



| 2020년 5월 7일 |

키움 스몰캡 Monthly

HUB 투자로 개별 종목 장세에 대응 필요

키움증권 성장기업분석팀은 국내 주식시장이 급락 후 탄력적 반등에 성공함에 따라 향후 종목별, 카테고리별 차별화 장세가 펼쳐질 것으로 예상되며, 1) 경제적 해자 구축이 가능한 하이테크 기업, 2) 언택트 비즈니스 확대에 따른 수혜가 예상되는 기업, 3) 가시적인 성과 창출이 예상되는 유망 바이오/헬스케어 기업을 중심으로 포트폴리오를 구성하자는 것이다. 주요 추천 종목으로는 상기 스크리닝 기준에 의거하여 1) 이 오테크닉스, 파크시스템스, 테크윙, 2) 인크로스, 더존비즈온, 3) 메드팩토, 랩지노믹스를 제시한다.



스몰캡 김상표
02) 3787-5293
spkim@kiwoom.com

스몰캡 한동희
02) 3787-5292
donghee.han@kiwoom.com

스몰캡 서해원
02) 3787-3767
hwseo@kiwoom.com

스몰캡 박재일
02) 3787-4585
lon3728@kiwoom.com

키움증권 

Contents

**HUB 투자로 개별 종목 장세에 대응이 필요한 시점**

- › 개인 매수세 강화로 4월 반등 지속
- › 순환매 구간 종료, 개별 종목장 예상
- › 5월 투자전략과 추천 포트폴리오

I. 시장동향 및 중소형주 투자전략

- > 4월 코스닥시장 및 중소형주 동향
- > 5월 코스닥시장 전망 및 중소형주 투자전략
- > 키움 스몰캡 5월 중소형주 추천 포트폴리오

II. 기업분석

- › 더존비즈온(012510)
- › 이오테크닉스(039030)
- › 콜마비앤에이치(200130)
- › 메드팩토(235980)
- › 엘앤씨바이오(290650)
- › 서흥(008490)
- › 디오(039840)
- › 테크윙(089030)
- › 인터로조(119610)
- › 파크시스템스(140860)
- › 랩지노믹스(084650)
- › 아모텍(052710)
- › 인크로스(216050)
- › 케이엔제이(272110)

Compliance Notice

- 당사는 5월 6일 현재 상기 언급된 종목들 중 '디오(039840)'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

HUB 투자로 개별 종목 장세에 대한 대응이 필요한 시점**>> 개인 매수세 강화로 반등 지속된 4월**

4월 코스닥시장은 기관 및 외국인투자자의 차익실현 및 순매도 규모 확대에도 개인투자가 1.7조원에 달하는 월간 순매수를 기록하며 3월 후반의 반등 추세 지속. 4월 말 코스닥 지수는 연중 최저점 대비 50.6% 상승 마감 (코스피 +33.6% 반등)하면서 연초 이후 수익률이 -3.7%로 코로나19 사태 이전 수준으로 빠르게 회귀했다. 다만 개인투자자들이 주로 매수했던 ETF 및 코스피 시가총액 최상위 기업들의 수익률은 전반적으로 시장수익률을 하회

>> 순환매 구간 종료, 개별 종목 장세 예상

코로나19 판데믹 이후 발원지인 중국과 최 인접국인 우리나라가 가장 빠르게 정상화 국면에 돌입하였으나, 미국, 일본, 유럽 등지에서 안정구간 진입 시점을 예측하기 어렵고 각국의 봉쇄 정책 시행 이후 경제 충격이 본격화될 수 있는 시점이 도래했다는 점에서 시장을 둘러싼 불확실성은 여전히 크다고 판단. 전세계 증시 중 가장 탄력적인 반등에 성공한 국내 증시는 1) 주요 업종별 순환매가 단기간 내에 고르게 진행되었다는 점, 2) 주요 수출 업종의 영업환경이 불확실하고 2분기 이후 기업 실적 악화가 불가피하다는 점에서 지수의 추가적인 상승보다는 풍부한 유동성을 바탕으로 업종이나 카테고리 별 주가 차별화 양상이 나타날 것으로 전망

>> 5월 투자전략과 추천 포트폴리오: HUB

키움증권 성장기업분석팀은 국내 주식시장이 급락 후 탄력적 반등에 성공함에 따라 향후 종목별, 카테고리별 차별화 장세가 펼쳐질 것으로 예상되며, 1) 경제적 해자 구축이 가능한 하이테크 기업, 2) 언택트 비즈니스 확대에 따른 수혜가 예상되는 기업, 3) 가시적인 성과 창출이 예상되는 유망 바이오/헬스케어 기업을 중심으로 포트폴리오 구성 필요. 주요 추천 종목으로는 상기 스크리닝 기준에 의거하여 1) 이오테크닉스, 파크시스템스, 테크윙, 2) 인크로스, 더존비즈온, 3) 메드팩토, 랩지노믹스를 제시

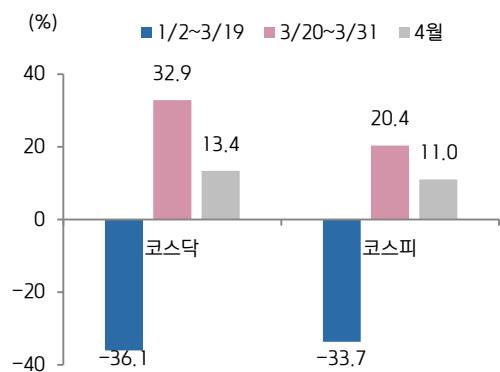
I. 시장 동향 및 중소형주 투자전략

>>> 4월 코스닥시장 및 중소형주 동향

개인 순매수 확대, 활발한 순환매 속에 코스닥 강세 지속되며 코로나19 이전 수준 회복
 4월 코스닥시장은 기관 및 외국인투자자의 차익실현 및 순매도 규모 확대에도 불구하고 개인투자자가 1.7조 원에 달하는 월간 순매수를 기록하며 3월 후반의 반등세를 이어나갔다. 4월말 코스닥 지수는 연중 최저점 대비 50.6% 상승 마감 (코스피 +33.6% 반등)하면서 연초 이후 수익률이 -3.7%로 코로나19 사태 이전 수준으로 빠르게 회귀했다. 다만 개인투자자들이 주로 매수했던 ETF 및 코스피 시가총액 최상위 기업들의 수익률은 전반적으로 시장수익률을 하회했으며, 코스닥, 코스피 신용융자잔고 역시 3월말 대비 각각 36.5%, 38.2% 증가했다는 점은 향후 예의주시해야 할 사항이라고 판단한다.

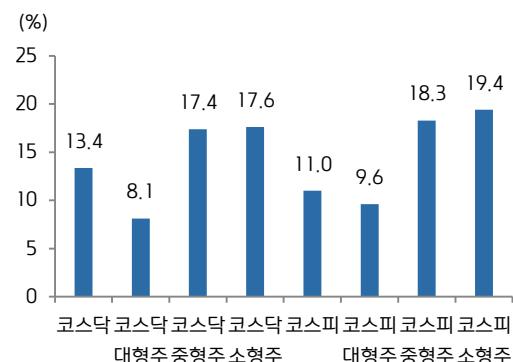
코스닥시장 업종지수 별로는 3월에 급등세를 기록했던 유통 (셀트리온헬스케어 포함), 제약, 코스닥150 생명 기술 업종이 조정 국면에 진입함에 따라 수익률을 최하위권을 기록했으며, 상대적으로 반등 폭이 작았던 통신 서비스, 인터넷, 소프트웨어 업종의 반등이 강하게 나타났다.

기간별 국내 주식시장 수익률



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

4월 국내 주식시장 주요 지수 수익률



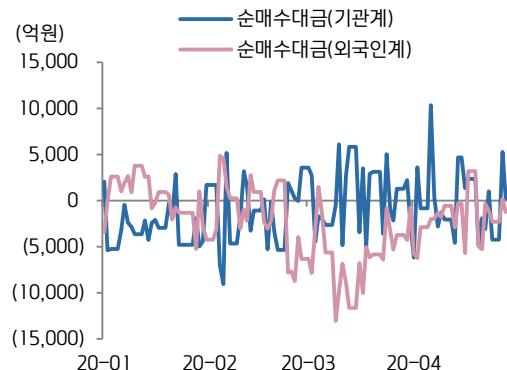
자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

국내 주식시장 주요 지수 기간별 수익률

시장	종가(pt)	기간별 수익률				
		D-1(%)	D-5(%)	D-20(%)	YTD(%)	
코스닥	658.4	2.57	2.05	10.25	-1.71	
대형주	1,358.1	2.70	1.87	6.71	-0.97	
중형주	621.6	2.76	2.26	13.50	-0.68	
소형주	2,194.5	2.22	2.05	12.55	-4.51	
코스닥150	983.6	-0.92	-1.77	7.96	-4.47	
코스피	1,928.8	1.76	-0.97	7.64	-12.24	
대형주	1,896.6	1.82	-1.20	6.68	-12.75	
중형주	2,005.2	1.42	-0.52	11.75	-10.41	
소형주	1,674.3	1.63	2.00	15.23	-7.51	
코스피200	255.0	1.76	-1.22	5.89	-13.20	

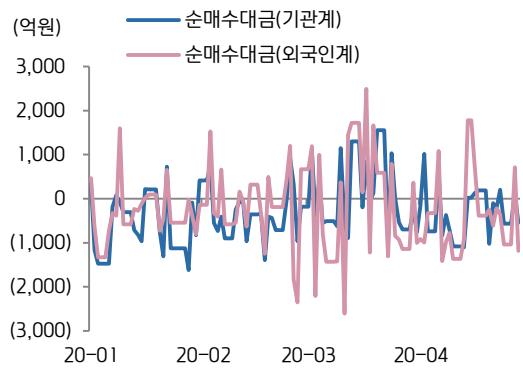
자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

코스피 기관/외국인 연초 이후 순매수 차트



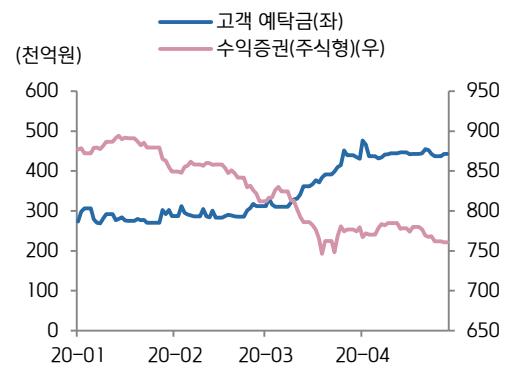
자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

코스닥 기관/외국인 연초 이후 순매수 차트



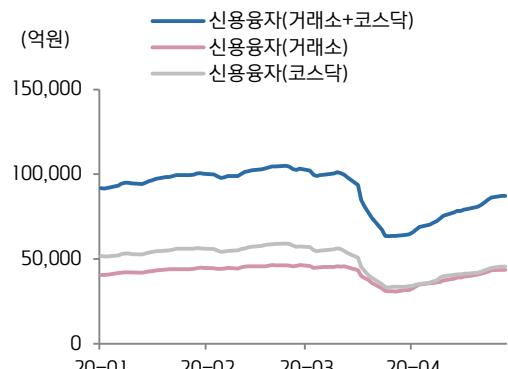
자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

고객 예탁금 및 수익증권 (주식형) 규모 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

코스피/코스닥 신용융자잔고 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

4월 주요 투자 주체별 매매동향 및 증시 주변 자금 흐름

시장	월간 거래대금 및 증시자금 동향 (억원, %)				월간 순매수대금(억원)		
	거래대금	MoM	신용융자	MoM	기관	외국인	개인
코스닥	1,995,103	8.0%	45,883	34.9%	-5,572	-7,710	17,130
대형주	649,859	-0.3%	미수금잔고		-2,477	-5,699	9,867
중형주	613,946	15.0%	2,747	18.3%	-2,022	-1,455	4,569
소형주	665,707	20.6%			-696	-496	2,076
코스닥150	728,193	-0.0%	신용융자		-2,934	-40,959	11,188
코스피	2,118,077	-1.8%	43,930	38.3%	-137	-40,960	38,124
대형주	1,238,482	-20.1%	고객예탁금		341	-36,860	33,367
중형주	524,914	38.8%	439,729	2.1%	-58	-3,700	3,831
소형주	351,630	65.4%	주식형펀드		-415	-395.56	911
코스피200	1,384,187	-18.0%	761,932	-2.2%	1,003	-41,200	36,372

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

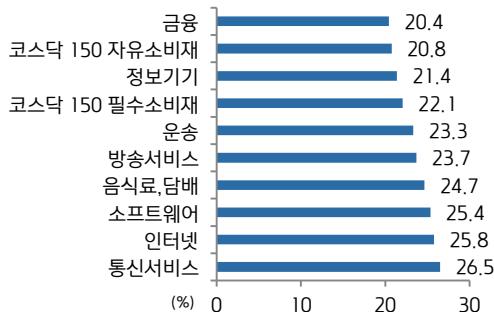
>>> 5월 코스닥시장 전망 및 중소형주 투자전략

반등 및 순환매 구간 일단락, HUB 투자로 개별 종목 장세에 대응하는 전략 유효

코로나19 판데믹 이후 발원지인 중국과 최 인접국인 우리나라가 가장 빠르게 정상화 국면에 돌입하였으나, 미국, 일본, 유럽 등지에서 안정구간 진입 시점을 예측하기 어렵고 각국의 봉쇄 정책 시행 이후 경제 충격이 본격화될 수 있는 시점이 도래했다는 점에서 시장을 둘러싼 불확실성은 여전히 크다고 판단한다. 전세계 증시 중 가장 탄력적인 반등에 성공한 국내 증시는 1) 주요 업종별 순환매가 단기간 내에 고르게 진행되었다는 점, 2) 주요 수출 업종의 영업환경이 불확실하고 2분기 이후 기업 실적 악화가 불가피하다는 점에서 지수의 추가적인 상승보다는 풍부한 유동성을 바탕으로 업종이나 카테고리 별 주가 차별화 양상이 나타날 것으로 전망한다.

기움증권 성장기업분석팀은 코로나19로 인해 향후 우리의 일상생활은 물론 대부분의 산업 지형이 변화할 것으로 예상됨에 따라 유망 중소형주를 선별하는 기준 역시 미래지향적으로 바꿔어야 한다고 판단한다. 이에 종목 스크리닝에 대한 키워드를 HUB (High tech, Untact, Bio)로 제시한다. **High tech**는 반도체산업을 중심으로 경제적 해자 구축이 가능한 첨단기술 기반 회사들이 4차 산업혁명 가속화 시기에 각광받을 수 있다는 점에서, **Untact**는 업무, 주거, 소비, 교육, 여가 활동 등 비접촉으로 대체 가능한 모든 영역에서 사업기회가 창출되고 시장 규모가 확대될 수 있다는 점에서, **Bio**는 코로나19 판데믹으로 인해 각종 신약 연구개발이 활성화되고 연관산업의 성장이 가속화될 수 있다는 점에서 키워드로 선정했다.

4월 코스닥시장 상승률 상위 업종지수



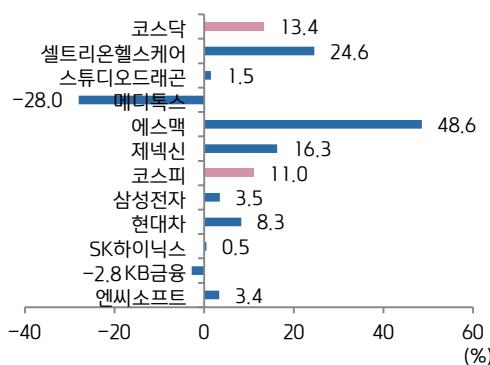
자료: Dataguide, 기움증권 리서치센터

4월 코스피 내 상승률 상위 업종지수



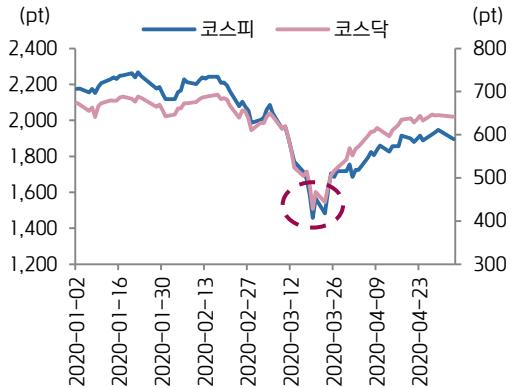
자료: Dataguide, 기움증권 리서치센터

4월 개인 순매수 상위 기업의 월간 수익률



자료: Dataguide, 기움증권 리서치센터

연초 이후 코스피, 코스닥 지수 추이



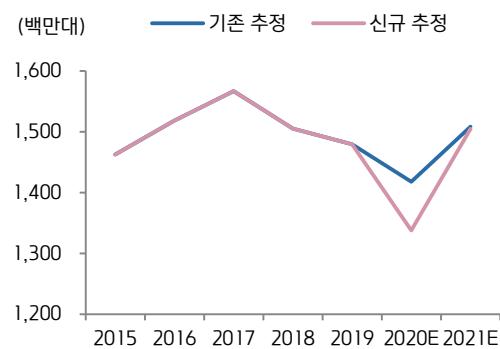
자료: Dataguide, 기움증권 리서치센터

1. High Tech: 4차 산업혁명 가속화에 따른 첨단기술기업 가치 증가

코로나19로 인한 각국의 봉쇄 및 이동제한 조치는 IT업종 지도에도 큰 변화를 불러올 전망이다. 단기적으로는 가전, 자동차 등 내구성 소비재의 출하량이 1분기에만 10% 전후의 감소 추이를 보였고 TV와 스마트 폰의 2020년 출하량이 각각 5% 이상 감소할 것으로 추정된다. 그러나 재택근무, 온라인 교육, 화상회의의 급격한 확대에 힘입어 서버용 반도체 수요의 증가가 국내 반도체 업체들의 실적에 버팀목 역할을 했다.

세트 수요에서 가장 중요한 비중을 차지하는 북미와 유럽의 정상화 시점이 불분명한 가운데 2분기에는 출하량 감소폭이 더욱 크게 나타날 것으로 예상됨에 따라 IT중소형주에 대한 실적 우려가 증폭될 수 있는 구간으로 판단된다. 그러나 2019년 일본의 반도체/디스플레이 핵심 소재에 대한 수출 규제 이후 소재, 장비, 부품에 대해 매우 빠른 속도로 국산화 및 탈일본화를 꾀한 결과 서플라이체인의 안정성이 이전 대비 개선되었으며, 국내 선도 업체가 반도체/디스플레이 분야에서 후발업체 대비 초격차 전략을 펼칠 것으로 예상됨에 따라 글로벌 IT 수요 위축 시기에 오히려 장기 호황을 준비할 수 있는 계기를 마련하게 되었다고 판단된다. IT, 가전제품에 대한 펜트업 (Pent-up) 소비가 나타날 것으로 예상되는 3분기 이전에 낙폭이 컸던 IT중소형주에 대한 저점 포착을 함과 동시에 메모리/비메모리 서플라이체인의 장기 호황에 대한 전망에 무게를 두고 반도체 관련주를 중심으로 비중 확대에 대한 고민을 해야 할 시점으로 판단한다.

2020년 글로벌 스마트폰 출하량 전망치 하향 전망



자료: Counterpoint, 키움증권 리서치센터

4차 산업혁명이 시스템반도체의 진화를 촉진



자료: 삼성전자, 키움증권 리서치센터

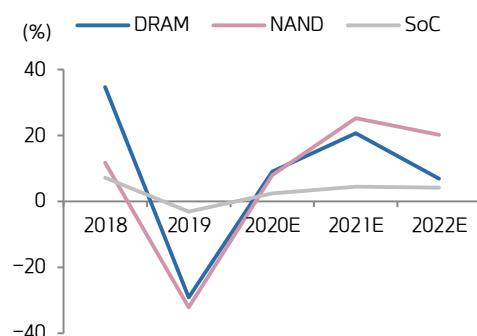
코스닥 상장사 중 소부장 강소기업 선정 기업

기업명	YTD 수익률(%)	매출액 증가율(%)	영업이익 증가율(%)
파크시스템스	-24.7	24.3	41.3
디엔에프	-14.7	-20.8	-64.5
마이크로프랜드	-49.1	-9.6	-9.8
아모그린텍	-28.7	9.9	-183.4
대주전자재료	-32.9	13.1	-28.8
에스엔에스텍	29.5	38.4	114.0
한국바이오젠	-36.6	12.7	5.0
인텔리언테크	-49.0	7.4	-20.2
오이솔루션	-28.3	158.0	24,820.2
비츠로셀	3.7	18.5	29.0
쎄미시스코	-33.7	-22.1	1,062.9
알에스오토메이션	-43.8	-16.7	-86.2
피엔이솔루션	-19.0	43.2	51.2
한라 IMS	-32.1	47.1	-515.5

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

주: 매출액, 영업이익 증가율은 2019년 기준으로 작성

주요 반도체 출하량 전망: 2020년부터 빠르게 회복



자료: 언론 보도자료 재인용, 키움증권 리서치센터

2. Untact: 거스를 수 없는 대세의 시작, 언택트 문화 확산 지속될 전망

코로나19가 가져온 언택트 기반의 일상의 변화는 실로 엄청나다. 예를 들어 AI면접을 통해 입사한 후 재택근무를 하면서 원격교육을 통해 업무를 익히고 화상회의를 통해 업무를 진행하는 직장생활이 현실이 되었다. 또한 소비 측면에 있어서도 새벽 배송을 통해 아침을 해결한 후 모바일이나 인터넷을 통한 쇼핑을 즐기고 부득이하게 외출을 해야 할 경우 키오스크나 드라이브 스루를 통해 물품을 구매하는 일상이 가능해졌다. 여가 생활 측면에서도 홈트레이닝 앱을 활용하여 운동을 하고, OTT 서비스를 통해 미디어 콘텐츠를 즐기고, 콘솔게임이나 언택트 공연 관람을 하는 삶 역시 현실이 되었다.

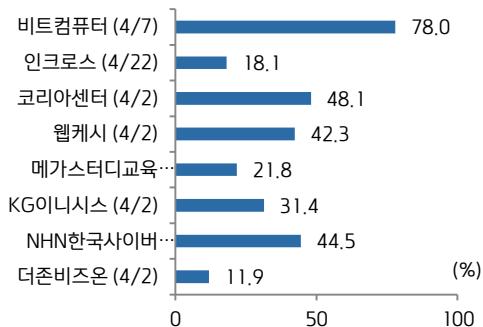
포스트 코로나 환경에서도 언택트 문화의 확산 추세는 지속될 가능성성이 높다고 판단하며, 오프라인 비즈니스의 위축은 자명하게 계속될 것으로 예상한다. 대표적인 예로 오프라인 유통업체들의 실적이 악화되고 있는 가운데 이커머스 업체인 쿠팡의 경우 최근 실적 발표 결과 2019년 매출액이 무려 64%나 증가했으며, 영업적자 규모를 대폭 줄이는데 성공하면서 흑자전환 기대감을 높인 점을 들 수 있다. 안전성과 편의성에 대한 니즈 이외에도 소비자 입장에서 불필요한 유통 단계나 부가 비용을 제거함에 따라 경제적인 실익까지 거래 당사자와 공유할 수 있다는 점에서 언택트 수혜주에 대한 비중 확대는 여전히 유효한 전략이라고 판단되며, 다양하게 존재할 수 있는 언택트 플랫폼에 대한 발굴이 필요한 시점으로 판단한다.

3월 온라인 거래액 역대 최대 경신



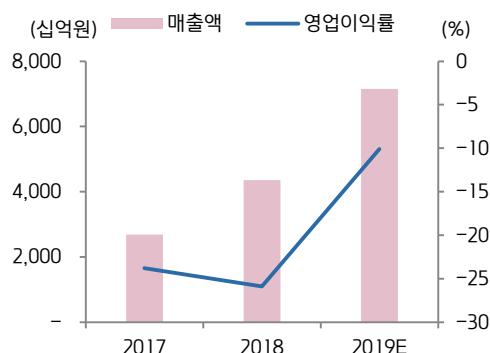
자료: 국민일보 언론보도자료 재인용, 키움증권 리서치센터

키움증권 언택트 관련주 추천일 이후 주가수익률



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터
주: 괄호 안은 해당 종목 추천일

쿠팡 실적 추이: 2019년 매출액 증가율 +64% (YoY)



자료: 금감원 전자공시, 키움증권 리서치센터

BTS 언택트 공연 관련 기록 (4/18~4/19)



자료: 언론보도자료 재인용, 키움증권 리서치센터

3. Bio: 초저금리 시대에 성장 산업으로서의 바이오 업종 부각 가능성 충분

전세계에서 가장 성공적으로 코로나19 방역대응에 성공한 우리나라는 2019년 제약사 주도의 단일국가 임상시험 점유율 4.4%로 미국, 중국에 이어 3위를 차지하였다. 다국가 임상시험 순위에서는 8위를 기록하였으나, 정부 차원의 지원과 바이오텍 투자 생태계가 확대되고 있는 상황에서 국내 제약/바이오 업체들의 시총 상승은 글로벌 임상 시도 기회 증가 및 신약 개발 성공 가능성을 높일 수 있는 요소로 작용한다는 점에서 긍정적으로 판단한다. 국내 업체들의 병용임상 및 희귀의약품 관련 파이프라인이 점차 고도화되고 있는 상황에서 일부 기업들이 신약 개발에 성공할 경우 K바이오의 대내외적 위상은 더욱 높아질 수 있으며, 바이오 기업에 대한 밸류에이션을 높일 수 있는 계기가 될 것으로 판단한다.

한편 미국국립보건원 (NIH)에 따르면 4월 27일 기준 신규 등록된 코로나19 관련 약물 중재 임상시험은 466건 (백신 관련 14건, 치료제 관련 452건)으로 한 달 반 만에 8배 이상 증가하였으며, 국내에서는 치료제 관련 9건의 임상시험이 진행 중이다. 국내 상장사 중 코로나19 백신 및 치료제 개발과 직간접적인 관련이 있는 소수의 기업들에 대해 관심이 필요하나 성공 가능성 및 수혜 정도에 대한 면밀한 고찰이 필요한 시점으로 판단한다. 또한 현재까지 미국 FDA의 긴급사용승인을 받은 국내 진단키트 업체는 총 5개 업체로서 각 주정부 차원의 상시 재고 확충 필요성과 향후 변종·변이가 나타날 경우에 재차 수요가 확대될 수 있다는 점에서 주목이 필요하다고 판단한다.

개인 자금 유입 지속으로 바이오 업종 주목 필요



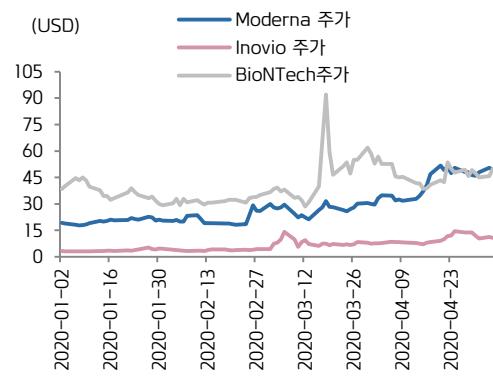
자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

글로벌 코로나19 관련 주요 의약품별 임상시험 현황

의약품명	원적용 질병	개발사	성분명	임상시험수
클로로퀸	말라리아	복제약	Chloroquine	124
칼레트라	HIV	애브비	Ritonavir/Opinavir	2
아비간	신종 인플루엔자 후지필름도아마화학		Favipiravir	11
렘데시비르	애블라 바이러스	길리어드사이언스	Remdesivir	10
아르비돌	독감	복제약	Arbidol	6
활장치료	-	-	-	35

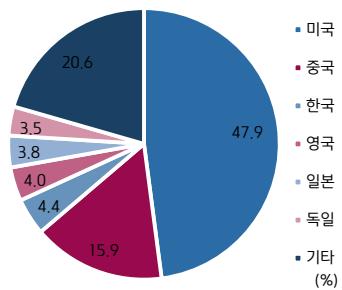
자료: ClinicalTrials.gov, 2020.4.27 기준, 키움증권 리서치센터

코로나19 백신 개발 주요 업체들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

단일국가 임상시험 상위 국가 점유율 (2019년)



자료: 2019 NIH ClinicalTrials.gov registry, 키움증권 리서치센터

>>> 키움 스몰캡 5월 중소형주 추천 포트폴리오

4월 추천 포트폴리오 평균 주가수익률 +25.3% / 5월 추천 포트폴리오 14개 종목 제시

4월 중소형주 투자전략은 1) 급등한 제약/바이오 업종 내 옥석가리기, 2) 언택트 수혜주 선별, 3) 하이테크 기업 저가매수로 요약되며, 추천 포트폴리오로 제시했던 11개 종목의 4월 한 달간 평균 주가수익률은 +25.3%로 같은 기간 코스닥시장 수익률 +13.4%를 크게 상회하였다.

키움증권 성장기업분석팀이 제시하는 5월 중소형주 투자전략은 주식시장이 급락 후 탄력적인 반등에 성공함에 따라 향후 종목별, 카테고리별 차별화 장세가 펼쳐질 것으로 예상되며, 1) 경제적 해자 구축이 가능한 하이테크 기업, 2) 언택트 비즈니스 확대에 따른 수혜가 예상되는 기업, 3) 가시적인 성과 창출이 예상되는 유망 바이오/헬스케어 기업을 중심으로 포트폴리오를 구성하자는 것이다. 주요 추천 종목으로는 상기 스크리닝 기준에 의거하여 1) 이오테크닉스, 파크시스템스, 테크윙, 2) 인크로스, 더존비즈온, 3) 메드팩토, 랩지노믹스를 제시한다.

키움증권 스몰캡 5월 중소형주 추천 포트폴리오 (시가총액 순)

종목명 (코드)	편입가(원) 편입일자	05/06 수정주가	편입 이후 수익률 (%)	시가 총액 (억원)	투자포인트
더존비즈온 (012510)					
81,800 (04/02)	89,500	9.4	26.557	26.557	견조한 성장 흐름 ► Extended ERP, 기존고객 클라우드 업설팅, 위하고 고객수 확대에 따른 안정적 실적 성장 기대 ► 위탁고에 대한 기대감이 본격 실적으로 반영되는 원년, 고객별위 확대 긍정적
이오테크닉스 (039030)					
60,500 (04/02)	74,100	-	9.129	9.129	앞당겨질 현실적 ► IQ20 OP 41억원을 예상 상회 전망. 디스플레이 바비 셋업 순항, 라이저 어닐링 초도 매출 시작, 원/달러 기밀화율 상승도 긍정적 ► 라이저 어닐링 2Q20 본격 반영 시각 전망, 전방의 선단공정 도입 속도 예상 상회, 적용 Layer 증가 및 어플리케이션 다변화 전망
풀마비엔에이치 (200130)					
31,100 (05/07)	31,100	-	9.186	9.186	견조한 실적 성장세 ► 강력한 유통채널 확보에 따른 견조한 실적 성장세 ► 중국 매출 본격화 기대
메드팩토 (235980)					
58,600 (04/20)	82,000	39.9	8.329	8.329	분기별 임상결과 발표 모멘텀 보유 ► 5월 ASCO에서는 백토서팀+글리벡(데스모이드 종양) 1b상, 9월 ESMO에서는 백토서팀+파클리타셀(위암) 1b상 발표 예정 ► 작년 12월 SITC에서 발표된 키트루타 병용임상(대장암), 일핀지 병용임상(비소세포폐암)의 1b상에서 우수한 ORR 달성
엘엔씨바이오 (290450)					
49,400 (04/02)	71,200	44.1	5.240	5.240	신사업 다각화와 시장 확장의 원년 ► Mega Cartil은 2년 후 반기 시장 출시 목표, 출시 첫 해 500억원 매출 기대 ► 올해 상반기 내 중국 현지 JV 설립 완료, 3조원 규모의 화장 시장 침투 목표
서흥 (008490)					
36,700 (04/02)	43,950	19.8	5.089	5.089	올해와 내년 최대실적 달성 전망 ► 전 사업부의 ASP와 Q 통합 성장 구간 ► 최대실적 예상됨에 12M Fwd PER 11X 수준으로 견기식 산업 구조적 성장에 따른 폴리레이팅 기대
디오 (039840)					
25,650 (04/09)	28,250	10.1	4.385	4.385	IQ20 Review: 신방한 실적 ► 글로벌 업체랑 ODM 물량 확대에 따른 실적 성장 전망 ► 제품 포트폴리오 다각화에 따른 성장 모멘텀
테크윙 (089030)					
15,150 (05/04)	16,500	-	3.188	3.188	실적과 모멘텀이 겹치는 구간 ► 20년 OP 422억원의 사상 최대실적 전망. 해외 SSD 핸들러 초기투자, OSAT 비메모리 핸들러 투자 확대, 풀더블 스마트폰 수혜 ► 반인 소터, 햄버 신규 진입 예상, LPDDR5, DDR5 전환에 따른 C.O.C, Interface Board 구조적 성장 전망. 성장 여력 확대 중
인티로조 (119610)					
23,050 (05/07)	23,050	-	2.692	2.692	실적 성장에 따른 주가 리레이팅 기대 ► 글로벌 업체랑 ODM 물량 확대에 따른 실적 성장 전망
파크시스템스 (140860)					
29,700 (04/02)	37,250	-	2.483	2.483	예상을 상회하는 수주 흐름 ► IQ20 OP 149억원 예상, 사상상 최초의 IQ 영업이익 흐름. IQ20 말 사상 최대 수주잔고, 예상을 상회하는 수주 플로우 지속 중 ► 원자력미경 도입이 공정별 구매에서 반복구매 및 저변확대 사이를 진입 시작. 20년 높은 영업레버리지(OPM +6%p YoY) 전망
랩지노믹스 (084450)					
18,100 (04/20)	21,500	18.8	2.396	2.396	유보한 해외 수주 확대 기대감 ► 지난 4월 30일 국내에서 5번째로 COVID-19 진단키트 FDA 긴급사용승인 획득 ► 대규모 수주 및 FDA 승인, 지멘스와의 판매계약 레퍼럴스는 기타 진단키트 수출에 긍정적 모멘텀
아모텍 (052710)					
21,100 (05/07)	21,100	-	2.056	2.056	MLCC 산업에 출사표를 연다 ► 최근 복수의 중화권 고객으로부터 MLCC 제품 수인 및 본격 양산 준비 중 ► 5G 통신장비용 PME MLCC 시장 이전화 업체로 진입 성공할 경우 매출 성장 가속화 전망
인크로스 (216050)					
22,300 (05/07)	25,150	12.8	2.026	2.026	Captive 시너지 수익화의 원년 ► 티밀 사업 본격화, 생활 소비재 제품 중심으로 긍정적 반응 ► 그룹사 데이터 활용, 광고플랫폼으로 변화 도모를 통해 편드멘탈 강화되는 국면
케이엔제이 (272110)					
7,370 (05/07)	7,370	-	465	465	SiC Ring 거래선 다변화 기대 ► COVID-19 영향에 따른 중화권 디스플레이 사이클 지연으로 역성장 불가피, 다만 반도체 업황 견조해 SiC 포커스링 성장 전망 ► 향후 주가의 방향성은 디스플레이 사이클보다는 SiC 포커스링의 성장이 결정할 것. 거래선 다변화에 따른 편드멘탈 레밸업 기대

자료: Quantewise, 키움증권 리서치센터

기움증권 스몰캡 4월 중소형주 추천 포트폴리오 (시가총액 순)

종목명 (코드)	편입가(원) 편입일자	월 말 수정주가 (원)	월 간 수익률 (%)	시가 총액 (억원)	투자포인트
더존비즈온 (012510)	81,800 (04/02)	89,500 (05/06)	9.4	26,409	클라우드에 펍테크를 더하다 ▶ ERP 사업 클라우드 전환에 따른 디나 상승과 안정적 성장성 확보 ▶ 재택근무로 인한 클라우드 수요 확대되는 추세, 신용정보 빅데이터 사업 기대감 유효
이오테크닉스 (039030)	60,500 (04/02)	74,100 (05/06)	22.5	8,673	구조적 성장&펀더멘털 레밸업 ▶ 2020년 DRAM 1znm Gap-fill 헤이저 어닐링 적용 시작, 증장기 적용확대 전망 ▶ 반도체 패키징 다양화, 복잡화에 따른 후공정 레이저 드릴, 커터 등 구조적 성장 기대
NHN한국사이버결제 (060250)	32,450 (04/02)	42,550 (05/06)	31.1	9,717	외형성장+수익성 개선 지속 전망 ▶ 온라인 결제액 증가로 인한 실적 성장 전망 ▶ 해외 기맹점 및 신규 사업 O2O 서비스 확대에 따른 모멘텀 유효
KG이니시스 (035600)	19,600 (04/02)	23,850 (05/06)	21.7	6,558	성장 지속 + 벨류에이션 매력 ▶ 온라인 결제액 증가로 인한 실적 성장 전망 ▶ PEER 대비 벨류에이션 매력 보유
서흥 (008490)	36,700 (04/02)	43,950 (05/06)	19.8	5,033	꾸준히 좋다 ▶ 국내 하드캡슐 독점적 사업자로 매년 10% 이상 안정적 성장 지속 ▶ 베트남 공장 증설효과에 따른 생산량 확대, 건강기능식품 구조적 성장 수혜
엘엔씨바이오 (290650)	49,400 (04/02)	71,200 (05/06)	44.1	5,306	중국 시장 친수화의 원년이 될 2020년 ▶ 동종 피부아이식재 수술 건수의 증가와 의료기기 신제품이 매출 견인 ▶ 하반기부터 확장풀과 Mega DBM들을 시작으로 중국형 매출 발생
웹케시 (053580)	39,000 (04/02)	54,300 (05/06)	39.2	3,537	안정적인 성장 지속 전망 ▶ 솔루션별 신규 고객사 수의 지속적인 증가에 따른 성장 모멘텀 ▶ 수익성 위주 사업 재편, 2) 영업레버리지 효과에 따른 수익성 개선 지속 전망
코리아센터 (290510)	10,900 (04/02)	15,250 (05/06)	39.9	3,340	Untact 소비 수혜 기대 ▶ 이커머스 전방 시장의 성장성 유효 ▶ 해외직구 침투율 확대, 물류센터 확장에 따른 실적 성장세 지속 전망
파크시스템스 (140860)	29,700 (04/02)	37,250 (05/06)	25.4	2,393	돌보이는 성장성 ▶ 20년 영업이익 146억원 (+82% YoY) 전망, 반도체 시장 내 원자현미경 침투율 상승 및 비용 증가 안정화 전망 ▶ 원자현미경은 공정 검증 및 개발 목적, 반도체 시장 침투 초기, 업황 변동과 상관관계 낮음, 독보적 경쟁력
아모그린텍 (125210)	9,750 (04/02)	13,350 (05/06)	36.9	2,112	녹색기술, 하이테크 창작 기업으로 글로벌 시장 공략 준비 완료 ▶ 전 사업부문의 고른 성장 통해 2020년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 29%, 267% 성장하면서 사상 최대 실적 기록 전망 ▶ 전기차, 5G, 차세대 디바이스 분야의 국내외 유력 고객사 확보가 예상됨에 따른 높은 벨류에이션 적용이 타당
케이맥 (043290)	1,370 (04/02)	1,510 (05/06)	10.2	542	호조를 반영하지 못한 주가 ▶ 20년 영업이익 82억원의 텐어라운드 전망, 이월간과 797억원의 높은 수주잔고, 중화권 발주 점진적 재개 전망 ▶ 잉크젯 두께측정 장비는 제2의 Cash-cow가 될 것, 1:5 액면분할을 통한 주식 유동활성화 기대, 재평가 전망
월간 평균 수익률		27.3			
코스닥 월간 수익률		13.4			

자료: Quantwise, 기움증권 리서치센터

주: 편입일자는 보고서 발간 일자 기준, 편입가는 보고서 발간 전날 종가 기준(D-1)

시가총액 상위 기업의 최근 5거래일 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	시가총액(억원)	5일평균 거래대금(억원)	주간수익률(%)	변동
1	091990	셀트리온헬스케어	129,461	1,757	1.3	-
2	028300	에이치엘비	42,847	455	3.2	-
3	035760	CJ ENM	27,017	230	-3.7	△2
4	068760	셀트리온제약	25,880	415	2.4	-
5	263750	펄어비스	25,807	116	2.6	▽2
6	032500	케이엠더블유	24,171	407	-0.5	△1
7	096530	씨젠	22,194	2,228	-8.9	▽1
8	253450	스튜디오드래곤	21,634	202	0.3	-
9	196170	알테오젠	17,523	1,326	32.9	△9
10	036490	SK마티리얼즈	16,423	64	-1.1	-

순위	종목코드	코스피 상장사	시가총액(억원)	5일평균 거래대금(억원)	주간수익률(%)	변동
1	005930	삼성전자	2,937,133	8,859	-1.6	-
2	000660	SK하이닉스	599,874	3,102	-1.6	-
3	207940	삼성바이오로직스	380,449	1,188	-1.0	-
4	035420	NAVER	348,238	1,639	7.3	-
5	068270	셀트리온	278,843	1,387	-1.7	-
6	051910	LG화학	254,838	1,890	-4.1	-
7	051900	LG생활건강	215,687	621	-0.4	-
8	028260	삼성물산	202,020	581	0.5	-
9	005380	현대차	199,139	1,141	-0.4	-
10	006400	삼성SDI	193,572	1,343	-1.6	-

자료: Dataguide, 키움증권

시가총액 상위 기업의 월간 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	시가총액(억원)	일평균 거래대금(억원)	월간수익률(%)	변동
1	091990	셀트리온헬스케어	129,461	3,640	1.5	-
2	028300	에이치엘비	42,847	889	0.7	-
3	035760	CJ ENM	27,017	160	17.0	△5
4	068760	셀트리온제약	25,880	1,083	4.8	-
5	263750	펄어비스	25,807	121	-0.4	-
6	032500	케이엠더블유	24,171	965	3.9	-
7	096530	씨젠	22,194	3,552	-11.2	▽3
8	253450	스튜디오드래곤	21,634	554	-5.1	▽2
9	196170	알테오젠	17,523	586	50.3	-
10	036490	SK마티리얼즈	16,423	67	12.5	△3

순위	종목코드	코스피 상장사	시가총액(억원)	일평균 거래대금(억원)	월간수익률(%)	변동
1	005930	삼성전자	2,937,133	10,328	1.0	-
2	000660	SK하이닉스	599,874	3,656	-0.8	-
3	207940	삼성바이오로직스	380,449	3,137	20.6	-
4	035420	NAVER	348,238	1,390	22.5	-
5	068270	셀트리온	278,843	3,122	-1.0	-
6	051910	LG화학	254,838	1,707	21.8	-
7	051900	LG생활건강	215,687	739	12.9	▽1
8	028260	삼성물산	202,020	537	21.6	▽1
9	005380	현대차	199,139	1,879	5.0	△2
10	006400	삼성SDI	193,572	2,069	17.3	-

자료: Dataguide, 키움증권

기관 순매수 상위 기업의 최근 5거래일 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	순매수금액(억원)	전 주 누적(억원)	주간수익률(%)
1	096530	씨젠	121	11,140	-8.9
2	084850	아이티엠반도체	57	1,541	-4.4
3	101490	에스앤에스텍	54	1,137	4.8
4	166090	하나마티리얼즈	48	365	-2.3
5	192440	슈피겐코리아	43	177	-2.4
6	089030	테크윙	41	1,189	8.2
7	005290	동진쎄미켐	39	1,567	8.0
8	017890	한국알콜	38	10,387	-5.7
9	034230	파라다이스	37	809	-1.9
10	056190	에스에프에이	34	333	-3.9

순위	종목코드	코스피 상장사	순매수금액(억원)	전 주 누적(억원)	주간수익률(%)
1	010950	S-Oil	369	3,448	-0.3
2	105560	KB금융	367	6,340	-5.9
3	055550	신한지주	343	4,778	-2.1
4	028260	삼성물산	301	2,905	0.5
5	0115760	한국전력	241	4,579	-6.1
6	007070	GS리테일	228	1,792	-1.5
7	008770	호텔신라	207	4,833	-0.5
8	0097950	CJ제일제당	199	1,209	5.1
9	0005380	현대차	184	5,706	-0.4
10	000660	SK하이닉스	181	15,512	-1.6

자료: Dataguide, 키움증권

기관 순매수 상위 기업의 월간 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	순매수금액(억원)	월간 누적(억원)	월간수익률(%)
1	091990	셀트리온헬스케어	1,325	72,802	1.5
2	253450	스튜디오드래곤	291	11,088	-5.1
3	084850	아이티엠반도체	155	5,998	16.9
4	096530	씨젠	147	71,049	-11.2
5	036490	SK마티리얼즈	134	1,340	12.5
6	102710	이엔에프테크놀로지	103	1,926	12.5
7	235980	메드팩토	96	6,907	48.3
8	230360	에코마케팅	93	1,394	20.7
9	200130	콜마비앤에이치	92	890	15.8
10	100120	뷰웍스	90	999	22.6

순위	종목코드	코스피 상장사	순매수금액(억원)	월간 누적(억원)	월간수익률(%)
1	010950	S-Oil	1,093	15,160	2.8
2	033780	KT&G	961	8,466	3.7
3	028260	삼성물산	813	10,735	21.6
4	051910	LG화학	803	34,142	21.8
5	051900	LG생활건강	802	14,773	12.9
6	207940	삼성바이오로직스	776	62,750	20.6
7	011170	롯데케미칼	722	9,502	12.4
8	068270	셀트리온	621	62,443	-1.0
9	0115760	한국전력	583	16,754	17.0
10	000210	대림산업	471	7,740	5.9

자료: Dataguide, 키움증권

외국인 순매수 상위 기업의 최근 5거래일 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	순매수금액(억원)	전 주 누적(억원)	주간수익률(%)
1	060250	NHN한국사이버결제	329	1,962	10.1
2	053800	안랩	84	468	-0.5
3	263750	펄어비스	81	582	2.6
4	068760	셀트리온제약	59	2,073	2.4
5	058470	리노공업	50	347	-0.8
6	030190	NICE평가정보	44	179	-2.0
7	007390	네이처셀	44	1,197	1.8
8	032500	케이엠더블유	42	2,035	-0.5
9	053580	웹케시	37	252	13.4
10	067160	아프리카TV	32	774	-2.2

순위	종목코드	코스피 상장사	순매수금액(억원)	전 주 누적(억원)	주간수익률(%)
1	035420	NAVER	648	8,195	7.3
2	008770	호텔신라	429	4,833	-0.5
3	051900	LG생활건강	393	3,105	-0.4
4	009150	삼성전기	314	5,374	0.9
5	066570	LG전자	268	2,297	1.1
6	180640	한진칼	219	8,612	-4.7
7	006400	삼성SDI	173	6,715	-1.6
8	011070	LG이노텍	163	2,118	-0.4
9	003000	부광약품	142	3,829	-5.6
10	086790	하나금융지주	134	4,901	-4.5

자료: Dataguide, 키움증권

외국인 순매수 상위 기업의 월간 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	순매수금액(억원)	월 간 누적(억원)	월간수익률(%)
1	263750	펄어비스	548	2,414	-0.4
2	060250	NHN한국사이버결제	472	7,195	18.2
3	067160	아프리카TV	194	2,798	-3.3
4	032500	케이엠더블유	158	19,299	3.9
5	041960	코미팜	146	11,373	-25.7
6	058470	리노공업	113	1,083	10.1
7	053800	안랩	109	2,122	0.0
8	240810	원익IPS	100	2,839	15.4
9	030190	NICE평가정보	97	793	17.0
10	035600	KG이니시스	92	4,018	15.8

순위	종목코드	코스피 상장사	순매수금액(억원)	월 간 누적(억원)	월간수익률(%)
1	051900	LG생활건강	694	14,773	12.9
2	180640	한진칼	677	72,557	18.6
3	207940	삼성바이오로직스	616	62,750	20.6
4	008770	호텔신라	337	13,274	20.6
5	004170	신세계	298	5,649	19.7
6	006400	삼성SDI	230	41,380	17.3
7	013890	지누스	169	2,348	52.4
8	035720	카카오	166	31,080	24.3
9	005690	파마셀	146	56,225	27.9
10	007700	F&F	145	1,511	11.4

자료: Dataguide, 키움증권

개인 순매수 상위 기업의 최근 5거래일 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	순매수금액(억원)	전 주 누적(억원)	주간수익률(%)
1	086900	메디톡스	398	5,480	2.0
2	253450	스튜디오드래곤	272	1,011	0.3
3	091990	셀트리온헬스케어	256	8,786	1.3
4	214370	케어젠	224	1,164	-2.8
5	218410	RFHIC	224	939	-0.3
6	235980	메드팩토	212	2,746	13.7
7	032500	케이엠더블유	210	2,035	-0.5
8	067160	아프리카TV	144	774	-2.2
9	109960	에이프로젠 H&G	125	2,643	-9.8
10	097780	에스맥	123	8,140	7.9

순위	종목코드	코스피 상장사	순매수금액(억원)	전 주 누적(억원)	주간수익률(%)
1	005930	삼성전자	4,958	44,295	-1.6
2	036570	엔씨소프트	719	3,890	-0.3
3	012330	현대모비스	569	2,982	0.6
4	005380	현대차	557	5,706	-0.4
5	010950	S-Oil	466	3,448	-0.3
6	207940	삼성바이오로직스	425	5,939	-1.0
7	010130	고려아연	417	1,181	-3.8
8	068270	셀트리온	408	6,934	-1.7
9	096770	SK이노베이션	401	4,043	1.7
10	006400	삼성SDI	375	6,715	-1.6

자료: Dataguide, 키움증권

개인 순매수 상위 기업의 월간 주가 수익률

순위	종목코드	코스닥 상장사	순매수금액(억원)	월 간 누적(억원)	월간수익률(%)
1	091990	셀트리온헬스케어	3,112	72,802	1.5
2	253450	스튜디오드래곤	1,343	11,088	-5.1
3	086900	메디톡스	1,008	10,725	-37.3
4	097780	에스맥	430	39,454	16.7
5	247540	에코프로비엠	396	8,552	6.5
6	095700	제넥신	367	12,249	14.3
7	096530	씨젠	349	71,049	-11.2
8	258610	이더블유케이	311	4,215	-59.2
9	033640	네페스	295	7,677	-6.7
10	035760	CJ ENM	258	3,206	17.0

순위	종목코드	코스피 상장사	순매수금액(억원)	월 간 누적(억원)	월간수익률(%)
1	005930	삼성전자	6,167	206,562	1.0
2	005380	현대차	3,757	37,590	5.0
3	000660	SK하이닉스	3,153	73,126	-0.8
4	105560	KB금융	1,899	17,854	-0.5
5	068270	셀트리온	1,423	62,443	-1.0
6	036570	엔씨소프트	1,276	14,541	-5.5
7	000270	기아차	1,138	11,951	8.8
8	006400	삼성SDI	1,098	41,380	17.3
9	005490	POSCO	1,041	18,881	11.8
10	012330	현대모비스	1,004	13,036	2.1

자료: Dataguide, 키움증권



기업분석

더준비조운 (012510)	BUY(Initiate)	견조한 성장흐름
이오테크닉스 (039030)	BUY(Initiate)	임당거칠 호실적
콜마비앤에이치 (200130)	Not Rated	견조한 실적 성장세
메드팩토 (235980)	Not Rated	분기별 임상결과 발표 모멘텀 보유
엘앤씨바이오 (290650)	Not Rated	신사업 다각화와 시장 확장의 원년
서흥 (008490)	BUY(Initiate)	꾸준히 좋다
디오 (039840)	BUY(Maintain)	1Q20 Review: 선방한 실적
테크윙 (089030)	BUY(Initiate)	실적과 모멘텀이 겹치는 구간
인터로조 (119610)	BUY(ReInitiate)	실적 성장에 따른 주가 리레이팅 기대
파크시스템스 (140860)	BUY(Initiate)	예상을 상회하는 수주 흐름
랩지노믹스 (084650)	Not Rated	유호한 해외 수주 확대 기대감
아모텍 (052710)	Not Rated	MLCC 산업에 출사표를 던지다
인크로스 (216050)	Not Rated	Captive 시너지 수익화의 원년
케이엔제이 (272110)	Not Rated	SiC Ring 거래선 다변화 기대

더존비즈온 (012510)



BUY(Initiate)

주가(05/06) 89,500원

목표주가 110,000원

Analyst 서혜원

02) 3787-3767, hwseo@kiwoom.com

2020~2021년 대형고객사 수주, 기존 고객 업셀링 효과와 위하고 고객수 확대에 따른 클라우드 사업 중심의 성장세 이어질 전망. 올해부터 위하고 실적 본격 반영, 고객범위 확대 등 점진적 편드멘탈 강화되는 과정. 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

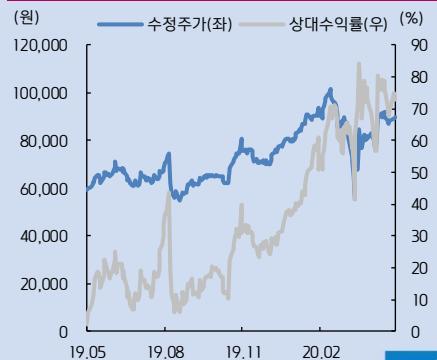
Stock Data

KOSPI (5/6)	1,928.76pt
시가총액	26,557억원
52주 주가동향	최고가 101,500원 최저가 54,600원
최고/최저가 대비 등락	-11.8% 63.9%
주가수익률	절대 상대 1M 9.4% 1.6% 6M 11.2% 23.6% 1Y 53.5% 74.8%

Company Data

발행주식수	29,673천주
일평균 거래량(3M)	201천주
외국인 지분율	44.8%
주요 주주	김용우 외 21인 Capital Group
	37.3% 4.9%

Price Trend



견조한 성장흐름

>> 2Q19 영업이익 186억원 예상

더존비즈온 2Q19 연결기준 매출액 731억원(+14% YoY), 영업이익 186억원(+22% YoY, OPM 26%)으로 예상한다. ERP의 견조한 성장세 지속, WEHAGO 신규 가입자수 증가 역시 1분기와 유사한 수준으로 예상한다.

>> ERP 안정성, 클라우드 성장성

2020년 연결 기준 매출액 3,058억원 (+16% YoY), 영업이익 825억원 (+24% YoY)으로 예상한다. 중소형 ERP 고객의 클라우드 서비스로 업셀링 효과 지속, 대형고객사 중심으로 성장이 예상된다. 현재 대형고객사 유치가 늘어남에 따라 유지보수 매출 규모도 확대되어 실적 안정성이 점진적으로 높아지고 있다. 5월 이후 3분기부터 위하고 신규 가입이 크게 확대될 것으로 예상, '21년에는 위하고 T edge 본격화 기대, 평균적으로 세무사무소 1개에 200여 개 수임업체가 있으며, 수임업체로 침투율이 점진적으로 확대될 전망, 중장기적으로 클라우드 사업부는 고성장을 이어나갈 것으로 예상된다.

>> 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 제시

목표주가는 '20~'21년 예상 EPS 평균 2,034원에 target multiple 55X를 적용, '19년 동사가 받던 multiple 상단에서 10% 할증했다. 할증의 근거는 '19년은 새로운 서비스 위하고, 매출채권유동화에 대한 기대감이 시기였다면, '20~'21년은 위하고 수익화가 본격화되며 연말에는 매출채권유동화 사업의 가시화, '21년부터는 WEHAGO T edge를 통해 서비스 대상 범위가 확대되기 때문이다. 동사의 서비스 특성 상 한번 가입 후 이전비용이 높아 고객 력인효과가 강하고 매출 안정성도 높아지며, 양질의 데이터 확보가 가능하다. 또한 정부의 클라우드, 펀테크를 비롯한 비대면 사업 활성화가 기대되는 만큼 동사에 우호적인 영업환경도 긍정적으로, 신규 사업 성과에 따른 주가 상승 가능성은 여전히 유효하다.

투자지표, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(억원)	2,269	2,627	3,058	3,433	3,879
영업이익(억원)	540	668	825	960	1,091
EBITDA(억원)	703	886	1,125	1,211	1,306
세전이익(억원)	561	664	749	908	1,041
순이익(억원)	425	510	575	706	807
자배주지분순이익(억원)	421	506	569	698	800
EPS(원)	1,418	1,669	1,808	2,219	2,542
증감율(%YoY)	7.5	17.7	8.3	22.7	14.6
PER(배)	36.6	48.5	49.2	40.3	35.2
PBR(배)	8.58	7.09	7.03	6.23	5.48
EV/EBITDA(배)	20.7	29.7	25.3	23.2	21.4

자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

더존비즈온 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

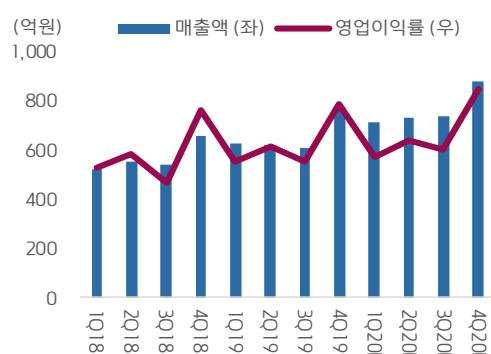
(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	625	620	607	774	712	731	736	880	2,627	3,058	3,433
% YoY	20%	12%	13%	18%	14%	18%	21%	14%	16%	16%	12%
% QoQ	-5%	-1%	-2%	28%	-8%	3%	1%	20%			
ERP	361	350	325	399	372	391	365	452	1,435	1,555	1,783
그룹웨어	61	63	57	96	73	74	72	102	276	280	375
정보보안	26	29	29	33	26	29	30	35	117	120	122
클라우드	115	115	133	143	134	138	170	190	506	598	764
전자금융	33	35	34	36	34	35	35	38	138	141	140
임대	0	0	0	24	24	24	24	24	0	98	101
기타	27	27	24	38	29	30	29	43	130	168	149
영업이익	139	152	134	243	163	186	177	299	668	825	960
% YoY	25%	18%	34%	21%	18%	22%	32%	23%	24%	24%	16%
% QoQ	-31%	10%	-12%	81%	-33%	14%	-5%	69%			
순이익	114	117	107	173	104	132	124	215	510	575	706
영업이익률	22%	25%	22%	31%	23%	26%	24%	34%	25%	27%	28%
순이익률	18%	19%	18%	22%	15%	18%	17%	24%	19%	19%	21%

주: 기타매출은 전자팩스, 해외수출, 계열사 매출 합계

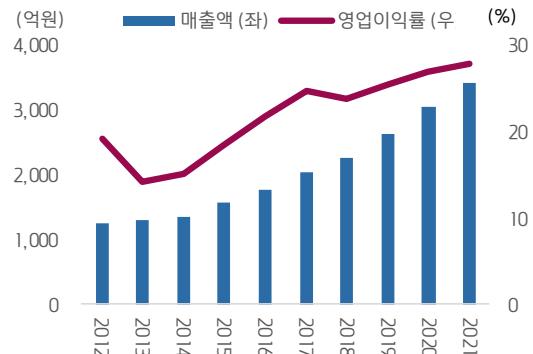
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



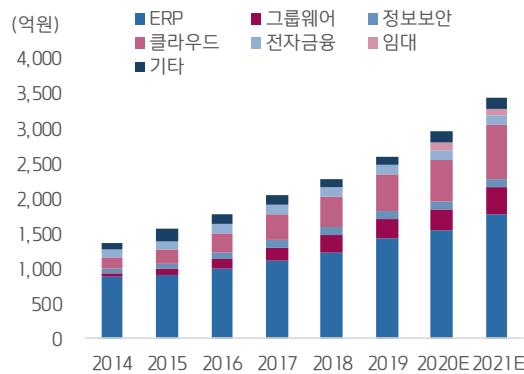
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



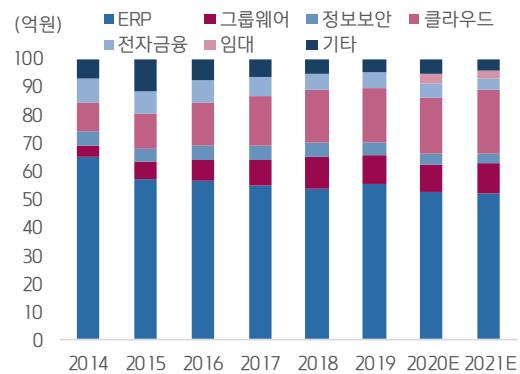
자료: 전자공시, 키움증권 추정

사업부별 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

사업부별 매출비중 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

더존비즈온 목표주가 산정

구분	값	단위	비고
2020E 순이익	575	억원	
2021E 순이익	706	억원	
주식수	31,477,993	주	
2020E EPS	1,827	원	
2021E EPS	2,241	원	
2020E~2021E EPS 평균	2,034	원	
Target PER	55	배	과거 PER 상단에서 10% 할증
주당가치	113,533	원	
목표주가	110,000	원	
현재주가	89,500	원	
상승여력	23	%	

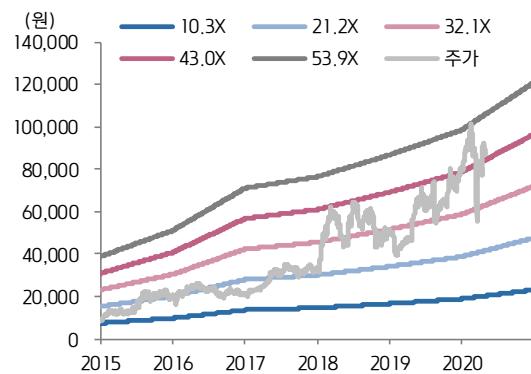
자료: 키움증권 추정

더존비즈온 연간 PER 추이

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	지난 3년 평균
PER_End	24.7	25.6	28.5	22.6	25.2	36.6	50.4	37.4
PER_High	35.3	35.1	32.9	28.2	27.3	47.1	50.7	41.7
PER_Low	19.6	18.6	12.3	17.2	15.3	22.1	24.4	20.6
PER_Average	26.0	27.1	22.7	23.6	22.3	36.8	37.3	32.1

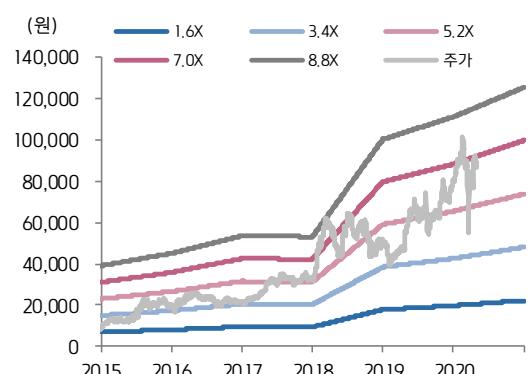
자료: Quantwise, 키움증권

더존비즈온 12M Fwd PER Band



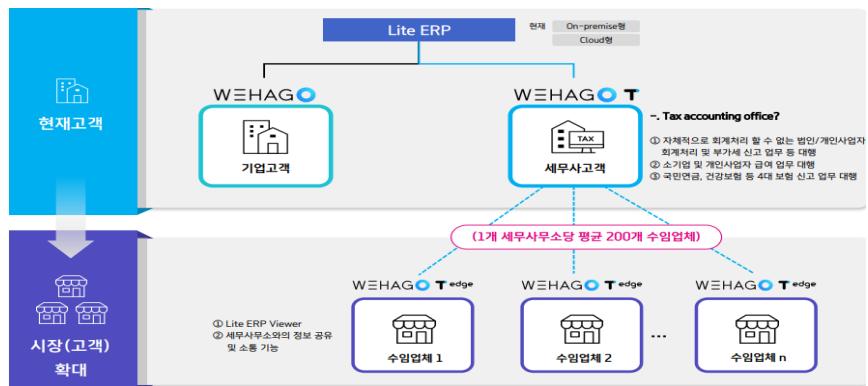
자료: Quantwise, 키움증권 추정

더존비즈온 12M Fwd PBR Band



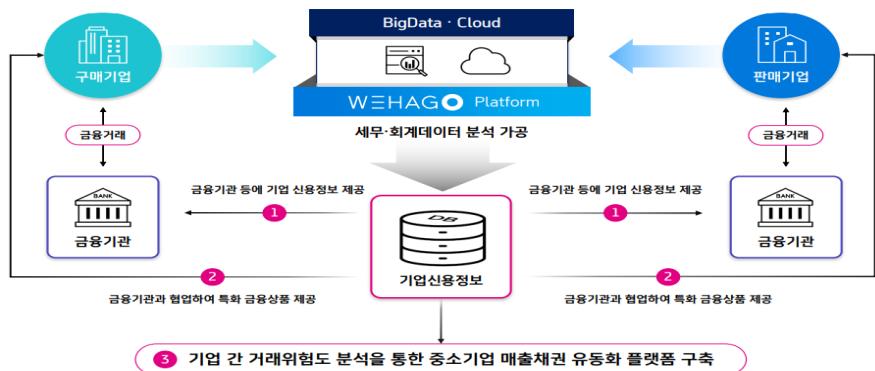
자료: Quantwise, 키움증권 추정

WEHAGO 고객 확대 전략



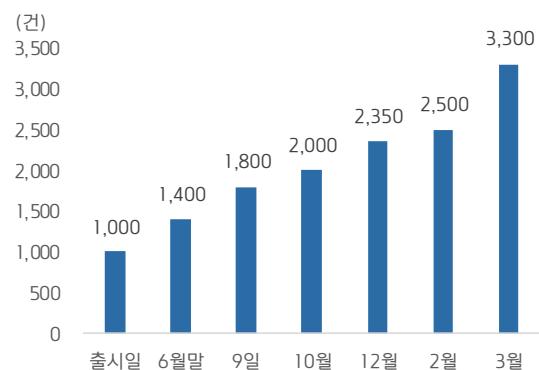
자료: 더존비즈온, 키움증권

더존비즈온 매출채권유동화 개요



자료: 더존비즈온, 키움증권

세무사무소 위하고 T 신청 건수



자료: 더존비즈온, 키움증권

더존비즈온 재택근무 지원 프로모션



자료: 더존비즈온, 키움증권

국내외 클라우드&핀테크 기업 Peer Group Analysis

(단위: 원, 달러, 억원, 백만달러)

	더존비즈온 KS 012510	웹케시 KQ 053580	Oracle ORCL US Equity	SAP SAP GR Equity	Amazon AMZN US Equity	Microsoft MSFT US Equity	Salesforce CRM US Equity
현재주가(원)	89,500	54,300	52	107	2,318	181	163
시가총액(억원)	26,557	3,673	164,144	142,906	1,156,063	1,370,783	146,743
절대수익률(%)							
1M	9.4	28.1	1.6	4.6	16.0	9.4	10.6
3M	-1.0	21.5	-4.4	-13.4	13.1	-1.3	-12.6
6M	11.2	10.1	-5.7	-11.8	29.1	26.2	2.7
1Y	53.5	-11.1	-3.4	-3.6	18.8	42.9	0.5
상대수익률(%)							
1M	-0.8	16.2	-9.5	-5.3	6.2	2.1	6.2
3M	1.1	24.1	9.1	-0.3	27.2	14.3	1.6
6M	13.1	12.0	0.1	-5.4	34.4	31.7	9.0
1Y	77.6	2.8	-2.7	-3.8	18.8	42.8	0.6
매출액(억원)							
2018	2,269	780	39,383	29,182	232,887	110,360	10,540
2019	2,594	611	39,440	30,827	343,311	141,368	20,875
2020E	3,058	711	39,896	33,316	403,521	156,468	24,790
영업이익(억원)							
2018	540	59	13,264	6,736	12,421	35,058	454
2019	644	89	17,438	8,748	13,313	52,431	3,718
2020E	825	129	17,464	9,873	25,193	57,282	4,788
순이익(억원)							
2018	421	55	3,587	4,823	10,073	16,571	360
2019	510	75	10,213	5,403	9,555	43,596	130
2020E	579	110	10,356	6,357	18,960	47,244	815
영업이익률(%)							
2018	23.8	7.5	35.2	25.4	7.0	36.3	5.4
2019	24.8	14.6	44.3	30.0	5.7	47.5	35.3
2020E	27.0	18.1	44.3	32.0	7.3	40.5	22.9
EPS Growth(%)							
2018	7.5	68.6	-61.7	6.8	227.2	-34.7	6.4
2019	18.6	17.2	259.7	13.4	-4.2	164.0	-72.2
2020E	8.3	45.4	7.1	17.7	89.7	9.4	617.3
PER(X)							
2018	36.6	-	18.0	25.4	74.5	26.9	240.4
2019	52.9	46.8	13.5	21.5	71.3	31.8	51.8
2020E	49.2	32.2	12.6	18.8	45.1	29.1	42.5
PBR(X)							
2018	8.4	-	4.0	3.6	16.9	9.2	8.0
2019	8.8	8.6	10.1	4.0	13.5	11.5	4.2
2020E	7.0	8.6	8.9	3.6	10.4	9.4	3.8
ROE(%)							
2018	23.4	28.3	7.2	15.0	28.3	19.4	4.0
2019	18.8	23.8	72.8	16.8	16.7	39.5	9.1
2020E	15.0	17.9	88.1	18.4	24.1	37.2	10.9

주: 주가, 시가총액은 국내기업 5월 6일 기준, 해외기업 5월 4일 기준, 더존비즈온은 키움증권 추정치,

이외 기업 2020년 예상치는 Quantiwise, Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Quantiwise, Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,269	2,627	3,058	3,433	3,879
매출원가	999	1,134	1,282	1,407	1,571
매출총이익	1,271	1,493	1,776	2,025	2,308
판관비	731	825	951	1,065	1,217
영업이익	540	668	825	960	1,091
EBITDA	703	886	1,125	1,211	1,306
영업외손익	21	-4	-76	-52	-50
이자수익	7	12	10	10	12
이자비용	7	28	54	54	54
외환관련이익	4	7	5	5	5
외환관련손실	1	1	1	1	1
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	18	6	-36	-12	-12
법인세차감전이익	561	664	749	908	1,041
법인세비용	136	154	176	204	234
계속사업순손익	425	510	574	704	807
당기순이익	425	510	574	704	807
지배주주순이익	421	506	569	698	800
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.0	15.8	16.4	12.3	13.0
영업이익 증감율	6.9	23.7	23.5	16.4	13.6
EBITDA 증감율	6.2	26.0	27.0	7.6	7.8
지배주주순이익 증감율	7.5	20.2	12.5	22.7	14.6
EPS 증감율	7.5	17.7	8.3	22.7	14.6
매출총이익률(%)	56.0	56.8	58.1	59.0	59.5
영업이익률(%)	23.8	25.4	27.0	28.0	28.1
EBITDA Margin(%)	31.0	33.7	36.8	35.3	33.7
지배주주순이익률(%)	18.6	19.3	18.6	20.3	20.6

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	621	602	799	784	589
당기순이익	425	510	574	704	807
비현금항목의 가감	326	453	560	540	532
유형자산감가상각비	117	179	256	217	188
무형자산감가상각비	46	39	43	34	26
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	163	235	261	289	318
영업활동자산부채증감	-12	-216	-116	-212	-474
매출채권및기타채권의감소	-45	-107	-35	-29	-33
재고자산의감소	-5	1	-2	-2	-3
매입채무및기타채무의증가	10	6	1	0	1
기타	28	-116	-80	-181	-439
기타현금흐름	-118	-145	-219	-248	-276
투자활동 현금흐름	-201	-4,643	-219	-104	-132
유형자산의 취득	-183	-5,039	-300	-100	-100
유형자산의 처분	393	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-39	-71	10	10	10
투자자산의감소(증가)	3	2	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-385	501	108	23	5
기타	10	-37	-37	-37	-47
재무활동 현금흐름	-505	3,936	-71	-80	-86
차입금의 증가(감소)	-100	2,500	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	1,485	0	0	0
자기주식처분(취득)	-321	0	0	0	0
배당금지급	-119	-131	-153	-162	-168
기타	35	82	82	82	82
기타현금흐름	0	0	-204	-204	-204
현금 및 현금성자산의 순증가	-85	-105	304	396	167
기초현금 및 현금성자산	526	442	337	641	1,036
기말현금 및 현금성자산	442	337	641	1,036	1,203

자료: Quantiwise, 기움증권 리서치센터

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,493	1,020	1,324	1,904	2,537
현금 및 현금성자산	442	337	641	1,036	1,203
단기금융자산	637	137	29	6	1
매출채권 및 기타채권	379	485	520	549	582
재고자산	16	15	17	19	22
기타유동자산	19	46	117	294	729
비유동자산	1,294	6,250	6,340	6,279	6,265
투자자산	78	76	76	76	76
유형자산	836	3,420	3,563	3,546	3,558
무형자산	280	310	257	213	187
기타비유동자산	100	2,444	2,444	2,444	2,444
자산총계	2,787	7,270	7,665	8,183	8,802
유동부채	891	951	952	952	953
매입채무 및 기타채무	245	246	247	247	249
단기금융부채	183	204	204	204	204
기타유동부채	463	501	501	501	500
비유동부채	74	2,689	2,689	2,689	2,689
장기금융부채	3	2,513	2,513	2,513	2,513
기타비유동부채	71	176	176	176	176
부채총계	965	3,640	3,641	3,641	3,642
자본부분	1,794	3,597	3,986	4,499	5,110
자본금	148	157	157	157	157
자본잉여금	520	1,956	1,956	1,956	1,956
기타자본	-324	-324	-324	-324	-324
기타포괄손익누계액	-2	-2	-19	-37	-55
이익잉여금	1,451	1,809	2,216	2,746	3,375
비자기부지분	28	33	38	43	49
자본총계	1,822	3,630	4,024	4,542	5,160

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,418	1,669	1,808	2,219	2,542
BPS	6,046	11,427	12,663	14,292	16,235
CFPS	2,531	3,175	3,602	3,952	4,251
DPS	450	470	500	520	530
주가배수(배)					
PER	36.6	48.5	49.2	40.1	35.0
PER(최고)	47.1	48.9	57.0		
PER(최저)	22.1	23.5	29.6		
PBR	8.58	7.09	7.03	6.23	5.48
PBR(최고)	11.05	7.14	8.13		
PBR(최저)	5.19	3.43	4.22		
PSR	6.79	9.35	9.16	8.16	7.22
PCFR	20.5	25.5	24.7	22.5	20.9
EV/EBITDA	20.7	29.7	25.3	23.2	21.4
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	30.8	26.8	25.3	21.5	19.1
배당수익률(% 보통주, 현금)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA	15.4	10.1	7.7	8.9	9.5
ROE	23.4	18.8	15.0	16.5	16.7
ROI	40.9	23.2	17.2	19.4	20.4
매출채권회전율	6.3	6.1	6.1	6.4	6.9
재고자산회전율	170.5	172.2	189.6	186.4	187.0
부채비율	53.0	100.3	90.5	80.2	70.6
순차입금비율	-49.0	61.8	50.9	36.9	29.3
이자보상배율(현금)	74.7	24.2	15.2	17.7	20.1
총차입금	186	2,717	2,717	2,717	2,717
순차입금	-893	2,243	2,047	1,674	1,513
NOPLAT	703	886	1,125	1,211	1,306
FCF	735	-4,599	526	693	486

이오테크닉스 (039030)



BUY(Initiate)

주가(05/06) 74,100원

목표주가 120,000원

Analyst 한동희

02) 3787-5292, donghee.han@kiwoom.com

RA 이현영

02) 3787-3753, gufud@kiwoom.com

1Q20 OP 41억원으로 기존 예상치 크게 상회 전망. COVID-19에도 디스플레이 장비 셋업 진행, 레이저 어닐링 초도 매출 시작. 2Q20부터 레이저 어닐링 매출 반영 본격화 시작 전망. 업황 우려에도 선단공정 솔루션 도입 속도 예상보다 빠를 전망. 당초 예상보다 호실적 시기가 앞당겨지는 상황. 레이저 어닐링은 동일 공정 내 적용 Layer 증가와 중장기 적용 공정 다변화 수혜 가능할 것

Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.40pt
시가총액	9,129억원
52주 주가동향	최고가 116,700원 최저가 40,300원
최고/최저가 대비 등락	-39.7% 74.7%
주가수익률	절대 상대
1M	16.2% 3.7%
6M	-28.4% -25.4%
1Y	-2.9% 15.2%

Company Data

발행주식수	12,308천주
일평균 거래량(3M)	237천주
외국인 지분율	10.5%
주요 주주	성규동 외 10 인

Price Trend



앞당겨질 호실적

>>> 1Q20 OP 41억원으로 예상 상회 기대

이오테크닉스의 1Q20 연결 실적은 매출액 582억원 (+15% QoQ), 영업이익 41억원 (+1,078% QoQ)으로 기존 당사 예상치 영업이익 15억원을 크게 상회할 전망. 당초 COVID-19에 따른 디스플레이 장비 셋업 지연을 예상했으나 매출 인식에 큰 영향이 없었을 것으로 예상되며, 반도체 전공정 레이저 어닐링 장비 초도 매출 시작으로 매출액, 수익성 모두 제고 전망. 1Q20 원/달러 기말 환율 상승 역시 세전이익에 긍정적 영향 미칠 것

>>> 레이저 어닐링 2Q20 반영 본격화 전망

2Q20부터 반도체 전공정 레이저 어닐링 매출 반영 본격화되며 호실적 시점 앞당겨질 전망. 기존 당사의 레이저 어닐링 매출 본격 반영 예상 시점은 3Q20이었으나, 업황 우려에도 불구하고 선단공정 솔루션에 대한 도입 속도는 기존 예상보다 빠를 것. 2Q20 연결 실적은 매출액 893억 원 (+54% QoQ), 영업이익 132억원 (+225% QoQ) 전망

>>> 구조적 성장과 펀더멘털 레벨업 주목

반도체 후공정 패키징 형태의 다양화 및 복잡화, 원칩화 등의 구조적 변화는 미세 레이저 드릴, 하이엔드 레이저 커터에 대한 수요 증가를 이끌 것으로 예상. 전공정 역시 1znm부터 Gap-fill을 위한 레이저 어닐링 도입을 시작으로 동일 공정 내에서도 적용 Layer 증가에 따른 수혜가 예상되며, 중장기 적용 공정 다변화 전망. 앞당겨진 호조 시점에도 불구하고, 장비 리드타임을 고려해 2020년 영업 이익 516억원 (+627% YoY) 유지. 고출력 레이저 내재화를 통한 레이저 업체로의 펀더멘털 레벨업 기대. 2020년 고성장과 더불어 전방산업 내 레이저 장비의 구조적 성장에 대한 방향성과 펀더멘털 레벨업에 주목할 것을 권고. 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	4,042	2,941	2,065	3,562	4,784
보고영업이익(억원)	600	179	71	516	891
세전이익(억원)	524	205	148	543	894
순이익(억원)	430	219	118	429	706
자본주주부채비율(억원)	428	218	140	429	703
EPS(원)	3,487	1,775	959	3,486	5,736
증감률(%YoY)	123.9	-49.1	-46.0	263.5	64.6
PER(배)	31.3	27.2	61.0	21.3	12.9
보고영업이익률(%)	14.8	6.1	3.4	14.5	18.6

자료: 키움증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망

투자지표 (억원)	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	582	893	1,050	1,037	4,042	2,941	2,065	3,562	4,784
YoY %	38%	47%	98%	106%	31%	-27%	-30%	72%	34%
반도체	174	411	518	449	947	1,101	850	1,551	2,332
Marking	103	174	245	268	828	877	702	789	884
Cutting/Drilling	20	84	69	82	119	224	148	255	339
Front-end	51	153	204	99	0	0	0	507	1,109
디스플레이	206	231	165	223	1,415	864	410	825	1,130
PCB	88	103	188	191	1,029	473	260	570	621
Non-IT	10	20	41	30	178	120	77	102	110
서비스/소모품	103	128	139	144	473	383	467	514	591
영업이익	41	132	191	152	600	179	71	516	891
YoY %	292%	147%	4991%	4308%	182%	-70%	-60%	627%	73%
지배순이익	49	103	149	121	428	218	140	429	703
영업이익률	7%	15%	18%	15%	15%	6%	3%	14%	19%
지배순이익률	9%	12%	14%	12%	11%	7%	7%	12%	15%

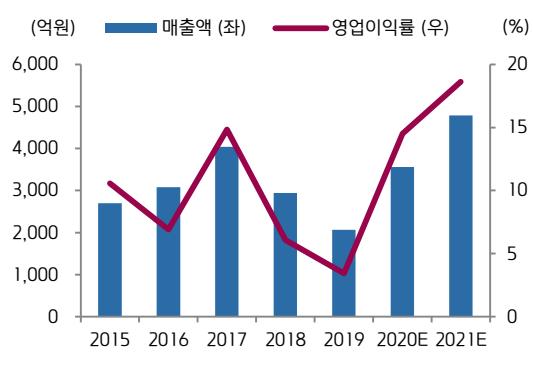
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



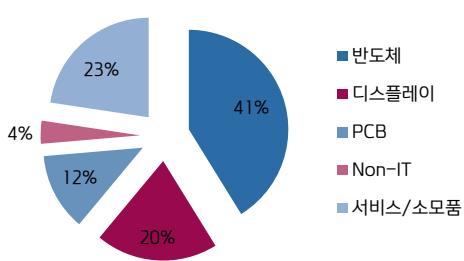
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



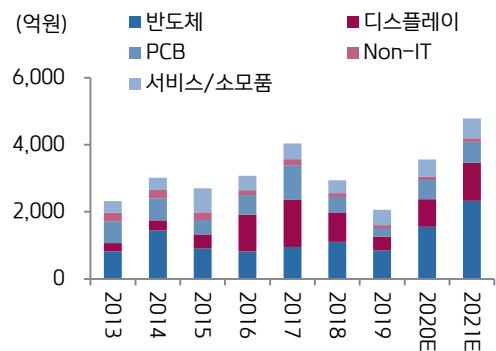
자료: 전자공시, 키움증권 추정

2019년 산업별 매출액 비중



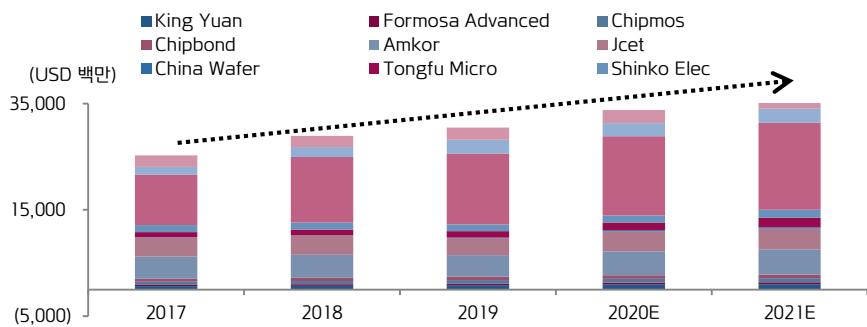
자료: 전자공시, 키움증권

산업별 매출액 추이 및 전망



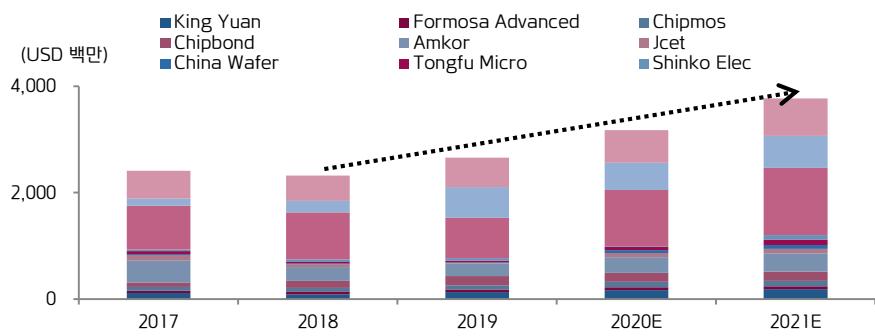
자료: 전자공시, 키움증권

글로벌 후공정 합산 매출액 추이 및 컨센서스 전망



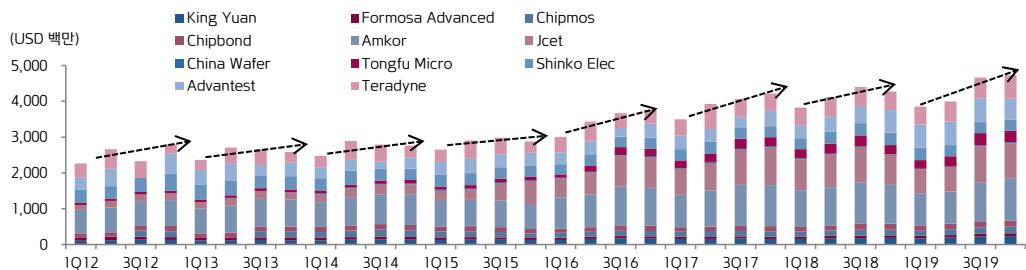
자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 후공정 합산 영업이익 추이 및 컨센서스 전망



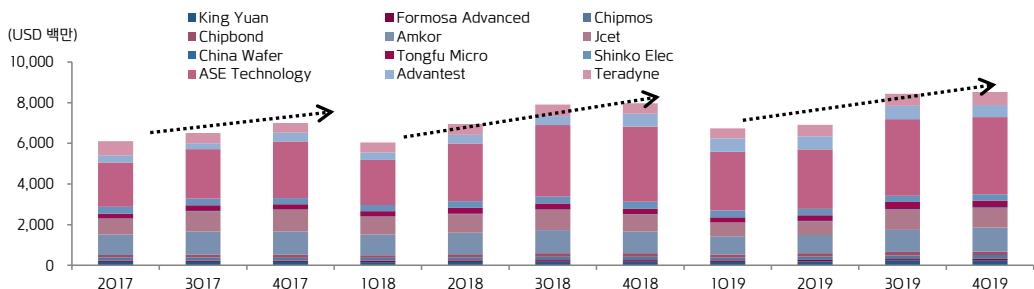
자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 후공정 (ASE 제외)분기 매출액 추이: 상저하고 패턴 (1Q12~)



자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 후공정 (ASE 포함)분기 매출액 추이: 상저하고 패턴 (2Q17~)



자료: Bloomberg, 키움증권

이오테크닉스 목표주가 산정 테이블

구분	2020E	비고
지배순이익 (억원)	429	
발행주식수 (주)	12,319,550	
EPS (원)	3.486	
Target PER	40.0	직전 최대실적을 달성한 2017년 12m Fwd PER 상단 적용. 2020년 사상 최대실적 및 Laser annealing 등 차세대 성장동력 부각 전망
적정주가 (원)	139,178	
목표주가 (원)	120,000	
현재주가 (원)	74,100	
상승여력 (%)	62%	

자료: 전자공시, 키움증권 추정

이오테크닉스 장비 종류 및 응용처

Marking	Cutting	Drilling	Annealing	Thermal treatment
<ul style="list-style-type: none"> Strip WLCSP Fan out panel PCB panel In glass/Align key General Macro 	<ul style="list-style-type: none"> Wafer grooving/dicing Package EMI shielding film (BGA) Glass/Sapphire OLED film Metal sheet Electrode, ITO 	<ul style="list-style-type: none"> PCB (CO₂/UV laser) Strip/Panel/Wafer 2D barcode driller COF Fan out wafer/panel Glass/Sapphire OLED film 	<ul style="list-style-type: none"> LLO (Laser Lift Off) LTFS/OLED IGBT/Wafer annealing Dopant activation 	<ul style="list-style-type: none"> Welding/Soldering Wafer debonding Warpage reducing Mask repair Brazing

자료: 이오테크닉스, 키움증권

이오테크닉스의 분야별 고객사

Semiconductor	Display	PCB	Macro
IDM Foundry OSAT	TFT LCD OLED Flexible OLED	HDI Flexible	Automobile Mobile phone Rechargeable battery

Intel / Samsung / TSMC

SKHynix / Micron / TI

Toshiba / NXP / Freescale

ASE / Amkor / SPIL / UTAC

STATSChipPAC / JCET / PTI

SDC / LGD

BOE / EDO / Tianma

Truly / Visionox

AUO / Innolux

JDI / Sharp

SEMCO / LGIT / Simmtech

Daeduck / Interflex / Flexcom

Sumitomo / Nitto denko

Honflex / Multek / AKM

Forewin / Mflex

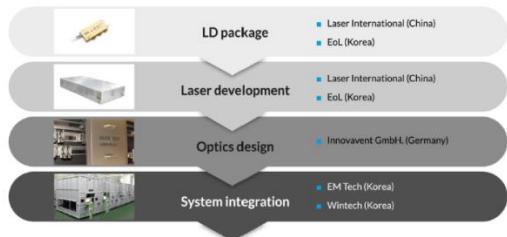
Hundai / KIA / MOBIS

SEC / LGE

LG Chem / SDI

자료: 이오테크닉스, 키움증권

이오테크닉스의 레이저 수직계열화



자료: 이오테크닉스, 키움증권

향후 성장동력: 웨이퍼 어닐링, 컷팅, 드릴링, 하이엔드 레이저 내재화 등



자료: 이오테크닉스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,042	2,941	2,065	3,562	4,784
매출원가	3,105	2,339	1,603	2,618	3,319
매출총이익	936	602	461	944	1,465
판관비	336	423	390	428	576
영업이익	600	179	71	516	889
EBITDA	738	305	213	645	1,015
영업외손익	-75	26	77	37	21
이자수익	4	5	12	14	21
이자비용	5	6	5	4	3
외환관련이익	73	86	72	40	40
외환관련손실	160	68	40	12	12
종속 및 관계기업손익	4	6	11	11	11
기타	9	3	27	-12	-36
법인세차감전이익	524	205	148	554	910
법인세비용	95	-14	29	116	191
계속사업순손익	430	219	118	437	719
당기순이익	430	219	118	437	719
지배주주순이익	428	218	121	437	715
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	31.4	-27.2	-29.8	72.5	34.3
영업이익 증감율	182.2	-70.2	-60.3	626.8	72.3
EBITDA 증감율	98.5	-58.7	-30.2	202.8	57.4
지배주주순이익 증감율	123.8	-49.1	-44.5	261.2	63.6
EPS 증감율	123.9	-49.1	-44.6	261.4	63.6
매출총이익률(%)	23.2	20.5	22.3	26.5	30.6
영업이익률(%)	14.8	6.1	3.4	14.5	18.6
EBITDA Margin(%)	18.3	10.4	10.3	18.1	21.2
지배주주순이익률(%)	10.6	7.4	5.9	12.3	14.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	367	129	529	307	571
당기순이익	430	219	118	437	719
비현금항목의 가감	333	161	227	277	341
유형자산감가상각비	130	119	134	122	120
무형자산감가상각비	8	8	8	6	6
지분법평가손익	-5	-12	-11	-11	-11
기타	200	46	96	160	226
영업활동자산부채증감	-359	-114	203	-304	-319
매출채권및기타채권의감소	-145	-194	262	-410	-334
재고자산의감소	-6	303	-207	-86	-168
매입채무및기타채무의증가	-42	-173	120	196	188
기타	-166	-50	28	-4	-5
기타현금흐름	-37	-137	-19	-103	-170
투자활동 현금흐름	-325	-17	-221	-122	-96
유형자산의취득	-292	-63	-33	-115	-106
유형자산의처분	7	19	38	8	10
무형자산의순취득	-11	-15	-5	-3	-3
투자자산의감소(증가)	-24	23	-219	-11	2
단기금융자산의감소(증가)	-5	-4	2	2	2
기타	0	23	-4	-3	-1
재무활동 현금흐름	-24	-36	-140	-33	-58
차입금의증가(감소)	-11	-31	-128	-15	-40
자본금, 자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-25	-12	-18	-18
기타	-1	20	0	0	0
기타현금흐름	-35	3	12	-34	-33
현금 및 현금성자산의 순증가	-15	80	181	119	383
기초현금 및 현금성자산	447	432	512	692	811
기말현금 및 현금성자산	432	512	692	811	1,194

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,561	2,410	2,466	3,083	3,971
현금 및 현금성자산	431	512	692	811	1,194
단기금융자산	61	65	63	61	59
매출채권 및 기타채권	1,086	869	565	975	1,309
재고자산	893	923	1,101	1,187	1,355
기타유동자산	90	41	45	49	54
비유동자산	1,824	1,875	1,997	2,000	1,980
투자자산	170	153	383	405	413
유형자산	1,472	1,519	1,434	1,419	1,395
무형자산	66	73	60	56	51
기타비유동자산	116	130	120	120	121
자산총계	4,385	4,285	4,464	5,083	5,951
유동부채	763	464	523	704	852
매입채무 및 기타채무	299	146	285	481	669
단기금융부채	260	264	137	122	82
기타유동부채	204	54	101	101	101
비유동부채	7	33	3	3	3
장기금융부채	0	18	0	0	0
기타비유동부채	7	15	3	3	3
부채총계	771	497	526	707	855
자본부분	3,567	3,739	3,892	4,330	5,046
자본금	61	61	62	62	62
자본잉여금	749	749	774	774	774
기타자본	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	-20	-23	-3	16	35
이익잉여금	2,777	2,952	3,061	3,480	4,177
비지배지분	48	48	46	46	49
자본총계	3,614	3,788	3,938	4,376	5,096

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,487	1,775	983	3,553	5,813
BPS	29,043	30,383	31,623	35,183	41,002
CFPS	6,213	3,090	2,808	5,806	8,615
DPS	200	100	150	150	150
주가배수(배)					
PER	31.3	27.2	105.1	19.8	12.1
PER(최고)	31.9	62.2	106.5		
PER(최저)	19.4	22.9	38.7		
PBR	3.75	1.59	3.27	2.00	1.72
PBR(최고)	3.84	3.64	3.31		
PBR(최저)	2.33	1.34	1.20		
PSR	3.31	2.02	6.16	2.43	1.81
PCFR	17.5	15.6	36.8	12.1	8.2
EV/EBITDA	17.9	18.6	57.0	12.3	7.4
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	5.7	5.6	15.6	4.2	2.5
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
ROA	10.2	5.0	2.7	9.2	13.0
ROE	12.7	6.0	3.2	10.6	15.3
ROI	15.0	4.8	2.0	13.7	21.5
매출채권회전율	3.8	3.0	2.9	4.6	4.2
재고자산회전율	4.4	3.2	2.0	3.1	3.8
부채비율	21.3	13.1	13.4	16.2	16.8
순차입금비율	-6.4	-7.8	-15.7	-17.1	-23.0
이자보상배율	122.7	28.7	15.3	124.7	318.8
총차입금	260	282	137	122	82
순차입금	-233	-295	-618	-749	-1,171
NOPLAT	738	305	213	645	1,015
FCF	-68	105	405	123	412

자료: Quantwise, 키움증권

콜마비앤에이치(200130)



Not Rated

주가(05/06) 31,100원

Analyst 박재일

02) 3787-4858, ion3728@kiwoom.com

콜마비앤에이치는 한국콜마홀딩스 자회사로 천연물 기반 건강기능식품 및 화장품 ODM/OEM 생산 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 주력 제품은 면역기능개선 제품 '해모힘'이며 2018년 1,820억원, 2019년 2,310억원으로 단일 제품 기준 최대 판매액이다. 2019년말 매출 구성은 건강기능식품 62%, 화장품 34%, 의약외품(치약) 4%이다. 판매 채널 기준 애터미향 70%, 비애터미향 30%이며 비애터미향 매출은 2017년 300억원, 2018년 400억원, 2019년 640억원으로 꾸준히 증가하고 있다.

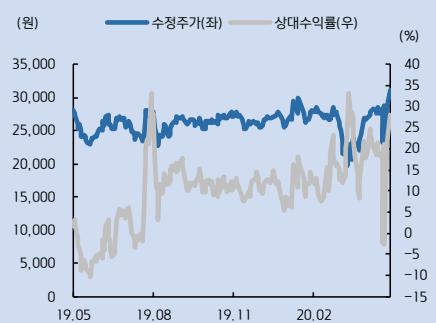
Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.4pt
시가총액	9,188억원
52주 주가동향	최고가 31,100원 최저가 19,650원
최고/최저가 대비 등락	0.0% 58.3%
주가수익률	절대 상대 1M 15.8% 5.1% 6M 12.1% 14.0% 1Y 9.9% 27.2%

Company Data

발행주식수	29,544천주
일평균 거래량(3M)	129천주
외국인 지분율	4.9%
주요 주주	한국콜마홀딩스 외 4 인

Price Trend



견고한 실적 성장세

>>> 건강기능식품 전문업체

동사는 한국콜마홀딩스 자회사로 천연물 기반 건강기능식품 및 화장품 ODM/OEM 생산 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 주력 제품은 면역기능개선 제품 '해모힘'이며 2018년 1,820억원, 2019년 2,310억원으로 단일 제품 기준 최대 판매액이다. 2019년말 매출 구성은 건강기능식품 62%, 화장품 34%, 의약외품(치약) 4%이다. 판매 채널 기준 애터미향 70%, 비애터미향 30%이며 비애터미향 매출은 2017년 300억원, 2018년 400억원, 2019년 640억원으로 꾸준히 증가하고 있다.

>>> 강력한 유통 채널 확보

동사는 네트워크 마케팅 업체 애터미라는 강력한 유통 채널을 통해 제품(화장품/의약외품/ODM 생산한 건강기능식품)을 판매 중이며 주력 제품인 해모힘은 애터미 내 판매되는 단일 제품 중 최대 매출을 기록하고 있다. 애터미는 2019년말 기준 국내에 약 350만명 회원과 더불어 미국, 일본, 대만 등 해외 13개국에 진출해 약 500만명 이상 회원을 보유 중이다. 회원 내 자가 소비형 비중이 89.3%로 경쟁사 대비 높은 편이다.

>>> 중국 매출 본격화

중국 공장인 강소콜마와 연태콜마(애터미와 합작법인)를 보유하고 있으며 각각 CAPA 규모는 강소콜마 1공장 700억원, 연태콜마 200억원이다. 3Q20 가동 예정에 있으며 중국 현지 고객사 물량을 대응할 예정이다. 중국 공장 가동에 따라 올해부터 중국 매출 가시화가 전망되며 약 100억원 매출을 시현할 것으로 추정된다.

>>> 2020년 성장 지속 전망

2020년 연결 기준 매출액 5,180억원(+18.0% YoY), 영업이익 883억원(+19.3% YoY)으로 추정된다. 실적 성장은 코로나19로 인한 건강기능식품(비타민 및 해모힘) 수요 증가 폭 확대 및 해외 매출 본격화 등에 기인한다. 동사의 개별인정형원료 파이프라인 중 메모페놀(기억력 개선)이 올해 식약처 허가를 받았으며 여주추출물(혈당 개선)도 상반기 내 허가를 받을 것으로 기대된다. 개별인정형원료 허가에 따른 신규 제품 출시는 실적 모멘텀으로 작용할 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액(억원)	2,560	3,376	3,864	4,389	5,180
보고영업이익(억원)	362	488	585	741	883
핵심영업이익(억원)	362	488	585	741	883
세전이익(억원)	385	590	642	721	868
순이익(억원)	297	474	493	548	679
자체주주지분순이익(억원)	297	458	484	545	668
EPS(원)	1,006	1,549	1,637	1,844	2,263
증감률(%YoY)	1,198.3	54.1	5.6	12.7	22.7
PER(배)	18.4	21.0	12.2	15.0	12.7
보고영업이익률(%)	14.1	14.4	15.2	16.9	17.0
핵심영업이익률(%)	14.1	14.4	15.2	16.9	17.0

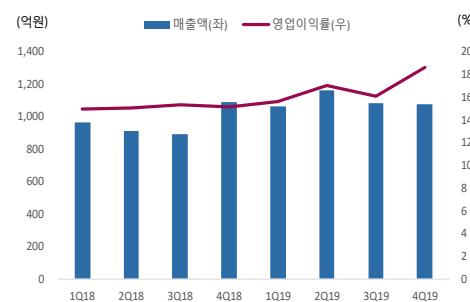
자료: 기움증권 리서치센터

연결기준 분기 및 연간 실적 전망

투자지표	(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020E
매출액		966	909	895	1,093	1,066	1,164	1,082	1,077	3,863	4,389	5,180
증감율(% YoY)		38	-18	-26	-7	10	28	21	-1	-8	14	18
영업이익		145	137	137	166	167	198	174	201	585	740	883
증감율(% YoY)		38	14	2	29	15	45	27	21	20	26	19
당기순이익		106	106	121	151	134	155	136	120	484	545	679
영업이익률(%)		15.0%	15.1%	15.3%	15.2%	15.7%	17.0%	16.1%	18.7%	15.1%	16.9%	17.0%
당기순이익률(%)		11.0%	11.7%	13.5%	13.8%	12.6%	13.3%	12.6%	11.1%	12.5%	12.4%	13.1%

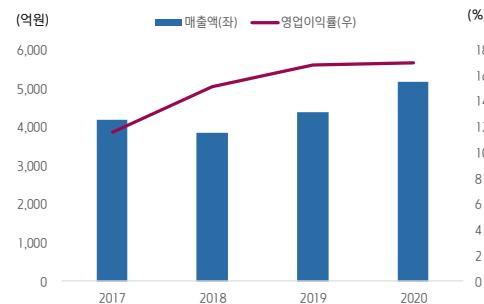
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기별 매출액, 영업이익 추이



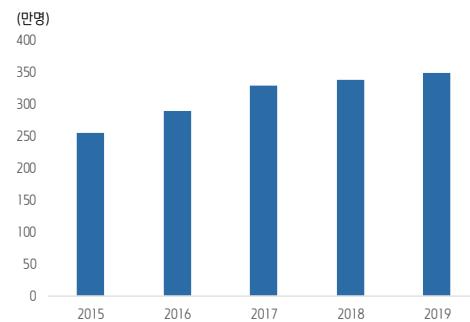
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



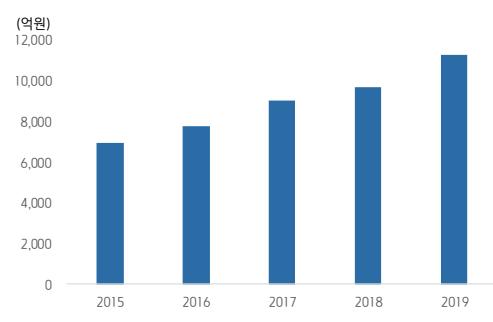
자료: 전자공시, 키움증권 추정

애터미 회원 수



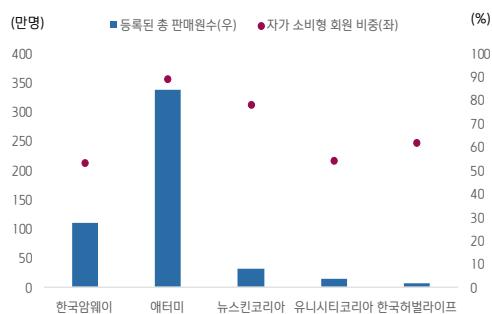
자료: 애터미, 키움증권

애터미 매출액 추이



자료: 애터미, 키움증권

업계 최다 자가 소비형 회원 비중



자료: 공정거래위원회, 키움증권

개별인정형 파이프 라인

	소재	기능성 / 주원료	현 개발단계 / 사업화
정부 과제	KBH-14F-K-01	관절건강 / <u>황기</u> 외	• 제품 내 원료 적용, 출시
	KBH-16F-G-04	간건강 / <u>제주산 흑모</u>	• 인체적용시험 진행 중 / '21
	KBH-15F-G-03	갱년기 여성 건강 / <u>구절초</u>	• 제품 내 원료 적용, 출시
	KBH-14F-G-02	혈당개선 / <u>여주</u>	• 개별인정원료 심사 중 / '20
C&D 과제	KBH-17F-C-08	관절건강 / <u>초피</u>	• 인체적용시험('19) / '21
	KBH-17F-C-09	갱년기 여성 건강 / <u>복분자,황기</u>	• 인체적용시험('19) / '21
	KBH-17F-C-10	혈당개선 / <u>여주,곰취</u>	• 인체적용시험('20) / '22
	KBH-17F-C-12	항비만, 간건강 / <u>산발기</u> 외	• (비)임상시험('19) / '22
Global sourcing	KBH-17F-C-13	면역기능개선 / <u>후코이단</u>	• 인체적용시험('20) / '22
	KBH-17F-C-14	위건강 / <u>산발기</u> 외	• 인체적용시험 진행 중 / '21
	KBH-18F-K-17	숙취해소 / <u>발효방화당</u>	• 제품 내 원료 적용
	KBH-16F-A-05	기억력 개선 / <u>포도,블루베리</u>	• 개별인정원료 심사 중 / '20
	KBH-17F-A-11	긴장완화 / <u>사프란</u>	• 동물/인체적용시험('19) / '21
	KBH-18F-A-19	인지능 개선 / <u>멀게</u>	• (비)임상시험('20) / '22
	KBH-19F-A-01	여성갱년기 / <u>루바브추출물</u>	• NDI 제결 / '20

자료: 콜마비앤에이치, 키움증권

사업 영역



자료: 콜마비앤에이치, 키움증권

메드팩토 (235980)



Not Rated

주가(05/06) 82,000원

Analyst 김상표

02) 3787-5293, spkim@kiwoom.com

RA 남현정

02) 3787-3754, nhj@kiwoom.com

ASCO에서는 백토서팁+글리벡(공격성 섬유종증: 데스모이드 종양) 1b 임상 결과, 9월 ESMO에서는 백토서팁+파클리탁셀(위암)의 1b상 결과 발표 예정. 11월 SITC에서 키트루다, 임핀지 병용 2a상 중간 결과 발표 예정. 키트루다, 임핀지 병용임상의 경우 기존에 발표된 우수한 임상 1b상 데이터를 고려하였을 때 2a상에서도 긍정적인 결과 도출 기대

Stock Data

KOSDAQ (5/06)	658.40pt
시가총액	8,329억원
52주 주가동향	최고가 82,500원 최저가 30,950원
최고/최저가 대비 등락	-0.61% 164.9%
주가수익률	절대 상대 1M 48.3% 34.5% 6M N/A N/A 1Y N/A N/A

Company Data

발행주식수	20,315천주
일평균 거래량(3M)	499천주
외국인 지분율	0.2%
주요 주주	테라젠이텍스 외 7 인

Price Trend



분기별 임상결과 발표 모멘텀 보유

>>> TGF-β 저해제 신약 개발의 최선두주자

TGF-β 저해제 백토서팁(저분자화합물)의 First-in-class 단독임상, 병용임상을 포함하여 9개의 파이프라인 보유. 키트루다 병용임상(대장암, 2a상), 임핀지 병용임상(비소세포폐암, 2a상)등의 파이프라인은 글로벌 제약사의 TGF-β 저해제 임상 파이프라인 진행 현황과 비교하여도 앞선 속도. ASCO에서는 백토서팁+글리벡(공격성 섬유종증: 데스모이드 종양) 1b 임상 결과, 9월 ESMO에서는 백토서팁+파클리탁셀(위암)의 1b상 결과 발표 예정. 11월 SITC에서 키트루다, 임핀지 병용 2a상 중간 결과 발표 예정

>>> 글리벡, 파클리탁셀 병용 데이터 발표

데스모이드 종양은 희귀질환으로 아직까지 FDA 정식 허가 약물 부재. 이번 ASCO에서 발표될 임상 1b상 1차 지표는 글리벡+백서토팁 병용 투여 시의 안전성과 내약성. 파클리탁셀+백토서팁 병용임상은 2차 치료가 필요한 12명의 전이성 위암 환자를 대상으로 진행하며 1차 지표로 최대허용용량, 2차 지표로 OS, ORR 도출. 현재까지 진행성·전이성 위암 2차 치료제로서 3상 연구를 통해 생존 기간 연장을 입증한 유일한 약제는 ramucirumab(사이람자주). 경구 투여 약물인 백토서팁이 주사제인 ramucirumab 대비 우수한 OS, ORR 도출 시 2차 치료의 표준이 될 수 있을 것으로 기대

>>> 면역항암제 병용투여 유효성 확증 기대

작년 12월 SITC에서 키트루다 병용 임상(대장암), 임핀지 병용임상(비소세포폐암)의 1b상 결과 발표. 키트루다 병용 임상의 경우 진행성 대장암 환자 중 키트루다에 대한 반응율(ORR)이 거의 없으며 예후가 좋지 않은 89.5%의 MSS 형 환자에서 33.3%의 ORR 달성 (n=2/6)

임핀지 병용임상은 PD-L1이 25% 미만인 비소세포폐암 환자를 대상으로 진행하였으며 ORR 16.7%(n=2/12) 달성 (PD-L1 발현량이 25% 이하인 비소세포폐암 환자의 경우, 임핀지에 대한 ORR이 4.2%~6.90%로 매우 낮음)

올해 11월 SITC에서 추가적으로 임상 2a상 중간 결과를 발표할 예정이며, 기존에 발표된 우수한 임상 1b상 데이터를 고려하였을 때 2a상에서도 긍정적인 결과 도출 기대

메드팩토 TGF- β 저해제 임상 파이프라인 현황

구분	암종	[국가] 치료요법	임상 단계					
			2019	2020	2021	2022	2023	2024
화학요법 병용임상	위암	[한국]+ 파클리탁셀	1b·2a상	2상	3상			
	췌장암	[한국]+ 폴록스	1b·2a상	2상	3상			
고형암 표적항암제 병용임상	데스모이드 종양	[한국]+ 5FU/LV/온니바이드	1b·2a상	2상	3상			
	대장암/위암	[한국] +글리벡	1b·2a상	2상	3상			
연역항암제 병용임상	비소세포폐암	[한국] +임핀지	1b·2a상	2상	3상			
	방광암	[미국] +임핀지	1b·2a상	2상	3상			
혈액암	다발성 골수종	[미국] +포탈리스트	2상	3상				
	골수이형성증후군	[미국] +단일요법	1b상	2상	3상			
			1b·2a상	2상	3상			

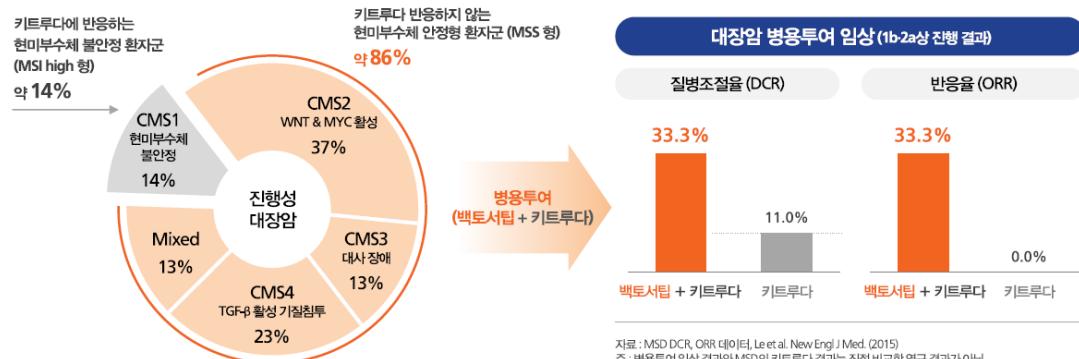
자료: 메드팩토, 키움증권

TGF- β 저해제 글로벌 임상 현황

회사	물질	적응증	임상단계	임상국가
EMS SERONO	M7824	HER2(+) 유방암	1 상	미국
		전이성 담도암	2 상	글로벌
		전이성 대장암(MSI high 형)	1/2 상	미국
		삼중음성 유방암(Eribulin 병용임상)	1 상	미국
		PD-L1(+)비소세포폐암(키트루다 비교임상)	3 상	글로벌
		HPV 연관 악성종양	2 상	미국
		소세포폐암(화학항암제 비교임상)	1/2 상	미국
		전립선암	2 상	미국
		악성 고형암(Cemiplimab 병용임상)	1 상	글로벌
Sanofi	SAR439459	유방암,폐암,대장암,췌장암 등(Anti-PD1 병용임상)	1 상	글로벌
Novartis	NIS793	유방암,폐암,대장암,췌장암 등(Anti-PD1 병용임상)	1 상	글로벌
Eli Lilly	LY3200882	고형암(파클리탁셀 등 화학항암제 병용임상)	1 상 (환자모집 전)	글로벌
Pfizer	PF-06952229	진행성 고형암	1 상	미국

자료: clinical trials.gov, 키움증권

키트루다 병용임상 Ib 상 결과



자료: MSD DCR, ORR [Le et al. New Engl J Med. (2015)]

주: 병용투여 임상 결과와 MSD의 키트루다 결과는 직접 비교한 연구 결과가 아님

자료: 메드팩토, 키움증권

비소세포폐암 임프니 임상 데이터

Title		Safety and clinical activity of durvalumab (MEDI4736)		S1400A Lung-Map umbrella phase 2 trial
대상	백금치료제 불응성 비소세포폐암 환자	비소세포폐암 3 차 치료	비소세포폐암	
ORR	high PD-L1≥25% Low PD-L1≤25%	26.10% 4.20%	22.00% 6.10%	14.30% 6.90%

자료:J.Clin Oncol.2016;34,9029, clinical trials.gov, 키움증권

데스모이드 종양 글리벡 임상 데이터

Title	Results of a Phase II Multicenter Sarcoma Alliance for Research through Collaboration (SARC) Trial									
환자수							Clinical and molecular studies of the effect of imatinib on advanced aggressive fibromatosis (desmoid tumor)			
임상단계			51 명							
임상결과			2 상							
ORR	투여 2 개월 후	SD	PFS	투여 4 개월 후	SD	PFS	PR	SD(투여 1 년 후)		
	3 명(6%)	48 명(94%)	94%	43 명(84%)	88%		3 명(16%)	4 명(21%)		

자료:Clinical Cancer Research, Journal of clinical oncology, 키움증권

데스모이드 종양 주요 임상 파이프라인

Title	Nirogacestat for Adults With Desmoid Tumor/Aggressive Fibromatosis	
임상단계	3 상	
환자수	118 명	
임상기간	2019.03~2021.03	
대조군	placebo	
1 차지표/2 차지표	PFS(무진행 생존기간) / Adverse events, OR, CR, PR 등	

자료: clinical trials.gov, 키움증권

ramucirumab(사이람자주) + 파클리탁셀 병용 임상 데이터

Title	A Study of Ramucirumab (LY3009806) in Combination With Paclitaxel in Participants With Gastric Cancer		A Study of Paclitaxel With or Without Ramucirumab (IMC-1211B) in Metastatic Gastric Adenocarcinoma (RAINBOW)	
임상단계	2		3	
환자수	245 (123 명 고용량, 122 명 저용량)		665(330 명 실험군, 335 명 대조군)	
임상기간	2015.10~2018.12		2010.12~2017.2	
임상결과	고용량 (12mg/kg)	저용량 (8 mg/kg)	실험군	대조군(paclitaxel+placebo)
	PFS 5.42	5.16	4.4	2.9
	ORR 27.60%	25.40%	27.90%	16.10%
	DCR 78.90%	75.40%	80%	62.70%

자료: clinical trials.gov, 키움증권

엘앤씨바이오 (290650)



Not Rated

주가(05/06) 71,200원

Analyst 김상표

02) 3787-5293, spkim@kiwoom.com

RA 남현정

02) 3787-3754, nhj@kiwoom.com

동종 연골 성분의 퇴행성 관절염 치료제인 'Mega Carti'는 올해 4월 첫 투약을 마치고 21년 하반기 시장 출시 목표. 1년간의 초기 침투율은 퇴행성 관절염 K&L Grade 2~3 환자 중 약 2%인 5만명 목표. 출시 첫 해 500억원 매출 기대. 올해 상반기 내 중국 현지 JV 설립 완료. 일차적으로 피부이식재를 통한 3조원 규모의 화상, 5,000억원 규모의 유방재건 시장 침투 목표

Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.40pt
시가총액	5,240억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	73,400원 16,150원
최고/최저가 대비 등락	-3.0% 340.9%
주가수익률	절대 상대
1M	41.3% 28.1%
6M	191.8% 196.8%
1Y	159.4% 200.1%

Company Data

발행주식수	7,359천주
일평균 거래량(3M)	202천주
외국인 지분율	3.1%
주요 주주	이화철 외 9 인

Price Trend



신사업 다각화와 시장 확장의 원년

>>> Mega Carti 유효성 임상시험 착수

동종 연골 성분의 퇴행성 관절염 치료제인 'Mega Carti'는 올해 4월 첫 투약을 마치고 21년 하반기 시장 출시 목표. 임상은 실험군 45명(미세천공술+메가카티), 대조군 45명(미세천공술 단독)으로 나누어 추적 관찰 48주 진행. 대상 환자군은 K&L Grade 2~3(퇴행성 관절염 중등도~중증)으로 전체 퇴행성 관절염 환자 중 약 64%를 타겟

1년간의 초기 침투율은 퇴행성 관절염 K&L Grade 2~3 환자 중 약 2%인 5만명 목표. 인체조직이식재 판매를 통해 구축한 1,000여개의 정형외과 영업망 및 동일한 동종 연골 성분의 이식재인 '메가카틀리지'의 3,500여건 이상의 시술에서 확인된 유효성을 기반으로 신속한 침투가 가능할 것으로 전망. 출시 첫 해 500억원 매출 기대

>>> 콜라겐 필러, 국내와 미국시장 동시 조준

지방 유래 콜라겐을 원료로 하는 필러 'MegaECM-F'의 경우 올해 하반기 '폐지방의 산업적 목적 재활용' 법 개정 완료 후 내년부터 국내 시장에서 상용화될 수 있을 것으로 전망. 기존의 히알루론산 필러 대비 30%의 높은 생착률 및 우수한 미용적 효능, 고가 마케팅을 통해 차세대 필러로 포지셔닝 할 것으로 기대.

추가적으로 에이즈 환자의 약물 부작용인 '지방위축증' 치료 적응증으로 미국 시장을 타겟팅하여, 올해 하반기 마케팅 파트너사를 찾고 내년부터 판매를 가시화 할 예정. 미국의 경우 폐지방을 의료기기가 아닌 인체조직으로 구분하고 있어 별도의 임상 없이 품목 허가 후 바로 판매 가능

>>> 중국 시장 진출의 초입 단계

올해 상반기 내 중국 현지 JV 설립 완료 후 일차적으로 피부이식재를 통한 3조원 규모의 화상시장, 5,000억원 규모의 유방재건 시장 침투 목표. 1년 간의 NMPA 허가 기간을 거친 뒤 내년 6월부터 매출 발생 기대

중국 피부이식재 시장의 경우 대부분 자가 또는 이종(돼지) 피부이식재 사용. 유일하게 동종피부이식재를 판매하는 중국 로컬 업체 'J'사의 경우 국내보다 2~3배 고가의 가격에 판매하며 한 해 매출 1,000억원 달성. 피부이식재 외에도 비교적 허가 장벽이 낮은 뼈 이식재, 유착방지재 등 순차적으로 허가 품목을 늘려나가며 중국 시장 진출 첫 해 매출 3,000억원 목표

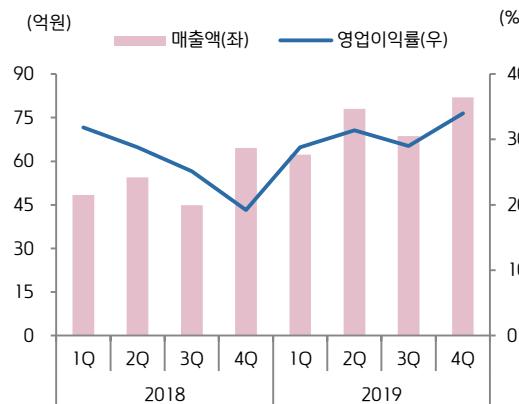
분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	2020E
매출액	118	179	212	62	78	69	82	292	390
% YoY	31.1	51.7	18.4	28.6	43.2	52.8	41.6	37.3	33.9
% QoQ				3.7	25.3	-12	33.4		
인체조작이식재	97	136	152	47	51	48	64	210	246
인체조작 기반 의료기기	1	11	16	2	9	3	5	19	42
기능성화장품	4	10	10	1	1	1	1	5	8
상품(의료기기 등)	18	26	29	8	6	5	6	25	31
기타	-2	-4	1	0	2	0	0	2	2
연결조정	-	-	4	5	9	11	5	30	61
영업이익	21	49	55	18	24	20	28	90	125
% YoY	84.6	133.3	12.2	16.3	56.0	81.1	133.0	64.2	39.4
% QoQ				44.5	33.3	-16.7	20.0		
영업이익률	18	27	26	29	31	29	34	31	32

자료: 엘앤씨바이오, 키움증권 추정

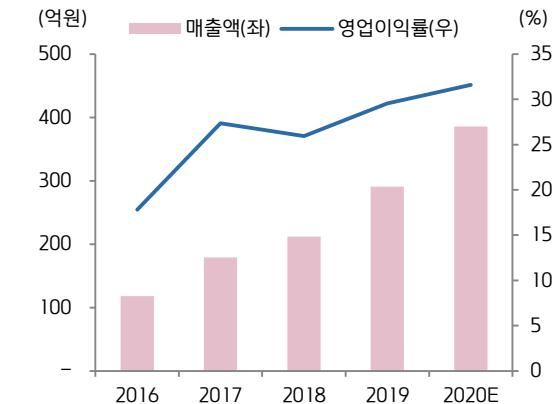
주)기타 매출액은 반품충당부채 등.연결조정은 자회사인 글로벌의학연구센터의 화장품 CRO 매출액이 포함되어있음

분기 매출액, 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 키움증권

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권

엘앤씨바이오 주요 사업 단계

사업 내용	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21
MegaCarti	IND 신청	IND 통과	첫 투약 개시 (유효성 임상평가 시작)		임상 종료 품목 허가 신청	시장 출시
MegaECM-F				폐지방 재활용 법 개정 완료	국내 시장 상용화	
MegaAdipoECM (MegaECM-F 의 지방위축증 치료제)				美 마케팅 파트너사 발굴	품목허가 신청	시장 출시
중국 진출			JV 설립 NMPA 허가 신청		매출 발생	

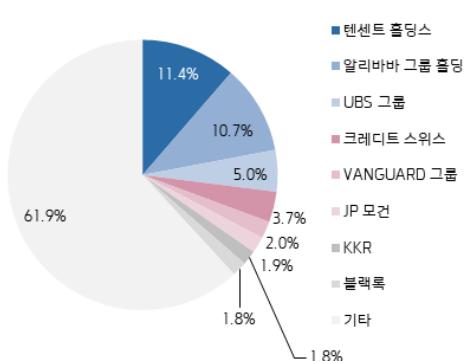
자료: 엘앤씨바이오, 키움증권

퇴행성 관절염 치료제 비교

시술	MegaCart™	증기세포 치료제	유전자 치료제
	회복 및 효과	동종연골 직접 주입	연골손상 부위에 미세천공술 실시 후 자가 또는 동종 조직 유래 증기세포 주입
		시술 후 3일째 입원 1주 후부터 일상 복귀	시술 후 1~2주 입원 필요 시술 후 12주 가량 외발 사용
비용	시술 후 동종연골에 의한 빠른 무릎연골 성형화 및 회복	연골 재생 기간 약 1년	무릎 통증 경감 효과
	저렴한 가격(300~400만원)	1회 시술 시 600~800만원 (비급여)	연골 구조 재생 효과 미증명

자료:엘앤씨바이오, 키움증권

CICC 주주 구성



자료:Bloomberg, 키움증권

서흥 (008490)



BUY(Initiate)

주가(05/06) 43,950원

목표주가 55,000원

Analyst 서혜원

02) 3787-3767, hwseo@kiwoom.com

국내 높은 점유율 기반 하드캡슐의 안정적 사업에 건강기능식품 사업부가 구조적 고성장에 진입한 것으로 판단. 전 사업부의 ASP와 Q가 점진적으로 증가하는 추세이며 꾸준한 캐파증설로 경쟁력 강화되는 과정. 투자 의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시. 높은 실적 성장세가 예상됨에도 불구하고, 12M Fwd 11X 수준

Stock Data

KOSPI (5/6)	1,928.76pt
시가총액	5,085억원
52주 주가동향	최고가 44,800 원 최저가 26,550원
최고/최저가 대비 등락	-1.9% 65.5%
주가수익률	절대 상대 1M 15.2% 6M 31.6% 1Y 61.6%
	7.0% 46.3% 84.0%

Company Data

발행주식수	11,569천주
일평균 거래량(3M)	53천주
외국인 지분율	8.5%
주요 주주	양주환 외 6인 국민연금공단
	53.2% 11.3%

Price Trend



꾸준히 좋다

>>> 하드캡슐의 안정성, 건기식의 성장성

서흥은 하드캡슐과 건간기능식품 OEM/ODM 사업 영위, 하드캡슐은 국내 M/S 95% 이상, 글로벌 M/S 3위 독점 사업자로 국내외 주요 제약사가 고객이다. 2010년 이후 국내, 베트남 중심 지속적인 Capex 투자를 이어온 점이 하드캡슐 산업 내 M/S 확대시킬 수 있었던 경제적 해자로 판단된다.

>>> 올해와 내년 최대 실적 이어갈 전망

동사에 대해 2020년 연결기준 예상 매출액 5,222억원 (+13% YoY), 영업이익 599억원(+26% YoY)으로 최대 실적 달성을 전망, 이 기조는 '21년까지 이어질 것으로 예상, 1Q20부터 호실적이 예상된다. 현재 전 사업부의 P, Q가 증가하는 기조이다. 하드캡슐 ASP는 단가가 높은 식물성 캡슐 수요 확대에 따라 평균 ASP가 매년 꾸준히 상승하고 있으며, 해외진출 국가가 확대됨에 따라 지속 상승할 가능성이 높다고 판단된다. 3Q19부터 식물성 캡슐 생산 기기 8대를 추가, '20년 말 추가 기기 4대 도입이 예정되어 있어 매년 생산량도 꾸준히 증가하고 있는 추세이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 55,000원

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. '20~'21년 예상 EPS 평균 3,705원에 target multiple 15X를 적용, 지난 3년 동사가 받았던 평균 14X와 유사한 수준이다. 현재 동사의 주가 수준은 12M Fwd P/E 11X 수준이다. 안정적인 실적 성장과 건기식 업황의 구조적 성장세, OEM/ODM 업체들의 지속적인 투자를 통해 상위업체 중심으로 재편 가속화, 안정적 재무 구조, '21년부터 감가상각비 고정비 감소 효과를 고려할 때 중장기적 주가 상승이 예상된다.

투자지표, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(억원)	3,935	4,607	5,222	5,683	6,137
영업이익(억원)	393	474	599	674	722
EBITDA(억원)	660	772	923	965	999
세전이익(억원)	351	449	566	645	710
순이익(억원)	294	374	470	535	589
자배주주지분순이익(억원)	257	317	396	461	507
EPS(원)	2,225	2,742	3,423	3,981	4,378
증감율(%YoY)	11.5	23.3	24.8	16.3	10.0
PER(배)	10.5	12.9	12.7	11.0	10.0
PBR(배)	0.99	1.39	1.55	1.40	1.26
EV/EBITDA(배)	8.5	9.5	8.9	8.0	7.4

자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

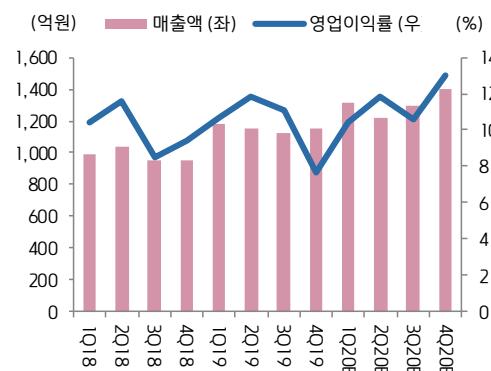
서흥 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,178	1,154	1,128	1,148	1,311	1,215	1,299	1,397	4,607	5,222	5,683
% YoY	19%	11%	19%	20%	11%	5%	15%	22%	17%	13%	9%
% QoQ	23%	-2%	-2%	2%	14%	-7%	7%	8%			
하드캡슐	428	417	407	418	444	466	471	494	1,671	1,875	2,037
의약품	139	137	147	141	151	148	162	157	564	617	641
건강기능식품	458	459	411	456	589	451	501	573	1,783	2,115	2,366
젤라틴	114	125	147	127	115	136	149	161	513	561	589
화장품 및 기타	39	16	16	5	12	15	15	11	76	53	50
영업이익	125	136	125	88	136	144	137	182	474	599	674
% YoY	22%	13%	55%	-2%	9%	5%	10%	107%	21%	26%	12%
% QoQ	39%	9%	-8%	-30%	55%	5%	-4%	32%			
(지배)순이익	109	103	83	22	97	100	88	110	317	396	461
영업이익률	11%	12%	11%	8%	10%	12%	11%	13%	10%	11%	12%
(지배)순이익률	9%	9%	7%	2%	7%	8%	7%	8%	7%	8%	8%

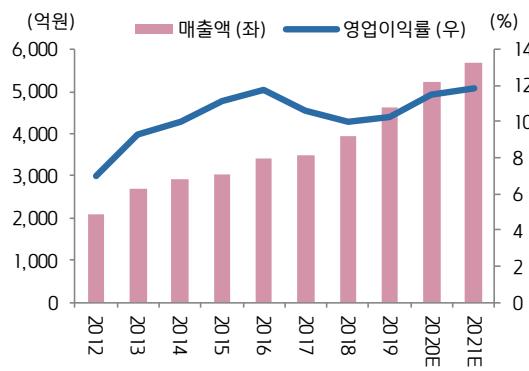
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



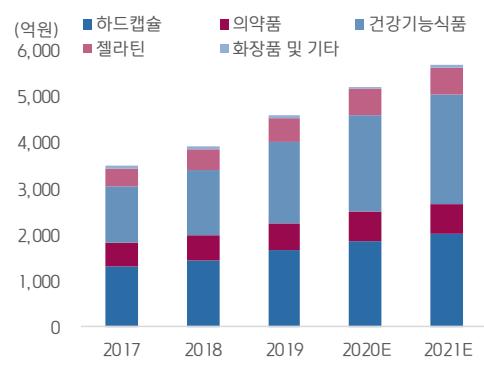
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



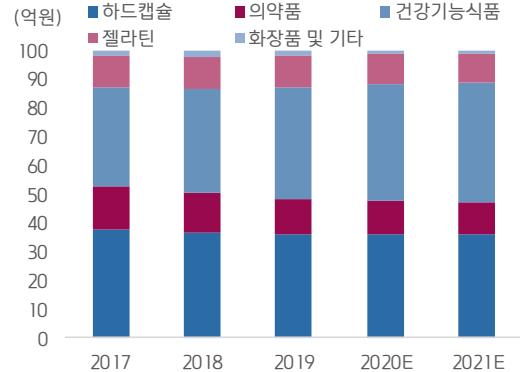
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출액 비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

서흥 목표주가 산정

구분	값	단위	비고
2020E 지배순이익	396	억원	
2021E 지배순이익	461	억원	
주식수	11,569,113	주	
2020E EPS	3,424	원	
2021E EPS	3,987	원	
2020E~2021E EPS 평균	3,705	원	
Target PER	15	배	과거 3개년 평균 PER 적용
주당가치	55,578	원	
목표주가	55,000	원	
현재주가	43,950	원	
상승여력	25	%	

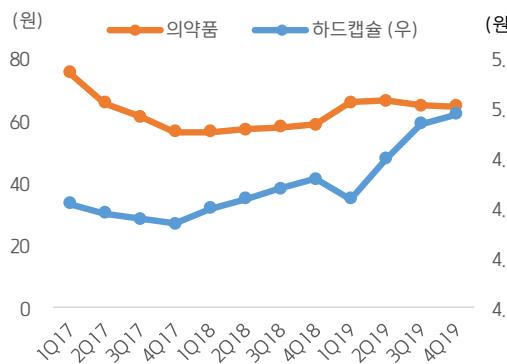
자료: 키움증권 추정

서흥 연간 PER 추이

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	지난 3년 평균
PER_End	36.6	27.0	21.5	15.7	16.4	10.5	12.9	13.3
PER_High	40.6	33.5	29.8	21.4	20.6	19.2	13.3	17.7
PER_Low	17.3	18.0	19.2	14.9	15.9	10.1	8.2	11.4
PER_Average	28.7	24.9	24.2	17.6	17.6	13.8	11.1	14.2

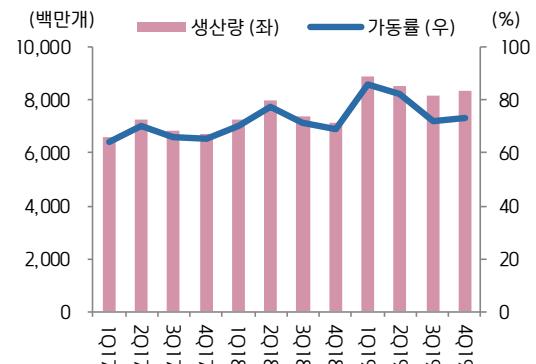
자료: Quantiwise, 키움증권

하드캡슐 및 의약품 ASP 추이



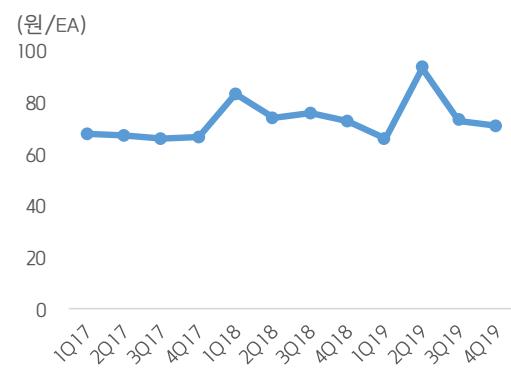
자료: 전자공시, 키움증권

하드캡슐 생산량 및 가동률 추이



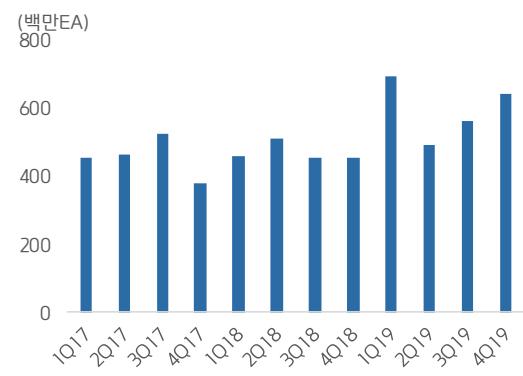
자료: 전자공시, 키움증권

건강기능식품 단가 추이



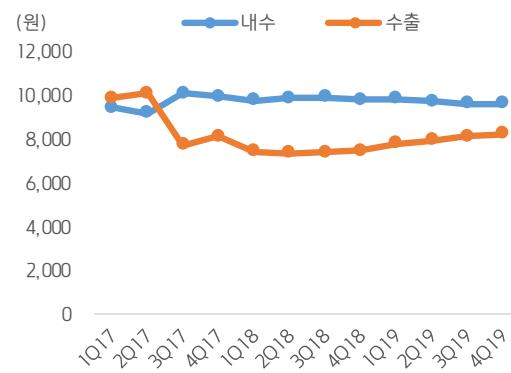
자료: 전자공시, 키움증권

건강기능식품 생산량 추이



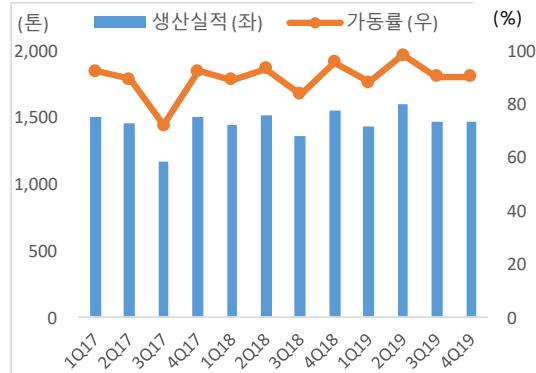
자료: 전자공시, 키움증권

젤라틴 ASP 추이



자료: 전자공시, 키움증권

젤라틴 가동률 추이



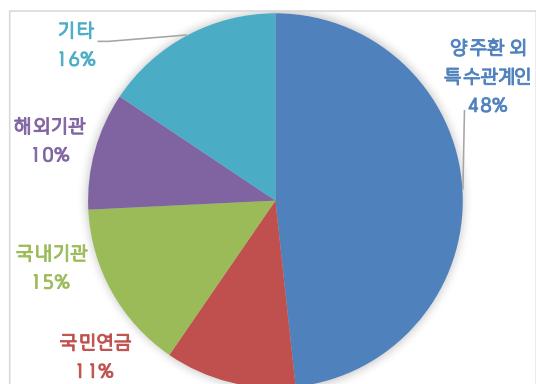
자료: 전자공시, 키움증권

서흥 제조 건강기능식품

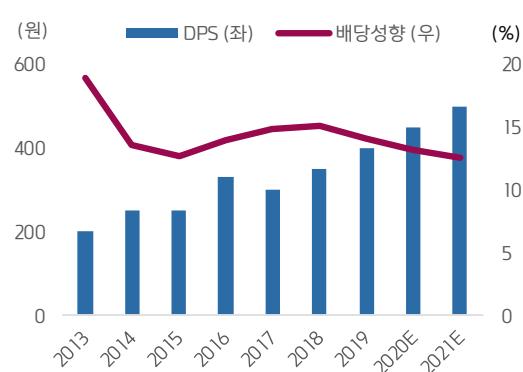
구분	판매처	제형	기능	구분	판매처	제형	기능
유스스텐3	뉴스킨코리아	하드 및 소프트캡슐	오메가3+ 종합비타민 식물영양소	레이디큐슈	한독	츄	속취해소
한진생활호 흑삼K	한국아쿠르트	액제	피로회복 및 면역력 증진	하나미비컴컴	LG생활건강	정제	여성활력 프리미엄 영양제
홍삼정 에브리타임	한국인삼공사	액제	피로회복 및 면역력 증진	프로메가 오메가3파워	종근당건강	소프트캡슐	혈행개선 및 체지방 감소
홍삼담은 석류스틱	한국인삼공사	액제	피로회복 및 흐르는 개선	이너비 아쿠아리치	CJ제일제당	소프트캡슐	피부 보습

자료: 서흥, 키움증권

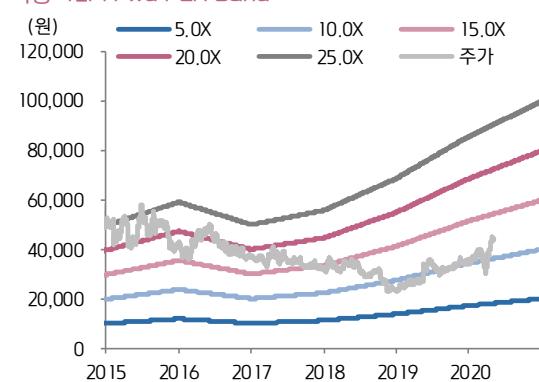
서흥 주주구성



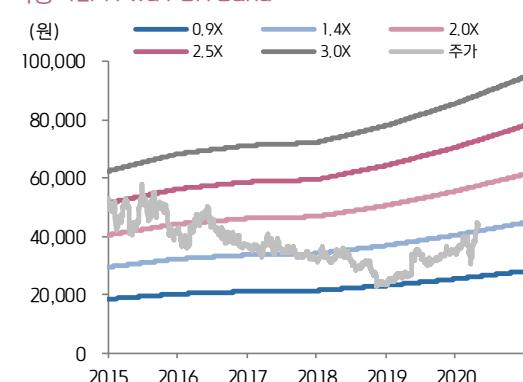
서흥 배당 추이



서흥 12M Fwd PER Band



서흥 12M Fwd PBR Band



서흥 주요 계열사 현황

	겔텍	서흥 베트남	서흥 아메리카	Uni Caps
지분율	42.84%(연결)	100%(연결)	100%(연결)	50%
주요사업	젤라틴 및 콜라겐 제조 및 판매	하드캡슐 제조 및 판매	하드캡슐 및 젤라틴 판매	소프트캡슐 생산 및 판매
설립연도	1998	2008.12	1998	2006
소재지	부산	호치민	LA	LA
특징	수출 65%, 서흥 15%	생산기계 30대 2공장 19년 6월 8대 가동	다국적 제약회사 공략 전초기지	소프트캡슐 수탁생산

자료: 서흥, 키움증권

건강기능식품 Peer Group Analysis

	서흥 KS 008490	노바렉스 KQ 194700	콜마비엔에이치 KQ 200130	종근당홀딩스 KS 001630	에이치엘사이언스 KQ 239610	뉴트리 KQ 270870	팜스빌 KQ 318010
현재주가(원)	43,950	28,800	31,100	118,500	55,000	24,500	14,600
시가총액(억원)	5,085	2,593	9,188	5,937	2,828	2,223	1,158
절대수익률(%)							
1M	15.2	21	16	5.3	12.5	26.9	15.2
3M	17.2	23	12	-0.4	10.2	19.5	17.2
6M	31.6	32	12	27.8	-11.4	59.1	31.6
1Y	61.6	16	10	54.5	-36.6	-0.6	61.6
상대수익률(%)							
1M	4.5	9.3	5.1	-4.5	2.0	15.1	4.5
3M	19.7	25.7	14.1	1.7	12.6	22.1	19.7
6M	33.8	34.4	14.0	30.0	-9.9	61.8	33.8
1Y	87.0	33.8	27.2	78.8	-26.7	15.0	87.0
매출액(억원)							
2018	3,935	1,073	3,864	5,311	641	872	198
2019	4,607	1,591	4,389	7,206	1,283	1,251	300
2020E	5,222	1,932	5,202	8,390	1,532	1,637	533
영업이익(억원)							
2018	393	113	585	537	122	99	56
2019	474	163	741	862	237	120	71
2020E	599	209	857	1,133	289	189	125
순이익(억원)							
2018	257	95	484	275	109	22	48
2019	358	137	582	992	210	96	58
2020E	470	183	668	572	240	154	108
영업이익률(%)							
2018	10.0	10.6	15.2	10.1	19.1	11.3	28.2
2019	10.6	10.3	16.1	20.4	19.1	9.4	26.7
2020E	11.0	10.8	16.5	13.5	18.9	11.6	23.4
EPS Growth(%)							
2018	11.5	11.0	5.7	-42.8	119.9	-66.9	44.3
2019	39.1	29.2	20.2	261.3	93.3	239.9	-56.7
2020E	24.8	33.5	14.9	-42.4	14.3	60.4	56.5
PER(X)							
2018	10.5	13.5	12.2	11.4	20.4	39.3	-
2019	14.1	18.1	14.6	5.6	13.2	21.3	15.6
2020E	12.7	13.6	12.7	9.7	11.5	13.3	10.0
PBR(X)							
2018	1.0	1.6	2.9	0.7	3.5	2.3	-
2019	1.6	2.4	3.3	1.1	3.3	3.5	1.6
2020E	1.6	2.0	2.7	1.1	2.6	2.7	1.7
ROE(%)							
2018	9.5	14.5	25.9	6.6	18.7	7.8	-
2019	11.2	17.2	23.8	10.0	27.4	17.9	17.6
2020E	12.8	18.2	23.7	11.6	26.0	23.4	18.0
배당수익률(%)							
2017	0.9	-	0.5	1.2	0.6	-	-
2018	1.5	1.3	1.0	2.1	0.7	0.8	-
2019	1.1	1.0	0.9	1.3	0.7	1.1	1.7

주: 주가와 시가총액은 5월 6일 기준. 서흥은 키움증권 추정치, 이외 기업 Quantiwise 컨센서스 기준

자료: Quantiwise, 전자공시, 키움증권

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,935	4,607	5,222	5,683	6,137
매출원가	3,192	3,694	4,151	4,489	4,848
매출총이익	743	914	1,071	1,193	1,289
판관비	350	440	472	519	567
영업이익	393	474	599	674	722
EBITDA	660	772	923	965	999
영업외손익	-42	-25	-33	-29	-12
이자수익	3	5	4	7	8
이자비용	80	96	92	86	77
외환관련이익	24	38	40	35	35
외환관련손실	22	25	18	18	18
종속 및 관계기업손익	21	40	40	40	40
기타	12	13	-7	-7	0
법인세차감전이익	351	449	566	645	710
법인세비용	57	75	96	110	121
계속사업순손익	294	374	470	535	589
당기순이익	294	374	470	535	589
지배주주순이익	257	317	396	461	507
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.4	17.1	13.3	8.8	8.0
영업이익 증감율	5.4	20.6	26.4	12.5	7.1
EBITDA 증감율	6.0	17.0	19.6	4.6	3.5
지배주주순이익 증감율	11.4	23.3	24.9	16.4	10.0
EPS 증감율	11.5	23.3	24.8	16.3	10.0
매출총이익률(%)	18.9	19.8	20.5	21.0	21.0
영업이익률(%)	10.0	10.3	11.5	11.9	11.8
EBITDA Margin(%)	16.8	16.8	17.7	17.0	16.3
지배주주순이익률(%)	6.5	6.9	7.6	8.1	8.3

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	490	221	651	870	781
당기순이익	294	374	470	535	589
비현금항목의 가감	426	514	585	557	543
유형자산감가상각비	264	294	320	288	274
무형자산감가상각비	2	4	3	3	3
지분법평가손익	-21	-40	0	0	0
기타	181	256	262	266	266
영업활동자산부채증감	-112	-523	-219	-34	-161
매출채권및기타채권의감소	-52	-115	-78	-83	-82
재고자산의감소	-34	-252	-188	7	-127
매입채무및기타채무의증가	21	38	53	48	50
기타	-47	-194	-6	-6	-2
기타현금흐름	-118	-144	-185	-188	-190
투자활동 현금흐름	-508	-458	-93	-93	-88
유형자산의 취득	-607	-475	-30	-31	-24
유형자산의 처분	70	4	0	0	0
무형자산의 순취득	-7	7	0	0	0
투자자산의감소(증가)	133	125	8	8	8
단기금융자산의감소(증가)	-3	-64	-16	-15	-17
기타	-94	-55	-55	-55	-55
재무활동 현금흐름	32	339	-160	-266	-371
차입금의 증가(감소)	185	449	-110	-210	-310
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-98	0	0	0	0
배당금지급	-54	-105	-44	-50	-56
기타	-1	-5	-6	-6	-5
기타현금흐름	4	-3	-375	-225	-175
현금 및 현금성자산의 순증가	18	99	23	286	147
기초현금 및 현금성자산	114	132	230	253	539
기말현금 및 현금성자산	132	230	253	539	687

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,140	2,646	2,951	3,328	3,701
현금 및 현금성자산	132	230	253	539	687
단기금융자산	18	81	98	112	129
매출채권 및 기타채권	758	862	940	1,023	1,105
재고자산	1,162	1,410	1,598	1,591	1,718
기타유동자산	70	63	62	63	62
비유동자산	4,251	4,443	4,441	4,323	4,162
투자자산	293	168	160	152	144
유형자산	3,816	3,920	3,930	3,822	3,672
무형자산	108	81	78	75	72
기타비유동자산	34	274	273	274	274
자산총계	6,391	7,089	7,392	7,651	7,863
유동부채	1,939	1,963	1,916	1,764	1,514
매입채무 및 기타채무	350	453	506	554	604
단기금융부채	1,548	1,450	1,350	1,150	850
기타유동부채	41	60	60	60	60
비유동부채	1,370	1,835	1,825	1,815	1,805
장기금융부채	1,186	1,769	1,759	1,749	1,739
기타비유동부채	184	66	66	66	66
부채총계	3,309	3,799	3,741	3,579	3,319
자본부분	2,736	2,956	3,243	3,589	3,979
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	490	490	490	490	490
기타자본	-147	-147	-147	-147	-147
기타포괄손익누계액	-89	-147	-206	-265	-324
이익잉여금	2,422	2,700	3,046	3,450	3,899
비자본부분	346	334	408	483	565
자본총계	3,082	3,290	3,651	4,072	4,544

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,225	2,742	3,423	3,981	4,378
BPS	23,650	25,552	28,033	31,023	34,392
CFPS	6,225	7,675	9,119	9,446	9,786
DPS	350	400	450	500	520
주가배수(배)					
PER	10.5	12.9	12.7	10.9	9.9
PER(최고)	19.2	13.3	13.3		
PER(최저)	10.1	8.2	8.8		
PBR	0.99	1.39	1.55	1.40	1.26
PBR(최고)	1.81	1.43	1.62		
PBR(최저)	0.95	0.88	1.08		
PSR	0.69	0.89	0.96	0.89	0.82
PCFR	3.8	4.6	4.8	4.6	4.4
EV/EBITDA	8.5	9.5	8.9	8.0	7.4
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	13.2	11.9	10.6	10.4	9.8
배당수익률(% 보통주, 현금)	1.5	1.1	1.0	1.1	1.2
ROA	4.8	5.5	6.5	7.1	7.6
ROE	9.5	11.1	12.8	13.5	13.4
ROI	5.8	6.4	8.2	9.1	9.8
매출채권회전율	5.4	5.7	5.8	5.8	5.8
재고자산회전율	3.5	3.6	3.5	3.6	3.7
부채비율	107.4	115.5	102.5	87.9	73.0
순차입금비율	83.9	88.4	75.6	55.2	39.0
이자보상배율(현금)	4.9	5.0	6.5	7.8	9.4
총차입금	2,734	3,220	3,110	2,900	2,590
순차입금	2,585	2,908	2,759	2,248	1,774
NOPLAT	660	772	923	965	999
FCF	-77	-321	572	786	691

디오 (039840)



BUY (Maintain)

주가(05/06) 28,250원

목표주가 48,900원

Analyst 박재일

02) 3787-4858, ion3728@kiwoom.com

1Q20 연결 기준 실적은 매출액 301억원(+3.7% YoY), 영업이익 71억원(-15.5% YoY)으로 당사 추정치 매출액 301억원(+3.7% YoY), 영업이익 75억원(-10.7% YoY)에 부합하는 실적을 시현하였다. 코로나19로 인한 악화된 센티먼트에도 불구하고 해외 수출 물량 확대로 1Q20 실적은 선방할 것으로 보이며 코로나19 영향에 따라 2Q20까지 실적 성장 폭은 제한적일 것이나 하반기 빠르게 정상화될 것으로 보인다.

Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.4pt
시가총액	4,385억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	46,600원 18,250원
최고/최저가 대비 등락	-39.4% 54.8%
주가수익률	절대 상대
1M	12.1% 1.7%
6M	-34.0% -32.9%
1Y	-25.2% -13.4%

Company Data

발행주식수	15,524천주
일평균 거래량(3M)	138천주
외국인 지분율	17.7%
주요 주주	디오팔딩스 외 8 인

Price Trend



1Q20 Review: 선방한 실적

>>> 1Q20 Review: 선방한 실적

1Q20 연결 기준 실적은 매출액 301억원(+3.7% YoY), 영업이익 71억원(-15.5% YoY)으로 당사 추정치 매출액 301억원(+3.7% YoY), 영업이익 75억원(-10.7% YoY)에 부합하는 실적을 시현하였다. 매출액은 국내 및 이란 매출(1Q19 84억원) 감소에도 불구하고 미국 73억원(+136.7% YoY), 중국 37억원(+1.9% YoY)과 더불어 직수출 74억원(+146.7% YoY) 등을 시현하며 성장한 반면 영업이익은 영업 인력 충원에 따른 인건비 증가 등에 따라 감소하였다. 코로나19로 인한 악화된 센티먼트에도 불구하고 해외 수출 물량 확대로 1Q20 실적은 선방한 것으로 판단된다.

>>> 보철사업 진출에 따른 성장모멘텀 유효

동사는 10년 이상 보철 사업을 준비해왔으며 현재 마지막 임상 테스트 중으로 빠르면 올해 5월말부터 국내 및 미국을 시작으로 약 70여개국에 순차적으로 런칭할 것으로 보인다. 기존 보철 소재 대비 강도가 우수하며 자체 3D프린터를 이용해 생산하기 때문에 가격은 훨씬 저렴하다. 기존 디오나비 유저들을 대상으로 매출을 확대해 나갈 계획이며 의사 입장에서 가성비가 좋아 보철에 대한 신규 수요가 많을 것으로 전망된다.

>>> 2020년 성장 지속 전망

2020년 실적은 연결 기준 매출액 1,379억원(+8.4% YoY), 영업이익 365억원(+4.9% YoY)으로 추정된다. 코로나19 영향에 따라 2Q20까지 실적 성장 폭은 제한적일 것이나 하반기 빠르게 정상화될 것으로 보인다. 2019년 미국 대형 네트워크 치과향 기수주분이 2Q20부터 5년동안 온기 반영됨에 따라 미국향 연간 매출 성장은 지속될 것이며 성장세가 가파른 중국 시장에서의 대형 치과 병원향 수주가 올해 가시화 될 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	919	910	1,272	1,379	1,862
보고영업이익(억원)	220	81	348	365	562
핵심영업이익(억원)	220	81	348	365	562
세전이익(억원)	135	63	354	395	567
순이익(억원)	97	72	256	273	410
자배주주지분순이익(억원)	86	55	217	273	410
EPS(원)	564	360	1,412	1,760	2,639
증감율(%YoY)	-58.3	-36.3	292.8	24.6	50.0
PER(배)	62.8	80.0	29.7	14.9	9.9
보고영업이익률(%)	18.6	13.0	13.1	17.9	20.8
핵심영업이익률(%)	18.6	13.0	13.1	17.9	20.8

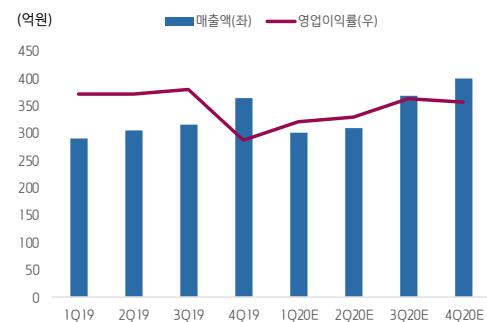
자료: 키움증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 전망

투자지표	(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		290	304	315	364	301	309	368	401	910	1,272	1,379
증감율(% YoY)		19.7	30.6	31.3	85.6	3.7	1.8	16.9	10.2	-1.0	39.7	8.4
증감율(% QoQ)		47.8	4.7	3.7	15.6	-17.3	2.7	19.1	9.0			
국내		93	104	75	88	65	77	80	90	363	360	318
해외		197	200	240	276	236	232	288	311	552	912	1,061
영업이익		84	88	93	81	71	79	104	111	81	347	365
증감율(% YoY)		16.5	119.7	115.3	흑전	-15.9	-10.2	12.4	37.0	-63.3	330	4.9
증감율(% QoQ)		흑전	4.3	5.1	-	-12.3	-11.3	31.6	6.7			
당기순이익		90	103	78	-14	50	70	75	78	55	256	273
영업이익률(%)		29.1	29.0	29.4	22.3	24.9	25.6	28.3	27.7	8.9	27.3	26.4
당기순이익률(%)		30.9	33.9	24.7	N/A	16.6	22.7	20.4	19.5	6.0	20.1	19.8

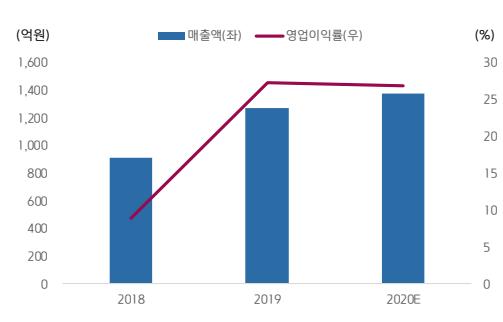
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



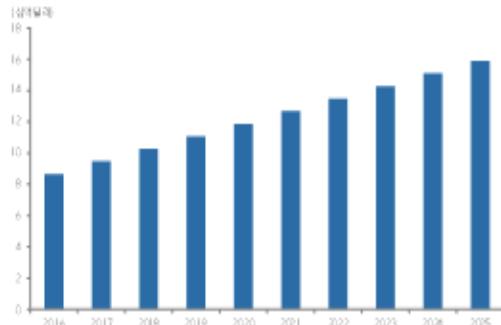
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



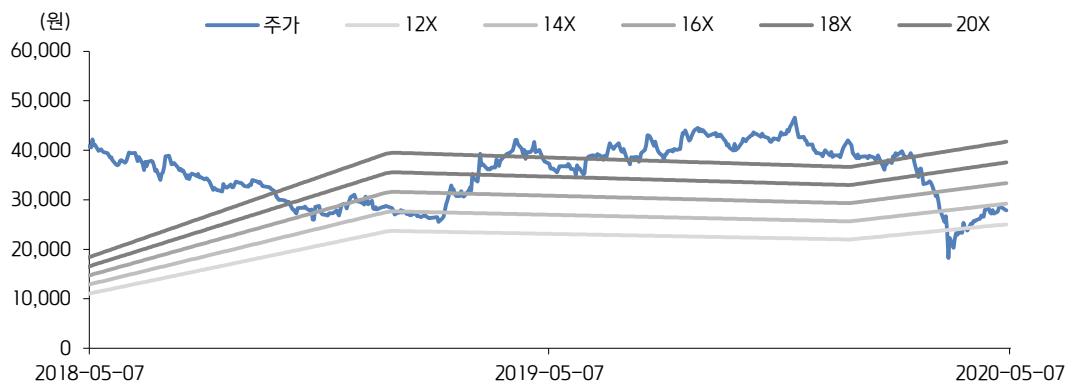
자료: 전자공시, 키움증권 추정

글로벌 보철 시장 규모



자료: Globaldata, 키움증권

12MF PER BAND



자료: Dataguide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	919	910	1,272	1,379	1,862
매출원가	288	284	315	346	373
매출총이익	631	626	957	1,033	1,489
판관비	411	545	609	668	927
영업이익	220	81	348	365	562
EBITDA	261	139	436	468	672
영업외손익	-86	-18	6	30	5
이자수익	1	1	3	2	0
이자비용	12	19	24	24	24
외환관련이익	26	32	39	28	45
외환관련손실	72	21	12	6	5
종속 및 관계기업손익	-3	1	52	66	0
기타	-25	-13	-53	-36	-12
법인세차감전이익	135	63	354	395	567
법인세비용	38	-9	98	122	158
계속사업순손익	97	72	256	273	410
당기순이익	97	72	256	273	410
지배주주순이익	86	55	217	273	410
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.4	-1.0	39.7	8.4	35.0
영업이익 증감율	-17.1	-63.3	330.0	4.9	54.2
EBITDA 증감율	-11.5	-46.6	213.1	7.4	43.5
지배주주순이익 증감율	-58.3	-36.3	298.4	25.7	50.0
EPS 증감율	-58.3	-36.3	292.8	24.6	50.0
매출총이익률(%)	68.7	68.8	75.2	74.9	80.0
영업이익률(%)	24.0	8.9	27.3	26.4	30.2
EBITDA Margin(%)	28.4	15.3	34.3	34.0	36.1
지배주주순이익률(%)	9.3	6.0	17.1	19.8	22.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	971	1,265	1,511	1,736	2,195
현금 및 현금성자산	83	203	115	172	283
단기금융자산	3	5	54	55	57
매출채권 및 기타채권	687	657	932	985	1,164
재고자산	163	206	267	313	423
기타유동자산	37	198	198	266	325
비유동자산	797	988	1,221	1,327	1,467
특자자산	8	14	42	118	195
유형자산	742	854	981	1,030	1,110
무형자산	15	40	138	120	103
기타비유동자산	33	81	60	60	60
자산총계	1,768	2,253	2,732	3,063	3,662
유동부채	460	750	1,018	1,089	1,290
매입채무 및 기타채무	109	138	148	189	257
단기금융부채	160	226	519	519	519
기타유동부채	191	386	351	380	514
비유동부채	160	311	277	277	277
장기금융부채	130	260	169	169	169
기타비유동부채	30	51	108	108	108
부채총계	620	1,060	1,295	1,366	1,567
자본지분	1,104	1,137	1,424	1,685	2,083
자본금	76	76	78	78	78
자본잉여금	797	802	905	905	905
기타자본	-188	-182	-202	-202	-202
기타포괄손익누계액	144	138	132	120	107
이의잉여금	275	303	511	785	1,194
비자지분	44	56	12	12	12
자본총계	1,148	1,193	1,437	1,697	2,095

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	56	122	96	358	452
영기순이익	101	72	256	273	410
비현금항목의 가감	193	193	222	325	368
유형자산감가상각비	40	54	80	85	93
무형자산감가상각비	0	4	8	18	17
지분법평가손익	-3	-1	-52	0	0
기타	155	136	186	221	259
영업활동자산부채증감	-134	-121	-327	-97	-144
매출채권및기타채권의감소	-86	-33	-348	-53	-179
재고자산의감소	-43	-67	-88	-47	-110
매입채무및기타채무의증가	-48	-8	131	41	68
기타	43	-12	-22	-37	76
기타현금흐름	-104	-23	-54	-144	-181
투자활동 현금흐름	-157	-204	-438	-394	-434
유형자산의 취득	-151	-181	-163	-134	-173
유형자산의 처분	1	1	6	0	0
무형자산의 순취득	-10	-15	-22	0	0
투자자산의감소(증가)	-3	-7	-27	-76	-76
단기금융자산의감소(증가)	18	-2	-49	-1	-2
기타	-12	0	-183	-183	-183
재무활동 현금흐름	113	203	249	0	0
차입금의 증가(감소)	170	214	276	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가	3	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-60	0	-27	0	0
배당금지급	0	-11	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-1	5	93	93
현금 및 현금성자산의 순증가	14	119	-88	57	111
기초현금 및 현금성자산	69	83	203	115	172
기말현금 및 현금성자산	83	203	115	172	283

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	564	360	1,412	1,760	2,639
BPS	7,275	7,491	9,174	10,855	13,416
CFPS	1,907	1,747	3,106	3,852	5,013
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	62.8	80.0	29.7	14.9	9.9
PER(최고)	76.3	126.1	34.0		
PER(최저)	48.7	67.9	17.6		
PBR	4.87	3.84	4.58	2.41	1.95
PBR(최고)	5.92	6.05	5.24		
PBR(최저)	3.78	3.26	2.71		
PSR	5.85	4.79	5.08	2.94	2.18
PCFR	18.6	16.5	13.5	6.8	5.2
EV/EBITDA	21.6	33.7	16.2	9.6	6.6
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	5.9	3.6	10.3	9.4	12.2
ROE	7.9	4.9	17.0	17.6	21.7
ROI	13.4	3.2	15.3	12.4	18.4
매출채권회전율	1.4	1.4	1.6	1.4	1.7
재고자산회전율	6.3	4.9	5.4	4.8	5.1
부채비율	54.0	88.9	90.2	80.5	74.8
순차입금비율	17.7	23.3	36.1	27.2	16.6
이자보상배율	18.2	4.3	14.7	15.2	23.4
총차입금	290	486	688	688	688
순차입금	204	278	519	461	348
NOPLAT	261	139	436	470	672
FCF	-86	-213	-156	127	198

자료: Quantwise, 키움증권

테크윙 (089030)



BUY (Initiate)

주가(05/06) 16,500원

목표주가 26,000원

Analyst 한동희

02) 3787-5292, donghee.han@kiwoom.com

RA 이현영

02) 3787-3753, gufud@kiwoom.com

2020년 영업이익 422억원의 사상 최대실적 전망. 해외 SSD 테스트 자동화 위한 초기투자 시작, 글로벌 OSAT 비메모리 (5G 통신칩, 무선이어폰 등) 핸들러 투자 확대, 폴더블폰 외관검사 투자 영향. OSAT 비메모리 핸들러는 2Q20부터, SSD 핸들러는 3Q20부터. 분기별 계단식 성장 전망. 20년 벤인 소터 및 챔버로의 아이템 다변화로 21년 성장에 대한 눈높이 높아질 것. 21년 영업이익 776억원 (+84% YoY) 전망. 리레이팅 기대

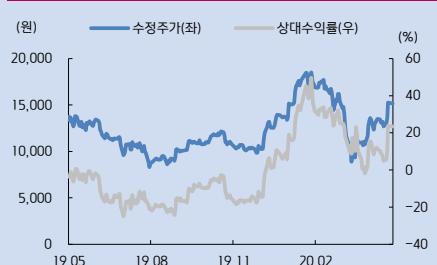
Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.40pt
시가총액	3,188억원
52주 주가동향	최고가 최저가 18,500원 8,320원
최고/최저가 대비 등락	-18.1% 82.1%
주가수익률	절대 상대 1M 40.9% 25.8% 6M 37.1% 42.8% 1Y 1.7% 20.7%

Company Data

발행주식수	19,319천주
일평균 거래량(3M)	791천주
외국인 지분율	3.5%
주요 주주	나윤성 외 3 인
	21.7%

Price Trend



실적과 모멘텀이 겹치는 구간

>>> 글로벌 메모리 핸들러 1위 사업자

테크윙은 글로벌 메모리 핸들러 1위 사업자. 핸들러는 반도체 Final test에서 칩의 단순 이동 뿐 아니라 테스트 환경 (온도 제어 등)조절 및 양, 불량품의 분류를 수행하는 공정 자동화 솔루션. 2019년 연결 매출액 기준 핸들러 52%, C.O.K (Change Over Kit) 23%, Parts&Acc. 11%, 자회사 14%. C.O.K 및 Interface Board는 신규 수요 및 칩 규격/종류 변화에 따른 교체수요 존재. 연간 연결 매출액의 30% 수준 유지 중. 안정적인 사업구조

>>> 20년 OP 422억원의 사상 최대실적 전망

2020년 연결실적은 매출액 2,362억원 (+26% YoY), 영업이익 422억원 (+73% YoY)의 고성장 전망. 견조한 NAND 향 투자 수요 가운데 ① 해외 SSD 테스트 자동화를 위한 핸들러 초기 투자 시작, ② 글로벌 OSAT 비메모리 핸들러 투자 확대 (5G 통신칩, 무선이어폰 등), ③ 폴더블 스마트폰용 외관검사 장비 투자에 따른 자회사 수혜 예상. 전방 투자사이클 고려하면 OSAT 향 비메모리 핸들러는 2Q20부터, 글로벌 SSD 핸들러는 3Q20부터 성장 사이클 진입 예상. 20년 분기별 계단식 성장 전망

>>> 아이템 다변화에 따른 리레이팅 전망

2020년 벤인 소터 및 챔버로의 아이템 다변화 예상. 벤인 테스트 공정은 핸들러의 영역이 아니라는 점에서 신규 공정 진입의 의미. 매출은 2021년 본격화 전망. LPDDR5, DDR5로의 전환에 따른 중장기 C.O.K 및 Interface Board 매출액의 구조적 레벨업 기대. 해외 SSD 테스트 자동화를 위한 핸들러 투자사이클 역시 2년차인 21년에 더 가파를 것. 자회사 역시 폴더블 스마트폰 시장 성장에 따른 성장 지속 유효. 2021년 영업이익 776억원 (+84% YoY) 예상. 21년 성장에 대한 눈높이 높아지는 시점. 투자 의견 BUY, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	2,228	1,937	1,869	2,362	3,738
핵심영업이익(억원)	415	251	244	422	776
세전이익(억원)	480	228	128	364	769
순이익(억원)	394	186	113	284	600
자배주주지분순이익(억원)	380	201	109	270	570
EPS(원)	2,096	1,072	566	1,470	3,106
증감률(%YoY)	149.0	-48.8	-47.2	159.7	111.3
PER(배)	9.8	8.6	24.6	11.3	5.3
핵심영업이익률(%)	18.6	13.0	13.1	17.9	20.8

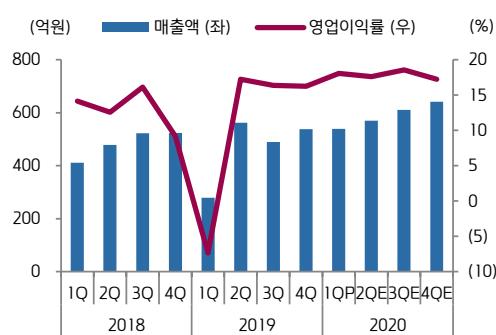
자료: 키움증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표 (억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	279	562	490	538	540	570	610	642	1,937	1,869	2,362	3,738
Handler	131	280	257	305	205	317	353	360	1,264	972	1,235	2,191
C.O.K	72	131	122	104	110	107	119	134	401	428	470	564
Interface board&Parts	53	45	39	67	68	62	71	81	175	204	283	526
Subsidiaries	23	108	72	62	156	84	68	66	98	265	374	457
YoY %	-32%	17%	-6%	3%	94%	1%	25%	19%	-13%	-4%	26%	58%
QoQ %	-47%	102%	-13%	10%	0%	6%	7%	5%				
영업이익	(20)	97	80	87	97	100	113	111	251	244	422	776
YoY %	적전	61%	-5%	81%	흑전	3%	41%	27%	-40%	-3%	73%	84%
QoQ %	적전	흑전	-17%	9%	12%	3%	13%	-3%				
지배순이익	(73)	42	7	132	19	69	85	96	201	109	270	570
영업이익률	-7%	17%	16%	16%	18%	18%	19%	17%	13%	13%	18%	21%
지배순이익률	-26%	7%	2%	25%	4%	12%	14%	15%	10%	6%	11%	15%

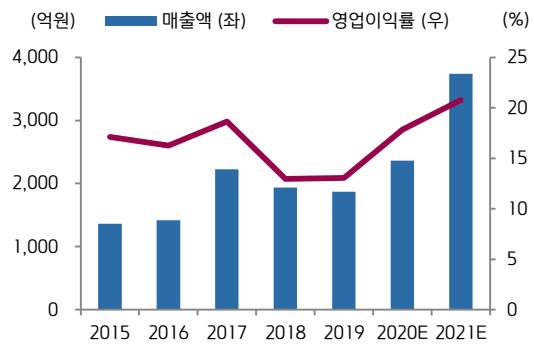
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



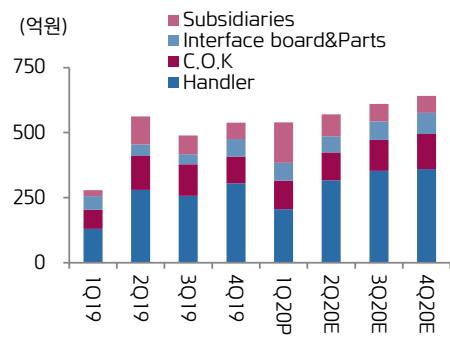
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



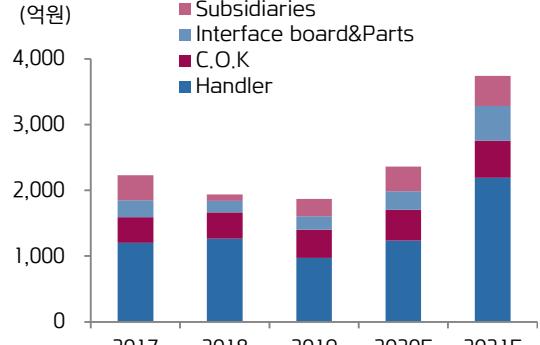
자료: 전자공시, 키움증권 추정

부문별 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

부문별 연간 실적 추이 및 전망



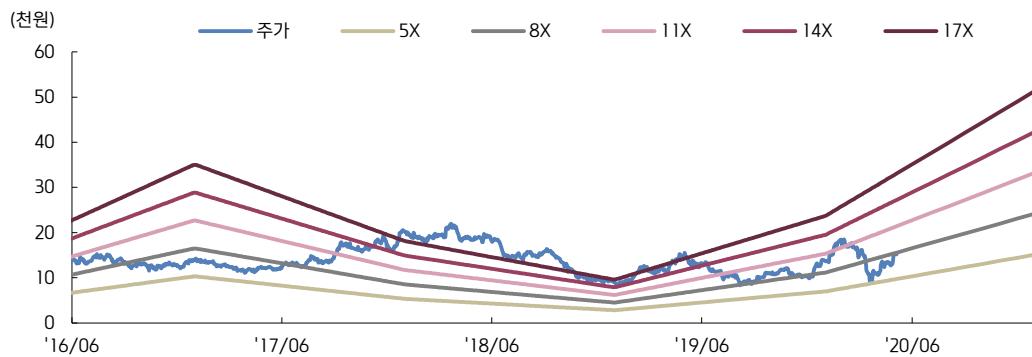
자료: 전자공시, 키움증권 추정

Parts&Acc. 분기 매출액 및 비중 추이, 전망: 안정적 포트폴리오 보유



자료: 전자공시, 키움증권 추정

테크윙 12m Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

테크윙 목표주가 산정 테이블

구분	2020E	2021E	비고
지배순이익 (억원)	270	570	
발행주식수 (주)	19,318,786	19,318,786	
회석화 증권 (주)	69,582	69,582	
EPS (원, 완전회석)	1,470	3,106	
Target PER	12.0	12.0	12m Fwd PER Band 중단에 10% 할증 (신규 장비 렌칭에 따른 21년 고성장에 대한 높은 가시성)
적정주가 (원)	25,981		2020, 21년 적정주가 평균
목표주가 (원)	26,000		
현재주가 (원)	16,500		
상승여력 (%)	58%		

자료: 전자공시, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,228	1,937	1,869	2,362	3,738
매출원가	1,445	1,290	1,226	1,510	2,275
매출총이익	782	647	643	852	1,463
판관비	367	396	399	430	689
영업이익	415	251	244	422	774
EBITDA	481	320	324	504	853
영업외손익	65	-23	-116	-55	6
이자수익	2	6	10	13	17
이자비용	42	43	48	46	43
외환관련이익	62	43	32	31	31
외환관련손실	89	22	36	14	14
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	132	-7	-74	-39	15
법인세차감전이익	480	228	128	367	780
법인세비용	86	43	15	81	172
계속사업순손익	394	186	113	286	608
당기순이익	394	186	113	286	608
지배주주순이익	380	201	109	272	578
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	56.9	-13.1	-3.5	26.4	58.3
영업이익 증감율	79.7	-39.5	-2.8	73.0	83.4
EBITDA 증감율	70.8	-33.5	1.3	55.6	69.2
지배주주순이익 증감율	157.2	-47.1	-45.8	149.5	112.5
EPS 증감율	149.0	-48.8	-47.2	148.7	112.5
매출총이익률(%)	35.1	33.4	34.4	36.1	39.1
영업이익률(%)	18.6	13.0	13.1	17.9	20.7
EBITDA Margin(%)	21.6	16.5	17.3	21.3	22.8
지배주주순이익률(%)	17.1	10.4	5.8	11.5	15.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,757	1,482	1,693	1,999	2,712
현금 및 현금성자산	114	113	153	232	346
단기금융자산	119	208	244	286	336
매출채권 및 기타채권	883	525	667	844	1,335
재고자산	506	613	605	614	673
기타유동자산	135	23	24	23	22
비유동자산	1,667	1,877	2,100	2,064	2,043
투자자산	51	18	20	24	25
유형자산	1,350	1,648	1,860	1,828	1,819
무형자산	156	187	184	174	160
기타비유동자산	110	24	36	38	39
자산총계	3,424	3,359	3,793	4,063	4,755
유동부채	1,502	1,213	1,202	1,248	1,421
매입채무 및 기타채무	477	265	334	412	630
단기금융부채	950	878	726	695	650
기타유동부채	75	70	142	141	141
비유동부채	395	509	706	680	633
장기금융부채	360	467	660	635	590
기타비유동부채	35	42	46	45	43
부채총계	1,898	1,722	1,908	1,928	2,054
자본부분	1,509	1,635	1,753	1,988	2,524
자본금	93	95	97	97	97
자본잉여금	397	448	483	483	483
기타자본	-15	-96	-87	-87	-87
기타포괄손익누계액	0	0	-10	0	10
이익잉여금	1,035	1,189	1,269	1,495	2,020
비지배지분	17	1	132	147	177
자본총계	1,526	1,637	1,886	2,135	2,701

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	262	395	205	337	427
영기순이익	394	186	113	286	608
비현금항목의 가감	128	209	253	276	356
유형자산감가상각비	46	48	55	58	56
무형자산감가상각비	20	22	25	24	23
지분법평가손익	-7	0	0	0	0
기타	69	139	173	194	277
영업활동자산부채증감	-215	118	-75	-111	-340
매출채권및기타채권의감소	-311	350	-114	-176	-491
재고자산의감소	-166	-116	4	-9	-59
매입채무및기타채무의증가	304	-189	55	78	218
기타	-42	73	-20	-4	-8
기타현금흐름	-45	-118	-86	-114	-197
투자활동 현금흐름	-492	-334	-84	-80	-98
유형자산의 취득	-327	-249	-32	-30	-50
유형자산의 처분	4	2	6	4	3
무형자산의 순취득	-22	-54	-26	-15	-15
투자자산의감소(증가)	67	34	-2	-4	-1
단기금융자산의감소(증가)	-89	-89	-36	-42	-50
기타	-125	22	6	7	15
재무활동 현금흐름	279	-62	-82	-99	-137
차입금의 증가(감소)	284	69	-40	-56	-90
자본금, 자본잉여금의 증가	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	43	-90	0	0	0
배당금지급	-40	-42	-42	-43	-47
기타	-8	1	0	0	0
기타현금흐름	-1	0	0	-78	-78
현금 및 현금성자산의 순증가	48	0	40	79	114
기초현금 및 현금성자산	65	114	113	153	232
기말현금 및 현금성자산	114	113	153	232	346

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,096	1,072	566	1,408	2,992
BPS	8,202	8,686	9,076	10,292	13,063
CFPS	2,876	2,110	1,911	2,909	4,992
DPS	230	230	230	250	280
주가배수(배)					
PER	9.8	8.6	24.6	10.8	5.1
PER(최고)	10.1	20.8	28.4		
PER(최저)	5.2	8.2	14.3		
PBR	2.51	1.06	1.53	1.47	1.16
PBR(최고)	2.59	2.57	1.77		
PBR(최저)	1.32	1.01	0.89		
PSR	1.67	0.89	1.43	1.24	0.78
PCFR	7.1	4.3	7.3	5.2	3.0
EV/EBITDA	10.1	8.6	11.7	7.7	4.3
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주,현금)	10.7	22.5	38.0	16.3	8.6
배당수익률(%:보통주,현금)	1.1	2.5	1.7	1.7	1.8
ROA	12.9	5.5	3.2	7.3	13.8
ROE	29.2	12.8	6.4	14.5	25.6
ROI	16.1	6.6	7.3	11.4	19.6
매출채권회전율	3.0	2.8	3.1	3.1	3.4
재고자산회전율	5.3	3.5	3.1	3.9	5.8
부채비율	124.3	105.2	101.2	90.3	76.1
순차입금비율	70.7	62.6	52.4	38.0	20.7
이자보상배율	9.8	5.8	5.1	9.2	18.1
총차입금	1,311	1,345	1,385	1,329	1,239
순차입금	1,079	1,024	989	811	558
NOPLAT	481	320	324	504	853
FCF	-127	55	155	258	288

자료: Quantwise, 키움증권

인터로조 (119610)



BUY(Relinitiate)

주가(05/06) 23,050원

목표주가 33,500원

Analyst 박재일

02) 3787-4858, ion3728@kiwoom.com

인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매업체이며 자체브랜드 이외 OEM/ODM 사업도 영위 중이다. 2020년 실적은 매출 1,117억원(+20.7% YoY), 영업이익 287억원(+27.0% YoY)으로 추정된다. 이는 2019년 인기 제품인 펄렌즈(아스트라) 판매 호조 지속 및 블루라이트 차단 렌즈 등 신제품 출시, 글로벌 업체향 ODM 물량 확대 등에 기인한다.

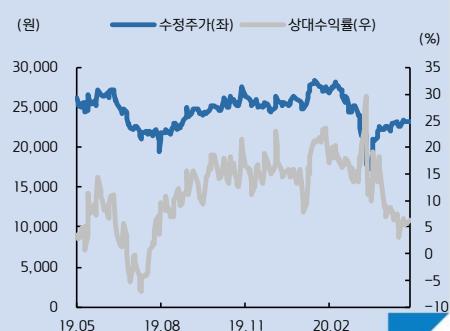
Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.4pt
시가총액	2,692억원
52주 주가동향	최고가 최저가 28,450원 17,200원
최고/최저가 대비 등락	-18.9% 34.0%
주가수익률	절대 상대 1M 3.6% 6M -14.8% 1Y -13.2%
	-6.0% -13.3% 0.4%

Company Data

발행주식수	11,677천주
일평균 거래량(3M)	49천주
외국인 지분율	7.9%
주요 주주	노시철 외 4인
	34.9%

Price Trend



실적 성장에 따른 주가 리레이팅 기대

>>> 콘택트렌즈 전문업체

인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매업체이며 자체브랜드 이외 OEM/ODM 사업도 영위 중이다. 일반시력보정용, 노안/난시보정용, 뷰티 렌즈 등 다양한 렌즈 라인업을 구축했으며 대표적인 제품으로 펄렌즈(아스트라), 써클렌즈(아이리스) 등이 있다. 2019년 말 기준 매출 비중은 1-day disposable(1-day lens) 65%, FRP(착용주기 1달 이내 제품) 32%, Conventional(착용 주기 1달 초과 제품) 3%이다.

>>> 2020년 성장 지속 전망

2020년 실적은 매출 1,117억원(+20.7% YoY), 영업이익 287억원(+27.0% YoY)으로 추정된다. 주요 지역인 국내 354억원(+17.2% YoY)과 일본 318억원(+40.7% YoY) 등 아시아 시장에서의 성장이 올해 실적 성장을 견인할 것으로 전망된다. 이는 2019년 인기 제품인 펄렌즈(아스트라) 판매 호조 지속 및 블루라이트 차단 렌즈 등 신제품 출시, ODM 물량 확대 등에 기인한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 33,500원으로 커버리지 개시

당사는 인터로조에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 33,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS 1,867원에 동사의 과거 2개년(2018년, 2019년) 평균 PER 18배를 적용하였다. 2018년 내수 경쟁 심화에 따른 실적 부진과 더불어 글로벌 업체 ODM 계약 무산 등으로 인해 밸류에이션 디레이팅을 받아왔으나 2019년부터 실적 성장 국면 재진입 및 지속적인 글로벌 업체향 ODM 확장 등을 고려하면 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	806	794	926	1,117	1,410
보고영업이익(억원)	242	171	226	287	379
핵심영업이익(억원)	242	171	226	287	379
세전이익(억원)	241	180	220	284	371
순이익(억원)	193	146	176	218	272
지배주주지분순이익(억원)	193	146	176	218	272
EPS(원)	1,789	1,328	1,547	1,867	2,326
증감율(%YoY)	-0.4	-25.7	16.5	20.6	24.6
PER(배)	22.2	19.1	17.6	12.5	10.0
보고영업이익률(%)	14.8	6.1	3.4	14.5	18.6
핵심영업이익률(%)	14.8	6.1	3.4	14.5	18.6

자료: 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 33,500원으로 커버리지 개시

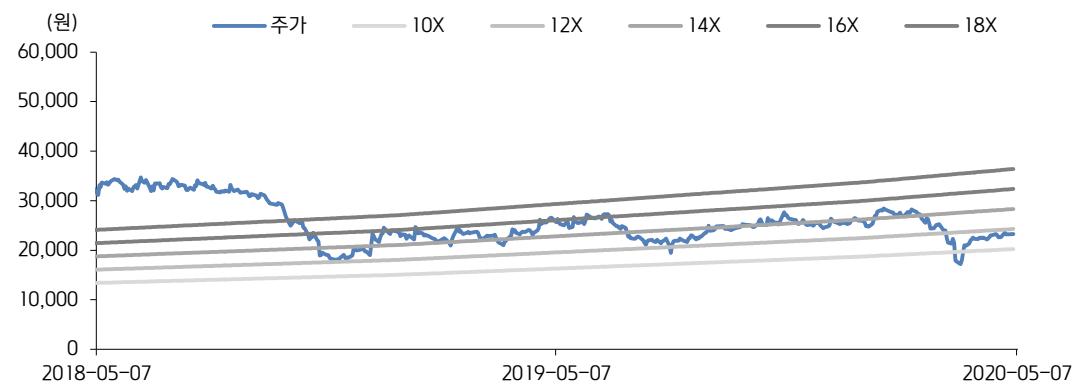
당사는 인터로조에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 33,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS 1,867원에 동사의 과거 2개년(2018년, 2019년) 평균 PER 18배를 적용하였다. 2018년 내수 경쟁 심화에 따른 실적 부진과 더불어 글로벌 업체 ODM 계약 무산 등으로 인해 밸류에이션 디레이팅을 받아왔으나 2019년부터 실적 성장 국면 재진입 및 지속적인 글로벌 업체향 ODM 확장 등을 고려하면 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

목표주가 산정

P/E Valuation	비고
Target PER(배)	18
EPS(원)	과거 2년 평균 PER(2018, 2019년)
목표주가(원)	1,867
	2020년 예상 EPS
	33,500

자료: 키움증권

12MF PER BAND



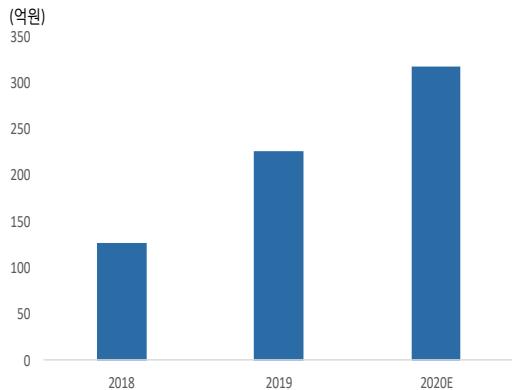
자료: Dataguide, 키움증권 추정

>>> 투자 포인트

아시아 중심으로 콘택트렌즈 시장 성장 지속

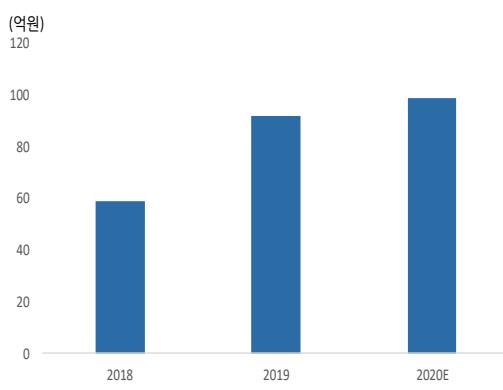
콘택트렌즈 시장은 1) 시력 교정용뿐만 아니라 뷰티 목적의 수요, 2) 짧아진 렌즈 착용 주기 등으로 인해 매년 5%씩 성장 중이며 아시아 시장은 뷰티 목적의 컬러렌즈가 수요가 많아 빠르게 성장하고 있다. 특히 동사의 주요 매출 지역인 일본 시장은 2019년 약 2억 3,300엔으로 연평균 6%의 성장률을 보이고 있으며 1day 제품 및 컬러렌즈 수요가 증가하고 있다. 중국 시장도 2019년 약 7억 9,000만 달러로 연평균 8.0%의 성장률을 보이고 있으며 10~20대를 중심으로 컬러렌즈 수요가 증가하고 있다.

일본향 매출 추이 및 전망



자료: 인터로조, 키움증권 추정

중국향 매출 추이 및 전망



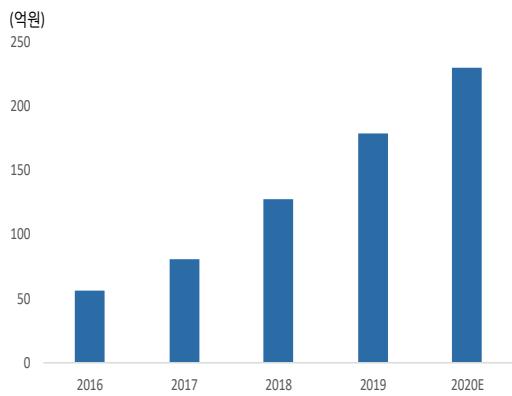
자료: 인터로조, 키움증권 추정

글로벌 업체형 ODM 확대

동사는 일본 PIA 컬러렌즈의 약 70%정도를 ODM 생산해주고 있으며 일본 뷰티렌즈 시장 확대에 따라 PIA형 매출은 2020년 220억원(+29.4% YoY)으로 가파르게 증가할 것으로 전망된다. 이외에도 글로벌 콘택트렌즈 업체인 A사와 컬러렌즈 ODM 관련 논의 중이며 빠르면 상반기 내 계약으로 이어질 것으로 기대된다. 추가적인 계약이 이뤄질 시 A사형 매출은 2020년 약 30~40억원을 기록할 것으로 추정되며 초도 물량임을 감안 시 2021년 100억원 이상의 본격적인 매출이 가시화 될 것으로 전망된다.

현재 1,2 공장 41개라인을 가동 중이며 물량 증가에 따라 4개 라인을 추가 증설하였다. 1공장은 FRP 및 Conventional 렌즈, 2공장은 1-Day clear 및 beauty lens를 생산 중이다. 향후 ODM 물량 확대를 고려해 4Q19부터 3공장을 증설 중이며 올해 10월 완공 예정이다(매출액 기준 1,000억원). 3공장에서는 블루 라이트 차단 렌즈 및 Silicon lens, beauty lens를 생산할 계획이다.

PIA 매출 추이 및 전망



자료: 인터로조, 키움증권 추정

PIA 서클렌즈

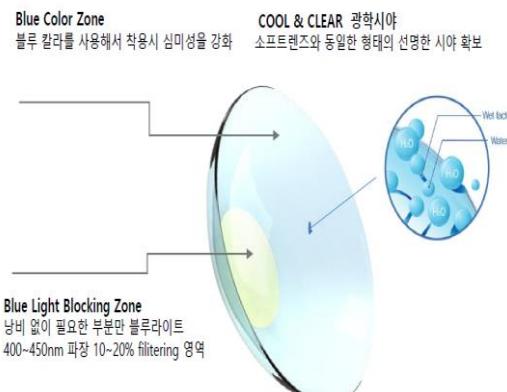


자료: 인터로조, 키움증권

제품 포트폴리오 다각화에 따른 성장 모멘텀

동사는 세계 최초로 1day 블루라이트 차단 렌즈(클라렌 원데이 프리덤380)를 2020년 3월 국내 출시했으며 약 800개 지점에 입점되어 있다. 기존 타사 제품은 렌즈 전체가 블루라이트가 적용되어 미관상 소비자의 거부감이 있었지만 동사 제품은 이를 보완해 눈동자 부분만 적용됨에 따라 수요가 가파르게 증가하고 있는 추세이다. 3Q20 유럽향 수출을 시작으로 해외 판매 국가를 확대할 계획이며 중국 및 일본은 인허가를 진행 중이며 빠르면 내년 상반기 수출 예정에 있다. 블루라이트 차단 렌즈 이외에도 POSTECH과 공동으로 질병 실시간 모니터링 및 약품방출 시스템이 결합된 망막질환 맞춤형 스마트 콘택트렌즈용 플랫폼 기술을 개발 중이며 하반기 인허가를 진행할 예정이다.

세계 최초 1day 블루라이트 차단렌즈 출시



자료: 인터로조, 키움증권

망막질환 맞춤형 스마트 콘택트렌즈용 플랫폼



자료: 인터로조, 키움증권

>>> 2020년 실적 성장 지속 전망

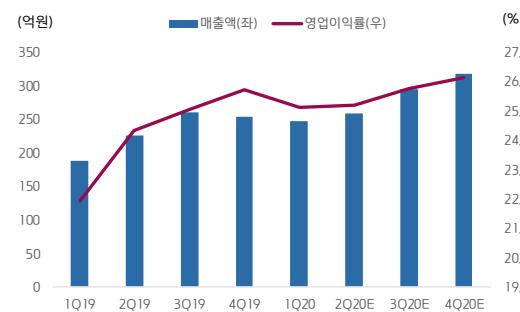
2020년 실적은 매출 1,117억원(+20.7% YoY), 영업이익 287억원(+27.0% YoY)으로 추정된다. 주요 지역인 국내 354억원(+17.2% YoY)과 일본 318억원(+40.7% YoY)등 아시아 시장에서의 성장이 올해 실적 성장을 견인할 것으로 전망된다. 이는 2019년 인기 제품인 필렌즈(아스트라) 판매 호조 지속 및 블루라이트 차단 렌즈 등 신제품 출시, 글로벌 업체향 ODM 물량 확대 등에 기인한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		187	226	260	253	247	259	295	316	794	926	1,117
국내		67	62	92	81	71	84	98	101	295	302	354
유럽		34	50	58	61	36	53	63	70	186	203	222
중동		13	23	14	10	29	17	14	15	79	60	75
일본		43	61	62	61	97	67	75	79	127	226	318
중국		19	21	25	26	5	25	34	35	59	92	99
기타		11	9	8	14	9	13	11	16	48	43	49
증감율(% YoY)												
매출액		8%	5%	40%	14%	32%	15%	14%	25%	-1%	17%	21%
국내		10%	-23%	56%	-15%	6%	37%	6%	26%	-18%	2%	17%
유럽		-20%	3%	20%	33%	5%	6%	9%	14%	5%	9%	9%
중동		-37%	-27%	-2%	-18%	116%	-26%	0%	48%	-34%	-23%	24%
일본		73%	88%	84%	67%	128%	10%	22%	30%	58%	78%	41%
중국		81%	63%	47%	43%	-74%	17%	34%	34%	144%	55%	8%
기타		-18%	2%	-36%	11%	-18%	40%	32%	13%	4%	-12%	15%
영업이익		41	55	65	65	62	65	76	83	171	226	287
증감율(% YoY)		-7%	-10%	81%	117%	52%	18%	16%	28%	-29%	32%	27%
당기순이익		39	46	57	34	50	53	57	58	146	176	218
영업이익률(%)		21.9	24.3	25.0	25.7	25.1	25.2	25.8	26.3	21.5	24.4	25.7
당기순이익률(%)		20.8	20.3	22.0	13.4	20.2	20.5	19.3	18.3	18.4	19.0	19.5

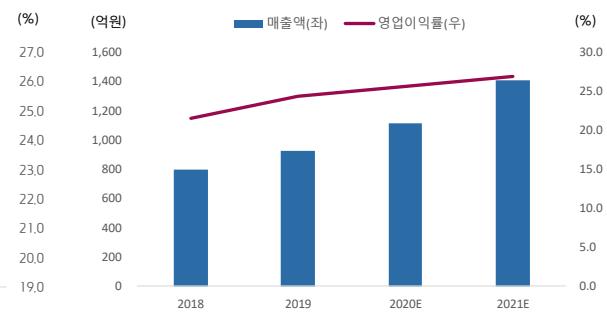
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



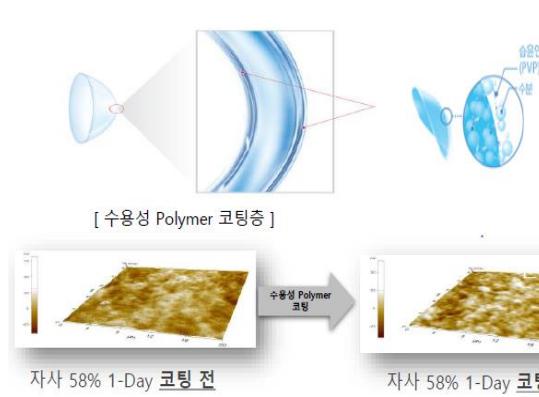
자료: 전자공시, 키움증권 추정

>>> 콘택트렌즈 전문 업체

인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매업체이며 자체브랜드 이외 OEM/ODM 사업도 영위 중이다. 일반시력 보정용, 노안/난시보정용, 뷰티 렌즈 등 다양한 렌즈 라인업을 구축했으며 대표적인 제품으로 펄렌즈(아스트라), 써클렌즈(아이리스) 등이 있다. 2019년 말 기준 매출 비중은 1-day disposable(1-day lens) 65%, FRP(착용주기 1달 이내 제품) 32%, Conventional(착용 주기 1달 초과 제품) 3%이다.

콘택트렌즈는 안구와 관련된 제품이기 때문에 안정성과 관련한 인허가를 받아야하며 기술 진입장벽이 높다. 동사는 렌즈 표면을 매끄럽게하고 보습감을 유지하는 습윤성 코팅 기술인 ASSL과 잉크가 안구에 직접 닿지 않도록 이중 보호막을 형성하는 안료인쇄방식 기술인 DSSL 기술을 자체적으로 개발하였다.

코팅층을 형성해 습윤성 향상(SSL)



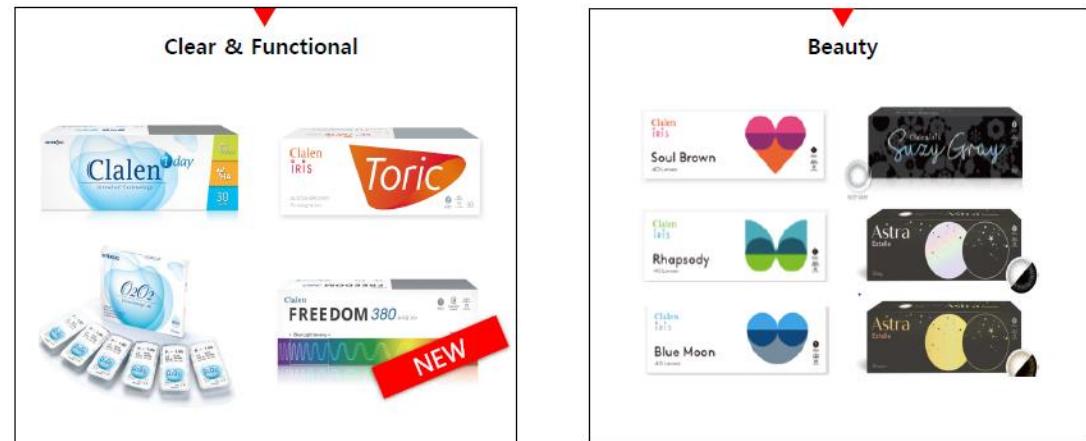
자료: 인터로조, 키움증권

렌즈 분류

1	클리어렌즈	별도의 프린팅 및 디자인 없이 투명한 렌즈
	뷰티렌즈	렌즈 표면에 컬러를 인쇄하여 미적인 요소를 부각시킨
2	1-Day	착용주기가 하루인 콘택트렌즈
	FRP/ Conventional	FRP: 착용주기가 2주 ~ 4주인 렌즈 Conventional: 한달 이상 착용하는 렌즈
3	렌즈기능	일반시력보정
	노안/난시보정	노안/난시를 보정하기 위한 렌즈

자료: 인터로조, 키움증권

제품 라인업



자료: 인터로조, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2017A	2018A	2019 A	2020F	2021F
매출액	806	794	926	1,117	1,410
매출원가	342	376	443	531	663
매출총이익	464	418	482	586	747
판관비	222	247	256	299	368
영업이익	242	171	226	287	379
EBITDA	287	220	291	363	471
영업외손익	-1	8	-6	-3	-8
이자수익	2	3	4	2	1
이자비용	1	1	8	7	7
외환관련이익	4	11	14	17	15
외환관련손실	19	3	6	8	6
종속 및 관계기업순익	0	0	0	0	0
기타	13	-1	-9	-7	-11
법인세차감전이익	241	180	220	284	371
법인세비용	49	34	45	66	99
계속사업순손익	193	146	176	218	272
당기순이익	193	146	176	218	272
지배주주순이익	193	146	176	218	272
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.4	-1.5	16.5	20.7	26.2
영업이익 증감율	4.0	-29.3	32.1	27.0	32.0
EBITDA 증감율	4.4	-23.5	32.3	25.0	29.6
지배주주순이익 증감율	-0.4	-24.3	20.3	24.2	24.6
EPS 증감율	-0.4	-24.3	20.0	24.2	24.6
매출총이익률(%)	57.6	52.6	52.1	52.5	53.0
영업이익률(%)	30.1	21.6	24.4	25.7	26.9
EBITDA Margin(%)	35.6	27.7	31.4	32.5	33.4
지배주주순이익률(%)	23.9	18.4	19.0	19.5	19.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2017A	2018A	2019 A	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	113	92	235	285	358
당기순이익	193	146	176	218	272
비현금항목의 가감	110	92	151	174	224
유형자산감가상각비	44	47	63	74	90
무형자산감가상각비	1	2	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	65	43	87	98	132
영업활동자산부채증감	-136	-99	-56	-36	-33
매출채권 및 기타채권의 감소	-108	-76	-34	-60	-50
재고자산의 감소	-44	-43	-34	-24	-51
매입채무 및 기타채무의 증가	2	0	-3	16	19
기타	14	20	15	31	49
기타현금흐름	-54	-47	-36	-71	-105
투자활동 현금흐름	-26	-176	-326	-189	-194
유형자산의 취득	-55	-133	-159	-150	-150
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-1	-2	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-23	-12	0	0
단기금융자산의 감소(증가)	31	-10	-153	-38	-43
기타	0	-8	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-96	92	97	-40	-42
차입금의 증가(감소)	-20	41	180	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가	0	4	0	2	0
자기주식처분(취득)	-58	79	-41	0	0
배당금지급	-19	-32	-33	-33	-34
기타	0	0	-9	-9	-9
기타현금흐름	0	0	0	-22	-23
현금 및 현금성자산의 순증가	-10	8	7	34	98
기초현금 및 현금성자산	61	51	58	65	99
기말현금 및 현금성자산	51	58	65	99	197

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2017A	2018A	2019 A	2020F	2021F
유동자산	741	878	1,090	1,258	1,518
현금 및 현금성자산	51	58	65	99	197
단기금융자산	89	99	252	289	333
매출채권 및 기타채권	406	476	502	563	613
재고자산	166	202	214	237	288
기타유동자산	118	142	309	358	420
비유동자산	465	582	721	798	860
투자자산	13	36	48	48	48
유형자산	408	491	599	675	735
무형자산	9	11	11	9	7
기타비유동자산	35	43	63	65	70
자산총계	1,205	1,460	1,811	2,055	2,378
유동부채	179	206	450	510	595
매입채무 및 기타채무	67	71	82	98	117
단기금융부채	19	20	159	159	159
기타유동부채	92	116	209	252	319
비유동부채	3	41	46	47	47
장기금융부채	0	40	44	44	44
기타비유동부채	3	1	2	2	3
부채총계	182	248	497	556	642
자본지분	1,024	1,213	1,315	1,499	1,736
자본금	54	55	57	58	58
자본잉여금	118	137	137	137	137
기타자본	-78	-19	-59	-59	-59
기타포괄손익누계액	0	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	929	1,043	1,183	1,366	1,602
비자본지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,024	1,213	1,315	1,499	1,736

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2017A	2018A	2019 A	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,655	1,253	1,503	1,867	2,326
BPS	8,791	10,386	11,258	12,838	14,863
CFPS	2,598	2,042	2,801	3,361	4,248
DPS	310	315	315	315	315
주가배수(배)					
PER	22.2	19.1	17.6	12.5	10.0
PER(최고)	23.3	36.5	18.6		
PER(최저)	17.8	14.0	12.4		
PBR	4.18	2.31	2.35	1.81	1.56
PBR(최고)	4.38	4.41	2.48		
PBR(최저)	3.36	1.68	1.65		
PSR	5.31	3.52	3.34	2.43	1.93
PCFR	14.1	11.7	9.5	6.9	5.5
EV/EBITDA	14.2	11.9	10.0	7.0	5.1
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	16.4	22.5	18.9	15.4	12.3
배당수익률(% 보통주, 현금)	0.8	1.2	1.1	1.3	1.3
ROA	16.9	11.0	10.7	11.3	12.3
ROE	20.0	13.1	13.9	15.5	16.8
ROIIC	23.4	14.0	16.0	18.6	21.6
매출채권회전율	2.3	1.8	1.9	2.1	2.4
재고자산회전율	5.3	4.3	4.5	5.0	5.4
부채비율	17.7	20.4	37.8	37.1	37.0
순차입금비율	-11.7	-8.0	-8.6	-12.4	-18.8
이자보상배율	340.3	205.7	26.9	40.3	53.2
총차입금	19	60	204	204	204
순차입금	-120	-97	-113	-185	-326
NOPLAT	287	220	291	363	471
FCF	42	-51	23	110	187

자료: Quantwise, 키움증권

파크시스템스 (140860)

BUY (Initiate)

주가(05/06) 37,250원

목표주가 56,000원

Analyst 한동희

02) 3787-5292, donghee.han@kiwoom.com

RA 이현영

02) 3787-3753, gufud@kiwoom.com

2020년 분기 및 연간 추정치 모두 유지 (1Q20 OP 14억원, 2020년 146억원). 4Q19 말, 3월 31일 기준 수주잔고와 1Q20 당사 예상 매출액을 감안하면 1Q20 신규수주액은 226억원 수준의 매우 높은 수준으로 추정 (Free-loan equipments를 반영하면 그 이상)되고, 수주의 상저하고 패턴을 감안하면 연간 수주액 전망은 당사 예상을 상회할 가능성이 매우 높다고 판단. 2020년은 과거와 달리 상반기부터 호실적으로 시작할 것

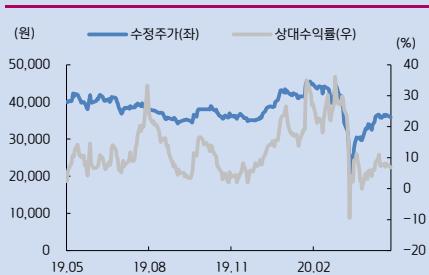
Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.40pt
시가총액	2,483억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	45,500원 20,300원
최고/최저가 대비 등락	-21.1% 76.8%
주가수익률	절대 상대
1M	17.9% 5.2%
6M	0.4% 4.6%
1Y	-8.4% 8.7%

Company Data

발행주식수	6,665천주
일평균 거래량(3M)	53천주
외국인 지분율	5.5%
주요 주주	박상일 외 5 인
	34.9%

Price Trend



예상을 상회하는 수주 흐름

>>> 1Q20 OP 14억원 (흑전 YoY) 예상

1Q20 연결 실적은 매출액 132억원 (+60% YoY), 영업이익 14억원 (흑전 YoY)의 기준 전망유지. 1Q 영업이익의 의미있는 흑자는 사실상 최초. 4Q19말 수주잔고가 156억원으로 4Q 기준 사상 최대 수준이었다는 점과 제품 성격상 (공정 개선 및 검증) COVID-19에 따른 반도체 등 IT 업황 둔화 우려 영향이 제한적이라는 점, 1Q20 원/달러 환율의 상승에 따른 우호적인 환율 환경으로 호실적 전망

>>> 2Q20 OP 44억원 (+211% YoY) 예상

2Q20 연결 실적은 매출액 182억원 (+38% QoQ), 영업이익 44억원 (+211% QoQ)으로 호실적 지속 전망. 4Q19말 수주잔고 156억원 및 3월 31일 기준 수주잔고 250억원, 1Q20 당사 예상 매출액 132억원을 감안하면 1Q20 신규 수주는 226억원 수준 (2020년 신규 수주액 당사 전망치 대비 33%)이며, 수주액에 반영되지 않는 Free-loan equipments를 반영하면 그 이상이 될 것. 통상 수주 흐름이 상저하고로 진행되어 왔다는 점과 원자현미경의 시장 내 반복구매 시작 등을 고려하면 2020년 연간 수주액은 당사 전망치를 상회할 가능성이 매우 높다고 판단

>>> 20년 OP 146억원 (+82% YoY) 전망

2020년 매출액 682억원 (+31% YoY), 영업이익 146억원 (+82% YoY)의 기준 전망 유지. 그 동안의 외형 성장 동력이 반도체 시장 내 원자현미경의 초기 도입을 위한 공정별 구매 위주였다면, 원자현미경의 시장 안착 및 레퍼런스 강화에 따른 반복구매 및 저변확대 시작 사이클 진입 예상. 외형 성장 지속 가운데 해외 지사 설립 등 비용 증가 일단락에 의한 판관비 안정화로 수익성 상승 (+6%p YoY) 전망. 현 주가는 12m Fwd PER Band 최하단 이하 수준에 불과. 투자의견 BUY, 목표주가 56,000원 커버리지 개시

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	329	418	520	682	880
보고영업이익(억원)	60	57	80	146	219
세전이익(억원)	50	62	84	155	223
순이익(억원)	45	56	85	143	205
자배주주지분순이익(억원)	45	56	85	143	205
EPS(원)	694	844	1,277	2,146	3,076
증감률(%YoY)	21.2	21.6	51.3	68.0	43.4
PER(배)	43.4	47.7	31.7	17.4	12.1
보고영업이익률(%)	18.3	13.6	15.5	21.4	24.9

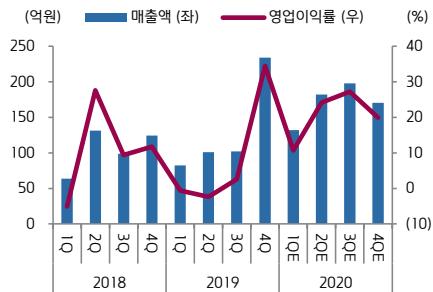
자료: 키움증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표 (억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	82	101	102	234	132	182	198	170	418	520	682
YoY %	30%	-23%	3%	88%	60%	80%	94%	-27%	27%	24%	31%
QoQ %	-34%	23%	1%	129%	-44%	38%	9%	-14%			
산업용	32	65	59	169	86	135	150	127	225	326	498
연구용	33	21	34	59	40	31	30	23	132	147	123
기타	17	14	9	6	7	16	18	21	60	47	61
영업이익	(1)	(2)	3	81	14	44	54	34	57	80	146
YoY %	적자	적전	-72%	453%	흑전	흑전	1948%	-58%	-6%	41%	82%
QoQ %	적전	적지	흑전	2964%	-82%	211%	22%	-37%			
지배순이익	7	(1)	5	74	17	42	49	35	56	85	143
영업이익률	-1%	-2%	3%	34%	11%	24%	27%	20%	14%	15%	21%
지배순이익률	8%	-1%	5%	31%	13%	23%	25%	20%	13%	16%	21%

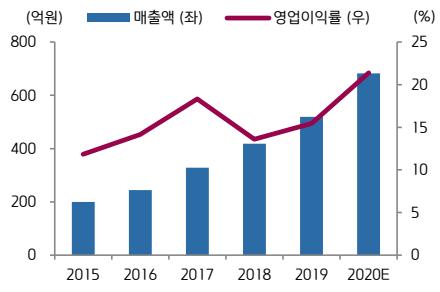
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



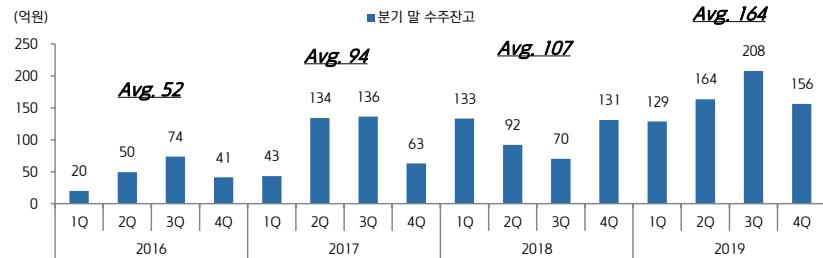
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

파크시스템스 분기별 수주잔고 추이



자료: 전자공시, 키움증권

파크시스템스 보고서 제출일 기준 수주잔고 추이



자료: 전자공시, 기움증권

파크시스템스 수정주가 vs. 영업이익



자료: 전자공시, FnGuide, 기움증권

파크시스템스 수정주가 vs. 영업이익률



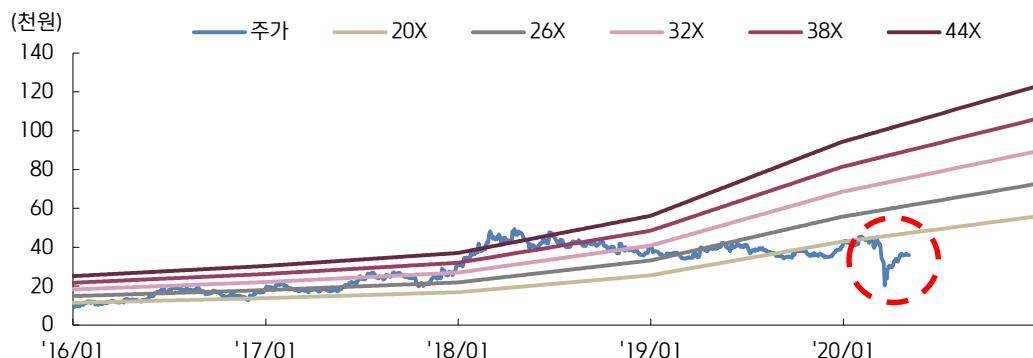
자료: 전자공시, FnGuide, 기움증권

매출액, 영업이익률의 변화 vs. 주가의 방향

	매출액 성장률	영업이익률	영업이익률 증감	매출액 성장 유무	영업이익률 증가 유무	주가
2016	22%	14%	2%	O	O	우상향
2017	34%	18%	4%	O	O	우상향
2018	27%	14%	-5%	O	X	우하향
2019	24%	15%	2%	O	Δ	정체
2020E	31%	21%	6%	O	O	우상향 전망

자료: 전자공시, FnGuide, 기움증권

파크시스템스 12m Fwd PER Band Chart



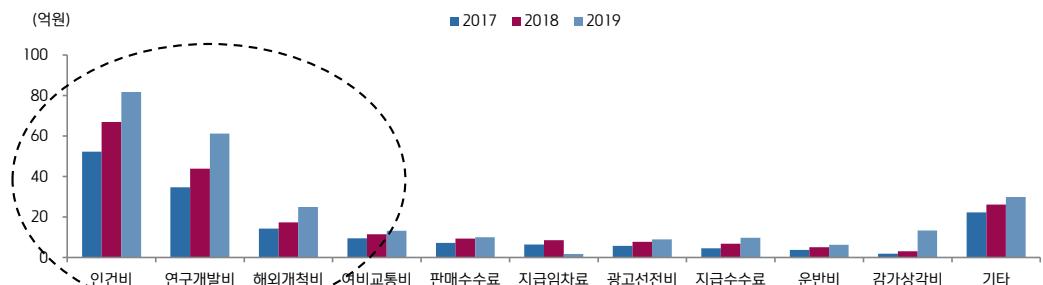
자료: 전자공시, 기움증권 추정

파크시스템스 목표주가 산정 테이블

구분	2020E	비고
지배순이익 (억원)	143	
발행주식수 (주)	6,665,055	
EPS (원)	2,146	
Target PER	29.0	2018년 해외 낙찰공시 반복에 따른 오버슈팅을 제외한 12m Fwd PER Band (20~38X) 평균
적정주가 (원)	62,242	
목표주가 (원)	56,018	낮은 거래량에 따른 Discount 10% 반영
현재주가 (원)	37,250	
상승여력 (%)	50%	

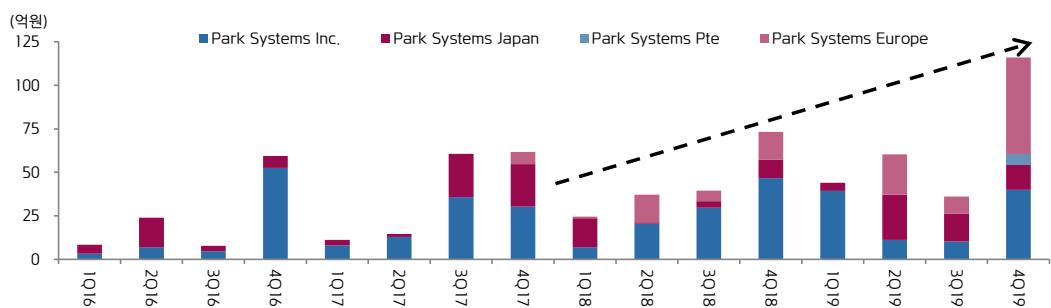
자료: 전자공시, 키움증권 추정

최근 3개년 판관비 분석: 인력/연구개발/시장개척



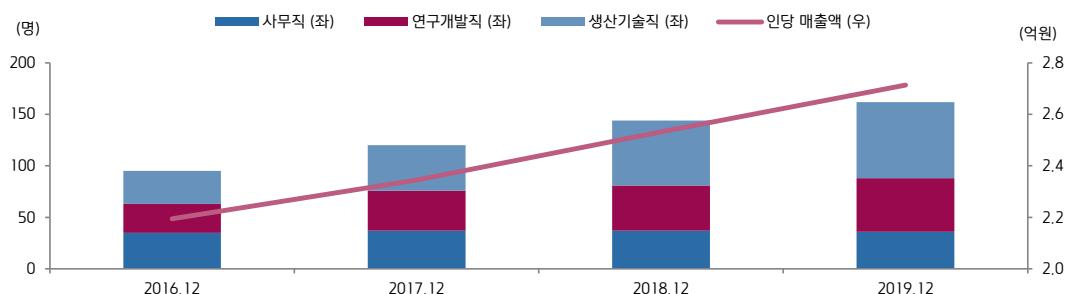
자료: 전자공시, 키움증권

파크시스템스 해외법인 분기 매출액 추이: 해외시장 개척에 따른 매출 성장



자료: 전자공시, 키움증권

적극적 인력 확충에도 인당 매출액 우상향 지속 (본사 기준)



자료: 전자공시, 키움증권

원자현미경의 핵심 경쟁력

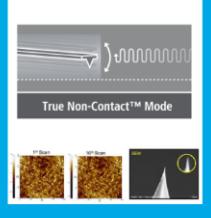
측정의 정확성

Park AFM Scanner
Decoupled XY and Z Scanners



최상의 해상도

Park AFM Technology
True Non-Contact™ Mode



사용자 편리성

Park SmartScan™
Park AFM Operating Software



자료: 파크시스템스, 키움증권

원자현미경 vs. 전자현미경

전자현미경 (SEM)

- 진공에서만 사용 가능
- 정교하고 복잡한 시료 준비 과정 필요
- 정량적 입체정보 측정 불가
- 전자빔에 의한 시료 손상






~\$2
billion
시장규모

원자현미경 (AFM)

- 공기, 진공, 용액 안에서도 사용 가능
- 시료 준비 과정 필요 없음
- 높낮이, 각도, 거칠기 등 정량적인 3차원 형상 정보 제공
- 다양한 물리적 특성 측정 가능
(전기적, 자기적, 열적, 기계적 특성 등)
- 높은 분해능과 해상도

~\$400
million
시장규모

자료: 파크시스템스, 키움증권

파크시스템스 주요 고객사



자료: 파크시스템스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	329	418	520	682	880
매출원가	105	154	178	235	300
매출총이익	223	264	342	447	580
판관비	163	207	262	285	368
영업이익	60	57	80	162	212
EBITDA	65	63	103	185	221
영업외손익	-11	5	4	9	4
이자수익	0	0	1	1	2
이자비용	0	0	1	1	1
외환관련이익	2	9	13	11	11
외환관련손실	14	2	9	4	4
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	1	-2	0	2	-4
법인세차감전이익	50	62	84	171	215
법인세비용	4	6	-1	14	17
계속사업순손익	45	56	85	157	198
당기순이익	45	56	85	157	198
지배주주순이익	45	56	85	157	198
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.5	27.1	24.4	31.2	29.0
영업이익 증감율	73.3	-5.0	40.4	102.5	30.9
EBITDA 증감율	74.0	-3.1	63.5	79.6	19.5
지배주주순이익 증감율	20.7	24.4	51.8	84.7	26.1
EPS 증감율	21.2	21.6	51.3	84.5	26.2
매출총이익률(%)	67.8	63.2	65.8	65.5	65.9
영업이익률(%)	18.2	13.6	15.4	23.8	24.1
EBITDA Margin(%)	19.8	15.1	19.8	27.1	25.1
지배주주순이익률(%)	13.7	13.4	16.3	23.0	22.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	344	401	542	746	1,023
현금 및 현금성자산	108	111	116	199	330
단기금융자산	5	28	6	5	4
매출채권 및 기타채권	131	127	214	281	362
재고자산	94	129	168	220	284
기타유동자산	6	6	38	41	43
비유동자산	27	32	63	69	75
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	18	21	47	53	59
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	9	11	16	16	16
자산총계	371	432	605	816	1,098
유동부채	65	71	150	212	306
매입채무 및 기타채무	56	58	128	190	284
단기금융부채	0	0	10	10	10
기타유동부채	9	13	12	12	12
비유동부채	0	0	11	11	11
장기금융부채	0	0	10	10	10
기타비유동부채	0	0	1	1	1
부채총계	65	71	161	223	317
자본지분	306	361	444	593	781
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	143	145	146	146	146
기타자본	1	2	4	4	4
기타포괄손익누계액	-5	-3	-1	0	2
이익잉여금	133	184	262	410	597
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	306	361	444	593	781

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	27	39	16	115	149
영업순이익	45	56	85	157	198
비현금항목의 가감	17	16	23	33	22
유형자산감가상각비	4	6	22	23	9
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	13	10	1	10	13
영업활동자산부채증감	-34	-28	-91	-62	-55
매출채권및기타채권의감소	-1	6	-93	-67	-81
재고자산의감소	-44	-38	-36	-52	-64
매입채무및기타채무의증가	10	2	74	62	94
기타	1	2	-36	-5	-4
기타현금흐름	-1	-5	-1	-13	-16
투자활동 현금흐름	33	-32	9	-29	-14
유형자산의 취득	-7	-8	-12	-30	-15
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	41	-22	21	2	1
기타	-1	-2	0	-1	0
재무활동 현금흐름	-1	-4	-20	-8	-9
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-3	-5	-7	-8	-9
기타	2	1	-13	0	0
기타현금흐름	-1	0	0	5	5
현금 및 현금성자산의 순증가	58	3	5	83	131
기초현금 및 현금성자산	50	108	111	116	199
기말현금 및 현금성자산	108	111	116	199	330

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	694	844	1,277	2,356	2,973
BPS	4,637	5,434	6,656	8,894	11,719
CFPS	954	1,079	1,628	2,853	3,305
DPS	80	100	120	140	170
주가배수(배)					
PER	43.4	47.7	31.7	15.2	12.1
PER(최고)	43.5	59.8	33.6		
PER(최저)	23.6	35.2	26.3		
PBR	6.49	7.42	6.09	4.04	3.06
PBR(최고)	6.51	9.29	6.45		
PBR(최저)	3.54	5.47	5.06		
PSR	5.99	6.39	5.20	3.51	2.72
PCFR	31.5	37.4	24.9	12.6	10.9
EV/EBITDA	29.0	40.5	25.3	11.9	9.4
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	11.6	11.9	9.4	5.9	5.7
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
ROA	13.1	13.9	16.4	22.1	20.7
ROE	16.0	16.8	21.1	30.3	28.8
ROI	30.9	24.8	28.7	39.9	44.6
매출채권회전율	2.4	3.2	3.0	2.8	2.7
재고자산회전율	4.5	3.8	3.5	3.5	3.5
부채비율	21.3	19.7	36.4	37.6	40.6
순차입금비율	-36.9	-38.5	-23.0	-31.0	-40.1
이자보상배율	4,480.9	7,133.1	122.1	246.0	321.5
총차입금	0	0	20	20	20
순차입금	-113	-139	-102	-184	-313
NOPLAT	65	63	103	185	221
FCF	19	21	0	80	134

자료: Quantwise, 키움증권

랩지노믹스 (084650)



Not Rated

주가(05/06) 21,500원

Analyst 김상표

02) 3787-5293, spkim@kiwoom.com

RA 남현정

02) 3787-3754, nhj@kiwoom.com

지난 4월 30일 국내에서 5번째로 COVID-19 진단키트 FDA 긴급사용승인(EUA) 획득. 승인 이전부터 메릴란드주와 90억원 가량의 수출 계약을 체결하였으며 이번 긴급사용승인 허가를 통해 연방정부 차원에서 미국 전역에 사용이 가능해짐. COVID-19 진단키트 대규모 수주 및 FDA 승인, 지멘스와의 판매 계약 레퍼런스는 향후 기타 감염성 질환 분자진단 키트의 수출에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망

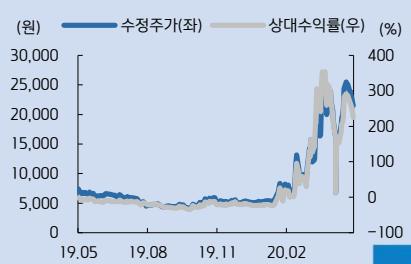
Stock Data

KOSDAQ (5/06)	658.40pt
시가총액	2,396억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	25,500원 4,080원
최고/최저가 대비 등락	-15.7% 427.0%
주가수익률	절대 상대
1M	-10.0% -18.4%
6M	288.8% 295.4%
1Y	176.7% 220.2%

Company Data

발행주식수	11,144천주
일평균 거래량(3M)	6,598천주
외국인 지분율	0.5%
주요 주주	진승현 11.1%

Price Trend



유효한 해외수주 확대 기대감

>>> COVID19 진단키트 수출 호조에 힘입은 사상 최대 실적 전망

COVID-19 사태로 병원에 내원하는 환자 수가 급감하여 기존 사업부인 진단 검사 서비스의 매출 감소 우려 불가피 하나 코로나 진단 키트 수출의 폭발적인 증가에 힘입어 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망. 현재 미국, 인도, 중동 등 30개 국에 COVID-19 진단키트 수출. 올해 2분기까지는 이미 확보해놓은 수주 물량으로 인해 안정적인 매출 발생이 예상되며, 코로나 확산세가 줄어드는 시점에서도 계절성 유행에 대비해 올해 3분기까지는 진단키트 수요가 이어질 것으로 전망. 진단 키트 수요 폭증으로 인해 발생했던 원재료 공급 차질 문제도 4월 중순 들어 점차 회복하며 일평균 생산량 20만개 유지

>>> FDA 승인을 통한 추가 수주 가능성 확대

동사의 별도기준 2020년 실적은 COVID-19 사태에 따른 진단키트 매출 증가세에 힘입어 매출액 2,122억(+539.6% YoY) 영업이익 838억원 (+7,625.6% YoY) 예상.

동사는 지난 4월 30일 국내에서 5번째로 COVID-19 진단 키트의 FDA 긴급사용승인(EUA) 획득. 승인 이전부터 메릴란드주와 90억원 가량의 수출 계약을 체결하였으며 이번 긴급사용승인 허가를 통해 연방정부 차원에서 미국 전역에 사용이 가능해짐. 또한 지멘스를 통해 인도 외에 인도네시아, 필리핀 등 다른 아시아 지역에도 수출 확장을 논의 중. COVID-19 진단키트의 대규모 수주 및 FDA 승인, 지멘스와의 판매계약 레퍼런스는 향후 동사의 감염성 질환 진단키트 수출 및 해외 ICL(Independent Clinical Lab) 사업 확장에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망

>>> 코로나 사태에도 R&D 투자는 지속

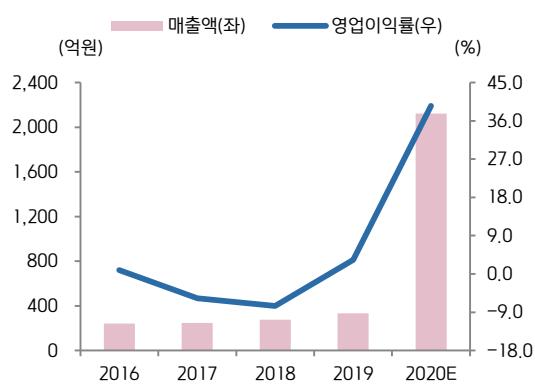
COVID-19 진단키트 개발 및 공급 일정이 안정화되는 하반기부터는 다시 R&D 역량 강화에 집중할 계획. 동사는 수출을 위한 'Cancer Panel Kit'의 식약처 품목허가를 상반기 중 완료하고 하반기부터 중국 및 베트남 현지법인에 공급할 것으로 예상. 추가적으로 올해 3월 DTC 2차 시범 사업 참여를 완료하였으며, 총 75가지 진단 항목을 기반으로 개인 유전체 분석과 화장품, 건강기능식품 등 라이프 스타일을 접목한 상품 개발 계획

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020E
매출액(억원)	61	66	69	79	68	85	84	94	275	332	2,122
% YoY	14.9	8.9	3.0	17.8	12.0	28.7	21.8	19.0	11.0	20.5	539.6
% QoQ	-9.1	8.3	4.8	14.2	-13.6	24.5	-0.8	11.5			
일반진단 검체분석	31	34	33	36	34	38	37	38	135	146	156
분자진단검사서비스	21	23	27	29	25	28	28	34	101	115	128
유전자분석	9	9	8	14	10	19	20	22	40	70	75
진단키트 등	0	0	0	0	0	0.1	0.1	0	0	0.2	1,763
영업이익(억원)	1.2	-10.9	-2.6	-8.6	1.3	1.6	2.3	5.7	-20.8	10.8	838.1
% YoY	161.4	적자	적자	적자	9.8	흑전	흑전	흑전	적자	흑전	7,625.6
% QoQ	적자	적전	적자	적자	흑전	24.0	40.9	152.7			
영업이익률(%)	1.9	-16.5	-3.7	-10.8	1.9	1.9	2.7	6.1	-7.6	3.3	39.5

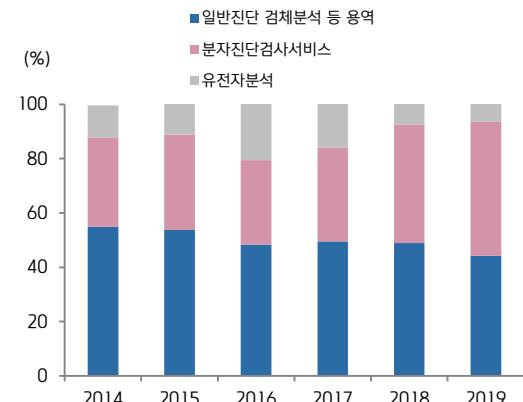
자료: 랩지노믹스, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

사업부별 매출 비중



자료: 전자공시, 키움증권

COVID-19 진단키트 공급계약 현황

계약금액(억원)	34.3	92.8	36.3	91.5
계약 상대방	지멘스 헬시니어스 인도법인	미국 메릴랜드 주정부	쿠웨이트 정부 보건복지부	지멘스 헬시니어스 인도법인
계약기간	2020-03-31~ 2020-07-31	2020-04-03~ 2020-04-30	2020-04-07~ 2020-04-10	2020-04-15~ 2020-06-30

자료: 전자공시, 키움증권

COVID-19 진단시약(진단키트) 수출 기업

no.	제조사	'19 매출액(억원)	비고
1	씨젠	971	4.18 FDA 긴급사용승인
2	에스디바이오센서	737	4.23 FDA 긴급사용승인
3	오상헬스케어	573	4.22 FDA 긴급사용승인
4	랩지노믹스	332	4.30 FDA 긴급사용승인
5	바이오니아	223	
6	바이오���아	210	
7	중현제약	160	
8	영동제약	157	
9	코젠바이오텍	116	

자료: 보건복지부, 키움증권

주: 2019년 기준 매출 100억원 이상 기업만 수록

아모텍 (052710)



Not Rated

주가(05/06) 21,100원

Analyst 김상표

02) 3787-5293, spkim@kiwoom.com

RA 남현정

02) 3787-3754, nhj@kiwoom.com

상반기 전방 수요 부진과 고객사 가동률 저하로 인해 모바일 및 전장부문 실적 부진이 예상되나, 그동안 시장 진입을 위해 총실히 준비했던 MLCC 신규 매출 시점이 임박함에 따라 동사는 향후 수년간 차별화된 성장 기회를 갖게 될 것으로 전망된다. 고부가 제품 장착으로 인한 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅을 기대해본다.

Stock Data

KOSDAQ (5/06)	658.40pt
시가총액	2,056억원
52주 주가동향	최고가 31,550원 최저가 15,050원
최고/최저가 대비 등락	-33.1% 40.2%
주가수익률	절대 상대 1M 10.2% 6M -10.6% 1Y -9.1% 5.2%

Company Data

발행주식수	9,743천주
일평균 거래량(3M)	175천주
외국인 지분율	5.2%
주요 주주	김병규 외 4 인

Price Trend



MLCC 산업에 출사표를 던지다

>>> 상반기 모바일, 전장부품 사업 부진 예상

동사는 당초 1분기부터 프리미엄 국내 주력 고객사의 프리미엄 스마트폰 출시 효과로 인해 전년 대비 대폭 개선된 실적이 기대되었으나 코로나19로 인한 전방 수요 급감으로 인해 2분기까지 모바일 부문의 실적 개선이 쉽지 않을 전망이며, 전장부문의 실적도 고객사 가동률 급감에 따른 영향이 불가피할 것으로 예상된다.

>>> 오랫동안 기다려온 MLCC 출격 준비 중

그동안 동사에 대한 가장 중요한 관전포인트는 MLCC사업 본격화 시점이었다. 오랜 연구개발 기간 끝에 2017년부터 라인 셋업에 착수했으며, 최근 복수의 중화권 고객사로부터 제품 승인 및 본격 양산을 앞두고 있는 것으로 파악된다. 동사는 다품종 소량 생산에 적합한 라인을 구축하였으며, 범용 MLCC 대비 판가가 매우 높은 스페셜티 제품 (PME MLCC)에 대한 양산 준비를 해왔기 때문에 충분한 진입장벽을 갖출 수 있을 것으로 판단된다. 코로나19 판데믹 이후 빠르게 정상화되고 있는 중국에서는 5G 통신 인프라 구축이 최우선 과제가 될 전망이다.

>>> 5G 통신장비, 전장용 MLCC 성장 기회

동사 MLCC의 초기 공략 시장은 5G 통신장비가 될 것으로 예상된다. 통신장비용 PME MLCC 시장은 일본 업체가 석권하고 있었으나 동사가 이원화 업체로 진입에 성공할 경우 다양한 고객사로도 빠른 진입이 가능해질 전망이다. 고객사 레퍼런스 확보를 통해 3분기부터 시장침투가 이뤄진다면 향후 어플리케이션 및 고객사 다변화를 통해 높은 밸류에이션 적용이 가능할 것으로 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	3,154	2,534	2,486	2,756	3,664
보고영업이익(억원)	409	113	70	105	385
핵심영업이익(억원)	409	113	70	105	385
세전이익(억원)	336	97	40	120	390
순이익(억원)	253	71	4	90	292
자본주지분순이익(억원)	253	71	4	90	292
EPS(원)	2,600	730	37	921	3,000
증감율(%YoY)	55.0	-71.9	-94.9	2,368.3	225.9
PER(배)	19.0	24.6	795.0	22.9	7.0
보고영업이익률(%)	13.0	4.5	2.8	3.8	10.5
핵심영업이익률(%)	13.0	4.5	2.8	3.8	10.5

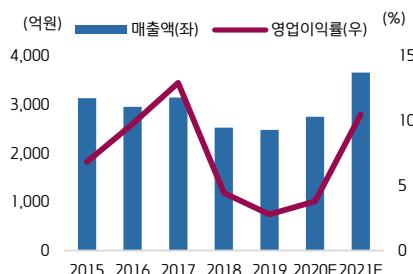
자료: 키움증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	737	543	701	504	3,140	2,960	3,154	2,534	2,486	2,756	3,664
증감율 (% YoY)	-16%	-7%	24%	-1%	76%	-6%	7%	-20%	-2%	11%	33%
증감율 (% QoQ)	44%	-26%	29%	-28%							
MLCC										312	1,014
ESD/EMI	191	129	157	123	1,235	1,102	1,297	924	599	584	598
Antenna	449	300	438	264	1,361	1,366	1,473	1,200	1,451	1,343	1,443
Motor 및 기타	97	114	107	105	543	491	385	411	423	518	609
영업이익	28	-9	47	4	215	290	409	113	70	105	385
증감율(%YoY)	-17%	-4%	10%		743%	35%	41%	-72%	-38%	51%	265%
증감율(%QoQ)	-133%	-592%	-91%								
지배순이익	62	-31	27	-55	156	163	253	71	4	90	292
영업이익률(%)	3.9%	-1.7%	6.6%	0.8%	6.9%	9.8%	13.0%	4.5%	2.8%	3.8%	10.5%
지배순이익률(%)	8.5%	-5.7%	3.9%	-10.9%	5.0%	5.5%	8.0%	2.8%	0.1%	3.3%	8.0%

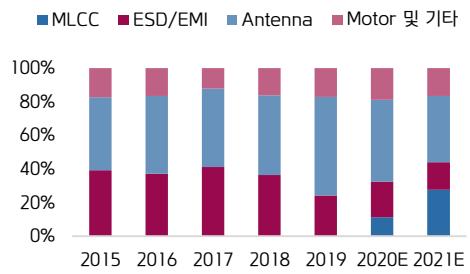
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



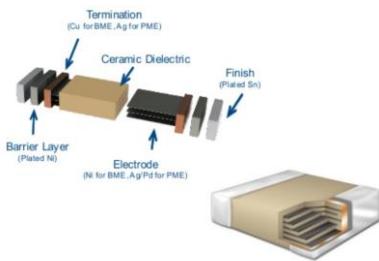
자료: 전자공시, 키움증권 추정

사업부별 매출 비중 추이



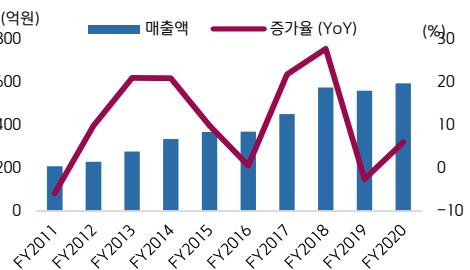
자료: 전자공시, 키움증권 추정

PME MLCC 구조



자료: Kemet, 키움증권

Murata 연간 Capacitor 매출액 및 증가율 추이



자료: Murata, 키움증권

인크로스 (216050)



Not Rated

주가(05/06) 25,150원

Analyst 서혜원

02) 3787-3767, hwseo@kiwoom.com

'20년 예상 매출액 376억원(+9% YoY), 영업이익 141억원(+16% YoY) 예상. 광고비용 축소 우려에도 불구, 디지털 광고 중심의 견조한 성장세. T-deal 사업 2분기부터 가시화. 광고플랫폼으로 새로운 사업과 captive 데이터를 활용할 수 있는 점은 경쟁사 대비 multiple 프리미엄으로 작용

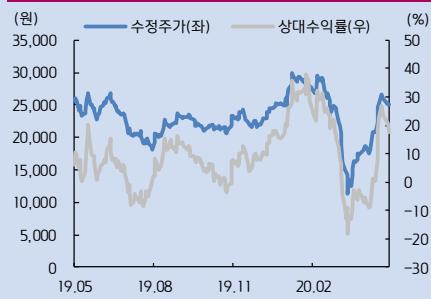
Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.40pt
시가총액	488억원
52주 주가동향	최고가 29,900원
최고/최저가 대비 등락	최저가 11,350원
주가수익률	-15.9%
1M	121.6%
6M	절대 39.7%
1Y	상대 7.7%
	9.6%
	-0.8%
	14.8%

Company Data

발행주식수	8,057천주
일평균 거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	6.8%
-----	-----
주요 주주	SKT 외
	스톤브릿지 Fund
	4.7%

Price Trend



Captive 시너지 수익화의 원년

>>> T-deal에 대한 기대감 고조되는 구간

SK그룹과 시너지가 기대되는 사업은 1) Addressable TV, 2) SMS광고 진행하는 T-deal 사업으로, T-deal 사업은 연내 실적으로 가시화될 것으로 예상한다. 4월 27일부터 동사가 유치한 광고주의 상품 라인업에 대해 SKT가입자 중 마케팅 수신동의, 구매 여력이 있는 고객들(대상 고객 수는 1,000만 가입자로 파악)을 대상으로 문자메시지가 발송된 상황이다. 수익구조는 판매규모에서 광고주와 협의한 수수료 범위 내에서 SK에 지급되고 이후 SKT와 인크로스가 재분배하게 되며 2분기부터 실적으로 반영될 예정이다. 기존 광고성 문자와 차별화되는 점은 광고주 입장에서는 통신3사 중 가장 가입자수가 많은 SKT가입자 대상으로 소비자 접점을 확대할 수 있는 점이며 최저가를 지향해 가격경쟁력을 가지고 있으며, 식별데이터 활용을 통해 타겟 소비자 집단에 대한 정확도를 높여 구매전환율을 상승시킬 수 있 실제 건강기능식품 중심으로 소비재 제품 중심으로 긍정적 반응이 나타나는 것으로 파악된다.

>>> 2020E 영업이익 141억원 예상

인크로스 2020년 연결기준 매출액 376억원(+9% YoY), 영업이익 141억원(+16% YoY, OPM 38%)으로 예상, T-deal 관련 매출은 반영하지 않아, T-deal 실적이 가시화되는 시점부터 추정치 상향이 가능하다. T-deal에 대한 기대감이 반영되며 최근 주가는 가파르게 상승, 2020E PER 18X로 peer group 대비 valuation에 대한 부담이 다소 존재한다. T-deal 사업을 시작으로 미디어렙, 동영상 광고 이외 새로운 성장 모멘텀을 보유하고 있는 점, 광고 플랫폼으로서 광고산업 내 지형변화를 시도를 통해 펀드 멘탈이 변화하고 있는 국면, Captive의 데이터를 활용할 수 있는 점은 경쟁사 대비 multiple 프리미엄 요소라고 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액(억원)	315	368	358	345	376
영업이익(억원)	90	102	111	122	141
EBITDA(억원)	93	107	116	133	153
세전이익(억원)	85	109	111	122	139
순이익(억원)	63	83	86	93	111
지배주주지분순이익(억원)	63	83	86	93	111
EPS(원)	941	1,071	1,084	1,157	1,380
증감율(%YoY)	-	13.9	1.2	6.8	19.4
PER(배)	19.2	21.4	14.6	21.7	18.2
PBR(배)	2.84	2.92	2.01	3.08	2.85
EV/EBITDA(배)	10.4	12.9	8.0	13.2	12.0

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

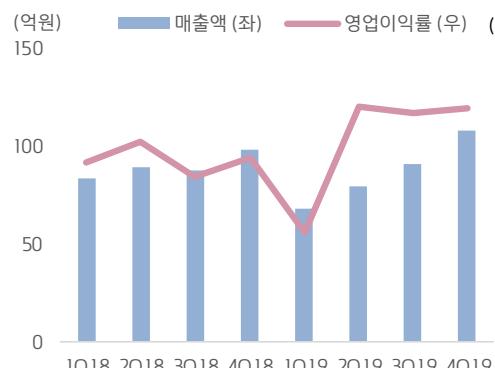
인크로스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020E
매출액	84	89	88	98	67	79	90	108	358	345	376
% YoY	34%	-7%	-13%	-10%	-19%	-11%	3%	10%	-3%	-4%	9%
% QoQ	-23%	6%	-1%	11%	-31%	18%	14%	19%			
미디어렙	56	60	61	69	50	61	69	87	247	267	293
애드네트워크	19	20	18	20	10	10	13	13	77	46	50
서비스용역	9	8	8	8	8	8	8	8	34	32	33
영업이익	25	30	25	30	12	32	35	43	111	122	141
% YoY	170%	9%	-14%	-17%	-51%	5%	43%	40%	8%	10%	15%
% QoQ	-37%	19%	-19%	24%	-59%	155%	11%	21%			
(지배)순이익	21	23	20	22	11	25	29	28	86	93	111
영업이익률	30%	34%	28%	31%	18%	40%	39%	40%	31%	35%	38%
(지배)순이익률	25%	26%	23%	22%	16%	31%	33%	26%	24%	27%	30%

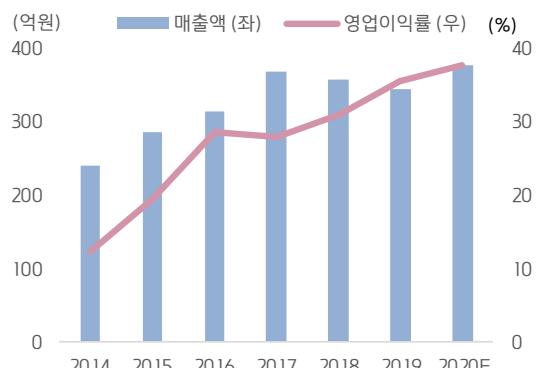
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



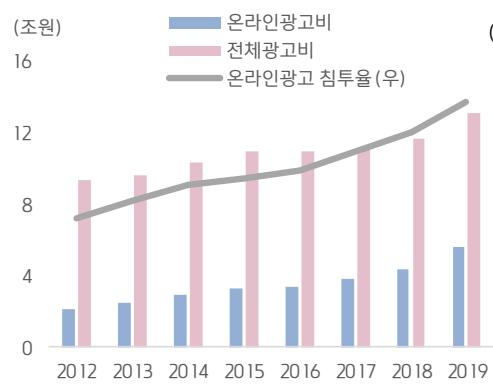
자료: 전자공시, 키움증권

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



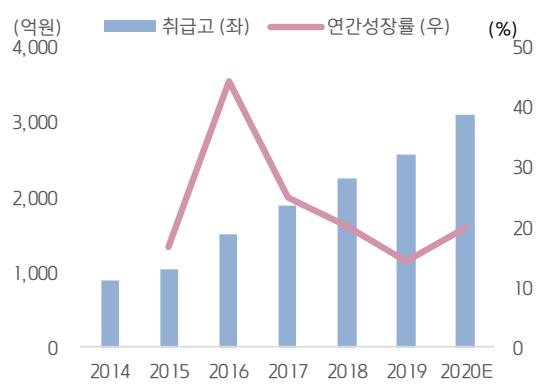
자료: 전자공시, 키움증권 추정

국내 광고비 집행 추이



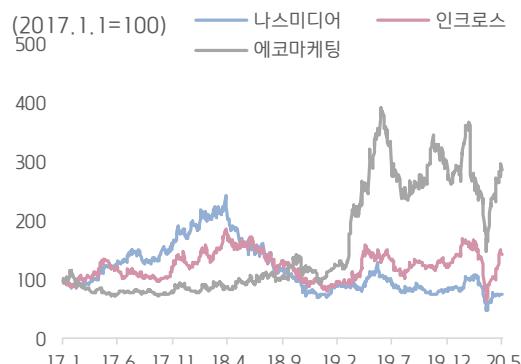
자료: 한국방송광고진흥공사, 키움증권

인크로스 취급고 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

미디어렙사 주가 추이



자료: Quantiwise, 키움증권

미디어렙사 12M Fwd PER 추이



자료: Quantiwise, 키움증권

SKT의 과거 TMS 광고 성과

업종	브랜드	CTR	CVR
금융	A은행	7.5%	8.3%
	B은행	1.2%	74.6%
커머스	C홈쇼핑	10.0%	14.6%
	D커머스	6.7%	18.9%
서비스	C콜택시	7.6%	-

[참고] 구글검색광고 CTR 2.1~6.1%

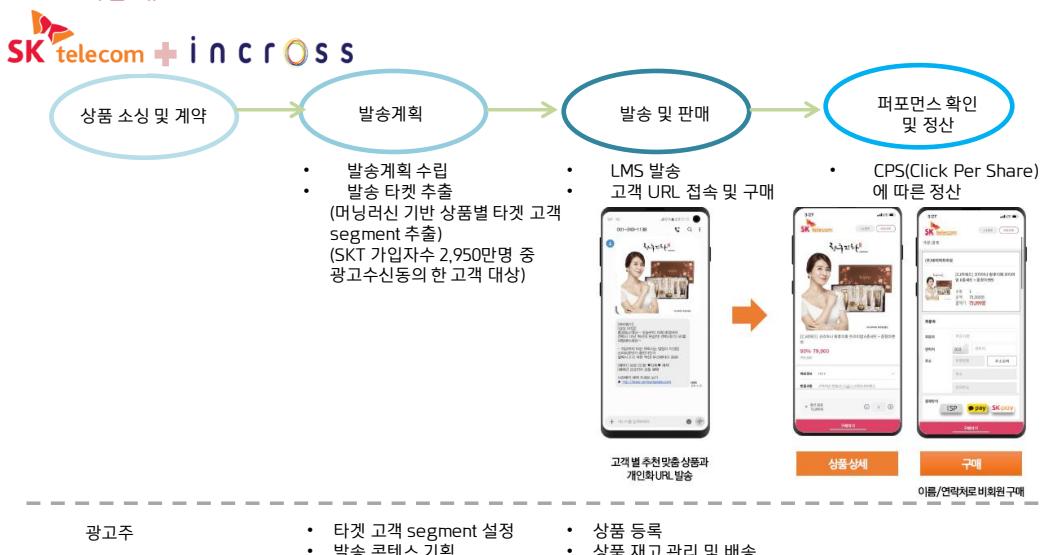
자료: 인크로스, 키움증권

SMS vs 이메일 광고 성과 비교

	SMS	이메일
CTR	9.97%	2.43%
오픈율	98%	20.81%
도달시간	3분	47분
수신거부율	2.21%	0.28%
컴플레인율	0.21%	0.37%
CPS	1.6~7.9센트*	1~3센트*

자료: 인크로스, Burst SMS 2019, 키움증권

T-deal 사업 개요



자료: SKT, 키움증권

미디어렙사 Peer Group Analysis

	인크로스 KQ 216050	나스미디어 KQ 089600	에코마케팅 KQ 230360	플레이디 KQ 237820
현재주가(원)	25,150	30,900	31,500	8,320
시가총액(억원)	2,026	2,705	5,103	1,067
절대수익률(%)				
1M	39.7	16.6	20.7	13.2
3M	-9.2	-19.4	2.9	-
6M	7.7	1.0	-12.1	-
1Y	-0.8	-27.7	-7.8	-
상대수익률(%)				
1M	26.7	5.8	9.5	2.7
3M	-7.2	-17.7	5.2	-
6M	9.6	2.7	-10.6	-
1Y	14.8	-16.4	6.7	-
매출액(억원)				
2018	358	1,066	621	347
2019	339	1,171	1,184	386
2020E	376	1,240	1,117	-
영업이익(억원)				
2018	111	249	169	70
2019	122	288	410	88
2020E	141	320	392	-
순이익(억원)				
2018	86	189	154	60
2019	93	190	349	66
2020E	111	216	327	-
영업이익률(%)				
2018	31.0	23.4	27.2	20.1
2019	35.4	24.6	34.7	22.8
2020E	37.5	25.8	35.1	-
EPS Growth(%)				
2018	1.2	-23.0	0.2	-21.9
2019	6.8	0.6	126.8	9.1
2020E	19.4	13.5	-6.3	-
PER(X)				
2018	14.6	13.1	12.0	-
2019	21.7	13.4	13.5	-
2020E	15.3	11.8	14.4	-
PBR(X)				
2018	2.0	1.9	2.1	-
2019	3.1	1.7	4.2	-
2020E	2.8	1.5	3.6	-
ROE(%)				
2018	13.8	15.0	19.5	31.4
2019	14.5	15.0	32.7	19.4
2020E	15.3	14.3	27.6	-
배당수익률(%)				
2018	-	1.9	3.4	-
2019	-	2.0	2.1	-
2020E	-	2.5	2.1	-

주: 주가와 시가총액은 5월 6일 기준, 인크로스는 키움증권 추정치, 나스미디어, 에코마케팅, 플레이디는 Quantwise 컨센서스 사용
자료: Quantwise, 전자공시, 키움증권

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결		(단위 : 억원)			
		2016	2017	2018	2019
매출액		315	368	358	345
매출원가		187	222	195	168
매출총이익		128	145	162	177
판관비		38	43	51	55
영업이익		90	102	111	122
EBITDA		93	107	116	133
영업외손익		-5	6	0	0
이자수익		4	7	7	7
이자비용		0	0	0	1
외환관련이익		0	0	0	0
외환관련손실		0	0	0	1
종속 및 관계기업손익		0	0	0	0
기타		-9	-1	-7	-5
법인세차감전이익		85	109	111	122
법인세비용		22	26	25	29
계속사업순손익		63	83	86	93
당기순이익		63	83	86	93
지배주주순이익		63	83	86	93
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율		-	16.8	-2.7	-3.6
영업이익 증감율		-	13.3	8.8	9.9
EBITDA 증감율		-	15.1	8.4	14.7
지배주주순이익 증감율		-	31.7	3.6	8.1
EPS 증감율		-	13.9	1.2	6.8
매출총이익률(%)		40.6	39.4	45.3	51.3
영업이익률(%)		28.6	27.7	31.0	35.4
EBITDA Margin(%)		29.5	29.1	32.4	38.6
지배주주순이익률(%)		20.0	22.6	24.0	27.0

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결		(단위 : 억원)			
		2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름		30	39	-8	24
당기순이익		63	83	86	93
비현금항목의 가감		30	31	41	52
유형자산감가상각비		2	2	1	8
무형자산감가상각비		1	2	3	3
지분법평가손익		0	0	0	0
기타		27	27	37	41
영업활동자산부채증감		-63	-39	-113	-101
매출채권및기타채권의감소		-145	-243	-53	-265
재고자산의감소		0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가		86	210	-50	179
기타		-4	-6	-10	-15
기타현금흐름		0	-36	-22	-20
투자활동 현금흐름		-226	-29	104	-1
유형자산의 취득		-1	-6	-9	0
유형자산의 처분		0	0	0	0
무형자산의 순취득		0	-6	-1	-1
투자자산의감소(증가)		-30	-16	-5	3
단기금융자산의감소(증가)		-328	-2	126	1
기타		133	1	-7	-4
재무활동 현금흐름		204	66	-70	-68
차입금의 증가(감소)		0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)		129	60	0	0
자기주식처분(취득)		75	0	-76	-67
배당금지급		0	0	0	0
기타		0	6	6	-1
기타현금흐름		0	0	0	-0.01
현금 및 현금성자산의 순증가		7	76	26	-45
기초현금 및 현금성자산		21	29	104	130
기말현금 및 현금성자산		29	104	130	85

자료: Quantiwise, 기움증권 리서치

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결		(단위 : 억원)			
		2016	2017	2018	2019
유동자산		834	1,153	1,110	1,337
현금 및 현금성자산		29	104	130	85
단기금융자산		328	331	205	203
매출채권 및 기타채권		473	717	713	973
재고자산		0	0	0	0
기타유동자산		4	1	62	76
비유동자산		71	96	103	105
투자자산		30	47	51	48
유형자산		3	9	16	15
무형자산		15	37	29	22
기타비유동자산		23	3	7	20
자산총계		905	1,249	1,213	1,443
유동부채		435	626	580	775
매입채무 및 기타채무		400	608	561	743
단기금융부채		0	0	0	6
기타유동부채		35	18	19	26
비유동부채		3	3	4	10
장기금융부채		0	0	0	3
기타비유동부채		3	3	4	7
부채총계		438	630	584	785
자본부분		467	619	629	657
자본금		15	39	40	40
자본잉여금		360	402	408	408
기타자본		2	2	-75	-136
기타포괄손익누계액		0	1	-9	-11
이익잉여금		91	174	265	356
비자지부분		0	0	0	0
자본총계		467	619	629	657

투자지표

12월 결산, IFRS 연결		(단위 : 원, %, 배)			
		2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS		941	1,071	1,084	1,157
BPS		6,363	7,850	7,854	8,160
CFPS		1,384	1,466	1,593	1,800
DPS		0	0	0	0
주가배수(배)					
PER		19.2	21.4	14.6	21.7
PER(최고)		29.8	26.7		
PER(최저)		13.3	14.1		
PBR		2.84	2.92	2.01	3.08
PBR(최고)		4.40	3.64		
PBR(최저)		1.96	1.92		
PSR		3.86	4.84	3.52	5.87
PCFR		13.0	15.7	9.9	14.0
EV/EBITDA		10.4	12.9	8.0	13.2
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%), 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA		7.0	7.7	7.0	7.0
ROE		13.5	15.3	13.8	14.5
ROI		79.3	73.1	43.6	31.7
매출채권회전율		1.3	0.6	0.5	0.4
재고자산회전율					
부채비율		93.7	101.7	92.7	119.4
순차입금비율		-76.4	-70.3	-53.3	-42.5
이자보상배율, 현금)		4,499,131	16,912.4	11,745.6	215.2
총차입금		0	0	0	9
순차입금		-357	-435	-335	-279
NOPLAT		93	107	116	133
FCF		2	33	-36	-2

케이엔제이 (272110)



Not Rated

주가(05/06) 7,370원

Analyst 한동희

02) 3787-5292, donghee.han@kiwoom.com

RA 이현영

02) 3787-3753, gufud@kiwoom.com

2020년 반도체 업황 정상화 시작에 따른 SiC 포커스링 수요 회복에도 불구하고 COVID-19에 따른 디스플레이 장비 셋업 일정 및 투자 지연 영향으로 영업이익 30억원 (-22% YoY) 전망. 다만 현 주가에서는 SiC 포커스링 거래선 다변화 여부가 주가의 방향성을 결정지을 것. SiC 포커스링 양산에 성공한 업체는 매우 제한적이며, 수요 역시 꾸준해 증설이 시작될 경우 21년에 대한 전망이 주가에 선반영될 가능성 높다고 판단

Stock Data

KOSDAQ (5/6)	658.40pt
시가총액	465억원
52주 주가동향	최고가 최저가 14,900원 3,670원
최고/최저가 대비 등락	-54.6% 84.2%
주가수익률	절대 상대 1M 15.0% 2.6% 6M -45.3% -43.0% 1Y 0.0% 0.0%

Company Data

발행주식수	6,305천주
일평균 거래량(3M)	92천주
외국인 지분율	0.8%
주요 주주	심호섭 외 5 인

Price Trend



SiC Ring 거래선 다변화 기대

>>> 디스플레이 장비, 반도체 부품 업체

케이엔제이는 디스플레이 후공정 장비 (엣지그라인더&표면검사기, 자유형상가공기), 반도체 부품 (애프터마켓 SiC 포커스 링) 업체. 2019년 매출액 기준 디스플레이 76%, 반도체 부품 22%, C/S 2%로 구성. 디스플레이 후공정 장비는 국내 및 중화권, 반도체 부품은 국내 2위 메모리 업체향으로 공급 중. 소모성 부품인 반도체 부품과 달리 디스플레이 후공정 장비는 전방의 신규투자 또는 패널 형상 변화에 수혜 받는 구조. 상대적으로 실적 편차 높음

>>> 디스플레이 부진 vs. 반도체 부품 호조

2020년 연결실적은 매출액 493억원 (-12% YoY), 영업이익 30억원 (-22% YoY) 전망. 2019년 반도체 업황 부진에 따른 전방 업체들의 부품 사용량 감소 및 2020년 견조한 반도체 업황을 감안하면, 반도체 부품 매출액은 151억원 (+23% YoY)이 예상되지만, 디스플레이의 경우 COVID-19에 따른 중화권 장비 셋업 일정 차질 및 중화권 투자 지연으로 342억원 (-12% YoY)의 역성장 전망. 분기별로는 디스플레이 매출 인식 시점 상 상저하고의 실적 예상

>>> 반도체 부품 거래선 다변화 결실 기대

키움증권은 2020년 디스플레이 투자 부진과 COVID-19에 따른 매출인식 지연 등 부정적 영향에 의한 역성장 우려보다, 현 주가 수준에서 향후 방향성에 대한 중요한 포인트는 반도체 부품 (애프터마켓 SiC 포커스링) 거래선 다변화에 대한 가시성이라 판단. SiC 포커스링 양산에 성공한 업체가 매우 제한적이라는 점과 꾸준한 수요를 감안하면 디스플레이 사업보다 높은 가치평가가 가능하기 때문. 현재 케이엔제이의 SiC 포커스링 생산 능력을 감안하면, 거래선 다변화에 성공할 경우 즉각적 증설로 이어질 것으로 예상되어 2021년에 대한 전망이 주가에 선반영될 가능성이 높다고 판단

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019	2020E
매출액(억원)	484	511	563	493
보고영업이익(억원)	32	9	38	30
세전이익(억원)	13	11	42	32
순이익(억원)	13	17	44	29
자배증주지분순이익(억원)	13	17	44	29
EPS(원)	287	346	854	460
증감율(%YoY)	n/a	20.6	146.5	-46.1
PER(배)	n/a	n/a	13.8	17.4
보고영업이익률(%)	6.6	1.8	6.7	6.1

자료: 키움증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망

투자지표 (억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	411	484	511	563	493
YoY %	-31%	18%	6%	10%	-12%
영업이익	(14)	32	9	38	30
YoY %	적전	-331%	-71%	319%	-22%
지배순이익	(14)	13	17	44	29
영업이익률	-3%	7%	2%	7%	6%
지배순이익률	-3%	3%	3%	8%	6%

자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



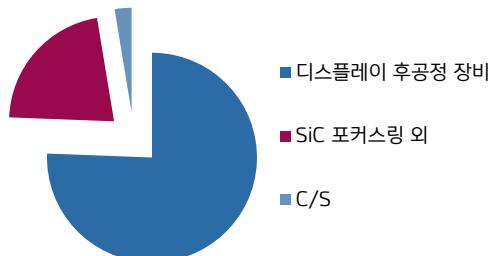
자료: 전자공시, 키움증권 추정

SiC 포커스링 매출액, 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 키움증권

부문별 매출액 비중 (2019년)



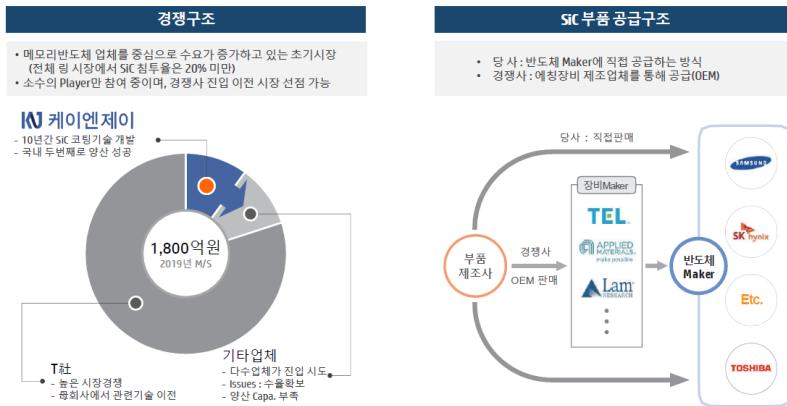
자료: 전자공시, 키움증권

케이엔제이 부문별 제품



자료: 케이엔제이, 키움증권

SiC 시장 특성 및 케이엔제이의 포지션



자료: 케이엔제이, 키움증권

디스플레이 장비 Edge Grinder와 자유형상가공 CNC의 전망시장



자료: 케이엔제이, 키움증권

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가		괴리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가		괴리율(%)	
			가격 대상	평균 주가	최고 주가	시점 대비				가격 대상	평균 주가	최고 주가	시점 대비
더존비즈온 (012510)	2020-05-07	BUY(Initiate)	110,000원	6개월			디오. (039840)	2020-02-19	BUY(Initiate)	55,000원	6개월	-47.37	-28.45
서흥 (008490)	2020-05-07	BUY(Initiate)	55,000원	6개월				2020-04-09	BUY(Maintain)	48,900원	6개월	-47.47	-47.47
피크시스템스 (140860)	2020-05-07	BUY(Initiate)	56,000원	6개월			테크월 (089030)	2020-05-07	BUY(Initiate)	26,000원	6개월		
이오테크닉스 (039030)	2020-05-07	BUY(Initiate)	120,000원	6개월			인터로조 (119610)	2018-05-14	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-43.47	-23.16
								2020-05-07	BUY(ReInitiate) *담당자 변경	33,500원	6개월		

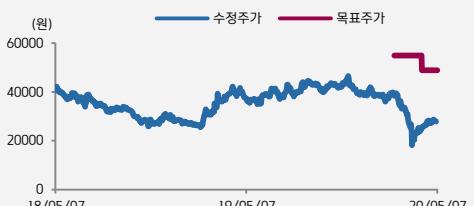
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

더존비즈온 (012510)



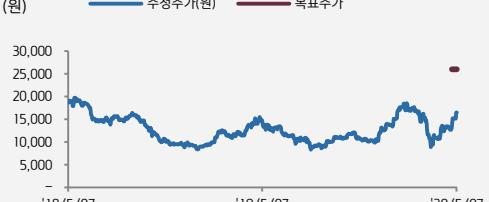
디오 (039840)



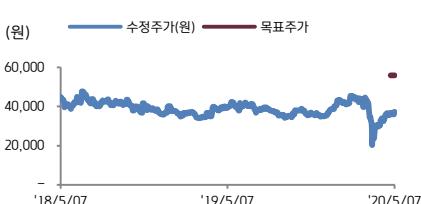
서흥 (008490)



테크윙 (089030)



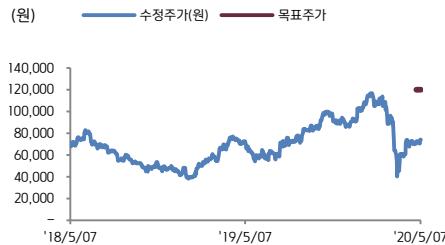
파크시스템스 (140860)



인터로조 (119610)



이오테크닉스 (039030)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률을 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률을 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%