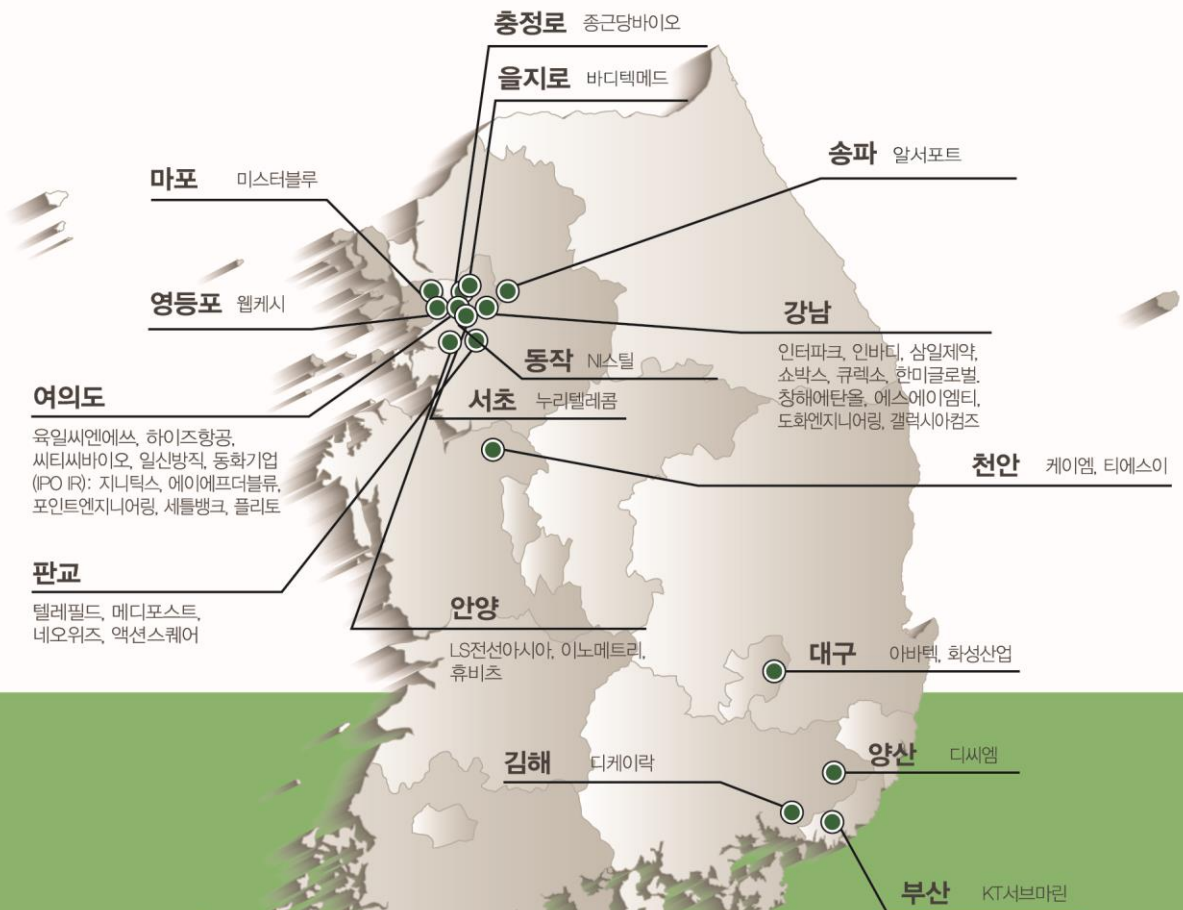


# [탐방 업데이트] 7월의 숨은 그림 찾기

## 6월 탐방지도



## Dream Big 스몰캡 Monthly

|         |     |          |                   |
|---------|-----|----------|-------------------|
| Analyst | 유경하 | 369-3353 | last88@db-fi.com  |
| Analyst | 구성진 | 369-3428 | goo@db-fi.com     |
| Analyst | 유현재 | 369-3369 | Jay.yoo@db-fi.com |

## DB스몰캡 6월의 생각

**Old Fashioned의 생각:** 지방 탐방을 가면 확실히 국내 제조업 경기가 좋지 않음을 여실히 느끼게 된다. 글로벌 경기둔화가 문제가 아니라, 대기업들의 생산기지 해외 이전, 기업들의 투자 축소와 경비절감 기조가 문제다. 이런 시기에는 '많이' 생산하는 것보다 '잘' 생산하는 것이 훨씬 중요하다. 한편으로 경기불안은 기업들이 묵혀뒀던 자산을 회전시키는 계기가 되고 있다. 부실자산을 정리하는 한편, 유휴자산을 수익 자산으로 전환하려는 움직임이 눈에 들어온다. 저평가 자산주들의 턴어라운드가 예상되는 시점이다. 6월에 소개한 S&TC, 노루페인트 외에, 최고금리 인하라는 불확실성 해소를 눈 앞에 둔 리드코프, 자회사의 구조조정 효과가 기대되는 창해에탄올을 눈여겨보고 있다.

**Koo-Rooney의 생각:** 개별 종목들의 기대수익률이 높은 시장이다. 일부 실적 좋은 중소형주에 수요가 몰리는 경향이 매우 강해 주가 변동성은 커지고, 투자포인트가 주가에 반영되는 속도도 예전보다 훨씬 빨라졌다. 이제 7월부터 2Q19 실적 시즌에 돌입하면 기대감이 과하게 반영된 주식은 조심해야 하는 시점이다. 하반기까지 실적 성장 가능성이 높고, 내년 성장 전망도 밝은 주식에 집중하는 것이 좋다. 기존 관심주들 중 7월에 투자 매력도가 높은 기업은 디오와 씨트렉아이, 슈프리마, 씨에스윈드다. 2Q19 실적 성장이 기대되는 것이 공통적인 이유다. 디오는 이란 경쟁사 철수와 미국/중국 수출 확대, 씨트렉아이는 0.5m급 고해상도 인공위성 매출이 시작되고 425 사업 지상체 선수금 일부 매출 반영, 슈프리마는 갤럭시A 시리즈 판매 호조로 로열티 수입 대폭 증가, 씨에스윈드는 성수기 진입과 더불어 미국 육상타워 시장 점유율 회복으로 수주잔고가 대폭 늘어난 것이 주요 포인트다.

**Present의 생각:** 올해도 어느덧 절반이 흘렀다. 개별 종목의 변동성이 높아진 시점에 새로운 기업 발굴에 대한 고민이 깊어진다. 하반기 실적과 더불어 내년 성장성까지 뚜렷한 기업 발굴이 올 여름 목표다. 기존 관심 종목 중에는 액트로와 이노메트리가 이러한 조건에 부합된다고 판단한다. 액트로에는 고객사와 제품 선행개발을 꾸준히 하고 있으며, 신규 부품 공급이 시작될 때 실적이 개선되는 흐름을 보인다. 1H19는 전년도와 유사한 제품 공급이 이어져 수익성은 다소 하향되었으나 부품 업체 중 여전히 높은 수익성을 기록 중이다. 하반기 중국 업체향 공급으로 매출 계절성이 완화될 것으로 전망되며, 내년 주요 고객사의 신규 부품 채택이 기대된다. 이노메트리는 고객사 수주 일정에 따라 19년 상저하고의 매출 흐름이 전망되며, 신규 장비 매출이 발생한다면 연 매출액 500억원 달성도 가능할 전망이다.

도표 1. DB스몰캡 기존 관심 종목

(단위: 십억원)

| 기업명   | 시가총액  | 담당자 | 투자포인트 요약                                                    | 최근 자료 발간일  |
|-------|-------|-----|-------------------------------------------------------------|------------|
| S&TC  | 150.1 | 유경하 | 4Q18을 기점으로 수주잔고 반등. 사우디, 러시아 등에서 추가 신규수주 기대                 | 2019.05.29 |
| 노루페인트 | 153.8 | 유경하 | 계절적 성수기 진입과 원재료 구매비용 하락. 건축용/PCM 도료 시장 지배력 강화               | 2019.05.29 |
| 디오    | 642.7 | 구성진 | 미국 A클래스 병원 5개 확보, 미국/중국 매출 증가와 이란 경쟁사 철수로 2Q19에도 이익 성장 지속   | 2019.06.10 |
| 씨트렉아이 | 172.6 | 구성진 | 0.5m급 고해상도 인공위성 매출 반영 시작, 425 사업 지상체 선수금 일부 매출 반영           | 2019.05.29 |
| 슈프리마  | 262.0 | 구성진 | 갤럭시A시리즈 판매 호조로 로열티 매출 급증, QoQ로 로열티 매출 성장 예상                 | 2018.11.13 |
| 씨에스윈드 | 750.2 | 구성진 | 성수기 진입, 미국 육상풍력타워 시장 점유율 회복으로 수주잔고 급증, 해상풍력타워 시장 전망 밝음      | 2019.03.27 |
| 액트로   | 115.2 | 유현재 | 고객사와 신규 제품 선행 개발, 신제품 공급 시 뚜렷한 실적 개선 흐름. 19년 신제품 부재, 20년 기대 | 2019.03.19 |
| 이노메트리 | 167.2 | 유현재 | 2차전지 엑스레이 검사장비 단독 공급. 하반기 수주 가시성 높음                         | 2019.06.13 |

자료: DB금융투자



## DB스몰캡 6월 탐방종목

**Old Fashioned의 생각:** "내가 아직도 철강업체로 보이시나요?" 철강금속 섹터에 속해 있지만 철강 금속업과 전혀 다른 속성을 지닌 두 업체를 다녀왔다. 니스틸과 디씨엠은 이 산업에서 두자릿수 이익률을 창출하려면 어떠한 전략을 취해야 하는지 보여주는 모범 사례다. 전자는 가공업과 임대업으로, 후자는 주문형 생산으로 불황을 이겨내고 있다. 돌이켜보면 지난달에 소개한 S&TC와 노루페인트도 동종업체들과 다른 사업전략을 전개하는 기업들이다. 남아가는 산업에서 성장을 이어가기 위해선 뭔가 특별한 것을 갖고 있어야 한다. 평범해서는 살아남기 힘든 세상이다.

**Koo-Rooney의 생각:** 지난 한 달간 21개 기업을 탐방했고, 13개 기업에 대해 탐방 코멘트를 작성했다. 관심을 끈 기업은 LS전선아시아, 이노메트리, 티에스이, 종근당바이오, 쇼박스다. 최고관심주인 종근당바이오에 대해 사후 분석을 진행해 탐방노트를 작성했다. 인텍플러스는 5월에 방문한 기업이지만 7월에 투자매력이 높다고 판단해 이번 월보에 탐방노트를 작성했다.

종근당바이오는 완전 탈바꿈 초기다. 현재 매출의 대부분은 항생제 원료 등 의약품 원료에서 발생하지만, 내년부터 프로바이오틱스 관련 매출을 크게 늘리고 2022년부터는 의약품 원제 사업까지 확장한다. 인텍플러스는 머신 비전 기반의 3차원 검사 장비 시장에서 독보적인 기술을 보유한 회사지만, 큰 시장을 만나지 못해 매출이 늘지 않았던 회사다. 2018년 말부터 비메모리 반도체와 Flexible 디스플레이 부문의 대형 해외 고객들을 연이어 유치하며 빛을 보기 시작했고, 올해 60~70억원 규모의 영업이익을 기록하며 의미있는 턴어라운드를 한다.

**Present의 생각:** 1Q19 매출액이 전년 대비 성장한 기업들을 탐방하였다. PG업체 갤럭시아컴즈는 후발주자이지만, 가격 경쟁력을 바탕으로 M/S를 확대해가며 시장 성장률을 상회하고 있다. 휴대폰 소액결제, 신용카드 간편결제 취급액은 빠르게 증가 중이며, 7월 휴대폰 소액결제 한도 상향으로 지속 성장할 전망이다. LS전선아시아는 1분기 비수기임에도 불구하고 역대 분기 최대 매출을 시현하였다. LS-VINA의 전력케이블은 싱가포르 수출 증가 등으로 전년 대비 19% 증가하였다. LSCV는 MV/부스닥트 증설효과 나타나기 시작했고, 통신케이블은 미중 무역 분쟁 영향으로 미국 고객향 수요가 증가 추세이다. 상대적으로 수익성이 낮은 프로젝트 수주 영향으로 2018년 수익성은 다소 부진했으나, 부가가치가 높은 수주잔고가 증가하며 2019년을 거쳐 2020년에는 수익성이 정상화될 것으로 전망된다.

도표 6. DB스몰캡 관심 종목

(단위: 십억원)

| 기업명     | 시가총액  | 담당자 | 투자포인트 요약                                                |
|---------|-------|-----|---------------------------------------------------------|
| 니스틸     | 79.9  | 유경하 | 고마진 사업인 강재 임대업 확장 지속, 시스템 비계, 스틸 커튼월 등 신규 아이템 매출 가세     |
| 디씨엠     | 146.2 | 유경하 | 기존 주력 제품인 냉장고용 강판 외 세탁기용 강판 물량 증가. 원재료 가격 하락. 투자부동산 가치  |
| 종근당바이오  | 156.4 | 구성진 | 2020년부터 프로바이오틱스 관련 매출 급증, 2022년부터 의약품 원제 사업까지 확대        |
| 인텍플러스   | 65.4  | 구성진 | 비메모리 반도체와 Flexible 디스플레이 부문 해외 대형 고객 연이어 유치, 올해 턴어라운드   |
| 갤럭시아컴즈  | 149.1 | 유현재 | 가격 경쟁력을 바탕으로 점유율 확대. 휴대폰소액결제, 신용카드 등 간편결제 취급액 빠르게 증가 중  |
| LS전선아시아 | 269.5 | 유현재 | 1Q19 비수기임에도 불구하고, 사상 최대 매출 달성. 부가가치 높은 로컬 프로젝트 수주 증가 추세 |

자료: DB금융투자

도표 7. 탐방기업 맛집 목록

| 탐방 기업         | 지역      | 맛집명           | 거리                           | 맛집 평가                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------|---------|---------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 디씨엠           | 경남 양산시  | 하삼동 커피        | 차로 30분<br>(물금역 앞 상가)         | 양산 물금역은 KTX가 정차하지 않아 동대구역이나 밀양역에서 무궁화호로 환승해야 함. 약 세 시간 반이 소요되는 여정으로, 물금역에 도착할 때쯤이면 탐방객은 녹초가 돼 있을 것. 바로 택시 타고 디씨엠이 위치한 웅상 농공단지로 향하지 말고, 역 바로 앞 상가에 있는 아담한 카페 하삼동 커피에서 잠시 휴식을 취하고 가길 추천함. 커피 가격이 매우 저렴한 반면, 바닐라라떼 맛은 부산 송정역 몰려 있는 대형 카페들보다 오히려 나았음                                                         |
| - 함께 가 볼 만한 곳 |         | 양산타워 북카페      | 차로 30분                       | 이번 탐방에서 들르지 못한 양산의 랜드마크. 부산2호선 지하철 남양산역 부근에 위치. 높이 160m로 국내 타워 중 서울 남산타워, 대구 우방타워에 세 번째로 높음. 북카페를 겸한 타워 내 전망대에서 양산 시내가 한눈에 조망됨                                                                                                                                                                           |
| 티에스이          | 천안시 서북구 | 진주회관          | 차로 10분(4.7km)                | 1981년부터 한 자리를 지켜온 가게. 입구에 들어서자마자 고깃집 분위기가 물씬 풍기나 사실 왕돈까스가 제일 유명. 불고기와 왕돈까스를 주문, 싱싱한 상추 덕에 불고기 맛이 좋음. 옛날식 왕돈까스는 정말 크고, 소스를 끼얹어서 나왔음에도 바삭함을 유지                                                                                                                                                             |
| - 함께 가 볼 만한 곳 |         | 본태커피하우스       | 진주회관 도보 9분<br>(560m, 성환역 인근) | 한적한 분위기로 식사 후 미팅 전에 여유로움을 충전하기 좋은 곳. 원인과 카페 내부에 나무와 식물이 많고, 채광이 매우 좋음. 사장님도 친절. 밥 달라고 계속 끼얹는 고양이들한테도 친절하심. 커피와 차 종류가 매우 다양함                                                                                                                                                                              |
| 니스틸           | 서울 사당동  | 9ounce burger | 지하철 한 정거장<br>(2호선 낙성대역)      | 니스틸 서울사당소가 위치한 사당동은 서울 남부 교통의 요지이나, 한 끼 식사를 해결하기에 적절한 곳은 아님. 약간 발품을 팔아 낙성대역 사로수길이나 이수역 남성시장을 이용하길 추천함. 낙성대역 나인온스 버거는 수제 햄버거 전문점. 패티 무게가 9온스(약 255g)에 달한다 하여 나인온스 버거임. 서울에 난립 중인 수제버거 맛집들 가운데 쇠고기 패티 자체의 맛으로는 단연 탑 오브 탑. 본인은 이 집 버거가 너무 생각나 돌쟁이 딸을 들쳐 업고 장시간 웨이팅을 감수한 적도 있음                               |
| - 함께 가 볼 만한 곳 |         | 김밥나라 남성역점     | 마울버스 15분<br>(7호선 남성역)        | 살면서 가장 맛있는 제육볶음밥을 김밥나라에서 먹었다면 믿는 사람이 있을까? 그냥 김밥나라가 아니라 '김밥나라 남성역점'. 달고 짜고 매운 여의도 제육볶음과 달리 맛의 균형이 잘 맞춰져 있고, 재료를 아끼지 않는데도 가격이 저렴함. 특제 소스가 곁들여져 나오는 돈까스, 거짓말 약간 보태 최홍만 주먹 만한 열치주먹밥도 일품. 이 곳을 알고 나면 여의도에서 분식 못 먹음                                                                                            |
| 액션스퀘어         | 성남시 분당구 | 서호돈가스         | 액션스퀘어 길 건너편                  | 맛집 찾기 어려운 판교에서 겨우 찾은 맛집. 사장사가 집중적으로 몰려 있는 판교 테크노밸리 중심부에 있어 재방문 예정. 대기 목록에 주문할 요리도 같이 쓰는데 다들 다양하게 주문 하길래 그냥 가게 이름을 딴 서호돈가스와 김치나베 주문. 돈가스 튀김옷은 얇고 고기가 매우 두툼해 맛남. 김치나베 국물은 해장하기 좋을 만큼 진함. 다음 방문 때는 돌술김치점 돈가스를 먹어볼 예정. 또 먹고 싶어서 판교 탐방 잡을 계획. 판교뿐 아니라 위례/인양/ 인천점도 있음. 점심시간에 가면 줄을 서야 하지만 회전율이 빨라 줄 서서 먹을 만한 곳 |

자료: DB금융투자

도표 8. 탐방 기업 목록 #1

(단위: 십억원)

| 기업명    | 탐방일자   | 담당자 | 시가총액  | 키워드                      | 체크 포인트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------|--------|-----|-------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 인터파크   | 5월 27일 | 구성진 | 192.0 | 구조조정                     | 2018년 11월에 강동화 CFO가 대표이사로 승진, 신사업 투자를 거의 없애고 기존의 비용이 많이 나가는 신사업들도 정리하며 비용 구조조정에 매진. 도서 사업 지난해 적자 115억원에서 올해 40~50억원으로 축소 목표. 거래총액은 7~9% 성장 예상, 2022년에 현대 GBC 공연장 운영권을 확보하는 것이 목표. 2019년 영업이익은 150억원 이상 달성을 목표하고, 투어 사업에서 기대 이상의 성장이 나온다면 200억원까지도 달성 가능할 전망                                                               |
| 일신방직   | 5월 28일 | 유경하 | 229.4 | 임대수익 증가                  | 1951년 설립한 한국 최대 면방업체. 최저임금 인상, 52시간 근무제 등으로 국내 섬유업 수익성이 저하되는 가운데, 지난 1분기 면사 가격 하락으로 섬유 부문에서 48억원의 영업적자를 시현. 반면 유희부지 물류창고 전환에 따른 부동산 임대 영업이익은 증가 추세. 화장품(바디샴), 의류(지모나도) 영업이익은 견고한 흐름을 이어가고 있음. 면사 가격이 반등하면 섬유업 영업이익은 후행적으로 반등 가능. 그러나 1분기 손실 폭이 커 전사 영업이익은 전년비 감소 전망. 2천억원에 육박하는 투자 부동산 보유. 특히 4만평 면적의 광주 1공장 토지가처에 주목할 필요 |
| 육일씨엔에스 | 5월 29일 | 구성진 | 30.1  | 중국 신규 고객 유치<br>차량용 커버글라스 | 커버글라스(Cover Glass) 전문 기업, 자본적지출이 많이 필요한 특성의 산업. 매출의 대부분은 LG향으로 발생. 중국 기업과 추진 중인 신사업과 자동차 부문 성장이 핵심. 중국 대형 디스플레이사와 LG 사이에서 커버글라스 사업을 진행해 내년에 매출을 일으키는 것이 목표. 현재 연간 40억원 규모의 매출을 일으키는 차량용 디스플레이 CG 사업은 일본 신규 고객사를 확보하는데 주력. 연말에 이 두 사업의 진척을 확인할 필요 있음                                                                       |
| 백금T&A  | 5월 30일 | 유경하 | 44.7  | 일본 블랙박스<br>수출 호조         | 차량용 레이저 디텍터(RD) 및 블랙박스 ODM 제조기업. 자회사 엠티오메가가 제조하는 블랙박스 제품의 일본 판매 급증으로 지난 1분기 매출액 21.4%, 영업이익 141% 급증. 그러나 미국 주요 고객사 재고조정으로 본사는 영업적자 시현. 올해 영업이익은 120억원에 육박할 것으로 예상되나, 엠티오메가 지분율이 낮아 지배주주순이익은 40억~50억원 수준에 그칠 듯. 하반기 미국 시장에 RD와 블랙박스를 결합한 콤보 제품을 신규 출시할 계획이며, 이는 엠티오메가가 아닌 본사 실적적으로 잡힐 것                                    |
| 창해에탄올  | 5월 30일 | 유경하 | 120.9 | 실적 턴어라운드                 | 국내 최대 주정 제조업체. 자회사로 전라남도 지역 주류기업인 보해양조를 두고 있음. 주정 산업은 판매 물량이 일정하고 원재료 가격 변동 폭이 작으며, 연간 200억원에 육박하는 영업이익을 창출할 수 있는 안정적인 사업임. 그러나 지난해 보해양조가 대규모 유형자산 손상차손을 시현하며 영업이익은 105억원, 지배주주 순이익은 37억원으로 감소함. 올해 조주정 수입가격 상승으로 본사 영업이익은 소폭 감소할 것으로 예상되나, 보해양조 구조조정 효과에 따른 이익 개선 전망. 2012년 이후 동결된 주정가격이 인상될 경우 실적개선 폭이 더욱 커질 수 있음       |
| 아바텍    | 5월 30일 | 구성진 | 124.4 | MLCC                     | LCD 패널 식각 전문 업체. ITO코팅 공정에서 메탈 공정까지 추가하며 실적 개선됐으나 스마트폰 LCD 패널 식각 매출은 사실상 없어짐. 노트북과 태블릿PC도 향후 OLED로 전환되면 LCD 패널 식각 사업은 사라질 가능성이 큼. 지난해 MLCC 공장 신규 투자(450억원)가 향후 가장 중요한 사업. 투자금액은 기존 부지를 활용할 수 있게 되면서 200억원대로 감소, 생산능력 700~800억원대로 확보해서 LG전자가 삼성전기로부터 구매하는 MLCC(약 천억원 규모)를 대체할 계획                                           |
| 지니텍스   | 5월 30일 | 유현재 | -     | IPO<br>시스템 반도체           | NICE 그룹 계열의 시스템 반도체 Fabless 기업. 주요 제품은 터치 컨트롤러 IC, AF 드라이버 IC, MST IC, Haptic IC 등. 연구인력 비중 67%로, 제품 생산은 국내 파운드리 업체에서 진행. 삼성전자, 현대/기아차, BYD, BOE, 화웨이, 샤오미 등 46개의 고객사로 매출처 다변화 되어있으며 수출 비중이 93% 수준. 19년 터치, 진동 기능을 통합한 융합 터치 IC 개발 완료하여 중국 주요 고객사의 웨어러블 제품 향으로 공급 시작. 무선충전 IC, 대면적 온디스플레이 지문인식 IC 등 신제품 개발 중              |

자료: DB금융투자

도표 9. 탐방 기업 목록 #2

(단위: 십억원)

| 기업명     | 탐방일자   | 담당자 | 시가총액  | 키워드          | 체크 포인트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|---------|--------|-----|-------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 휴비츠     | 5월 30일 | 유현재 | 120.6 | 광학 검사        | 안광학 전문 기업으로 18년 매출 비중은 안경원 장비 80%, 안과 장비 20% 수준으로 안과용 장비 매출 비중 증가 추세. OCT(망막진단기)는 18년 5월 매출 본격화되어 연간 매출 51억원 기록, 19년에는 온기 반영되어 2배 이상 성장 기대. 기존 제품의 일부 기능을 개선한 제품을 연말 출시 예정. 검안기 내수시장은 로우엔드급 경쟁 심화, 직판 체제 확대 검토 중. 중국 디스플레이 업체향 산업용 검사 장비는 단가가 높아, 수주 성공시 실적 기여도가 높을 전망                                                                      |
| 화성산업    | 5월 31일 | 유경하 | 175.6 | 지방 건설업황 점검   | 대구 지역에 연고를 둔 종합 건설사. 파크드림이라는 브랜드로 자체사업과 도급사업을 영위하고 있음. 내년 1분기 파주운정 1,047세대 입주를 마지막으로 예정된 자체사업이 없어 매출 감소가 예상됨. 이를 만회하기 위해 대구지역 재개발 사업 수주에 힘을 쏟고 있음. 올해 1,111억원 규모 대구 선주 재개발 사업 착공이 예상되고, 2,642억원 규모 신암4는 올해 말~내년 초 착공이 예상됨. 다만 자체사업 대비 도급사업의 이익률이 낮아 2021년 이후 영업이익 감소 예상                                                                     |
| LS전선아시아 | 5월 31일 | 유현재 | 268.0 | 베트남          | 베트남과 미얀마에 전력/통신케이블 생산 법인 자회사를 둔 지주회사. 자회사 LS-VINA는 베트남 전력케이블 시장 점유율 1위 기업. 베트남 도시화 진행과 함께 지속 성장 전망. 1Q19 비수기임에도 역대 최고 분기 매출 기록. 18년 하반기 Cu-Rod 용광로 증설 완료, 원재료 내재화와 소재 외부판매 추진. LSCV는 미중 무역 분쟁으로 미국 통신사향 케이블 수요 증가. MV, 부스닥트 증설 효과 나타나기 시작                                                                                                   |
| 이노메트리   | 5월 31일 | 유현재 | 167.2 | 2차전지 검사장비    | 2차전지 엑스레이 검사 장비 업체. 자동화된 검사 장비 단독 공급하여 고객사 CapEx 집행시 수주 가시성이 매우 높음. 전방 설비 투자 수혜로 2019년 매출은 전년 대비 50% 증가 전망. 스테킹 제조장비, 용접검사장비 등 신규 장비 수주 성공시 500억원의 매출 달성도 가능할 것으로 전망. 수익성이 우수한 수출 물량 증가로, 영업이익이익률은 20% 초중반 지속 달성 가능                                                                                                                         |
| 에스에이엠티  | 6월 3일  | 유경하 | 232.5 | 이미징 센서 판매 호조 | 삼성전자 산하의 IT 부품 전문 유통업체. 반도체, 시스템LSI, LCD 모듈, MLCC 등 삼성 IT계열에서 제조하는 부품들을 매입해 중소 IT 제조사에 유통하는 사업구조를 갖고 있음. 1분기 스마트폰 카메라 모듈 제조업체 향 이미지센서 판매 호조로 매출액 12.8%, 영업이익 3.1% 증가. 삼성전자 스마트폰 판매량 증가와 카메라 모듈 탑재 수 증가에 기인. 반면 메모리와 LCD모듈 매출 비중이 높은 중국 유통 자회사 To-Top은 당기순이익 1.7억원에 그침. 지배주주순이익이 300억원을 넘는데 반해 시가총액은 2천억원 초반 수준으로 저평가돼 있음. 7%를 넘는 배당수익률도 매력적 |
| 케이엠     | 6월 3일  | 구성진 | 76.5  | 쿠팡 마스크       | 삼성 반도체의 청정용품 공급 업체. 카네카의 P1바니쉬 소분 냉동보관 사업으로 제작년에 큰 이슈화. 올해 매출 목표는 28~30억원 수준. 1Q19 실적 호조 이유는 쿠팡 탐사 브랜드 마스크의 OEM 공급 매출 50억원 기록. 쿠팡 마스크 사업은 투자řit수 이익률, 1Q19 증익의 대부분은 쿠팡 마스크. 4~5월 마스크 판매도 잘되어 2Q19 증익 이어질 것, 미세먼지나 황사가 심해지는 시즌에 주가가 오를 수 있음                                                                                                  |
| 티에스이    | 6월 3일  | 구성진 | 84.1  | 와이옥타         | 반도체 메모리 검사용 프로브 카드, 후공정 최종 검사 인터페이스 보드, OLED 검사를 위한 어레이 테스터 등을 생산해 판매. 올해 매출은 1,850~2,100억원, 영업이익은 145~ 190억원(OPM 8~9%) 예상. 상반기까지는 실적이 좋지 않지만 하반기에 커뵐될 것으로 예상. SDC향 와이옥타 패널 테스트 장비 단독개발, 대당 20억원 규모이며 수주 받으면 150~300억원 내외 가능                                                                                                                |

자료: DB금융투자

도표 10. 탐방 기업 목록 #3

(단위: 십억원)

| 기업명     | 탐방일자   | 담당자 | 시가총액  | 키워드              | 체크 포인트                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------|--------|-----|-------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 에이에프더블류 | 6월 4일  | 유현재 | -     | IPO<br>융접마찰      | 2차전지 각형 배터리의 음극마찰융접단자를 삼성SDI 단독 공급. 이중소재 (구리와 알루미늄)을 2,000rpm 이상으로 회전시켜 강한 압력으로 압접시키는 마찰융접 기술 보유. 연간 생산능력은 5,000만개 (본사 3,000만개, 낙산공장 2,000만개) 수준. 대구 달성군에 250억원 투자하여 4공장 준공 예정. 19년 하반기 중국 로컬 업체와 합작사 설립하여 중국 시장 진출 계획 중. 신제품 Bus Bar는 자동차의 전선을 대체하는 제품으로 완성차 업체 타겟으로 영업중 |
| 알서포트    | 6월 4일  | 유현재 | 216.8 | 소프트웨어<br>원격 지원   | 원격제어(리모트뷰), 원격지원(리모트콜), 협업(리모트미팅) 등 원격 솔루션 전문 기업. 국내에서는 52시간 제도 도입, 스마트팩토리 등의 사회적 변화로 수요 증가 중. 수출의 대부분을 차지하는 일본은 주 4일 근무가 확대되고 있음. 수출 매출은 제품 판가와 유지보수율이 내수 시장 대비 매우 높음. 클라우드 제품 비중 확대하여 수익성 개선 추진 중. 자회사 부실 관련 비용은 18년 반영 완료. 1Q19 매출 증가는 해외 유통 파트너사 확대에 따른 성장            |
| 누리텔레콤   | 6월 5일  | 유경하 | 79.7  | 국내외 AMI<br>수주 회복 | 지능형검침임프라(AMI) 토탈 솔루션 제공업체. 노르웨이 소리아 프로젝트 매출인식 종료로 1분기 매출액 441억원에서 287억원으로 급감. 동사는 한전 저압 AMI 사업 수주 및 자회사 모임스톤의 스마트미터 수주를 통해 매출을 방어할 계획. 하반기 낙찰자 선정이 예상되는 스웨덴 AMI 교체사업 입찰에도 참여한 상태. 하반기부터는 매출 회복이 이뤄질 가능성 높음                                                                |
| 종근당바이오  | 6월 5일  | 구성진 | 156.4 | 프로바이오틱스          | 발효공법을 활용한 원료의약품 업체. 두 가지 중요한 시설투자 발표. 1) 2018년 9월에 발표한 프로바이오틱스 증설, 2) 2019년 4월에 발표한 오송 공장 신규 투자. 2020년부터 프로바이오틱스 원말과 종근당생활건강의 락토피트 OEM, 자체 건강기능식품 브랜드인 유거스 매출을 확대한다. 2022년부터는 오송 공장에서 의약품 원재 생산을 시작한다. 원료의약품 회사가 건강기능식품 매출을 크게 확대하고, 의약품 원재 사업까지 하는 회사로 탈바꿈함              |
| NI스틸    | 6월 10일 | 유경하 | 80.7  | 강재 리스<br>사업 호조   | 포스코 열연대리점 문배철강 산하의 강재 가공 및 임대기업. 1분기 당진공장 사고로 공장 가동이 일시 중단돼 매출액이 401억원에서 312억원으로 급감. 그러나 매출 이연 효과와 리스자산 증가로 올해 전체 매출은 전년대비 소폭 증가할 것으로 예상. 2020년에는 시스템 비계, 데크 플레이트, 스틸 커튼월 등 신규 아이템이 매출에 가세하며 성장세가 더욱 가팔라질 것                                                               |
| 동화기업    | 6월 11일 | 유경하 | 359.5 | 실적 개선            | 건축용 목재 시장 점유율 1위 기업. 2018년 해외법인 매출액은 8.2% 증가했으나 영업이익은 6.8% 감소. 유가 급등에 따른 원재료(폐놀 수지) 가격 상승에 기인. 올해 매출액은 국내 건설시장 부진으로 인해 전년 대비 소폭 감소가 예상되나, 영업이익률은 원가 하락에 힘입어 투자릿수 이익률 유지가 가능할 전망. 높은 해외 매출 비중과 공격적인 M&A를 바탕으로 안정적 실적을 시현 중이나, 유통 주식 수 부족이 아쉬움                              |
| 하이즈항공   | 6월 11일 | 구성진 | 99.6  | 항공기 제조           | 수주잔고는 1.3조원, 16~17년 자본적지출 크게 늘려 생산능력 2천억원까지 확보. 향후 5~10년간 추가 설비투자가 크지 않을 것이라 매년 영업이익률은 올라갈 전망. 종속회사 가온아이엔티는 의료OEM 사업을, 하이즈에셋자산운용은 자산운용업을 하고 있어 본업과 연관성이 떨어지는 사업다각화는 아쉬움                                                                                                   |
| 텔레필드    | 6월 12일 | 구성진 | 30.3  | 5G 프론트홀          | 썬웨이브텍의 성장이 핵심. 썬웨이브텍은 5G-PON Fronthaul System을 개발해 올해 납품 계약. 지난 4월에 썬웨이브텍 유상증자 참여해 지분율도 60%에서 95.48%로 확대                                                                                                                                                                  |

자료: DB금융투자

도표 11. 탐방 기업 목록 #4

(단위: 십억원)

| 기업명      | 탐방일자   | 담당자 | 시가총액  | 키워드               | 체크 포인트                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------|--------|-----|-------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 네오위즈     | 6월 12일 | 구성진 | 333.1 | 웹보드,<br>블레스 엔리쉬드  | 향후 실적과 주가에는 웹보드게임 결제 한도 제한 정책 폐지와 콘솔용 신작 블레스 엔리쉬드 출시가 중요. 웹보드 모바일에서 매출 성장 중, 피망 포커가 가장 큰 인기. 모바일-PC 간 크로스플랫폼 적용한 후 웹보드 모바일 매출 성장 속도 빨라짐. 블레스 엔리쉬드는 반다이남고 미국 법인이 퍼블리셔이며 연내 런칭 준비 중                                                            |
| 미스터블루    | 6월 12일 | 유현재 | 87.0  | 웹툰<br>모바일 게임      | 디지털 만화/웹툰 전문 기업. 배타적 발행권 계약한 작가 280명의 작품을 웹툰으로 제작중이며, 미얀마 법인은 현지 직원 230여명이 연간 3천권 이상의 만화 생산. 주력 장르인 무협 만화의 독자 연령대 확대를 위해 자회사 오렌지 스튜디오를 통해 신진 작가 양성 중. 18년 10월 게임 부문을 분할하여 설립한 자회사 블루포션은 모바일 게임 EOS 레드 3Q19 출시 예정. 6월 11일 기준 사전 등록자 수 25만명 달성 |
| 웹캐시      | 6월 13일 | 유현재 | 408.5 | 핀테크               | B2B 핀테크 플랫폼 기업. 금융기관/대기업 등의 내부 전산망과 금융기관을 연계한 통합 재정관리 시스템 보유. 경리업무에 필요한 모든 증빙자료를 자동으로 수집하는 전문 S/W 경리나라 빠르게 확장 중. 누적 가입 고객수는 1Q18 2,077에서 1Q19 12,071로 빠르게 확대. 19년 6월 28일 세무사 업무지원 플랫폼 We Members Club 출시 예정. 경리나라 고객 확대 촉진 기대                |
| 포인트엔지니어링 | 6월 13일 | 유현재 | -     | IPO<br>반/디 장비 부품  | 특수표면처리 및 초정밀 가공을 이용한 정밀 부품 및 소재 전문 기업. 미국 반도체/디스플레이 장비사 Applied Materials의 아시아 지역 주요 협력업체. 2018년 전방 매출 비중은 디스플레이가 90% 수준이며 중국 업체 비중이 높은 편. 디스플레이 부품을 캐시카우로, 약 200억원 설비투자 진행하며 반도체 업체 시장 진출. 2019년 상반기 매출 발생 시작                               |
| 바디텍메드    | 6월 13일 | 구성진 | 272.2 | 진단키트              | 실적이 좋아지고, 현금흐름도 크게 개선되기 시작했으나 큰 시가총액이 아쉬운 회사. 조인스타 제계약으로 인한 중국 매출 회복과 감소법인을 통해 중국 내 다른 판매처도 다수 확보. 2016년 4월에 인수한 이유노식으로 미국 대정암 진단 키트 사업, 헬리사인이라는 미국 내 2~3위 대리점과 공급 계약. 올해 연간 매출은 800억원, 영업이익은 180~200억원 예상                                   |
| 씨티씨바이오   | 6월 14일 | 구성진 | 140.2 | 발기부전/조루<br>복합 치료제 | 발기부전/조루 복합 치료제 3상 임상 돌입, 2020년 하반기 3상 임상 종료될 것으로 예상. 영업적자 지속 부담으로 표적항암제 개발은 자회사 씨티씨사이언스를 설립해 이전. 주요 주주들의 낮은 지분율과 주식담보대출은 신뢰도를 떨어뜨리는 요소                                                                                                       |
| 케이씨티     | 6월 14일 | 유현재 | 47.1  | 단말시스템             | 한국컴퓨터 계열사로 금융권과 공공부문(마사회, 복권, 인천공항 등) 사업 영위. 주요 제품은 통장프린터, 순번 발행기, 공과금수납기 등 단말시스템과 마권발매기, 스포츠토토발매기 등. 투자부동산은 청담동 상업용 건물로, 연간 16억원 임대 매출 발생 중. 1Q19 매출증가는 케이토로 수주(52.5억원)의 매출인식이 4Q18에서 1Q19로 지연되면서 일회성 요인 발생                                 |
| 갤럭시아컴즈   | 6월 14일 | 유현재 | 152.0 | 간편결제<br>핀테크       | 휴대폰 소액결제, 신용카드 등 간편결제 사업을 영위하는 종합 PG사. 최근 4년간 휴대폰 소액결제와 신용카드 취급액은 연평균 52%, 128% 증가. 19년 7월 아이폰에서도 휴대폰 소액결제 사용이 가능하며, 소액결제 한도도 50만원에서 60만원으로 증가 예정. 신사업으로 추진중인 머니트리 플랫폼의 수익모델이 구체화되는 2020년 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대                             |

자료: DB금융투자

도표 12. 탐방 기업 목록 #5

(단위: 십억원)

| 기업명     | 탐방일자   | 담당자 | 시가총액  | 키워드           | 체크 포인트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------|--------|-----|-------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 도화엔지니어링 | 6월 18일 | 유경하 | 386.1 | 수주잔고 증가       | 상하수도, 발전, 철도 등 토목 사업에 특화된 국내 1위 건설 엔지니어링 기업. 2018년 매출액 0.9%, 영업이익 4.8% 증가. 일부 프로젝트의 매출인식 지연 및 전년도 역기저 효과로 매출 성장 폭이 크지 않았음. 일본, 베트남, 인도네시아 등에서의 신규수주 증가로 1분기 말 수주잔고 1조원 돌파. 올해 매출액은 6천억원 내외, 영업이익은 300억원 내외에 이를 것으로 예상. 현재 주가는 2019년 예상 EPS 기준 P/E 17배 내외로 다소 높은 밸류에이션을 받고 있음. 그러나 국내외 토목 시장에서 신규수주가 빠르게 증가하고 있음을 감안할 때 추가 주가상승이 가능할 것 |
| 큐렉소     | 6월 18일 | 유현재 | 249.5 | 의료용 로봇        | 한국아쿠르트 계열의 의료용 로봇 전문 기업. 자회사 미국 Think Surgical의 고관절/슬관절 수술 로봇 T솔루션원을 국내 및 동남아 판권 보유. 본사에서 직접 개발한 척추 수술로봇 큐비스 스파인은 19년 하반기 식약청 인허가를 목표로 하고있음. 기존 T솔루션원을 개선한 관절치환 수술로봇 큐비스 조인트는 2020년말 국내 인허가를 타겟으로 개발 중. 1Q19 매출 증가는 임플란트 보형물 국내 판권 확대에 따른 매출 성장. 19년은 연구개발비 등 비용 확대 예상됨                                                               |
| 디씨엠     | 6월 19일 | 유경하 | 148.0 | 1분기 실적 호조     | 양산 소재 라미네이트 컬러강판 제조 기업. 1분기 고객사 주문량 증가, 원/달러 환율 개선, 원소재 가격 하락 등에 힘입어 전년동기비 영업이익 3배 증가. 전방산업인 가전 업황은 긍정적이지 않으나, 라미 강판 제조사들 중 유일하게 필름을 내재화했다는 이점을 활용해 고객사 점유율을 확대하고 있음. 하반기 자회사 도림통산 증설 완료 이후에는 동사의 강점인 제품 개발능력과 원가경쟁력의 우위가 더욱 강화될 전망                                                                                                   |
| KT서브마린  | 6월 19일 | 유경하 | 91.7  | 수주잔고 증가       | 부산 송정에 위치한 KT 산하 해저 통신/전력케이블 설치업체. 2018년 신규수주 감소와 고정비 부담으로 52억원 영업적자 시현. 1분기 200억원 규모의 동남아 해저 케이블 건설공사를 수주하며 수주잔고도 2018년 말 193억원에서 올해 1분기 458억원으로 급증. 또한 사업비 1천억원 규모의 제주-진도 해저케이블 건설공사 입찰에 참여함. 케이블 선박 운영에 따른 고정비 비중이 높은 사업 구조로, 매출액이 회복될 경우 수익성이 빠르게 개선될 가능성이 높음                                                                     |
| 한미글로벌   | 6월 19일 | 유현재 | 127.1 | CM            | 건설사업관리(CM) 전문 기업. 주요 고객사는 삼성전자, 신세계그룹, 현대차, 쿠팡 등. 시공비의 일정부분을 수취하는 용역형CM과 시공비를 개런티하는 책임형CM으로 구분. 수익성, 리스크 관리 차원에서 책임형CM은 자회사 한미글로벌이앤씨로 이관. 해외프로젝트는 현지 외주 용역 등으로 인건비 절감 가능하여 수익성 우수. 사우디 JV, 국내 강남권 대형 프로젝트 등 수주가 실적 모멘텀으로 기대 가능                                                                                                        |
| 디케이락    | 6월 20일 | 유경하 | 88.8  | 미국 석유가스 투자 수혜 | 김해 소재 피팅, 밸브 제조기업. 전방산업 중 석유가스 부문 매출비중이 약 50% 차지. 무산화 폐물, 업계 1위사 호환제품 출시, 신규 아이템인 대형 볼베어링 납품 등을 통해 해외시장 점유율 확대 중. 미주와 러시아 석유가스 투자 확대에 힘입어 2019년 20% 내외의 매출 증가, 60% 내외의 영업이익 증가 예상. 가파른 외형성장에도 불구하고 남북경협 테마주라는 인식과 특정 기관의 오버행 물량 부담이 주가 상승을 저해. 동종사인 하이록코리아가 올해 예상실적 기준 P/E 17~18배의 밸류에이션을 적용 받고 있음을 감안하면, 현재 동사 주가는 현저한 저평가 상태        |

자료: DB금융투자

도표 13. 탐방 기업 목록 #6

(단위: 십억원)

| 기업명   | 탐방일자   | 담당자 | 시가총액  | 키워드                      | 체크 포인트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------|--------|-----|-------|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 인바디   | 6월 20일 | 구성진 | 342.8 | 인바디 위치                   | 1Q19 연결 매출 30% 증가 원인은 중국 압웨이 인바디 위치 주문으로 20억원 증가, 일회성 주문 성격이 강함. 중국 내 사업 환경은 여전히 좋지 않음, 특히 피트니스 부문에서 로컬업체들과 경쟁 강도가 여전히 높음                                                                                                                                                                                                                    |
| 삼일제약  | 6월 20일 | 구성진 | 182.3 | 베트남<br>점안제 CMO           | 안과 질환 및 내과 질환 전문의약품과 일반의약품 제조업체. '18년 영업 활동 부진으로 주요 제품 매출 15~20% 급감. 연말부터 영업활동 강화로 1Q19 매출 회복, 2022년 완공되는 베트남 점안제 CMO 공장이 가장 큰 기대. 총 8개의 생산라인 중 초년도 3라인 가동 전망. 전체 가동 시 CAPA는 600억원 규모                                                                                                                                                        |
| 쇼박스   | 6월 21일 | 구성진 | 208.1 | 남산의부장들,<br>이태원클라쓰<br>드라마 | 2Q19에 영화 돈 극장판권과 부가판권, 뽀빠리 부가판권 판매로 2분기에도 1분기 실적 호조가 이어질 것. 6월 26일 마담 싸이코(Greta, 쇼박스 지분 백만달러 투자), 8월초 봉오동 전투(제작비 100억원 후반), 3Q19 패키지(제작비 90~100억원)와 퍼펙트맨 (제작비 80억원), 12월 남산의 부장들(제작비 200억원), 2020년 1월 이태원클라쓰 드라마(16부작, 첫 드라마 제작) 방영 예정. 남산의 부장들과 처음 시도하는 드라마인 이태원클라쓰가 중요. 중국 사업은 2020년 방영 목표로 네이버웹툰 IP 기반 영화 제작 중, 북미 사업은 리메이크건부터 먼저 가시화될 전망 |
| 세틀뱅크  | 6월 21일 | 유현재 | -     | IPO<br>핀테크               | 간편현금결제, 가상계좌, 펌핑킹 등 핀테크 업체. 시중 21개 은행과 제휴 관계를 맺고 안정적인 플랫폼 제공하며 간편현금결제 서비스 시장 점유율 97%, 가상계좌 시장 점유율 67% 달성. 2018년 매출 571억, 영업이익 132억원 기록. 공모가는 44,000~49,000원 (예상 시가총액 4,077억~4,540억원)                                                                                                                                                         |
| 액션스퀘어 | 6월 21일 | 구성진 | 53.5  | 기간틱엑스,<br>구조조정           | 기간틱엑스의 성공여부가 회사 명운을 가를만큼 중요. 7월말 한국과 중국을 제외한 150여개국에 출시 예정이며, 해외 CBT 결과 반응은 매우 좋은 편. 최근 기존 게임 서비스를 중지하고 관련 인력 구조조정하며 최근 두달새 전체 인력 절반으로 감소. 기간틱엑스 외 신규 개발작은 없음                                                                                                                                                                                |
| 플리토   | 6월 24일 | 유현재 | -     | IPO<br>언어 빅데이터           | 웹/앱 기반의 번역 플랫폼을 기반으로 언어 데이터 수집하여 양질의 데이터로 가공하여 글로벌 업체에 판매. 플랫폼 사용자가 기계적 번역을 수정하면 현금화할 수 있는 포인트를 지급하며, 집단지성으로 대규모 데이터를 축적하고 있음. 173개국, 25개의 언어 관련 데이터 보유. 플리토 사용자는 19년 3월 1,033만명, 누적 데이터 1.23억개. 유사기업인 호주 Appen의 기업가치는 3조원 수준. 18년 매출 비중은 플랫폼 24%, 데이터 76%. 공모자금은 해외법인 투자 및 운영자금으로 활용할 예정                                                    |

자료: DB금융투자

## NR

목표주가:

현재주가: 2,820원(06/24)

## NI스틸(008260): 철강재, 사지 말고 임대하세요

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

## 문배철강 산하 건설용 철강재 가공/임대업체

NI스틸은 건설 현장에 쓰이는 다양한 철강재들을 제조, 판매, 임대하는 업체다. POSCO 열연대리점이 있던 동성철강이 모태다. 2001년 문배철강 자회사로 편입됐고, 2007년 현재의 사명으로 변경했다. 2006년 당진1공장 준공과 함께 터파기 공사에 사용되는 시트 파일과 H빔 임대 사업을 개시했다. 합성보, 합성기둥과 같은 독자적인 강건재 제품들도 제조, 판매하고 있다.

## 수익성 높은 강재 임대 매출액의 폭발적 증가

2015년 당진2공장 준공 이후 강재 리스자산과 임대 매출액이 폭발적으로 증가하고 있다. 동사의 강재 리스자산 장부가액은 2015년 말 658억원에서 2018년 말 1,262억원으로 두 배 가까이 급증했으며, 같은 기간 임대 매출액은 210억원에서 448억원으로 늘어났다. 중소 철강 유통사들의 영업이익률이 대체로 한자릿수 초반에 그치는 반면 동사는 2016년 이래 꾸준히 두자릿수 이익률을 유지하고 있다. 이는 강재 임대사업에서 고마진을 실현 중인 데 기인한다.

## 가속성장 구간에 진입하다

올해 매출액 1,572억원(+4.3%), 영업이익 187억원(+13.3%), 영업이익률 11.9%(+1.0%p)를 예상한다. 실적개선 폭이 크지 않은 것처럼 보이지만, 1분기 당진공장 인사사고로 공장 가동이 15일 가량 중단된 점을 고려하면 충분히 준수한 실적이다. 내년에는 시스템 비계가 임대자산에 포함되고, 가공 부문에서 데크 플레이트, 커튼월 등 신규 아이템들이 매출에 가세해 성장 추세가 더욱 가팔라질 전망이다. 동사 밸류에이션은 2019년 예상실적 기준 EV/EBITDA 5.5배 수준이다. 2016~2018년 평균 EBITDA 멀티플 7.4배로 회귀할 경우 동사 주가는 5천원 이상으로 올라가야 한다.

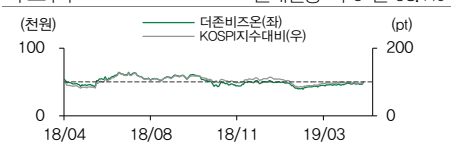
## Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

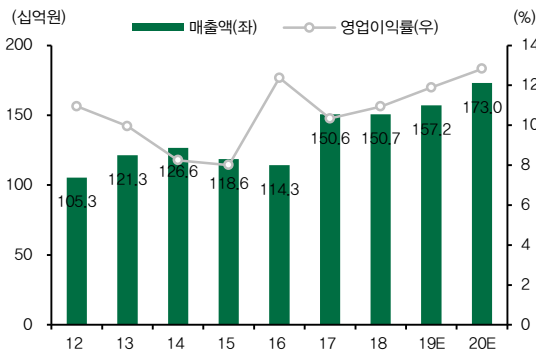
|                 | 2017     | 2018     | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|----------|----------|-------|-------|-------|
| FYE Dec         |          |          |       |       |       |
| 매출액             | 151      | 151      | 157   | 173   | 186   |
| (증가율)           | 31.7     | 0.1      | 4.3   | 10.1  | 7.7   |
| 영업이익            | 16       | 16       | 19    | 22    | 24    |
| (증가율)           | 10.0     | 5.9      | 13.3  | 18.8  | 7.9   |
| 순이익             | 11       | 10       | 11    | 15    | 16    |
| EPS             | 386      | 358      | 385   | 511   | 558   |
| PER (□/L)       | 12.6/7.5 | 11.6/5.7 | 7.3   | 5.5   | 5.1   |
| PBR (H/L)       | 1.4/0.8  | 1.1/0.5  | 0.7   | 0.6   | 0.6   |
| EV/EBITDA (H/L) | 9.2/7.4  | 7.4/5.7  | 5.5   | 4.9   | 4.7   |
| 영업이익률           | 10.3     | 10.9     | 11.9  | 12.8  | 12.8  |
| ROE             | 11.9     | 10.0     | 9.6   | 11.4  | 11.2  |

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 52주 최저/최고      | 2,155/3,470원     |
| KOSDAQ /KOSPI  | 718/2,126pt      |
| 시가총액           | 807억원            |
| 60일-평균거래량      | 181,378          |
| 외국인지분율         | 2.4%             |
| 60일-외국인지분율변동주이 | +1.1%p           |
| 주요주주           | 문배철강 외 6 인 58.1% |



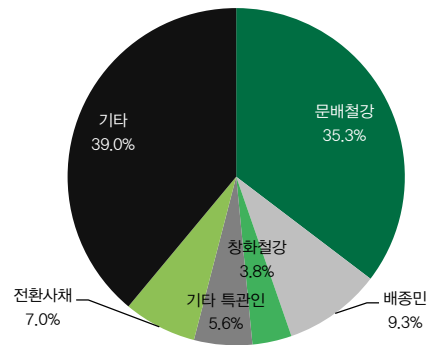
|       |      |      |       |
|-------|------|------|-------|
| 주가상승률 | 1M   | 3M   | 12M   |
| 절대기준  | -6.0 | 11.7 | -18.7 |
| 상대기준  | -9.6 | 14.9 | -9.9  |

도표 14. 매출액과 영업이익률



자료: N스틸, DB금융투자  
주: 2019~2020년은 당사 추정

도표 15. 주요 주주 현황



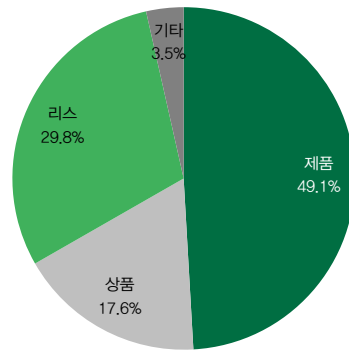
자료: N스틸, DB금융투자

도표 16. 주요 연혁

| 일자      | 내용                     |
|---------|------------------------|
| 1972.12 | 신창강업 설립                |
| □975.06 | 증권거래소 상장               |
| 1976.03 | 동성철강으로 사명 변경           |
| 1□98.05 | 회사 정리절차 개시             |
| 2001.03 | 문배철강으로 피인수, N스틸로 사명 변경 |
| 2006.09 | 당진1공장 준공, 리스 사업 개시     |
| 2007.03 | N스틸로 사명 변경             |
| 2010.12 | 포스코P&S 합작사 포항에스알디씨 설립  |
| 2011.09 | 광양공장 준공                |
| 2015.10 | 당진2공장 준공               |

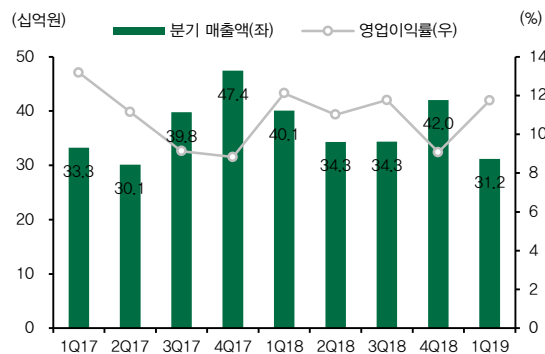
자료: N스틸, DB금융투자

도표 17. 부문별 매출 비중 (2018년 기준)



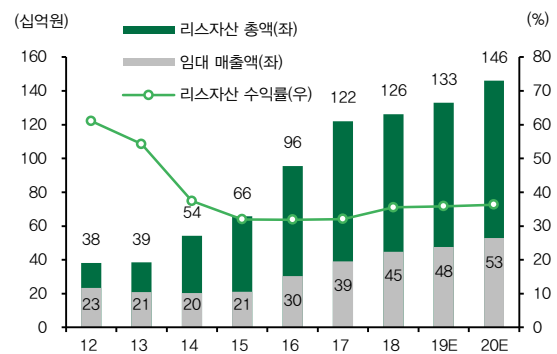
자료: N스틸, DB금융투자

도표 18. 분기 매출액과 영업이익률



자료: N스틸, DB금융투자

도표 19. 리스자산과 임대 매출액 추이



자료: N스틸, DB금융투자  
주1: 2019~2020년은 당사 추정  
주2: 리스자산 수익률은 임대 매출액을 리스자산 총액으로 나눈 것

### 철강 임대업은 아무나 뛰어들 수 없는 고마진 사업

문배철강 산하  
강건재 제조 및  
임대 기업

NI스틸은 시트 파일, H빔, 합성보 등 건설용 철강재를 가공, 판매, 임대하는 기업이다. 1972년 창업 후 30년 가까이 포스코 열연강판 유통 사업을 영위하다 1998년 법정관리에 들어갔다. 2001년 문배철강에 파인수된 후 2006년 시트파일 교정설비를 갖춘 당진1공장을 준공하며 강재 임대사업을 개시했다. 2011년에는 광양공장, 2015년에는 당진2공장을 차례로 증설하며 시트파일 교정 및 관리능력을 확충했다. 2018년 매출 비중은 제품 49.1%, 상품 17.6%, 리스 29.8%, 기타 3.5%다.

시트 파일과  
H빔이 주력  
임대 품목

동사의 주력 임대 품목인 시트 파일과 H빔은 건축, 토목공사의 초기 공법인 바닥 터파기 공사에 사용되는 형강의 일종이다. 시트 파일을 지반에 수직으로 박고 다른 시트파일과 연결해 물막이벽, 흙막이벽을 형성한다. H빔은 지반에 향타된 시트파일의 전도를 막기 위한 보강재로 이용된다. 설치된 시트 파일과 H빔은 그대로 건물의 구조물로 활용하기도 하지만, 공사를 완료한 후에 회수하기도 한다. 이 경우 건설업체들은 강재를 구매하지 않고 일정 기간 동안만 임대함으로써 구매, 적재, 회수 후 매각을 직접 진행하는 번거로움을 덜어낼 수 있다.

시간이 갈수록  
상각비 부담이  
줄어든다

동사의 임대용 강재 보유량은 약 20만 톤으로 추정된다. 1Q19 말 강재 리스자산 장부가액은 1,265억 원에 달한다. 지속적인 강재 구매로 지난 10년 간 900억원 가까이 증가했다. 리스자산 감가상각 기간은 9년으로 설정돼 있지만 실제 사용연한은 10년 이상이며, 사용연한이 끝나면 고철로 내다 팔 수도 있다. 시간이 지날수록 상각비 부담이 줄어드는 구조다. 강재 임대계약은 통상 3개월을 기준으로 하며 기간 연장시 추가 사용료를 지불하는 형태로 이뤄진다. 임대계약 종료 후 건설업체로부터 회수한 강재는 당진1공장, 당진2공장, 광양공장 등에서 교정을 거쳐 재임대된다.

그러나 아무나  
강재 임대업을  
하지는 못한다

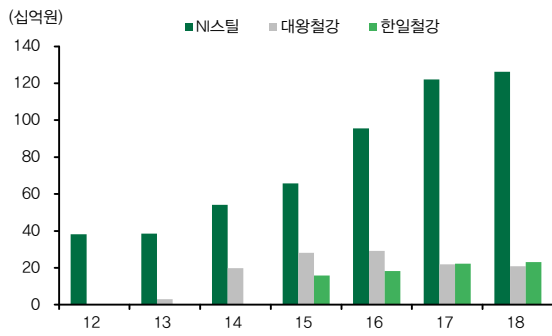
강재 임대사업의 GP마진은 제품 판매업보다 현저히 높은 것으로 추정된다. 그러나 마진이 높은 만큼 진입장벽도 높다. 강재 구매와 교정설비 구축에 수백억 원대 투자가 필요하며, BEP 달성까지 수 년의 시간이 소요된다. 현재 강재 임대사업에 성공적으로 안착한 기업은 동사뿐이다. 태화강재산업은 2013년 부도 처리됐으며, 태화강재의 임대사업을 인수한 대왕철강 역시 2017년 워크아웃에 들어간 상태다. POSCO 열연대리점 중 하나인 한일철강도 임대업에 뛰어들었지만 아직 자산 규모가 232억원에 불과하다. 동사는 대규모 투자를 통해 경쟁사들과의 격차를 더욱 벌리고 있다. 2015~17년 당진2공장을 신설하고 임대용 강재를 확충하는데 1,200억원이 넘는 자금을 투입했다.

도표 20. 동사의 주력 임대 품목인 시트 파일(강널말뚝)



자료: NI스틸, DB금융투자

도표 21. 동사와 경쟁사 리스자산 보유액 추이



자료: 각사, DB금융투자

## 높은 수익성을 생각하면 말이 안 되는 저평가

신규 아이템  
가세로 성장  
폭이 커진다

2019년 매출액 1,572억원(+4.3%), 영업이익 187억원(+13.3%), 영업이익률 11.9%(+1.0%p)를 예상한다. 전년대비 매출 성장 폭이 크지 않은 것처럼 보이는 이유는 지난 1분기 발생한 당진공장 인사사고로 공장 가동이 15일 가량 중단됐기 때문이다. 반면 영업이익은 두자릿수 증가율을 예상했는데, 임대사업 진입 초기에 구매한 자산의 상각이 완료된다는 점을 반영했다. 2020년에는 매출액 1,730억원, 영업이익 223억원으로 실적 성장세가 한층 가팔라질 것이다. 데크, 플레이트, 커튼월, 시스템 비계 등 신규 아이템이 가세하고, 리스자산이 지속 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

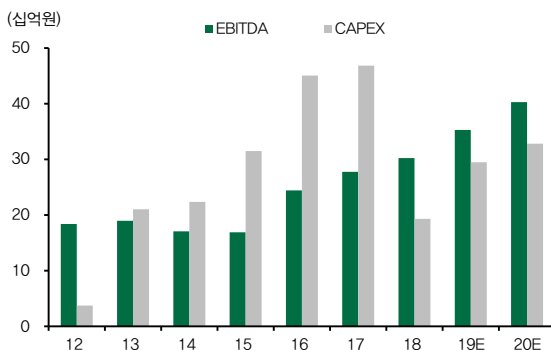
차입금 규모가  
크지만 감당할  
만한 수준

동사는 사업 다각화와 강재 교정능력 확대를 위해 약 1,600억원에 달하는 신규투자를 계획 중이다. 2019년과 2020년 예상 투자 총액은 각각 295억원, 328억원이다. 올해는 당진3공장 신설이 시작되며 시스템 비계가 임대 품목에 추가된다. 2015년 이후 EBITDA를 크게 상회하는 대규모 투자가 이뤄져 순차입금이 2015년 776억원에서 2018년 1,108억원으로 증가했다. 그러나 올해와 내년은 가파른 EBITDA 증가에 힘입어 차입금을 크게 늘리지 않고도 투자를 진행할 수 있을 전망이다. 2019년 연간 이자비용은 36억원 내외로 추정된다. 이자보상비율은 5.2배로 감내할 만한 수준이다.

건설 업황이  
둔화해도  
지속성장 가능

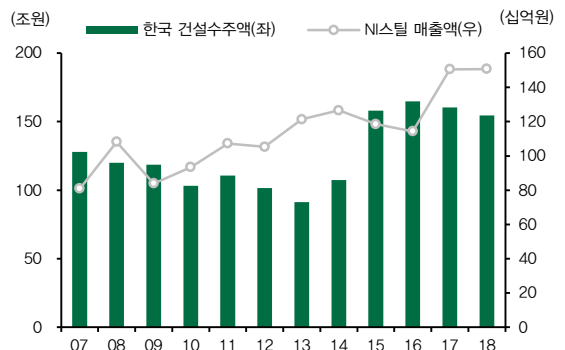
2019년 예상 당기순이익은 110억원으로 산출했는데, 2017년 5월 발행한 전환사채 잔액 61억원이 모두 주식으로 전환된다고 가정하고 파생상품평가손실 10억원을 반영했다. 주당 배당금은 50원을 유지할 것으로 봤다. 위와 같은 실적 추정을 반영한 동사의 2019년 예상 P/E는 7.4배, 예상 ROE는 9.6%, 예상 EV/EBITDA는 5.5배다. 현재 EBITDA 배수는 2016~18년 평균 7.4배에 비해 현저히 낮다. 저평가 원인은 전방산업인 건설업 침체 우려 때문일 것이다. 그러나 지난 십여 년간 건설시장 사이클 변동에도 동사의 성장이 지속돼 왔다는 점을 생각해야 한다. 건설 업황이 둔화되면 비용절감에 강점이 있는 동사 제품 및 임대 서비스에 대한 니즈가 확대될 것이다. 우리는 동사가 철강업에서 좀처럼 시현하기 힘든 두자릿수 영업이익률을 꾸준히 유지하고 있다는 점이 가치평가에 반영돼야 한다고 본다.

도표 22. 연간 EBITDA vs. CAPEX



자료: N스틸, DB금융투자  
주: 2019~2020년은 당사 추정

도표 23. 건설 사이클 변동에도 동사 매출액은 꾸준히 증가



자료: 통계청, N스틸, DB금융투자

도표 24. N스틸 주요 영업/재무지표

(단위: 백만원 %, 배)

|               | 1Q18           | 2Q18           | 3Q18           | 4Q18           | 1Q19           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>    | <b>40,061</b>  | <b>34,294</b>  | <b>34,337</b>  | <b>42,041</b>  | <b>31,185</b>  | <b>118,555</b> | <b>114,326</b> | <b>150,604</b> | <b>150,733</b> | <b>157,185</b> | <b>173,000</b> |
| (%YoY)        | -15.6          | -14.4          | 0.1            | 22.4           | -25.8          | -6.3           | -3.6           | 31.7           | 0.1            | 4.3            | 10.1           |
| - 제품          | 22,110         | 16,256         | 17,259         | 18,373         | 13,099         | 59,509         | 47,242         | 75,118         | 73,998         | 74,599         | 80,000         |
| - 상품          | 6,151          | 7,627          | 5,773          | 7,027          | 5,874          | 36,204         | 34,975         | 34,942         | 26,578         | 26,874         | 30,000         |
| - 리스          | 11,537         | 10,209         | 11,078         | 12,020         | 10,572         | 21,040         | 30,437         | 39,134         | 44,844         | 47,672         | 53,000         |
| - 기타          | 263            | 202            | 227            | 4,621          | 1,640          | 1,802          | 1,672          | 1,410          | 5,313          | 8,040          | 10,000         |
| 매출원가          | 31,526         | 28,496         | 27,549         | 34,706         | 24,929         | 99,894         | 92,901         | 125,813        | 122,277        | 126,536        | 138,060        |
| 매출총이익         | 8,535          | 5,798          | 6,788          | 7,335          | 6,256          | 18,661         | 21,425         | 24,791         | 28,456         | 30,649         | 34,940         |
| - 매출총이익률      | 21.3           | 16.9           | 19.8           | 17.4           | 20.1           | 15.7           | 18.7           | 16.5           | 18.9           | 19.5           | 20.2           |
| 판매비           | 3,681          | 2,024          | 2,748          | 3,519          | 2,595          | 9,147          | 7,279          | 9,226          | 11,836         | 11,919         | 12,679         |
| <b>영업이익</b>   | <b>4,854</b>   | <b>3,775</b>   | <b>4,040</b>   | <b>3,816</b>   | <b>3,661</b>   | <b>9,513</b>   | <b>14,146</b>  | <b>15,566</b>  | <b>16,619</b>  | <b>18,730</b>  | <b>22,261</b>  |
| - 영업이익률       | 12.1           | 11.0           | 11.8           | 9.1            | 11.7           | 8.0            | 12.4           | 10.3           | 11.0           | 11.9           | 12.9           |
| (%YoY)        | 15.9           | -22.2          | 7.0            | -5.5           | -4.1           | -9.1           | 49.1           | 01.0           | 5.9            | 13.3           | 18.8           |
| 영업외손익         | -704           | -1,071         | -563           | -955           | -1,249         | -80            | -1,549         | -2,637         | -3,429         | -4,534         | -3,528         |
| 세전이익          | 4,150          | 2,704          | 3,476          | 2,860          | 2,412          | 9,433          | 12,597         | 12,929         | 13,191         | 14,197         | 18,734         |
| 법인세           | 1,003          | 599            | 661            | 723            | 397            | 2,333          | 2,374          | 1,952          | 2,986          | 3,194          | 4,121          |
| - 법인세율        | 24.2           | 22.1           | 19.0           | 25.3           | 16.5           | 24.7           | 18.8           | 15.1           | 22.6           | 22.5           | 22.0           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>3,147</b>   | <b>2,105</b>   | <b>2,815</b>   | <b>2,137</b>   | <b>2,015</b>   | <b>7,100</b>   | <b>10,223</b>  | <b>10,976</b>  | <b>10,204</b>  | <b>11,002</b>  | <b>14,612</b>  |
| (%YoY)        | 0.6            | -33.0          | 33.5           | -24.1          | -5.7           | 34.0           | 44.0           | 7.4            | -7.0           | 7.8            | 32.8           |
| <b>EBITDA</b> | <b>8,393</b>   | <b>7,225</b>   | <b>7,519</b>   | <b>7,068</b>   | <b>7,431</b>   | <b>16,891</b>  | <b>24,413</b>  | <b>27,760</b>  | <b>30,205</b>  | <b>35,304</b>  | <b>40,275</b>  |
| <b>CAPEX</b>  | <b>1,677</b>   | <b>4,799</b>   | <b>6,829</b>   | <b>6,007</b>   | <b>5,872</b>   | <b>31,517</b>  | <b>45,052</b>  | <b>46,821</b>  | <b>19,312</b>  | <b>29,500</b>  | <b>32,800</b>  |
| 배당금           | 1,421          |                |                |                | 1,430          | 1,421          | 1,421          | 1,421          | 1,421          | 1,430          | 1,538          |
| - DPS(원)      | 50             |                |                |                | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             |
| 순차입금          | 110,615        | 116,269        | 114,537        | 110,798        | 114,751        | 77,588         | 97,035         | 122,404        | 110,828        | 111,997        | 116,209        |
| - 이자비용        | 866            | 1,150          | 822            | 849            | 732            | 2,227          | 2,123          | 3,152          | 3,686          | 3,583          | 3,711          |
| - 이자보상비율      | 5.6            | 3.3            | 4.9            | 4.5            | 5.0            | 4.3            | 6.7            | 4.9            | 4.5            | 5.2            | 6.0            |
| <b>리스자산</b>   | <b>120,468</b> | <b>121,448</b> | <b>123,937</b> | <b>126,191</b> | <b>126,535</b> | <b>65,823</b>  | <b>95,540</b>  | <b>122,092</b> | <b>126,191</b> | <b>133,000</b> | <b>146,000</b> |
| - 기간 수익률      | 9.6            | 8.4            | 8.9            | 9.5            | 8.4            | 32.0           | 31.9           | 32.1           | 35.5           | 35.8           | 36.3           |
| - 상각비         | 2,910          | 5,705          | 8,523          | 11,075         | 3,120          | 6,111          | 8,641          | 7,984          | 11,075         | 11,565         | 12,696         |
| 매출채권          | 21,734         | 19,696         | 20,956         | 21,758         | 23,473         | 20,017         | 24,878         | 28,319         | 21,762         | 25,779         | 28,367         |
| 재고자산          | 17,484         | 20,641         | 19,421         | 15,400         | 18,764         | 18,211         | 11,046         | 17,448         | 15,400         | 17,465         | 19,438         |
| 매입채무          | 14,083         | 11,970         | 12,899         | 11,988         | 12,359         | 8,499          | 11,751         | 19,084         | 13,923         | 17,352         | 19,163         |
| 순운전자본         | 14,762         | 21,387         | 22,021         | 17,590         | 20,024         | 29,728         | 24,172         | 26,683         | 23,238         | 25,892         | 28,643         |
| 현금환사이클        | 57.7           | 76.1           | 73.6           | 55.1           | 88.1           | 91.5           | 77.2           | 64.7           | 56.3           | 60.1           | 60.4           |
| P/E(기말)       |                |                |                |                |                | 10.6           | 8.7            | 7.6            | 6.3            | 7.4            | 5.6            |
| P/B(기말)       |                |                |                |                |                | 1.0            | 1.0            | 0.9            | 0.6            | 0.7            | 0.7            |
| ROE(기말)       |                |                |                |                |                | 9.4            | 12.4           | 11.9           | 10.0           | 9.6            | 11.4           |
| EV/EBITDA(기말) |                |                |                |                |                | 9.0            | 7.6            | 7.4            | 5.8            | 5.5            | 4.9            |
| 배당수익률(기말)     |                |                |                |                |                | 1.9            | 1.6            | 1.7            | 2.2            | 1.8            | 1.8            |

자료: DB금융투자

주: 2019년과 2020년은 당사 추정

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 47   | 38   | 44    | 52    | 64    |
| 현금및현금성자산    | 1    | 0    | 0     | 3     | 11    |
| 매출채권및기타채권   | 28   | 22   | 26    | 28    | 31    |
| 재고자산        | 17   | 15   | 17    | 19    | 21    |
| 비유동자산       | 204  | 206  | 218   | 233   | 245   |
| 유형자산        | 195  | 201  | 214   | 229   | 241   |
| 무형자산        | 1    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산        | 7    | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 자산총계        | 251  | 244  | 263   | 285   | 309   |
| 유동부채        | 107  | 103  | 128   | 117   | 114   |
| 매입채무및기타채무   | 19   | 14   | 17    | 19    | 20    |
| 단기차입금및단기차입금 | 73   | 65   | 80    | 84    | 84    |
| 유동성장기부채     | 10   | 19   | 27    | 10    | 5     |
| 비유동부채       | 46   | 34   | 12    | 33    | 46    |
| 사채및장기차입금    | 40   | 28   | 6     | 26    | 39    |
| 부채총계        | 153  | 138  | 141   | 150   | 159   |
| 자본금         | 14   | 14   | 15    | 15    | 15    |
| 자본잉여금       | 9    | 9    | 14    | 14    | 14    |
| 이익잉여금       | 68   | 77   | 86    | 99    | 114   |
| 비지배주주지분     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 98   | 106  | 122   | 135   | 149   |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름     | 24   | 31   | 28    | 34    | 35    |
| 당기순이익        | 11   | 10   | 11    | 15    | 16    |
| 현금유출이없는비용및수익 | 18   | 22   | 24    | 26    | 26    |
| 유형및무형자산상각비   | 12   | 14   | 17    | 18    | 18    |
| 영업관련자산부채변동   | -2   | 1    | -4    | -3    | -3    |
| 매출채권및기타채권의감소 | -4   | 5    | -4    | -3    | -2    |
| 재고자산의감소      | -6   | 2    | -2    | -2    | -2    |
| 매입채무및기타채무의증가 | 7    | -6   | 3     | 2     | 1     |
| 투자활동현금흐름     | -46  | -15  | -30   | -33   | -30   |
| CAPEX        | -47  | -19  | -30   | -33   | -30   |
| 투자자산의손중      | 0    | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동현금흐름     | 23   | -17  | 2     | 2     | 3     |
| 사채및장기차입금의 증가 | 26   | -12  | 1     | 7     | 8     |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 2    | 0    | 6     | 0     | 0     |
| 배당금지급        | -1   | -1   | -1    | -2    | -2    |
| 기타현금흐름       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 현금의증가        | 1    | -1   | 0     | 3     | 8     |
| 기초현금         | 1    | 1    | 0     | 0     | 3     |
| 기말현금         | 1    | 0    | 0     | 3     | 11    |

자료: NIS릴, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 151  | 151  | 157   | 173   | 186   |
| 매출원가        | 126  | 122  | 127   | 138   | 149   |
| 매출총이익       | 25   | 28   | 31    | 35    | 38    |
| 판매비         | 9    | 12   | 12    | 13    | 14    |
| 영업이익        | 16   | 16   | 19    | 22    | 24    |
| EBITDA      | 28   | 30   | 35    | 40    | 42    |
| 영업외손익       | -3   | -4   | -5    | -4    | -4    |
| 금융손익        | -3   | -4   | -5    | -4    | -4    |
| 투자손익        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익        | 13   | 13   | 14    | 19    | 20    |
| 중단사업이익      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 11   | 10   | 11    | 15    | 16    |
| 지배주주지분순이익   | 11   | 10   | 11    | 15    | 16    |
| 비지배주주지분순이익  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익       | 11   | 10   | 11    | 15    | 16    |
| 증감률(%YoY)   |      |      |       |       |       |
| 매출액         | 31.7 | 0.1  | 4.3   | 10.1  | 7.7   |
| 영업이익        | 10.0 | 5.9  | 13.3  | 18.8  | 7.9   |
| EPS         | 7.4  | -7.3 | 7.5   | 32.8  | 9.2   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(십 % 배) | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당주요지표(원)     |       |       |       |       |       |
| EPS           | 386   | 358   | 385   | 511   | 558   |
| BPS           | 3,452 | 3,717 | 3,962 | 4,388 | 4,857 |
| DPS           | 50    | 50    | 50    | 50    | 50    |
| Multiple(배)   |       |       |       |       |       |
| P/E           | 7.6   | 6.3   | 7.3   | 5.5   | 5.1   |
| P/B           | 0.8   | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 0.6   |
| EV/EBITDA     | 7.4   | 5.8   | 5.5   | 4.9   | 4.7   |
| 수익성(%)        |       |       |       |       |       |
| 영업이익률         | 10.3  | 10.9  | 11.9  | 12.8  | 12.8  |
| EBITDA마진      | 18.4  | 20.0  | 22.5  | 23.3  | 22.5  |
| 순이익률          | 7.3   | 6.8   | 7.0   | 8.4   | 8.6   |
| ROE           | 11.9  | 10.0  | 9.6   | 11.4  | 11.2  |
| ROA           | 4.8   | 4.1   | 4.3   | 5.3   | 5.4   |
| ROC           | 6.6   | 5.8   | 6.3   | 7.0   | 7.1   |
| 안정성및기타        |       |       |       |       |       |
| 부채비율(%)       | 156.1 | 129.5 | 115.7 | 111.2 | 106.8 |
| 이자보상배율(배)     | 4.9   | 4.5   | 5.3   | 6.1   | 6.2   |
| 배당성향(배)       | 12.9  | 14.0  | 14.0  | 10.5  | 9.6   |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

NIS릴 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자       | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----------|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|
| 19/06/25 | NR   | 0    | -                  | -  |      |      |                    |

## NR

목표주가:

현재주가: 12,650원(06/24)

## 디씨엠(024090): 수직계열화가 갖는 위력

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

## 백색가전용 라미네이트 컬러강판 제조사

디씨엠은 1972년 창업한 경남 양산 소재 라미네이트 컬러강판 제조사다. 라미네이트 컬러강판, 또는 VCM 강판은 냉연강판, EGI 등에 화학 필름을 접착한 소재다. 녹이 슬지 않고 외관이 미려해 가전제품 외장재, 선박용 내장 패널재, 건축 내외장재로 두루 사용된다. 자회사로 VCM용 데코필름을 제조하는 도림통산(지분율 58.6%), 합성수지를 제조하는 마스크롬(90.0%)을 두고 있다. 수출이 전체 매출의 약 70%를 차지할 정도로 수출 비중이 높다.

## 주문량 증가와 원소재 가격 하락의 이중주

고객사 주문량 증가와 자회사 증설, 원소재 가격 하락에 따른 실적 회복을 예상한다. 동사는 지난해 VCM 강판 경쟁 심화, 원소재 가격 상승, 자회사 도림통산 화재 등의 악재가 겹치며, 매출액은 전년대비 8.6%, 영업이익은 전년대비 48.8% 감소하는 부진한 실적을 시현했다. 그러나 올해 1분기는 기존 주력 제품인 냉장고 소재 외에 세탁기 소재 주문량이 증가하며 전년동기비 30% 이상 매출액이 신장됐다. 강판 가격 하락과 원/달러 환율 상승으로 수익성도 빠르게 개선되고 있다.

## 수직계열화로 제품 개발능력과 원가경쟁력 우위 확보

VCM 강판 제조사 중 유일하게 필름을 자체 제조하고 있다. 수직계열화는 우호적이지 않은 전방산업 업황에서도 동사가 제품 개발능력과 원가경쟁력 측면에서 경쟁사 대비 우위에 설 수 있는 원동력이다. 하반기 중 도림통산의 필름 생산라인 증설이 완료될 것으로 예상하며, 동사는 샘플 전용 생산라인을 가동해 제품 개발능력을 더욱 강화할 계획이다. 1Q19 말 기준 560억원에 이르는 순현금을 보유 중일 만큼 재무구조가 안정적이다. 투자부동산 장부가치도 470억원에 이른다.

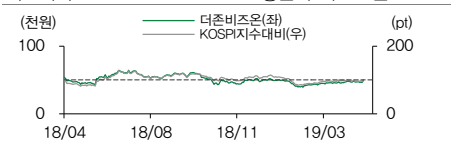
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

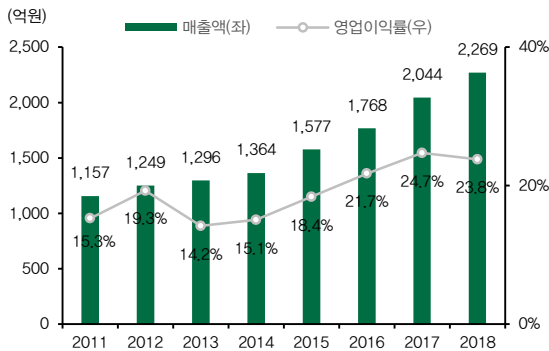
|                 |             |           |         |           |           |
|-----------------|-------------|-----------|---------|-----------|-----------|
| FYE Dec         | 2014        | 2015      | 2016    | 2017      | 2018      |
| 매출액             | 112         | 106       | 129     | 134       | 122       |
| (증가율)           | -11.8       | -5.4      | 21.7    | 3.9       | -9.0      |
| 영업이익            | -1          | 6         | 19      | 17        | 8         |
| (증가□)           | 적전          | 흑전        | 216.7   | -10.5     | -52.9     |
| 지배주주순이익         | 0           | 4         | 20      | 13        | 7         |
| EPS             | 34          | 337       | 1,672   | 1,113     | 570       |
| PER (H/L)       | 495.5/303.1 | 61.5/25.8 | 8.1/5.4 | 13.0/10.6 | 24.8/19.0 |
| PBR (H/L)       | 1.5/0.9     | 1.8/0.8   | 1.1/0.7 | 1.1/0.9   | 1.1/0.8   |
| EV/EBITDA (H/L) | 81.5/40.6   | 20.1/6.8  | 4.7/2.5 | 7.2/5.8   | 11.1/9.2  |
| 영업이익률           | -0.9        | 5.9       | 15.1    | 12.4      | 6.9       |
| ROE             | 0.3         | 3.0       | 13.9    | 8.6       | 4.3       |

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 52주 최저/최고      | 10,700/12,700원   |
| KOSDAQ /KOSPI  | 718/2,126pt      |
| 시가총액           | 1,480억원          |
| 60일-평균거래량      | 8,065            |
| 외국인지분율         | 1.3%             |
| 60일-외국인지분율변동주이 | 0.0%p            |
| 주요주주           | 장연택 외 11 인 44.6% |



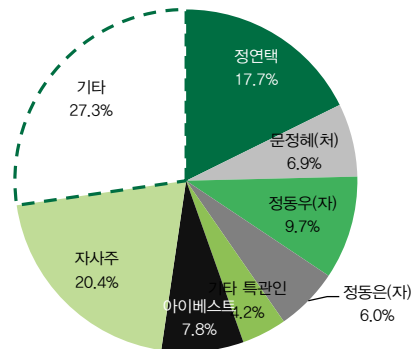
|       |      |      |      |
|-------|------|------|------|
| 주가상승률 | 1M   | 3M   | 12M  |
| 절대기준  | 2.8  | 11.9 | 1.6  |
| 상대기준  | -1.1 | 15.1 | 12.6 |

도표 25. 매출액과 영업이익률



자료: 디씨엔 DB금융투자

도표 26. 주요 주주 현황



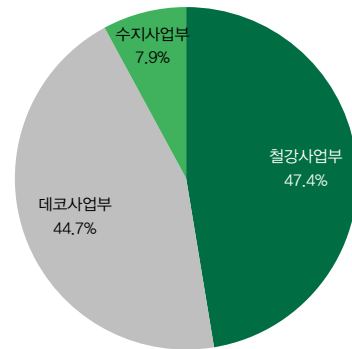
자료: 디씨엔 DB금융투자

도표 27. 주요 연혁

| 일자      | 내용                       |
|---------|--------------------------|
| 1972.03 | 부산 동래구에 대림화학공업사 설립       |
| 1991.12 | 양산 웅상읍에 공장 신축 이전         |
| 1992.03 | 라미네이트 강판 생산 개시           |
| 1994.12 | 양산시 웅상읍으로 본점 이전          |
| 1995.03 | 공장 증축 및 라미네이트 강판 생산라인 증설 |
| 1996.10 | 관계사 도림통산 설립              |
| 1999.05 | 디씨엔 주식회사로 상호 변경          |
| 1999.08 | 거래소 상장                   |
| 2009.07 | 양산 3공장 증개축               |
| 2012.06 | 양산 2공장 증축                |
| 2014.10 | 마스크 인수                   |

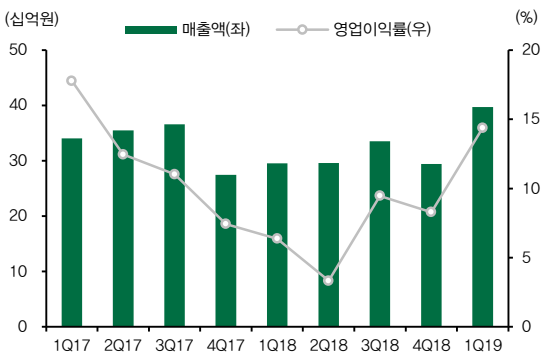
자료: 디씨엔 DB금융투자

도표 28. 부문별 매출 비중 (2018년 기준)



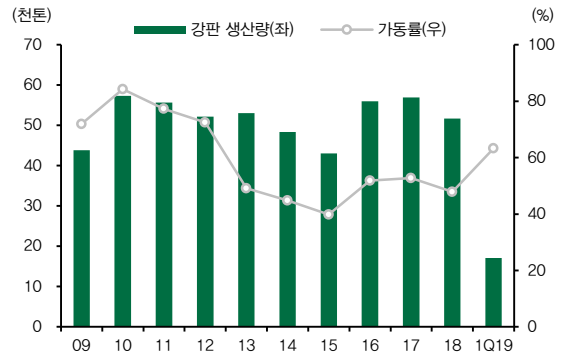
자료: 디씨엔 DB금융투자

도표 29. 분기 매출액과 영업이익



자료: 디씨엔 DB금융투자

도표 30. VCM 강판 생산량과 강판 설비가동률



자료: 디씨엔 DB금융투자

## 라미네이트 컬러강판 시장의 최강자

중소형사가  
분점하는  
VCM 강판 시장

디씨엠의 주력 제품인 라미네이트 컬러강판(Vinyl Coated Metal, VCM 강판)은 냉연강판, EGI 등에 화학 필름을 접착한 표면처리강판의 일종이다. 강판에 직접 도장하는 일반 컬러강판(Pre-coated Metal, PCM 강판)에 비해 외관이 미려해 냉장고, 세탁기 등 백색가전에 많이 사용된다. 동사는 경남 양산시에서 VCM 강판 제조라인 3기를 가동 중이며, 같은 단지에서 자회사인 도림통산이 VCM 강판용 데코 필름 제조라인 3기를 운영하고 있다. PCM 강판은 동국제강, 포스코강판, 동부인천스틸 등 대형사들이 시장을 주도하지만, VCM 강판 시장은 동사, 아주스틸, 삼양스틸, 비엔스틸라 등 중소기업들이 분점하고 있다. 주문형 생산, 다품종 소량생산이라는 특성상 대량생산 체제의 이점이 크지 않기 때문이다.

높은 수출 비중,  
높은 원소재  
가격 민감도

지난 10년 간 동사 매출액에서 수출이 차지하는 비중이 45%에서 69%로 높아졌다. 국내 가전업체들이 중국, 베트남, 인도, 멕시코 등으로 생산기지를 이전한 영향이다. VCM 강판의 주된 수요처는 가전 업체이고, 일부 물량이 내식성이 요구되는 선박용 내장재, 건축내장재 등으로 판매된다. 납기가 3개월 이내로 짧고 대형 가전사항 매출 비중이 높아 매출채권과 재고자산의 부실화 위험이 크지 않다. 반면 최근 판가 조정이 어려워져 원소재 가격이 급등할 때 수익성이 흔들리는 변동하는 경향이 있다. 달러화 대금 결제 비중이 높아 환율 변동 위험에도 노출된다.

제품 개발능력,  
원가경쟁력을  
두루 갖췄다

VCM 강판 제조업에서 핵심 경쟁력은 제품 개발능력과 원가경쟁력이다. 고객사 입맛에 맞는 샘플을 적시에 제공해야 하고, 연속생산라인을 유지하면서 불량을 최소화해야 한다. 동사는 VCM 강판 제조사들 중 유일하게 수직계열화를 확립해 제품 생산능력과 원가경쟁력 양 측면에서 현저한 경쟁우위를 점하고 있다. 도림통산은 국내외 석유화학 회사에서 원재료를 조달해 동사에 VCM 강판용 데코필름과 보호필름을 납품한다. 현재 도림통산은 하반기 중 가동을 목표로 제조라인 2기 증설을 진행 중이며, 증설 완료 후 기존 생산라인 1기를 샘플 전용 설비로 전환해 제품 개발능력을 더욱 강화할 계획이다.

도표 31. 주요 VCM 강판 제조사 실적

(단위: 십억원 %)

|                 | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>디씨엠</b>      |       |       |       |       |       |       |       |
| - 매출액           | 158.2 | 126.7 | 112.2 | 106.2 | 128.5 | 133.6 | 122.1 |
| - 영업이익          | 10.6  | 0.8   | -1.0  | 6.3   | 19.4  | 16.6  | 8.5   |
| - 영업이익률         | 6.7   | 0.6   | -0.9  | 5.9   | 15.1  | 12.4  | 6.9   |
| <b>아주스틸(개별)</b> |       |       |       |       |       |       |       |
| - 매출액           | 180.4 | 202.1 | 235.6 | 221.7 | 239.2 | 226.9 | 282.9 |
| - 영업이익          | 5.2   | 9.2   | 6.5   | 7.3   | 7.0   | 8.0   | 5.3   |
| - 영업이익률         | 2.9   | 4.5   | 2.8   | 3.3   | 2.9   | 3.5   | 1.9   |
| <b>삼양스틸</b>     |       |       |       |       |       |       |       |
| - 매출액           | 11.3  | 22.7  | 52.4  | 55.8  | 60.4  | 71.5  | 66.2  |
| - 영업이익          | -4.1  | -0.9  | 1.5   | 0.0   | 2.6   | 2.6   | -2.5  |
| - 영업이익률         | -36.3 | -3.7  | 2.9   | 0.0   | 4.3   | 3.7   | -3.8  |
| <b>비엔스틸라</b>    |       |       |       |       |       |       |       |
| - 매출액           | 152.7 | 152.0 | 138.1 | 118.8 | 119.8 | 128.1 | 120.0 |
| - 영업이익          | 11.3  | 8.5   | 4.5   | 9.9   | 9.7   | 7.1   | 4.3   |
| - 영업이익률         | 7.4   | 5.6   | 3.3   | 8.3   | 8.1   | 5.5   | 3.6   |

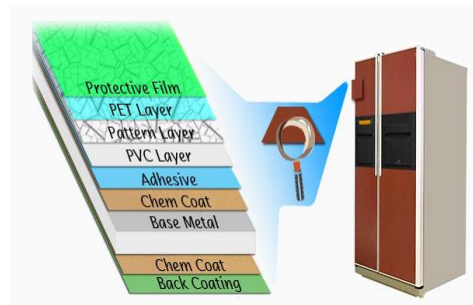
자료: 각사, DB금융투자

도표 32. 백색가전 소재로 주로 쓰이는 VCM 강판



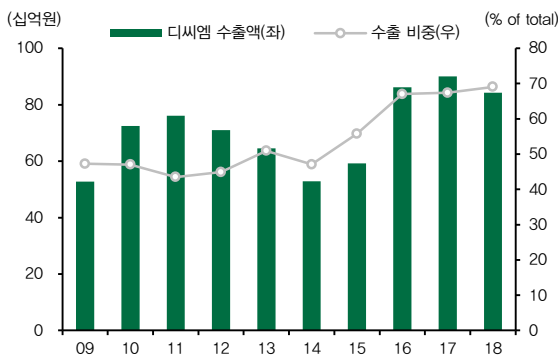
자료: 연료중합 DB금융투자

도표 33. VCM 강판의 구조



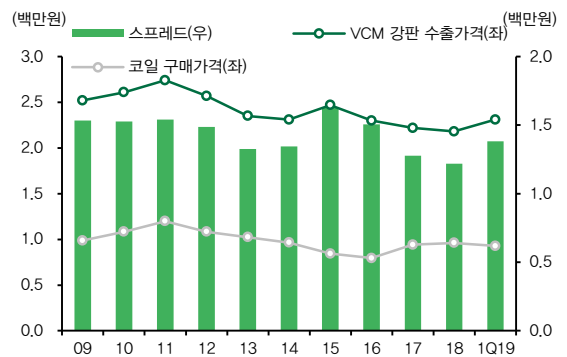
자료: 디씨엠 DB금융투자

도표 34. 수출액과 수출 비중



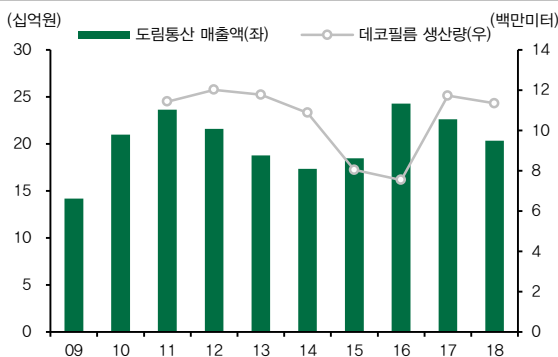
자료: 디씨엠 DB금융투자

도표 35. VCM 강판 수출가격 vs. 코일 구매가격



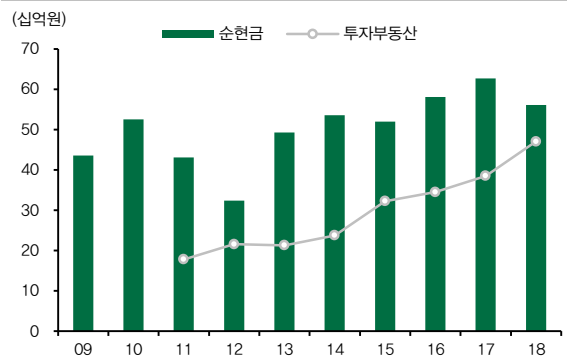
자료: 디씨엠 DB금융투자

도표 36. 자회사 도림통산 매출액과 데코필름 생산량 추이



자료: 디씨엠 DB금융투자

도표 37. 순현금과 투자부동산 추이



자료: 디씨엠 DB금융투자

## 실적 턴어라운드와 견고한 재무구조, 투자부동산 가치

물량 증가와  
강판 가격  
하락으로 1분기  
실적 개선

디씨엠은 2018년 매출액 1,221억원(-8.6%), 영업이익 85억원(-48.8%), 영업이익률 6.9%(-5.5%p), 지배주주순이익 67억원(-48.5%)로 부진한 실적을 시현했다. 원재료인 강판 및 화학소재 가격 상승, VCM 시장 경쟁 심화, 자회사 화재로 인한 생산차질 등에 기인한다. 반면 올해 1분기는 매출액 397억 원(+34.4%), 영업이익 57억원(+14.4%), 영업이익률 14.4%(+8.0%p)로 실적이 크게 개선됐다. 원소재 가격 하락, 주력 고객사 주문량 증가, 원/달러 환율상승 덕분이다.

우호적인 환율,  
도림통산 증설  
효과

2019년 매출액은 1,400억원에 육박해 호황기였던 2017년 수준 이상으로 회복될 것으로 기대한다. 주력 아이템인 냉장고 외 세탁기용 강판 주문량이 증가하는 가운데, 원/달러 환율이 우호적으로 움직이고 있다. 도림통산 증설 효과도 기대된다. 영업이익률은 경쟁 심화로 2017년 수준에 미달하겠지만, 매출액 증가와 강판 가격 하락으로 투자릿수에 가까운 이익률 시현은 가능할 것으로 보인다. 지배주주순이익은 대한방직 주식 매각 차익 등으로 100억원 중반 수준을 기록할 것으로 예상된다.

5백억원 이상의  
순현금과 창원  
토지 가치

도림통산 증설 투자에도 불구하고 순현금이 561억원에 이를 만큼 견고한 재무구조를 유지하고 있다. 1Q19말 기준 현금 및 현금성 자산 118억원, 당기손익-공정가치금융자산 376억원, 투자부동산 470억원을 보유 중이다. 장단기 차입금은 51억원에 불과하다. 투자부동산 중 부산 신항 배후부지인 창원시 진해구 웅원동 토지(24,523㎡, 취득가 294억원)는 개발 잠재력이 높다. 2018년 주당 배당금은 250원으로 전년 460원 대비 크게 감소했으나, 올해 실적이 회복되면 400원 이상으로 회복할 것으로 예상된다. 유통주식 수가 부족하다는 것 외에 특별한 약점을 찾기 힘든 기업이다.

도표 38. 디씨엠 주요 재무/영업지표

(단위: 백만원 %)

|                | 1Q18          | 2Q18          | 3Q18          | 4Q18          | 1Q19          | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>29,552</b> | <b>29,625</b> | <b>33,505</b> | <b>29,401</b> | <b>39,722</b> | <b>126,711</b> | <b>112,238</b> | <b>106,155</b> | <b>128,541</b> | <b>133,622</b> | <b>122,083</b> |
| - 철강사업부        | 27,814        | 28,032        | 31,676        | 27,647        | 37,716        | 126,620        | 112,216        | 103,083        | 122,787        | 127,349        | 115,169        |
| - 데코사업부        | 4,680         | 4,994         | 4,952         | 5,179         | 7,158         | 18,774         | 17,369         | 18,475         | 24,277         | 22,642         | 20,347         |
| - 수지사업부        | 1,713         | 1,579         | 1,775         | 1,669         | 1,944         | 0              | 0              | 3,015          | 5,211          | 6,200          | 6,736          |
| (연결조정)         | -4,655        | -4,980        | -4,898        | -5,094        | -7,096        | -18,683        | -17,347        | -18,418        | -23,734        | -22,569        | -20,169        |
| 매출원가           | 25,454        | 25,387        | 28,326        | 24,761        | 31,348        | 117,516        | 106,662        | 92,935         | 101,363        | 109,377        | 103,928        |
| 매출총이익          | 4,098         | 4,238         | 5,179         | 4,640         | 8,374         | 9,195          | 5,576          | 13,220         | 27,178         | 24,245         | 18,155         |
| - 매출총이익률       | 13.9          | 14.3          | 15.5          | 15.8          | 21.1          | 7.3            | 5.0            | 12.5           | 21.1           | 18.1           | 14.9           |
| 판매비            | 2,214         | 3,252         | 2,008         | 2,202         | 2,667         | 8,372          | 6,531          | 6,969          | 7,739          | 7,690          | 9,676          |
| <b>영업이익</b>    | <b>1,884</b>  | <b>986</b>    | <b>3,171</b>  | <b>2,438</b>  | <b>5,707</b>  | <b>823</b>     | <b>-955</b>    | <b>6,251</b>   | <b>19,439</b>  | <b>16,555</b>  | <b>8,479</b>   |
| - 영업이익률        | 6.4           | 3.3           | 9.5           | 8.3           | 14.4          | 0.6            | -0.9           | 5.9            | 15.1           | 12.4           | 6.9            |
| 영업외손익          | 474           | -43           | 44            | -25           | 1,092         | 2,718          | 1,499          | -802           | 7,467          | 1,168          | 450            |
| 세전이익           | 2,357         | 943           | 3,215         | 2,414         | 6,799         | 3,541          | 545            | 5,448          | 26,906         | 17,724         | 8,929          |
| 법인세            | 556           | 266           | 597           | 322           | 1,557         | 743            | 360            | 996            | 6,072          | 3,666          | 1,742          |
| 당기순이익          | 1,801         | 677           | 2,618         | 2,092         | 5,242         | 2,798          | 185            | 4,452          | 20,834         | 14,057         | 7,188          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>1,926</b>  | <b>669</b>    | <b>2,640</b>  | <b>1,434</b>  | <b>4,769</b>  | <b>3,026</b>   | <b>401</b>     | <b>3,945</b>   | <b>19,558</b>  | <b>13,023</b>  | <b>6,668</b>   |
| EBITDA         | 1,883         | 987           | 3,171         | 5,294         | 5,707         | 3,485          | 1,815          | 9,375          | 22,268         | 19,340         | 11,335         |
| CAPEX          | 177           | 129           | 1,089         | 2,363         | 2,640         | 1,719          | 482            | 481            | 1,956          | 3,307          | 3,758          |
| DPS(원)         |               |               |               |               |               |                | 200            | 200            | 400            | 460            | 250            |
| 순현금            | 74,433        | 66,725        | 69,162        | 66,857        | 67,317        | 49,336         | 53,619         | 52,007         | 58,098         | 62,716         | 56,101         |

자료: 디씨엠, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산        | 95   | 85   | 100  | 106  | 96   |
| 현금및현금성자산    | 11   | 13   | 14   | 11   | 12   |
| 매출채권및기타채권   | 12   | 11   | 14   | 16   | 13   |
| 재고자산        | 24   | 17   | 20   | 23   | 21   |
| 비유동자산       | 62   | 78   | 82   | 81   | 92   |
| 유형자산        | 28   | 31   | 31   | 32   | 33   |
| 무형자산        | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    |
| 투자자산        | 10   | 13   | 16   | 10   | 11   |
| 자산총계        | 157  | 163  | 182  | 186  | 188  |
| 유동부채        | 15   | 20   | 20   | 19   | 20   |
| 매입채무및기타채무   | 10   | 13   | 13   | 13   | 15   |
| 단기차입금및단기차대  | 5    | 4    | 3    | 3    | 4    |
| 유동성장기부채     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 비유동부채       | 6    | 5    | 7    | 6    | 5    |
| 사채및장기차입금    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 부채총계        | 21   | 25   | 27   | 25   | 25   |
| 자본금         | 6    | 6    | 6    | 6    | 6    |
| 자본잉여금       | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   |
| 이익잉여금       | 117  | 119  | 137  | 146  | 148  |
| 비지배주주지분     | 4    | 5    | 6    | 7    | 7    |
| 자본총계        | 136  | 139  | 154  | 161  | 163  |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름     | 11   | 18   | 16   | 10   | 13   |
| 당기순이익        | 0    | 4    | 21   | 14   | 7    |
| 현금유출이없는비용및수익 | 12   | 17   | 21   | 21   | 14   |
| 유형및무형자산상각비   | 3    | 3    | 3    | 3    | 3    |
| 영업관련자산부채변동   | 6    | 6    | -6   | -6   | 1    |
| 매출채권및기타채권의감소 | 4    | 0    | -3   | -2   | 1    |
| 재고자산의감소      | 5    | 6    | -4   | -3   | 2    |
| 매입채무및기타채무의증가 | -1   | 2    | 1    | 0    | 0    |
| 투자활동현금흐름     | -11  | -13  | -9   | -6   | -8   |
| CAPEX        | 0    | 0    | 2    | 3    | 4    |
| 투자자산의손증      | -3   | -3   | -4   | 6    | -1   |
| 재무활동현금흐름     | -3   | -3   | -7   | -7   | -4   |
| 사채및차입금의 증가   | 0    | -1   | -1   | 0    | 1    |
| 자본금및자본잉여금의증가 | -2   | -2   | -2   | -4   | -4   |
| 배당금지급        | -2   | -2   | -2   | -4   | -5   |
| 기타현금흐름       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 현금의증가        | -3   | 2    | 1    | -4   | 2    |
| 기초현금         | 14   | 11   | 13   | 14   | 11   |
| 기말현금         | 11   | 13   | 14   | 11   | 12   |

자료: 디씨엔 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 112   | 106   | 129   | 134   | 122   |
| 매출원가        | 107   | 93    | 101   | 109   | 104   |
| 매출총이익       | 6     | 13    | 27    | 24    | 18    |
| 판매비         | 7     | 7     | 8     | 8     | 9     |
| 영업이익        | -1    | 6     | 19    | 17    | 8     |
| EBITDA      | 2     | 9     | 22    | 19    | 11    |
| 영업외손익       | 1     | -1    | 8     | 1     | 0     |
| 금융손익        | 1     | 2     | 2     | 0     | 2     |
| 투자손익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익     | 0     | -3    | 6     | 1     | -2    |
| 세전이익        | 1     | 5     | 27    | 18    | 9     |
| 중단사업이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 0     | 4     | 21    | 14    | 7     |
| 지배주주지분순이익   | 0     | 4     | 20    | 13    | 7     |
| 비지배주주지분순이익  | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 총포괄이익       | 0     | 5     | 21    | 14    | 7     |
| 증감률(%YoY)   |       |       |       |       |       |
| 매출액         | -11.4 | -5.4  | 21.1  | 4.0   | -8.6  |
| 영업이익        | 적전    | 흑전    | 211.0 | -14.8 | -48.8 |
| EPS         | -86.7 | 882.9 | 395.8 | -33.4 | -48.8 |

주요 투자지표

| 12월 결산원 % 배 | 2014    | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)     |         |        |        |        |        |
| EPS         | 34      | 337    | 1,672  | 1,113  | 570    |
| BPS         | 11,213  | 11,429 | 12,674 | 13,211 | 13,349 |
| DPS         | 200     | 200    | 400    | 460    | 250    |
| Multiple(배) |         |        |        |        |        |
| P/E         | 475.1   | 30.7   | 7.6    | 11.1   | 19.1   |
| P/B         | 1.5     | 0.9    | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| EV/EBITDA   | 78.0    | 7.9    | 4.3    | 6.0    | 9.2    |
| 수익성(%)      |         |        |        |        |        |
| 영업이익률       | -0.9    | 5.9    | 15.1   | 12.4   | 6.9    |
| EBITDA마진    | 1.6     | 8.8    | 17.3   | 14.5   | 9.3    |
| 순이익률        | 0.2     | 4.2    | 16.2   | 10.5   | 5.9    |
| ROE         | 0.1     | 3.2    | 14.2   | 8.9    | 4.4    |
| ROA         | 0.1     | 2.8    | 12.1   | 7.6    | 3.8    |
| ROC         | -0.5    | 8.1    | 22.9   | 15.5   | 7.0    |
| 안정성및기타      |         |        |        |        |        |
| 부채비율(%)     | 15.7    | 17.8   | 17.8   | 15.5   | 15.4   |
| 이자보상배율(배)   | -1.6    | 30.5   | 86.3   | 136.6  | 63.6   |
| 배당성향(배)     | 1,070.8 | 44.5   | 18.4   | 30.5   | 32.5   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

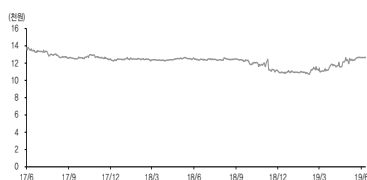
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

디씨엔 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|

## NR

목표주가:

현재주가: 29,900원(06/24)

## 종근당바이오(063160): 완전 탈바꿈을 시작

Analyst 구성진 / goo@db-fi.com

## 발효공법의 원료의약품 전문 기업

종근당바이오는 1941년에 설립된 종근당으로부터 2001년에 분할되었다. 발효공법을 활용한 원료의약품 생산하고 판매하며, 국내 최대 규모의 미생물을 이용한 발효원료의약품 업체다. 국내외 제약사들에게 원료를 공급하고 있고, 매출의 80%가 수출에서 발생한다. 복합항생제 원료물질 포타숨 클라블라네이트(Potassium Clavulanate)가 매출의 35%, 광범위 항생제인 미노사이클린의 원료로 사용되는 데메클로사이클린(DMCT)이 20%, 당뇨병치료제 원료인 Acarbose가 12%, 결핵치료제 원료로 사용되는 Rifampicin이 9%를 차지하고 있다.

## 완전 탈바꿈을 시작

2020년부터 종근당바이오는 완전히 탈바꿈한다. GPM 20%대의 원료의약품 회사가 2020년부터 GPM 40%대의 프로바이오틱스 매출을 크게 확대하고, 2022년부터는 의약품 완제 사업까지 시작한다. 증설 중인 프로바이오틱스 공장은 올해 11월에 완공하고, 내년 상반기부터 가동한다. 프로바이오틱스 원말 생산능력을 300~400억원대로 세 배 이상 늘리고, 종근당생활건강의 락토핏 OEM 사업도 맡는다. 2020년 락토핏 OEM의 절반 이상 담당할 것으로 기대한다. 뿐만 아니라 자체 건강기능식품 브랜드인 유거스 수출 거래선도 올해 확보해 내년부터 매출을 크게 늘릴 예정이다.

## 장기 투자 매력력이 높다

올해 영업이익은 120~130억원대로 예상한다. 수 년만의 판매가격 인상으로 1Q19 영업이익 25억원을 달성했고, 2Q19에 온전히 반영된다. 상대적으로 이익률이 높은 프로바이오틱스 원말 매출 비중이 늘고, 환율 효과도 더해진다. 내년 초부터 프로바이오틱스 신규 공장을 가동하면 2021년까지 약 200억원 이상의 영업이익을 추가할 것으로 기대한다.

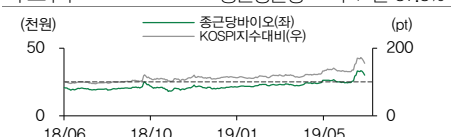
## Investment Fundamentals (IFRS별도)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

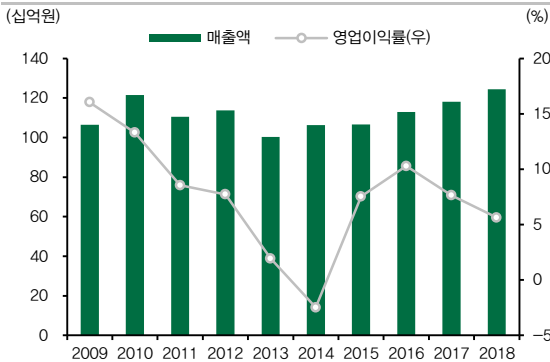
|                 | 2014     | 2015      | 2016      | 2017      | 2018      |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| FYE Dec         |          |           |           |           |           |
| 매출액             | 106      | 107       | 113       | 118       | 125       |
| (증가율)           | 6.0      | 0.9       | 5.6       | 4.4       | 5.9       |
| 영업이익            | -3       | 8         | 12        | 9         | 7         |
| (증가율)           | 적전       | 흑전        | 50.0      | -25.0     | -22.2     |
| 순이익             | -1       | 7         | 9         | 8         | 8         |
| EPS             | -211     | 1,272     | 1,804     | 1,533     | 1,521     |
| PER (H/L)       | NA / NA  | 33.5/14.1 | 19.0/11.0 | 15.9/12.8 | 18.5/11.3 |
| PBR (H/L)       | 1.3/0.5  | 1.8/0.7   | 1.3/0.8   | 0.9/0.7   | 1.0/0.6   |
| EV/EBITDA (H/L) | 16.9/7.3 | 11.4/4.9  | 7.9/5.0   | 6.1/4.8   | 8.0/5.2   |
| 영업이익률           | -2.5     | 7.5       | 10.3      | 7.6       | 5.6       |
| ROE             | -0.9     | 5.3       | 7.2       | 5.8       | 5.5       |

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 52주 최저/최고      | 18,050/33,450원    |
| KOSDAQ /KOSPI  | 718/2,126pt       |
| 시가총액           | 1,564억원           |
| 60일-평균거래량      | 56,161            |
| 외국인지분율         | 12.5%             |
| 60일-외국인지분율변동주이 | +1.8%p            |
| 주요주주           | 종근당홀딩스 외 1인 37.3% |



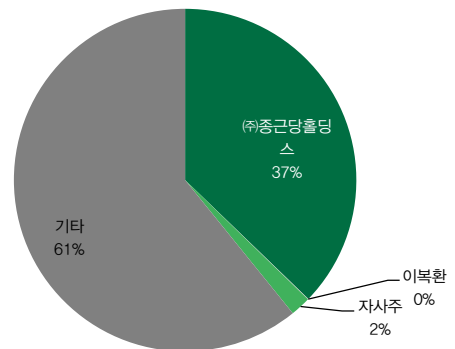
| 주가상승률 | 1M   | 3M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 절대기준  | 21.3 | 27.2 | 45.5 |
| 상대기준  | 16.7 | 30.9 | 61.3 |

도표 39. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 40. 주요 주주 현황



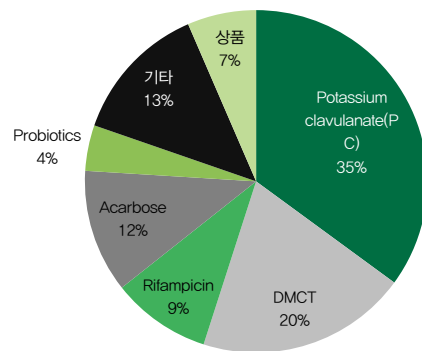
자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 41. 주요 연혁

| 시기    | 주요 연혁                                      |
|-------|--------------------------------------------|
| 1941년 | 고촌 이종근 회장, '공본약방' 창업                       |
| 1974년 | 한국 최대의 종합 발효공장 준공                          |
| 1980년 | 항결핵 Rifampicin 발효 생산                       |
| 2001년 | 종근당으로부터 기업분할                               |
| 2004년 | Potassium Clavulanate 세계일류상품 선정            |
| 2010년 | Acarbose 세계일류상품 선정                         |
| 2014년 | DMCT 세계일류상품 선정                             |
| 2016년 | 3월, 프로바이오틱스 제조방법 특허 등록                     |
| 2018년 | 9월, 285억원 규모의 프로바이오틱스 투자 발표                |
| 2019년 | 3월, 콜레스테롤 저감 및 비만증세 완화 락토바실러스 람노시스 균주 특허등록 |
| 2019년 | 4월, 457억원 규모의 오송공장(의약품 원제) 투자 발표           |

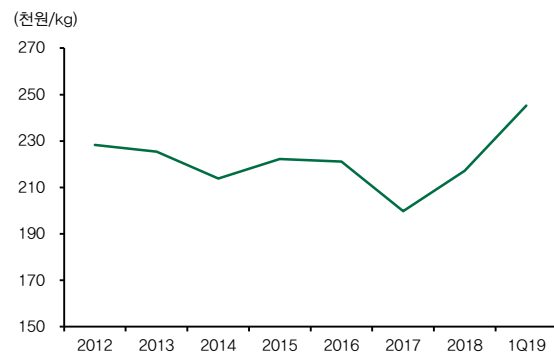
자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 42. 제품별 매출 비중



자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 43. 항생제 원료 판매가격 추이, 1Q19 가격 인상 단행



자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 44. 프로바이오틱스 신규시설투자 내역

| 구분   | 원료                       | 완제              |               |
|------|--------------------------|-----------------|---------------|
| 생산제품 | E. faecium 외 고시형 제품      | 프로바이오틱스 완제(산제 및 |               |
|      | 19종 / 기능성 프로바이오틱스 캡슐)    |                 |               |
|      | 제품(항비만, 중성지방,<br>피부면역 등) |                 |               |
| 구분   | 연간 총 생산량                 |                 |               |
|      | 기존시설                     | 신축시설            | 총 생산량         |
| 원료   | 약 38.4톤                  | 약 69.6톤         | 약 108.0톤 이상   |
| 완제   | —                        | 약 1억 8천만 포      | 약 1억 8천만 포 이상 |
|      | —                        | 약 2억 caps.      | 약 2억 caps. 이상 |

자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 45. 원료약품 주요 제품

주요 제품 소개 (2018. 12. 31 기준)

|                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <b>Potassium clavulanate(PC)</b><br>- 병합균이 생산하는 $\beta$ -lactamase 억제제로 amoxicillin과 혼합하여 항생제로 사용<br>- 제제시량 3회 (M/S 13%, 판매액 38.9백만원) |  <b>Acarbose</b><br>- 인슐린 비의존성 당뇨병 치료제(DPP-IV)<br>- 제제시량 2회 (M/S 15%, 판매액 12.4백만원)            |
|  <b>DMCT</b><br>- 항암위 항생제인 Minocycline의 중간체<br>- 제제시량 1회 (M/S 52%, 판매액 22.6백만원)                                                        |  <b>Cyclosporine</b><br>- 면역억제제로 주로 통풍이치 거부 방지, 장기이식후 면역억제제로<br>- 제제시량 4회(M/S 5%, 판매액 3.7백만원) |
|  <b>Rifampicin</b><br>- 항결핵, 결핵 치료제<br>- 제제시량 2회 (M/S 3%, 판매액 4백만원)                                                                    |  <b>Tacrolimus</b><br>- 면역억제제로 주로 장기이식 거부 방지, 장기이식후 면역억제제로<br>- 제제시량 5회(M/S 1.2%, 판매액 5.9백만원) |
|  <b>Telicoplanin</b><br>- 항생제 내성 병원균(MRSA)에 유효한 항생제<br>- 제제시량 2회(M/S 14%, 판매액 4백만원)                                                    |  <b>FUMAGILLIN</b><br>- 비만치료제                                                                 |

자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 46. 프로바이오틱스 특허기술

|                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Natural 프로틴 배양공법</b><br>특허등록번호 : 10-1605516<br>프로틴(Proline) 공법이란?<br>- 균주의 생존력 강화를 위해 유산균 제조 과정에서 프로틴을 첨가하는 공법<br>- 다중표형 없이도 위산과 담즙산으로 부패 유산균의 생존율을 높이는 특허 기술<br>※ 프로틴(Proline)<br>: 식물 및 미생물이 외부환경으로부터 자신을 보호하기 위해 내뿜는 천연물질<br>※ 프로틴(Proline) 상표권 출원(19년 5월) | <b>실크 피브로인 코팅공법</b><br>특허등록번호 : 10-1981790<br>실크 피브로인 공법이란?<br>- 실크 피브로인을 유산균에 코팅함으로써 장내 정착성을 향상시키는 공법<br>- 유산균의 내산성, 내담즙성 뿐만 아니라 장 상피세포 부착능을 증가시키는 특허 기술<br>※ 실크 피브로인(Silk fibroin)<br>: 살아있는 누에고치에서 추출한 아미노산 복합유기체 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

자료: 종근당바이오, DB금융투자

도표 47. 종근당바이오 실적 테이블

(단위: 십억원 %)

|                           | 1Q17        | 2Q17        | 3Q17        | 4Q17        | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18        | 4Q18        | 1Q19        | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                | <b>30.0</b> | <b>30.6</b> | <b>28.8</b> | <b>28.7</b> | <b>30.8</b> | <b>30.9</b> | <b>32.6</b> | <b>30.3</b> | <b>31.3</b> | <b>106.7</b> | <b>113.0</b> | <b>118.2</b> | <b>124.5</b> |
| % YoY                     | 4.2         | 10.7        | -2.0        | 5.9         | 2.6         | 0.8         | 13.0        | 5.5         | 1.7         | 0.3          | 5.9          | 4.6          | 5.3          |
| <b>1) 제품별 매출</b>          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |
| Potassium clavulanate(PC) | 11.9        | 10.4        | 10.7        | 9.6         | 10.8        | 11.1        | 11.2        | 10.6        | 10.5        | 40.8         | 42.6         | 42.5         | 43.7         |
| DMCT                      | 6.3         | 6.5         | 5.0         | 5.6         | 5.8         | 4.9         | 6.5         | 7.7         | 5.4         | 19.2         | 21.0         | 23.4         | 24.8         |
| Rifampicin                | 4.9         | 2.4         | 2.5         | 5.0         | 2.9         | 3.5         | 3.5         | 1.8         | 4.2         | 12.3         | 10.9         | 14.7         | 11.7         |
| Acarbose                  | 2.2         | 3.3         | 4.0         | 2.6         | 5.1         | 3.1         | 3.6         | 2.7         | 2.2         | 9.2          | 10.7         | 12.2         | 14.5         |
| Probiotics                | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 1.8         | 1.9         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 5.4          |
| 기타                        | 4.7         | 8.0         | 6.6         | 6.0         | 6.2         | 4.5         | 1.8         | 4.0         | 5.5         | 25.1         | 28.0         | 25.3         | 16.4         |
| 상품                        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 3.7         | 6.1         | 1.9         | 1.5         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 8.1          |
| % 수출 비중                   | 83.1        | 80.9        | 79.6        | 78.3        | 77.3        | 79.0        | 82.0        | 82.0        | 79.9        | 78.1         | 80.8         | 80.5         | 80.1         |
| % 매출총이익률                  | 19.6        | 20.2        | 25.0        | 19.6        | 18.8        | 14.2        | 21.2        | 20.9        | 23.1        | 19.2         | 23.3         | 21.1         | 18.8         |
| 판매비와 관리비                  | 3.8         | 4.0         | 4.1         | 3.9         | 4.3         | 3.5         | 4.1         | 4.5         | 4.7         | 12.5         | 14.8         | 15.9         | 16.4         |
| <b>영업이익</b>               | <b>2.0</b>  | <b>2.2</b>  | <b>3.1</b>  | <b>1.7</b>  | <b>1.5</b>  | <b>0.9</b>  | <b>2.8</b>  | <b>1.8</b>  | <b>2.5</b>  | <b>8.0</b>   | <b>11.6</b>  | <b>9.0</b>   | <b>7.0</b>   |
| % 영업이익률                   | 6.8         | 7.2         | 10.8        | 5.9         | 5.0         | 2.9         | 8.5         | 5.9         | 8.0         | 7.5          | 10.3         | 7.6          | 5.6          |
| 총 감가상각비                   | 2.3         | 2.4         | 2.4         | 2.1         | 2.1         | 2.2         | 2.3         | 2.3         | 2.4         | 10.9         | 9.0          | 9.1          | 9.0          |
| 세전이익                      | 2.7         | 2.8         | 3.2         | 1.0         | 2.7         | 1.7         | 3.0         | 1.9         | 2.7         | 8.1          | 12.1         | 9.6          | 9.3          |
| % 유효법인세율                  | 18.1        | 14.9        | 19.6        | 10.4        | 19.3        | 4.9         | 20.0        | 7.6         | 16.3        | 17.9         | 22.1         | 16.9         | 14.4         |
| 당기순이익                     | 2.2         | 2.4         | 2.6         | 0.9         | 2.2         | 1.6         | 2.4         | 1.8         | 2.3         | 6.7          | 9.4          | 8.0          | 8.0          |
| % 순이익률                    | 7.2         | 7.8         | 8.9         | 3.1         | 7.1         | 5.3         | 7.3         | 5.8         | 7.3         | 6.2          | 8.3          | 6.8          | 6.4          |
| <b>주요 관심 지표</b>           |             |             |             |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |
| 순현금                       | 7.2         | 6.8         | 15.0        | 15.7        | 17.5        | 17.6        | 18.8        | 12.0        | -1.8        | 1.8          | 5.3          | 15.7         | 12.0         |
| 순운전자본                     | 47.3        | 48.6        | 43.3        | 41.8        | 38.8        | 39.0        | 37.3        | 40.8        | 43.5        | 46.4         | 48.2         | 41.8         | 40.8         |
| 매출채권 및 기타채권               | 30.6        | 32.5        | 28.9        | 28.7        | 31.5        | 32.3        | 34.1        | 31.1        | 38.5        | 30.7         | 31.6         | 28.7         | 31.1         |
| 재고자산                      | 36.6        | 35.5        | 35.3        | 33.2        | 30.9        | 29.8        | 28.7        | 28.4        | 29.6        | 35.1         | 38.6         | 33.2         | 28.4         |
| 매입채무와 미지급금 등              | 13.0        | 14.5        | 14.8        | 17.0        | 17.5        | 20.0        | 21.3        | 16.3        | 17.9        | 14.0         | 15.0         | 17.0         | 16.3         |
| 현금전환사이클                   | 165.9       | 160.0       | 162.4       | 149.2       | 132.9       | 128.3       | 116.8       | 127.1       | 135.7       | 169.8        | 172.9        | 154.6        | 129.2        |
| 매출채권회수일                   | 94.2        | 93.7        | 97.0        | 91.2        | 89.0        | 94.1        | 92.8        | 97.8        | 101.0       | 105.0        | 100.6        | 93.1         | 87.6         |
| 재고자산회전일                   | 114.0       | 107.0       | 111.7       | 108.5       | 94.9        | 89.5        | 81.7        | 85.7        | 84.2        | 113.0        | 119.0        | 111.0        | 90.4         |
| 매입채무지급일                   | 42.4        | 40.7        | 46.3        | 50.5        | 51.0        | 55.3        | 57.7        | 56.4        | 49.6        | 48.2         | 46.8         | 49.4         | 48.8         |
| 영업활동현금흐름                  | 3.5         | 4.4         | 11.5        | 1.0         | 3.4         | 6.8         | 3.2         | 2.2         | 0.7         | 14.3         | 15.5         | 20.4         | 15.5         |
| CAPEX                     | 2.1         | 3.9         | 3.2         | 0.5         | 1.4         | 4.6         | 2.1         | 8.9         | 12.4        | 11.9         | 10.8         | 9.7          | 17.0         |

자료: 종근당바이오, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산        | 73   | 77   | 88   | 84   | 78   |
| 현금및현금성자산    | 10   | 10   | 15   | 16   | 12   |
| 매출채권및기타채권   | 31   | 31   | 32   | 29   | 31   |
| 재고자산        | 31   | 35   | 39   | 33   | 28   |
| 비유동자산       | 92   | 94   | 93   | 95   | 106  |
| 유형자산        | 90   | 91   | 93   | 94   | 104  |
| 무형자산        | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    |
| 투자자산        | 1    | 2    | 0    | 0    | 0    |
| 자산총계        | 165  | 171  | 181  | 179  | 185  |
| 유동부채        | 29   | 28   | 34   | 27   | 24   |
| 매입채무및기타채무   | 19   | 19   | 19   | 20   | 20   |
| 단기차입금및단기차대  | 10   | 8    | 11   | 6    | 3    |
| 유동성장기부채     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 비유동부채       | 15   | 15   | 12   | 11   | 13   |
| 사채및장기차입금    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    |
| 부채총계        | 43   | 43   | 46   | 37   | 37   |
| 자본금         | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   |
| 자본잉여금       | 27   | 27   | 27   | 27   | 27   |
| 이익잉여금       | 83   | 89   | 96   | 103  | 109  |
| 비지배주주지분     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 자본총계        | 122  | 127  | 135  | 142  | 148  |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름     | 11   | 14   | 16   | 20   | 16   |
| 당기순이익        | -1   | 7    | 9    | 8    | 8    |
| 현금유출이없는비용및수익 | 16   | 17   | 17   | 16   | 14   |
| 유형및무형자산상각비   | 11   | 11   | 9    | 9    | 9    |
| 영업관련자산부채변동   | 0    | -7   | -4   | 4    | -4   |
| 매출채권및기타채권의감소 | -1   | 0    | 0    | 2    | -3   |
| 재고자산의감소      | 6    | -5   | -4   | 5    | 5    |
| 매입채무및기타채무의증가 | -3   | -2   | 1    | 1    | -4   |
| 투자활동현금흐름     | -3   | -12  | -11  | -13  | -16  |
| CAPEX        | 3    | 12   | 11   | 8    | 16   |
| 투자자산의손중      | 0    | 0    | 2    | 0    | 0    |
| 재무활동현금흐름     | -8   | -2   | 0    | -7   | -3   |
| 사채및차입금의 증가   | -7   | -2   | 3    | -6   | -1   |
| 자본금및자본잉여금의증가 | -1   | -1   | -2   | -2   | -2   |
| 배당금지급        | -1   | -1   | -2   | -2   | -2   |
| 기타현금흐름       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 현금의증가        | 0    | 0    | 5    | 1    | -4   |
| 기초현금         | 10   | 10   | 10   | 15   | 16   |
| 기말현금         | 10   | 10   | 15   | 16   | 12   |

자료: 증권당비오, DB금융투자 주: IFRS 별도기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017  | 2018  |
|-------------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액         | 106  | 107  | 113  | 118   | 125   |
| 매출원가        | 97   | 86   | 87   | 93    | 101   |
| 매출총이익       | 9    | 21   | 26   | 25    | 23    |
| 판매비         | 8    | 8    | 9    | 9     | 9     |
| 영업이익        | -3   | 8    | 12   | 9     | 7     |
| EBITDA      | 9    | 19   | 21   | 18    | 16    |
| 영업외손익       | 0    | 1    | 1    | 0     | 3     |
| 금융손익        | 0    | 1    | 0    | 0     | 1     |
| 투자손익        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 기타영업외손익     | 0    | 0    | 1    | 0     | 2     |
| 세전이익        | -2   | 8    | 12   | 10    | 9     |
| 중단사업이익      | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 당기순이익       | -1   | 7    | 9    | 8     | 8     |
| 지배주주지분순이익   | -1   | 7    | 9    | 8     | 8     |
| 비지배주주지분순이익  | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 총포괄이익       | -2   | 6    | 10   | 9     | 8     |
| 증감률(%YoY)   |      |      |      |       |       |
| 매출액         | 6.0  | 0.3  | 5.9  | 4.6   | 5.3   |
| 영업이익        | 적전   | 흑전   | 44.4 | -22.2 | -22.4 |
| EPS         | 적전   | 흑전   | 41.8 | -15.0 | -0.7  |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(십 % 배) | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | -211   | 1,272  | 1,804  | 1,533  | 1,521  |
| BPS           | 23,300 | 24,357 | 25,847 | 27,162 | 28,236 |
| DPS           | 100    | 350    | 400    | 400    | 200    |
| Multiple(배)   |        |        |        |        |        |
| P/E           | NA     | 21.7   | 13.1   | 13.9   | 13.6   |
| P/B           | 0.9    | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.7    |
| EV/EBITDA     | 13.1   | 7.5    | 5.7    | 5.3    | 6.0    |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률         | -2.5   | 7.5    | 10.3   | 7.6    | 5.6    |
| EBITDA마진      | 8.2    | 17.8   | 18.2   | 15.3   | 12.8   |
| 순이익률          | -1.0   | 6.2    | 8.3    | 6.8    | 6.4    |
| ROE           | -0.9   | 5.3    | 7.2    | 5.8    | 5.5    |
| ROA           | -0.6   | 4.0    | 5.4    | 4.4    | 4.4    |
| ROC           | -0.9   | 4.2    | 5.6    | 4.7    | 3.7    |
| 안정성및기타        |        |        |        |        |        |
| 부채비율(%)       | 35.5   | 34.0   | 33.8   | 26.4   | 25.0   |
| 이자보상배율(배)     | -7.8   | 45.9   | 75.0   | 57.8   | 54.3   |
| 배당성향(배)       | -46.4  | 27.0   | 21.7   | 25.6   | 12.9   |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

증권당비오 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|

## NR

목표주가:

현재주가: 5,920원(06/24)

## 인텍플러스(064290): 드디어 빛을 만난 기술

Analyst 구성진 / goo@db-fi.com

## 기술력 높은 3차원 검사 장비 회사

1995년에 설립된 인텍플러스는 머신 비전 기반의 3차원 검사 장비 시장에서 독보적인 기술을 보유한 회사며, WSI(White-light Scanning Interferometer) 기술이 핵심이다. 2011년에 WSI 기술을 세계 최초로 검사장비에 상용화하는데 성공했지만, 산업 현장보다 앞선 기술로 그간 큰 시장을 만나지 못했다. 올해부터 전방 산업에서 인텍플러스의 3차원 검사 장비 기술을 필요로 하기 시작했다.

## 드디어 빛을 만난 기술, 해외 대형 고객 연이어 유치

1) 세계적인 비메모리 반도체 업체에 독점적으로 외관검사장비를 납품한다. 해당 업체는 기존에 사용하던 격면검사 방식 대신 WSI 방식을 채택하며 인텍플러스를 새로이 선택했다. 2018년 11월에 약 15대(약 140억원) 첫 수주를 받았으며, 올해 130억원이 매출에 기여한다. 2) 1Q19에 중국 최대 디스플레이 업체의 Flexible Display 생산라인용 검사장비 한 대를 수주받았다. 높은 사양의 요구에 맞춰 대당 가격은 약 26억원이며, 대체 불가 제품으로 향후 Flexible Display 투자 수혜를 고스란히 받는다. 해당 공장의 생산량은 48K이며, 총 6대 수주를 예상한다. 3) 국내 배터리 업체에 공급할 자동차용 2차전지 외관검사장비도 올해 하반기에 40억원 규모의 수주를 기대하며, 2020년에 더 확대될 전망이다.

## 올해 큰 폭 턴어라운드, 기대되는 2020년

2019년 매출액은 약 400~450억원, 영업이익은 60~70억원 내외로 예상된다. 연간 인건비가 100억원이 넘고, 연구개발비도 약 30억 정도 쓰고 있어 매출 규모가 더 커지면 영업이익률도 아직 올라갈 여지가 크다. 2020년에 2차전지와 디스플레이 매출 확대로 500~600억원을 달성하면 100억원 전후의 영업이익이 가능하다. 향후 몇 년간 유효 법인세는 0에 가깝다. 다가오는 7월 22일에 1,481,479주(발행주식수의 13.4%, 발행가 3,375원의 보호예수가 해제되어 투자 기회로 삼을 수 있다.

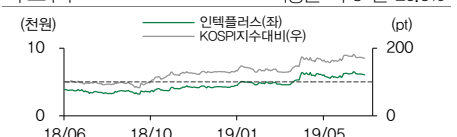
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

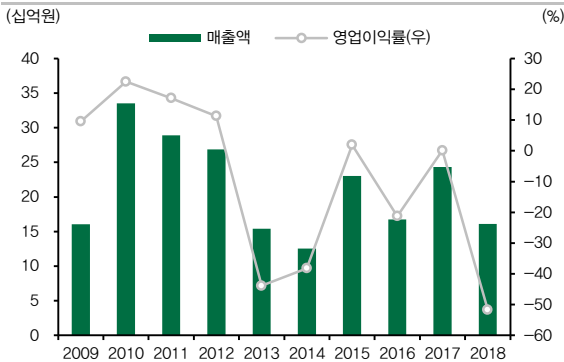
|                 |         |         |         |            |         |
|-----------------|---------|---------|---------|------------|---------|
| FYE Dec         | 2014    | 2015    | 2016    | 2017       | 2018    |
| 매출액             | NA      | NA      | NA      | 24         | 16      |
| (증가율)           | NA      | NA      | NA      | NA         | -33.3   |
| 영업이익            | NA      | NA      | NA      | 0          | -8      |
| (증가율)           | NA      | NA      | NA      | NA         | NA      |
| 순이익             | NA      | NA      | NA      | 0          | -6      |
| EPS             | NA      | NA      | NA      | -20        | -578    |
| PER (H/L)       | NA / NA | NA / NA | NA / NA | NA / NA    | NA / NA |
| PBR (H/L)       | NA / NA | NA / NA | NA / NA | 3.7/1.9    | 5.0/2.4 |
| EV/EBITDA (H/L) | NA / NA | NA / NA | NA / NA | 133.1/68.7 | NA/NA   |
| 영업이익률           | NA      | NA      | NA      | 0.1        | -51.6   |
| ROE             | NA      | NA      | NA      | -1.2       | -36.8   |

|                |                |
|----------------|----------------|
| 52주 최저/최고      | 3,205/6,530원   |
| KOSDAQ /KOSPI  | 718/2,126pt    |
| 시가총액           | 654억원          |
| 60일-평균거래량      | 98,755         |
| 외국인지분율         | 0.0%           |
| 60일-외국인지분율변동주이 | 0.0%p          |
| 주요주주           | 이상윤 외 3인 20.6% |



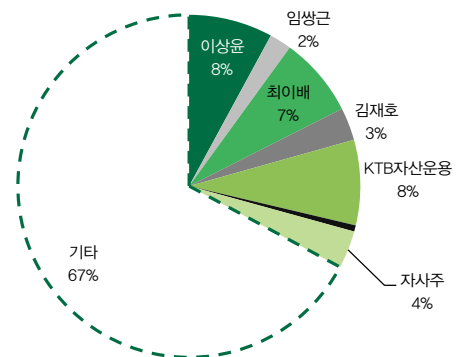
|       |      |      |      |
|-------|------|------|------|
| 주가상승률 | 1M   | 3M   | 12M  |
| 절대기준  | 3.7  | 28.7 | 50.6 |
| 상대기준  | -0.3 | 33.4 | 74.3 |

도표 48. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 인텍플러스, DB금융투자

도표 49. 주요 주주 현황



자료: 인텍플러스, DB금융투자

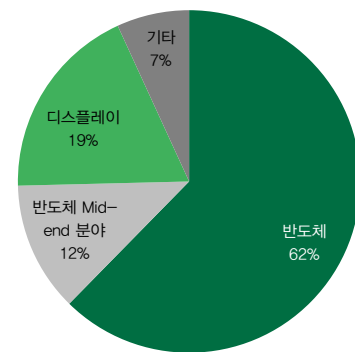
주: 2015년 임쌍근 창업주(현 이사회 의장)가 이상윤 대표에게 주식 일부를 무상증여

도표 50. 주요 연혁

| 시기    | 주요 연혁                               |
|-------|-------------------------------------|
| 1995년 | 주인텍엔지니어링 설립                         |
| 1997년 | 9월, 국내 최초 비접촉식 모아레 3차원 스캐너 개발       |
| 2003년 | 반도체 외관검사장비 iPIS200 개발 및 납품(삼성전자)    |
| 2005년 | FC-BGA bump 3차원 검사 장비 개발 및 납품(삼성전기) |
| 2013년 | 8월, 신주인수권부사채 50억원 발행                |
| 2014년 | 2월, 인텍지디에스(현 인텍바이오) 자회사 설립          |
| 2016년 | 6월, 바이오 분석기기 개발 정책과제 선정             |
| 2017년 | 12월, 미국지사 설립                        |
| 2018년 | 7월, 전환우선주식 50억원 발행                  |
| 2018년 | 11월, 인텍메디 자회사 설립                    |

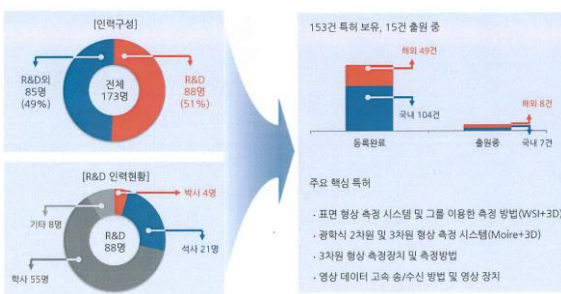
자료: 인텍플러스, DB금융투자

도표 51. 부문별 매출 비중(2018년 기준)



자료: 인텍플러스, DB금융투자

도표 52. 기술 지향적인 인텍플러스



자료: 인텍플러스, DB금융투자

도표 53. 1Q19 중국 Flexible Display 외관검사장비 수주



자료: Chinabidding.com, DB금융투자

도표 54. 인텍플러스 실적 테이블

(단위: 십억원 %)

|                 | 1Q17        | 2Q17        | 3Q17        | 4Q17        | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18        | 4Q18        | 1Q19       | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>매출액</b>      | <b>3.2</b>  | <b>2.7</b>  | <b>13.1</b> | <b>5.4</b>  | <b>3.5</b>  | <b>2.0</b>  | <b>6.1</b>  | <b>4.6</b>  | <b>7.9</b> | <b>23.1</b> | <b>16.7</b> | <b>24.3</b> | <b>16.1</b> |
| % YoY           | 96.6        | -12.9       | 163.3       | -24.2       | 9.0         | -26.2       | -53.5       | -14.8       | 125.2      | 83.6        | -27.4       | 45.3        | -33.7       |
| 1) 부문별 매출액      |             |             |             |             |             |             |             |             |            |             |             |             |             |
| 반도체 외관검사장비      | 2.9         | 1.2         | 10.7        | 4.3         | 0.2         | 1.0         | 4.3         | 2.4         | 6.4        | 14.2        | 13.2        | 19.2        | 8.0         |
| 반도체 Mid-End     |             |             |             |             |             |             |             |             | 1.0        |             |             |             |             |
| Display         | 0.0         | 0.9         | 1.0         | 0.7         | 2.9         | 0.6         | 1.3         | 0.1         | 0.0        | 6.3         | 1.4         | 2.5         | 4.9         |
| 기타              | 0.3         | 0.5         | 1.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 2.0         | 0.4        | 2.5         | 2.1         | 2.6         | 3.3         |
| 2) 수출/내수        |             |             |             |             |             |             |             |             |            |             |             |             |             |
| 수출              | 3.1         | 1.1         | 9.1         | 2.6         | 0.2         | 0.8         | 2.2         | 2.2         | 6.3        | 10.3        | 8.2         | 8.4         | 10.7        |
| 내수              | 0.1         | 1.6         | 4.0         | 2.7         | 3.3         | 1.1         | 3.9         | 2.4         | 1.5        | 12.8        | 8.5         | 15.9        | 5.4         |
| 신규수주            | 9.5         | 23.6        | 27.8        | 30.1        | 11.3        | 17.2        | 18.3        | 28.4        | 21.9       | N/A         | 19.3        | 30.1        | 28.4        |
| 수주잔고            | 6.3         | 17.7        | 8.9         | 5.8         | 7.8         | 11.7        | 6.7         | 12.3        | 14.1       | 1.5         | 2.6         | 5.8         | 12.3        |
| % 매출총이익률        | 31.5        | 38.1        | 50.5        | 27.9        | 12.3        | 25.9        | 33.5        | -20.6       | 40.4       | 35.1        | 26.4        | 41.6        | 12.6        |
| 판매비와 관리비        | 2.1         | 2.2         | 3.5         | 2.2         | 2.6         | 2.5         | 2.4         | 2.8         | 2.6        | 7.7         | 8.0         | 10.1        | 10.4        |
| <b>영업이익</b>     | <b>-1.1</b> | <b>-1.2</b> | <b>3.1</b>  | <b>-0.7</b> | <b>-2.2</b> | <b>-2.0</b> | <b>-0.4</b> | <b>-3.7</b> | <b>0.6</b> | <b>0.4</b>  | <b>-3.6</b> | <b>0.0</b>  | <b>-8.3</b> |
| % 영업이익률         | -35.4       | -45.4       | 23.9        | -13.9       | -63.2       | -102.5      | -6.2        | -81.3       | 7.3        | 1.9         | -21.2       | 0.1         | -51.6       |
| 총 감가상각비         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1        | 0.7         | 0.6         | 0.5         | 0.5         |
| 세전이익            | -1.3        | -1.3        | 3.1         | -0.8        | -2.2        | -1.9        | 0.7         | -3.0        | 0.5        | 0.5         | -3.6        | -0.3        | -6.5        |
| % 유효법인세율        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0        | -0.0        | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 당기순이익           | -1.3        | -1.3        | 3.1         | -0.8        | -2.2        | -1.9        | 0.7         | -3.0        | 0.5        | 0.5         | -3.6        | -0.3        | -6.5        |
| 지배주주순이익         | -1.3        | -1.3        | 3.2         | -0.8        | -2.2        | -1.9        | 0.7         | -3.0        | 0.5        | 0.5         | -3.6        | -0.2        | -6.4        |
| % 순이익률          | -39.2       | -49.0       | 24.2        | -15.0       | -61.9       | -96.0       | 10.8        | -65.3       | 5.8        | 2.0         | -21.2       | -0.9        | -39.7       |
| <b>주요 관심 지표</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |            |             |             |             |             |
| 순현금             | -2.4        | -2.0        | -3.1        | 1.2         | -1.1        | -5.3        | 1.0         | 0.9         | -5.5       | -0.1        | -5.1        | 1.2         | 0.9         |
| 이자비용            | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1        | 0.5         | 0.2         | 0.2         | 0.2         |
| 순운전자본           | 5.8         | 5.7         | 10.3        | 6.3         | 6.1         | 8.7         | 8.4         | 4.7         | 12.0       | 5.3         | 7.5         | 6.3         | 4.7         |
| 매출채권            | 3.9         | 3.9         | 11.3        | 5.6         | 2.1         | 2.7         | 2.7         | 1.2         | 6.8        | 2.8         | 5.3         | 5.3         | 1.2         |
| 재고자산            | 5.1         | 9.2         | 8.3         | 8.1         | 9.5         | 12.2        | 10.2        | 8.7         | 8.9        | 3.7         | 4.2         | 8.1         | 8.7         |
| 매입채무와 미지급금 등    | 2.5         | 5.3         | 4.7         | 4.2         | 3.5         | 2.9         | 1.5         | 3.2         | 2.3        | 1.0         | 1.4         | 4.2         | 3.2         |
| 현금전환싸이클         | 207.9       | 241.0       | 78.2        | 204.3       | 224.8       | 455.2       | 172.6       | 179.4       | 116.3      | 103.9       | 150.3       | 131.4       | 182.2       |
| 매출채권회수일         | 129.9       | 128.2       | 51.7        | 139.3       | 95.2        | 102.7       | 37.8        | 37.8        | 46.0       | 58.0        | 89.9        | 80.3        | 74.4        |
| 재고자산회전일         | 132.7       | 244.0       | 61.1        | 139.7       | 228.8       | 497.3       | 167.2       | 188.1       | 101.8      | 78.0        | 86.5        | 92.6        | 190.8       |
| 매입채무지급일         | 54.7        | 131.2       | 34.5        | 74.7        | 99.2        | 144.8       | 32.3        | 46.6        | 31.6       | 32.0        | 26.1        | 41.5        | 82.9        |
| 영업활동현금흐름        | 0.4         | -0.2        | -0.9        | 2.2         | -1.4        | -4.0        | 0.1         | 0.1         | -6.2       | 2.0         | -6.3        | 1.1         | -5.7        |
| CAPEX           | 0.7         | 0.0         | 0.1         | 1.1         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.1         | 0.3        | 0.1         | 0.4         | 2.1         | 1.1         |

자료: 인텍플러스, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산        | NA   | NA   | NA   | 20   | 18   |
| 현금및현금성자산    | NA   | NA   | NA   | 5    | 4    |
| 매출채권및기타채권   | NA   | NA   | NA   | 5    | 1    |
| 재고자산        | NA   | NA   | NA   | 8    | 9    |
| 비유동자산       | NA   | NA   | NA   | 12   | 12   |
| 유형자산        | NA   | NA   | NA   | 10   | 9    |
| 무형자산        | NA   | NA   | NA   | 1    | 1    |
| 투자자산        | NA   | NA   | NA   | 1    | 1    |
| 자산총계        | NA   | NA   | NA   | 32   | 30   |
| 유동부채        | NA   | NA   | NA   | 12   | 11   |
| 매입채무및기타채무   | NA   | NA   | NA   | 4    | 3    |
| 단기차입금및단기차입  | NA   | NA   | NA   | 3    | 4    |
| 유동성장기부채     | NA   | NA   | NA   | 1    | 1    |
| 비유동부채       | NA   | NA   | NA   | 2    | 3    |
| 사채및장기차입금    | NA   | NA   | NA   | 1    | 1    |
| 부채총계        | NA   | NA   | NA   | 14   | 14   |
| 자본금         | NA   | NA   | NA   | 6    | 6    |
| 자본잉여금       | NA   | NA   | NA   | 16   | 20   |
| 이익잉여금       | NA   | NA   | NA   | -2   | -9   |
| 비지배주주지분     | NA   | NA   | NA   | 0    | 0    |
| 자본총계        | NA   | NA   | NA   | 18   | 17   |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름     | NA   | NA   | NA   | 1    | -6   |
| 당기순이익        | NA   | NA   | NA   | 0    | -7   |
| 현금유출이없는비용및수익 | NA   | NA   | NA   | 4    | 6    |
| 유형및무형자산상각비   | NA   | NA   | NA   | 0    | 0    |
| 영업관련자산부채변동   | NA   | NA   | NA   | -1   | -1   |
| 매출채권및기타채권의감소 | NA   | NA   | NA   | 0    | 4    |
| 재고자산의감소      | NA   | NA   | NA   | -4   | -2   |
| 매입채무및기타채무의증가 | NA   | NA   | NA   | 3    | -1   |
| 투자활동현금흐름     | NA   | NA   | NA   | 0    | -3   |
| CAPEX        | NA   | NA   | NA   | 1    | 0    |
| 투자자산의손증      | NA   | NA   | NA   | -1   | 0    |
| 재무활동현금흐름     | NA   | NA   | NA   | 2    | 7    |
| 사채및차입금의 증가   | NA   | NA   | NA   | 5    | 1    |
| 자본금및자본잉여금의증가 | NA   | NA   | NA   | 22   | 5    |
| 배당금지급        | NA   | NA   | NA   | 0    | 0    |
| 기타현금흐름       | NA   | NA   | NA   | 0    | 0    |
| 현금의증가        | NA   | NA   | NA   | 4    | -1   |
| 기초현금         | NA   | NA   | NA   | 2    | 5    |
| 기말현금         | NA   | NA   | NA   | 5    | 4    |

자료: 인텍플러스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018  |
|-------------|------|------|------|------|-------|
| 매출액         | NA   | NA   | NA   | 24   | 16    |
| 매출원가        | NA   | NA   | NA   | 14   | 14    |
| 매출총이익       | NA   | NA   | NA   | 10   | 2     |
| 판매비         | NA   | NA   | NA   | 8    | 8     |
| 영업이익        | NA   | NA   | NA   | 0    | -8    |
| EBITDA      | NA   | NA   | NA   | 1    | -8    |
| 영업외손익       | -    | -    | -    | -1   | 2     |
| 금융손익        | NA   | NA   | NA   | -1   | 0     |
| 투자손익        | NA   | NA   | NA   | 0    | 0     |
| 기타영업외손익     | NA   | NA   | NA   | 0    | 2     |
| 세전이익        | NA   | NA   | NA   | 0    | -7    |
| 중단사업이익      | NA   | NA   | NA   | 0    | 0     |
| 당기순이익       | NA   | NA   | NA   | 0    | -7    |
| 지배주주지분순이익   | NA   | NA   | NA   | 0    | -6    |
| 비지배주주지분순이익  | NA   | NA   | NA   | 0    | 0     |
| 총포괄이익       | NA   | NA   | NA   | 0    | -7    |
| 증감률(%YoY)   |      |      |      |      |       |
| 매출액         | NA   | NA   | NA   | NA   | -33.7 |
| 영업이익        | NA   | NA   | NA   | NA   | 작전    |
| EPS         | NA   | NA   | NA   | NA   | 적지    |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(원, 배) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017  | 2018  |
|--------------|------|------|------|-------|-------|
| 주당지표(원)      |      |      |      |       |       |
| EPS          | NA   | NA   | NA   | -20   | -578  |
| BPS          | NA   | NA   | NA   | 1,657 | 1,311 |
| DPS          | NA   | NA   | NA   | 0     | 0     |
| Multiple(배)  |      |      |      |       |       |
| P/E          | NA   | NA   | NA   | NA    | NA    |
| P/B          | NA   | NA   | NA   | 3.5   | 3.3   |
| EV/EBITDA    | NA   | NA   | NA   | 122.8 | NA    |
| 수익성(%)       |      |      |      |       |       |
| 영업이익률        | NA   | NA   | NA   | 0.1   | -51.6 |
| EBITDA마진     | NA   | NA   | NA   | 2.1   | -48.8 |
| 순이익률         | NA   | NA   | NA   | -1.1  | -40.4 |
| ROE          | NA   | NA   | NA   | -1.5  | -37.3 |
| ROA          | NA   | NA   | NA   | -0.8  | -20.9 |
| ROC          | NA   | NA   | NA   | 0.1   | -35.7 |
| 안정성및기타       |      |      |      |       |       |
| 부채비율(%)      | NA   | NA   | NA   | 73.8  | 83.6  |
| 이자보상배율(배)    | NA   | NA   | NA   | 0.1   | -34.0 |
| 배당성향(배)      | NA   | NA   | NA   | 0.0   | 0.0   |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

인텍플러스 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|

## NR

목표주가:

현재주가: 3,875원(06/24)

## 갤럭시아컴즈(094480): PG에서 핀테크로 가는 길목

Analyst 유현재 / Jay.yoo@db-fi.com

## 유니콘 기업들과 함께 성장하는 간편결제 업체

갤럭시아컴즈는 휴대폰, 신용카드 등 간편결제 사업을 영위하는 종합 PG사이다. 2018년 매출 비중은 휴대폰소액결제 47%, 기타PG매출 30%, 편의점선불결제 9%, 모바일상품권/쿠폰 14%로 구성되어 있다. 쿠팡, 티몬, 우아한형제들 (배달의민족), 요기요, 위메프, 아놀자, 넥스 등이 주요 고객사이다.

## 본업인 전자결제는 고성장 지속, 신규 성장 동력 머니트리 전개 중

전자결제는 모바일/온라인 쇼핑 시장 성장과 함께 고성장을 지속하고 있다. 갤럭시아컴즈의 휴대폰 소액결제와 신용카드 취급액은 2014년 이후 4년간 각각 연평균 52%, 128% 증가하였다. 최근 통신사의 휴대폰 소액결제 수수료 인상 등의 이슈는 존재하지만, 월 소액결제 한도가 15년 (30만원→50만원) 이후 4년만의 조정이 예정되어있다. 19년 7월부터는 60만원으로 증가하며 시장 규모는 지속 성장할 것으로 전망된다. 신사업으로 추진 중인 머니트리의 회원수는 연초 100만명에서 4월 140만명으로 빠르게 증가중이다. 2020년 머니트리 플랫폼으로 확보한 빅데이터를 활용하는 핀테크 신사업의 수익모델이 구체화된다면, 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대된다.

## 2019년 매출 20% 성장, 영업이익 100억원 달성 전망

1Q19 매출액은 전년 동기 대비 20% 증가한 221억원을 기록하였다. 경쟁사 실적 흐름을 살펴보면, 후발주자인 갤럭시아컴즈가 원가경쟁력을 바탕으로 점유율을 확대중인 것으로 판단된다. 매출 비중이 가장 큰 휴대폰소액결제가 37% 증가하며 매출 성장을 견인하였고, 신용카드 등 기타PG매출도 전년대비 20% 증가하였다. 1Q19 성장세를 감안한 2019년 매출액은 전년 대비 20% 이상 성장할 것으로 전망되며, 영업이익은 100억원 달성이 가능할 것으로 예상된다.

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

|                 | 2014     | 2015       | 2016      | 2017      | 2018      |
|-----------------|----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| FYE Dec         |          |            |           |           |           |
| 매출액             | 98       | 40         | 54        | 69        | 81        |
| (증가율)           | -22.2    | -59.2      | 35.0      | 27.8      | 17.4      |
| 영업이익            | 2        | 2          | 5         | 4         | 7         |
| (증가율)           | 흑전       | 0.0        | 150.0     | -20.0     | 75.0      |
| 지배주주순이익         | 13       | 2          | 4         | 4         | 5         |
| EPS             | 399      | 48         | 111       | 126       | 127       |
| PER (H/L)       | 9.0/3.1  | 195.9/56.9 | 50.4/33.3 | 58.9/30.0 | 56.9/19.0 |
| PBR (H/L)       | 2.6/0.9  | 6.8/2.0    | 3.6/2.4   | 4.1/2.1   | 3.4/1.1   |
| EV/EBITDA (H/L) | 18.6/5.9 | 88.2/25.3  | 34.3/23.4 | 60.1/37.2 | 32.7/17.1 |
| 영업이익률           | 1.9      | 6.1        | 8.7       | 5.8       | 9.2       |
| ROE             | 33.8     | 3.5        | 7.5       | 7.4       | 6.5       |

## Stock Data

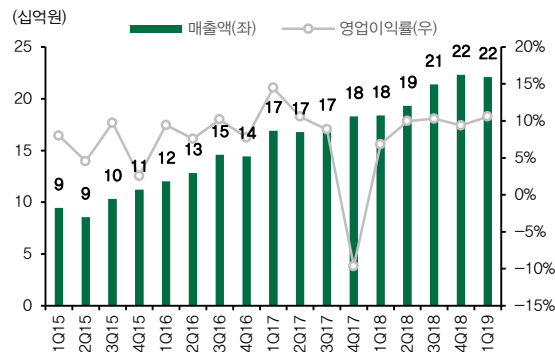
|                |                     |
|----------------|---------------------|
| 52주 최저/최고      | 2,570/4,145원        |
| KOSDAQ /KOSPI  | 718/2,125pt         |
| 시가총액           | 1,550억원             |
| 60일-평균거래량      | 224,228             |
| 외국인지분율         | 1.0%                |
| 60일-외국인지분율변동주이 | +0.4%p              |
| 주요주주           | 효성아이티엑스 외 4 인 58.5% |



## 주가상승률

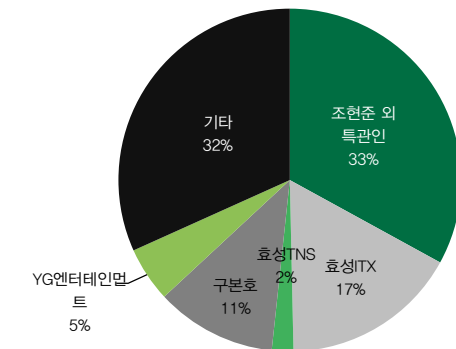
|      | 1M  | 3M   | 12M  |
|------|-----|------|------|
| 절대기준 | 0.9 | 19.5 | 7.6  |
| 상대기준 | 0.4 | 24.7 | 22.3 |

도표 55. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 갤럭시닷컴즈, DB금융투자  
주: 4Q17 손실은 자회사 비용 처리로 일회성 요인

도표 56. 주요 주주 현황



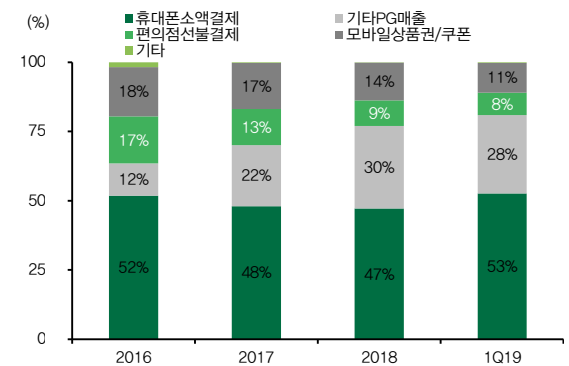
자료: 갤럭시닷컴즈, DB금융투자

도표 57. 주요 연혁

| 일자      | 내용                                     |
|---------|----------------------------------------|
| 1994.10 | 바로비전 법인설립                              |
| 2002    | 국내 최초 모바일 백화점상품권 발행                    |
| 2004    | 휴대폰소액결제 서비스 제공                         |
| 2007.07 | 코스닥 시장 상장                              |
| 2008.10 | 효성그룹 계열사 편입                            |
| 2011.05 | Buy the way, Seven Eleven 휴대폰결제 솔루션 제공 |
| 2013.02 | 모바일상품권 카카오톡 입점                         |
| 2015.04 | (주)아한형제들 결제서비스 제공 계약 체결                |
| 2017.02 | 머니트리 서비스 오픈                            |
| 2018.06 | 이베이코리아 결제서비스 제공 계약 체결                  |
| 2019.01 | 머니트리 앱 이용자수 100만 돌파                    |
| 2019.03 | 머니트리 앱 누적 다운로드 200만 돌파                 |

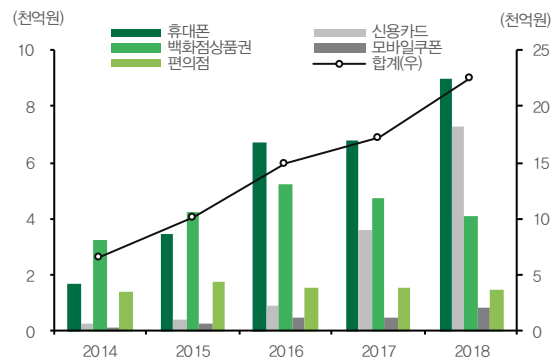
자료: 갤럭시닷컴즈, DB금융투자

도표 58. 부문별 매출 비중



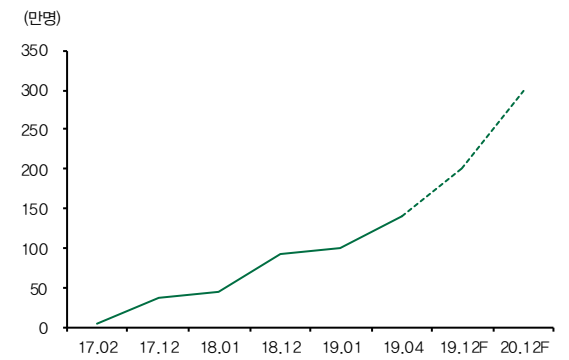
자료: 갤럭시닷컴즈, DB금융투자

도표 59. 사업별 취급액 추이



자료: 갤럭시닷컴즈, DB금융투자

도표 60. 머니트리 가입자 수 추이



주: 19년, 20년 기말 수치는 전망치  
자료: 갤럭시닷컴즈, DB금융투자

도표 61. 갤럭시아컴즈 실적 테이블

(단위: 십억원)

|             | 1Q17        | 2Q17        | 3Q17        | 4Q17        | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18        | 4Q18        | 1Q19        | 2016        | 2017        | 2018        |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>매출액</b>  | <b>16.9</b> | <b>16.8</b> | <b>17.1</b> | <b>18.3</b> | <b>18.4</b> | <b>19.3</b> | <b>21.4</b> | <b>22.3</b> | <b>22.1</b> | <b>53.9</b> | <b>69.1</b> | <b>81.4</b> |
| 전자결제        | 14.2        | 13.9        | 14.3        | 15.1        | 15.8        | 16.6        | 18.5        | 19.4        | 19.7        | 43.3        | 57.5        | 70.2        |
| 휴대폰소액결제     | 8.9         | 7.4         | 8.6         | 8.4         | 8.5         | 8.8         | 10.1        | 11.0        | 11.6        | 27.9        | 33.2        | 38.4        |
| 기타PG매출      | 2.9         | 4.5         | 3.4         | 4.5         | 5.2         | 5.9         | 6.5         | 6.6         | 6.3         | 6.3         | 15.2        | 24.3        |
| 편의점선불결제     | 2.4         | 2.1         | 2.3         | 2.2         | 2.1         | 1.8         | 1.9         | 1.7         | 1.8         | 9.1         | 9.0         | 7.5         |
| 모바일상품권/쿠폰   | 2.7         | 2.9         | 2.8         | 3.2         | 2.6         | 2.7         | 2.9         | 2.9         | 2.4         | 9.6         | 11.5        | 11.1        |
| 기타          | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.9         | 0.1         | 0.1         |
| 매출원가        | 8.9         | 9.2         | 10.1        | 11.1        | 11.3        | 12.0        | 13.1        | 13.5        | 13.2        | 29.1        | 39.4        | 49.9        |
| 원가율         | 52.8%       | 54.8%       | 59.1%       | 60.9%       | 61.7%       | 62.0%       | 61.2%       | 60.7%       | 59.8%       | 54.0%       | 57.0%       | 61.4%       |
| 매출총이익       | 8.0         | 7.6         | 7.0         | 7.2         | 7.0         | 7.3         | 8.3         | 8.8         | 8.9         | 24.8        | 29.7        | 31.4        |
| 매출총이익율      | 47.2%       | 45.2%       | 40.9%       | 39.1%       | 38.3%       | 38.0%       | 38.8%       | 39.3%       | 40.2%       | 46.0%       | 43.0%       | 38.6%       |
| 판매비         | 5.5         | 5.8         | 5.5         | 8.9         | 5.8         | 5.4         | 6.1         | 6.7         | 6.5         | 20.0        | 25.7        | 24.0        |
| 인건비         | 2.1         | 2.4         | 2.2         | 2.8         | 2.0         | 2.3         | 2.2         | 2.8         | 2.3         | 8.2         | 9.5         | 9.4         |
| 대손상각비       | 1.7         | 1.8         | 1.9         | 2.2         | 2.1         | 1.3         | 2.0         | 2.0         | 1.9         | 5.6         | 7.7         | 7.4         |
| 지급수수료       | 0.3         | 0.4         | 0.3         | 2.4         | 0.4         | 0.6         | 0.5         | 0.4         | 0.6         | 1.8         | 3.4         | 2.0         |
| 판매비율        | 32.7%       | 34.6%       | 32.0%       | 48.8%       | 31.4%       | 28.0%       | 28.5%       | 29.9%       | 29.6%       | 37.2%       | 37.2%       | 29.4%       |
| <b>영업이익</b> | <b>2.4</b>  | <b>1.8</b>  | <b>1.5</b>  | <b>-1.8</b> | <b>1.3</b>  | <b>1.9</b>  | <b>2.2</b>  | <b>2.1</b>  | <b>2.3</b>  | <b>4.7</b>  | <b>4.0</b>  | <b>7.5</b>  |
| 영업이익율       | 14.5%       | 10.6%       | 8.9%        | -9.7%       | 6.8%        | 10.0%       | 10.3%       | 9.4%        | 10.6%       | 8.7%        | 5.8%        | 9.2%        |
| 세전이익        | 1.9         | 1.5         | 1.0         | -1.4        | 1.1         | 1.0         | 1.3         | 1.0         | 1.4         | 3.7         | 3.1         | 4.5         |
| 세전이익율       | 11.4%       | 8.9%        | 6.0%        | -7.6%       | 6.1%        | 5.4%        | 6.1%        | 4.7%        | 6.5%        | 6.8%        | 4.4%        | 5.6%        |
| 당기순이익       | 1.9         | 1.5         | 1.0         | -1.4        | 1.1         | 1.0         | 1.3         | 1.3         | 1.1         | 3.7         | 3.1         | 4.8         |
| 당기순이익율      | 11.4%       | 8.9%        | 6.0%        | -7.6%       | 6.1%        | 5.4%        | 6.1%        | 6.0%        | 5.2%        | 6.8%        | 4.4%        | 5.9%        |

자료: 갤럭시아컴즈, DB금융투자

도표 62. 주요 간편결제 기업 실적 현황

(단위: 십억원)

| 기업         |       | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18   | 1Q19  | YoY    |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 갤럭시아컴즈     | 매출액   | 18.4  | 19.3  | 21.4  | 22.3   | 22.1  | 20.2%  |
|            | 영업이익  | 1.3   | 1.9   | 2.2   | 2.1    | 2.3   | 85.9%  |
|            | 영업이익률 | 6.8%  | 10.0% | 10.3% | 9.4%   | 10.6% | 3.7%   |
| 다날         | 매출액   | 50.7  | 51.1  | 55.9  | 52.2   | 43.4  | -14.4% |
|            | 영업이익  | 3.0   | 2.6   | 2.9   | 0.2    | 2.6   | -13.1% |
|            | 영업이익률 | 6.0%  | 5.2%  | 5.3%  | 0.4%   | 6.0%  | 0.1%   |
| KG모빌리언스    | 매출액   | 52.1  | 52.3  | 53.8  | 44.8   | 49.3  | -5.3%  |
|            | 영업이익  | 9.3   | 9.1   | 10.1  | -6.4   | 8.9   | -4.1%  |
|            | 영업이익률 | 17.9% | 17.4% | 18.7% | -14.3% | 18.1% | 0.2%   |
| KG이니시스     | 매출액   | 233.7 | 238.8 | 232.2 | 219.8  | 228.1 | -2.4%  |
|            | 영업이익  | 18.7  | 19.4  | 20.3  | 2.1    | 21.0  | 12.4%  |
|            | 영업이익률 | 8.0%  | 8.1%  | 8.7%  | 1.0%   | 9.2%  | 1.2%   |
| NHN한국사이버결제 | 매출액   | 100.7 | 104.8 | 109.6 | 117.5  | 108.2 | 7.4%   |
|            | 영업이익  | 4.4   | 5.0   | 6.2   | 6.2    | 5.3   | 20.5%  |
|            | 영업이익률 | 4.3%  | 4.8%  | 5.6%  | 5.3%   | 4.9%  | 0.5%   |

자료: 갤럭시아컴즈, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산        | 80   | 94   | 113  | 155  | 192  |
| 현금및현금성자산    | 15   | 18   | 21   | 14   | 25   |
| 매출채권및기타채권   | 24   | 25   | 27   | 40   | 39   |
| 재고자산        | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 비유동자산       | 25   | 30   | 30   | 29   | 38   |
| 유형자산        | 2    | 2    | 1    | 1    | 2    |
| 무형자산        | 20   | 24   | 24   | 24   | 25   |
| 투자자산        | 2    | 4    | 4    | 2    | 9    |
| 자산총계        | 105  | 124  | 143  | 183  | 230  |
| 유동부채        | 60   | 77   | 90   | 110  | 142  |
| 매입채무및기타채무   | 31   | 42   | 36   | 45   | 65   |
| 단기차입금및단기차대  | 14   | 18   | 36   | 50   | 62   |
| 유동성장기부채     | 0    | 0    | 0    | 5    | 5    |
| 비유동부채       | 0    | 0    | 0    | 9    | 4    |
| 사채및장기차입금    | 0    | 0    | 0    | 9    | 4    |
| 부채총계        | 60   | 77   | 90   | 119  | 146  |
| 자본금         | 15   | 16   | 16   | 17   | 20   |
| 자본잉여금       | 74   | 87   | 43   | 53   | 66   |
| 이익잉여금       | -33  | -31  | 4    | 7    | 11   |
| 비지배주주지분     | 1    | 0    | 1    | -1   | -1   |
| 자본총계        | 45   | 47   | 53   | 64   | 84   |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름     | 0    | 1    | -12  | -44  | -7   |
| 당기순이익        | 25   | 2    | 4    | 3    | 5    |
| 현금유출이없는비용및수익 | 48   | 5    | 10   | 13   | 13   |
| 유형및무형자산상각비   | 4    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 영업관련자산부채변동   | -5   | -5   | -23  | -57  | -19  |
| 매출채권및기타채권의감소 | 4    | -5   | -2   | -5   | -6   |
| 재고자산의감소      | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 매입채무및기타채무의증가 | -7   | 9    | -6   | 1    | 17   |
| 투자활동현금흐름     | 5    | -1   | -3   | 0    | -3   |
| CAPEX        | 2    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 투자자산의손증      | 2    | -2   | 0    | 1    | -7   |
| 재무활동현금흐름     | -16  | 4    | 18   | 37   | 21   |
| 사채및차입금의 증가   | -63  | 4    | 18   | 28   | 7    |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 0    | 14   | -44  | 10   | 15   |
| 배당금지급        | 0    | 0    | 0    | -1   | -1   |
| 기타현금흐름       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 현금의증가        | -11  | 4    | 3    | -7   | 11   |
| 기초현금         | 25   | 15   | 18   | 21   | 14   |
| 기말현금         | 15   | 18   | 21   | 14   | 25   |

자료: 갤럭시아키텍츠, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|------|
| 매출액         | 98    | 40    | 54    | 69    | 81   |
| 매출원가        | 76    | 22    | 29    | 39    | 50   |
| 매출총이익       | 22    | 17    | 25    | 30    | 31   |
| 판매비         | 20    | 15    | 20    | 26    | 24   |
| 영업이익        | 2     | 2     | 5     | 4     | 7    |
| EBITDA      | 6     | 3     | 6     | 5     | 8    |
| 영업외손익       | 24    | 0     | -1    | -1    | -3   |
| 금융손익        | -3    | 0     | -2    | -1    | -3   |
| 투자손익        | 27    | 0     | 0     | 0     | 0    |
| 기타영업외손익     | 0     | 0     | 1     | 0     | 0    |
| 세전이익        | 26    | 2     | 4     | 3     | 5    |
| 중단사업이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0    |
| 당기순이익       | 25    | 2     | 4     | 3     | 5    |
| 지배주주지분순이익   | 13    | 2     | 4     | 4     | 5    |
| 비지배주주지분순이익  | 12    | 0     | 0     | -1    | 0    |
| 총포괄이익       | 24    | 1     | 4     | 2     | 4    |
| 증감률(%YoY)   |       |       |       |       |      |
| 매출액         | -21.8 | -59.7 | 36.0  | 28.4  | 17.7 |
| 영업이익        | 흑전    | 29.2  | 95.3  | -15.5 | 88.2 |
| EPS         | 흑전    | -87.9 | 128.8 | 14.0  | 0.8  |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(십 % 배) | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원)       |       |       |       |       |       |
| EPS           | 399   | 48    | 111   | 126   | 127   |
| BPS           | 1,371 | 1,387 | 1,560 | 1,809 | 2,146 |
| DPS           | 0     | 0     | 25    | 30    | 35    |
| Multiple(배)   |       |       |       |       |       |
| P/E           | 6.6   | 97.3  | 42.3  | 44.2  | 21.8  |
| P/B           | 1.9   | 3.4   | 3.0   | 3.1   | 1.3   |
| EV/EBITDA     | 13.7  | 45.3  | 29.4  | 51.9  | 18.0  |
| 수익성(%)        |       |       |       |       |       |
| 영업이익률         | 1.9   | 6.1   | 8.7   | 5.8   | 9.2   |
| EBITDA마진      | 5.8   | 8.6   | 10.5  | 6.9   | 10.4  |
| 순이익률          | 25.5  | 3.8   | 6.8   | 4.4   | 5.9   |
| ROE           | 76.7  | 3.3   | 7.3   | 5.2   | 6.5   |
| ROA           | 18.3  | 1.3   | 2.8   | 1.9   | 2.3   |
| ROC           | 1.8   | 1.7   | 4.5   | 2.9   | 4.5   |
| 안정성및기타        |       |       |       |       |       |
| 부채비율(%)       | 133.1 | 163.8 | 168.9 | 184.9 | 175.1 |
| 이자보상배율(배)     | 0.5   | 2.7   | 3.2   | 1.8   | 2.3   |
| 배당성향(배)       | 0.0   | 0.0   | 21.3  | 32.7  | 27.5  |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

갤럭시아키텍츠 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|

## NR

목표주가:

현재주가: 8,750원(06/24)

## LS전선아시아(229640): 베트남 투자, 가까이 있습니다

Analyst 유현재 / Jay.yoo@db-fi.com

## 전력케이블과 통신케이블 제조업체

LS전선아시아는 베트남과 미얀마에 생산 법인 자회사를 둔 지주회사이다. 베트남 북부 하이퐁 지역에 위치한 LS-VINA는 전력케이블 위주의 사업을 영위, 남부 호치민의 LSCV(LS Cable&System Vietnam)은 통신케이블을 주력 생산하고 있다. 2017년 설립된 LSGM(LS-Gaon Cable Myanmar)는 가온전선과의 합작사로 최근 매출 발생이 시작되었다. 1Q19 연결기준 매출 비중은 전력케이블 70%, 소재 23%, UTP케이블 14%, 광케이블 4%, 기타(지주 및 부스닥트) 8%로 구성되어있다.

## 베트남 전력케이블 1위 업체, 도시화와 함께 지속 성장 전망

LS-VINA는 수익성이 우수한 고압케이블(HV) 공급이 가능한 유일한 업체이다. HV 생산설비를 갖춘 경쟁사가 있지만, 기술적 문제로 양산이 지연되고있다. 내수 시장 확대시 운송비 절감으로 수출 대비 우수한 수익성을 기대할 수 있다. 2H18 Cu-Rod 생산능력을 2.7만톤에서 10만톤으로 증설완료, 원재료 내재화에 따른 비용 절감과 소재 외부 판매로 매출 성장에 기여할 전망이다. LSCV는 미중 무역분쟁으로 인해 미국 고객사향 광케이블, UTP케이블 등 통신케이블 수요가 증가하고있다.

## 2019년 1분기 역대 최고 실적 달성

1Q19 매출은 전년 대비 28% 증가하며 비수기에도 불구하고, 역대 최고 매출을 달성하였다. LS-VINA의 전력케이블 매출은 싱가포르 수출 증가 등으로 전년 대비 19% 증가하였다. LSCV는 MV와 부스닥트 Capa, 증설효과가 나타나고있다. 수주잔고는 18년말 976억원에서 1Q19 1,334억원으로 증가하였다. 19년을 기점으로 매출 성장의 기울기가 가팔라질 것으로 전망된다. 시장 선점을 위한 상대적 저수익 수주 물량은 19년 마무리, 20년 제품 믹스 개선으로 수익성 정상화가 기대된다.

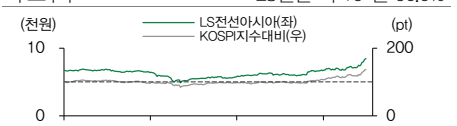
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

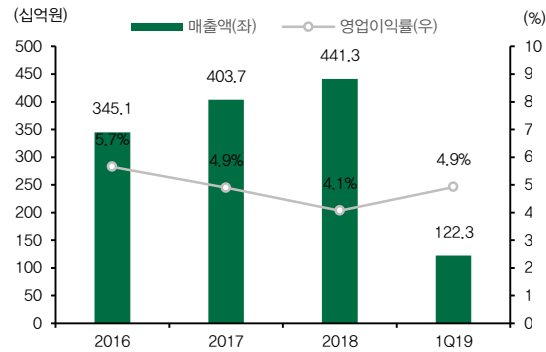
|                 |         |       |           |           |           |
|-----------------|---------|-------|-----------|-----------|-----------|
| FYE Dec         | 2014    | 2015  | 2016      | 2017      | 2018      |
| 매출액             | NA      | 200   | 345       | 404       | 441       |
| (증가율)           | NA      | NA    | 72.5      | 17.1      | 9.2       |
| 영업이익            | NA      | 11    | 20        | 20        | 18        |
| (증가율)           | NA      | NA    | 81.8      | 0.0       | -10.0     |
| 지배주주순이익         | NA      | 5     | 13        | 13        | 10        |
| EPS             | NA      | 358   | 436       | 419       | 323       |
| PER (H/L)       | NA / NA | NA/NA | 16.5/11.5 | 17.4/12.9 | 26.6/15.0 |
| PBR (H/L)       | NA / NA | NA/NA | 1.8/1.2   | 1.9/1.4   | 2.1/1.2   |
| EV/EBITDA (H/L) | NA / NA | NA/NA | 8.8/6.5   | 10.1/7.9  | 12.0/8.3  |
| 영업이익률           | NA      | 5.6   | 5.7       | 4.9       | 4.1       |
| ROE             | NA      | 5.1   | 11.5      | 10.7      | 8.2       |

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 52주 최저/최고      | 4,870/8,500원      |
| KOSDAQ /KOSPI  | 718/2,125pt       |
| 시가총액           | 2,603억원           |
| 60일-평균거래량      | 127,572           |
| 외국인지분율         | 4.4%              |
| 60일-외국인지분율변동추이 | +1.4%p            |
| 주요주주           | LS전선 외 16 인 60.0% |



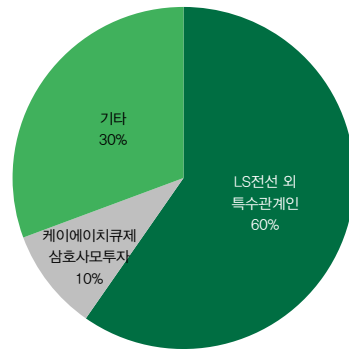
|       |      |      |      |
|-------|------|------|------|
| 주가상승률 | 1M   | 3M   | 12M  |
| 절대기준  | 23.2 | 39.3 | 26.9 |
| 상대기준  | 19.2 | 42.8 | 39.7 |

도표 63. 매출액과 영업이익률 추이



자료: LS전선아시아, DB금융투자

도표 64. 주요 주주 현황



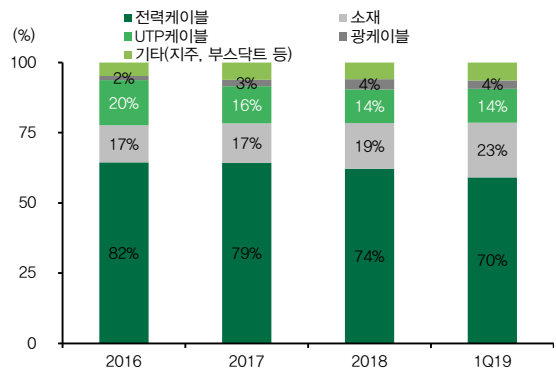
자료: LS전선아시아, DB금융투자

도표 65. 주요 연혁

| 일자      | 내용                             |
|---------|--------------------------------|
| 1999    | LS-VINA 설립 (베트남 하이퐁)           |
| 2004    | Cu-Rod 설비 투자                   |
| 2005    | MV/LV라인 확장                     |
| 2006    | 제2 생산법인 LSCV 설립(베트남 호치민)       |
| 2007    | HV생산설비 투자                      |
| 2013    | 매출 3,000억원 달성, M/S 1위 (30%) 확보 |
| 2015.08 | LSCV 광케이블 제품 양산                |
| 2016.09 | 코스피 시장 상장                      |
| 2017.05 | 가온전선과 합작법인 LSGM 설립(미안마 양곤시)    |
| 2017.04 | LSCV MV생산라인 증설                 |
| 2017.07 | 부스닥트 생산라인 증설 투자                |
| 2019.04 | LS-VINA 10만톤 규모 Cu Rod 생산설비 준공 |

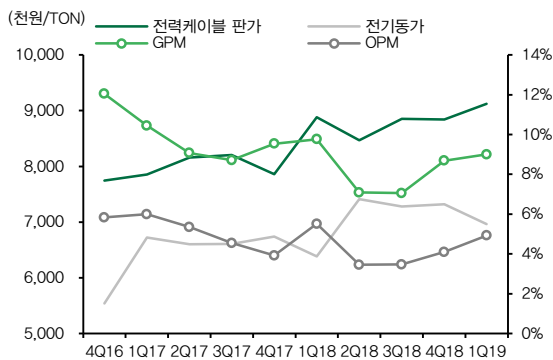
자료: LS전선아시아, DB금융투자

도표 66. 부문별 매출 비중



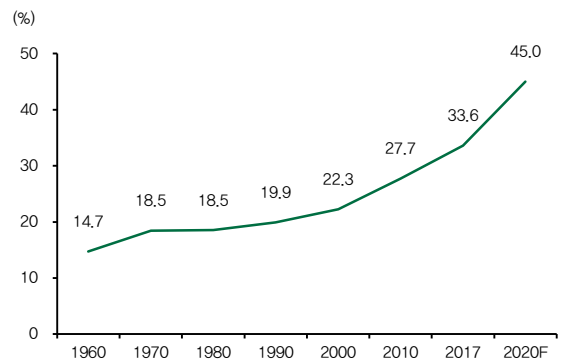
자료: LS전선아시아, DB금융투자  
주: 내부거래 제거 전

도표 67. 제품평가, 원재료 가격 추이



자료: LS전선아시아, DB금융투자  
주: 전력케이블 평가는 LS-VINA 수출/내수 ASP로 산정

도표 68. 베트남 도시화를 추이



자료: World Bank, UN, LS전선아시아, DB금융투자

도표 69. LS전선아시아 실적 테이블

(단위: 십억원)

|              |        | 1Q17        | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18        | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19         | 2016         | 2017         | 2018         |
|--------------|--------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>수주잔고</b>  |        | <b>92.5</b> | <b>98.0</b>  | <b>97.6</b>  | <b>95.4</b>  | <b>73.8</b> | <b>102.9</b> | <b>97.1</b>  | <b>97.6</b>  | <b>133.4</b> | <b>105.0</b> | <b>95.4</b>  | <b>97.6</b>  |
| <b>매출액</b>   |        | <b>82.3</b> | <b>106.8</b> | <b>113.4</b> | <b>101.2</b> | <b>95.5</b> | <b>111.1</b> | <b>119.0</b> | <b>115.6</b> | <b>122.3</b> | <b>345.1</b> | <b>403.7</b> | <b>441.3</b> |
| 지주           | 소계     | 0.5         | 0.7          | 0.7          | 5.6          | 0.5         | 0.7          | 0.7          | 5.7          | 0.8          | 7.3          | 7.5          | 7.5          |
| LS VINA      | 소계     | 73.3        | 103.8        | 102.6        | 89.9         | 82.6        | 105.6        | 111.8        | 100.2        | 108.2        | 312.0        | 369.6        | 400.1        |
|              | 전력케이블  | 54.6        | 79.0         | 74.9         | 67.0         | 62.2        | 77.0         | 78.8         | 71.8         | 74.2         | 239.0        | 275.5        | 289.7        |
|              | 내수     | 41.1        | 61.3         | 50.4         | 46.2         | 41.2        | 46.8         | 42.5         | 41.6         | 32.4         | 159.2        | 199.0        | 172.1        |
|              | 수출     | 13.4        | 17.7         | 24.6         | 20.8         | 21.0        | 30.2         | 36.3         | 30.2         | 41.7         | 79.8         | 76.5         | 117.7        |
|              | 소재     | 16.5        | 21.8         | 19.8         | 16.5         | 16.3        | 24.6         | 26.9         | 24.4         | 30.6         | 61.9         | 74.6         | 92.2         |
|              | 내수     | 16.5        | 21.8         | 19.8         | 16.5         | 16.2        | 22.9         | 23.2         | 21.0         | 26.6         | 61.1         | 74.6         | 83.3         |
|              | 수출     | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.1         | 1.8          | 3.7          | 3.3          | 4.0          | 0.8          | 0.0          | 8.9          |
|              | 기타     | 2.3         | 3.0          | 7.8          | 6.5          | 4.1         | 4.0          | 6.1          | 4.0          | 3.4          | 11.1         | 19.5         | 18.1         |
|              | 내수     | 2.0         | 2.6          | 7.7          | 6.2          | 3.8         | 3.1          | 4.4          | 3.7          | 2.6          | 4.4          | 18.4         | 14.9         |
|              | 수출     | 0.3         | 0.4          | 0.2          | 0.3          | 0.3         | 0.9          | 1.7          | 0.3          | 0.8          | 6.7          | 1.1          | 3.2          |
| <b>LSCS</b>  |        | <b>37.7</b> | <b>37.3</b>  | <b>42.7</b>  | <b>39.1</b>  | <b>34.8</b> | <b>36.6</b>  | <b>41.8</b>  | <b>46.2</b>  | <b>45.8</b>  | <b>148.7</b> | <b>156.7</b> | <b>159.4</b> |
|              | UTP케이블 | 18.9        | 16.3         | 19.0         | 16.4         | 19.2        | 13.1         | 15.7         | 20.2         | 18.8         | 74.8         | 70.7         | 68.3         |
|              | 내수     | 0.5         | 0.3          | 0.3          | 0.6          | 0.3         | 0.5          | 0.2          | 0.3          | 0.3          | 0.7          | 1.6          | 1.3          |
|              | 수출     | 18.5        | 16.0         | 18.7         | 15.9         | 18.9        | 12.6         | 15.5         | 19.9         | 18.6         | 74.0         | 69.1         | 66.9         |
|              | 전력케이블  | 15.7        | 17.9         | 18.2         | 15.9         | 11.2        | 17.4         | 18.0         | 16.1         | 16.5         | 62.7         | 67.8         | 62.6         |
|              | 내수     | 15.7        | 17.9         | 18.2         | 15.9         | 11.2        | 17.4         | 18.0         | 16.1         | 16.5         | 62.7         | 67.8         | 62.6         |
|              | 수출     | -           | -            | -            | -            | -           | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
|              | 광케이블   | 1.8         | 2.0          | 3.9          | 4.3          | 3.6         | 4.5          | 5.6          | 6.7          | 4.7          | 7.3          | 12.0         | 20.3         |
|              | 내수     | 0.0         | 0.4          | 0.8          | 0.1          | 0.1         | 0.0          | 0.3          | 0.1          | 0.2          | 0.2          | 1.3          | 0.5          |
|              | 수출     | 1.8         | 1.6          | 3.1          | 4.2          | 3.5         | 4.5          | 5.2          | 6.6          | 4.5          | 7.2          | 10.8         | 19.8         |
|              | 부스닥트   | -           | -            | -            | -            | -           | 0.1          | 0.3          | 0.4          | 0.7          | -            | -            | 0.8          |
|              | 내수     | -           | -            | -            | -            | -           | -            | 0.3          | 0.4          | 0.7          | -            | -            | 0.8          |
|              | 수출     | -           | -            | -            | -            | -           | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
|              | 기타     | 1.2         | 1.0          | 1.6          | 2.4          | 0.9         | 1.4          | 2.3          | 2.9          | 5.2          | 3.9          | 6.2          | 7.4          |
|              | 내수     | 1.0         | 0.9          | 1.4          | 1.4          | 0.7         | 1.3          | 2.3          | 2.9          | 5.1          | 3.4          | 4.7          | 7.2          |
|              | 수출     | 0.2         | 0.1          | 0.2          | 1.0          | 0.1         | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.1          | 0.5          | 1.5          | 0.2          |
| <b>LSGM</b>  |        | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>1.8</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
|              | 전력케이블  | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 1.8          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 연결조정         | 소계     | -29.2       | -35.0        | -32.5        | -33.4        | -22.4       | -31.7        | -35.2        | -36.5        | -34.3        | -122.9       | -130.1       | -125.8       |
| <b>영업이익</b>  |        | <b>4.9</b>  | <b>5.7</b>   | <b>5.2</b>   | <b>4.0</b>   | <b>5.3</b>  | <b>3.8</b>   | <b>4.1</b>   | <b>4.7</b>   | <b>6.0</b>   | <b>19.5</b>  | <b>19.8</b>  | <b>18.0</b>  |
| 지주           |        | 0.1         | 0.3          | 0.4          | 5.3          | 0.1         | 0.3          | 0.3          | 5.4          | 0.2          | 6.3          | 6.1          | 6.0          |
| LS VINA      |        | 3.5         | 4.5          | 3.8          | 3.4          | 4.0         | 3.2          | 3.3          | 2.9          | 4.3          | 13.5         | 15.2         | 13.4         |
| LSCS         |        | 1.9         | 1.7          | 2.0          | 1.3          | 1.9         | 1.4          | 1.5          | 2.8          | 2.9          | 7.5          | 6.9          | 7.5          |
| LSGM         |        | 0.0         | -0.0         | -0.1         | -0.2         | -0.1        | -0.2         | -0.2         | -0.4         | -0.5         | 0.0          | -0.4         | -0.9         |
| 연결조정         |        | -0.6        | -0.8         | -0.8         | -5.8         | -0.6        | -0.8         | -0.8         | -5.9         | -0.9         | -7.8         | -8.0         | -8.1         |
| 영업이익율        |        | 6.0%        | 5.4%         | 4.5%         | 3.9%         | 5.5%        | 3.5%         | 3.5%         | 4.1%         | 4.9%         | 5.7%         | 4.9%         | 4.1%         |
| <b>당기순이익</b> |        | <b>3.8</b>  | <b>4.2</b>   | <b>3.8</b>   | <b>2.5</b>   | <b>3.4</b>  | <b>2.2</b>   | <b>1.9</b>   | <b>3.1</b>   | <b>4.2</b>   | <b>14.7</b>  | <b>14.3</b>  | <b>10.7</b>  |
| 당기순이익율       |        | 4.7%        | 3.9%         | 3.4%         | 2.5%         | 3.6%        | 2.0%         | 1.6%         | 2.7%         | 3.4%         | 4.3%         | 3.6%         | 2.4%         |

자료: LS전선아시아, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산        | NA   | 169  | 199  | 209  | 240  |
| 현금및현금성자산    | NA   | 7    | 28   | 30   | 9    |
| 매출채권및기타채권   | NA   | 73   | 79   | 70   | 96   |
| 재고자산        | NA   | 61   | 59   | 76   | 94   |
| 비유동자산       | NA   | 76   | 76   | 76   | 109  |
| 유형자산        | NA   | 26   | 23   | 25   | 56   |
| 무형자산        | NA   | 34   | 35   | 31   | 31   |
| 투자자산        | NA   | 0    | 3    | 0    | 2    |
| 자산총계        | NA   | 244  | 276  | 285  | 350  |
| 유동부채        | NA   | 126  | 138  | 137  | 190  |
| 매입채무및기타채무   | NA   | 79   | 87   | 82   | 129  |
| 단기차입금및단기차입  | NA   | 40   | 40   | 40   | 47   |
| 유동상장기부채     | NA   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 비유동부채       | NA   | 5    | 8    | 15   | 16   |
| 사채및장기차입금    | NA   | 0    | 0    | 10   | 10   |
| 부채총계        | NA   | 130  | 146  | 152  | 206  |
| 자본금         | NA   | 15   | 15   | 15   | 15   |
| 자본잉여금       | NA   | 86   | 89   | 89   | 89   |
| 이익잉여금       | NA   | 5    | 15   | 23   | 28   |
| 비지배주주지분     | NA   | 7    | 7    | 16   | 19   |
| 자본총계        | NA   | 114  | 130  | 133  | 144  |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름     | NA   | -5   | 26   | -7   | 21   |
| 당기순이익        | NA   | 6    | 15   | 14   | 11   |
| 현금유출이없는비용및수익 | NA   | 21   | 36   | 53   | 62   |
| 유형및무형자산상각비   | NA   | 2    | 5    | 5    | 5    |
| 영업관련자산부채변동   | NA   | -13  | 5    | -29  | 6    |
| 매출채권및기타채권의감소 | NA   | 4    | -6   | 1    | -25  |
| 재고자산의감소      | NA   | 18   | 3    | -26  | -15  |
| 매입채무및기타채무의증가 | NA   | -33  | 6    | 2    | 45   |
| 투자활동현금흐름     | NA   | 10   | -1   | 1    | -44  |
| CAPEX        | NA   | 3    | 1    | 16   | 27   |
| 투자자산의손증      | NA   | 0    | -3   | 2    | -2   |
| 재무활동현금흐름     | NA   | 1    | -3   | 8    | 2    |
| 사채및차입금의 증가   | NA   | 42   | 7    | 12   | 8    |
| 자본금및자본잉여금의증가 | NA   | 101  | 0    | -5   | -5   |
| 배당금지급        | NA   | -4   | -5   | -7   | -6   |
| 기타현금흐름       | NA   | 1    | 0    | 0    | 1    |
| 현금의증가        | NA   | 7    | 22   | 1    | -21  |
| 기초현금         | NA   | 0    | 7    | 28   | 30   |
| 기말현금         | NA   | 7    | 28   | 30   | 9    |

자료: LS전선아시아, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018  |
|-------------|------|------|------|------|-------|
| 매출액         | NA   | 200  | 345  | 404  | 441   |
| 매출원가        | NA   | 181  | 309  | 366  | 406   |
| 매출총이익       | NA   | 19   | 36   | 38   | 36    |
| 판매비         | NA   | 8    | 16   | 18   | 18    |
| 영업이익        | NA   | 11   | 20   | 20   | 18    |
| EBITDA      | NA   | 14   | 25   | 25   | 23    |
| 영업외손익       | NA   | -2   | -1   | -1   | -4    |
| 금융손익        | NA   | 0    | -1   | -1   | -3    |
| 투자손익        | NA   | 0    | 0    | 0    | 0     |
| 기타영업외손익     | NA   | -2   | 0    | 0    | -1    |
| 세전이익        | NA   | 8    | 18   | 19   | 14    |
| 중단사업이익      | NA   | 0    | 0    | 0    | 0     |
| 당기순이익       | NA   | 6    | 15   | 14   | 11    |
| 지배주주지분순이익   | NA   | 5    | 13   | 13   | 10    |
| 비지배주주지분순이익  | NA   | 1    | 2    | 2    | 1     |
| 총포괄이익       | NA   | 7    | 17   | -1   | 14    |
| 증감률(%YoY)   |      |      |      |      |       |
| 매출액         | NA   | NA   | 72.5 | 17.0 | 9.3   |
| 영업이익        | NA   | NA   | 75.3 | 1.3  | -9.1  |
| EPS         | NA   | NA   | 21.5 | -3.9 | -22.8 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산 원 % 배 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 주당자비(원)      | NA   | 358   | 436   | 419   | 323   |
| EPS          | NA   | 3,553 | 4,009 | 3,825 | 4,078 |
| BPS          | NA   | 250   | 150   | 160   | 160   |
| DPS          | NA   | 250   | 150   | 160   | 160   |
| Multiple(배)  |      |       |       |       |       |
| P/E          | NA   | NA    | 13.0  | 15.0  | 17.4  |
| P/B          | NA   | NA    | 1.4   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA    | NA   | NA    | 7.2   | 8.9   | 9.3   |
| 수익성(%)       |      |       |       |       |       |
| 영업이익률        | NA   | 5.6   | 5.7   | 4.9   | 4.1   |
| EBITDA마진     | NA   | 6.8   | 7.1   | 6.1   | 5.3   |
| 순이익률         | NA   | 3.1   | 4.3   | 3.6   | 2.4   |
| ROE          | NA   | 5.4   | 12.1  | 10.9  | 7.7   |
| ROA          | NA   | 2.5   | 5.7   | 5.1   | 3.4   |
| ROC          | NA   | 3.8   | 7.1   | 6.7   | 5.1   |
| 안정성및기타       |      |       |       |       |       |
| 부채비율(%)      | NA   | 114.5 | 112.1 | 113.6 | 143.4 |
| 이자보상배율(배)    | NA   | 15.4  | 10.6  | 7.6   | 4.1   |
| 배당성향(배)      | NA   | 61.7  | 31.2  | 34.2  | 45.7  |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

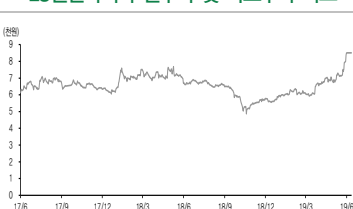
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LS전선아시아 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|
|----|------|------|--------------------|----|------|------|--------------------|



## 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

## 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

## 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)  
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

## 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

## 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메다캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 정현천로 20 (광장빌딩 3층)  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

## 광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

## 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.