

Yuanta Mid-Small cap Recipe

유안타 스몰캡 레시피



애널리스트 소개

박진형 / Small Cap

02 3770 5658

jinhoeng.park@yuantakorea.com

강동근 / Small Cap

02 3770 5588

donggeun.kang@yuantakorea.com

심의섭 / Small Cap

02 3770 5719

euseob.shim@yuantakorea.com



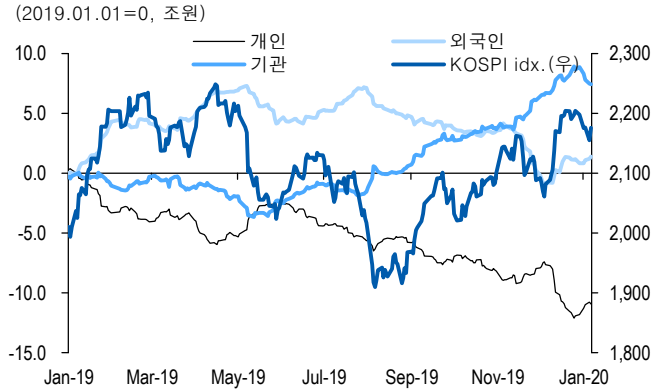
CONTENTS

I. 한눈에 보는 시장 동향	04
II. 추천종목	07
엘앤씨바이오 (290650)	08
영우디에스피 (143540)	12
아모그린텍 (125210)	16
케이아이엔엑스 (093320)	20
이지웰페어 (090850)	24
본느 (226340)	28
원스 (136540)	32
알서포트 (131370)	36
나무기술 (242040)	42
파이오링크 (170790)	46
효성ITX (094280)	49



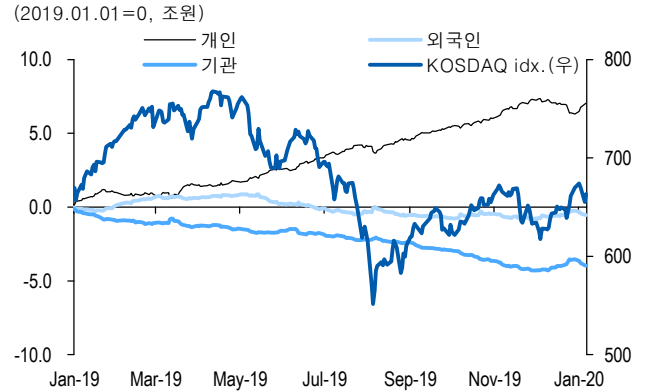
I. 한눈에 보는 시장 동향

KOSPI 투자자별 연초 이후 누적 순매수 동향(2019.01.01=0)



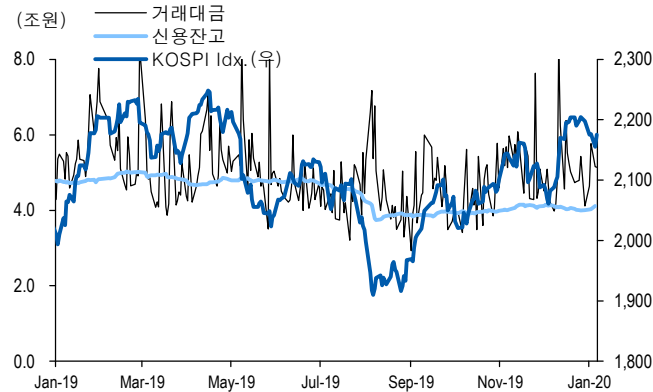
자료: DataGuide, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ 투자자별 연초 이후 누적 순매수 동향(2019.01.01=0)



자료: DataGuide, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 시장 거래대금 및 신용잔고 추이



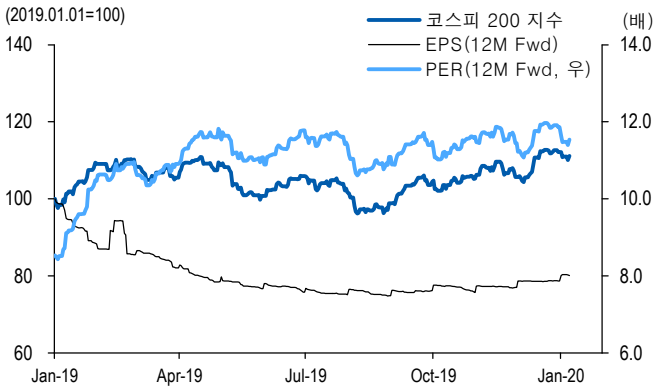
자료: DataGuide, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ 시장 거래대금 및 신용잔고 추이



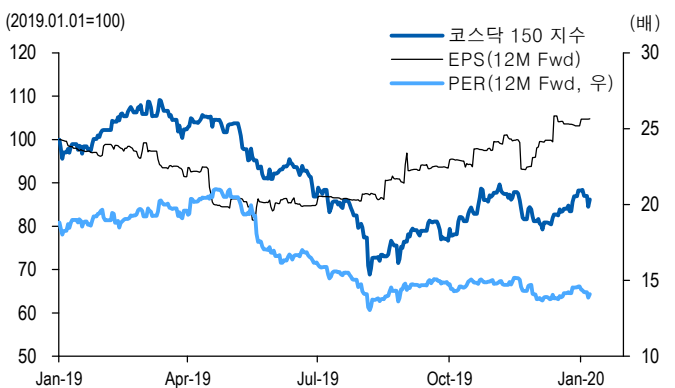
자료: DataGuide, 유안타증권 리서치센터

2018년 이후 코스피 200 지수와 EPS, PER 추이



자료: DataGuide, 유안타증권 리서치센터

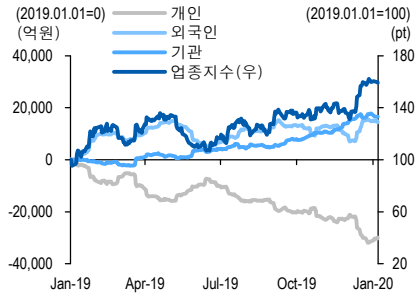
2018년 이후 코스닥 150 지수와 EPS, PER 추이



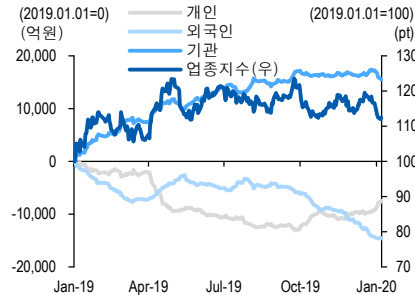
자료: DataGuide, 유안타증권 리서치센터

업종별 지수 및 투자자별 누적 순매수 동향 (*FnGuide 업종분류 기준)

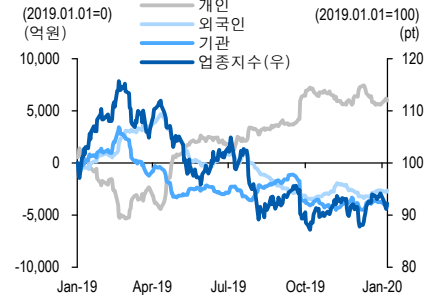
반도체



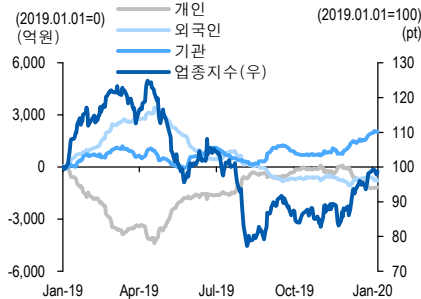
자동차 및 부품



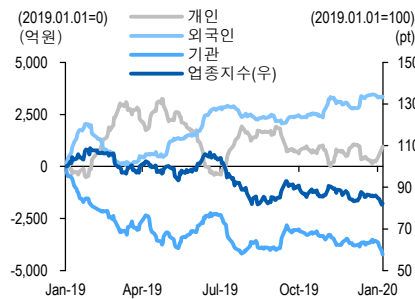
화학



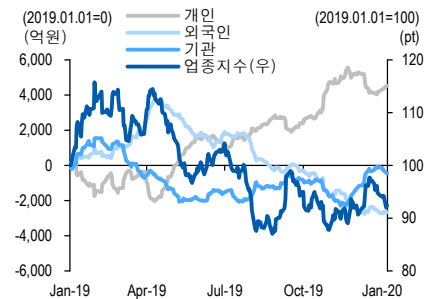
디스플레이



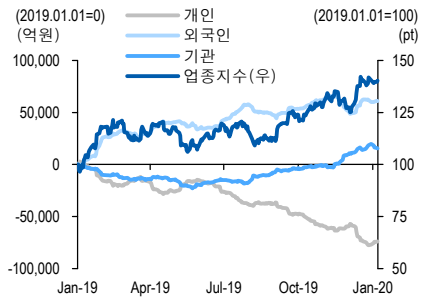
건설



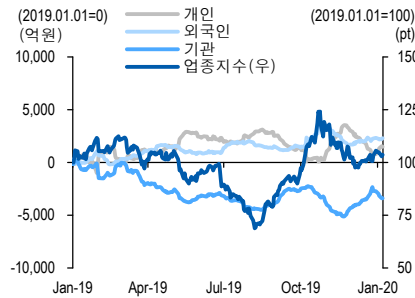
철강&금속



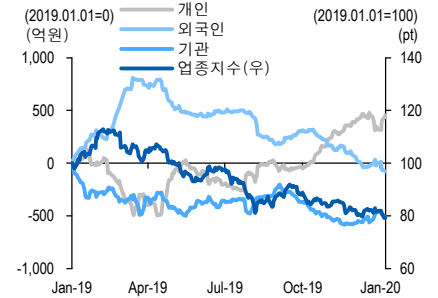
IT H/W



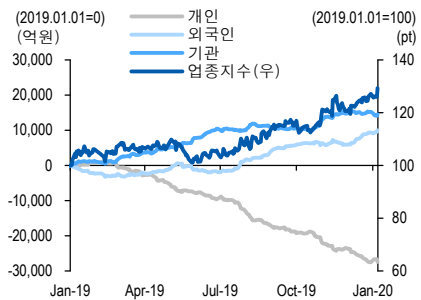
조선



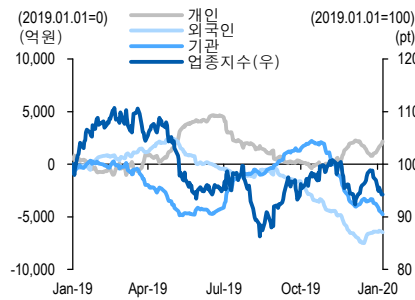
소재



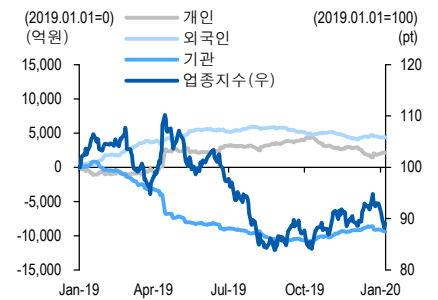
IT S/W&게임



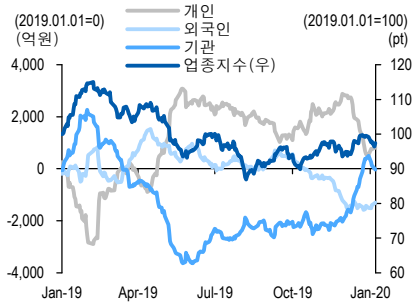
에너지&정유



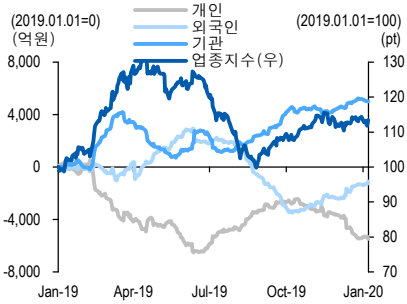
운송



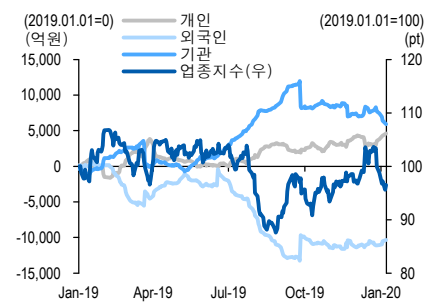
자본재



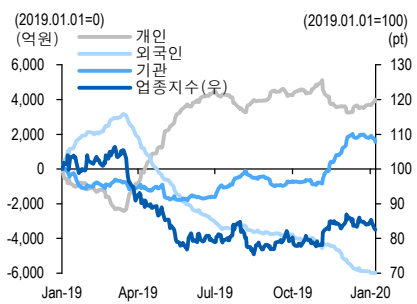
소비재&의류



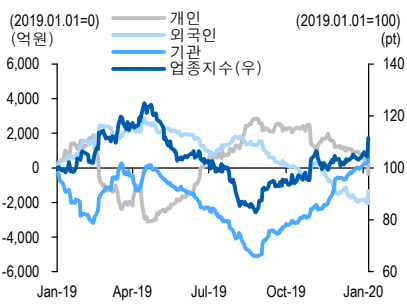
은행



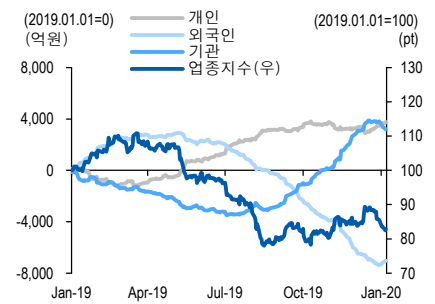
유틸리티



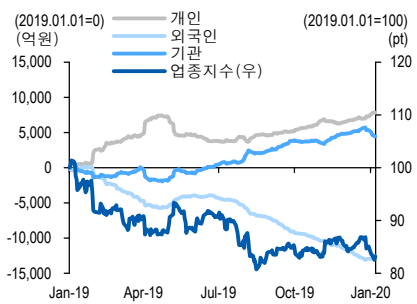
화장품



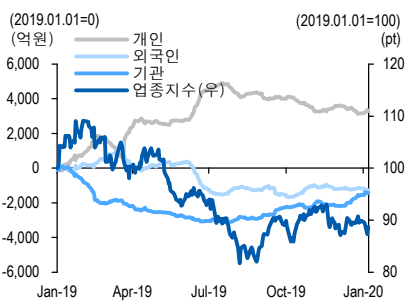
보험



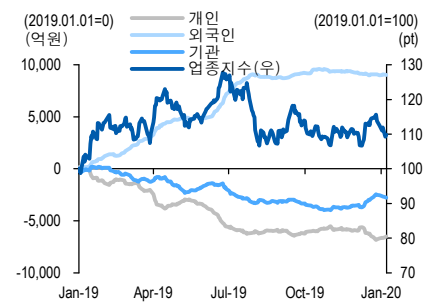
통신



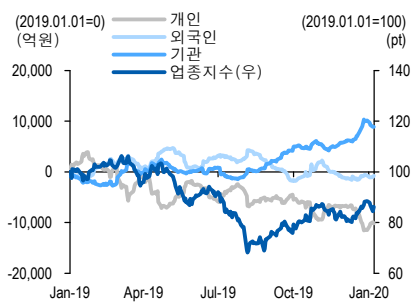
소비자서비스



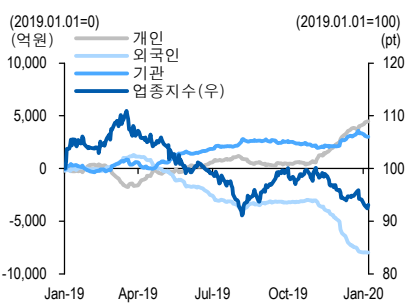
증권



제약&바이오



음식료&담배



추천종목

엘앤씨바이오 (290650)

영우디에스피 (143540)

아모그린텍 (125210)

케이아이엔엑스 (093320)

이지웰페어 (090850)

본느 (226340)

원스 (136540)

알서포트 (131370)

나무기술 (242040)

파이오링크 (170790)

효성TX (094280)

유안타
스몰캡
레시피



엘앤씨바이오 (290650)

2020년 30%를 훌쩍 넘는 고성장 지속, 신사업 가시화되면 성장 폭 더울 것

Mid-Small cap

박진형



02 3770 5658

jinyhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	24,850원
자본금	36억원
시가총액	1,829억원
주당순자산	7,252원
부채비율	8.67
총발행주식수	7,359,332주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	60,711주
52주 고	31,150원
52주 저	16,150원
외인지분율	2.76%
주요주주	이환철 외 9 인 35.83%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	10.7	8.5	23.6
상대	8.5	7.6	28.9
절대(달러환산)	12.9	11.0	19.1



자료: Myresearch

2020년은 엘앤씨바이오의 신사업 확장이 가시화되는 해

- 2020년은 엘앤씨바이오의 신사업 확장이 본격적으로 가시화되는 해로 전망.
- 1) 메가카티: 동사는 지난 12/27 식약처로부터 무릎 연골 관절염 치료제인 '메가카티'의 임상시험 계획을 승인받았다고 공시. 임상시험의 목적은, 메가카티를 환자에서 투여했을 때 통증 개선 및 관절의 정상 운동 능력 회복에 유효성과 안정성을 가지고 있는지를 평가. 임상시험은 빠르면 2020년말에 마무리될 것으로 예상. 이후 제품 출시가 뒤따를 것으로 전망. 향후 총환자수 387 만명(2018년 기준) 규모인 퇴행성 관절염 분야에서 비약적인 성장 기대.
- 2) 메가ECM: 동종지방필러 제품인 메가ECM의 상용화 가능성도 높아지고 있어. 기존에 폐기물로 분류되던 인체유래 지방을 활용할 수 있도록 법개정이 진행될 것으로 예상. 실제로 지난 12/25 공정위가 발표한 '2019년 경쟁제한적 규제 개선방안'에 따르면, 현재는 태반만 가능한 인체폐기물의 범위를 폐지방/폐치아까지 대통령령의 범위 내에서 활용 가능하게 됨. 따라서 향후 법개정 시점에서 메가ECM은 인체조직 혹은 의료기기 분류에 따라 상용화 여부 및 시기가 정해질 전망.
- 3) 해외진출: 본격적인 해외진출도 기대. 엘앤씨바이오의 국내 시장에서의 높은 경쟁력(피부이식재 시장 추정 점유율 48%)을 바탕으로 2020년에는 본격적으로 중국 시장에 진출할 계획을 가지고 있어. 상반기 중 합작사를 설립하고 제품에 대한 품목허가를 신청할 것으로 예상.

2019년 39.8%, 2020년 36.0% 고성장 감안하면 주가 재평가 시작 시점

- 엘앤씨바이오의 2019년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 297억원(YoY 39.8%) 및 91억원(YoY 66.3%), 19.4Q 매출액 및 영업이익은 각각 88억원, 28억원 수준으로 추정.
- 동사는 2020년에도 시장 성장, 해외진출, 신제품 출시 등의 이벤트와 함께 고성장을 지속할 전망. 2020년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 404억원(YoY 36.0%) 및 91억원(YoY 38.8%) 수준으로 전망.
- 엘앤씨바이오의 현재 주가는 양호한 실적 및 2020년 성장성을 감안하면 매력적인 수준으로 판단. 동사의 주가는 주식시장 및 바이오섹터 투자심리 악화로 지난 4월 이후 지지부진한 모습이었으나 성장 모멘텀은 실적으로 꾸준히 반영되고 있는 상황. 결국에는 펀더멘털 개선이 주가 상승으로 이어질 전망.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결, 2017년까지는 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	118	179	212	297	404
영업이익	21	49	55	91	126
지배주주순이익	20	38	52	76	111
영업이익률	17.5	27.2	25.8	30.7	31.3
EPS	664	1,257	720	1,029	1,507
PER			36.1	25.3	17.3
PBR			2.7	3.2	2.7
ROE			15.0	13.4	17.1

자료: 유안타증권 리서치센터

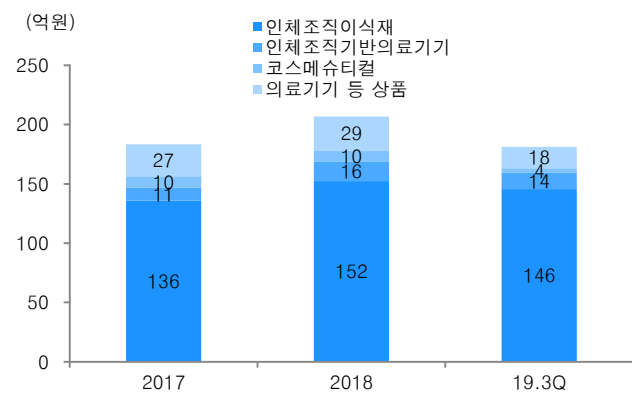
엘앤씨바이오 19.4Q(P) Preview

(단위: 억원, %, %p)

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q(P)	2019(P)	YoY	QoQ
매출액	48	54	45	65	212	62	78	69	88	297	36.4	28.5
영업이익	15	16	11	12	55	18	24	20	28	91	128.0	38.4
지배주주순이익	13	17	10	13	52	16	21	16	23	76	77.8	38.4
영업이익률	32	29	25	19	26	29	31	30	32	31	12.9	2.3

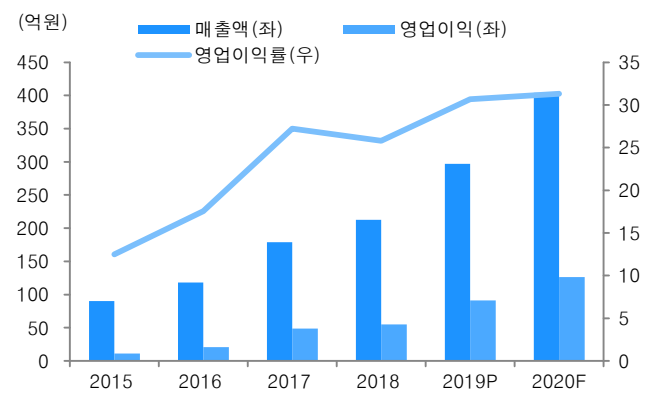
자료: 엘앤씨바이오, 유안타증권 리서치센터

엘앤씨바이오의 주요 제품별 매출액 추이



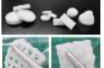
자료: 엘앤씨바이오, 유안타증권 리서치센터

엘앤씨바이오의 매출액 및 영업이익 추이



자료: 엘앤씨바이오, 유안타증권 리서치센터

의료기기 신제품 라인업

구분	의료기기 신제품 개발을 통한 사업영역 확장					
	유착방지재	이종(말) 연골	동종 연골치료재	동종 지방필러	3D 바이오 프린팅 잉크	수화무세포동종 진피(의료기기)
제품 개요 및 개발현황	 MegaShield® ■ 세계최초 생체 적합성 인체 조직 기반 온도 감응성 유착방지재 ■ 의료기기 확충 임상 진행 중 (갑상선 적응증)	 MegaCartilage®-E ■ 미용성형 및 재건 성형에 적용되는 말 연골 치료재 ■ IND승인 완료, 허가 임상 진행 중	 MegaCarti™ ■ 동종연골을 하이드로겔 형태의 부형제와 물리적으로 가교하여 제조된 연골치료재	 MegaECM-FT™ ■ 인체유래 지방조직으로부터 추출한 ECM을 이용: 조직수복용, 창상치유용, 줄기세포분화유도 스캐폴드용 ■ 인체지방 관계법령 정비 중	 MegaBio-ink ■ 인체조직 가공기술 기반의 피부, 연골, 지방 재생용 바이오 잉크 개발	 MegaStemfold ■ 분화유도물질 없이 스캐폴드만으로 원하는 조직으로 분화유도 → 안전하고 합리적인 비용

자료: 엘앤씨바이오, 유안타증권 리서치센터

엘앤씨바이오의 '메가카티 임상시험 계획' 승인에 대한 주요 내용

항목	주요내용
제목	무릎관절 연골손상 환자에서 MegaCarti®(메가카티®) 사용 시 유효성과 안전성을 평가하는 다기관, 독립적 평가자-피험자 눈가림, 우월성, 무작위배정, 확증 임상 시험
배경	-관절염은 관절의 정상적인 기능이 손상되어 나타나는 결과를 표현하는 임상적인 용어로서, 일반적으로 류마티스성, 퇴행성, 기타 다른 원인에 의한 관절염으로 나눌 수 있습니다. -원인은 여러가지가 있으나 공통적인 변화는 관절면 손상 및 관절 기능의 점차적 손실이며 거의 모든 경우에서 임상 증상으로 통증을 수반합니다. -2018년 기준 퇴행성 관절염 환자수는 50대 91만명, 60대 120만명, 70대 이상 130만명이고 총 환자수 387만명 이며 환자수는 점점 증가하고 있으며 통증으로 고통받는 환자들에 대한 적절한 치료를 통하여 환자의 삶의 질을 향상 시키고 관리가 필요합니다."
목적	무릎 연골이 손상된 환자에게 MegaCarti®(메가카티®)를 이식한 군에서 연골 수복을 통한 통증 개선 및 관절의 정상 운동 능력 회복에 대한 유효성과 안전성 평가
해당 임상 내용	(1) 임상 승인기관 : 대한민국 식품의약품 안전처 (2) 임상 승인일 : 2019년 12월 27일
임상시험 기관	- 연대 신촌세브란스병원 - 연대 강남세브란스병원 - 고대안암병원 - 국민건강보험공단 일산병원

자료: 엘앤씨바이오, 유안타증권 리서치센터

엘앤씨바이오 (290650) 재무제표 (K-IFRS 별도, 2018년부터 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액		90	118	179	212
매출원가		47	48	68	79
매출총이익		43	70	111	134
판매비		32	49	63	79
영업이익		11	21	49	55
EBITDA		14	24	52	60
영업외손익		2	3	0	4
외환관련손익		0	0	0	0
이자손익		-1	-3	-2	2
관계기업관련손익		0	0	0	0
기타		3	7	2	2
법인세비용차감전순이익		13	22	46	59
법인세비용		1	2	9	8
계속사업순이익		12	20	38	51
중단사업순이익		0	0	0	0
당기순이익		12	20	38	51
지배지분순이익		0	0	0	52
포괄순이익		12	20	39	51
지배지분포괄이익		12	20	39	52

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	-13	-2	38	38	
당기순이익	12	20	38	52	
감가상각비	2	3	3	4	
외환손익	0	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-30	-36	-20	-24	
기타현금흐름	3	12	18	6	
투자활동 현금흐름	-5	-42	-6	-168	
투자자산	0	-35	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-3	-41	-47	
유형자산 감소	0	0	0	11	
기타현금흐름	2	-5	35	-131	
재무활동 현금흐름	18	42	-5	314	
단기차입금	-1	-5	2	-2	
사채 및 장기차입금	18	9	-7	7	
자본	1	37	0	304	
현금배당	0	0	0	0	
기타현금흐름	0	0	0	4	
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	
현금의 증감	0	-2	27	185	
기초 현금	5	6	4	31	
기말 현금	6	4	31	216	
NOPLAT	11	19	40	47	
FCF	-23	19	-3	0	

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	76	136	181	499	
현금및현금성자산	6	4	31	216	
매출채권 및 기타채권	31	44	60	75	
재고자산	39	51	54	56	
비유동자산	15	21	24	75	
유형자산	11	14	14	49	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	
기타투자자산	1	2	3	7	
자산총계	91	157	205	574	
유동부채	25	22	33	31	
매입채무 및 기타채무	14	9	12	14	
단기차입금	5	0	2	0	
유동성장기부채	5	5	3	0	
비유동부채	27	35	4	15	
장기차입금	9	4	0	10	
부채총계	52	56	37	46	
지배지분	39	100	168	525	
자본금	13	13	15	36	
자본잉여금	1	38	69	352	
이익잉여금	25	46	84	137	
비지배지분	0	0	0	3	
자본총계	39	100	168	528	

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	227	364	664	809	
BPS	1,405	3,356	5,632	7,298	
DPS	0	0	0	0	
PER	-	-	-	24.8	
PBR	-	-	-	2.7	
EV/EBITDA	-	-	-	17.3	
PSR	-	-	-	6.1	

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	0.0	31.4	51.4	16.3	
영업이익 증가율 (% YoY)	0.0	84.6	135.0	17.6	
지배순이익 증가율 (% YoY)	0.0	64.8	89.4	42.4	
매출총이익률 (%)	47.9	59.1	62.2	63.0	
영업이익률 (%)	12.5	17.5	27.2	25.8	
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	24.5	
ROIC	0.0	17.0	32.7	30.2	
ROA	0.0	0.0	0.0	9.1	
ROE	0.0	28.4	28.0	0.0	
부채비율 (%)	132.9	56.3	21.9	8.7	
영업이익/이자비용 (배)	7.7	6.2	15.3	304.3	

영우디에스피 (143540)

OLED 투자와 자체 펀더멘털의 강력한 턴어라운드

Mid-Small cap

박진형



02 3770 5658

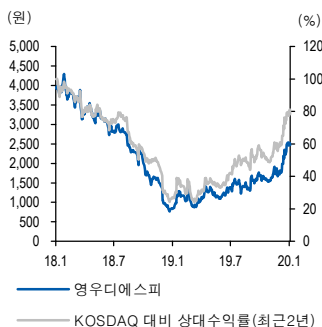
jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	2,350원
자본금	61억원
시가총액	710억원
주당순자산	718원
부채비율	1,156.91
총발행주식수	30,193,507주
60일 평균 거래대금	19억원
60일 평균 거래량	946,977주
52주 고	2,535원
52주 저	855원
외인지분율	3.11%
주요주주	박금성 외 3 인 16.13%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	36.1	48.8	188.9
상대	28.8	40.7	193.0
절대(달러환산)	38.8	52.6	177.0



자료: Myresearch

영우디에스피, OLED/LCD/반도체 검사 측정 및 리페어장비 제조 업체

- 영우디에스피는 2004년에 설립된 회사로, 2014년에 코스닥시장에 상장. 주요 사업 부문은 OLED/LCD/반도체 장비를 제조/판매하는 업체. 당사는 연결대상 종속회사로 YWDSP 베트남, (주)알프스를 보유. 제품군별 매출비중은 디스플레이 검사장비 100%이며 내수 및 수출 비중은 각각 40.5%와 59.5%(19.3Q 누적기준). 최대주주(대표이사 박금성 및 특별관계자) 지분은 약 16.1% 수준. 최근에는 18.2월 유상증자(180만주)와 19.5월(권면총액 76억원)/19.7월(100억원) 전환사채 발행 등 자금조달 시행.

2017년 실적 둔화/2018년 대규모 적자 이후 2019년부터 의미 있는 턴어라운드

- 동사의 실적은 2016년을 고점으로 2017~2018년에 큰 폭으로 둔화. 실제로 2016년 매출액/영업이익은 각각 1,462억원/98억원을 기록했으나 2017년 2,580억원/-4억원, 2018년 1,463억원/-143억원으로 대규모 적자 시현. 2018년 대규모 적자의 이유는 해외 수출 셋업 비용에 대한 원가분석 오류, 중국에 대한 전략적 수주 관련 손실 및 개발비용 과다 발생으로 파악.
- 이후 2019년 들어 동사의 실적은 의미 있는 턴어라운드 진행 중. 19.3Q 누적 매출액 및 영업 이익은 각각 452억원과 5억원 시현. OLED(모바일/TV) 신규 투자 증가에 따른 수주 증가와 원가상승요인 및 인건비 등 고정비 절감이 실적 개선의 주요인.

폴더블/중국 OLED 투자 확대 구간에서 동사의 경쟁력(검사 알고리즘 등) 부각 전망

- 영우디에스피는 자체 경쟁력을 바탕으로 OLED 투자 확대 사이클(특히 중국 업체의 대규모 투자)에서 큰 기회요인 가질 것. 당사는 OLED 검사 알고리즘 소프트웨어 부문에서 차별적 경쟁력 보유하고 있으며 다양한 거래처(국내 및 중국 업체)와의 관계에서 양산경험도 다수 보유. 최근에서 거래선 다변화까지 진행되고 있어 향후 안정적인 수주 확대를 달성할 것으로 전망.

시장 성장과 자체적 펀더멘털 강화, 드라마틱한 실적 개선으로 이어질 것

- 영우디에스피의 2019년 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,071억원, 79억원으로 YoY 각각 26.8% 감소, 흑자전환할 전망. 2020년에는 삼성디스플레이의 베트남 투자 재개와 A5 신규 투자, 중국 OLED, QD-OLED TV 투자 확대의 기회 요인으로 큰 폭의 매출 성장 가능할 전망.
- 동사의 주가는 최근의 상승에도 불구하고, 2016년 중반 고점대비 여전히 74.4% 하락한 수준. Valuation은 2019년 실적대비 PER 9.2배 수준에 불과, 2020년 실적과 비교하면 더욱 저평가.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결, 2015 년까지는 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019P
매출액	578	1,462	2,581	1,463	1,071
영업이익	3	98	-4	-143	79
지배주주순이익	10	119	-46	-182	81
영업이익률	0.5	6.7	-0.2	-9.8	7.3
EPS	70	848	-376	-1,493	270
PER	38.7	7.3	-21.8	-2.3	9.2
PBR	2.1	3.5	1.7	1.3	2.5
ROE	3.7	52.1	-12.2	-84.9	43.9

자료: 유안타증권 리서치센터

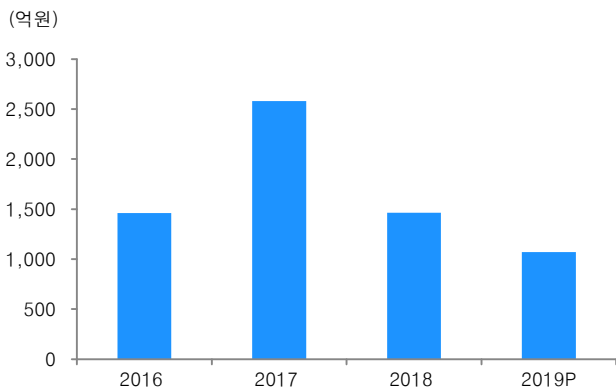
영우디에스피 분기별 실적 요약

(단위: 억원, %, %p)

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4QP	2019P	YoY	QoQ
매출액	265	370	351	477	1,463	95	174	183	620	1,071	30.0	238.4
영업이익	-34	-56	-11	-42	-143	-12	2	14	74	79	흑전	418.0
지배주주순이익	-32	-63	-18	-70	-182	-7	-1	26	63	81	흑전	141.1
영업이익률	-12.9	-15.1	-3.1	-8.9	-9.8	-12.5	1.4	7.8	11.9	7.3	20.8	4.1

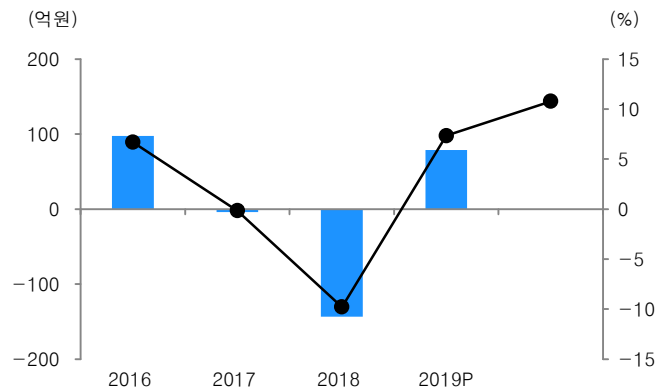
자료: 영우디에스피, 유안타증권 리서치센터

영우디에스피 매출액 추이 및 전망



자료: 영우디에스피, 유안타증권 리서치센터

영우디에스피 영업이익 추이 및 전망



자료: 영우디에스피, 유안타증권 리서치센터

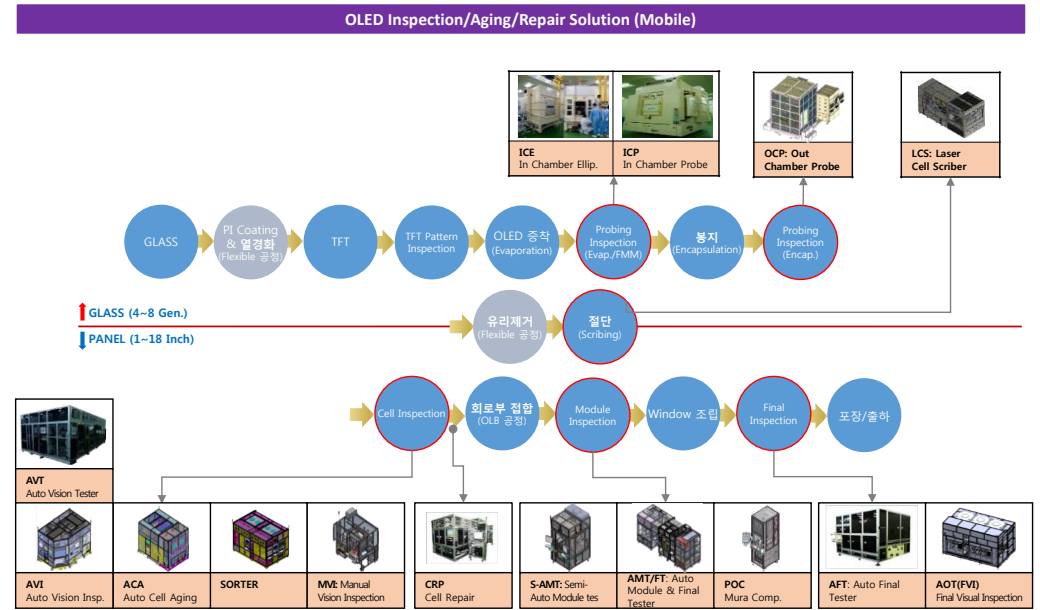
영우디에스피 2019년 주요 계약공시 사항

(단위: 억원)

구분	공시일	계약금액	상대방	공급지역	계약 시작일	계약 종료일	정정공시
	2019-01-14	37.6	TOMEN	일본	2019-01-14	2019-06-15	
	2019-01-18	36.4	삼성 디스플레이 베트남	베트남	2019-01-17	2019-05-31	
	2019-02-25	17.1	삼성디스플레이	대한민국	2019-02-25	2019-05-31	
	2019-04-12	21.4	삼성디스플레이	중국	2019-04-11	2019-07-10	
	2019-04-15	53.4	삼성디스플레이	대한민국	2019-04-12	2019-07-31	
	2019-05-23	15.0	삼성디스플레이 베트남	베트남	2019-05-22	2019-06-30	
	2019-06-05	14.5	삼성디스플레이 베트남	베트남	2019-06-04	2019-09-01	
	2019-07-24	40.5	삼성디스플레이 베트남	베트남	2019-07-23	2019-10-30	
	2019-07-25	103.9	WUHAN	중국	2019-07-25	2019-10-25	2019-08-30
	2019-08-05	102.6	삼성디스플레이	대한민국	2019-08-02	2020-02-29	
	2019-08-21	230.3	BOE	중국	2019-08-21	2019-11-01	
	2019-10-14	175.1	WUHAN	중국	2019-10-11	2019-12-15	2019-12-30
	2019-10-17	45.6	삼성디스플레이	대한민국	2019-10-16	2020-01-31	
	2019-11-13	39.1	삼성디스플레이 베트남	베트남	2019-11-12	2020-02-28	2019-12-30
	2020-01-02	60.8	삼성디스플레이	대한민국	2019-12-31	2020-08-31	
합계		993.5					

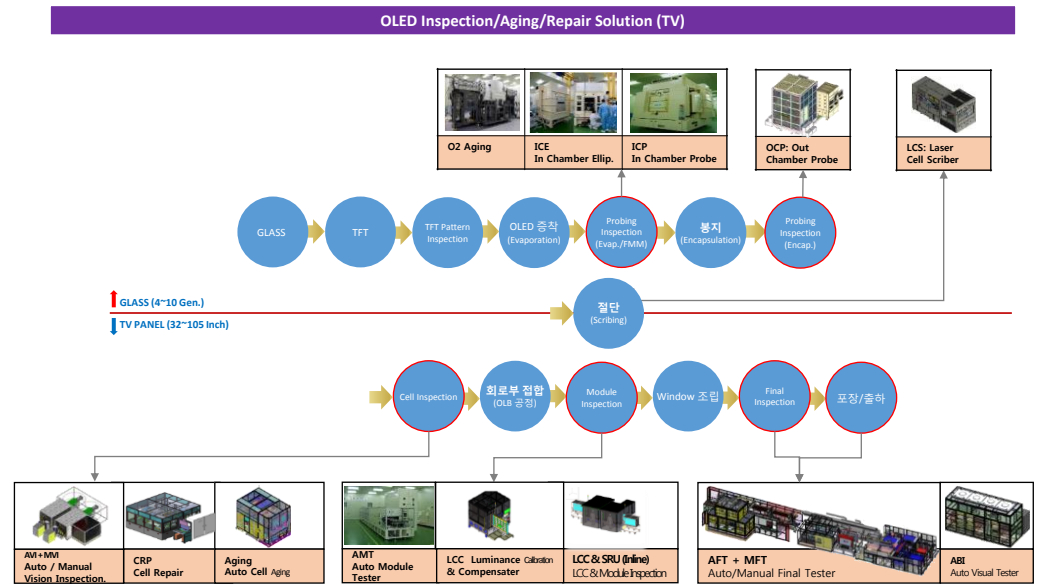
자료: 영우디에스피, 유안타증권 리서치센터

주요 장비 현황(모바일)



자료: 영우디에스피

주요 장비 현황(TV)



자료: 영우디에스피

영우디에스피 (143540) 재무제표 (K-IFRS 연결, 2015년까지는 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	625	578	1,462	2,581	1,463
매출원가	563	531	1,314	2,492	1,514
매출총이익	62	48	148	88	-51
판매비	36	45	50	92	93
영업이익	26	3	98	-4	-143
EBITDA	36	15	122	21	-122
영업외손익	0	2	13	-42	-40
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-3	-4	-4	-6	-10
관계기업관련손익	0	0	0	-1	0
기타	3	6	17	-35	-30
법인세비용차감전순이익	23	10	111	-46	-183
법인세비용	-4	0	-8	0	-1
계속사업순이익	26	10	119	-46	-182
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	10	119	-46	-182
지배지분순이익	0	0	119	-46	-182
포괄순이익	26	10	119	-46	-179
지배지분포괄이익	26	10	119	-46	-178

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	-50	21	-15	3	19
당기순이익	26	10	119	-46	-182
감가상각비	5	6	5	5	4
외환손익	0	0	-8	14	-9
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	1	0
자산부채의 증감	-88	-4	-145	2	116
기타현금흐름	6	10	14	28	90
투자활동 현금흐름	-45	-59	-32	-118	0
투자자산	0	0	-8	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-6	-6	-88	-11
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-43	-53	-17	-30	11
재무활동 현금흐름	102	37	159	348	-62
단기차입금	3	-7	12	195	-87
사채 및 장기차입금	20	37	137	147	59
자본	0	6	9	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	78	1	2	6	-33
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-3	0
현금의 증감	7	-1	112	229	-42
기초 현금	13	19	18	130	360
기말 현금	19	18	130	360	317
NOPLAT	31	3	105	-4	-143
FCF	-43	-46	0	-77	-30

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	294	281	1,146	1,333	827
현금및현금성자산	19	18	130	360	317
매출채권 및 기타채권	245	226	927	859	321
재고자산	0	0	0	0	102
비유동자산	192	235	226	292	270
유형자산	99	96	77	160	172
관계기업등 지분관련자산	0	0	1	0	0
기타투자자산	10	13	10	2	2
자산총계	486	516	1,372	1,625	1,097
유동부채	213	203	825	1,119	951
매입채무 및 기타채무	128	117	677	669	412
단기차입금	75	71	83	278	191
유동성장기부채	3	13	33	11	7
비유동부채	20	44	151	155	67
장기차입금	20	44	11	0	67
부채총계	233	247	975	1,274	1,019
지배지분	253	269	397	351	82
자본금	28	30	61	61	61
자본잉여금	121	125	104	104	105
이익잉여금	89	99	218	177	-91
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	253	269	397	351	78

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	270	70	776	-296	-1,178
BPS	4,525	4,519	3,256	2,880	642
DPS	0	0	0	0	0
PER	9.2	38.7	7.3	-21.8	-2.3
PBR	1.3	2.1	3.4	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.8	23.4	10.7	-51.7	-0.8
PSR	0.4	0.6	0.6	0.4	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	-30.2	-7.5	152.7	76.6	-43.3
영업이익 증가율 (% YoY)	-70.5	-88.9	3272.3	적전	적지
지배순이익 증가율 (% YoY)	-74.3	-63.4	1158.0	적전	적지
매출총이익률 (%)	9.9	8.3	10.1	3.4	-3.5
영업이익률 (%)	4.2	0.5	6.7	-0.2	-9.8
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	8.1	-1.8	-12.4
ROIC	10.5	1.0	22.7	-0.9	-62.4
ROA	0.0	0.0	8.7	-2.8	-16.6
ROE	13.0	3.7	0.0	-12.3	-85.0
부채비율 (%)	92.1	91.7	245.8	363.2	1301.0
영업이익/이자비용 (배)	5.9	0.6	19.3	-0.5	-10.3

아모그린텍 (125210)

나노 소재 경쟁력을 바탕으로 다방면의 성장 기대

Mid-Small cap

박진형



02 3770 5658

jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	15,000원
자본금	65억원
시가총액	2,475억원
주당순자산	125원
부채비율	3,185.53
총발행주식수	16,496,790주
60일 평균 거래대금	30억원
60일 평균 거래량	282,017주
52주 고	14,500원
52주 저	7,580원
외인지분율	0.92%
주요주주	김병규 외 3 인 60.62%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	34.9	77.5	0.0
상대	27.7	67.8	0.0
절대(달러환산)	37.6	82.1	0.0



자료: Myresearch

아모그린텍, 나노 소재를 기반으로 한 첨단 소재/부품 업체

- 아모그린텍은 2004년 설립, 2019년 코스닥시장에 상장된 나노 소재 기반의 첨단 소재/부품 업체. 동사는 아모그룹 계열사(대표이사)와 아모텍 등 최대주주 지분율 60.6%) 중 하나로 주요 관계사는 (주)아모텍, (주)아모센스, (주)아모라이프사이언스.
- 동사의 제품군별 매출 비중(19.3Q 누적 기준)은, 1) 첨단소재(고효율자성소재, 방열소재, 나노멤브레인소재) 58.5%, 2) 기능성소재(FPCB, 플렉시블배터리) 40.7%, 3) 환경에너지(ESS, MC) 0.8% 등. 특히 FPCB와 고효율자성소재는 각각 40.1%와 29.5%로 높은 매출 비중을 차지.

나노 소재 기술력의 확장성, 특히 모바일용 나노 멤브레인 제품 판매 확대에 주목

- 아모그린텍은 나노 소재 기술력(국내외 특허 1,100여건 보유)과 제품경쟁력을 바탕으로 다방면에서 부각을 나타낼 전망. 기존의 매출 기반인 FPCB 부문을 발판삼아 자성 나노 리본, 자성 나노 파우더, 방열솔루션, 나노 멤브레인, ESS, 플렉시블배터리, 나노 박막필름, AMB 기판 등 사업 영역 다변화 추진 중. 향후 전기차(자성부품), 5G(방열시트, 자성부품), ESS(자성부품, 방열솔루션), 차세대IT(벤트, 플렉시블배터리) 등 다양한 분야에서 판매 확대 기대.
- 특히 최근에는 차세대IT 부품 중 하나인 어쿠스틱 벤트(나노 멤브레인 제품으로 소리는 전달되나 방수기능을 하는 음향방수 부품) 판매 추세에 주목할 필요. 현재 일부 제품은 모바일 제조사 플래그쉽 모델에 납품 중인 것으로 추정되며 중장기적으로 고객사 및 제품 적용 범위 또한 동반 확장할 것으로 예상.

2020년은 본격적으로 성장이 가시화 되는 해, 실적 개선 동반 전망

- 아모그린텍의 2020년 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,271억원, 36억원으로 각각 YoY 34.0%, 259.3% 성장할 전망. 2019년 실적의 특징은, 모바일 관련 매출이 상반기 20억원 수준에 불과했으나 19.3Q 45억원 수준으로 큰 폭으로 증가. 2020년에는 모바일 매출이 더욱 커질 것으로 기대되며 전기차, 5G 등 다양한 산업에서 성장을 달성할 것으로 기대.
- 아모그린텍의 주가는 2019년 3월 상장 이후 다소 부진한 흐름을 보였으나 작년 연말 이후 상승 추세로 전환. 동사의 현재 주가는 2020년 실적과 비교해 PER 23.0배 수준. 향후 실적 개선의 속도는 예상보다 빨라질 수 있을 것으로 기대.

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	700	1,113	850	949	1,271
영업이익	-24	17	-31	36	128
지배주주순이익	0	0	-35	29	104
영업이익률	-3.5	1.5	-3.7	3.8	10.1
EPS			-271	176	631
PER			-53.5	82.5	23.0
PBR			0.0	6.1	4.8
ROE			-95.6	14.1	23.3

자료: 유안타증권 리서치센터

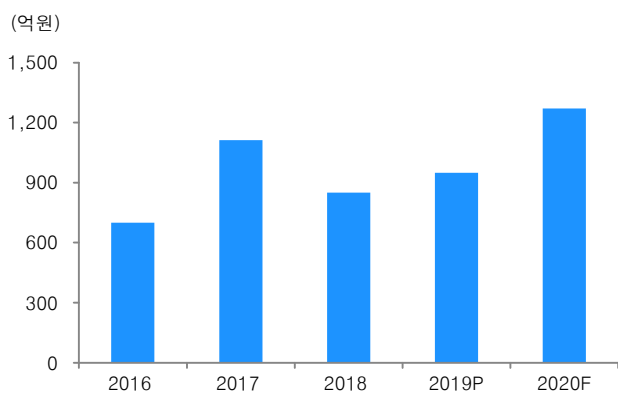
아모그린텍 분기별 실적 요약

(단위: 억원, %, %p)

	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4QP	2019P
매출액	181	190	850	273	170	295	210	949
영업이익	-21	-9	-31	10	-1	14	13	36
지배주주순이익	-23	-12	-35	7	-4	14	12	29
영업이익률	-11.7	-5.0	-3.7	3.6	-0.4	4.8	6.0	3.8

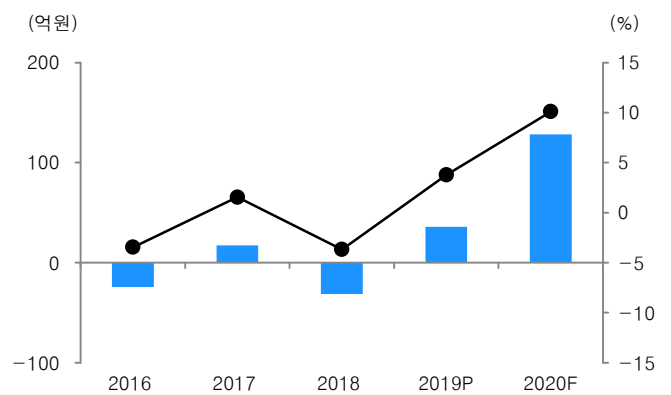
자료: 아모그린텍, 유안타증권 리서치센터

아모그린텍 매출액 추이 및 전망



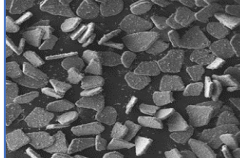
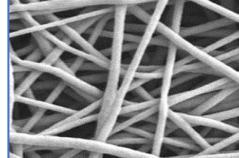
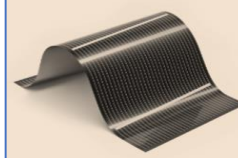
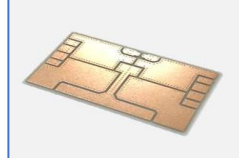
자료: 아모그린텍, 유안타증권 리서치센터

아모그린텍 영업이익 추이 및 전망



자료: 아모그린텍, 유안타증권 리서치센터

아모그린텍의 사업 영역

Magnetic Nano Ribbon 자성 나노 리본  세계적 수준의 자성나노 결정합금 설계 및 급속 응고 제조기술	Magnetic Nano Powder 자성 나노 파우더  세계 최초의 자성 나노 리본 분말화 기술	Thermal Solution 방열솔루션  다양한 종류의 소재를 이용한 최적의 방열 설계기술	Nano Membrane 나노 멤브레인  고유의 Hybrid 전기 방사기술에 의한 응용 제품별 최적의 Nano Membrane 제조기술
ESS 에너지저장장치  최고 안정성, 장수명 확보를 위한 리튬 인산철 배터리와 최적의 BMS 기술	Flexible Battery Flexible 배터리  절대 안정성 및 고출력 Flexible 배터리 구조 설계 기술 및 특허 (자체 개발 분리막)	Nano Thin Film 나노 박막필름  차세대 IT 및 5G 대응 박막 구현을 위한 스퍼터링 및 플라즈마 기술	AMB Substrate AMB 기판  전력반도체용 장수명, 고방열 특성의 기판 설계 및 고유의 세라믹과 금속의 Brazing 접합기술

자료: 아모그린텍

나노 멤브레인 주요 제품

Acoustic Vent 모바일 기기에서 소리는 전달 되면서 방수기능을 하는 음향방수 부품 Mobile Speaker, Receiver, Mic 등 	Automotive Vent 자동차 전장화에 따른 부품의 발열과 결로현상 방지 부품 자동차 LED Lamp, Converter / Inverter, ECU, Motor 등 	초미세먼지용 필터 실내 유해물질을 센싱하고 분석하여 자동환기 시키는 IoT 융복합 제품 
---	--	---

자료: 아모그린텍

아모그린텍 (125210) 재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	404	731	700	1,113	850
매출원가	291	576	590	946	723
매출총이익	113	155	110	167	127
판매비	91	130	135	150	158
영업이익	22	25	-24	17	-31
EBITDA	22	25	-24	51	-5
영업외손익	-4	3	3	-60	3
외환관련손익	0	-1	-1	0	0
이자손익	-12	-14	-13	-13	-12
관계기업관련손익	0	-2	0	0	0
기타	7	19	17	-47	15
법인세비용차감전순손익	6	10	-35	-53	-39
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	6	10	-35	-53	-39
중단사업순손익	0	0	-9	0	0
당기순이익	6	10	-43	-53	-39
지배지분순이익	0	0	-55	-52	0
포괄순이익	0	0	0	-52	-42
지배지분포괄이익	0	0	0	-52	-42

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	23	-12	9	96	-44
당기순이익	6	10	-43	0	0
감가상각비	18	22	8	19	19
외환손익	2	3	3	2	1
중속, 관계기업관련손익	0	2	0	0	0
자산부채의 증감	-36	-74	10	37	-54
기타현금흐름	33	25	31	38	-11
투자활동 현금흐름	-111	-46	20	-26	-31
투자자산	-10	0	0	1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-34	-19	-27	-30	0
유형자산 감소	3	6	35	0	3
기타현금흐름	-69	-33	12	2	-34
재무활동 현금흐름	71	51	-10	-70	21
단기차입금	43	45	4	-88	21
사채 및 장기차입금	16	-3	0	17	2
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	13	9	-14	1	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-16	-8	18	0	-54
기초 현금	85	68	61	79	79
기말 현금	68	61	79	79	25
NOPLAT	22	25	-24	17	-31
FCF	-44	23	61	-90	0

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	272	331	310	419	297
현금및현금성자산	68	61	79	79	25
매출채권 및 기타채권	83	121	106	216	138
재고자산	96	108	97	91	96
비유동자산	316	311	305	250	239
유형자산	183	190	191	207	209
관계기업등 지분관련자산	10	8	0	0	0
기타투자자산	1	0	0	12	1
자산총계	588	642	615	669	536
유동부채	369	400	433	514	424
매입채무 및 기타채무	139	131	138	261	150
단기차입금	212	259	255	205	227
유동성장기부채	18	10	17	36	42
비유동부채	73	86	65	97	96
장기차입금	32	37	30	51	47
부채총계	442	486	498	611	520
지배지분	146	156	116	58	16
자본금	70	70	59	65	65
자본잉여금	185	185	185	164	164
이익잉여금	-109	-99	-142	-193	-234
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	146	156	116	58	16

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	56	90	-406	-468	-301
BPS	10,480	11,210	9,838	442	125
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	-	-

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	97.5	80.8	-4.3	59.0	-23.6
영업이익 증가율 (% YoY)	93.6	11.8	적전	흑전	적전
지배순이익 증가율 (% YoY)	흑전	60.8	적전	적지	적지
매출총이익률 (%)	28.0	21.2	15.8	15.0	14.9
영업이익률 (%)	5.4	3.4	-3.5	1.6	-3.7
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-7.8	-4.7	0.0
ROIC	6.2	5.9	-6.3	7.6	-9.1
ROA	0.0	0.0	-8.9	-7.8	0.0
ROE	4.4	6.7	-31.9	-61.2	-106.3
부채비율 (%)	302.9	311.5	428.2	1055.4	3185.5
영업이익/이자비용 (배)	1.9	1.8	-1.9	1.3	-2.5

케이아이엔엑스 (093320)

데이터 트래픽과 동반 성장하는 실적

Mid-Small cap

강동근



02 3770 5588

donggeun.kang@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	34,700원
자본금	24억원
시가총액	1,693억원
주당순자산	14,902원
부채비율	9.54
총발행주식수	4,880,000주
60일 평균 거래대금	17억원
60일 평균 거래량	49,168주
52주 고	43,850원
52주 저	20,500원
외인지분율	10.10%
주요주주	가비아 외 6 인 41.91%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	12.1	62.5
상대	(6.7)	11.1	69.5
절대(달러환산)	(2.9)	14.7	56.6



자료: Myresearch

지속 성장하는 인터넷 인프라 서비스 업체

- 2000년 6월에 설립된 인터넷 서비스 제공업체로 IX(인터넷 연동 서비스)와 IDC(인터넷 데이터 센터) 등 인터넷 인프라 서비스를 국내외 고객에게 제공하고 사용된 트래픽에 맞춰 과금하는 사업을 영위 중임. IX는 인터넷 서비스 제공업체 및 콘텐츠 제공업체 등의 인터넷망을 서로 연결시켜 트래픽 교환을 지원하는 서비스이며 IDC는 고객의 서버와 네트워크 회선을 안정적으로 관리해주는 서비스임. 원활한 서비스 제공을 위해 국내 수도권 지역에 6개의 IDC, 그리고 일본과 홍콩에 IX POP(국내와 전용선으로 연결된 해외 네트워크 거점)을 운영하고 있음.
- 2019년 3분기 누적 매출액 478억원 기준 사업부문별 매출 비중은 IDC/CDN/솔루션이 84%, IX가 16%이며 지역별 매출 비중은 국내가 80%, 수출이 20%임.

증가하는 트래픽에 안정적인 실적 성장 전망

- 데이터 트래픽이 지속적으로 증가할 수 밖에 없는 환경 속에서 동사는 안정적인 외형 성장 및 수익성 개선을 이어나갈 것으로 예상됨. 스트리밍, OTT, 클라우드, VR 등 인터넷을 활용하는 서비스는 지속적으로 확대되고 있으며 이에 맞춰 데이터 트래픽 또한 지속적으로 증가하고 있음. 단적인 예로 과학기술정보통신부에서 발표한 무선데이터 트래픽 통계를 확인해보면 2015년 12월 18.9만 TB였던 무선 트래픽이 2019년 11월 57.1만 TB를 기록하며 4년만에 200% 넘게 증가했으며 동사의 IX 트래픽 역시 2015년 229 GB/초에서 올해 500 GB/초 수준으로 대폭 증가함. 앞으로 5G 통신 및 10기가 인터넷이 보급되고 이에 맞춰 대용량 콘텐츠 등이 확산됨에 따라 소요되는 트래픽은 지속적으로 확대될 것으로 예상됨. 트래픽 증가는 동사항 IDC 및 IX 수요로 이어지기 때문에 장기적으로 안정적인 실적 성장이 가능하다고 판단됨.
- 올해 하반기 모회사인 가비아와 함께 과천 신사옥 착공을 들어갈 예정이며 신사옥 내 IDC를 설립할 예정임. 신사옥은 2022년 하반기 완공 목표이며 CAPA는 현재 동사가 운영하는 IDC 규모에 준하는 수준일 것으로 예상됨. 완공 시 국내외 고객의 대규모 수요에 부합하는 IDC 서비스를 제공할 수 있을 것으로 기대됨.

외형 성장과 수익성 개선 유지

- 동사의 올해 예상 실적은 매출액 724억원(+12% YoY), 영업이익 196억원(+27.1% YoY), 지배순이익 159억원(+14% YoY)임. 트래픽 증가 및 고객 확대로 매출 성장이 지속되고 영업레버리지 효과로 수익성 개선은 꾸준히 유지될 것으로 전망함.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	442	473	563	646	724
영업이익	78	92	132	165	196
지배주주순이익	58	65	122	139	159
영업이익률	17.6	19.4	23.4	25.5	27.1
EPS	1,182	1,324	2,501	2,845	3,257
PER	13.2	10.6	8.7	12.8	10.6
PBR	1.4	1.1	1.5	2.1	1.8
ROE	11.4	11.7	19.6	21.2	22.1

자료: 유안타증권 리서치센터

케이아이엔엑스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2017	2018	2019E	2020E
매출액	136	139	143	144	156	156	167	168	473	563	646	724
IDC/CDN/솔루션	116	118	122	121	131	130	141	142	397	477	544	614
IX	20	21	21	23	24	25	26	26	74	84	101	109
기타	1	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1	1
매출원가	70	72	76	74	80	79	84	84	248	292	327	362
매출원가율	51.5%	52.1%	52.7%	51.3%	51.4%	51.0%	50.3%	49.9%	52.5%	51.9%	50.6%	50.0%
매출총이익	66	67	68	70	76	76	83	84	225	271	319	362
판관비	35	33	32	39	37	36	39	42	133	139	154	166
인건비	20	20	19	23	22	22	25	26	72	82	95	101
영업이익	31	34	36	31	39	40	44	42	92	132	165	196
영업이익률	22.5%	24.4%	25.1%	21.5%	25.1%	25.9%	26.2%	24.9%	19.4%	23.4%	25.5%	27.1%
지배순이익	21	39	26	36	35	32	37	35	65	122	139	159
지배순이익률	15.7%	27.8%	18.4%	24.6%	22.4%	20.5%	22.2%	20.8%	13.7%	21.7%	21.5%	22.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

KINX 서비스 종류



IX
인터넷 서비스를 제공하는 회사들의 망을
이어 인터넷 트래픽을 교환할 수 있도록
지원하는 서비스



CDN
게임 설치파일, 동영상 등 대용량 파일을
분산해 사용자와 가까운 서버에서 다운로드
할 수 있도록 하는 서비스



IDC
서버와 네트워크
회선을 24시간 365일
안정적으로 관리하는
'서버 호텔'



CLOUD
서버 장비 없이도 인터넷
서비스를 운영할 수 있도록
가상의 서버를 제공하는
서비스



디도스방어
디도스 공격을 빠르고
간편하게 방어해
정상적인 운영을
지원하는 서비스

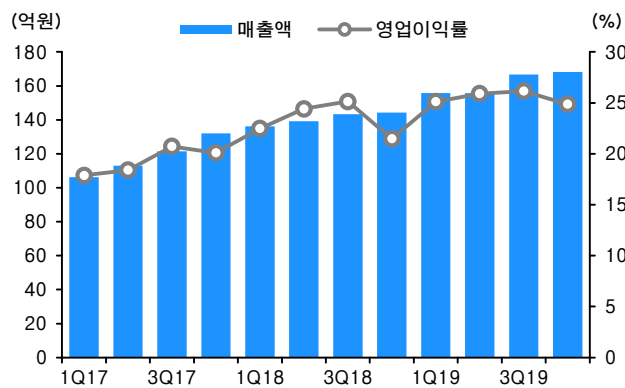
자료: 케이아이엔엑스, 유안타증권 리서치센터

KINX IDC 현황



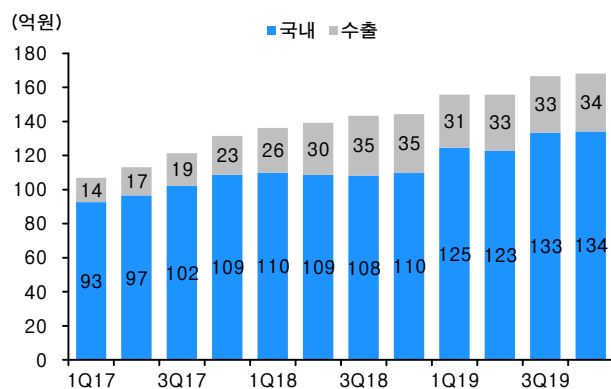
자료: 케이아이엔엑스, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 추이



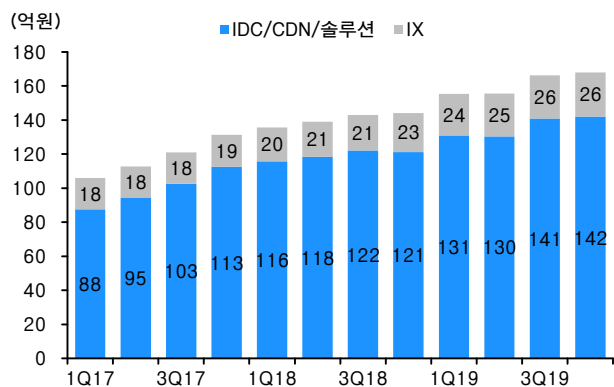
자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 국내 및 수출 매출 비중 추이



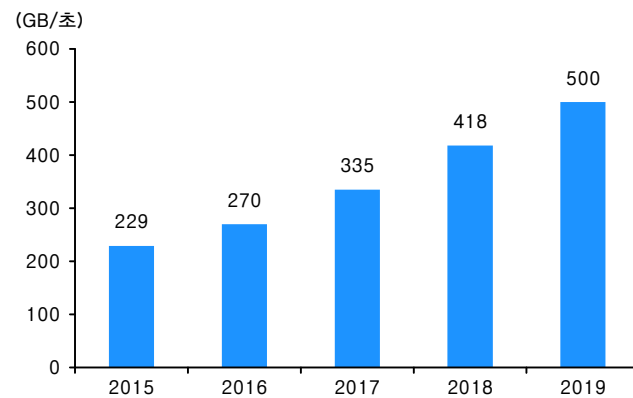
자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 사업부문 매출 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

케이아이엔엑스 IX 트래픽 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

케이아이엔엑스 (093320) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	365	421	442	473	563
매출원가	201	223	239	248	292
매출총이익	164	198	203	225	271
판매비	101	127	125	133	139
영업이익	63	71	78	92	132
EBITDA	89	101	106	116	155
영업외손익	4	-15	-7	-11	13
외환관련손익	0	0	2	-11	8
이자손익	5	4	4	5	6
관계기업관련손익	0	-1	0	0	0
기타	-1	-19	-14	-5	-1
법인세비용차감전순손익	66	56	71	81	144
법인세비용	10	10	8	13	20
계속사업순손익	56	45	63	67	125
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	56	45	63	67	125
지배지분순이익	51	46	58	65	122
포괄순이익	56	45	63	67	125
지배지분포괄이익	56	46	58	65	122

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	84	91	112	102	126
당기순이익	51	46	58	65	122
감가상각비	24	28	26	24	23
외환손익	-1	-1	-5	10	-7
중속, 관계기업관련손익	0	1	0	0	0
자산부채의 증감	-2	-4	20	-8	-31
기타현금흐름	12	22	13	11	19
투자활동 현금흐름	-48	-73	-85	-27	-141
투자자산	-80	-5	-55	-24	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-33	-29	-21	-28	-41
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	65	-39	-9	24	-97
재무활동 현금흐름	-6	-2	-5	-33	0
단기차입금	-3	-2	0	0	4
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	9
자본	0	4	0	0	0
현금배당	-4	-4	-5	-6	-10
기타현금흐름	0	0	0	-27	-3
연결범위변동 등 기타	1	1	5	-10	4
현금의 증감	30	18	28	32	-10
기초 현금	60	90	108	136	167
기말 현금	90	108	136	167	157
NOPLAT	53	58	69	76	114
FCF	47	55	93	64	65

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	251	320	359	397	464
현금및현금성자산	90	108	136	167	157
매출채권 및 기타채권	47	54	60	88	79
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	227	204	244	256	307
유형자산	111	111	102	106	124
관계기업등 지분관련자산	0	2	42	79	80
기타투자자산	0	0	16	2	29
자산총계	478	524	602	653	772
유동부채	21	24	48	61	57
매입채무 및 기타채무	13	15	41	54	32
단기차입금	0	0	0	0	4
유동성장기부채	0	0	0	0	3
비유동부채	6	6	5	4	10
장기차입금	0	0	0	0	6
부채총계	27	31	52	65	67
지배지분	438	480	533	567	681
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	110	110	110	113
이익잉여금	313	354	408	466	578
비지배지분	13	14	18	20	23
자본총계	450	493	550	587	704

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	1,159	931	1,298	1,379	2,554
BPS	9,517	10,389	11,586	12,846	15,404
DPS	80	100	120	220	400
PER	12.8	17.0	13.2	10.6	8.7
PBR	1.5	1.6	1.2	1.2	1.6
EV/EBITDA	5.5	6.7	4.3	3.8	5.2
PSR	1.8	1.8	1.7	1.5	1.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	19.4	15.4	4.9	7.0	19.1
영업이익 증가율 (% YoY)	16.3	12.9	9.9	17.3	43.8
지배순이익 증가율 (% YoY)	7.6	-11.3	26.7	12.0	89.0
매출총이익률 (%)	45.0	47.0	46.0	47.6	48.1
영업이익률 (%)	17.2	16.9	17.7	19.4	23.4
지배순이익률 (%)	14.1	10.8	13.1	13.7	21.7
ROIC	26.7	30.5	48.6	49.9	61.1
ROA	10.7	8.7	9.6	9.9	15.8
ROE	13.3	9.6	12.1	11.8	19.3
부채비율 (%)	6.1	6.2	9.5	11.1	9.5
영업이익/이자비용 (배)	1256.8				1097.1

이지웰페어 (090850)

복지 예산 확대로 실적 성장 지속 전망

Mid-Small cap

강동근

02 3770 5588

donggeun.kang@yuantakorea.com



투자의견: N/R

주가 (01/08)	10,950원
자본금	50억원
시가총액	1,204억원
주당순자산	2,915원
부채비율	194.48
총발행주식수	10,991,109주
60일 평균 거래대금	8억원
60일 평균 거래량	80,159주
52주 고	11,850원
52주 저	6,950원
외인지분율	24.01%
주요주주	김상용 외 5 인 24.24%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	17.4	22.3	57.6
상대	15.0	21.3	64.3
절대(달러환산)	19.7	25.1	51.8



자료: Myresearch

국내 1위의 선택적 복지 위탁운영 기업

- 2003년 1월에 설립된 선택적 복지제도 위탁운영 사업자로 국내 기업 및 정부기관의 임직원 복지 프로그램을 운영하고 있음. 복지카드를 이용한 오프라인 결제 지원 및 복지물 운영 등을 주요 사업으로 영위하고 있으며 주요 매출처는 복지물을 통해 판매된 제품에 대한 수수료 매출과 상품권 판매에 대한 상품 매출임. 당사는 선택적 복지 위탁운영 시장에서 시장점유율 약 50%의 1위 사업자이며 2019년 기준 약 1.2조원 수준의 복지 예산을 운영 중임. 주요 자회사로는 건강검진과 EAP(근로자 지원 프로그램)을 운영하는 이지웰니스와 제주도 전문 여행사 인터치투어가 있음.
- 2019년 3분기 누적 매출액 591억원 기준 사업부문별 매출 비중은 수수료 매출 47%, 상품 매출 47%, 그리고 자회사 및 기타 6%임.

확대되는 복지 예산과 동반 성장하는 실적

- 올해에도 지속적인 외형 성장과 수익성 개선세가 이어질 것으로 판단됨. 당사는 현재 경찰청, 국회, 삼성전자 등 국내 주요 공공기관 및 기업들의 선택적 복지제도를 위탁운영하고 있으며 신규 고객 증가와 기존 고객사의 복지 예산 확대로 운영하는 복지 예산은 2016년 약 9,500억원에서 2019년 약 1.2조원으로 꾸준히 증가함. 고객과의 재계약률이 99%에 달하기 때문에 향후에도 신규 고객 유입 및 기존 고객사의 복지 예산 확대로 동사가 운영하는 복지 예산은 지속적으로 확대될 것으로 예상됨.
- 현재 동사에게 위탁된 복지 예산 중 약 70%는 오프라인 결제에서 이루어지며 약 30%만 복지물에서 사용되고 있음. 복지물을 통한 수수료가 동사의 핵심 매출처이기 때문에 당사는 삼성전자 전문관, LG전자 전문관 등 가전제품 카테고리 강화, 현대백화점 DB 구현, 최저가 판매 및 보상제 시행 등을 통해 온라인 거래를 전략적으로 활성화시키고 있음. 복지물 내 소비가 점진적으로 증가함에 따라 동사의 지속적인 실적 성장과 수익성 개선이 예상됨.

자회사의 성장성도 주목할 시점

- EAP 사업을 영위하는 이지웰니스는 재작년부터 흑자전환하여 동사의 실적에 기여하고 있음. 근로자 정신건강 관리의 중요성에 대한 인식이 확대되고 법안을 통한 의무화로 EAP에 대한 수요는 더 늘어날 것으로 판단됨.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	523	584	731	823	956
영업이익	6	43	70	91	124
지배주주순이익	-3	22	20	57	90
영업이익률	1.2	7.4	9.6	11.0	12.9
EPS	-33	225	197	530	817
PER	-298.6	29.1	43.3	20.8	13.4
PBR	4.1	2.4	2.9	3.5	2.9
ROE	-1.4	9.3	7.4	18.8	24.3

자료: 유안타증권 리서치센터

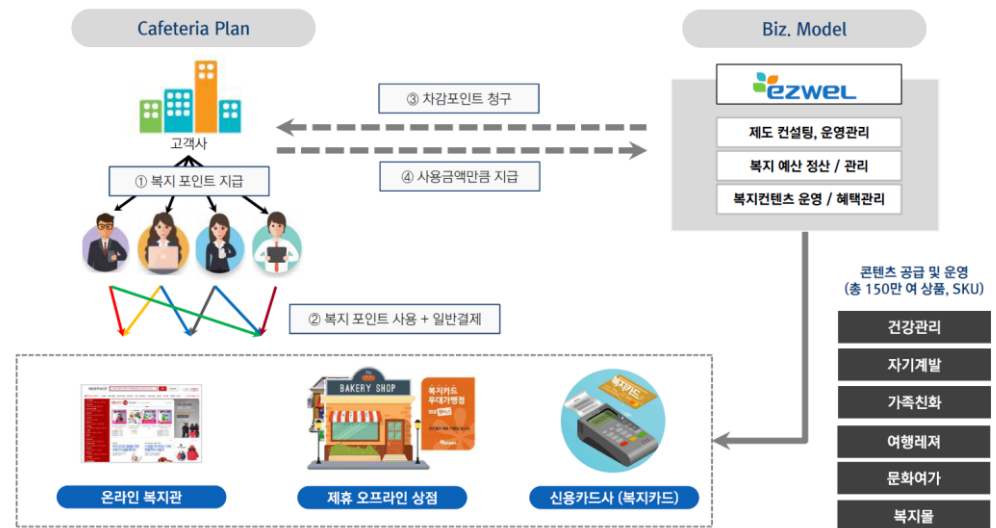
이지웰페어 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	221	151	154	205	212	181	198	232	254	211	225	266	731	823	956
수수료매출	90	77	65	75	107	91	81	92	132	114	99	113	308	371	459
상품매출	123	61	80	106	99	75	103	120	115	80	108	129	371	397	432
자회사 및 기타	7	12	9	24	6	15	15	20	7	17	18	24	52	55	66
원가	110	67	85	113	99	81	109	127	115	87	117	140	376	416	458
원가율	50%	45%	55%	55%	47%	45%	55%	55%	45%	41%	52%	52%	51%	51%	48%
매출총이익	110	83	69	92	112	101	90	104	140	124	108	127	355	407	498
매출총이익률	50%	55%	45%	45%	53%	55%	45%	45%	55%	59%	48%	48%	49%	49%	52%
판매비	68	67	69	81	75	77	77	88	86	91	93	105	285	316	375
인건비	39	37	39	43	40	42	41	45	43	44	45	50	158	169	182
영업이익	42	16	1	11	38	23	13	17	54	33	15	21	70	91	124
영업이익률	19%	11%	0%	6%	18%	13%	7%	7%	21%	15%	7%	8%	10%	11%	13%
지배순이익	28	-37	-2	31	29	8	11	10	44	27	8	11	20	57	90
지배순이익률	13%	-25%	-1%	15%	14%	4%	5%	4%	17%	13%	4%	4%	3%	7%	9%

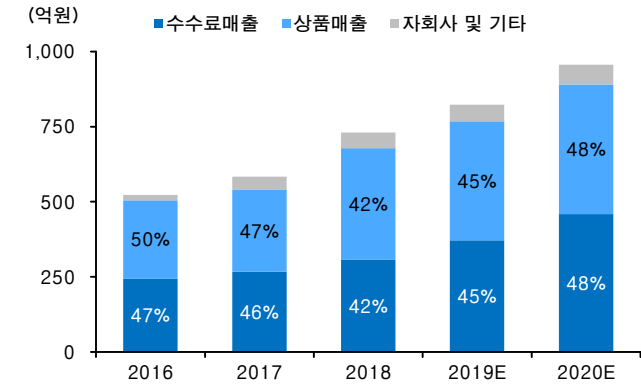
자료: 유안타증권 리서치센터

선택적 복지 위탁 사업 구조



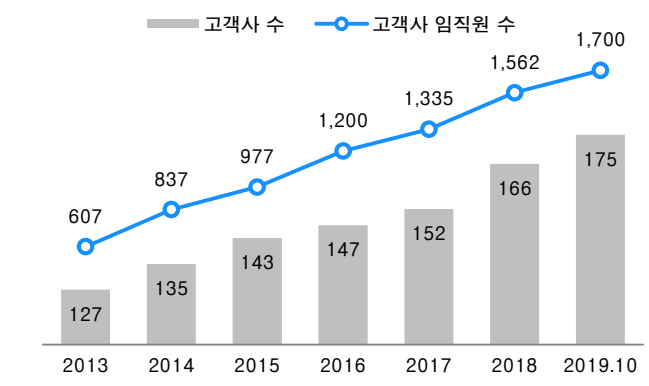
자료: 이지웰페어, 유안타증권 리서치센터

사업부문별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

이지웰페어 고객사 수 및 고객사 임직원 수 추이



자료: 이지웰페어, 유안타증권 리서치센터

이지웰페어 주요 고객

공공 기관



민간 기업



자료: 이지웰페어, 유안타증권 리서치센터

직장 내 정신건강 관련 법안

주제	관련 법안	시행	주요 내용	영향
감정 노동자 보호	감정노동자보호법 (금융 5법, 산업안전보건법, 서울시 외 지자체 조례 등)	2017 2018	- 사업주의 감정노동자 보호의무 강화 - 예방교육 및 정신적 피해 대책 - 불이행시 사업주 처벌	- 감정노동자 심리평가, 상담, 교육, 기타 제도적 지원 예산 확대
위험관리	자살예방법 (자살예방 및 생명존중문화 조성을 위한 법률)	2018	- 근로자의 정신건강 유지를 위한 조치 강구	- 자살예방 교육, 동료상담 교육 확대
	과로사 방지법 (산업안전보건법)	발의중	- 장시간 근로로 인한 건강장해, 과로사 예방	- 직무스트레스 검사 등 모니터링 확대
직장인 정신건강 증진	직무스트레스에 의한 건강장해 예방 규칙 (산업안전보건규칙)	2019	- 직무스트레스 평가, 대책 수립, 복지 지원	- 심리평가 및 제도 지원 검토 기업 증가
	EAP 의무화법 (근로복지기본법)	발의중	- 100인 이상 사업장의 EAP 의무 도입	- EAP 시장 규모 4배 이상 확대
	직장내 괴롭힘방지법 (근로기준법)	2018	- 직장내 괴롭힘 피해자에 대한 보호 조치	- 심리적 고통에 대한 전문적 개입 요구 증가

자료: 이지웰페어, 유안타증권 리서치센터

이지웰페어 (090850) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	340	409	523	584	731
매출원가	108	152	258	291	376
매출총이익	232	257	265	293	355
판매비	183	211	259	250	285
영업이익	49	46	6	43	70
EBITDA	59	58	22	60	87
영업외손익	-7	-7	-8	-11	-46
외환관련손익	0	0	0	-3	0
이자손익	3	2	1	-1	-4
관계기업관련손익	0	-1	-1	0	0
기타	-10	-7	-8	-6	-42
법인세비용차감전순이익	46	39	-2	33	24
법인세비용	8	8	2	10	8
계속사업순이익	38	31	-3	22	17
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	31	-3	22	17
지배지분순이익	38	31	-3	22	20
포괄순이익	36	29	-3	24	15
지배지분포괄이익	36	29	-3	24	18

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	85	71	25	48	20
당기순이익	0	31	-3	22	20
감가상각비	5	6	6	6	7
외환손익	0	0	-1	1	0
중속, 관계기업관련손익	0	1	1	0	0
자산부채의 증감	29	19	0	-20	-62
기타현금흐름	50	14	22	39	56
투자활동 현금흐름	-28	-32	-74	-85	-53
투자자산	2	-7	-55	-1	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	-10	-5	-13	-139
유형자산 감소	0	0	1	2	0
기타현금흐름	-20	-16	-14	-74	86
재무활동 현금흐름	-55	12	-23	104	3
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-7	-7	-3	-6
기타현금흐름	-50	19	-16	107	9
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	2	51	-71	67	-29
기초 현금	100	102	152	81	148
기말 현금	102	152	81	148	119
NOPLAT	41	36	11	29	48
FCF	41	0	10	37	-150

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	318	389	333	582	468
현금및현금성자산	102	152	81	148	119
매출채권 및 기타채권	162	209	183	241	286
재고자산	5	10	27	60	15
비유동자산	175	206	252	221	359
유형자산	51	54	51	105	236
관계기업등 지분관련자산	0	6	4	0	0
기타투자자산	9	13	61	63	64
자산총계	493	595	585	803	827
유동부채	273	335	353	433	534
매입채무 및 기타채무	220	278	281	305	287
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	6	4	120	12
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	276	341	357	553	546
지배지분	216	254	229	250	277
자본금	49	49	49	49	50
자본잉여금	70	81	81	81	96
이익잉여금	147	170	160	181	196
비지배지분	0	0	0	0	4
자본총계	216	254	229	250	281

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	384	315	-33	225	170
BPS	2,302	2,690	2,453	2,679	2,955
DPS	75	75	40	60	60
PER	29.4	39.8	-298.6	29.1	43.3
PBR	4.7	4.5	2.9	2.0	2.6
EV/EBITDA	17.1	20.8	46.3	6.8	15.8
PSR	3.3	3.0	1.9	1.1	1.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	4.3	20.5	27.8	11.6	25.2
영업이익 증가율 (% YoY)	4.1	2.7	-86.8	616.9	61.7
지배순이익 증가율 (% YoY)	2.3	-2.6	적전	흑전	-12.0
매출총이익률 (%)	68.3	62.8	50.7	50.2	48.6
영업이익률 (%)	14.5	11.2	1.2	7.4	9.6
지배순이익률 (%)	0.0	7.6	-0.6	3.8	2.7
ROIC	44.0	0.0	17.6	70.4	20.1
ROA	0.0	5.2	-0.6	2.8	2.4
ROE	16.8	0.0	-1.4	9.3	6.4
부채비율 (%)	127.7	134.0	155.9	221.4	194.5
영업이익/이자비용 (배)			120.8	15.3	11.0

본스 (226340)

고성장하는 실적에 밸류에이션 매력까지

Mid-Small cap

강동근



02 3770 5588

donggeun.kang@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	4,180원
자본금	29억원
시가총액	1,283억원
주당순자산	852원
부채비율	38.43
총발행주식수	30,699,596주
60일 평균 거래대금	24억원
60일 평균 거래량	588,515주
52주 고	6,560원
52주 저	1,865원
외인지분율	1.42%
주요주주	임성기 외 5 인 52.95%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	22.6	9.4	120.0
상대	20.1	8.5	129.5
절대(달러환산)	25.0	11.9	112.0



자료: Myresearch

ODM 사업은 올해에도 안정적인 실적 성장 지속 예상

- 동사의 ODM 사업부문은 작년에 이어 올해에도 안정적인 실적 성장이 지속될 것으로 예상됨. 동사는 해외 화장품 전시회 참가 등을 통해 직접 거래처를 만나면서 유통망을 확대해왔으며 이를 통해 작년 상반기에도 12개의 신규 고객을 확보함. 올해에도 여러 전시회 참가를 통해 신규 거래처를 확보할 수 있을 것으로 예상됨.
- 신규 거래처향 SKU는 처음에 많지는 않겠으나 점진적으로 늘어나면서 매출 성장에 기여할 것으로 판단됨. 또한 Pixi, Watson, Patchology 등 기존 거래처향 매출은 작년에 론칭한 신제품 효과가 지속됨에 따라 성장세를 꾸준히 이어나갈 것으로 예상되며 이에 따라 올해 ODM 매출은 작년 272억원에서 37% 성장한 373억원을 기록할 것으로 전망함.

브랜드 사업은 글로벌 유통망 확대에 따른 실적 고성장 기대

- 동사의 브랜드 사업부문은 북미와 중국에서 유통망이 확대됨에 따라 올해에도 실적 고성장이 기대되며 올해 브랜드 실적은 작년 188억원에서 49% 성장한 281억원이 예상됨.
- 북미 시장에서는 터치인솔 브랜드 제품의 인기가 꾸준한 가운데 주요 유통 채널인 세포라와는 공동개발 신제품 론칭, 얼타와는 올해 상반기 중으로 오프라인 매장 1,000개에 에센스 제품 론칭 및 9구 팔레트 등 신제품 출시를 통해 매출을 확대할 예정임. 또한 작년부터 본격적으로 개시한 Boxycharm, FabfitFun, Birchbox 등 화장품 구독 서비스향 제품 납품은 올해에도 이어질 예정이며 이미 확정되었거나 일정 협의 진행 중에 있음.
- 중국 시장에서는 재작년에 세포라 차이나를 통해 론칭한 프리미엄 색조 브랜드 스테이지큐의 SKU 확대 및 신규 오픈 매장 런칭이 올해에도 지속됨에 따라 실적 성장을 이어나갈 것으로 예상하며 작년 10월에 티몰, 타오바오 등 온라인몰에서 판매를 개시한 터치인솔 제품도 점차 SKU가 확대되면서 실적에 기여할 것으로 기대됨.

고성장하는 실적에 밸류에이션 매력까지 보유

- 동사는 ODM 사업의 안정적인 성장과 브랜드 사업의 고성장으로 올해 매출액 674억원(+41% YoY), 영업이익 133억원(+36% YoY), 지배순이익 100억원(+24% YoY)을 실현할 것으로 예상됨.
- 가파른 실적 성장에도 불구하고 올해 예상 PER은 11.8배로 화장품 피어 대비 현저히 저평가되어 있다고 판단됨.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	150	236	292	477	674
영업이익	24	41	34	97	133
지배주주순이익	10	28	3	81	100
영업이익률	16.0	17.3	11.7	20.4	19.7
EPS	44	107	11	268	325
PER	-	18.3	201.0	14.2	12.8
PBR	-	6.3	2.4	3.5	2.7
ROE	18.4	61.4	1.8	27.8	26.1

자료: 유안타증권 리서치센터

본스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2017	2018	2019E	2020E
매출액	111	98	135	134	236	292	477	674
ODM/OEM	67	60	64	80	168	204	272	373
브랜드	38	34	66	50	68	83	188	281
상품	5	4	4	4	0	5	18	20
매출원가	70	55	70	72	138	171	266	371
판관비	19	24	42	29	58	87	114	160
영업이익	22	19	23	33	41	34	97	143
OPM	20.0%	19.3%	17.0%	24.5%	17.3%	11.8%	20.3%	21.3%
지배순이익	21	12	22	26	28	3	81	100

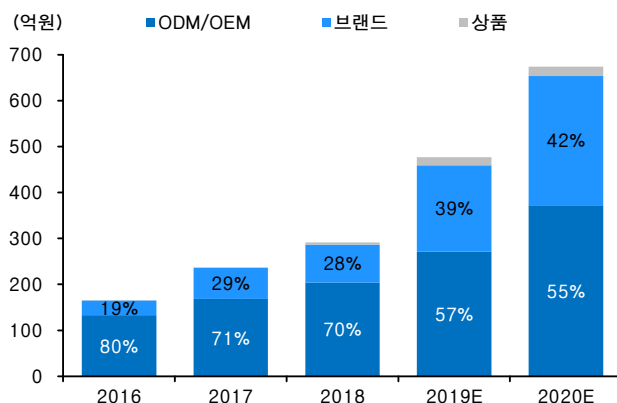
자료: 유안타증권 리서치센터

본스 화장품 브랜드

브랜드명	브랜드 컨셉	분류	타겟 시장
touch in SOL	화려한 컬러감과 독특한 개성을 지닌 한류 스타들의 셀레브리티 메이크업과 시크하고 깊이 있는 매력을 지닌 프로 모델들의 액스테리어 메이크업을 담아낸 TRENDY&STYLISH Cosmetic Brand	색조	아시아, 미국, 중국, 유럽, 중동, 일본
MEDISOFT	INTENSIVE · PROFESSIONAL · EMOTIONAL 피부의 다양한 고민과 문제, 피부의 '현상'에 집중하는 코스메슈티컬 테라피 브랜드	스킨	아시아, 미국, 유럽
Color Gokkake	10~20대 트렌디하고 감각적인 록을 추구하는 여성을 위한 브랜드	색조	아시아, 미국, 중국, 유럽, 중동, 일본
STAGE Q	스테이지Q는 메이크업 아티스트에 의한, 아티스트가 즐겨 사용하는 REAL Artist Selected Cosmetic으로 전문가의 손길로 통해 만들어진 프로페셔널 코스메틱 SEPORA-CHINA CO-BRAND	색조	중국
MIRACLE ISLAND	청정한 토양과 바람이 만들어내는 식물, 자연 그대로 얻어지는 순수한 물, 계절과 시간의 흐름에 따라 만들어지는 솔로루 공법으로 화학적인 요소를 최소화한 브랜드	스킨	유럽, 아시아, 중동, 일본
FOREST HEAL	포레스트힐은 아마존의 신비로운 생명력을 담고있는 천연원료를 토대로 안전하고 신뢰있는 품질을 실현했으며, 아마존의 천연원료와 신기술, 독자적인 원료의 조합으로 피부에 보다 자연스럽고 과학적인 유효 성분	스킨	미국, 중동, 일본

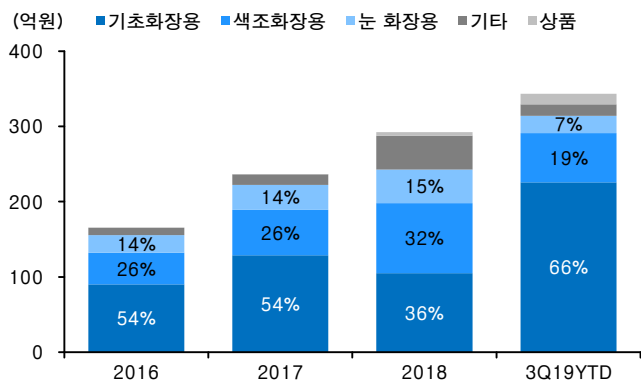
자료: 본스, 유안타증권 리서치센터

사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



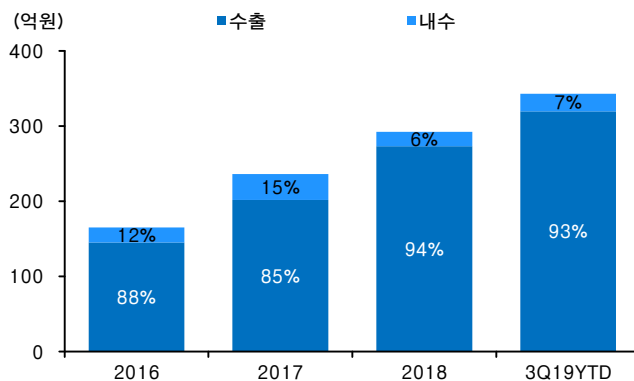
자료: 본스, 유안타증권 리서치센터

제품 분류별 매출 비중 추이



자료: 본스, 유안타증권 리서치센터

내수/수출 매출 비중 추이



자료: 본스, 유안타증권 리서치센터

ODM 주요 매출처



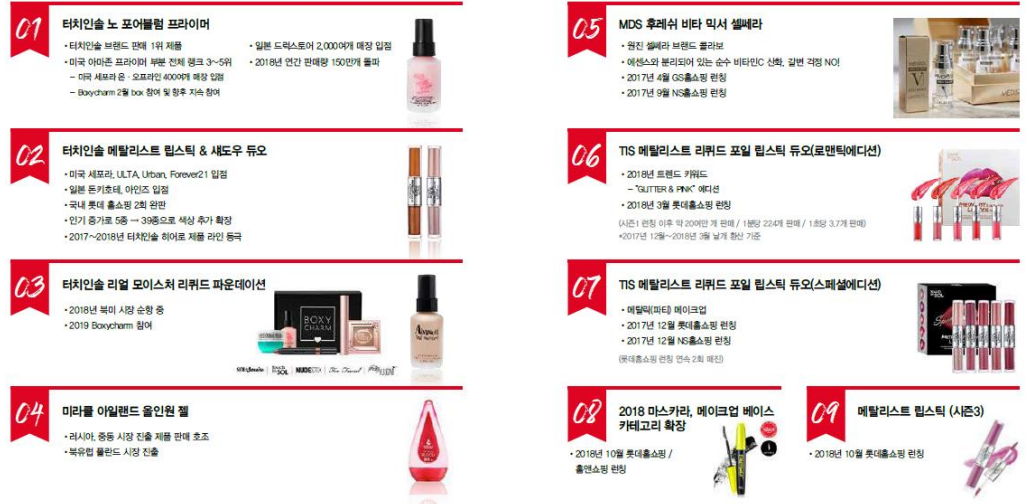
자료: 본느, 유안타증권 리서치센터

ODM 주요 제품



자료: 본느, 유안타증권 리서치센터

브랜드 주요 제품



자료: 유안타증권 리서치센터

본스 (226340) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	59	112	150	236	292
매출원가	41	75	100	138	171
매출총이익	18	37	50	99	121
판매비	13	23	26	58	87
영업이익	5	14	24	41	34
EBITDA	5	14	24	42	36
영업외손익	-1	0	0	-7	-28
외환관련손익	0	0	1	0	0
이자손익	0	0	0	-1	-2
관계기업관련손익	0	7	-7	0	0
기타	-1	-7	6	-6	-27
법인세비용차감전순이익	3	20	17	34	6
법인세비용	1	2	6	6	3
계속사업순이익	3	18	10	28	3
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	18	10	28	3
	0	0	0	28	3
포괄손익	0	0	0	28	4
지배지분포괄이익	0	0	0	28	4

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	3	7	0	30	-56
당기순이익	3	18	10	28	3
감가상각비	1	0	0	1	1
외환손익	0	0	0	3	-1
중속, 관계기업관련손익	0	-7	7	0	0
자산부채의 증감	-2	-8	-19	-6	-94
기타현금흐름	2	3	1	4	35
투자활동 현금흐름	1	-12	-6	3	-4
투자자산	0	0	0	4	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	0	0	-1	-72
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2	-12	-6	-1	68
재무활동 현금흐름	-3	33	-3	2	12
단기차입금	-1	5	-2	0	0
사채 및 장기차입금	-2	-3	-1	3	12
자본	0	1	0	0	0
현금배당	0	0	0	-1	0
기타현금흐름	0	29	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-2	0
현금의 증감	2	28	-9	33	-48
기초 현금	0	2	30	17	50
기말 현금	2	30	21	50	1
NOPLAT	4	12	15	34	17
FCF	4	-4	24	0	-153

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	19	72	87	119	245
현금및현금성자산	2	30	21	50	1
매출채권 및 기타채권	10	17	31	39	113
재고자산	7	13	18	18	62
비유동자산	1	9	6	13	98
유형자산	0	1	1	2	72
관계기업등 지분관련자산	0	7	4	0	0
기타투자자산	0	0	0	1	9
자산총계	21	81	93	133	343
유동부채	12	26	30	37	91
매입채무 및 기타채무	9	14	23	20	53
단기차입금	2	8	6	5	21
유동성장기부채	0	1	0	4	10
비유동부채	5	3	2	3	4
장기차입금	3	0	0	0	0
부채총계	17	29	31	40	95
지배지분	3	52	62	92	248
자본금	4	5	16	16	29
자본잉여금	0	29	18	28	166
이익잉여금	-1	17	28	57	62
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3	52	62	92	248

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	16	79	44	107	11
BPS	4,038	47,744	1,915	2,851	852
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-	-	-	201.0
PBR	-	-	-	-	2.4
EV/EBITDA	-	-	-	-	56.2
PSR	-	-	-	-	2.2

재무비율	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
결산 (12월)					
매출액 증가율 (% YoY)	-	90.2	34.0	94.5	23.7
영업이익 증가율 (% YoY)	-	202.1	76.7	43.0	-16.0
지배순이익 증가율 (% YoY)	-	563.3	-42.3	-70.1	-89.0
매출총이익률 (%)	-	32.9	33.3	41.8	41.4
영업이익률 (%)	-	12.1	16.0	17.3	11.7
지배순이익률 (%)	-	0.0	0.0	12.0	1.1
ROIC	-	74.1	55.4	-	7.7
ROA	-	0.0	0.0	21.4	0.9
ROE	-	66.0	18.4	0.0	1.8
부채비율 (%)	-	56.6	50.6	43.3	38.4
영업이익/이자비용 (배)	-	79.9	133.3	30.5	19.4

원스 (136540)

여전히 꾸준한 성장. Valuation은 최저점

Mid-Small cap

심의섭



02 3770 5719

euiseob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	12,550원
자본금	60억원
시가총액	1,523억원
주당순자산	9,189원
부채비율	46.06
총발행주식수	12,139,563주
60일 평균 거래대금	10억원
60일 평균 거래량	75,446주
52주 고	17,750원
52주 저	11,450원
외인지분율	4.37%
주요주주	금양통신 외 5 인 33.43%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	6.0	(4.0)	11.4
상대	0.4	(9.3)	13.0
절대(달러환산)	8.2	(1.5)	6.9



자료: Myresearch

안정적으로 성장하는 국내 1위 네트워크 보안 기업

- 2011년 나우콤(現 아프리카티비)에서 인적분할하여 설립된 국내 1위 네트워크 보안 사업자. 주력제품은 IPS(침입방지시스템) 및 DDX(디도스공격대응시스템)이며, 보안관제서비스와 SI사업을 추가적으로 영위. 이외 2018년 NGFW(차세대 방화벽)을 출시, 시장에 성공적으로 진입하여 매출 상승 국면 진입. 동사는 17년 이상의 레퍼런스 구축을 통해 통신 3사, 대부분의 국내 공공기관, 금융기관에 제품을 납품하고 있음.
- 네트워크 보안은 흔히 알고 있는 시스템 보안과 달리 인터넷 서버 외곽에 물리적으로 설치되어 서버로 들어가는 데이터 트래픽을 판독, 대응하는 역할을 수행. 동사는 장비를 아웃소싱해 자체 개발한 보안 소프트웨어를 탑재해 장비 형태로 납품. 일반적인 라이선스 판매 방식과 달리 하드웨어 교체주기가 주기적으로 발생. 서버 망 특성에 맞추어 수주가 진행되기 때문에 타 벤더로 이탈이 어려우며, 하드웨어-소프트웨어 결합 노하우 또한 동사 사업의 강력한 진입장벽으로 작용.

2020 일본 우려는 없다. 오히려 더욱 큰 기대를

- 동사는 지난 2011~2013년 일본 최대 통신사 NTT Docomo에 4G망 관련 IPS 장비를 공급하며 큰 폭의 실적 성장을 시현하였으나 이후 추가 수출이 감소하며 부침을 겪음. 하지만 장비 교체 주기가 도래하며 2018년 하반기부터 일본향 수출이 다시 증가하며 실적 재성장기를 맞이. 2019년 동사의 일본향 수출은 약 115억 규모로 추정되며, 2018년 대비 30% 이상, 2017년 대비 3배 이상 증가. 지난 12/17에는 약 93억원 규모의 일본 통신사향 IPS 장비 공급계약 수주를 공시하였으며, 이에 실적 비수기인 1Q20 큰 폭의 매출 증가가 기대되는 상황.
- 2018년 하반기 출시한 NGFW 또한 2020년 기대를 높일 수 있을 것으로 판단. 지난해 시장에 안착하여 40억 가량 매출에 기여. 올해에는 공공기관을 위주로 두 배에 가까운 실적 성장 기대. 보안관제 사업 또한 시장 성장 수혜 및 원격 관제, AI관제 등 기술 고도화로 수익성 개선 전망.

여전히 꾸준한 성장. Valuation은 최저점

- 꾸준한 실적 성장에도 불구하고, 동사 주가는 일본향 매출 둔화 우려 및 수급 영향 등으로 지난 6월 이후 하락을 지속. 수익성이 낮은 공공기업향 SI성 상품매출 축소로 인해 외형적인 성장은 둔화되는 것처럼 보이나, 건실한 이익 성장을 지속하고 있음. 5G망 장비 매출은 트래픽이 폭증할 것으로 기대되는 하반기 이후에 발생할 것으로 전망되며, 고수익성 하이엔드(100G) 장비 매출로 인한 이익 기여 전망. Valuation 최하단에 있는 현 주가 또한 투자 매력도를 높일 것으로 기대.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결, 2016년까지는 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	736	720	707	759	810
영업이익	85	75	109	139	171
지배주주순이익	88	80	116	148	173
영업이익률	11.5	10.4	15.5	18.3	21.1
EPS	775	676	984	1,221	1,427
PER	13.9	17.8	12.9	10.8	8.8
PBR	1.5	1.5	1.2	1.4	1.3
ROE	10.5	0.0	11.6	12.1	13.2

자료: 유안타증권 리서치센터

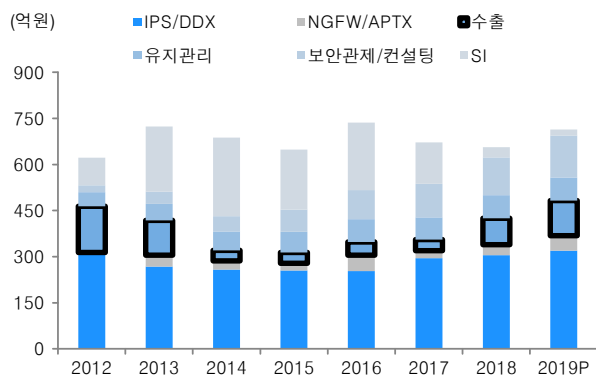
원스 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019P	2020E
연결 매출액	114	150	166	278	143	164	162	290	720	707	759	810
별도 매출액	105	142	155	264	137	149	152	275	672	666	714	760
제품 - (IPS, DDS, NGFW, APTX 등)	54	83	82	191	84	80	77	195	356	410	436	450
서비스 - (유지관리 및 보안관제, 컨설팅 등)	43	52	57	63	50	69	71	75	181	215	265	290
SI	8	7	16	10	4	0	4	5	135	41	13	20
연결 자회사 매출액	8	8	11	14	5	15	10	15	48	41	45	50
매출총이익	56	77	81	136	68	84	85	151	302	350	387	421
GPM %	49%	52%	49%	49%	47%	51%	52%	52%	42%	50%	51%	52%
판매비	54	58	56	73	58	59	55	77	227	241	248	250
영업이익	1	20	25	63	10	26	30	74	75	109	139	171
OPM %	1%	13%	15%	23%	7%	16%	18%	25%	10%	15%	18%	21%
지배주주순이익	15	22	19	60	18	29	28	74	80	116	148	173
NPM %	13%	15%	11%	22%	13%	18%	17%	25%	11%	16%	20%	21%

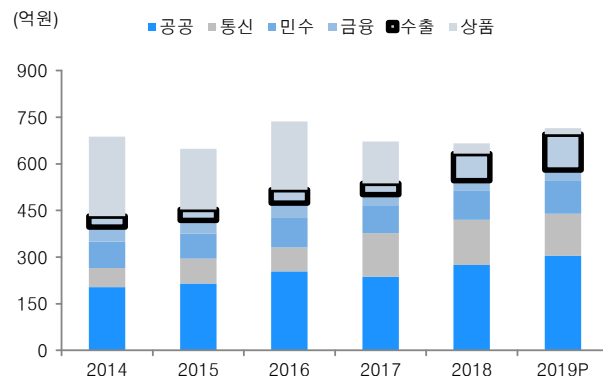
자료: 원스, 유안타증권 리서치센터

제품 서비스별 매출 추이 및 전망(별도 기준)



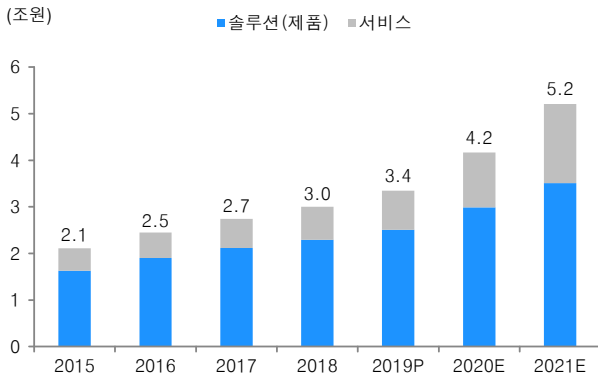
자료: 원스, 유안타증권 리서치센터

고객군별 매출 추이 및 전망(별도 기준)



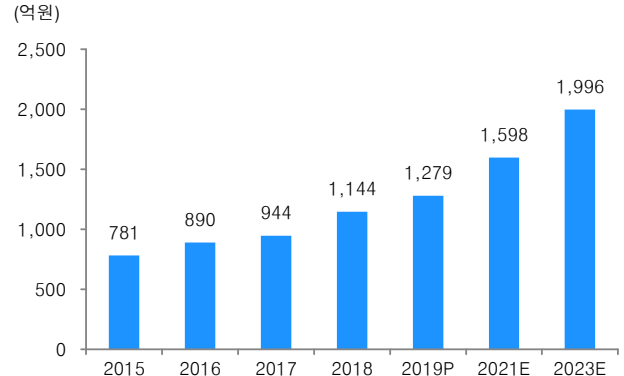
자료: 원스, 유안타증권 리서치센터

정보보안시장 규모 및 전망



자료: 정보보호산업협회, 유안타증권 리서치센터

정보보안산업 수출 규모 및 전망



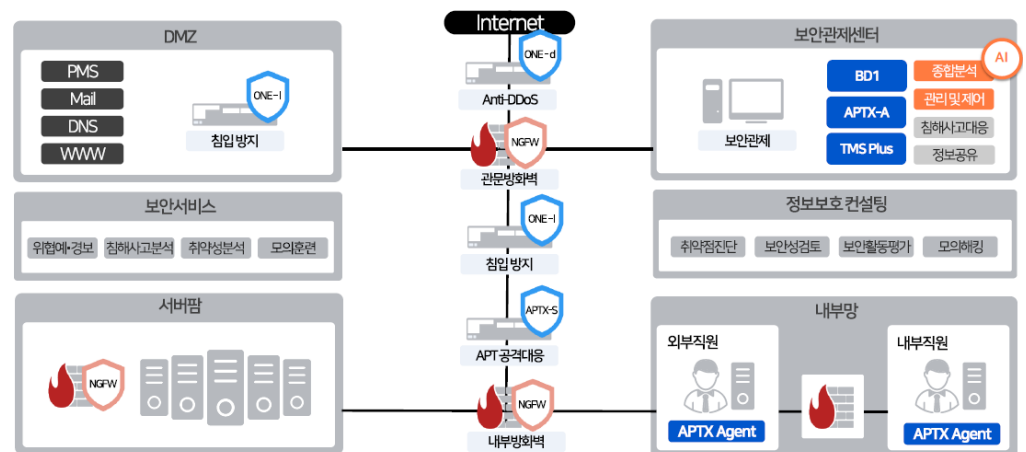
자료: 정보보호산업협회, 유안타증권 리서치센터

사업 영역



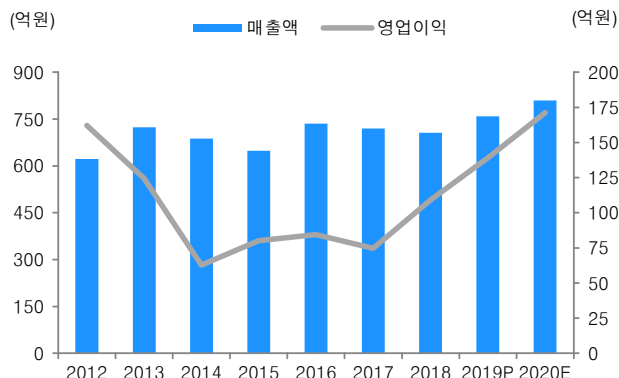
자료: 윈스, 유안타증권 리서치센터

보안솔루션 및 보안서비스 로드맵



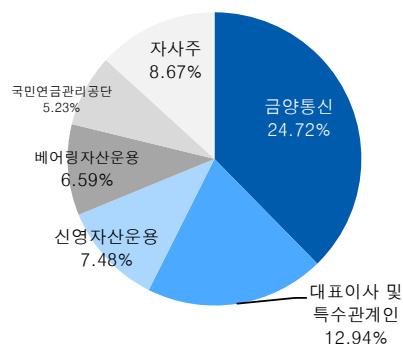
자료: 윈스, 유안타증권 리서치센터

매출액 및 영업이익 추이



자료: 원스, 유안타증권 리서치센터

주주 구성



자료: 원스, 유안타증권 리서치센터

원스 (136540) 재무제표 (K-IFRS 연결, 2016년까지는 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	688	649	736	720	707
매출원가	426	376	455	418	357
매출총이익	262	273	280	302	350
판매비	199	192	196	227	241
영업이익	63	80	85	75	109
EBITDA	85	104	109	101	141
영업외손익	-3	-3	1	15	15
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	4	5	0	3	-5
관계기업관련손익	0	1	-10	7	0
기타	-7	-9	10	6	20
법인세비용차감전순이익	72	126	101	90	124
법인세비용	9	24	13	12	9
계속사업순이익	64	102	88	77	115
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	64	102	88	77	115
지배지분순이익	0	0	0	80	116
포괄순이익	78	94	82	86	115
지배지분포괄이익	78	94	82	89	116

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	88	19	75	164	20
당기순이익	64	102	88	80	116
감가상각비	20	21	22	23	29
외환손익	0	0	2	3	-1
중속, 관계기업관련손익	0	-1	10	-7	0
자산부채의 증감	2	-83	-24	63	-121
기타현금흐름	2	-20	-22	1	-4
투자활동 현금흐름	-52	-45	-226	-69	-137
투자자산	110	345	-153	290	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-12	-241	-241	-112
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-149	-378	167	-119	-26
재무활동 현금흐름	-22	-5	190	-67	107
단기차입금	0	20	0	19	-21
사채 및 장기차입금	0	0	239	-34	145
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-22	-22	-26	-29	-33
기타현금흐름	0	-2	-23	-22	16
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-1	0
현금의 증감	14	-30	39	26	-10
기초 현금	57	71	41	80	106
기말 현금	71	41	80	106	96
NOPLAT	55	65	73	64	101
FCF	-10	61	-111	-116	-119

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	673	719	983	737	752
현금및현금성자산	75	46	82	107	96
매출채권 및 기타채권	227	216	221	148	196
재고자산	64	110	93	80	106
비유동자산	263	302	276	599	784
유형자산	136	130	119	406	267
관계기업등 지분관련자산	88	90	78	0	2
기타투자자산	5	48	47	124	146
자산총계	936	1,021	1,259	1,336	1,536
유동부채	202	216	182	169	157
매입채무 및 기타채무	164	157	144	117	84
단기차입금	0	20	20	39	39
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	218	225	337
장기차입금	0	0	0	1	150
부채총계	202	217	400	394	495
지배지분	733	804	860	903	1,020
자본금	57	57	57	57	60
자본잉여금	356	356	375	397	465
이익잉여금	325	405	466	518	599
비지배지분	0	0	0	39	21
자본총계	733	804	860	942	1,041

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	562	906	775	676	984
BPS	6,643	7,305	7,970	8,848	9,423
DPS	200	240	270	310	320
PER	19.6	12.1	13.9	17.8	12.9
PBR	1.3	1.4	1.5	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.5	5.3	7.1	10.8	8.2
PSR	1.8	1.9	1.7	2.0	2.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	-5.0	-5.7	13.4	-8.6	-1.9
영업이익 증가율 (% YoY)	-49.6	27.9	5.5	-4.3	46.4
지배지분이익 증가율 (% YoY)	-50.5	61.1	-14.5	-1.2	44.6
매출총이익률 (%)	38.0	42.0	38.1	42.1	49.5
영업이익률 (%)	9.1	12.4	11.5	12.0	15.5
지배지분이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	11.9	16.4
ROIC	21.8	21.1	25.8	15.2	16.5
ROA	0.0	0.0	0.0	6.3	7.5
ROE	9.0	13.3	10.5	9.8	11.6
부채비율 (%)	27.6	27.0	46.5	41.9	47.5
영업이익/이자비용 (배)		211.0	20.6	7.4	7.9

알서포트 (131370)

광범위한 수혜가 기대되는 원격지원/제어 솔루션 기업

Mid-Small cap


 shim

02 3770 5719

eui-seob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	2,440원
자본금	53억원
시가총액	1,300억원
주당순자산	1,035원
부채비율	9.70
총발행주식수	53,267,083주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	500,057주
52주 고	4,430원
52주 저	2,030원
외인지분율	22.72%
주요주주	서형수 외 2 인 45.26%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	(11.0)	28.1
상대	(4.0)	(15.8)	29.9
절대(달러환산)	3.4	(8.7)	22.8



자료: Myresearch

아시아 1위 원격지원/원격제어 솔루션 기업

- 2001년 설립, 2014년 코스닥 시장에 스펙 상장한 아시아 1위·글로벌 5위 원격지원/원격제어 솔루션 기업. 주요 제품으로 RemoteCall(원격지원), RemoteView(원격제어), RemoteMeeting(화상회의), Mobizen(스마트폰 미러링/녹화) 등이 있으며, 2019E 기준 매출비중은 RemoteCall 68%, RemoteView 25%, Mobizen 4%, 기타 3%로 구성.
- 2019E 기준 내수 매출(42%)보다 수출(58%) 비중이 높으며, 사업 특성상 원격 근무/원격지원 제도가 활성화 되어 있는 일본향 매출이 전체 매출에서 50% 이상을 차지. 주주 구성은 대표이사 및 사내이사 29.89%, NTT Docomo 15.43% 등.

텔레워크 + 52시간 근무 + 최저임금 상승 + 5G + 지방정부 이전 + 언택트 시대 + 제3인터넷뱅크 + 스마트팩토리 + 원격강의...

- 상기와 같이 동사의 솔루션은 시대적 변화와 더불어 각종 정책 및 제도 변화로 광범위한 수혜를 입을 것으로 전망. 동사의 원격지원 솔루션의 경우 출장비 절감, 원격 모바일/IT기기 고객지원, 비대면 상품 판매 및 계좌 개설 등 B2B, B2C 산업 분야에서 소비자 만족도 및 효율성을 더욱 증대시킬 것으로 기대되며, 원격제어 솔루션은 주 52시간 근무, 최저임금 인상, 가족돌봄 정책 등 텔레워크 시대와 맞물려 국내에서만 700개 이상의 고객사가 사용하며 가파른 매출 성장이 지속되고 있음. 최근에는 중앙관제실에서 산업용 컴퓨터를 제어하는 스마트팩토리에도 솔루션이 점차 도입되는 추세에 있어 꾸준한 성장이 전망됨.
- 특히 일본 시장에서 성장세가 두드러질 것으로 전망. 동사의 RemoteView 해외 매출은 2019년 YoY +71% 성장할 것으로 추정되며, 도쿄올림픽을 전후로 텔레워크 도입 기업 증가로 2020년 또한 고성장 지속 전망. 정책 도입 증가 및 레퍼런스 확대에 향후 매출 성장폭은 더욱 가파를 것.

비용 증가는 추진력을 얻기 위함이었다

- 꾸준한 성장에도 불구하고, 2019년 인건비 증가로 영업레버리지 효과가 상쇄되며 이익 성장이 둔화되었으나, 이는 미래 사업을 위한 포석이었다고 판단. 일본 파트너사에서 요청한 신제품 개발을 지속하고 있으며, 2대주주 NTT Docomo 향 신제품 개발 또한 진행 중인 것으로 파악.
- 안정적인 재무구조와 더불어 향후에도 지속될 성장성 감안 시 매력적인 주가 수준이라는 판단. 연구세액공제로 인한 법인세 감면 혜택, 120억 가량 보유하고 있는 엔화 자산 운용 등으로 인한 영업 외 수익은 덤.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	214	231	247	286	348
영업이익	-2	34	55	63	98
지배주주순이익	0	28	50	97	120
영업이익률	-1.1	14.9	22.2	22.2	28.1
EPS	-4	50	93	182	225
PER	-	46.4	25.2	14.4	10.8
PBR	2.3	3.0	2.0	2.0	1.7
ROE	-0.5	5.6	9.7	14.2	16.1

자료: 유안타증권 리서치센터

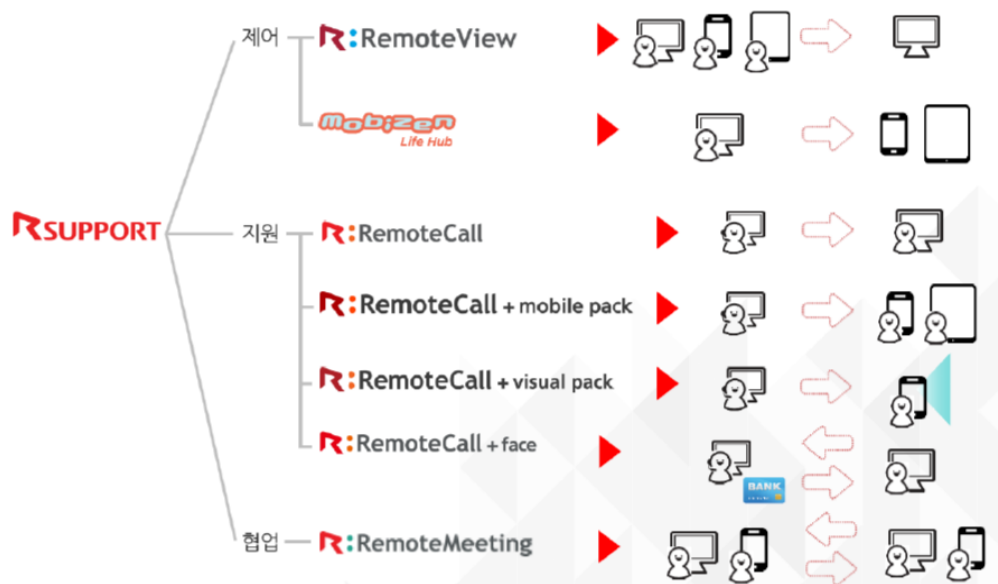
알서포트 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2017	2018	2019P	2020E
매출액	53	59	58	77	68	66	69	84	231	247	286	348
YoY %	13%	16%	-2%	5%	28%	11%	19%	8%	8%	7%	16%	22%
RemoteCall	41	45	43	57	48	43	44	58	186	186	193	210
RemoteView	9	11	11	17	16	18	18	19	34	47	72	113
Mobizen	2	2	2	3	2	3	3	4	7	9	12	14
기타	1	1	2	2	2	2	3	3	4	5	9	11
내수	25	26	26	34	29	28	27	36	101	111	121	135
RemoteCall	19	20	21	25	22	21	19	26	88	84	87	95
RemoteView	3	4	3	6	5	4	5	5	6	16	19	23
Mobizen	2	2	2	2	2	2	2	3	6	7	8	9
기타	0	0	1	1	1	1	2	2	2	3	7	8
수출	28	34	31	43	38	37	41	48	130	136	165	213
RemoteCall	22	26	23	32	26	22	26	32	98	102	106	115
RemoteView	6	7	8	10	11	14	14	14	28	31	53	90
Mobizen	0	1	0	1	1	1	1	2	2	2	4	5
기타	0	1	0	1	1	0	0	1	2	2	2	3
매출총이익	53	59	58	77	68	66	69	84	231	247	286	348
판매비	49	48	46	49	50	52	59	61	196	192	222	250
영업이익	4	11	12	28	17	13	10	23	34	55	63	98
OPM %	8%	18%	20%	36%	26%	20%	14%	27%	15%	22%	22%	28%
당기순이익	13	6	23	8	31	25	20	23	27	50	100	120
NPM %	24%	11%	40%	10%	46%	39%	29%	28%	12%	20%	35%	35%

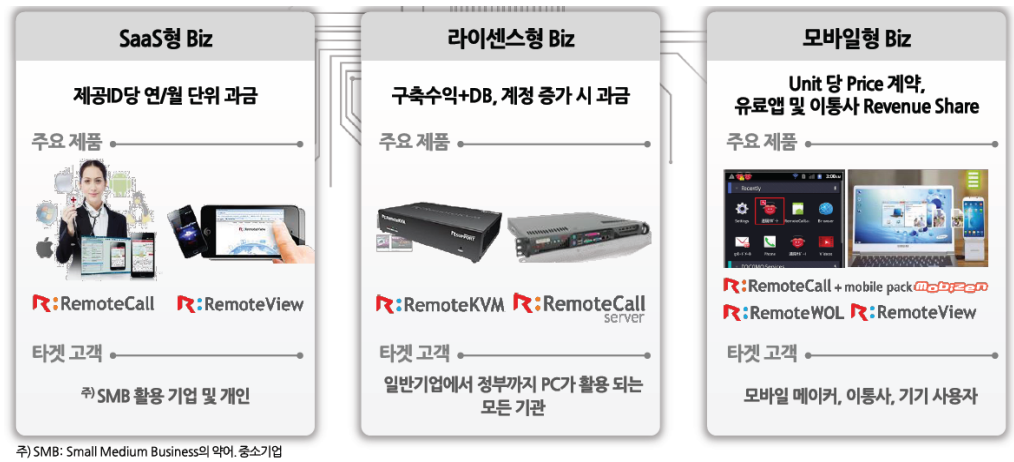
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

제품 라인업



자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

과금 모델



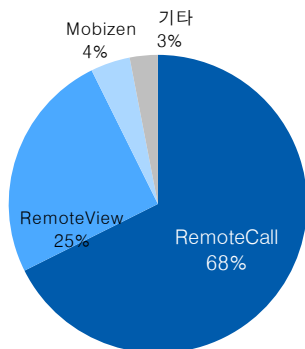
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

국내외 레퍼런스

PC	세계 5대 PC 메이커 포함 글로벌 선도기업	SAMSUNG TOSHIBA	LG전자 FUJITSU	SONY SHARP	lenovo DELL
모바일	세계 모바일 제조 1, 2위를 비롯한 고객군	SAMSUNG doro	LG전자 ONEPLUS	HUAWEI	ALCATEL mobile phones
통신사	한국, 일본을 비롯한 글로벌 대표 기업	SK telecom bouygues	LG U+ CENTRAL WIRELESS	kt	docomo
금융	국내 5대 은행, 인터넷은행을 포함한 금융산업 전반	KB국민은행 한화증권	신한은행 MIRAE ASSET 미래에셋증권	우리은행 KB손해보험	IBK기업은행 농협 KEB하나은행 kakaobank
공공	중앙부처, 공사/공단, 지방자치, 교육기관 전반 고객군	행정자치부 NPS국민연금공단	국세청 한국관공정사	대한민국국방부 LH한국토지주택공사	금융감독원 서울특별시 금융결제원 POSTECH
기타	1차에서 3차 산업까지 업계 우량 고객군	산입 posco	AhnLab hñncom	식품 및 바이오	DAEWOOING Pulmuone

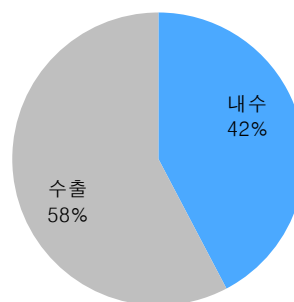
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

제품별 매출 비중



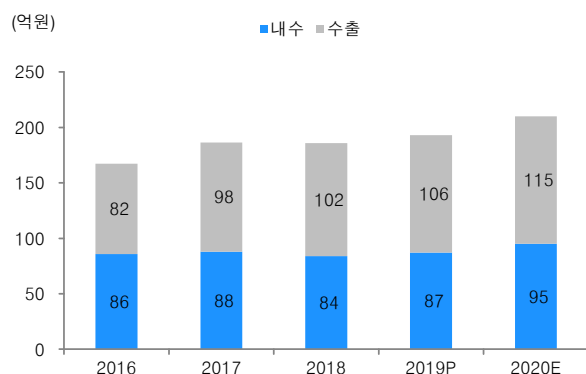
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

내수 및 수출 비중



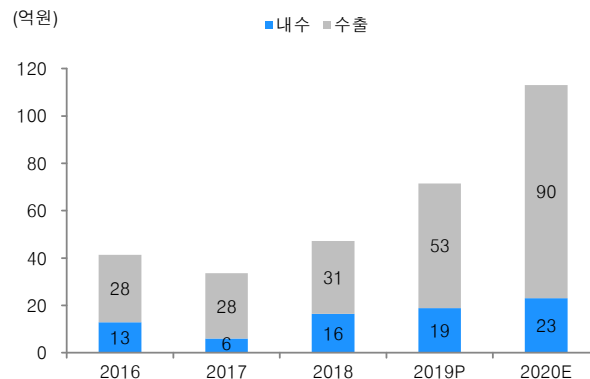
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

원격지원 솔루션 RemoteCall 매출 추이 및 전망



자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

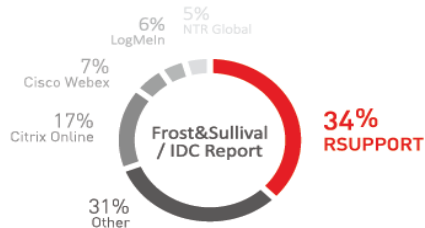
원격제어 솔루션 RemoteView 매출 추이 및 전망



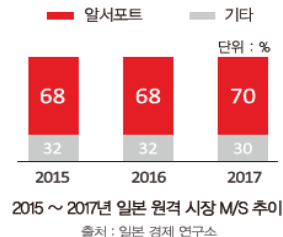
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

시장 점유율 현황

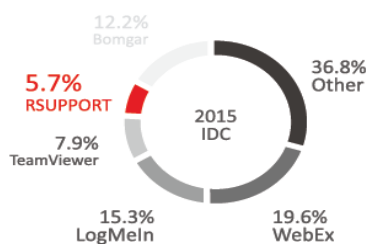
1위 아시아 No.1 원격 시장 점유율



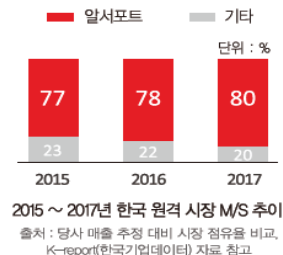
1위 일본 No.1 원격 시장 점유율



5위 글로벌 No.5 원격 시장 점유율



1위 국내 원격 시장 점유율 80%



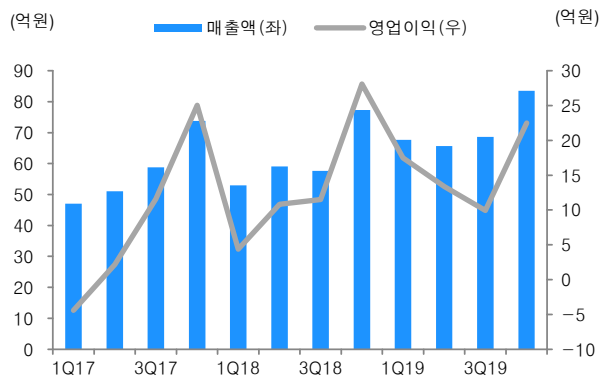
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

회사 연혁



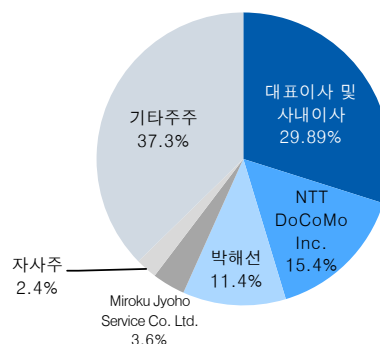
자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

주주 현황



자료: 알서포트, 유안타증권 리서치센터

알서포트 (131370) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	207	185	214	231	247
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	207	185	214	231	247
판매비	202	211	217	196	192
영업이익	5	-26	-2	34	55
EBITDA	11	-20	3	40	60
영업외손익	-7	5	-2	-19	14
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	8	5	3	5	7
관계기업관련손익	-4	-2	-8	-16	5
기타	-12	1	4	-9	2
법인세비용차감전순이익	-2	-21	-4	15	69
법인세비용	3	2	-2	-12	19
계속사업순이익	-5	-24	-2	27	50
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-5	-24	-2	27	50
지배지분순이익	-5	-23	0	28	50
포괄순이익	-4	-22	-1	25	51
지배지분포괄이익	-4	-22	1	26	52

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	25	-21	5	26	-5
당기순이익	-5	-23	0	28	50
감가상각비	4	5	4	4	3
외환손익	5	-2	1	8	-7
중속, 관계기업관련손익	4	2	8	16	-5
자산부채의 증감	16	-9	-4	-21	-76
기타현금흐름	0	7	-4	-9	30
투자활동 현금흐름	19	58	-2	-24	-4
투자자산	-175	21	-24	11	19
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	-4	-1	-1	-1
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	204	40	24	-33	-22
재무활동 현금흐름	-14	-11	9	0	-7
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-11	-7	9	0	-3
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-5	0	0	-4
연결범위변동 등 기타	-7	2	0	-5	2
현금의 증감	24	27	12	-2	-14
기초 현금	53	76	103	116	113
기말 현금	76	103	116	113	100
NOPLAT	17	-29	-1	61	40
FCF	8	-34	-26	37	-21

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	346	312	302	344	339
현금및현금성자산	76	103	116	113	100
매출채권 및 기타채권	42	40	38	56	61
재고자산	1	1	1	1	6
비유동자산	246	245	212	200	250
유형자산	15	12	9	7	5
관계기업등 지분관련자산	139	104	43	36	22
기타투자자산	26	67	76	67	146
자산총계	592	556	515	544	589
유동부채	52	42	40	41	47
매입채무 및 기타채무	22	17	16	15	18
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	7	2	0	0	4
비유동부채	2	0	11	12	5
장기차입금	1	0	11	11	5
부채총계	54	42	51	54	52
지배지분	538	514	464	492	539
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	357	357	357	357	357
이익잉여금	140	117	75	103	153
비지배지분	0	1	-1	-2	-2
자본총계	538	515	463	490	537

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	-9	-45	-4	50	93
BPS	1,017	975	886	937	1,031
DPS	0	0	0	0	10
PER	-432.2	-62.0	-2,718.6	46.4	25.2
PBR	3.4	2.4	2.3	3.0	2.0
EV/EBITDA	-375.7	-48.6	-580.9	80.5	13.9
PSR	9.6	7.9	5.6	5.6	5.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	-3.6	-10.7	15.6	7.7	7.1
영업이익 증가율 (% YoY)	-91.5	적전	적지	흑전	59.3
지배순이익 증가율 (% YoY)	적전	적지	적지	흑전	81.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	2.6	-14.1	-1.1	14.9	22.2
지배순이익률 (%)	-2.2	-12.7	-0.2	12.0	20.3
ROIC	21.7	-40.2	-29.0	57.0	55.7
ROA	-0.8	-4.2	-0.1	5.1	8.5
ROE	-0.9	-4.5	-0.5	5.6	9.7
부채비율 (%)	10.0	8.2	11.1	11.0	9.7
영업이익/이자비용 (배)	8.4	-325.6	-19.7	191.1	

나무기술 (242040)

바야흐로 5G와 클라우드 시대

Mid-Small cap

심의섭



02 3770 5719

euiseob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	2,770원
자본금	27억원
시가총액	807억원
주당순자산	547원
부채비율	123.90
총발행주식수	29,137,820주
60일 평균 거래대금	13억원
60일 평균 거래량	414,251주
52주 고	4,210원
52주 저	1,425원
외인지분율	0.99%
주요주주	이수병 외 8 인 37.64%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.8	(4.2)	109.8
상대	5.8	(9.4)	112.8
절대(달러환산)	14.0	(1.7)	101.2



자료: Myresearch

높은 경쟁력과 미래 지향적인 사업 구조

- 2001년 설립, 2016년 11월 코넥스 시장 상장, 2018년 12월 스팩합병을 통해 코스닥 시장에 상장한 IT 서비스 기업. PC 및 네트워크 가상화 기술을 기반으로 성장하여 4G 네트워크 가상화 망구축 사업에 참여하였으며, 금융권 망분리 의무화에 따른 가상화 사업 확대와 더불어 2017년 자체 개발 컨테이너 클라우드 관리 플랫폼 '각테일 클라우드'를 출시하며 사업 영역 지속 확대.
- 또한 5G 네트워크 인프라의 가상화를 위한 컨테이너 클라우드 기술을 국내 최초로 상용화한 솔루션 '5G NFV(5G Network Function Virtualization)'를 삼성전자를 통해 글로벌 통신사업자 공급 시작. 컨테이너 NFV 기술은 네트워크를 가상화하여 한 대의 서버/OS에서 다양한 애플리케이션을 구동하여 여러 대의 서버 역할을 수행할 수 있게 만드는 기술. 트래픽 증가에 따른 물리적 서버 증설 부담을 낮춰 줌과 동시에 서버 리소스를 효율적으로 사용할 수 있어 국내외 통신사업자들이 5G 인프라에 채택하고 있는 솔루션.

바야흐로 5G와 클라우드 시대

- 당사는 국내를 비롯하여 2020년 글로벌 5G 인프라 투자 증가에 따른 수혜를 고스란히 받을 것으로 전망. 2007년부터 현재까지 총 9개 국내외 통신사업자에 공급했던 레퍼런스를 바탕으로 end-user 확대 또한 예상되며, 공급사인 삼성전자 네트워크 장비 증산 및 점유율 확대에 따른 수혜도 지속될 것으로 기대.
- 클라우드 부문 주력 제품 '각테일 클라우드' 또한 정부의 개인정보 관련 규제 완화와 더불어 대기업의 클라우드 이용 증가 등으로 2020년 폭발적인 성장 전망. 당사의 각테일 클라우드는 컨테이너 기반 멀티 하이브리드 플랫폼으로, 고객이 AWS, Azure, GCS 등의 클라우드 서비스를 동시에 사용하면서 특정 클라우드 환경에 종속되지 않고 클라우드간 이동을 가능하게 해줌. 2018년 10월 340억 달러 규모로 IBM이 인수한 Red hat의 Open Shift 제품과 동일한 컨테이너 엔진을 기반으로 구성되었으며, 국내 금융권 BMT에서도 우수한 성능을 나타내어 향후 큰 성장이 기대됨. 최근 투자한 빅데이터 그래프 분석 솔루션 기업 '사이람'과 향후 시너지도 기대.

2020E 1,000억 매출 달성 기대. 미래 지향적 사업에 대한 가치 재평가 전망

- 2020E 매출액 1,000억(YoY +28.7%), 영업이익 60억원(YoY +233.3%) 전망. 매출 증가에 따른 레버리지 효과와 더불어 각테일 클라우드 매출 본격 상승으로 이익률 개선 또한 기대되는 상황. 실적 성장과 더불어 미래 지향적 사업에 대한 사업 가치 재평가 또한 기대.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
매출액	494	600	657	777	1,000
영업이익	21	15	-41	18	60
지배주주순이익	16	9	-66	35	50
영업이익률	4.3	2.5	-6.2	2.3	6.0
EPS	71	32	-268	120	172
PER	-	-	-	23.1	16.1
PBR	-	-	2.8	5.2	4.8
ROE	-	12.7	-70.0	23.7	29.0

자료: 유안타증권 리서치센터

나무기술 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019E	2020E
연결 매출액	494	600	657	777	1,000
별도 매출액	330	413	469	586	780
서버, 스토리지 장비 류	47	244	286	389	490
솔루션(클라우드)	165	66	52	60	85
솔루션(NCC)	33	11	6	13	25
솔루션(Cocktail)	10	15	2	9	40
시스템용역	3	3	20	14	20
솔루션용역	72	63	103	66	80
기타	-	10	-	36	40
연결 자회사 매출액	164	187	188	191	220
매출총이익	91	84	49	122	180
GPM %	18.4%	14.0%	7.5%	15.7%	18.0%
판관비	70	69	90	104	120
영업이익	21	15	-41	18	60
OPM %	4.3%	2.5%	-6.2%	2.3%	6.0%
지배주주순이익	16	9	-66	35	50
NPM %	3.3%	1.5%	-10.0%	4.5%	5.0%

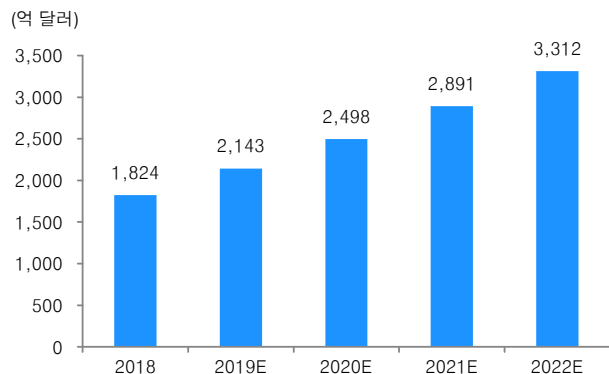
자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

사업 영역



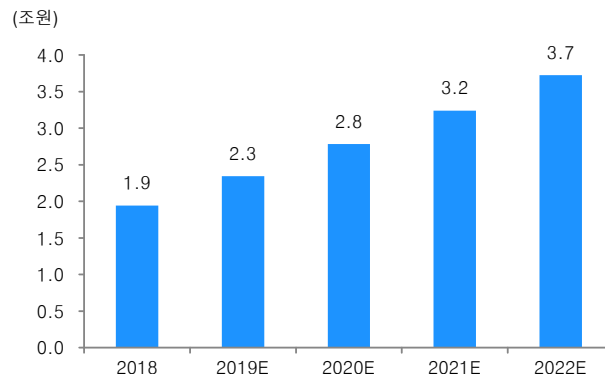
자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

전세계 퍼블릭 클라우드 서비스 매출 전망



자료: 가트너, 유안타증권 리서치센터

국내 퍼블릭 클라우드 서비스 최종 사용자 지출 합계



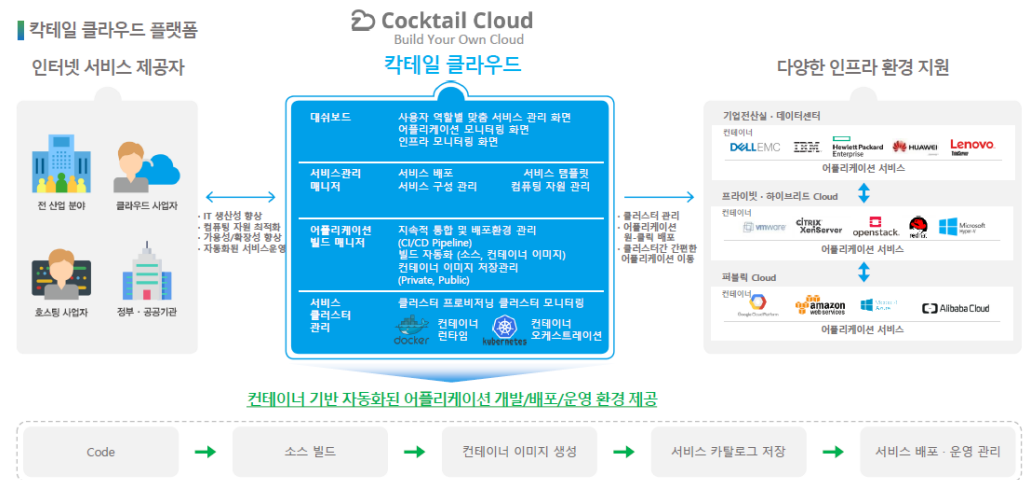
자료: 가트너, 유안타증권 리서치센터

5G NFV 사업 현황



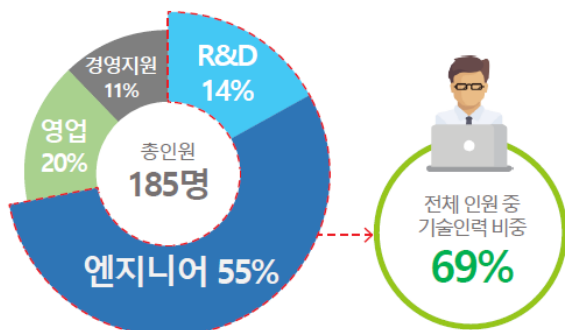
자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

클라우드 솔루션 각테일 클라우드 서비스 개요도



자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

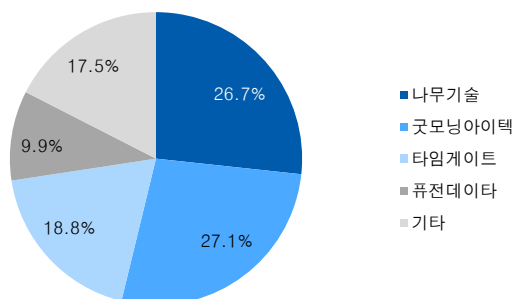
기술인력 구성 현황



* 주 : 나무기술 및 관계사(아스펜스, 아콘소프트, 일본 및 미국법인) 포함(2019.08.01 기준)

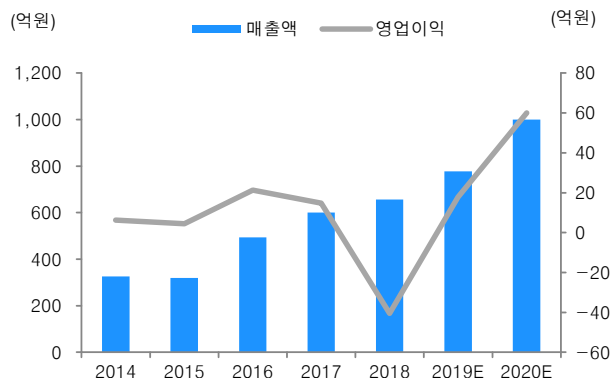
자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

가상화 사업 시장점유율(2018년 기준)



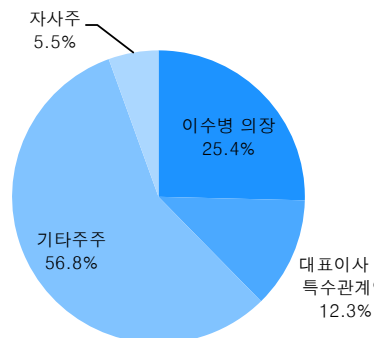
자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

매출액 및 영업이익 추이



자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

주주 구성



자료: 나무기술, 유안타증권 리서치센터

나무기술 (242040) 재무제표 (K-IFRS 연결, 2014 년까지는 개별)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	326	319	494	600	657
매출원가	245	254	403	516	608
매출총이익	81	65	91	84	49
판매비	75	61	70	69	90
영업이익	6	4	21	15	-41
EBITDA	6	4	23	17	-38
영업외손익	-1	5	0	-2	-40
외환관련손익	0	0	2	0	0
이자손익	-2	-2	-2	-1	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	7	0	-1	-38
법인세비용차감전순이익	3	7	21	13	-80
법인세비용	2	1	3	4	-7
계속사업순이익	1	6	17	9	-73
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	6	17	9	-73
지배지분순이익	0	0	16	9	-66
포괄순이익	0	0	19	7	-74
지배지분포괄이익	0	0	19	8	-67

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	23	-2	-11	-6	-64
당기순이익	1	6	16	9	-66
감가상각비	2	1	1	1	2
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	14	-14	-33	-25	-30
기타현금흐름	6	4	4	8	31
투자활동 현금흐름	-3	-13	-1	-7	65
투자자산	0	-3	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	-2	-2	-4
유형자산 감소	0	0	2	0	0
기타현금흐름	-2	-9	-1	-5	70
재무활동 현금흐름	-14	13	14	11	11
단기차입금	-14	8	1	19	10
사채 및 장기차입금	0	2	-9	-12	2
자본	0	5	5	5	0
현금배당	0	-2	0	0	0
기타현금흐름	0	0	19	0	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	5	-3	2	-2	12
기초 현금	0	5	7	9	7
기말 현금	5	2	9	7	19
NOPLAT	2	4	18	10	-37
FCF	-9	-5	0	-16	-76

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	78	101	135	255	326
현금및현금성자산	5	2	9	7	19
매출채권 및 기타채권	39	56	92	195	178
재고자산	24	24	23	28	50
비유동자산	14	17	20	23	25
유형자산	4	4	3	3	6
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	8	11	13	6
자산총계	92	118	155	279	351
유동부채	66	70	85	197	184
매입채무 및 기타채무	37	50	57	157	142
단기차입금	12	19	12	31	40
유동성장기부채	15	0	12	5	1
비유동부채	8	20	8	7	33
장기차입금	0	0	0	0	3
부채총계	73	90	92	204	217
지배지분	18	28	54	64	126
자본금	5	10	12	12	27
자본잉여금	0	0	13	15	157
이익잉여금	14	18	30	38	-29
비지배지분	0	0	9	11	8
자본총계	18	28	63	75	134

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	7	36	71	32	-268
BPS	18,406	13,742	2,725	3,229	526
DPS	0	20	0	0	0
PER	-	-	-	-	-8.1
PBR	-	-	-	-	2.8
EV/EBITDA	-	-	-	-	-4.8
PSR	-	-	-	-	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	11.0	-2.2	3.6	21.4	9.5
영업이익 증가율 (% YoY)	-15.6	-30.3	280.3	-31.1	적전
지배순이익 증가율 (% YoY)	17.2	463.9	109.3	-45.8	적전
매출총이익률 (%)	24.9	20.5	18.4	14.0	7.5
영업이익률 (%)	1.9	1.4	4.3	2.5	-6.2
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	3.3	1.5	-10.0
ROIC	6.7	11.1	23.1	11.2	-38.5
ROA	0.0	0.0	10.5	3.2	-18.8
ROE	6.4	27.7	35.3	12.7	-70.0
부채비율 (%)	398.5	320.6	146.7	273.0	162.1
영업이익/이자비용 (배)	2.7	2.1	10.3	8.3	-17.4

파이오링크 (170790)

2020년 영업 레버리지가 기대되는 보안 전문 기업

Mid-Small cap

심의섭



02 3770 5719

euiseob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	8,800원
자본금	34억원
시가총액	603억원
주당순자산	5,163원
부채비율	38.44
총발행주식수	6,856,330주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	75,750주
52주 고	9,170원
52주 저	4,420원
외인지분율	1.96%
주요주주	조영철 외 3 인 39.28%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.6	56.9	97.8
상대	5.7	48.4	100.6
절대(달러환산)	13.8	61.0	89.7



자료: Myresearch

오랜 업력과 꾸준한 성장을 지속해 온 네트워크 보안 전문 기업

- 2000년 설립, 2013년 코스닥 시장에 상장한 네트워크 보안 전문 기업. 주요 사업으로 ADC (Application Delivery Controller) 및 보안 스위치(L2/L3 Switch), 웹방화벽 및 보안 관제·컨설팅 등을 영위하고 있으며, 부문별 매출 비중은 2019E 기준 ADC 43%, 보안스위치 20%, 웹방화벽 6%, 용역 매출 및 기타 33%로 구성.
- ADC는 데이터센터/전산실의 주요 구성요소로서 트래픽 부하분산(Load Balancing) 기능과 더불어 SSL 가속 및 처리 등을 담당하는 네트워크 솔루션 제품으로 연간 800억 규모의 국내 시장에서 30%대의 M/S로 1위를 유지하고 있음. **보안 스위치**는 PC와 네트워크 사이에서 트래픽을 목적으로 전송하는 관문 역할을 담당하는 L2/L3 스위치에 보안 기능과 클라우드를 통한 관리/제어 기능을 탑재해 관리 효율을 높인 '클라우드 보안 스위치'로 국내 및 일본 시장 공략 중. **보안 관제·컨설팅** 사업은 원격관제 및 파견관제, AI기반 보안관제 등 서비스를 다각화하고 있으며, 시장 점유율은 낮으나 사업 확장 지속 중에 있으며, '19년 흑자전환 기대.

2020년에도 기대되는 성장과 수혜

- ADC 시장은 5G 시대와 더불어 유무선 통신 트래픽이 지속 증가하는 환경에서 데이터센터의 양적 증가 외에도 데이터 전송 효율성에 대한 요구 증가, 데이터 처리에 필요한 요구 지능 향상 등으로 인해 질적 성장까지 지속되고 있음. 4Q18~1Q19 국내 메이저 금융사 네트워크 장비 고도화 프로젝트에 신규로 장비를 납품하며 레퍼런스를 확대하였으며, 이를 바탕으로 한 매출 성장 지속과 더불어 올해에도 지속될 데이터센터 및 클라우드 센터 투자 수혜로 고성장 지속 전망. 최근 경쟁사 ADC 제품에서 보안 취약점이 발견된 바 있어 반사이익 또한 가능할 것으로 전망.
- 보안 스위치 제품의 경우 일본형 클라우드 보안 스위치 수출이 작년보다 지속 증가하였으며, 올해 큰 폭 성장 전망. L2/L3 스위치 시장 내에서 클라우드 보안 스위치의 규모는 미미하나, 미래 지향적 네트워크 보안 장비라는 측면에서 향후 성장성은 굉장히 크다고 판단.

2020E 영업 레버리지 효과로 높은 이익 성장 기대. 저평가 매력은 덤

- 동사는 50%에 달하는 매출총이익률과 더불어 안정적인 판관비 지출로 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과가 큰 사업 구조 보유. 2020E 매출 고성장 지속과 더불어 영업 레버리지 효과로 YoY +83%에 달하는 영업이익 성장 기대. 2019E PER 13x, 2020E 6.7x로 Valuation 매력 또한 높다고 판단.

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
매출액	287	186	274	356	458
영업이익	15	-17	11	49	90
지배주주순이익	-29	-30	4	47	90
영업이익률	5.4	-9.0	4.1	13.8	19.6
EPS	-419	-438	53	680	1,310
PER	-17.9	-15.7	105.2	12.9	6.7
PBR	1.4	1.2	0.9	1.7	1.7
ROE	-7.5	-8.8	1.1	12.4	21.3

자료: 유안타증권 리서치센터

파이오링크 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	38	45	42	62	49	47	61	117	74	76	84	130	274	356	458
ADC	25	28	24	38	18	21	28	54	39	28	30	55	121	152	175
보안스위치	7	9	2	10	19	9	11	18	9	16	21	25	57	71	100
웹방화벽	3	4	3	3	6	5	4	7	4	6	4	7	22	22	25
상품매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	-	6	8
용역매출 등	3	4	13	10	6	11	17	39	22	24	26	40	74	113	150
매출총이익	21	26	26	33	28	18	30	66	34	34	40	68	141	175	220
GPM %	57%	58%	61%	54%	57%	38%	48%	56%	46%	46%	47%	52%	51%	49%	48%
판매비	29	29	33	31	32	31	31	35	33	28	30	35	129	126	130
영업이익	-8	-4	-7	2	-4	-13	-1	31	1	6	9	33	11	49	90
OPM %	-21%	-8%	-17%	3%	-9%	-28%	-2%	26%	1%	8%	11%	25%	4%	14%	20%
당기순이익	-6	9	-5	-28	-3	-22	0	38	0	7	9	30	4	47	90
NPM %	-17%	21%	-12%	-45%	-6%	-47%	0%	32%	0%	10%	11%	23%	1%	13%	20%

자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

파이오링크 ADC 장비 PAS-K



자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

ADC의 다양한 역할 TiController

- 다양한 부하분산(Load Balancing)
- 다양한 리다이렉션
- 다양한 이중화(Failover)
- TCP 멀티플렉싱
- REST API
- HTTP 압축 및 메모리 캐싱
- 네트워크 방화벽
- 트랜잭션 보장 및 HTML 최적화
- 서버 오프로드
- 네트워크 주소 변환
- 네트워크 레벨 보안
- DDoS 방어 및 서버 정보 은폐
- Script 기반 제어 및 설정
- 트래픽 폭주 제어 및 연결 보장
- 클라우드 오케스트레이션 연동 플러그인 등

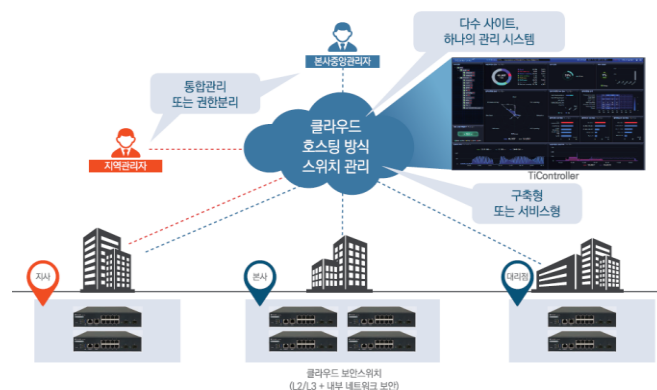
자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

파이오링크 클라우드 보안스위치 TiFRONT 및 관리시스템



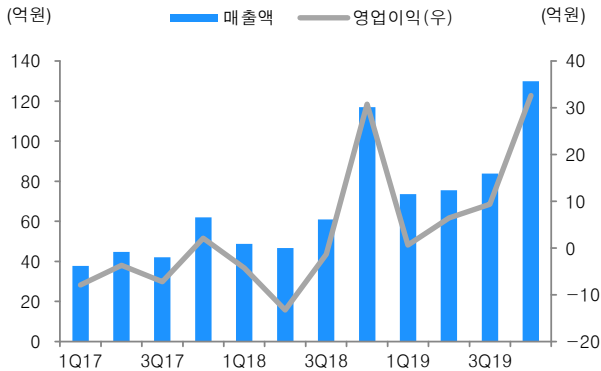
자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

클라우드 보안 스위치 개요도



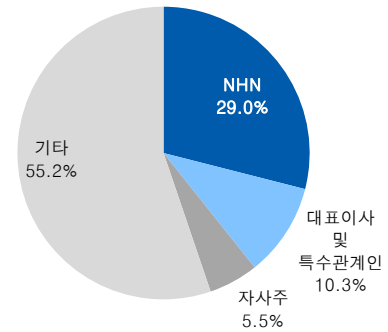
자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

주주 구성



자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

파이오링크 (170790) 재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	223	213	287	186	274
매출원가	85	85	135	80	133
매출총이익	138	128	152	106	141
판매비	112	144	136	123	129
영업이익	25	-16	15	-17	11
EBITDA	28	-6	29	-4	22
영업외손익	0	-9	-29	-8	-9
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	3	7	6	7	5
관계기업관련손익	0	0	0	0	1
기타	-3	-16	-35	-15	-14
법인세비용차감전순이익	29	-28	-20	-16	10
법인세비용	-2	5	9	14	7
계속사업순이익	31	-34	-29	-30	4
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	-34	-29	-30	4
지배지분순이익	24	-27	-18	-24	0
포괄순이익	31	-34	-28	-28	4
지배지분포괄이익	31	-34	-28	-28	4

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	22	13	28	34	9
당기순이익	0	0	-29	-30	4
감가상각비	4	5	5	4	4
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	-1
자산부채의 증감	-21	8	-21	22	-30
기타현금흐름	39	1	73	37	31
투자활동 현금흐름	-68	-93	-36	-41	23
투자자산	-11	-51	1	6	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-7	-3	-14	-3	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-50	-39	-23	-44	23
재무활동 현금흐름	-3	139	-17	-12	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-3	-7	0	0	-2
자본	0	147	0	0	0
현금배당	-4	-3	0	0	0
기타현금흐름	4	2	-17	-12	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-49	60	-25	-20	30
기초 현금	150	101	161	136	117
기말 현금	101	161	136	116	147
NOPLAT	27	-19	22	-31	4
FCF	-16	9	2	-29	0

자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	276	355	341	317	346
현금및현금성자산	101	161	136	116	147
매출채권 및 기타채권	51	65	80	60	98
재고자산	70	55	32	31	35
비유동자산	113	161	124	111	117
유형자산	29	31	28	38	36
관계기업등 지분관련자산	17	46	30	30	35
기타투자자산	5	17	7	8	5
자산총계	389	516	464	428	463
유동부채	52	59	51	49	64
매입채무 및 기타채무	27	41	23	28	35
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	7	0	0	0	0
비유동부채	40	48	50	56	65
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	92	107	101	105	129
지배지분	297	409	364	323	335
자본금	26	34	34	34	34
자본잉여금	122	263	263	263	266
이익잉여금	149	111	83	55	64
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	297	409	364	323	335

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	604	-521	-419	-438	53
BPS	5,620	5,964	5,487	4,990	5,163
DPS	60	0	0	0	0
PER	19.1	-21.7	-17.9	-15.7	105.2
PBR	2.5	1.3	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA	18.6	-11.3	-23.0	-20.8	7.3
PSR	2.7	3.4	1.8	2.5	1.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	42.8	-4.6	34.9	-35.0	46.7
영업이익 증가율 (% YoY)	322.3	적전	흑전	적전	흑전
지배순이익 증가율 (% YoY)	97.9	적전	적지	적지	흑전
매출총이익률 (%)	61.7	60.0	52.9	56.9	51.4
영업이익률 (%)	11.3	-7.7	5.4	-9.0	4.1
지배순이익률 (%)	10.6	-12.6	-6.2	-13.1	0.0
ROIC	17.3	-10.4	20.6	-13.6	6.9
ROA	6.1	-5.2	-3.8	-5.7	0.0
ROE	11.0	-9.5	-7.5	-8.8	1.1
부채비율 (%)	31.0	26.1	27.7	32.5	38.4
영업이익/이자비용 (배)	86.5	-	-	-	1125.0

효성ITX (094280)

변화의 해

Mid-Small cap

심의섭

02 3770 5719

euiseob.shim@yuantakorea.com



투자의견: N/R

주가 (01/08)	15,600원
자본금	62억원
시가총액	1,803억원
주당순자산	3,556원
부채비율	165.48
총발행주식수	12,428,000주
60일 평균 거래대금	8억원
60일 평균 거래량	53,563주
52주 고	17,050원
52주 저	9,130원
외인지분율	1.75%
주요주주	조현준 외 1 인 68.02%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	16.7	58.9	57.4
상대	11.7	47.7	47.3
절대(달러환산)	19.0	63.0	50.9



자료: Myresearch

안정적인 본업과 그룹사 내 중추적 역할이 기대되는 스마트팩토리 사업

- 1997년 설립, 2001년 효성그룹에 인수되었으며, 2007년에 코스피 시장에 상장. 주 사업으로 외주 컨택센터(콜센터)를 운영하고 있으며, 이 외 IT사업(스마트팩토리, 그룹사 SI/SM, CDN, 화웨이 통신장비 총판 및 Tanium社 보안솔루션 총판), 디스플레이 사업(日 NEC社 한국 총판 및 유지보수 등)을 영위.
- 2019E 기준 사업 부문별 매출 비중은 컨택센터 73%, IT사업 18%, 디스플레이 사업 11%로 컨택센터가 대부분을 차지. 사업 특성상 영업이익률이 3%대로 낮은 편이나, 컨택센터 시장은 연간 약 3%대의 꾸준한 성장을 지속하고 있으며, 은행·증권사 비대면 채널 확대, 인터넷 전문 은행 및 이커머스 산업 성장과 더불어 STT(음성인식) 및 TA(텍스트분석)등 IT 기술을 접목한 다양한 솔루션들을 통해 사업을 확대하며 새로운 기회를 맞이하고 있음.
- 스마트팩토리 사업의 경우 효성그룹 제조 계열사들을 대상으로 품질 및 공정 관리, 이상 탐지 및 예측 등 최적 조건의 고급 공정 제어 솔루션 공정 및 품질 최적화 스마트팩토리 구현을 목표로 순차적으로 추진 중에 있어 2020년 매출 확대 및 수익 기여 전망.

변화의 해. 주가 부담에도 불구하고, 더욱 기대되는 2020년

- 동사 주가는 지난해 8월을 저점으로 두 배 가까이 상승. 이러한 주가 부담에도 불구하고 2020년 본격화 될 기존 사업 및 신사업 성장을 비롯, 다양한 방면에서 회사의 변화에 대해 기대할 점이 많다는 판단. 기존 컨택센터 비즈니스에서 IT솔루션, 스마트팩토리 회사로 거듭나는 첫 해가 될 것으로 기대.
- 이러한 변화와 더불어 효성그룹 지주사 개편 유예기간이 올해 12월까지 적용됨에 따라 동사 또한 자회사로 보유하고 있는 보험 대리점 ITX마케팅을 매각·사업중단을 해야 하는 상황이며, 이에 따른 연결손익 개선 기대. 또한 순환출자 해소를 위해 지분 관계가 얽혀 있는 갤럭시아컴즈(지분율 16.68%) 지분구조 청산 시 현금 유동성 확보도 가능할 것. 동사 또한 지주사 개편과 맞물리며 새로운 변화를 맞이할 것으로 전망.
- 사업 확대 및 수익성 개선과 더불어 주주환원정책 일환으로 배당 확대 가능성 또한 열려 있는 상황. 2018년 동사 DPS는 500원으로, 현재 주가 기준으로 시가배당률 약 3%가 기대되며, 이익 증가에 따른 배당 확대 외에도 주주환원정책을 일환으로 한 배당 성향 확대 또한 기대할 수 있을 것.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2016A	2017A	2018A	2019P	2020E
매출액	3,404	3,950	4,021	3,858	3,965
영업이익	113	122	113	130	150
지배주주순이익	73	95	75	106	140
영업이익률	3.3	3.1	2.8	3.4	3.8
EPS	589	766	605	849	1,126
PER	21.8	18.4	19.5	18.4	13.8
PBR	2.7	2.5	2.6	3.7	3.6
ROE	14.1	16.5	13.7	18.0	21.3

자료: 유안타증권 리서치센터

효성 ITX 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2017	2018	2019P	2020E
매출액	909	881	1,026	1,134	1,048	980	994	999	1,007	965	936	950	3,950	4,021	3,858	3,965
컨택센터	737	691	705	717	748	737	702	706	684	689	693	700	2,850	2,893	2,766	3,000
IT 사업	77	96	211	316	208	143	202	215	222	180	127	155	700	769	684	570
DS 사업 등	102	99	116	107	98	106	97	84	106	100	121	100	424	385	426	410
연결조정	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-7	-6	-5	-4	-4	-5	-23	-26	-19	-15
매출총이익	82	80	81	80	84	89	88	86	94	95	91	93	322	346	373	404
GPM %	9%	9%	8%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	8%	9%	10%	10%
판관비	50	46	51	52	51	55	58	68	61	61	61	65	200	233	248	254
영업이익	31	33	30	28	33	33	30	18	33	34	31	33	122	113	130	150
OPM %	3%	4%	3%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%
지배주주순이익	34	22	19	21	27	20	22	7	23	19	21	42	95	75	106	140
NPM %	4%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	4%	2%	2%	3%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터

지능형 컨택센터 솔루션

	xtrmSolution	Smart Contact Center	Cloud Contact Center
솔루션 기 능	- STT(음성인식) 및 TA(텍스트분석) 기술을 통한 상담 지원 솔루션 - VOC(고객 VOC 분석), Advisor(상담 정보 지원), QMS(상담 품질 모니터링) 및 KMS(노동형 지식 관리) 기능 제공	- 노동 및 기술 환경 변화에 맞추어 상담원의 원격 근무를 지원하는 Mobile 기반 컨택센터 솔루션 - 모바일 폰과 LTE망을 활용하여 장소와 시간대에 구애 받지 않고 업무 수행 가능	- 물리적 환경을 통해 제공되었던 기존 컨택센터 인프라를(교환기, IVR 등) 클라우드 서비스로 제공하는 솔루션 - 국내 Region 환경에서 공공 및 금융 기관 정보 규제 문제 대응 가능
Partner	직접 영업 및 사업 수행	- 삼성전자 - LG+	- NBP(Naver Business Platform) - Bright Pattern
Customer Value	AI 및 빅데이터 분석기술을 활용하여 컨택센터의 상담업무 생산성 및 관리 효율성 제고	- 기존 컨택센터 사업자가 해결하지 못한 재택근무 환경 제공 - HR관리 효율화 및 상담원 근무 만족도 제고 - 경력 상담 직원의 이직률 개선 - 기존 PC 기반 업무환경을 모바일 기반으로 전환하여 H/W, S/W 구매 및 유지보수 비용 절감	- 컨택센터 운영 비용(설비 구매 비용, 운영관리비, 상면 임차료, 전기료 등) 절감 - Omni-Channel 지원을 통해 일관된 고객 경험 관리 - 고객사 IT 인프라의 클라우드 전환 요구사항 충족

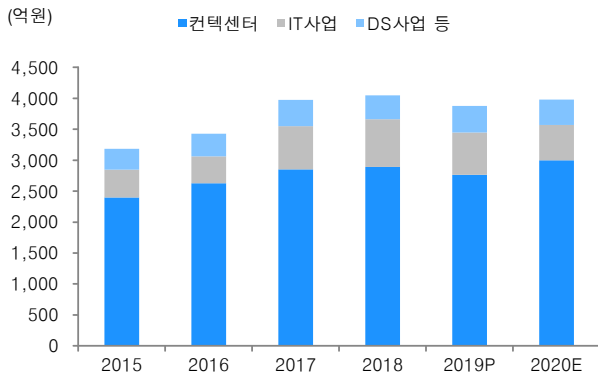
자료: 효성 ITX, 유안타증권 리서치센터

스마트팩토리 솔루션



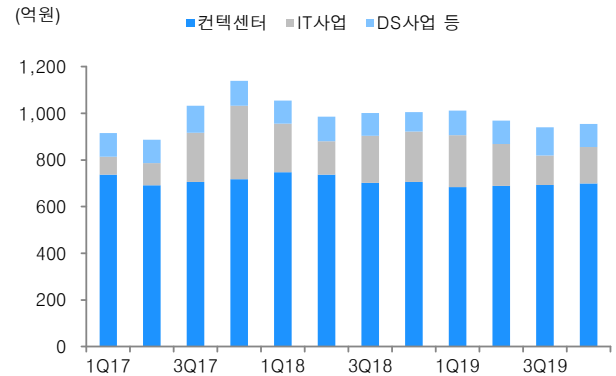
자료: 효성 ITX, 유안타증권 리서치센터

연간 사업부문별 매출액 추이 및 전망



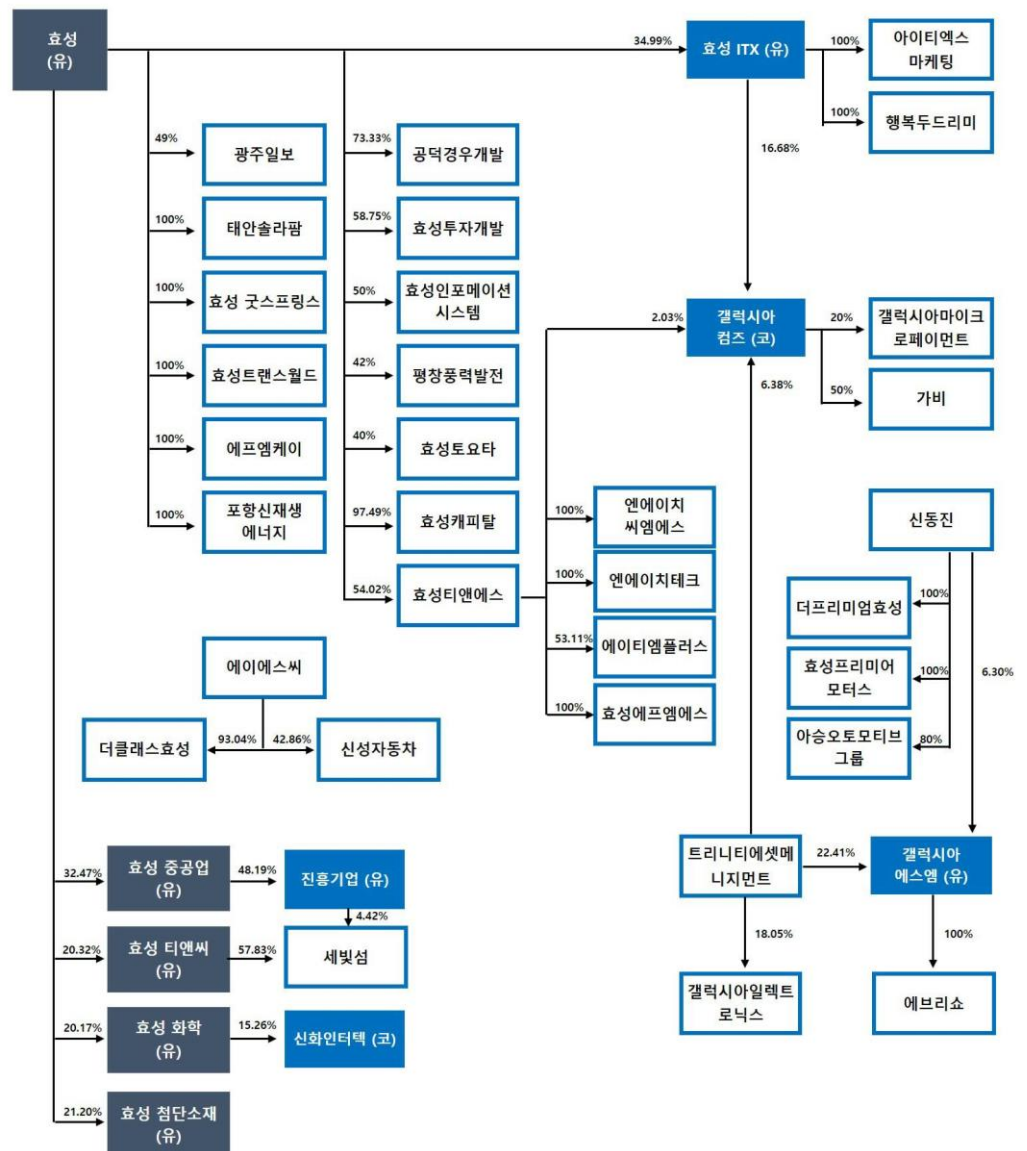
자료: 효성ITX, 유안타증권 리서치센터

분기별 사업부문별 매출액 추이 및 전망



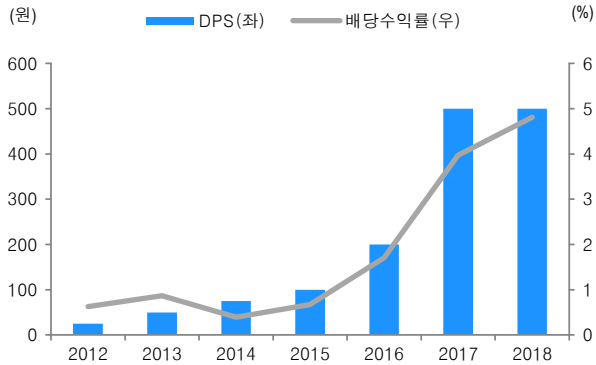
자료: 효성ITX, 유안타증권 리서치센터

효성그룹 지배구조



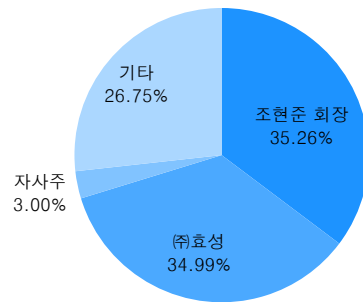
자료: 효성, 유안타증권 리서치센터

배당금 추이



자료: 효성ITX, 유안타증권 리서치센터

주주 구성



자료: 효성ITX, 유안타증권 리서치센터

효성 ITX (094280) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	2,878	3,158	3,404	3,950	4,021
매출원가	2,609	2,902	3,127	3,628	3,675
매출총이익	269	255	276	322	346
판매비	152	144	163	200	233
영업이익	117	111	113	122	113
EBITDA	170	163	162	174	169
영업외손익	-7	-18	-13	-4	-23
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	1	-1	-5	-5	-7
관계기업관련손익	-1	2	2	1	0
기타	-7	-19	-9	-1	-16
법인세비용차감전순이익	110	94	100	118	91
법인세비용	22	19	27	23	15
계속사업순이익	88	74	73	95	75
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	74	73	95	75
지배지분순이익	88	74	73	95	75
포괄순이익	104	127	64	115	-80
지배지분포괄이익	104	127	64	115	-80

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	29	96	128	45	204
당기순이익	88	74	73	95	75
감가상각비	51	49	47	49	52
외환손익	6	6	10	-7	1
충족, 관계기업관련손익	1	-2	-2	-1	0
자산부채의 증감	-213	-140	-124	-260	-67
기타현금흐름	96	109	124	169	143
투자활동 현금흐름	-51	-107	-7	-114	-57
투자자산	-8	-45	45	-17	4
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-63	-66	-75	-60
유형자산 감소	51	4	2	0	0
기타현금흐름	-49	-4	12	-23	0
재무활동 현금흐름	24	11	-56	7	-142
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	24	23	-17	29	-75
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-9	-12	-24	-61
기타현금흐름	8	-3	-27	3	-6
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	2	-1	66	-62	5
기초 현금	3	5	5	70	8
기말 현금	5	5	70	8	13
NOPLAT	93	88	83	99	94
FCF	-74	-39	-66	-180	-21

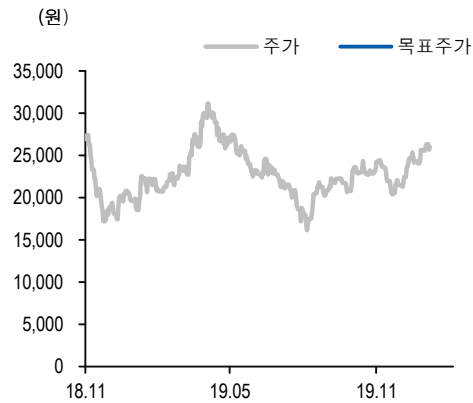
자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	476	516	552	719	625
현금및현금성자산	5	5	70	8	13
매출채권 및 기타채권	378	417	414	606	524
재고자산	38	42	43	67	50
비유동자산	557	686	671	756	589
유형자산	110	120	125	142	140
관계기업등 지분관련자산	7	9	11	12	12
기타투자자산	239	363	343	396	199
자산총계	1,032	1,202	1,224	1,475	1,214
유동부채	529	598	607	773	652
매입채무 및 기타채무	349	371	386	522	482
단기차입금	171	200	213	234	161
유동성장기부채	0	20	0	0	0
비유동부채	111	98	85	78	85
장기차입금	20	0	0	0	0
부채총계	640	696	692	851	736
지배지분	393	506	531	624	478
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	189	192	192	193	193
이익잉여금	119	166	211	267	256
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	393	506	531	624	478

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	708	597	589	766	605
BPS	3,172	4,106	4,386	5,150	3,959
DPS	75	100	200	500	500
PER	21.7	27.4	21.8	18.4	19.5
PBR	6.0	3.6	2.7	2.5	2.6
EV/EBITDA	14.6	13.1	9.7	9.6	8.8
PSR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4

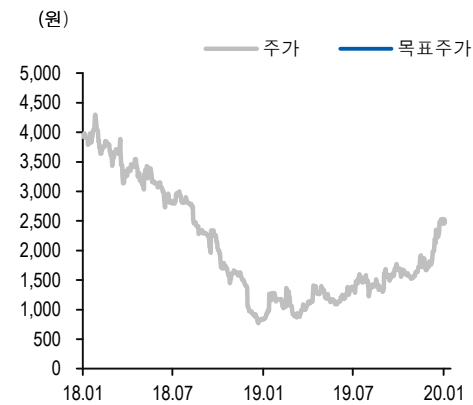
재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	10.0	9.7	7.8	16.1	1.8
영업이익 증가율 (% YoY)	23.7	-4.8	1.4	8.2	-7.2
지배순이익 증가율 (% YoY)	16.1	-15.7	-1.2	30.0	-21.0
매출총이익률 (%)	9.3	8.1	8.1	8.2	8.6
영업이익률 (%)	4.1	3.5	3.3	3.1	2.8
지배순이익률 (%)	3.1	2.3	2.2	2.4	1.9
ROIC	46.3	41.7	32.5	29.3	18.7
ROA	8.5	6.2	6.0	6.5	6.2
ROE	25.9	16.5	14.1	16.5	13.7
부채비율 (%)	163.0	137.4	130.4	136.2	154.2
영업이익/이자비용 (배)	20.6	16.7	12.0	15.4	12.0

엘앤씨바이오 (290650) 투자등급 및 목표주가 추이



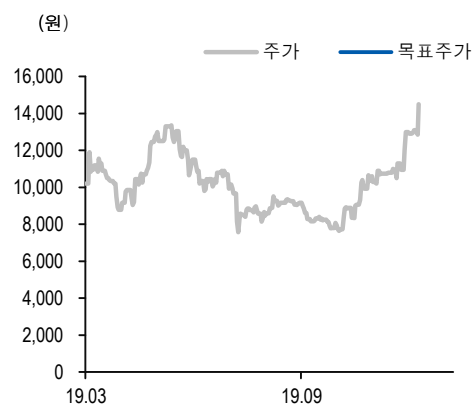
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		
2020-01-02	Not Rated	-	1년		
2019-11-19	Not Rated	-	1년		
2019-08-22	Not Rated	-	1년		
2019-05-20	Not Rated	-	1년		
2019-04-04	Not Rated	-	1년		
2019-03-28	Not Rated	-	1년		

영우디에스피 (143540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

아모그린텍(125210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

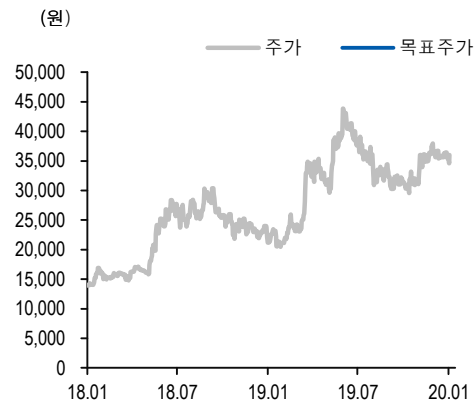
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

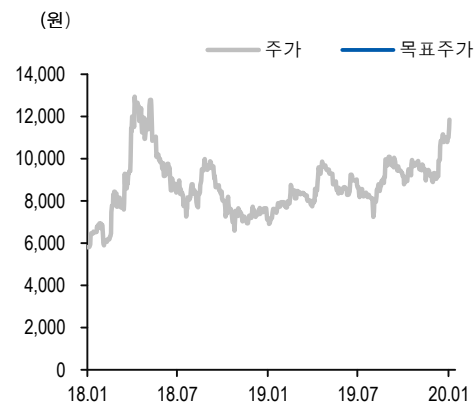
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

케이아이엔엑스(093320) 투자등급 및 목표주가 추이



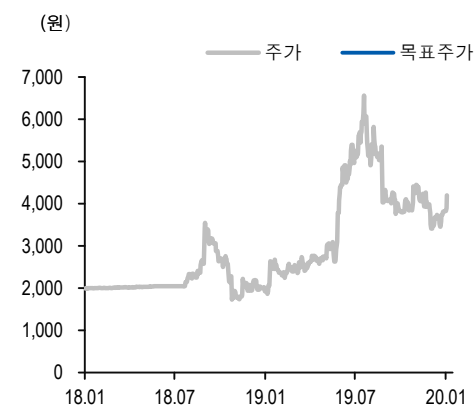
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

이지웰페어(090850) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

본느(0226340) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		
2020-01-06	Not Rated	-	1년		
2019-10-10	Not Rated	-	1년		

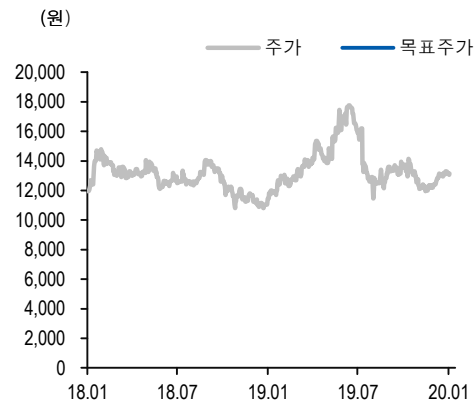
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

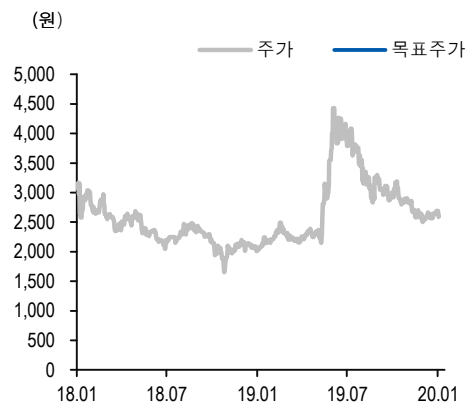
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

원스(136540) 투자등급 및 목표주가 추이



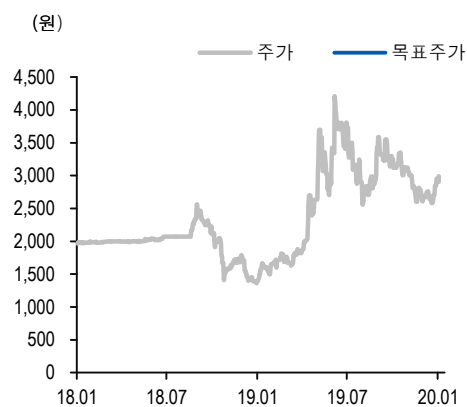
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		
2019-07-09	1년 경과 이후		1년		
2018-08-21	Not Rated	-	1년		
2018-07-09	Not Rated	-	1년		

알서포트(131370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

나무기술(242040) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

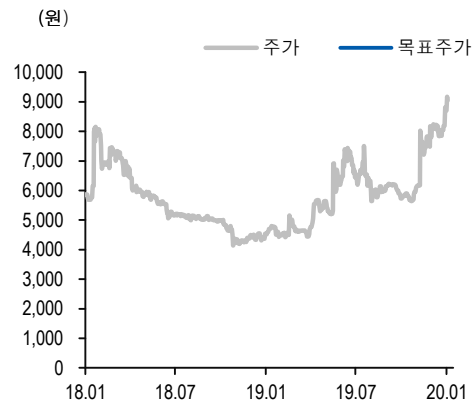
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

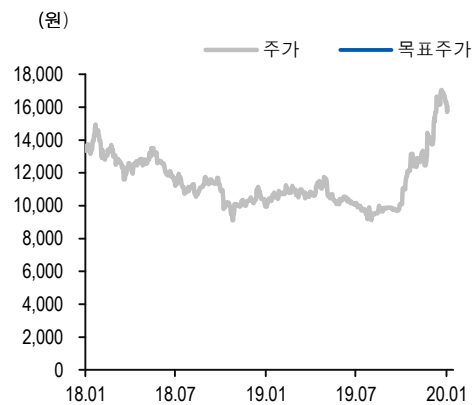
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

파이오링크(170790) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		

효성 ITX(094280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-09	Not Rated	-	1년		
2019-10-02	1년 경과 이후	-	1년		
2018-10-02	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-01-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박진형, 강동근, 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

MEMO

MEMO

