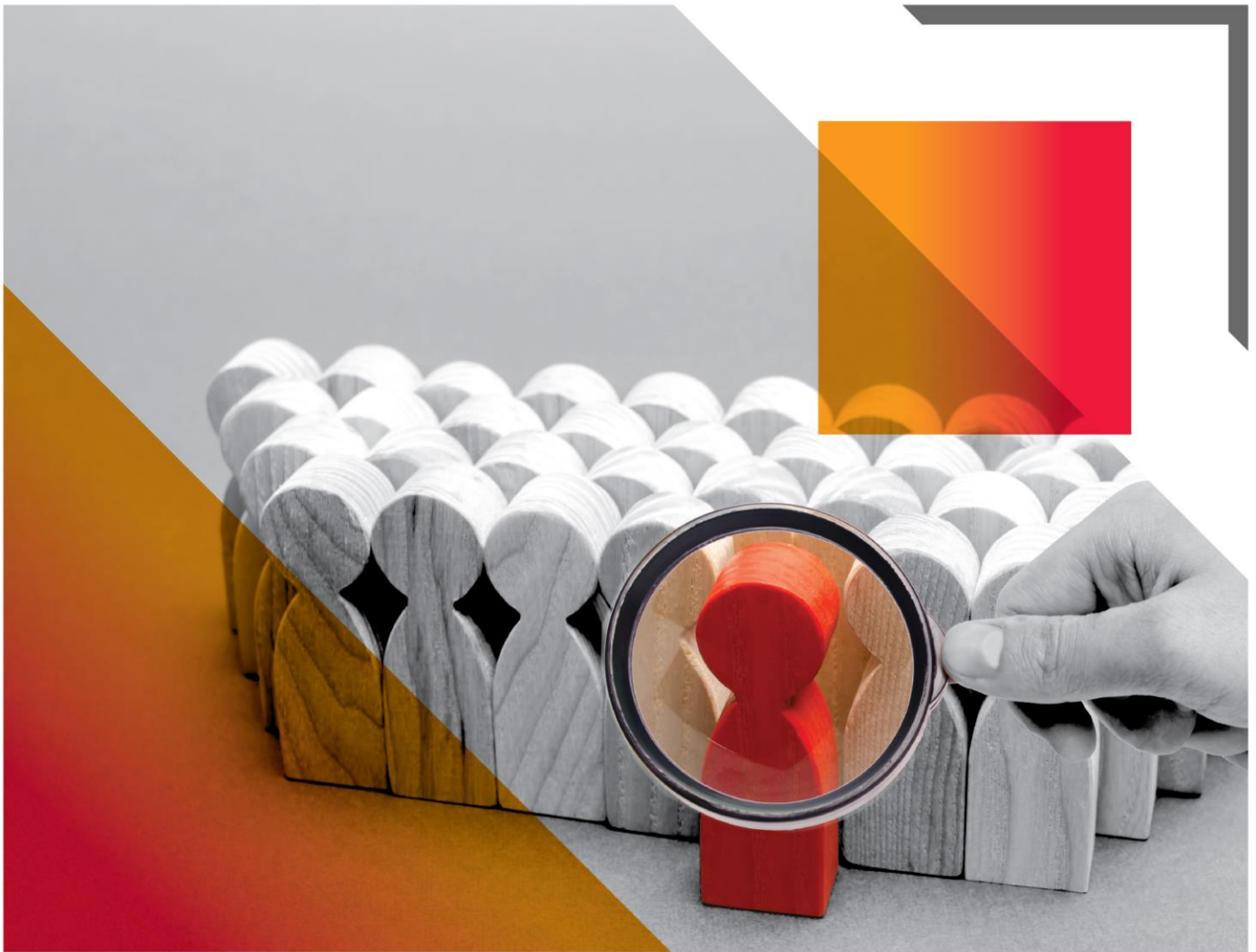


2019-10-15



INDUSTRY ANALYSIS

POST- IPO

Post-IPO 투자전략 - 유망주 7선

투자 시점은 통계상 코스닥 지수가 강한 흐름을 나타내는 11월이 유리
최근 1년 내로 상장된 종목들 중 실적 성장이 가시화되는 기업들 유망
오버행 부담이 일부 해소된 종목들 중 실적 개선이 뚜렷한 기업들 제안

중소성장기업분석팀. 서충우, 3773-9005

중소성장기업분석팀. 이소중, 3773-9953

SK INDUSTRY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
서충우

choongwoo.seo@sks.co.kr
02-3773-9005



연구원
이소중

sojoong@sks.co.kr
02-3773-9953

Company Analysis
위지웍스튜디오(A299900)
이지케어텍(A099750)
네오펙트(A290660)
엘앤씨바이오(A290650)
이노메트리(A302430)
대보마그네틱(A290670)
에이에프더블류(A312610)

SK 중소성장기업분석팀

POST IPO 투자전략 - 유망주 7 선

- 투자 시점은 통계상 코스닥 지수가 강한 흐름을 나타내는 11 월이 유리
- 최근 1 년 (2018 년 9 월 ~ 2019 년 9 월) 내로 상장된 종목들 중 실적 성장이 가시화되는 기업들이 코스닥 시장 내에서 각광을 받을 것으로 판단
- 동일한 조건에서 최근 2 년 데이터 기반으로 백테스트한 결과, IPO 종목들의 수익률은 11 월 ~ 1 월 동안 코스닥 지수를 크게 아웃퍼폼했음

통계상 Post-IPO 투자 시점은 11 월이 유리하다

통계상 11 월부터 1 월에는 코스닥 시장이 코스피 시장을 아웃퍼폼했고, 코스닥 시장 내에서는 최근 1 년간 상장된 IPO 종목들의 수익률이 동일한 기간 동안 높았다는 점에서 post-IPO 투자 시점을 11 월로 제시한다.

최근 1 년 내로 상장된 종목들이 유리하다

최근 1 년 (2018 년 9 월 ~ 2019 년 9 월) 내로 상장된 종목들 중 실적 성장이 가시화되는 기업들이 코스닥 시장 내에서 각광을 받을 것으로 판단한다. 최근 1 년 내로 상장된 기업들의 주요 구성에는 대주주 외에 IPO 를 Exit 전략으로 추구하는 기준주주(개인투자자, 벤처금융 및 전문투자자 등)와 공모청약을 통해 지분을 확보한 기관투자자가 있기 때문에 상장 후 이에 대한 물량이 출회되어 상승폭이 제한되는 경우가 많다. 따라서 오버행 물량이 해소되는 과정에서 주가가 일부 반등하는 모습을 나타내며, 특히 종목에 대한 실적 개선이 뚜렷할 경우 시장 내 각광을 받을 가능성이 높다고 판단한다. 오버행 물량은 상장 1~2 개월 후 보호예수가 해제되어 출회되는 경우가 많고 6 개월까지 보호예수가 지정된 물량을 감안해 최근 1 년 내로 상장된 기업들 중심으로 살펴봤다. 이번 자료에는 2018 년 9 월 ~ 2019 년 9 월에 상장한 기업 중 오버행이 일부 해소되고 실적이 개선될 것으로 예상되는 post-IPO 기업으로 위지웍스튜디오, 이지케어텍, 네오펙트, 엘앤씨바이오, 이노메트리, 대보마그네틱, 에이에프더블류를 선정했다.

동일한 조건에서 최근 2 년 데이터 기반으로 백테스트(backtest)한 결과, 최근 1 년 내로 상장된 종목들은 11 월~1 월에 코스닥 지수를 크게 아웃퍼폼한 모습을 살펴볼 수 있다. 이러한 결과는 코스닥 시장 지수가 강세를 나타내고 투자심리가 개선됨에 따라 상장 후 오버행 부담이 일부 해소된 종목들 중 실적 개선이 뚜렷한 기업들 중심으로 상승세가 나타난 것으로 판단한다.

오버행 부담이 해소될 때 주가가 반등하는 모습 확인

벤처금융 및 전문투자자 지분이 많은 경우 오버행 부담이 일부 해소될 때 주가가 반등하는 모습도 확인할 수 있다. 2017 년 1 월부터 상장한 기업 152 곳에 대한 데이터를 전수 조사한 결과, 벤처금융 및 전문투자자 지분 10% 이상인 기업들의 공모가 대비 상장 후 1 개월 수익률은 10% 미만인 기업들을 19%pt 하회했다. 반면에 상장 후 2 개월 수익률을 살펴보면, 차이는 2%pt 에 불과했다. 보호예수가 해제된 0~1 개월 이후 오버행 부담이 일부 해소되면서 오버행 부담으로 눌렸던 주가가 일부 반등하는 모습이 나타난 것으로 풀이된다.

Contents

1. Post-IPO 투자전략	3
통계상 Post-IPO 투자 시점은 11 월이 유리하다	3
최근 1 년 내로 상장된 종목들이 유리하다	4
오버행 부담이 해소될 때 주가가 반등하는 모습 확인	5
2. Post-IPO 전략으로 선별된 종목들의 관련 데이터	6
3. Company Analysis	9
위지웍스튜디오(A299900)	10
이지케어텍(A099750)	24
네오펙트(A290660)	37
엘앤씨바이오(A290650)	45
이노메트리(A302430)	54
대보마그네틱(A290670)	67
에이에프더블류(A312610)	78

Compliance Notice

- 작성자(서중우, 이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

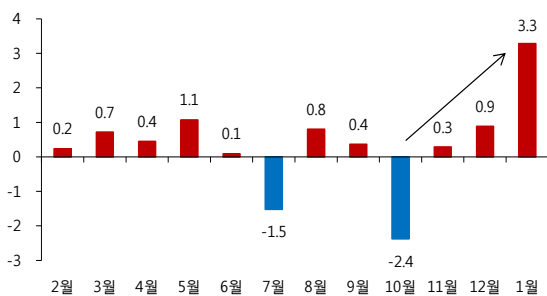
1. Post-IPO 투자전략

통계상 Post-IPO 투자 시점은 11 월이 유리하다

통계상 11 월부터 1 월에는 코스닥 시장이 코스피 시장을 아웃퍼폼했고, 코스닥 시장 내에서는 최근 1 년간 상장된 IPO 종목들의 수익률이 동일한 기간 동안 높았다는 점에 서 post-IPO 투자 시점을 11 월로 제시한다.

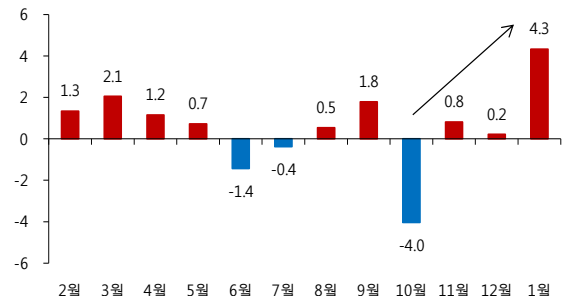
2012 년 ~ 2018 년 데이터에 따르면, 11 월 ~ 1 월의 코스닥 지수 월별 평균 수익률은 코스피 지수보다 1.5%pt 높았다. 또한, 코스닥 지수의 연평균 수익률은 0.6%인 반면에 11 월에서 1 월 평균 수익률은 1.8%에 달한다. 10 월에 코스닥 지수 낙폭이 컸던 2018 년을 제외해도 동일한 결론이 도출된다. 이런 흐름은 11 월부터 다음 해에 대한 산업전망이 증권사와 산업분석기관으로부터 발표되기 때문으로 풀이된다. 산업전망 보고서에 는 신규 데이터와 인사이트가 많이 포함되고, 이에 따라 다음 해에 대한 기대감이 형성 된다. 따라서 기존과 다른 전망이 제기될 가능성이 높으며 이를 바탕으로 다음 해에 성장성이 높을 것으로 예상되는 중소형 종목 위주로 매수세가 유입되는 것으로 판단한다. 특히 새해의 첫 달인 1 월에 이러한 현상이 뚜렷하게 보인다. IPO 종목들은 대부분 코스닥 지수에 편입되기 때문에 주가의 방향성은 코스닥 지수와 유사하게, 코스닥 지수가 통계상 강한 흐름을 나타내는 11 월이 신규 상장된 종목들에 대한 적합한 투자 시점이 라고 판단된다.

코스피 대비 코스닥 지수 월별 초과평균수익률 ('12 년 ~ '18 년) (단위 : %)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

코스닥 지수 월별 평균 수익률 ('12 년~'18 년) (단위 : %)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

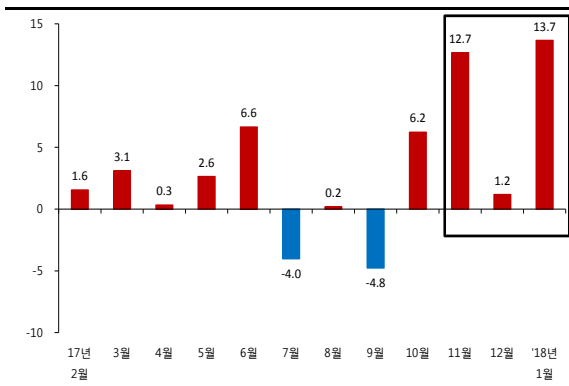
최근 1 년 내로 상장된 종목들이 유리하다

특히 최근 1 년 (2018 년 9 월 ~ 2019 년 9 월) 내로 상장된 종목들 중에서도 실적 성장이 가시화되는 기업들이 코스닥 시장 내에서 각광을 받을 것으로 판단한다.

최근 1 년 내로 상장된 기업들의 주요 구성에는 대주주 외에 IPO 를 Exit 전략으로 추구하는 기존주주(개인투자자, 벤처금융 및 전문투자자 등)와 공모청약을 통해 지분을 확보한 기관투자자가 있기 때문에 상장 후 이에 대한 물량이 출회되며 상승폭이 제한되는 경우가 많다. 하지만 오버행 물량이 해소되면 주가는 반등하는 모습을 나타내며 특히 종목에 대한 실적 개선이 뚜렷할 경우 시장 내 각광을 받을 가능성이 높아진다. 한편 오버행 물량은 상장 1~2 개월 후 보호예수가 해제되어 출회되는 경우가 많고 6 개월까지 보호예수가 지정된 물량을 감안해 최근 1 년 내로 상장된 기업들 중심으로 살펴봤다.

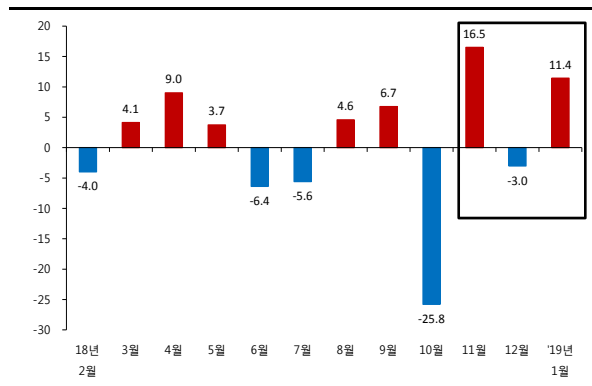
동일한 조건에서 최근 2 년 데이터 기반으로 백테스트(backtest)한 결과, 최근 1 년 내로 상장된 IPO 종목들은 코스닥 지수를 11 월 ~ 1 월에 크게 아웃퍼폼한 모습을 나타냈다. 2016 년 9 월 ~ 2017 년 9 월에 상장된 종목들의 2017 년 11 월 ~ 2018 년 1 월 월별 평균 수익률은 9.2%를 기록했고, 2017 년 9 월 ~ 2018 년 9 월에 상장된 종목들의 2018 년 11 월 ~ 2019 년 1 월 월별 평균 수익률은 8.3%를 기록했다. 이러한 결과는 코스닥 시장 지수가 강세를 나타내고 투자심리가 개선됨에 따라 상장 후 오버행 부담이 일부라도 해소된 종목들 중 실적 개선이 뚜렷한 기업들 중심으로 상승세가 나타났음을 시사한다.

2016 년 9 월 ~ 2017 년 9 월에 상장된 종목들의 월별 수익률 (단위 : %)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

2017 년 9 월 ~ 2018 년 9 월에 상장된 종목들의 월별 수익률 (단위 : %)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

오버행 부담이 해소될 때 주가가 반등하는 모습 확인

상장 후 오버행으로 꼽히는 물량 중 하나는 벤처금융 및 전문투자자 지분이다. 실제로 2017년 1월부터 상장한 기업 152곳에 대한 데이터를 전수 조사한 결과, 벤처금융 및 전문투자자 지분의 유무에 따라 주가 수익률이 갈렸다. 벤처금융 및 전문투자자 지분 10% 이상인 기업들의 공모가 대비 상장 후 1개월 수익률은 10% 미만인 기업들의 수익률은 19%pt 하회했다. 하지만 상장 후 2개월 수익률을 살펴보면, 차이는 2%pt 에 불과했다. 즉 1개월 ~ 2개월간 수익률 격차가 급격하게 줄어드는 것이다.

이는 다음과 같은 이유 때문이다. 벤처금융 및 전문투자자는 IPO를 Exit 전략으로 추구하며 상장 후 보호예수 기간은 통상 0~1개월이다. 이러한 특성 때문에 상장 후 벤처금융 및 전문투자자의 물량이 장내에 출회되면서 주가를 누르거나, 출회가 되지 않더라도 향후 나올 것이라는 우려감으로 매수세 유입이 억제되는 것이다. 따라서 보호예수가 해제된 0~1개월 이후에는 오버행 부담이 해소되면서 하락한 주가가 일부 회복하는 모습이 나타나는 것으로 풀이된다. 같은 맥락에서, 오버행 부담이 해소되기 시작한 최근 1년 내 상장된 기업들 중 실적이 가시권에 진입 중인 종목들의 경우 주가 상승을 기대하는 것은 자연스럽다.

벤처금융 및 전문투자자 지분 영향

구분	공모가 대비			시초가 대비		
	1W 수익률	1M 수익률	2M 수익률	1W 수익률	1M 수익률	2M 수익률
벤처금융 및 전문투자자 지분 10% 미만	34%	30%	30%	-9%	-11%	-10%
벤처금융 및 전문투자자 지분 10% 이상	18%	11%	27%	-13%	-18%	-9%
초과 수익률	17%	19%	2%	5%	7%	-1%

자료 : SK 증권 정리

주 : 2017년 1월 24일 ~ 2019년 5월 7일에 상장된 152개 기업 데이터 기준

우리는 이번 자료에는 2018년 9월 ~ 2019년 9월에 상장한 기업 중 오버행이 일부 해소되고 실적이 개선될 것으로 예상되는 post-IPO 기업으로 위지웍스튜디오, 이지케어텍, 네오팩트, 엘앤씨바이오, 이노메트리, 대보마그네틱, 에이에프더블유를 선정했다.

오버행 부담이 일부 해소되고 실적이 개선될 것으로 예상되는 2018년 9월 ~ 2019년 9월에 상장된 기업들의 상장 직후 주주구성

종목코드	종목명	상장일	공모 후 주주구성			
			최대주주 등	공모주주	벤처금융, 전문투자자	기타
A299900	위지웍스튜디오	2018-12-20	39%	24%	9%	기타주주 22%
A099750	이지케어텍	2019-03-22	39%	18%	-	기타주주 33%, 산업은행 5%
A290660	네오팩트	2018-11-28	30%	15%	43%	1% 이상 주주 8%, 소액주주 3%
A290650	엘앤씨바이오	2018-11-01	33%	12%	30%	1% 이상 주주 15%, 소액주주 8%
A302430	이노메트리	2018-12-12	61%	24%	11%	기타주주 2%
A290670	대보마그네틱	2018-11-06	70%	25%	-	한국투자증권 4%
A312610	에이에프더블유	2019-07-01	53%	38%	-	1% 이상 주주 8%

자료 : 각 사, SK 증권 정리

2. Post-IPO 전략으로 선별된 종목들의 관련 데이터

밸류에이션 테이블

(단위 : 억원 % 배)

항목	년도	위지웍스튜디오	이지케어텍	네오팩트	엘앤씨바이오	이노메트리	대보마그네틱	에이에프더블류
티커		299900 KQ EQUITY	099750 KQ EQUITY	290660 KQ EQUITY	290650 KQ EQUITY	302430 KQ EQUITY	290670 KQ EQUITY	312610 KQ EQUITY
시가총액(10/11)		1,493	999	595	1,692	1,399	1,228	1,418
매출액	2017	130	554	45	179	141	132	205
	2018	236	557	57	212	306	206	303
	2019E	401	620	-	327	423	-	334
	2020E	556	-	-	432	547	-	379
영업이익	2017	25	45	(42)	49	20	46	58
	2018	50	35	(52)	55	67	42	104
	2019E	93	50	-	97	104	-	106
	2020E	141	-	-	133	138	-	125
영업이익률	2017	19.1	8.1	(94.8)	27.2	14.1	35.2	8.1
	2018	21.2	6.3	(92.7)	25.8	22.0	20.4	6.3
	2019E	23.2	8.1	-	29.7	24.6	-	31.7
	2020E	25.4	-	-	30.8	25.2	-	-
순이익	2017	5	35	(44)	38	12	38	48
	2018	47	39	(96)	52	52	34	87
	2019E	84	50	-	84	84	-	91
	2020E	128	-	-	112	123	-	106
P/E	2017	-	-	-	-	-	-	-
	2018	12.5	34.3	-	23.7	16.8	56.6	-
	2019E	17.5	18.3	-	20.5	17.0	-	14.2
	2020E	11.7	-	-	15.5	11.6	-	13.5
P/B	2017	-	-	-	-	-	-	-
	2018	1.9	3.7	3.1	2.7	2.5	7.7	-
	2019E	2.8	2.3	-	2.8	2.5	-	2.7
	2020E	2.3	-	-	2.4	2.1	-	2.3

자료 : 블룸버그, SK 증권

상장 후 수익률

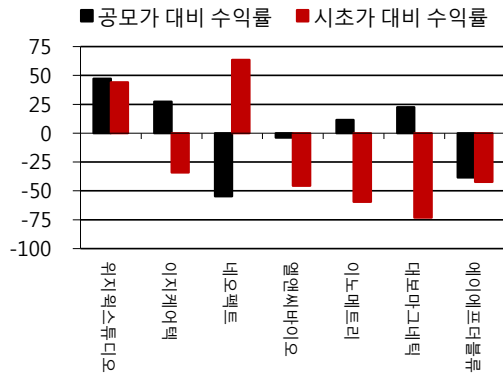
(단위 : 원 %)

기업코드	기업명	종가 (10/11)	공모가	시초가	공모가 대비 수익률	시초가 대비 수익률	최근 1M 수익률	최근 3M 수익률	최근 6M 수익률
A299900	위지웍스튜디오	16,200	11,000	11,250	47.3	44.0	0.6	-15.2	-14.5
A099750	이지케어텍	15,650	12,300	24,600	27.2	-34.1	-2.8	-8.8	-45.9
A290660	네오팩트	4,985	11,000	9,900	-54.7	63.6	-2.3	-22.6	-34.2
A290650	엘앤씨바이오	23,050	24,000	29,800	-4.0	-45.6	3.6	7.2	-22.3
A302430	이노메트리	29,000	26,000	40,000	11.5	-59.5	-8.8	-12.9	-13.0
A290670	대보마그네틱	38,000	31,000	60,200	22.6	-73.1	-8.4	-14.6	-35.4
A312610	에이에프더블류	13,850	22,500	28,000	-38.4	-42.1	-11.78	-27.86	-

자료 : 데이터가이드, SK 증권

공모가, 시초가 대비 수익률

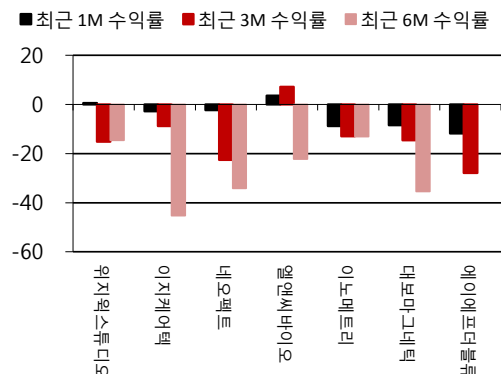
(단위 : %)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

최근 1개월, 3개월, 6개월 수익률

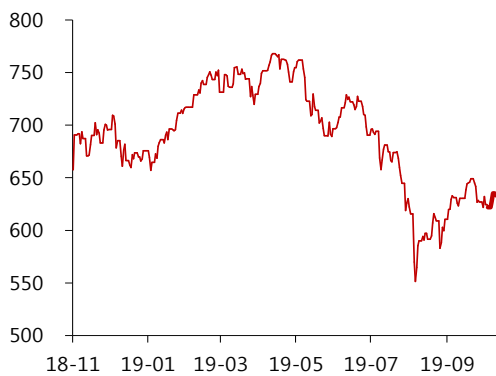
(단위 : %)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

코스닥 지수 추이 (2018년 11월 1일 ~ 2019년 10월 11일)

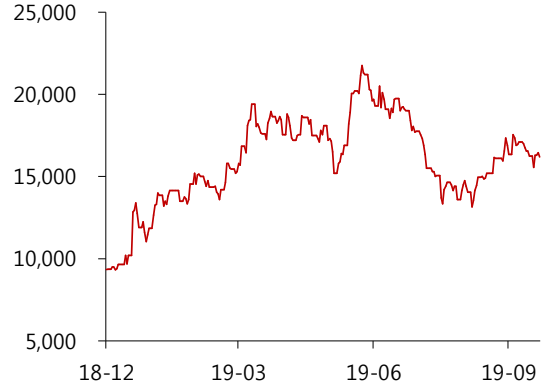
(단위 : pt)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

위지웍스튜디오 상장 후 주가 추이

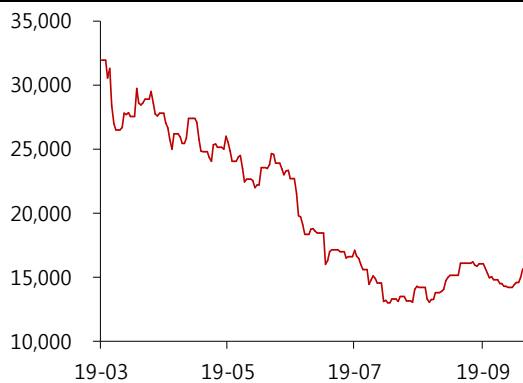
(단위 : 원)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

이지케어텍 상장 후 주가 추이

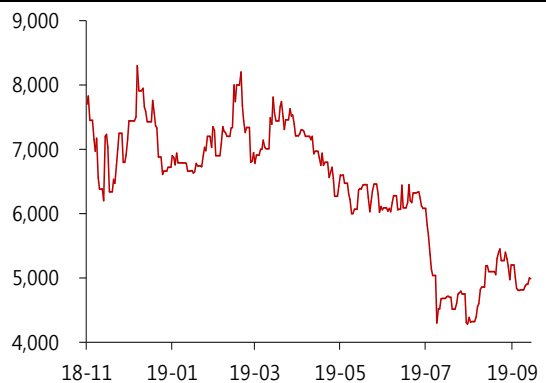
(단위 : 원)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

네오펙트 상장 후 주가 추이

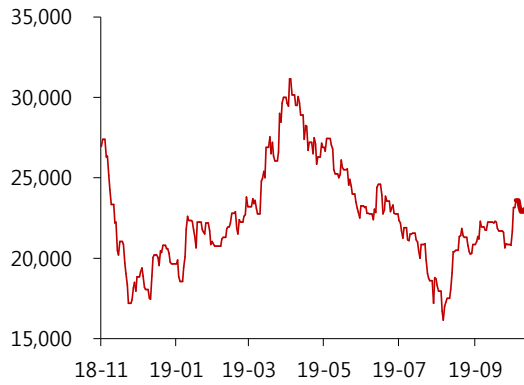
(단위 : 원)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

엘앤씨바이오 상장 후 주가 추이

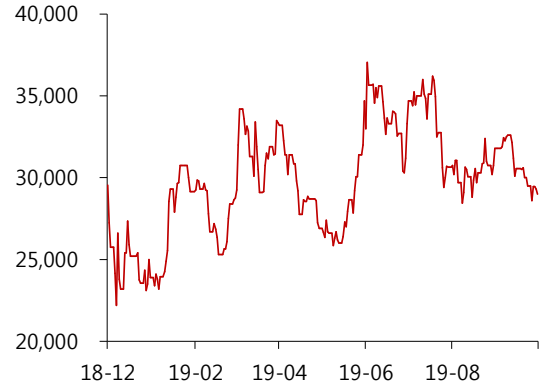
(단위: 원)



자료: 데이터가이드, SK 증권

이노메트리 상장 후 주가 추이

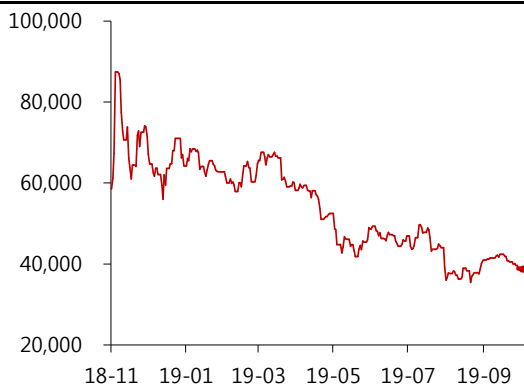
(단위: 원)



자료: 데이터가이드, SK 증권

대보마그네틱 상장 후 주가 추이

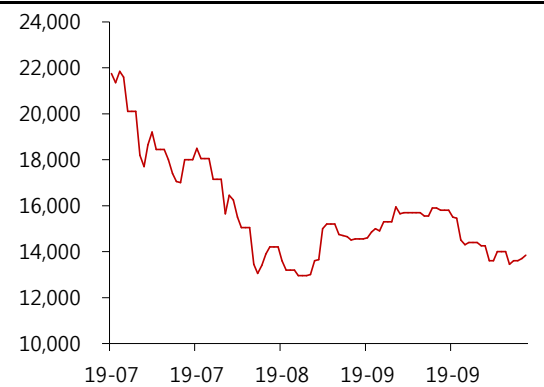
(단위: 원)



자료: 데이터가이드, SK 증권

에이에프더블류 상장 후 주가 추이

(단위: 원)



자료: 데이터가이드, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sks.co.kr

02-3773-9005

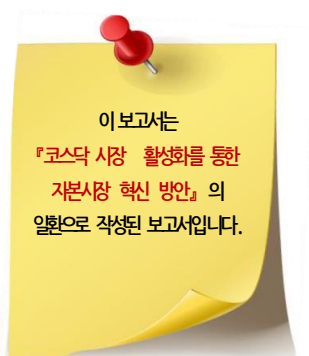
Company Data

자본금	46 억원
발행주식수	921 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,493 억원

주요주주	
박인규(외4)	36.15%
채영준(외3)	5.20%
외국인지분율	0.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	16,200 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	21,750 원
52주 최저가	9,330 원
60일 평균 거래대금	24 억원



위지웍스튜디오 (299900/KQ | 매수(신규편입) | T.P 26,500 원(신규편입))

VFX 시장의 떠오르는 강자

위지웍스튜디오는 설립 4 년밖에 되지 않았음에도 디즈니스튜디오 공식협력사로 지정되는 등 CG/VFX 업계에서 빠르게 성장하고 있음. 영화시장의 성장 및 OTT 업체들의 오리지널 콘텐츠 경쟁 심화 등 긍정적인 산업환경에 힘입어 향후 수년간 꾸준한 성장이 예상됨. 현재 밸류에이션도 부담스럽지 않은 수준까지 하락함. 동사 주가에 대한 관심이 필요한 시점임. 투자의견 매수, 목표주가 26,500 원으로 커버리지 개시.

CG/VFX 전문업체

2016 년 4 월에 설립된 동사는 CG/VFX 를 주요 사업으로 영위하고 있다. 사업부는 VFX, 뉴미디어 사업부로 구분되며, VFX 사업부는 CG/VFX 사업을, 뉴미디어 사업부는 스크린 X, VR/AR 콘텐츠, 전시홍보 영상 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 매출비중(2018 년 기준)은 VFX 66%, 뉴미디어 34% 수준이며, 최근 뉴미디어 사업부에서 다양한 신사업을 전개함에 따라 점차 뉴미디어 사업부의 매출 비중이 상승하고 있다.

VFX 시장성장 수혜, 미디어콘텐츠 밸류체인 구축에도 주목

국내 및 미국/중국 등 글로벌 영화시장의 성장과 그에 따른 블록버스터 영화 제작 편수 증가로 VFX 시장은 성장을 지속하고 있다. 최근 OTT 업체들의 '오리지널 콘텐츠' 제작 경쟁도 동사 실적 성장에 긍정적이다. Tau Flims, SHOWSCAN 사와 협력관계를 유지하고 있으며, 기술력을 인정받아 국내 최초로 월트디즈니스튜디오 공식협력사로 지정되는 등 기술력도 인정받고 있다. 그외에 스크린 X, VR/AR 콘텐츠 부문에서도 두각을 드러내고 있다. 올해 들어서는 미디어콘텐츠 밸류체인 구축을 위해 다양한 투자를 집행하고 있으며 이를 통한 시너지 발생이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 26,500 원으로 신규편입

위지웍스튜디오에 대해 투자의견 매수, 목표주가 26,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020E EPS 1,413 원에 Target Multiple 18.7 배를 적용해 산출했다. 동사의 높은 기술력을 바탕으로 VFX 시장 성장의 수혜도 기대할 수 있는 만큼 18.7 배는 충분히 적용 가능한 수준이라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	11	130	236	417	565	678
yoy	%	0.0	1,099.6	82.1	76.3	35.5	20.0
영업이익	억원	-10	25	50	103	149	191
yoy	%	0.0	흑전	102.4	104.9	44.9	28.2
EBITDA	억원	-9	28	60	112	163	207
세전이익	억원	-11	5	49	104	150	192
순이익(지배주주)	억원	-9	5	47	93	128	158
영업이익률%	%	-88.1	19.1	21.2	24.7	26.4	28.2
EBITDA%	%	-85.7	21.8	25.2	26.9	28.9	30.5
순이익률	%	-78.6	3.8	19.7	22.3	22.6	23.3
EPS(계속사업)	원	-234	136	771	1,032	1,413	1,749
PER	배	N/A	0.0	12.5	15.7	11.5	9.3
PBR	배	N/A	0.0	1.9	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	11.5	12.0	7.7	5.4
ROE	%	331.6	전기잠식	18.8	18.8	20.8	20.9
순차입금	억원	11	7	-162	-144	-243	-381
부채비율	%	완전잠식	197.6	34.3	26.0	20.6	17.0

1. 회사개요

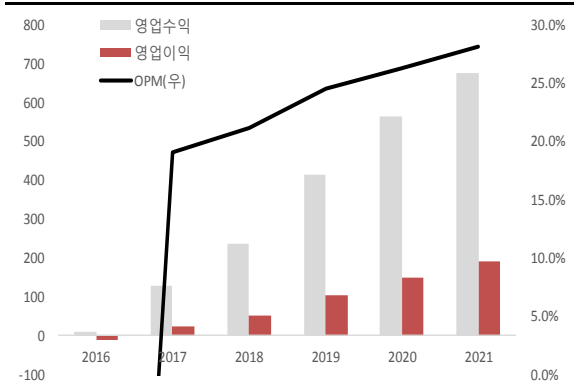
CG/VFX 제작 전문업체

위지웍스튜디오는 2016 년 4 월에 설립된 CG/VFX 기업으로 영화, 드라마 등에 대한 영상기술 제작 서비스뿐만 아니라 CG/VFX 기술을 기반으로 한 뉴미디어 콘텐츠에 대한 영상 기획/제작 서비스를 포괄적으로 제공하는 종합 콘텐츠 미디어 제작회사이다. 주요 사업은 VFX 사업, 뉴미디어 사업으로 구분되며, 2018 년 기준 매출 비중은 VFX 66%, 뉴미디어 34% 수준으로 아직은 VFX 사업의 비중이 높다. 다만 최근 뉴미디어 사업부에서 스크린 X, VR/AR 콘텐츠, 전시홍보 영상 제작 등 다양한 신사업을 전개하고 있어 점차 뉴미디어 사업부의 매출 비중이 커지고 있다.

설립한지 4 년밖에 지나지 않았으나 설립 2 년차인 2017 년에 흑자전환에 성공했으며, 2018 년 5 월에는 국내 최초로 미국 '월트디즈니 스튜디오'의 AUDIT 을 통과해 공식 협력사로 선정되는 등 기술력도 인정받고 있는 회사이다. 주요 고객사는 영화/드라마 제작사이며, 뉴미디어 사업부는 홍보영상을 필요로 하는 기업, 테마파크, AR/VR 콘텐츠를 제작하는 통신사 등 다양한 산업에서 고객을 확보하고 있다.

영업수익, 영업이익, OPM 추이

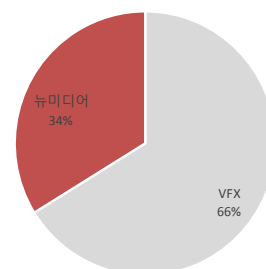
(단위 : 억원, %)



자료 : 위지웍스튜디오, SK 증권 추정

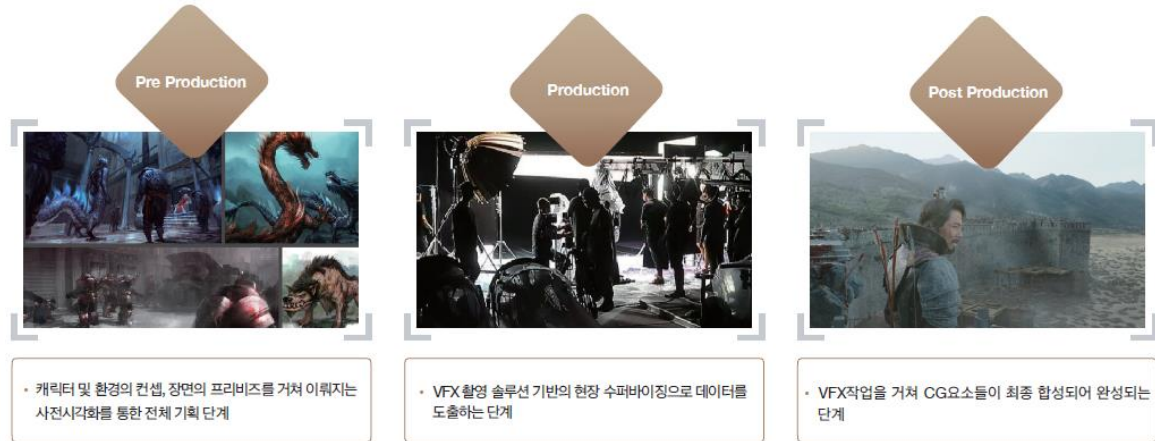
부문별 매출액 비중(2018 년 기준)

(단위 : %)



자료 : 위지웍스튜디오

위지웍스튜디오 VFX 제작 예시



자료 : 위지웍스튜디오

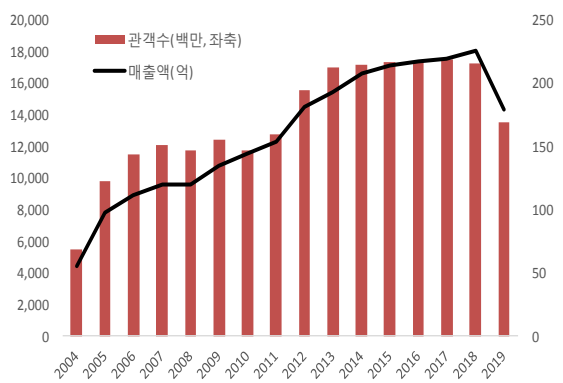
2. 투자포인트

1) VFX 사업 폭발적 성장

동사의 VFX 기술의 주요 수요처는 국내외 영화 제작사들이다. 국내 영화시장 규모는 2018 년 기준 관객수 2.16 억명, 박스오피스 매출액 1.81 조원, 1 인당 연간 영화관람횟수 약 4.3 회, 연간 개봉편수(한국, 외국영화 포함) 1,870 편으로 상당히 큰 시장이다. 2019 년 8 월 현재 한국영화 시장은 개봉편수 1,348 편, 관람객수 1.70 억명, 박스오피스 매출 약 1.44 조원 수준이며, 추석 및 연말 성수기를 감안하면 올해 박스오피스 매출은 약 2 조원에 육박할 것으로 예상된다.

국내 영화 시장 관객수, 매출액 추이

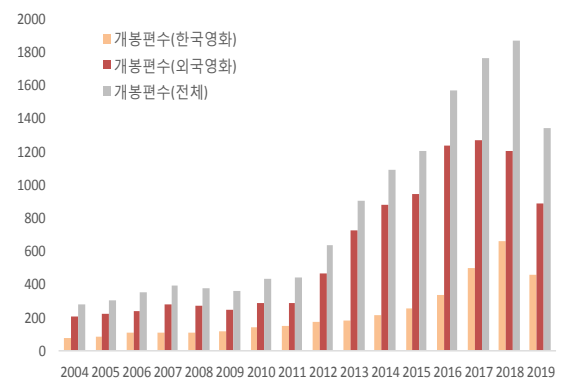
(단위 : 백만명, 억원)



자료 : 영화진흥위원회

국내 영화시장 개봉편수 추이

(단위 : 편)

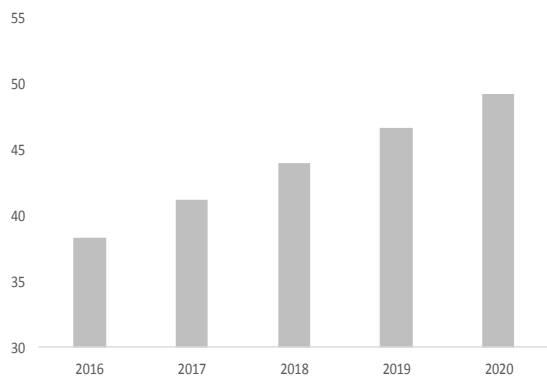


자료 : 영화진흥위원회

국내뿐만 아니라 글로벌 영화시장 또한 꾸준히 성장하고 있으며, 국내 CG/VFX 업체에 영향력을 많이 미치는 중국 박스오피스 시장 또한 빠르게 성장하고 있다. 글로벌 박스오피스 시장은 2016 년 383 억달러에서 2020 년 493 억달러로 500 억달러에 육박하는 시장으로 성장하고 있다. 중국 박스오피스 시장은 2012 년 27 억달러에서 2018 년 90 억 달러 수준으로 빠르게 성장해 북미 박스오피스 시장(119 억달러)에 육박하는 수준으로 성장했다.

글로벌 박스오피스 시장 규모 추이

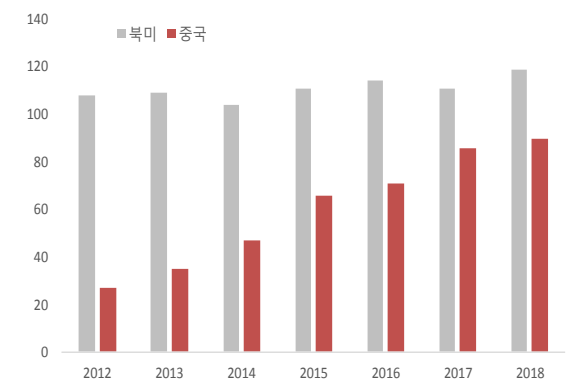
(단위 : 십억달러)



자료 : PWC, 위지웍스튜디오 재인용

북미, 중국 박스오피스 시장 규모 추이

(단위 : 억달러)



자료 : EntGroup, 위지웍스튜디오 재인용

영화 개봉편수가 많아지고 시장이 안정적으로 성장한다는 것은 곧 CG/VFX 기술을 요구하는 고예산 블록버스터 영화 제작 편수에도 영향을 미치게 되고, 이는 동사 VFX 사업의 성장에 직접적인 영향을 미치게 된다. 최근 글로벌 박스오피스 1 위 영화는 VFX 적용이 필수적이다. 이는 한국 박스오피스 시장에서도 마찬가지이다. 2018~2019 년 9 월 현재 한국 박스오피스 시장 순위를 살펴보면 1 위를 차지한 ‘극한직업’을 제외하고 ‘어벤져스:엔드게임’, ‘알라딘’, ‘신과함께-인과 연’, ‘어벤져스:인피니티 워’ 등 블록버스터 영화가 대부분을 차지하고 있다. 이 영화들은 화면의 상당부분을 CG/VFX 에 의존할 수밖에 없다. 특히 어벤져스 시리즈는 전체 화면의 90% 이상에 VFX 가 적용되었다고 알려져 있다. 영화 시장의 성장 및 블록버스터 대작 제작편수 증가에 힘입어 동사의 VFX 매출도 2017 년 80 억원에서 2018 년 157 억원, 2019 년 216 억원으로 매출이 급성장할 것으로 추정된다.

국내 박스오피스 순위(2018-2019. 9 월 현재)

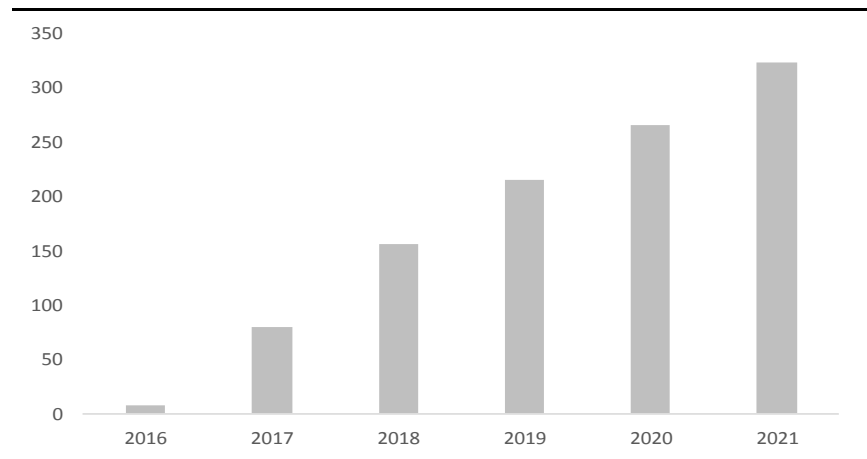
(단위 : 원 명 개 회)

순위	영화명	개봉일	매출액	관객수	스크린수	상영횟수
1	극한직업	2019-01-23	139,647,979,516	16,264,944	2,003	292,576
2	어벤져스 엔드게임	2019-04-24	122,182,694,160	13,934,592	2,835	242,001
3	알라딘	2019-05-23	106,945,786,879	12,550,927	1,409	266,446
4	신과함께-인과 연	2018-08-01	102,676,333,909	12,276,115	2,235	179,987
5	어벤져스 인피니티 워	2018-04-25	99,926,399,769	11,212,710	2,553	240,501
6	기생충	2019-05-30	85,857,147,245	10,082,163	1,948	192,819
7	보헤미안 랩소디	2018-10-31	86,280,975,785	9,948,386	1,179	232,226
8	엑시트	2019-07-31	79,138,373,382	9,411,912	1,660	202,014
9	스파이더맨 파 프롬 홈	2019-07-02	69,009,304,100	8,021,067	2,142	180,472
10	미션 임파서블: 폴아웃	2018-07-25	55,888,375,112	6,584,915	1,957	101,374
11	신과함께-죄와 벌	2017-12-20	47,355,583,705	5,872,007	1,644	121,961
12	캡틴 마블	2019-03-06	51,507,441,723	5,802,805	2,100	186,381
13	쥬라기 월드: 폴른 킹덤	2018-06-06	49,770,711,037	5,661,128	1,972	144,779
14	앳맨과 와스프	2018-07-04	47,468,053,685	5,448,134	1,775	148,244
15	안시성	2018-09-19	46,342,006,026	5,441,020	1,540	110,444
16	블랙 팬서	2018-02-14	45,885,729,957	5,399,327	1,620	119,180
17	완벽한 타인	2018-10-31	44,356,976,474	5,294,154	1,325	143,074
18	1987	2017-12-27	42,915,772,108	5,290,310	1,122	110,607
19	독전	2018-05-22	43,486,831,113	5,063,844	1,532	140,008
20	아쿠아맨	2018-12-19	44,113,456,704	5,038,134	1,285	105,004

자료 : 영화진흥위원회

VFX 매출액 추이

(단위 : 억원)



자료 : 위지웍스튜디오, SK 증권 추정

2) OTT 업체들의 콘텐츠 경쟁도 긍정적

영화가 VFX 매출의 상당부분을 차지하고 있지만 최근 빠르게 성장하고 있는 OTT(Over The Top) 업체들의 콘텐츠 경쟁도 동사 실적 성장에 긍정적이다. 최근 국내외에서 OTT 경쟁이 치열하게 벌어지고 있다. 먼저, 국내에서는 지상파 3사의 OTT인 'POOQ'과 SK 텔레콤의 '옥수수'가 웨이브로 통합되었다. 지상파 콘텐츠를 바탕으로 다양한 볼거리와 저렴한 요금제 등을 앞세워 2023년까지 유료가입자 500만명 유치를 목표로 하고 있으며, 독점 제공할 수 있는 '오리지널 콘텐츠'로 경쟁하기 위해 3000억원을 투자해 직접 드라마 제작에도 나설 예정이다.

미국에서는 이미 '넷플릭스'가 OTT 선발주자로서 확고히 자리매김하고 있다. 넷플릭스는 현재 190여개국에 서비스되고 있으며 1억 400만명에 이를 회원수를 가진 OTT 시장의 최강자이다. 올해 11월경에는 '애플 TV 플러스(11/1 일 런칭 예정)'와 '디즈니 플러스(11/12 일 런칭 예정)' 런칭이 예정되어 있다. 그 외에 '아마존 프라임비디오'와 'HULU'도 지속적으로 성장하고 있다.

OTT 서비스를 선택할 때 가장 중요하게 보는 것이 바로 '오리지널 콘텐츠'이다. 물론 월 구독료도 서비스 선택기준이 되기도 하지만 업체들이 월 7~8 달러 수준으로 크게 부담스럽지 않은 수준의 구독료를 책정하고 있기에 콘텐츠의 퀄리티, 그리고 특정 업체에서만 시청할 수 있는 오리지널 콘텐츠가 더욱 중요한 선택기준으로 작용한다.

디즈니는 디즈니플러스를 런칭하는 시점에 넷플릭스에 제공하던 자사 작품들(디즈니의 작품과 픽사 애니메이션, 마블과 스타워즈 영화, 내셔널지오그래픽 등)의 공급을 끊을 예정이다. 주가가 단순히 한가지 이유만으로 상승하는 것은 아니지만 지난해 자사 콘텐츠 넷플릭스 공급 중단 관련 내용이 이슈가 되기 시작한 이후 디즈니의 주가는 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 이런 상황은 결국 OTT 업체들의 '오리지널 콘텐츠' 경쟁으로 이어지게 되고, 각 업체들은 독점 콘텐츠 제작에 더욱 힘을 기울일 수밖에 없는 상황이다. 넷플릭스는 이미 다수의 한국 드라마하우스/제작사에 콘텐츠 공급 요청을 하고 있다. OTT 업체가 자체 제작하는 드라마/영화 편수가 많아질 뿐만 아니라 시즌제 드라마 및 블록버스터 작품 제작도 늘어나고 있다. 이는 곧 동사의 VFX 실적 성장과 직결될 것으로 전망한다.

월트 디즈니 주가 추이(5년)

(단위 : 달러)



자료 : 블룸버그

넷플릭스 주가 추이(5년)

(단위 : 달러)



자료 : 블룸버그

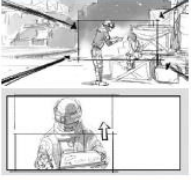
3) WYSIWYG 시스템을 통한 기술경쟁력 보유

동사가 가진 VFX 기술의 강점 또한 눈 여겨 봐야할 요소이다. 동사의 WYSIWYG 시스템은 기존 VFX 기술과 비교해 많은 장점을 보유하고 있다. 기존 프리비즈시스템은 수작업으로 애니메이션을 그리고, 실제 촬영과 분리된 별도의 오프라인 영상을 생성한 후 리뷰/재촬영 과정을 반복해야 되는 번거로운 과정을 반복해야 했다. 반면 동사는 WYSIWYG 프리비즈 시스템을 통해 영상 촬영전 3D 영상을 제작하여 재촬영 과정 반복 없이 즉시 수정이 가능하고 불필요한 공정을 제거할 수 있어 영상제작 시간도 크게 단축할 수 있다. 영화 ‘마녀’의 사례로 확인해 본 결과 동사는 기존 시스템을 활용한 영상 제작에 비해 약 78%의 제작기간 단축, 50% 이상의 비용절감 효과가 있는 것으로 나타났다.

이를 바탕으로 동사는 다양한 VFX 영상을 수주/제작하고 있다. 2017년 4월에는 미국 메이저 VFX 회사 ‘Tau Films’와 MOU 를 체결했으며, 미국 뉴미디어 그룹 ‘SHOWSCAN’과도 전략적 제휴를 맺었다. 18년 5월에는 동사의 기술력을 인정받아 월트디즈니스튜디오 공식협력사로 선정되었다. 전체 공정 AUDIT 을 통과한 국내 최초 기업이며, 그 결과 월트디즈니의 공식 영상을 한국에 가져와서 작업할 수 있게 되었다. 동사를 이를 통해 북미 시장의 CG/VFX 프로젝트를 안정적으로 수주할 수 있는 기반을 마련하게 되었다.

WYSIWYG 시스템 적용 사례

기존 프리비즈 시스템



- 손그림 및 수작업 제어를 통한 애니메이션
- 실제 촬영과 분리된 별도의 Offline 영상
- 손그림으로 표현된 소품을 Offline 제어
- Offline 영상 생성 후 리뷰/재 촬영과정 반복

WYSIWYG SYSTEM



- 모션캡처를 통한 실시간 영상 렌더링
- 실제 현장과 유사한 Online 영상 렌더링
- 고품질리티 CGV/FX 어셋 등 실시간 변경/제어
- 실시간 영상 렌더링으로 변경 사항 즉시 반영

WYSIWYG SYSTEM 적용, 영화 <마녀> 사례



WYSIWYG SYSTEM 프리비즈 영상

시스템 비교컷



실제 촬영 영상

제작시간 테스트 결과

(1인 기준)	기존
병원 Scene	180H
복도1 Scene	216H
복도2 Scene	252H

78%

→

50% ↓

기간 단축 예산 절감

WYSIWYG STUDIOS

위지웍스튜디오

32H
48H
64H

자료 : 위지웍시스템

4) 뉴미디어사업 성장

뉴미디어 사업은 스크린 X, VR/AR, 전시홍보 영상, 특수플랫폼 영상 등 다양한 부문에서 사업을 진행하고 있다.

스크린 X는 아이맥스를 대체할 수 있는 국내기술로 개발된 멀티 프로젝션 시스템으로, 화면 설치에 비용이 많이 드는 아이맥스에 비해 기존 극장 그대로에 좌/우측 영상만 켜주면 되는 이점을 가지고 있다. 2019년 9월까지 스크린 X 상영편수는 15편에 매출액은 약 76억원으로 영화시장내 매출점유율은 아직 0.5% 수준이다. 하지만 CJ CGV가 2020년까지 글로벌 1,000개 상영관 확보를 목표로 하고 있는 만큼 스크린 X로 제작한 영상 수요도 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 초기에는 IMAX 상영관(매출비중 4.2%)을 대체할 수 있을 것으로 보이며, 스크린 X 상영관을 만드는데 비용이 크게 들지 않는다는 점을 감안하면 기존 2D, 디지털 상영관 일부도 디지털 X로 전환될 가능성도 있을 것으로 전망된다. 동사는 스크린 X 영상 제작 편수별로 매출이 발생하게 되므로 스크린 X 상영관 증가는 결국 스크린 X 용 영상 제작 증가로 연결될 것이다. CGV 측의 공격적인 스크린 X 상영관수 확충 계획을 감안하면 올해, 내년 스크린 X 매출의 큰 폭 성장이 기대된다.

상영타입별 점유율(한국)

(단위: 원 % 명)

순위	상영타입	개봉편수	상영편수	매출액	매출액 점유율	관객수	관객 점유율
1	2D	1,423	2,180	1,370,854,685,856	95.1%	163,814,944	96.4%
	디지털	1,334	2,070	1,302,709,988,716	90.4%	154,866,192	91.1%
	디지털더빙	46	60	67,851,789,740	4.7%	8,902,907	5.2%
	디지털 가치봄	18	21	156,974,390	0.0%	30,966	0.0%
	디지털 영문자막	24	27	131,175,010	0.0%	14,166	0.0%
	디지털 4K	0	1	3,708,000	0.0%	563	0.0%
	디지털 중국어자막	1	1	1,050,000	0.0%	150	0.0%
2	4D	34	44	28,441,046,500	2.0%	2,975,004	1.8%
	4D	28	38	27,681,786,000	1.9%	2,896,121	1.7%
	4D더빙	6	6	759,260,500	0.1%	78,883	0.1%
3	IMAX	28	32	30,386,269,500	2.1%	1,942,534	1.1%
	IMAX	21	24	15,029,755,000	1.0%	1,075,526	0.6%
	IMAX 3D	7	8	15,356,514,500	1.1%	867,008	0.5%
4	기타	12	15	7,577,821,000	0.5%	829,310	0.5%
	ScreenX	12	15	7,577,821,000	0.5%	829,310	0.5%
5	3D	17	18	4,335,352,550	0.3%	360,078	0.2%
	3D 디지털	12	13	4,302,805,050	0.3%	356,636	0.2%
	3D 더빙	5	5	32,547,500	0.0%	3,442	0.0%
6	필름	0	142	145,871,155	0.0%	52,493	0.0%
	필름	0	141	143,366,655	0.0%	52,206	0.0%
	영어자막	0	1	2,504,500	0.0%	287	0.0%
합계		1,514	2,431	1,441,741,046,561	100%	169,974,363	100%

자료 : 영화진흥위원회

주 : 2019 년 9 월까지 집계

VR/AR 콘텐츠도 동사의 성장동력이 될 것으로 전망된다. 국내 통신사들의 5G 서비스가 시작되었지만 5G 망에서 활용할 수 있는 제대로 된 콘텐츠는 아직 전무한 상태나 마찬가지이다. 결국 통신사 입장에서 4G 고객들을 5G로 유인하기 위해서는 5G 전용 콘텐츠가 필요하고, 이를 제작하기 위해 동사의 같은 VFX 업체의 도움을 필요로 한다. 현재 국내 통신사 여러 곳에서 5G 관련 AR/VR 콘텐츠 제작 의뢰가 들어오고 있는 것으로 보인다. 아직 정확한 계약내용이나 조건을 알 수는 없지만 5G 서비스 시작 이후 AR 관련 콘텐츠가 강화하고 있는 추세에서 AR/VR 관련 콘텐츠가 올해 하반기 및 내년 동사의 성장동력이 될 전망이다.

전시홍보 영상, 특수플랫폼 영상 등은 매출 측면에서도 기여가 있지만 동사의 인력을 더 효율적으로 활용할 수 있게 해준다는 측면에서 더 큰 의미를 가진다. 일반적으로 영화 VFX를 제작하게 되면 VFX 제작 단계별로 관련된 팀이 순차적으로 투입되게 되고, 아직 순서가 돌아오지 않는 팀은 유휴인력으로 남게 된다. 동사는 이런 유휴인력들을 전시홍보 영상, 특수플랫폼 제작 등에 활용해 인력의 활용도를 높이고 있다.

뉴미디어 사업 확장



자료 : 위지웍스튜디오

5) 미디어콘텐츠 밸류체인 형성

동사는 기존 사업외에 미디어 콘텐츠 밸류체인 형성을 위해 다양한 회사에 전략적으로 투자를 집행하고 있다. 올해초에는 드라마 제작사 (주)인스티 지분을 19.58% 인수했으며, 이 회사를 통해 국내 및 중국 드라마 시장 진출을 노리고 있다. (주)에이스토리와의 전략적 사업제휴 업무협약을 체결해 드라마 VFX 제작 우선협력 및 공동 IP를 개발할 예정이며, (주) 와이랩의 지분을 4.03% 인수하고 와이랩의 IP를 활용한 신규사업 진출을 노리고 있다. 와이랩은 웹툰에 강점을 가진 회사로 마블, DC 처럼 웹툰 베이스의 세계관을 바탕으로 콘텐츠 확장에 나설 예정이다. 7월8일에는 드라마 사업부문 역량 강화를 위해 '태몽라인' 지분 38.15%를 50억원에 취득하는 등 올해 들어 약 200억원 규모의 공격적인 투자에 나서고 있다. 투자 내역에서 볼 수 있듯이 동사는 일련의 투자를 통해 미디어콘텐츠 밸류체인 형성을 염두에 두고 있다. 전/후방 업체 위주로 투자를 집행하고 있는 만큼 향후 이 회사들을 통한 시너지가 기대된다.

주요 투자내역

(단위 : 백만원, %)

법인명	취득일자	출자목적	취득금액	지분율
(주) 인스터	2019년 01월 22일	국내 드라마 및 해외 드라마 VFX 사업 진출	1,997	19.58
MIP글로벌콘텐츠투자조합	2019년 01월 22일	콘텐츠 투자조합 출자 참여	1,000	4.88
(주) 와이랩	2019년 01월 29일	IP를 활용한 신규사업 진출 역량 강화	560	4.03
미시간팬아시아콘텐츠투자조합	2019년 03월 21일	사업 영역 확대 및 기존 사업 부분과의 시너지 효과 기대	5,000	14.29
(주) 에이스토리	2019년 04월 10일	드라마 VFX 사업부문 강화 및 영업요건 제고	2,440	4.02
위지웍글로벌콘텐츠투자조합 제1호	2019년 06월 12일	ODK Media inc 투자를 통한 글로벌 콘텐츠 유통 경로 확보 및 글로벌 수주 경쟁력 제고	3,000	39.47
래몽래인	2019년 07월 08일	드라마 사업부문 역량 강화	5,000	38.15

자료 : 위지웍스튜디오

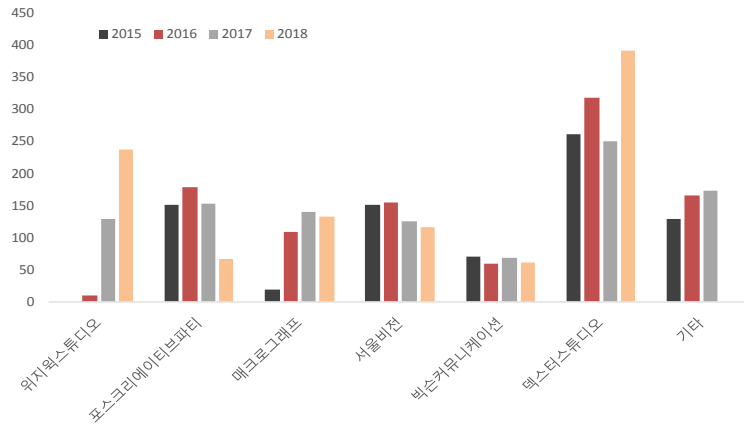
3. 밸류에이션

2020E EPS 기준 PER 12.1 배에 거래

현재 동사의 주가는 2020E EPS 1,413 원 기준 PER 12.1 배 수준에 거래되고 있다. 설립한지 4 년밖에 지나지 않았음에도 불구하고 월트디즈니스튜디오 공식협력사로 지정될 만큼 기술력은 충분히 인정받고 있다. 국내 동종 업체들의 실적을 보더라도 동사와 같은 수준의 성장속도를 보이는 곳은 찾아보기가 어렵다. 국내 코스닥 오락/문화 Fwd 12M PER 27.4 배 수준으로, 실적이 가파르게 성장하고 있다는 점을 감안하면 현재 동사의 주가는 저평가 된 것으로 판단한다.

국내 주요 CG/VFX 업체 매출액 추이

(단위 : 억원)



자료 : 각사 SK 증권

투자 의견 매수, 목표주가 26,500 원으로 신규편입

위지웍스튜디오에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 26,500 원으로 커버리지에 신규편입한다. 목표주가는 동사의 2020E EPS 1,413 원에 Target Multiple 18.7 배를 적용해 산출했다. Target Multiple 18.7 배는 국내 미디어 업체(제이콘텐트리, 스튜디오드래곤, 텍스터, CJ ENM, 쇼박스) 2019E 평균 PER 26.8 배를 보수적인 관점에서 30% 할인 적용한 것으로 1)월드비즈스튜디오 공식협력사로 지정된 기술력, 2)스크린 X 상영관 급증 및 관련 영상 수요 증가, 3)5G 시대 도래에 따른 AR/VR 콘텐츠 수요증가, 4)다양한 투자를 통한 미디어콘텐츠 밸류체인 구축 등 동사의 성장 가능성을 감안하면 충분히 적용할 수 있는 수준이라 판단된다.

밸류에이션 테이블

(단위 : 원 X)

구분	밸류에이션	비고
EPS	1,413	2020E EPS
MULTIPLE	18.7	미디어업체 평균 PER 30% 할인
FAIR PRICE	26,423	
TARGET PRICE	26,500	

자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2019.10.15 매수 26,500원 6개월



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	127	352	297	403	545
현금및현금성자산	85	282	191	291	428
매출채권및기타채권	14	41	26	32	37
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	41	241	396	415	433
장기금융자산	0	0	74	74	74
유형자산	22	229	253	261	268
무형자산	1	1	5	9	11
자산총계	168	593	693	818	978
유동부채	14	25	17	14	16
단기금융부채	0	0	1	1	1
매입채무 및 기타채무	1	11	16	13	15
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	97	126	126	126	126
장기금융부채	97	125	126	126	126
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	111	151	143	140	142
지배주주지분	56	441	550	678	836
자본금	3	44	46	46	46
자본잉여금	57	354	366	366	366
기타자본구성요소	0	0	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-4	43	136	264	422
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	56	441	551	678	836
부채외자본총계	168	593	693	818	978

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-3	42	112	126	163
당기순이익(손실)	5	47	93	127	158
비현금성항목등	23	15	25	36	49
유형자산감가상각비	3	9	9	12	13
무형자산감가상각비	0	0	1	2	3
기타	20	4	5	-1	-1
운전자본감소(증가)	-31	-18	9	-9	-3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	-24	13	-6	-5
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	10	5	-3	2
기타	6	-3	-9	0	0
법인세납부	0	-2	-15	-28	-40
투자활동현금흐름	-25	-211	-216	-24	-24
금융자산감소(증가)	2	0	-73	0	0
유형자산감소(증가)	-18	-218	-31	-20	-20
무형자산감소(증가)	-1	0	-5	-5	-5
기타	-8	7	-106	1	1
재무활동현금흐름	90	365	13	-2	-2
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	240	15	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	62	197	-91	100	137
기초현금	23	85	282	191	291
기말현금	85	282	191	291	428
FCF	-23	-173	98	107	145

자료 : 위지웍스튜디오, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	130	236	417	565	678
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	130	236	417	565	678
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	105	186	314	416	487
영업이익	25	50	103	149	191
영업이익률 (%)	19.1	21.2	24.7	26.4	28.2
비영업손익	-20	-2	1	1	1
순금융비용	0	1	1	1	1
외환관련손익	-1	2	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	1	0	0
세전계속사업이익	5	49	104	150	192
세전계속사업이익률 (%)	3.8	20.5	24.8	26.5	28.3
계속사업법인세	0	2	10	22	34
계속사업이익	5	47	93	127	158
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5	47	93	127	158
순이익률 (%)	3.8	19.7	22.3	22.6	23.3
지배주주	5	47	93	128	158
지배주주귀속 순이익률(%)	3.84	19.73	22.37	22.59	23.31
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	5	47	93	127	158
지배주주	5	47	93	128	158
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	28	60	112	163	207

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	1,099.6	82.1	76.3	35.5	20.0
영업이익	흑전	102.4	104.9	44.9	28.2
세전계속사업이익	흑전	874.9	113.2	44.7	28.2
EBITDA	흑전	111.1	88.1	45.3	26.7
EPS(계속사업)	흑전	469.2	33.8	36.9	23.8
수익성 (%)					
ROE	전기잠식	18.8	18.8	20.8	20.9
ROA	46	12.3	14.5	16.9	17.6
EBITDA마진	21.8	25.2	26.9	28.9	30.5
안정성 (%)					
유동비율	893.7	1,386.5	1,780.9	2,935.1	3,451.1
부채비율	197.6	34.3	26.0	20.6	17.0
순차입금/자기자본	11.9	-36.8	-26.1	-35.9	-45.6
EBITDA/이자비용(배)	0.0	89.7	61.1	87.8	111.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	136	771	1,032	1,413	1,749
BPS	1,160	5,014	5,971	7,356	9,071
CFPS	230	929	1,137	1,570	1,923
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	12.5	21.1	15.4	12.4
PER(최저)	0.0	12.1	9.4	6.9	5.5
PBR(최고)	0.0	1.9	3.6	3.0	2.4
PBR(최저)	0.0	1.9	1.6	1.3	1.1
PCR	0.0	10.4	14.3	10.3	8.4
EV/EBITDA(최고)	0.0	11.5	15.9	10.3	7.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	11.0	6.3	3.7	2.3

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

Company Data

자본금	32 억원
발행주식수	639 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	999 억원
주요주주	
서울대학교병원(외6)	38.81%

외국인지분율	0.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/10/11)	15,650 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.35
52주 최고가	31,950 원
52주 최저가	13,000 원
60일 평균 거래대금	7 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

이지케어텍 (099750/KQ | 매수(유지) | T.P 21,500 원(유지))

클라우드 HIS 서비스 상용화(국내 최초)로 신성장동력 확보

- 국내 독보적인 경쟁력을 갖춘 의료정보시스템 전문기업
- 대형병원급 의료정보시스템 시스템 구축시장은 진입장벽 매우 높음
- 국내 상위 10 개 종합병원 중 5 개 병원의 HIS 구축
- 미국, 중동 등 해외진출 레퍼런스 다수 보유(미국외지역 글로벌 6 위)
- 2020 년 1 월 중형병원 대상의 클라우드 HIS 서비스 본격 출시(국내 최초)
- 투자의견 매수, 목표주가 21,500 원 유지

의료정보시스템 전문기업

동사는 2001 년 2 월 서울대병원 전산실에서 분사해 설립된 의료정보시스템 전문 기업이다. 서울대병원, 국립암센터 등 국내 주요 대형 의료기관의 HIS(Hospital information system)를 구축하며 레퍼런스를 쌓았으며, 글로벌 시장에서도 중동, 미국 등으로 진출해 성과를 내고 있다. 또한, 시스템 구축 이후 운영·관리까지 담당하는 경우가 많아 운영·관리 매출비중이 점차 높아지고 있는 점이 특징적이다.

클라우드 HIS 로 성장동력 확보

국내 의료정보시스템 시장은 2000 년대 초에 구축한 시스템의 교체주기가 도래함에 따라 꾸준한 실적 성장이 예상된다. 또한 동사는 국내 약 800 여개의 중형병원을 타겟으로 클라우드 HIS 서비스를 준비하고 있다. 시스템 개발은 완료되었으며 현재 희명병원(병상수 266 개), 해민병원(병상수 257 개)을 대상으로 시범서비스를 실시하고 있다. 약 4 년간의 개발기간이 소요되는 클라우드 HIS 서비스는 내년 1 월 상용화 예정이며, 타겟 병원수가 약 800 여개에 달하는 만큼 향후 동사의 성장동력이 될 전망이다.

해외사업 본격화로 실적 성장 예상

동사는 국내뿐만 아니라 중동, 미국시장에도 진출해 해외사업을 성공적으로 진행하고 있다. 사우디의 경우 총 9 개병원에서 약 610 원의 규모의 수주를 받은 바 있으며, 미국은 오로라병원 그룹과 제휴해 정신과병원용 BESTCare 2.0B 를 구축해주면서 시장에 본격적으로 진입(2016 년)했다. 그 밖에도 유럽, 중국, 일본 등 의료 IT 수요가 많은 지역을 적극적으로 공략하고 있다. 특히, 일본 진출이 임박한 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201703	201803	201903	202003E	202103E	202203E
매출액	억원	529	553	557	626	771	1,183
yoy	%	-4.6	4.6	0.7	12.3	23.2	53.5
영업이익	억원	41	43	37	50	82	153
yoy	%	8.8	5.8	-15.7	37.2	62.8	87.0
EBITDA	억원	44	47	40	55	86	156
세전이익	억원	46	43	44	65	98	159
순이익(지배주주)	억원	37	35	39	53	81	127
영업이익률%	%	7.8	7.8	6.6	8.0	10.6	12.9
EBITDA%	%	8.4	8.4	7.2	8.7	11.2	13.2
순이익률%	%	7.0	6.4	7.0	8.4	10.5	10.8
EPS(계속사업)	원	744	716	774	823	1,265	1,991
PER	배	0.0	0.0	34.3	19.0	12.4	7.9
PBR	배	0.0	0.0	3.7	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	37.1	15.2	10.0	5.8
ROE	%	15.7	13.1	10.4	11.1	15.8	21.9
순차입금	억원	-142	-131	-264	-250	-241	-218
부채비율	%	32.4	37.0	25.4	33.8	43.7	54.3

1. 회사개요

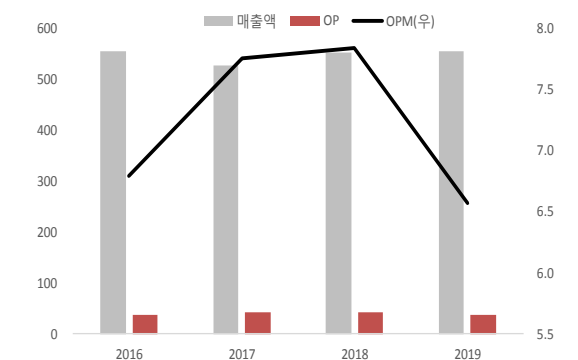
글로벌 의료정보시스템 전문기업

동사는 의료기관을 고객으로 의료정보시스템(EHR)을 공급하거나 병원의 의료정보시스템을 유지·보수 및 위탁 운영하는 사업을 영위하고 있는 의료정보시스템 전문기업이다. 2001년 2월 서울대병원 전산실에서 분사해 설립되었으며, 분당서울대병원을 시작으로 서울대병원 차세대 HIS 구축, 그 외에 동국대병원, 부산대병원, 경상대병원, 국립암센터 등 국내 주요 대형병원의 의료정보시스템을 구축했다. 2010년에는 분당서울대병원이 BESTCare 1.0으로 HIMSS(Healthcare Information and Management Systems Society, 북미의료정보경영학회)로부터 미국을 제외한 병원으로는 최초로 'HIMSS Stage 7'이라는 최고등급 인증을 받았으며, 2016년에는 BESTCare 2.0으로 해당 인증을 받음으로써 동사 시스템의 우수성을 널리 알렸다. 다양한 레퍼런스를 바탕으로 해외 시장에도 성공적으로 진출해 중동/미국/유럽/아시아 시장에서도 활발히 사업을 진행하고 있으며, 최근에는 클라우드 HIS 시스템을 통해 중소형 병원용 HIS 시장도 진출하고 있다.

2018년 3월 결산 기준 매출비중은 의료정보시스템 운영 및 관리 40.8%, 의료정보시스템 개발 및 판매 59.2% 수준으로 시스템 개발 및 공급이 운영·관리보다 매출비중이 다소 높다. 다만 시스템 개발 이후 운영·관리까지 같이 계약되는 경우가 많아 운영·관리 매출 비중이 점차 높아지고 있다. 2019년 3월 결산 기준 매출 비중은 운영·관리 46.5%, 개발 및 공급 53.5% 수준이다.

매출, 영업이익, OPM 추이

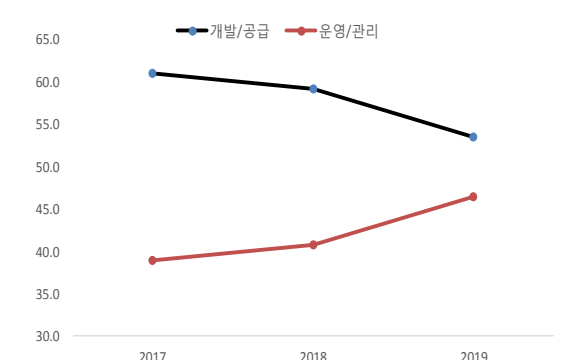
(단위 : 억원 %)



자료 : 이지케어텍

부문별 매출비중 추이

(단위 : %)



자료 : 이지케어텍

의료정보시스템 시장 꾸준한 성장,

세계 시장에서 글로벌 의료정보시스템 주요 벤더로는 Cerner, Epic, Inter Systems, Meditech, Allscripts 등이 있는데, 동사는 2017 년 기준 미국외 지역에서 체결된 계약 실적을 병원 Bed 수 기준으로 볼 때 6 위를 기록하는 글로벌 업체로 성장했다. Maximize Market Research(MMR)에 따르면 글로벌 의료정보시스템 시장 규모는 2017 년 기준 220 억달러로 추정되며, CAGR 7.1%로 성장하여 2026 년에는 380 억달러의 시장규모로 성장할 것으로 전망한다. 국내 의료정보시스템 시장은 향후 연 10% 씩 성장해 2020 년이면 시장 규모가 약 2 조원에 이를 것으로 전망되며 특히 2, 3 차 의료기관의 성장이 두드러질 것으로 예상된다.

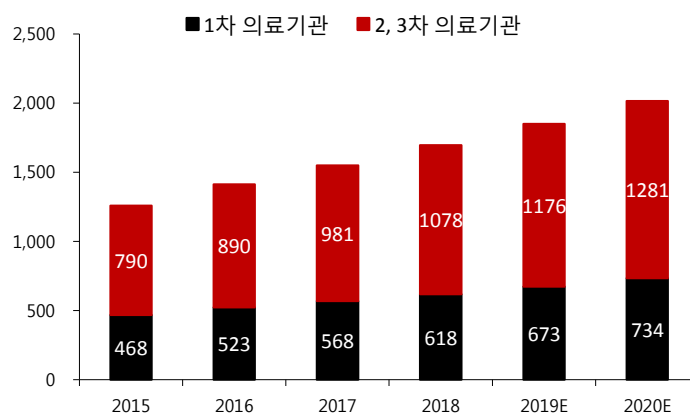
글로벌 EMR 업체평가



자료 : 이지케어텍

국내 전자의료기록 시장 성장추이 및 전망

(단위 : 십억원)



자료 : 이지케어텍, 중앙일보 재인용

주 : 중앙일보, 맥킨지의 빅빅처(2018.4.11)

2. 투자포인트

① 대형병원 의료정보시스템 구축 경쟁력 확보

의료정보시스템은 병원에서 일어나는 제반 업무를 컴퓨터를 통해 처리할 수 있도록 해 주는 시스템이며, 병원관리 업무(환자관리, 원무관리, 보험관리, 진료와 처방 및 기타)에서 경영관리 업무까지 병원 운영을 위한 모든 업무를 포함하고 있다. 병원 및 의료정보 제반을 다루는 일이라 일반 IT 서비스와는 달리 시장진출이 쉽지 않으며, 업체선정 시 레퍼런스가 중요하게 작용한다. 이로 인해 국내에서 상급종합병원의 의료정보시스템에 대한 솔루션을 보유하고 판매하는 회사는 많지 않다. 삼성병원, 아산병원, 세브란스 병원 등의 경우는 SI 프로젝트 형태로 자체 시스템을 구축하고 있으며, 삼성 SDS, LG CNS, 현대오트메버, 한국후지쯔, 평화이즈 등 SI 업체들도 의료정보시스템 구축 프로젝트 참여 경험이 있으나 최근 3년간 실적을 보면 이지케어텍이 가장 많은 실적을 보유하고 있다. (근로복지공단 산하 10개병원, 서울대병원, 이화여대의료원, 계명대 동산의료원 등)

의료정보시스템 세부 내용

외래 환자 관리	처방전달시스템(OCS)	건강 진단 검사 관리	외래 수납
입원 환자 관리	처방 관리	약국 관리	수입금 통계 관리
응급 환자 관리	약품 및 조제 관리	환경 정보 관리	입퇴원 수납 관리
환자 통계	의무 기록 관리	진단 검사 관리	입퇴원 청구 관리
환자 정보 조회	간호 관리	해부 병리 관리	입퇴원 미수 관리
입원 환자 진료 조회	외래 간호	미생물 시스템	
	외래 환자 안내	진단 방사선 시스템	
	병동 관리	임상 병리 시스템	
	간호 정보 관리	방사선 중앙	
	수술실 관리	핵의학	
	식단	기능 검사	
	식수 관리	치료 검사	
		인공 신장	
일반 행정 관리 업무	의료 관련 장비 연결 업무	기타 원무 관리	
인사 관리	약품 자동 포장 장비	전화예약시스템	
재무 관리	엠보싱 인코딩 카드 발행기	외래원무시스템	
회계 관리	고객 디스플레이	외래통계시스템	
일반 재고 관리	환자 대기 순서 관리 장비	수납시스템	
급여 관리	임상 병리 검사 정비	입원등록시스템	
고정 자산 관리	바코드 처리기	응급관리시스템	
의약품, 의료장비 관리			
경영 정보			

자료 : 이지케어텍

이지케어텍은 국내 100 여개의 대형병원 중에 32 곳을 고객사로 확보하고 있다. 이미 국내 상급종합병원 시장에서 압도적인 1 위를 차지하고 있으며, 그 동안의 레퍼런스를 바탕으로 향후 새로운 의료정보시스템 구축시에도 동사가 가장 많은 수주를 받을 것으로 전망된다.

우선, 2000 년대초 구축된 대형병원들의 의료정보시스템은 차세대시스템으로 교체가 필요한 시점이다. 의료정보시스템의 교체 주기가 약 7~10 년 정도이므로 동사의 BESTCare 1.0 을 도입한 곳은 이미 시스템 교체주기가 도래해 향후 몇 년간 꾸준히 교체수요가 발생할 것으로 예상된다. 현재 21 개의 상급종합병원 고객사 중에 약 10 개 이상이 시스템 교체 대상인 것으로 파악된다.

그 외에 병상수가 500 개 이상인 중형병원도 신규 고객사로 만드는 노력을 지속하고 있다. 시스템의 안정성 및 그동안 누적된 레퍼런스를 감안시 현재 타사 솔루션을 사용하고 있는 중형병원들이 동사의 신규고객사가 될 가능성도 높다는 판단이다. 연 10%에 달하는 국내 의료정보시스템 시장의 성장성 및 시스템 경쟁력에 힘입어 향후 동사의 의료정보시스템 구축 실적은 지속적으로 성장할 것으로 예상된다.

국내 상위 10개병원 의료정보시스템 구축현황

순위	병원명	병상수	공급사
1	서울아산병원	2,704	H1사
2	연세대 세브란스 병원	2,467	P1사
3	삼성병원	1,989	S사
4	서울대병원	1,778	이지케어텍
5	가천대병원	1,400	이지케어텍
6	가톨릭대 서울성모병원	1,356	P2사
7	충남대병원	1,332	이지케어텍
8	분당서울대병원	1,326	이지케어텍
9	부산대병원	1,306	H2사
10	양산 부산대병원	1,211	이지케어텍

자료 : 이지케어텍, 대한병원협회 전국병원명부(2018)에서 재인용

주 : 상위순위는 병상수 기준

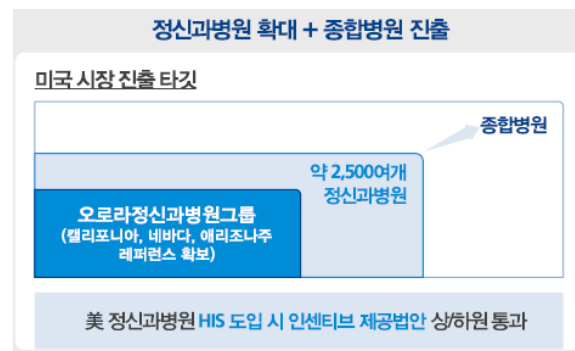
미국은 2016 년 오로라병원 그룹과 제휴해 정신과병원용 BESTCare 2.0B 를 구축해주면서 시장에 본격적으로 진입했다. 오로라그룹은 미국 주요지역내 병원 15 개(약 1,500 여개 병상)를 보유하고 있는 정신과 전문병원 그룹이다. 동사는 오로라병원 그룹에서 시작해 미국내 약 2,500 여개 정신과 병원을 대상으로 사업을 확장한 이후 장기적으로 종합병원 시장에도 진출할 계획이다. 2018 년 미국에서 정신과병원 HIS 도입시 인센티브 제공법이 상/하원을 통과함에 따라 오로라 그룹 이외에도 의료정보시스템 구축 수요가 많을 것으로 전망된다. 현재 동사는 캘리포니아, 네바다, 애리조나주에서 오로라병원 그룹 소속병원에 대한 HIS 구축 레퍼런스를 보유하고 있으며, 현재까지 15 개병원 약 177 억원 규모의 수주를 받아 시스템을 구축하고 있다. 시스템 구축 이후 오로라 측의 만족도가 높아 향후 지속적인 협업도 가능할 것으로 전망된다.

미국 사업확장전략



자료 : 이지케어텍

미국 주요 레퍼런스



자료 : 이지케어텍

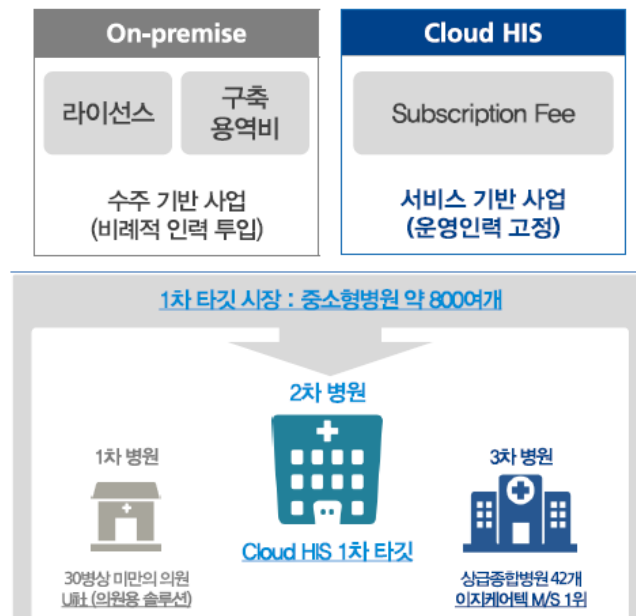
그 외에 유럽, 중국, 일본 등 의료 IT 수요가 많은 지역도 적극적으로 공략하고 있다. 중국은 현지 파트너를 통해 라이선스를 포함한 솔루션 일괄판매 전략을 가져갈 계획이며 일본은 현지업체와의 제휴를 통해 대학병원을 중심으로 공략해 나갈 예정이다. 유럽은 동사의 우수한 기술력 및 가격 경쟁력 및 고객 Customizing 을 바탕으로 차세대 시스템을 도입하는 병원을 중점적으로 공략할 예정이다. 이를 뒷받침하기 위해 BESTCare 2.0 버전을 다양한 언어로 구축하고 있다. 한국어, 영어 외에 아랍어, 중국어 버전도 개발되었으며, 일본어 버전도 곧 개발이 완료될 예정이다. 특히 유럽 시장은 시장 자체도 크고, 병원당 프로젝트 크기도 크기 때문에 동사가 지속적으로 관심을 갖고 진출전략을 수립하고 있다.

③ 클라우드 HIS 내년초 상용화, 신성장동력 확보

동사는 클라우드 기반의 의료정보시스템 개발을 추진해 신성장동력을 마련하고 있다. 기존 시스템은 소프트웨어를 개별 서버에 직접 설치하고, 병원별로 개별적으로 데이터를 관리함에 따라 제한적인 국제표준만 적용되어 운영되었다. 초기 구축비용이 높고, 프로젝트 규모에 비례해 인력투입이 증가하는 등 비용 이슈가 있어 급격한 성장에 다소 한계가 있었다. 병상규모에 따라 차이는 있지만 일반적으로 대형병원 의료정보시스템 구축에는 약 100 억원 이상의 투자금이 필요한 것으로 알려져 있다.

클라우드 HIS는 클라우드 기반 SaaS 방식을 적용해 중앙화된 단일데이터 관리가 가능함에 따라 전면적인 국제표준 적용이 가능하다. 다수의 고객이 동일한 플랫폼을 사용하기 때문에 인력 및 비용이 고정됨에 따라 수익성이 좋고, 병원 입장에서 초기구축 비용이 낮고, 소액의 월사용료만으로 HIS 구축이 가능해 서로 윈윈할 수 있는 플랫폼이다. 대형병원처럼 대규모 자금을 투입하기가 어려운 중소형 병원이 약 10 억원 규모의 상대적인 소액으로 HIS를 구축할 수 있어 내년초 서비스 상용화 이후 빠른 시장침투가 예상된다.

On-Promise vs. 클라우드 HIS



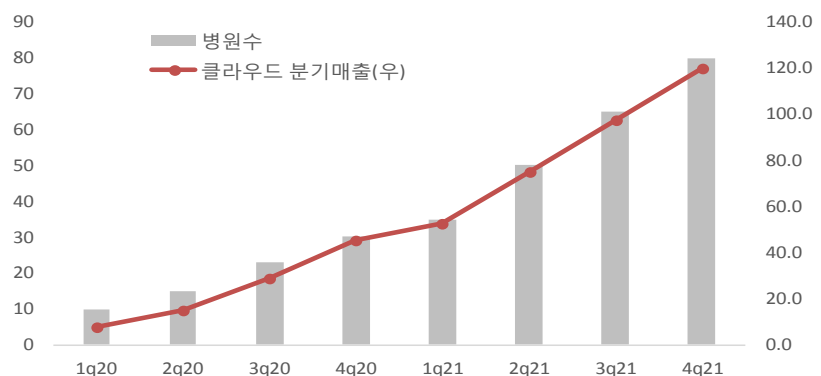
자료 : 이지케어텍

동사가 클라우드 HIS 를 통해 타겟하고 있는 곳은 국내에 약 800 여개(병상수 약 18 만 개)의 중형 병원이다. 시스템 개발은 완료되었으며 현재 희명병원(병상수 266 개), 혜민 병원(병상수 257 개)를 대상으로 시범서비스를 실시하고 있다. 시범서비스 참여 요청이 많아 참여병원수가 몇 개 더 늘어날 가능성도 있으며, 시스템 안정화 이후 내년초 오픈 을 목표로 하고 있다. 병원별로 병상수가 다르고 HIS 구축 사양도 다르기 때문에 병원 별 매출은 달라질 수 있지만 병원당 적게는 5 억원에서 많게는 10 억원까지 매출이 가 능할 것으로 예상된다.

클라우드 HIS 서비스 오픈 이후에는 연간 50 건 가량 신규 서비스가 가능할 것으로 전 망되며, 보수적으로 보더라도 연간 20~30 건 정도의 신규서비스가 가능할 것으로 추정 한다. 회사는 점유율 50%를 목표로 하고 있으며, 이 경우 약 400 개의 중형병원이 고 객사가 될 전망이다. 당 리서치센터는 이지케어텍이 내년초 클라우드 HIS 상용화 이후 2020 년 서비스 가입 병원수 30 개, 연간 매출 96 억원, 2021 년 서비스 가입 병원수 80 개, 연간 매출 345 억원을 기록할 것으로 추정한다. 서비스 오픈 초기에는 서비스 개발 과 관련된 무형자산의 감가상각비, 가입병원에 대한 교육 및 서비스 최적화 작업 진행 관련 비용으로 인해 적자가 발생할 수 있지만 서비스 가입병원수가 100 개 수준에 근 접하는 2021 년 하반기 정도에는 클라우드 HIS 서비스에서도 이익이 발생할 수 있을 것으로 추정하고 있다. 서비스 개발 이후 추가비용이 거의 필요하지 않다는 점을 감안 하면 2021 년 하반기가 동사 영업이익의 큰 폭 성장이 시작되는 시기가 될 것으로 판 단한다.

클라우드 HIS 서비스 가입 병원수 및 클라우드 서비스 분기매출 추정

(단위: 개, 억원)



자료: SK 증권 추정

3. 밸류에이션

2020E EPS 기준 PER 12.3 배에 거래

동사의 현재 주가는 2020E EPS 기준 12.3 배 수준에 거래되고 있다. 상장 초기 클라우드 HIS 서비스에 대한 기대감으로 3 만원을 상회하던 주가는 제약/바이오 시장 및 관련 업종의 투자심리 악화 및 지수 하락의 영향으로 현재 1.5 만원대까지 하락했다. 클라우드 HIS 서비스에 대한 기대감은 여전히 유효한 상황이며, 시장 상황에 따라 주가가 급락한 상황이라 밸류에이션도 부담스럽지 않은 수준까지 하락했다. 클라우드 HIS 서비스가 내년초부터 상용화 된다는 점을 감안하면 현재 동사의 주가에 대한 관심이 필요한 시점이라 판단한다.

밸류에이션 테이블

(단위 X, 원)

구분	밸류에이션
연도	2020(20.04-21.03)
EPS(예상)	1,265
PER	12.3
Target Multiple	17
Fair Price	21,505
목표주가	21,500

자료 : SK 증권

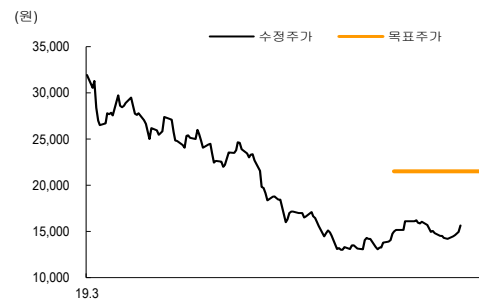
Peer 그룹 밸류에이션

항목 (억원, %, 배)	년도	유비케어 (032620 KS)	제이브이엠 (054950 KS)	비트컴퓨터 (032850 KS)
시가총액		2,740	2,171	662
매출액	2016	682	981	348
	2017	821	1,062	319
	2018	1,004	1,036	328
	2019E	1,201	1,161	341
영업이익	2016	63	148	38
	2017	75	187	43
	2018	92	133	(22)
	2019E	148	175	48
영업이익률	2016	9%	15%	11%
	2017	9%	18%	14%
	2018	9%	13%	-7%
	2019E	12%	15%	14%
순이익	2016	51	111	42
	2017	36	115	36
	2018	58	82	(2)
	2019E	97	140	48
P/E	2016	27.6	23.6	21.7
	2017	40.6	30.3	25.6
	2018	36.4	24.8	15.1
	2019E	30.4	14.4	14.2
P/B	2016	3.0	2.3	2.3
	2017	3.1	2.9	2.2
	2018	2.2	1.6	2.0
	2019E	2.8	1.3	1.5
ROE	2016	11.0	10.2	11.0
	2017	7.6	9.8	8.7
	2018	7.8	6.7	(0.5)
	2019E	9.4	10.8	10.9
EV/EBITDA	2016	14.6	12.6	18.7
	2017	12.9	12.9	16.2
	2018	15.2	9.0	14.3
	2019E	14.3	7.9	9.4

자료 : Bloomberg, SK 증권

주 : 19년 10월 11일 종가기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15	매수	21,500원	6개월		
2019.09.05	매수	21,500원	6개월	-29.29%	-24.65%



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

03월 결산(억원)	201803	201903	202003E	202103E	202203E
유동자산	312	424	426	471	591
현금및현금성자산	89	103	94	85	63
매출채권및기타채권	154	146	155	204	333
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	81	154	225	295	376
장기금융자산	12	12	12	12	12
유형자산	7	7	11	7	5
무형자산	53	101	153	205	256
자산총계	393	578	651	766	967
유동부채	83	63	58	80	130
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	63	40	34	46	75
단기충당부채	0	0	0	0	1
비유동부채	24	54	106	153	210
장기금융부채	0	0	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	106	117	164	233	340
지배주주지분	287	461	486	533	627
자본금	25	32	32	32	32
자본잉여금	0	161	161	161	161
기타자본구성요소	2	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	266	303	356	430	551
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	287	461	486	533	627
부채외자본총계	393	578	651	766	967

현금흐름표

03월 결산(억원)	201803	201903	202003E	202103E	202203E
영업활동현금흐름	34	23	39	41	28
당기순이익(손실)	43	44	53	81	127
비현금성항목등	18	17	8	5	29
유형자산감가상각비	2	3	4	3	2
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	17	14	2	-3	7
운전자본감소(증가)	-23	-33	3	-15	-83
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-33	9	-9	-49	-129
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	19	-19	-7	13	29
기타	-9	-23	19	22	16
법인세납부	-4	-5	-25	-31	-46
투자활동현금흐름	-40	-172	-46	-43	-43
금융자산감소(증가)	1	-120	0	0	0
유형자산감소(증가)	-3	-3	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-37	-48	-53	-53	-53
기타	0	-1	7	9	9
재무활동현금흐름	-4	162	-1	-6	-6
단기금융부채증가(감소)	0	0	-1	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	166	0	0	0
배당금의 지급	-4	-4	-5	-6	-6
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-11	13	-9	-9	-22
기초현금	101	89	103	94	85
기말현금	89	103	94	85	63
FCF	-7	-32	-27	-21	-36

자료 : 이시케아텍 SK증권 추정

포괄손익계산서

03월 결산(억원)	201803	201903	202003E	202103E	202203E
매출액	553	557	626	771	1,183
매출원가	445	453	493	598	908
매출총이익	108	104	132	173	275
매출총이익률 (%)	19.5	18.6	21.2	22.4	23.2
판매비와관리비	65	67	82	91	122
영업이익	43	37	50	82	153
영업이익률 (%)	7.8	6.6	8.0	10.6	12.9
비영업손익	0	8	15	16	6
순금융비용	-3	-2	-8	-10	-9
외환관련손익	-4	3	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	1	-1	0	0	0
세전계속사업이익	43	44	65	98	159
세전계속사업이익률 (%)	7.8	8.0	10.4	12.7	13.4
계속사업법인세	8	5	12	17	32
계속사업이익	35	39	53	81	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	35	39	53	81	127
순이익률 (%)	6.4	7.0	8.4	10.5	10.8
지배주주	35	39	53	81	127
지배주주귀속 순이익률(%)	6.4	7.0	8.4	10.48	10.75
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	37	12	25	53	100
지배주주	37	12	25	53	100
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	47	40	55	86	156

주요투자지표

03월 결산(억원)	201803	201903	202003E	202103E	202203E
성장성 (%)					
매출액	4.6	0.7	12.3	23.2	53.5
영업이익	5.8	-15.7	37.2	62.8	87.0
세전계속사업이익	-7.3	3.3	46.4	50.7	62.3
EBITDA	5.2	-14.0	36.7	57.6	81.6
EPS(계속사업)	-3.8	8.1	6.4	53.6	57.4
수익성 (%)					
ROE	13.1	10.4	11.1	15.8	21.9
ROA	9.7	8.0	8.6	11.4	14.7
EBITDA마진	8.4	7.2	8.7	11.2	13.2
안정성 (%)					
유동비율	377.3	672.5	732.8	591.0	454.5
부채비율	37.0	25.4	33.8	43.7	54.3
순차입금/자기자본	-45.5	-57.2	-51.4	-45.2	-34.9
EBITDA/이자비용(배)	465,135.2	0.0	1,248.6	984.1	1,787.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	716	774	823	1,265	1,991
BPS	5,797	7,219	7,614	8,351	9,814
CFPS	778	841	893	1,333	2,047
주당 현금배당금	0	86	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	41.3	36.1	23.5	14.9
PER(최저)	0.0	34.3	15.8	10.3	6.5
PBR(최고)	0.0	4.4	3.9	3.6	3.0
PBR(최저)	0.0	3.7	1.7	1.6	1.3
PCR	0.0	31.5	17.5	11.7	7.6
EV/EBITDA(최고)	0.0	45.8	31.7	20.5	11.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	37.1	12.1	8.1	4.8

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



연구원
이소중

sojoong@sk.co.kr
02-3773-9953



Analyst
윤혁진

hhyoon2019@sk.co.kr
02-3773-9025

Company Data

자본금	60 억원
발행주식수	1,209 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	595 억원
주요주주	
반호영(외3)	29.23%
에스비아이인베스트먼트(외2)	7.40%
외국인지분률	0.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	4,985 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	8,300 원
52주 최저가	4,285 원
60일 평균 거래대금	4 억원

이 보고서는
『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

네오펙트 (290660/KQ | Not Rated)

2020 년이 기대되는 AI 재활의료기기 전문업체

- 신경계 질환(뇌졸중, 치매 등) 환자 대상으로 재활의료기기 개발 및 생산 전문기업
- 기존 재활 방식의 단점인 지루함과 단독 치료사 비용 부담 해소
- 미국 B2C 매출 성장과 함께 추가될 원격진료 서비스에 대한 보험 혜택 적용 기대
- 국내 주야간보호센터 전문업체인 롱라이프그린케어 인수를 통해 실버케어 사업 진출
- 2020 년에 미국 B2C 및 국내 실버케어 사업 기반으로 흑자전환이 가능할 것으로 판단

인공지능 기반의 재활의료기기 전문업체

네오펙트는 신경계 질환(뇌졸중, 치매 등) 환자 대상으로 재활의료기기 소프트웨어와 하드웨어를 개발 및 생산 전문업체이다. 매출 구성은 상지재활의료기기 53%, 인지재활의료기기 7%, IoT LED 선글라스 16%, 기타 24%다. 동사의 재활의료기기는 집에서 TV, iPad 등과 연동된 게임을 통해 재활 치료가 가능하기 때문에 기존 재활 방식의 단점인 지루함과 단독 치료사 비용 부담에 대한 해소가 가능하다. 게임 난이도는 환자의 재활 수준에 맞춤형으로 선정되며 정량화된 데이터로 효율적인 재활치료 제안이 이뤄진다.

지속적인 미국 B2C 매출 성장 기대

네오펙트는 미국 내 개별 환자들 대상으로 주요 제품인 라파엘 스마트 글러브, 키즈, 보드 등을 판매 중이며 1H19 매출액은 약 16 억원으로 2018 년 연간 매출액보다 33% 증가했다. 2017 년부터 미국 B2C 시장에 진출했으며 매 분기마다 높은 성장세를 나타내고 있다. 미국의 경우 병원으로부터 거리가 멀거나, 재활치료 비용이 부담되는 환자가 많기 때문에 홈케어 서비스에 대한 니즈가 높은 것으로 판단한다. 또한, 동사는 미국 환자 대상으로 원격진료 서비스를 출시할 계획이며 보험 혜택 적용이 연내 가능할 것으로 예상된다. 보험 적용 시 고객 부담 진료비가 74% 감소함에 따라 수요가 높을 것으로 판단한다.

주간보호센터 전문업체 인수로 실버케어 산업 진출 및 재활기기 사업 시너지 기대

2019 년 7 월에 네오펙트는 국내 주야간보호센터 전문업체인 롱라이프그린케어를 인수했다. 동사는 롱라이프그린케어의 전국 주야간보호센터 지점을 확장 중이고 환자의 30~40%가 치매 환자로 네오펙트의 제품과도 시너지가 기대된다. 현재 센터에 인지 재활훈련기기인 라파엘 스마트 페그보드를 판매 중이다. 한편 롱라이프그린케어는 전국 주요도시에 주야간보호 및 방문요양센터를 운영하며, 2017 년 108 억원, 2018 년 128 억원으로 지속적인 매출성장세를 유지하고 있다. 2019 년 3 분기부터 롱라이프그린케어 실적이 반영되면서 동사의 영업적 자폭이 소폭 축소될 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원					45	57
yoy	%						26.9
영업이익	억원					-42	-52
yoy	%						적지
EBITDA	억원					-37	-46
세전이익	억원					-44	-96
순이익(지배주주)	억원					-44	-96
영업이익률%	%					-94.8	-92.7
EBITDA%	%					-83.5	-81.8
순이익률	%					-98.5	-170.4
EPS	원					-548	-990
PER	배						N/A
PBR	배						3.2
EV/EBITDA	배					N/A	N/A
ROE	%						전기잠식
순차입금	억원					227	-161
부채비율	%					완전잠식	27.2

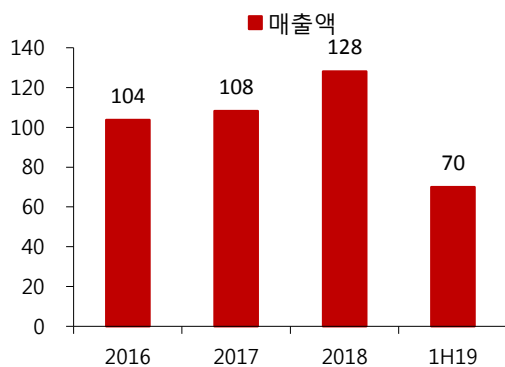
1. 국내 실버케어 사업

(1) 룡라이프그린케어 인수 개요

2019 년 7 월에 네오팩트는 국내 주야간보호센터 전문업체인 룡라이프그린케어 지분 86.7%를 인수했다. 현재 룡라이프글로벌컨설팅(일본)사가 지분 10.2%를 보유 중이다. 룡라이프그린케어는 2014 년 일본 룡라이프그룹으로부터 인수되어 그린케어에서 룡라이프그린케어로 상호가 변경되었고, 일본의 실버케어 산업을 30 년 넘게 선도해 온 자스닥 상장사 룡라이프그룹과의 전략적 제휴를 통해 선진 서비스와 운영 시스템을 국내에 접목해 차별화된 경쟁력을 갖춘 것으로 평가 받고 있다. 2019 년 상반기 매출액은 70 억원, 영업이익은 4 억원을 기록했다.

룡라이프그린케어 매출액 추이

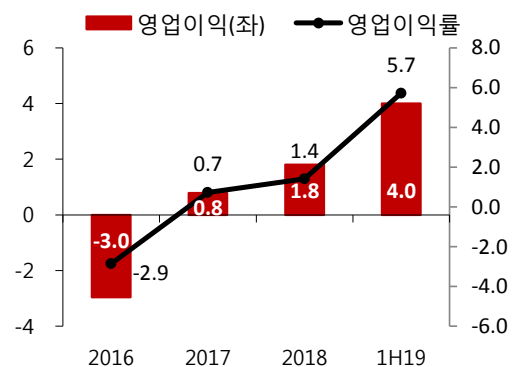
(단위: 억원 %)



자료: 네오팩트, SK 증권

룡라이프그린케어 영업이익, 영업이익률 추이

(단위: 억원 %)



자료: 네오팩트, SK 증권

룡라이프그린케어 매출 구성

(단위: 억원 %)

항목	2018년 매출액	비율
주야간보호	57.9	45.1
방문요양	64.2	50.1
기타	6.1	4.7
합계	128.2	100

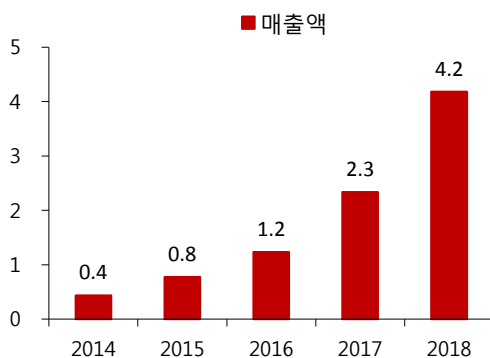
자료: 네오팩트, SK 증권

2. 미국 B2C 원격진료 산업

(1) 미국 원격진료 대표기업 Teladoc

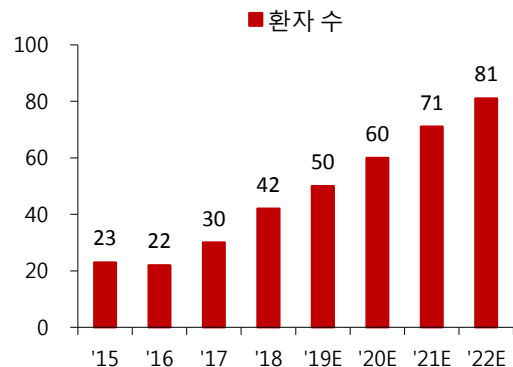
미국의 경우 병원으로부터 거리가 먼 환자들 대상으로 원격진료 서비스에 대한 수요가 높은 편이다. 특히 원격진료 서비스에 대한 보험 적용에 따른 환자비용 부담이 74% 감소함에 따라 저렴한 가격으로 이용이 가능하다는 점에서 인기가 많다. 원격진료 산업 성장에 따라 미국 원격진료(내과/정신과 전문상담) 대표기업인 Teladoc의 경우 매출액은 2015년 7,740만 달러에서 2018년 4억 1,790만 달러까지 상승했으며 시가총액은 같은 기간 동안 5 배 증가했다. 인구 고령화로 미국 원격진료 시장은 지속적으로 성장 중이며 리서치기관인 Statista에 따르면 미국 원격진료 이용 환자 수는 2018년 4,200만 명에서 2022년까지 8,100만명까지 늘어날 것으로 전망된다.

미국 원격진료 대표 기업 Teladoc 매출액 추이 (단위: 억 달러)



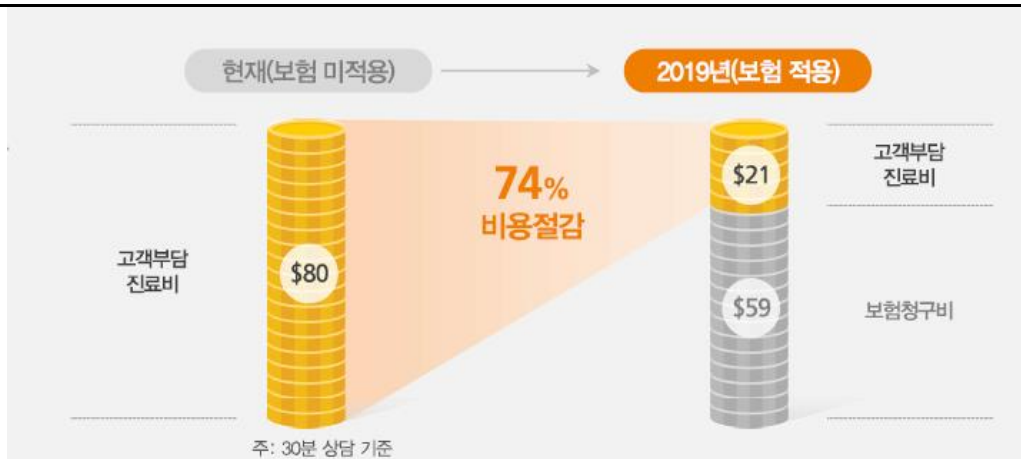
자료 : Teladoc, SK 증권

미국 원격진료 이용 환자 수 (단위: 백만명)



자료 : Statista, SK 증권

네오펙트 원격진료 서비스 보험 혜택 적용 시 고객부담 진료비 대폭 감소



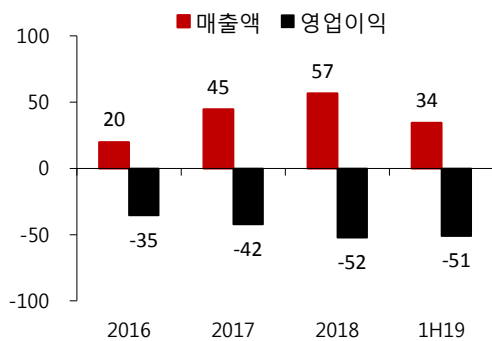
자료 : 네오펙트, SK 증권

3. 실적

네오펙트의 2019년 상반기 실적은 매출액 34억원, 영업손실 51억원으로 손실이 확대됐다. 2018년 11월 28일 상장 후 사업확대에 따른 인력 충원, 광고선전비 증가 등 비용요인이 증가했다. 네오펙트는 롱라이프그린케어의 실버케어 사업을 적극적으로 확장 중이며 롱라이프그린케어 실적은 2019년 3분기부터 반영되어 동사의 영업적자폭이 소폭 축소될 것으로 전망한다. 또한, 성장동력인 미국 B2C 사업은 지속적인 성장세를 나타내고 있으며 라파엘 홈 서비스 가입자는 2018년 말 1,000명에서 2019년 8월말까지 1,700명을 기록한 상황으로 가입자가 빠르게 늘어나는 추세다. 판매관리비에 포함된 급여, 연구개발비, 홍보비에 대한 변동은 향후 크지 않을 것으로 예상되기 때문에 매출액 성장 기반으로 2020년부터 흑자전환이 가능할 것으로 판단한다. 한편, 통상 하반기에 미국과 한국 병원들의 예산 집행이 몰려있다는 점에서 네오펙트의 하반기 실적이 상반기보다 높을 것으로 예상되며 공모가 11,000원 대비 급락한 주가도 회복될 수 있을 것으로 판단한다.

네오펙트 매출액, 영업이익 추이

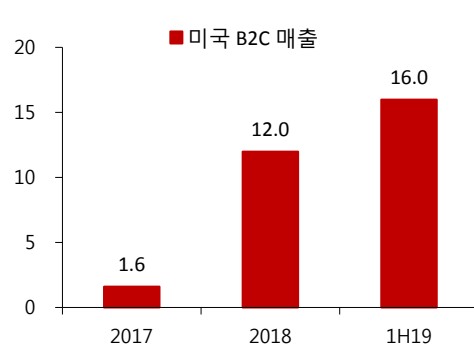
(단위: 억원)



자료: 네오펙트, SK 증권

미국 B2C 매출액 추이

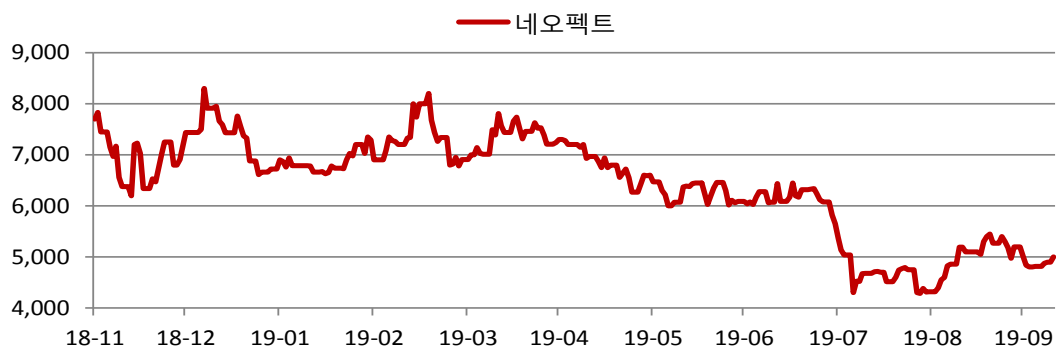
(단위: 억원)



자료: 네오펙트, SK 증권

네오펙트 상장 후 주가 추이

(단위: 원)



자료: 데이터가이드, SK 증권

4. 기업 개요 및 산업데이터

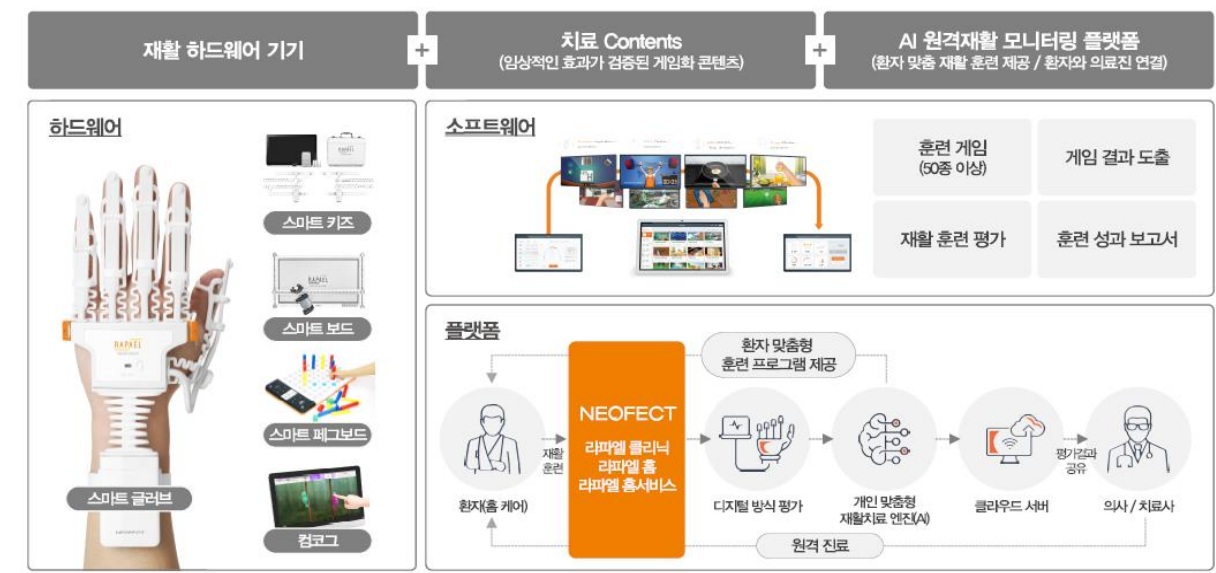
네오펙트 매출 구성

(단위 : 억원 %)

품목	주요 제품 등	매출액	비율
상지재활의료기기	라파엘 스마트 글러브, 라파엘 스마트 키즈, 라파엘 스마트 보드	18.1	53
인지재활의료기기	라파엘 스마트 페그보드, 라파엘 컴커그	2.4	7
기타 의료기기	네오펙트 익스텐더, 네오마노 등	1.8	5
IoT LED 선글라스	케미온	5.4	16
상품매출	-	6.3	18
기타, 용역매출	-	0.4	1
소 계		34.4	100

자료 : 네오펙트, SK 증권

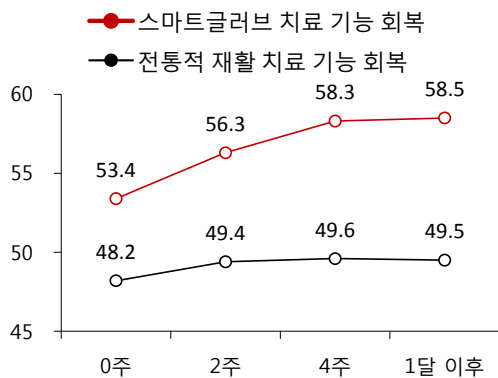
재활 하드웨어 및 소프트웨어 동시 개발 및 생산



자료 : 네오펙트, SK 증권

국립재활원 임상 FMA(상지기능평가 점수)

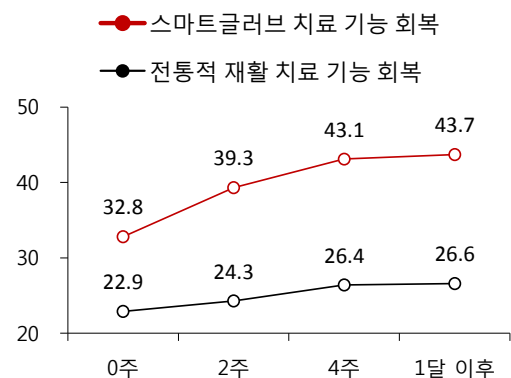
(단위 : 점)



자료 : 네오펙트, SK 증권

국립재활원 임상 JTT(상지기능평가 점수)

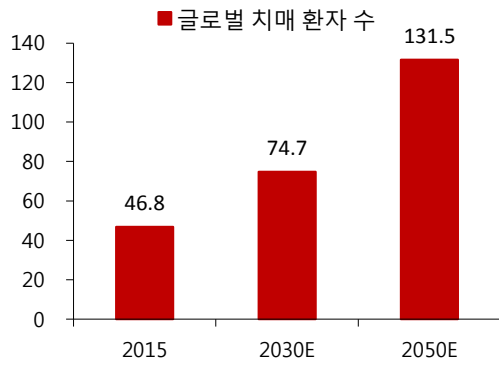
(단위 : 점)



자료 : 네오펙트, SK 증권

글로벌 치매 환자 추이

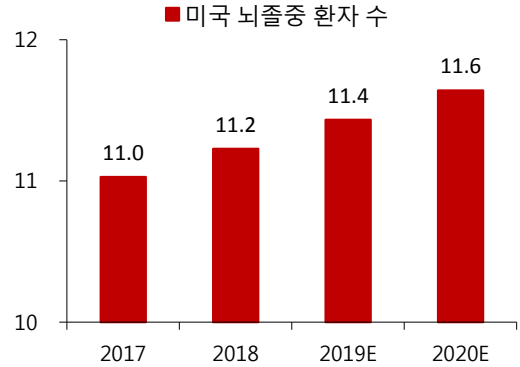
(단위 : 백만명)



자료 : 네오팩트, SK 증권

미국 뇌졸중 환자 추이

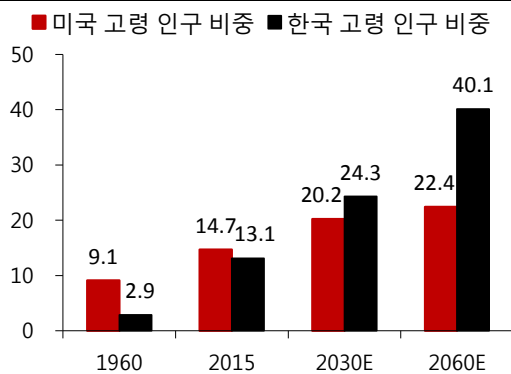
(단위 : 백만명)



자료 : 네오팩트, SK 증권

미국, 한국 고령 인구 비중 추이

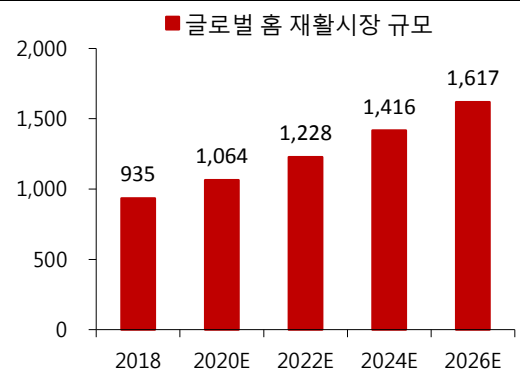
(단위 : %)



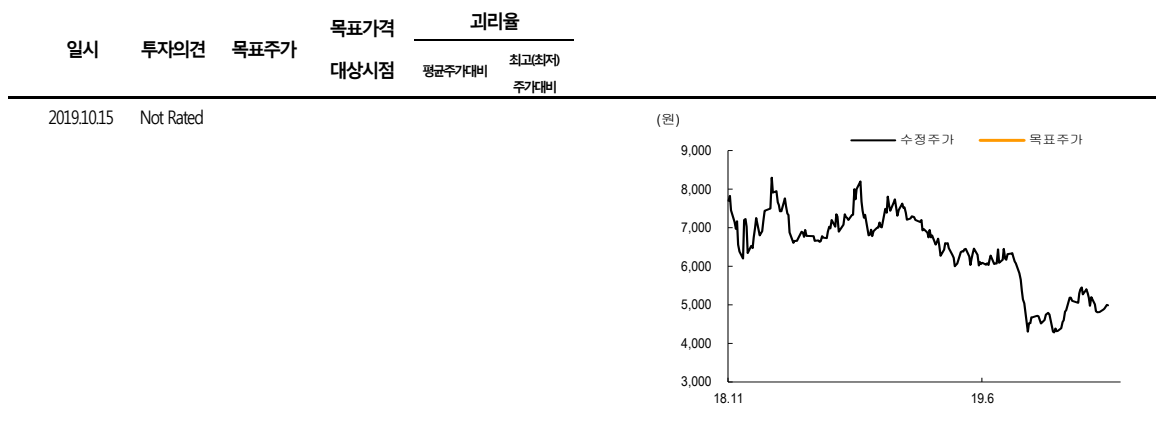
자료 : 네오팩트, SK 증권

글로벌 홈 재활 시장규모 추이

(단위 : 억 달러)



자료 : 네오팩트, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산				80	293
현금및현금성자산				39	222
매출채권및기타채권				18	40
재고자산				14	22
비유동자산				22	66
장기금융자산				1	2
유형자산				6	50
무형자산				15	15
자산총계				102	359
유동부채				9	53
단기금융부채				6	45
매입채무 및 기타채무				1	1
단기충당부채					
비유동부채				265	24
장기금융부채				260	18
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계				274	77
지배주주지분				-172	283
자본금				4	59
자본잉여금				13	527
기타자본구성요소				7	-11
자기주식					
이익잉여금				-196	-293
비지배주주지분					
자본총계				-172	283
부채외자본총계				102	359

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름				-72	-82
당기순이익(손실)				-44	-96
비현금성항목등				-3	42
유형자산감가상각비				2	2
무형자산상각비				3	4
기타				-8	36
운전자본감소(증가)				-25	-27
매출채권및기타채권의 감소(증가)				-16	-39
재고자산감소(증가)				-2	7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)				1	0
기타				-41	-74
법인세납부					0
투자활동현금흐름				20	-51
금융자산감소(증가)				31	0
유형자산감소(증가)				-5	-46
무형자산감소(증가)				-6	-4
기타				0	1
재무활동현금흐름				76	316
단기금융부채증가(감소)					
장기금융부채증가(감소)				55	81
자본의증가(감소)				9	215
배당금의 지급					
기타				11	20
현금의 증가(감소)				24	183
기초현금				15	39
기말현금				39	222
FCF				-101	-120

자료 : 네오팩트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액				45	57
매출원가				16	15
매출총이익				29	42
매출총이익률 (%)				64.7	73.9
판매비와관리비				71	94
영업이익				-42	-52
영업이익률 (%)				-94.8	-92.7
비영업손익				-2	-44
순금융비용				13	9
외환관련손익				-2	1
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익				-44	-96
세전계속사업이익률 (%)				-98.5	-170.4
계속사업법인세					
계속사업이익				-44	-96
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익				-44	-96
순이익률 (%)				-98.5	-170.4
지배주주				-44	-96
지배주주귀속 순이익률(%)				-98.54	-170.43
비지배주주					
총포괄이익				-43	-98
지배주주				-43	-98
비지배주주					
EBITDA				-37	-46

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액					26.9
영업이익					적지
세전계속사업이익					적지
EBITDA					적지
EPS(계속사업)					적지
수익성 (%)					
ROE					전기잠식
ROA					-41.8
EBITDA마진				-83.5	-81.8
안정성 (%)					
유동비율				928.5	553.7
부채비율				완전잠식	27.2
순차입금/자기자본				완전잠식	-56.8
EBITDA/이자비용(배)				-2.8	-5.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)				-548	-990
BPS				-1,953	2,358
CFPS				-485	-926
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					N/A
PER(최저)					N/A
PBR(최고)					3.3
PBR(최저)					2.6
PCR					-8.0
EV/EBITDA(최고)				-6.2	-16.5
EV/EBITDA(최저)				-6.2	-12.4

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sk.com.kr
02-3773-9005

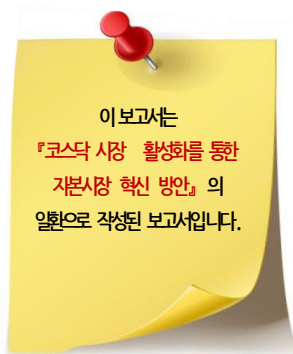
Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	734 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,692 억원
주요주주	
이환철(외8)	35.71%

외국인지분률	150%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	23,050 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	31,150 원
52주 최저가	16,150 원
60일 평균 거래대금	11 억원



엘앤씨바이오 (290650/KQ | Not Rated)

성장성이 높은 국내 1 위의 인체조직 이식재 전문기업

- 인체조직 기반 피부 이식재 및 의료기기 사업을 영위하는 재생의학 전문기업
- 주력 제품군의 인체조직 이식재의 지속적인 성장 예상
- 관절염치료제 MegaCarti™ 임상 신청 및 2021 년초 제품 출시 기대
- 유착방지재, 동종 지방필러 등 다수의 파이프라인 보유
- 2019E 매출액 335 억원(+57.9% YoY), 영업이익 100 억원(+81.8% YoY) 전망
- 현재 PER 18 배 수준으로 밸류에이션 매력 ↑

국내 1 위의 인체조직 이식재 전문기업

인체조직 기반의 이식재 및 의료기기 사업을 영위하는 재생의학 전문기업이다. 자체 개발한 이식재 가공기술과 국내 최대의 생산 및 보관설비를 기반으로 피부, 뼈, 연골 등 인체조직 이식재 Full line-up 을 구축하고 있다. 특히, 무세포 동종 진피 이식재인 메가덤(MegaDerm), 메가필(MegaFill) 등을 앞세워 국내 피부 이식재 시장점유율 48%로 1 위를 기록하고 있다.

투자포인트

① 주력 제품군인 인체조직 이식재의 꾸준한 성장 예상

동사는 MegaDerm(동종 진피 이식재), MegaFill(동종 진피 파우더 형태), MegaBone(동종 골 이식재), MegaSheet(동종 근막 이식재) 등으로 인체조직 이식재 부문의 제품 포트폴리오를 구성하고 있으며, 그 중 MegaDerm 이 대표 제품이다. 국내 피부 이식재 시장의 경우 과거 화상에 따른 피부 이식에 대한 수요가 가장 컸으나 최근에는 유방재건, 코성형, 아킬레스건 재건술 등 미용성형시장 확대 및 고령화에 따라 해당 시장이 빠르게 성장하고 있다.

② 관절염치료제 MegaCarti™ 를 비롯한 잠재력 높은 파이프라인

다수의 파이프라인 중 가장 기대를 모으고 있는 것은 동종연골 기반 관절염치료제인 MegaCarti™ 이다. MegaCarti™는 시장에 출시된 경쟁사 제품대비 시술 후 보다 빠르게 무릎연골 성형 및 회복이 되는 것으로 추정되며, 가격도 30%이상 저렴할 것으로 예상된다. 그 외 파이프라인으로는 유착방지재, 동종 지방필러 등이 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원				118	179	212
yoy	%					51.4	18.7
영업이익	억원				21	49	55
yoy	%					135.0	12.4
EBITDA	억원				24	52	60
세전이익	억원				22	46	59
순이익(지배주주)	억원				20	38	52
영업이익률%	%				17.5	27.2	25.8
EBITDA%	%				20.0	28.9	28.1
순이익률	%				16.8	21.0	24.0
EPS	원				365	664	828
PER	배						23.7
PBR	배						2.7
EV/EBITDA	배				N/A	N/A	17.9
ROE	%					28.0	15.0
순차입금	억원				-3	-61	-356
부채비율	%				56.3	21.9	8.7

1. 회사개요

인체조직 가공 및 재생의학 전문기업

2011년 8월에 설립된 인체조직 기반의 이식재(ADM, Acellular Dermal Matrix) 및 의료기기 사업 등을 영위하는 재생의학 전문기업이다. 자체 개발한 이식재(동종/이종) 가공기술과 국내 최대의 생산 및 보관설비를 기반으로 피부, 뼈, 연골, 근막, 건, 인대 등 인체조직 이식재 line-up 을 구축하고 있다. 특히, 2012년 출시한 무세포 동종 진피 이식재인 메가덤(MegaDerm), 메가필(MegaFill) 등을 앞세워 국내 피부 이식재 시장 점유율 48%(2018년 기준)로 1위를 기록하고 있다. 또한, 피부 이식재 뿐만 아니라 기존 인체조직에 고분자물질을 가교하여 효능 및 편의성을 향상시킨 의료기기, 'BY THE DOCTOR'로 대표되는 코스메슈티컬 사업부문도 지속적으로 실적 기여도를 높이고 있다. 매출비중(2019년 상반기, 별도 기준)은 인체조직 이식재 77.3%, 인체조직 기반 의료기기 8.7%, 코스메슈티컬 2.0% 등이다.

조직재생 소재별 특징 및 시장

구분	무세포 동종 진피	세포 치료제
원재료	기증 인체 조직 냉동 후 가공	자가세포 추출 후 배양
특징	거부반응 낮음 이식 후 자기조직으로 전환	거부반응 낮음 세포추출 → 배양 → 재주입 필요
활용성	재생 치료의 가장 현실적 방법	수술 불편함(2회 수술, 배양시간)

자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

또한 최근 화장품 임상시험 용역사인 자회사 '글로벌의약연구센터(지분율 54.5%)'의 실적도 빠르게 성장하고 있다. 설립 직후인 4Q18 매출액 2.4억원, 영업이익 -3.4억원으로 적자를 기록했으나 2019년 상반기 기준으로는 매출액 14억원, 영업이익 6.7억원으로 영업흑자 전환 및 사업현황이 순조로운 상황이다.

2. 투자포인트

① 주력 제품군인 인체조직 이식재의 꾸준한 성장 예상

동사는 피부, 뼈, 연골, 근막, 건, 인대 등 인체조직 Full line-up 을 구축하고 있다. MegaDerm(동종 진피 이식재), MegaFill(동종 진피 파우더 형태), MegaBone(동종 골 이식재), MegaSheet(동종 근막 이식재) 등으로 제품 포트폴리오를 구성하고 있으며, MegaDerm 이 가장 잘 팔리는 제품이다. 국내 피부 이식재 시장의 경우 과거 화상에 따른 피부 이식에 대한 수요가 가장 컸으나 최근에는 유방재건, 코성형, 아킬레스건 재건술 등 미용성형시장 확대 및 고령화에 따라 해당 시장이 빠르게 성장하고 있다. 특히 유방암 환자들의 수술 이후 동종 피부를 이용한 재건수요가 빠르게 증가하고 있다.

인체조직 이식재(피부)

피
부



MegaDerm®
(동종 진피 이식재)



MegaFill®
(동종 진피 파우더 형태)

자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

인체조직 이식재(뼈, 연골, 근막, 인대)

뼈



MegaBone®
(동종 골 이식재)

연
골



MegaCartilage®
(동종 연골 이식재)

근
막



MegaSheet®
(동종 근막 이식재)

인
대



MegaTendon®
(동종 인대 이식재)

자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

인체조직 이식재 부문은 2017 년에 135.8 억원, 2018 년에 152.3 억원, 올해 상반기에는 97.4 억원의 매출을 기록했다. 4 분기가 최대 성수기로써 올해에도 하반기가 상반기대비 더 나은 실적을 시현할 것으로 추정된다. 이는 보수적으로 올해에도 30% 성장한 가능한 상황임을 의미한다. 또한 인체조직에 대한 의료기술의 발전으로 동종 피부의 적응증이 확대되는 구간에 있으므로 향후 수년간은 지속적으로 성장할 것으로 전망한다.

적응증 확대하며 시장 확장 중



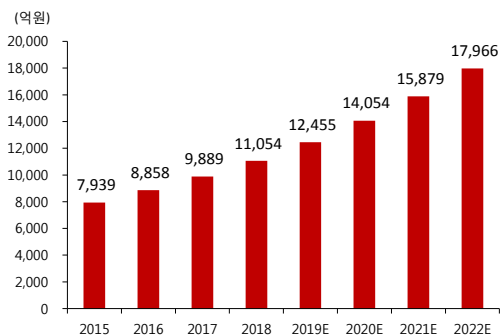
자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

② 관절염치료제 MegaCarti™ 임상 신청

동사의 인체조직을 활용한 여러 파이프라인 중 단연 기대를 모으고 있는 것은 동종연골 기반 관절염치료제인 MegaCarti™ 이다. 해당 제품은 인체조직 연골을 하이드로겔 형태의 바이오폴리머와 가교하여 제조한 치료제이다. MegaCarti™ 는 시장에 출시된 경쟁사 제품대비 시술 후 보다 빠르게 무릎연골 성형 및 회복이 되는 것으로 추정되며, 가격도 30%이상 저렴할 것으로 예상된다. 동사는 지난 2분기에 MegaCarti™ 에 대해 의료기기 임상을 신청한 상황으로, 연말내에 식약처로부터 임상 승인을 받을 수 있을 것으로 보인다. 관련 현재 국내 시장은 약 1.2 조원 수준으로 파악되며, 최근 고령화시대 진입 및 비만인구 증가에 따라 관절염치료제 시장은 지속적으로 확대될 것으로 전망되므로 MegaCarti™ 가 성공적으로 임상을 마치고 제품 출시를 한다면 동사의 핵심 제품이 될 가능성이 높다. 연말내에 임상에 진입하고 2021 년초에 제품을 출시할 것으로 계획하고 있다.

MegaCarti™ 국내 시장 전망

(단위 : 억원)



자료 : 생명공학정책연구센터, 연구성과실용화진흥원

MegaCarti™ 제품화 후 국내 전망

- 2019년 2Q 임상신청
- 2020년 3Q전 임상완료 예정
- 인허가 후 2020년 말 출시목표
- 제품 출시 후 50%이상 시장점유 목표
- 인공관절수술 지연시켜주는 효과
- 글로벌 인공관절회사와 경쟁/협업 가능

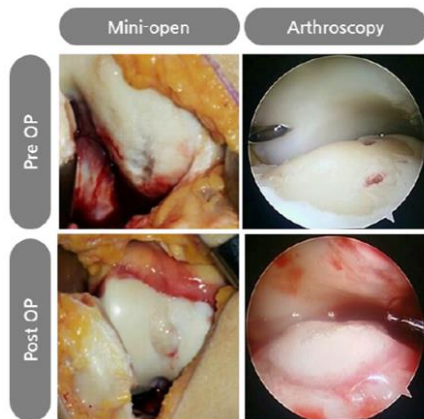
자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

MegaCarti™와 기타 치료제 비교

구분	MegaCarti™	줄기세포 치료제	유전자 치료제
시술	-동종연골 직접 주입	-연골손상 부위에 미세천공술 실시 후 자가 또는 동종 조직 유래 줄기세포 주입	-동종연골세포와 형질전환된 동종연골 유래 줄기세포를 관절강 내 주사
회복 및 효과	-시술 후 3일째 퇴원 4주 후부터 일상 복귀 -시술 후 동종연골에 의한 빠른 무릎연골 성형화 및 회복	-시술 후 1-2주 입원 필요 -시술 후 12주 가량 목발 사용 -연골 재생 기간 약 1년	-수술없이 1회 주사 -무릎 통증 경감 효과 -연골구조 재생 효과 미검증
비용	-저렴한 가격(300~400만원)	-1회 시술 시 600-800만원(비급여)	-1회 주사 시 600-700만원(비급여)

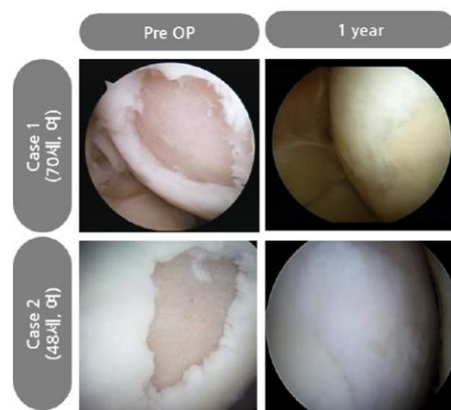
자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

MegaCarti 연골재건 효과(시술 후 연골 결함 보충)



자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

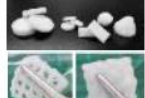
MegaCarti 연골 재건 효과(구조적 연골재건)



자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

그 외 파이프라인으로는 유착방지재(MegaShield®), 동종 지방필러(MegaECM-F) 등이 있다. 유착방지재는 2020 년 2 분기 출시 예정이며, 동종 지방의 경우 현재 국내법 상 자가 지방이 아닌 경우에는 폐기물로 분류하게 되어 있으므로 법개정을 위한 절차가 진행 중이다. 만약 법개정이 된다면 1 년의 임상기간을 걸쳐 제품화될 수 있을 것으로 추정된다. 동사의 경우 수입한 인체조직 중 현재 지방은 폐기하고 있는 상황이기 때문에 동종 지방이 제품화된다면 폐기물이 제품으로 변모하는 것으로써 매출 및 이익률 성장에 기여할 수 있다. 일반적으로 지방내의 콜라겐이 피부 미용에 상당한 효과가 있는 것으로 알려져 있으므로 해당 파이프라인에 대해서도 관심을 가져야 한다.

의료기기 신제품 개발을 통한 사업영역 확장

구분	유착방지재	이종(말) 연골	동종 연골치료재	동종 지방필러	3D 바이오 프린팅 잉크	수화무세포동종 진피(의료기기)
						
	MegaShield®	MegaCartilage®-E	MegaCarti™	MegaECM-F™	MegaBio-ink	MegaStemfold
제품 개요 및 개발현황	-세계최초 생체 적합성 인체 조직 기반 온도 감응성 유착방지재 -의료기기 확증 임상 진행 중 (갑상선 적응증)	-미용성형 및 재건 성형에 적용되는 말 연골 치료재 -IND 승인 완료, 허가 임상 진행 중	-동종연골을 하이드로겔 형태의 부형제와 물리적으로 가교하여 제조된 연골치료재	-인체유래 지방조직으로부터 추출한 ECM을 이용 -인체 지방 관계 법령 정비 중 -MegaAdipo는 첨생법에 의거하여 임상기간 단축 가능	-인체조직 가공기술 기반의 피부, 연골, 지방 재생용 바이오 잉크 개발	-분화유도물질 없이 스캐폴드만으로 원하는 조직으로 분화유도 → 안전하고 합리적인 비용

자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

엘앤씨바이오 R&D 파이프라인

구 분	2018		2019				2020				비고
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
MegaShield® (유착방지재)	임상						인허가		출시		▪ 의료기기 확증 임상 진행중 - 갑상선 적응증
MegaCartilage®-E (이종(말) 연골)	비임상 시험		임상				인허가		출시		▪ IND 심의 중
MegaCarti™ (동종 연골치료재)	비임상 시험		임상						인허가 및 출시		▪ 2020년 말 출시 목표
MegaECM-F (동종 지방필러)	법 개정 후 임상 1년 (시행령 조정의 경우 인허가 후 바로 판매 가능)										▪ 폐기물로 분류 되던 인체유래 지방을 사용할 수 있게 법 또는 규정 개정 이루어질 전망
MegaBio-Ink (3D 바이오프린팅 바이오잉크)	동물 시험 및 성능시험				원료용 MegaBio-Ink 선출시		임상 및 인허가				▪ 의료기기 제조용 medical grade ▪ 바이오기업/정부출연(원) 등의 연구용 technical grade ▪ 프린터 출력 조성 확립 중
MegaStemfold (줄기세포분화 전용 스캐폴드)	동물 시험 및 성능시험						인허가		출시		▪ 줄기세포를 각 조직세포로 분화유도 확인

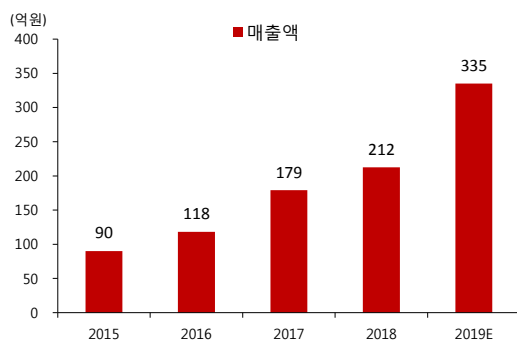
자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

3. 실적전망

2019 년 예상 실적은 대표 제품군인 인체조직 이식재의 매출 증가에 힘입어 매출액 335 억원(+57.9% YoY), 영업이익 100 억원(+81.8% YoY), 지배주주순이익 93 억원(+82.4% YoY)으로 고성장 할 것으로 전망한다. 동사의 경우 바이오섹터에서 드물게 실적 안정성과 성장성을 두루 갖추고 있으며, 현재 PER 은 18 배 수준으로 실적 성장 추세 및 파이프라인의 잠재력 등을 감안시 밸류에이션 매력이 있다는 판단이다. 동사의 주가에 관심이 필요한 시점이다.

엘앤씨바이오 매출액 추이

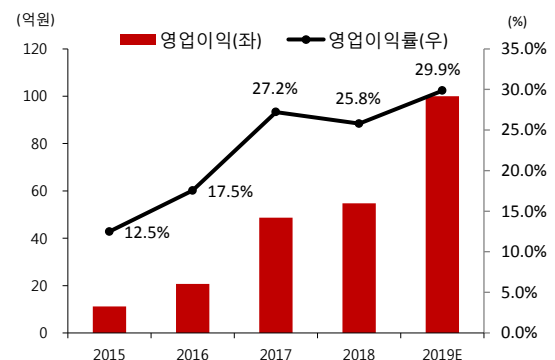
(단위: 억원)



자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

엘앤씨바이오 영업이익 및 영업이익률 추이

(단위: 억원, %)



자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2019.10.15 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산			136	181	499
현금및현금성자산			4	31	216
매출채권및기타채권			43	59	74
재고자산			51	54	56
비유동자산			21	24	75
장기금융자산			2	3	7
유형자산			14	14	49
무형자산			1	1	1
자산총계			157	205	574
유동부채			22	33	31
단기금융부채			5	5	
매입채무 및 기타채무			8	11	13
단기충당부채			3	7	6
비유동부채			35	4	15
장기금융부채			30		10
장기매입채무 및 기타채무				0	0
장기충당부채					
부채총계			56	37	46
지배주주지분			100	168	525
자본금			13	15	36
자본잉여금			38	69	352
기타자본구성요소			4	0	0
자기주식					
이익잉여금			46	84	137
비지배주주지분					3
자본총계			100	168	528
부채외자본총계			157	205	574

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름			-2	38	38
당기순이익(손실)			20	38	51
비현금성항목등			15	25	20
유형자산감가상각비			3	3	4
무형자산상각비			0	0	0
기타			12	22	15
운전자본감소(증가)			-36	-20	-24
매출채권및기타채권의 감소(증가)			-15	-16	-22
재고자산감소(증가)			-14	-2	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)			-6	-1	0
기타			-31	-34	-40
법인세납부			-1	-5	-11
투자활동현금흐름			-42	-6	-168
금융자산감소(증가)			-36	-1	-119
유형자산감소(증가)			-6	-3	-37
무형자산감소(증가)			-1	0	0
기타			11	3	12
재무활동현금흐름			42	-5	314
단기금융부채증가(감소)			-9	-3	-5
장기금융부채증가(감소)			14	-1	10
자본의증가(감소)			37		304
배당금의 지급					
기타				0	4
현금의 증가(감소)			-2	27	185
기초현금			6	4	31
기말현금			4	31	216
FCF			-78	32	-14

자료 : 엘앤씨바이오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액			118	179	212
매출원가			48	68	79
매출총이익			70	111	134
매출총이익률 (%)			59.1	62.2	63.0
판매비와관리비			49	63	79
영업이익			21	49	55
영업이익률 (%)			17.5	27.2	25.8
비영업손익			1	-3	4
순금융비용			3	2	-2
외환관련손익			0	0	0
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익			22	46	59
세전계속사업이익률 (%)			18.7	25.8	27.7
계속사업법인세			2	9	8
계속사업이익			20	38	51
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익			20	38	51
순이익률 (%)			16.8	21.0	24.0
지배주주			20	38	52
지배주주귀속 순이익률(%)			16.76	20.97	24.52
비지배주주					-1
총포괄이익			20	39	51
지배주주			20	39	52
비지배주주					-1
EBITDA			24	52	60

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액				51.4	18.7
영업이익				135.0	12.4
세전계속사업이익				108.9	27.7
EBITDA				119.0	15.3
EPS(계속사업)				82.2	24.6
수익성 (%)					
ROE				28.0	15.0
ROA				20.8	13.1
EBITDA마진			20.0	28.9	28.1
안정성 (%)					
유동비율			623.1	549.8	1,630.8
부채비율			56.3	21.9	8.7
순차입금/자기자본			-3.5	-36.4	-67.4
EBITDA/이자비용(배)			7.0	16.2	330.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)			365	664	828
BPS			1,783	2,816	7,252
CFPS			417	717	904
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					33.1
PER(최저)					20.8
PBR(최고)					3.8
PBR(최저)					2.4
PCR					21.7
EV/EBITDA(최고)			0.0	-1.1	27.4
EV/EBITDA(최저)			0.0	-1.1	15.1

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
서충우

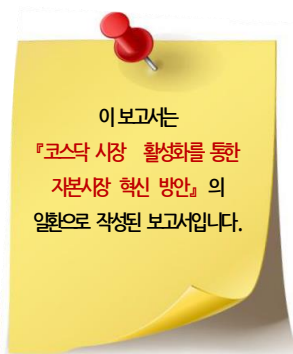
choongwoo.seo@sk.com
02-3773-9005

Company Data

자본금	24 억원
발행주식수	483 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,399 억원
주요주주	
넥스타아이(외4)	60.88%
한국증권금융	5.84%
외국인지분율	1.00%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/10/11)	29,000 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	37,050 원
52주 최저가	22,200 원
60일 평균 거래대금	12 억원



이노메트리 (302430/KQ | Not Rated)

확연한 실적 성장이 예상되는 하반기!

- 2 차전지 X-ray 검사장비 업체이며 2 차전지 제조장비로도 사업 확장 진행중
- 상반기 지연되었던 고객사의 설비증설이 하반기부터 본격적으로 이루어지면서 동사의 수주 증가 및 실적 성장 전망
- 용접상태 검사장비, Stacking 장비 등 신규 장비도 하반기부터 매출 발생 예상
- 2019E 매출액 405 억원(+32.5% YoY), 영업이익 102 억원(+52.0% YoY) 전망
- 올해 3 분기부터 확연한 실적 성장세 시현할 가능성 매우 높음

2 차전지 X-ray 검사장비 업체

동사는 2008 년 6 월 설립된 2 차전지 X-ray 검사장비 제조 업체이다. 전방산업은 휴대전화, IT 기기, 전자자동차, ESS 등 다양하지만 현재 매출은 대부분 2 차전지 검사장비에 집중하고 있다. 2019 년 상반기 기준 매출은 자동차용 2 차전지 검사기가 73.3%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 주요 고객사는 삼성 SDI, SK 이노베이션, LG 화학, BYD 등 글로벌 2 차전지 장비 업체들이다. 최근에는 용접상태 검사장비, stacking 제조 장비 등 2 차전지 제조장비로 사업영역을 확대중이다.

올해 하반기 주요 고객사 증설 예상, 검사장비 수요 증가

전기차 수요 증가와 함께 2 차전지 시장은 빠르게 성장하고 있다. 올해 상반기 다소 주춤했던 업체들의 설비 증설도 하반기부터는 적극적인 투자가 이루어지고 있어 동사의 수혜가 예상된다. 2 차전지 사용량 증가와 함께 배터리 안전성 이슈도 함께 부각되고 있다. 2 차전지 시장 성장 및 고객사 증설, 배터리 안전성 강화로 인한 검사장비 수요 증가 등에 힘입어 동사 장비 매출 증가가 기대된다.

2019E 실적 기준 P/E 16.9 배 수준, 밸류에이션 프리미엄 정당

현재 동사의 주가는 2019E 실적 기준 P/E 16.9 배 수준에 거래되고 있다. 2 차전지 장비 업체라는 점을 감안하면 밸류에이션 부담이 다소 있다고 느낄 수도 있는 수준이다. 하지만 하반기 이후 고객사의 Capex 확대에 의한 수주증가 및 실적 성장이 예상되며, 올해 예상 실적에 반영하지 않은 신규 장비 매출도 추가로 발생할 가능성이 높다. 그 외에 중국권 및 미국, 유럽 등 주요 고객사들과 장비납품 입찰을 진행중인 건도 다수 있는 것으로 추정되므로 밸류에이션 프리미엄은 정당하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원					141	306
yoy	%						117.4
영업이익	억원					20	67
yoy	%						239.2
EBITDA	억원					20	68
세전이익	억원					14	65
순이익(지배주주)	억원					12	52
영업이익률%	%					14.1	22.0
EBITDA%	%					14.4	22.2
순이익률	%					8.4	17.2
EPS	원					360	1,494
PER	배						16.9
PBR	배						2.5
EV/EBITDA	배					N/A	12.5
ROE	%						19.2
순차입금	억원					-41	-369
부채비율	%					81.0	23.4

1. 회사개요

2 차전지 X-ray 검사장비 전문업체

이노메트리는 2008 년 6 월 X-ray 검사장비 제조 및 판매를 주요 사업목적으로 설립 되었다. 전방산업은 휴대폰, IT 기기, 전기자동차, ESS, 태양광, 식품 등이며, 방사선 투과 검사기술을 사용해 제품 외부 혹은 내부의 기공이나 균열 등의 결함, 용접부의 내부 결함 등을 검사하는 비파괴 검사장비 제조 업체이다. 전방산업은 다양하지만 현재 매출 비중이 가장 높은 것은 2 차전지 X-ray 검사장비이다. 2019 년 상반기 기준 매출비중은 자동차용 2 차전지 검사기 73.3%, 휴대폰 등 소형 IT 기기 2 차전지 검사기 10.9%, 상품 및 기타 15.8%로 매출의 대부분은 2 차전지 X-ray 검사장비에서 발생하고 있으며, 그 중에서도 자동차용 2 차전지 검사기 매출 비중이 가장 높다.

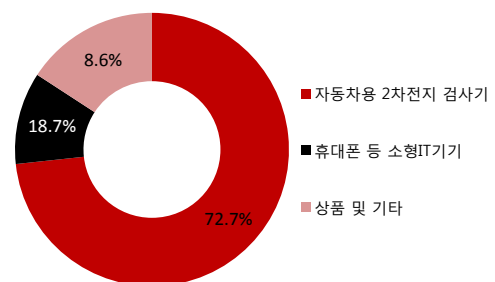
주요 고객사는 삼성 SDI, SK 이노베이션, LG 화학, BYD 등 글로벌 2 차전지 업체들이며 X-ray 검사장비 업체이긴 하지만 자체 개발한 소프트웨어를 탑재해 진입장벽을 높이고 있다. 최근에는 X-ray 검사장비에서 용접상태 검사장비, 2 차전지 stacking 장비를 개발하여 2 차전지 제조 장비로도 사업영역을 확대하고 있다.

2 차전지 X-ray 검사장비



자료 : 이노메트리

부문별 매출 비중



자료 : 이노메트리

2. 투자포인트

① 2 차전기, 전기차 시장 성장!

글로벌 주요 국가들이 환경규제 강화, 전기차 및 친환경차 보급정책을 확대해 나가고 있으며, 이에 따라 글로벌 자동차 업체들의 전기차 생산량도 급증하고 있다. 유럽 주요 국가는 2025년부터 내연기관차 신차 판매를 금지했으며, 중국은 2019년부터 신에너지차(NEV) 의무생산제를 시행하고 있다. 일본도 2030년까지 친환경차 비중을 50~70%로 확대할 계획을 가지고 있다. 한국 정부도 이런 상황을 인식하고 2022년까지 전기차를 35만대까지 보급하겠다는 목표를 세우고 있으며 2020년까지 급속충전소 3,000기 설치 계획을 세우는 등 2차전지를 차세대 산업으로 육성하고자 노력하고 있다.

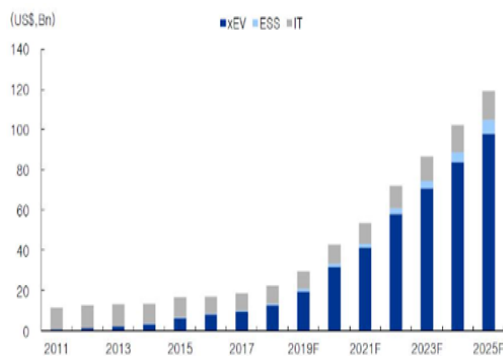
글로벌 주요 국가별 전기차 및 친환경차 관련 정책 현황

국가	주요정책 및 내용
한 국	2022년까지 전기차 35만대, 수소차 1.5만대, 하이브리드차 124만대 보급 목표 중앙정부 및 지방자치단체의 보조금 지급 확대, 친환경적 정책 강화 2020년까지 급속충전소 3,000기 설치 계획
미 국	주행거리 200마일 이상, 소비자 가격 40,000달러 이하의 합리적인 2세대 전기차 출시 11개주 무공해차량 생산 의무제 도입, 2025년까지 150만대 목표 테슬라의 보급형 전기차인 Model 3 판매시작, 전기차 대중화 기대감 상승(주문잔고 50만대) Model3 향후 판매 목표 2018년 50만대, 2020년 100만대 수준
중 국	2018년 전기차 의무 판매제도 NEV(New Energy Vehicle) Credit 정책 시행 예정 중국내 자동차 제조사는 연간 생산량 대비 일정수준이상의 NEV Credit 확보해야 함 NEV Credit 쿼터는 2018~2020년까지 각 8%, 10%, 12%로 예상
영 국	2040년부터 디젤, 가솔린 등 내연기관차의 판매를 금지할 계획 각종 세금 면제 및 보조금 지급, 충전 장치 확대 설치 전기차 배터리 신기술 개발 및 양산지원을 위한 24억 파운드 규모의 펀드 설립
독 일	2030년까지 전기차 600만대 보급 목표, 각종 보조금 지원 2020년까지 급속 충전기 7,000개, 완속 충전시설 28,000개 설치 계획
인 도	2030년까지 전기차 판매 비중 100% 목표 각종 세금 면제 및 보조금 지급, 고속도로 중심의 급속 충전기 1,200개 설치 계획
노르웨이	가장 강력한 친환경차 정책 실시, 2025년까지 친환경 차량만 판매한다는 목표 구매세, 부가세, 유통세 등 면제, 1,800개 충전소와 1만개 충전장치 보유
일 본	2030년까지 친환경차 비중 50~70% 확대 각종 보조금 지급 및 2020년까지 200만기 완속충전기, 5,000기의 급속 충전기 설치 계획

자료 : 이노메트리, 언론보도 취합

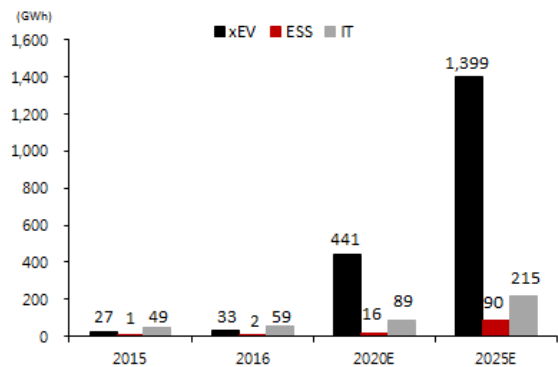
2차전지는 스마트폰, 태블릿 PC, 노트북 등 모바일, 휴대용 IT 기기의 성장과 함께 했으나 글로벌 주요 국가들의 친환경차량 보급정책에 힘입어 최근에는 전기차, 하이브리드카, 에너지저장장치(ESS) 등 중대형전지 시장으로 영역이 확대되고 있다. 그 중 특히 전기차, ESS 시장의 성장으로 2차전지 수요가 급증할 것으로 예상된다. 2차전지 시장은 2018 년에서 2025 년까지 CAGR 27.0% 성장할 것으로 예상된다. 시장 성장은 리튬배터리 대체 시장이 가장 큰 전기차가 주도할 것으로 전망된다. 전기차용 2차전지 시장은 2020 년 441Gwh 에서 2025 년 1,399Gwh 로 급성장할 것으로 예상된다.

글로벌 2차전지 시장 전망(금액)



자료 : SNE 리서치, 이노메트리 재인용

2차전지 시장 전망(용량)

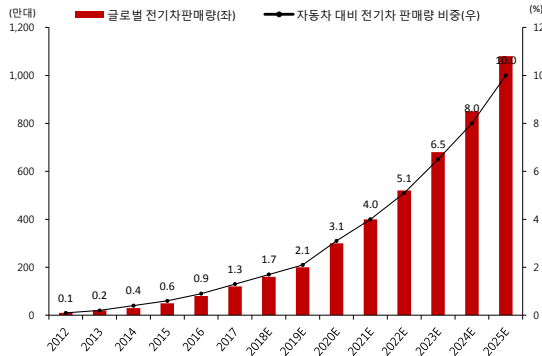


자료 : 이노메트리

② 올해 하반기 주요 고객사 증설 예상, 검사장비 수요 증가!

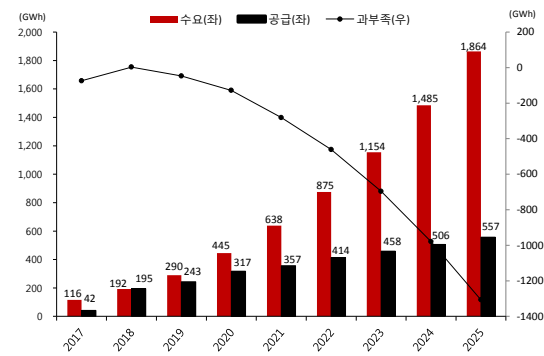
글로벌 국가들의 친환경차 보급정책에 힘입어 글로벌 전기차 판매량은 2018 년 160 만 대/판매비중 1.7%에서 2025 년 판매량 1,080 만대/판매비중 10.0%로, 판매대수 기준으로는 약 5.8 배, 판매비중 기준으로는 약 4.9 배가량 성장할 것으로 추정된다. 전기차 용 수요 급증으로 글로벌 2차전지 중장기 수급도 2019 년부터 수요가 공급을 초과하는 과부족 상태가 될 것으로 예상된다. 2차전지는 2019 년 47Gwh 에서 2025 년 1,307Gwh 까지 공급부족이 심화될 것으로 전망된다.

글로벌 전기차 판매량 전망



자료 : SNE 리서치, 이노메트리 재인용

글로벌 2차전지 중장기 수급전망



자료 : SNE 리서치, 이노메트리 재인용

하반기 주요 고객사들이 공격적으로 설비 증설을 계획하고 있다는 점도 긍정적이다. LG 화학은 2017년 18Gwh에서 2020년 90Gwh로 현재 CAPA의 약 400% 규모의 증설을 계획하고 있으며, 삼성SDI도 7Gwh에서 30Gwh로 329%의 CAPA 증설, SK 이노베이션도 4Gwh에서 24Gwh로 500%의 증설을 계획하고 있다. 중국 업체인 CATL(17Gwh에서 67Gwh, 294% 증설), BYD(16Gwh에서 50Gwh, 213% 증설) 등도 200% 이상의 CAPA 증설을 계획하고 있다. 올해 상반기는 주요 고객사들의 증설 일정이 다소 지연되었으나 최근 SK 이노베이션, 삼성SDI 등 국내 업체들이 다시 투자를 재개하고 있다. 매출비중이 높은 BYD도 하반기 충칭, 시안 지역 등을 중심으로 증설을 진행할 것으로 예상되는 등 국내 및 중국 주요 고객사들의 설비 증설에 따른 수주 증가 및 실적 개선이 기대된다.

한편, 2차전지 사용량 증가와 함께 배터리 폭발 등 안전성 이슈도 같이 부각되고 있다. 2016년 스마트폰 발화 이슈 이후 배터리 검사가 강화되고 있으며, 동사는 주요 고객사 라인에 독점적으로 In-line 검사장비 공급을 시작하며 큰 폭의 실적 성장을 기록했다. 강화된 안전성 기준에 맞춰 배터리 업체들은 배터리 '전수조사'를 기본으로 적용하는 추세이다. 급증하는 CAPA, 배터리 안전성 기준 강화 등에 힘입어 동사 X-ray 검사장비의 수요가 급증할 것으로 예상된다. 또한 동사의 검사장비가 고객사에 In-line 장비로 설치됨에 따라 2~3년을 주기로 교체를 해야 하는 X-ray 튜브 매출도 성장이 기대된다. 도입 상품이지만 마진이 좋은 제품인 만큼 X-ray 튜브가 동사의 새로운 Cash-cow가 될 것으로 전망한다.

글로벌 전기차 배터리 제조사 CAPA 증설계획

(단위 : GWh)

업체명	17년 CAPA	20년 CAPA	CAPA 증가	CAPA 증가율
<u>LG화학</u>	<u>18</u>	<u>90</u>	<u>72</u>	<u>400%</u>
<u>삼성 SDI</u>	<u>7</u>	<u>30</u>	<u>23</u>	<u>329%</u>
<u>SK이노베이션</u>	<u>4</u>	<u>24</u>	<u>20</u>	<u>500%</u>
CATL	17	67	50	294%
<u>BYD</u>	<u>16</u>	<u>50</u>	<u>34</u>	<u>213%</u>
Optimum	12	48	36	300%
Lishen	7	28.7	21.7	310%
Guoxuan	6	29	23	383%
Guoneng	4	24	20	500%
Other China	18	105.5	87.5	486%

자료 : SNE 리서치, 이노메트리 재인용

주 : 붉은색으로 표시된 업체는 현재 이노메트리 고객사

③ 2 차전지 제조장비로 사업 확장

현재 주요 사업은 X-ray 검사장비이지만 올해 하반기부터는 용접상태 검사장비 및 2 차전지 stacking 장비 사업에 진출하며 검사장비 업체에서 제조장비 업체로 거듭날 예정이다.

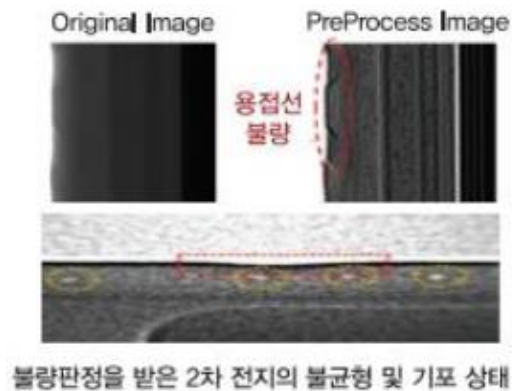
용접상태 검사장비는 2 차전지의 셀 용접부분 및 내부 기포를 검사하는 장비이다. 스마트폰 등 IT 기기와는 달리 여러 개의 pack 이 장착되는 전기 자동차의 경우 pack 내에 2 차전지 셀 1 개 불량으로 전체 pack 을 교체해야 하는 문제가 발생할 수 있으므로 사전에 불량 여부를 확인하는 것이 중요하다. 이는 곧 배터리의 신뢰성과 직결되는 이슈인 만큼 고객사들의 동사 장비 채택이 늘어날 것으로 보인다. 올해 상반기 중화권 고객사에서 요청했던 자동차용 2 차전지 용접상태 검사장비 납품 의뢰건이 하반기로 이연됨에 따라 4 분기에는 용접상태 검사장비 실적이 매출에 반영될 것으로 전망한다. 그 외 중화권 업체들도 동사의 용접상태 검사장비에 관심을 보이고 있는 곳이 많아 수개월내 추가 수주가 나올 가능성이 있으며, 고객사와 꾸준히 접촉하고 있어 내년에도 지속적인 수주를 기대할 수 있을 전망이다.

자동차용 2차전지 Pack



자료 : 이노메트리

2차전지 용접상태 불량 예시

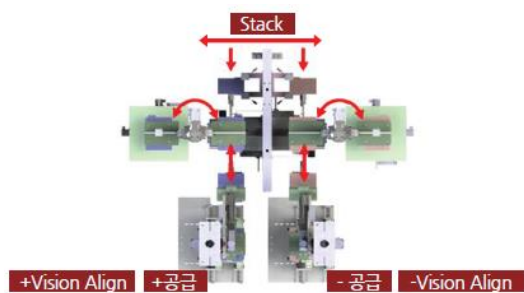


자료 : 이노메트리

Stacking 제조장비는 2차전지 조립 공정에서 stacking 방식으로 극판을 쌓는 장비다. 동사의 장비는 수직회전 테이블 방식을 적용해 타사장비 대비 생산속도가 빠르고 제조 시간을 단축할 수 있는 장점이 있다. 그 외에 비전 얼라인 기능, 탭위치 검사, 극판 4모서리 검사, 2매 검출, 인스펙션 검사 등 다양한 검사가 가능하다는 장점을 보유하고 있다. 비록 후발주자로 시장에 진입했지만 기존 X-ray 검사장비에서 쌓은 레퍼런스 및 빠른 속도/성능을 강점으로 시장에 안착할 수 있을 것으로 예상된다. 용접상태 검사장비 및 2차전지 stacking 제조장비는 기존 장비 대비 ASP가 높아 해당 장비들의 매출이 본격화될 경우 회사 실적의 점프업이 가능할 것으로 판단한다.

동사의 Stacking 장비는 타사장비 대비 30% 이상 빠른 속도를 바탕으로 현재 미국 업체에서 수주를 받았으며 해당 업체로부터의 추가 수주도 기대된다. 중화권 업체 또한 스택타입 2 차전지 CAPA 를 증설하며 동사의 Stacking 장비에 관심을 보이고 있으며 국내 업체도 관심을 가지고 있는 것으로 보인다. 이미 미국 업체를 통해 레퍼런스를 확보한만큼 향후 국내 및 중화권 업체로부터의 추가 수주가 기대된다.

Stacking 장비 개념도



자료 : 이노메트리

극판 공급부



자료 : 이노메트리

Stacking 장비 경쟁력

설비 기능	이노메트리	A사	M사	D사
극판공급방식	수직회전 테이블 방식	직교 로봇 방식	수평 암 회전방식	링크 암 방식
비전 얼라인 기능	O	O	O	O
탭위치 검사	O	O	X	X
극판 4모서리 검사	O	O	O	X
2매 검출	O	O	X	X
인스펙션 검사	O	O	X	X

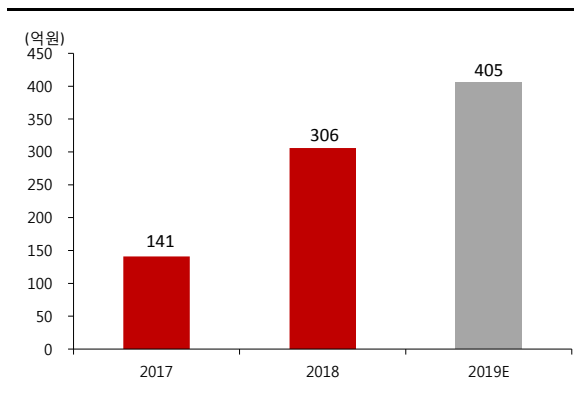
자료 : 이노메트리

3. 밸류에이션 및 투자의견

2019E 실적 기준 P/E 16.9 배에 거래

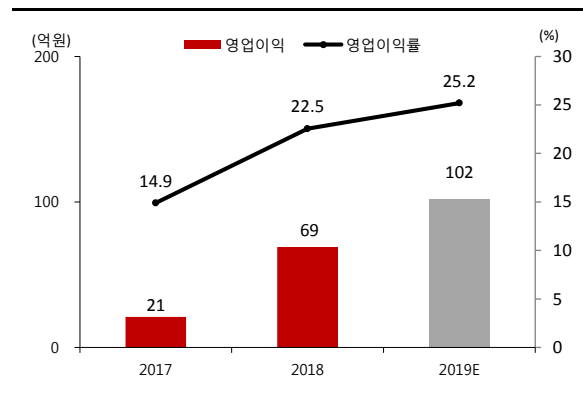
동사의 2019년 예상 실적은 매출 405 억원(+32.5% YoY), 영업이익 102 억원(+52.0% YoY), 지배주주순이익 87 억원(+65.8% YoY)로 전년대비 큰 폭의 성장을 전망한다. 고객사 투자일정 지연으로 수주 예상 건들의 일부가 하반기 및 내년초로 이연됨에 따라 매출액/영업이익 추정치가 지난 자료에서 밝힌 추정치보다 소폭 낮아지긴 했으나 검사장비 매출이 꾸준히 성장하고 있으므로 동사의 실적 향상에 대한 긍정적인 시각은 변함이 없다.

이노메트리 매출액



자료 : 이노메트리

이노메트리 영업이익 및 영업이익률



자료 : 이노메트리

현재 동사의 주가는 2019E 실적 기준 P/E 16.9 배 수준에 거래되고 있다. 2차전지 장비 업체로 본다면 밸류에이션 부담이 다소 있다고 느낄 수도 있는 수준이다. 하지만 고객사들의 지연된 설비증설이 올해 하반기부터 본격적인 투자가 시작되고, 배터리 안전성 강화 추세와 함께 동사 검사장비의 적용이 늘어나고 있기 때문에 올해뿐만 아니라 내년 이후에도 현 수준의 성장세가 지속될 수 있다는 점을 감안할 경우 동사는 밸류에이션 프리미엄을 받아야 한다고 판단한다.

동사의 올해 예상 실적에는 용접상태 검사장비 및 2차전지 stacking 제조장비 등 신규 장비의 매출은 포함되어 있지 않다는 점도 감안해야 한다. 용접상태 검사장비의 경우 올해 하반기부터 일부 매출이 발생할 수 있을 것으로 보인다. 2차전지 stacking 제조장비도 빠른 속도/성능 및 미국업체 납품 레퍼런스를 바탕으로 국내 및 중화권 업체들의 수주를 받을 것으로 예상된다. 그외 다수의 업체와도 제조장비 입찰을 진행하고 있어 추가 성과도 기대할 수 있을 것으로 보인다. 올해보다 내년 성장을 염두에 두고 동사 주가에 관심을 가져야 할 시기라고 판단한다.

밸류에이션 테이블

(단위 : 억원 %)

구분	2018	2019E	YOY
매출	306	405	32.5%
영업이익	67	102	52.0%
지배주주순이익	52	87	65.8%
현재 시가총액		1,474	
2019E PER		16.9	

자료 : SK 증권

Peer 그룹 밸류에이션

항목 (억원, %, 배)	년도	엔에스 (217820 KS)	디에이테크놀로지 (196490 KS)	피앤이솔루션 (131390 KS)
시가총액		604	895	1,357
매출액	2016	296	749	468
	2017	422	1,013	736
	2018	506	921	1,028
	2019E	-	-	1,393
영업이익	2016	22	30	40
	2017	23	46	88
	2018	30	21	118
	2019E	-	-	172
영업이익률	2016	7.6	4.0	8.5
	2017	5.6	4.6	11.9
	2018	5.9	2.3	11.4
	2019E	-	-	12.3
순이익	2016	21	40	48
	2017	10	11	74
	2018	32	(99)	111
	2019E	-	-	151
P/E	2016	24.2	20.5	16.9
	2017	87.4	66.9	19.4
	2018	15.2	-	15.3
	2019E	-	-	9.4
P/B	2016	2.1	2.3	1.8
	2017	3.6	1.8	2.6
	2018	1.8	2.2	2.6
	2019E	-	-	1.7
ROE	2016	9.2	12.2	10.9
	2017	4.2	2.9	14.6
	2018	12.6	(15.6)	18.3
	2019E	-	-	20.3
EV/EBITDA	2016	17.3	24.2	15.2
	2017	27.8	15.1	14.0
	2018	16.4	49.3	16.3
	2019E	-	-	7.1

자료 : Bloomberg, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2019.10.15	Not Rated			
2019.09.27	Not Rated			
2019.03.29	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산				100	528
현금및현금성자산				60	370
매출채권및기타채권				34	36
재고자산				2	2
비유동자산				14	69
장기금융자산				10	9
유형자산				1	55
무형자산				0	1
자산총계				114	597
유동부채				51	113
단기금융부채				19	39
매입채무 및 기타채무				20	41
단기충당부채				1	2
비유동부채					
장기금융부채					
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계				51	113
지배주주지분				63	484
자본금				2	24
자본잉여금				15	361
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금				46	99
비지배주주지분					
자본총계				63	484
부채와자본총계				114	597

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름				31	16
당기순이익(손실)				12	52
비현금성항목등				9	27
유형자산감가상각비				0	1
무형자산감가상각비				0	0
기타				9	27
운전자본감소(증가)				23	-62
매출채권및기타채권의 감소(증가)				28	-21
재고자산감소(증가)				-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)				-18	15
기타				70	-97
법인세납부				-13	-1
투자활동현금흐름				-11	-95
금융자산감소(증가)				-10	-40
유형자산감소(증가)				0	-54
무형자산감소(증가)				0	-1
기타				1	1
재무활동현금흐름				19	388
단기금융부채증가(감소)				19	20
장기금융부채증가(감소)					
자본의증가(감소)					368
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)				39	309
기초현금				21	60
기말현금				60	370
FCF				7	37

자료 : 이노메트리, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액				141	306
매출원가				103	196
매출총이익				38	110
매출총이익률 (%)				27.1	36.0
판매비와관리비				18	43
영업이익				20	67
영업이익률 (%)				14.1	22.0
비영업손익				-5	-2
순금융비용				0	0
외환관련손익				-5	-1
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익				14	65
세전계속사업이익률 (%)				10.2	21.2
계속사업법인세				3	12
계속사업이익				12	52
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익				12	52
순이익률 (%)				8.4	17.2
지배주주				12	52
지배주주귀속 순이익률(%)				8.37	17.16
비지배주주					
총포괄이익				12	52
지배주주				12	52
비지배주주					
EBITDA				20	68

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액					117.4
영업이익					239.2
세전계속사업이익					350.7
EBITDA					234.7
EPS(계속사업)					314.9
수익성 (%)					
ROE					19.2
ROA					14.8
EBITDA마진				14.4	22.2
안정성 (%)					
유동비율				196.2	467.3
부채비율				81.0	23.4
순차입금/자기자본				-66.0	-76.4
EBITDA/이자비용(배)				38.9	173.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)				360	1,494
BPS				1,923	10,023
CFPS				374	1,512
주당 현금배당금					200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					19.8
PER(최저)					14.9
PBR(최고)					3.0
PBR(최저)					2.2
PCR					16.7
EV/EBITDA(최고)				-2.1	15.6
EV/EBITDA(최저)				-2.1	10.4

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

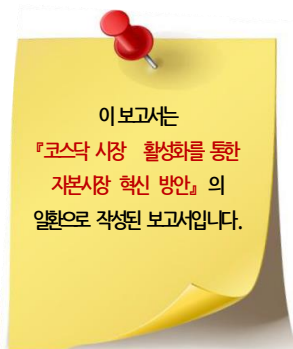
Company Data

자본금	16 억원
발행주식수	323 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,228 억원
주요주주	
이준각(외3)	70.28%

외국인지분률	0.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	38,000 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	87,400 원
52주 최저가	35,450 원
60일 평균 거래대금	5 억원



대보마그네틱 (290670/KQ | Not Rated)

2020 년, 본격적인 성장의 시작점

올해 상반기 다소 주춤했던 2 차전지 업체들의 설비 투자가 하반기부터 본격적으로 이루어지고 있어 동사 탈철기 실적 성장이 기대됨. 적용공정 확대에 따른 'Q' 성장, 고마진 소재사업 진출도 실적 성장으로 이어질 전망이다. 최근 ESS 폭발 등으로 2 차전지 업계에서 '안전성'이 화두가 되고 있는 점도 긍정적으로 작용할 것임. 밸류에이션도 부담스럽지 않아 현재 동사의 주가에 관심이 필요한 시기라 판단함.

전자석 탈철기(EMF) 전문 제조업체

1994 년 설립된 대보마그네틱은 전자석 탈철기 제조를 주된 사업으로 영위하고 있으며, 국내 및 중국 탈철기 시장에서 각각 70%/60%를 상회하는 점유율을 차지하고 있는 글로벌 1 위 업체이다. 주요 고객사는 삼성 SDI, LG 화학, BYD, CATL 등 글로벌 2 차전지 제조 업체이며, 2019 년 상반기 기준 매출 비중은 탈철기 90.4%, 자력선별기 9.0%, 기타 0.6% 수준으로 탈철기가 매출의 대부분을 차지하고 있다.

2 차전지 산업 성장, 탈철기 적용공정 확대로 'Q' 성장

글로벌 주요 국가들이 내연기관 자동차 판매금지 및 신재생에너지 확대정책을 펴는 등 우호적인 전방산업 환경에 힘입어 2 차전지 산업이 급성장하고 있다. 올해 상반기 다소 주춤했던 설비투자는 하반기부터 고객사들이 보다 적극적으로 CAPA 를 증설하고 있다. 최근 배터리 폭발 이슈로 2 차전지의 안전성이 이슈가 됨에 따라 탈철공정의 중요성도 점차 부각되고 있다. 또한 2 차전지 제조 과정에서 탈철공정이 기존 3 회에서 4~5 회로 늘어나고, 공정별로 적용되는 탈철기 숫자도 늘어나고 있어 'Q'의 성장이 기대된다.

2020E 실적 기준 P/E 11.3 배, 밸류에이션 저평가

현재 동사의 주가는 2020E 실적 기준 P/E 11.3 배 수준에 거래되고 있다. 2 차전지장비 업체 밸류에이션으로 보더라도 부담스럽지 않은 수준이다. 내년에는 고마진 소재사업도 본격화될 예정이며 이를 감안하면 현재 동사의 주가는 저평가 상태에 있다고 판단한다. ① 2 차전지 산업 성장의 수혜, ② 탈철공정의 중요성 부각으로 탈철공정이 확대, ③ 탈철기 시장 점유율 상승 등 긍정적인 모멘텀에 주목할 시기이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원					132	206
yoy	%						56.6
영업이익	억원					46	42
yoy	%						-9.4
EBITDA	억원					47	43
세전이익	억원					46	43
순이익(지배주주)	억원					38	34
영업이익률%	%					35.2	20.4
EBITDA%	%					35.7	21.0
순이익률	%					28.6	16.5
EPS	원					1,508	1,255
PER	배						56.6
PBR	배						7.7
EV/EBITDA	배					N/A	47.1
ROE	%						18.4
순차입금	억원					-40	-255
부채비율	%					57.9	24.8

1. 회사개요

전자석 탈철기 M/S 1 위 업체

대보마그네틱은 1994 년 설립된 자석 및 자석응용기기 제작 업체이며, 주로 자장 (Magnetic Field)으로 철을 제거하는 자력 선별기술을 기반으로 원료에 함유된 철 또는 비철금속을 제거하는 탈철장비를 제조하고 있다. 주력 제품은 전자석탈철기(Electro Magnetic Filter) 및 자력선별기(Magnetic Separator) 등이며, 이를 리튬 2차전지 소재 업체 및 셀 제조업체 등에 납품하고 있다. 주요 고객사는 삼성 SDI, LG 화학, BYD, CATL 등 글로벌 2차전지 업체들이며, 국내시장 점유율 70%, 중국 점유율 60%로 탈철기 시장 글로벌 점유율 1 위를 차지하고 있다. 매출비중(2019 상반기 기준)은 탈철기 (건식/습식 포함) 90.4%, 자력선별기 9.0%, 기타 0.6% 수준으로 동사 매출의 대부분이 탈철기에서 발생하고 있다.

소재부문으로도 사업 확장

탈철기 제조 및 판매 위주의 사업구조에서 리튬 탈철 및 임가공 등의 소재부문으로도 사업영역을 확장하고 있다. 리튬 품질관리를 위해 2차전지 업체들이 동사에 직접 리튬 탈철을 해달라고 요청하는 경우가 자주 있으며, 이 시장의 성장 가능성을 확인한 동사는 올해부터 리튬 탈철 및 임가공 사업을 본격적으로 진행할 예정이다. 동사는 올해 7 월 임가공 설비 증설을 위해 CB 발행으로 240 억원의 자금을 조달했으며, 이 자금이 향후 3 년간 임가공 설비 증에 투입될 예정이다. 소재 부문은 내년부터 본격적으로 매출이 발생할 전망이다.

주요 제품 및 사업영역

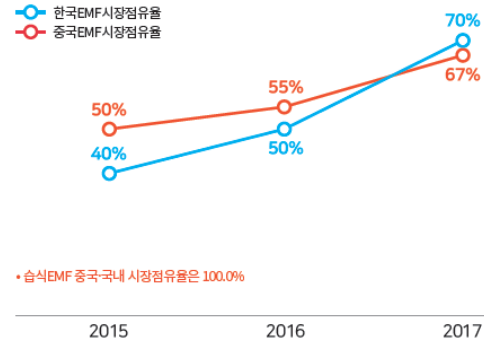
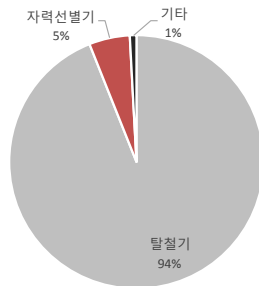


자료 : 대보마그네틱

제품별 매출비중(1H18 기준)

(단위 : %)

시장점유율 추이



자료 : 대보마그네틱
주 : 2018 년 상반기 기준

자료 : 대보마그네틱

2. 투자포인트

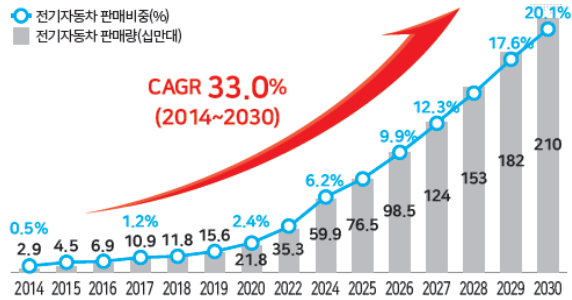
1) 전방산업 성장에 따른 탈철기 수요 증가

글로벌 주요 국가들이 내연기관 자동차를 판매 금지하거나 신재생에너지 확대정책을 펴는 등 우호적인 전방산업 환경에 힘입어 2 차전기 산업이 급성장하고 있다. 독일은 2030 년 내연기관 자동차를 판매금지 했으면 태양광발전 연계 ESS 설치 보조금을 지급 하고 있다. 프랑스는 2040 년 내연기관 자동차 판매를 금지했고, 중국도 탈원전정책과 함께 신재생에너지 확대정책을 시행 중이며, 내연기관 자동차 판매시에 신자의 일정 비율을 의무적으로 전기차로 판매하게 하고 있다. 한국에서도 ESS 설치 의무화 검토, 2030 년 내연기관 판매금지 입법을 추진하고 있고, 그 외 미국, 일본, 호주 등 여러 국가에서 이와 유사한 정책을 시행하고 있다.

우호적인 전방산업 환경에 힘입어 현재 점유율이 1%대에 불과한 글로벌 전기차 시장은 2020 년 218 만대/2.4%, 2030 년 2.1 억대/20.1%로 CAGR 33.0%로 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 글로벌 ESS 시장 또한 2018 년 23.5 억달러에서 2022 년 71 억달러로 CAGR 42.5%로 성장할 것으로 전망된다. 2 차전기 시장은 전기차(EV), ESS 및 IT 기기 등 전 부문의 수요 증가에 힘입어 2018 년 137.5GW/h 에서 2020 년 274.8GW/h 로 2 년간 약 2 배가량 성장할 것으로 전망된다. 올해 상반기에는 전방 업체들의 설비 증설이 다소 주춤했으나 하반기 이후 국내 및 중국 업체를 중심으로 보다 적극적인 CAPA 증설이 이루어 지고 있는 만큼 동사의 탈철기 수요도 같이 증가할 것으로 예상된다. 탈철기 수요 자체가 2 차전기 시장 성장과 직접적으로 관련이 있는 만큼 동사가 시장 성장에 따른 수혜를 직접적으로 누릴 수 있을 것으로 전망한다.

글로벌 전기자동차 시장전망

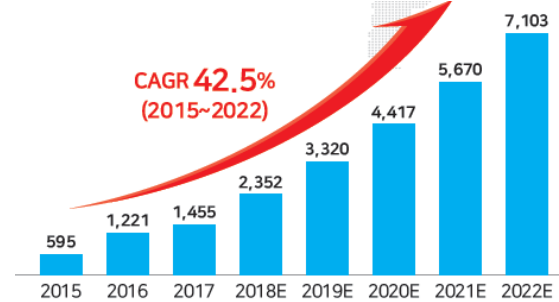
(단위 : 십만대, %)



자료 : 수출입은행 해외경제연구소, 대보마그네틱

글로벌 ESS 시장전망

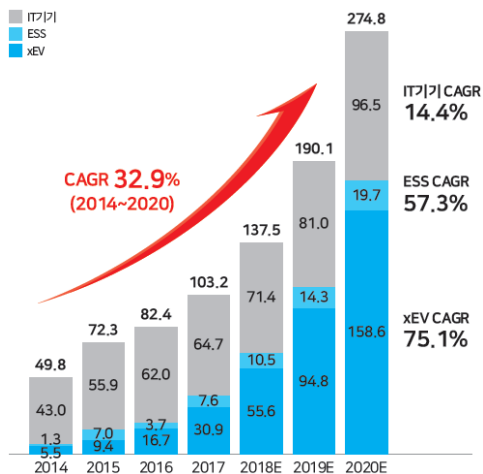
(단위 : 백만달러)



자료 : SNE Research, 대보마그네틱

글로벌 2 차전기 시장 전망

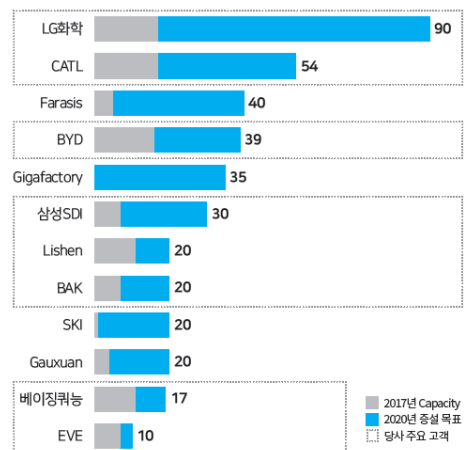
(단위 : GW/h)



자료 : SNE Research, 대보마그네틱

주요 배터리 업체별 케파 증설계획

(단위 : GW/h)

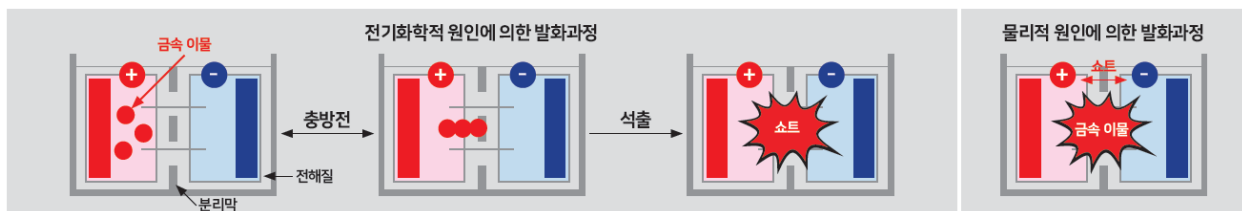


자료 : 대보마그네틱

2) 고품질 리튬수요 증가, 탈철기 적용공정 확대

최근 이슈가 되었던 리튬 2차전지의 발화원인이 양극재 소재에 함유된 미량의 철 때문이라는 것이 밝혀지고 난 후 2차전지 업체들은 탈철 공정에 더욱 신경쓰고 있다. 배터리 제조의 기초 단계에 해당하는 리튬 투입단계에서 미량이라도 철 이물질이 들어있어는 안되므로 초기부터 철성분을 PPB(Parts Per Billion, 1/10 억) 단위로 관리해야 한다. 탈철 후 철이 20PPB 이하가 되어야 안정성을 확보했다고 볼 수 있으며, 이후 다른 원료들과 혼합하는 단계에 들어가게 된다.

리튬이온 2차전지 발화요인(수율관리 중요성)

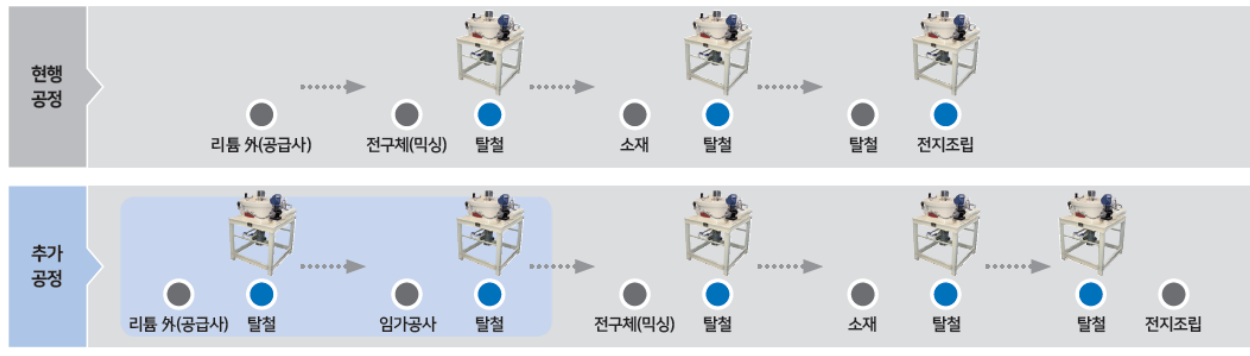


자료 : 대보마그네틱

주 : 발화사고를 줄이기 위해 양극재 내 금속 이물질을 PPB 단위로 관리 필요

한편, 탈철공정의 중요성이 부각됨에 따라 고품질 리튬 확보가 중요해졌고, 이에 따라 2차전지 제조공정에서도 탈철기가 적용되는 공정이 점차 확대되고 있다. 기존에는 2차전지 제조까지 3번 정도의 탈철 공정이 적용되었으나 최근에는 리튬광산에서도 탈철기를 사용하고 있으며, 리튬 공급단계부터 임가공 단계에까지 탈철공정이 추가되며 4-5번 정도의 탈철 과정을 거치고 있다. 또한 탈철 강화 트렌드에 따라 각 탈철 공정마다 사용되던 탈철기 개수도 기존 2대에서 업체의 니즈에 따라 3대~4대로 늘어나는 등 적용공정 확대와 공정별 탈철기 사용 수량 증가가 동시에 나타나고 있어 급격한 'Q'의 성장을 기대할 수 있는 상황이다.

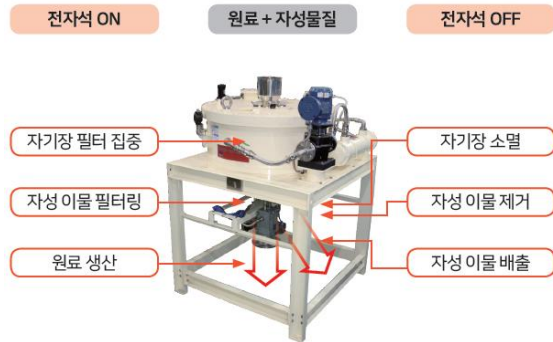
탈철기 적용공정 확대



자료 : 대보마그네틱

탈철 품질의 우위를 바탕으로한 점유율 확대도 예상된다. 글로벌 탈철기 시장은 동사 및 일본 NMI가 시장을 과점하고 있다. 국내 탈철기 시장은 2014년까지는 일본 NMI가 고가정책을 쓰며 시장을 독점하고 있었다. 하지만 2015년부터는 동사의 탈철기가 기술력, 품질, 가격, 납기, A/S 등 전 부문에 있어 일본 제품보다 우위에 서며 동사의 점유율이 70% 이상으로 높아지게 되었고, 중국 시장에서도 동사가 60% 이상의 점유율을 차지하고 있다. 또한 최근에는 기존 건식 탈철기(20PPB 수준까지 탈철가능)보다 더 정밀한 탈철 과정을 위해 리튬 2차전지 소재를 믹싱한 후 슬러리 상태에서 10PPB 수준까지 탈철 가능한 습식 탈철기를 전세계 유일하게 개발해 납품하고 있다. 탈철기는 리튬 2차전지의 안전과 직결되는 장비이므로 전지 소재업체 뿐 아니라 셀 제조업체도 기존에 안전성이 검증된 제품을 사용하는 경향이 강하다. 동사는 삼성 SDI, LG 화학, BYD, CATL 등 글로벌 2차전지 제조사들과 거래하고 있다. ① 글로벌 업체 납품 레퍼런스, ② ESS 폭발에 따른 2차전지 안전성 이슈 부각, ③ 고성능 습식 탈철기 시장 독점 등 탈철 및 탈철기 시장에서 동사의 경쟁우위를 감안하면, 동사가 탈철기 시장 성장의 수혜를 상당부분 가져갈 것으로 예상된다.

탈철기 제품 이미지 및 탈철원리



자료 : 대보마그네틱

건식/습식 탈철기



자료 : 대보마그네틱

3) 소재사업으로 확장

동사는 탈철기 위주의 사업에서 최근 리튬 탈철 및 임가공 등 소재부문으로 사업영역을 확장하고 있다. 2차전지 발화 방지를 위한 탈철 공정이 강화되면서 리튬 등 소재 공급 업체에서도 탈철 과정을 거치는 경우가 많아졌고, 2차전지 제조업체도 고품질의 리튬을 확보하고자 하는 니즈가 맞아 떨어지며 새로운 시장이 형성되고 있다. 동사는 올해부터 3년간 리튬 탈철/임가공 라인 증설을 할 예정이며, 2019년 1차(2라인), 2020년 2차(4라인), 2021년 3차(4라인) 등 총 10여개 라인을 증설해 국내 최초로 리튬 2차전지소재 탈철 라인을 갖출 예정이다. 올해 7월 CB 발행을 통해 240억원의 자금을 확보했으며, 설비 증설이 완공된 이후 내년부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 예상된다. 현재 동사의 리튬 탈철/임가공 서비스를 활용하고 싶어하는 업체와 구체적인 계약 조건을 협의중에 있으며, 이 업체를 시작으로 내년부터는 임가공 리튬탈철/임가공 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상된다. 향후 3년간 매년 라인 개수가 늘어남에 따라 탈철/임가공 사업이 동사의 새로운 성장동력이 될 것으로 전망된다.

주요 시설투자 계획

(단위 : 억원)

내 용	2019년	2020년	2021년	합 계
분쇄라인	790	1,580	1,580	3,950
집진설비	210	420	420	1,050
탈철라인 설비	1,120	2,240	2,240	5,600
Auto Packing 설비	480	960	960	2,400
합 계	2,600	5,200	5,200	13,000

자료 : 대보마그네틱

주 : 상장 당시 자료 기준으로 향후 사업진행 상황에 따라 다소 변동가능성 있음

3. 밸류에이션

올해보다 더 좋은 내년

2019년 예상 실적은 매출액 320억원(+55.3% yoy), 영업이익 152억원(+90.5% yoy), 순이익 69억원(+86.5% yoy)로 전년대비 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 다만 올해 상반기 전방 업체들의 설비투자가 다소 지연됨으로 인해 연초 기대했던 것보다는 실적에 대한 기대치를 다소 낮춰야 하는 상황이다.

그럼에도 불구하고 긍정적인 점은 올해 하반기부터 국내 및 중국 전방사들의 설비투자가 정상화되면서 업체들이 공격적인 CAPA 증설에 나서고 있다는 점이다. 내년은 ① 2차전지 업체들의 CAPA 증설 및 이로 인한 고품질 탈철기 수요 증가, ② 리튬 탈철/임가공 라인 증설 및 신규 매출 발생 등에 힘입어 호실적이 예상된다. 영업이익 측면에서도 규모의 경제 효과 및 고마진 소재사업 매출 성장 등에 힘입어 OPM의 점진적 상승이 기대된다. 전기차/ESS 수요 증가에 힘입어 2차전지 시장이 성장단계에 접어들었고, 탈철/임가공 라인이 증설이 2021년까지 지속적으로 이루어질 것이라는 점을 감안하면 2020년의 실적 성장 가시성도 상당히 높다고 판단한다.

2020E 실적 기준 P/E 11.3 배로 저평가

현재 동사의 주가는 2020E 실적 기준 P/E 11.3 배 수준에 거래되고 있다. 2차전지 장비 업체의 평균 Valuation 으로 보더라도 그리 부담스러운 수준이 아니라고 생각된다. 내년에는 리튬탈철/임가공 등 고마진 소재사업이 본격화된다는 점을 감안하면 오히려 현재 밸류에이션은 저평가된 상태라고 판단한다. 동사는 ① 2차전지 시장 성장에 따른 수혜를 누릴 수 있고, ② 탈철 공정의 중요성 부각으로 탈철기 적용공정 확대 및 공정 별로 사용되는 탈철기 개수가 늘어나고 있으며, ③ 국내/중국 시장에서 각각 70%/60%를 상회하는 점유율을 유지하고 있고, ④ 고성능 습식탈철기 시장을 독점하고 있는 등 밸류에이션 프리미엄 요인을 충분히 보유하고 있다. 특히 최근 배터리 폭발 이슈로 2차전지 업계에서 안전성이 무엇보다 중요한 이슈로 부각되고 있다는 점을 감안하면 리튬 2차전지의 안전과 직결되는 탈철공정의 중요성이 점차 부각될 것으로 보인다. 최근 리튬 탈철/임가공 등 소재부품으로 사업영역을 확장한 것도 밸류에이션 프리미엄을 정당화시켜주는 요인이라고 판단된다.

Peer 그룹 밸류에이션

항목 (억원, %, 배)	년도	디에이테크놀로지 (196490 KS)	엔에스 (217820 KS)	피앤이솔루션 (131390 KS)	엘앤에프 (066970 KS)	에코프로 (086520 KS)
시가총액		895	604	1,357	5,360	4,076
매출액	2016	749	296	468	2,497	1,705
	2017	1,013	422	736	4,030	3,290
	2018	921	506	1,028	5,057	6,694
	2019E	-	-	1,393	3,915	8,097
영업이익	2016	30	22	40	139	101
	2017	46	23	88	294	218
	2018	21	30	118	270	623
	2019E	-	-	172	42	689
영업이익률	2016	4.0	7.6	8.5	5.6	5.9
	2017	4.6	5.6	11.9	7.3	6.6
	2018	2.3	5.9	11.4	6.0	9.0
	2019E	-	-	12.3	1.1	8.5
순이익	2016	40	21	48	52	(72)
	2017	11	10	74	206	(33)
	2018	(99)	32	111	199	462
	2019E	-	-	151	21	460
P/E	2016	20.5	24.2	16.9	57.1	-
	2017	66.9	87.4	19.4	52.8	-
	2018	-	15.2	15.3	46.3	18.5
	2019E	-	-	9.4	329.9	12.7
P/B	2016	2.3	2.1	1.8	3.5	1.6
	2017	1.8	3.6	2.6	8.0	5.9
	2018	2.2	1.8	2.6	6.0	4.0
	2019E	-	-	1.7	3.6	1.9
ROE	2016	12.2	9.2	10.9	7.1	(5.3)
	2017	2.9	4.2	14.6	19.6	(1.8)
	2018	(15.6)	12.6	18.3	14.9	22.2
	2019E	-	-	20.3	1.2	16.3
EV/EBITDA	2016	24.2	17.3	15.2	17.5	12.9
	2017	15.1	27.8	14.0	28.9	24.1
	2018	49.3	16.4	16.3	27.6	11.3
	2019E	-	-	7.1	43.9	7.2

자료 : SK 증권

주 : 2019 년 10 월 11 일 종가기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15	Not Rated				
2019.02.27	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 15 일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산				83	335
현금및현금성자산				16	15
매출채권및기타채권				16	29
재고자산				21	49
비유동자산				31	36
장기금융자산				0	0
유형자산				30	34
무형자산				0	0
자산총계				114	371
유동부채				36	68
단기금융부채				5	2
매입채무 및 기타채무				8	15
단기충당부채					
비유동부채				6	6
장기금융부채				2	
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계				42	74
지배주주지분				72	297
자본금				3	16
자본잉여금				10	184
기타자본구성요소					5
자기주식					
이익잉여금				47	81
비지배주주지분					
자본총계				72	297
부채와자본총계				114	371

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름				38	34
당기순이익(손실)				38	34
비현금성항목등				11	16
유형자산감가상각비				1	1
무형자산감가상각비				0	0
기타				10	15
운전자본감소(증가)				-8	-5
매출채권및기타채권의 감소(증가)				-7	-13
재고자산감소(증가)				-12	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)				3	8
기타				-6	3
법인세납부				-2	-12
투자활동현금흐름				-41	-216
금융자산감소(증가)				-31	-210
유형자산감소(증가)				-9	-6
무형자산감소(증가)				0	
기타				2	1
재무활동현금흐름				15	182
단기금융부채증가(감소)				3	-5
장기금융부채증가(감소)				2	
자본의증가(감소)				10	187
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)				12	-1
기초현금				4	16
기말현금				16	15
FCF				2	21

자료 : 대보마그네틱, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액				132	206
매출원가				74	132
매출총이익				58	74
매출총이익률 (%)				44.0	36.0
판매비와관리비				12	32
영업이익				46	42
영업이익률 (%)				35.2	20.4
비영업손익				0	1
순금융비용				0	0
외환관련손익				-1	0
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익				46	43
세전계속사업이익률 (%)				34.9	20.8
계속사업법인세				8	9
계속사업이익				38	34
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익				38	34
순이익률 (%)				28.6	16.5
지배주주				38	34
지배주주귀속 순이익률(%)				28.56	16.51
비지배주주					
총포괄이익				38	32
지배주주				38	32
비지배주주					
EBITDA				47	43

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액					56.6
영업이익					-9.4
세전계속사업이익					-6.8
EBITDA					-7.9
EPS(계속사업)					-16.8
수익성 (%)					
ROE					18.4
ROA					14.1
EBITDA마진				35.7	21.0
안정성 (%)					
유동비율				233.0	493.6
부채비율				57.9	24.8
순차입금/자기자본				-55.2	-85.7
EBITDA/이자비용(배)				364.1	553.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)				1,508	1,255
BPS				2,768	9,191
CFPS				1,534	1,302
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					69.7
PER(최저)					44.6
PBR(최고)					9.5
PBR(최저)					6.1
PCR					54.5
EV/EBITDA(최고)				-0.8	59.4
EV/EBITDA(최저)				-0.8	36.0

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
윤혁진

hjyoon2019@sk.co.kr
02-3773-9025

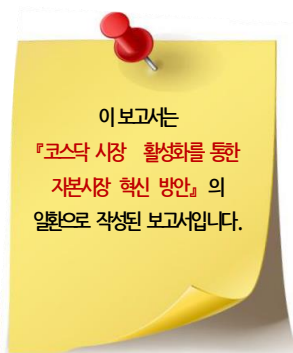
Company Data

자본금	40 억원
발행주식수	1,031 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,403 억원
주요주주	
진정아(외3)	52.75%

외국인지분률	0.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	13,850 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	21,850 원
52주 최저가	12,950 원
60일 평균 거래대금	22 억원



에이에프더블류 (312610/KQ | Not Rated)

ESS 기대감은 바닥, 전기차 기대감은 솔솔

- 전기차 및 ESS 배터리용 2 차전지 부품(음극마찰용접단자) 제조 업체
- 국내 ESS 화재 영향으로 출하부진, 상장 이후 실적 부진 지속
- 4 분기부터 고객사의 전기차용 배터리 출하 증가로 성장 기대
- 신규 공장 증설, 중국 진출, 신제품 출시로 장기 성장성 확보

ESS 화재 영향으로 최근 실적 부진 기록

에이에프더블류의 2 분기 실적은 매출액 63.9 억원(-31.8%YoY, -1.8%QoQ), 영업이익 11 억원(-69.4%YoY, -46.3%QoQ)으로 부진한 실적을 기록했다. 국내 ESS 화재발 생에 따라 2018 년 3 분기부터 부진했던 고객사의 중대형 배터리 매출액이 2019 년 2 분기에도 전년대비 10% 이상 감소하면서 부품업체인 동사는 더 큰 재고 조정 영향을 겪었을 것으로 추정한다. 추가적으로 상반기 상여금 5 억원을 포함 인건비 증가로 영업 이익은 감소폭은 매출액 감소폭을 크게 상회했다.

4 분기부터 본격적인 매출 성장 기대

다시 발생한 국내 ESS 화재로 고객사의 3 분기 중대형배터리 매출액도 당초 전분기대 비 60% 이상 증가할 것으로 전망했지만, 최근에는 30%수준으로 그 기대치가 낮아진 상황이다. 따라서 3 분기까지 동사의 매출성장도 기대치를 하회할 가능성이 높아 보인 다. 다만 4 분기부터 고객사의 전기차용 배터리 매출액이 급증할 것으로 예상되며, ESS 용 배터리도 국내 예산 집행에 따른 출하 기대감이 있어 에이에프더블류의 매출액도 4 분기부터 회복될 수 있을 것으로 전망한다

2020 년 전기차 시장은 유럽 배기가스 규제 강화로 회복 예상

현재 중국은 보조금은 축소로 역성장 중이지만, 한국 배터리 업체들의 주 시장인 유럽 은 2020 년부터 이산화탄소 배출량 규제가 95g/km 로 강화되면서 성장이 지속될 것으 로 전망한다. 2021 년부터는 이산화탄소 배출 규제에 따른 벌금도 자동차 업체들이 부담 스러울 수준으로 부과될 것으로 전망되고 있다. 따라서 2020 년에는 유럽을 중심으로 다수의 전기차 신모델이 출시가 예정되어 있다. 그에 따른 전기차용 배터리 시장도 빠 르면 2019 년 4 분기부터 회복될 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원				130	205	303
yoy	%					57.3	47.8
영업이익	억원				35	58	104
yoy	%					67.4	79.3
EBITDA	억원				44	70	121
세전이익	억원				33	55	102
순이익(지배주주)	억원				29	48	87
영업이익률%	%				26.5	28.2	34.4
EBITDA%	%				34.1	33.9	39.8
순이익률	%				22.5	23.4	28.7
EPS	원				367	600	1,070
PER	배						
PBR	배						
EV/EBITDA	배				2.2	1.8	0.6
ROE	%					45.0	50.7
순차입금	억원				99	124	72
부채비율	%				139.4	121.5	71.3

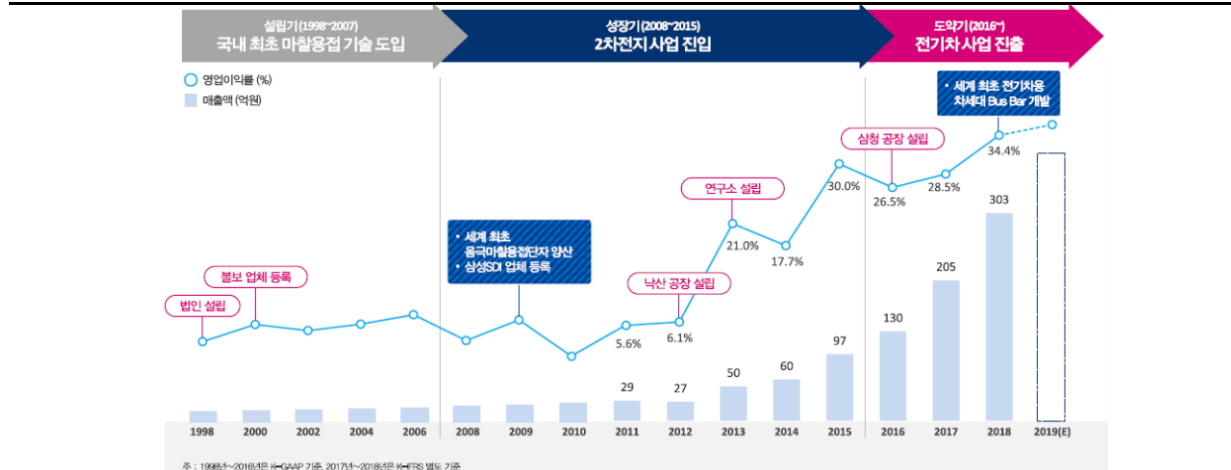
신시장 중국 진출 + 신제품 Bus Bar 기대

동사는 중국에 합작사를 설립해 중국 2 차전지 시장 진출 예정이다. 중국 전기차는 절반 이상이 각형 타입의 2 차전지를 사용해 동사의 주요 제품인 음극마찰용접단자를 공급시 높은 성장성을 보일 것으로 예상된다. 동사의 신제품인 CAF Bus Bar 가 기존의 Cu 전선 또는 CCA Bus Bar 보다 경량화, 비용 측면에서 우위에 있기 때문에 기존 제품을 대체해 나갈 것으로 전망된다(Bus Bar 란 전기차, 선박, 항공기 등에서 전선을 대체하여 큰 전기용량을 배터리 또는 발전기에서 전장품으로 공급하는 역할을 하는 전선 대응품). 2020 년부터 4 공장 가동에 따른 생산 증가, 중국 진출에 따른 매출 증대, 2021 년 이후는 신제품 Bus Bar 기대로 장기성장성을 높여 갈 것으로 전망한다.

마찰용접이란 핵심 기술을 보유한 전기차용 각형 배터리 부품 공급 업체

에이에프더블류(A.F.W)는 마찰용접 기술을 토대로 리튬 이온 2 차전지 부품 중 하나인 Cap Ass'y 의 음극부 내부와 외부를 연결해주는 부품인 음극마찰용접단자를 주로 생산하는 업체다. 동사는 2009 년 세계 최초 음극마찰용접단자 양산을 개시해 삼성 SDI 로 공급하면서 전기차용 부품 업체로 발돋움 했다. 마찰용접은 이종소재(Cu/Al)를 2,000rpm 정도의 고속 회전으로 마찰열을 발생시켜 접합에 충분한 상태가 되면, 강한 기계 압력으로 압접시키는 고상압접방식이다. 일반 용접으로는 이종소재의 접합이 불가능하지만, 동사는 자체 제작한 설비(독일 경쟁사 제품 대비 가격 1/7, 생산성 2 배 추정)를 통한 마찰용접으로 고강도의 접합을 실현해 높은 성장성과 수익성을 유지하고 있다. 현재 연 5,000 만개 생산 Capa 를 보유하고 있으며, 공모자금을 바탕으로 4 공장을 신축해 2020 년에는 2,500 만개의 생산 Capa 가 추가될 것으로 예상된다.

AFW 성장 연혁



자료 : AFW, SK 증권

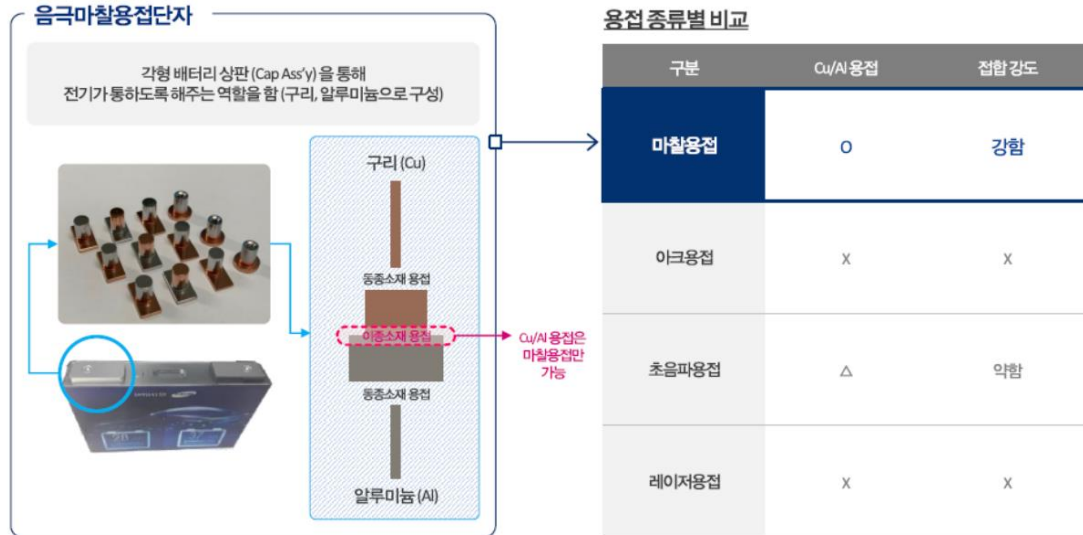
마찰용접

이종소재를 2,000 rpm 정도의 고속 회전으로 마찰열을 발생시켜
접합에 충분한 상태가 되면, 강한 기계 압력으로 압접시키는 고상압접 방식



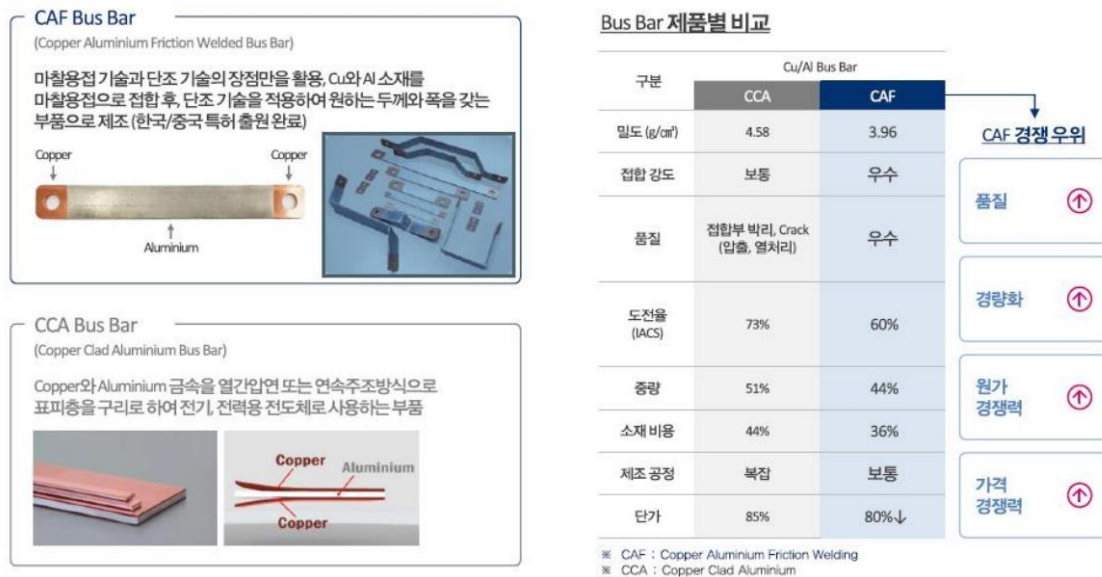
자료 : AFW, SK 증권

음극마찰용접단자의 강점



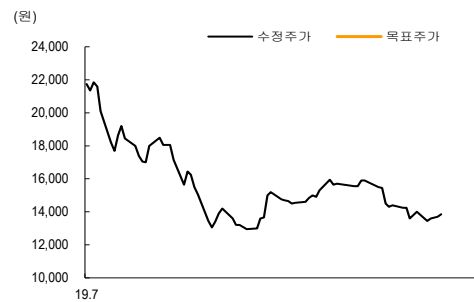
자료 : AFW, SK 증권

기대되는 신제품 CAF Bus Bar



자료 : AFW, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2019.10.15	Not Rated			
2019.07.02	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 15일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산			29	57	142
현금및현금성자산			2	4	49
매출채권및기타채권			11	38	56
재고자산			8	13	27
비유동자산			172	229	226
장기금융자산				8	3
유형자산			172	220	222
무형자산			0	1	1
자산총계			201	286	369
유동부채			25	76	89
단기금융부채			15	47	63
매입채무 및 기타채무			2	16	4
단기충당부채					
비유동부채			92	81	64
장기금융부채			92	81	64
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계			117	157	154
지배주주지분			84	129	215
자본금			10	10	40
자본잉여금					4
기타자본구성요소					-29
자기주식					
이익잉여금			74	119	200
비지배주주지분					
자본총계			84	129	215
부채외자본총계			201	286	369

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름			39	37	67
당기순이익(손실)			29	48	102
비현금성항목등			10	12	21
유형자산감가상각비			9	12	16
무형자산감가상각비			0	0	0
기타					4
운전자본감소(증가)			-1	-22	-44
매출채권및기타채권의 감소(증가)			3	-28	-17
재고자산감소(증가)			-4	-5	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)			1	6	-12
기타			6	-51	-36
법인세납부					-9
투자활동현금흐름			-99	-61	-21
금융자산감소(증가)			1	-1	-2
유형자산감소(증가)			-100	-60	-18
무형자산감소(증가)			0	0	-1
기타			0	0	0
재무활동현금흐름			59	26	0
단기금융부채증가(감소)			5		-10
장기금융부채증가(감소)			56	20	12
자본의증가(감소)					3
배당금의 지급			3	3	5
기타			0	8	
현금의 증가(감소)			-1	2	46
기초현금			3	2	3
기말현금			2	4	49
FCF			-152	-12	48

자료 : 에이에프더블류, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액			130	205	303
매출원가			76	119	179
매출총이익			54	86	124
매출총이익률 (%)			41.7	42.0	40.9
판매비와관리비			20	28	20
영업이익			35	58	104
영업이익률 (%)			26.5	28.2	34.4
비영업손익			-2	-3	-2
순금융비용			2	2	3
외환관련손익			0	-1	-1
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익			33	55	102
세전계속사업이익률 (%)			25.1	26.8	33.6
계속사업법인세			3	7	15
계속사업이익			29	48	87
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익			29	48	87
순이익률 (%)			22.5	23.4	28.7
지배주주			29	48	87
지배주주귀속 순이익률(%)			22.54	23.4	28.73
비지배주주					
총포괄이익			29	48	87
지배주주			29	48	87
비지배주주					
EBITDA			44	70	121

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액				57.3	303
영업이익				67.4	104
세전계속사업이익				68.1	102
EBITDA				56.7	121
EPS(계속사업)				63.3	1,070
수익성 (%)					
ROE				45.0	50.7
ROA				19.7	26.6
EBITDA마진			34.1	33.9	39.8
안정성 (%)					
유동비율			116.1	75.5	159.7
부채비율			139.4	121.5	71.3
순차입금/자기자본			117.1	95.9	33.4
EBITDA/이자비용(배)			24.2	28.0	37.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)			367	600	1,070
BPS			1,052	1,614	2,624
CFPS			491	747	1,272
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR					
EV/EBITDA(최고)			2.2	1.8	0.6
EV/EBITDA(최저)			2.2	1.8	0.6

memo
