

2018. 4. 18



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

## Not Rated

적정주가 (12개월) -

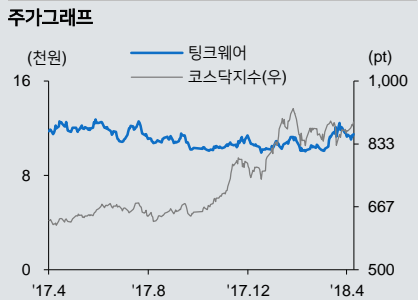
현재주가 (4.17) 11,600 원

상승여력 -

KOSDAQ	901.22pt
시가총액	1,209억원
발행주식수	1,043만주
유동주식비율	65.93%
외국인비중	6.54%
52주 최고/최저가	12,750원/9,940원
평균거래대금	16.9억원

주요주주(%)	
유비벨록스 외 3 인	24.50
민영기	7.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	14.3	-4.5
상대주가	2.3	-15.0	-33.3



(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	1,594.9	44.0	9.5	119	-135.1	12,889	65.5	0.6	8.4	0.9	91.8
2015	1,512.6	31.1	9.1	104	-12.0	12,737	103.6	0.8	11.1	0.8	59.6
2016	1,850.4	54.8	22.2	226	104.5	13,612	49.8	0.8	7.5	1.7	53.2
2017	1,979.2	70.5	28.5	280	1.8	13,794	36.6	0.7	6.3	2.0	42.7
2018E	2,130.8	102.3	83.1	797	237.6	14,623	14.2	0.8	5.4	5.6	38.6

# 팅크웨어 084730

## 꿈틀되는 중장기 성장동력, 블랙박스

- ✓ 아이나비 브랜드를 보유한 블랙박스 및 네비게이션 제조업체
- ✓ '14년 하반기부터 블랙박스 해외수출 본격화
- ✓ 블랙박스는 첨단 소프트웨어 기술이 핵심 (야간화질개선, ADAS 기능 등)
- ✓ 일본 블랙박스 시장은 성장 초입단계, 일본향 수출 호조
- ✓ 네비게이션 매출 비중 감소는 리스크요인

### 달라진 비즈니스 구조, 블랙박스가 자사의 성장 원동력

'12년 매출 비중은 네비게이션 63%, 블랙박스 26% 였으나 네비게이션 매출은 '17년 기준 15% 수준으로 감소하였다. 블랙박스 매출비중은 지속적으로 증가하여 '17년말 기준 74%으로 상승, 네비게이션에서 블랙박스 중심 비즈니스 구조로 탈바꿈하였다. 블랙박스 매출은 '12년 472억원, '13년 562억원, '14년 721억원, '15년 960억원, '16년 1,262억원, '17년 1,457억원으로 매년 꾸준히 성장하고 있다.

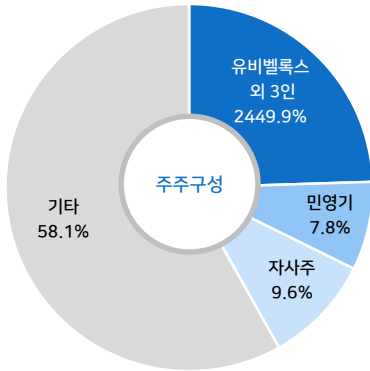
### 경쟁 심한 국내 블랙박스 시장은 승자독식으로 재편

국내 블랙박스 시장은 '12년 50만대, '13년 115만대, '14년 130만대, '15년 175만대, '16년 200만대로 '12~'16년간 연평균 성장률(CAGR) +41%로 성장하였다. '12년~'17년 블랙박스 매출액 성장률은 경쟁사인 M사, P사 성장률(-13%, -10%) 대비 +25%로 압도적이다. 이는 블랙박스 시장이 '13년 급격한 성장을 경험한 이후 승자독식 위주로 재편되었음을 의미한다.

### 이제는 블랙박스 수출에 초점을 두어야 할 시기

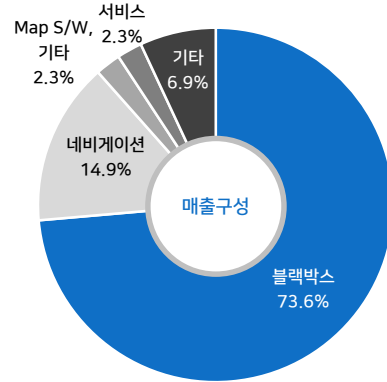
'12년 전무했던 블랙박스 해외매출은 '13년 4억원, '14년 18억원, '15년 65억원, '16년 124억원, '17년 174억원으로 지속적으로 늘어나고 있다. 5년간 연평균성장률(CAGR)은 +162%이다. 가장 매출 비중이 높은 북미(17년 기준 미국 25%, 캐나다 20%)에 이어 아시아, 일본향 매출 비중이 빠르게 올라가고 있다. '17년말 비중 블랙박스 해외수출 비중은 매출 대비 8.8%로 '18년부터는 수출금액 200억 이상, 매출비중 10% 이상을 기대한다.

그림1 톱크웨어 주주구성



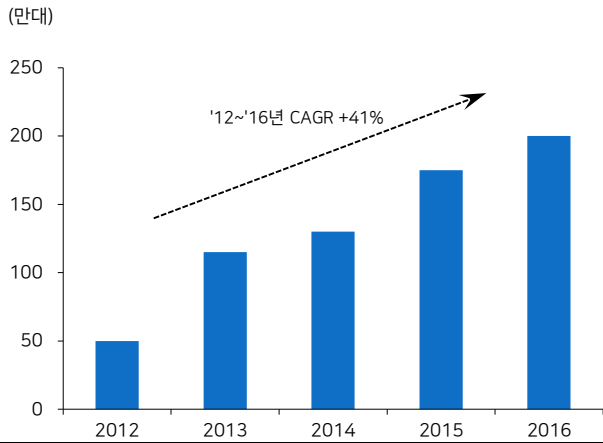
자료: 톱크웨어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 매출구성 (2017)



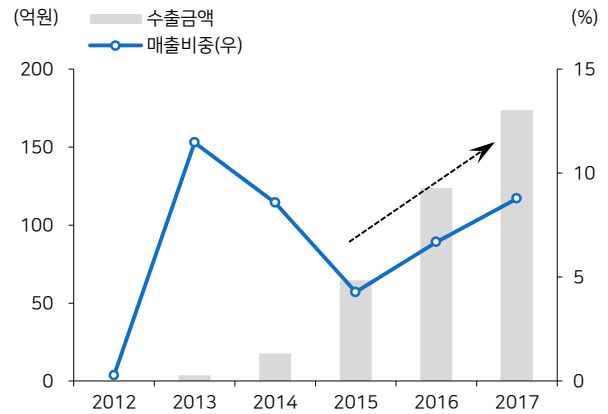
자료: 톱크웨어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국내 블랙박스 시장



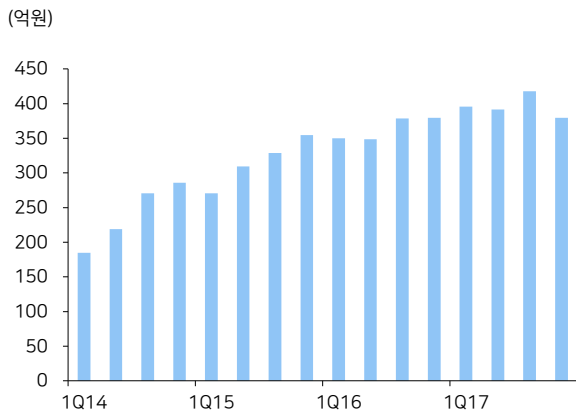
자료: 다나와, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 블랙박스 해외 수출 및 매출비중



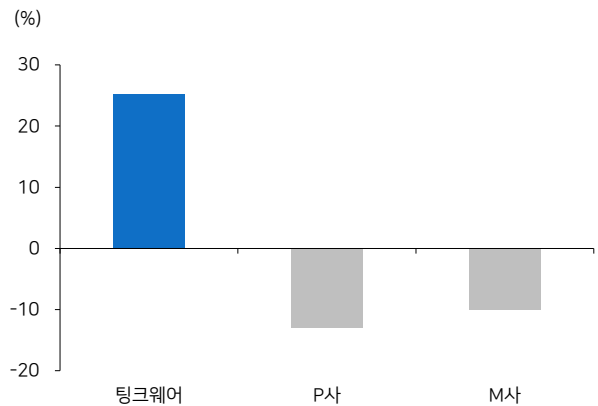
자료: 톱크웨어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 국내 블랙박스 매출 (분기별)



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 경쟁사별 국내 블랙박스 매출 연평균 성장률('12~'17)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

## 팅크웨어 (084730)

### Income Statement

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>1,594.9</b>	<b>1,512.6</b>	<b>1,850.4</b>	<b>1,979.2</b>	<b>2,130.8</b>
매출액증가율 (%)	-10.1	-5.2	22.3	7.0	7.7
매출원가	1,133.7	1,033.0	1,254.1	1,360.8	1,438.3
매출총이익	461.1	479.6	596.3	618.4	692.5
판매관리비	417.1	448.5	541.4	547.9	590.2
<b>영업이익</b>	<b>44.0</b>	<b>31.1</b>	<b>54.8</b>	<b>70.5</b>	<b>102.3</b>
영업이익률	2.8	2.1	3.0	3.6	4.8
금융손익	-21.9	-21.5	-18.7	-29.4	-0.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	5.8	-8.0	4.4	1.0
세전계속사업이익	27.3	15.3	28.0	45.5	102.5
법인세비용	17.7	6.1	7.0	23.3	25.5
<b>당기순이익</b>	<b>9.5</b>	<b>9.2</b>	<b>21.1</b>	<b>22.2</b>	<b>77.0</b>
지배주주지분 순이익	9.5	9.1	22.2	28.5	83.1

### Statement of Cash Flow

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>102.9</b>	<b>227.4</b>	<b>262.4</b>	<b>122.4</b>	<b>117.6</b>
당기순이익(손실)	9.5	9.2	21.1	22.2	77.0
유형자산상각비	35.6	31.9	27.6	28.9	42.2
무형자산상각비	46.5	50.0	62.3	54.1	38.4
운전자본의 증감	-63.3	114.7	55.0	-82.1	-33.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>10.2</b>	<b>-93.2</b>	<b>-180.4</b>	<b>-99.6</b>	<b>-48.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.5	-21.3	-90.2	-183.3	-51.0
투자자산의 감소(증가)	-21.5	-32.3	58.9	25.6	-3.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-65.1</b>	<b>-21.1</b>	<b>-20.6</b>	<b>-10.5</b>	<b>-52.3</b>
차입금의 증감	-29.1	-165.6	-100.0	-71.1	-49.5
자본의 증가	0.0	185.0	18.6	63.4	3.3
현금의 증가(감소)	48.0	112.9	61.3	14.1	26.9
기초현금	125.8	173.8	286.7	348.0	362.1
기말현금	173.8	286.7	348.0	362.1	389.0

### Balance Sheet

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>유동자산</b>	<b>1,214.4</b>	<b>1,144.3</b>	<b>1,193.4</b>	<b>1,161.6</b>	<b>1,249.7</b>
현금및현금성자산	173.8	286.7	348.0	362.1	389.0
매출채권	605.5	340.7	242.8	213.7	230.1
재고자산	325.8	443.9	453.6	454.9	489.7
<b>비유동자산</b>	<b>762.4</b>	<b>845.4</b>	<b>877.4</b>	<b>895.3</b>	<b>859.7</b>
유형자산	428.7	417.2	482.1	537.4	536.2
무형자산	198.0	263.1	240.4	207.4	169.1
투자자산	103.0	135.3	76.4	50.8	54.6
<b>자산총계</b>	<b>1,976.9</b>	<b>1,989.6</b>	<b>2,070.8</b>	<b>2,056.9</b>	<b>2,109.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>572.6</b>	<b>537.8</b>	<b>491.4</b>	<b>417.1</b>	<b>407.2</b>
매입채무	174.4	142.5	147.3	145.0	156.1
단기차입금	236.3	232.1	159.8	109.5	89.5
유동성장기부채	83.0	82.2	47.8	45.6	35.6
<b>비유동부채</b>	<b>373.7</b>	<b>205.5</b>	<b>228.1</b>	<b>198.2</b>	<b>180.3</b>
사채	85.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	240.7	178.5	180.7	170.5	150.5
<b>부채총계</b>	<b>946.3</b>	<b>743.3</b>	<b>719.5</b>	<b>615.3</b>	<b>587.5</b>
<b>자본금</b>	<b>40.0</b>	<b>48.9</b>	<b>49.3</b>	<b>52.1</b>	<b>52.1</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>395.4</b>	<b>571.5</b>	<b>589.6</b>	<b>650.2</b>	<b>653.5</b>
기타포괄이익누계액	0.0	-0.3	-4.3	-3.6	-3.6
이익잉여금	817.2	825.8	841.3	873.1	956.2
비지배주주지분	0.0	1.1	9.1	3.5	-2.7
<b>자본총계</b>	<b>1,030.5</b>	<b>1,246.3</b>	<b>1,351.3</b>	<b>1,441.6</b>	<b>1,521.8</b>

### Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,947	17,274	18,862	19,486	20,438
EPS(지배주주)	119	104	226	280	797
CFPS	2,281	1,593	2,174	2,364	1,639
EBITDAPS	1,577	1,290	1,476	1,512	1,754
BPS	12,889	12,737	13,612	13,794	14,623
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	65.5	103.6	49.8	36.6	14.2
PCR	3.4	6.8	5.2	4.3	6.9
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6
PBR	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8
EBITDA	126.1	113.0	144.8	153.5	182.8
EV/EBITDA	8.4	11.1	7.5	6.3	5.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.9	0.8	1.7	2.0	5.6
EBITDA 이익률	7.9	7.5	7.8	7.8	8.6
부채비율	91.8	59.6	53.2	42.7	38.6
금융비용부담률	1.8	1.6	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(x)	1.5	1.3	4.3	9.6	16.7
매출채권회전율(x)	2.5	3.2	6.3	8.7	9.6
재고자산회전율(x)	4.5	3.9	4.1	4.4	4.5

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 윤주호)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율