



Small cap

2019년 9월 2일

Mid-Small Cap

와신상담 (臥薪嘗膽)

“코스닥 시장은 올해 상반기 베어마켓 랠리 이후 급락을 보이고 있습니다. 미중 무역갈등 심화, 일본 수출 제재, 바이오 사태 등 불확실성이 동시에 다발적으로 점화되며 상대적 위험자산인 코스닥 시장의 기피가 커진 탓으로 보입니다. Valuation 및 기술적 지표 상 변동성은 점차 축소될 것으로 기대합니다. 다만 불확실성 요인들의 해소 전까지는 의미 있는 상승 전환을 기대하기도 어려울 것 같습니다. 이런 장세에 대응하기 위한 투자 아이디어로 'Back to the basics(실적)'을 제시해 드립니다. 테스트 결과 약세장에서도 실적주들은 시장 대비 양호한 수익률을 시현했기 때문입니다. 이에 상반기 큰 폭의 실적 개선이 확인됐고 하반기에도 실적 개선 지속이 예상되는 당사 커버리지 종목을 추천드리고자 합니다.”

| Contents |

I. 기로에 선 코스닥 시장.....	03
II. 아니 땐 굴뚝에 연기 날까?.....	04
1. 경기 부진 지속.....	04
2. IPO와 메자닌 투자 증가.....	05
III. 끝날 때까지 끝난 게 아니다.....	06
1. 바닥권인 Valuation 및 기술적 지표.....	06
2. 바이오 지수의 주가 변동성 축소 기대.....	07
3. 선행지수 순환변동치 반등 가능성.....	07
4. 소결.....	08
IV. 투자 아이디어.....	09
1. Back to the basics.....	09
2. 배당성장주.....	10
V. 실적주인 당사 커버리지 종목 관심 필요.....	12
VI. 분석대상 종목.....	15
1. 도이치모터스 (067990).....	16
2. 제로투세븐 (159580).....	19
3. 에치에프알 (230240).....	22
4. 클래시스 (214150).....	25
5. 오이솔루션 (138080).....	28
6. 아스트 (067390).....	31
7. JTC (950170).....	34
8. 슈프리마 (236200).....	37
9. 에스넷 (038680).....	40
10. 휴비츠 (065510).....	43
11. 노바렉스 (194700).....	46
12. 알에프텍 (061040).....	49

I. 기로에 선 코스닥 시장

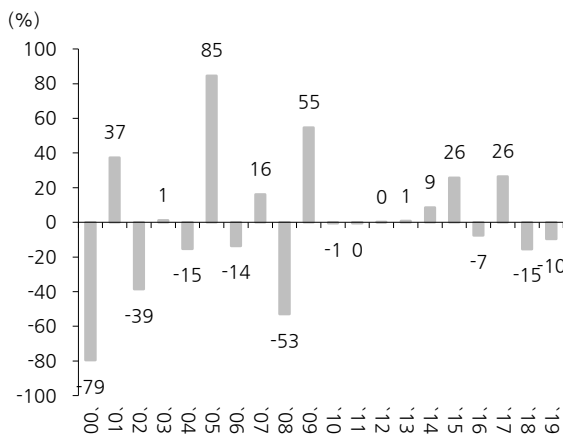
약세장에 진입한 코스닥

최근 3개월 간 코스닥 시장은 12% 하락했다. 마중 무역 갈등 심화, 일본 수출 제재, 티슈진 상장폐지 등 바이오 업종 신뢰도 하락 등 동시 다발적 악재가 발생한 영향이다. 이제 완전히 베어 마켓에 진입한 모습이다. ①'00년 이후 처음인 코스닥 시장의 2년 연속 큰 폭 하락, ②'00년대 대비 낮아진 변동성에 익숙해진 투자 심리, ③글로벌 증시 대비 약세 등을 고려 시 통상 약세장보다 시장 참여자들의 피로도도 상당히 클 것으로 보인다.

방향성과 투자 아이디어는?

기술적 측면에서도 중요한 시점이다. 현재 코스닥 시장은 상승 추세가 시작된 '15년부터의 상승분을 모두 반납하고 장기 지지선 테스트 중이다. 반등 또는 Level down의 기로에 서 있는 것이다. 이에 당사는 금번 자료를 통해 향후 코스닥 시장의 방향성에 대해 생각해보고 그에 따른 투자 아이디어를 제시하고자 한다. 또한 상반기 실적 발표 마무리에 따라 당사 커버리지 종목에 대한 실적 및 투자 포인트를 점검했다.

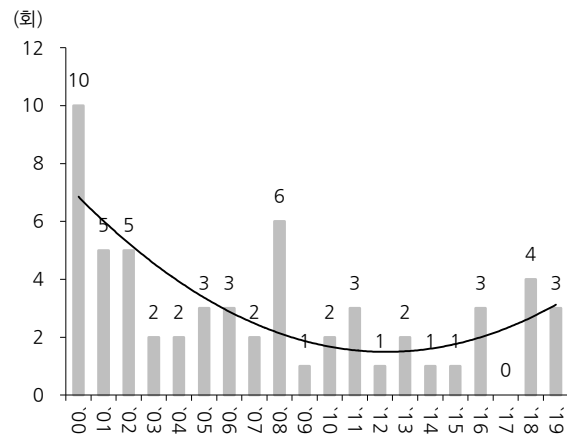
[그림1] 코스닥 연간 수익률 추이



주: '19년은 8월 말 기준

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

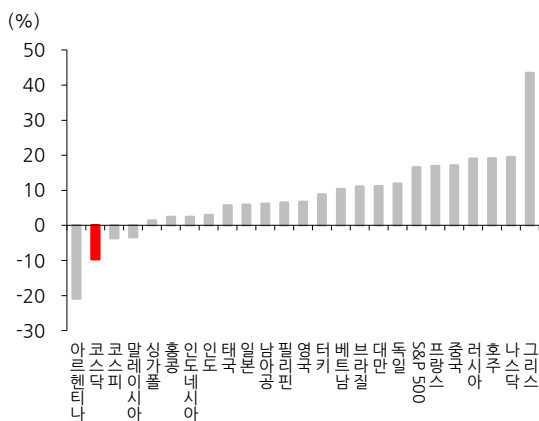
[그림2] 코스닥 연도별 월간 수익률 -3% 이하 횟수



주: '19년은 8월 말 기준

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 글로벌 주요 증시들의 YTD 수익률



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 기로에 선 코스닥 시장



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

II. 아니 땐 굴뚝에 연기 날까? - 하락 요인

i. 경기 부진 지속 - 수요 감소

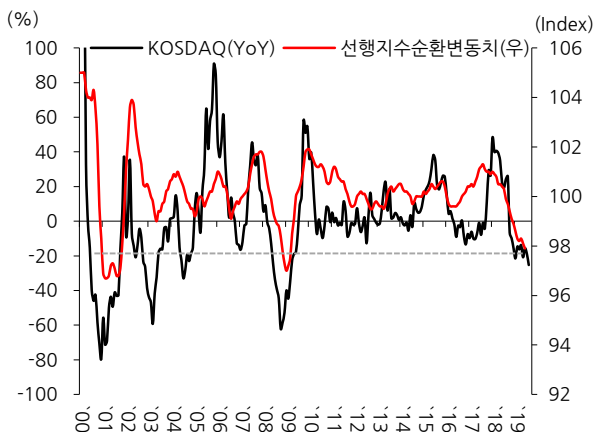
국내 경기 부진 지속

코스닥 시장 약세의 가장 큰 요인은 경기 부진으로 판단된다. 결국 개(주가)는 주인(경제) 곁으로 돌아오게 마련이기 때문이다. 실제 선행지수 순환변동치와 코스닥 지수의 전년동월대비 증감률은 궤를 같이 한다. 현재 선행지수 순환변동치는 글로벌 금융위기 수준까지 하락한 상황이다. 이에 미·중 무역 갈등 지속에 따른 주글라 파동(10년 주기 경기순환) 현실화에 대한 우려가 생길 수 있는 상황이다.

안전자산 선호 확대

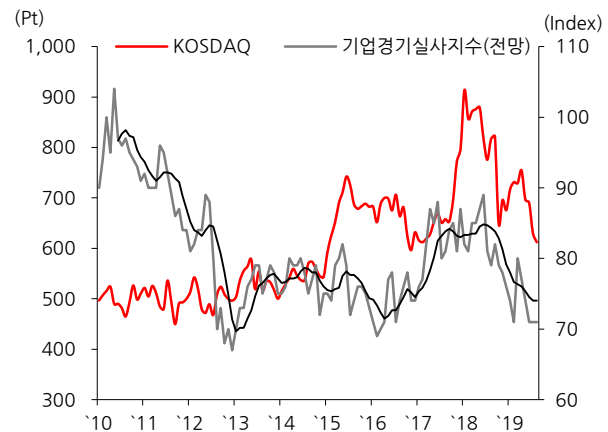
글로벌 경기 둔화 우려도 더해지고 있다. 안전자산 선호로 올초 이후 美 장기 국채 수익률이 지속적으로 하락 중이다. 코스닥 시장은 '16~'17년 美 장기 국채 수익률의 하락과 상승 시 시차를 두고 커플링된 사례가 있다. 최근 코스닥 시장 하락도 동일한 패턴으로 보인다. 기술적 반등 여지가 있지만 미·중 무역 갈등, 유럽 마이너스 국채 수익률 등에 따른 美 장기 국채 수익률 하락 가능성도 있어 불확실성 요인으로 작용할 수 있다.

[그림5] 코스닥 지수 전년동월비 증감률과 선행지수 순환변동치



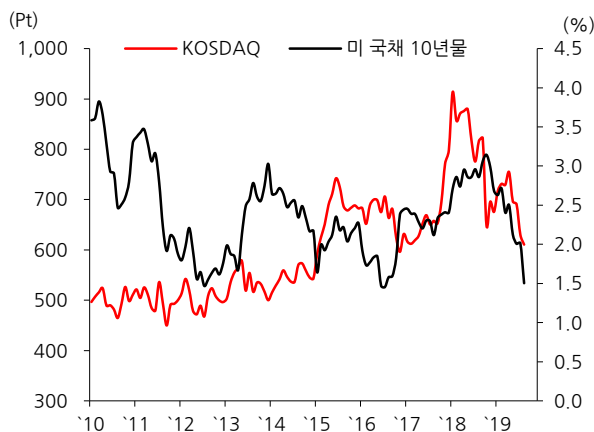
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 코스닥 지수와 기업경기실사지수(전망)



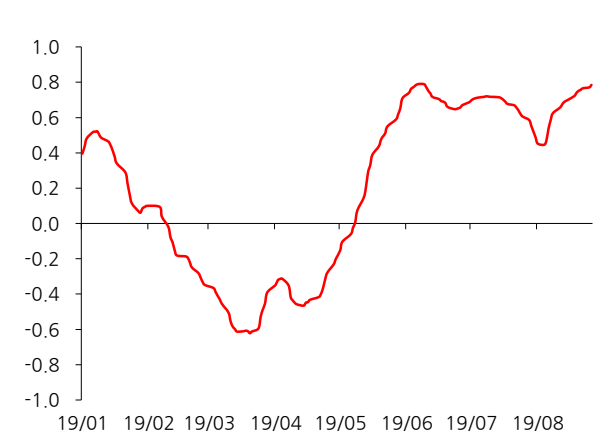
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 코스닥 지수와 美 국채 10년물 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 코스닥 지수와 美 국채 10년물 상관관계(60일 MA)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

ii. IPO와 메자닌 투자 증가 - 공급 증가

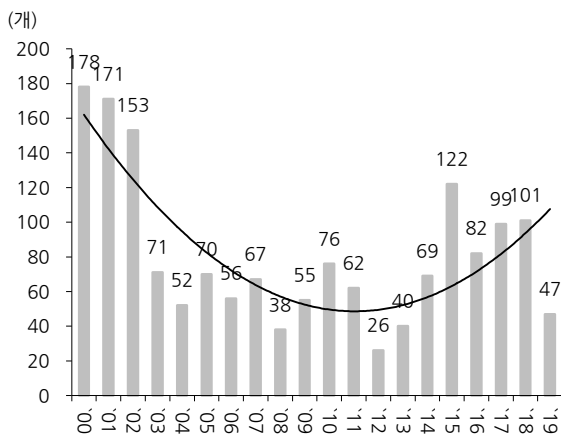
‘15년 이후 공급 물량 증가

‘15년 이후 코스닥 시장 내 공급(신규 주식) 물량이 크게 증가하고 있다. 신규 상장 업체와 메자닌(CB, BW) 투자 규모가 크게 증가했기 때문이다. 이는 강세장 도래, 바이오 업종 활황, 정부 정책, 자금리 상황 등이 맞물린 영향으로 보인다. 특히 메자닌 발행 시장 규모가 ‘15년 1.9조원에서 ‘18년 5.6조원까지 증가하고, ‘18년 권리행사 금액도 6천억원을 상회하기 시작하며 코스닥 시장의 수급 부담이 확대되고 있는 상황이다.

메자닌 관련 수급 부담 지속

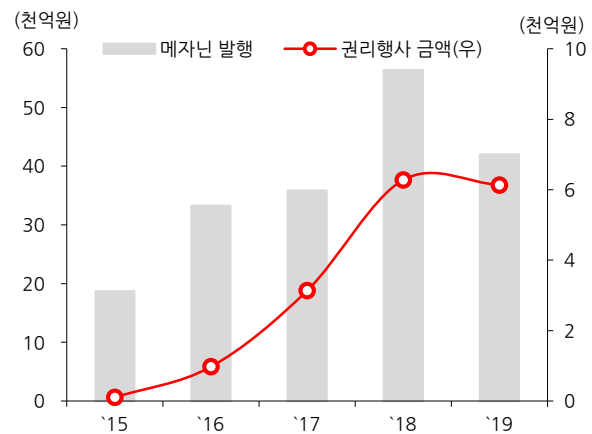
실제로 ‘15년 이후 확대되고 있는 기관 순매도의 상당 부분이 타 기관 대비 메자닌 투자가 클 것으로 추정되는 기타금융, 기타법인, 사모펀드라는 점이 확인된다. 메자닌 권리행사 금액이 증가하는 가운데 코스닥 지수의 추가 하락 시 메자닌을 자금 조달의 주요 수단으로 사용하는 바이오 기업들의 투자 심리 악화, 메자닌 발행 기업들의 전환 가능 주식 수 증가(리픽싱) 등 메자닌 관련 수급 이슈가 재부각될 여지가 크다.

[그림9] 코스닥 시장 내 신규 상장 업체 추이



자료: 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

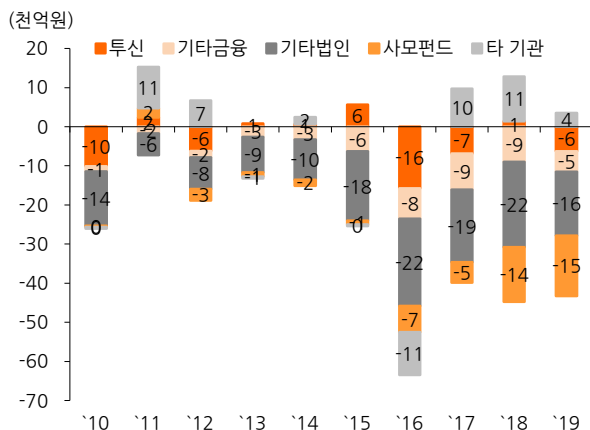
[그림10] 코스닥 기업들의 메자닌 발행 및 권리행사 금액 추이



주: '19년 8월말 기준

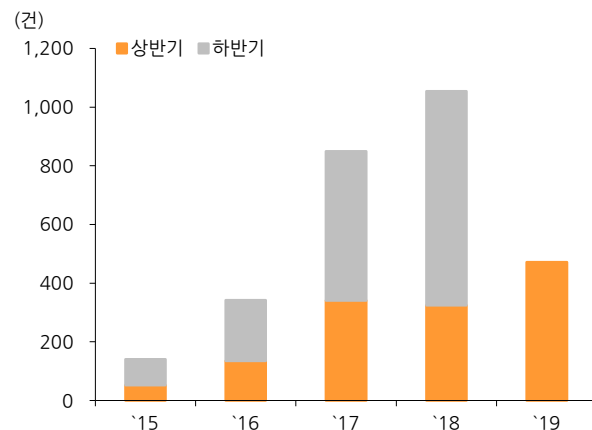
자료: 한국거래소, 예탁결제원, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 코스닥 시장 내 기관별 순매수 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 코스닥 전환가액 조정 건 수



주: '19년 상반기 기준

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

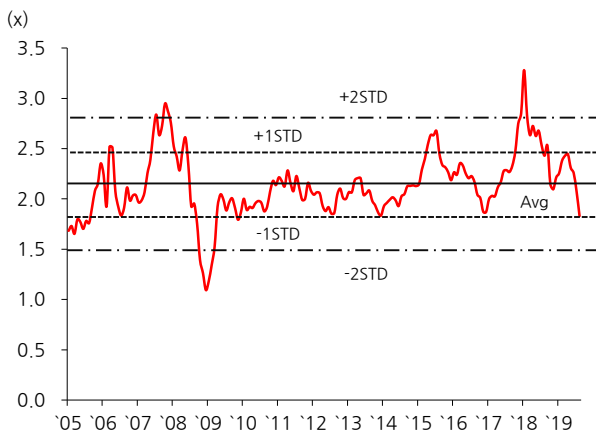
III. 끝날 때까지 끝난 게 아니다 – 하방 경직성 기대

i. 바닥권인 Valuation 및 기술적 지표

PBR 하단 형성 기대 상기 언급했듯 코스닥 시장의 하방 위험 요인은 여전하다. 그러나 Valuation 지표(과거 추이를 참고 시 하단은 PBR, 상단은 PER이 유용) 상 적어도 지금 같은 큰 변동성은 축소될 것으로 기대된다. 대규모 적자로 인해 자기자본의 큰 폭 감소가 나타나는 시스템 리스크(글로벌 금융위기)를 제외하고 12M Trailing PBR은 '05년 이후 평균의 -1표준편차인 1.8배 부근에서 하단을 형성했기 때문이다.

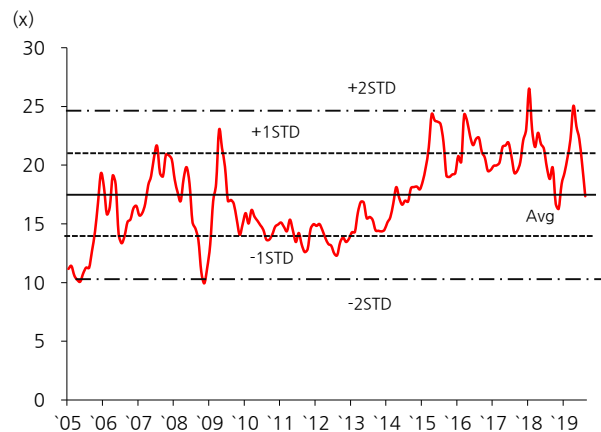
바닥권인 기술적 지표 '10년 이후 코스닥 지수 하단 시 Hit ratio가 양호했던 RSI(상대강도지수)와 ADR(등락 비율)도 바닥 시그널을 보이고 있다. 현재 RSI는 코스닥 지수가 과거 바닥을 형성한 30%(과매도권) 수준에 있고, ADR도 과거 코스닥 지수가 반등을 보인 수준까지 하회했기 때문이다. 물론 각 지표들의 한계와 취약한 펀더멘탈을 고려 시 꿈보다 해몽일 수 있다. 그러나 최소한 코스닥 지수가 상당 부분 악재를 반영했다는 해석은 가능해 보인다.

[그림13] 코스닥 지수의 12M Trailing PBR 추이



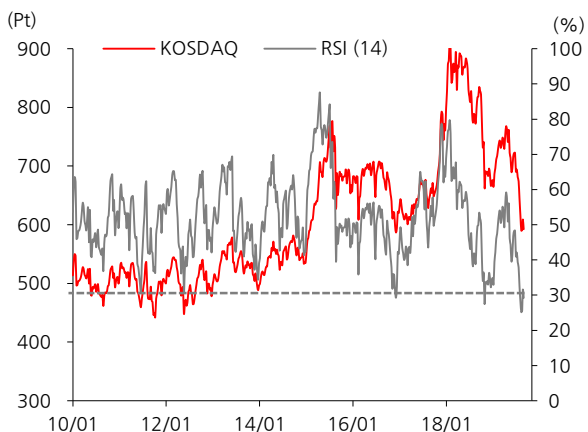
자료: IBES, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 코스닥 지수의 12M Trailing PER 추이



자료: IBES, 한화투자증권 리서치센터

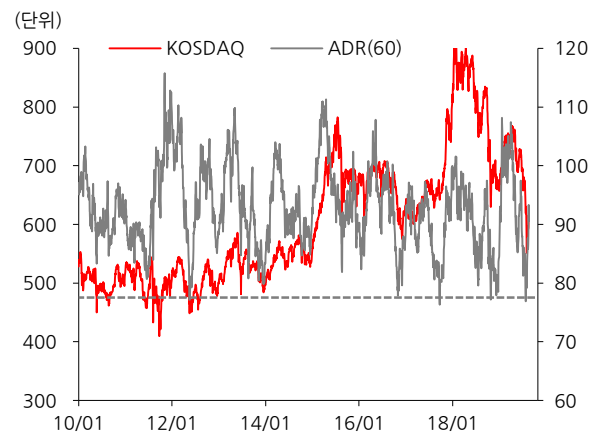
[그림15] 코스닥 지수와 RSI 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

주: 주간 기준

[그림16] 코스닥 지수와 ADR 추이



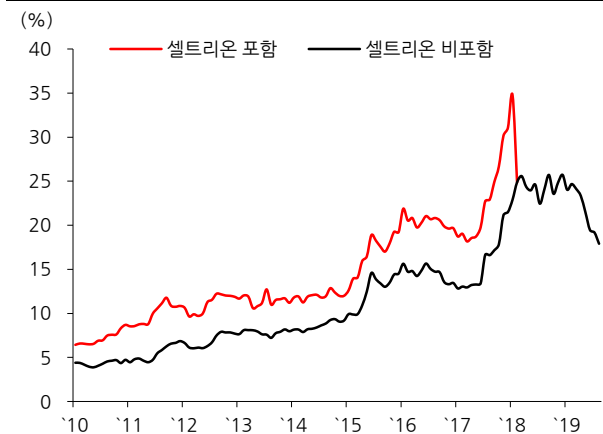
자료: 한화투자증권 리서치센터

ii. 바이오 지수의 주가 변동성 축소 기대

일정 부분 거품 해소 판단

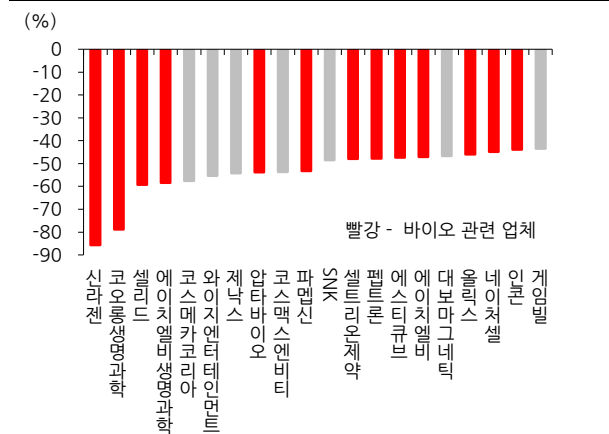
바이오 업종의 주가 향방은 메자닌 이슈와 성장주 중심인 코스닥 시장의 투자センチメント에 중요한 사항이다. 바이오 지수의 주가 변동성은 축소될 것으로 기대한다. 코스닥 시가총액 내 바이오 업종 비중이 코스닥 ETF 관련 수급 풀림 이전인 '17년 중반 수준으로 하락해 성장성을 감안 시 일정 부분 거품은 해소된 것으로 보이기 때문이다. 또한 코스닥 시장 반등 시 기술적 반등 여력(시가총액 비중, 낙폭 과대)도 크다.

[그림17] 코스닥 시가총액 내 바이오 업종 비중



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 코스닥 낙폭 과대 상위 20개 업체 (YTD)



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

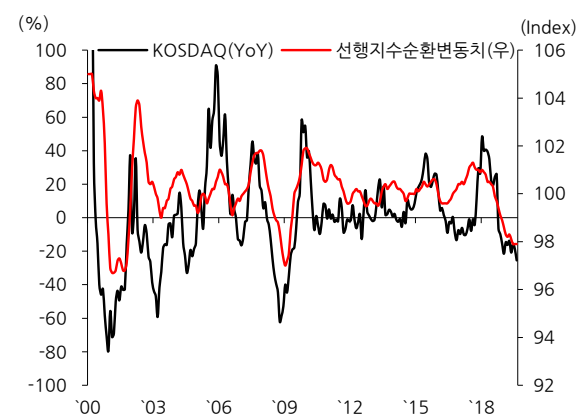
주: 시가총액 1,000억원 이상

iii. 선행지수 순환변동치 반등 가능성

전월차 6개월 이동평균 반등

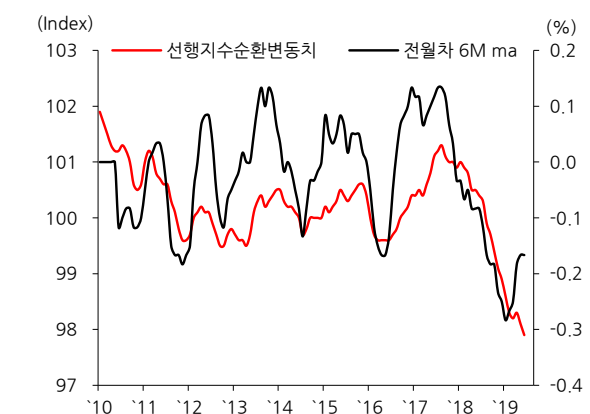
불확실성이 크지만 경기 지표 측면에서도 개선의 실마리가 일부 나타나고 있다. 선행지수 순환변동치와 유사한 흐름을 나타내는 전월차의 6개월 이동평균이 반등하고 있기 때문이다. 다만 전월차의 낙폭이 커 선행지수 순환변동치 반등 확인까지는 시차가 있을 수 있다. 코스닥 지수의 전년동월대비 증감률과 궤를 같이하는 선행지수 순환변동치의 반등 시 경기 기대가 일부 회복되며 코스닥 시장의 상승 모멘텀으로 작용이 기대된다.

[그림19] 코스닥 지수 전년동월비 증감률과 선행지수 순환변동치



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 선행지수 순환변동치와 전월차 6개월 이동평균 추이



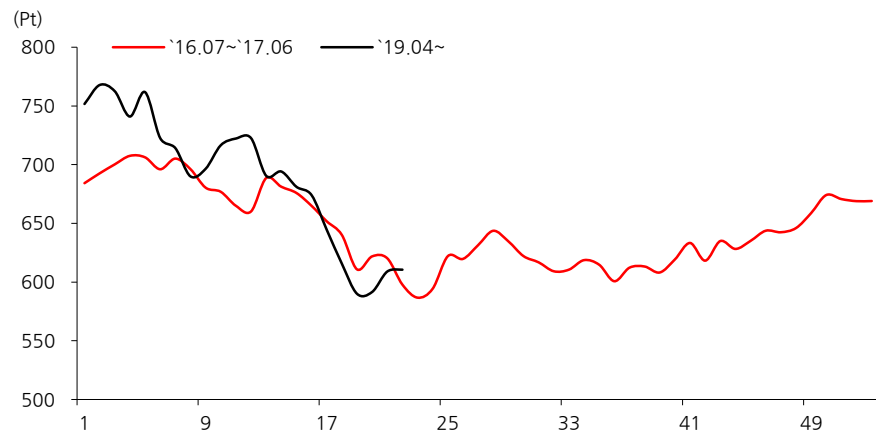
자료: 한화투자증권 리서치센터

iv. 소결

자율 반등 후 완만한 회복

Valuation 및 기술적 지표, 글로벌 주요 증시 흐름 등을 볼 때 코스닥 지수는 바이오 사태를 통해 향후 경기 불확실성까지 상당 부분 반영한 것으로 판단된다. 변동성 축소에 따른 자율 반등을 기대한다. 다만 추세 전환은 미·중 무역 갈등, 경기 지표 등 불확실성 요인들의 해소를 확인하면서 시도할 것으로 예상된다. 현재와 유사한 상황(경기 지표 부진, 美 국채 수익률 급락, 기관 순매도 강화)인 '16년 하반기를 참고할만 하다.

[그림21] '16년 하반기와 '19년 4월 이후 코스닥 지수 흐름 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자 아이디어

i. Back to the basics – 결국 실적이 답이다

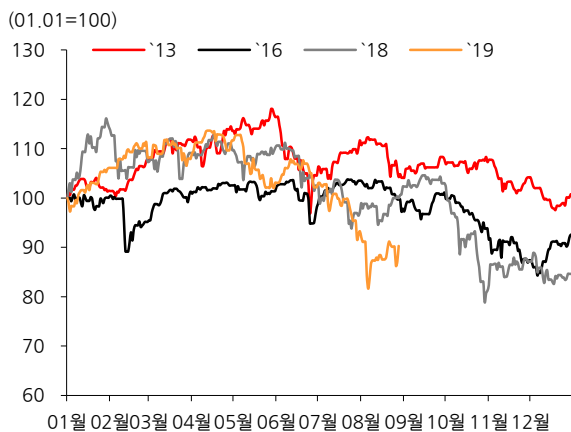
불확실할수록 기본이 중요

강세장에 유용한 투자 아이디어 중 하나는 주도 업종 추종일 것이다. 그러나 불확실성이 큰 약세장에서는 기업의 기본인 실적으로 돌아갈 필요가 있다. 실제로 코스닥 시장이 부진한 흐름을 보인 '13년, '16년, '18년에도 당사가 스크리닝한 실적주 Portfolio(당해 연간 영업이익 증가율 30% 이상 or 흑전, 당해 PER 30x 이하, 시가총액 500억원 이상 기준)는 연간 내내 시장 수익률을 크게 상회하는 모습을 나타냈다.

올해도 실적주는 양호한 편

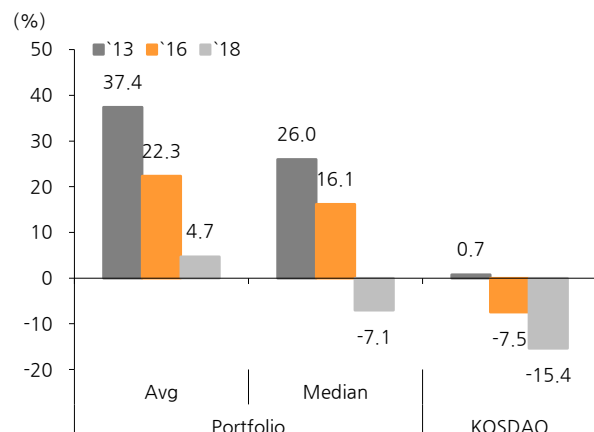
하반기 이후 크게 하락하기는 했지만 올해도 실적주 Portfolio(3개월 내 추정치가 있는 종목 중 올해 예상 영업이익 증가율 30% 이상 or 흑전→상반기 실적 감안, 19F PER 30x 이하, 시가총액 500억원 이상)는 시장 수익률을 크게 상회하며 연초 대비 (+) 수익률을 기록 중이다. 따라서 코스닥 시장의 변동성 축소 시 낙폭과대주 뿐 아니라 상반기 큰 폭 실적이 확인되고, 하반기 실적 개선이 예상되는 종목군에 접근이 유효해 보인다.

[그림22] '13년, '16년, '18년, '19년 코스닥 지수 추이



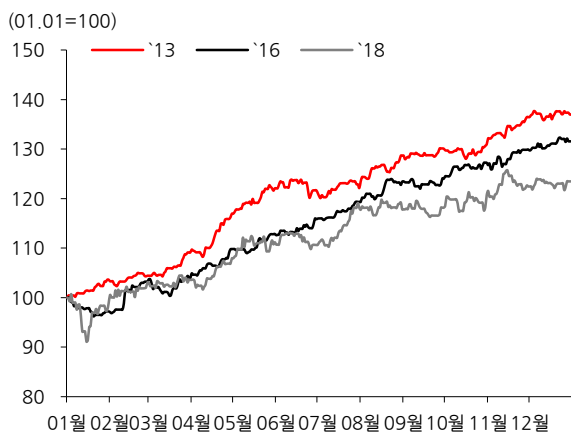
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] '13년, '16년, '18년 실적주 Portfolio 수익률



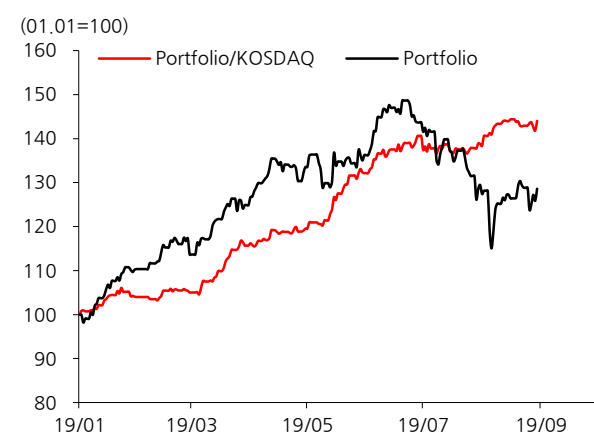
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 시장 수익률을 크게 상회하는 실적주 Portfolio



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 올해도 양호한 편인 실적주 Portfolio



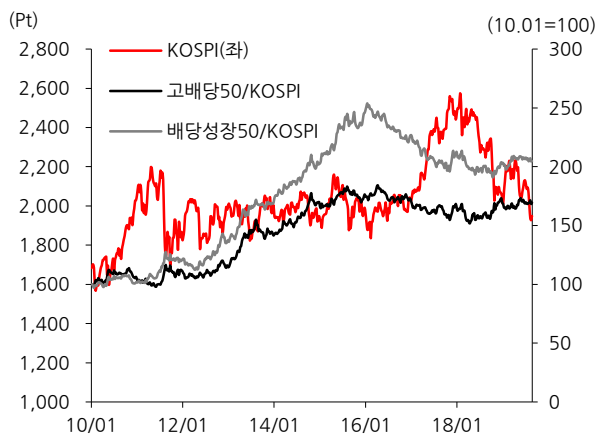
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

ii. 배당성장주 - Style 측면

배당성장주 관심 필요

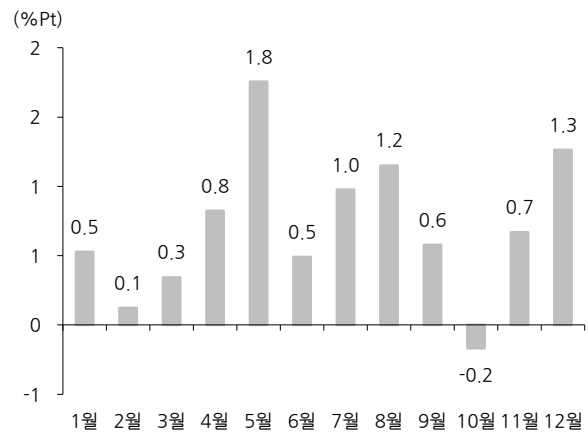
금리 하락, 변동성 확대 등을 고려 시 스타일 측면에서 배당 관련주도 좋은 투자처이다. 코스피 시장의 경우 단순 배당주(고배당50)보다는 배당이 증가하는 배당성장주(배당성장50)들이 양호한 성과를 시현했다. 이에 코스피 배당성장50 구성 방법을 소폭 변경해 코스닥 시장에 적용한 결과 배당성장 Portfolio가 시장 수익률을 크게 상회했다. 연속 배당(5사업연도) 기업 중 올해 예상 EPS 증가율이 높은 업체에 관심이 필요해 보인다.

[그림26] KOSPI 대비 고배당 50과 배당성장 50의 상대 강도



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 배당성장 50의 월별 평균 수익률 (10년 이후)



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 코스닥 배당성장 Portfolio 구성 기준

항목	기준
시장 규모	시가총액 500억원 이상
유동성	52주 일평균 거래대금 20억원 이상
배당실적	최근 5사업연도 연속 배당
배당성장	최근 사업연도 DPS가 최근 5사업연도 평균 DPS보다 증가
배당성향	최근 3사업연도 평균 배당성향 60% 미만
당기순이익	최근 3사업연도 연속 당기순이익 실현

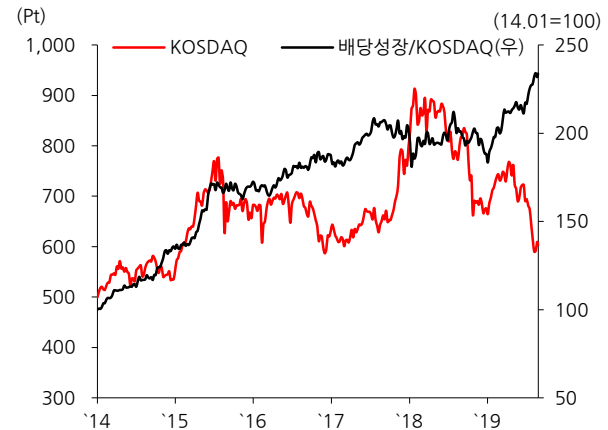
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 배당성장 Portfolio와 코스닥 지수 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 코스닥 수익률을 크게 상회하는 배당성장 Portfolio



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 배당성장 Portfolio 구성 종목

(단위: 원, 억원, %, 십억원)

	DPS(보통주, 현금)			배당성장(현금)			배당수익률(보통주, 현금)			당기순이익			시총
	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18	1H18	1H19	YoY	
SK 머티리얼즈	3,550	3,550	3,750	34.4	34.9	31.6	2.0	2.0	2.5	490	752	53	1,958
에스에프에이	1,120	1,245	1,278	25.0	22.7	27.1	1.7	3.2	3.7	914	645	-29	1,454
솔브레인	610	700	750	13.2	28.8	12.7	1.0	1.0	1.6	618	832	35	1,244
고영	400	700	650	18.0	34.4	20.8	0.9	0.9	0.8	220	178	-19	1,068
NICE 평가정보	130	140	190	27.9	27.3	29.7	1.9	1.6	1.7	222	234	5	817
동진세미캠	60	90	90	11.0	10.3	9.7	0.6	0.4	1.2	235	339	44	758
아프리카 TV	290	380	470	29.5	27.5	23.6	1.2	2.0	1.2	104	179	73	708
티씨케이	500	700	900	25.7	21.9	22.4	1.6	0.9	2.2	220	251	14	563
실리콘웍스	900	700	830	28.9	24.2	27.6	3.2	1.3	2.5	148	89	-40	532
코엔텍	25	25	400	8.5	7.8	81.3	0.9	0.5	5.2	120	143	19	490
유진기업	150	150	150	16.8	12.2	46.8	2.9	3.1	2.4	323	339	5	371
네오팜	350	500	650	32.0	30.6	29.9	1.3	1.1	1.4	79	93	16	364
와이솔	250	250	250	15.5	12.2	13.0	1.6	1.8	1.6	215	164	-24	358
인바디	100	120	120	8.0	8.4	8.2	0.4	0.3	0.6	96	122	27	334
슈피겐코리아	500	500	1,150	8.0	7.5	16.2	0.9	1.1	2.2	200	187	-7	325
이엔에프테크놀로지	50	100	100	2.9	5.1	4.9	0.2	0.4	0.8	124	216	74	292
이지바이오	50	50	75	11.5	9.4	12.2	0.8	0.8	1.2	346	141	-59	286
테스	220	400	400	13.6	14.4	18.1	0.8	1.1	3.3	331	101	-69	286
유진테크	230	230	230	15.9	18.6	26.8	1.3	1.1	2.2	246	146	-41	284
나스미디어	390	690	530	28.9	24.6	24.5	1.0	0.9	1.9	110	112	1	276
대화제약	100	150	150	47.4	21.0	39.9	0.4	0.6	0.8	21	45	108	255
상아프론테크	140	140	160	33.7	26.5	18.8	1.6	1.0	1.2	38	94	144	248
에스티아이	150	250	250	11.4	12.5	19.5	1.3	0.9	2.7	109	121	11	248
유니테스트	150	200	400	36.3	16.8	15.5	1.2	1.6	3.8	420	107	-74	231
한국전자금융	80	110	110	15.7	18.5	15.9	1.3	0.9	1.2	49	27	-46	229
SK 바이오랜드	250	250	300	30.2	31.3	29.9	1.4	1.2	1.9	80	65	-19	188
오텍	70	100	100	8.8	7.3	10.1	0.8	0.9	1.0	85	161	90	185
테크윙	220	230	230	26.9	11.1	20.8	1.6	1.1	2.5	98	-29	적전	175
텔레칩스	130	100	120	11.0	58.1	16.3	1.2	0.9	1.4	35	40	14	159
오로라	100	110	150	15.4	8.8	25.8	1.0	1.0	1.8	21	56	172	125
하이비전시스템	20	120	100	5.7	8.2	6.2	0.3	0.9	1.1	147	44	-70	122
에이티넘인베스트	35	60	50	30.9	33.0	34.2	1.6	2.4	2.5	31	34	9	81
아이즈비전	65	75	100	24.2	19.9	13.5	1.6	2.6	2.2	79	-13	적전	67
아세아텍	75	75	75	33.4	31.3	41.7	2.1	2.2	2.2	47	22	-53	67
고려제약	100	90	100	21.6	21.0	16.6	1.5	1.3	1.4	8	9	15	66
조광 II	80	80	100	22.5	23.8	20.7	1.2	1.6	2.0	16	19	21	50

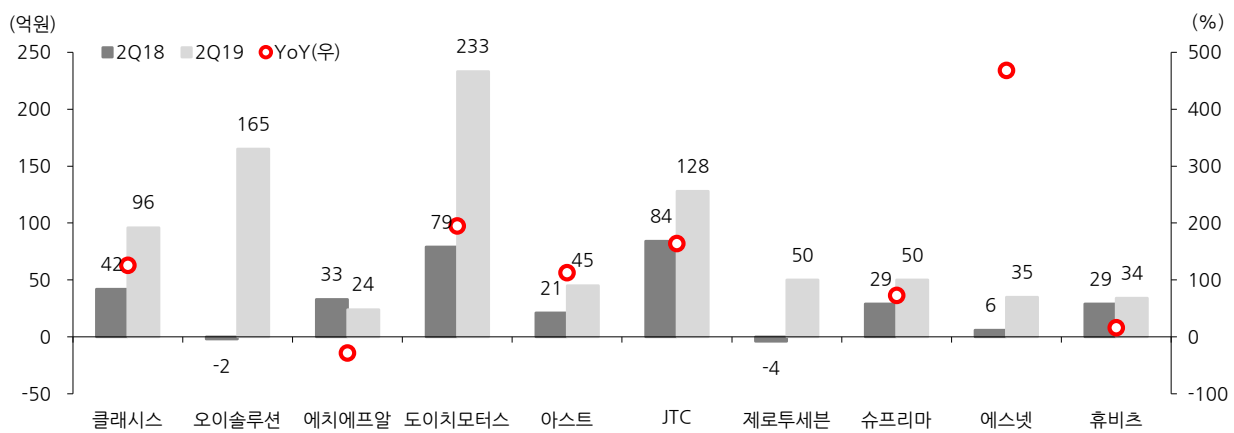
자료: 한화투자증권 리서치센터

V. 실적주인 당사 커버리지 종목 관심 필요

최근 주가 하락은 매수 기회

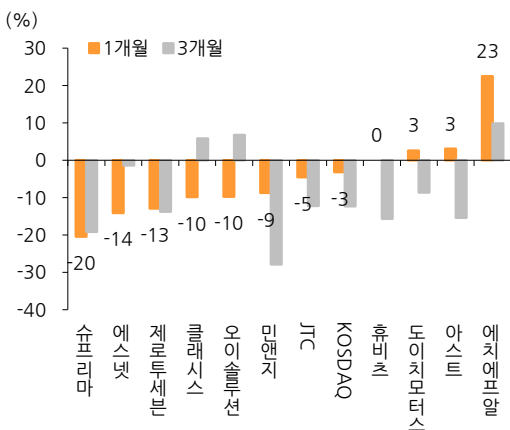
당사 커버리지 종목들은 1분기에 이어 2분기에도 상당히 양호한 실적을 기록했다. 그러나 최근 1~3개월 간 전반적으로 시장 수익률을 하회하는 모습이다. 상반기 상대적 강세에 대한 반대 급부로 판단한다. 그러나 커버리지 종목들의 최근 주가 하락은 매수 접근 기회로 보여진다. 상반기 양호한 실적이 확인됐고, 하반기에도 큰 폭의 실적 개선이 예상되기 때문이다(표 3). 'Back to the basics'를 상기할 필요가 있다.

[그림30] 당사 커버리지 종목들의 2분기 영업이익과 전년동기대비 증감률



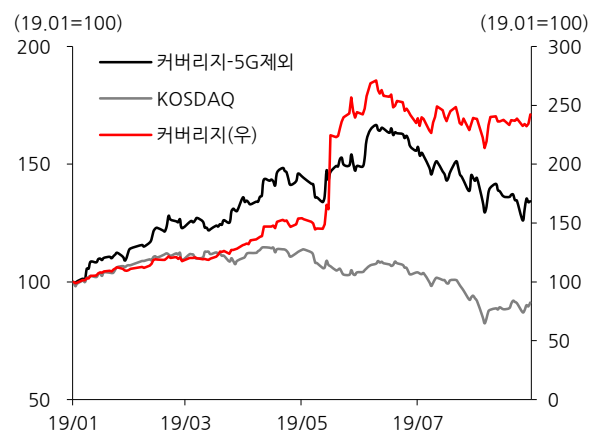
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 당사 커버리지 종목들의 1개월과 3개월 수익률



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 코스닥 지수와 당사 커버리지 연초 대비 수익률 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 당사 커버리지 종목들의 연간 및 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

종목	계정	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
도이치모터스	매출액	1,058	1,145	1,068	307	289	230	232	268	280	291	307
	yoy	11%	8%	-7%	79%	8%	-1%	-17%	-13%	-3%	27%	32%
	영업이익	51	94	58	10	8	18	15	23	23	23	24
	yoy	332%	85%	-38%	1,100%	98%	309%	486%	140%	195%	31%	57%
	margin	4.8%	8.2%	5.4%	3.2%	2.7%	7.6%	6.6%	8.8%	8.3%	7.9%	7.9%
제로투세븐	PER	4.0	3.7	6.0								
	매출액	175	239	265	38	42	39	56	50	62	56	71
	yoy	-5%	36%	11%	-18%	-6%	-7%	10%	32%	49%	42%	26%
	영업이익	-5	17	26	-2	0	-2	-1	2	5	4	6
	yoy	적지	흑전	54%	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전
에치에프알	margin	-2.7%	7.0%	9.7%	-4.4%	-1.0%	-4.0%	-1.9%	4.2%	8.1%	7.2%	7.8%
	PER	-	10.9	8.3								
	매출액	135	205	356	11	39	-	-	16	39	56	93
	yoy	3%	52%	74%	-	-	-	-	49%	2%	-	-
	영업이익	3	20	46	-5	3	-	-	-5	2	5	18
클래시스	yoy	2%	607%	128%	-	-	-	-	적지	-28%	-	-
	margin	2.1%	9.9%	13.0%	-42.4%	8.5%	-	-	-31.0%	6.1%	9.0%	19.2%
	PER	-	17.9	8.1								
	매출액	48	81	108	10	12	12	15	16	22	21	22
	yoy	36%	70%	33%	14%	18%	36%	82%	65%	88%	79%	53%
오이솔루션	영업이익	18	37	49	3	4	4	7	7	10	10	10
	yoy	61%	112%	33%	-15%	34%	50%	248%	188%	126%	136%	57%
	margin	36.8%	45.7%	45.9%	26.3%	37.0%	35.6%	44.7%	46.0%	44.4%	46.8%	45.9%
	PER	16.8	26.9	20.2								
	매출액	82	228	279	17	19	21	25	43	56	63	66
아스트	yoy	6%	180%	22%	-26%	-5%	25%	46%	152%	200%	201%	166%
	영업이익	0	63	72	-2	0	1	2	10	17	19	19
	yoy	흑전	27,011%	13%	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	1,682%	996%
	margin	0.3%	27.8%	25.8%	-13.4%	-1.0%	5.0%	6.9%	22.4%	29.5%	29.5%	28.3%
	PER	50.9	9.5	8.6								
JTC	매출액	117	153	224	25	26	33	33	31	34	37	51
	yoy	20%	31%	46%	17%	20%	29%	16%	22%	30%	14%	54%
	영업이익	11	40	48	2	2	3	4	3	5	6	28
	yoy	35%	271%	20%	10%	-2%	21%	132%	29%	113%	81%	645%
	margin	9.3%	26.3%	21.7%	7.8%	8.1%	9.3%	11.3%	8.3%	13.2%	14.8%	54.4%
슈프리마	PER	39.8	10.0	8.1								
	매출액	519	675	774	132	136	120	131	172	189	161	153
	yoy	-3%	30%	15%	10%	-14%	-14%	13%	31%	39%	34%	17%
	영업이익	17	41	48	8	5	4	0	13	12	10	6
	yoy	-45%	135%	19%	83%	-58%	-52%	적전	54%	164%	122%	흑전
에스넷	margin	3.3%	6.0%	6.2%	6.3%	3.4%	3.7%	-0.2%	7.4%	6.5%	6.2%	3.6%
	PER	29.4	8.8	7.8								
	매출액	53	69	79	11	13	13	15	13	17	19	21
	yoy	12%	32%	14%	17%	19%	16%	1%	14%	24%	46%	39%
	영업이익	12	22	26	3	3	3	4	3	5	7	7
휴비츠	yoy	-2%	78%	18%	-3%	26%	0%	-15%	27%	73%	148%	66%
	margin	23.1%	31.2%	32.3%	22.2%	21.3%	20.6%	27.3%	24.7%	29.9%	35.0%	32.7%
	PER	16.2	7.4	6.6								
	매출액	271	351	441	42	59	57	112	49	64	86	153
	yoy	27%	30%	25%	42%	26%	2%	39%	16%	8%	50%	36%
휴비츠	영업이익	9	19	23	-2	1	0	10	-1	4	4	12
	yoy	97%	104%	22%	적지	흑전	-94%	153%	적지	468%	1,931%	21%
	margin	3.3%	5.3%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	5.5%	4.7%	7.9%
	PER	14.5	7.3	7.0								
	매출액	79	87	98	16	21	19	22	19	24	21	25
휴비츠	yoy	12%	11%	12%	6%	13%	7%	21%	13%	14%	7%	11%
	영업이익	8	12	14	1	3	3	2	1	3	3	4
	yoy	-9%	44%	20%	-27%	-7%	20%	-24%	19%	16%	8%	168%
	margin	10.6%	13.7%	14.7%	7.5%	14.1%	13.0%	7.4%	8.0%	14.4%	13.1%	17.9%
	PER	13.5	13.7	10.4								

자료: 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Ⅵ. 분석대상 종목

도이치모터스 (067990)

제로투세븐 (159580)

에치에프알 (230240)

클래시스 (214150)

오이솔루션 (138080)

아스트 (067390)

JTC (950170)

슈프리마 (236200)

에스넷 (038680)

휴비츠 (065510)

노바렉스 (194700)

알에프텍 (061040)

도이치모터스 (067990)

바뀐 건 없다

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 14,000원

현재 주가(8/30)	9,140원
상승여력	▲53.2%
시가총액	2,563억원
발행주식수	28,037천주
52 주 최고가 / 최저가	12,800 / 4,680원
90 일 일평균 거래대금	71.06억원
외국인 지분율	18.9%

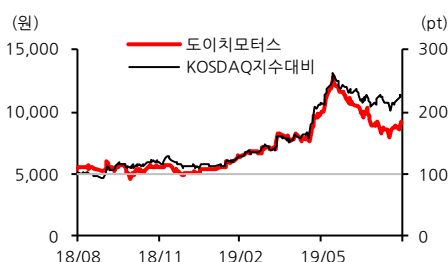
주주 구성	
권오수 (외 3 인)	32.8%
자사주 (외 1 인)	3.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.2	-6.1	45.3	69.3
상대수익률(KOSDAQ)	3.6	5.4	61.8	93.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	950	1,058	1,145	1,068
영업이익	12	51	94	58
EBITDA	18	58	109	72
지배주주순이익	4	34	67	44
EPS	140	1,278	2,486	1,515
순차입금	197	137	137	13
PER	40.8	4.0	3.7	6.0
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	19.2	4.7	3.6	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	3.5	20.6	31.0	16.1

주가 추이



투자 포인트는 변한 게 없는 반면 Valuation 매력은 다시 커졌습니다.

2H19 실적 개선세 지속

1H19 실적은 매출액 5,480억원(yoy-8%), 영업이익 468억원(yoy +16.4%)으로 당사 추정치(영업이익 465억원)에 부합했다. 2H19에도 도이치오토월드 분양 수익, 견조한 A/S 부문 실적, 신차 출시 등으로 1H19처럼 매분기 230억원 수준의 영업이익이 예상된다. '19년 실적은 매출액 1.15조원(yoy+8%), 영업이익 940억원(yoy+85%)으로 전망한다.

도이치오토월드 분양 이후에도 성장 모멘텀 충분

i. 멀티 브랜드 딜러: 현재 BMW그룹 중심인 신차판매 부문은 포르쉐 외 타 브랜드를 추가 인수하며 멀티 브랜드 딜러로 성장이 예상된다. 멀티 브랜드 딜러로 성장 시 ①물리적 외형 성장, ②브랜드별 상이한 신차 사이클에 따라 기존 대비 실적 안정성이 커질 수 있다. 또한 A/S 부문 성장 잠재력 확대 등 타 사업으로도 파급 효과가 기대된다.

ii. 중고차 관련 고 부가가치 사업: 향후 도이치오토월드라는 중고차 오프라인 플랫폼을 통해 중고차 관련 고 부가가치 사업(중고차 할부금융, A/S 보증, O2O 서비스)의 성장이 예상된다. 일반 사업자 대비 입점 딜러 관리, 품질·이력의 신뢰도 제고, 복합 문화공간 제공을 통한 모객 등 장점으로 중고차 시장 내 점유율 확대가 기대되기 때문이다.

iii. A/S 부문 성장 지속: BMW의 UIO(차량운행대수)가 연평균 약 20% 증가하는 가운데 ①고 수익성의 Full shop 중심의 A/S 센터 확충, ②BMW 리콜 사태 이후 인지도 제고, ③취급 브랜드 수 증가에 따른 성장 잠재력 확대 등을 고려 시 A/S 부문의 안정적 성장 기조는 지속될 것으로 예상된다.

투자의견 'Buy'와 목표주가 14,000원 유지

투자의견 'Buy'와 목표주가 14,000원을 유지한다. ①2H19 양호한 실적에 대한 높은 신뢰도, ②향후 성장 모멘텀(멀티 브랜드 딜러, 중고차 관련 고 부가가치 사업, A/S 부문 성장 지속), ③절대·상대적 Valuation 매력(19F P/E 3.7x, 20F P/E 6.0x) 등을 고려 시 아직 추가 상승 여지가 크다고 판단하기 때문이다.

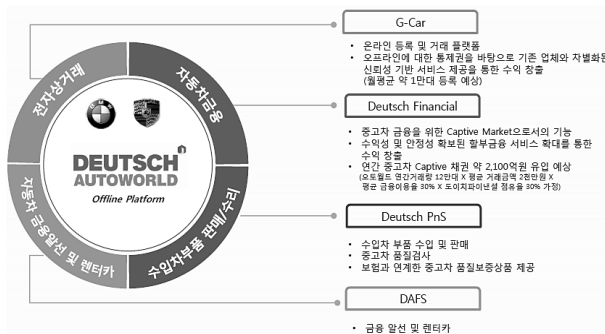
[표4] 도이치모터스의 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	950	1,058	1,145	1,068	307	289	230	232	268	280	291	307
yoy	41%	11%	8%	-7%	79%	8%	-1%	-17%	-13%	-3%	27%	32%
도이치모터스	933	904	823	884	285	266	180	173	184	203	212	224
도이치파이낸셜	11	11	13	15	3	3	3	3	3	3	3	3
도이치오토월드	0	104	248	74	16	9	35	43	64	62	62	62
도이치아우토	0	30	57	89	0	8	11	12	17	11	13	15
기타/연결조정	6	9	5	6	3	3	2	1	1	1	1	2
영업이익	12	51	94	58	10	8	18	15	23	23	23	24
yoy	흑전	332%	85%	-38%	1,100%	98%	309%	486%	140%	195%	31%	57%
margin	1.2%	4.8%	8.2%	5.4%	3.2%	2.7%	7.6%	6.6%	8.8%	8.3%	7.9%	7.9%
도이치모터스	12	20	27	26	6	6	6	2	8	6	6	7
도이치파이낸셜	2	3	4	5	1	1	1	1	1	1	1	1
도이치오토월드	-2	26	61	21	3	1	11	11	15	15	15	15
도이치아우토	0	2	1	5	0	0	0	1	0	0	0	0
기타/연결조정	-1	1	1	1	0	0	0	1	-1	1	0	1
당기순이익	4	35	68	45	8	4	11	12	16	17	16	19
yoy	흑전	715%	97%	-34%	1,216%	103%	330%	흑전	103%	312%	51%	60%

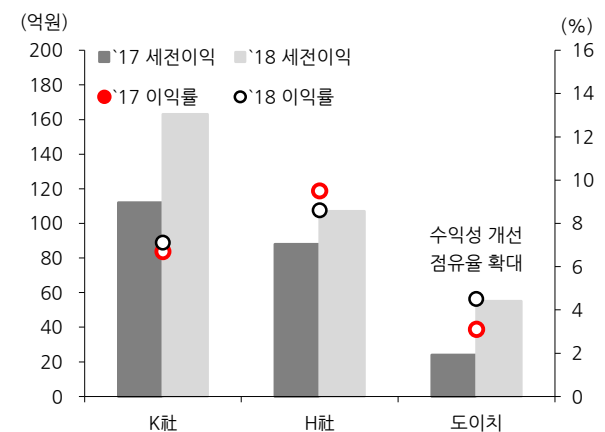
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 오토월드 시너지 효과



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] A/S 부문 실적 추이 - Full Shop 효과 확인



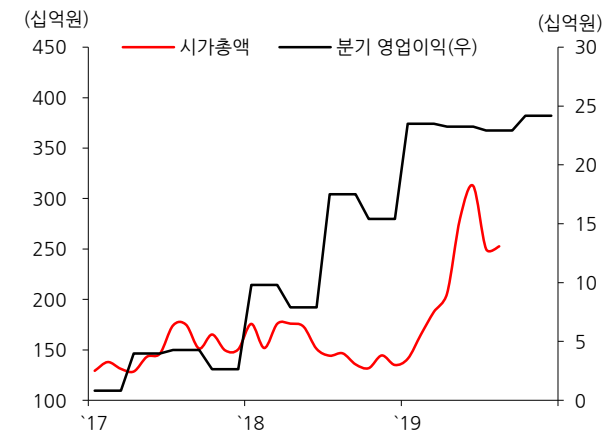
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 오토월드 완공 이후 도이치파이낸셜 실적 개선 기대



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 도이치모터스 시가총액과 분기 영업이익 추이



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	673	950	1,058	1,145	1,068
매출총이익	48	74	113	160	125
영업이익	-2	12	51	94	58
EBITDA	4	18	58	109	72
순이자손익	-3	-6	-8	-7	-3
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	6	44	89	57
당기순이익	-3	4	35	68	45
지배주주순이익	-2	4	34	67	44
증가율(%)					
매출액	1.7	41.1	11.4	8.2	-6.7
영업이익	적전	흑전	332.1	85.4	-38.3
EBITDA	-65.0	329.8	220.9	88.4	-33.9
순이익	적전	흑전	715.2	96.5	-34.1
이익률(%)					
매출총이익률	7.1	7.8	10.7	14.0	11.7
영업이익률	-0.3	1.2	4.8	8.2	5.4
EBITDA 이익률	0.6	1.9	5.5	9.6	6.8
세전이익률	-0.3	0.6	4.2	7.8	5.4
순이익률	-0.4	0.4	3.3	5.9	4.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	6	-13	138	-16	74
당기순이익	-3	4	35	68	45
자산상각비	6	6	7	16	14
운전자본증감	-5	-33	79	-16	63
매출채권 감소(증가)	-5	-8	-4	-67	67
재고자산 감소(증가)	-36	16	103	35	14
매입채무 증가(감소)	6	-16	19	0	-18
투자현금흐름	-52	-22	-63	-73	-5
유형자산처분(취득)	-88	-38	-71	-70	-5
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	37	17	10	-3	0
재무현금흐름	62	29	-58	111	-95
차입금의 증가(감소)	22	31	-59	90	-100
자본의 증가(감소)	40	0	0	21	5
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	18	23	63	0	11
(-)운전자본증감(감소)	35	8	12	16	-63
(-)설비투자	93	39	72	70	5
(+)자산매각	5	0	1	0	0
Free Cash Flow	-106	-23	-20	-86	69
(-)기타투자	-29	26	-89	0	0
잉여현금	-76	-48	69	-86	69
NOPLAT	-1	8	40	72	45
(+) Dep	6	6	7	16	14
(-)운전자본투자	35	8	12	16	-63
(-)Capex	93	39	72	70	5
OpFCF	-123	-32	-36	2	118

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	271	260	340	393	287
현금성자산	152	139	158	183	158
매출채권	38	55	58	126	59
재고자산	78	64	107	72	59
비유동자산	162	298	256	339	327
투자자산	15	14	18	47	45
유형자산	142	278	228	283	274
무형자산	5	6	9	9	8
자산총계	433	558	596	731	614
유동부채	269	255	228	330	212
매입채무	17	7	47	47	29
유동성이자부채	238	229	152	242	142
비유동부채	67	137	167	129	79
비유동이자부채	53	107	143	78	28
부채총계	337	392	395	458	291
자본금	13	13	13	14	15
자본잉여금	47	47	49	57	62
이익잉여금	27	30	74	141	185
자본조정	-22	56	44	40	40
자기주식	-5	-5	-5	7	7
자본총계	97	166	201	273	323

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-62	140	1,278	2,486	1,515
BPS	2,496	5,582	6,837	8,983	10,384
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	667	888	2,383	2	386
ROA(%)	-0.4	0.7	5.8	10.1	6.6
ROE(%)	-2.7	3.5	20.6	31.0	16.1
ROIC(%)	-0.8	2.7	11.3	19.2	12.2
Multiples(x, %)					
PER	-	40.8	4.0	3.7	6.0
PBR	1.6	1.0	0.8	1.0	0.9
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
PCR	6.0	6.5	2.2	4,568.9	23.7
EV/EBITDA	58.0	19.2	4.7	3.6	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	347.7	235.9	196.5	167.8	90.1
Net debt/Equity	143.1	118.8	68.2	50.2	3.9
Net debt/EBITDA	3,288.1	1,090.2	236.1	125.3	17.4
유동비율	100.7	102.0	149.3	119.2	135.4
이자보상배율(배)	n/a	1.7	5.9	11.4	14.5
자산구조(%)					
투하자본	58.5	70.3	65.7	64.1	62.4
현금+투자자산	41.5	29.7	34.3	35.9	37.6
자본구조(%)					
차입금	75.0	66.9	59.5	54.0	34.5
자기자본	25.0	33.1	40.5	46.0	65.5

2019년 9월 2일

기업분석

제로투세븐 (159580)

화장품 업종 내 돋보이는 저평가 매력

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 16,000원

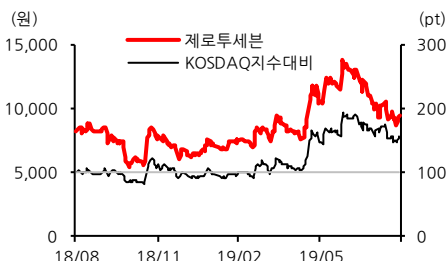
현재 주가(8/30)	9,060원
상승여력	▲76.6%
시가총액	1,815억원
발행주식수	20,033천주
52 주 최고가 / 최저가	13,900 / 5,500원
90 일 일평균 거래대금	27.75억원
외국인 지분율	1.4%
주주 구성	
김정민 (외 7)	57.9%
대산-K&T 신기술투자조합 (외 1인)	21.3%
자사주 (외 1인)	1.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.5	-12.9	21.4	10.9
상대수익률(KOSDAQ)	-10.1	-1.5	38.0	35.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	184	175	239	265
영업이익	-3	-5	17	26
EBITDA	0	-2	20	29
지배주주순이익	-20	-6	17	22
EPS	-1,615	-483	829	1,095
순차입금	15	10	1	-12
PER	-	-	10.9	8.3
PBR	2.2	2.2	2.2	1.8
EV/EBITDA	322.5	-59.2	9.1	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-52.2	-14.1	23.0	23.8

주가 추이



금번 실적을 통해 성인 화장품 업체 대비 차별화된 성장이 부각될 것으로 기대합니다. 4분기는 코스메틱과 패션 부문 모두 성수기라는 점에서 재차 사상 최대 실적이 경신될 것으로 예상됩니다.

2Q19 실적 Review: 사상 최대 실적 기록

2Q19 실적은 매출액 622억원(yoy+49%), 영업이익 50억원(yoy흑전), 순이익 54억원(yoy흑전)으로 사상 최대 실적을 기록했다. 코스메틱 부문의 고 성장 지속으로 실적 턴어라운드 가속화되는 모습이다. 최근 상향한 당사 실적 추정치(매출액 623억원, 영업이익 60억원, 순이익 50억원)에 대체로 부합했다. 다만 패션 부문(영업이익: 추정 -6억원, 실제 -12억원)의 실적 회복이 예상보다 더딘 점은 아쉬운 측면이다.

하반기에도 고 성장세 지속

'19년 예상 실적을 매출액 2,386억원(yoy+36%), 영업이익 167억원(yoy흑전), 순이익 166억원(yoy흑전)으로 추정한다. 패션과 중국 부문의 실적 부진에도 채널 확대와 인지도 제고로 코스메틱 부문의 실적 개선세가 가파르기 때문이다. 3Q19 코스메틱 부문 비수기 진입으로 QoQ 감익이 불가피해 보인다. 그러나 4Q19 코스메틱과 패션 부문 모두 성수기라는 점에서 재차 사상 최대 실적 경신이 예상된다.

투자의견 'Buy', 목표주가 16,000원 유지

투자의견 'Buy'를 유지한다. ①패션과 중국 부문의 부정적 영향 축소 기대(점진적 구조조정 및 부진한 실적에 따른 외형 축소), ②코스메틱 부문 실적 성장세 지속 예상(채널 확대와 마케팅 강화로 인한 인지도 제고 가속화를 통해 고 성장 중인 중국 유아동 화장품 시장 내 점유율 상승), ③내년 포장 부문의 생산 능력 확대 등을 고려 시 기업 체질이 개선되며 실적 턴어라운드 흐름이 이어질 가능성이 크기 때문이다.

목표주가 16,000원을 유지한다. 최근 동사 주가는 2Q19 의류 부문 실적 부진과 시장 약세 등으로 큰 폭 하락했다. 그러나 ①실적 턴어라운드에 대한 신뢰도 제고, ②Target 시장(中 유아동 화장품) 차이에 따른 차별화된 실적, ③내년 마케팅 효과로 인한 궁중비책 성장세 강화 기대 등을 고려 시 다른 화장품 업체 대비 높은 Valuation 매력도(19F P/E 10.9x, 20F P/E 8.3x)가 부각되며 반등을 모색할 것으로 기대한다.

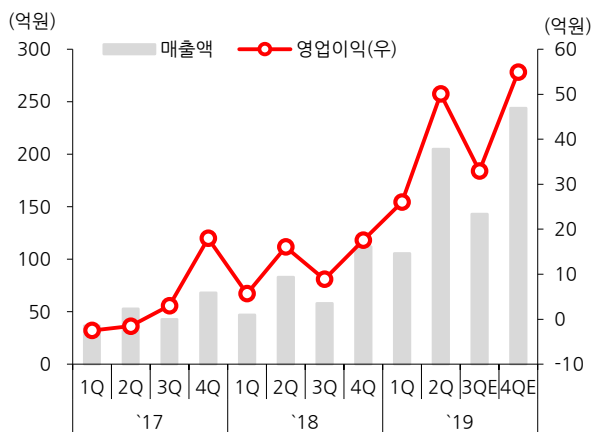
[표5] 제로투세븐의 연간 및 분기 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	1,843	1,753	2,386	2,650	378	419	393	563	498	622	556	710
yoy	-14.8%	-4.9%	36.1%	11.1%	-17.5%	-6.4%	-7.4%	9.7%	31.7%	48.5%	41.7%	26.0%
패션	1,010	882	797	699	207	229	202	243	189	199	184	225
코스메틱	200	300	698	1,012	47	83	58	112	106	205	143	244
이커머스	400	294	324	340	59	69	79	87	72	85	86	81
중국	233	216	207	200	65	38	53	60	51	40	53	63
포장	-	61	361	399	-	-	-	61	80	93	89	98
영업이익	-25	-47	167	256	-16	-4	-16	-10	21	50	40	55
yoy	적지	적지	흑전	53.6%	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전
margin	-1.4%	-2.7%	7.0%	9.7%	-4.4%	-1.0%	-4.0%	-1.9%	4.2%	8.1%	7.2%	7.8%
패션	-22	-61	-37	-31	-17	-6	-20	-18	-12	-11	-7	-13
코스메틱	17	48	169	223	6	16	9	18	26	50	33	55
이커머스	4	-27	-16	-13	-7	-4	-5	-12	-6	-4	-3	-3
중국	-25	-16	-16	-8	2	-11	0	-7	-4	-6	-1	-5
포장	-	9	78	86	-	-	-	9	17	21	19	22
당기순이익	-199	-64	166	218	-17	-4	-24	-19	18	54	41	53
yoy	적지	적지	흑전	33.0%	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

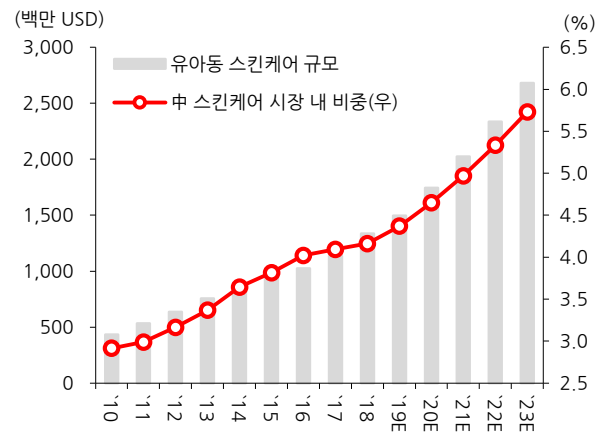
자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 코스메틱 부문 분기 매출액 및 영업이익 추이와 전망



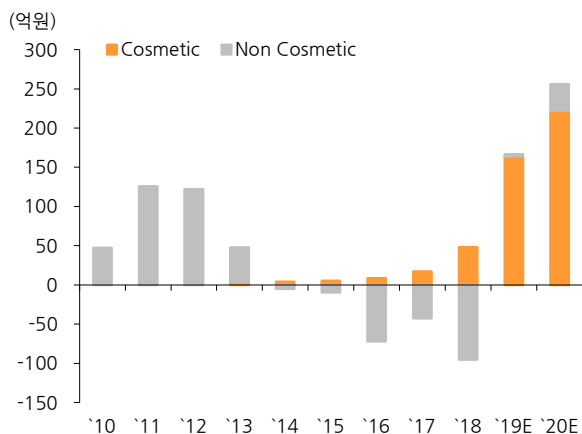
자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 중국 유아동 스킨케어 시장 규모 추이와 전망



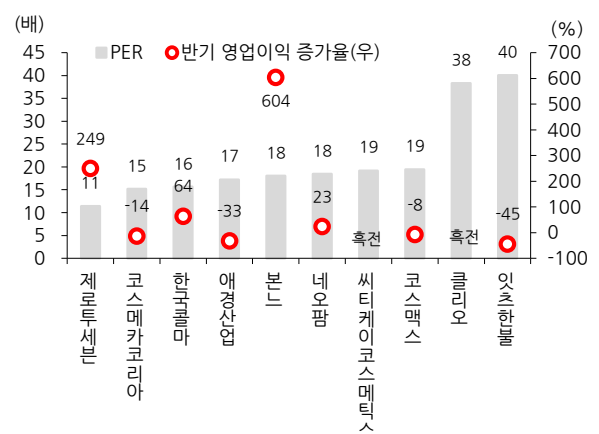
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 코스메틱 부문과 이외 부문의 영업이익 추이와 전망



자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 중소형 화장품 업체들의 19F P/E와 1H19 OP 증가율



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	216	184	175	239	265
매출총이익	90	85	80	110	126
영업이익	-6	-3	-5	17	26
EBITDA	-4	0	-2	20	29
순이자손익	0	-1	-1	-1	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-7	-5	-6	18	26
당기순이익	-10	-20	-6	17	22
지배주주순이익	-10	-20	-6	17	22
증가율(%)					
매출액	-20.1	-14.8	-4.9	36.1	11.1
영업이익	적지	적지	적지	흑전	53.9
EBITDA	적전	흑전	적전	흑전	46.4
순이익	적지	적지	적지	흑전	32.2
이익률(%)					
매출총이익률	41.7	46.2	45.4	46.1	47.6
영업이익률	-2.9	-1.4	-2.7	7.0	9.7
EBITDA 이익률	-1.8	0.1	-1.4	8.4	11.0
세전이익률	-3.1	-2.7	-3.3	7.6	9.7
순이익률	-4.7	-10.8	-3.7	7.0	8.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-1	4	4	10	18
당기순이익	-13	-10	-6	17	22
자산상각비	2	3	2	3	4
운전자본증감	9	11	7	-8	-8
매출채권 감소(증가)	10	3	3	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-1	18	4	-4	-8
매입채무 증가(감소)	3	-7	4	0	3
투자현금흐름	-5	0	5	-4	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-2	-5
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-3	0
재무현금흐름	11	0	-3	0	-10
차입금의 증가(감소)	11	0	-1	0	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-9	-7	-2	18	26
(-)운전자본증감(감소)	-10	-11	0	9	8
(-)설비투자	1	1	1	2	5
(+)자산매각	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	-1	3	-3	8	13
(-)기타투자	4	-1	-14	-1	0
잉여현금	-5	4	11	9	13
NOPLAT	-5	-2	-3	15	22
(+) Dep	2	3	2	3	4
(-)운전자본투자	-10	-11	0	9	8
(-)Capex	1	1	1	2	5
OpFCF	7	11	-2	8	12

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	99	81	89	106	120
현금성자산	12	16	20	29	32
매출채권	23	19	23	24	27
재고자산	64	45	46	50	58
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	159	173
유동부채	45	34	57	57	49
매입채무	27	17	23	23	25
유동성이자부채	1	1	20	20	10
비유동부채	32	30	14	21	21
비유동이자부채	30	30	10	10	10
부채총계	77	64	72	78	71
자본금	6	6	10	10	10
자본잉여금	25	25	66	66	66
이익잉여금	17	-2	-9	8	30
자본조정	0	-1	-4	-3	-3
자기주식	0	0	-3	-3	-3
자본총계	48	28	63	81	103

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-832	-1,615	-483	829	1,095
BPS	3,914	2,271	3,160	4,045	5,141
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-740	-557	-140	916	1,277
ROA(%)	-8.2	-18.3	-5.7	11.3	13.2
ROE(%)	-19.0	-52.2	-14.1	23.0	23.8
ROIC(%)	-6.6	-3.4	-5.9	19.6	25.2
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-14.2	10.9	8.3
PBR	2.6	2.2	2.2	2.2	1.8
PSR	0.6	0.3	0.5	0.8	0.7
PCR	-13.6	-8.8	-49.0	9.9	7.1
EV/EBITDA	-35.7	322.5	-59.2	9.1	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	160.3	230.9	113.2	96.1	68.5
Net debt/Equity	38.1	53.8	15.7	1.4	-11.2
Net debt/EBITDA	-462.4	6,439.5	-399.2	5.5	-39.6
유동비율	220.1	237.2	155.8	187.1	241.9
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	15.3	25.7
자산구조(%)					
투하자본	70.6	69.3	73.6	65.2	66.2
현금+투자자산	29.4	30.7	26.4	34.8	33.8
자본구조(%)					
차입금	39.0	52.3	32.2	27.0	16.3
자기자본	61.0	47.7	67.8	73.0	83.7

에치에프알 (230240)

이유있는 상승세



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 36,500원

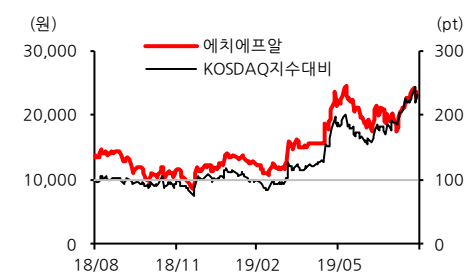
현재 주가(8/30)	24,500원
상승여력	▲49.0%
시가총액	2,936억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	24,550 / 8,575원
90 일 일평균 거래대금	85.17억원
외국인 지분율	0.4%
주주 구성	
정종민 (외 3 인)	34.4%
스톤브릿지벤처스 (외 2 인)	8.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	29.6	14.0	99.2	79.2
상대수익률(KOSDAQ)	32.0	25.4	115.7	103.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	131	135	205	356
영업이익	3	3	20	46
EBITDA	5	7	25	51
지배주주순이익	3	-1	16	36
EPS	2,103	-328	1,366	3,020
순차입금	10	-8	-21	-39
PER	-	-	17.9	8.1
PBR	-	1.7	3.0	2.2
EV/EBITDA	-	18.5	11.1	5.0
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0
ROE	6.4	-1.4	18.3	31.2

주가 추이



에치에프알은 3 분기부터 5G 향 장비매출이 본격적으로 반영되기 시작할 것으로 예상됩니다. 통신장비업종 특성상 하반기에 실적 강도가 높고, 이르면 4 분기부터 미국향 Fronthaul 수주가 기대되기 때문에, 현 시점에서는 내년 실적 Upside 를 보고 접근해야한다고 생각합니다.

Fronthaul의 필요성 부각될 것

Fronthaul은 SK텔레콤이 전세계 최초로 상용화 시킨 기술로, 통신사의 네트워크 인프라 구축시 1) 전송로 구축 및 임대 비용을 약 30~ 40% 감소시키고, 2) 네트워크 안정성을 향상시켜준다. LTE 기준 전송로 임대료가 약 9,000~ 9,500억 원 수준이었던 것으로 파악되며, 5G 네트워크 망에서는 대폭 증가할 것으로 예상되기 때문에 Fronthaul 장비의 필요성이 더욱 부각될 것으로 예상된다.

기대되는 미국 Fronthaul 시장

미국시장도 통신사들이 지역별로 소유하고 있는 망을 서로 공유하면서 망임대료를 주고 받는다. 기지국이 늘어날수록 서로 전송로 임대료에 대한 부담이 커지기 때문에 Fronthaul을 도입할 것으로 예상된다. 당사는 국내와 미국 기지국 숫자 비교 데이터를 바탕으로 Verizon, AT&T 의 Fronthaul 연간 발주금액이 SK텔레콤 대비 약 5배 클 것으로 예상된다. Verizon과 AT&T 모두 이미 동사의 4G Fronthaul 장비를 1년~ 2년째 사용하고 있다. 에치에프알의 1) SK텔레콤과 공동개발 후 Fronthaul 세계최초 상용화 경험과, 2) Verizon, AT&T향 공급 레퍼런스는 미국 5G Fronthaul 시장에서 큰 수혜를 기대할 수 있는 근거라고 생각한다.

2020년 해외진출을 보고 사야된다

당사는 에치에프알의 2020년 실적으로 매출액 3,562억 원, 영업이익 463억 원을 예상한다. 최근 SK텔레콤향 2차 Fronthaul 수주의 납기일 조정공시가 실적에 대한 우려로 번지면서 주가에 반영되었다. 하지만 수주금액 일부분만 이월되고, 연간 수주 및 매출액에 영향을 주는 이슈가 아닌 것으로 파악된다. 동사의 미국 5G 수주는 이르면 2019년 4분기, 늦어도 2020년 초에 발생할 것으로 예상되기 때문에, 현시점부터는 2020년 그림을 보고 매수해야한다고 생각한다. 따라서 투자 의견 Buy, 목표주가 36,500원을 유지한다

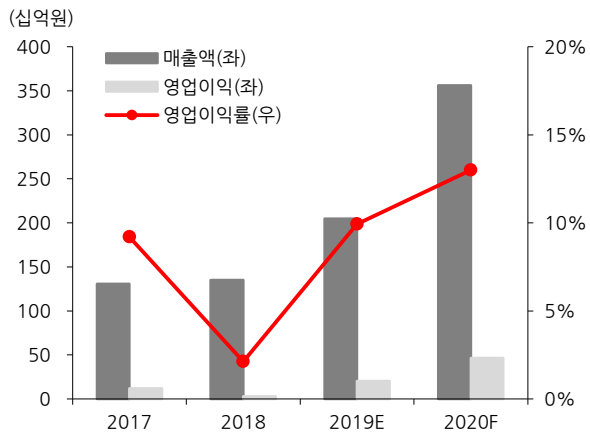
[표6] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19F
매출액	135.0	204.7	356.2	16.0	39.5	56.1	93.1
Fronthaul	36.8	91.1	214.4	7.2	26.5	20.0	37.3
- 국내	14.9	66.7	73.3	2.6	21.7	13.9	28.5
- 해외	21.9	24.4	141.1	4.6	4.8	6.1	8.9
PON장비, Wifi AP	67.2	67.5	72.2	2.0	8.9	25.2	31.4
자회사	31.0	32.5	34.1	5.5	2.7	9.6	14.7
영업이익	2.9	20.3	46.3	-5.0	2.4	5.1	17.8
영업이익률	2.1%	9.9%	13.0%	-31.0%	6.1%	9.0%	19.2%

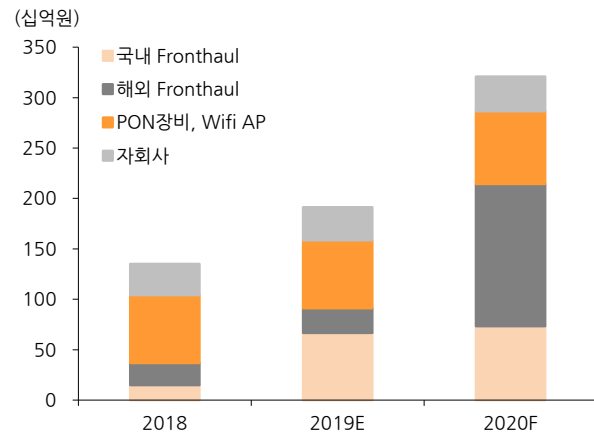
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 에치에프알 실적 성장세 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 에치에프알 주요 사업별 매출전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 에치에프알 연간 매출액 추정

(단위: 십억원)

구분	2019E	2020F	2021F
HFR 국내 Fronthaul 매출액	66.7	73.3	79.2
HFR 해외 Fronthaul 매출액	24.4	141.1	368.0
- 미국(2020년 연간 투자 진행률 50% 수준 가정)	12.2	128.3	354.6
- 일본(현재 공급중인 4G Fronthaul 규모에서 매년 5% 수준 성장 가정)	12.2	12.8	13.5
HFR 인빌딩 중계기 매출액(SKT 광중계기 연간 발주금액 900억 원, 점유율 33% 수준 가정)	8.4	30.0	31.5
HFR 유선장비(PON+Wifi AP) 매출액(연평균 7% 성장 가정)	67.5	72.2	77.3
자회사(연평균 5% 성장 가정)	32.5	34.1	35.8
HFR 연간 매출액	204.7	356.2	597.6
HFR 연간 영업이익	20.3	46.3	77.7
HFR 연간 영업이익률	9.9%	13.0%	13.0%

*추가 Upside 요인: 1) 미국 수주금액/투자 진행률 상승, 2) 미국 내 점유율 상승, 3) 일본 5G 수주 본격화

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	112	131	135	205	356
매출총이익	20	18	21	39	69
영업이익	7	3	3	20	46
EBITDA	10	5	7	25	51
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	2	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	2	0	20	45
당기순이익	8	3	-1	16	36
지배주주순이익	7	3	-1	16	36
증가율(%)					
매출액	71.3	16.5	3.2	51.6	74.0
영업이익	234.1	-61.6	1.9	607.3	127.9
EBITDA	155.9	-44.7	25.8	261.6	105.7
순이익	90.0	-59.0	적전	흑전	125.1
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	13.9	15.4	19.0	19.5
영업이익률	6.5	2.2	2.1	9.9	13.0
EBITDA 이익률	8.7	4.1	5.0	12.0	14.2
세전이익률	7.4	1.8	0.3	9.6	12.8
순이익률	6.8	2.4	-0.6	7.9	10.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	3	-2	-3	14	25
당기순이익	8	3	-1	16	36
자산상각비	2	3	4	4	4
운전자본증감	-8	-6	-12	-6	-15
매출채권 감소(증가)	-15	3	-8	25	-8
재고자산 감소(증가)	-4	-1	-8	-32	-15
매입채무 증가(감소)	13	-8	4	1	7
투자현금흐름	-8	-4	4	-2	-7
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-3	-5
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-3	-2	-2
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	20	40
(-)운전자본증가(감소)	17	8	6	6	15
(-)설비투자	1	1	2	3	5
(+)자산매각	-1	-3	-3	-2	-2
Free Cash Flow	-8	-7	-1	10	18
(-)기타투자	-4	-4	6	-3	0
잉여현금	-4	-3	-7	13	18
NOPLAT	7	2	-6	17	37
(+) Dep	2	3	4	4	4
(-)운전자본투자	17	8	6	6	15
(-)Capex	1	1	2	3	5
OpFCF	-9	-4	-10	12	21

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	84	78	102	124	165
현금성자산	18	9	22	35	53
매출채권	47	44	51	30	37
재고자산	18	19	26	58	73
비유동자산	20	25	27	25	28
투자자산	7	9	10	7	7
유형자산	4	4	5	8	11
무형자산	9	12	12	10	9
자산총계	104	103	128	149	193
유동부채	48	38	40	44	52
매입채무	29	20	24	29	36
유동성이자부채	17	14	11	11	11
비유동부채	8	11	8	8	8
비유동이자부채	4	5	3	3	3
부채총계	56	49	48	52	60
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	2	2	23	23	23
이익잉여금	43	46	45	61	97
자본조정	0	1	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	49	54	80	97	133

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	4,741	2,103	-328	1,366	3,020
BPS	31,288	34,132	6,728	8,183	11,203
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,741	3,387	3,484	1,730	3,406
ROA(%)	8.0	3.1	-0.8	11.6	20.8
ROE(%)	16.4	6.4	-1.4	18.3	31.2
ROIC(%)	16.4	3.7	-9.0	22.5	43.5
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	17.9	8.1
PBR	-	-	1.7	3.0	2.2
PSR	-	-	0.2	1.4	0.8
PCR	-	-	3.3	14.2	7.2
EV/EBITDA	-	-	18.5	11.1	5.0
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	114.5	90.8	60.2	54.1	45.5
Net debt/Equity	6.4	18.1	-9.7	-21.3	-29.1
Net debt/EBITDA	31.6	180.4	-113.5	-83.8	-76.1
유동비율	176.3	203.3	252.4	280.6	318.0
이자보상배율(배)	22.9	8.0	6.7	71.5	113.5
자산구조(%)					
투자자본	66.8	76.3	69.3	64.5	60.9
현금+투자자산	33.2	23.7	30.7	35.5	39.1
자본구조(%)					
차입금	29.8	26.3	15.3	12.6	9.6
자기자본	70.2	73.7	84.7	87.4	90.4

클래시스 (214150)

성장주의 정석



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 20,000원

현재 주가(8/30)	12,800원
상승여력	▲56.3%
시가총액	7,933억원
발행주식수	61,973천주
52 주 최고가 / 최저가	15,750 / 3,835원
90 일 일평균 거래대금	85.78억원
외국인 지분율	0.9%

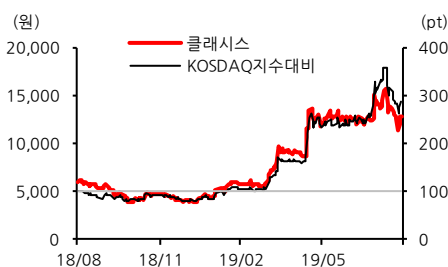
주주 구성	
정성재 (외 4 인)	88.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.8	8.0	124.6	115.5
상대수익률(KOSDAQ)	-13.4	19.4	141.1	139.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	35	47	81	108
영업이익	11	17	37	49
EBITDA	11	18	38	51
지배주주순이익	-5	15	30	39
EPS	-1,369	243	476	635
순차입금	1	-1	-21	-53
PER	-	16.8	26.9	20.2
PBR	7.2	5.0	9.8	6.7
EV/EBITDA	23.0	13.8	20.3	14.5
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.2
ROE	-19.9	34.5	44.8	39.5

주가 추이



높은 주가 Multiple 부여가 타당해 보이는 성장 속도입니다.

2Q19 실적 Review: 3분기 연속 실적 서프라이즈

2Q19 실적은 매출액 216억원(yoy+88%), 영업이익 96억원(yoy+126%)을 기록했다. 국내 Hifu 리프팅 대중화로 성장이 탄력을 받으며 3분기 연속 실적 서프라이즈를 시현했다(당사 2Q19F OP 80억원). 실적 개선 요인은 ①내수: 슈링크 기술 확대에 의한 소모품 매출 증가와 기기 잠재 수요 확대, ②수출: 인지도 제고, 원화 약세 등으로 판단된다.

하반기에도 지속되는 어닝스 모멘텀

'19년 실적은 매출액 809억원(yoy+70%), 영업이익 370억원(yoy+112%)으로 전망한다. 2Q19 실적 호조와 국내 Hifu 리프팅 대중화로 인한 파급 효과를 고려해 연간 실적을 상향했다. 3Q19에도 내수 소모품 매출 증가(성수기), 인건비 감소(2Q19 성과급) 등으로 전기 대비 수익성이 개선돼 YoY, QoQ 이익 증가세가 지속될 것으로 예상된다.

고 수익성인 소모품 매출 증가에 따라 중장기로도 실적 개선이 기대된다. 내수의 경우 '19년 기준 슈링크 기술의 추정 침투율이 3.4%(女 20-59세)~10.0%(女 25-39세)에 불과해(연 1회, 300샷 가정) 최근의 급성장세를 이어갈 가능성이 높고, 해외는 슈링크 누적 판매 대수 대비 소모품 매출액을 고려 시 성장 잠재력이 크다고 판단되기 때문이다.

투자의견 'Buy', 목표주가 20,000원 유지

투자의견 'Buy'와 목표주가 20,000원을 유지한다. ①높은 수익성을 지닌 소모품의 매출액 내 비중 상승(기기 누적 판매 대수 증가, 인지도 제고), ②글로벌 Medical aesthetic 시장 성장에 따른 수출 성장, ③시장성이 큰 클라투-α 출시(국소 부위까지 지방 분해 가능) 등을 통해 고성장세 지속이 예상되기 때문이다.

실적 서프라이즈에도 불구하고 시장 하락 영향으로 높은 주가 Multiple이 부담이 되는 모습이다. 그러나 국내 Hifu 리프팅 대중화로 인한 내수 소모품 판매 가속화 및 파급 효과, 해외 시장 성장에 따른 수출 호조, 클라투-α의 성장 등을 통해 향후 3년 간 일평균 48%의 EPS 증가가 예상되는 만큼 향후 성장주의 매력에 재부각될 것으로 기대된다.

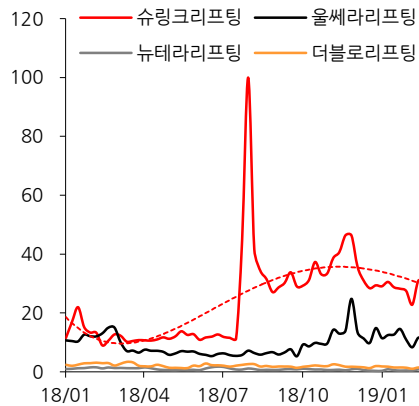
[표8] 클래스스의 연간과 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	349	475	809	1,075	98	115	116	146	162	216	208	223
yoy	28%	36%	70%	33%	14%	18%	36%	82%	65%	88%	79%	53%
Classys	209	251	366	448	55	63	56	77	70	104	90	102
Cluderm	39	54	83	108	10	12	14	18	20	19	21	23
Cartridge	92	157	326	467	31	36	43	47	67	83	87	89
Cosmetic	9	14	34	53	3	4	3	4	5	9	10	10
영업이익	108	175	370	493	26	42	41	65	74	96	97	102
yoy	31%	61%	112%	33%	-15%	34%	50%	248%	188%	126%	136%	57%
margin	31.1%	36.8%	45.7%	45.9%	26.3%	37.0%	35.6%	44.7%	46.0%	44.4%	46.8%	45.9%
당기순이익	-51	149	295	394	19	39	28	62	59	76	78	82
yoy	적전	흑전	99%	33%	-10%	37%	32%	흑전	205%	98%	176%	31%

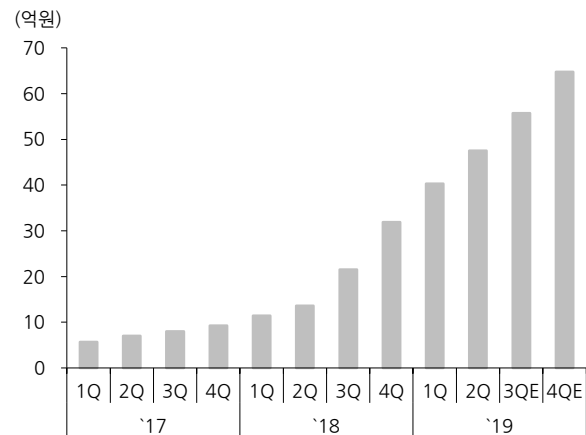
자료: 클래스스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] HIFU 리프팅별 네이버 트렌드 추이



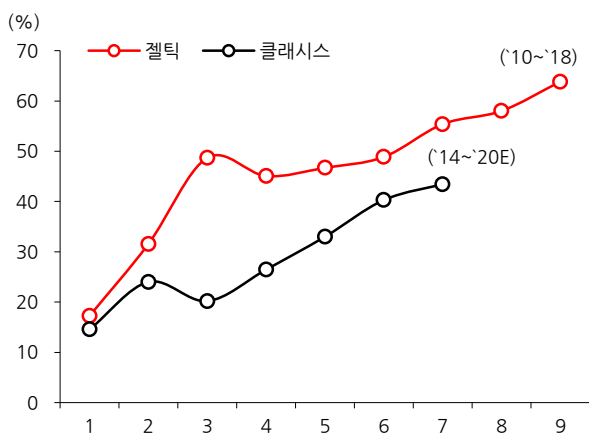
자료: 네이버, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 내수 카트리리지(소모품) 매출 추이와 전망



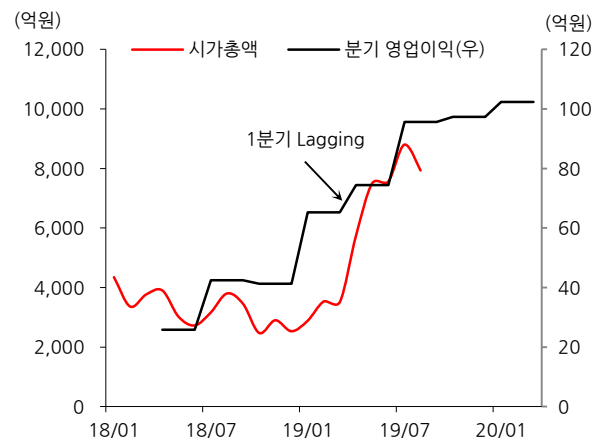
자료: 클래스스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 유효한 소모품 성장 스토리 (소모품 매출액 비중)



자료: 젤텍, 클래스스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 클래스스 시가총액과 분기 영업이익 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	27	35	47	81	108
매출총이익	19	24	35	61	82
영업이익	8	11	17	37	49
EBITDA	8	11	18	38	51
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	-3	18	37	50
당기순이익	7	-5	15	30	39
지배주주순이익	7	-5	15	30	39
증가율(%)					
매출액	81.7	28.0	36.2	70.4	32.9
영업이익	107.8	30.7	61.8	111.7	33.2
EBITDA	106.1	31.6	65.4	108.3	34.6
순이익	50.8	적전	흑전	98.6	33.2
이익률(%)					
매출총이익률	68.3	69.3	73.2	75.8	75.9
영업이익률	30.3	31.0	36.8	45.7	45.9
EBITDA 이익률	30.8	31.6	38.4	47.0	47.6
세전이익률	32.2	-9.0	37.5	46.1	46.3
순이익률	26.0	-14.7	31.3	36.5	36.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	6	9	16	22	31
당기순이익	7	-5	15	30	39
자산상각비	0	0	1	1	2
운전자본증감	-2	0	-1	-4	-4
매출채권 감소(증가)	-1	-1	0	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-3	-3
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	0	-21	-20	1	-5
유형자산처분(취득)	0	-32	-15	-5	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	0	0	6	-3
재무현금흐름	0	19	-4	-4	-4
차입금의 증가(감소)	0	19	-4	-4	-2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	-2
배당금의 지급	0	0	0	0	2
총현금흐름	9	12	20	26	35
(-)운전자본증가(감소)	1	0	0	4	4
(-)설비투자	0	32	15	5	2
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	8	-21	5	17	29
(-)기타투자	2	-12	7	0	0
잉여현금	6	-9	-2	17	29
NOPLAT	7	8	15	29	39
(+) Dep	0	0	1	1	2
(-)운전자본투자	1	0	0	4	4
(-)Capex	0	32	15	5	2
OpFCF	5	-24	1	21	35

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	18	28	27	45	74
현금성자산	12	19	16	30	55
매출채권	2	2	3	5	6
재고자산	4	5	6	8	11
비유동자산	4	35	49	55	57
투자자산	3	3	3	5	6
유형자산	1	32	46	50	50
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	22	63	76	100	130
유동부채	6	14	15	12	10
매입채무	1	1	1	1	2
유동성이자부채	0	7	6	2	0
비유동부채	0	14	10	7	2
비유동이자부채	0	13	10	7	2
부채총계	6	28	25	19	12
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	0	18	19	19	19
이익잉여금	16	11	25	55	93
자본조정	-5	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	16	35	51	81	118

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	2,572	-1,369	243	476	635
BPS	5,937	580	824	1,300	1,910
DPS	0	8	14	25	30
CFPS	3,316	3,072	322	420	558
ROA(%)	41.0	-12.0	21.4	33.7	34.2
ROE(%)	55.3	-19.9	34.5	44.8	39.5
ROIC(%)	223.1	38.4	33.7	53.2	61.9
Multiples(x, %)					
PER	-	-	16.8	26.9	20.2
PBR	-	7.2	5.0	9.8	6.7
PSR	-	0.4	5.3	9.8	7.4
PCR	-	1.4	12.7	30.5	23.0
EV/EBITDA	-	23.0	13.8	20.3	14.5
배당수익률	-	0.2	0.3	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	35.0	80.0	48.3	23.6	10.2
Net debt/Equity	-74.1	4.1	-2.0	-25.5	-44.4
Net debt/EBITDA	-144.4	13.0	-5.6	-54.0	-102.7
유동비율	333.4	192.1	179.4	383.0	754.7
이자보상배율(배)	22,398.3	85.8	40.0	100.0	189.6
자산구조(%)					
투하자본	21.8	61.6	72.1	63.3	51.8
현금+투자자산	78.2	38.4	27.9	36.7	48.2
자본구조(%)					
차입금	0.0	37.3	23.2	10.5	1.8
자기자본	100.0	62.7	76.8	89.5	98.2

오이솔루션 (138080)

우려는 실적과 해외진출로 해소될 전망



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

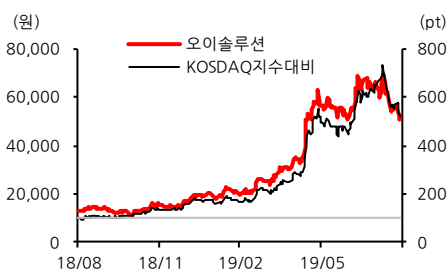
현재 주가(8/30)	60,000원
상승여력	▲66.7%
시가총액	4,644억원
발행주식수	7,740천주
52 주 최고가 / 최저가	70,000 / 10,800원
90 일 일평균 거래대금	307.6억원
외국인 지분율	2.2%
주주 구성	
박찬 (외 6 인)	29.5%
오이솔루션우리사주 (외 1 인)	2.1%
유준상 (외 1 인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.3	3.8	203.0	359.8
상대수익률(KOSDAQ)	-1.9	15.2	219.5	383.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	77	82	228	279
영업이익	-2	0	63	72
EBITDA	3	5	69	79
지배주주순이익	-2	3	49	54
EPS	-246	334	6,302	6,984
순차입금	-3	3	-24	-57
PER	-	50.9	9.5	8.6
PBR	1.3	1.9	4.0	2.7
EV/EBITDA	32.6	26.7	6.4	5.2
배당수익률	0.9	0.7	0.2	0.2
ROE	-2.9	3.8	53.0	37.9

주가 추이



오이솔루션이 우려와는 다르게 3 분기에도 견조한 실적과 이익률을 기록할 전망입니다. 미국 및 일본향 광트랜시버 수주를 받기 시작한 것도 해외진출에 대한 가시성을 높여주는 요소입니다. 따라서 최근 주가 조정은 과도하다고 생각되며, 매수기회로 잡아야한다고 생각합니다.

2분기 어닝 서프라이즈

오이솔루션은 2분기에 매출액 560억 원(+29.1% q-q, +200.4% y-y), 영업이익 165억 원(+69.8% q-q, +176.9% y-y)을 기록하며 영업이익 기준 당사 추정치를 20% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 서프라이즈의 주요인은 1) KT, LG유플러스 등과 같은 주요고객사향 광트랜시버 물량이 증가하였고, 2) 5G향 신제품 매출비중이 높아 이익률 개선에 기여했기 때문인 것으로 추정한다.

예상보다 좋은 3분기, 해외수출도 시작

오이솔루션의 3분기 실적은 당초 예상했던 수준보다 높은 매출액 629억 원(+12.3% q-q, +200.5% y-y), 영업이익 186억 원(+12.2% q-q, +1,682.4% y-y)을 기록할 것으로 추정한다. 추정치 상향의 배경으로는 1) 예상보다 견조한 KT, LG유플러스 등과 같은 주요고객사 수주물량과, 2) 고객사 단가인하가 영업이익률에 미치는 영향이 당초 예상보다 미미할 것으로 예상된다는 점이 있다. 더불어, 일본 및 미국향 광트랜시버 수주가 시작됐다는 점도 긍정적인 변화의 시작이라고 생각한다.

최근 주가 조정폭은 과도하다고 판단

당사는 오이솔루션의 3분기 실적추정치를 상향 조정하여 연간 실적을 매출액 2,280억 원(+179.7% y-y), 영업이익 634억 원(+27,011.2% y-y)으로 상향 조정한다. 오이솔루션의 주가는 1) 3분기 매출액 부진에 대한 우려, 2) 단가인하로 인한 영업이익률 하락 등의 우려로 고점대비 14.3% 하락했다. 하지만, 1) 5G Up-Cycle은 이제 초입이고, 2) 3분기 실적이 예상보다 견조하며, 3) 2020년에는 해외(미국 및 일본 예상) 매출 개시로 인한 성장이 기대된다는 점을 볼 때 최근 주가 조정은 과도하다고 생각한다. 현 주가는 12개월 FWD PER 기준 8.4배 수준에 불과하다. 따라서 오이솔루션에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 100,000원을 유지한다.

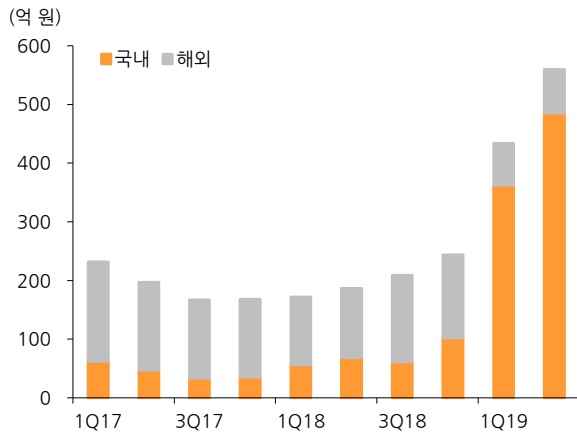
[표9] 오이솔루션 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19
매출액	81.5	228.0	278.9	17.3	18.7	20.9	24.7	43.4	56.0	62.9	65.6
-y-y	6.41%	179.7%	22.3%	-26.0%	-5.0%	25.2%	45.7%	151.6%	200.4%	200.5%	166.2%
-q-q	-	-	-	2.0%	8.1%	12.3%	17.8%	76.0%	29.1%	12.3%	4.3%
영업이익	0.2	63.4	71.8	-2.3	-0.2	1.0	1.7	9.7	16.5	18.5	18.6
-y-y	흑자전환	27,011.2%	13.3%	적자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	1,682.4%	995.7%
-q-q	-	-	-	적자지속	적자지속	흑자전환	62.9%	474.4%	69.8%	12.2%	0.1%
영업이익률	0.3%	27.8%	25.8%	-13.4%	-1.0%	5.0%	6.9%	22.4%	29.5%	29.5%	28.3%

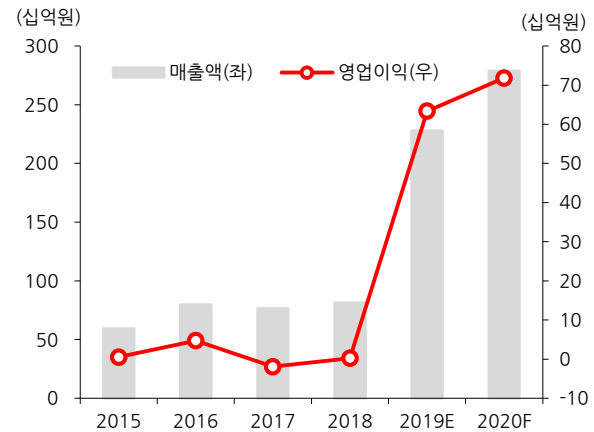
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 오이솔루션 분기별 매출추이



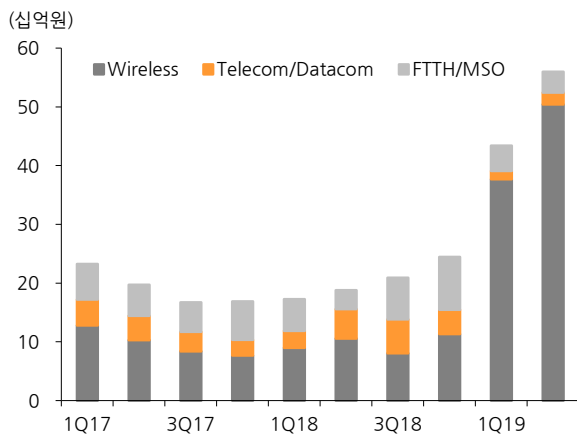
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 오이솔루션 실적성장 지속될 전망



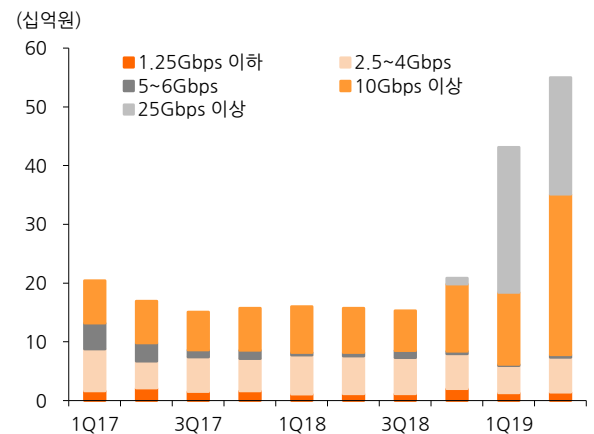
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 응용산업별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 전송속도별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	80	77	82	228	279
매출총이익	27	23	27	92	105
영업이익	5	-2	0	63	72
EBITDA	8	3	5	69	79
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	1	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	-4	2	64	72
당기순이익	6	-2	3	50	56
지배주주순이익	6	-2	3	49	54
증가율(%)					
매출액	34.2	-3.9	6.4	179.7	22.3
영업이익	833.7	적전	흑전	27,011.1	13.3
EBITDA	115.3	-68.4	88.5	1,269.4	14.5
순이익	226.0	적전	흑전	1,845.0	12.4
이익률(%)					
매출총이익률	33.4	29.5	33.6	40.5	37.6
영업이익률	5.9	-2.5	0.3	27.8	25.8
EBITDA 이익률	10.6	3.5	6.2	30.3	28.3
세전이익률	7.6	-4.9	2.4	27.9	25.8
순이익률	7.7	-2.3	3.2	22.0	20.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-5	4	1	41	53
당기순이익	6	-2	3	56	56
자산상각비	4	5	5	6	7
운전자본증감	-17	0	-8	-22	-8
매출채권 감소(증가)	-10	4	-4	-11	-8
재고자산 감소(증가)	-7	-3	-2	-13	-1
매입채무 증가(감소)	2	1	0	2	0
투자현금흐름	-8	-4	-11	-13	-19
유형자산처분(취득)	-7	-4	-5	-10	-18
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-6	-3	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	63	61
(-)운전자본증가(감소)	14	-5	4	17	8
(-)설비투자	7	4	5	11	18
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-9	5	-1	36	35
(-)기타투자	3	5	3	5	0
잉여현금	-12	0	-3	31	34
NOPLAT	3	-1	0	50	56
(+) Dep	4	5	5	6	7
(-)운전자본투자	14	-5	4	17	8
(-)Capex	7	4	5	11	18
OpFCF	-14	4	-5	28	37

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	53	57	57	106	148
현금성자산	10	23	17	44	77
매출채권	23	15	19	31	39
재고자산	18	19	20	30	31
비유동자산	37	39	42	47	59
투자자산	6	8	11	10	11
유형자산	30	30	30	36	47
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	90	96	99	153	207
유동부채	28	25	25	31	31
매입채무	6	3	4	7	8
유동성이자부채	20	20	19	20	20
비유동부채	6	4	6	6	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	35	29	31	37	38
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	14	27	27	27	27
이익잉여금	36	34	35	83	136
자본조정	2	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	55	67	68	116	169

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	929	-246	334	6,302	6,984
BPS	8,385	8,650	8,792	14,974	21,838
DPS	125	100	120	120	120
CFPS	1,885	675	1,202	8,161	7,945
ROA(%)	7.4	-1.9	2.6	38.7	30.1
ROE(%)	11.7	-2.9	3.8	53.0	37.9
ROIC(%)	6.5	-2.3	0.3	64.2	57.2
Multiples(x, %)					
PER	12.7	-	50.9	9.5	8.6
PBR	1.4	1.3	1.9	4.0	2.7
PSR	1.0	1.1	1.6	2.0	1.7
PCR	6.3	17.2	14.1	7.4	7.6
EV/EBITDA	10.4	32.6	26.7	6.4	5.2
배당수익률	1.1	0.9	0.7	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	62.6	43.5	45.7	31.9	22.2
Net debt/Equity	17.8	-4.0	4.0	-20.5	-33.8
Net debt/EBITDA	116.4	-100.5	53.5	-34.5	-72.2
유동비율	186.1	230.8	224.8	343.6	474.7
이자보상배율(배)	13.2	n/a	0.5	123.4	144.6
자산구조(%)					
투자자본	79.1	66.2	70.8	62.2	55.3
현금+투자자산	20.9	33.8	29.2	37.8	44.7
자본구조(%)					
차입금	26.6	23.0	22.4	14.8	10.6
자기자본	73.4	77.0	77.6	85.2	89.4

2019년 9월 2일

기업분석

아스트 (067390)

성장성은 여전히 유효

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 13,000원

현재 주가(8/30)	9,100원
상승여력	▲42.9%
시가총액	2,337억원
발행주식수	25,680천주
52 주 최고가 / 최저가	14,820 / 7,650원
90 일 일평균 거래대금	42.91억원
외국인 지분율	2.3%

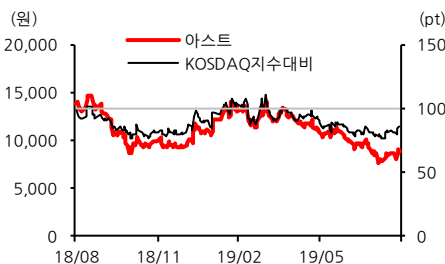
주주 구성	
김희원 (외 2 인)	16.2%
아스트우리스주 (외 1 인)	2.0%
김영근 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.6	-16.5	-30.7	-35.0
상대수익률(KOSDAQ)	5.0	-5.1	-14.2	-10.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	97	117	153	224
영업이익	8	11	40	48
EBITDA	15	18	56	64
지배주주순이익	1	4	23	29
EPS	90	236	914	1,129
순차입금	130	206	208	170
PER	195.2	39.8	10.0	8.1
PBR	2.9	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	28.2	20.0	9.0	7.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.7	3.9	14.6	12.5

주가 추이



호재보다는 악재가 더 많이 반영된 주가로 보여집니다.

2H19 큰 폭의 영업이익 증가 전망

2Q19 실적은 매출액 344억원(yoy+30%), 영업이익 45억원(yoy+113%)으로 양호한 실적을 기록했다. Boeing 이슈에도 당사 영업이익 추정치(30억원)를 상회했다. 이는 금번 분기부터 시작된 E2 동체 납품과 관련해 ①高 수익성(opm 30%대), ②납품된 2대의 초기 개발비용 관련 매출액 반영 등이 당사 추정과 상이했기 때문이다.

2H19 큰 폭의 영업이익(332억원) 증가가 전망된다. 이는 3Q19 E2 동체 납품 대수 증가(5~6대)에 따라 외형 성장과 수익성 개선 예상되고, 4Q19 B737 Max 생산 감소(인도 재개 지연을 고려한 보수적 추정)를 가정해도 E2 사업권 양수에 따른 초기 개발비용 관련 매출액이 반영(약 2,300만불)되기 때문이다.

악재는 상당 부분 반영

4Q19 Boeing 인도 재개에 대한 불확실성, 차입금 증가(E2 사업권 잔금) 등 악재가 상존하고 있다. 그러나 주가 멀티플(19F P/E 10.0x)을 보면 상당 부분 반영된 것으로 판단된다. 점차 양호한 E2 동체의 사업성, 초기 개발비용 관련 매출액 반영에 따른 이익 급증 등의 호재에 민감해질 것으로 기대된다. Trigger는 Boeing의 인도 재개가 될 것이다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 13,000원으로 하향

투자의견 'Buy'를 유지한다. ①E2 사업권 인수에 따른 수주잔고 확대 효과 및 수주 경쟁력 강화(Tier-1 제작 업체 도약), ②Boeing 인도 재개 시 생산량 증가 및 E2 동체 납품을 통한 외형 성장 가속화, ③E2 초기 개발비용 관련 매출액 반영에 따른 큰 폭의 수익성 개선 등을 고려할 때 아직 성장 잠재력이 크다고 판단되기 때문이다.

목표주가는 13,000원으로 하향한다. Boeing 인도 재개-대내외 불확실성을 반영해 Target PER을 14.2x로 변경했기 때문이다(Global 주요 항공기 기체 부품 업체들의 평균 PER 대비 40% 할인). 해당 목표주가의 19F Implied EV/EBITDA는 9.0x(Global 주요 항공기 기체 부품 업체 평균 12.5x)로 차입금을 감안해도 크게 무리하지 않은 수준이다.

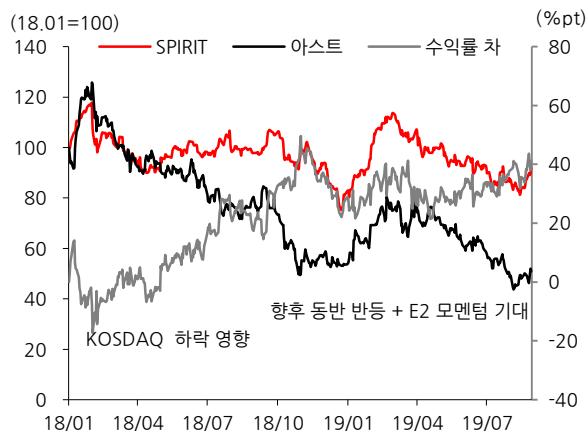
[표10] 아스트의 연간 및 분기 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	972	1,170	1,528	2,235	252	264	325	330	306	344	369	509
yoy	11%	20%	31%	46%	17%	20%	29%	16%	22%	30%	14%	54%
Sec48	175	419	411	715	39	102	126	152	109	110	113	79
E2	0	0	175	312	0	0	0	0	0	25	62	88
기타(연결조정 포함)	475	408	752	1,040	234	241	262	333	275	310	345	502
영업이익	81	108	402	484	20	21	30	37	25	45	55	277
yoy	10%	35%	271%	20%	10%	-2%	21%	132%	29%	113%	81%	645%
margin	8.3%	9.3%	26.3%	21.7%	7.8%	8.1%	9.3%	11.3%	8.3%	13.2%	14.8%	54.4%
연결당기순이익	15	44	242	322	7	28	6	3	11	3	33	195
yoy	-76%	203%	445%	33%	91%	319%	-66%	흑전	62%	-90%	466%	5,809%
margin	1.5%	3.8%	15.8%	14.4%	2.7%	10.7%	1.8%	1.0%	3.6%	0.9%	9.0%	38.2%
지배지분순이익	14	40	235	290	6	27	7	0	11	2	32	189

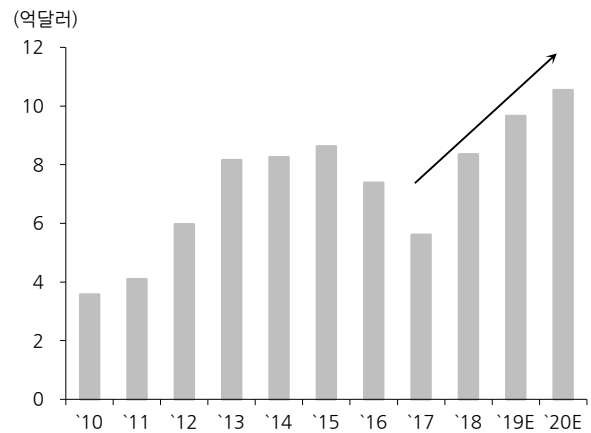
자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] SPIRIT과 아스트의 주가 추이



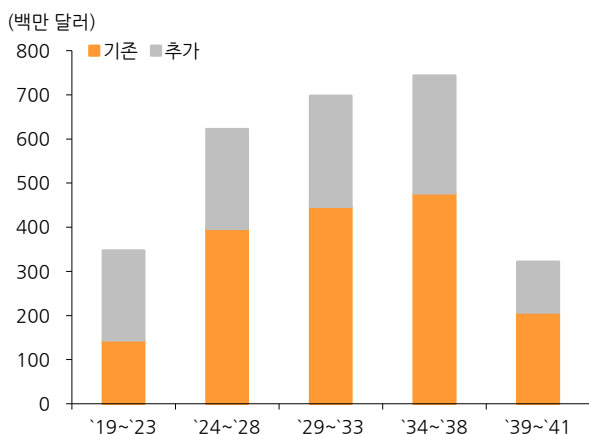
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] SPIRIT의 영업이익 추이와 전망



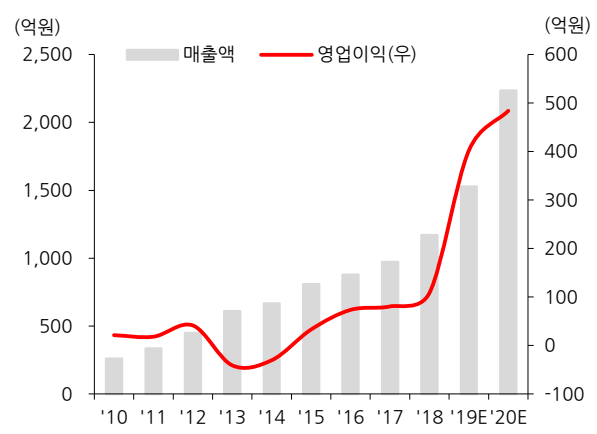
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] E2 사업권 인수에 따른 E2 추가 매출액 전망



자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 아스트의 연간 매출액 및 영업이익 추이와 전망



자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	88	97	117	153	224
매출총이익	14	15	20	51	64
영업이익	7	8	11	40	48
EBITDA	13	15	18	56	64
순이자손익	-3	-4	-7	-11	-9
외화관련손익	2	-4	2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	5	1	6	31	42
당기순이익	6	1	4	24	32
지배주주순이익	7	1	4	23	29
증가율(%)					
매출액	8.8	10.6	20.4	30.6	46.3
영업이익	122.6	9.7	34.5	271.1	20.4
EBITDA	49.1	17.5	24.9	204.4	14.1
순이익	147.5	-76.3	202.9	445.0	33.1
이익률(%)					
매출총이익률	16.2	15.5	17.0	33.3	28.6
영업이익률	8.4	8.3	9.3	26.3	21.7
EBITDA 이익률	14.3	15.2	15.7	36.6	28.6
세전이익률	5.8	1.1	5.4	20.6	18.7
순이익률	7.0	1.5	3.8	15.8	14.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-14	-12	-36	38	48
당기순이익	6	1	4	24	32
자산상각비	5	7	8	16	16
운전자본증감	-28	-27	-54	5	21
매출채권 감소(증가)	-16	-22	-22	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-8	-18	-39	1	7
매입채무 증가(감소)	-2	18	7	6	16
투자현금흐름	-64	-42	-39	-145	-10
유형자산처분(취득)	-44	-40	-40	-15	-10
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-130	0
투자자산 감소(증가)	-12	6	1	0	0
재무현금흐름	78	68	67	115	-30
차입금의 증가(감소)	66	46	62	10	-30
자본의 증가(감소)	10	1	3	105	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	16	17	22	33	27
(-)운전자본증가(감소)	16	24	47	-5	-21
(-)설비투자	48	41	40	15	10
(+)자산매각	3	-2	-1	-130	0
Free Cash Flow	-46	-49	-66	-107	38
(-)기타투자	18	8	6	0	0
잉여현금	-64	-58	-72	-106	38
NOPLAT	5	6	8	31	37
(+) Dep	5	7	8	16	16
(-)운전자본투자	16	24	47	-5	-21
(-)Capex	48	41	40	15	10
OpFCF	-54	-52	-72	37	64

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	97	143	191	200	204
현금성자산	22	30	21	29	38
매출채권	28	37	57	59	61
재고자산	46	71	110	109	102
비유동자산	127	167	204	341	353
투자자산	33	49	51	59	76
유형자산	89	113	147	153	154
무형자산	5	5	6	129	122
자산총계	224	311	395	542	557
유동부채	75	102	108	104	110
매입채무	13	28	36	42	58
유동성이자부채	60	73	69	59	49
비유동부채	56	94	167	187	167
비유동이자부채	51	87	159	179	159
부채총계	132	195	274	290	277
자본금	7	7	8	13	13
자본잉여금	66	68	77	176	176
이익잉여금	0	2	4	28	57
자본조정	2	2	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	92	115	121	251	280

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	468	90	236	914	1,129
BPS	4,819	6,124	6,040	8,449	9,577
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,049	1,081	1,283	1,295	1,053
ROA(%)	4.0	0.5	1.1	5.0	5.3
ROE(%)	10.8	1.7	3.9	14.6	12.5
ROIC(%)	4.1	3.0	2.9	8.4	8.6
Multiples(x, %)					
PER	34.1	195.2	39.8	10.0	8.1
PBR	3.3	2.9	1.6	1.1	1.0
PSR	2.8	2.9	1.4	1.5	1.0
PCR	15.2	16.3	7.3	7.0	8.6
EV/EBITDA	27.2	28.2	20.0	9.0	7.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	142.8	169.8	227.7	115.5	98.6
Net debt/Equity	96.2	113.0	171.0	82.7	60.6
Net debt/EBITDA	708.5	882.8	1,120.4	371.4	265.7
유동비율	129.0	140.8	177.9	193.6	186.1
이자보상배율(배)	2.3	1.8	1.5	3.7	5.3
자산구조(%)					
투하자본	74.9	73.8	80.9	83.1	79.0
현금+투자자산	25.1	26.2	19.1	16.9	21.0
자본구조(%)					
차입금	54.6	58.2	65.3	48.6	42.5
자기자본	45.4	41.8	34.7	51.4	57.5

2019년 9월 2일

기업분석

JTC (950170)

방일 중국인은 증가 중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 10,000원

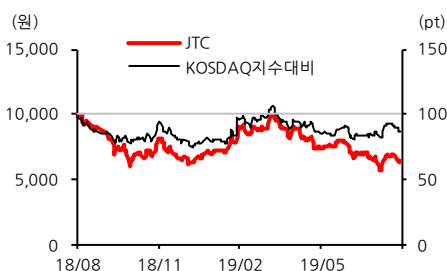
현재 주가(8/30)	6,540원
상승여력	▲52.9%
시가총액	2,289억원
발행주식수	35,006천주
52 주 최고가 / 최저가	10,050 / 5,690원
90 일 일평균 거래대금	8.37억원
외국인 지분율	9.5%
주주 구성	
구절모 (외 9 인)	64.4%
박영배 (외 1 인)	0.2%
Ura Yoshira (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.1	-12.0	-24.9	-34.6
상대수익률(KOSDAQ)	3.5	-0.5	-8.4	-10.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	532	519	675	775
영업이익	31	17	41	48
EBITDA	31	36	23	83
지배주주순이익	25	10	26	29
EPS	-	296	743	836
순차입금	-19	-11	-51	-39
PER	-	29.4	8.8	7.8
PBR	-	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	-	8.1	7.7	2.3
배당수익률	-	0.0	2.1	2.4
ROE	18.5	5.5	10.6	10.8

주가 추이



부정적 투자センチメント와 달리 펀더멘탈은 개선되는 상황입니다.

실적 개선세 지속 전망

FY1Q19(19.03~05) 원화 환산 실적은 매출액 1,721억원(yoy+31%), 영업이익 128억원(yoy+54%)을 기록했다. 당사 추정치(매출액 1,623억원, 영업이익 68억원)를 상회한 양호한 결과이다. 이는 ①제품 Mix 개선(PB 상품 수요 증가)과, ②판매비를 하락(판매 촉진비 등) 등으로 추정 대비 컸던 수익성 개선폭에 기인한다.

FY2Q19~3Q19(19.06~19.11)도 전년 대비 큰 폭의 실적 개선세가 지속될 전망이다. ①8월부터 기저효과(지난해 자연재해)가 더해지며 방일 중국인 관광객 증가세 확대가 기대되고(7월 누적, yoy+13%), ②10월 소비세 인상으로 인당 쇼핑액도 증가할 가능성이 있기 때문이다. 최근 엔화 강세도 원화 환산 실적에 긍정적 요인이다(외형 확대 기여).

최근 방일 감정에 따른 방일 한국인 관광객 감소 이슈의 경우 투자センチメント 상 부정적이다. 다만 ①FY1Q19 한국인의 매출액 비중이 15%에 불과하고, ②개인비자 발급 요건 완화, 신규 취항 및 증편 등으로 주요 고객층인 중국인의 일본 관광 수요는 크게 증가(7월 사상 최초로 월 100만명 상회)하고 있어 실제 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 10,000원 유지

투자의견 'Buy'와 목표주가 10,000원을 유지한다. 방일 중국인 관광객 증가 지속과 소비세 인상 등으로 FY19(19.03~20.02) 매출액 6,753억원(yoy+30%), 영업이익 406억원(yoy+135%)을 기록하며 큰 폭의 실적 턴어라운드 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 내년 개최되는 도쿄 올림픽도 동사에 긍정적 요인(관광 인프라 개선 등)으로 판단된다.

동사 주가는 양호한 실적에도 역사점 저점 수준에 머무르고 있다. 시장 변동성 확대 속에 방일 한국인 관광객 감소 이슈가 더해진 영향이다. 그러나 실적의 Key인 방일 중국인 관광객의 증가세가 확대되고 있어 그 우려가 과도해 보인다. 올해 실적 턴어라운드를 감안 시 19F P/E 8.8x(PBR 0.9x)에 불과한 현재 주가는 저평가 국면으로 판단된다.

[표11] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망 (2월 결산 법인, ex. FY19: 19.03~20.02)

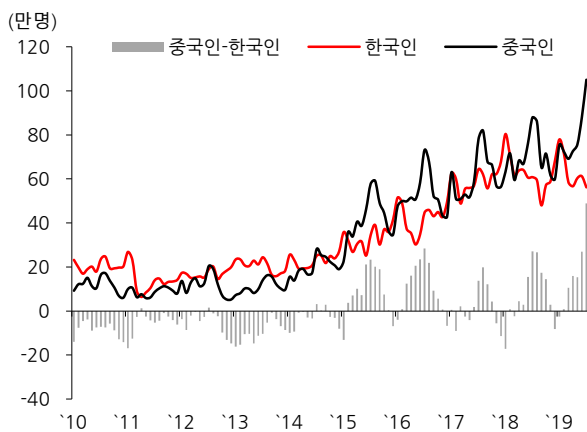
(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
평균 원/엔 환율	1,001	1,004	1,072	1,060	995	1,004	1,000	1,016	1,038	1,095	1,085	1,070
매출액	533	519	675	774	132	136	120	131	172	189	161	153
yoy	0%	-3%	30%	15%	10%	-14%	-14%	13%	31%	39%	34%	17%
일본	533	519	675	774	132	136	120	131	172	189	161	153
기타(한국 포함)	0	25	92	95	0	0	7	18	20	20	22	23
영업이익	31	17	41	48	8	5	4	0	13	12	10	6
yoy	17%	-45%	135%	19%	83%	-58%	-52%	적전	54%	164%	122%	흑전
margin	5.9%	3.3%	6.0%	6.2%	6.3%	3.4%	3.7%	-0.2%	7.4%	6.5%	6.2%	3.6%
조정 영업이익	31	23	41	49	8	6	5	4	13	13	11	5
yoy	-5%	-26%	81%	19%	90%	-48%	-50%	-33%	53%	124%	119%	31%
margin	5.8%	4.4%	6.1%	6.4%	6.4%	4.1%	4.0%	3.0%	7.5%	6.7%	6.6%	3.4%
연결 당기순이익	25	8	24	28	5	2	2	-3	7	7	6	4
yoy	65%	-68%	200%	18%	58%	-80%	-55%	적전	51%	233%	150%	흑전
지배지분 순이익	25	10	26	29	5	2	3	1	7	8	6	4
yoy	75%	-58%	151%	13%	68%	-80%	-55%	-88%	58%	258%	139%	384%
margin	4.6%	2.0%	3.9%	3.8%	3.5%	1.6%	2.1%	0.7%	4.2%	4.2%	3.8%	2.9%

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

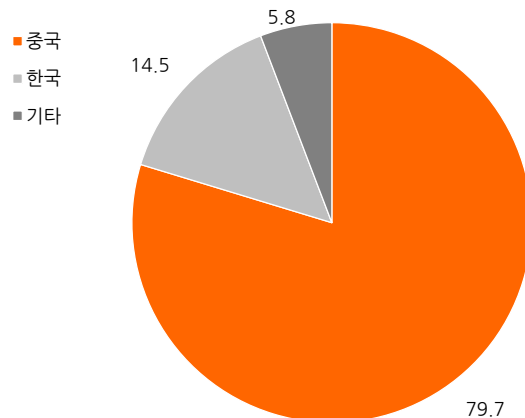
자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 격차가 확대되는 방일 중국인과 한국인



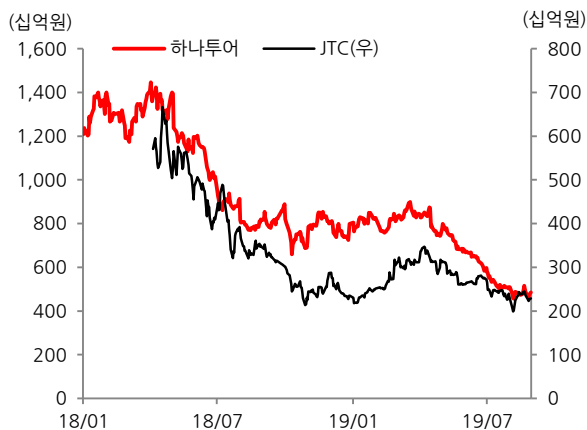
자료: 일본 관광청, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] JTC의 국적별 매출 구성



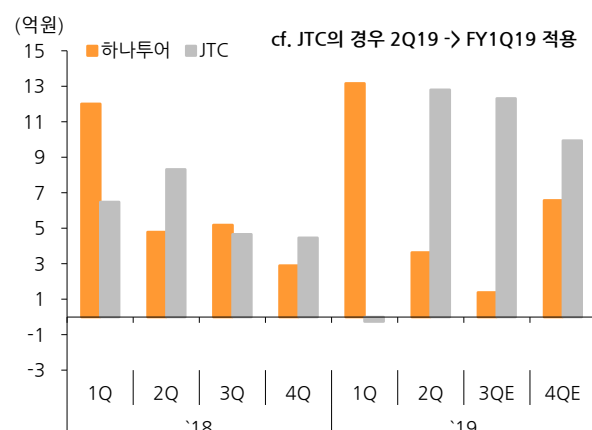
자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 투자センチメント는 공유(주가) - 하나투어와 JTC



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 다른 펀더멘탈(영업이익) - 하나투어와 JTC



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

2월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	533	532	519	675	775
매출총이익	388	375	360	471	544
영업이익	27	31	17	41	48
EBITDA	31	36	23	83	86
순이자손익	0	0	0	-1	-1
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	31	17	40	47
당기순이익	15	25	8	24	28
지배주주순이익	15	25	10	26	29
증가율(%)					
매출액	-14.9	-0.1	-2.5	30.1	14.7
영업이익	-70.2	16.8	-44.8	134.4	18.8
EBITDA	-67.2	17.9	-36.2	260.0	3.4
순이익	-75.2	64.6	-67.6	200.1	18.1
이익률(%)					
매출총이익률	72.7	70.5	69.3	69.8	70.2
영업이익률	5.0	5.9	3.3	6.0	6.2
EBITDA 이익률	5.7	6.8	4.4	12.3	11.0
세전이익률	4.9	5.8	3.2	5.9	6.1
순이익률	2.8	4.6	1.5	3.5	3.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

2월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	43	-5	17	43	91
당기순이익	14	24	8	24	28
자산상각비	4	5	6	42	37
운전자본증감	63	-9	-5	3	-11
매출채권 감소(증가)	11	-5	4	-9	-5
재고자산 감소(증가)	23	2	0	-11	-9
매입채무 증가(감소)	1	1	0	5	3
투자현금흐름	-30	-10	-54	-19	-27
유형자산처분(취득)	-14	-10	-25	-20	-25
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	1	-2	1	-2
재무현금흐름	25	-10	86	-34	-49
차입금의 증가(감소)	28	-9	10	1	-13
자본의 증가(감소)	-3	-1	80	-2	-3
배당금의 지급	3	1	5	2	5
총현금흐름	30	38	32	39	102
(-)운전자본증가(감소)	-25	26	12	-3	11
(-)설비투자	15	11	25	20	25
(+)자산매각	1	2	0	0	0
Free Cash Flow	41	2	-5	22	65
(-)기타투자	-21	-16	19	0	0
잉여현금	62	18	-25	22	65
NOPLAT	15	25	8	24	29
(+) Dep	4	5	6	42	37
(-)운전자본투자	-25	26	12	-3	11
(-)Capex	15	11	25	20	25
OpFCF	29	-8	-24	50	30

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

2월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	172	156	227	247	278
현금성자산	80	54	111	100	115
매출채권	25	30	28	37	42
재고자산	61	58	65	76	85
비유동자산	78	82	133	390	378
투자자산	34	35	56	76	76
유형자산	42	45	63	301	290
무형자산	1	1	13	12	12
자산총계	250	238	360	637	655
유동부채	76	58	66	102	102
매입채무	24	31	30	35	38
유동성이자부채	16	15	21	22	19
비유동부채	53	37	50	267	259
비유동이자부채	44	28	39	39	29
부채총계	129	94	116	369	361
자본금	6	6	49	49	49
자본잉여금	6	6	48	48	48
이익잉여금	105	128	135	158	183
자본조정	4	4	3	4	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	121	144	244	268	294

주요지표

(단위: 원, 배)

2월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-	-	296	743	836
BPS	4,834	5,741	6,701	7,390	8,129
DPS	0	0	0	140	160
CFPS	-	-	919	1,123	2,913
ROA(%)	5.9	10.0	3.5	5.2	4.5
ROE(%)	12.4	18.5	5.5	10.6	10.8
ROIC(%)	14.7	21.5	5.1	11.6	12.7
Multiples(x, %)					
PER	-	-	29.4	8.8	7.8
PBR	-	-	1.3	0.9	0.8
PSR	-	-	0.6	0.3	0.3
PCR	-	-	9.5	5.8	2.2
EV/EBITDA	-	-	11.0	2.3	1.9
배당수익률	-	-	0.0	2.1	2.4
안정성(%)					
부채비율	106.6	65.6	47.6	137.7	122.9
Net debt/Equity	-15.8	-7.8	-21.0	-14.4	-23.0
Net debt/EBITDA	-62.6	-31.3	-222.9	-46.7	-78.9
유동비율	226.6	271.1	343.8	242.7	272.3
이자보상배율(배)	99.5	110.1	74.4	9.0	10.0
자산구조(%)					
투하자본	46.9	59.5	53.4	56.7	54.2
현금+투자자산	53.1	40.5	46.6	43.3	45.8
자본구조(%)					
차입금	33.3	23.1	19.7	18.5	14.0
자기자본	66.7	76.9	80.3	81.5	86.0

슈프리마 (236200)

좋은데 말할 방법이 없네

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 46,000원

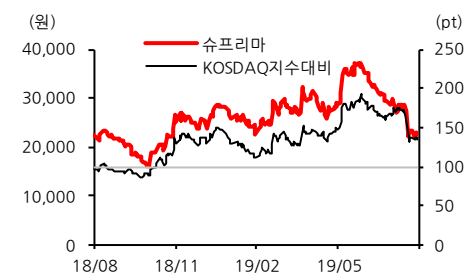
현재 주가(8/30)	23,000원
상승여력	▲100.0%
시가총액	1,647억원
발행주식수	7,160천주
52 주 최고가 / 최저가	37,350 / 15,850원
90 일 일평균 거래대금	41.49억원
외국인 지분율	8.7%
주주 구성	
이재원 (외 8 인)	35.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주신탁 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.7	-20.4	1.5	2.7
상대수익률(KOSDAQ)	-18.3	-9.0	18.1	26.8

(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	7.4	6.6
PBR	1.7	1.7	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.4	7.6	3.4	2.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.8	11.1	18.3	17.3

주가 추이



펀더멘탈 개선이 정보보안 이슈에 가려지는 아쉬운 상황입니다.

2Q19 실적 Review

2Q19 실적은 매출액 166억원(yoy+24%, qoq+31%), 영업이익 50억원(yoy+73%, qoq+58%), 순이익 58억원(yoy+2%, qoq+34%)을 기록했다. Bullish한 편인 당사 추정치(매출액 167억원, 영업이익 51억원, 순이익 56억원)에 부합한 호 실적이다. 실적 개선의 주요 요인은 高 수익성의 BioSign(스마트폰용 알고리즘) 매출액 증가, 원화 약세 등이다.

하반기 피크아웃이 아닌 큰 폭 증익 예상

하반기 실적 개선세 확대에 대한 가시성도 높다. 3Q에는 초음파식 대비 단가가 높을 것으로 추정되는 광학식 알고리즘 매출액이 본격 반영되며 BioSign 매출액의 큰 폭 증가가 예상되고, 4Q는 주력 사업인 바이오인식 시스템의 성수기이기 때문이다(과거 3년 분기 영업이익 비중 1Q 22%, 2Q 22%, 3Q 21%, 4Q 35%).

이에 분기별 실적은 ①3Q: 매출액 188억원, 영업이익 66억원, ②4Q: 매출액 213억원, 영업이익 70억원 수준이 가능할 것으로 예상된다. 타 스마트폰 관련 부품주들과 달리 2Q19부터 연간 내내 YoY와 QoQ 이익 증가세가 지속될 가능성이 크다는 점에서 점차 차별적 주가 흐름이 나타날 것으로 기대된다.

불확실성 해소 시 빠르게 제자리 찾을 것

투자 의견 'Buy'와 목표주가 46,000원을 유지한다. ①BioSign 부문의 외형 성장 본격화와 높은 확장성, ②2Q19부터 시작되는 YoY와 QoQ 이익 증가세, ③바이오인식 시스템 부문 성장 모멘텀(주 52시간 근무제, NEP인증 획득에 따른 공공부문 진출) 등 고려 시 기업가치 제고 여지가 크기 때문이다.

최근 시장 약세, 휴대폰 부품 업체들의 피크 아웃 우려, 정보보안 이슈 등으로 주가가 큰 폭으로 하락했다. 정보보안 이슈의 경우 원활하지 못한 소통으로 여전히 불확실성이 상존한다. 그러나 하반기 큰 폭 증익 가능성, BioSign 확장성, 저평가 매력(19F P/E 7.4x) 등 주가 상승 요인도 충분하다. 불확실성 해소 시 빠르게 제자리를 찾을 것으로 기대한다.

[표12] 슈프리마의 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	471	528	694	790	112	134	129	153	127	166	188	213
yoy	12%	12%	32%	14%	17%	19%	16%	1%	14%	24%	46%	39%
바이오인식 시스템	326	365	449	515	78	92	91	105	91	114	111	132
바이오인식 솔루션	99	111	193	220	22	29	24	35	21	42	63	67
기타	46	52	53	54	11	13	14	14	15	9	14	15
영업이익	124	122	217	255	25	29	27	42	31	50	66	70
yoy	15%	-2%	78%	18%	-3%	26%	0%	-15%	27%	73%	148%	66%
margin	26%	23%	31%	32%	22%	21%	21%	27%	25%	30%	35%	33%
연결당기순이익	91	114	229	248	17	57	26	14	44	58	67	60
yoy	-18%	25%	101%	8%	321%	66%	-24%	-23%	164%	2%	157%	331%
margin	19%	22%	33%	31%	15%	43%	20%	9%	34%	35%	36%	28%

자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

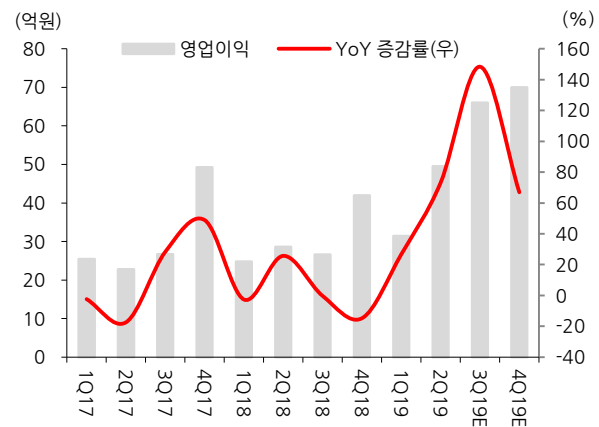
[그림59] 슈프리마의 시가총액과 영업이익 추이



주: '15년말 분할 이전까지는 슈프리마HQ

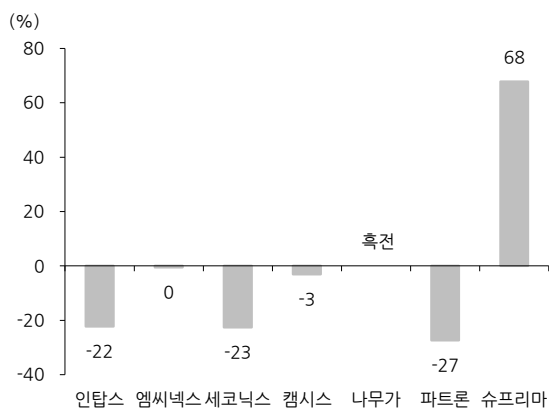
자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 분기 영업이익 및 증감률 추이와 전망



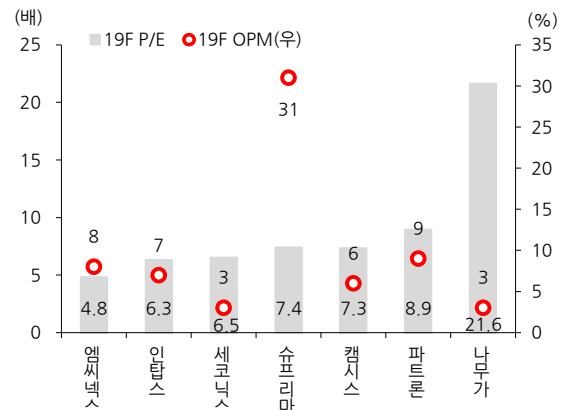
자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 상반기 대비 하반기 영업이익 증가율 전망



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 올해 예상 PER와 영업이익률



자료: Dataguide, 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
(-)운전자본증가(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	7.4	6.6
PBR	1.6	1.7	1.7	1.2	1.0
PSR	3.4	3.5	3.5	2.3	2.1
PCR	10.8	10.8	10.3	6.8	6.0
EV/EBITDA	7.3	7.4	7.6	3.4	2.3
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

2019년 9월 2일

기업분석

에스넷 (038680)

이제는 비수기에도 돈을 버는 회사



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 15,000원

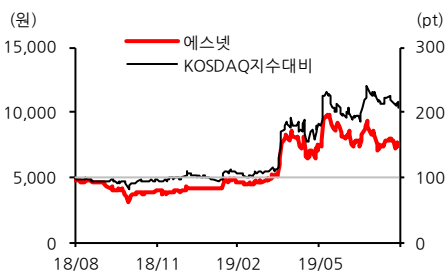
현재 주가(8/30)	7,400원
상승여력	▲102.7%
시가총액	1,190억원
발행주식수	16,075천주
52 주 최고가 / 최저가	9,840 / 3,100원
90 일 일평균 거래대금	112.81억원
외국인 지분율	3.7%
주주 구성	
박호대 (외 5 인)	26.0%
자사주 (외 1 인)	6.8%
한국증권금융 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.5	4.4	60.0	55.1
상대수익률(KOSDAQ)	-9.1	15.8	76.5	79.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	213	271	351	441
영업이익	5	9	19	22
EBITDA	5	10	20	23
지배주주순이익	1	4	16	17
EPS	88	279	1,019	1,055
순차입금	-53	-46	-34	-47
PER	60.9	14.5	7.3	7.0
PBR	1.3	0.9	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.1	2.0	4.2	3.1
배당수익률	0.9	2.5	1.4	1.4
ROE	2.1	6.6	21.6	18.8

주가 추이



에스넷은 2 분기 어닝 서프라이즈를 통해 수익성 개선을 증명하였습니다. 이러한 추세는 하반기에도 이어지며 성장세를 이어갈 것으로 예상됩니다. 투자의견 Buy 와 목표주가 15,000 원을 유지합니다.

2분기 어닝 서프라이즈: 영업이익 당사 추정치 105% 상회

에스넷은 2분기에 매출액 637억 원(+29.5% q-q, +7.6% y-y), 영업이익 35억 원(흑자전환 q-q, +468.4% y-y)을 기록하며 영업이익의 기준 당사 추정치를 105.3% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 서프라이즈의 주요인은 1) 수익성이 좋은 유지보수 매출비중이 꾸준한 프로젝트 수주로 인해 증가하였고, 2) 장비 및 인력 아웃소싱 채널 조정을 통한 원가구조 개선이 이루어졌기 때문으로 추정한다. 당사는 상반기 영업흑자(1H19 영업흑자 26억 원 vs 1H18 영업적자 12억 원)는 2014년 이후 처음이라는 점에서 2019년이 수익성의 구조적 개선세가 드러나기 시작되는 해라고 생각한다.

하반기 그림은 더 좋다

수익성 개선은 하반기에도 지속되면서 3, 4분기 연속으로 q-q 및 y-y 성장이 예상된다. 당사는 에스넷의 3, 4분기 매출액을 각각 859억 원, 1,526억 원으로 추정한다. 하반기가 기대되는 배경으로 1) 삼성디스플레이 QD-OLED 전환투자 관련 프로젝트 수주 가능성, 2) 4분기 5G 매출 개시, 3) 계절적인 성수기가 임박했다는 점을 제시한다.

2Q 어닝 서프라이즈에도 주가는 하락: Strong Buy

당사는 에스넷의 기존 실적추정치에 2분기 어닝 서프라이즈를 적용하여 연간 실적을 매출액 3,513억 원, 영업이익 187억 원으로 추정한다. 에스넷의 주가는 2분기 어닝 서프라이즈를 기록했음에도 불구하고 매크로 불확실성으로 인해 시장과 동반하락하였다. 하지만, 1) 성장세와 수익성 개선에 대한 신뢰도는 높아졌고, 2) 400억 원 수준의 현금을 보유중이며, 3) 5G(vEPC, MHN, MEC, PCF 등), 삼성디스플레이 QD-OLED 전환투자 프로젝트 등과 같은 신규 매출 및 프로젝트 수주가 가까워지는 상황에서 현재 주가 수준(2019 실적기준 PER 7.3배)은 국내 SI업종 대비 할인율이 과도하다고 생각한다. 따라서 투자의견 Buy 와 목표주가 15,000원을 유지한다.

[표13] 에스넷 목표주가 산출

(단위: 십억원)

		주석
1) 에스넷 2019E 순이익	16.4	
2) Target PER multiple	14.7	Peer 평균 PER multiple 20% 할인
3) Target 시가총액	241.3	1) × 2)
4) 주식수	16,075,215	
5) 적정주가(원)	15,011	3) ÷ 4)
6) Upside	103%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표14] 에스넷 밸류에이션 vs 국내 주요 SI업체 밸류에이션 비교

업체명	2019E 매출액 (십억원)	2019E 영업이익 (십억원)	2019E 순이익 (십억원)	시가총액 (십억원)	2019E PER	밸류에이션 VS 에스넷
삼성SDS	11,053.7	990.4	701.7	15,166.1	21.6	+195.9%
현대오토에버	1,511.0	77.0	60.0	1,119.3	19.2	+163.0%
롯데정보통신	934.4	49.0	47.0	663.6	13.3	+82.2%
신세계&C	429.0	19.0	15.0	178.9	11.9	+63.0%
효성ITX	403.3	12.2	8.1	114.1	14.1	+93.2%
에스넷	351.3	18.7	16.4	119.0	7.3	-

자료: Fnguide 컨센서스(신세계&C, 효성ITX, 롯데정보통신, 현대오토에버), 한화투자증권 리서치센터

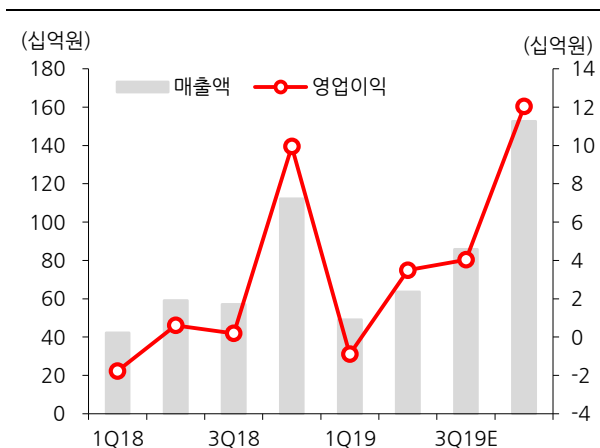
[표15] 에스넷 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19F
매출액	270.8	351.3	440.5	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	63.7	85.9	152.6
-y-y	26.9%	29.7%	25.4%	41.6%	26.4%	2.1%	38.9%	16.4%	7.6%	50.4%	35.9%
-q-q	-	-	-	-47.7%	40.1%	-3.5%	96.5%	-56.2%	29.5%	34.9%	77.7%
영업이익	9.0	18.7	22.5	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	3.5	4.0	12.0
-y-y	96.8%	104.3%	22.2%	적자지속	흑자전환	-94.4%	153.2%	적자지속	468.4%	1,931.2%	21.0%
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	-67.6%	4908.5%	적자전환	흑자전환	15.7%	198.3%
영업이익률	3.3%	5.3%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	5.5%	4.7%	7.9%

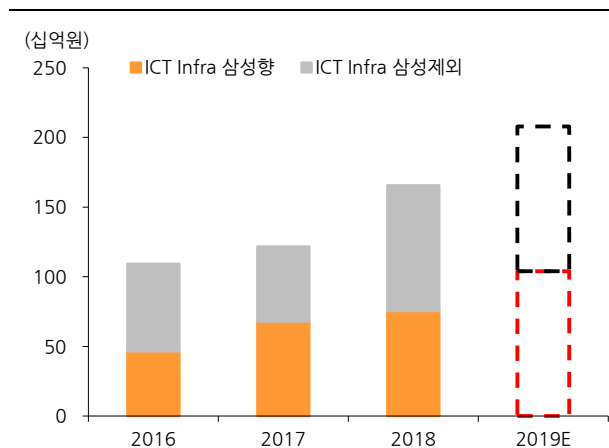
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 에스넷 실적 y-y 성장세 지속될 전망



자료: 에스넷, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] ICT Infra 사업 매출액 증가세



자료: 에스넷, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	209	213	271	351	441
매출총이익	22	26	37	54	66
영업이익	-2	5	9	19	22
EBITDA	-1	5	10	20	23
순이자손익	0	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	7	20	22
당기순이익	-2	2	4	16	17
지배주주순이익	-2	1	4	16	17
증가율(%)					
매출액	6.3	1.9	26.9	29.7	25.4
영업이익	적지	흑전	96.8	107.6	20.3
EBITDA	적전	흑전	82.1	103.8	17.0
순이익	적전	흑전	109.8	323.8	8.3
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	12.3	13.5	15.4	14.9
영업이익률	-0.9	2.1	3.3	5.3	5.1
EBITDA 이익률	-0.5	2.5	3.6	5.7	5.3
세전이익률	0.1	1.3	2.6	5.7	5.0
순이익률	-1.0	0.8	1.4	4.5	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	9	3	1	-7	16
당기순이익	-2	2	4	16	17
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	8	-5	-15	-14	-2
매출채권 감소(증가)	8	3	-12	29	-2
재고자산 감소(증가)	5	-7	3	-36	-2
매입채무 증가(감소)	-4	-6	3	-3	2
투자현금흐름	-7	4	23	3	-2
유형자산처분(취득)	14	-1	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-21	13	30	2	0
재무현금흐름	-5	0	-1	-6	-2
차입금의 증가(감소)	-4	1	-1	-3	0
자본의 증가(감소)	0	0	1	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
총현금흐름	3	7	16	10	18
(-)운전자본증감(감소)	-12	3	7	25	2
(-)설비투자	1	1	0	1	1
(+)자산매각	15	-1	0	0	0
Free Cash Flow	29	2	8	-16	15
(-)기타투자	5	8	13	-13	1
잉여현금	24	-6	-5	-3	14
NOPLAT	36	3	5	15	18
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	-12	3	7	25	2
(-)Capex	1	1	0	1	1
OpFCF	48	0	-2	-10	16

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	121	125	123	133	150
현금성자산	61	55	48	37	50
매출채권	46	43	50	31	33
재고자산	8	14	11	47	49
비유동자산	17	23	27	28	29
투자자산	12	17	17	18	19
유형자산	3	3	2	3	3
무형자산	2	3	8	8	8
자산총계	138	148	150	161	179
유동부채	65	73	71	66	68
매입채무	55	48	51	55	57
유동성이자부채	1	2	3	2	2
비유동부채	3	3	4	7	7
비유동이자부채	0	0	0	2	2
부채총계	68	76	75	73	75
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	19	20	24	39	54
자본조정	-8	-8	-8	-10	-10
자기주식	-3	-3	-3	-5	-5
자본총계	71	72	75	88	104

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-146	88	279	1,019	1,055
BPS	4,080	4,121	4,302	5,133	6,087
DPS	0	50	100	100	100
CFPS	180	450	997	611	1,128
ROA(%)	-1.7	1.0	3.0	10.5	10.0
ROE(%)	-3.5	2.1	6.6	21.6	18.8
ROIC(%)	221.4	40.9	30.7	43.1	36.8
Multiples(x, %)					
PER	-	60.9	14.5	7.3	7.0
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	12.1	6.6
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	4.2	3.1
배당수익률	0.0	0.9	2.5	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	95.7	106.8	100.5	82.5	72.5
Net debt/Equity	-85.5	-74.2	-61.1	-38.5	-45.2
Net debt/EBITDA	5,723.0	-984.3	-465.5	-169.7	-199.9
유동비율	186.9	170.8	173.0	200.9	220.0
이자보상배율(배)	n/a	53.7	79.5	76.0	14.2
자산구조(%)					
투하자본	5.5	12.2	24.8	45.9	41.6
현금+투자자산	94.5	87.8	75.2	54.1	58.4
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.2	3.5	3.5	3.0
자기자본	98.6	97.8	96.5	96.5	97.0

2019년 9월 2일

기업분석

휴비츠 (065510)

본업, 신사업 모두 순항 중



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 13,500원

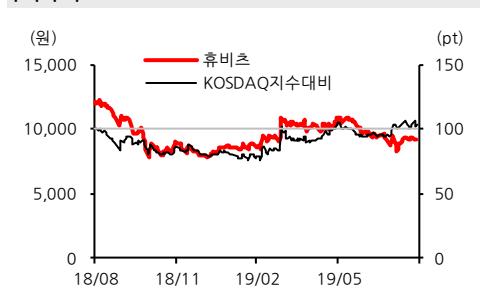
현재 주가(8/30)	9,240원
상승여력	▲46.1%
시가총액	1,098억원
발행주식수	11,883천주
52 주 최고가 / 최저가	12,300 / 7,750원
90 일 일평균 거래대금	7.93억원
외국인 지분율	4.6%
주주 구성	
김현수 (외 4 인)	26.5%
자사주신탁 (외 1 인)	4.1%
자사주 (외 1 인)	2.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.4	-12.8	8.2	-22.7
상대수익률(KOSDAQ)	5.8	-1.4	24.7	1.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	70	79	87	98
영업이익	9	8	12	14
EBITDA	14	14	18	20
지배주주순이익	3	7	8	11
EPS	262	597	675	893
순차입금	37	32	32	33
PER	51.0	13.5	13.7	10.4
PBR	2.0	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.0	9.2	8.1	7.0
배당수익률	1.1	1.9	1.6	1.6
ROE	4.0	8.7	9.3	11.4

주가 추이



휴비츠는 안정적인 검안기 매출 증가세로 2분기에 당사 추정치를 상회하는 분기실적을 기록했습니다. 견조한 OCT 매출 성장에 힘입어 하반기에도 실적 개선세는 이어질 것으로 예상합니다. 더불어, 중국 고객사의 3D Glass 검사장비 샘플테스트가 시작됐다는 점도 사업다각화 측면에서 긍정적인 변화라고 생각합니다.

안정적인 실적 개선세

휴비츠는 2분기에 매출액 236억 원(+13.5% y-y), 영업이익 34억 원(+15.9% y-y)을 기록하며 당사의 예상치를 상회하는 실적을 달성했다. 견조한 실적의 원인은 렌즈공기와 리플렉서터 매출이 기존 추정치 대비 약 13억 원 높게 나왔기 때문이다. 이는 검안기기 사업이 당사 예상보다 견조하다는 의미라고 생각한다. 3분기부터는 OCT장비 매출이 크게 증가하면서 매출액 208억 원, 영업이익 27억 원을 기록할 것으로 예상된다.

3D Glass 검사장비 중국에 샘플공급

휴비츠는 신성장동력을 찾기 위해 망막단층검사 기술기반의 3D ATI(Automated Tomographic Inspection)장비를 개발해왔다. 3D ATI 장비 포트폴리오는 단층검사 장비, 레진(Resin)두께 검사장비, 3D Glass 검사장비로 구성돼있다. 레진 두께 검사장비의 경우 레진이 적량에 맞고 고르게 도포되었는지 검사하는 장비이며, OLED패널의 본당공정에서 주로 수요가 발생할 것으로 예상된다. 3D Glass 검사장비는 Flexible OLED 패널용 Cover Glass의 곡률을 검사하는 장비로 중국의 Biel이나 Lens와 같은 3D Glass 제조업체 쪽에서 수요가 기대된다. 최근에는 중국 디스플레이 업체에 샘플을 공급하여 성능테스트 중이다.

투자의견 Buy, 목표주가 13,500원 유지

현 주가는 당사 2019년 실적추정치인 매출액 875억 원(+10.9 y-y), 영업이익 120억 원(+43.7% y-y) 기준 2019F PER 13.7배 수준으로 여전히 PER 밴드 역사적 최하단에 머물러있다. 1) 밸류에이션 상 주가의 하방경직성, 2) 실적 개선세와 사업다각화 가능성을 감안시 동사의 PER 배수는 글로벌 경쟁사들 평균치(PER 30배)와 괴리를 좁혀갈 것으로 예상된다. 따라서 투자의견 Buy, 목표주가 13,500원을 유지한다.

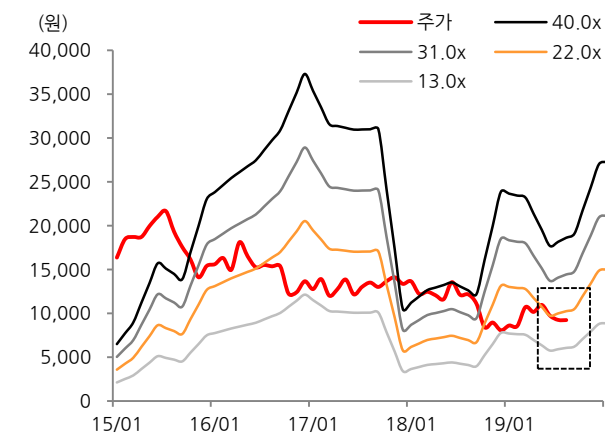
[표16] 휴비츠 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19F
휴비츠 본사	자동검안기	15.01	16.51	17.16	3.34	3.76	3.47	4.45	3.62	4.13	3.80	4.97
	자동렌즈미터	4.96	5.13	5.40	1.00	1.41	1.21	1.35	1.02	1.32	1.21	1.58
	렌즈가공기	17.71	18.91	19.34	4.17	4.77	4.08	4.69	4.46	5.12	4.41	4.93
	리플렉터	8.69	10.98	11.26	2.04	2.22	1.94	2.49	2.43	3.29	2.56	2.70
	안과용진단기	13.13	17.36	23.72	2.50	3.23	3.37	4.03	3.13	4.11	4.39	5.74
	- 슬릿램프	4.24	4.49	4.68	0.97	1.00	0.93	1.34	0.98	1.10	1.05	1.37
	- 토노메타	3.73	4.08	4.05	0.90	0.82	0.88	1.13	0.86	1.12	0.91	1.19
	- OCT	5.13	8.76	14.95	0.62	1.41	1.55	1.55	1.29	1.89	2.42	3.17
	- 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	8.31	8.55	1.99	2.26	1.89	2.40	1.60	2.16	1.97	2.58
	합계	68.05	77.20	85.44	15.04	17.65	15.96	19.40	16.26	20.12	18.33	22.49
상해휴비츠	자동검안기	5.47	5.86	6.53	1.06	1.25	1.40	1.75	1.14	1.74	1.59	1.39
	자동렌즈미터	1.95	1.98	2.24	0.34	0.55	0.47	0.60	0.38	0.58	0.53	0.48
	렌즈가공기	3.39	3.25	3.78	0.50	0.64	1.39	0.87	0.59	0.95	0.91	0.80
	리플렉터	2.27	2.24	2.52	0.47	0.63	0.53	0.65	0.43	0.64	0.61	0.56
	기타	4.43	4.62	5.17	0.77	1.18	1.18	1.29	0.88	1.36	1.28	1.11
	합계	17.52	17.94	21.58	3.14	4.25	4.97	5.16	3.42	5.27	4.92	4.34
매출액		78.86	87.48	98.25	16.47	20.77	19.47	22.15	18.56	23.57	20.83	24.52
y-y		12.0%	10.9%	12.3%	6.0%	12.7%	7.4%	21.1%	12.7%	13.5%	7.0%	10.7%
q-q		0.0%	0.0%	0.0%	-10.0%	26.1%	-6.3%	13.8%	-16.2%	26.9%	-11.6%	17.7%
영업이익		8.33	11.97	14.40	1.24	2.93	2.52	1.63	1.48	3.39	2.72	4.38
y-y		-8.6%	43.7%	20.3%	-26.9%	-7.1%	20.3%	-24.3%	18.8%	15.9%	7.8%	168.0%
q-q		-	-	-	-42.4%	135.4%	-13.7%	-35.3%	-9.6%	129.7%	-19.8%	61.0%
- 본사 영업이익		7.97	10.60	11.63	1.17	2.61	1.95	2.23	1.34	3.30	2.07	3.89
영업이익률		10.6%	13.7%	14.7%	7.5%	14.1%	13.0%	7.4%	8.0%	14.4%	13.1%	17.9%
- 본사 영업이익률		11.7%	13.7%	13.6%	7.8%	14.8%	12.2%	11.5%	8.3%	16.4%	11.3%	17.3%

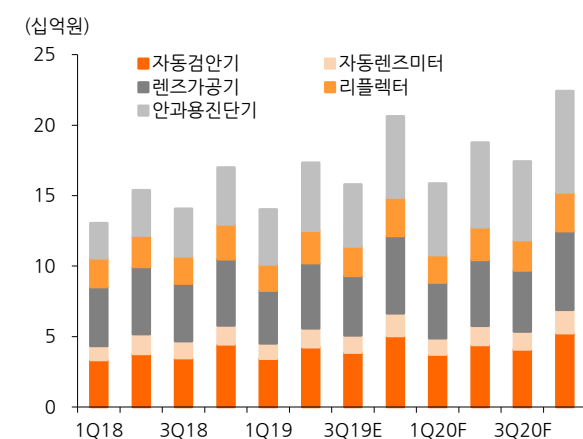
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 휴비츠 주가 PER 밴드 역사적 최하단 수준



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 휴비츠 분기별 실적전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	67	70	79	87	98
매출총이익	29	28	31	36	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	9	12
당기순이익	11	3	8	9	11
지배주주순이익	11	3	7	8	11
증가율(%)					
매출액	-3.9	5.2	12.0	10.9	12.3
영업이익	10.4	-26.7	-8.6	43.7	20.3
EBITDA	4.2	-16.6	-0.8	27.0	15.6
순이익	53.2	-69.6	118.1	14.1	32.6
이익률(%)					
매출총이익률	43.7	40.5	38.7	40.6	40.0
영업이익률	18.6	12.9	10.6	13.7	14.7
EBITDA 이익률	25.1	19.9	17.6	20.2	20.8
세전이익률	20.0	5.0	8.6	10.2	11.9
순이익률	17.0	4.9	9.6	9.8	11.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	12	10	8	14	8
당기순이익	11	3	8	9	11
자산상각비	4	5	6	6	6
운전자본증감	-6	-2	-7	-3	-9
매출채권 감소(증가)	0	0	0	0	-5
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2	-5
매입채무 증가(감소)	-2	0	-3	-1	1
투자현금흐름	-34	-10	-2	-17	-7
유형자산처분(취득)	-31	-10	4	-4	-1
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-5	-5	-5
투자자산 감소(증가)	1	0	0	-8	0
재무현금흐름	14	-3	-6	5	-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	17	17
(-)운전자본증감(감소)	6	-3	6	3	9
(-)설비투자	31	16	1	4	1
(+)자산매각	-4	3	0	-5	-5
Free Cash Flow	-23	2	8	5	2
(-)기타투자	0	1	1	0	1
잉여현금	-23	1	7	5	1
NOPLAT	11	7	6	12	14
(+) Dep	4	5	6	6	6
(-)운전자본투자	6	-3	6	3	9
(-)Capex	31	16	1	4	1
OpFCF	-22	-2	4	10	10

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	47	42	47	59	69
현금성자산	8	4	5	13	13
매출채권	16	18	19	21	26
재고자산	16	17	20	22	27
비유동자산	93	99	94	98	99
투자자산	4	17	18	18	19
유형자산	77	70	63	65	64
무형자산	12	12	13	14	16
자산총계	140	141	142	157	168
유동부채	27	26	26	38	39
매입채무	4	7	5	6	7
유동성이자부채	20	18	19	31	31
비유동부채	30	30	26	24	25
비유동이자부채	23	23	18	15	15
부채총계	57	57	52	62	64
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	13	13	13	13	13
이익잉여금	62	64	69	75	84
자본조정	-3	-4	-4	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-6	-6
자본총계	83	84	90	95	103

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	933	262	597	675	893
BPS	6,502	6,622	7,061	7,431	8,173
DPS	100	150	150	150	150
CFPS	1,549	1,086	1,341	1,461	1,429
ROA(%)	8.7	2.2	5.0	5.4	6.5
ROE(%)	15.1	4.0	8.7	9.3	11.4
ROIC(%)	10.9	5.5	5.0	9.3	10.7
Multiples(x, %)					
PER	14.6	51.0	13.5	13.7	10.4
PBR	2.1	2.0	1.1	1.2	1.1
PSR	2.4	2.3	1.2	1.3	1.1
PCR	8.8	12.3	6.0	6.3	6.5
EV/EBITDA	11.8	14.0	9.2	8.1	7.0
배당수익률	0.7	1.1	1.9	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	68.7	67.4	57.8	66.0	62.2
Net debt/Equity	42.8	43.7	35.5	34.3	32.1
Net debt/EBITDA	211.0	262.4	229.4	183.7	162.8
유동비율	175.1	160.0	185.0	156.6	175.2
이자보상배율(배)	235.7	11.7	7.6	13.5	11.0
자산구조(%)					
투하자본	90.7	85.2	84.4	80.0	81.2
현금+투자자산	9.3	14.8	15.6	20.0	18.8
자본구조(%)					
차입금	34.5	32.7	28.9	32.7	30.7
자기자본	65.5	67.3	71.1	67.3	69.3

노바렉스 (194700)

건강 백세시대의 수혜 업체



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

Not Rated

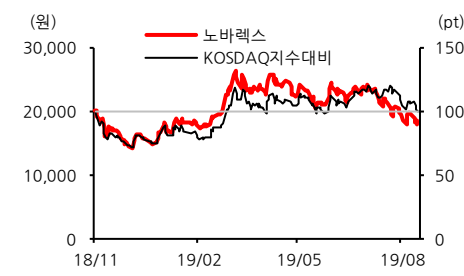
현재 주가(8/30)	18,650원
상승여력	-
시가총액	1,679억원
발행주식수	9,004천주
52 주 최고가 / 최저가	26,550 / 14,300원
90 일 일평균 거래대금	14.92억원
외국인 지분율	1.3%
주주 구성	
권석형 (외 9인)	39.0%
자사주 (외 1인)	11.7%
노바렉스우리사주 (외 1인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.2	-8.8	-2.9	-
상대수익률(KOSDAQ)	-12.8	2.6	13.6	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019E
매출액	77	81	107	148
영업이익	10	10	11	16
EBITDA	12	11	13	19
지배주주순이익	9	8	9	13
EPS	-	-	1,054	1,444
순차입금	-18	-22	-36	-21
PER	-	-	15.0	12.9
PBR	-	-	1.8	1.9
EV/EBITDA	-	-	8.2	7.7
배당수익률	-	-	1.3	1.3
ROE	22.7	16.8	14.5	15.4

주가 추이



건강기능식품 시장 성장에 따른 직접적 수혜가 가능한 업체입니다.

국내 수위의 건강기능식품 OEM/ODM 업체

노바렉스는 ODM 및 원료 영업의 원천인 개별인정형 원료 인증 레퍼런스를 업계 최다 보유(누적 35건)한 국내 수위의 건강기능식품 OEM/ODM 업체이다. 현재 350여종의 제품을 식품회사, 제약사, 생활용품회사 등 205개사에 공급 중이다. '18년 기준 제품별 매출액 비중은 영양보충 14.2%, 개별인정형 13.4%, 유산균 5.2%, 기타 67.2%이다.

투자 포인트: 전방 시장 성장, 수출 증가, 新 공장 증설

i. 전방 시장 성장: 국내 건강기능식품 시장은 ①고령화, ②웰빙에 대한 관심 증가(건강·미용), ③다양한 니즈 발생(소비 세분화) 등으로 지속 성장 중이다. 규제 완화(백화점·대형마트 판매 시 신고 의무 폐지 등)에 따라 향후 성장세 확대가 기대된다. 동사의 경우 수위의 ODM/OEM 업체인 만큼 전방 시장 성장에 직접적 수혜가 가능할 전망이다.

ii. 수출 증가에 따른 성장 잠재력 확대: 올해부터 수출이 본격 증가할 전망이다. 하반기부터 Mannatech(3Q), Unicity(3Q), TCI(2H) 向 매출이 발생하기 때문이다. 또한 美 NOW사와 국내 제조 계약 체결(제품 및 금액 협의 중), 홍콩 Mannings 등 해외 유통업체들로의 판로 개척 노력 등을 고려 시 매출액 내 수출 비중 확대가 기대된다.

iii. 공장 증설에 따른 외형 및 수익성 개선 기대: 올해 3분기부터 신규 공장을 증설할 예정이다(4Q20 가동 목표). 금액 기준 Capex는 3,000억 원으로 기존 대비 2배로 확대된다. 국내외 수주 대응력 강화 등으로 외형 성장 여력이 커질 것으로 보인다. 원가 절감(전공정 자동화 시스템 및 라인 효율화)도 예상돼 수익성 개선도 동반될 전망이다.

음식료 업종 대비 밸류에이션 프리미엄 부여 가능

'19년 매출액 1,484억원(yoy+38%), 영업이익 156억원(yoy+38%)을 예상한다. 현 주가는 음식료 업종(19F P/E 14.4x) 대비 할인된 12.9x 수준에서 거래되고 있다. 그러나 ①전방 시장 성장, ②성장 잠재력 확대(수출↑)를 통한 안정적 성장 가능성을 고려 시 음식료 업종 대비 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능한 만큼 주가 상승 여지가 충분해 보인다.

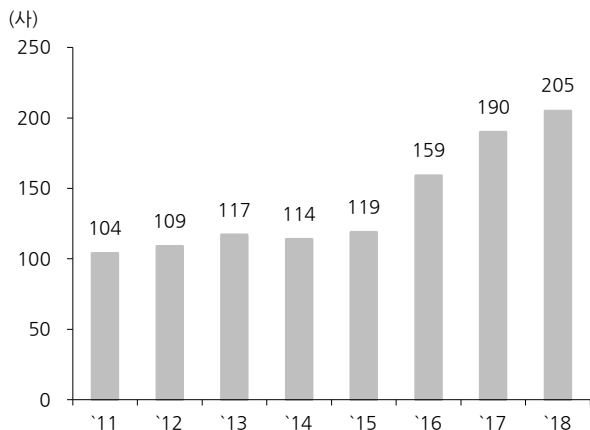
[표17] 노바렉스의 연간 및 분기 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	771	809	1,073	1,484	229	287	300	256	307	406	413	358
yoy	-7%	5%	33%	38%	24%	42%	43%	21%	34%	41%	38%	40%
매출원가	615	638	866	1,206	181	228	243	214	255	328	333	290
yoy	-6%	4%	36%	39%	27%	39%	49%	27%	41%	44%	37%	36%
매출총이익	157	170	207	278	48	59	57	43	52	78	81	68
margin	20.3%	21.1%	19.3%	18.7%	20.8%	20.6%	19.1%	16.6%	16.8%	19.1%	19.5%	19.0%
판매관리비	54	71	93	122	21	24	19	29	25	34	31	32
yoy	-13%	33%	31%	31%	35%	6%	36%	53%	15%	44%	61%	11%
영업이익	103	99	113	156	26	35	38	14	27	44	50	36
yoy	-8%	-4%	15%	38%	1%	135%	15%	-45%	3%	23%	30%	163%
margin	13.3%	12.2%	10.6%	10.5%	11.4%	12.3%	12.7%	5.3%	8.8%	10.7%	12.0%	10.0%
당기순이익	92	80	92	130	22	32	31	6	27	34	43	25
yoy	-5%	-14%	15%	42%	22%	132%	7%	-66%	22%	7%	39%	306%

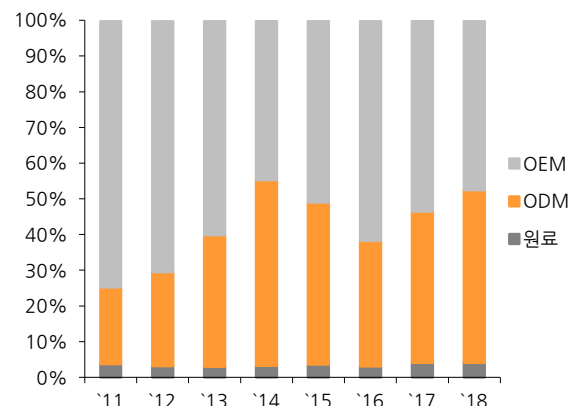
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 노바렉스의 고객사 추이



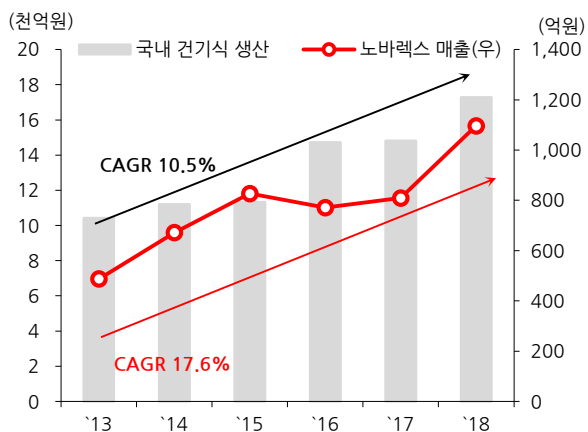
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 노바렉스의 사업별 매출액 비중 추이



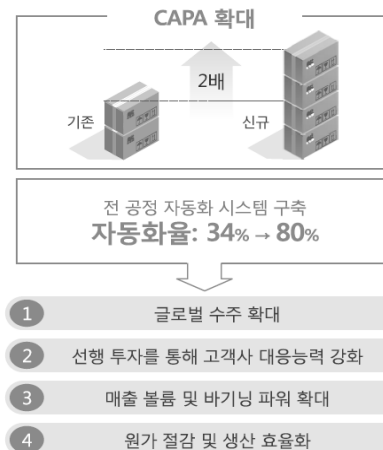
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 국내 건강기능식품 생산 규모와 노바렉스 매출액 추이



자료: 노바렉스, 식품의약품안전처, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 신공장 증설 효과



자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	83	77	81	107	148
매출총이익	17	16	17	21	28
영업이익	11	10	10	11	16
EBITDA	12	12	11	13	19
순이자손익	0	0	0	0	1
외화관련손익	0	1	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	12	11	10	11	16
당기순이익	10	9	8	9	13
지배주주순이익	10	9	8	9	13
증가율(%)					
매출액	23.3	-6.8	4.8	32.7	38.3
영업이익	89.6	-8.4	-3.7	14.5	37.6
EBITDA	79.8	-5.1	-1.0	14.6	46.5
순이익	90.9	-4.9	-13.5	15.1	42.1
이익률(%)					
매출총이익률	21.1	20.3	21.1	19.3	18.7
영업이익률	13.6	13.3	12.2	10.6	10.5
EBITDA 이익률	14.7	15.0	14.2	12.2	12.9
세전이익률	13.9	14.1	11.8	10.7	10.6
순이익률	11.7	11.9	9.8	8.5	8.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019E
영업현금흐름	9	7	10	7	21
당기순이익	12	11	10	11	13
자산상각비	1	1	2	2	4
운전자본증감	-5	-3	-1	-6	-1
매출채권 감소(증가)	-3	1	-3	0	-6
재고자산 감소(증가)	-4	1	1	-4	-4
매입채무 증가(감소)	4	-4	3	0	8
투자현금흐름	-2	-4	-5	-13	-25
유형자산처분(취득)	-2	-3	-5	-9	-25
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	1	-1	0	20	-2
차입금의 증가(감소)	2	0	0	1	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-1	16	-2
배당금의 지급	1	1	1	2	2
총현금흐름	15	13	12	14	22
(-)운전자본증감(감소)	2	3	-3	-2	1
(-)설비투자	2	3	5	9	25
(+)자산매각	1	0	0	0	0
Free Cash Flow	11	6	10	7	-4
(-)기타투자	3	1	4	12	0
잉여현금	8	6	6	-5	-4
NOPLAT	9	9	8	9	13
(+) Dep	1	1	2	2	4
(-)운전자본투자	2	3	-3	-2	1
(-)Capex	2	3	5	9	25
OpFCF	6	3	8	4	-10

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	39	40	46	64	68
현금성자산	16	18	22	36	30
매출채권	11	10	14	14	20
재고자산	10	9	9	13	17
비유동자산	17	20	26	42	68
투자자산	2	2	2	10	14
유형자산	15	17	23	31	53
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	56	60	72	106	136
유동부채	19	15	19	26	34
매입채무	16	12	15	17	25
유동성이자부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	1	11
비유동이자부채	0	0	0	0	10
부채총계	20	15	19	27	45
자본금	4	4	4	5	5
자본잉여금	12	12	12	32	32
이익잉여금	20	28	36	42	54
자본조정	0	1	1	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	36	45	52	79	91

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019E
주당지표					
EPS	-	-	-	1,054	1,444
BPS	4,755	5,844	6,783	8,766	10,034
DPS	0	0	0	200	250
CFPS	-	-	-	1,575	2,478
ROA(%)	20.1	15.8	12.3	10.7	10.8
ROE(%)	31.7	22.7	16.8	14.5	15.4
ROIC(%)	49.6	36.8	29.2	24.6	22.8
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	15.0	12.9
PBR	-	-	-	1.8	1.9
PSR	-	-	-	1.3	1.1
PCR	-	-	-	10.1	7.5
EV/EBITDA	-	-	-	8.2	7.7
배당수익률	-	-	-	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	54.9	34.5	37.2	34.4	49.8
Net debt/Equity	-42.8	-41.1	-42.7	-45.2	-22.7
Net debt/EBITDA	-127.6	-159.0	-195.1	-272.6	-106.9
유동비율	204.9	276.8	244.4	245.7	198.0
이자보상배율(배)	145.3	17,122.5	n/a	n/a	39.0
자산구조(%)					
투하자본	54.5	56.6	55.2	48.7	61.5
현금+투자자산	45.5	43.4	44.8	51.3	38.5
자본구조(%)					
차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	9.5
자기자본	99.8	100.0	100.0	100.0	90.5

2019년 9월 2일

기업분석

알에프텍 (061040)

키 맞추기



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

Not Rated

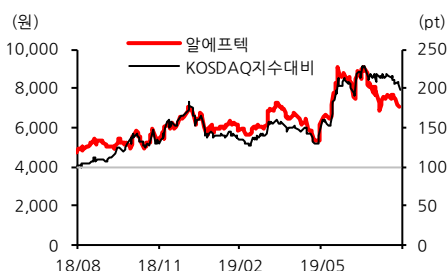
현재 주가(8/30)	7,500원
상승여력	-
시가총액	1,600억원
발행주식수	21,336천주
52 주 최고가 / 최저가	9,090 / 4,665원
90 일 일평균 거래대금	61.28억원
외국인 지분율	2.8%
주주 구성	
제이준코스메틱 (외 1 인)	17.7%
한국증권금융 (외 1 인)	5.8%
자사주 (외 1 인)	2.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.8	32.7	29.5	58.2
상대수익률(KOSDAQ)	-4.4	44.2	46.0	82.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2015	2016	2017	2018
매출액	397	322	287	240
영업이익	9	9	10	6
EBITDA	18	16	17	11
지배주주순이익	6	10	4	7
EPS	312	519	196	347
순차입금	-25	-47	-33	-43
PER	17.4	9.7	24.7	19.0
PBR	1.0	0.8	0.8	1.0
EV/EBITDA	4.5	3.0	3.6	7.4
배당수익률	0.9	0.0	1.0	0.0
ROE	6.0	8.9	3.2	5.5

주가 추이



3분기부터 5G 관련 매출액이 본격 증가하며 타 통신장비 업체들과 키 맞추기 흐름이 나타날 것으로 기대합니다.

모바일 기기의 부가장치 관련 업체

알에프텍은 모바일 기기의 부가장치(충전기, 데이터링크케이블, 안테나, 악세서리) 관련 사업을 영위하는 업체이다. 1H19 기준 제품별 매출액 비중은 충전기(TA) 46%, 데이터링크케이블(DLC) 25%, 5G 기지국 안테나 모듈 6%, 기타 23%이다.

3분기부터 5G 기지국 안테나 모듈 부문 본격 성장 전망

전방 산업 둔화에 따라 '13년을 정점으로 외형 감소세가 지속 중이다. 그러나 올해와 내년 큰 폭의 실적 턴어라운드를 시현할 것으로 전망한다. 이는 5G 기지국 안테나 모듈, Medical aesthetic (HA필러) 등 신규 사업들의 고 성장을 통해 사업 다각화의 성공이 기대되기 때문이다.

5G 기지국 안테나 모듈은 3분기부터 납품 물량의 본격 증가가 예상된다(분기 매출액 약 200억원). 내년에는 ①고객사 해외 向 물량 증가 수혜, ②추가 증설 및 Filter 내재화에 따른 품질 안정화, 단가 및 납기 경쟁력 등으로 고객사 내 점유율이 상승하며 큰 폭 성장이 전망된다.

유스필 인수(올해 6월)를 통해 HA필러 시장에 진출했다. 내년부터 ① 해외 수요 확대(중·라·베), ②네트워크를 활용한 내수 영업 본격화 등으로 성장이 예상된다. 이에 신규 사업(5G, HA필러) 매출액 비중은 '19년 15%에서 '20년 43%까지 상승할 것으로 보인다.

타 통신 장비 업체들과 키 맞추기 흐름 기대

올해 영업이익은 신규 사업 매출 발생으로 전년 대비 74% 증가한 100억원으로 추정된다. 내년에는 ①고객사 해외 向 5G 기지국 안테나 물량 증가, ②HA필러 영업 본격화 등 고 수익성 사업의 매출액 비중이 큰 폭 확대되며 451억원(yoy+351%)을 기록할 것으로 전망한다.

①하반기부터 본격 증가하는 5G 기지국 안테나 모듈 관련 매출액, ② 타 통신장비 업체 대비 Valuation 매력(20F P/E: 업체 평균 9.1x, 알에프텍 6.6x > CB희석 감안), ③고 수익성인 HA필러 사업의 성장 등을 감안 시 타 통신장비 업체들과 키 맞추기 흐름이 기대된다.

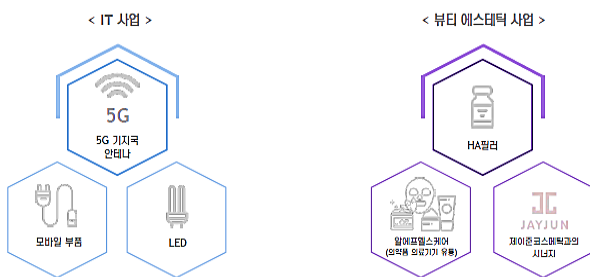
[표18] 알에프텍 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	322	287	240	296	486
TA	159	137	115	121	123
DLC	47	48	45	54	60
Others	116	102	80	75	93
新 사업 계	0	0	0	46	210
5G Antenna	0	0	0	41	192
Medical Aesthetic	0	0	0	5	18
영업이익	9	10	6	10	45
yoy	1%	16%	-44%	75%	351%
영업이익률	2.8%	3.6%	2.4%	3.4%	9.5%

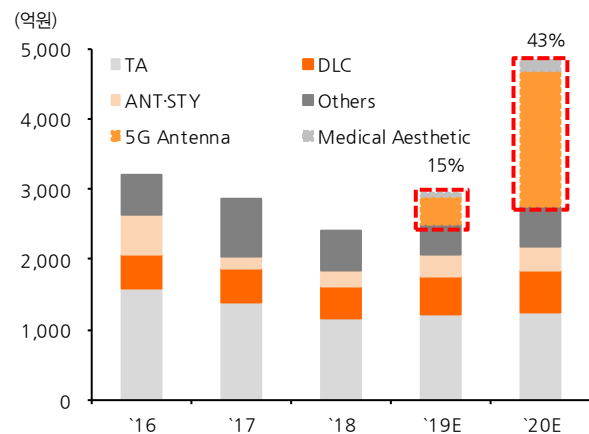
자료: 알에프텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 알에프텍의 사업 영역



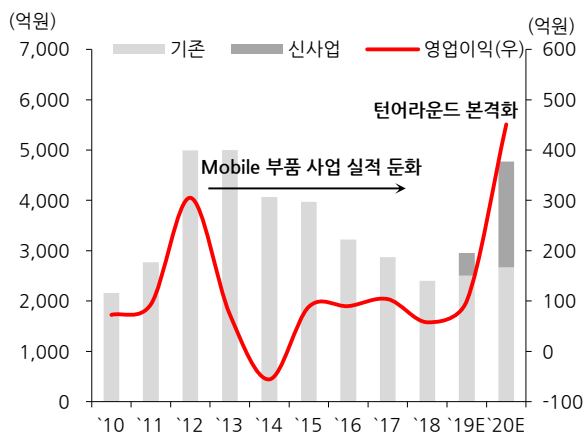
자료: 알에프텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 알에프텍의 제품별 매출액 비중 추이와 전망



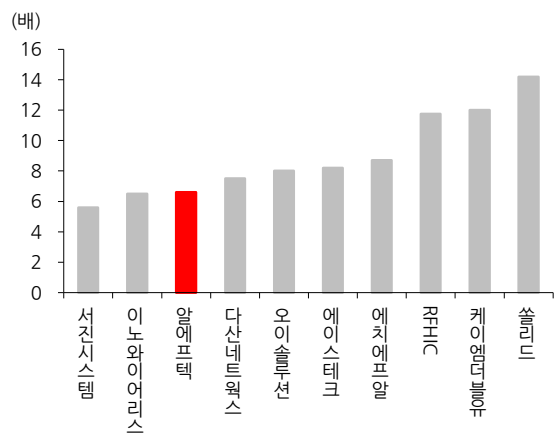
자료: 알에프텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 신규 산업 성장에 따른 실적 턴어라운드 본격화



자료: 알에프텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 주요 통신장비 업체들의 20F PER 현황



주: 알에프텍은 당사 추정치

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	407	397	322	287	240
매출총이익	28	39	35	32	26
영업이익	-6	9	9	10	6
EBITDA	2	18	16	17	11
순이자손익	-1	0	0	-1	-1
외화관련손익	2	3	2	-6	3
지분법손익	0	3	0	0	0
세전계속사업손익	-6	13	12	3	7
당기순이익	-7	6	10	4	7
지배주주순이익	-6	6	10	4	7
증가율(%)					
매출액	-18.7	-2.3	-18.9	-10.8	-16.3
영업이익	적전	흑전	1.4	15.5	-44.4
EBITDA	-82.2	603.2	-6.4	0.9	-33.2
순이익	적전	흑전	72.1	-61.7	76.9
이익률(%)					
매출총이익률	6.9	9.8	11.0	11.2	10.7
영업이익률	-1.4	2.2	2.8	3.6	2.4
EBITDA 이익률	0.6	4.4	5.1	5.8	4.6
세전이익률	-1.5	3.3	3.6	0.9	3.0
순이익률	-1.7	1.4	3.0	1.3	2.7

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금흐름	14	20	19	-1	12
당기순이익	-7	6	10	4	7
자산상각비	8	9	7	6	5
운전자본증감	10	5	6	-14	1
매출채권 감소(증가)	10	4	13	2	5
재고자산 감소(증가)	14	22	2	3	-3
매입채무 증가(감소)	-16	-25	1	-14	0
투자현금흐름	-13	-8	1	-11	-2
유형자산처분(취득)	-11	-8	-2	-6	-8
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-3	0
투자자산 감소(증가)	1	1	0	-1	7
재무현금흐름	8	-9	-4	23	-16
차입금의 증가(감소)	9	-23	-4	23	-12
자본의 증가(감소)	-1	14	-1	0	-1
배당금의 지급	1	1	1	0	1
총현금흐름	8	20	17	15	11
(-)운전자본증감(감소)	-12	-6	-2	16	-3
(-)설비투자	13	15	5	8	9
(+)자산매각	1	6	3	0	0
Free Cash Flow	8	17	17	-9	6
(-)기타투자	4	1	-6	-1	2
잉여현금	4	16	24	-8	3
NOPLAT	-4	4	8	8	5
(+) Dep	8	9	7	6	5
(-)운전자본투자	-12	-6	-2	16	-3
(-)Capex	13	15	5	8	9
OpFCF	3	4	12	-10	5

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	129	106	116	126	121
현금성자산	40	44	61	71	69
매출채권	37	33	19	21	15
재고자산	49	28	28	27	30
비유동자산	72	70	59	60	56
투자자산	20	19	15	17	14
유형자산	45	45	38	35	37
무형자산	7	7	6	7	5
자산총계	201	177	175	186	177
유동부채	112	68	58	66	55
매입채무	64	38	40	25	25
유동성이자부채	42	19	14	38	26
비유동부채	2	1	1	1	1
비유동이자부채	1	0	0	0	0
부채총계	115	70	59	68	56
자본금	5	6	10	10	10
자본잉여금	17	30	27	28	28
이익잉여금	63	69	78	82	88
자본조정	2	1	1	-2	-4
자기주식	0	0	0	0	-3
자본총계	86	107	116	118	121

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표					
EPS	-374	312	519	196	347
BPS	5,306	5,619	6,095	6,214	6,378
DPS	50	50	0	50	0
CFPS	472	1,053	913	785	587
ROA(%)	-3.0	3.1	5.6	2.1	3.6
ROE(%)	-6.8	6.0	8.9	3.2	5.5
ROIC(%)	-4.8	5.1	11.5	10.7	6.7
Multiples(x, %)					
PER	-	17.4	9.7	24.7	19.0
PBR	0.9	1.0	0.8	0.8	1.0
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5
PCR	9.9	5.1	5.5	6.2	11.2
EV/EBITDA	32.1	4.5	3.0	3.6	7.4
배당수익률	1.1	0.9	0.0	1.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	133.5	65.3	50.8	57.1	45.7
Net debt/Equity	3.8	-23.3	-40.6	-28.1	-35.7
Net debt/EBITDA	132.4	-142.1	-286.6	-200.9	-391.5
유동비율	114.6	155.4	200.3	190.0	222.4
이자보상배율(배)	n/a	5.3	7.7	4.3	1.9
자산구조(%)					
투하자본	57.7	52.8	44.5	47.1	48.5
현금+투자자산	42.3	47.2	55.5	52.9	51.5
자본구조(%)					
차입금	33.4	15.2	10.7	24.2	17.5
자기자본	66.6	84.8	89.3	75.8	82.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2019년 9월 2일)

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)

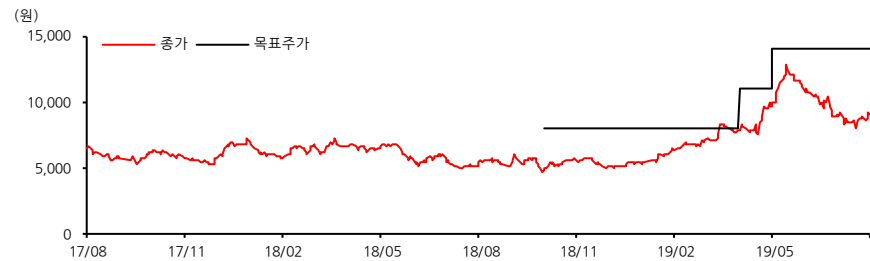
본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 조사분석담당자는 2019년 7월 4일~5일 JTC 본사 및 점포 탐방에 JTC의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. (김동하)

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

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

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.

[도이치모터스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

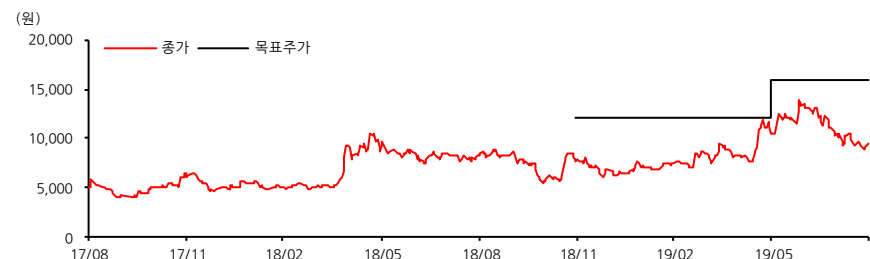
일 시	2018.10.30	2018.10.30	2019.02.13	2019.04.30	2019.05.16	2019.05.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	8,000	8,000	11,000	11,000	11,000
일 시	2019.05.31	2019.09.02				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	14,000	14,000				

[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		

[제로투세븐 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

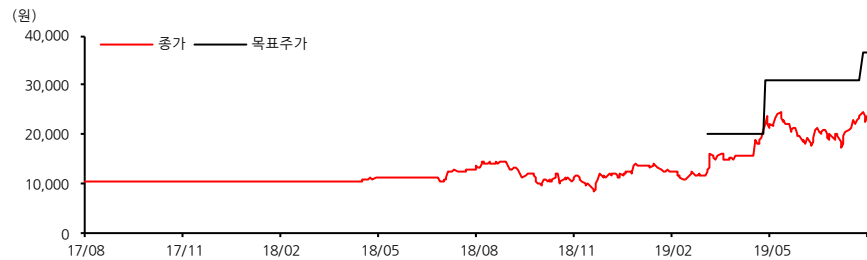
일 시	2018.11.28	2018.11.28	2019.03.26	2019.05.16	2019.05.17	2019.05.31
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	12,000	12,000	12,000	12,000	16,000
일 시	2019.06.26	2019.07.25	2019.08.16	2019.09.02		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	16,000	16,000	16,000	16,000		

[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		

[에치에프알 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

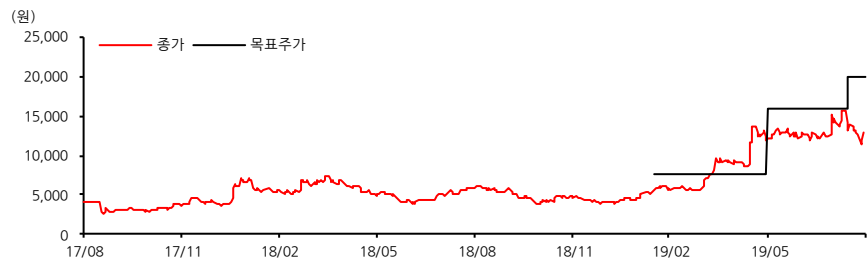
일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.17	2019.05.27	2019.05.31	2019.06.24
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	4,000	4,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2019.07.15	2019.08.26	2019.09.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	31,000	36,500	36,500			

[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	-20.01	5.00
2019.05.27	Buy	31,000	-32.83	-20.81
2019.08.26	Buy	36,500		

[클래스스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

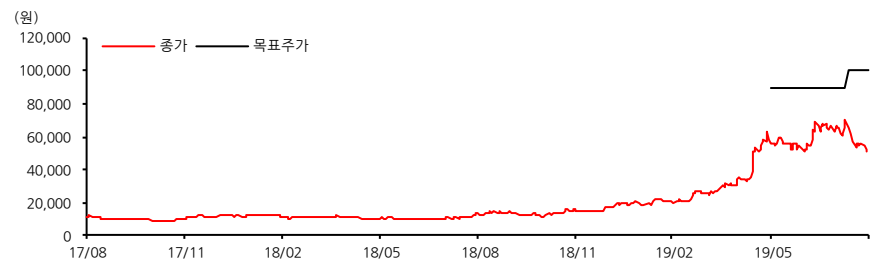
일 시	2019.02.14	2019.02.14	2019.05.15	2019.05.31	2019.08.14	2019.09.02
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	7,700	7,700	16,000	20,000	20,000

[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	-18.73	-1.56
2019.08.14	Buy	20,000		

[오이솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.06.24	2019.08.12	2019.09.02	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	최준영	89,500	89,500	100,000	100,000	

[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	-33.28	-21.79
2019.08.12	Buy	100,000		

[아스트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

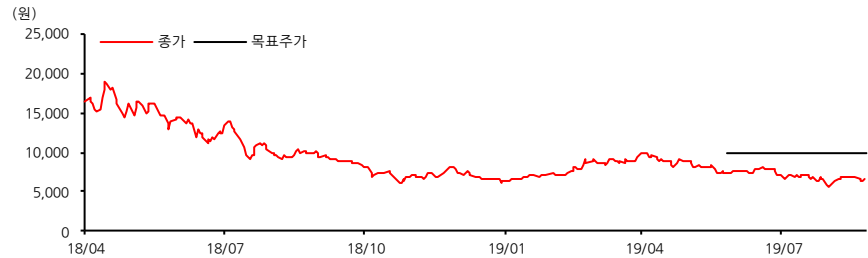
일 시	2018.11.22	2018.11.22	2019.04.03	2019.05.20	2019.05.31	2019.09.02
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	16,000	21,000	21,000	21,000	13,000

[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	-44.75	-30.03
2019.09.02	Buy	13,000		

[JTC 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

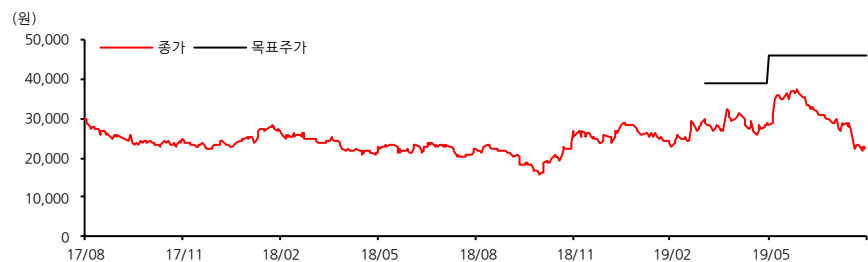
일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.09.02			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	김동하	10,000	10,000			

[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		

[슈프리마 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

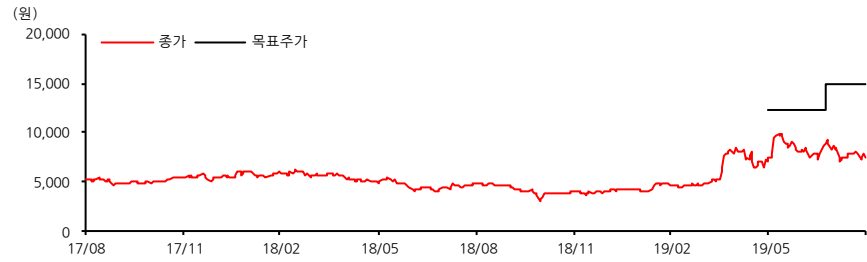
일 시	2019.04.01	2019.04.01	2019.04.23	2019.05.31	2019.06.24	2019.08.01
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	39,000	39,000	46,000	46,000	46,000
일 시	2019.09.02					
투자의견	Buy					
목표가격	46,000					

[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		

[에스넷 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.07.24	2019.09.02		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	최준영	12,300	15,000	15,000		

[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	-31.44	-20.00
2019.07.24	Buy	15,000		

[휴비츠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.03.28	2019.03.28	2019.05.17	2019.05.31	2019.09.02	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	최준영	13,500	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		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.5%	11.5%	0.0%	100.0%