

Value & Growth

vol. 72 2021. 4. 27

eBEST Mid-Small cap

Mid-Small Cap (가치)

Analyst 정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap (성장)

Analyst 조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

Part I

Value & Growth
Universe

Part II

중소형주
종목 동향

Part III

중소형주
탐방노트

Part IV

시험인증기업
살펴보기



이베스트투자증권 **Mid-Small cap** 팀입니다.

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

Value & Growth는
안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

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

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

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

감사합니다.



5월

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



Mid-Small Cap
Analyst 조은애
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr



Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 종목 동향	11
Part III	중소형주 탐방노트	18
Part IV	시험인증기업 살펴보기	24
기업분석		
	에이치시티 (086450)	38
	서흥 (008490)	48
	다나와 (119860)	54

Part I

Value & Growth Universe

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

2021년 5월 Universe에서 신규편입 종목은 에이치시티가 있고, 편입제외 종목은 NICE가 있습니다.

이번 Universe 업데이트에서는 Universe 기업에 대한 VIEW 변화 및 코멘트와 2021년 4월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정흥식	A058470	리노공업	글로벌 시스템 반도체 시장과 동행하여 고성장, IC Test 소켓 미세화로 영업이익 고마진 유지
	A086450	동국제약	2Q21 이후 테이코플라닌, 포폴 Capa 증설 효과, 화장품 중국과 미국 수출 증가 기대감
	A119860	다나와	온라인 쇼핑 증가에 따른 제휴쇼핑 부문 고성장, PC 부품 상품판매로 영역 다각화
	A008490	서총	하드캡슐 부문의 Capa 증설 효과 Q↑, 가격 정상화로 ASP↑, 건강기능식품 고성장
	A005680	삼영전자	Valuation 저평가, 자동차용 콘덴서 수요 증가에 따른 영업이익 고성장, 안정적인 재무구조
	A030190	NICE 평가정보	빅데이터, 마이데이터, 은행권의 중금리 대출 증가에 따른 고객 및 솔루션 수요 확대 기대감
	A016580	환인제약	알츠하이머 등의 정신계 의약품의 추세적인 성장성, 인구 고령화 수혜, 자사 제네릭 전환
	A036800	나이스정보통신	시가총액과 비슷한 수준의 순현금, 시장 점유율 지속적인 확대 및 PG 사업부문 고성장
	A072990	에이치시티	5G, 자율주행차, 전기차 등의 개발확대로 인한 시험인증 수요 추세적인 증가
	A049070	인탑스	전방 고객사의 플라스틱 케이스 풀바디 적용 확대 기대감, 신규사업에 대한 아이템 확대
	A040420	정상제이엘에스	최근 학생수 증가하는 모습, 프리미엄 사교육에 대한 Needs 증가, 높은 배당메리트
	A130580	나이스디앤비	기업 크레딧부로 사업의 추세적인 성장성, Valuation 저평가, 안정적인 재무구조
	A092130	이크레더블	높은 배당메리트, 코로나로 인한 기업CB 수요 감소에도 불구하고 사업의 안정성 높음
	A069510	에스텍	자동차용 스피커의 안정성, 높은 Valuation 메리트, 작년에 대한 기저효과로 성장 가능
	A016800	퍼시스	시디즈, 일룸 등의 관계사 외형 확대로 특수관계자 매출 확대, 자산주 관점에서 매력적
	A078000	텔코웨어	5G 가상화 Core 부문 투자가 본격화 수혜 기업. 순현금 + 자사주 > 시가총액, 배당메리트
	A036190	금화피에스시	Valuation 절대 저평가, 안정적인 재무구조 & 현금흐름, 향후 OH공사 비중 높을 때 수혜
	A023910	대한약품	기초수액제 생산 기업으로 병원의 임원일수와 연동, 인구 고령화에 대한 안정적인 흐름
	A025000	KPX 케미칼	PPG-PO Spread가 영업이익의 파악의 핵심 요인, 최근 PPG 가격 급등으로 상황이 좋음
	A019680	대교	가정용 학습지 및 러닝센터 운영, 써밋시리즈의 언택트 제품군 확대, 우량한 재무구조
조은애	A200130	콜마비엔에이치	건기식 해외 exposure 확대, 고객사 다변화에 따른 멀티플 프리미엄 가능
	A194700	노바렉스	국내 최다 개별인정형원료 보유 OEM, ODM 업체, CAPA 확대에 따른 안정적인 매출액 성장
	A054950	제이브이엠	조제문화 변화에 따른 북미, 유럽지역 수출 확대 수혜
	A048260	오스템임플란트	헬스케어 및 임플란트 업종 내 저평가, 실적 개선주
	A039840	디오	디지털 임플란트 추세에 따른 산업성장 수혜주
	A085370	루트로닉	고마진 소모품 신제품 출시에 따른 실적 개선 미용 의료기기 업체
	A256150	한독크린텍	소모품 매출 특성인 주기적인 교체수요와 시장성장에 기인한 보장된 매출 성장

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2021년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

에널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가 총액 (십억원)	증가 (원)	2021년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	2,670.5	175,200	16.0	12.5	25.7	37.5	18.1	38.4	7.0	24.7
	A086450	동국제약	Buy	1,284.9	28,900	12.8	14.1	34.1	15.3	14.9	17.1	2.6	10.1
	A119860	다나와	Buy	419.7	32,100	9.2	15.4	14.8	17.2	21.7	11.8	2.6	6.1
	A008490	서흥	Buy	608.5	52,600	11.7	14.5	11.5	13.8	13.1	10.3	1.3	3.1
	A005680	삼영전자	Buy	239.0	11,950	4.0	40.6	27.8	6.2	2.9	16.4	0.5	-1.3
	A030190	NICE 평가정보	Buy	1,493.6	24,600	9.1	7.6	13.4	13.9	17.8	27.9	5.0	14.9
	A016580	환인제약	Buy	370.1	19,900	7.0	9.1	11.6	16.9	8.3	14.2	1.2	6.8
	A036800	나이스정보통신	Buy	309.0	30,900	11.6	3.5	121.5	6.6	11.2	10.3	1.2	0.2
	A072990	에이치시티	Buy	100.4	14,350	13.3	13.5	1.0	19.5	15.1	9.7	1.5	4.7
	A049070	인탑스	Buy	564.2	32,800	25.7	24.6	28.5	8.3	8.6	10.9	0.9	2.7
	A040420	정상제이엘에스	Buy	104.9	6,690	8.4	32.2	31.1	12.5	13.4	11.9	1.6	5.6
	A130580	나이스디앤비	Buy	161.7	10,500	6.7	3.6	15.4	16.6	15.4	13.0	2.0	5.7
	A092130	이크레더블	Buy	268.0	22,250	8.8	13.2	17.2	40.9	23.4	17.5	4.1	10.2
	A069510	에스텍	Buy	123.8	11,350	5.7	-1.7	-0.7	4.0	7.1	10.2	0.7	2.2
	A016800	퍼시스	Buy	357.1	31,050	3.2	5.4	15.7	9.2	7.8	9.1	0.7	2.2
	A078000	텔코웨어	Buy	117.4	12,100	13.2	486.1	103.5	7.8	3.4	30.9	1.1	12.2
	A036190	금화픽에스시	Buy	199.8	33,300	-9.8	1.9	-15.2	13.0	9.3	7.9	0.7	1.2
	A023910	대한약품	Buy	256.8	42,800	3.5	12.1	50.2	19.5	12.3	9.8	1.2	4.9
	A025000	KPX 케미칼	Buy	337.3	69,700	8.5	-4.6	-17.5	7.6	9.3	6.5	0.6	2.6
	A019680	대교	Hold	465.5	4,700	0.7	흑전	흑전	0.8	0.6	136.9	0.9	9.4
조은애	A200130	콜마비엔에이치	Buy	1,666.3	55,800	25.0	34.5	33.9	21.0	27.6	13.0	3.6	8.5
	A194700	노바렉스	Buy	386.3	41,100	23.4	22.0	13.6	11.5	19.2	14.5	2.8	10.0
	A054950	제이브이엠	Buy	238.0	37,700	14.1	38.9	79.6	16.6	12.7	12.9	1.6	9.8
	A048260	오스템임플란트	Buy	1,214.3	84,200	13.8	-0.8	-37.1	13.6	25.9	20.6	5.3	9.6
	A039840	디오	Buy	593.0	37,250	20.8	33.3	137.2	27.6	14.9	22.1	3.3	13.0
	A085370	루트로닉	Buy	253.8	10,300	24.5	147.2	-343.5	15.4	16.6	12.3	2.0	11.8
	A256150	한독크린텍	Buy	133.8	33,200	14.1	28.7	30.0	17.4	20.6	12.9	2.6	8.8

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2021년 추정실적 기준, 시가총액, 증가 2021년 4월 19일 증가 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2022년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2022년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	15.6	14.3	14.9	37.1	18.2	33.4	6.1	21.3
	A086450	동국제약	Buy	13.1	15.7	15.7	15.7	15.0	14.8	2.2	8.6
	A119860	다나와	Buy	8.3	14.7	14.4	18.2	20.8	10.3	2.2	4.8
	A008490	서흥	Buy	8.0	15.0	15.1	14.7	13.2	8.9	1.2	3.0
	A005680	삼영전자	Buy	4.5	12.3	10.3	6.7	3.1	14.8	0.5	-1.4
	A030190	NICE 평가정보	Buy	8.7	9.8	9.5	14.0	17.2	25.5	4.4	13.9
	A016580	환인제약	Buy	6.5	5.5	5.7	16.7	8.1	13.4	1.1	6.4
	A036800	나이스정보통신	Buy	10.9	5.5	5.7	6.2	10.8	9.8	1.1	0.0
	A072990	에이치시티	Buy	12.7	13.6	15.4	19.6	14.9	8.4	1.3	3.7
	A049070	인탑스	Buy	7.5	10.2	10.6	8.5	8.7	9.8	0.9	2.2
	A040420	정상제이엘에스	Buy	5.1	6.0	6.8	12.7	13.9	11.2	1.6	5.3
	A130580	나이스디앤비	Buy	6.6	7.5	6.5	16.8	14.6	12.3	1.8	5.1
	A092130	이크레더블	Buy	6.4	7.9	7.2	41.4	22.8	16.3	3.7	9.3
	A069510	에스텍	Buy	5.5	7.6	7.4	4.0	7.2	9.5	0.7	2.0
	A016800	퍼시스	Buy	5.7	7.0	4.3	9.3	7.7	8.7	0.7	1.4
	A078000	텔코웨어	Buy	9.5	12.5	7.9	8.0	3.6	28.6	1.0	10.5
	A036190	금화피에스시	Buy	1.3	4.4	2.8	13.3	9.0	7.7	0.7	0.6
	A023910	대한약품	Buy	0.9	0.6	0.8	19.5	11.1	9.8	1.1	4.5
	A025000	KPX 케미칼	Buy	4.7	4.2	4.6	7.5	9.1	6.2	0.6	2.2
	A019680	대교	Hold	1.0	85.4	97.1	1.4	1.2	69.5	0.9	9.0
조은애	A200130	콜마비엔에이치	Buy	19.6	33.9	36.6	20.1	25.7	15.0	3.8	-1.5
	A194700	노바렉스	Buy	16.9	17.9	17.8	21.2	24.8	11.0	2.7	6.7
	A054950	제이브이엠	Buy	19.0	27.1	26.6	12.3	19.8	11.4	2.3	8.1
	A048260	오스팀임플란트	Buy	12.0	23.4	21.6	18.2	13.6	10.6	1.4	7.9
	A039840	디오	Buy	12.5	6.3	9.7	12.8	22.1	18.8	4.1	9.1
	A085370	루트로닉	Buy	22.0	21.8	28.0	27.5	16.1	17.3	2.8	10.6
	A256150	한독크린텍	Buy	27.1	59.5	42.0	19.4	19.0	8.6	1.6	5.6

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2022년 당사 추정실적 기준

시가총액, 증가 2021년 4월 19일 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적전망(억원)

애널리스트	기업코드	기업명	매출액			영업이익			지배주주 순이익		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
정홍식	A058470	리노공업	2,013	2,336	2,701	779	876	1,001	554	696	800
	A019680	동국제약	5,591	6,307	7,134	847	967	1,119	559	750	868
	A034310	다나와	2,320	2,533	2,743	378	436	500	309	355	406
	A030190	서흥	5,530	6,177	6,674	743	851	979	530	591	680
	A119860	삼영전자	2,006	2,086	2,180	92	130	146	114	146	161
	A005680	NICE 평가정보	4,460	4,864	5,285	627	675	741	472	535	586
	A023910	환인제약	1,717	1,837	1,957	284	310	327	234	261	276
	A086450	나이스정보통신	5,193	5,795	6,429	367	380	401	135	299	316
	A016580	에이치시티	534	605	682	104	118	134	103	104	120
	A025000	인탑스	7,778	9,781	10,510	650	810	893	404	519	574
	A036800	정상제이엘에스	853	925	972	88	116	123	67	88	94
	A049070	나이스디앤비	822	877	935	141	146	157	107	124	132
	A069510	이크레더블	429	467	497	169	191	206	131	153	164
	A016800	에스텍	3,125	3,302	3,484	133	131	141	122	121	130
	A008490	퍼시스	2,869	2,960	3,130	257	271	290	340	394	411
	A078000	텔코웨어	364	412	451	5	32	36	19	38	41
	A036190	금화피에스시	2,353	2,122	2,150	270	275	287	300	254	261
	A130580	대한약품	1,661	1,719	1,734	300	336	338	174	261	263
	A040420	KPX 케미칼	7,467	8,099	8,481	641	612	638	633	522	546
A092130	대교	6,270	6,315	6,379	-280	48	89	-176	34	67	
조은애	A200130	콜마비엔에이치	6,393	7,992	9,339	1,250	1,681	1,982	959	1,284	1,513
	A194700	노바렉스	2,188	2,701	3,214	254	310	394	235	267	338
	A054950	제이브이엠	1,154	1,317	1,475	157	218	269	103	185	225
	A048260	오스템임플란트	6,325	7,197	8,099	986	978	1,040	938	590	647
	A039840	디오	1,201	1,451	1,770	300	400	487	113	268	343
	A085370	루트로닉	1,145	1,426	1,812	89	220	351	-85	207	294
	A256150	한독크린텍	610	696	814	94	121	149	80	104	128

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표5 Universe 신규 편입·제외

종목코드	종목명	구분	내용
A072990	에이치시티	신규 편입	시험인증 기업으로 매년 실적이 개선되는 흐름, 이는 새로운 IT Device의 지속적인 개발이 진행되고 있기 때문. 특히 5G 관련 기기, 무인자동차, 전기자동차 등의 산업발달에 따른 시험인증 수요 증가가 기대되기 때문에 중장기적인 관점에서 긍정적임
A034310	NICE	편입 제외	자회사들의 일회성 변수가 많아 실질적인 실적추정이 불가능하고, 주가변동이 펀더멘탈에 근거하지 않아 커버리지 제외

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화 & 관심종목 업데이트

기업코드	기업명	View 변화
A005680	삼영전자	1Q21 실적이 큰 폭으로 상승할 것으로 기대됨. 이는 1)가전뿐만 아니라 상대적으로 수익성이 높은 자동차 부문에서도 고객선이 확대됨에 따라 Margin이 큰 폭으로 개선되고 있고, 2)2020년 대규모 감소된 고정비의 효과로 영업이익 레벨이 올라가고 있기 때문. 이에 올해 영업이익의 성장률은 +40% YoY 이상으로 기대됨. 그럼에도 불구하고 현재 동사의 시가총액은 보유 순현금을 하회하고 있는 상황
A086450	동국제약	동사의 2Q21 실적 기대감이 높음. 이는 해외사업(ETC & 화장품 수출)이 큰 폭으로 성장할 것으로 기대되기 때문. 동사의 테이크플라닝과 포폴을 글로벌 공급부족 상황으로 4월 기준 대비 Capa 2배가 확대되었음. 이에 대한 실적개선이 2분기부터 진행될 것으로 보임. 또한 화장품 부문의 중국수출도 1분기에는 15~20억원 수준으로 첫 공급이 시작되었고, 2분기 이후 본격화 될 것으로 보임
A058470	리노공업	관세청 데이터에 부산지역 반도체 관련 기타부품 수출액 금액이 1Q21 +42.6% YoY를 기록함. 이는 리노공업의 1Q21 수출액이 YoY 고성장이 가능할 것이라고 해석됨. 참고로 리노공업의 수출비중은 65.9%(2020년 기준)으로 수출이 증가할 경우 전체적인 실적개선이 가능한 구조임. 중요한 점은 관세청 데이터의 수출금액 YoY growth가 2Q20 7.5% → 3Q20 16.0% → 4Q20 30.5% → 1Q21 42.6% 수준으로 확대되고 있는 상황임. 이는 글로벌 시스템반도체 고성장에 따른 수혜로 해석됨.
A049070	인탑스	지난 4분기에 이어 1분기에도 진단키트 공급이 원활한 것으로 파악됨. 진단키트 생산은 3Q20 이후 시작된 것이기 때문에 관련사업의 실적은 2021년 YoY 성장이 나올 수 밖에 없는 상황. 모바일 부문에서는 1분기 상황이 매우 좋은 것으로 파악되며, 2분기에는 신규 모델이 제한적이라 1분기 대비 다소 둔화될 것으로 보임. 그러나 하반기에는 중저가 스마트폰의 플라스틱 풀바디 채용이 다시 한번 증가할 것으로 기대되기 때문에 2분기 대비 하반기 긍정적인 실적이 나올 것으로 보임
A040420	정상제이엘에스	최근 학생수가 급증하고 있는 것으로 파악됨. 이는 작년 한해 동안 학생들이 공교육에서 학습능력이 많이 향상되지 않아 사교육에 대한 집중도가 전반적으로 높아진 것으로 보임. 동사의 경우 과거 14~15배 정도의 P/E 대비 낮은 수준인 11배 정도로 형성되고 있으며, 배당수익률도 6.6% 정도로 매력 높은 상황. 이에 높은 배당수익률 + 기저효과로 인한 성장성을 고려할 경우 2021년 긍정적인 관점으로 접근할 것을 권고

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

4월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 4월 IPO 기업

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
엔시스	A333620	2021-4-01	동사는 2 차전지 배터리 공정별 비전검사장비 제조기업이다. 비전검사장비란 정밀한 카메라로 제품의 미세한 결함까지 검사하는 장비이다. 2 차전지 결함을 사전에 발견해 안전성을 높이고 불량률을 낮추는 역할을 한다. 동사의 매출비중이 가장 높은 2 차전지 배터리 공정별 머신비전검사장비는 한국 표준산업 분류상 기타 광학 기기 제조업에 속하며, 그 부분품을 제조하는 사업을 영위하고 있다.	삼성전기, LG 이노텍, 일진머티리얼즈, 고영
이삭엔지니어링	A351330	2021-4-21	동사는 생산현장 공정 및 공장자동화에 최적의 솔루션을 공급하는 엔지니어링 서비스전문 회사이다. 반도체, 전자, 철강 중공업, 발전, 제약/바이오, 2 차전지 제조 산업 전반에 걸쳐 자동화 솔루션 공급을 영위하고 있다. '디지털 팩토리' 솔루션을 통해서 MES, PLM ERP 와 같은 소프트웨어 기반의 스마트 팩토리 구축 사업을 수행하며, 산업용 IoT 플랫폼을 통해서 클라우드 영역까지 확대할 전망이다. 쉽게 말해, 제조현장에서의 자동화, 제조기기 서로가 스마트하게 유기적으로 소통하며 전체적인 생산절차를 진행해 나가도록 만드는 기술을 보유한 회사이다.	삼성 SDS, 현대오토에버, 다우기술
해성티피씨	A059270	2021-4-21	동사는 감속기를 전문적으로 제조하며 판매하는 업체로, 주력 감속기로는 승강기용 권상기, 로봇용 초정밀 감속기가 있으며, 국내에서 유일하게 양산하는 회사이다. 주력 사업인 승강기용 권상기는 Worn gear 에 대한 당사 독자기술로 생산하고 있으며 경쟁사 대비 효율성과 내구성이 좋아 기술적 우수성을 인정받고 있다. 2019 년말 기준으로 국내 "Geared" 타입의 승강기용 감속기(권상기)에서 M/S 75%를 차지하고 있는것으로 추정된다.	두산중공업, 두산밥캣, 씨에스윈드
쿠콘	A294570	2021-4-28	동사는 핀테크 API 플랫폼 및 비즈니스 정보제공을 주력으로 하는 정보 제공 전문 회사이다. 주요 고객으로는 금융기관, 핀테크 기업, ERP 기업 등 정보 API 를 필요로 하는 기업이며 동사의 API 상품은 개인 및 기업의 자산관리 서비스, 간편결제, 대금 수납, 계좌개설 및 대출 등 각종 비대면 서비스의 핵심 기능을 구현하는 데에 활용하고 있다. 마이데이터 관련 기술력과 비즈니스 혁신사례를 다수 보유하고 있어 시장에서 선점효과를 누릴 것으로 전망된다.	세플뱅크, 케이에스넷

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중소형주 종목 동향

중소형주 종목 동향

이번 섹션에서는 중소기업주 종목 동향에 대해서 살펴보겠습니다.

매월 중소기업주 가격변동에 의한 낙폭확대, 저평가 부각 등, 투자자들이 궁금해 할 만한 것들을 정리하려고 합니다.

이번 파트는 과거 1개월간의 데이터를 정리한 것이라고 보면 됩니다.

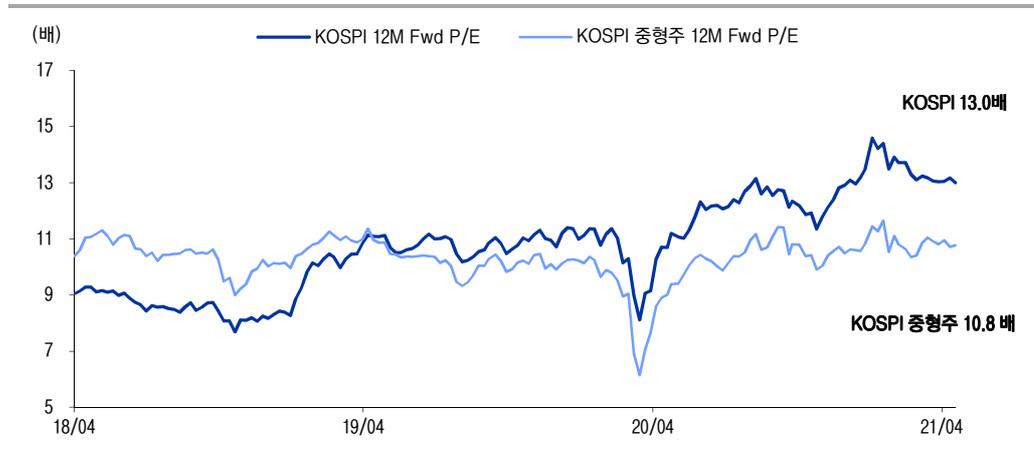
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는
중소기업주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장상황 점검

KOSPI 대비 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 축소

KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -17.2%이다. 2018년 이후~현재까지의 평균인 3.0%를 큰 폭으로 하회하고 있으며, 지난달 대비 괴리율이 확대되었다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 10.8배, KOSPI의 12MF P/E는 13.0배 수준이다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도



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

자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 추이

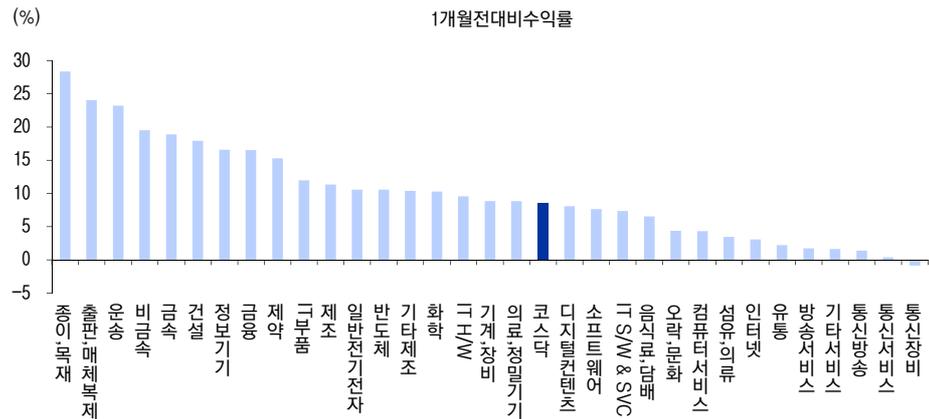


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

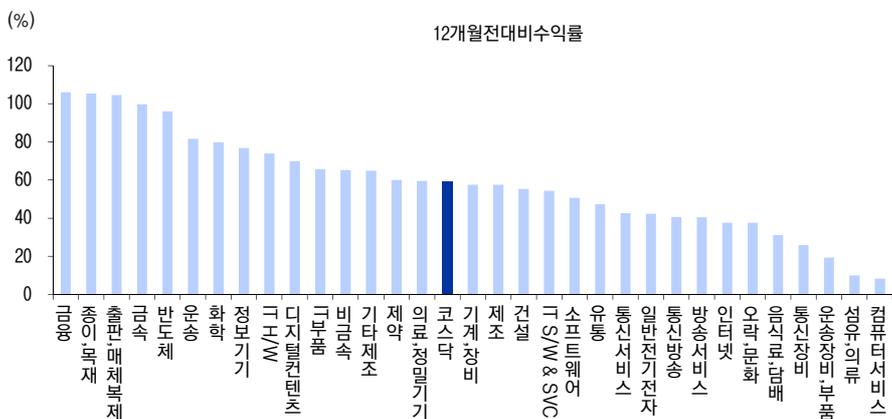
4월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 +8.5%를 기록했다. 같은 기간 동안 종이·목재 업종(+28.4%)의 수익률이 가장 높았으며, 출판·매체복제(+24.0%), 운송(+23.2%)업종이 뒤를 이었다. 최근 목재 원자재 가격 상승, 부동산 공급 활성화 기대감 등에 종이·목재 업종이 높은 수익률을 기록했다.

그림3 KOSDAQ 업종별 1개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 업종별 12개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

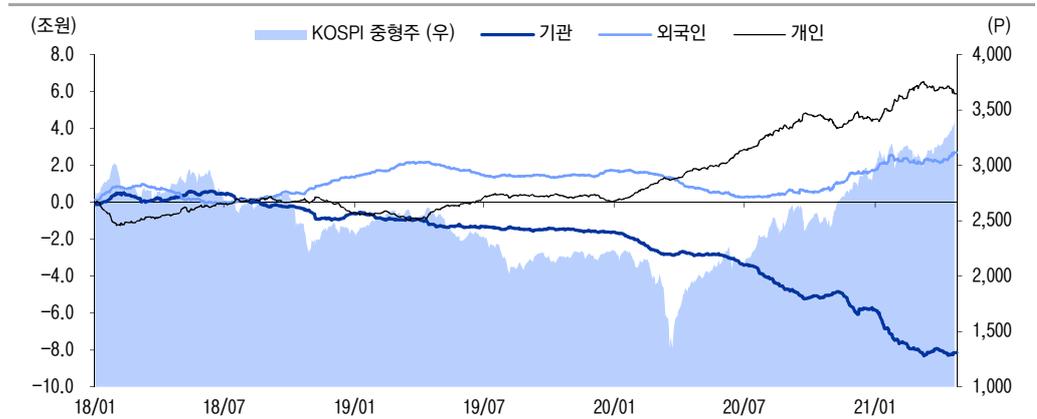
수급상황- KOSPI 중형주, KOSDAQ 기관 매도세 지속

표8 KOSPI 중형주 수급(2021.3.25~2021.4.23)

주체	수급	누적순매수('18~)
기관	-1,036억원	-8.1조원
외국인	4,563억원	2.7조원
개인	-3,065억원	5.8조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



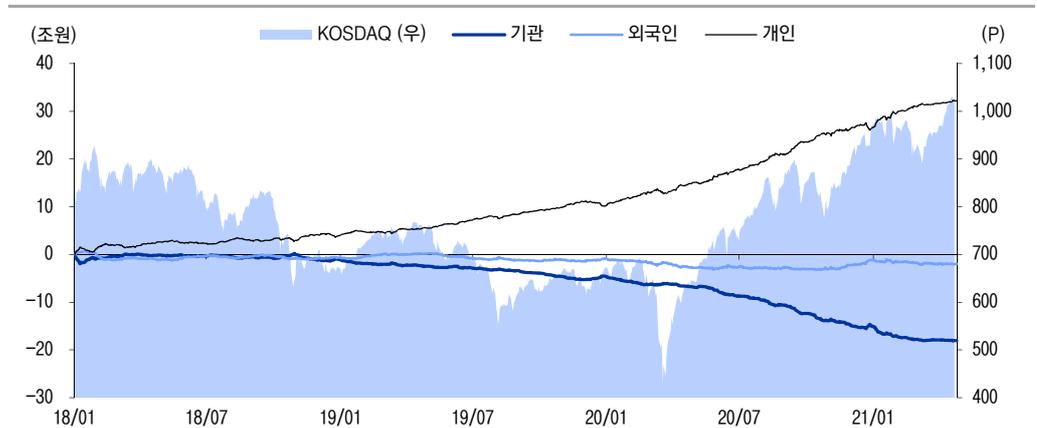
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 KOSDAQ 수급(2021.3.25~2021.4.23)

주체	수급	누적순매수('18~)
기관	-1,710억원	-18.0조원
외국인	-953억원	-2.0조원
개인	7,764억원	32.2조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 중소형주 수익률 상위

표10 MoM 중소형주 수익률 상위

구분	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: 2021년 4월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표11 MoM 중소형주 수익률 상위

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A001790	대한제당	4,265	94.2%	155.6%	0.8%	57.1%	18.9	0.9	-50.9%
A004540	깨끗한나라	2,923	83.6%	103.5%	-0.4%	911.3%	7.7	1.3	-72.0%
A049800	우진플라임	1,200	81.3%	318.1%	12.8%	-213.2%	15.4	2.0	-92.9%
A084110	휴온스글로벌	6,316	79.8%	96.7%	16.4%	22.4%	14.8	1.5	5.5%
A031980	피에스케이홀딩스	3,019	75.4%	99.7%	34.9%	-133.8%	5.1	1.5	18.1%
A037400	우리조명	1,012	68.1%	328.7%	-3.0%	48.7%	17.7	1.3	-30.2%
A133750	메가엠디	1,421	55.2%	42.7%	2.6%	-942.3%	29.0	2.3	23.1%
A246690	TS인베스트먼트	1,743	54.4%	202.8%	35.3%	81.0%	22.6	4.0	0.0%
A077970	STX엔진	2,473	50.1%	101.7%	-3.9%	-52.3%	12.0	0.9	-59.8%
A023460	CNH	1,341	44.8%	138.0%	118.7%	156.3%	4.6	1.0	0.0%
A002020	코오롱	4,249	44.4%	51.3%	14.1%	102.0%	2.8	0.6	-290.4%
A293580	나우B	1,455	40.8%	207.0%	91.5%	155.1%	19.1	1.9	0.0%
A140070	서플러스글로벌	2,449	37.1%	295.2%	13.8%	467.1%	21.3	1.8	-15.3%
A079980	휴비스	4,088	36.8%	128.8%	-10.6%	719.1%	5.0	0.9	-11.5%
A002030	아세아	2,794	36.7%	54.6%	-1.0%	-7.2%	6.6	0.3	-217.1%
A102120	어보브반도체	3,064	36.6%	103.6%	13.7%	26.5%	21.8	3.0	16.3%
A090350	노루페인트	2,632	36.5%	81.1%	-0.7%	10.7%	14.6	0.8	-21.9%
A003030	세아제강자주	2,597	34.6%	126.0%	-12.8%	6.3%	15.2	0.3	-128.2%
A007690	국도화학	4,933	34.1%	96.5%	1.0%	9.3%	16.8	0.9	-23.2%
A107590	미원홀딩스	3,016	33.7%	212.5%	53.4%	180.8%	17.2	1.9	-16.4%
A000700	유수홀딩스	1,893	32.2%	21.2%	-8.5%	94.5%	2.4	0.6	120.0%
A200670	휴메딕스	3,021	32.0%	76.2%	25.3%	25.3%	20.0	2.5	7.6%
A089030	테크윙	5,400	31.4%	106.3%	22.1%	55.4%	16.8	2.7	-18.0%
A084010	대한제강	4,387	31.4%	202.7%	7.3%	94.7%	9.0	0.9	40.1%
A004980	성신양회	2,714	31.1%	50.0%	2.1%	2.1%	26.6	0.7	-136.1%
A094840	슈프리마에이치큐	1,168	30.6%	150.0%	0.4%	113.8%	17.5	0.8	70.4%
A004960	한신공영	2,841	29.9%	99.6%	-4.1%	-3.7%	2.7	0.5	-46.5%
A003470	유안타증권	8,753	29.9%	71.6%	29.6%	70.8%	8.3	0.6	0.0%
A094820	일진파워	1,093	29.7%	61.8%	-8.1%	-9.0%	10.3	1.1	48.3%
A183190	아세아시멘트	4,383	28.6%	78.0%	-5.9%	-7.2%	18.5	0.5	-141.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

월간 중소형 낙폭과대주

표12 MoM 중소형 낙폭과대주

구분	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: 2021년 4월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표13 MoM 중소형 낙폭과대주

종목코드	종목명	시가총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A234100	세원	1,750	-18.3%	125.8%	-11.5%	-27.9%	21.6	3.5	-2.5%
A950180	SNK	5,118	-16.2%	60.4%	-15.7%	-49.3%	23.5	1.5	54.9%
A118000	우리들휴브레인	1,159	-15.0%	-8.4%	-52.1%	2876.7%	10.3	1.5	-4.2%
A006980	우성사료	1,213	-14.1%	27.0%	14.0%	-226.0%	21.0	0.7	-6.2%
A005320	국동	1,632	-12.5%	111.5%	13.6%	-836.8%	10.3	1.8	6.4%
A004560	현대비앤지스틸	2,510	-11.8%	136.4%	-7.2%	-8.5%	10.6	0.6	-3.0%
A002410	범양건설	1,018	-11.6%	47.5%	-47.7%	4.8%	9.3	1.3	9.7%
A006220	제주은행	2,339	-11.5%	145.1%	-9.2%	-41.8%	13.3	0.5	0.0%
A016740	두울	1,314	-9.1%	75.9%	0.0%	-26.6%	24.9	0.7	-9.7%
A065680	우주일렉트로	2,682	-8.9%	147.7%	2.7%	9.3%	20.8	1.4	25.6%
A009070	KCTC	1,866	-8.8%	165.3%	9.5%	10.3%	14.4	0.9	-70.1%
A033540	파라텍	1,427	-8.8%	8.5%	-9.2%	-110.9%	16.3	2.3	-3.5%
A004140	동방	2,566	-8.7%	193.8%	-6.5%	17.4%	19.6	2.3	-99.9%
A004770	씨니전자	1,324	-8.2%	11.8%	-35.9%	-71.6%	22.7	2.1	31.8%
A057880	피에이치씨	1,763	-8.2%	41.3%	167.5%	-102.7%	22.1	2.3	11.3%
A005440	현대그린푸드	9,526	-8.0%	31.8%	3.7%	-12.6%	13.4	0.5	27.5%
A122450	KMH	5,531	-7.9%	358.7%	23.5%	47.0%	17.0	2.1	-14.9%
A041920	미디어나	1,341	-7.5%	22.5%	39.5%	103.3%	11.9	2.0	18.3%
A064960	SNT모티브	8,511	-7.3%	66.1%	-3.6%	0.2%	15.6	1.1	38.4%
A036630	세종텔레콤	4,761	-7.1%	152.6%	3.8%	-111.4%	26.7	1.3	34.2%
A091590	남화토건	1,309	-7.1%	-17.7%	40.3%	173.1%	20.2	0.9	32.6%
A064820	케이프	1,522	-6.2%	40.3%	19.6%	53.4%	16.7	0.9	-95.5%
A008040	사조동아원	1,877	-6.0%	40.4%	-3.9%	33.6%	19.6	0.9	-100.4%
A145720	덴티움	6,597	-5.7%	57.9%	-9.0%	-11.3%	29.3	2.9	-27.3%
A027710	팜스토리	2,295	-5.5%	115.5%	10.8%	112.0%	8.5	1.1	-104.5%
A119860	다나와	4,197	-5.5%	15.9%	35.4%	33.2%	13.6	3.1	25.4%
A003570	SNT중공업	2,494	-5.4%	38.1%	-19.6%	-29.2%	29.9	0.4	97.2%
A038390	레드캡투어	1,821	-5.4%	64.3%	-11.3%	-42.5%	16.4	1.1	-123.5%
A045520	코린앤사이언스	1,781	-5.4%	15.9%	27.2%	73.8%	13.3	3.3	-21.7%
A073490	이노와이어리스	3,312	-5.1%	0.5%	-4.0%	-10.1%	25.3	3.2	15.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

순현금 & 저평가 중소형주

표14 순현금 & 저평가 중소형주

구분	내용
시가총액	시가총액 700억원 ~ 1조원
순현금 & 성장성	순현금 재무구조, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)
Valuation	12M Trailing P/E 20.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2021년 4월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표15 순현금 & 저평가 중소형주

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A041920	메디아나	1,341	-7.5%	22.5%	39.5%	103.3%	11.9	2.0	18.3%
A119860	다나와	4,197	-5.5%	15.9%	35.4%	33.2%	13.6	3.1	25.4%
A170030	현대공업	1,474	-2.4%	119.9%	25.9%	277.2%	13.2	1.3	37.3%
A192400	쿠쿠홀딩스	9,495	-2.2%	51.2%	11.3%	37.3%	8.9	1.2	19.5%
A097780	에스맥	3,996	-1.9%	16.8%	31.0%	56.3%	12.3	1.4	33.1%
A003230	삼양식품	6,923	-1.0%	-9.0%	19.3%	21.8%	10.3	2.0	6.3%
A079940	가비아	2,085	-1.0%	8.5%	14.0%	20.3%	17.2	2.4	23.1%
A028150	GS홈쇼핑	9,936	-0.9%	30.2%	1.2%	29.5%	7.9	0.8	66.4%
A192440	슈피겐코리아	3,854	-0.6%	60.4%	30.7%	80.7%	7.2	1.1	34.2%
A067920	이글루시큐리티	720	0.3%	59.6%	8.2%	188.8%	14.7	1.4	57.4%
A010240	흥국	1,115	1.0%	163.5%	14.0%	75.6%	9.5	1.5	2.8%
A248170	샘표식품	2,238	1.2%	71.6%	13.6%	38.0%	6.2	1.2	11.9%
A284740	쿠쿠홈시스	9,771	1.4%	23.0%	18.5%	12.6%	13.1	1.9	11.0%
A038290	마크로젠	3,766	1.9%	-2.5%	9.5%	93.0%	4.3	1.9	5.7%
A004360	세방	2,918	3.4%	55.5%	16.4%	1.5%	9.0	0.3	1.4%
A057050	현대홈쇼핑	9,780	3.6%	27.5%	4.2%	19.5%	8.7	0.5	37.0%
A083550	케이엠	1,264	4.0%	-17.5%	47.3%	493.5%	3.9	1.1	10.4%
A038870	에코바이오	1,033	4.5%	91.6%	5.3%	43.4%	19.0	1.5	8.6%
A036640	HRS	1,022	4.7%	175.3%	1.0%	552.7%	11.1	1.3	4.3%
A017960	한국카본	5,363	4.7%	103.3%	50.6%	199.5%	9.3	1.4	19.2%
A025540	한국단자	8,311	4.9%	171.4%	3.9%	135.6%	14.4	1.1	18.8%
A007590	동방아그로	1,000	5.5%	25.9%	3.9%	19.8%	14.9	0.7	45.8%
A033290	코웰패션	5,814	5.5%	24.4%	8.1%	5.2%	9.5	2.0	5.2%
A104460	디와이피엔에프	3,005	5.7%	199.0%	28.2%	17.8%	11.6	3.3	3.8%
A053210	스카이라이프	4,261	5.8%	23.8%	0.6%	6.5%	7.4	0.6	79.0%
A039570	HDC아이콘트롤스	1,786	5.9%	33.6%	3.2%	18.3%	11.4	1.1	71.7%
A040910	아이씨디	3,095	5.9%	23.8%	154.1%	250.2%	9.2	1.7	15.3%
A009290	광동제약	4,823	6.0%	53.1%	0.4%	11.5%	10.6	1.0	8.4%
A263690	디알젬	1,637	6.3%	18.9%	77.4%	402.8%	8.2	3.1	8.6%
A007540	샘표	1,570	6.4%	61.1%	13.5%	39.2%	8.8	0.9	42.7%

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.

디티앤씨 (187220)

표16 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	P/E	P/B
807	7,180	-87.7%	-15.1	1.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 최근 분기 지배주주 순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주 지분 기준

기업개요

디티앤씨는 시험·검사·인증 등의 업무를 수행하는 시험인증 국내 선두권 기업이다. 매출 비중은 1) 전자기기 37.0% (소형 가전기기, 휴대폰 단말기, 디스플레이, 사이니지 등), 2) 자동차전장 15.7% (고객사: 현대모비스, LG전자 등), 3) 기간산업 13.0%, 4) 바이오 29.4%, 자회사 DT&CRO (지분 81.0%): 비임상(안전성, 유효성), 생동(분석)와 DT&사노메딕스(지분 100%): 임상수탁기관으로 구성되어 있다.

실적동향

동사의 2020년 실적은 매출액 844억원(+14.4% yoy), 영업이익 -2억원, 순이익 -54억원을 기록하였다. 전년에는 바이오부문 일회성 손상차손 23억원과 일본법인 매출채권 손상처리 일회성 10억원이 반영된 것으로 파악된다. 동사의 과거 5년 매출액 성장률은 CAGR 21.6% 수준으로 견조하나, 바이오 부문에서 적자를 기록하며 영업이익이 감소하였다.

체크포인트

DT&CRO 성장성: 자회사 DT&CRO(지분 81.0%)는 유효성과 안전성에 대한 비임상, 생물학적 동등성(생동분석) 사업을 영위하고 있다. 2020년 비중은 생동분석 60%, 비임상 40% 수준으로 파악되며, 향후 비임상 부문을 강화할 계획이다. 관련 매출액은 2018년 16억원 → 2019년 105억원 → 2020년 201억원, 영업이익은 2019년 -21억원 → 2020년 1억원으로 매출액 고성장과 영업이익 흑자전환이 진행되었다.

이는 2018년 3월 생동성 시험 실시기관 지정 → 2019년 9월 비임상시험센터 승인 → 2021년 1월 유효성 평가전문 이비오 M&A 를 통한 사업영역 확장이 진행되고 있기 때문이다. 디티앤씨가 가장 집중하고 있는 분야는 바이오 부문으로 자회사 DT&CRO 를 통해 성장성을 확대할 것으로 보이며, 2020년 매출액 성장의 대부분을 차지하고 있는 사업부문이다.

참고로 국내 안전성과 유효성 평가를 진행하는 비임상 동종기업은 바이오톡스텍 (086040, 시가총액 1,682 억원, Sales 264 억원, OP 5 억원, NI 26 억원), 생동분석 기업은 인바이츠바이오코아(코넥스, 시가총액 1,041 억원, Sales 236 억원, OP 21 억원, NI 20 억원) 등이 있다.

표17 디티앤씨 연간실적 추이

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	202	275	318	404	498	596	738	844
YoY	50.9%	35.8%	15.7%	27.1%	23.3%	19.6%	23.8%	14.4%
전자기기		222	183	180	249	260	314	312
자동차 전장		28	51	75	96	120	133	133
기간산업			27	84	73	108	96	101
바이오						26	127	249
기타		24	57	65	79	82	69	49
DT&CRO								
Sales					3	16	105	201
OP					-4	-22	-21	1
NI					-3	-22	-73	2
DT&사노메딕스								
Sales					0	10	22	47
OP					-2	-16	-13	-13
NI					-2	-16	-14	-14
YoY								
전자기기			-17.7%	-1.7%	38.6%	4.1%	20.7%	-0.4%
자동차 전장			81.0%	46.2%	29.4%	24.8%	10.4%	0.1%
기간산업			0.0%	210.9%	-12.6%	46.7%	-11.0%	5.3%
바이오			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	387.7%	95.7%
기타			134.1%	15.2%	20.6%	3.9%	-16.4%	-27.8%
% of Sales								
전자기기		80.9%	57.6%	44.6%	50.1%	43.6%	42.5%	37.0%
자동차 전장		10.3%	16.0%	18.5%	19.4%	20.2%	18.0%	15.8%
기간산업		0.0%	8.5%	20.8%	14.7%	18.1%	13.0%	11.9%
바이오		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	17.2%	29.4%
기타		8.8%	17.9%	16.2%	15.8%	13.8%	9.3%	5.9%
영업이익	53	93	28	31	56	40	4	-2
% of sales	26.4%	33.8%	8.9%	7.6%	11.2%	6.7%	0.5%	-0.2%
% YoY	97.0%	74.0%	-69.6%	8.5%	81.8%	-27.8%	-91.1%	적전
순이익	43	72	36	24	41	17	-43	-52
% of sales	21.3%	26.4%	11.3%	6.0%	8.2%	2.8%	-5.8%	-6.2%
% YoY	94.4%	68.3%	-50.3%	-33.1%	69.9%	-59.2%	적전	적자유지

자료: 디티앤씨, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표18 디티앤씨 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
매출액	153	181	176	229	189	231	207	217
YoY	9.5%	19.1%	15.4%	50.1%	23.7%	27.9%	18.0%	-5.1%
전자기기	61	71	68	114	65	84	80	84
자동차 전장	32	24	30	47	25	32	37	38
기간산업	20	23	28	24	25	28	22	26
바이오	14	35	35	42	56	64	60	68
기타	25	27	15	1	18	22	8	1
DT&CRO								
Sales	12	29	37	26	46	55	50	50
OP	-8	-2	-1	-10	1	5	-9	4
NI	-8	-2	-1	-61	1	-7	-9	17
DT&사노메딕스								
Sales	2	6	3	11	9	9	11	18
OP	-7	-3	-6	2	-2	-5	-5	-1
NI	-7	-3	-6	2	-2	-5	-5	-2
YoY								
전자기기	1.3%	8.8%	-9.2%	90.6%	6.3%	19.1%	17.6%	-26.7%
자동차 전장	4.2%	-16.3%	-0.4%	52.2%	-21.0%	32.5%	25.4%	-18.4%
기간산업	-18.3%	-22.3%	32.2%	-23.6%	23.8%	22.2%	-22.2%	5.6%
바이오	0.0%	401.3%	447.3%	236.0%	292.0%	82.1%	70.4%	62.3%
기타	6.7%	29.1%	-26.5%	-91.8%	-29.5%	-18.5%	-44.3%	-6.9%
% of Sales								
전자기기	40.1%	39.2%	38.5%	49.8%	34.4%	36.5%	38.4%	38.5%
자동차 전장	20.9%	13.4%	17.0%	20.5%	13.3%	13.9%	18.0%	17.6%
기간산업	13.4%	12.6%	16.0%	10.7%	13.4%	12.0%	10.5%	11.9%
바이오	9.3%	19.6%	20.2%	18.4%	29.5%	27.9%	29.1%	31.4%
기타	16.4%	15.2%	8.4%	0.6%	9.3%	9.7%	4.0%	0.6%
영업이익	10	-3	-12	9	-10	24	-5	-11
% of sales	6.3%	-1.7%	-6.7%	3.8%	-5.4%	10.6%	-2.5%	-4.9%
% YoY	-3.6%	적전	적전	n/a	적전	-907.1%	적자유지	적전
순이익	2	-6	-19	-19	-19	-3	-7	-23
% of sales	1.0%	-3.1%	-11.0%	-8.4%	-10.3%	-1.3%	-3.2%	-10.6%
% YoY	-31.1%	적전	적전	적전	적전	적자유지	적자유지	적자유지

자료: 디티앤씨, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

대양전기공업 (187220)

표19 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	P/E	P/B
1,689	17,650	50.7%	12.2	0.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 최근 분기 지배주주 순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주 지분 기준

기업개요

동사는 조선(선박용 조명기구 LED, 비중 30.6%), 방산(함내·외 통신체계, 심해무인잠수정 등, 비중 47.9%), 철도(철도차량용 동력장치·배전반, 비중 7.9%), 자동차(압력센서, 비중 2.5%), 자회사 한국특수전지(지분 100%, 잠수함 축전지 생산, 비중 11.6%, OPM 5.3%) 사업을 영위하고 있다.

실적동향

동사는 2020년 1,892억원(+6.9% yoy), 영업이익 163억원(+9.7% yoy)을 기록하며 2년 연속 성장흐름이 지속되었다. 이는 지난 2년간 방산부문의 무인잠수정(2018년 10월 450억원 규모의 수주) 실적이 반영되어 방산부문의 매출액이 2018년 397억원에서 2019년 734억원, 2020년 905억원으로 급증한 데 따른 것으로 2021년에는 무인잠수정 공급이 없어 높은 Base Effect가 있을 것으로 보인다.

체크포인트

첫째, 자동차용 센서 사업 기대감: 동사는 2014년 자동차용 센서 사업을 시작하였다. 자동차 부문 매출액은 2016년 21억원 → 2017년 23억원 → 2018년 30억원 → 2019년 36억원 → 2020년 47억원 → 2021년 100억원 계획 → 2022년 150 ~ 200억원 계획으로 고성장이 진행(과거 3년 CAGR 26.9%)되고 있으며, 신성장동력으로 기대감도 높다.

동사의 자동차 부문 매출액의 대부분은 현재 1)ESC(Electronic Stability Control, 차체 자세 제어시스템, 주로 만도를 통해 상용차·SUV 등에 공급)용 압력센서이며, 2)신제품으로 수소차 TANK용 압력센서(중·고압, 현재 현대차 NEXO에 공급 중)가 증가하고 있고, 3)수소차 STACK용 압력센서(저압)에도 사업을 진행하고 있다.

둘째, 성장전략의 변화: 중·장기적으로 육상 분야 센서사업 다각화를 추진하고 있다. 이에 중앙연구소(마곡, 2022년 12월 완공 예정)을 준공하고 센서사업 전문인력을 매년 확대(현재 R&D 인력 35명 정도 → 2025년 100명 정도)할 계획이다. 이에 대한 성과는 중·장기적으로 나타나겠지만, 지금까지 대규모 순현금을 보유하고 변화가 없던 기업에게 성장가능성이 있는 변화가 진행되고 있다는 데 의의가 있다.

안정적인 재무구조

동사는 순현금 855억원(시가총액의 50.7%)을 보유하고 있으며, 이는 중앙연구소 등의 건설 투자 및 R&D활동 강화에 사용될 계획이다.

Part IV

시험인증기업 살펴보기

이베스트투자증권 Mid-Small cap 팀에서는
국내에서 사업을 영위중인 시험인증 기관들에 대한
현황을 정리해보았습니다.

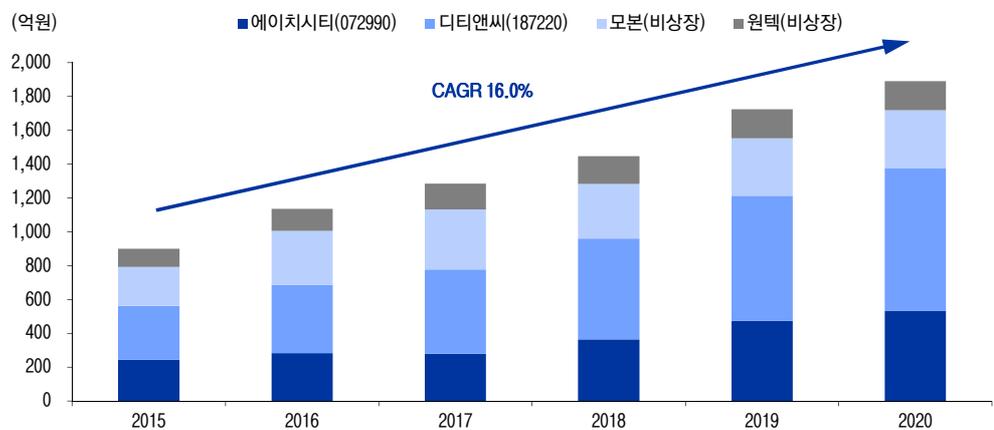
대부분의 시험인증관련 기업들이 매년 성장흐름을 보이고 있어
그 이유가 무엇인지 살펴보고
향후에도 이러한 흐름이 유지될 수 있는지 알아보고자 합니다.

작지만 강한 성장산업: 시험인증

Summary

국내에서 사업을 영위하고 있는 주요 4개 회사(에이치시티, 디티앤씨, 모본, 원택)의 시험인증기관 매출액은 아래 그림과 같이 매년 성장(2015년 ~ 2020년 CAGR 16.0%)하는 모습을 보이고 있다. 중요한 점은 4개 기업이 모두 CAGR 8.1% ~ 21.6% 수준의 고성장을 보이고 있다는 점이다.

그림7 국내 주요 시험인증기관 매출액 추이: CAGR 16.0%



자료: 각사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준, 모본과 원택의 2020년 매출액 자료가 없어 2019년과 동일금액 적용

국내 시험인증 사업을 영위하는 기업들이 성장하는 이유는 아래와 같이 요약할 수 있으며, 현재 산업 상황을 고려한다면 향후에도 성장흐름이 유지될 가능성이 높다.

첫째, 기술의 발전: 신규 IT Device가 출시됨에 따라 기술수준이 통합, 융합, 고도화되어 인증에 대한 수요가 증가하고 있다. 특히, 전기자동차, 무인자동차, 사물인터넷, 5G Device 등의 새로운 제품이 출시에 따라 최근 성장속도가 더 높아지고 있으며, 소비자의 안전과 환경, 편의성을 증시함에 따라 기술 규제 범위도 확대되고 있는 상황이다.

둘째, 무역진입 장벽의 해소: IT 제품의 수출 증대 & 국가간의 교역이 확대되며 인증시장이 확대되고 있다. 즉, 국가간의 무역이 활발해지면서 기술 수준에 대한 표준이 강화되고 있는 상황에서, IT 제품 생산기업들이 내수 생산에만 의존하지 않고 수출도 가능한 제품 군을 생산함에 따라 인증 수요가 증가하고 있는 것이다.

셋째, 시험인증 전문 서비스 기업(아웃소싱)의 성장성 확대: 제조업체의 인프라 투자비용 감소 & 인증절차 단축 등의 이유로 제 3자에게 시험인증을 의뢰하는 서비스 시장(외주화, 인건비 & 유형자산 투자의 감소)이 확대되고 있다.

시험인증 산업이란?

시험인증 산업은 표준과 기술기준을 바탕으로 시험·검사·인증 등의 업무를 수행하는 것을 적합성평가(Conformity Assessment)라고 하며, 이러한 서비스업을 시험인증 산업이라고 구분하고 있다. 즉, 시험인증 사업은 물품이 각 국가의 규제를 충족하는지를 입증하기 위해 시험(Testing: 제품이 지정된 기준에 적합한지 여부를 판단), 검증(Inspection: 제품을 생산하는 공정의 적절성 여부를 확인), 인증(Certification: 기준에 충족할 경우 인증서 발급) 서비스를 제공하는 것이다.

시험인증 기업들의 자격: 높은 진입장벽

각국의 시험인증 사업자들은 해당국가에서 관할하는 시험인증 협회(기구)에서 인정을 받아야 하고, 우리나라의 경우도 시험인증 사업을 영위하기 위해서는 한국인정기구(KOLAS: Korea Laboratory Accreditation Scheme)에서 시험기관의 인정 승인 및 사후관리를 받아야 한다. 한국인정기구는 국제시험소 인정 기구 협의체인 ILAC(International Laboratory Accreditation Cooperation)의 회원으로 가입되어 있어, 시험기관의 인정과 각 회원국가간의 상호인정이 가능하다.

참고로 시험기관(시험인증 기업)은 신청자(IT 제조업체 등)의 요구에 따라 제품을 분석하여 지정된 규격에 명시된 시험을 실시하고, 시험 결과의 적합/부적합 결과를 담은 시험성적서를 발행하는 방식으로 평가를 진행하게 되며, 부적합으로 평가된 제품은 국가, 기관, 기구로부터 제품의 유통과 판매가 엄격히 금지되어 있다.

이에 제조업체의 입장에서는 개발된 제품의 판매 또는 수출을 위해서는 반드시 시험기관의 적합 판정을 받은 시험성적서와 이를 기반으로 발급받은 인증서가 반드시 필요하다.

그림8 시험인증 기관의 분야

제품에 대한 시험/검사/인증을 통해 국가마다 규정하고 있는 요구 기준을 충족하는지 입증해주는 엔지니어링 컨설팅

모든 산업분야의 기기, 제품 등을 시험/측정하고 인증하는 21세기 핵심산업



자료: 에이치시티 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

시험인증 산업이 필요한 이유

국내외 정부기관에서 시험인증제도를 운영하는 목적은 다음과 같다.

첫째, 신뢰성, 안정성: 제조업체에서 개발된 제품이 소비자에게 전달(시장에 유통)되기 전에 안전성, 신뢰성 등의 요구되는 표준에 적합한지 그 여부를 검증하여 하는 것이다. 쉽게 설명하면 소비자에게 공급되는 제품의 사회적 안전성 확보에 목적을 두는 적합성 평가(CA: Conformity Assessment) 기능이다. 이는 기업이 판매하는 제품이 지정된 표준에 따라 적합하게 만들어져 있음을 의미하며, 소비자가 안심하고 제품을 구입할 수 있도록 도와준다.

둘째, 무역 진입장벽의 해소: 기업이 생산하고자 하는 제품이 국내뿐만 아니라 해외 수출을 고려할 경우 시험인증 분야가 필요하다. 시험인증을 통해 기업의 생산된 제품이 국가별 시장의 규제와 표준에 따라 개발되었음을 입증하는 것이다. 대부분의 국가들은 자국 고유의 인증제도를 규제화하여 해당 국가에 제품을 판매하고자 할 때에 시험인증을 통과하도록 하고 있다.

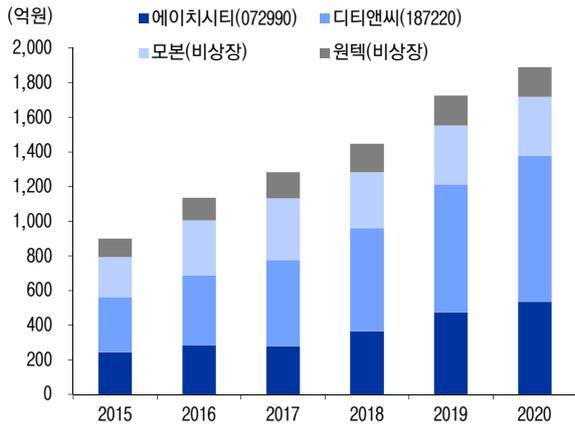
시험인증 산업에 대한 시장 규모

시험인증 범위에 따른 구분이 모호하여 시장규모에 대한 정확한 산출은 어려움이 있으나, 대략적인 시장 규모는 국내 6.4조원 규모(2018년 기준, 글로벌 60조원 ~ 100조원 규모)로 파악되며, 국내 업체들이 집중하고 있는 전기전자 부문은 약 6천억원 ~ 1조원 정도로 보인다. 국내 시험인증 시장 성장률은 연평균 6.4% 수준(2012년 ~ 2018년 기준, 글로벌 6.2%)으로 보이며, 시험인증 전문 서비스 기업들의 성장률은 이보다 높은 10.2%의 성장을 보이고 있는 것으로 파악된다.

시험인증 서비스 기업들의 성장포인트

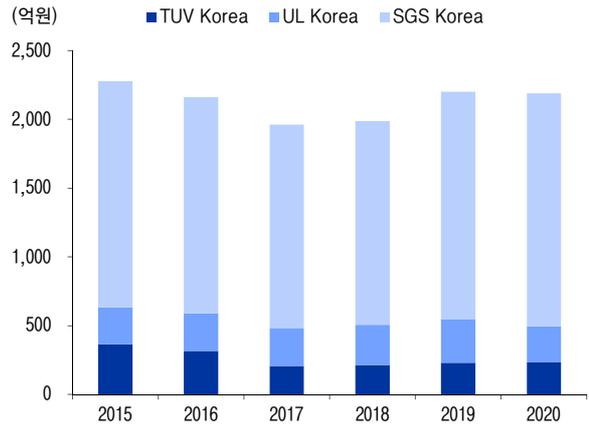
아래 그림과 같이 국내 시험인증 서비스 업체들이 안정적인 성장(2015년 ~ 2020년 CAGR Sales 16.0%)을 보이고 있다. 다만, 국내에서 사업을 영위하는 글로벌 시험인증 기업들의 한국 자회사 성장성은 미미한데, 그 이유는 한국 기업들이 선제적 투자를 통한 시장성장의 많은 분야를 진출하고 있기 때문으로 파악된다.

그림9 국내 주요 시험인증 서비스 기업



자료: 각사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 글로벌 시험인증 서비스 기업의 한국 자회사



자료: 각사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

첫째, 기술의 발전: 신규 IT Device가 출시됨에 따라 기술수준이 통합, 융합, 고도화되어 인증에 대한 수요가 지속적으로 증가하고 있기 때문이다. 즉, 첨단기술이 발전할수록 성장하고 있다는 것이다. 특히, 전기자동차, 무인자동차, 사물인터넷, 원격의료, 5G 통신 Device 등의 새로운 제품이 출시에 따라 최근 성장속도가 더 높아지고 있으며, 소비자의 안전과 환경, 편의성을 중시함에 따라 기술 규제 범위도 확대되고 있는 상황이다.

둘째, 무역진입 장벽의 해소: IT 제품의 수출 증대 & 국가간의 교역이 확대되며 인증시장이 확대되고 있다. 즉, 국가간의 무역이 활발해지면서 기술 수준에 대한 표준이 강화되고 있는 상황에서, IT 제품 생산기업들이 내수 생산에만 의존하지 않고 수출도 가능한 제품 군을 생산함에 따라 인증 수요가 증가하고 있는 것이다. 이러한 영향은 선진국보다는 오히려 개발도상국이나 신흥국에서 더 활발히 나타나고 있어 실질적으로 시험인증 산업의 성장성은 선진국 < 개발도상국 흐름을 보이고 있다.

셋째, 시험인증 전문 서비스 기업(아웃소싱)의 성장성 확대: 시험인증 산업은 1)제조업체가 시험인증을 직접 수행하는 인하우스 시장(M/S 48%)과 2)제 3자 기관에 시험인증을 의뢰하는 서비스 시장(M/S 52%)으로 구분된다. 과거 경험을 봤을 때 서비스 시장의 성장성이 더 높은 것으로 파악되는데, 이는 제조업체의 입장에서 인프라 투자비용 감소 & 인증절차 단축 등의 이유로 동사와 같이 시험인증 전문 기관에 의뢰하는 수요가 증가하기 때문이다. 쉽게 설명하면, 제조업체들이 새로운 개발 아이টে에 대한 시험검사 조직에 대한 인건비와 유형자산 투자를 집행하는 것보다 외주로 업무를 처리하면서 변동비적인 성격으로 운영하는 움직임이 많다는 것이다.

시험인증 사업의 체크포인트

첫째, 투자 & 인건비가 선행지표가 될 수 있다.

시험인증 사업의 성장을 위해서는 선투자가 필요하다. 그리고 선투자로 고민해 볼 수 있는 지표는 시험인증을 수행할 수 있는 인력의 증가(일반적으로 6개월 이상 소요)와 측정기기 등의 생산설비 투자이다. 이에 시험인증 서비스 기업의 Capex와 인력이 증가할 경우 6개월 ~ 1년 뒤에 성장성이 높아질 가능성이 있다.

특히, 기존에 시험인증을 영위하던 사업이 아니라 새로운 영역에 진입할 경우 Capex가 의미 있게 증가한다. 이러한 이유로 시험인증 서비스 업체들이 신규 영역을 진출할 때 부담이 많고, 새로운 영역에 진입했을 때에는 단기적으로 감가상각비와 인건비 증가 등이 비용요인이 발생하여 수익성이 안 좋을 수도 있다. 반면, 기존 영역에 대한 업그레이드는 바로 실적개선으로 연결된다. 새로운 영역의 생산설비 투자는 기술기준이 변경될 경우 사용이 불가능 할 수도 있다.

둘째, 2021년 ~ 2022년 성장분야는 무엇일까?

2차전지(배터리), 자율주행 기능, 바이오, 5G 통신 Device가 될 것이다. 특히, 2차전지 분야는 시험인증의 도입 단계로 향후 성장성이 매우 높다. 다만, 이렇게 신규로 산업이 확장되는 경우 시험인증 업체들은 선투자가 필요하기 때문에 단기적인 관점에서 수익성이 안 좋을 수 있다. 감가상각비와 인건비의 증가요인 때문이다. 바이오의 경우도 비임상, 생물학적 동등성 등과 관련된 분야의 성장성이 확대되고 있는 상황이다. 5G 통신의 경우 현재는 단순한 신규 Device 증가에 연동되지만 향후 28기가 헤르츠가 본격화 될 경우에 성장성이 매우 높아질 수 있는 분야이다.

셋째, 생산수량의 증가 Vs. R&D의 증가?

시험인증 사업은 양산시에 적용되는 검사가 아니다. 제품이 개발되고 난 후 인증을 받는 것이기 때문에 특정 아이템의 생산량이 많아지는 것이 중요한 게 아니라, 신기술과 새로운 제품이 개발되면서 R&D가 증가할 경우 성장할 수 있다. 최근에는 한가지 IT Device에서 본질의 기능뿐만 아니라 부가 기능(블루투스과 같은 통신 기능)이 많아짐에 따라 인증 수요가 증가하고 있는 상황이다.

시험인증 서비스 업체 동향

1. 에이치시티(072990)

에이치시티는 2000년 현대전자산업에서 분사하여 설립되었으며, 전자과 분야 중심의 교정사업과 일반 전자기기 및 무선기기 인증사업으로 시작되었다. 전기전자(무선) 부문에서 경쟁력이 높으며, 최근 자동차 부문과 배터리 부문을 강화하고 있다. HCT의 매출 비중은 정보통신기기 49.9%, 차량용기기 9.8%, 배터리 3.0%, 교정 33.2%로 구분된다. 다른 시험인증 업체들과는 조금 다르게 교정사업을 영위하고 있다. 에이치시티의 2020년 실적은 매출액 534억원(2017년 이후 CAGR 24.2%), 영업이익 2020년 104억원(OPM 19.6%) 수준이다.

2. 디티앤씨(187220)

디티앤씨는 전지전자 시험인증이 핵심 분야이며, 최근에는 바이오 부문에서 성장성이 확대되고 있다. 매출 비중은 1) 전자기기(매출비중 37.0%) - 통신기기, 디스플레이, 사이니지, 공기청정기 등의 소형가전 등, 2) 자동차전장(매출비중 15.7%) - 주요 고객사는 현대기아차 1, 2차 벤더, 3) 기간산업(매출비중 11.9%) - 방산, 발전사업, 4) 바이오(매출비중 29.4%) - 자회사 DT&CRO와 DT&SanoMedics - 생물학적동등성 시험, 비임상 등의 사업을 영위하고 있다.

3. 모본(비상장)

모본은 독일 인증기관인 Cetecom의 한국지사로서 1998년에 설립되어 한국 최초로 국내 및 해외 완성차 제작사로부터 인증을 받은 유일한 시험소이다. 2004년도에 설립된 모본통신시험소(무선통신기기의 전자과 시험 서비스)를 기반으로 KOLAS 인정과 FCC를 등록하며 무선, 블루투스, 자동차 전문 시험 연구소를 설립하여 GM으로부터 인가를 받으며 자동차 제조업체로부터 인증을 받았다.

2011년부터 첨단안전운전 시스템의 개발을 시작하고, 차선이탈경보장치와 충돌경고 등과 같은 솔루션을 판매하고 있는데, 2012년에는 KC(국립전파연구원) 인증을 획득하면서 국내뿐만 아니라 해외인증 서비스 까지도 제공하게 되었다. 자동차 전문 시험연구소가 있는 만큼 동사는 국내 최초로 다수의 글로벌 자동차 회사들로부터 인증을 받으며 자동차 인증부분의 유일무이한 시험기관으로 자리잡게 되었다. 첨단안전장치인 ADAS를 2017년 국내기업 최초로 이스라엘 교통부 성능 테스트 통과에 힘입어 중국의 ADAS 표준규격까지 통과하며 전세계적으로 기술력을 인증 받았다.

4. 원택(비상장)

원택은 1989년 설립된 규격인증전문 사설시험기관으로 전기/전자/기계 제품의 안정성, 신뢰성과 유무선통신 등 다양한 분야에서 시험을 진행하고 있다. 동사는 공인시험기관 자격을 다수 보유하고 있으며 KC전기용품안전확인 시험기관으로 민간시험기관 최초로 등록, 전기기기, 오디오와 비디오 응용기기, 정보통신 총 3개 분야의 43개 품목을 시험하고 있다. 이는 사업초기부터 주요 해외인증기관 엔지니어를 초청하는 시험을 통해 국내에서 모든 문제점을 해결하여 인증기간을 단축하여 가능하였으며 2010년 해외 주요 인증기간이 한국에 진출하였을 때 원택 내부에 지사를 설립하였다.

글로벌 기업인 SGS또한 원택과 협약을 맺으며 원택의 시험시설을 이용할 정도로 기반이 탄탄한 기업이라고 할 수 있다. 2019년에는 약 70억원을 투자해 4층/640평 규모로 건물을 증축하며 시험장을 확장해 시험능력을 꾸준히 확충하고 있다. 원택의 2020년 매출액은 205억원 (+19.2% yoy), 영업이익은 27억원 (+13.6% yoy)으로 안정적인 성장을 하고 있다.

해외기업 시험인증기관: SGS 살펴보기

SGS는 스위스에 본사를 둔 품질검사와 시험인증서비스를 제공하는 글로벌 기업이다. 국제 표준(ISO) 절차를 준수하는 인증회사로 검증과 테스트와 같은 국제무역을 지원하는 서비스(농업, 광물, 석유, 소비재 등)에 필수적인 기능을 제공한다. 이러한 인증/검증 서비스는 정부와 글로벌 기관, 그리고 산업종사자들과 과학자들에게까지 사용되고 있어 추후 국제간 교류가 재개 될 경우 서비스 이용이 더 활발해질 것이다. 2020년 매출액은 5조 8천억원 (-15.1% yoy), 영업이익은 1조 300억원 (-22% yoy)이다. 실적의 감소는 코로나로 인한 영향이 크다고 볼 수 있다.

전체 매출에서 18.75%로 가장 큰 부분을 차지하는 소비자 인증 서비스부문매출액은 1조 2800억원으로 -10% yoy, 농업과 생활사업부 +2.6% yoy, 산업부는 -1.7% yoy, 석유, 가스 및 화학물질부문 -17.8% yoy 등 주요 사업부문이 전반적으로 코로나바이러스로 인한 락다운 영향을 받은 상태이다.

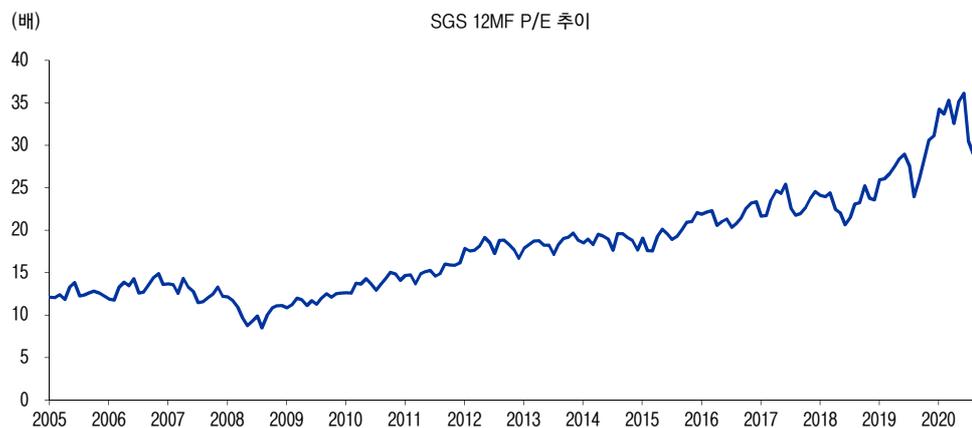
표20 SGS 사업부별 매출액 현황

(단위: 백만USD)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	6,077	6,450	6,856	6,642	5,976
<i>YoY</i>		<i>6.1%</i>	<i>6.3%</i>	<i>-3.1%</i>	<i>-10.0%</i>
Consumer testing services	886	979	1,048	1,098	1,124
Agriculture Services	949	1,032	1,086	1,080	1,062
Industrial Services	905	920	961	1,098	903
Oil, Gas and Chemicals services	1,115	1,157	1,247	1,081	828
Others	2,242	2,362	2,513	2,282	2,058
<i>YoY</i>					
<i>Consumer testing services</i>		<i>10.5%</i>	<i>7.0%</i>	<i>4.8%</i>	<i>2.4%</i>
<i>Agriculture Services</i>		<i>8.7%</i>	<i>5.2%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>-1.7%</i>
<i>Industrial Services</i>		<i>1.7%</i>	<i>4.5%</i>	<i>14.3%</i>	<i>-17.8%</i>
<i>Oil, Gas and Chemicals services</i>		<i>3.8%</i>	<i>7.8%</i>	<i>-13.3%</i>	<i>-23.4%</i>
<i>Others</i>		<i>5.4%</i>	<i>6.4%</i>	<i>-9.2%</i>	<i>-9.8%</i>

자료: Bloomberg, SGS, 이베스트투자증권 리서치센터

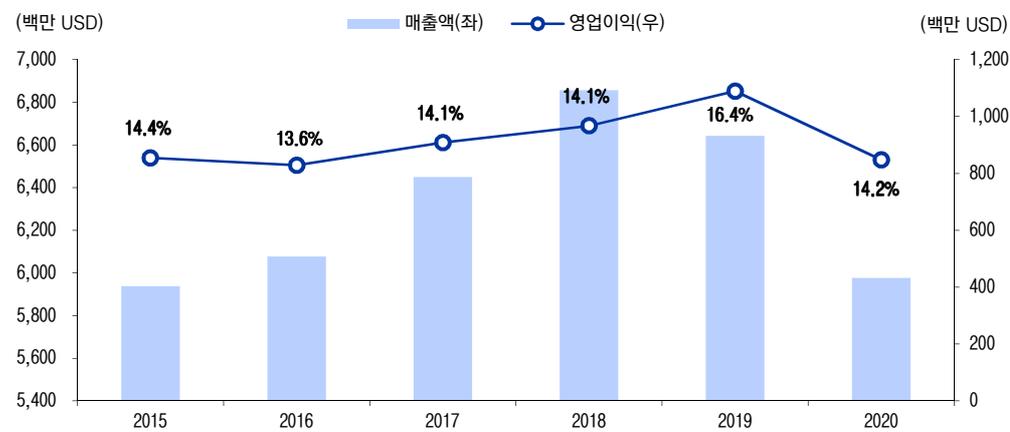
코로나로 인한 팬데믹으로 글로벌시험인증기관의 멀티플은 2020년 높아져있는 상태이다. 특히 SGS는 2020년도에 10년중 가장 높은 멀티플을 받았는데, 최근 글로벌 시험인증시장의 평균 멀티플인 32.7배 대비 42.6배를 받고 있는 SGS는 상대적으로 고평가되고 있음을 볼 수 있다.

그림11 SGS 12MF P/E 추이



자료: Bloomberg, SGS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 SGS 실적 추이



자료: Bloomberg, SGS, 이베스트투자증권 리서치센터

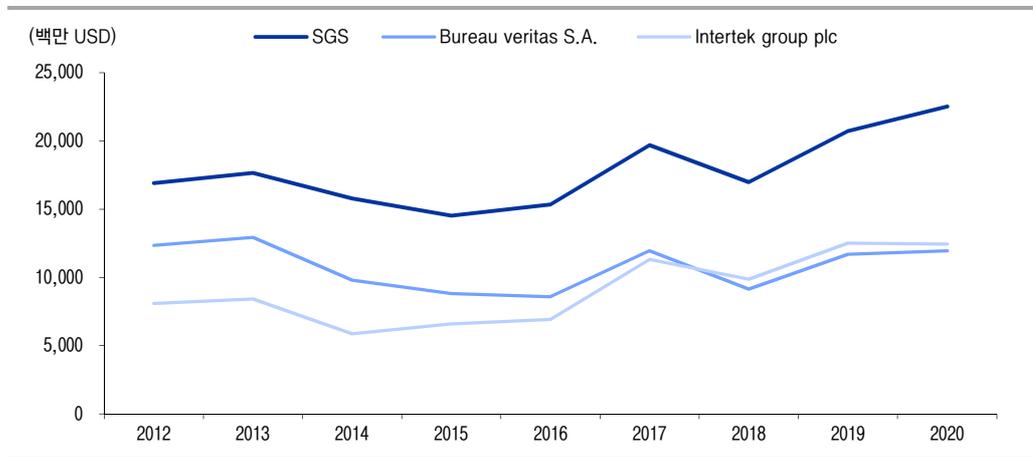
2021년부터는 1)백신 및 PPE(개인보호장비) 코로나바이러스 테스트 수요증가와 2)인증과 경영지원본부의 회복, 3)Synlab(독일 의료진단 제공업체) 인수에 따른 긍정적 영향이 있을 것이라 전망되고 있다.

첫째, 동사는 현재 두 곳에서 코로나바이러스 백신사업에 관여 중이다. 1) 영국에 있는 SGS연구소에서는 새로운 백신에 대한 연구개발과 연계된 안전성 시험을 진행 중이며 2)벨기에 에서는 코로나바이러스 백신의 1회분에 대한 품질 관리 테스트를 수행하는데, 이 두 연구소 모두 코로나바이러스 팬데믹 이전부터 존재해 왔으며 2020년에는 전체 매출의 1%이상을 증가시키는 역할을 했다. 2021년에는 작년 대비 소폭 상승이 전망된다.

둘째, 인증과 경영지원본부의 60%이상이 경영인증과 관련이 있는데, 작년 상반기 대비 2020년 상반기는 -18%로 매출이 대폭 감소하였는데, 하반기에는 그 감소폭이 -6%로 축소되며 회복세에 진입을 했다. 아직 수요에 대한 캐치업이 필요하나, 지난 손실을 100% 회복시키기에는 힘들 것이라고 전망된다.

셋째, 동사는 2021년 1월부터 hub-and-spoke 모델(본사 위주의 자회사설립)을 시작하였는데, 이는 추후 진행될 수 있는 연구소와의 계약과 인수합병 기회들의 기반이 될 것이다. Synlab의 인수는 상대적으로 마진이 전사 마진보다 낮지만, SGS는 올해부터 15~20만 CHF(약 180~250억원)의 비용절감을 목표로 하고 있다. 그 외에도 현재 식품/생활 및 환경시장과 무선시장에 관심을 두며 다양한 M&A 타겟을 찾고 있다.

그림13 글로벌 시험인증 3사 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 글로벌 시험인증 기업 비교

(단위: 백만USD)		SGS	Bureau veritas	Intertek group plc	Eurofins Scientific
매출액	2019	6,642	5,709	3,813	5,108
	2020	5,976	5,253	3,520	6,209
	2021E	6,627	5,738	3,840	6,965
영업이익	2019	1,089	807	620	410
	2020	848	465	486	914
	2021E	1,084	844	642	1,063
영업이익률(%)	2019	16.4%	14.1%	16.2%	8.0%
	2020	13.9%	8.8%	13.8%	14.7%
	2021E	16.4%	14.7%	16.8%	15.3%
PER	2019	30.3	28.0	30.1	449.3
	2020	41.7	77.7	36.8	23.7
	2021E	31.5	28.6	31.5	27.9
PBR	2019	13.2	8.2	9.9	48.1
	2020	18.8	7.9	19.2	4.9
	2021E	18.9	7.7	9.0	4.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

에이치시티 (086450)	38
서흥 (008490)	48
다나와 (119860)	54

Universe

기업명	투자판단	목표주가
에이치시티	Buy(신규)	20,000 원(신규)
서흥	Buy(유지)	70,000 원(유지)
다나와	Buy(유지)	50,000 원(유지)

에이치시티 (086450)

성장동력: 5G, 전장화, 2차전지

2021. 4. 27

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

기업개요

에이치시티는 2000년 현대전자산업에서 분사하여 설립되었으며, 표준과 기술기준을 바탕으로 시험인증 사업을 영위하고 있다. 이는 물품이 각 국가의 규제를 충족하는지를 입증하기 위해 시험(Testing: 제품이 지정된 기준에 적합한지 여부를 판단), 검증(Inspection: 제품을 생산하는 공정의 적절성 여부를 확인), 인증(Certification: 기준에 충족할 경우 인증서 발급) 서비스를 제공하는 것이다.

투자포인트

첫째, 5G: 동사의 정보통신기기 시험인증 매출액은 2017년 139억원 → 2018년 169억원 → 2019년 220억원 → 2020년 266억원(CAGR 15.7%)로 성장하고 있으며, 향후에도 성장흐름이 유지될 전망이다. 이는 1)5G 시장이 성장함에 따라 신규 인증에 대한 수요가 증가(2021년은 보급형 5G 스마트폰 증가 수혜)하고, 2)통신기능(Wifi, 블루투스)이 있는 IT Device 제품군 확대가 진행되고 있기 때문이다.

둘째, 전장화: 동사의 차량용기기 시험인증 2020년 매출액은 52억원(+48.7% yoy)이며, 향후 고성장 사업부문으로 기대된다. 이유는 자동차 내에 전장부품이 증가하여 시험인증 시장에 대한 수요가 급격히 확대되고 있기 때문이다. 특히, 최근에는 자율주행 기능이 확대됨에 따라 센서류에 대한 시험인증 수요가 확대되고 있는 상황이다.

셋째, 동사의 배터리 시험인증 2020년 매출액은 16억원(+49.45 yoy) 규모이며, 향후 배터리 방폭과 관련된 인증 수요가 시장의 초기단계로서 큰 폭의 성장이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시

에이치시티에 대해 투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 5G, 자동차 전장화, 2차전지 부문의 시험인증 수요 증가로 2020년 최대실적을 기록하였으며, 2021년 이후에도 성장흐름이 유지될 것으로 기대되기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation을 적용(ROE 8.4%, β 0.92(과거 1,3,5년평균), Sustainable growth 0% 보수적 추정)하여 산출하였다. 동사의 Target P/E 12.2배(12MF EPS)는 EPS growth CAGR 16.1%(과거 5년)을 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

Buy(Initiate)

목표주가 20,000 원

현재주가 15,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (4/26)	1,030.06pt
시가총액	1,049 억원
발행주식수	6,996 천주
52 주 최고가 / 최저가	15,350 / 9,065 원
90 일 일평균거래대금	13.19 억원
외국인 지분율	5.7%
배당수익률(21.12E)	0.3%
BPS(21.12E)	9,802 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 4.3%
	6개월 3.1%
	12개월 -4.7%
주주구성	이수찬(외 3인) 35.2%
	타이거자산운용 8.8%
	자사주 2.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	47.4	7.2	7.0	6.1	887	70.1	13.4	11.2	5.4	1.4	12.9
2020	53.4	10.4	10.2	10.4	1,516	70.9	18.2	9.7	5.8	1.8	19.2
2021E	60.5	11.8	11.9	10.4	1,524	0.6	20.5	9.8	4.9	1.5	16.4
2022E	68.2	13.4	13.7	12.0	1,754	15.1	23.2	8.6	3.9	1.3	16.1
2023E	76.3	15.1	15.5	13.6	1,991	13.5	26.0	7.5	3.1	1.1	15.7

자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

투자포인트

1. 무선기반 정보통신기기 시험인증 고성장

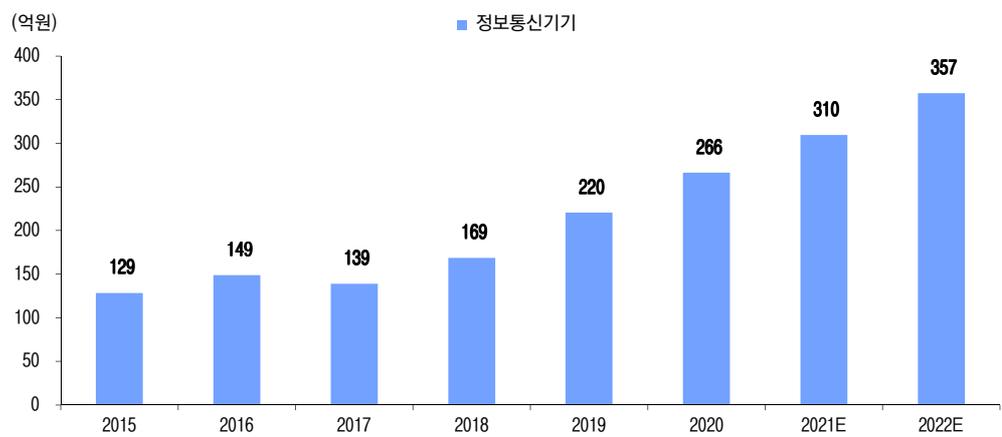
동사의 정보통신기기 시험인증 매출액은 2017년 139억원 → 2018년 169억원 → 2019년 220억원 → 2020년 266억원(CAGR 15.7%)로 고성장하고 있으며, 2021년 이후에도 성장흐름이 유지될 전망이다. 이는 1)5G 시장이 성장함에 따라 신규 인증에 대한 수요(모바일: 현재까지 플래그쉽 위주, 향후 중저가 모델로 5G 서비스 확대, 기지국 수요 ↑)가 증가하고, 2)통신기능(Wifi, 블루투스)이 있는 IT Device 제품군(무선충전기, 소형 가전제품, 무선모듈 등) 확대가 진행되고 있으며, 이러한 상황이 향후에도 유지될 것으로 기대되기 때문이다.

중요한 점은 현재 동사의 사업부문 중 정보통신 부문의 수익성이 가장 높은 것으로 파악되어 핵심사업 고성장에 따른 영업이익 증가도 동시에 진행되고 있다. 참고로 현재 보다는 향후 5G 서비스의 28GHz가 본격화 되는 시기에 시험인증 수요가 급격히 증가할 가능성이 높다는 점도 긍정적이다.

동사가 이렇게 무선기반의 정보통신 부문에서 시험인증 경쟁력이 높은 이유는 2000년 현대전자에서 분사(현대전자 품질부문 영업양수도 계약)하여 설립된 배경을 고려했을 때 무선통신 시험인증에 대한 업력과 Knowhow가 높기 때문으로 보인다.

동사의 정보통신기기 시험인증 사업의 주요 고객사는 S사, 통신 중계기 생산기업, 소형 가전기기 생산 기업들이다.

그림14 에이치시티 정보통신기기 시험인증 매출액 추이



자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

2. 자동차 & 배터리 시험인증 고성장

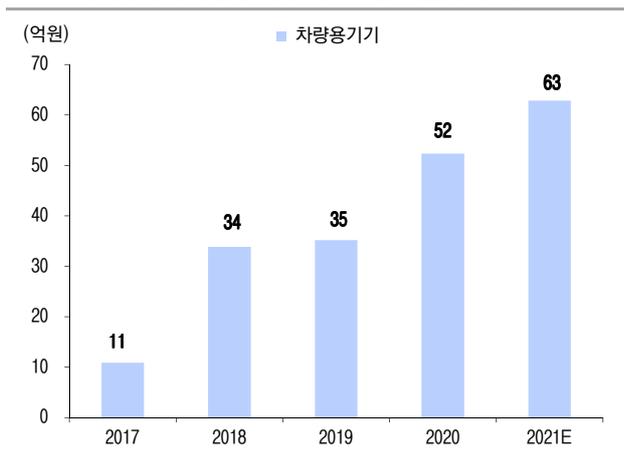
첫째, 동사의 차량용기기 시험인증 2020년 매출액은 52억원(+48.7% yoy)이며, 향후 고성장 사업부문으로 기대된다. 이유는 자동차 내에 전장부품이 증가하여 시험인증 시장에 대한 수요가 급격히 확대되고 있기 때문이다. 과거에는 차량 내 인포테인먼트(오디오, 네비게이션 등)의 인증이 많았으나, 자동차의 자율주행 기능이 확대됨에 따라 센서류에 대한 시험인증 수요가 확대되고 있는 상황이다.

차량용 시험인증의 주요 고객사는 현대모비스, LG전자(최근 수요가 시험인증 수요 증가↑) 등으로 파악되며, 국내 완성차 업체가 해외 여러 국가에 수출하기 위한 시험인증 레포트 작성이 증가하고 있는 상황이며, 2021년에도 자동차 센서류에 대한 시험인증이 증가하고 있다.

둘째, 동사의 배터리 시험인증 2020년 매출액은 16억원(+49.45 yoy) 수준으로 아직은 미미하나, 향후 성장성이 가장 높을 것으로 기대되는 아이템이다. 이유는 배터리 방폭과 관련된 인증 수요가 시장의 초기단계이기 때문이다. 현재 방폭인증에 대한 Capex가 진행(6월 방폭관련 시험인증 완공 예정)되고 있으며 2021년 하반기 이후 실적연결에 대한 가시화가 기대된다.

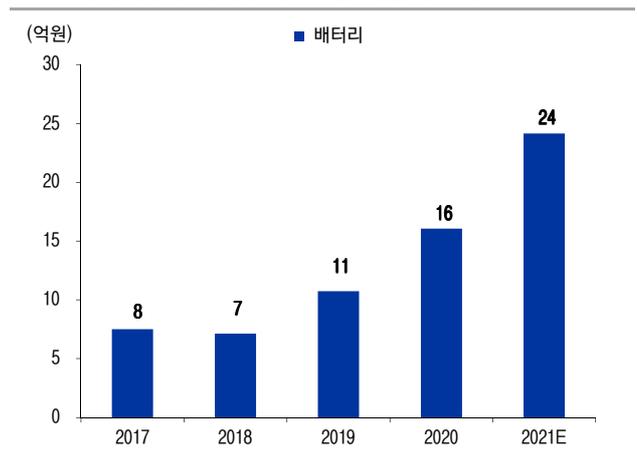
물론, 단기적인 관점에서 Capex 확대에 의한 감가상각비 증가 & 인력수 충원에 따른 인건비 부담으로 올해 수익성 기여는 어렵겠지만, 배터리 방폭인증에 대하여 국내 선제적 투자로 동종기업 대비 레퍼런스를 확보할 수 있을 가능성이 높아 향후 중장기적인 관점에서 기대되는 시험인증 분야이다.

그림15 에이치시티 차량용기기 시험인증 매출액 추이



자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림16 에이치시티 배터리 시험인증 매출액 추이

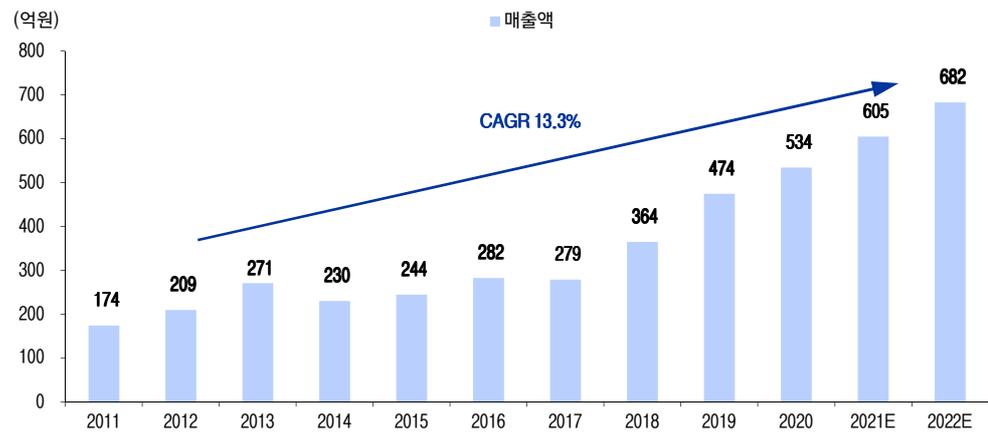


자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

3. 시험인증 사업의 안정적인 성장흐름

동사의 시험인증 & 교정사업은 아래 그림과 같이 매년 안정적인 성장흐름(2011년 이후 Sales CAGR 13.3%)을 보이고 있다. 이는 아래 3가지 요인으로 해석할 수 있으며 현재 상황을 고려할 경우 향후에도 성장흐름이 지속될 것으로 기대된다.

그림17 에이치시티 매출액 추이



자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

첫째, 기술의 발전: 신규 IT Device가 출시됨에 따라 기술수준이 통합, 융합, 고도화되어 인증에 대한 수요가 지속적으로 증가하고 있기 때문이다. 즉, 첨단기술이 발전할수록 성장하고 있다는 것이다. 특히, 전기자동차, 무인자동차, 사물인터넷, 원격의료, 5G 통신 Device 등의 새로운 제품이 출시에 따라 최근 성장속도가 더 높아지고 있으며, 소비자의 안전과 환경, 편의성을 중시함에 따라 기술 규제의 범위도 확대되고 있는 상황이다.

둘째, 무역진입 장벽의 해소: IT 제품의 수출 증대 & 국가간의 교역이 확대되며 인증시장이 확대되고 있다. 즉, 국가간의 무역이 활발해지면서 기술 수준에 대한 표준이 강화되고 있는 상황에서, IT 제품 생산기업들이 내수 생산에만 의존하지 않고 수출도 가능한 제품 군을 생산함에 따라 인증 수요가 증가하고 있는 것이다.

셋째, 시험인증 전문 서비스 기업(아웃소싱)의 성장성 확대: 시험인증 산업은 제조업체가 시험인증을 직접 수행하는 인하우스 시장(M/S 48%), 동사와 같이 제 3자 기관에 시험인증을 의뢰하는 서비스 시장(M/S 52%)으로 구분된다. 과거 경험을 봤을 때 서비스 시장의 성장성이 더 높은 것으로 파악되는데, 이는 제조업체의 입장에서는 인프라 투자비용 감소 & 인증절차 단축 등의 이유로 동사와 같이 시험인증 전문 기관에 의뢰하는 수요가 증가하기 때문이다. 쉽게 설명하면, 제조업체들이 새로운 개발 아이템에 대한 시험검사 조직에 대한 인건비와 유형자산 투자를 집행하는 것보다 외주로 업무를 처리하면서 변동비적인 성격으로 운영하는 움직임이 많다는 것이다.

실적전망

연간실적 전망: 2021년 매출액 영업이익 최대실적 가능할 듯

2021년 동사의 실적은 매출액 605억원(+13.3% yoy), 영업이익 118억원(+12.6% yoy, OPM 19.5%)을 전망한다. 2021년 매출액 성장 이유는 1) 정보통신기기 부문에서 5G 보급형 휴대폰 시험인증이 증가하고, 2) 차량용기기 부문에서 센서류의 시험인증이 증가할 것으로 기대되기 때문이다.

표22 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	244	282	279	364	474	534	605	682
YoY	6.3%	15.7%	-1.3%	30.7%	30.2%	12.6%	13.3%	12.9%
정보통신기기	129	149	139	169	220	266	310	357
차량용기기	12	14	11	34	35	52	63	74
배터리	6	9	8	7	11	16	24	34
교정	91	102	118	146	193	177	185	194
기타	7	9	4	9	15	22	23	23
YoY								
정보통신기기	-0.6%	15.9%	-6.7%	21.4%	30.6%	20.8%	16.3%	15.4%
차량용기기	63.8%	18.7%	-20.5%	210.9%	4.0%	48.7%	20.2%	18.1%
배터리	70.4%	53.7%	-12.6%	-5.1%	50.8%	49.4%	50.4%	40.3%
교정	9.3%	11.7%	15.6%	23.9%	32.4%	-8.3%	4.7%	4.5%
기타	11.9%	27.3%	-60.4%	134.6%	68.8%	49.5%	2.5%	2.4%
% of Sales							-	-
정보통신기기	52.7%	52.7%	49.9%	46.3%	46.5%	49.9%	51.2%	52.4%
차량용기기	4.7%	4.8%	3.9%	9.3%	7.4%	9.8%	10.4%	10.9%
배터리	2.3%	3.0%	2.7%	2.0%	2.3%	3.0%	4.0%	5.0%
교정	37.3%	36.0%	42.2%	40.0%	40.7%	33.2%	30.7%	28.4%
기타	3.0%	3.3%	1.3%	2.4%	3.1%	4.1%	3.7%	3.4%
영업이익	54	49	4	43	72	104	118	134
% of sales	22.1%	17.4%	1.4%	11.9%	15.2%	19.6%	19.5%	19.7%
% YoY	-15.6%	-8.9%	-92.3%	1045.4%	66.3%	44.8%	12.6%	14.0%
사업부문별 영업이익								
시험·인증 서비스	32	42	-4	32	55	88	99	114
OPM	21.1%	23.2%	-2.3%	14.6%	19.5%	24.8%	23.5%	23.2%
교정서비스	22	7	8	12	19	17	20	20
OPM	23.7%	7.1%	6.4%	8.2%	9.8%	9.6%	10.5%	10.6%
기타 및 연결조정	0	0	0	-1	-2	-1	-1	0

자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

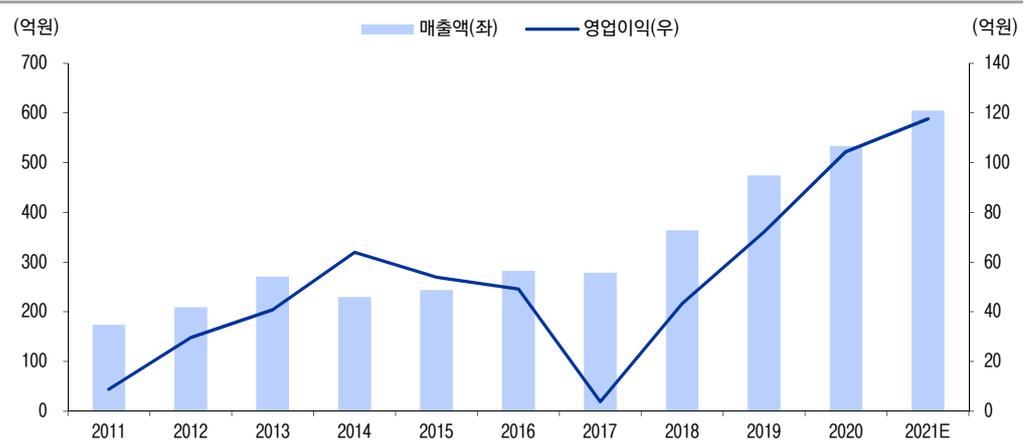
주: IFRS 연결기준

매출액 증가에도 불구하고 영업이익률이 전년과 비슷할 것이라고 전망하는 이유는 1) 선제적인 Capex확대에 따른 감가상각비 증가 & 인력충원(직원수 2019년 302명 → 2020년 351명)에 따른 인건비 증가, 2) 이미 높아진 수익성(OP Margin 2018년 11.9% → 2019년 15.2% → 2020년 19.6%)에 대한 안정화가 예상되기 때문이다.

동사의 실적에 있어서 선행지표로 생각해야 할 항목은 Capex와 인건비 추이다. 이유는 신규 시험인증 분야 진출에 있어 측정기기 등의 설비투자와 시험인증이 가능한 인력채용이 선행되어야 하기 때문이다.

참고로 동사의 과거 10년(2011년 ~ 2020년) Capex는 73억원 규모이며, 대규모 Capex 201억원이 집행되었던 2017년 이후의 매출액 성장률을 살펴보면 2018년 +30.7% yoy, 2019년 +30.2% yoy를 기록한 바 있다. 2021년 외형성장을 가늠할 수 있는 2020년 Capex는 132억원으로 과거 평균대비 2배 수준이며, 5G 단말기 & 자동차 & 배터리 방폭관련 설비투자가 진행된 것으로 파악된다.

그림18 에이치시티 매출액 & 영업이익 추이



자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

분기실적 전망: 1Q21 분기 최대 매출액 달성 기대

동사의 1Q21 예상 실적은 매출액 146억원(+17.1% yoy), 영업이익 26억원(+20.8% yoy, OPM 17.9%) 수준으로 분기 최대 매출액 경신을 전망한다. 이유는 5G 보급형 모델의 시험인증 수요가 증가하고 있기 때문이다. 그리고 하반기에도 긍정적인데, 이는 방폭관련 배터리부문 시험인증 설비가 도입되어 하반기 이후 신규수요가 발생할 가능성이 높기 때문이다. 물론, 배터리 부문은 단기적인 관점이 아니라 중장기적인 관점에서 바라 봐야할 시험인증 분야이다.

표23 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	125	132	138	139	146	150	153	156
YoY	15.2%	18.6%	19.7%	-0.2%	17.1%	14.0%	10.4%	12.0%
정보통신기기	57	56	76	77	72	70	83	85
차량용기기	11	19	11	10	13	20	15	14
배터리	3	4	5	4	4	5	8	7
교정	48	47	42	40	51	50	44	42
기타	6	5	4	7	6	5	4	8
YoY								
정보통신기기	19.4%	-10.9%	42.3%	37.0%	25.6%	24.8%	8.8%	10.5%
차량용기기	65.0%	174.4%	-2.8%	8.5%	20.1%	4.2%	30.2%	38.5%
배터리	23.5%	100.5%	91.6%	5.9%	42.1%	26.0%	51.4%	82.8%
교정	12.2%	12.3%	-3.8%	-37.9%	6.5%	5.3%	3.8%	2.9%
기타	-34.2%	-273.3%	-6.2%	50.0%	0.7%	2.8%	2.7%	3.6%
% of Sales								
정보통신기기	45.8%	42.6%	54.9%	55.4%	49.2%	46.6%	54.1%	54.7%
차량용기기	9.0%	14.6%	8.3%	7.5%	9.2%	13.4%	9.7%	9.3%
배터리	2.4%	3.2%	3.6%	2.7%	2.9%	3.6%	5.0%	4.4%
교정	38.2%	35.7%	30.4%	29.0%	34.7%	33.0%	28.6%	26.7%
기타	4.6%	3.9%	2.7%	5.3%	4.0%	3.5%	2.5%	4.9%
영업이익	22	27	32	23	26	31	33	27
% of sales	17.4%	20.7%	23.4%	16.7%	17.9%	21.0%	21.8%	17.2%
% YoY	31.7%	24.6%	60.6%	69.4%	20.8%	15.6%	2.7%	15.4%
사업부문별 영업이익								
시험·인증 서비스	14	22	28	24	19	25	27	27
OPM	18.6%	26.4%	28.7%	24.4%	20.2%	25.2%	25.0%	23.5%
교정서비스	8	5	5	-1	7	6	6	0
OPM	15.9%	10.8%	11.9%	-1.6%	13.9%	12.7%	14.2%	0.1%

자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

기업개요

동사는 2000년 현대전자산업에서 분사하여 설립되었으며, 현대전자 품질부문의 영업양수도 계약 체결을 통해 전자과 분야 중심의 교정사업과 일반 전자기기 및 무선기기 인증사업을 시작하였다.

동사는 동사는 표준과 기술기준을 바탕으로 시험·검사·인증 등의 업무를 수행하는 적합성평가 사업을 영위하고 있다. 동사가 영위하는 시험인증 사업은 물품이 각 국가의 규제를 충족하는지를 입증하기 위해 시험(Testing: 제품이 지정된 기준에 적합한지 여부를 판단), 검증(Inspection: 제품을 생산하는 공정의 적절성 여부를 확인), 인증(Certification: 기준에 충족할 경우 인증서 발급) 서비스를 제공하는 것이다.

각국 정부가 국제 기준에 따라 시험인증 제도를 운영하는 이유는 1)적합성(안정성): 제품이 시장에 유통되기 전에 제품에 요구되는 표준에 적합한지 여부를 검증하여 소비자에게 공급되는 제품의 사회적 안정성 확보에 목적을 두는 적합성평가 기능이 있고, 2) 무역 진입장벽의 해소: 제품이 국가별 시장의 규제와 표준에 따라 개발되었음을 입증하여 해당 국가 또는 목표시장의 기술 무역장벽을 해소하는 기능이 있다.

쉽게 설명하면, 동사가 영위하는 사업은 시험인증을 통해 제품에 대한 안정성 및 신뢰성을 소비자에게 보장해주는 역할을 하며, 제조업체에게는 R&D에 집중하고 인증 절차를 단축할 수 있는 기회를 제공하는 것이다.

참고로 우리나라에서 동사와 같이 시험인증기관으로 인정을 받기 위해서는 한국인정기구(KOLAS)에서 시험기관의 인정 승인을 받아야 한다.

그림19 시험인증이란?

제품에 대한 시험/검사/인증을 통해 국가마다 규정하고 있는 요구 기준을 충족하는지 입증해주는 엔지니어링 컨설팅



자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 에이치시티의 역할

소비자/제조사/인증기관 간의 중재 및 제품 신뢰도 향상을 위한 중추적 역할 수행



자료: 에이치시티, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시

에이치시티에 대해 투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 5G, 자동차 전장화, 2차전지 부문의 시험인증 수요 증가로 2020년 최대실적을 기록하였으며, 2021년 이후에도 성장흐름이 유지될 것으로 기대되기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation을 적용[ROE 8.4%, Risk free rate 1.5%, Risk Premium 7.5%, β 0.92(과거 1,3,5년평균), Sustainable growth 0%, 보수적 추정]하여 산출하였다. 동사의 Target P/E 12.2배(12MF EPS)는 EPS growth CAGR 16.1%(과거 5년)을 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

표24 RIM Valuation

(단위: 억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total Shareholder's Equity	582	687	803	935	1,084	1,250	
Total Shareholder's Equity (Year average)	539	634	745	869	1,009	1,167	
Net Income	103	105	120	136	154	172	
Dividend	2	3	5	6	8	9	
Payout ratio %	2.0%	3.3%	4.0%	4.5%	4.9%	5.2%	
FROE (Forecasted ROE)	19.2%	16.5%	16.1%	15.6%	15.3%	14.7%	
무위험수익률	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
베타	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	
COE (Cost of Equity)	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	
ROE Spread (FROE-COE)	10.7%	8.1%	7.7%	7.2%	6.8%	6.3%	
Residual Income	58	51	57	63	69	73	73
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		95%	88%	81%	75%	69%	64%
추정잔여이익의 현재가치		49	50	51	52	51	
계속가치 (2026년 이후)							870
Continuing Value Calculation							
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	8.4%						
추정RI 현재가치	252						
계속가치 현재가치	553						
Beginning Shareholder's Equity	582						
Equity Value for Residual Income	1,387						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	6,928						
자기주식수 (천주)	159						
추정주당가치 (원)	20,492						
현재주당가격 (원)	15,000						
Potential (%)	36.6%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에이치시티 (072990)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	26.4	27.9	34.9	43.9	55.4
현금 및 현금성자산	12.6	9.3	14.4	21.5	31.0
매출채권 및 기타채권	11.6	11.5	13.1	14.8	16.5
재고자산	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
기타유동자산	2.1	7.1	7.3	7.5	7.7
비유동자산	49.0	56.7	58.8	60.4	61.2
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	45.6	51.8	53.9	55.3	56.0
무형자산	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7
자산총계	75.5	84.6	93.7	104.3	116.6
유동부채	20.9	23.1	22.0	21.2	20.5
매입채무 및 기타채무	3.7	3.6	4.1	4.7	5.2
단기금융부채	14.0	15.4	13.8	12.5	11.2
기타유동부채	3.2	4.1	4.1	4.1	4.1
비유동부채	4.8	3.3	3.0	2.8	2.6
장기금융부채	3.6	2.7	2.4	2.2	1.9
기타비유동부채	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
부채총계	25.7	26.3	25.0	24.0	23.1
지배주주지분	49.7	58.2	68.6	80.2	93.4
자본금	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	17.6	17.5	17.5	17.5	17.5
이익잉여금	29.2	38.9	48.9	60.6	73.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	49.7	58.3	68.7	80.3	93.5

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	11.3	16.3	17.8	20.0	22.7
당기순이익(손실)	6.1	10.4	10.4	12.0	13.6
비현금수익비용가감	9.3	9.4	8.5	9.2	10.3
유형자산감가상각비	5.8	7.3	8.3	9.4	10.5
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
기타현금수익비용	0.0	0.1	-0.3	-0.6	-0.6
영업활동 자산부채변동	-3.1	-2.4	-1.1	-1.2	-1.2
매출채권 감소(증가)	0.4	0.4	-1.5	-1.7	-1.7
재고자산 감소(증가)	1.2	0.2	-0.1	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.0	0.0	0.5	0.5	0.6
기타자산, 부채변동	-4.7	-3.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-8.6	-17.9	-10.8	-11.2	-11.6
유형자산처분(취득)	-8.9	-13.0	-10.4	-10.8	-11.2
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	0.4	-4.5	-0.2	-0.2	-0.2
기타투자활동	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-0.7	-1.7	-1.9	-1.7	-1.7
차입금의 증가(감소)	0.2	-0.7	-1.5	-1.4	-1.2
자본의 증가(감소)	-0.5	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
배당금의 지급	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
기타재무활동	-0.4	-0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	2.1	-3.3	5.1	7.1	9.5
기초현금	10.5	12.6	9.3	14.4	21.5
기말현금	12.6	9.3	14.4	21.5	31.0

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	47.4	53.4	60.5	68.2	76.3
매출원가	27.6	29.4	33.3	37.8	42.6
매출총이익	19.8	24.0	27.2	30.4	33.7
판매비 및 관리비	12.6	13.6	15.4	17.0	18.6
영업이익	7.2	10.4	11.8	13.4	15.1
(EBITDA)	13.4	18.2	20.5	23.2	26.0
금융손익	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
이자비용	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.4	0.5	0.6
세전계속사업이익	7.0	10.2	11.9	13.7	15.5
계속사업법인세비용	0.9	-0.2	1.5	1.7	1.9
계속사업이익	6.1	10.4	10.4	12.0	13.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.1	10.4	10.4	12.0	13.6
지배주주	6.1	10.3	10.4	12.0	13.6
총포괄이익	6.1	10.0	10.4	12.0	13.6
매출총이익률 (%)	41.7	45.0	45.0	44.6	44.2
영업이익률 (%)	15.2	19.6	19.5	19.7	19.8
EBITDA 마진률 (%)	28.3	34.0	33.9	34.0	34.1
당기순이익률 (%)	12.8	19.4	17.2	17.6	17.8
ROA (%)	8.4	12.9	11.7	12.1	12.3
ROE (%)	12.9	19.2	16.4	16.1	15.7
ROIC (%)	12.3	13.3	16.5	17.9	19.5

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	11.2	9.7	9.8	8.6	7.5
P/B	1.4	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.4	5.8	4.9	3.9	3.1
P/CF	4.5	5.2	5.6	4.9	4.4
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
성장성 (%)					
매출액	30.2	12.6	13.3	12.9	11.8
영업이익	66.3	44.8	12.6	14.0	12.8
세전이익	66.6	44.7	16.9	15.0	13.6
당기순이익	67.7	70.2	0.6	15.0	13.6
EPS	70.1	70.9	0.6	15.1	13.5
안정성 (%)					
부채비율	51.7	45.2	36.5	29.8	24.7
유동비율	126.4	121.1	158.3	207.2	270.2
순차입금/자기자본(x)	6.9	4.6	-6.4	-16.6	-26.2
영업이익/금융비용(x)	15.2	27.0	27.1	32.5	38.6
총차입금 (십억원)	17.6	18.0	16.2	14.6	13.1
순차입금 (십억원)	3.5	2.7	-4.4	-13.4	-24.5
주당지표 (원)					
EPS	887	1,516	1,524	1,754	1,991
BPS	7,126	8,316	9,802	11,467	13,354
CFPS	2,205	2,830	2,700	3,031	3,423
DPS	30	50	50	60	70

서흥 (008490)

높은 성장성 & Valuation 저평가

2021. 4. 27

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가 **70,000 원**

현재주가 **54,900 원**

하드캡슐 부문 2021년 고성장 기대감

동사의 하드캡슐 사업부문은 2021년 1,876억원(+14.4% yoy) 성장을 기대한다. 이는 하드캡슐 생산설비의 Capa 증설효과(3Q20 +8대, 4Q20 + 4대, 총 75대 → 87대)가 실적 연결로 본격화되는 시기가 2021년이기 때문이다.

동사는 3Q20 대규모 Capa 증설 이후 코로나19로 경쟁업체들의 생산차질로 인한 반사 수혜로 신규 고객선이 확보되었다. 이 과정에서 장기적인 관점에서 신규 고객들에게 프로모션을 진행한 것으로 추정된다. 이에 매년 ASP가 상승(상대적으로 가격이 높은 식물성 캡슐 비중 증가)하던 흐름에서 벗어나 2020년은 프로모션의 이유로 일시적 ASP 하락이 있었고, 2021년에는 다시 과거와 같은 상승흐름이 진행될 것으로 기대(하드캡슐 ASP 2016년 3.6원 → 2017년 3.7원 → 2018년 4.0원 → 2019년 3.9원 → 2020년 3.9원 → 2021년E 4.2원)된다.

건강기능식품 사업의 안정적인 성장성

동사의 건강기능식품 ODM/OEM 생산 사업이 안정적인 성장을 보이고 있으며, 그 성장폭이 확대(YoY growth 2017년 9.7% → 2018년 17.8% → 2019년 22.6% → 2020년 35.5%, 코로나19 이슈를 제거하더라도 상승하는 흐름)되고 있다. 물론 2021년에는 과거와는 다른 높은 성장으로 인한 Base effect로 성장률은 전년대비 감소하겠지만 여전히 고성장이 진행될 것이라고 기대되며, 1Q21에도 이러한 상승흐름이 유지되고 있는 상황이다.

1Q21 Preview

동사의 1Q21 예상 실적은 매출액 1,552억원(+8.5% yoy), 영업이익 228억원(+23.2% yoy) 수준으로 분기 최대실적을 전망한다. 이는 1)하드캡슐 부문에서 2020년 Capa 증설물량에 대한 프로모션 등이 마무리되어 ASP가 상승할 것으로 기대됨과 동시에 2020년 4분기에 증설(+4대)한 물량확대로 Q1가 진행되고 있으며, 2)2021년 1분기에 건강기능식품 주문이 큰 폭으로 증가하고 있는 것으로 파악되기 때문이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (4/26)		3,217.53pt
시가총액		5,351 억원
발행주식수		11,569 주
52 주 최고가 / 최저가	59,700 / 43,300 원	
90 일 일평균거래대금		19.51 억원
외국인 지분율		11.6%
배당수익률(21.12E)		0.9%
BPS(21.12E)		35,627 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.0%
	6 개월	-30.0%
	12 개월	-47.4%
주주구성	양주환(외 6인)	52.8%
	국민연금공단	10.2%
	자사주	3.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	460.7	47.4	44.9	37.4	2,853	23.3	77.2	12.4	9.1	1.4	11.1
2020	553.0	74.3	72.2	59.3	4,766	67.1	108.7	10.7	8.1	1.7	16.7
2021E	617.7	85.1	82.9	66.3	5,318	11.6	116.1	10.3	7.6	1.5	15.8
2022E	667.4	97.9	95.7	76.6	6,117	15.0	123.9	9.0	7.0	1.3	15.3
2023E	719.6	107.6	105.4	84.3	6,748	10.3	137.8	8.1	6.1	1.2	14.7

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표25 서흥 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,530	6,177	6,674
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	20.0%	11.7%	8.1%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,639	1,876	1,949
의약품	459	639	530	544	564	554	565	575
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,370	2,641	2,928
원료	335	333	386	439	513	861	984	1,112
상품 & 기타	112	90	61	86	110	105	110	111
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	-1.9%	14.4%	3.9%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	-1.6%	2.0%	1.8%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	35.5%	11.4%	10.8%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	67.7%	14.4%	13.0%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	-4.6%	4.7%	0.5%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.6%	30.4%	29.2%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.0%	9.2%	8.6%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.9%	42.8%	43.9%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	15.6%	15.9%	16.7%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.9%	1.8%	1.7%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	415	451	457
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	9.2%	8.6%	1.2%
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,085	5,952	5,835
YoY	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	1.5%	1.8%	-2.2%	-2.0%
생산기계 대수	69	75	75	75	79	83	87	87
기계 1 대당 생산	4.8	4.6	4.7	4.9	4.8	5.0	5.2	5.2
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	3.9	4.2	4.3
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-10.2%	5.4%	2.6%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	14.1	16.5	19.1
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	64.8%	16.9%	15.2%
영업이익	338	401	373	393	474	743	851	979
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	13.8%	14.7%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	56.8%	14.6%	15.0%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	556	632	728
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	12.2%	12.4%	13.4%
원료	53	84	82	87	167	185	212	247
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	21.5%	21.5%	22.2%
기타	-2	-4	12	13	-16	1	8	4

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

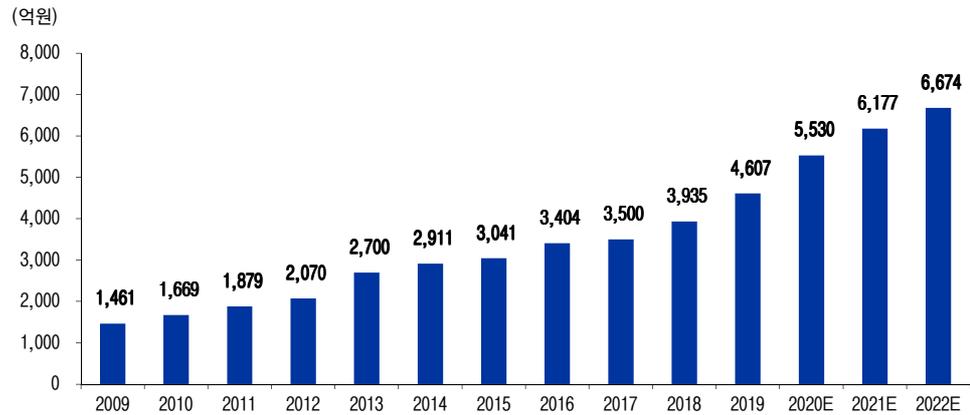
표26 서흥 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,430	1,438	1,447	1,215	1,552	1,581	1,610	1,434
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	5.8%	8.5%	9.9%	11.2%	18.1%
하드캡슐	404	440	405	391	462	468	479	467
의약품	156	137	133	128	134	139	146	146
건강기능식품	615	595	649	512	686	672	685	598
원료	230	247	217	167	243	282	254	205
상품 & 기타	26	19	44	16	28	21	44	18
% YoY								
하드캡슐	-5.8%	5.6%	-0.7%	-6.5%	14.4%	6.2%	18.5%	19.5%
의약품	12.6%	-0.2%	-9.3%	-9.2%	-14.7%	1.9%	10.0%	14.0%
건강기능식품	36.1%	33.9%	59.7%	14.6%	11.6%	12.8%	5.6%	16.9%
원료	101.8%	96.7%	47.7%	31.8%	5.9%	14.2%	17.3%	22.4%
상품 & 기타	-43.4%	-37.0%	115.7%	14.7%	7.7%	7.3%	0.7%	7.7%
% of Sales								
하드캡슐	28.2%	30.6%	27.9%	32.2%	29.7%	29.6%	29.8%	32.6%
의약품	10.9%	9.5%	9.2%	10.6%	8.6%	8.8%	9.1%	10.2%
건강기능식품	43.0%	41.4%	44.8%	42.1%	44.2%	42.5%	42.6%	41.7%
원료	16.1%	17.1%	15.0%	13.8%	15.7%	17.8%	15.8%	14.3%
상품 & 기타	1.8%	1.3%	3.1%	1.4%	1.8%	1.3%	2.8%	1.2%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	97	107	105	107	110	113	113	114
YoY	15.2%	11.2%	11.4%	0.6%	13.8%	5.7%	8.2%	7.1%
젤라틴(톤)	1,574	1,461	1,562	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488
YoY	9.7%	-8.7%	6.3%	1.1%	-5.5%	1.8%	-4.7%	0.0%
생산기계 대수	83	83	83	83	87	87	87	87
기계 1 대당 생산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.2	4.1	3.9	3.7	4.2	4.1	4.2	4.1
YoY	-18.2%	-5.1%	-10.9%	-7.1%	0.5%	0.5%	9.5%	11.5%
젤라틴(백만원/톤)	14.6	16.9	13.9	11.2	11.2	11.4	11.5	11.6
YoY	84.0%	115.5%	39.0%	30.4%	-23.0%	-32.7%	-17.3%	3.0%
영업이익	185	213	199	146	228	235	221	168
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	14.7%	14.8%	13.7%	11.7%
% YoY	47.9%	56.5%	59.4%	66.2%	23.2%	10.1%	11.1%	14.9%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	94	175	170	163	124
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	9.1%	13.6%	13.3%	12.4%	10.2%
원료	50	55	48	33	53	62	56	41
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	19.9%	21.8%	22.0%	21.9%	20.1%
기타	-16	3	-4	19	0	2	2	3

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

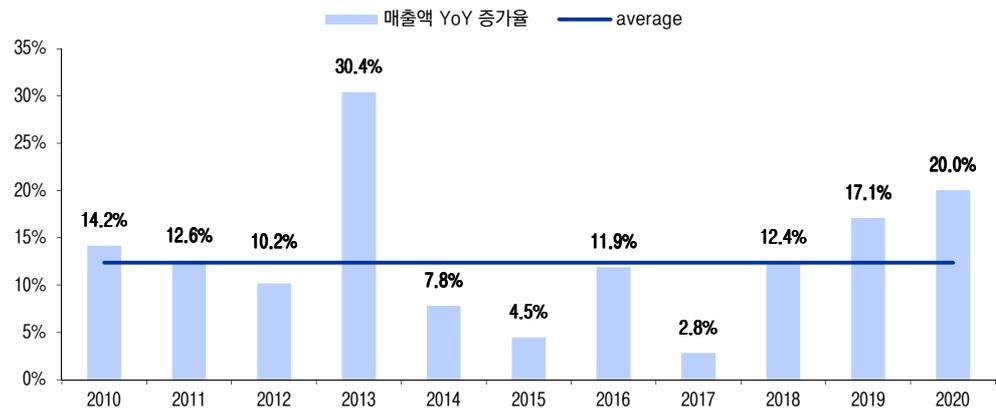
주: IFRS 연결기준

그림21 서흥 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림22 서흥 매출액 증가율



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림23 서흥 건강기능식품 매출액



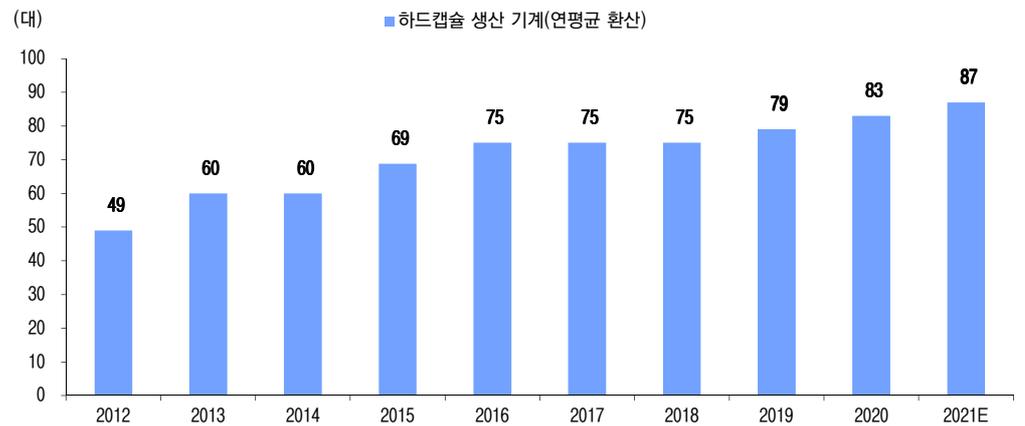
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림24 서흥 하드캡슐 매출액



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림25 서흥 하드캡슐 생산설비 대수



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림26 서흥 하드캡슐 ASP 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	264.6	314.1	352.1	366.0	390.9
현금 및 현금성자산	23.0	37.6	67.0	68.4	80.5
매출채권 및 기타채권	86.2	83.9	92.1	96.5	101.0
재고자산	141.0	166.4	166.5	174.5	182.5
기타유동자산	14.4	26.2	26.4	26.6	26.8
비유동자산	444.3	451.9	482.2	517.9	550.8
관계기업투자등	16.6	14.8	16.5	17.9	19.3
유형자산	392.0	404.3	429.3	460.7	489.3
무형자산	8.1	7.5	8.2	8.7	9.3
자산총계	708.9	766.0	834.3	883.9	941.7
유동부채	196.3	267.3	267.3	259.7	253.3
매입채무 및 기타채무	38.9	22.8	34.5	37.2	40.1
단기금융부채	145.0	230.8	219.3	208.9	199.6
기타유동부채	12.4	13.6	13.6	13.6	13.6
비유동부채	183.5	121.7	115.9	110.7	106.0
장기금융부채	176.9	117.1	111.3	106.0	101.3
기타비유동부채	6.6	4.6	4.6	4.6	4.7
부채총계	379.9	389.0	383.2	370.4	359.2
지배주주지분	295.6	338.1	412.2	474.6	543.5
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	270.0	317.5	371.7	434.1	503.0
비지배주주지분(연결)	33.4	38.9	38.9	38.9	38.9
자본총계	329.0	377.0	451.1	513.5	582.5

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	22.1	46.1	99.9	72.2	84.1
당기순이익(손실)	37.4	59.3	66.3	76.6	84.3
비현금수익비용가감	51.4	52.9	30.3	5.3	9.2
유형자산감가상각비	29.4	33.9	30.4	25.4	29.6
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
기타현금수익비용	-3.7	-4.1	-0.6	-20.6	-21.0
영업활동 자산부채변동	-52.3	-46.7	3.2	-9.7	-9.5
매출채권 감소(증가)	-11.5	-0.8	-8.3	-4.4	-4.4
재고자산 감소(증가)	-25.2	-27.2	-0.1	-8.0	-8.0
매입채무 증가(감소)	3.8	-12.1	11.6	2.8	2.9
기타자산, 부채변동	-19.4	-6.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-45.8	-57.2	-53.9	-55.0	-56.4
유형자산처분(취득)	-47.1	-51.7	-55.4	-56.8	-58.2
무형자산 감소(증가)	0.7	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
투자자산 감소(증가)	-4.8	8.2	2.7	3.1	3.0
기타투자활동	5.4	-12.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	33.9	27.7	-16.5	-15.9	-15.5
차입금의 증가(감소)	44.6	32.8	-11.5	-10.4	-9.3
자본의 증가(감소)	-10.5	-5.0	-5.0	-5.6	-6.1
배당금의 지급	10.5	5.0	5.0	5.6	6.1
기타재무활동	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	9.9	14.6	29.4	1.3	12.2
기초현금	13.2	23.0	37.6	67.0	68.4
기말현금	23.0	37.6	67.0	68.4	80.5

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	460.7	553.0	617.7	667.4	719.6
매출원가	369.4	432.0	487.2	521.3	560.8
매출총이익	91.4	121.0	130.4	146.2	158.8
판매비 및 관리비	44.0	46.6	45.3	48.2	51.2
영업이익	47.4	74.3	85.1	97.9	107.6
(EBITDA)	77.2	108.7	116.1	123.9	137.8
금융손익	-7.8	-13.3	-8.9	-8.6	-8.4
이자비용	9.6	8.6	9.1	8.9	8.7
관계기업등 투자손익	4.0	4.6	4.6	4.6	4.6
기타영업외손익	1.2	6.5	2.0	1.8	1.7
세전계속사업이익	44.9	72.2	82.9	95.7	105.4
계속사업법인세비용	7.5	12.9	16.6	19.1	21.1
계속사업이익	37.4	59.3	66.3	76.6	84.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	37.4	59.3	66.3	76.6	84.3
지배주주	31.7	53.0	59.1	68.0	75.0
총포괄이익	31.6	54.0	66.3	76.6	84.3
매출총이익률 (%)	19.8	21.9	21.1	21.9	22.1
영업이익률 (%)	10.3	13.4	13.8	14.7	15.0
EBITDA 마진률 (%)	16.8	19.7	18.8	18.6	19.2
당기순이익률 (%)	8.1	10.7	10.7	11.5	11.7
ROA (%)	4.7	7.2	7.4	7.9	8.2
ROE (%)	11.1	16.7	15.8	15.3	14.7
ROIC (%)	6.9	9.7	10.2	11.2	11.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	10.7	10.3	9.0	8.1
P/B	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.1	8.1	7.6	7.0	6.1
P/CF	4.6	5.3	6.6	7.8	6.8
배당수익률 (%)	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
성장성 (%)					
매출액	17.1	20.0	11.7	8.1	7.8
영업이익	20.6	56.8	14.6	15.0	9.9
세전이익	27.9	60.8	14.8	15.5	10.1
당기순이익	27.2	58.6	11.9	15.5	10.1
EPS	23.3	67.1	11.6	15.0	10.3
안정성 (%)					
부채비율	115.5	103.2	84.9	72.1	61.7
유동비율	134.8	117.5	131.7	140.9	154.3
순차입금/자기자본(x)	88.4	77.4	54.2	44.3	34.5
영업이익/금융비용(x)	5.0	8.7	9.3	11.0	12.3
총차입금 (십억원)	322.0	348.0	330.6	314.9	300.8
순차입금 (십억원)	290.8	291.7	244.7	227.5	201.0
주당지표 (원)					
EPS	2,853	4,766	5,318	6,117	6,748
BPS	25,552	29,221	35,627	41,025	46,981
CFPS	7,675	9,695	8,351	7,079	8,090
DPS	400	450	500	550	600

다나와 (119860)

안정적인 성장성

2021. 4. 27

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가 50,000 원

현재주가 31,900 원

제휴쇼핑 부문의 안정적인 성장성

동사의 핵심사업인 제휴쇼핑(온라인 가격비교) 에서 안정적인 성장흐름이 유지되고 있다. 관련 매출액은 2016년 97억원 → 2017년 133억원 → 2018년 163억원 → 2019년 217억원 → 2020년 247억원(CAGR 26.3%)으로 고성장이고 있으며, 2021년에도 성장흐름이 이어질 전망이다.

이는 국내 온라인 쇼핑의 PC·가전 부문과 성장흐름을 동행하는데, 통계청 PC·가전 온라인 쇼핑 동향은 2021년 1월 +56.7% yoy, 2월 +21.0% yoy 수준으로 전체 온라인 쇼핑(1월 +21.6% yoy, 2월 +15.1% yoy) 성장률을 상회하고 있다. 참고로 동사의 1Q21 트래픽 성장률은 +20.8% yoy 수준으로 파악되며 이를 고려할 경우 1Q21에도 제휴쇼핑 부문에서 안정적인 성장흐름이 진행될 것으로 기대된다.

PC 부품 상품 판매 고성장 진행 중

동사의 PC부품류 상품판매 매출액은 2018년 158억원 → 2019년 371억원 → 2020년 920억원으로 급격히 성장하고 있으며 2021년에도 성장흐름이 유지되고 있다. 2020년까지는 비브랜드PC의 케이스 중심으로 상품 유통을 진행하였고, 1Q21 이후부터는 그래픽카드, SSD, 키보드 등의 영역으로 확장하여 유통사업을 진행하고 있다. 동 사업부문은 상품유통의 특성상 수익성이 높지는 않으나, 비브랜드PC 유통채널을 확보한 경쟁력을 기반으로 영역을 확장하는 것이기 때문에 의미가 있다.

1Q21 Preview

동사의 1Q21 예상 실적은 매출액(별도) 435억원(+3.1% yoy), 영업이익 98억원(+1.8% yoy)을 전망한다. 국내 PC 부품의 수급불안정과 가격상승으로 인한 대기수요로 판매수수료 부문에서 다소 둔화된 모습을 보이고 있어, 과거대비 성장률이 낮을 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 온라인 쇼핑 증가로 인한 제휴쇼핑 외형 확대, 상품부문 PC부품 부진에도 영역확대로 인한 매출액 상승 기여 등이 진행되고 있어 추세적인 상승흐름에는 문제가 없을 것으로 예상된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/26)	1,030.06pt
시가총액	4,171 억원
발행주식수	13,075 주
52 주 최고가 / 최저가	37,400 / 25,100 원
90 일 일평균거래대금	18.48 억원
외국인 지분율	18.9%
배당수익률(21.12E)	2.1%
BPS(21.12E)	12,488 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -8.8%
	6 개월 -25.5%
	12 개월 -2.6%
주주구성	성장현(외 5 인) 51.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	171.3	28.4	29.3	23.6	1,820	43.1	31.5	13.1	6.9	2.8	23.6
2020	232.0	37.8	39.5	30.9	2,387	31.2	40.7	12.9	7.3	2.9	25.1
2021E	251.8	42.0	43.6	34.2	2,642	10.7	45.2	12.1	6.2	2.6	22.8
2022E	274.9	47.2	48.9	38.4	2,964	12.2	50.7	10.8	5.0	2.2	21.6
2023E	298.4	53.2	54.8	43.0	3,319	12.0	57.0	9.7	3.9	1.9	20.5

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

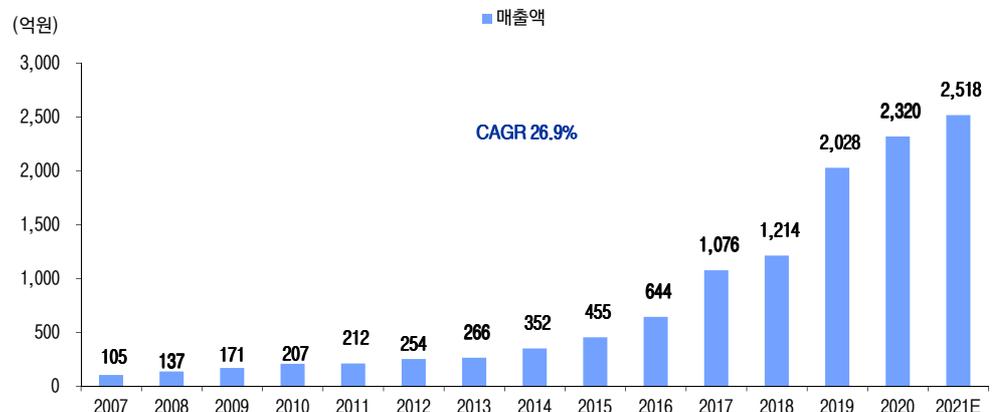
표27 다나와 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액(연결)	455	644	1,076	1,214	2,028	2,320	2,518	2,749
YoY	29.2%	41.6%	67.1%	12.8%	67.1%	14.4%	8.6%	9.2%
매출액(별도)	271	324	424	680	945	1,611	1,776	1,970
YoY	4.6%	19.4%	30.9%	60.4%	39.0%	70.3%	10.3%	10.9%
제휴쇼핑	78	97	133	163	217	247	267	288
광고사업	110	105	123	146	137	173	187	201
판매수수료	69	90	123	166	176	219	221	246
정보이용료 등	35	32	46	49	45	55	56	57
상품매출				158	371	920	1,044	1,178
제품 등	162	320	652	531	1,082	706	742	779
YoY								
제휴쇼핑	6.6%	24.2%	36.8%	22.9%	32.8%	14.0%	8.2%	7.8%
광고사업	-2.5%	-4.9%	17.0%	19.0%	-6.1%	26.3%	8.0%	7.2%
판매수수료	24.0%	29.2%	36.9%	35.1%	6.2%	24.2%	1.1%	11.0%
정보이용료 등	12.2%	-7.6%	41.5%	8.2%	-9.3%	22.8%	2.1%	1.6%
상품매출					135.2%	148.2%	13.5%	12.8%
제품 등	106.7%	97.6%	103.7%	-18.5%	103.6%	-34.8%	5.2%	4.9%
% of sales								
제휴쇼핑	17.2%	15.1%	12.3%	13.5%	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%
광고사업	24.3%	16.3%	11.4%	12.0%	6.8%	7.5%	7.4%	7.3%
판매수수료	15.3%	13.9%	11.4%	13.7%	8.7%	9.4%	8.8%	8.9%
정보이용료 등	7.7%	5.0%	4.2%	4.1%	2.2%	2.4%	2.2%	2.1%
상품매출				13.0%	18.3%	39.6%	41.5%	42.9%
제품 등	35.6%	49.7%	60.6%	43.8%	53.4%	30.4%	29.5%	28.3%
영업이익	57	85	152	202	285	378	420	472
% of sales	12.6%	13.3%	14.2%	16.6%	14.1%	16.3%	16.7%	17.2%
% YoY	10.2%	49.4%	78.6%	32.3%	41.4%	32.5%	11.2%	12.4%

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림27 다나와 매출액 추이



자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

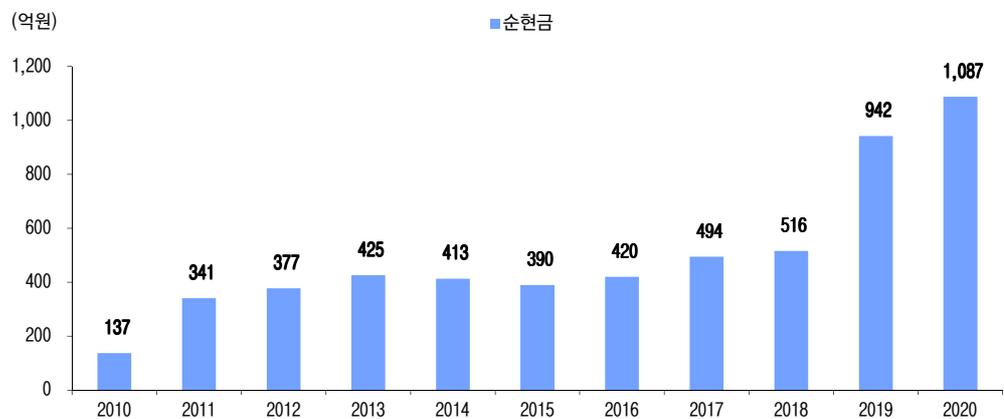
표28 다나와 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액(연결)	542	583	497	696	565	637	564	752
YoY	81.2%	102.0%	40.8%	-9.7%	4.2%	9.2%	13.3%	8.1%
매출액(별도)	422	387	386	416	435	436	440	465
YoY	91.8%	102.5%	54.8%	45.8%	3.1%	12.7%	14.1%	11.8%
제휴쇼핑	59	65	60	62	65	68	66	69
광고사업	40	42	47	44	45	47	48	48
판매수수료	61	52	53	53	52	53	57	59
정보이용료 등	16	13	11	15	16	13	12	16
상품매출	245	215	214	245	257	256	258	273
제품 등	121	197	112	276	131	201	124	287
YoY								
제휴쇼핑	3.1%	19.6%	18.2%	16.0%	10.1%	3.8%	8.7%	10.6%
광고사업	15.3%	22.7%	37.8%	27.3%	11.2%	12.1%	1.5%	8.2%
판매수수료	28.6%	39.7%	20.8%	10.8%	-15.4%	1.2%	8.3%	13.0%
정보이용료 등	41.9%	21.0%	3.7%	53.5%	3.0%	2.0%	1.6%	1.5%
상품매출	258.9%	294.4%	96.3%	76.8%	4.7%	19.1%	20.6%	11.3%
제품 등	50.7%	100.4%	7.2%	-43.2%	8.1%	2.0%	10.4%	4.1%
% of sales								
제휴쇼핑	10.9%	11.2%	12.1%	9.0%	11.5%	10.6%	11.6%	9.2%
광고사업	7.4%	7.1%	9.5%	6.4%	7.9%	7.3%	8.5%	6.4%
판매수수료	11.2%	9.0%	10.6%	7.6%	9.1%	8.3%	10.2%	7.9%
정보이용료 등	2.9%	2.1%	2.3%	2.2%	2.8%	2.0%	2.0%	2.1%
상품매출	22.3%	33.7%	22.5%	39.7%	23.1%	31.5%	21.9%	38.2%
제품 등	22.3%	33.7%	22.5%	39.7%	23.1%	31.5%	21.9%	38.2%
영업이익	96	91	87	104	98	103	109	111
% of sales	17.7%	15.6%	17.5%	14.9%	17.3%	16.1%	19.3%	14.7%
% YoY	27.3%	42.5%	46.1%	22.4%	1.8%	12.6%	25.3%	6.7%

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림28 다나와 순현금 추이



자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

다나와 (119860)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	118.8	130.7	164.1	193.1	225.6
현금 및 현금성자산	43.7	29.5	59.4	83.9	111.8
매출채권 및 기타채권	10.0	10.4	11.0	12.0	13.1
재고자산	9.6	10.4	10.8	11.8	12.8
기타유동자산	55.6	80.4	82.8	85.3	87.8
비유동자산	35.3	32.4	35.0	37.8	40.7
관계기업투자등	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
유형자산	9.0	6.9	7.7	8.4	9.2
무형자산	4.2	4.1	4.2	4.1	4.0
자산총계	154.2	163.1	199.1	230.9	266.3
유동부채	40.9	24.8	34.4	36.3	38.4
매입채무 및 기타채무	29.4	13.7	23.4	25.5	27.7
단기금융부채	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
기타유동부채	9.8	9.5	9.5	9.5	9.5
비유동부채	3.6	1.5	1.5	1.4	1.3
장기금융부채	2.3	0.7	0.6	0.6	0.5
기타비유동부채	1.3	0.8	0.8	0.9	0.9
부채총계	44.5	26.3	35.8	37.8	39.7
지배주주지분	109.7	136.8	163.3	193.1	226.6
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
이익잉여금	88.5	115.5	142.0	171.8	205.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	109.7	136.8	163.3	193.1	226.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	48.8	20.7	44.2	39.9	44.8
당기순이익(손실)	23.6	30.9	34.2	38.4	43.0
비현금수익비용가감	11.3	11.8	1.4	1.4	1.6
유형자산감가상각비	3.0	2.8	3.1	3.4	3.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.3	0.2	-1.8	-2.2	-2.2
영업활동 자산부채변동	17.9	-15.9	8.6	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	2.8	-2.6	-0.7	-1.0	-1.0
재고자산 감소(증가)	-5.1	-2.6	-0.4	-1.0	-1.0
매입채무 증가(감소)	20.0	-9.0	9.7	2.1	2.2
기타자산, 부채변동	0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-14.5	-28.0	-6.3	-6.7	-7.1
유형자산처분(취득)	-0.8	-0.9	-3.8	-4.1	-4.5
무형자산 감소(증가)	-0.5	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
투자자산 감소(증가)	-16.8	-11.0	-2.4	-2.5	-2.6
기타투자활동	3.5	-15.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-7.2	-6.9	-7.9	-8.7	-9.8
차입금의 증가(감소)	-3.3	-1.8	-0.2	-0.2	-0.2
자본의 증가(감소)	-4.1	-5.2	-7.8	-8.6	-9.6
배당금의 지급	4.1	5.2	7.8	8.6	9.6
기타재무활동	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	27.0	-14.3	29.9	24.5	27.9
기초현금	16.8	43.7	29.5	59.4	83.9
기말현금	44	29	59	84	112

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	171.3	232.0	251.8	274.9	298.4
매출원가	97.2	146.3	158.3	171.9	185.1
매출총이익	74.1	85.7	93.6	103.0	113.3
판매비 및 관리비	45.7	47.9	51.6	55.8	60.1
영업이익	28.4	37.8	42.0	47.2	53.2
(EBITDA)	31.5	40.7	45.2	50.7	57.0
금융손익	1.2	1.4	1.7	1.7	1.8
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-0.2	0.2	-0.1	-0.1	-0.3
세전계속사업이익	29.3	39.5	43.6	48.9	54.8
계속사업법인세비용	5.8	7.7	9.4	10.5	11.8
계속사업이익	23.6	31.8	34.2	38.4	43.0
중단사업이익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.6	30.9	34.2	38.4	43.0
지배주주	23.6	30.9	34.2	38.4	43.0
총포괄이익	23.6	31.1	34.2	38.4	43.0
매출총이익률 (%)	43.2	36.9	37.2	37.5	38.0
영업이익률 (%)	16.6	16.3	16.7	17.2	17.8
EBITDA 마진률 (%)	18.4	17.6	17.9	18.5	19.1
당기순이익률 (%)	13.8	13.3	13.6	14.0	14.4
ROA (%)	18.0	19.5	18.9	17.9	17.3
ROE (%)	23.6	25.1	22.8	21.6	20.5
ROIC (%)	87.5	139.6	127.3	153.8	156.5

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	13.1	12.9	12.1	10.8	9.7
P/B	2.8	2.9	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	6.9	7.3	6.2	5.0	3.9
P/CF	8.9	9.4	11.8	10.6	9.4
배당수익률 (%)	1.7	2.0	2.1	2.3	2.6
성장성 (%)					
매출액	41.2	35.4	8.6	9.2	8.6
영업이익	40.6	33.2	11.2	12.4	12.7
세전이익	40.2	34.6	10.4	12.2	12.0
당기순이익	43.8	31.2	10.7	12.2	12.0
EPS	43.1	31.2	10.7	12.2	12.0
안정성 (%)					
부채비율	40.6	19.3	21.9	19.5	17.5
유동비율	290.8	526.7	477.6	531.2	587.9
순차입금/자기자본(x)	-85.9	-78.0	-85.3	-86.2	-87.0
영업이익/금융비용(x)	203.6	390.6	339.2	402.5	481.8
총차입금 (십억원)	4.0	2.3	2.1	1.8	1.6
순차입금 (십억원)	-94.2	-106.7	-139.3	-166.5	-197.2
주당지표 (원)					
EPS	1,820	2,387	2,642	2,964	3,319
BPS	8,387	10,461	12,488	14,772	17,328
CFPS	2,670	3,272	2,724	3,041	3,414
DPS	400	600	660	740	830

디티앤씨 목표주가 추이	투자 의견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2021.04.27	신규	정홍식											
	2021.04.27	NR	NR											

대양전기공업 목표주가 추이	투자 의견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2021.04.27	신규	정홍식											
	2021.04.27	NR	NR											

에이치시티 목표주가 추이	투자 의견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2021.04.27	변경	정홍식											
	2021.04.27	Buy	20,000											

서흥 목표주가 추이	투자 의견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.11.05	변경	정홍식											
	2019.11.05	Buy	45,000	-11.3	-20.6									
	2020.02.25	Buy	50,000	0.6	-22.3									
	2020.05.18	Buy	60,000	-5.0	-12.3									
	2020.06.30	Buy	70,000											

다나와 목표주가 추이	투자의견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2017.05.19	변경	정홍식											
	2019.05.15	Buy	30,000	-2.0		-17.8								
	2019.08.14	Buy	27,000	-12.4		-18.6								
	2019.09.24	Buy	30,000	-8.2		-17.9								
	2019.11.14	Buy	35,000	-23.7		-30.7								
	2020.03.19	Buy	26,000	-6.0		-15.9								
	2020.04.02	Buy	30,000	7.3		-8.7								
	2020.05.15	Buy	40,000	-12.5		-25.4								
	2021.02.10	Buy	50,000											

Compliance Notice

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

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 당사에 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 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	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) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)