

슬기로운 주식생활 6월호  
Overweight

# Hot Summer株

## - 세상은 바뀐다 20선

# CONTENTS

## Hot Summer 株: 세상은 바뀐다 20 선

### [산업분석]

- #4 I. 주주파워 이제 함께 행동하자
- # 13 II. 비즈니스 모델 가시화로 제 4 차 산업혁명 밸류체인주에 주목할 시기
- # 18 III. 규제 샌드박스⇒새로운 비즈니스 모델 출현 촉진시킬 듯

### [기업분석]

- #27 IV. Hot Summer 株: 세상은 바뀐다 20 선

주주행동주의	대림산업(000210)
뚝뚝한 자회사 보유	이테크건설(016250)
5G	유수홀딩스(000700)
비메모리반도체	삼지전자(037460)
	네팩스(033640)
	월덱스(101160)
	테크윙(089030)
팝리스	텔레칩스(054450)
	아이앤씨(052860)
스마트폰	와이엠티(251370)
	액트로(290740)
스마트 모빌리티	AJ 렌터카(068400)
원격서비스	알서포트(131370)
핀테크	더존비즈온(012510)
디지털 트랜스포메이션	NHN 한국사이버결재(060250)
가상현실	골프존(215000)
AI 스피커	가온미디어(078890)
더마코스메틱	네오팜(092730)
스마트 헬스케어	오스템임플란트(048260)
호캉스	서부 T&D(006730)

## Summary

## Hot Summer 株 : 세상은 바뀐다 20 선

국민연금 등 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입 및 주주행동주의 펀드 활성화 등으로 기업 지배구조 개선 효과가 크게 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 왜냐하면 단순 배당이 아니라 여러가지 소통을 통하여 지배구조의 간극을 그 만큼 줄일 수 있기 때문이다.

주주행동주의 펀드는 PBR 이 낮고, 사내 유보금이 많은 기업, 사업전략에 이슈가 있거나, 대주주 지분율이 낮은 등 지배구조에 이슈가 있는 기업을 대상으로 공격하는 행태를 보인다. 이에 따라 여기에 해당되는 기업들은 항시적으로 지배구조 개선을 위하여 노력을 해야 할 것이다.

과연 제 4 차 산업혁명에서 미래 기대치를 높게 평가할 수 있는 요소는 무엇일까?

공급자 측면에서는 기술적 혁신에 의하여 새로이 등장하는 제품 및 서비스들에 관여하거나 그 동안의 지역적인 한계가 극복되어 판매 및 서비스가 가능해 지면서 시장크기를 극대화 될 수 있느냐이며, 수요자 측면에서는 기술혁신이 편리성 향상 및 비용 절약을 극대화 될 수 있는지가 중요하다.

닷컴버블 당시 인프라는 인터넷 이었다면 제 4 차 산업혁명 시대에는 5G 가 인프라에 해당될 것이다. 또한 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 사물인터넷 등 제 4 차 산업혁명 관련 주요 동인들을 활용한 디지털 트랜스포메이션으로 제품을 서비스화 하는 새로운 비즈니스 모델들이 등장하고 있을 뿐만 아니라 5G 인프라가 이러한 비즈니스 모델들을 더욱 더 풍부하게 해줄 것이다. 또한 벤처투자 활성화 등도 이러한 비즈니스 모델 출현을 촉진시킬 것이다.

무엇보다 이러한 비즈니스 모델들은 없었던 것들이 새로 생기는 경우가 있을 수 있을 뿐만 아니라, 다른 영역으로 확장 되거나 시장을 확대시킬 수 있으므로 관련 밸류체인주들이 큰 폭의 상승을 가져올 수 있을 것이다. 올해 들어 5G 관련주들이 큰폭으로 상승한 것도 이와같은 맥락과 일맥상통하는 것이다.

또한 규제 샌드박스 4 법(정보통신융합법, 산업융합법, 금융혁신법, 지역특구법) 을 바탕으로 새로운 비즈니스 모델 출현을 촉진 시킬 것이다.

이렇듯 5G 인프라가 구축됨에 따라 비즈니스 모델 등이 가시화 되면서 제 4 차 산업혁명 관련 밸류체인주들이 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 즉, 비즈니스 모델 활성화에 따른 제 4 차 산업혁명 생태계 본격 가동으로 밸류체인주가 성장할 수 있는 환경이 조성될 것이다.

Hot Summer 株: 세상은 바뀐다 20 선 :

주주행동주의(대림산업), 똑똑한 자회사(이테크건설, 유수홀딩스), 5G(삼지전자), 비메모리반도체(네패스, 윌덱스, 테크윙), 팍리스(텔레칩스, 아이앤씨), 스마트폰(와이엠티, 액트로), 스마트 모빌리티(AJ 렌터카), 원격서비스(알서포트), 핀테크(더존비즈온), 디지털트랜스포메이션(NHN 한국사이버결제), 가상현실(골프존), AI 스피커(가온미디어), 더마코스메틱(네오팜), 스마트 헬스케어(오스템임플란트), 호캉스(서부 T&D)

## I. 주주파워 이제 함께 행동하자

### 1. 사모펀드 개편방안 핵심 10%를 폐지 ⇒ 주주행동주의 펀드 활성화 될 듯

지난해 9월 27일 열린 사모펀드 발전방향 토론회에서 기업의 혁신성장과 일자리 창출을 위한 사모펀드 제도 개편 방안이 공개되었으며, 개편 방안은 향후 자본시장법 개정안으로 발의될 예정이다.

현행 법령상 사모펀드는 헤지펀드(전문투자형)와 PEF(경영참여형)으로 나뉘어 규제가 적용된다. 즉, 현재 경영참여형 사모펀드의 경우 투자기업 지분 10% 이상 의무 보유, 6개월 이상 보유, 대출 금지 등의 규제를 받고 있으며, 전문투자형 사모펀드는 10%를 초과하는 보유 지분에 대해 의결권 행사를 못한다. 따라서 삼성전자와 현대차를 공격하던 미국 행동주의 헤지펀드인 엘리엇처럼 해외 PEF 들은 1%가 넘는 지분만으로도 투자 기업의 배당 확대를 요구하고 지배구조 개편을 압박하지만 국내 PEF 들은 10% 지분보유 규제(10%룰) 때문에 사실상 시가총액이 큰 대기업 투자가 현실적으로 불가능한 상황이었다.

이번 개편방안에는 이원화된 운용규제 체계를 폐지하여 일원화 함에 따라 국내 사모펀드에 대해 글로벌 사모펀드 수준의 자율성을 주기로 하였다.

또한 현행 경영참여형 사모펀드를 기관 자금만 조달하는 기관 전용 사모펀드로 전환하기로 했다. 이를 통해 일반투자자, 전문투자자, 기관투자자 모두로부터 자금을 조달할 수 있는 일반 사모펀드와 기관투자자만 상대하는 기관전용 사모펀드로 국내 사모펀드 구조를 개편할 계획으로 사모펀드 운용규제 일원화에 따라 지분 보유 의무, 대출, 차입 등의 운용규제도 대폭 완화될 예정이다.

한편, 사모펀드 개편방안에는 사모펀드 투자자 수를 현행 49인 이하에서 100인 이하로 완화하기로 했다. 미국, EU(유럽연합) 등 해외와 비교했을 때 투자자 수가 제한적인데다 청약권유자 수와 투자자 수 등 이중으로 규제하고 있다고 판단한 것이다. 이는 곧 투자자 기반이 확대될 수 있으므로 PEF 투자 활성화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

국내 PEF 는 그 동안 10% 지분 규정으로 인해 대기업에 대한 경영 참여가 사실상 불가능했지만 이번 규제 완화로 인하여 PEF 가 적극적으로 기업의 지분을 매입하고 경영에 참여할 수 있게 되었다.

표1. 전문투자형 및 경영참여형 사모펀드 비교

구분	전문투자형 사모펀드	경영참여형 사모펀드
설립 단계	- 전문사모운용사에 의해 설립	- PEF GP에 의해 설립
운용 단계	- 순재산 400% 내 금전차입·대여, 채무보증, 파생상품 투자 가능 - 10% 초과 주식보유분에 대한 <b>의결권 행사 제한</b> - 대출 업무 가능	- 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 - <b>의결권 있는 주식 10% 이상 취득</b> - 취득 주식 6개월 이상 보유 - 대출 업무 불가

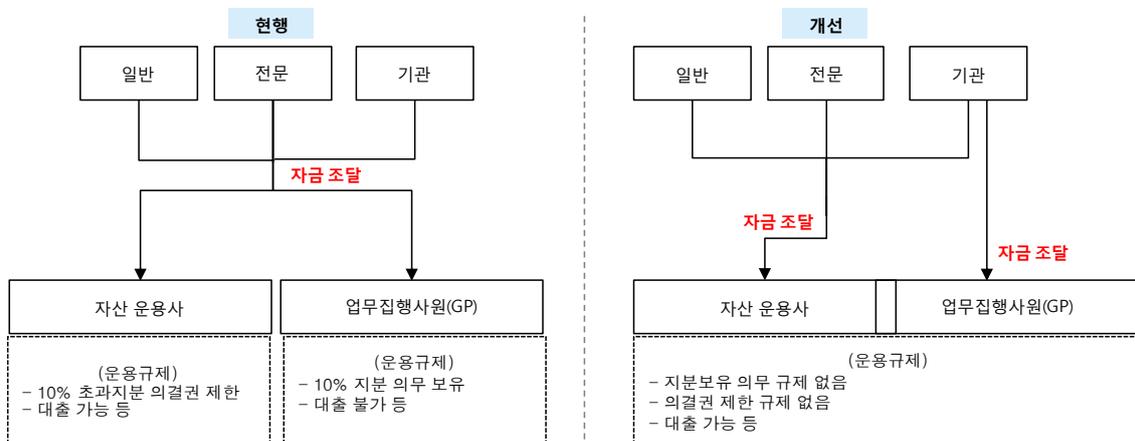
자료: 금융위원회, 하이투자증권

표2. 사모펀드 규제체계 현행/개선(안) 비교

구분	현행		개선(안)	
	전문투자형(헤지펀드)	경영참여형(PEF)	사모펀드 일원화	
운용사	자산운용사	업무집행사원(GP)	자산운용사	
투자자 범위	1억 이상 개인·법인 + 전문투자자	3억 이상 개인·법인 + 전문투자자	1억 이상 + 기관투자자 (기관전문 사모펀드: 기관투자자만)	
운용 규제	지분보유 의무	- 해당 없음	- 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 - 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 - 취득 주식 6개월 이상 보유	- 규제 폐지
	의결권 제한	- 보유주식 중 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한	- 해당 없음	- 규제 폐지
	차입	- 순재산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등)	- PEF재산 10% 이내 (단, SPC를 활용할 경우 300%까지)	- 순재산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등)
	대출	- 대출 가능(단, 개인대출 금지)	- 대출 불가	- 대출 가능(단, 개인대출 금지)
보고 의무	업무보고서 제출·공시	- 분기별 업무보고서 금융위 제출 - 업무보고서 지점 및 영업소 비치, 홈페이지 공시 등	- 해당 없음	- 현행과 동일
	시스템 리스크 관련 보고	- 파생상품 매매, 채무보증, 담보제공, 금전차입 현황보고 (100억 이상: 연 2회, 100억 이하: 연 1회)	- 경영권 참여외 투자 현황, 차입, 채무보증 현황보고	- 차입, 채무보증 현황 등 보고(규제 일부 완화)
검사 및 감독	- 펀드와 운용사 모두 검사 및 감독 가능	- 법령상 펀드에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정, GP에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정되지 않음	- 운용사 검사 및 감독 - 기관전문 사모펀드(GP) 금융감독 개입 최소화 (단, 시스템 리스크, 시장질서 교란 관리 차원의 검사 가능)	
대기업 관련 규제	- 해당 없음	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등	

자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림1. 사모펀드 체계 비교



자료: 금융위원회, 하이투자증권

## 2. 국민연금 스튜어드십 코드의 공을 쏘아 올린다

지난해 7 월 말 국민연금 기금운용위원회는 제 6 차 회의를 열고 국민연금 스튜어드십코드 도입을 의결하였다. 따라서 배당뿐만 아니라 기업의 부당지원행위, 경영진 일가 사익 편취행위, 횡령, 배임, 과도한 임원 보수 한도 등도 국민연금의 미래 수익에 영향을 주는 중대 사안으로 판단되면, 향후 다양한 주주권을 행사할 것으로 예상된다.

이에 대하여 국민연금은 스튜어드십코드에 대한 구체적인 행동지침이 될 국민연금기금 국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인을 만들었다. 여기에는 크게 세가지 방향으로 나눠서 수탁자책임 활동을 구체화했다.

우선 지분을 5% 이상 또는 보유 비중 1% 이상 투자기업 중에서, 기업의 배당정책 수립, 임원 보수 한도의 적정성, 법령상 위반 우려로 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 사안, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등을 기준으로 중점관리 대상 기업을 선정한다. 지난해 말 기준 국민연금이 지분 5% 이상 보유한 기업은 삼성전자, SK 하이닉스, 포스코 등 297 곳에 이르며, 이는 전체 유가증권시장/코스닥시장 상장사 2,110 개의 14.1%에 달한다. 중점관리 대상으로 선정된 기업이 비공개 대화 후에도 개선될 여지가 없다고 판단되면, 공개서한 발송-비공개/공개 중점관리기업 선정-주주제안 등 단계별로 압박을 높여갈 방침이다.

다음으로 국민연금은 정기 ESG 평가등급이 일정 등급 이상 하락하여 하위등급에 해당되거나, 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우, 정성평가-비공개대화-공개서한 발송-경영참여에 해당하는 주주권행사 등 단계별 수탁자 책임 활동을 추진한다.

이밖에, 기금 투자대상 기업에 재직하였거나 재직 중인 이사 및 감사 등이 손해배상책임뿐만 아니라 기업에 대해 부담하는 모든 책임을 대상으로 기업이 책임추궁을 게을리 하는 경우 대표소송을 제기할 수 있으며, 기금이 투자한 대상자산(주식, 채권, 부동산 등)과 관련하여 법령 및 관련 규정의 위반행위 등으로 인하여 기금에 손해를 가한 기업 또는 그 임직원 등을 대상으로 손해배상소송을 제기할 수 있다.

한편, 국민연금은 원칙적으로 수탁자 책임 활동을 결정한 때로부터 14 일 이내에 공단 인터넷 홈페이지에 공시하되, 기금운용 업무의 공정한 수행에 지장을 초래하는 등의 사유가 있는 경우 공개 여부 및 시기를 함께 결정한다. 또한 기금운용 업무의 공정한 수행에 지장을 초래하거나 금융시장 안정에 영향을 미칠 우려가 있다고 판단되는 경우, 투자위원회 또는 수탁자책임 전문위원회의 결정에 따라 일부 내용에 대하여 공시 여부 및 시기를 조정한다.

이와 같이 스투어드십 코드는 투자자 이익 보호뿐만 아니라 기업 지배구조 개선에도 큰 효과가 있을 것으로 예상된다.

특히 문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스투어드십 코드를 접근하기 때문에 배당확대, 이사회 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 수 있을 것이다. 이는 지주회사의 경우 지배구조가 개선되면 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있기 때문이다.

표3. 한국형 스투어드십 코드 7대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙3	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다
원칙5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다

자료: 한국기업지배구조원, 하이투자증권

표4. 중점관리사안별 대상기업 선정 기준

구분	세부내역
기업의 배당정책 수립	- 배당관련 반대 의결권 행사기업, 의결권행사 대상기업 중 배당성향 하위 기업, 보유비중 상위 기업으로, - 합리적인 배당정책 수립·공개하고 있지 않거나, 그에 따라 배당하지 않는 기업을 선정 *당기순손실(결손 누적 포함), 배당가능이익이 없는 기업을 제외 - 합리적인 배당정책 여부는 '배당정책 체크리스트'를 기반으로 판단 *배당정책의 투명성, 구체성, 일관성을 검토
임원보수한도의 적정성	- 이사보수한도가 경영성과와 연계되지 않거나 실지금액 대비 과다한 기업으로서, - 최근 주주총회에서 이사보수한도 승인의 건에 반대한 기업 중, 이사보수한도 대비 실지금액 비율을 고려하여 선정
법령상 위반 우려로 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 사안	- 국가기관의 조사 등 객관적 사실에 근거하여 횡령·배임, 부당지원행위, 경영진의 사익편취에 해당할 우려로 인해 - 기업가치를 훼손하거나 주주권익을 침해할 수 있는 기업을 선정
지속적 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안	- 최근 5년 이내 이사 및 감사(위원) 선임의 건 중에서 동일한 사유 등으로 2회 이상 반대의결권을 행사한 기업 중, - 반대의결권 행사 횟수, 안건의 중요도, 개선여지, 보유비중 등을 고려하여 선정

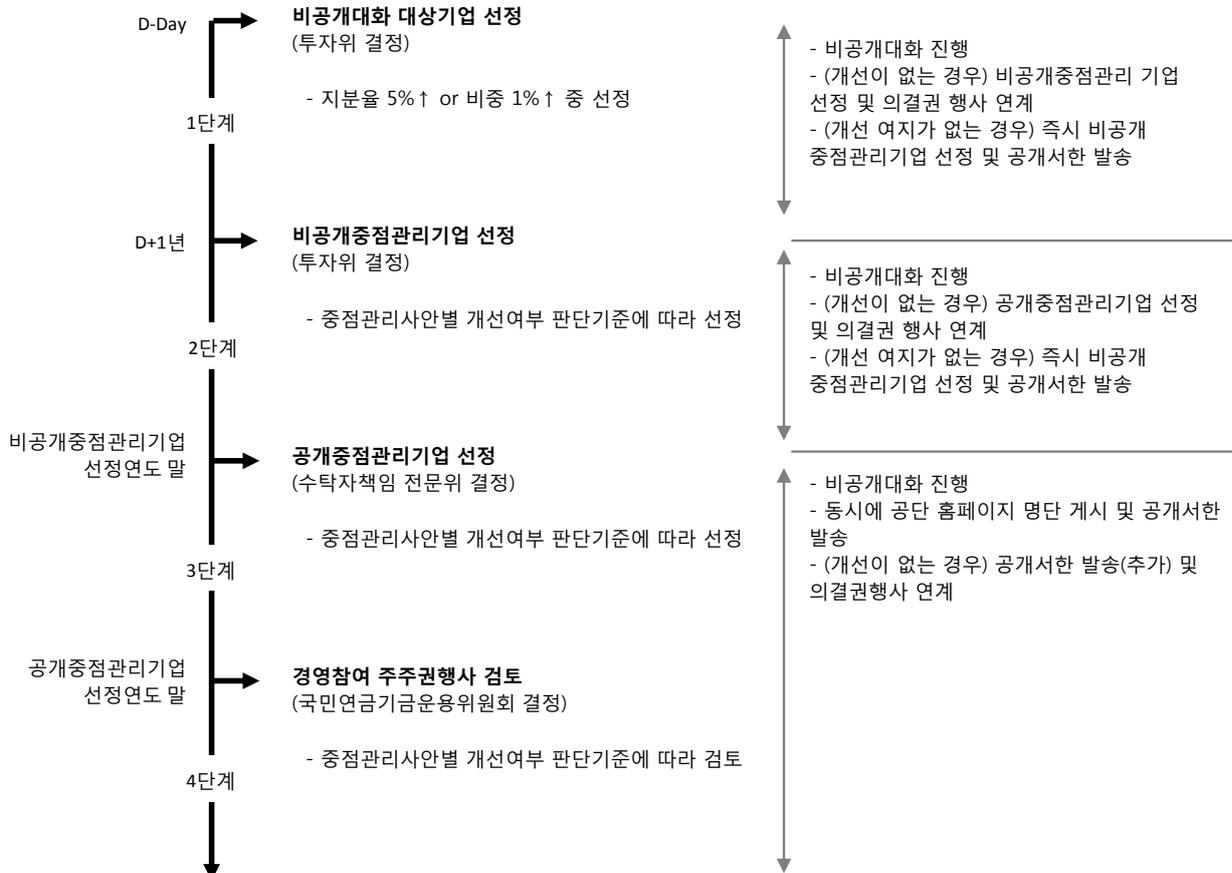
자료: 국민연금공단, 하이투자증권

표5. 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려에 대한 수탁자 책임 활동

구분	중점관리사안	예상하지 못한 우려
목적	주주가치 제고 및 기금의 장기수익성 제고	
행사내용	해당 사안에 대한 개선요구	해당 우려에 대한 개선 요구
기업과의 대화	<p><b>(대상)</b> 지분율 5% 이상 또는 보유비중 1% 이상 투자기업을 대상으로 중점관리사안 대상 기업 선정 기준에 해당하는 기업</p> <p><b>(내용)</b> 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 조치계획 및 개선대책 수립 유도 *비공개 원칙, 대화를 거부하는 등 개선여지가 없을 시 공개서한 발송</p>	<p><b>(대상)</b> 컨트러버셜 이슈 중대성 평가와 ESG등급 정성평가를 실시 후, 투자위원회에서 비공개 대화를 실시하기로 의결한 기업 *기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 사건이나 쟁점이 되는 이슈를 총칭</p> <p><b>(내용)</b> 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 조치계획 및 개선대책 수립 유도 *비공개 원칙, 대화를 거부하는 등 개선여지가 없을 시 공개서한 발송</p>
비공개, 공개 중점관리기업 선정	<p><b>(대상)</b> 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 개선이 없는 기업 <b>(내용)</b> 중점관리기업으로 지정하고 지속적으로 개선 유도 *비공개 원칙, 지정 후 연도말까지 개선이 없는 경우, 수탁자책임 전문위원회가 대상 명단 공개여부 결정</p>	해당없음
경영참여(주주제안)	<p><b>(대상)</b> 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 개선이 없는 기업 <b>(내용)</b> 기금운용위원회가 개선여부 검토하여 경영참여 주주권행사 여부 결정 *기업의 배당정책 수립 관련 공개 중점관리기업에 한하여, 개선이 없는 경우 수탁자책임전문위원회 의결로 다른 소수주주의 주주제안에 참여하거나, 직접 주주제안 가능</p>	<p><b>(대상)</b> 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 개선이 없는 기업 <b>(내용)</b> 수탁자책임 전문위원회의 논의를 거쳐, 필요한 경우 기금운용위원회 의결에 따라 경영참여 주주권행사 여부 결정</p>

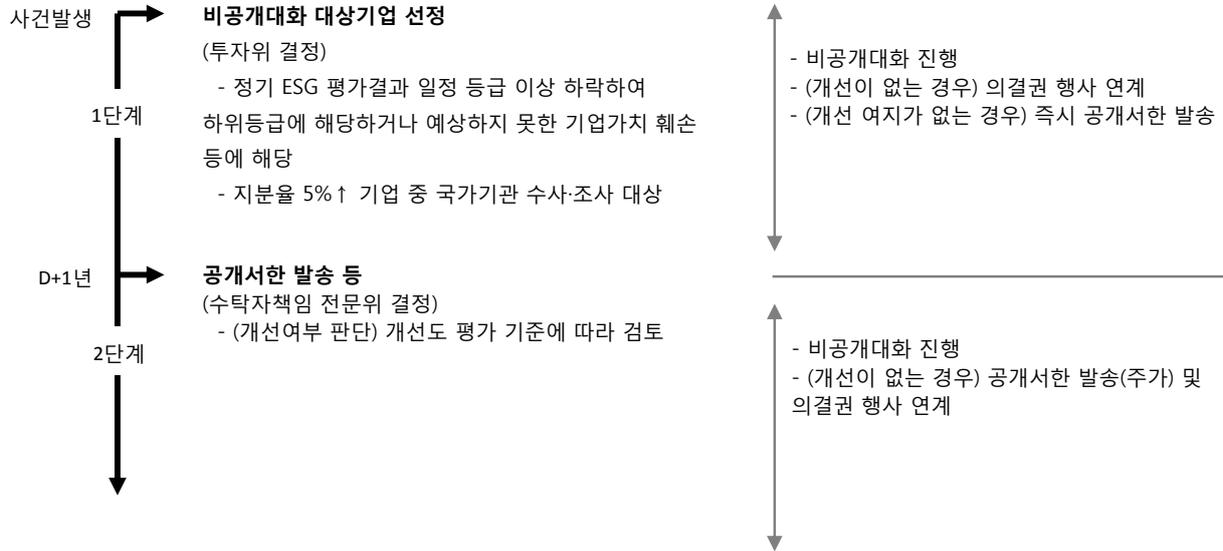
자료: 국민연금공단, 하이투자증권

그림2. 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금공단, 하이투자증권

그림3. 예상하지 못한 우려에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금공단, 하이투자증권

표6. 소송제기

구분	주주대표소송	손해배상소송
목적	투자대상 기업의 장기적인 주주가치 증대에 기여	
소송내용	<p><b>(대상)</b> 기금 투자대상 기업에 재직하였거나 재직 중인 이사 및 감사 등</p> <p><b>(내용)</b> 손해배상책임 뿐만 아니라, 이사 등이 기업에 대해 부담하는 모든 책임을 대상으로 기업이 책임 추궁을 게을리 하는 경우 소제기</p>	<p><b>(대상)</b> 기금 투자대상 자산(주식, 채권, 부동산 등)과 관련하여 법령 및 관련 규정의 위반행위 등으로 인하여 기금에 손해를 가한 기업 또는 그 임직원 등</p> <p><b>(내용)</b> 법률상 사업보고서 등의 거짓 기재 등에 대한 투자자 소송 및 투자자(주주, 채권자 등)로서 추궁할 수 있는 모든 손해배상 책임에 대한 소제기</p>
소제기검토	<p><b>(검토사항)</b> 제소요건, 승소가능성, 소송실익, 위반행위, 손해액 등을 고려</p> <p><b>(타주주 요청)</b> 제소요건 충족에 필수적인 경우에 한해 소송 제기 여부 검토</p> <p><b>(외부자문)</b> 전문성 있는 법무법인 등 외부 기관으로부터 승소가능성 등에 대한 자문을 받아 결정의 객관성과 전문성을 보완하며, 법무법인은 준법지원실, 기타 자문기관은 수탁자책임실이 주관하여 선정</p>	<p><b>(검토사항)</b> 제소요건, 승소가능성, 소송실익, 위반행위, 손해액 등을 고려</p> <p><b>(외부자문)</b> 전문성 있는 법무법인 등 외부 기관으로부터 승소가능성 등에 대한 자문을 받아 결정의 객관성과 전문성을 보완하며, 법무법인은 준법지원실, 기타 자문기관은 대상자산(주식, 채권, 부동산 등)의 소관부서가 주관하여 선정</p>
소제기결정	<p><b>(소제기 결정)</b> 투자위원회 또는 수탁자책임 전문위원회가 소제기 여부 결정</p> <p><b>(소제기 청구)</b> 수탁자책임실은 준법지원실의 사전 법률검토를 거쳐 기업에 대하여 소제기 청구</p>	<p><b>(소제기 결정)</b> 투자위원회 또는 수탁자책임 전문위원회가 소제기 여부 결정</p>
소송수행	<p><b>(소송의뢰)</b> 소제기 청구 이후 30일이 경과하도록 회사가 소송을 제기하지 않는 경우, 수탁자책임실은 준법지원실에 소송의뢰</p> <p><b>(소송대리인 선임)</b> 전문성 있는 법무법인 등을 사전에 복수로 선정하여 필요에 따라 수의계약 또는 제한경쟁을 통해 즉시 선임</p> <p><b>(소송 수행)</b> 준법지원실은 대표 소송에 관한 소송 제기, 소송고지, 변론, 상소 등의 재판 소송사무를 담당</p>	<p><b>(소송의뢰)</b> 해당 증권 등의 소관부서는 준법지원실에 소송의뢰</p> <p><b>(소송대리인 선임)</b> 전문성 있는 법무법인 등을 사전에 복수로 선정하여 필요에 따라 수의계약 또는 제한경쟁을 통해 즉시 선임</p> <p><b>(소송 수행)</b> 준법지원실은 소송제기, 소송고지, 변론, 상소 등의 재판 소송 사무를 담당</p>

자료: 국민연금공단, 하이투자증권

### 3. 주주행동주의 펀드 활성화로 기업지배구조 개선 되면서 지주회사 수혜 받을 듯

주식회사는 주주가 주인인 회사다. 주주(株主)는 말 그대로 주식에 대한 권리인 주권(株券)을 가진 사람으로 소액주주라도 자신의 주권을 행사하는 일, 그것이 좀 더 투명하고 올바른 자본시장을 만드는 첫걸음이 될 것이다.

향후 어떤 형태의 사모펀드라도 10% 이하의 소수 지분만을 갖고도 기업 경영에 참여할 수 있게 되면서 주주행동주의 펀드가 국내에서도 활성화 될 가능성이 높아졌다.

여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다.

또한 기업가치 극대화 등 자본시장의 논리에 움직이는 사모펀드의 근본적인 존재 목적은 수익률이고 매각 차익이다. 저가에 사서 기업의 가치를 높여 적절한 타이밍과 적절한 인수자에게 높은 가격에 되팔아 투자자에게 높은 수익을 제공한다. 기업의 가치를 높이는 방법은 지배구조 및 재무구조 개선과 더불어, 경영 효율화, 외형 확장을 통한 기업의 재편과 성과 개선 등이다.

1997년 IMF 외환위기로 인하여 SK 증권이 부실화 되자 SK 증권을 구제하기 위하여 JP 모건과 이면계약을 체결하였으며, JP 모건이 유상증자에 참여함으로써 입을 손실을 SK 글로벌이 모두 떠맡기로 하였다. 2003년 검찰의 수사로 이러한 이면계약이 드러나고 SK 그룹 최고경영진의 지시로 계열사들이 분식회계를 한 것이 적발되어 최태원 회장은 구속되고 SK 주식은 급락하였다.

이때 사모펀드 소버린 자산운용은 철저한 계획을 통해 SK 주식 14.99%을 1,800억원에 매집하였다. 그 이후 소버린 자산운용은 최태원 회장 등 분식회계에 연루된 경영진 퇴진과 지배구조 개선을 요구하며 전방위적으로 압박하고 나섰다. 특히 SK은 SK 그룹 전체의 지주회사 역할을 하고 있었으므로 SK의 주인이 바뀌면 SK 그룹 전체의 주인이 바뀔수도 있는 상황이었다.

소버린에 대항하기 위하여 SK는 국내 소액주주들의 애국심에 호소하였으며, 주가부양을 위한 정책들을 실시하면서 SK 주가는 상승하기 시작하였다. 소액주주의 도움을 받아 SK 주주총회에서 소버린의 도전을 힘겹게 물리쳤다. 그러자 SK의 경영권을 인수하겠다는 소버린은 2005년 7월 주식을 매입한지 2년만에 SK 주식을 모두 매각하고 한국 시장에서 철수하였다. 1,800억원 투자하였던 소버린은 8,000억원의 가량의 시세차익을 얻었다.

어찌되었든 이러한 과정을 거치면서 SK 그룹은 지배구조 개선 정책을 실시하여 건실한 상태로 개선되었다. 결과적으로 소비권이 SK 그룹의 경영정책에 영향을 미쳐, SK 그룹의 투명성 및 주주가치 향상에 간접적으로 공헌한 측면이 있다고 할 수 있다.

이렇듯 주주행동주의 펀드는 PBR 이 낮고, 사내 유보금이 많은 기업, 사업전략에 이슈가 있거나, 대주주 지분율이 낮은 등 지배구조에 이슈가 있는 기업을 대상으로 공격하는 행태를 보인다. 또한 언론을 강력한 메가폰으로 활용할 수 있기 때문에 적은 지분으로도 기업에게 큰 영향력을 행사할 수 있게 되었다.

지배구조란 투자자의 투자가치를 보호하기 위해서 경영자의 의사결정과정을 감시하는 것으로, 바람직한 지배구조는 회사의 가치, 주주의 가치가 극대화 되는 것이다. 즉, 특정인의 사적 이익을 위해 악용되지 않는 경영시스템으로 투명성과 책임성이 보장되어야 한다. 따라서 지배구조가 개선되면 디스카운트 요인이 해소되면서 기업가치를 높일 수 있을 뿐만 아니라 자금조달비용도 줄어들게 된다.

특히 우리나라 재벌 등 그룹들의 경우 왜곡된 지배구조를 해소하는 과정에서 총수 일가의 이익이 기타 주주의 이익에 우선시되는 결정이 내려지고 이것이 바로 지배구조의 취약한 부분으로 되었다. 이러한 기업지배구조의 허점을 노리는 것이 주주행동주의 펀드 등이다.

이에 따라 주주행동주의 펀드들의 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등을 제안한다. 특히 유류자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다.

무엇보다 지주회사의 경우 소유구조에서 여러 사업자회사나 관계회사의 지분을 소유함으로써 투자 및 배당 의사결정에 중대한 영향력을 행사하게 된다.

지주회사의 지배구조가 개선되면 과거와 같이 경영성과가 좋지 않은 기업집단 내 다른 기업을 도와주기가 어렵게 되며, 결국 경영성과가 좋지 않은 사업자회사로부터 자원을 회수해 경영성과가 좋은 다른 사업자회사로 투자재원을 집중시키게 된다. 따라서 지주회사 지배구조 개선으로 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있을 것이다.

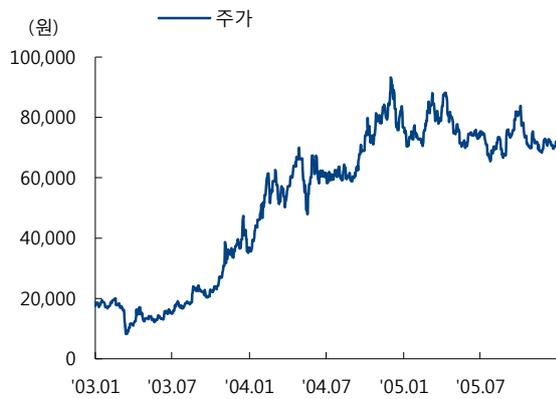
이와 같은 지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

표7. 소버린 사태 당시 SK 그룹의 지배구조 관련 이벤트

일시	내용
'03.03	SK글로벌(현 SK네트웍스) 분식회계, 최태원 회장 구속
'03.04	소버린, (주)SK 지분 8.64% 확보, 1대 주주 등극
'03.04	소버린, (주)SK 지분 14.99%로 확대
'03.05	소버린, (주)SK의 SK글로벌 지원 중단 요구
'03.06	(주)SK, SK글로벌 매출채권, 8,500억원 출자전환
'04.12	최태원 회장, SK C&C가 (주)SK 지분 매입(15.62%)
'05.03	최태원 회장 재선임
'05.07	소버린, (주)SK 지분 전량 매각

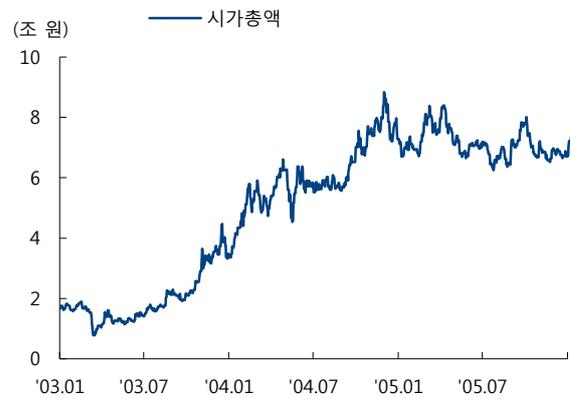
자료: 공시 및 각종 언론, 하이투자증권

그림4. SK 주가 추이 (2003.01.01-2005.12.31)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림5. SK 시가총액 추이 (2003.01.01-2005.12.31)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

## II. 비즈니스 모델 가시화로 제 4 차 산업혁명 밸류체인주에 주목할 시기

### 1. 바야흐로 제 4 차 산업혁명 시대 도래

제 4 차 산업혁명으로 향후 미래가 어느 때 보다도 많이 변화될 것으로 예상되므로 변화가 크면 미래의 가치도 그 만큼 커지게 된다. 이는 곧 제 4 차 산업혁명으로 변화가 일어나서 리스크가 존재하는데도 불구하고 그런 변화들이 미래가치를 증가시켜서 주식을 크게 상승시키는 원동력이 될 것이다.

따라서 제 4 차 산업혁명이 무엇이며, 제 4 차 산업혁명으로 인한 변화들이 과연 어떻게 미래의 가치를 끌어올릴 수 있는지에 대한 근본적인 원리를 알아야 한다.

전세계 인구가 줄어들고 있기 때문에 자연스럽게 잠재성장률도 하락하고 있어서 앞으로 고성장을 하고 싶어도 할 수가 없게 되었다. 이는 곧 수요자는 줄어들 수밖에 없기 때문에 양(Q)이 중점이 되는 하드웨어 시대가 지나가고 있다는 것을 의미하는 것이다. 이러한 환경하에서는 공급자, 수요자, 정부 등도 효율화로 인한 부가가치 창출을 위해서는 맞춤정보가 필요하기 때문에 전 세계의 소프트웨어화가 절실히 요구된다. 이것이 제 4 차 산업혁명이 등장하게 된 배경이다.

이에 따라 제 4 차 산업혁명의 본질은 모든 사물에 센서, 통신칩을 집어 넣어서 정보를 받아들이고 내보내는 역할을 할 수 있게 하는 모든 사물의 지능화로, 현재 보다는 정보를 더 많이 얻을 수 있을 뿐만 아니라 인공지능으로 인하여 단지 정보만 쌓이는 쓰레기 같은 정보가 아닌 내게 딱 들어맞는 맞춤형 정보 획득을 가능케 하여 사전적 이든 사후적 이든 인류 삶의 질을 향상 시키는 데 있다.

또한 제 4 차 산업혁명은 초연결화 시대라고 하는데 이것은 자동차에 통신을 연결하면 스마트카가 되는 것이고, 공장에 통신을 연결하면 스마트팩토리가 되는 것이고, 집에 통신을 연결하면 스마트홈이 되는 것이고, 도시에 통신을 연결하면 스마트시티가 되기 때문이지만 이것에 대한 본질은 전 세계의 소프트웨어화를 의미한다. 이는 곧 전 세계를 저비용 고효율화 구조로 만들겠다는 것이다. 따라서 제 4 차 산업혁명이 현재부터 일어나고 있는 것은 향후 20~30 년 이후를 대비하자는 것이다.

## 2. 새로운 비즈니스 모델 출현 ⇒ 밸류체인주에 주목

1997년 12월 IMF 외환위기 이후 우리나라 주식시장은 곤두박질 치면서 침체를 겪는 시기였다. 반면에 미국 등에서는 개인용 PC 대중화로 인터넷에 연결된 컴퓨터 수가 증가하면서 인터넷이 매개가 된 새로운 비즈니스 모델들이 나타나기 시작하자 구글, 야후, 아마존, 이베이 등의 ICT 기업들이 등장하였을 뿐만 아니라 PC 운영체제(OS) 보급으로 마이크로소프트(MS)가 시가총액 1위를 차지하며 주도주로서 활약을 하였다.

김대중 정부의 경우 IMF를 극복하기 위한 해법으로 정보 기술(IT)관련 벤처기업을 육성하는 데 전력을 다 하였을 뿐만 아니라 코스닥 시장 활성화에 매진하였다. 또한 Cyber Korea 21을 수립하여 인터넷 PC 보급 정책을 추진하였다. 1999년부터 우리나라 주식시장도 이러한 정부정책과 더불어 초고속망 보급 및 각종 인터넷 서비스 등 인터넷 대중화에 대한 파급효과의 기대치 상승으로 관련 기업들이 폭등하였다. 즉, 인터넷 인프라 기대감으로 SK텔레콤, 데이콤 등이, PC 소프트웨어 업체로서 한글과컴퓨터 등이, 인터넷 관련 비즈니스 모델로서 새롬기술, 골드뱅크 등이 큰 폭으로 상승하였다.

과연 제4차 산업혁명에서 미래 기대치를 높게 평가할 수 있는 요소는 무엇일까? 공급자 측면에서는 기술적 혁신에 의하여 새로이 등장하는 제품 및 서비스들에 관여하거나 그 동안의 지역적인 한계가 극복되어 판매 및 서비스가 가능해 지면서 시장크기를 극대화 될 수 있느냐이며, 수요자 측면에서는 기술혁신이 편리성 향상 및 비용 절약을 극대화 될 수 있는지가 중요하다.

닷컴버블 당시 인프라는 인터넷 이었다면 제4차 산업혁명 시대에는 5G가 인프라에 해당될 것이다. 또한 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 사물인터넷 등 제4차 산업혁명 관련 주요 동인들을 활용한 디지털 트랜스포메이션으로 제품을 서비스화 하는 새로운 비즈니스 모델들이 등장하고 있을 뿐만 아니라 5G 인프라가 이러한 비즈니스 모델들을 더욱 더 풍부하게 해줄 것이다. 또한 벤처투자 활성화 등도 이러한 비즈니스 모델 출현을 촉진시킬 것이다.

무엇보다 이러한 비즈니스 모델들은 없었던 것들이 새로 생기는 경우가 있을 수 있을 뿐만 아니라, 다른 영역으로 확장 되거나 시장을 확대시킬 수 있으므로 관련 밸류체인주들이 큰 폭의 상승을 가져올 수 있을 것이다. 올해들어 5G 관련주들이 큰폭으로 상승한 것도 이와같은 맥락과 일맥상통하는 것이다.

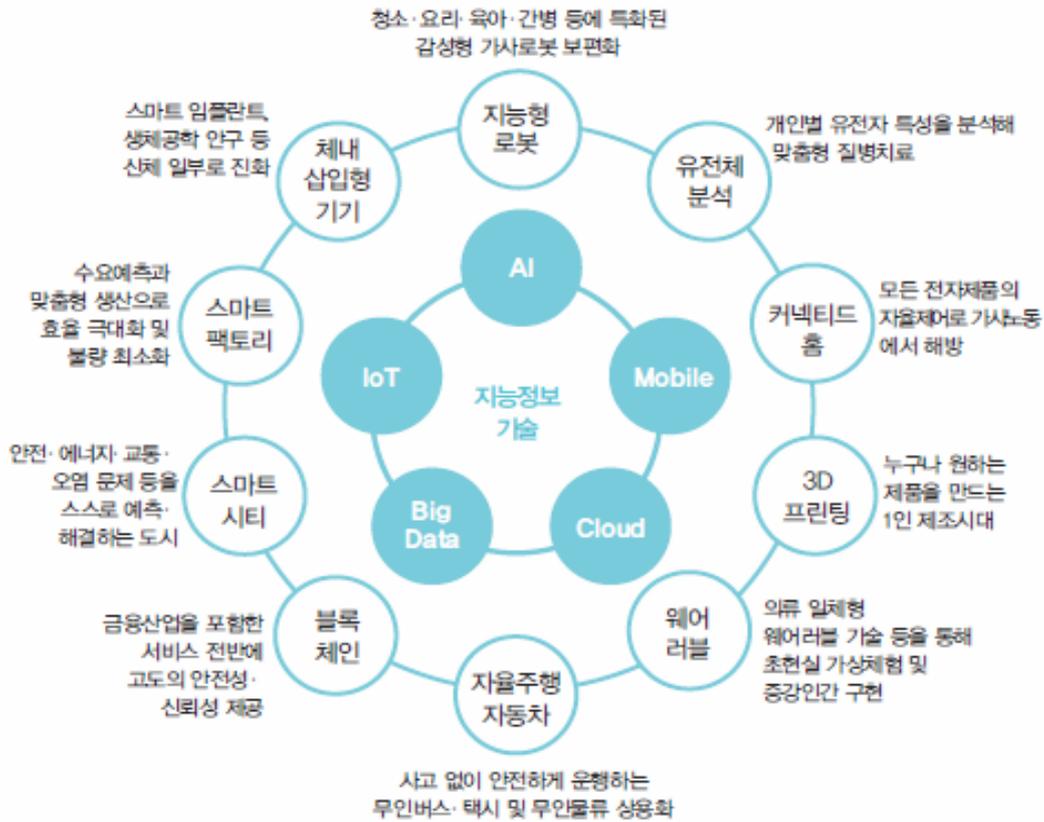
5G 인프라가 구축됨에 따라 비즈니스 모델 등이 가시화 되면서 제 4 차 산업혁명 관련 밸류체인주들이 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 즉, 비즈니스 모델 활성화에 따른 제 4 차 산업혁명 생태계 본격 가동으로 밸류체인주가 성장할 수 있는 환경이 조성될 것이다.

그림6. 제 4 차 산업혁명 및 지능정보기술

개념	IoT	Mobile	Cloud & Big Data	AI	새로운 가치	
	모든 기계·인간으로부터 데이터 수집		정보처리능력 고도화로 데이터 축적·분석강화	기계가 데이터를 빠르게 학습해 새로운 지능정보가치 창출		
	 CCTV		 정보저장	 인공 지능	 스마트팩토리 → 생산비용 절감	
	 자동차				 정보처리	 자율자동차·스마트교통 → 교통사고 감소
	 가전				 정보관리	 스마트홈 → 생활 편의성 향상
	 의료건강					 스마트 헬스케어 → 의료비 감소
	 기반시설					 스마트 인프라 → 안정적 에너지 공급
특징	만물의 데이터화	실시간 반응	자율 진화	무인 의사결정		

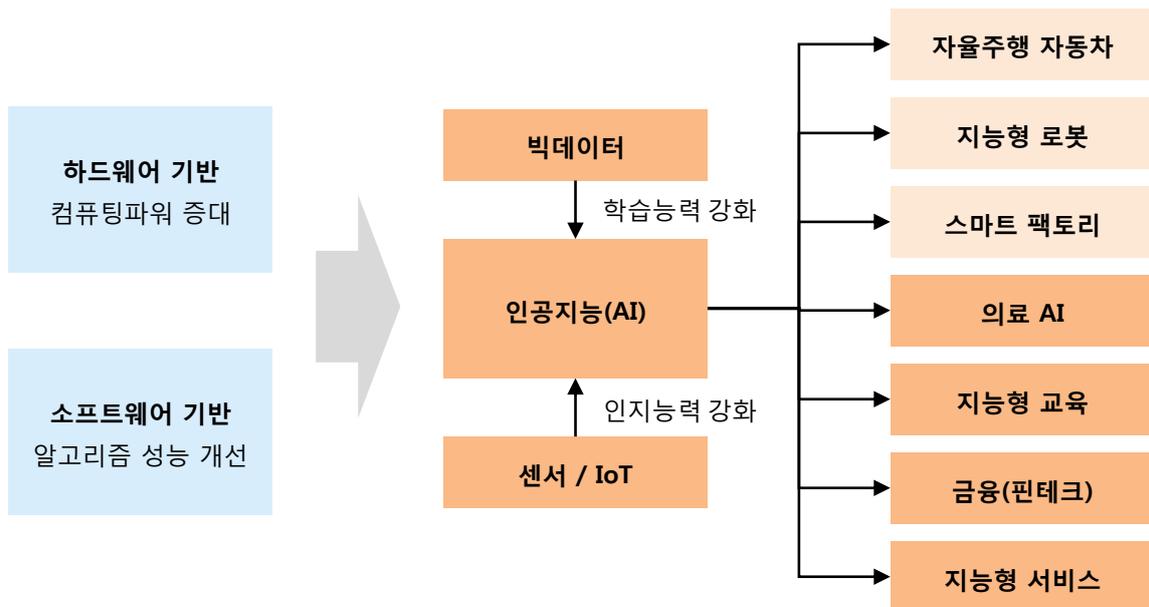
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림7. 제 4 차 산업혁명 O2O 융합



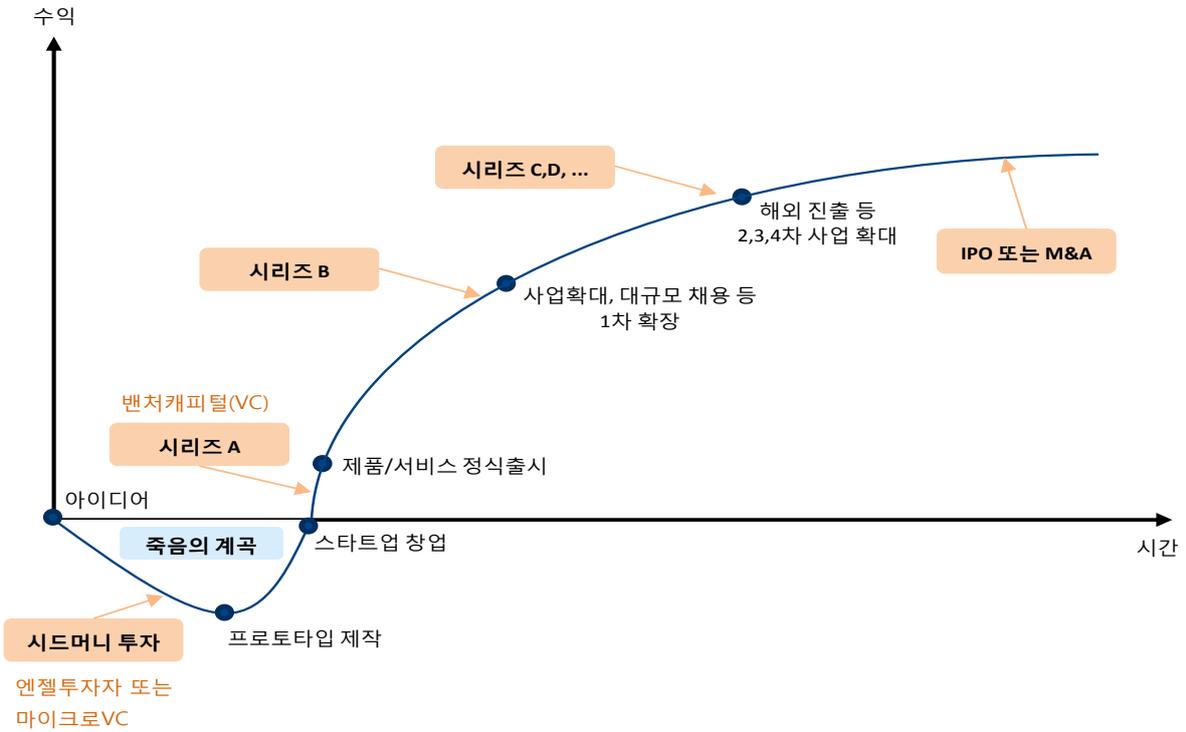
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림8. 새로운 비즈니스 모델



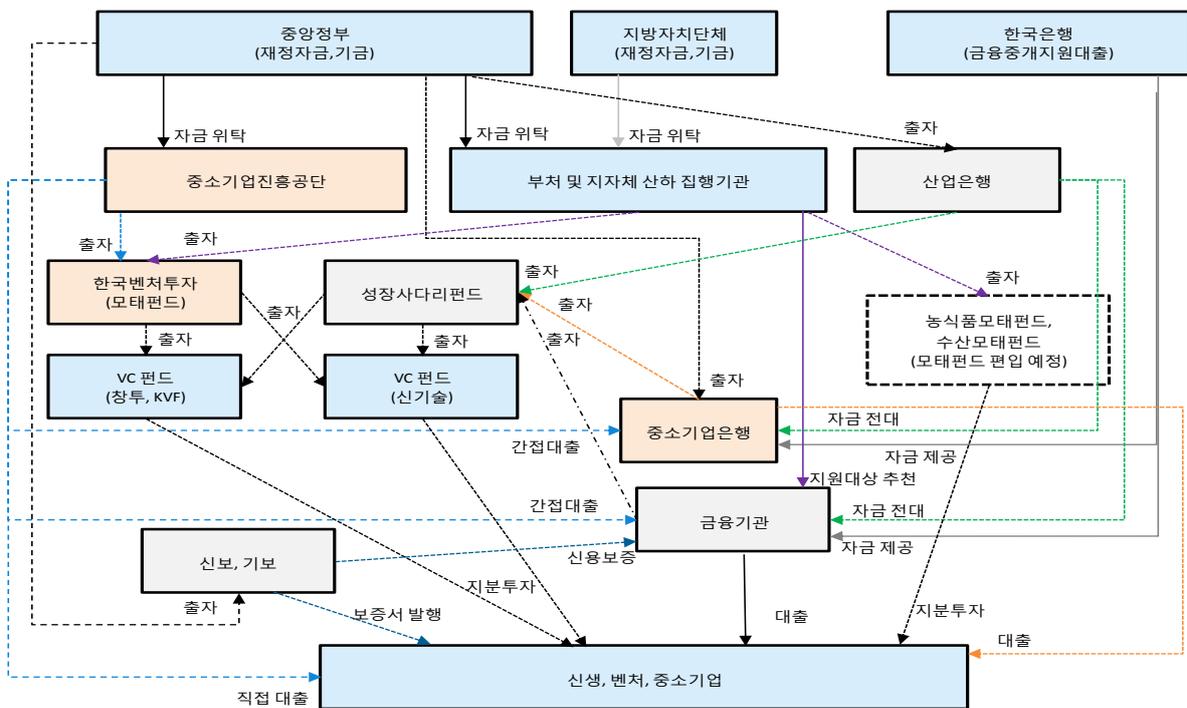
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림9. 스타트업의 투자단계



자료: 정보통신산업진흥원, 하이투자증권

그림10. 스케일업 생태계 모델



자료: 여신금융협회, 하이투자증권

### Ⅲ. 규제 샌드박스⇒새로운 비즈니스 모델 출현 촉진시킬 듯

#### 1. 규제완화를 바탕으로 둔 혁신성장

자본축적은 과거 고성장에서 큰 역할을 수행하였지만, 인구 고령화와 출산율 감소 등으로 인하여 그 효과가 감소되고 있다. 무엇보다 지속적인 성장을 위해서는 기술발전 등이 새로운 제품 및 서비스를 출현시켜 즉, 혁신으로 부가가치를 창출시켜야 한다.

이와 같이 성장은 혁신에서 나온다. 그럼 어떻게 해야지 혁신을 이룰 수 있을까? 혁신의 사전적 의미는 묵은 풍속, 관습, 조직, 방법 따위를 완전히 바꾸어서 새롭게 함이다. 또한 경제적 의미를 살펴보면 기술의 진보 및 개혁이 경제에 도입되어 생기는 경제구조의 변화로 신상품의 생산, 신생산방법의 도입, 신시장의 개척, 신자원의 획득 및 이용, 그리고 신조직 달성 등에 의하여 생산요소를 신결합하는 것이며, 기업이윤이 창조되고 정태적 균형을 파괴하고 동태적 경제발전을 행하는 것은 이러한 혁신에 의존하게 된다.

결국에는 혁신이 정태적 균형을 파괴하고 동태적 경제발전을 이루게 한다는 것인데, 정태적 균형에는 어떤 규제의 틀이 반드시 존재한다. 즉, 동태적 경제발전을 하기 위해서는 규제의 틀을 없애거나 완화시켜야 하므로 혁신의 밑바탕에는 규제완화가 결부되어야 한다.

이에 대하여 정부에서는 규제완화 등으로 혁신을 위한 전체적인 환경을 만들어 주고 시장이 혁신 여부를 평가할 수 있도록 시장 주도의 혁신성장을 유도해야 한다.

무엇보다 혁신성장을 위해서는 정부에서는 붉은 깃발 걷어내듯이 규제완화에 본격 나서야 한다. 붉은 깃발법(적기조례)은 1861~1896년 영국이 자동차 속도를 제한하기 위해 차 앞에 붉은 깃발을 든 사람이 걸어가도록 의무화한 것을 말한다. 마차업자를 보호하기 위해 자동차 속도를 내지 못하게 한 반시장적 규제의 대표적 사례로 꼽힌다. 결국에는 혁신성장의 성패는 사회 곳곳의 붉은 깃발을 걷어내는데 있다.

문재인 정부 혁신성장의 과제는 크게 규제혁신, 데이터 및 인공지능(AI) 활성화, 수소경제, 5G, 공유경제 등으로 바이오헬스, 스마트공장·산업단지, 스마트팜, 핀테크, 에너지 신산업, 스마트시티, 드론, 미래차 등 8 대 선도산업을 육성하겠다는 것이다. 이에 대하여 2023 년까지 데이터시장을 30 조원으로 늘리고, AI 유니콘 기업 10 개와 융합인재 1 만명 육성, 수소차 8 만대, 5G 융합 서비스 실증사업 등이 물밑에서 대기 중이다. 나아가 M&A 도 산업에 활력을 불어넣을 전망이다.

무엇보다 규제 샌드박스 4 법(정보통신융합법, 산업융합법, 금융혁신법, 지역특구법) 을 바탕으로 새로운 비즈니스 모델 출현을 촉진 시킬 것이다.

그림11. 문재인정부 규제혁신 분야



자료: 기획재정부, 하이투자증권

표8. 혁신성장 중점 추진정책 세부 내용

추진정책	세부 내용
규제혁신	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 규제 샌드박스 4법 시행(정보통신융합법, 산업융합법, 금융혁신법, 지역특구법)</li> <li>- 도심지역 수소충전소, 디지털 사이니지 버스 광고, 전기차 과금형 충전 콘센트, 유전체 분석 검사항목 확대, 공공기관 모바일 메신저 및 문자 전자고지, 손목시계형 심전도 장치 등 총 17건 적용 사례 창출</li> </ul>
데이터, AI 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 데이터 시장규모 30조원 달성(~2023년)</li> <li>- 빅데이터 센터 100개, 빅데이터 플랫폼 10개 구축</li> <li>- AI 유니콘기업 10개와 데이터, AI 융합인재 1만명 육성 추진</li> <li>- AI 허브 구축 및 데이터-AI 접목, 융합 클러스터 조성</li> </ul>
수소경제 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 수소차 생산, 보급 확대(2018년 1,800대→2022년 81,000대)</li> <li>- 수소경제 표준 선점 지원</li> </ul>
5G 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5G 융합서비스 실증사업 확대(2018년 233억→2019년 315억원)</li> <li>- 5G 시험, 이증 등을 위한 테스트베드 확대 (2019년 무선주파수, RF, 프로토콜→2020년 방사성능, 망연동 등 확대)</li> <li>- 5G 시설투자에 대한 세액공제(투자금의 최대 3%) 도입 등</li> </ul>
공유경제 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 도시지역내 내국인 대상 연 180일 이내 숙박공유 허용</li> <li>- 카셰어링 배차, 반납 장소 단계적 자율화</li> <li>- 거주자 우선주차장 공유시 인센티브 제공 등</li> </ul>

자료: 정부, 하이투자증권

## 2. 규제 샌드박스로 혁신성장을 이룬다

제 4 차 산업혁명의 도래 등으로 신기술이 그 어느 때보다 빠르게 도입됨에 따라 새로운 제품 및 서비스의 출현도 가속화되고 있다. 그러나 새로운 제품과 서비스의 부작용 또는 위험이 확인되지 않은 상태에서 해당 제품 및 서비스를 바로 시장에 출시하기에는 한계가 있다. 또한 새로운 제품이나 서비스를 출시할 때 기존 규제에 막혀 지체되거나 무산되는 일이 생겨날 수 있다.

신기술·신산업의 부작용 및 위험을 최소화하면서도 해당 분야의 제품 및 서비스 출시를 앞당김으로써 글로벌 시장 선점을 가능케 하는 제도가 필요함에 따라 각국에서는 보다 완화된 규제 환경에서 신기술·신산업 분야의 시험적 운영을 가능케 하는 규제 샌드박스 적용을 통해 빠르게 변화하는 트렌드 환경에 대응하고 있다.

규제 샌드박스는 제한된 조건 하에서 새로운 제품 및 서비스에 대한 규제를 풀어주는 제도로, 주로 시장참가자들이 완화된 규제 환경에서 신산업·신기술 분야를 시험적으로 운영할 수 있도록 도입하는 것이다. 즉, 규제 샌드박스는 규제로 인한 혁신의 저해를 해소하고 새로운 성장 동력을 발굴하기 위해 시스템적인 접근을 통하여 법과 제도를 정비하기 위한 과정이라 할 수 있다.

규제 샌드박스의 '샌드박스' 용어는 아이들이 안전한 환경에서 자유롭게 뛰어 노는 모래놀이터(Sandbox)에서 유래하였으며, '제한된 조건'은 장소적 제한일 수도 있고 기간, 행위 등의 제한일 수도 있다.

2015 년 영국 금융행위감독청(Financial Conduct Authority)은 핀테크(Fintech) 등 새로운 금융 혁신 촉진을 위한 규제 샌드박스를 도입하였고, 이후 주요국들은 금융 분야를 중심으로 규제 샌드박스를 적용하고 있다.

한편, 우리나라의 법령체계는 원칙적 금지·예외적 허용 방식을 기반으로 하기 때문에 법령에서 규제적용에 대한 여부를 판단하고 있지 않은 사안은 규제한다. 이에 대하여 신기술·신산업 분야의 경우 원칙적 허용·예외적 금지 방식인 선(先)허용-후(後)규제 대원칙을 규제 샌드박스를 통해 도입하였다.

규제 샌드박스의 기반이 되는 규제혁신 5 법(행정규제기본법, 정보통신융합법, 산업융합촉진법, 금융혁신법, 지역특구법) 모두 확정되었다. 이에 따라 정보통신융합법, 산업융합촉진법은 '19.1.17.부터, 금융혁신법은 '19.4.1.부터, 지역특구법은 '19.4.17.부터 시행 중에 있다.

규제 환경을 개선하기 위해 제·개정된 규제혁신 5 법은 완전히 새로운 법률이라기 보다는 기존 시범사업 규제개혁 특별법안 및 규제프리존법안의 내용이 보완·개선된 형태이다.

새로운 융합 제품 및 서비스의 신속한 시장출시를 지원하기 위해 규제 신속 처리, 실증을 위한 규제특례, 임시허가 제도 등을 신설하였다.

신속처리의 경우는 기업들은 새롭게 개발한 제품 및 서비스에 대하여 허가 등 규제가 존재하는지 여부와 규제의 구체적인 내용 등에 대해 언제든지 문의하고, 30 일 이내에 안내를 받을 수 있으며, 30 일 이내에 관계부처의 회신이 없을 경우에는 규제가 없는 것으로 간주되어 기업들은 자유롭게 사업화 진행이 가능하다.

실증특례의 경우는 관련 법령이 모호하고 불합리하거나, 제한규정 등으로 사업화가 어려운 신제품과 서비스에 대해 일정한 조건 하에서 기존 규제의 적용을 받지 않는 실증 테스트가 가능하다. 정부가 실증특례 기간 중 또는 종료 후 실증 결과를 바탕으로 법령개정 필요성이 인정되면 관련 규정을 정비하도록 하여 입법과 관련한 불확실성도 완화시킨다.

임시허가의 경우는 시장 출시가 가능한 혁신성과 안전성을 지닌 신제품 서비스임에도 불구하고, 관련 규정이 모호하거나 불합리하여 사업화가 지체되는 경우 일정한 조건하에서 조기에 시장에 출시할 수 있도록 허가한다. 심의절차와 유효기간은 실증을 위한 특례와 동일하며, 임시허가 기간 내에 관계부처는 반드시 관련 법령을 검토하여 정비한다.

5 월 8 일을 기준으로 임시허가 6 건, 실증특례 32 건, 기타 적극행정 8 건 등 총 46 건이 규제샌드박스 승인을 거쳤다.

이와 같은 규제 샌드박스 도입으로 기업의 경우 산업 간 융복합 제품 및 서비스 출시와 실증을 통하여 혁신의 기회를 확대할 수 있으며, 소비자의 경우 신제품 및 서비스의 조기 출시로 선택권 확대 및 그에 따른 편의성이 향상될 수 있다. 또한 정부의 경우는 실증결과를 바탕으로 정교하고 안전한 규제를 설계할 수 있는 기회를 확보할 수 있다.

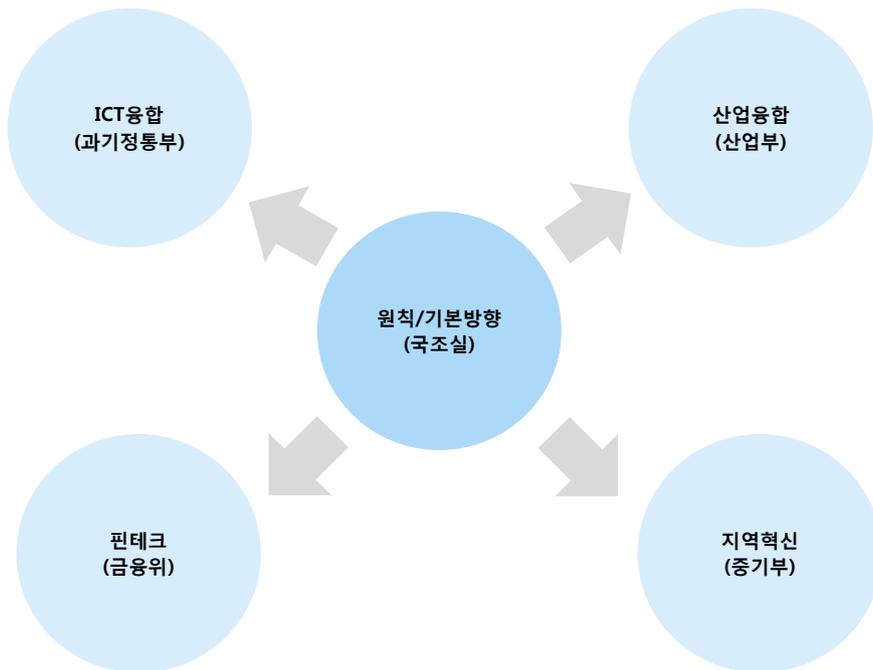
무엇보다 규제 샌드박스가 신사업 분야에 포괄적 네거티브 규제 방식의 확산으로 이어지면서 규제 패러다임 전환의 계기가 되어야 한다.

표9. 주요국 규제 샌드박스 비교

항목	영국	싱가포르	일본	미국	한국
주무부처 (사업담당)	재무부	통화청	경제산업성	연방 시행전, 애리조나주	과기정통부, 산업부, 중기벤처부, 금융위
시행	'16.05	'16.06	'18.06	'18.08	'19.01
대상 산업	금융 핀테크	전 산업	전 산업	애리조나주: 금융 핀테크	전 산업
모집기간	평균 7개월 간격 모집	수시	수시	수시	수시
주요 특징	- 세계최초 시행 - 코호트 운영 - 선정 5~6개월	- 샌드박스 익스프레스 제도 (21일 이내 허가 결정)	- 일몰제도 - 해외기업 가능	- 주 단위 운영	- 부처별 운영

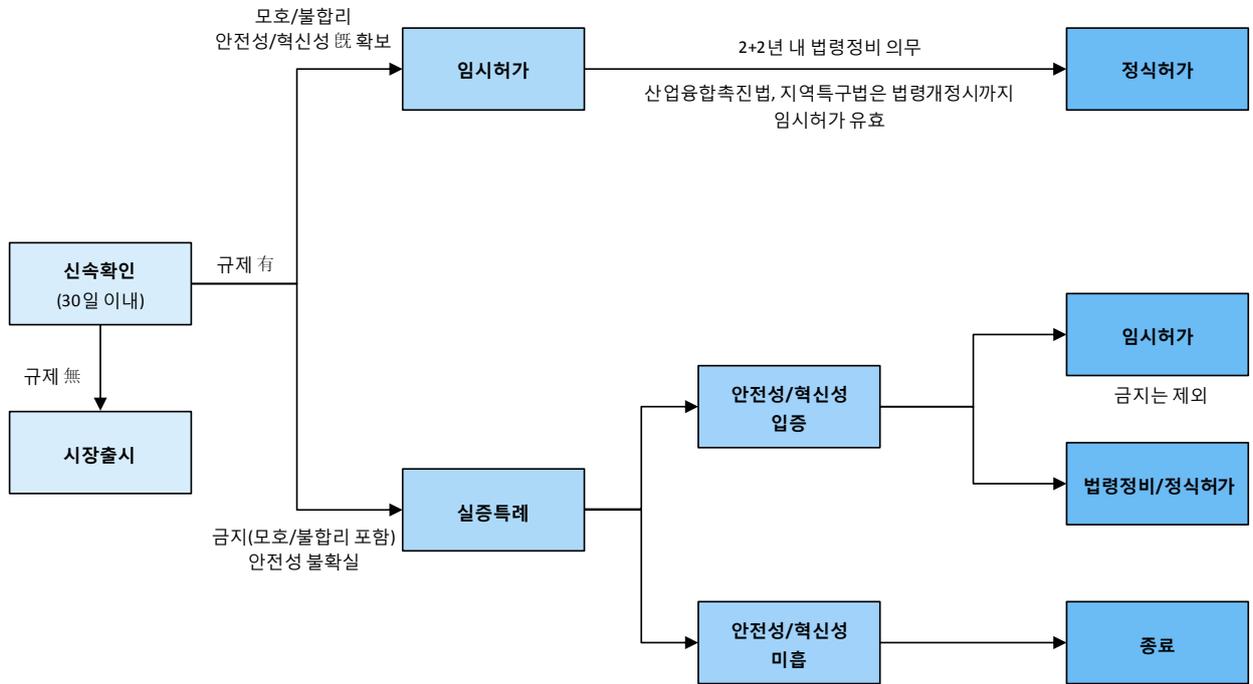
자료: 정보통신산업진흥원, 하이투자증권

그림12. 한국형 규제 샌드박스 1+4 범 흐름도



자료: 규제정보포털, 하이투자증권

그림13. 규제혁신 3종 세트



자료: 규제정보포털, 하이투자증권

표10. 신속처리, 실증을 위한 규제특례, 임시허가 제도 신설

구분	실증/테스트 목적 (구역/기간/규모 등 제한)	시장출시 목적 (구역/규모 제한 정도 낮거나 없음)
규제 모호	<b>1. 규제 신속처리 제도</b> - 허가 필요여부, 규제 존재 여부 등을 신속하게 확인 - 사업자 신청 → 과기정통부/산업부 장관 → 관계부처 30일내 회신	
법령 공백/ 적용 부적합	<b>2. 실증을 위한 규제 특례(안전성 검증 필요)</b> - 안전성 등을 시험/검증할 수 있도록 규제 적용 배제 (2년 이내, 1회 연장 가능) - 사업자 → 과기정통부/산업부 장관 → 신기술/서비스 심의위원회 결정	<b>3. 임시허가(안전성 검증이 확보된 경우 적용)</b> - 시장출시를 위해 2년 이내 임시 허가 부여(1회 연장 가능) - 사업자 → 과기정통부/산업부 장관 → 신기술/서비스 심의위원회 결정
금지/불허		관련법령 제정/개정 필요

자료: 정보통신산업진흥원, 하이투자증권

표11. 실증 특례와 임시허가 요건의 차이

구분		실증특례	임시허가
법령 공백/적용 부적합	안전성 검증	X	O
법에서 금지하거나 불허		O	X
신청 필수 서류		안전성 검증 계획 및 이용자보호 방안	안전성 검증 계획 및 이용자보호 방안
유효기간		2년 + 2년	2년 + 2년
규제개선 조치		실증 종료 후 제정/개정 검토	유효기간 이내 관련 법령 제정/개정 검토
예상사례		◎ 자율주행 버스 (현황) 무인버스가 버스전용차선 이용시 현행법에 저촉  - 일정 구역/기간을 한정하여 실제도로에서 안전성과 사업성 검증	◎ 스마트 화재 예방 시스템 (현황) 승인대상 소방용품을 제한하여 시장진입에 한계  - 임시허가를 통해 한시적 시장출시를 허용하여 ICT융합 소방용품 활성화

자료: 정보통신산업진흥원, 하이투자증권



### IV. Hot Summer 株: 세상은 바뀐다 20 선

주주행동주의	대림산업(000210)
뜰뜰한 자회사 보유	이테크건설(016250)
	유수홀딩스(000700)
5G	삼지전자(037460)
비메모리반도체	네패스(033640)
	월덱스(101160)
	테크윙(089030)
팹리스	텔레칩스(054450)
	아이앤씨(052860)
스마트폰	와이엠티(251370)
	액트로(290740)
스마트 모빌리티	AJ 렌터카(068400)
원격서비스	알서포트(131370)
핀테크	더존비즈온(012510)
디지털 트랜스포메이션	NHN 한국사이버결제(060250)
가상현실	골프존(215000)
AI 스피커	가온미디어(078890)
더마코스메틱	네오팜(092730)
스마트 헬스케어	오스템임플란트(048260)
호캉스	서부 T&D(006730)

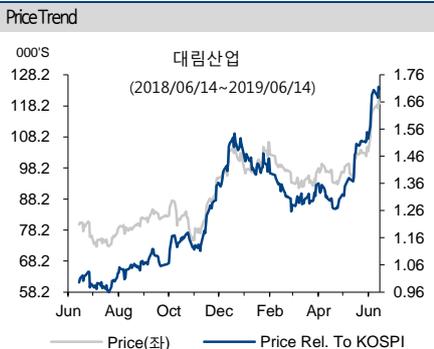
# 대림산업 (000210)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	143,000 원(상향)
종가(2019/06/14)	119,000 원

Stock Indicator	
자본금	219십억원
발행주식수	3,480만주
시가총액	4,141십억원
외국인비율	49.2%
52 주주가	72,800~120,000원
60 일평균거래량	106,658주
60 일평균거래대금	10.9십억원

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
절대주요율	24.2	28.9	14.6	48.1
상대주요율	23.6	31.7	13.3	61.6



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	10,984	9,682	10,555	11,033
영업이익(십억원)	845	858	891	924
순이익(십억원)	646	661	678	698
EPS(원)	16,746	17,132	17,555	18,078
BPS(원)	139,638	155,065	170,916	187,289
PER(배)	6.1	6.9	6.8	6.6
PBR(배)	0.7	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	12.4	11.6	10.8	10.1
배당수율(%)	1.7	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	3.6	3.2	2.8	2.3

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com

이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

## 지배구조 개선이 이끌고 실적이 민다

### 대림그룹의 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 최대 수혜자

대림그룹은 이해욱 부회장이 대림코퍼레이션 지분 52.3%를 보유하고 있으며, 대림코퍼레이션은 실질적인 사업지주회사인 동사 지분 21.7%를 확보하고 있다. 그리고 동사가 대부분의 계열사에 대한 지배권을 행사하고 있다.

동사의 주주는 대림코퍼레이션 외 특수관계인 23.1%, 국민연금 13.5%, BlackRock Fund Advisors 5.0%, 기타 58.4% 등으로 분포되어 있다. 최대 주주 지배력이 취약할 뿐만 아니라 일감몰아주기, 갑질논란 등 사회적 이슈 등으로 인하여 어느 기업보다 지배구조 개선의 폭이 클 것으로 예상됨에 따라 행동주의 펀드 등의 타겟이 될 수도 있을 것이다.

한편, 지난해 7 월 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입함에 따라 중점적으로 기업지배구조 개선과 배당확대를 요구할 것으로 예상된다. 동사의 경우 2018 년 배당성향을 기존 7.9%에서 10.2%으로 상향하며 주당 배당금을 2017 년 1,000 원에서 2018 년 1,700 원으로 올린 바 있으나, 여전히 배당성향이 낮을 뿐만 아니라 향후 순이익 증가로 인하여 주당 배당금 상승여력은 충분하다고 판단된다.

### 실적 개선세 지속될 듯

올해 동사 실적은 K-IFRS 연결기준 매출액 96,823 억원(YoY-11.9%), 영업이익 8,583 억원(YoY+1.5%)으로 실적 개선세가 지속될 것으로 예상된다. 이는 건축 부문에서의 매출 감소에도 불구하고 저마진 프로젝트들의 종료로 원가율 개선이 예상되기 때문이다.

또한 연결자회사 상호의 경우 올해부터 실적호전이 본격화 될 것으로 예상된다. 이는 2016 년 말 워크아웃 졸업 이후 건축부문의 수주를 확대한 결과가 올해부터 실적에 본격적으로 반영되면서 턴어라운드 가속화 되기 때문이다.

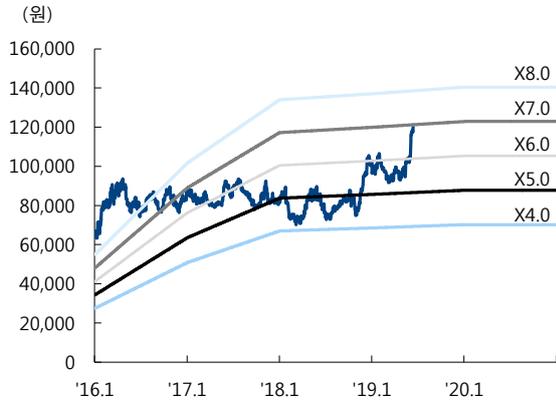
한편, 올해 플랜트 신규수주는 2 조원 이상이 될 것으로 기대되며 이는 곧 2020 년 플랜트 부문 실적을 흑자전환으로 이끌면서 전체적으로 동사 실적 턴어라운드를 가속화 시킬 수 있을 것이다.

### 지배구조 및 실적 개선 등으로 동사 주가 상승 모멘텀 강화 될 듯

동사에 대하여 Target PBR Multiple 를 조정하여 목표주가를 143,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2020 년 BPS 추정치 170,916 원에 Target PBR 0.84 배(최근 3 년치 평균 PBR 에 수익성 개선세를 고려하여 20% 할증)를 적용하여 산출하였다.

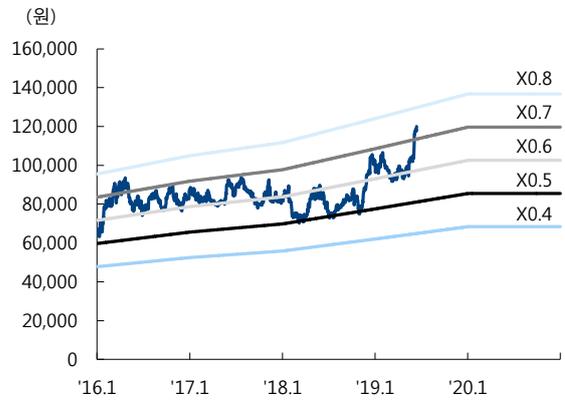
지배구조 개선 뿐만 아니라 실적 개선세도 지속될 것으로 예상됨에 따라 동사 주가 상승 모멘텀도 강화 될 수 있을 것이다.

그림14. 대림산업 PER 밴드



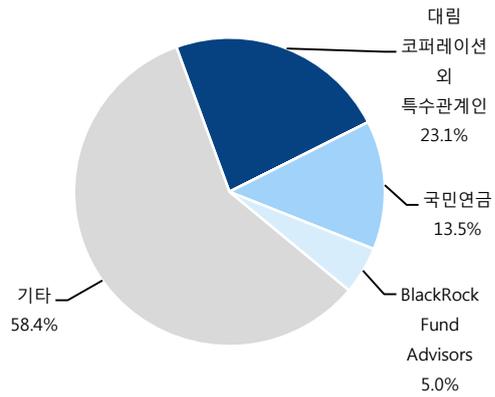
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림15. 대림산업 PBR 밴드



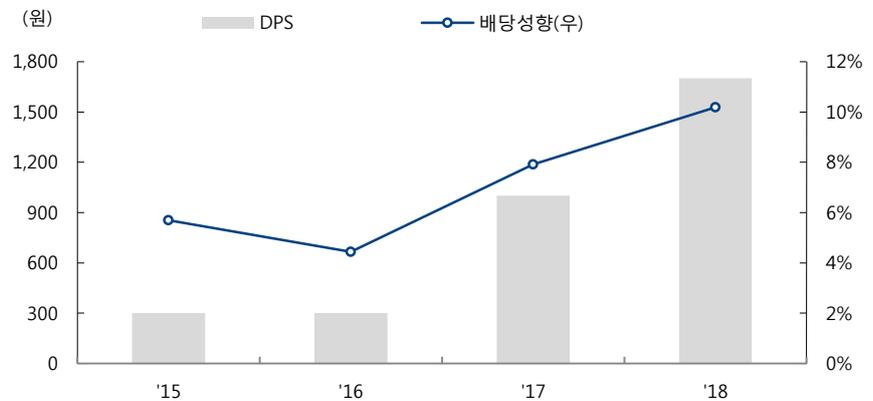
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림16. 대림산업 주주 구성(2019년 3월 31일 기준)



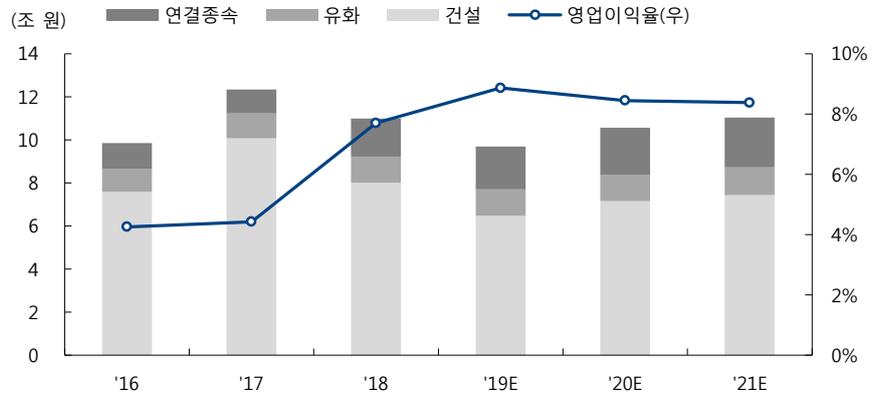
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림17. 대림산업 DPS 및 배당성향 추이



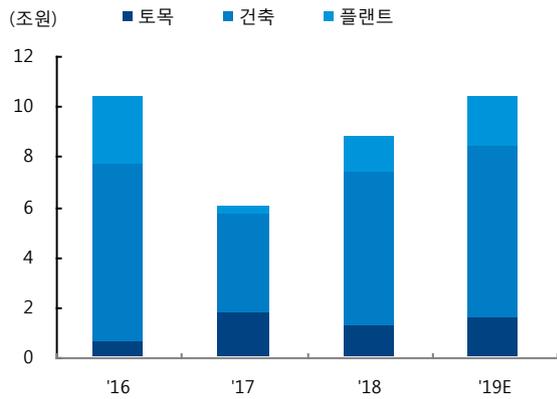
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림18. 대림산업 사업별 매출액 및 영업이익률 추이



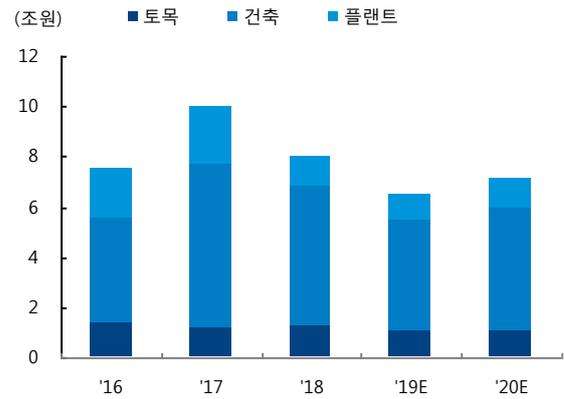
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림19. 대림산업 건설사업 부문별 신규수주 추이 및 전망



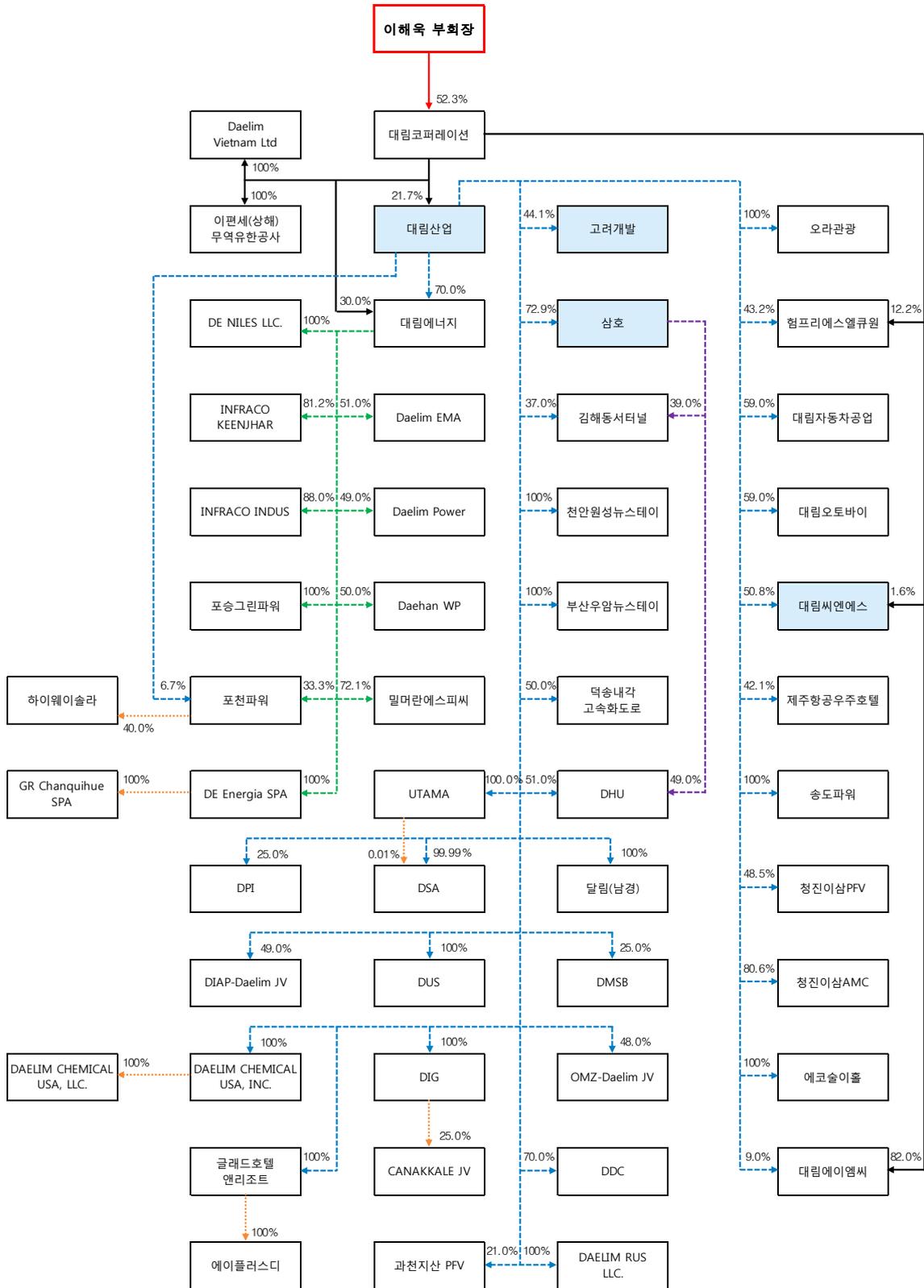
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림20. 대림산업 건설사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 대림산업, 하이투자증권

그림21. 대림그룹 지배구조



자료: 대림산업, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,367	6,706	7,273	7,865
현금 및 현금성자산	2,135	2,767	3,103	3,532
단기금융자산	742	818	791	837
매출채권	1,440	1,269	1,384	1,446
재고자산	999	755	876	894
비유동자산	6,467	6,248	6,304	6,396
유형자산	2,070	1,929	1,807	1,702
무형자산	52	43	36	30
자산총계	12,834	12,954	13,577	14,261
유동부채	4,530	4,016	3,989	3,999
매입채무	1,218	1,073	1,170	1,223
단기차입금	187	187	187	187
유동성장기부채	627	627	627	627
비유동부채	2,253	2,253	2,253	2,253
사채	812	812	812	812
장기차입금	1,034	1,034	1,034	1,034
부채총계	6,783	6,270	6,242	6,253
자배주주지분	5,390	5,986	6,597	7,229
자본금	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539
이익잉여금	4,793	5,388	6,000	6,632
기타자본항목	-	-	-	-
비자배주주지분	660	699	738	779
자본총계	6,050	6,684	7,336	8,008

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	10,984	9,682	10,555	11,033
증가율(%)	-11.0	-11.9	9.0	4.5
매출원가	9,564	8,327	9,094	9,521
매출총이익	1,420	1,356	1,461	1,511
판매비와관리비	575	497	570	587
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	845	858	891	924
증가율(%)	54.9	1.5	3.8	3.7
영업이익률(%)	7.7	8.9	8.4	8.4
이자수익	51	64	69	78
이자비용	113	113	113	113
지분법이익(손실)	260	198	185	204
기타영업외손익	-175	-97	-100	-132
세전계속사업이익	894	923	946	974
법인세비용	216	224	229	236
세전계속이익률(%)	8.1	9.5	9.0	8.8
당기순이익	678	700	717	739
순이익률(%)	6.2	7.2	6.8	6.7
자배주주귀속 순이익	646	661	678	698
기타포괄이익	-67	-	-	-
총포괄이익	611	700	717	739
자배주주귀속총포괄이익	583	661	678	698

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,105	1,374	1,242	1,407
당기순이익	678	700	717	739
유형자산감가상각비	120	141	122	105
무형자산상각비	10	9	7	6
지분법관련손실(이익)	260	198	185	204
투자활동 현금흐름	-381	-205	-370	-443
유형자산의 처분(취득)	5	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	15	-	-	-
금융상품의 증감	351	709	309	474
재무활동 현금흐름	-526	-49	-49	-49
단기금융부채의증감	-144	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-48	-66	-66	-66
현금및현금성자산의증감	203	633	336	428
기초현금및현금성자산	1,932	2,135	2,767	3,103
기말현금및현금성자산	2,135	2,767	3,103	3,532

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	16,746	17,132	17,555	18,078
BPS	139,638	155,065	170,916	187,289
CFPS	20,129	21,006	20,898	20,964
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation(배)				
PER	6.1	6.9	6.8	6.6
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6
PCR	5.1	5.7	5.7	5.7
EV/EBITDA	3.6	3.2	2.8	2.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.4	11.6	10.8	10.1
EBITDA 이익률	8.9	10.4	9.7	9.4
부채비율	112.1	93.8	85.1	78.1
순부채비율	-3.6	-13.9	-16.8	-21.3
매출채권회전율(x)	4.8	7.1	8.0	7.8
재고자산회전율(x)	12.8	11.0	12.9	12.5

자료: 대림산업, 하이투자증권

대림산업  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-10	Buy	106,000	1년	-22.6%	-11.8%
2018-12-17(담당자변경)	Buy	130,000	1년	-23.4%	-7.7%
2019-06-18	Buy	143,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	

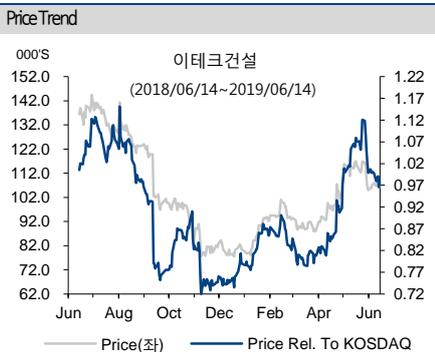
# 이테크건설 (016250)

## NR

액면가	5,000 원
종가(2019/06/14)	106,600 원

Stock Indicator	
자본금	14 삼억 원
발행주식수	280 만주
시가총액	298 삼억 원
외국인지분율	3.9%
52 주 주가	77,500~144,400 원
60 일 평균 거래량	13,570 주
60 일 평균 거래대금	1.4 삼억 원

주가지수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.7	18.8	42.0	-18.7
상대수익률	-8.4	23.2	33.6	-2.3



FY	2,017	2,018	2019E	2020E
매출액(삼억 원)	1,466	1,488	1,585	1,660
영업이익(삼억 원)	145	113	148	165
순이익(삼억 원)	29	36	46	52
EPS(원)	10,344	12,762	16,321	18,678
BPS(원)				
PER(배)	12.4	6.3	6.5	5.7
PBR(배)	1.4	0.8	0.9	0.8
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 군장에너지 가치가 등판할 시점

## 군장에너지를 자회사를 둔 중견건설사

동사는 지난 1982년에 설립된 시공순위 54위(2018년 기준) 중견건설업체로서 1997년 OCI의 기술부 인수를 통하여 플랜트사업을 강화하였다. 동사의 주력 자회사로는 발전 및 집단에너지사업을 영위하고 있는 군장에너지(47.7%)가 있다.

지난해 기준으로 사업부문별 매출비중을 살펴보면 플랜트 47.7%, 발전/에너지 34.8%, 토건 17.4%, 터미널/공동 0.1% 등이다. 한편, 주주는 삼광글라스 30.7%를 비롯하여 이복영 외 특수관계인 11.0%, 유니드 7.3%, 자사주 6.2%, 기타 44.7% 등으로 분포되어 있다.

## 군장에너지 IPO 가치화 ⇒ 동사의 기업가치 UP

군장에너지는 지난 2001년에 설립된 집단에너지사업자로서 열병합발전을 통해 생산한 증기는 군산지역산업단지 내 독점적으로 공급하고 있으며, 증기와 함께 생산된 전력은 계통한계가격(SMP)으로 전량 전력거래소에 판매하고 있다. 또한 2016년 4분기부터는 GE4 호기 유연탄과 우드펠릿 혼소를 통해 취득하는 REC(신재생에너지공급인증서)를 매각하여 관련 매출이 발생하고 있다.

지난해 기준 군장에너지의 사업부문별 매출 비중을 살펴보면 전기 49.1%, 증기 25.6%, REC 25.3% 등이다.

일반 발전소 대비 열효율이 높은 열병합발전소를 운영하고 있으며, 발전단가가 낮은 유연탄을 주연료로 사용하여 LNG 열병합발전소 대비 경쟁력 있는 원가구조를 보유하고 있다.

군장에너지는 지난해 K-IFRS 연결기준 매출액 5,537억원(YoY +6.3%), 영업이익 974억원(YoY -18.8%), 지배주주순이익 678억원(YoY -1.0%)의 실적을 기록하였다. 영업이익의 감소요인은 지난해 초 GE4 호기 터빈에 기술적 문제가 발생하며 약 40일간 가동이 중단되었기 때문이다. 올해의 경우 이러한 기저효과로 인하여 전년대비 영업이익 증가가 예상된다.

군장에너지의 경우 유가증권시장 상장을 위한 상장예비심사 신청서를 한국거래소에 제출할 예정이다. 실적 등을 고려할 때 군장에너지의 기업가치는 상당부분 높게 평가 될 것으로 예상된다. 현재 동사가 보유하고 있는 군장에너지의 장부가액은 428억원이지만, 군장에너지의 IPO 가치화로 기업가치가 확정되면 큰 폭의 군장에너지 보유가치 상승이 예상된다. 이에 따라 동사의 주가도 상승할 수 있을 것이다.

## 군장에너지 기업가치 고려시 동사 현저하게 저평가 상태로 주가 상승여력 충분

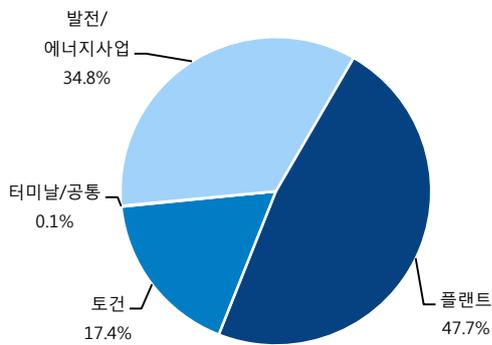
동사의 현재 시가총액은 군장에너지의 가치가 상당부분 반영이 안 된 수준으로 현저하게 저평가 상태이다. 향후 군장에너지 IPO 가치화로 가치의 상승 뿐만 아니라 확정화 되면서 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

표12. 이테크건설 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)	PBR(배)
2015	11,007	799	418	238	8,518	15.6	1.8
2016	11,916	900	607	360	12,859	10.7	1.6
2017	14,658	1,453	652	290	10,344	12.4	1.4
2018	14,879	1,130	711	357	12,762	6.3	0.8
2019E	15,850	1,476	914	457	16,321	6.5	0.9
2020E	16,600	1,650	1,046	523	18,678	5.7	0.8

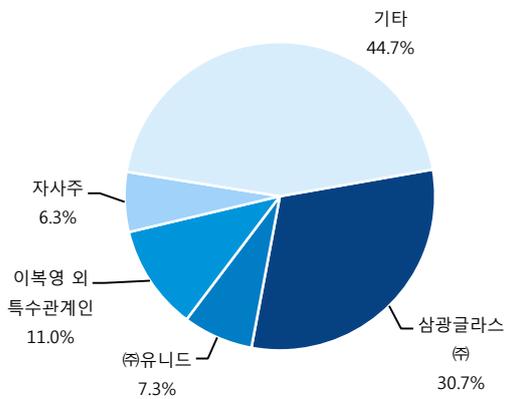
자료: 이테크건설, 하이투자증권

그림22. 이테크건설 매출 구성(2018년 기준)



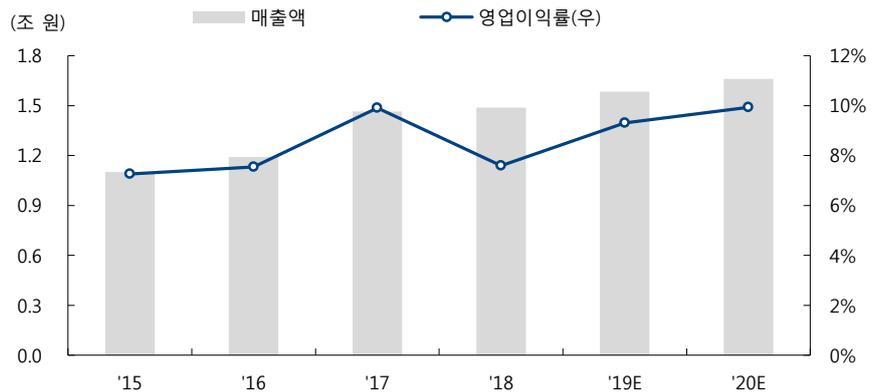
자료: 이테크건설, 하이투자증권

그림23. 이테크건설 주주 분포(2019년 3월 31일 기준)



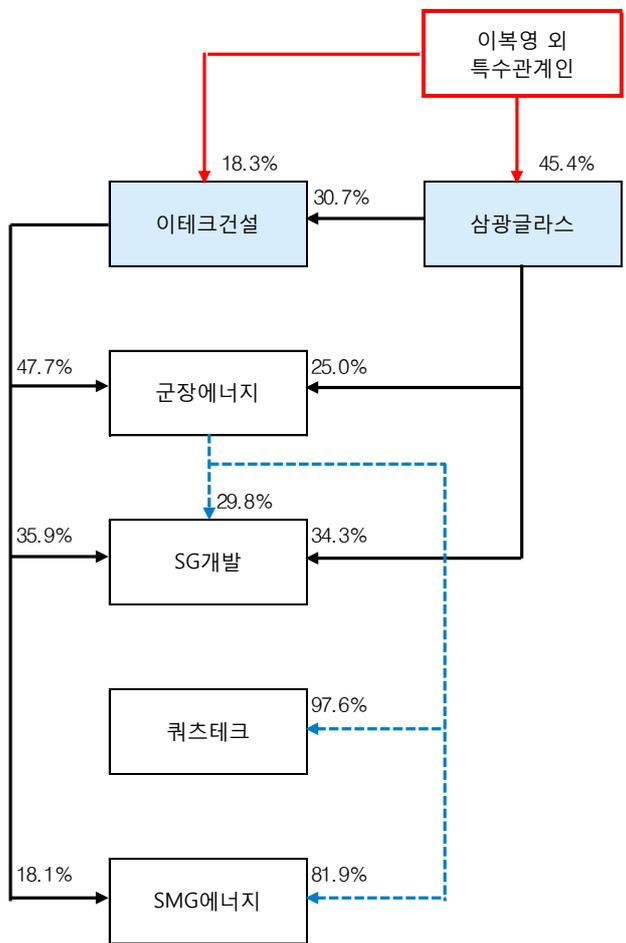
자료: 이테크건설, 하이투자증권

그림24. 이테크건설 실적 추이 및 전망



자료: 이테크건설, 하이투자증권

그림25. 이테크건설 지배구조



자료: 이테크건설, 하이투자증권

표13. 군장에너지 발전설비 보유 현황

구분	GE1호기	GE2호기	GE3호기	AC	태양광	GE4호기
사업형태	집단에너지	집단에너지	집단에너지	신생에너지	신생에너지	집단에너지
주요설비	보일러400T/h 터빈 54.5MW	보일러250T/h 터빈 30.5MW	보일러200T/h 터빈 60MW	페열보일러 3대 터빈 12.4MW	지붕고정형 630.36kW	보일러950T/h 터빈 250MW
사용연료	유연탄	유연탄	Pet Coke	페열	태양광	유연탄
위치	군산	군산	군산	제천	논산	군산
COD	2008.04	2008.04	2014.07	2015.07	2014.12	2016.03

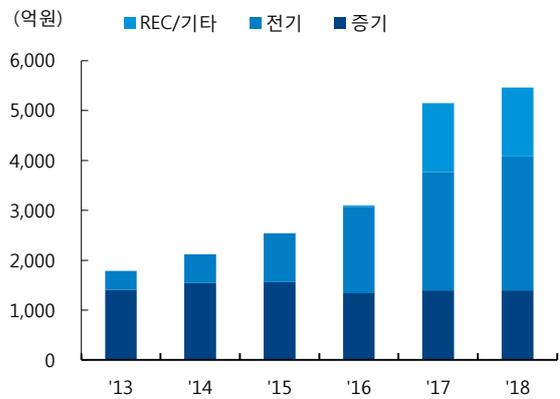
자료: 이테크건설, 하이투자증권

그림26. 군장에너지 실적 추이



자료: 군장에너지, 하이투자증권

그림27. 군장에너지 부문별 매출액 추이



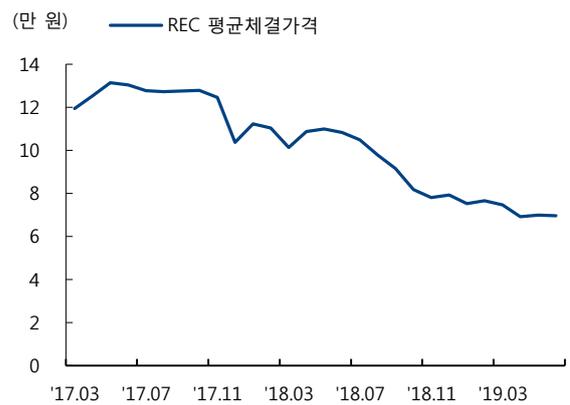
자료: 군장에너지, 하이투자증권

그림28. SMP 가격 추이



자료: 전력통계정보시스템, 하이투자증권

그림29. REC 평균체결가격 추이



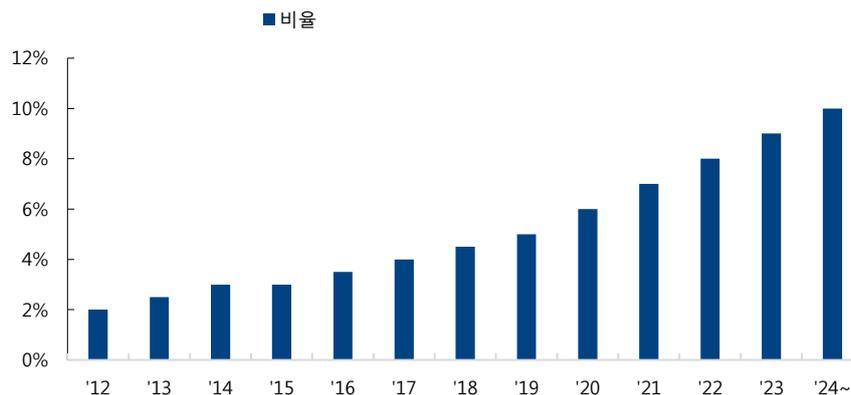
자료: 신재생 원스톱 사업정보 통합포털, 하이투자증권

그림30. 유연탄 가격 추이



자료: 한국자원정보시스템, 하이투자증권

그림31. 신재생에너지 연도별 의무공급 비율 추이



자료: 신재생에너지 개발,이용,보급 촉진법 시행령, 하이투자증권

표14. REC 가중치 개정 세부내용

전원	대상에너지 및 기준		공급인증서 가중치		비고
	구분	세부기준	현행	개정 후	
태양광	일반부지(임야 제외)	100kW미만	1.2	현행유지	
		100kW부터	1.0(복합)	현행유지	
		3,000kW초과부터	0.7(복합)	현행유지	
	임야		0.7~1.2	0.7	유예기간 설정
	건축물 이용	3,000kW이하	1.5	현행유지	
		3,000kW초과부터	1.0(복합)	현행유지	
	수상 태양광		1.5	현행유지	
자가용 태양광		1.0	현행유지		
풍력	육상풍력		1.0	현행유지	
	해상풍력	연계거리 5km 이하	1.5	2.0	
		연계거리 5~10km	2.0	2.5(복합)	
		연계거리 10~15km		3.0(복합)	
		연계거리 15km 초과		3.5(복합)	
연료전지	연료전지	2.0	현행유지		
수력	수력	1.0	현행유지		
바이오	매립지가스		0.5	현행유지	
	우드칩, 우드펠릿	석탄혼소	1.0	가중치 제외	
		전소 전환설비	1.5	0.5	
		전소	1.5	1단계 1.0 2단계 0.5	유예기간 설정
	Bio-SRF(폐목재)	석탄혼소	1.0	가중치 제외	
		전소 전환설비	1.5	0.25	
		전소	1.5	1단계 0.5 2단계 0.25	유예기간 설정
	미이용 바이오	석탄혼소	-	1.5	
		전소 전환설비	-	2.0	
		전소	-	2.0	
기타바이오(바이오종류, 하수슬러지 등)		1.0	현행유지		
폐기물	부생가스		0.25	현행유지	
	일반폐기물		0.5	0.25	유예기간 설정
	RDF 전소발전		1.0		
	폐기물가스화발전				
ESS	풍력설비 연계		4.5 ('18.06)	4.0 ('20년)	
	태양광설비 연계		5.0 ('18.06)	4.0 ('20년)	
기타	IGCC, 수열, 지열, 조류, 조력		0.25~2.5	현행유지	

자료: 산업통상자원부, 하이투자증권

**이테크건설**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-05-14 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-



# 유수홀딩스 (000700)

## NR

액면가	2,500 원
종가(2019/06/14)	8,090 원

Stock Indicator	
자본금	65.1 십억원
발행주식수	2,604만주
시가총액	211 십억원
외국인지분율	7.8%
52 주주가	5,510~9,340 원
60 일평균거래량	60,246 주
60 일평균거래대금	0.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	-0.1	24.8	18.4
상대수익률	-10.9	2.7	23.6	31.9



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	434	384	415	483
영업이익(십억원)	58	33	31	45
순이익(십억원)	-4	9	11	13
EPS(원)	-163	346	403	480
BPS(원)				
PER(배)	-	18.6	20.1	16.9
PBR(배)	0.8	0.7	0.9	0.9
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 가치상승은 사이버로지텍으로

## 사이버로지텍, 유수로지스틱스 등의 자회사를 보유한 지주회사

### 해운항만 디지털 트랜스포메이션으로 주목 받는 사이버로지텍 IPO 가시화 ⇒ 동사의 기업가치 UP

지난 2000 년에 설립된 사이버로지텍은 해운, 항만, 물류 IT 솔루션 전문기업으로 국내외 선사를 비롯하여, 터미널 및 물류회사에 시스템을 개발 및 공급하고 있다. 지난해 말 기준 컨테이너 솔루션 글로벌 점유율은 12%(국내 33%)로 국내외 1 위, 터미널 솔루션은 글로벌 13%(국내 50%)로 세계 2 위, 국내 1 위다.

지난해 기준으로 사이버로지텍 사업부문별 매출 비중을 살펴보면 해운 80.8%, 터미널 7.0%, 물류 6.2%, 기타 5.6% 등이며, 제품별 매출 구성 비중은 구축 43%, 유지보수 57% 등이다.

제 4 차 산업혁명 시대 O2O, 플랫폼으로 대변되는 디지털 비즈니스 및 디지털 생태계로 발전하고 있는데, 물류 산업 내에서도 화물 이동 및 관리에 따른 정보의 빅데이터 패러다임이 부상하면서 적극적인 디지털 트랜스포메이션 등이 이루어 지고 있는 중이다. 다른 한편으로는 해운업이 침체되면서 비용절감을 위해 IT 솔루션을 외부소싱으로 돌리는 사례가 많아지고 있다. 이러한 환경으로 말미암아 캡티브 마켓이 없으면서 선두주자인 사이버로지텍에게 수혜가 가능할 것이다.

또한 해운솔루션 기반으로 화주가 선복(배의 빈공간)을 실시간으로 예약할 수 있게 해주는 플랫폼과 더불어 빅데이터를 분석해 화주와 운송업체가 원하는 적정 조건(시간, 가격)을 찾아 제시하는 비즈니스로 육로까지 서비스를 확장할 계획으로 향후 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

한편, 현재(6/13) 사이버로지텍 장외거래가격은 26,500 원 수준에서 형성되고 있어서 총 주식수 2 천만주를 고려하면 기업가치는 5,300 억원이 된다. 올해 안에 IPO 를 계획하고 있을 뿐만 아니라, 디지털 트랜스포메이션으로 인하여 최근 IT 솔루션 등을 제공하는 SI 업체들이 높은 밸류에이션을 받고 있어서 향후에도 사이버로지텍의 기업가치 상승여력을 충분하다고 판단된다. 이에 따라 자회사 가치가 증가하면서 동사의 주가도 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

### 사이버로지텍 가치 고려시 동사 현저하게 저평가 상태로 주가 상승여력 충분

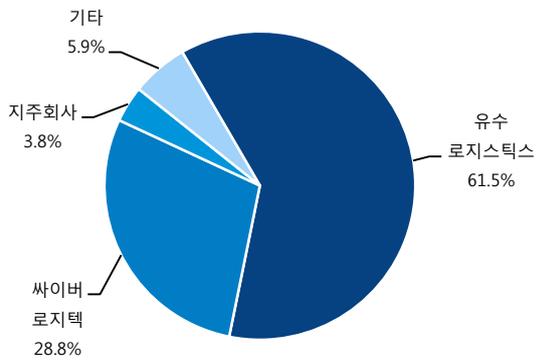
동사의 현재 시가총액은 사이버로지텍 가치가 상당부분 반영이 안 된 수준으로 현저하게 저평가 상태이다. 향후 사이버로지텍 IPO 가시화로 가치의 상승 뿐만 아니라 확정화 되면서 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

표15. 유수홀딩스 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)	PBR(배)
2015	5,164	672	475	209	804	9.7	0.9
2016	4,159	212	72	-5	-20	-	0.7
2017	4,336	579	224	-43	-163	-	0.8
2018	3,843	326	252	90	346	18.6	0.7
2019E	4,150	305	292	105	403	20.1	0.9
2020E	4,830	450	348	125	480	16.9	0.9

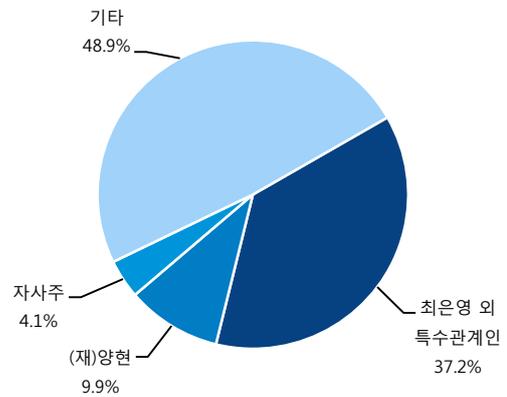
자료: 유수홀딩스, 하이투자증권

그림32. 유수홀딩스 매출 구성(2018년 기준)



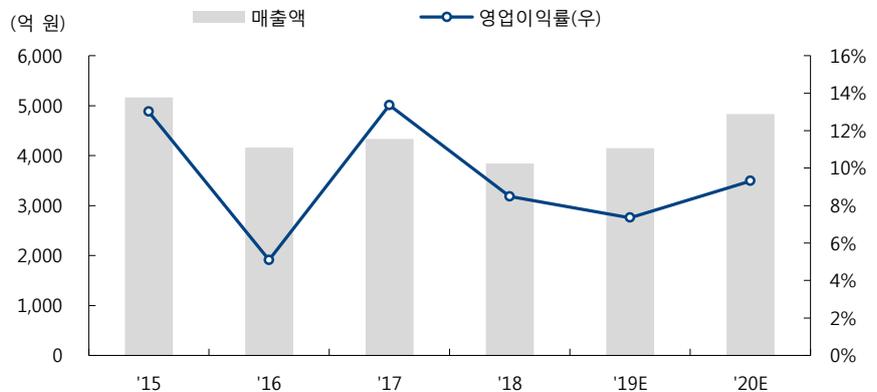
자료: 유수홀딩스, 하이투자증권

그림33. 유수홀딩스 주주 분포(2019년 5월 31일 기준)



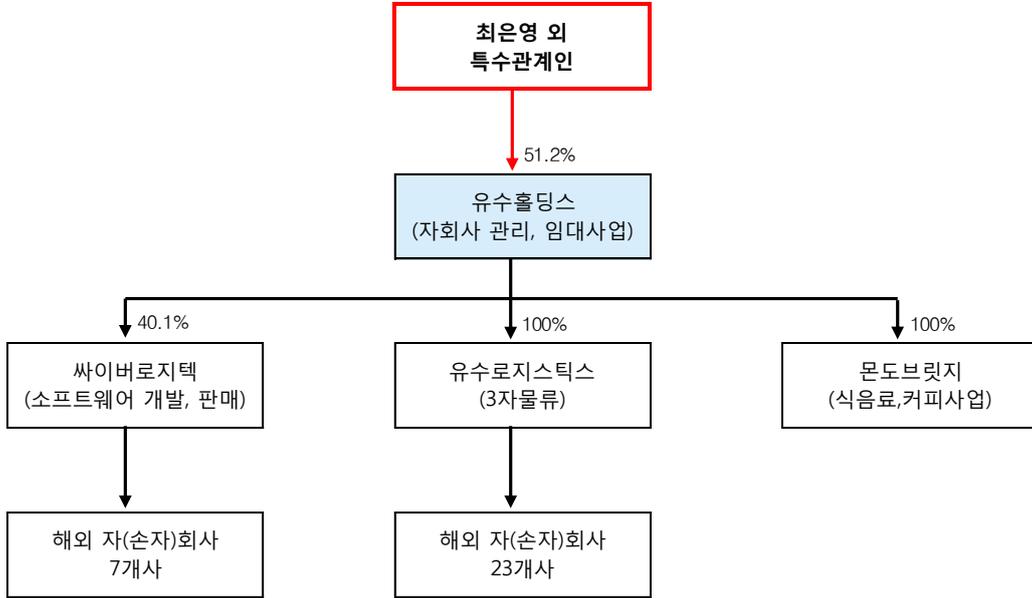
자료: 유수홀딩스, 하이투자증권

그림34. 유수홀딩스 실적 추이



자료: 유수홀딩스, 하이투자증권

그림35. 유수홀딩스 지배구조



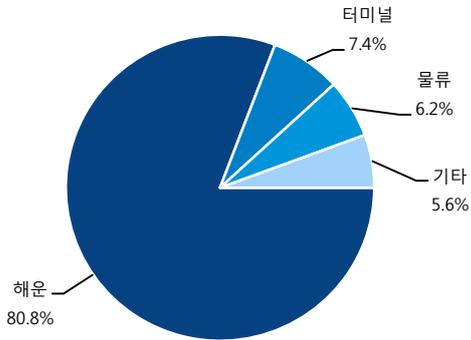
자료: 유수홀딩스, 하이투자증권

표16. 유수홀딩스 현황

구분	회사명	주요사업	회사종류	조직
지주회사	유수홀딩스	자회사 관리, 임대사업	중견기업	1실, 1팀, 3파트
자회사	싸이버로지텍	소프트웨어 개발, 판매	중소기업	6본부, 1실 39팀
	유수로지스틱스	글로벌 종합물류서비스(3PL - 3자물류)	중소기업	본사 6팀, 5개 지역본부 17개국 39개 주요도시에 자체법인 운영
	몬도브릿지	도소매, 식음료	중소기업	2개 직영점(Café Colon)

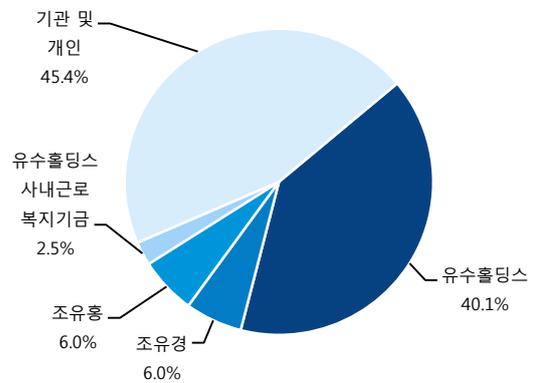
자료: 유수홀딩스, 하이투자증권

그림36. 사이버로지텍 매출 구성



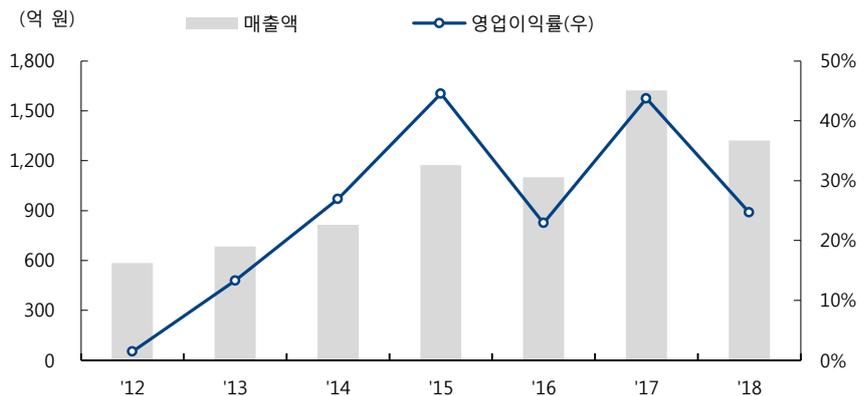
자료: 사이버로지텍, 하이투자증권

그림37. 사이버로지텍 주주 구성



자료: 사이버로지텍, 하이투자증권

그림38. 사이버로지텍 실적 추이



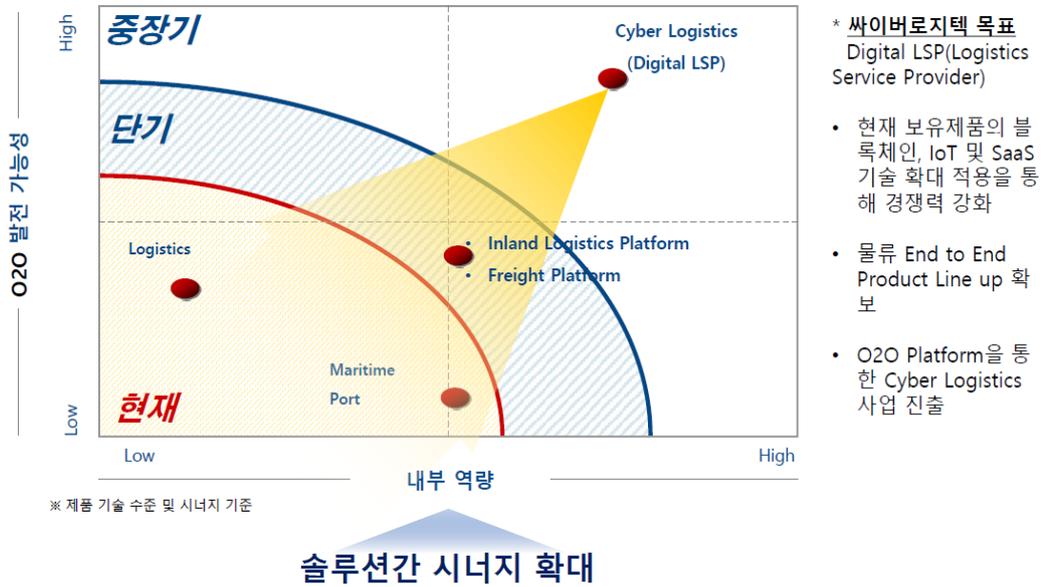
자료: 사이버로지텍, 하이투자증권

표17. 사이버로지텍 주요 보유제품별 차별성/성장 가능성

제품	차별성	성장 가능성
Maritime	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Business Knowledge → 진입장벽이 높음</li> <li>- IT TCO 절감 증명 (30-50%)</li> <li>- 선사간 Information Hub Platform 보유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 비용 절감 요구 증가</li> <li>- 고객 시스템 노후화</li> <li>- ITO 사업 연계로 사업성 증가</li> </ul>
Port(Terminal)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 다수의 자동, 수동 터미널 구축 경험</li> <li>- 자동화 S/W 보유</li> <li>- 전용 EDI Engine 보유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국가 대상 사업 추진</li> <li>- 자동화 전환 추세</li> </ul>
Port(EagleEye)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 최초 IoT 기술 기반 2D/3D Realtime Virtual Terminal</li> <li>- 혁신적 UX 적용: 2014 IDEA Finalist 선정</li> <li>- DGPS/INS 융합 기술</li> <li>- IoT M/W Platform 보유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 타 사업군 확대 가능(범용화 제품)</li> <li>- Port4.0, Smart Terminal 도입 추세</li> </ul>

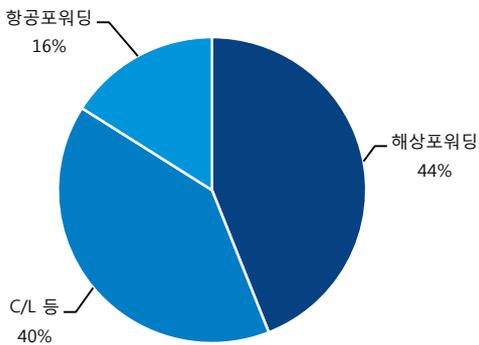
자료: 사이버로지텍, 하이투자증권

그림39. 싸이버로지텍 비즈니스 포트폴리오 변화



자료: 싸이버로지텍, 하이투자증권

그림40. 유수로지스틱스 매출 구성



자료: 유수로지스틱스, 하이투자증권

그림41. 유수로지스틱스 실적 추이



자료: 유수로지스틱스, 하이투자증권

유수홀딩스  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-04-22(담당자변경) NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-

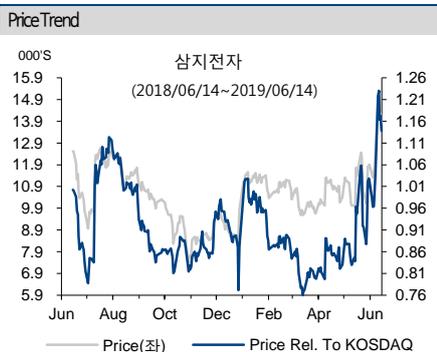
# 삼지전자 (037460)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	13,800 원

Stock Indicator	
자본금	8.3십억원
발행주식수	1,632만주
시가총액	225십억원
외국인비율	3.4%
52 주주가	7,420~15,050원
60 일평균거래량	580,946주
60 일평균거래대금	7.3십억원

주요지표(%)	1M	3M	6M	12M
절대주요율	38.3	41.8	32.3	-5.1
상대주요율	36.6	46.2	23.9	11.4



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	1,102	1,305	1,440	1,460
영업이익(십억원)	30	52	32	41
순이익(십억원)	20	25	13	20
EPS(원)	1,387	1,659	822	1,226
BPS(원)				
PER(배)	8.1	4.9	12.0	11.3
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수율(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com

이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 5G 가 이끌고 이차전지가 민다

통신장비, 에너지, 에너지솔루션 등의 사업을 영위하면서 에스에이엠티 및 세일이엔에스 등 자회사 보유

동사는 지난 1981 년에 설립되었으며, 통신장비(중계기 등), 에너지(태양광발전 시공 및 ESS 배터리 공급 등), 에너지솔루션(이차전지 충전시스템(Cycler) 및 화성장치(Formation)) 등의 사업을 영위하고 있다.

2015 년에 반도체 및 전자 부품 등을 유통하는 에스에이엠티 지분 49.8%를, 2017 년에는 반도체 클린룸을 시공하는 세일이엔에스 지분 58.5%를 인수하여 연결자회사로 편입하였다.

지나해 연결기준 매출비중을 살펴보면 반도체 및 유통 81.6%, 기계설비건설 15.2%, 통신 1.4%, 기타 1.8% 등이다.

## 5G 관련 광중계기 수주 및 이차전지 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

통신장비부문의 경우 지난해부터 NOKIA JAPAN 을 통하여 중계기 등을 납품하고 있으며 올해의 경우도 이와 관련된 매출이 이어지고 있다. 무엇보다 동사는 LG 유플러스의 주요 벤더인데, 5G 광중계기 관련하여 지난 5 월에 올해 처음으로 192 억원 규모로 LG 유플러스와 납품계약을 체결하였다. 이에 따라 향후 5G 투자가 활성화 된다면 광중계기 관련하여 동사의 수주가 본격화 되면서 실적 턴어라운드 가 가속화 될 수 있을 것이다.

한편, 에너지솔루션부문의 경우 지난해부터 삼성 SDI 에 이차전지 화성장치(Formation) 납품을 개시함에 따라 개발 및 운영 관련하여 각종 비용 등이 발생하면서 적자를 기록하였다. 이에 따라 동사 개별기준으로 매출증가에도 불구하고 실적저조의 요인이었다. 그러나 올해의 경우 이러한 비용 등이 줄어들면서 상당부분 적자폭이 감소할 것으로 예상되며, 내년부터 매출상승이 본격화 되면서 실적 턴어라운드 가 가속화 될 수 있을 것이다.

## 5G 및 이차전지 성장성 등을 고려할 때 매력적인 밸류에이션 수준으로 동사 주가 상승 모멘텀 강화될 듯

올해 동사 실적 턴어라운드의 주요인은 5G 관련 광중계기 수주로 인한 매출증가 및 이차전지 관련 적자폭 축소 등에 있다. 무엇보다 5G 및 이차전지 투자 등의 활성화로 동사의 수주가 본격화 되면서 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

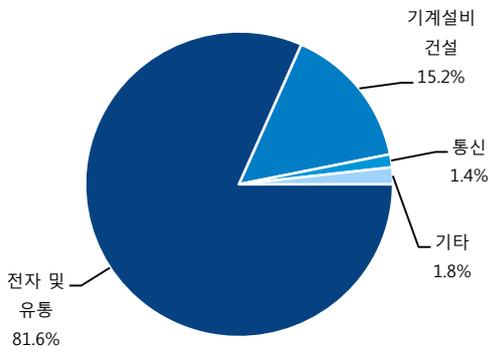
이러한 5G 및 이차전지 성장성 등을 고려할 때 현재 동사 주가는 매력적인 밸류에이션 수준으로 향후 주가 상승 모멘텀이 강화될 수 있을 것이다.

표18. 삼지전자 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2014	343	-38	-33	-25	-25	-196	-
2015	8,318	257	286	273	144	1,048	5.4
2016	11,016	303	329	385	196	1,387	8.1
2017	13,046	524	619	437	253	1,659	4.9
2018	14,396	325	369	297	134	822	12.0
2019E	14,600	410	450	375	200	1,226	11.3

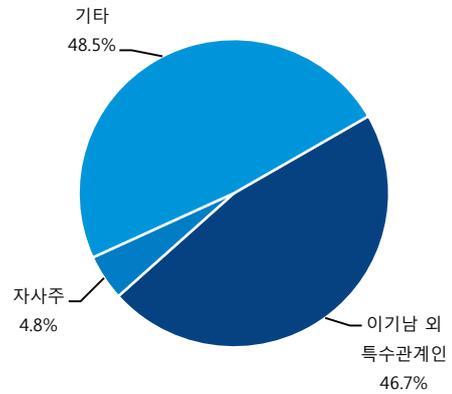
자료: 삼지전자, 하이투자증권

그림42. 삼지전자 매출 구성(2018년 기준)



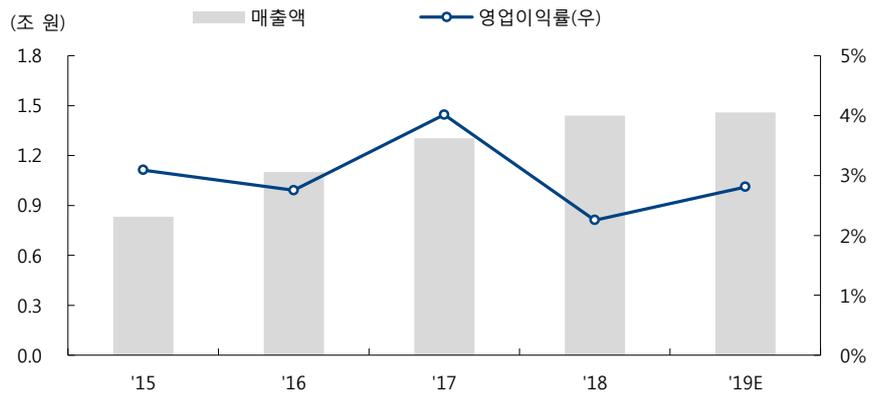
자료: 삼지전자, 하이투자증권

그림43. 삼지전자 주주 구성(2019년 5월 7일 기준)



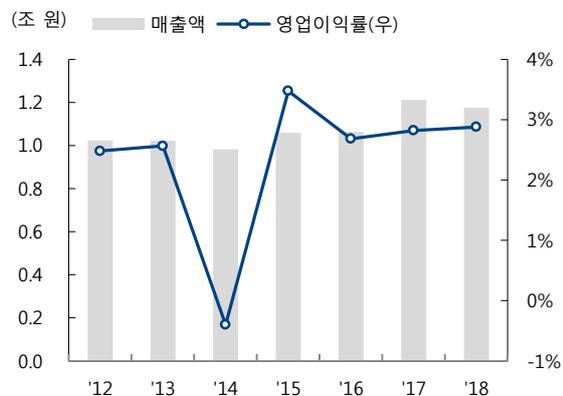
자료: 삼지전자, 하이투자증권

그림44. 삼지전자 실적 추이 및 전망



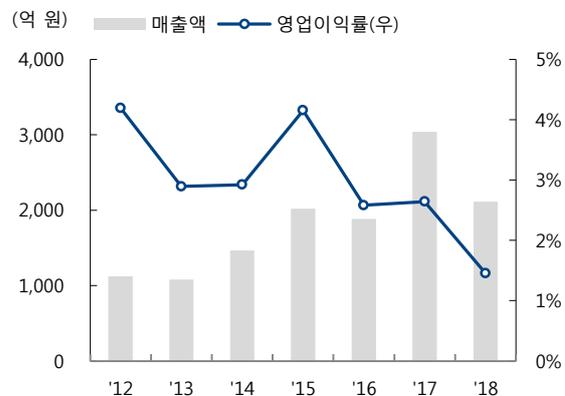
자료: 삼지전자, 하이투자증권

그림45. 에스에이엠티 실적 추이



자료: 에스에이엠티, 하이투자증권

그림46. 세일이엔에스 실적 추이



자료: 세일이엔에스, 하이투자증권

삼지전자
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-10 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	88.4%	11.6%	-

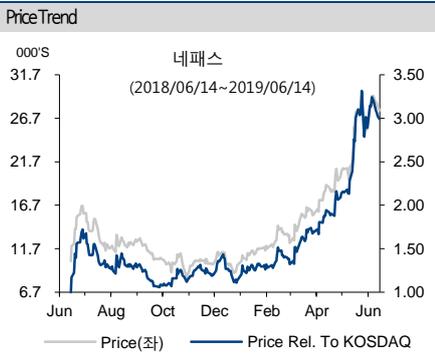
# 네패스 (033640)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	27,600 원

Stock Indicator	
자본금	11.6십억원
발행주식수	2,306만주
시가총액	636십억원
외국인보유율	5.3%
52 주 주가	8,390~29,300원
60 일 평균 거래량	817,796주
60 일 평균 거래대금	18.7십억원

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.3	75.8	156.3	150.1
상대수익률	18.6	80.2	147.9	166.6



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	285	271	330	420
영업이익(십억원)	19	22	43	55
순이익(십억원)	7	25	32	41
EPS(원)	302	1,094	1,375	1,782
BPS(원)				
PER(배)	31.3	9.0	20.0	15.3
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 이제 테스트도 네패스

## 비메모리 반도체 패키징 전문 업체

동사는 지난 1990 년에 설립되어 범핑 및 패키징을 하는 반도체 후공정사업과 반도체 및 디스플레이 공정에 사용되는 전자재료사업을 영위하고 있다. 반도체 사업의 경우 팹리스와 종합반도체업체(Integrated Device Management) 고객들과 파트너십을 통해 범핑 (Bumping)과 웨이퍼 레벨 패키지(Wafer Level Package)와 같은 반도체 조립 및 테스트 (OSAT: Outsourced Semiconductor Assembly & Test) 제조 서비스를 제공하고 있다. 또한 전자재료사업은 현상액(Developer), 에천트(Etchant) 등이 주요 제품군이다. 지난해 기준으로 매출비중을 살펴보면 반도체 76.5%, 전자재료 20.8%, 디스플레이 1.3%, 기타 1.3% 등이다.

한편, 주주는 이병구 외 특수관계인 25.9%를 비롯하여 자사주 2.5%, 기타 71.6% 등으로 분포되어 있다.

## 전방산업 호조로 올해 매출성장 본격화

WLP 는 웨이퍼를 자르지 않고 범핑과 재배선 공정으로 한번에 다수의 칩을 패키징하는 기술로서 와이어나 서브스트레이트같은 부품을 사용하지 않아 초소형, 고성능 IC 패키지 구현이 가능하다. 스마트폰용 PMIC(Power Management Integrated Circuit)의 경우 탑재 개수 증가와 더불어 고객사 판매량 증가로 올해 매출 상승을 이끌 것으로 예상된다.

또한 Fan-out WLP 는 칩의 비갈로 재배선 및 범핑을 확장하여 다수의 I/O 를 지닌 칩을 패키징 하는 기술로서 빠른 신호전달속도와 높은 RF 퍼포먼스 고성능 IC 의 성능을 극대화 할 수 있다. 차량용 장거리 레이더센서향 본격적인 양산화로 인한 매출상승으로 올해부터 흑전환이 예상된다.

## 자회사 네패스테스트 기업가치 상승할 듯

올해 4 월 1 일 기준으로 동사의 테스트 사업부문을 물적 분할하였다. 그 동안 기존 PMIC 의 테스트 사업을 수행해왔다. 현재 CAPA 증설 중에 있는데, 올해 하반기부터 본격적으로 가동이 되면 매출상승에 기여를 할 것이다. 특히 기존 비메모리 테스트 전문회사의 고수익성을 고려할때 네패스테스트의 고수익이 가능할 것으로 예상된다.

무엇보다 국내 최대 고객사의 시스템 반도체 육성정책으로 반도체 후공정 생태계 구축이 본격화 되는 환경하에서 턴키(WLP + Test) 제품확대로 수익성이 증대될 것으로 기대된다.

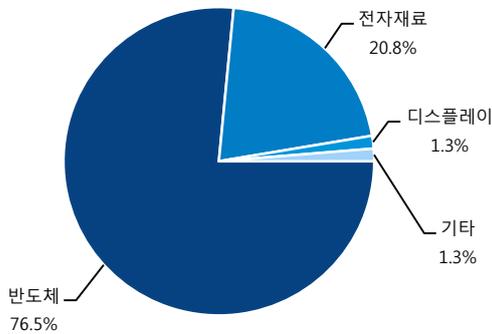
향후 네패스테스트의 단계적인 CAPA 증설로 인한 매출상승으로 해를 거듭할수록 기업가치가 상승할 수 있을 것이다.

표19. 네패스 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	2,792	39	-111	-163	-87	-398	-
2016	2,545	82	221	180	184	845	9.8
2017	2,850	193	95	39	66	302	31.3
2018	2,706	218	363	227	249	1,094	9.0
2019E	3,300	430	400	312	317	1,375	20.0
2020E	4,200	550	520	406	411	1,782	15.3

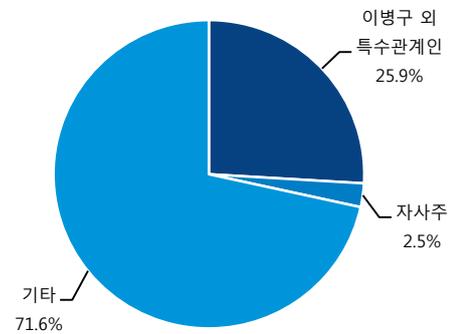
자료: 네패스, 하이투자증권

그림47. 네패스 매출 구성(2018년 기준)



자료: 네패스, 하이투자증권

그림48. 네패스 주주 구성(2019년 4월 8일 기준)



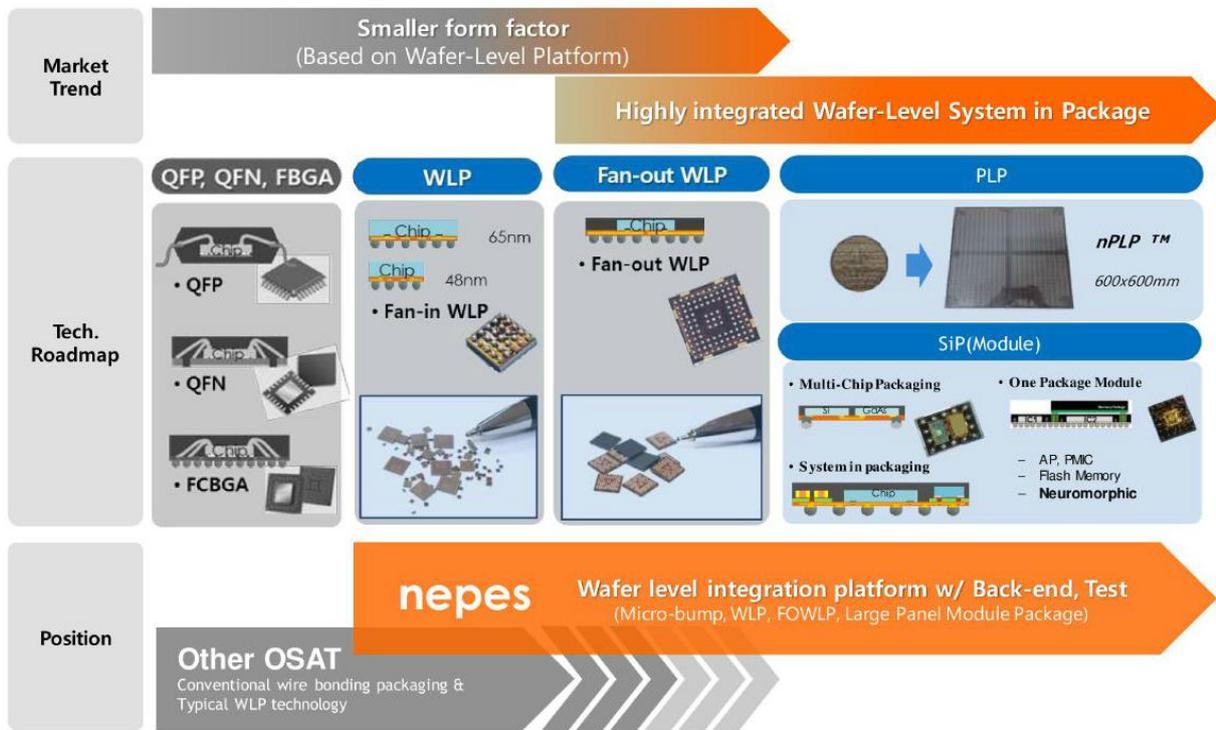
자료: 네패스, 하이투자증권

그림49. 네패스 실적 추이 및 전망



자료: 네패스, 하이투자증권

그림50. 반도체 패키징 트렌드 변화



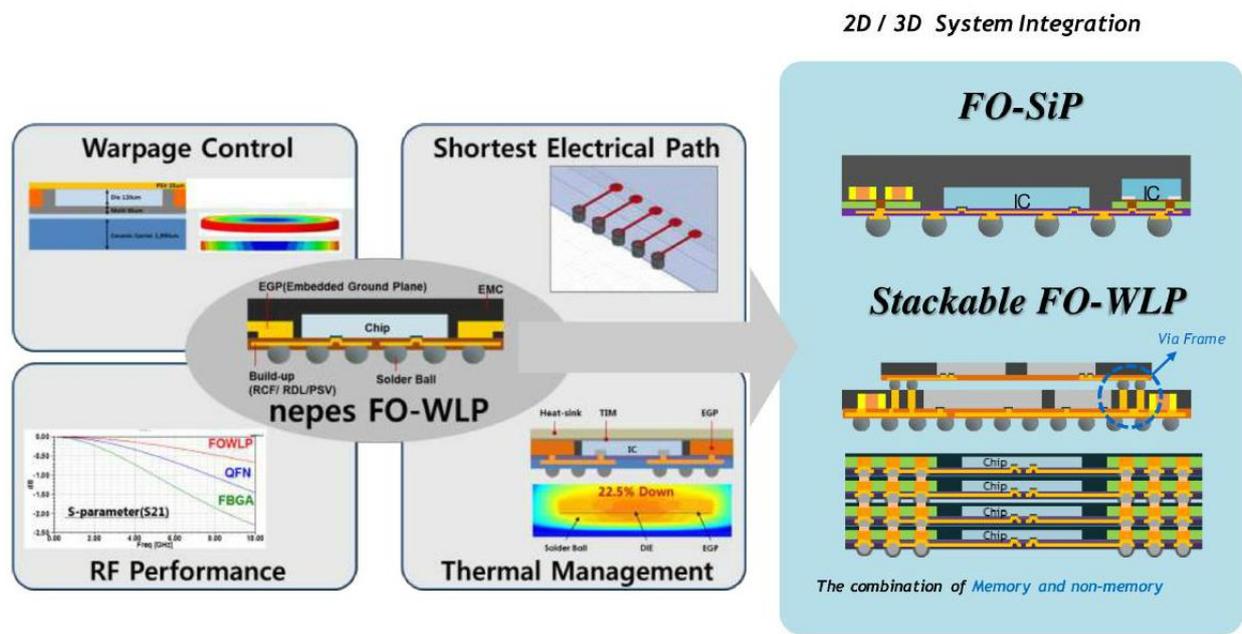
자료: 네패스, 하이투자증권

그림51. 네패스 반도체 패키징 서비스



자료: 네패스, 하이투자증권

그림52. FOWLP(Fan-out WLP)



자료: 네페스, 하이투자증권

네패스  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-05-14 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-



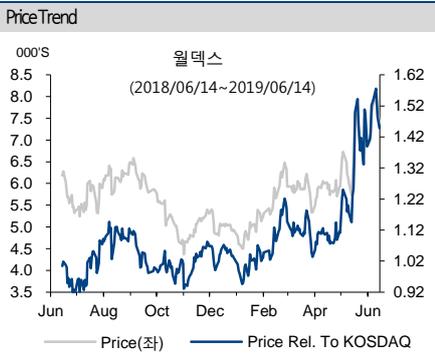
# 월덱스 (101160)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	7,360 원

Stock Indicator	
자본금	8.3십억원
발행주식수	1,651만주
시가총액	122십억원
외국인지분율	3.8%
52 주주가	4,335~8,000원
60 일평균거래량	412,354주
60 일평균거래대금	2.8십억원

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.7	23.3	48.7	20.7
상대수익률	18.0	27.7	40.3	37.1



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	106	116	125	136
영업이익(십억원)	22	24	27	31
순이익(십억원)	18	19	22	25
EPS(원)	1,064	1,169	1,302	1,520
BPS(원)				
PER(배)	4.6	6.3	5.7	4.8
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

## 비메모리 성장에, 밸류에이션도 매력적

### 반도체 제조장비 소재부품 전문기업

동사는 지난 2000 년에 설립된 반도체 제조장비 소재부품 전문기업으로 반도체 전공정 중 에칭(Etching)공정에 주로 사용되는 실리콘부품, 퀴츠부품, 세라믹부품 등을 주력으로 제조하여 판매하고 있다. 지난 2009 년에는 미국의 실리콘 잉곳 및 퀴츠 전문회사인 WCQ(West Coast Quartz Corporation)를 인수하였다.

지난해 기준으로 부문별 매출비중을 살펴보면 실리콘부품 54.8%, 퀴츠부품 32.8%, 세라믹부품 12.4% 등이다.

한편, 주주는 배종식 외 특수관계인 36.2%를 비롯하여 타이거자산운용투자자문 10.5%, 기타 53.3% 등으로 분포되어 있다.

### 올해 비메모리 업체 중심으로 매출 확대되면서 견조한 실적 성장세 이어 나갈 듯

국산화와 함께 성장해온 동사는 2014 년 하반기부터 반도체 장비시장이 회복됨에 따라 2015 년부터 지난해까지 매출 성장세가 이어지고 있다. 특히 지난해에는 도시바와 인텔 등의 호조세에 힘입어 매출액 1,055 억원(YoY+18.8%)을 기록하면서 사상 최초로 매출액 1,000 억원을 돌파하였다.

올해 1 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 282 억원(YoY+18.3%, QoQ-3.2%), 영업이익 58 억원(YoY+75.3%, QoQ-3.9%)으로 양호한 실적을 기록하였다. 지난해 4 분기부터 본격화된 메모리가격 하락과 이에 따른 메모리 업체 중심의 재고조정이 본격화됨에 따라 전분기 대비 매출액은 소폭 하락하였으나 비메모리 업체 중심의 견고한 수요가 뒷받침되면서 전년동기 대비 성장세를 이어갔다.

한편, 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 1,160 억원(YoY+10.0%), 영업이익 238 억원(YoY+8.2%)으로 예상되면서 견조한 실적 성장세를 이어 나갈 것이다.

이는 비메모리 업체 중심으로 매출 확대를 이끌어 갈 뿐만 아니라 하반기에는 메모리 업체 재고조정 일단락으로 인한 매출성장이 예상되기 때문이다.

### PER 6.3 배로 밸류에이션 매력적

현재 동사의 주가는 올해 예상 EPS 기준으로 PER 6.3 배에 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적이다.

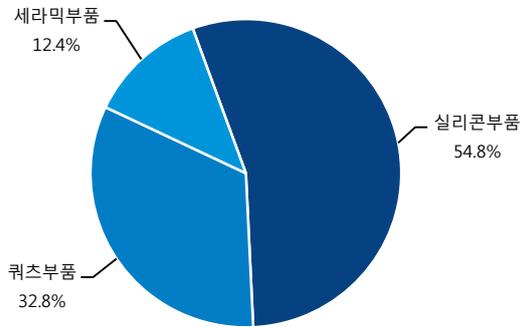
무엇보다 매출처 다변화로 인하여 해를 거듭할수록 안정적인 성장이 예상되면서 동사 주가가 리레이팅 될 수 있는 환경이 조성될 수 있을 것이다.

표20. 월덱스 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	695	37	6	5	5	34	84.9
2017	888	114	84	69	69	421	15.1
2018	1,055	220	209	175	176	1,064	4.6
2019E	1,160	238	230	193	193	1,169	6.3
2020E	1,250	265	257	215	215	1,302	5.7
2021E	1,355	308	300	251	251	1,520	4.8

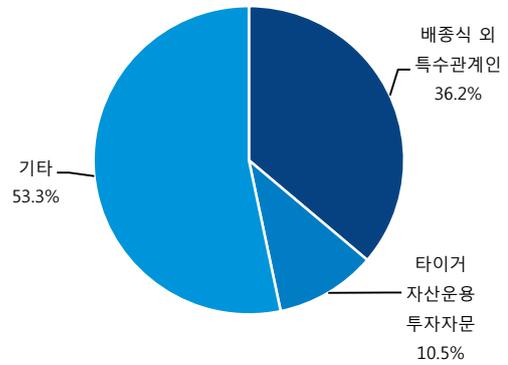
자료: 월덱스, 하이투자증권

그림53. 월덱스 매출 구성(2018년 기준)



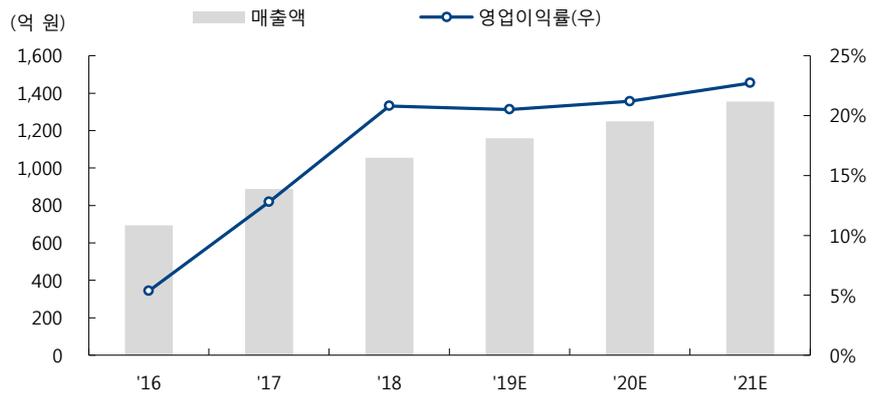
자료: 월덱스, 하이투자증권

그림54. 월덱스 주주 분포(2019년 6월 5일 기준)



자료: 월덱스, 하이투자증권

그림55. 월덱스 실적 추이 및 전망



자료: 월덱스, 하이투자증권

표21. 연결 및 증속회사

		모회사-월덱스	WCQ USA	WCQ - Taiwan	WCQ - Japan	WCQ - Singapore
Silicon Ingot	제조	-	Silicon ingot (신규 Grower 증설)	-	-	-
	판매처	-	모회사향 95% 기타 5%	-	-	-
Silicon Parts	제조	Silicon Parts (링, 전극 등)	-	Silicon Parts ('17년 생산기지 폐쇄)	-	-
	판매처	국내 고객사 및 WCQ 판매법인	현지고객사	현지고객사	현지고객사	현지고객사
Quartz Parts	제조	Quartz Parts 생산 ('17년 생산확대)	Quartz Parts 생산 ('17년 생산확대)	Quartz Parts 생산 ('17년 생산기지 폐쇄)	-	-
	판매처	국내 고객사	모회사 및 미국 고객사, WCQ 해외판매법인	현지고객사	현지고객사	현지고객사

자료: 월덱스, 하이투자증권

그림56. 반도체 산업 밸류체인



자료: 월덱스, 하이투자증권

표22. 반도체 재료의 구분

구분	재료의 종류 및 용도
기능재료	웨이퍼: 소자의 기판
공정재료	포토마스크, 펠리클, 포토레지스트, 공정가스, 스퍼터링 타겟, 전구체, 화학약품
구조재료	PCB, 리드프레임, 본딩와이어, 봉지재
장비재료	실리콘부품, 쿼츠부품, 세라믹부품(ESC, 전극, Boat, Bath, Heater 등)

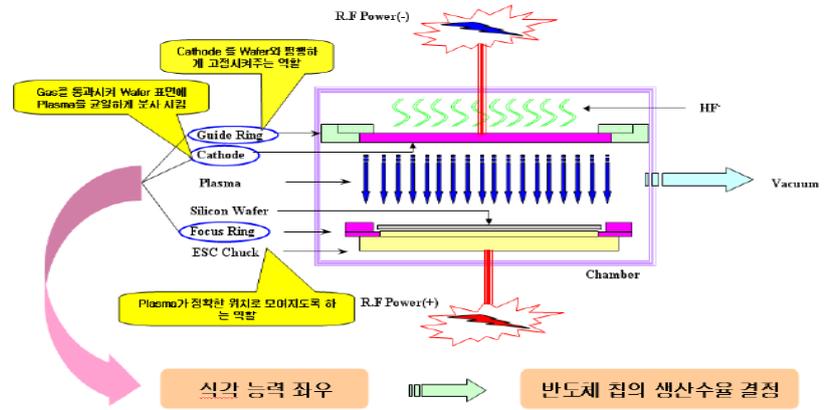
자료: 월덱스, 하이투자증권

표23. 실리콘 및 쿼츠 부품 경쟁구조

반도체용 Si-Parts 시장 경쟁구조	Etching 공정 Quartz-Parts 시장 경쟁구조
- 장비 Maker 지배력: 30-40% 내외 추정 Lam Research ← Silfex(자회사) Tokyo Electron ← MMC&하나머티리얼즈 외 Applied Materials ← 지역별 Vendor  - 기타업체의 지배력: 60-70% 내외 추정 월덱스, SKC솔믹스 등 WCQ, TQM, Daisho Gigen, Creative 등 Xycarb, FOCERA, CE-MAT 등	- 장비 Maker 지배력: 30-40% 추정 Applied Materials, Tokyo Electron, Lam Research → Localization  - 기타 업체의 지배력: 60-70% 추정 (지역별 Vendor와 직납을 병행) WCQ, 헤이워드, 원익, TQM 등

자료: 월덱스 하이투자증권

그림57. 에칭 공정도



자료: 월덱스, 하이투자증권

표24. 세라믹 부품 Supply Chain

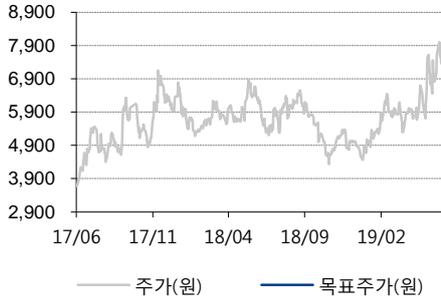
구분	원소재	원료	원료제조기술	Application	진출제품
알루미나	스미모토 쇼와덴코 알마티스	원익, 솔믹스, 쿠어스텍, 교세라, 도시바세라믹, 코발란트, 월덱스	CIP Slip Casting	반도체/LCD/LED 장비용 소모성 부품부터 일반 산업용장비 부품, 우주항공 등 첨단장비부품까지 시장의 크기는 측정불가 그러나 고부가가치는 Nano Technology에서 창출	Clamp Isolaor Frame E-Chuck
실리콘 카바이드	토카이카본 노턴 H.C. Starck	아사이, 코발란트, FCK, 대구텍, 이노세라, 월덱스	Sintered RB CVD		Stepper Susceptor Focus Ring
알루미늄 나이트라이드	H.C Starck 토쿠야마	도시바세라믹, 교세라, 세라다인, 써컴, 코미코, 월덱스	Hot Press Sintered		Heater E-Chuck

자료: 월덱스, 하이투자증권

**월덱스**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-05-20 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-



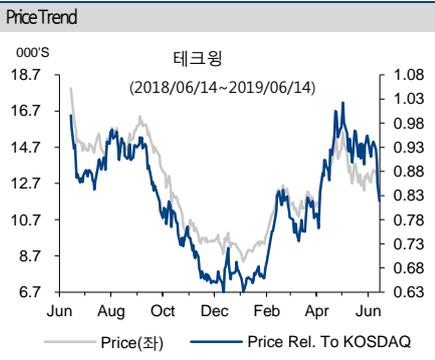
# 테크윙 (089030)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	11,800 원

Stock Indicator	
자본금	9.5십억원
발행주식수	1,932만주
시가총액	228십억원
외국인비율	6.1%
52 주주가	8,370~17,950원
60 일평균거래량	312,297주
60 일평균거래대금	4.3십억원

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.2	0.4	29.9	-31.2
상대수익률	-10.9	4.8	21.5	-14.8



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	194	225	285	330
영업이익(십억원)	25	30	50	62
순이익(십억원)	20	22	36	45
EPS(원)	1,066	1,147	1,856	2,320
BPS(원)				
PER(배)	8.6	10.3	6.4	5.1
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 실적의 날개가 펼쳐지다

## 메모리 테스트 핸들러 시장점유율 세계 1 위 업체

동사는 지난 2002 년에 설립되어 반도체 후공정 검사장비인 테스트 핸들러 및 주변기기를 제조하여 판매하는 사업을 영위하고 있다. 반도체 테스트 핸들러는 반도체 후공정에서 패키징을 마친 칩들을 검사장비에 이송해 전기적인 특성검사를 실시하여 양질의 제품과 불량품을 분류해 내는 역할을 수행하고 있다. 동사는 SK 하이닉스, 마이크론 등의 매출처를 확보하고 있다. 또한 지난 2013 년 디스플레이 광 평가시스템 장비업체인 이엔씨테크놀로지를 인수하면서 디스플레이 장비 등으로 사업영역을 확대하였다.

지난해 기준으로 매출비중을 살펴보면 메모리 핸들러 49.5%, 비메모리 핸들러 3.0%, C.O.K & Parts 25.0%, module & SSD 12.8%, 디스플레이 장비 5.2%, Interface Board 3.4%, 기타 1.1% 등이다.

한편, 주주는 나운성 외 특수관계인 21.8%를 비롯하여 신영자산운용 8.1%, 미래에셋자산운용 7.6%, 국민연금 5.0%, 가치투자자문 4.9%, 자사주 3.5%, 기타 49.1% 등으로 분포되어 있다.

## 비메모리 핸들러 매출 성장 본격화

지난해 비메모리 핸들러 매출은 68 억원으로 전체 매출에서 차지하는 비중이 매우 미미하였다. 그러나 올해 2 분기부터 글로벌 대형 신규 고객사향으로 납품이 시작됨에 따라 비메모리 핸들러 매출은 올해 200 억원으로 크게 증가할 것으로 예상된다. 또한 비메모리 핸들러 관련해서 글로벌 차량용 반도체 업체들과 협의 중에 있으므로 매출처의 확대도 기대된다.

## 자회사 실적 점프업

동사의 주력 자회사인 이엔씨테크놀로지의 경우 지난 2017 년 OLED 디스플레이 기업에 모듈 공정용 외관검사장비가 양산 채택되면서 실적이 향상되었다. 모듈 공정용 외관검사장비(모듈 외관의 파손 및 스크래치 유무확인)는 사람이 육안으로 검사하고 있던 검사 신뢰성 문제로 대체되는 자동검사장비로서 향후 적용 라인 확대가 가능할 것이다. 지난해에는 고객사의 투자가 미미하여 매출이 부진하였지만 올해의 경우 2 분기부터 적용 라인 확대 등 고객사의 투자 재개로 인하여 매출상승이 예상된다.

## 올해 2 분기부터 분기를 거듭할수록 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

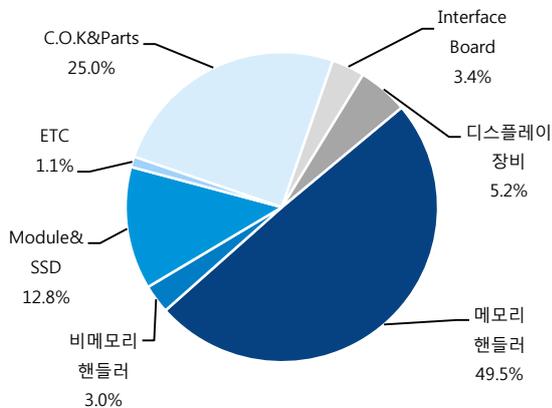
동사의 경우 올해 2 분기부터 비메모리 핸들러 및 자회사 매출이 가세되면서 실적 턴어라운드 가시화 될 것으로 예상될 뿐만 아니라 분기를 거듭할수록 매출상승으로 인한 실적개선이 가속화 될 수 있을 것이다.

표25. 테크윙 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	1,420	231	181	146	148	842	16.4
2017	2,228	415	480	394	380	2,065	10.0
2018	1,937	251	228	186	201	1,066	8.6
2019E	2,250	300	280	225	220	1,147	10.3
2020E	2,850	500	480	375	356	1,856	6.4
2021E	3,300	620	600	468	445	2,320	5.1

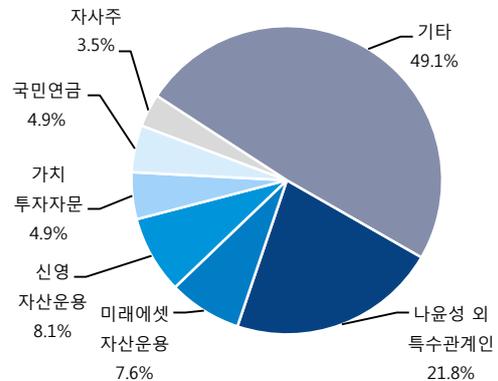
자료: 테크윙, 하이투자증권

그림58. 테크윙 매출 구성(2018년 기준)



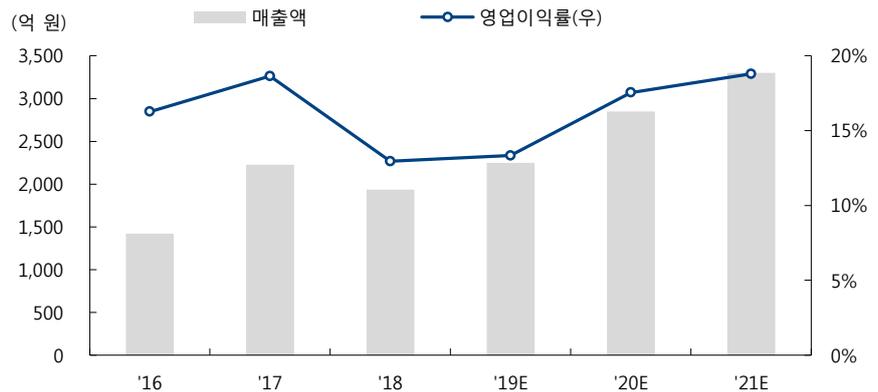
자료: 테크윙, 하이투자증권

그림59. 테크윙 주주 구성(2019년 5월 2일 기준)



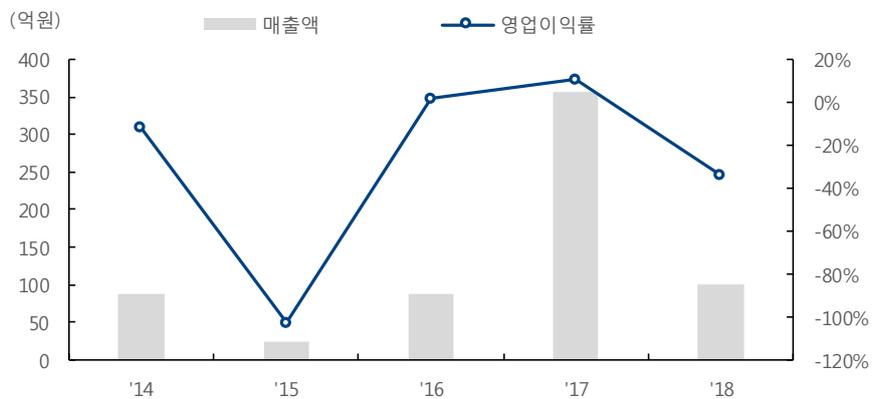
자료: 테크윙, 하이투자증권

그림60. 테크윙 실적 추이 및 전망



자료: 테크윙, 하이투자증권

그림61. 이엔씨테크놀로지 실적 추이



자료: 이엔씨테크놀로지, 하이투자증권

**테크윙**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-05-14 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-

# 텔레칩스 (054450)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	13,650 원

Stock Indicator	
자본금	6.8십억원
발행주식수	1,351만주
시가총액	184십억원
외국인비율	2.8%
52주주가	8,260~13,900원
60일평균거래량	314,202주
60일평균거래대금	3.8십억원

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.1	48.9	54.5	17.2
상대수익률	22.4	53.2	46.1	33.6



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	101	123	126	158
영업이익(십억원)	7	6	8	17
순이익(십억원)	11	2	9	0
EPS(원)	989	145	683	0
BPS(원)				
PER(배)	10.9	81.1	12.6	0.0
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 성장성과 실적 턴어라운드가 보인다

## 비메모리반도체 설계와 개발을 전문으로 하는 팹리스 업체

동사는 지난 1999 년에 설립된 비메모리반도체 설계와 개발을 전문으로 하는 팹리스 업체로서 멀티미디어와 통신 관련 시장의 다양한 어플리케이션 제품에 필요한 핵심 칩 및 그에 필요한 Total Solution 의 개발과 판매를 주요사업으로 영위하고 있다. 사업영역은 차량용 오디오와 AVN(Audio/Video/Navigation)을 포함한 인텔리전트 오토모티브 솔루션(Intelligent Automotive Solution)과 더불어 셋톱박스 등의 구동에 필요한 핵심 부품인 AP(Application Process) 등의 스마트 홈 솔루션(Smart Home Solution) 으로 나누어 진다.

지난해 기준으로 매출비중을 살펴보면 인텔리전트 오토모티브 솔루션 94.1%, 스마트 홈 솔루션 4.4%, 기타 1.5% 등이다.

한편, 주주는 이장규 외 특수관계인 23.1%를 비롯하여 국민연금 10.0%, 디비자산운용 10.0%, 자사주 7.1%, 기타 49.8% 등으로 분포되어 있다.

## cockpit 시스템 성장성 가시화 될 듯

차량용 인포테인먼트 분야는 헤드업디스플레이, AVN 등을 하나의 칩에서 제공하는 cockpit(Cockpit) 시장이 형성될 것으로 예상된다. cockpit 시스템은 다양한 인포테인먼트 기능을 하나의 시스템온칩(SOC)으로 구현한다. 이에 대하여 동사는 cockpit 시스템용 어플리케이션 프로세서(AP)인 돌핀플러스를 선보였고, 돌핀플러스 칩셋 두 개로 구성된 프로세서로 각각 인포테인먼트와 디지털게기판을 지원한다.

올해부터 돌핀 플러스를 양산할 계획으로 해를 거듭할수록 cockpit 제품군을 다양화 하는 동시에 차량용 고객사를 확대하면서 동사의 성장동력으로 작용할 것이다.

## 올해 셋톱박스 관련 매출로 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

그 동안 동사는 저전력 셋톱박스 시스템온칩(SOC)를 개발하면서 손상차손 관련 비용이 발생하였으며, 지난해에는 개발 완료가 안 된 칩과 관련해 손상차손을 선반영 하였다. 언론보도에 따르면 KT 가 오는 9 월 새롭게 생산되는 초고화질 TV 셋톱박스에 동사의 멀티미디어칩을 사용하기로 하였다. 방송 화면뿐만 아니라 온라인 동영상 스트리밍(OTT)·블루레이·게임·비디오 등 다양한 영상 데이터를 처리해 TV 로 재생하는 시스템온칩(SoC)이다.

이에 따라 개발 완료된 셋톱박스 시스템온칩(SOC) 매출이 올해 발생하면서 손상차손비용 기저효과로 실적 턴어라운드 가시화 될 수 있을 것이다.

## 올해 성장성과 실적 턴어라운드 가시화 보인다

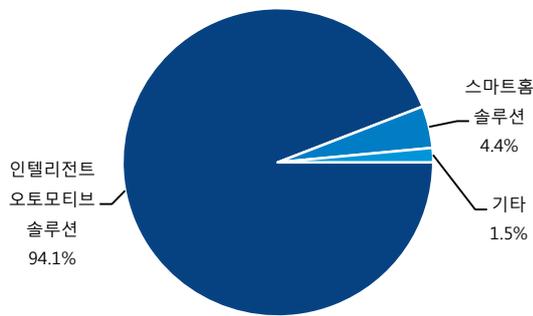
올해부터 돌핀 플러스를 양산할 계획으로 차량용 고객사를 확대하면서 성장성 등이 가시화 될 것이며, 셋톱박스 관련 매출 발생으로 실적 턴어라운드 가시화 될 수 있을 것이다.

표26. 텔레칩스 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	821	46	21	20	20	190	52.1
2016	1,010	66	90	105	105	989	10.9
2017	1,227	63	0	15	15	145	81.1
2018	1,261	82	62	92	92	683	12.6
2019E	1,380	136	156	125	125	926	14.7

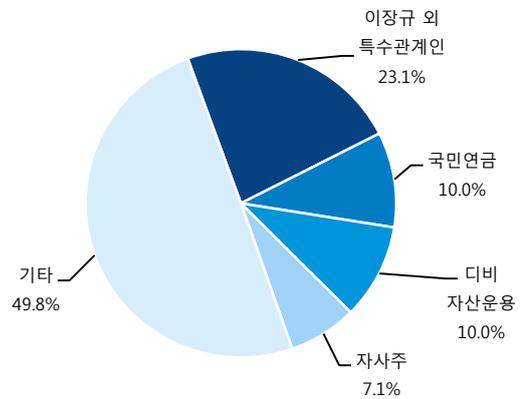
자료: 텔레칩스, 하이투자증권

그림62. 텔레칩스 매출 구성(2018년 기준)



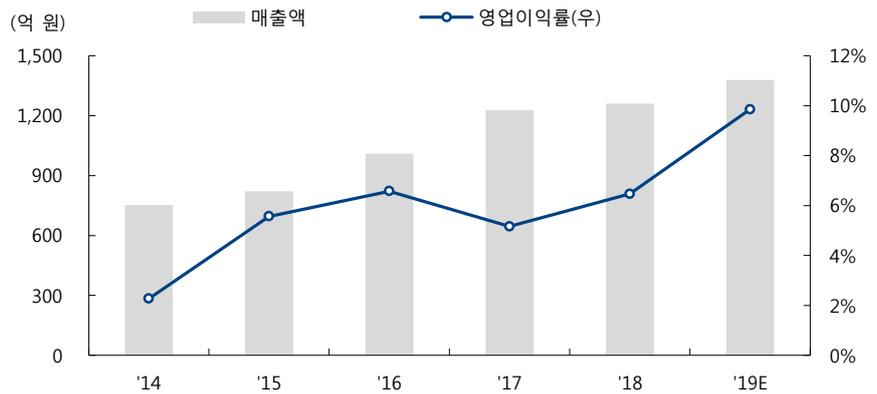
자료: 텔레칩스, 하이투자증권

그림63. 텔레칩스 주주 구성(2019년 5월 7일 기준)



자료: 텔레칩스, 하이투자증권

그림64. 텔레칩스 실적 추이 및 전망



자료: 텔레칩스, 하이투자증권

그림65. 차량용 고객사 확장 추진 현황

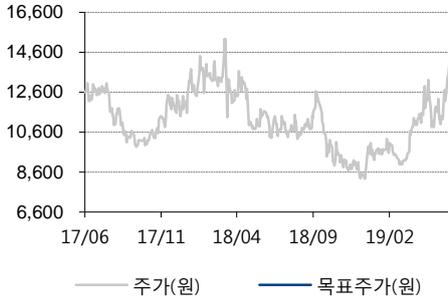


자료: 텔레칩스, 하이투자증권

**텔레칩스**  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-

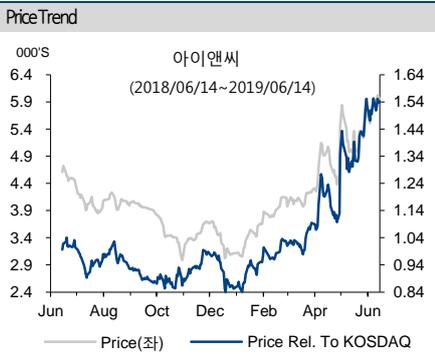
# 아이앤씨 (052860)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	5,920 원

Stock Indicator	
자본금	7.9십억원
발행주식수	1,580만주
시가총액	94십억원
외국인지분율	0.0%
52 주 주가	2,955~5,990원
60 일 평균 거래량	272,857 주
60 일 평균 거래대금	1.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.1	45.8	79.6	28.8
상대수익률	18.4	50.2	71.2	45.2



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	30	43	31	58
영업이익(십억원)	0	7	2	12
순이익(십억원)	2	6	2	11
EPS(원)	120	412	101	631
BPS(원)				
PER(배)	21.4	13.6	30.4	9.4
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 스마트에너지 및 스마트 홈 날개를 달다

## 스마트에너지: 한국전력 AMI 사업 및 도로공사 LED 조명제어 최대 수혜

한국전력 AMI 사업은 2020년까지 전국 2,250만 가구에 AMI를 공급하는 사업으로 3차까지 약 780만 가구에 설치되었고, 현재는 약 400만호의 4차 AMI 사업이 진행 중에 있다.

이러한 한국전력 AMI 사업에 동사는 2016년부터 참여하여 2016년 2차 및 2017년 3차 AMI 사업용 PLC 모뎀, DCU, LTE 모뎀 공급을 완료하였으며, 2018년부터 4차 AMI 사업용 PLC 모뎀, DCU, LTE 모뎀을 공급 중에 있다. 4차 AMI 사업의 경우 지난해 하반기 보안모듈 검증으로 지연되었으나 보안모듈 검증이 완료됨에 따라 올해 초부터 수주 잔여 물량의 발주가 순차적으로 진행되고 있다.

향후에도 한국전력 AMI 사업 5차와 6차가 1,070만호를 대상으로 순차적으로 진행될 것으로 예상됨에 따라 동사에게 수혜가 기대된다.

한편, LED 조명제어는 LED 조명에 고속 PLC 모뎀을 설치하여 원격 관제센터에서 LED 조명을 on/off 하거나 주변 밝기에 따른 조도 조절 등을 원격 관리하는 것이다. 이러한 LED 조명제어를 도로공사의 경우 신설 고속도로에 전면 적용하거나 노후 조명에 대하여 순차적으로 교체사업이 진행 중에 있어서 동사의 수혜가 예상된다.

## 스마트 홈: 생활가전 IoT 증가로 수혜 기대

IoT 솔루션은 다양한 전자제품에 Wi-Fi 칩이나 모듈을 탑재하여 사용자가 원격으로 전자제품 제어가 가능하도록 하는 것이며, 가전업체는 IoT 솔루션을 이용하여 사용자의 원격제어 및 사용패턴 등의 데이터를 수집 및 빅데이터 분석을 통해 새로운 비즈니스 모델을 창출할 수 있다. 무엇보다 스마트홈 시장이 성장함에 따라 다양한 생활가전에 IoT가 빠른 속도로 보급되고 있다.

동사의 경우 정수기, 공기청정기, 제습기, 보일러 등을 생산하는 다양한 생활가전사에 필요한 Wi-Fi 모듈과 스마트폰 어플, 가전사 서버구축 등의 IoT 솔루션을 턴키 형태로 공급하고 있는데, 극심한 미세먼지로 인한 공기청정기 수요 급증으로 동사의 수혜가 지속되고 있다.

## DAB와 더불어 신규사업인 ANC, 스마트 아크 차단기 등 성장성 가시화

DAB 시장이 유럽 각국별 FM 라디오의 디지털 라디오 전환시기 도래로 향후 시장규모가 지속적으로 성장할 것으로 예상됨에 따라 동사의 DAB 칩과 모듈 등의 매출이 상승할 것으로 기대된다. 또한 동사는 ANC 칩을 개발 완료하여 이어폰/헤드폰, 차량 내 소음 제거, 보청기 등에 적용을 추진하고 있어서 향후 성장성 등이 기대된다.

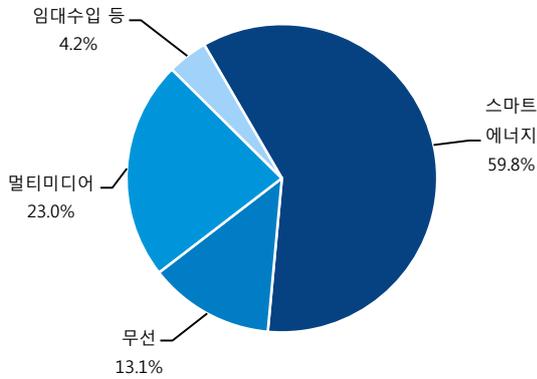
한편, 스마트 아크 차단기는 불꽃(아크)이 지속해서 발생하면 자동 또는 원격으로 전력을 차단, 화재를 원천적으로 막을 수 있는 것으로서 지방자치단체와 정부 차원의 아크 차단기 도입 법제화가 진행되면, 관련 사업 진행 속도가 더욱 빨라지면서 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

표27. 아이앤씨 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2014	53	-117	-139	-155	-148	-1,073	-
2015	96	-74	-293	-292	-286	-2,010	-
2016	303	5	15	15	18	120	21.4
2017	429	69	63	63	61	412	13.6
2018	313	18	13	13	16	101	30.4
2019E	580	116	115	115	113	631	9.4

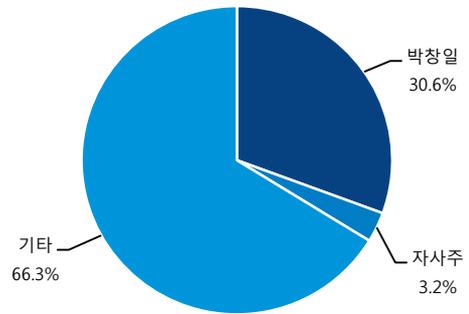
자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림66. 아이앤씨 매출 구성(2018년 기준)



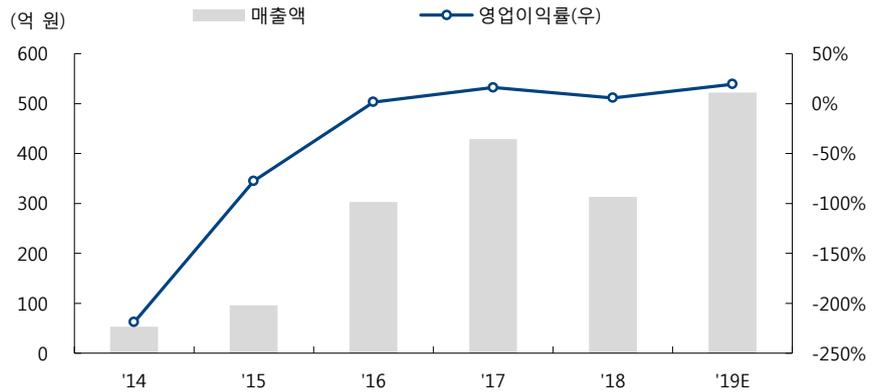
자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림67. 아이앤씨 주주 분포(2019년 6월 5일 기준)



자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림68. 아이앤씨 실적 추이 및 전망



자료: 아이앤씨, 하이투자증권

표28. 아이앤씨 사업부문

Smart Energy Biz	Wireless(IoT) Biz	Multimedia Biz
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한전 AMI 사업</li> <li>- 민수 AMI 사업</li> <li>- KT GiGa Energy Manager 사업</li> <li>- 해외 AMI 사업</li> <li>- LED 조명제어 사업 (도로공사/지자체/해외)</li> <li>- 스마트 아크차단기 사업</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 통신사 Smart Home 사업</li> <li>- 홈 IoT 사업</li> <li>- Smart Factory/Building 사업</li> <li>- Smart Toy &amp; Others</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Digital Radio(DAB) 사업</li> <li>- ANC 사업 (Active Noise Cancellation)</li> </ul>

자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림69. 한국전력 AMI 사업 개념 및 공급 제품 현황



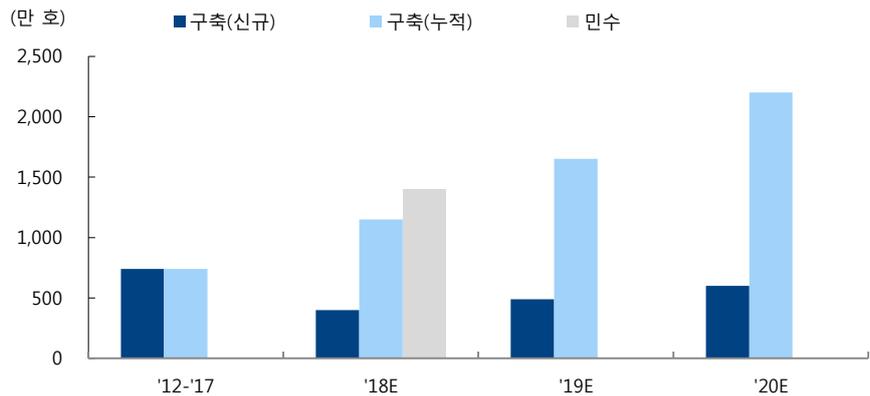
자료: 아이앤씨, 하이투자증권

표29. 한전 AMI 사업 아이앤씨 참여 규모

차수	시기	구분	수량(대)	매출(억원)	%	전체사업규모(억원)
2차	'16.11~'17.04	PLC모뎀	399,906	45	37.6	120
	'16.11~'17.04	DCU	30,377	85	69.9	122
합계			430,283	130	53.9	242
3차	'17.09~'18.05	PLC모뎀	295,818	73	38.3	190
	'17.09~'18.02	DCU	44,534	191	70.0	272
합계			340,352	264	53.9	462
4차	'18.05~'19.04	PLC모뎀	350,000	160	35.6	450
	'18.07~'19.04	DCU	20,000	140	35.3	400
합계			370,000	300	53.9	850

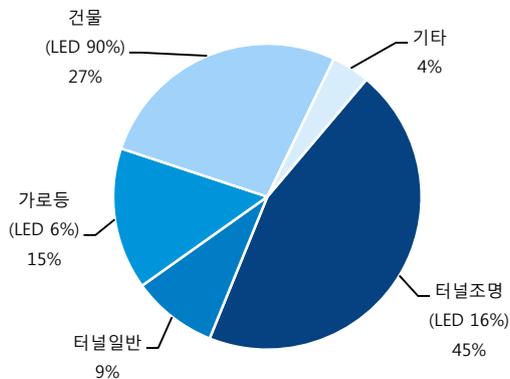
자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림70. 한전 및 민수 AMI 시장 전망



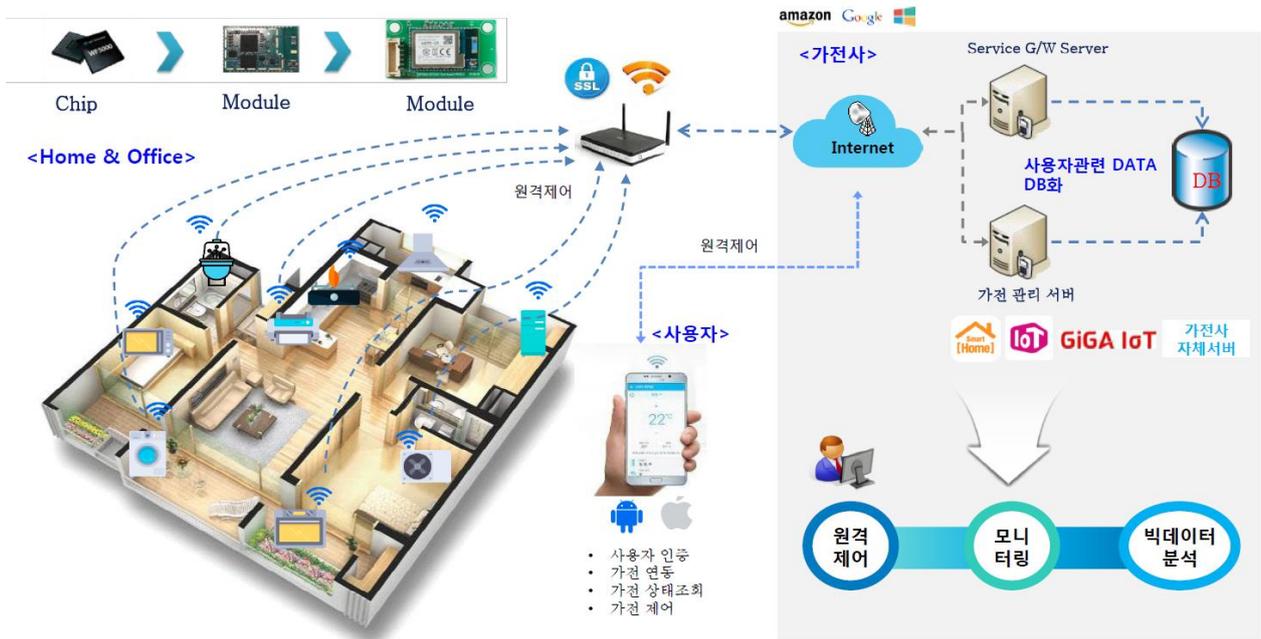
자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림71. 한국도로공사 조명 현황



자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림72. 스마트 홈 IoT 토털 솔루션 공급



자료: 아이앤씨, 하이투자증권

그림73. 스마트 홈 IoT 주요 공급 실적

<p><b>Water Purifier</b></p> <p>coway, CHUNGHO, SK 매직, CUCKOO, Wells</p>	<p><b>Gas Range</b></p> <p>SK 매직</p>
<p><b>De-humidifier</b></p> <p>WINIX, WINIA</p>	<p><b>Boiler</b></p> <p>대성엔지니어링, Kiturami, 경동원</p>
<p><b>Air Purifier</b></p> <p>coway, CHUNGHO, WINIX, CUCKOO, Wells, SK 매직, WINIA</p>	<p><b>Energy</b></p> <p>PU POWERVOICE, DAWON DNS (DAWON DEVICE NETWORK SYSTEM), ENCORED</p>
<p><b>Air Conditioner</b></p> <p>Carrier</p>	<p><b>Mobile Printer</b></p> <p>SEWOO, BIXOLON</p>
<p><b>Refrigerator</b></p> <p>WINIA, Dongbu Daewoo Electronics</p>	<p><b>Gateway</b></p> <p>DIGIENCE, HT (HYUNDAI TELECOM)</p>
<p><b>Cooker</b></p> <p>WINIA, CUCKOO</p>	<p><b>Bidet</b></p> <p>novita (A KOHLER COMPANY)</p>
<p><b>Security</b></p> <p>SAMSUNG 에스원</p>	<p><b>Air Checker</b></p> <p>KWATHER, LG Electronics</p>

자료: 아이앤씨, 하이투자증권

아이앤씨  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-05-27 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-

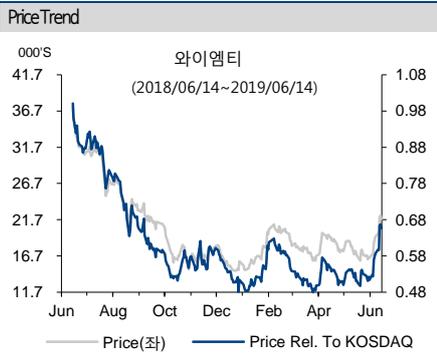
# 와이엠티 (251370)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	21,800 원

Stock Indicator	
자본금	3.7 십억원
발행주식수	741 만주
시가총액	161 십억원
외국인비율	2.8%
52 주 주가	14,650~37,300 원
60 일 평균 거래량	58,376 주
60 일 평균 거래대금	1.1 십억원

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
영업이익률	25.3	21.1	33.1	-45.2
순이익률	23.6	25.5	24.7	-28.8



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	73	84	95	106
영업이익(십억원)	14	18	22	25
순이익(십억원)	7	10	12	14
EPS(원)	990	1,283	1,580	1,891
BPS(원)				
PER(배)	16.1	17.0	13.8	11.5
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수율(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 매출 성장으로 실적 턴어라운드 가시화

## PCB 화학소재 전문 기업

동사는 지난 1999년 설립된 PCB 화학소재 전문 기업으로 FPCB와 RFPCB 제조공정에 사용되는 표면처리 화학소재를 제조 및 판매하고 있다. 주력제품으로 최종표면처리 화학소재, 동도금 화학소재, 공정약품(Process Chemical), 기판가공, 도금장비 제조 및 판매 등이 있다.

지난해 기준으로 제품별 매출비중을 살펴보면 최종표면처리 41.2%, 동도금 21.7%, 기판가공 16.7%, Process Chemical 9.0%, 장비 및 기타 11.4% 등이다.

한편, 주주는 전성욱 외 특수관계인 46.9%를 비롯하여 한국투자신탁운용 5.1%, 자사주 1.6%, 기타 46.4% 등으로 분포되어 있다.

## 5G 및 폴더블폰 시대 도래 수혜 그리고 동도금 화학소재 성장성 가시화 될 듯

디스플레이 PCB 탑재 수량, 배터리용 PCB, 카메라모듈 수 증가 등을 비롯하여 5G 고주파 대응을 위한 안테나 대수 증가에 의해 얇은 FPCB로 전환함에 따라 해당 PCB 탑재수가 증가되면서 동사의 수혜가 예상된다.

한편, 동도금은 부도체 물질에 동(Copper)을 입힘으로써 전기가 통하는 도체로 가공하는 프로세스로 대부분의 PCB 기판 및 반도체 패키지 등에 적용되는 프로세스이다. PCB 면적 감소에 따라, 고다층 PCB에 대한 사양이 증가되고 있을 뿐만 아니라 Via Fill 등 하이엔드 고다층 PCB 기술에 대한 시장 니즈가 확대되면서 올해 동도금 매출 성장성이 예상된다.

## 베트남 기판가공 공장 준공으로 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

동사는 이번달에 베트남 기판가공 공장을 준공하였다. 무엇보다 인건비 상승 등으로 인한 국내 채산성 악화로 고객사들의 FPCB 생산 거점이 베트남으로 빠르게 이전되고 있을 뿐만 아니라 신규설비 증설 부담 완화, 안정적인 수율 확보 등의 효과를 얻을 수 있는 최종표면처리 공정의 외주화가 효율적인 생산전략으로 자리잡고 있다.

이에 따라 동사의 베트남 기판가공 공장은 베트남으로 생산 거점을 이전한 국내외 고객사들의 FPCB 최종표면처리 공정을 도맡아 처리할 예정으로 그 동안 기판가공 실적 감소의 상당 부분을 상쇄하면서 실적 턴어라운드가 가시화 될 수 있을 것이다.

## 매출 성장으로 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

올해 동도금 화학소재 매출 성장과 더불어 베트남 공장 준공으로 인한 기판가공 매출 회복으로 실적 턴어라운드가 가시화 될 것으로 예상된다.

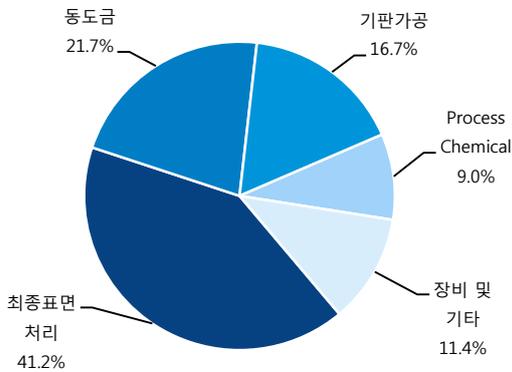
무엇보다 5G 및 폴더블폰 시대 도래로 인하여 동사의 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

표30. 와이엠티 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	499	111	103	77	65	2,092	-
2017	692	161	121	90	68	1,915	21.0
2018	727	144	119	98	73	990	16.1
2019E	860	186	171	136	103	1,391	15.6
2020E	985	220	205	164	124	1,674	13.0
2021E	1,083	260	245	196	148	1,998	10.9

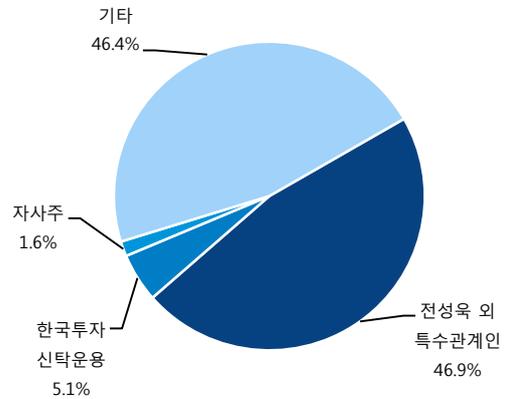
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림74. 와이엠티 매출 구성(2018년 기준)



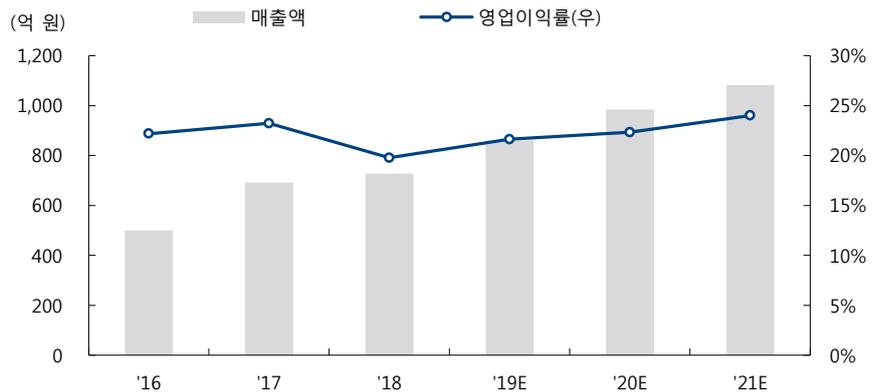
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림75. 와이엠티 주주 구성(2019년 5월 3일 기준)



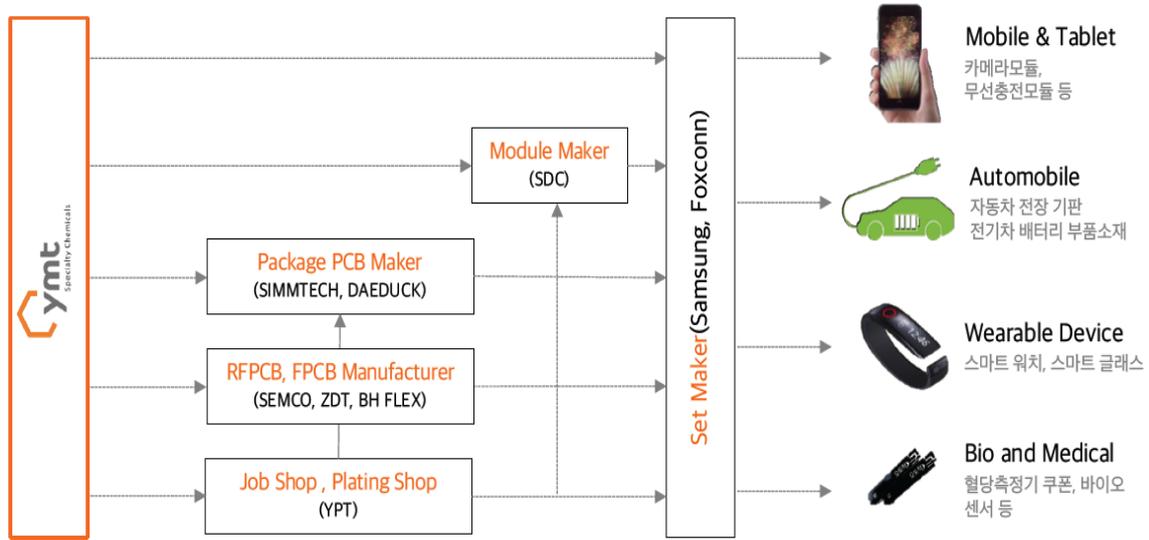
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림76. 와이엠티 실적 추이 및 전망



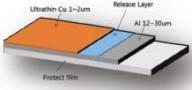
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림77. 밸류체인



자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림78. 제품 라인업

Chemical Business	 <p>최종 표면처리 화학소재</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>기판 표면의 보호와 부식방지를 위해 금, 팔라듐 등의 귀금속을 이용하여 PCB 표면을 도금</li> <li>✓ FPCB, RFPCB용 금도금 세계 점유율 1위</li> <li>✓ Apple, Samsung mobile 채택</li> </ul>	Others	 <p>Electronic Materials</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Materials                     <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ultra-thin copper Foil</li> <li>✓ EMI Shield</li> </ul> </li> <li>Roll to Roll                     <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ RTR 동도금 외주</li> </ul> </li> </ul>
	 <p>동도금 화학소재</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Multi layer 기판의 층간 전기적 연결을 형성하는 공정</li> <li>✓ 무전해화학동: 부도체 물질에 화학적 전도성 부여</li> <li>✓ 전기동: 동의 석출로 동 두께를 형성</li> </ul>		 <p>기판 가공 [YPT]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>금도금외주                     <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ FPCB, RFPCB 외주</li> <li>✓ 카메라모듈기판 외주</li> </ul> </li> <li>Via-fill 동도금 외주</li> </ul>
	 <p>Process Chemical</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>기판의 회로를 형성하기 위한 식각, 현상 프로세스 및 기타약품</li> <li>✓ PCB용 식각, 현상, 감광액 등</li> <li>✓ MSAP용 회로약품</li> <li>✓ Flux Cleaner</li> </ul>		 <p>장비매출 [Beyond Solution]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>금도금, 동도금 장비 판매, 이전 설치 및 유지보수 Service</li> <li>✓ YMT 약품과 Binding</li> <li>✓ Via - Fill 장비개조, 고객사 베트남 공장이전 등</li> </ul>

자료: 와이엠티, 하이투자증권

와이엠티  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-

# 액트로 (290740)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	11,800 원

Stock Indicator	
자본금	2.5십억원
발행주식수	508만주
시가총액	60십억원
외국인비율	4.2%
52 주 주가	9,950~19,600원
60 일 평균 거래량	127,266주
60 일 평균 거래대금	2.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	55.0	38.4	93.8	34.6
상대수익률	53.3	42.7	85.4	51.0

### Price Trend



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	34	91	106	120
영업이익(십억원)	3	14	17	18
순이익(십억원)	1	7	14	15
EPS(원)	226	1,882	3,248	1,478
BPS(원)				
PER(배)	-	-	4.1	8.0
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 광학 Zoom, 실적은 UP

## 스마트폰 카메라모듈 핵심 부품인 액츄에이터 전문기업

### 멀티카메라 수혜 및 핵심 제조장비 내재화를 통한 수익의 지속성 확보

카메라 모듈 시장은 적용 개수 증가와 더불어 보급형 확대를 통하여 지속적으로 성장이 예상됨에 따라 액츄에이터 수요도 증가할 것으로 전망된다. 즉, 스마트폰 전면과 후면에 2 개 이상 카메라가 장착되는 멀티카메라 트렌드가 보급형 스마트폰까지 대중화되고 카메라 개수도 듀얼을 넘어 트리플 쿼드로 진화하면서 액츄에이터 수요도 빠르게 성장하고 있다.

이러한 환경하에서 동사는 신규 제품인 IRIS 액츄에이터를 갤럭시 S9 에 공급하면서 지난해 매출 성장에 원동력이 되었다. IRIS 액츄에이터는 렌즈를 통해 카메라모듈 내 센서로 들어오는 빛의 양을 조절하는 장치로, DSLR 의 조리개 기능과 동일하다.

한편, 동사는 핵심 제조장비 내재화를 통하여 원가를 낮추고 불량률을 크게 줄일 수 있을 뿐만 아니라 제품 모델 변경 시 유연하게 대처할 수 있기 때문에 수익의 지속성을 확보할 수 있다는 이점을 가지고 있다.

### 광학줌 성장성 가시화 될 듯

스마트폰 카메라의 궁극적 목표는 전통 카메라를 대체하는 것으로서 DSLR 와 같은 전문가급 카메라 성능까지 스마트폰에 흡수하려는 시도가 일어나고 있다. 즉, 스마트폰 카메라의 차세대 발전 방향은 원거리 피사체를 찍을 수 있는 망원에 포커스가 맞춰진 것으로 보인다.

광학줌은 여러개 렌즈를 물리적으로 움직여 피사체를 확대하거나 축소하는 기능으로 소프트웨어를 사용해 확대 시 화질에 손상이 생기는 디지털줌과 달리 광학줌은 화질이 선명하다. 기존에는 광학 2 배줌이 스마트폰 카메라 최대치였지만 올해 들어 화웨이를 시작으로 광학 5 배줌 제품이 나오기 시작하였으며, 줌 성능이 향상되는 제품들이 출시되고 있다.

이러한 환경하에서 동사는 광학 5 배줌을 구현한 신제품을 주요 카메라 모듈 고객사를 통해 중국 스마트폰 제조사 플래그십 모델에 공급이 될 것으로 예상된다. 이와 같이 광학줌 관련 신규 시장 확대 및 고객사 다변화로 향후 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

### PER 8.0 배로 동사 주가 상승 모멘텀 강화 될 듯

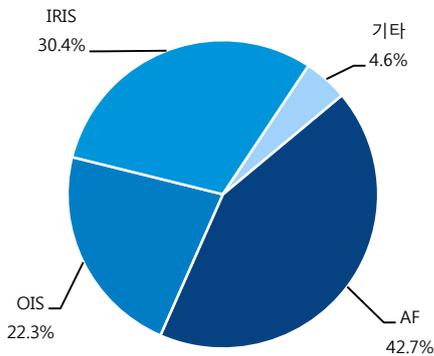
동사의 주가는 올해 예상 EPS 기준 PER 8.0 배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적이다. 향후 광학줌 관련 성장성이 가시화 되면서 동사 주가 상승 모멘텀이 강화 될 수 있을 것이다.

표31. 액트로 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	298	40	32	32	32	1,924	-
2016	337	25	11	9	9	226	-
2017	910	143	71	71	71	1,882	-
2018	1,056	169	183	137	137	3,248	4.1
2019E	1,200	175	195	148	148	1,478	8.0

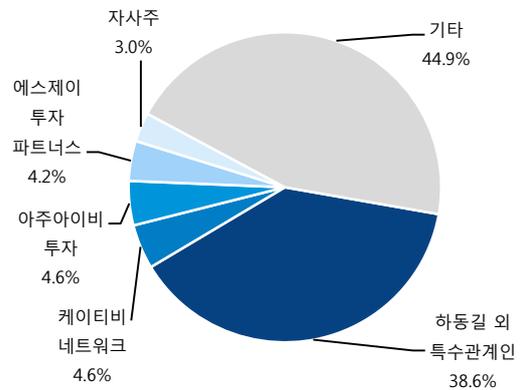
자료: 액트로, 하이투자증권

그림79. 액트로 매출 구성(2018년 기준)



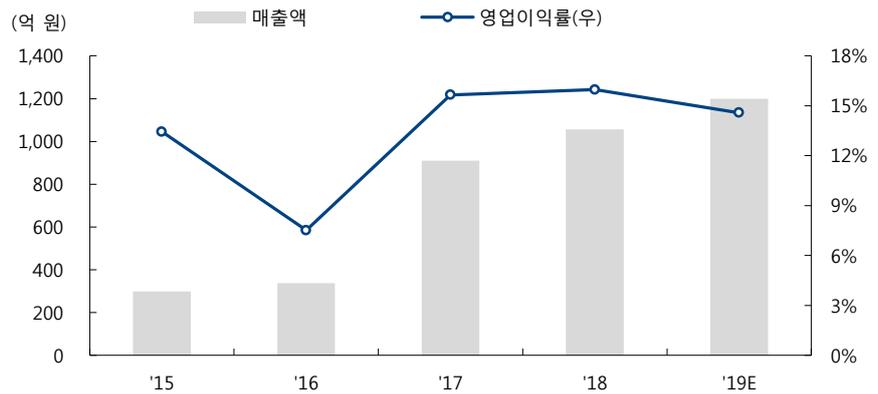
자료: 액트로, 하이투자증권

그림80. 액트로 주주 구성(2019년 4월 16일 기준)



자료: 액트로, 하이투자증권

그림81. 액트로 실적 추이 및 전망



자료: 액트로, 하이투자증권

그림82. 스마트폰 카메라모듈의 핵심 부품 Actuator



자료: 액트로, 하이투자증권

표32. 액트로 제품 라인업

용어	사진	내용
OIS Actuator		카메라 모듈의 핵심부품으로서 손떨림 보정을 통한 사진화질 및 품질 개선용 부품 (Optical Image Stabilizer)
IRIS Actuator		Dslr의 조리개 기능과 동일
AF Actuator		카메라 모듈의 핵심부품으로서 단거리 구간 자동 초점 구현 사진의 Blur 현상 개선 / 방지 부품 (Auto Focusing Actuator)
성능 평가기		OIS, IRIS, AF Actuator의 기구적 사양, 성능 검사 / 평가 목적의 장비
자동화 기기		OIS, IRIS, AF Actuator 제조 / 세정 / 검사 목적의 장비
H Coil		OIS Actuator 내 부품의 한 종류인 Winding Coil의 대체 부품, 단순 공정을 통한 동일 품질 구현 및 이물개선 목적

자료: 액트로, 하이투자증권

그림83. 스마트폰 카메라모듈 시장 확대



자료: 액트로, 하이투자증권

그림84. Multi Camera, Zoom Camera 로 진화



자료: 액트로, 하이투자증권

그림85. 업계 유일 제조 공정 내 자체 개발 자동화 설비 적용



자료: 액트로, 하이투자증권

액트로  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-05-27	NR				



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-

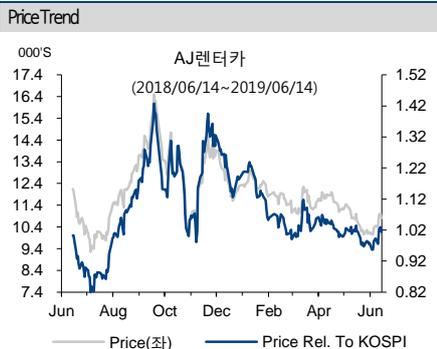
# AJ 렌터카 (068400)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	10,800 원

Stock Indicator	
자본금	11.1 십억원
발행주식수	2,215만주
시가총액	239 십억원
외국인비율	4.8%
52 주주가	9,250~16,500원
60 일평균거래량	99,258주
60 일평균거래대금	1.1 십억원

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	0.5	-11.8	-15.3	-12.6
상대이익률	-0.2	-9.0	-16.6	1.0



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	637	653	665	701
영업이익(십억원)	38	22	43	50
순이익(십억원)	10	4	14	20
EPS(원)	440	171	637	885
BPS(원)				
PER(배)	22.5	71.9	16.9	12.2
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com

이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 스마트 모빌리티 성장성 가시화

## 국내 4 위의 렌터카 전문회사

동사는 1988 년 설립된 렌터카 전문회사로 국내 시장 점유율 4 위를 차지하고 있다. 차량보유대 수 기준 장기렌트 비중이 74%를 차지하고 있고 단기렌트(중기렌트 포함)의 월평균 운행률이 70~80%에 이르는 등 사업기반의 안정성이 높다.

한편, 2019 년 1 월 2 일 SK 네트워크는 동사 지분에 대한 인수를 완료하였다.

## SK 그룹 편입 효과로 올해 수익성 향상될 듯

지난해 일회성 요인 소멸과 더불어 올해부터 SK 그룹 편입에 따른 조달금리 하락, 차량 구매단가 절감 등으로 수익성 향상이 예상된다.

렌터카 비즈니스는 차입 조달을 통해 자산을 갖추고, 장기간 렌탈을 통해 수익을 조금씩 쌓아가는 구조이기 때문에 조달 비용을 얼마나 낮추느냐가 수익성 판가름에 척도가 된다. 동사는 그 동안 대기업 계열인 롯데렌탈과 SK 네트워크에 비해 신용등급 면에서 상대적으로 열위일 수 밖에 없었는데, 이번 SK 그룹 편입으로 인하여 동사 신용등급 상황에 따른 조달 비용 감소가 예상됨에 따라 향후 수익성 향상에 발판이 마련되었다.

## SK 그룹 스마트 모빌리티 사업 육성 하에서 동사의 전략적 중요성 확대 될 듯

향후 렌터카 사업자 기반으로 카셰어링 등 스마트 모빌리티 사업이 펼쳐질 것으로 예상됨에 따라 SK 네트워크가 동사를 스마트 모빌리티 사업 인프라 기반 확보차원에서 인수한 것으로 판단된다.

따라서 스마트 모빌리티 사업 진출 시 동사를 적극적으로 활용하는 전략적인 요충지 역할이 기대된다. 동사는 80,174 여대 차량을 보유하면서 운영 중에 있으므로, SK 네트워크 보유(111,310 대)를 포함하게 되면 총 191,484 여대에 이르게 된다.

스마트 모빌리티 사업 인프라 기반 확보로 인한 카셰어링 등 여러 가지 제반 요건이 마련됨에 따라 스마트 모빌리티 사업 진출시 동사 렌트카 및 지점망 등을 활용하면서 레버리지 효과가 크게 나타날 수 있을 것이다.

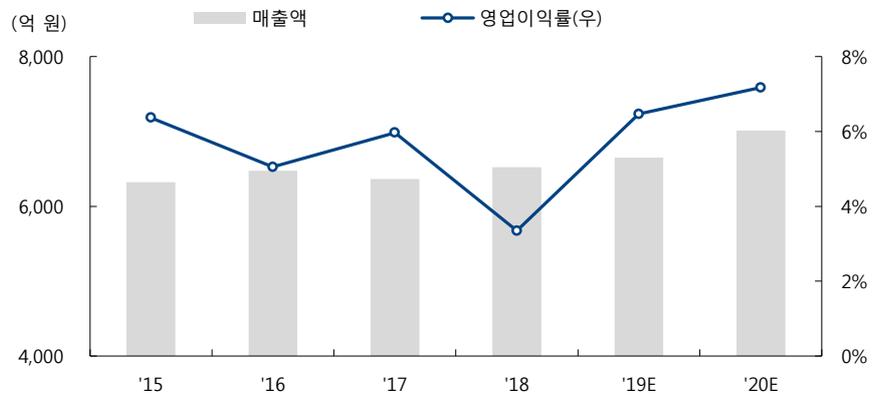
무엇보다 SK 그룹의 스마트 모빌리티 사업 육성하에서 그 만큼 동사의 전략적 중요성이 확대될 수 있을 것이다.

표33. AJ 렌터카 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	6,321	403	226	171	175	790	15.1
2016	6,476	327	120	68	80	360	23.2
2017	6,368	380	141	94	97	440	22.5
2018	6,525	218	42	33	38	171	71.9
2019E	6,650	430	186	141	141	637	16.9
2020E	7,012	503	258	196	196	885	12.2

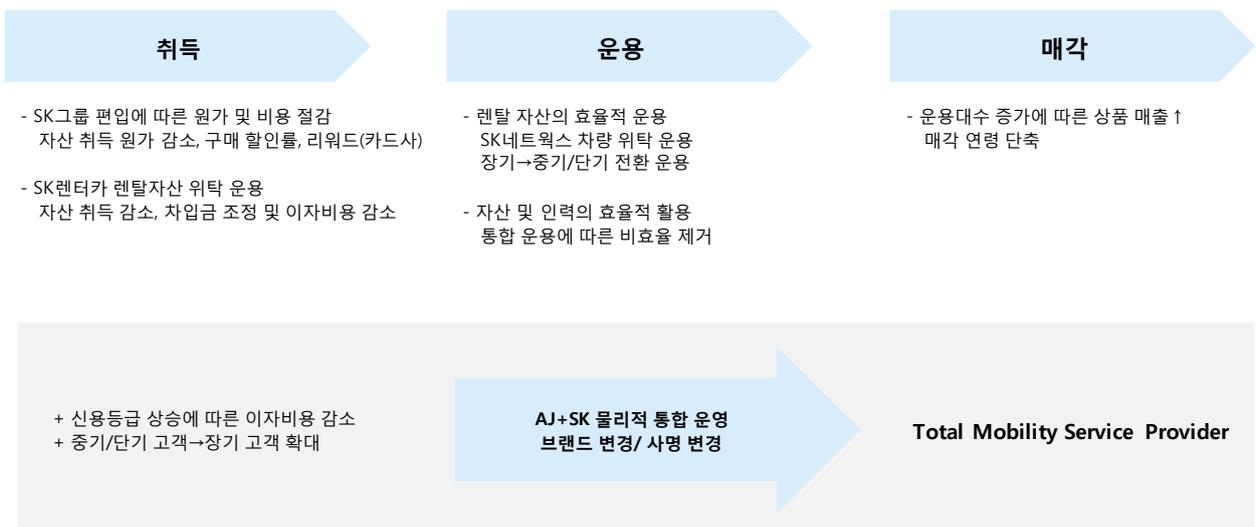
자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

그림86. AJ 렌터카 실적 추이 및 전망



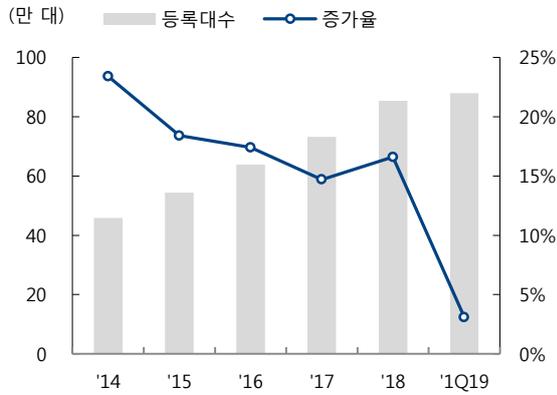
자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

그림87. AJ 렌터카 측면에서 SK 네트워크스 인수 시너지



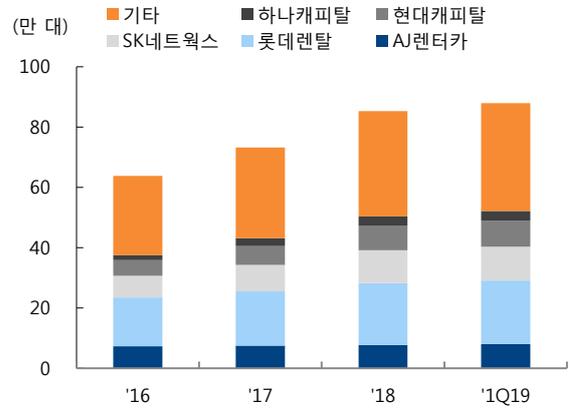
자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

그림88. 렌터카 등록대수 추이



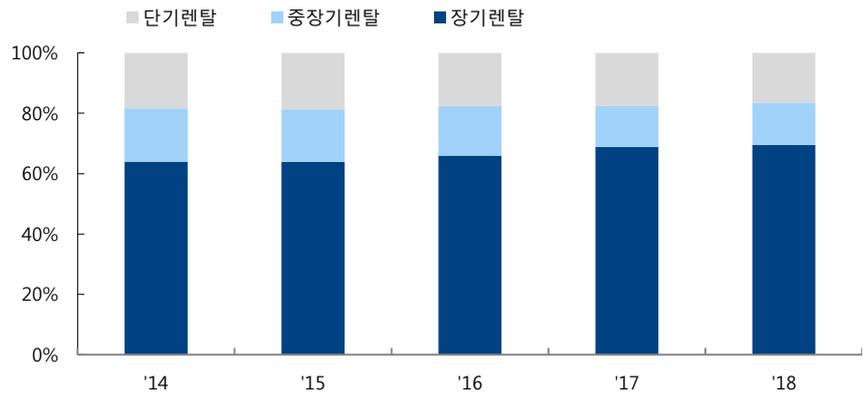
자료: 서울시자동차대여사업조합, 하이투자증권

그림89. 사업자별 렌터카 등록대수 추이



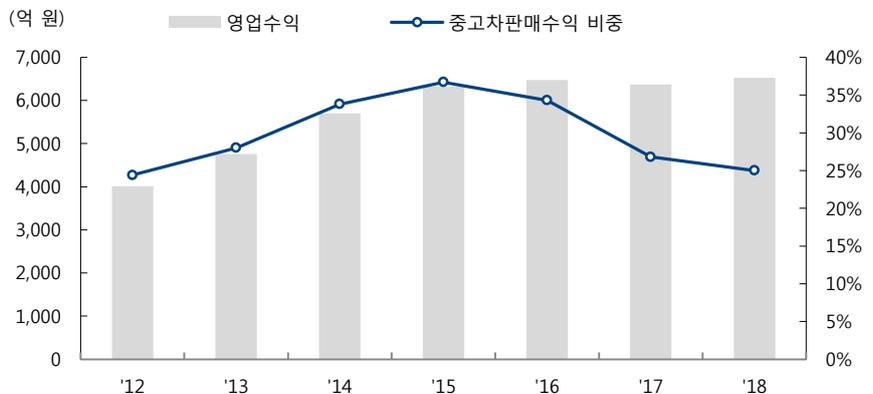
자료: 전국자동차대여사업조합연합회, 하이투자증권

그림90. AJ 렌터카 렌탈수익 구성 비중 추이



자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

그림91. AJ 렌터카 영업수익 및 중고차판매수익 비중 추이



자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

AI 렌터카  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-11-21 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	88.4%	11.6%	-

# 알서포트 (131370)

## NR

액면가	100 원
종가(2019/06/14)	3,835 원

Stock Indicator	
자본금	5.3십억원
발행주식수	5,327만주
시가총액	204십억원
외국인비율	20.5%
52 주 주가	1,655~4,430원
60 일 평균 거래량	3,713,866주
60 일 평균 거래대금	13.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	78.4	72.0	79.2	68.9
상대수익률	76.7	76.4	70.8	85.3

### Price Trend



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	23	25	30	36
영업이익(십억원)	3	5	9	11
순이익(십억원)	3	5	8	10
EPS(원)	52	94	152	191
BPS(원)				
PER(배)	54.1	22.2	25.2	20.1
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 텔레워크: 이제부터 집에서 일한다

## 원격지원, 원격제어 소프트웨어 개발 및 공급 업체

동사는 지난 2001년에 설립되어 원격지원, 원격제어 소프트웨어의 개발 및 공급 사업을 영위하고 있다. 원격지원 서비스는 물리적으로 떨어진 사람이나 장비를 연결하여 문제를 식별하고 처리하거나 부가적인 가치를 창출할 수 있도록 지원하는 것으로 기능적 특성에 따라 원격제어 (Remote Access), 원격지원 (Remote Support), 협업 (Remote Conference) 등으로 구분된다.

지난해 기준으로 제품별 매출 비중을 살펴보면 RemoteCall 75.3%, RemoteView 19.1%, Mobizen 3.5%, 기타 2.1% 등이다.

한편, 주주는 서형수 외 특수관계인 29.8%를 비롯하여, NTT DoCoMo Inc. 15.4%, 박해선 11.4%, 자사주 2.5%, 기타 40.9% 등으로 분포되어 있다.

## 일본 및 우리나라 텔레워크 성장의 최대 수혜

5G 상용화로 인하여 빠른 데이터 송수신, 시간과 장소에 상관없이 실시간 라이브 방송·소통이 가능한 환경이 도래함에 따라 실시간 의사결정을 지원하고 경영자원을 효과적으로 배분 가능한 RTE(Real Time Enterprise) 솔루션 성장이 가속화 될 것으로 예상된다.

이러한 환경들과 더불어 제도적 변화 등으로 향후 텔레워크가 가속화 될 것으로 예상된다. 특히 일본의 경우 국토교통성의 텔레워크 실태 조사에 따르면, 2018년 재택근무를 하는 직장인은 16.6%로 2016년 13.3%, 2017년 14.8%에서 꾸준히 확대되고 있을 뿐만 아니라 텔레워크 제도 도입 기업 또한 19.8%로 전년 대비 3.5%의 큰 폭의 성장을 기록하였다.

동사의 경우 RemoteView(내 업무 방식이 그대로 담긴 사무실 PC를 원격제어해 어디서든 똑같은 업무 환경을 제공해 줌), RemoteCall(원격근무 중 발생하는 PC, 모바일, 현장 장애를 신속히 원격지원으로 해결해 줌), RemoteMeeting(사무실에서 누구와도 손쉽게 커뮤니케이션 하듯 웹브라우저 화상회의로 커뮤니케이션을 해결해 줌) 등의 제품 라인업으로 일본시장에서 빠르게 성장하고 있다.

한편, 우리나라의 경우도 최저임금 인상, 주 52시간 근무제도 도입 등 제도적 변화 등으로 텔레워크의 수요 뿐만 아니라 금융기관 비대면 인증, 스마트팩토리 등 RTE(Real Time Enterprise) 솔루션 수요도 증가하면서 동사의 최대 수혜가 예상된다.

## 올해 일본향 매출 증가하면서 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

지난해 1분기 일본향 매출이 28억 원이었는데, 올해 1분기에만 38억 원을 기록하면서 매출성장을 이끌었다.

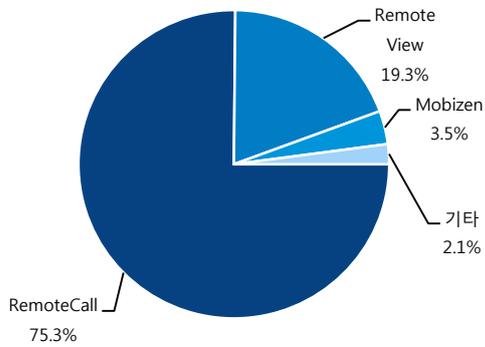
소프트웨어 업체 특성상 올해 일본향 매출이 증가 레버리지 효과를 일으키면서 실적 턴어라운드를 가속화시킬 수 있을 것이다.

표34. 알서포트 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	185	-26	-21	-24	-23	-44	-
2016	214	-2	-4	-2	0	-1	-
2017	231	34	15	27	28	52	54.1
2018	247	55	69	50	50	94	22.2
2019E	305	85	95	80	81	152	25.2
2020E	363	110	120	102	102	191	20.1

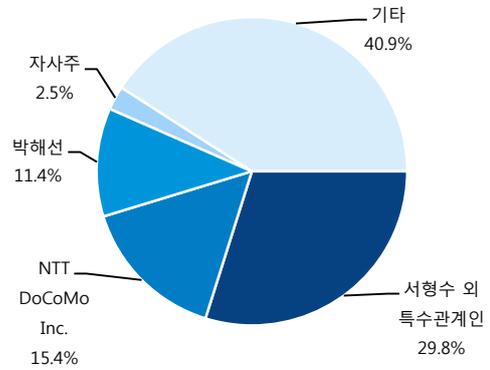
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림92. 알서포트 매출 구성(2018년 기준)



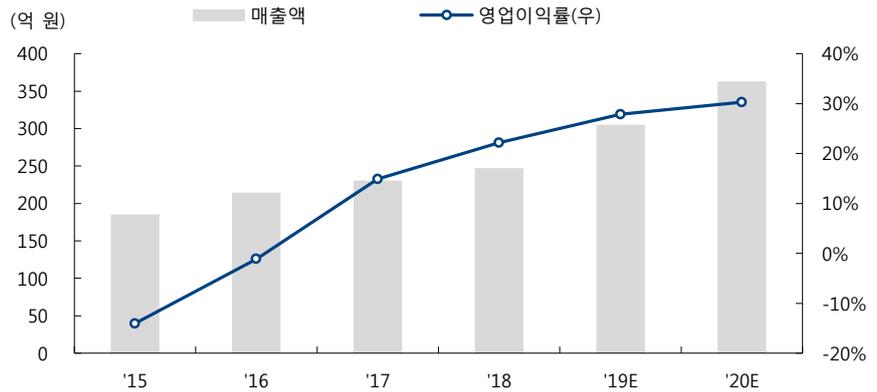
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림93. 알서포트 주주 구성(2019년 6월 7일 기준)



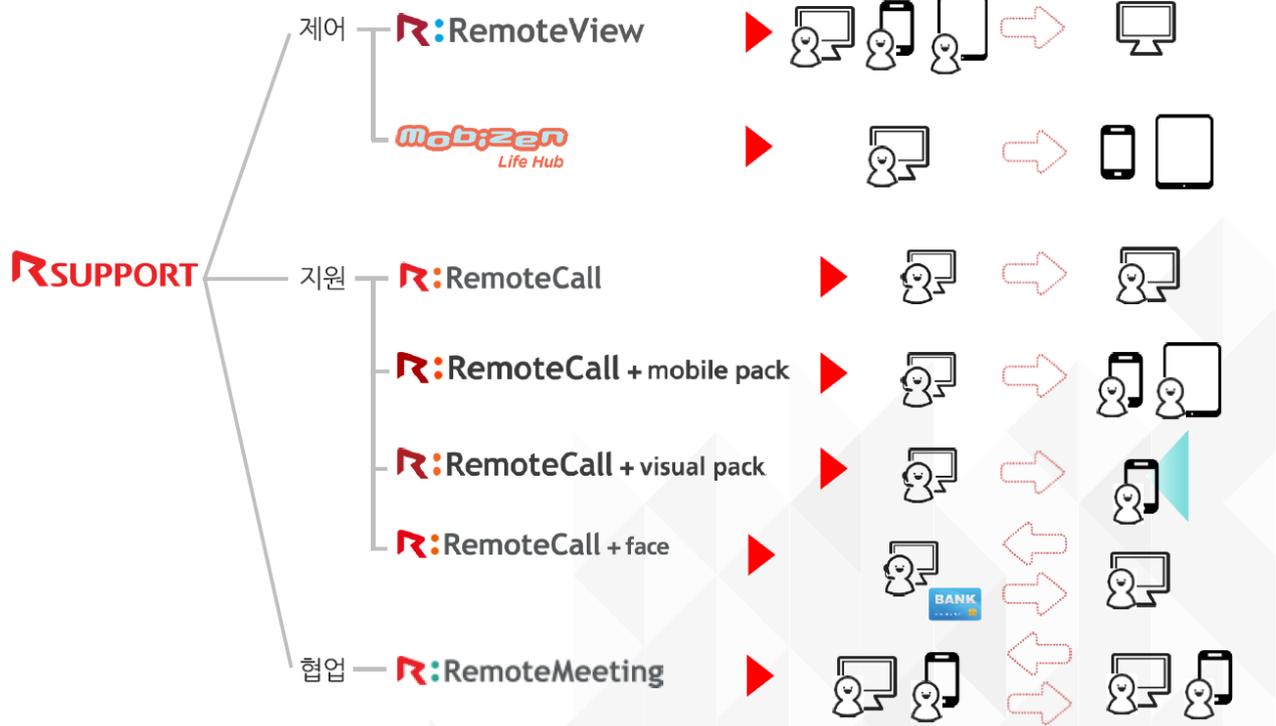
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림94. 알서포트 실적 추이 및 전망



자료: 알서포트, 하이투자증권

그림95. 제품 라인업



자료: 알서포트, 하이투자증권

**알서포트**  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-

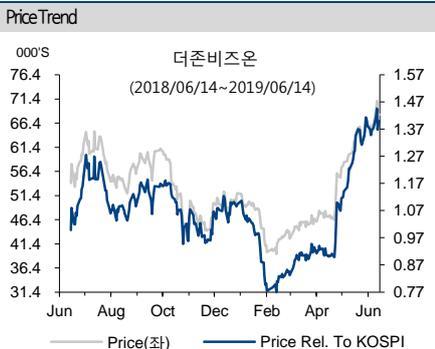
# 더존비즈온 (012510)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	68,200 원

Stock Indicator	
자본금	14.8십억원
발행주식수	2,967만주
시가총액	2,024십억원
외국인비율	41.2%
52 주주가	39,250~71,000원
60 일평균거래량	121,807주
60 일평균거래대금	7.0십억원

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.8	48.4	32.2	21.1
상대수익률	11.2	51.2	30.9	34.7



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	227	261	296	339
영업이익(십억원)	54	64	77	91
순이익(십억원)	42	49	60	70
EPS(원)	1,418	1,660	2,015	2,349
BPS(원)				
PER(배)	36.6	41.1	33.8	29.0
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 클라우드, 빅데이터, 핀테크의 조화

## 기업용 솔루션 전문 기업

동사는 회계프로그램 뿐만 아니라 ERP, IFRS 솔루션, 그룹웨어, 정보보호, 전자세금계산서 등 기업 정보화 소프트웨어 분야에서 필요한 각종 솔루션과 서비스를 제공하고 있다. 주요사업은 크게 기업정보화솔루션, 클라우드 서비스, 그룹웨어, 정보보안, 모바일솔루션, 전자금융서비스/전자세금계산서, 전자팩스 부문 등으로 나눌 수 있다.

지난해 기준으로 부문별 매출비율을 살펴보면 ERP 53.9%, 그룹웨어 11.0%, 정보보안 5.0%, 클라우드 19.8%, 전자세금계산서 5.7%, 기타 4.6% 등이다.

한편, 주주는 더존홀딩스 30.2%를 비롯하여, 김용우 외 특수관계인 7.2%, SMALLCAPWORLD FUND, INC 5.5%, 국민연금 3.9%, 자사주 2.1%, 기타 51.1% 등으로 분포되어 있다.

## WEHAGO 출시로 클라우드 고객 확대 및 빅데이터 플랫폼 비즈니스 등 신규 수익 모델 창출 가능 할 듯

지난 6 월 11 일 세무회계 사무소용 WEHAGO T 와 수임고객사용 WEHAGO T 엣지(edge) 서비스를 출시하였다. WEHAGO T 는 세무회계 사무소의 업무와 비즈니스 전반을 클라우드로 제공하는 통합정보시스템이며, WEHAGO T 엣지는 세무회계 사무소와 수임고객사 간의 업무소통이 쉽고 빠르며 더욱 편리해지도록 수임고객사 측을 지원하는 정보시스템이다.

이와같이 WEHAGO 출시로 신규 고객들의 클라우드 채택과 더불어 기존 고객들의 클라우드 전환이 획기적으로 증가할 것으로 예상됨에 따라 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

무엇보다 WEHAGO 플랫폼을 활용한 빅데이터를 기반으로 분석/학습시켜 가공후 마켓플레이스에서 금융기관, 기업, 정부, 공공기관 등의 수요자가 정보 조회 및 데이터 구매를 통한 신규 수익 모델 창출이 가능할 것이다.

## 빅데이터 기반 핀테크 비즈니스 모델 가시화 될 듯

동사가 금융규제 샌드박스 대상으로 신청한 실시간 회계 빅데이터를 활용한 인공지능(AI) 신용정보 제공 서비스가 혁신금융서비스로 지정됨에 따라 올해 11 월 중 정식 서비스를 출시할 예정이다. 이 서비스는 기업의 세무·회계 ERP 데이터에 ICT 전문기업의 데이터분석 및 AI 기술을 적용해 신용정보로 가공하고, 이를 필요로 하는 금융기관에 제공하는 것으로서 신규 영역에 진출하면서 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

## 클라우드, 빅데이터, 핀테크 등 신규사업의 성장성 부각 될 듯

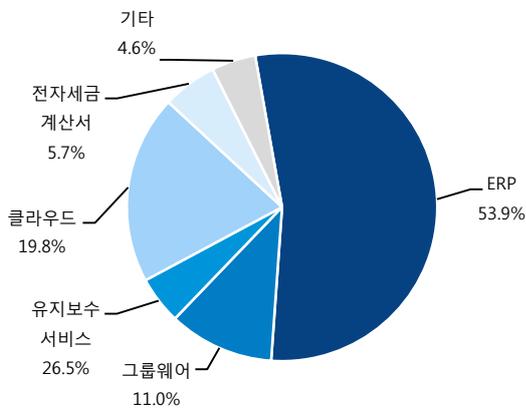
WEHAGO 출시를 계기로 클라우드, 빅데이터, 핀테크 등에서의 신규 비즈니스들이 서로 시너지 효과가 발휘되는 선순환 사이클에 진입하면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

표35. 더존비즈온 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	1,768	384	356	282	282	949	22.6
2017	2,044	505	482	397	392	1,319	25.2
2018	2,269	540	561	425	421	1,418	36.6
2019E	2,588	628	658	498	493	1,661	41.1
2020E	2,975	758	788	597	592	1,995	34.2
2021E	3,386	900	930	705	700	2,359	28.9

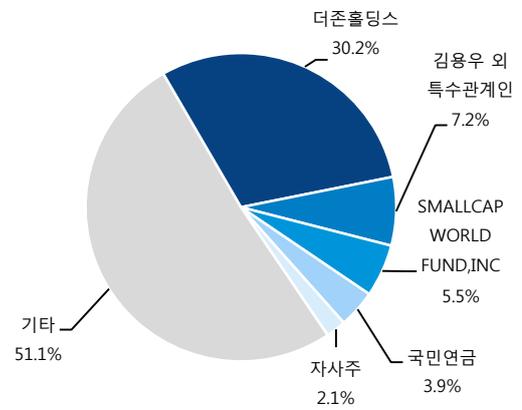
자료: 더존비즈온, 하이투자증권

그림96. 더존비즈온 매출 구성(2018년 기준)



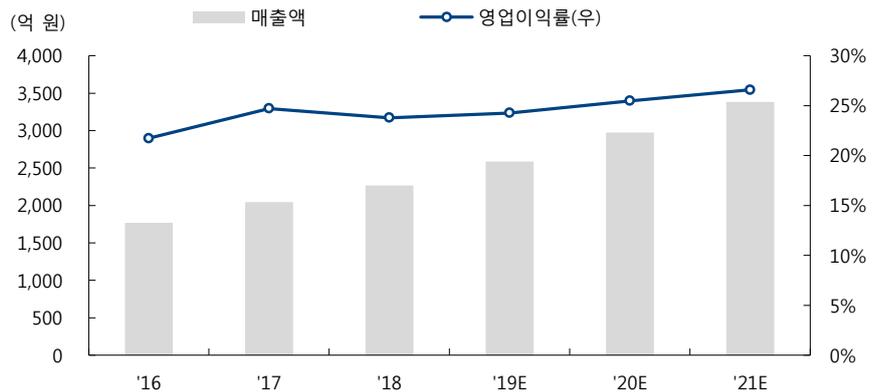
자료: 더존비즈온, 하이투자증권

그림97. 더존비즈온 주주 구성(2019년 5월 15일 기준)



자료: 더존비즈온, 하이투자증권

그림98. 더존비즈온 실적 추이 및 전망



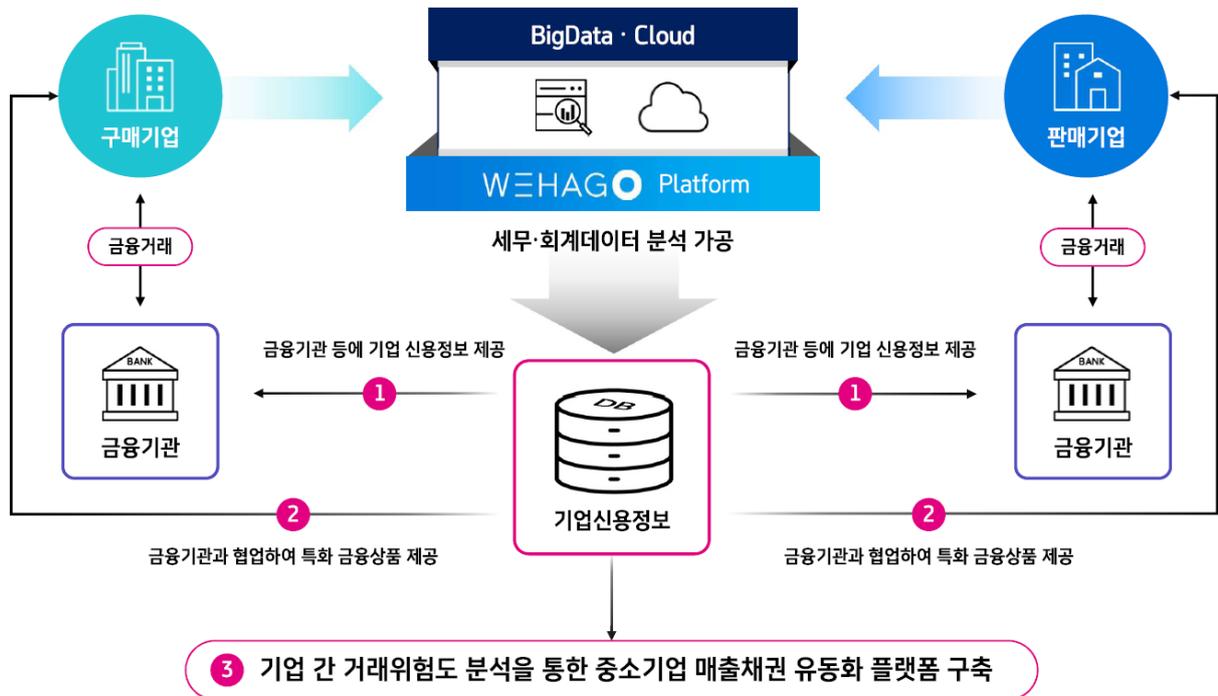
자료: 더존비즈온, 하이투자증권

그림99. WEHAGO 플랫폼 서비스 개요



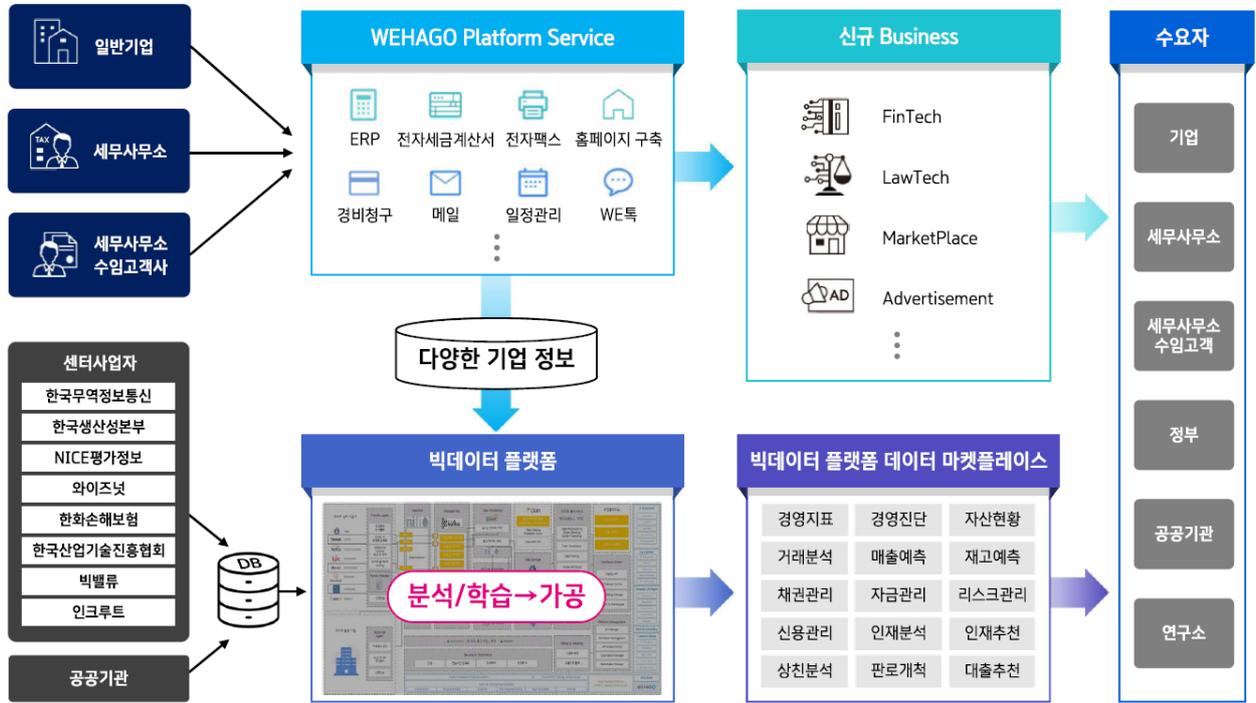
자료: 더존비즈온, 하이투자증권

그림100. 핀테크 비즈니스 모델 개요



자료: 더존비즈온, 하이투자증권

그림101. 빅데이터 플랫폼 비즈니스 모델 개요



자료: 더준비즈온, 하이투자증권

더존비즈온  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	88.4%	11.6%	-



# NHN 한국사이버결제 (060250)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	16,300 원

Stock Indicator	
자본금	11 십억원
발행주식수	2,297만주
시가총액	374 십억원
외국인비율	6.4%
52 주주가	9,660~16,300원
60 일평균거래량	213,768주
60 일평균거래대금	3.1 십억원

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
영업이익률	24.0	28.3	43.8	37.3
순이익률	22.3	32.7	35.4	53.8

### Price Trend



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	352	433	519	623
영업이익(십억원)	18	22	28	34
순이익(십억원)	11	17	23	28
EPS(원)	549	788	993	1,197
BPS(원)				
PER(배)	30.6	14.8	16.4	13.6
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

## O2O 사업 가속화로 이제 오프라인도 내가 접수한다

### 오프라인 매장의 무인화 시대를 맞이하여 오프라인 사업 확대로 O2O 사업 가속화

동사는 무인주문결제시스템 오더픽서서비스를 출시하여 현재 2 개의 설빙 직영점(건대 2 호점, 석촌호수동호점)에 제공하고 있다. 이러한 오더픽서서비스는 구매자가 매장을 방문하면 키오스크에 줄서는 대신 테이블에 앉아 간단하게 QR 코드를 인식해 주문과 결제가 한번에 진행되고 결제가 완료된 주문이 상점 POS 에 자동으로 전송돼 음식이 제조되는 원스톱서비스다.

오더픽서서비스는 인프라 사업인 키오스크에 비해 절대적으로 비용이 적게 발생하는 것이 가장 큰 장점으로 동사의 경우 이러한 서비스 제공 대가로 월 수수료 뿐만 아니라 관련된 PG 처리 거래금의 증가도 기대된다.

오프라인 매장의 무인화 시대를 맞이하여 동사 무인주문결제시스템인 오더픽서서비스 등의 설치가 향후 활발하게 진행될 것으로 예상된다.

한편, 동사는 올해 내에 배달 사업자들과 가맹점주들의 POS 간 연동 서비스인 배달주문중계서비스 등 O2O 서비스를 순차적으로 출시할 계획이다. 이러한 O2O 사업 가속화로 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

### 해외가맹점의 국내 결제서비스 증가로 동사 최대 수혜 가능할 듯

동사는 국가간 결제장벽을 초월하고자 2012 년 10 월 글로벌 1 위 PG 업체인 사이버소스사와, 2018 년 6 월 글로벌 2 위 PG 업체인 아디엔사와 전략적 파트너십을 체결하였다. 이로 인해 글로벌 가맹점들의 국내 진출 및 동사 가맹점의 해외 진출시 각각의 결제시스템을 담당하게 되었다.

현재 Zara, Nespresso, Louis Vuitton 등 다수의 해외 가맹점들이 국내에 진출하여 동사의 결제시스템을 사용중에 있다. 이외에도 직접 계약을 통해 Tesla Motors, iHerb.com 등 여러 해외 가맹점들에게 결제서비스를 제공하고 있다.

소비의 글로벌화에 따른 해외가맹점의 국내 결제서비스 적용에 대한 니즈 증가로 동사는 최대 수혜가 가능할 것이다.

### 오프라인 결제의 온라인화로 인한 성장성 부각이 동사 주가를 상승흐름으로 이끌 듯

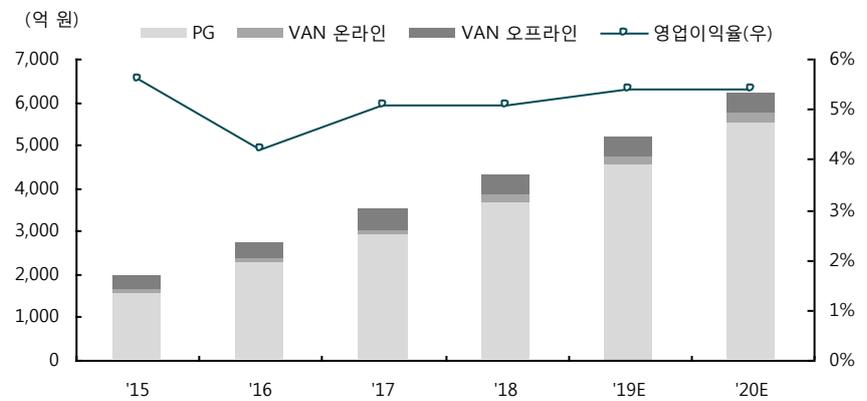
모바일 결제 시장의 폭발적인 성장 등으로 인하여 국내 PG 서비스가 지속적으로 성장하고 있는 가운데 동사의 경우 O2O 사업 가속화로 오프라인 결제의 온라인화가 이루어 지면서 성장성 등 부각되면서 동사 주가를 상승흐름으로 이끌 것이다.

표36. NHN 한국사이버결제 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	1,955	109	128	93	96	530	49.9
2016	2,721	115	133	102	102	563	22.8
2017	3,520	179	146	102	107	549	30.6
2018	4,327	218	207	168	170	788	14.8
2019E	5,188	278	288	225	228	993	16.4
2020E	6,230	338	348	272	275	1,197	13.6

자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림102. NHN 한국사이버결제 실적 추이 및 전망



자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

표37. NHN 한국사이버결제 PG 사업 및 VAN 사업 개요

PG 사업		VAN 사업												
서비스 정보	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 월간 거래액: 1.3조 원</li> <li>- 가맹점수: 총 10만 개</li> <li>- 월간 신규가맹점수: 약 600개 점</li> </ul>	서비스 정보	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 월간거래량: 약 7,000만 건(온라인&amp;오프라인)</li> <li>- 가맹점수: 약 20만 개</li> <li>- 월간 신규가맹점수: 약 5,000개 점</li> </ul>											
주요 고객사	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대형쇼핑몰: 컴퓨터, 자라, 알라딘 등</li> <li>- 포털: 네이버</li> <li>- 게임: NHN엔터, 넥슨, 네오위즈, 엔씨소프트 등</li> <li>- 소셜커머스: 쿠팡, 티몬, 위메프 등</li> <li>- 기타: NHN이켓링크, 벅스, YBM시사닷컴, 여행사이트 등</li> </ul>	오프라인 VAN M/S	VAN	M/S										
			NICE I&T / KICC	15-16%										
PG M/S	<table border="1"> <thead> <tr> <th>PG</th> <th>M/S</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>NHN KCP</td> <td>22%</td> </tr> <tr> <td>KG Inicis</td> <td>23%</td> </tr> <tr> <td>LG U+</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td>기타 PG사</td> <td>36%</td> </tr> </tbody> </table>	PG	M/S	NHN KCP	22%	KG Inicis	23%	LG U+	19%	기타 PG사	36%	온라인 VAN M/S	VAN	M/S
		PG	M/S											
		NHN KCP	22%											
		KG Inicis	23%											
LG U+	19%													
기타 PG사	36%													
KCP	50%													
Nice / KICC / KSNET / 기타	5-10%													
STARVAN / JTNET /KCP	5-7%													

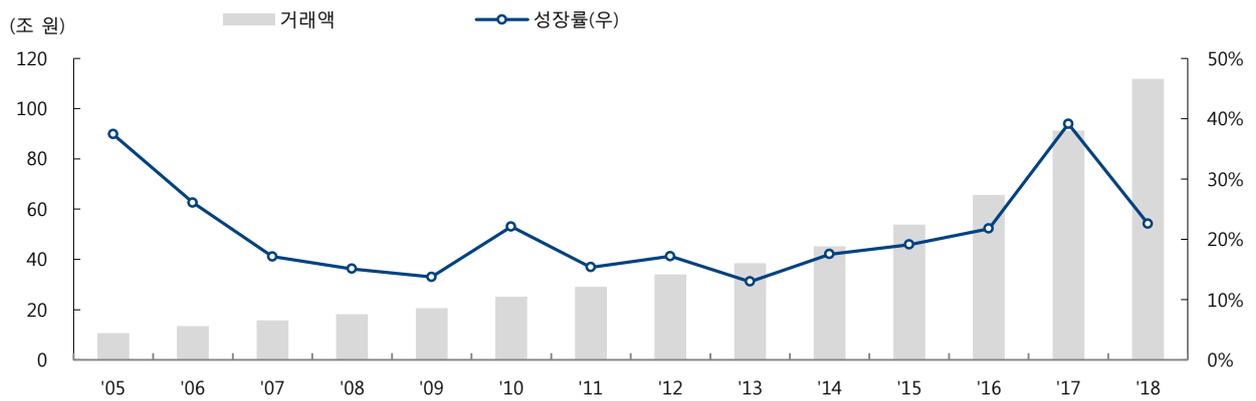
자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림103. 무인주문결제시스템 오더픽서비스



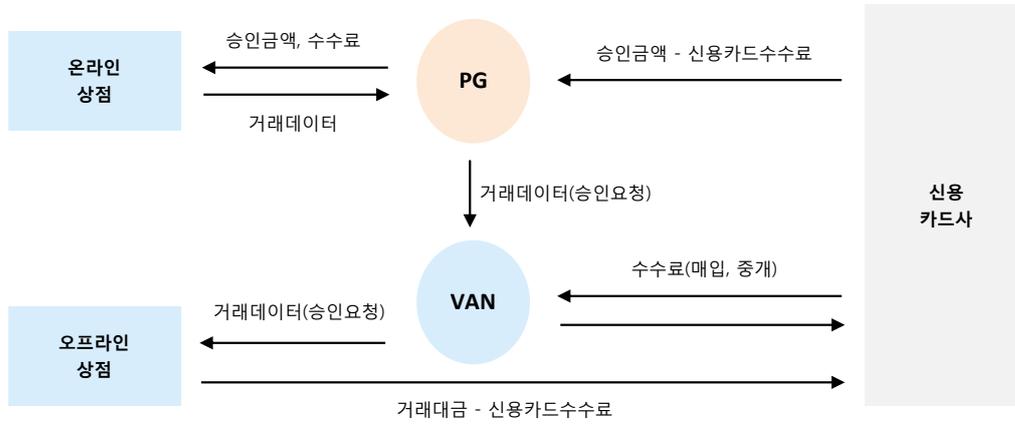
자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림104. 온라인쇼핑 시장규모 및 성장률 추이



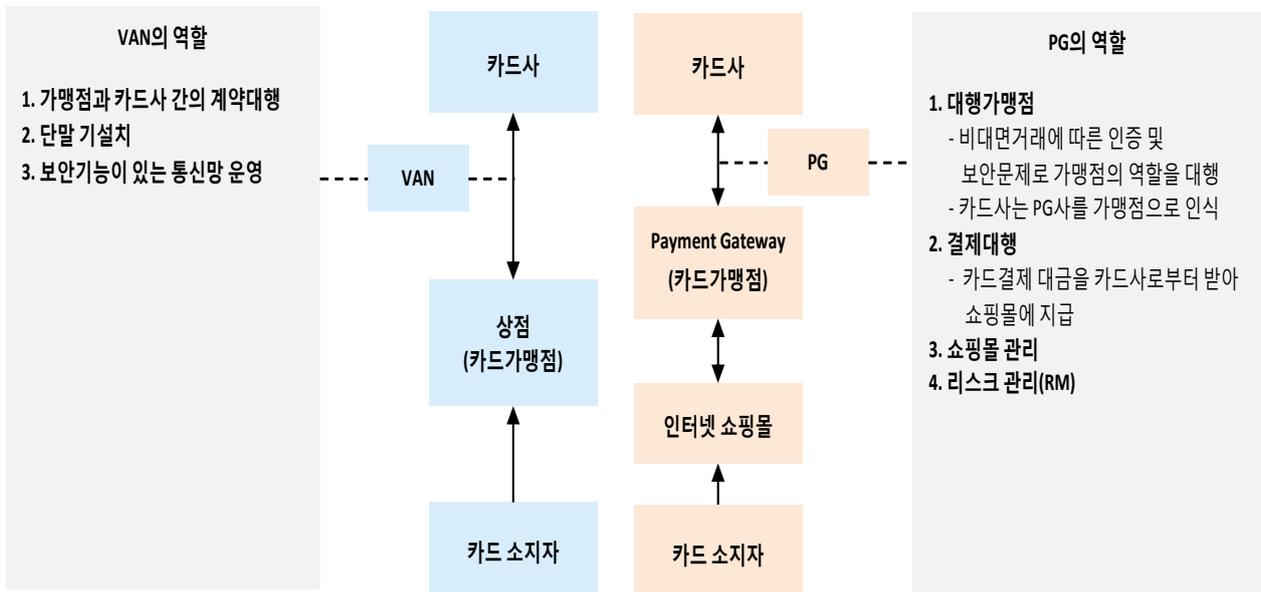
자료: 통계청, 하이투자증권

그림105. 국내 전자결제 시스템 구조



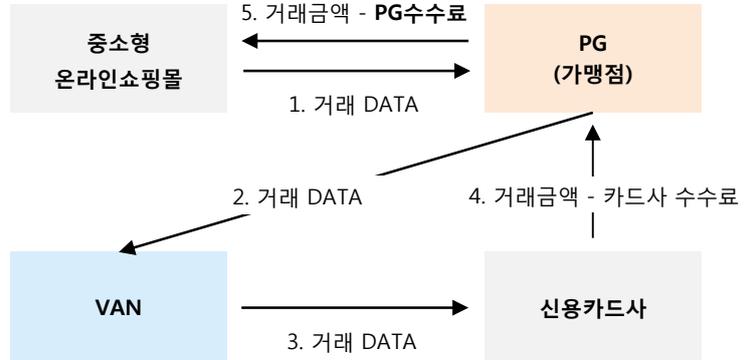
자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림106. PG & VAN 역할



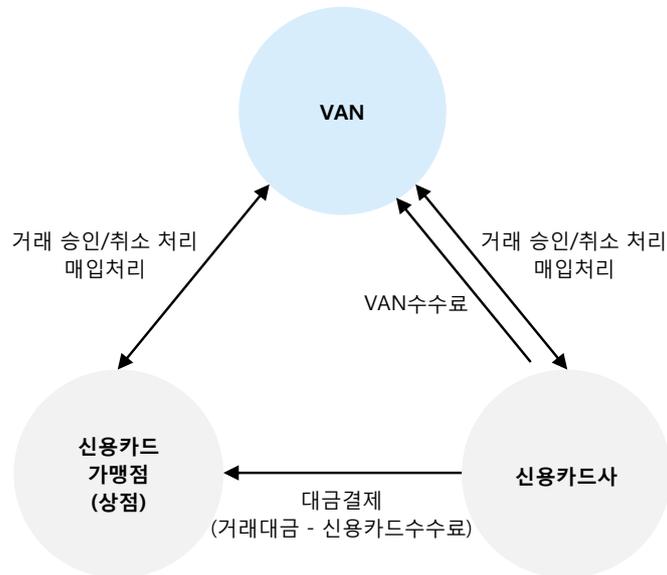
자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림107. PG 사업 BM 구성도



자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림108. VAN 사업 BM 구성도



자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

그림109. NHN 한국사이버결제 주요 고객사

Global Merchant	Retailer	Tour & Airline	Fashion & Food	Entertainment	Books & Educations	E-commerce	O2O & etc
ebay	Gmarket	THAI	MUSINSA	이-이-이	YES24.COM	TMON	오기오
wechat	AUCTION.	tour express	MLB	이-이 Bugs!	알라딘	coupang	배달의민족
Lenovo	11D	Air Asia	Discovery	리켓링크	YP Books 영풍문고	특가대표/ 위메프	yanolja
NESPRESSO.	SHINSEGAE MALL	KOREAN AIR	ABC-MART	NAVER	BANDI/LUNIS	HANSEM	wework
H&M	LOTTE DEPARTMENT STORE	BT&I	A TROUSSE PLACE	D&M	영단기	woongjin 웁진드레머	삼다수
ZARA	GS SHOP	내일투어	TOUS les JOURS	gifticon	JLS 정상어학원	HYUNDAI LIBRARY	SOCAR
LOUIS VUITTON	CJmall	온누리투어	ILDONG FOOD'S	NCSOFT	이화대학교 홍익대학교 충성원리향성교육원	대웅제약	PARKING
Qoo10	SK telecom	여행박사	파스티르	NEXON	서울예술원경교육연수원	KGC인삼공사	DAILYHOTEL
iHerb	SK planet	phoenix PYEONGCHANG	롯데푸드	NEOWIZ	조선에듀	HYUNDAI	DOUZONE
dyson	kt	불리힐리파크 BULL HILL PARK	BON	me2me	국사편찬위원회	HYUNDAI STEEL	서울특별시교육청
Uber	KT&G	TRAVEL MATE	BUNGE	afreecaTV	HomeLearn i-Scream	compuzone	경기도교육청

Online VAN 서비스 고객사

자료: NHN 한국사이버결제, 하이투자증권

NHN 한국사이버결제  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2017-07-24 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목의 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-



# 골프존 (215000)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	74,500 원

Stock Indicator	
자본금	3.1 십억원
발행주식수	628만주
시가총액	468 십억원
외국인비율	6.4%
52 주 주가	31,800~74,500 원
60 일 평균 거래량	20,130 주
60 일 평균 거래대금	1.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.4	82.6	136.7	91.3
상대수익률	36.4	82.6	136.7	91.3



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	200	199	253	289
영업이익(십억원)	37	28	44	54
순이익(십억원)	79	20	33	42
EPS(원)	12,639	3,254	5,306	6,613
BPS(원)				
PER(배)	3.6	10.3	14.0	11.3
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 실적과 성장성 나이스 샷

## 골프시뮬레이터 개발 및 판매 사업 등을 영위

동사는 2015년 3월 1일 분할기일로 골프존뉴딘홀딩스로부터 스크린골프/유지보수사업 부문을 인적분할 하여 신설되었으며, 스크린 골프사업(골프시뮬레이터 판매 및 가맹/직영점 운영)과 유지보수사업(골프시뮬레이터 설치 및 유지보수) 등을 영위하고 있다.

지난해 기준으로 매출비중을 살펴보면 비가맹 51.8%, 가맹 28.8%, 해외 7.5%, 기타 11.9% 등이다.

한편, 주주는 골프존뉴딘홀딩스 20.3%를 비롯하여 김원일 외 특수관계인 33.4%, KB 자산운용 18.7%, 기타 27.6% 등으로 분포되어 있다.

## 가맹점 사업 확대로 매출 상승할 듯

2017년 본격적으로 시작한 가맹사업 골프존파크의 매장 수는 4월 말 기준 978개로 높은 성장세를 기록 중이며 상반기 내 1,000호점을 돌파할 전망이다. 이와 같은 가맹점 증가로 인하여 가맹전용 상품인 TwoVision+ 시스템의 판매가 증가될 뿐만 아니라 라운드 이용에 대한 네트워크 서비스 매출도 창출되면서 수익성 개선효과도 기대할 수 있을 것이다.

## 골프연습장 시장 진출로 향후 성장성 가시화 될 듯

국내 실내/외 골프연습장 시장은 약 1조원 규모로 수도권 및 영남지역을 중심으로 전국 1만 여개 사이트가 운영 중에 있다. 골프연습장 시장의 경우 소규모 및 아날로그에서 대형화 및 시스템 중심의 디지털화로 패러다임이 변화되고 있다. 동사의 GDR 시스템 판매량의 경우 2017년 1,007대, 2018년 2,165대 등으로 증가하고 있어서 패러다임 변화에 대한 수혜를 입고 있다.

이러한 환경하에서 동사는 대규모 GDR 직영사업을 통해 국내 골프연습장 시장에도 진출하고 있으며 수도권과 영남, 호남 지역으로 순조롭게 확장해 현재 17개의 매장을 운영 중에 있으며 올해 80여개 매장까지 확대할 예정이다. 무엇보다 높은 브랜드 인지도 및 체계적인 운영 등을 통하여 골프연습장 시장점유율을 확대하면서 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

## 실적 턴어라운드 및 성장성 가시화 될 듯 ⇒ 동사 주가 상승 모멘텀

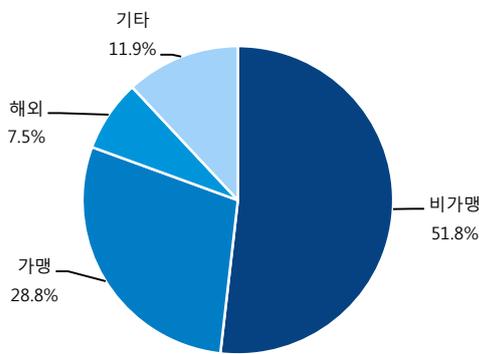
올해 가맹점 확대에 의한 매출 상승으로 실적 턴어라운드가 가속화 될 것이다. 이와 더불어 골프연습장 시장점유율 확대에 의한 성장성 가시화가 동사 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

표38. 골프존 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	2,016	496	457	365	365	5,822	15.1
2016	2,170	437	423	365	365	5,822	11.2
2017	2,001	375	507	794	793	12,639	3.6
2018	1,987	282	264	204	204	3,254	10.3
2019E	2,530	435	430	333	333	5,306	14.0
2020E	2,886	538	535	415	415	6,613	11.3

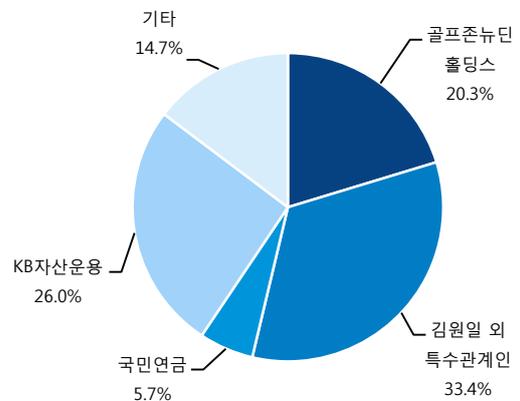
자료: 골프존, 하이투자증권

그림110. 골프존 매출 구성(2018년 기준)



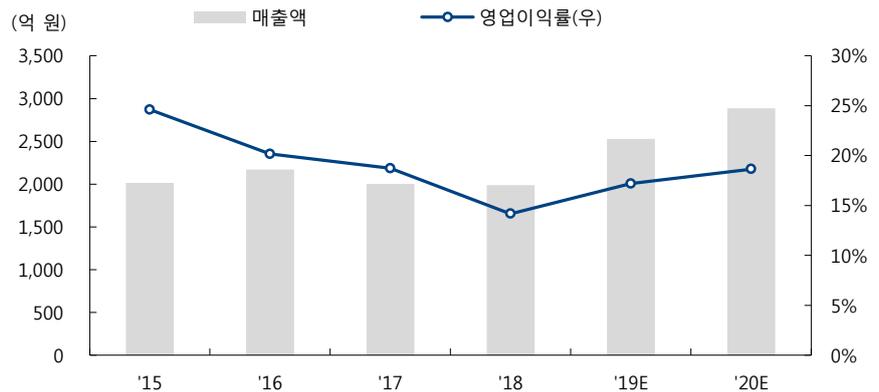
자료: 골프존, 하이투자증권

그림111. 골프존 주주 구성(2019년 5월 31일 기준)



자료: 골프존, 하이투자증권

그림112. 골프존 실적 추이



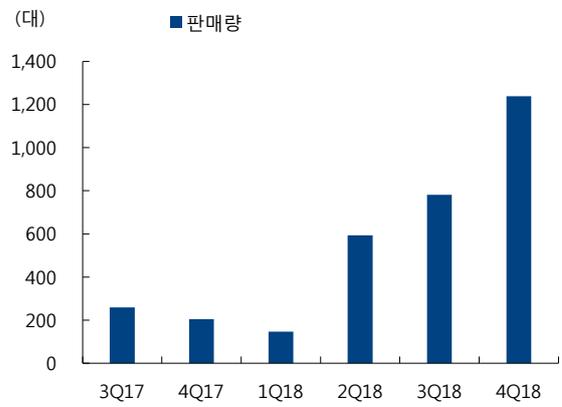
자료: 골프존, 하이투자증권

그림113. 골프존파크 매장수 추이(누적기준)



자료: 골프존, 하이투자증권

그림114. TwoVision+ 판매량 추이



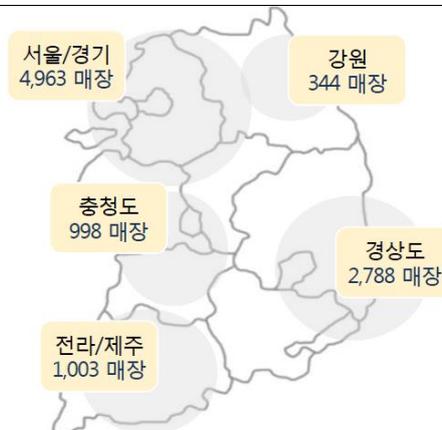
자료: 골프존, 하이투자증권

그림115. GDR 시스템 판매량 추이



자료: 골프존, 하이투자증권

그림116. 전국 골프 연습장 현황(2016 말 기준)



자료: 문화체육관광부, 하이투자증권

표39. GDR 직영매장 현황

매장구분		회원수(명)	SYS	오픈일
1호점 수원광교점	신규	407	19	2017.11
2호점 파주야당점	신규	314	16	2018.10
3호점 김포운양점	인수	175	18	2018.11
4호점 인천논현점	신규	128	15	2018.11
5호점 화성동탄점	신규	230	19	2018.12
6호점 인천검단점	신규	176	26	2018.12
7호점 남양주다산점	신규	275	28	2018.12
8호점 수원장안점	인수	248	12	2018.12
9호점 안양관양점	인수	464	18	2018.12
10호점 인천영종점	신규	190	23	2018.12
11호점 인천청라점	인수	412	20	2019.02
12호점 인천청라 2호점	인수	474	26	2019.02
13호점 창원양덕점	신규	209	20	2019.03
14호점 인천구월점	신규	167	23	2019.02
15호점 의정부민락점	인수	143	17	2019.03

자료: 골프존, 하이투자증권

**골프존**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-05-14 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-



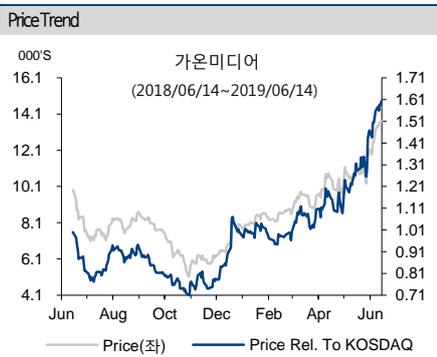
# 가온미디어 (078890)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	13,700 원

Stock Indicator	
자본금	7.3십억원
발행주식수	1,478만주
시가총액	203십억원
외국인비율	6.2%
52 주주가	5,100~13,700원
60 일평균거래량	316,693주
60 일평균거래대금	3.6십억원

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	29.2	42.4	92.9	33.9
상대이익률	27.5	46.8	84.5	50.3



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	437	528	610	710
영업이익(십억원)	20	21	9	41
순이익(십억원)	18	7	5	28
EPS(원)	1,339	512	354	1,854
BPS(원)				
PER(배)	7.9	23.8	22.6	7.4
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 올해 실적 상승의 중심에 서다

## 셋톱박스 전문기업

동사는 지난 2001년에 설립된 셋톱박스 전문기업으로 AI 셋톱박스(Set-Top Box), Broadband CPE, IP-hybrid, 스마트박스(Smart Box), 홈게이트웨이(Home Gateway), 네트워크 장비 등의 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 수출비중은 70% 내외로 90 개국 150 여개의 방송통신사업자 등에 공급하고 있으며, 지난해 기준 지역별 매출 비중을 살펴보면 국내 32%, 미주 25%, 유럽 25%, 아시아 14%, 중동/아프리카 4% 등이다.

한편, 주주는 임화섭 대표이사 15.0%를 비롯하여, 자사주 2.4%, 기타 82.6% 등으로 분포되어 있다.

## 메모리 반도체 가격 하락으로 올해 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

동사 제품의 주요 원재료는 메모리 반도체인데, 지난해 메모리 반도체 가격이 전반적으로 강세를 보이면서 원재료 매입 비용이 커졌고 이로 인해 수익성 저조하였다. 그러나 메모리 반도체 가격이 지난해 12월부터 6개월 연속 하락세가 이어지고 있어서 올해 동사 수익성 개선 효과가 크게 나타날 수 있을 것이다.

이러한 메모리 반도체 가격 하락이 원가에 반영되는 시기는 재고수준 등을 고려할 때 보통 3개월의 시간이 소요되기 때문에 올해 1분기 실적에 일부 반영되었으며, 2분기부터 본격 반영되면서 분기를 거듭할수록 실적 턴어라운드가 가속화 될 것이다.

## 제품 믹스 및 다각화로 매출 성장 지속될 듯

동사는 세계 최초 음성인식 AI 셋톱박스 기가지니를 2017년부터 KT에 공급하고 있으며, 지난해부터는 SK 브로드밴드에도 관련 제품인 NUGU를 납품 중에 있다. 지난해 기준으로 AI 셋톱박스 매출 비중이 27%에 이르고 있으며 무엇보다 AI 셋톱박스 등은 고부가가치 제품이기 때문에 제품믹스 개선으로 수익성이 높아질 수 있을 것이다.

한편, 그 동안 동사의 경우 미국향 매출이 없었으나 지난해 4분기부터 T 모바일 향으로 AP 라우터 등의 매출이 시작되었다. 올해부터 이러한 매출이 본격화 되면서 미주지역 매출비중이 지난해 25%에서 올해 30%으로 증가하면서 전체 매출성장의 원동력의 될 것이다.

## PER 7.4배의 저평가로 동사 주가 상승 모멘텀 강화 될 듯

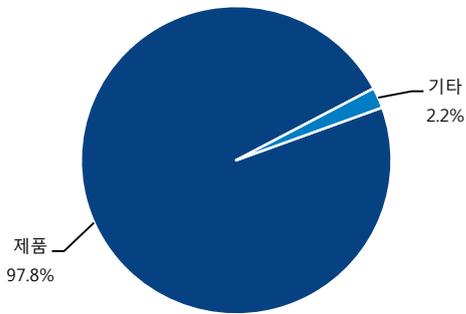
현재 동사의 주가는 올해 실적 기준으로 PER 7.4배로 저평가 되어 거래되고 있다. 올해 메모리 반도체 가격 하락 등으로 실적 턴어라운드가 가속화 될 뿐만 아니라 제품 믹스 및 다각화로 매출성장이 지속될 수 있다는 점 등을 고려할 때 동사 주가 상승 모멘텀이 강화 될 수 있을 것이다.

표40. 가온미디어 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2014	3,434	176	133	113	114	983	9.4
2015	3,758	203	123	93	98	748	14.4
2016	4,369	204	228	175	180	1,339	7.9
2017	5,284	210	94	62	69	512	23.8
2018	6,098	93	66	52	51	354	22.6
2019E	7,100	410	370	280	283	1,854	7.4

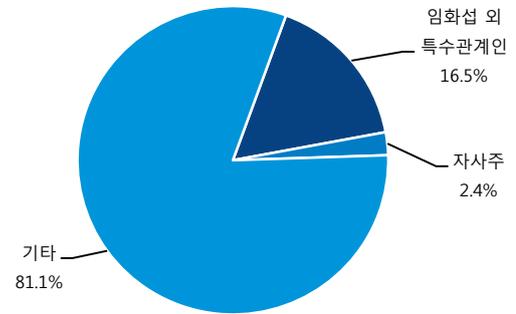
자료: 가온미디어, 하이투자증권

그림117. 가온미디어 매출 구성(2019년 1분기 기준)



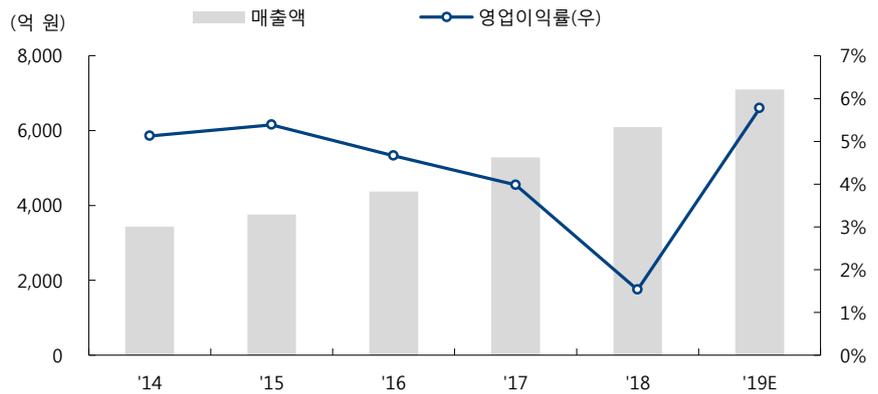
자료: 가온미디어, 하이투자증권

그림118. 가온미디어 주주 구성(2019년 5월 31일 기준)



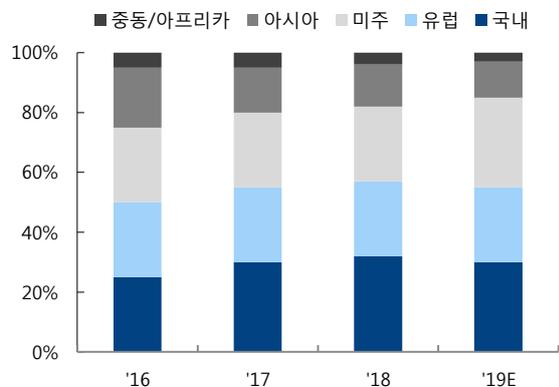
자료: 가온미디어, 하이투자증권

그림119. 가온미디어 실적 추이 및 전망



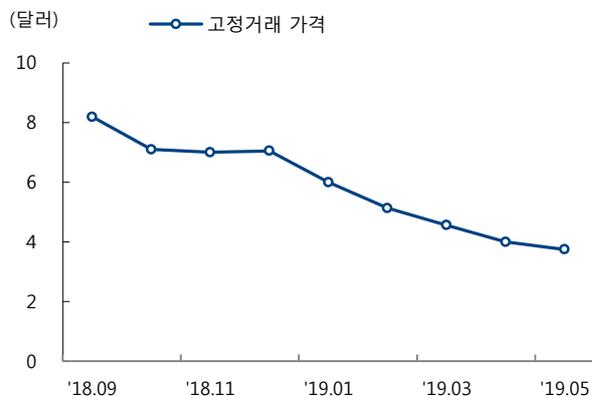
자료: 가온미디어, 하이투자증권

그림120. 가온미디어 지역별 매출 비중 추이



자료: 가온미디어, 하이투자증권

그림121. DRAM DDR4 8Gb 고정거래 가격 추이



자료: DRAMeXchange, 하이투자증권

가온미디어  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-06-03	NR				



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-

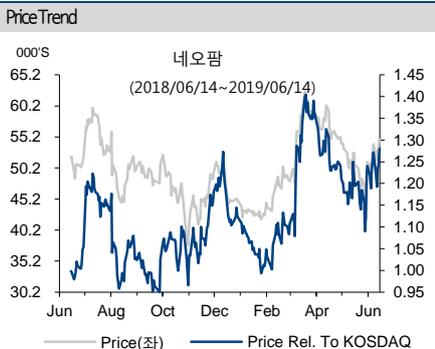
# 네오팜 (092730)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	54,800 원

Stock Indicator	
자본금	3.7십억원
발행주식수	746만주
시가총액	409십억원
외국인지분율	16.9%
52 주주가	37,750~62,500원
60 일평균거래량	56,099주
60 일평균거래대금	3.0십억원

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	-5.5	17.2	7.1
상대수익률	2.5	-1.1	8.8	23.6



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	54	66	81	97
영업이익(십억원)	14	19	22	26
순이익(십억원)	12	15	18	21
EPS(원)	1,549	2,060	2,169	2,558
BPS(원)				
PER(배)	30.4	21.9	25.3	21.4
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 실탄확보로 보다 더 큰 성장이 기대됨

## 더마코스메틱 전문기업

동사는 지난 2000 년에 설립된 더마코스메틱 전문기업으로 피부장벽 특허기술인 MLE(Multi Lamella Emulsion)를 바탕으로 민감성 피부전문화장품을 생산하고 있다. 주력 브랜드로는 아토팜(민감피부), 제로이드(병원전문 기능성), 리얼베리어(피부장벽기술), 더마비(바디보습) 등이 있다.

지난해 기준으로 브랜드별 매출 비중을 살펴보면 아토팜 47%, 제로이드 22%, 리얼베리어 19%, 더마비 9%, 기타 3% 등이다.

한편, 동사는 지난 2016 년 한불화장품에 인수 되었으며, 2017 년 한불화장품과 잇츠스킨이 합병함에 따라 최대주주는 잇츠한불로 변경되었다. 이에 따라 주주는 잇츠한불 외 특수관계인 32.8%를 비롯하여 KB 자산운용 6.2%, 국민연금 4.1%, 자사주 5.2%, 기타 51.7% 등으로 분포되어 있다.

## 실탄확보로 M&A 등 가시화 되면서 성장성 등이 부각 될 듯

지난 5 월 24 일 동사의 최대주주인 잇츠한불을 대상으로 320 억원 규모의 제 3 자배정 유상증자를 실시한다고 공시하였다. 신주 상장 예정일은 6 월 20 일로 유상증자가 마무리되면 잇츠한불의 동사 지분율은 30.95%에서 37.23%로 높아진다. 또한 동사는 700 억원 이상의 현금성 자산을 보유하게 된다.

동사의 경우 기존에 순현금을 406 억원이나 보유하고 있는데도 불구하고 굳이 320 억원 규모의 제 3 자배정 유상증자를 한 이유는 무엇일까? 현금규모 및 신속성 등을 고려할 때 향후 M&A 등이 가시화 될 것으로 판단된다.

이와 같은 실탄확보로 향후 M&A 등이 가시화 되면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

## 올해 매출 성장 지속될 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 805 억원(YoY+21.4%), 영업이익 220 억원(YoY+14.6%)으로 매출 성장이 지속될 것으로 예상된다. 이는 아토팜(소비 연령층 키즈로 확대), 제로이드(병원 커버 지속 확대), 리얼베리어(제품 라인업 및 H&B 스토어 입점 확대) 등의 매출 성장이 기대되기 때문이다.

한편, 아토팜 등 중국사업은 자체 법인에서 타오바오와 티몰 등 온라인 채널 플래그십 스토어를 통하여 중국 소비자를 타겟으로 한 왕홍 마케팅 등을 펼칠 계획이다. 중국 영유아 화장품 시장 확대되는 환경하에서 향후 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

## 성장성 극대화로 향후 동사 주가 상승 모멘텀 강화 될 듯

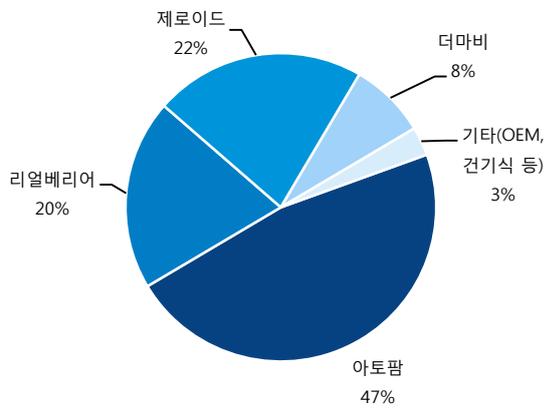
매출 성장이 지속되는 환경하에서 700 억원 이상의 현금성 자산 확보로 향후 보다 더 큰 성장을 할 수 있는 M&A 등이 가시화 될 수 있을 것이다. 이는 곧 성장성을 극대화 하는 것으로서 향후 동사 주가 상승 모멘텀이 강화 될 수 있을 것이다.

표41. 네오팜 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	424	96	94	77	77	1,038	25.2
2017	536	140	140	116	116	1,549	30.4
2018	663	192	198	154	154	2,060	21.9
2019E	805	220	228	178	178	2,169	25.3
2020E	965	260	270	210	210	2,558	21.4

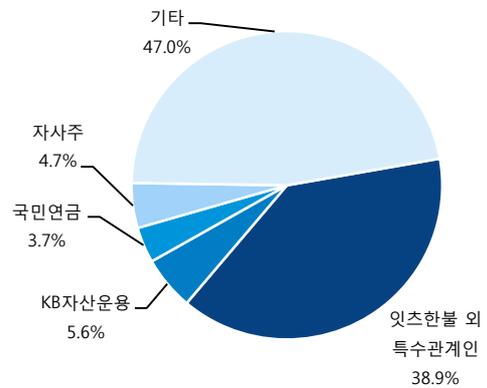
자료: 네오팜, 하이투자증권

그림122. 네오팜 브랜드별 매출 구성(2018년 기준)



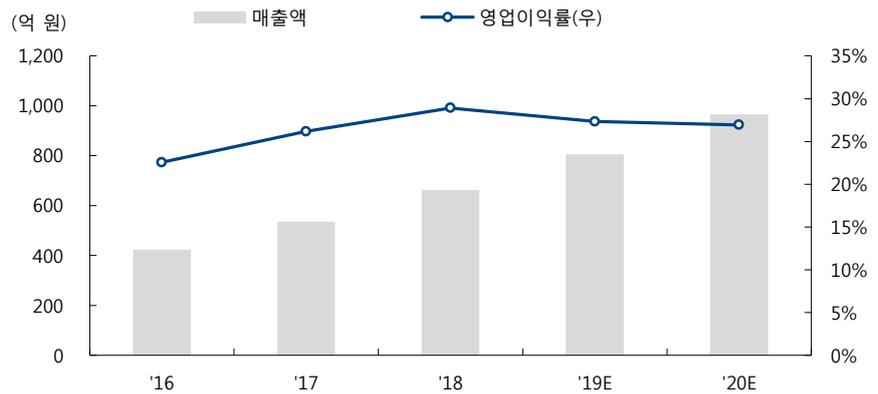
자료: 네오팜, 하이투자증권

그림123. 네오팜 주주 분포(2019년 6월 4일 기준)



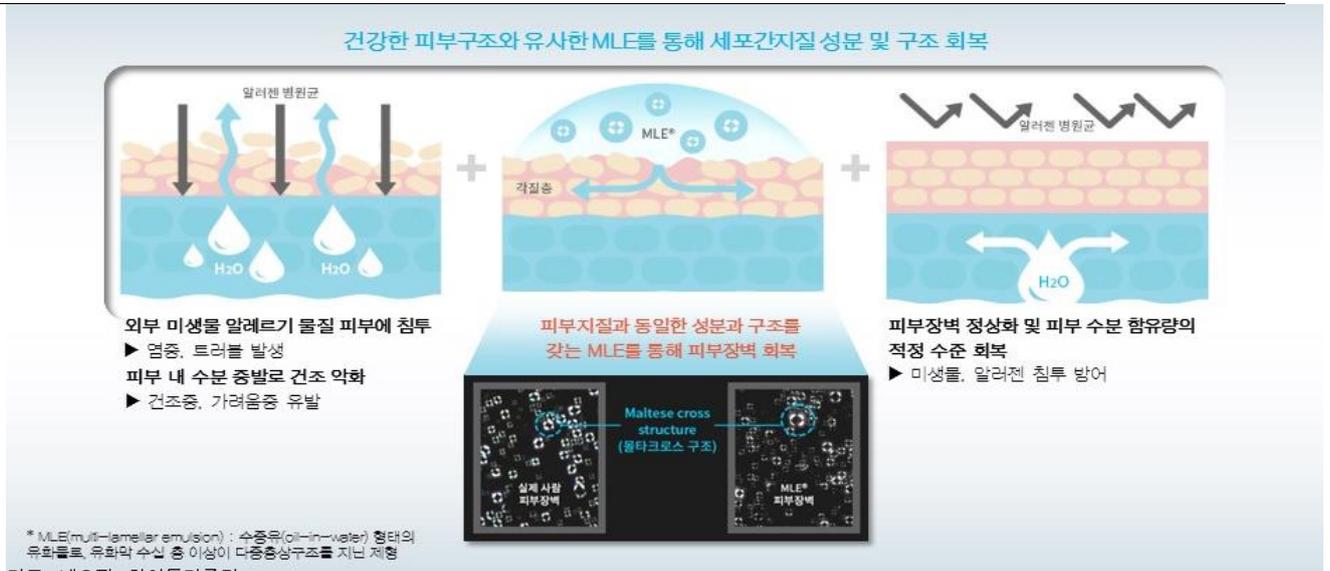
자료: 네오팜, 하이투자증권

그림124. 네오팜 실적 추이 및 전망



자료: 네오팜, 하이투자증권

그림125. 피부장벽 특허기술인 MLE(Multi Lamella Emulsion)



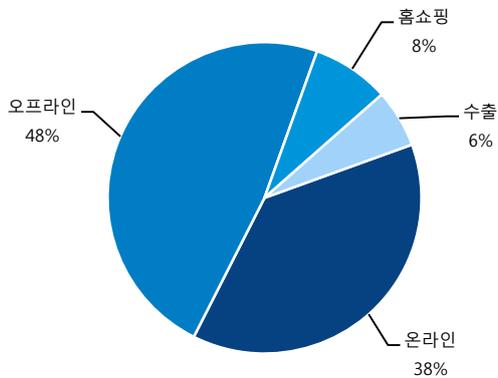
자료: 네오팜, 하이투자증권

그림126. 네오팜 핵심 브랜드

<p><b>ATOPALM®</b></p> <p>Specialized in sensitive skin care</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>민감피부 전문 스킨케어 브랜드</li> <li>한국산업브랜드 파워 11년 연속 1위</li> </ul>	<p><b>ZEROID</b></p> <p>Professional Solution for Skin Health</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>병원 전문 기능성 브랜드</li> <li>외과기기 제조인증 획득(식약처)</li> </ul>
<p><b>Real Barrier®</b></p> <p>Developed by skin barrier experts</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>피부장벽 전문 더모코스메틱 브랜드</li> <li>라멜라 회복기술 및 몰타크로스 재현기술 적용</li> </ul>	<p><b>dermArtlogy</b></p> <p>Your skin consultant, dermartlogy</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1:1 컨설팅 코스메틱 브랜드</li> <li>맞춤 스킨케어 솔루션 제시</li> </ul>
<p><b>Derma:B</b></p> <p>Daily moisturizer for your body</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>생활보습 바디 전문 브랜드</li> <li>2017 상반기 컨슈머 뷰티 어워드 바디로션 1위</li> </ul>	<p><b>COLLAGEN 100</b></p>

자료: 네오팜, 하이투자증권

그림127. 채널별 매출 비중(2018년 기준)



자료: 네오팜, 하이투자증권

네오팜
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-03 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-



# 오스템임플란트 (048260)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	90,000 원(유지)
증가(2019/06/14)	70,300 원

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,429만주
시가총액	1,004십억원
외국인보유율	53.5%
52 주주가	41,700~75,600원
60 일평균거래량	76,940주
60 일평균거래대금	5.0십억원

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	29.9	32.1	35.7
상대수익률	2.1	34.3	23.7	52.1



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	460	531	596	671
영업이익(십억원)	31	50	65	80
순이익(십억원)	13	38	46	55
EPS(원)	888	2,646	3,232	3,856
BPS(원)	7,604	10,249	13,481	17,338
PER(배)	60.2	26.6	21.8	18.2
PBR(배)	7.0	6.9	5.2	4.1
ROE(%)	11.5	29.6	27.2	25.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	19.9	17.0	13.7	11.1

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
 이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
 이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

## 왕좌의 귀환

올해 매출 증가로 인한 레버리지 본격화로 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 5,305 억원(YoY+15.3%), 영업이익 500 억원(YoY+61.3%)으로 실적 턴어라운드 가속화 될 것으로 예상된다.

동사는 그 동안 영업력 강화 목적으로 인력 등이 늘어남에 따라 고정비가 대폭 증가되는 환경하에서 재고자산평가손실, 대손상각비, 반품충당금 등 일회성 비용이 발생하면서 매출 상승에도 불구하고 실적이 저조하였다.

그러나 올해의 경우 일회성 비용 등이 줄어드는 기저효과 환경하에서 매출 증가로 인한 레버리지 효과가 가시화 되면서 실적이 대폭 개선 될 것으로 기대된다. 즉, 고정비 투자로 인한 영업 레버리지 효과가 올해부터 내수 및 해외법인 매출상승으로 이어지면서 수익성 개선이 본격화 될 수 있을 것이다.

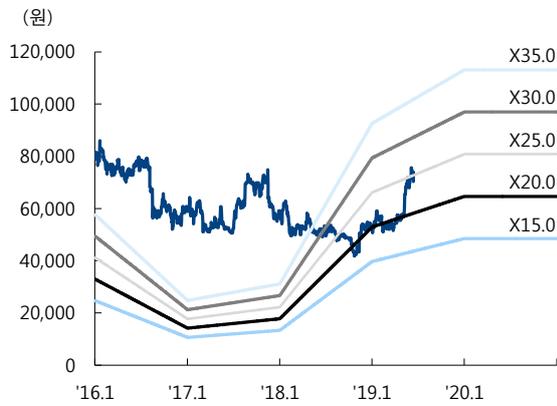
무엇보다 향후 중국, 미국 등 해외시장에서의 견조한 성장 등이 동사의 세계시장 지배력 확대에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

또한 동사는 지속적인 치과관련 신제품 출시 등을 통하여 시장 지배력 확대 뿐만 아니라 종합 치과의료기기 업체로 거듭나는 계기를 마련할 것으로 예상된다.

동사 주가 상승 모멘텀 강화 될 듯

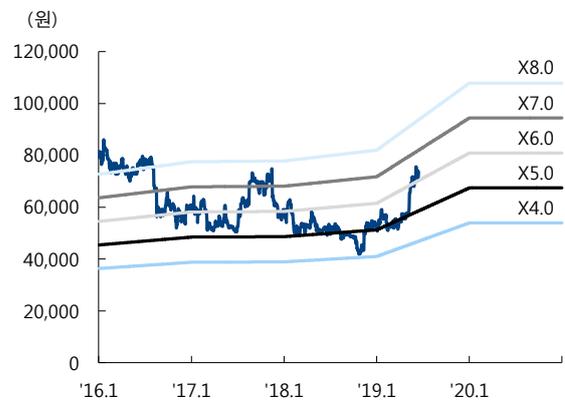
올해 1 분기 실적에서도 나타 났듯이 올해부터 매출 상승에 의한 레버리지 효과 본격화로 실적 턴어라운드가 가속화 되면서 동사 주가 상승 모멘텀이 강화 될 수 있을 것이다.

그림128. 오스템임플란트 PER 밴드



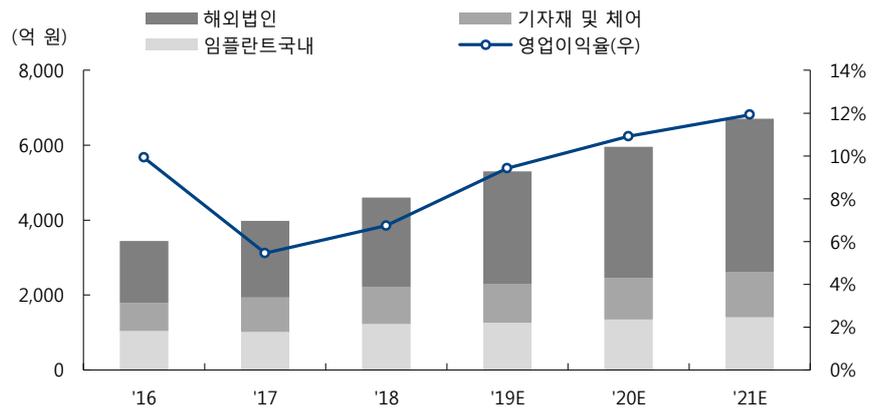
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림129. 오스템임플란트 PBR 밴드



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림130. 오스템임플란트 실적 추이 및 전망



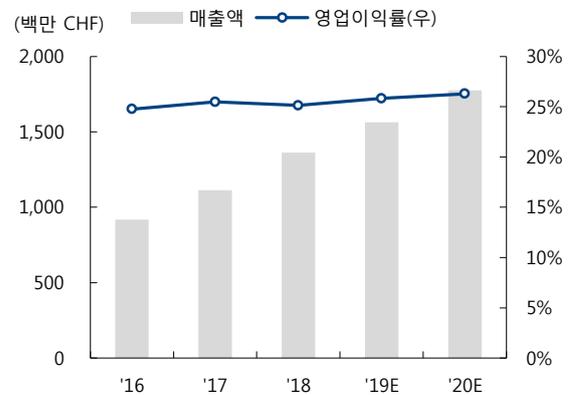
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림131. Straumann 시가총액 추이



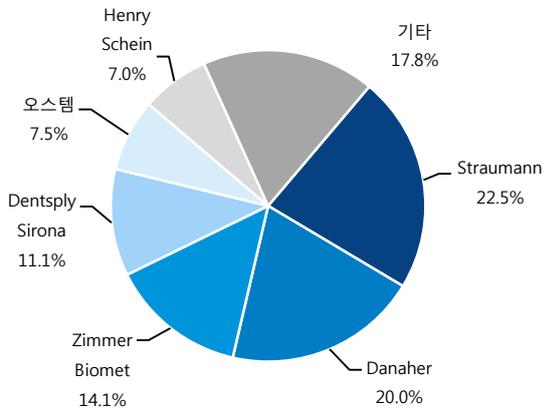
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림132. Straumann 실적 추이 및 전망



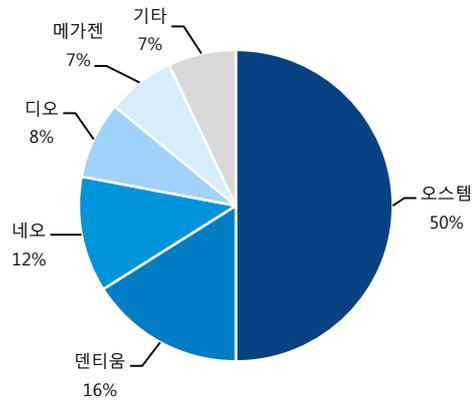
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림133. 글로벌 시장 점유율



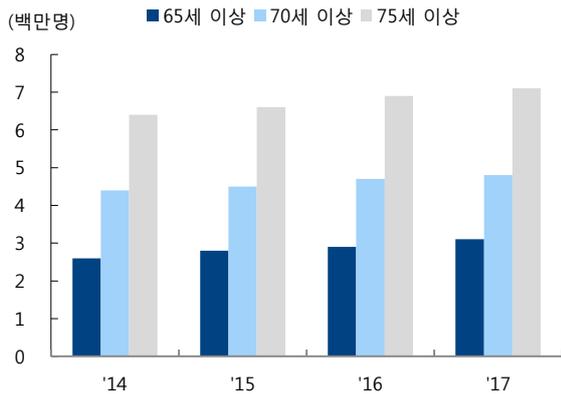
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림134. 국내 시장 점유율



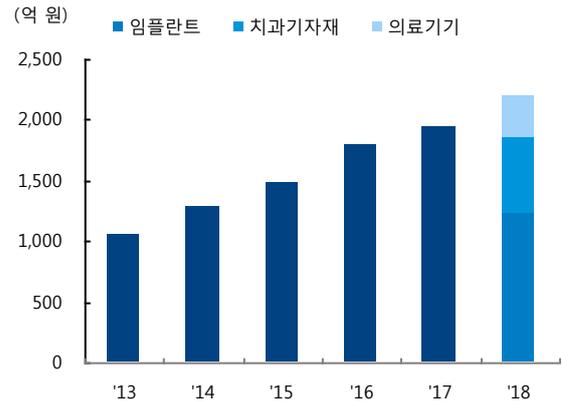
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림135. 연령별 인구수 추이(누적)



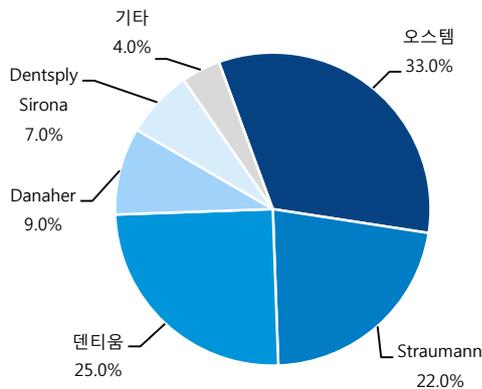
자료: 통계청 MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림136. 오스템임플란트 국내 매출 추이



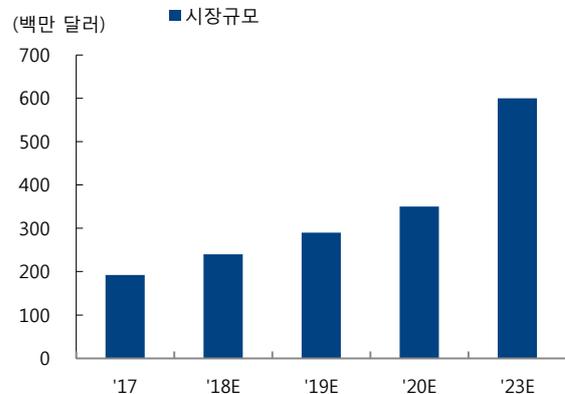
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림137. 중국 시장 점유율



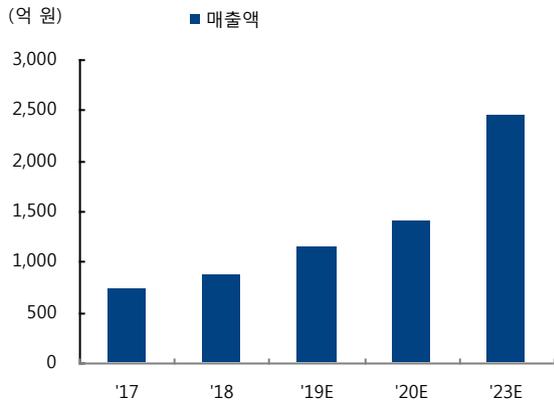
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림138. 중국 시장규모 추이 및 전망



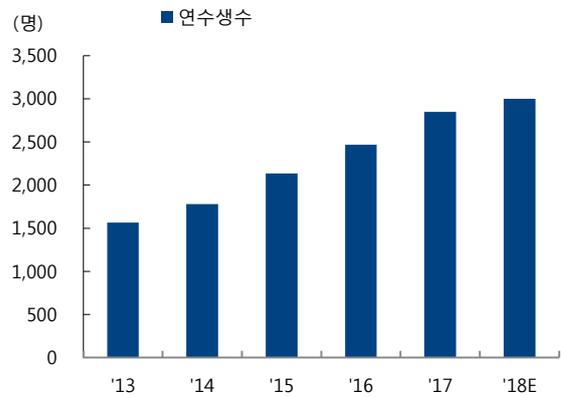
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림139. 오스템임플란트 중국 매출액 추이 및 전망



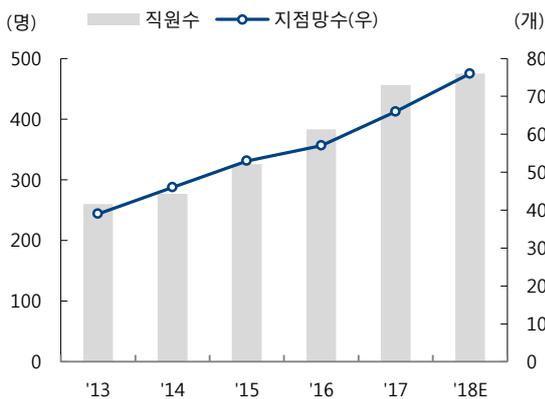
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림140. 중국 AIC 연수생수 추이



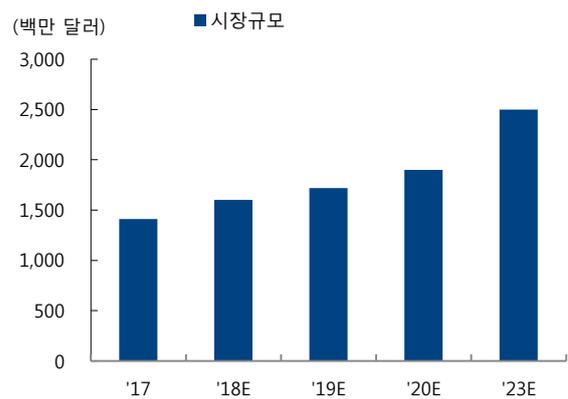
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림141. 중국 영업망 및 직원수 추이



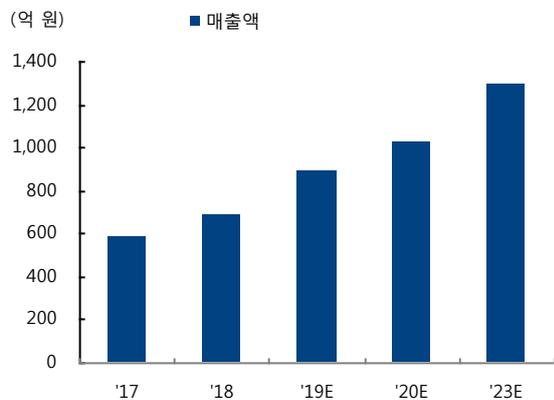
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림142. 북미 시장규모 추이 및 전망



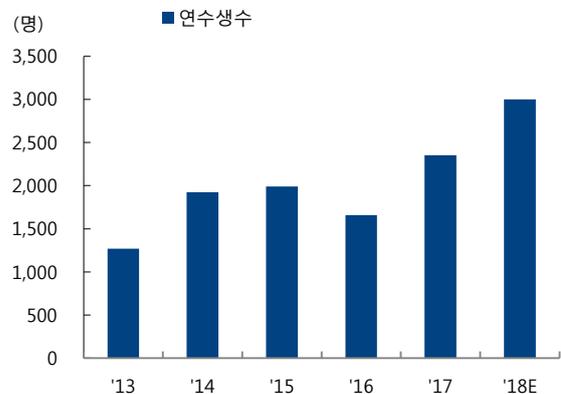
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림143. 오스템임플란트 북미 매출액 추이 및 전망



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림144. 북미 AIC 연수생수 추이



자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	363	416	479	555	매출액	460	531	596	671
현금 및 현금성자산	111	131	145	192	증가율(%)	15.7	15.3	12.3	12.7
단기금융자산	11	12	12	12	매출원가	202	216	239	264
매출채권	91	106	133	142	매출총이익	259	315	356	407
재고자산	95	112	133	149	판매비와관리비	228	265	291	327
비유동자산	275	263	253	245	연구개발비	16	19	21	24
유형자산	223	213	205	197	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	10	8	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	638	679	733	799	영업이익	31	50	65	80
유동부채	480	490	501	515	증가율(%)	42.7	61.6	30.0	23.0
매입채무	14	16	18	20	영업이익률(%)	6.7	9.4	10.9	11.9
단기차입금	87	87	87	87	이자수익	1	1	1	1
유동성장기부채	60	60	60	60	이자비용	5	5	5	5
비유동부채	44	44	44	44	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-2	-2	-2	-3
장기차입금	35	35	35	35	세전계속사업이익	18	45	60	75
부채총계	524	534	545	560	법인세비용	12	13	18	22
자배주지분	109	146	193	248	세전계속이익률(%)	3.9	8.5	10.1	11.2
자본금	7	7	7	7	당기순이익	6	31	42	52
자본잉여금	56	56	56	56	순이익률(%)	1.4	5.9	7.0	7.8
이익잉여금	84	122	168	223	자배주주귀속 순이익	13	38	46	55
기타지분항목	-42	-42	-42	-42	기타포괄이익	-2	0	0	0
비자배주지분	5	-1	-5	-8	총포괄이익	4	31	42	52
자본총계	114	145	187	240	자배주주귀속총포괄이익	9	38	46	55

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	41	65	60	93	주당지표(원)				
당기순이익	6	31	42	52	EPS	888	2,646	3,232	3,856
유형자산감가상각비	9	9	8	7	BPS	7,604	10,249	13,481	17,338
무형자산상각비	2	2	2	1	CFPS	1,624	3,448	3,930	4,465
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-57	-39	-39	-39	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	60.2	26.6	21.8	18.2
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-	PBR	7.0	6.9	5.2	4.1
금융상품의 증감	-16	20	15	47	PCR	32.9	20.4	17.9	15.7
재무활동 현금흐름	17	9	9	9	EV/EBITDA	19.9	17.0	13.7	11.1
단기금융부채의증감	57	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	11.5	29.6	27.2	25.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	9.0	11.6	12.6	13.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	459.6	366.9	290.9	233.2
현금및현금성자산의증감	0	20	14	47	순부채비율	52.3	27.3	13.3	-9.4
기초현금및현금성자산	111	111	131	145	매출채권회전율(x)	5.3	5.4	5.0	4.9
기말현금및현금성자산	111	131	145	192	재고자산회전율(x)	5.0	5.1	4.9	4.8

자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권

오스템임플란트  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-08-28	Buy	90,000	1년	-33.2%	-16.8%
2018-05-08	Buy	67,000	1년	-26.2%	-20.0%
2018-11-07	Buy	58,500	1년	-12.3%	-7.7%
2018-12-11	Buy	64,000	1년	-12.1%	12.2%
2019-05-27	Buy	90,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내의 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-

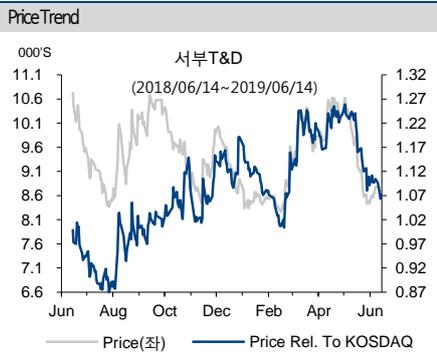
# 서부 T&D (006730)

## NR

액면가	500 원
종가(2019/06/14)	8,610 원

Stock Indicator	
자본금	27.7십억원
발행주식수	5,544만주
시가총액	477십억원
외국인비율	14.5%
52 주주가	8,280~10,750원
60 일평균거래량	171,784주
60 일평균거래대금	1.7십억원

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
영업이익률	-12.1	-14.3	3.8	-10.4
상당이익률	-13.8	-9.9	-4.6	6.1



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	47	58	108	135
영업이익(십억원)	11	-9	0	19
순이익(십억원)	3	-8	-10	-9
EPS(원)	82	-	-	-
BPS(원)	-	-	-	-
PER(배)	224.6	-	-	-
PBR(배)	1.3	1.0	0.8	0.7
ROE(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]  
이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com  
이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

# 호캥스는 드래곤시티로 가자

## 관광호텔업, 쇼핑몰운영, 물류시설운영 등의 사업을 영위

동사는 공용 화물자동차정류장등을 사업목적으로 지난 1979 년에 설립되었으며, 현재는 관광호텔업, 쇼핑몰운영, 물류시설운영, 석유류판매 및 부동산임대 등의 사업을 영위하고 있다.

지난해 기준 부문별 매출비중을 살펴보면, 관광호텔업 51.5%, 쇼핑몰운영 32.5%, 석유류판매 9.6%, 물류시설운영 6.1%, 임대 및 기타 0.3% 등이다.

한편, 주주는 승만호 외 특수관계인 27.1%를 비롯하여, 엠와이에이치 19.9%, 오진상사 5.9%, 오진개발 2.3%, 자사주 1.6%, 기타 43.2% 등으로 분포되어 있다.

## 호캥스로 객실 점유율 상승 중

서울드래곤시티(Seoul Dragon City) 호텔은 그랜드 머큐어 엠베서더 서울 용산, 노보텔 스위트 엠베서더 서울 용산, 노보텔 엠베서더 서울 용산, 이비스 스타일 엠베서더 서울 용산 등 총 4 개의 아코르호텔 그룹 브랜드로 구성되어 있으며, 1,700 개 실로 대한민국 최대 객실을 보유하고 있다. 또한 약 4,900 명까지 수용 가능한 컨벤션 시설을 갖추고 있다.

진정한 휴가는 여행이 아니라 휴식이라고 생각하는 사람들이 늘어나면서 휴가를 호텔에서 보내는 사람이 늘어나고 있다. 이러한 호캥스 등으로 인하여 서울드래곤시티의 객실 점유율이 1 분기 40% 중반에서 2 분기에는 50% 중반으로 상승하고 있을 뿐만 아니라, 주말에는 80% 이상의 객실 점유율을 확보하고 있다.

무엇보다 올해 이러한 객실 점유율 상승으로 관광호텔업부문 영업적자가 상당부분 축소될 것으로 예상된다.

## 신정동 사이트 자산가치 부각될 듯

신정동 사이트의 경우 투자부동산으로 약 3,500 억원 가치로 반영되어 있다. 향후 도시첨단물류복합단지로 개발 예정으로 사이트 규모 및 위치 측면에서 서울 서남권 핵심 상업 및 물류시설의 거점 역할로 부각 될 수 있을 것이다. 이에 따라 동사의 자산가치 상승이 예상된다.

한편, 인천 스퀘어원의 경우 인천 e 음카드 효과를 기대하고 있다. 인천 e 음카드란 일종의 지역 전자상품권으로, 이 카드를 사용하면 결제액의 6~10%를 현금처럼 쓸 수 있는 캐시백(포인트)으로 돌려준다. 스퀘어원에 입점한 소상공인 매장에서는 혜택을 받을 수 있기 때문에 매출증가에 기여할 것으로 예상된다.

## PBR 0.7 배로 매력적인 밸류에이션 수준으로 동사 주가 바닥 탈피할 듯

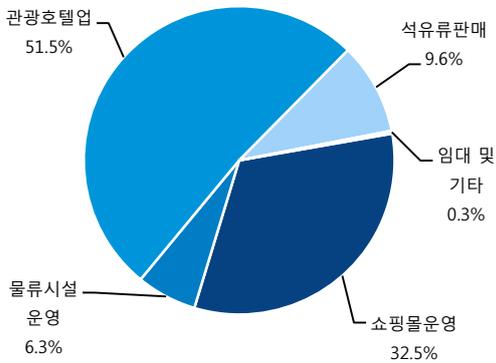
현재 동사는 주가는 올해 예상 실적 기준 PBR 0.7 배로 매력적인 밸류에이션 수준이다. 호텔 객실 점유율 상승 및 신정동 자산가치 상승 등을 고려할 때 동사 주가의 바닥을 탈피할 수 있을 것으로 기대된다.

표42. 서부 T&D 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	지배주주이익(억원)	EPS(원)	PER(배)	PBR(배)
2015	550	121	-113	-132	-	-	1.9
2016	467	110	18	28	82	224.6	1.3
2017	575	-91	-49	-85	-	-	1.0
2018	1,081	0	-65	-104	-	-	0.8
2019E	1,350	185	-87	-87	-	-	0.7

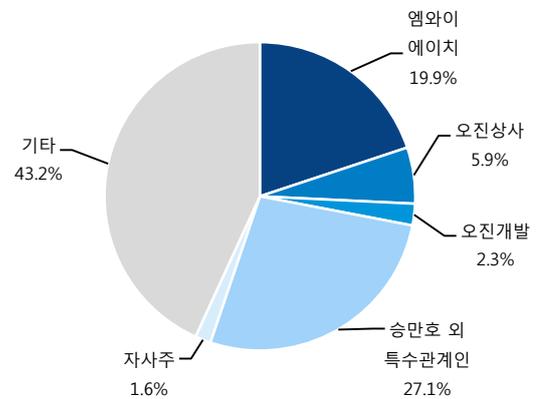
자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림145. 서부 T&D 매출 구성(2018년 기준)



자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림146. 서부 T&D 주주 구성(2019년 5월 27일 기준)



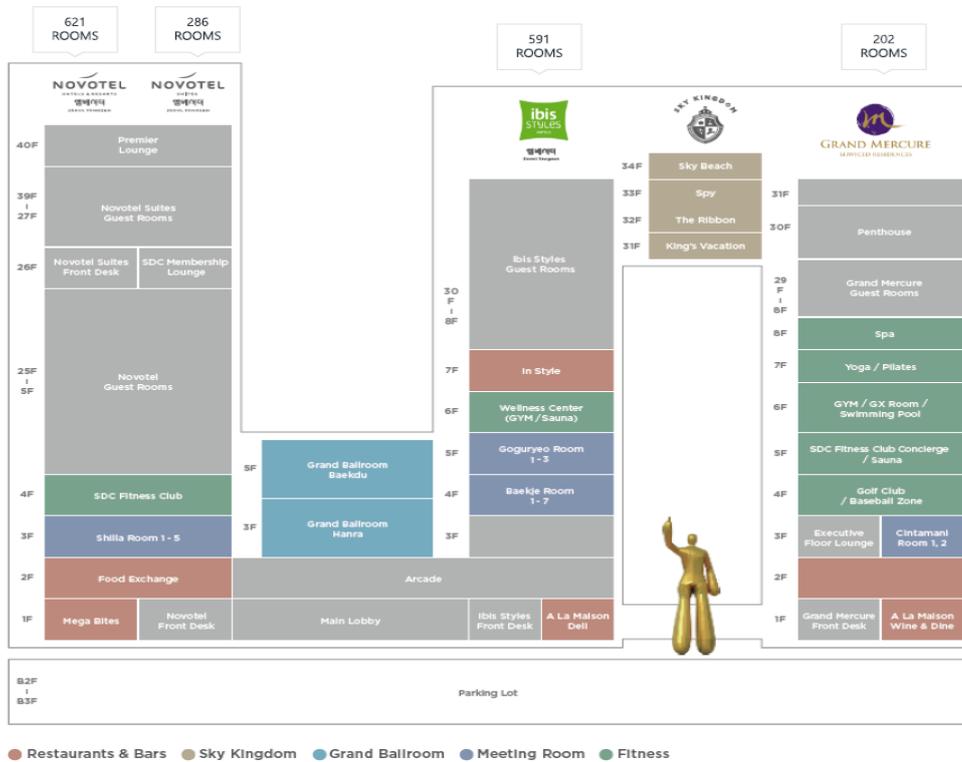
자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림147. 보유 부동산 현황

사업명	SQUARE 1 MALL Complex	용산 Seoul Dragon City HOTEL Complex	도시첨단물류복합단지
소재지	인천시 연수구 동춘동 926	서울시 용산구 한강로3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
대지면적	48,905㎡ (14,794평)	15,163㎡(4,587평)	92,395㎡(27,949평)
연면적	169,074㎡ (51,144평)	184,611㎡ (55,844평)	830,000㎡ (250,000평) 예정
주용도	쇼핑몰/영화관/대형마트	호텔 1,700객실/컨벤션/피트니스 클럽/레스토랑 등	물류창고/복합쇼핑몰/문화집회/오피스텔/아파트 등
Grand Open	2012년 10월	2017년 11월	2024년 7월 예정
토지장부가	투자부동산 168,560,000,000	유형자산 360,023,150,000원	투자부동산 349,982,670,000 유형자산 16,903,521,000

자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림148. 서울드래곤시티 호텔



자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림149. 신정동 SITE



소재지	서울시 양천구 신정동 1315
대지면적	104,244.7㎡ (31,534평)
현재용도	상업지구(도시계획시설)자동차정류장 / 화물터미널
계획연면적	약 830,000㎡ (250,000평)
추진계획	<ul style="list-style-type: none"> <li>•16년 6월 국토교통부 도시첨단물류단지 시범단지지정</li> <li>•18년 11월 인허가 양천구청 접수</li> <li>•19년 6월 서울시청 접수</li> <li>•21년 1월 공사 착공예정</li> <li>•24년 7월 공사 준공예정</li> </ul>
시설 계획	물류창고/문화집회/쇼핑몰/오피스텔/아파트

- 서울시내 미개발중인 상업용지 중 최대규모
- 서울 서부권과 부천권을 연결하는 임지로 260만명 이상의 배후단지 확보
- 서울과 경인지역을 통과하는 물류 / 상업시설의 거점 지역
- 향후 서울시내의 반일택배 시대를 선도하는 최첨단 물류단지
- 하남시 소재 스타필드에 맞먹는 규모의 상업시설
- 신설되는 목동선으로 역세권 편입

자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림150. 인천 SITE

**4F Cinema & Entertainment Floor**

- CGV / 공연장
- 게임센터
- 계절밥상, 서가엔극, 명동할머니 국수등



**3F Dynamic & Amusement Floor**

- 어바웃하우스, 원더플레이스, 파스쿠찌
- VIPS, 스시로, 캘리포니아피자키친
- 키즈테마파크, 아트박스등



**2F Fashion & Sports Floor**

- 유니클로, ABC마트, 나이키, 아디다스
- 빈폴아웃도어, 뉴발란스, 뉴에라, 슈펜
- SOUP, LAP, 디스커버리등

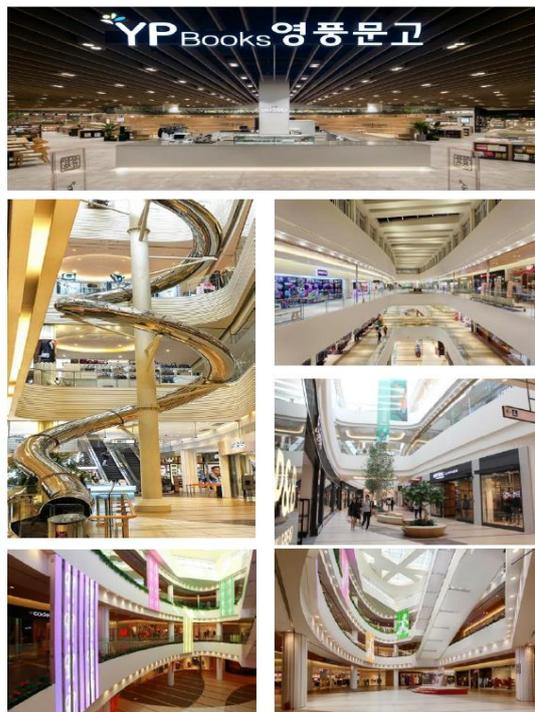


**1F Global SPA & Contemporary Floor**

- ZARA, H&M, 에잇세컨즈, 미쏘
- 무인양품, 게스, 샘소나이트
- 커스텀멜로우, 영풍문고등



**B1 GMS/Home Plus**



자료: 서부 T&D, 하이투자증권

서부 T&D
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	88.4%	11.6%	-