vol. 52 2019. 8. 27

eBEST Mid-Small cap 9월

Value & Growth

Part I Value & Growth Universe
Part II 중소형주 종목 동향
Part III 중소형주 탐방노트
Part IV 결제 시장의 지각변동: VAN과 PG 알아보기

eBEST
이 베스트투자증권

이베스트투자증권 **Mid-Small cap 팀**입니다.

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.

9월

Mid-Small Cap
Analyst **정홍식**
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap
Analyst **김한경**
02 3779 8848
hkkim@ebestsec.co.kr

9 월 eBest Mid-Small cap

Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 종목 동향	17
Part III	중소형주 탐방노트	28
Part IV	결제 시장의 지각변동: VAN 과 PG 알아보기	30

기업분석

NICE (034310)	46
KPX 케미칼 (025000)	51
나이스정보통신 (036800)	54
NHN 한국사이버결제 (060250)	59
KG 이니시스 (035600)	64
에스원 (012750)	67
슈피겐코리아 (192440)	71
휴비츠 (065510)	75

Part I

Value & Growth Universe

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

2019년 9월 Universe에는 신규 편입 · 제외 종목이 없습니다.

이번 Universe 업데이트에서는
Universe 기업에 대한 View 변화 및 코멘트와
2019년 8월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	지난 5월부터 시작된 Mobile 수요 IC Test 소켓 확대 모멘텀으로 긍정적인 3Q19 실적
	A019680	대교	Q(학생수)↓ · P(수강료)↑, 자산가치 높음. 회원수 추이 살펴봐야 할 듯
	A034310	NICE	자회사들의 안정적인 사업 포트폴리오, 현금흐름이 좋음, 지속적인 M&A 모멘텀
	A030190	NICE평가정보	추세적인 실적 개선, 개인 · 기업 신용정보를 모두 처리할 수 있는 국내 유일 기업의 프리미엄
	A119860	다나와	과거 10년간 역성장 없는 안정성, 다만 3Q19 성장둔화 우려감은 있음, 안정적인 현금흐름
	A023910	대한약품	기초 수액제의 추세적인 성장, 다만 최근 급등한 OPM: 높은 Base Effect → 수익성 우려감
	A005680	삼영전자	순현금이 시가총액을 상회하는 상태, Valuation 저평가, 다만 올해 전해콘덴서 수익성 하락
	A086450	동국제약	헬스케어 사업부문의 고성장 + 추세적인 성장성 2019년에도 유지, Valuation 저평가
	A025000	KPX케미칼	PPG-PO Spread 확대 본격화로 2Q19 영업이익 YoY 성장 전환, 하반기 성장유지 기대감
	A063570	한국전자금융	CD-VAN & OK POS 부진, 향후 KIOSK & 무인주차장 수익성 강화시기에 접근 권고
	A049070	인탑스	전방 고객사의 플라스틱 채용 증가, 자동차&가전부문 수익성 개선흐름, 신규사업 모멘텀 강화
	A069510	에스텍	자동차용 스피커 글로벌 고객선 확대 진행 중, Valuation 저평가, 대형 SUV 효과 모멘텀
	A016800	퍼시스	시디즈, 일룸 등의 관계사로 공급물량 증가, Valuation 저평가, 안정적인 이익구조
	A011040	경동제약	안정적인 재무구조, 배당메리트, 다만, 생동이슈에 대한 이익하락 우려감 있음
	A078000	텔코웨어	2019년을 저점으로 2020년 실적 개선 기대감, 이는 Core 부문의 투자시기를 고려한 것임
	A036190	금화피에스시	Valuation 절대 저평가, 경상정비 사업의 구조적인 성장, 건설부문 턴어라운드
	A130580	나이스디앤비	기업신용평가(TCB 포함) 수요 증가, 매년 상승하는 흐름, 동종기업 대비 상대적 저평가
	A040420	정상제이엘에스	프리미엄 영어 교육의 수요 증가로 학생수 급증, 2019년 상반기 영업이익 30% 고성장
	A092130	이크레더블	기업 신용평가에 대한 추세적인 수요 증가, 매년 DPS 상승으로 중장기적인 배당메리트
김한경	A067160	아프리카TV	별풍선과 광고의 쌍두마차! 올해에도 고성장 지속
	A065510	휴비츠	렌즈가공기 판매 호조와 망막진단기 매출 온기 반영 효과로 성장 재개
	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
	A039830	오로라	신비아파트 흥행에 따른 완구매출 호조로 사상최대 실적 달성 전망

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2019년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자의견	시가총액(십억원)	종가(원)	2019년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업이익	순이익	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	781.9	51,300	3.8	5.5	-0.5	34.6	16.4	16.2	2.7	9.4
	A019680	대교	Buy	594.6	6,060	-1.1	6.3	20.2	3.6	3.9	26.3	1.0	7.4
	A034310	NICE	Buy	738.7	19,500	10.6	2.1	0.2	7.4	5.5	12.3	0.7	2.8
	A030190	NICE평가정보	Buy	819.7	13,500	7.7	7.0	4.7	12.6	17.4	20.4	3.6	11.1
	A119860	다나와	Buy	289.6	22,150	9.3	21.8	28.7	21.2	19.7	13.7	2.7	8.6
	A005680	삼영전자	Buy	192.6	9,630	-11.5	-44.3	-29.3	3.3	2.3	18.0	0.4	-2.9
	A023910	대한약품	Buy	187.8	31,300	4.8	-6.1	-2.5	20.4	16.7	6.8	1.1	4.1
	A086450	동국제약	Buy	572.6	64,400	12.5	12.2	7.7	13.7	15.2	11.3	1.7	6.5
	A025000	KPX케미칼	Buy	264.3	54,600	0.1	62.3	181.3	5.0	6.7	8.5	0.6	2.1
	A063570	한국전자금융	Buy	239.4	7,010	-4.9	-22.5	-51.0	6.9	6.0	23.2	1.4	5.3
	A049070	인탑스	Buy	247.7	14,400	15.4	45.6	38.9	6.0	6.3	7.9	0.5	0.9
	A069510	에스텍	Buy	127.6	11,700	10.5	20.4	-0.8	6.4	12.2	6.4	0.8	1.8
	A016800	퍼시스	Buy	351.3	30,550	8.0	9.0	-19.8	8.9	8.1	9.6	0.8	4.1
	A011040	경동제약	Buy	206.3	7,770	2.3	28.1	254.8	14.2	8.2	11.1	0.9	3.7
	A078000	텔코웨어	Buy	132.9	13,700	-4.3	-20.0	-9.5	11.9	5.1	23.3	1.2	7.6
	A036190	금화피에스시	Buy	176.4	29,400	-1.2	-4.3	-12.6	17.2	14.2	5.1	0.7	0.2
	A130580	나이스디앤비	Buy	124.6	8,090	41.5	8.7	7.5	15.4	18.4	12.5	2.3	7.3
	A040420	정상제이엘에스	Buy	116.0	7,400	6.5	22.9	155.6	14.4	14.0	12.6	1.8	6.6
	A092130	이크레더블	Buy	219.2	18,200	9.1	8.5	8.0	40.9	25.2	16.2	4.1	9.7
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	708.1	61,600	34.0	45.0	59.7	23.2	28.3	20.5	5.8	14.1
	A065510	휴비츠	Buy	111.0	9,340	11.8	44.1	14.1	13.6	8.3	13.7	1.1	5.9
	A006060	화승인더	Buy	497.9	9,000	12.9	72.3	239.9	7.6	16.5	7.2	1.2	4.0
	A192440	슈피겐코리아	Buy	333.2	53,600	15.0	3.5	4.4	16.6	14.7	7.5	1.1	3.5
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	784.0	12,950	22.2	87.1	217.5	7.0	15.8	14.4	2.3	7.3
	A012750	에스원	Buy	3,780.9	99,500	5.5	5.4	56.7	9.9	12.1	23.4	2.8	9.6
	A039830	오로라	Buy	125.4	11,650	11.7	41.2	80.0	11.3	9.2	11.6	1.1	4.8

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2019년 추정실적 기준, 시가총액, 종가 2019년 8월 23일 종가 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2020년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2020년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업이익	순이익	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	10.2	8.9	35.1	16.0	14.8	2.4	8.2	10.2
	A019680	대교	Buy	-0.4	7.7	6.2	3.9	4.1	24.8	1.0	7.1
	A034310	NICE	Buy	9.8	13.2	17.6	7.6	6.1	10.4	0.6	2.5
	A030190	NICE평가정보	Buy	7.5	9.0	8.0	12.8	16.5	18.9	3.1	10.0
	A119860	다나와	Buy	6.5	10.2	8.5	21.9	18.2	12.6	2.3	7.4
	A005680	삼영전자	Buy	2.8	13.7	11.2	3.7	2.5	16.2	0.4	-2.9
	A023910	대한약품	Buy	4.5	7.4	6.8	21.0	15.3	6.3	1.0	4.2
	A086450	동국제약	Buy	11.1	12.6	8.9	13.9	12.9	10.4	1.3	5.8
	A025000	KPX케미칼	Buy	3.9	14.2	17.0	5.5	7.4	7.3	0.5	1.8
	A063570	한국전자금융	Buy	4.2	10.9	9.7	7.3	6.2	21.2	1.3	5.0
	A049070	인탑스	Buy	8.6	9.0	8.6	6.1	6.4	7.3	0.5	0.7
	A069510	에스텍	Buy	9.5	12.9	10.6	6.6	12.2	5.8	0.7	1.4
	A016800	퍼시스	Buy	7.6	8.6	6.3	8.9	8.1	9.1	0.7	3.3
	A011040	경동제약	Buy	2.5	4.2	8.6	14.5	8.4	10.2	0.9	3.2
	A078000	텔코웨어	Buy	13.4	18.8	14.0	12.5	5.6	20.5	1.1	6.1
	A036190	금화피에스시	Buy	4.3	4.8	4.0	17.3	13.3	4.9	0.6	-0.4
	A130580	나이스디앤비	Buy	7.7	8.8	7.0	15.5	17.1	11.6	2.0	6.3
	A040420	정상제이엘에스	Buy	5.6	6.0	15.2	14.5	15.1	10.9	1.7	6.1
	A092130	이크레더블	Buy	9.1	10.8	10.4	41.5	24.8	14.7	3.7	8.4
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	19.9	27.2	17.1	24.6	26.4	17.5	4.6	10.9
	A065510	휴비츠	Buy	12.5	35.8	58.0	16.4	12.0	8.7	1.0	4.5
	A006060	화승인더	Buy	13.8	33.0	31.9	8.9	18.8	5.5	1.0	3.2
	A192440	슈피겐코리아	Buy	11.8	18.1	9.4	17.5	14.1	6.8	1.0	3.0
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	21.5	36.9	38.9	7.9	18.4	10.4	1.9	5.8
	A012750	에스원	Buy	5.4	9.9	7.2	10.3	12.3	21.9	2.7	8.6
	A039830	오로라	Buy	9.7	30.8	46.3	13.5	12.1	7.9	1.0	3.4

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2020년 당사 추정실적 기준
시가총액, 종가 2019년 8월 23일 종가 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	1,560	1,693	512	540	595	486	484	527
A019680	대교	7,631	7,545	7,513	256	272	293	188	226	240
A034310	NICE	16,119	17,820	19,568	1,283	1,310	1,483	601	602	708
A030190	NICE평가정보	3,838	4,132	4,440	486	520	567	383	401	433
A119860	다나와	1,063	1,162	1,237	202	246	271	164	211	229
A005680	삼영전자	2,497	2,210	2,272	131	73	83	151	107	119
A023910	대한약품	1,587	1,664	1,739	362	340	365	285	278	297
A086450	동국제약	4,008	4,508	5,008	551	618	696	469	505	550
A025000	KPX케미칼	7,667	7,677	7,979	239	387	442	111	311	364
A063570	한국전자금융	2,944	2,801	2,918	249	193	214	210	103	113
A049070	인탑스	7,156	8,258	8,966	342	498	543	226	314	341
A069510	에스텍	3,064	3,385	3,707	180	217	245	200	198	219
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	403	457	60	48	57	63	57	65
A036190	금화피에스시	2,333	2,305	2,403	414	396	415	397	347	361
A130580	나이스디앤비	520	736	793	104	113	123	93	100	107
A040420	정상제이엘에스	871	928	980	109	134	142	36	92	106
A092130	이크레더블	372	406	443	153	166	184	125	135	149
A067160	아프리카TV	1,266	1,697	2,034	271	393	500	216	345	404
A065510	휴비츠	789	882	992	83	120	163	71	81	128
A006060	화승인더	11,519	13,002	14,794	577	994	1,322	203	690	910
A192440	슈피겐코리아	2,669	3,070	3,433	492	509	601	427	446	488
A241590	화승엔터프라이즈	8,792	10,741	13,051	403	754	1,032	171	543	754
A012750	에스원	20,183	21,292	22,441	1,991	2,099	2,307	1,030	1,614	1,730
A039830	오로라	1,468	1,640	1,799	131	185	242	60	108	158

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

Universe 2Q19 Review

이베스트 미드스몰캡 팀에서 보고 있는 Universe 종목들의 2Q19 실적을 점검해 보았다. 전체적으로 기대치와는 크게 벗어나지 않았으며, 기대치 이상의 상승 · 부합 · 하회 기업들을 구분하여 다음과 같이 정리하였다.

기대치 상회

우선 신용평가 업체들인 NICE평가정보, 나이스디앤비, 이크레더블의 실적이 좋았다. 이들 기업들은 연간 영업이익 중에 사업보고서를 기반으로 기업평가가 진행되는 4~6월이 포함되어 있는 2분기의 실적이 가장 중요(영업이익 비중이 높음)한데, 모두 YoY 상승 흐름이 유지되었으며, 그 순서는 나이스디앤비 > 이크레더블 > NICE평가정보 순이다. 이들 기업은 추세적인 성장흐름이 유지되고 있다는 데 의의가 있다.

모바일 부품업체인 인탑스의 어닝서프라이즈가 나왔다. 관심종목인 모베이스도 큰 폭의 실적개선이 진행되었다. 이는 3Q18 이후 지속된 전방 고객사의 플라스틱 채용증가에 의한 것으로서 새로운 내용은 아니다. 다만 실적개선 폭이 매우 크게 진행되었으며, 7~8월에도 2분기와 비슷한 상황이 유지되고 있는 것으로 파악된다.

자동차용 스피커를 생산하는 에스텍도 기대치를 상회하였는데, 이는 고객사의 대형 SUV 생산효과와 더불어 TV, 모바일의 다른 사업도 생산물량이 크게 증가하고 있기 때문이다. 또한 2Q19말 수주잔고가 역사적 최대치로 기록되어 3Q19에도 YoY, QoQ 외형성장이 기대된다는 점도 매력적이다. 가장 중요한 것은 2018년 최대실적 + 2019년 상반기 고성장에도 불구하고 현재 Valuation은 절대 저평가 수준이라는 것이다.

프리미엄 교육업체인 정상JLS도 학생수 증가 + 수강료 상승 효과로 P와 Q가 동시에 상승하였다. 이유는 프리미엄 교육으로 학생들이 집중되는 현상이 유지된 것이다. 중요한 점은 과거 3년 16% 수준의 CAGR 영업이익 성장에 이어 이번 1Q19 +31% yoy, 2Q19 +30% yoy로 상반기 성장폭이 더욱 확대되었다는 것이다. 5% 중반대의 배당수익률까지 고려하면 성장성과 안정성(부동산 가치)이 겸비된 기업이라는 판단이다.

니치마켓에 있는 KPX케미칼도 실적이 좋았다. 상대적으로 원가가 낮은 S-Oil 생산 PO의 원재료가 본격적으로 투입되었기 때문이다. 작년 하반기부터 S-Oil에서 원재료를 공급 받았지만 그동안 기존의 재고와 함께 원재료가 투입되었기 때문에 원가율 개선이 크게 진행되지 않은 반면, 2Q19를 기점으로 수익성 개선이 본격화 된 것이다. 또한 원/달러 환율의 상승에도 수혜를 받고 있다. 이유는 동사의 생산물량이 반정도가 해외로 수출되는데, 과거에는 해외에서 원료를 일정부문 공급 받았던 반면, 현재는 대부분 내수에서 원료를 공급받고 있어 원/달러 환율 상승 시 수혜를 받는 것이다.

기대치 부합

지난달에 신규로 유니버스에 편입한 동국제약이 기대치에 부합한 실적을 기록하였다. 이는 회사의 성장이 계획대로 진행되고 있음을 의미한다. 실적발표 이후 자회사인 동국생명과학에서 바이엘 안성공장(조영제 생산)을 인수하였다는 것이 인상적이다. 이러한 이벤트는 동사가 중장기적으로 성장하기 위한 투자활동이 예정대로 진행되고 있음을 확인할 수 있다.

다나와도 기존 추정치 영업이익이 그대로 실현되었다. 다만, 2분기 실적을 좋았으나, 3분기는 트래픽 YoY 성장률이 둔화될 가능성이 높아 실적 우려감이 있는 상황이다. 참고로 계열사인 다나와컴퓨터가 육군으로부터 대규모 PC 공급계약을 받아 하반기 외형확대가 기대된다. 이는 전년에 문제가 되었던 계열사 손실의 우려감을 없애주는 이벤트로 생각할 수 있다.

기대치 하회

전해콘덴서 생산기업인 삼영전자의 실적이 부진하였다. 이는 생산물량에는 큰 변화가 없는 것으로 파악되나, 전해콘덴서 가격이 큰 폭으로 하락한 것으로 추정된다. 이에 지난 1분기에 이어 영업이익 역성장이 진행되었고, 하반기에도 비슷한 모습을 보일 수 있다. 그러나 현재 주가수준은 순현금 대비 낮은 절대적인 저평가 수준이기 때문에 자산가치 관점에서는 여전히 매력적이다.

한국전자금융의 역성장이 3분기째 유지되고 있으며, 향후에도 실적에 대한 우려감이 있다. KIOSK와 무인주차장이 계획대로 잘 성장하고 있지만 아직 이익기여도가 높지 않은 상황이고, 이익의 가장 많은 비중을 차지하는 CD-VAN 사업에서 역성장이 진행되고 있기 때문이다. 당분간 이러한 구조가 바뀌기는 쉽지 않은 상황에서 멀티플 또한 낮지 않은 상태다.

표5 Universe 2Q19 Review

종목코드	종목명	매출액			영업이익			순이익(지배주주)		
		2Q18	2Q19	YoY	2Q18	2Q19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
A058470	리노공업	425	440	3.4%	155	167	7.9%	163	146	-10.5%
A019680	대교	1,932	1,894	-2.0%	107	36	-66.8%	94	-9	-109.8%
A034310	NICE	4,354	4,853	11.5%	480	418	-12.8%	218	164	-24.8%
A030190	NICE평가정보	1,010	1,088	7.7%	160	167	4.7%	124	127	3.0%
A119860	다나와	227	250	9.8%	49	61	26.3%	38	55	46.1%
A005680	삼영전자	659	513	-22.1%	52	21	-59.9%	60	30	-50.1%
A023910	대한약품	388	424	9.4%	101	83	-17.6%	79	73	-8.1%
A086450	동국제약	1,030	1,207	17.2%	134	150	11.6%	107	121	13.7%
A025000	KPX케미칼	1,987	1,938	-2.5%	86	121	41.1%	52	89	70.6%
A063570	한국전자금융	809	677	-16.3%	77	47	-39.6%	103	17	-83.9%
A049070	인탑스	1,511	2,308	52.7%	41	203	397.2%	48	130	170.0%
A069510	에스텍	701	853	21.8%	31	49	58.5%	52	48	-8.3%
A016800	퍼시스	733	759	3.5%	59	71	20.3%	112	95	-15.4%
A011040	경동제약	418	440	5.4%	71	65	-8.0%	36	36	-1.1%
A078000	텔코웨어	70	78	11.6%	8	2	-79.9%	10	7	-36.3%
A036190	금화피에스시	798	635	-20.4%	158	121	-23.3%	187	99	-47.0%
A130580	나이스디앤비	178	249	39.9%	62	70	13.2%	50	57	12.2%
A040420	정상제이엘에스	220	231	5.4%	31	40	29.5%	20	21	6.0%
A092130	이크레더블	175	195	11.6%	106	117	10.4%	84	92	10.3%
A067160	아프리카TV	290	416	43.7%	61	96	56.5%	47	102	118.2%
A065510	휴비츠	208	236	13.5%	29	34	16.0%	36	20	-45.6%
A006060	화승인더	2,895	3,475	20.0%	175	239	36.3%	43	122	183.4%
A192440	슈피겐코리아	558	639	14.5%	101	86	-14.3%	100	83	-16.8%
A241590	화승엔터프라이즈	2,323	2,948	26.9%	116	174	50.0%	47	132	183.6%
A012750	에스원	4,943	5,454	10.3%	445	591	32.9%	309	448	44.9%
A039830	오로라	302	401	32.8%	23	43	88.6%	-9	24	-362.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표6 Universe 2Q19 실적발표 코멘트(1)

기업코드	기업명	2Q19 실적발표 코멘트
A058470	리노공업	기대치 하회, 5월 이후부터 영업상황이 호전된 것으로 보아, 3Q19의 실적은 매우 긍정적으로 해석됨. 다만 2Q18 영업이익이 재작성 되면서 잡이익이 영업항목으로 변경되었는데, 2Q19 동일 항목금액이 46억원 규모인 점을 고려하면 2Q19 실적은 매우 저조한 것으로 판단할 수 있음.
A019680	대교	기대치 하회, 학생수 감소 추세가 지속되고 있는 상황. 또한 각종 일회성 비용이 매 분기 발생하고 있어 실적 예측에 대한 어려움이 높아지고 있음. 자산가치로 주가 하락을 방어하고 있지만 학생수가 증가하지 않는 이상 본업에서 성장성은 제한 것으로 판단됨
A034310	NICE	기대치 하회, 제조업에서 다시 한번 실적 쇼크를 가져왔음. BBS 실적이 지속적으로 부진한 상황. 다만, NICE평가정보, 나이스디앤비 등의 기업평가 부문에서는 추세적인 YoY 성장이 유지되었고, VAN 사업부문에서도 그동안 역성장의 영업이익 흐름에서 벗어나 상승세로 전환되는 모습을 보여주었음.
A030190	NICE평가정보	기대치 부합, 기업부문의 고성장이 유지되었고, 개인 부문에서도 추세적인 성장흐름이 유지되었음. 이번 2Q 실적에서 특별히 달라진 것은 없고 안정적인 성장이 유지되고 있어 기존의 관점을 유지함
A119860	다나와	기대치 부합, 그러나 3분기는 다소 우려감이 있음. 2분기 실적은 동사의 추정치와 정확히 부합한 수준임. 다만, 트래픽을 고려했을 때 2분기 대비 3분기에 YoY 성장성 둔화가 진행되고 있고, 7월대비 8월에도 하락하고 있는 것으로 파악되기 때문에 3분기 실적성장에 대한 우려감이 있음.
A005680	삼영전자	기대치 하회, 전해콘덴서 가격 하락이유로 영업이익이 큰 폭으로 감소함. 다만, 실적하락 대비 주가하락이 너무 과대하여 현재 동사의 순현금이 시가총액을 15% 정도 상회하고 있어 Valuation 관점에서는 절대적인 저평가 수준으로 판단됨. 이에 추가적인 주가하락을 가져가기에는 이론적으로 아니다라는 생각.
A023910	대한약품	기대치 하회, 회사측과 커뮤티케이션이 어려워 정확한 이유는 파악할 수 없으나, 기초수액제 유통가격 하락에 의한 실적 하락으로 추정됨. 이에 저평가에도 불구하고 미래 추정에 대한 불확실성이 있는 상황
A086450	동국제약	기대치 부합, 회사의 계획대로 잘 성장하고 있는 상황. OTC, ETC 부문은 QoQ로 성장하였고, 헬스케어 부문은 비슷한 흐름을 보였음. 최근 자회사 동국생명과학이 바이엘 안성공장을 인수하며 Capa 확대 및 원가율 개선이 동시에 진행될 것으로 보여 동국제약 뿐만 아니라 자회사인 동국생명과학의 성장 기대감이 높아진 상황
A025000	KPX케미칼	기대치 상회, 5월부터 상대적으로 원가경쟁력이 있는 에쓰오일 PO가 본격적으로 투입되며 원가율이 크게 개선되었음. 또한 원/달러 환율 상승으로 수출부문에서 긍정적으로 작용한 것도 있음. 3분기에도 비슷한 영업상황이 유지되고 있어 이익레벨이 한단계 올라갈 것으로 보임
A063570	한국전자금융	기대치 하회, CD-VAN OK-POS 사업 모두 부진, 신규 성장동력인 무인주차장과 KIOSK의 성장이 예정대로 진행되고 있으나, Cash Cow인 CD-VAN 사업에서 구조적인 역성장이 진행되고 있어 당분간 실적개선이 어려울 전망.
A049070	인탑스	기대치 상회, 2Q19 어닝서프라이즈를 기록, 이는 지난 3Q18 이후 진행된 전방고객사의 플라스틱 채용 증가에 의한 것으로서 새로운 이슈는 아님. 3분기에도 2분기과 비슷한 공급이 진행되고 있어 긍정적임, 다만 단가인하에 대한 우려감이 다소 있는 상황
A069510	에스텍	기대치 상회, 2분기말 수주잔고는 역사적 최고치를 기록하였고, 이는 다음분기 긍정적인 실적 시그널로 해석할 수 있음. 자동차, TV, 모바일 전 사업부문에서 YoY 성장이 진행되었음. 특히, 자동차 부문에서는 대형 SUV 효과 등에 힘입어 모멘텀도 강화되고 있는 상황. 이러한 실적개선 대비 현재 Valuation은 절대 저평가 국면에 있는 것으로 파악됨.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 Universe 2Q19 실적발표 코멘트(2)

기업코드	기업명	2Q19 실적발표 코멘트
A016800	퍼시스	기대치 부합, 관계사인 시디즈와 일룸의 성장 흐름이 유지되고 있고, 특수관계자 매출도 확대되고 있는 상황. 다만, 영업이익이 감소하였는데 이에 대한 정확한 이유는 파악되지 않고 있는 상황. 절대적인 자산가치를 고려했을 때에는 항상 저평가를 보이고 있으나 실적개선에 대한 확신은 다소 없는 상황
A011040	경동제약	기대치 하회, 특별한 성장모멘텀 없이 실적이 지속적으로 부진한 상황. 현금흐름, 자산가치. 배당정책 모두 좋으나 실적개선에 대한 기대감은 낮은 상황
A078000	텔코웨어	기대치 하회, 올해보다는 내년이 기대되는 기업, 이유는 5G 투자에 있어서 올해에는 기지국 업체들을 중심으로 투자가 진행되고 있으며, 내년 이후에 동사와 같은 Core 업체들의 투자가 진행될 것으로 기대되기 때문.
A130580	나이스디앤비	기대치 상회, TCB 사업이 성장하면 큰 폭의 실적개선이 있었음. 1분기 적자를 기록했던 계열사도 흑자로 전환되었음. 동사는 연간 영업이익의 60%를 차지하는 2분기 실적이 가장 중요한데, 이번 2분기 고성장이 유지되었다는 것이 의미가 있음
A040420	정상제이엘에스	프리미엄 교육의 학생수 증가로 지난 1분기에 이어 30% yoy 수준의 고성장이 진행되었음. 5% 중반대의 높은 배당메리트와 과거대비 높아진 영업이익 성장률을 고려할 경우 현재 매력적인 주가 수준으로 해석됨
A092130	이크레더블	기업평가 3사가 모두 실적호조를 보였음. 동사도 성장성이 유지되었음. 3개 회사 중에서 수익성과 배당메리트가 가장 높으며, 국내사업에 집중하고 있는 Pure 업체임
A067160	아프리카TV	아이템 매출과 광고 매출이 동반 성장하며 이번 분기에도 호실적 기록. ARPPU 상승세가 지속되고 있으며 광고 부문에서도 성장판이 열려있는 만큼 향후에도 고성장이 지속될 것.
A065510	휴비츠	본사 기준 사상 최대 매출 달성. 렌즈가공기 등 안경점용 의료기기 매출이 성장을 지속하고 있음. 향후 산업용 검사장비 3D ATI의 성과가 주가 결정 변수로 작용할 전망
A006060	화승인더	고단가 모델 생산, 성수기 효과, 고환율 기조가 지속되며 호실적 달성. 향후에도 단가가 높은 완제품 오더 지속 상승할 전망이며 경쟁사 물량 이전 효과로 성장 지속할 전망. 특히 화승엔터 매출 성장에 따른
A192440	슈피겐코리아	북미 지역 케이스 매출 호조로 외형 성장 지속. 다만 인력 충원, 신규 제품 등록, ERP 시스템 교체 등으로 수익성은 예상보다 부진하였음.
A241590	화승엔터프라이즈	고단가 제품 생산에 따른 제품 믹스 개선으로 좋은 실적 달성. 2분기를 마지막으로 B급 재고 소진 이슈는 마무리되며 수익성 반등이 예상됨.
A012750	에스원	단가 협상이 예상보다 빠르게 진행되며 2분기 실적 호조. 시스템보안 부문 유지계약건수가 매 분기 1만건 이상 순증하고 있으며 통합보안 역시 2천억원 이상의 수주 잔고를 확보해 완만한 성장세를 지속할 전망.
A039830	오로라	2분기 매출액은 당사 추정치를 상회했으나 영업이익은 하회. 이는 무형자산 일시 상각으로 20억원 수준 비용 상승한 영향이며 펀더먼털에는 이상 없음. 신비아파트 완구 매출은 호조세가 지속되고 있으며 하반기 성수기 시즌을 맞이해 상반기 대비 개선된 모습 보일 전망.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 Universe 신규 편입- 제외

종목코드	종목명	구분	내용
			이번달 신규 편입 · 제외 종목은 없습니다.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
A058470	리노공업	2Q19 재무제표 재 작성 이슈가 있었음. 2Q18 영업이익이 155억원에서 178억원으로 +23억원 증가한 것으로 재작성 되었는데, 이는 영업외 수익인 잡이익(팔라듐, 금 등의 원재료에 대한 스크랩 판매) 항목이 영업이익에 반영된 것임. 순이익에는 변화가 없으나, 영업외수익 항목이 영업이익으로 재작성 된 것임. 중요한 것은 이번 2Q19에도 동일하게 부산물에 대한 판매이익이 영업이익에 반영되었는데, 그 규모는 전년동기대비 2배 수준으로 파악됨. 만약 이를 제거할 경우 2Q19 영업이익은 기대치를 하회하는 수준으로 해석할 수 있음. 다만 3Q19 영업상황이 매우 긍정적이라 사상 최대 매출액과 영업이익을 기대할 수도 있어 2Q19 실적부진 vs. 3Q19 실적기대감에 대한 고민이 있음.
A086450	동국제약	자회사인 동국생명과학이 바이엘 코리아의 경기도 안성공장을 매입하였음. 동국생명과학은 2017년 동국제약으로부터 분사되어 조영제, 원료의약품, 모바일CT, 초음파장비 등의 사업영역을 영위하고 있음. 이번 인수로 동국생명과학의 조영제 사업부문의 Capa가 50% 이상 확대된 것으로 파악되며, 중요한 것은 원가경쟁력이 높아져, 해외 수출 등의 유통채널 다각화가 가능하다는 것임. 동국생명과학은 2021년 정도 IPO 계획이 있으며, 그동안 대규모 투자를 통한 빠른 외형성장이 진행될 것으로 보이며, 2년정도 뒤에는 동국제약의 지분가치 모멘텀도 기여할 것으로 보임
A119860	다나와	2Q19 실적은 기대치에 부합하였음. 다만 3Q19 실적에 대한 우려감이 있음. 이유는 7~8월 들어 트래픽이 현저히 감소하고 있는 것으로 파악되기 때문. 동사의 트래픽은 1Q19 +40~45% yoy, 2Q19 +20%~25% yoy 수준이며, 7~8월은 2Q19 보다는 상당히 성장폭이 감소한 것으로 파악되고 있음. 이에 제휴쇼핑 부문의 성장률이 상반기 보다는 3Q19에 낮아질 것으로 보임
A049070	인탑스	2Q19 어닝 서프라이즈 이후 하반기 단가인하 압력에 대한 우려감이 높음. 다만 시장의 우려감 보다는 상대적으로 괜찮은 수준으로 7~8월 생산이 진행되고 있음. 모바일 베트남 지역의 생산상황은 2Q19와 비슷한 수준으로 유지되고 있어 3Q19 실적도 기대치 이상을 기록할 가능성이 높음
A025000	KPX케미칼	올해 상반기 PPG 생산 Capa를 만톤 증가하였음. 이에 23.5만톤 → 24.5만톤으로 생산 Capa 변경. 이에 필요한 PO 물량은 연간 16만톤이며, 연간 12만톤은 에쓰오일, 4만톤은 SKC에서 조달 받는 형태로 2019년 5월부터 변경됨. 이에 5월이후 상대적으로 원가가 낮은 에쓰오일 물량이 본격적으로 투입되면서 2Q19 수익성 개선이 크게 진행되었으며, 이는 하반기에도 유지될 것으로 보임
A069510	에스텍	2Q19 영업이익 +50% YoY 이상의 고성장을 기록함. 중요한 것은 2Q19 수주잔고가 역사적 최대치라는 것이고, 동사의 수주잔고 ~ 매출까지 약 3개월 소요된다는 것을 고려하면 이는 실적 방향성이 긍정적이라는 관점으로 해석 가능. 2018년 사상최대 실적에 이어 2019년에도 YoY 성장 흐름이 진행되고 있는 반면, 현재 P/E, P/B, EV/EBITDA 모두 절대 저평가 수준이며, 배당메리트도 높은 상황.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

8월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표10 8 월 IPO 기업(1)

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
슈프리마아이디	A317770	2019-08-01	당사는 2017 년 4 월에 설립. 바이오 정보를 등록, 인증 및 활용하는데 필수적인 디바이스와 솔루션을 자체개발 및 생산하는 업체. 1Q19 기준 매출비중은 Biometric Solutions(83.76%), eDocument Solutions(16.26%) 임. 당사는 약 1,000 곳의 시군구 주민자치센터에 지문 등록용 기기를 공급하는 중이며, 또한 유럽을 중심으로 공항과 항만용 지문스캐너를 공급 중임. 당사는 모든 인증 디바이스에 FBI PIV 인증을 획득하는 기술력을 보유함.	한국전자인증, 한국정보인증, 시큐브, 라온시큐어
한국바이오젠	A318000	2019-08-01	당사는 2001 년 3 월 2 일에 설립되어 실리콘(실란 모노머, 실리콘 레진&폴리머, 실리콘 융합소재) 소재, 정밀화학 소재를 연구 개발, 생산 및 판매하는 업체임. 주로 항공, 건축, 전자재료 에너지, 접착제 시장에 실리콘 중간소재를 공급. 2018 년 기준 사업부문별 매출비중은 실란모노머(39.16%), 실리콘 융합소재(32.5%), 실리콘 레진&폴리머(16.81%), 정밀화학/바이오(8.9%) 임.	진양폴리우레탄, 후성, 램테크놀러지, 엘티씨, SH 에너지화학, 코프라, 코오롱플라스틱
덕산데코피아	A317330	2019-08-02	당사는 OLED 의 핵심구성요소인 유기재료와 반도체 전자재료 등의 화학제품을 전문적으로 생산하는 사업분야를 영위. 당사 디스플레이 소재 제품의 주요 목표시장은 OLED 패널 생산 공정에 사용되는 발광 소재 중간체 및 완성품의 합성제품 시장임. 당사의 주요 제품인 HCDS 는 반도체 제조에 필수적인 소재로 국내외 소수 업체들이 공급 중. 당사는 현재 영위 중인 HCDS 사업 외에 차세대 증착소재의 생산을 계획 중임.	나노신소재, 천보, 이녹스첨단소재
코윈테크	A282880	2019-08-05	당사는 2 차전지, 반도체, 디스플레이, 석유화학, 헬스케어 등 다양한 사업분야에 공정자동화시스템을 구축함. 전세계 최초로 2 차전지 사업 전공정 Full 자동화에 성공하여 매년 2 배 이상의 매출액 성장치를 기록. 2018 년 2 차전지(전공정)에서 300 억 규모의 AGV 를 포함한 프로젝트를 Turn-Key 수주. 2019 년에는 내부적인 기술 개발을 통해 QR 인식 AGV 등을 추가로 개발할 예정, 강화된 AGV 라인업을 바탕으로 2 차 전지(전공정)에서 약 700 억 이상의 수주를 목표.	피엔티, 맥스로텍, 이노메트리, 대보마그네틱, 엔에스
그린플러스	A186230	2019-08-07	당사는 1997 년 10 월 알미늄 제품, 온실용 자재 제조 및 판매를 주목적으로 설립. 당사는 알루미늄사업부와 온실사업부로 구성되어 알루미늄 압출 생산라인을 기반으로 온실 설계부터 자재 제작과 시공까지 첨단온실사업의 전 영역을 대응할 수 있는 역량을 보유함. 국내 시장의 경우, 학교급식, 농업생산법인, 대학 및 연구소, 일반법인 등을 타겟으로 함. 해외 시장의 경우, 이미 일본과 첨단온실사업을 진행 중이며, 우즈베키스탄, 알제리에 수출실적으로 보유함.	농우바이오, 남선알미늄
레이	A228670	2019-08-08	당사는 2004 년 10 월 6 일 설립되어 치과용 디지털진단시스템과 디지털 치료솔루션 제조 및 판매를 영위함. 당사의 디지털 치료솔루션은 3D 스캔, 치과용 캐드, 3D 프린팅 등의 기능을 솔루션의 형태로 제공하여, 치료 계획의 수립과 수립된 계획에 따라서 치료에 필요한 환자 맞춤형 보철/수술가이드 등을 제작할 수 있도록 함. 당사는 현재 해외 70 개국에 수출하고 있으며 2018 년도에 매출의 90% 이상이 해외에서 발생함.	덴티움, 오스템임플란트, 바텍, 제노레이
에스피시스템스	A317830	2019-08-14	당사는 로봇자동화 제조 시스템 구축, 일반 산업기계의 제조, 판매 및 부속기기 제조, 판매업 등을 영위함. 당사의 자동화시스템 매출은 갠트리 로봇, 컨베이어, 자동세척기, 자동적재장치, 자주검사대 등 해당산업 생산설비와 관련한 시스템 전반을 함께 제작하여 납품하는 형태가 주를 이룸. 당사는 중대형 2 차 전지 시장에 진입하기 위하여 2017 년 중 관련 특허와 프레스 기술을 보유한 자회사를 계열사로 편입하여 본격적인 신규사업을 개시함.	맥스로텍

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 8 월 IPO 기업(2)

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
나노브릭	A286750	2019-08-19	당사는 2007 년 5 월 나노기술을 이용한 제품 개발, 제조 및 판매업 등을 주요사업으로 영위함. 당사는 액티브 나노플랫폼을 토대로 세계 최초로 자기색가변 소재를 이용한 '보안사업' 및 다양한 '기능성 신소재 사업'을 추진함. 당사 보안제품의 가장 큰 장점은, 전세계에서 당사만이 생산/판매하고 있는 핵심원천소재(자기색가변광결정소재)를 기반으로 복제를 원천적으로 차단할 수 있다는 것임.	나노신소재, 코스모신소재, SKC 코오롱 PI
마니커에프앤지	A195500	2019-08-20	당사는 계육, 돈육, 우육 등 육류를 가공하여 다양한 육가공 제품을 생산하는 식품 제조 기업임. 현재는 종합식품회사로서 육가공 제품 뿐만 아니라 독자적인 R&D 센터를 운영하며 원물 제품, HMR 등 넓은 제품군을 보유함. 주요 판매처는 프랜차이즈(외식업체), 급식업체 등 B2B 시장 위주였으나, 최근 대형마트, 편의점, 백화점, 온라인 등 B2C 시장을 개척, 확대 중임.	정다운, 사조오양, 선진
네오크레마	A311390	2019-08-22	당사는 기능성 당 및 펩타이드 제품 제조 및 상품 유통을 주사업으로 영위함. 현재 세계 1 위의 유기농 갈락토올리고당 제조사로서, 동사의 제품은 국내 및 해외 유명분유제조사에 적용되어 판매 중임. 기존의 일반적인 공정 외에 추가적인 발효공정을 통해 포도당의 함량을 최대한 낮추는 것이 당사의 핵심 기술력임.	셀바이오텍, 에이치엘사이언스, 노바렉스

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중소형주 종목 동향

중소형주 종목 동향

이번 섹션에서는 중소형주 종목 동향에 대해서 살펴보겠습니다.

매월 중소형주 가격변동에 의한 낙폭확대, 저평가 부각 등, 투자자분들이 궁금해 할만한 것들을 정리하려고 합니다.
이번 파트는 과거 1개월간의 데이터를 정리한 것이라고 보면 됩니다.

달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는
중소형주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

2Q19 실적개선 중소형주 정리

스마트폰 부품

스마트폰 부품 관련 종목들의 2Q19 실적이 매출과 영업이익에서 모두 두 자리 수 이상의 고성장을 시현하였다. 올해 초부터 시작된 삼성전자의 스마트폰 전략 변화가 스마트폰 부품 협력사들에 영향을 미친 것으로 보인다. 1)삼성전자의 스마트폰 고사양화 전략에 따라 전 모델에서 멀티카메라가 채택되면서 카메라 관련 부품주들의 실적이 크게 개선되었다. 또한 2)중저가폰 경쟁력 제고 전략에 따라 인도와 중국에서 중저가라인 점유율이 확대되면서 인탑스, 모베이스, 이랜텍 등이 수혜를 입은 것으로 보인다.

5G 통신장비

국내 5G 투자가 본격화되며 5G 통신장비, 특히 기지국 설치 관련 중소형주들의 실적 성장이 지속되고 있다. 5G의 경우 기술적 특성상 4G에 비해 더 많은 기지국수를 필요로 하며 기지국에 탑재되는 장비의 수도 늘어난다. 이동통신사 3사가 5G기지국 수를 지속 확대할 것을 감안하면 이러한 실적 개선세는 향후에도 이어질 것으로 전망된다.

그림1 실적 개선 중소형주

업종	종목명	Sales 2Q YoY	OP 2Q YoY	주요 제품
스마트폰 부품	엠씨넥스	129%	328%	카메라모듈
	옵트론텍	92%	346%	광학필터
	파워로직스	62%	236%	카메라모듈
	캠시스	57%	348%	카메라모듈
	엘엠에스	85%	548%	디스플레이, 카메라필터`
	인탑스	53%	397%	휴대폰 케이스
	모베이스	36%	206%	휴대폰 케이스
	이랜텍	33%	324%	휴대폰 배터리팩
	서원인텍	90%	흑전	휴대폰 키패드
	동양이엔피	24%	512%	휴대폰 충전기
	슈프리마	24%	73%	지문인식
5G	와이엠티	45%	343%	최종표면처리 Soft ENIG
	RFHIC	23%	31%	GaN 트랜지스터
	서진시스템	22%	55%	RRH 등 기지국 장비
	오이솔루션	200%	흑전	광통신용 모듈
	에이스테크	4%	225%	RF부품, 기지국 안테나

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

미용성형

미용성형 관련 종목의 2Q19 실적이 일제히 개선되었다. 최근 여성의 소득증가로 미용성형에 대한 관심이 증가한 것이 주요 원인으로 작용한 것으로 보인다. 특히 간단하고 비교적 저렴한 시술만으로 큰 효과를 낼 수 있는 쁘띠성형이 크게 인기를 끌며, 슈링크 판매 호조와 함께 클래시스의 실적이 크게 증가하였다. 이외에도 국내에서 유일하게 인공 유방보형물을 제조하는 한스바이오메드와 성형의 재료가 되는 인체조직 이식재를 개발, 판매하는 엘앤씨바이오의 실적이 증가하였다.

비메모리 반도체

2Q19 비메모리 반도체 전,후공정 관련 기업들의 실적이 큰 폭으로 증가하였다. 비메모리 반도체는 팹리스(반도체 설계)-파운드리(제조)-패키징-테스트로 제조공정이 크게 나뉘는데, 전방고객사의 비메모리 반도체 수요가 증가하면서 패키징, 테스트에 이르는 반도체 후공정 중소형 업체들의 매출이 크게 증가하였다. 팹리스 관련 업체로 어보브반도체, 텔레칩스 등이 있으며, 후공정(패키징 및 테스트) 관련 업체에는 테스나, 엘비세미콘, 네패스 등이 대표적이다.

그림3 실적 개선 중소형주

업종	종목명	Sales 2Q YoY	OP 2Q YoY	주요 제품
미용성형	한스바이오메드	49%	44%	인공 유방보형물
	엘앤씨바이오	43%	56%	인체조직 이식재
	휴메딕스	9%	122%	HA 필러, 관절염 치료제
	파마리서치프로덕트	18%	131%	PDRN 주사, 리쥬란
	클래시스	88%	125%	슈링크 장비, 소모품
비메모리	테스나	47%	17%	웨이퍼 테스트
	엘비세미콘	43%	175%	DDI, CIS 범핑
	네패스	40%	273%	Driver IC 범핑
	어보브반도체	8%	36%	MCU, Driver IC
	텔레칩스	15%	56%	DMP, Mobile TV 수신칩
	에스앤에스텍	25%	77%	블랭크마스크

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

교육

고등 수능 온라인 시장의 성장과 함께 메가스터디교육과 디지털대성의 2Q19 실적이 증가했다. 수능까지 전 과목을 무제한 수강할 수 있는 디지털대성의 '19패스'와 메가스터디교육의 '메가패스'의 가입자 증가가 2분기 매출 성장을 견인하였다. 청담러닝과 정상제이엘에스의 경우 각각 개별기업의 이슈에 의해 실적이 개선되었다. 청담러닝은 국내 영어교육 시장에서 유치부 및 초등 저학년 중심으로 학생 수가 증가했으며 정상제이엘에스는 프리미엄학원 학생수와 수강료가 증가하여 실적 개선에 성공했다.

자동차부품

주요 중소형 자동차 부품 업체들의 2Q19 실적이 개선세를 이어나가고 있다. 대형 SUV 신차 판매호조로 현대차와 기아차의 2분기 실적이 크게 개선되며 관련 자동차 부품업체들의 가동률이 함께 회복되고 있는 것으로 보인다. 3분기 현대기아차의 SUV 위주 판매개선세가 지속되는 것과 향후 신차일정을 감안하면 자동차 부품주들의 수혜가 한동안 지속될 것으로 전망된다.

그림6 실적 개선 중소형주

업종	종목명	Sales 2Q YoY	OP 2Q YoY	주요 제품
교육	디지털대성	26%	29%	입시용 인터넷강의
	메가스터디교육	18%	13%	입시용 인터넷강의
	씨엠에스에듀	16%	16%	영재수학
	청담러닝	16%	51%	영어어학
	정상제이엘에스	5%	29%	영어어학
자동차부품	에스텍	22%	59%	차량용 스피커
	유니테크노	16%	311%	엔진, 파워트레인용 부품
	평화정공	12%	435%	도어 모듈
	S&T모티브	14%	50%	차량 모터 및 엔진용 부품

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

전자결제

전자상거래 시장의 두 자리 수 고성장세에 힘입어 전자결제 관련 업체들의 2Q19실적 역시 개선되었다. 공인인증서 의무 사용 폐지와 간편결제 한도 상향 등 정부의 온라인 상거래 관련 규제 완화 조치가 전자결제업체의 매출 증가를 가속화하고 있다.

건강기능식품

건강기능식품 시장의 성장과 함께 관련 기업들의 실적이 성장하였다. 건강기능식품 업체들은 기존 중장년층에서 젊은층까지 고객층을 확장하여 이너뷰티를 주제로 제품을 출시하여 판매호조를 이어나가고 있다. 또한 건강기능식품을 대형마트, 백화점 등에서 별도의 신고의무 없이 판매하는 것을 허용하는 정부의 규제완화가 실적개선을 촉진하였다.

신용정보

기업 및 개인 신용평가 서비스의 수요가 추세적으로 증가하며 신용평가사들의 실적상승이 2분기에도 지속되었다. 공공기관 공공입찰용 평가, 경영상태 평가 등에 신용평가를 필요로 하는 산업 및 기업의 범위가 넓어지면서 Q의 증가로 인해 역성장 없이 구조적인 성장이 이어지고 있다.

그림9 실적 개선 중소형주

업종	종목명	Sales 2Q YoY	OP 2Q YoY	주요 제품
전자결제	NHN한국사이버결제	9%	84%	전자결제서비스
	갤럭시아컴즈	8%	11%	전자결제서비스
	나이스정보통신	5%	14%	전자결제서비스
건강기능식품	노바렉스	41%	23%	홍삼, 개별인정형
	서흥	11%	13%	하드캡슐
신용정보	한국기업평가	9%	8%	신용평가 서비스
	나이스디앤비	40%	13%	신용평가 서비스
	NICE평가정보	8%	5%	신용평가 서비스

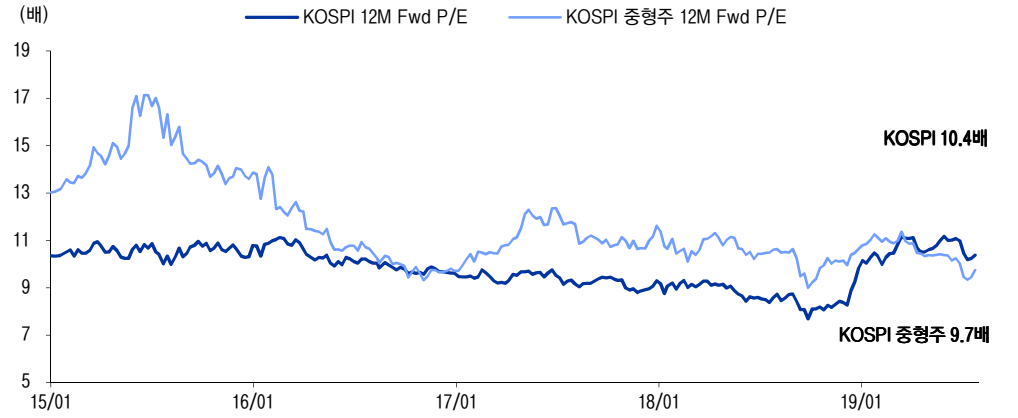
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

시장상황 점검

KOSPI 중형주, 밸류에이션 하락세 지속

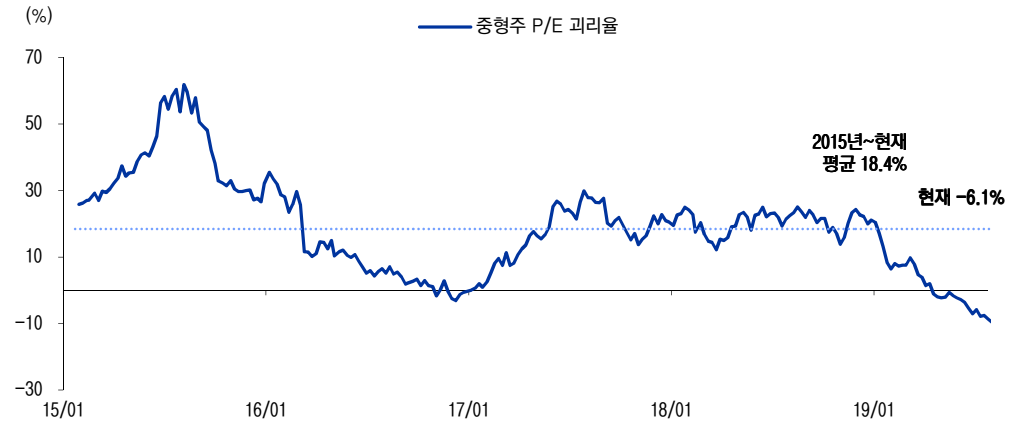
KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -6.1%이다. 2015년 이후~현재까지의 평균인 18.4%를 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 9.7배, KOSPI의 12MF P/E는 10.4배 수준으로 valuation 역전 현상이 지속되고 있다.

그림12 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

그림13 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 추이

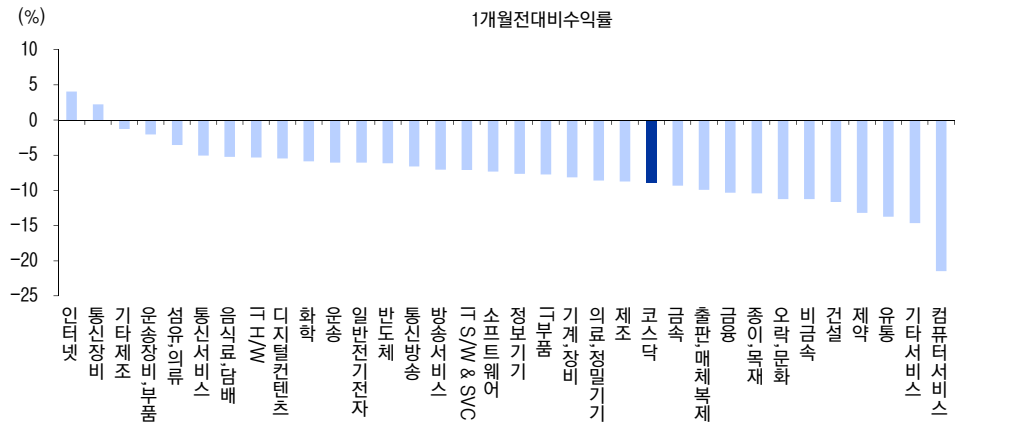


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

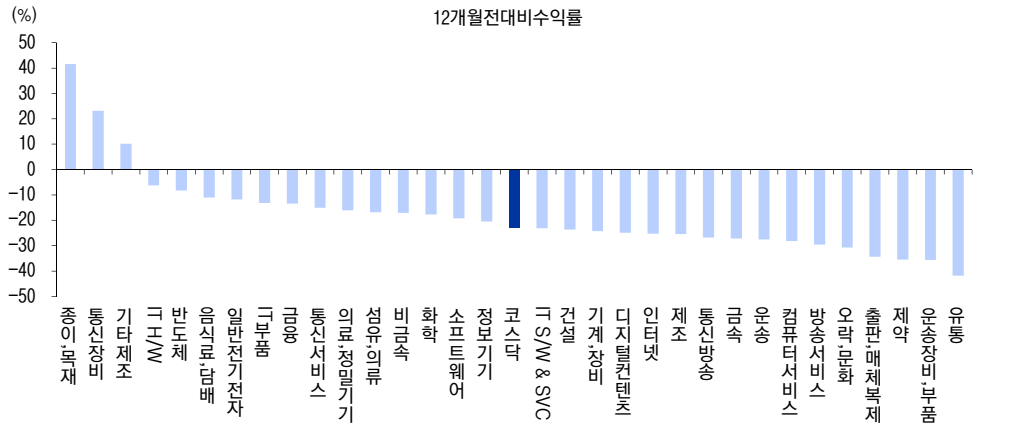
8월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 -9.0%를 기록하였다. 같은 기간 동안 인터넷 업종(+4.06%)의 수익률이 가장 높았으며, 통신장비 업종(+2.22%), 기타제조 업종(-1,26%) 등이 뒤를 이었다. 인터넷 업종 중 사람인에이치알(143240)(+15.64%)이 가장 높은 수익률을 보였으며, 업종 전반적인 강세는 아닌 것으로 파악된다.

그림14 KOSDAQ 업종별 1 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 KOSDAQ 업종별 12 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

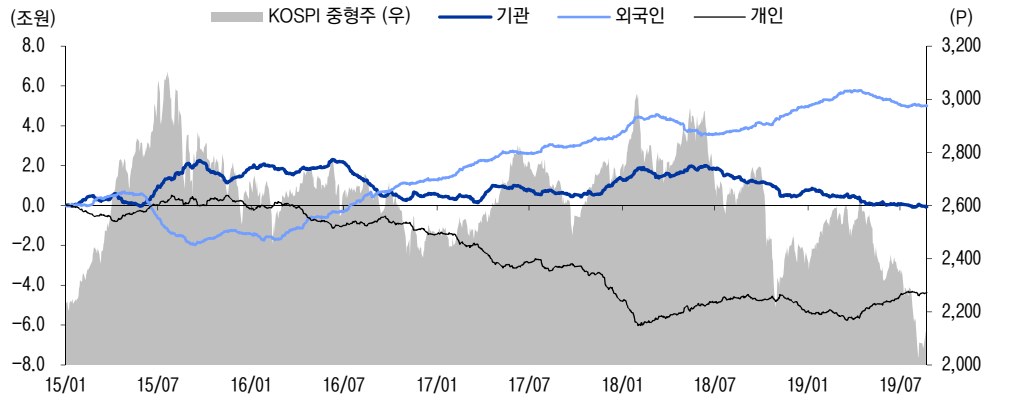
수급상황- KOSPI 중형주 개인 매수세, KOSDAQ도 개인 매수세

그림16 KOSPI 중형주 수급(2019.08.01~2019.08.23)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-11억원	-700억원
외국인	-717억원	5.0조원
개인	59억원	-4.4조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



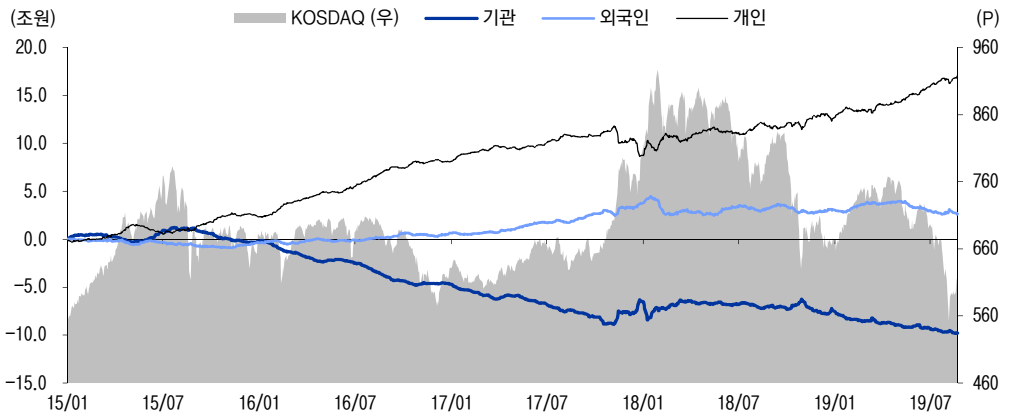
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 KOSDAQ 수급(2019.08.01~2019.08.23)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-1,251억원	-9.8조원
외국인	-747억원	2.6조원
개인	2,316억원	17.0조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 중소형주 수익률 상위

표13 MoM 중소형주 수익률 상위

	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 상위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 8월 22일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표14 MoM 중소형주 수익률 상위

종목코드	종목명	시가총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A005390	**신성통상**	2,989	54.1%	96.2%	-2.2%	66.6%	24.5	1.3	-90.5%
A073110	**엘앰에스**	1,717	32.7%	230.5%	-15.7%	-39.1%	16.9	1.5	-0.6%
A123040	**엠에스오토텍**	1,885	25.3%	119.3%	56.3%	229.9%	12.9	2.3	-177.5%
A004870	**티웨이홀딩스**	1,603	18.8%	-44.2%	14.5%	-53.8%	33.7	0.9	168.1%
A200710	**에이디테크놀로지**	1,519	16.3%	38.4%	420.8%	1759.1%	15.3	3.1	7.8%
A012610	**경인양행**	3,284	14.5%	36.4%	12.2%	113.1%	23.7	1.6	-30.3%
A036800	**나이스정보통신**	3,570	14.1%	54.2%	11.8%	-22.6%	12.7	1.8	56.1%
A002840	**미원상사**	2,412	13.9%	30.8%	-10.3%	74.8%	11.1	1.2	10.1%
A060250	**NHN한국사이버결제**	5,042	13.7%	61.8%	19.4%	20.4%	29.3	4.4	19.0%
A251370	**와이엠티**	2,370	13.7%	33.3%	4.2%	-12.3%	29.0	3.7	-3.9%
A011280	**태림포장**	5,225	13.5%	113.6%	1.0%	289.5%	23.5	1.6	-34.5%
A095660	**네오위즈**	3,474	12.4%	-0.3%	25.8%	90.6%	11.1	1.2	34.4%
A001540	**안국약품**	1,500	12.2%	-3.4%	-0.2%	67.1%	11.7	1.0	23.7%
A100840	**S&TC**	1,280	12.2%	13.4%	-18.4%	-105.6%	29.2	0.6	51.8%
A143240	**사람인에이치알**	3,246	12.1%	52.0%	1.5%	27.5%	16.8	3.6	12.2%
A058400	**KNN**	1,543	12.0%	28.6%	-0.1%	5.7%	18.8	0.8	27.8%
A004250	**NPC**	1,576	11.4%	-14.7%	11.7%	1.7%	13.1	0.6	-22.3%
A039440	**에스티아이**	2,462	10.7%	22.4%	-10.2%	-38.0%	12.4	1.6	7.2%
A035600	**KG이니시스**	3,935	9.7%	-24.4%	8.5%	8.7%	10.9	1.8	-4.9%
A084680	**이월드**	3,218	9.7%	103.1%	82.0%	39.0%	24.6	2.0	-9.7%
A216050	**인크로스**	1,781	8.9%	0.5%	-12.2%	-17.4%	23.5	2.8	18.8%
A220630	**해마로푸드서비스**	2,514	8.8%	-10.6%	16.8%	30.9%	16.2	3.5	3.6%
A009520	**포스코엠텍**	2,474	7.4%	11.0%	13.7%	51.9%	17.6	2.8	17.1%
A068930	**디지털대성**	1,946	7.3%	88.4%	32.1%	81.4%	22.9	2.8	11.6%
A248170	**샘표식품**	1,453	7.3%	-4.8%	3.9%	39.8%	6.9	1.1	-11.5%
A101490	**에스앤에스텍**	1,833	7.2%	132.8%	14.3%	101.6%	31.7	2.3	-6.2%
A267980	**매일유업**	7,185	7.1%	9.4%	9.6%	14.8%	11.5	2.1	-2.3%
A091970	**나노캠텍**	1,119	7.1%	-7.7%	22.0%	-286.4%	16.6	1.7	4.2%
A036930	**주성엔지니어링**	3,488	7.0%	-12.8%	-4.2%	-8.4%	8.4	1.7	-14.0%
A131970	**테스나**	3,151	6.7%	62.0%	24.7%	36.8%	19.4	3.9	2.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

월간 중소형 낙폭과대주

표15 MoM 중소형 낙폭과대주

	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 하위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 8월 22일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표16 MoM 중소형 낙폭과대주

종목코드	종목명	시가총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A017810	풀무원	3,462	-26.1%	-23.6%	2.4%	-15.7%	18.3	1.0	-71.9%
A035150	백산	1,404	-26.0%	-1.7%	84.8%	40.2%	6.7	1.0	-41.1%
A044820	코스맥스비티아이	1,306	-25.9%	-52.9%	39.3%	55.7%	14.5	0.4	-272.7%
A037070	파세코	1,070	-24.7%	54.0%	25.4%	11.6%	21.5	1.5	-2.9%
A236200	슈프리마	1,668	-23.9%	12.0%	11.5%	4.1%	11.8	1.5	37.5%
A086520	에코프로	4,341	-23.8%	-46.0%	91.4%	183.3%	10.0	2.4	-61.6%
A006840	AK홀딩스	4,657	-23.3%	-49.1%	8.7%	-9.0%	4.4	0.6	-27.5%
A251630	브이원텍	1,201	-23.3%	-49.6%	-0.2%	-21.7%	8.6	1.6	52.1%
A016250	이테크건설	2,019	-22.9%	-40.1%	10.5%	13.7%	4.6	0.7	-400.8%
A001820	삼화콘덴서	4,252	-22.8%	-50.5%	38.9%	180.8%	6.4	3.4	4.3%
A290720	푸드나무	1,014	-22.8%	0.0%	161.7%	178.8%	15.6	2.1	38.9%
A122870	와이지엔터테인먼트	3,931	-22.2%	-44.5%	-14.4%	-55.5%	16.5	1.1	15.3%
A108230	톱텍	2,881	-22.1%	-59.2%	-74.3%	-102.3%	22.5	0.9	69.9%
A025540	한국단자	5,051	-21.1%	11.2%	6.8%	-0.1%	11.2	0.7	26.4%
A214430	아이쓰리시스템	1,265	-21.1%	1.1%	-10.4%	-17.9%	13.9	1.8	14.0%
A001630	종근당홀딩스	4,354	-21.0%	24.5%	20.7%	24.4%	13.3	1.0	-0.8%
A228850	레이언스	1,850	-20.9%	-41.3%	5.3%	15.4%	11.6	1.0	45.8%
A215360	우리산업	1,694	-20.9%	-33.0%	18.9%	2.9%	14.5	1.6	-20.0%
A093050	LF	5,950	-20.8%	-19.6%	5.6%	0.9%	7.4	0.5	32.4%
A192650	드림텍	3,832	-20.6%	0.0%	50.6%	86.2%	10.9	2.7	-13.8%
A007210	벽산	1,190	-20.6%	-46.8%	5.5%	-48.5%	15.9	0.5	12.9%
A005880	대한해운	5,386	-20.3%	-5.6%	-17.2%	54.3%	5.2	0.7	-317.0%
A264450	유비쿼스	1,591	-20.1%	2.1%	13.2%	3.8%	10.6	2.0	30.8%
A013120	동원개발	3,696	-20.0%	-0.4%	25.4%	41.1%	2.7	0.5	96.9%
A058610	에스피지	1,461	-20.0%	-30.7%	3.0%	33.9%	23.9	1.2	-46.3%
A241710	코스메카코리아	1,522	-19.7%	-57.0%	81.3%	70.4%	18.8	1.2	-43.3%
A267270	현대건설기계	5,762	-19.6%	-54.5%	10.1%	33.5%	6.0	0.5	-62.2%
A080420	모다이노칩	2,734	-19.6%	-23.5%	1.3%	-23.8%	13.1	0.8	-36.8%
A200780	비씨월드제약	1,065	-19.4%	-50.5%	6.2%	-2.8%	12.2	1.2	-42.0%
A131370	알서포트	1,627	-19.3%	27.6%	10.6%	57.3%	23.7	3.0	15.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

순현금 & 저평가 중소형주

표17 순현금 & 저평가 중소형주

	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
순현금 & 성장성	순현금 비중 10% 이상, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)
Valuation	12M Trailing P/E 15.0배 이하, P/B 2.0배 이하
조건	위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2019년 8월 22일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표18 순현금 & 저평가 중소형주

종목코드	종목명	시가총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A236200	**슈프리마**	1,668	-23.9%	12.0%	11.5%	4.1%	11.8	1.5	37.5%
A228850	**레이언스**	1,850	-20.9%	-41.3%	5.3%	15.4%	11.6	1.0	45.8%
A013120	**동원개발**	3,696	-20.0%	-0.4%	25.4%	41.1%	2.7	0.5	96.9%
A033270	**유나이티드제약**	3,193	-18.4%	-31.8%	7.8%	6.0%	9.8	1.4	10.3%
A039340	**한국경제TV**	1,043	-16.8%	18.4%	26.5%	93.3%	6.6	1.0	30.5%
A108320	**실리콘웍스**	5,627	-14.5%	-22.9%	15.9%	25.7%	12.3	1.3	39.7%
A035890	**서희건설**	2,392	-14.4%	-29.4%	14.7%	6.4%	5.6	0.9	45.7%
A097780	**에스맥**	1,787	-13.0%	-43.8%	16.5%	151.7%	13.1	0.8	13.0%
A004490	**세방전지**	5,341	-12.7%	14.1%	2.7%	63.6%	5.1	0.5	52.6%
A036190	**금화피에스시**	1,746	-12.4%	-17.5%	12.2%	9.6%	4.4	0.8	78.6%
A101330	**모베이스**	1,154	-11.8%	8.7%	28.8%	20.9%	4.8	0.5	21.6%
A092440	**기신정기**	1,063	-10.8%	-12.4%	9.7%	23.2%	5.9	0.5	60.6%
A035000	**지투알**	1,160	-10.7%	-8.9%	9.7%	8.2%	7.6	0.7	77.5%
A035510	**신세계 I&C**	1,952	-9.2%	1.8%	20.1%	4.5%	7.5	1.0	57.9%
A005680	**삼영전자**	1,958	-8.9%	-33.0%	1.6%	29.5%	12.9	0.4	117.8%
A016090	**대현**	1,116	-8.2%	-1.4%	2.8%	20.6%	7.2	0.6	40.3%
A100590	**머큐리**	1,259	-7.5%	0.0%	97.7%	80.4%	10.1	1.9	23.3%
A015710	**코콤**	1,185	-7.3%	-9.0%	13.3%	32.5%	8.4	1.0	20.2%
A086450	**동국제약**	5,798	-7.3%	-2.0%	14.1%	10.2%	11.8	1.9	11.0%
A007680	**대원**	1,365	-7.1%	2.1%	6.8%	13.4%	6.2	0.5	101.9%
A281820	**케이씨텍**	3,214	-6.9%	-1.8%	66.1%	51.1%	7.2	1.3	24.6%
A023000	**삼원강재**	1,112	-6.6%	-6.4%	2.1%	9.4%	9.2	0.5	39.4%
A009970	**영원무역홀딩스**	6,981	-6.4%	-5.7%	5.6%	26.5%	7.6	0.6	33.9%
A079940	**가비아**	1,092	-6.1%	-9.6%	10.4%	42.0%	13.7	1.7	39.2%
A010960	**삼호개발**	1,139	-5.7%	-13.2%	25.0%	61.5%	5.4	0.6	63.2%
A120240	**대정화금**	1,026	-5.6%	4.3%	11.8%	1.8%	9.7	0.9	33.7%
A005430	**한국공항**	1,347	-5.4%	9.5%	7.3%	2.1%	6.7	0.4	66.7%
A215200	**메가스터디교육**	3,694	-4.7%	9.1%	33.2%	95.3%	9.0	1.7	12.1%
A053300	**한국정보인증**	1,102	-4.6%	-27.3%	6.2%	4.3%	13.2	1.4	54.6%
A152330	**코리아오토글라스**	3,530	-3.6%	43.5%	7.6%	36.3%	7.2	1.0	18.3%

자료: 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.

레드캡투어 (038390)

표19 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
1,400	16,300	-116.2%	8.7	0.9

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

기업개요

동사는 법인고객을 대상으로 장기렌터카('18년 매출 비중 82.9%) 및 상용여행(17.1%) 사업을 영위하고 있음. 장기렌터카 사업부는 차량대여 수익(69%)과 계약만기차량 매각 수익(31%)으로 구성되어 있으며, 상용여행 사업은 항공권 발권, 호텔 예약 등의 수수료 매출인 상용출장매출(70%)과 MICE, 패키지 등 여행상품매출(30%)로 구성됨.

실적동향

동사의 매출액은 2016년 2,335억원 → 2017년 2,600억원 → 2018년 2,542억원 → 2019년 2,624억원 전망. 2Q19 매출액 696억원(+5.4% yoy), 영업이익 89억원(+26.4% yoy), 순이익 57억원(+38.4% yoy)로 전년동기대비 실적 개선에 성공함. 이는 MICE사업을 자회사 레드캡MICE로 이관하며 여행상품매출이 감소하였음에도 렌터카 계약만기차량 매각매출이 더 큰 폭으로 증가하여 나타난 결과임.

체크포인트

1) 영업이익 증가추세 지속 전망

동사는 2014년부터 장기렌터카 3년계약의 비중을 줄이고 4년계약을 늘려나가는 전략을 취해옴. 4년 계약의 경우, 3년 계약에 비해 월 대여료수익은 적은 반면, 감가상각이 장기간 이루어지므로 차량매각 시 인식되는 원가가 더 적음. 따라서 4년계약 차량의 증가는 이익률 개선에 유리함. 실제 2017년 86억원 → 2018년 132억원 → 2019년 164억원(추정)의 렌터카사업부 영업이익 개선이 이루어짐. 2014년부터 증가해 온 4년 계약 차량의 만기매각이 작년부터 시작된 것을 감안하면 향후 3~4년간 영업이익의 증가추세가 지속될 것으로 전망됨.

2) 차량보유대수 회복

2017년 말 금리 인상에 대한 우려로 다소 보수적인 영업을 했던 작년과 달리, 올해는 기존 및 신규 법인고객 영업 활성화로 차량보유대수를 2018년 이전으로 회복하고 있음. 2Q19 기준 18,539대를 보유하고 있으며 연말까지 100여대의 차량을 추가 확보할 예정임.

Part IV

결제 시장의 지각변동
: VAN 과 PG 알아보기

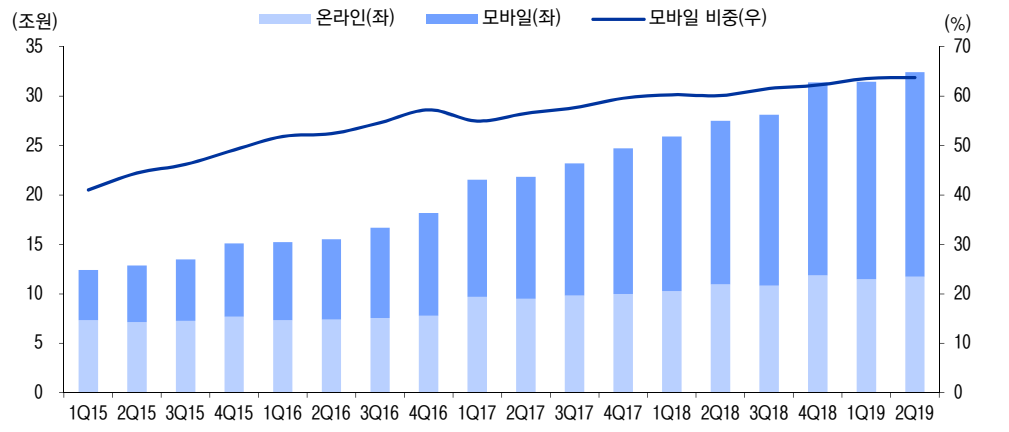
온라인 쇼핑 동향

1. 온라인 쇼핑 동향

온라인 상거래는 간편결제의 등장, 정부의 규제 완화 움직임에 힘입어 두 자리 수 성장을 지속 중이다. 간편결제는 2015년 공인인증서 의무 사용 폐지, 2019년 간편결제 한도 상향(200만원 → 500만원) 등 온라인 상거래 관련 규제들은 하나 둘씩 완화되는 추세다. 통계청에 따르면 1H19 국내 온라인 쇼핑 거래액은 63.9조원을 기록해 전년대비 19.6% 성장했다. 특히 모바일 전자상거래는 1H19 거래액 40.7조원으로 전년동기 대비 26.5% 성장했으며 전체 온라인쇼핑의 63.8%까지 비중이 올라왔다. 또한 O2O 서비스 확산에 따라 결제는 온라인에서, 서비스는 오프라인에서 받는 형태의 거래도 확산되고 있는 만큼 온라인 거래액 성장은 당분간 지속될 것임을 짐작할 수 있다.

국내 온라인 쇼핑에서는 신용카드가 주류 결제 수단으로 이용되고 있는 만큼 온라인 결제 프로세스에 관여하는 VAN (Value Added Network)사나, PG (Payment Gateway)사 등의 비즈니스도 동반 성장 중이다. 한국은행에 따르면 신용카드 결제는 온라인/모바일 쇼핑 결제 수단 중 가장 많은 이용금액과 이용건수를 기록하고 있다. 이에 직접적 영향을 받는 VAN과 PG는 모두 온라인 쇼핑 성장에 따른 수혜를 입고 있다. 우리는 이번 자료를 통해 온/오프라인 결제 시장에 일어나고 있는 이슈들을 점검하고 각각의 이해관계자들에 미치는 영향에 대해 파악해 보고자 한다.

그림20 국내 온라인 쇼핑 거래액 동향



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

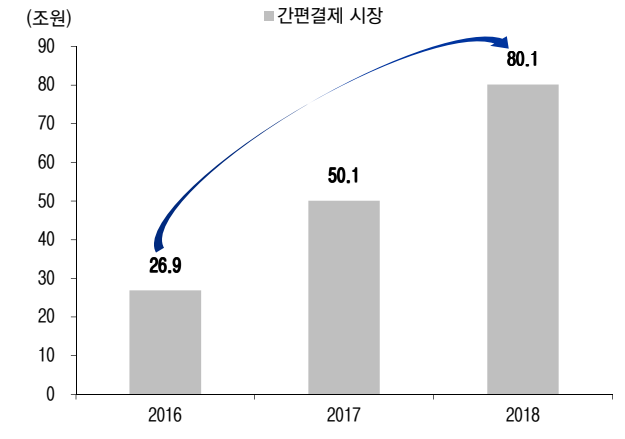
2. 간편결제 산업 동향

표20 국내 주요 페이 서비스 제공업체 요약

	삼성페이	네이버페이	카카오페이	PAYCO
회사	삼성전자	NAVER	카카오	NHN페이코
분류	제조사	포털	메신저	디지털광고
출시일	2015년	2015년	2014년	2015년
가입자(명)	1,400만	2,600만	3,000만	900만
누적 거래액(원)	40조	23조	42조	8.4조
주요 플랫폼	오프라인	온라인	온라인	온라인/오프라인
특징	마그네틱(MST) 기반의 오프라인 결제 시스템 제공. 오프라인 POS기 연동	검색엔진/네이버 쇼핑의 장악력을 활용한 온라인 페이 서비스 제공	독보적인 메신저 트래픽 보유. 실생활 서비스/O2O 페이 서비스 지원. 알리페이 서비스 연동	공격적인 마케팅으로 가맹점 확대, 온/오프라인 모두 강점 보유
가맹점	POS 가맹점 전체	40만	21만	온라인 10만, 오프라인 13만

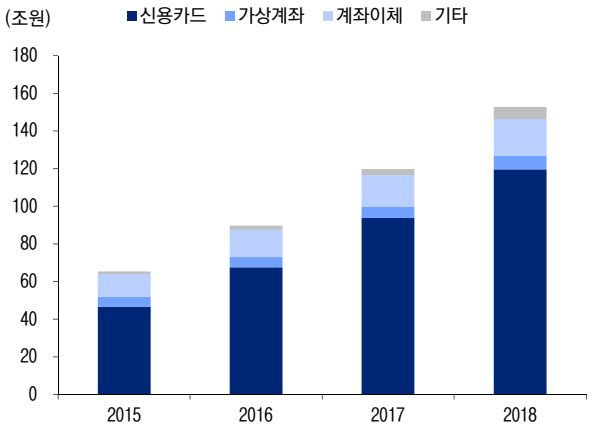
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 국내 간편결제 시장 규모



자료: 금융감독원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 결제수단별 전자지급결제대행서비스 이용 현황



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

온라인 결제의 핵심: PG (Payment Gateway)

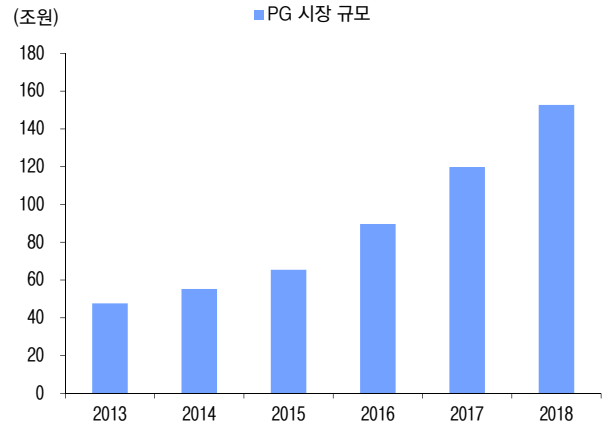
1. PG란 무엇인가?

온라인 결제 프로세스는 오프라인 결제 프로세스와 큰 차이는 없다. 카드사와 VAN 사업자의 역할은 모두 오프라인과 동일하다. 다만 온라인 결제에서만 PG 사업자라는 새로운 결제 중계 회사가 등장했을 뿐이다. 따라서 본 파트에서는 PG사의 역할에 대해서 중점적으로 다뤄보고자 한다.

PG(Payment Gateway)의 사전적 의미는 온라인 지불 및 결제 대행 업체지만, 여러 가맹점들을 거느리고 있는 '대표가맹점'으로 이해하면 쉽다. 중소형 온라인 쇼핑몰들은 오프라인과 달리 물리적 실물 점포가 없어 카드사 담보 제공이 어려우며, 이는 가맹점 계약에 있어 걸림돌로 작용한다. PG는 카드사와 가맹점 사이에서 이러한 문제들을 해결해주며 거래대금의 일부를 수수료로 수취한다. 카드사들은 가맹점 부도 리스크를 신경 쓰지 않고 안전하게 온라인 거래 대금을 확보할 수 있으며, 가맹점들은 PG 가맹점 심사 및 결제 플러그인 설치 절차를 거쳐 결제 수단을 획득하게 된다.

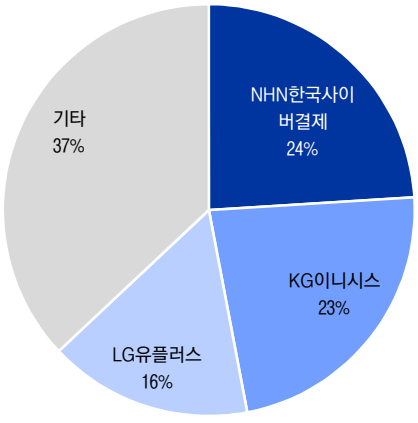
국내 PG 시장은 온라인 신용카드 이용 금액의 성장과 흐름을 같이하고 있다. 2015년 공인인증서 의무사용 폐지, PG사의 카드정보 공유 허용에 따라 다양한 종류의 페이 서비스가 등장했다. 온라인 결제가 간소화되며 거래액은 가파르게 올라왔고 PG / VAN사들이 수혜를 입게 된다. 국내 주요 PG 사업자로는 KG이니시스, LG U+, NHN한국사이버결제 등이 있으며 전체 PG 사업자 수는 80여개에 달한다.

그림23 국내 PG 시장 규모



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 국내 PG 사업 점유율 현황

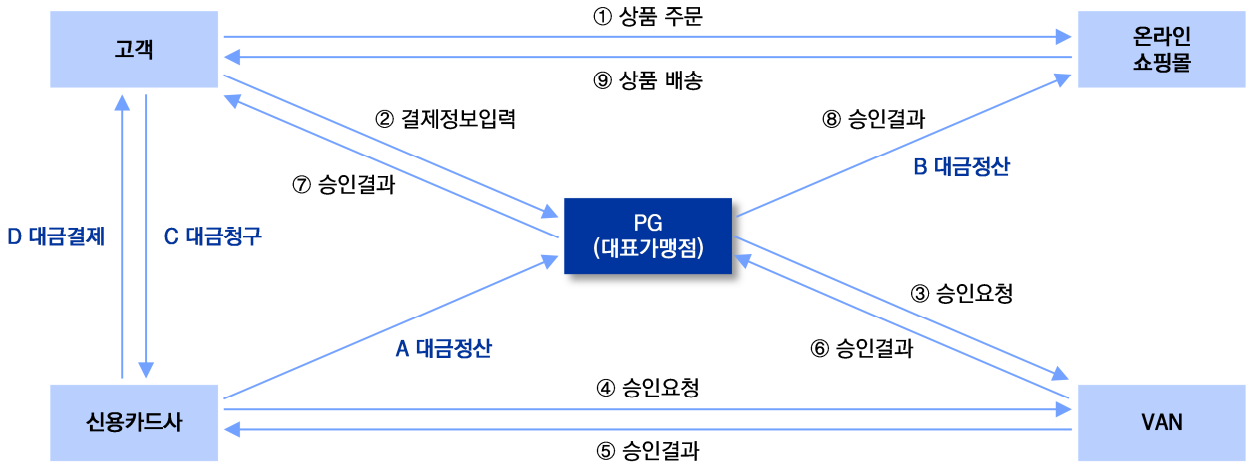


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 온라인 신용카드 결제 거래대금 Flow

PG사의 수익 모델로는 1) 결제 수수료가 가장 크며, 이외에도 2) 가맹점 관리비(가입비, 연회비 등), 3) 이자수익 등이 있다. PG사의 하위 가맹점으로부터 거래가 시작되면 온라인 VAN사를 거쳐 카드사로 카드 이용 승인 요청이 전달된다. 이것이 유효한 거래로 인정되면, 카드사는 PG사에 카드 수수료를 제한 거래대금을 정산해주며 PG사는 이 중 일정 부분의 수수료 매출을 제외한 나머지 거래대금을 하위 가맹점에 전달한다. PG사는 정산 주기를 두고 하위 가맹점에 대금을 지급하게 되는데, 대금 정산에 소요되는 기간 동안 이자 수익이 발생하게 된다.

그림25 온라인 신용카드 결제 Process



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

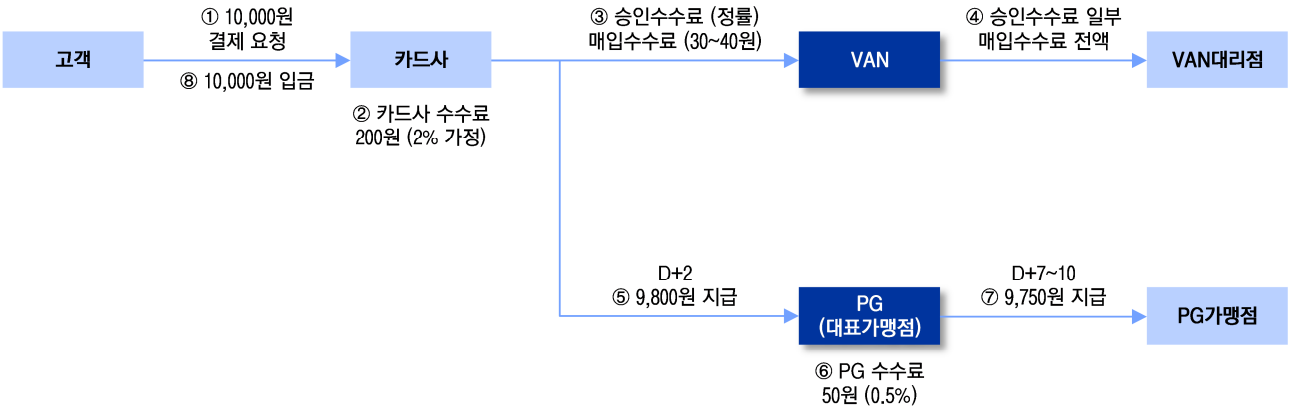
표21 온라인 신용카드 결제시 주체 별 관련 매출 및 비용

	카드사	VAN	PG
매출	신용카드 수수료	승인수수료(정액 → 정률) 매입수수료(정액: 건당 과금)	PG수수료(정률) 정산 주기 내 이자수익
비용	VAN 수수료 (승인/매입)	VAN 대리점 수수료	결제시스템 유지보수 및 마케팅
역할	고객 신용체크 및 은행 자동이체 의뢰	신용카드 한도 조회 및 결제 승인, 신용카드 매출 전표 매입	영세가맹점 리스크 관리

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한 고객이 온라인 쇼핑몰에서 10,000원을 결제했다고 가정해보자. 이 때 카드사는 승인 절차를 거친 뒤 총 거래대금 중 200원(카드수수료 2% 가정 시)을 신용카드 수수료로 수취한다. 카드사는 200원을 제외한 9,800원을 PG사에 선지급한다. PG사는 카드사로부터 수취한 9,800원 중 50원을 PG 수수료(PG 수수료 0.5% 가정 시)로 수취하고, 가맹점에 정산 대금을 지급하기까지의 정산 기간(7~10일) 동안 이자 수익을 얻게 된다. 최종적으로 가맹점에는 9,750원이 정산되며 카드사는 고객의 은행 계좌 등으로부터 10,000원을 이체 받게 된다.

그림26 온라인 신용카드 결제 거래대금 Flow



주: 상기 카드 수수료, PG 수수료, VAN 수수료 등은 이베스트투자증권의 가정이며 실제와는 다를 수 있음
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이처럼 PG사의 영업 성과는 거래 대금의 규모에 따라 좌우된다고 볼 수 있다. 거래 대금이 커질수록 PG사가 수취하는 결제 수수료의 절대 금액이 커지며, 단기 운용을 통한 이자수익 규모 역시 증가하기 때문이다. 또한 거래대금이 커질수록 이에 비례하여 결제 시장 내에서의 협상력이 높아져 규모의 경제 효과를 기대할 수 있다. 오프라인 결제에서도 대규모 고객을 거느린 대형 가맹점들은 카드사와 VAN사에 대한 협상력을 가지게 되는데 이는 온라인에서도 마찬가지다. PG사는 하위 가맹점들의 거래대금을 통합한 대표 가맹점의 형태로 카드사 입장에서는 하나의 대형 가맹점으로 간주될 수 있기 때문이다.

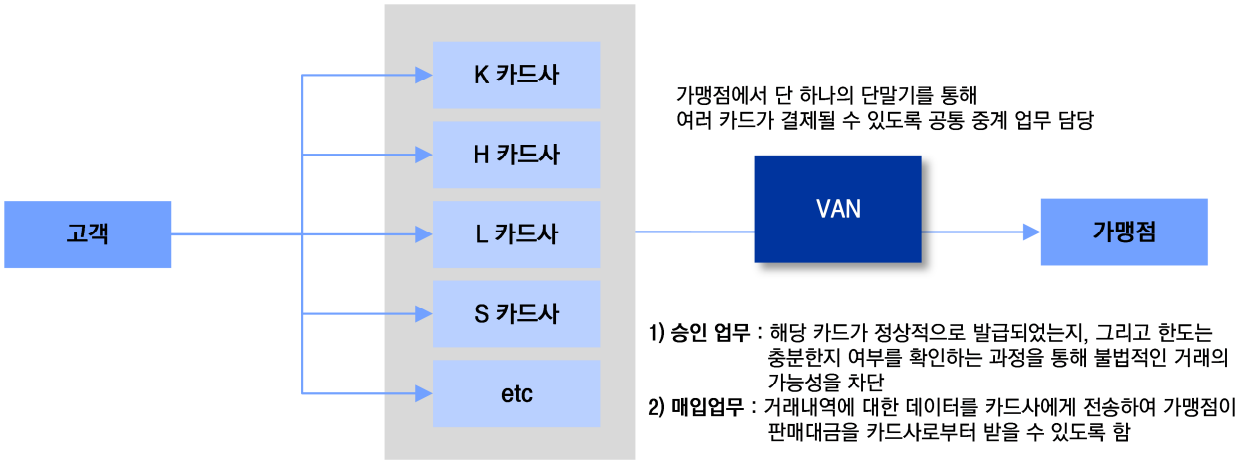
오프라인 결제의 핵심: VAN (Value Added Network)

1. VAN이란 무엇인가?

VAN(Value Added Network)은 여러 카드사들을 대신하여 가맹점에 대한 모집/관리와 결제대금에 대한 승인과 매입 업무를 담당한다. 고객이 가맹점에서 카드를 긁었을 때 1) 해당 카드가 정상적으로 발급 되었는지 그리고 한도는 충분한지 여부를 확인하고(승인 업무), 거래가 정상적으로 이루어진 이후 2) 거래내역에 대한 데이터(매출전표)를 카드사에게 전송하여(매입 업무) 가맹점이 판매대금을 카드사로부터 입금 받을 수 있도록 교두보 역할을 하게 된다. 현재 국내에는 총 13개의 VAN사가 사업을 영위하고 있으며, 이 중 주요 사업자로는 나이스정보통신, 한국정보통신, 퍼스트데이터, 스마트로, KIS정보통신, KSNET, KFTC, 한국사이버결제 등이 있다.

또한 VAN사는 가맹점에서 단 하나의 단말기를 통해 여러 카드(체크카드 포함)가 결제될 수 있도록 공통 중계(승인/매입) 업무를 맡는다. 따라서 우리의 지갑에 있는 카드 중 아무것이나 꺼내도 손쉽게 결제가 가능해서 비현금 결제에 대해 '지급절차가 간단하고 지급속도가 빠르다'고 말할 수 있는 것이다. 해외의 경우 상점마다 취급 가능한 카드의 종류(보통 Visa를 포함 2가지 종류 내외)가 표기되어 있는 경우가 많으며 해당 카드를 소지하고 있지 않으면 신용카드 결제가 불가하다. 해외에는 VAN사가 없어 가맹점과 신용카드사가 일대일로 서버를 구축하고 있기 때문이다.

그림27 VAN 사의 역할



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

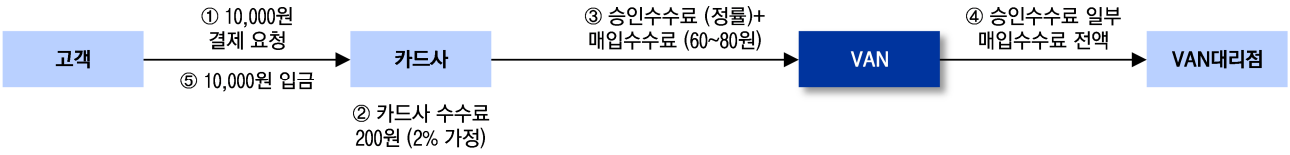
2. 오프라인 신용카드 결제 거래대금 Flow

국내 VAN 시장은 오프라인에서 비현금 결제 수단(신용/체크카드, 앱카드, 삼성페이 등)의 성장과 궤를 같이 한다고 볼 수 있다. 거래의 건수가 VAN사의 승인/매입 수수료의 원천이 되기 때문이다. 현재 승인 수수료의 경우 정액제에서 정률제로 변동되는 과정에 있으며 이에 따라 거래 건수를 비롯해 거래 대금의 규모도 VAN사의 수익에 영향을 끼치고 있다.

국내에서 거래 건수가 점진적으로 증가하고 있는 이유는 기본적으로 소비자가 비현금 결제 수단을 사용하기가 편리해졌기 때문이다. 앞서 언급했듯이 외국에서는 가맹점마다 취급하는 카드사가 정해져 있지만, 국내에서는 카드 한 장만 들고 다녀도 어느 곳에서나 이용이 가능하기 때문이다. 즉, VAN사들이 결제하기 편리하게 구축해놓은 결제 인프라를 바탕으로 거래 건수가 증가하고 있으며(소액 결제의 증가), 거래 건수가 증가하는 만큼 다시 VAN사의 외형이 커지는 모습을 보이고 있다. 온라인에서도 간편결제 등 편리한 이용환경이 조성되며 거래 건수와 거래 대금이 동반 성장하고 있다.

그렇다면 구체적으로 오프라인에서 어떤 방식으로 결제가 이뤄지는지 살펴보자. 예를 들어 한 고객이 상점에서 10,000원어치 아이스크림을 구매했다고 가정하자. 이 때 카드사는 승인 절차를 거친 뒤 총 거래대금 중 200원(카드사 수수료 2% 가정)을 신용카드 수수료로 수취하게 된다. 카드사는 200원의 수수료(카드사의 매출) 중 일부를 VAN사에게 승인/매입 수수료(VAN사의 매출) 명목으로 제공하게 된다. 결론적으로 상점은 카드사로부터 수수료 200원을 제한 9,800원을 입금 받게 되는 구조이다. 온라인의 경우 여기에 PG 수수료를 제외한 금액이 입금되며 그 외에는 차이가 없다.

그림28 오프라인 신용카드 결제 거래대금 Flow



주: 상기 카드 수수료, VAN 수수료 등은 이베스트투자증권의 가정이며 실제와는 다를 수 있음
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

VAN이란 비즈니스 모델은 국내에만 존재하는 사업이다. VAN사들이 수취하는 수수료가 마치 통행세와 같은 것으로 언론에서 치부되곤 한다. 하지만 이는 신용카드사가 해외와 비교하여 많고(2017년 기준 총 7개 신용카드사: 신한, 삼성, KB, 현대, 롯데, 우리, 하나), 신용카드 발급 기준이 해외보다 다소 느슨하며, 선불보다는 후불 결제 문화가 상대적으로 발달해 있다는 차이점에서 비롯된 결과다. VAN이 없다면 가맹점은 각각의 카드사마다 결제 회선을 따로 구축해야 한다. 그러나 VAN사를 거치게 되면 단말기 하나로 다양한 카드를 읽을 수 있어 이러한 불편함을 덜어준다.

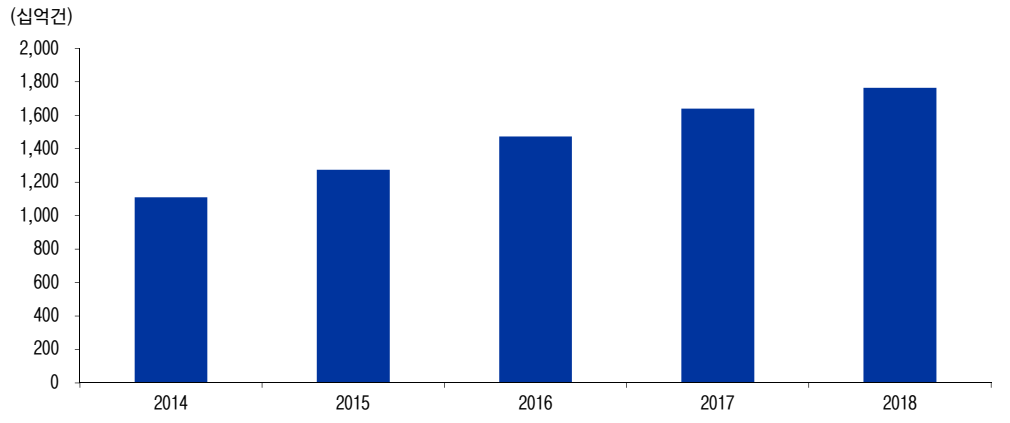
향후 내/외부 변수들의 변화로 VAN 비즈니스 모델은 점차 달라질 수 있다. 예를 들어 정부의 지속적인 카드사 수수료 인하 압력에 따라 VAN사의 수수료 역시(카드사에겐 변동비 개념) 간접적인 인하 압력을 받고 있고, 앱투앱 결제, 제로페이 등 새로운 간편결제 수단들이 등장하고 있다. 이들은 VAN사의 결제 인프라를 이용하는 대신 독자적인 결제 인프라를 구축하려 시도하고 있다.

표22 오프라인 신용카드 결제시 주체 별 관련 매출 및 비용

주체	매출	비용	세부
카드사	카드 수수료	VAN 수수료	1) 승인 수수료 (정액 → 정률) 2) 매입 수수료 (정액)
VAN	VAN 수수료	대리점 관리 비용	매입 수수료, 승인 수수료(일부)
가맹점	고객 결제대금	카드 수수료	n/a

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 소액결제 증가세로 국내 VAN 사의 처리 건수 증가세 지속



자료: 나이스정보통신 사업보고서

국내 온/오프라인 결제 관련 이슈

1. 카드 수수료 인하

카드 수수료는 2007년 '신용카드 수수료 체계 합리화 방안'이 나온 이후 꾸준히 인하돼 왔다. 그리고 카드사가 영세업체에게 적용할 수 있는 최고 수수료율을 제한하는 '우대수수료율'과 같은 정책이 점차 확대되어 왔다. 지난해 11월 정부는 '카드수수료종합개편'을 통해 우대가맹점 기준을 기존 연매출 5억원 이하에서 30억원 이하로 확대했다. 이러한 부정적인 영업 환경 하에서 카드사 입장에서는 변동비 개념인 VAN 수수료(승인/매입 수수료)를 인하하려는 움직임이 있는 상황이다.

표23 카드수수료율 개편안 및 기대효과(2018.11)

가맹점 구분(연 매출액 기준)			현행	개선안	인하폭
신용	우대 가맹점(우대 수수료율)	~3억원	0.8%	0.8%	
		3~5억원	1.3%	1.3%	
		5~10억원	2.05%	1.4%	0.65%p
		10~30억원	2.21%	1.6%	0.61%p
	일반 가맹점(평균 수수료율)	30~100억원	2.20%	1.9%	0.3%p
		100~500억원	2.17%	2.0%	0.22%p
체크	우대 가맹점(우대 수수료율)	~3억원	0.5%	0.5%	
		3~5억원	1.0%	1.0%	
		5~10억원	1.56%	1.1%	0.46%p
		10~30억원	1.58%	1.3%	0.28%p
	일반 가맹점(평균 수수료율)	30억원 초과	1.60%	1.45%	0.15%p

자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

1) 5만원 이하 무서명 결제(NO CVM; Cardholder Verification Method)

2016년부터 '5만원 이하 무서명 결제'가 확대되면서 '매입 프로세스'에 변화가 생겼다. VAN사가 과거처럼 실물 전표를 직접 수거하는 역할(매입)이 감소한 것이다. 따라서 카드사는 VAN사에게 지불하던 매입 수수료를 축소했다. 이에 따라 VAN사의 매입 수수료는 건당 36원(추정, 건당 100원 가정)에서 현재 건당 18원으로 축소되었으며, VAN사는 건당 12원을 추가로 부담하여 대리점에게 건당 30원을 지불하는 것으로 합의된 상황이다.

결과적으로 (100원 가정)카드사는 매입 수수료를 '건당 36원 → 건당 18원'으로 절감하였고, VAN사는 기존에 부담하지 않던 대리점향 수수료를 '건당 12원' 부담하게 되었으며, 대리점은 기존에 받던 수익이 '건당 36원 → 건당 30원'으로 감소하였다. 향후 5만원 이하 무서명 결제가 5만원 이상으로 확대될 경우 추가적인 매입 수수료 압박도 가능할 것이다.

2) 수수료 책정 방식 변경: 정액 → 정률

과거 신용카드를 이용한 결제는 대부분 고액의 물품을 구매할 때 발생했다. 즉, 카드사 입장에서 VAN 수수료 산정에 있어 유리한 방식은 정률(%)이 아닌 정액(건당 수수료) 방식이었다. 하지만 소액 결제에도 신용카드를 사용하는 것이 보편화된 현 시점에서 카드사에게 유리한 방식은 정액이 아닌 정률 방식의 수수료 산정이다.

VAN 사업자에게는 정액 방식이 유리하다. 예를 들어 고객이 식당에서 10,000원을 신용카드로 결제했다고 가정하면 VAN사가 카드사로부터 정산 받았던 수수료는 매입 수수료 18원(5만원 이하 무서명 결제)과 승인 수수료 70원으로 총 88원이었으나, 승인 수수료가 정률제로 바뀐 지금은 매입 수수료 18원(기존과 동일)과 승인 수수료 50원(0.5% 가정)으로 총 68원이 되는 것이다. 결론적으로 현재 VAN사는 P의 지속적인 하방 압력을 Q의 구조적인 상승(소액결제 증가)으로 만회하고 있는 중이라고 할 수 있다.

표24 수수료 정책 변경에 따른 영향

정책	현재
No CVM	카드사 매입 수수료: 건당 36원 → 18원
	대리점 수익: 건당 36원 → 건당 30원
	VAN: 12원 추가 부담
수수료책정 방식 변경	건당 70원 → 0.5%(추정)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

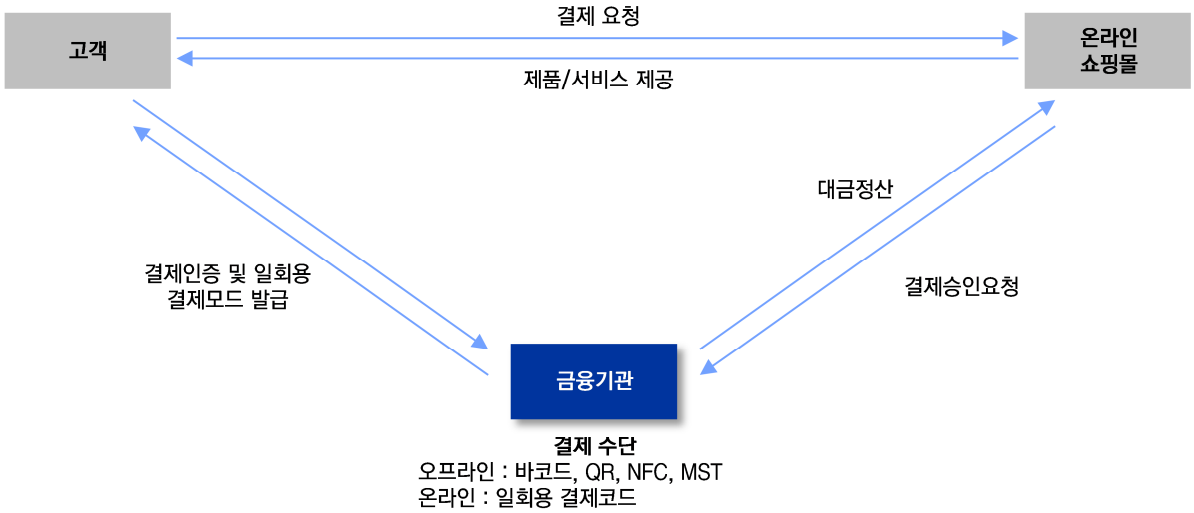
2. 다양한 결제 수단 등장 – 제로페이

서울시의 '제로페이'를 필두로 다양한 종류의 지역화폐들이 생기고 있다. 이들은 소상공인 결제수수료 인하를 취지로 탄생했으며 다양한 혜택을 앞세워 가입자 모집에 매진하고 있다. 연매출 8억원 이하 소상공인은 제로페이 결제 시 수수료율이 0%이며 이용자의 경우 이용 금액의 40%까지 소득 공제된다. 일부 지역 페이는 구매 금액의 6~7%를 캐시백 해주는 등 파격적인 조건을 내세우며 이용률 극대화에 힘쓰고 있다. 카카오페이, 네이버페이와 같은 민간 사업자들도 수천만 명에 달하는 가입자 수를 기반으로 계좌 기반 결제 생태계를 조성해나가고 있다.

이들은 기존의 결제 시스템에서 구매자와 판매자 사이의 구조를 단순화하여 가맹점의 수수료 부담을 인하, 가맹점들은 신용카드 대비 저렴한 수수료율을 활용해 소비자에게 혜택을 제공할 수 있게 유도하려 하고 있다. 한 마디로 PG, VAN, 카드사를 배제한 채 QR코드로 소비자와 판매자를 연결해 계좌이체 방식의 결제를 지원하는 형태다.

현재로서는 신용카드의 아성을 넘어서기는 쉽지 않아 보인다. 여전히 QR코드 방식 대비 신용카드가 더 편리하다는 의견이 많으며, 신용카드 위주의 소비 패턴에서 계좌 기반으로 단숨에 전환하기란 쉽지 않기 때문이다. 또한 가맹점 신용 카드 수수료 부담이 지속적으로 인하되는 추세에서 앱투앱의 수수료 메리트는 감소할 수 있다. 이에 앱투앱을 주도하는 금융기관들은 수수료 경쟁력을 넘어선 부가가치 제공 방안, 마이너스통장과의 서비스 연계를 통한 신용 카드 대체 등 다양한 서비스를 내놓을 것으로 예상한다. 또한 향후에도 결제 수수료 인하라는 정책적 방향성은 지속될 것으로 보이는 만큼 고민해 볼 이슈임에는 틀림 없다.

그림30 앱투앱 결제 Flow



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

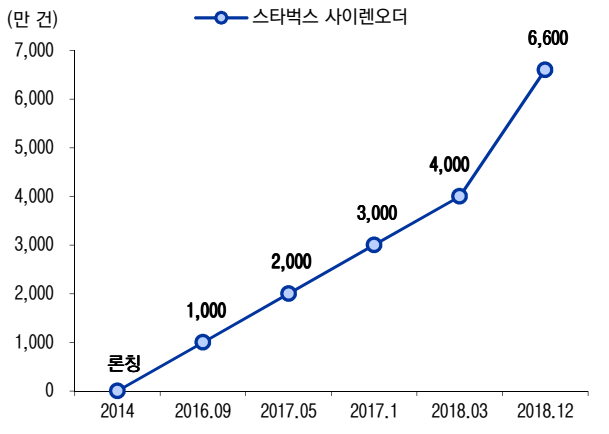
3. O2O 서비스의 확산

O2O 서비스의 확산으로 온라인과 오프라인 결제 시장 사이의 경계가 점차 모호해지고 있다. 배달 서비스처럼 결제는 온라인에서 서비스는 오프라인에서 받는 소비 행태가 대중화되고 있기 때문이다. 지금결제 시장의 패러다임 이동으로 온라인 결제 시장에 수혜가 지속될 전망이다. 최근 네이버, 카카오, NHN, 배달의 민족 등이 스타벅스 사이렌 오더 형태의 O2O 결제 솔루션을 앞다투어 출시하고 있어 결제 시장에 지각변동이 예상된다.

이에 따라 PG와 온라인 VAN 사업이 오프라인 전문 사업자 대비 두각을 드러낼 수 있다는 판단이다. 실제로 PG 사업자들이 오프라인 VAN 사업자 대비 뚜렷한 외형 성장을 시현하고 있다. 오프라인 결제 시장은 여러 차례에 걸친 수수료 인하로 어려움을 겪고 있으나 온라인의 경우 이커머스 시장의 구조적 성장에 O2O 서비스까지 더해지며 오프라인 결제 시장을 잠식해나가고 있기 때문이다.

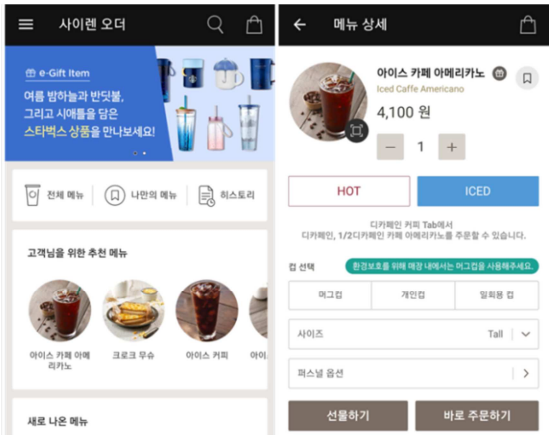
온라인 VAN 사업 역시 높은 수익성을 자랑하고 있다. 온라인 VAN의 경우 오프라인 VAN과 달리 POS기 배포, 전표 매입 기능 등이 대폭 축소되어 건당 수취할 수 있는 수수료는 낮지만 그 만큼 고정비 투입이 줄어들기 때문에 상당한 수준의 이익률을 자랑한다.

그림31 스타벅스 사이렌오더 주문건수 추이



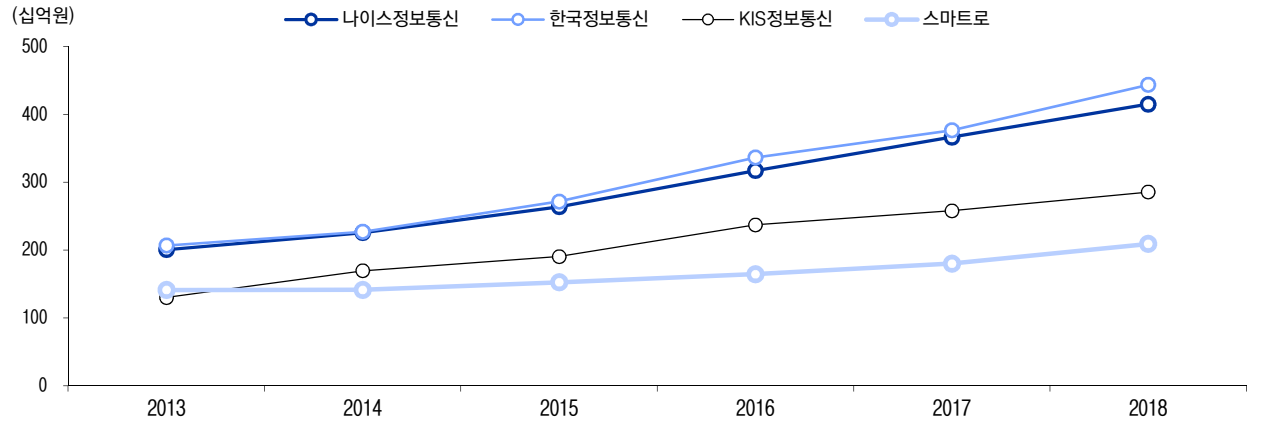
자료: 스타벅스코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 스타벅스 사이렌오더



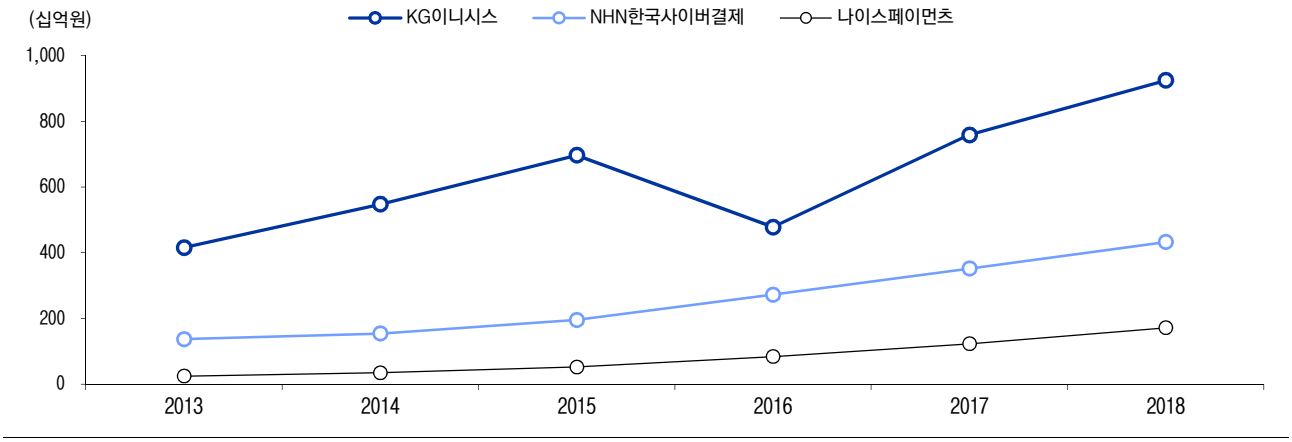
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 주요 VAN 사 연간 매출액 추이



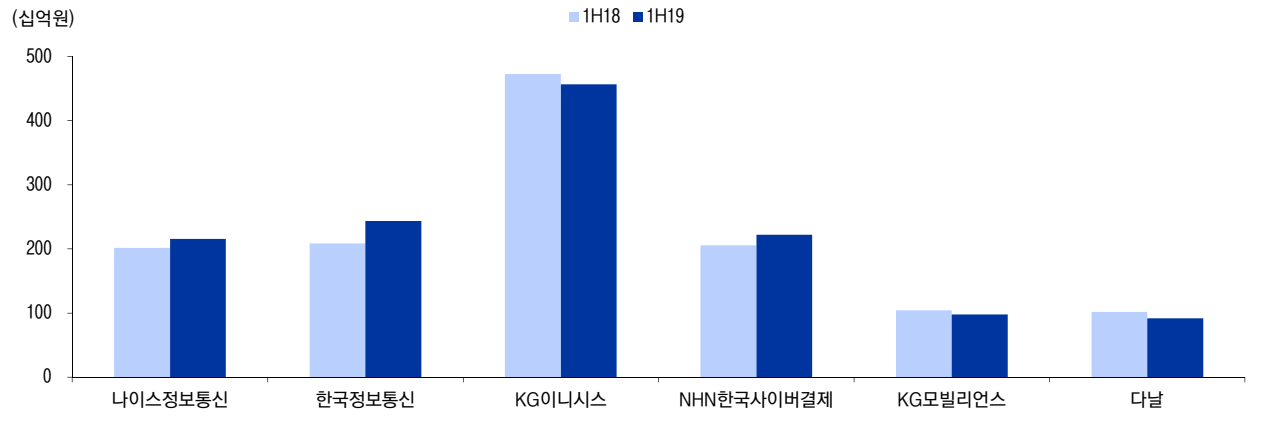
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 주요 PG 사 연간 매출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 주요 VAN 및 PG 사의 1H18 대비 1H19 매출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Peer Valuation

표25 국내 주요 VAN 및 PG 업체

업체	연도	실적(억원)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x, %)			
		Sales	OP	NI	Sales	OP	NI	OPM	NIM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
나이스 정보통신	2015	2,639	342	305	17.0	60.9	1.8	12.9	11.6	10.4	2.5	5.0	28.0
	2016	3,171	472	303	20.2	38.2	-0.7	14.9	9.6	10.9	2.1	4.2	22.0
	2017	3,664	431	367	15.6	-8.7	21.0	11.8	10.0	6.2	1.2	1.6	22.1
	2018	4,150	353	306	13.3	-18.2	16.7	8.5	7.2	6.4	0.9	0.2	15.5
한국 정보통신	2015	2,716	324	221	19.6	32.6	38.6	12.3	8.4	23.6	4.4	9.9	20.3
	2016	3,364	362	280	23.9	11.7	26.7	11.4	8.8	14.6	2.8	6.4	21.0
	2017	3,766	378	249	11.9	4.3	-10.9	10.3	6.8	18.9	2.8	7.5	15.9
	2018	4,435	335	250	17.8	-11.2	-0.3	7.6	5.6	14.5	1.9	5.6	14.2
KG이니시스	2015	6,969	200	(9)	27.2	-49.7	-104.9	7.6	-0.3	n/a	2.6	23.9	1.5
	2016	4,781	489	81	-31	144	흑.전	15	2.6	39.8	1.8	7.5	5.6
	2017	7,585	547	(4)	59	12	적.전	15	-0.1	n/a	2.8	7.9	1.1
	2018	9,246	604	352	21.9	10.5	흑.전	6.5	4.3	12.2	2.0	6.4	12.3
NHN한국 사이버결제	2015	1,955	109	96	27.0	23.5	11.6	4.1	3.6	49.9	5.2	17.7	10.6
	2016	2,721	115	102	39.2	5.4	6.2	3.6	3.2	22.8	2.4	6.8	10.9
	2017	3,520	179	107	29.3	55.6	5.6	4.9	2.9	30.6	3.1	11.3	10.2
	2018	4,327	218	170	22.9	21.4	-58.6	5.0	3.9	14.8	2.1	5.8	15.2
KG 모빌리언스	2015	1,729	253	79	16.5	0.3	-47.4	9.6	3.0	36.9	2.0	28.7	6.0
	2016	1,367	230	108	-20.9	-8.9	37.3	7.3	3.4	17.7	1.2	14.6	7.6
	2017	1,706	278	137	24.8	20.8	27.1	7.6	3.7	16.3	1.1	14.0	6.9
	2018	2,029	221	127	19.0	-20.5	7.7	10.9	6.0	17.3	1.0	11.6	5.5
다날	2015	1,129	9	3	14.6	-78.3	-90.9	0.3	0.1	738.1	1.7	107.0	-2.6
	2016	1,335	52	(6)	18.2	488.5	적.전	1.6	-0.2	n/a	1.5	136.2	-3.1
	2017	1,729	173	125	29.5	230.2	흑.전	4.7	3.4	21.1	1.4	15.0	6.1
	2018	2,099	88	30	21.4	-49.0	73.9	4.2	-1.4	63.3	1.1	n/a	-1.7
세틀뱅크	2015	219	58	n/a	27.2	-2.1	n/a	26.6	23.1	19.2	4.0	12.9	21.4
	2016	262	74	n/a	19.7	27.4	n/a	28.4	19.8	15.9	2.2	9.1	18.6
	2017	393	94	n/a	50.3	26.6	n/a	23.9	23.8	20.5	3.2	8.4	26.7
	2018	572	132	n/a	45.3	40.2	n/a	23.0	21.0	n/a	n/a	n/a	25.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

NICE (034310)	46
KPX 케미칼 (025000)	51
나이스정보통신 (036800)	54
NHN 한국사이버결제 (060250)	59
KG 이니시스 (035600)	64
에스원 (012750)	67
슈피겐코리아 (192440)	71
휴비츠 (065510)	75

Universe

기업명	투자판단	목표주가
NICE	Buy (유지)	28,000 원(유지)
KPX 케미칼	Buy (유지)	70,000 원(유지)
나이스정보통신	NR	NR
NHN 한국사이버결제	NR	NR
KG 이니시스	NR	NR
에스원	Buy (유지)	120,000 원(유지)
슈피겐코리아	Buy (유지)	78,000 원(유지)
휴비츠	Buy (유지)	13,000 원(유지)

NICE (034310)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

기대되는 4분기 + 2020년

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

Buy(maintain)

목표주가 28,000 원
현재주가 19,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

NICE의 경쟁력 & 경영전략은 무엇일까?

NICE(홀딩스)의 외형은 매년 성장(과거 5년 Sales CAGR 16.4%)하고 있으며, 영업이익도 성장흐름이 유지(과거 5년 Sales CAGR 12.0%)되고 있다.

동사가 이렇게 성장하는 이유를 고민하기에 앞서 핵심 경쟁력을 살펴보면, 안정적인 사업구조 + 현금흐름이라고 판단된다. 동사의 핵심계열사 NICE평가정보 · 나이스디앤비 · 나이스정보통신 등은 업계 1위권의 위치와 법적 · 경제적 진입장벽을 기반으로 사업의 안정성이 매우 높고, 현금흐름이 우수하다. 이러한 현금흐름은 NICE 그룹이 성장할 수 있는 재원으로 사용된다.

동사는 이러한 순현금의 증가를 기반으로 지속적인 M&A활동을 추진하고 있다. 금융분야에서부터 제조 · 신규아이템까지 다양한 기업(산업)을 검토하며, 각각 계열사들과 시너지를 낼 수 있거나, 향후 성장잠재력이 높은 기업을 인수하거나 영역을 확대하고 있다. 물론 대부분 인수 or 초기 적자(or 낮은 수익성)로 시작하나 점진적으로 이익이 개선되는 모습을 보이고 있다.

조금 더 좋아지는 4분기 + 2020년 기대감

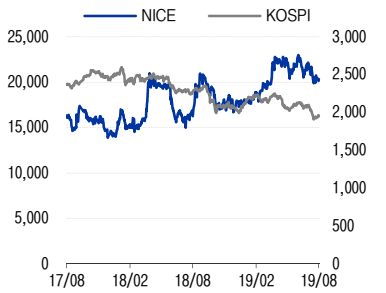
동사는 4Q19에 자회사들의 실적기대감 + 성장모멘텀 요소가 몇가지 있다. 첫째, ITM반도체(1H19 Sales 1,276억원 +34.1% yoy, OP 112억원 +3.9% yoy, 나이스인프라 포함 47.6% 지분 보유)가 3Q19이후 글로벌 대형 고객선으로 공급이 시작된다. 이에 하반기에는 전년대비 큰 폭의 이익개선이 기대되며, 연간으로 Fully 반영되는 2020년에는 NICE홀딩스의 이익개선에 가장 크게 기여할 자회사로 판단된다. 또한 4Q19 지분가치를 부각시킬 이벤트가 계획되어 있어 주가적인 측면에서도 긍정적이다.

둘째, 엘엠에스(지분율 58.9%, 알루미늄 합금 제조)에서 2차전지 배터리 케이스 사업을 진출하며 상반기 대규모 투자 & 비용증가로 실적악화(1H19 NI -68억원, 베트남 포함)를 기록하였으나, 제품이 공급되기 시작하는 4Q19이후 적자폭 축소 or 턴어라운드가 가능할 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSPI(8/26)		1,916.31 pt
시가총액		7,387 억원
발행주식수		37,882 천주
52 주 최고가 / 최저가		23,000 / 16,600 원
90 일 일평균거래대금		14.91 억원
외국인 지분율		11.9%
배당수익률(19.12E)		1.0%
BPS(19.12E)		18,376 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-2.0%
	6 개월	18.8%
	12 개월	30.8%
주주구성	김원우외 6 인	48.5%
	밸류자산운용	9.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,450.1	122.6	124.4	49.2	1,388	-5.8	204.6	10.6	1.8	1.0	9.2
2018	1,611.9	128.3	133.9	60.1	1,588	14.4	216.9	11.3	2.7	1.1	10.0
2019E	1,782.0	131.0	141.9	60.2	1,589	0.1	229.0	12.3	2.8	1.1	9.0
2020E	1,956.8	148.3	159.0	70.8	1,868	17.6	255.9	10.4	2.5	1.0	9.7
2021E	2,163.6	159.4	170.2	76.9	2,031	8.7	278.4	9.6	2.4	0.9	9.7

자료: NICE, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표26 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	**9,285**	**10,908**	**13,464**	**14,501**	**16,119**	**17,820**	**19,568**
YoY	*23.3%*	*17.5%*	*23.4%*	*7.7%*	*11.2%*	*10.6%*	*9.8%*
신용카드 VAN	3,949	4,552	5,652	6,353	6,975	7,202	7,366
기업 및 개인신용정보	2,198	2,791	2,902	3,043	3,278	3,462	3,661
ATM & CD-VAN	1,647	1,636	1,645	1,938	2,527	2,568	2,600
기업평가	309	353	340	355	372	383	391
자산관리	576	609	597	619	623	680	737
제조부문	625	1,275	2,706	2,375	2,527	3,769	5,065
기타(연결조정)	-19	-308	-378	-182	-183	-243	-251
YoY							
신용카드 VAN	*19.4%*	*15.3%*	*24.2%*	*12.4%*	*9.8%*	*3.3%*	*2.3%*
기업 및 개인신용정보	*28.8%*	*27.0%*	*4.0%*	*4.9%*	*7.7%*	*5.6%*	*5.8%*
ATM & CD-VAN	*1.8%*	*-0.7%*	*0.6%*	*17.8%*	*30.4%*	*1.6%*	*1.3%*
기업평가	*-2.2%*	*14.2%*	*-3.7%*	*4.4%*	*4.7%*	*2.9%*	*2.1%*
자산관리	*-18.9%*	*5.7%*	*-1.9%*	*3.6%*	*0.6%*	*9.3%*	*8.3%*
제조부문	*0.0%*	*104.0%*	*112.1%*	*-12.2%*	*6.4%*	*49.1%*	*34.4%*
기타(연결조정)	*-84.8%*	*1542.0%*	*22.8%*	*-51.7%*	*0.1%*	*33.2%*	*3.3%*
% of Sales							
신용카드 VAN	42.5%	41.7%	42.0%	43.8%	43.3%	40.4%	37.6%
기업 및 개인신용정보	23.7%	25.6%	21.6%	21.0%	20.3%	19.4%	18.7%
ATM & CD-VAN	17.7%	15.0%	12.2%	13.4%	15.7%	14.4%	13.3%
기업평가	3.3%	3.2%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%
자산관리	6.2%	5.6%	4.4%	4.3%	3.9%	3.8%	3.8%
제조부문	6.7%	11.7%	20.1%	16.4%	15.7%	21.2%	25.9%
기타(연결조정)	-0.2%	-2.8%	-2.8%	-1.3%	-1.1%	-1.4%	-1.3%
영업이익	**710**	**912**	**1,269**	**1,226**	**1,283**	**1,310**	**1,483**
% of sales	7.6%	8.4%	9.4%	8.5%	8.0%	7.4%	7.6%
% YoY	*-2.6%*	*28.6%*	*39.1%*	*-3.4%*	*4.7%*	*2.1%*	*13.2%*
사업부별 영업이익							
신용카드 VAN	381	519	674	628	545	539	496
기업 및 개인신용정보	215	277	375	417	467	460	505
ATM & CD-VAN	87	131	164	204	249	187	199
기업평가	62	86	83	86	91	91	95
자산관리	-6	5	17	9	19	16	18
제조부문	-29	31	43	-126	-276	-92	29
기타(연결조정)	0	-135	-87	9	188	108	141

자료: NICE, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표27 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**3,711**	**4,354**	**3,751**	**4,303**	**4,304**	**4,853**	**4,106**	**4,557**
YoY	*9.9%*	*18.4%*	*0.7%*	*15.6%*	*16.0%*	*11.5%*	*9.5%*	*5.9%*
신용카드 VAN	1,648	1,764	1,807	1,755	1,690	1,842	1,872	1,798
기업 및 개인신용정보	785	886	772	835	848	930	811	874
ATM & CD-VAN	560	676	631	659	634	663	621	650
기업평가	87	130	75	80	83	141	76	83
자산관리	151	151	157	164	162	169	169	180
제조부문	549	901	379	697	1,085	1,143	563	979
기타(연결조정)	-70	-156	-70	113	-197	-35	-6	-5
YoY								
신용카드 VAN	*14.7%*	*11.6%*	*10.3%*	*3.5%*	*2.5%*	*4.4%*	*3.6%*	*2.4%*
기업 및 개인신용정보	*7.0%*	*8.0%*	*6.9%*	*9.0%*	*7.9%*	*4.9%*	*5.0%*	*4.7%*
ATM & CD-VAN	*32.8%*	*48.6%*	*31.9%*	*13.1%*	*13.2%*	*-2.0%*	*-1.6%*	*-1.4%*
기업평가	*11.7%*	*5.8%*	*-9.2%*	*11.4%*	*-5.3%*	*8.5%*	*1.3%*	*4.0%*
자산관리	*-2.9%*	*-5.4%*	*0.3%*	*11.2%*	*7.6%*	*12.0%*	*7.8%*	*9.7%*
제조부문	*-10.5%*	*51.7%*	*-35.8%*	*20.9%*	*97.6%*	*26.8%*	*48.4%*	*40.3%*
기타(연결조정)	*12.2%*	*168.4%*	*-226.2%*	*-195.7%*	*182.7%*	*-77.7%*	*-91.5%*	*-104.8%*
% of Sales								
신용카드 VAN	44.4%	40.5%	48.2%	40.8%	39.3%	37.9%	45.6%	39.5%
기업 및 개인신용정보	21.2%	20.4%	20.6%	19.4%	19.7%	19.2%	19.7%	19.2%
ATM & CD-VAN	15.1%	15.5%	16.8%	15.3%	14.7%	13.7%	15.1%	14.3%
기업평가	2.3%	3.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.9%	1.9%	1.8%
자산관리	4.1%	3.5%	4.2%	3.8%	3.8%	3.5%	4.1%	3.9%
제조부문	14.8%	20.7%	10.1%	16.2%	25.2%	23.5%	13.7%	21.5%
기타(연결조정)	-1.9%	-3.6%	-1.9%	2.6%	-4.6%	-0.7%	-0.1%	-0.1%
영업이익	**287**	**480**	**292**	**224**	**208**	**418**	**397**	**287**
% of sales	7.7%	11.0%	7.8%	5.2%	4.8%	8.6%	9.7%	6.3%
% YoY	*-1.2%*	*23.5%*	*-17.9%*	*17.3%*	*-27.7%*	*-12.8%*	*36.0%*	*27.9%*
사업부별 영업이익								
신용카드 VAN	127	157	161	100	92	173	173	101
기업 및 개인신용정보	119	152	108	88	131	141	110	78
ATM & CD-VAN	44	74	71	60	32	55	53	47
기업평가	20	52	14	5	12	60	15	5
자산관리	5	10	9	-5	5	4	10	-3
제조부문	-51	10	-77	-158	-8	-51	-18	-15
기타(연결조정)	22	25	6	135	-57	36	55	74

자료: NICE, 이베스트투자증권 리서치센터

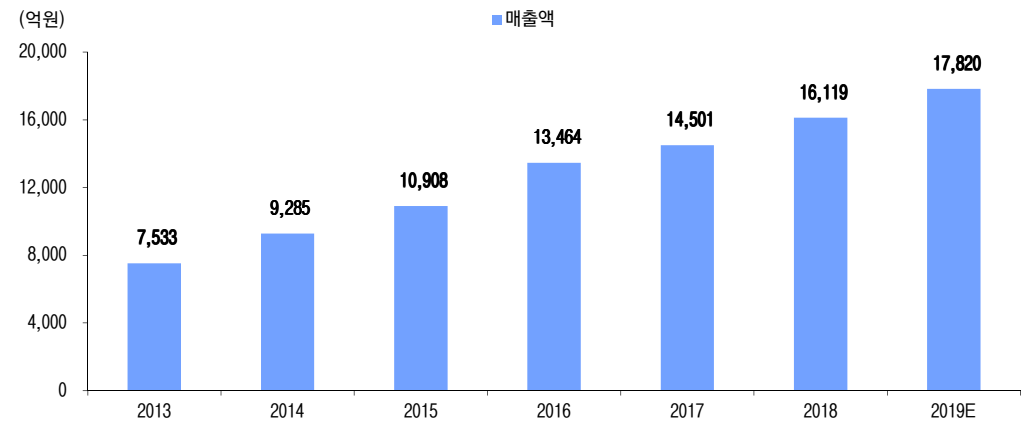
주: IFRS 연결기준

표28 NAV 추정

항목		NAV (억원)	지분율	비고
자회사가치		10,553		
	상장 종속회사	**6,266**		시가총액 * 지분율 고려
	NICE평가정보	3,433	43.0%	
	한국전자금융	877	35.8%	
	나이스정보통신	1,524	42.7%	
	나이스디앤비	432	35.0%	
	비상장 종속회사	**4,287**		장부가액 고려, 주요 계열사만 반영
	ITM반도체	922	40.6%	장부가액, 나이스인프라 7.2% 보유 제외(보수적 관점)
	NICE신용평가	304	100.0%	장부가액
	KIS정보통신	1,343	90.9%	장부가액
	LMS	305	57.0%	장부가액
	NICE인프라	1,172	100.0%	장부가액
	매그넘사모투자	387	29.0%	디오홀딩스(디오 19.8%) 지분 100% 보유
	BBS(독일법인)	-146	80.3%	장부가액
유형자산		209		별도기준 유형자산, 대부분의 유형자산은 NICE인프라 보유
무형자산		300		브랜드 로열티 25억원(계열사 매출액 0.25%)의 12배 적용
순현금		-583		별도기준
NAV		10,480		
주식수(천주)		37,882		
NAVPS		27,664		
현재주가		20,300		
NAV 괴리도		36.3%		

자료: NICE, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림36 NICE 매출액 추이



자료: NICE, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

NICE (034310)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,080.0	1,208.4	1,175.9	1,173.8	1,172.5
현금 및 현금성자산	464.9	475.2	447.6	396.0	336.9
매출채권 및 기타채권	299.1	371.6	370.7	407.1	450.1
재고자산	65.7	99.0	91.0	100.0	110.5
기타유동자산	250.4	262.5	266.6	270.7	275.0
비유동자산	662.3	964.6	997.4	1,032.7	1,078.5
관계기업투자등	55.8	83.2	92.0	101.1	111.7
유형자산	265.3	433.2	446.2	460.7	479.5
무형자산	209.1	258.7	249.7	241.0	233.0
자산총계	**1,742.4**	**2,173.0**	**2,173.3**	**2,206.5**	**2,251.0**
유동부채	739.0	917.6	873.4	850.0	831.8
매입채무 및 기타채무	74.8	108.4	101.3	111.3	123.0
단기금융부채	288.0	370.5	333.5	300.1	270.1
기타유동부채	376.2	438.7	438.7	438.7	438.7
비유동부채	125.4	215.3	208.0	201.5	195.6
장기금융부채	103.7	154.2	146.5	139.5	133.3
기타비유동부채	21.7	61.2	61.6	61.9	62.3
부채총계	**864.4**	**1,133.0**	**1,081.5**	**1,051.5**	**1,027.4**
지배주주지분	557.9	644.3	696.1	759.3	827.9
자본금	18.9	18.9	18.9	18.9	18.9
자본잉여금	217.4	220.2	220.2	220.2	220.2
이익잉여금	355.6	408.0	461.4	524.6	593.2
비지배주주지분(연결)	320.1	395.7	395.7	395.7	395.7
자본총계	**877.9**	**1,040.0**	**1,091.8**	**1,155.0**	**1,223.6**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,450.1**	**1,611.9**	**1,782.0**	**1,956.8**	**2,163.6**
매출원가	217.9	222.0	262.9	291.1	334.4
매출총이익	**1,232.2**	**1,389.9**	**1,519.1**	**1,665.7**	**1,829.2**
판매비 및 관리비	1,109.6	1,261.6	1,388.1	1,517.5	1,669.7
영업이익	**122.6**	**128.3**	**131.0**	**148.3**	**159.4**
(EBITDA)	204.6	216.9	229.0	255.9	278.4
금융손익	-5.4	-6.4	-10.2	-8.9	-7.5
이자비용	7.9	13.3	17.9	17.1	16.4
관계기업등 투자손익	2.1	28.8	28.8	28.8	28.8
기타영업외손익	5.1	-16.9	-7.8	-9.2	-10.5
세전계속사업이익	**124.4**	**133.9**	**141.9**	**159.0**	**170.2**
계속사업법인세비용	31.7	34.6	38.2	38.3	40.3
계속사업이익	92.8	99.3	103.7	120.7	129.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**92.8**	**99.3**	**103.7**	**120.7**	**129.9**
지배주주	49.2	60.1	60.2	70.8	76.9
총포괄이익	**91.9**	**98.1**	**103.7**	**120.7**	**129.9**
매출총이익률 (%)	85.0	86.2	85.2	85.1	84.5
영업이익률 (%)	8.5	8.0	7.4	7.6	7.4
EBITDA 마진률 (%)	14.1	13.5	12.9	13.1	12.9
당기순이익률 (%)	6.4	6.2	5.8	6.2	6.0
ROA (%)	3.1	3.1	2.8	3.2	3.5
ROE (%)	9.2	10.0	9.0	9.7	9.7
ROIC (%)	15.2	12.7	10.8	12.2	12.2

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**128.9**	**248.4**	**102.2**	**87.1**	**95.1**
당기순이익(손실)	92.8	99.3	103.7	120.7	129.9
비현금수익비용가감	118.6	134.4	-3.2	1.7	7.0
유형자산감가상각비	61.5	64.3	72.2	80.4	90.0
무형자산상각비	20.5	24.4	25.8	27.2	28.9
기타현금수익비용	-17.7	-30.8	-101.2	-105.9	-111.9
영업활동 자산부채변동	-37.3	61.9	1.7	-35.4	-41.8
매출채권 감소(증가)	-48.5	-58.6	0.9	-36.4	-43.0
재고자산 감소(증가)	-15.6	-16.4	8.0	-8.9	-10.6
매입채무 증가(감소)	17.1	-14.8	-7.1	9.9	11.8
기타자산, 부채변동	9.8	151.8	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-24.2**	**-264.4**	**-86.0**	**-97.7**	**-115.9**
유형자산처분(취득)	-43.6	-106.0	-85.2	-94.9	-108.9
무형자산 감소(증가)	-13.6	-18.7	-16.7	-18.4	-20.9
투자자산 감소(증가)	-16.6	-76.6	16.0	15.6	13.9
기타투자활동	49.7	-63.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**41.4**	**27.2**	**-43.9**	**-40.9**	**-38.3**
차입금의 증가(감소)	64.7	-7.7	-37.1	-33.3	-30.0
자본의 증가(감소)	-12.1	21.6	-6.8	-7.6	-8.3
배당금의 지급	12.1	12.7	6.8	7.6	8.3
기타재무활동	-11.3	13.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**144.0**	**10.3**	**-27.6**	**-51.5**	**-59.1**
기초현금	320.9	464.9	475.2	447.6	396.0
기말현금	464.9	475.2	447.6	396.0	336.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	10.6	11.3	12.3	10.4	9.6
P/B	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.8	2.7	2.8	2.5	2.4
P/CF	2.6	2.9	7.4	6.0	5.4
배당수익률 (%)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
성장성 (%)					
매출액	7.7	11.2	10.6	9.8	10.6
영업이익	-3.4	4.7	2.1	13.2	7.5
세전이익	3.4	7.6	5.9	12.1	7.0
당기순이익	2.2	7.1	4.4	16.4	7.6
EPS	-5.8	14.4	0.1	17.6	8.7
안정성 (%)					
부채비율	98.5	108.9	99.0	91.0	84.0
유동비율	146.1	131.7	134.6	138.1	141.0
순차입금/자기자본(x)	-21.8	-8.1	-9.7	-8.5	-6.5
영업이익/금융비용(x)	15.5	9.6	7.3	8.7	9.7
총차입금 (십억원)	391.8	524.7	479.9	439.6	403.4
순차입금 (십억원)	-191.5	-84.3	-105.5	-98.4	-79.7
주당지표 (원)					
EPS	1,388	1,588	1,589	1,868	2,031
BPS	14,726	17,008	18,376	20,044	21,855
CFPS	5,578	6,169	2,653	3,232	3,614
DPS	130	180	200	220	240

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KPX케미칼 (025000)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

이제부터 수익성 개선

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

이제부터 수익성 개선

동사의 2Q19 영업이익은 121억원(+41.1% yoy, OPM 6.3%)을 기록하며 지난 2Q16 이후 12분기만에 100억원 이상의 영업이익을 기록하였다. 이번 영업이익이 호조를 보인 이유는 수년간 계획되어있던 S-Oil 생산 PO 투입이 본격화 되었기 때문이다. 동사는 3Q18 이후 S-Oil 생산 PO를 조달 받고 있었으나, 기존 재고 처리물량이 있었기 때문에 원가개선이 크게 진행되지 않았다.

2Q19(5월 정도로 추정) 이후부터 동사는 S-Oil에서 만톤/월 규모의 PO를 조달 받고 있으며(그 전에는 월 5천톤 ~ 7천톤 규모), 향후에도 이러한 규모로 조달이 유지될 전망이다. 참고로 S-Oil의 PO 조달이 상대적으로 가격경쟁력이 있어 원가개선에 긍정적이다.

Capa 확대 효과도 기대해 보자

동사는 2019년 5월에 PPG Capa를 1만톤 증설(+4.3%)하여 23.5만톤 → 24.5만톤으로 확대되었다. 이에 필요한 PO(PPG의 65% = 16만톤) 조달은 S-Oil 12만톤/연, SKC 4만톤/연으로 안정화 되었다. 동사의 사업 특성상 원재료 PO의 안정적인 조달이 매우 중요하기 때문에 향후 사업의 안정성이 높아질 전망이다. 이번 PPG 1만톤 증설이 의미하는 것은 이러한 원료 확보의 안정성과도 연관성이 있다. 또한 중국 난징법인도 만톤 증설하여 9.0만톤 → 10.0만톤으로 Capa가 확대되어 4Q19부터 가동이 계획되어 있다.

체크포인트

동사는 과거에 PO를 조달 받음 있어 SKC와 수입을 병행하였다. 그러나 S-Oil에서 조달이 본격화 된 이후 대부분은 내수에서 PO조달이 진행되었다. 참고로 동사의 수출비중은 37.7% 수준(1H19 기준)인 반면, 원재료 조달은 대부분 국내이기 때문에 원/달러 환율 상승 시 긍정적이고, 이번 2Q19 실적도 이러한 변수가 반영된 것이다.

Buy(maintain)

목표주가 70,000 원
현재주가 54,700 원

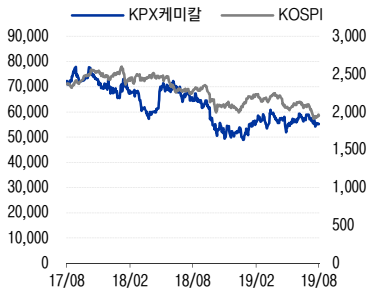
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(8/26)		1,916.31 pt
시가총액		2,647 억원
발행주식수		4,840 천주
52 주 최고가 / 최저가		67,300 / 48,950 원
90 일 일평균거래대금		1.78 억원
외국인 지분율		28.4%
배당수익률(19.12E)		3.7%
BPS(19.12E)		93,984 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.9%
	6 개월	9.4%
	12 개월	1.0%
주주구성	양규모외 10 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	767.7	38.7	44.8	32.6	6,548	181.6	54.6	8.4	2.1	0.6	7.0
2020E	797.9	44.2	50.2	38.1	7,651	16.8	60.7	7.1	1.8	0.5	7.8
2021E	826.5	47.0	53.0	40.3	8,084	5.7	64.1	6.8	1.6	0.5	7.7

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표29 연간실적 추이

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**8,267**	**7,439**	**6,474**	**7,037**	**7,667**	**7,677**	**7,979**
YoY	*5.8%*	*-10.0%*	*-13.0%*	*8.7%*	*9.0%*	*0.1%*	*3.9%*
본사	6,332	5,545	4,564	5,133	5,620	5,933	6,232
중국법인	1,917	1,806	1,681	1,744	1,890	1,615	1,619
미국법인	19	89	228	160	157	128	129
YoY							
본사	*1.0%*	*-12.4%*	*-17.7%*	*12.5%*	*9.5%*	*5.6%*	*5.0%*
중국법인	*23.7%*	*-5.8%*	*-6.9%*	*3.7%*	*8.4%*	*-14.5%*	*0.2%*
미국법인		*371.3%*	*157.2%*	*-29.7%*	*-2.0%*	*-18.6%*	*1.0%*
매출비중							
본사	76.6%	74.5%	70.5%	72.9%	73.3%	77.3%	78.1%
중국법인	23.2%	24.3%	26.0%	24.8%	24.7%	21.0%	20.3%
미국법인	0.2%	1.2%	3.5%	2.3%	2.0%	1.7%	1.6%
영업이익	**451**	**488**	**443**	**300**	**239**	**387**	**442**
% of sales	5.5%	6.6%	6.8%	4.3%	3.1%	5.0%	5.5%
% YoY	*35.0%*	*8.2%*	*-9.3%*	*-32.3%*	*-20.4%*	*62.4%*	*14.1%*

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표30 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**1,850**	**1,987**	**1,796**	**2,034**	**1,786**	**1,938**	**1,858**	**2,094**
YoY	*8.1%*	*16.1%*	*-6.6%*	*20.3%*	*-3.4%*	*-2.5%*	*3.5%*	*3.0%*
본사	1,314	1,435	1,309	1,562	1,372	1,489	1,416	1,656
중국법인	498	510	446	436	383	418	410	405
미국법인	38	43	41	36	31	31	32	33
YoY								
본사	*7.5%*	*15.4%*	*-7.4%*	*24.5%*	*4.4%*	*3.8%*	*8.2%*	*6.0%*
중국법인	*11.0%*	*16.1%*	*-4.5%*	*12.1%*	*-23.1%*	*-18.1%*	*-8.1%*	*-7.1%*
미국법인	*-15.9%*	*44.8%*	*-5.2%*	*-16.1%*	*-17.5%*	*-26.4%*	*-20.4%*	*-8.6%*
매출비중								
본사	71.0%	72.2%	72.9%	76.8%	76.8%	76.8%	76.2%	79.1%
중국법인	26.9%	25.7%	24.8%	21.4%	21.4%	21.5%	22.0%	19.3%
미국법인	2.0%	2.1%	2.3%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%
영업이익	**43**	**86**	**27**	**82**	**76**	**121**	**102**	**88**
% of sales	2.3%	4.3%	1.5%	4.1%	4.2%	6.3%	5.5%	4.2%
% YoY	*-48.8%*	*-6.6%*	*-68.7%*	*120.9%*	*75.3%*	*41.1%*	*280.4%*	*6.7%*

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

KPX케미칼(025000)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	364.1	319.3	380.7	393.9	408.4
현금 및 현금성자산	38.3	9.9	69.8	71.9	75.7
매출채권 및 기타채권	114.2	120.4	117.4	122.1	126.4
재고자산	91.1	88.5	90.0	93.5	96.9
기타유동자산	120.5	100.6	103.4	106.4	109.5
비유동자산	184.0	215.9	179.4	193.4	208.3
관계기업투자등	36.6	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	135.5	149.5	162.4	176.2	190.8
무형자산	6.2	5.9	5.7	5.5	5.3
자산총계	**548.1**	**535.3**	**560.0**	**587.3**	**616.7**
유동부채	99.6	81.7	86.7	87.2	87.7
매입채무 및 기타재무	69.4	55.2	62.3	64.8	67.1
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**	**96.5**	**96.9**	**97.3**
지배주주지분	434.6	435.0	454.9	481.8	510.7
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	408.8	435.7	464.6
비지배주주지분(연결)	8.2	8.7	8.7	8.7	8.7
자본총계	**442.8**	**443.7**	**463.5**	**490.4**	**519.3**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**703.7**	**766.7**	**767.7**	**797.9**	**826.5**
매출원가	625.4	696.7	678.9	702.1	726.4
매출총이익	**78.3**	**70.0**	**88.7**	**95.8**	**100.1**
판매비 및 관리비	48.3	46.1	50.0	51.6	53.0
영업이익	**30.0**	**23.9**	**38.7**	**44.2**	**47.0**
(EBITDA)	45.4	39.7	54.6	60.7	64.1
금융손익	-0.8	6.2	4.8	5.0	5.2
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	1.3	1.0	0.7
세전계속사업이익	**35.4**	**15.7**	**44.8**	**50.2**	**53.0**
계속사업법인세비용	8.3	3.7	12.2	12.1	12.7
계속사업이익	27.1	12.0	32.6	38.1	40.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**27.1**	**12.0**	**32.6**	**38.1**	**40.3**
지배주주	26.5	11.1	31.1	36.4	38.4
총포괄이익	**28.4**	**7.5**	**32.6**	**38.1**	**40.3**
매출총이익률 (%)	11.1	9.1	11.6	12.0	12.1
영업이익률 (%)	4.3	3.1	5.0	5.5	5.7
EBITDA 마진률 (%)	6.5	5.2	7.1	7.6	7.8
당기순이익률 (%)	3.9	1.6	4.3	4.8	4.9
ROA (%)	4.9	2.0	5.7	6.3	6.4
ROE (%)	6.2	2.5	7.0	7.8	7.7
ROIC (%)	8.0	6.2	9.0	10.3	10.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**39.3**	**21.4**	**103.0**	**46.6**	**49.6**
당기순이익(손실)	27.1	12.0	32.6	38.1	40.3
비현금수익비용가감	19.2	30.3	61.7	14.2	14.7
유형자산감가상각비	15.1	15.5	15.5	16.1	16.7
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	-5.7	0.7	45.9	-2.3	-2.3
영업활동 자산부채변동	2.3	-17.0	8.7	-5.7	-5.4
매출채권 감소(증가)	1.5	-5.9	2.9	-4.6	-4.4
재고자산 감소(증가)	-11.8	1.8	-1.4	-3.5	-3.3
매입채무 증가(감소)	16.9	-15.0	7.2	2.5	2.3
기타자산, 부채변동	-4.3	2.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-41.2**	**-39.5**	**-31.4**	**-33.1**	**-34.5**
유형자산처분(취득)	-22.3	-32.9	-28.4	-30.0	-31.3
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**	**60.0**	**2.0**	**3.8**
기초현금	62.3	38.3	9.9	69.8	71.9
기말현금	38.3	9.9	69.8	71.9	75.7

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	12.5	22.5	8.4	7.1	6.8
P/B	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.6	4.3	2.1	1.8	1.6
P/CF	7.3	6.0	2.8	5.1	4.8
배당수익률 (%)	2.9	3.8	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
매출액	8.7	9.0	0.1	3.9	3.6
영업이익	-32.3	-20.4	62.4	14.1	6.3
세전이익	-20.9	-55.6	185.1	12.1	5.4
당기순이익	-20.4	-55.7	171.5	16.8	5.7
EPS	-17.8	-58.3	181.6	16.8	5.7
안정성 (%)					
부채비율	23.8	20.7	20.8	19.8	18.7
유동비율	365.4	390.9	439.1	451.8	465.7
순차입금/자기자본(x)	-29.4	-18.6	-31.9	-31.6	-31.5
영업이익/금융비용(x)	25.4	20.7	41.0	49.3	55.2
총차입금 (십억원)	24.2	23.9	21.5	19.4	17.4
순차입금 (십억원)	-130.0	-82.5	-147.7	-154.9	-163.7
주당지표 (원)					
EPS	5,572	2,325	6,548	7,651	8,084
BPS	89,789	89,874	93,984	99,535	105,513
CFPS	9,573	8,746	19,492	10,807	11,361
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

나이스정보통신 (036800)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

실적개선 기대감

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

VAN 사업: Q 성장 ↔ P 하락

동사는 국내 1위권 VAN(Value Added Network: 각 개별 가맹점에 설치된 단말기와 자체 통신망을 이용해 신용카드 등의 결제 전반에 대한 업무를 처리) 사업자이다. 동 사업의 이슈는 1)P↓: 카드사의 수수료 인하에 따른 지속적인 ASP 하락(과거 5년 CAGR -9.5% 추정, 동사의 VAN 부문 매출액 / 처리건수로 산출) Vs. 2)Q↑: 신용카드 결제 비중 증가 & M/S 상승(2014년 15.8% → 2Q19 18.4%)에 따른 처리건수 증가(과거 5년 CAGR +15.7%)가 진행되고 있는 것이다. 이에 외형은 매년 성장하지만 수수료 인하(P↓) 및 규모의 경제 효과 · 대리점 수수료 전가(Cost 요인) 등이 고려되어 영업이익은 2017년 이후 하락하였다가 2Q19에는 성장으로 전환되었다.

VAN 사업부문의 온라인 비중 증가

동사의 VAN 사업 ASP 하락은 우려요인이지만, VAN 사업 내 온라인 부문은 빠르게 성장(Q: 2015년 0.4억건 → 2018년 2.7억건 CAGR 89.6%, 1H19 2.1억건 +78% yoy)하고 있다. 물론, 아직 VAN 사업 내 온라인 비중이 12.2% 수준으로 미미하지만 추세적인 성장이 향후에도 유지될 가능성이 매우 높다. 참고로 동사의 온라인 VAN 사업이 성장하는 이유는 PG 사업인 나이스페이먼츠의 고성장(과거 5년 Sales CAGR 47.5%, 1H19 32.8% yoy)에 기인한다.

경쟁력을 활용한 사업다각화

동사의 경쟁력은 전국에 연결되어 있는 가맹점(M/S 18.4%)을 활용하여 여러 가지 사업을 창출할 수 있다는 것이다. 신규사업인 1)Tax Refund(동사가 보유한 43만여개의 가맹점을 활용하여 POS기기를 통한 세금환급 프로그램 구현 가능), 2)NICE Order(앱을 통해 셀프 주문이 가능하게 하는 것) 등이 2H19에 시작될 것이다.

코멘트

동사는 최근 주가가 급등하였다. 이는 VAN 사업 내 온라인 부문 고성장 기대감 + 업계 3위권 PG사의 NICE 그룹 인수 이슈 등이 반영된 것으로 생각된다. 물론, 안정적인 현금흐름 + 사업의 경쟁력은 매우 높은 기업이나, 단기적인 주가 급등에 대한 부담이 다소 있다는 점을 고려해야 할 것이다.

NR

목표주가	NR
현재주가	36,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/26)		582.91 pt
시가총액		3,645 억원
발행주식수		10,000 천주
52 주 최고가 / 최저가		39,650 / 18,550 원
90 일 일평균거래대금		20.27 억원
외국인 지분율		31.8%
배당수익률(19.12E)		1.2%
BPS(19.12E)		23,176 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	30.5%
	6 개월	86.5%
	12 개월	99.2%
주주구성	NICE 외 1 인	42.7%
	NTASIAN FUND	8.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	263.9	34.2	39.2	30.5	3,174	1.8	51.3	10.0	5.2	2.6	27.8
2016	317.1	47.2	41.0	30.3	3,152	-0.7	67.0	10.5	3.4	2.2	22.0
2017	366.4	43.1	48.7	36.6	3,862	22.5	61.6	9.4	3.7	2.0	22.1
2018	415.0	35.3	38.6	30.0	3,256	-15.7	52.0	11.1	3.1	1.8	15.9
2019E	443.3	36.1	39.0	31.5	3,398	4.4	54.0	10.7	2.5	1.6	14.6

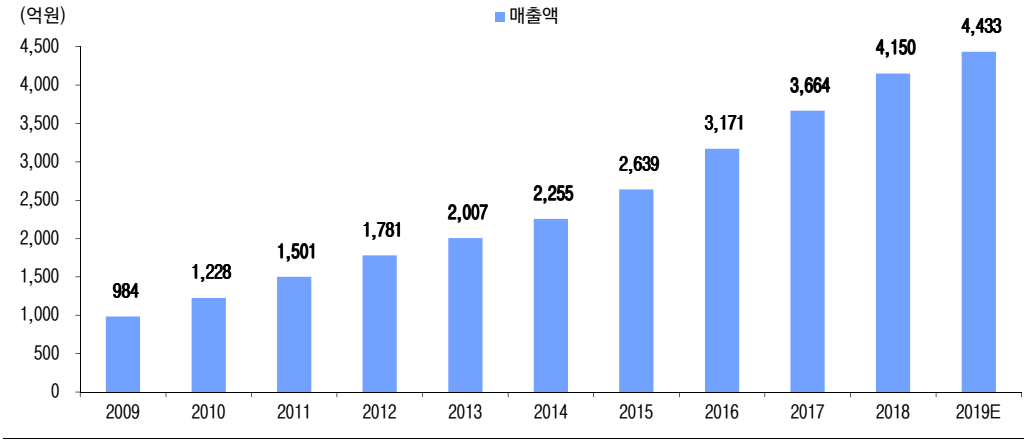
자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표31 연간실적 추이

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	**2,007**	**2,255**	**2,639**	**3,171**	**3,664**	**4,150**	**4,433**
YoY	*12.7%*	*12.4%*	*17.0%*	*20.2%*	*15.6%*	*13.3%*	*6.8%*
VAN	1,720	1,856	2,047	2,144	2,194	2,169	2,032
PG	245	346	522	838	1,229	1,706	2,180
상품 및 기타	42	53	69	189	242	275	338
YoY							
VAN	*9.9%*	*7.9%*	*10.3%*	*4.7%*	*2.3%*	*-1.1%*	*-6.3%*
PG	*51.0%*	*41.5%*	*50.9%*	*60.4%*	*46.7%*	*38.8%*	*27.8%*
상품 및 기타	*-21.7%*	*24.7%*	*31.0%*	*173.3%*	*27.8%*	*13.9%*	*22.9%*
% of Sales							
VAN	85.7%	82.3%	77.6%	67.6%	59.9%	52.3%	45.8%
PG	12.2%	15.3%	19.8%	26.4%	33.5%	41.1%	49.2%
상품 및 기타	2.1%	2.3%	2.6%	6.0%	6.6%	6.6%	7.6%
영업이익	**203**	**212**	**342**	**472**	**431**	**353**	**361**
% of sales	10.1%	9.4%	12.9%	14.9%	11.8%	8.5%	8.2%
% YoY	*38.6%*	*4.4%*	*60.9%*	*38.2%*	*-8.7%*	*-18.2%*	*2.4%*
처리건수(백만건)	**1,517**	**1,759**	**2,070**	**2,506**	**2,986**	**3,147**	**3,423**
YoY	*0%*	*16.0%*	*17.7%*	*21.1%*	*19.2%*	*5.4%*	*8.8%*
점유율	15.5%	15.8%	16.2%	17.0%	18.2%	17.8%	18.3%
전체처리건수	9,807	11,099	12,751	14,726	16,403	17,643	18,699
YoY	*0%*	*13.2%*	*14.9%*	*15.5%*	*11.4%*	*7.6%*	*6.0%*
VAN ASP 추정	113	106	99	86	73	69	59
YoY	-	*-6.9%*	*-6.3%*	*-13.5%*	*-14.1%*	*-6.2%*	*-13.9%*

자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림37 나이스정보통신 매출액 추이: 과거 10 년간 매년 성장



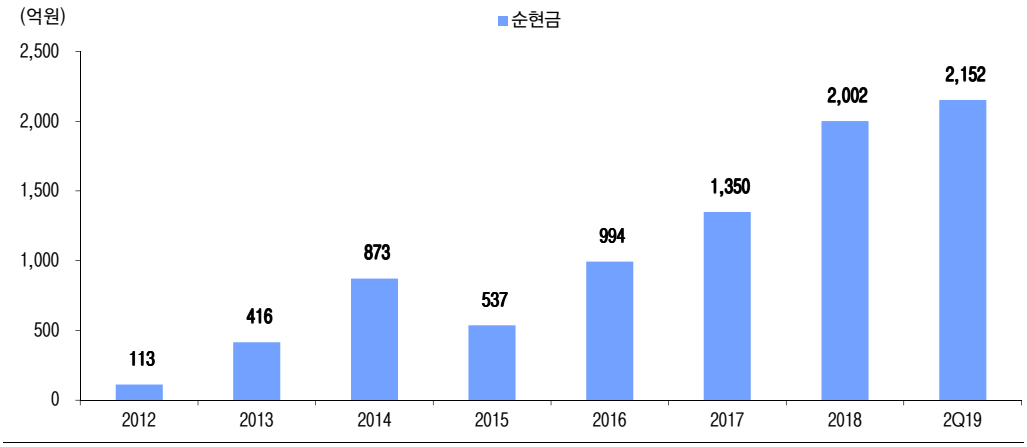
자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표32 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**955**	**1,060**	**1,050**	**1,085**	**1,047**	**1,112**	**1,116**	**1,159**
YoY	*15.6%*	*18.1%*	*10.4%*	*9.7%*	*9.7%*	*4.9%*	*6.2%*	*6.8%*
VAN	563	627	591	388	509	498	547	359
PG	382	421	442	461	527	539	551	564
상품 및 기타	10	12	17	236	11	74	18	236
YoY								
VAN	*4.3%*	*2.3%*	*-6.5%*	*-5.2%*	*-9.6%*	*-20.5%*	*-7.3%*	*-7.4%*
PG	*33.9%*	*47.9%*	*38.1%*	*36.0%*	*38.0%*	*28.1%*	*24.5%*	*22.2%*
상품 및 기타	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*-2.1%*	*9.6%*	*514.1%*	*0.1%*	*0.1%*
% of Sales								
VAN	59.0%	59.1%	56.2%	35.8%	48.6%	44.8%	49.1%	31.0%
PG	40.0%	39.7%	42.1%	42.5%	50.3%	48.5%	49.4%	48.6%
상품 및 기타	1.0%	1.1%	1.7%	21.7%	1.0%	6.6%	1.6%	20.4%
영업이익	**86**	**97**	**106**	**64**	**69**	**110**	**109**	**73**
% of sales	9.0%	9.1%	10.1%	5.9%	6.6%	9.9%	9.8%	6.3%
% YoY	*3.0%*	*-10.1%*	*-18.4%*	*-41.8%*	*-19.9%*	*14.1%*	*3.5%*	*13.1%*

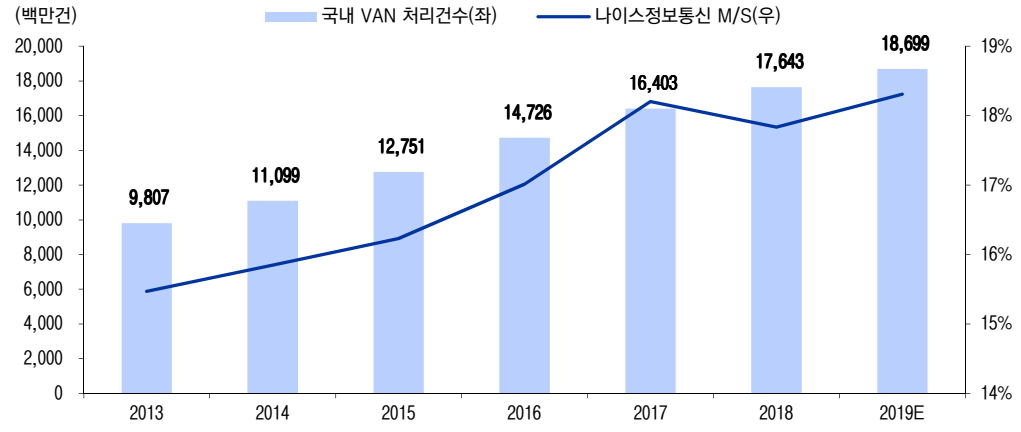
자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림38 나이스정보통신 순현금 추이



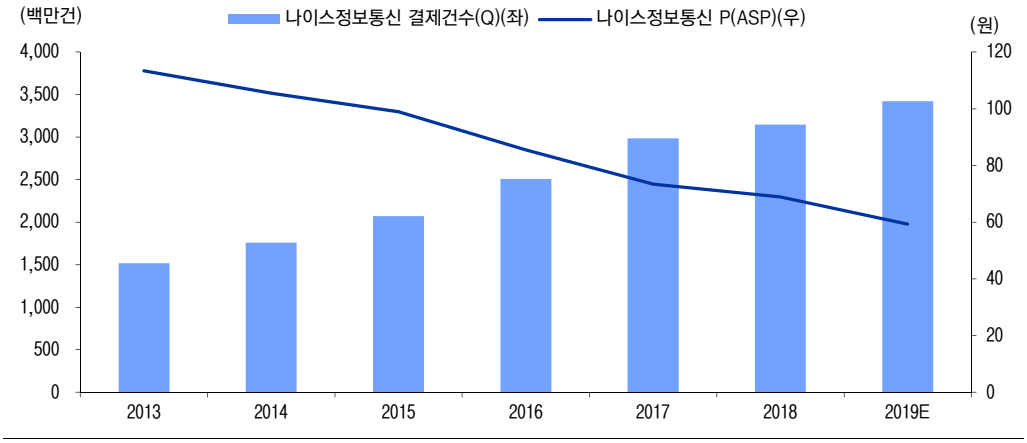
자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림39 나이스정보통신 M/S 및 국내 VAN 결제건수 추이



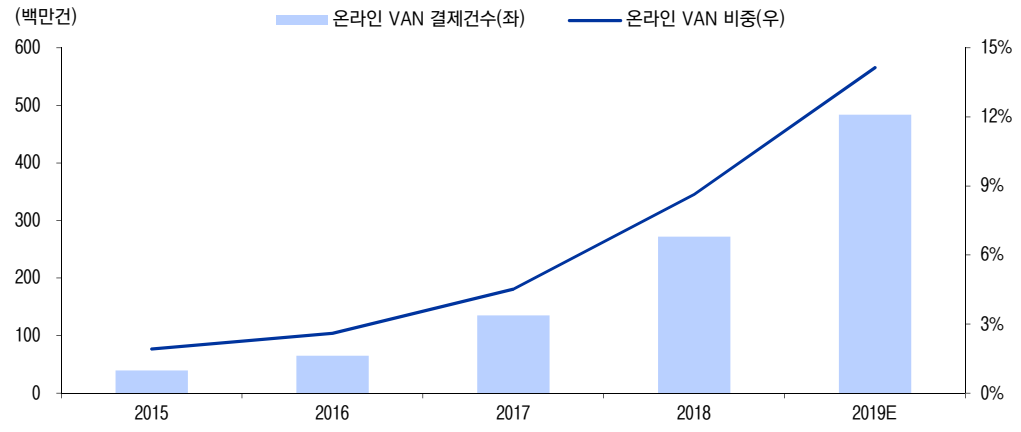
자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림40 나이스정보통신 P vs. Q 추이



자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림41 나이스정보통신 온라인 VAN 결제건수 & 비중 추이



자료: 나이스정보통신, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

나이스정보통신 (036800)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	204.4	281.8	395.9	462.4	496.6
현금 및 현금성자산	60.1	95.1	140.8	153.7	185.5
매출채권 및 기타채권	103.6	129.9	198.3	222.0	224.5
재고자산	4.3	5.0	6.0	7.0	7.0
기타유동자산	36.3	51.8	50.8	79.6	79.6
비유동자산	86.6	95.1	98.3	82.9	78.5
관계기업투자등	1.7	1.6	0.7	3.2	3.4
유형자산	26.5	25.0	16.1	13.2	10.5
무형자산	34.7	31.9	38.7	33.2	28.9
자산총계	**290.9**	**376.9**	**494.2**	**545.4**	**575.1**
유동부채	166.1	224.2	312.9	337.8	339.6
매입채무 및 기타채무	11.7	21.9	23.4	23.0	24.8
단기금융부채	25.0	22.0	22.0	0.0	0.0
기타유동부채	129.4	180.3	267.5	314.9	314.9
비유동부채	0.9	1.0	0.7	1.4	1.4
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.9	1.0	0.7	1.4	1.4
부채총계	**167.0**	**225.2**	**313.6**	**339.2**	**341.1**
지배주주지분	124.0	151.7	179.7	203.9	231.8
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
이익잉여금	113.9	141.6	174.5	201.2	229.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.9	2.3	2.3
자본총계	**124.0**	**151.7**	**180.6**	**206.1**	**234.0**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	**263.9**	**317.1**	**366.4**	**415.0**	**443.3**
매출원가	187.4	211.0	250.0	300.8	325.0
매출총이익	**76.5**	**106.1**	**116.4**	**114.2**	**118.3**
판매비 및 관리비	42.3	58.9	73.3	78.9	82.1
영업이익	**34.2**	**47.2**	**43.1**	**35.3**	**36.1**
(EBITDA)	51.3	67.0	61.6	52.0	54.0
금융손익	0.7	0.4	0.8	1.9	2.4
이자비용	0.5	0.5	0.5	0.3	0.1
관계기업등 투자손익	-0.2	-0.2	1.8	-0.1	-0.1
기타영업외손익	4.6	-6.4	3.0	1.5	0.6
세전계속사업이익	**39.2**	**41.0**	**48.7**	**38.6**	**39.0**
계속사업법인세비용	8.7	10.7	12.2	8.6	7.5
계속사업이익	30.5	30.3	36.6	30.0	31.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**30.5**	**30.3**	**36.6**	**30.0**	**31.5**
지배주주	30.5	30.3	36.7	30.6	31.9
총포괄이익	**30.5**	**30.4**	**36.6**	**30.0**	**31.5**
매출총이익률 (%)	29.0	33.5	31.8	27.5	26.7
영업이익률 (%)	12.9	14.9	11.8	8.5	8.2
EBITDA 마진률 (%)	19.4	21.1	16.8	12.5	12.2
당기순이익률 (%)	11.6	9.6	10.0	7.2	7.1
ROA (%)	11.4	9.1	8.4	5.9	5.7
ROE (%)	27.8	22.0	22.1	15.9	14.6
ROIC (%)	69.2	58.5	67.5	115.1	n/a

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	**23.7**	**67.5**	**49.6**	**88.1**	**46.9**
당기순이익(손실)	30.5	30.3	36.6	30.0	31.5
비현금수익비용가감	26.1	38.6	31.0	31.4	16.0
유형자산감가상각비	14.7	16.0	13.6	11.0	11.8
무형자산상각비	2.4	3.8	4.8	5.7	6.0
기타현금수익비용	-0.1	-0.2	-1.6	0.5	-1.8
영업활동 자산부채변동	-28.2	8.3	-6.3	33.5	-0.6
매출채권 감소(증가)	1.6	-60.8	-69.0	-24.4	-2.5
재고자산 감소(증가)	0.3	-0.8	-1.3	-1.5	0.1
매입채무 증가(감소)	-8.3	7.9	-0.8	-0.5	1.8
기타자산, 부채변동	-21.9	62.0	64.7	60.0	0.0
투자활동 현금	**-61.5**	**-27.1**	**2.6**	**-48.9**	**-11.2**
유형자산처분(취득)	-20.6	-12.5	-6.5	-8.3	-9.1
무형자산 감소(증가)	-4.0	-5.4	-5.9	-3.2	-1.8
투자자산 감소(증가)	-5.9	-7.8	9.8	-33.8	-0.3
기타투자활동	-31.0	-1.6	5.1	-3.6	0.0
재무활동 현금	**12.7**	**-5.9**	**-5.9**	**-25.9**	**-3.9**
차입금의 증가(감소)	15.0	-3.0	0.0	-22.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.3	-2.9	-3.4	-3.3	-3.9
배당금의 지급	2.3	2.9	3.4	3.3	3.9
기타재무활동	0.0	0.0	-2.5	-0.5	0.0
현금의 증가	**-25.0**	**35.0**	**45.7**	**12.9**	**31.8**
기초현금	85.2	60.1	95.1	140.8	153.7
기말현금	60.1	95.1	140.8	153.7	185.5

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019E
투자지표 (x)					
P/E	10.0	10.5	9.2	11.1	10.7
P/B	2.6	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	5.2	3.4	3.6	3.1	2.5
P/CF	5.6	4.8	5.3	5.8	7.7
배당수익률 (%)	0.9	1.1	1.0	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	17.0	20.2	15.6	13.3	6.8
영업이익	60.9	38.2	-8.7	-18.2	2.4
세전이익	2.5	4.6	19.0	-20.8	0.9
당기순이익	1.8	-0.7	20.7	-17.9	4.8
EPS	1.8	-0.7	22.5	-15.7	4.4
안정성 (%)					
부채비율	134.7	148.4	173.6	164.6	145.7
유동비율	123.0	125.7	126.5	136.9	146.2
순차입금/자기자본(x)	-43.3	-65.5	-74.7	-97.1	-99.1
영업이익/금융비용(x)	73.3	92.9	89.8	126.8	259.8
총차입금 (십억원)	25.0	22.0	22.0	0.0	0.0
순차입금 (십억원)	-53.7	-99.4	-135.0	-200.2	-232.0
주당지표 (원)					
EPS	3,174	3,152	3,862	3,256	3,398
BPS	12,396	15,175	17,971	20,385	23,176
CFPS	5,662	6,894	6,753	6,148	4,752
DPS	300	350	350	420	420

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

NHN한국사이버결제 (060250)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

영역 확장 순항

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

2Q19 Preview

NHN한국사이버결제는 전자결제 전문회사로 PG, VAN, 간편결제 사업(페이코, 삼성페이)을 영위하고 있다. 동사는 국내 1위 PG사업자로 시장 점유율은 24%로 추정된다. 사업부문별 매출 비중은 PG사업 86.0%, 온라인VAN 4.2%, 오프라인VAN 9.8% 이다.

이커머스 성장에 따른 수혜 지속

이커머스 시장의 가파른 성장과 간편결제의 등장으로 PG와 온라인 VAN사업이 동반 성장하고 있다. 2분기 PG사업부문 매출은 924억원으로 전년동기대비 4.1% 성장하였으며 온라인 VAN 매출은 44억원으로 +20.5% yoy 성장했다. 온라인 VAN 사업은 네이버의 PG 내재화에 따른 반사 수혜로 전년 대비 빠르게 성장하고 있다. 온라인 VAN 매출 규모는 크지 않으나 90% 이상의 영업이익률을 기록하는 고마진 사업으로 이익 기여도가 높다.

크로스보더 결제 시장에서도 두각

동사의 경쟁력은 해외 결제 시장으로 확장되고 있다. 글로벌 탑티어 PG사와의 독점 파트너쉽을 통해 2018년 기준 100개 이상의 글로벌 가맹점 유치에 성공했다. 올해에도 대형 글로벌 가맹점의 서비스가 런칭될 예정이어서 향후 국내를 비롯해 크로스보더 결제 시장에서도 두각을 드러낼 전망이다.

O2O 서비스 확산은 성장에 탄력

온라인 결제 시스템이 오프라인 시장을 잠식하고 있다. O2O 서비스의 확산으로 주문은 온라인에서, 서비스는 오프라인에서 받는 소비 패턴이 대중화되고 있기 때문이다. 이는 향후 오프라인 결제 사업자 대비 온라인 사업자들의 강세가 예상되는 대목이다. 동사는 QR 방식을 활용한 스마트 오더 '테이블 오더'를 비롯해 '픽업오더', '딜리버리오더' 등의 신규 서비스를 런칭했다. 이러한 O2O 결제 인프라를 바탕으로 오프라인 결제 시장을 탐내고 있다.

NR

목표주가	NR
현재주가	21,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/26)		582.91 pt
시가총액		4,916 억원
발행주식수		22,971 천주
52 주 최고가 / 최저가		22,700 / 9,230 원
90 일 일평균거래대금		105.1 억원
외국인 지분율		9.6%
배당수익률(19.12E)		0.6%
BPS(19.12E)		8,114 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	31.2%
	6 개월	79.3%
	12 개월	97.4%
주주구성	엔에이치엔페이코	39.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	154.0	8.8	10.9	8.4	507.7	282.9	18.5	43.1	21.0	5.9	14.5
2015	195.5	10.9	12.8	9.3	441.1	-13.1	22.2	49.1	17.5	5.3	11.1
2016	272.1	11.5	13.3	10.2	473.4	7.3	22.9	23.6	6.6	2.6	11.0
2017	352.0	17.9	14.6	10.2	491.4	3.8	29.2	32.7	9.4	3.5	10.8
2018	432.7	21.8	20.7	16.8	782.2	59.2	31.2	14.9	5.5	2.3	15.5

자료: NHN한국사이버결제, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표33 NHN 한국사이버결제 분기 실적 테이블

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	**100.7**	**104.8**	**109.6**	**117.5**	**108.2**	**114.1**
PG사업	84.7	88.8	93.4	100.8	92.4	98.1
VAN-On	3.5	3.7	4.2	4.7	4.4	4.8
VAN-Off	12.6	12.3	12.1	12.0	11.3	11.2
O2O	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY						
PG사업	21%	30%	27%	29%	9%	10%
VAN-On	18%	34%	29%	56%	28%	31%
VAN-Off	12%	-1%	-13%	-5%	-10%	-10%
O2O	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출총이익	12.0	12.5	13.6	14.4	14.8	16.7
GPM	*11.9%*	*11.9%*	*12.4%*	*12.3%*	*13.7%*	*14.6%*
영업이익	**4.4**	**5.0**	**6.2**	**6.2**	**5.3**	**9.2**
OPM	*4.3%*	*4.8%*	*5.6%*	*5.3%*	*4.9%*	*8.1%*
세전이익	5.6	4.3	5.7	5.2	5.9	10.2
당기순이익	**4.3**	**2.9**	**5.2**	**4.4**	**4.4**	**7.5**
NPM	*4.2%*	*2.8%*	*4.8%*	*3.8%*	*4.1%*	*6.6%*

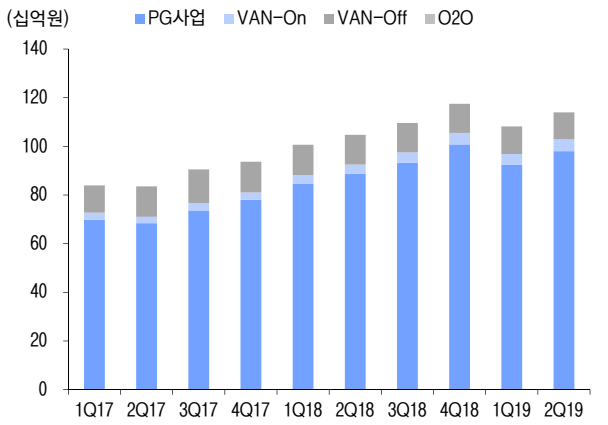
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 NHN 한국사이버결제 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	**195.5**	**272.1**	**352.0**	**432.7**	**470.2**
PG사업	153.4	225.2	289.8	367.6	404.8
VAN-On	7.8	9.1	11.9	16.0	21.0
VAN-Off	34.3	37.8	50.3	49.0	44.1
O2O	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
매출총이익	31.1	33.2	46.9	52.6	68.2
GPM	*15.9%*	*12.2%*	*13.3%*	*12.1%*	*14.5%*
영업이익	**10.9**	**11.5**	**17.9**	**21.8**	**30.2**
PG사업	4.0	3.2	9.5	8.6	12.1
VAN-On	5.5	7.9	10.6	14.8	19.8
VAN-Off	1.4	0.5	2.2	1.6	-0.2
O2O	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.5
OPM	*6%*	*4%*	*5%*	*5%*	*6%*
PG사업	*3%*	*1%*	*3%*	*2%*	*3%*
VAN-On	*71%*	*86%*	*89%*	*92%*	*94%*
VAN-Off	*4%*	*1%*	*4%*	*3%*	*-1%*
O2O	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*-500%*
세전이익	12.8	13.3	14.6	20.7	32.2
당기순이익	**9.3**	**10.2**	**10.2**	**16.8**	**24.5**
NPM	*4.8%*	*3.7%*	*2.9%*	*3.9%*	*5.2%*

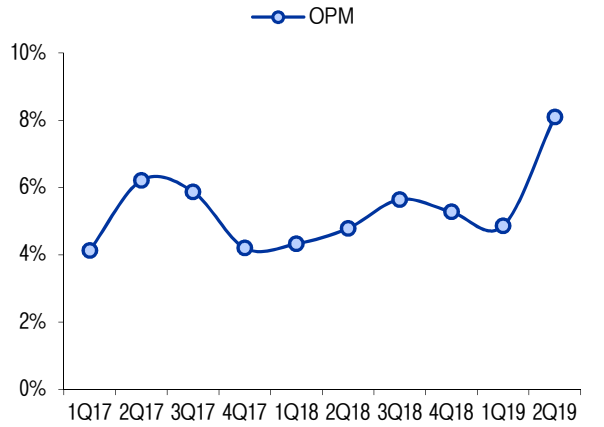
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 NHN 한국사이버결제 매출 차트



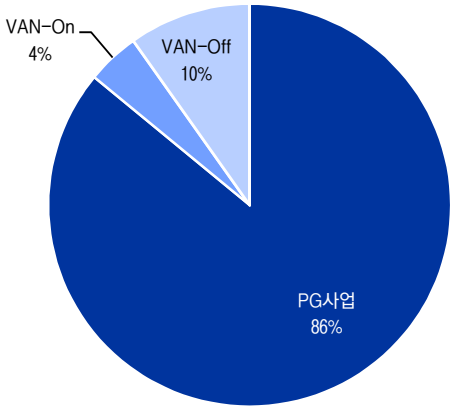
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 NHN 한국사이버결제 OPM 차트



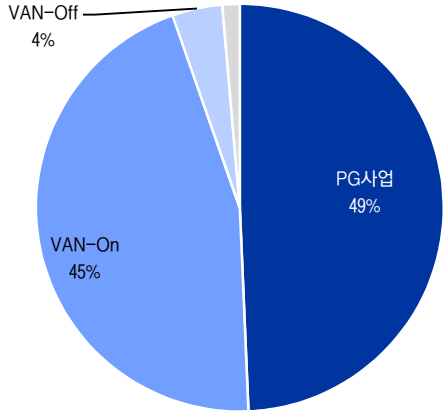
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 NHN 한국사이버결제 매출 구성



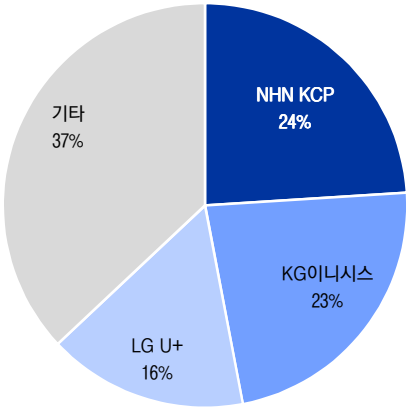
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 NHN 한국사이버결제 영업이익 구성



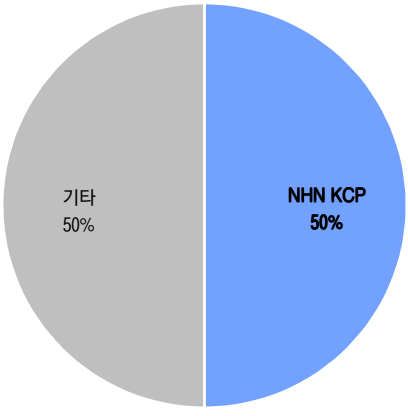
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 PG 시장 점유율



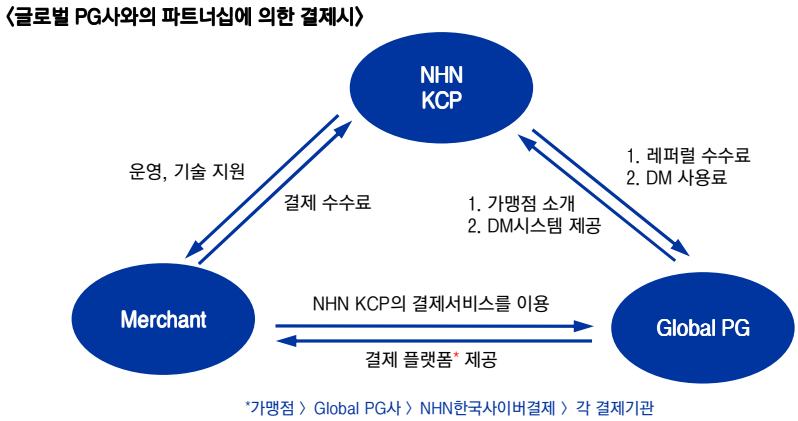
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 온라인 VAN 시장 점유율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 크로스보더 결제 BM



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 PAYCO 테이블오더

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

NHN한국사이버결제 (060250)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	104.4	117.3	131.9	142.5	201.5
현금 및 현금성자산	72.5	63.8	65.1	69.0	88.8
매출채권 및 기타채권	21.0	24.8	36.8	32.6	22.4
재고자산	5.5	14.6	19.5	23.5	24.7
기타유동자산	1.7	3.1	3.1	2.4	5.8
비유동자산	45.3	44.4	53.7	78.9	78.2
관계기업투자등	15.6	15.3	14.4	13.9	13.4
유형자산	24.0	24.1	27.5	52.7	54.0
무형자산	5.7	5.0	11.8	12.2	10.7
자산총계	**149.8**	**161.6**	**185.6**	**221.3**	**279.7**
유동부채	64.8	67.6	88.1	97.8	145.9
매입채무 및 기타재무	61.5	64.2	83.4	92.1	141.6
단기금융부채	0.1	0.0	1.5	0.0	0.0
기타유동부채	3.2	3.5	3.1	5.7	4.3
비유동부채	1.2	1.8	2.4	18.9	17.9
장기금융부채	0.1	0.0	0.0	15.0	15.1
기타비유동부채	1.1	1.8	2.4	3.9	2.8
부채총계	**66.0**	**69.4**	**90.5**	**116.7**	**163.8**
지배주주지분	82.1	90.9	94.8	104.5	115.9
자본금	8.5	9.0	9.2	9.8	11.0
자본잉여금	43.1	43.1	44.4	43.4	46.0
이익잉여금	31.8	40.5	48.2	58.3	73.9
비지배주주지분(연결)	1.6	1.3	0.2	0.2	0.0
자본총계	**83.7**	**92.2**	**95.1**	**104.6**	**115.9**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**154.0**	**195.5**	**272.1**	**352.0**	**432.7**
매출원가	127.9	164.4	238.9	305.1	380.1
매출총이익	26.1	31.1	33.2	46.9	52.6
판매비 및 관리비	17.2	20.2	21.7	29.0	30.8
영업이익	8.8	10.9	11.5	17.9	21.8
(EBITDA)	18.5	22.2	22.9	29.2	31.2
금융손익	1.0	2.0	1.1	0.6	0.6
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	-0.8	-0.4
기타영업외손익	1.0	-0.1	0.7	-3.3	-1.6
세전계속사업이익	10.9	12.8	13.3	14.6	20.7
계속사업법인세비용	2.4	3.5	3.1	4.3	3.9
계속사업이익	8.4	9.3	10.2	10.2	16.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.4	9.3	10.2	10.2	16.8
지배주주	8.6	9.6	10.2	10.7	17.0
총포괄이익	9.5	8.4	10.2	10.2	16.7
매출총이익률 (%)	16.9	15.9	12.2	13.3	12.1
영업이익률 (%)	5.7	5.6	4.2	5.1	5.0
EBITDA 마진률 (%)	12.0	11.4	8.4	8.3	7.2
당기순이익률 (%)	5.6	4.9	3.7	3.1	3.9
ROA (%)	7.4	6.2	5.9	5.3	6.8
ROE (%)	14.5	11.1	11.0	10.8	15.5
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	120.7

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**29.1**	**-2.8**	**22.9**	**18.4**	**28.0**
당기순이익(손실)	8.4	9.3	10.2	10.2	16.8
비현금수익비용가감	12.8	13.3	15.9	24.4	21.2
유형자산감가상각비	9.5	11.0	10.9	10.1	8.1
무형자산상각비	0.2	0.3	0.5	1.1	1.4
기타현금수익비용	0.1	-1.5	0.3	2.4	-0.8
영업활동 자산부채변동	9.8	-24.4	-0.2	-13.3	-3.3
매출채권 감소(증가)	1.2	-9.3	-0.2	-1.4	-3.4
재고자산 감소(증가)	-11.5	-9.4	-11.1	-2.4	-2.5
매입채무 증가(감소)	20.8	2.6	2.5	-1.4	-0.4
기타자산, 부채변동	-0.7	-8.3	8.6	-8.1	2.9
투자활동 현금	**-17.5**	**-5.8**	**-15.4**	**-27.9**	**-2.8**
유형자산처분(취득)	-1.1	-3.0	-3.0	-32.4	-5.3
무형자산 감소(증가)	-0.5	-0.2	-1.6	-2.9	-0.9
투자자산 감소(증가)	-8.5	-0.1	-5.5	7.8	5.1
기타투자활동	-7.3	-2.6	-5.2	-0.4	-1.7
재무활동 현금	**34.3**	**-0.1**	**-6.2**	**13.4**	**-5.4**
차입금의 증가(감소)	-1.3	-0.2	0.0	13.5	0.1
자본의 증가(감소)	37.6	0.0	-2.1	0.0	0.0
배당금의 지급	0.6	0.0	2.1	0.0	0.0
기타재무활동	-2.0	0.0	-4.1	-0.1	-5.5
현금의 증가	**46.0**	**-8.8**	**1.3**	**3.9**	**19.8**
기초현금	26.6	72.5	63.8	65.1	69.0
기말현금	72.5	63.8	65.1	69.0	88.8

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	43.1	49.1	23.6	32.7	14.9
P/B	5.9	5.3	2.6	3.5	2.3
EV/EBITDA	21.0	17.5	6.6	9.4	5.5
P/CF	26.6	23.2	11.6	16.8	10.2
배당수익률 (%)	0.0	0.6	0.0	0.0	1.3
성장성 (%)					
매출액	148.0	27.0	39.2	29.3	22.9
영업이익	475.6	23.5	5.4	55.6	21.4
세전이익	435.8	17.6	4.0	9.5	42.5
당기순이익	323.9	11.6	6.2	5.6	58.6
EPS	282.9	-13.1	7.3	3.8	59.2
안정성 (%)					
부채비율	78.9	75.3	95.2	111.6	141.3
유동비율	161.2	173.4	149.7	145.7	138.1
순차입금/자기자본(x)	-111.5	-96.1	-105.5	-82.8	-82.9
영업이익/금융비용(x)	-9.1	-5.6	-10.7	-33.0	-112.0
총차입금 (십억원)	66.0	69.4	90.5	116.7	163.8
순차입금 (십억원)	-93.4	-88.6	-100.3	-86.6	-96.0
주당지표 (원)					
EPS	508	441	473	491	782
BPS	3,719	4,116	4,225	4,645	5,045
CFPS	1,224	1,022	1,181	1,541	1,678
DPS	120	120	120	120	150

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KG이니시스 (035600)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

다시 기지개를 켜고

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

전자결제 시장의 강자

KG이니시스는 국내 주요 전자결제 사업자로 PG사업, 온라인VAN사업, 교육사업, 요식업 등을 영위하고 있다. 사업부문별 매출 비중은 전자결제 71%, 요식업 22%, 교육사업 7%이다. 1H19 실적은 매출액 4,564억원(-3.4% yoy), 영업이익 404억원(+6.2% yoy)를 기록해 전년동기대비 매출은 하락했으며 수익성은 개선됐다.

부정적 이슈는 일단락

주요 고객사 이탈, 동부제철 투자와 이슈는 일단락될 것으로 보인다. 1H19 전년동기대비 매출 하락은 대부분 NAVER와 GS홈쇼핑 이탈 영향이다. 이에 따른 부정적 효과는 월 거래액 기준 약 3~4천억원으로 추정되는데 이를 제외하고 본다면 PG 사업부문 매출은 전년동기대비 약 20% 성장한 것으로 파악된다. 이는 중소형 가맹점을 위주로 성장이 지속되었기 때문이다. 고객사 이탈이 2H18 진행됐다는 점을 감안한다면 2H19부터는 yoy 매출 성장을 재개할 것으로 보인다. 동부제철 인수와 관련된 노이즈도 해소 국면에 접어들었다는 판단이다. 동사는 280억원을 투자하기로 공시되었으며 대부분의 인수 대금은 KG그룹 계열사와 FI가 부담할 것으로 보인다.

악재 해소 및 외형 성장 재개

KG이니시스 주가는 12개월 선행 P/E 6.6배에 거래되고 있는데 NHN한국사이버결제(18.6배), 나이스정보통신(10.2배) 대비 저평가되어 있다. 대형 거래선 이탈과 동부제철 인수라는 두 가지 악재가 겹치며 경쟁사 대비 디스카운트 받고 있다는 판단이다. 이러한 악재들이 해소 국면에 접어든 상황에서 하반기 외형 성장이 재개되는 만큼 바텀피싱을 고민해 볼만한 시점으로 판단한다. O2O 결제시스템 구축 등 경쟁사와의 사업적 방향성도 일치하는 만큼 본업 성장 시그널만 확인된다면 향후 밸류에이션 격차는 점진적으로 축소될 수 있다.

NR

목표주가	NR
현재주가	13,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/26)		582.91 pt
시가총액		3,823 억원
발행주식수		27,904 천주
52 주 최고가 / 최저가		20,000 / 11,750 원
90 일 일평균거래대금		35.77 억원
외국인 지분율		10.8%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	21.4%
	6 개월	8.7%
	12 개월	2.7%
주주구성	KG 케미칼 (외 7 인)	41.0%
	자사주 (외 1 인)	4.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	547.8	39.8	35.8	25.7	726.8	-30.0	43.9	24.6	10.2	2.7	10.9
2015	696.9	20.0	14.7	3.4	-35.4	적전	26.4	N/A	19.3	2.8	-0.5
2016	478.1	48.9	42.5	13.6	307.7	흑전	56.7	39.3	6.5	1.8	4.9
2017	758.5	54.7	46.0	3.0	-14.4	적전	73.0	N/A	6.8	2.7	-0.2
2018	924.6	60.4	51.2	39.9	1,276.3	흑전	80.9	12.1	5.5	2.0	17.6

자료: KG이니시스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표35 KG 이니시스 분기 실적 테이블

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	**214.9**	**243.3**	**296.3**	**4.1**	**233.8**	**238.8**	**232.2**	**219.8**	**228.1**	**228.3**
전자결제	144.9	150.2	162.6	167.4	175.1	216.8	125.6	174.0	167.7	166.8
운송	69.9	70.5	80.2	-220.6	0.0	-40.4	40.4	0.0	0.0	0.0
교육사업	0.0	10.4	10.8	16.1	16.3	16.3	17.3	15.7	15.8	15.4
요식업	0.0	12.2	42.7	41.2	42.3	46.2	48.9	47.0	49.5	50.9
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-16.9	-4.9	-4.7
% of Sales										
전자결제	67.4%	61.7%	54.9%	N/A	74.9%	90.8%	54.1%	79.2%	73.5%	73.0%
운송	32.6%	29.0%	27.1%	N/A	0.0%	-16.9%	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%
교육사업	0.0%	4.3%	3.7%	N/A	7.0%	6.8%	7.4%	7.1%	6.9%	6.7%
요식업	0.0%	5.0%	14.4%	N/A	18.1%	19.3%	21.1%	21.4%	21.7%	22.3%
기타	0.0%	0.0%	0.0%	N/A	0.0%	0.0%	0.0%	-7.7%	-2.1%	-2.1%
매출총이익	**30.4**	**42.1**	**68.3**	**92.7**	**80.2**	**82.9**	**85.7**	**82.5**	**86.5**	**87.1**
GPM	*14.2%*	*17.3%*	*23.1%*	*N/A*	*34.3%*	*34.7%*	*36.9%*	*37.5%*	*37.9%*	*38.1%*
영업이익	**8.4**	**3.2**	**8.5**	**34.6**	**18.7**	**19.4**	**20.3**	**2.1**	**21.0**	**19.4**
OPM	*3.9%*	*1.3%*	*2.9%*	*N/A*	*8.0%*	*8.1%*	*8.7%*	*1.0%*	*9.2%*	*8.5%*
세전이익	14.8	5.9	7.9	17.4	19.2	20.4	16.5	-5.0	21.2	24.8
당기순이익	**11.7**	**1.8**	**1.5**	**-12.0**	**14.7**	**16.5**	**15.1**	**-6.5**	**16.5**	**18.1**
NPM	*5.4%*	*0.8%*	*0.5%*	*N/A*	*6.3%*	*6.9%*	*6.5%*	*-2.9%*	*7.2%*	*7.9%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표36 KG 이니시스 연간 실적 테이블

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018
매출액	**696.9**	**478.1**	**758.5**	**924.6**
전자결제	467.8	478.1	625.1	691.6
운송	229.1	0.0	0.0	0.0
교육사업	0.0	0.0	37.3	65.7
요식업	0.0	0.0	96.1	184.3
기타	0.0	0.0	0.0	-16.9
매출총이익	**109.3**	**131.0**	**233.6**	**331.3**
GPM	*15.7%*	*27.4%*	*30.8%*	*35.8%*
영업이익	**20.0**	**48.9**	**54.7**	**60.4**
OPM	*2.9%*	*10.2%*	*7.2%*	*6.5%*
세전이익	14.7	42.5	46.0	51.2
당기순이익	**3.4**	**13.6**	**3.0**	**39.9**
NPM	*0.5%*	*2.8%*	*0.4%*	*4.3%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KG이니시스 (035600)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	426.6	446.0	506.0	560.4	540.1
현금 및 현금성자산	43.7	18.8	74.9	153.4	166.4
매출채권 및 기타채권	93.8	66.1	100.4	64.4	22.5
재고자산	66.9	63.0	60.6	56.9	46.5
기타유동자산	1.2	1.1	0.6	2.7	3.2
비유동자산	135.7	165.2	230.0	365.9	392.3
관계기업투자등	75.0	90.8	127.2	195.2	222.0
유형자산	38.2	44.2	46.3	83.8	86.9
무형자산	22.5	30.3	56.4	86.9	83.3
자산총계	**562.3**	**611.2**	**736.0**	**926.2**	**932.3**
유동부채	309.0	313.3	374.8	589.9	513.3
매입채무 및 기타채무	79.2	112.3	76.5	45.9	46.0
단기금융부채	107.1	92.7	123.4	202.5	143.5
기타유동부채	122.8	108.2	174.9	341.5	323.8
비유동부채	18.4	72.9	103.7	26.7	80.7
장기금융부채	15.6	67.8	100.1	10.5	62.5
기타비유동부채	2.9	5.0	3.6	16.1	18.1
부채총계	**327.5**	**386.1**	**478.5**	**616.5**	**594.0**
지배주주지분	169.4	156.3	176.9	186.9	213.3
자본금	12.9	13.3	13.3	13.9	14.0
자본잉여금	48.9	56.0	56.5	69.2	69.6
이익잉여금	121.2	115.9	119.1	112.5	139.4
비지배주주지분(연결)	65.4	68.7	80.5	122.8	125.1
자본총계	**234.8**	**225.0**	**257.4**	**309.7**	**338.3**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**547.8**	**696.9**	**478.1**	**758.5**	**924.6**
매출원가	434.2	587.6	347.1	524.9	593.3
매출총이익	**113.6**	**109.3**	**130.9**	**233.6**	**331.3**
판매비 및 관리비	73.8	89.3	82.1	178.9	270.9
영업이익	**39.8**	**20.0**	**48.9**	**54.7**	**60.4**
(EBITDA)	43.9	26.4	56.7	73.0	80.9
금융손익	4.3	2.4	1.5	2.2	3.4
이자비용	3.4	2.7	2.6	3.0	2.7
관계기업등 투자손익	0.9	6.4	-3.4	1.1	-1.0
기타영업외손익	-12.4	-16.8	-7.1	-15.0	-14.4
세전계속사업이익	**35.8**	**14.7**	**42.5**	**46.0**	**51.2**
계속사업법인세비용	10.1	11.3	8.6	6.4	11.3
계속사업이익	25.7	3.4	33.9	39.6	39.9
중단사업이익	0.0	0.0	-20.3	-36.6	0.0
당기순이익	**25.7**	**3.4**	**13.6**	**3.0**	**39.9**
지배주주	17.7	-0.9	8.1	-0.4	35.2
총포괄이익	**26.1**	**3.5**	**10.1**	**6.8**	**38.8**
매출총이익률 (%)	20.7	15.7	27.4	30.8	35.8
영업이익률 (%)	7.3	2.9	10.2	7.2	6.5
EBITDA 마진률 (%)	8.0	3.8	11.9	9.6	8.7
당기순이익률 (%)	3.2	-0.1	1.7	0.0	3.8
ROA (%)	3.3	-0.1	1.2	0.0	3.8
ROE (%)	10.9	-0.5	4.9	-0.2	17.6
ROIC (%)	22.9	2.3	17.7	22.4	19.5

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**-51.6**	**-104.6**	**118.2**	**174.8**	**40.9**
당기순이익(손실)	25.7	3.4	13.6	3.0	39.9
비현금수익비용가감	36.4	48.4	47.1	61.1	74.9
유형자산감가상각비	3.0	4.9	5.3	18.3	20.5
무형자산상각비	1.1	1.4	2.5	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.4	-6.4	4.2	10.0	2.1
영업활동 자산부채변동	-105.9	-141.9	64.9	120.6	-53.6
매출채권 감소(증가)	-32.6	2.9	1.4	26.4	2.6
재고자산 감소(증가)	-0.5	0.1	1.0	-0.5	-1.3
매입채무 증가(감소)	-2.6	-21.7	7.1	-4.2	1.1
기타자산, 부채변동	-70.2	-123.1	55.4	98.9	-56.0
투자활동 현금	**-73.1**	**26.8**	**-70.1**	**-69.2**	**-13.3**
유형자산처분(취득)	-4.8	-4.1	-6.5	-3.9	-8.7
무형자산 감소(증가)	-4.2	-3.5	-5.5	-2.5	-4.4
투자자산 감소(증가)	-62.1	36.9	-46.3	-5.9	5.0
기타투자활동	-1.9	-2.5	-11.8	-56.9	-5.1
재무활동 현금	**28.7**	**52.9**	**8.0**	**-27.0**	**-14.5**
차입금의 증가(감소)	37.8	67.1	-103.0	-61.0	-7.2
자본의 증가(감소)	-2.5	0.4	11.3	6.6	-9.6
배당금의 지급	6.0	6.4	6.5	8.6	9.8
기타재무활동	-6.6	-14.6	99.8	27.4	2.2
현금의 증가	**-96.0**	**-24.9**	**56.1**	**78.5**	**13.0**
기초현금	139.7	43.7	18.8	74.9	153.4
기말현금	43.7	18.8	74.9	153.4	166.4

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
PER(배)	24.6	N/A	39.3	N/A	12.1
PBR(배)	2.7	2.8	1.8	2.7	2.0
PSR(배)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.5
배당수익률(%)	1.1	1.2	2.1	1.3	1.9
EV/EBITDA(배)	10.2	19.3	6.5	6.8	5.5
성장성 (%)					
매출액	182.0	27.2	-31.4	58.6	21.9
영업이익	381.0	-49.7	144.2	11.9	10.5
세전이익	79.3	-59.0	189.0	8.3	11.3
당기순이익	42.1	적전	흑전	적전	흑전
EPS	-30.0	적전	흑전	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	139.5	171.6	185.9	199.1	175.6
유동비율	138.0	142.3	135.0	95.0	105.2
순차입금/자기자본(x)	-6.3	33.6	18.7	-1.5	5.1
영업이익/금융비용(x)	-43.5	68.0	46.5	71.8	-88.8
총차입금 (십억원)	327.5	386.1	478.5	616.5	594.0
순차입금 (십억원)	-14.8	75.6	48.2	-4.7	17.2
주당지표 (원)					
EPS	727	-35	308	-14	1,276
BPS	6,577	5,880	6,656	6,993	7,642
CFPS	2,437	1,954	2,283	2,411	4,114
DPS	200	200	250	250	300

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에스원 (012750)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

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

꾸준한 성장

2Q19: 기대 이상의 실적

에스원 2Q19 실적은 매출액 5,454억원(+10.3% yoy), 영업이익 591억원(+32.8% yoy, OPM 9.4%)으로 시장 기대치를 상회했다.
시스템보안 – 4,387억원(+6.2% yoy), 유지계약건수 779,012건, 가입자 순증 지속(+11,173건 QoQ)
상품판매 – 729억원(+4.3% yoy), 수주잔고 확대(2천억원)
통합보안 – 953억원(+30.7% yoy) 통상 3분기에 진행되던 단가 협상이 예상보다 빠르게 타결되며 2분기 실적에 반영, 이베스트 추정치 791억원을 20% 이상 상회
건물관리 – 1,468억원(+16.6% yoy) 단가 인상 효과, 신규 사이트 순증, 수선성 공사 매출 약 6~70억원이 반영

무인화 시대의 첨병

시스템보안 부문 유지계약건수는 779,012건으로 매분기 만건 이상 순증하고 있다. 소규모 상업 시설, 가정용 등 롱테일 부문에서 고르게 선전하고 있다는 판단이다. 향후 무인화 사업 확대로 시스템 보안 계약 건수 상승이 기대된다.

무인 편의점 사업은 50여개의 파일럿 매장을 운영하며 인지도를 높여가고 있다. 대학교, 호텔 등 트래픽 집중도가 낮은 매장 위주로 운영되고 있으며 연내 100개 이상의 점포에 서비스가 적용될 계획이다. 결제 시스템은 CU에서, 동사는 지능형영상감시시스템, 패닉버튼, 센서 등 시큐리티를 전담하고 있다. 현재 인지도 상승 목적의 운영이 전개되고 있는데 향후 적용 업종 확대(주차장 등) 및 부가 서비스 도입에 따른 점진적 ARPU 상승이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

에스원 올해 실적은 매출액 2조 1,292억원(+5.5% yoy), 영업이익은 2,099억원(+5.4% yoy, OPM 9.9%)으로 예상한다. 하반기에도 시스템보안 부문의 가입자 순증 지속되며 안정적인 성장 기반으로 작용할 전망이며 2천억원에 달하는 통합보안 부문 수주 잔고를 기반으로 완만한 성장을 지속할 전망이다.

Buy(maintain)

목표주가 120,000 원
현재주가 101,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(8/26)		1,916.31 pt
시가총액		38,379 억원
발행주식수		37,999 천주
52 주 최고가 / 최저가		108,000 / 84,300
90 일 일평균거래대금		49.28 억원
외국인 지분율		55.1%
배당수익률(19.12E)		2.5%
BPS(19.12E)		35,151 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	9.3%
	6 개월	13.0%
	12 개월	33.6%
주주구성	Secom Co Ltd	25.7%
	삼성 SDI	20.6%
	자사주	11.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,942.3	202.6	191.4	143.3	4,239	2.0	350	25.2	10.5	3.4	12.4
2018	2,018.3	199.1	198.6	103.0	3,046	-28.2	343	33.0	10.0	3.0	8.3
2019E	2,129.2	209.9	208.2	161.4	4,773	56.7	357	21.2	9.3	2.9	12.4
2020E	2,244.1	230.7	228.2	173.0	5,116	7.2	374	19.7	8.7	2.7	12.5
2021E	2,374.3	256.2	255.5	193.7	5,728	12.0	400	17.6	7.9	2.5	13.2

자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표37 에스원 2Q19 Review

(단위: 십억원)	2Q19	2Q18	YoY	1Q19	QoQ	컨센서스	대비
매출액	**545.4**	494.3	10%	469.6	16%	531.4	2.6%
영업이익	**59.1**	44.5	33%	58.2	2%	52.9	11.8%
순이익(지배)	**44.8**	30.9	45%	40.1	12%	39.3	14.0%
OP Margin	**10.8%**	9.0%	1.8%	12.4%	-1.5%	9.9%	0.9%
NP Margin	**8.2%**	6.3%	2.0%	8.5%	-0.3%	7.4%	0.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 에스원 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	2019F			2020F		
항목	**변경전**	**변경후**	**차이(%)**	**변경전**	**변경후**	**차이(%)**
매출액	2,109	**2,129**	0.9%	2,217	**2,244**	1.2%
영업이익	209.2	**209.9**	0.3%	225.4	**230.7**	2.3%
지배순이익	160.0	**161.4**	0.9%	169.2	**172.9**	2.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표39 에스원 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**480.3**	**494.3**	**516.9**	**526.8**	**490.4**	**545.4**	**536.9**	**556.4**
YoY	*2.3%*	*0.9%*	*6.4%*	*6.0%*	*2.1%*	*10.3%*	*3.9%*	*5.6%*
QoQ	*-3.4%*	*2.9%*	*4.6%*	*1.9%*	*-6.9%*	*11.2%*	*-1.6%*	*3.6%*
1. 보안시스템	402.9	397.4	434.8	431.1	404.6	438.7	446.5	458.3
1-1) 시스템	250.0	253.5	253.2	256.9	260.6	269.3	267.7	271.2
1-2) 상품판매	70.2	69.9	90.6	83.8	58.5	72.9	81.5	89.7
1-3) 통합보안	79.9	72.9	88.8	88.8	84.1	95.3	95.5	95.8
1-4) 기타	2.8	1.1	2.2	1.6	1.4	1.2	1.9	1.6
2. 건물관리	111.3	125.9	120.3	133.9	124.5	146.8	131.7	141.4
3. 콜센터 및 텔레마케팅	2.8	2.6	3.3	2.8	3.4	3.0	3.6	3.0
내부거래	-36.7	-31.6	-41.5	-41.0	-42.1	-43.1	-44.9	-46.3
매출총이익	**139.7**	**139.5**	**132.3**	**139.8**	**135.5**	**131.3**	**143.5**	**141.2**
GPM	*28.1%*	*29.1%*	*26.8%*	*27.0%*	*25.7%*	*26.8%*	*26.3%*	*26.3%*
영업이익	**57.5**	**44.5**	**52.5**	**44.6**	**46.0**	**59.1**	**52.2**	**52.6**
OPM	*7.7%*	*12.0%*	*9.0%*	*10.2%*	*8.5%*	*9.4%*	*10.8%*	*9.7%*
YoY	*-1.1%*	*-11.3%*	*-6.6%*	*17.1%*	*-20.0%*	*32.8%*	*-0.5%*	*17.9%*
QoQ	*51.0%*	*-22.7%*	*17.9%*	*-14.9%*	*3.1%*	*28.4%*	*-11.7%*	*0.9%*
세전이익	**60.2**	**42.5**	**53.3**	**42.5**	**47.7**	**56.9**	**51.7**	**51.9**
법인세	16.2	11.6	12.6	55.2	10.9	12.1	11.9	11.9
당기순이익	**44.1**	**30.9**	**40.7**	**-12.7**	**36.8**	**44.8**	**39.8**	**39.9**
지배순이익	44.1	30.9	40.7	-12.7	36.8	44.8	39.8	39.9
NPM	*9.2%*	*6.3%*	*7.9%*	*-2.4%*	*7.5%*	*8.2%*	*7.4%*	*7.2%*
YoY	*9.8%*	*-13.3%*	*-6.7%*	*적전*	*-16.4%*	*44.9%*	*-2.1%*	*흑전*
QoQ	*84.3%*	*-29.9%*	*31.7%*	*적전*	*흑전*	*21.6%*	*-11.1%*	*0.2%*

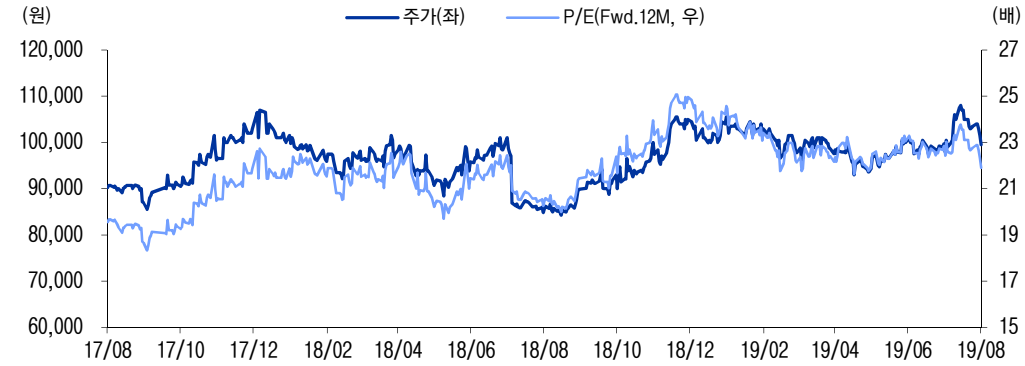
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 에스원 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E
매출액	**1,830.2**	**1,942.3**	**2,018.3**	**2,129.2**	**2,244.1**
YoY	*1.7%*	*6.1%*	*3.9%*	*5.5%*	*5.4%*
1. 보안시스템	1,487.5	1,589.4	1,666.2	1,748.2	1,851.7
2. 건물관리	444.1	474.2	491.4	544.4	571.1
3. 콜센터 및 텔레마케팅	10.3	10.7	11.5	13.0	7.3
내부거래	-111.7	-132.1	-150.8	-176.4	-185.9
매출총이익	**549.3**	**566.3**	**547.1**	**562.4**	**594.7**
GPM	*30.0%*	*29.2%*	*27.1%*	*26.4%*	*26.5%*
영업이익	**205.7**	**202.6**	**199.1**	**209.9**	**230.7**
OPM	*11.2%*	*10.4%*	*9.9%*	*9.9%*	*10.3%*
YoY	*19.2%*	*-1.5%*	*-1.7%*	*5.4%*	*9.9%*
세전이익	**186.2**	**191.4**	**198.6**	**208.2**	**228.2**
법인세	45.6	48.1	95.6	46.8	55.2
당기순이익	**140.6**	**143.3**	**103.0**	**161.4**	**172.9**
지배순이익	140.5	143.3	103.0	161.4	172.9
NPM	*7.7%*	*7.4%*	*5.1%*	*7.6%*	*7.7%*
YoY	*-9.6%*	*2.0%*	*-28.2%*	*56.8%*	*7.2%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 에스원 주가 및 밸류에이션 추이



자료: 퀀티와이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표41 에스원 밸류에이션 테이블

항목	값
2019F 순이익(십억원)	161.4
발행주식 수(백만 주)	33.8
A. 2019F EPS(원)	4,665
B. Target P/E	25.1
A X B	116,998
목표 주가	**120,000**
현 주가(8/26 종가)	101,000
Upside	18.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에스원 (012750)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	575.3	661.5	753.0	851.2	941.0
현금 및 현금성자산	171.1	147.4	248.9	331.9	405.3
매출채권 및 기타채권	148.0	123.0	143.0	150.7	159.4
재고자산	41.2	42.9	40.8	43.0	45.5
기타유동자산	215.0	348.0	320.3	325.5	330.8
비유동자산	1,006.2	1,021.4	1,007.6	1,006.2	1,017.8
관계기업투자등	6.3	9.4	9.9	10.4	11.0
유형자산	462.4	459.2	440.2	431.2	430.2
무형자산	458.9	443.3	444.3	445.3	450.3
자산총계	**1,581.5**	**1,682.9**	**1,760.7**	**1,857.4**	**1,958.8**
유동부채	292.8	306.1	309.3	316.4	324.5
매입채무 및 기타채무	120.9	128.1	131.3	138.4	146.4
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	171.9	178.0	178.0	178.0	178.0
비유동부채	80.9	114.4	115.6	116.7	117.9
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	80.9	114.4	115.6	116.7	117.9
부채총계	**373.7**	**420.5**	**424.9**	**433.2**	**442.4**
지배주주지분	1,207.8	1,262.3	1,335.7	1,424.2	1,516.4
자본금	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
자본잉여금	192.9	192.9	192.9	192.9	192.9
이익잉여금	1,148.5	1,203.0	1,279.9	1,368.3	1,460.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,207.8**	**1,262.3**	**1,335.7**	**1,424.2**	**1,516.4**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,942.3**	**2,018.3**	**2,129.2**	**2,244.1**	**2,374.3**
매출원가	1,376.0	1,471.2	1,566.8	1,649.4	1,742.7
매출총이익	**566.3**	**547.1**	**562.4**	**594.7**	**631.6**
판매비 및 관리비	363.7	348.0	352.4	364.0	375.3
영업이익	**202.6**	**199.1**	**209.9**	**230.7**	**256.2**
(EBITDA)	350.0	343.4	356.7	374.4	399.6
금융손익	2.5	6.0	5.8	5.5	5.8
이자비용	0.0	0.0	0.8	1.0	0.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.7	-6.6	-7.5	-8.0	-6.5
세전계속사업이익	**191.4**	**198.6**	**208.2**	**228.2**	**255.5**
계속사업법인세비용	48.1	95.6	46.8	55.2	61.8
계속사업이익	143.3	103.0	161.4	173.0	193.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**143.3**	**103.0**	**161.4**	**173.0**	**193.7**
지배주주	143.3	103.0	161.4	173.0	193.7
총포괄이익	**143.1**	**103.0**	**161.4**	**173.0**	**193.7**
매출총이익률 (%)	29.2	27.1	26.4	26.5	26.6
영업이익률 (%)	10.4	9.9	9.9	10.3	10.8
EBITDA 마진률 (%)	18.0	17.0	16.8	16.7	16.8
당기순이익률 (%)	7.4	5.1	7.6	7.7	8.2
ROA (%)	9.4	6.3	9.4	9.6	10.1
ROE (%)	12.4	8.3	12.4	12.5	13.2
ROIC (%)	18.1	12.3	19.5	21.3	23.5

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**294.2**	**237.0**	**320.3**	**308.9**	**328.1**
당기순이익(손실)	143.3	103.0	161.4	173.0	193.7
비현금수익비용가감	243.4	282.1	173.5	138.8	137.7
유형자산감가상각비	147.5	144.3	146.7	143.7	143.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-3.2	-1.6	26.7	-5.0	-5.8
영업활동 자산부채변동	-43.7	-55.6	-14.6	-2.8	-3.2
매출채권 감소(증가)	-4.7	-7.8	-19.9	-7.7	-8.7
재고자산 감소(증가)	-18.3	-14.5	2.1	-2.2	-2.5
매입채무 증가(감소)	-8.0	15.4	3.2	7.1	8.0
기타자산, 부채변동	-12.7	-48.8	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-224.7**	**-176.2**	**-134.3**	**-141.3**	**-153.3**
유형자산처분(취득)	-112.0	-123.1	-127.8	-134.6	-142.5
무형자산 감소(증가)	0.2	-0.4	-1.0	-1.0	-5.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-7.3	-5.6	-5.7	-5.9
기타투자활동	-112.7	-45.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-42.3**	**-84.5**	**-84.5**	**-84.5**	**-101.4**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-42.3	-84.5	-84.5	-84.5	-101.4
배당금의 지급	42.3	84.5	84.5	84.5	101.4
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**27.0**	**-23.7**	**101.5**	**83.0**	**73.4**
기초현금	144.1	171.1	147.4	248.9	331.9
기말현금	171.1	147.4	248.9	331.9	405.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	25.2	33.0	21.2	19.7	17.6
P/B	3.4	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	10.5	10.0	9.3	8.7	7.9
P/CF	10.5	9.9	11.5	12.3	11.6
배당수익률 (%)	2.3	2.5	2.5	3.0	3.0
성장성 (%)					
매출액	6.1	3.9	5.5	5.4	5.8
영업이익	-1.5	-1.7	5.4	9.9	11.1
세전이익	2.8	3.7	4.9	9.6	12.0
당기순이익	2.0	-28.2	56.7	7.2	12.0
EPS	2.0	-28.2	56.7	7.2	12.0
안정성 (%)					
부채비율	30.9	33.3	31.8	30.4	29.2
유동비율	196.5	216.1	243.4	269.0	290.0
순차입금/자기자본(x)	-31.4	-31.7	-37.9	-41.8	-44.4
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	271.3	230.7	512.5
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-380	-400	-507	-595	-674
주당지표 (원)					
EPS	4,239	3,046	4,773	5,116	5,728
BPS	31,786	33,219	35,151	37,479	39,907
CFPS	10,177	10,133	8,813	8,204	8,719
DPS	2,500	2,500	2,500	3,000	3,000

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

슈피겐코리아 (192440)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

외형 성장 지속, 수익성은 다소 부진

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

외형 성장 지속, 수익성은 다소 부진

슈피겐코리아 2Q19 실적은 매출액 639억원(+14.6% yoy), 영업이익 86억원(-14.3% yoy, OPM 13.5%)로 이베스트 추정치에 부합했다. 북미 지역 케이스 판매 호조세가 지속되며 두 자리 수 외형 성장을 지속했으나 신규 인력 채용, 직접 진출 지역 확대 및 사업 양수에 따른 판매관리비 상승으로 영업이익은 다소 부진했다.

이번 분기 북미 지역 매출은 332억원으로 전년동기대비 15% 성장하며 외형 성장을 견인하고 있다. 제품별로는 아이폰향 케이스 매출이 계속 성장하고 있다. 다만 신규 지역에서의 성과는 미진한 상황이며, 화웨이 등 신규 브랜드 공략이 예상보다 더디게 진행되고 있다는 점은 아쉬운 부분이다.

상반기보다는 하반기에는 실적이 좋다

하반기에는 상반기 대비 개선된 실적이 예상된다. 주력 스마트폰 모델 출시와 인도 지역 확장이 예정되어있기 때문이다. 올해에도 3분기 중 갤럭시 노트 10이 출시되었으며, 4분기 아이폰 신규 모델(11) 출시가 예정되어 있어 케이스 매출이 상승을 기대해 볼 수 있다. 동사는 이번 7월 인도 지역에 신규 진출했는데 인도 시장은 플립카트와 아마존닷컴이 시장을 양분하고 있어 아마존 플랫폼에 강점을 보유한 동사가 경쟁력을 발휘하기 수월한 환경이다.

투자의견 매수, 목표주가 78,000원 유지

슈피겐코리아에 대해 투자의견 매수, 목표주가는 78,000원을 유지한다. 올해 연간 매출액은 3,070억원(+15.0% yoy)로 기존 추정치를 유지하나 영업이익은 509억원(+3.6% yoy)으로 예상한다. 2019년 P/E 6.8배에 거래되고 있다는 점, 우호적 배당정책의 메리트가(2019년 DPS 1,500원, 배당수익률 2.8%) 부각될 수 있다는 점에서 매수 관점을 유지한다.

Buy(maintain)

목표주가	78,000 원
현재주가	50,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/26)		582.91 pt
시가총액		3,108 억원
발행주식수		6,216 천주
52 주 최고가 / 최저가		83,500 / 42,000 원
90 일 일평균거래대금		42.44 억원
외국인 지분율		21.1%
배당수익률(19.12E)		3.0%
BPS(19.12E)		48,314 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-3.5%
	6 개월	0.2%
	12 개월	9.3%
주주구성	김대영	41.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	225.0	48.3	45.0	40.7	6,714	7.8	49	6.8	3.4	1.3	19.6
2018	266.9	49.2	55.0	42.7	7,082	5.5	51	7.4	3.8	1.2	17.7
2019E	307.0	50.9	58.5	44.6	7,393	4.4	56	6.8	2.7	1.0	15.9
2020E	343.3	60.1	64.3	48.8	8,101	9.6	65	6.2	1.9	0.9	15.3
2021E	395.9	71.3	74.9	56.9	9,436	16.5	76	5.3	1.2	0.8	15.7

자료: 슈피겐코리아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표42 슈피겐코리아 2Q19 Review

(단위: 십억원)	2Q19	2Q18	YoY	1Q19	QoQ	컨센서스	대비
매출액	**63.9**	55.8	14.6%	68.7	-7.0%	63.0	1.5%
영업이익	**8.6**	10.1	-14.3%	11.9	-27.6%	8.5	1.6%
순이익	**8.3**	10.0	-16.8%	10.4	-19.6%	7.6	9.7%
OPM	**13.5%**	18.1%	-4.6%p	17.4%	-3.9%p	13.5%	0.0%p
NPM	**13.0%**	18.0%	-4.9%p	15.1%	-2.0%p	12.1%	1.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표43 슈피겐코리아 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	2019F			2020F		
항목	**변경전**	**변경후**	**차이(%)**	**변경전**	**변경후**	**차이(%)**
매출액	306.5	**307.0**	0.2%	347.6	**343.3**	-1.2%
영업이익	51.0	**50.9**	-0.1%	60.8	**60.1**	-1.2%
순이익	43.8	**44.6**	1.8%	49.4	**48.8**	-1.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 슈피겐코리아 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**60.0**	**55.8**	**66.8**	**84.4**	**68.7**	**63.9**	**78.6**	**95.8**
케이스	47.3	43.9	54.3	67.8	55.9	50.9	66.3	79.7
보호필름	5.6	5.8	5.7	7.5	6.2	6.1	5.8	7.5
기타	7.0	6.1	6.7	9.0	6.6	7.0	6.4	8.6
YoY								
매출액	*66%*	*6%*	*23%*	*3%*	*15%*	*15%*	*18%*	*14%*
케이스	*74%*	*13%*	*32%*	*4%*	*18%*	*16%*	*22%*	*17%*
보호필름	*87%*	*14%*	*0%*	*0%*	*10%*	*5%*	*2%*	*0%*
기타	*16%*	*-28%*	*-11%*	*-15%*	*-6%*	*14%*	*-5%*	*-5%*
매출총이익	42.1	39.1	46.0	59.1	47.7	44.5	55.2	67.1
GPM	*70%*	*70%*	*69%*	*70%*	*69%*	*70%*	*70%*	*70%*
영업이익	**11.7**	**10.1**	**11.6**	**15.8**	**11.9**	**8.6**	**13.1**	**17.3**
OPM	*19%*	*18%*	*17%*	*19%*	*17%*	*14%*	*17%*	*18%*
YoY	*68%*	*-10%*	*-4%*	*-13%*	*2%*	*-14%*	*13%*	*9%*
QoQ	*-36%*	*-14%*	*15%*	*37%*	*-25%*	*-28%*	*52%*	*32%*
세전이익	12.8	13.2	12.1	17.0	14.2	10.7	14.6	19.0
순이익(지배)	**10.0**	**10.0**	**8.7**	**14.0**	**10.4**	**8.3**	**11.2**	**14.6**
NPM	*17%*	*18%*	*13%*	*17%*	*15%*	*13%*	*14%*	*15%*
YoY	*181%*	*8%*	*-16%*	*-20%*	*4%*	*-17%*	*29%*	*4%*
QoQ	*-43%*	*0%*	*-13%*	*61%*	*-26%*	*-20%*	*35%*	*30%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표45 슈피겐코리아 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액	**225.0**	**266.9**	**307.0**	**343.3**	**395.9**
케이스	172.2	213.3	252.8	279.1	321.7
보호필름	22.1	24.7	25.6	29.6	32.7
기타	30.7	28.9	28.6	34.6	41.5
YoY					
매출액	*26%*	*19%*	*15%*	*12%*	*15%*
케이스	*19%*	*24%*	*19%*	*10%*	*15%*
보호필름	*159%*	*12%*	*4%*	*15%*	*11%*
기타	*194%*	*-6%*	*-1%*	*21%*	*20%*
매출총이익	158.7	186.3	214.5	241.3	279.9
GPM	71%	70%	70%	70%	71%
영업이익	**48.3**	**49.2**	**50.9**	**60.1**	**71.3**
OPM	*21%*	*18%*	*17%*	*18%*	*18%*
YoY	*11%*	*2%*	*4%*	*18%*	*19%*
세전이익	45.0	55.0	58.5	64.3	74.9
순이익(지배)	**40.7**	**42.7**	**44.6**	**48.8**	**56.9**
NPM	*18%*	*16%*	*15%*	*14%*	*14%*
YoY	*5%*	*5%*	*4%*	*10%*	*16%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표46 슈피겐코리아 밸류에이션

항목	내용	세부
2019F 순이익	43.8	
유통주식수(백만)	6.0	
2019F EPS(원)	7,393	
Target P/E	10.7	국내 경기소비재 기업 2019년 P/E
목표주가	**78,000**	
현 주가	50,000	8/26 종가
Upside	56.0%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

슈피겐코리아 (192440)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	170.1	193.9	222.8	255.8	293.6
현금 및 현금성자산	55.1	53.0	75.8	101.6	130.2
매출채권 및 기타채권	14.1	14.7	16.6	18.5	21.4
재고자산	17.7	19.9	21.6	24.2	27.9
기타유동자산	83.3	106.3	108.8	111.4	114.2
비유동자산	87.5	102.9	113.0	121.3	130.3
관계기업투자등	9.9	21.8	22.9	25.6	29.5
유형자산	42.4	44.7	52.5	57.6	55.8
무형자산	1.6	3.1	3.9	3.7	5.4
자산총계	**257.6**	**296.8**	**335.8**	**377.0**	**423.9**
유동부채	34.0	31.3	31.2	32.6	34.6
매입채무 및 기타재무	9.0	11.1	11.6	12.9	14.9
단기금융부채	5.4	5.7	5.7	5.7	5.7
기타유동부채	19.7	14.5	14.0	14.0	14.0
비유동부채	2.1	4.2	4.2	4.3	4.3
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.1	4.2	4.2	4.3	4.3
부채총계	**36.2**	**35.5**	**35.5**	**36.9**	**38.9**
지배주주지분	221.4	261.3	300.3	340.1	385.0
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	49.4	49.4	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	169.0	208.9	246.6	286.4	331.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**221.4**	**261.3**	**300.3**	**340.1**	**385.0**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**225.0**	**266.9**	**307.0**	**343.3**	**395.9**
매출원가	66.3	80.5	92.5	102.0	116.0
매출총이익	**158.6**	**186.3**	**214.5**	**241.3**	**279.9**
판매비 및 관리비	110.3	137.1	163.5	181.2	208.6
영업이익	**48.3**	**49.2**	**50.9**	**60.1**	**71.3**
(EBITDA)	49.5	51.1	55.7	65.3	76.4
금융손익	-2.8	5.7	6.9	4.3	3.8
이자비용	0.1	0.2	2.7	3.0	3.0
관계기업등 투자손익	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	0.2	0.7	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	**45.0**	**55.0**	**58.5**	**64.3**	**74.9**
계속사업법인세비용	4.4	12.3	13.9	15.4	18.0
계속사업이익	40.7	42.7	44.6	48.8	56.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**40.7**	**42.7**	**44.6**	**48.8**	**56.9**
지배주주	40.7	42.7	44.6	48.8	56.9
총포괄이익	**36.7**	**43.9**	**44.6**	**48.8**	**56.9**
매출총이익률 (%)	70.5	69.8	69.9	70.3	70.7
영업이익률 (%)	21.5	18.4	16.6	17.5	18.0
EBITDA 마진률 (%)	22.0	19.1	18.2	19.0	19.3
당기순이익률 (%)	18.1	16.0	14.5	14.2	14.4
ROA (%)	17.2	15.4	14.1	13.7	14.2
ROE (%)	19.6	17.7	15.9	15.3	15.7
ROIC (%)	52.2	37.5	34.4	37.0	40.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**35.0**	**33.7**	**46.8**	**50.4**	**52.3**
당기순이익(손실)	40.7	42.7	44.6	48.8	56.9
비현금수익비용가감	9.9	13.1	5.3	4.7	-0.1
유형자산감가상각비	0.9	1.6	4.6	5.0	4.9
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
기타현금수익비용	2.4	-0.5	0.5	-0.5	-5.2
영업활동 자산부채변동	-11.3	-5.9	-3.0	-3.1	-4.6
매출채권 감소(증가)	5.4	-3.1	-1.8	-2.0	-2.8
재고자산 감소(증가)	-9.6	3.8	-1.7	-2.6	-3.7
매입채무 증가(감소)	-5.7	-4.3	0.5	1.4	2.0
기타자산, 부채변동	-1.3	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-22.4**	**-34.9**	**-17.1**	**-15.6**	**-11.7**
유형자산처분(취득)	-33.8	-5.0	-12.4	-10.2	-3.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	-1.8	-1.0	0.0	-2.0
투자자산 감소(증가)	33.0	-28.6	-3.7	-5.4	-6.7
기타투자활동	-21.3	0.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-6.1**	**-1.7**	**-6.9**	**-9.0**	**-12.1**
차입금의 증가(감소)	2.8	2.5	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.1	-3.0	-6.9	-9.0	-12.1
배당금의 지급	3.1	3.0	6.9	9.0	12.1
기타재무활동	-5.8	-1.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**5.2**	**-2.1**	**22.8**	**25.8**	**28.5**
기초현금	49.9	55.1	53.0	75.8	101.6
기말현금	55.1	53.0	75.8	101.6	130.2

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	6.8	7.4	6.8	6.2	5.3
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	3.8	2.7	1.9	1.2
P/CF	5.6	5.8	6.2	5.8	5.5
배당수익률 (%)	1.1	2.2	3.0	4.0	5.8
성장성 (%)					
매출액	25.5	18.6	15.0	11.8	15.3
영업이익	11.0	1.8	3.6	17.9	18.6
세전이익	-1.9	22.3	6.2	9.9	16.5
당기순이익	5.5	5.0	4.4	9.6	16.5
EPS	7.8	5.5	4.4	9.6	16.5
안정성 (%)					
부채비율	16.3	13.6	11.8	10.8	10.1
유동비율	499.6	619.4	713.0	784.3	848.7
순차입금/자기자본(x)	-51.8	-50.9	-52.7	-54.9	-56.6
영업이익/금융비용(x)	327.9	218.7	18.8	20.0	23.8
총차입금 (십억원)	5	6	6	6	6
순차입금 (십억원)	-115	-133	-158	-187	-218
주당지표 (원)					
EPS	6,714	7,082	7,393	8,101	9,436
BPS	35,611	42,034	48,314	54,717	61,929
CFPS	8,140	8,976	8,025	8,617	9,144
DPS	500	1,150	1,500	2,000	2,900

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휴비츠 (065510)

2019. 8. 27 | Mid-Small Cap

순조롭다

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

2Q19 Review

2Q19 휴비츠 실적은 매출액 236억원(+13.5% yoy), 영업이익 34억원(+15.9% yoy, OPM 14.4%)로 당사 추정치에 부합했다. 휴비츠 본사 기준으로는 분기 사상 최대 매출을 기록했으며 상해휴비츠 역시 순조롭게 성장하고 있다. 2분기에도 렌즈가공기와 리플렉터 등 안경점향 제품 판매 호조가 지속되며 실적 개선을 이끌었다. 특히 유럽 지역에서 +27.8% yoy 성장하고 있는데 동사 제품이 경쟁사 제품과의 호환성이 높아 단품 단위 구매가 많았던 것으로 파악된다. 망막진단기 매출은 19억원(+34.1% yoy)으로 예상보다는 속도가 느리지만 완만한 성장을 지속할 전망이다.

내년도에 기대할 것들이 많다

동사 실적은 다소 완만한 성장 곡선을 그리고 있는데 내년도 상해휴비츠와 산업용 검사장비 시장에서의 성과가 향후 성장의 트리거로 작용할 수 있다. 상해휴비츠는 이번 분기 매출액 53억원(+23.9% yoy), 영업이익 6억원(+57.1% yoy)를 기록해 순조롭게 성장 중이다. 내년도 신제품 집중 출시(5종)가 예정된 만큼 올해보다 성장세가 더욱 가팔라질 수 있다. 특히 내년부터는 중국 시장만을 타겟으로 하는 중저가 제품 출시가 본격화될 예정이다.

3D ATI(Automated Tomographic Inspection)는 휴대폰 또는 디스플레이 생산 라인에서 불량 여부를 검사하여 생산 수율을 극대화하는 IT 검사장비다. 안과용 단층촬영 기술을 IT 제품 결함 확인에 활용하려는 심산이다. 현재 3D ATI는 고객사 샘플 제공 등을 통해 레퍼런스를 확보 중이며 생산 수율 개선에 매진하는 중국 고객사 위주로 영업활동을 매진하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000원 유지

동사의 투자의견 매수와 목표주가는 13,000원을 유지한다. 가파른 기울기는 아니지만 꾸준히 성장을 지속하고 있으며 지난 해 대비 수익성 개선을 시현하고 있으며 내년도 전망도 양호하다. 동사 주가는 2019F P/E 13.9배에 거래되고 있어 저점 매수 전략이 유효하다.

Buy(maintain)

목표주가	13,000 원
현재주가	9,210 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/26)		582.91 pt
시가총액		1,094 억원
발행주식수		11,883 천주
52 주 최고가 / 최저가		12,300 / 7,750 원
90 일 일평균거래대금		8.61 억원
외국인 지분율		4.5%
배당수익률(19.12E)		1.6%
BPS(19.12E)		7,627 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	10.3%
	6 개월	26.6%
	12 개월	28.1%
주주구성	김현수외 4 인	26.5%

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	88.2	12.0	9.6	8.1	664	8.6	17	13.9	7.8	1.2	8.8
2020E	99.2	16.3	16.3	12.8	1,053	58.5	21	8.7	6.1	1.1	12.7
2021E	114.1	18.3	18.2	14.4	1,181	12.2	24	7.8	5.8	1.0	12.8

자료: 휴비츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표47 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

표48 휴비츠 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: KRW Bn)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액(연결)	**16.5**	**20.8**	**19.5**	**22.2**	**18.6**	**23.6**	**20.6**	**25.4**
% growth yoy	6.0%	12.7%	7.4%	21.1%	12.7%	13.5%	6.0%	14.7%
% growth qoq	-10.0%	26.1%	-6.3%	13.8%	-16.2%	26.9%	-12.4%	23.1%
매출액(본사)	15.0	18.0	16.0	19.4	16.3	20.1	17.1	21.5
% growth yoy	5.3%	7.5%	-1.7%	23.6%	8.1%	12.0%	6.8%	11.0%
% growth qoq	-4.2%	19.5%	-11.2%	21.5%	-16.2%	23.8%	-15.2%	26.2%
상해휴비츠	3.1	4.3	5.0	5.2	3.4	5.3	5.2	5.6
% growth yoy	2.5%	-0.3%	10.3%	16.7%	8.8%	23.9%	5.0%	8.0%
% growth qoq	-28.9%	35.3%	16.8%	3.7%	-33.7%	54.1%	-1.0%	6.7%
기타(HS파트너스)	0.0	1.1	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8	0.7
연결조정	-1.7	-2.5	-2.2	-3.1	-1.1	-1.8	-2.5	-2.4
매출총이익	**6.6**	**7.9**	**8.0**	**8.1**	**7.7**	**9.6**	**8.6**	**10.4**
GP margin	39.9%	38.0%	41.0%	36.6%	41.3%	40.6%	41.5%	41.0%
% growth yoy	7.9%	6.0%	7.8%	7.3%	16.7%	21.2%	7.4%	28.5%
% growth qoq	-13.0%	20.2%	1.0%	1.6%	-5.4%	24.9%	-10.5%	21.6%
판매관리비	5.3	5.0	5.5	6.5	6.2	6.2	5.9	6.0
판관비율	32.3%	24.0%	28.0%	29.2%	33.3%	26.2%	28.3%	23.4%
영업이익	**1.2**	**2.9**	**2.5**	**1.6**	**1.5**	**3.4**	**2.7**	**4.5**
OP margin	7.5%	14.1%	13.0%	7.4%	8.0%	14.4%	13.2%	17.6%
% growth yoy	-26.9%	-7.1%	20.3%	-24.3%	18.8%	15.9%	7.5%	173.2%
% growth qoq	-42.4%	135.4%	-13.7%	-35.3%	-9.6%	129.7%	-20.0%	64.5%
법인세차감전순이익	1.0	3.4	1.8	0.4	1.1	2.3	2.3	3.9
당기순이익	**1.2**	**3.7**	**1.5**	**1.1**	**1.1**	**2.1**	**1.8**	**3.0**
NP margin	7.5%	17.8%	7.8%	4.9%	5.7%	8.9%	8.7%	11.9%
% growth yoy	102.3%	5.7%	-15.5%	흑전	-15.0%	-43.1%	18.9%	176.4%
% growth qoq	-148.5%	191.5%	-63.1%	-29.9%	11.4%	88.8%	-12.4%	67.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표49 휴비츠 연간 실적 추이 및 전망

(단위: KRW Bn)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액(연결)	**70.4**	**78.9**	**88.2**	**99.2**	**114.1**
% growth yoy	*5%*	*12%*	*12%*	*12%*	*15%*
매출액(본사)	62.9	68.4	75.0	82.1	87.0
% growth yoy	*4%*	*9%*	*10%*	*9%*	*6%*
상해휴비츠	16.3	17.5	19.5	24.0	23.1
% growth yoy	*5%*	*8%*	*11%*	*23%*	*-4%*
기타	0.0	2.5	3.0	3.4	4.0
연결조정	-8.8	-9.5	-7.8	-9.5	-11.4
매출총이익	**28.5**	**30.5**	**36.2**	**40.9**	**46.8**
GP margin	*40%*	*39%*	*41%*	*41%*	*41%*
% growth yoy	*-3%*	*7%*	*19%*	*13%*	*14%*
판매관리비	19.4	22.2	24.2	24.6	28.5
영업이익	**9.1**	**8.3**	**12.0**	**16.3**	**18.3**
OP margin	*13%*	*11%*	*14%*	*16%*	*16%*
% growth yoy	*-27%*	*-9%*	*45%*	*35%*	*12%*
법인세차감전순이익	3.5	6.8	9.6	16.3	18.3
당기순이익	**3.5**	**7.6**	**8.0**	**12.8**	**14.4**
NP margin	*5%*	*10%*	*9%*	*13%*	*13%*
% growth yoy	*-70%*	*118%*	*6%*	*61%*	*12%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표50 휴비츠 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	86.6	**88.2**	1.8%	96.2	**99.2**	3.1%
영업이익	11.6	**12.0**	3.9%	15.0	**16.3**	8.4%
순이익	8.7	**8.1**	-6.8%	11.9	**12.8**	8.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휴비츠 (065510)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	42.1	47.2	57.4	69.2	70.9
현금 및 현금성자산	4.1	4.4	12.4	19.0	13.6
매출채권 및 기타채권	18.0	19.4	20.9	23.6	27.1
재고자산	17.2	20.1	20.9	23.5	27.0
기타유동자산	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
비유동자산	98.8	94.5	93.5	94.0	108.9
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	70.4	63.4	61.4	60.5	72.0
무형자산	11.6	13.3	12.1	11.2	11.2
자산총계	**140.9**	**141.7**	**150.9**	**163.3**	**179.8**
유동부채	26.3	25.5	27.9	29.7	29.8
매입채무 및 기타재무	6.6	5.1	6.5	7.4	8.5
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**	**54.4**	**56.3**	**61.5**
지배주주지분	78.7	83.9	90.6	101.1	112.5
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	74.7	85.2	96.6
비지배주주지분(연결)	5.5	5.9	5.9	5.9	5.9
자본총계	**84.2**	**89.8**	**96.5**	**107.0**	**118.4**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**70.4**	**78.9**	**88.2**	**99.2**	**114.1**
매출원가	41.9	48.3	51.9	58.3	67.3
매출총이익	**28.5**	**30.5**	**36.2**	**40.9**	**46.8**
판매비 및 관리비	19.4	22.2	24.2	24.6	28.5
영업이익	**9.1**	**8.3**	**12.0**	**16.3**	**18.3**
(EBITDA)	14.0	13.9	17.2	21.2	23.7
금융손익	-2.3	-0.3	-0.7	-1.5	-1.5
이자비용	0.8	1.1	1.6	1.6	1.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-1.3	-1.8	1.5	1.5
세전계속사업이익	**3.5**	**6.8**	**9.6**	**16.3**	**18.2**
계속사업법인세비용	-1.0	-0.8	1.5	3.4	3.8
계속사업이익	4.5	7.5	8.1	12.8	14.4
중단사업이익	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.5**	**7.6**	**8.1**	**12.8**	**14.4**
지배주주	3.1	7.1	7.7	12.2	13.7
총포괄이익	**2.8**	**7.5**	**8.1**	**12.8**	**14.4**
매출총이익률 (%)	40.5	38.7	41.1	41.2	41.0
영업이익률 (%)	12.9	10.6	13.7	16.4	16.0
EBITDA 마진률 (%)	19.9	17.6	19.5	21.4	20.8
당기순이익률 (%)	4.9	9.6	9.2	13.0	12.6
ROA (%)	2.2	5.0	5.3	7.8	8.0
ROE (%)	4.0	8.7	8.8	12.7	12.8
ROIC (%)	5.5	5.0	8.4	10.4	10.5

현금흐름표

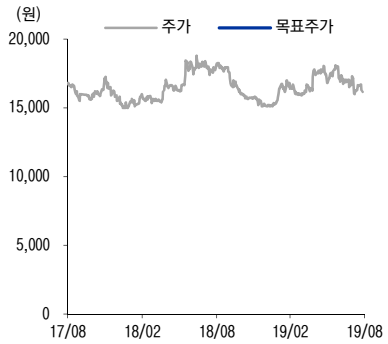
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**9.9**	**8.3**	**10.7**	**10.3**	**15.0**
당기순이익(손실)	3.5	7.6	8.1	12.8	14.4
비현금수익비용가감	9.4	8.4	3.5	1.9	6.5
유형자산감가상각비	3.1	3.1	3.0	2.9	3.5
무형자산상각비	1.8	2.4	2.1	2.0	2.0
기타현금수익비용	0.7	0.0	-1.7	-3.0	1.0
영업활동 자산부채변동	-1.6	-6.9	-0.9	-4.4	-6.0
매출채권 감소(증가)	0.4	-0.4	-1.5	-2.6	-3.5
재고자산 감소(증가)	-0.9	-2.3	-0.8	-2.6	-3.5
매입채무 증가(감소)	0.3	-2.8	1.4	0.8	1.1
기타자산, 부채변동	-1.6	-1.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-10.1**	**-1.8**	**-2.0**	**-3.0**	**-17.0**
유형자산처분(취득)	-9.8	4.2	-1.0	-2.0	-15.0
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**	**8.0**	**6.6**	**-5.4**
기초현금	7.7	4.1	4.4	12.4	19.0
기말현금	4.1	4.4	12.4	19.0	13.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	49.8	13.2	13.9	8.7	7.8
P/B	2.0	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.0	9.2	7.8	6.1	5.8
P/CF	12.3	6.0	9.4	7.4	5.2
배당수익률 (%)	1.1	1.9	1.6	2.2	3.1
성장성 (%)					
매출액	5.2	12.0	11.8	12.5	15.0
영업이익	-26.7	-8.6	44.7	35.0	12.2
세전이익	-73.5	90.7	42.1	69.4	12.2
당기순이익	-69.6	118.1	7.5	58.3	12.2
EPS	-71.9	127.9	8.6	58.5	12.2
안정성 (%)					
부채비율	67.4	57.8	56.3	52.6	51.9
유동비율	160.0	185.0	205.8	232.9	237.8
순차입금/자기자본(x)	43.7	35.5	25.8	18.0	24.2
영업이익/금융비용(x)	11.7	7.6	7.5	10.0	10.9
총차입금 (십억원)	41	37	38	39	43
순차입금 (십억원)	37	32	25	19	29
주당지표 (원)					
EPS	268	611	664	1,053	1,181
BPS	6,622	7,061	7,627	8,508	9,466
CFPS	1,086	1,341	976	1,239	1,760
DPS	150	150	150	200	290

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

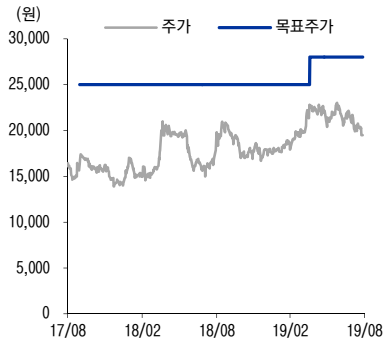
레드캡투어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.08.27	변경	정홍식									
2019.08.27	NR	NR									

NICE 목표주가 추이



투자의견 변동내역

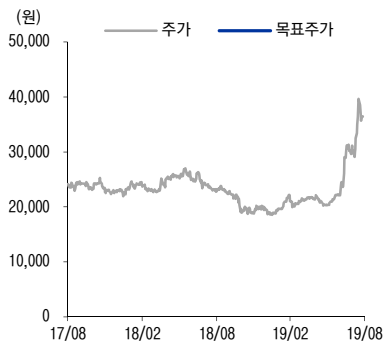
일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2017.03.27	변경	정홍식									
2017.09.26	Buy	25,000	-16.0		-32.8						
2018.09.27	Buy	25,000	-8.8		-25.8						
2019.04.18	Buy	28,000									

KPX 케미칼 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2016.05.31	변경	정홍식									
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									

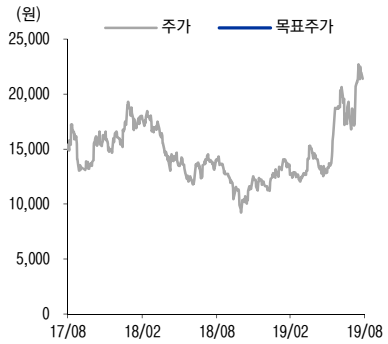
나이스정보통신 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.08.27	변경	정홍식									
2019.08.27	NR	NR									

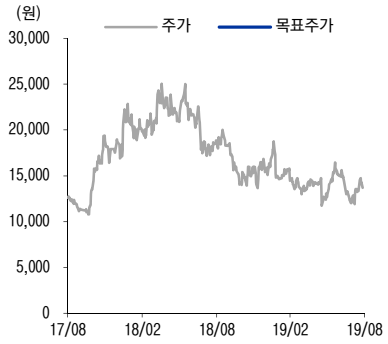
NHN 한국사이버결제 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.08.27	변경	김한경									
2019.08.27	NR	NR									

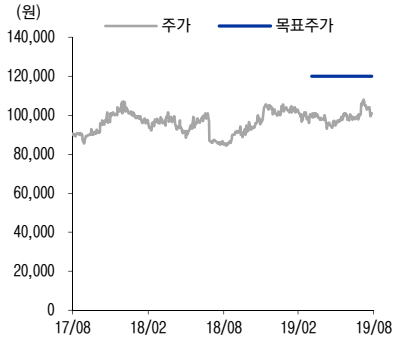
KG 이니시스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.08.27	변경	김한경									
2019.08.27	NR	NR									

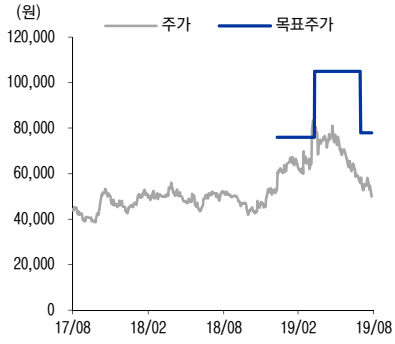
에스원 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.04.02	변경	김한경									
2019.04.02	Buy	120,000									

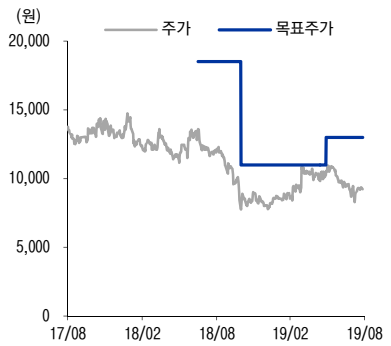
슈피겐코리아 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.01.08	변경	김한경									
2019.01.08	Buy	76,000	9.9		-14.7						
2019.04.09	Buy	105,000	-22.9		-33.0						
2019.07.30	Buy	78,000									

휴비츠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 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		-17.3						
2019.05.28	Buy	13,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
(작성자: 정홍식, 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 하시기 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) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2018.7.1 ~ 2019.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 기업들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)