

코텍 (052330)

BUY(Initiate)

주가(2/1) 14,400원
목표주가 21,000원

2017. 2. 2

다시 시작된 성장기

전세계적으로 지역경제 활성화를 위한 카지노 복합 리조트 유치 및 건설이 한창이다. 사람들의 이목을 끌어야 하는 카지노의 특성과 빠르게 발전하고 있는 게임의 수준, 카지노 업체 간 경쟁심화를 고려하면 슬롯머신의 대형화, 고급화는 글로벌 트렌드라고 판단된다.

카지노 게임용 모니터 시장의 선두업체인 코텍을 추천한다.



스몰캡

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

키움증권

코텍 (052330)



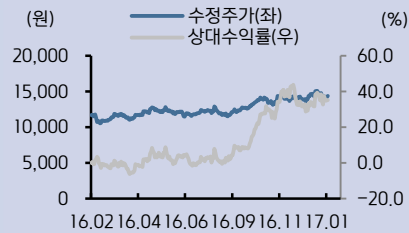
Stock Data

KOSDAQ (2/1)		623.68pt
시가총액(억원)		2,243억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	15,100원	10,550원
최고/최저가 대비 등락율	-4.64%	36.49%
수익률	절대	상대
	1M	3.2% 4.5%
	6M	16.6% 31.6%
	1Y	23.1% 35.3%

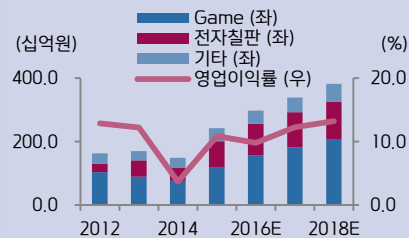
Company Data

발행주식수(천주)	15,575천주	
일평균 거래량(3M)	108천주	
외국인 지분율	22.61%	
배당수익률(17.E)	2.15%	
BPS(17.E)	15,836원	
주요 주주	아이디스홀딩스	33.0%
	베어링자산운용	7.0%

Price Trend



매출액, 영업이익률 추이 및 전망



Contents

Summary	3
> 목표주가 21,000원, 투자의견 Buy로 Coverage 개시	3
> 재차 최대실적을 경신할 것으로 예상되는 2017년	3
> 현 주가수준은 PER 밴드 하단 수준으로 저평가 국면	3
I. 4Q16 Review 및 2017년 실적전망	4
> 카지노 게임용 모니터의 대형화, 고급화 트렌드 지속	4
> 2017년은 역대 최대실적을 재차 경신하는 해가 될 전망	5
II. 투자포인트	6
> 카지노 시장 성장 정체에도 코텍의 성장을 전망하는 이유	6
> 꾸준한 성장을 실현하고 있는 전자철판 사업	9
> 의료, 항공/군사용 모니터 사업은 꾸준히 성장 중	10
> 성장성, 우수한 재무구조 대비 저평가된 현 주가	11
III. Valuation	13
> 투자의견 BUY와 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시	13
IV. 기업소개	14
> 산업용 (카지노 게임, 전자철판) 모니터 전문업체	14
V. Appendices	15
> Global peer comparison	15

- > 당사는 2월 1일 현재 '코텍 (052330)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Summary

>>> 목표주가 21,000원, 투자의견 Buy로 Coverage 개시

키움증권은 산업용 모니터 전문업체인 코텍에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시. 각 국의 지역경제 활성화, 세수 확충을 위한 카지노 복합리조트 건설 및 계획이 한창이며, 카지노 업체간 경쟁 심화에 의한 게임용 모니터의 대형화, 고급화에 따라 글로벌 점유율 50%를 상회하는 코텍의 P,Q 상승효과가 기대되기 때문. 또한 전자철판 부문 역시 대형화 트렌드에 따라 안정적으로 성장할 수 있을 것으로 예상. 그 외 의료, 항공/군사 부문 역시 고부가 시장 침투, 모델 수 증가 진행 중

>>> 재차 최대실적을 경신할 것으로 예상되는 2017년

2017년 실적은 3,385억원 (+13.6% YoY), 영업이익 416억원 (+42.2% YoY)으로 2016년에 이어 최대 실적을 재차 경신할 것으로 예상. 42.2%의 영업이익 상승률은 카지노 게임기 업체들의 M&A가 강도높게 진행된 2014년의 기저가 존재하는 2015년을 제외하면 2012년 이후 최고 수준. 영업이익률 측면에서도 긍정적인 한 해가 될 것으로 예상. 고마진으로 추정되는 IGT형 매출액 증가에 의한 믹스개선, 매출액 증가에 의한 레버리지 효과가 기대되기 때문. 전자철판도 대형화 트렌드 지속 전망

>>> 현 주가수준은 PER 밴드 하단 수준으로 저평가 국면

동사의 현 주가 수준은 12M Fwd PER 6.7X 수준으로 PER Band 하단 수준. 시가총액의 34%에 달하는 순현금을 보유하고 있고, 부채비율 13%의 안정적 재무구조와 카지노 게임용 모니터의 대형화, 고급화 속도는 2017년에 더욱 빠르게 진행될 것으로 예상되는 등 구조적 요인에 의한 P, Q 상승효과가 기대되는 점을 감안하면 주가의 저평가 국면. 매수관점의 접근이 적절하다고 판단

투자지표, IFRS 별도	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액(억원)	1,488	2,420	2,980	3,385	3,819
보고영업이익(억원)	55	263	320	389	439
핵심영업이익(억원)	55	263	292	416	504
EBITDA(억원)	77	284	312	434	521
세전이익(억원)	73	308	341	424	514
순이익(억원)	63	232	377	336	401
지배주주지분순이익(억원)	63	232	377	336	401
EPS(원)	475	1,694	2,424	2,160	2,576
증감율(%YoY)	-63.7	256.7	43.0	-10.9	19.3
PER(배)	20.2	6.9	5.8	6.7	5.6
PBR(배)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	13.0	3.9	4.5	2.7	1.5
보고영업이익률(%)	3.7	10.9	10.7	11.5	11.5
핵심영업이익률(%)	3.7	10.9	9.8	12.3	13.2
ROE(%)	3.8	12.3	16.4	12.8	13.4
순부채비율(%)	-17.7	-33.0	-30.9	-37.7	-45.4

I. 4Q16 Review 및 실적전망

>>> 카지노 게임용 모니터의 대형화, 고급화 트렌드 지속. 주당배당금 상향

카지노 게임용 모니터의 대형화, 고급화 트렌드 지속. 전자칠판도 대형화 수혜

코텍의 4분기 실적은 매출액 897억원 (+46.3% YoY, +10.3% QoQ), 영업이익 76억원 (+28.3% YoY, -18.4% QoQ)으로 시장컨센서스대비 매출액은 6.7% 상회했지만, 영업이익은 연말 성과급, 단종된 55인치 전자칠판 재고자산 건전화 영향으로 30.7% 하회했다. 주력사업인 카지노 게임용 모니터 매출액은 421억원 (+17.2% YoY, -15.8% QoQ)으로 고급화, 대형화에 따른 수혜를 이어나갔고, 전자칠판 매출액 역시 370억원 (+210.8% YoY, +25.8% YoY)으로 55인치 모델 단종 후 65, 75인치 본격 납품 시작 등 대형화에 따른 호실적을 기록했다.

세전이익, 순이익은 외환이익 및 법인세 환입으로 서프라이즈

세전이익, 순이익은 각각 165억원 (+245.9% YoY), 129억원 (+355.1% YoY)으로 시장 예상치를 크게 상회했다. 세전이익과 순이익 서프라이즈의 배경은 3Q16대비 10% 상승한 4Q16 기말환율의 영향으로 70~80억원 수준의 외환효과가 발생한 영향으로 추정되며, 코텍이 2009년 기존 주안 (과밀억제권역)에서 송도 (성장관리권역)로 사육을 이전하면서 26억원 규모의 법인세가 환입된 영향이다.

전년대비 50원 상향된 300원의 주당배당 결정

한편, 코텍은 이번 잠정 실적발표와 함께 2016년 250원 대비 50원 상향된 300원의 주당배당금 공시를 했다. 매년 배당을 실시했다는 점, 2017년에도 역대 최대 매출액 경신 기조가 이어질 것으로 전망돼 실적 성장에 따른 주당배당금 상향도 기대된다. 이는 주가의 하방경직성에 도움을 줄 것이라 판단된다.

4Q16 Earnings Review

	4Q16P	컨센서스	차이	3Q16	QoQ %	4Q15	YoY %
매출액	89.7	84.0	6.7	81.3	10.3	61.3	46.3
영업이익	7.6	11.0	(30.7)	9.3	(18.4)	5.9	28.3
세전이익	16.5	n/a	n/a	5.2	220.7	4.8	245.9
지배순이익	12.9	9.0	43.9	14.6	(11.1)	2.8	355.1
영업이익률	8.5	13.1	(4.6)	11.5	(3.0)	9.7	(1.2)
지배순이익률	14.4	10.7	3.7	17.9	(3.5)	4.6	9.8

자료: 키움증권

>>> 2017년은 역대 최대실적을 재차 경신하는 해가 될 전망

2017년 매출액 3,385억원, 영업이익 416억원 (+42.2%) 전망

키움증권은 코텍의 2017년 실적에 대해 매출액 3,385억원 (+13.6% YoY), 영업이익 416억원 (+42.2% YoY)으로 2016년에 이어 역대 최대 실적을 재차 경신할 것으로 전망한다.

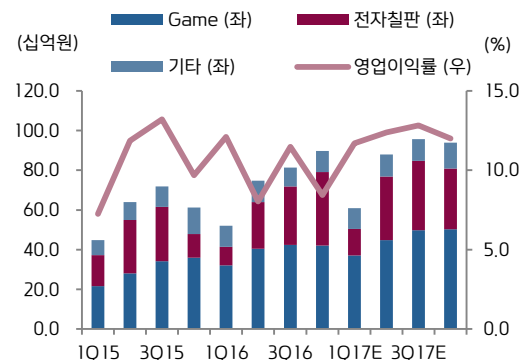
이는 1) 카지노 슬롯머신의 품팩터 변화 (대형화, 고급화)에 따라 P, Q가 본격적으로 증가할 것으로 예상되고, 2) 시장의 우려와는 달리 전자칩판 사업 역시 대형화 진행에 따른 안정적 성장이 전망되며, 3) 신규 성장 동력이 될 의료, 군사/항공용 모니터 사업 역시 고부가 시장으로의 침투 시작과 적용 모델 수가 증가하며 순항할 것으로 전망되기 때문이다.

코텍의 분기, 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	52.1	74.8	81.3	89.7	60.9	88.0	95.6	94.0	242.0	297.9	338.5	381.9
YoY %	16.3	17.6	13.1	46.3	16.8	17.5	17.6	4.8	62.6	23.1	13.6	12.8
QoQ %	(15.0)	43.6	8.6	10.3	(32.1)	44.4	8.8	(1.7)				
Game	32.1	40.5	42.4	42.1	37.1	44.8	49.8	50.3	119.9	157.1	182.0	205.7
IGT	12.3	15.0	19.4	16.3	17.2	19.8	21.7	19.5	43.3	63.0	78.2	94.7
Aristocrat	17.0	22.0	19.3	19.7	15.7	20.5	23.9	25.9	54.4	78.0	86.0	96.9
Others	2.8	3.5	3.7	6.1	4.2	4.5	4.3	4.9	22.2	16.1	17.9	21.1
전자칩판	9.3	23.5	29.4	37.0	13.3	32.0	34.9	30.6	81.7	99.2	110.8	120.0
의료	3.5	3.7	3.8	4.5	4.1	4.2	4.1	4.7	14.5	15.5	17.1	20.3
항공/군사	1.7	1.8	1.8	1.7	2.0	2.4	2.6	2.6	7.0	7.0	9.6	16.8
PD/Multi/other	5.5	5.3	3.9	4.4	4.4	4.6	4.2	5.7	18.9	19.1	18.9	19.2
영업이익	6.3	6.0	9.3	7.6	7.1	10.9	12.3	11.3	26.3	29.2	41.6	50.4
YoY %	93.8	(20.9)	(1.7)	27.4	12.9	81.6	31.4	49.1	378.7	11.2	42.2	21.3
QoQ %	6.2	(4.6)	55.4	(19.0)	(5.9)	52.9	12.8	(8.0)				
세전이익	4.1	8.3	5.2	16.6	7.2	11.1	12.5	11.5	30.8	34.1	42.4	51.5
지배순이익	3.5	6.7	14.6	14.9	5.6	8.7	9.8	9.0	23.2	39.7	33.2	40.3
영업이익률	12.1	8.0	11.5	8.4	11.7	12.4	12.8	12.0	10.9	9.8	12.3	13.2
지배순이익률	6.7	9.0	17.9	16.7	9.3	9.9	10.3	9.6	9.6	13.3	9.8	10.6

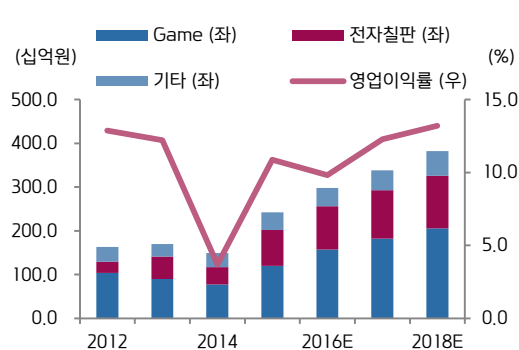
자료: 코텍, 키움증권 추정

분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정
주: 기타는 의료, 군사/항공, PD/Multi 등

연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정
주: 기타는 의료, 군사/항공, PD/Multi 등

II. 투자포인트

>>> 카지노 시장 성장 정체에도 불구하고, 코텍의 성장을 전망하는 이유

카지노 시장 경쟁 심화에 따른 슬롯머신의 대형화, 고급화 트렌드

키움증권은 카지노 시장의 성장 정체에도 불구하고, 카지노용 슬롯머신 모니터를 생산 (2016년 기준 매출액의 53%)하는 코텍의 성장을 전망한다. 2017년 코텍의 게임용 모니터 매출액은 1,820억원 (+15.9% YoY)로 카지노 게임기 업체들의 M&A가 강도높게 진행되었던 2014년 이후의 꾸준한 성장세가 지속될 것으로 예상되며, 이를 통한 영업이익률의 상승을 예상한다. 근거는 다음과 같다.

1) 지역경제 활성화를 위한 방안으로 대두되는 카지노 복합리조트 건설 증가

전세계적으로 복합 카지노리조트에 대한 관심이 높아지고 있다. 전후 70년 이상 카지노를 금지해왔던 일본은 지난 12월 카지노 해금법을 통과시켰으며, 필리핀은 지난 12월 ‘오카다마닐라’가 가개장했고, 그 외 마닐라 해안매립지에 4개의 카지노를 포함하는 ‘Entertainment City’를 건설할 계획이다. 대만 역시 2012년 7월 카지노 특구 조성안이 통과돼 2019년까지 카지노 복합리조트를 개장할 계획이며, 베트남도 3개의 복합 카지노리조트가 건설되고 있다. 그 외 태국, 러시아 등도 카지노 복합 리조트를 유치하거나 건설할 계획이다.

아시아 각국의 카지노 복합 리조트 건설 계획

국가	내용
한국	영종도 파라다이스시티 2017년 4월 개장 예정. 2020년까지 인천, 제주에서 4개의 대형 복합리조트 건설 계획
대만	2012년 7월 카지노 특구 조성안 통과. 2019년까지 카지노 복합리조트 개장 계획
필리핀	2016년 12월 ‘오카다마닐라’ 가개장. 그 외 마닐라 해안매립지에 4개의 카지노를 포함한 ‘Entertainment City’ 건설 계획
러시아	연해주에 17개의 카지노 복합리조트 건설 계획
태국	카지노 복합 리조트 유치 구상 중
일본	2016년 12월 카지노 해금법 통과
베트남	나짬 (남부 휴양지)에 카지노 리조트 단지 조성 중

자료: 언론보도, 키움증권

카지노 시장 성장 정체에도 불구하고, 각 국이 카지노 복합 리조트 건설에 열을 올리는 이유는 경제성장률 둔화와 관련이 깊다고 판단된다. 대형 카지노 프로젝트는 적게는 수천억에서 많게는 수조원의 투자금이 소요되는데, 마카오와 싱가포르의 사례에서 확인된 바와 같이 이를 통해 지역경제가 활성화되고, 세수 확대를 통한 긍정적인 경제적 효과를 기대할 수 있기 때문이다.

빠르게 증가할 것으로 예상되는 카지노 복합 리조트 숫자 대비 아시아 카지노 시장의 대다수가 중국인, 일본인 관광객을 타겟팅 하고 있다는 점에서 카지노 복합 리조트 시장의 장기 성장성에 대한 우려와 카지노 복합 리조트가 점차 호텔, 회의, 쇼핑시설, 테마파크 등의 관광, 휴양시설 중심으로 변화할 것이라는 시장의 전망에는 동의하지만 카지노는 복합 리조트 내 수익성 측면에서 가장 우수한 사업 중 하나라는 점에서 여전히 중요한 사업일 수 밖에 없으며, 이를 위한 카지노 차별화는 빠르게 진행될 것이라고 판단한다.

2) 카지노 게임기의 대형화, 고급화에 의한 차별화 수혜

키움증권은 카지노 업체들의 차별화 포인트 중 하나로 게임기의 고급화와 대형화를 전망한다. 카지노의 복합 리조트화는 글로벌 트렌드이며, 모든 요소들이 방문객들의 관심을 끌어야만 하는 점과 게임의 빠른 발전 속도를 감안하면 게임기의 대형화, 고급화는 필수적이라 판단하기 때문이다. 이 점에서 카지노용 게임기 모니터 시장의 성장이 전망된다. 이 과정에서 코텍의 1,000달러 이상 제품 비중은 2016년 15%에서 2017년 25%까지 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

〈게임기 모니터의 대형화〉

코텍이 기존의 카지노 게임기 1대당 기대할 수 있었던 모니터 매출액은 23인치 메인모니터 400달러, 탑 모니터 300달러로 총 700달러 수준이었다. 하지만 메인모니터가 42, 55, 72인치 등 대형화되면서 ASP가 상승하고 있다. 84인치 메인모니터의 경우 6,000달러가 넘는 제품도 있기 때문이다. 이에 따라 코텍의 메인모니터 ASP는 2014년 418달러, 2016년 상반기 485달러로 증가세가 지속되는 상황이다. 1,000달러 이상 제품 비중 역시 2014년 5%, 2016년 상반기 13%로 빠르게 증가하고 있다.

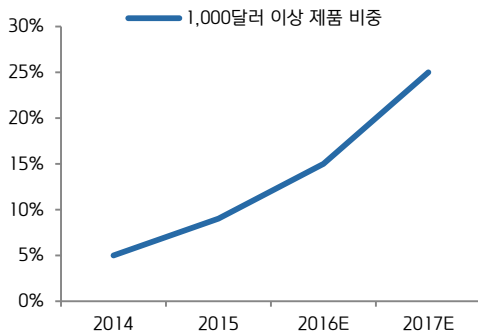
카지노 업체간 경쟁 심화로 게임기 차별화에 대한 니즈가 존재하고, 현재 카지노 게임기 중 42인치 탑재율이 15% 수준에 불과하다는 점을 고려하면 모니터 대형화 트렌드는 아직 초입이라고 판단된다.

카지노 게임기의 모니터의 대형화



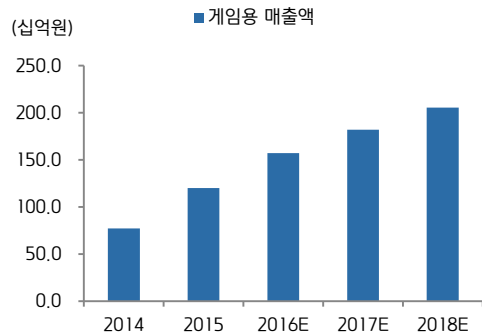
자료: IGT, Aristocrat 키움증권

1,000달러 이상 제품 비중 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

코텍의 게임용 모니터 매출액 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

〈카지노 게임기의 고급화: Curved, 사이니지와 버튼의 디스플레이화〉

카지노 게임기의 고급화 역시 진행되고 있다. Curved 메인모니터의 수요가 증가하고 있고, 기존 아크릴 기반의 사이니지와 하단 버튼 역시 디스플레이화 되고 있는 추세다. 42인치 메인모니터 기준으로 Curved 제품은 Flat 제품 가격의 2배 수준으로 파악돼 ASP의 상승효과가 있으며, 사이니지와 버튼의 디스플레이화로 350~450달러 수준의 추가 매출이 기대된다. 17% 수준으로 파악되는 사이니지와 버튼의 디스플레이 탑재율은 지속 증가해 중장기적으로 전량 대체될 것으로 전망된다.

카지노 게임기의 고급화: Curved, 사이니지와 버튼의 디스플레이화 등 디스플레이 채택률 증가



자료: 코텍, 키움증권

2017년에도 카지노 게임기의 고급화는 지속될 전망이다. 주요 고객사인 IGT향으로 올해부터 Curved 제품의 출하가 진행될 것으로 예상되며, Aristocrat 향으로도 Curved 제품의 확대가 전망된다.

또한 IGT와 Aristocrat이 2016년 10월 맺은 크로스라이센스도 눈여겨 볼 부분이다. 자세한 내용은 공개되지 않았으나, 게임 특성과 시스템 특허에 관련된 IP가 대상으로 서로에 진행되던 모든 소송에 대한 합의가 포함되어 있다. 이용자들의 이목을 끌어야 하는 카지노게임기의 성격과 Aristocrat이 ‘왕좌의 게임’ 등의 유명IP를 이용한 게임기 출시로 시장에서 호평을 받은 사례를 미루어 볼 때, 카지노 게임에서 IP는 점차 중요해 질 것으로 전망된다. 결국 이를 위한 시장 과점자들의 연합으로 해석할 수 있으며, 빠르게 발전하고 있는 게임의 수준과 카지노 게임기의 고급화는 방향을 같이 할 전망이다.

IGT와 Aristocrat의 카지노 게임기 시장 점유율이 60% 수준이라는 점을 감안하면 카지노 게임기의 고급화는 글로벌 트렌드임을 부정하기 어려워 보이며, 코텍의 양사 점유율이 90%에 육박한다는 점, 양사가 각각 북미, 아시아에 강점을 가진 업체라는 점을 감안하면 코텍의 성장성에 대한 가시성이 높다고 판단된다.

글로벌 주요 카지노 게임기 업체 현황과 코텍의 점유율

업체명	시장 점유율	코텍 점유율	비고
IGT	≈30%	≈88%	북미 강점
Aristocrat	≈31%	≈100%	아시아 강점
Scientific Games	≈28%	≈10%	토비스 (051360) 1번더

자료: 키움증권

>>> 시장의 우려와는 달리 꾸준한 성장을 시현하고 있는 전자칠판 사업

2017년 전자칠판 부문 매출액 1,108억원 (+11.7% YoY) 전망

키움증권은 2017년 코텍의 전자칠판 사업부 매출액이 1,108억원 (+11.7% YoY)으로 2016년에 이어 성장세가 지속될 것이라 전망한다. 이는 기존 55인치 전자칠판의 단종 이후 대형화가 진행되고 있기 때문이다. 코텍의 주요 고객사인 SMART가 2016년 9월 글로벌 EMS (Electronic Manufacturing Service) 업체인 Foxconn에 인수된 이후 Foxconn의 전자칠판 모니터 사업 내재화 우려가 있는 것이 사실이지만, 그럼에도 코텍에 미치는 악영향은 미미할 것으로 예상한다.

1) 연간 4만대 수준의 소량이지만, 모듈화를 위한 6개월 이상의 공동개발이 필수적인 사업

코텍이 SMART에 납품하는 전자칠판용 모니터는 연간 4만대 수준의 소량이지만, 각 제품별로 6개월 이상의 공동개발이 필수적이다. Foxconn은 디스플레이 패널 업체인 샤프를 자회사로 두고있지만 단순 제조에 익숙하다는 점과 Foxconn이 연간 1,400억 달러의 매출액 규모를 감안하면 전자칠판 모듈화를 위한 연구개발에 인적, 물적 자원을 투입하는 것은 비효율이라 판단된다. 오히려 SMART와 세계 최초 70인치 LCD 전자칠판을 공동개발 한 코텍을 이용하는 것이 합리적이다.

2) 나스닥 상장폐지까지 몰렸던 SMART가 Foxconn에 인수된 것은 오히려 긍정적

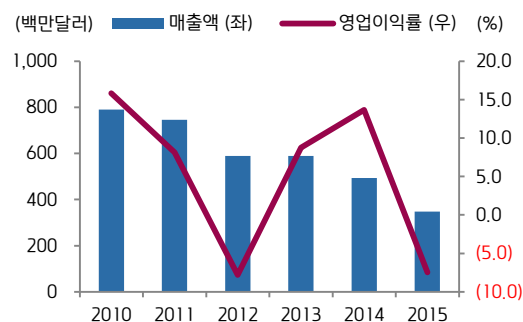
전자칠판 주요 고객사인 SMART의 글로벌 프리미엄 전자칠판 시장 점유율은 30% 수준으로 파악된다. SMART는 실적 부진으로 나스닥 상장폐지까지 몰렸었지만, Foxconn에 인수되면서 코텍의 SMART형 매출채권에 대한 우려 및 사업 안정성은 증가되었다고 보는 것이 타당하다.

SMART의 전자칠판



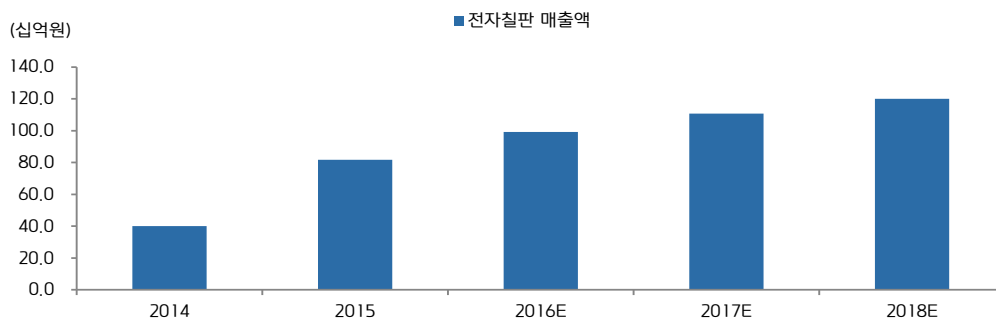
자료: SMART Technology, 키움증권

SMART 매출액, 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

코텍의 전자칠판 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

>>> 향후 성장동력이 될 의료, 항공/군사용 모니터 매출액은 꾸준히 순항 중

2017년 의료용 171억원 (+10.3% YoY), 항공/군사용 96억원 (+36.7% YoY) 예상

향후 신규 성장동력이 될 의료, 항공/군사용 모니터 사업 역시 성장세가 지속되고 있다. 2017년 매출액 171억원 (+10.3% YoY)를 기록할 것으로 예상되는 의료용 모니터의 경우 기존에 납품하던 초음파, 임상용 대비 수익성이 높고 시장규모가 큰 높은 수술용 모니터의 매출이 올해부터 시작될 것으로 예상된다. 또한 96억원 (+36.7% YoY)의 매출액이 예상되는 항공/군사용 모니터 역시 올해에는 기존 납품 모델의 확대와 신규모델 (잠수함용, 보조모니터 등) 납품 시작으로 성장세를 이어나갈 것으로 전망된다.

2017년 예상 실적 기준으로도 게임용, 전자칠판용 모니터 매출액 대비 여전히 미미한 수준의 매출 비중 (7.8%)이겠지만, 점차 고부가 시장으로의 침투가 진행되고 있고, 적용 모델수가 증가하고 있다는 점에서 미래 성장을 위한 기반이 다져지고 있는 과정이라 판단된다.

의료용 모니터



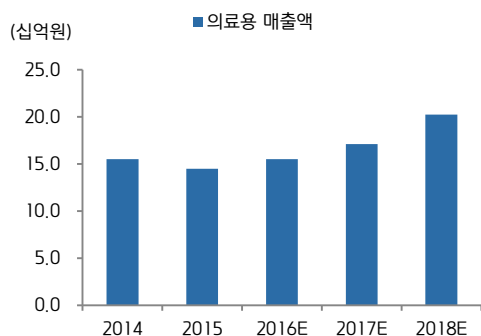
자료: 코텍, 키움증권

항공/군사용 모니터



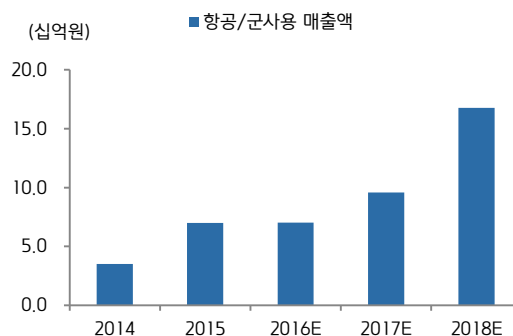
자료: 코텍, 키움증권

의료용 모니터 매출액 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

항공/군사용 모니터 매출액 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

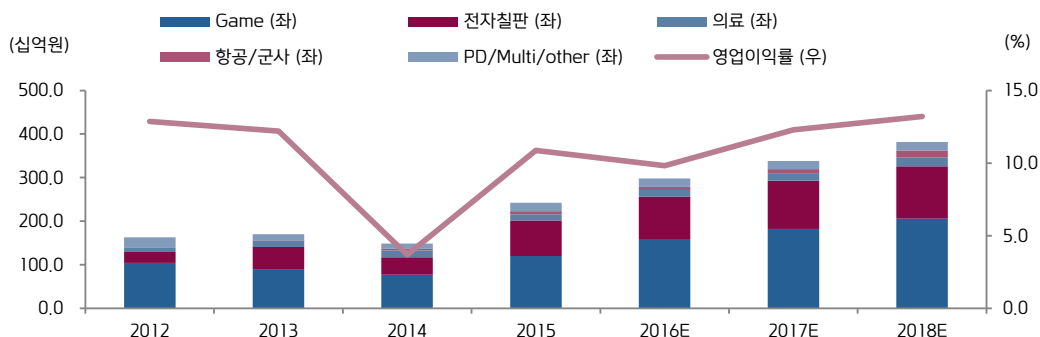
>>> 성장성, 우수한 재무구조 대비 저평가된 현 주가

2017년 영업이익 416억원 (+42.2% YoY) 예상. 현 주가는 2017E PER 6.7X 수준

키움증권은 코텍의 2017년 실적이 매출액 3,385억원 (+13.6% YoY), 영업이익 416억원 (+42.2% YoY)으로 2016년에 이어 사상최대 실적을 재차 경신하는 한 해가 될 것으로 전망한다. 2017년의 영업이익 성장률은 42.2%는 2014년 카지노 게임기 업체들의 강도높은 M&A에 따른 기저효과가 강하게 작용했던 2015년 (+379% YoY)을 제외하면 2012년 이후 가장 높은 성장률이다.

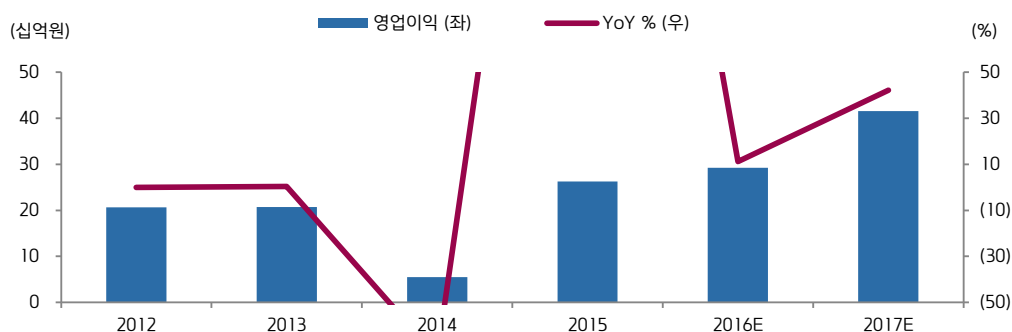
카지노 게임용 모니터의 경우 카지노 경쟁 심화에 따른 슬롯머신의 대형화, 고급화가 진행되는 가운데 장기적으로 카지노 복합리조트 건설이 전세기적으로 예정되어 있어 50%를 상회하는 글로벌 카지노 게임용 모니터 시장 점유율의 코텍의 수혜가 예상된다. 또한 전자칠판 역시 안정적으로 성장하고 있고, 게임용, 전자칠판 대비 비중은 미미하지만 의료, 항공/군사용 모니터 사업 역시 침투 시장 영역확대와 모델 수 증가가 빠르게 이뤄지고 있는 상황이다.

코텍의 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

코텍의 영업이익, 영업이익 성장률 추이 및 전망



자료: 코텍, 키움증권 추정

3Q16 기준 순현금은 746억원 (현 시가총액의 34%)에 달하며, 부채비율은 13%에 불과해 재무적으로 매우 안정적이고, 2017년 사상 최대실적의 경신이 예상된다. 점을 고려하면 이번 300원의 주당배당금은 최소한 유지될 것으로 예상된다. 결국 성장성과 안정적 재무구조, 주당배당금 상승 가능성, 역사적 PER Band 하단 수준인 12M Fwd 기준 PER 6.7X의 현 주가수준은 저평가 국면이라 판단된다.

III. Valuation

>>> 코텍에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

2017년 예상 EPS 2,160원 기준 PER 6.7X 수준으로 저평가 상태

키움증권은 코텍에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 21,000원은 2017년 예상 EPS 2,160원에 Target PER 9.5X를 적용해 산출했다. Target Multiple인 PER 9.5X는 1) 코텍의 12M Fwd PER Band 중단 수준에 불과하다.

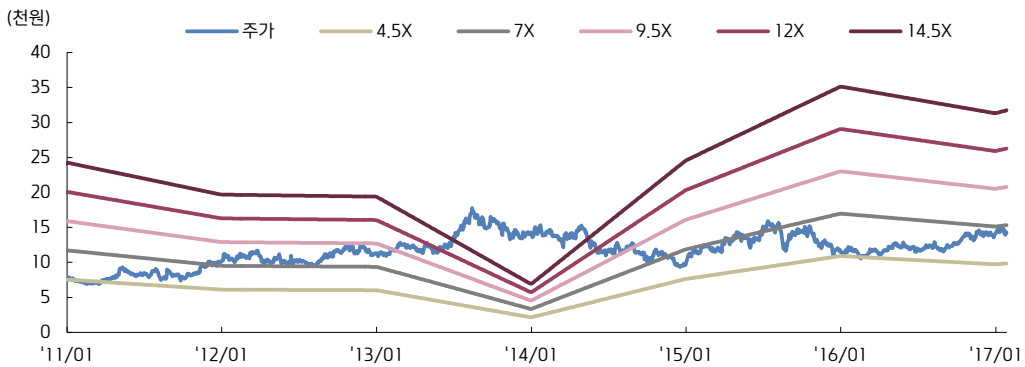
코텍은 1) 무차입경영을 지속하는 가운데서도 3Q16 기준 현 시가총액의 34%에 달하는 746억원의 순현금을 보유하고 있고, 2) 부채비율 13%의 우수한 재무구조, 3) 300원의 주당배당금은 실적 성장과 더불어 상향될 가능성이 높다는 점, 4) 제2의 성장기에 진입한 상황에서 2017년 예상 PER 6.7X 수준의 현재 주가수준을 고려하면 매수 관점이 타당하다고 판단된다.

목표주가 산정 요약

항목	단위	2017E	비고
지배주주순이익	십억원	33.2	
주식수	백만주	15.6	
EPS	원	2,160	
Target multiple	X	9.5	역사적 12M Fwd PER 중단
목표주가	원	21,000	
현재주가		14,400	
상승여력	%	45.8	

자료: 키움증권 추정

코텍의 12M Fwd PER Band Chart



자료: 키움증권 추정

IV. 기업소개

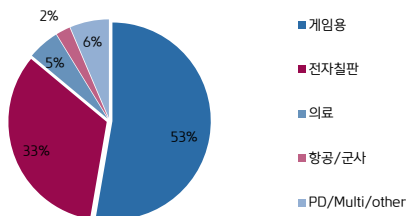
>>> 산업용 (카지노 게임, 전자칠판, 의료, 항공/군사) 모니터 전문업체

2016년 매출액 기준 게임 53%, 전자칠판 33%, 의료 5%, 항공/군사 2%, 기타 6%

코텍은 산업용 디스플레이 전문업체로 매출액은 2016년 기준 게임용 53%, 전자칠판 33%, 의료 5%, 항공/군사 2%, 기타 6%로 구성되어있다. 매출액의 95%가 수출인데, 이는 1) 50%를 상회하는 코텍의 글로벌 게임용 모니터 시장 점유율, 2) 전방시장인 카지노가 국내보다는 북미, 마카오 등을 중심으로 발달한 가운데 메이저 슬롯머신 제작 업체들 (IGT, Aristocrat, Scientific Games 등), 전자칠판 주요 고객 대부분이 해외업체이기 때문이다. 주 고객사는 IGT, Aristocrat (게임용), Foxconn에 인수된 Smart (전자칠판)이며, 각 고객사 내 주요 벤더의 지위를 유지하고 있다.

최대주주인 아이디스홀딩스 (33%, 코스닥 상장)는 2012년 12월 최대주주가 된 이후 (29.8%) 2016년 9월까지 지속적으로 지분을 늘려가고 있으며, 그 외 주요 주주로는 베어링자산운용 (6.9%), 국민연금 (4.4%) 등이 있다. 한편 2016년 9월 21일 공시된 코텍의 300,000주 규모의 자사주 취득계획은 12월 8일에 완료되어 현재 발행주식수의 5% (704,726주)를 자사주로 보유하고 있다.

사업부문별 매출액 비중 (2016년 기준)



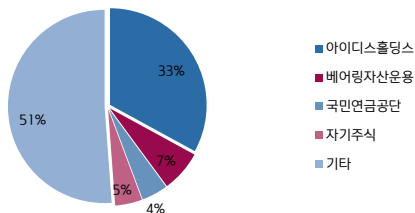
자료: 전자공시, 키움증권

코텍의 게임, 의료, 항공/군사용, 전자칠판용 모니터



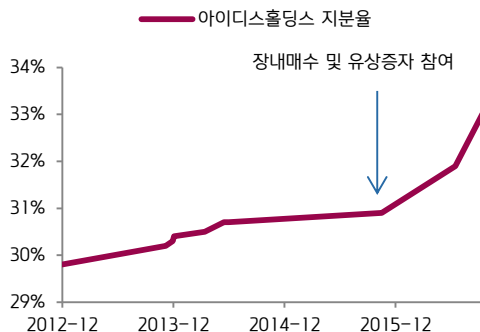
자료: 코텍, 키움증권

코텍의 주주 구성 (2016년 12월 31일 기준)



자료: 전자공시, 키움증권

최대주주인 아이디스홀딩스의 지분 추이



자료: 전자공시, 키움증권

V. Appendices

>>> Global peer comparison

	코텍	토비스	IGT	Aristocrat	Scientific Games	Avg.
투자 의견	BUY					
목표주가	21,000					
현재주가(원, 달러, 2/1)	14,400	8,240	26	11	17	
Upside (%)	45.8					
시가총액(십억원, 백만달러)	224	138	5,309	7,322	1,489	
절대수익률(%)						
1M	1.8	(3.8)	3.5	(1.4)	21.4	7.8
3M	3.2	(1.3)	(7.3)	0.6	37.1	10.1
6M	16.5	(14.6)	28.6	(3.2)	59.5	28.3
1Y	25.0	9.0	89.7	51.7	187.2	109.5
초과수익률(%)						
1M	(0.2)	(5.8)	1.6	(3.3)	19.5	5.9
3M	(0.5)	(4.9)	(15.0)	(7.1)	29.3	2.4
6M	13.2	(17.8)	22.6	(9.1)	53.6	22.4
1Y	16.0	0.0	69.7	31.7	167.1	89.5
PER (X)						
2015	6.9	5.5	8.5	34.7	n/a	21.6
2016E	5.8	n/a	13.2	20.3	n/a	16.8
2017E	6.7	n/a	12.4	18.0	n/a	15.2
PBR (X)						
2015	0.9	1.0	1.1	6.0	n/a	3.6
2016E	0.9	n/a	1.5	7.3	n/a	4.4
2017E	0.8	n/a	1.4	6.2	n/a	3.8
매출액성장률 (%)						
2015	62.6	(45.5)	(24.5)	59.1	적지	17.3
2016E	23.1	n/a	n/a	140.5	흑전	140.5
2017E	13.6	n/a	n/a	9.1	51.4	30.3
영업이익성장률 (%)						
2015	378.7	(40.5)	적전	흑전	적지	n/a
2016E	11.2	n/a	흑전	125.3	적지	125.3
2017E	42.2	n/a	88.3	13.4	적지	50.9
순이익성장률 (%)						
2015	261.6	6.7	11.5	18.7	(37.1)	(2.3)
2016E	63.9	n/a	n/a	31.2	7.3	19.3
2017E	(10.3)	n/a	n/a	31.6	10.7	21.2
영업이익률 (%)						
2015	10.9	5.3	(1.6)	11.8	(50.5)	(13.4)
2016E	9.8	n/a	1.5	18.4	(11.1)	2.9
2017E	12.3	n/a	2.8	19.4	(8.1)	4.7
순이익률 (%)						
2015	9.6	18.6	(2.5)	23.0	n/a	10.3
2016E	12.7	n/a	11.8	40.0	20.5	24.1
2017E	9.9	n/a	12.7	37.2	15.2	21.7
ROE (%)						
2015	12.3	(4.9)	(15.0)	(7.1)	29.3	2.4
2016E	16.4	(17.8)	22.6	(9.1)	53.6	22.4
2017E	12.8	0.0	69.7	31.7	167.1	89.5

자료: Bloomberg, 키움증권

주: 코텍은 잠정실적 발표치 및 키움증권 추정치 기준, 그 외 종목은 블룸버그 컨센서스 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	1,488	2,420	2,980	3,385	3,819
매출원가	1,204	1,875	2,242	2,505	2,788
매출총이익	284	545	738	880	1,031
판매비및일반관리비	230	282	445	464	527
영업이익(보고)	55	263	320	389	439
영업이익(핵심)	55	263	292	416	504
영업외손익	18	45	49	8	10
이자수익	10	4	6	6	6
배당금수익	0	1	1	0	0
외환이익	30	57	109	41	42
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	20	25	75	43	43
관계기업지분법손익	0	-4	1	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	2	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	2	5	0	0
기타	-2	9	2	4	5
법인세차감전이익	73	308	341	424	514
법인세비용	10	76	-37	88	113
유효법인세율 (%)	13.3%	24.7%	-10.7%	20.7%	22.0%
당기순이익	63	232	377	336	401
지배주주지분손이익(억원)	63	232	377	336	401
EBITDA	77	284	312	436	526
현금순이익(Cash Earnings)	86	253	397	356	423
수정당기순이익	63	229	375	336	401
증감율(% YoY)					
매출액	-12.3	62.6	23.1	13.6	12.8
영업이익(보고)	-73.5	378.7	21.6	21.7	12.8
영업이익(핵심)	-73.5	378.7	11.2	42.2	21.3
EBITDA	-66.2	267.0	10.0	39.6	20.7
지배주주지분 당기순이익	-63.5	266.3	62.8	-10.9	19.3
EPS	-63.7	256.7	43.0	-10.9	19.3
수정순이익	-64.4	261.6	63.9	-10.3	19.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-30	152	193	182	341
당기순이익	63	232	377	336	401
감가상각비	18	16	15	14	16
무형자산상각비	4	5	5	5	6
외환손익	-2	-8	-35	2	1
자산처분손익	1	1	1	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	-123	-158	-212	-197	-134
기타	9	64	42	22	51
투자활동현금흐름	-59	174	-23	-53	-55
투자자산의 처분	-35	194	-5	-10	-3
유형자산의 처분	1	3	0	0	0
유형자산의 취득	-21	-19	-16	-43	-52
무형자산의 처분	-1	-3	0	0	0
기타	-3	-2	-2	0	0
재무활동현금흐름	-67	243	-50	-44	-52
단기차입금의 증가	-11	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	286	0	0	0
배당금지급	-32	-25	-38	-45	-52
기타	-23	-17	-12	1	0
현금및현금성자산의순증가	-156	572	119	86	233
기초현금및현금성자산	172	16	588	708	793
기말현금및현금성자산	16	588	708	793	1,027
Gross Cash Flow	93	310	405	380	475
Op Free Cash Flow	-75	39	14	95	218

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	1,209	1,776	2,309	2,661	3,056
현금및현금성자산	16	588	708	793	1,027
유동금융자산	276	114	145	152	154
매출채권및유동채권	420	540	815	1,044	1,193
재고자산	497	534	641	671	682
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	614	578	547	594	626
장기매출채권및기타비유동채권	8	9	13	14	14
투자자산	121	86	64	67	68
유형자산	429	428	428	457	493
무형자산	56	54	41	57	51
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,823	2,354	2,855	3,255	3,682
유동부채	136	198	372	435	461
매입채무및기타유동채무	115	135	347	409	434
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	21	63	25	26	27
비유동부채	36	29	17	17	18
장기매입채무및비유동채무	6	2	2	2	2
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	27	14	15	15
부채총계	172	226	389	452	478
자본금	65	78	78	78	78
주식발행초과금	333	606	606	606	606
이익잉여금	1,120	1,326	1,666	2,002	2,403
기타자본	133	118	117	117	117
자본총계	1,651	2,128	2,466	2,803	3,204
지분법적용자본총계	1,651	2,128	2,466	2,803	3,204
순차입금	-292	-703	-853	-945	-1,181
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

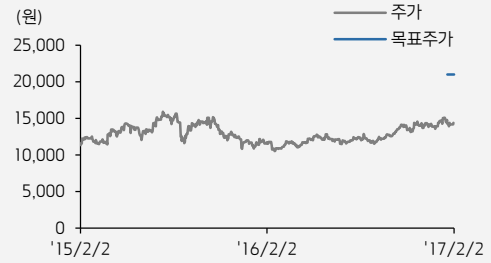
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	475	1,694	2,424	2,160	2,576
BPS	12,388	13,662	15,836	17,996	20,572
주당EBITDA	580	2,073	2,003	2,796	3,374
CFPS	643	1,846	2,550	2,287	2,714
DPS	200	250	300	350	400
주가배수(배)					
PER	20.2	6.9	5.8	6.7	5.6
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	13.0	3.9	4.2	3.0	2.0
PCFR	15.0	6.3	5.5	6.3	5.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.7	10.9	10.7	11.5	11.5
영업이익률(핵심)	3.7	10.9	9.8	12.3	13.2
EBITDA margin	5.2	11.7	10.5	12.9	13.8
순이익률	4.3	9.6	12.7	9.9	10.5
자기자본이익률(ROE)	3.8	12.3	16.4	12.8	13.4
투자자본이익률(ROIC)	3.9	15.0	15.1	18.7	20.2
안정성(%)					
부채비율	10.4	10.6	15.8	16.1	14.9
순차입금비율	-17.7	-33.0	-34.6	-33.7	-36.9
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.1	5.0	4.4	3.6	3.4
재고자산회전율	3.0	4.7	5.1	5.2	5.6
매입채무회전율	13.8	19.4	12.4	9.0	9.1

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
코텍(052330)	2017/02/02	BUY(Initiate)	21,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%