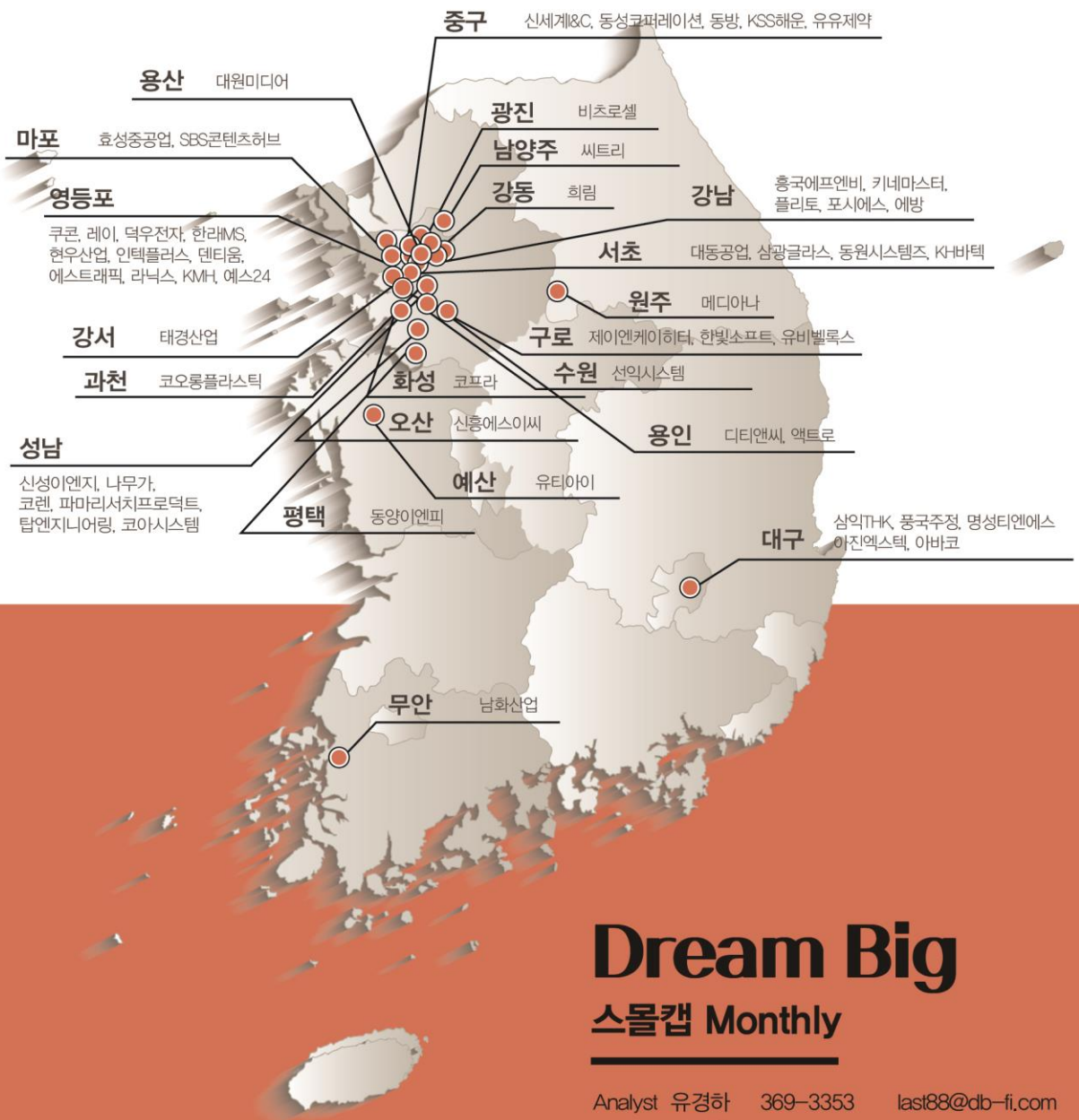


[탐방 업데이트]

10월의 숨은 그림 찾기

9월 탐방지도



Dream Big

스몰캡 Monthly

Analyst 유경하	369-3353	last88@db-fi.com
Analyst 남기운	369-3387	kqnam@db-fi.com
Analyst 구성진	369-3428	goo@db-fi.com
Analyst 유현재	369-3369	Jay.yoo@db-fi.com

DB스몰캡 9월의 생각

Old Fashioned의 생각: 9월은 스몰캡 애널리스트로 전환한 지 1년째 되는 달이다. 직업에 대한 자긍심을 갖기 어려워진 상황에서 스스로에게 주어진 소명이 무엇인지를 두고 고민 중이다. 나의 결론은 결국 애널리스트는 '공공재'라는 것이다. 남들이 모르는 정보를 남보다 빨리 포착해 특정 집단에 선택적으로 전달하는 것이 이 직업의 본질은 아닐 것이다. 기업과 투자자, 투자자와 투자자 간의 정보 격차를 매우고 주식 시장의 효율성을 향상시키는데 기여하는 것이 이 직업이 존재하는 이유다. 결국 애널리스트는 공개된 자료로 말해야 한다. 잃어버린 사회적 평판과 직업에 대한 자긍심을 되찾는 지름길도 바로 여기에 있다고 믿는다.

Koo-Rooney의 생각: 피로도가 높은 시장이 반복되고 있다. 한 달간 코스닥 증시는 빠르게 반등했지만 매크로 영향을 받고 금세 사그라들고 있다. 10~11월 중소형주 시장은 뜻밖이지근한 장세가 펼쳐질 것으로 예상된다. 연말에 몰리는 IPO 종목에 보다 관심을 가지고, 12월~1월에 투자를 시작할만한 산업과 종목을 발굴하는데 집중하고자 한다. 기존 관심 종목들 중에서 연말에 여전히 관심을 가지고 가야 할 기업은 디오와 씨트랙아이, APS홀딩스다. 디오는 미국 디지털 임플란트 시장에서 큰 성과를 내고 있고, 씨트랙아이는 상반기보다 좋은 하반기 실적과 0.5m 해상도 인공위성의 신규 수주를 전망하며, APS홀딩스는 연말에 FMM 양산 체제를 갖추고 고객사와 보다 진전된 협력이 있을 것으로 기대한다.

Present의 생각: 하반기 관심종목으로 액트로, 이노메트리를 유지한다. 최근 언론 보도를 통해 20년 상반기 출시되는 삼성전자 갤럭시 S11 일부 모델에 5배 광학줌 기술을 적용한 카메라 채택이 확인되었다. 19년 채택된 3D센싱 카메라는 킬러 애플리케이션, 통신 인프라 등 관련 생태계가 형성되어 가는 단계이지만, 광학줌 카메라는 하드웨어 자체만으로도 차별화 포인트가 될 전망이다. 중국 스마트폰 업체항 광학줌 양산 경험이 있는 액트로가 안정적인 수출, 높은 시장점유율과 함께 주목 받을 것으로 판단한다. 이노메트리는 BYD항 검사장비가 출하되고 있으며, 고객사는 생산라인을 지속 확대하고 있는 것으로 파악된다. 국내 고객사의 해외 생산법인항 출하도 순조롭게 진행 중이다. 19년 연말 계획되어있던 화성 공장 준공은 20년초 준공되어, 5년간 법인세 면제가 예정되어있다. 2Q19 예상된 대손충당금(6억원)은 하반기 일부 환입될 예정이다.

도표 1. DB스몰캡 기존 관심 종목

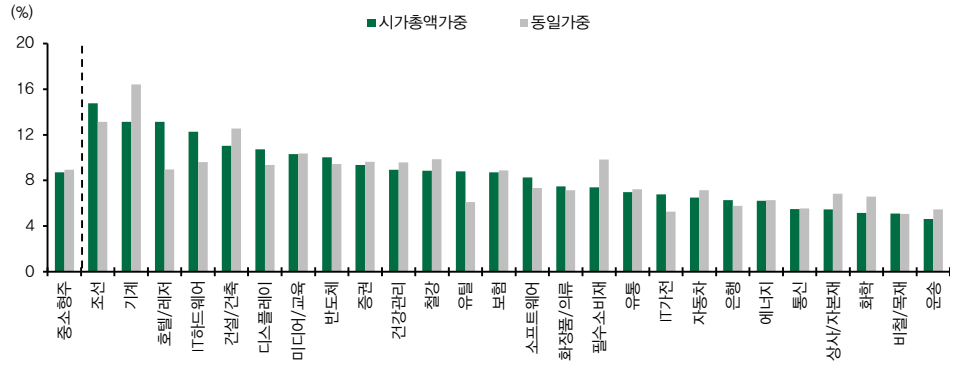
(단위: 억원)

기업명	시가총액	담당자	투자포인트 요약	최근 자료 발간일
동원시스템즈	10,209	유경하	고부가가치 연포장재 수출 호조, 테라 흥행 및 주세법 개정으로 주류용기 다양화와 ASP 상승 기대	2019.09.04
노루페인트	1,546	유경하	원재료 구매비용 하락, 건축용/PCM 도료 시장지배력 강화	2019.05.29
디오	6,535	구성진	미국 대형 치과그룹과 5천만달러 대형 공급계약을 맺으며 미국 프리미엄 치과 시장 진출에 청신호	2019.06.10
씨트랙아이	1,486	구성진	0.5m급 고해상도 인공위성 하반기 추가 수주 기대, 2020년에도 실적 성장 지속	2019.05.29
액트로	1,051	유현재	2분기부터 하반기까지 분기 매출 YoY 성장 지속, 20년 주요 고객사 신제품 관심과 함께 추가 상승 전망	2019.03.19
이노메트리	1,551	유현재	2019년 실적은 상회 하고 패턴 전망, 국내 및 중국 고객사향 수주 하반기에 집중	2019.06.13

자료: DB금융투자

중·소형주 업종별 수익률 및 자금흐름 동향

도표 2. 국내 중소형주 업종별 수익률



자료: Quantwise, DB금융투자

주: 업종분류는 W26기준, 중소형주는 시가총액 기준 1천억원 이상 1조원 이하 기업

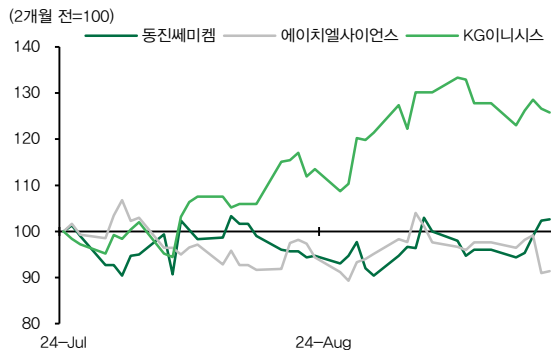
도표 3. 기관+외국인 자금유입·유출강도 상위 기업 리스트

(단위: 십억원, %)

순위	자금유입강도 상위						자금유출강도 상위					
	티커	기업명	시가총액	금액	강도	수익률	티커	기업명	시가총액	금액	강도	수익률
1	A005290	동진세미캠	7,841	370	5.0	6.6	A067990	도이치모터스	2,170	-228	-10.2	-11.8
2	A239610	에이치엘사이언스	3,851	191	4.6	-0.1	A026890	디피씨	2,230	-153	-7.0	0.6
3	A035600	KG이니시스	4,493	215	4.6	15.8	A050890	솔리드	3,356	-217	-6.9	3.4
4	A033500	동성화인텍	2,847	103	4.1	36.8	A061970	엘비세미콘	3,656	-220	-6.3	-1.1
5	A265520	AP시스템	4,195	142	3.5	12.1	A035810	이지바이오	3,366	-191	-6.3	21.0
6	A086390	유니테스트	2,864	93	3.4	25.5	A045390	대아티아이	5,066	-271	-6.2	49.9
7	A095610	테스	3,548	93	2.8	26.9	A131970	테스나	2,761	-152	-6.1	-6.7
8	A084370	유진테크	3,220	90	2.7	12.9	A097520	엠씨넥스	3,780	-194	-5.8	13.0
9	A039440	에스티아이	2,588	73	2.7	5.8	A033640	네팩스	6,802	-347	-5.4	-6.2
10	A143160	아이디스	3,124	81	2.6	38.8	A073070	에스모	4,923	-270	-5.3	1.4

자료: DB금융투자

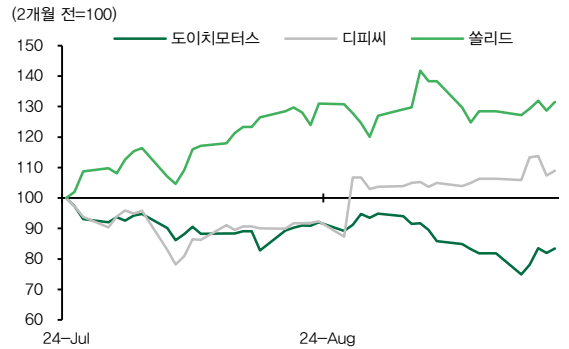
도표 4. 최근 4주 간 기관+외국인 자금유입 강도 Top 3 주가



자료: Quantwise, DB금융투자

주: 시총 1,500억원 이상 기업 대상

도표 5. 최근 4주 간 기관+외국인 자금유출 강도 Top 3 주가



자료: Quantwise, DB금융투자

주: 시총 1,500억원 이상 기업 대상

DB스몰캡 9월 탐방종목

Old Fashioned의 생각: 개인적 성향으로는 튼튼한 재무구조와 안정적 사업모델을 보유한 기업들을 선호한다. 그러나 다소 위험요소가 있다고 해서 좋은 투자대상이 될 수 없는 것은 아니다. 9월에 소개하는 삼광글라스와 동방은 지난 수년간 사업확장 실패로 어려움을 겪었으며, 그 결과 시가총액에 비해 과중한 차입금을 안고 있다는 공통점을 갖고 있다. 그러나 우리는 이 기업들의 '현재 상태'가 아니라 이 기업들이 나아가고 있는 '방향'에 주목한다. 방향만 맞는다면 주가는 따라온다.

Koo-Rooney의 생각: 8~9월 탐방 성과는 전반적으로 좋지 않았다. 레이와 파마리서치프로덕트, 코아스텍, 파이오링크 정도가 괜찮았으며, 레이는 상장하고 공모가 대비 70% 상승했다(DB금융투자 공동 주관사). 파마리서치프로덕트는 콘주란이 상반기에 기대 이상의 성과를 냈지만, 3Q19 급여가 장해진 뒤에 판매 동향이 중요해 2020년을 보고 접근해야 한다. 코아스텍은 9월에 루게릭병 줄기세포 치료제로 FDA와 Pre-IND 미팅을 진행했으나 추가 보완 사항이 생겨 10~11월경에 추가 업데이트를 할 계획이다. 마지막으로 파이오링크는 자료화했으며, ADC(애플리케이션 전송 컨트롤러) 국내 1위 기업이다. 데이터센터의 트래픽 증가와 함께 성장하고, 신제품인 클라우드 보안스위치의 성과가 연내 기대되며, 보안 사업이 올해 첫 흑자전환하며 이익에 기여하기 시작한다.

Present의 생각: 예스24 도서 사업은 출판사와의 가격 협상으로 원가를 개선, 마케팅 비용의 효율적 집행으로 수익성 개선을 추진 중이다. 디지털 부문은 18년 11월 개시한 월정액 구독 서비스 북클럽 회원수가 증가하며 적자폭이 점진적으로 축소될 것으로 전망된다. ENT 사업은 공연 분야의 시장 점유율 증가, 패션 사업은 한세그룹 브랜드 매출 비중 증가로 턴어라운드가 기대된다. 덴티움은 시장점유율 2위인 중국에서 20년 3선 도시로 영업망을 확대할 계획이다. 시장점유율 1위를 기록중인 인도에서는 올해와 내년 각각 78%, 50%의 매출 액 성장을 전망한다. 베트남, 인도네시아 등 기타 신흥국의 매출 기여도는 아직 제한적이지만, 전년 대비 2배 수준으로 빠르게 성장하는 시장이므로 외형 성장과 함께 수익성 개선이 기대된다.

도표 6. DB스몰캡 관심 종목

(단위: 억원)

기업명	시가총액	담당자	투자포인트 요약
삼광글라스	1,609	유경하	유리병과 글라스락 사업 모두 턴어라운드 시작. 학익동 부지, 캔 사업부문 매각으로 재무구조 개선
동방	632	유경하	글로벌 플랜트 투자 재개 및 조선 경기 회복으로 중량물 운송량 회복. 신성장 동력인 유통항 물류 고정장도 지속
파이오링크	424	구성진	데이터센터 트래픽 증가와 함께 성장, 일본에서 신제품인 클라우드 보안스위치의 고속 성장 기대
유티아이	3,649	구성진	유리 기술이 채택되어야 실적과 주가 추가 상승 가능, IR필터에서 먼저 성과를 낼 것이나 2021년 매출 발생
예스24	1,092	유현재	도서 부문 수익성 개선, 월정액 구독 서비스 북클럽 런칭. ENT, 패션 사업 턴어라운드
덴티움	7,283	유현재	20년 중국 영업망을 3선 도시로 확대할 계획. 인도를 비롯한 기타 신흥국에서 빠른 매출 성장 지속

자료: DB금융투자

도표 7. 탐방기업 맛집 목록

탐방 기업	지역	맛집명	거리	맛집 평가
남화산업	전남 무안	토담골한우곰탕	무안읍 (터미널에서 도보로 7분)	나주곰탕의 원형이 살아 있는 맑은 국물이 특징이다. 화학조미료를 사용하지 않고 쇠고기만으로 국물을 내 기호에 따라 약간 심심하게 느껴질 수 있다. 곁들여 내 오는 밀반찬들도 간이 세지 않다. 처음부터 확 끌리지는 않지만 두고두고 생각날 맛이다. 서울에 본점이 생겼으면 좋겠음
		달에물들다	무안읍 (터미널에서 도보로 5분)	별다른 것 없는 시골 커피집이지만 이상할 정도로 사람이 붐빈다. 문 앞에서는 고양이 세 마리가 반겨주고 안에는 마음을 울리는 글귀와 사진들이 가득하다. 여러 커피집들을 다녀보면 분위기가 커피 맛을 압도할 때가 있다. 이 곳을 찾는 많은 사람들도 바로 그 분위기에 취한 것이라. (참, '달'은 이 집에 머무는 길냥이 이름임)
메디아나	강원도 원주시 문막읍	섬강 막국수	약 2km, 차로 5분	손에 꼽을만한 막국수 맛집. 면을 직접 뽑는 곳인데 가격도 1인분 7천원으로 부담스럽지 않다. 주문과 동시에 메밀을 반죽하기 시작해 직접 면을 뽑는다. 수육과 감자만두도 꼭 같이 시켜야 한다. 수육맛집이라고 부를 수도 있을만큼 수육이 특히나 맛있다. 막국수 한접가락 먹은 후 새우젓, 부추와 함께 수육 한 점을 먹으면 조합이 정말 기가 막힌다. 섬강막국수를 또 가기 위해서라도 메디아나 탐방을 한 번 더 갈 계획임
KH바텍	서초구	백년옥	도보 2분	예술의전당 맞은편에 위치한 두부요리 전문점. 3년 연속 미술쟁 가이드 빙그루망에 선정. 얼큰한 순두부 찌개인 툇배기 순두부, 담백하고 고소한 들깨순두부 등을 추천. 일반적으로 순두부 찌개에 제공되는 계란은 없음. 매생이 굴전, 해물파전, 두부제육 등 사이드 메뉴도 훌륭함
		허수아비돈까스	도보 1분	1994년 오픈한 허수아비돈까스 본점으로 KH바텍 사옥 옆건물 지하에 위치함. 기본에 충실한 로스/허레 가스 등 일본식 돈까스를 맛 볼 수 있으며, 냉모밀/우동과 세트는 넉넉한 양이 서빙됨. 얼큰한 김치나베, 독특한 방식의 치즈돈까스(코돈부르)도 좋은 선택임

자료: DB금융투자

도표 8. 탐방 기업 목록 #1

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
포시에스	8월 6일	유경하	467	클라우드 전자문서 솔루션 출시	2008년 설립한 리포팅, 전자문서 솔루션 전문 소프트웨어 기업. 6월 결산법인. 2018 회계연도 매출액 197억원(+9.2%), 영업이익 50억원(+22.7%), 당기순이익 20억원(-69.0%) 기록. 전자문서 매출 호조와 비용절감으로 영업이익은 증가했으나, 투비소프트 전환사채 투자손실로 순이익은 감소. 2019 회계연도 전자정부 투자 확대와 클라우드 기반 전자문서 솔루션 이음사인 사업 본격화, 수출 증가에 따른 이익 성장 예상
KSS해운	8월 8일	유경하	1,646	LPG선 운임 급등	LPG 및 화학제품 운송서비스를 전문으로 하는 특수 해운사. 상반기 기준 가스선 14척, 케미컬선 6척을 사선으로 보유하고 있으며, 이외에 지분참여선 4척, 용선 2척을 운용 중. 계약기간 5~7년의 장기용선 계약을 바탕으로 안정적인 이익을 창출 중. 적극적인 선대확장 전략을 통해 글로벌 LPG 물동량 증가에 대응하고 있음. 오는 2021년까지 가스선 신조 3척을 추가 도입할 계획. 1척당 약 270억원의 신규매출 기대. 올해 LPG선 현물운임 급등으로 내년 가스선 2척 계약 갱신시 운임 인상이 예상됨
희림	8월 8일	유경하	642	수출 확대	건축설계, CM, 감리를 전문으로 하는 국내 1위 독립 종합건축서비스 기업. 민간 아파트, 공장, 공공시설 등 다양한 포트폴리오를 갖추고 있으며, 특히 공항과 스타디움 설계에 강점. 2019년 상반기 매출액 853억원(+3.7%), 영업이익 25억원(-5.6%), 당기순이익 12억원(-38.1%) 시현. 수출 확대와 포트폴리오 다변화를 통해 국내 건설시장 부진을 타개 중. 현재 국내 대 해외 매출 비중은 9:1 수준이나, 장기적으로 5:5까지 비중을 맞춰갈 계획
디티앤씨	8월 9일	유경하	942	바이오 시험인증 매출 증가	1990년 창업한 시험인증 서비스 전문업체. 정보통신기기, 자동차전장, 기간산업, 의료기기, 바이오 등 다양한 분야에 대한 시험인증 서비스를 제공하고 있음. 2014년 코스닥 상장 이후 누적 960억원에 달하는 자본지출 단행. 2019년 상반기 매출액 333억원(+14.5%), 영업이익 7억원(-78.4%) 시현. 매출액은 꾸준히 증가하고 있으나, 인건비와 감가상각비 증가가 실적의 발목을 잡고 있음. 신규 사업확장보다는 바이오 등 기 투자사업들의 조기 안착이 중요한 시점
비츠로셀	8월 12일	유경하	2,197	리튬 1차전지 라인업 확대	비츠로 그룹 산하 리튬 1차전지 제조기업. 전방산업별 매출 비중은 스마트그리드 55%, 방산 25%, 석유가스 10%, 의료/해양기기 10%. 고온전지와 애플/열전지 판매량 증가로 2019년 매출액 20% 이상 증가 예상. 세계최대 규모의 시험설비 및 고객사와의 정례회의를 바탕으로 글로벌 1차전지 시장 점유율 확대 중. 석유가스 탐사장비용 고열전지, 자동차 이머전시 쿨용 2차전지 등 신제품 개발도 진행하고 있음
동성코퍼레이션	8월 12일	유경하	2,554	원가 하락, 전방산업 호조	연질/경질 폴리우레탄 소재를 제조하는 동성그룹 지주사. 주요 자회사 동성화학과 동성화인텍 실적이 모두 호조. 동성화학은 우레탄 원료 가격 하락에 힘입어 올해 200억원 이상의 영업이익 시현이 가능해 보이며, 동성화인텍은 내년 말까지의 일감을 확보한 상황. 본사 화학부문 이익을 포함하면 올해 연결 영업이익은 600억원을 상회할 가능성
삼광글라스	8월 13일	유경하	1,609	실적 반등	매출액 기준 국내 2위 제병업체. 2018년 노산 용해로 대보수와 재고자산 손상 인식 등으로 280억원에 달하는 대규모 영업적자를 시현. 2분기 영업이익 21억원을 기록하며 7개분기 만에 흑자전환에 성공. 고객사 캡티브 제병사 설비부족에 따른 녹색병 판매 호조, 유연탄 트레이드 이익 증가 등에 기인. 주류용기의 디자인 다양화 기조가 강화될 경우 유리병 ASP 개선 기대. 글라스락은 캐나다 코스트코, 미국 샘스클럽 납품으로 수출 증가. 상반기 말 기준 순차입금이 3,142억원에 달하나, 캔 사업부 매각 및 인천 공장부지 매각으로 약 1,600억원의 현금 확보 예정

자료: DB금융투자

도표 9. 탐방 기업 목록 #2

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
코프라	8월 20일	유경하	736	원가 하락	주로 자동차 부품 소재로 쓰이는 엔지니어드플라스틱 복합소재 제조기업. 상반기 매출액 893억원(+24.4%), 영업이익 45억원(+25.7%)로 전년동기비 수익성이 크게 개선됨. 이는 미국법인 매출 증가와 원재료 가격 안정 등에 기인. 하반기 핵심 원재료 PA66 가격 급락에 따른 원가를 개선 지속 전망. 중국 법인은 현지차 판매량 부진 영향을 받고 있으나, 글로벌 업체 주문 증가로 하반기 매출액 개선 전망
동원시스템즈	8월 22일	유경하	10,235	테라, 진로이즈백 인기	연포장, 제관, 제병 사업 등을 모두 영위하는 국내 최대 종합 포장재 기업. 2019년 상반기 매출액 5,186억원(+1.3%), 영업이익 475억원(+26.3%), 지배주주순이익 265억원(-7.7%) 기록. 수익성 개선은 분사 고부가가치 연포장재 수출 증가에 기인. 반면 핵심 자회사인 테크팩솔루션은 주류용기 수요 부진과 비용 증가로 부진한 실적 지속. 하반기 하이트진로 테라 및 진로이즈백 하트에 따른 주류용기 수요 회복 예상. 8월 가동을 시작한 아셉틱 1호기는 고객 확보가 원활하게 진행 중이며, 완전가동시 약 400억원의 신규매출 창출이 가능
효성중공업	8월 23일	유경하	3,156	절대 저평가	2018년 (주)효성에서 분할된 전력기기 제조 및 건설업체. 상반기 매출액 2조 96억원(-8.5%), 영업이익 819억원(+75.5%)으로 지난해 하반기 대비 수익성 개선. 이는 해외법인 구조조정 및 국내 석화 플랜트 투자 증가에 따른 고압기기 판매 증가에 기인. 건설 부문은 주택 보급사업을 수행하며 반기 800억원 이상의 안정적인 영업이익을 실현 중. 3분기 전력설비 부문의 계절적 매출 감소와 건설 보급사업 수주 감소로 2분기 대비 수익성 저하 예상. 그러나 1회성 요인 제외 순이익 기준 P/E가 5배 미만으로 저평가 매력은 충분
동방	9월 10일	유경하	641	유통물류 성장, 중량물 운송량 증가	초중량물 운송과 유통항 물류에 강점을 가진 국내 4위 종합 물류기업, 상반기 매출액 3,049억원(+30.2%), 영업이익 95억원(+70.5%)로 실적 대폭 호전. 카자흐스탄 유전 프로젝트 물류 매출 반영 및 국내 조선경기 회복에 따른 중량물 운송량 증가에 기인. 유통항으로는 홈플러스, 쿠팡과 물류 계약을 맺고 있음. 연간 약 150억원에 달하는 이자비용 부담이 존재. 그러나 현재 시가총액은 조선경기 회복이 아직 초입에 있다는 점, 44% 지분을 보유한 관계기업 유엔시티의 이익 개선, 성장세가 빨라지고 있는 유통항 물류의 선도기업이라는 점을 적절하게 반영하지 못하고 있음
세방	9월 17일	유경하	2,336	신선물류 사업 개시	항만하역, 육상운송, 창고업 등을 영위하는 국내 3위 종합 물류기업. 2019년 상반기 매출액 2,834억원(-1.2%), 영업이익 100억원(+4.2%), 당기순이익 282억원(+29.6%) 실현. 국내 벌크하역 물동량 위축으로 매출액은 소폭 감소했으나, 비용 절감, 신선물류를 취급하는 안성물류3센터 가동, 관계사 세방전지 실적호조로 순이익은 증가. 상반기 대비 하반기 실적이 약한 계절적 특성 및 국내외 경기둔화로 인해 올해 큰 폭의 영업이익 개선은 쉽지 않음. 그러나 경쟁사 대비 재무구조가 양호하고 사업 안정성이 높아, 배당성향만 상향되면 투자매력이 높아질 수 있음
태경산업	9월 18일	유경하	1,751	비상장자회사 가치	탄산칼슘, 합금철, 소석회, 비료, 산업용가스 등을 제조하는 송원그룹의 모태기업. 본사는 철강 부원료인 합금철과 제지/도로 부원료인 중질탄산칼슘(중탄) 등을 생산. 합금철은 전방산업 부진과 국내외 공급과잉으로 적자를 실현 중이나, 중탄은 단가 인상과 신규 판매채널 발굴로 이익 증가. 비상장자회사 태경에코는 수질오염폐기제인 액상소석회 반도체량 매출이 늘어나고 있음. 또 다른 비상장자회사 에스비씨는 아연말, 아연화 등을 제조하며, 신성장동력으로 무기계 화장품 소재인 나노아연 양산을 준비 중. 전체적으로 올해 실적 모멘텀은 약함. 그러나 높은 배당성향과 자산가치를 감안할 때 현재 주가는 다소 저평가돼 있음

자료: DB금융투자

도표 10. 탐방 기업 목록 #3

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
남화산업	9월 20일	유경하	1,664	퍼블릭 골프장 성장	전남 소재 퍼블릭골프장 무안CC를 운영하는 국내 1호 상장 골프장 기업. 무안CC는 54개 홀을 보유한 전남 최대 퍼블릭 골프장 중 하나로, 광주전남 고객들을 타겟으로 하고 있음. 상반기 영업이익 23억원을 기록해 전년대비 30% 이상 이익 증가. 이는 올해 평년보다 쾌청한 날씨가 이어진 데 기인. 지난해 11월 코스닥 상장을 통해 114억원 조달. 상기 자금은 레지던스 및 골프텔 신축에 활용할 계획. 동사가 42.5% 지분을 보유한 슬래그 시멘트 생산업체 한국씨멘티도 상장 계획을 갖고 있음
코오롱플라스틱	9월 23일	유경하	2,010	원가 하락	코오롱 그룹 산하의 엔지니어드 플라스틱(EP) 제조업체. EP 원소재인 POM 베이스레진과 2차 가공제품(컴파운드)을 생산함. 지난해 바스프와 합작한 코오롱바스프이노폼 설비 신설로 POM 베이스 생산능력이 5.7만톤에서 12만톤 이상으로 급증. 그러나 POM 베이스 수요 부진으로 스프레드가 축소되면서 상반기 영업이익은 94억원에서 82억원으로 감소. 컴파운드는 전방산업(자동차) 부진으로 어려운 상황이 이어지고 있음. 그러나 POM 베이스 수요는 지속 증가할 것으로 예상돼, 장기적인 관점에서는 현 상황을 투자 기회로 활용할 필요
레이	8월 1일	구성진	2,285	디지털 임플란트	치과용 구강스캐너와 3D프린터 등 디지털 장비 제조, 수출 비중 93%. 전 세계적으로 치과의 디지털 요구가 강해 고속 성장. 조달한 IPO 자금은 R&D에 투입, 특히 보철물까지 3D프린터로 제조하는 것이 향후 목표. 2019년 매출은 40% 늘어난 750억원, 영업이익 120억원 예상
파마리서치 프로덕트	8월 2일	구성진	3,225	콘쥘란, 리쥘란	퇴행성 관절염 무릎을 치료하는 콘쥘란 매출이 빠르게 증가, 상반기 약 57억원 매출을 달성하며 연간 목표치에 근접. 하반기 중 약가가 결정된 후 본격적으로 콘쥘란 성장에 드라이브를 걸 계획, 2020년 이익 성장의 핵심. 리쥘란 힐러는 최근 클레시스의 슈링크의 인기에 힘입어 함께 성장, 피부과나 예스테틱샵에서 슈링크와 리쥘란 힐러를 패키지로 판매하는 경우가 많아짐. 올해 매출은 800억원 이상, 영업이익은 180~200억원 예상
코아스템	8월 5일	구성진	1,495	루게릭병	루게릭병을 치료하는 줄기세포 치료제(지연제), 현재까지 약 280명의 환자에게 투약. 올해 하반기에 한국 3상 임상 진입. 희귀병 치료를 위해 FDA와 한국 2상을 미국에서도 인정해주는 논의 진행 중. 9월 Pre-IND 미팅 후 보완 과정 진행 중, 협약이 완료되면 약 1조원에 라이선스사임을 목표로 하고, 계약금 20%와 러닝개런티를 수취하는 것이 목표
덕우전자	8월 19일	구성진	773	듀얼 카메라	아이폰 카메라 브래킷과 스티프너를 제조하는 회사, 올해 듀얼용 브래킷을 약 50% 오른 단가로 공급하면서 3Q19 실적 호조 예상, 스티프너도 디자인 조금 변경되며 단가 10% 인상, 2019년 매출은 1,150~1,200억원 수준이며 영업이익은 150억원을 목표
메디아나	8월 20일	구성진	744	실적 회복	환자감시장치 개발/제조업체. 3Q19 창업주의 경영 복귀 후 실적도 회복하는 추세, 최근 몇 년간 매출 감소의 주 원인이었던 코비디언향 매출이 회복, 매출 증가분은 대부분 코비디언향으로 회복된 매출. 수출 비중이 높아 올해 환율 영향을 크게 받음, 영업이익 80억원대 목표. 2020년에는 일본 AND사항 채성분분석기 ODM 납품하며 매출은 지속 성장 예상
흥국에프엔비	8월 20일	구성진	650	스타벅스, 저칼로리	초고압살균(HHP) 기술을 핵심으로 보유한 카페 토달 프로바이더 업체. 스타벅스향 음료(자몽농축액 등) 3종을 공급해 스타벅스향으로만 '19년에 30% 늘어난 130억원 예상, '20년에 1종을 추가 공급할 예정으로 스타벅스향 매출로 내년까지도 지속 성장 예상. 올해 매출은 약 500억원에 영업이익 60억원까지 가능할 전망

자료: DB금융투자

도표 11. 탐방 기업 목록 #4

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
쿠콘	8월 26일	구성진	#N/A	핀테크	2020년 상장 예정인 핀테크 정보 공개 업체. 최근 상장한 웹캐시 계열사로 석창규 회장의 개인회사인 웹캐시벡터가 최대주주. 정보를 수집하고, 연결하고, 수집연결한 정보를 표준화 및 조직화해서 고객사에게 판매. 핀테크 산업의 핵심인 데이터를 다루는 회사이며, 산업 성장의 고른 수혜를 입을 수 있음. 정책 변화로 데이터 중개뿐 아니라 소유까지 할 수 있게 되면 핀테크 산업에서 가장 중요한 회사가 될 것
현우산업	8월 29일	구성진	521	전장용 FPCB	FPCB 전문 업체, LG VC사업부와 거래가 늘면서 상반기 매출 증가. TV/모니터가 주력이었으나 최근 전장을 키워서 기존 주력과 비슷한 수준까지 올리려 노력. 올해 안에 1공장 폐쇄하고 3공장으로 다 옮길 것, 풀가동하면 최대 2천억까지 매출이 가능한 공장. 현대차 등 다른 전장 업체들도 신규 고객사로 확보하고 있음. 올해 매출은 1,650억원, 영업이익은 80억원 예상
씨트리	9월 2일	구성진	598	장기 지속형 주사제	중소형 제약개발사. 장기 지속형 주사제 기술을 미래의 핵심 기술로 삼고 연구개발 진행중. 환자의 복약 순응도를 증가시키고 부작용을 감소시키기 위한 핵심 기술. 씨트렐린정 올해 안에 4상 임상 환자 모집 끝나고 단일 매출 100억원 이상 도달 기대. 보험 협상을 우선 해야해 2021년 판매 목표
인텍플러스	9월 3일	구성진	591	비메모리, 2차전지	머신 비전 기술 기반의 반도체/디스플레이/2차전지 검사 장비 제조업체. 글로벌 비메모리 반도체 업체항 장비 공급은 연간 150~200억원으로 꾸준. 하반기 BOE의 플렉서블 디스플레이 발주 시작과 SK이노베이션의 중국 공장향 2차전지 검사장비 공급으로 2020년 매출은 550~600억원까지 늘어날 수 있을 전망. 2020년 영업이익은 100~120억원 예상
파이오링크	9월 10일	구성진	424	클라우드, 데이터센터	클라우드 데이터센터를 최적화하는 기술을 가진 기업. 클라우드 산업이 태동하면서 애플리케이션 트래픽이 증가했고, 주력 제품인 ADC의 사업 기회 요인이 커짐. 신제품인 클라우드 보안스위치 출시, 일본에서 올해 안에 먼저 성과를 낼 전망. 2015년 NHN에 인수되면서 시작했던 보안 사업은 올해 첫 흑자전환 예상
키네마스터	9월 16일	구성진	842	동영상 편집	모바일 동영상 플레이어(SDK) 업체, 스마트폰 제조사에 공급해옴. 2017년 5월에 출시한 모바일용 동영상 편집 어플 키네마스터의 고속 성장으로 사명도 변경. 2019년 6월 정기 구독료 인하하며 연간회원 가입 속도 빨라짐, 신규 회원의 절반이 연간구독자. 7월에 6월대비 20% 매출이 늘고, 8월에는 10%대로 늘어난 것으로 파악. 다만 연간 회원비(4만원)를 한번에 매출로 반영하고 있어 이를 고려하면 아쉬운 매출증가율. 경쟁이 심화되고 있는 것으로 판단
유티아이	9월 19일	구성진	3,649	플렉서블 디스플레이	전 세계에서 유일하게 셀이 아닌 원장 단위에서 유리를 강화할 수 있는 회사. 유리 기반의 IR필터와 플렉서블 디스플레이용 글라스(UFG)가 미래의 핵심 기술. 현재 모두 필름 기반의 기술이 적용되어 있어, 향후 스마트폰의 기술 적용 방향이 유리로 가게 되면 유티아이가 큰 수혜를 입을 수 있음. 올해 실적은 카메라렌즈도 변화로 판가가 인상되며 성장, 매출 600억원과 영업이익 90억원 내외 예상. UFG가 삼성향으로 선택될 것인지가 단기적인 이벤트로 가장 중요

자료: DB금융투자

도표 12. 탐방 기업 목록 #5

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
대원미디어	8월 6일	유현재	835	IP 온라인 비중 확대	짱구는못말려, 원피스, 도라에몽, 파워레인저 등 IP의 국내 판권을 보유. 18년 9월 자회사 대원씨아이의 지분 20% 카카오페이지에 양도하며 협력 관계 구축, 온라인 비중 확대가 진행 중. CGV, 아모레퍼시픽, SPAO 등의 브랜드와 캐릭터 IP 라이선스 계약 체결. 신규IP 프로젝트AS 제작 진행 중. 넷텐도 국내 유통 사업은 본체 한국어 대응 업데이트 등 외형 성장 지속
SBS콘텐츠허브	8월 7일	유현재	1,326	콘텐츠 확보	최대주주는 SBS미디어홀딩스에서 SBS로 변경. 콘텐츠 부문은 드라마 위주의 해외 유통이 증가 되고 있음. 최근 2~3년간 중국향 매출액은 감소 추세. 킬러콘텐츠 확보를 위해 2018년 11월부터 2022년말까지 SBS와 500억원 규모의 콘텐츠 투자를 밝힘. 19년 하반기 배가본드, 낭만닥터 김사부2, 호텔 엘리스, 스토브리그 등 방영 예정
엑트로	8월 8일	유현재	1,051	광학줌 20년 플래그십	AF, OIS, IRIS 용 액츄에이터 등 스마트폰 카메라 부품 전문 기업. 국내 본사는 공정 장비 및 공구를 생산하며, 베트남 법인을 위주로 액츄에이터를 생산. 전략고객사향 신제품 공급이 발생하는 시기에 매출액 및 수익성이 개선됨. 2019년에는 신규부품 부재로 수익성은 전년 대비 소폭 저하되지만, 해외 고객사향 공급으로 분기 계절성은 완화될 전망. 하반기 해외 고객사향 Folded Zoom 제품 출하 시작될 것으로 예상되며, 2020년에는 큰 폭으로 증가할 것으로 기대. 고객사의 신규부품 수요에 대응하고자 베트남 2법인 설립하여 증설 진행 중
신세계 I&C	8월 13일	유현재	2,081	SSG페이 이마트24 무인점포	신세계그룹 공동시스템 운영, 대내외 SI 프로젝트, SSG페이를 통한 결제사업 등 영위. 김포 IDC로 Capa. 4배 확장. 이전 비용 80억원 중 30억원은 신세계&C에서 부담, 3분기중 대부분 반영될 예정. 19년 6월 신세계 포인트가 SSG페이로 이관, 회원수 유입 기대. 상반기 기준 회원수 540만명, 결제액은 1.2조원 수준. 결제 플랫폼 활성화에 집중하고 있으며, 관계사 결제 비중 확대를 추진 중. 이마트 ESL, 스타필드시티 구축 매출 반영되어 2Q19 매출액은 전년 동기 대비 25.2% 증가한 1,130억원 기록. 19년 9월 셀프계산대가 필요없는 완전 무인화된 이마트24 셀프스토어를 김포 데이터센터에 오픈, 테스트베드로 활용하여 추후 무인 매장 확대할 계획
덴티움	8월 16일	유현재	7,283	임플란트 중국, 인도, 신흥국	중국, 인도, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 신흥국의 Value 세그먼트에서 매출이 빠르게 확대되어 수출 비중은 2015년 55%, 2017년 65%, 2018년 73%로 증가 추세. 덴티움은 상해, 북경, 광저우 판매 법인과 현지 달러를 통해 1선/2선 도시를 위주로 영업을 진행 중이며, 2020년에는 3선 지역으로 영업을 확대할 계획. '19년, '20년 매출액을 각각 2,522억원 (+35.4% YoY), 3,171억원 (+25.7% YoY)으로 전망. M/S 2위를 기록 중인 중국 매출액은 '17년 이후 40% 이상의 매출 성장률을 기록, '20년 매출 성장률은 조사기관 시장성장률 전망치 20%를 적용하여 추정. M/S 1위를 차지하고 있는 인도에서도 올해와 내년 각각 78%, 50% 성장할 것으로 전망. 기타 신흥국은 아직까지 매출 기여도는 제한적이지만 빠르게 성장하고 있는 시장이므로, 외형성장과 함께 수익성 개선이 기대. 현재 주가는 '19, '20년 예상 실적 기준 PER 각각 20.0배, 15.6배 수준으로 경쟁사 대비 낮은 수준

자료: DB금융투자

도표 13. 탐방 기업 목록 #6

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
신성이엔지	8월 19일	유현재	1,772	신재생 사업 터어라운드	2Q19 신재생 사업부는 2Q16 이후 3년만에 흑자 전환. 실적 개선 요인은 BSEF 라인 정리(연간 감가상각비 약 100억원 축소)와 해외 고객사와의 장기공급계약 체결. 다른 고객사와 20년 연말까지 장기공급 계약 체결하였고, 가공 마진이 확보된 상황이라 신재생 사업부의 이익 기여도는 높아질 것으로 전망. 캐시카운인 클린룸 사업부는 유지보수 매출이 꾸준한 가운데, 최근 중국 디스플레이 업체향 수주가 증가 추세. 19년 9월 9일 자기주식 1,545만주(8.6%)를 주당 1,030원에 일반 공모를 통한 공개 매각 공시 이후 부진한 주가 흐름 시현 중
에스트레픽	8월 20일	유현재	1,049	해외 수주	교통솔루션 전문 기업. 18년 관급, 민간 프로젝트 발주 지연으로 부진한 실적 기록. 신규수주액은 905억, 665억, 496억, 976억(16/17/18/19)로 증가 추세. 1H19 주요 수주는 미국 워싱턴 D.C. 지하철 역무자동화 설비 공급(459억원), 아제르바이잔 고속도로 요금징수 시스템 구축(110억원), 콜롬비아 매대진시 ITS 구축사업(62억) 등 해외 사업이 주를 이룸. 19년 신규 수주 목표액은 2,000억원
라닉스	8월 26일	유현재	830	IPO 중국 하이패스	자동차, IoT 관련 통신 및 보안 솔루션 전문 기업. 2007년 자동차 하이패스용 DSRC 모듈 칩 개발 완료. 현대/기아차, GM, 벤츠, BMW, 아우디, 폭스바겐 등 주요 완성차 업체의 국내 판매차량에 탑재중으로, 비포마켓 시장 점유율은 85% 수준. 19년 4월 애플마켓 진출. 2020년 중국 비포마켓 시장 개화 기대, 중국 국가 표준 인증 획득하여 애플마켓에 우선 진출. 사물인터넷은 LPWAN(저전력광역통신)에 적용되는 보안 솔루션을 준비 중. 플리토에 이은 사업모델 특례 상장 2호. 공모가액은 하단 8,000원을 하회한 6,000원으로 확정되었지만, 상장후 8,000원을 상회하는 주가 시현 중. 상장후 보호예수 물량 1개월 103만주, 12개월 447만주
명성티엔에스	8월 29일	유현재	968	국내 고객사 영업 중	연신설비, 추출기, 코팅장비, 커팅장비 등 2차전지 분리막 제조설비와 디스플레이 편광 필름 설비 업체. 유럽, 일본 경쟁사 대비 빠른 납기와 가격 경쟁력 보유. 중국 분리막 업체 위주로 매출 발생, 국내 고객사향 매출 발생 기대. 신규 사업으로 베이스 필름을 매입해 자사의 코팅 장비를 활용하여 가공하는 가공사업을 고려 중
아바코	8월 30일	유현재	891	LGD 대형 OLED 투자 수혜	진공장비, 물류장비, 모듈장비, 태양광장비 등 사업을 영위. 주요 고객사는 LG디스플레이, LG전자, LG화학 등 LG그룹과 BOE, CSOT, Tianma 등 중국 디스플레이 패널 업체. LG디스플레이 광저우 8.5세대 OLED 60K 규모 수주가 19년 상반기 대부분 인식. 진공장비 군의 Oxide Sputter 인라인 장비는 아바코가 단독 공급 중. 광저우와 파주 10.5세대 추가 수주가 기대됨. 현재 시가총액 약 900억원, 순현금 550억원 상태
유비벨룩스	9월 3일	유현재	520	신사업 자회사 적자 축소	자회사 톱크웨어의 지분 확대로 연결 편입 효과로 연결 기준 1H19 매출액 162%, 영업이익 652% 증가(HoH). 별도기준 I/C 대량 구매에 따른 원가 절감 효과로 영업이익이익률은 전반기 대비 1.1%p 개선된 7.3% 기록. 스마트카드 I/C 칩은 19년 중국 매출액 15%, 태국/인도네시아 매출액 50% 성장 목표. 타타커뮤니케이션 MVNO와 제임대 사업, 현대자동차 스마트카키 등 신사업도 향후 성장 동력이 될 수 있음. 연결대상 자회사 라임아이는 인력 구조조정 및 안전 기반 플랫폼으로 비콘 사업 적용처 확대하며 적자폭 축소 되고있음. 톱크웨어는 Ford, 덴소 렌트카사업부 향 블랙박스 납품이 시작되어 하반기 실적 성장에 기여할 것으로 전망

자료: DB금융투자

도표 14. 탐방 기업 목록 #7

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
신흥에스이씨	9월 3일	유현재	2,316	헝가리 법인 가동을 상승	2차전지 셀 내 압력 상승 시 외부 가스 배출, 폭발 방지 기능을 하는 Cap Assy 제조 기업. 1H19 기준 매출 비중은 중대형 각형 Cap Assy 64%, 소형 원형 CID 25%, CAN 5%, 팩모듈 2%, 기타 4%로 구성. 고객사와 동반 진출한 헝가리 법인 매출은 1Q19 35억원, 2Q19 116억원으로 증가 추세. 천진법인 상반기 매출은 전반기 대비 54.3% 증가한 51억원 기록. 부진하였던 ESS 중대형 전지향 수요 회복 기대
나무가	9월 10일	유현재	1,339	ToF 3D 센싱	고객사 플래그십 제품향 3D센싱 카메라 수요 증대에 따라 19년 11월 베트남 3공장을 준공 예정, 생산능력이 2배로 확대될 예정. 새로운 공법 적용한 생산 라인 선행 투자로 증가 모델의 전면 고화소 카메라 물량 확대 기대. 킬러애플리케이션, 통신인프라 등 관련 생태계 형성으로 ToF 카메라 적용 모델 확대 시 양산 경험 확보한 나무가의 수혜가 예상됨
동양이엔피	9월 11일	유현재	943	25W급 충전기 스마트폰 고속 충전	휴대폰 충전기, TV용 전원공급장치, 아답터 등 SMPS와 태양광 인버터의 제조 및 판매 사업을 영위. 삼성전자는 갤럭시S10을 시작으로 A80, 갤럭시노트10 등의 제품에 기존 15W 대비 충전 속도가 개선된 25W급 충전기를 기본 구성품으로 제공. 갤럭시노트10+는 45W급의 초고속 충전 기능을 적용. 2Q19 매출과 영업이익은 각각 1,156억원(+24.1%YoY), 54억원(+511.9%YoY)을 기록. 매출 증가에 따른 규모의 경제로 매출총이익률은 전년 동기 대비 6.9%p 개선되어, 대손상각비 등 판관비 증가에도 불구하고 영업이익률은 최근 5개년 평균 2.9% 대비 우수한 4.7%를 기록. 2Q19 기준 순현금(665억원) 상태이며, 우량한 재무구조 보유
KMH	9월 16일	유현재	1,250	대중제 골프장	채널, 송출 등 방송미디어 사업을 본업으로 영위. 16년 신라CC(여주), 17년 파주CC, 18년 때제베CC(청주) 등 3개의 골프장 인수합병을 통해 대중제 골프장 사업 진출. 19년 상반기 레저부문 매출은 전년 동기 대비 82% 증가한 319억원, 영업이익은 53% 증가한 116억원 기록. 골프장 부킹 업체 골프몬 인수 효과로 내장객수 지속 증가 추세. 본업은 신규채널 런칭 및 UHD 송출 단가 상승 기대. 대내외적인 이유로 IPO가 연기되었지만, 현금 창출 능력은 우수한 것으로 판단
프로텍	9월 17일	유현재	1,942	디스펜서	용액을 정밀하게 뿌려주는 장비 디스펜서 전문 기업. 산업별 매출 비중은 스마트폰 70%, 반도체 20%, 기타 10% 수준. 1H19 인도, 베트남 등 고객사 스마트폰 공장 자동화 수요로 전반기 대비 매출액 92.7% 증가한 1,303억원 달성. 영업이익은 규모의 경제에 따른 원가 절감, 영업레버리지 효과로 185% 증가한 362억원 기록. 미중무역분쟁 등으로 하반기 시설 투자 집행이 지연되어 상반기 수준의 매출 성장은 불투명한 상황
KH바텍	9월 18일	유현재	2,124	폴더블	хин지, 외장케이스, 내장브라켓 및 소모류 등을 생산하는 스마트폰 부품 기업. 갤럭시폴드에 검정역할을 하는 힌지를 공급. 갤럭시 A80향에 적용된 로테이팅 카메라에는 Slide-up 힌지가 적용됨. 향후 체크 포인트는 폴더블 스마트폰 출하량 증가와 고객사의 IDC(Insert Die Casting) 공법을 적용한 외장케이스 채택 여부
웹케시	9월 19일	유현재	3,362	SAP 경리나라	B2B 핀테크 플랫폼 기업. 금융기관/대기업 등의 내부 전산망과 금융기관을 연계한 통합 재정관리 시스템 보유. 인하우스뱅크 for SAP 출시로 2025년까지 1,000개의 전한 수요 확보. 경리업무에 필요한 모든 증빙자료를 자동으로 수집하는 전문 S/W 경리나라 빠르게 확장 중. 신규 가입고객수는 1Q19 2,851개, 2Q19 4,381개로 증가 추세. 19년 연간 가이던스 매출액 700억원, 영업이익 60억원. SI 사업이 생각보다 빠르게 축소되어, 매출액은 소폭 감소하나 이익면에서의 영향은 제한적일 전망

자료: DB금융투자

도표 15. 탐방 기업 목록 #7

(단위: 억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
대동공업	9월 19일	유현재	1,787	농기계	국내 농기계 시장 점유율 1위 업체. 19년 상반기 미국 매출은 전년 동기 대비 25% 증가한 1,508억원 기록. 정원 관리 등 중 소형 트랙터 수요 증가 추세. 내수시장은 큰 변화 없음. 2Q19 기타 지역 매출액은 18년 수준인 양골라향 매출이 약 800억원 반영되어 크게 증가. 현대건설기계향 지게차(650억원), 스kid로더(348억원) OEM 생산도 진행 중. 3,036억원 규모의 밍갓 미국향 소형 트랙터 공급이 20년초 시작될 예정
에스24	9월 20일	유현재	1,092	도서부문 실적 개선 eBook 해외 적자 축소	98년 국내 최초 온라인 서점 서비스를 개시한 에스24는 국내 온라인 서적 시장 점유율 1위 기업. 온라인 서점간 경쟁 심화로 부진했던 도서사업은 효율적인 판관비 집행으로 수익성 회복 기대. 디지털부문은 18년 11월 월정액 구독 서비스 에스24 북클럽 서비스를 런칭한 이후 19년 9월 약 8만명(유/무료회원 합산)의 회원을 확보

자료: DB금융투자

NR

목표주가: -

현재주가: 33,300원(09/23)

삼광글라스(005090): 내일을 담는다

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

유리병, 유리용기(글라스락), 음료 캔 제조사

삼광글라스는 유리병과 유리용기(글라스락), 음료용 캔 등을 제조하는 식품용기 제조기업이다. 논산, 천안, 대구에서 공장을 가동 중이며, 연 생산능력은 유리병 약 25만톤, 유리용기 약 6.6만톤, 음료 캔 약 151만개다. 지분법손익을 반영하는 관계사로 플랜트와 토건 전문 건설사 이테크건설(지분율 30.71%), 열병합 및 바이오매스 발전사 군장에너지(지분율 25.04%)가 있다.

나쁜 일들이 그랬듯, 좋은 일들도 한 번에 몰려온다

지난 2분기 글라스락 수출 회복과 유리병 판매량 증가, 유연탄 트레이딩 이익 등에 힘입어 7개 분기 만에 영업이익 흑자전환에 성공했다. 글라스락 수출액은 미국 샘스클럽과 유럽/캐나다 코스트코 납품으로 전년동기비 19.2% 증가했으며, 일반병 매출 역시 최대 고객사의 녹색병 주문량 증가로 15.7% 늘어났다. 장기 적자에 시달리던 캔 사업부문은 경쟁업체인 한일제관에 510억원에 매각할 예정이다. 오랫동안 매각이 지체됐던 인천 학익동 부지는 지난 4월 도시개발 시행사 DCRE와 보상계약을 체결했다. 보상 규모는 1,100억원 내외로 추산된다.

어제보다 밝은 오늘, 오늘보다 밝은 내일

올해 유리사업부문에서 10% 내외의 매출액 성장이 이뤄질 것으로 예상된다. 일반병은 하이트진로의 종속 제병업체 하이트진로산업의 유리병 가동률 급등에 따른 반사효과를 보고 있다. 글라스락은 신제품 출시와 적극적인 프로모션을 통해 800억원대 매출액 회복을 노린다. 학익동 부지와 캔 사업부문 매각이 완료되면 2분기 말 기준 3,142억원에 달하는 순차입금은 1,600억원대로 줄어든다. 관계사 이테크건설과 군장에너지의 현금창출력도 굳건하다. 어제보다 오늘이, 오늘보다 내일이 훨씬 밝다.

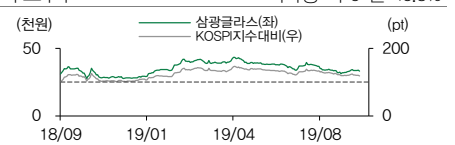
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	298	310	288	320	347
(증가율)	2.8	4.0	-7.1	11.1	8.4
영업이익	9	15	5	-17	-28
(증가율)	-40.0	66.7	-66.7	적전	적지
지배주주순이익	21	23	18	5	-12
EPS	4,421	4,699	3,621	1,064	-2,379
PER (H/L)	16.9/9.8	26.1/12.9	26.4/15.1	67.6/39.3	NA / NA
PBR (H/L)	1.4/0.8	2.1/1.0	1.6/0.9	1.2/0.7	1.1/0.5
EV/EBITDA (H/L)	21.6/17.8	23.0/16.7	26.4/21.0	54.3/44.2	625.8/477.5
영업이익률	3.0	4.8	1.6	-5.3	-8.1
ROE	8.6	8.4	6.1	1.8	-4.0

Stock Data

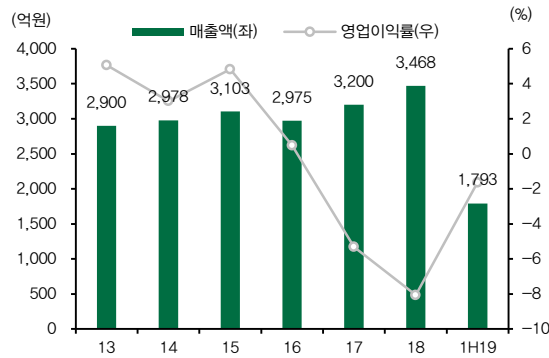
52주 최저/최고	27,550/43,400원
KOSDAQ / KOSPI	645/2,092pt
시가총액	1,617억원
60일-평균거래량	8,148
외국인지분율	2.2%
60일-외국인지분율변동주이	-0.2%p
주요주주	이복영 외 5인 45.3%



주가상승률

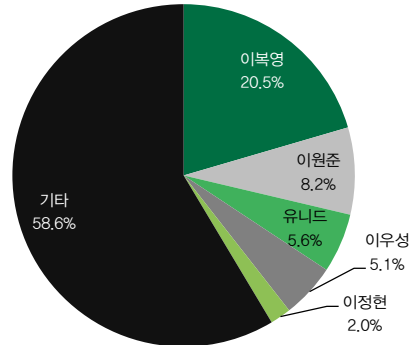
	1M	3M	12M
절대기준	-0.4	-13.1	5.5
상대기준	-7.3	-11.6	18.0

도표 16. 매출액과 영업이익률



자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 17. 주요 주주 현황



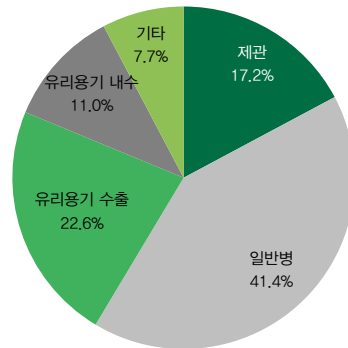
자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 18. 주요 연혁

일자	내용
1967.06	삼광초자공업 설립
1981.01	일본 이시즈카 글래스와 기술제휴
1987.03	영품제관 지분 100% 인수
1993.01	유가증권 시장 상장
1994.02	동양제철화학(현 OCI)에 피인수
1998.12	영보금속, 영품제관 합병으로 삼광켄 설립
2010.12	논산공장 신규가동
2011.07	중합주방생활용품 시장 진출
2013.03	삼광글라스로 상호변경
2019.10	캔사업부문(삼광켄) 매각

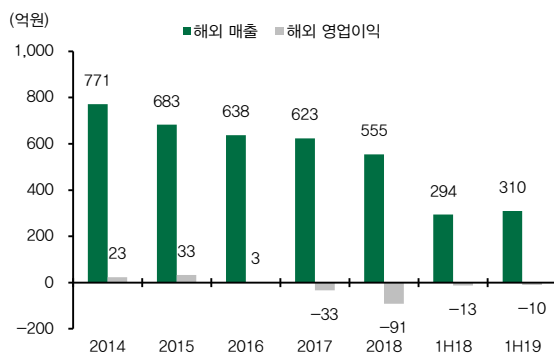
자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 19. 1H2019 기준 부문별 매출 비중



자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 20. 해외 매출액 및 영업이익



자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 21. 주요 제품 및 거래처

구분	세분	거래처
유리병	백색병	롯데칠성음료, 하이트진로, 배상면주가, 오투기 등
	갈색병	오비맥주, 동아제약, 일화, 하이트진로, 롯데제약, 광동제약 등
	녹색병	하이트진로, 롯데칠성음료, 금복주, 선양 등
캔	2PC Stubby	하이트진로, CJ 등
	2PC Slim	롯데칠성, 코카콜라, 동서식품, 해태음료, 매일유업, 일화 등
	3PC	매일유업, 그레미 등

자료: 삼광글라스 홈페이지, DB금융투자

유리 사업 집중으로 7개 분기 만에 흑자전환 성공

식품용기 전문 제조사

삼광글라스는 1967년 설립한 유리병, 유리용기, 음료 캔 제조사다. 2019년 상반기 기준 매출 비중은 일반병 41.4%, 글라스락 33.6%, 캔 17.2%, 기타 7.7%다. 유리병 부문은 백색병(음료용), 녹색병(소주용), 갈색병(맥주용) 등을 제조하며, 주요 고객사는 하이트진로, 오비맥주, 롯데칠성, 광동제약 등이다. 유리용기 부문은 '글라스락' 브랜드로 유리용기를 내수/수출 판매하고 있다. 캔 사업부문은 하이트진로, 롯데칠성, 코카콜라 등에 2PC와 3PC 알루미늄 캔을 납품한다. 기타 부문은 유연탄 트레이딩이 주력 사업이다. 상반기 기준 수출 비중은 17.3%로, 이 중 약 60%는 글라스락 수출이다.

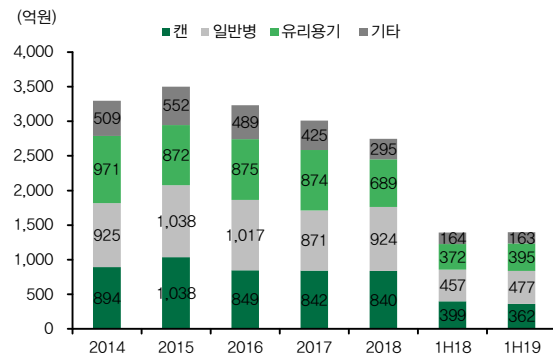
사업다각화 실패로 집중화 전략으로 전환

동사는 지난 2015년 영업이익 150억원을 기록해 실적 정점을 찍은 후 3년 동안 가파른 내리막길을 지나왔다. 석영 도가니 등 신규사업 실패, 글라스락 판매량 급감에 따른 악성재고 누적, 국내 유리병 수요 감소가 한꺼번에 이뤄졌기 때문이다. 이에 동사는 2017년을 기점으로 핵심사업에 집중하고 재고 관리를 강화하는 방향으로 사업전략을 선회했다. 석영 도가니를 비롯한 신규사업들을 정리하는 한편, 재고자산은 대규모 손상차손 반영과 생산량 조절을 통해 2017년 3분기 1,377억원에서 지난 2분기 651억원으로 감축했다. 올해 들어서는 인천 학익동 부지(약 1,100억원) 및 캔 사업부문(510억원)을 매각해 재무구조 개선을 꾀하고 있다. 또한 글라스락 내수판매 부진 만회를 위해 미국 샘스클럽, 캐나다/유럽 코스트코 등으로 수출 판매채널을 확대하는 중이다.

7개분기 만에 이른 영업흑자

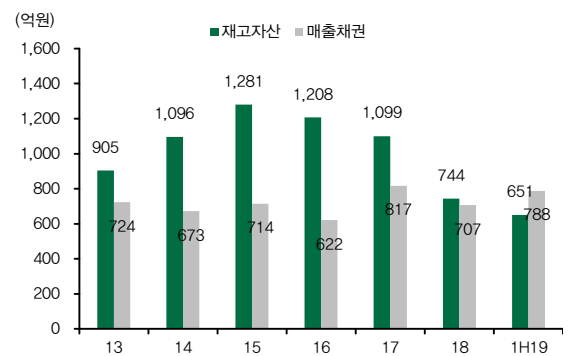
이런 혹독한 사업재편 노력들이 올해 들어 비로소 빛을 보고 있다. 2분기 영업이익 21억원을 시현해 7개분기 만에 흑자전환에 성공했다. 유리병 판매 증가, 글라스락 수출 회복, 유연탄 트레이딩 이익증가 등에 기인한다. 유리병은 하이트진로 '테라' 맥주 인기로 캡티브 제병사 가동률이 급등해 녹색병 물량 이 동사로 이전되는 효과를 보고 있다. 올해 유리병 사업부문은 3년 만에 1천억원대 매출액을 회복할 것으로 기대된다. 글라스락은 내수판매가 여전히 부진하지만 수출판매는 신제품 출시, 판매채널 확장, 우호적인 환율 등에 힘입어 두자릿수 증가율을 기록 중이다.

도표 22. 사업부문별 매출액 추이



자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 23. 재고자산 및 매출채권 추이



자료: 삼광글라스, DB금융투자

과거의 영광을 되찾으러 가는 길

2020년이 더
기대된다

2019년 매출액은 유리병과 글라스락 수출판매 증가에도 4분기 캔 사업부문 매각에 따른 매출 손실로 전년과 유사한 수준(3,400억원~3,500억원)이 될 전망이다. 영업이익은 흑자전환이 예상된다. 52시간 근무제 시행, 글라스락 재고관리 강화 등에 따른 재반비용 증가로 이익 규모는 미미할 것으로 보인다. 본격적인 이익 증가는 2020년부터 이뤄질 것이다. ①기존 맥주병과 디자인이 다른 하이트진로 '테라' 흥행으로 주류 용기 다양화와 ASP 상승이 나타날 가능성이 높고 ②저수익 사업인 캔 사업부문 매각에 따른 수익성 향상과 재무구조 개선이 기대되며, ③글라스락 장기체화재고의 정리가 마무리돼 적극적인 신제품 출시와 프로모션 시행이 가능해졌기 때문이다.

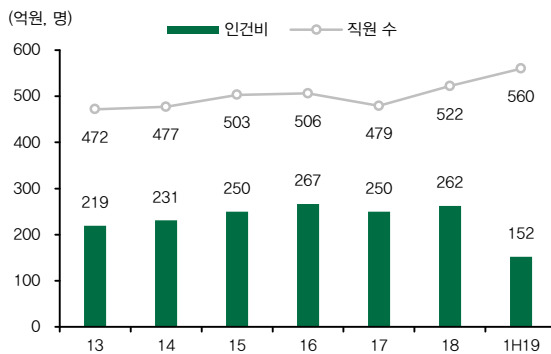
대규모
자산매각으로
재무구조 개선

지난 3년간 삼광글라스의 아킬레스건은 무리한 신사업 진출 및 실적부진으로 인한 재무구조 악화였다. 올해 2분기 말 기준 순차입금은 3,142억원 연간 순이자비용은 140억원 내외다. 캔 사업부문 매각이 완료되면 510억원의 현금이 유입된다. 학익동 부지 매각에 따른 계약금과 1차 중도금 150억원은 4월에 수령했고, 2차 중도금 150억원도 연내 수령할 예정이다. 2021년 매각 잔금 납입이 완료되면 순차입금은 1,600억원 수준으로 감소한다. 연간 순이자비용도 약 70억원으로 떨어질 것이다. 관계사 이테크건설과 군장에너지는 각각 연간 100억원 이상의 지분법 이익을 창출하고 있다. 동사의 재무구조는 시간이 갈수록 점점 더 좋아질 것이다.

이제 글라스락
내수판매만
회복되면 된다

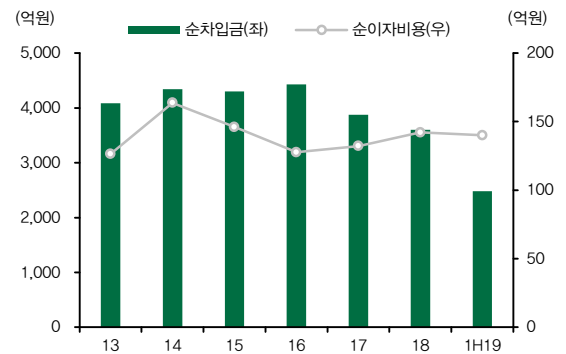
남은 과제는 글라스락 판매 회복과 재고관리이다. 올해 상반기 글라스락 내수판매는 163억원에 그쳐, 최대 매출액을 기록했던 2015년의 절반 수준에도 미치지 못하고 있다. 유리사업은 용해로를 24시간 가동해야 하므로 일정한 매출액을 확보하지 못하면 재고관리에 어려움을 겪게 된다. 수출은 이미 궤도에 올랐으나, 정체된 내수판매가 문제다. 올해 동사는 신제품 출시와 적극적인 프로모션을 통해 내수 판매 회복을 도모하고 있다. 글라스락 매출액이 800억원을 넘기면 영업 흑자와 재고감축을 모두 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 과거의 영광을 되찾기까지는 아직 갈 길이 멀어 보이지만, 적어도 가장 힘든 시기를 넘긴 것만은 분명하다.

도표 24. 직원 수와 인건비 추이



자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 25. 순차입금과 순이자비용



자료: 삼광글라스, DB금융투자

도표 26. 삼광글라스 주요 영업/재무지표

(단위: 억원, %, 배)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	868.3	912.2	794.5	892.9	705.7	1,087.2	2,978.1	3,103.0	2,974.6	3,199.6	3,467.8
(%YoY)	32.1	14.2	-4.9	-1.7	-18.7	19.2	2.7	4.2	-4.1	7.6	8.4
캔 사업부문	186.0	213.2	245.5	195.1	150.4	211.8	893.9	1,038.1	849.4	842.1	839.9
(%YoY)	18.1	-13.2	6.6	-6.5	-19.1	-0.7	-4.0	16.1	-18.2	-0.9	-0.3
유리사업부문	415.4	427.8	359.7	438.4	394.7	477.4	1,840.3	1,800.1	1,837.2	1,755.9	1,641.3
(%YoY)	-3.6	-4.6	-17.4	-0.6	-5.0	11.6	-1.3	-2.2	2.1	-4.4	-6.5
- 일반 병	218.3	238.8	211.1	256.1	200.8	276.3	924.7	1,038.2	1,017.2	870.9	924.2
- 유리용기 수출	107.5	100.2	75.1	111.5	112.9	119.5	462.1	319.7	385.9	448.7	394.3
- 유리용기 내수	89.0	75.0	67.6	63.6	77.0	85.7	509.1	551.9	488.9	425.1	295.2
기타부문	266.9	271.2	189.3	259.3	160.6	402.5	243.9	264.7	288.1	601.6	986.6
영업이익	-41.5	-96.1	-24.3	-117.7	-50.0	20.7	89.4	149.7	14.3	-170.1	-279.6
(%YoY)	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	-39.0	67.4	-90.5	적전	적지
캔 사업부문	-17.6	-19.2	-14.9	-26.9	-40.5	-1.4	39.2	52.3	6.9	-52.7	-78.6
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	48.8	33.4	-86.8	적전	적지
유리사업부문	-34.9	-89.5	-18.8	-86.0	-19.8	1.3	52.6	112.5	37.8	-202.9	-229.2
(%YoY)	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-57.9	114.1	-66.4	적전	적지
기타부문	11.0	12.7	9.4	-4.8	10.3	20.8	-2.3	-15.0	-30.4	85.4	28.3
영업외손익	-31.7	91.3	-33.5	61.9	47.2	28.3	103.8	57.0	193.3	241.0	88.0
- 이자비용	-34.2	-35.7	-34.8	-36.5	-36.3	-36.5	-161.8	-145.3	-127.3	-131.9	-141.2
- 지분법손익	-3.2	124.9	37.3	118.7	73.6	45.1	215.1	201.3	280.2	378.7	277.6
세전이익	-73.1	-4.8	-57.8	-55.8	-2.8	49.0	193.2	206.7	207.6	70.8	-191.5
법인세	-16.7	-11.9	9.7	-57.6	-6.2	3.7	8.9	13.9	48.7	9.9	-76.4
당기순이익	-56.5	7.0	-67.5	1.8	3.4	45.3	184.4	192.8	130.9	40.9	-115.1
지배주주순이익	-56.2	11.7	-69.5	-1.4	0.8	46.3	214.6	228.1	175.8	51.7	-115.5
(%YoY)	적전	흑전	적전	적지	흑전	297.4	129.1	6.3	-22.9	-70.6	적전
EBITDA	33.4	-19.3	51.7	-54.6	23.4	98.3	379.5	455.4	354.1	141.6	11.2
CAPEX	13.1	11.0	9.9	73.5	11.9	14.1	177.4	163.1	239.7	263.9	107.5
배당금	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	19.9	36.0	35.9	36.4	36.4	9.4
순차입금	3,528.5	3,378.4	3,362.7	3,336.6	3,285.4	3,142.1	4,339.7	4,302.4	4,429.3	3,872.9	3,600.2
재고자산	1,210.3	931.0	887.5	744.3	873.6	650.9	1,095.9	1,280.6	1,207.6	1,099.5	744.3
- 연환산 회전을	2.9	3.9	3.6	4.8	3.2	6.7	2.7	2.4	2.5	2.9	4.7
매출채권	773.8	801.4	662.7	692.2	661.1	787.9	675.8	709.1	620.2	838.9	692.2
- 연환산 회전을	4.5	4.6	4.8	5.2	4.3	5.5	4.4	4.4	4.8	3.8	5.0

자료: 삼광글라스, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	232	249	231	247	197
현금및현금성자산	4	8	5	11	12
매출채권및기타채권	68	71	62	84	69
재고자산	110	128	121	110	74
비유동자산	581	592	612	551	562
유형자산	263	250	245	217	206
무형자산	2	2	2	0	0
투자자산	177	200	225	196	215
자산총계	813	841	843	798	759
유동부채	249	304	370	324	417
매입채무및기타채무	52	52	48	47	43
단기차입금및단기차대	122	141	189	229	225
유동상장기부채	73	104	132	40	147
비유동부채	277	218	152	150	25
사채및장기차입금	254	194	127	129	0
부채총계	526	523	522	474	442
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	14	18	18	18	22
이익잉여금	225	243	249	251	236
비지배주주지분	28	34	31	32	38
자본총계	287	318	321	323	317

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	17	17	14	-2	25
당기순이익	18	19	13	4	-12
현금유출이없는비용및수익	79	73	94	100	88
유형및무형자산상각비	29	31	31	31	29
영업관련자산부채변동	-15	-23	-16	-16	33
매출채권및기타채권의감소	6	-4	10	-16	11
재고자산의감소	-19	-19	-11	2	36
매입채무및기타채무의증가	0	2	-3	4	-7
투자활동현금흐름	-48	-17	-22	39	3
CAPEX	17	16	24	26	11
투자자산의순증	-13	-23	3	30	-19
재무활동현금흐름	24	4	5	-30	-28
사채및차입금의 증가	21	-8	4	-47	-26
자본금및자본잉여금의증가	-4	0	-3	-4	3
배당금지급	-4	-4	-4	-4	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-8	3	-2	6	1
기초현금	12	4	8	5	11
기말현금	4	8	5	11	12

자료: 삼광글라스 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	298	310	288	320	347
매출원가	261	264	252	305	345
매출총이익	37	47	36	15	2
판매비	28	31	31	32	30
영업이익	9	15	5	-17	-28
EBITDA	38	46	35	14	1
영업외손익	11	5	20	24	9
금융손익	-16	-15	-12	-13	-16
투자손익	22	20	28	26	28
기타영업외손익	5	0	4	11	-3
세전이익	19	21	24	7	-19
중단사업이익	0	0	-6	-2	0
당기순이익	18	19	13	4	-12
지배주주지분순이익	21	23	18	5	-12
비지배주주지분순이익	-3	-4	-4	-1	0
총포괄이익	19	19	12	4	-15
증감률(%YoY)					
매출액	2.7	4.2	-7.3	11.2	8.4
영업이익	-39.0	67.4	-69.7	작전	적지
EPS	129.1	6.3	-22.9	-70.6	적전

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	4,421	4,699	3,621	1,064	-2,379
BPS	53,301	58,580	59,719	60,048	57,464
DPS	750	750	750	350	750
Multiple(배)					
P/E	14.1	20.3	18.5	41.1	NA
P/B	1.2	1.6	1.1	0.7	0.5
EV/EBITDA	20.3	20.4	22.6	44.8	483.3
수익성(%)					
영업이익률	3.0	4.8	1.6	-5.3	-8.1
EBITDA마진	12.7	14.7	12.3	4.4	0.3
순이익률	6.2	6.2	4.5	1.3	-3.3
ROE	6.7	6.4	4.1	1.3	-3.6
ROA	2.3	2.3	1.6	0.5	-1.5
ROC	1.8	2.9	0.7	-3.2	-4.0
안정성및기타					
부채비율(%)	183.5	164.2	162.5	146.7	139.2
이자보상배율(배)	0.6	1.0	0.4	-1.3	-2.0
배당성향(배)	19.5	18.9	27.8	23.0	-17.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 투자자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 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 투자자의견은 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

삼광글라스 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	-------	------	--------------------	----	-------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 1,915원(09/23)

동방(004140): 무거운 것도 OK, 가벼운 것도 OK

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

중량물 운송과 유통물류에 강점을 가진 종합 물류기업

동방은 항만하역, 육상운송, 선박운송, 창고업 등의 사업을 영위하는 매출액 기준 국내 4위 종합 물류기업이다. 플랜트/선박 기자재, 철강재와 같은 중량물 육/해상 운송에 강점을 갖고 있으며, 국내 최대 규모의 중량물 운송선대(사선 6척, 용선 10척)를 운영 중이다. 국내 5개, 해외 2개(중국, 베트남) 종속법인을 두고 있다. 쿠팡, 홈플러스EXP 등 국내 대형 유통사들에 대한 유통물류 서비스도 제공 중이다.

중량물이 앞에서 끌고, 유통물류가 뒤에서 밀고

국내 벌크 물동량 감소에도 불구하고 올해 상반기 매출액 3,049억원(+30.2%), 영업이익 95억원(+70.5%)을 기록해 실적이 크게 개선됐다. 2016년 말 수주한 카자흐스탄 유전확장공사 해상운송계약 관련 매출액이 올해 본격적으로 반영되면서, 중량물 해상운송 서비스를 포함하는 선박운송 매출액이 전년동기비 68.7% 늘어났다. 화물자동차운송 부문 매출액은 홈플러스EXP, 쿠팡 등 대형화주 확보와 온라인 유통시장 성장으로 전년동기비 38.7% 증가했다.

위험요소는 있지만 감내할 만한 가치가 있다

중량물 운송과 유통물류가 모두 좋다. 중량물은 글로벌 플랜트 투자 회복, 동남아 인프라 투자 확대, 국내 조선사 수주잔고 증가에 힘입어 최소 향후 2~3년간은 운송량 증가 추세가 지속될 것으로 예상된다. 유통물류는 온라인 유통시장이 가파르게 성장하는 가운데, 대형화주들을 선점한 효과가 갈수록 빛을 발할 것이다. 한 가지 위험요소는 광양선박 인수 및 선대 확충, 자회사와 관계사 구조조정 과정에서 발생한 대규모 차입금이다. 올해 본격적으로 시작되는 이익개선이 차입금 축소로까지 이어진다면 동사의 투자 매력은 한층 더 높아질 것이다.

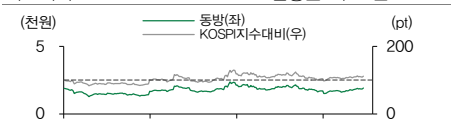
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

Stock Data

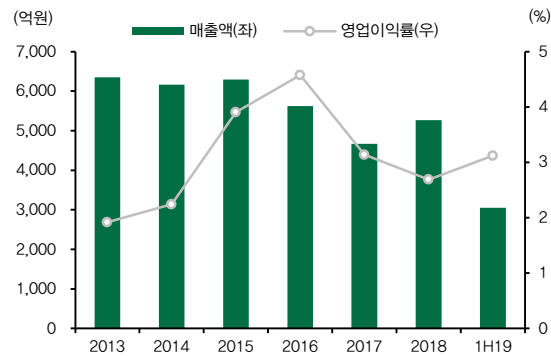
	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	616	630	563	467	526
(증가율)	-3.0	2.3	-10.6	-17.1	12.6
영업이익	14	25	26	15	14
(증가율)	16.7	78.6	4.0	-42.3	-6.7
지배주주순이익	-3	-14	14	-10	15
EPS	-129	-543	548	-315	463
PER (H/L)	NA / NA	NA / NA	6.1/3.2	NA / NA	6.4/2.6
PBR (H/L)	0.7/0.4	1.2/0.6	1.1/0.6	0.9/0.5	0.9/0.4
EV/EBITDA (H/L)	10.4/10.0	8.7/7.9	7.2/6.7	9.3/8.6	9.5/8.2
영업이익률	2.2	3.9	4.6	3.1	2.7
ROE	-2.8	-15.1	14.6	-9.3	14.7

52주 최저/최고	1,285/2,360원
KOSDAQ / KOSPI	645/2,092pt
시가총액	641억원
60일-평균거래량	371,040
외국인지분율	3.8%
60일-외국인지분율변동주이	+0.9%p
주요주주	김형곤 외 8 인 29.0%



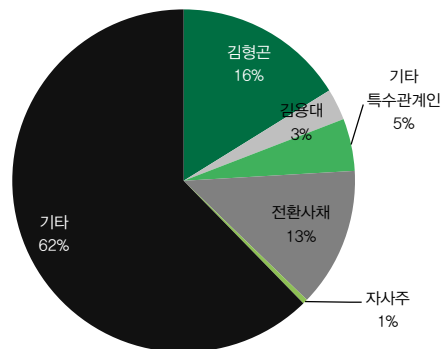
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.0	-4.5	1.6
상대기준	6.2	-2.9	13.6

도표 27. 매출액과 영업이익률



자료: 동방, DB금융투자

도표 28. 주요 주주 현황



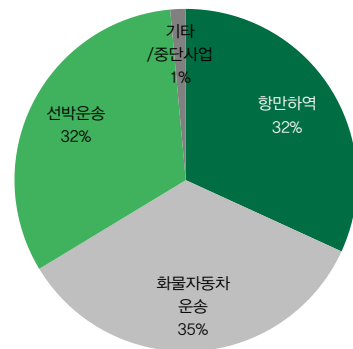
자료: 동방, DB금융투자

도표 29. 주요 연혁

일자	내용
1965.01	㈜동방운수창고 법인 설립
1982.02	㈜동방으로 상호 변경
1988.08	유가증권 시장 상장
1999.02	워크아웃 약정 체결
2002.10	워크아웃 조기 해제
2012.04	대한해운으로부터 광양선박 인수
2016.10	카자흐스탄 유전공사 중량물 운송계약 수주
2016.12	심양동방방직유한공사 매각
2017.12	2대 김형곤 회장 취임
2018.11	동방생활산업 매각

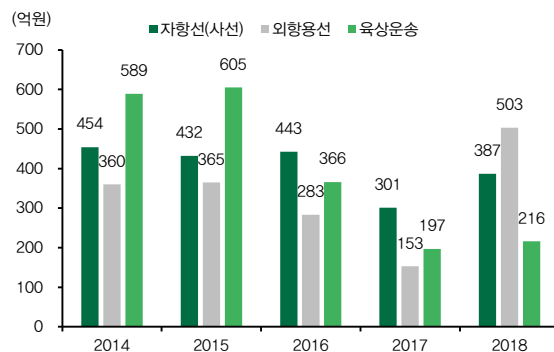
자료: 동방, DB금융투자

도표 30. 동방 사업부문별 비중



자료: 동방, DB금융투자

도표 31. 중량물 사업 세부 매출액 추이



자료: 동방, DB금융투자

도표 32. 초중량물 운송 경쟁력의 핵심, 자항선



자료: 동방, DB금융투자

중량물 해상운송과 유통물류 매출 증가로 상반기 실적 큰 폭 개선

초중량물 운송과
유통물류에
강점을 가진
종합 물류기업

동방은 CJ대한통운, 한진, 세방에 이어 매출액 기준 국내 4위 종합 물류기업이다. 1982년 김용대 명예 회장이 부산 소재 창고기업 동방운수창고를 인수하면서 물류사로 전환했다. 이후 전국 주요 항만 인프라를 확보하고 포스코 철강재 물류사업을 영위하면서 지금의 규모로 성장했다. 2019년 상반기 기준 사업부문별 매출액 비중은 항만하역 31.8%, 화물자동차운송 34.5%, 선박운송 32.2%, 기타 1.5%다. 강점을 가진 분야는 플랜트 기자재, 선박 부품 등 초중량물 해상운송으로, 국내 최대 규모의 초중량물 운송선대(사선 6척, 용선 10척)를 운용 중이다. 또한 홈플러스EXP, 쿠팡 등 국내 대형 유통기업들의 간선물류(퍼스트마일, 미드마일 물류)도 담당한다.

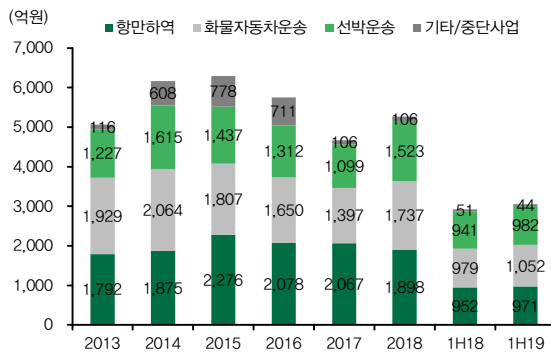
상반기 중량물
유통물류 사업
호조

2019년 상반기 매출액 3,049억원(+30.2%), 영업이익 95억원(+70.5%)을 기록했다. 미중 무역전쟁과 글로벌 경기둔화로 국내외 물동량이 위축된 상황에서 거둔 호실적이다. 벌크와 컨테이너 물류 비중이 높은 항만하역 매출액은 전년동기대비 2.6% 증가하는데 그쳤고 영업이익률도 4.0%에서 3.1%로 떨어졌다. 반면 선박운송 부문은 2017년 수주한 카자흐스탄 유전확장공사 해상운송계약 관련 매출이 온기로 반영되면서, 매출액은 전년동기비 68.7% 급증하고 영업이익은 35억원 흑자 전환했다. 화물자동차운송 부문은 유통물류 성장과 대형화주 확보로 매출액 38.7%, 영업이익 225.2% 증가를 이뤄냈다.

중량물은
앞으로가
더 좋다

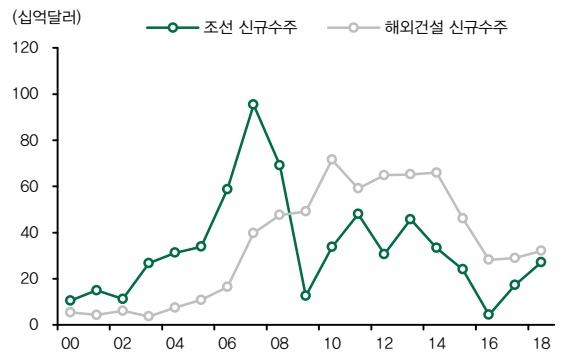
중량물 해상운송 사업은 업사이클 초입이다. 상반기 실적 개선에 혁혁한 공을 세운 카자흐스탄 텡기즈 유전확장공사 해상운송계약의 총 규모는 약 2억 달러다. 올해와 내년 각각 800억원 내외의 매출액이 반영될 예정이다. 9월 들어 대우건설이 나이지리아 NLNG Train 7 사업을 수주했고, 국내 조선사들의 인도네시아 자바자바, 호주 바로사, 나이지리아 봉가 사우스웨스트 등 대형 FPSO 프로젝트 수주 가시성도 높아 향후 전망이 밝다. 반면 선박 메가블록이 주종을 이루는 중량물 육상운송 부문은 회복 속도가 다소 더디다. 메가블록 물동량은 조선사 도크가 모두 채워지고 난 후에 본격적으로 늘어나는 까닭이다. 그러나 한국 조선사 수주전망이 바닥에서 반등한지 2년째를 맞고 있어 중량물 육상운송 매출액도 회복세가 점차 가팔라질 것으로 기대한다.

도표 33. 사업부문별 매출액 추이



자료: 동방, DB금융투자

도표 34. 반전하는 조선과 해외건설 신규수주



자료: Clarksons, 해외건설협회, DB금융투자

올바른 방향으로 가고 있다

유통물류,
동방의 역량이
빛나는 영역

유통물류는 물류시장에서 성장이 가장 빠른 분야 중 하나다. 동방은 2000년대 초반부터 홈플러스(舊 삼성테스코) 물류서비스를 수행해 왔으며, 쿠팡과는 지난해 12월 4년 520억원 규모의 물류전담운송사 계약을 체결했다. 동사가 담당하는 퍼스트/미드마일 물류(보관, 집하, 지역별 분류)는 쿠팡이 직접 수행 중인 라스트마일 물류(소비자 배송)와 같이 시장의 뜨거운 관심을 받는 분야는 아니다. 그러나 라스트 마일 물류의 성장이 빨라지면 필연적으로 전방시장인 퍼스트/미드마일 물류에 대한 니즈도 확대된다. 이 시장은 운임 산정, 노선 설정, 용차 계획 수립 등에 있어 많은 노하우를 필요로 하며, 사업 초기에 대형화주를 유치해 물량을 안정적으로 확보하는 것이 중요하다. 장기간 운영 노하우를 쌓고 대형화주들을 유치한 동사의 강점이 빛을 발할 수 있는 영역이다.

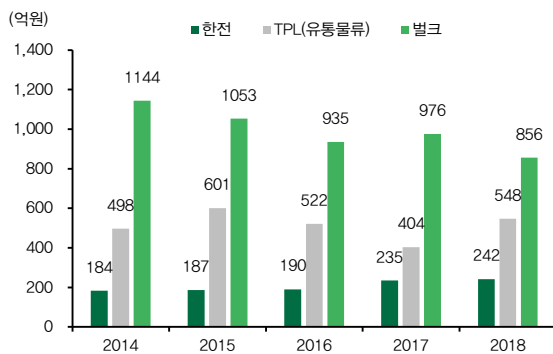
수 년간에 걸친
구조개편 작업
완료

동방은 2000년대 이후 연간 영업이익이 한 번도 100억원 밑으로 떨어진 적이 없었으나, 과중한 차입금에서 발생한 이자비용과 부실 자회사들에 대한 자금 수혈이 당기순이익을 잠식해 왔다. 이에 동사는 대규모 손실을 시현 중이었던 방직업 자회사 심양동방방직유한공사와 동방생활산업 자분을 각각 2017년 12월과 2018년 11월에 매각하며 방직업에서 철수했다. 관계기업 유엔씨티(울산항만터미널 운영사, 지분율 41.54%)는 2015년에 체결한 경영정상화 협약에 따라, 현물출자(87억원)와 광석부두 2개 선석 및 배후부지에 대한 임대차계약 대금(2015~2018년간 총 330억원) 납입을 완료한 상태다. 올해 상반기 유엔씨티는 107억원에 달하는 당기순이익을 창출했다.

마지막 과제는
차입금 축소

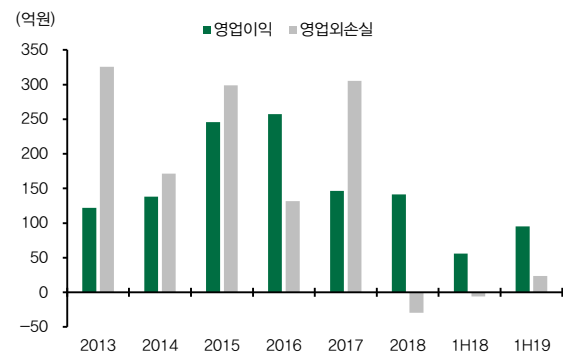
2019년 매출액은 6천억원, 영업이익은 200억원에 근접할 것으로 예상된다. 연간 150억원에 육박하는 이자비용을 차감해야 하는 부담이 있지만, 유엔씨티에서 발생하는 80억원 내외의 지분법이익을 감안하면 2019년 100억원 이상의 당기순이익 창출은 어렵지 않아 보인다. 7월 15일 발행한 전환사채 100억원을 포함한 환산 시가총액은 740억원 내외다. 2019년 당기순이익을 100억원으로 가정할 경우 2019년 P/E는 7.4배로 가격 메리트는 충분하다. 현 시점에서 동사의 가장 중요한 과제는 다소 과중한 차입금을 얼마나 빨리 줄여갈 수 있느냐가 될 것이다.

도표 35. 온라인 유통시장 성장으로 유통물류 매출 확대 예상



자료: 동방, DB금융투자

도표 36. 영업이익과 영업외손실 추이



자료: 동방, DB금융투자

도표 37. 동방 주요 영업/재무지표

(단위: 억원, %, 배)

	2014	2015	2016	2017	2018	1H18	2H18	1H19
매출액	6,163.0	6,298.4	5,750.8	4,669.8	5,264.4	2,342.5	2,921.9	3,049.4
– 항만하역	1,875.1	2,275.5	2,077.7	2,066.7	1,897.6	945.9	951.7	970.6
– 화물자동차운송	2,064.4	1,807.2	1,650.1	1,397.4	1,737.5	758.9	978.6	1,052.3
– 선박운송	1,615.3	1,437.4	1,312.4	1,099.4	1,523.1	582.2	940.9	982.2
– 기타/중단사업	608.3	778.3	710.6	106.3	106.2	55.5	50.7	44.3
영업이익	138.1	245.9	203.1	146.5	141.6	55.8	85.8	95.2
– 항만하역	33.6	44.3	36.6	96.9	50.0	38.0	12.1	30.6
– 화물자동차운송	49.2	3.9	3.2	-9.6	39.2	8.7	30.5	28.3
– 선박운송	91.9	252.1	208.2	40.0	40.1	-0.9	41.0	35.0
– 기타/중단사업	-36.5	-54.4	-44.9	19.3	12.3	10.0	2.2	1.2
영업이익률	2.2	3.9	3.5	3.1	2.7	2.4	2.9	3.1
– 항만하역	1.8	1.9	1.8	4.7	2.6	4.0	1.3	3.1
– 화물자동차운송	2.4	0.2	0.2	-0.7	2.3	1.1	3.1	2.7
– 선박운송	5.7	17.5	15.9	3.6	2.6	-0.2	4.4	3.6
– 기타/중단사업	-6.0	-7.0	-6.3	18.1	11.6	18.1	4.4	2.8
영업외손익	-171.4	-298.7	-131.7	-305.5	29.5	5.8	23.6	-23.6
– 금융손익	-207.5	-197.6	-137.7	-169.0	-107.3	-62.7	-44.5	-71.8
– 지분법손익	0.0	-84.4	42.8	-181.0	143.7	60.6	83.2	47.3
– 기타손익	36.1	-16.7	-36.8	44.5	-7.0	7.9	-15.0	0.9
세전이익	-33.2	-52.7	125.7	-159.0	171.1	61.7	109.4	71.6
– 법인세	-3.7	4.7	15.5	-105.8	-6.9	2.8	10.2	4.0
당기순이익	-43.8	-171.7	145.7	-93.5	158.0	58.8	99.2	67.6
지배주주순이익	-28.5	-136.5	144.2	-101.3	152.9	59.8	93.1	65.1
EBITDA	411.0	515.8	518.1	401.2	389.5	182.5	206.9	234.4
CAPEX	327.8	411.6	317.3	98.3	132.4	50.2	82.1	43.0
배당금	14.4	6.1	4.0	4.4	6.1	4.1	2.0	3.0
순차입금	3,575.4	3,396.1	3,322.6	2,713.9	2,773.0	2,193.3	2,773.0	2,309.8
매출채권	1,235.9	1,327.3	1,176.6	1,068.2	862.8	1,084.2	862.8	1,318.4
– 회전을	5.0	4.7	4.9	4.4	6.1	4.3	6.8	4.6
순운전자본	924.1	903.4	395.2	360.6	180.2	183.8	180.2	150.1

자료: 동방, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	249	200	187	140	132
현금및현금성자산	37	18	32	23	15
매출채권및기타채권	134	118	107	86	98
재고자산	51	39	33	15	6
비유동자산	402	430	402	403	422
유형자산	335	331	306	284	287
무형자산	30	30	20	20	19
투자자산	13	20	26	43	57
자산총계	652	631	589	542	554
유동부채	404	426	340	335	328
매입채무및기타채무	99	109	100	80	122
단기차입금및단기차	200	200	178	183	151
유동상장기부채	89	82	38	55	44
비유동부채	115	89	99	81	96
사채및장기차입금	94	57	79	63	73
부채총계	519	515	439	416	424
자본금	24	27	38	38	38
자본잉여금	39	40	47	51	51
이익잉여금	35	14	29	19	28
비지배주주지분	33	34	34	23	25
자본총계	133	116	149	127	130

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	27	72	27	19	29
당기순이익	-4	-17	15	-9	16
현금유출이없는비용및수익	66	97	87	97	71
유형및무형자산상각비	27	27	26	25	25
영업관련자산부채변동	-5	40	-8	-11	-4
매출채권및기타채권의감소	-10	0	13	21	-19
재고자산의감소	3	11	6	5	1
매입채무및기타채무의증가	1	5	-16	-29	31
투자활동현금흐름	-10	-36	24	-17	-22
CAPEX	33	41	32	10	13
투자자산의순증	4	1	-1	9	0
재무활동현금흐름	-3	-54	-37	-10	-15
사채및차입금의 증가	-5	-25	-53	-1	-36
자본금및자본잉여금의증가	-1	4	18	3	0
배당금지급	-1	-1	0	0	-1
기타현금흐름	0	-1	1	-1	0
현금의증가	15	-20	14	-8	-8
기초현금	23	37	18	32	23
기말현금	37	18	32	23	15

자료: 동방, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	616	630	563	467	526
매출원가	558	560	490	409	469
매출총이익	58	70	73	58	58
판매비	44	45	47	44	44
영업이익	14	25	26	15	14
EBITDA	41	52	52	40	39
영업외손익	-17	-30	-13	-31	2
금융손익	-20	-19	-14	-10	-11
투자손익	0	-8	4	-18	14
기타영업외손익	3	-3	-3	-3	-1
세전이익	-3	-5	13	-16	17
중단사업이익	-1	-11	4	-4	-2
당기순이익	-4	-17	15	-9	16
지배주주지분순이익	-3	-14	14	-10	15
비지배주주지분순이익	-2	-4	0	1	1
총포괄이익	-6	-14	16	-13	7
증감률(%YoY)					
매출액	-3.0	2.2	-10.7	-17.0	12.7
영업이익	13.2	78.0	4.7	-43.1	-3.3
EPS	적지	적지	흑전	적전	흑전

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
주당주요지표(원)					
EPS	-129	-543	548	-315	463
BPS	3,559	2,937	3,044	2,739	3,137
DPS	10	10	10	10	10
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	3.7	NA	3.0
P/B	0.5	0.8	0.7	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.1	8.2	7.2	8.7	8.3
수익성(%)					
영업이익률	2.2	3.9	4.6	3.1	2.7
EBITDA마진	6.7	8.2	9.2	8.6	7.4
순이익률	-0.7	-2.7	2.6	-2.0	3.0
ROE	-3.2	-13.8	11.0	-6.8	12.3
ROA	-0.7	-2.7	2.4	-1.7	2.9
ROC	2.1	4.5	4.1	1.0	3.2
안정성및기타					
부채비율(%)	391.3	443.7	294.8	328.3	325.6
이자보상배율(배)	0.7	1.5	1.8	1.1	1.0
배당성향(배)	-4.9	-0.8	2.2	-2.4	1.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 정중하게 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 투자자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 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 투자자의견은 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

동방 현주와 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	-------	------	--------------------	----	-------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 6,180원(09/23)

파이오링크(170790): 데이터센터 트래픽과 함께 성장

Analyst 구성진 / goo@db-fi.com

데이터센터 보안 솔루션 기업

2000년 7월에 설립된 파이오링크는 데이터센터의 보안 관련 주요 솔루션을 연구 개발하고 제조한다. 조영철 대표 포함 서울대 제어계측과 출신 여섯 명이 함께 창업했고, 2015년 3월에 NHN엔터테인먼트가 인수하며 최대주주로 올라섰다. 주력 제품인 ADC(Application Delivery Controller) 매출 비중이 50~60% 차지하며, 보안스위치 20%, 웹방화벽 10%, 기타 서비스 사업이 나머지 매출을 차지한다. ADC의 국내 점유율은 약 35%로 1위다.

데이터센터 트래픽 증가와 함께하는 성장

1) 클라우드 산업이 태동하면서 데이터센터 애플리케이션 트래픽이 대폭 증가해 ADC 사업 기회 요인과 함께 늘어나고 있다. 2) 클라우드 보안스위치 TIFRONT 출시로 성장 잠재력을 확보했다. 네트워크 관리를 클라우드에서 할 수 있어 설치도 용이해지고 고객사에서 일괄적으로 관리하기도 수월해졌다. 올 해 안에 일본 대기업과 계약 성사를 목표하고 있으며, 2020년에 가장 크게 매출이 늘어나는 아이템이 될 것이다. 3) 2015년에 최대주주가 NHN으로 바뀌며 시작한 보안 사업이 올해 첫 흑자를 기록한다. 인력 중심 사업으로 그간 인력을 300명까지 늘리느라 적자를 면치 못했지만, 올해부터 이익에 기여하기 시작한다.

클라우드 스위치의 해외 성과가 중요

올해 전사 매출은 350억원, 영업이익은 50억원 수준을 기대한다. 2020년에는 클라우드 스위치의 해외 성과가 좋으면 매출 450~500억원까지도 도달 가능하다. 전사 매출총이익률이 45~50%대로 높고, 클라우드 스위치는 70%대까지도 가능해 내년부터는 이익 레버리지가 높아지기 시작한다.

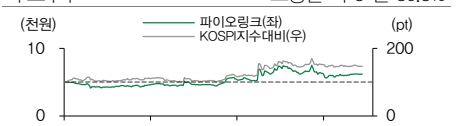
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원, 원 배, %)

Stock Data

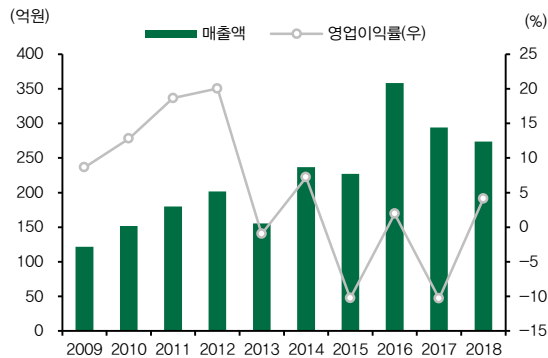
	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	22	21	29	19	27
(증가율)	37.5	-4.5	38.1	-34.5	42.1
영업이익□	3	-2	2	-2	1
(증가율)	200.0	적전	흑전	적전	흑전
순이익	3	-3	-3	-3	0
EPS	604	-521	-419	-438	53
PER (H/L)	29.6/12.3	NA / NA	NA / NA	NA / NA	178.7/73.0
PBR (H/L)	3.2/1.3	3.3/1.2	2.0/1.2	1.8/1.1	1.9/0.8
EV/EBITDA (H/L)	22.7/7.6	NA/NA	14.1/7.9	NA/NA	15.7/3.3
영업이익률	11.3	-7.7	5.4	-9.0	4.1
ROE	11.0	-9.5	-7.4	-8.7	1.1

52주 최저/최고	4,135/7,500원
KOSDAQ /KOSPI	645/2,092pt
시가총액	424억원
60일-평균거래량	20,800
외국인지분율	1.2%
60일-외국인지분율변동주이	+0.1%p
주요주주	조영철 외 3인 39.3%



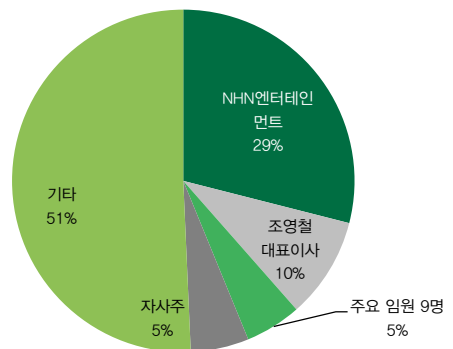
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.7	-15.6	23.8
상대기준	-5.0	-5.4	59.0

도표 38. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 파이오링크, DB금융투자

도표 39. 주요 주주 현황



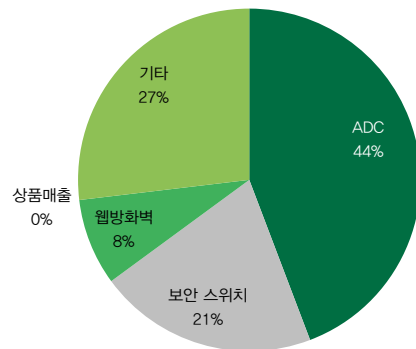
자료: 파이오링크, DB금융투자

도표 40. 주요 연혁

시기	주요 연혁
2000년 7월	(주)파이오링크 설립
2001년 7월	국내 최초 애플리케이션 스위치 "PINKBOX" 출시
2004년 6월	일본 지사 설립
2010년 4월	보안 L2 스위치 "TiFRONT" 출시
2011년 5월	애플리케이션 딜리버리 컨트롤러 "PAS-K" 출시
2012년 6월	고성능 40Gbps 박스형 ADC 개발
2013년	고성능 웹 방화벽 WEBFRONT-K 출시
2014년	NHN엔터테인먼트와 전략적 업무 제휴
2015년	TiFRONT 클라우드 보안 스위치 출시, 보안관제 서비스 시작
2016년	TiFRONT 백본스위치 출시
2018년	CCTV전용 TiFRONT 클라우드 보안스위치 출시
2018년	보안컨설팅 서비스 시작

자료: 파이오링크, DB금융투자

도표 41. 제품별 매출 비중(2019년 말 기준)



자료: 파이오링크, DB금융투자

도표 42. 파이오링크의 클라우드 스위치 개요



자료: 파이오링크, DB금융투자

2019년, 보안
관제 첫 흑자

2019년 매출액은 350(+28%YoY)억원, 영업이익은 세 배 넘게 늘어난 50억원을 예상한다. 데이터센터 관련 사업 매출은 2018년 200억원 대비 15~25% 늘어난 230~250억원, 보안 사업은 2018년 70억원 대비 40~70% 늘어난 100~120억원을 예상한다. 2015년에 진출한 보안 관제 사업이 올해 첫 흑자를 기록하고, 2018년에 시작한 보안컨설팅 서비스 사업 덕에 영업이익률도 5% 수준이 될 것으로 기대한다. 매출이 더 늘면 10%까지도 상승 가능하다.

2020년, 일본
신제품 성과

2020년 매출 성장에는 올해 신제품인 클라우드 보안 스위치 해외 성과가 가장 중요하다. 국내 최초로 출시했고, 해외에서도 눈에 띄는 경쟁 제품이 없다. 고객사의 유지비용을 크게 줄일 수 있고, 장애가 발생했을 때 중앙 관제시스템에서 실시간으로 제어가 가능하다. 인건비가 높은 일본에서 특히 관심을 보이고 있다. 20~25억원 수준의 매출을 내던 일본지사가 올해는 50억원대까지 매출을 늘리고, 내년에는 클라우드 보안스위치로 100억원대까지 매출 성장할 목표를 가지고 있다.

도표 43. 파이오링크 실적 테이블과 주요 관심 지표

(단위: 억원, %, 일)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2015	2016	2017	2018
매출액	38	45	42	170	49	47	61	117	74	75	213	287	294	274
% YoY	-51.7	-31.1	-35.4	32.4	12.5	-1.5	8.9	-20.9	51.3	60.9	-4.6	34.9	2.6	-7.0
ADC	0	28	24	38	18	21	28	54	39	28	N/A	N/A	115	121
보안 스위치	7	9	2	10	19	9	11	18	9	16	N/A	N/A	28	57
웹방화벽	3	4	3	3	6	5	4	7	4	6	N/A	N/A	13	22
상품매출	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	N/A	N/A	0	0
기타	3	4	13	10	6	11	17	39	22	24	N/A	N/A	30	74
% 매출총이익률	56.9	57.8	60.7	28.3	56.9	38.3	48.4	55.8	46.0	45.6	60.0	52.9	41.1	51.4
판매비와 관리비	29	29	33	60	32	31	31	35	33	28	144	136	151	129
영업이익	-8	-4	-7	-12	-4	-13	-1	30	1	6	-16	15	-30	11
% 영업이익률	-21.0	-8.2	-17.1	-6.8	-9.2	-27.9	-2.2	25.8	0.9	8.5	-7.7	5.4	-10.3	4.1
총 감가상각비	3	3	3	4	3	3	3	3	3	3	10	13	14	11
세전이익	-6	8	-5	-13	-11	-17	0	38	0	7	-28	-20	-16	10
% 유효법인세율	-2.2	-11.0	0.0	-108.0	-1.2	-53.0	0.0	-6.4	0.0	-1.8	-17.9	-42.2	-84.8	65.1
당기순이익	-6	9	-5	-28	-11	-26	0	41	0	7	-34	-29	-30	4
지배주주순이익	-13	5	-8	-9	-9	-26	-2	41	N/A	N/A	-27	-18	-24	4
% 순이익률	-16.8	21.1	-11.8	-16.4	-23.2	-56.0	0.4	35.0	N/A	N/A	-15.8	-10.0	-10.1	1.3
주요 관심 지표														
순현금	236	224	227	213	215	214	203	210	222	225	220	212	213	210
순운전자본	60	60	58	60	61	37	52	93	71	71	76	82	60	93
매출채권	51	59	55	63	49	44	53	95	68	59	58	85	63	95
재고자산	34	29	31	32	31	33	38	35	42	40	61	33	32	35
매입채무와 미지급금 등	16	15	17	24	18	27	19	21	27	16	38	21	24	21
현금전환사이클	203	144	154	38	124	109	92	70	118	101	151	95	105	120
매출채권회수일	157	112	123	32	105	90	73	57	101	77	98	77	92	105
재고자산회전일	80	64	65	17	59	62	54	28	47	49	107	48	40	44
매입채무지급일	34	32	35	11	39	43	34	15	30	26	53	30	28	30
영업활동현금흐름	29	4	2	-16	-4	16	-10	6	22	12	6	26	20	9
CAPEX	3	15	0	2	2	17	0	0	0	0	22	16	20	20

자료: 파이오링크, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	28	35	34	32	35
현금및현금성자산	10	16	14	12	15
매출채권및기타채권	5	6	8	6	10
재고자산	7	6	3	3	3
비유동자산	11	16	12	11	12
유형자산	3	3	3	4	4
무형자산	2	3	3	2	4
투자자산	2	6	4	4	4
자산총계	39	52	46	43	46
유동부채	5	6	5	5	6
매입채무및기타채무	3	4	2	3	4
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	4	5	5	6	6
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	9	11	10	11	13
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	12	26	26	26	27
이익잉여금	15	11	8	6	6
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	30	41	36	32	33

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	2	1	3	3	1
당기순이익	0	0	-3	-3	0
현금유출이없는비용및수익	2	5	9	8	5
유형및무형자산상각비	1	1	1	1	1
영업관련자산부채변동	-2	1	-2	2	-3
매출채권및기타채권감소	1	-3	-2	2	-4
재고자산감소	-1	1	2	0	0
매입채무및기타채무의증가	-1	0	-1	1	0
투자활동현금흐름	-7	-9	-4	-4	2
CAPEX	1	1	0	1	0
투자자산의순증	-1	-4	3	0	0
재무활동현금흐름	0	14	-2	-1	0
사채및차입금의 증가	0	-1	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	15	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-5	6	-2	-2	3
기초현금	15	10	16	14	12
기말현금	10	16	14	12	15

자료: 파이오링크, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	22	21	29	19	27
매출원가	9	8	14	8	13
매출총이익	14	13	15	11	14
판매비	7	9	8	7	7
영업이익	3	-2	2	-2	1
EBITDA	3	-1	3	0	2
영업외손익	0	-1	-4	0	0
금융손익	0	0	-1	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-3	-1	-1
세전이익	3	-3	-2	-2	1
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-3	-3	-3	0
지배주주지분순이익	3	-3	-3	-3	0
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	3	-3	-3	-3	0
증감률(%YoY)					
매출액	42.8	-4.6	34.9	-35.0	46.7
영업이익	322.3	적전	흑전	적전	흑전
EPS	70.7	적전	적지	적지	흑전

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	604	-521	-419	-438	53
BPS	5,620	5,964	5,302	4,716	4,879
DPS	60	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	23.5	NA	NA	NA	82.8
P/B	2.5	1.3	1.4	1.3	0.9
EV/EBITDA	18.8	NA	10.4	NA	4.1
수익성(%)					
영업이익률	11.3	-7.7	5.4	-9.0	4.1
EBITDA마진	14.5	-3.0	10.0	-2.0	8.1
순이익률	14.0	-15.8	-10.0	-16.1	1.3
ROE	11.0	-9.5	-7.4	-8.7	1.1
ROA	8.1	-7.4	-5.9	-6.7	0.8
ROC	15.6	-10.4	11.9	-18.2	2.1
안정성및기타					
부채비율(%)	30.9	26.1	27.7	32.5	38.4
이자보상배율(배)	87.9	-106.0	7,507.0	-12,480.5	759.8
배당성향(배)	10.2	0.0	0.0	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 언급된 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 정중하게 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 투자자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 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 투자자의견은 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

파이오링크 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	-------	------	--------------------	----	-------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 23,000원(09/23)

유티아이(179900): 유리 강화 기술의 한계를 넘다

얇은 유리 강화 전문 기업

유티아이는 2010년 4월에 현 박덕영 대표가 설립했다. 세계에서 유일하게 셀이 아닌 원장 단위에서 유리를 강화하는 Sheet Process 공법이 핵심 기술이다. 공정이 단축되어 생산 속도가 셀 단위의 유리 강화보다 다섯 배 이상 높고, 수율이 높으며 원가가 낮다. 초소형 박막글라스의 수요가 커질수록 각광받는 기술이다. 현재 매출의 99%가 카메라 윈도우(렌즈 보호유리)이며, 그 중 90%가 삼성형이다.

플라스틱과 필름 vs 유리

현재 개발 중인 IR필터와 접하는 유리(UFG: UTI Flexible Glass)가 유티아이 미래의 핵심이다. IR필터에서 가장 먼저 수출 성과를 기대하고 있다. 현재 필름 기반으로 상용화된 IR필터를 유리 기반으로 개발했고, 필터 전문 기업 Viavi Solutions와 특허 양해각서를 맺었다. 유티아이의 얇은 유리 강화 기술과 Viavi Solutions의 필터 기술로 2020년 말부터 수출 개시를 예상한다. UFG는 접하는 부위 곡률이 1.0R, 접하는 부위 틈새가 2mm에 불과한 Flexible 디스플레이용 강화 유리 기술이다. 2015년 8월에 개발을 시작해 현재 월 10만개 이상의 양산 체제를 갖췄고, 고객사 선정을 기다리고 있다.

올해 영업이익은 90억원 예상

2019년 실적은 약 600억원의 매출과 90억원 내외의 영업이익 달성을 기대한다. 카메라 윈도우 크기가 커지며 원가율은 상승했다. 19E P/E 약 50배가 넘어 IR필터와 UFG 성과에 대해 시장은 이미 크게 기대하고 있다. Valuation으로 접근하기보다 향후 스마트폰의 기술 적용 방향으로 접근해야 한다. IR필터는 필름이, Flexible 디스플레이는 플라스틱 기술이 우위를 점하고 있지만, 향후 유리 기술이 선택되면 유티아이 매출은 크게 늘어난다. 최근 몇달 새 임원들의 주식 매도가 이어지고 있는 부분은 아쉽다.

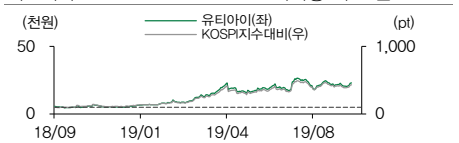
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

Stock Data

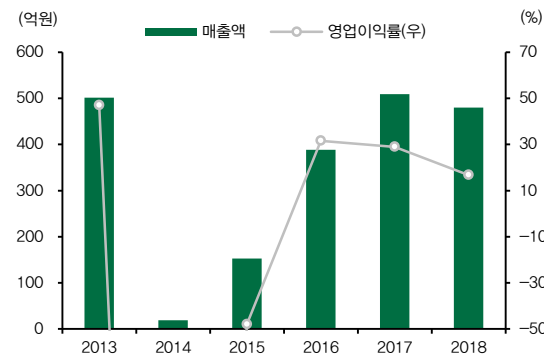
	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	NA	15	39	51	48
(증가율)	NA	NA	160.0	30.8	-5.9
영업이익	NA	-7	12	15	8
(증가율)	NA	NA	흑전	25.0	-46.7
순이익	NA	-7	13	11	6
EPS	NA	-567	1,014	782	407
PER (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA/NA	10.6/7.4	20.7/10.6
PBR (H/L)	NA / NA	NA/NA	NA/NA	2.4/1.7	2.2/1.2
EV/EBITDA (H/L)	NA / NA	NA/NA	NA/NA	5.2/3.5	9.1/1.9
영업이익률	NA	-47.9	31.6	29.0	16.8
ROE	NA	-126.8	107.7	29.3	11.2

52주 최저/최고	4,520/26,500원
KOSDAQ / KOSPI	645/2,092pt
시가총액	3,649억원
60일-평균거래량	400,990
외국인지분율	5.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	박덕영 외 6인 30.8%



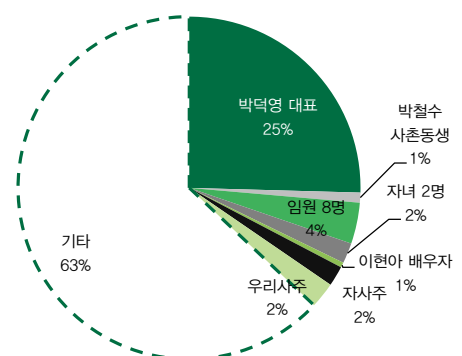
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.2	3.1	306.2
상대기준	-5.4	15.6	421.3

도표 44. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 유티아이, DB금융투자

도표 45. 주요 주주 현황



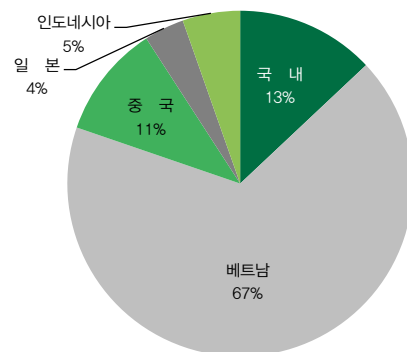
자료: 유티아이, DB금융투자

도표 46. 주요 연혁

시기	주요 내용
2010. 04	유티아이 설립
2011. 08	벤처기업 등록, 부설연구소 인정
2012. 05	제 1 공장 설립
2012. 09	일체형 TSP 양산개시 및 납품 (일본 소니)
2013. 08	제 2공장 준공
2013. 10	SVIC 투자유치
2013. 12	기술신용보증기금 투자유치
2014. 03	예산 제 2 공장 완공
2015. 07	삼성전자 카메라윈도우 양산 개시
2015. 11	삼성무선사업부 1차 업체 등록
2016. 04	UTI VINA (베트남 현지법인) 설립

자료: 유티아이, DB금융투자

도표 47. 지역별 매출비중(2019년 말 기준)



자료: 유티아이, DB금융투자

도표 48. 유티아이의 Sheet 생산 공정과 타사의 Cell 공정 비교



자료: 유티아이 IPO IR 자료, DB금융투자

도표 49. 유티아이 실적 테이블

(단위: 억원, %, 일)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2015	2016	2017	2018
매출액	135	136	133	105	117	88	136	139	191	173	153	389	509	480
% YoY		34.4	34.3		-13.3	-35.6	2.5	32.1	63.6	96.7	705.2	154.8	30.9	-5.8
카메라원도우					115	87	133	136	188	171	118	381	501	472
커버글라스					0	0	1	1	0	0	16	6	4	3
기타					1	1	1	2	3	2	19	2	5	5
% 매출총이익률	53.6	61.2	44.9	36.3	43.0	39.8	32.1	40.7	34.4	40.3	-18.6	45.6	49.8	38.7
판매비와 관리비	13	39	22	32	21	22	26	36	36	42	45	54	106	105
영업이익	59	45	37	6	29	13	18	20	30	28	-73	123	148	80
% 영업이익률	44.0	32.8	28.0	5.9	25.1	14.6	13.4	14.4	15.5	16.1	-47.9	31.6	29.0	16.8
총 감가상각비	14	14	15	15	15	15	16	15	15	16	51	56	58	62
세전이익	47	53	39	-1	30	15	18	20	32	28	-94	114	138	83
% 유효법인세율	23.2	22.2	20.4	76.7	11.9	19.8	20.9	39.9	30.5	17.7	25.9	-12.6	21.8	22.1
당기순이익	36	41	31	-0	26	12	14	12	22	23	-69	128	108	64
지배주주순이익	36	41	31	-0	26	12	14	12	22	23	-69	128	108	64
% 순이익률	26.6	30.0	23.5	-0.1	22.6	13.5	10.3	8.8	11.5	13.4	-45.5	33.0	21.2	13.4
주요 관심 지표														
순현금	N/A	-24	191	200	198	145	189	111	78	102	-270	-139	200	111
이자비용	N/A	-7	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-19	-6	-11	-4
순운전자본	N/A	62	98	68	82	103	91	115	124	106	17	37	68	115
매출채권	N/A	70	94	41	36	46	63	49	99	54	19	33	41	49
재고자산	N/A	56	61	69	72	89	71	102	92	90	27	35	69	102
매입채무와 미지급금 등	N/A	61	64	40	23	45	50	43	53	48	31	29	40	43
현금전환싸이클	N/A	28	67	80	60	93	68	71	59	59	18	27	39	68
매출채권회수일	N/A	29	70	69	32	49	46	44	35	41	29	26	27	34
재고자산회전일	N/A	18	40	57	52	75	51	54	46	42	45	29	37	65
매입채무지급일	N/A	20	43	46	24	30	28	28	23	24	55	28	25	31
영업활동현금흐름	N/A	41	25	109	31	17	35	21	21	75	-16	140	191	96
CAPEX	N/A	8	7	35	10	32	22	9	10	37	41	13	52	118

자료: 유티아이 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	NA	7	20	42	41
현금및현금성자산	NA	2	13	14	8
매출채권및기타채권	NA	2	3	4	5
재고자산	NA	3	4	7	10
비유동자산	NA	32	29	28	37
유형자산	NA	30	26	25	31
무형자산	NA	1	0	1	1
투자자산	NA	0	0	1	3
자산총계	NA	39	49	70	78
유동부채	NA	22	22	13	15
매입채무및기타채무	NA	3	3	4	5
단기차입금및단기차대	NA	3	3	2	8
유동성장기부채	NA	3	3	3	1
비유동부채	NA	11	8	2	3
사채및장기차입금	NA	11	8	2	3
부채총계	NA	33	30	15	18
자본금	NA	2	2	3	8
자본잉여금	NA	5	5	30	25
이익잉여금	NA	-2	10	21	27
비지배주주지분	NA	0	0	0	0
자본총계	NA	5	18	55	60

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	NA	-2	14	7	10
당기순이익	NA	-7	13	11	6
현금유출이없는비용및수익	NA	10	8	16	11
유형및무형자산상각비	NA	5	6	6	6
영업관련자산부채변동	NA	-2	-3	-17	-5
매출채권및기타채권의감소	NA	-2	-1	0	0
재고자산의감소	NA	-2	-1	-3	-3
매입채무및기타채무의증가	NA	2	0	0	0
투자활동현금흐름	NA	-3	-1	-9	-14
CAPEX	NA	4	1	5	12
투자자산의순증	NA	0	0	-1	-3
재무활동현금흐름	NA	-1	-3	5	-1
사채및차입금의 증가	NA	29	-3	-17	2
자본금및자본잉여금의증가	NA	7	0	26	-1
배당금지급	NA	0	0	0	-1
기타현금흐름	NA	0	0	-1	0
현금의증가	NA	-5	11	1	-6
기초현금	NA	7	2	13	14
기말현금	NA	2	13	14	8

자료: 유티아이 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	NA	15	39	51	48
매출원가	NA	18	21	26	29
매출총이익	NA	-3	18	25	19
판매비	NA	4	4	9	8
영업이익	NA	-7	12	15	8
EBITDA	NA	-2	18	21	14
영업외손익	NA	-2	-1	-1	0
금융손익	NA	-2	0	-1	0
투자손익	NA	0	0	0	0
기타영업외손익	NA	0	-1	0	0
세전이익	NA	-9	11	14	8
중단사업이익	NA	0	0	0	0
당기순이익	NA	-7	13	11	6
지배주주지분순이익	NA	-7	13	11	6
비지배주주지분순이익	NA	0	0	0	0
총포괄이익	NA	-7	13	11	6
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	154.8	30.9	-5.8
영업이익	NA	NA	흑전	20.1	-45.5
EPS	NA	NA	흑전	-22.9	-48.0

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	-567	1,014	782	407
BPS	NA	423	1,422	3,467	3,753
DPS	NA	0	0	190	100
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	8.3	14.0
P/B	NA	NA	NA	1.9	1.5
EV/EBITDA	NA	NA	NA	4.0	6.2
수익성(%)					
영업이익률	NA	-47.9	31.6	29.0	16.8
EBITDA마진	NA	-14.7	46.1	40.4	29.6
순이익률	NA	-45.5	33.0	21.2	13.4
ROE	NA	-126.8	107.7	29.3	11.2
ROA	NA	-17.9	29.4	18.1	8.7
ROC	NA	-14.9	39.1	31.4	12.6
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	609.6	164.8	27.1	30.5
이자보상배율(배)	NA	-3.9	20.3	13.9	19.6
배당성향(배)	NA	0.0	0.0	9.4	24.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 투자이견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 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 투자이견은 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

유티아이 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 6,550원(09/20)

예스24(053280): 온라인 서점 1위가 구독 서비스에 진출

Analyst 유현재 / Jay.yoo@db-fi.com

개요

98년 국내 최초 온라인 서점 서비스를 개시한 예스24는 국내 온라인 서적 시장 점유율 1위 기업이다. 사업영역은 도서를 시작으로 디지털(eBook), ENT(영화예매, 공연 음원 등), 패션 기타 부문으로 확장하였다. 최대주주인 한세예스24홀딩스가 50%의 지분을 보유하고 있다.

투자포인트

온라인 서점간 경쟁 심화로 부진했던 도서사업은 효율적인 판권비 집행으로 수익성 회복이 기대된다. 디지털부문은 18년 11월 월정액 구독 서비스 예스24 북클럽 서비스를 런칭한 이후 19년 9월 약 8만명(유/무료회원 합산)의 회원을 확보하였다. ENT사업은 시장점유율 2위를 기록 중인 공연분야에서 JYP, SM, 나훈아 등 기획사들과 독점 계약을 체결하며 점유율을 확대중이다. 패션사업은 수익성이 부진하였던 입점사업을 축소, 한세그룹의 자체 브랜드 상품 판매 채널로 체질을 변화하여 적자 축소를 진행 중이다. 기타부문은 인도네시아 법인의 사업 중단으로 적자 축소도 예정되어있다.

실적과 의견

13년 이후 연평균 8.9%의 매출 성장률을 기록중임에도 불구하고, 온라인 도서 시장의 경쟁 심화로 수익성이 훼손되었다. 도서부문의 거래매출액은 지속 증가하는 가운데 출판사와의 가격 협상으로 매출 총이익률이 회복되고 있다. 디지털 부문은 예스24는 일반 단행본 위주로 콘텐츠를 공급하고, 자회사 YNK미디어를 통해 콘텐츠 다변화를 시도하고 있다. eBook 서비스 경쟁사 리디북스는 7,000억원 수준의 기업가치를 인정 받고 상장을 추진 중이다. 19년 4월 이후 김석환 예스24 대표이사, 김익환 한세실업 대표이사, 김지원 한세엠케이 전무는 장내 매수로 28,780주(0.17%)를 확보하였다.

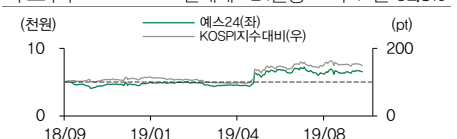
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

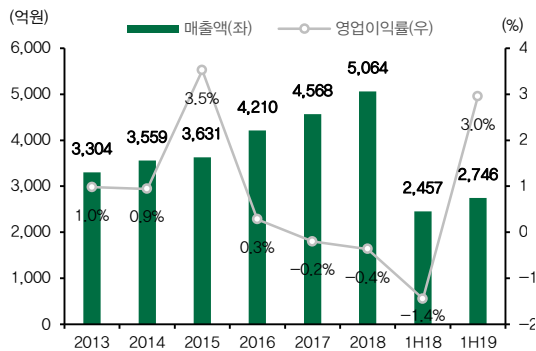
	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	356	363	421	457	506
(증가율)	NA	2.0	16.0	8.6	10.7
영업이익	3	13	1	-1	-2
(증가율)	NA	333.3	-92.3	적전	적지
지배주주순이익	14	2	1	0	-5
EPS	833	103	38	-5	-305
PER (H/L)	9.7/4.9	168.0/66.8	272.9/133.2	NA / NA	NA / NA
PBR (H/L)	1.8/0.9	3.9/1.5	2.4/1.2	2.0/1.2	1.8/1.0
EV/EBITDA (H/L)	30.6/20.6	15.4/5.2	24.2/9.8	33.6/18.1	41.8/26.5
영업이익률	0.9	3.5	0.3	-0.2	-0.4
ROE	18.6	2.3	0.9	-0.1	-7.4

52주 최저/최고	4,070/7,250원
KOSDAQ / KOSPI	649/2,092pt
시가총액	1,127억원
60일-평균거래량	75,381
외국인지분율	1.9%
60일-외국인지분율변동주이	+0.2%p
주요주주	한세예스24홀딩스 외 1인 52.8%



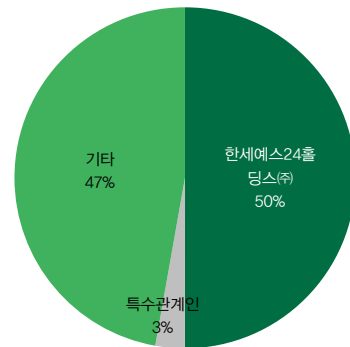
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.5	-2.5	24.5
상대기준	-7.9	9.2	57.5

도표 50. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 예스24, DB금융투자

도표 51. 주요 주주 현황



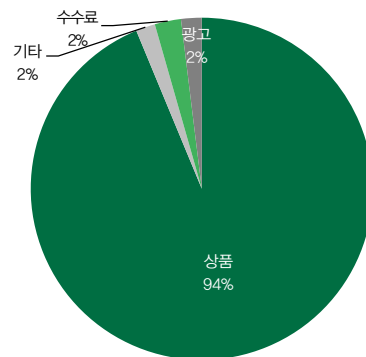
자료: 예스24, DB금융투자

도표 52. 주요 연혁

일자	내용
1998.06	국내 최초 온라인 서점 WebFox 서비스 개시
1999.06	예스24 상호 변경
2004.12	영화예매서비스 시작
2005.09	업계 최초 자체 물류시스템 확보
2007.08	공연예매서비스 시작
2008.05	코스닥 시장 상장
2009.09	(주)한국이퍼브 출자 (eBook 공동출자법인 설립)
2012.09	eBook 전용단말기 크레마터치 출시
2013.07	대구물류센터 신규건설, 운영 시작
2014.03	해외법인 편입 (베트남, 인도네시아)
2016.04	오프라인 중고도서매장 시작
2018.11	월정액 eBook 구독서비스 '예스24 북클럽' 공식 운영 시작

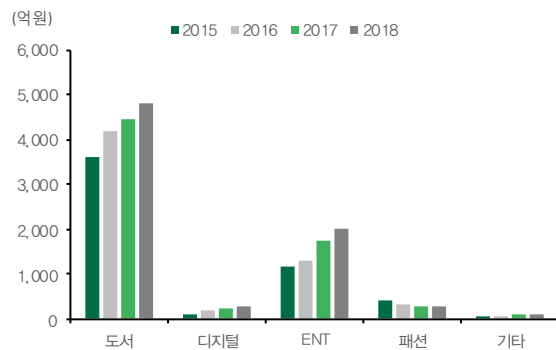
자료: 예스24, DB금융투자

도표 53. 부문별 매출 비중



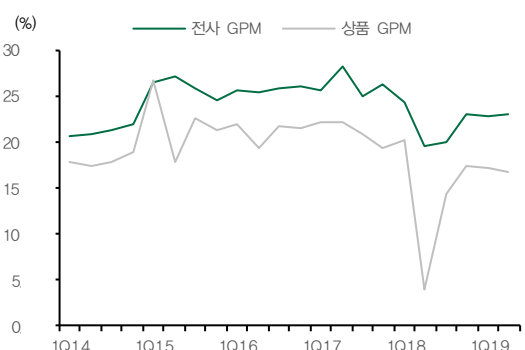
자료: 예스24, DB금융투자

도표 54. 사업부문별 GMS(거래매출액) 추이



자료: 예스24, DB금융투자

도표 55. 전사, 상품매출 매출총이익률 추이



자료: 예스24, DB금융투자

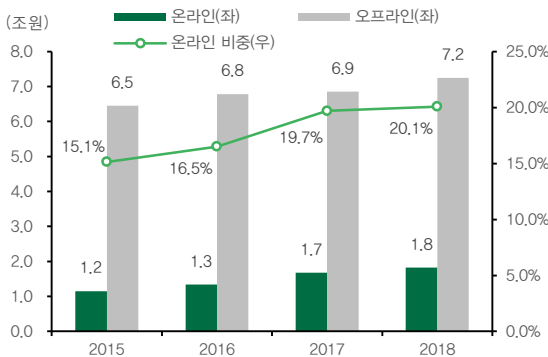
도서 사업 부문

18년 온라인 도서 시장 규모는 15년 대비 58.2% 증가한 1.8조원 규모이며, 같은 기간 전체 시장에서 온라인 비중은 4.9%p 증가한 20.1%로 상승하였다. 온/오프라인 병행 3사의 18년 합산 매출은 7,954 억원(+0.4% YoY)를 기록하였다. 온라인 전문 3사의 매출은 1조 299억원(+11.8% YoY)로 16년 온/오프라인 병행 3사의 매출을 추월한 이후 격차가 확대되고 있다.

온라인 도서 시장에서 예스24는 20년간 시장점유율 1위의 자리를 지키고 있다. 자체물류센터를 통한 배송, 다년간의 경험에서 나오는 수요예측, 국내 최대 플랫폼을 통한 고객DB 구축 등이 핵심 경쟁력이다. 예스24의 도서부문 거래총액은 15년 이후 연평균 7.2% 증가중이며, 19년 5,000억원을 돌파할 것으로 추정된다.

1Q19 도서부문 거래매출액 증가, 출판사와의 가격협상으로 인한 원가율 개선, 판권비 60억원 절감 등으로 흑자전환에 성공하였다. 최근 수년간 온라인 서점간 포인트, 사은품 지급 등 경쟁 심화에 따른 마케팅 비용이 지속 증가 추세이다. 예스24는 오랜 기간 축적된 경험을 바탕으로 마케팅 비용의 효율적 집행으로 수익성 개선을 추진하고있다.

도표 56. 국내 온/오프라인 도서 시장 규모



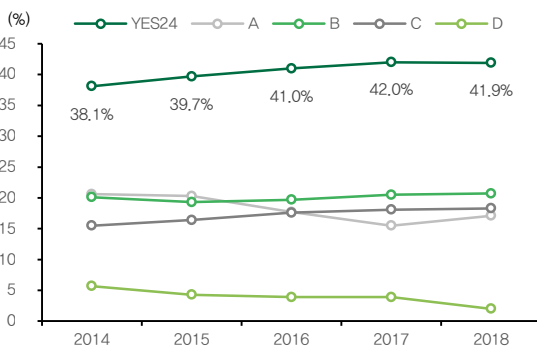
주: 온라인(서적류, 온라인쇼핑 거래액), 오프라인(통계청 서적문구류 소매판매액)
자료: 통계청, 한국출판자작연구회(출판시장통계 2018), DB금융투자

도표 57. 온/오프라인 주요 서점 매출 현황

(억원)	2016	2017	2018
교보문고	5,255	5,450	5,684
예스24	4,085	4,397	4,856
알라딘커뮤니케이션	2,849	3,237	3,563
인터파크(도서부문, 연결)	1,767	1,578	1,880
영풍문고	1,333	1,365	1,443
서울문고	1,170	1,105	827
온라인 전문 3사	8,701	9,212	10,299
온/오프 병행 3사	7,759	7,920	7,954

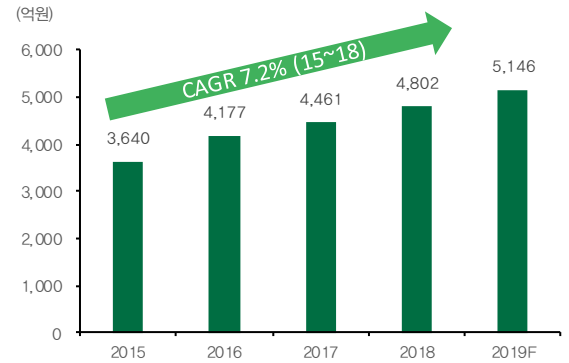
자료: 한국출판자작연구회(출판시장통계 2018), DB금융투자

도표 58. 온라인 서점 시장점유율



자료: 예스24, DB금융투자

도표 59. 예스24 도서부문 거래총액 추이



자료: 예스24, DB금융투자

디지털 사업 부문

국내 eBook 시장은 전체 도서 시장의 5% 수준인 3,000억원으로 파악된다. 예스24, 리디북스, 밀리의 서재, 교보문고 등이 월정액 구독서비스를 운영하고있다. eBook은 일반적으로 종이책 대비 30% 할인된 가격에 제공되며 90일 대여 기준으로는 종이책 대비 50% 할인된 가격에 제공되고 있다.

예스24는 18년 11월 월정액 구독 서비스 예스24 북클럽 서비스를 런칭한 이후 19년 9월 약 8만명(유/무료회원 합산)의 회원을 확보하였다. 월 구독료는 5,500원과 7,700원으로 책정되었다. 가격 경쟁력을 확보한 콘텐츠 확대할 계획이다. 예스24는 일반 단행본 위주로 콘텐츠를 공급하고, 자회사 와이엔케이미디어를 통해 장르물, 만화 등 콘텐츠 다변화를 시도하고 있다.

370만명(19년 5월 기준)의 가입자를 확보한 리디북스는 200만권 이상의 eBook을 제공하고있다. 18년 전년 대비 40% 가까이 성장한 793억원의 매출을 기록하였다. 16년 2,400억원의 기업가치에 200억원 규모의 투자를 유치했으며, 19년 500억원 규모의 투자는 7,000억원 수준의 기업가치를 인정 받은 것으로 파악된다. 장르물 콘텐츠를 다수 확보하고있으며, 월정액 서비스 리디셀렉트를 운영중이다. 도서마케팅 업체 디노먼트(18년 6월), IT 전문 매체 아웃스탠딩컴퍼니(18년 12월), 애니메이션 스토리밍 서비스 업체 라프텔(19년 5월) 등을 인수하며 사업 영역을 확장하고 있다.

도표 60. 예스24 무제한 월정액 서비스 북클럽



자료: 예스24, DB금융투자

도표 61. 예스24 eBook 하위분야 콘텐츠 확대

로망스	ER
라이프노벨	판타지/무협
자기계발	역사
가정 살림	건강 취미 여행
IT 모바일	대학교재
오디오북	크레마 (전자책 단말기)
만화	소설
에세이 시	언론
종교	예술 대중문화
어린이 유아	청소년
수필서 자격증	잡지
19+	전지도서관

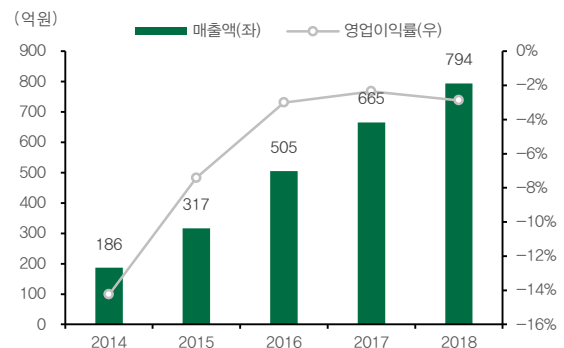
자료: 예스24, DB금융투자

도표 62. eBook 월정액 구독 서비스 비교

업체명	서비스명	출시	월정액 (원)	도서권수 (권)	기준일
리디북스	리디셀렉트	2018.07	6,500	3,200	19년 5월
밀리의서재	밀리의서재	2018.07	9,900/11,900	30,000	19년 5월
예스24	북클럽	2018.11	5,500/7,700	6,500	19년 4월
교보문고	SAM 무제한	2019.02	9,900	45,225	19년 9월

주: 1개월 무료 공통
자료: 예스24, DB금융투자

도표 63. 리디북스 매출, 영업이익률 추이



자료: 리디북스, DB금융투자

도표 64. 에스24 실적 현황

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	2015	2016	2017	2018
매출액	1,254	962	1,217	1,135	1,366	1,090	1,326	1,171	1,475	1,272	3,631	4,210	4,568	5,064
상품매출	1,196	895	1,144	1,038	1,297	1,119	1,241	1,092	1,371	1,174	3,479	3,985	4,273	4,748
기타매출	25	10	26	45	15	30	33	15	38	34	55	61	106	92
수수료매출	20	30	26	31	29	31	29	37	38	38	28	90	107	126
광고매출	13	25	21	22	25	22	24	28	28	25	68	73	82	99
매출원가	932	691	913	837	1,034	877	1,061	902	1,136	978	2,687	3,138	3,373	4,072
원가율	74.3	71.8	75.0	73.8	75.7	80.5	80.1	77.1	77.1	76.9	74.0	74.5	73.8	80.4
매출총이익	322	271	304	298	332	213	264	269	338	294	944	1,072	1,195	993
상품매출	264	198	238	200	263	44	179	189	234	196	792	847	901	676
기타매출	25	10	26	45	15	30	33	15	38	34	55	61	106	92
수수료매출	20	30	26	31	29	31	29	37	38	38	28	90	107	126
광고매출	13	25	31	12	25	22	24	28	28	25	68	73	82	99
매출총이익율	25.7	28.2	25.0	26.2	24.3	19.5	19.9	22.9	22.9	23.1	26.0	25.5	26.2	19.6
판관비	299	278	309	318	335	246	251	265	275	275	816	1,060	1,205	1,011
인건비	61	64	62	63	66	65	65	67	71	75	189	225	250	263
지급수수료	86	77	90	90	96	97	96	97	109	109	207	289	343	386
판매수수료	19	15	16	20	23	23	26	30	31	26	34	58	71	101
광고선전비	12	11	15	20	17	17	20	24	17	18	50	47	58	79
판관비율	23.9	29.0	25.4	28.0	24.5	22.6	18.9	22.6	18.7	21.6	22.5	25.2	26.4	20.0
영업이익	23	-7	-5	-20	-2	-33	13	4	63	18	128	12	-9	-18
영업이익율	1.8	-0.8	-0.4	-1.8	-0.2	-3.0	1.0	0.3	4.3	1.4	3.5	0.3	-0.2	-0.4
세전이익	26	-10	-1	-18	15	-57	15	-38	65	27	163	25	-2	-65
세전이익율	2.1	-1.0	-0.0	-1.6	1.1	-5.2	1.1	-3.2	4.4	2.1	4.5	0.6	-0.0	-1.3
당기순이익	18	-9	-1	-11	14	-61	18	-25	51	22	18	7	-3	-54
당기순이익율	1.5	-1.0	-0.1	-1.0	1.0	-5.6	1.4	-2.2	3.5	1.7	0.5	0.2	-0.1	-1.1

자료: 에스24, DB금융투자

도표 65. 주요 관심 지표

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
재고자산	239	209	N/A	265	331	293	289	316	318
매출채권	109	124	N/A	137	615	170	216	260	242
토지	174	174	N/A	271	652	271	271	271	271
설비자산	49	46	N/A	131	302	126	145	168	165
건설중인자산		21	N/A		2	6	3	1	4
순현금	135	164	N/A	297	-561	392	345	328	31
단기금융자산	8	6	N/A	227	192	255	94	442	100
현금및현금성자산	126	158	N/A	108	127	177	393	73	108
이자발생부채(A)			N/A	38	880	40	142	188	177
단기차입금			N/A		622	40	142	188	177
유동성장기부채			N/A	30	108				
장기차입금			N/A	8	150				
이자비용(B)			N/A	1	3	5	2	6	7
차입금 금리(B/A)			N/A	3.5%	0.3%	12.1%	1.2%	3.3%	3.8%

자료: 에스24, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	137	103	110	113	103
현금및현금성자산	13	18	39	7	11
매출채권및기타채권	61	17	22	26	24
재고자산	33	29	29	32	32
비유동자산	146	68	77	89	101
유형자산	96	40	42	44	44
무형자산	32	8	8	8	7
투자자산	11	9	15	25	34
자산총계	284	171	187	202	204
유동부채	182	86	104	118	128
매입채무및기타채무	67	40	47	53	68
단기차입금및단기차대	62	4	14	19	18
유동성장기부채	11	0	0	0	0
비유동부채	25	7	8	8	9
사채및장기차입금	15	0	0	0	0
부채총계	207	93	112	126	137
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	38	39	37	35	31
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	77	78	75	76	68

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	17	25	11	4	13
당기순이익	2	0	0	0	0
현금유출이없는비용및수익	13	19	17	14	17
유형및무형자산상각비	3	3	4	4	4
영업관련자산부채변동	-4	-3	7	2	10
매출채권및기타채권의감소	-1	-1	-3	-5	2
재고자산의감소	0	-7	1	-1	0
매입채무및기타채무의증가	-4	7	2	0	-1
투자활동현금흐름	-25	3	2	-39	-6
CAPEX	1	2	4	4	3
투자자산의순증	-11	3	-6	-10	-9
재무활동현금흐름	10	-23	8	3	-3
사채및차입금의 증가	89	-84	9	4	-1
자본금및자본잉여금의증가	35	-2	-3	-2	-2
배당금지급	-2	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	2	5	22	-32	3
기초현금	11	13	18	39	7
기말현금	13	18	39	7	11

자료: 예스24, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	356	363	421	457	506
매출원가	281	269	314	337	407
매출총이익	75	94	107	120	99
판매비	72	82	106	120	101
영업이익	3	13	1	-1	-2
EBITDA	6	16	5	3	3
영업외손익	1	4	1	1	-4
금융손익	0	0	0	0	0
투자손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	1	3	1	1	-4
세전이익	4	16	2	0	-6
중단사업이익	12	-11	0	0	0
당기순이익	14	2	1	0	-5
지배주주지분순이익	14	2	1	0	-5
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	15	2	-1	3	-6
증감률(%YoY)					
매출액	NA	2.0	15.9	8.5	10.9
영업이익	NA	281.4	-90.7	작전	적지
EPS	NA	-87.6	-63.4	적전	적지

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	833	103	38	-5	-305
BPS	4,476	4,470	4,289	4,365	3,901
DPS	100	120	120	120	120
Multiple(배)					
P/E	8.4	88.7	156.6	NA	NA
P/B	1.6	2.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	28.8	7.4	12.5	18.4	31.4
수익성(%)					
영업이익률	0.9	3.5	0.3	-0.2	-0.4
EBITDA마진	1.7	4.5	1.3	0.7	0.5
순이익률	4.0	0.5	0.2	-0.1	-1.1
ROE	18.5	2.4	0.9	-0.4	-7.5
ROA	5.0	0.8	0.4	-0.1	-2.7
ROC	0.8	5.6	0.3	-1.0	-1.2
안정성및기타					
부채비율(%)	268.7	119.4	149.4	165.6	201.4
이자보상배율(배)	11.9	26.1	6.7	-1.5	-2.7
배당성향(배)	12.1	111.9	302.4	-741.0	-38.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 정확히 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 투자자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 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 투자자의견은 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

예스24 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	-------	------	--------------------	----	-------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 66,700원(09/20)

덴티움(145720): 중국만 있는게 아닙니다

Analyst 유현재 / Jay.yoo@db-fi.com

개요

00년 설립, 17년 코스피 시장에 상장한 덴티움은 국내 임플란트 시장점유율 2위의 기업이다. 15년 이상의 장기 임상 데이터를 보유, 이를 바탕으로 중국, 인도, 동남아 등 해외 시장에서 빠르게 사업을 확장하고 있다. 1H19 기준 매출비중은 치과용 임플란트 87.9%, 장비(Digital Dentistry) 5.2%, 합성골(Regeneration) 5.1%, 기타 1.8%로 구성되어있다.

투자포인트

중국, 인도, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 신흥국의 Value 세그먼트에서 매출이 빠르게 확대되어 수출 비중은 15년 55%, 17년 65%, 18년 73%로 증가 추세이다. 덴티움은 상해, 북경, 광저우 판매 법인과 현지 달러를 통해 1선/2선 도시를 위주로 영업을 진행 중이며, 20년에는 3선 지역으로 영업을 확대할 계획이다. 19년 연말에는 중국 생산 법인의 제조 인허가가 기대되어, 향후 현지 수요 증가에 따라 탄력적인 대응이 가능할 전망이다.

개요

19년, 20년 매출액을 각각 2,522억원 (+35.4% YoY), 3,171억원 (+25.7% YoY)으로 전망한다. M/S 2위를 기록 중인 중국 매출액은 17년 이후 40% 이상의 매출 성장률을 기록, 20년 매출 성장률은 조사가관 시장성장률 전망치 20%를 적용하여 추정하였다. M/S 1위를 차지하고 있는 인도에서도 올해와 내년 각각 78%, 50% 성장할 것으로 전망한다. 기타 신흥국은 아직까지 매출 기여도는 제한적이지만 빠르게 성장하고 있는 시장이므로, 외형성장과 함께 수익성 개선이 기대된다. 현재 주가는 19, 20년 예상 실적 기준 PER 각각 20.0배, 15.6배 수준으로 경쟁사 대비 낮은 수준이다.

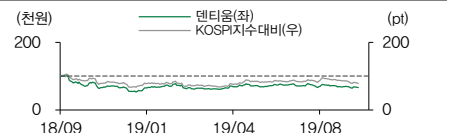
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec					
매출액	82	95	120	151	186
(증가율)	10.8	15.9	26.3	25.8	23.2
영업이익	18	17	29	41	42
(증가율)	-14.3	-5.6	70.6	41.4	2.4
지배주주순이익	17	14	20	30	34
EPS	1,542	1,308	1,788	2,716	3,095
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	28.1/12.0	32.8/17.0
PBR (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	5.2/2.2	5.8/3.0
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	18.3/8.9	27.5/16.2
영업이익률	22.0	17.6	23.8	27.3	22.5
ROE	41.2	32.4	33.7	26.0	19.2

Stock Data

52주 저/최고	53,100/101,000원
KOSDAQ /KOSPI	649/2,092pt
시가총액	7,383억원
60일-평균거래량	34,103
외국인지분율	28.8%
60일-외국인지분율변동주이	+0.3%p
주요주주	정성민 외 7 인 19.1%



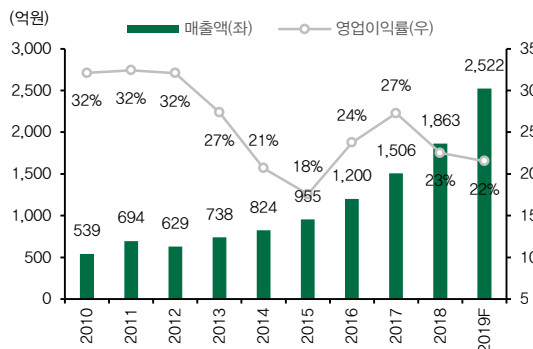
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-7.4	-12.6	-32.4
상대기준	-13.2	-10.9	-24.9

개요

00년 설립, 17년 코스피 시장에 상장한 덴티움은 국내 임플란트 시장점유율 2위의 기업이다. 15년 이상의 장기 임상 데이터를 보유, 이를 바탕으로 중국, 인도, 동남아 등 해외 시장에서 빠르게 사업을 확장하고 있다. 1H19 기준 매출비중은 치과용 임플란트 87.9%, 장비(Digital Dentistry) 5.2%, 합성골(Regeneration) 5.1%, 기타 1.8%로 구성되어있다. 장비, 합성골 매출 비중을 점진적으로 확대하여 각각 20%, 15%를 달성, 사업 구조를 다변화할 계획이다.

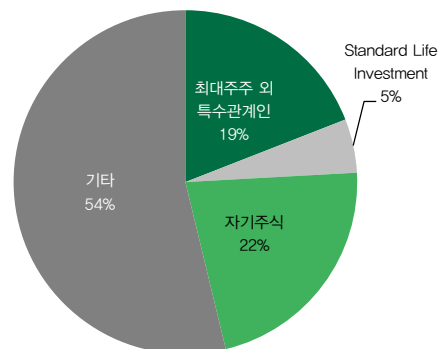
19년 2월 약 1,200억원을 투자한 광고 본사 사옥과 공장이 준공되었다. 매출액 기준 생산능력은 국내 2,800억원, 미국 100억원이며 중국(100억원), 베트남(300억원) 생산 법인은 설비 투자를 마치고 19년 말 이후 인허가 획득이 기대된다. 해외에는 판매법인 18개, 생산법인 3개, Milling Center 2개를 보유하고 있다. 국내는 영업 조직을 활용한 직판, 해외는 현지 사정에 따라 직판과 현지 딜러를 통해 제품을 공급 중이다.

도표 66. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 덴티움, DB금융투자

도표 67. 주요 주주 현황 (2019 기준)



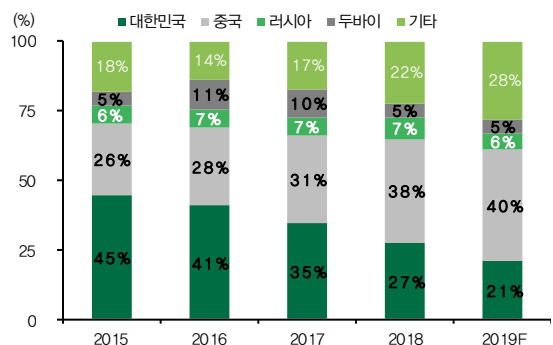
자료: 덴티움, DB금융투자

도표 68. 주요 연혁

일자	내용
2000	(주)비오스텍 설립, 군포 공장 설립
2002	(주)덴티움 상호변경, 우량 중소기업 선정
2003	CE 인증 획득, 기업부설연구소 설립
2004	FDA 인증 획득, Dentium USA 설립
2005.06	미주시장 수출 개시
2006	유럽 CE 인증 획득, 대만 인증 획득 및 대만 수출 개시
2007	Health Canada 인증 획득
2009.07	중국 판매 법인 (Dentium China) 설립
2015.01	인도 판매 법인 (Implantium India) 설립
2015.03	전문경영인 체제 전환 (강희택, 김용근 각자 대표이사 취임)
2017.03	코스피 시장 상장
2019.02	수원 광고 본사 사옥 준공

자료: 덴티움, DB금융투자

도표 69. 지역별 매출 비중



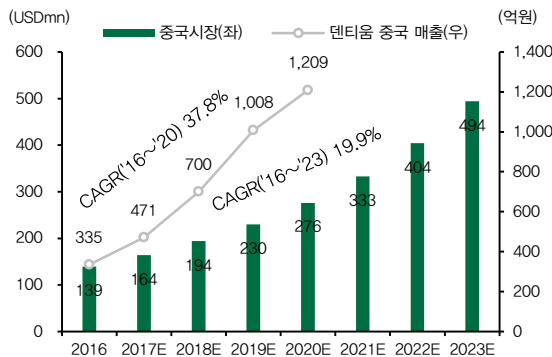
자료: 덴티움, DB금융투자

투자포인트: 해외 판매 호조

프리미엄 세그먼트에 포지션 중인 글로벌 임플란트 경쟁사들 대비 덴티움은 60~70% 수준의 가격 경쟁력을 보유하고 있으며, 품질 격차도 상당 부분 축소된 것으로 판단된다. 중국, 인도, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 신흥국의 중고가 시장인 Value 세그먼트에서 매출이 빠르게 확대되어 수출 비중은 15년 55%, 17년 65%, 18년 73%로 증가 추세이다. 인도를 비롯한 기타 신흥국에서는 전년 동기 대비 매출이 2배 수준의 성장이 지속되고 있어, 고정비 부담이 완화되고 있다. 미국, 독일 등 상대적으로 판가가 높은 것으로 추정되는 선진국에서는 흑자를 기록 중이다.

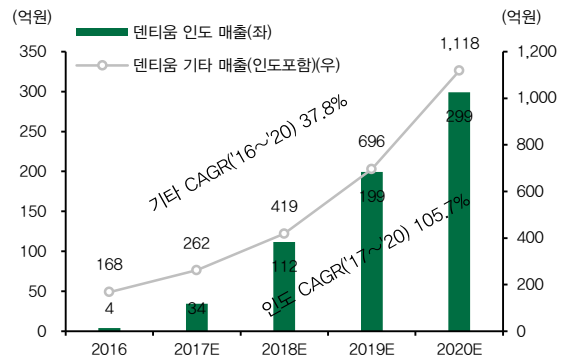
중국 시장 시장점유율 2위를 기록중인 덴티움은 상해, 북경, 광저우 판매 법인과 현지 딜러를 통해 1선/2선 도시를 위주로 영업을 진행 중이며, 20년에는 3선 지역으로营业을 확대할 계획이다. 2019년 연말에는 중국 생산 법인의 제조 인허가가 기대되어, 향후 현지 수요 증가에 따라 탄력적인 대응이 가능할 전망이다. 중국의 중간 연령은 1970년 19.3세에서 2018년 37.3살로 급격하게 증가하였다. 하지만 중국내 임플란트 식립율은 여전히 선진국 대비 매우 낮은 수준이며, 연평균 시장성장률은 20% 수준으로 글로벌 시장(2016~2023 CAGR 8.2%) 대비 빠르게 성장하고 있다.

도표 70. 중국 임플란트 시장 전망 및 덴티움 중국 매출추이



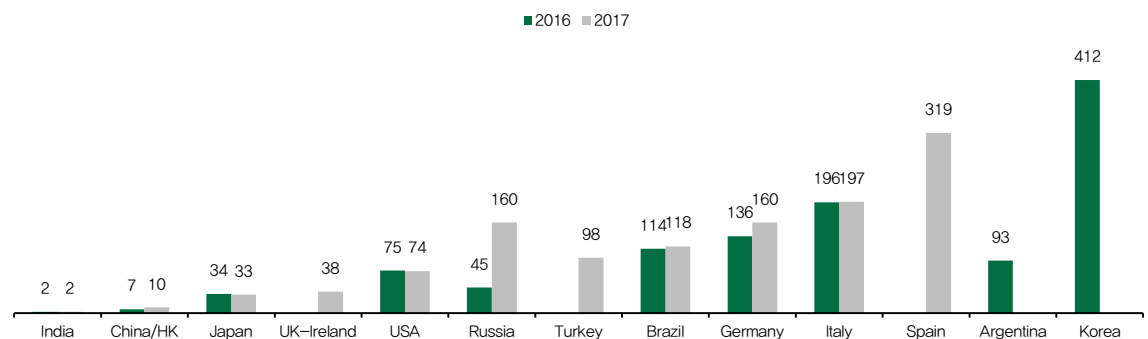
자료: MFG 2014 (덴티움 재인용), DB금융투자

도표 71. 인도 및 기타 국가 매출추이 및 전망



자료: 덴티움, DB금융투자

도표 72. 인구 1만명 당 임플란트 식립 현황



자료: Staumann IR Book, DB금융투자

도표 73. 주요 지역별 현지 법인 실적 현황

(단위: 억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2015	2016	2017	2018
중국 +	매출액	79	120	129	134	134	177	195	195	192	264	276	345	472	701
	영업손익	-3	6	7	-1	3	18	14	15	11	36	-17	-7	7	50
	당기순손익	-1	6	8	0	3	13	10	11	9	26	-26	-13	12	38
인도	매출액	3	13	7	12	17	30	30	34	40	58		4	34	112
	영업손익	-2	2	-4	-3	2	1	5	7	17	-4		-5	-8	16
	당기순손익	-2	1	-4	-2	1	1	5	1	19	-4		-5	-7	9
기타 신흥국	매출액	13	11	13	6	15	21	30	25	36	48	7	20	43	91
	영업손익	1	-4	6	-7	-3	4	0	-15	2	-11	-0	-6	-4	-14
	당기순손익	0	-4	6	-2	-3	3	2	-12	-1	-10	-0	-7	-0	-11
베트남	매출액					0	0	3	7	3	17				10
	영업손익					-1	-1	-2	-2	-1	0				-6
	당기순손익					-1	-1	-1	-1	-1	-0				-4
인도 네시아	매출액	2	1	2	2	3	3	4	5	9	3			7	14
	영업손익	-1	-1	-1	-1	-1	1	-1	2	-3	-5			-3	1
	당기순손익	-1	-1	-1	-0	-1	1	-1	1	-3	-5			-3	0
말레 이시아	매출액	2	3	3	3	4	5	5	6	7	7	1	5	11	20
	영업손익	0	-0	-0	0	0	0	-0	0	2	1	-0	-2	-0	0
	당기순손익	-0	-0	-0	0	0	0	-1	0	2	1	-0	-2	-1	-0
태국	매출액	9	7	7	1	5	10	12	2	8	12	7	15	24	29
	영업손익	1	-3	8	-5	-1	4	3	-15	2	-3	-0	-4	1	-9
	당기순손익	1	-3	8	-2	-1	3	3	-14	2	-3	-0	-4	4	-8
터키	매출액					3	4	5	5	10	9			0	17
	영업손익					-0	0	0	-0	3	-4			-1	-0
	당기순손익					-0	-0	0	2	-1	-3			-1	2
미국	매출액	11	10	12	11	10	13	13	13	11	13	0	14	44	48
	영업손익	2	2	-1	6	1	4	4	3	2	2	-2	4	9	11
	당기순손익	2	2	-1	3	1	3	4	3	2	2	-2	1	5	11
독일	매출액	8	9	6	7	9	10	12	19	16	21	12	22	29	50
	영업손익	1	1	-1	2	0	-1	-1	-0	0	-0	-1	2	3	-2
	당기순손익	1	1	-1	2	0	-1	-1	-0	1	-0	-1	2	3	-1
아랍 에미 레이트	매출액	34	37	41	42	13	18	7	14	9	18	53	128	155	52
	영업손익	1	2	5	2	-1	1	-1	-0	-1	-14	2	11	10	-2
	당기순손익	1	2	5	2	-1	1	-1	-0	-1	-14	1	10	10	-2

주: 중국 5개 법인, 기타 신흥국 (베트남, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 터키 법인 등 현지 법인 계정별 단순 합계
자료: DB금융투자

실적과 의견

19년 매출액 2,522억원 (+35.4% YoY), 영업이익 543억원 (+29.5% YoY)를 전망한다. 4Q18 원가율 상승 및 인건비, 광고선전비 등 판관비 증가로 인해 시장 기대치를 하회하는 수익성을 기록하였다. 19년 상반기에는 수출 호조로 전년 동기 대비 매출이 39% 증가하여, 고정비 부담이 감소하고 수익성이 회복되는 것을 확인하였다. 광고 본사 준공에 따른 감가상각비는 전년대비 70억원 증가, 생산능력 확대 로 인건비는 전년대비 100억원 증가할 것으로 추정된다.

20년 매출액은 3,171억원 (+25.7% YoY)으로 전망한다. M/S 2위를 기록중인 덴티움의 중국 매출액은 17년 이후 매년 40% 이상의 높은 매출 성장률을 기록 중이며, 2020년 매출 성장률은 조사기관 시장 성장을 전망치 20%를 적용하여 추정하였다. M/S 1위를 차지하고 있는 인도에서도 올해와 내년 각각 78%, 50% 성장할 것으로 전망한다. 말레이시아, 베트남, 인도네시아, 태국, 터키 등 기타 신흥국 매출 기여도는 제한적이지만 빠르게 성장하는 시장이므로, 외형성장과 함께 수익성 개선이 기대된다.

도표 74. 덴티움 실적 테이블

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	409	473	462	519	533	689	601	699	955	1,200	1,506	1,863	2,522	3,171
(사업부문별)														
치과용 임플란트	370	421	424	466	480	594	531	613	859	1,076	1,346	1,682	2,218	2,784
치과용 장비	13	25	8	20	16	47	29	39	25	34	65	66	132	171
치과용 합성골 등	23	23	25	27	29	33	31	36	54	68	76	98	130	164
크라운 등	1	1	1	3	1	4	2	3	7	5	4	6	11	14
치과 시술용 기자재 등	1	1	1	2	5	7	4	5	5	12	10	5	20	25
서비스 등	1	2	3	2	2	3	3	3	5	4	5	7	11	14
(지역별)														
대한민국	134	114	113	148	122	135	109	160	425	488	521	509	526	536
중국	132	185	186	198	193	268	262	285	244	335	471	700	1,008	1,209
러시아	34	59	22	22	57	47	24	24	61	81	98	138	152	160
두바이	22	26	18	33	27	59	19	36	49	128	155	98	140	147
인도	17	30	30	34	40	58	45	56	-	4	34	112	199	299
기타	68	61	94	85	95	122	141	138	176	164	227	307	496	819
매출원가	119	128	125	183	169	232	201	233	268	367	440	555	834	1,059
원가율	29.1	27.1	27.1	35.3	31.6	33.7	33.4	33.3	28.0	30.6	29.2	29.8	33.1	33.4
매출총이익	290	345	337	336	364	457	400	466	687	833	1,066	1,308	1,688	2,112
매출총이익율	70.9	72.9	72.9	64.7	68.4	66.3	66.6	66.7	72.0	69.4	70.8	70.2	66.9	66.6
판관비	185	218	236	250	258	302	279	304	519	548	655	888	1,144	1,431
판관비율	45.2	46.0	51.1	48.1	48.5	43.9	46.5	43.5	54.4	45.6	43.5	47.7	45.4	45.1
영업이익	105	128	101	86	106	155	121	162	168	285	411	420	543	680
영업이익율	25.7	27.0	21.9	16.6	19.9	22.5	20.1	23.2	17.6	23.8	27.3	22.5	21.5	21.5
세전이익	115	140	78	87	111	126	106	147	174	264	359	420	490	630
세전이익율	28.1	29.6	16.9	16.8	20.9	18.3	17.6	21.1	18.2	22.0	23.8	22.5	19.4	19.9
당기순이익	95	112	68	67	92	89	84	117	145	200	303	343	381	490
당기순이익율	23.3	23.7	14.7	13.0	17.2	12.9	13.9	16.7	15.2	16.7	20.1	18.4	15.1	15.5

자료: 덴티움, DB금융투자

도표 75. 주요 관심 지표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
토지	38	79	79	96	91	79	285	605	696	658
설비자산	133	150	144	134	280	418	434	544	754	1,968
건설중인자산	5	0	0	3	0	162	122	358	1,030	129
순현금	-187	-220	-280	-200	-501	-633	-673	-431	-1,698	-2,080
단기금융자산	13	9	16	14	2	12	15	12	17	60
현금및현금성자산	11	15	37	27	38	53	91	532	218	388
이자발생부채(A)	212	244	333	241	542	698	779	974	1,933	2,528
단기차입금	200	230	287	195	403	447	557	443	669	671
유동성장기부채	0	1	5	0	40	30	23	34	271	521
장기차입금	11	13	40	46	99	221	199	497	993	1,336
이자비용(B)	15	7	2	4	6	11	10	4	14	19
차입금 금리(B/A)	7.2%	2.7%	0.7%	1.6%	1.1%	1.5%	1.2%	0.4%	0.7%	0.8%

자료: 덴티움, DB금융투자

벨류에이션 매력

덴티움의 현재 시가총액은 19년 기준 20.0배, 20년 기준 15.6배 수준이다. 17~18년 평균 22.3배 대비 낮은 수준이며, 국내외 경쟁사의 예상 PER 25.8배, 21.6배와 비교해도 낮은 수준이다. 매출 성장 둔화 및 수익성 저하에 대한 우려로 인해 peer group 대비 낮은 벨류에이션을 받고 있는 것으로 판단되나, 해외 시장의 성장성이 확인되며 벨류에이션 디스카운트가 해소될 가능성이 높다고 판단한다.

도표 76. 국내외 임플란트 Peer Group

(단위: 배, %)

Company	덴티움	평균	오스템 임플란트	디오	ZIMMER BIOMET	STRAUMANN	DENTSPLY SIRONA	DANAHER
MKT cap (mil.\$)	641		550	574	28,691	13,220	11,364	103,538
2018	26.1	55.2	99.1	58.2	적자	35.8	적자	27.6
PER 2019E	20.0	25.8	21.5	25.7	17.9	38.2	21.2	30.1
2020E	15.6	21.6	15.8	21.1	16.8	31.7	18.9	25.5
매출액 증가율 2018	24	8	16	-4	2	23	0	9
2019E	35	12	18	35	0	17	0	4
2020E	26	12	14	22	3	15	3	18
영업이익 증가율 2018	2	-20	43	-66	-96	22	-39	14
2019E	29	1098	31	333	6355	19	-176	29
2020E	25	22	39	33	4	17	11	27
EBITDA 증가율 2018	3	-12	34	-50	-42	23	-50	11
2019E	41	25	21	197	148	22	-241	5
2020E	23	20	34	28	6	19	8	27
당기순이익 증가율 2018	13	-28	26	-45	-121	-2	-35	6
2019E	11	-17	139	378	-526	24	-149	31
2020E	29	20	35	22	6	20	16	17

자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	65	72	92	149	170
현금및현금성자산	4	5	9	53	22
매출채권및기타채권	42	40	53	58	93
재고자산	17	24	26	35	46
비유동자산	48	79	95	162	267
유형자산	42	66	84	150	247
무형자산	3	3	2	2	2
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	114	151	187	311	437
유동부채	62	79	96	97	140
매입채무및기타채무	7	10	13	13	21
단기차입금및단기차대	40	45	56	44	67
유동상장기부채	4	3	2	3	27
비유동부채	10	22	22	51	102
사채및장기차입금	10	22	20	50	99
부채총계	73	102	118	148	242
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	5	5	5	49	49
이익잉여금	69	77	98	127	160
비지배주주지분	0	0	0	1	1
자본총계	41	49	69	162	195

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	10	15	18	22	-1
당기순이익	17	14	20	30	34
현금유출이없는비용및수익	9	15	22	22	26
유형및무형자산상각비	3	4	4	5	5
영업관련자산부채변동	-8	-7	-10	-17	-44
매출채권및기타채권의감소	-4	-1	0	-12	-31
재고자산의감소	-4	-8	-3	-13	-15
매입채무및기타채무의증가	0	-1	-3	5	3
투자활동현금흐름	-21	-28	-19	-74	-112
CAPEX	22	28	18	72	107
투자자산의순증	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	13	15	5	96	80
사채및차입금의 증가	30	16	8	20	96
자본금및자본잉여금의증가	0	0	-1	44	-1
배당금지급	0	0	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	1
현금의증가	2	2	4	44	-31
기초현금	2	4	5	9	53
기말현금	4	5	9	53	22

자료: 덴티움, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	82	95	120	151	186
매출원가	24	27	37	44	56
매출총이익	58	69	83	107	131
판매비	38	48	50	60	80
영업이익	18	17	29	41	42
EBITDA	21	20	32	46	47
영업외손익	2	0	-2	-5	0
금융손익	0	0	-1	-4	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	0	-1	-1	0
세전이익	19	17	26	36	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	14	20	30	34
지배주주지분순이익	17	14	20	30	34
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	17	15	19	29	34
증감률(%YoY)					
매출액	11.6	15.9	25.7	25.5	23.7
영업이익	-14.6	-7.4	70.1	44.0	2.2
EPS	12.1	-15.1	36.7	51.9	13.9

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	1,542	1,308	1,788	2,716	3,095
BPS	3,687	4,384	6,234	14,622	17,535
DPS	70	100	100	150	150
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	22.9	18.6
P/B	NA	NA	NA	4.3	3.3
EV/EBITDA	NA	NA	NA	16.0	17.2
수익성(%)					
영업이익률	22.0	17.6	23.8	27.3	22.5
EBITDA마진	25.1	21.3	27.1	30.5	25.2
순이익률	20.7	15.2	16.7	20.1	18.4
ROE	42.8	32.3	33.8	26.1	19.2
ROA	17.1	11.0	11.8	12.2	9.2
ROC	17.2	11.5	14.2	16.6	10.6
안정성및기타					
부채비율(%)	177.4	208.9	169.8	91.3	124.3
이자보상배율(배)	29.6	15.9	29.7	97.0	30.4
배당성향(배)	2.5	4.2	3.0	4.3	3.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 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 투자의견은 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

덴티움 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

RA 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조운호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo



산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체	어규진 연구위원	3713	-
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20



본 사

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

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고윤손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WME타워 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 (CBS7기독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중원빌딩 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 (대우트럼프스퀘어 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)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 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.