

SK COMPANY Analysis



Analyst
서충우

Choongwoo.seo@sk.com
02-3773-9005

Company Data

자본금	53 억원
발행주식수	1,136 만주
자사주	36 만주
액면가	500 원
시가총액	1,308 억원
주요주주	
모우(외1)	14.54%
박영전	7.54%
외국인지분률	1.30%
배당수익률	

Stock Data

주가(18/06/27)	12,300 원
KOSDAQ	826.69 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	13,450 원
52주 최저가	6,160 원
60일 평균 거래대금	16 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	15.4%
6개월	49.1%	42.8%
12개월	42.5%	16.0%

녹원씨엔아이 (065560/KQ | Not Rated)

신규사업 호조, 실적 고성장 원년!

동사는 산업용 특수도로 사업을 주력으로 영위하고 있다. 2017년 7월 녹원씨엔아이 인수 이후 분기 실적 턴어라운드 성공했다. 올해가 인수효과가 온기로 반영되는 시기이며, S 사항 특수도로 매출도 성장하고 있는 만큼 2018년 실적은 큰 폭의 성장이 기대된다. 동사의 주가에 대한 관심이 필요한 시기라고 판단한다.

산업용 특수도로 전문업체

동사는 녹원씨엔아이 인수전 큐브스로서 제약유통, 지리정보사업 등을 영위하던 업체였으나, 지난해 7월 녹원씨엔아이 인수 후 사명을 바꾸고 산업용 특수도로 사업을 주력사업으로 영위하고 있다. 동사의 제품은 휴대폰, 태블릿 PC, 자동차, 가전제품 등에 주로 적용되고 있으며 삼성, LG, 현대, 기아, 화웨이 등 글로벌 업체들을 고객사로 확보하고 있다. 산업용 특수도로 외에 향후 방열, UV, 배터리 소재 등 다양한 소재 연구를 통해 첨단 소재 전문기업으로의 변화를 준비하고 있다.

특수도로 매출 성장, 올해가 실적 고성장의 원년

동사는 패드공법을 적용해 곡면 글라스 형상을 가진 모바일용 유리에 적용할 수 있는 잉크를 개발해 S 사에 독점 공급하고 있다. 플래그십 스마트폰 제품 중 곡면 디자인 제품 비중이 늘어나고 있어 동사의 특수도로 매출 고성장이 예상된다. 또한 지난해 7월 녹원씨엔아이를 인수한 만큼 인수효과가 온기로 반영되는 올해가 실적 고성장의 원년이 될 전망이다. 향후 중화권 업체로의 특수도로 매출이 발생할 수 있다는 점도 긍정적으로 보인다.

2018E 실적 기준 PER 7.6 배, 밸류에이션 저평가

특수도로 매출 성장에 힘입어 올해 매출 732 억원(+231.6% YOY), 영업이익 203 억원(+167.5% YOY), 지배주주순이익 152 억원(+3,457.7% YOY)의 호실적이 예상된다. 현재 동사는 2018E 실적 기준 PER 7.6 배 수준에 거래되고 있어 주가가 저평가된 것으로 판단된다. 다만 녹원씨엔아이 인수 과정에서 발생한 CB의 전환시기가 도래한 만큼 CB 전환에 따른 EPS 희석은 일부 감안할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	151	33	73	39	221
yoy	%	-45.5	-78.5	125.4	-47.1	469.6
영업이익	억원	-36	-34	5	-23	76
yoy	%	적지	적지	흑전	적전	흑전
EBITDA	억원	-30	-29	9	-21	81
세전이익	억원	-54	-37	-65	-110	29
순이익(지배주주)	억원	-57	-47	-137	-110	4
영업이익률%	%	-23.7	-105.2	6.2	-60.5	34.4
EBITDA%	%	-20.0	-87.7	12.3	-53.6	36.9
순이익률	%	-37.4	-154.6	-188.7	-284.6	1.9
EPS	원	-1,885	-972	-1,127	-1,673	47
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	181.3
PBR	배	6.1	3.1	9.3	7.3	1.8
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	128.1	N/A	12.3
ROE	%	-82.6	-52.1	-112.9	-101.0	1.5
순차입금	억원	-5	-4	11	2	105
부채비율	%	일부잠식	73.2	35.8	일부잠식	134.3

1. 회사개요

제약유통, 지리정보, LED 사업등을 영위

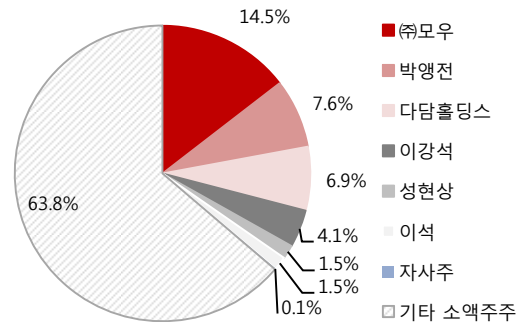
동사는 1987년 5월 캐드캠 시스템 사업 영위를 목적으로 하는 캐드랜드로 설립되었으며 이후 선도소프트(2004년), 큐브스(2013년)로 사명이 변경되었다. 2003년 7월 코스닥 시장에 상장되었으며, 2015년 사업부문 구조조정을 통해 유통부문(제약), 솔루션 부문(GIS, 지리정보) 및 LED 부문으로 사업을 재편했다. 하지만 사업구조 재편 이후에도 지속된 실적 악화로 회사 존폐를 위협받는 등 어려운 시기를 보냈다.

회사 현황

회사명	(주)녹원씨엔아이
대표이사	안성호, 정유석 (각자 대표이사)
본사	경기도 파주시 신촌 2로 7-12
설립연도	1995. 08
기업구분	코스닥상장사 (2003년 7월 상장)
주요사업	산업용 잉크, 마이크로필터, LED 유통
임직원	85명
자본금	53억 1천만원 (2018.03 월말 기준)

자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권

주주 현황

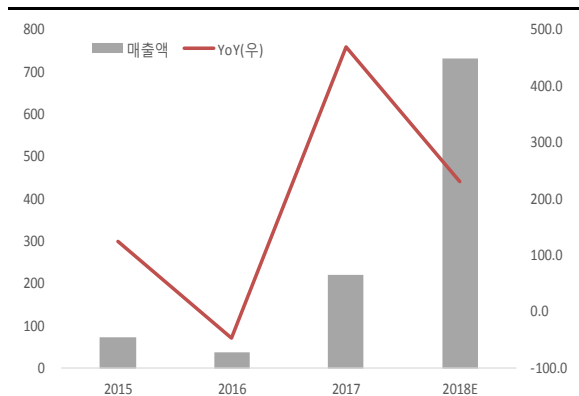


자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권

녹원씨엔아이 인수로 특수도로시장 진출, 실적 턴어라운드

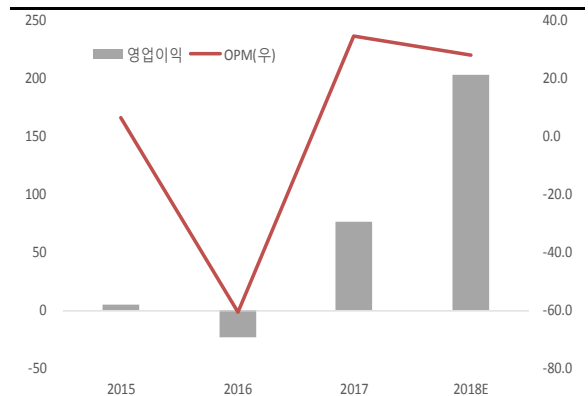
2017년 7월 녹원씨엔아이의 지분 100%를 인수하며 주요 사업이 산업용 특수도로 제조로 바뀌게 되었으며, 인수 이후 합병 과정을 거치며 사명도 큐브스에서 녹원씨엔아이로 변경되었다. 녹원씨엔아이는 휴대폰, 태블릿PC, 자동차, 가전제품 등에 사용되는 특수도로 생산을 주요 업무로 하고 있으며, 삼성, LG, 현대, 기아, 화웨이, 샤오미 등 글로벌 회사를 고객사로 확보하고 있다. 내실있는 회사 인수에 성공하며 동사의 연결실적도 2017년 3분기 이후 턴어라운드에 성공하였다. 향후 산업용 특수도로 외에 방열, UV, 배터리 소재 등에 대한 연구를 통해 첨단소재 전문기업으로 변화를 준비하고 있다.

매출액 및 YOY 추이 (단위: 억원, %)



자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권 추정

영업이익 및 OPM (단위: 억원, %)



자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권 추정

2. 투자포인트

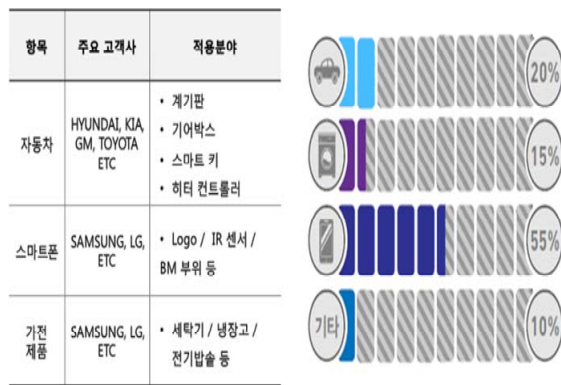
1) 특수도로 부문 실적 고성장

합병 이후 동사의 주요 사업으로 자리잡은 산업용 특수도로는 글라스, PE 소재에 인쇄할 수 있는 기능성 특수 잉크이다. 특수잉크는 일반적으로 사용되는 페인트와는 달리 사용처별로 요구하는 기능 및 성능이 다르고, 소비자의 니즈에 맞게 개발 및 생산해야 하는 특성이 있어 시장 진입이 쉽지 않고 부가가치가 높은 산업이다. 동사의 잉크는 가전제품, 스마트기기, 자동차 등 다양한 산업에 적용되고 있으며, 이 중 스마트기기(스마트폰) 매출 비중이 50%를 상회해 매출 비중이 가장 높다.

동사는 ‘패드인쇄’ 공법을 적용해 인쇄할 수 있는 잉크를 개발해 S사에 독점 공급하고 있다. 패드인쇄는 인쇄 내용이 찍힌 패드를 인쇄 대상으로 가져와 찍는 공법으로 실리콘 패드에 작은 구멍을 뚫어 그 구멍으로 잉크를 주입한 후 이를 제품 표면에 찍어내는 인쇄 방식이다. 기존 스크린 인쇄방식과 달리 곡면 글라스 형상을 가진 모바일용 유리에 적용할 수 있으며, 동사는 잉크의 인쇄성, 점도 안정성 등에서 우수한 품질을 유지하고 있다. S사의 플래그십 스마트폰 제품 중 곡면 디자인 제품 비중이 늘어나고 있고, 동사가 이를 독점 공급하고 있어 스마트기기용 특수잉크가 향후 동사의 성장 모멘텀이 될 전망이다.

특수도로 주요 매출분야 및 매출비중

(단위 : %)



자료 : 녹원씨엔아이

패드인쇄 적용제품 예시



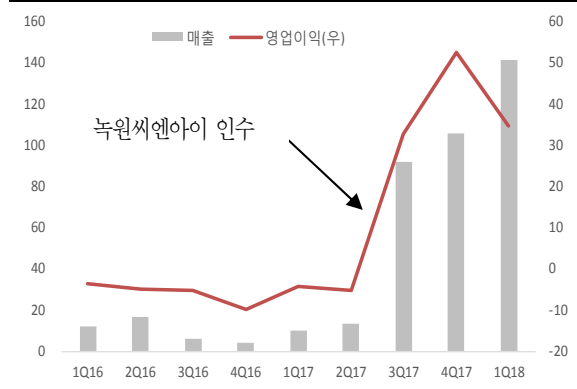
자료 : 녹원씨엔아이

2) 도료부문 매출 온기반영, 실적 고성장 원년

2017년 7월 녹원씨엔아이 인수 이후 동사의 연결 실적은 성장세가 지속되고 있다. 1Q17은 매출 10억원, 영업이익자 4억원, 2Q17은 매출 13억원, 영업이익자 5억원으로 매출액 및 영업이익이 모두 크게 부진했다. 하지만 녹원씨엔아이 인수 효과로 3Q17 실적은 매출 92억원, 영업이익 33억원으로 큰 폭의 실적 성장이 있었다. 2017년 실적은 매출 221억원(+469.6% YOY), 영업이익 76억원(흑전)으로 의미있는 턴어라운드 기록했으며, 녹원씨엔아이 인수효과가 온기로 반영되는 2018년은 매출 732억원(+231.6% YOY), 영업이익 203억원(+167.5% YOY)으로 전년도에 이어 또 한번 실적 점프업이 가능할 것으로 추정된다. 2019년은 인수합병 기저효과 소멸로 2018년에 비해 매출액 및 영업이익 성장률은 크지 않을 수 있으나 스마트기기용 특수도료 매출이 성장하며 10% 이상의 성장이 향후 몇 년간 지속될 수 있을 것으로 전망된다.

분기별 매출, 영업이익 추이

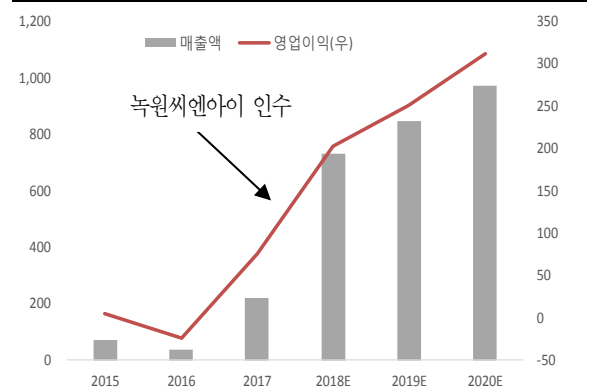
(단위: 억원)



자료: 녹원씨엔아이

연도별 매출(E), 영업이익(E) 추이

(단위: 억원)

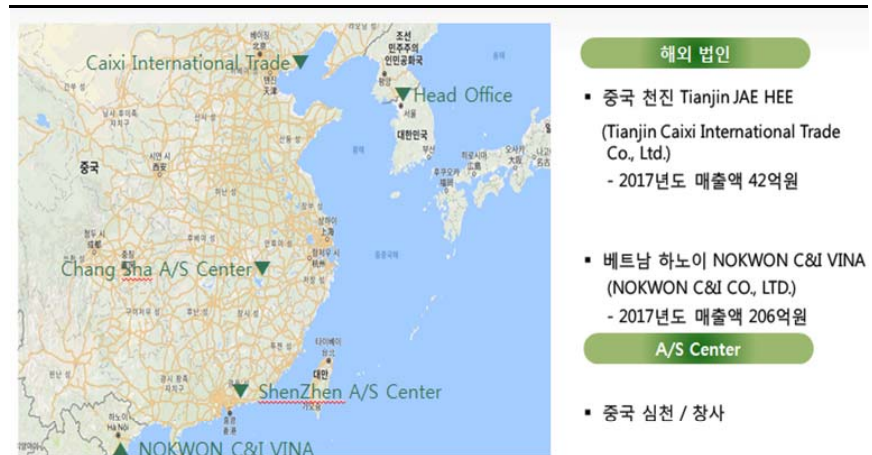


자료: 녹원씨엔아이, SK 증권 추정

3) 중화권 업체로 진출 기대

동사는 글로벌 업체의 생산기지가 있는 베트남, 중국 등에 해외법인을 보유하고 있다. 현재에는 국내 업체의 현지 생산기지향 생산비중이 높지만 향후 현지 업체에 잉크를 납품할 가능성도 충분한 것으로 예상된다. 특히 스마트폰 디스플레이 트렌드가 LCD에서 OLED, 플렉서블 OLED로 이동함에 따라 패드공법을 통해 곡면 글라스에 인쇄 가능한 잉크를 생산하고 있는 동사 제품에 대한 수요가 늘어날 것으로 예상된다.

해외법인 현황

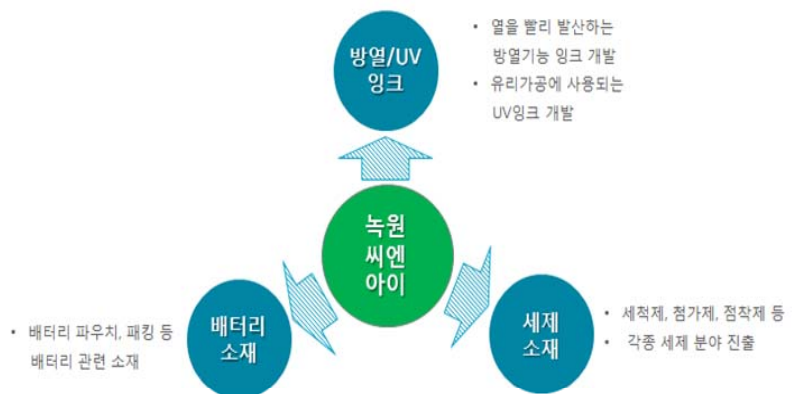


자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권

4) 방열, UV, 배터리 소재 등 소재 전문기업으로 도약

동사는 특수잉크 공급 경험을 바탕으로 방열/UV 잉크, 세제소재, 배터리 소재 등 다양한 첨단 소재를 개발하고 있다. 방열/UV 잉크는 현재 테스트가 끝난 것으로 보이며, 이르면 올해 하반기부터 매출이 발생할 수 있을 것으로 보인다. 현재 개발중인 소재들은 기존 생산시설을 그대로 활용해 생산할 수 있으므로 신규소재 생산에 따른 추가 원가부담이 낮아 이 소재들의 매출이 발생할 경우 동사의 매출액 및 영업이익이 한단계 더 도약하는 계기가 될 것으로 예상된다.

신규개발 소재 현황



자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권

3. 밸류에이션

2018E 실적 기준 PER 8.6 배, 밸류에이션 저평가

특수도로 매출 성장에 힘입어 올해 매출 732 억원(+231.6% YOY), 영업이익 203 억원(+167.5% YOY), 지배주주순이익 152 억원(+3,457.7% YOY)의 호실적을 기록할 것으로 예상된다. 732 억원의 매출중 특수 잉크 매출은 480 억원으로 전체 매출에서 약 65.5%의 비중을 차지할 것으로 추정된다.

현재 동사는 2018E 실적기준 PER 7.6 배 수준에 거래되고 있다. 1) 올해가 강력한 실적 턴어라운드의 원년이며, 2) 고객사 플래그십 스마트폰에 곡면 디스플레이 적용비중이 높아지며 동사의 특수잉크 매출도 늘어나고 있고, 3) 중화권 업체로의 매출 확대도 기대되는 만큼 현재 동사의 주가는 크게 저평가된 것으로 판단된다. 꾸준한 매출 성장세를 보이는 소재 업체들이 일반적으로 밸류에이션 프리미엄에 거래되고, IT 소재 PEER GROUP 들의 밸류에이션에 비해서도 낮은 수준에 거래되고 있는 만큼 현재 주가는 매수 타이밍이라고 판단된다.

Peer Group 밸류에이션 테이블

항목(억원, %, 배)	년도	SKC코오롱PI	이녹스첨단소재	SKC솔믹스
국가		한국	한국	한국
Ticker		178920 KS	272290 KS	057500 KS
시가총액		14,448	4,933	3,351
매출액	2015	1,363	-	868
	2016	1,531	-	945
	2017	2,164	-	1,327
	2018E	2,743	4,029	1,636
	2019E	3,380	4,801	2,010
영업이익	2015	289	-	160
	2016	323	-	173
	2017	530	-	242
	2018E	695	602	329
	2019E	886	736	441
영업이익률	2015	21.2	-	18.4
	2016	21.1	-	18.4
	2017	24.5	-	18.3
	2018E	25.3	14.9	20.1
	2019E	26.2	15.3	21.9
순이익	2015	170	-	(411)
	2016	210	-	(356)
	2017	330	-	396
	2018E	482	477	333
	2019E	650	589	368
PER	2015	18.0	-	5.8
	2016	19.6	-	13.7
	2017	42.3	-	7.7
	2018E	30.1	10.6	10.0
	2019E	22.4	8.7	9.0
PBR	2015	1.5	-	4.1
	2016	1.8	-	9.0
	2017	5.6	-	4.2
	2018E	5.3	2.9	3.1
	2019E	4.7	2.2	2.4
ROE	2015	8.4	-	(109.8)
	2016	9.6	-	(135.6)
	2017	13.8	-	75.5
	2018E	18.1	32.0	37.2
	2019E	21.6	25.5	27.1
EV/EBITDA	2015	7.7	-	7.0
	2016	9.1	-	13.1
	2017	19.7	-	11.0
	2018E	16.3	7.0	8.7
	2019E	13.1	5.9	6.2

자료 : 블룸버그, SK 증권

CB 전환에 따른 이익 희석은 일부 감안 필요

올해 큰 폭의 실적 성장이 예상되긴 하지만, 녹원씨엔아이 인수 과정에서 발생한 CB 물량의 전환 시기가 도래함에 따라 CB 전환에 따른 EPS 희석은 일부 감안할 필요가 있다. 현재 미상환 CB 물량은 약 440 억원 규모로 현재 시가총액 1,300 억원에 비해 다소 많은 물량이다. 하지만 이중 절반은 대주주 물량으로 시장에 출회되지 않을 것으로 보이며, 남은 물량도 일부 대주주가 매입할 계획을 갖고 있어 실제 시장에 매물로 출회될 수 있는 금액은 약 150 억원 수준으로 추정된다. 회사의 성장성이 크게 부각되는 시기인 만큼 시장에서 충분히 소화될 수 있는 금액이라고 판단한다.

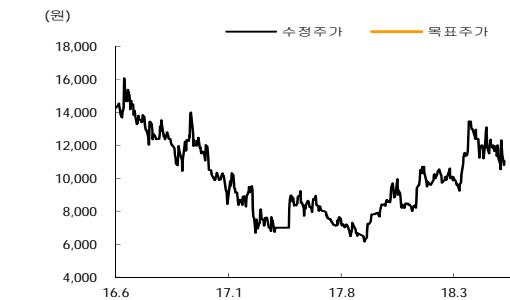
미상환 전환사채 발행현황

(단위 : 백만원 주)

종류/구분	발행일	만기일	권면 총액	전환대상 주식의 종류	전환청구가능기간	전환조건		미상환사채	
						전환비율 (%)	전환 가액	권면총액	전환가능 주식수
제 10회 무기명식 이권부 무보증 사무 전환사채	17년 6월 22일	20년 6월 22일	5,000	보통주	18-06-22 ~ 20-05-22	100	6,885	5,000	726,216
제 11회 무기명식 이권부 무보증 사무 전환사채	17년 6월 23일	20년 6월 23일	11,000	보통주	18-06-23 ~ 20-05-23	100	7,073	6,000	848,296
제 12회 무기명식 이권부 무보증 사무 전환사채	17년 7월 12일	20년 7월 12일	25,000	보통주	18-07-12 ~ 20-06-12	100	6,556	23,000	3,508,236
제 13회 무기명식 이권부 무보증 사무 전환사채	17년 11월 30일	20년 11월 30일	10,700	보통주	18-11-30 ~ 20-10-30	100	6,533	10,700	1,637,838
제 14회 무기명식 이권부 무보증 사무 전환사채	18년 1월 5일	21년 1월 5일	4,000	보통주	19-01-05 ~ 20-12-05	100	8,888	4,000	450,045
합계	-	-	55,700	보통주	-	-	-	48,700	7,170,631

자료 : 녹원씨엔아이, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2018.06.29	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 6월 29일 기준)

매수	91.85%	중립	8.15%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	74	121	100	38	645
현금및현금성자산	21	21	10	3	79
매출채권및기타채권	23	17	33	23	162
재고자산	3	19	7	4	43
비유동자산	52	98	148	73	495
장기금융자산	8	10	7	12	51
유형자산	34	31	130	1	115
무형자산	7	51	4	33	299
자산총계	127	219	248	111	1,140
유동부채	47	67	29	6	315
단기금융부채	11	31	0	0	192
매입채무 및 기타채무	32	30	23	5	91
단기충당부채		1			4
비유동부채	21	26	37	8	339
장기금융부채	20	24	36	8	326
장기매입채무 및 기타채무	0	2	0	0	0
장기충당부채					
부채총계	68	93	65	14	654
지배주주지분	59	121	121	97	487
자본금	65	103	120	136	53
자본잉여금	82	150	256	323	476
기타자본구성요소	-9	-6	3	3	1
자기주식	-9	-9	-1	-1	-1
이익잉여금	-79	-126	-256	-365	-44
비지배주주지분		5	62		
자본총계	59	127	183	97	487
부채외자본총계	127	219	248	111	1,140

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	-67	-82	-53	-19	55
당기순이익(손실)	-57	-50	-138	-110	4
비현금성항목등	16	16	138	97	77
유형자산감가상각비	2	2	2	1	4
무형자산감가상각비	3	4	3	2	1
기타	10	10	134	95	71
운전자본감소(증가)	-22	-46	-52	-5	-6
매출채권및기타채권의 감소(증가)	20	14	-26	7	-14
재고자산감소(증가)	0	0	-3	2	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-22	13	-16	6
기타	-4	-10	-87	17	-29
법인세납부	-2	0			-15
투자활동현금흐름	10	-2	-116	-48	-773
금융자산감소(증가)	-13	-25	-11	-3	-270
유형자산감소(증가)	5	29	4	-1	-4
무형자산감소(증가)	0	-2	0	-33	-2
기타	22	4	29	1	286
재무활동현금흐름	12	84	158	60	794
단기금융부채증가(감소)	-44	5	-4		1
장기금융부채증가(감소)	27	-15	54		557
자본의증가(감소)	23	83	103	60	236
배당금의 지급					
기타	7	11	6	0	
현금의 증가(감소)	-45	0	-11	-7	76
기초현금	66	21	21	10	3
기말현금	21	21	10	3	79
FCF	-13	-100	-70	96	-456

자료 : 녹원씨엔아이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	151	33	73	39	221
매출원가	130	32	39	32	81
매출총이익	21	1	34	7	139
매출총이익률 (%)	13.9	1.8	46.6	18.2	63.1
판매비와관리비	57	35	30	31	64
영업이익	-36	-34	5	-23	76
영업이익률 (%)	-23.7	-105.2	6.2	-60.5	34.4
비영업손익	-18	-2	-70	-87	-47
순금융비용	2	6	4	7	24
외환관련손익	0		0	0	-7
관계기업투자등 관련손익			-33	-46	-10
세전계속사업이익	-54	-37	-65	-110	29
세전계속사업이익률 (%)	-35.9	-112.6	-89.0	-284.6	13.0
계속사업법인세	2	0			24
계속사업이익	-57	-37	-65	-110	4
중단사업이익		-14	-73		
*법인세효과		0			
당기순이익	-57	-50	-138	-110	4
순이익률 (%)	-37.4	-154.6	-188.7	-284.6	1.9
지배주주	-57	-47	-137	-110	4
지배주주귀속 순이익률(%)	-37.63	-144.13	-186.7	-284.59	1.94
비지배주주	0	-3	-1		
총포괄이익	-57	-50	-144	-108	6
지배주주	-57	-47	-140	-108	6
비지배주주	0	-3	-4		
EBITDA	-30	-29	9	-21	81

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	-45.5	-78.5	125.4	-47.1	469.6
영업이익	적지	적지	흑전	적전	흑전
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	적지	적지	흑전	적전	흑전
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	-82.6	-52.1	-112.9	-101.0	1.5
ROA	-35.3	-29.1	-59.2	-61.4	0.7
EBITDA마진	-20.0	-87.7	12.3	-53.6	36.9
안정성 (%)					
유동비율	157.1	181.1	345.2	673.2	2048
부채비율	일부잠식	73.2	35.8	일부잠식	134.3
순차입금/자기자본	일부잠식	-3.3	6.1	일부잠식	21.5
EBITDA/이자비용(배)	-8.8	-4.3	2.1	-2.9	2.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,885	-972	-1,127	-1,673	47
BPS	2,098	2,541	2,033	1,446	4,609
CFPS	-1,700	-1,204	-2,338	-1,632	107
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	230.5
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	131.7
PBR(최고)	7.0	5.2	16.2	12.3	2.3
PBR(최저)	3.1	1.8	3.3	7.3	1.3
PCR	-7.5	-6.5	-8.1	-6.5	79.6
EV/EBITDA(최고)	-14.8	-14.5	217.7	-51.0	14.3
EV/EBITDA(최저)	-5.9	-5.8	37.2	-33.1	7.0