

eBEST Mid-Small cap

6월

Value & Growth

- Part I Value & Growth Universe
- Part II 중소형주 시장 상황
- Part III 중소형주 탐방노트
- Part IV 1Q19 실적개선 중소형주



이베스트투자증권 **Mid-Small cap** 팀입니다.

저희 스몰캡 팀은 [Value & Growth] 라는 제목으로 월보 형식의 투자유망 중소형주 자료를 제공하고 있습니다.

Value & Growth는 안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Value Part와 기업이 중장기적인 Core 경쟁력을 보유하고 있거나 시장 환경 Trend에 부합하여 성장이 진행되는 기업을 중심으로 중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Growth Part로 구성하고 있습니다.

이러한 선별 기준을 적용하여 이베스트 Mid-Small cap팀은 Value & Growth Universe 를 제공하고 있습니다. 이는 일회성적인 기업 추천을 지양하고 지속적인 업데이트를 통해 기업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

앞으로도 중소형주 투자환경에 맞춰 적절한 의사결정을 할 수 있도록 도움을 드릴 수 있는 스몰캡팀이 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

6월



Analyst 정홍식
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr



Analyst 최석원
02 3779 8446
cseogwon@ebestsec.co.kr



Analyst 김한경
02 3779 8848
hkkim@ebestsec.co.kr

Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 시장 상황	13
Part III	중소형주 탐방노트	17
Part IV	1Q19 실적개선 중소형주	19

기업분석

정상제이엘에스 (040420)	24
KPX 케미칼 (025000)	29
한국전자금융 (063570)	33
삼영전자 (005680)	37
휴비츠 (065510)	41
화승엔터프라이즈 (241590)	46

Part I

Value & Growth Universe

이베스트투자증권 Mid-Small cap 팀은 Value & Growth 선별 방식을 적용한 중소형주 Universe를 구성하여 투자 유망 기업을 제시하고 있습니다.

2019년 6월 Universe 편입종목은 정상제이엘에스가 있으며, 제외종목은 지투알 입니다.

이번 Universe 업데이트에서는 Universe 기업에 대한 View 변화 및 코멘트와 2019년 5월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	2분기 이후 IC Test 소켓 업황 상승세로 전환, 이는 5G 등의 R&D 수요 증가로 추정됨
	A019680	대교	자산가치가 시가총액을 설명할 수 있을 정도로 Book Value 높음. 매년 흑자 유지되는 구조
	A034310	NICE	상장계열사의 안정적인 성장 + ITM 반도체 등의 IT 계열사 지분가치 상승 기대감
	A030190	NICE평가정보	금융데이터 활용 모멘텀 확대: 빅데이터 및 핀테크 산업 확대에 수혜, 안정적인 성장
	A119860	다나와	1Q19 어닝서프라이즈에 이어 하반기에도 고성장 흐름 유지될 듯. 추세적인 성장성 유효
	A023910	대한약품	소량 수액제 수요 증가, 중장기적으로도 기초 수액제 수요 증가로 매년 안정적인 성장
	A005680	삼영전자	시가총액과 순현금이 비슷한 수준, Valuation 저평가, 다만 올해 전해콘덴서 수익성 하락
	A093190	빅솔론	Valuation 저평가, 안정적인 현금흐름 및 배당메리트, 현재 R&D에 집중. 미래를 위한 준비
	A025000	KPX케미칼	2019년 PPG-PO Spread 확대 본격화(S-Oil로의 PO조달 현재 0.7만톤 → 7월 이후 1.0만톤)
	A063570	한국전자금융	2019년 무인주차장 Site 공격적인 확대 계획, KIOSK 부문의 안정적인 성장
	A049070	인탑스	전방고객사의 플라스틱 적용 확대, 자동차 가전 사업 합산 영업이익 기여도 25%로 확대
	A069510	에스텍	자동차용 스피커 글로벌 고객선 확대 진행 중, Valuation 저평가, 신차효과 기대
	A016800	퍼시스	시디즈, 일룸 등의 관계사로 공급물량 증가, Valuation 저평가, 안정적인 이익구조
	A011040	경동제약	전형적인 가치형 중소형 제약회사, 안정적인 재무구조, 다만, 생동이슈에 대한 우려감 있음
	A078000	텔코웨어	순현금+자사주=시가총액 Valuation 절대 저평가, IoT Device 확대될 경우 성장모멘텀 강화
	A036190	금화피에스시	Valuation 절대 저평가, 경상정비 사업의 구조적인 성장, 건설부문 턴어라운드
	A130580	나이스디앤비	기업신용평가 수요 증가, 매년 상승하는 흐름, 동종기업 대비 상대적 저평가로 Valuation 부각
	A040420	정상제이엘에스	프리미엄 영어 교육의 수요 증가로 학생수 급증, 2019년 영업이익 고성장 전망
	A092130	이크레더블	기업 신용평가에 대한 추세적인 수요 증가, 매년 DPS 상승으로 중장기적인 배당메리트
	최석원	A003220	대원제약
A033270		유나이티드제약	매년 개량신약 비중이 증가함에 따른 안정적인 외형/수익성 개선
김한경	A067160	아프리카TV	별풍선과 광고의 쌍두마차! 올해에도 고성장 지속
	A065510	휴비츠	신제품 망막진단기 매출 온기 반영, 수익성 정상화 기대
	A006060	화승인더	안정적인 유통수수료 매출, 화승엔터 지분가치 상승
	A192440	슈피겐코리아	5G, 폴더블 폰 출시로 케이스 수요 증가, 적극적인 주주환원
	A241590	화승엔터프라이즈	P&Q 동반 성장 국면 진입, 2Q19부터 뚜렷한 실적 개선 전망
A012750	에스원	안정적인 보안 서비스 매출 성장 + 무인화 시대 수혜	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2019년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

에널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가 총액 (십억원)	증가 (원)	2019년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	884.1	58,000	5.6	4.5	0.9	33.7	16.6	18.0	3.0	11.1
	A019680	대교	Buy	610.3	6,160	-2.2	12.1	21.3	3.8	3.4	26.8	0.9	6.6
	A034310	NICE	Buy	839.1	22,150	4.5	10.7	13.8	8.4	6.2	12.3	0.8	2.9
	A030190	NICE평가정보	Buy	898.6	14,800	6.1	7.8	6.3	12.9	17.6	22.1	3.9	12.3
	A119860	다나와	Buy	362.8	27,750	10.4	27.2	29.3	21.9	19.8	17.1	3.4	11.0
	A005680	삼영전자	Buy	231.0	11,550	-3.8	-17.5	-13.4	4.5	2.8	17.6	0.5	0.3
	A023910	대한약품	Buy	210.3	35,050	3.8	2.4	3.1	22.5	17.4	7.2	1.2	4.0
	A093190	빅솔론	Buy	110.6	5,750	-12.2	-19.0	-18.5	13.6	7.7	9.3	0.7	1.3
	A025000	KPX케미칼	Buy	266.2	55,000	4.2	65.2	159.6	4.9	6.2	9.3	0.6	2.3
	A063570	한국전자금융	Buy	288.6	8,330	2.9	1.6	-26.7	8.4	8.7	18.7	1.6	5.4
	A049070	인탑스	Buy	313.9	18,250	14.9	22.5	19.9	5.1	5.5	11.6	0.6	2.0
	A069510	에스텍	Buy	135.3	12,400	8.0	13.7	-8.8	6.2	17.0	7.4	1.3	2.2
	A016800	퍼시스	Buy	390.4	33,950	8.0	9.0	-19.8	8.9	8.1	10.7	0.9	5.2
	A011040	경동제약	Buy	238.4	8,980	2.3	28.1	254.8	14.2	8.2	12.8	1.1	4.7
	A078000	텔코웨어	Buy	163.0	16,800	15.7	13.3	12.7	14.0	6.2	23.0	1.4	8.8
	A036190	금화피에스시	Buy	195.6	32,600	-1.2	-4.3	-12.6	17.2	14.2	5.6	0.8	0.7
	A130580	나이스디앤비	Buy	128.3	8,330	39.8	10.6	6.5	15.8	18.2	13.0	2.4	7.4
	A040420	정상제이엘에스	Buy	123.4	7,870	6.3	12.8	169.4	13.3	14.6	12.7	1.9	7.5
A092130	이크레더블	Buy	219.2	18,200	8.3	9.2	4.8	41.4	25.0	16.7	4.2	9.7	
최석원	A003220	대원제약	Buy	317.6	16,150	0.0	0.0	0.0	2.6	1.9	10.9	0.2	7.7
	A033270	유나이티드제약	Buy	374.4	23,100	0.0	0.0	0.0	3.4	2.9	40.7	1.2	4.4
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	775.9	67,500	29.6	41.7	46.3	23.4	25.9	24.6	6.4	15.8
	A065510	휴비츠	Buy	120.0	10,100	9.1	39.3	23.9	13.5	9.0	13.6	1.2	6.6
	A006060	화승인더	Buy	572.6	10,350	14.0	79.9	155.2	7.9	12.4	11.1	1.4	4.4
	A192440	슈피겐코리아	Buy	472.4	76,000	14.6	15.0	12.6	18.5	15.8	9.8	1.6	5.5
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	902.0	14,900	32.4	87.3	209.4	6.5	15.4	17.1	2.6	8.3
	A012750	에스원	Buy	3,678.3	96,800	4.5	5.1	55.3	9.9	12.0	23.0	2.8	9.4

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2018년 확정실적 기준, 시가총액, 증가 2019년 5월 24일 증가 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2020년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

에널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2020년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	8.2	9.9	8.6	34.2	16.1	16.6	2.7	9.1
	A019680	대교	Buy	0.0	2.8	3.1	4.0	3.5	26.0	0.9	6.4
	A034310	NICE	Buy	6.4	11.9	14.5	8.9	6.7	10.7	0.7	2.6
	A030190	NICE평가정보	Buy	5.9	8.0	7.9	13.1	16.7	20.5	3.4	11.1
	A119860	다나와	Buy	9.0	17.9	17.0	23.7	19.5	14.6	2.8	8.9
	A005680	삼영전자	Buy	1.1	3.7	4.6	4.6	2.9	16.9	0.5	0.0
	A023910	대한약품	Buy	6.6	8.9	8.5	23.0	16.1	6.6	1.1	3.4
	A093190	빅솔론	Buy	4.4	8.8	6.7	14.2	7.7	8.7	0.7	0.7
	A025000	KPX케미칼	Buy	6.3	19.0	21.3	5.5	7.2	7.6	0.5	2.0
	A063570	한국전자금융	Buy	8.7	18.6	24.0	9.1	9.6	15.1	1.4	4.9
	A049070	인탑스	Buy	8.5	8.6	8.5	5.1	5.6	10.7	0.6	1.7
	A069510	에스텍	Buy	7.7	10.7	9.9	6.4	11.3	6.8	0.8	1.7
	A016800	퍼시스	Buy	7.6	8.6	6.3	8.9	8.1	10.1	0.8	4.3
	A011040	경동제약	Buy	2.5	4.2	8.6	14.5	8.4	11.8	1.0	4.1
	A078000	텔코웨어	Buy	10.5	11.8	9.9	14.1	6.6	20.9	1.4	7.7
	A036190	금화피에스시	Buy	4.3	4.8	4.0	17.3	13.3	5.4	0.7	0.1
	A130580	나이스디앤비	Buy	7.3	7.8	9.1	15.9	17.3	11.9	2.1	6.5
	A040420	정상제이엘에스	Buy	5.2	6.5	6.2	13.4	14.6	12.0	1.8	7.0
A092130	이크레더블	Buy	9.2	10.2	10.7	41.8	24.9	15.1	3.8	8.4	
최석원	A003220	대원제약	Buy	3.4	3.4	155.8	2.6	4.7	4.3	0.2	7.7
	A033270	유나이티드제약	Buy	5.0	24.6	20.7	4.0	3.4	33.7	1.2	4.2
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	20.2	25.5	23.1	24.4	25.4	19.9	5.1	12.4
	A065510	휴비츠	Buy	11.6	28.4	28.4	15.5	10.6	10.6	1.1	5.3
	A006060	화승인더	Buy	12.6	32.2	33.6	9.3	14.3	8.3	1.2	3.5
	A192440	슈피겐코리아	Buy	13.4	14.0	8.5	18.6	15.1	9.1	1.4	4.8
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	18.4	36.8	38.6	7.5	17.9	12.3	2.2	6.6
	A012750	에스원	Buy	5.1	7.7	5.8	10.2	12.0	21.7	2.6	8.5

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2019년 당사 추정실적 기준

시가총액, 증가 2019년 5월 24일 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적전망 (억원)

기업코드	기업명	매출액			영업이익			지배주주 순이익		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A058470	리노공업	1,504	1,588	1,718	512	535	588	486	491	533
A019680	대교	7,631	7,466	7,467	256	287	295	188	228	235
A034310	NICE	16,119	16,849	17,933	1,283	1,420	1,589	601	684	783
A030190	NICE평가정보	3,838	4,071	4,313	486	524	566	383	407	439
A119860	다나와	1,063	1,174	1,280	202	257	303	164	212	248
A005680	삼영전자	2,497	2,402	2,429	131	108	112	151	131	137
A023910	대한약품	1,587	1,647	1,755	362	371	404	285	294	319
A093190	빅솔론	852	748	781	126	102	111	146	119	127
A025000	KPX케미칼	7,667	7,986	8,487	239	394	469	111	287	348
A063570	한국전자금융	2,944	3,029	3,293	249	253	300	210	154	191
A049070	인탑스	7,156	8,221	8,921	342	419	455	226	271	294
A069510	에스텍	3,064	3,310	3,566	180	205	227	200	182	200
A016800	퍼시스	3,157	3,408	3,667	277	302	328	455	365	388
A011040	경동제약	1,793	1,835	1,881	204	261	272	52	186	202
A078000	텔코웨어	421	487	538	60	68	76	63	71	78
A036190	금화피에스시	2,333	2,305	2,403	414	396	415	397	347	361
A130580	나이스디앤비	520	727	780	104	115	124	93	99	108
A040420	정상제이엘에스	871	926	974	109	123	131	36	97	103
A092130	이크레더블	372	403	440	153	167	184	125	131	145
A003220	대원제약	70,464	70,464	72,834	1,843	1,843	1,906	292	292	747
A033270	유나이티드제약	16,010	16,010	16,805	545	545	679	92	92	111
A067160	아프리카TV	1,266	1,641	1,973	271	384	482	216	316	389
A065510	휴비츠	789	860	960	83	116	149	71	88	113
A006060	화승인더	11,519	13,132	14,781	577	1,038	1,372	203	518	692
A192440	슈피겐코리아	2,669	3,059	3,469	492	566	645	427	481	522
A241590	화승엔터프라이즈	8,792	11,645	13,784	403	755	1,033	171	529	733
A012750	에스원	20,183	21,092	22,168	1,991	2,092	2,254	1,030	1,600	1,692

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표5 Universe 1Q19 Review

종목코드	종목명	매출액			영업이익			순이익(지배주주)		
		1Q18	1Q19	YoY	1Q18	1Q19	YoY	1Q18	1Q19	YoY
A058470	리노공업	403	329	-18.4%	148	119	-19.7%	116	106	-9.1%
A019680	대교	2,024	1,952	-3.6%	113	74	-34.0%	101	113	12.2%
A034310	NICE	3,711	4,304	16.0%	287	208	-27.7%	107	119	12.1%
A030190	NICE평가정보	932	1,008	8.2%	126	138	9.3%	99	107	8.1%
A119860	다나와	217	267	23.2%	54	73	35.6%	48	64	32.3%
A005680	삼영전자	611	520	-14.8%	26	18	-31.1%	26	26	1.7%
A023910	대한약품	395	390	-1.1%	88	84	-3.8%	67	64	-3.9%
A093190	빅솔론	232	173	-25.5%	35	6	-82.2%	43	14	-67.1%
A025000	KPX케미칼	1,850	1,786	-3.4%	43	76	75.3%	49	83	70.1%
A063570	한국전자금융	674	667	-1.0%	46	31	-33.7%	33	16	-51.9%
A049070	인탑스	1,399	2,097	49.9%	35	110	215.1%	13	87	554.4%
A069510	에스텍	647	762	17.8%	18	46	149.9%	22	43	98.4%
A016800	퍼시스	861	792	-8.0%	94	45	-52.1%	103	94	-9.2%
A011040	경동제약	448	411	-8.3%	103	71	-31.1%	64	43	-32.1%
A078000	텔코웨어	49	56	14.2%	-13	-14	적자유지	-9	-9	적자유지
A036190	금화피에스시	496	454	-8.4%	67	69	1.7%	54	63	16.7%
A130580	나이스디앤비	120	160	33.0%	26	16	-41.0%	23	17	-26.0%
A040420	정상제이엘에스	218	235	7.5%	29	38	31.6%	21	28	31.6%
A092130	이크레더블	70	73	5.3%	23	22	-3.7%	19	19	-1.6%
A003220	대원제약	712	763	7.2%	88	79	-10.4%	68	58	-14.0%
A033270	유나이티드제약	508	553	8.9%	95	83	-11.9%	85	93	9.1%
A067160	아프리카TV	279	381	36.4%	60	91	50.3%	58	78	35.3%
A065510	휴비츠	165	186	12.7%	12	15	18.8%	12	10	-16.0%
A006060	확승인더	2,343	2,835	21.0%	76	134	77.8%	19	67	254.0%
A192440	슈피겐코리아	600	687	14.6%	117	119	2.3%	100	104	3.8%
A241590	확승엔터프라이즈	1,845	2,326	26.1%	61	92	50.3%	31	64	107.5%
A012750	에스원	4,803	4,904	2.1%	575	460	-20.0%	441	368	-16.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표6 Universe 신규 편입· 제외

종목코드	종목명	구분	내용
A040420	정상제이엘에스	신규편입	<p>동사는 프리미엄 영어교육 기관으로서, 최근 학생수가 급증하고 있다. 이는 학령인구 감소세가 둔화되는 가운데, 1인당 사교육비 증가로 프리미엄 교육에 집중되고 있는 모습을 보이기 때문이다. 이러한 결과로 동사의 1Q19 영업이익은 32% yoy 수준의 고성장을 기록하였고, 이러한 실적개선이 학원수의 증가가 아니라 단순 학생수 유입이라는 점을 고려하면 하반기에도 고성장 흐름이 유지될 가능성이 높다.</p> <p>또한 동사는 매년 430원 수준의 DPS 정책이 유지되고 있어 매년 5~6% 수준의 배당메리트가 높다. 배당주 관점에서 접근하면서 올해의 경우에는 고성장도 같이 진행된다는 점을 모멘텀으로 매수하는 것을 권고한다.</p>
A035000	지투알	편입제외	<p>동사는 지난 5월 21일 자율공시를 통해 종속회사인 HS에드에서 수년간에 걸쳐 자금횡령 사고가 발생하였다고 언급하였다. 현재 경찰조사 중이며 향후 회계적인 처리 여부는 회계사와의 협의를 통해 진행될 것으로 보인다. 편입제외 이유는 자금횡령에 대한 불확실성이며, 그 금액이 300억원 규모로 매우 크기 때문이다.</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
A058470	리노공업	<p>2019년 2분기를 기점으로 상승세로 전환할 것으로 보인다. 이는 지난 1년간 부진하였던 IC Test 소켓의 회복으로 해석할 수 있다. 하반기 정도 회복세를 보일 것으로 예상하였으나, 그보다는 조금 이른 시점에 상승세로 전환한 것으로 파악되고 있다.</p> <p>중요한 점은 과거 최대실적을 경신하는 큰 폭의 성장이 진행될 가능성이 높다. 이는 4~5월 분위기를 보면 파악할 수 있다. 고객의 수요가 증가하고 있는데, 이는 5G관련 IC Test 소켓의 연구개발도 상당히 있는 것으로 파악된다.</p> <p>또한 초음파프로브가 50% 이상 고성장을 보이면서 성장모멘텀이 부각되고 있다. 이는 동사의 사업이 IT집중에서 벗어나 헬스케어로의 영역확대가 진행되고 있다는 데 의의가 있다.</p>
A063570	한국전자금융	<p>1Q19 실적이 부진할 것으로 예상하였으나, 생각보다 부진의 정도가 더 확대되었다. 또한 2019년 2분기 이후 전망도 그렇게 밝지는 않다. 이에 2019년은 쉬어가는 한해로 생각하고 2020년 이후 다시 성장성이 확대될 시기에 관심을 갖는 것이 바람직하다. 조금 우려스러운 부분은 2019년 연간실적이 부진할텐데 지금과 같은 고 멀티플이 유지될 수 있을 지 여부이다. 만약 시장의 변동성이 확대된다면 2019년 하반기에는 하향, 2020년에는 다시 상향의 모습을 보일 수도 있을 것이다.</p> <p>실적이 부진했던 이유는 계열사 OK POS의 영업상황이 좋지 않기 때문이다. 이는 글로벌 POS기기의 수요 자체에 대한 우려감이 높아지고 있고, 특히 국내에서는 VAN사의 여러가지 이슈와 맞물려 있기 때문이다. 다만, 핵심 성장사업부문인 키오스크와 무인주차장은 계획대로 성장이 잘 진행되고 있고, 2020년에는 어느 정도 외형과 수익성에 높은 비중을 차지할 것이기 때문에 장기적인 관점에서는 관심을 버릴 이유는 없다.</p>
A005680	삼영전자	<p>국내 전해콘덴서 부문의 실적 우려감이 있다. 이는 전년도 프리미엄 생활가전에서의 호조에 대한 기저효과로 해석된다. 이에 동사의 1분기 실적은 다소 저조한 모습을 보였고, 하반기에도 이러한 흐름이 유지될 가능성이 높다. 물론 순현금과 시가총액이 비슷한 수준의 절대적인 저평가와 적자를 기록하지 않는 우량한 영업가치를 고려하면 매수 의견을 유지할 수 밖에 없으나 단기적인 관점에서 이익 상황이 진행되지 않기 때문에 다소 주가상승에 대한 기대감이 낮다고 판단된다.</p>
A069510	에스텍	<p>동사의 1분기 실적이 매우 좋았고, 그 내용 또한 좋았다. 동사의 1분기 영업이익은 당사 추정치 대비 41%를 상회하였고, 이는 메인 사업인 자동차용 스피커의 13% yoy 고성장에 기인한 것으로 파악된다. 자동차용 스피커의 증가 이유는 동사의 스피커가 펠리세이드에 본격적으로 공급되었기 때문으로 파악된다. 현재 동사는 매우 저평가 상태를 보이고 있고, 배당메리트도 높은 상황이기 때문에 이러한 성장흐름은 밸류에이션 리레이팅 관점에서도 가능성이 있어 보인다. 그리고 다음분기 매출액을 가능할 수 있는 수주잔고도 전년동기대비 6.0% 증가한 것으로 기록되어 2분기 실적도 상승흐름이 유지될 가능성이 높다.</p>
A049070	인탑스	<p>신규사업인 자동차와 가전 부문에서 고성장 & 이익개선이 동시에 진행되고 있다. 2016년 시작하여 2017년 대규모 적자를 기록했던 두 사업부문은 2018년 턴어라운드 성공하였고, 2019년 1분기에는 영업이익 기여도 25% 수준까지 확대되었다. 이는 동사의 가장 높은 경쟁력인 사출기술력을 기반으로 자동차와 가전으로의 영역확대에 성공이라는 관점에서 의미가 있고, 과거 대규모 순현금을 보유하기만 했던 것과는 달리 순현금을 활용하여 성장성에 관심을 두고 있다는 데에서도 의미가 있다. 1분기와 마찬가지로 2분기에도 호실적이 유지될 가능성이 높다.</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

5월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표8 5월 IPO 기업

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
에스앤케이	A950180	2019-05-07	일본 오사카에 본점을 두고 글로벌 각 지역에 'SNK INTERACTIVE Co.,Ltd.', 'SNK ASIA Co.,Ltd', 'SNK PLAYMORE USA CORPORATION' 등 해외 자회사를 두어 적극적인 IP 라이선스 사업을 펼치고 있으며, '(주)SNK 엔터테인먼트'를 통해서 SNK 공식 온라인샵과 Amazon 마켓플레이스를 이용하여 소비자에게 상품을 판매. 동사의 IP 라이선스 매출은 주로 당사의 IP 를 활용한 모바일 게임에서 발생하는 총수익의 일정 비율로 수익을 인식하기 때문에 모바일 게임의 변동성과 관련이 깊음.	엔씨소프트, 필어비스, 웹젠
컴퍼니케이 파트너스	A307930	2019-05-23	동사는 2006 년 10 월 18 일에 중소기업창업지원법에 따른 중소기업 창업자에 대한 투자, 창업투자조합의 결성 및 업무의 집행, 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의한 벤처기업에 대한 투자등의 사업을 영위할 목적으로 설립. 2018 년말 동사가 운영중인 조합은 총 12개(청산중인 조합 제외)로 운영자산(AUM)기준 3,544 억원을 기록.	에이티엠 인베스트먼트, 티에스 인베스트먼트, 디에스씨 인베스트먼트, 우리기술투자
수젠텍	A253840	2019-05-28	동사는 체외진단용 의료기기 및 진단시약류 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있으며 국내외 central lab 에 설치된 체외진단 시스템은 동사가 국내에서는 유일. 동사는 다중면역블롯, 현장진단(POCT), 퍼스널케어 등 3 개의 진단 플랫폼을 기반으로 알레르기, 자가면역질환, 치매, 심혈관질환, 염증성질환, 인플루엔자, 결핵, 치주질환, 여성질환, 임신/배란 등 다양한 질병 및 예후에 대한 진단제품을 개발 및 상용화하고 있음.	씨젠, 아이센스, 마크로젠

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중소형주 시장 상황

중소형주 시장상황

이번 섹션에서는 중소기업 시장상황에 대해 점검해 보겠습니다.

매월 달라지는 시장상황에 대해 밸류에이션과 실적 전망치,
그리고 수급 데이터를 통해 객관적으로 시장상황을 판단해 보고자 합니다.

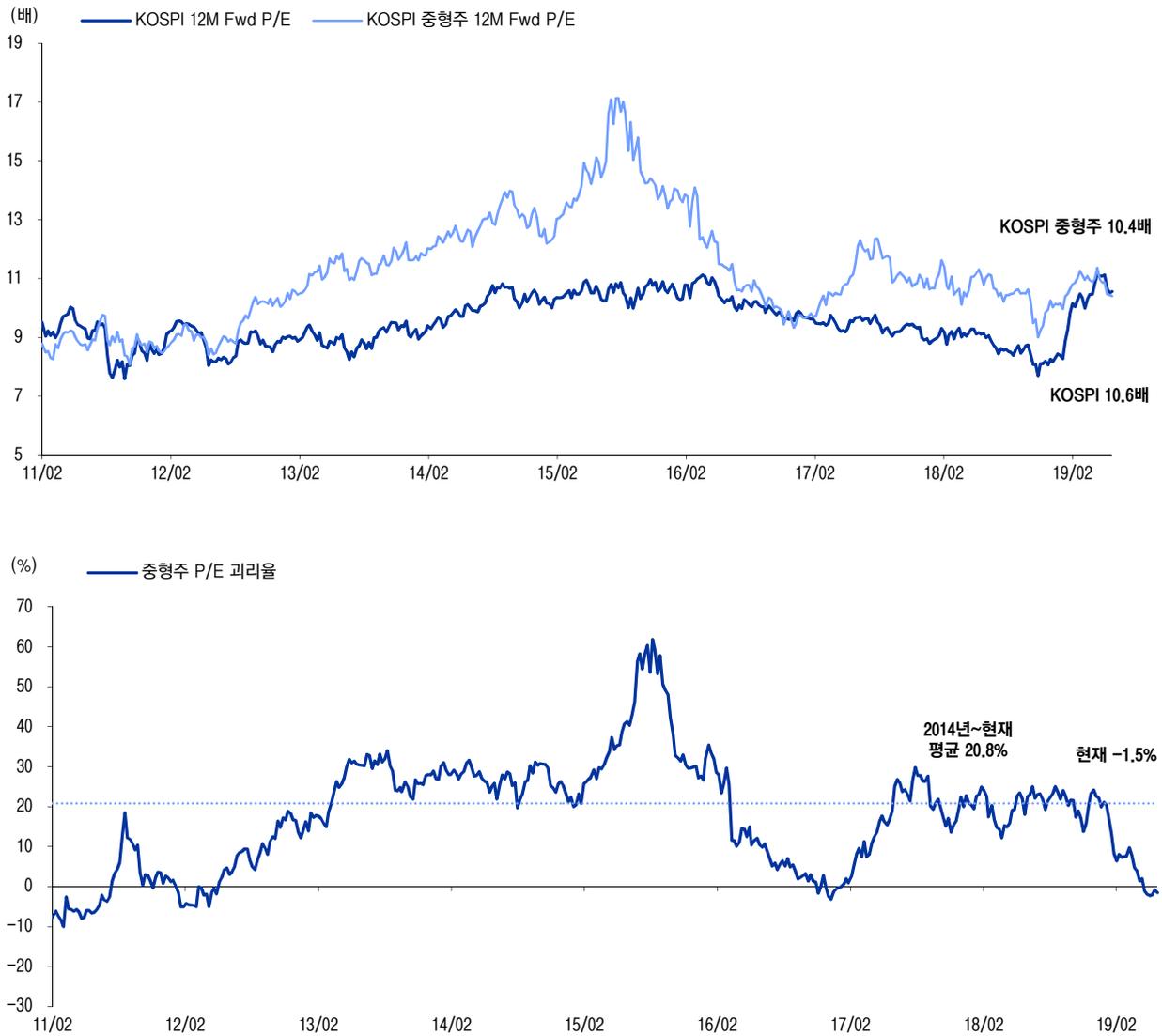
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는
가치주와 성장주의 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장상황 점검

KOSPI 중형주, 등락을 반복

KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -1.5%이다. 2014년 이후~현재까지의 평균인 20.8%을 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 10.4배, KOSPI의 12MF P/E는 10.6배 수준으로 최근 valuation이 역전되었다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도

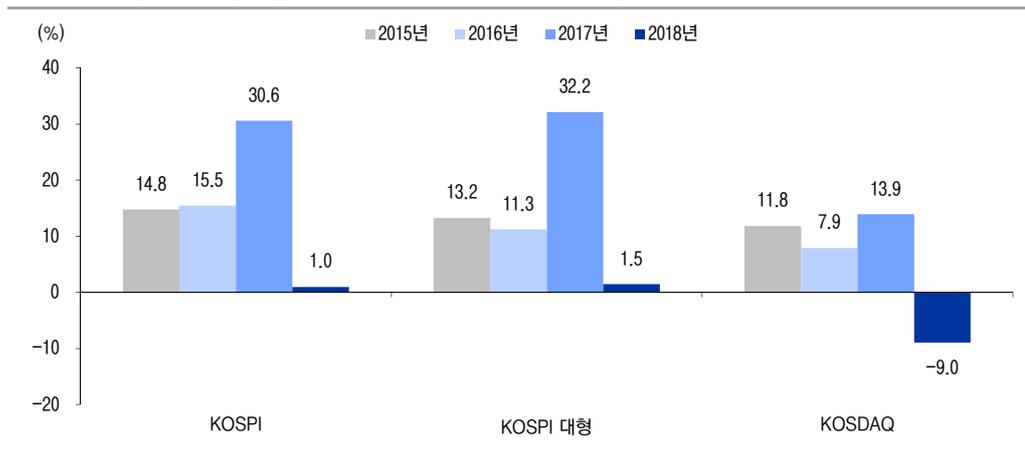


주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)
 자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

KOSPI와 KOSDAQ의 실적 모멘텀 비교

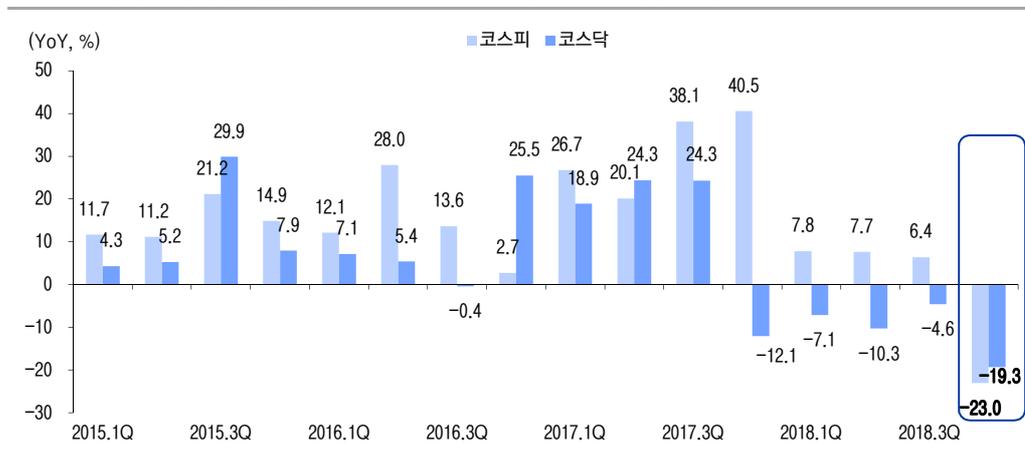
KOSPI의 2018년 영업이익 증가율은 1.0%, KOSDAQ은 -9.0%로 2018년 KOSPI의 실적 모멘텀은 KOSDAQ대비 우세했다. 다만, 중소형주의 경우 모든 기업을 반영한 것은 아니기 때문에 이를 감안하여 판단하여야 할 것이다. 4Q18 영업이익 증가율은 KOSPI가 -23.0%, KOSDAQ은 -19.3%로 KOSDAQ이 KOSPI 대비 우세했다.

그림2 연간 영업이익 증가율 비교: KOSPI가 KOSDAQ 대비 실적 모멘텀 우세



주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)
 자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 분기 영업이익 증가율 비교: 4Q18 KOSDAQ 이 KOSPI 대비 우세



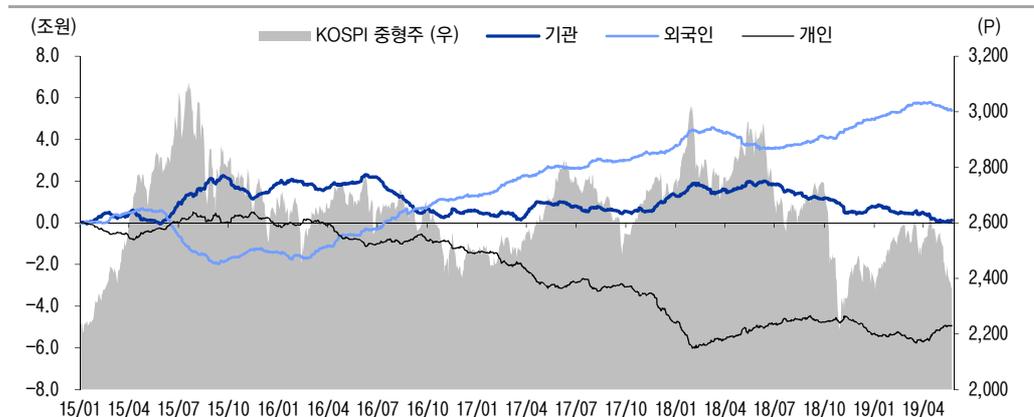
자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

수급상황- KOSPI 중형주 개인 매수세, KOSDAQ도 개인 매수세

5월로 접어들며 KOSPI 중형주에서 개인의 매수세가 이어지고 있다. 외국인은 15년 이후 19년 4월 말 누적으로는 KOSPI 중형주에 대해 5.6조원의 누적 매수세를 기록했으나 5월 들어 약 2,355억을 매도해 누적기준 약 5.4조원을 매수했다. 국내기관은 KOSPI 중형주 시장에서 15년 이후 19년 4월말까지 누적 929억원의 매수세를 보였으나 5월로 접어들며 253억원을 매수해 5월 말 누적 기준 1,183억원을 순매수 했다. 15년 이후 개인의 KOSPI 중형주에 대한 매도는 18년 4월 말 누적 기준 약 5.2조원을 기록했으나 19년 5월 말 누적 기준 매도는 약 5.0조원으로 5월 들어 약 2,039억원을 매수했다.

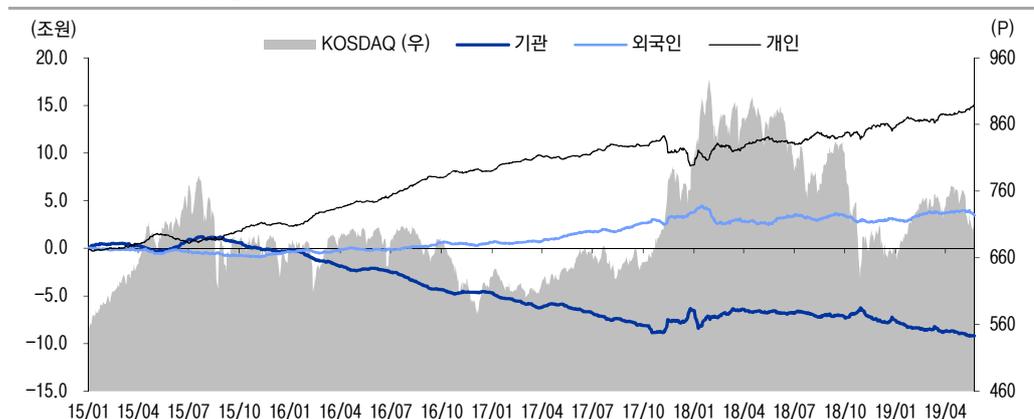
KOSDAQ의 경우 개인의 매수는 15년 이후~19년 4월 누적 14.3조원이었으나, 5월에 들어서는 누적 15.1조원으로 8,161억원을 매수했다. 기관은 15년 이후~19년 4월말까지 8.9조원의 누적 매도세를 보이다가, 5월에 들어서는 누적 9.2조원 매도로 약 2,849억원을 매도했다. 누적기준으로는 여전히 개인과 기관의 매수/매도의 격차가 벌어져 있는 상황이다. 외국인 매수는 15년 이후~19년 4월 누적 3.9조원이었으며, 5월에 들어서 4,251억원을 매도해 누적 3.5조원으로 감소했다.

그림4 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

중소형주 탐방노트

중소형주 탐방노트 부문은
지난 한달간 이베스트 스몰캡 팀에서 탐방을 다녀온
기업들 중 관심 있는 내용을 정리한 것입니다.

이는 기업에 대한 투자포인트를 정리하기 보다는
사업의 내용과 현황, 그리고 방향성 등을 살펴보는 것입니다.

그리고 탐방을 다녀온 기업뿐만 아니라
IR미팅이 어려운 기업들에 한하여
사업의 내용과 현황에 관한 부문을 정리한 것도 포함하였습니다.

씨앤지하이테크 (264660)

표10 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
537	6,390	84.3%	9.5	1.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동사는 CCSS(Cheical Central Supply System: 화학약품 중앙 공급 장치: 반도체와 디스플레이 공정에 필요한 화학약품을 배관을 통해 생산 장치로 원격 공급하는 자동화 장치) 공정 중에서 화학약품 혼합 장치(Cheical Blending System: 각각 공급 받은 화학약품을 양산 설비에서 요청하는 정밀 농도로 희석, 혼합 공정 후 공급하는 것)을 생산하고 있다. 동사의 장비는 인프라적인 성격이 있기 때문에 반도체 공장이 구축되는 초기에 공급되는 경우가 많다. 고객사는 삼성전자, 하이닉스, 일본의 나가세엔지니어링 이고, 동종기업은 한양이엔지, 에스티아이 등이 있다.

체크포인트

1. 1Q19 수주잔고 116억원 + 2019년 4월 신규수주(공시참고) 각각 218억원(삼성전자), 63억원(나가세엔지니어링)을 고려하면 397억원이 2~3Q 19 실적(Sales)에 반영될 가능성(수주~납기까지 약 4개월 소요)이 높다. 이는 2018년 2~3Q 합산 Sales 276억원 대비 높은 수준이다.
2. 동사의 제품은 전방고객사의 공장 구축 초기에 공급되는 것이기 때문에 향후에도 전방 고객사의 신규 공장구축 시기를 살펴가면서 접근하는 것이 바람직하다.
3. 대규모 순현금은 신규사업인 방열소재(열 접촉을 직·간접적으로 사용하여 다른 물체로부터 열을 흡수하고 발산하는 것) 연구개발에 사용되고 있으며, 이는 한국과학기술연구원과 협업을 하고 있으며, 향후 생산이 개시되면 15년간 기술을 사용(계약)할 수 있다.

안정적인 재무구조

동사는 순현금 453억원(1Q19 기준)을 보유하고 있다. 이는 시가총액의 84% 수준이다.

Part IV

1Q19 실적개선 중소형주

1Q19 실적개선 중소형주

이번 섹션에서는 1Q19 실적발표 내용을 점검하였습니다.

실적발표 이후 YoY 실적이 큰 폭으로 개선된 중소형주를 정리해 보았는데 투자자들이 중요하게 생각하는 관점이 달라 다음과 같이 정리했습니다.

1. 순현금 & 저평가 우선순위
2. YoY 매출액 & 영업이익 성장률 우선순위

순현금 & 저평가

표11 순현금 & 저평가 기준

시가총액	500억원 ~ 1조원 이하
순현금	순현금 비중 10% 이상
실적	1Q19 분기 및 1Q19 기준 직전 4분기 매출액 & 영업이익 상승
Valuation	12M Trailing P/E 15.0배 & P/B 1.5배 이하

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 순현금 & 저평가

종목코드	기업명	시가총액 (억원)	순현금비중 (%)	1Q19 분기 YoY growth		직전 4분기 합산 growth		P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)
				Sales	OP	Sales	OP			
A008060	대덕전자	9,751	21.9%	74.0%	6.9%	31.1%	23.1%	3.6	1.0	27.5%
A013120	동원개발	4,227	78.1%	47.5%	88.9%	25.4%	41.1%	3.1	0.6	19.0%
A049070	인탑스	3,285	48.0%	49.9%	215.2%	22.9%	73.2%	10.9	0.8	7.3%
A001880	삼호	2,725	93.0%	87.6%	282.0%	35.1%	64.3%	3.1	0.7	22.1%
A028100	동아지질	2,369	38.3%	4.3%	30.9%	6.1%	32.4%	11.7	1.3	11.4%
A035890	서희건설	2,212	34.1%	17.3%	82.3%	14.7%	6.4%	5.2	0.8	14.8%
A002170	삼양통상	1,902	65.8%	12.7%	46.0%	13.6%	25.5%	6.9	0.6	9.3%
A039340	한국경제TV	1,488	21.4%	5.1%	56.7%	26.5%	93.3%	9.4	1.3	14.3%
A005430	한국공항	1,468	61.2%	3.8%	58.8%	7.3%	2.1%	7.3	0.5	6.3%
A069510	에스텍	1,364	39.6%	17.8%	149.9%	7.1%	37.9%	6.2	1.0	15.7%
A101330	모베이스	1,332	18.7%	51.0%	101.4%	28.8%	20.3%	5.6	0.6	10.4%
A053690	한미글로벌	1,162	13.2%	120.5%	369.0%	29.5%	110.6%	5.6	1.0	18.3%
A016090	대현	1,072	41.9%	5.3%	1.5%	2.8%	20.6%	6.9	0.6	8.3%
A088910	동우팜투테이블	1,009	69.2%	30.4%	327.1%	15.3%	43.7%	4.9	0.5	10.7%
A004450	삼화왕관	991	21.0%	2.2%	41.4%	3.3%	18.9%	9.6	0.7	7.4%
A088130	동아엘텍	943	78.3%	16.3%	192.2%	15.0%	27.9%	4.4	0.6	13.5%
A120240	대정화금	937	36.9%	10.0%	11.1%	11.8%	1.8%	8.9	0.8	9.1%
A094820	일진파워	929	21.8%	33.7%	16.9%	24.5%	8.9%	5.7	1.1	18.5%
A002920	유성기업	776	33.8%	3.4%	139.0%	0.1%	541.0%	9.0	0.3	3.3%
A094840	슈프리마에이치큐	761	73.7%	24.9%	32.4%	16.7%	109.5%	8.9	0.6	6.4%
A001560	제일연마	657	14.7%	1.3%	40.4%	1.8%	5.8%	10.6	0.9	8.0%

자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

1Q19 성장률 우선순위

표13 성장률 기준

시가총액	시가총액 500억원 ~ 1조원 이하
성장률	1Q19 분기 & 1Q19 기준 직전4분기 매출액 & 영업이익 각각 10% 이상 성장
Valuation	12M Trailing P/E 15.0배 & P/B 2.0배 이하

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 순현금 & 저평가

종목코드	기업명	시가총액 (억원)	순현금비중 (%)	1Q19 분기 YoY growth		직전 4분기 합산 growth		P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)
				Sales	OP	Sales	OP			
A036830	솔브레인	8,456	7.5%	13.4%	13.6%	22.6%	44.3%	8.1	1.1	13.9%
A013120	동원개발	4,227	78.1%	47.5%	88.9%	25.4%	41.1%	3.1	0.6	19.0%
A047310	파워로직스	3,993	0.6%	66.3%	284.4%	20.6%	62.0%	12.5	2.0	16.0%
A003800	에이스침대	3,460	6.8%	13.6%	11.4%	12.7%	27.6%	11.4	0.8	7.0%
A049070	인탑스	3,285	48.0%	49.9%	215.2%	22.9%	73.2%	10.9	0.8	7.3%
A001880	삼호	2,725	93.0%	87.6%	282.0%	35.1%	64.3%	3.1	0.7	22.1%
A104480	티케이케미칼	2,709	-87.7%	11.3%	95.6%	15.9%	366.4%	8.3	1.0	12.1%
A035150	백산	2,577	-22.7%	127.2%	136.3%	84.8%	40.2%	12.3	1.8	14.6%
A082920	비츠로셀	2,348	1.2%	23.9%	14.9%	72.4%	410.4%	14.5	1.9	12.9%
A053610	프로텍	2,124	8.9%	156.6%	237.8%	33.6%	52.7%	5.6	1.2	21.2%
A036890	진성티이씨	1,904	-21.9%	12.9%	38.8%	33.5%	51.9%	8.0	1.5	19.1%
A002170	삼양통상	1,902	65.8%	12.7%	46.0%	13.6%	25.5%	6.9	0.6	9.3%
A009160	SIMPAC	1,806	1.5%	128.8%	138.7%	67.3%	47.6%	2.5	0.4	16.5%
A065130	탐엔지니어링	1,638	-24.4%	59.1%	316.7%	198.7%	223.2%	6.3	0.9	14.0%
A101330	모베이스	1,332	18.7%	51.0%	101.4%	28.8%	20.3%	5.6	0.6	10.4%
A042370	비츠로테크	1,250	-7.4%	18.2%	57.4%	24.2%	278.9%	8.9	0.9	10.0%
A053690	한미글로벌	1,162	13.2%	120.5%	369.0%	29.5%	110.6%	5.6	1.0	18.3%
A101160	월덱스	1,114	-23.6%	18.3%	75.3%	17.9%	94.2%	5.6	1.5	26.3%
A241790	오션브릿지	1,003	18.5%	20.8%	73.9%	59.6%	70.3%	6.9	1.9	28.1%
A088130	동아엘텍	943	78.3%	16.3%	192.2%	15.0%	27.9%	4.4	0.6	13.5%
A094840	슈프리마에이치큐	761	73.7%	24.9%	32.4%	16.7%	109.5%	8.9	0.6	6.4%
A019180	티에이치엔	587	-122.5%	15.3%	86.9%	23.5%	35.5%	7.0	1.3	18.7%
A002710	TCC스틸	584	-157.8%	13.4%	80.4%	10.2%	109.4%	5.6	0.5	9.3%

자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

기업분석

정상제이엘에스 (040420)	24
KPX 케미칼 (025000)	29
한국전자금융 (063570)	33
삼영전자 (005680)	37
휴비츠 (065510)	41
화승엔터프라이즈 (241590)	46

Universe		
기업명	투자판단	목표주가
정상제이엘에스	Buy (신규)	10,000 원(신규)
KPX 케미칼	Buy (유지)	70,000 원(유지)
한국전자금융	Buy (유지)	11,000 원(하향)
삼영전자	Buy (유지)	15,000 원(하향)
휴비츠	Buy (유지)	13,000 원(상향)
화승엔터프라이즈	Buy (유지)	18,000 원(상향)

정상제이엘에스 (040420)

고성장 + 배당메리트

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

기업개요

정상JLS는 프리미엄 영어교육 기관으로서 직영 56개, FC 69개의 Site를 보유하고 있다. 비중은 초등영어(CHES) 36.7%, 중등영어(ACE) 19.0%, 정상수학 1.4%, 온라인 12.2%, 교재 16.3% 수준으로 구성되어 있다.

학생수 증가로 고성장 기대감

동사의 학생수(직영, Q)는 2017년 +0.3% yoy → 2018년 +3.1% yoy → 1Q19 +6.9% yoy 수준으로 증가하고 있다. 또한 수강료(P)는 최근 4분기 평균 2.3~ 4.9% yoy 수준으로 상승하고 있는 것으로 파악된다. 이에 Q↑·P↑ 효과로 동사의 외형 확대 및 수익성이 동시에 진행되고 있다.

이는 인당 사교육비 확대로 프리미엄 학원의 학생수가 증가하고 있기 때문이다. 이러한 흐름을 반영하여 동사의 1Q19 OP growth는 +31.6% yoy를 기록하였고, 2019년E OP +13.3%를 전망하며, 과거 3년 CAGR 16.6% 수준의 고성장이 유지될 것으로 보인다.

안정적인 배당메리트

동사는 매년 안정적인 배당정책(DPS 2010년 ~ 2011년 400원, 2012년 ~ 2015년 420원, 2016년 ~ 2018년 430원)을 유지하고 있어 배당메리트가 높다. 2019년에도 전년과 비슷한 DPS 430원을 적용할 경우 배당수익률은 5.4% 수준이다.

투자의견 매수, 목표주가 10,000원으로 커버리지 개시

정상제이엘에스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 1)과거 3년 CAGR OP growth 16.6% 및 1Q19 OP growth 31.6% yoy 성장성이 주가에 아직 반영되어 있지 않고, 2)매년 배당메리트가 높기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation(Cost of Equity 7.0%, Sustainable Growth 0% 보수적가정)을 적용하여 산출하였다.

Buy(Initiate)

목표주가 10,000 원

현재주가 7,620 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(5/27)		689.67 pt
시가총액		1,195 억원
발행주식수		15,678 천주
52 주 최고가 / 최저가	8,020 / 6,830 원	
90 일 일평균거래대금		1.75 억원
외국인 지분율		2.0%
배당수익률(19.12E)		5.6%
BPS(19.12E)		4,240 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	12.8%
	6 개월	4.8%
	12 개월	7.1%
주주구성	허용석외 8 인	39.0%
	KB 자산운용	11.8%
	자사주	4.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	84.4	10.3	10.4	8.2	551	13.0	14.2	13.6	8.1	1.8	13.1
2018	87.1	10.9	4.4	3.6	239	-56.7	14.7	29.2	7.4	1.8	5.7
2019E	92.6	12.3	12.4	9.7	651	172.9	16.4	12.3	7.7	1.9	15.2
2020E	97.4	13.1	13.2	10.3	692	6.3	17.4	11.6	7.3	1.8	15.1
2021E	102.4	13.9	14.0	11.0	737	6.4	18.5	10.9	6.9	1.7	15.1

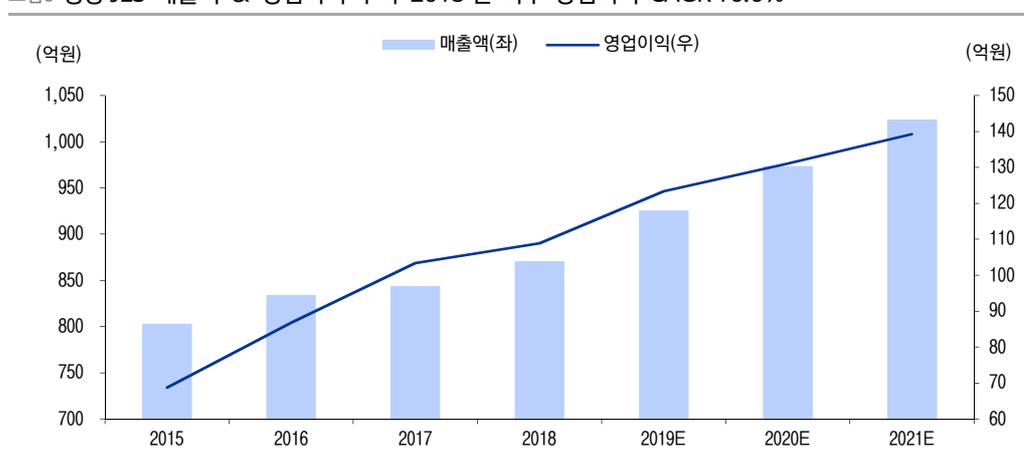
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표15 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	803	834	844	871	926	974
YoY	2.7%	3.9%	1.1%	3.2%	6.3%	5.2%
CHES(초등)	273	282	293	317	344	364
ACE(중등)	142	149	153	153	164	172
정상수학	12	12	9	11	13	15
온라인	113	115	122	127	128	134
교재	107	119	137	148	158	168
FC	27	29	28	27	29	31
방과후	43	34	10	1	1	1
기타	85	94	91	87	88	88
YoY						
CHES(초등)	3.5%	3.6%	3.7%	8.2%	8.5%	5.9%
ACE(중등)	-6.7%	4.8%	2.9%	0.0%	7.1%	4.6%
정상수학	-9.5%	-5.3%	-20.0%	14.8%	24.3%	16.2%
온라인	1.3%	1.3%	6.0%	4.2%	1.2%	4.1%
교재	3.4%	11.4%	14.5%	8.1%	6.7%	6.7%
FC	10.6%	7.0%	-1.8%	-3.8%	7.3%	7.0%
방과후	16.3%	-20.8%	-69.5%	-89.2%	-8.7%	-0.9%
기타	12.4%	9.9%	-3.1%	-4.3%	1.1%	0.3%
% of Sales						
CHES(초등)	33.9%	33.9%	34.7%	36.4%	37.1%	37.4%
ACE(중등)	17.7%	17.9%	18.2%	17.6%	17.8%	17.7%
정상수학	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%
온라인	14.1%	13.8%	14.4%	14.6%	13.9%	13.7%
교재	13.3%	14.3%	16.2%	17.0%	17.0%	17.3%
FC	3.4%	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.2%
영업이익	69	87	103	109	123	131
% of sales	8.6%	10.4%	12.3%	12.5%	13.3%	13.5%
% YoY	-4.6%	26.2%	19.1%	5.3%	13.3%	6.3%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림6 정상 JLS 매출액 & 영업이익 추이: 2015년 이후 영업이익 CAGR 16.6%



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	218	220	220	213	235	232	233	226
YoY	-3.6%	2.6%	4.9%	10.1%	7.5%	5.5%	5.9%	6.3%
CHES(초등)	75	80	82	80	85	85	88	86
ACE(중등)	40	37	38	38	45	40	40	40
정상수학	3	3	3	3	3	3	3	3
온라인	30	33	32	31	29	34	33	32
교재	38	38	35	37	38	41	38	40
FC	7	7	7	7	8	7	7	7
방과후	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	26	21	23	17	27	21	23	17
YoY								
CHES(초등)	2.1%	6.5%	10.8%	13.7%	13.0%	5.9%	7.3%	8.1%
ACE(중등)	-5.7%	-2.6%	2.1%	7.5%	11.3%	5.9%	5.7%	5.3%
정상수학	-8.4%	10.3%	24.3%	41.4%	33.6%	23.3%	21.2%	19.9%
온라인	-15.5%	5.1%	5.2%	30.9%	-4.1%	3.1%	2.9%	2.5%
교재	28.8%	7.2%	8.9%	-7.1%	1.6%	8.5%	8.4%	8.5%
FC	-5.4%	2.8%	-10.4%	-1.4%	12.3%	6.1%	5.8%	5.2%
방과후	-97.2%	-73.9%	-40.9%	-81.1%	0.0%	-12.6%	-10.2%	-7.3%
기타	-9.3%	-7.4%	-9.6%	21.1%	4.3%	-0.7%	-0.1%	0.3%
영업이익	29	31	28	21	38	32	30	23
% of sales	13.3%	13.9%	12.7%	10.0%	16.3%	13.9%	12.8%	10.3%
% YoY	-1.7%	2.3%	2.3%	28.0%	31.6%	4.9%	6.3%	9.8%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

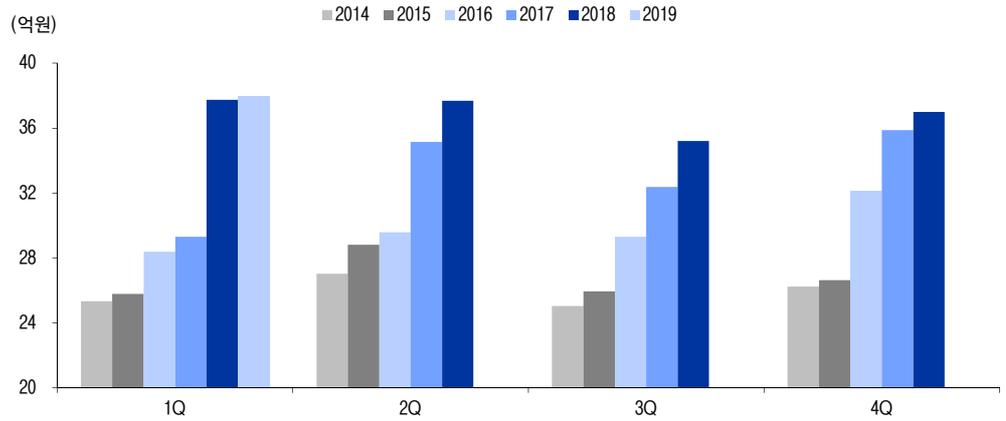
주: IFRS 연결기준

그림7 정상 JLS 학생수 YoY 증감: 2Q18 이후 YoY 성장폭 확대



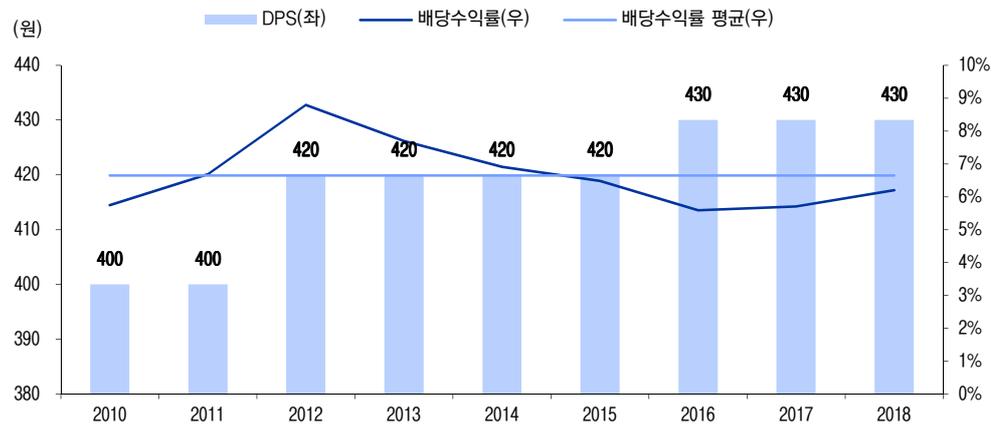
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 정상 JLS 교재부문 YoY 매출액 비교



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 정상 JLS DPS 추이 및 배당수익률



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19.8	18.1	16.9	15.5	14.7
현금 및 현금성자산	5.1	3.9	2.7	1.3	0.5
매출채권 및 기타채권	5.2	5.6	5.5	5.5	5.5
재고자산	3.9	3.7	3.8	3.8	3.8
기타유동자산	5.7	4.8	4.9	4.9	4.9
비유동자산	63.1	68.2	73.3	78.6	84.0
관계기업투자등	2.5	3.5	3.8	4.0	4.2
유형자산	48.2	52.1	56.1	60.3	64.7
무형자산	3.9	4.1	4.4	4.8	5.2
자산총계	82.9	86.3	90.2	94.1	98.7
유동부채	11.3	18.2	17.4	17.2	17.3
매입채무 및 기타채무	2.1	2.9	2.7	2.8	3.0
단기금융부채	1.0	5.6	5.0	4.8	4.6
기타유동부채	8.1	9.7	9.7	9.7	9.7
비유동부채	7.3	6.3	6.4	6.4	6.5
장기금융부채	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.3	6.3	6.4	6.4	6.5
부채총계	18.6	24.5	23.7	23.7	23.7
지배주주지분	64.3	61.8	66.5	70.4	75.0
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	35.5	33.3	37.4	41.3	45.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.3	61.8	66.5	70.4	75.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	12.3	13.9	13.7	14.3	15.2
당기순이익(손실)	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
비현금수익비용가감	6.0	11.2	4.2	3.8	4.0
유형자산감가상각비	1.8	2.3	2.5	2.7	2.8
무형자산상각비	2.1	1.6	1.6	1.7	1.7
기타현금수익비용	0.0	0.8	0.1	-0.5	-0.5
영업활동 자산부채변동	0.1	1.5	-0.2	0.1	0.2
매출채권 감소(증가)	0.0	-0.5	0.2	0.0	0.0
재고자산 감소(증가)	-0.5	0.2	-0.1	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-0.2	0.8	-0.2	0.1	0.1
기타자산, 부채변동	0.7	1.1	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-9.5	-8.9	-8.6	-9.0	-9.4
유형자산처분(취득)	-5.2	-6.1	-6.5	-6.9	-7.2
무형자산 감소(증가)	-1.0	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1
투자자산 감소(증가)	-3.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2
기타투자활동	-0.3	-0.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-4.8	-6.3	-6.3	-6.7	-6.6
차입금의 증가(감소)	1.0	-0.4	-0.6	-0.3	-0.1
자본의 증가(감소)	-5.6	-5.7	-5.7	-6.4	-6.4
배당금의 지급	5.7	5.7	5.7	6.4	6.4
기타재무활동	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-2.1	-1.2	-1.2	-1.4	-0.8
기초현금	7.2	5.1	3.9	2.7	1.3
기말현금	5.1	3.9	2.7	1.3	0.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	84.4	87.1	92.6	97.4	102.4
매출원가	63.1	64.9	68.4	72.0	75.7
매출총이익	21.2	22.1	24.2	25.4	26.8
판매비 및 관리비	10.9	11.3	11.8	12.3	12.8
영업이익	10.3	10.9	12.3	13.1	13.9
(EBITDA)	14.2	14.7	16.4	17.4	18.5
금융손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자비용	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	0.1	-6.7	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.4	4.4	12.4	13.2	14.0
계속사업법인세비용	2.2	0.8	2.7	2.8	3.0
계속사업이익	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
지배주주	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
총포괄이익	8.1	3.2	9.7	10.3	11.0
매출총이익률 (%)	25.2	25.4	26.1	26.1	26.1
영업이익률 (%)	12.3	12.5	13.3	13.5	13.6
EBITDA 마진률 (%)	16.8	16.9	17.7	17.9	18.0
당기순이익률 (%)	9.8	4.1	10.5	10.6	10.7
ROA (%)	10.1	4.2	11.0	11.2	11.4
ROE (%)	13.1	5.7	15.2	15.1	15.1
ROIC (%)	14.0	15.1	16.0	15.7	15.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	13.6	29.2	12.3	11.6	10.9
P/B	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.1	7.4	7.7	7.3	6.9
P/CF	8.3	7.4	9.0	8.9	8.4
배당수익률 (%)	5.7	6.2	5.4	5.4	5.4
성장성 (%)					
매출액	1.1	3.2	6.3	5.2	5.2
영업이익	19.1	5.3	13.3	6.3	6.2
세전이익	10.2	-58.0	183.7	6.4	6.3
당기순이익	13.1	-56.7	172.9	6.3	6.4
EPS	13.0	-56.7	172.9	6.3	6.4
안정성 (%)					
부채비율	28.8	39.6	35.7	33.6	31.7
유동비율	176.2	99.3	97.1	89.8	85.2
순차입금/자기자본(x)	-3.5	-0.3	0.6	2.2	2.9
영업이익/금융비용(x)	54.2	53.7	42.0	46.4	50.4
총차입금 (십억원)	6.0	5.6	5.0	4.8	4.6
순차입금 (십억원)	-2.3	-0.2	0.4	1.5	2.2
주당지표 (원)					
EPS	551	239	651	692	737
BPS	4,104	3,943	4,240	4,490	4,782
CFPS	908	939	887	904	960
DPS	430	430	430	430	430

KPX케미칼 (025000)

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

하반기가 기대된다

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

PPG-PO Spread 확대로 수익성 개선

동사의 PPG(제품) - PO(원재료) Spread가 확대되면서 수익성 개선이 진행되고 있다. 동사의 OP Margin은 3Q18 1.5% → 4Q18 4.1% → 1Q19 4.2%, 2Q19 이후에는 5%이상으로 개선될 전망이다. 이는 S-Oil로부터 받는 PO(상대적으로 원가 경쟁력이 있음)의 비중이 확대되고 있기 때문이다. 중요한 점은 6월 이후 S-Oil에서 매입하는 PO의 비중이 큰 폭으로 확대될 것이기 때문에 2H19 동사의 수익성 개선이 전망된다.

동사는 과거 국내 PO(원재료) 조달에 있어서 SKC에게 전량 의존했으나, 2018년 9월 이후 S-Oil로부터 상대적으로 가격경쟁력이 더 좋은 PO 약 6천톤/월 규모를 매입하고 있으며 2019년 6월 이후에는 1~1.1만톤/월 규모로 그 비중을 확대할 계획이다. 참고로 동사의 연간 PPG CAPA 23.1만톤에 필요한 PO는 15만톤(PPG의 65% 비중) 규모로 추정되며 현재 연간 4만톤은 SKC에서 매입하고, 월 1~1.1만톤 규모를 S-Oil에서 매입가능하며, 추가적으로 수입 스팟 시장에서 PO를 더 매입할 수 있다는 점을 고려하면 내년 이후 CAPA 증설의 가능성도 있다고 보인다.

2019년 큰 폭의 실적 개선 기대

동사의 2019년 실적은 매출액 7,986억원(+4.2% yoy), 영업이익 394억원(+65.1% yoy)을 전망한다. 이는 S-Oil에서 매입하는 상대적으로 가격경쟁력이 있는 PO의 비중확대로 OP Margin이 2018년 3.1% → 2019년 4.9% → 2020년 5.5% 수준으로 개선될 전망이기 때문이다.

안정적인 재무구조 & 배당메리트

동사의 순현금은 1,060억원, 장기금융자산 651억원의 합산 1,712억원은 시가총액의 64% 규모로 현금흐름이 좋다. 이는 배당의 재원으로 사용되고 있으며, DPS 2,000원(최근 3년 동일 금액)을 고려할 경우 배당수익률은 3.6% 수준이다.

Buy(maintain)

목표주가 70,000 원

현재주가 55,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/27)	2,044.21 pt
시가총액	2,667 억원
발행주식수	4,840 천주
52 주 최고가 / 최저가	72,300 / 48,950 원
90 일 일평균거래대금	2.77 억원
외국인 지분율	28.7%
배당수익률(19.12E)	3.6%
BPS(19.12E)	93,490 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 5.1%
	6 개월 9.6%
	12 개월 -4.5%
주주구성	양규모외 8 인 64.4%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	703.7	30.0	35.4	27.1	5,572	-17.8	45.4	12.5	4.6	0.8	6.2
2018	766.7	23.9	15.7	12.0	2,325	-58.3	39.7	22.5	4.3	0.6	2.5
2019E	798.6	39.4	40.1	30.1	6,045	160.0	55.9	9.0	2.2	0.6	6.5
2020E	848.7	46.9	47.7	36.4	7,316	21.0	64.4	7.4	1.9	0.6	7.5
2021E	901.3	51.2	52.0	39.8	7,995	9.3	69.8	6.8	1.7	0.5	7.7

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표17 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	8,267	7,439	6,474	7,037	7,667	7,986	8,487
YoY	5.8%	-10.0%	-13.0%	8.7%	9.0%	4.2%	6.3%
본사	6,332	5,545	4,564	5,133	5,620	6,076	6,546
중국법인	1,917	1,806	1,681	1,744	1,890	1,759	1,790
미국법인	19	89	228	160	157	150	152
YoY							
본사	1.0%	-12.4%	-17.7%	12.5%	9.5%	8.1%	7.7%
중국법인	23.7%	-5.8%	-6.9%	3.7%	8.4%	-6.9%	1.7%
미국법인		371.3%	157.2%	-29.7%	-2.0%	-4.4%	1.0%
매출비중							
본사	76.6%	74.5%	70.5%	72.9%	73.3%	76.1%	77.1%
중국법인	23.2%	24.3%	26.0%	24.8%	24.7%	22.0%	21.1%
미국법인	0.2%	1.2%	3.5%	2.3%	2.0%	1.9%	1.8%
영업이익	451	488	443	300	239	394	469
% of sales	5.5%	6.6%	6.8%	4.3%	3.1%	4.9%	5.5%
% YoY	35.0%	8.2%	-9.3%	-32.3%	-20.4%	65.1%	19.2%

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

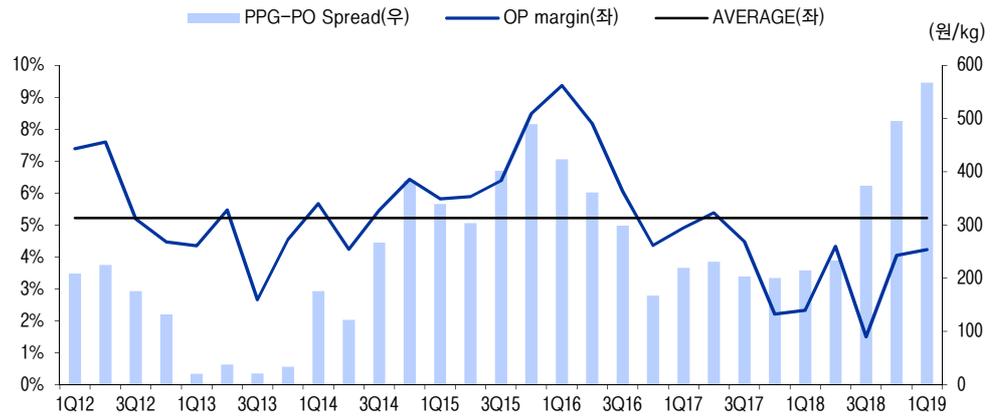
표18 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,850	1,987	1,796	2,034	1,786	1,992	1,966	2,241
YoY	8.1%	16.1%	-6.6%	20.3%	-3.4%	0.2%	9.5%	10.2%
본사	1,314	1,435	1,309	1,562	1,372	1,511	1,453	1,740
중국법인	498	510	446	436	383	438	472	466
미국법인	38	43	41	36	31	42	41	36
YoY								
본사	7.5%	15.4%	-7.4%	24.5%	4.4%	5.3%	11.0%	11.4%
중국법인	11.0%	16.1%	-4.5%	12.1%	-23.1%	-14.1%	5.9%	6.9%
미국법인	-15.9%	44.8%	-5.2%	-16.1%	-17.5%	-0.2%	0.1%	-0.8%
매출비중								
본사	71.0%	72.2%	72.9%	76.8%	76.8%	75.9%	73.9%	77.6%
중국법인	26.9%	25.7%	24.8%	21.4%	21.4%	22.0%	24.0%	20.8%
미국법인	2.0%	2.1%	2.3%	1.8%	1.7%	2.1%	2.1%	1.6%
영업이익	43	86	27	82	76	99	101	118
% of sales	2.3%	4.3%	1.5%	4.1%	4.2%	5.0%	5.1%	5.3%
% YoY	-48.8%	-6.6%	-68.7%	120.9%	75.3%	15.4%	274.1%	43.3%

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

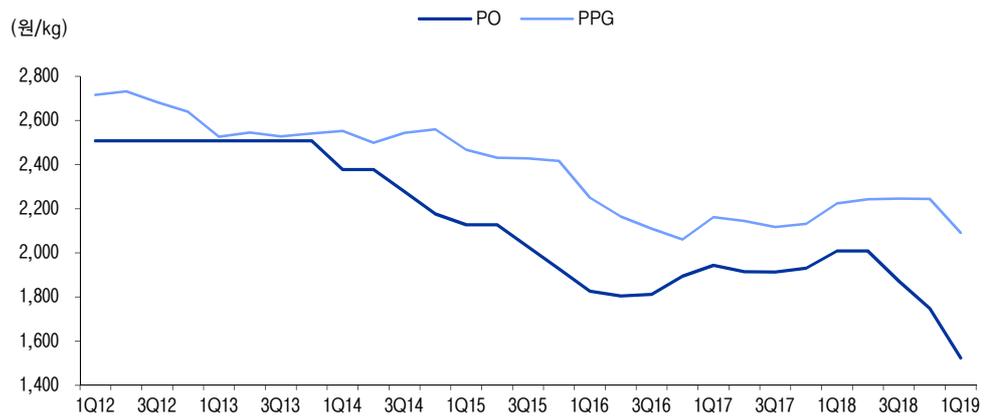
주: IFRS 연결기준

그림10 PPG-PO Spread & OP Margin 추이



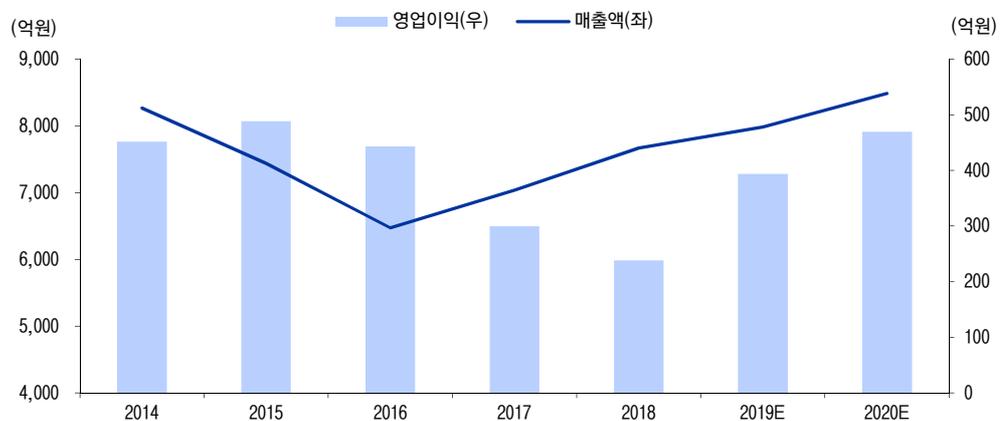
자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림11 PPG & PO 가격 추이



자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림12 매출액 & 영업이익 전망



자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

KPX케미칼 (025000)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	364.1	319.3	379.8	391.9	406.3
현금 및 현금성자산	38.3	9.9	60.7	56.2	53.3
매출채권 및 기타채권	114.2	120.4	122.2	129.8	137.9
재고자산	91.1	88.5	93.6	99.5	105.6
기타유동자산	120.5	100.6	103.4	106.4	109.5
비유동자산	184.0	215.9	180.3	195.6	212.0
관계기업투자등	36.6	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	135.5	149.5	162.9	177.6	193.5
무형자산	6.2	5.9	5.7	5.5	5.3
자산총계	548.1	535.3	560.2	587.4	618.4
유동부채	99.6	81.7	89.2	91.3	93.8
매입채무 및 기타채무	69.4	55.2	64.8	68.9	73.2
단기금융부채	24.2	22.0	19.8	17.8	16.0
기타유동부채	6.0	4.6	4.6	4.6	4.6
비유동부채	5.7	9.9	9.8	9.7	9.6
장기금융부채	0.0	2.0	1.8	1.6	1.4
기타비유동부채	5.7	8.0	8.0	8.1	8.2
부채총계	105.3	91.6	99.0	101.0	103.4
지배주주지분	434.6	435.0	452.5	477.8	506.3
자본금	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
자본잉여금	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
이익잉여금	382.3	387.2	406.4	431.7	460.2
비지배주주지분(연결)	8.2	8.7	8.7	8.7	8.7
자본총계	442.8	443.7	461.2	486.4	514.9

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	39.3	21.4	95.0	42.0	45.8
당기순이익(손실)	27.1	12.0	30.1	36.4	39.8
비현금수익비용가감	19.2	30.3	62.1	15.1	16.0
유형자산감가상각비	15.1	15.5	16.2	17.2	18.3
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	-5.7	0.7	45.6	-2.4	-2.6
영업활동 자산부채변동	2.3	-17.0	2.9	-9.5	-9.9
매출채권 감소(증가)	1.5	-5.9	-1.8	-7.7	-8.0
재고자산 감소(증가)	-11.8	1.8	-5.0	-5.9	-6.2
매입채무 증가(감소)	16.9	-15.0	9.7	4.1	4.3
기타자산, 부채변동	-4.3	2.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-41.2	-39.5	-32.5	-35.0	-37.3
유형자산처분(취득)	-22.3	-32.9	-29.5	-31.9	-34.2
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-17.7	-2.1	-2.9	-3.0	-3.1
기타투자활동	-1.0	-4.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-21.8	-10.3	-11.7	-11.5	-11.3
차입금의 증가(감소)	-6.7	-0.3	-2.2	-2.0	-1.8
자본의 증가(감소)	-10.0	-10.0	-9.5	-9.5	-9.5
배당금의 지급	10.0	10.0	9.5	9.5	9.5
기타재무활동	-5.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-24.0	-28.4	50.8	-4.5	-2.8
기초현금	62.3	38.3	9.9	60.7	56.2
기말현금	38.3	9.9	60.7	56.2	53.3

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	703.7	766.7	798.6	848.7	901.3
매출원가	625.4	696.7	708.9	749.0	794.7
매출총이익	78.3	70.0	89.6	99.7	106.6
판매비 및 관리비	48.3	46.1	50.3	52.8	55.4
영업이익	30.0	23.9	39.4	46.9	51.2
(EBITDA)	45.4	39.7	55.9	64.4	69.8
금융손익	-0.8	6.2	4.8	5.0	5.3
이자비용	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.3	-14.4	-4.1	-4.2	-4.5
세전계속사업이익	35.4	15.7	40.1	47.7	52.0
계속사업법인세비용	8.3	3.7	10.0	11.3	12.2
계속사업이익	27.1	12.0	30.1	36.4	39.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	27.1	12.0	30.1	36.4	39.8
지배주주	26.5	11.1	28.7	34.8	38.0
총포괄이익	28.4	7.5	30.1	36.4	39.8
매출총이익률 (%)	11.1	9.1	11.2	11.7	11.8
영업이익률 (%)	4.3	3.1	4.9	5.5	5.7
EBITDA 마진률 (%)	6.5	5.2	7.0	7.6	7.7
당기순이익률 (%)	3.9	1.6	3.8	4.3	4.4
ROA (%)	4.9	2.0	5.2	6.1	6.3
ROE (%)	6.2	2.5	6.5	7.5	7.7
ROIC (%)	8.0	6.2	9.3	10.7	10.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	12.5	22.5	9.0	7.4	6.8
P/B	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.6	4.3	2.2	1.9	1.7
P/CF	7.3	6.0	2.9	5.1	4.7
배당수익률 (%)	2.9	3.8	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
매출액	8.7	9.0	4.2	6.3	6.2
영업이익	-32.3	-20.4	65.1	19.2	9.1
세전이익	-20.9	-55.6	154.9	19.1	9.0
당기순이익	-20.4	-55.7	150.2	21.0	9.3
EPS	-17.8	-58.3	160.0	21.0	9.3
안정성 (%)					
부채비율	23.8	20.7	21.5	20.8	20.1
유동비율	365.4	390.9	425.8	429.3	433.3
순차입금/자기자본(x)	-29.4	-18.6	-30.0	-28.6	-27.5
영업이익/금융비용(x)	25.4	20.7	41.7	52.3	60.1
총차입금 (십억원)	24.2	23.9	21.5	19.4	17.4
순차입금 (십억원)	-130.0	-82.5	-138.5	-139.2	-141.4
주당지표 (원)					
EPS	5,572	2,325	6,045	7,316	7,995
BPS	89,789	89,874	93,490	98,712	104,603
CFPS	9,573	8,746	19,035	10,633	11,519
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

한국전자금융 (063570)

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

2020년을 위한 기다림

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

2019년보다는 2020년을 기대하자

동사의 2019년은 2020년을 위한 준비기간으로 생각하자. 이유는 올해 1)무인주차장의 공격적인 증설(Site 2배 증가 목표), 2)OK POS의 실적부진, 3)CD-VAN 등의 Cash-Cow 사업부문 우려감이 있기 때문이다.

그러나 1)무인자동화사업인 KIOSK & 무인주차장 사업이 안정적으로 성장하고 있고, 2)OK POS의 영업권 상각과 관련된 연간 21억원 규모의 비용이 2020년 3분기이후 없어지기 때문에 성장을 관점에서 2019년은 저조하겠지만 2020년 이후 다시 성장성이 확대될 것으로 기대된다.

1Q19 실적 코멘트 ~ 2019년 하반기 전망

동사의 1분기 실적은 매출액 -1.0% yoy, 영업이익 -33.7% yoy를 기록하며, 기대치(Sales -4.3%, OP -23.1%)를 하회하였다. 매출액의 큰 변화 없이 영업이익이 큰 폭으로 하락한 이유는 연결자회사 OK POS의 실적악화 때문이다. OK POS의 2018년 순이익은 16억원을 기록하였으나, 1Q19 NI -9원을 기록하였다. 이는 국내 VAN 산업 부진에 따른 POS 수요 둔화에 기인한 것으로 파악된다.

이를 제외한 본업(금융/VAN/자동화기기)의 영업이익은 별도기준 추이를 살펴보면 확인할 수 있는데, OP(별도) 1Q18 45억원 → 1Q19 47억원(+5.6% yoy)으로 상승흐름이 유지되었다. 본업에서 이익 성장성이 과거 대비 둔화된 이유는 무인주차장 사업에서 수익성 개선보다는 외형확대에 집중하고 있기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 11,000원으로 하향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 11,000원(13,000원 → 11,000원)으로 소폭 하향한다. 이는 1)1Q19 실적 부진에 따른 순이익 하향(2019E NI -10.3%), 2) 다소 부담스러운 Valuation을 반영한 것이다. 다만, 이번 1Q19 실적부진이 KIOSK & 무인주차장 성장모멘텀에 대한 훼손이 없었고, 2020년에는 신규사업이 본격화되면서 성장폭이 확대될 가능성이 높기 때문에 투자의견 매수를 유지한다.

Buy(maintain)

목표주가 11,000 원

현재주가 8,360 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(5/27)		689.67 pt
시가총액		2,896 억원
발행주식수		34,646 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,200 / 8,330 원	
90 일 일평균거래대금		40.87 억원
외국인 지분율		9.4%
배당수익률(19.12E)		1.6%
BPS(19.12E)		4,896 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-8.5%
	6 개월	-22.1%
	12 개월	-9.1%
주주구성	NICE 홀딩스	35.4%
	BGF 네트워크	12.5%
	자사주	12.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	241.0	21.1	18.5	16.4	596	16.6	43.0	20.8	6.7	2.7	13.5
2018	294.4	24.9	19.0	12.3	721	21.1	52.8	12.5	5.9	2.0	15.1
2019E	302.9	25.3	18.4	15.0	507	-29.8	54.1	17.2	5.5	1.8	9.4
2020E	329.3	30.0	23.4	19.1	629	24.2	60.7	13.8	4.9	1.6	10.8
2021E	350.5	34.6	28.4	23.2	765	21.5	66.8	11.4	4.3	1.5	12.0

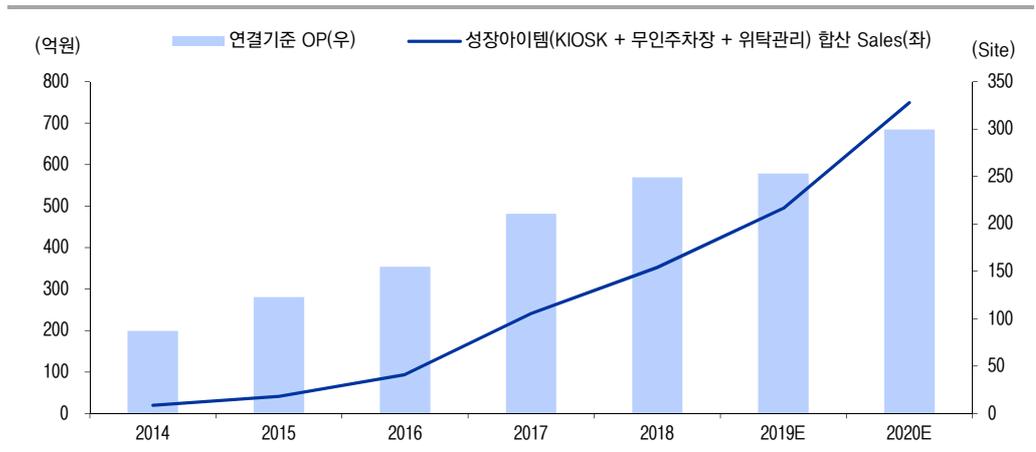
자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표19 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,402	1,525	2,155	2,410	2,944	3,029	3,293	3,505
YoY	1.7%	8.8%	41.3%	11.9%	22.1%	2.9%	8.7%	6.4%
금융/VAN/무인자동화기기	1,151	1,311	1,152	1,395	1,762	1,897	2,143	2,326
현금물류	251	214	264	296	404	446	458	480
결제장비(OKPOS 등)			657	609	651	542	547	552
가맹점네트워크			82	110	128	144	145	147
YoY								
금융/VAN/무인자동화기기	-5.8%	13.9%	-12.1%	21.1%	26.3%	7.7%	12.9%	8.5%
현금물류	59.9%	-14.7%	23.2%	12.3%	36.3%	10.6%	2.7%	4.7%
결제장비(OKPOS 등)				-7.4%	6.9%	-16.8%	1.0%	1.0%
가맹점네트워크				34.4%	16.1%	12.4%	1.0%	1.0%
% of Sales								
금융/VAN/무인자동화기기	82.1%	86.0%	53.5%	57.9%	59.8%	62.6%	65.1%	66.4%
현금물류	17.9%	14.0%	12.2%	12.3%	13.7%	14.7%	13.9%	13.7%
결제장비(OKPOS 등)			30.5%	25.3%	22.1%	17.9%	16.6%	15.8%
가맹점네트워크			3.8%	4.6%	4.3%	4.7%	4.4%	4.2%
영업이익	87	123	155	211	249	253	300	346
% of sales	6.2%	8.1%	7.2%	8.7%	8.5%	8.4%	9.1%	9.9%
% YoY	4.9%	41.0%	26.0%	36.1%	18.3%	1.6%	18.4%	15.3%
무인자동화기기								
무인주차장	4	17	59	160	230	334	546	702
KIOSK	16	24	28	60	100	138	180	217
위탁관리	-	-	7	21	22	22	23	24
성장 아이템 합산	20	41	94	241	352	494	749	943

자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림13 성장아이템 외형 및 수익성 확대



자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표20 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	674	809	722	740	667	823	751	787
YoY	27.4%	38.5%	26.6%	1.7%	-1.0%	1.8%	4.0%	6.4%
금융/VAN/무인자동화기기	402	448	441	471	422	480	476	520
현금물류	105	101	98	99	120	112	107	108
결제장비(OKPOS 등)	138	225	148	139	94	193	130	125
가맹점네트워크	28	35	35	30	32	39	39	34
YoY								
금융/VAN/무인자동화기기	37.3%	40.4%	30.9%	5.4%	4.9%	7.2%	7.8%	10.3%
현금물류	49.5%	34.2%	25.5%	37.4%	13.5%	11.1%	8.7%	8.8%
결제장비(OKPOS 등)	-4.7%	37.4%	18.8%	-20.6%	-32.3%	-14.6%	-12.2%	-10.0%
가맹점네트워크	36.7%	35.0%	13.7%	-9.1%	13.7%	11.5%	11.5%	13.2%
% of Sales								
금융/VAN/무인자동화기기	59.6%	55.4%	61.1%	63.7%	63.2%	58.3%	63.3%	66.1%
현금물류	15.7%	12.5%	13.6%	13.4%	17.9%	13.6%	14.2%	13.7%
결제장비(OKPOS 등)	20.5%	27.9%	20.5%	18.8%	14.0%	23.4%	17.4%	15.9%
가맹점네트워크	4.2%	4.3%	4.8%	4.1%	4.8%	4.7%	5.2%	4.4%
영업이익	46	77	69	57	31	72	81	70
% of sales	6.9%	9.5%	9.5%	7.7%	4.6%	8.8%	10.7%	8.8%
% YoY	25.4%	41.0%	43.8%	-19.9%	-33.7%	-6.3%	17.5%	22.0%

자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표21 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,344	3,568	3,293	3,505	-1.5%	-1.8%
영업이익	263	302	253	300	-3.7%	-0.8%
순이익	172	204	154	191	-10.3%	-6.2%

자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표22 1Q19 Review

(단위: 억원)	1Q19	1Q18	YoY	4Q18	QoQ	기존추정치	오차
매출액	667	674	-1.0%	740	-9.8%	697	-4.3%
영업이익	31	46	-33.7%	57	-46.1%	40	-23.1%
순이익	16	33	-51.9%	17	-9.6%	23	-31.0%
OPM	4.6%	6.9%		7.7%		5.7%	
NPM	2.4%	4.9%		2.4%		3.3%	

자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

한국전자금융 (063570)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	249.9	237.7	237.5	239.2	243.8
현금 및 현금성자산	207.7	193.1	193.5	192.2	194.6
매출채권 및 기타채권	28.3	29.3	29.6	32.2	34.3
재고자산	2.3	3.7	3.1	3.4	3.6
기타유동자산	11.6	11.5	11.3	11.3	11.4
비유동자산	131.4	173.2	180.6	191.1	201.3
관계기업투자등	0.1	13.8	14.1	15.4	16.4
유형자산	69.0	84.7	94.9	105.2	115.4
무형자산	49.8	47.6	43.6	40.1	37.1
자산총계	381.3	410.9	418.1	430.2	445.1
유동부채	166.2	188.7	183.8	180.7	177.5
매입채무 및 기타채무	12.5	14.3	13.8	15.0	16.0
단기금융부채	128.0	146.6	143.7	139.4	135.2
기타유동부채	25.7	27.7	26.3	26.3	26.3
비유동부채	57.9	57.2	57.2	57.3	57.3
장기금융부채	54.3	52.0	52.0	52.0	52.0
기타비유동부채	3.7	5.2	5.2	5.3	5.3
부채총계	224.2	245.9	241.0	238.0	234.8
지배주주지분	121.0	157.5	169.6	184.8	202.8
자본금	13.0	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	17.5	74.5	74.5	74.5	74.5
이익잉여금	90.4	106.4	118.4	133.6	151.6
비지배주주지분(연결)	36.1	7.5	7.5	7.5	7.5
자본총계	157.1	165.0	177.1	192.2	210.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.6	19.3	42.7	46.4	52.9
당기순이익(손실)	16.4	12.3	15.0	19.1	23.2
비현금수익비용가감	29.9	44.6	27.9	29.0	31.0
유형자산감가상각비	17.8	22.7	23.5	25.9	27.8
무형자산상각비	4.2	5.2	5.3	4.9	4.5
기타현금수익비용	0.0	0.7	-0.8	-1.8	-1.3
영업활동 자산부채변동	-3.6	-9.7	-0.2	-1.7	-1.3
매출채권 감소(증가)	-5.3	-1.7	-0.3	-2.6	-2.1
재고자산 감소(증가)	-1.2	-2.3	0.6	-0.3	-0.2
매입채무 증가(감소)	4.9	-1.0	-0.5	1.2	1.0
기타자산, 부채변동	-2.0	-4.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	24.0	-47.7	-36.1	-39.4	-41.2
유형자산처분(취득)	-20.5	-32.9	-33.7	-36.1	-38.0
무형자산 감소(증가)	-0.4	-1.5	-1.3	-1.4	-1.6
투자자산 감소(증가)	-1.2	1.9	-1.1	-1.9	-1.7
기타투자활동	46.0	-15.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	39.5	13.8	-6.3	-8.3	-9.3
차입금의 증가(감소)	41.9	17.0	-2.9	-4.3	-4.2
자본의 증가(감소)	-2.1	-2.9	-3.3	-3.9	-5.2
배당금의 지급	2.1	2.9	3.3	3.9	5.2
기타재무활동	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	102.0	-14.6	0.4	-1.3	2.3
기초현금	105.7	207.7	193.1	193.5	192.2
기말현금	207.7	193.1	193.5	192.2	194.6

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	241.0	294.4	302.9	329.3	350.5
매출원가	54.7	59.5	57.0	61.4	64.2
매출총이익	186.4	234.9	245.9	267.9	286.2
판매비 및 관리비	165.3	210.0	220.6	237.9	251.7
영업이익	21.1	24.9	25.3	30.0	34.6
(EBITDA)	43.0	52.8	54.1	60.7	66.8
금융손익	-2.7	-5.9	-8.2	-8.1	-8.0
이자비용	3.1	6.3	8.8	8.7	8.6
관계기업등 투자손익	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타영업외손익	0.2	0.6	1.9	2.1	2.5
세전계속사업이익	18.5	19.0	18.4	23.4	28.4
계속사업법인세비용	2.1	6.7	3.4	4.3	5.2
계속사업이익	16.4	12.3	15.0	19.1	23.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.4	12.3	15.0	19.1	23.2
지배주주	15.5	21.0	15.4	19.1	23.2
총포괄이익	16.4	12.2	15.0	19.1	23.2
매출총이익률 (%)	77.3	79.8	81.2	81.3	81.7
영업이익률 (%)	8.7	8.5	8.4	9.1	9.9
EBITDA 마진률 (%)	17.9	17.9	17.9	18.4	19.1
당기순이익률 (%)	6.8	4.2	5.0	5.8	6.6
ROA (%)	5.1	5.3	3.7	4.5	5.3
ROE (%)	13.5	15.1	9.4	10.8	12.0
ROIC (%)	17.7	11.7	13.3	14.8	16.1

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	20.8	12.5	17.2	13.8	11.4
P/B	2.7	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.7	5.9	5.5	4.9	4.3
P/CF	7.0	5.3	7.0	6.3	5.6
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.5	2.0	2.4
성장성 (%)					
매출액	11.9	22.1	2.9	8.7	6.4
영업이익	36.1	18.3	1.6	18.4	15.3
세전이익	20.3	2.5	-3.0	27.1	21.5
당기순이익	24.4	-25.2	22.2	27.1	21.5
EPS	16.6	21.1	-29.8	24.2	21.5
안정성 (%)					
부채비율	142.7	149.0	136.1	123.8	111.7
유동비율	150.3	126.0	129.2	132.4	137.4
순차입금/자기자본(x)	-20.4	-0.1	-2.0	-3.4	-6.3
영업이익/금융비용(x)	6.8	3.9	2.9	3.5	4.0
총차입금 (십억원)	182.2	198.6	195.7	191.4	187.2
순차입금 (십억원)	-32.1	-0.1	-3.5	-6.6	-13.2
주당지표 (원)					
EPS	596	721	507	629	765
BPS	4,650	4,546	4,896	5,333	5,853
CFPS	1,779	1,698	1,239	1,387	1,564
DPS	110	110	130	170	210

삼영전자 (005680)

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

훌륭한 자산가치

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

전장용 콘덴서 성장 기대감

동사의 전장용 콘덴서는 2010년 102억원 규모에서 2016년 206억원 규모로 CAGR 12.4%의 안정적인 성장을 보이다가 2017년 ~ 2018년 180억원대 규모로 성장성이 둔화되었다. 그러나 2019년을 기점으로 다시 한번 성장흐름이 기대(전장용 콘덴서 2018년 +3.0% yoy → 2019년E +18.6% yoy)된다. 이는 고객사의 수요가 증가하고 있기 때문이다. 중요한 점은 전장용 콘덴서가 상대적으로 마진기여도가 높기 때문에 동 사업이 호조를 보일 경우 동사의 영업이익이 상승할 수 있는 구조다.

1Q19 Review

동사의 1Q19 실적은 매출액 520억원(-14.8% yoy), 영업이익 18억원(-31.1% yoy) 수준으로 매출액은 당사 추정치에 부합하였으나, 영업이익은 기대치를 많이 하회하였다. 이는 전년도 호조를 보였던 백색가전 부문에서의 수익성 둔화에 영향을 받은 것으로 파악된다. 그리고 이러한 흐름은 2019년 2Q 이후의 실적에도 비슷한 모습을 보일 가능성이 높다. 2019년 OP 추정치를 -10.8% 하향하였다.

안정적인 재무구조 & 저평가

동사의 순현금은 2,307억원으로 현재 시가총액과 비슷한 수준이다. 즉, 자산가치 외에 영업가치에 대한 Valuation이 전혀 반영되어 있지 않다는 것이다. 동사의 전해콘덴서는 고성장 사업은 아니지만 매년 흑자가 유지되고 있기 때문에 영업적인 관점에서도 가치를 반영해야 할 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 15,000원으로 하향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 15,000원(18,000원 → 15,000원)으로 소폭 하향한다. 이는 1Q19 실적 부진에 따른 순이익 하향(2019E NI -11.2%)을 반영한 것이다. 그러나 현재 동사의 주가가 순현금과 비슷한 규모로 절대적인 저평가를 보이는 점과, 성장모멘텀인 전장용 콘덴서 부문이 4Q18 이후 성장흐름으로 전환하였다는 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

Buy(maintain)

목표주가 15,000 원

현재주가 11,500 원

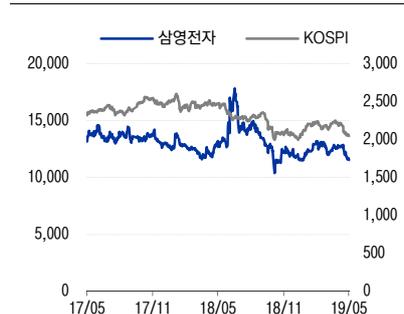
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/27)		2,044.21 pt
시가총액		2,300 억원
발행주식수		20,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	17,800 / 10,400 원	
90 일 일평균거래대금		4.62 억원
외국인 지분율		45.8%
배당수익률(19.12E)		2.2%
BPS(19.12E)		23,460 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-2.9%
	6 개월	-3.9%
	12 개월	7.5%
주주구성	변동준 외 12 인	53.6%
	신영자산운용	6.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	229.4	8.9	13.8	10.6	529	-19.9	15.4	24.7	1.7	0.6	2.3
2018	249.7	13.1	20.1	15.1	757	43.0	19.5	15.7	0.3	0.5	3.2
2019E	240.2	10.8	17.3	13.1	657	-13.2	17.0	17.8	0.5	0.5	2.8
2020E	242.9	11.2	18.1	13.7	687	4.6	17.5	17.0	0.1	0.5	2.9
2021E	247.0	11.7	19.0	14.5	724	5.5	18.1	16.2	-0.2	0.5	3.0

자료: 삼영전자, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표23 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,213	2,149	2,294	2,497	2,402	2,429	2,470
YoY	-11.8%	-2.9%	6.7%	8.9%	-3.8%	1.1%	1.7%
전해콘덴서	1,468	1,342	1,391	1,490	1,482	1,576	1,673
재료사업	433	473	560	611	584	561	540
기타	312	334	343	396	337	292	256
% YoY							
전해콘덴서	-14.8%	-8.6%	3.6%	7.1%	-0.6%	6.4%	6.1%
재료사업	-12.8%	9.4%	18.2%	9.2%	-4.5%	-4.0%	-3.6%
기타	7.3%	6.9%	2.9%	15.4%	-14.9%	-13.4%	-12.1%
매출비중							
전해콘덴서	66.3%	62.5%	60.6%	59.7%	61.7%	64.9%	67.7%
재료사업	19.6%	22.0%	24.4%	24.5%	24.3%	23.1%	21.9%
기타	14.1%	15.5%	15.0%	15.9%	14.0%	12.0%	10.4%
전해콘덴서: 본사							
디지털가전	379	392	398	376	372	380	392
생활가전	203	144	174	202	201	207	213
인버터(산업용)	43	32	50	51	45	45	45
전장(자동차)	207	206	184	189	225	264	309
DVD/ODD	16	11	6	4	3	3	2
SMPS(충전기 등)	43	46	42	38	48	48	49
기타(달러포함)	578	535	537	628	589	630	663
% YoY							
디지털가전	-28.3%	3.5%	1.4%	-5.3%	-1.3%	2.2%	3.3%
생활가전	-13.8%	-29.3%	21.3%	16.0%	-0.6%	2.9%	2.8%
인버터(산업용)	-17.5%	-25.7%	59.0%	1.8%	-13.1%	0.8%	0.8%
전장(자동차)	11.8%	-0.3%	-10.9%	3.0%	18.6%	17.7%	16.8%
DVD/ODD	-47.2%	-28.3%	-50.4%	-19.9%	-40.6%	-3.7%	-2.9%
SMPS(충전기 등)	-10.0%	8.3%	-9.5%	-8.6%	24.7%	1.0%	1.0%
기타(달러포함)	-10.4%	-7.3%	0.4%	16.9%	-6.1%	6.9%	5.2%
영업이익	117	97	89	131	108	112	117
% of sales	5.3%	4.5%	3.9%	5.2%	4.5%	4.6%	4.8%
% YoY	-18.0%	-17.3%	-7.5%	46.7%	-17.8%	4.1%	4.7%

자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표24 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	2,615	2,722	2,402	2,429	-8.1%	-10.8%
영업이익	121	127	108	112	-10.8%	-11.7%
순이익	147	153	131	137	-11.2%	-10.6%

자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표25 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	611	659	625	603	520	651	622	609
YoY	14.2%	14.8%	3.4%	3.8%	-14.8%	-1.2%	-0.4%	1.1%
전해콘덴서	374	378	369	369	329	390	379	384
재료사업	147	164	150	151	134	158	145	147
기타	90	117	106	82	57	103	98	78
% YoY								
전해콘덴서	6.6%	7.5%	1.6%	13.5%	-11.9%	3.2%	2.6%	4.0%
재료사업	28.3%	15.1%	6.6%	-7.1%	-8.6%	-3.5%	-3.1%	-2.8%
기타	29.4%	46.8%	5.2%	-11.2%	-36.8%	-12.0%	-7.3%	-4.8%
매출비중								
전해콘덴서	61.2%	57.4%	59.1%	61.2%	63.3%	59.9%	60.9%	63.0%
재료사업	24.0%	24.9%	23.9%	25.1%	25.8%	24.3%	23.3%	24.1%
기타	14.8%	17.8%	17.0%	13.7%	11.0%	15.8%	15.8%	12.9%
전해콘덴서: 본사								
TV	92	87	104	94	84	87	105	95
백색가전	59	57	39	46	58	56	40	47
인버터(산업용기기)	13	13	14	12	9	12	13	11
전장(자동차)	41	47	46	55	47	54	54	69
DVD/ODD	2	2	1	0	0	1	1	0
SMPS(충전기 등)	9	9	9	11	13	11	10	13
기타(딜러포함)	157	164	156	151	118	168	155	148
% YoY								
TV	-13.0%	-11.8%	-4.2%	10.0%	-7.8%	0.3%	0.8%	1.4%
백색가전	34.5%	8.9%	-8.6%	33.8%	-3.0%	-1.2%	0.2%	2.5%
인버터(산업용기기)	-1.9%	4.4%	1.6%	3.7%	-34.8%	-6.3%	-5.7%	-5.1%
전장(자동차)	-11.7%	-0.6%	-3.1%	29.9%	14.2%	15.1%	19.0%	24.6%
DVD/ODD	6.6%	43.3%	-59.4%	-62.2%	-91.2%	-4.2%	-5.4%	-4.1%
SMPS(충전기 등)	-11.8%	-4.1%	-12.4%	-6.0%	49.0%	19.9%	12.6%	18.9%
기타(딜러포함)	21.9%	25.1%	12.8%	8.4%	-25.3%	2.6%	-0.2%	-1.8%
영업이익	26	52	31	22	18	48	37	5
% of sales	4.3%	7.9%	5.0%	3.6%	3.5%	7.3%	6.0%	0.8%
% YoY	26.7%	27.2%	20.9%	1041.8%	-31.1%	-8.2%	19.0%	-77.8%

자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표26 1Q19 Review

(단위: 억원)	1Q19	1Q18	YoY	4Q18	QoQ	기준추정치	오차
매출액	667	674	-1.0%	740	-9.8%	697	-4.3%
영업이익	31	46	-33.7%	57	-46.1%	40	-23.1%
순이익	16	33	-51.9%	17	-9.6%	23	-31.0%
OPM	4.6%	6.9%		7.7%		5.7%	
NPM	2.4%	4.9%		2.4%		3.3%	

자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

삼영전자 (005680)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	320.6	326.0	313.2	320.2	327.5
현금 및 현금성자산	25.5	26.0	18.8	22.8	26.5
매출채권 및 기타채권	46.2	43.9	43.4	43.8	44.6
재고자산	37.6	48.5	41.4	41.9	42.6
기타유동자산	211.3	207.6	209.6	211.7	213.8
비유동자산	177.0	182.1	182.3	184.3	186.9
관계기업투자등	25.9	26.7	25.7	26.0	26.4
유형자산	149.9	154.2	155.5	157.2	159.3
무형자산	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
자산총계	497.6	508.0	495.5	504.5	514.4
유동부채	24.5	25.4	24.1	24.4	24.7
매입채무 및 기타채무	22.4	23.2	22.0	22.2	22.6
단기금융부채	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
비유동부채	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
부채총계	26.8	27.5	26.3	26.6	27.0
지배주주지분	470.8	480.5	469.2	477.9	487.4
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	130.9	131.2	131.2	131.2	131.2
이익잉여금	308.9	319.9	328.0	336.7	346.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	470.8	480.5	469.2	477.9	487.4

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	14.7	11.6	4.9	17.9	18.3
당기순이익(손실)	13.8	20.1	13.1	13.7	14.5
비현금수익비용가감	4.9	3.5	-14.6	4.8	4.9
유형자산감가상각비	6.5	6.4	6.2	6.3	6.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-1.9	-1.2	-20.8	-1.4	-1.4
영업활동 자산부채변동	-4.9	-11.5	6.4	-0.7	-1.1
매출채권 감소(증가)	-2.7	-1.2	0.6	-0.5	-0.7
재고자산 감소(증가)	-2.9	-11.1	7.1	-0.5	-0.7
매입채무 증가(감소)	3.3	4.0	-1.2	0.2	0.4
기타자산, 부채변동	-2.6	-3.2	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-14.8	-7.4	-7.1	-8.9	-9.6
유형자산처분(취득)	-1.8	-12.4	-7.5	-8.0	-8.5
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-13.1	4.3	0.4	-0.9	-1.1
기타투자활동	0.1	0.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-3.9	-5.1	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
배당금의 지급	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타재무활동	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-5.0	0.5	-7.2	4.0	3.8
기초현금	30.4	25.5	26.0	18.8	22.8
기말현금	25.5	26.0	18.8	22.8	26.5

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	229.4	249.7	240.2	242.9	247.0
매출원가	198.3	215.2	208.6	210.6	213.9
매출총이익	31.0	34.4	31.6	32.2	33.0
판매비 및 관리비	22.1	21.3	20.8	21.0	21.3
영업이익	8.9	13.1	10.8	11.2	11.7
(EBITDA)	15.4	19.5	17.0	17.5	18.1
금융손익	1.5	5.3	4.3	4.3	4.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4
기타영업외손익	2.4	0.2	0.8	1.1	1.5
세전계속사업이익	13.8	20.1	17.3	18.1	19.0
계속사업법인세비용	3.2	4.9	4.1	4.3	4.6
계속사업이익	10.6	15.1	13.1	13.7	14.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.6	15.1	13.1	13.7	14.5
지배주주	10.6	15.1	13.1	13.7	14.5
총포괄이익	7.1	13.5	13.1	13.7	14.5
매출총이익률 (%)	13.5	13.8	13.2	13.3	13.4
영업이익률 (%)	3.9	5.2	4.5	4.6	4.8
EBITDA 마진률 (%)	6.7	7.8	7.1	7.2	7.3
당기순이익률 (%)	4.6	6.1	5.5	5.7	5.9
ROA (%)	2.1	3.0	2.6	2.7	2.8
ROE (%)	2.3	3.2	2.8	2.9	3.0
ROIC (%)	3.2	4.6	3.7	3.9	4.0

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	24.7	15.7	17.8	17.0	16.2
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	1.7	0.3	0.5	0.1	-0.2
P/CF	14.0	10.1	n/a	12.6	12.1
배당수익률 (%)	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
매출액	6.7	8.9	-3.8	1.1	1.7
영업이익	-7.5	46.7	-17.8	4.1	4.7
세전이익	-13.5	45.5	-13.9	4.6	5.5
당기순이익	-19.9	43.0	-13.2	4.6	5.5
EPS	-19.9	43.0	-13.2	4.6	5.5
안정성 (%)					
부채비율	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5
유동비율	1,307.8	1,284.1	1,297.7	1,313.6	1,323.3
순차입금/자기자본(x)	-49.8	-48.0	-48.1	-48.5	-48.7
영업이익/금융비용(x)	567.4	688.0	793.2	826.0	865.1
총차입금 (십억원)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
순차입금 (십억원)	-234.5	-230.7	-225.5	-231.6	-237.5
주당지표 (원)					
EPS	529	757	657	687	724
BPS	23,542	24,024	23,460	23,897	24,371
CFPS	934	1,179	n/a	928	971
DPS	250	250	250	250	250

휴비츠 (065510)

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

수익성 개선 + 새로운 성장동력

Analyst 김한경

02. 3779-8848

hkkim@ebestsec.co.kr

1Q19 Review

1Q19 휴비츠 실적은 매출액 186억원(+12.7% yoy), 영업이익 15억원(+18.8% yoy, OPM 8.0%)로 전년 동기대비 높은 성장을 시현, 시장 기대치에 대체적으로 부합했다. 1분기는 동사 매출 비중이 높은 유럽 지역 고객사들의 휴가 시즌으로 통상 비수기에 해당한다. 이번 분기 안경점 매출은 129억원(+5.0% yoy)을 기록했으며, 안과용 매출은 OCT 온기 판매 효과로 31억원(+25.3% yoy)으로 성장했다.

2019년 뚜렷한 수익성 개선, 내년에는 상해 휴비츠와 산업용 OCT로 성장

2Q19 실적은 매출액 221억원(+6.6% yoy), 영업이익 32억원(+8.0% yoy)로 예상된다. OCT 판매량 증가에 따른 영업레버리지 효과가 기대되며 2분기 환율 급등으로 동사 제품의 가격 경쟁력은 더욱 강화되었다는 판단이다. 올해에는 공장 이전, 손실 사업 정리와 관련된 비용으로부터 자유로워져 완만한 매출 성장에도 수익성 개선세가 뚜렷하게 나타날 것으로 기대된다. 본격적인 도약은 내년부터 시작될 전망이다. 2020년 중국 중저가 시장과 시광 중심을 타겟으로 한 5종의 신제품을 출시할 계획이다.

동사는 의료용 OCT(광간섭 단층 촬영기술)를 기반으로 산업용 후공정 검사장비 시장에 진출했다. 동사의 신규 제품 3D ATI는 휴대폰 또는 디스플레이 생산 라인에서 불량 여부를 검사하여 생산 수율을 극대화하는데 활용될 수 있다. 현재 3D ATI는 샘플 제공 단계로 실적 추정에는 반영하지 않았으나 이르면 올해 하반기부터 실적 기여가 가능하다는 판단이며 동사의 중장기 성장 동력으로 작용할 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000원으로 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 13,000원(11,000원 → 13,000원)으로 상향한다. 2019년 동사 영업이익은 116억원으로 지난해 대비 40% 개선될 전망이며 내년도 상해 휴비츠의 재도약, 산업용 OCT 매출이 더해지며 성장세가 가팔라질 것으로 예상된다. 목표주가는 2019년 EPS 740원에 글로벌 경쟁사 Topcon, Nidec의 12M P/E 평균값을 25% 할인한 17.8배를 적용했다.

Buy(maintain)

목표주가 13,000 원

현재주가 10,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(5/27)		689.67 pt
시가총액		1,224 억원
발행주식수		11,883 천주
52 주 최고가 / 최저가	13,600 / 7,750 원	
90 일 일평균거래대금		35.03 억원
외국인 지분율		5.7%
배당수익률(19.12E)		1.5%
BPS(19.12E)		7,702 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	11.0%
	6 개월	21.5%
	12 개월	25.9%
주주구성	김현수외 6 인	26.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	70.4	9.1	3.5	3.5	268	-71.9	14	49.8	14.0	2.0	4.0
2018	78.9	8.3	6.8	7.6	611	127.9	14	13.2	9.2	1.1	8.7
2019E	86.0	11.6	10.9	8.8	740	21.0	17	13.6	8.5	1.3	9.8
2020E	96.0	15.0	14.9	11.7	972	31.4	20	10.4	6.9	1.2	11.7
2021E	110.4	17.7	17.7	14.0	1,161	19.4	23	8.7	5.9	1.1	12.6

자료: 휴비츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표27 상해 휴비츠 신제품 출시 계획

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

주: 음영 처리된 제품은 중국향 신제품에 해당
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표28 휴비츠 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: KRW Bn)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액(연결)	16.5	20.8	19.5	22.2	18.6	22.1	20.6	24.7
% growth yoy	6%	13%	7%	21%	13%	7%	6%	11%
% growth qoq	-10%	26%	-6%	14%	-16%	19%	-7%	20%
매출액(본사)	15.0	18.0	16.0	19.4	16.3	19.2	17.0	21.2
% growth yoy	5%	8%	-2%	24%	8%	7%	7%	9%
% growth qoq	-4%	19%	-11%	22%	-16%	18%	-12%	24%
상해휴비츠	3.1	4.3	5.0	5.2	3.4	4.5	5.2	5.6
% growth yoy	3%	0%	10%	17%	9%	6%	5%	8%
% growth qoq	-29%	35%	17%	4%	-34%	32%	16%	7%
기타(HS파트너스)		1.1	0.7	0.7	0.8	1.1	0.8	0.7
연결조정	-1.7	-2.5	-2.2	-3.1	-1.1	-2.7	-2.5	-2.8
매출총이익	6.6	7.9	8.0	8.1	7.7	8.9	8.5	10.2
GP margin	40%	38%	41%	37%	41%	40%	42%	42%
% growth yoy	8%	6%	8%	7%	17%	12%	7%	26%
% growth qoq	-13%	20%	1%	2%	-5%	16%	-4%	20%
판매관리비	5.3	5.0	5.5	6.5	6.2	5.7	5.9	6.0
판매관비율	32%	24%	28%	29%	33%	26%	28%	24%
영업이익	1.2	2.9	2.5	1.6	1.5	3.2	2.7	4.3
OP margin	8%	14%	13%	7%	8%	14%	13%	17%
% growth yoy	-27%	-7%	20%	-24%	19%	8%	7%	163%
% growth qoq	-42%	135%	-14%	-35%	-10%	114%	-15%	59%
법인세차감전순이익	1.0	3.4	1.8	0.4	1.1	3.1	2.6	4.2
당기순이익	1.2	3.7	1.5	1.1	1.1	2.4	2.1	3.3
NP margin	8%	18%	8%	5%	6%	11%	10%	13%
% growth yoy	102%	6%	-15%	흑전	-15%	-36%	35%	200%
% growth qoq	-148%	192%	-63%	-30%	11%	126%	-14%	60%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 휴비츠 연간 실적 추이 및 전망

(단위: KRW Bn)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액(연결)	70.4	78.9	86.0	96.0	110.4
% growth yoy	5%	12%	9%	12%	15%
매출액(본사)	62.9	68.4	73.7	78.9	83.7
% growth yoy	4%	9%	8%	7%	6%
상해휴비츠	16.3	17.5	18.7	23.0	22.7
% growth yoy	5%	8%	7%	23%	-2%
기타	0.0	2.5	3.4	3.9	4.0
연결조정	-8.8	-9.5	-9.0	-9.1	-11.0
매출총이익	28.5	30.5	35.3	39.5	45.2
<i>GP margin</i>	40%	39%	41%	41%	41%
% growth yoy	-3%	7%	16%	12%	14%
판매관리비	19.4	22.2	23.7	24.6	27.6
판관비율	28%	28%	28%	26%	25%
영업이익	9.1	8.3	11.6	15.0	17.7
<i>OP margin</i>	13%	11%	14%	16%	16%
% growth yoy	-27%	-9%	40%	28%	18%
법인세차감전순이익	3.5	6.8	10.9	14.9	17.7
당기순이익	3.5	7.6	8.8	11.8	13.9
<i>NP margin</i>	5%	10%	10%	12%	13%
% growth yoy	-70%	118%	16%	35%	18%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 휴비츠 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	86.8	86.0	-0.9%	95.9	96.0	0.1%
영업이익	11.9	11.6	-2.3%	14.9	15.0	0.3%
순이익	9.0	8.8	-2.8%	11.5	11.8	2.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 휴비츠 밸류에이션 테이블

항목	내용
휴비츠 2019F 순이익	8.8
발행주식 수 (백만)	11.9
A. 2019F EPS	737.7
B. Target P/E	17.8
A X B	13,098
목표주가	13,000
현재가	10,100
<i>Upside</i>	28.7%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휴비츠 (065510)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	42.1	47.2	58.6	70.6	84.5
현금 및 현금성자산	4.1	4.4	14.6	21.9	28.9
매출채권 및 기타채권	18.0	19.4	20.4	22.8	26.2
재고자산	17.2	20.1	20.4	22.7	26.2
기타유동자산	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
비유동자산	98.8	94.5	93.0	92.3	94.8
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	70.4	63.4	61.4	59.5	58.7
무형자산	11.6	13.3	12.1	11.2	11.2
자산총계	140.9	141.7	151.6	163.0	179.3
유동부채	26.3	25.5	27.7	29.5	29.6
매입채무 및 기타채무	6.6	5.1	6.4	7.1	8.2
단기금융부채	17.9	19.0	20.0	21.0	20.0
기타유동부채	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
비유동부채	30.4	26.4	26.4	26.5	31.6
장기금융부채	23.1	17.6	17.6	17.6	22.6
기타비유동부채	7.3	8.8	8.8	8.9	9.0
부채총계	56.7	51.9	54.2	56.0	61.2
자배주주지분	78.7	83.9	91.5	101.1	112.2
자본금	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
이익잉여금	63.7	68.8	75.6	85.1	96.3
비지배주주지분(연결)	5.5	5.9	5.9	5.9	5.9
자본총계	84.2	89.8	97.4	106.9	118.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	9.9	8.3	13.0	10.0	14.4
당기순이익(손실)	3.5	7.6	8.8	11.7	14.0
비현금수익비용가감	9.4	8.4	4.2	2.2	6.1
유형자산감가상각비	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9
무형자산상각비	1.8	2.4	2.1	2.0	2.0
기타현금수익비용	0.7	0.0	-0.9	-2.6	1.3
영업활동 자산부채변동	-1.6	-6.9	0.0	-4.0	-5.8
매출채권 감소(증가)	0.4	-0.4	-1.0	-2.4	-3.4
재고자산 감소(증가)	-0.9	-2.3	-0.3	-2.4	-3.4
매입채무 증가(감소)	0.3	-2.8	1.2	0.7	1.1
기타자산, 부채변동	-1.6	-1.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-10.1	-1.8	-2.0	-2.0	-4.0
유형자산처분(취득)	-9.8	4.2	-1.0	-1.0	-2.0
무형자산 감소(증가)	-3.5	-5.5	-1.0	-1.0	-2.0
투자자산 감소(증가)	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	2.9	-0.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-3.2	-6.2	-0.7	-0.7	-3.3
차입금의 증가(감소)	-2.4	-4.4	1.0	1.0	-1.0
자본의 증가(감소)	-1.2	-1.7	-1.7	-1.7	-2.3
배당금의 지급	1.2	1.7	1.7	1.7	2.3
기타재무활동	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-3.6	0.3	10.2	7.2	7.1
기초현금	7.7	4.1	4.4	14.6	21.9
기말현금	4.1	4.4	14.6	21.9	28.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	70.4	78.9	86.0	96.0	110.4
매출원가	41.9	48.3	50.7	56.4	65.1
매출총이익	28.5	30.5	35.3	39.6	45.3
판매비 및 관리비	19.4	22.2	23.7	24.6	27.6
영업이익	9.1	8.3	11.6	15.0	17.7
(EBITDA)	14.0	13.9	16.7	19.9	22.5
금융손익	-2.3	-0.3	-1.0	-1.0	-1.1
이자비용	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-1.3	0.4	0.9	1.1
세전계속사업이익	3.5	6.8	10.9	14.9	17.7
계속사업법인세비용	-1.0	-0.8	2.2	3.1	3.7
계속사업이익	4.5	7.5	8.8	11.7	14.0
중단사업이익	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.5	7.6	8.8	11.7	14.0
지배주주	3.1	7.1	8.6	11.3	13.5
총포괄이익	2.8	7.5	8.8	11.7	14.0
매출총이익률 (%)	40.5	38.7	41.0	41.3	41.0
영업이익률 (%)	12.9	10.6	13.5	15.6	16.0
EBITDA 마진률 (%)	19.9	17.6	19.5	20.7	20.4
당기순이익률 (%)	4.9	9.6	10.2	12.2	12.7
ROA (%)	2.2	5.0	5.9	7.2	7.9
ROE (%)	4.0	8.7	9.8	11.7	12.6
ROIC (%)	5.5	5.0	7.7	9.7	11.0

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	49.8	13.2	13.6	10.4	8.7
P/B	2.0	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.0	9.2	8.5	6.9	5.9
P/CF	12.3	6.0	9.3	8.6	6.0
배당수익률 (%)	1.1	1.9	1.5	2.0	2.8
성장성 (%)					
매출액	5.2	12.0	9.1	11.6	15.0
영업이익	-26.7	-8.6	39.3	29.3	18.0
세전이익	-73.5	90.7	61.6	36.2	19.4
당기순이익	-69.6	118.1	16.0	34.1	19.4
EPS	-71.9	127.9	21.0	31.4	19.4
안정성 (%)					
부채비율	67.4	57.8	55.6	52.4	51.8
유동비율	160.0	185.0	211.3	239.5	286.0
순차입금/자기자본(x)	43.7	35.5	23.2	15.3	11.3
영업이익/금융비용(x)	11.7	7.6	10.0	12.7	14.5
총차입금 (십억원)	41	37	38	39	43
순차입금 (십억원)	37	32	23	16	13
주당지표 (원)					
EPS	268	611	740	972	1,161
BPS	6,622	7,061	7,702	8,504	9,442
CFPS	1,086	1,341	1,091	1,177	1,695
DPS	150	150	150	200	280

화승엔터프라이즈 (241590)

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

아디다스, 무역분쟁, 환율상승

Analyst 김한경

02. 3779-8848

hkkim@ebestsec.co.kr

2분기부터 고성장 구간 진입

동사는 지난 3월부터 부스트 완제품 생산을 개시했다. 2분기 이후에도 고단가 신발 출가가 오더가 이어지며 올해 연간 ASP는 \$13~14로 상승할 전망이다. 지난 해 동사 ASP는 \$11~12에 그쳤으나 신규로 수주 받은 품목들의 경우 평균 단가가 \$20 이상이다. 오랜 기간의 저단가 제품 생산으로 축적된 원가 절감 노하우가 고단가 제품 생산에서 더욱 뚜렷하게 발휘될 수 있다는 판단이며 매출과 수익성의 동반 상승이 4분기까지 이어질 것으로 예상된다. 고단가 제품 수주, 경쟁사 물량 이전 등의 이벤트가 하반기에 집중되어 있다는 점에 주목하자.

Buy(maintain)

목표주가 **18,000 원**

현재주가 **14,950 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

아디다스, 무역분쟁, 환율 상승, 우호적인 대외변수

여러 가지 대외 변수들이 동사에 우호적으로 움직이고 있다. 아디다스그룹은 이번 실적 발표를 통해 북미 지역에서의 공급 쏠티지가 심화되고 있으며 향후 더 많은 항공운송을 통해 공급량을 확대하겠다고 발표했다. 이는 화승엔터를 비롯한 OEM사들에게 긍정적인 이슈로 해석된다. 특히 미중 무역분쟁이 재점화되는 국면에서 화승엔터의 높은 동남아 생산 비중은 경쟁 벤더사 대비 오더 확보에 우위 요소로 작용할 전망이다. 동사의 동남아 신발 생산 비중은 2018년 기준 8~90%에 달하는데 대만계 경쟁 벤더사들은 아직도 중국 생산 비중이 높은 것으로 파악된다.

Stock Data

KOSPI(5/27)	2,044.21 pt
시가총액	9,050 억원
발행주식수	60,537 천주
52 주 최고가 / 최저가	15,250 / 8,570 원
90 일 일평균거래대금	29.33 억원
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(19.12E)	0.7%
BPS(19.12E)	5,610 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 19.0%
	6개월 36.1%
	12개월 37.5%
주주구성	(주)화승인더스트리외 72.0%
	국민연금공단 8.6%

UNIPAX 인수, 벤더사 다변화와 취급 품목 다변화

동사는 지난 분기 UNIPAX의 지분 50%를 인수했다. UNIPAX는 나이키, 언더아머함 모자를 생산하는 OEM 회사로 연간 매출액 400억원, OPM 15%를 기록하고 있는 것으로 파악된다. 이번 인수로 동사는 아디다스 외의 신규 고객사를 확보하게 되었으며 취급 카테고리도 스포츠 의류/패션까지 확장, 중장기적으로 ODM 사업 내에서 더 많은 비즈니스 기회를 잡기 위한 포석으로 해석된다.

Stock Price



투자의견 매수 유지, 목표주가 18,000원으로 상향

화승엔터프라이즈에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 16,000원 → 18,000원으로 12.5% 상향한다. 목표주가는 2019F 화승엔터 추정 EPS 874원에 타겟 멀티플 20.0배 (Feng Tay P/E를 20% 할인)를 적용해 산출했다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	768.2	58.5	52.8	41.6	752	16.8	84	16.0	10.3	2.8	18.4
2018	879.2	40.3	23.1	17.1	284	-62.3	78	37.5	11.1	2.3	6.4
2019E	1,164.5	75.5	68.6	54.0	874	208.0	122	17.0	8.8	2.7	17.1
2020E	1,378.4	103.3	94.4	75.5	1,210	38.5	149	12.3	6.9	2.2	19.6
2021E	1,515.1	121.2	113.8	88.8	1,408	16.3	167	10.6	5.8	1.9	19.2

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표32 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정

(단위: 십억원)	FY2017	FY2018P	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액	768.2	879.2	1,164.5	1,378.4	1,515.1
신발	754.9	861.2	1,135.1	1,362.3	1,498.5
유통	13.3	18.0	29.4	16.1	16.6
매출원가	641.9	756.2	986.8	1,162.3	1,272.7
매출총이익	126.3	123.0	177.7	216.1	242.4
GPM	16.4%	14.0%	15.3%	15.7%	16.0%
판관비	67.8	82.7	102.2	112.8	121.2
영업이익	58.5	40.3	75.5	103.3	121.2
신발	57.4	38.8	74.3	102.3	119.9
유통	1.2	1.5	1.2	1.0	1.3
OPM	7.6%	4.6%	6.5%	7.5%	8.0%
신발	7.6%	4.5%	6.5%	7.5%	8.0%
유통	8.9%	8.3%	4.1%	6.3%	8.0%
세전이익	52.8	23.1	68.6	94.4	113.8
법인세	11.2	6.0	14.6	18.9	25.0
당기순이익	41.6	17.1	54.0	75.5	88.8
NPM	5.4%	1.9%	4.6%	5.5%	5.9%
지배순이익	41.5	17.2	52.9	73.3	85.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 화승엔터프라이즈 분기 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	184.5	232.3	224.4	238.0	232.6	286.2	314.8	330.8
신발	181.3	230.5	217.7	231.6	216.5	281.7	310.3	326.7
유통	3.1	1.8	6.7	6.4	16.1	4.6	4.6	4.2
매출원가	158.2	198.3	195.0	204.7	199.0	243.3	266.0	278.5
매출총이익	26.3	34.0	29.4	33.3	33.7	42.9	48.8	52.3
GPM	14.3%	14.6%	13.1%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	15.8%
판관비	20.2	22.4	21.6	18.5	24.5	25.9	25.9	25.9
영업이익	6.1	11.6	7.8	14.8	9.2	17.1	22.9	26.3
신발	6.0	10.7	7.4	14.7	8.6	16.9	22.6	26.1
유통	0.1	0.9	0.4	0.1	0.6	0.2	0.2	0.2
OPM	3.3%	5.0%	3.5%	6.2%	3.9%	6.0%	7.3%	8.0%
신발	3.3%	4.6%	3.4%	6.3%	4.0%	6.0%	7.3%	8.0%
유통	2.0%	49.3%	6.4%	1.7%	3.6%	4.0%	5.0%	5.0%
세전이익	3.9	5.9	0.4	13.0	7.8	16.6	20.2	24.0
당기순이익	3.1	4.7	0.0	9.3	6.5	12.9	15.7	18.8
NPM	1.7%	2.0%	0.0%	3.9%	2.8%	4.5%	5.0%	5.7%
지배순이익	3.1	4.7	(0.2)	9.6	6.4	12.7	15.4	18.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정 변경

항목 (단위: 억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	1,163	1,165	0.2%	1,311	1,378	5.1%
영업이익	73.8	75.5	2.3%	98.3	103.3	5.1%
순이익(지배)	51.7	52.9	2.3%	70.3	73.3	4.2%

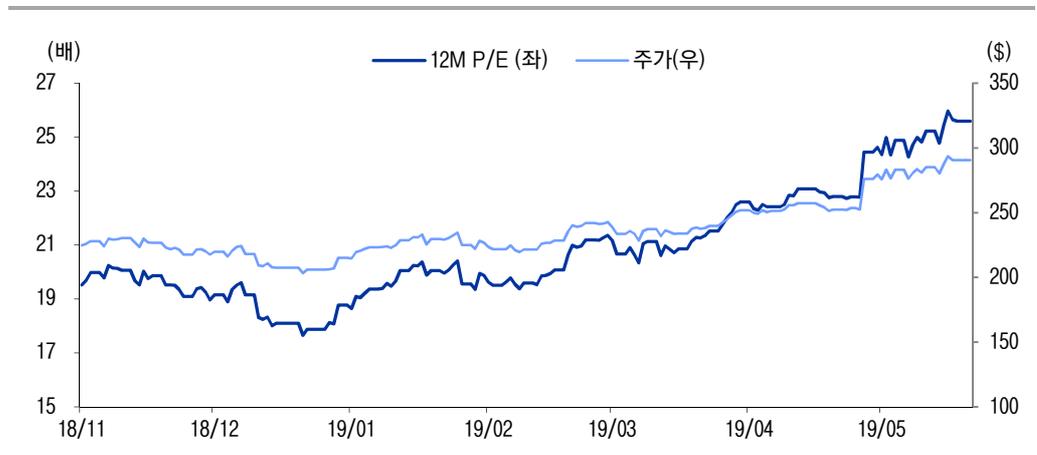
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표35 화승엔터프라이즈 valuation table

항목	값	비고
2019F 순이익(십억원)	52.9	
발행주식 수(천 주)	60,537	
A. 2019F EPS	874	
B. Target P/E	20.0	FengTay 멀티플 20% 할인
	17,481	A X B
Target Price	18,000	
현 주가	14,950	
Upside	20.4%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 아디다스 그룹 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	301.3	359.3	427.8	485.9	544.4
현금 및 현금성자산	47.3	59.9	82.3	85.5	108.9
매출채권 및 기타채권	71.3	94.6	109.9	130.1	143.0
재고자산	127.4	158.3	189.2	223.9	246.1
기타유동자산	55.3	46.4	46.4	46.4	46.4
비유동자산	325.5	401.2	407.8	412.8	418.7
관계기업투자등	5.1	4.3	5.7	6.8	7.5
유형자산	287.7	361.7	357.0	353.4	353.9
무형자산	4.1	4.3	4.2	4.2	4.2
자산총계	626.8	760.5	835.6	898.6	963.0
유동부채	326.0	408.0	428.2	434.5	417.8
매입채무 및 기타채무	142.1	156.5	197.8	234.1	257.3
단기금융부채	178.7	240.2	219.2	189.2	149.2
기타유동부채	5.2	11.2	11.2	11.2	11.2
비유동부채	39.3	69.4	64.4	54.5	59.5
장기금융부채	34.4	63.7	58.7	48.7	53.7
기타비유동부채	4.9	5.7	5.7	5.8	5.8
부채총계	365.3	477.3	492.6	489.0	477.3
자배주주지분	258.0	279.8	339.6	406.2	482.4
자본금	15.1	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	181.9	167.3	167.3	167.3	167.3
이익잉여금	75.2	91.3	142.1	208.7	284.8
비지배주주지분(연결)	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
자본총계	261.5	283.1	343.0	409.6	485.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	32.6	42.1	88.4	83.0	119.4
당기순이익(손실)	52.8	23.1	54.0	75.5	88.8
비현금수익비용가감	32.4	56.6	39.3	26.0	42.5
유형자산감가상각비	25.0	36.6	45.4	44.9	45.0
무형자산상각비	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
기타현금수익비용	2.8	7.4	-6.9	-19.7	-3.3
영업활동 자산부채변동	-38.5	-26.8	-4.9	-18.6	-11.9
매출채권 감소(증가)	-10.2	-7.1	-15.2	-20.2	-12.9
재고자산 감소(증가)	-38.8	-26.9	-30.9	-34.7	-22.2
매입채무 증가(감소)	4.6	23.4	41.2	36.3	23.2
기타자산, 부채변동	6.0	-16.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-97.2	-103.7	-42.9	-43.2	-46.9
유형자산처분(취득)	-105.8	-105.0	-40.8	-41.4	-45.5
무형자산 감소(증가)	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8
투자자산 감소(증가)	3.8	-2.9	-1.4	-1.1	-0.7
기타투자활동	6.1	5.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	34.1	74.1	-23.1	-36.7	-49.1
차입금의 증가(감소)	35.0	75.2	-21.0	-30.0	-40.0
자본의 증가(감소)	-1.0	-1.2	-2.1	-6.7	-9.1
배당금의 지급	0.9	1.4	2.1	6.7	9.1
기타재무활동	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-30.4	12.6	22.4	3.1	23.4
기초현금	77.8	47.3	59.9	82.3	85.5
기말현금	47.3	59.9	82.3	85.5	108.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	768.2	879.2	1,164.5	1,378.4	1,515.1
매출원가	641.9	756.2	986.8	1,162.3	1,272.7
매출총이익	126.3	123.0	177.7	216.1	242.4
판매비 및 관리비	67.8	82.7	102.2	112.8	121.2
영업이익	58.5	40.3	75.5	103.3	121.2
(EBITDA)	84.0	77.6	121.7	149.0	167.0
금융손익	-5.6	-18.0	-9.7	-6.9	-5.0
이자비용	5.5	11.5	13.0	9.5	7.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.8	2.8	-2.0	-2.4
세전계속사업이익	52.8	23.1	68.6	94.4	113.8
계속사업법인세비용	11.2	6.0	14.6	18.9	25.0
계속사업이익	41.6	17.1	54.0	75.5	88.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.6	17.1	54.0	75.5	88.8
지배주주	41.5	17.2	52.9	73.3	85.2
총포괄이익	22.8	22.3	54.0	75.5	88.8
매출총이익률 (%)	16.4	14.0	15.3	15.7	16.0
영업이익률 (%)	7.6	4.6	6.5	7.5	8.0
EBITDA 마진률 (%)	10.9	8.8	10.5	10.8	11.0
당기순이익률 (%)	5.4	1.9	4.6	5.5	5.9
ROA (%)	7.8	2.5	6.6	8.4	9.2
ROE (%)	18.4	6.4	17.1	19.6	19.2
ROIC (%)	14.8	6.7	11.8	15.9	17.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.0	37.5	17.0	12.3	10.6
P/B	2.8	2.3	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.3	11.1	8.8	6.9	5.8
P/CF	7.8	8.1	9.7	8.9	6.9
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.7	1.0	1.2
성장성 (%)					
매출액	20.0	14.4	32.4	18.4	9.9
영업이익	33.6	-31.2	87.3	36.8	17.3
세전이익	22.8	-56.3	196.8	37.6	20.6
당기순이익	19.1	-59.0	216.1	39.9	17.5
EPS	16.8	-62.3	208.0	38.5	16.3
안정성 (%)					
부채비율	139.7	168.6	143.6	119.4	98.3
유동비율	92.4	88.1	99.9	111.8	130.3
순차입금/자기자본(x)	53.0	77.0	49.5	30.9	14.0
영업이익/금융비용(x)	10.7	3.5	5.8	10.9	15.7
총차입금 (십억원)	213	304	278	238	203
순차입금 (십억원)	139	218	170	127	68
주당지표 (원)					
EPS	752	284	874	1,210	1,408
BPS	4,261	4,621	5,610	6,711	7,968
CFPS	1,545	1,317	1,541	1,677	2,168
DPS	35	35	110	150	180

씨앤지하이테크 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.05.28	변경	정홍식											
	2019.05.28	NR	NR											

정상제이엘에스 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.05.28	변경	정홍식											
	2019.05.28	Buy	10,000											

KPX 케미칼 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2016.05.31	변경	정홍식											
	2017.07.12	Buy	90,000	-13.6	-19.9									
	2017.10.31	Buy	100,000	-23.5	-33.0									
	2018.10.16	Buy	80,000	-28.1	-34.5									
	2019.01.24	Buy	70,000											

한국전자금융 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2015.07.31	변경	정홍식											
	2017.06.07	Buy	12,000	-3.8	-20.9									
	2017.08.31	Buy	15,000	-7.3	-23.7									
	2018.04.05	Buy	18,000	-18.6	-30.9									
	2018.12.04	Buy	16,000	-30.6	-39.3									
	2018.12.19	Buy	13,000	-19.6	-27.1									
	2019.05.28	Buy	11,000											

삼영전자 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2015.03.15	변경	정홍식									
	2017.08.18	Buy	18,000	-1.1		-25.6						
	2018.08.19	Buy	18,000	-16.9		-30.2						
	2019.05.28	Buy	15,000									

휴비츠 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2018.07.16	변경	김한경									
	2018.07.16	Buy	18,500	-26.5		-38.3						
	2018.10.30	Buy	11,000	-1.4		-17.4						
	2019.05.28	Buy	13,000									

화승엔터프라이즈 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.03.27	변경	김한경									
	2019.03.27	Buy	16,000	-4.7		-16.4						
	2019.05.28	Buy	18,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
(작성자: 정홍식, 최석원, 김한경).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천기업에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018.4.1 ~ 2019.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 기업들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)