



Mid-Small Cap

대방출

“ 대외 불확실성이 지속되며 아직 수출중심인 대형주의 이익 개선 기미가 뚜렷하지 않습니다. 중소형주에 대한 관심이 이어질 것으로 보입니다. 특히 실적 개선이 확인되고 지속될 수 있는 업체로 매기가 압축될 가능성이 있다고 판단합니다. 최근 성장주에 유리한 환경에도 불구하고 대표적 성장주인 바이오주들이 약세를 보이는 점도 이런 행태를 강화시킬 것으로 판단됩니다. 이에 당사 중소형 커버리지 종목 중 주요 Theme 또는 개별 이슈를 통해 실적 개선 가능성이 높은 종목들을 소개하고자 합니다. ”

| Contents |

I. Summary	03
II. 중소형주 장세가 지속된다면?	04
III. 5G	07
1. 5G, 단기에 끝날 Cycle이 아니다	08
2. 5G 무선 네트워크: 기지국/스몰셀 증가	10
3. 5G 유선 네트워크: 10기가 인터넷 보급확대	11
[기업분석] 에치에프알 (230240)	12
오이솔루션 (138080)	15
IV. 디지털화	20
1. 디지털화를 위한 인프라 투자증가에 주목	21
2. 제조업의 디지털화	22
3. 디지털 금융서비스 확대	23
4. 디지털 헬스케어 서비스 확대	24
[기업분석] 에스넷 (038680)	25
V. 중국 아웃바운드 관광객 증가	30
1. 중국 아웃바운드 관련 시장 확대 지속	31
2. 근거리 4개국의 수혜 기대	32
3. 한·일 쇼핑 관련 산업에 긍정적	33
4. 실적 턴어라운드가 기대되는 관련주	34
[기업분석] JTC (950170)	35
제로투세븐 (159580)	39
VI. 디스플레이 지문인식 (Fingerprint on Display)	42
1. 부상 중인 디스플레이 지문인식(FoD)	43
2. 디스플레이 지문인식 생태계 현황	44
3. 디스플레이 지문인식의 확장성 주목	45
4. 실적 개선이 전망되는 디스플레이 지문인식 관련 업체	46
[기업분석] 슈프리마 (236200)	47
VII. 그 외 커버리지 종목	50
[기업분석] 민앤지 (214180)	51
휴비츠 (065510)	54
클래시스 (214150)	57
아스트 (067390)	60
도이치모터스 (067990)	63

I. Summary

당분간 대형주 대비 중소형주의 높은 투자 매력도로 중소형주에 대한 관심이 이어질 것으로 보인다. 미·중 무역 갈등 등 대외 불확실성 지속으로 수출중심인 대형주의 이익 개선 기미가 뚜렷하지 않기 때문이다. 특히 실적 개선이 확인되고 지속될 수 있는 업체로 매기가 압축될 가능성이 있다고 판단한다. 최근 성장주에 유리한 환경에 불구 대표적 성장주인 바이오주들이 약세를 보이는 점도 이런 행태를 강화시킬 것으로 예상된다.

이에 당사 중소형 커버리지 종목 내에서 주요 Theme(5G, 디지털화, 중국 아웃바운드 관광객 증가, 디스플레이 지문인식) 또는 개별 이슈를 통해 실적 개선 가시성이 높은 종목들을 점검했다. 올해 큰 폭 실적 개선이 예상되는 종목들인 만큼 최근 장세에 적합할 것으로 기대한다. 특히 하반기로 갈수록 모멘텀이 커질 것으로 기대되는 슈프리마, 제로투세븐, 에치에프알, 오이솔루션, 에스넷, JTC 등에 관심의 제고가 필요해 보인다.

Theme 1. 5G: 핵심가치인 ‘연결성’을 위한 글로벌 네트워크 투자가 장기간 필요하다. 5G 인프라는 과거 경험했던 4G와는 차원이 다른 규모의 투자가 필요하다. 과거와 달리 유선과 무선 Access망이 고도화되는 동시에 속도차이의 최소화도 필요하기 때문이다. Non-Standalone방식에서 Standalone 방식의 5G까지 투자가 4~5년에 걸쳐 이루어질 것으로 예상된다. 장기간 국내외 수혜가 기대되는 장비/부품 업체들에 주목해야 한다.

Theme 2. 디지털화: 저성장 시대 진입, 특히 국내의 경우 최저임금 인상과 주 52시간 근무제 도입으로 업무 효율화에 대한 니즈가 커지고 있다. 기업 생산성 개선을 위한 ‘디지털화’에 주목해야 한다. 디지털화로 기업들은 인건비 절감, 서비스 향상, 비용구조 개선 등을 통해 수익성 개선이 가능하기 때문이다. 이에 따라 ①전산망 고도화, ②데이터센터 구축, ③IoT 인프라 구축, ④클라우드 등에 대한 수요가 증가할 것으로 예상된다.

Theme 3. 중국 아웃바운드 관광객 증가: 지난해 중국 해외여행객은 약 1.5억명을 기록하며 재차 사상 최대치 경신했다. 소득 증가에 따른 여행 횟수 증가와 저변 확대(1~2선 → 3~4선 도시, 1인당 GDP 4천 달러부터 해외 여행 수요 본격 증가)를 고려 시 이런 추세는 지속될 가능성이 높다. 중국 아웃바운드 관련 산업에 관심이 필요하다. 특히 근거리에 위치한 한국과 일본의 쇼핑 관련 산업에 그 수혜가 클 것으로 예상된다.

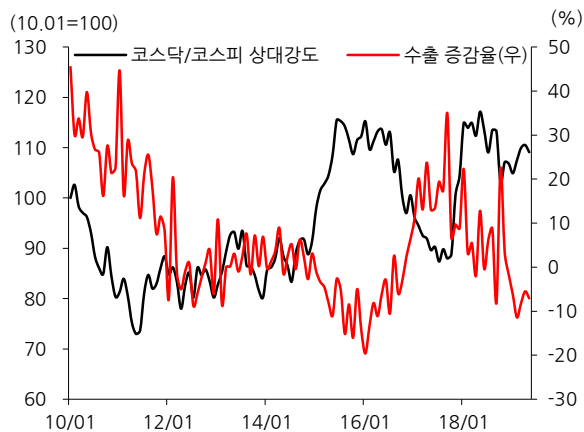
Theme 4. 디스플레이 지문인식: 폴 스크린 디자인 구현 용이성과 비용 경쟁력 등을 고려할 때 FoD 도입 업체·모델 수 증가 추세는 지속될 것으로 보인다. 주요 시장 조사기관에 따르면 FoD 탑재 스마트폰은 '18~'22년 연평균 99.6% 성장하며 '22년 지문인식 채택 스마트폰 내 침투율이 약 50%에 달할 것으로 전망된다. 올해부터 본격 개화되는 디스플레이 지문인식 밸류체인 내 업체들에 관심이 재조명될 것으로 기대된다.

II. 중소형주 장세가 지속된다면?

당분간 대형주 대비 중소형주의 높은 투자 매력도로 중소형주에 대한 관심이 이어질 것으로 보인다. 미·중 무역 갈등 등 대외 불확실성 지속으로 수출중심인 대형주의 이익 개선 기미가 뚜렷하지 않기 때문이다. 특히 실적 개선이 확인되고 지속될 수 있는 업체로 매기가 압축될 가능성이 있다고 판단한다. 최근 성장주에 유리한 환경에 불구 대표적 성장주인 바이오주들이 약세를 보이는 점도 이런 행태를 강화시킬 것으로 예상된다.

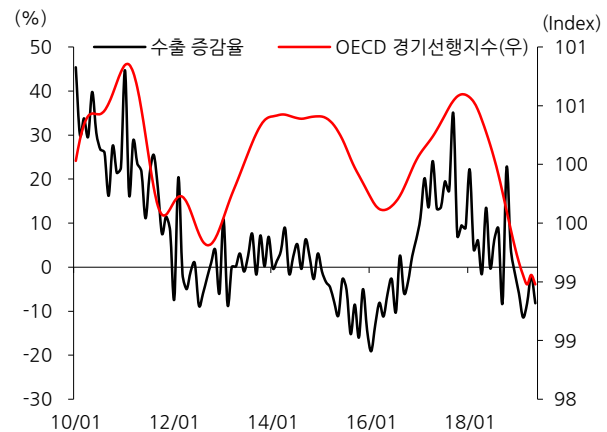
이에 당사 중소형 커버리지 종목 내에서 주요 Theme(5G, 디지털화, 중국 아웃바운드 관광객 증가, 디스플레이 지문인식) 또는 개별 이슈를 통해 실적 개선 가시성이 높은 종목들을 점검했다. 올해 큰 폭 실적 개선이 예상되는 종목들인 만큼 최근 장세에 적합할 것으로 기대한다. 특히 하반기로 갈수록 모멘텀이 커질 것으로 기대되는 슈프리카, 제로투세븐, 에치에프알, 오이솔루션, 에스넷, JTC 등에 관심의 제고가 필요해 보인다.

[그림1] 코스피 대비 코스닥 상대강도와 수출 증감율 추이



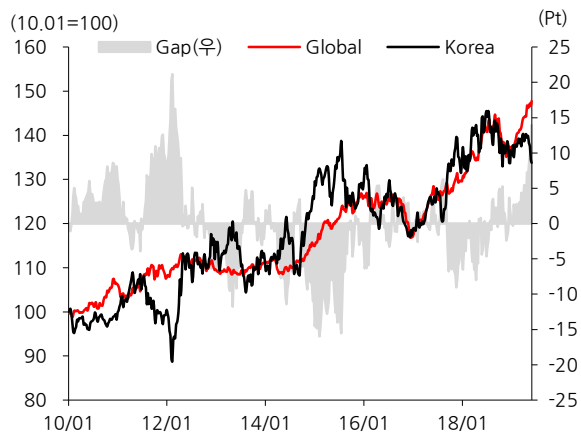
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] OECD 경기선행지수와 수출 증감율 추이



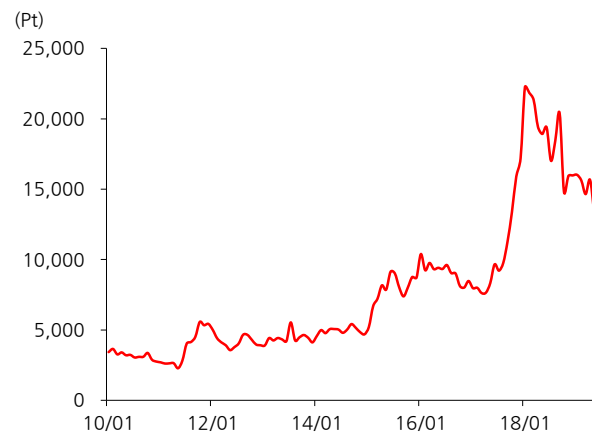
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 글로벌 및 한국의 가치주 대비 성장주 상대강도 추이



자료: MSCI, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 바이오 업종 주가 추이 (MKF2000)



MSCI, 한화투자증권 리서치센터

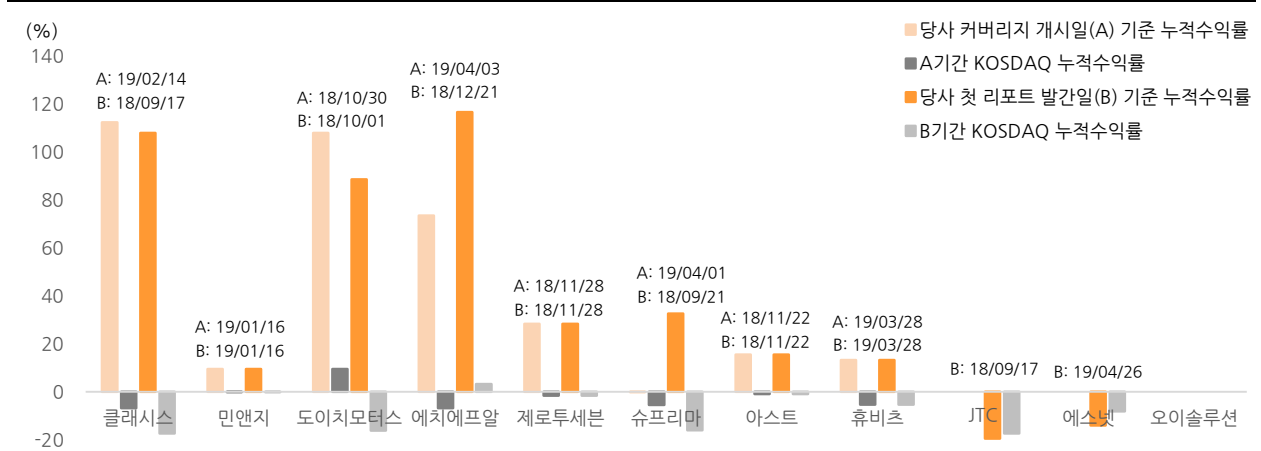
[표1] 당사 중소형 커버리지 종목들의 연간 및 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

종목	계정	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
클래시스	매출액	47.5	69.9	92.1	9.8	11.5	11.6	14.6	16.2	17.9	17.5	18.3
	yoy	36%	47%	32%	14%	18%	36%	82%	65%	56%	51%	25%
	영업이익	17.5	31.6	42.2	2.6	4.2	4.1	6.5	7.4	8.0	7.7	8.5
	yoy	61%	81%	34%	-15%	34%	50%	248%	188%	89%	86%	30%
	margin	36.8%	45.2%	45.8%	26.3%	37.0%	35.6%	44.7%	46.0%	44.8%	43.8%	46.2%
오이솔루션	PER	16.8	29.6	22.1								
	매출액	81.5	201.5	264.7	17.3	18.7	20.9	24.7	43.4	54.4	49.1	54.6
	yoy	6%	147%	31%	-26%	-5%	25%	46%	152%	192%	134%	122%
	영업이익	0.2	44.8	63.4	-2.3	-0.2	1.0	1.7	9.7	13.3	9.9	11.9
	yoy	흑전	19068%	42%	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	849%	600%
민앤지	margin	0.3%	22.2%	23.9%	-13.4%	-1.0%	5.0%	6.9%	22.4%	24.5%	20.1%	21.7%
	PER	50.9	11.3	8.6								
	매출액	107.3	128.9	156.9	25.0	25.4	26.9	30.0	29.4	30.8	32.9	35.7
	yoy	33%	20%	22%	42%	37%	29%	28%	17%	21%	22%	19%
	영업이익	26.0	32.8	39.6	6.1	6.3	7.0	6.7	7.6	8.0	9.2	8.0
도이치모터스	yoy	22%	26%	21%	18%	20%	26%	22%	24%	27%	32%	19%
	margin	24.3%	25.4%	25.3%	24.3%	24.7%	25.9%	22.3%	25.7%	26.1%	28.0%	22.3%
	PER	14.4	13.9	12.0								
	매출액	1,058.0	1,175.0	1,126.0	307.0	289.0	230.0	232.0	268.0	286.0	301.0	319.0
	yoy	11%	11%	-4%	79%	8%	-1%	-17%	-13%	-1%	31%	38%
에치에프알	영업이익	51.0	93.0	61.0	10.0	8.0	18.0	15.0	23.0	23.0	24.0	22.0
	yoy	332%	83%	-35%	1100%	98%	309%	486%	140%	196%	37%	43%
	margin	4.8%	7.9%	5.4%	3.2%	2.7%	7.6%	6.6%	8.8%	8.1%	7.9%	6.9%
	PER	4.0	4.5	6.5								
	매출액	135.0	212.0	295.5	n/a	n/a	n/a	n/a	16.0	62.6	50.8	82.6
JTC	yoy	3%	57%	39%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	영업이익	2.9	24.7	53.7	n/a	n/a	n/a	n/a	-5.0	9.0	3.3	17.3
	yoy	2%	761%	117%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	margin	2.1%	11.7%	18.2%	n/a	n/a	n/a	n/a	-31.0%	14.4%	6.6%	21.0%
	PER	-	13.5	6.3								
제로투세븐	매출액	519.0	650.0	749.0	132.0	136.0	120.0	131.0	162.0	177.0	153.0	158.0
	yoy	-3%	25%	15%	10%	-14%	-14%	13%	23%	30%	28%	20%
	영업이익	17.0	29.0	36.0	8.0	5.0	4.0	0.0	7.0	9.0	5.0	8.0
	yoy	-45%	69%	22%	87%	-58%	-52%	적전	-21%	101%	17%	흑전
	margin	3.3%	4.5%	4.7%	6.4%	3.4%	3.7%	-0.3%	4.2%	5.3%	3.4%	5.0%
슈프리마	PER	29.2	13.4	11.4								
	매출액	175.3	225.6	271.9	37.8	41.9	39.3	56.3	49.8	58.8	51.2	65.7
	yoy	-5%	29%	21%	-18%	-6%	-7%	10%	32%	40%	31%	17%
	영업이익	-4.7	16.6	23.1	-1.6	-0.4	-1.6	-1.0	2.1	5.2	3.4	5.8
	yoy	적지	흑전	39%	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전
아스트	margin	-2.7%	7.3%	8.5%	-4.4%	-1.0%	-4.0%	-1.9%	4.2%	8.9%	6.7%	8.8%
	PER	-	14.8	11.0								
	매출액	52.8	69.6	78.3	11.2	13.4	12.9	15.3	12.7	16.7	18.2	22.1
	yoy	12%	32%	12%	17%	19%	16%	1%	14%	25%	41%	44%
	영업이익	12.2	21.7	25.0	2.5	2.9	2.7	4.2	3.1	5.1	6.5	7.0
휴비츠	yoy	-2%	78%	15%	-3%	26%	0%	-15%	27%	78%	144%	67%
	margin	23.0%	31.0%	32.0%	22.0%	21.0%	21.0%	27.0%	28.0%	35.0%	40.0%	35.0%
	PER	16.2	9.3	8.3								
	매출액	117.0	168.5	232.5	25.2	26.4	32.5	33.0	30.6	35.2	46.1	56.6
	yoy	20%	44%	38%	17%	20%	29%	16%	22%	33%	42%	72%
에스넷	영업이익	10.8	15.1	22.2	2.0	2.1	3.0	3.7	2.5	3.0	4.1	5.5
	yoy	35%	39%	47%	10%	-2%	21%	132%	29%	43%	37%	49%
	margin	9.3%	9.0%	9.5%	7.8%	8.1%	9.3%	11.3%	8.3%	8.5%	8.9%	9.7%
	PER	36.3	9.9	8.8								
	매출액	78.9	86.7	96.5	16.5	20.8	19.5	22.2	18.6	21.6	20.4	26.2
휴비츠	yoy	12%	10%	11%	6%	13%	7%	21%	13%	4%	5%	18%
	영업이익	8.3	11.9	14.2	1.2	2.9	2.5	1.6	1.5	3.2	2.7	4.6
	yoy	-9%	43%	19%	-27%	-7%	20%	-24%	19%	9%	6%	182%
	margin	10.6%	13.8%	14.7%	7.5%	14.1%	13.0%	7.4%	8.0%	14.8%	13.1%	17.6%
	PER	13.5	13.9	11.5								
에스넷	매출액	270.8	351.0	440.1	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	73.5	87.4	141.0
	yoy	27%	30%	25%	42%	26%	2%	39%	16%	24%	53%	26%
	영업이익	9.0	16.4	22.4	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	1.7	4.1	11.6
	yoy	97%	83%	37%	적지	흑전	-94%	153%	적지	169%	1980%	16%
	margin	3.3%	4.7%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	2.3%	4.7%	8.2%
	PER	14.5	8.4	6.7								

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 양호한 수익률을 시현한 당사 커버리지 종목



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

III. 5G

1. 5G, 단기에 끝날 Cycle이 아니다
2. 5G 무선 네트워크: 기지국/스몰셀 증가
3. 5G 유선 네트워크: 10기가 인터넷 보급확대

[기업분석]

에치에프알 (230240)

오이솔루션 (138080)

1. 5G, 단기에 끝날 Cycle 이 아니다

글로벌 차세대 성장동력으로 주목받고 있는 4차산업혁명은 모바일 인터넷, 클라우드, 사물인터넷, 인공지능 등으로 인해 확장될 것이다. 이들의 공통점은 ‘연결성’이 핵심가치로서 실시간(real time) 정보교환이 최대한 많은 영역에서 가능해야 한다는 점이다. 이를 지원할 차세대 인프라는 방대한 정보량으로 다양한 서비스를 제공할 수 있는 지능화된 네트워크가 필수적이다. 당사는 이부분을 해결해줄 수 있는 5G 네트워크에 대한 투자가 글로벌 전역으로 이루어질 것으로 예상한다. 2019년에 국내 투자가 본격화됐다면, 2020년부터는 미국, 일본 등과 같은 주요 선진국에서 투자가 본격적으로 시작될 것으로 예상한다. 한국전자통신연구원에 따르면, 국내 5G 시장은 2020년 27억 달러 → 2023년 81억 달러 → 2026년 381억 달러로 고성장할 것으로 전망된다. 글로벌 5G 시장 역시 마찬가지로 2020년 378억달러 → 2023년 3,565억달러 → 2026년 11,588억달러로 성장성이 높을 것으로 예상된다.

5G 투자가 장기간에 걸쳐 이루어질 것으로 예상하는 이유는, 4G 네트워크를 동시에 지원하는 NSA(Non-Standalone) 방식의 5G 네트워크에 대한 투자가 2020년까지 이루어지고, SA(Standalone) 방식의 네트워크 투자는 2022년까지 이루어질 것으로 예상하기 때문이다. 5G 기술의 핵심인 ‘네트워크 슬라이싱’을 위해서는 NSA에서 SA 방식으로의 전환투자가 필수적이다. 따라서 당사는 이번 5G 투자 Cycle은 과거 4G 투자 Cycle 대비 길게 지속될 것으로 예상한다.

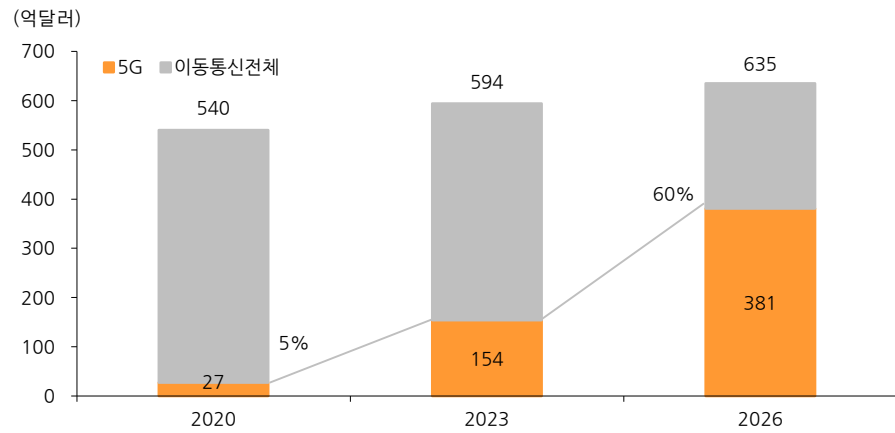
5G 이동통신은 전송속도 향상뿐만 아니라 초저지연 실시간 연동이 가능하도록 기술개발이 진행되고 있다. 또한 서비스 종류에 따라 주파수 및 네트워크의 자원을 선택적 이용이 가능하도록 유연한 구조를 채택하고 있어 차세대 네트워크 기술의 핵심이 될 것으로 생각한다. 현재 시장은 올해 국내 5G 투자 Cycle 수혜에 대한 기대감을 관련주 주가에 반영하고 있고, 하반기부터는 2020년에 국내 및 해외에서 수혜가 기대되는 업체들로 시장의 관심이 집중될 것으로 예상된다. 따라서 투자자들은 5G 유무선 네트워크 투자 Cycle에서 국내 및 해외 수요 증가가 기대되는 통신장비 및 부품주들에 주목해야한다.

[표2] 유무선 네트워크 장비 및 부품 관련주

장비명	설명	관련 업체
ONT(Optical Network Terminal)	가정용 광모뎀/단말기	유비쿼스, 다산네트웍스, 에치에프알, 머큐리
ONU(Optical Network Unit)	가정용 광모뎀/단말기들을 묶어서 네트워크 망까지 연결해주는 장치	유비쿼스, 다산네트웍스, 에치에프알
OLT(Optical Line Terminal)	전화국사에 설치되어 Backbone 망과 인터넷 가입자 망을 연결하는 장치	유비쿼스, 다산네트웍스, 에치에프알
Mobile backhaul	국사 DU(Digital Unit)와 backbone 망의 연결고리. 무선망의 데이터를 모아서 backbone 망에 전달해주는 장비	유비쿼스, 다산네트웍스, 에치에프알
Mobile fronthaul	기지국 RRH와 국사 DU(Digital Unit)의 연결고리. Mobile fronthaul 장비는 기지국과 국사의 데이터 전송 및 처리를 제어하는 장비	에치에프알, 쉐리드, 코위버
스몰셀	기지국을 대체하는 소형 기지국	이노와이어리스, 케이엠더블유
RRH(Remote Radio Head)	기지국의 RU(Radio Unit). 데이터 처리능은 향상되면서 규모는 작아진 차세대 기지국	케이엠더블유, 에이스테크
광트랜시버	전기 신호를 광신호로 변환하여 광섬유를 매체로 송신하며, 반대로 송신된 광신호를 수신하여 전기신호로 바꿔주는 모듈	오이솔루션, 라이트론

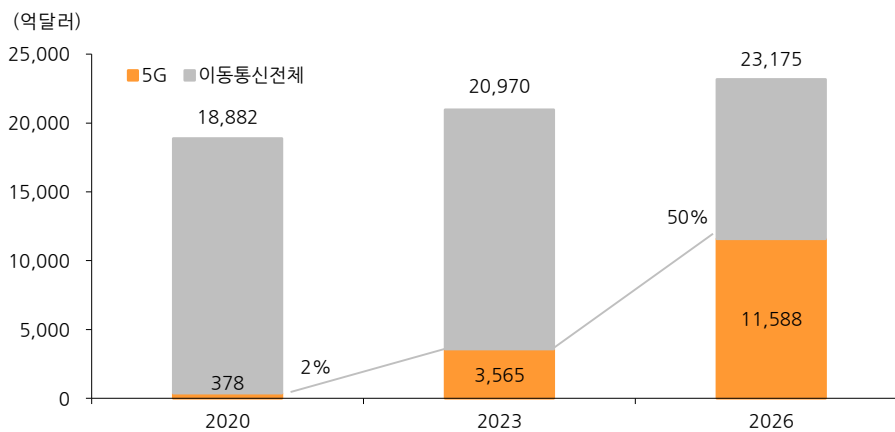
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한국 5G 시장 비중 전망



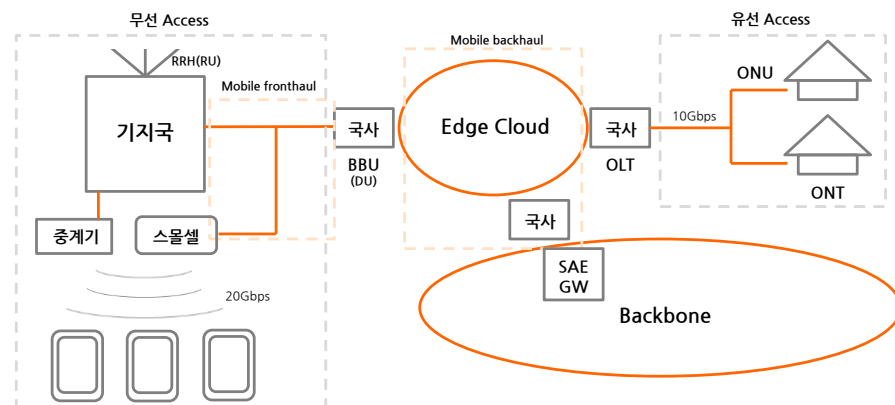
자료: 한국전자통신연구원, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 글로벌 5G 시장 비중 전망



자료: 한국전자통신연구원, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 5G 유무선 네트워크 구조



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 5G 무선 네트워크: 기지국/스몰셀 증가

5G 네트워크에서는 주파수 대역폭이 크게 달라진다. 주파수 대역부터 살펴보면, LTE는 주파수 대역이 850MHz, 900MHz, 1.8GHz, 2.1 GHz, 2.6GHz이다. 5G에서는 이보다 높은 고주파와 초고주파를 사용하여 3.5GHz(중간 대역), 28GHz(초고주파 대역)를 사용한다. 주파수 대역폭의 경우, LTE는 10~ 20MHz였지만 5G는 3.5GHz 대역에서는 280MHz, 28GHz 대역에서는 2,400MHz 이다. 참고로 2018년 6월 15일에 실시한 차세대 이동통신 주파수 경매에서 3.5GHz 대역 280MHz 중 SK텔레콤, KT가 100MHz씩, LG유플러스가 80MHz를 낙찰받았고, 28GHz 대역 2,400MHz는 3사가 동일하게 800MHz씩 가져가게 됐다.

5G 서비스에 사용될 고주파와 초고주파의 장점은 짧은 시간에 많은 파장을 일으키기 때문에 전달되는 데이터의 양이 늘어난다는 점이다. 하지만 파장의 길이가 짧고 회절률(전파가 장애물이나 좁은 틈을 통과할 때 파동이 장애물 뒤까지 전파하는 확률)이 낮아 같은 전력을 사용해서 전달할 수 있는 송신거리가 짧다. 때문에, 음영 지역이 많이 생기는 특성을 보완하기 위해 기지국의 고밀도 배치와 스몰셀 등 추가 장치가 요구된다. 따라서 기지국 및 스몰셀 장비에 대한 수요가 중장기적으로 꾸준히 증가할 것으로 예상되며, 관련 장비업체들에게는 매출 성장의 기회일 것으로 예상된다.

수요 증가가 예상되는 5G 무선 네트워크 장비/부품으로는 RRH 장비, 광트랜시버, Fronthaul 장비, 스몰셀 장비 등이 있으며, 관련 기업으로 케이엠더블유(RRH 장비), 에이스테크(RRH 장비), 오이솔루션(광트랜시버), 에치에프알(Fronthaul 장비), 쏘리드(Fronthaul 장비), 이노와이어리스(스몰셀, 무선망 최적화 장비, 스몰셀/기지국 계측장비)를 제시한다.

[표3] LTE/5G 사용 주파수 대역

서비스	사용 주파수 대역
LTE	850MHz, 900MHz, 1.8GHz, 2.1GHz, 2.6GHz
5G	3.5GHz, 28GHz

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 국내 이동통신 3사 연도별 5G 기지국 구축계획

구분		2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	합계
3.5GHz	투자액(억원)	11,068	11,625	12,559	12,469	10,768	58,488
	기지국 구축수	22,765	24,475	29,625	30,814	27,590	135,269
28GHz	투자액(억원)	1,770	4,962	9,592	0	0	16,324
	기지국 구축수	5,269	14,042	25,904	0	0	45,215
합계	투자액(억원)	12,838	16,587	22,151	12,469	10,768	74,812
	기지국 구축수	28,034	38,517	55,529	30,814	27,590	180,484

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

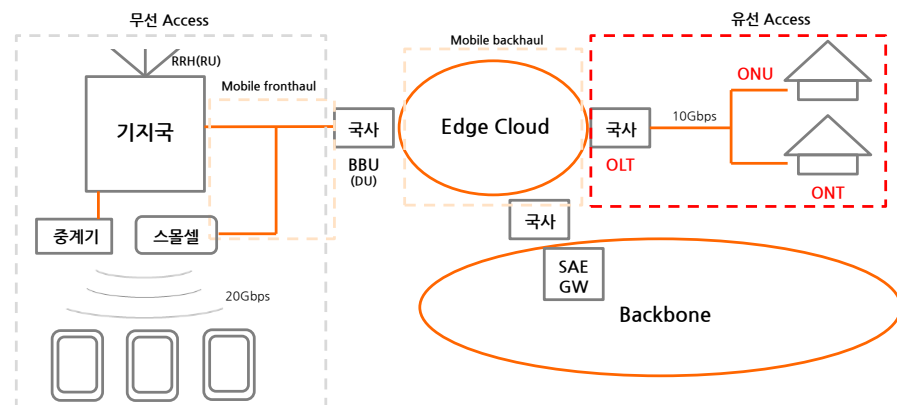
3. 5G 유선 네트워크: 10기가 인터넷 보급확대

4G LTE는 주로 무선 네트워크에만 투자가 집중됐던 반면에, 5G는 유무선 네트워크 모두 유의미한 규모의 투자가 이루어질 것으로 예상된다. 과거에는 유선 네트워크 데이터 전송속도가 무선 네트워크 속도보다 빨랐지만(유선 네트워크 1Gbps vs 무선 네트워크 500~ 600Mbps), 최근에는 무선 네트워크 데이터 전송속도가 유선 네트워크와 비슷한 수준까지 빨라졌다. 5G는 단말당 최대 데이터 전송 속도가 20Gbps까지 올라가기 때문에 유선 네트워크 투자 없이는 유/무선 네트워크 간의 속도 차이가 크게 벌어질 것으로 예상된다.

따라서 유선 네트워크 고도화를 위한 10기가 인터넷 관련 투자도 활발하게 이루어질 것으로 예상된다. 기술적인 측면에서 볼 때, 향후 자율주행, 스마트팩토리, 스마트시티 등 초저지연 서비스를 구축하기 위해서는 유선 네트워크에서도 무선 네트워크와 비슷한 수준의 퍼포먼스가 요구된다. 과학기술정보통신부에서도 5G 상용화를 통한 초연결 지능형 네트워크 구축을 위한 로드맵에 10기가 인터넷 상용화를 포함시켰다.

유선 네트워크 투자에 따라 수요증가가 예상되는 주요 장비/부품으로는 OLT(Optical Line Terminal: 광회선 단말)장비, ONU(Optical Network Unit)장비, ONT(Optical Network Terminal), 광트랜시버 등이 있다. 관련 업체로는 유비쿼스, 다산네트웍스, 에치에프알(OLT, ONU, ONT), 오아솔루션(광트랜시버) 등이 있다.

[그림9] 5G 네트워크 내 유선 네트워크 장비(빨간색)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 과학기술정보통신부의 5G 상용화 지원 로드맵

5G 이동통신	10기가 인터넷	사물인터넷(IoT)
2019년 상용화	2018년 상용화	2017년 4G IoT 전국망 구축
2022년 전국망 구축	2022년 85개시 구축(50%)	2021년 기기연결 3,000만개

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

에치에프알 (230240)

경험하지 못한 Big-Cycle을 기대하자



Buy (유지)

목표주가(유지): 31,000원

현재 주가(5/30)	21,500원
상승여력	▲44.2%
시가총액	2,576억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	23,700 / 8,575원
90 일 일평균 거래대금	108.77억원
외국인 지분율	0.6%

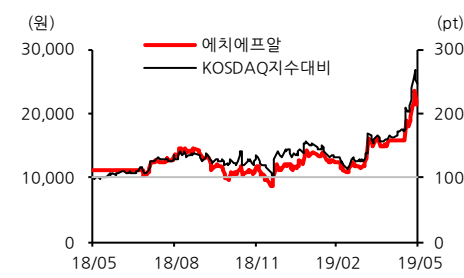
주주 구성	
정종민(외 2 인)	34.4%
스톤브릿지벤처스(외 1 인)	8.0%
에치에프알 자사주	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	36.1	74.8	82.6	93.7
상대수익률(KOSDAQ)	44.7	80.5	83.5	114.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	131	135	212	295
영업이익	3	3	25	54
EBITDA	5	7	29	57
지배주주순이익	3	-1	19	40
EPS	2,103	-328	1,596	3,432
순차입금	10	-8	-53	-81
PER	-	-	13.5	6.3
PBR	-	1.7	2.6	1.8
EV/EBITDA	-	18.5	7.1	3.1
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0
ROE	6.4	-1.4	21.2	34.3

주가 추이



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

2019 년에 시작된 5G 투자 Cycle 은 누구도 경험하지 못한 Big-Cycle 일 것으로 예상합니다. 에치에프알은 Fronthaul 장비의 높은 호환성을 바탕으로 3~ 4 년간은 고성장세를 이어갈 것으로 예상합니다.

1분기 매출이 2분기로

당사가 예상하는 에치에프알의 2분기 실적은 매출액 626억 원 (+62.8% q-q), 영업이익 90억 원(+418.8% y-y)이다. 1분기에 당초 예상했던 수준을 못미치는 매출이 2분기로 이월되면서 매출액이 큰 폭으로 증가할 전망이다. 이를 반영한 상반기 매출액은 786억 원 수준이며, 당사가 기존에 예상했던 상반기 매출액 770억 원을 상회하는 수준이다. 따라서 동사의 5G Cycle 수혜에 대한 Conviction은 더욱 강해지고, 시장 기대치를 상회하는 성장의 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

에치에프알의 강점: 호환성

에치에프알의 Fronthaul 및 LS(Layer Splitter)장비의 가장 큰 장점은 호환성이다. 당사는 SK텔레콤과 오랜기간 R&D를 진행하면서 다양한 형태의 기지국을 경험했다. 이러한 경험과 노하우를 바탕으로 5G 시대에서 빠르게 증가할 다양한 형태의 기지국들에 대한 대응이 가능하다. 국내는 물론, 해외에서도 수많은 기지국들을 다양한 SI업체들(노키아, 에릭슨, 삼성전자 등)이 구축하기 때문에 각자 장비들간의 호환성 이슈가 부각되고 있다. 따라서 에치에프알 장비의 높은 호환성은 이제 시작된 5G 투자 Cycle에서 큰 성장동력으로 작용할 것으로 예상된다.

2020년엔 더 좋은 Cycle 도래

당사는 에치에프알의 2019년 실적 추정치를 매출액 2,120억 원 (+57.1% y-y), 영업이익 247억 원(+760.9% y-y)으로 예상한다. 최근 시장은 기대 이상으로 발생하고 있는 국내 5G 투자규모 및 속도를 주가에 반영하고 있다. 하반기 진입이 가까워진 현 시점부터는 2020년 해외 5G 투자 Cycle로부터 수혜가 기대되는 업체들로 '옥석 가리기'가 진행될 것으로 예상된다. 2020년에는 북미, 일본 등 주요 선진국들의 5G 투자가 본격적으로 시작되는 해다. 따라서 과거 4G LTE Cycle 당시 북미 Verizon, AT&T 그리고 일본 NTT도코모향 Fronthaul장비 수주 레퍼런스가 있는 에치에프알의 수혜 가능성은 더욱 높다고 생각한다. 따라서, 투자자의견 Buy, 목표주가 31,000원을 유지한다.

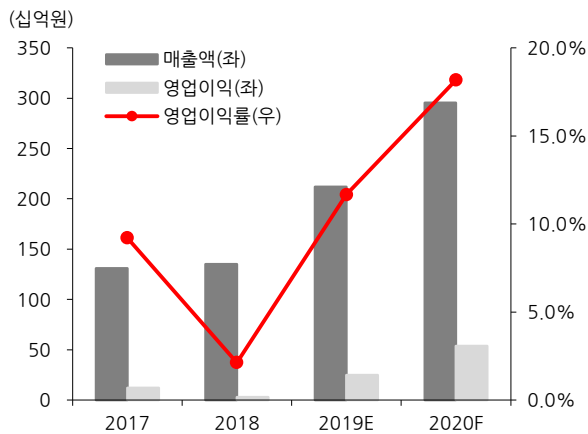
[표6] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	135.0	212.0	295.5	16.0	62.6	50.8	82.6	37.6	67.4	71.5	118.9
-y-y	3.2%	57.1%	39.4%	n/a	n/a	n/a	n/a	134.5%	7.7%	40.9%	43.9%
-q-q	-	-	-	n/a	289.9%	-18.9%	62.8%	-54.5%	79.1%	6.1%	66.3%
개별	104.0	187.4	264.5	10.5	56.7	44.4	75.7	30.4	59.9	63.7	110.5
-y-y	6.8%	80.1%	41.2%	8.1%	81.7%	117.6%	77.4%	189.4%	5.7%	43.5%	45.9%
-q-q	-	-	-	-75.4%	439.0%	-21.6%	70.5%	-59.8%	96.8%	6.4%	73.3%
영업이익	2.9	24.7	53.7	-5.0	9.0	3.3	17.3	0.1	12.1	12.9	28.7
-y-y	2.0%	760.9%	117.0%	n/a	n/a	n/a	n/a	흑자전환	33.7%	284.9%	65.4%
-q-q	-	-	-	n/a	흑자전환	-62.9%	418.8%	-99.6%	19,079.5%	6.8%	122.9%
영업이익률	2.1%	11.7%	18.2%	-31.0%	14.4%	6.6%	21.0%	0.2%	17.9%	18.0%	24.1%

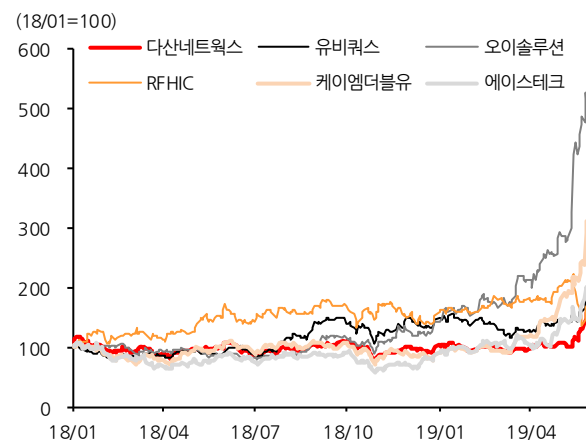
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 에치에프알 실적성장 본격화 전망



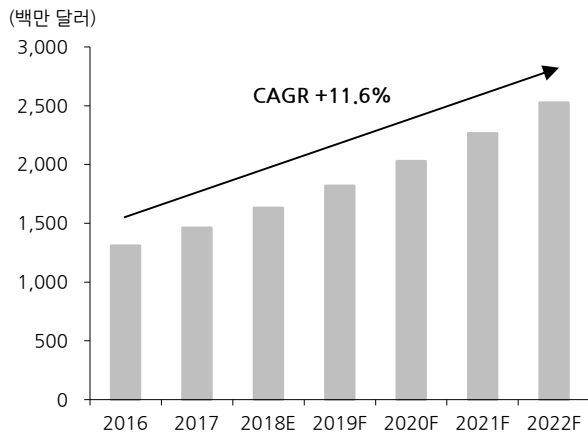
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국내 주요 통신장비 업체 추가 추이



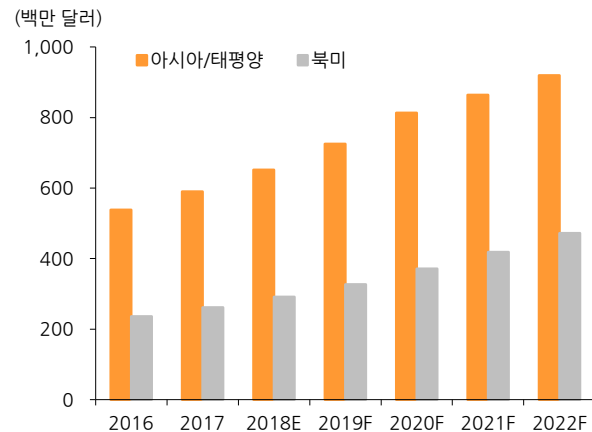
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 글로벌 Fronthaul 시장 CAGR +11.6% 성장 전망



자료: SNS Research, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 북미, 아시아/태평양 Fronthaul 시장 견조한 성장세 전망



자료: SNS Research, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	112	131	135	212	295
매출총이익	20	18	21	46	79
영업이익	7	3	3	25	54
EBITDA	10	5	7	29	57
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	2	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	2	0	24	53
당기순이익	8	3	-1	19	42
지배주주순이익	7	3	-1	19	40
증가율(%)					
매출액	71.3	16.5	3.2	57.1	39.4
영업이익	234.1	-61.6	1.9	760.9	117.0
EBITDA	155.9	-44.7	25.8	320.4	99.9
순이익	90.0	-59.0	적전	흑전	116.8
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	13.9	15.4	21.9	26.7
영업이익률	6.5	2.2	2.1	11.7	18.2
EBITDA 이익률	8.7	4.1	5.0	13.5	19.4
세전이익률	7.4	1.8	0.3	11.3	17.9
순이익률	6.8	2.4	-0.6	9.1	14.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	3	-2	-3	49	32
당기순이익	8	3	-1	19	42
자산상각비	2	3	4	4	4
운전자본증감	-8	-6	-12	26	-12
매출채권 감소(증가)	-15	3	-8	24	-12
재고자산 감소(증가)	-4	-1	-8	-1	-12
매입채무 증가(감소)	13	-8	4	3	12
투자현금흐름	-8	-4	4	-3	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-3	-4
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-3	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-2	9	0	0
재무현금흐름	-2	-1	14	0	0
차입금의 증가(감소)	-2	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	12	5	10	23	44
(-)운전자본증가(감소)	17	8	6	-26	12
(-)설비투자	1	1	2	3	4
(+)자산매각	-1	-3	-3	0	0
Free Cash Flow	-8	-7	-1	46	28
(-)기타투자	-4	-4	6	0	0
잉여현금	-4	-3	-7	46	28
NOPLAT	7	2	-6	20	43
(+) Dep	2	3	4	4	4
(-)운전자본투자	17	8	6	-26	12
(-)Capex	1	1	2	3	4
OpFCF	-9	-4	-10	47	30

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	84	78	102	124	176
현금성자산	18	9	22	68	96
매출채권	47	44	51	27	39
재고자산	18	19	26	27	39
비유동자산	20	25	27	26	27
투자자산	7	9	10	10	10
유형자산	4	4	5	7	10
무형자산	9	12	12	9	7
자산총계	104	103	128	150	203
유동부채	48	38	40	43	56
매입채무	29	20	24	27	39
유동성이자부채	17	14	11	11	11
비유동부채	8	11	8	8	8
비유동이자부채	4	5	3	3	3
부채총계	56	49	48	52	64
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	2	2	23	23	23
이익잉여금	43	46	45	63	104
자본조정	0	1	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	49	54	80	98	139

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	4,741	2,103	-328	1,596	3,432
BPS	31,288	34,132	6,728	8,302	11,735
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,741	3,387	3,484	1,943	3,753
ROA(%)	8.0	3.1	-0.8	13.5	22.9
ROE(%)	16.4	6.4	-1.4	21.2	34.3
ROIC(%)	16.4	3.7	-9.0	34.4	84.1
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	13.5	6.3
PBR	-	-	1.7	2.6	1.8
PSR	-	-	0.2	1.2	0.9
PCR	-	-	3.3	11.1	5.7
EV/EBITDA	-	-	18.5	7.1	3.1
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	114.5	90.8	60.2	52.3	46.0
Net debt/Equity	6.4	18.1	-9.7	-54.3	-58.5
Net debt/EBITDA	31.6	180.4	-113.5	-186.5	-142.0
유동비율	176.3	203.3	252.4	285.5	316.3
이자보상배율(배)	22.9	8.0	6.7	63.5	131.6
자산구조(%)					
투자자본	66.8	76.3	69.3	36.4	35.0
현금+투자자산	33.2	23.7	30.7	63.6	65.0
자본구조(%)					
차입금	29.8	26.3	15.3	12.7	9.4
자기자본	70.2	73.7	84.7	87.3	90.6

2019년 5월 31일

기업분석

오이솔루션 (138080)

5G 연결성의 핵심



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (신규)

목표주가(신규): 89,500원

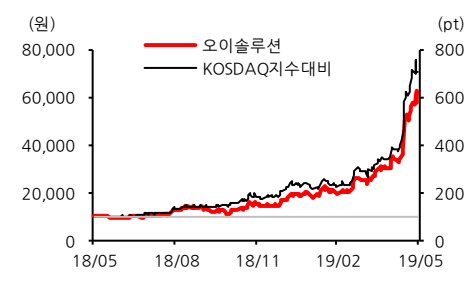
현재 주가(5/30)	57,800원
상승여력	▲54.8%
시가총액	4,473억원
발행주식수	7,740천주
52 주 최고가 / 최저가	63,100 / 9,640원
90 일 일평균 거래대금	193.88억원
외국인 지분율	4.3%
주주 구성	
박찬(외 6 인)	29.9%
이상호	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	70.0	191.9	275.3	466.7
상대수익률(KOSDAQ)	78.7	197.7	276.2	487.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	77	82	201	265
영업이익	-2	0	45	63
EBITDA	3	5	51	71
지배주주순이익	-2	3	40	52
EPS	-246	334	5,133	6,732
순차입금	-3	3	1	-19
PER	-	50.9	11.3	8.6
PBR	1.3	1.9	4.2	2.8
EV/EBITDA	32.6	26.7	8.8	6.1
배당수익률	0.9	0.7	0.2	0.2
ROE	-2.9	3.8	45.4	39.3

주가 추이



오이솔루션은 2003 년 설립된 국내 1 위 광트랜시버 제조업체 입니다. 동사는 글로벌 통신장비 업체들을 고객사로 확보하여 현재 진행중인 글로벌 5G 투자 Cycle 에서 큰 수혜가 기대됩니다.

국내 광트랜시버 1위 업체

오이솔루션은 광트랜시버를 제조 및 판매하는 업체로 국내에서 점유율 기준 1위 업체다. 광트랜시버는 광통신 장치에서 전기 신호를 광신호로, 또는 광신호를 전기 신호로 바꿔주는 역할을 하는 부품이다. 네트워크 망에서 유선 Access와 무선 Access에서 모두 필수적으로 필요한 부품으로 5G 투자 Cycle에서 가장 큰 수혜가 기대되는 업체들 중 하나다. 고객사의 스펙별 요구사항에 대응하기 위해 속도별로 1.25Gbps에서 25Gbps까지 제품 포트폴리오를 다양하게 구축해놓은 상황이다.

1분기 서프라이즈, 2분기는 더 좋다

동사는 1분기에 매출액 434억 원(+151.6% y-y), 영업이익 97억 원(흑자 전환 y-y)를 기록하며 분기 사상최대 실적을 달성하였다. 실적의 주요 배경으로는 국내 통신 3사의 5G 투자 본격화로 인한 광트랜시버 수요 급증이었다. 5G 관련 매출액은 분기 매출액의 73%를 차지하였고, 신제품 효과로 인한 수익성 상승으로 분기 영업이익률 22.4%를 기록하였다. 이러한 흐름은 2분기에도 이어지면서 실적 호조세가 지속될 것으로 예상된다.

2020년은 해외수주 기대, 투자의견 Buy, 목표주가 89,500원

당사는 오이솔루션의 3분기 실적 추정치에 주요 고객사의 평가인하 압박 risk를 반영하였다. 하지만 4분기부터 동사의 실적 성장세가 2020년까지도 지속될 것으로 추정한다. 이유는 1) 경쟁사의 기업윤리 의식에 대한 이슈발생으로 주요 고객사 KT, LG유플러스 외에 SK텔레콤의 물량이 확대되고 있으며, 2) 2020년에는 미국 Verizon의 5G 투자 본격화되고, 3) 2020년 도쿄 올림픽 이전 5G 상용화에 나선 일본 통신사들의 투자 확대가 예상되기 때문이다. 당사는 2019년 오이솔루션 실적으로 매출액 2,015억 원, 영업이익 448억 원을 예상한다. 당사 추정치 기준 현 주가는 PER 11.3배 수준으로 국내 통신장비 업체 평균 PER multiple 감안시 상승여력이 충분히 남아있다고 생각한다. 따라서 오이솔루션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 89,500원을 제시한다.

1. 투자의견 Buy, 목표주가 89,500 원 제시

오이솔루션에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 89,500원을 제시한다. 동사의 적정주가를 산출하기 위해 Target PER multiple로 국내 주요 통신장비 업종 Peer 5개(다산네트웍스, 에치에프알, RFHIC, 케이엠더블유, 에이스테크)의 2019E PER 평균치 17.4배를 적용하였다. 적용 순이익으로는 당사의 2019년 예상 순이익 397억 원을 반영하였다.

1) 국내 광트랜시버 1위 업체라는 점, 2) 글로벌 주요 통신사들을 고객사로 확보했다는 점, 3) 국내뿐만 아니라 해외 5G 시장에서도 수혜가 기대된다는 점을 감안시 현 주가의 밸류에이션(2019E PER 11.8배)은 Peer 평균치대비 저평가받고 있다고 생각한다. 산출된 목표주가 89,500원은 현 주가 57,800원 대비 상승여력 54.8%가 기대되는 수준이다.

[표7] 오이솔루션 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분		주석
1) 오이솔루션 12M Fwd 순이익	39.7	
2) Target PER multiple	17.4	(A+B+C+D+E) ÷ 5
A) 다산네트웍스	14.3	2019E PER
B) 에치에프알	13.4	
C) RFHIC	21.1	
D) 케이엠더블유	19.7	
E) 에이스테크	18.7	
3) Target 시가총액	692.8	
4) 주식수	7,739,532	
5) 적정주가(원)	89,511	
6) Upside	54.8%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

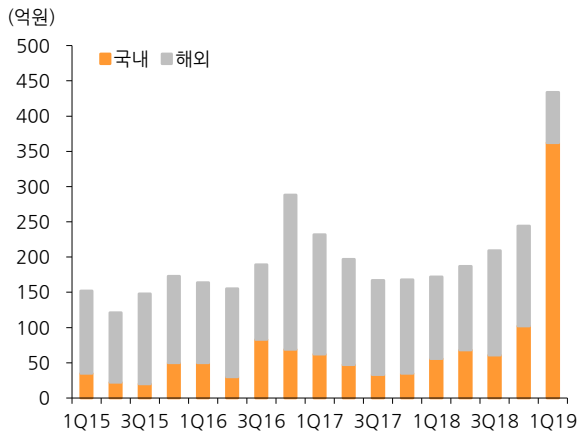
[표8] 오이솔루션 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F
매출액	81.5	201.5	264.7	17.3	18.7	20.9	24.7	43.4	54.4	49.1	54.6
-y-y	6.4%	147.2%	31.4%	-26.0%	-5.0%	25.2%	45.7%	151.6%	191.6%	134.3%	121.5%
-q-q	-	-	-	-47.7%	289.9%	-18.9%	62.8%	-54.5%	79.1%	6.1%	66.3%
영업이익	0.2	44.8	63.4	-2.3	-0.2	1.0	1.7	9.7	13.3	9.9	11.9
-y-y	흑자전환	19,067.7%	41.5%	적자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	849.2%	599.7%
-q-q	-	-	-	적자지속	적자지속	흑자전환	62.9%	474.4%	37.0%	-26.0%	20.1%
영업이익률	0.3%	22.2%	23.9%	-13.4%	-1.0%	5.0%	6.9%	22.4%	24.5%	20.1%	21.7%

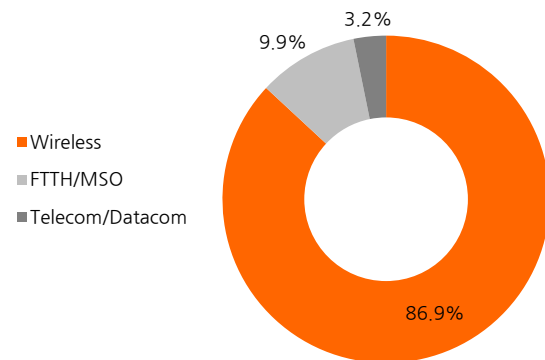
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 오이솔루션 분기별 매출추이



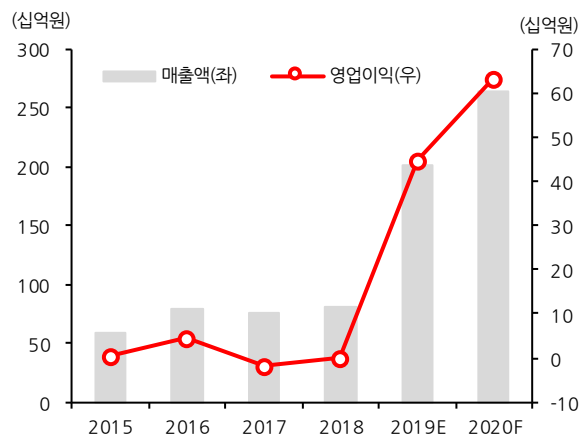
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 1분기 응용산업별 매출비중



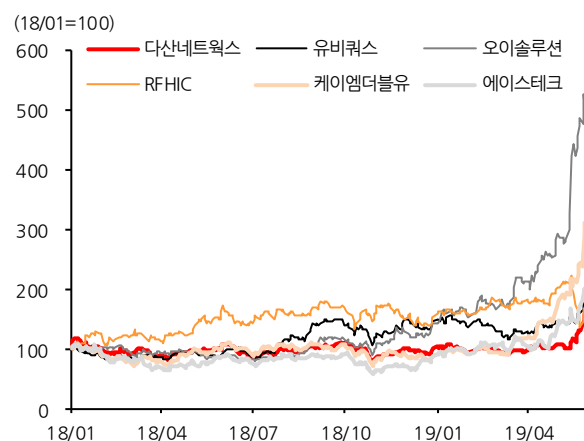
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 오이솔루션 실적성장 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 국내 주요 통신장비 업체 주가 추이



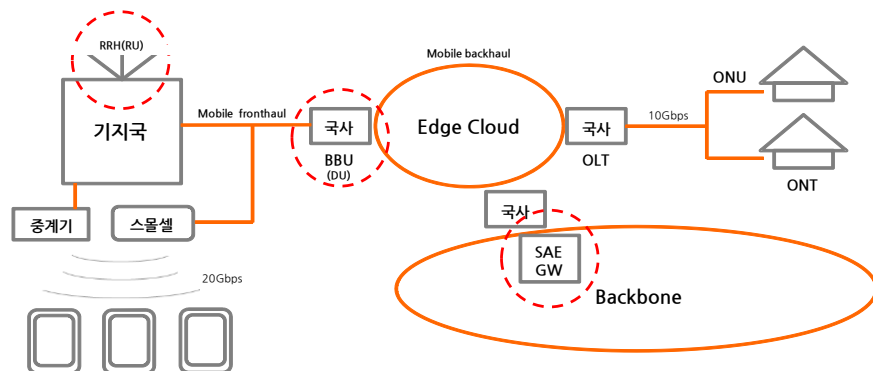
자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 광트랜시버의 수요증가는 단기에 그치지 않을 것

광트랜시버는 송신기(Transmitter)와 수신기(Receiver)의 합성어로 광통신 장비 또는 네트워크 망에서 광신호를 전기신호로 바꾸거나, 전기신호를 광신호로 바꿔주는 역할을 한다. 예로, 유선망에서 무선망으로 가는 과정에서 광섬유케이블에서 받는 광신호를 안테나에 전자신호로 바꿔주는 역할이다. 주로 기지국, 전화국사 등에서 요구되는 부품으로, 5G 기지국 숫자 증가에 따른 물량증가가 기대된다. 광트랜시버는 속도별로 제품이 다르며, 5G에서는 20Gbps이상의 전송 속도가 유선과 무선 네트워크 망에서 모두 요구되기 때문에 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 예상된다.

당사는 오이솔루션의 실적 호조세가 지속될 것으로 보는 근거로 1) 통신사의 CAPEX 투자가 하반기에는 더 집중된다는 특성, 2) 경쟁사의 기업윤리 의식 관련 이슈로 인한 SK텔레콤 물량증가세가 기대된다는 점, 3) 미국, 일본의 5G 투자가 2019년말 또는 2020년부터 본격화 될 것이라는 점을 제시한다. 동사의 매출액이 주로 KT와 LG유플러스에 집중돼 있었다는 점을 볼 때 SK텔레콤 물량확대는 실적 레벨업에 크게 기여할 수 있는 요인이라고 생각한다. 더불어, 일본의 경우 2020년 도쿄 올림픽 전에 5G 상용화를 마친다고 선언을 한 상황이기 때문에 본격적인 투자가 2020년부터는 불가피하다고 생각되어 동사의 해외 물량 증가를 예상한다. 당사는 2019년 오이솔루션 실적을 매출액 2,015억 원(+147.2% y-y), 영업이익 448억 원(+19,067.7% y-y)으로 전망한다.

[그림18] 5G 네트워크 내 광트랜시버 구간(빨간색)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	80	77	82	201	265
매출총이익	27	23	27	74	96
영업이익	5	-2	0	45	63
EBITDA	8	3	5	51	71
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	1	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	-4	2	46	64
당기순이익	6	-2	3	40	53
지배주주순이익	6	-2	3	40	52
증가율(%)					
매출액	34.2	-3.9	6.4	147.2	31.4
영업이익	833.7	적전	흑전	19,067.7	41.5
EBITDA	115.3	-68.4	88.5	905.2	39.6
순이익	226.0	적전	흑전	1,447.1	31.5
이익률(%)					
매출총이익률	33.4	29.5	33.6	36.6	36.2
영업이익률	5.9	-2.5	0.3	22.2	23.9
EBITDA 이익률	10.6	3.5	6.2	25.1	26.7
세전이익률	7.6	-4.9	2.4	22.6	24.3
순이익률	7.7	-2.3	3.2	19.8	19.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-5	4	1	17	39
당기순이익	6	-2	3	40	53
자산상각비	4	5	5	6	7
운전자본증감	-17	0	-8	-29	-21
매출채권 감소(증가)	-10	4	-4	-12	-8
재고자산 감소(증가)	-7	-3	-2	-24	-18
매입채무 증가(감소)	2	1	0	7	5
투자현금흐름	-8	-4	-11	-14	-18
유형자산처분(취득)	-7	-4	-5	-13	-17
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-6	0	0
재무현금흐름	7	14	-1	-1	-1
차입금의 증가(감소)	7	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	14	-1	-1	-1
배당금의 지급	0	1	1	1	1
총현금흐름	12	5	9	46	60
(-)운전자본증가(감소)	14	-5	4	29	21
(-)설비투자	7	4	5	13	17
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-9	5	-1	4	21
(-)기타투자	3	5	3	1	1
잉여현금	-12	0	-3	3	20
NOPLAT	3	-1	0	39	52
(+) Dep	4	5	5	6	7
(-)운전자본투자	14	-5	4	29	21
(-)Capex	7	4	5	13	17
OpFCF	-14	4	-5	3	20

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	53	57	57	95	140
현금성자산	10	23	17	19	39
매출채권	23	15	19	31	39
재고자산	18	19	20	44	61
비유동자산	37	39	42	50	61
투자자산	6	8	11	11	12
유형자산	30	30	30	38	48
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	90	96	99	145	201
유동부채	28	25	25	32	37
매입채무	6	3	4	11	16
유동성이자부채	20	20	19	19	19
비유동부채	6	4	6	6	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	35	29	31	38	43
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	14	27	27	27	27
이익잉여금	36	34	35	74	125
자본조정	2	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	55	67	68	107	158

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	929	-246	334	5,133	6,732
BPS	8,385	8,650	8,792	13,805	20,417
DPS	125	100	120	120	120
CFPS	1,885	675	1,202	5,940	7,713
ROA(%)	7.4	-1.9	2.6	32.5	30.1
ROE(%)	11.7	-2.9	3.8	45.4	39.3
ROIC(%)	6.5	-2.3	0.3	45.9	43.3
Multiples(x, %)					
PER	12.7	-47.2	50.9	11.3	8.6
PBR	1.4	1.3	1.9	4.2	2.8
PSR	1.0	1.1	1.6	2.2	1.7
PCR	6.3	17.2	14.1	9.7	7.5
EV/EBITDA	10.4	32.6	26.7	8.8	6.1
배당수익률	1.1	0.9	0.7	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	62.6	43.5	45.7	35.9	27.3
Net debt/Equity	17.8	-4.0	4.0	0.6	-12.0
Net debt/EBITDA	116.4	-100.5	53.5	1.2	-26.7
유동비율	186.1	230.8	224.8	293.6	379.6
이자보상배율(배)	13.2	n/a	0.5	88.6	127.6
자산구조(%)					
투자자본	79.1	66.2	70.8	77.4	72.9
현금+투자자산	20.9	33.8	29.2	22.6	27.1
자본구조(%)					
차입금	26.6	23.0	22.4	15.5	11.0
자기자본	73.4	77.0	77.6	84.5	89.0

IV. 디지털화

1. 디지털화를 위한 인프라 투자증가에 주목
2. 제조업의 디지털화
3. 디지털 금융서비스 확대
4. 디지털 헬스케어 서비스 확대

[기업분석]

에스넷 (038680)

1. 디지털화를 위한 인프라 투자증가에 주목

경기의 저성장세가 지속되면서 기업들은 생산성 개선에 집중하고 있다. 최근에는 최저 임금 인상과 주 52시간 근무제 도입으로 인해 이에 대한 니즈(needs)가 더 커지고 있다. 당사는 기업들의 생산성 개선을 위한 움직임을 ‘디지털화’로 표현할 수 있다고 생각한다. 맥킨지에 따르면, 기업의 디지털화는 생산성 향상으로 직결된다. 2000년부터 IT센서 가격은 계속 하락했고(MEMS 센서의 경우 -80.8%), 클라우드에 1GB 데이터를 보관하는 비용도 2010년대비 1,000분의 1 수준으로 하락하면서 디지털화를 위해 투자해야 하는 비용부담이 줄어들었다. 따라서, 기업들의 디지털화는 가속화 될 것으로 예상된다.

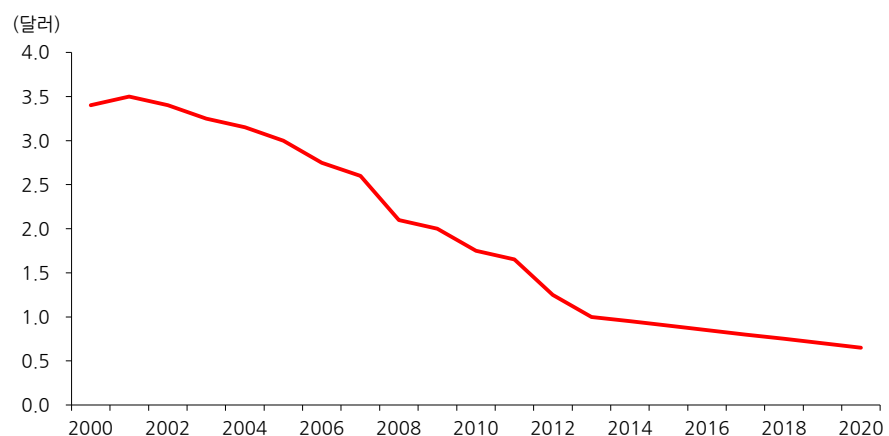
디지털화를 위한 투자 효과로 기업들은 인건비 절감, 자산효율 증가, 서비스 향상, 비용 구조 및 인건비 감소를 통한 수익성 개선을 기대할 수 있다. 당사는 이러한 성과들을 위한 제조업, 금융권, 헬스케어 업종의 디지털화로 1) 전산망 고도화, 2) 데이터센터 구축, 3) IoT 인프라 구축, 4) 클라우드 등에 대한 수요가 증가할 것으로 예상된다.

[표9] 디지털화를 통한 기업 성과 개선

개선 항목	개선 효과
판매량 증가율	연 5~15% 가속화
프로젝트 제품 개발 주기	20~40% 단축
연구/개발 예산 증가	50% 감소
재료비	5~10% 감소
적시 적량 배송 성과	20~30% 향상
재고	30% 이상 감소
제조비용	25~35% 감소
1인당 생산량	40~60% 향상

자료: 맥킨지, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] MEMS 센서 평균가격 하락세 지속



자료: YOLE Development, 한화투자증권 리서치센터

2. 제조업의 디지털화

최저임금 인상으로 인건비가 상승하면서 국내 제조업체들의 비용관리에 대한 고민이 깊어지고 있다. 지속적으로 비용이 증가하는 인력을 대체하기 위해 자동화 기술을 활용하여 경쟁력을 확보하고 있다. 제조 공정뿐 아니라 물류 창고와 백오피스 자동화에 대한 수요도 증가할 것으로 예상된다. 시장조사자료에 따르면, 재고 관리 자동화를 위한 센서 도입시 인건비를 75% 절감하는 효과를 기대할 수 있다. 백오피스 업무는 자동화 시스템으로 65%까지 대응이 가능하여 업무 효율성을 30% 이상 끌어올릴 수 있다.

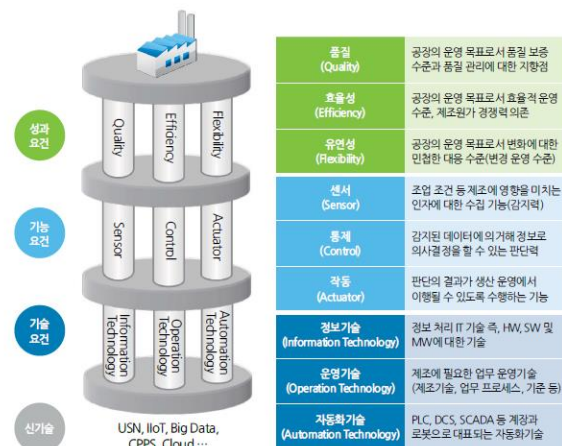
제조업의 디지털화로 원가절감도 기대할 수 있다. 재료 구매정보를 데이터로 축적하고 분석하여 제품원가를 낮추는 것이다. 단적인 예로 언론보도에 따르면, 한 글로벌 자동차 전장 부품 공급사는 전 세계 생산 공장과 공급망의 구매정보를 디지털화했다. 60만개가 넘는 구매 건수를 실시간으로 추적해 가장 싼 구매처 정보를 모든 공장에 전달해 연간 구매비를 11~14% 절감하는 효과를 얻었다. 더불어 디지털 구매 데이터 시스템, 공급사 성과 관리 시스템, 제품 생산 계획에 연동된 자동 재료 주문 시스템을 도입 계획 중에 있으며 이를 통해 구매비 15% 절감효과를 기대할 수 있다. 당사는 제조업의 이러한 디지털 인프라 구축이 증가하면서 결국에는 대부분의 생산시설이 스마트 팩토리로 변모할 것으로 예상된다. 이러한 방향으로 진화하는 과정에서 제조업의 네트워크 및 전산망 고도화, IoT 솔루션 도입 등에 대한 수요가 확대될 것으로 예상된다. 당사는 자동화 및 스마트 팩토리 관련주로 삼성SDS, 현대오트வே, 롯데정보통신, 에스넷 등을 제시한다.

[그림20] 스마트 팩토리의 특징



자료: Deloitte Analysis

[그림21] 스마트 팩토리 구성 요건



자료: Deloitte Analysis

3. 디지털 금융서비스 확대

금융권에서는 디지털화에 대한 관심이 확대되고 있다. 은행 및 보험사들은 고객을 대상으로 한 업무 프로세스 자동화를 집중적으로 추진 중이며, 디지털 서비스 강화를 통한 영업채널 강화에 투자하고 있다. 언론보도에 따르면 국내 금융회사 108개 중 71개사가 2019년에 디지털 전환 사업을 추진하는 목적으로 총 5,845억 원을 집행하기로 결정했다. 이러한 디지털 금융서비스 확산으로 고객들 역시 디지털 서비스의 편의성을 인식하고 이에 대한 수요가 증가하고 있다. BCG조사에 따르면 리테일 금융 업무처리 시 디지털 서비스를 주로 활용하는 고객군의 75%가 거래은행 선택 시 디지털 역량이 중요하다고 언급하였다.

금융업계 중에서도 은행권은 그동안 금융서비스 부문에서 신규 진입하는 유통, 핀테크 및 기타 ICT기업들을 견제하기 위해 리테일 부문 위주로 디지털 투자를 확대해왔다. 리테일 부문에서 가장 투자가 활발하게 진행된 부분은 비대면계좌개설 서비스를 위한 전산망 및 데이터센터 구축, 디지털 창구 확대 등이다. 향후 은행권의 디지털화는 리테일이 아닌 기업금융 부문에서도 확산되면서, 중장기적으로 은행권 SI(System Integration) 및 NI(Network Integration) 프로젝트 규모 증가로 이어질 것으로 전망한다. 당사는 디지털 금융서비스 확대 수혜주로 에스넷(데이터센터, 네트워크 인프라), 모바일리더(디지털창구, RPA), 포시에스(전자문서) 등을 제시한다.

[표10] 국내 금융권 디지털 전환 사업계획

권역	사업추진 회사수	평균예산 (억원)	사업내용								
			오픈API	RPA	AI	빅데이터	영업점 디지털화	블록체인	디지털 채널개발	기타	총계
은행	17	235.6	3	10	7	8	9	3	5	3	48
카드	8	52.6	2	2	6	4	0	2	2	0	18
보험	32	32.1	5	17	20	10	3	2	6	6	69
증권	14	28.1	3	8	5	4	5	0	4	0	29
전체	71	82.3	13	37	38	26	17	7	17	9	164

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 은행 고객군별 서비스 디지털화 진행 정도

고객군	디지털화 진행%	내용
다국적기업	50%	- 자금관리 및 자본시장 관련 상품 플랫폼 디지털화 - Multi-provider 플랫폼 확대
대기업	25%	- 제한적인 디지털 자금관리, 지급결제 수단 제공 - 디지털 외환 송금 및 서비스 제공
중견기업	25%	- 제한적인 디지털 자금관리, 지급결제 수단 제공
중소기업/소호	25%	- 은행 지점 축소 영향이 큰 편 - 리테일 서비스와 큰 차이 없음
리테일	50%	- 디지털 전환을 최근 10년 간 지속적으로 추진 - 은행 지점 축소 영향이 큰 편

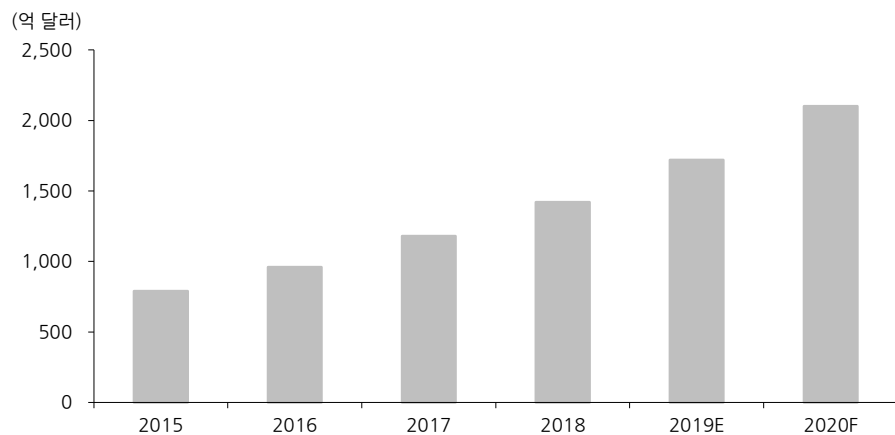
자료: 맥킨지, 한화투자증권 리서치센터

4. 디지털 헬스케어 서비스 확대

의료업계에서는 환자에 대한 서비스의 정확성, 효율성을 개선하기 위해 디지털 헬스케어 분야에 투자를 하고 있다. 디지털 헬스케어란 데이터 기반의 건강관리 시스템으로 장기적으로는 인공지능을 통해 지능화된 환자관리 시스템을 목표로 한다. 세계 디지털 헬스케어 시장은 연평균 21%의 가파른 성장세로 2020년 기준 2,100억 달러 규모에 이를 것으로 전망되며, 국내의 경우 연평균 15.9%의 성장세를 보이고 있다.

의료업계가 그리는 디지털 헬스케어 서비스의 미래에서는 수집된 의료 데이터를 클라우드와 같은 가상 공간에 저장하고 AI를 통해 분석한다. 그리고 병원, 의료진, 제약사, 약국, 보험사 등이 데이터를 공유하여 환자의 건강부터 생활까지 한번에 관리해주는 서비스가 가능하다. 이를 위해서는 EMR(Electronic Medical Records)/EHR(Electronic Health Records)과 같은 의료정보시스템 보급이 확산되어야 하며, 이를 기반으로 처방전달시스템, 의사결정지원시스템 등의 소프트웨어가 보급되어야 한다. 따라서 관련 소프트웨어와 네트워크 장비 등을 공급하는 SI업체들과 디지털 헬스케어 소프트웨어 업체들의 꾸준한 성장이 예상된다. 관련주로는 현대오트메버(전산 인프라), 에스넷(전산 인프라), 이지케어텍(EHR, EMR), 유비케어(EHR) 등을 제시한다.

[그림22] 글로벌 디지털 헬스케어 시장



자료: Economic Research, 한화투자증권 리서치센터

2019년 5월 31일

기업분석

에스넷 (038680)

방향성과 잠재력은 변한게 없다



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (신규)

목표주가(신규): 12,300원

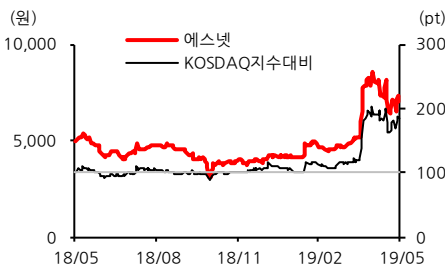
현재 주가(5/30)	7,090원
상승여력	▲73.5%
시가총액	1,140억원
발행주식수	16,075천주
52 주 최고가 / 최저가	8,560 / 3,100원
90 일 일평균 거래대금	73.69억원
외국인 지분율	3.3%
주주 구성	
블루로터스(외 2인)	26.6%
에스넷 자사주	6.8%
에스넷 자사주 펀드	1.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-17.2	53.3	77.5	42.8
상대수익률(KOSDAQ)	-8.5	59.0	78.4	63.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	213	271	351	440
영업이익	5	9	16	22
EBITDA	5	10	18	24
지배주주순이익	1	4	14	17
EPS	88	279	846	1,051
순차입금	-53	-46	-51	-64
PER	60.9	14.5	8.4	6.7
PBR	1.3	0.9	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.1	2.0	3.5	2.1
배당수익률	0.9	2.5	1.4	1.4
ROE	2.1	6.6	18.2	19.2

주가 추이



에스넷은 1999 년에 설립된 SI/NI 업체로, 삼성전자의 대규모 설비투자, 디지털 금융서비스 확대, 5G 상용화에 따른 수혜가 기대됩니다. 동사는 국내 주요 SI 업체들 대비 Valuation 매력도가 높은 상황이며, 최근 주가 급락은 좋은 매수 기회라고 생각됩니다.

삼성전자의 공격적인 비메모리 투자는 호재다

에스넷은 삼성그룹과의 견고한 파트너십으로 SI(System Integration) 및 NI(Network Integration) 구축 프로젝트에 참여하고 있다. 그중에서도 주로 삼성전자와 삼성디스플레이의 메모리, 비메모리, 디스플레이 생산 라인에 구축되는 네트워크 장비와 소프트웨어를 공급하고 있다. 최근 삼성전자의 대규모 비메모리 설비투자 발표는 동사의 SI 및 NI 구축 프로젝트 매출 증가에 기여할 것으로 예상된다.

디지털 금융서비스 확대에 따른 수혜 진행중

금융권 디지털화 역시 동사의 주요 성장 드라이버다. 은행 및 보험사들의 전자문서, 비대면계좌개설 서비스와 같은 디지털 서비스 확대로 데이터 센터 및 전산망 고도화에 대한 수요가 증가하고 있다. 데이터 센터 부문에서는 동사의 가상화(SDN) 기술의 경쟁력이 부각되면서 관심이 높아지고 있다. 2018년 금융권 매출액 규모는 241억 원이었으며, 2019년에는 450억 원 수준으로 약 86.7% 증가할 것으로 전망한다.

네트워크 가상화 기술로 5G 시장 공략

에스넷의 네트워크 가상화 기술은 5G에서도 부각될 것으로 예상된다. 특히 NFV기반의 vEPC 기술은 복잡한 네트워크 망에서도 데이터 처리속도를 효율적으로 처리하는 기술로 5G 기지국에서 필수적으로 요구되는 기술이다. 현재 관련 매출은 미미하나, 5G 기지국 투자가 확대됨에 따라 유의미한 매출이 발생할 것으로 예상된다.

안정적인 실적과 4차산업의 방향성을 보고 매수해야 한다

당사는 에스넷에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 12,300원을 제시한다. 목표주가는 국내 SI업체들의 2019E 평균 PER 18.7배에서 20% 할인한 수준이기에 합리적인 수준이라고 생각한다. 1) 삼성의 CAPEX투자 방향성, 2) 금융권 전산망 고도화, 3) 5G 인프라 확대 감안시 현 주가수준(2019E PER 8.4배)에서는 매수해야 된다고 생각한다.

1. 투자의견 Buy, 목표주가 12,300 원 제시

에스넷에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 12,300원을 제시한다. 동사의 적정주가를 산출하기 위한 Target PER multiple로 국내 주요 SI 업종 Peer 5개사(삼성SDS, 현대오트메버, 롯데정보통신, 신세계 I&C, 효성ITX)의 2019E PER 평균치 18.7배에서 할인율 20%를 적용하였다. 할인율 20%에 대한 근거로는 1) 2018년 기준 매출액이 상대적으로 작다는 점 2) Peer들과 달리 소속된 그룹사가 없다는 점을 제시한다. 산출된 Target PER multiple은 15.0배로, 매출액이나 영업이익 규모가 비슷한 수준인 효성ITX(2019E PER 15.8배)보다도 낮은 수준으로 부담스럽지 않은 수치라고 생각한다. 목표주가 12,300원은 현 주가 7,090원 대비 상승여력 73.5%가 기대되는 수준이다.

[표12] 에스넷 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분		주석
1) 에스넷 2019E 순이익	13.2	
2) Target PER multiple	15.0	$\{(A+B+C+D+E) \div 5\} \times 80\%$
A) 삼성SDS	22.0	
B) 현대오트메버	21.0	
C) 롯데정보통신	19.8	
D) 신세계I&C	15.0	
E) 효성ITX	15.8	
3) Target 시가총액	197.9	
4) 주식수(전환사채 1,000,000 주 포함)	16,075,215	
5) 적정주가(원)	12,314	
6) Upside	73.5%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표13] 에스넷 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F
매출액	270.8	351.0	440.1	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	73.5	87.4	141.0
-y-y	26.9%	29.6%	25.4%	41.6%	26.4%	2.1%	38.9%	16.4%	24.1%	53.0%	25.6%
-q-q	-	-	-	-47.7%	289.9%	-18.9%	62.8%	-54.5%	79.1%	6.1%	66.3%
영업이익	9.0	16.4	22.4	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	1.7	4.1	11.6
-y-y	96.8%	82.9%	36.5%	적자지속	흑자전환	-94.4%	153.2%	적자지속	169.2%	1,979.9%	16.1%
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	-67.6%	4908.5%	적자전환	흑자전환	150.0%	179.7%
영업이익률	3.3%	4.7%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	2.3%	4.7%	8.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표14] 에스넷 관련 용어정리

용어	의미
SDN(Software Define Networking)	소프트웨어 알고리즘으로 네트워크 트래픽 제어: 네트워크 장치는 데이터 전송기능만 부여, 서버에서 트래픽 제어
NFV(Network Functions Virtualization)	네트워크 장비를 가상화: 물리적 리소스를 가상머신들이 공유하여 리소스 사용을 극대화
vEPC(Virtual Evolved Packet Core)	가상의 코어망을 구현해 네트워크 리소스 사용을 극대화: 원활한 데이터 통신 구현

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. ICT Infra 사업: 삼성과 함께 성장

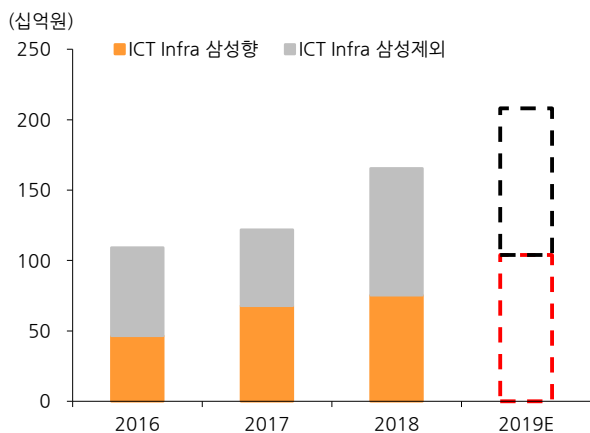
에스넷의 ICT Infra 사업은 주로 삼성전자 및 삼성디스플레이의 설비투자 관련 인프라 구축 담당 사업이다. 주로 Network Integration 담당이며, 인프라 현황을 분석하고 방향성을 도출하는 컨설팅 외 다양한 유무선 솔루션을 설계하고 구축한다. 네트워크 장비로는 Cisco 장비를 도입하며 고객사 요구에 맞게 에스넷이 최적화 작업을 한다. 최근 이슈화 되고 있는 삼성전자의 대규모 비메모리 설비투자는 동사에게 긍정적인 이슈이며, 그 외에 메모리 및 디스플레이 설비투자가 바닥을 찍고 상승하는 그림이기 때문에 ICT Infra 사업부문은 안정적인 성장세가 기대된다. 더불어, 프로젝트 수주가 증가하면 유지 보수 매출 증가로 이어지기 때문에 실적에 안정성을 더해줄 수 있다. 당사가 추정하는 에스넷의 2019년 ICT Infra 사업 삼성향 매출액은 1,040억 원 수준(+37.9% y-y)이다.

[표15] 삼성전자 메모리 반도체 설비투자 스케줄 전망

제품	생산라인	규모	투자시기							
			1H17	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20
DRAM	17 라인	30K								
	16 라인	10K								
	평택 2 층	60K								
	평택 2 층	20K								
	평택 2 기 1z	미정								
NAND	평택 1 층 64 단	100K								
	평택 2 층	30K								
	평택 1 층 92 단 전환투자	70~80K								
	시안 2 기	30K								
	시안 2 기	80K								

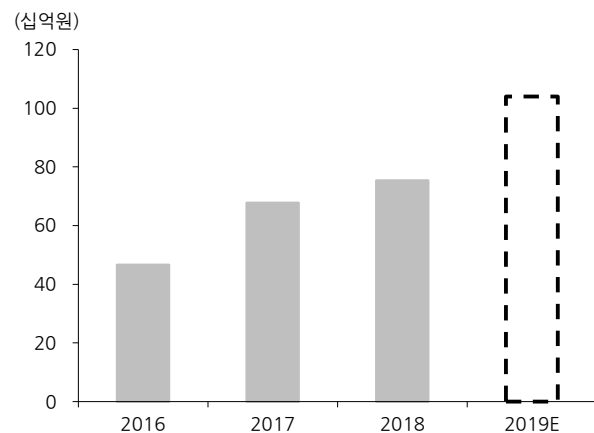
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] ICT Infra 사업 매출액 증가세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] ICT Infra 삼성향 매출액 증가세



자료: 한화투자증권 리서치센터

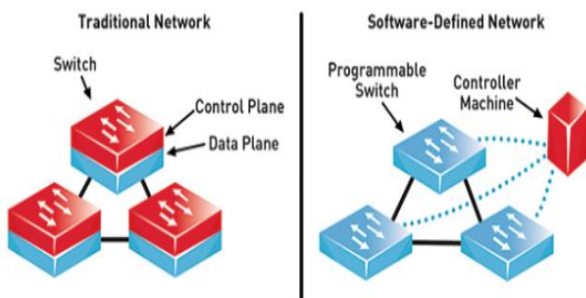
3. 데이터센터, IoT 수요 확대 예상

에스넷의 삼성전자향 ICT Infra 사업 외에 주로 매출이 발생하는 부분은 데이터 센터와 IoT 부문이다. 주로 금융권, CJ그룹 등과 같은 Non-IT 기업들로부터 프로젝트를 수주하고 있다. 최근 기업들의 디지털화에 대한 수요가 증가하면서 전산망 고도화에 대한 수요가 증가하고 있다. 특히 데이터 스토리지에 대한 관심이 높아지면서 동사의 데이터 센터 솔루션, 클라우드, 서버, 스토리지, 네트워크 구축 등과 관련된 프로젝트 수주가 늘어나고 있다.

데이터 센터는 물리적인 Infra 기술을 바탕으로 다양한 클라우드 서비스를 제공하기 위해 가상화 기술과 가상화(SDN) 제품에 대한 이해도와 경험이 필요하다. 클라우드 환경에서는 네트워크를 하드웨어로 관리하기 복잡해지면서 소프트웨어 알고리즘으로 유동적인 네트워크 관리가 가능한 기술이 요구되기 때문이다. 따라서 가상화 기술과 데이터 센터 구축에 대한 노하우를 보유한 동사에 수혜가 기대된다.

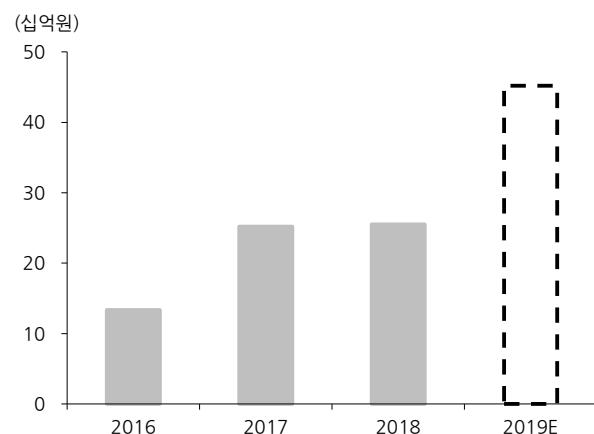
IoT 분야는 센싱기술과 무선통신 기술을 복합적으로 적용하여 서비스를 제공하는 사업이다. 에스넷은 실내 실시간 위치기반 서비스를 지원하는 솔루션과 빅데이터를 접목한 사전사고 감지용 예지정보 솔루션을 보유하고 있다. 이 서비스는 GPS의 음영지역인 실내에서 관리대상의 위치를 확인하여 작업자의 안전, 공정상의 모니터링, 자산관리 업무에 적용되고 있으며 최근 LG디스플레이의 생산라인에 최초로 적용되어 확대 중이다. 최근에는 AI Safeguard 라는 제품을 출시하여 영상분석, 위치추위, 가스 모니터링 감지 솔루션 등과 같은 서비스를 제공할 예정이다. IoT 서비스는 5G 인프라가 본격적으로 확대되는 시점에 그 수요가 빠르게 증가할 것으로 기대된다.

[그림25] 기존 네트워크 vs SDN 네트워크 비교



자료: Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 금융권 프로젝트 매출액 증가세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	209	213	271	351	440
매출총이익	22	26	37	51	66
영업이익	-2	5	9	16	22
EBITDA	-1	5	10	18	24
순이자손익	0	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	7	17	21
당기순이익	-2	2	4	13	17
지배주주순이익	-2	1	4	14	17
증가율(%)					
매출액	6.3	1.9	26.9	29.6	25.4
영업이익	적지	흑전	96.8	82.9	36.5
EBITDA	적전	흑전	82.1	81.6	31.9
순이익	적전	흑전	109.8	257.9	26.3
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	12.3	13.5	14.6	14.9
영업이익률	-0.9	2.1	3.3	4.7	5.1
EBITDA 이익률	-0.5	2.5	3.6	5.1	5.4
세전이익률	0.1	1.3	2.6	4.8	4.9
순이익률	-1.0	0.8	1.4	3.8	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	9	3	1	6	17
당기순이익	-2	2	4	13	17
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	8	-5	-15	-9	-1
매출채권 감소(증가)	8	3	-12	25	-3
재고자산 감소(증가)	5	-7	3	-22	-1
매입채무 증가(감소)	-4	-6	3	-15	2
투자현금흐름	-7	4	23	0	-3
유형자산처분(취득)	14	-1	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-21	13	30	2	0
재무현금흐름	-5	0	-1	0	-2
차입금의 증가(감소)	-4	1	-1	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	1	-1	-2
배당금의 지급	0	0	1	1	2
총현금흐름	3	7	16	15	18
(-)운전자본증가(감소)	-12	3	7	5	1
(-)설비투자	1	1	0	1	1
(+)자산매각	15	-1	0	-1	-1
Free Cash Flow	29	2	8	8	15
(-)기타투자	5	8	13	4	1
잉여현금	24	-6	-5	4	14
NOPLAT	36	3	5	13	18
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	-12	3	7	5	1
(-)Capex	1	1	0	1	1
OpFCF	48	0	-2	9	17

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	121	125	123	139	156
현금성자산	61	55	48	53	65
매출채권	46	43	50	53	55
재고자산	8	14	11	33	34
비유동자산	17	23	27	29	30
투자자산	12	17	17	17	18
유형자산	3	3	2	3	3
무형자산	2	3	8	8	10
자산총계	138	148	150	168	186
유동부채	65	73	71	76	79
매입채무	55	48	51	51	53
유동성이자부채	1	2	3	1	1
비유동부채	3	3	4	5	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	68	76	75	82	85
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	19	20	24	36	51
자본조정	-8	-8	-8	-9	-9
자기주식	-3	-3	-3	-4	-4
자본총계	71	72	75	86	101

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-146	88	279	846	1,051
BPS	4,080	4,121	4,302	5,004	5,955
DPS	0	50	100	100	100
CFPS	180	450	997	911	1,133
ROA(%)	-1.7	1.0	3.0	8.6	9.6
ROE(%)	-3.5	2.1	6.6	18.2	19.2
ROIC(%)	221.4	40.9	30.7	53.3	62.2
Multiples(x, %)					
PER	-	60.9	14.5	8.4	6.7
PBR	1.5	1.3	0.9	1.4	1.2
PSR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
PCR	33.5	11.9	4.1	7.8	6.3
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	3.5	2.1
배당수익률	0.0	0.9	2.5	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	95.7	106.8	100.5	95.3	83.6
Net debt/Equity	-85.5	-74.2	-61.1	-59.9	-63.1
Net debt/EBITDA	5,723.0	-984.3	-465.5	-288.0	-271.1
유동비율	186.9	170.8	173.0	182.1	197.2
이자보상배율(배)	n/a	53.7	79.5	27.1	15.1
자산구조(%)					
투자자본	5.5	12.2	24.8	28.0	26.4
현금+투자자산	94.5	87.8	75.2	72.0	73.6
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.2	3.5	1.5	1.3
자기자본	98.6	97.8	96.5	98.5	98.7

V. 중국 아웃바운드 관광객 증가

1. 중국 아웃바운드 관련 시장 확대 지속
2. 근거리 4개국의 수혜 기대
3. 한·일 쇼핑 산업에 긍정적
4. 실적 턴어라운드가 기대되는 관련주

[기업분석]

JTC (950170)

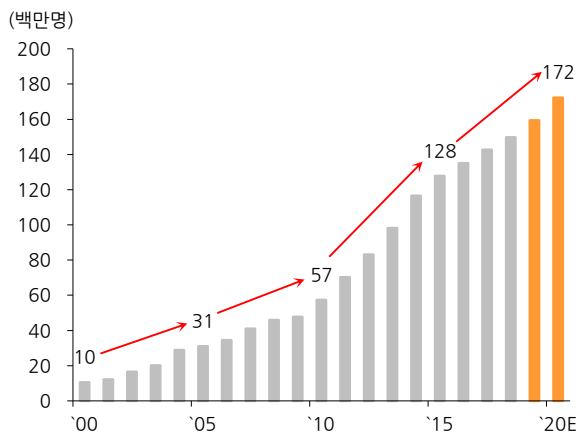
제로투세븐 (159580)

1. 중국 아웃바운드 관련 시장 확대 지속

지난해 중국 해외여행객은 약 1.5억명을 기록하며 재차 사상 최대치 경신했다. ①소득 증가에 따른 여행 횟수 증가와 저변 확대(1~2선 도시 → 3~4선 도시, 1인당 GDP 4천 달러부터 해외 여행 수요 본격 증가), ②각 국 중국인 대상 비자 정책 완화, ③용이해진 여행 정보 및 항공 접근성 등 구조적 개선을 통해 이런 추세는 지속될 가능성이 높다. 이에 '20년 중국 해외여행객은 1.7억명을 상회하며 '10년 대비 3배 이상 증가할 전망이다.

중국 해외여행 소비액도 '20년 \$3,100억에 달할 전망이다. 해외여행객 수뿐만 아니라 인당 소비액도 1.3만위안(약 \$1,900)으로 선진국(미국 \$1,539, 독일 \$1,383) 대비 크기 때문이다. 최근 상대적 소득 수준이 낮은 3~4선 도시의 해외여행객 비중 상승이 인당 소비액 증가의 제한 요인으로 작용하고 있지만 중국 소득 증가 추세 고려 시 결국 증가할 것이다. 이에 중국 아웃바운드 관련 시장은 확대를 지속할 것으로 전망된다.

[그림27] 폭발적으로 증가한 중국 해외여행객



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 중국 해외여행객 증가 요인

Internal Factor

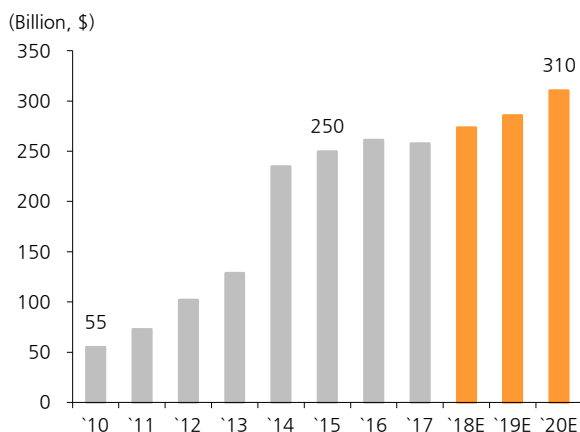
- Higher Income
- More overseas experience

External Factor

- Access to online travel information
- Friendlier visa Policy
- Air connectivity and accessibility

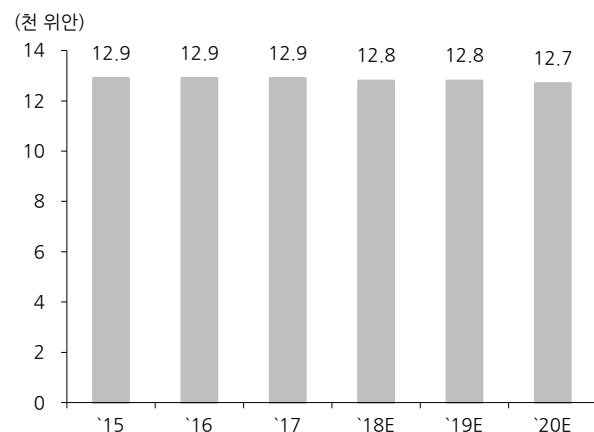
자료: Mckinsey, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 중국 해외여행 소비액 추이와 전망



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 중국 해외여행 인당 소비액 추이와 전망



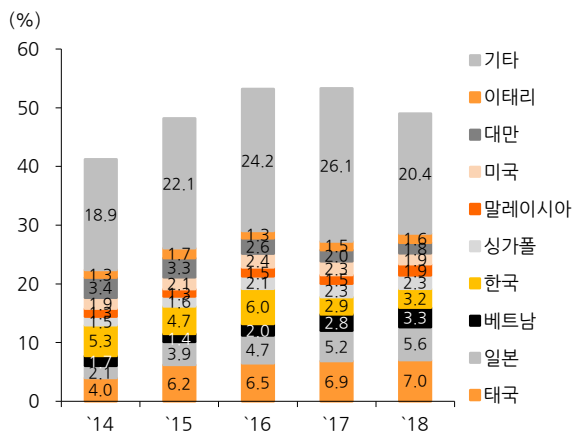
자료: Mckinsey, 한화투자증권 리서치센터

2. 근거리 4 개국의 수혜 기대

자국령인 홍콩과 마카오 제외 시 근거리 4개국에 대한 여행 수요의 확대세가 지속될 것으로 예상된다(휴양→태국, 베트남, 쇼핑·문화→한국, 일본). 이는 ①접근성(단기 휴가나 공휴일 통해 해외 여행 니즈 충족), ②비용 문제(항공료) 등으로 찾·재 방문이 유리하기 때문이다. 과거 국내도 1인당 GDP \$20,000까지 해외여행객 내 근거리 국가인 중일 방문객 비중이 지속적으로 상승한 경험 있다(18년 중국 1인당 GDP \$9,633).

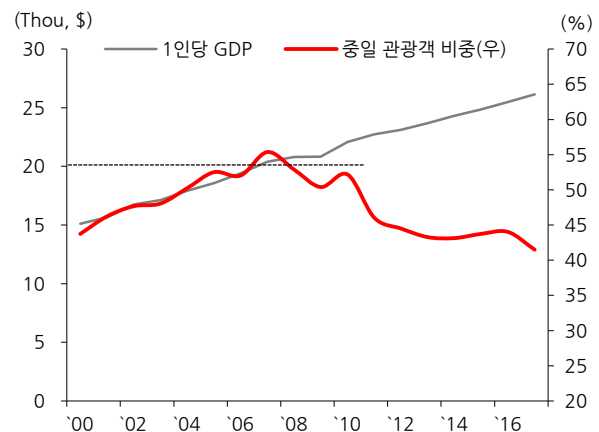
실제 최근 5년 간 LCC 노선도 더해지며 중국 해외여행객 내 근거리 4개국 방문객 비중은 상승하고 있다. 한국만 '17년 이후 사드 사태 여파로 이전보다 그 비중이 크게 하락한 상황이다. 그러나 ①뛰어난 쇼핑 인프라, ②한류에 대한 선호 지속, ③양호한 접근성(근거리 4개국 중 중국 동부의 주요 1~2선 도시에서 가장 짧은 거리) 등 장점이 충분한 만큼 사드 규제 완화 시 비중 하락 폭의 상당분이 회복 가능할 것으로 예상된다.

[그림31] 중국 지역별 해외여행 비중 추이



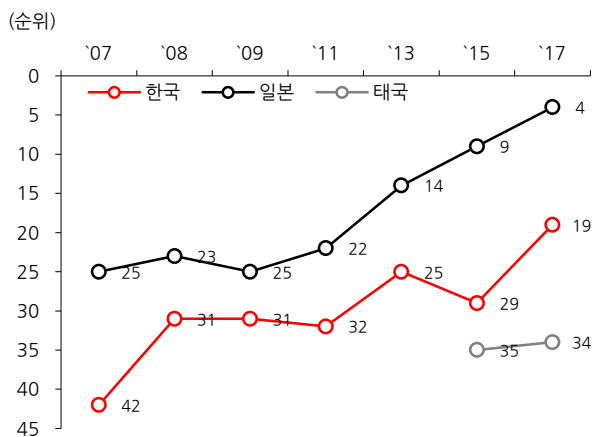
주: 1,2위인 홍콩과 마카오는 제외
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 한국 1인당 GDP와 중일 관광객 비중 추이



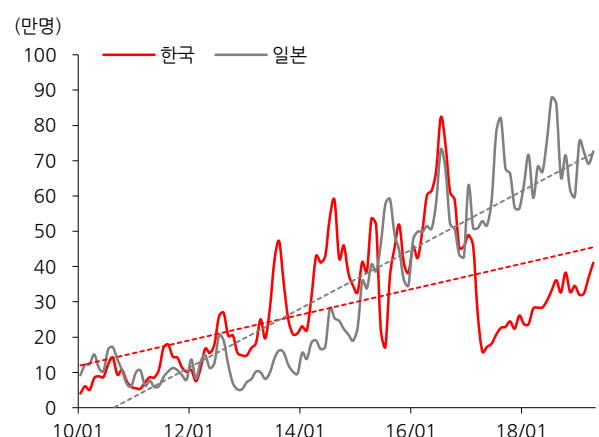
자료: 문체부, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 근거리 4개국 관광 경쟁력 순위 추이



자료: WEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 한일 중국 관광객 월별 추이



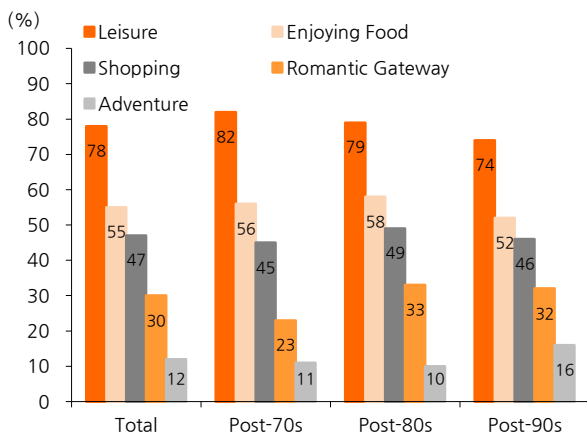
자료: 각 국 통계청, 한화투자증권 리서치센터

3. 한·일 쇼핑 관련 산업에 긍정적

근거리 4개국 중 쇼핑 인프라가 양호한 한국과 일본(18년 여행 경비 내 쇼핑 비중이 각각 65%, 50%) 내 쇼핑과 관련된 유통, 소비재 산업의 성장 여지가 클 것으로 보인다(휴양지 중심의 동남아는 호텔). Nielsen 현지 조사에 따르면 중국인들의 ①해외여행 목적 Top5은 레저, 음식, 쇼핑, 낭만, 어드벤처, ②해외여행 경비(항공료 제외) 사용 비중은 쇼핑, 숙박, 식사 등의 순으로 중국 해외여행객들의 키워드는 쇼핑이기 때문이다.

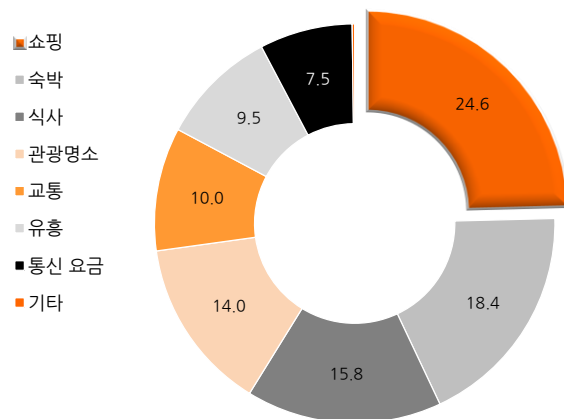
다만 한일을 방문한 중국 관광객 인당 쇼핑액의 점진적 감소는 관련 산업에 영향을 미칠 수 있다. 이런 현상은 해외여행 경험의 누적에 따라 이전 대비 합리적이고 집약된(미리 제품을 결정하고 짧은 시간 내 구매, 동일 제품 재 구매 등) 쇼핑 행태에 기인한 것으로 추정된다. 이에 유통(한국: 면세점, 일본: 백화점, Drug Store), 소비재(화장품, 의류, 식품) 산업 내 브랜드 인지도가 높은 업체 중심으로 성장이 클 것으로 보인다.

[그림35] 세대별 중국인 해외여행 목적 Top5



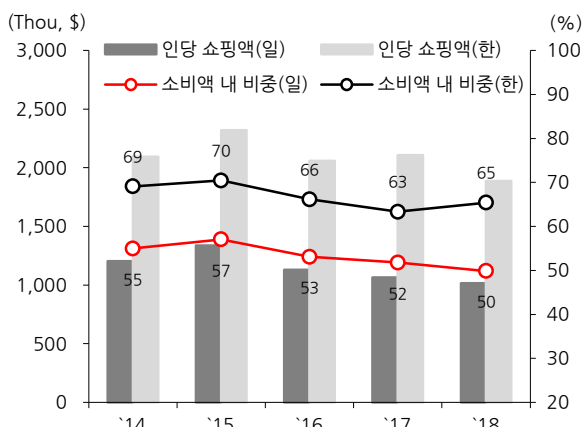
자료: Nielsen, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 해외여행 경비 사용 비중 (현지 기준)



자료: Nielsen, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 한일 방문 중국인 인당 쇼핑액과 소비액 내 비중 추이



자료: 문체부, 일본 관광청, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 중국 해외여행객의 구매 상위 품목

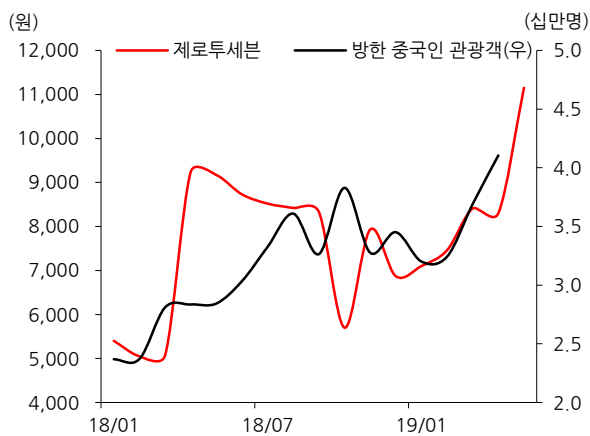


자료: Nielsen, 한화투자증권 리서치센터

4. 실적 턴어라운드가 기대되는 관련주

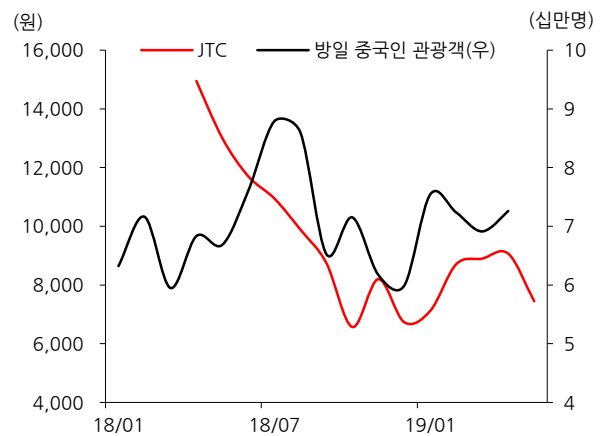
‘중국 아웃바운드’는 이미 널리 알려진 Idea이다. 그러나 여전히 Big Cycle이 진행 중이라는 점에서 재차 상기할 필요가 있다. 당사 관련 Coverage 종목은 제로투세븐과 JTC이다. 올해부터 실적 턴어라운드가 기대되는 업체들이다. ①제로투세븐의 경우 궁중비책(유아동 화장품) 브랜드 가치 제고에 따른 면세점·수출 판매 호조, ②일본 사후면세점 업체인 JTC는 지난해 자연재해 기저효과, 소비세 인상 효과, 내년 올림픽 등 때문이다.

[그림39] 방한 중국인 관광객과 제로투세븐 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 방일 중국인 관광객과 JTC 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표16] 제로투세븐(Buy, TP 16,000 원) 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

구분	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,163	1,843	1,753	2,256	2,719
yoy	-20.1%	-14.8%	-4.9%	28.7%	20.6%
영업이익	-63	-25	-47	166	231
yoy	적지	적지	적지	흑전	39.4%
영업이익률	-2.9%	-1.4%	-2.7%	7.3%	8.5%
지배지분순이익	-102	-199	-64	140	189
yoy	적지	적지	적지	흑전	34.7%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표17] JTC(Buy, TP 10,000 원) 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

구분	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	5,332	5,327	5,188	6,501	7,488
yoy	-14.9%	-0.1%	-2.6%	25.3%	15.2%
영업이익	268	313	173	292	355
yoy	-70.2%	16.8%	-44.9%	68.8%	21.7%
영업이익률	5.0%	5.9%	3.3%	4.5%	4.7%
지배지분순이익	149	246	104	195	226
yoy	-70.2%	64.6%	-57.8%	88.2%	15.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

JTC (950170)

중국 아웃바운드 관광객 증가 수혜

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (신규)

목표주가(신규): 10,000원

현재 주가(5/30)	7,430원
상승여력	▲34.6%
시가총액	2,601억원
발행주식수	35,006천주
52 주 최고가 / 최저가	14,450 / 6,090원
90 일 일평균 거래대금	31.86억원
외국인 지분율	9.1%

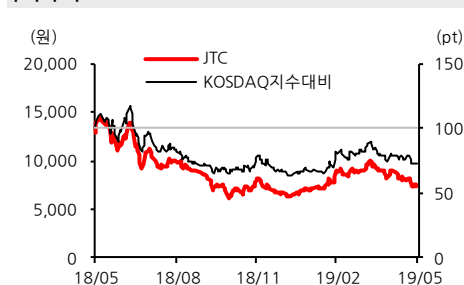
주주 구성	
구월모(외 9인)	64.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.1	-14.7	-9.4	-45.2
상대수익률(KOSDAQ)	-9.4	-9.0	-8.5	-24.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	532	519	650	749
영업이익	31	17	29	36
EBITDA	31	36	25	38
지배주주순이익	25	10	19	23
EPS	-	299	554	651
순차입금	-19	-11	-96	-90
PER	-	29.2	13.4	11.4
PBR	0.0	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	-0.6	8.1	6.6	4.5
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0
ROE	18.5	5.5	7.9	8.6

주가 추이



일본 사후 면세점, 한국 사전 면세점을 운영해 중국 아웃바운드 관광객 증가 수혜가 기대되는 업체입니다. 주력 사업인 일본 사후 면세점의 경우 지난해 일본의 자연재해에 따른 기저효과와 소비세 인상으로 실적 개선이 예상됩니다. 한국 사업은 정상화까지 시간이 필요하나 향후 사드 규제 완화 시 성장 요인으로 작용할 것으로 기대됩니다.

투자 의견 'Buy', 목표주가 10,000원으로 Coverage 개시

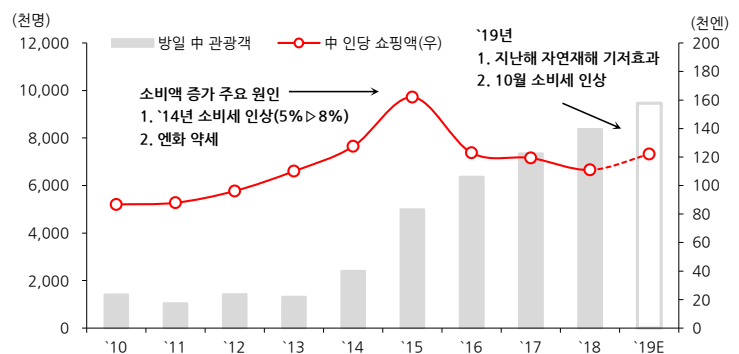
투자 의견 'Buy'이다. ①방일 중 관광객 증가(中 근거리 해외여행 수요 ↑, 선호도 1위), ②올해 10월 소비세 인상(Discount 효과에 따른 中 인당 쇼핑액 증가), ③내년 도쿄 올림픽 개최 효과(관광 인프라 구축, 근거리 스포츠 이벤트) 등으로 성장 가능성이 높다 판단되기 때문이다.

목표주가 10,000원은 19F BPS에 Target PBR 1.36x(日 관광 관련 업체의 '16~'18년 평균 PBR에 40% 할인)를 적용해 산출했다. 할인은 방일 中 전체 관광객과 PKG 관광객 증가율 차이를 고려했다. 업(業) 특성 상 외생변수로 인한 이익 변동성이 커 PBR Valuation을 사용했다.

기저 효과에 따른 큰 폭 이익 개선 기대

FY19 실적은 매출액 6,501억원(yoy+25%), 영업이익 292억원(yoy+69%)을 예상한다. 외형은 방일 中 관광객 회복과 씨티플러스(국내 사전 면세점) 인수로 성장할 것으로 예상된다. 다만 수익성은 국내 사업들의 초기 비용 발생에 따라 FY17 대비 낮을 것으로 판단된다.

Q(방일 中 관광객)와 P(인당 쇼핑액) 모두 개선 기대



자료: 일본 관광청, 한화투자증권 리서치센터

1. Valuation

투자의견 'Buy', TP 10,000원

JTC에 대해 Coverage를 개시하며 투자의견 'Buy', 목표주가 10,000원을 제시한다. 투자의견 'Buy'는 ①방일 中 관광객 증가(中 근거리 해외여행 수요↑, 선호도 1위), ②19년 10월 소비세 인상(Discount 효과로 中 인당 쇼핑액 증가 기대), ③내년 도쿄 올림픽 개최(관광 인프라 구축, 근거리 스포츠 이벤트) 등으로 성장 가능성이 높다고 판단되기 때문이다. 2H 19부터 기저 효과(지난해 日 자연재해)까지 더해지는 점도 긍정적이다.

Target PBR 1.36x

목표주가는 19F BPS 7,272원에 Target PBR 1.36x를 적용하여 산출했다. Target PBR은 日 관광 관련 업체(돈키호테, 일본공항빌딩, HIS, KNT-CT)의 '16~18년 평균 PBR에 40%를 할인했다(방일 中 전체 관광객과 PKG 관광객 증가율 차이 고려). 업(業) 특성 상 외생변수로 인한 이익 변동성이 큰 만큼 PBR Valuation을 사용했다. 해당 목표주가는 19F Implied P/E 18x으로 광의의 Peer(관광 관련 업체) 대비 무리한 수준이 아니다.

[표18] 목표주가 산출 내역

항목	내용	비고
a. 19F Book Value	2,546억원	지배지분 기준
b. Target PBR	1.36x	日 관광 관련 업체들의 최근 3년 평균 PBR에 40% 할인
c. 적정 시가총액	3,465억원	
d. 주식 수	35,006천주	
e. 목표주가	10,000원	19F Implied P/E 18.1x
f. 현재주가	7,430원	
g. 상승여력	35%	

주: 日 관광 관련 업체는 돈키호테, 일본공항빌딩, HIS, KNT-CT 홀딩스로 산정

자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터

[표19] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망 (2월 결산 법인, ex. FY19: 19.03~20.02)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
평균 원/엔 환율	1,001	1,004	1,022	1,010	995	1,004	1,000	1,016	1,036	1,025	1,015	1,010
매출액	533	519	650	749	132	136	120	131	162	177	153	158
yoy	0%	-3%	25%	15%	10%	-14%	-14%	13%	23%	30%	28%	20%
일본	533	494	561	633	132	136	113	113	142	154	131	135
기타(한국 포함)	0	25	89	115	0	0	7	18	20	22	22	23
영업이익	31	17	29	36	8	5	4	0	7	9	5	8
yoy	17%	-45%	69%	22%	87%	-58%	-52%	적전	-21%	101%	17%	흑전
margin	5.9%	3.3%	4.5%	4.7%	6.4%	3.4%	3.7%	-0.3%	4.2%	5.3%	3.4%	5.0%
조정 영업이익	31	23	30	37	9	6	5	4	7	10	6	7
yoy	-5%	-26%	31%	22%	94%	-48%	-50%	-36%	-18%	72%	21%	93%
margin	5.8%	4.4%	4.6%	4.9%	6.5%	4.1%	4.0%	2.9%	4.3%	5.5%	3.8%	4.6%
연결 당기순이익	25	8	17	22	5	2	2	-3	4	6	3	4
yoy	75%	-68%	120%	24%	68%	-80%	-55%	적전	-14%	180%	24%	흑전
지배지분 순이익	25	10	19	23	5	2	3	1	5	7	3	5
yoy	75%	-58%	88%	16%	68%	-80%	-55%	-88%	-3%	202%	28%	592%
margin	4.6%	2.0%	3.0%	3.0%	3.6%	1.6%	2.1%	0.5%	2.9%	3.8%	2.2%	3.1%

주: 조정 영업이익은 기타 영업 수익 및 비용을 제거하여 산출 (공표 영업이익=매출총이익-판매관리비+기타 영업수익-기타 영업비용)

자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터

2. 기저 효과에 더해지는 성장 모멘텀

올해 큰 폭 실적 개선 예상

지난해 일본 내 잦은 자연재해로 방일 中 관광객 증가세가 둔화했다. 동사의 경우 주요 고객층인 PKG 관광객의 둔화 폭이 더 크게 나타나며 역성장을 기록했다(단체 관광 성격 상 외생변수에 민감). 그러나 올해 큰 폭의 실적 개선이 가능할 전망이다. ① 中 근거리 해외여행 수요 증가, ② 높은 선호도(쇼핑·관광 인프라 경쟁력) 등으로 방일 中 관광객 증가 추세가 지속될 것으로 예상되는 가운데 기저 효과도 더해지기 때문이다.

소비세 인상은 성장 모멘텀

올해 10월 예정된 日 소비세 인상도 성장 모멘텀으로 작용할 수 있다. 소비세 인상시 Tax Free 업체는 이전 대비 Discount 효과가 있어 인당 쇼핑액 증가를 기대할 수 있기 때문이다(15년 소비세 인상 시 인당 쇼핑액이 크게 증가). 조사에 따르면 타 국가 대비 中 관광객은 Discount 요인이 구매에 큰 영향을 주는 것으로 보인다. 중국인 매출액 비중이 높은 동사에 긍정적일 것이다(타 국가 여행객은 가격, 여행예산, 품질 등에 영향).

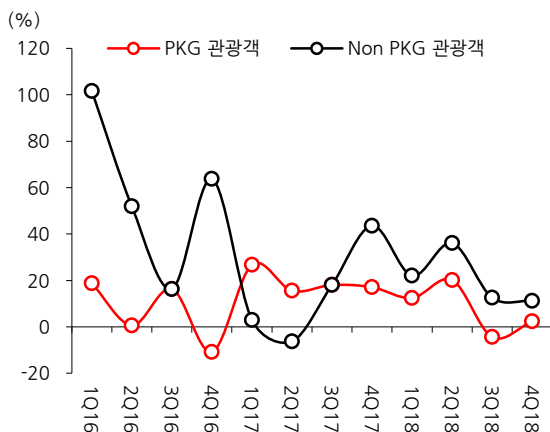
내년 올림픽 개최 효과 기대

내년 도쿄 올림픽 개최 효과도 기대된다. ① 중국 해외 여행이 본격화된 '10년 이후 첫 근거리 스포츠 이벤트, ② 중국이 강세를 보이는 하계 올림픽이란 점을 고려 시 방일 中 관광객 증가에 기여할 수 있기 때문이다. 올림픽과 맞물린 日 정부의 관광사업 활성화 정책(관광 인프라 구축, 입국 간소화 등)도 중장기적으로 방일 中 관광객 증가에 후속적 요인이다. 참고로 日 정부는 '20년 방일 관광객 목표는 4,000만명이다('18년 3,119만).

시간이 필요한 국내 사업

다만 올해부터 본격 반영되는 국내 사업(공항·시내·사후 면세점)은 당분간 연결 실적에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 공항 면세점의 이익 창출에도 불구하고 시내 면세점의 초기 비용과 사후 면세점 부진('19년 적자 폭 축소 예상)으로 영업 적자가 예상되기 때문이다. 다만 사드 규제 완화 시 동사의 장점인 PKG 모객력을 통해 시내 및 사후 면세점의 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 기대돼 중장기 성장 스토리는 유효하다고 판단된다.

[그림41] 방일 中 PKG 관광객과 Non PKG 관광객 증가율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 中 관광객의 해외 쇼핑 시 영향을 미치는 요인



자료: Nielsen, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	533	532	519	650	749
매출총이익	388	375	360	453	520
영업이익	27	31	17	29	36
EBITDA	31	36	25	38	45
순이자손익	0	0	-1	-1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	31	17	29	36
당기순이익	15	25	8	17	22
지배주주순이익	15	25	10	19	23
증가율(%)					
매출액	-14.9	-0.1	-2.6	25.3	15.2
영업이익	-70.2	16.8	-44.8	68.7	22.0
EBITDA	-67.2	17.9	-31.0	53.0	18.3
순이익	-75.2	64.6	-67.3	117.3	24.3
이익률(%)					
매출총이익률	72.7	70.5	69.3	69.6	69.4
영업이익률	5.0	5.9	3.3	4.5	4.8
EBITDA 이익률	5.7	6.8	4.8	5.9	6.0
세전이익률	4.9	5.8	3.2	4.4	4.8
순이익률	2.8	4.6	1.5	2.7	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	43	-5	36	13	17
당기순이익	14	24	8	17	22
자산상각비	4	5	8	9	9
운전자본증감	63	-9	-2	-6	-9
매출채권 감소(증가)	11	-5	12	-4	-3
재고자산 감소(증가)	23	2	-7	-9	-11
매입채무 증가(감소)	1	1	-1	8	6
투자현금흐름	-30	-10	-75	-20	-14
유형자산처분(취득)	-14	-10	-25	-20	-14
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	1	-50	0	0
재무현금흐름	25	-10	89	-1	-2
차입금의 증가(감소)	28	-9	5	-2	-2
자본의 증가(감소)	-3	-1	84	1	0
배당금의 지급	3	1	0	0	0
총현금흐름	30	38	38	20	26
(-)운전자본증가(감소)	-25	26	2	6	9
(-)설비투자	15	11	25	20	14
(+)자산매각	1	2	0	0	0
Free Cash Flow	41	2	11	-7	3
(-)기타투자	-21	-16	0	0	0
잉여현금	62	18	11	-7	3
NOPLAT	15	25	8	18	21
(+) Dep	4	5	8	9	9
(-)운전자본투자	-25	26	2	6	9
(-)Capex	15	11	25	20	14
OpFCF	29	-8	-11	0	8

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	172	156	262	268	283
현금성자산	80	54	155	146	147
매출채권	25	30	17	22	25
재고자산	61	58	65	75	86
비유동자산	78	82	98	118	129
투자자산	34	35	34	43	50
유형자산	42	45	63	74	79
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	250	238	360	386	413
유동부채	76	58	67	72	76
매입채무	24	31	30	37	43
유동성이자부채	16	15	20	18	16
비유동부채	53	37	50	50	50
비유동이자부채	44	28	38	38	38
부채총계	129	94	116	122	126
자본금	6	6	49	49	49
자본잉여금	6	6	48	48	48
이익잉여금	105	128	134	153	176
자본조정	4	4	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	121	144	244	264	287

주요지표

(단위: 원, 배)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-	-	299	554	651
BPS	4,834	5,741	6,696	7,272	7,923
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	1,085	563	737
ROA(%)	5.9	10.0	3.5	5.2	5.7
ROE(%)	12.4	18.5	5.5	7.9	8.6
ROIC(%)	14.7	21.5	5.9	11.1	11.6
Multiples(x, %)					
PER	-	-	29.2	13.4	11.4
PBR	-	-	1.3	1.0	0.9
PSR	-	-	0.6	0.4	0.3
PCR	-	-	8.0	13.2	10.1
EV/EBITDA	-0.6	-0.3	8.4	4.5	3.7
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	106.6	65.6	47.8	46.2	43.9
Net debt/Equity	-15.8	-7.8	-39.5	-34.2	-32.4
Net debt/EBITDA	-62.6	-31.3	-387.2	-237.1	-206.0
유동비율	226.6	271.1	393.8	371.5	373.5
이자보상배율(배)	99.5	110.1	4.3	7.1	11.7
자산구조(%)					
투하자본	46.9	59.5	43.8	47.8	49.7
현금+투자자산	53.1	40.5	56.2	52.2	50.3
자본구조(%)					
차입금	33.3	23.1	19.3	17.6	15.9
자기자본	66.7	76.9	80.7	82.4	84.1

2019년 5월 31일

기업분석

제로투세븐 (159580)

변화의 시작



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(상향): 16,000원

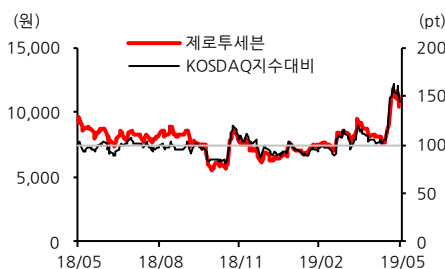
현재 주가(5/30)	10,400원
상승여력	▲53.8%
시가총액	2,083억원
발행주식수	20,033천주
52 주 최고가 / 최저가	11,850 / 5,500원
90 일 일평균 거래대금	22.7억원
외국인 지분율	1.9%
주주 구성	
씨케이코퍼레이션(외 8인)	81.0%
심회열	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	25.3	39.4	31.1	20.8
상대수익률(KOSDAQ)	34.0	45.1	32.1	41.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	184	175	226	272
영업이익	-3	-5	17	23
EBITDA	0	-2	20	27
지배주주순이익	-20	-6	14	19
EPS	-1,615	-483	702	944
순차입금	15	10	3	-5
PER	-	-	14.8	11.0
PBR	2.2	2.2	2.7	2.1
EV/EBITDA	322.5	-59.2	10.7	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-52.2	-14.1	19.8	21.5

주가 추이



올해부터 체질 변화를 통해 실적 턴어라운드 기대되는 업체입니다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 16,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 'Buy'를 유지한다. 신규 사업(포장)과 코스메틱의 고 성장을 통해 올해부터 실적 턴어라운드가 예상되기 때문이다. 목표주가는 코스메틱 실적 추정 변경을 반영해 기존 1.2만원에서 1.6만원으로 상향 조정한다. 해당 목표주가의 19F Implied P/E는 22.6x로 코스메틱 이익 기여도 확대를 고려 시 부담스러운 수준은 아니다.

체질이 변했다

i. 코스메틱: '19년 실적은 매출액 541억원(yoy+81%), 영업이익 125억원(yoy+158%)을 기록하며 고 성장세 지속이 예상된다. 이는 ①브랜드 인지도 제고 흐름 확인, ②중국인 관광객 회복에 따른 면세점 판매 호조, ③수출 가속화 가능성(T-mall 마케팅 강화, H&B Store를 통한 아시아 진출 확대, 선케어 제품 해외 진출 본격화) 등 때문이다.

ii. 포장: 국내 1위의 POE 공급자로 수출 비중이 80% 이상을 차지하는 Hidden champion 사업 부문이다. 글로벌 분유 시장(특히 中 프리미엄) 성장 및 매출처 다변화로 안정적 성장이 기대된다. '19년 실적은 매출액 356억원(yoy+5%), 영업이익 77억원(yoy+27%)을 예상한다. 내년 Capa 증설로 성장세 확대가 가능할 것으로 보인다.

iii. 패션 및 기타(중국, 이커머스): 해당 부문들의 '19년 합산 실적은 매출액 1,358억원(yoy-2%), 영업적자 36억원(yoy+68억원)이 예상된다. 지난해 구조조정에 따라 적자 폭이 축소되나 사업 구조 상 빠른 흑자 전환을 기대하기는 어려워 보인다. 이에 사업의 무게추가 점차 코스메틱으로 기울 것으로 판단된다.

올해 큰 폭의 실적 턴어라운드 전망

'19년 실적은 매출액 2,256억원(yoy+29%), 영업이익 166억원(흑전), 지배지분 순이익 140억원(흑전)으로 전망한다. 2Q 전기 대비 큰 폭의 이익 성장이 기대된다. 통상 패션과 코스메틱의 계절적 성수기가 4Q, 2Q이기 때문이다. 코스메틱의 양호한 실적이 재차 확인된다면 동사의 성장 기대감은 한 층 더 커질 것으로 보인다.

[표20] 제로투세븐: 연간 및 분기 실적 추이

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,843	1,753	2,256	2,719	378	419	393	563	498	588	512	657
yoy	-14.8%	-4.9%	28.7%	20.6%	-17.5%	-6.4%	-7.4%	9.7%	31.7%	40.4%	30.5%	16.7%
패션	1,010	882	845	894	207	229	202	243	189	219	193	244
코스메틱	200	300	541	890	47	83	58	112	106	150	107	178
이커머스	400	294	297	312	59	69	79	87	72	71	72	82
중국	233	216	217	227	65	38	53	60	51	52	53	60
포장	-	61	356	396	-	-	-	61	80	96	87	93
영업이익	-25	-47	166	231	-16	-4	-16	-10	21	52	34	58
yoy	적지	적지	흑전	39.4%	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전
margin	-1.4%	-2.7%	7.3%	8.5%	-4.4%	-1.0%	-4.0%	-1.9%	4.2%	8.9%	6.7%	8.8%
패션	-22	-61	-17	-18	-17	-6	-20	-18	-12	-2	-4	1
코스메틱	17	48	125	178	6	16	9	18	26	36	22	40
이커머스	4	-27	-13	-12	-7	-4	-5	-12	-6	-2	-4	-2
중국	-25	-16	-5	0	2	-11	0	-7	-4	-1	1	-1
포장	-	9	77	83	-	-	-	9	17	21	19	20
당기순이익	-199	-64	140	189	-17	-4	-24	-19	18	44	29	49
yoy	적지	적지	흑전	34.7%	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

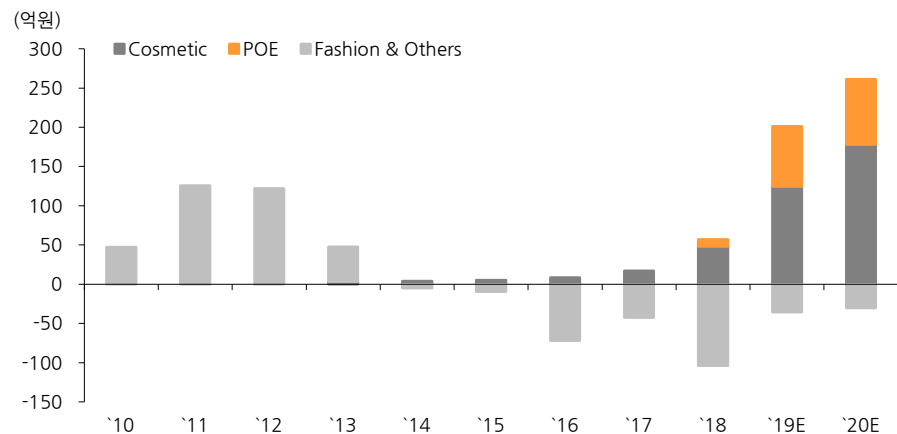
자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 목표주가 산출 내역

i. 사업가치	3,980억원	비고
a. 코스메틱 부문	2,553억원	
19년도 예상 영업이익	125억원	
Target multiple	20.5x	아모레퍼시픽 Rerating 구간('14~'15년) Average Multiple
b. 포장 부문	1,352억원	
19년도 예상 영업이익	77억원	
Target multiple	17.6x	'18년 Global Metal Packaging 산업 Multiple에 20% 할인
c. 패션 및 기타 부문	75억원	
19년도 추정 Book value	150억원	
Target multiple	0.5x	적자를 감안한 PBR
ii. 순차입금	33억원	'19년 예상 순차입금
iii. 주주가치	3,947억원	
iv. Discount rate	20%	Sum of Parts 특성 감안
v. 발행 주식 수	20,033천주	
vi. 목표주가	16,000원	19F Implied P/E 22.6x

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 본격적인 체질 변화 (의류→코스메틱/포장)



자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	216	184	175	226	272
매출총이익	90	85	80	113	138
영업이익	-6	-3	-5	17	23
EBITDA	-4	0	-2	20	27
순이자손익	0	-1	-1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-7	-5	-6	17	23
당기순이익	-10	-20	-6	14	19
지배주주순이익	-10	-20	-6	14	19
증가율(%)					
매출액	-20.1	-14.8	-4.9	28.7	20.5
영업이익	적지	적지	적지	흑전	39.2
EBITDA	적전	흑전	적전	흑전	34.1
순이익	적지	적지	적지	흑전	34.6
이익률(%)					
매출총이익률	41.7	46.2	45.4	50.0	50.6
영업이익률	-2.9	-1.4	-2.7	7.4	8.5
EBITDA 이익률	-1.8	0.1	-1.4	8.8	9.8
세전이익률	-3.1	-2.7	-3.3	7.6	8.6
순이익률	-4.7	-10.8	-3.7	6.2	7.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-1	4	4	8	14
당기순이익	-13	-10	-6	14	19
자산상각비	2	3	2	3	4
운전자본증감	9	11	7	-8	-9
매출채권 감소(증가)	10	3	3	-1	-3
재고자산 감소(증가)	-1	18	4	-6	-11
매입채무 증가(감소)	3	-7	4	3	5
투자현금흐름	-5	0	5	-2	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-2	-5
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	11	0	-3	-10	-10
차입금의 증가(감소)	11	0	-1	-10	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-9	-7	-2	16	23
(-)운전자본증가(감소)	-10	-11	0	8	9
(-)설비투자	1	1	1	2	5
(+)자산매각	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	-1	3	-3	6	9
(-)기타투자	4	-1	-14	-1	0
잉여현금	-5	4	11	7	9
NOPLAT	-5	-2	-3	14	19
(+) Dep	2	3	2	3	4
(-)운전자본투자	-10	-11	0	8	9
(-)Capex	1	1	1	2	5
OpFCF	7	11	-2	7	8

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	99	81	89	96	109
현금성자산	12	16	20	17	15
매출채권	23	19	23	24	28
재고자산	64	45	46	53	63
비유동자산	26	12	46	52	54
투자자산	15	3	6	15	15
유형자산	6	4	19	18	21
무형자산	5	4	20	19	18
자산총계	125	92	135	149	163
유동부채	45	34	57	49	45
매입채무	27	17	23	25	31
유동성이자부채	1	1	20	10	0
비유동부채	32	30	14	21	21
비유동이자부채	30	30	10	10	10
부채총계	77	64	72	70	66
자본금	6	6	10	10	10
자본잉여금	25	25	66	66	66
이익잉여금	17	-2	-9	5	24
자본조정	0	-1	-4	-3	-3
자기주식	0	0	-3	-3	-3
자본총계	48	28	63	78	97

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-832	-1,615	-483	702	944
BPS	3,914	2,271	3,160	3,919	4,863
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-740	-557	-140	789	1,126
ROA(%)	-8.2	-18.3	-5.7	9.9	12.1
ROE(%)	-19.0	-52.2	-14.1	19.8	21.5
ROIC(%)	-6.6	-3.4	-5.9	17.6	21.5
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	14.8	11.0
PBR	2.6	2.2	2.2	2.7	2.1
PSR	0.6	0.3	0.5	0.9	0.8
PCR	-13.6	-8.8	-49.0	13.2	9.2
EV/EBITDA	-35.7	322.5	-59.2	10.7	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	160.3	230.9	113.2	89.6	67.4
Net debt/Equity	38.1	53.8	15.7	4.2	-5.4
Net debt/EBITDA	-462.4	6,439.5	-399.2	16.6	-19.6
유동비율	220.1	237.2	155.8	195.3	244.9
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	18.7	27.2
자산구조(%)					
투하자본	70.6	69.3	73.6	72.1	75.3
현금+투자자산	29.4	30.7	26.4	27.9	24.7
자본구조(%)					
차입금	39.0	52.3	32.2	20.3	9.3
자기자본	61.0	47.7	67.8	79.7	90.7

VI. 디스플레이 지문인식 (Fingerprint on Display)

1. 부상 중인 디스플레이 지문인식(FoD)
2. 디스플레이 지문인식 생태계 현황
3. 디스플레이 지문인식의 확장성 주목
4. 실적 개선이 전망되는 디스플레이 지문인식 관련 업체

[기업분석]

슈프리마 (236200)

1. 부상 중인 디스플레이 지문인식(FoD)

지문인식은 Motorola Artrix(11) 이후 Apple iPhone5S(13), 삼성전자 GalaxyS5(14) 등 High-end 스마트폰에 본격 도입되기 시작했다. 다양한 생체인식 기술 등장(Apple의 Face ID 등)에도 향후 스마트폰 내 지문인식 침투 여지는 커 보인다. 국내외 스마트폰 업체들이 보급형 모델로 지문인식 적용을 확대하고 있기 때문이다. 이는 Unlock뿐만 아니라 결제 인증 용도 수요 증가, 타 생체인증 방식 대비 높은 가성비 등에 기인한다.

기술적 측면에서는 디스플레이 지문인식(FoD)이 부상하고 있다. ①최근 디자인 차별화를 피하기 위해 풀 스크린(Full Screen) 디스플레이를 탑재한 스마트폰 증가 추세 속에, ②소비자들의 편의성을 위해 전면을 차지하고 있는 디스플레이에서 지문인식이 가능한 신기술(지문 스캐너를 디스플레이에 내장) 필요하기 때문이다. 즉, 풀 스크린과 전면 지문인식 2가지 기능을 All in one 할 수 있는 기술이다.

'18.1H 중국 스마트폰 업체들의 FoD 도입 이후 올해부터 삼성전자도 Galaxy S10와 A 시리즈 상위 모델에 적용하고 있다. 풀 스크린 디자인 구현 용이성과 비용 경쟁력 등을 고려할 때 이런 Trend(FoD 도입 업체·모델 수↑)는 지속될 것으로 보인다. 주요 시장 조사기관에 따르면 FoD 탑재 스마트폰은 '18~'22년 연평균 99.6% 성장하며 '22년 지문인식 채택 스마트폰 내 침투율이 약 50%에 달할 것으로 전망되고 있다.

FoD 센서 기술은 광학(Optical)과 초음파(Ultrasonic) 방식이 주로 사용되고 있다. ①광학식은 광학 센서에 맺힌 영상을 원본 지문 영상과 비교, ②초음파식은 반사된 초음파 신호의 세기를 측정해 지문의 굴곡을 파악하는 원리이다. 초음파식은 광학식 대비 보안·편의 측면(인식 속도, 습기 등 이물질에도 인식 가능) 강점이 있다. 다만 아직까지 높은 단가 문제로 인해 광학식 FoD 방식이 주류를 형성하고 있다.

[그림44] 디스플레이 지문인식



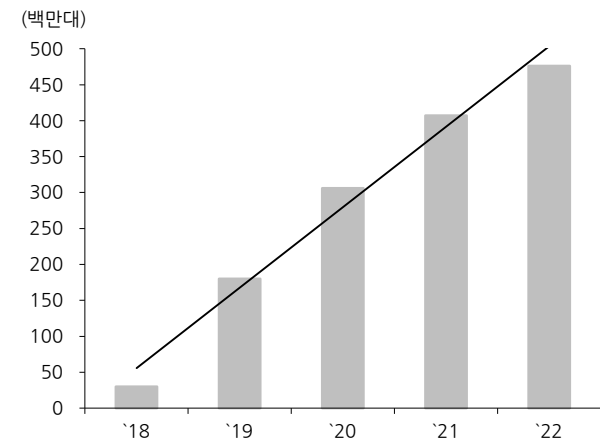
자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 디스플레이 지문인식 확산 요인



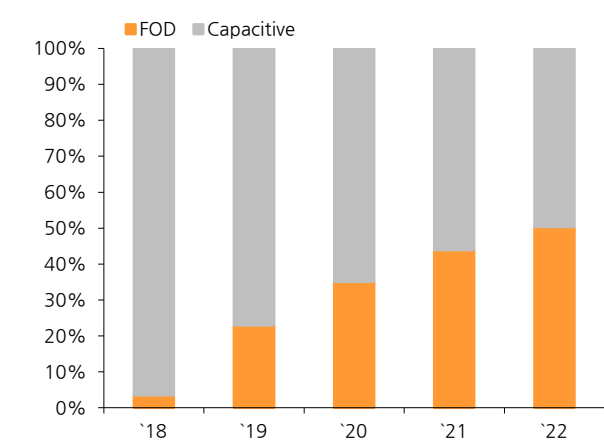
자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 디스플레이 지문인식 탑재 스마트폰 추이와 전망



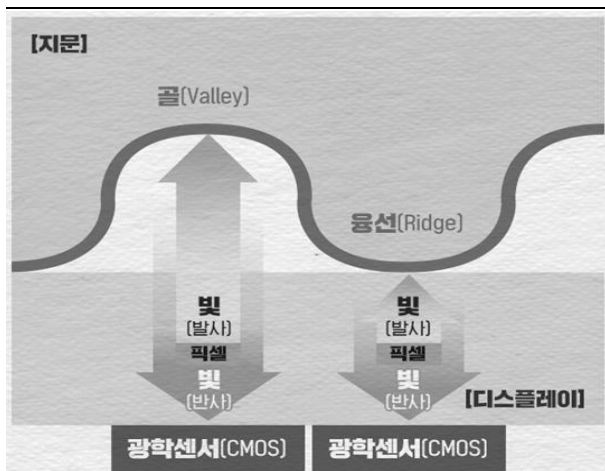
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 지문인식 내 디스플레이 지문인식 비중 추이와 전망



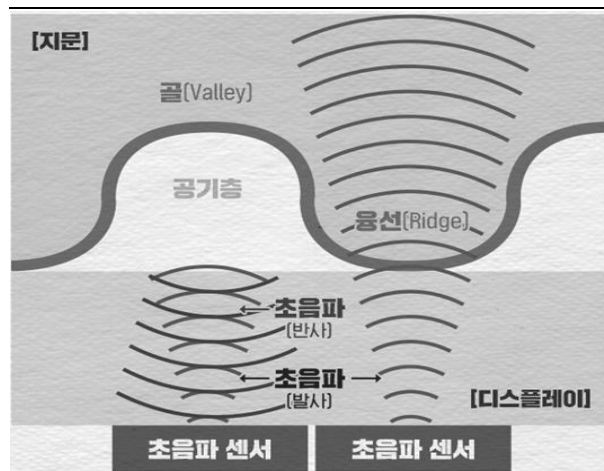
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 광학식 방식 구조도



자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 초음파 방식 구조도



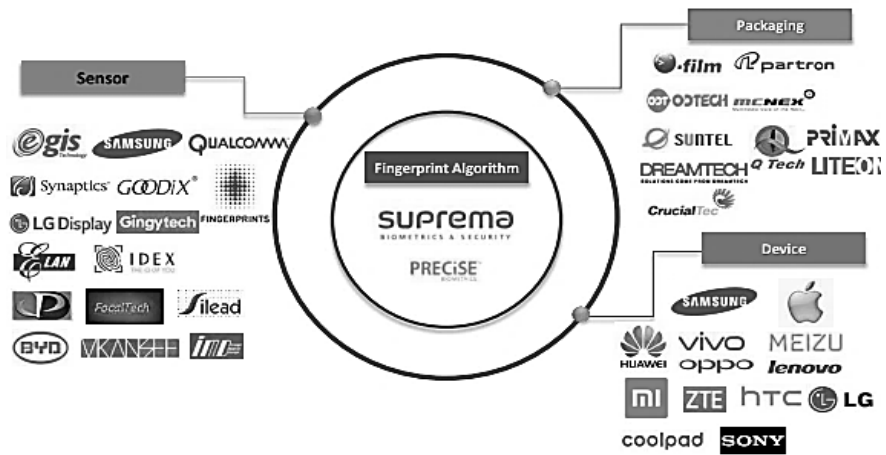
자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터

2. 디스플레이 지문인식 생태계 현황

지문인식(FoD 포함) 시장 생태계는 알고리즘, 센서, 모듈(Packaging), 디바이스 업체로 구성된다. FoD 관련 레코드가 있는 부품 업체를 보면 센서 업체는 광학식의 경우 Synaptics, Goodix, Egis tech, Silead 등이 있고, 초음파식은 아직 Qualcomm뿐이다. 알고리즘 업체는 센서 업체들의 In House 물량을 제외할 때 슈프리마, Precise가 있는 것으로 보인다. 모듈 업체의 경우 파트론, 엠씨넥스, 드림텍, O-Film, GIS 등이 있다.

올해부터 FoD를 적용하기 시작한 삼성전자의 Galaxy S10와 A시리즈 모델 관련 부품 업체는 ①Galaxy S10 ▷ 센서(초음파식): Qualcomm, 알고리즘: 슈프리마, 모듈: O-Film, GIS, ②A시리즈 ▷ 센서(광학식): Egis tech, 알고리즘: 슈프리마, 모듈: 파트론, 엠씨넥스, 드림텍으로 파악되고 있다. 중국 스마트폰 업체들의 경우 Goodix가 공급하는 광학식 센서(알고리즘은 Goodix In House 추정) 점유율이 가장 높은 것으로 보인다.

[그림50] 지문인식 생태계



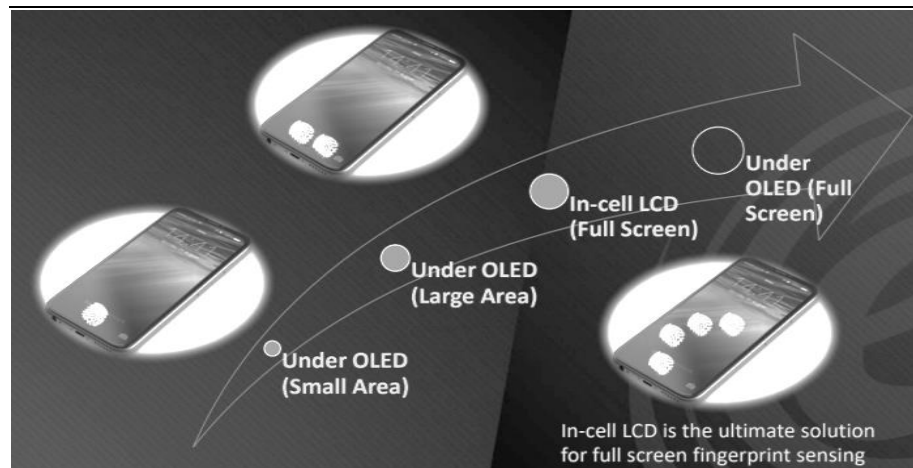
자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

3. 디스플레이 지문인식의 확장성 주목

FoD의 확장성을 주목할 필요가 있다. 우선 상기 언급했듯 풀 스크린 디자인 구현을 위해 중국 스마트폰 업체(비보, 샤오미, 화웨이, 오포), 삼성전자 등 주요 스마트폰 업체들이 High-end에서 중급 모델까지 FoD를 확대 적용, 규모의 경제 발생에 따른 가격 하락 효과로 침투율 상승, 기업들이 LCD화면에도 적용할 수 있는 FoD 기술 개발 등으로 FoD 도입 업체 및 모델 수 증가하며 획적 확장이 기대된다.

또한 향후 스마트폰 대당 FoD 센서가 증가되며 종적 확장도 가능할 전망이다. 소비자 편의성 증대를 위해 지문인식 면적이 현재 화면 일부에서 전체로 확대가 예상되기 때문이다. 이미 중국 스마트폰 업체(비보)의 컨셉 모델을 보면 화면 전체 지문인식(광학식 센서를 여러 개 탑재) 기능을 탑재하고 있다. 아직 높은 원가는 상용화의 장애물이다. 시장 확대에 인한 FoD 가격 하락 속도에 따라 그 시기가 결정될 것으로 판단된다.

[그림51] 디스플레이 지문인식 로드맵

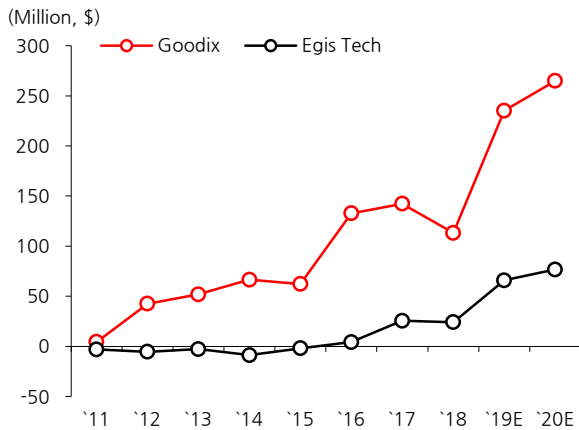


자료: Egistech, 한화투자증권 리서치센터

4. 실적 개선이 전망되는 디스플레이 지문인식 관련 업체

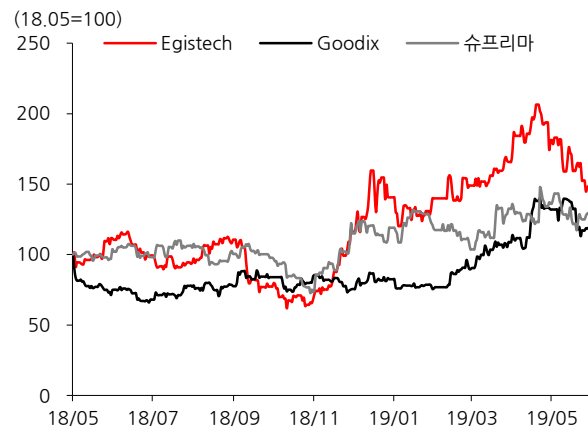
지난해 말부터 FoD 관련 업체들의 주가가 양호한 흐름을 이어가고 있다. 중국 스마트폰 업체들의 채택 증가, 삼성전자의 도입에 따른 FoD 시장 확대 수혜가 반영된 것으로 보인다. 해당 이슈 내 당사 Coverage 중목은 슈프리마이다. 국내 상장사 중 FoD 관련 이익 기여도가 가장 큰 업체이다. 2Q부터 FoD 관련 실적이 본격 반영이 예상된다. 이외 관련 업체로 카메라 및 FoD 모듈을 제조하는 엠씨넥스, 파트론, 드림텍 등이 있다.

[그림52] 구딕스와 이지스텍 연간 영업이익 추이와 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 지문인식 센서 관련 업체



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표22] 슈프리마(Buy, TP 46,000 원) 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

구분	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	422	471	528	696	783
yoy	-	12%	12%	32%	12%
영업이익	108	124	122	217	250
yoy	-	15%	-2%	78%	15%
영업이익률	25.5%	26.4%	23.1%	31.1%	31.9%
지배지분순이익	111	91	114	219	248
yoy	-	-18%	25%	92%	13%

자료: 한화투자증권 리서치센터

2019년 5월 31일

기업분석

슈프리마 (236200)

2Q is coming



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(상향): 46,000원

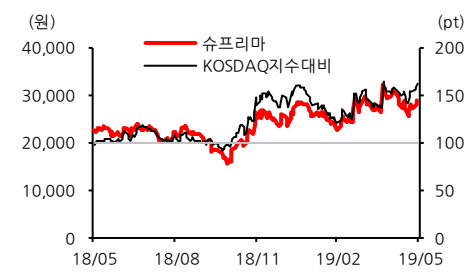
현재 주가(5/30)	28,900원
상승여력	▲59.2%
시가총액	2,046억원
발행주식수	7,080천주
52 주 최고가 / 최저가	32,250 / 15,850원
90 일 일평균 거래대금	50.59억원
외국인 지분율	3.3%
주주 구성	
이재원(외 4인)	34.8%
최성빈	0.1%
양희수	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.9	27.6	14.9	36.3
상대수익률(KOSDAQ)	5.8	33.3	15.8	57.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	47	53	70	78
영업이익	12	12	22	25
EBITDA	16	16	26	28
지배주주순이익	9	11	22	25
EPS	1,284	1,608	3,093	3,503
순차입금	-49	-63	-76	-100
PER	18.2	16.2	9.3	8.3
PBR	1.7	1.7	1.6	1.3
EV/EBITDA	7.4	7.6	4.9	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.8	11.1	18.3	17.3

주가 추이



2 분기를 시작으로 실적 모멘텀이 지속될 것으로 기대되는 업체입니다.

투자 의견 'Buy', 목표주가 46,000원으로 상향

투자 의견 'Buy'이다. ①BioSign(Smart phone용 지문인식 알고리즘) 부분의 외형 성장 본격화와 높은 확장성, ②2Q19부터 시작이 예상되는 YoY와 QoQ 이익 증가세, ③바이오인식 시스템 부문 성장 모멘텀(주 52시간 근무제, NEP인증 획득에 따른 공공부문 진출) 등 고려 시 기업 가치 제고 여지가 크기 때문이다.

목표주가는 실적 추정치 변경을 반영하여 기존 39,000원에서 46,000원으로 상향 조정한다. 12M.F.EPS 3,336원에 Target PER 13.7x를 적용하여 산출했다. 해당 Multiple은 분할 상장 이후 12M.F.PER 평균 값이다. 올해 BioSign 부문 성장에 따른 이익 모멘텀을 고려할 때 PER Multiple이 정상화 수준(평균)으로 회귀할 수 있다는 판단에 근거한다.

모든 부문이 양호한 상황

2Q19부터 바이오인식 솔루션 부문의 성장세 확대가 예상된다. 高 수익성의 BioSign 매출이 본격 반영되기 때문이다. 이는 ①알고리즘 신규 탑재 물량 발생(기존: 보급형→정전용량식▷금반: 프리미엄→초음파식, 보급형→광학식), ②기존 정전용량식 대비 큰 폭의 ASP 상승(ASP: 광학식>초음파식)>정전용량식) 등으로 Q와 P 모두 증가하기 때문이다.

바이오인식 시스템 부문도 양호할 전망이다. 보안·편의성에 따른 바이오인식 제품 수요 증대 속에 최대 보안시장인 북미 M/S 제고 가능성(중국 통신·보안제품 공공시장 규제), NEP인증 획득에 따른 국내 출입 통제 조달시장(연 400억 규모) 매출액 발생 등 때문이다. 내년부터 확대가 기대되는 주52시간 관련 근태시장도 동 부문에 긍정적 요인이다.

수익성 개선이 동반된 외형 성장 예상

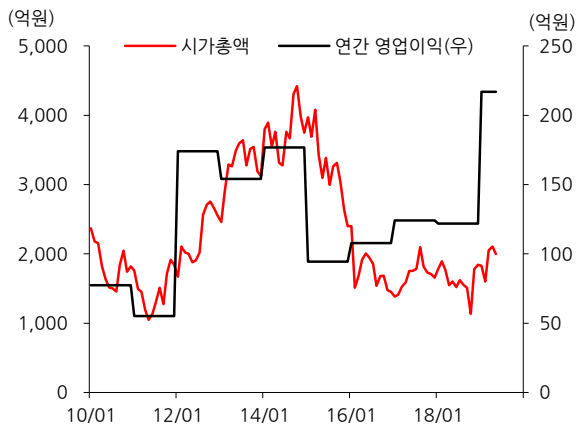
올해 실적은 매출액 696억원(yoy+32%), 영업이익 217억원(yoy+78%)으로 추정한다. 주요 고객사의 판매 호조에 따라 高 수익성의 Bio Sign 부문의 매출 호조 예상, 원화 약세 효과, NEP인증 획득에 따른 공공기관 매출 발생 등을 감안하여 실적을 상향 조정했다(기존: '19F 매출액 644억원, 영업이익 190억원).

[표23] 목표주가 산출 내역

항목	내용	비고
a. 12M.Fwd.순이익	236 억원	Biosign 실적 반영 구조(1분기 이연) 고려하여 12개월 선행 순이익 사용
b. Target PER	13.7x	분할 이후 평균 12M.F.PER(추후 확장성 반영해 상향 조정 가능)
c. 적정 시가총액	3,236 억원	보수적 관점에서 19F 순현금 760 억원은 가치 산정에서 제외
d. 주식 수	7,080 천주	
e. 목표주가	46,000 원	
f. 현재주가	28,900 원	
g. 상승여력	59.2%	

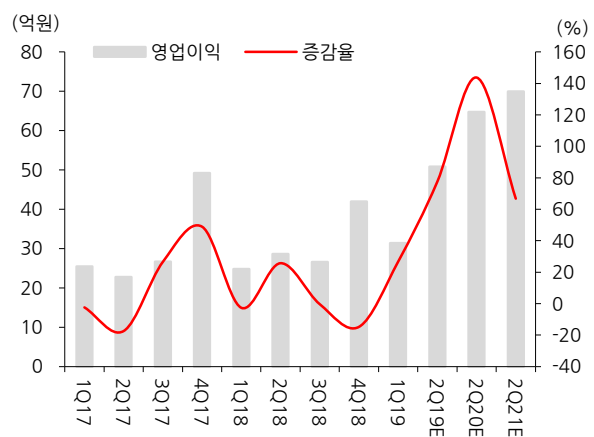
자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 슈프리마의 시가총액과 영업이익 추이



주: '15년말 분할 이전까지는 슈프리마HQ
 자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 분기 영업이익과 증감율 추이와 전망



자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

[표24] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	471	528	696	783	112	134	129	153	127	167	182	221
yoy	12%	12%	32%	12%	17%	19%	16%	1%	14%	25%	41%	44%
바이오인식 시스템	326	365	423	496	78	92	91	105	91	104	96	131
바이오인식 솔루션	99	111	213	225	22	29	24	35	21	49	70	73
기타	46	52	60	62	11	13	14	14	15	14	15	16
영업이익	124	122	217	250	25	29	27	42	31	51	65	70
yoy	15%	-2%	78%	15%	-3%	26%	0%	-15%	27%	78%	144%	67%
margin	26%	23%	31%	32%	22%	21%	21%	27%	28%	35%	40%	35%
연결당기순이익	91	114	219	248	17	57	26	14	44	59	56	60
yoy	-18%	25%	92%	13%	321%	66%	-24%	-23%	164%	4%	114%	331%
margin	19%	22%	32%	32%	15%	43%	20%	9%	34%	35%	31%	27%

자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	42	47	53	70	78
매출총이익	21	25	29	42	47
영업이익	11	12	12	22	25
EBITDA	14	16	16	26	28
순이자손익	1	1	2	2	2
외화관련손익	1	-4	2	2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	13	9	12	26	29
당기순이익	11	9	11	22	25
지배주주순이익	11	9	11	22	25
증가율(%)					
매출액	21.0	11.6	12.1	31.9	12.5
영업이익	14.2	15.1	-1.8	78.1	15.2
EBITDA	45.9	14.4	1.2	64.1	8.7
순이익	1.3	-18.3	25.4	92.1	13.2
이익률(%)					
매출총이익률	49.2	53.2	54.2	59.9	60.5
영업이익률	25.5	26.4	23.1	31.2	31.9
EBITDA 이익률	32.7	33.5	30.2	37.6	36.3
세전이익률	30.7	19.4	23.0	36.6	37.3
순이익률	26.4	19.3	21.6	31.5	31.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	13	11	15	21	27
당기순이익	11	9	11	22	25
자산상각비	3	3	4	4	3
운전자본증감	1	-4	-4	-3	0
매출채권 감소(증가)	-3	0	0	-3	-1
재고자산 감소(증가)	1	-1	-3	-1	1
매입채무 증가(감소)	2	0	0	1	1
투자현금흐름	5	-10	-34	-6	-2
유형자산처분(취득)	0	-1	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-2	-3	-2
투자자산 감소(증가)	9	-5	-31	2	0
재무현금흐름	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	13	15	18	24	27
(-)운전자본증감(감소)	0	3	2	3	0
(-)설비투자	0	1	0	1	1
(+)자산매각	-3	-3	-2	-3	-2
Free Cash Flow	11	9	13	18	25
(-)기타투자	1	3	2	5	0
잉여현금	9	6	11	13	25
NOPLAT	9	12	11	19	21
(+) Dep	3	3	4	4	3
(-)운전자본투자	0	3	2	3	0
(-)Capex	0	1	0	1	1
OpFCF	12	12	13	20	24

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	58	65	82	99	124
현금성자산	44	49	63	76	101
매출채권	8	8	8	11	12
재고자산	5	6	9	10	10
비유동자산	36	38	34	40	40
투자자산	22	24	23	31	32
유형자산	5	5	5	5	5
무형자산	9	9	5	4	3
자산총계	95	103	116	139	164
유동부채	6	5	6	7	8
매입채무	4	4	5	6	6
유동성이자부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	1	1
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	6	6	7	8	9
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	73	73	73	73	73
이익잉여금	11	20	32	53	78
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	88	97	109	131	155

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	1,571	1,284	1,608	3,093	3,503
BPS	12,462	13,729	15,342	18,452	21,955
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,904	2,171	2,522	3,392	3,812
ROA(%)	12.7	9.2	10.4	17.2	16.4
ROE(%)	13.5	9.8	11.1	18.3	17.3
ROIC(%)	37.9	44.0	37.5	57.9	62.3
Multiples(x, %)					
PER	13.0	18.2	16.2	9.3	8.3
PBR	1.6	1.7	1.7	1.6	1.3
PSR	3.4	3.5	3.5	2.9	2.6
PCR	10.8	10.8	10.3	8.5	7.6
EV/EBITDA	7.3	7.4	7.6	4.9	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	7.3	6.2	6.7	6.3	5.7
Net debt/Equity	-50.3	-50.2	-57.5	-58.0	-64.6
Net debt/EBITDA	-322.5	-309.5	-392.0	-289.6	-353.2
유동비율	1,007.0	1,226.7	1,267.5	1,329.5	1,523.5
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	27.6	29.8	26.1	24.2	20.5
현금+투자자산	72.4	70.2	73.9	75.8	79.5
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Ⅶ. 그 외 커버리지 종목

[기업분석]

민앤지 (214180)

휴비츠 (065510)

클래시스 (214150)

아스트 (067390)

도이치모터스 (067990)

2019년 5월 31일

기업분석

민앤지 (214180)

하반기 모멘텀이 많다



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (유지)

목표주가(유지): 32,500원

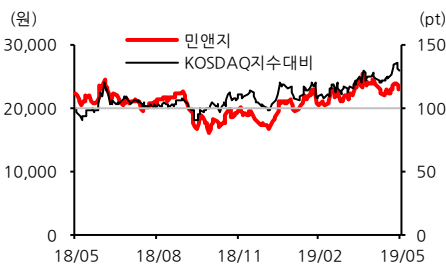
현재 주가(5/30)	23,000원
상승여력	▲41.3%
시가총액	2,734억원
발행주식수	11,887천주
52 주 최고가 / 최저가	25,450 / 16,150원
90 일 일평균 거래대금	46.62억원
외국인 지분율	17.5%
주주 구성	
이경민(외 1 인)	26.9%
Wasatch Advisors, Inc.	6.0%
미래에셋자산운용(주)(외 3 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.7	11.9	16.5	1.5
상대수익률(KOSDAQ)	2.0	17.7	17.4	22.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	80	107	129	157
영업이익	21	26	33	40
EBITDA	27	31	38	45
지배주주순이익	14	14	20	23
EPS	1,220	1,215	1,658	1,920
순차입금	-112	-109	-134	-155
PER	20.6	14.4	13.9	12.0
PBR	3.6	2.3	2.6	2.2
EV/EBITDA	7.0	3.2	3.6	2.6
배당수익률	1.0	1.5	1.1	1.1
ROE	17.0	14.8	18.3	18.1

주가 추이



민앤지는 하반기 자회사 세틀뱅크 상장과 7 월 텐센트 게이밍 버디 국내 정식 서비스 오픈을 계획 중입니다. 텐센트 게이밍 버디는 타사 앱 플레이어 대비 우월한 성능을 앞세워 국내 애플레이어 시장 내 사용자 트래픽 점유율을 빠르게 높여나갈 것으로 예상합니다. 이러한 하반기 모멘텀들은 동사의 주가 상승 요인으로 작용할 것으로 기대됩니다.

예상치에 부합하는 1분기 실적 달성

민앤지는 1분기에 매출액 294억 원(+17.4% y-y), 영업이익 76억 원(+24.4% y-y)을 기록하며 당사의 예상치에 부합하는 실적을 달성했다. 2분기에도 본업과 세틀뱅크의 안정적인 성장세가 지속되며, 매출액 308억 원(+21.3% y-y), 영업이익 77억 원(+21.9% y-y)을 기록할 것으로 예상된다.

텐센트 게이밍 버디 7월 서비스 시작

동사는 텐센트 게이밍 버디 서비스를 2019년 7월부터 개시할 것으로 예상된다. 현재 배틀그라운드 모바일 외에 리니지M, 리니지 2 레볼루션 등과 같은 국내 인기게임들에 대한 호환성 테스트를 진행중이다. 텐센트 게이밍 버디는 타사 애플레이어 대비 월등한 성능을 앞세워 높은 점유율을 유지할 것으로 예상된다. 특히 타사 애플레이어의 배틀그라운드 모바일 서버 접속을 제재하면서 유일한 ‘배틀그라운드 모바일 전용 애플레이어’로서 시장 지배력을 강화하고 있다는 점은 출시 후 견조한 광고매출액의 가능성을 높여주는 긍정적인 요소들이라고 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 32,500원 유지

당사는 민앤지의 하반기 긍정적인 모멘텀으로 1) 자회사 세틀뱅크 상장, 2) 7월 텐센트 게이밍 버디 서비스를 제시한다. 세틀뱅크는 간편결제 거래대금 증가세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 실적이 안정적으로 성장할 것으로 예상된다. 텐센트 게이밍 버디의 경우 유의미한 월매출액 발생시 동사의 게이밍 플랫폼 사업가치가 주가에 반영되면서 주가가 우상향할 것으로 예상된다. 현 주가 23,000원은 2019E PER 13.9x 수준이며 앞서 언급한 두 가지 모멘텀을 감안시 밸류에이션 매력도는 높다고 생각한다. 따라서 민앤지에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 32,500원을 유지한다.

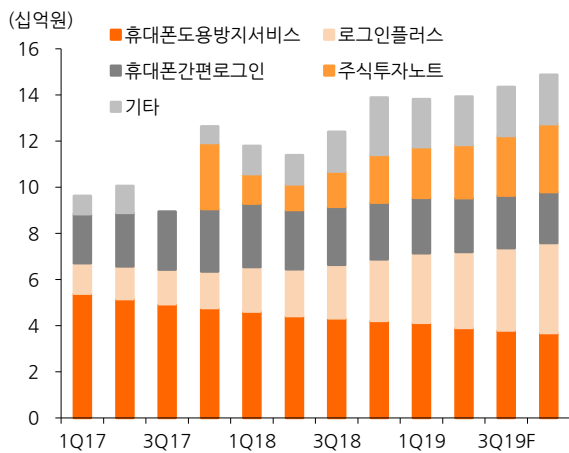
[표25] 민앤지 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F
전사 매출액	107.3	128.9	156.9	25.0	25.4	26.9	30.0	29.4	30.8	32.9	35.7
민앤지 본사	49.5	57.0	63.8	11.8	11.4	12.4	13.9	13.8	13.9	14.4	14.9
- 휴대폰번호도용방지서비스	17.5	15.5	13.6	4.6	4.4	4.3	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7
- 로그인플러스	8.9	13.8	18.9	1.9	2.0	2.3	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9
- 휴대폰간편로그인(간편결제매니저)	10.3	9.2	8.3	2.8	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
- 주식투자노트	6.0	10.0	14.5	1.3	1.1	1.5	2.1	2.2	2.3	2.6	2.9
- 기타	6.7	8.5	8.6	1.2	1.3	1.7	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
세돌뱅크 매출액	57.2	71.0	92.1	13.0	13.8	14.3	16.0	15.4	16.6	18.3	20.6
전사 영업이익	26.0	32.8	39.6	6.1	6.3	7.0	6.7	7.6	8.0	9.2	8.0
- 민앤지 본사	17.5	20.8	23.0	4.4	4.5	4.6	4.0	5.3	5.6	5.4	4.4
전사 영업이익률	24.3%	25.4%	25.3%	24.3%	24.7%	25.9%	22.3%	25.7%	26.1%	28.0%	22.3%
- 민앤지 본사	35.5%	36.5%	36.1%	37.6%	39.9%	36.9%	28.7%	38.5%	40.3%	37.8%	29.7%
당기순이익	19.7	26.9	31.8	4.6	4.6	6.3	4.3	6.3	6.7	7.4	6.5
지배지분순이익	12.7	20.1	23.3	4.0	3.7	4.2	0.9	4.9	5.6	5.2	4.5

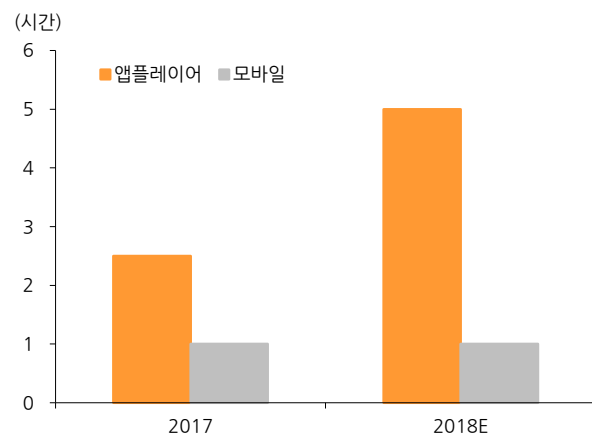
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 민앤지 사업별 매출추이



자료: 민앤지, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 플랫폼별 일평균 게임 플레이시간



자료: 블루스택, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	41	80	107	129	157
매출총이익	41	80	107	129	157
영업이익	16	21	26	33	40
EBITDA	17	27	31	38	45
순이자손익	0	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-2	0	0	1	1
세전계속사업손익	14	23	26	35	41
당기순이익	11	18	20	27	32
지배주주순이익	11	14	14	20	23
증가율(%)					
매출액	52.8	97.8	33.4	20.1	21.8
영업이익	44.2	34.9	21.7	25.9	20.8
EBITDA	51.7	52.7	17.2	22.7	18.0
순이익	26.1	65.1	7.6	36.6	17.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	39.0	26.6	24.3	25.4	25.3
EBITDA 이익률	43.0	33.2	29.2	29.8	28.9
세전이익률	34.1	29.0	24.0	27.1	26.1
순이익률	27.3	22.8	18.4	20.9	20.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	14	56	27	29	28
당기순이익	11	18	20	27	32
자산상각비	2	5	5	6	6
운전자본증감	-1	33	-3	1	0
매출채권 감소(증가)	-2	-2	-3	-5	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	1	0	0	1	1
투자현금흐름	-37	10	-27	-6	-5
유형자산처분(취득)	-1	6	-2	-2	-3
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	5	-9	-1	-1
재무현금흐름	28	-1	-4	1	-4
차입금의 증가(감소)	29	-2	1	1	0
자본의 증가(감소)	-2	4	-3	-3	-4
배당금의 지급	2	3	3	3	4
총현금흐름	18	27	34	29	29
(-)운전자본증가(감소)	-17	-31	2	-6	0
(-)설비투자	1	1	2	2	3
(+)자산매각	-1	6	-2	-1	-1
Free Cash Flow	33	64	28	32	25
(-)기타투자	53	-1	16	7	1
잉여현금	-21	64	12	25	24
NOPLAT	13	17	20	25	31
(+) Dep	2	5	5	6	6
(-)운전자본투자	-17	-31	2	-6	0
(-)Capex	1	1	2	2	3
OpFCF	30	52	21	34	33

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	61	128	131	163	188
현금성자산	51	112	111	137	158
매출채권	10	16	19	23	27
재고자산	0	0	0	0	1
비유동자산	99	85	102	100	100
투자자산	18	15	34	36	37
유형자산	8	2	3	4	5
무형자산	72	67	64	60	57
자산총계	160	213	233	263	288
유동부채	32	64	66	77	81
매입채무	3	5	6	7	9
유동성이자부채	5	0	0	0	0
비유동부채	12	12	14	14	15
비유동이자부채	0	0	2	2	2
부채총계	44	76	80	91	96
자본금	3	7	7	7	7
자본잉여금	53	48	48	48	48
이익잉여금	28	40	51	68	88
자본조정	-7	-1	-4	-4	-4
자기주식	-7	0	-2	-2	-2
자본총계	116	137	153	172	192

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	909	1,220	1,215	1,658	1,920
BPS	6,040	6,948	7,545	8,774	10,238
DPS	450	250	260	260	260
CFPS	1,512	2,310	2,861	2,480	2,117
ROA(%)	10.1	7.8	6.5	8.1	8.4
ROE(%)	17.3	17.0	14.8	18.3	18.1
ROIC(%)	38.9	47.5	136.4	201.7	404.5
Multiples(x, %)					
PER	16.5	20.6	14.4	13.9	12.0
PBR	2.5	3.6	2.3	2.6	2.2
PSR	4.3	3.7	1.9	2.1	2.0
PCR	9.9	10.9	6.1	9.3	10.9
EV/EBITDA	7.6	7.0	3.2	3.6	2.6
배당수익률	3.0	1.0	1.5	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	37.7	55.4	51.8	53.0	50.0
Net debt/Equity	-39.5	-81.3	-70.8	-78.0	-80.7
Net debt/EBITDA	-262.9	-418.2	-347.0	-349.7	-341.6
유동비율	193.1	200.8	199.4	211.8	231.7
이자보상배율(배)	662.2	3,833.7	524.9	550.7	646.8
자산구조(%)					
투하자본	45.6	9.1	10.2	4.7	3.3
현금+투자자산	54.4	90.9	89.8	95.3	96.7
자본구조(%)					
차입금	4.2	0.1	1.3	1.6	1.4
자기자본	95.8	99.9	98.7	98.4	98.6

2019년 5월 31일

기업분석

휴비츠 (065510)

IT장비 포트폴리오 확대에 주목



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (유지)

목표주가(유지): 13,500원

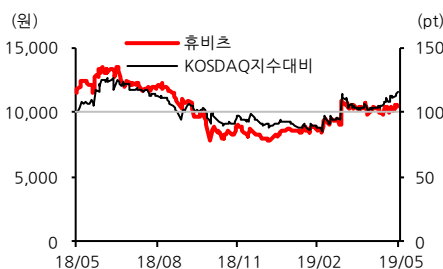
현재 주가(5/30)	10,600원
상승여력	▲27.4%
시가총액	1,260억원
발행주식수	11,883천주
52 주 최고가 / 최저가	13,600 / 7,750원
90 일 일평균 거래대금	34.57억원
외국인 지분율	5.9%
주주 구성	
김현수(외 6 인)	26.7%
휴비츠 자사주	2.4%
휴비츠 자사주 펀드	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.4	24.1	18.6	-4.9
상대수익률(KOSDAQ)	13.1	29.9	19.5	16.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	70	79	87	96
영업이익	9	8	12	14
EBITDA	14	14	18	20
지배주주순이익	3	7	9	11
EPS	262	597	763	918
순차입금	37	32	28	25
PER	51.0	13.5	13.9	11.5
PBR	2.0	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.0	9.2	8.7	7.4
배당수익률	1.1	1.9	1.4	1.4
ROE	4.0	8.7	10.4	11.5

주가 추이



휴비츠는 안정적인 검안기 매출 증가세로 1 분기에 당사 추정치를 상회하는 분기실적을 기록했습니다. 2 분기부터는 OCT 매출 성장이 본격적으로 나타날 것으로 기대됩니다. 더불어, 3D ATI 장비 포트폴리오가 확대되고 있는 점도 사업다각화 측면에서 긍정적인 변화라고 생각합니다.

안정적인 실적 개선세

휴비츠는 1 분기에 매출액 186억 원(+12.7% y-y), 영업이익 15억 원(+18.8% y-y)을 기록하며 당사의 예상치를 소폭 상회하는 실적을 달성했다. 견조한 실적의 배경으로는 렌즈가공기와 리플렉터 매출이 기존 추정치 대비 약 12억 원 높게 나왔기 때문이다. 이는 검안기기 사업이 당사 예상보다 견조하다는 의미라고 생각한다. 2 분기부터는 OCT 장비 매출이 크게 증가하면서 매출액 195억 원, 영업이익 32억 원을 기록할 것으로 예상된다.

3D ATI 장비 포트폴리오 확대중

휴비츠는 신성장동력을 찾기 위해 망막단층검사 기술 기반의 3D ATI(Automated Tomographic Inspection)장비를 개발해왔다. 연초에는 패널 단층검사 장비를 선보였다면, 최근에는 단층검사 장비 외에 레진(Resin)두께 검사장비와 3D Glass 검사장비 개발에 성공하여 제품포트폴리오를 확대했다. 레진 두께 검사장비의 경우 레진이 적량에 맞고 고르게 도포되었는지 검사하는 장비이며, OLED패널의 본딩공정에서 주로 수요가 발생할 것으로 예상된다. 3D Glass 검사장비의 경우 Flexible OLED 패널용 Cover Glass의 곡률을 검사하는 장비로 중국의 Biel이나 Lens와 같은 3D Glass 제조업체 쪽에서 수요가 기대된다. 6월에 전시회를 통해 중화권 업체향 수주 가능성을 높일 것으로 기대된다.

주가 PER 역사적 최저점: 투자의견 Buy, 목표주가 13,500원

현 주가는 당사의 2019년 실적추정치인 매출액 867억 원(+10.0 y-y), 영업이익 119억 원(+43.4% y-y) 기준 2019F PER 13.9배 수준으로 여전히 PER 밴드 역사적 최하단에 머물러있다. 1) 밸류에이션 상 주가의 하방경직성, 2) 신제품 출시와 사업다각화 가능성을 감안시 동사의 PER 배수는 글로벌 경쟁사들의 평균치(PER 30.4배)와의 괴리를 좁혀갈 것으로 예상된다. 따라서 투자의견 Buy, 목표주가 13,500원을 유지한다.

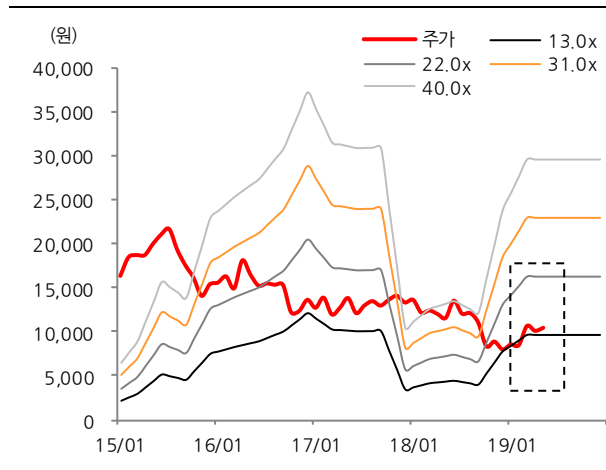
[표26] 휴비츠 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

		2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F
휴비츠 본사	자동검안기	15.01	16.48	17.16	3.34	3.76	3.47	4.45	3.62	4.13	3.80	4.94
	자동렌즈미터	4.96	5.11	5.40	1.00	1.41	1.21	1.35	1.02	1.31	1.21	1.57
	렌즈가공기	17.71	19.16	19.07	4.17	4.77	4.08	4.69	4.46	4.72	4.34	5.64
	리플렉터	8.69	9.93	9.76	2.04	2.22	1.94	2.49	2.43	2.41	2.22	2.88
	안과용진단기	13.13	17.99	23.72	2.50	3.23	3.37	4.03	3.13	4.76	4.39	5.70
	- 슬릿램프	4.24	4.52	4.68	0.97	1.00	0.93	1.34	0.98	1.14	1.05	1.36
	- 토노메타	3.73	3.94	4.05	0.90	0.82	0.88	1.13	0.86	0.99	0.91	1.18
	- OCT	5.13	9.49	14.95	0.62	1.41	1.55	1.55	1.29	2.63	2.42	3.15
	- 수술용현미경	0.04	0.04	0.05	0.01	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	기타	8.55	8.28	8.55	1.99	2.26	1.89	2.40	1.60	2.14	1.97	2.56
	합계	68.05	76.95	83.66	15.04	17.65	15.96	19.40	16.26	19.47	17.93	23.29
상해휴비츠	자동검안기	5.47	5.93	6.53	1.06	1.25	1.40	1.75	1.14	1.55	1.59	1.66
	자동렌즈미터	1.95	2.01	2.24	0.34	0.55	0.47	0.60	0.38	0.52	0.53	0.57
	렌즈가공기	3.39	3.30	3.78	0.50	0.64	1.39	0.87	0.59	0.84	0.91	0.96
	리플렉터	2.27	2.28	2.52	0.47	0.63	0.53	0.65	0.43	0.57	0.61	0.66
	기타	4.43	4.68	5.17	0.77	1.18	1.18	1.29	0.88	1.21	1.28	1.32
	합계	17.52	18.20	21.58	3.14	4.25	4.97	5.16	3.42	4.69	4.92	5.17
매출액		78.86	86.69	96.48	16.47	20.77	19.47	22.15	18.56	21.55	20.43	26.16
y-y		12.0%	9.9%	11.3%	6.0%	12.7%	7.4%	21.1%	12.7%	3.8%	4.9%	18.1%
q-q		0.0%	0.0%	0.0%	-10.0%	26.1%	-6.3%	13.8%	-16.2%	16.1%	-5.2%	28.1%
영업이익		8.33	11.94	14.15	1.24	2.93	2.52	1.63	1.48	3.18	2.67	4.61
y-y		-8.6%	43.4%	18.5%	-26.9%	-7.1%	20.3%	-24.3%	18.8%	8.6%	6.0%	182.3%
q-q		-	-	-	-42.4%	135.4%	-13.7%	-35.3%	-9.6%	115.3%	-15.9%	72.5%
- 본사 영업이익		7.97	9.95	11.27	1.17	2.61	1.95	2.23	1.34	2.55	2.03	4.03
영업이익률		10.6%	13.8%	14.7%	7.5%	14.1%	13.0%	7.4%	8.0%	14.8%	13.1%	17.6%
- 본사 영업이익률		11.7%	12.9%	13.5%	7.8%	14.8%	12.2%	11.5%	8.3%	13.1%	11.3%	17.3%

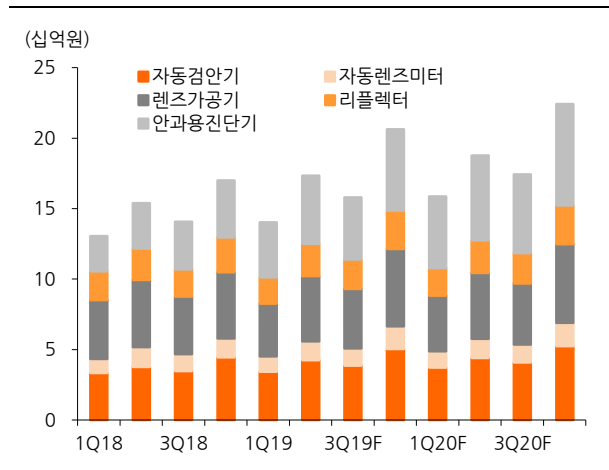
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 휴비츠 주가 PER 밴드 역사적 최하단 수준



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 휴비츠 분기별 실적전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	67	70	79	87	96
매출총이익	29	28	31	35	39
영업이익	12	9	8	12	14
EBITDA	17	14	14	18	20
순이자손익	0	-1	-1	-1	-1
외화관련손익	1	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	13	4	7	10	12
당기순이익	11	3	8	10	12
지배주주순이익	11	3	7	9	11
증가율(%)					
매출액	-3.9	5.2	12.0	9.9	11.3
영업이익	10.4	-26.7	-8.6	43.4	18.5
EBITDA	4.2	-16.6	-0.8	27.9	15.3
순이익	53.2	-69.6	118.1	29.0	20.5
이익률(%)					
매출총이익률	43.7	40.5	38.7	40.7	40.0
영업이익률	18.6	12.9	10.6	13.8	14.7
EBITDA 이익률	25.1	19.9	17.6	20.5	21.2
세전이익률	20.0	5.0	8.6	11.4	12.4
순이익률	17.0	4.9	9.6	11.2	12.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	12	10	8	14	12
당기순이익	11	3	8	10	12
자산상각비	4	5	6	6	6
운전자본증감	-6	-2	-7	-1	-5
매출채권 감소(증가)	0	0	0	0	-3
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-1	-3
매입채무 증가(감소)	-2	0	-3	0	1
투자현금흐름	-34	-10	-2	-16	-8
유형자산처분(취득)	-31	-10	4	-2	-1
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-5	-6	-6
투자자산 감소(증가)	1	0	0	-7	0
재무현금흐름	14	-3	-6	8	-2
차입금의 증가(감소)	15	-2	-4	9	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-2	-2	-2
배당금의 지급	1	1	2	2	2
총현금흐름	18	13	16	16	18
(-)운전자본증가(감소)	6	-3	6	0	5
(-)설비투자	31	16	1	2	1
(+)자산매각	-4	3	0	-6	-6
Free Cash Flow	-23	2	8	7	5
(-)기타투자	0	1	1	2	1
잉여현금	-23	1	7	6	4
NOPLAT	11	7	6	12	14
(+) Dep	4	5	6	6	6
(-)운전자본투자	6	-3	6	0	5
(-)Capex	31	16	1	2	1
OpFCF	-22	-2	4	15	13

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	47	42	47	65	74
현금성자산	8	4	5	19	21
매출채권	16	18	19	21	25
재고자산	16	17	20	21	25
비유동자산	93	99	94	98	99
투자자산	4	17	18	18	19
유형자산	77	70	63	63	62
무형자산	12	12	13	16	19
자산총계	140	141	142	162	173
유동부채	27	26	26	40	42
매입채무	4	7	5	7	9
유동성이자부채	20	18	19	30	30
비유동부채	30	30	26	26	26
비유동이자부채	23	23	18	16	16
부채총계	57	57	52	66	68
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	13	13	13	13	13
이익잉여금	62	64	69	76	85
자본조정	-3	-4	-4	-5	-5
자기주식	-4	-4	-4	-5	-5
자본총계	83	84	90	96	105

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	933	262	597	763	918
BPS	6,502	6,622	7,061	7,594	8,362
DPS	100	150	150	150	150
CFPS	1,549	1,086	1,341	1,316	1,482
ROA(%)	8.7	2.2	5.0	6.0	6.5
ROE(%)	15.1	4.0	8.7	10.4	11.5
ROIC(%)	10.9	5.5	5.0	9.6	10.9
Multiples(x, %)					
PER	14.6	51.0	13.5	13.9	11.5
PBR	2.1	2.0	1.1	1.4	1.3
PSR	2.4	2.3	1.2	1.5	1.3
PCR	8.8	12.3	6.0	8.1	7.2
EV/EBITDA	11.8	14.0	9.2	8.7	7.4
배당수익률	0.7	1.1	1.9	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	68.7	67.4	57.8	68.5	64.1
Net debt/Equity	42.8	43.7	35.5	28.7	24.1
Net debt/EBITDA	211.0	262.4	229.4	155.7	123.9
유동비율	175.1	160.0	185.0	160.1	176.7
이자보상배율(배)	235.7	11.7	7.6	11.0	12.9
자산구조(%)					
투하자본	90.7	85.2	84.4	77.0	76.5
현금+투자자산	9.3	14.8	15.6	23.0	23.5
자본구조(%)					
차입금	34.5	32.7	28.9	32.5	30.5
자기자본	65.5	67.3	71.1	67.5	69.5

2019년 5월 31일

기업분석

클래시스 (214150)

대중화의 초입 구간



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(상향): 16,000원

현재 주가(5/30)	11,850원
상승여력	▲35.0%
시가총액	7,344억원
발행주식수	61,973천주
52 주 최고가 / 최저가	13,700 / 3,835원
90 일 일평균 거래대금	79.61억원
외국인 지분율	1.4%

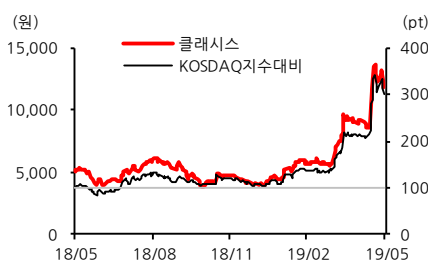
주주 구성	
정성재(외 3인)	88.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	27.8	107.9	153.2	146.9
상대수익률(KOSDAQ)	36.5	113.6	154.1	168.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	35	47	70	92
영업이익	11	17	32	42
EBITDA	11	18	33	43
지배주주순이익	-5	15	25	34
EPS	-1,369	243	409	548
순차입금	1	-1	-18	-48
PER	-3.0	16.8	29.6	22.1
PBR	7.2	5.0	9.8	6.8
EV/EBITDA	23.0	13.8	22.4	16.2
배당수익률	0.2	0.3	0.1	0.1
ROE	-19.9	34.5	39.8	36.5

주가 추이



슈링크 인지도 제고에 따라 기기 및 소모품 성장 확대가 기대됩니다.

투자 의견 'Buy', 목표주가 16,000원으로 상향

투자 의견 'Buy'를 유지한다. ①高 수익성인 소모품의 매출액 내 비중 상승(기기 누적 판매 대수 증가, 인지도 제고), ②글로벌 Medical aesthetic 시장 성장에 따른 수출 성장 지속(최근 해외 Aesthetic shop 공략 제품인 클루덤도 판매 호조), ③시장성이 큰 클라투-α 출시(국소 부위 까지 지방 분해 가능) 등을 통해 高 성장세 지속이 예상되기 때문이다.

목표주가는 16,000원으로 상향한다. 슈링크 인지도 제고에 따른 국내 소모품 판매 가속화, 해외 Aesthetic shop 시장 성장에 따른 클루덤 수출 호조, 클라투-α의 중장기 성장성 등을 반영해 실적 추정을 상향했기 때문이다. 해당 목표주가의 19F Implied P/E는 39x이다. '18~'20년 연평균 51%의 EPS 증가세를 고려한다면 큰 부담은 아니라 판단된다.

아직 성장 여지가 큰 내수 소모품

2H18 이후 내수 소모품 매출 성장이 가속화되고 있다. 이는 슈링크 인지도 제고에 따른 시술 증가에 기인한 것으로 보인다. 최근 급성장에 불구 아직 성장 여지는 클 것으로 예상된다. '18년 기준 슈링크 시술의 추정 침투율은 0.5%(女 20~59세 기준)~1.5%(女 25~39세 기준)에 불과해 대중화 초기 단계로 판단되기 때문이다(6개월 당 300샷 전제).

올해도 高 성장세 지속 전망

올해 실적은 매출액 699억원(yoy+47%), 영업이익 316억원(yoy+81%)을 전망한다. 기기의 양호한 판매 흐름이 지속되는 가운데 국내외 Hifu 인지도 제고에 따른 소모품 판매 호조로 4Q18~1Q19 두 분기 연속 큰 폭 성장을 경험하며 체력이 Level-up된 것으로 판단되기 때문이다. 매 분기 전년 대비 높은 이익 증가세가 가능할 것으로 보인다.

현재 주가가 高 Multiple에 거래되고 있는 만큼 전기 대비 성장 여부가 단기 주가 변동성 확대를 야기할 수 있다. 다만 아직 그 부담이 크지는 않다고 판단된다. 2Q19 ①소모품 판매 호조 지속, ②클라투-α 내수 판매 시작, ③영업일 수 증가와 원화 약세 등을 고려 시 전기 대비 실적 개선이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

[표27] 클래스스 RIM(잔여이익모델) Valuation

(단위: 십억원)

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net income	25	34	42	51	58	67	77	85	93	103
Book Value	76	109	149	195	248	308	370	433	503	580
F.ROE	39.8	36.5	32.7	29.4	26.3	24.1	22.8	21.1	19.9	18.9
Sperad(F.ROE-COE)	31.0	27.7	23.9	20.6	17.5	15.3	13.9	12.3	11.1	10.1
Residual income	24	30	36	40	43	47	51	53	56	59
COE	8.8	Risk Free 1.8%, Risk Premium 8%, Beta 0.9								
PV of RI	267									
PV of CV	663									
Current Book value	51									
Equity value	981									
Total number of stocks	61,973									
Fair value	15,832									
12M Target price	16,000									

자료: 한화투자증권 리서치센터

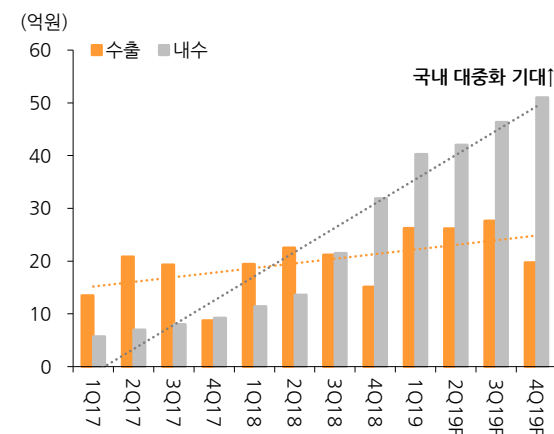
[표28] 연간과 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	349	475	699	921	98	115	116	146	162	179	175	183
yoy	28%	36%	47%	32%	14%	18%	36%	82%	65%	56%	51%	25%
Classys	209	251	299	346	55	63	56	77	70	83	69	76
Cluderm	39	54	91	131	10	12	14	18	20	22	23	26
Cartridge	92	157	279	401	31	36	43	47	67	68	74	71
Cosmetic	9	14	29	43	3	4	3	4	5	6	9	10
영업이익	108	175	316	422	26	42	41	65	74	80	77	85
ypy	31%	61%	81%	34%	-15%	34%	50%	248%	188%	89%	86%	30%
margin	31.1%	36.8%	45.2%	45.8%	26.3%	37.0%	35.6%	44.7%	46.0%	44.8%	43.8%	46.2%
당기순이익	-51	149	253	338	19	39	28	62	59	65	62	67
ypy	적전	흑전	70%	33%	-10%	37%	32%	흑전	205%	68%	118%	8%

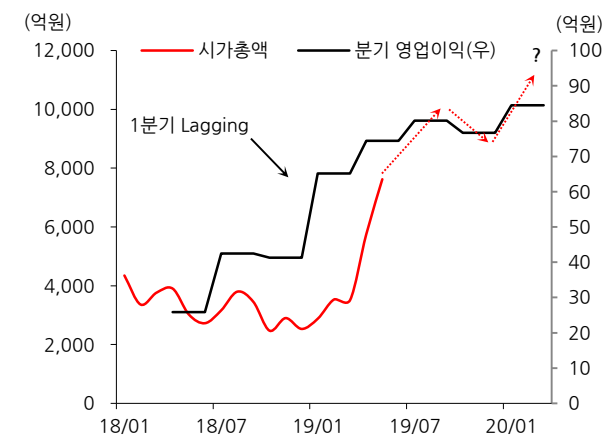
자료: 클래스스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 소모품의 수출 및 내수 매출액 추이와 전망



자료: 클래스스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 1분기 Lagging 영업이익과 시가총액 추이



자료: 클래스스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	27	35	47	70	92
매출총이익	19	24	35	53	71
영업이익	8	11	17	32	42
EBITDA	8	11	18	33	43
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	-3	18	32	43
당기순이익	7	-5	15	25	34
지배주주순이익	7	-5	15	25	34
증가율(%)					
매출액	81.7	28.0	36.2	47.2	31.8
영업이익	107.8	30.7	61.8	80.8	33.5
EBITDA	106.1	31.6	65.4	78.8	32.5
순이익	50.8	적전	흑전	70.4	34.0
이익률(%)					
매출총이익률	68.3	69.3	73.2	76.1	76.8
영업이익률	30.3	31.0	36.8	45.2	45.8
EBITDA 이익률	30.8	31.6	38.4	46.6	46.9
세전이익률	32.2	-9.0	37.5	46.0	46.6
순이익률	26.0	-14.7	31.3	36.2	36.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	6	9	16	22	32
당기순이익	7	-5	15	25	34
자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본증감	-2	0	-1	-3	-2
매출채권 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-2
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	0	-21	-20	-5	-1
유형자산처분(취득)	0	-32	-15	-5	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
재무현금흐름	0	19	-4	-3	-4
차입금의 증가(감소)	0	19	-4	-3	-3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	-1
배당금의 지급	0	0	0	0	1
총현금흐름	9	12	20	25	34
(-)운전자본증가(감소)	1	0	0	3	2
(-)설비투자	0	32	15	5	1
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	8	-21	5	17	31
(-)기타투자	2	-12	7	0	0
잉여현금	6	-9	-2	17	31
NOPLAT	7	8	15	25	33
(+) Dep	0	0	1	1	1
(-)운전자본투자	1	0	0	3	2
(-)Capex	0	32	15	5	1
OpFCF	5	-24	1	18	31

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	18	28	27	44	73
현금성자산	12	19	16	31	57
매출채권	2	2	3	4	5
재고자산	4	5	6	7	9
비유동자산	4	35	49	55	56
투자자산	3	3	3	4	6
유형자산	1	32	46	50	50
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	22	63	76	98	129
유동부채	6	14	15	15	15
매입채무	1	1	1	1	1
유동성이자부채	0	7	6	6	6
비유동부채	0	14	10	7	4
비유동이자부채	0	13	10	7	4
부채총계	6	28	25	22	19
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	0	18	19	19	19
이익잉여금	16	11	25	51	84
자본조정	-5	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	16	35	51	76	109

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	2,572	-1,369	243	409	548
BPS	5,937	580	824	1,233	1,767
DPS	0	8	14	14	14
CFPS	3,316	3,072	322	403	542
ROA(%)	41.0	-12.0	21.4	29.1	29.9
ROE(%)	55.3	-19.9	34.5	39.8	36.5
ROIC(%)	223.1	38.4	33.7	46.1	55.8
Multiples(x, %)					
PER	1.6	-	16.8	29.0	21.6
PBR	0.7	7.2	5.0	9.6	6.7
PSR	0.4	0.4	5.3	10.5	8.0
PCR	1.2	1.4	12.7	29.4	21.8
EV/EBITDA	-0.1	23.0	13.8	22.0	15.9
배당수익률	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	35.0	80.0	48.3	28.6	17.5
Net debt/Equity	-74.1	4.1	-2.0	-23.9	-43.8
Net debt/EBITDA	-144.4	13.0	-5.6	-56.1	-111.0
유동비율	333.4	192.1	179.4	291.1	473.9
이자보상배율(배)	22,398.3	85.8	40.0	137.4	263.8
자산구조(%)					
투하자본	21.8	61.6	72.1	62.4	49.4
현금+투자자산	78.2	38.4	27.9	37.6	50.6
자본구조(%)					
차입금	0.0	37.3	23.2	14.0	7.9
자기자본	100.0	62.7	76.8	86.0	92.1

2019년 5월 31일

기업분석

아스트 (067390)

사점(死點)을 지나는 중



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(유지): 21,000원

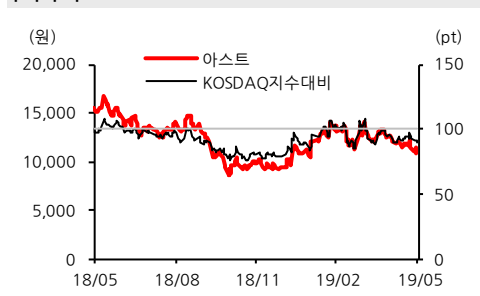
현재 주가(5/30)	10,900원
상승여력	▲92.7%
시가총액	2,725억원
발행주식수	24,998천주
52 주 최고가 / 최저가	16,689 / 8,655원
90 일 일평균 거래대금	61.75억원
외국인 지분율	1.2%
주주 구성	
김희원(외 1 인)	21.8%
미래에셋자산운용(주)(외 1 인)	5.3%
김영근	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.8	-17.0	10.2	-29.3
상대수익률(KOSDAQ)	-5.2	-11.3	11.1	-8.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	97	117	169	233
영업이익	8	11	15	22
EBITDA	15	18	24	33
지배주주순이익	1	4	27	31
EPS	99	259	1,102	1,236
순차입금	130	206	204	189
PER	178.0	36.3	9.9	8.8
PBR	2.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	28.2	20.0	19.4	13.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.7	3.9	16.2	12.3

주가 추이



하반기 이후 실적 모멘텀과 Sentiment 개선이 기대되는 업체입니다.

투자의견 'Buy', 목표주가 21,000원 유지

아스트에 대한 투자의견 'Buy'와 목표주가 21,000원을 유지한다. ①수주잔고 증가세, ②Boeing 생산량 증가 계획 및 Embraer 向 신규 매출 발생을 통한 외형 성장 가속화, ③학습 효과에 따른 수익성 개선 등 기존 투자 포인트가 강화될 수 있기 때문이다. Triumph로부터 사업 인수(E-jet II)로 수주잔고 확대 효과, 실적 증대, 항공기 Tier-1 제작 업체 도약을 통한 수주 경쟁력 강화 등 때문이다.

Sentiment 대비 양호한 실적

2Q19 영업이익은 30억원(yoy+43%)을 기록하며 yoy와 qoq 모두 증가할 것으로 예상된다. 이는 4월 이후 Boeing의 B737 Max 감산(52대/월→42대/월)에도 Boeing의 주요 부품사이자 동사 최대 거래처인 Spirit(18년 매출액 비중 78%)은 1분기 생산량을 유지하는 것으로 파악되기 때문이다. 또한 지난해 지연됐던 E2 관련 매출도 2분기부터 순차적으로 발생할 것으로 예상된다.

올해 외형성장 가속화 전망

올해 실적은 매출액 1,685억원(yoy+44%), 영업이익 151억원(yoy+39%), 순이익 281억원(yoy+534%)으로 추정한다. Boeing 생산량 증가, E2 관련 신규 매출 등으로 외형성장이 가속화될 전망이다. 영업 수익성은 Boeing 向 물량 증가에도 불구하고 E2 초기 학습비용으로 소폭 하락할 것으로 판단된다. 다만 차공구 관련 이익 반영에 따라 순이익(or 매출액 반영 시 영업이익)은 큰 폭 증가가 예상된다.

보잉 인도 재개 시 하반기 실적과 E2 사업권 기대 부각될 것

최근 동사 주가는 양호한 1Q 실적과 중장기 성장성에도 대내외 불확실성으로 부진한 흐름을 이어가고 있다. 그러나 하반기 이후 주가의 추세 전환을 기대한다. 유상증자 이벤트 마무리 후 보잉 B737 Max 인도 재개 시 불확실성 해소에 따른 Sentiment가 개선되며 E2 사업권 기대가 재 부각될 가능성이 있기 때문이다. 또한 보잉 B737 Max 생산량 증대로 인한 실적 모멘텀도 더해질 수 있다.

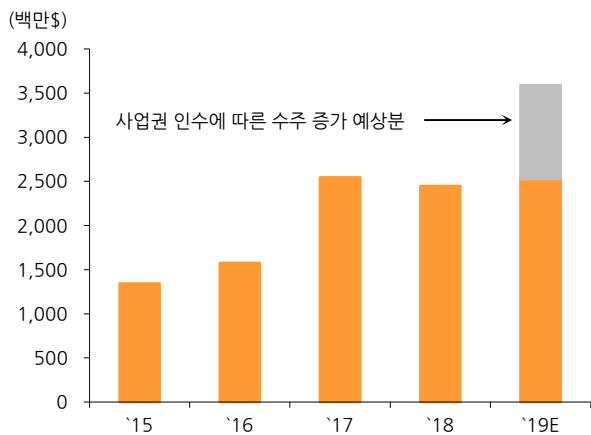
[표29] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	972	1,170	1,685	2,325	252	264	325	330	306	352	461	566
yoy	11%	20%	44%	38%	17%	20%	29%	16%	22%	33%	42%	72%
Sec48	175	419	510	610	39	102	126	152	109	115	125	161
E2	0	0	323	666	0	0	0	0	0	28	126	168
기타(연결조정 포함)	797	751	852	1,049	212	162	198	178	197	209	210	236
영업이익	81	108	151	222	20	21	30	37	25	30	41	55
yoy	10%	35%	39%	47%	10%	-2%	21%	132%	29%	43%	37%	49%
margin	8.3%	9.3%	9.0%	9.5%	7.8%	8.1%	9.3%	11.3%	8.3%	8.5%	8.9%	9.7%
연결당기순이익	15	44	281	321	7	28	6	3	11	16	20	234
yoy	-76%	203%	534%	14%	91%	319%	-66%	흑전	62%	-43%	233%	7700%
margin	1.5%	3.8%	16.7%	13.8%	2.7%	10.7%	1.8%	1.0%	3.6%	4.5%	4.3%	41.3%
차배지분순이익	14	40	273	289	6	27	7	0	10	14	18	213

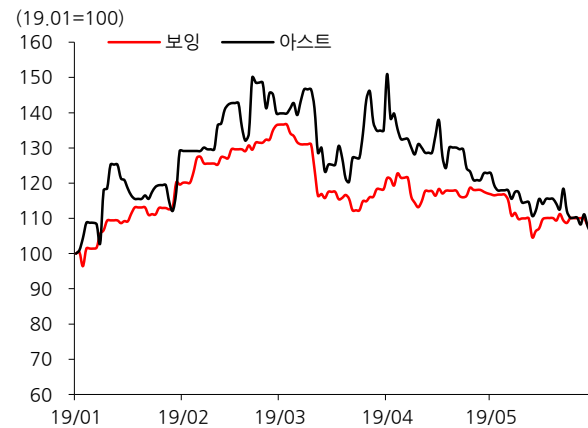
자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 아스트 수주잔고 추이



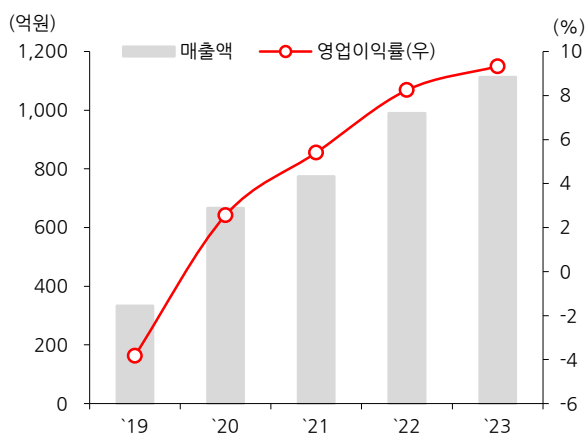
자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 올해 이후 보잉과 아스트 주가 추이



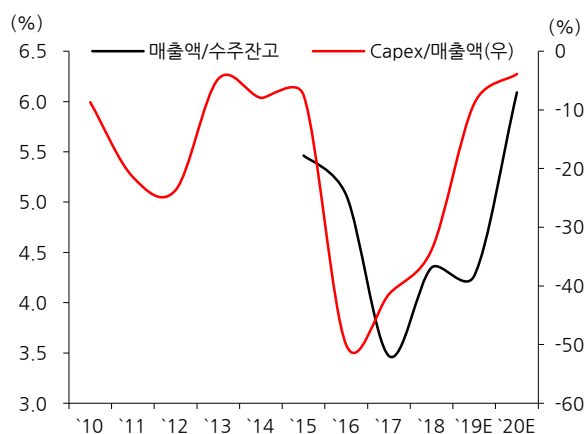
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] E2 관련 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 아스트의 매출액/수주잔고, Capex/매출액 추이와 전망



자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	88	97	117	169	233
매출총이익	14	15	20	27	39
영업이익	7	8	11	15	22
EBITDA	13	15	18	24	33
순이자손익	-3	-4	-7	-7	-6
외화관련손익	2	-4	2	1	0
지분법손익	0	0	0	1	1
세전계속사업손익	5	1	6	36	42
당기순이익	6	1	4	28	32
지배주주순이익	7	1	4	27	31
증가율(%)					
매출액	8.8	10.6	20.4	44.0	38.0
영업이익	122.6	9.7	34.5	39.4	47.0
EBITDA	49.1	17.5	24.9	33.1	35.8
순이익	147.5	-76.3	202.9	532.4	14.5
이익률(%)					
매출총이익률	16.2	15.5	17.0	16.0	16.6
영업이익률	8.4	8.3	9.3	9.0	9.5
EBITDA 이익률	14.3	15.2	15.7	14.5	14.3
세전이익률	5.8	1.1	5.4	21.4	18.2
순이익률	7.0	1.5	3.8	16.7	13.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-14	-12	-36	46	23
당기순이익	6	1	4	28	32
자산상각비	5	7	8	9	11
운전자본증감	-28	-27	-54	8	-18
매출채권 감소(증가)	-16	-22	-22	-6	-14
재고자산 감소(증가)	-8	-18	-39	8	-19
매입채무 증가(감소)	-2	18	7	5	16
투자현금흐름	-64	-42	-39	-144	-9
유형자산처분(취득)	-44	-40	-40	-15	-9
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-130	-1
투자자산 감소(증가)	-12	6	1	0	0
재무현금흐름	78	68	67	101	-10
차입금의 증가(감소)	66	46	62	0	-10
자본의 증가(감소)	10	1	3	101	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	16	17	22	38	41
(-)운전자본증가(감소)	16	24	47	-8	18
(-)설비투자	48	41	40	15	9
(+)자산매각	3	-2	-1	-130	-1
Free Cash Flow	-46	-49	-66	-99	13
(-)기타투자	18	8	6	-1	-1
잉여현금	-64	-58	-72	-99	14
NOPLAT	5	6	8	12	17
(+) Dep	5	7	8	9	11
(-)운전자본투자	16	24	47	-8	18
(-)Capex	48	41	40	15	9
OpFCF	-54	-52	-72	14	1

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	97	143	191	191	229
현금성자산	22	30	21	24	28
매출채권	28	37	57	62	76
재고자산	46	71	110	102	121
비유동자산	127	167	204	338	336
투자자산	33	49	50	49	49
유형자산	89	113	147	155	157
무형자산	5	5	6	134	130
자산총계	224	311	395	529	565
유동부채	75	102	108	113	119
매입채무	13	28	36	42	57
유동성이자부채	60	73	69	69	59
비유동부채	56	94	167	167	167
비유동이자부채	51	87	159	159	159
부채총계	132	195	274	280	286
자본금	7	7	8	12	12
자본잉여금	66	68	77	173	173
이익잉여금	0	2	4	32	62
자본조정	2	2	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	92	115	121	249	280

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	513	99	259	1,102	1,236
BPS	5,284	6,715	6,623	9,409	10,644
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,150	1,185	1,407	1,821	1,650
ROA(%)	4.0	0.5	1.1	5.9	5.6
ROE(%)	10.8	1.7	3.9	16.2	12.3
ROIC(%)	4.1	3.0	2.9	3.2	3.8
Multiples(x, %)					
PER	31.1	178.0	36.3	9.9	8.8
PBR	3.0	2.6	1.4	1.2	1.0
PSR	2.6	2.6	1.2	1.3	1.2
PCR	13.9	14.9	6.7	6.0	6.6
EV/EBITDA	27.2	28.2	20.0	19.4	13.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	142.8	169.8	227.7	112.4	102.2
Net debt/Equity	96.2	113.0	171.0	81.7	67.7
Net debt/EBITDA	708.5	882.8	1,120.4	831.3	568.8
유동비율	129.0	140.8	177.9	169.3	193.0
이자보상배율(배)	2.3	1.8	1.5	2.1	3.3
자산구조(%)					
투하자본	74.9	73.8	81.1	85.5	85.2
현금+투자자산	25.1	26.2	18.9	14.5	14.8
자본구조(%)					
차입금	54.6	58.2	65.3	47.7	43.7
자기자본	45.4	41.8	34.7	52.3	56.3

2019년 5월 31일

기업분석

도이치모터스 (067990)

실적이 정답이었다



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(상향): 14,000원

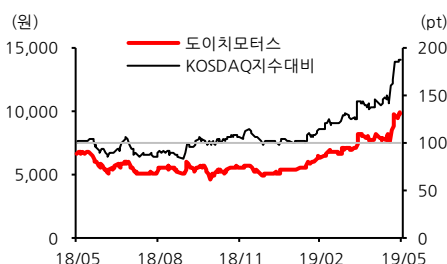
현재 주가(5/30)	9,730원
상승여력	▲43.9%
시가총액	2,728억원
발행주식수	28,037천주
52 주 최고가 / 최저가	9,910 / 4,680원
90 일 일평균 거래대금	56.78억원
외국인 지분율	20.3%
주주 구성	
권오수(외 2인)	29.2%
도이치모터스 자사주	3.8%
지엠비 케이앤티 제 1 호	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	24.3	54.7	76.9	51.6
상대수익률(KOSDAQ)	32.9	60.4	77.8	72.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	950	1,058	1,175	1,126
영업이익	12	51	93	61
EBITDA	18	58	101	69
지배주주순이익	4	34	63	43
EPS	140	1,278	2,156	1,488
순차입금	197	137	29	21
PER	40.8	4.0	4.5	6.5
PBR	1.0	0.8	1.1	0.9
EV/EBITDA	19.2	4.7	3.0	4.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	3.5	20.6	28.7	15.5

주가 추이



다시 한 번 실적 Level up이 기대되는 구간입니다.

투자의견 'Buy', 목표주가 14,000원으로 상향

도이치모터스에 대한 투자의견 'Buy'를 유지한다. ①'19~'20년 상반기 약 150억원 내외의 도이치오토월드 분양 관련 이익 유지, ②자동차 판매 대비 高 부가가치를 지닌 사업(A/S, 금융, 임대, O2O 서비스) 성장에 따른 본격적 사업구조 변화 시작으로 기존 사업의 실적 개선세 등으로 통해 기업가치 상승이 기대되기 때문이다.

목표주가는 14,000원으로 기존 대비 27% 상향 조정한다. 신차 부문의 실적 추정치 상향과 도이치오토월드 완공 이후 중장기 시너지 등을 반영했다. 해당 목표주가는 19F Implied P/E 6.6x이다. 대외 불확실성에도 올해 매 분기 200억원 이상 영업이익의 시현을 통해 높은 이익 증가세가 예상된다는 점에서 부담없는 수준으로 판단한다.

도이치오토월드 완공 이후에도 성장 요인 풍부

기존 사업(도이치모터스 별도) 내 성장 모멘텀은 A/S부문이다. ①高 수익성인 Full Shop(판금·도장 가능) 위주로 구성된 미사 및 성수 신규 A/S 센터 풀가동, ②지속적인 신규 A/S 센터 오픈(19년 제주/원주), ③도이치오토월드 완공 이후 시너지, ④리콜 작업 이후 인지도 제고 등을 통해 안정적 성장을 지속하며 전사 수익성 개선에 기여할 전망이다.

A/S 외 중장기 성장 요인도 풍부하다. 오토월드 완공 이후 ①도이치파이낸셜(18년 OPM 27%) 중고차 금융 사업 본격화, ②온라인 광고 및 타운 사업 등을 통한 G-car 성장, ③안정적인 임대·운영 수익(연 120억원 예상) 등 시너지 효과가 기대된다. 신차부문도 추가 브랜드 인수를 통해 멀티 브랜드 딜러로 성장하며 BMW 의존도가 낮아질 전망이다.

올해 큰 폭의 실적 개선 예상

'19년 연결 실적은 매출액 1.18조원(yoy+11%), 영업이익 928억원(yoy+83%)을 기록하며 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. 이는 ①큰 폭의 도이치오토월드 분양 수익 인식(올해 추가 공정률 63%), ②신차 부문의 양호한 수익성, ③Infra 확충 효과에 따른 AS부문 실적 개선, ④포르쉐 판매 호조 및 거점 확대에 의한 도이치아우토 성장에 기인한다.

[표30] 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원, %, 원)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Net income	63	42	41	43	44	46	48	49	50	52
Book Value	258	301	338	376	416	457	495	534	575	616
F.ROE	28.6	14.9	12.8	12.0	11.2	10.4	10.0	9.5	9.1	8.7
Spread(F.ROE-COE)	21.1	7.4	5.3	4.5	3.6	2.9	2.5	2.0	1.5	1.2
Residual income	54	22	18	17	15	13	13	10	9	7
COE	7.5									
Risk Free	1.8	올해 이후 국고채(3년) 평균 금리								
Risk Premium	8.0									
Beta	0.7	수정 베타 사용 (adj. Beta=2/3*β+1/3)								
PV of Residual income	138									
PV of Terminal value	96									
Current Book value	180									
Equity value	414									
Total number of stocks	29,064	전환사채 물량 포함 주식 수								
Fair Price	14,232	`19F Implied PER 6.6x, Implied PBR 1.6x								
12M Target Price	14,000									

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표31] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	950	1,058	1,175	1,126	307	289	230	232	268	286	301	319
yoy	41%	11%	11%	-4%	79%	8%	-1%	-17%	-13%	-1%	31%	38%
도이치모터스	933	904	833	931	285	266	180	173	184	204	216	229
도이치파이낸셜	11	11	13	14	3	3	3	3	3	3	3	3
도이치오토월드	-	104	240	63	16	9	35	43	64	59	59	59
도이치아우토	-	30	84	108	-	8	11	12	17	19	22	26
기타/연결조정	6	9	5	9	3	3	2	1	1	1	1	2
영업이익	12	51	93	61	10	8	18	15	23	23	24	22
yoy	흑전	332%	83%	-35%	1100%	98%	309%	486%	140%	196%	37%	43%
영업이익률	1.2%	4.8%	7.9%	5.4%	3.2%	2.7%	7.6%	6.6%	8.8%	8.1%	7.9%	6.9%
도이치모터스	12	20	30	29	6	6	6	2	8	8	7	7
도이치파이낸셜	2	3	4	4	1	1	1	1	1	1	1	1
도이치오토월드	-2	26	56	19	3	1	11	11	15	14	15	12
도이치아우토	0	2	3	6	0	0	0	1	0	1	1	1
기타/연결조정	-1	1	0	2	0	0	0	1	-1	0	0	1
세전이익	6	44	84	58	9	6	15	14	22	21	22	20
당기순이익	4	35	63	44	8	4	11	12	16	15	15	17
yoy	흑전	715%	82%	-30%	1216%	103%	330%	흑전	103%	279%	36%	43%
순이익률	0.4%	3.3%	5.4%	3.9%	2.6%	1.4%	4.7%	5.1%	6.0%	5.4%	4.9%	5.3%
지배지분	4	34	63	43	8	4	11	11	16	15	14	17
비지배지분	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	673	950	1,058	1,175	1,126
매출총이익	48	74	113	160	132
영업이익	-2	12	51	93	61
EBITDA	4	18	58	101	69
순이자손익	-3	-6	-8	-9	-4
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	6	44	85	58
당기순이익	-3	4	35	63	45
지배주주순이익	-2	4	34	63	43
증가율(%)					
매출액	1.7	41.1	11.4	11.0	-4.2
영업이익	적전	흑전	332.1	83.4	-34.5
EBITDA	-65.0	329.8	220.9	73.2	-31.6
순이익	적전	흑전	715.2	82.6	-29.5
이익률(%)					
매출총이익률	7.1	7.8	10.7	13.6	11.7
영업이익률	-0.3	1.2	4.8	7.9	5.4
EBITDA 이익률	0.6	1.9	5.5	8.6	6.1
세전이익률	-0.3	0.6	4.2	7.2	5.2
순이익률	-0.4	0.4	3.3	5.4	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	6	-13	138	182	29
당기순이익	-3	4	35	63	45
자산상각비	6	6	7	8	8
운전자본증감	-5	-33	79	51	-14
매출채권 감소(증가)	-5	-8	-4	-5	3
재고자산 감소(증가)	-36	16	103	12	4
매입채무 증가(감소)	6	-16	19	-17	-1
투자현금흐름	-52	-22	-63	-90	-20
유형자산처분(취득)	-88	-38	-71	-90	-20
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	37	17	10	0	0
재무현금흐름	62	29	-58	11	-60
차입금의 증가(감소)	22	31	-59	-5	-60
자본의 증가(감소)	40	0	0	15	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	18	23	63	132	42
(-)운전자본증가(감소)	35	8	12	-51	14
(-)설비투자	93	39	72	90	20
(+)자산매각	5	0	1	0	0
Free Cash Flow	-106	-23	-20	92	9
(-)기타투자	-29	26	-89	0	0
잉여현금	-76	-48	69	92	9
NOPLAT	-1	8	40	70	47
(+) Dep	6	6	7	8	8
(-)운전자본투자	35	8	12	-51	14
(-)Capex	93	39	72	90	20
OpFCF	-123	-32	-36	38	21

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	271	260	340	436	378
현금성자산	152	139	158	261	210
매출채권	38	55	58	63	60
재고자산	78	64	107	95	91
비유동자산	162	298	256	340	351
투자자산	15	14	18	20	20
유형자산	142	278	228	311	323
무형자산	5	6	9	9	8
자산총계	433	558	596	776	729
유동부채	269	255	228	258	228
매입채무	17	7	47	30	28
유동성이자부채	238	229	152	139	129
비유동부채	67	137	167	239	179
비유동이자부채	53	107	143	151	101
부채총계	337	392	395	497	407
자본금	13	13	13	15	15
자본잉여금	47	47	49	62	62
이익잉여금	27	30	74	137	180
자본조정	-22	56	44	44	44
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	97	166	201	279	322

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-62	140	1,278	2,156	1,488
BPS	2,496	5,582	6,837	8,860	10,349
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	667	888	2,383	4,529	1,457
ROA(%)	-0.4	0.7	5.8	9.1	5.8
ROE(%)	-2.7	3.5	20.6	28.7	15.5
ROIC(%)	-0.8	2.7	11.3	21.5	14.3
Multiples(x, %)					
PER	-	40.8	4.0	4.5	6.5
PBR	1.6	1.0	0.8	1.1	0.9
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
PCR	6.0	6.5	2.2	2.1	6.7
EV/EBITDA	58.0	19.2	4.7	3.0	4.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	347.7	235.9	196.5	178.2	126.3
Net debt/Equity	143.1	118.8	68.2	10.6	6.5
Net debt/EBITDA	3,288.1	1,090.2	236.1	29.3	30.3
유동비율	100.7	102.0	149.3	168.8	165.7
이자보상배율(배)	n/a	1.7	5.9	9.1	12.2
자산구조(%)					
투하자본	58.5	70.3	65.7	52.3	59.9
현금+투자자산	41.5	29.7	34.3	47.7	40.1
자본구조(%)					
차입금	75.0	66.9	59.5	51.0	41.7
자기자본	25.0	33.1	40.5	49.0	58.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2019년 5월 31일)

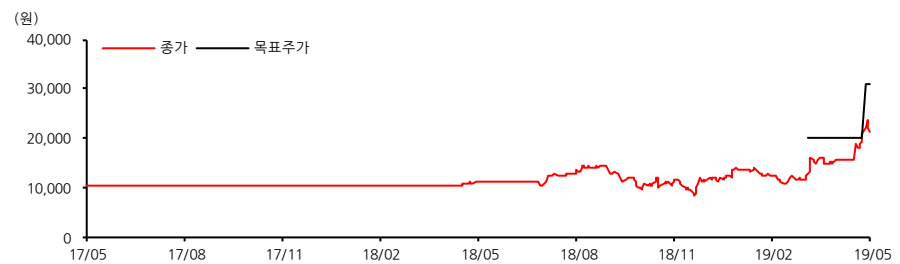
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하, 최준영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

휴비츠는 2019년 3월 6일 당사와 자기주식취득 신탁계약을 체결하였습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에치에프알 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

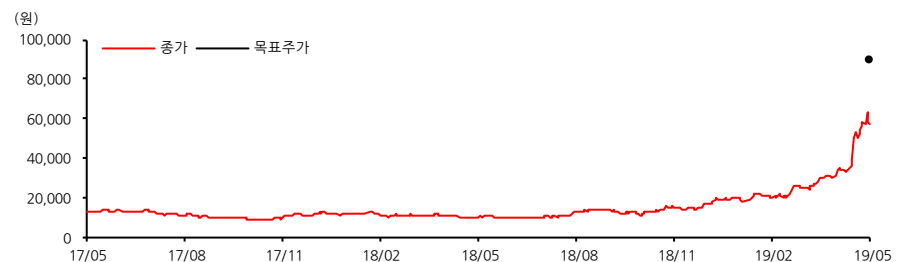
일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.27	2019.05.31		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	최준영	20,000	31,000	31,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.03	Buy	20,000	-20.72	-2.50
2019.05.27	Buy	31,000		

[오이솔루션 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

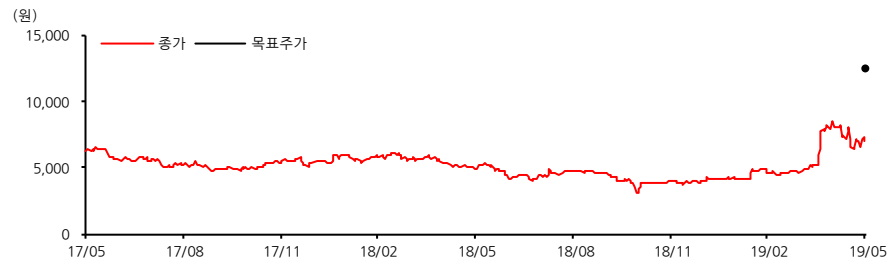
일 시	2019.05.31	2019.05.31			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	최준영	89,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	89,500		

[에스넷 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

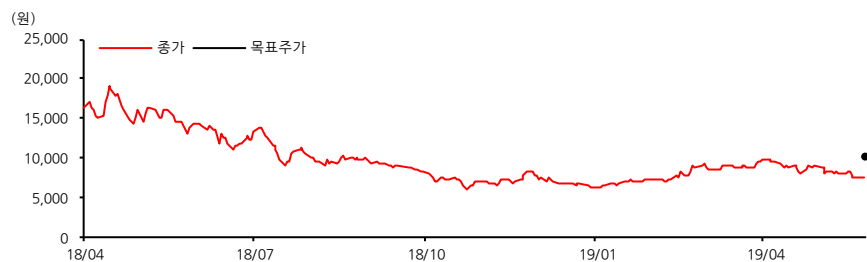
일 시	2019.05.31	2019.05.31			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	최준영	12,300			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	12,300		

[JTC 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.31	2019.05.31			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	김동하	10,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	10,000		

[제로투세븐 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.11.28	2018.11.28	2019.03.26	2019.05.16	2019.05.17	2019.05.31
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	12,000	12,000	12,000	12,000	16,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.28	Buy	12,000	-34.76	-1.25
2019.05.31	Buy	16,000		

[슈프리마 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

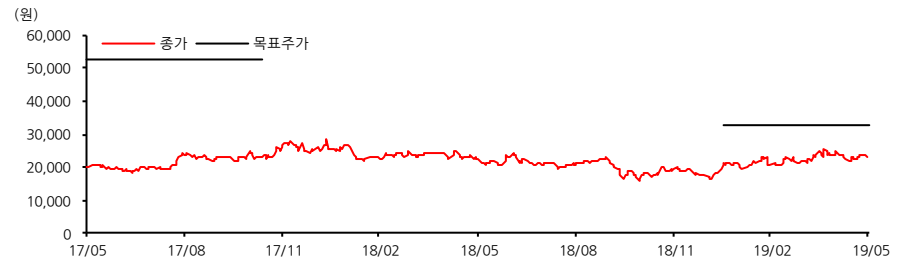
일 시	2019.04.01	2019.04.01	2019.04.23	2019.05.31		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	김동하	39,000	39,000	46,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.01	Buy	39,000	-27.05	-17.31
2019.05.31	Buy	46,000		

[민앤지 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.01.15	2019.01.16	2019.04.23	2019.05.31		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	최준영	32,500	32,500	32,500		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.01.16	Buy	32,500		

[휴비츠 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.03.28	2019.03.28	2019.05.17	2019.05.31		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	최준영	13,500	13,500	13,500		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.28	Buy	13,500		

[클래식 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.02.14	2019.02.14	2019.05.15	2019.05.31		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	김동하	7,700	7,700	16,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.02.14	Buy	7,700	4.44	77.92
2019.05.31	Buy	16,000		

[아스트 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

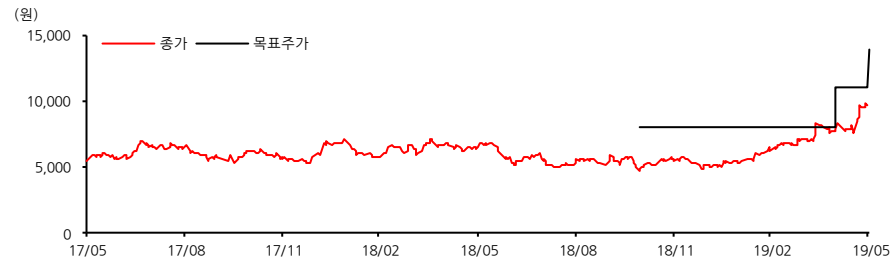
일 시	2018.11.22	2018.11.22	2019.04.03	2019.05.20	2019.05.31	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	김동하	16,000	21,000	21,000	21,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.22	Buy	16,000	-21.96	-2.81
2019.04.03	Buy	21,000		

[도이치모터스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.10.30	2018.10.30	2019.02.13	2019.04.30	2019.05.16	2019.05.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	8,000	8,000	11,000	11,000	11,000
일 시	2019.05.31					
투자의견	Buy					
목표가격	14,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.10.30	Buy	8,000	-24.28	3.63
2019.04.30	Buy	11,000	-22.46	-9.91
2019.05.31	Buy	14,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%