



스몰캡 김재윤
jy.kim@ktb.co.kr



스몰캡 김영준
yjkim311@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가
AJ렌터카(068400)	BUY	1.6만원
다날(064260)	N/R	
도이치모터스(067990)	N/R	
APS홀딩스(054620)	N/R	
씨아이에스(222080)	BUY	3,000원
예스24(053280)	N/R	
필링크(064800)	N/R	
휴비츠(065510)	N/R	

Mid/Small Cap

2020 테마와 실적에 주목하라

Issue

2020년 중소형주 유효 전략 및 테마 제시

Pitch

2020년 ①상반기는 테마, ②연간으로 실적 기반의 중소형주 대응 전략 추천. 2020년 총선 전까지 테마/종목장 이어질 것으로 전망하며, 연간 실적 성장이 기대되는 5개 종목에 대한 bottom up 전략 추천

Rationale

- 2019년 하반기 심화된 테마 장세는 2020년 총선이 진행되는 4월까지 이어질 가능성이 높음. 총선은 코스닥 지수 보다 거래대금에 영향을 미치며, 이는 빠른 테마 순환매를 동반한 종목장에 대한 가능성을 높이는 요소
- 2020년 중소형주 대응 전략으로 테마와 실적 두 가지 측면의 종목 제시

1) KTB 스몰캡팀은 총선 전, 중소형주 대응전략으로 ①짧고 기민한 테마 대응 전략을 추천. 해당 기간동안 부각받을 가능성이 높은 테마로 암호화폐, 소재국산화(소부장 지원), 2차 전지장비를 제시

- 암호화폐: 다날(064260)
- 소재국산화: APS홀딩스(054620)
- 2차전지장비: 씨아이에스(222080)

2) 투자에 대한 가장 중요한 요소인 실적은 시시각각 변하는 중소형주 시장의 변하지 않는 투자 Factor. 이는 종목별 변동성이 컸던 2019년도 유효. 2020년 연간 실적 성장이 기대되는 5개 종목에 대한 bottom up 전략 추천

- AJ렌터카(068400)
- 도이치모터스(067990)
- 예스24(053280)
- 필링크(064800)
- 휴비츠(065510)

CONTENTS

03	I. Summary & Focus Charts
06	II. 2019 Mid/Small cap Review 2019년 중소형주 시장의 대주제 : '테마와 순환매'
09	III. 2020 중소형주 시장 대응 전략 III-1. 2020년 상반기, 짧고 기민하게 대응하라 III-2. 실적, 배신하지 않는 투자 Factor
17	IV. 종목별 투자의견
18	AJ렌터카(068400)
21	다날(064260)
24	도이치모터스(067990)
27	APS홀딩스(054620)
30	씨아이에스(222080)
33	예스24(053280)
36	필링크(064800)
40	휴비츠(065510)

I. Summary & Focus Charts

2019년 다사다난(多事多難) 했던 코스닥 시장이 마무리되는 시기에 KTB 스몰캡팀은 지난 코스닥 시장에 대한 리뷰를 통한 2020년 중소형주 대응 전략을 제시하고자 한다. 하반기에 들어서며 큰 폭의 하락을 기록한 코스닥 시장은 최저점(551.5pt) 이후, 반등에 성공하며 테마별 빠른 순환매와 섹터/테마별로 쏠리는 수급이 겹치며 종목장세가 연출되었다. 다양한 테마주가 부각 받으며 연간 15개 이상의 테마가 혼재하는 양상을 보였으며, 이러한 현상은 하반기에 들어서며 심화되어 상반기 대비 짧은 테마 상승기간과 수급 쏠림 현상을 보였다.

그렇다면 2019년 연말 이후, 2020년 상반기까지의 중소형주 시장은 어떻게 예측할 수 있을까? 2020년 중소형주 장 색깔은 4월로 다가오는 총선에 힌트를 얻을 수 있다. 결론부터 밝히자면, 2019년 하반기 심화된 테마 장세는 2020년 총선이 진행되는 4월까지 이어질 가능성이 높다. 2000년 이후 5번의 총선 당시 월별 코스닥 지수를 살펴본 결과, 4월 총선 전후의 유의미한 상승이나 하락은 파악되지 않는다. 총선 당일 기준 1~3개월전의 지수 상승률은 평균 1M -3.4%, 2M +2.4%, 3M -0.1%이며, 총선 이후 1~3개월후 지수 상승률은 평균 1M 0.5%, 2M -1.9%, 3M -5.3%를 기록했다. 이는 총선 이전 유의미한 상승을 보인 코스피 지수와 대조적인 모습이다.

반면, 코스닥 월별 거래대금은 총선 전 1~3개월이 타 기간 대비 높은 수치를 기록했다. 즉, 총선은 코스닥 지수 보다 거래대금에 영향을 미치는 요소로 분석할 수 있으며, 부진한 지수 대비 높은 거래대금은 빠른 테마 순환매를 동반한 종목장에 대한 가능성을 높이는 요소이다. 따라서 2019년 하반기 심화된 테마 장세가 총선까지 지속될 가능성이 높다.

KTB 스몰캡팀은 총선 전까지 중소형주 대응전략으로 짧고 기민한 테마 대응 전략을 추천한다. 그리고 해당 기간동안 부각받을 가능성이 높은 테마로 암호화폐, 소재국산화(소부장 지원), 2차전지장비를 제시한다.

앞서 2020년 상반기까지 중소형주 시장에 대한 빠른 테마 대응 전략을 제시했으나, 투자에 대한 가장 중요한 요소인 '실적'은 시시각각 변하는 중소형주 시장에서의 변하지 않는 투자 Factor이다. 이는 개별 종목별 변동성이 컸던 2019년도 유효했다. 코스닥 전체 기업에 대한 실적 분석 결과, 2019년 1~2분기 매출액과 영업이익이 모두 YoY 증가한 코스닥 종목은 총 282개이며 해당 종목들은 연초 이후 +29.3% 상승하며 지수대비 +30.7%p 아웃퍼폼하였다.

따라서 KTB 스몰캡팀은 2020년을 대비한 중소형주 연간 투자 전략으로 2020년 실적 성장이 기대되는 종목을 제시한다.

Focus

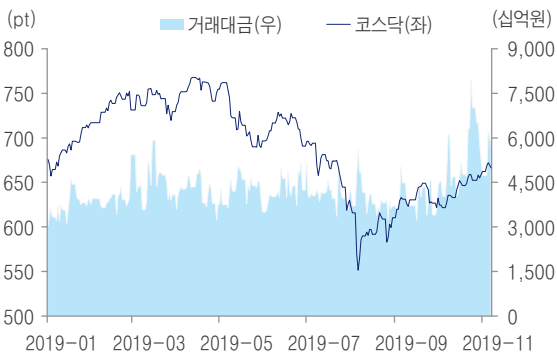
Chart 01 2019 코스닥 테마 흐름



Source: Dataguide, KTB투자증권

Focus

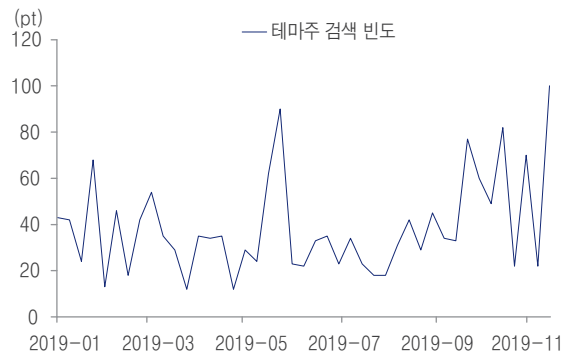
Chart 02 2019년 코스닥 지수 및 거래대금 추이



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Focus

Chart 03 Google Trend '테마주' 검색 빈도



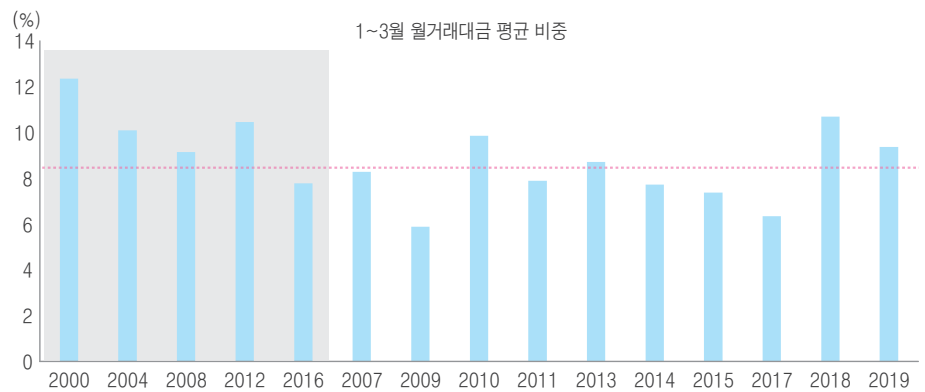
Source: Google, KTB투자증권

Focus
Chart 04 총선 전후, 지수 상승률(코스닥)

총선일자	D-3M	D-2M	D-1M	D+1M	D+2M	D+3M
2000-04-13	-8.4%	-20.4%	-26.4%	35.8%	-15.0%	-20.2%
2004-04-15	-0.9%	2.5%	8.1%	-7.5%	-10.8%	-17.3%
2008-04-09	-8.1%	1.5%	1.3%	-1.2%	-0.4%	-1.2%
2012-04-11	-7.8%	-8.3%	-10.2%	11.3%	2.0%	-4.7%
2016-04-13	3.3%	14.0%	0.6%	-0.6%	1.7%	1.9%

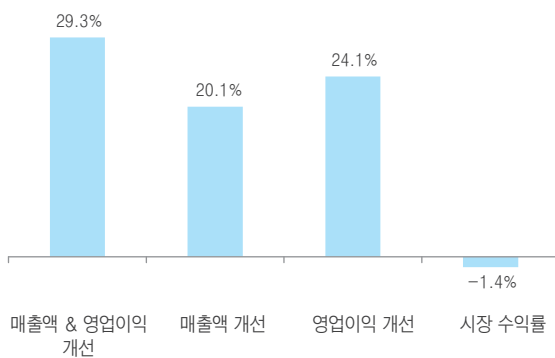
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Focus
Chart 05 총선 vs 비총선 해의 총선 전 거래대금 비중 비교



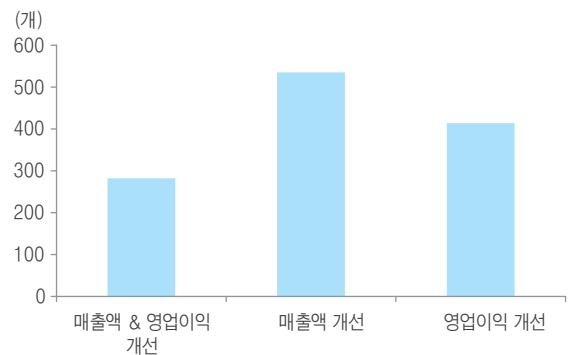
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Focus
Chart 06 2019년 실적 개선주 퍼포먼스 비교



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Focus
Chart 07 2019년 실적 개선주 현황



Source: Quantiwise, KTB투자증권

II. 2019 Mid/Small cap Review

2019년 중소형주 시장의 대주제 : ‘테마와 순환매’

연초 5G, IT 중심의 상승을 보이던 코스닥 시장은 하반기에 들어서며 큰 폭의 하락을 기록하며 8월 연중 최저점(551.5pt)를 기록하였다. 시장은 다시 600pt를 넘어서며 반등에 성공하였으나, 테마별 빠른 순환매와 섹터/테마별로 쏠리는 수급이 겹치며 종목장세가 연출되었다.

다양한 테마주가 부각 받으며 연간 15개 이상의 테마가 혼재하는 양상을 보였다. 연초 시작된 5G, 수소차, 남북경협부터 미세먼지, 그래핀, 돼지열병, 수능(정시확대), 핑크퐁, 애국, 암호화폐, AI(손정의 테마), 방탄소년단, 소부장(국산화), 폴더블 등 많은 테마가 등장했다. 또한 이러한 현상은 하반기에 들어서며 심화되어, 상반기 대비 짧은 테마 상승기간과 수급 쏠림 현상을 보였다.

특히, 코스닥 시총 상위 바이오로 수급이 쏠리기 시작했다. 코스닥 지수 반등이 시작된 9월 이후, 시총 상위 5개 바이오에 대한 거래대금은 1.8조원에 육박했으며 이는 코스닥 전체 거래대금의 11.8%에 달했다. 상반기 평균 비중 3.9%와 2018년 연간 평균 비중이 8.5% 수준임을 고려하면, 하반기 수급 쏠림 현상이 확연히 체감된다.

(시총 상위 5개 바이오: 셀트리온헬스케어, 에이치엘비, 헬릭스미스, 메지온, 휴젤)

이러한 장세와 더불어 각 증권사의 대응도 빠른 테마 순환매에 집중되었으며, KTB 스몰캡팀의 2019년 전략 또한 시장 상황을 대응하는 방향으로 진행되었다. 2019년 연간 발행된 7개의 full report 중 5개의 report가 테마에 대한 대응이었으며, 발간일 이후 3M 수익률 또한 테마 대응 report가 높은 수익률을 기록했다.

※2019년 발간 Full-report 추천종목 3M 수익률※

- 1)* 1/28 주주행동주의: 수익률 +0.4%, BM대비 +0.3%
- 2)* 5/17 미세먼지: 수익률 +1.1%, BM대비 +11.0%
- 3)* 6/3 미·중 무역분쟁 수혜주: 수익률 -8.4%, BM대비 +2.6%
- 4)* 7/8 리브라 화폐혁명(암호화폐): 수익률 +3.6%, BM대비 +2.6%
- 5) 8/27 시장 급락에 따른 저가매수 전략: 수익률 +0.2%, BM대비 -7.8%
- 6)* 10/7 2차 전지 장비: 수익률 +4.5%, BM대비 -3.2%
- 7) 10/21 수급장은 수급으로 대응한다: 수익률 -1.8%, BM대비 -5.4%

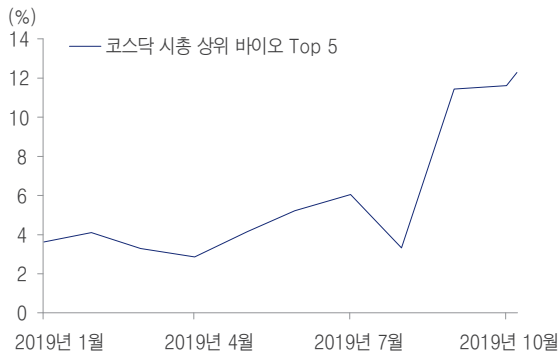
다만, 해당 테마에 대한 수익률은 3개월째 고점을 기록하였으며 3개월 이후의 중장기 수익률은 비교적 부진했다. 즉, 2019년은 테마에 대한 빠른 대응이 유효했던 시기였으며, 특히 이러한 경향은 하반기에 접어들며 더욱 심화되는 모습을 보였다.

Figure 01 2019 코스닥 테마 흐름



Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 02 시총 상위 바이오 주, 코스닥 내 거래대금 비중



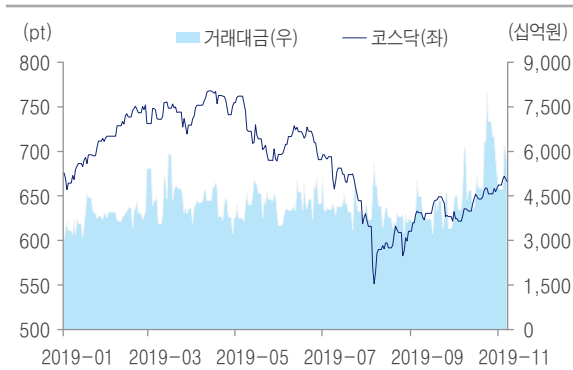
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 03 시총 상위 바이오 거래대금 비교 (단위: 십억원, %)

	코스닥 거래대금	시총 상위 Top 5바이오 거래대금	비중
2019년 1월	3,771	137	3.6
2019년 2월	5,427	223	4.1
2019년 3월	4,081	134	3.3
2019년 4월	3,769	108	2.9
2019년 5월	3,499	145	4.2
2019년 6월	4,241	222	5.2
2019년 7월	4,229	256	6.1
2019년 8월	3,705	123	3.3
2019년 9월	3,607	412	11.4
2019년 10월	5,241	608	11.6
2019년 11월	6,061	744	12.3

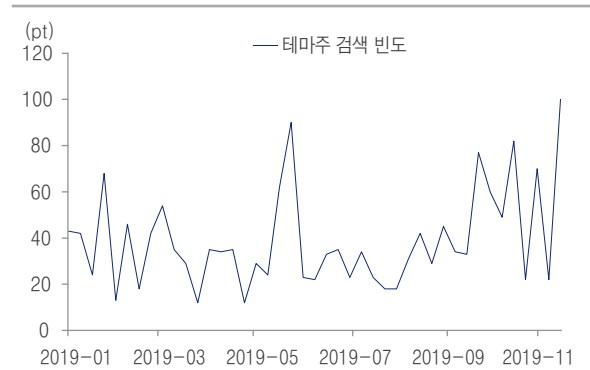
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 04 2019년 코스닥 지수 및 거래대금 추이



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 05 Google Trend '테마주' 검색 빈도



Source: Google, KTB투자증권

Figure 06 스몰캡팀 테마주 요약

(단위: 십억원, 원)

주제	기업	발간일	시가총액	발간일	현재주가	발간 이후 수익률				지수 대비 수익률		
				주가	(11/9)	1M	2M	3M	11/9 누적	1M	2M	3M
주주행동주의	대림산업	2019-01-28	3,243	104,000	93,300	-10.1%	-8.9%	-9.2%	-10.3%	-12.7%	-7.5%	-9.3%
	대한항공	2019-01-28	2,556	34,800	26,950	6.2%	-4.6%	-4.3%	-22.6%	3.6%	-3.1%	-4.4%
	금호석유	2019-01-28	2,267	90,300	76,400	8.9%	2.2%	1.4%	-15.4%	6.2%	3.7%	1.4%
	한진칼	2019-01-28	1,964	28,150	33,450	-7.1%	-8.7%	28.8%	18.8%	-9.7%	-7.2%	28.7%
	삼천리	2019-01-28	346	100,500	85,700	-4.9%	-5.3%	-8.0%	-14.7%	-7.5%	-3.8%	-8.0%
	현대그린푸드	2019-01-28	1,099	13,800	11,400	1.8%	4.3%	-1.1%	-17.4%	-0.8%	5.8%	-1.2%
	사조산업	2019-01-28	198	60,400	38,850	-6.6%	-9.8%	-6.3%	-35.7%	-9.2%	-8.3%	-6.4%
	조광피혁	2019-01-28	258	37,200	38,450	-1.9%	-4.3%	1.5%	3.4%	-4.5%	-2.8%	1.4%
미세먼지	위닉스	2019-01-15	429	15,650	23,850	3.5%	38.0%	67.1%	52.4%	-5.1%	27.4%	54.7%
	케이엠	2019-03-21	76	8,710	7,500	-9.8%	-18.8%	-26.4%	-13.9%	-6.1%	-8.8%	-5.3%
	나노	2019-04-04	57	2,915	2,210	-22.6%	-28.6%	-37.4%	-24.2%	-19.0%	-18.7%	-16.3%
미중무역분쟁	윌텍스	2019-06-03	117	6,810	6,920	6.8%	-8.2%	-1.5%	1.6%	6.8%	3.4%	9.5%
	제이에스코퍼레이션	2019-06-03	191	16,700	14,450	8.1%	-21.0%	-13.5%	-13.5%	8.1%	-9.4%	-2.5%
	알엔투테크놀로지	2019-06-03	90	13,650	13,100	-0.4%	-3.7%	-10.3%	-4.0%	-0.3%	7.9%	0.8%
	씨유메디칼	2019-06-03	43	2,515	2,575	0.2%	-17.9%	-18.5%	2.4%	0.2%	-6.3%	-7.5%
	태평양물산	2019-06-03	138	2,815	2,850	6.6%	2.5%	-0.7%	1.2%	6.6%	14.1%	10.3%
	인바디	2019-06-03	326	25,750	23,600	-1.9%	-6.4%	-6.0%	-8.3%	-1.9%	5.2%	5.0%
암호화폐	다날	2019-06-27	232	3,230	3,550	-6.5%	1.7%	3.6%	9.9%	2.6%	19.5%	15.0%
저가 매수	노바렉스	2019-09-03	196	19,850	21,900	-2.5%	5.8%	4.3%	10.3%	-3.3%	-1.1%	-3.8%
	케이아이엔엑스	2019-09-03	164	34,400	36,000	-7.1%	-8.4%	-9.6%	4.7%	-7.9%	-15.3%	-17.6%
	영풍정밀	2019-09-03	134	8,020	8,320	4.1%	4.5%	6.0%	3.7%	3.4%	-2.4%	-2.1%
	에스24	2019-09-03	115	6,540	6,870	-7.6%	1.1%	0.3%	5.0%	-8.4%	-5.8%	-7.7%
2차 전지 장비	코원테크	2019-10-07	234	26,500	25,400	-0.4%	-	-	-4.2%	-8.1%	-	-
	씨아이에스	2019-10-07	126	2,270	2,340	3.5%	-	-	3.1%	-4.2%	-	-
	이노메트리	2019-10-07	155	29,500	31,600	9.5%	-	-	7.1%	1.8%	-	-
	피앤이솔루션	2019-10-07	141	9,650	9,990	5.2%	-	-	3.5%	-2.5%	-	-
숫 커버링	고려산업	2019-10-21	89	3,580	3,670	1.3%	-	-	2.5%	-2.3%	-	-
	우리손에프앤지	2019-10-21	147	2,155	2,110	-4.9%	-	-	-2.1%	-8.4%	-	-
	우리산업	2019-10-21	197	20,750	21,500	3.4%	-	-	3.6%	-0.2%	-	-
	제이씨케미칼	2019-10-21	123	6,950	5,610	-19.1%	-	-	-19.3%	-22.7%	-	-
	씨티씨바이오	2019-10-21	124	6,140	6,440	6.4%	-	-	4.9%	2.8%	-	-
	오픈베이스	2019-10-21	102	3,120	3,205	2.1%	-	-	2.7%	-1.5%	-	-

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 지수 대비 수익률 계산 시 주주행동주의는 코스피 지수, 나머지는 코스닥 지수로 산출

III. 2020 중소형주 시장 대응 전략

III-1. 2020년 상반기, 짧고 기민하게 대응하라

그렇다면 2019년 연말 이후, 2020년 상반기까지의 중소형주 시장은 어떻게 예측할 수 있을까? 2020년 중소형주 장 색깔은 4월로 다가오는 총선에 힌트를 얻을 수 있다. 결론부터 밝히자면, 2019년 하반기 심화된 테마 장세는 2020년 총선이 진행되는 4월까지 이어질 가능성이 높다.

2000년 이후 5번의 총선 당시 월별 코스닥 지수를 살펴본 결과, 4월 총선 전후의 유의미한 상승이나 하락은 파악되지 않는다. 총선 당일 기준 1~3개월전의 지수 상승률은 평균 1M -3.4%, 2M +2.4%, 3M -0.1%이며, 총선 이후 1~3개월후 지수 상승률은 평균 1M 0.5%, 2M -1.9%, 3M -5.3%를 기록했다. 이는 총선 이전 유의미한 상승을 보인 코스피 지수와 대조적인 모습이다. (코스피 상승률 총선 전: 1M +4.1%, 2M +3.8%, 3M +3.2%, 총선 후: -3.0%, -3.4%, -5.3%)

반면, 코스닥 월별 거래대금은 총선 전 1~3개월이 타 기간 대비 높은 수치를 기록했다. 2000년 이후 5번의 총선 중, 2016년을 제외한 4번의 총선 기간에 기록한 월 거래대금은 연간 평균을 초과했다. 이는 총선이 시행되지 않은 해와 비교 시, 더욱 명확해진다. 2007년~2019년까지 총선기간을 제외한 10년 중, 월 거래대금이 연간 월평균을 초과한 경우는 4번에 불과했다.

즉, 총선은 코스닥 지수 보다 거래대금에 영향을 미치는 요소로 분석할 수 있으며, 부진한 지수 대비 높은 거래대금은 빠른 테마 순환매를 동반한 증폭장에 대한 가능성을 높이는 요소이다. 따라서 2019년 하반기 심화된 테마 장세가 총선까지 지속될 가능성이 높다.

KTB 스몰캡팀은 총선 전까지 중소형주 대응전략으로 짧고 기민한 테마 대응 전략을 추천한다. 그리고 해당 기간동안 부각받을 가능성이 높은 테마로 암호화폐, 소재국산화(소부장 지원), 2차전지장비를 제시한다.

- 1) 암호화폐: 2020년 상반기 중국 국정 암호화폐 및 페이스북 리브라 재부각 전망
 - 다날(064260): 실물 중심의 휴대폰 결제 시장 성장. 암호화폐 결제시스템 페이프로토콜 확장성 부각
- 2) 소재국산화(소부장): 12월, 정부의 소부장 지원기업 선정 발표 및 소재국산화 정책 수혜 예상
 - APS홀딩스(054620): FMM 국산화 사업 성공 가능성 高. 정부 정책의 수혜도 가능할 것
- 3) 2차전지장비: 2020년 유럽 환경규제를 시작으로 글로벌 2차전지 셀 업체들의 증설 모멘텀 부각
 - 씨아이에스(222080): 2020년 2차 전지 핵심 지역은 유럽. Northvolt를 시작으로 증설 수혜 전망

Figure 07 총선 전후, 지수 상승률(코스닥)

총선일자	D-3M	D-2M	D-1M	D+1M	D+2M	D+3M
2000-04-13	-8.4%	-20.4%	-26.4%	35.8%	-15.0%	-20.2%
2004-04-15	-0.9%	2.5%	8.1%	-7.5%	-10.8%	-17.3%
2008-04-09	-8.1%	1.5%	1.3%	-1.2%	-0.4%	-1.2%
2012-04-11	-7.8%	-8.3%	-10.2%	11.3%	2.0%	-4.7%
2016-04-13	3.3%	14.0%	0.6%	-0.6%	1.7%	1.9%

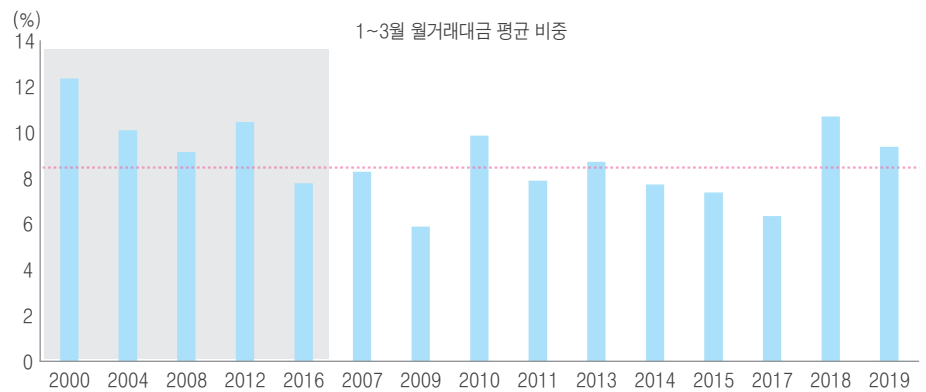
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 08 총선 전후, 지수 상승률(코스피)

총선일자	D-3M	D-2M	D-1M	D+1M	D+2M	D+3M
2000-04-13	-12.4%	-12.2%	-6.1%	6.5%	-11.6%	1.1%
2004-04-15	7.8%	3.9%	8.0%	-7.4%	-16.1%	-19.4%
2008-04-09	-3.9%	3.4%	5.5%	-5.2%	5.3%	4.4%
2012-04-11	7.6%	0.0%	-1.2%	1.2%	-2.5%	-8.0%
2016-04-13	4.8%	8.0%	0.5%	-0.5%	-0.2%	1.8%

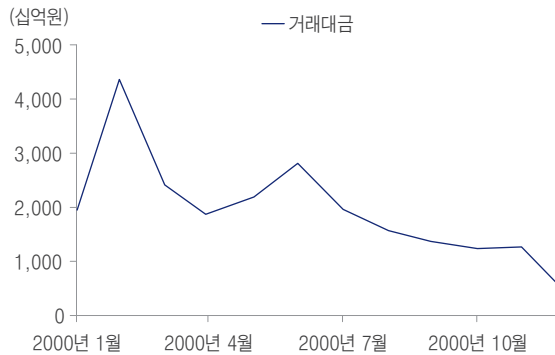
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 09 총선 vs 비총선 해의 총선 전 거래대금 비중 비교



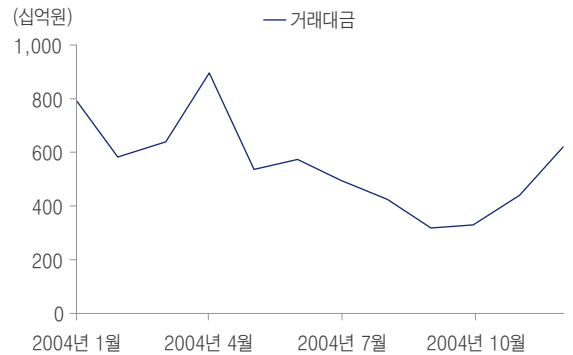
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 10 총선시, 연간 월거래대금 추이(2000년)



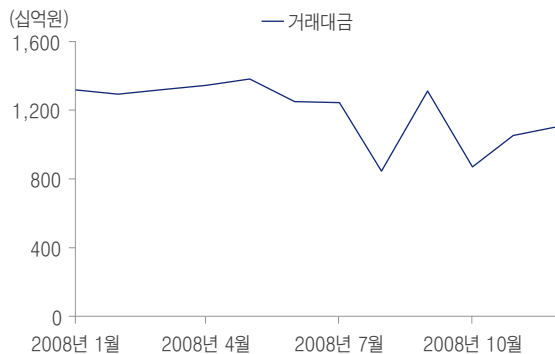
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 11 총선시, 연간 월거래대금 추이(2004년)



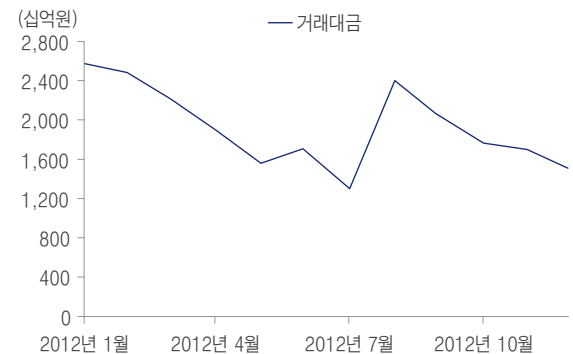
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 12 총선시, 연간 월거래대금 추이(2008년)



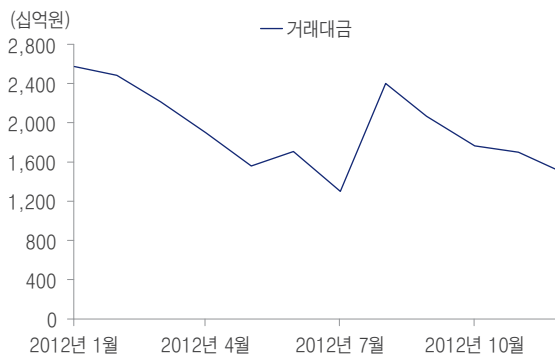
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 13 총선시, 연간 월거래대금 추이(2012년)



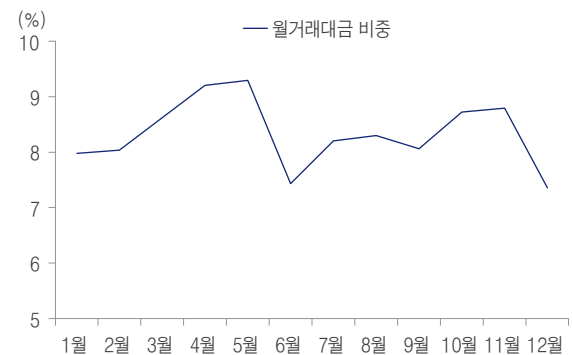
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 14 총선시, 연간 월거래대금 추이(2016년)



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 15 비총선연도의 월거래대금 평균비중 추이



Source: Quantiwise, KTB투자증권

III-2. 실적, 배신하지 않는 투자 Factor

2020년 상반기까지 중소형주 시장에 대한 빠른 테마 대응 전략을 제시했으나, 투자에 대한 가장 중요한 요소인 ‘실적’은 시시각각 변하는 중소형주 시장에서의 변하지 않는 투자 Factor이다. 이는 개별 종목별 변동성이 컸던 2019년도 유효했다.

코스닥 전체 기업에 대한 실적 분석 결과, 2019년 1~2분기 매출액과 영업이익이 모두 YoY 증가한 코스닥 종목은 총 282개이며 해당 종목들은 연초 이후 +29.3% 상승하며 지수대비 +30.7%p 아웃퍼폼하였다. 따라서 KTB 스몰캡팀은 2020년을 대비한 중소형주 연간 투자 전략으로 2020년 실적 성장이 기대되는 종목 5개를 제시한다.

AJ렌터카(068400): 영업양수도에 따른 매출 확대와 함께 통합운영의 이익률 개선 효과 유효. SK그룹 내 렌터카 사업 통합에 따라, AJ렌터카는 모빌리티 사업에 주목하고 있는 SK그룹의 유일한 모빌리티 기반 사업이 될 것. 신주발행(1,362만주)에 따른 희석을 감안하더라도, 현 주가는 동사 보유 렌탈자산 가치 대비 저평가 구간으로 판단

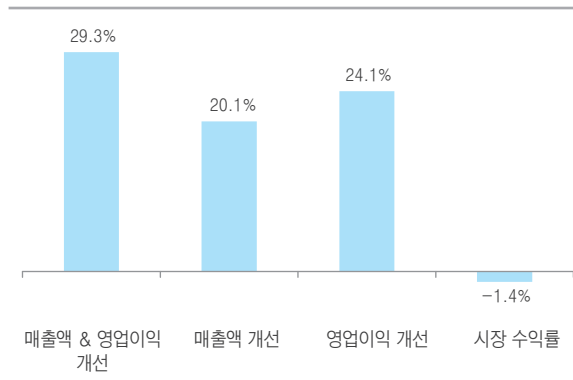
도이치모터스(067990): 신차 출시에 따른 하반기 판매량 증가와 AS센터 추가 확보로 본사 실적 개선. 분양수익을 제외한, 오토월드 영업이익 증가효과는 200억원 이상으로 예상. 최근 주가 하락에 따라 동사 주가는 19E PER 3.5배, 20E PER 5.2배로 저평가 구간 진입

에스24(053280): 2015년 도서정가제 시행 이후, 심화되었던 온라인 서점간 경쟁이 2019년 들어 마무리되며 시장안정화 완료. 또한 시장안정화와 도서 할인액 축소 및 매입단가 하락이 맞물리며 상반기 사상 최대 실적 달성. 본업인 도서 사업부 이익 개선과 엔터 사업부 흑자전환에 따라 2019년 연간 최대 이익 달성 가능성이 높은 상황

필링크(064800): 판매 채널 증가, 품목 확대, 명품 시장 성장을 기반으로 매출액 증가가 예상되며, 레버리지 효과로 영업이익률 또한 상승할 것으로 전망. 2019년 실적 턴어라운드를 시작으로 2020년까지 실적 고성장 이어갈 것

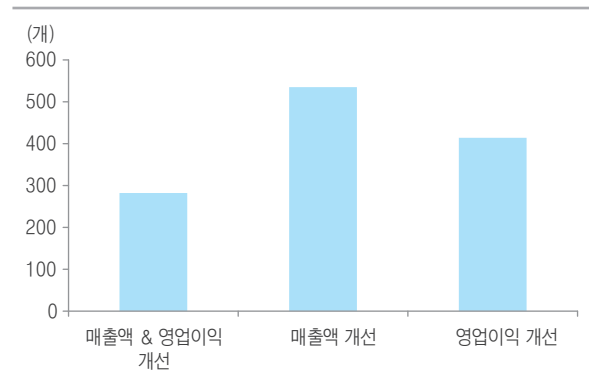
휴비츠(065510): 검안기 및 망막진단기 판매 호조 이어지며 실적 턴어라운드 진행 중. 매출액 성장 지속되며 레버리지 효과로 이익률 개선 전망. 2020년 상해 법인의 신규 제품 출시 및 광학단층검사장비 납품 또한 기대되고 있음

Figure 16 2019년 실적 개선주 퍼포먼스 비교



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 17 2019년 실적 개선주 현황



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 18 2019년 1, 2분기 실적 성장 코스닥 종목, 수익률 상위 30

(단위: 십억원, 원, %)

기업	시가총액	주가	매출액				영업이익				수익률
			1Q18	2Q18	1Q19	2Q19	1Q18	2Q18	1Q19	2Q19	
국일제지	669	5,520	10.5	12.5	14.3	21.7	0.2	0.0	0.2	0.8	365.8
케이엠더블유	1,950	49,000	70.4	85.0	118.2	212.3	2.8	-7.4	24.8	55.5	344.4
클래시스	993	15,650	9.8	11.5	16.2	21.6	2.6	4.2	7.4	9.6	283.1
엘엠에스	197	22,200	29.8	22.4	31.1	41.5	6.5	2.3	7.7	15.0	243.7
에코마케팅	586	36,150	8.9	10.7	24.1	24.9	2.0	2.8	10.3	8.1	217.1
유티아이	281	17,700	11.7	8.8	19.1	17.3	2.9	1.3	3.0	2.8	211.6
뉴지랩	322	13,000	4.1	4.0	21.1	30.1	-1.3	-1.0	0.9	0.4	186.0
엠에스오토텍	197	5,910	136.5	188.6	295.7	330.8	-7.4	8.8	8.7	23.3	183.5
오이솔루션	372	48,100	17.3	18.7	43.4	56.0	-2.3	-0.2	9.7	16.5	182.9
네파스	593	25,700	63.4	63.5	72.4	88.7	2.6	4.1	10.0	15.4	162.0
인텔리안테크	243	32,200	25.9	27.0	28.7	32.6	2.0	2.4	2.2	3.9	143.9
신화인터텍	104	3,570	37.1	41.6	69.0	68.2	-0.8	-2.3	6.9	9.0	137.2
삼릉물산	170	11,250	19.1	21.6	22.7	23.1	0.3	0.7	0.8	1.0	135.6
에스앤에스텍	173	8,750	14.4	14.6	17.5	18.2	1.0	1.2	2.0	2.2	132.1
연이정보통신	118	7,390	56.0	77.5	56.8	86.3	-1.2	2.1	0.4	5.0	125.3
동양피엔에프	118	11,050	11.8	23.6	53.8	30.4	-1.3	1.5	8.7	5.7	124.4
본느	136	4,440	5.1	4.7	11.1	9.8	0.6	0.3	2.2	1.9	121.5
골프존	447	71,200	43.5	48.5	60.5	60.7	10.5	6.6	14.8	9.9	112.9
와이엠티	244	32,900	15.7	14.5	17.7	21.0	3.3	1.4	3.4	6.0	106.3
크린앤사이언스	172	26,400	23.7	25.8	35.2	30.3	1.6	2.8	5.6	3.7	106.3
아프리카TV	901	78,400	27.9	29.0	38.1	41.6	6.0	6.1	9.1	9.6	99.0
이엔에프테크놀로지	350	24,600	95.1	102.5	112.2	117.8	6.0	7.1	11.9	14.0	96.0
NHN한국사이버결제	523	22,750	100.7	104.8	108.2	114.1	4.4	5.0	5.3	9.2	95.3
이랜텍	146	6,640	96.8	108.4	162.4	205.9	-5.0	-2.4	7.2	11.2	93.3
디지털대성	194	8,590	20.7	26.1	32.6	32.9	-1.3	5.0	1.8	6.4	92.4
덱스터	217	8,800	4.9	7.8	17.6	15.2	-4.9	-1.0	1.8	-0.4	85.5
와이엔텍	149	8,160	17.1	18.8	20.3	24.7	3.2	3.7	4.3	5.8	82.1
엠씨넥스	414	23,350	156.0	162.4	250.8	372.4	7.0	7.1	19.6	30.5	80.3
제로투세븐	245	12,250	37.8	41.9	49.8	62.2	-1.6	-0.4	2.1	5.0	78.3
엘비세미콘	319	7,280	40.7	69.9	81.6	100.2	1.8	5.2	12.0	14.6	78.2

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 시가총액 1,000억원 이상으로 sorting

Figure 19 2019년 1, 2분기 실적 성장 코스닥 종목, 수익률 하위 30

(단위: 십억원, 원, %)

기업	시가총액	주가	매출액				영업이익				수익률
			1Q18	2Q18	1Q19	2Q19	1Q18	2Q18	1Q19	2Q19	
에코프로	452	20,450	128.0	136.2	196.0	147.6	10.2	11.1	16.3	12.4	-38.0
셀트리온제약	1,365	40,050	27.3	34.3	38.6	42.6	1.4	-0.3	1.8	3.6	-36.9
이베스트투자증권	317	5,720	49.6	41.4	52.4	46.9	22.7	14.8	24.2	18.6	-35.4
씨티케이코스메틱스	142	14,000	14.6	26.8	30.6	35.1	-0.6	-0.8	1.2	3.4	-33.3
녹십자엠에스	149	7,070	19.1	23.3	22.2	24.9	-1.6	-1.6	-1.1	-0.4	-30.7
뷰웍스	243	24,250	29.4	30.7	29.5	35.1	4.1	4.4	5.6	6.4	-26.5
JYP Ent.	790	22,250	23.0	31.6	26.4	39.2	1.4	9.1	5.8	9.4	-26.5
브레인콘텐츠	103	650	15.4	17.0	26.0	28.0	-1.5	-0.5	1.9	1.3	-22.4
오스템임플란트	616	43,150	108.5	112.7	129.0	140.9	6.9	7.2	12.6	7.7	-19.4
지니뮤직	229	3,935	31.7	37.8	51.3	56.4	0.6	0.7	2.5	2.0	-18.2
바디텍메드	207	8,830	13.6	15.6	18.3	16.6	0.4	1.2	3.6	2.7	-17.5
CJ ENM	3,669	167,300	564.7	585.2	1,104.8	1,260.4	55.5	49.6	92.1	96.8	-17.1
휴메딕스	230	23,100	14.3	16.5	16.8	18.1	2.1	1.6	2.7	3.1	-16.3
이화전기	161	224	6.4	9.5	7.2	15.4	-1.4	-1.0	-0.7	1.0	-15.8
스튜디오드래곤	2,200	78,300	79.9	74.3	111.8	128.2	10.7	7.3	11.0	10.8	-15.3
멀티캠퍼스	222	37,400	51.5	59.8	65.2	71.1	3.1	7.1	4.9	7.4	-15.2
에이프러젠 H&G	112	626	3.4	3.6	6.5	5.4	-0.5	-0.2	-0.4	0.0	-14.8
프로스테믹스	212	4,635	1.3	0.9	1.5	1.5	-1.2	-1.2	-0.8	-0.5	-14.5
성광벤드	285	9,950	36.4	41.5	50.6	50.6	-0.7	-2.7	0.9	2.2	-12.7
테라젠이텍스	285	9,200	26.1	25.4	30.5	37.1	-1.0	-1.8	-0.5	2.1	-11.5
녹십자셀	538	45,000	6.0	7.0	9.2	9.4	1.2	0.8	2.5	1.9	-10.9
코리아나	154	3,860	29.1	30.0	31.9	34.5	0.5	1.2	0.8	1.4	-9.6
삼천당제약	764	34,550	39.9	41.4	43.5	45.8	5.7	7.1	6.8	8.5	-9.1
메디포스트	526	33,700	11.5	11.1	12.3	11.3	-3.2	-0.9	0.2	-0.7	-8.7
남화산업	177	8,580	1.6	4.7	2.2	4.9	-0.2	1.9	0.3	2.0	-8.6
세운메디칼	152	3,460	15.5	16.9	15.8	18.4	3.5	3.8	3.6	4.3	-8.2
서부T&D	458	8,270	21.0	24.5	26.9	30.9	-3.5	-3.6	0.8	-0.3	-7.7
넥스텐	122	10,300	12.1	4.6	19.0	8.6	2.7	0.1	2.8	1.2	-7.2
디에이치피코리아	134	8,080	12.6	12.9	14.3	15.1	3.1	3.4	3.8	4.4	-6.7
진성티이씨	158	7,030	83.3	90.2	94.1	100.0	6.1	6.1	8.5	7.8	-6.3

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 시가총액 1,000억원 이상으로 sorting

Figure 20 2019년 코스닥 주가 상승률 top 30

(단위: 십억원, 원, %)

기업	시가총액	주가	매출액				영업이익				수익률
			1Q18	2Q18	1Q19	2Q19	1Q18	2Q18	1Q19	2Q19	
이원컴포텍	109	7,680	8.1	13.3	12.4	12.2	-0.5	1.6	-0.1	0.0	556.4
에이치엔티	244	14,200	54.9	56.9	53.5	63.1	1.3	1.6	2.6	2.4	371.0
국일제지	669	5,520	10.5	12.5	14.3	21.7	0.2	0.0	0.2	0.8	365.8
케이엘더블유	1,950	49,000	70.4	85.0	118.2	212.3	2.8	-7.4	24.8	55.5	344.4
클래시스	993	15,650	9.8	11.5	16.2	21.6	2.6	4.2	7.4	9.6	283.1
신스타임즈	113	8,010	7.8	5.7	5.8	5.3	-0.2	-0.8	-0.1	-0.7	252.9
미스터블루	200	8,180	6.8	7.6	8.0	8.2	0.4	1.2	0.9	1.0	245.2
엘엠에스	197	22,200	29.8	22.4	31.1	41.5	6.5	2.3	7.7	15.0	243.7
에이치엘비파워	183	2,485	6.5	14.2	11.0	11.7	-1.9	-5.3	1.2	1.3	229.1
에코마케팅	586	36,150	8.9	10.7	24.1	24.9	2.0	2.8	10.3	8.1	217.1
유티아이	281	17,700	11.7	8.8	19.1	17.3	2.9	1.3	3.0	2.8	211.6
셀리버리	521	66,600	1.4	1.9	0.4	0.9	-0.9	0.1	-2.8	-3.9	197.3
뉴지랩	322	13,000	4.1	4.0	21.1	30.1	-1.3	-1.0	0.9	0.4	186.0
쑈민터넷	153	5,950	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0	-0.1	-0.7	184.0
엠에스오토텍	197	5,910	136.5	188.6	295.7	330.8	-7.4	8.8	8.7	23.3	183.5
오이솔루션	372	48,100	17.3	18.7	43.4	56.0	-2.3	-0.2	9.7	16.5	182.9
유비쿼스홀딩스	411	22,000	2.2	25.8	24.6	26.7	0.1	4.2	2.7	2.5	175.7
현대바이오	504	14,550	6.1	8.5	7.8	8.0	0.3	0.6	0.7	0.6	168.5
네패스	593	25,700	63.4	63.5	72.4	88.7	2.6	4.1	10.0	15.4	162.0
이에스에이	191	4,185	4.6	1.1	10.5	11.6	-0.2	-2.3	-2.0	-2.4	159.9
제이스텍	196	13,400	31.2	30.0	27.6	28.7	2.7	1.0	-2.2	2.0	153.3
메지온	2,028	233,000	4.9	4.5	4.9	4.3	-3.3	-8.1	-5.2	-5.2	153.3
코너스톤네트웍스	136	1,085	0.8	1.6	3.1	3.9	-1.9	-1.0	-1.5	-4.0	148.3
힘스	132	23,300	10.5	8.2	28.4	16.7	0.3	0.8	10.5	-2.7	145.8
인텔리안테크	243	32,200	25.9	27.0	28.7	32.6	2.0	2.4	2.2	3.9	143.9
이랜텍	146	6,640	96.8	108.4	162.4	205.9	-5.0	-2.4	7.2	11.2	93.3
디지털대성	194	8,590	20.7	26.1	32.6	32.9	-1.3	5.0	1.8	6.4	92.4
덱스터	217	8,800	4.9	7.8	17.6	15.2	-4.9	-1.0	1.8	-0.4	85.5
와이엔텍	149	8,160	17.1	18.8	20.3	24.7	3.2	3.7	4.3	5.8	82.1
엠씨넥스	414	23,350	156.0	162.4	250.8	372.4	7.0	7.1	19.6	30.5	80.3

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 시가총액 1,000억원 이상으로 sorting

이 페이지는 편집상 공백입니다.

IV. 종목별 투자의견

AJ렌터카(068400)

다날(064260)

도이치모터스(067990)

APS홀딩스(054620)

씨아이에스(222080)

예스24(053280)

필링크(064800)

휴비츠(065510)



AJ렌터카

(068400)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	16,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(11/8)	11,000원
예상 증가상승률	45.5%
시가총액	2,436억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	22,146천주
52주 최저가/최고가	9,710 - 14,500원
3개월 일평균거래대금	17억원
외국인 자본율	3.9%
주요주주비율(%)	
박성찬 (외 3인)	20.9
자사주 (외 1인)	3.5
다날우리사주 (외 1인)	2.3

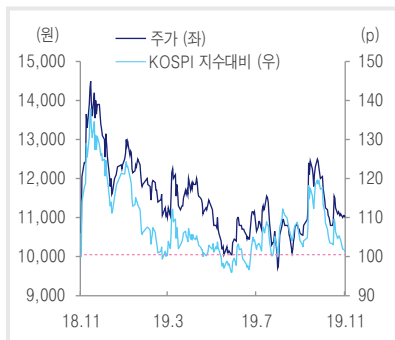
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	16.2	16.6
PBR(배)	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.7	6.5	3.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(6.4)	(1.8)	3.8	(10.6)
KOSPI대비 상대수익률	(10.8)	(0.4)	1.6	(15.3)

Price Trend



2020 렌터카 사업 통합에 따른 실적 성장 기대

Issue

2020년 실적 성장 가능성 체크

Pitch

영업양수도에 따른 매출 확대와 함께 통합운영의 이익률 개선 효과 유효. SK그룹 내 렌터카 사업 통합에 따라, SK그룹의 유일한 모빌리티 기반 사업이 될 것

Rationale

- 올해 1월 SK네트웍스의 AJ렌터카 지분 인수 이후, SK네트웍스 렌터카 사업부와 AJ렌터카는 분리운영 되었으나 9/24 영업양수도 결정에 따라 12월 부터 렌터카 사업 통합 운영 예정(SK렌터카 브랜드 사용)
- 해당 계약에 따라 SK네트웍스 렌터카 사업부의 장기계약 차량(약 8만대)를 제외한 모든 부분을 AJ렌터카로 이관, SK네트웍스에 남아있는 장기계약 차량 8만대는 계약기간이 만료되는 약 4년간에 걸쳐 AJ렌터카로 순차적 계약갱신 전망
- 또한 영업양수도에 따른 매출 확대와 함께 통합운영의 이익률 개선 효과도 기대. ①사업효율화에 따른 중고차 차량 판매 이익률 상승과 ②조달비용 감소로 영업이익 및 세전이익 개선 가능
- 현재 차입금은 2020년 말까지 순차적으로 저금리 롤오버 예상. 즉, 조달비용 감소효과는 2020년 연말까지 지속 전망
- 이러한 효과는 이미 3분기 실적으로 확인 가능. 매출액 1,666억원(YoY +7.7%), 영업이익 170억원(YoY +33.0%), 세전이익 102억원(YoY +62.2%) 기록
- 통합운영의 본격적인 효과는 2020년 발생할 것. 이에 따라 동사의 2020년 실적은 매출액 7,341억원(YoY +13.3%), 영업이익 549억원(YoY +20.4%) 전망
- 신주발행(1,362만주)에 따른 희석을 감안하더라도, 현 주가는 동사 보유 렌탈자산 가치 대비 저평가 구간으로 판단

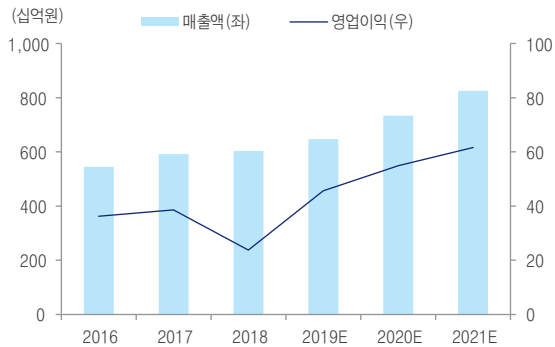
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	492	511	545	592	604	648	734
영업이익	42	41	36	39	24	46	55
EBITDA	234	249	266	286	285	169	323
순이익	19	19	13	11	(0)	15	23
순차입금	569	650	738	793	772	845	848
매출증가율	11.0	3.7	6.7	8.6	2.1	7.2	13.3
영업이익률	8.5	8.0	6.7	6.5	3.9	7.0	7.5
순이익률	3.8	3.7	2.4	1.8	(0.1)	2.3	3.2
EPS증가율	7.2	0.5	(30.0)	(18.0)	적전	흑전	(2.2)
ROE	9.6	8.8	5.7	4.4	(0.1)	5.9	6.6

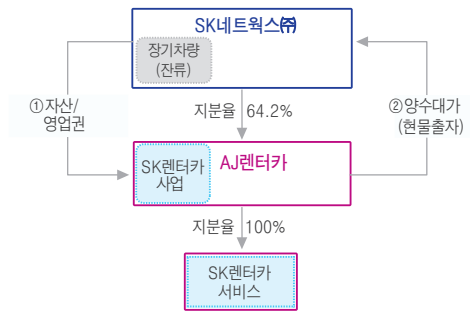
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 AJ렌터카 매출액 및 영업이익의 전망



Source: AJ렌터카, KTB투자증권

Figure 02 SK네트웍스+AJ렌터카 사업부 통합



Source: AJ렌터카, KTB투자증권

Figure 03 AJ렌터카 목표주가 산출

구분	내용	비고
①렌탈자산 가치(억원)	13,540	20% 할인적용
보유차량 가치추정	16,575	8.5만대 * 1950만원
보유거점 가치추정	350	
②차입금	8,401	
③현금및현금성자산	582	
적정가치(억원)	5,721	①-②+③
목표주가(원)	16,000	
현재주가(원)	11,000	
Upside(%)	45.5	

Source: KTB투자증권

Figure 04 SK그룹의 유일한 모빌리티 기반 사업



Source: KTB투자증권

재무제표 (AJ렌터카)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	111.5	79.6	94.9	112.8	137.2
현금성자산	46.5	20.4	30.6	49.7	64.3
매출채권	49.8	41.9	46.6	47.2	55.9
재고자산	5.8	6.0	7.8	5.9	6.9
비유동자산	1,028.1	1,097.2	1,076.7	1,153.9	1,341.4
투자자산	69.3	73.6	46.1	83.8	87.2
유형자산	955.5	1,020.0	1,020.3	1,059.9	1,242.9
무형자산	3.3	3.6	10.3	10.2	11.3
자산총계	1,139.6	1,176.8	1,171.6	1,266.7	1,478.7
유동부채	573.9	582.6	593.7	597.0	609.4
매입채무	56.2	40.6	45.8	37.9	44.9
유동성이자부채	485.5	510.1	514.3	525.1	530.3
비유동부채	327.5	346.7	330.2	409.1	422.7
비유동이자부채	299.2	303.1	288.1	369.8	381.8
부채총계	901.4	929.4	924.0	1,006.1	1,032.2
자본금	11.1	11.1	11.1	11.1	17.9
자본잉여금	91.0	91.0	91.6	90.6	246.3
이익잉여금	164.9	174.1	173.8	187.7	211.1
자본조정	(28.8)	(28.8)	(28.8)	(28.8)	(28.8)
자기주식	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자본총계	238.2	247.4	247.7	260.6	446.5
투자자본	922.9	983.3	992.4	1,105.8	1,294.2
순차입금	738.3	792.8	771.8	845.2	847.8
ROA	1.2	0.9	(0.0)	1.2	1.7
ROE	5.7	4.4	(0.1)	5.9	6.6
ROIC	3.1	2.8	(1.8)	3.4	3.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금	(72.2)	(45.9)	(22.0)	127.5	290.6
당기순이익	17.7	10.7	(0.3)	15.1	23.4
자산상각비	229.3	247.0	261.2	123.0	268.2
운전자본증감	(322.3)	(308.1)	(286.6)	21.9	(2.5)
매출채권감소(증가)	(6.0)	(4.9)	(10.1)	0.0	(8.6)
재고자산감소(증가)	108.3	116.4	108.8	(0.8)	(1.1)
매입채무증가(감소)	3.6	(16.3)	0.6	(2.7)	6.9
투자현금	(14.4)	(7.7)	34.4	(119.9)	(455.7)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.7)	(0.0)	0.0
장기투자증권감소	0.4	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)
설비투자	(3.5)	(4.1)	(1.9)	(151.1)	(450.0)
유무형자산감소	0.0	(0.5)	22.1	(1.7)	(2.3)
재무현금	111.1	27.5	(9.6)	18.7	179.7
차입금증가	111.1	27.5	(9.6)	18.7	17.2
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	162.5
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	24.5	(26.1)	2.8	26.5	14.7
총현금흐름(Gross CF)	275.6	293.6	294.1	120.0	293.2
(-) 운전자본증가(감소)	11.5	10.1	(1.8)	6.3	2.5
(-) 설비투자	3.5	4.1	1.9	151.1	450.0
(+) 자산매각	0.0	(0.5)	22.1	(1.7)	(2.3)
Free Cash Flow	(61.1)	(22.2)	42.0	22.0	(165.0)
(-) 기타투자	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(60.7)	(22.0)	42.0	22.0	(165.0)

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	544.6	591.5	604.0	647.7	734.1
증가율 (Y-Y, %)	0.0	8.6	2.1	7.2	13.3
영업이익	36.3	38.6	23.8	45.6	54.9
증가율 (Y-Y, %)	0.0	6.3	(38.3)	91.8	20.4
EBITDA	265.6	285.6	285.0	168.6	323.1
영업외손익	(18.6)	(23.3)	(23.3)	(26.3)	(24.9)
순이자수익	(23.0)	(24.7)	(26.9)	(26.0)	(24.6)
외화관련손익	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법손익	0.3	(0.9)	(3.4)	0.0	0.0
세전계속사업손익	17.7	15.3	0.5	19.3	30.0
당기순이익	13.1	10.7	(0.3)	15.1	23.4
지배기업당기순이익	13.1	10.7	(0.3)	15.1	23.4
증가율 (Y-Y, %)	0.0	(18.0)	적전	흑전	55.6
NOPLAT	26.9	27.1	(17.5)	35.6	42.8
(+) Dep	229.3	247.0	261.2	123.0	268.2
(-) 운전자본투자	11.5	10.1	(1.8)	6.3	2.5
(-) Capex	3.5	4.1	1.9	151.1	450.0
OpFCF	241.2	259.9	243.7	1.2	(141.5)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.1	6.3	5.8	5.9	7.5
영업이익증가율(3Yr)	(4.3)	(2.8)	(16.5)	7.9	12.5
EBITDA증가율(3Yr)	7.7	6.9	4.7	(14.1)	4.2
순이익증가율(3Yr)	(9.0)	(16.8)	n/a	4.7	29.6
영업이익률(%)	6.7	6.5	3.9	7.0	7.5
EBITDA마진(%)	48.8	48.3	47.2	26.0	44.0
순이익률(%)	2.4	1.8	(0.1)	2.3	3.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	592	485	(15)	680	665
BPS	10,608	11,013	10,717	11,305	12,167
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	14.1	20.4	n/a	16.2	16.6
PBR	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.5	3.5	3.6	6.5	3.4
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	0.7	0.7	0.8	2.0	1.3
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
재무건전성(%)					
부채비율	378.5	375.6	373.1	386.1	231.2
Net debt/Equity	310.0	320.4	311.6	324.4	189.9
Net debt/EBITDA	278.0	277.6	270.8	501.2	262.4
유동비율	19.4	13.7	16.0	18.9	22.5
이자보상배율	1.6	1.6	0.9	3.4	2.2
이자비용/매출액	4.3	4.2	4.5	2.1	3.4
자산구조					
투자자본(%)	88.9	91.3	92.8	89.2	89.5
현금+투자자산(%)	11.1	8.7	7.2	10.8	10.5
자본구조					
차입금(%)	76.7	76.7	76.4	77.4	67.1
자기자본(%)	23.3	23.3	23.6	22.6	32.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

다날
(064260)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(11/8)	3,550원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,193억원
비중(KOSDAQ내)	0.09%
발행주식수	61,764천주
52주 최저가/최고가	2,440 - 3,960원
3개월 일평균거래대금	87억원
외국인 지분율	2.6%
주요주주지분율(%)	
박성찬 (외 3인)	20.9
자사주 (외 1인)	3.5
다날우리사주 (외 1인)	2.3

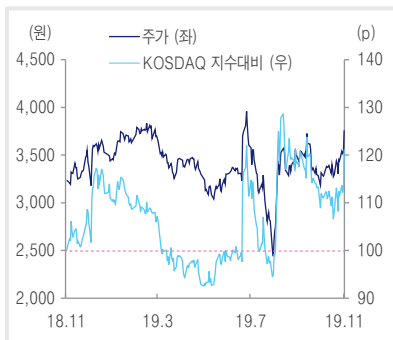
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	n/a	23.1	69.3
PBR(배)	1.7	1.8	1.3
EV/EBITDA(배)	40.0	18.7	26.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	7.1	9.7	9.8	0.7
KOSDAQ대비 상대수익률	2.5	20.6	14.0	2.3

Price Trend



휴대폰 결제액 증가와페이코인 모멘텀에 주목

Issue

2020년 본업 성장 가능성 및 신사업 모멘텀 체크

Pitch

실물 중심의 휴대폰 결제액 증가 및 적자 자회사 정리에 따른 실적 턴어라운드 성공. 신규 암호화폐 결제 사업은 동사의 미래 성장 동력이 될 것으로 기대

Rationale

- 다날은 세계 최초로 휴대폰결제 솔루션을 개발했으며, 휴대폰 결제 외에도 신용카드, 가상 계좌, 바코드 등 모든 결제 서비스를 제공하는 결제/인증 전문 기업
- 동사는 2019년 상반기 휴대폰 및 신용카드 결제액 증가에 따른 탑라인 성장과 미국 적자 자회사 정리완료에 따른 이익률 개선으로 실적 턴어라운드 성공
- 6/27부터 폐지된 '온라인게임 결제한도'에 따라 정제되었던 디지털 휴대폰 결제 시장 확대 기대. 또한 3분기부터 삼성페이 휴대폰 결제 서비스도 시작하며 오프라인 결제액 증가로 이어지는 중
- 신규 암호화폐 사업도 빠르게 진행 중. 다날은 자회사 페이코인을 통해 자사 가맹점에서 실물 결제가 가능한 암호화폐 페이코인(PCI)을 발행
- 10월 기준, 페이코인 가입자수는 15만명을 돌파했으며 지속적인 가맹점 제휴가 진행되는 점은 암호화폐 사용자들의 접근성이 높아진다는 측면에서 고무적
- 다날의 페이코인은 1만개에 달하는 다날 가맹점을 통해 암호화폐 실물 결제 시장을 개척. 가맹점은 페이코인으로 결제할 경우 1% 수준의 수수료와 다날을 통해 수초만에 현금화가 가능하다는 점에서 카드(수수료 2~3%, 결제일 3~5일)보다 유리하며 사용자는 페이코인 결제 시, 보상 코인이 발생하여 카드 사용보다 유리
- 또한 동사의 암호화폐 결제 플랫폼 페이프로토콜(PayProtocol)은 향후 페이코인 외 다양한 암호화폐를 통한 결제도 지원할 계획. 즉, 향후 비트코인, 이더리움, 리브라 등 다양한 암호화폐에 대한 결제 시스템을 제공할 수 있는 확장성 확보가 가능

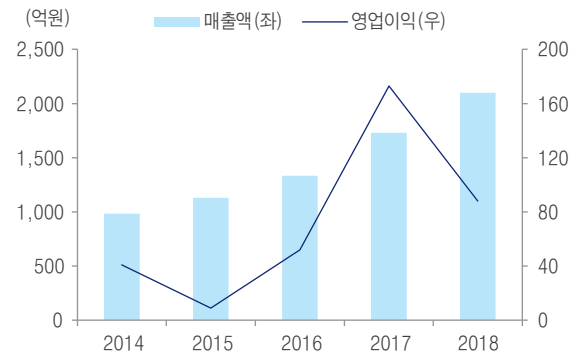
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	102	118	99	113	133	173	210
영업이익	(2)	5	4	1	5	17	9
EBITDA	2	8	7	4	6	18	12
순이익	(12)	0	0	(3)	(4)	10	(3)
순차입금	65	43	33	(6)	9	63	99
매출증가율	8.8	16.1	(16.6)	14.6	18.2	29.5	21.4
영업이익률	(2.0)	3.8	4.2	0.8	3.9	10.0	4.2
순이익률	(11.4)	0.2	0.3	(2.3)	(2.9)	5.6	(1.4)
EPS증가율	적지	흑전	(7.1)	(91.2)	적전	흑전	(75.7)
ROE	(16.4)	0.3	0.4	(2.4)	(2.9)	5.9	(1.7)

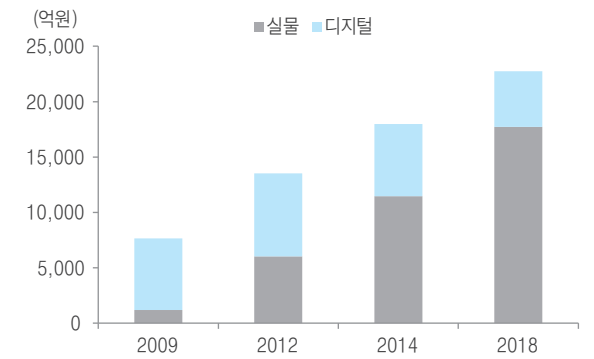
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 다날 매출액 및 영업이익 추이



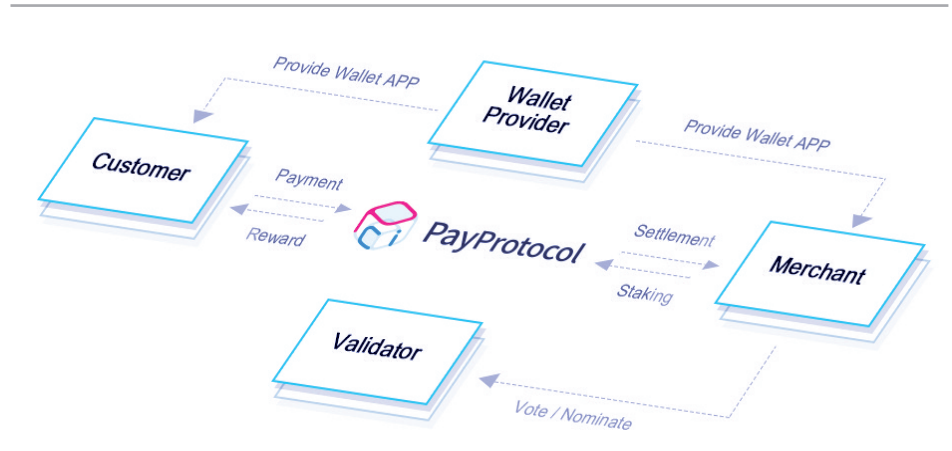
Source: 다날, KTB투자증권

Figure 02 다날 휴대폰 결제액 추이



Source: 다날, KTB투자증권

Figure 03 페이프로토콜 토큰 이코노미



Source: 다날, KTB투자증권

재무제표 (다날)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	208.6	243.8	310.8	383.2	378.2
현금성자산	59.7	84.9	102.7	92.4	68.5
매출채권	19.7	123.1	153.9	246.0	250.5
재고자산	0.0	0.7	2.6	1.7	0.9
비유동자산	60.0	56.7	76.9	81.2	78.3
투자자산	30.3	34.2	64.6	55.8	57.7
유형자산	1.3	1.3	2.2	4.5	8.9
무형자산	28.5	21.2	10.2	20.8	11.7
자산총계	268.6	300.5	387.8	464.4	456.5
유동부채	164.5	134.8	205.2	250.7	176.3
매입채무	14.7	66.9	77.9	87.8	79.5
유동성이자부채	84.4	27.9	74.9	124.7	54.4
비유동부채	14.5	57.7	39.5	36.4	119.8
비유동이자부채	8.0	51.4	37.2	30.3	113.5
부채총계	179.1	192.5	244.7	287.1	296.1
자본금	10.5	10.8	21.2	24.5	27.2
자본잉여금	86.9	94.5	119.9	139.6	143.6
이익잉여금	8.4	9.1	8.8	14.6	24.0
자본조정	(8.9)	0.8	0.5	0.7	(27.4)
자기주식	(6.3)	0.0	(0.0)	(0.1)	(10.2)
자본총계	89.5	108.0	143.1	177.3	160.4
투하자본	102.7	79.2	107.6	203.0	234.5
순차입금	32.6	(5.6)	9.4	62.6	99.5
ROA	0.1	(0.9)	(1.1)	2.3	(0.6)
ROE	0.4	(2.4)	(2.9)	5.9	(1.7)
ROIC	0.4	0.7	4.1	5.0	2.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	10.4	16.3	(24.1)	(68.5)	(18.0)
당기순이익	0.3	(2.6)	(3.9)	9.7	(2.9)
자산상각비	2.7	2.7	1.1	1.0	3.0
운전자본증감	1.0	8.6	(40.3)	(93.1)	(41.1)
매출채권감소(증가)	1.6	(4.6)	(2.1)	(4.1)	2.1
재고자산감소(증가)	0.0	(0.7)	(1.9)	1.8	0.3
매입채무증가(감소)	(2.1)	2.1	2.2	(1.2)	0.1
투자현금	(4.5)	(15.3)	(33.9)	12.2	(18.2)
단기투자자산감소	(2.1)	(13.3)	(0.6)	(0.4)	(6.2)
장기투자증권감소	6.0	1.6	(23.1)	(0.8)	0.0
설비투자	(0.3)	(0.6)	(1.4)	(0.4)	(5.9)
유무형자산감소	0.0	0.2	4.0	(0.0)	(0.7)
재무현금	(23.5)	4.4	70.5	53.8	16.1
차입금증가	(27.7)	(13.9)	41.2	47.0	23.0
자본증가	4.2	15.3	29.3	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(17.6)	5.4	12.5	(2.7)	(20.3)
총현금흐름(Gross CF)	17.7	13.6	17.5	32.5	28.2
(-) 운전자본증가(감소)	(10.2)	(16.7)	25.9	87.0	23.0
(-) 설비투자	0.3	0.6	1.4	0.4	5.9
(+) 자산매각	0.0	0.2	4.0	(0.0)	(0.7)
Free Cash Flow	14.2	6.9	(56.7)	(48.4)	(31.1)
(-) 기타투자	(6.0)	(1.6)	23.1	0.8	0.0
잉여현금	20.2	8.5	(79.8)	(49.2)	(31.1)

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	98.5	112.9	133.5	172.9	209.9
증가율 (Y-Y, %)	(26.2)	14.6	18.2	29.5	21.4
영업이익	4.1	0.9	5.2	17.3	8.8
증가율 (Y-Y, %)	(21.8)	(78.3)	488.5	230.2	(49.0)
EBITDA	6.8	3.6	6.3	18.3	11.8
영업외손익	(1.0)	(3.1)	(6.0)	4.6	(16.3)
순이자수익	(2.3)	(1.4)	(1.4)	(0.9)	(3.0)
외화관련손익	0.1	0.3	0.2	(0.7)	0.5
지분법손익	(2.6)	0.2	(3.3)	6.1	0.2
세전계속사업손익	3.1	(2.2)	(0.7)	21.8	(7.5)
당기순이익	0.3	(2.6)	(3.9)	9.7	(2.9)
지배기업당기순이익	2.8	0.3	(0.6)	11.6	3.0
증가율 (Y-Y, %)	흑전	적전	적지	흑전	적전
NOPLAT	0.4	0.6	3.8	7.7	6.4
(+) Dep	2.7	2.7	1.1	1.0	3.0
(-) 운전자본투자	(10.2)	(16.7)	25.9	87.0	23.0
(-) Capex	0.3	0.6	1.4	0.4	5.9
OpFCF	13.1	19.5	(22.4)	(78.6)	(19.5)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.8	3.5	4.2	20.6	22.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	4.8	61.6	114.8
EBITDA증가율(3Yr)	28.9	30.4	(8.5)	38.8	48.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	206.0	n/a
영업이익률(%)	4.2	0.8	3.9	10.0	4.2
EBITDA마진(%)	6.9	3.2	4.7	10.6	5.6
순이익률(%)	0.3	(2.3)	(2.9)	5.6	(1.4)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	65	6	(11)	209	51
BPS	1,536	2,047	2,568	2,749	2,613
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	59.1	737.5	n/a	23.1	69.3
PBR	2.5	2.0	1.7	1.8	1.3
EV/EBITDA	29.8	51.3	40.0	18.7	26.2
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	9.4	14.0	13.2	8.2	7.4
PSR	1.7	1.7	1.7	1.5	1.0
재무건전성(%)					
부채비율	200.0	178.3	170.9	162.0	184.6
Net debt/Equity	36.4	n/a	6.6	35.3	62.0
Net debt/EBITDA	477.3	n/a	148.9	342.6	842.1
유동비율	126.8	180.8	151.5	152.9	214.5
이자보상배율	1.8	0.7	3.8	19.6	2.9
이자비용/매출액	3.9	2.6	2.3	1.6	2.3
자산구조					
투하자본(%)	53.3	40.0	39.1	57.8	65.0
현금+투자자산(%)	46.7	60.0	60.9	42.2	35.0
자본구조					
차입금(%)	50.8	42.3	43.9	46.6	51.1
자기자본(%)	49.2	57.7	56.1	53.4	48.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

도이치모터스

(067990)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(11/8)	7,780원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	2,181억원
비중(KOSDAQ내)	0.09%
발행주식수	28,037천주
52주 최저가/최고가	4,935 - 12,800원
3개월 일평균거래대금	54억원
외국인 지분율	4.8%
주요주주지분율(%)	
권오수 (외 3인)	32.8
KB자산운용 (외 1인)	6.0

Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	4.0	3.4	5.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	4.7	3.3	4.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	1.7	(1.0)	45.7	51.4
KOSDAQ대비 상대수익률 (2.9)	9.8	49.9	53.0	

Price Trend



2020년 이후, 장기 성장에 대한 확신을 주다

Issue

2020년 실적 성장 가능성 체크

Pitch

2020년은 기존 BMW, MINI 신차판매 외, 오토월드, 파이낸스, 포르쉐, AS 등 모든 사업부 성장에 따른 장기성장 그림이 명확해지는 시기가 될 것

Rationale

- 도이치모터스는 ①BMW, MINI, 포르쉐 수입 판매 및 AS 사업과 ③리스&할부 등 자동차 금융업, 신규 오토월드 사업을 통해 ②중고차 거래 오프라인 플랫폼 사업을 영위하는 종합 자동차 플랫폼 기업
- 3분기 실적은 매출액 3,232억원 (YoY +40.6%), 영업이익 236억원 (YoY +34.8%) 기록하며 전년대기 큰 폭 성장. 특히, 신차부문 매출액 1,952억원 (YoY +38.6%), 영업이익 63억원 (YoY +150.0%) 달성하며 호실적을 견인. 이는 X5, X7 등 고가 신규 모델 판매 호조에 따른 것
- 2020년은 기존 신차 사업 외, 오토월드 오픈에 따른 시너지 효과가 본격화 될 것으로 기대. 동사 보유(30%) 오토월드 매장에서 발생하는 ①임대&운영 매출로 약 120억원의 수익이 전망되고, 오토월드에서 발생하게 될 ②중고차 리스&할부를 자회사 도이치파이낸셜에서 확보하며 오토월드에 따른 전사 영업이익 증가효과는 200억원 이상으로 예상. 즉, 오토월드는 장기적인 성장성 확보의 기반이 될 것으로 판단
- 또한 오토월드에서 유입되는 현금도 동사 고마진 AS센터 확보로 이어지며 시너지효과 극대화 기대(19'제주센터, 20'성수, 원주)
- 신규 포르쉐 딜러 사업 도이치아우토의 성장도 기대. 올해 12월 창원 신규매장 오픈 예정으로 수원, 광주, 창원 3개 도시 매장 확보. 할인이 없는 포르쉐의 고가정책에 따라 향후 본사 대비 높은 이익률 전망. 2019년 기존 딜러사 서울시 독점권 만료에 따라 서울 매장 확보도 기대되는 상황

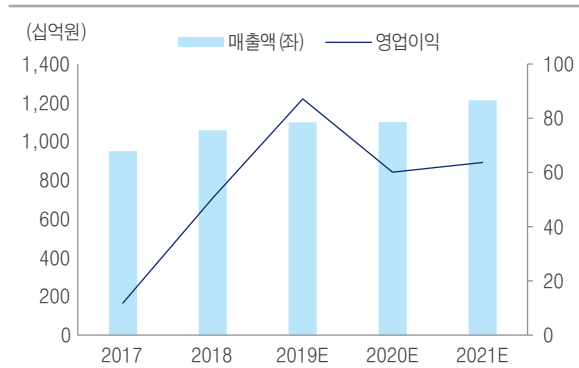
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	535	662	673	950	1,058	1,098	1,100
영업이익	(0)	5	(2)	12	51	87	60
EBITDA	6	12	4	18	58	95	68
순이익	(0)	4	(3)	4	35	63	42
순차입금	47	77	138	197	137	90	61
매출증가율	22.4	23.8	1.7	41.1	11.4	3.7	0.1
영업이익률	(0.1)	0.7	(0.3)	1.2	4.8	7.9	5.5
순이익률	(0.1)	0.6	(0.4)	0.4	3.3	5.7	3.8
EPS증가율	흑전	1,229.9	적전	흑전	810.0	81.6	(33.4)
ROE	(0.7)	7.4	(4.2)	4.0	21.3	30.0	16.1

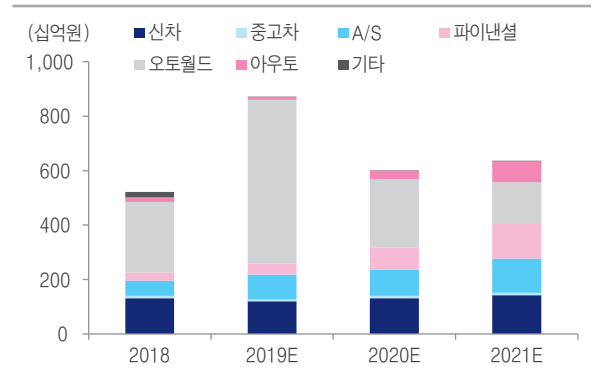
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 도이치모터스 매출액 및 영업이익 추이



Source: KTB투자증권

Figure 02 도이치모터스 부문별 영업이익 전망



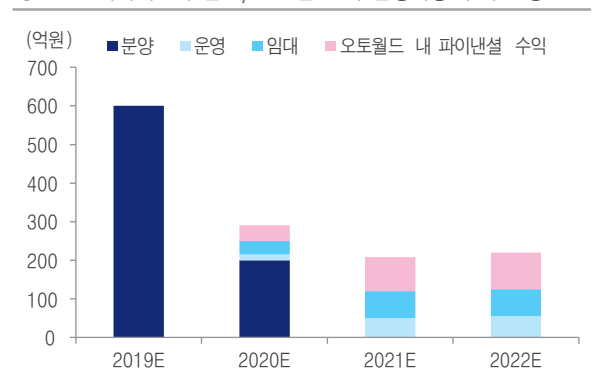
Source: KTB투자증권

Figure 03 도이치오토월드 공사진행률 및 분양수익 인식 현황

(억원)	2018	2019E	2020E
분양총액	4,007	4,007+a	4,007+a
공사진행률	30%	90%	100%
분양이익(영업이익기준)	260	600	200

Source: KTB투자증권

Figure 04 시너지효과와 감안, 오토월스 내 발생가능 수익 전망



Source: KTB투자증권

Figure 05 도이치모터스 A/S 센터 현황

(단위: 개)	도이치모터스	K달러사
Full Shop		
센터수	4	9
W/Bay	107	274
Mechanic shop		
센터수	7	11
W/Bay	52	81
합계		
센터수	11	20
W/Bay	159	355

Source: 도이치모터스, KTB투자증권

Figure 06 BMW 신차 출시 라인업 (2019년 예상)

분기	출시 모델
1Q19	뉴 X5
	뉴 3시리즈
2Q19	뉴 X7
3Q19	7시리즈(LCI)
4Q19	뉴 X6
	8 시리즈

Source: 도이치모터스, KTB투자증권

재무제표 (도이치모터스)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	271.1	260.0	340.2	369.0	396.4
현금성자산	151.9	138.9	158.1	204.8	232.0
매출채권	38.4	55.5	58.2	59.0	59.0
재고자산	78.4	63.7	107.3	88.7	88.8
비유동자산	162.2	297.8	255.6	269.0	280.4
투자자산	15.2	14.4	18.4	19.1	20.0
유형자산	142.0	277.5	227.8	241.1	252.2
무형자산	5.0	5.8	9.4	8.8	8.2
자산총계	433.3	557.8	595.7	638.0	676.8
유동부채	269.2	254.8	227.9	214.0	217.0
매입채무	17.0	6.8	46.7	27.8	27.8
유동성이자부채	237.6	228.7	152.5	157.5	160.5
비유동부채	67.3	136.9	167.0	162.2	157.4
비유동이자부채	52.8	107.4	142.7	137.7	132.7
부채총계	336.5	391.8	394.8	376.2	374.4
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	47.5	47.5	48.7	48.7	48.7
이익잉여금	27.0	29.8	74.2	135.1	175.7
자본조정	(22.1)	56.2	43.6	43.6	43.6
자기주식	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
자본총계	96.8	166.0	200.9	261.8	302.4
투자자본	235.2	363.3	338.0	352.3	363.7
순차입금	138.5	197.3	137.1	90.5	61.2
ROA	(0.6)	0.9	6.0	10.2	6.4
ROE	(4.2)	4.0	21.3	30.0	16.1
ROIC	(0.8)	2.7	11.3	19.8	13.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금	5.8	(12.9)	137.7	61.7	42.3
당기순이익	(2.6)	4.3	34.7	63.0	41.9
자산상각비	6.2	6.4	7.5	7.3	7.6
운전자본증감	(4.7)	(33.3)	79.0	(1.1)	(0.2)
매출채권감소(증가)	(5.0)	(8.1)	(4.5)	(0.8)	(0.1)
재고자산감소(증가)	(35.8)	16.1	103.2	18.6	(0.1)
매입채무증가(감소)	5.6	(15.8)	19.0	(18.9)	0.0
투자현금	(52.3)	(21.5)	(62.6)	(19.6)	(21.1)
단기투자자산감소	36.9	16.9	9.8	0.5	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(93.3)	(38.7)	(71.5)	(20.0)	(18.0)
유무형자산감소	5.0	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)
재무현금	62.1	29.4	(58.4)	5.0	3.0
차입금증가	22.2	31.5	(58.7)	5.0	3.0
자본증가	39.9	0.0	0.5	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	15.6	(5.0)	16.6	47.1	24.2
총현금흐름(Gross CF)	17.5	23.3	62.6	62.8	42.5
(-) 운전자본증가(감소)	34.9	7.5	11.6	1.1	0.2
(-) 설비투자	93.3	38.7	71.5	20.0	18.0
(+) 자산매각	5.0	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	(39.5)	(31.5)	78.9	42.1	21.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(39.5)	(31.5)	78.9	42.1	21.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	673.4	950.2	1,058.3	1,098.0	1,099.5
증가율 (Y-Y, %)	0.0	41.1	11.4	3.7	0.1
영업이익	(2.0)	11.7	50.6	87.2	60.1
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	332.1	72.2	(31.0)
EBITDA	4.2	18.1	58.1	94.5	67.7
영업외손익	(0.2)	(5.7)	(6.4)	(6.9)	(6.7)
순이자수익	(2.8)	(6.2)	(7.9)	(8.0)	(8.2)
외화관련손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(2.2)	6.1	44.2	80.2	53.4
당기순이익	(2.6)	4.3	34.7	63.0	41.9
지배기업당기순이익	(1.6)	3.7	33.6	60.9	40.6
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	715.2	81.6	(33.4)
NOPLAT	(1.4)	8.2	39.7	68.4	47.2
(+) Dep	6.2	6.4	7.5	7.3	7.6
(-) 운전자본투자	34.9	7.5	11.6	1.1	0.2
(-) Capex	93.3	38.7	71.5	20.0	18.0
OpFCF	(123.5)	(31.6)	(35.9)	54.7	36.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.5	21.1	16.9	17.7	5.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	118.4	n/a	72.5
EBITDA증가율(3Yr)	(9.2)	48.3	69.1	182.1	55.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	103.8	n/a	114.4
영업이익률(%)	(0.3)	1.2	4.8	7.9	5.5
EBITDA마진(%)	0.6	1.9	5.5	8.6	6.2
순이익률(%)	(0.4)	0.4	3.3	5.7	3.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	(62)	140	1,278	2,320	1,545
BPS	2,304	5,359	6,479	8,822	10,389
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	40.8	4.0	3.4	5.0
PBR	1.7	1.1	0.8	0.9	0.7
EV/EBITDA	58.0	19.2	4.7	3.3	4.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	6.0	6.5	2.2	3.3	4.8
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
재무건전성(%)					
부채비율	347.7	235.9	196.5	143.7	123.8
Net debt/Equity	143.1	118.8	68.2	34.6	20.3
Net debt/EBITDA	3,288.1	1,090.2	236.1	95.7	90.4
유동비율	100.7	102.0	149.3	172.4	182.7
이자보상배율	n/a	1.9	6.4	10.9	7.4
이자비용/매출액	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
자산구조					
투자자본(%)	58.5	70.3	65.7	61.1	59.1
현금+투자자산(%)	41.5	29.7	34.3	38.9	40.9
자본구조					
차입금(%)	75.0	66.9	59.5	53.0	49.2
자기자본(%)	25.0	33.1	40.5	47.0	50.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

APS홀딩스

(054620)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		신규
목표주가			신규
Earnings			

Stock Information

현재가(11/8)	9,250원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,886억원
비중(KOSDAQ내)	0.08%
발행주식수	20,394천주
52주 최저가/최고가	3,815 - 11,650원
3개월 일평균거래대금	50억원
외국인 지분율	2.9%
주요주주지분율(%)	
정기주 (외 2인)	29.8
자사주 (외 1인)	9.8
김치우 (외 1인)	0.1

Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	29.0	0.2	68.5
PBR(배)	4.3	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	103.8	8.8	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(16.3)	123.2	116.4	119.2
KOSDAQ대비 상대수익률	(20.9)	134.0	120.6	120.8

Price Trend



2020년 FMM 국산화 성공에 대한 기대

Issue

2020년 FMM 국산화 성공 가능성 체크

Pitch

레이저방식의 FMM 제조 기술 확보. 향후 양산 시작 시, 고마진 사업 확보에 따른 동사 실적의 퀀텀 점프 기대

Rationale

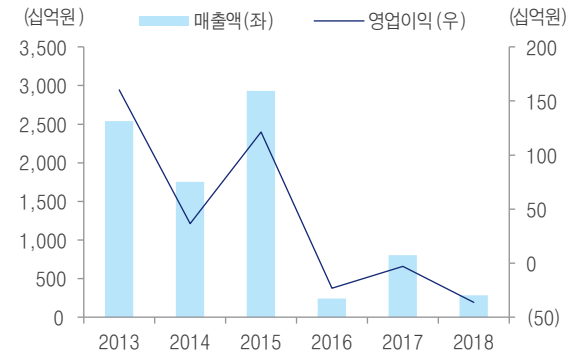
- 동사는 2014년부터 신규사업으로 FMM 국산화 개발 중에 있으며, 자회사 AP시스템의 레이저 기술을 응용하여 기존 에칭공정 대비 우수한 해상도 및 수율 확보가 가능
- FMM은 중소형 OLED 패널 증착 공정의 필수 소재이며, 현재 일본기업 DNP와 TOPPAN 이 독점생산 중인 품목. 특히, DNP가 전체 시장의 90% 이상을 공급하고 있으며, QHD 급은 DNP가 유일한 공급자(글로벌 시장 규모 약 6,000억원/년)
- 그만큼 FMM은 기술적 장벽이 높은 소재로 많은 업체들이 다양한 방식을 통한 FMM 개발을 진행 중. (APS홀딩스: 레이저, DNP: 에칭, 웨이브일렉트로닉: 전주도금). 또한 동사는 FMM을 구현하기 위해 필요한 핵심 기술인 Invar 가공기술을 확보하며, 원재료 수급 문제를 해결
- FMM은 약 5 inch 크기의 스틱당 수백만원을 호가하는 고가 소재. 반면, 원재료비는 Invar 소재가 대부분을 차지. 즉, Invar 가공기술을 확보한 동사의 경우, FMM은 원재료비 비중이 매우 낮은 고마진 사업이 될 것으로 기대
- 다만, 동사의 레이저 방식은 기존 에칭방식(DNP) 대비 낮은 택타임이 단점. 그러나 에칭방식 대비 ①높은 수율과 ②다중 레이저헤드 확보를 통해 양산에 무리 없는 수준을 구현한 것으로 파악
- 현재 동사는 여러 글로벌 디스플레이 업체와 FMM 제품 테스트 중이며 향후 공급이 시작될 경우, 레이저장비 10대 기준 연간 550억원 규모의 FMM 공급이 가능할 것으로 예상

Earnings Forecasts

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	217	254	175	293	24	80	28
영업이익	13	16	4	12	(2)	(0)	(4)
EBITDA	18	21	10	19	8	4	(1)
순이익	11	15	1	8	27	670	1
순차입금	(3)	13	43	120	29	(51)	(9)
매출증가율	(3.2)	16.8	(31.0)	67.2	(91.7)	231.5	(64.7)
영업이익률	6.0	6.3	2.1	4.1	(9.6)	(0.4)	(12.7)
순이익률	5.2	6.0	0.6	2.7	113.2	832.8	4.1
EPS증가율	9.6	24.1	(91.9)	570.3	179.3	4,746.1	(99.8)
ROE	13.7	16.4	1.0	7.6	17.8	348.6	0.6

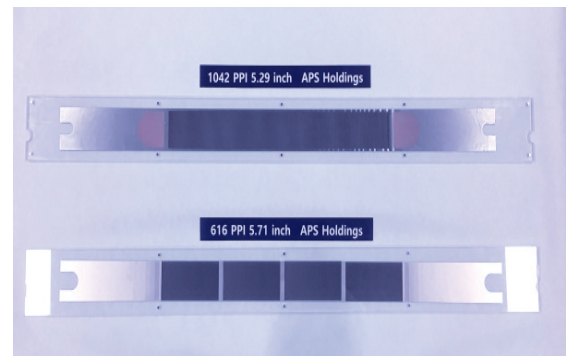
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 APS홀딩스 매출액 및 영업이익 추이



Source: KTB투자증권

Figure 02 APS홀딩스 FMM(fine metal mask) 스틱 사진



Source: KTB투자증권

Figure 03 APS홀딩스 FMM 예상실적 추정

(단위: 대, 억원, EA)

장비대수	5	10	15	20	비고
투자금액	200	400	600	800	대당 40억 가정
월 생산 Capa	768	1,536	2,304	3,072	4head 장비 기준
연 생산 Capa	9,216	18,432	27,648	36,864	월 24일 생산 가정
예상 매출액	276	553	829	1,106	
원재료비	75	149	224	299	경쟁사 및 Invar 공급가격으로 추정
감가상각비	25	50	75	100	8년 상각
예상 GP	177	354	530	707	

Source: KTB투자증권

Note 1: FMM 단가 및 원재료비는 DNP 및 타 경쟁사 비교하여 가정한 수치 반영

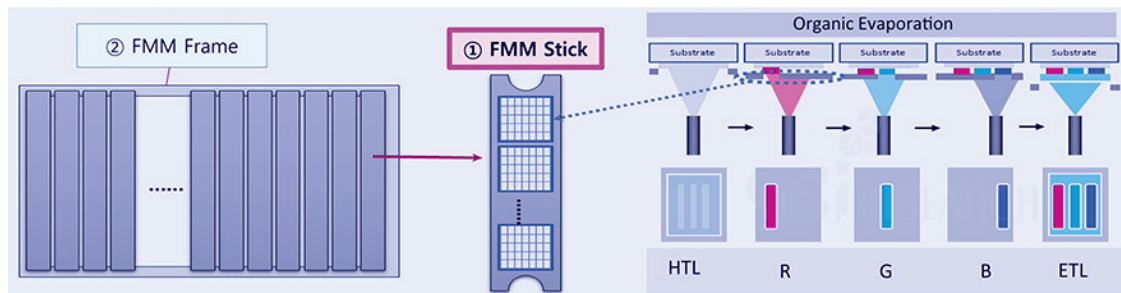
2: 생산 Capa는 동사 양산용 테스트 장비 택타임 + 예상 수율을 가정한 수치로 산출

Figure 04 OLED 증착공정에서의 FMM 역할

OLED Process Line



Organic Evaporation Process



Source: KTB투자증권

재무제표 (APS홀딩스)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	110.0	152.0	355.3	83.5	54.5
현금성자산	20.9	10.1	108.9	71.0	42.7
매출채권	31.5	91.9	194.9	8.6	7.5
재고자산	45.6	38.8	30.4	0.9	1.3
비유동자산	105.6	147.0	210.9	148.3	228.7
투자자산	25.8	23.6	24.9	137.9	219.1
유형자산	64.9	98.9	159.7	9.3	8.4
무형자산	14.9	24.5	26.3	1.0	1.2
자산총계	215.6	299.0	566.2	231.8	283.2
유동부채	60.2	157.8	295.5	21.5	20.8
매입채무	36.1	43.2	124.4	6.3	3.9
유동성이자부채	13.5	106.1	89.3	6.0	10.4
비유동부채	55.6	31.5	63.8	27.0	26.8
비유동이자부채	50.1	24.3	48.9	14.5	22.8
부채총계	115.8	189.3	359.3	48.5	47.6
자본금	11.7	11.7	14.3	6.7	10.9
자본잉여금	70.2	70.2	138.2	107.3	169.0
이익잉여금	39.8	48.9	75.3	744.2	750.7
자본조정	(23.7)	(24.3)	(25.1)	(676.3)	(696.9)
자기주식	(21.7)	(22.6)	(22.6)	(10.7)	(14.5)
자본총계	99.8	109.6	207.0	183.3	235.6
투하자본	122.1	214.2	222.2	35.8	80.6
순차입금	42.7	120.4	29.2	(50.5)	(9.5)
ROA	0.5	3.0	6.4	167.9	0.5
ROE	1.0	7.6	17.8	348.6	0.6
ROIC	2.4	5.4	(0.8)	(0.2)	(4.5)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	(8.5)	(30.8)	84.6	14.8	(5.4)
당기순이익	1.0	7.8	27.5	670.1	1.2
자산상각비	6.4	6.6	10.0	4.7	2.3
운전자본증감	(21.1)	(51.0)	34.4	3.1	(2.7)
매출채권감소(증가)	0.7	(59.2)	(97.7)	(10.1)	(0.5)
재고자산감소(증가)	(25.0)	8.7	8.4	(7.9)	(0.2)
매입채무증가(감소)	17.0	3.1	82.2	19.4	(0.8)
투자현금	(16.8)	(20.6)	(71.2)	(107.3)	15.9
단기투자자산감소	(0.0)	0.0	0.0	0.0	(13.1)
장기투자증권감소	(1.0)	0.0	(0.6)	(19.1)	0.0
설비투자	(2.9)	(16.1)	(69.9)	(20.3)	(15.3)
유무형자산감소	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(0.3)	(0.8)
재무현금	10.8	40.6	84.1	(5.4)	(6.8)
차입금증가	13.0	41.3	21.2	4.5	12.3
자본증가	1.5	0.0	0.0	0.0	(13.6)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(14.6)	(10.8)	98.0	(97.4)	3.8
총현금흐름(Gross CF)	13.0	21.9	54.9	22.4	(0.4)
(-) 운전자본증가(감소)	17.0	47.8	(50.2)	(43.0)	4.3
(-) 설비투자	2.9	16.1	69.9	20.3	15.3
(+) 자산매각	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(0.3)	(0.8)
Free Cash Flow	(24.9)	(49.6)	18.0	(81.8)	12.9
(-) 기타투자	1.0	0.0	0.6	19.1	0.0
잉여현금	(25.9)	(49.6)	17.5	(100.9)	12.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	175.4	293.2	24.3	80.5	28.4
증가율 (Y-Y, %)	622.6	67.2	(91.7)	231.5	(64.7)
영업이익	3.7	12.1	(2.3)	(0.3)	(3.6)
증가율 (Y-Y, %)	흑전	230.5	적전	적지	적지
EBITDA	10.1	18.8	7.6	4.5	(1.3)
영업외손익	(2.6)	(1.7)	(2.9)	(18.5)	(2.6)
순이자수익	(1.7)	(2.7)	0.2	1.2	0.5
외화관련손익	(0.2)	1.3	(0.2)	0.2	(0.1)
지분법손익	(0.0)	(0.5)	(2.4)	2.4	5.0
세전계속사업손익	1.0	10.4	(5.3)	(18.8)	(6.2)
당기순이익	1.0	7.8	27.5	670.1	1.2
지배기업당기순이익	1.3	8.6	26.2	669.4	1.2
증가율 (Y-Y, %)	(96.2)	654.1	252.2	2,338.2	(99.8)
NOPLAT	2.7	9.1	(1.7)	(0.2)	(2.6)
(+) Dep	6.4	6.6	10.0	4.7	2.3
(-) 운전자본투자	17.0	47.8	(50.2)	(43.0)	4.3
(-) Capex	2.9	16.1	69.9	20.3	15.3
OpFCF	(10.8)	(48.2)	(11.5)	27.3	(20.0)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(7.9)	10.5	(54.3)	(22.9)	(54.1)
영업이익증가율(3Yr)	(48.5)	(2.4)	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(31.4)	2.1	(28.2)	(23.9)	n/a
순이익증가율(3Yr)	(54.8)	(11.8)	21.8	765.1	(46.9)
영업이익률(%)	2.1	4.1	(9.6)	(0.4)	(12.7)
EBITDA마진(%)	5.8	6.4	31.5	5.5	(4.6)
순이익률(%)	0.6	2.7	113.2	832.8	4.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	41	274	766	37,133	62
BPS	2,645	2,608	5,131	15,152	11,404
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	111.1	35.3	29.0	0.2	68.5
PBR	1.7	3.7	4.3	0.5	0.4
EV/EBITDA	18.4	22.6	103.8	8.8	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	11.0	13.9	13.8	6.0	n/a
PSR	0.8	1.0	31.3	1.7	2.9
재무건전성(%)					
부채비율	116.0	172.7	173.6	26.5	20.2
Net debt/Equity	42.8	109.8	14.1	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	423.1	641.4	382.3	n/a	n/a
유동비율	182.8	96.3	120.2	388.9	262.2
이자보상배율	2.1	4.5	11.4	0.2	7.4
이자비용/매출액	1.4	1.0	1.7	0.7	2.9
자산구조					
투하자본(%)	72.3	86.4	62.4	14.6	23.5
현금+투자자산(%)	27.7	13.6	37.6	85.4	76.5
자본구조					
차입금(%)	38.9	54.3	40.0	10.0	12.3
자기자본(%)	61.1	45.7	60.0	90.0	87.7

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

씨아이에스

(222080)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	3,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(11/8)	2,340원
예상 증가상승률	28.2%
시가총액	1,255억원
비중(KOSDAQ내)	0.05%
발행주식수	53,625천주
52주 최저가/최고가	2,030 - 2,860원
3개월 일평균거래대금	13억원
외국인 지분율	1.9%
주요주주지분율(%)	
김수하 (외 4인)	25.9

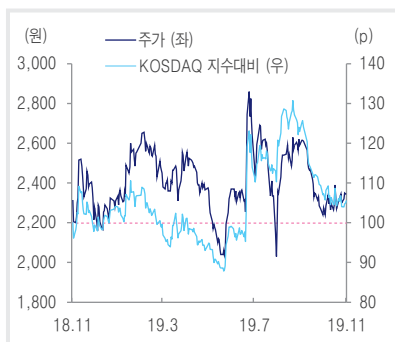
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	18.5	9.7
PBR(배)	3.4	2.9	2.2
EV/EBITDA(배)	n/a	14.0	8.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
추가상승률	2.9	(0.8)	1.1	0.6
KOSDAQ대비 상대수익률 (1.7)	10.0	5.3	2.3	

Price Trend



2020년에 주목할 2차 전지 장비 업체

Issue

2020년 중소형주 대응 전략 탐색

Pitch

- 2020년부터 유럽을 중심으로 전기차 산업의 발전 흐름 가속화 될 것. 주요 2차 전지 셀 업체들의 대규모 증설 예정되어 있어 장비 기업에 주목해야 할 시점으로 판단
- 씨아이에스는 유럽 2차 전지 셀 업체인 Northvolt로의 수주를 시작으로 시장 선점하며 증설의 수혜 전망됨

Rationale

- 2020년부터 유럽 지역에서 배기가스 규제가 시행됨에 따라 2차 전지 산업이 다시 부각될 것으로 전망. 유럽 지역에서 전기차 흐름을 주도하는 업체는 폭스바겐과 Northvolt가 될 것
- 폭스바겐 그룹은 유럽 내 자동차 업체 중 가장 공격적으로 친환경차 생산을 준비하고 있음. 폭스바겐은 Northvolt와 JV를 설립하여 배터리 생산을 준비 중. 동사는 2018년부터 Northvolt로 장비를 공급했으며, 품질을 인정받아 7월 15일 140억원 규모의 장비 공급 계약을 진행. 유럽 지역 진출의 시작점이 될 것으로 판단
- 2020년부터 2차 전지 셀 업체들의 대규모 증설 또한 예정되어 있음. 2018년부터 70GWh 수준의 증설이 시작됐으나 2020년부터 120GWh로 확대될 것으로 전망
- 2020년 매출액 1,545억원(YoY +56.4%), 영업이익 170억원(YoY +72%), 당기순이익 130억원(YoY +93.7%) 기록할 것으로 전망. 1H19 기준 1,670억원의 수주 잔고를 바탕으로 2020년 안정적 실적 기록할 것으로 예상. 향후 실적의 가시성과 성장성이 높으며 2020년 2차 전지 산업 성장의 수혜 기대됨
- 2020년 일본 도쿄 올림픽 개최 예정. Toyota는 올림픽 때 전고체 전지를 사용하는 전차기를 선보일 예정. 동사는 차세대 전지로 불리는 전고체 전지를 연구하고 있음
- 전고체 전지 연구소의 김학수 소장은 전고체 기술을 보유하고 있는 동경공업대학 박사 출신. 동사는 전고체 전지 권위자인 Ryoji Kanno 교수를 어드바이저로 기술 개발을 진행 중. 2020년 전고체 전지 부각되며 모멘텀 기대

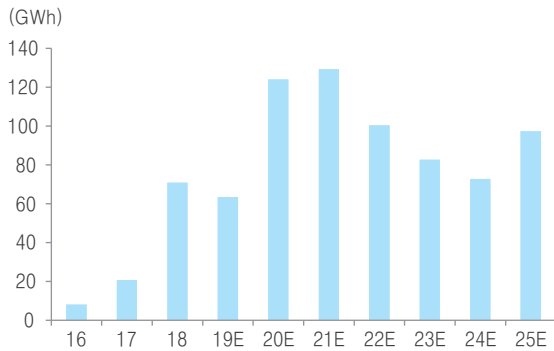
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	12	14	76	26	44	99	155
영업이익	(1)	1	10	(5)	(12)	10	17
EBITDA	(1)	2	11	(4)	(12)	10	17
순이익	(1)	2	9	(8)	(8)	7	13
순차입금	(13)	(15)	(12)	(18)	18	19	15
매출증가율	(46.8)	24.1	429.2	(65.7)	66.9	126.6	56.4
영업이익률	(10.6)	9.3	13.5	(18.4)	(27.7)	10.0	11.0
순이익률	(5.3)	10.9	11.3	(28.7)	(19.2)	6.8	8.4
EPS증가율	적전	흑전	419.8	적전	적지	흑전	92.1
ROE	(2.5)	6.3	28.9	(18.7)	(19.9)	16.3	25.5

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 2차 전지 업체 연도별 Capa 증설량

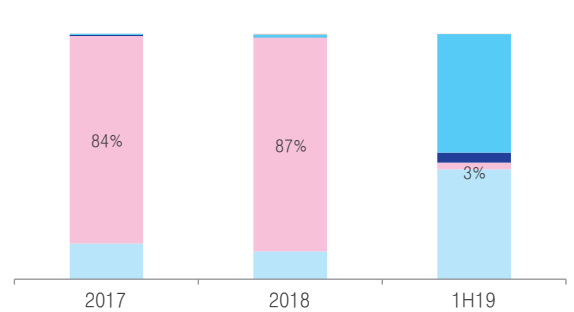


Source: SNE리서치, KTB투자증권

Note: LG화학, SK이노베이션, 삼성SDI, CATL, 파나소닉 합계

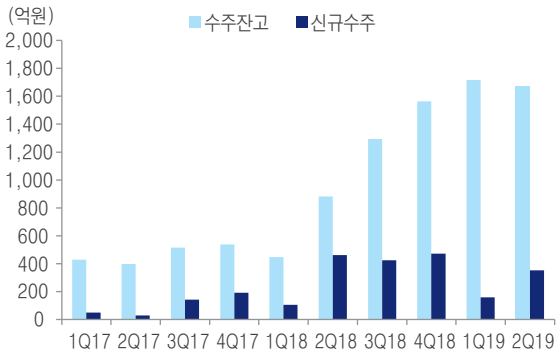
Figure 02 지역별 매출 비중

■ 국내 ■ 중국 ■ 유럽 ■ 북미 ■ 기타



Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Figure 03 신규 수주 및 수주 잔고 추이



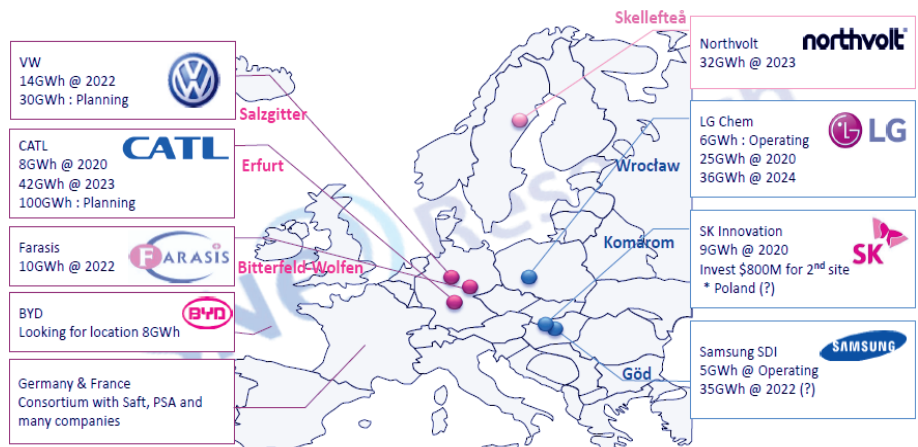
Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Figure 04 최근 수주 내역

수주 일자	금액(억원)	국가	업체
2Q18	33	스웨덴	Northvolt
2Q18	216	국내	삼성SDI
2Q18	180	미국	LG화학
3Q18	142	유럽	삼성SDI
3Q18	56	국내	삼성SDI
3Q18	118	국내	삼성SDI
3Q18	39	국내	삼성SDI
3Q18	45	중국	Shanghai Yishi
4Q18	195	중국	미공개
4Q18	190	유럽	미공개
4Q18	27	중국	Huading
4Q18	13	스웨덴	Northvolt
1Q19	72	중국	미공개
1Q19	49	중국	Shanghai Yishi
2Q19	77	중국	미공개
2Q19	173	중국	미공개
2019.7.15	140	스웨덴	Northvolt

Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Figure 05 2차 전지 생산의 핵심이 될 유럽



Source: KTB투자증권

재무제표 (씨아이에스)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	72.9	96.5	139.8	139.3	157.4
현금성자산	15.9	19.8	4.9	2.5	6.2
매출채권	21.2	28.5	27.1	25.5	33.9
재고자산	16.3	24.9	92.4	95.7	101.6
비유동자산	14.1	14.1	27.5	30.6	30.4
투자자산	3.7	2.5	4.9	5.5	5.8
유형자산	9.9	10.8	21.8	24.3	23.9
무형자산	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
자산총계	87.0	110.6	167.3	169.9	187.8
유동부채	50.3	62.2	118.2	113.6	118.4
매입채무	3.9	25.9	29.2	25.5	29.6
유동성이자부채	2.0	2.0	14.0	12.3	12.3
비유동부채	2.5	1.2	10.4	11.0	11.1
비유동이자부채	1.6	0.0	8.9	9.1	9.1
부채총계	52.8	63.4	128.6	124.6	129.5
자본금	1.7	5.4	5.4	5.4	5.4
자본잉여금	1.7	19.3	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	29.8	22.4	13.9	20.5	33.5
자본조정	0.8	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자기주식	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	34.2	47.2	38.7	45.3	58.3
투자자본	21.6	29.0	56.2	63.7	73.0
순차입금	(12.4)	(17.8)	18.0	18.8	15.1
ROA	11.2	(7.6)	(6.0)	4.0	7.3
ROE	28.9	(18.7)	(19.9)	16.3	25.5
ROIC	52.5	(13.8)	(20.5)	13.4	19.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금	(1.2)	(10.1)	(25.3)	2.4	4.0
당기순이익	8.6	(7.5)	(8.4)	6.7	13.0
자산상각비	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
운전자본증감	(13.3)	(6.5)	(26.3)	(4.8)	(9.5)
매출채권감소(증가)	(13.3)	(6.1)	(8.7)	2.2	(8.3)
재고자산감소(증가)	(5.9)	(8.6)	(67.5)	(3.3)	(5.9)
매입채무증가(감소)	(1.4)	(0.3)	5.0	(4.2)	4.1
투자현금	0.3	(1.0)	(11.0)	(3.1)	(0.3)
단기투자자산감소	1.0	0.6	0.6	(0.1)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	(0.2)	0.0	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.8)	(1.1)	(11.3)	(2.9)	0.0
유무형자산감소	0.0	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(0.0)	16.2	22.0	(1.8)	0.0
차입금증가	0.0	(0.0)	22.0	(1.8)	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.9)	4.4	(14.3)	(2.4)	3.7
총현금흐름(Gross CF)	12.0	(2.0)	1.1	7.2	13.6
(-) 운전자본증가(감소)	10.2	7.9	14.2	4.8	9.5
(-) 설비투자	0.8	1.1	11.3	2.9	0.0
(+) 자산매각	0.0	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	(0.9)	(9.5)	(36.2)	(0.7)	3.7
(-) 기타투자	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(0.9)	(9.7)	(36.2)	(0.7)	3.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	76.1	26.1	43.6	98.8	154.5
증가율 (Y-Y, %)	0.0	(65.7)	66.9	126.6	56.4
영업이익	10.3	(4.8)	(12.1)	9.9	17.0
증가율 (Y-Y, %)	0.0	적전	적지	흑전	72.0
EBITDA	10.7	(4.4)	(11.7)	10.3	17.5
영업외손익	0.2	(4.0)	1.6	(1.6)	(0.7)
순이자수익	0.1	0.2	(0.5)	(0.6)	(0.5)
외화관련손익	(0.2)	(1.6)	0.5	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	10.4	(8.8)	(10.5)	8.2	16.3
당기순이익	8.6	(7.5)	(8.4)	6.7	13.0
지배기업당기순이익	8.4	(7.4)	(8.4)	6.8	13.0
증가율 (Y-Y, %)	0.0	적전	적지	흑전	93.7
NOPLAT	8.5	(3.5)	(8.8)	8.0	13.5
(+) Dep	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
(-) 운전자본투자	10.2	7.9	14.2	4.8	9.5
(-) Capex	0.8	1.1	11.3	2.9	0.0
OpFCF	(2.0)	(12.1)	(33.9)	0.9	4.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	51.8	31.1	44.7	9.1	80.8
영업이익증가율(3Yr)	172.4	n/a	n/a	(1.2)	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	132.1	n/a	n/a	(1.2)	n/a
순이익증가율(3Yr)	132.5	n/a	n/a	(8.0)	n/a
영업이익률(%)	13.5	(18.4)	(27.7)	10.0	11.0
EBITDA마진(%)	14.1	(17.0)	(26.9)	10.5	11.3
순이익률(%)	11.3	(28.7)	(19.2)	6.8	8.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	1,301	(152)	(156)	126	242
BPS	4,764	848	691	815	1,057
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	1.6	n/a	n/a	18.5	9.7
PBR	0.4	2.0	3.4	2.9	2.2
EV/EBITDA	0.2	n/a	n/a	14.0	8.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	1.1	n/a	119.5	17.4	9.3
PSR	0.2	3.2	2.9	1.3	0.8
재무건전성(%)					
부채비율	154.5	134.4	332.5	274.7	222.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	46.5	41.5	25.9
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	182.0	86.5
유동비율	144.9	155.2	118.2	122.6	132.9
이자보상배율	n/a	19.5	n/a	16.9	33.8
이자비용/매출액	0.1	0.2	1.3	0.6	0.4
자산구조					
투자자본(%)	52.4	56.6	85.2	88.8	85.9
현금+투자자산(%)	47.6	43.4	14.8	11.2	14.1
자본구조					
차입금(%)	9.5	4.1	37.1	32.0	26.8
자기자본(%)	90.5	95.9	62.9	68.0	73.2

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

에스24

(053280)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(11/8)	6,870원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,182억원
비중(KOSDAQ내)	0.05%
발행주식수	17,200천주
52주 최저가/최고가	4,360 - 7,250원
3개월 일평균거래대금	4억원
외국인 지분율	2.4%
주요주주지분율(%)	
한세에스24홀딩스 (외 2인)	52.8
유성식 (외 1인)	0.1
김석환 (외 1인)	0.1

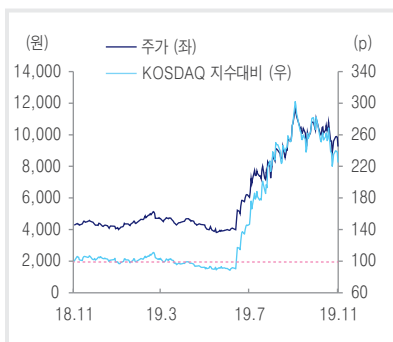
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	156.6	n/a	n/a
PBR(배)	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	12.3	18.1	22.3
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.5

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	7.7	54.2	56.7	43.1
KOSDAQ대비 상대수익률	3.1	65.0	60.9	44.8

Price Trend



2020년, 전 사업부 실적 성장 시작

Issue

2020년 실적 성장 가능성 체크

Pitch

2019년을 기점으로 도서, 엔터, 디지털, 해외 등 모든 사업부문 실적 개선이 시작. 2020년 이후, 안정적인 실적 성장 기대

Rationale

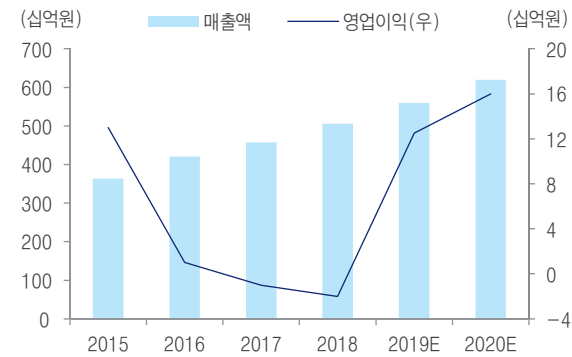
- 에스24는 온라인 도서유통 및 음반/DVD 유통, 영화/공연 티켓 판매 등 온라인 문화상품 유통기업
- 2Q19 기준 누적회원수 약 1,500만명 보유(회원수 기준 온라인 서점 1위). 매출비중은 도서 92.7%, 영화/공연 2.6% 대부분의 매출이 도서유통에서 발생.
- 온라인 도서유통 시장은 매년 5~7% 성장 지속 중. 전체 도서시장은 2013년 이후 6.3조원 규모를 유지 중이나, 오프라인→온라인으로 시장이동이 지속되며 온라인 도서시장 규모는 꾸준한 성장 중
- 15' 도서정가제 시행 이후, 심화되었던 온라인 서점간 경쟁이 2019년 들어 마무리되며 시장안정화 완료. 또한 시장안정화와 도서 할인액 축소 및 매입단가 하락이 맞물리며 실적 턴어라운드 성공
- 공연/영화/음반 판매가 주업인 엔터 사업부 또한 BEP 진입. 이는 사업부 매출 규모가 커지며 JYP, SM 등 대형 기획사와의 독점 판매권을 받은 것에 기인
- 적자가 지속되던 해외법인들의 적자폭 축소도 기대되는 요소. 우선 인도네시아 적자법인 정리가 마무리되었으며, 베트남 법인 또한 구매대행 서비스를 추가하며 2019년 적자폭 축소 진행 중. 이에 따라 상반기 실적은 매출액 2,746억원(YoY +11.8%), 영업이익 81억 원(흑자전환)으로 사상 최대실적 달성
- 2019년을 기점으로 도서, 엔터, 디지털, 해외 등 모든 사업부문 실적 개선이 시작되고 있어 2020년 매출액 6,200억원(YoY +10.7%), 영업이익 160억원(YoY +28.0%)의 호실적 달성 전망

Earnings Forecasts

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	340	330	356	363	421	457	506
영업이익	7	3	3	13	1	(1)	(2)
EBITDA	9	6	6	16	5	3	3
순이익	7	4	14	2	1	(0)	(5)
순차입금	(41)	(30)	57	(38)	(34)	(33)	(26)
매출증가율	(4.3)	(2.8)	7.7	2.0	15.9	8.5	10.9
영업이익률	2.1	1.0	0.9	3.5	0.3	(0.2)	(0.4)
순이익률	2.2	1.1	4.0	0.5	0.2	(0.1)	(1.1)
EPS증가율	66.7	(49.1)	283.6	(87.6)	(63.4)	적전	적지
ROE	12.7	6.0	20.4	2.4	0.9	(0.4)	(7.6)

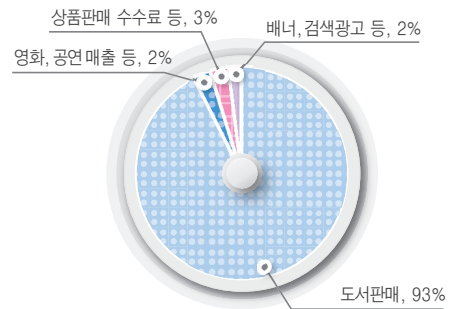
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 예스24 매출액 및 영업이익 전망



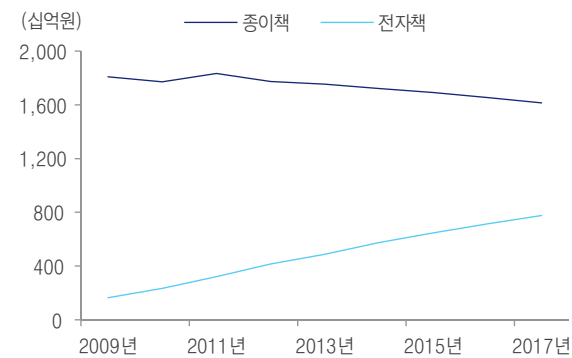
Source: 예스24, KTB투자증권

Figure 02 예스24 사업부별 매출 비중



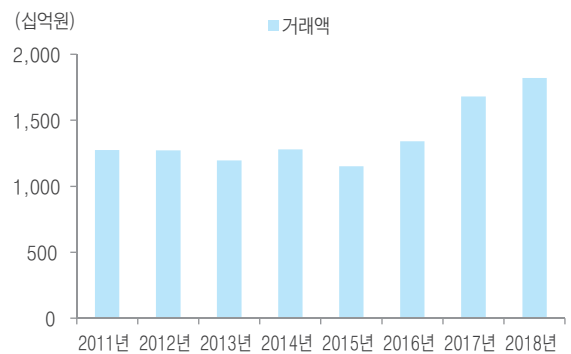
Source: 예스24, KTB투자증권

Figure 03 한국 단행본 및 전자책 시장규모



Source: 정보통신방송정책, KTB투자증권

Figure 04 서적류 온라인쇼핑 연간 거래액



Source: 온라인쇼핑몰통계, 통계청, KTB투자증권

Figure 05 인터넷서점 업체 트래픽 현황

사이트명	일평균방문자수	일평균페이지뷰	체류시간
예스24	298,323	3,122,053	0:10:58
인터파크도서	47,397	312,483	0:02:09
교보문고	122,622	1,338,729	0:07:24
알라딘	97,642	1,251,387	0:06:50

Source: 예스24, KTB투자증권

Figure 06 온라인 공연티켓매매 업체 점유율

사이트명	티켓매매분야 점유율	일평균 방문자수	일평균 페이지뷰
인터파크 티켓	51.2%	62,198	1,473,137
예스24 영화/공연	23.7%	40,084	262,531
맥스무비	8.1%	14,077	88,320
티켓링크	5.2%	7,700	80,975

Source: 예스24, KTB투자증권

재무제표 (에스24)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	137.3	103.0	109.7	113.0	103.1
현금성자산	31.9	43.2	48.7	51.6	43.4
매출채권	61.5	17.0	21.5	26.0	24.2
재고자산	33.1	29.3	28.9	31.6	31.8
비유동자산	146.5	68.3	77.5	89.3	101.3
투자자산	19.2	20.3	27.4	37.6	50.4
유형자산	95.6	40.2	41.9	44.0	43.9
무형자산	31.7	7.8	8.2	7.7	6.9
자산총계	283.8	171.3	187.2	202.3	204.4
유동부채	182.1	86.4	104.3	118.0	127.6
매입채무	54.7	30.5	34.1	35.0	52.4
유동성이자부채	73.0	5.1	14.4	18.8	17.8
비유동부채	24.7	6.8	7.9	8.1	9.0
비유동이자부채	15.8	0.0	0.0	0.0	0.1
부채총계	206.8	93.2	112.2	126.1	136.6
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	28.4	28.4	27.9	27.9	27.9
이익잉여금	38.2	38.5	36.7	35.0	30.8
자본조정	1.8	1.3	0.6	3.5	(0.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	77.0	78.0	75.1	76.2	67.8
투하자본	123.0	31.2	26.0	18.6	14.5
순차입금	56.9	(38.1)	(34.3)	(32.7)	(25.6)
ROA	6.7	0.8	0.4	(0.1)	(2.7)
ROE	20.4	2.4	0.9	(0.4)	(7.6)
ROIC	2.7	12.6	1.1	(3.0)	(8.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	16.5	24.7	11.4	3.7	12.6
당기순이익	2.5	16.3	2.5	(0.2)	(6.5)
자산상각비	2.8	3.4	4.3	4.3	4.4
운전자본증감	(4.0)	(2.9)	7.0	1.9	9.6
매출채권감소(증가)	(1.4)	(1.3)	(3.3)	(5.5)	1.8
재고자산감소(증가)	(0.4)	(6.8)	1.4	(0.6)	(0.2)
매입채무증가(감소)	(3.8)	7.3	1.8	(0.2)	(0.6)
투자현금	(24.6)	3.0	2.2	(38.5)	(5.7)
단기투자자산감소	0.0	(5.4)	2.9	0.8	(0.8)
장기투자증권감소	(5.1)	0.9	7.3	(33.8)	0.0
설비투자	(1.2)	(1.7)	(4.2)	(4.3)	(2.7)
유무형자산감소	(1.5)	(1.5)	(2.2)	(1.5)	(1.0)
재무현금	9.9	(22.8)	7.9	2.9	(3.3)
차입금증가	21.7	(23.6)	10.0	5.0	(1.0)
자본증가	(1.7)	(1.7)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
배당금지급	1.7	1.7	2.1	2.1	2.1
현금 증감	1.9	5.0	21.6	(32.0)	3.5
총현금흐름(Gross CF)	21.0	32.1	7.5	3.8	4.7
(-) 운전자본증가(감소)	14.6	(17.8)	(7.3)	(9.1)	(12.3)
(-) 설비투자	1.2	1.7	4.2	4.3	2.7
(+) 자산매각	(1.5)	(1.5)	(2.2)	(1.5)	(1.0)
Free Cash Flow	(7.6)	32.2	16.7	(32.9)	8.5
(-) 기타투자	5.1	(0.9)	(7.3)	33.8	0.0
잉여현금	(12.7)	33.1	23.9	(66.7)	8.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	355.9	363.1	421.0	456.8	506.4
증가율 (Y-Y, %)	(15.5)	2.0	15.9	8.5	10.9
영업이익	3.4	12.8	1.2	(0.9)	(1.8)
증가율 (Y-Y, %)	183.4	281.4	(90.7)	적전	적지
EBITDA	6.1	16.2	5.5	3.4	2.6
영업외손익	0.8	3.5	1.3	0.7	(4.6)
순이자수익	0.0	0.8	0.7	(0.3)	0.1
외화관련손익	(0.0)	0.0	0.1	(0.1)	(0.2)
지분법손익	(0.0)	0.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	4.2	16.3	2.5	(0.2)	(6.5)
당기순이익	14.3	1.8	0.7	(0.3)	(5.4)
지배기업당기순이익	14.3	1.8	0.6	(0.1)	(5.2)
증가율 (Y-Y, %)	1,991.1	(87.1)	(63.0)	적전	적지
NOPLAT	2.0	9.7	0.3	(0.7)	(1.3)
(+) Dep	2.8	3.4	4.3	4.3	4.4
(-) 운전자본투자	14.6	(17.8)	(7.3)	(9.1)	(12.3)
(-) Capex	1.2	1.7	4.2	4.3	2.7
OpFCF	(11.1)	29.3	7.7	8.4	12.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.1	2.2	8.4	8.7	11.7
영업이익증가율(3Yr)	(13.1)	21.1	(28.5)	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(5.0)	20.7	(0.3)	(17.9)	(45.9)
순이익증가율(3Yr)	48.1	(36.9)	(43.2)	n/a	n/a
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)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	833	103	38	(5)	(305)
BPS	2,634	4,017	3,812	3,918	3,499
DPS	100	120	120	120	120
Multiples(x, %)					
PER	8.4	88.7	156.6	n/a	n/a
PBR	2.6	2.3	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	28.8	7.4	12.3	18.1	22.3
배당수익률	1.4	1.3	2.0	2.2	2.5
PCR	5.7	4.9	13.6	25.1	17.7
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
재무건전성(%)					
부채비율	268.7	119.4	149.4	165.6	201.4
Net debt/Equity	73.9	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	926.4	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	75.4	119.2	105.3	95.7	80.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	19.0
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	70.7	33.0	25.5	17.3	13.4
현금+투자자산(%)	29.3	67.0	74.5	82.7	86.6
자본구조					
차입금(%)	53.6	6.1	16.1	19.8	20.8
자기자본(%)	46.4	93.9	83.9	80.2	79.2

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

필링크
(064800)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(11/8)	1,330원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	893억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	67,125천주
52주 최저가/최고가	978 - 2,345원
3개월 일평균거래대금	24억원
외국인 지분율	3.1%
주요주주지분율(%)	
에너전트 (외 1인)	16.1
자사주신탁 (외 1인)	2.8
자사주 (외 1인)	1.2

Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	658.9	56.2	n/a
PBR(배)	4.2	n/a	1.1
EV/EBITDA(배)	n/a	122.3	27.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
추가상승률	8.6	(31.6)	(38.4)	(27.5)
KOSDAQ대비 상대수익률	4.0	(20.8)	(34.2)	(25.9)

Price Trend



믿을 수 있는 명품 병행 수입 업체

Issue

2020년 중소형주 대응 전략 탐색

Pitch

국내 명품 병행 수입 시장은 일본에 비해 전체 명품 시장 대비 규모가 작음. 최근 2년 동안 국내 명품 시장은 연간 20% 이상 성장하고 있으며, 병행 수입 시장은 더 빠르게 확대될 것으로 예상. 당사는 국내 1위 명품 병행 수입 업체. 2019년 턴어라운드를 시작으로, 2020년에도 실적 개선 이어갈 것으로 전망

Rationale

- 당사는 명품 병행 수입 및 IT 서비스 전문 기업. 2018년 라프리마를 흡수 합병하며 IT서비스 전문 업체에서 명품 병행 수입 업체로 변화하였음
- 명품 판매는 연간 두 자리 수 성장을 지속 중. 백화점 품목별 판매 데이터에 따르면 백화점 전체 매출은 최근 2년간 정체되고 있으나 명품 판매는 2018년 약 25%, 2019년 약 20% 성장하며 고성장을 보이고 있음. 전체 시장 성장의 수혜 기대됨
- 명품 시장의 성장은 동사에게 긍정적 요인으로 작용. 병행 수입 상품은 일반 상품 대비 약 20% 저렴하여 가격 경쟁력을 보유. 병행 수입 상품의 인지도가 아직 낮으나, 당사는 국내 명품 병행 수입 1위 업체로 정품 보증 및 A/S 능력을 통해 경쟁력을 갖추
- 국내 명품 병행 수입 시장은 성장 가능성이 아직 높음. 일본의 경우 명품 병행 수입 시장이 전체 명품 시장 대비 약 20%의 규모를 형성하고 있는데 반해 국내는 5% 수준으로 추정. 병행 수입에 대한 인지도 재고되며 시장 성장할 때 국내 1위 사업자인 동사가 수혜를 받을 것으로 예상
- 2020년 실적은 매출액 1,201억원(YoY +25%), 영업이익 139억원(YoY +80%) 전망. 품목, 브랜드, 판매 채널 확대를 바탕으로 매출액 증가 전망. 매출액 증가함에 따라 레버리지 효과 발생하며 영업이익률 또한 전년 대비 3.5%p 상승할 것으로 예상됨
- 당사는 크리스토프앤씨의 지분을 34% 보유. 크리스토프앤씨의 시가총액이 2,300억원 수준임을 감안하면, 현재의 시가 총액은 부담 없는 수준으로 판단

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	36	28	21	16	33	14	53
영업이익	(2)	(1)	0	(0)	(2)	(1)	(0)
EBITDA	0	0	1	0	(1)	3	5
순이익	(2)	(3)	(3)	1	(0)	9	(8)
순차입금	(3)	(8)	(8)	(12)	(19)	140	33
매출증가율	(19.2)	(20.3)	(27.5)	(22.6)	107.8	(57.7)	278.1
영업이익률	(4.8)	(3.1)	0.5	(2.4)	(5.1)	(6.5)	(0.5)
순이익률	(4.2)	(10.1)	(15.8)	7.3	(0.4)	63.8	(15.1)
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	(79.2)	881.0	적전
ROE	(4.8)	(9.8)	(12.4)	4.6	(0.4)	13.1	(7.6)

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

필링크는

2000년 4월 무선인터넷 서비스 전문 기업으로 설립. 홈페이지 구축 등의 솔루션 사업 및 유지보수 사업을 기반으로 성장하였으며 2002년 코스닥 시장에 상장했음

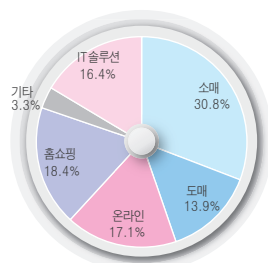
이후 다양한 회사의 인수를 통해 에너지, 광고, 콘텐츠 등 사업을 영위했음. 최근에는 크리스에프앤씨(골프웨어), 라프리마(명품병행수입)의 지분을 인수하여 사업을 영위. 2018년 크리스에프앤씨가 상장하며 연결에서 제외되고, 라프리마를 흡수합병하여 명품병행수입 업체로 바뀌었음. 프라다, 구찌, 페라가모 등 40여개의 브랜드 제품을 유통하고 있음

국내 명품병행수입 업체 중 MS는 약 15% 수준으로 1위. 경쟁업체로는 이룸컴퍼니, 위즈컴퍼니와 같은 다수의 비상장 업체들이 있음. 향후 병행수입 시장이 성장하며 시장 점유율 상위 업체들의 성장이 두드러질 것으로 전망

시가총액은 893억원이며 KOSDAQ 유통 업종에 속해 있음

사업부문 Breakdown

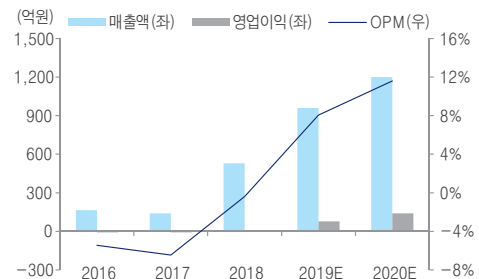
- 1H19 기준 명품 병행 수입 매출 비중은 84%, 무선인터넷 솔루션 사업 부문은 16%
- 2018년 라프리마를 흡수합병 하며 명품병행수입 사업이 현재 매출 비중에서 대부분을 차지하고 있음. 해외 명품 브랜드의 도매상으로부터 수입하여, 국내에서 유통하는 비즈니스를 영위. 판매 채널은 국내 9개 직영 매장(luxury avenue), 홈쇼핑, 온라인, 타 병행수입업체 등 다양함. 명품 시장은 연간 두 자리 수 이상의 성장을 지속하고 있으며, 품목, 브랜드, 채널 확대를 통해 성장 지속 중
- 인터넷 솔루션 사업 부문은 시스템 구축 사업으로, 플랫폼 개발 등의 서비스를 영위하고 있음. 최근에는 삼성전자, 스타일난다 등의 업체로 서비스 매출 발생 중



Source: 필링크, KTB투자증권

Financials

- 1H19 실적은 매출액 463억원 (YoY +92%), 영업이익 31억원 (YoY 흑전) 기록. 병행수입 사업의 성장에 따라 실적 개선되고 있음
- 명품병행 수입 사업을 본격적으로 영위하며 2019년 실적 턴어라운드 성공. 품목, 브랜드, 채널 확장에 집중하며 실적 개선세 이어갈 것으로 예상
- 명품병행 수입 사업은 GPM 30%의 고마진 유통 사업으로, 향후 레버리지 효과 일어날 것으로 예상. 2020년 매출액은 전년대비 25%, 영업이익은 80% 증가하며 큰 폭의 성장 전망



Source: 필링크, KTB투자증권

주가

- 동사의 주가는 신규 사업과 연관성이 높음. 2016년 에너지, 광고, 콘텐츠 기업의 지분 인수, 2017년 초 크리스에프앤씨의 지분을 인수 때 지분 가치 및 실적 기대감으로 주가 상승 했었음
- 그러나 신규 사업 부문들의 부진으로 주가 상승은 지속되지 못했었음. 2019년부터는 명품병행수입 업체로 거듭났으며, 향후 실적에 따라 새롭게 평가 받을 것으로 전망



Source: Dataguide, KTB투자증권

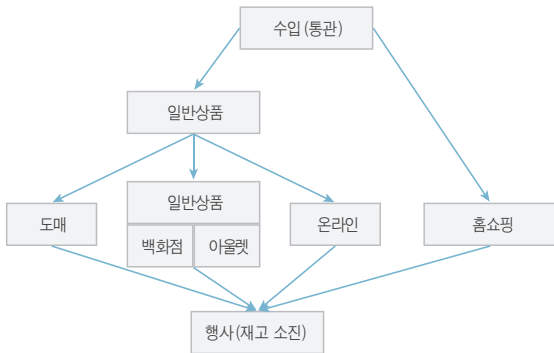
Figure 01 필링크 실적 추정

(단위: 억원)

(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	164	140	529	959	1,201
병행수입			409	807	1,019
IT솔루션	124	138	120	152	182
기타	40	2			
YoY	3.3%	-14.8%	277.9%	81.3%	25.2%
매출원가	127	101	365	662	817
판매비	47	48	166	220	245
영업이익	-9	-9	-2	77	139
OPM	적자	적자	적자	8.1%	11.6%
YoY	적지	적지	적지	흑전	80.1%

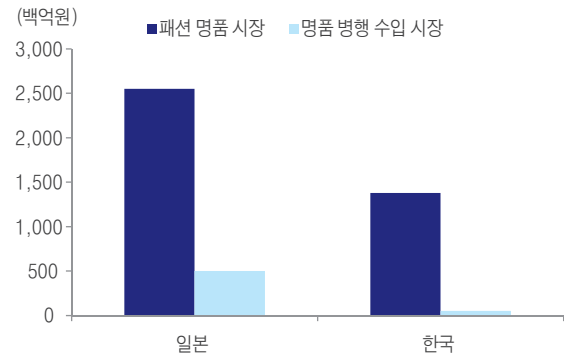
Source: 필링크, KTB투자증권

Figure 02 병행 수입 구조도



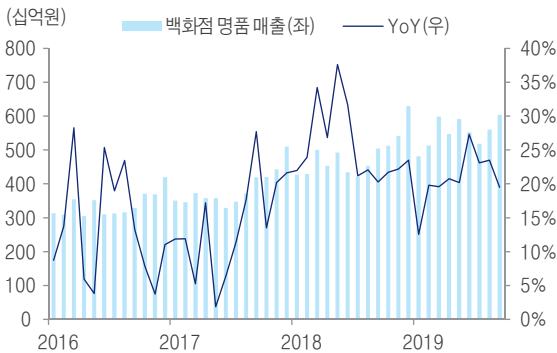
Source: 필링크, KTB투자증권

Figure 03 명품 시장/명품 병행 시장 비교



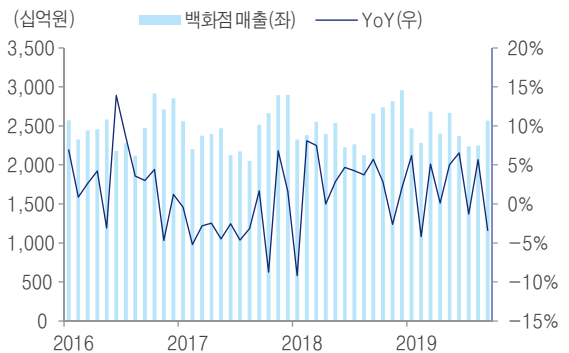
Source: Bain&Company, 일본유통협회, 필링크, KTB투자증권

Figure 04 백화점 명품 품목 매출 추이



Source: 통계청, 산업통상자원부, KTB투자증권

Figure 05 백화점 매출 추이



Source: 통계청, KTB투자증권

재무제표 (필링크)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	14.5	25.3	52.3	171.7	65.6
현금성자산	9.1	21.9	47.8	20.0	34.2
매출채권	4.8	3.1	4.1	35.1	7.0
재고자산	0.0	0.1	0.0	103.7	17.5
비유동자산	16.1	14.4	21.3	210.7	123.4
투자자산	6.6	6.6	10.1	13.5	108.1
유형자산	8.2	7.0	6.9	74.8	8.9
무형자산	1.3	0.8	4.3	122.3	6.4
자산총계	30.6	39.7	73.6	382.4	189.0
유동부채	4.7	12.6	32.0	198.8	75.0
매입채무	2.3	1.7	1.9	19.4	2.6
유동성이자부채	0.8	10.3	28.4	144.7	67.1
비유동부채	1.3	1.3	1.6	27.2	2.8
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	15.0	0.0
부채총계	6.0	13.9	33.6	226.0	77.8
자본금	3.6	3.6	3.7	5.5	6.2
자본잉여금	16.9	16.9	26.3	80.6	112.2
이익잉여금	11.7	12.1	12.3	15.6	(3.6)
자본조정	(7.4)	(6.7)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
자기주식	(7.4)	(7.4)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
자본총계	24.6	25.8	40.0	156.4	111.2
투하자본	15.6	14.2	19.0	296.0	43.2
순차입금	(8.4)	(11.5)	(19.4)	139.7	32.9
ROA	(10.0)	3.3	(0.2)	3.9	(2.8)
ROE	(12.4)	4.6	(0.4)	13.1	(7.6)
ROIC	0.4	(1.9)	(7.3)	(0.4)	(0.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	2.0	0.1	(1.6)	21.9	3.0
당기순이익	(2.8)	1.4	(1.6)	(4.9)	(3.5)
자산상각비	1.2	0.7	1.1	3.6	5.5
운전자본증감	(0.3)	(0.9)	(1.9)	2.1	(12.4)
매출채권감소(증가)	(0.6)	1.4	0.7	0.5	2.5
재고자산감소(증가)	(0.0)	(0.1)	6.9	12.1	(5.1)
매입채무증가(감소)	0.1	(0.3)	0.4	(7.1)	(8.6)
투자현금	(0.0)	(7.7)	(9.8)	(198.5)	(70.5)
단기투자자산감소	(0.1)	(4.0)	(14.7)	15.2	(6.0)
장기투자증권감소	(0.5)	(1.1)	7.7	0.0	0.0
설비투자	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(44.3)	(7.8)
유무형자산감소	0.5	0.3	(0.1)	0.7	8.7
재무현금	(1.5)	9.4	28.5	160.4	65.6
차입금증가	0.3	9.6	28.4	124.5	(37.2)
자본증가	(0.2)	(0.3)	0.4	32.3	(1.1)
배당금지급	0.2	0.3	0.0	0.0	1.1
현금 증감	0.5	1.7	17.1	(16.6)	(1.9)
총현금흐름(Gross CF)	2.2	0.8	0.5	25.7	36.2
(-) 운전자본증가(감소)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	96.7	(74.0)
(-) 설비투자	0.1	0.3	0.2	44.3	7.8
(+) 자산매각	0.5	0.3	(0.1)	0.7	8.7
Free Cash Flow	1.8	(7.8)	(11.1)	(170.7)	(46.7)
(-) 기타투자	0.5	1.1	(7.7)	(0.0)	0.0
잉여현금	1.3	(8.9)	(3.5)	(170.7)	(46.7)

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	20.6	15.9	33.1	14.0	52.9
증가율 (Y-Y, %)	(37.8)	(22.6)	107.8	(57.7)	278.1
영업이익	0.1	(0.4)	(1.7)	(0.9)	(0.3)
증가율 (Y-Y, %)	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA	1.3	0.3	(0.6)	2.6	5.2
영업외손익	(2.9)	1.5	0.1	(4.0)	(3.2)
순이자수익	0.2	0.2	(0.1)	(3.6)	(4.5)
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
지분법손익	0.0	0.0	(0.1)	(1.4)	0.0
세전계속사업손익	(2.8)	1.1	(1.6)	(4.9)	(3.5)
당기순이익	(3.3)	1.2	(0.1)	8.9	(8.0)
지배기업당기순이익	(1.5)	1.1	0.2	2.9	(19.1)
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	적전	흑전	적전
NOPLAT	0.1	(0.3)	(1.2)	(0.7)	(0.2)
(+) Dep	1.2	0.7	1.1	3.6	5.5
(-) 운전자본투자	(0.4)	(0.3)	(0.2)	96.7	(74.0)
(-) Capex	0.1	0.3	0.2	44.3	7.8
OpFCF	1.6	0.4	(0.2)	(138.1)	71.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(22.4)	(23.6)	5.2	(12.1)	49.2
영업이익증가율(3Yr)	(65.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(33.0)	55.6	n/a	26.8	161.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	0.5	(2.4)	(5.1)	(6.5)	(0.5)
EBITDA마진(%)	6.3	1.8	(1.9)	18.9	9.9
순이익률(%)	(15.8)	7.3	(0.4)	63.8	(15.1)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	(41)	30	6	61	(325)
BPS	660	705	967	(450)	1,700
DPS	10	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	97.9	658.9	56.2	n/a
PBR	1.3	4.1	4.2	n/a	1.1
EV/EBITDA	17.4	314.3	n/a	122.3	27.9
배당수익률	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	14.3	123.1	268.7	6.3	3.0
PSR	1.5	6.5	4.4	11.5	2.0
재무건전성(%)					
부채비율	24.6	54.0	84.1	144.5	70.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	89.3	29.6
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	5,280.9	628.5
유동비율	308.9	200.3	163.5	86.4	87.5
이자보상배율	n/a	2.2	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.1	2.2	29.3	9.8
자산구조					
투하자본(%)	49.7	33.2	24.7	89.8	23.3
현금+투자자산(%)	50.3	66.8	75.3	10.2	76.7
자본구조					
차입금(%)	3.0	28.5	41.5	50.5	37.6
자기자본(%)	97.0	71.5	58.5	49.5	62.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

휴비츠

(065510)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(11/8)	8,730원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	1,037억원
비중(KOSDAQ내)	0.04%
발행주식수	11,883천주
52주 최저가/최고가	7,780 - 10,950원
3개월 일평균거래대금	3억원
외국인 지분율	5.4%
주요주주지분율(%)	
김현수 (외 4인)	26.5
자사주신탁 (외 1인)	4.1
자사주 (외 1인)	2.4

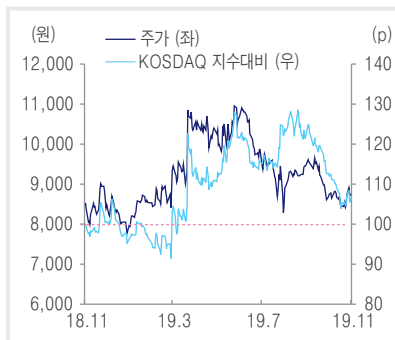
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	14.6	51.0	13.5
PBR(배)	2.5	2.4	1.4
EV/EBITDA(배)	11.8	14.0	9.2
배당수익률(%)	0.7	1.1	1.9

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
추가상승률	(0.2)	(15.7)	2.3	8.4
KOSDAQ대비 상대수익률 (4.8)	(4.8)	6.5	10.1	

Price Trend



실적은 턱아라운드, 밸류에이션은 하단

Issue

2020년 중소형주 대응 전략 탐색

Pitch

2017년부터 하락한 실적은 2019년을 기점으로 턱아라운드 전망. 망막진단기가 2020년 실적 증가를 견인할 것으로 예상하며, 신규 제품 출시 또한 기대되는 상황

Rationale

- 동사는 안 광학 의료기기 전문 기업. 안경점과 안과로 검안기기, 렌즈가공기, 망막진단기 등의 제품을 판매. 안경점 중심의 매출에서 안과로 매출처와 제품을 다양화 하고 있음
- 휴비츠는 검안기기 국내 1위 업체로 50% 이상의 시장 점유율을 기록하고 있으며, 글로벌에서도 점유율 15%로 니콘, 탑콘에 이어 3위 업체임. 2017년부터 시장 성장 둔화 및 경쟁 심화로 영업이익률이 감소했으나, 매출액은 유지하고 있음
- 2017년 평촌 신사옥 이전으로 비용이 발생하고 감가상각비가 증가함에 따라 실적 하락이 가속화 됐음. 그러나 2019년부터 매출액이 증가함에 따라 고정비를 상쇄하며 턱아라운드 시작
- 2020년 실적은 매출액 945억원(YoY +8%), 영업이익 121억원(YoY +16%) 전망. 검안기기 제품이 동사의 캐시 카우 역할을 하는 가운데, 2018년 판매를 시작한 망막진단기(OCT)가 2020년 실적 성장을 견인할 것으로 전망
- 매출액 증가로 레버리지 효과 발생하며 영업이익률 또한 2018년 대비 2.2%p 상승한 12.8%를 기록할 것으로 추정
- Vision Screener, 산업용광학단층검사장비(IOCT) 등 신규 제품 출시도 앞두고 있음. 신규 제품 출시 및 판매 원활하게 진행시 실적 증가폭은 더 커질 수 있음
- 동사의 12M Fwd PER은 11x 수준으로 밴드 하단에 위치. 2019년 턱아라운드를 시작으로 2020년 실적이 증가함을 감안했을 때 매수 구간으로 판단

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	67	64	64	70	67	70	79
영업이익	13	6	3	11	12	9	8
EBITDA	17	11	7	16	17	14	14
순이익	12	0	2	7	11	3	8
순차입금	(1)	17	15	13	35	37	32
매출증가율	18.1	(4.8)	(0.1)	8.8	(3.9)	5.2	12.0
영업이익률	18.7	8.8	4.4	16.2	18.6	12.9	10.6
순이익률	17.5	0.5	2.5	10.7	17.0	4.9	9.6
EPS증가율	18.4	적전	흑전	339.4	61.5	(71.9)	127.9
ROE	21.3	0.5	2.7	11.5	15.6	4.4	9.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

휴비츠는

1999년 4월에 설립된 안 광학 의료가기 전문 기업. 안 광학 의료가기는 안경점용 진단기기, 안과용 진단기기 및 수술기기로 구분. 동사는 안경점용 검안기 사업을 기반으로 성장했으며, 2003년 코스닥 시장에 상장

2005년부터 렌즈가공기로 사업영역을 넓혔으며, 2007년 상해 휴비츠 정밀기기 유한공사를 설립하며 해외 진출을 준비하기 시작. 이후 리플렉터, OCT 등 포트폴리오를 다 변화하고 있음

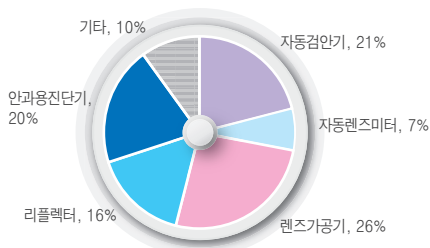
동사는 검안기기 국내 1위 기업으로 50% 이상의 시장 점유율을 기록하고 있으며, 글로벌 시장 점유율은 약 15%로 3위. 경쟁사로는 일본 기업 Nidek, Topcon, 유럽 업체 Essilor, Carl Zeiss가 있음

현재 망막단층진단기(OCT), 광학단층검사장비(3D ATI)와 같은 새로운 제품을 통해 사업 확장 준비 중

시가총액은 1,041억원이며 KOSDAQ 제조 업종에 속해 있음

사업부문 Breakdown

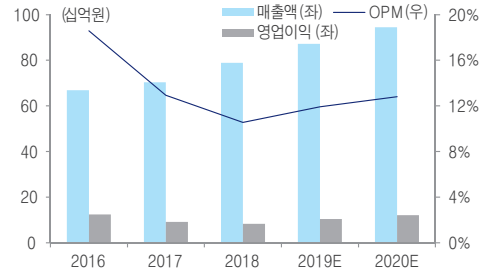
- 1H19 기준 명품 병행 수입 매출 비중은 84%, 무선인터넷 솔루션 사업 부문은 16%
- 2018년 라프리카를 흡수합병 하며 명품병행수입 사업이 현재 매출 비중에서 대부분을 차지하고 있음. 해외 명품 브랜드의 도매상으로부터 수입하여, 국내에서 유통하는 비즈니스를 영위. 판매 채널은 국내 9개 직영 매장(luxury avenue), 홈쇼핑, 온라인, 타 병행수입업체 등 다양함. 명품 시장은 연간 두 자리 수 이상의 성장을 지속하고 있으며, 품목, 브랜드, 채널 확대를 통해 성장 지속 중
- 인터넷 솔루션 사업 부문은 시스템 구축 사업으로, 플랫폼 개발 등의 서비스를 영위하고 있음. 최근에는 삼성전자, 스타일난다 등의 업체로 서비스 매출 발생 중



Source: 필링크, KTB투자증권

Financials

- 3Q19 기준 누계 매출액은 641억원(YoY +13%), 영업이익 73억원(YoY +9%) 기록. 검안기 및 망막진단기 판매 호조로 전년 대비 실적 개선되고 있음
- 2017년 경쟁 심화로 제품 가격이 소폭 하락했으며, 신규 공장 이전 비용 및 감가상각비의 증가로 실적 하락 하였음. 2018년부터 사업다각화 측면에서 설립한 투자 법인의 실적 부진 또한 실적 악화에 영향을 끼침
- 2019년을 기점으로 실적 턴어라운드 전망. 영업이익률의 하락에도 매출액은 계속해서 증가하였음. 매출액 증가에 따른 고정비 상쇄 효과로 2019년부터 개선 전망



Source: 필링크, KTB투자증권

주가

- 2017년부터 제품 판가 하락과 비용 증가로 실적 하락하였음. 이에 따라 동사의 주가도 3년 동안 하락세를 보임
- 그러나 검안기 매출 계속 증가하였으며, OCT 제품 판매로 실적 개선 진행되고 있음. 추가 하락은 제한적
- 현재 중요한 것은 중국향 신제품 출시 및 광학단층 검사장비의 납품. 본업의 회복세와, 신규 제품 출시를 반영하며 주가 회복될 수 있을 것으로 전망



Source: Dataguide, KTB투자증권

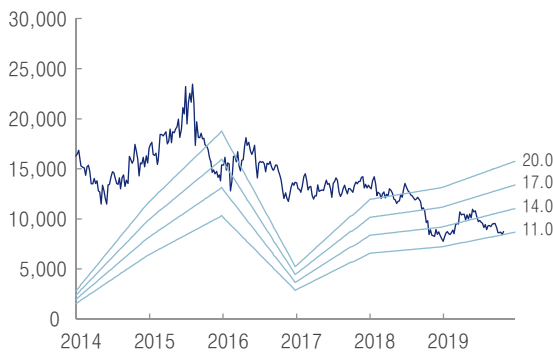
Figure 01 휴비츠 실적 추정

(단위: 십억원)

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	66.9	70.4	78.9	87.2	94.5
국내법인	60.7	62.9	68.1	76.1	81.4
안경점	53.2	53.8	53.9	59.3	62.3
안과용	7.0	8.3	13.1	15.8	18.1
상해법인	15.5	16.3	17.5	19.3	21.2
YoY	-8.0%	5.2%	12.0%	10.6%	8.3%
영업이익	12.4	9.1	8.3	10.4	12.1
국내법인	11.5	7.8	8.0	10.2	11.7
상해법인	0.9	1.4	1.7	1.7	1.9
OPM	18.6%	12.9%	10.6%	11.9%	12.8%
YoY	18.2%	-26.7%	-8.6%	24.9%	16.3%

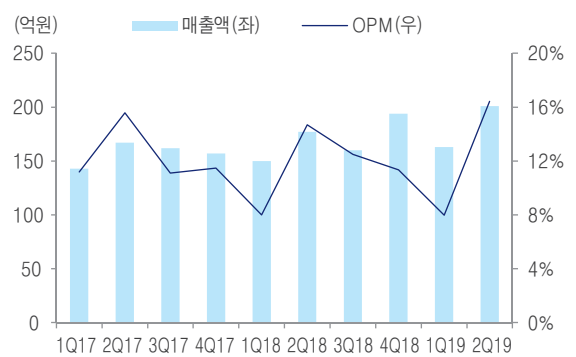
Source: 휴비츠, KTB투자증권

Figure 02 12MF PER 밴드 차트



Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 03 별도 기준 분기별 실적 추이



Source: 휴비츠, KTB투자증권

Figure 04 신제품 개발 및 출시 일정

구분	2018	2020	2022	2024
검안기		CRK-1*	HRK-9000	
렌즈미터	CLM-7000U	CLM-1*	HLM-9000	
프로젝터	CDC-9000		CDC-1	
렌즈 가공기	CEP-5000			
Biometer			CBM-1*	
Vision Screener		CVS-1*		
슬릿램프		CSL-5000		
토노미터		CNT-1		
OCT				HOCT
파생사업		Contact Lens	Eye Glasses, Sun Glasses	

Source: 휴비츠, KTB투자증권

Figure 05 Peer Valuation

기업	2019E	2020E	2021E
탐콘	21.4	19.1	17.4
에실로룩소티카	30.4	28.1	25.6
칼 자이스	52.7	44.0	39.0

Source: Bloomberg, KTB투자증권

재무제표 (휴비츠)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	46.1	47.8	46.6	42.1	47.2
현금성자산	16.0	17.0	8.1	4.2	4.7
매출채권	11.3	13.1	16.0	18.0	19.4
재고자산	15.1	15.5	15.9	17.2	20.1
비유동자산	60.7	66.7	92.9	98.8	94.5
투자자산	4.4	4.7	4.1	16.8	17.8
유형자산	43.1	48.9	76.9	70.4	63.4
무형자산	13.2	13.1	11.9	11.6	13.3
자산총계	106.8	114.5	139.5	140.9	141.7
유동부채	22.6	17.7	26.6	26.3	25.5
매입채무	4.5	3.7	3.7	6.6	5.1
유동성이자부채	14.7	12.8	20.2	17.9	19.0
비유동부채	19.1	22.6	30.2	30.4	26.4
비유동이자부채	16.0	17.5	23.3	23.1	17.6
부채총계	41.7	40.3	56.8	56.7	51.9
자본금	5.3	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	7.9	12.5	12.9	12.9	12.9
이익잉여금	48.1	52.5	61.7	63.7	68.8
자본조정	(0.5)	(2.1)	(3.3)	(3.8)	(3.7)
자기주식	(1.4)	(3.2)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
자본총계	65.1	74.2	82.7	84.2	89.8
투하자본	79.8	87.4	118.1	120.9	121.7
순차입금	14.7	13.2	35.4	36.7	31.9
ROA	1.6	6.7	9.0	2.5	5.3
ROE	2.7	11.5	15.6	4.4	9.3
ROIC	2.8	11.8	10.9	5.5	5.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	10.1	11.0	12.4	9.9	8.3
당기순이익	1.6	7.4	11.4	3.5	7.6
자산상각비	4.7	4.8	4.4	4.9	5.6
운전자본증감	1.4	(5.3)	(5.9)	(1.6)	(6.9)
매출채권감소(증가)	0.7	(0.6)	(0.4)	0.4	(0.4)
재고자산감소(증가)	(1.1)	(0.6)	(1.8)	(0.9)	(2.3)
매입채무증가(감소)	(0.5)	(2.0)	(1.8)	0.3	(2.8)
투자현금	(6.0)	(11.6)	(33.7)	(10.1)	(1.8)
단기투자자산감소	1.5	(0.3)	1.3	0.3	(0.1)
장기투자증권감소	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(2.0)	(14.4)	(31.3)	(15.9)	(1.2)
유무형자산감소	(4.8)	3.2	(3.8)	2.5	(0.1)
재무현금	(2.3)	1.3	13.5	(3.2)	(6.2)
차입금증가	(0.5)	(1.1)	15.2	(2.4)	(4.4)
자본증가	(0.5)	3.9	(1.2)	(1.2)	(1.7)
배당금지급	0.5	1.0	1.2	1.2	1.7
현금 증감	1.7	0.8	(7.7)	(3.6)	0.3
총현금흐름(Gross CF)	9.8	17.2	18.4	12.9	15.9
(-) 운전자본증가(감소)	(1.6)	3.6	6.3	(2.7)	6.5
(-) 설비투자	2.0	14.4	31.3	15.9	1.2
(+) 자산매각	(4.8)	3.2	(3.8)	2.5	(0.1)
Free Cash Flow	5.2	0.4	(21.2)	1.1	7.2
(-) 기타투자	(2.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	7.2	0.4	(21.2)	1.1	7.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	64.0	69.7	66.9	70.4	78.9
증가율 (Y-Y, %)	(4.4)	8.8	(3.9)	5.2	12.0
영업이익	2.8	11.3	12.4	9.1	8.3
증가율 (Y-Y, %)	(77.4)	301.4	10.4	(26.7)	(8.6)
EBITDA	7.5	16.1	16.8	14.0	13.9
영업외손익	(0.8)	(1.9)	0.9	(5.6)	(1.6)
순이자수익	(0.5)	(0.3)	0.1	(0.7)	(1.0)
외화관련손익	0.3	0.6	0.8	(1.6)	0.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	2.0	9.3	13.4	3.5	6.8
당기순이익	1.6	7.4	11.4	3.5	7.6
지배기업당기순이익	1.4	6.5	11.1	3.1	7.1
증가율 (Y-Y, %)	(85.8)	358.4	53.2	(69.6)	118.1
NOPLAT	2.2	9.9	11.2	6.6	6.0
(+) Dep	4.7	4.8	4.4	4.9	5.6
(-) 운전자본투자	(1.6)	3.6	6.3	(2.7)	6.5
(-) Capex	2.0	14.4	31.3	15.9	1.2
OpFCF	6.4	(3.3)	(22.1)	(1.7)	3.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.9	1.1	1.5	3.2	4.2
영업이익증가율(3Yr)	(37.5)	(3.6)	30.1	48.1	(9.6)
EBITDA증가율(3Yr)	(21.4)	(1.6)	16.1	23.2	(4.8)
순이익증가율(3Yr)	(44.5)	(14.3)	226.5	28.8	0.6
영업이익률(%)	4.4	16.2	18.6	12.9	10.6
EBITDA마진(%)	11.7	23.1	25.1	19.9	17.6
순이익률(%)	2.5	10.7	17.0	4.9	9.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	131	578	933	262	597
BPS	4,520	4,707	5,501	5,645	5,943
DPS	100	100	100	150	150
Multiples(x, %)					
PER	128.6	26.7	14.6	51.0	13.5
PBR	3.7	3.3	2.5	2.4	1.4
EV/EBITDA	25.7	12.1	11.8	14.0	9.2
배당수익률	0.6	0.6	0.7	1.1	1.9
PCR	18.2	10.1	8.8	12.3	6.0
PSR	2.8	2.5	2.4	2.3	1.2
재무건전성(%)					
부채비율	64.0	54.4	68.7	67.4	57.8
Net debt/Equity	22.5	17.8	42.8	43.7	35.5
Net debt/EBITDA	195.9	82.2	211.0	262.4	229.4
유동비율	204.2	269.6	175.1	160.0	185.0
이자보상배율	5.5	38.0	n/a	13.8	8.5
이자비용/매출액	1.4	0.8	0.1	1.1	1.4
자산구조					
투하자본(%)	79.7	80.1	90.7	85.2	84.4
현금+투자자산(%)	20.3	19.9	9.3	14.8	15.6
자본구조					
차입금(%)	32.0	29.0	34.5	32.7	28.9
자기자본(%)	68.0	71.0	65.5	67.3	71.1

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 주간사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

투자의견 비율

BUY : 89.6% HOLD : 9.8% SELL : 0.6%

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 증가대비 +50% 이상.
- **BUY** : 추천기준일 증가대비 +15% 이상 ~ +50% 미만.
- **HOLD** : 추천기준일 증가대비 -5% ~ +15% 미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 증가대비 -5% 미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.

투자의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.

동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ AJ렌터카(068400)



일자	커버리지 개시	2018.11.12	2019.10.25			
목표주가		BUY	BUY			
투자등급		19,000원	16,000원			
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2018.11.12	19,000원	11,524원	14,500원	-39.35	-23.68
괴리율 (%)	2019.10.25	16,000원	11,085원	11,250원	-30.72	-29.69

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 11일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ 씨아이에스(222080)



일자	커버리지 개시	2019.10.7				
목표주가		BUY				
투자등급		3,000원				
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2019.10.07	3,000원	2,308원	2,390원	-23.07	-20.33
괴리율 (%)						

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 11일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가





Research Center Profile

ktb 투자증권

기업분석

유틸리티 리서치센터장 신지윤 jyshin@ktb.co.kr	정유/화학 팀장 이희철 chemlee@ktb.co.kr	제약/바이오 팀장 이혜린 hrin@ktb.co.kr	Tech 연구위원 김양재 yj.kim@ktb.co.kr	건설/유통 연구위원 김선미 smkim@ktb.co.kr
운송/자동차 연구위원 이한준 hanlee@ktb.co.kr	스물캡 연구위원 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr	은행/지주 연구위원 김한이 haneykim@ktb.co.kr	인터넷/게임/미디어 연구위원 이민아 mina.lee@ktb.co.kr	스물캡 연구위원 김영준 yjkim311@ktb.co.kr
해외기업 연구위원 심정훈 joshua.sim@ktb.co.kr	화장품/의류 연구위원 배송이 songji0703@ktb.co.kr	제약/바이오 연구위원 강하영 hy.kang@ktb.co.kr	통신/광고/엔터테인먼트 연구위원 남효지 hjnam@ktb.co.kr	Tech 연구위원 문정윤 jymoon@ktb.co.kr

매크로

투자전략 팀장 박석현 shyun.park@ktb.co.kr	자산전략 수석연구위원 김한진 hjkim@ktb.co.kr	계량분석 연구위원 김경훈 aimhigh2027@ktb.co.kr	경제분석 연구위원 임혜윤 hylim@ktb.co.kr	채권분석 연구위원 허정인 jeongin@ktb.co.kr
해외채권 연구위원 김선우 imsunwoo@ktb.co.kr				

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2019.09.02	강하영	의료기기 : 성장성을 따라가는 밸류에이션
2019.09.09	김경훈	Active Quant의 定石 (3Q19-1) : 과거 1998년과 유사한 현재 - 주식시장 변곡점을 위한 대응전략
2019.09.09	김한이	핀테크 : 온라인 대출플랫폼, 금융 생태계 영향 전망
2019.09.29	김경훈	Active Quant의 定石 (3Q19-2) : 외국인 자금 성격을 알면 삼성전자의 향방이 보인다!
2019.09.30	문정윤 · 김양재	OLED 장비/소재 : 2020년 Keyword: 모듈 장비, 소재
2019.10.01	김선미	건설/건자재 : 중소형 건설사 탐방 기록
2019.10.07	김영준	2차 전지 장비 : 2020년: 2차 전지 CAPEX 싸이클 시작
2019.10.14	배송이	의류 : 해외로 넓어지는 시야, 한층 강화되는 성장성
2019.10.21	김한진	Market & Beyond : 2020년 글로벌 금융환경
2019.10.21	김경훈 외 4인	Quant & SME Series : 수급장은 수급전략으로 대응한다!
2019.10.21	김경훈	Active Quant의 定石 (3Q19-3) : 시작이 좋은 미국 실적시즌 국내 수혜업종 분석
2019.10.28	박석현 외 3인	2020 연간전망 : Mild Growth, Mild Recovery
2019.10.29	이혜린 외 2인	2020 연간전망 제약/바이오 : 다시 시험대에 오를 바이오
2019.11.04	심정훈	Global Talks : 중국 회귀 - 아직도 회귀(火鍋)를 모르십니까?
2019.11.05	이희철	2020 연간전망 정유/화학 : 2020년의 핵심 키워드는 역시 '환경'
2019.11.11	매크로팀	2020 연간전망 : KTB Macro 이슈: Six Sense
2019.11.11	김한이	지주회사 : 지배구조: 이제는 현금, 포함주식, 자기주식

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륜서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.