
PBR	0.0	0.0	3.9	2.6	1.8
EBITDA	1.8	8.8	12.2	15.6	20.1
EV/EBITDA	8.5	0.4	7.7	5.4	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.4	70.2	48.4	39.2	35.8
EBITDA 이익률	25.6	22.8	27.7	27.4	27.1
부채비율	374.4	75.6	44.3	34.8	28.8
금융비용부담률	0.8	0.8	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	29.6	27.5	75.9	111.5	144.9
매출채권회전율(x)	1.3	7.6	8.5	9.0	9.0
재고자산회전율(x)	0.9	4.8	4.9	5.2	5.2

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## 한국맥네티 222980

## 돌아서는 내수, 커피에 투자하는 법

- ✓ 인스턴트 커피 및 원두, 커피음료 등을 생산, 판매 전문회사
- ✓ 원두커피 산업은 중소기업 적합업종으로 니치마켓.
- ✓ '14년부터 시작된 애틀미 매출은 연간 100억 수준으로 성장
- ✓ 제약업체 DDS 보유기술을 이용한 건강기능식품 진출 준비중
- ✓ 3Q17 원재료 수급으로 인한 가동중단에 따른 매출액 감소 (10억), 일시적 요인

## Not Rated(신규)

## 적정주가 (12개월)

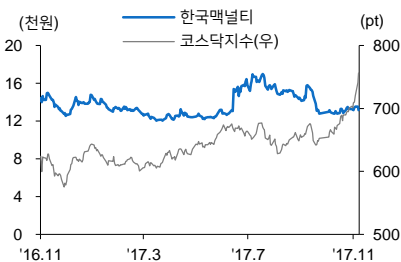
현재주가 (11.20) 14,500 원

상승여력 -

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	721억원
발행주식수	498만주
유동주식비율	30.28%
외국인비중	1.69%
52주 최고/최저가	17,000원/12,050원
평균거래대금	2.7억원
주요주주(%)	
이은정 외 2 인	68.81

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.3	17.4	-1.4
상대주가	-2.9	-4.0	-22.1

## 주가그래프



## 애틀미 매출 성장에 따른 수혜 지속 및 신규사업 기대

'14 년 9 월부터 납품이 시작된 애틀미향 인스턴트 커피는 애틀미 해외진출에 따라서 꾸준한 성장세를 보이고 있다. '14 년 61 억, '15 년 97 억, '16 년 110 억으로 지속적인 관련매출 성장세다. 건기식 등 기존 기술 경쟁력을 활용한 새로운 사업 분야 진출 예정이며 이를 통한 건강기능식품 등 새로운 성장동력을 위한 아이템 연구 중이다. 제품개발 완료 시 유통채널(ex.홈쇼핑) 확대 등을 통해 자사의 매출 증대에 기여할 것으로 예상된다.

## 꾸준히 성장하는 커피부문의 매출

동사의 커피부문 매출은 인스턴트 55%, 원두커피 38%, 기타 2%, 커피음료 5%로 이루어져 있다. 관련 매출은 '14 년 153 억, '15 년 206 억, '16 년 242 억, '17 년 E 256 억으로 해마다 꾸준히 성장하고 있는 중이다. 오랜 노하우 및 기술력, 가격 경쟁력 등을 통해 원두커피 시장 성장에 따른 지속적인 매출 상승 중이다. 국내 원두커피 산업은 중소기업 적합업종으로 국내 메이저 종합식품사를 제외하고 자사와 자명 등 Tier2 업체가 꾸준히 성장하는 니치마켓이다.

## 3Q17 일시적인 실적 부진은 바로 회복 예상.

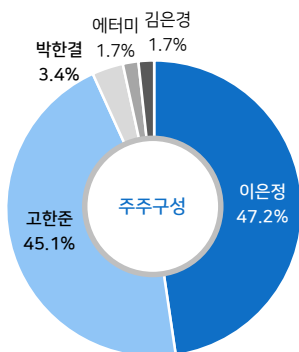
제약 부문 특정품목의 원재료 수급으로 인해 연간 50 억(분기당 15 억) 수준의 품목 중 3Q17 분기 내 2 달간 생산 차질을 겪었다. 이는 '17 년 11 월 기준 해소된 상황이며 4Q17 부터는 정상가동으로 회귀하여 분기별 평균 매출 회복할 것으로 예상된다.

## 오랜 전통을 보유한 커피 강소기업

'97 년 설립, 생두에서 원두가공까지 커피 관련된 제반사업 영위. 매출비중은 원두커피부문 등 76%, 제약부문 24%이다. 커피사업부 내 매출비중은 인스턴트 55%, 원두커피 38%, 커피음료 5%, 기타 2%이다. 급속동결, 초미세공법 등의 기술경쟁력을 통한 비즈니스 경쟁우위 구축, 커피 및 제약 등 안정적인 비즈니스 모델 보유 중이다. 주주구성은 이은정 외 2 인 68.8%, 기타주주 31.2%다.

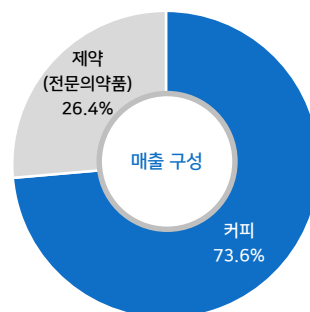
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	32.5	3.7	2.8	552		5,553	25.1	2.5	11.9	9.9	36.8
2017E	34.2	2.9	2.7	545	-1.4	5,967	25.4	2.3	11.2	9.5	31.9
2018E	39.3	3.7	3.5	695	27.5	6,532	19.9	2.1	9.7	11.1	31.6
2019E	45.2	4.3	3.8	772	11.1	7,173	17.9	1.9	8.6	11.3	31.3

그림64 한국맥넬티 주주구성



자료: 한국맥넬티, 메리츠증권증권 리서치센터

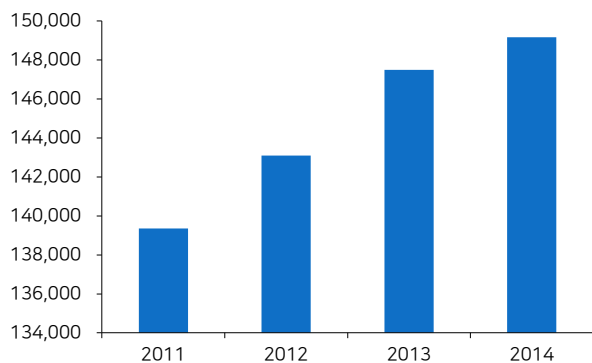
그림65 매출구성 (3Q17기준)



자료: 한국맥넬티, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 글로벌 커피소비량

(천, 60kg bag)



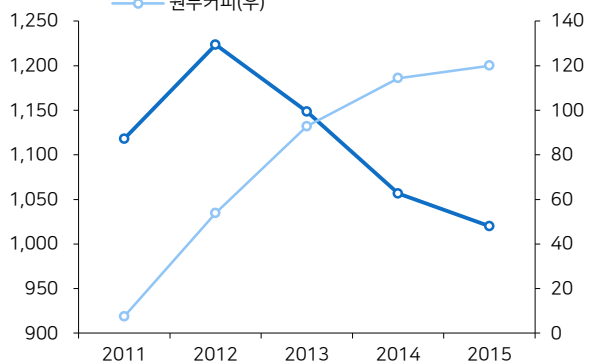
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 국내 믹스커피, 원두커피 시장

(십억원)

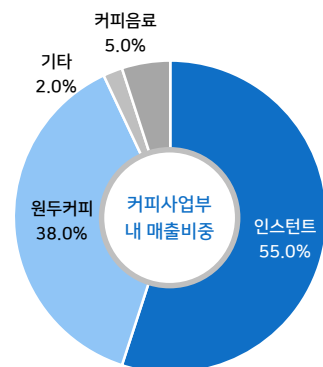
—○— 믹스커피  
—○— 원두커피(우)

(십억원)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

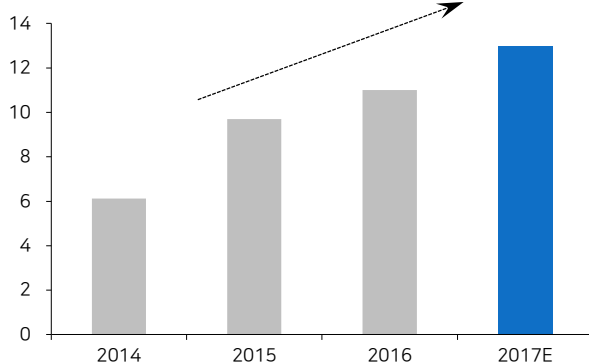
그림68 커피사업부 내 매출비중



자료: 한국맥넬티, 메리츠증권증권 리서치센터

그림69 애터미향 매출

(십억원)



자료: 한국맥넬티, 메리츠증권증권 리서치센터

## 한국맥넬티 (222980)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액		32.5	34.2	39.3	45.2
매출액증가율 (%)			5.1	15.0	15.0
매출원가		22.0	23.4	26.7	30.7
매출총이익		10.5	10.7	12.6	14.5
판매관리비		6.8	7.9	8.8	10.2
영업이익		3.7	2.9	3.7	4.3
영업이익률		11.4	8.4	9.5	9.5
금융손익		0.1	0.1	0.2	0.3
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		3.8	3.0	3.9	4.6
법인세비용		1.1	0.3	0.5	0.8
당기순이익		2.8	2.7	3.5	3.8
지배주주지분 순이익		2.8	2.7	3.5	3.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		3.5	4.8	5.0	5.0
당기순이익(손실)		2.8	2.7	3.5	3.8
유형자산상각비		1.4	2.2	1.8	1.4
무형자산상각비		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-0.8	-0.1	-0.2	-0.3
투자활동 현금흐름		-8.9	-0.8	-1.5	-1.7
유형자산의증가(CAPEX)		-5.8	-0.5	-0.5	-0.5
투자자산의감소(증가)		-0.3	-0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름		-0.2	-1.6	-0.7	-0.7
차입금의 증감		5.2	-0.9	0.0	0.0
자본의 증가		13.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		-5.5	2.4	2.8	2.7
기초현금		13.0	7.6	9.9	12.7
기말현금		7.6	9.9	12.7	15.4

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		20.2	23.3	28.1	33.0
현금및현금성자산		7.6	9.9	12.7	15.4
매출채권		3.5	3.7	4.2	4.9
재고자산		2.6	2.8	3.2	3.6
비유동자산		17.6	15.9	14.7	13.8
유형자산		16.4	14.8	13.5	12.6
무형자산		0.2	0.2	0.2	0.2
투자자산		0.3	0.4	0.4	0.5
자산총계		37.8	39.2	42.8	46.9
유동부채		7.1	6.4	7.1	7.9
매입채무		1.8	1.9	2.2	2.5
단기차입금		1.8	1.8	1.8	1.8
유동성장기부채		0.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채		3.0	3.1	3.2	3.3
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		2.4	2.4	2.4	2.4
부채총계		10.2	9.5	10.3	11.2
자본금		2.5	2.5	2.5	2.5
자본잉여금		10.5	10.5	10.5	10.5
기타포괄이익누계액		-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금		18.0	20.1	22.9	26.1
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		27.6	29.7	32.5	35.7

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS		6,534	6,868	7,898	9,083
EPS(지배주주)		552	545	695	772
CFPS		1,040	1,015	1,102	1,152
EBITDAPS		1,023	1,015	1,102	1,152
BPS		5,553	5,967	6,532	7,173
DPS	100	130	130	130	130
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER		25.1	25.4	19.9	17.9
PCR		13.3	13.7	12.6	12.0
PSR		2.1	2.0	1.8	1.5
PBR		2.5	2.3	2.1	1.9
EBITDA		5.1	5.1	5.5	5.7
EV/EBITDA		11.9	11.2	9.7	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		9.9	9.5	11.1	11.3
EBITDA 이익률		15.7	14.8	14.0	12.7
부채비율		36.8	31.9	31.6	31.3
금융비용부담률		0.4	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)		25.6	10.9	15.7	18.1
매출채권회전율(x)		9.3	9.5	9.9	9.9
재고자산회전율(x)		12.4	12.7	13.3	13.3

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## 서울옥션 063170

‘17년 최악은 지났다.

- ✓ 미술품 경매 국내 M/S 1위
- ✓ 자사의 경쟁력은 좋은 미술 작품 소장능력과 판매채널
- ✓ 서울옥션블루를 통한 온라인 경매사이트 운영, 유통플랫폼화 진행 중
- ✓ 낮아진 매출에 따른 '18년 매출 회복시 이익가시성 기대

## Not Rated (신규)

적정주가 (12개월)

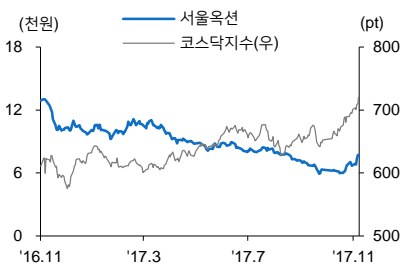
현재주가 (11.20) 8,110 원

상승여력 -

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	1,372억원
발행주식수	1,692만주
유동주식비율	59.40%
외국인비중	4.99%
52주 최고/최저가	11,150원/5,930원
평균거래대금	6.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
이호재 외 11 인	33.88
미래에셋자산운용	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.2	-2.1	-26.9
상대주가	15.8	-19.9	-42.3

## 주가그래프



## 미술품 경매회사 중 국내 1위 업체

미술품 경매시장에서 국내 M/S 52%를 차지하며 K 옥션과 함께 전체 시장의 M/S 90%를 유지 중이다. 자사의 경쟁력은 좋은 작품을 소장하는 능력과 판매 채널이다. 국내 경매에서 유명작가의 작품을 최고가에 판매되었던 작품들은 모두 자사를 통해 거래되었다. 즉, 좋은 작품을 좋은 가격에 판매할 수 있는 플랫폼 비즈니스 영위한다. 또한 글로벌 미술시장 내에서 한국 위상이 올라갈 시 수혜 가능한 국내 미술품 경매시장 1위 사업자이다.

## 최악을 경험한 '17년, 경매(상품 수출)의 '18년 회복 예상

당사의 전사 매출 66%('16년 기준)를 차지하는 상품매출 중 수출은 '14년 49.7억, '15년 142.1억, '16년 57억으로 '15년 고점 이후 지속적인 하락세를 보이고 있다. 이는 사드(THADD)등 외부변수에 따른 경매시장에서의 한국작품 위축이 원인이라고 판단된다. 실제로 1H17 기준 수출 매출이 전무한 상황이다. 최악은 지났다고 판단된다.

## 낮아진 판관비, 매출액 증가시 영업레버리지 기대

매출액 대비 판관비율 '14년 45%, '15년 41%, '16년 37%, 1H17 기준 21% 수준으로 낮아진 상황이다. 이에 따라 향후 수출 매출 회복 시 영업레버리지가 가능한 구간으로 판단된다. 3Q17가 실적 저점이 될 것으로 예상되며, '18년 전사이익은 점진적으로 개선될 것이다. 4Q18 홍콩경매 재개, 1Q18 아트펀드 관련 수수료 등 신규 비즈니스에 따른 추가매출 가능성 존재한다.

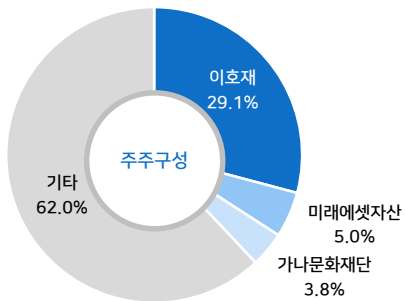
## 자회사 서울옥션블루의 신규사업 확대

'16년 2월 서울옥션블루를 자회사로 설립하여 온라인 경매 시장에도 진출하였다. 서울옥션의 경우 미술품 뿐만 아니라 명품, 와인, 가구, 럭셔리, 토이&피규어 등을 취급한다. 월 2회 이상 온라인 경매를 통한 다양한 아트 콘텐츠 제공, 고관여 제품에 대한 고객과의 B2C 접점을 통한 유통플랫폼화 진행 중이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	54.8	15.1	12.9	764	260.5	3,978	28.4	5.5	24.7	21.0	86.7
2016	50.9	9.7	6.2	363	-48.8	4,228	26.8	2.3	18.4	8.9	81.2
2017E	55.4	4.9	2.6	152	-58.2	4,287	53.3	1.9	28.6	3.6	79.6
2018E	63.7	8.3	5.6	329	116.6	4,522	24.6	1.8	19.6	7.5	81.2

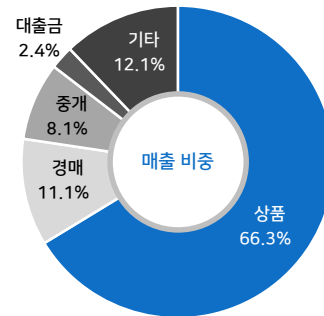


그림70 주주구성



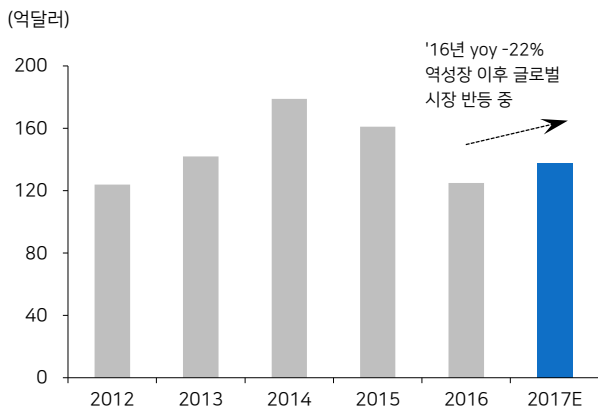
자료: 서울옥션, 메리츠증권증권 리서치센터

그림71 서울옥션 매출비중



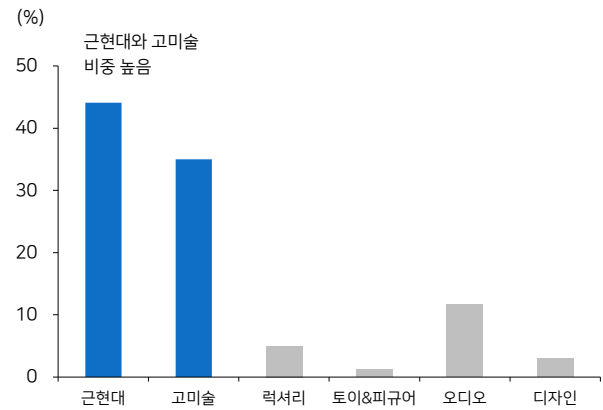
자료: 서울옥션, 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 글로벌 미술품시장



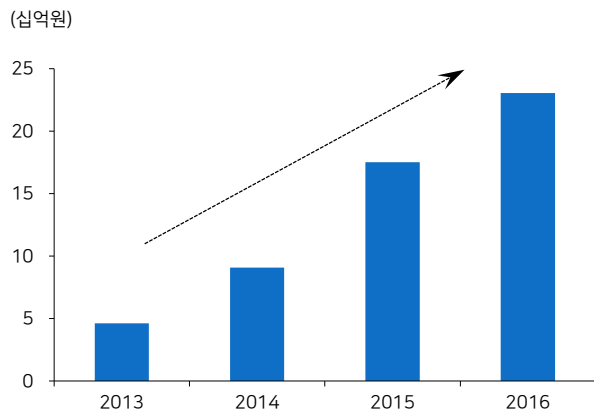
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림73 온라인 경매 품목별 비중 (2016)



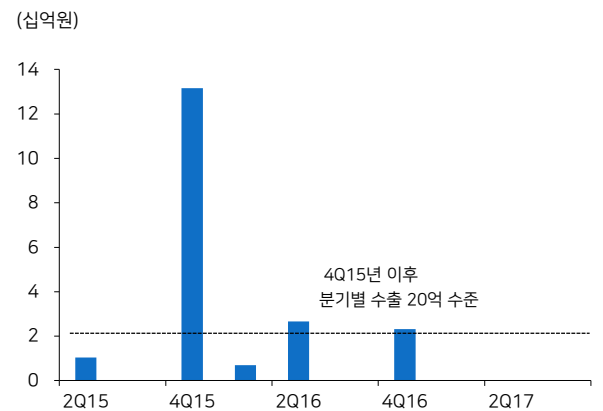
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림74 국내 미술품 시장규모 (온라인)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림75 미술품 경매 수출 추이 (분기별 매출)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 서울옥션 (063170)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	54.8	50.9	55.4	63.7	73.3
매출액증가율 (%)	130.1	-7.1	9.0	15.0	15.0
매출원가	32.3	32.0	39.2	42.1	48.4
매출총이익	22.5	18.8	16.2	21.7	24.9
판매관리비	7.4	9.2	11.4	13.4	15.4
영업이익	15.1	9.7	4.9	8.3	9.5
영업이익률	27.6	19.0	8.8	13.0	13.0
금융손익	-0.1	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	-0.1	-0.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.2	8.5	3.4	7.4	8.6
법인세비용	2.3	1.9	0.7	1.4	1.7
당기순이익	12.9	6.6	2.8	6.0	6.9
지배주주지분 순이익	12.9	6.2	2.6	5.6	6.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-14.2	1.9	-1.8	-3.8	-4.7
당기순이익(손실)	12.9	6.6	2.8	6.0	6.9
유형자산상각비	0.3	0.4	1.4	1.3	1.2
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-28.5	-3.5	-6.2	-11.3	-12.9
투자활동 현금흐름	-4.7	-3.2	-22.3	-1.6	-1.6
유형자산의증가(CAPEX)	-4.6	-1.7	-22.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	14.9	2.8	-4.4	-1.6	-1.6
차입금의 증감	16.2	4.9	-2.8	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.6	1.7	-28.5	-6.9	-7.9
기초현금	9.1	5.4	7.1	-21.4	-28.3
기말현금	5.4	7.1	-21.4	-28.3	-36.2

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	103.1	107.6	88.1	97.6	108.6
현금및현금성자산	5.4	7.1	-21.4	-28.3	-36.2
매출채권	23.4	13.3	14.5	16.7	19.2
재고자산	46.0	54.7	59.6	68.5	78.8
비유동자산	22.6	24.0	44.5	44.1	43.9
유형자산	13.6	13.9	34.5	34.2	33.9
무형자산	1.2	1.8	1.6	1.5	1.3
투자자산	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
자산총계	125.7	131.6	132.6	141.7	152.4
유동부채	52.1	54.7	54.4	58.9	64.1
매입채무	2.4	0.5	0.5	0.6	0.7
단기차입금	21.3	24.3	24.3	24.3	24.3
유동성장기부채	0.0	2.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.2	4.2	4.4	4.6	4.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.9	3.0	3.0	3.0	3.0
부채총계	58.4	59.0	58.8	63.5	68.9
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	38.7	38.9	38.9	38.9	38.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	22.9	27.6	28.6	32.6	37.4
비지배주주지분	0.0	1.1	1.3	1.7	2.2
자본총계	67.3	72.6	73.8	78.2	83.5

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	3,237	3,006	3,276	3,767	4,332
EPS(지배주주)	764	363	152	329	378
CFPS	826	562	351	577	645
EBITDAPS	911	599	381	577	645
BPS	3,978	4,228	4,287	4,522	4,807
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	28.4	26.8	53.3	24.6	21.4
PCR	26.3	17.4	23.1	14.0	12.6
PSR	6.7	3.2	2.5	2.2	1.9
PBR	5.5	2.3	1.9	1.8	1.7
EBITDA	15.4	10.1	6.4	9.8	10.9
EV/EBITDA	24.7	18.4	28.6	19.6	18.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.0	8.9	3.6	7.5	8.1
EBITDA 이익률	28.2	19.9	11.6	15.3	14.9
부채비율	86.7	81.2	79.6	81.2	82.5
금융비용부담률	0.8	1.7	1.7	1.4	1.2
이자보상배율(x)	33.5	10.9	5.3	9.5	11.0
매출채권회전율(x)	3.8	2.8	4.0	4.1	4.1
재고자산회전율(x)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0



# X-Ray 시장

X-Ray 디텍터 시장에서 찾은 니치 마켓

종목	투자판단	적정주가
레이언스(228850)	Not Rated(신규)	-
디알텍(166090)	Not Rated(신규)	-

### 3. X-Ray 디텍터 시장에서 찾은 니치 마켓

'18년에는 경쟁력 높은 특수 디텍터 시장 잠재력에 주목

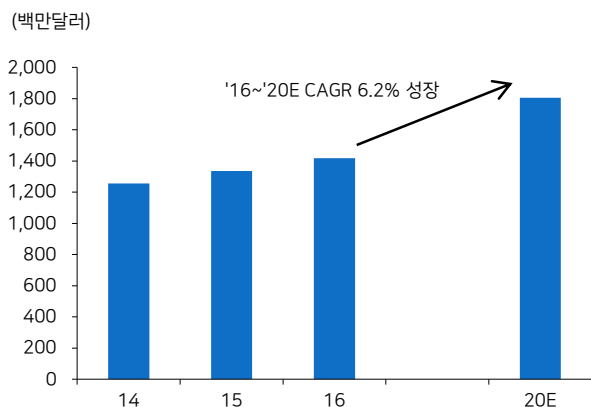
'18년에는 범용 TFT 디텍터가 아닌 니치 마켓(Niche Market)의 경쟁력 높은 특수 디텍터 시장 잠재력에 주목할 시기다. X-Ray 디지털 디텍터 시장은 성장세를 지속하나 범용 TFT 디텍터의 ASP 하락은 '18년에도 피할 수 없다. 선진국 중심으로 성장해왔던 X-Ray 디지털 디텍터 시장은 어느 정도 포화상태에 접어들었고, 중국과 인도 등 신흥국의 디지털 장비 도입 본격화로 성장세를 이어간다. 당사가 새롭게 주목하는 니치 마켓은 1) 치과용 CMOS 디텍터와 2) 맘모(Mammography)용 레트로핏 시장이다.

#### 니치 마켓 1) 치과용 CMOS 디텍터

치과용 CMOS 디텍터에서는 레이언스의 Bendable IOS

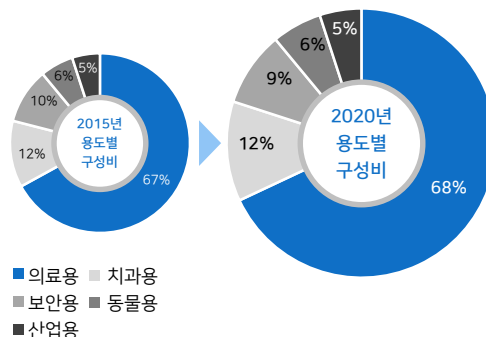
치과용 디텍터 시장은 디텍터 시장의 12% 비중을 차지하고 있으며, 향후에도 비중 변화없이 시장 성장세를 따라간다. 치과용 시장에서는 CMOS 기술이 유리하다. 반도체 웨이퍼로 제품을 만들어 작은 사이즈로 제조하는 것이 가능하고, 성능이 좋아 고속 동영상 촬영이 쉽다. 구강 안과 같이 작고 좁은 곳에서 영상 촬영이 수월하다. CMOS 디텍터 강자인 레이언스가 직접 개발해 출시한 Bendable I/O Sensor는 힘 특성을 보유해 구강 안 촬영이 매우 용이하고 환자가 느끼는 통증과 이물감을 획기적으로 개선했다. 독보적인 제품 경쟁력으로 세계 시장 점유율 1위를 기록하고 있다.

그림76 X-Ray 디텍터 시장 성장 전망



자료: X-Ray Detectors Market – Global Forecast To 2021, Market and Markets, 디알텍, 메리츠증권증권 리서치센터

그림77 X-Ray 디텍터 시장의 산업별 비중 변화



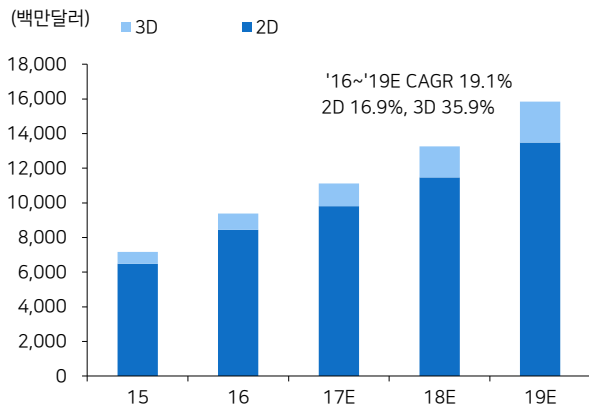
자료: X-Ray Detectors Market – Global Forecast To 2021, Market and Markets, 디알텍, 메리츠증권증권 리서치센터

## 맘모 디텍터에서는 디알텍의 레트로핏 RoseM

### 니치 마켓 2) 여성 유방촬영술 시장의 레트로핏

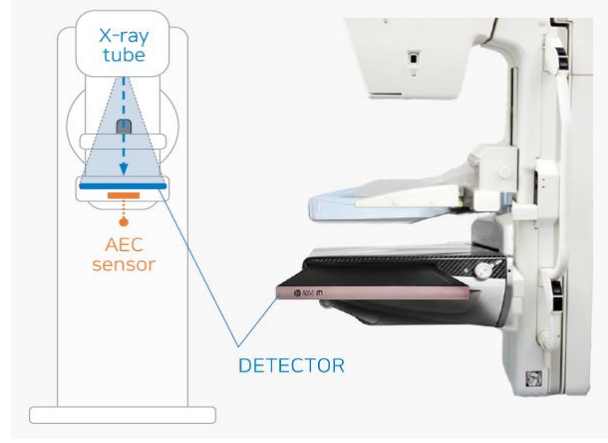
맘모그래피(Mammography, 유방촬영술) X-Ray 시스템 시장에서도 디지털 전환 속도가 빨라지고 있다. 맘모 시장은 최근까지만 해도 레트로핏(디지털 업그레이드 솔루션) 제품이 없고 Hologic이 맘모 시스템 시장에서 50% 이상 차지하고 있는 과점 구조여서 레트로핏 제품 개발이 부진했다. 전 세계에 약 8만대의 맘모 X-Ray 시스템이 설치되어 있고, DR 장비 침투율은 25%에 불과하다. 시스템 장비 한 대당 1~2억원을 호가해 3천만원 내외에 불과한 레트로핏 제품의 성장 잠재력이 매우 높다. 디알텍이 세계 최초로 맘모 레트로핏 제품을 출시했으며, 올해 FDA와 CE 인증을 완료하고 유통사도 확보해 본격적인 판매량 증가를 눈앞에 두고 있다.

그림78 맘모그래피 디지털 X-Ray 시스템 시장 규모



자료: 2015-2019 Global Mammography Equipment Market, Technavio Research, 디알텍, 메리츠중금증권 리서치센터

그림79 X-Ray 시스템에 장착된 디알텍의 맘모 레트로핏 RoseM



자료: 디알텍, 메리츠중금증권 리서치센터

세바스 #1  
2017. 11. 21

▲ 스몰캡

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

# 레이언스 228850

## CMOS 디텍터의 강자

- ✓ '11년에 바텍으로부터 분리된 CMOS X-Ray 디텍터 강자
- ✓ Bendable I/O Sensor의 성장성이 핵심, 세계 1위
- ✓ '17년 7월부터는 경쟁사로부터 ODM 물량을 받으며 매출 성장
- ✓ '18년 영업이익 280억원(+31.25 YoY, OPM 19.3%) 예상
- ✓ '18년 예상 기준 PER 14.4배(EPS Growth 37.5%)로 투자 매력 높음

## Not Rated (신규)

적정주가 (12개월)

현재주가 (11.20) **20,150 원**

상승여력

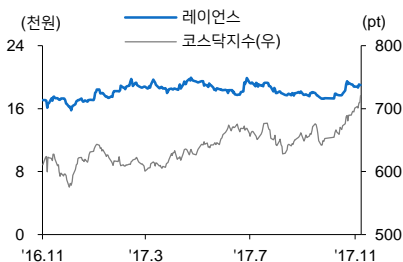
KOSDAQ	785.32pt
시가총액	3,343억원
발행주식수	1,659만주
유동주식비율	31.79%
외국인비중	0.76%
52주 최고/최저가	20,300원/15,800원
평균거래대금	5.2억원

### 주요주주(%)

바텍 외 5 인 64.86

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	6.1	16.1
상대주가	-3.5	-13.2	-8.3

### 주가그래프



## CMOS X-Ray 디텍터의 강자

레이언스는 '11년에 바텍으로부터 DR(Digital Radiography) 사업부가 물적분할 하여 설립된 회사며, '16년 4월에 코스닥 시장에 상장했다. TFT와 CMOS 디텍터를 연구개발하고 제조/판매한다. 특히 CMOS 디텍터의 핵심인 CSI 섬광체(Cesium Iodide Scintillator)를 직접 증착해 제품 경쟁력이 높다. 매출 비중은 3Q17 누적 기준으로 CMOS 디텍터 48%, TFT 디텍터 43%, 동물용 5%, 기타 4%다.

## Bendable I/O Sensor가 성장의 핵심

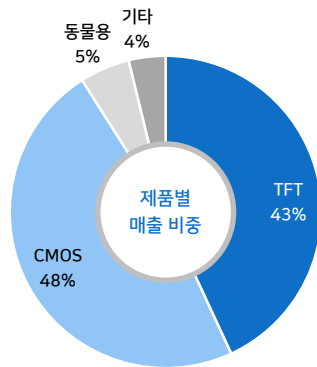
Bendable I/O Sensor의 성장성이 핵심이다. 구강 내 방사선 촬영을 위해서는 구강 내에 센서를 위치시켜야 하는데, 기존 센서는 휘어지지 않고 단단해 환자 구강 내에 상처를 내거나 통증을 유발시켰다. 레이언스의 센서는 휘어지는 특성으로 환자의 통증과 이물감을 획기적으로 개선했다. '17년 매출 199억원을 기록하며 전 세계 M/S 29%로 1위를 유지할 전망이다. 지난 7월부터는 경쟁사가 힘 특성 제품을 판매하기 위해 직접 제품 생산을 포기하고 레이언스에 ODM을 맡기기 시작해 '18년에는 331억원의 매출을 달성한다.

## '18년 영업이익 280억원 예상

'17년 영업이익은 214억원(+18.9% YoY, OPM 18.1%), '18년에는 280억원(+30.8% YoY, OPM 19.3%)을 예상한다. 현 주가는 '18년 예상 기준 PER 14.4배 (EPS Growth 37.5%), PBR 1.7배(ROE 12.5%)로 투자 매력이 높다. '16년 4월 상장할 당시 레이언스 공모가는 희망 밴드 상단인 25,000원이었다.

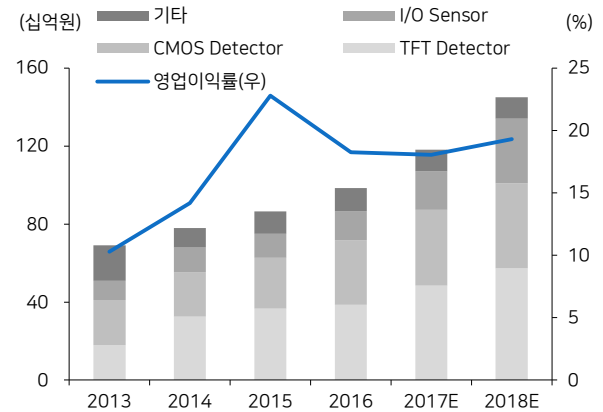
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	77.9	11.1	3.2	256	-82.5	3,662	N/A	N/A	N/A	7.2	73.0
2015	86.6	19.8	14.5	1,150	350.1	4,767	N/A	N/A	N/A	27.3	56.8
2016	98.5	18.0	14.7	947	-18.1	9,971	18.1	1.7	9.0	13.1	14.6
2017E	118.3	21.4	17.0	1,026	8.3	10,706	19.6	1.9	7.5	9.9	13.1
2018E	145.0	28.0	23.3	1,402	36.7	11,819	14.4	1.7	6.2	12.5	12.3

그림80 제품별 매출 비중(3Q17 누적 기준)



자료: 레이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림81 부문별 매출액, 영업이익률 추이와 전망



자료: 레이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림82 레이언스의 Bendable I/O Sensor 제품



자료: 레이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림83 힘 특성으로 환자의 통증과 이물감을 개선



자료: 레이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 레이언스 (228850)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	77.9	86.6	98.5	118.3	145.0
매출액증가율 (%)	12.7	11.1	13.7	20.1	22.6
매출원가	47.5	48.8	58.1	71.0	88.5
매출총이익	30.4	37.8	40.3	47.3	56.6
판매관리비	19.3	18.0	22.4	26.0	28.6
영업이익	11.1	19.8	18.0	21.4	28.0
영업이익률	14.2	22.8	18.3	18.1	19.3
금융손익	-0.5	-0.6	0.1	0.4	1.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.4	-1.2	-0.2	-1.0	-0.5
세전계속사업이익	4.1	17.9	17.9	20.8	28.6
법인세비용	0.9	3.5	3.2	3.8	5.4
당기순이익	3.2	14.5	14.7	16.9	23.1
지배주주지분 순이익	3.2	14.5	14.7	17.0	23.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	7.1	9.3	8.4	23.5	25.7
당기순이익(손실)	3.2	14.5	14.7	16.9	23.1
유형자산상각비	2.2	2.8	3.4	8.4	7.3
무형자산상각비	1.6	0.9	1.8	4.0	4.2
운전자본의 증감	-6.2	-13.8	-13.1	-7.8	-9.9
투자활동 현금흐름	-6.8	-6.8	-95.0	-11.1	-16.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.7	-4.2	-7.0	-10.1	-7.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	3.5	-0.3	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-0.7	2.0	80.0	-1.8	-6.1
차입금의 증감	-0.6	1.8	-11.8	-0.1	-1.3
자본의 증가	0.0	0.0	96.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.4	4.6	-6.7	10.5	3.0
기초현금	11.5	11.1	15.8	9.1	19.6
기말현금	11.1	15.8	9.1	19.6	22.6

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	40.6	52.1	136.1	144.5	162.8
현금및현금성자산	11.1	15.8	9.1	19.6	22.6
매출채권	15.4	16.7	21.8	22.7	27.9
재고자산	11.3	16.9	24.9	27.5	33.7
비유동자산	39.1	42.0	54.2	57.1	57.8
유형자산	24.5	28.3	34.5	36.3	36.0
무형자산	4.5	9.6	18.3	19.3	20.1
투자자산	3.7	0.2	0.5	0.6	0.8
자산총계	79.8	94.1	190.4	201.6	220.6
유동부채	22.3	27.1	20.5	20.6	20.8
매입채무	6.2	5.9	8.0	8.3	10.2
단기차입금	10.8	12.4	3.3	5.6	5.6
유동성장기부채	0.0	2.8	2.4	1.3	0.0
비유동부채	11.4	6.9	3.8	2.8	3.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.9	4.5	2.1	0.8	0.8
부채총계	33.6	34.1	24.3	23.4	24.1
자본금	6.3	6.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	15.1	15.1	109.8	109.8	109.8
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	24.8	38.6	54.0	66.2	84.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.6	0.5	0.4
자본총계	46.1	60.0	166.1	178.2	196.5

### Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	6,190	6,879	6,326	7,128	8,742
EPS(지배주주)	256	1,150	947	1,026	1,402
CFPS	1,324	1,963	1,565	2,031	2,379
EBITDAPS	1,181	1,865	1,488	2,031	2,379
BPS	3,662	4,767	9,971	10,706	11,819
DPS	N/A	N/A	300	300	300
배당수익률(%)	N/A	N/A	1.7	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	18.1	19.6	14.4
PCR	N/A	N/A	11.0	9.9	8.5
PSR	N/A	N/A	2.7	2.8	2.3
PBR	N/A	N/A	1.7	1.9	1.7
EBITDA	14.9	23.5	23.2	33.7	39.5
EV/EBITDA	N/A	N/A	9.0	7.5	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	27.3	13.1	9.9	12.5
EBITDA 이익률	19.1	27.1	23.5	28.5	27.2
부채비율	73.0	56.8	14.6	13.1	12.3
금융비용부담률	1.1	0.8	0.6	0.3	0.2
이자보상배율(x)	12.5	27.3	32.0	66.8	96.0
매출채권회전율(x)	5.2	5.4	5.1	5.3	5.7
재고자산회전율(x)	7.6	6.1	4.7	4.5	4.7



세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 구성진

02. 6098-6662

sungjin.goo@meritz.co.kr

## 디알텍 214680

## '18년부터 높은 영업레버리지 발생

- ✓ 직/간접식 X-Ray 디텍터 기술을 모두 보유한 유일한 회사
- ✓ 세계 최초의 맘모용 X-Ray 레트로핏 출시
- ✓ '16년 제품 인증, '17년 유통망 확보, '18년 본격 매출 성장
- ✓ 영업레버리지 효과로 '18년 영업이익 73억원 예상
- ✓ 현 주가는 '18년 예상 기준 PER 11.3배(EPS Growth 320.3%)

## Not Rated (신규)

적정주가 (12개월)

현재주가 (11.20) 1,820 원

상승여력 -

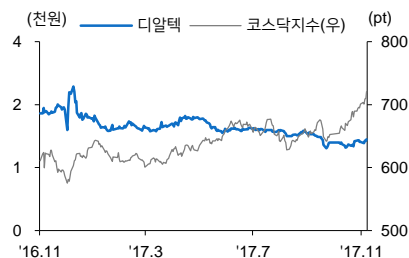
KOSDAQ	785.32pt
시가총액	752억원
발행주식수	4,133만주
유통주식비율	78.41%
외국인비중	1.03%
52주 최고/최저가	2,750원/1,570원
평균거래대금	4.3억원

## 주요주주(%)

안성현 외 7 인	21.59
JW홀딩스	7.20
인터베스트 외 1 인	6.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	-7.6	-19.1
상대주가	-4.9	-24.4	-36.1

## 주가그래프



## 직접/간접식 디텍터 기술을 갖춘 유일한 회사

'00년에 설립된 디알텍은 디지털 X-Ray 촬영 핵심장치인 디텍터를 전문적으로 연구개발하고 제조하는 회사다. 전 세계에서 유일하게 직접식과 간접식 디텍터 제조 기술을 모두 갖췄다.

## 여성유방촬영술 시장의 첫 레트로핏

디알텍은 맘모 X-Ray 시장에 세계 최초로 레트로핏형 제품인 'RoseM'을 출시했다. 레트로핏은 구형 시스템인 CR(Computed Radiography)을 DR로 업그레이드하는 제품이다. '16년 말 유럽통합인증(CE)을 받고, '17년 3월과 5월에 미국 FDA 인증을 받았다. 맘모 DR 시스템 구매 비용인 1~2억원 대비 20~30%의 가격에 레트로핏 제품으로 디지털 전환이 가능해 병원의 수요가 높다. 디알텍은 '17년에 유통 채널 확보에 집중했고, 그 결과물이 '18년부터 반영되기 시작해 본격적으로 매출이 늘어난다. RoseM의 '18년 판매량은 465대를 달성할 전망이다.

## '18년부터 기대되는 영업레버리지

디알텍의 매출총이익률은 50%에 달하지만 아직 매출 규모가 작아 영업이익률이 한자릿수에 불과하다. 고정비 투자는 마무리되어 판관비의 추가적인 증가는 제한적이며, 매출을 늘리기 위한 유통 채널도 '17년에 충분히 확보했다. '18년 매출액 565억원(+31.7% YoY), 영업이익 73억원(+247.6% YoY, OPM 13%)을 예상한다. 현 주가는 '18년 예상 기준 PER 11.3배(EPS Growth 320.3%), PBR 2.0배(ROE 19.6%)다.

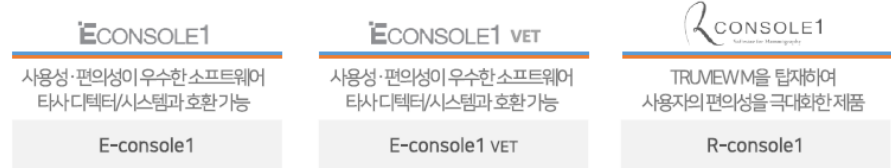
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2015	30.2	1.5	2.6	90	N/A	367	22.2	5.4	6.2	22.9	105.9
2016	36.6	2.5	-0.4	-12	-113.5	649	-179.1	3.3	23.9	-2.2	37.8
2017E	42.9	2.1	1.5	37	-403.8	692	47.4	2.5	18.5	5.3	43.2
2018E	56.5	7.3	6.4	154	320.3	853	11.3	2.0	7.6	19.6	33.5

그림84 디알텍의 주요 제품 라인업

■ Hardware

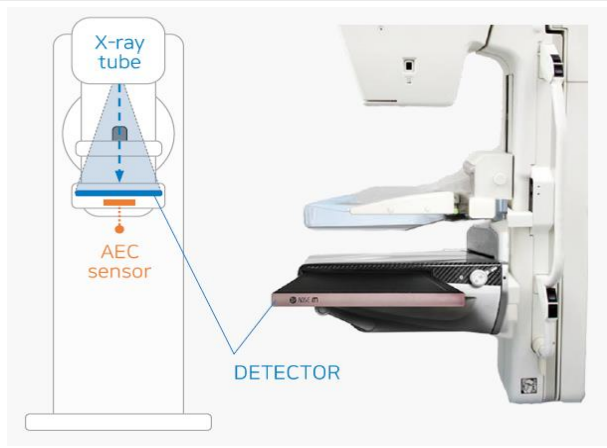


■ Software



자료: 디알텍, 메리츠중금증권 리서치센터

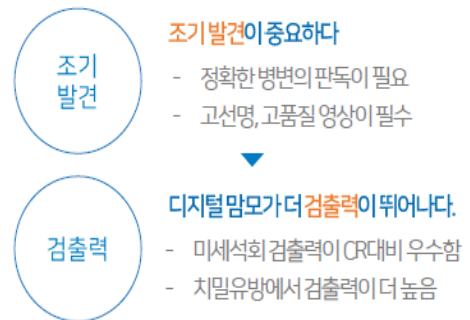
그림85 맘모 X-Ray 시스템에 탑재된 RoseM 제품



자료: 디알텍, 메리츠중금증권 리서치센터

그림86 맘모그래피 시장에서 DR 시스템의 필요성

왜 유방촬영은 디지털 장비에서 해야 하는가?



자료: 디알텍, 메리츠중금증권 리서치센터

## 디알텍 (214680)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액		30.2	36.6	42.9	56.5
매출액증가율 (%)			21.3	17.0	31.8
매출원가		16.9	19.2	22.3	28.8
매출총이익		13.3	17.5	20.6	27.7
판매관리비		11.8	15.0	18.5	20.4
영업이익		1.5	2.5	2.1	7.3
영업이익률		4.9	6.7	4.9	12.9
금융손익		0.3	-0.3	-0.5	-0.4
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-0.0	-3.1	0.0	0.0
세전계속사업이익		1.7	-1.0	1.6	6.9
법인세비용		-0.9	-0.5	0.1	0.5
당기순이익		2.6	-0.4	1.5	6.4
지배주주지분 순이익		2.6	-0.4	1.5	6.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동 현금흐름		0.8	-7.2	2.3	6.9
당기순이익(손실)		2.6	-0.4	1.5	6.4
유형자산상각비		1.0	1.2	1.5	1.4
무형자산상각비		0.2	0.2	0.5	0.3
운전자본의 증감		-3.9	-12.3	-1.2	-1.1
투자활동 현금흐름		-0.7	6.4	-0.6	-1.1
유형자산의증가(CAPEX)		-0.6	-2.0	-0.3	-0.5
투자자산의감소(증가)		-0.9	0.1	-0.1	-0.3
재무활동 현금흐름		0.3	0.7	2.0	-2.2
차입금의 증감		8.7	-2.7	1.5	-2.2
자본의 증가		3.8	13.9	0.5	0.0
현금의 증가(감소)		0.4	-0.2	3.6	3.6
기초현금		0.7	1.1	1.0	4.6
기말현금		1.1	1.0	4.6	8.2

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산		15.7	27.5	33.5	39.9
현금및현금성자산		1.1	1.0	4.7	8.2
매출채권		6.6	13.8	14.3	15.7
재고자산		6.3	9.9	11.3	12.3
비유동자산		8.1	10.1	8.6	7.7
유형자산		2.6	3.4	2.3	1.4
무형자산		0.6	1.2	0.7	0.4
투자자산		0.9	0.8	0.9	1.2
자산총계		23.7	37.6	42.0	47.6
유동부채		7.5	8.5	3.1	3.9
매입채무		0.4	0.3	0.3	0.4
단기차입금		3.5	4.6	0.0	0.0
유동성장기부채		1.9	1.4	0.0	0.0
비유동부채		4.7	1.8	9.6	8.1
사채		1.9	0.0	5.3	5.3
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		12.2	10.3	12.7	11.9
자본금		2.6	4.0	4.1	4.1
자본잉여금		1.2	13.7	14.2	14.2
기타포괄이익누계액		0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금		4.9	4.4	5.9	12.3
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		11.5	27.3	29.3	35.7

## Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS		1,026	1,017	1,046	1,367
EPS(지배주주)		90	-12	37	154
CFPS		159	153	98	216
EBITDAPS		90	106	98	216
BPS		367	649	692	853
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		22.2	-179.1	47.4	11.3
PCR		12.5	14.1	17.8	8.0
PSR		1.9	2.1	1.7	1.3
PBR		5.4	3.3	2.5	2.0
EBITDA		2.7	3.8	4.0	8.9
EV/EBITDA		6.2	23.9	18.5	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		22.9	-2.2	5.3	19.6
EBITDA 이익률		8.8	10.4	9.3	15.8
부채비율		105.9	37.8	43.2	33.5
금융비용부담률		2.1	1.4	1.1	0.8
이자보상배율(x)		2.4	4.6	4.3	15.9
매출채권회전율(x)		4.6	3.6	3.1	3.8
재고자산회전율(x)		4.8	4.5	4.0	4.8





# 온라인 광고시장

온라인 광고시장 성장 가능성 점검

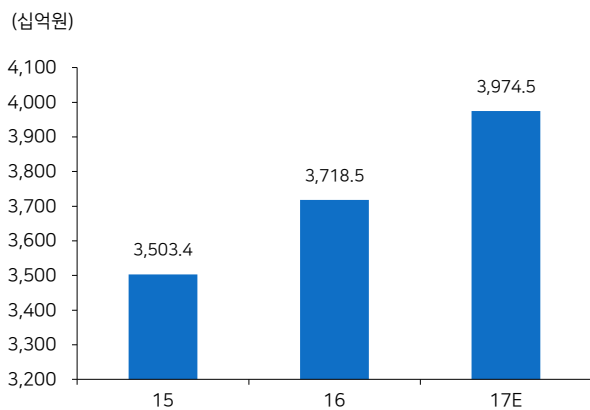
종목	투자판단	적정주가
인크로스(064760)	Buy	30,000
에코마케팅(230360)	Not Rated(신규)	-

## 5. 온라인 광고시장 성장 가능성 점검

대기업 자본이 뛰어들기 시작하는  
디지털 광고 시장

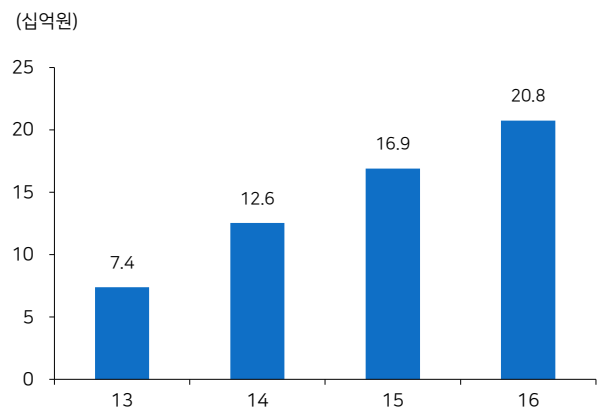
디지털 광고 시장이 광고 시장의 주류로 올라서고 있다. SBS가 4위 미디어렙사이자 광고 리서치사인 DMC 미디어를 지난 9월에 인수했고, 이어 10월에는 NHN엔터테인먼트가 3위 미디어렙사이자 타겟팅 광고 업체인 인크로스 최대주주로 올라섰다. NHN페이코는 타겟팅 전문 광고 플랫폼 ACE Trader와 시너지를 위해 지난 4월에 국내 최대 모바일광고 플랫폼 '애드립'을 인수하기도 했다. 카카오는 11월에 카카오톡과 선물하기, 게임즈 등의 데이터를 기반으로 한 신규 타겟팅 광고 플랫폼 '모멘트 서클'을 출시할 예정이다. '17년에 유난히 디지털 광고 산업에 대기업 자본이 많이 들어왔고, '18년부터는 광고 시장의 주류로 올라설 전망이다.

그림87 한국 디지털 광고 시장 규모 추이와 전망



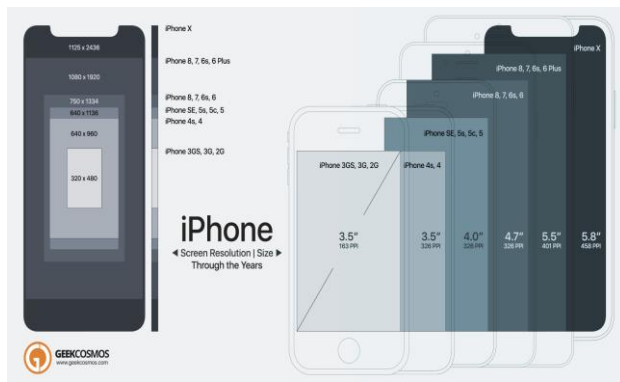
자료: 한국 온라인 광고협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림88 한국 프로그래매틱 광고 시장 규모



자료: 한국 온라인 광고협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림89 iPhone 크기와 해상도 변화



자료: Geekcosmos, 메리츠증권증권 리서치센터

표28 미국 성인들의 일평균 디지털 비디오 소비 시간

	2011	2012	2013	2014	2015
디지털 비디오	0:21	0:36	0:50	1:03	1:16
모바일	0:03	0:09	0:21	0:30	0:39
태블릿	0:01	0:04	0:13	0:18	0:22
스마트폰	0:02	0:04	0:08	0:12	0:17
데스크탑/랩탑	0:12	0:21	0:22	0:24	0:24
기타 디바이스	0:06	0:06	0:07	0:09	0:13

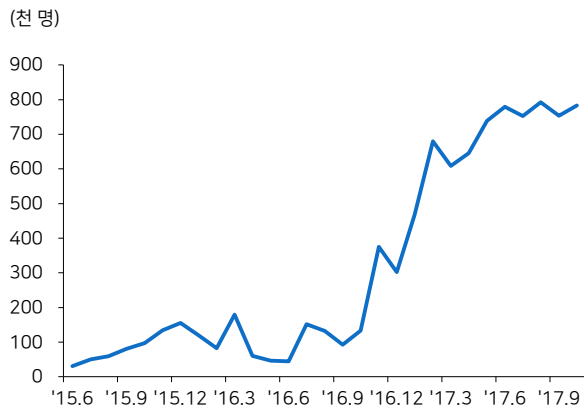
주: 18세 이상, 멀티태스킹 고려 안함

자료: eMarketer, 메리츠증권증권 리서치센터

광고는 결국 사람들이 오래 머무는 곳을 쫓아간다. 과거 TV 시청에 오랜 시간을 소비하던 사람들이 이제 카카오톡이나 유튜브, 페이스북 등 모바일에서 더 오랜 시간을 보내고 있다. 대화면, 초고화질 스마트폰이 보편화되면서 스마트폰으로도 과거 TV에서 보던 영상들을 대부분 무리없이 시청할 수 있게 되었고, 이로 인해 TV 광고주들이 스마트폰 시장으로 넘어오기 시작했다.

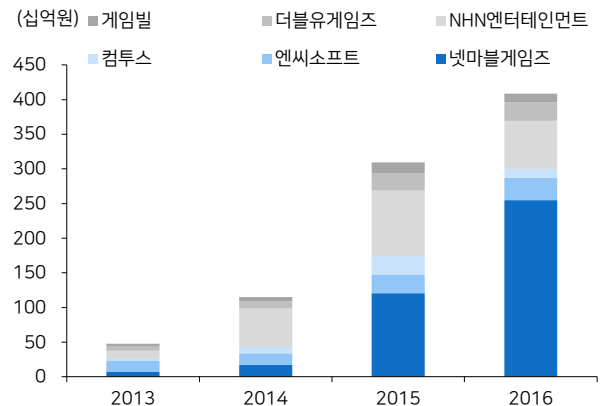
한국 게임 시장(e스포츠)의 성장도 디지털 광고 시장 성장의 촉매 역할을 하고 있다. 1) 게임의 '보는 재미'가 각광받으며 게임을 하지 않는 사람들도 e스포츠 시장에 유입되고 있고, 2) 더불어 디지털 광고를 선호하는 게임 개발사와 퍼블리셔의 광고비 지출 규모도 매년 큰 폭으로 늘어나고 있다. 최근 국내뿐 아니라 전 세계적으로 높은 인기를 구가하고 있는 블루홀의 대표 게임 '배틀그라운드'는 유저들에게 보는 재미도 선사하며 인기 동영상 클립과 게임 방송 채널 수가 빠르게 증가했다. 게임 방송 플랫폼인 아마존의 트위치(Twitch)의 경우 올 해 들어 국내 방문자가 급증하며 지난 10월 순이용자 수는 전년 대비 5배 늘어난 80만명을 기록했다. 소비자들이 게임에 쉽게 접근할 수 있는 채널이 활성화되고, 이와 함께 게임 시장과 디지털 광고 시장도 빠르게 커지고 있다.

그림90 트위치 모바일 어플리케이션 월별 순이용자(MAU) 추이



자료: 코리안클릭, 메리츠증권증권 리서치센터

그림91 게임 개발사와 퍼블리셔의 광고비 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

디지털 광고 시장 성장의 수혜를 받는 국내 상장 주식은 나스미디어, 인크로스, 에코마케팅 등이 있다. 나스미디어는 미디어랩사 최초로 누적 취급금 2조원을 넘겨 방대한 데이터로 독보적인 기획/분석력을 보유하고 있다. '16년 10월에 상장한 인크로스는 NHN페이코 데이터를 독점적으로 활용해 뛰어난 타겟팅 기술을 보유하고 있으며, 지난 9월에 트위치와 국내 광고 독점 계약을 체결했다. '16년 8월에 상장한 에코마케팅은 온라인 동영상 시장에서 광고 역량을 강화하기 위해 비디오 커머스 전문기업인 '유리카'를 인수했다.

세바스#1  
2017. 11. 21

# 인크로스 216050

## NHN 엔터와 트위치 효과의 시작

### ▲ 스몰캡

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

- ✓ '17년 사업 강화 준비에 집중, '18년부터 도약 시작
- ✓ NHN 엔터테인먼트와 시너지 효과와 Captive 취급고 확보 긍정적
- ✓ 트위치 국내 광고 독점 계약도 취급고 전망치 상향 요인
- ✓ '18년 영업이익 137억원(+26.3% YoY, OPM 27.2%) 예상
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 30,000 원으로 상향 조정

## Buy

**적정주가 (12개월)** 30,000 원  
**현재주가 (11.20)** 24,350 원  
**상승여력** 23.2%

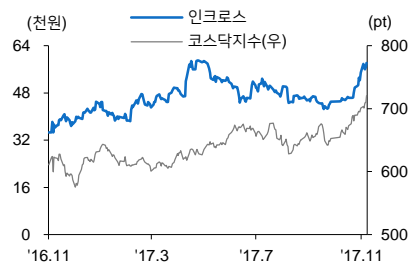
KOSDAQ	785.32pt
시가총액	768억원
발행주식수	789만주
유동주식비율	52.35%
외국인비중	7.68%
52주 최고/최저가	25,450원/14,746원
평균거래대금	13.5억원

### 주요주주(%)

스톤브릿지디지털애드사모투자합자회사	44.73
엔에이치엔터테인먼트	15.34
Matthews International Capital	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.3	13.9	57.2
상대주가	12.5	-6.8	24.2

### 주가그래프



### 도약 준비 끝

인크로스는 '17년에 사업 강화를 위한 준비를 마쳤다. 4월에 배너 광고 네트워크 '시럽애드'를 인수해 애드테크를 적용했고, 9월에는 글로벌 게임 방송 플랫폼 '트위치'와 국내 독점 계약을 맺으며 영역을 확장했다. 10월에는 NHN 엔터테인먼트가 최대주주로 올라서며 미디어렐 Captive 취급고를 신규 확보했고, 빅데이터 기반 디지털 광고 플랫폼 사업자 NHN ACE와의 협업도 이뤄질 전망이다. NHN 페이코와 신규 광고 상품도 개발 중이다.

### '18년 영업이익 131억원 예상

'17년 매출액은 396억원(+25.6% YoY), 영업이익 104억원(+15.2% YoY, OPM 26.2%)을 예상한다. '18년 매출액은 494억원(+24.7% YoY), 영업이익 137억원(+32.2% YoY, OPM 27.7%) 달성한다. '18년 미디어렐 매출액은 256억원으로 10% 상향 조정했다. NHN 엔터테인먼트의 광고취급고를 Captive로 확보하고, 트위치(Twitch) 효과를 반영해 '18년 취급고 전망치에 약 200억원을 추가(2,222억원)했다. NHN 엔터의 연간 광고 취급고는 700~1,000억원에 달해 추가 상향 여지도 있다. 애드네트워크 매출액은 180억원으로 32% 하향 조정하며 기대감을 낮췄다. '17년 다윈의 성장 속도 감소가 원인이다.

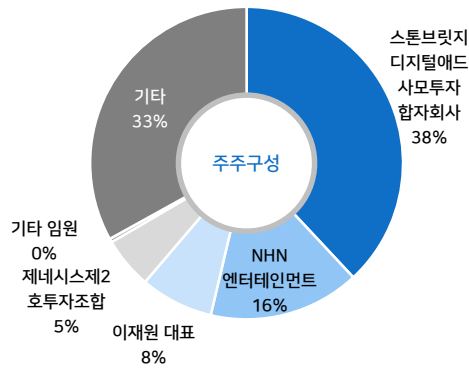
### 적정주가 30,000 원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가는 30,000 원으로 23% 상향 조정한다.  
1) 기준으로 삼은 나스미디어의 PER이 19배에서 21배로 상향되었고,  
2) '18년으로 Valuation 기준을 변경했으며, 3) NHN 엔터테인먼트의 최대주주 등극으로 미디어렐 부문 Valuation 할인율을 10%에서 5%로 하향 조정했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2016	31.5	9.0	6.3	941	N/A	6,363	19.2	2.8	10.4	27.1	93.7
2017E	39.6	10.4	8.8	1,141	21.3	7,813	21.7	3.2	2.8	16.3	89.4
2018E	49.4	13.7	11.7	1,485	30.2	9,298	16.7	2.7	1.4	17.4	93.8
2019E	58.9	17.4	14.8	1,882	26.7	11,179	13.2	2.2	0.4	18.4	93.0



그림92 최대주주 변경 후 주요 주주 현황



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

표29 디지털 광고 시장에 뛰어드는 대기업 자본

	미디어랩 사업자	각 사의 최대주주
1		
2		
3		
4		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표30 인크로스 실적 추이와 전망

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	24.0	26.5	31.5	39.6	49.4	58.9
% YoY		10.3	18.6	25.8	24.9	19.2
미디어랩	10.9	13.0	16.7	21.1	25.6	31.4
애드네트워크	4.1	6.3	8.5	13.5	18.9	22.5
동영상 플랫폼	4.1	6.3	8.5	9.9	12.4	15.5
배너 플랫폼				3.6	6.5	7.0
기타	9.0	7.2	6.2	4.9	5.0	5.0
매출총이익	7.5	9.4	12.8	14.8	19.1	23.9
판매비와 관리비	2.2	3.8	3.2	4.4	5.4	6.5
영업이익	5.2	5.5	9.0	10.4	13.7	17.4
영업이익률	21.7	20.9	28.6	26.2	27.7	29.6
당기순이익	0.9	-0.2	6.3	8.8	11.7	14.8

자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 인크로스 (216050)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액		31.5	39.6	49.4	58.9
매출액증가율 (%)			25.8	24.9	19.2
매출원가		18.7	24.8	30.3	35.0
매출총이익		12.8	14.8	19.1	23.9
판매관리비		3.8	4.5	5.4	6.5
영업이익		9.0	10.4	13.7	17.4
영업이익률		28.6	26.2	27.7	29.6
금융손익		0.4	0.9	1.1	1.4
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-0.9	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		8.5	11.3	14.8	18.8
법인세비용		2.2	2.4	3.1	3.9
당기순이익		6.3	8.8	11.7	14.8
지배주주지분 순이익		6.3	8.8	11.7	14.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		3.0	7.9	10.6	13.7
당기순이익(손실)		6.3	8.8	11.7	14.8
유형자산상각비		0.2	0.1	0.1	0.0
무형자산상각비		0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-6.3	-1.0	-1.2	-1.2
투자활동 현금흐름		-22.6	-9.3	-11.3	-10.8
유형자산의 증가(CAPEX)		-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)		-3.0	-0.8	-1.0	-0.9
재무활동 현금흐름		20.4	6.0	0.0	0.0
차입금의 증감		0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가		37.4	6.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		0.7	4.7	-0.7	2.9
기초현금		2.1	2.9	7.6	6.9
기말현금		2.9	7.6	6.9	9.8

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		83.4	108.9	133.4	160.7
현금및현금성자산		2.9	7.6	6.9	9.9
매출채권		5.1	6.4	8.0	9.6
재고자산		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산		7.2	7.8	8.7	9.6
유형자산		0.4	0.2	0.2	0.1
무형자산		1.5	1.5	1.5	1.5
투자자산		3.0	3.8	4.8	5.7
자산총계		90.5	116.7	142.1	170.2
유동부채		43.5	54.7	68.3	81.4
매입채무		2.9	3.7	4.6	5.5
단기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		0.3	0.4	0.5	0.6
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		43.8	55.1	68.8	82.0
자본금		1.5	3.9	3.9	3.9
자본잉여금		36.0	39.5	39.5	39.5
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금		9.1	18.0	29.7	44.5
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		46.8	61.6	73.3	88.2

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS		4,677	5,111	6,268	7,469
EPS(지배주주)		941	1,141	1,485	1,882
CFPS		1,384	1,354	1,747	2,214
EBITDAPS		1,381	1,354	1,747	2,214
BPS		6,363	7,813	9,298	11,179
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		19.2	21.7	16.7	13.2
PCR		13.0	18.3	14.2	11.2
PSR		3.9	4.9	4.0	3.3
PBR		2.8	3.2	2.7	2.2
EBITDA		9.3	10.5	13.8	17.5
EV/EBITDA		10.4	2.8	1.4	0.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		27.1	16.3	17.4	18.4
EBITDA 이익률		29.5	26.5	27.9	29.6
부채비율		93.7	89.4	93.8	93.0
금융비용부담률		0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)		12.3	6.9	6.9	6.7
재고자산회전율(x)					

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## Not Rated (신규)

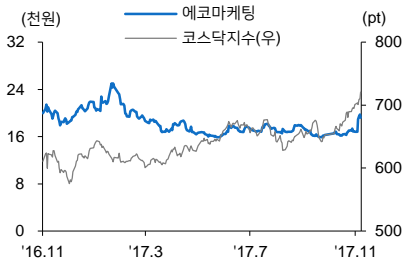
적정주가 (12개월) -  
 현재주가 (11.20) 20,150 원  
 상승여력 -

KOSDAQ 785.32pt  
 시가총액 1,638억원  
 발행주식수 813만주  
 유동주식비율 38.36%  
 외국인비중 0.74%  
 52주 최고/최저가 25,000원/15,900원  
 평균거래대금 8.0억원

주요주주(%)  
 김철웅 외 3 인 57.47  
 에이티넘인베스트먼트 외 1 인 7.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.9	24.8	-1.2
상대주가	5.3	2.1	-22.0

## 주가그래프



## 에코마케팅 230360

## 뜨는 동영상 마케팅, 본업과의 하모니!

- ✓ 광고주의 광고효율성을 도와주는 퍼포먼스 마케팅 전문회사
- ✓ '16.8월 코스닥 신규 상장 이후 지속적인 주가하락세
- ✓ 3Q17부터 영업실적 반등, '18년 광고시장 반등에 따른 자사 수혜 가능
- ✓ 유리카(화장품 ODM, 동영상플랫폼 보유)와의 영업 시너지 기대
- ✓ 중국 텐센트 플랫폼 진출시 새로운 광고주 유입 가능성

## 동영상 마케팅이 뜨고 있다!

광고주들의 매체별 광고비 집행비율('17E)을 살펴보면 온라인/모바일 비중은 27.1%로 인쇄(20.5%), 지상파(17.8%), CATV(14.9%)등 다른 매체보다 월등히 높은 비중을 차지하고 있다. 특히 20~40 대의 경우 구매력 높은 소비계층으로 소셜미디어, 동영상을 통한 구매 비중이 높다. 이는 자신의 기호를 뚜렷하게 나타내는 매체의 특성과 정교한 타겟팅 가능한 디지털 매체광고의 성장세는 지속됨을 반증한다. 자사의 15~20%로 추정되는 Google 향 매출은 향후 Youtube 트래픽 증가와 함께 꾸준한 성장을 기대한다.

## 본업은 3Q17부터 본업 턴어라운드 중

3Q17 잠정실적(매출액 66.7 억 +67% YoY, 영업이익 21.5 억 +49% YoY, 당기 순이익 20.9 억 +39% YoY) 발표로 본업에서의 턴어라운드를 확인했다. '17 년 국내 광고 경기 반등, '18 년 평창올림픽, 정부 혁신창업 생태계 조성에 따른 매출 성장을 기대된다. 실제로 '16 년 광고주 조정 이후 감소한 월 5 천만원 이상 광고주 ('15 년 39 개, '16 년 29 개, 1H17 35 개) 및 월평균 매출액 모두 증가 중이다.

## 인수한 유리카와 함께 영업시너지는 '18년부터 본격적으로 시작

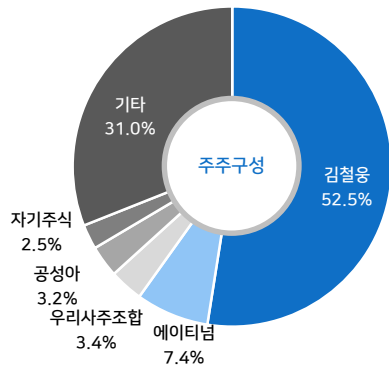
자사는 유리카(소셜미디어 동영상광고 기반 제품판매)를 '17 년 인수함으로써 '18 년 본사와의 본격적인 영업시너지를 기대한다. 유리카는 페이스북이나 인스타그램에 제품관련 동영상을 제작하여 자사몰로 트래픽을 유인 및 판매하는 동영상 플랫폼 기업이다. 3Q17 까지 매출 90 억 수준 추정된다. 향후 중국 텐센트 플랫폼으로 진출 시 동영상 플랫폼과 제품력 을 보유한 회사를 인수한 측면에서 긍정적이다.

## 광고주의 효율성을 도와주는 퍼포먼스 마케팅 회사

동사는 '16 년 8 월 코스닥에 상장하였으며 종합광고회사(제일기획,이노션)와 달리 광고주의 매출 증대를 위한 솔루션과 노하우로 광고의 효율성을 높이는 '퍼포먼스' 마케팅 전문회사이다. 무차별한 Mass 광고보다는 데이터를 기반으로 특정고객을 대상으로하는 타겟광고에 강점 보유하고 있다.

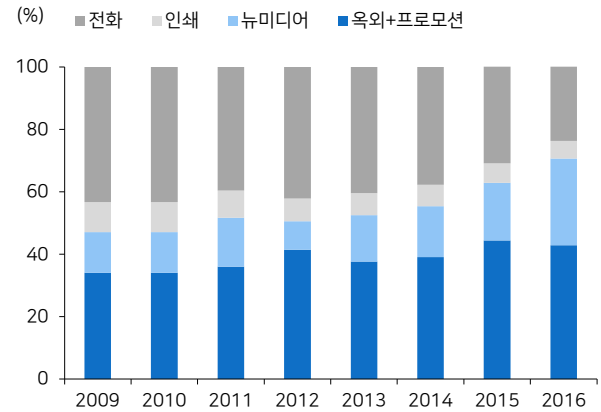
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	19.7	10.2	9.3	1,329	36.8	3,649	N/A	N/A	-2.0	44.6	50.5
2016	16.6	6.8	6.7	903	-32.1	8,554	24.3	2.6	16.6	14.2	14.9
2017E	21.9	7.3	6.9	844	-6.5	9,190	22.7	2.1	12.1	9.5	18.2
2018E	27.4	9.9	8.9	1,099	30.2	10,080	17.5	1.9	8.5	11.4	20.8

그림93 에코마케팅 주주현황



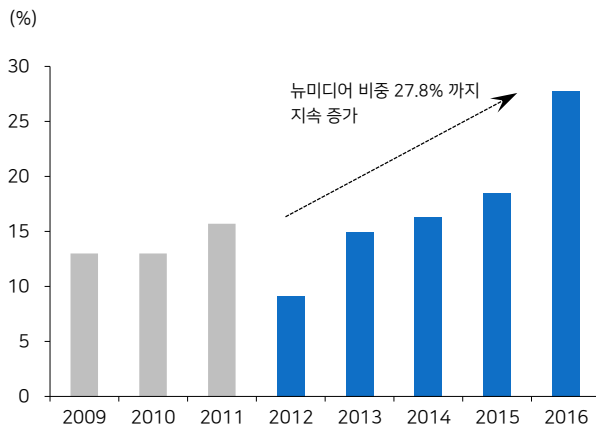
자료: 에코마케팅, 메리츠증권증권 리서치센터

그림94 10대 광고회사의 매체별 취급액 점유율



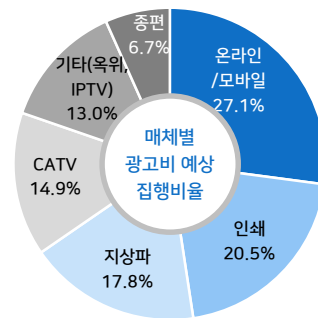
자료: 한국광고총연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림95 뉴미디어 비중의 증가 추세



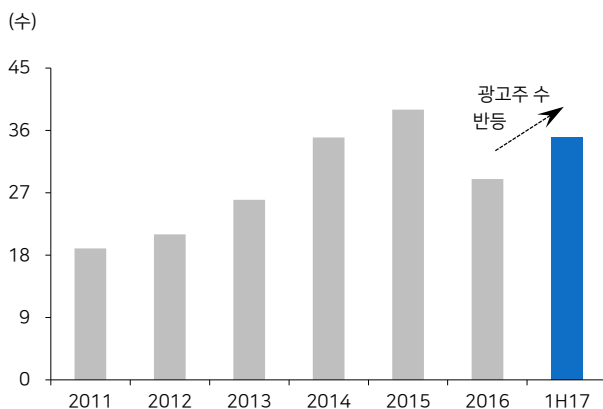
자료: 한국광고총연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림96 매체별 광고비 예상 집행비율 (2017)



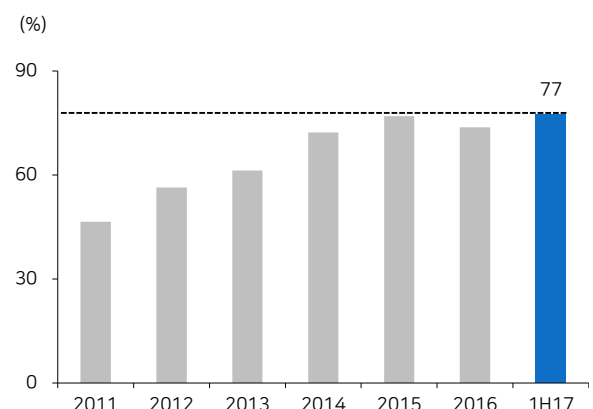
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림97 월 5천만원이상 집행 광고주 추이



자료: 에코마케팅, 메리츠증권증권 리서치센터

그림98 5천만원이상 광고주 비중



자료: 에코마케팅, 메리츠증권증권 리서치센터

## 에코마케팅 (230360)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	19.7	16.6	21.9	27.4	34.2
매출액증가율 (%)	20.6	-15.4	31.6	25.0	25.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	19.7	16.6	21.9	27.4	34.2
판매관리비	9.5	9.8	14.6	17.5	21.9
영업이익	10.2	6.8	7.3	9.9	12.3
영업이익률	52.0	41.0	33.3	36.0	36.0
금융손익	0.2	0.5	1.3	1.4	1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	1.5	1.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	11.9	8.5	8.7	11.3	13.9
법인세비용	2.6	1.8	1.8	2.4	2.9
당기순이익	9.3	6.7	6.9	8.9	11.0
지배주주지분 순이익	9.3	6.7	6.9	8.9	11.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	13.0	5.8	5.3	7.3	8.9
당기순이익(손실)	9.3	6.7	6.9	8.9	11.0
유형자산상각비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	3.2	-0.6	-1.7	-1.7	-2.1
투자활동 현금흐름	-2.2	-51.3	-18.1	-18.9	-23.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
재무활동 현금흐름	0.0	36.8	-1.7	-1.7	-1.7
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	38.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.8	-8.8	-14.5	-13.3	-16.4
기초현금	4.7	15.5	6.8	-7.7	-21.0
기말현금	15.5	6.8	-7.7	-21.0	-37.4

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	37.5	78.9	87.2	97.7	110.9
현금및현금성자산	15.5	6.8	-7.7	-21.0	-37.4
매출채권	3.3	2.8	3.7	4.6	5.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	0.9	1.0	1.1	1.3	1.6
유형자산	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
투자자산	0.6	0.7	0.9	1.2	1.5
자산총계	38.5	79.9	88.3	99.0	112.5
유동부채	12.9	10.4	13.6	17.0	21.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	12.9	10.4	13.6	17.0	21.3
자본금	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
자본잉여금	0.0	38.4	38.4	38.4	38.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	24.8	31.5	36.7	43.9	53.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	25.6	69.5	74.7	81.9	91.2

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	2,809	2,227	2,694	3,368	4,210
EPS(지배주주)	1,329	903	844	1,099	1,352
CFPS	1,700	1,168	918	1,231	1,533
EBITDAPS	1,475	929	906	1,219	1,520
BPS	3,649	8,554	9,190	10,080	11,224
DPS	0	210	210	210	210
배당수익률(%)		1.0	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	24.3	22.7	17.5	14.2
PCR	0.0	18.8	20.9	15.6	12.5
PSR	0.0	9.9	7.1	5.7	4.6
PBR	0.0	2.6	2.1	1.9	1.7
EBITDA	10.3	6.9	7.4	9.9	12.4
EV/EBITDA	-2.0	16.6	12.1	8.5	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	44.6	14.2	9.5	11.4	12.7
EBITDA 이익률	52.5	41.7	33.6	36.2	36.1
부채비율	50.5	14.9	18.2	20.8	23.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	6.1	5.5	6.8	6.6	6.6
재고자산회전율(x)					





# 스마트 스피커

스마트 스피커 2 차 전장이 시작된다

종목	투자판단	적정주가
인포마크(175140)	Not Rated(신규)	-
가온미디어(078890)	Buy	15,500

## 6. 스마트 스피커 2차 전쟁은 시작된다!

인공지능(AI) 스피커의 경쟁은 시작되었다.

인공지능 스피커 2차전 시작,  
NAVER와 카카오 가세

인공지능(AI) 스피커 시장의 IT업체들 경쟁은 '17년부터 시작되어 '18년에는 본격적으로 2차전 양상으로 진행 될 것으로 예상된다. AI스피커는 인공지능 기능을 입혀 음성으로 검색하고, 날씨, 일정, 음악 등을 알려주는 서비스를 이용하는 IT 기기이다. 기존 SK텔레콤과 KT 등 통신업체가 주도하던 국내 AI 스피커 시장 경쟁에 IT인터넷 기업인 NAVER와 카카오가 가세하며 경쟁이 치열해지고 있다.

표31 AI스피커 국내시장 현황

구분	스마트폰 제조사		통신사		포털사	
기업명	삼성전자	LG전자	SK텔레콤	KT	NAVER	카카오
AI플랫폼	빅스비	구글어시스턴트	누구	기가지니	클로바	카카오
대표제품	스마트폰	IoT AI스피커	AI스피커	AI셋톱박스	AI스피커	AI스피커
	갤럭시 S8/S8+	스마트싱큐허브	누구/누구미니	기가지니	웨이브, 프렌즈	카카오미니
						
서비스 및 특징	음성검색, 이미지검색, 리마인더, 추천 등 스마트폰 중심	스마트홈 생태계주력	멜론, T맵, 11번가, BTV 등	지니뮤직, TV리모콘, 영상통화 등 TV서비스 중심	네이버뮤직, 영어회화, 이미지검색, 뉴스, 날씨 검색 등	멜론, 카카오톡 연동, 음식 배달 중 O2O확대 예정

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

인공지능(AI) 스마트스피커 시장은 통신사인 SK텔레콤과 KT가 '16년부터 제품을 출시하였다. SK텔레콤의 경우 AI스피커인 '누구'와 '누구미니'를 출시하였으며, KT는 '기가지니'를 통해 기존 인터넷 서비스와의 확장성을 강조하였다.

IT인터넷 업체인 NAVER도 '웨이브', '프렌즈' 스마트 스피커를, 카카오는 '카카오미니' 등을 출시하면서 스마트스피커의 2차 대전이 시작되었다. 특히 NAVER의 경우에는 '네이버뮤직'과 연동하면서 네이버뮤직 1년 사용권과 함께 9만원에 웨이브 스피커를 구매 가능한 이벤트를 하였고, 카카오 역시 자사가 보유한 멜론 플랫폼과 함께 '카카오미니'를 출시하였다.

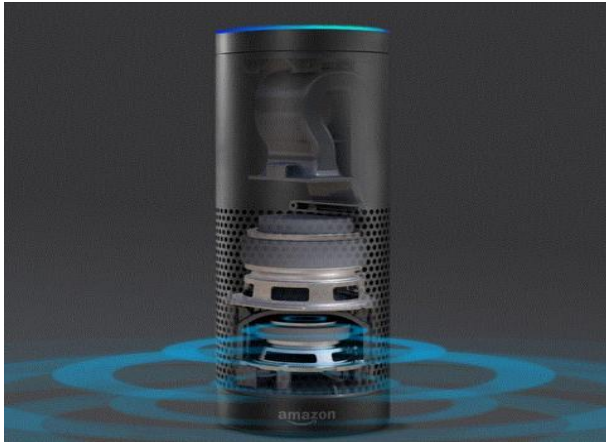
인공지능(AI) 스피커가 인공지능 허브가 될 것을 예상한 업체들의 경쟁 심화

그렇다면 이렇게 각 통신사, IT인터넷(포털사) 업체들, 삼성전자까지 음성인식 인공지능과 AI스피커 경쟁에 뛰어드는 것은 왜일까? 바로 업체들은 인공지능(AI) 스피커가 인공지능 허브로 자리 매김할 것으로 예상했다고 판단된다. 집 안에서 다른 가전 및 전자기기와 통신하면서 비서 역할을 하고 있는 인공지능(AI) 스피커는 사용자의 음성에 반응해 각종 명령을 수행하는 기능을 한다.



인공지능(AI) 스피커를 가장 먼저 도입한 것은 아마존의 '에코'였다. '에코'가 나오면서 기존 시장의 판도를 바꾸었다. 인공지능(AI) 스피커의 음성인식률이 떨어지면서 아마존은 원거리 소리에 정확도를 기하기 위해 기존의 관례를 깨고 마이크 7개를 달기 시작하면서 음성인식률을 높이는 전략을 사용했다.

그림99 마이크 7개 장착한 '에코'



자료: 아마존, 메리츠증권증권 리서치센터

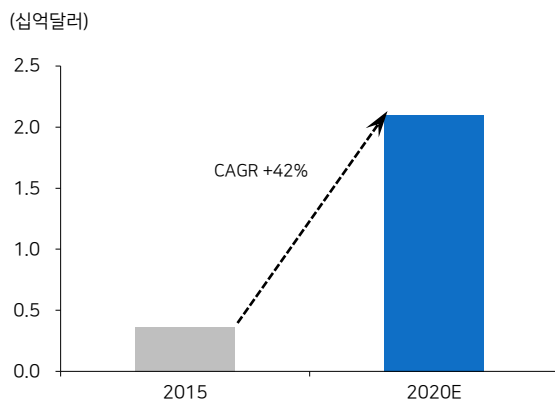
그림100 아마존의 인공지능 스피커 '에코'



자료: 아마존, 메리츠증권증권 리서치센터

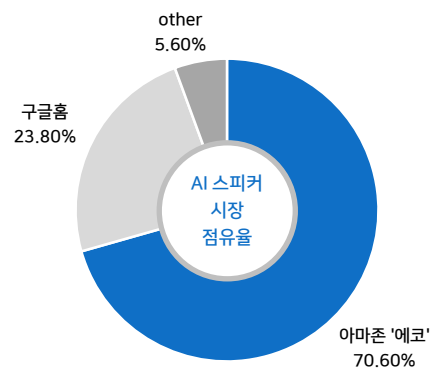
왜곡된 소리와 잡음을 제거하고 정확하게 사용자의 음성을 잡아내기 위해서 음원이 진동을 그친 후에도 글리는 '잔향음'을 제거하는 기술, 집안에서 울려서 반사되어 돌아오는 소리인 '에코'를 제거하는 기술을 넣으면서 사용자의 음성만을 인식하도록 추구하였다.

그림101 AI스피커 시장



자료: Gartner, 메리츠증권증권 리서치센터

그림102 AI스피커시장 점유율 ('17.4월기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하드웨어 부문만 개선한 것이 아니라 음향모델과 언어모델에 딥러닝이 적용되면서 기술이 획기적으로 향상되었다. 음향모델이란 입력된 음성신호를 가장 잘 매칭하는 문자열을 추정하는 기술이다. 혁신적인 소프트웨어 발전을 이루면서 지금의 스마트(AI) 스피커 '에코'가 완성되었다.

#### 아마존 '에코'에서 시작된 스마트(AI) 스피커

아마존 '에코'는 '14년 11월 첫 출시 이후 '15년 본격적으로 보급되고 '17년 음성 인식률이 높아지면서 '에코'를 이용한 음악재생, 스마트홈 기능 등 집안에서의 스마트 허브기능을 뛰어넘어 온라인주문까지 가능한 상황이다. 실제로 최근에 TV소리를 잘 못 알아들어 장남감을 미국 내에서 자동으로 주문한 일 등의 해프닝까지 일어나면서 실제로 스마트(AI) 스피커의 보급은 지속되고 있는 상황이다.

이에 따라서 한국 내 IT인터넷업체(포털사)와 통신사, 스마트폰 제조사들은 플랫폼 경쟁에 뛰어들면서 스마트(AI) 스피커의 2차전이 시작된 양상이다. 초기선점이 중요한 가정 내 스마트허브를 선점한다는 의미와 음성인식 딥러닝을 위한 데이터 베이스 구축 두 가지 목표를 가진 스마트(AI)스피커의 '18년 약진을 예상해본다.

관련된 수혜주로는 포털업체와 통신사, 스마트폰 제조업체들이 있지만 스마트(AI) 스피커 ODM(주문자생산방식)을 하는 두 업체를 소개한다. 향후 커질 수 있는 시장에 대해 경쟁력을 갖춘 회사로 '18년 투자가 유망하다고 판단된다.

표32 인공지능(AI) 스피커 시장 성장의 수혜주

구분	2014			2015			2016			2017E		
(억원)	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
인포마크	706.6	41.4	33.9	521.9	-9.8	-6.8	636.7	22.2	10.8	1,290.0	480.0	380.0
가온미디어	3,434.1	176.0	112.8	3,758.0	202.5	93.3	4,369.0	203.7	175.3	911.0	175.0	145.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## 인포마크 175140

## 스마트(AI)스피커에 투자하려면?

- ✓ 모바일라우터, 키즈폰 사업 영위, 신규로 스마트 스피커 사업 진행 중
- ✓ 기본사업은 키즈폰 연간 200억, 모바일라우터 연간 150~200억 수준의 매출
- ✓ 본업은 통신사들의 가입자수에 따라 분기별 실적 변동성 존재
- ✓ 4Q17 L사의 스마트(AI)스피커 출시에 따른 신규 사업 매출액 발생
- ✓ 향후 스마트(AI) 스피커 지속적인 경쟁에 따른 수혜가능

## Not Rated (신규)

적정주가 (12개월)

현재주가 (11.20) 23,150 원

상승여력 -

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	840억원
발행주식수	363만주
유동주식비율	73.62%
외국인비중	2.03%
52주 최고/최저가	27,650원/15,000원
평균거래대금	12.3억원

## 주요주주(%)

최혁 외 4 인	24.62
소프트뱅크벤처스 외 2 인	21.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	44.7	38.6
상대주가	-11.2	18.4	9.5

## 주가그래프



## 스마트(AI)스피커 향 매출은 4Q17 부터 시작, '18년 기대!

아마존(에코), 구글(구글홈)이 대표적인 AI 스피커 제품. Gartner 에 따르면 음성인식 스피커는 15 년 3.6 억달러에서 20 년 21 억 달러까지 CAGR +42.3% 성장을 예상한다. 자사는 스마트 AI 스피커 ODM 업체로 '17.10 월 N 사의 두 번째 스마트(AI) 스피커인 '라인프렌즈' 수주 350 억을 수주하였다. 이후 지속적인 신제품 출시에 따른 자사가 추가적인 수주를 받을 것으로 예상된다. 자사의 스마트 스피커 사업분야 성장은 4Q17 부터 '18 년 본격적으로 시작된다.

## 3Q17 실적 부진으로 적자, 4Q17부터 개선

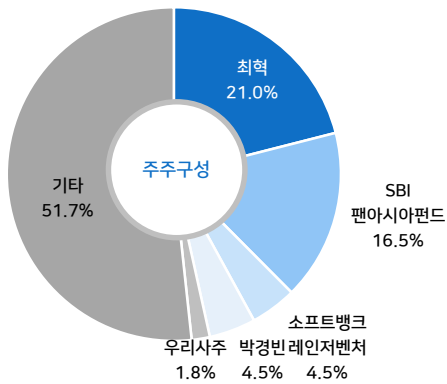
본업이었던 키즈폰과 모바일 라우터는 각각 가입자 감소를 겪으면서 매출액이 감소 중 이다. 키즈폰은 상반기 성수기, 하반기 비수기의 계절성이 있다. 고객사 신규 키즈폰 라인업이 '18 년 출시로 미루어지면서 매출감소를 경험하였다. 모바일 라우터는 3Q17 고객사 중 K 사만 신규제품을 런칭, 매출이 급감하면서 전사 매출액이 46 억으로 감소했다. 4Q17 부터는 S 사의 신규제품 출시 예정으로 분기별 40~50 억대의 매출액 회복을 예상한다. 3Q17 실적이 '17 년 ~'18년 중 분기별 최저점이 될 것으로 예상된다.

## 모바일라우터(와이브로), 키즈폰 그리고 스마트(AI) 스피커 사업영위

'02 년 설립, '15 년 코스닥 신규상장. 모바일 무선통신 단말기 전문 업체로 모바일 라우터(에그)와 키즈폰 판매 주력하고 있다. 기존 모바일 라우터 사업 위주에서 14 년 7 월 신규로 키즈폰으로 비즈니스 영역을 확장하였다. '17 년부터 스마트(AI) 스피커 출시에 따른 신규 사업 매출 시작하고 있다.

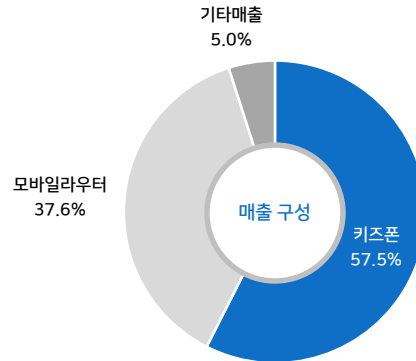
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	52.2	-1.0	-0.7	-234	-116.3	7,648	-53.2	1.6	66.7	-3.3	65.1
2016	63.7	2.2	1.1	308	-231.7	7,906	54.2	2.1	12.1	3.9	63.2
2017E	52.1	-1.3	-1.5	-420	-236.4	7,345	-51.8	3.0	34.2	-5.5	62.8
2018E	73.1	7.3	6.0	1,644	-491.0	8,989	13.3	2.4	8.4	20.1	57.2

그림103 주주 구성



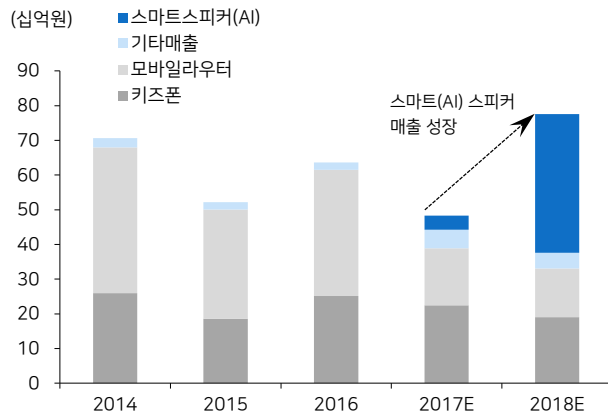
자료: 인포마크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림104 매출 구성



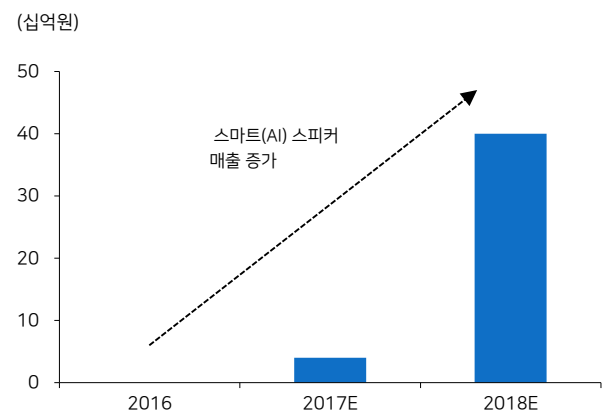
자료: 인포마크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림105 인포마크 매출구성 추이



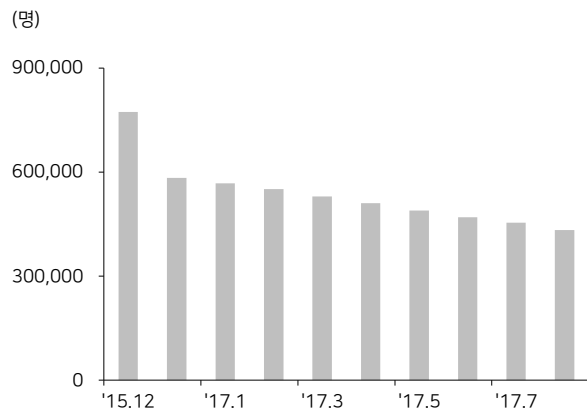
자료: 인포마크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림106 스마트(AI) 스피커 매출



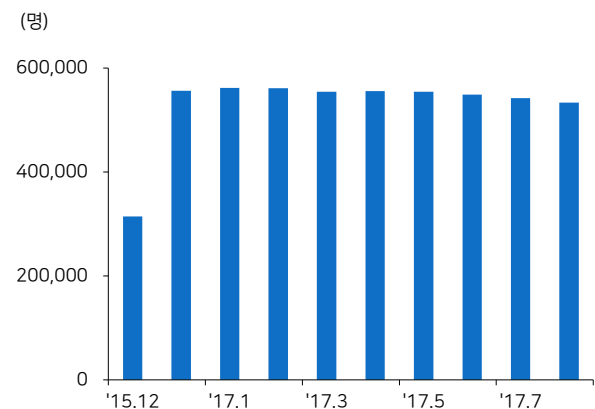
자료: 인포마크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림107 와이브로가입자 현황 ('15년~'17.8월)



자료: 과학기술 정보 통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림108 웨어러블 가입자 현황 ('15년~'17.8월)



자료: 과학기술 정보 통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

## 인포마크 (175140)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	52.2	63.7	52.1	73.1	102.6
매출액증가율 (%)	-26.1	22.0	-18.2	40.4	40.4
매출원가	37.4	43.0	31.7	43.9	61.6
매출총이익	14.8	20.7	20.3	29.2	41.1
판매관리비	15.8	18.5	21.6	21.9	30.8
영업이익	-1.0	2.2	-1.3	7.3	10.3
영업이익률	-1.9	3.5	-2.5	10.0	10.0
금융손익	-1.0	-0.8	-0.2	-0.1	-0.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-1.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-2.0	0.5	-1.5	7.2	10.2
법인세비용	-1.3	-0.6	0.0	1.2	-3.4
당기순이익	-0.7	1.1	-1.5	6.0	13.7
지배주주지분 순이익	-0.7	1.1	-1.5	6.0	13.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-2.8	5.3	6.3	1.2	5.2
당기순이익(손실)	-0.7	1.1	-1.5	6.0	13.7
유형자산상각비	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
무형자산상각비	1.2	2.9	3.1	2.0	1.3
운전자본의 증감	-4.3	-1.7	4.0	-7.3	-10.3
투자활동 현금흐름	-4.2	-5.0	-0.1	-1.2	-1.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.0	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
투자자산의 감소(증가)	-0.0	-0.2	0.1	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	6.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
차입금의 증감	-5.5	-2.1	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	12.3	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.2	-1.6	6.1	0.1	3.8
기초현금	2.0	1.8	0.2	6.4	6.4
기말현금	1.8	0.2	6.4	6.4	10.2

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	29.6	29.7	30.4	40.2	57.7
현금및현금성자산	1.8	0.2	6.4	6.4	10.2
매출채권	3.4	5.0	4.1	5.7	8.0
재고자산	21.5	20.3	16.6	23.3	32.8
비유동자산	14.7	16.3	12.9	11.1	10.0
유형자산	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
무형자산	8.0	8.7	5.5	3.5	2.2
투자자산	0.3	0.5	0.4	0.6	0.8
자산총계	44.2	46.0	43.4	51.3	67.6
유동부채	17.2	17.1	16.2	17.9	20.2
매입채무	1.4	2.5	2.0	2.9	4.0
단기차입금	12.1	12.0	12.0	12.0	12.0
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.2	0.7	0.6	0.8	1.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	17.4	17.8	16.7	18.7	21.4
자본금	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
자본잉여금	18.9	19.6	19.6	19.6	19.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	5.6	6.1	4.6	10.6	24.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26.8	28.2	26.7	32.6	46.3

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	18,015	18,121	14,520	20,144	28,283
EPS(지배주주)	-234	308	-420	1,644	3,763
CFPS	706	2,105	680	2,722	3,331
EBITDAPS	284	1,636	680	2,722	3,331
BPS	7,648	7,906	7,345	8,989	12,752
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-53.2	54.2	-51.8	13.3	5.8
PCR	17.6	7.9	32.0	8.0	6.5
PSR	0.7	0.9	1.5	1.1	0.8
PBR	1.6	2.1	3.0	2.4	1.7
EBITDA	0.8	5.8	2.4	9.9	12.1
EV/EBITDA	66.7	12.1	34.2	8.4	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.3	3.9	-5.5	20.1	34.6
EBITDA 이익률	1.6	9.0	4.7	13.5	11.8
부채비율	65.1	63.2	62.8	57.2	46.1
금융비용부담률	1.2	0.7	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	-1.6	5.2	-3.6	20.3	28.5
매출채권회전율(x)	10.6	15.3	11.5	15.0	15.0
재고자산회전율(x)	2.8	3.0	2.8	3.7	3.7

세바스#1  
2017. 11. 21

# 가온미디어 078890

실적은 최고, 주가는 최저

## ▲ 스몰캡

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

- ✓ 기가지니 등 AI 스피커 매출 '18년 1,425억원 달성
- ✓ '18년 영업이익 308억원(+32.1% YoY, OPM 5.0%) 예상
- ✓ DRAM 가격 급등세로 이익률 소폭 훼손, 점진적으로 회복될 것
- ✓ 과도한 주가 하락으로 저가 매수 기회 발생
- ✓ 적정주가 15,500원 유지, '18년 예상 기준 PER 6.1배(EPS Growth 50.6%)

## Buy

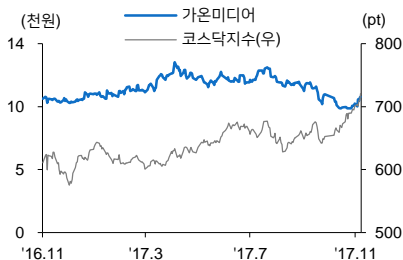
**적정주가 (12개월)** 15,500 원  
**현재주가 (11.20)** 10,600 원  
**상승여력** 46.2%

KOSDAQ	785.32pt
시가총액	1,421억원
발행주식수	1,341만주
유동주식비율	81.07%
외국인비중	5.51%
52주 최고/최저가	13,000원/9,470원
평균거래대금	10.9억원

주요주주(%)	
임화섭 외 1 인	16.28
브이아이피투자자문	10.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	-8.6	3.9
상대주가	-4.9	-25.2	-17.9

## 주가그래프



## AI 스피커 매출 '18년 1,425억원 전망

가온미디어는 AI 스피커 기반의 셋톱박스 '기가지니(GIGA Genie)'로 고속 성장하고 있다. 세계 최초의 AI 스피커 기반 셋톱박스이며, 가온미디어가 적용한 핵심 기술은 인공지능 음성인식 소프트웨어와 셋톱박스 간의 연결 기술이다. 아직 가온미디어만 제조할 수 있어 '18년에는 국/내외에서 추가적인 고객사 확보가 기대된다. 기가지니 2세대 제품도 출시된다. AI 스피커 매출은 '17년 1,045억원, '18년 1,425억원을 예상한다.

## '18년 영업이익 308억원 달성

'17년 매출액 5,267억원(+20.5% YoY), 영업이익 233억원(+14.5% YoY, OPM 4.4%)을 달성할 전망이다. '18년 매출액은 6,165억원(+17.0% YoY), 영업이익 308억원(+32.1% YoY, OPM 5.0%)을 예상한다. 원재료 20% 비중을 차지하고 있는 DRAM 가격 급등세로 이익률이 소폭 훼손되었지만, 점진적인 판매가격 전가와 고마진 제품인 AI 스피커의 비중 증가로 '18년에는 5%대로 영업 이익률을 회복한다.

## 과도한 주가 하락, 저가 매수 기회

DRAM 가격 급등은 가온미디어에 부정적인 요소지만 주가는 그 이상으로 과도하게 하락했다. 4Q17에는 사상 최대 실적을 달성할 전망이다. 투자 의견 Buy와 적정주가 15,500원을 유지한다. 현 주가는 '18년 예상 기준 PER 6.1배(EPS Growth 50.6%), PBR 0.9배(ROE 15.7%)다.

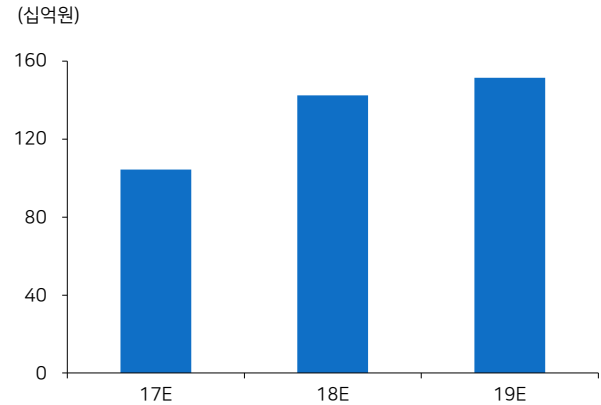
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	375.8	20.3	9.8	753	-30.1	7,401	14.3	1.5	6.6	10.7	121.7
2016	436.9	20.4	18.0	1,339	82.2	8,572	7.9	1.2	5.9	16.5	106.8
2017E	526.7	23.3	14.7	1,094	-18.3	9,632	9.2	1.0	4.9	11.9	121.9
2018E	616.5	30.8	22.1	1,647	50.6	11,217	6.1	0.9	3.8	15.7	106.6
2019E	684.5	38.3	30.0	2,014	22.2	13,046	5.0	0.8	2.4	17.3	79.0

그림109 기가지니(GiGA Genie) 음성 메뉴



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

그림110 가온미디어의 AI스피커 기반의 셋톱박스 매출액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표33 가온미디어 실적 추이와 전망

(십억원, %)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>343.4</b>	<b>375.8</b>	<b>436.9</b>	<b>526.7</b>	<b>616.5</b>	<b>684.5</b>
% YoY	18.7	9.4	16.3	20.5	17.0	0.0
셋톱박스 수출	153.9	213.8	278.8	312.2	374.7	430.9
셋톱박스 내수	134.9	119.1	119.4	171.6	190.6	195.1
기가지니				104.5	114.0	114.0
기타 AI스피커					28.5	37.5
기타	54.7	42.9	38.8	42.8	51.2	58.5
<b>매출총이익</b>	<b>54.2</b>	<b>70.8</b>	<b>74.0</b>	<b>84.6</b>	<b>101.7</b>	<b>115.0</b>
% 매출총이익률	15.8	18.8	16.9	16.1	16.5	16.8
<b>영업이익</b>	<b>17.6</b>	<b>20.3</b>	<b>20.4</b>	<b>23.3</b>	<b>30.8</b>	<b>38.3</b>
% 영업이익률	5.1	5.4	4.7	4.4	5.0	5.6
<b>지배주주 순이익</b>	<b>11.4</b>	<b>9.8</b>	<b>18.0</b>	<b>14.7</b>	<b>22.1</b>	<b>30.0</b>

자료: 가온미디어 메리츠증권증권 리서치센터

표34 가온미디어 Valuation

구분	단위	내용	비고
적용주식수	(천주)	14,529	희석주식수 1,475천주와 자기주식수 354천주 반영
지배주주 BPS	(원)	10,035	'17년 25%, '18년 75% 가중치 계산
'17E~18E ROE	%	14.7	'17년 25%, '18년 75% 가중치 계산
COE	%	9.3	
Rf	%	1.8	
리스크프리미엄	%	7.6	
베타		1.0	
영구성장률	%	0.0	
<b>적정 PBR</b>	<b>배</b>	<b>1.6</b>	'18년 ROE 15.7%
<b>적정주가</b>	<b>원</b>	<b>15,847</b>	'17년 1/4, '18년 3/4 가중 평균

자료: 가온미디어, 메리츠증권증권 리서치센터

## 가온미디어 (078890)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	375.8	436.9	526.7	616.5	684.5
매출액증가율 (%)	9.4	16.3	20.5	17.0	11.0
매출원가	305.0	362.9	442.0	514.8	569.5
매출총이익	70.8	74.0	84.6	101.7	115.0
판매관리비	50.5	53.7	61.3	70.9	76.7
영업이익	20.3	20.4	23.3	30.8	38.3
영업이익률	5.4	4.7	4.4	5.0	5.6
금융손익	-6.7	4.9	-4.8	-2.8	-0.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-2.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	12.3	22.8	18.6	28.0	38.0
법인세비용	3.0	5.3	4.3	6.4	8.8
당기순이익	9.3	17.5	14.3	21.6	29.3
지배주주지분 순이익	9.8	18.0	14.7	22.1	30.0

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	4.3	9.6	1.7	9.3	18.8
당기순이익(손실)	9.3	17.5	14.3	21.6	29.3
유형자산상각비	1.7	2.1	3.5	3.4	3.3
무형자산상각비	0.7	0.7	0.9	0.5	0.3
운전자본의 증감	-14.1	-5.3	-20.5	-17.6	-13.5
투자활동 현금흐름	-1.4	-4.1	-6.9	-4.9	-2.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2.5	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	-1.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	9.3	14.7	15.2	-16.3	-6.3
차입금의 증감	2.9	14.2	16.4	-15.0	-20.0
자본의 증가	8.7	0.0	0.0	0.0	15.0
현금의 증가(감소)	11.8	21.9	9.9	-12.0	9.7
기초현금	11.6	23.4	45.2	55.1	43.2
기말현금	23.4	45.2	55.1	43.2	52.9

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	192.6	210.5	257.7	280.4	316.2
현금및현금성자산	23.4	45.2	55.1	43.2	52.8
매출채권	100.5	102.9	122.6	143.5	159.3
재고자산	63.2	55.1	71.3	83.5	92.7
비유동자산	29.1	28.8	27.8	27.3	27.0
유형자산	17.6	18.2	17.8	17.4	17.1
무형자산	1.5	1.9	1.1	0.6	0.3
투자자산	1.3	1.6	1.9	2.2	2.4
자산총계	221.7	239.3	285.5	307.6	343.2
유동부채	117.3	101.9	136.7	138.5	131.3
매입채무	62.4	45.9	55.4	64.8	71.9
단기차입금	24.9	19.9	37.9	22.9	2.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.4	21.7	20.2	20.2	20.2
사채	2.5	16.7	15.2	15.2	15.2
장기차입금	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0
부채총계	121.7	123.6	156.9	158.7	151.5
자본금	6.7	6.7	6.7	6.7	7.4
자본잉여금	48.0	48.1	48.1	48.1	62.3
기타포괄이익누계액	0.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
이익잉여금	51.2	67.9	81.3	102.1	130.6
비지배주주지분	-0.7	-1.2	-1.5	-2.0	-2.8
자본총계	100.0	115.7	128.7	149.0	191.8

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	28,878	32,585	39,280	45,977	46,001
EPS(지배주주)	753	1,339	1,094	1,647	2,014
CFPS	1,559	1,424	2,062	2,584	2,813
EBITDAPS	1,735	1,729	2,062	2,584	2,813
BPS	7,401	8,572	9,632	11,217	13,046
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.3	7.9	9.2	6.1	5.0
PCR	6.9	7.4	4.9	3.9	3.6
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	22.6	23.2	27.7	34.7	41.9
EV/EBITDA	6.6	5.9	4.9	3.8	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	16.5	11.9	15.7	17.3
EBITDA 이익률	6.0	5.3	5.3	5.6	6.1
부채비율	121.7	106.8	121.9	106.6	79.0
금융비용부담률	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	18.1	20.4	15.6	19.7	36.2
매출채권회전율(x)	3.8	4.3	4.7	4.6	4.5
재고자산회전율(x)	7.0	7.4	8.3	8.0	7.8





# 신성장 사업

정부정책에 따른 신기술, 신성장사업 성장

종목	투자판단	적정주가
슈프리마(236200)	Buy	36,000
인텔리안테크(189300)	Not Rated(신규)	-

## 7. 혁신 창업 생태계 조성에 따른 신성장 기술력 회사

### 정부의 혁신창업 생태계 조성방안

정부는 '17년 11월 「혁신창업 생태계 조성방안」을 발표하였다. 국내 혁신창업 생태계의 활력이 저하되고, 글로벌 대비 유니콘 기업(기업가치 1조원 기업) 수가 적어, 창업의 양적, 질적 확대를 하겠다는 정부의 의지를 표명하였다. 간략하게 정리하면 다음과 같다.

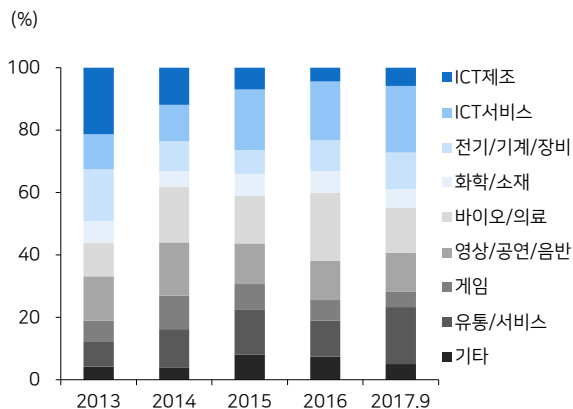
표35 정부 혁신창업 생태계 조성방안

- ① 창업의 양적질적 확대를 모험자본 활성화(창업초기 단계부터 성장단계까지 포함)
- ② 코스닥 시장기능 약화(평균회수기간 11.4년 수준), K-OTC 시장 활성화
- ③ 벤처투자자금 확대, 대규모 모험자본 공급
- ④ 대학교, 연구소 등의 창업활성화 권장
- ⑤ 민간주도 방식의 벤처기업 확인제도 전면 개편 (벤처확인기간 2년-> 3년 연장 등)
- ⑥ 기술거래 활성화를 위해 모태펀드 내 지적재산권 펀드(IP등, 180억 조성)
- ⑦ 보육(Incubator), 투자(investor) 등 엑셀러레이터 강화, 국내 창업뿐만 아니라 해외창업까지 확대
- ⑧ 10조원 규모의 혁신모험펀드 추가조성 (재원 3가지: 펀드회수, 재정, 정책금융 출자 이용)
- ⑨ 규제완화: 벤처캐피탈 진입 (자본금 50억->20억)으로 요건 완화. 기존 학위에서 투자경험, 창업으로 전문요건 완화
- ⑩ 중견 코스닥 상장기업 신성장동력 확보위해 신성장 R&D 비용 40%까지 세액공제
- ⑪ 연기금, 대형IB의 코스닥 시장 투자확대 유도 등

자료: 관계부처 합동자료, 메리츠증권증권 리서치센터

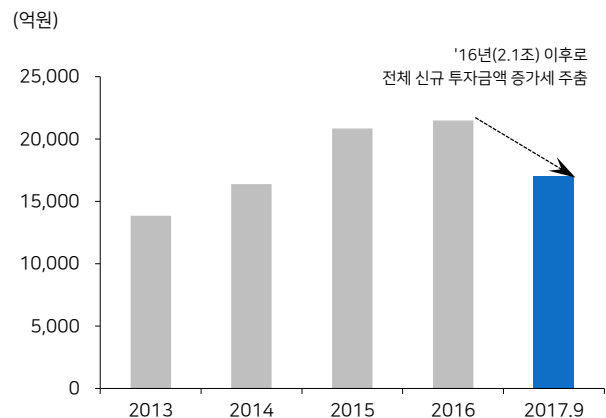
코스닥 및 중소형주 시장에 여러 가지 좋은 정책적 내용들이 많지만 그 중에서 기술력, R&D와 관련된 내용은 ⑥과 ⑩이다. 지적재산권 펀드를 조성하고 중견 코스닥 기업의 신성장 R&D 비용에 대한 세액 공제는 기술력이 있고, R&D를 많이 하는 업체들에 대해 정부의 우호적인 시각을 엿볼 수 있다.

그림111 VC 업종별 신규투자 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림112 VC 연도별 신규투자금액



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

아무래도 대상이 혁신 창업과 벤처캐피탈(VC) 위주의 정책이기 때문에 이를 통한 상장기업에 직접적인 수혜는 어려울 수 있으나 상장 주식(신규IPO 종목 포함)들 중에서도 상장 이후 기술력이 있으나 단기 실적부진(분기실적 악화) 혹은 높은 R&D 비용으로 valuation이 어려운 기업들에 대한 투자를 고민해야 봐야 하는 시점으로 생각된다. 기술력이나 R&D 능력이 있고 제품의 독점력 등을 보유함에도 불구하고 높은 valuation이나 단기실적으로 빠진 종목들에 대한 관심이 '18년 필요하다고 생각된다. 관심 종목군은 다음과 같다.

표36 기술력 및 R&D 위주의 기업

	2014			2015			2016			2017E			2018E		
(억원)	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
슈프리마	-	-	-	-	-	-	421.8	107.8	111.2	911.0	175.0	145.0	565.0	182.0	167.0
인텔리안테크	595.4	56.6	61.2	594.9	52.2	53.6	777.9	73.9	61.8	1,290.0	480.0	380.0	1,077.0	134.0	-

자료: 메리츠증권증권 리서치센터(컨센서스 기준)

세바스#1  
2017. 11. 21

#### ▲ 스몰캡

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

# 슈프리마 236200

## 물 들어올 때 노 젓자

- ✓ 얼굴/지문인식 세계 최고 수준의 기술 보유
- ✓ '17년 사상 처음으로 모바일 시장 진출, 3Q17부터 매출 발생
- ✓ '18년 모바일 지문인식 알고리즘 매출 70억원 예상
- ✓ '18년 신규 고객사도 1~2개 추가될 전망
- ✓ 적정주가 36,000원 유지, '18년 예상 기준 PER 9.9배(EPS Growth 42.3%)

## Buy

**적정주가 (12개월)** 36,000 원  
**현재주가 (11.20)** 23,350 원  
**상승여력** 54.2%

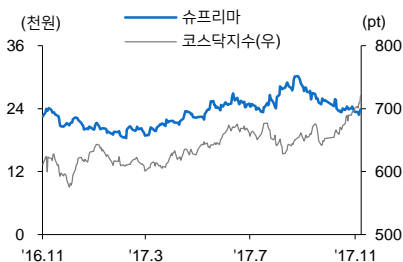
KOSDAQ	785.32pt
시가총액	1,653억원
발행주식수	708만주
유통주식비율	65.77%
외국인비중	12.63%
52주 최고/최저가	30,200원/18,400원
평균거래대금	20.4억원

#### 주요주주(%)

이재원 외 5 인	31.57
Wellington Management Hong Kong	7.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.9	-8.1	1.7
상대주가	-16.8	-24.8	-19.6

#### 주가그래프



## 얼굴/지문인식 세계 최고 수준의 기업

슈프리마는 생체인식 기반의 출입보안단말기 세계 2 위 기업이다. 지문인식과 얼굴인식 분야에서 뛰어난 기술을 보유하고 있고, 특히 얼굴인식 제품은 세계 최고 수준이다. 연구개발비는 매년 매출 대비 15~20%를 쓰고 있다.

## '17년에 사상 처음으로 모바일 시장 진출

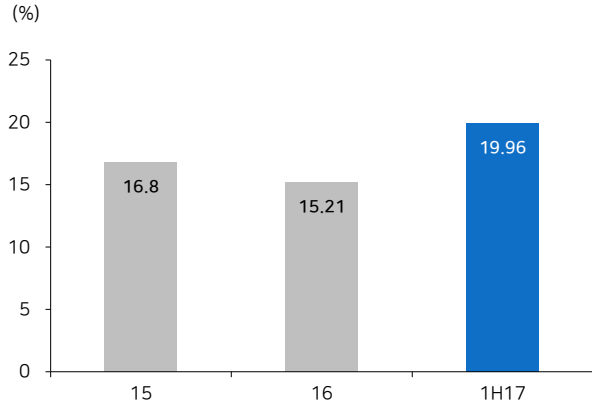
'00 년 설립 이후 출입보안 단말기 시장에서만 매출을 일으키던 회사가 올해 처음으로 모바일 시장에 진입했다. 3 년간 개발해 '16 년 초에 첫 출시한 바이오 사인은 스마트폰용 지문인식 알고리즘이다. 전 세계에서 4~5 개 업체만이 상용화한 하이테크 분야며, 바이오 사인이 가장 작은(4x4mm) 알고리즘을 구현해 기술적으로 선두에 올랐다. 3Q17 부터 대만 지문인식 센서 업체 Egis Technology 를 통해 삼성전자 중저가 스마트폰에 처음으로 탑재를 시작했고, 중국 등지에서 고객사를 빠르게 늘리고 있다. '17 년에 약 20 억원의 로열티 매출을 기록하고, '18 년에는 약 70 억원을 기록한다. 향후 스마트폰 지문인식 시장의 핵심 기술이 될 전면 지문인식 알고리즘도 개발하고 있어 전망이 밝다.

## 투자 의견 Buy와 적정주가 36,000 원 유지

투자 의견 Buy 와 적정주가 36,000 원을 유지한다. 현 주가는 '18 년 예상 기준 PER 9.9 배(EPS Growth 42.3%), PBR 1.4 배(ROE 15.6%)다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2016	42.2	10.8	11.1	1,571	N/A	12,462	13.0	1.6	7.3	12.6	7.3
2017E	45.4	11.7	11.8	1,673	6.5	14,134	14.0	1.7	7.8	12.6	6.9
2018E	54.3	17.0	16.8	2,377	42.1	16,511	9.9	1.4	5.1	15.5	7.1
2019E	66.1	22.1	21.6	3,046	28.1	19,557	7.7	1.2	3.5	16.9	7.3

그림113 매출 대비 R&D 비중 추이



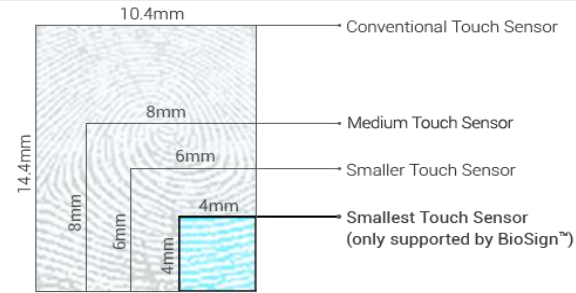
자료: 슈프리마, 메리츠증권증권 리서치센터

그림114 바이오 시스템 성장의 핵심 '코어스테이션'



자료: 슈프리마, 메리츠증권증권 리서치센터

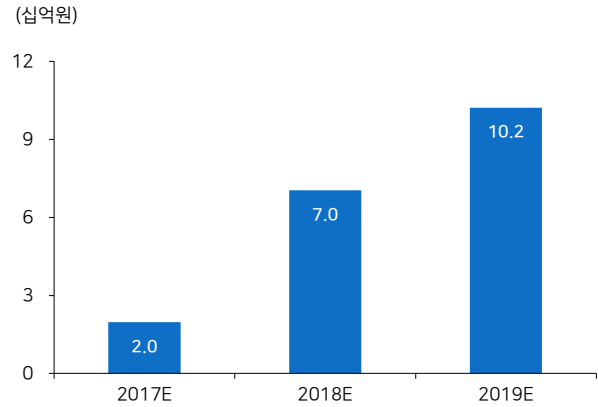
그림115 바이오사인, 현존 가장 작은 사이즈의 알고리즘 구현



	A	B	C	D	Biosign™
Sensor Size	(64mm²)	(25mm²)	(36mm²)	(27mm²)	(16mm²)
Memory Usage	8MB	16MB	N/A	N/A	6MB
Authentication Speed	0.6sec	0.3sec	0.3sec	0.5sec	0.2sec
Security Level (FAR)	1/50,000	1/50,000	1/50,000	1/50,000	1/50,000
Accuracy (FRR)	3.90%	5.30%	6.70%	2.40%	1.20%

자료: 슈프리마, 메리츠증권증권 리서치센터

그림116 지문인식 알고리즘 매출 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표37 슈프리마 Valuation

(십억원, 배, 천 주, 원)	17E	18E	비고
1) 바이오 사인 가치	26.6	84.2	
순이익	1.3	5.6	
적정 PER	20.0	15.0	모바일 지문인식 알고리즘사 Precise Biometrics PER
2) 바이오 시스템&솔루션 등 가치	174.4	186.1	
순이익	10.5	11.2	
적정 PER	16.6	16.6	Allegion, Assa Abloy, Schneider Electric, 에스원의 시장 대비 평균 PER을 적용
<b>슈프리마 적정 가치</b>	<b>201.0</b>	<b>270.3</b>	1)과 2)의 합산
발행주식수(천주)	7,080.3	7,080.3	
적정 주가	28,396	38,181	
<b>적정 추가</b>	<b>36,000</b>	17년 1/4, 18년 3/4 가중평균	

자료: 슈프리마, 메리츠증권증권 리서치센터

## 슈프리마 (236200)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액		42.2	45.4	54.3	66.1
매출액증가율 (%)			7.7	19.4	21.8
매출원가		21.5	22.1	23.9	29.5
매출총이익		20.7	23.4	30.3	36.6
판매관리비		10.0	11.7	13.3	14.5
영업이익		10.8	11.7	17.0	22.1
영업이익률		25.6	25.7	31.3	33.4
금융손익		2.1	3.3	3.9	4.4
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		0.1	-1.3	-1.5	-1.7
세전계속사업이익		12.9	13.6	19.4	24.8
법인세비용		1.8	1.8	2.5	3.2
당기순이익		11.1	11.8	16.8	21.6
지배주주지분 순이익		11.1	11.8	16.8	21.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		13.3	14.3	18.1	22.2
당기순이익(손실)		11.1	11.8	16.8	21.6
유형자산상각비		0.8	0.9	0.8	0.7
무형자산상각비		2.2	1.8	1.8	1.8
운전자본의 증감		0.5	-0.4	-1.6	-2.1
투자활동 현금흐름		4.8	-11.9	-10.7	-13.8
유형자산의증가(CAPEX)		-0.4	-0.5	-0.4	-0.5
투자자산의감소(증가)		-21.0	-1.6	-4.4	-5.9
재무활동 현금흐름		0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의 증감		0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가		76.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		19.1	2.4	7.4	8.5
기초현금		12.8	31.9	34.3	41.7
기말현금		31.9	34.3	41.7	50.2

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		58.5	69.2	83.4	101.0
현금및현금성자산		31.9	34.3	41.7	50.2
매출채권		7.0	7.0	8.4	10.2
재고자산		5.3	6.1	7.2	8.8
비유동자산		36.2	37.8	41.8	47.6
유형자산		5.2	4.8	4.4	4.2
무형자산		8.9	9.2	9.2	9.4
투자자산		21.0	22.7	27.1	33.0
자산총계		94.7	107.0	125.2	148.5
유동부채		5.8	6.2	7.5	9.1
매입채무		1.4	1.5	1.8	2.2
단기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		0.6	0.7	0.8	1.0
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		6.4	6.9	8.3	10.1
자본금		3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금		73.2	73.2	73.2	73.2
기타포괄이익누계액		0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금		11.1	23.0	39.8	61.4
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		88.2	100.1	116.9	138.5

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS		5,958	6,418	7,664	9,333
EPS(지배주주)		1,571	1,673	2,377	3,046
CFPS		1,904	2,051	2,788	3,482
EBITDAPS		1,946	2,029	2,766	3,482
BPS		12,462	14,134	16,511	19,557
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		13.0	14.0	9.9	7.7
PCR		10.8	11.4	8.4	6.7
PSR		3.4	3.7	3.1	2.5
PBR		1.6	1.7	1.4	1.2
EBITDA		13.8	14.4	19.6	24.7
EV/EBITDA		7.3	7.8	5.1	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		12.6	12.6	15.5	16.9
EBITDA 이익률		32.7	31.6	36.1	37.3
부채비율		7.3	6.9	7.1	7.3
금융비용부담률		0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)		6.0	6.5	7.1	7.1
재고자산회전율(x)		8.0	8.0	8.2	8.2

세바스#1

2017. 11. 21

## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호  
02. 6098-6666

## 인텔리안테크 189300

## 독특한 아이템, 인공위성 안테나업체

- ✓ 글로벌 1위 인공위성 안테나 제조업체
- ✓ 전방위 위성통신사업자(Inmarsat, Marlink 등)에 수출
- ✓ 1Q17 분기 적자 이후 QoQ 실적반등 중, 3Q17 YoY 성장 기대
- ✓ 산업은행, 에이티넷 등 오버행 이슈 해소
- ✓ 신규 매출처(O3B항 MEO 안테나)에 따른 성장성 보유

## Not Rated (신규)

## 적정주가 (12개월)

현재주가 (11.20) 14,150 원

상승여력 -

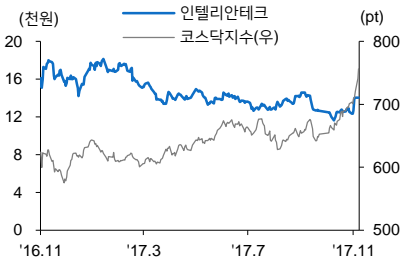
KOSDAQ	785.32pt
시가총액	1,021억원
발행주식수	722만주
유동주식비율	53.43%
외국인비중	0.77%
52주 최고/최저가	18,150원/11,650원
평균거래대금	6.3억원

## 주요주주(%)

성상업 외 7 인	41.59
카이투자자문	6.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.7	0.7	-20.9
상대주가	-3.4	-17.6	-37.6

## 주가그래프



## 1Q17 최악의 실적 이후 2Q17부터 실적 회복 중

1Q17 매출액 부진으로 인한 적자시현 이후 2Q17부터 자사는 영업이익률은 10% 수준으로 회복하였다. 1Q17 매출액 149 억으로 부진한 이유는 분기 30 억 이상 나오던 Inmarsat 향 매출이 18 억수준으로 급감하면서 판관비를 감당하지 못하였기 때문이다. Inmarsat 향 매출액은 2Q17부터 56 억으로 QoQ 반등하면서 전사 매출액 200 억 수준으로 정상화 수준으로 판단된다. 이에 따라 판관비율(52%→35%) 개선을 보였다. 3Q16 대비 3Q17 높은 매출액 성장률(+53.9%, YoY)을 보였다. 전사 실적이 개선 중이다.

## '17 년보다는 매출액 성장이 기대되는 '18 년을 기대함.

'17 년은 1Q 실적을 저점으로 상저하고 패턴을 보였음. 4Q17 최대 성수기로 부진했던 2H16 대비 2H17 부터는 긍정적인 흐름 예상된다. 신규 IPO 이후에 오버행이 모두 해소됨에 따라 향후 놀려있던 주가는 '18 년 매출성장에 따라 바닥을 다질 것이다. '17.4 월 O3B(네덜란드 인공위성회사, 구글 JV 참여) 에서 112 만 달러의 수주를 받았으며 향후 추가발주가 기대된다.

## 글로벌 독특한 아이템, 확고한 기술력 그리고 매출변동성

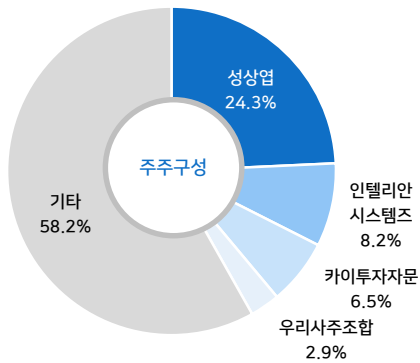
월드클래스 300 에 들어간 기술력, 글로벌 독특한 아이템, 중기 성장주로 투자 가능하다. 다만 전방산업인 위성방송사업자의 수요 부진에 따른 분기별 매출액 변동성과 환율변동성(전체 매출 중 97% 수출)은 리스크 요인이다.

## 글로벌 1 위 인공위성 안테나 전문제조업체

2004 년 설립, 16 년 코스닥 상장, 해상용 위성통신 및 위성방송 안테나 제조, 네트워크 구축, 수리 및 부품판매 사업 영위함. 16 년 매출비중은 해상용 위성 통신 67%, 해상용 위성방송 17%, 기타 16%이다. 주요 고객사로 Inmarsat(英), Marlink(노르웨이)등이 있다.

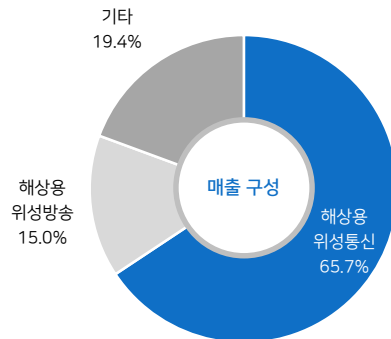
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	59.5	5.2	5.4	1,008	-14.1	5,271	N/A	N/A	1.6	20.9	89.8
2016	77.8	7.4	6.2	1,031	2.3	8,841	15.8	1.8	10.5	13.3	55.0
2017E	80.4	5.4	4.5	630	-38.9	9,308	22.0	1.5	8.6	7.0	49.3
2018E	92.5	7.4	6.4	888	40.9	10,097	15.6	1.4	7.1	9.1	49.2

그림117 인텔리안테크 주주구성



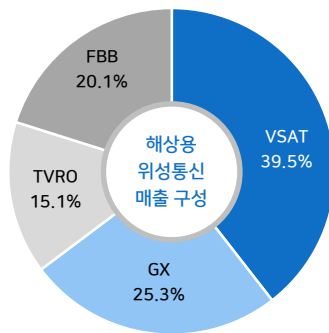
자료: 인텔리안테크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림118 매출구성 (2Q17)



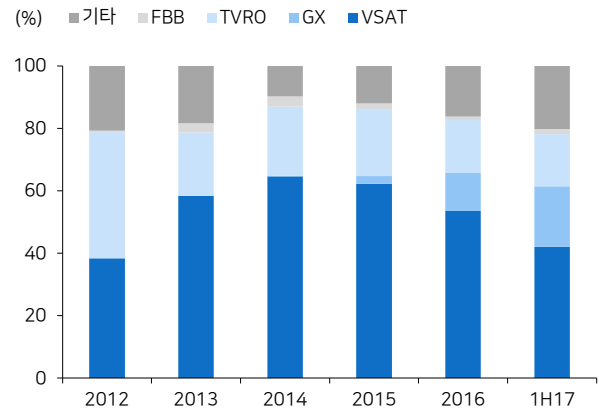
자료: 인텔리안테크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림119 해상용 위성통신 매출 구성 (2Q17기준)



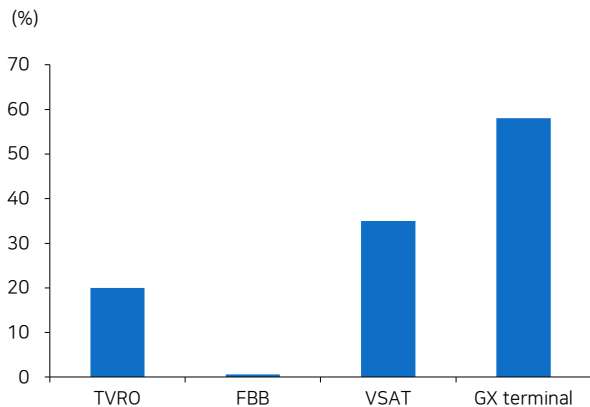
자료: 인텔리안테크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림120 위성통신 품목별 비중 ('12년~1H17)



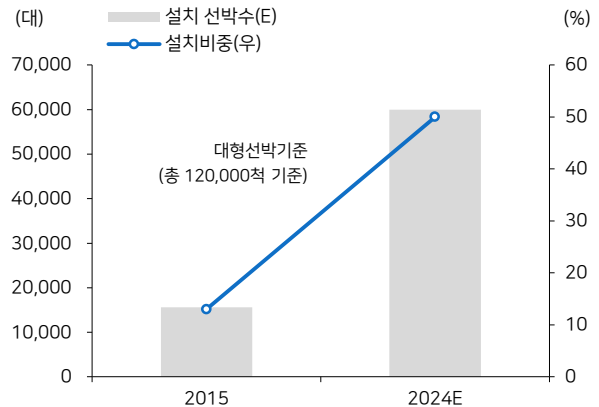
자료: 인텔리안테크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림121 인텔리안 위성통신 품목별 글로벌 M/S



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림122 VSAT, GX terminal 설치 수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 인텔리안테크 (189300)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	59.5	77.8	80.4	92.5	106.4
매출액증가율 (%)	-0.1	30.8	3.4	15.0	15.0
매출원가	29.8	39.3	43.4	49.9	57.4
매출총이익	29.7	38.5	37.0	42.5	48.9
판매관리비	24.5	31.2	31.6	35.1	40.4
영업이익	5.2	7.4	5.4	7.4	8.5
영업이익률	8.8	9.5	6.7	8.0	8.0
금융손익	-1.0	-0.9	-0.7	-0.6	0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.5	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	5.7	6.7	4.7	6.8	9.0
법인세비용	0.4	0.5	0.2	0.4	0.5
당기순이익	5.4	6.2	4.5	6.4	8.5
지배주주지분 순이익	5.4	6.2	4.5	6.4	8.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	11.6	0.8	9.0	7.5	7.5
당기순이익(손실)	5.4	6.2	4.5	6.4	8.5
유형자산상각비	1.3	1.4	2.5	2.1	1.8
무형자산상각비	0.7	1.3	1.7	1.4	1.2
운전자본의 증감	2.5	-11.6	-0.7	-3.5	-4.0
투자활동 현금흐름	-4.5	-8.6	-2.1	-2.5	-1.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	0.1	0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-5.2	30.6	-3.0	-0.6	-0.6
차입금의 증감	-8.3	2.7	-2.3	0.1	0.1
자본의 증가	2.8	27.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.1	22.6	3.9	4.3	5.3
기초현금	1.1	3.3	25.9	29.8	34.1
기말현금	3.3	25.9	29.8	34.1	39.5

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	28.3	68.2	73.6	84.5	97.4
현금및현금성자산	3.3	25.9	29.8	34.1	39.5
매출채권	12.5	20.1	20.8	24.0	27.5
재고자산	11.0	17.4	17.9	20.6	23.7
비유동자산	28.0	29.9	26.7	24.2	22.3
유형자산	14.9	14.5	13.1	12.0	11.1
무형자산	6.9	9.5	7.8	6.4	5.2
투자자산	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
자산총계	56.2	98.2	100.3	108.7	119.6
유동부채	10.2	19.5	17.6	19.3	21.2
매입채무	3.8	7.3	7.6	8.7	10.0
단기차입금	4.3	6.5	6.5	6.5	6.5
유동성장기부채	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.4	15.3	15.5	16.6	17.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	10.9	8.6	8.6	8.6	8.6
부채총계	26.6	34.8	33.1	35.8	38.9
자본금	2.8	3.6	3.6	3.6	3.6
자본잉여금	8.4	35.4	35.4	35.4	35.4
기타포괄이익누계액	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
이익잉여금	19.4	25.4	29.3	35.0	42.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	29.6	63.3	67.2	72.9	80.7

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	11,183	12,988	11,163	12,813	14,735
EPS(지배주주)	1,008	1,031	630	888	1,181
CFPS	1,865	2,152	1,334	1,513	1,593
EBITDAPS	1,357	1,669	1,334	1,513	1,593
BPS	5,271	8,841	9,308	10,097	11,180
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)		0.6	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	15.8	22.0	15.6	11.7
PCR	0.0	7.6	10.4	9.2	8.7
PSR	0.0	1.3	1.2	1.1	0.9
PBR	0.0	1.8	1.5	1.4	1.2
EBITDA	7.2	10.0	9.6	10.9	11.5
EV/EBITDA	1.6	10.5	8.6	7.1	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.9	13.3	7.0	9.1	11.1
EBITDA 이익률	12.1	12.8	12.0	11.8	10.8
부채비율	89.8	55.0	49.3	49.2	48.2
금융비용부담률	1.4	0.5	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	6.4	18.0	16.2	23.7	27.1
매출채권회전율(x)	4.4	4.8	3.9	4.1	4.1
재고자산회전율(x)	4.4	5.5	4.6	4.8	4.8

## [별첨] 코스닥 ETF별 구성 종목 및 비중

표1 코스닥 관련 주요 ETF별 수익률 현황

구분	상장주식수	증가	시가총액	수익률(%)						
				1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
TIGER 코스닥150바이오테크		13,580	21.5	-0.9	16.2	26.4	49.9	61.0	0.0	59.4
KODEX 코스닥 150	27,050	14,005	510.5	-1.7	11.1	21.4	38.8	44.8	51.1	51.0
TIGER 여행레저	1,470	4,425	6.5	0.5	2.4	17.8	12.9	9.5	30.1	37.5
TIGER 미디어컨텐츠	810	6,615	5.4	-1.5	6.4	16.7	22.2	11.4	23.6	25.4
KODEX 바이오	1,040	10,625	10.2	-1.8	8.5	19.9	29.7	32.1	27.9	28.7
TIGER 화장품	2,550	4,950	12.6	-0.5	-0.6	11.9	21.6	-0.2	12.9	14.7
TIGER 코스닥150로우볼	860	13,040	11.2	-2.0	6.2	19.0	21.8	24.0	0.0	25.6
TIGER 중국소비테마	32,400	8,495	283.1	-1.2	0.1	11.4	11.2	3.5	17.0	19.3
KINDEX 한류	800	7,455	6.0	-0.8	2.1	10.4	16.3	6.5	19.3	22.6
KBSTAR KQ고배당	2,900	12,285	33.2	-1.0	6.7	14.0	24.2	0.0	0.0	25.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 TIGER 코스닥150바이오테크

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	증가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
셀트리온	347	26.64	218,800	268,394	-0.1	24.1	14.1	98.6	131.1	121.0	103.7
신라젠	416	13.55	98,000	65,171	0.0	29.6	94.4	297.6	811.6	0.0	639.6
바이로메드	102	5.98	167,900	26,791	-0.1	19.9	44.1	61.4	83.1	77.1	62.2
메디톡스	30	5.75	467,100	26,422	2.8	4.3	8.1	-16.0	-9.7	16.8	31.0
휴젤	24	4.75	488,900	21,060	-2.0	6.0	3.4	-12.4	0.6	51.4	52.3
코미팜	249	3.95	39,100	21,489	-6.5	2.6	6.3	3.6	7.7	-1.8	11.7
셀트리온제약	112	2.35	63,500	21,171	0.3	56.2	84.9	230.7	219.1	192.7	165.7
오스템임플란트	82	2.32	64,300	9,186	0.9	-9.7	-3.9	-7.5	15.0	12.2	5.9
제넥신	100	2.17	61,700	11,806	-1.1	23.7	43.3	55.2	55.8	41.0	43.0
메디포스트	54	2.15	96,500	7,583	-3.0	-0.4	10.9	2.1	47.8	61.9	77.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 KODEX 코스닥 150

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	증가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
셀트리온	752	21.78	218,800	268,394	-0.1	24.1	14.1	98.6	131.1	121.0	103.7
신라젠	449	5.52	98,000	65,171	0.0	29.6	94.4	297.6	811.6	0.0	639.6
CJ E&M	176	2.55	92,300	35,750	-5.0	2.7	12.7	33.4	13.8	40.5	30.2
바이로메드	109	2.41	167,900	26,791	-0.1	19.9	44.1	61.4	83.1	77.1	62.2
메디톡스	32	2.32	467,100	26,422	2.8	4.3	8.1	-16.0	-9.7	16.8	31.0
휴젤	25	1.87	488,900	21,060	-2.0	6.0	3.4	-12.4	0.6	51.4	52.3
코미팜	266	1.59	39,100	21,489	-6.5	2.6	6.3	3.6	7.7	-1.8	11.7
서울반도체	302	1.39	29,650	17,288	-4.7	0.3	11.9	34.8	51.7	112.5	90.7
컴투스	75	1.37	126,400	16,263	-0.1	3.8	-0.9	12.0	11.3	45.0	45.0
파라다이스	341	1.29	24,550	22,326	-7.9	-1.6	43.6	64.2	44.0	80.5	102.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 TIGER 여행레저

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	종가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
파라다이스	680	12.94	24,550	22,326	-7.9	-1.6	43.6	64.2	44.0	80.5	102.1
호텔신라	188	11.95	81,300	31,909	1.6	-1.9	27.8	30.9	33.3	50.6	68.9
하나투어	130	10.84	106,500	12,371	-2.3	1.4	15.5	29.4	13.1	58.3	61.1
모두투어	427	9.57	28,300	5,349	-0.5	-2.3	-0.5	-2.6	-7.8	57.4	46.6
아시아나항공	2,594	8.78	4,840	9,933	11.3	10.5	15.7	1.8	-0.2	4.5	14.7
강원랜드	318	8.73	38,000	81,297	-0.5	5.9	11.6	8.4	3.1	5.6	6.3
한진칼	546	8.02	19,600	11,597	4.8	2.9	2.9	-19.8	-11.3	7.1	27.7
에머슨퍼시픽	340	7.75	30,700	5,055	-0.3	5.0	32.3	3.0	-8.4	-15.8	-9.3
AK홀딩스	137	7.05	66,700	8,836	0.5	0.6	6.7	-7.9	2.8	7.9	19.1
AJ엔터카	395	4.74	17,200	3,809	-1.4	11.3	33.9	54.3	60.8	88.8	106.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 TIGER 미디어컨텐츠

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	종가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
제이콘텐트리	4,365	10.80	5,130	5,852	-1.4	15.0	35.4	27.3	28.1	29.9	32.7
로엔	180	10.53	112,000	28,327	0.0	1.9	21.0	35.1	27.6	52.6	47.6
에스엠	558	10.19	37,500	8,158	-1.1	7.9	19.6	31.6	25.6	29.3	44.8
CJ E&M	211	10.13	92,300	35,750	-5.0	2.7	12.7	33.4	13.8	40.5	30.2
와이엔터테인먼트	611	9.94	32,650	5,938	-2.1	7.8	16.6	15.8	-8.4	12.8	15.2
CJ CGV	258	9.85	74,300	15,723	-1.3	1.0	9.3	24.0	-7.0	12.9	5.5
JYP Ent.	1,574	8.80	10,800	3,732	-6.5	0.5	1.9	33.5	56.8	93.6	119.3
쇼박스	1,614	4.89	5,970	3,737	1.7	4.4	19.5	3.7	-3.9	-3.1	6.0
NEW	1,035	4.63	8,850	2,425	-0.7	9.7	26.1	24.0	-5.9	-23.7	-20.6
키이스트	3,482	4.48	2,400	1,859	-2.2	14.8	21.8	16.2	-8.4	-9.3	-6.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 KODEX 바이오

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	종가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
신라젠	298	2.98	98,000	65,171	0.0	29.6	94.4	297.6	811.6	0.0	639.6
셀트리온	117	2.76	218,800	268,394	-0.1	24.1	14.1	98.6	131.1	121.0	103.7
CMG제약	3,803	2.73	6,420	6,989	-2.7	19.6	94.3	75.2	76.6	121.4	101.9
셀트리온헬스케어	291	2.42	80,200	110,145	-2.6	31.9	22.1	62.4	0.0	0.0	59.4
대웅제약	137	2.27	135,500	15,700	-2.2	3.0	8.4	40.7	41.2	80.0	97.2
한미약품	34	2.23	562,000	62,739	-2.8	11.1	16.6	62.2	54.4	56.9	96.7
차바이오텍	1,137	2.16	15,350	7,765	-2.9	4.1	25.8	27.4	23.8	15.4	20.9
동아에스티	172	2.15	102,500	8,655	-2.4	2.0	13.1	34.9	8.4	7.7	-2.8
JW신약	2,036	2.15	8,680	3,441	-5.3	2.2	20.1	18.3	8.6	8.4	6.6
마크로젠	585	2.13	28,850	2,721	-3.5	-0.4	11.8	13.6	0.5	-13.1	-12.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 TIGER 화장품

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	증가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
LG생활건강	13	10.53	1,212,000	189,293	0.3	-0.7	15.4	23.4	21.2	46.7	41.4
아모레G	99	10.10	149,000	122,863	-1.3	-1.3	10.8	18.3	-2.9	5.7	12.0
아모레퍼시픽	47	9.95	316,000	184,729	-1.1	-1.4	10.3	12.9	-11.6	-10.2	-1.7
한국콜마	160	9.13	79,200	16,715	0.0	-7.3	-3.1	14.1	-10.8	8.6	20.4
코스맥스	98	8.36	118,000	11,858	0.0	-12.3	-13.9	0.4	-11.3	-0.4	-1.3
한국콜마홀딩스	270	8.28	45,700	7,654	-2.6	0.1	10.4	51.6	16.7	47.9	35.6
콜마비엔에이치	270	6.23	31,650	9,351	-5.1	-7.3	-4.0	28.4	34.1	64.0	70.6
에이블씨엔씨	363	4.72	19,750	4,942	-1.0	0.3	14.2	-6.1	-29.7	1.8	-0.7
리더스코스메틱	368	4.61	22,600	4,054	1.1	19.0	82.3	61.4	10.8	5.6	2.7
코스온	485	4.49	14,150	2,564	-3.7	1.8	33.5	26.3	-5.7	9.7	17.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 TIGER 코스닥150로우블

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	증가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
셀트리온제약	234	4.78	63,500	21,171	0.3	56.2	84.9	230.7	219.1	192.7	165.7
포스코케미칼	356	4.38	37,900	22,388	0.4	21.5	31.1	67.0	174.6	233.9	215.8
셀트리온제약	57	4.26	63,500	21,171	0.3	56.2	84.9	230.7	219.1	192.7	165.7
고영	91	2.85	83,200	11,378	0.5	4.5	23.1	32.7	42.2	88.9	84.1
실리콘웍스	134	2.79	54,000	8,783	-1.8	4.1	23.3	51.3	72.8	104.9	94.2
로엔	61	2.77	112,000	28,327	0.0	1.9	21.0	35.1	27.6	52.6	47.6
서울반도체	228	2.70	29,650	17,288	-4.7	0.3	11.9	34.8	51.7	112.5	90.7
SKC코오롱PI	190	2.65	39,050	11,468	-0.3	10.8	23.4	34.9	111.7	203.9	178.9
넥슨지티	483	2.58	13,200	4,669	-5.7	1.9	7.8	69.2	66.0	63.2	55.3
녹십자셀	148	2.51	42,750	5,000	-5.4	0.2	15.4	37.2	38.8	40.4	57.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 TIGER 중국소비테마

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	증가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
파라다이스	354	3.39	24,550	22,326	-7.9	-1.6	43.6	64.2	44.0	80.5	102.1
코스맥스비티아이	202	2.95	37,550	3,606	0.1	-4.0	23.1	43.3	9.2	3.4	0.4
연우	212	2.73	33,500	4,153	-0.3	4.7	21.6	30.9	-5.6	-18.9	-13.1
호텔신라	85	2.72	81,300	31,909	1.6	-1.9	27.8	30.9	33.3	50.6	68.9
KG이니시스	404	2.69	16,650	4,434	0.3	1.2	52.1	30.1	46.7	30.1	37.6
GKL	222	2.67	31,600	19,546	-5.1	1.8	27.7	34.2	37.4	44.3	54.5
한국콜마	77	2.59	79,200	16,715	0.0	-7.3	-3.1	14.1	-10.8	8.6	20.4
한미약품	12	2.46	562,000	62,739	-2.8	11.1	16.6	62.2	54.4	56.9	96.7
오리온	51	2.43	121,000	47,836	0.0	0.4	29.0	31.2	0.0	0.0	47.0
쿠쿠전자	40	2.43	165,000	16,176	-4.4	7.1	26.4	29.4	11.5	16.6	27.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 KINDEX 한류

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	종가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
콜마비엔에이치	607	2.86	31,650	9,351	-5.1	-7.3	-4.0	28.4	34.1	64.0	70.6
파라다이스	849	2.82	24,550	22,326	-7.9	-1.6	43.6	64.2	44.0	80.5	102.1
카카오	125	2.58	157,500	106,889	1.9	3.3	0.0	37.6	64.8	93.7	103.7
호텔신라	232	2.57	81,300	31,909	1.6	-1.9	27.8	30.9	33.3	50.6	68.9
로엔	160	2.48	112,000	28,327	0.0	1.9	21.0	35.1	27.6	52.6	47.6
GKL	592	2.47	31,600	19,546	-5.1	1.8	27.7	34.2	37.4	44.3	54.5
에스엠	490	2.37	37,500	8,158	-1.1	7.9	19.6	31.6	25.6	29.3	44.8
한국콜마홀딩스	372	2.33	45,700	7,654	-2.6	0.1	10.4	51.6	16.7	47.9	35.6
LG생활건강	14	2.32	1,212,000	189,293	0.3	-0.7	15.4	23.4	21.2	46.7	41.4
웹젠	587	2.32	29,050	10,258	-2.0	3.8	11.5	75.5	39.7	93.7	94.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표10 KBSTAR KQ고배당

기업명	주식수(계약수)	구성비중(%)	종가	시가총액	수익률(%)						
					1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
셀트리온	535	17.24	218,800	268,394	-0.1	24.1	14.1	98.6	131.1	121.0	79.6
GS홈쇼핑	174	6.56	224,600	14,739	-2.1	2.3	11.0	-1.3	8.0	26.2	34.0
파라다이스	1,425	5.98	24,550	22,326	-7.9	-1.6	43.6	64.2	44.0	80.5	114.0
SK머티리얼즈	177	5.75	201,900	21,296	-2.5	5.2	20.8	8.5	11.6	27.3	14.0
포스코캠텍	1,072	5.69	37,900	22,388	0.4	21.5	31.1	67.0	174.6	233.9	177.9
SKC코오롱PI	641	3.87	39,050	11,468	-0.3	10.8	23.4	34.9	111.7	203.9	166.8
실리콘웍스	415	3.72	54,000	8,783	-1.8	4.1	23.3	51.3	72.8	104.9	96.0
에스에프에이	378	2.96	44,850	16,105	-4.5	2.9	12.3	17.7	-0.3	49.5	44.3
리노공업	272	2.69	59,500	9,069	1.2	0.9	21.7	18.8	38.4	44.8	37.5
동원개발	1,886	1.79	5,420	4,922	-0.9	-4.9	-3.0	6.5	21.0	20.2	31.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 21일 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:윤주호, 구성진)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

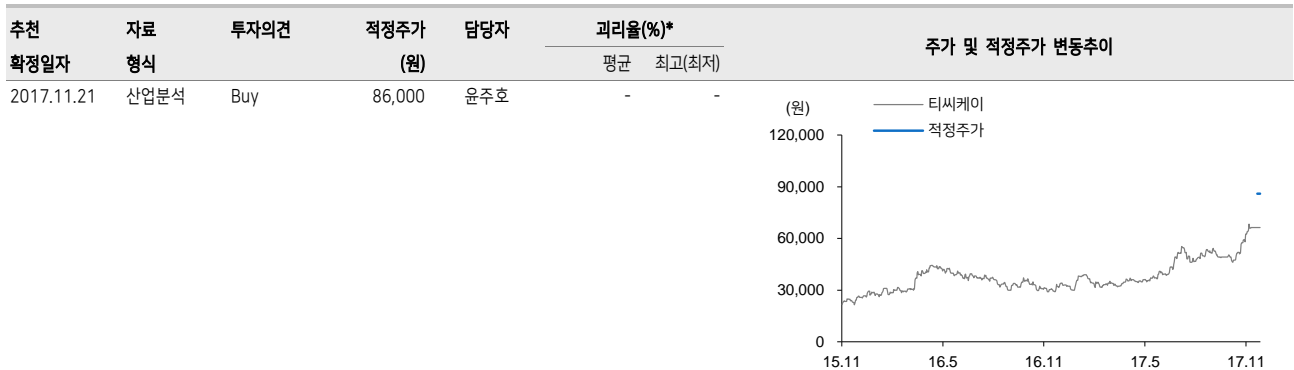
### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

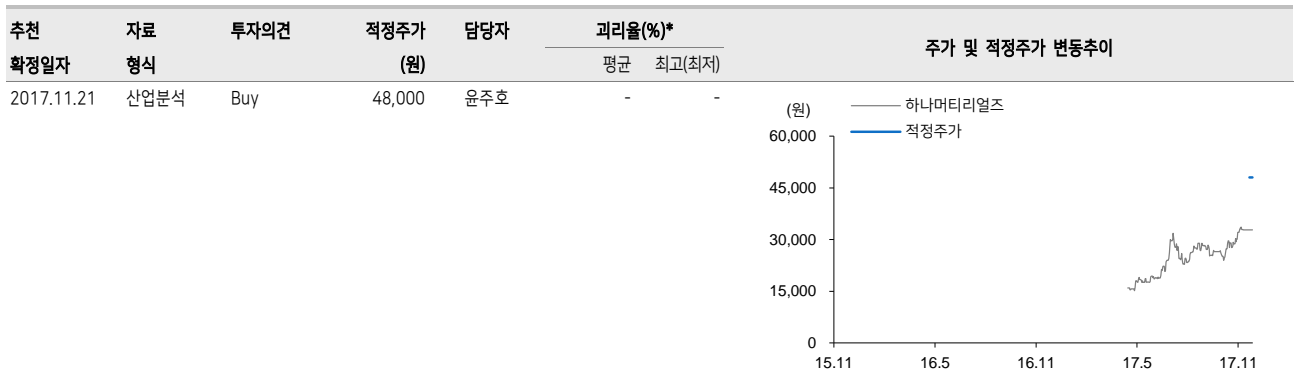
### 티씨케이 (064760) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년



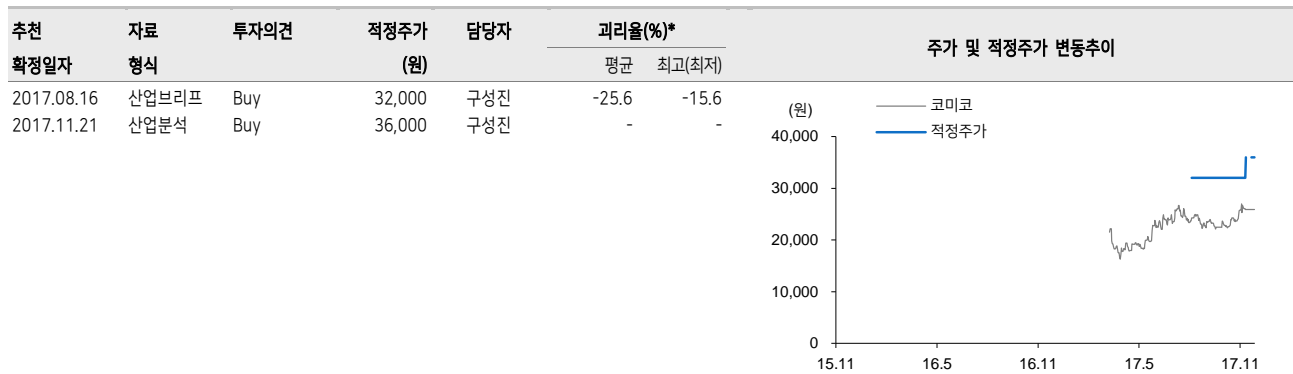
### 하나머티리얼즈 (166090) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년



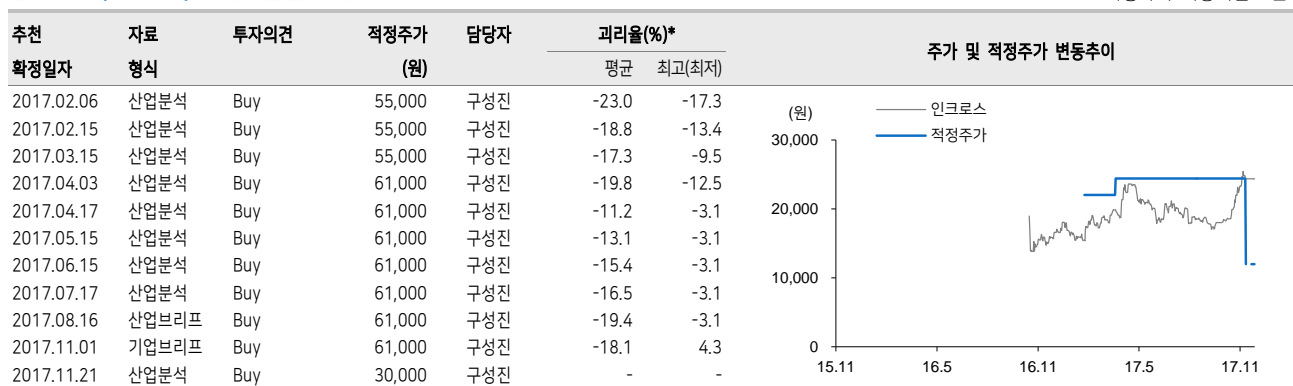
## 코미코 (183300) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



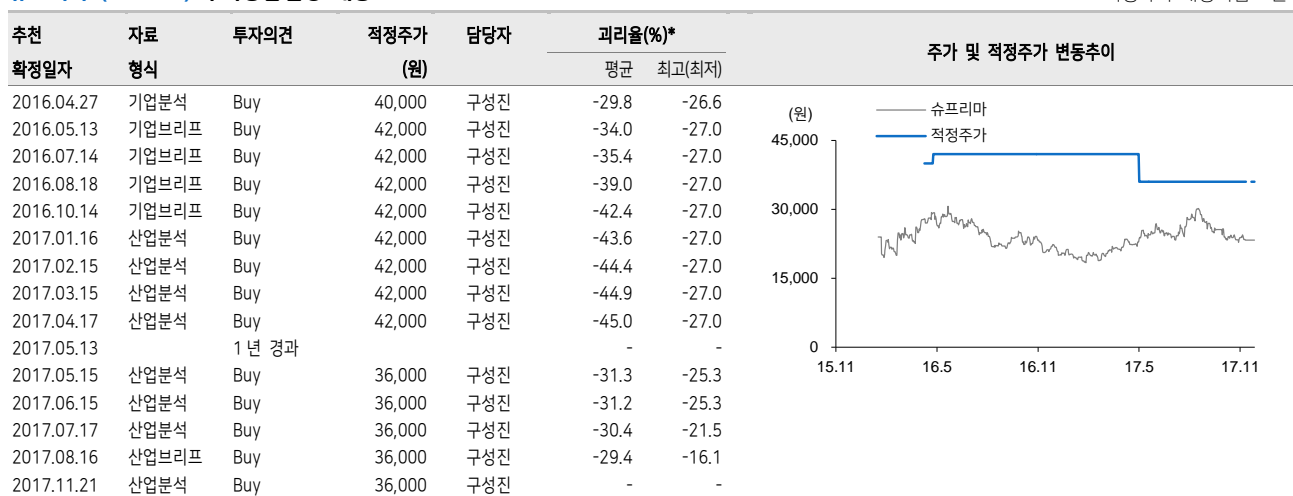
## 인크로스 (216050) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



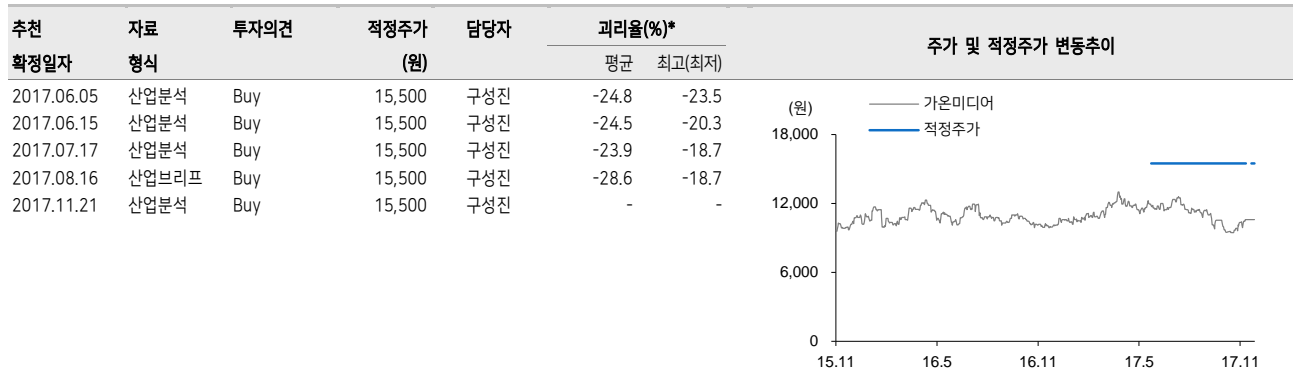
## 슈프리마 (236200) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



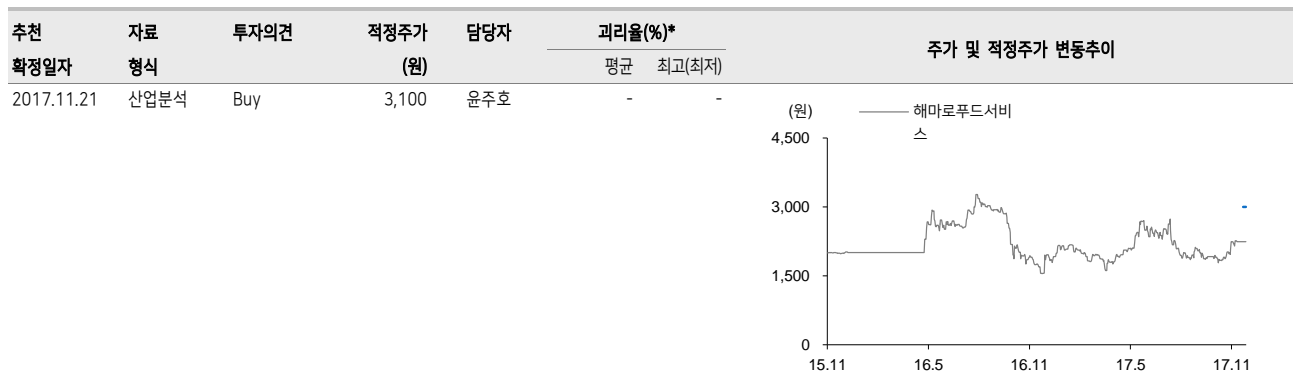
### 가온미디어 (078890) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 해마로푸드서비스 (220630) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 보라티알 (250000) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

