

All for you

: 올해의 포텐 터지는 유망주

자동차/스몰캡 김동하
kim.dh@hanwha.com
3772-7674

스몰캡 최준영
jchoi@hanwha.com
3772-7692

RA 박준호
junho.park@hanwha.com
3772-7693



목차

- 03 I. 투자전략
- 07 II. IT 스마트폰 차별화, 5G 미국 사이클, 대형 OLED
- 43 III. 자동차 신차 효과, 자율 주행, 환경 규제
- 64 IV. 미디어/인터넷 웹툰 시장 성장
- 75 V. 중국 중국 아웃바운드 관광객 증가
- 87 VI. 기타 실적주

I

투자전략



중소형주가 좋아 보인다



와신상담(臥薪嘗膽) 그 이후

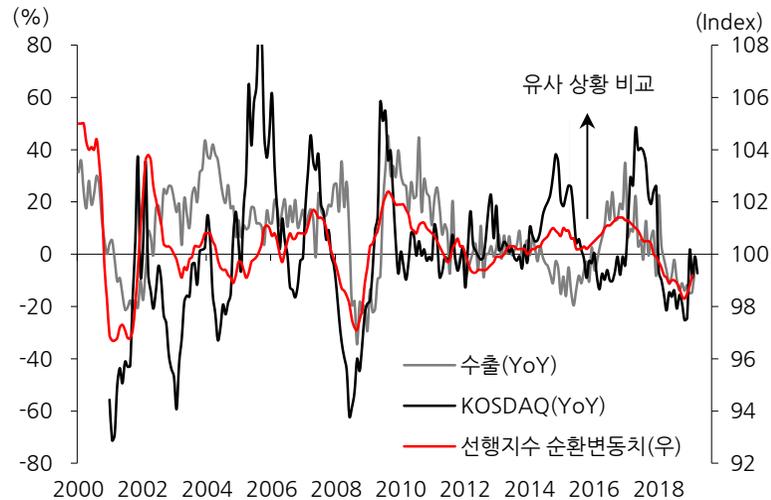
❖ 개선의 실마리가 나타나는 경기 지표

- KOSDAQ 지수 전년동월비와 궤를 같이하는 선행지수 순환변동치 반등으로 경기 기대감 일부 회복되며 상승 모멘텀으로 작용 기대
- 추후 수출 증가율 (+) 반전, 선행지수 순환변동치 100 상회 등이 확인되면 지수에 경기 회복 기대감 더욱 빠르게 반영될 것

❖ 경기 지표 개선 지속 시 16년 하반기 이후 지수 흐름과 유사 기대

- 마·중 무역 갈등 완화된 가운데 경기 지표 개선 지속 시 KOSDAQ 지수 16년 하반기 이후 흐름(경기 변곡점 통과)과 유사할 것으로 기대
- 신종 코로나 바이러스는 불확실성 요인이나 과거 질병 발생이 글로벌 증시에 영향이 크지 않았다는 점에서 과민한 반응은 자제할 필요 있다고 판단

경기 지표와 KOSDAQ 전년동월비 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유사 상황 비교: 16년 하반기 이후와 17년 4월 이후 KOSDAQ 지수 추이



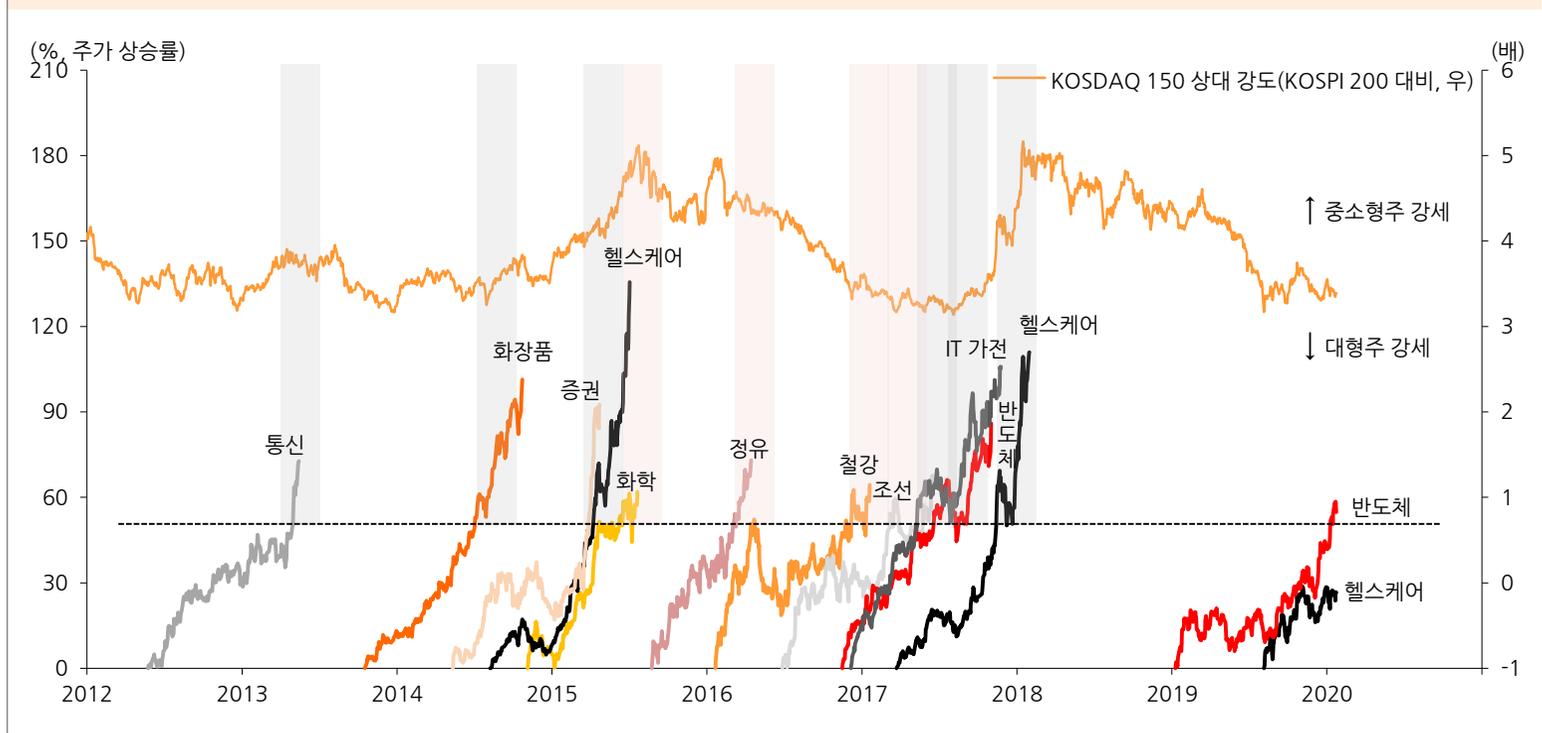
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터



중소형주가 좋아 보인다

- ❖ 과거 주도 업종의 강한 상승 뒤에는 중소형주의 상대적 강세가 뒤따른 경험
 - 지금의 반도체처럼 과거에 주도 업종이 강하게 상승하는 동안 중소형주 움직임 살펴볼 필요 있음
 - 반도체, IT 가전, 화장품, 통신, 헬스케어 등 상대적으로 성장에 인색하지 않은 업종이 주도할 때(하늘색 음영) 중소형주 강세
 - 반면 유가 움직임에 민감한 정유/화학, 철강, 조선 업종이 주도할 때(붉음색 음영)는 업종 연관성이 미미한 중소형주로 상승 확산 안됨
 - 반도체와 헬스케어 업종 지수 지난해 8월 저점 이후 상승하고 있어 과거와 유사한 패턴 반복 가능성 상존

KOSDAQ 상대 강도와 2012년 이후 1년 내 저점 대비 60% 이상 상승한 업종의 주가 추이



자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터



All for you: 올해 포텐 터지는 유망주

❖ 중소형주 대응을 위해 올해 실적 개선이 예상되는 24개 종목을 IT, 자동차, 미디어/인터넷, 중국, 기타 등으로 분류하여 작성

→ IT 내 소주제는 핸드셋, 5G, 디스플레이(대형 OLED)

◎ 핸드셋 관련 종목: 알에프텍, 슈프리마, 아모텍, 나무가

◎ 5G 관련 종목: 에지에프알, 오이솔루션, 알에프텍

◎ 디스플레이(대형 OLED) 관련 종목: 제이스텍, 티로보텍스, 예선테크, 휴비즈

◎ 기타: 테크윙(반도체)

→ 자동차 내 소주제는 신차 효과, 자율 주행, 환경 규제

◎ 신차 효과 관련 종목: 화신, 평화정공, 현대공업

◎ 자율 주행 관련 종목: 아이쓰리시스템, 에스넷

◎ 환경 규제 관련 종목: 코프라

→ 미디어/인터넷 내 소주제는 웹툰

◎ 웹툰 관련 종목: 미스터블루, 디앤씨미디어

◎ 기타: SBI핀테크솔루션즈(국제송금)

→ 중국 내 소주제는 중국 아웃바운드 관광객 증가

◎ 방한 중국인 증가 관련 종목: 제로투세븐

◎ 방일 중국인 증가 관련 종목: JTC

→ 기타는 실적 호전이 예상되는 개별주

◎ 실적주: 도이치모터스, 클래시스, 아스트

❖ 선호주로 슈프리마, 도이치모터스, 제로투세븐, 코프라, 에지에프알, 미스터블루, 알에프텍, 테크윙을 제시



II

IT



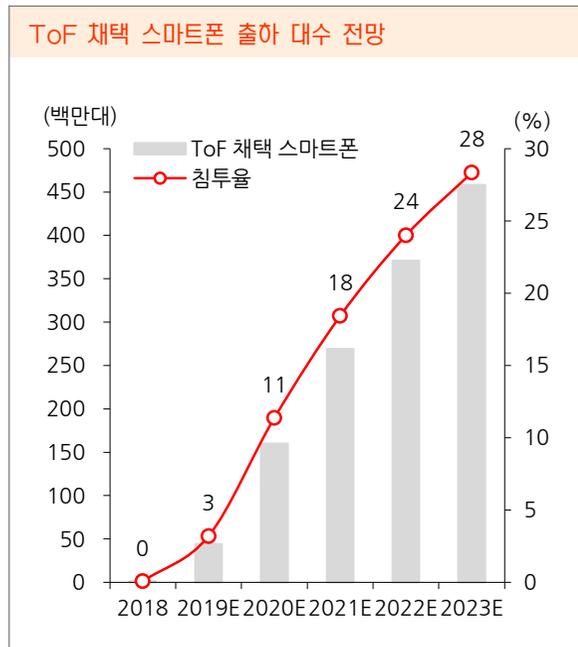
스마트폰 차별화, 5G 미국 사이클, 대형 OLED

1. 알에프텍(061040)
2. 슈프리마(236200)
3. 나무가(190510)
4. 아모텍(052710)
5. 테크윙(089030)
6. 에치에프알(230240)
7. 오이솔루션(138080)
8. 제이스텍(090470)
9. 티로보텍스(117730)
10. 예선테크(250930)
11. 휴비츠(065510)



Check 스마트폰 차별화

- ❖ 스마트폰 시장 성장 둔화(침투율 한계 도달, 길어진 교체 주기 등) 대응을 위해 스마트폰 업체들의 高 사양화를 통한 차별화 심화 전망
 - 카메라(Q ↑, P ↑): 카메라 개수 증가(듀얼→트리플, 쿼드), 高 사양화(화소수 증가, AR/VR 대응을 위한 3D 센싱 카메라 적용 등)
 - 고속 충전(P ↑): 스마트폰 사용 시간 증가(배터리 소모량 ↑)에 따라 스마트폰 업체들의 고속 충전용 충전기/케이블 채택 확대 추세
 - 디스플레이 지문 인식(Q ↑, P ↑): 폴 스크린 디스플레이 채택 증가로 편의성이 좋은 디스플레이 지문 인식 선호도 상승
- ❖ 해당 리포트 내 관련 종목은 나무가(카메라), 알에프텍(고속 충전), 슈프리마(디스플레이 지문 인식 알고리즘)

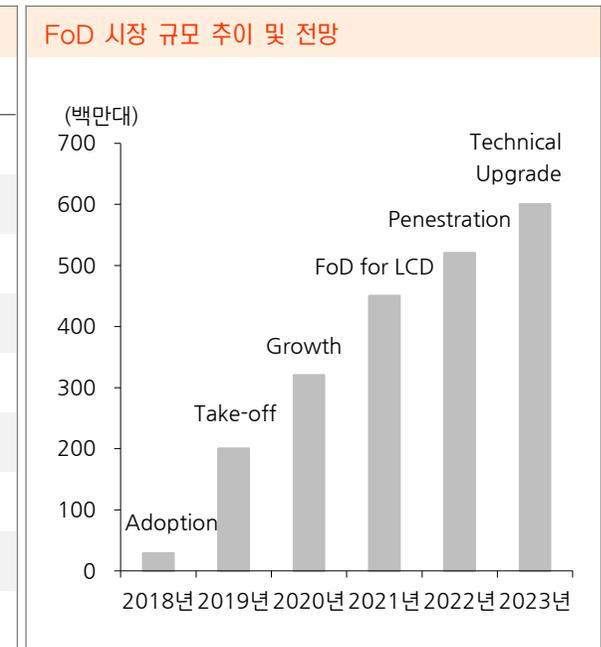


자료: SA, 한화투자증권 리서치센터

고속 충전 시간 비교 (갤럭시 노트 10+ 기준)

시간	25W 충전 (%)	45W 충전 (%)
10분	19%	28%
20분	36%	51%
30분	51%	71%
40분	66%	84%
50분	77%	91%
60분	87%	94%
70분	93%	65분: 100%
80분	96%	
86분	100%	

자료: 삼성멤버스, 한화투자증권 리서치센터



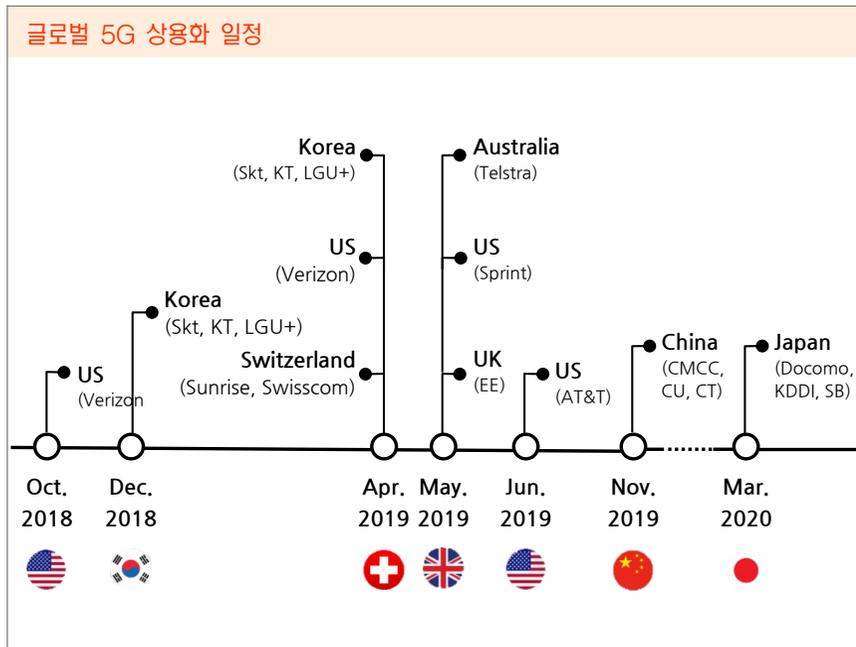
자료: IHS Markit, 한화투자증권 리서치센터



Check 2020년 5G 미국 Cycle에 주목

❖ 미국 5G 투자는 미국의 Mid-band 주파수 경매가 완료되는 2020년 중반부터 본격화

- 5G 상용화는 2019년부터 시작되긴 했지만, 본격적으로 투자에 나서고 있는 국가는 한국과 중국 정도에 불과했음
- 미국에서는 mmWave(24, 28GHz)를 FWA(Fixed Wireless Access) 방식으로 추진하고 있으나, Supply Chain 단에서 기술적인 완성도가 낮아 2020년 하반기로 미뤄지고 있는 상황
- 미국 FCC는 2020년 6월 3.5GHz에 대한 주파수 경매를 계획하고 있고, T-Mobile과 합병한 Sprint는 기존 보유하고 있는 2.5GHz를 가지고 5G 투자에 나설 수 있음
- 그 외에 3.5 GHz CBRS(Citizen Broadband Radio Service) 기반의 Private Network 사업도 추진하고 있음



자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 5G 주파수 현황

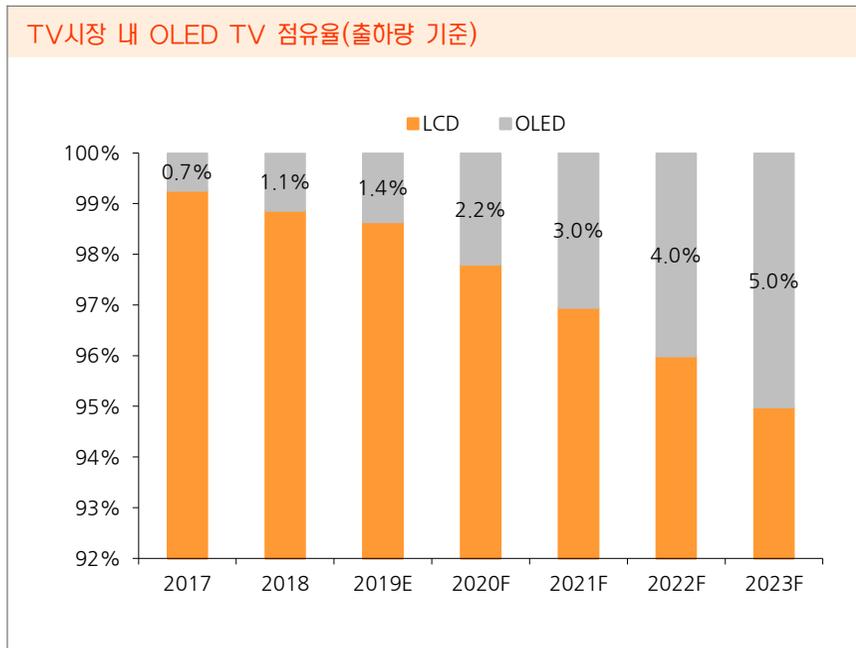
국가	2018	2019E	2020E
한국	3.5GHz, 28GHz		
중국	2.6GHz, 3.5GHz, 4.8GHz		
일본		3.7GHz, 4.5GHz, 27-29GHz	
호주	3.6GHz		
독일		3.4-3.7GHz	
영국			700MHz, 3.6-3.8GHz
이탈리아	3.6-3.8GHz, 26GHz		
프랑스		3.4-3.8GHz	
스위스		700MHz, 1.4GHz, 3.5GHz	
스페인	3.4-3.8GHz		700MHz
미국	28GHz	24GHz	3.5GHz

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

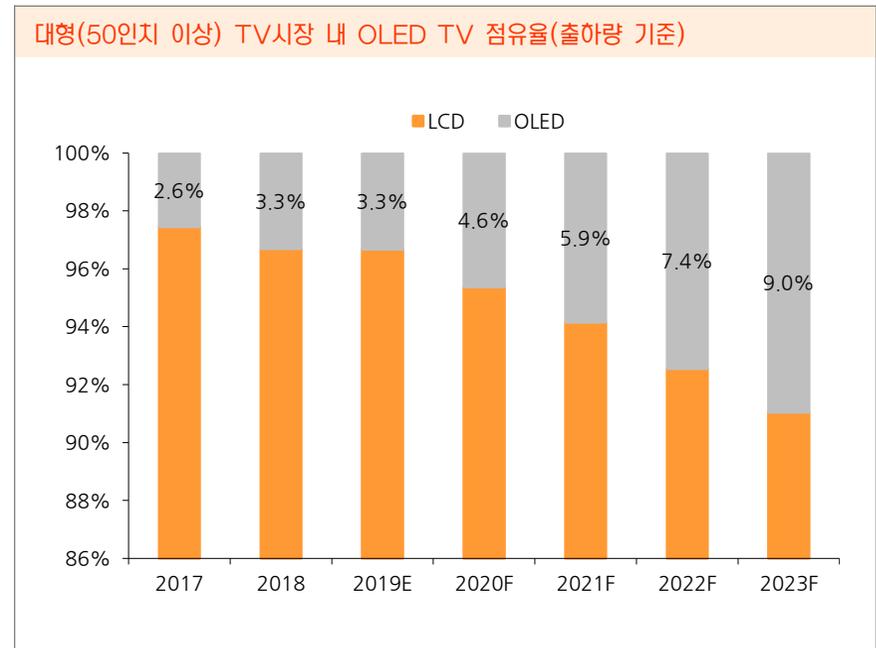


Check 디스플레이: 대형 OLED 투자 본격화

- ❖ TV 시장 내 OLED TV의 점유율은 지속적으로 상승 전망: 2017년 0.7% → 2018년 1.1% → 2023년 5.0% 예상
- ❖ 수익성이 좋은 대화면 TV 시장에서의 점유율은 더 가파르게 상승 전망: 2017년 2.6% → 2018년 3.3% → 2023년 9.0% 예상
- ❖ 이에 대한 대응을 위해, 삼성디스플레이도 2019년 하반기부터 대형 OLED에 대한 투자를 시작
- ❖ 삼성디스플레이의 대형 OLED TV 시장 진입으로 대형 OLED 시장 성장은 가속화될 전망
- ❖ 이와 관련 2020년 성장이 기대되는 업체로 제이스텍(본딩장비), 티로보틱스(진공로봇), 예선테크(OLED TV 점착제)를 제시



자료: IHS Markit, 한화투자증권 리서치센터



자료: IHS Markit, 한화투자증권 리서치센터



알에프텍 (028670) 환골탈태(換骨奪胎)

Buy(신규)

목표주가: 13,000원(신규)
현재주가(1/29): 8,770원

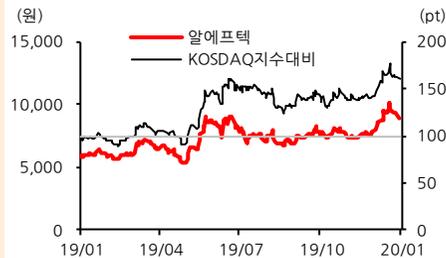
Stock Data

현재 주가(1/29) 8,770원
상승여력 ▲ 48.2%
시가총액 1,896억원
발행주식수 21,621천주
52주 최고가 / 최저가 10,200 / 5,310원
90일 일평균 거래대금 45.81억원
외국인 지분율 11.9%

주주 구성

제이준코스메틱 (외 1인) 17.5%
자사주 (외 1인) 2.9%
알에프텍우리사주 (외 1인) 0.5%

Stock Price



투자 의견 'Buy' 와 목표주가 13,000원으로 Coverage 개시

- 알에프텍에 대한 Coverage를 개시하며 투자 의견 'Buy' 와 목표주가 13,000원을 제시
- ①국내외 5G 투자 수혜, ②충전기 및 케이블 ASP 상승(고속 충전), ③필러 사업 본격화 등으로 高 성장이 기대되기 때문

투자 포인트

- i) 5G 기지국 안테나: 올해 국내 向 물량 온기 반영 효과와 해외 向 물량 증가(2Q20 이후) 등으로 큰 폭의 실적 개선을 예상. 주요국들의 5G 투자 본격화, 상승 중인 고객사의 시장 점유율을 고려 시 내년에도 성장세 지속이 가능할 것
- ii) 모바일 부문 실적 턴어라운드: ①ASP가 높은 고속 충전용 충전기 및 케이블 판매 증가(고객사 프리미엄급 제품에 25W급 충전기, CtoC 케이블 채택), ②고객사 ODM 업체 向 신규 물량 납품 확대 등으로 모바일 부문 실적 개선 전망
- iii) 高 수익성의 필러 사업 본격화: 지난해는 유스필 인수 후 브랜드 변경, 국내 고객들의 테스트 등으로 영업 활동이 미진. 그러나 올해부터는 수출 증가 속에 네트워크를 활용한 국내 영업 강화가 더해지며 전사 실적 개선에 기여할 것

高 성장 가능성 대비 저평가된 주가

- 올해 실적은 모바일 부문 실적 턴어라운드와 5G 매출액 증가를 고려 시 매출액 4,962억원, 영업이익 461억원 예상
- 5G, 고속 충전 등 수혜가 가능해 高 성장 가시성이 높다는 점에서 20F P/E 6.9x(CB 희석)인 현 주가는 저평가로 판단

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	287	240	293	496	568
영업이익	10	6	14	46	59
EBITDA	17	11	20	54	66
지배주주순이익	4	7	2	40	49
EPS	196	347	99	1,701	1,978
순차입금	-33	-43	3	-42	-83
PER	24.7	19.0	81.3	5.2	4.4
PBR	0.8	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.6	7.4	8.9	2.8	1.6
배당수익률(%)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	3.2	5.5	1.5	23.4	21.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

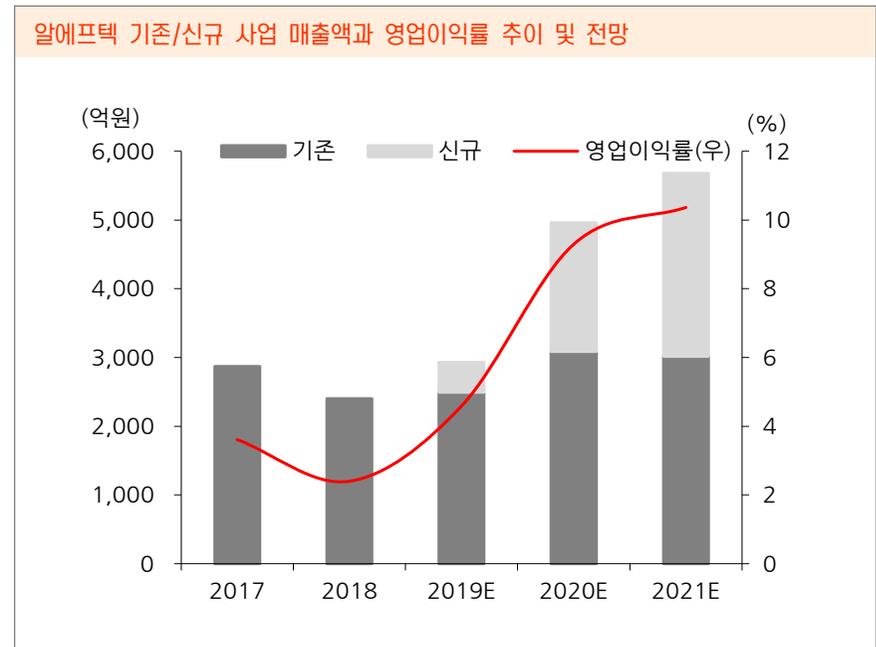


투자의견 Buy, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

- ❖ 투자의견 ‘Buy’, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시
 - 목표주가 13,000원은 올해 예상 EPS 1,267원(CB 희석 감안)에 Target P/E 10.2x를 적용하여 산출
 - 해당 Multiple은 5G 통신장비 9개 업체들의 20F P/E의 평균인 12.7x에 단일 고객사 리스크를 고려해 20% 할인한 값
- ❖ 전 부문 실적 개선으로 사상 최대 실적 경신 전망
 - 신규 사업: 올해부터 高 수익성인 5G 기지국 안테나(주요 고객사 해외 向 물량 ↑)와 필터 사업의 성장 본격화로 수익성 개선이 동반된 외형 성장 기대
 - 기존 사업: ASP가 높은 고속 충전용 충전기 및 케이블 판매 증가, 고객사 ODM 업체 向 신규 물량 납품 확대 등으로 실적 턴어라운드 전망

구분	내용	비교 및 주요 가정
예상 EPS(원)	1,267	20F EPS(CB 희석 감안)
Target P/E(배)	10.2	유사 기업 20F P/E 평균에 20% 할인
적정 주가(원)	12,913	
목표주가(원)	13,000	
현재주가(11/29)	8,770	
Upside(%)	48.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



알에프텍 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	632	522	646	604	571	612	915	832	2,403	2,930	4,962	5,681
기존 사업	632	522	646	604	552	562	705	678	2,403	2,496	3,087	3,018
신규 사업	0	0	0	0	20	50	211	154	0	434	1,875	2,663
5G Antenna	0	0	0	0	20	50	197	137	0	403	1,765	2,463
Medical Aesthetic	0	0	0	0	0	0	14	17	0	31	110	200
영업이익	12	-3	27	22	2	21	67	45	58	134	461	589
영업이익률(%)	1.9	-0.5	4.1	3.6	0.4	3.4	7.3	5.4	2.4	4.6	9.3	10.4
순이익	30	54	-15	-3	-2	-118	182	-43	66	20	399	499
순이익률(%)	4.8	10.3	-2.3	-0.5	-0.3	-19.3	19.9	-5.1	2.7	0.7	8.0	8.8
YoY(%)												
매출액	-6	-33	-18	-5	-10	17	42	38	-16	22	69	14
영업이익	-60	적전	-32	146	-82	흑전	150	104	-44	133	243	28
순이익	59	41	적전	적지	적전	적전	흑전	적지	77	-69.9	흑전	25

자료: 알에프텍, 한화투자증권 리서치센터



알에프텍 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	287	240	293	496	568
매출총이익	32	26	41	96	117
영업이익	10	6	14	46	59
EBITDA	17	11	20	54	66
순이자손익	-1	-1	-2	-2	-1
외화관련손익	-6	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	7	0	50	62
당기순이익	4	7	2	40	49
지배주주순이익	4	7	2	40	49
증가율(%)					
매출액	-10.8	-16.3	21.9	69.4	14.5
영업이익	15.5	-44.4	134.1	241.5	27.5
EBITDA	0.9	-33.2	76.9	173.7	23.8
순이익	-61.7	76.9	-69.9	1,900.8	23.4
이익률(%)					
매출총이익률	11.2	10.7	14.1	19.3	20.7
영업이익률	3.6	2.4	4.6	9.3	10.4
EBITDA이익률	5.8	4.6	6.7	10.8	11.7
세전이익률	0.9	3.0	0.0	10.0	10.9
순이익률	1.3	2.7	0.7	8.0	8.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	126	121	155	222	247
현금성자산	71	69	77	101	109
매출채권	21	15	36	54	62
재고자산	27	30	35	60	68
비유동자산	60	56	114	113	116
투자자산	17	14	27	25	28
유형자산	35	37	63	65	67
무형자산	7	5	24	22	21
자산총계	186	177	269	335	363
유동부채	66	55	126	132	108
매입채무	25	25	36	61	70
유동성이자부채	38	26	80	60	26
비유동부채	1	1	3	3	3
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	68	56	129	135	111
자본금	10	10	11	12	15
자본잉여금	28	28	40	58	58
이익잉여금	82	88	90	130	179
자본조정	-2	-4	0	0	0
자기주식	0	-3	0	0	0
자본총계	118	121	140	200	252





알에프텍 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	-1	12	-30	33	47
당기순이익	4	7	2	40	49
자산상각비	6	5	6	8	8
운전자본증감	-14	1	-9	-17	-7
매출채권 감소(증가)	-5	4	-21	-18	-8
재고자산 감소(증가)	3	-3	-5	-24	-9
매입채무 증가(감소)	-15	-1	11	25	9
투자현금흐름	-11	-2	-24	-9	-9
유형자산처분(취득)	-6	-8	-32	-8	-8
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	7	8	0	0
재무현금흐름	23	-16	70	0	-31
차입금의 증가(감소)	23	-12	54	-20	-34
자본의 증가(감소)	0	-1	16	20	3
배당금의 지급	0	1	0	0	0
총현금흐름	15	11	-21	50	54
(-)운전자본증가(감소)	16	-3	9	17	7
(-)설비투자	8	9	32	8	8
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-9	6	-62	25	39
(-)기타투자	-1	2	0	0	0
잉여현금	-8	3	-62	25	39
NOPLAT	8	5	10	37	47
(+) Dep	6	5	6	8	8
(-)운전자본투자	16	-3	9	17	7
(-)Capex	8	9	32	8	8
OpFCF	-10	5	-25	20	40

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	196	347	99	1,701	1,978
BPS	6,214	6,378	6,572	8,045	8,167
DPS	50	0	0	0	0
CFPS	785	587	-1,024	2,139	2,161
ROA(%)	2.1	3.6	0.9	13.2	14.1
ROE(%)	3.2	5.5	1.5	23.4	21.7
ROIC(%)	10.7	6.7	8.8	24.4	28.6
Multiples(x,%)					
PER	24.7	19.0	81.3	5.2	4.4
PBR	0.8	1.0	1.2	1.1	1.1
PSR	0.3	0.5	0.6	0.4	0.4
PCR	6.2	11.2	-7.8	4.1	4.1
EV/EBITDA	3.6	7.4	8.9	2.8	1.6
배당수익률	1.0	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	57.1	45.7	92.0	67.6	44.1
Net debt/Equity	-28.1	-35.7	2.3	-20.8	-33.0
Net debt/EBITDA	-200.9	-391.5	16.1	-77.4	-125.2
유동비율	190.0	222.4	123.1	168.5	228.4
이자보상배율(배)	4.3	1.9	3.2	9.5	15.1
자산구조(%)					
투하자본	47.1	48.5	58.0	55.6	55.1
현금+투자자산	52.9	51.5	42.0	44.4	44.9
자본구조(%)					
차입금	24.2	17.5	36.3	23.0	9.3
자기자본	75.8	82.5	63.7	77.0	90.7



슈프리마 (028670) 아직도 싸다

Buy(유지)

목표주가: 53,000원(상향)
현재주가(1/29): 41,900원

Stock Data

현재 주가(1/29) 41,900원
상승여력 ▲ 26.5%
시가총액 3,014억원
발행주식수 7,193천주
52주 최고가 / 최저가 41,900 / 21,200원
90일 일평균 거래대금 77.36억원
외국인 지분율 10.3%

주주 구성

이재원 (외 8인) 35.2%
한국증권금융 (외 1인) 5.6%
자사주신탁 (외 1인) 0.5%

Stock Price



투자 의견 'Buy' 유지, 목표주가 53,000원으로 상향

- 슈프리마에 대한 투자 의견 'Buy' 를 유지하고, 목표주가를 기존 46,000원에서 53,000원으로 상향 조정
- 해당 목표주가는 12M.F.EPS 4,354원에 Target PER 12.2x(분할 상장 이후 12M.F.PER 평균)를 적용하여 산출

투자 포인트

- i) BioSign(스마트폰 알고리즘) 부문: ①확장성(Q ↑) → 풀 스크린 디스플레이 채택 증가로 FoD Needs 확대. 특히 동사가 강점을 지닌 초음파 방식(보안 및 편의성 ↑) 선호도 상승 중. 향후 글로벌 업체의 하이엔드 스마트폰 내 채택 가능성 증대, ②高 부가가치화(P ↑) → 지문 인식 면적 확대(세대 ↑)에 따른 가격 상승 등 Q와 P 모두 개선될 여지가 클 전망
- ii) 바이오인식 시스템(출입보안 및 근태관리) 부문: 기존 주력 사업인 바이오인식 시스템도 성장세 재차 확대될 전망. ①월 굴인식 제품 판매 증가와 기존 제품 고급화 등에 따른 제품 Mix 개선, ②조달 시장 진출 본격화, 근태관리 시스템(주 52 시간), 모바일 신분증 사업 등 신규 사업 확대로 매출액이 전년 대비 26% 증가할 것으로 예상(과거 3년 평균 15%)

올해도 사상 최대 실적 경신 전망

- 올해 실적은 BioSign 온기 반영과 시스템 부문 성장세 확대로 전년보다 개선된 매출액 863억원, 영업이익 326억원 예상
- 현 주가 20F PER 9.7x. 高 수익성, BioSign 확장성, Valuation 재평가 여지(SW 비중 ↑) 등 고려 시 저평가 판단

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	47	53	71	86	102
영업이익	12	12	25	33	40
EBITDA	16	16	27	35	42
지배주주순이익	9	11	27	31	36
EPS	1,284	1,608	3,750	4,329	5,085
순차입금	-49	-63	-73	-99	-129
PER	18.2	16.2	8.1	9.7	8.2
PBR	1.7	1.7	1.6	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.4	7.6	5.4	5.9	4.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.8	11.1	21.8	20.3	19.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자 포인트

❖ Q와 P 모두 개선이 기대되는 BioSign 부문

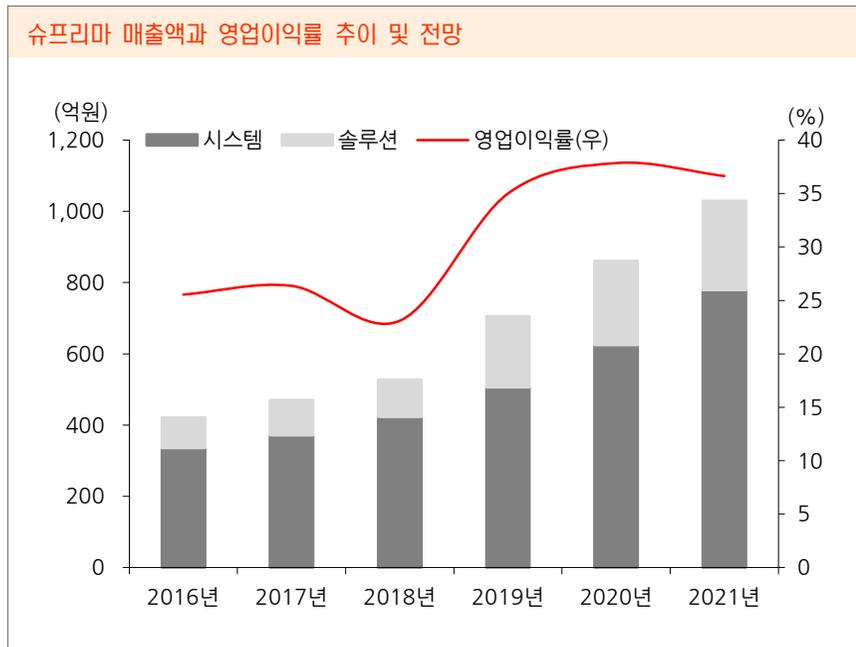
→ Q: 동사가 강점을 지닌 초음파 방식(보안 및 편의성 ↑) FoD에 글로벌 스마트폰 업체들의 관심 커지고 있어 향후 하이엔드급 모델에 채택 가능성 증대

→ P: 지문 인식 면적 확대(세대 ↑) 등 성능 향상(설계 난이도 ↑)에 따른 알고리즘 가격 상승 기대

❖ 제품 Mix 개선과 신사업으로 성장세 확대가 기대되는 바이오인식 시스템 부문

→ 얼굴인식 제품 판매 증가와 기존 제품 고급화에 따른 제품 Mix 개선으로 ASP 및 수익성 상승 기대

→ 또한 조달 시장 진출 본격화, 근태관리 시스템(주 52 시간), 모바일 신분증 사업(2H20) 등 신규 사업도 외형 성장에 기여할 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



슈프리마 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	112	134	129	153	127	166	203	213	528	708	863	1,019
바이오인식 시스템	78	92	91	110	91	114	112	134	371	452	570	658
바이오인식 솔루션	22	29	24	29	21	42	75	64	104	202	237	306
기타	11	13	14	14	15	9	16	15	52	54	55	55
영업이익	25	29	27	42	31	50	84	82	122	247	326	403
영업이익률(%)	22.2	21.3	20.6	27.3	24.7	29.9	41.5	38.4	23.1	34.8	37.7	39.5
순이익	17	57	26	14	44	58	92	72	114	266	307	360
순이익률(%)	14.8	42.8	20.3	9.1	34.4	35.2	45.4	33.8	21.6	37.6	35.6	35.3
YoY(%)												
매출액	17	19	16	1	14	24	57	39	12	34	22	18
바이오인식 시스템	9	20	21	8	17	25	23	21	14	22	26	15
바이오인식 솔루션	38	14	11	-19	-8	46	211	122	5	94	18	29
기타	55	25	-5	3	33	-32	14	5	14	4	2	-1
영업이익	-3	26	0	-15	27	73	217	95	-2	102	32	24
순이익	321	66	-24	-23	164	2	252	414	25	133	16	17

자료: 슈프리마, 한화투자증권 리서치센터



슈프리마 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	47	53	71	86	102
매출총이익	25	29	45	57	67
영업이익	12	12	25	33	40
EBITDA	16	16	27	35	42
순이자손익	1	2	2	2	2
외화관련손익	-4	2	4	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	12	31	36	43
당기순이익	9	11	27	31	36
지배주주순이익	9	11	27	31	36
증가율(%)					
매출액	11.6	12.1	34.2	21.9	18.1
영업이익	15.1	-1.8	102.7	32.0	23.6
EBITDA	14.4	1.2	66.3	30.1	22.6
순이익	-18.3	25.4	132.9	15.4	17.5
이익률(%)					
매출총이익률	53.2	54.2	62.9	65.7	65.9
영업이익률	26.4	23.1	34.9	37.8	39.5
EBITDA이익률	33.5	30.2	37.5	40.0	41.5
세전이익률	19.4	23.0	43.4	41.8	42.0
순이익률	19.3	21.6	37.5	35.5	35.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	65	82	98	129	165
현금성자산	49	63	73	99	129
매출채권	8	8	12	14	17
재고자산	6	9	11	13	15
비유동자산	38	34	48	49	51
투자자산	24	23	37	37	38
유형자산	5	5	5	5	5
무형자산	9	5	6	7	7
자산총계	103	116	146	178	215
유동부채	5	6	10	11	12
매입채무	4	5	6	7	8
유동성이자부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	1	1
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	6	7	11	12	13
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	73	73	73	73	73
이익잉여금	20	32	58	89	125
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	97	109	135	166	202





슈프리마 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	11	15	26	28	32
당기순이익	9	11	27	31	36
자산상각비	3	4	2	2	2
운전자본증감	-4	-4	-2	-4	-4
매출채권 감소(증가)	-1	0	-3	-3	-3
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-1	-2	-2
매입채무 증가(감소)	1	0	1	1	1
투자현금흐름	-10	-34	-23	-2	-3
유형자산처분(취득)	-1	0	-1	0	-1
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-5	-31	-7	0	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	15	18	28	33	37
(-)운전자본증가(감소)	3	2	2	4	4
(-)설비투자	1	0	1	0	1
(+)자산매각	-3	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	9	13	24	26	30
(-)기타투자	3	2	13	0	0
잉여현금	6	11	10	26	30
NOPLAT	12	11	21	28	34
(+) Dep	3	4	2	2	2
(-)운전자본투자	3	2	2	4	4
(-)Capex	1	0	1	0	1
OpFCF	12	13	21	25	31

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,284	1,608	3,750	4,329	5,085
BPS	13,729	15,342	19,109	23,438	28,523
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,171	2,522	3,967	4,600	5,165
ROA(%)	9.2	10.4	20.3	18.9	18.3
ROE(%)	9.8	11.1	21.8	20.3	19.6
ROIC(%)	44.0	37.5	66.9	77.6	82.5
Multiples(x,%)					
PER	18.2	16.2	8.1	9.7	8.2
PBR	1.7	1.7	1.6	1.8	1.5
PSR	3.5	3.5	3.0	3.4	2.9
PCR	10.8	10.3	7.6	9.1	8.1
EV/EBITDA	7.4	7.6	5.4	5.9	4.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	6.2	6.7	7.9	7.2	6.5
Net debt/Equity	-50.2	-57.5	-53.9	-59.6	-63.8
Net debt/EBITDA	-309.5	-392.0	-275.0	-286.7	-304.4
유동비율	1,226.7	1,267.5	992.6	1,161.4	1,326.2
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	29.8	26.1	23.3	21.8	20.9
현금+투자자산	70.2	73.9	76.7	78.2	79.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0



나무가 (028670) ToF 시장 성장 수혜

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 41,950원

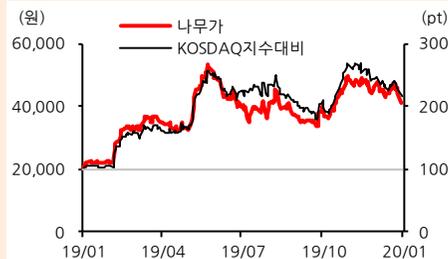
Stock Data

현재 주가(1/29)	41,950원
상승여력	-
시가총액	1,441억원
발행주식수	3,434천주
52주 최고가 / 최저가	53,500 / 20,400원
90일 일평균 거래대금	36.2억원
외국인 지분율	2.0%

주주 구성

드림텍 (외 2인)	30.4%
서정화 (외 3인)	25.3%
자사주 (외 1인)	1.7%

Stock Price



스마트폰용 카메라모듈 제조 업체

- 스마트폰용 카메라모듈 제조 업체로 주요 고객사는 삼성전자(3Q19 기준 매출액 비중 92%)
- 제품 라인업이 전면 카메라모듈 중심에서 후면 카메라모듈 및 3D sensing이 가능한 ToF 카메라모듈로 확장 중

투자 포인트

- i) 전면 카메라모듈 ASP 상승: 고화소 중심으로 제품군이 변화하며(5-8M → 20-32M) ASP가 기존 대비 배 이상 상승할 것으로 예상돼(\$2-3 → \$6-7) 외형 성장에 기여 전망
- ii) ToF/후면 카메라모듈 본격 성장: 3Q19부터 주요 고객사 프리미엄 스마트폰에 ToF 카메라모듈 공급. 올해 ToF 채택 스마트폰 출하량 증가로 관련 매출 큰 폭 증가 예상. 후면 카메라모듈도 공급 모델이 하나 추가되며 성장세 확대될 것
- iii) 성장성이 큰 3D Sensing 카메라: 가전(로봇청소기 등), AR/VR 등 신규 수요 대응과 드라이버 모니터링 시스템(인캐빈 카메라) 등 자동차 전장 시장 진출(드림텍과 시너지 효과 기대)을 통해 3D Sensing 카메라 부문 성장 지속 기대

올해 실적 턴어라운드 전망

- 올해 실적은 전면 카메라모듈 고화소화 및 ToF/후면 카메라모듈 성장으로 매출액 5,750억원, 영업이익 293억원 예상
- 현 주가 20F P/E 6.3x. 업종 내 높은 Valuation 매력, ToF 시장 성장 본격화 등을 고려 시 관심 유효할 것으로 판단

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	218	404	293	258	313
영업이익	2	26	-1	-31	2
EBITDA	6	33	9	-19	14
지배주주순이익	2	8	-4	-41	4
EPS	-	2,733	-1,241	-11,971	1,187
순차입금	35	-12	-21	33	8
PER	-	21.2	-	-	16.1
PBR	-	3.2	2.8	2.1	1.8
EV/EBITDA	-	5.5	19.3	-5.0	5.3
배당수익률(%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	10.1	21.3	-6.3	-79.3	12.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



아모텍 [028670] 추가 성장 동력 확보

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 27,700원

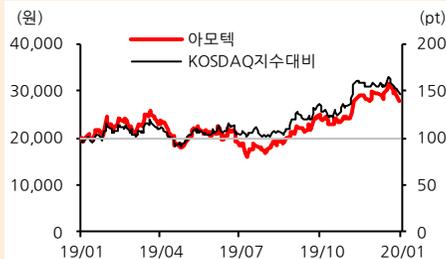
Stock Data

현재 주가(1/29)	27,700원
상승여력	-
시가총액	2,699억원
발행주식수	9,743천주
52주 최고가 / 최저가	31,550 / 15,800원
90일 일평균 거래대금	38.38억원
외국인 지분율	7.8%

주주 구성

김병규 (외 5인)	25.8%
미래에셋자산운용 (외 4인)	9.2%
엘트웰텍 (외 3인)	5.2%

Stock Price



안테나와 EMC 등을 제조하는 스마트폰 부품 업체

- 정전기/전자파 방지 부품, 무선통신 안테나(GPS, NFC, Bluetooth), BLDC 모터 등을 제조·판매하는 IT 부품 업체
- 3Q19 기준 부문별 매출액 비중은 EMC(정전기/전자파 방지 부품) 24%, 안테나 60%, BLDC 모터 13%, 기타 3%

투자 포인트

- i) **EMC 부문 실적 회복**: ①수익성이 높은 세라믹 칩 부품 물량 회복 기대(5G 스마트폰 판매 증가, 폴더블폰 대응 가능성), ②중국 5G 통신장비 向 MLCC 양산(올해 300억원 예상, 이동통신사들의 투자 규모나 시기에 따라 변화 가능) 등을 통해 기간 역 성장을 나타낸 EMC 부문의 실적 회복 전망
- ii) **전장 부문 성장 지속**: 올해 전장 부문 매출액은 전년 대비 300억원 증가한 1,200억원 예상(매출액 비중 36%). 이는 BLDC 모터, GPS 안테나 등 기존 제품들의 안정적 성장 속에 ①퍼스널 모빌리티 向 구동 모터 납품, ②CSM(카쉐어링 안테나 모듈)과 BLE(스마트폰을 통한 차량 원격제어 안테나 모듈) 성장 등이 더해질 것으로 기대되기 때문

MLCC 사업 연착륙 시 기업 가치 제고 기대

- 올해 실적은 매출액 3,337억원, 영업이익 297억원 예상되나 MLCC 매출액에 따라 실적 변동성 야기될 수 있음
- 현 주가 20F P/E 12.9x. 단기적으로 Valuation 매력은 부족하나 MLCC 사업의 연착륙 시 기업 가치 제고 기대

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	179	314	296	315	253
영업이익	3	22	29	41	11
EBITDA	21	39	47	59	29
지배주주순이익	-2	16	16	25	7
EPS	-236	1,603	1,677	2,600	730
순차입금	120	80	57	43	76
PER	-	13.2	13.1	19.0	24.6
PBR	1.1	1.4	1.3	2.5	0.9
EV/EBITDA	12.5	7.3	5.8	8.9	8.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-1.8	11.2	10.4	14.2	3.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



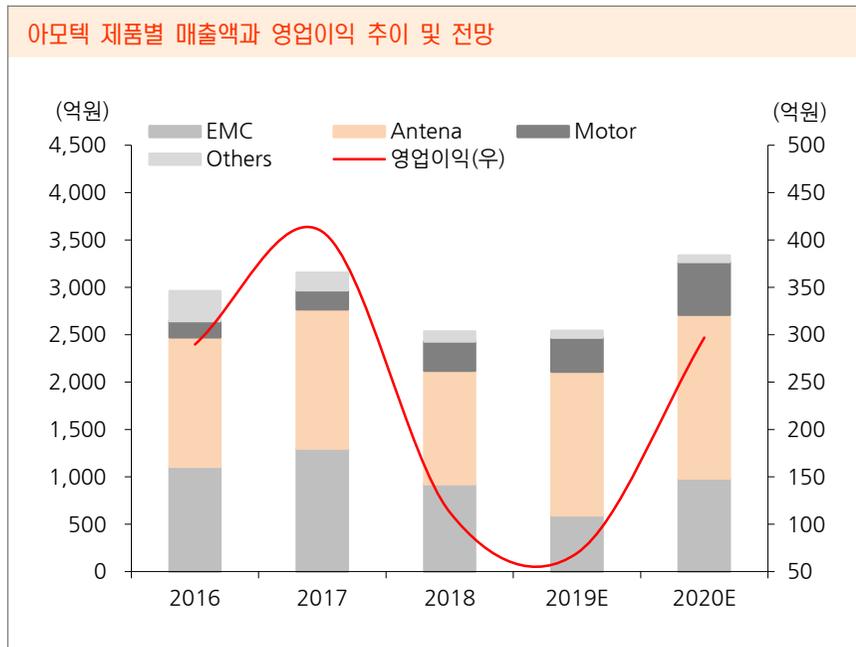
투자 포인트

❖ 수익성 개선의 포인트가 될 수 있는 MLCC

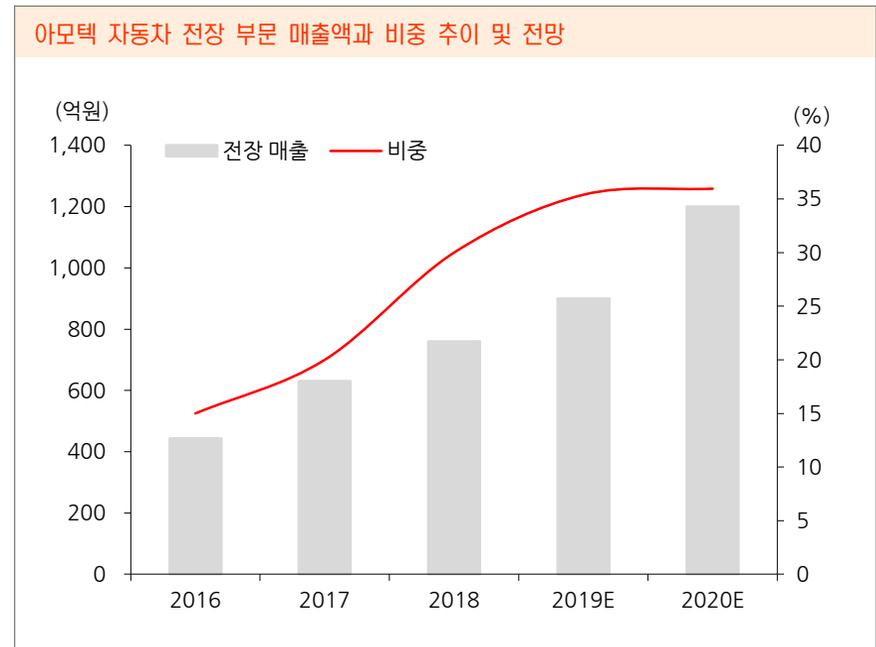
- 올해 중국 5G 통신 장비 向 Pme MLCC 양산 계획. 매출액 300억원 내외 예상되나 중국 이동통신사 투자 규모나 시기에 따라 변화 가능한 상황
- 정상 이익률이 높아 향후 중국 이동통신사 물량 증가, 제품 승인, 적용 제품 증가(자동차, IT기기) 등으로 매출액 증가 시 전사 수익성 개선에 기여할 것

❖ 자동차 전장 부문의 안정적 성장세

- 기존 제품들의 안정적 성장 속에 ①퍼스널 모빌리티 向 구동 모터 납품, ②CSM과 BLE 성장 등이 더해지며 안정적 성장 추세 이어갈 것으로 예상
- 자동차 전장 부문 매출 비중 상승 시 기존 IT 부문 대비 실적 안정성이 높아질 수 있어 Valuation 재평가에 기여할 것으로 기대



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



아모텍 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	874	585	564	511	737	543	701	561	2,534	2,543	3,337
EMC	288	219	243	175	191	129	157	119	924	595	984
Antenna	501	265	217	214	449	300	438	328	1,199	1,516	1,728
Motor	59	76	84	89	81	95	89	94	308	358	558
Others	26	24	20	33	16	20	18	20	104	74	66
영업이익	82	27	18	-14	28	-9	47	4	113	70	297
영업이익률(%)	9.4	4.6	3.2	-2.7	3.9	-1.7	6.6	0.7	4.5	2.7	8.9
순이익	68	21	4	-22	62	-31	27	25	71	84	209
순이익률(%)	7.8	3.6	0.7	-4.3	8.5	-5.7	3.9	4.5	2.8	3.3	6.3
YoY(%)											
매출액	20	-39	-31	-21	-16	-7	24	10	-20	0	31
EMC	-10	-31	-36	-38	-34	-41	-35	-32	-29	-36	65
Antenna	60	-50	-35	-28	-10	13	101	53	-19	26	14
Motor	38	59	54	60	37	24	6	6	53	16	56
Others	-52	-62	-60	116	-38	-19	-11	-40	-44	-29	-10
영업이익	-8	-78	-85	적전	-65	적전	159	흑전	-72	-38	327
순이익	11	-79	-95	적전	-9	적전	596	흑전	-72	18	150

자료: 아모텍, 한화투자증권 리서치센터



테크윙 (028670) 이익의 양과 질 모두 양호

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 18,450원

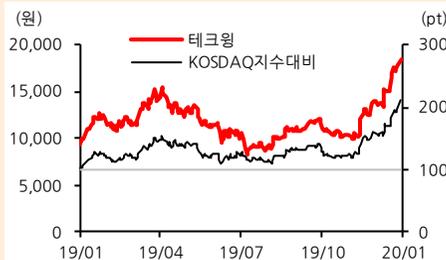
Stock Data

현재 주가(1/29) 18,450원
상승여력 -
시가총액 3,564억원
발행주식수 19,319천주
52주 최고가 / 최저가 18,450 / 8,320원
90일 일평균 거래대금 50.31억원
외국인 지분율 4.9%

주주 구성

나윤성 (외 4인) 21.7%
신영자산운용 (외 1인) 9.0%
국민연금공단 (외 1인) 8.2%

Stock Price



글로벌 시장 점유율 1위 메모리 테스트 핸들러 업체

- 글로벌 시장 점유율 1위 메모리 테스트 핸들러 업체로 종속회사를 통해 디스플레이 장비(모듈 외관 검사) 사업도 영위
- 주요 고객은 마이크론, SK하이닉스, 웨스턴 디지털(샌디스크)로 매출액 비중은 각각 34%, 16%, 8%(3Q19 누적)

투자 포인트

- i) 메모리 및 Module/SSD 테스트 핸들러 수요 증가: 업황 회복에 따른 해외 3社(도시바, 마이크론, 웨스턴 디지털)의 자동화 투자가 이어지며 메모리 및 Module/SSD 테스트 핸들러 매출 증가 예상되기 때문(1,053억원)
- ii) 비메모리 테스트 핸들러 고객사 다변화: 지난해부터 납품한 비메모리 아웃소싱 업체들의 물량 증가 예상 속에 신규 고객사(국내 2, 중국 1)로 납품 시작되기 때문. 차량용 반도체 고객사 확보 가능성은 플러스 알파. 올해 매출액 355억원 예상
- iii) 신규 제품을 통한 중장기 성장성 확보: 비메모리 테스트 핸들러 이후 성장 요인 확보 노력 중. 올해는 번인공정용 장비 시장 진입 기대, 향후 시장 규모가 큰 프로브 스테이션 시장 진출 목표. 프로브 스테이션은 납품 시 주요 아이템이 될 전망

업황 회복과 제품 Mix 다변화로 Valuation 재평가 기대

- 올해 실적은 업황 회복에 따른 테스트 핸들러 판매 증가와 소모품 성장으로 매출액 2,415억원, 영업이익 437억원 예상
- 현 주가 20F P/E 11.0x. 주가 최고점이던 2017년 대비 이익의 질과 양 모두 개선이 예상돼 Valuation 재평가 기대

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	112	136	142	223	194
영업이익	12	23	23	42	25
EBITDA	16	28	28	48	32
지배주주순이익	8	17	15	38	20
EPS	479	970	843	2,098	1,073
순차입금	59	76	124	98	103
PER	16.6	9.3	16.4	9.8	8.5
PBR	1.8	1.6	2.3	2.5	1.1
EV/EBITDA	11.8	8.3	13.3	9.9	8.6
배당수익률(%)	2.5	2.4	1.6	1.1	2.5
ROE	11.3	19.5	14.3	29.2	12.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자 포인트

❖ 테스트 핸들러 성장 재개

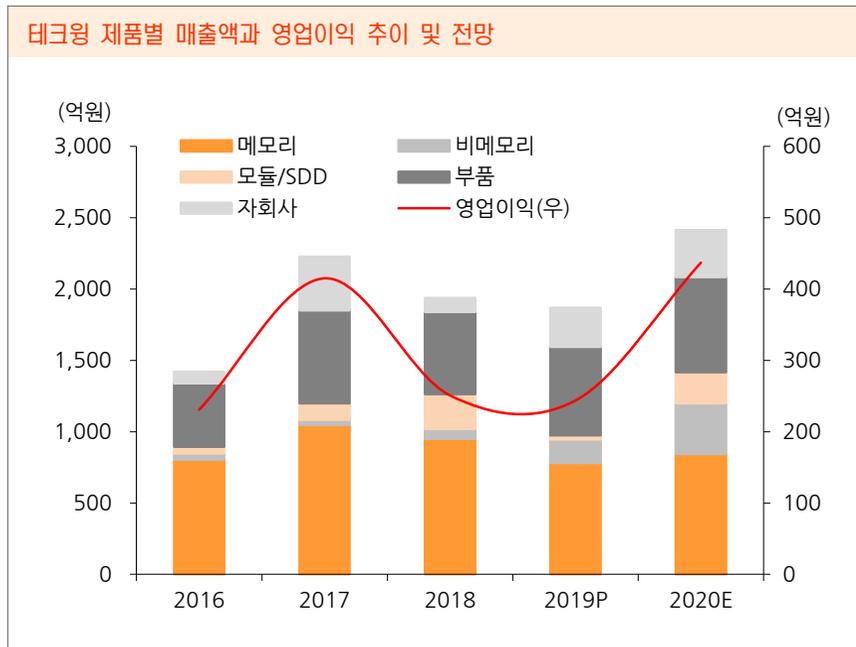
→ 메모리 및 Module/SSD 테스트 핸들러: 업황 회복에 따른 수요 증가와 주요 해외 고객사들의 자동화 투자 확대로 턴어라운드 예상

→ 비메모리 테스트 핸들러: 기존 고객사 물량 확대와 고객사 다변화를 통해 高 성장세 지속. 차량용 반도체 고객사 확보 시 성장 기대감 더욱 확대될 것

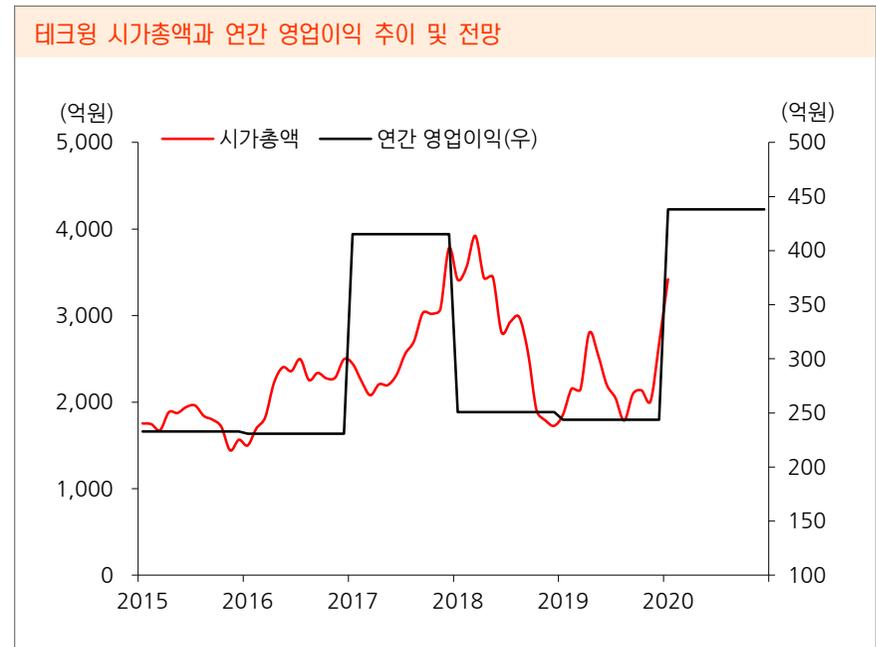
❖ Valuation 재평가 가능성

→ 올해 영업이익은 Nand 업황 회복과 비메모리 테스트 핸들러 성장으로 사상 최대치를 기록한 17년을 소폭 상회할 전망. 현 주가는 이를 상당 부분 반영

→ 그러나 17년 대비 영업이익의 양뿐만 아니라 질(제품 다변화로 안정성 및 성장성 강화)도 개선된 점을 고려 시 Valuation 재평가 가능성이 있다고 판단



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



테크윙 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2018	2019P	2020E
매출액	411	479	523	524	279	562	490	538	1,937	1,869	2,415
핸들러	253	296	359	356	134	278	257	306	1,264	966	1,417
부품	133	160	159	123	122	176	161	161	575	636	669
자회사	25	23	5	45	23	108	72	71	98	251	329
영업이익	58	60	84	48	-20	97	80	87	251	244	437
영업이익률(%)	14.1	12.6	16.1	9.2	-7.4	17.2	16.4	16.2	13.0	13.0	18.1
지배지분순이익	55	53	87	6	-73	42	7	132	201	109	324
순이익률(%)	13.3	11.0	16.6	1.2	-26.2	7.4	1.5	24.6	10.4	5.8	13.4
YoY(%)											
매출액	33	6	-29	-28	-32	17	-6	3	-13	-4	29
핸들러	44	23	11	-23	-47	-6	-28	-14	5	-24	47
부품	20	-3	-17	-33	-9	10	1	30	-12	10	5
자회사	15	-51	-98	-45	-8	377	1,235	60	-74	157	31
영업이익	71	-33	-50	-61	적전	61	-5	81	-40	-3	79
지배지분순이익	-54	138	-33	-94	적전	-21	-91	1,995	-47	-46	198

자료: 테크윙, 한화투자증권 리서치센터



에치에프알 (230240) 이제는 5G Total Solution 기업

Buy(유지)

목표주가: 36,500원(유지)

현재주가(1/29): 29,450원

Stock Data

현재 주가(1/29)	29,450원
상승여력	▲ 23.9%
시가총액	3,529억원
발행주식수	11,982천주
52주 최고가 / 최저가	30,150 / 10,750원
90일 일평균 거래대금	94.56억원
외국인 지분율	0.6%

주주 구성

정종민 (외 3인)	34.4%
한국증권금융 (외 1인)	5.0%
자사주 (외 1인)	0.0%

Stock Price



2020년 미국 5G, CBRS 시장 진출 기대

- 에치에프알은 2020년 미국 5G 시장진출을 시작으로 가파른 성장세를 이어갈 것으로 예상
- 미국 CBRS 시장에서 동사가 보유한 다양한 장비 포트폴리오(Fronthaul, 중계기, 교환기, 스몰셀 등)를 제시한 것으로 파악되며 약 3가지 장비의 공급 가능성이 높은 상황

엔텔스 인수로 Private Network 사업 경쟁력 강화

- 엔텔스 인수를 통해 국내 및 해외 Private Network 시장에서 더 많은 사업기회를 누릴 수 있을 것으로 예상
- 동사는 Private Network 관련 장비공급을 준비하고 있고, 그 과정에서 인프라부터 빌링 서비스까지 담당하는 Total Solution에 대한 고객사들의 요구가 있었던 것으로 파악됨
- 이에 대한 대응을 위해 SK텔레콤과 2G~ 현재까지의 빌링 서비스 레퍼런스를 보유한 엔텔스를 인수한 것으로 판단

투자의견 Buy, 목표주가 36,500원 유지

- 당초에 기대했던 Verizon, AT&T 향 Fronthaul 외에 추가 성장모멘텀이 계속해서 확보되고 있다는 점에 주목
- 이번 M&A를 통해 사업기회가 확대될 것으로 기대된다는 점에서 주가는 우상향할 것으로 예상됨
- 따라서 투자의견 Buy, 목표주가 36,500원 유지

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	112	131	135	173	345
영업이익	7	3	3	13	46
EBITDA	10	5	7	18	51
지배주주순이익	7	3	-1	11	35
EPS	4,741	2,103	-328	916	2,938
순차입금	3	10	-8	-2	-21
PER	-	-	-	27.5	10.0
PBR	-	-	1.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	-	-	18.5	17.2	6.6
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0	0.0
ROE	16.4	6.4	-1.4	12.8	32.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



에치에프알 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억 원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	16.0	39.5	46.2	70.9	135.0	172.6	344.8
Fronthaul	8.6	26.8	29.5	11.5	16.3	76.4	216.6
국내	2.5	21.5	26.1	10.6	2.1	60.7	61.9
해외	6.1	5.3	3.4	0.9	14.2	15.7	154.7
인빌딩솔루션	-	-	-	2.3	-	2.3	28.2
유선(OLT, ONT, ONU, Wifi AP, 기타)	7.5	12.6	16.7	57.1	96.0	94.0	100.0
영업이익	-5.0	2.4	4.0	11.6	2.9	13.1	46.3
영업이익률(%)	-31.0	6.1	8.7	16.4	2.1	7.6	13.4
순이익	-4.0	2.1	4.1	8.8	-0.9	11.0	35.2
순이익률(%)	-25.1	5.3	8.9	12.4	-0.7	6.4	10.2
YoY(%)							
매출액	49	2	53	29	-	28	100
영업이익	적지	-28	흑전	83	-	355	254
순이익	적지	-29	흑전	43	-	흑전	221

자료: 에치에프알, 한화투자증권 리서치센터



에치에프알 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	112	131	135	173	345
매출총이익	20	18	21	33	72
영업이익	7	3	3	13	46
EBITDA	10	5	7	18	51
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	2	-2	1	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	2	0	13	46
당기순이익	8	3	-1	11	36
지배주주순이익	7	3	-1	11	35
증가율(%)					
매출액	71.3	16.5	3.2	27.9	99.8
영업이익	234.1	-61.6	1.9	355.3	253.7
EBITDA	155.9	-44.7	25.8	156.8	188.6
순이익	90.0	-59.0	적전	흑전	234.3
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	13.9	15.4	18.8	20.8
영업이익률	6.5	2.2	2.1	7.6	13.4
EBITDA이익률	8.7	4.1	5.0	10.1	14.6
세전이익률	7.4	1.8	0.3	7.7	13.3
순이익률	6.8	2.4	-0.6	6.3	10.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	84	78	102	126	163
현금성자산	18	9	22	25	44
매출채권	47	44	51	50	62
재고자산	18	19	26	49	54
비유동자산	20	25	27	27	28
투자자산	7	9	10	8	8
유형자산	4	4	5	8	12
무형자산	9	12	12	11	8
자산총계	104	103	128	153	191
유동부채	48	38	40	54	56
매입채무	29	20	24	24	26
유동성이자부채	17	14	11	21	21
비유동부채	8	11	8	7	7
비유동이자부채	4	5	3	3	3
부채총계	56	49	48	61	63
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	2	2	23	24	24
이익잉여금	43	46	45	56	91
자본조정	0	1	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	49	54	80	92	127





에치에프알 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	3	-2	-3	-3	24
당기순이익	8	3	-1	11	36
자산상각비	2	3	4	4	4
운전자본증감	-8	-6	-12	-18	-16
매출채권 감소(증가)	-14	1	-7	2	-13
재고자산 감소(증가)	-4	-1	-8	-24	-5
매입채무 증가(감소)	14	-8	3	0	2
투자현금흐름	-8	-4	4	-4	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-4	-5
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-3	-2	0
투자자산 감소(증가)	0	-2	9	-1	0
재무현금흐름	-2	-1	14	10	0
차입금의 증가(감소)	-2	-1	0	12	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	12	5	10	16	40
(-)운전자본증가(감소)	17	8	6	18	16
(-)설비투자	1	1	2	4	5
(+)자산매각	-1	-3	-3	-2	0
Free Cash Flow	-8	-7	-1	-8	19
(-)기타투자	-4	-4	6	-2	0
잉여현금	-4	-3	-7	-6	19
NOPLAT	7	2	-6	11	37
(+) Dep	2	3	4	4	4
(-)운전자본투자	17	8	6	18	16
(-)Capex	1	1	2	4	5
OpFCF	-9	-4	-10	-7	21

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	4,741	2,103	-328	916	2,938
BPS	31,288	34,132	6,728	7,673	10,611
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,741	3,387	3,484	1,344	3,306
ROA(%)	8.0	3.1	-0.8	7.8	20.5
ROE(%)	16.4	6.4	-1.4	12.8	32.1
ROIC(%)	16.4	3.7	-9.0	13.4	37.8
Multiples(x,%)					
PER	-	-	-	27.5	10.0
PBR	-	-	1.7	3.3	2.8
PSR	-	-	0.2	1.7	1.0
PCR	-	-	3.3	18.7	8.9
EV/EBITDA	-	-	18.5	17.2	6.6
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	114.5	90.8	60.2	66.3	49.7
Net debt/Equity	6.4	18.1	-9.7	-1.9	-16.2
Net debt/EBITDA	31.6	180.4	-113.5	-10.0	-40.8
유동비율	176.3	203.3	252.4	234.0	290.5
이자보상배율(배)	22.9	8.0	6.7	41.1	108.9
자산구조(%)					
투하자본	66.8	76.3	69.3	72.9	66.8
현금+투자자산	33.2	23.7	30.7	27.1	33.2
자본구조(%)					
차입금	29.8	26.3	15.3	20.2	15.5
자기자본	70.2	73.7	84.7	79.8	84.5



오이슬루션 [138080] 가능성을 열어두고 지켜보자

Buy(유지)

목표주가: 58,000원(하향)

현재주가(1/29): 46,400원

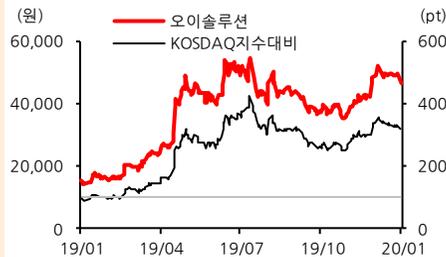
Stock Data

현재 주가(1/29)	46,400원
상승여력	▲ 25.0%
시가총액	4,930억원
발행주식수	10,624천주
52주 최고가 / 최저가	54,744 / 14,312원
90일 일평균 거래대금	106.4억원
외국인 지분율	3.4%

주주 구성

박찬 (외 6인)	29.1%
유준상 (외 1인)	1.4%
이상호 (외 1인)	0.9%

Stock Price



2020년 매출액 성장하지만 이익 소폭하락 전망

- 1) 2020년 국내 트랜시버 수요, 2) 해외 수주물량으로 매출성장이 기대되나, 국내 5G Cycle 중반진입에 따른 제품 단가인하 영향으로 이익이 소폭 하락할 전망

SK텔레콤 내 점유율 상승은 긍정적, 해외 매출은 하반기에 기대

- 2020년은 국내 트랜시버 수요둔화 가능성이 존재하지만, 동사의 SK텔레콤 내 점유율 상승이 기대됨. 경쟁사의 재무구조 이슈로 인해 SK텔레콤 내 점유율 하락하면서, 동사의 점유율이 상승한 것으로 파악됨. 이는 국내 트랜시버 수요둔화에도 실적을 방어할 수 있는 요인으로 작용할 것으로 예상됨
- 실적 업사이드 가능성의 경우 2가지: 1) 미국/일본향 물량이 하반기부터 본격적으로 매출에 기여할 가능성, 2) LD(Laser Diode) Chip의 내재화로 인한 이익률 개선과 LD Chip의 수출 가능성

투자 의견 Buy, 목표주가 58,000원으로 하향

- 당사는 2020년 고객사 단가인하 가능성을 반영하였음. 단, 이를 1) 국내시장 내 점유율 상승과 2) 해외 매출 개시를 통해 일부 상쇄할 것으로 추정. 이를 반영하여 2020년 연간실적 추정치를 매출액 2,259억원(+7.3% YoY), 영업이익 560억원(-4.5% YoY)으로 하향조정. 목표주가 역시 58,000원으로 하향(2020F 예상 순이익에 Target PER 10배 적용)
- 단, 해외 수주가 유의미하게 발생할 경우 실적추정치와 목표주가 모두 상향 조정될 전망

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	80	77	82	211	226
영업이익	5	-2	0	59	56
EBITDA	8	3	5	64	62
지배주주순이익	6	-2	3	47	45
EPS	727	-192	261	4,778	4,561
순차입금	10	-3	3	-26	-41
PER	12.7	-	50.9	9.8	10.2
PBR	1.4	1.3	1.9	4.0	2.9
EV/EBITDA	10.4	32.6	26.7	7.3	7.3
배당수익률(%)	1.4	1.1	0.9	0.3	0.3
ROE	11.7	-2.9	3.8	51.8	33.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



오이솔루션 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	17.3	18.7	20.9	24.7	43.4	56.0	60.6	50.4	81.5	210.5	225.9
국내	5.6	6.8	6.1	10.2	36.2	48.5	49.3	42.3	28.7	176.3	159.6
해외	11.6	11.9	14.8	14.2	7.2	7.5	11.3	8.1	52.5	34.1	66.2
영업이익	-2.3	-0.2	1.0	1.7	9.7	16.5	19.8	12.5	0.2	58.6	56.0
영업이익률(%)	-13.4	-1.0	5.0	6.9	22.4	29.5	32.6	24.9	0.3	27.8	24.8
순이익	-1.9	1.8	1.1	0.9	9.7	11.4	15.6	10.7	1.8	47.5	45.1
순이익률(%)	-11.1	9.4	5.0	3.6	22.3	20.3	25.8	21.3	2.2	22.5	20.0
YoY(%)											
매출액	-26	-5	25	46	152	200	190	105	6	158	7
국내	-10	45	85	191	546	613	708	315	62	514	-10
해외	-32	-21	10	7	-38	-37	-24	-43	-11	-35	94
영업이익	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	1,800	640	흑전	24,956	-5
순이익	적전	31	흑전	흑전	흑전	552	1,380	1,110	흑전	2,581	-5

자료: 오이솔루션, 한화투자증권 리서치센터



오이슬루션 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	80	77	82	211	226
매출총이익	27	23	27	88	88
영업이익	5	-2	0	59	56
EBITDA	8	3	5	64	62
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	1	-2	1	1	0
지분법손익	0	0	0	-1	0
세전계속사업손익	6	-4	2	59	57
당기순이익	6	-2	3	47	46
지배주주순이익	6	-2	3	47	45
증가율(%)					
매출액	34.2	-3.9	6.4	158.3	7.3
영업이익	833.7	적전	흑전	25,020.0	-4.7
EBITDA	115.3	-68.4	88.5	1,173.9	-3.3
순이익	226.0	적전	흑전	1,732.0	-3.8
이익률(%)					
매출총이익률	33.4	29.5	33.6	41.6	38.9
영업이익률	5.9	-2.5	0.3	27.9	24.8
EBITDA이익률	10.6	3.5	6.2	30.5	27.5
세전이익률	7.6	-4.9	2.4	28.2	25.3
순이익률	7.7	-2.3	3.2	22.5	20.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	53	57	57	106	146
현금성자산	10	23	17	46	61
매출채권	23	15	19	31	39
재고자산	18	19	20	25	42
비유동자산	37	39	42	48	57
투자자산	6	8	11	15	15
유형자산	30	30	30	32	41
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	90	96	99	154	203
유동부채	28	25	25	35	40
매입채무	6	3	4	7	12
유동성이자부채	20	20	19	19	19
비유동부채	6	4	6	5	5
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	35	29	31	40	45
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	14	27	27	27	27
이익잉여금	36	34	35	81	125
자본조정	2	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	55	67	68	114	158





오이슬루션 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-5	4	1	44	32
당기순이익	6	-2	3	57	46
자산상각비	4	5	5	5	6
운전자본증감	-17	0	-8	-22	-20
매출채권 감소(증가)	-10	4	-3	-10	-8
재고자산 감소(증가)	-7	-3	-2	-8	-16
매입채무 증가(감소)	1	0	0	0	5
투자현금흐름	-8	-4	-11	-28	-16
유형자산처분(취득)	-7	-4	-5	-6	-15
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-6	-22	-1
재무현금흐름	7	14	-1	-1	-1
차입금의 증가(감소)	7	0	0	-1	0
자본의 증가(감소)	0	14	-1	-1	-1
배당금의 지급	0	1	1	1	1
총현금흐름	12	5	9	67	51
(-)운전자본증가(감소)	14	-5	4	10	20
(-)설비투자	7	4	5	6	15
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-9	5	-1	50	17
(-)기타투자	3	5	3	12	1
잉여현금	-12	0	-3	38	16
NOPLAT	3	-1	0	47	45
(+) Dep	4	5	5	5	6
(-)운전자본투자	14	-5	4	10	20
(-)Capex	7	4	5	6	15
OpFCF	-14	4	-5	35	16

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	727	-192	261	4,778	4,561
BPS	6,557	6,765	6,876	11,560	16,001
DPS	125	100	120	120	120
CFPS	1,474	528	940	6,731	5,199
ROA(%)	7.4	-1.9	2.6	37.3	25.3
ROE(%)	11.7	-2.9	3.8	51.8	33.1
ROIC(%)	6.5	-2.3	0.3	62.5	46.0
Multiples(x,%)					
PER	12.7	-47.2	50.9	9.8	10.2
PBR	1.4	1.3	1.9	4.0	2.9
PSR	1.0	1.1	1.6	2.2	2.0
PCR	6.3	17.2	14.1	6.9	8.9
EV/EBITDA	10.4	32.6	26.7	7.3	7.3
배당수익률	1.4	1.1	0.9	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	62.6	43.5	45.7	34.8	28.4
Net debt/Equity	17.8	-4.0	4.0	-23.0	-26.1
Net debt/EBITDA	116.4	-100.5	53.5	-40.9	-66.7
유동비율	186.1	230.8	224.8	301.7	363.1
이자보상배율(배)	13.2	n/a	0.5	108.4	91.3
자산구조(%)					
투하자본	79.1	66.2	70.8	57.7	59.3
현금+투자자산	20.9	33.8	29.2	42.3	40.7
자본구조(%)					
차입금	26.6	23.0	22.4	14.6	11.0
자기자본	73.4	77.0	77.6	85.4	89.0



제이스텍 (090470) 2020 OLED 후공정 대장

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 12,400원

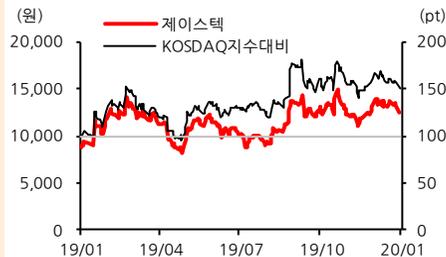
Stock Data

현재 주가(1/29)	12,400원
상승여력	-
시가총액	1,810억원
발행주식수	14,598천주
52주 최고가 / 최저가	15,000 / 8,150원
90일 일평균 거래대금	43.25억원
외국인 지분율	1.4%

주주 구성

정재승 (외 2인)	44.2%
자사주 (외 1인)	0.9%
김성호 (외 1인)	0.0%

Stock Price



2020년 국내 OLED Cycle 진입으로 수혜 기대

- 제이스텍은 국내 디스플레이 본딩 장비업체의 대표주자로서 견고한 입지를 유지해왔음
- 2020년 삼성디스플레이의 1) QD 디스플레이 투자, 2) 중소형 OLED 신규 투자(A5)로 수주흐름이 우호적으로 이어질 전망. 특히 대형 OLED 본딩장비의 경우 국내에서 유일하게 대응 가능한 업체로 큰 수혜가 기대됨

과거 A3 Cycle 당시의 실적 + 중국향 신규 모멘텀에 주목

- 제이스텍은 삼성디스플레이의 2016~ 2017년 OLED CAPEX 투자 Cycle에서 확실한 수혜주임을 숫자로 증명했음
- 당시 공급했던 장비는 후공정에 투입된 레이저 장비와 본딩장비였으며, 수주규모는 약 5,400억원 수준
- 이러한 우호적인 업황을 바탕으로 동사의 2017년 실적은 매출액 5,708억원, 영업이익 1,006억원을 기록
- 수주 공백기간 개발해온 화질 검사장비를 중국 디스플레이 업체에 공급할 가능성이 높아지면서 해외에서도 성장동력 확보

성장 모멘텀 감안 시 현재 시가총액 매력적

- 2019년 초와는 분명하게 달라진 환경(대형 OLED 신규투자에 대한 불확실성 해소)에서 추가 모멘텀(중소형 OLED 관련 후공정 투자)에 대한 가능성이 존재하는 상황
- 보수적인 시나리오(QD 디스플레이 신규투자 30K)를 가정해도 현 시가총액에서는 상승여력 충분하다고 판단됨

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	51	70	151	571	126
영업이익	4	4	17	101	6
EBITDA	5	5	18	103	9
지배주주순이익	4	5	12	74	8
EPS	255	318	812	5,079	552
순차입금	-1	8	-34	-60	-12
PER	12.5	17.3	26.3	3.5	9.6
PBR	1.1	1.8	5.5	2.0	0.6
EV/EBITDA	8.6	16.9	15.1	2.0	7.6
배당수익률(%)	1.6	0.9	0.5	2.8	1.9
ROE	9.4	10.7	23.3	80.0	6.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



티로보틱스 (117730) 최악은 반영됐고, 성장이 기대된다

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 10,700원

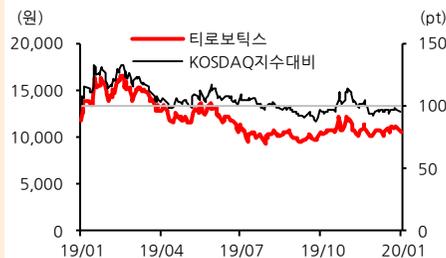
Stock Data

현재 주가(1/29)	10,700원
상승여력	-
시가총액	597억원
발행주식수	5,579천주
52주 최고가 / 최저가	16,550 / 9,400원
90일 일평균 거래대금	20.9억원
외국인 지분율	3.1%

주주 구성

안승욱 (외 9인)	27.1%
티로보틱스우리스주 (외 1인)	0.7%

Stock Price



2020년 실적 레벨업 기대

- 동사의 2020년 실적은 매출액 848억원(+57.7% YoY), 영업이익 92억원(흑전 YoY)으로 전망. 1) 고객사 Applied Materials의 중국향 수주가 정상화되면서, 2) 티로보틱스의 중국향 매출이 반등할 것으로 기대되며, 3) 국내 OLED 투자 Cycle 진입에 따라 추가 수혜가 기대된다는 점이 실적개선을 전망하는 주요인

중국향 수주 정상화 + 국내 OLED 투자 수혜

- 미중 무역갈등이 해소되는 국면으로 들어서면서, 중국향 공급이 일부 정상화되기 시작하고 있는 것으로 파악됨
- 2019년 초에 이슈가 됐던 삼성디스플레이 QD 디스플레이 설비투자가 4분기부터 가시화됨에 따라 동사는 국내에서도 2020년 성장 모멘텀을 확보했다고 판단

4Q19 턴어라운드, 2020년 성장을 보면 현 시가총액 매력적

- 중국향 수주흐름 정상화로 4Q19에 흑전이 예상됨. 국내 OLED 수주를 제외하고 중국수주만 반영한 2020년 예상실적은 매출액 848억원, 영업이익 92억원 수준
- 국내 OLED 투자 Cycle 수혜가 반영될 시에 매출액 1,000억원 수준이 기대되기 때문에 현재 시가총액 수준은 매력적이라고 생각함

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	49	70	67	54	85
영업이익	3	6	6	-5	9
EBITDA	5	8	7	-2	13
지배주주순이익	0	7	5	-4	10
EPS	-	-	962	-715	1,797
순차입금	25	9	-5	16	17
PER	-	-	9.8	-	6.0
PBR	-	-	1.6	2.3	1.5
EV/EBITDA	-	-	6.2	-37.7	5.8
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0	0.0
ROE	-	-	22.7	-12.9	29.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



예선테크 (250930) OLED TV와 2차전지의 하모니

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 3,200원

Stock Data

현재 주가(1/29)	3,200원
상승여력	-
시가총액	1,056억원
발행주식수	33,000천주
52주 최고가 / 최저가	4,555 / 2,255원
90일 일평균 거래대금	12.79억원
외국인 지분율	0.2%

주주 구성

전준섭 (외 6인)	37.0%
최혜원 (외 1인)	13.3%
권혜영 (외 1인)	7.0%

Stock Price



국내 점착소재 1위, 전방시장도 매력적

- 예선테크는 2005년에 설립되어 2019년 9월 11일 코스닥 시장에 상장된 점착소재회사
- 주요 제품은 고성능 점착소재로 기능적 요소가 필요한 전방시장에 다양하게 공급하고 있음
- 주요 응용처는 LCD/OLED TV(픽싱테이프, 인클로저 패드, 방열 패드 등), 자동차(디스플레이 및 내외장재, 전장부품 간), 2차전지(2차전지용 분리막의 적층)

고객사 다변화, 수익성 중심의 사업집중

- 예선테크는 고객사 포트폴리오가 다변화되어 매출하락 리스크를 최소화하는 방향으로 사업을 전개하고 있음
- 주요 End 고객사는 LG디스플레이, Apple, Konka, Skyworth, SONY, Mercedes Benz, BMW 등이며, 가장 매출기여도가 높은 업체는 LG전자(20% 수준)

OLED TV, 2차전지 시장확대로 성장성 높다고 판단

- LCD 점착제가 꾸준한 Cash cow 역할을 하면서, OLED TV와 2차전지 분리막향 점착제 사업이 주요 성장동력이 될 것으로 예상
- 최근 국내 디스플레이 업체의 대형 OLED 시설투자 본격화로 OLED TV 시장 성장세가 가속화될 것으로 기대됨

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	32	31	25	36	57
영업이익	3	2	-3	1	9
EBITDA	3	3	-2	2	10
지배주주순이익	1	1	-2	-1	6
EPS	-	-	-	-	-
순차입금	9	7	9	13	12
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
ROE	10.4	12.2	-21.4	-11.1	48.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



휴비츠 (065510) 실적개선 + 포트폴리오 확대

Buy(유지)

목표주가: 13,500원(유지)

현재주가(1/29): 10,250원

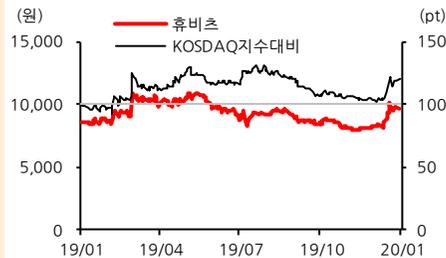
Stock Data

현재 주가(1/29)	10,250원
상승여력	▲ 31.7%
시가총액	1,218억원
발행주식수	11,883천주
52주 최고가 / 최저가	10,950 / 7,930원
90일 일평균 거래대금	6.06억원
외국인 지분율	6.8%

주주 구성

김현수 (외 4인)	26.5%
자사주 (외 1인)	2.4%
자사주신탁 (외 1인)	1.7%

Stock Price



2020년에도 실적 개선세 지속될 전망

- 동사의 2020년 매출액은 956억원(+9.0% YoY), 영업이익 146억원(+33.1% YoY)으로 전망. 1) 본사에서 출시할 신제품 매출개시, 2) 상해법인의 Vision Screener 출시가 실적성장을 전망하는 주요인

실적 개선세와 제품 포트폴리오 확대에 주목

- 휴비츠의 2020년은 신제품 출시효과가 크게 두드러질 것으로 예상. 신제품 출시는 주로 3분기에 예상되며 1) 본사에서는 토노리플렉터, 신규 렌즈가공기, 펀더스카메라, 2) 상해법인에서는 Vision Screener 출시가 예상됨
- 디스플레이 검사장비는 당초 예상보다 매출개시가 늦어지고 있으나 2019년보다는 구체적인 고객사와의 논의가 오가고 있는 것으로 파악됨. 하반기 매출개시로 가정했을 때 전사 매출액이 1,000억원을 상회하는 수준으로 상향조정될 가능성을 열어두고 있는 상황

투자 의견 Buy, 목표주가 13,500원 유지

- 현 주가는 2020F PER 11.4배 수준으로 글로벌 Peer 대비(평균 PER 30.4배) 과도하게 저평가돼 있다고 판단
- 당사는 1) 밸류에이션 상 주가의 하방경직성, 2) 신제품 출시와 사업영역 확대의 가능성을 감안 시 현 주가레벨은 매우 매력적인 수준이라고 생각함

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	67	70	79	88	96
영업이익	12	9	8	11	15
EBITDA	17	14	14	16	21
지배주주순이익	11	3	7	7	11
EPS	933	262	597	617	900
순차입금	35	37	32	36	36
PER	14.6	51.0	13.5	13.3	11.4
PBR	2.1	2.0	1.1	1.1	1.3
EV/EBITDA	11.8	14.0	9.2	8.1	7.6
배당수익률(%)	0.7	1.1	1.9	1.8	1.5
ROE	15.1	4.0	8.7	8.5	11.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



휴비츠 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	16.5	20.8	19.5	22.2	18.6	23.6	22.0	23.6	78.9	87.7	95.6
휴비츠 본사	15.0	17.7	16.0	19.4	16.3	20.1	19.1	20.6	68.1	76.1	83.0
자동검안기	3.3	3.8	3.5	4.5	3.6	4.1	4.4	4.6	15.0	16.8	17.7
자동렌즈미터	1.0	1.4	1.2	1.4	1.0	1.3	1.9	1.5	5.0	5.8	6.0
렌즈가공기	4.2	4.8	4.1	4.7	4.5	5.1	4.8	5.2	17.7	19.5	20.6
리플렉터	2.0	2.2	1.9	2.5	2.4	3.3	1.9	2.7	8.7	10.3	10.8
안과용진단기	2.5	3.2	3.4	4.0	3.1	4.1	4.3	4.5	13.1	16.0	20.5
상해 휴비츠	3.1	4.3	5.0	5.2	3.4	5.3	5.2	5.2	17.5	19.1	22.2
영업이익	1.2	2.9	2.5	1.6	1.5	3.4	2.5	3.6	8.3	10.9	14.6
영업이익률(%)	7.5	14.1	13.0	7.4	8.0	14.4	11.2	15.3	10.6	12.5	15.2
순이익	1.2	3.6	1.3	1.0	1.0	2.0	1.5	2.6	7.2	7.5	10.7
순이익률(%)	7.5	17.3	6.8	4.5	5.6	8.3	8.1	11.5	9.1	8.5	12.0
YoY(%)											
매출액	6	13	7	21	13	14	13	6	12	11	9
휴비츠 본사	5	6	-3	25	8	14	20	6	8	12	9
상해 휴비츠	3	0	10	17	9	24	5	0	8	9	16
영업이익	-27	-7	20	-24	19	16	-3	121	-9	31	33
순이익	110	8	-33	-135	-16	-46	14	162	130	5	54

자료: 휴비츠, 한화투자증권 리서치센터



휴비츠 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	67	70	79	88	96
매출총이익	29	28	31	36	39
영업이익	12	9	8	11	15
EBITDA	17	14	14	16	21
순이자손익	0	-1	-1	0	-1
외화관련손익	1	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	13	4	7	8	12
당기순이익	11	3	8	8	12
지배주주순이익	11	3	7	7	11
증가율(%)					
매출액	-3.9	5.2	12.0	11.1	9.0
영업이익	10.4	-26.7	-8.6	31.3	33.1
EBITDA	4.2	-16.6	-0.8	18.6	25.2
순이익	53.2	-69.6	118.1	4.1	47.0
이익률(%)					
매출총이익률	43.7	40.5	38.7	40.8	40.8
영업이익률	18.6	12.9	10.6	12.5	15.2
EBITDA이익률	25.1	19.9	17.6	18.8	21.6
세전이익률	20.0	5.0	8.6	9.4	12.4
순이익률	17.0	4.9	9.6	9.0	12.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	47	42	47	59	69
현금성자산	8	4	5	10	10
매출채권	16	18	19	23	27
재고자산	16	17	20	23	28
비유동자산	93	99	94	98	99
투자자산	4	17	18	18	19
유형자산	77	70	63	66	64
무형자산	12	12	13	14	16
자산총계	140	141	142	157	168
유동부채	27	26	26	40	41
매입채무	4	7	5	6	8
유동성이자부채	20	18	19	33	33
비유동부채	30	30	26	23	24
비유동이자부채	23	23	18	14	14
부채총계	57	57	52	63	65
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	13	13	13	13	13
이익잉여금	62	64	69	74	83
자본조정	-3	-4	-4	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-6	-6
자본총계	83	84	90	94	103





휴비츠 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	12	10	8	5	9
당기순이익	11	3	8	8	12
자산상각비	4	5	6	6	6
운전자본증감	-6	-2	-7	-12	-8
매출채권 감소(증가)	0	0	0	-2	-5
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-3	-5
매입채무 증가(감소)	-2	0	-3	-1	1
투자현금흐름	-34	-10	-2	-10	-7
유형자산처분(취득)	-31	-10	4	-4	-1
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-5	-5	-5
투자자산 감소(증가)	1	0	0	-7	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	18	17
(-)운전자본증가(감소)	6	-3	6	6	8
(-)설비투자	31	16	1	4	1
(+)자산매각	-4	3	0	-5	-5
Free Cash Flow	-23	2	8	3	3
(-)기타투자	0	1	1	0	1
잉여현금	-23	1	7	3	2
NOPLAT	11	7	6	10	14
(+) Dep	4	5	6	6	6
(-)운전자본투자	6	-3	6	6	8
(-)Capex	31	16	1	4	1
OpFCF	-22	-2	4	6	11

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	933	262	597	617	900
BPS	6,502	6,622	7,061	7,377	8,127
DPS	100	150	150	150	150
CFPS	1,549	1,086	1,341	1,491	1,445
ROA(%)	8.7	2.2	5.0	4.9	6.6
ROE(%)	15.1	4.0	8.7	8.5	11.6
ROIC(%)	10.9	5.5	5.0	8.3	10.6
Multiples(x,%)					
PER	14.6	51.0	13.5	13.3	11.4
PBR	2.1	2.0	1.1	1.1	1.3
PSR	2.4	2.3	1.2	1.1	1.3
PCR	8.8	12.3	6.0	5.5	7.1
EV/EBITDA	11.8	14.0	9.2	8.1	7.6
배당수익률	0.7	1.1	1.9	1.8	1.5
안정성(%)					
부채비율	68.7	67.4	57.8	67.4	63.2
Net debt/Equity	42.8	43.7	35.5	38.0	34.6
Net debt/EBITDA	211.0	262.4	229.4	217.1	173.0
유동비율	175.1	160.0	185.0	148.4	166.7
이자보상배율(배)	235.7	11.7	7.6	18.6	11.1
자산구조(%)					
투하자본	90.7	85.2	84.4	82.0	82.6
현금+투자자산	9.3	14.8	15.6	18.0	17.4
자본구조(%)					
차입금	34.5	32.7	28.9	32.9	31.0
자기자본	65.5	67.3	71.1	67.1	69.0

III

자동차



신차 효과, 자율 주행, 환경 규제

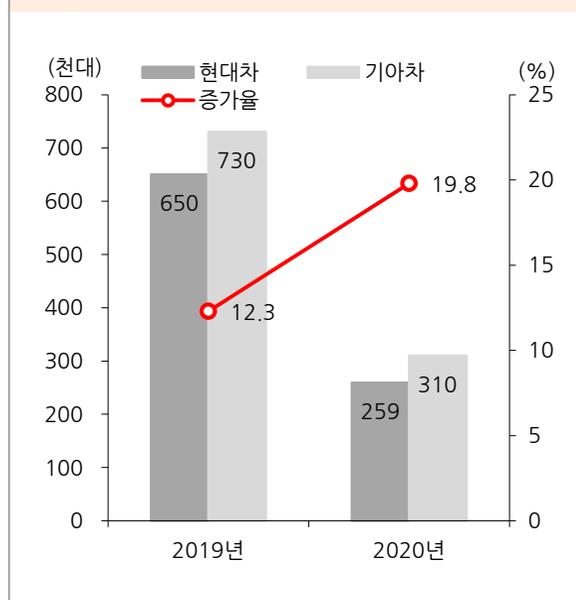
1. 현대공업(170030)
2. 평화정공(043370)
3. 화신(010690)
4. 쿠파라(126600)
5. 아이쓰리시스템(214430)
6. 에스넷(038680)



Check 신차 사이클 도래

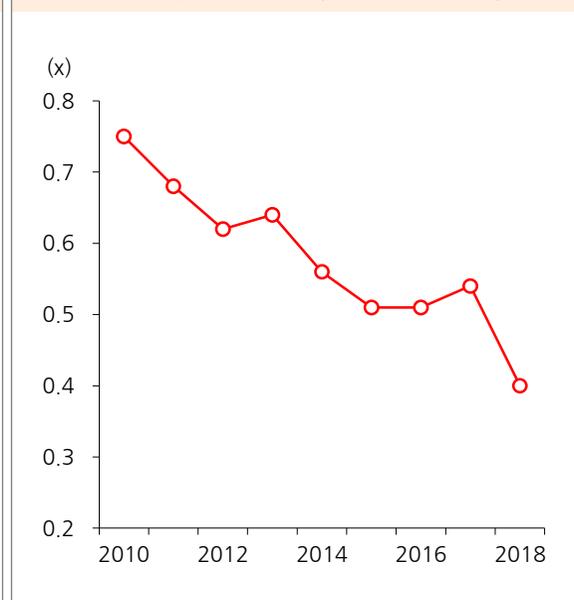
- ❖ 자동차부품 업체, 완성차 신차 사이클 도래에 따른 영업 환경 개선 기대
 - 완성차 신차 사이클 진입으로 자동차부품 업체들의 물량 및 단가 환경 개선 기대
 - 부진이 지속된 중국 지역 판매 회복 가능성(올해 현대/기아차 중국 도매 판매 목표 104만대로 전년 대비 14.4% 증가)
 - 자동차부품 업종의 PSR 수준 고려 시 소폭 수익성 개선에도 Valuation 매력 커질 수 있는 상황
 - 올해부터 유럽을 중심으로 환경 규제 강화돼 파워트레인 전동화 관련 부품뿐 아니라 차량 경량화 등 연비 개선 관련 부품도 관심 필요
- ❖ 해당 리포트 내 관련 종목은 평화정공(신차), 화신(신차), 현대공업(제네시스), 코프라(차량 경량화)

현대/기아차 중국 도매 판매 목표



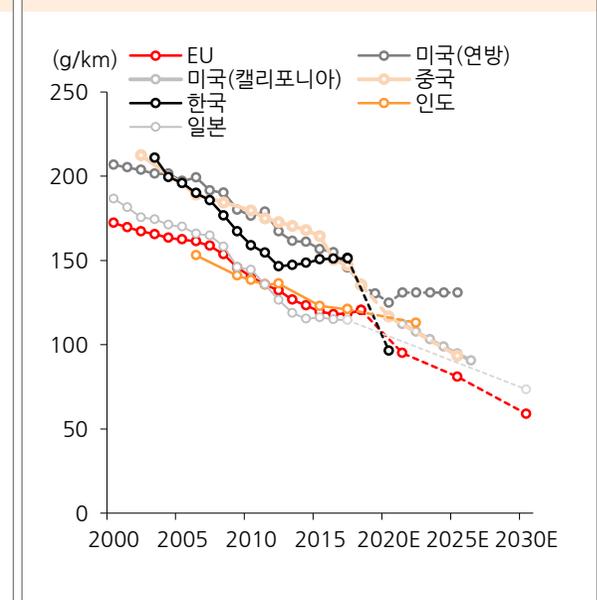
자료: 현대/기아차, 한화투자증권 리서치센터

자동차부품 업종 PSR 추이 (MKF2000 기준)



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

주요국 배출 가스 규제



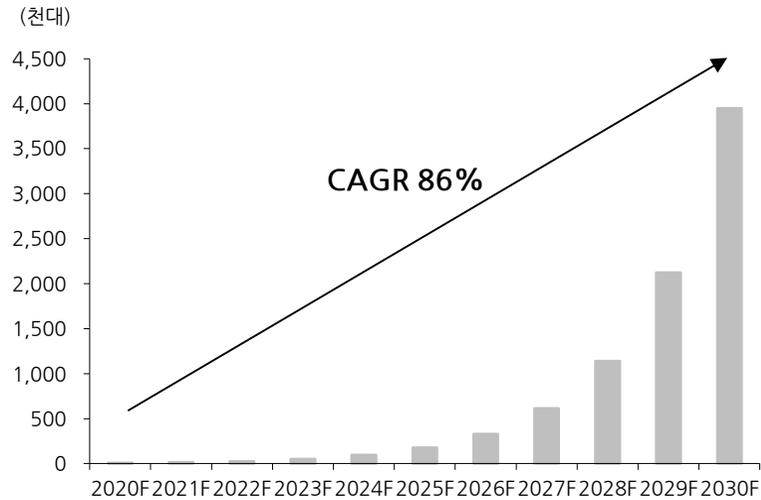
자료: ICCT, 한화투자증권 리서치센터



Check 자율주행차의 확산

- ❖ 모빌리티 산업의 성장과 자동차 전장화에 대한 수요 증가로 자율주행차 시장은 고성장세를 이어갈 것으로 예상
 - 자율주행차 판매량은 2020년 8천 대에서 2030년 395만 대로 연평균 86%의 성장세를 보일 것으로 예상
 - 자율주행차의 주변환경을 스스로 인식하는 인지 프로세스를 최고수준으로 끌어올리기 위한 센서도입이 확산될 전망
 - 야간주행과 같은 상황에서의 대처능력 향상을 위해 기존에 도입되고 있는 라이다, 카메라 외에 적외선 센서에 대한 수요가 확산될 전망
 - 자율주행과 V2X 환경을 위한 인프라 투자도 확산이 전망됨에 따라 관련 구축 경험이 있는 업체에도 주목해야 한다고 판단

자율주행차 판매량 전망



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

안전한 야간주행을 위해 도입이 확산될 Night Vision 시스템



자료: BMW, 한화투자증권 리서치센터



현대공업 (028670) 제네시스와 동반 성장

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 4,445원

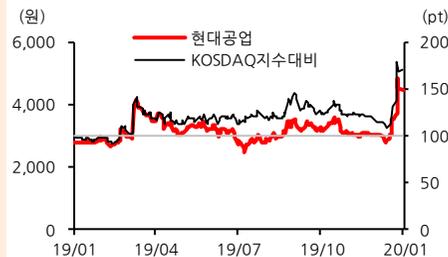
Stock Data

현재 주가(1/29)	4,445원
상승여력	-
시가총액	682억원
발행주식수	15,340천주
52주 최고가 / 최저가	4,835 / 2,480원
90일 일평균 거래대금	43.8억원
외국인 지분율	1.8%

주주 구성

강현석 (외 5인)	56.3%
자사주신탁 (외 1인)	1.8%
현대공업우리사주 (외 1인)	0.6%

Stock Price



자동차 내장부품 업체

- 시트패드, 암레스트, 헤드레스트, 사이드패드 등 자동차 내장재를 생산하는 자동차부품 업체
- 주요 고객은 국내(현대/기아차), 중국(현대차)로 3Q19 기준 지역별 매출액 비중은 한국 89%, 중국 11%

투자 포인트

- i) 제네시스 라인업 확대 수혜: ①G80 신차 출시, SUV 라인업 추가 등에 따른 제네시스 판매 증가, ②타 차종 대비 큰 대당 매출액(약 3배), ③신규 차종(GV80, GV70) 납품에 따른 순증 효과 등을 고려 시 제네시스 發 실적 개선 가능
- ii) SUV 및 중대형 차종 수요 증가: SUV 차종 수요 증가는 ①SUV 신규 차종 납품(펠리세이드), ②대당 매출액 증가(중소형 < SUV, 헤드레스트 매출 증가) 등을 야기해 외형 성장에 긍정적 요인으로 작용
- iii) 아웃소싱 확대에 따른 신규 매출 발생: 완성차 업체들이 수익성 개선을 위해 비 핵심부품 아웃소싱(외주화) 확대 중. 동사도 지난해 아웃소싱 물량 수주를 통해 신규 매출(80억원 수준) 발생. 올해도 아웃소싱 물량 추가 수주가 기대되는 상황

제네시스 라인업 확대 효과로 큰 폭 실적 개선 예상

- 올해 실적은 제네시스 向 매출액 증가와 신차 효과 등으로 매출액 2,150억원, 영업이익 118억원 예상
- 현 주가 20F 5.5x. Valuation 매력, 안정적 재무구조, 제네시스 發 실적 모멘텀 등 고려 시 주가 상승 여지 있음

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	180	198	213	177	159
영업이익	16	16	18	9	-1
EBITDA	18	18	21	12	2
지배주주순이익	12	15	15	6	1
EPS	827	1,002	1,010	406	66
순차입금	-22	-18	-30	-38	-49
PER	7.2	5.6	5.0	9.8	39.1
PBR	1.3	1.0	0.8	0.6	0.4
EV/EBITDA	3.8	3.8	2.3	2.0	-3.9
배당수익률(%)	1.5	1.2	1.8	0.9	2.5
ROE	20.0	20.2	17.4	6.5	1.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자 포인트

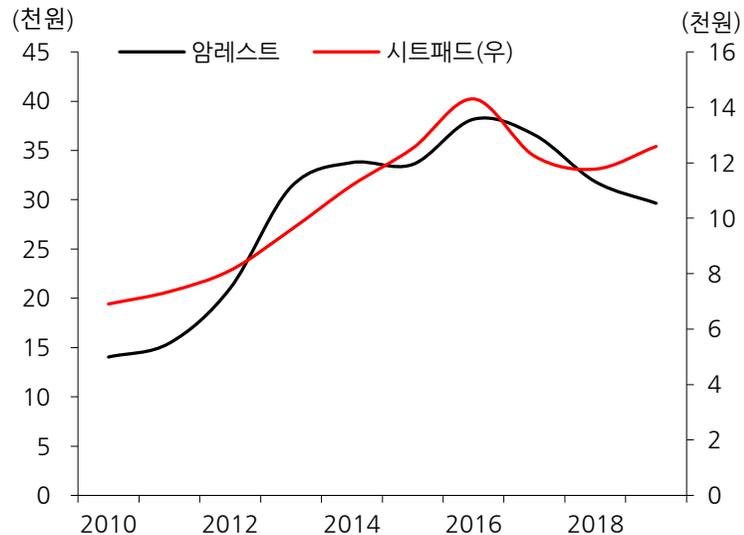
❖ 중대형차 및 SUV 판매 증가 수혜

- 상대적으로 고급화된 내장 부품이 적용된 중대형차 판매 비중 확대에 따라 주요 제품(암레스트, 시트패드)들의 ASP 상승 기대
- SUV 차종 수요 증가는 SUV 신규 차종 납품, 대당 매출액 증가(중소형 < SUV, 헤드레스트 매출 증가) 등을 야기해 외형 성장에 긍정적 요인으로 작용

❖ 제네시스와 동반 성장 전망

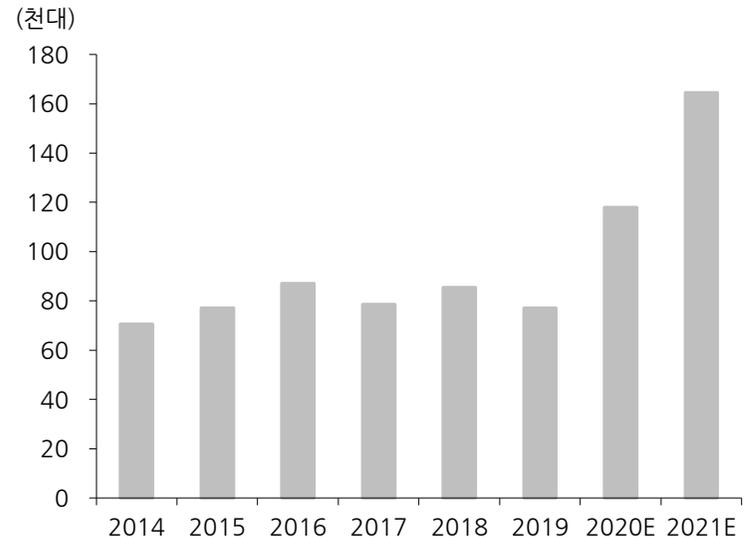
- 타 차종 대비 큰 대당 매출액(약 3배), 신규 차종(GV80, GV70) 납품에 따른 순증 효과 등을 고려 시 제네시스 라인업 확대에 따른 수혜 가능
- 올해부터 SUV 라인업 확대(GV80, GV70)와 신차 출시(G80)로 제네시스 판매 증가가 본격화될 것으로 전망돼 동사의 성장 기대감 커질 것

현대공업 주요 제품들의 ASP 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

제네시스 출하 추이 및 전망



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터



현대공업 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	369	388	339	489	423	439	353	435	1,586	1,650	2,150
국내	298	321	284	387	362	403	311	394	1,290	1,470	1,930
중국	71	67	55	102	61	36	42	41	296	180	220
영업이익	-14	1	-19	27	13	7	-2	12	-6	30	118
영업이익률(%)	-3.7	0.2	-5.7	5.4	3.1	1.7	-0.5	2.8	-0.4	1.8	5.5
순이익	-8	12	-17	24	16	17	-1	12	10	44	123
순이익률(%)	-2.2	3.1	-5.1	4.8	3.8	3.8	-0.3	2.8	0.6	2.7	5.7
YoY(%)											
매출액	-20	-19	-17	17	15	13	4	-11	-10	4	30
영업이익	적전	-96	적전	366	흑전	856	적지	-56	적전	흑전	293
순이익	적전	-45	적전	흑전	흑전	37	적지	-50	-84	340	180

자료: 현대공업, 한화투자증권 리서치센터



평화정공 (028670) 안정적 재무구조와 Valuation 매력 보유

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 8,340원

Stock Data

현재 주가(1/29) 8,340원
상승여력 -
시가총액 1,751억원
발행주식수 21,000천주
52주 최고가 / 최저가 11,800 / 7,780원
90일 일평균 거래대금 8.42억원
외국인 지분율 7.6%

주주 구성

김상태 (외 2인) 54.6%
신영자산운용 (외 1인) 11.6%
국민연금공단 (외 1인) 7.1%

Stock Price



Door Moving System 관련 자동차부품 업체

- Door Moving System 관련 자동차부품 업체로 주요 제품은 Door Module, Latch, Hinge, Striker 등
- 3Q19 기준 지역별 매출액 비중은 한국 52%, 중국 14%, 인도 6%, 미국 13%, 유럽 16%. 주요 고객은 HMG와 GM

투자 포인트

- i) 해외법인 실적 개선: ①인도: 기아차 인도공장 판매 증가(19년 4.5만대→20년 12.4만대, 도매), ②미국: 신차 효과와 해외 고객사 물량 증가, ③중국: 고정비 감소 및 타OE/HMG 중국 물량 증가로 인한 실적 개선 등이 예상되기 때문
- ii) 전장부문 성장 지속: SUV 판매 증가/차량 고급화 등으로 高 수익성의 전장부문(파워도어/트렁크 랫치 등) 성장 전망. 향후 E랫치 채택 차량 증가, 전기차 판매 증가에 따른 파워트렁크 랫치 수요 확대 등이 더해지며 성장세 가속화 기대
- iii) 베트남 공장을 통한 수익성 개선 여지: 지난해 10월부터 베트남 공장 양산 시작. 저임금을 활용해 주요 생산기지 역할을 하며 수익성 개선에 기여할 전망. 국내외 물량 이전 등을 통해 2021년 매출액 1,000억원 이상 기록할 것으로 예상

안정적 재무구조와 Valuation 매력 보유

- 올해 실적은 해외법인 실적 개선과 전장부문 성장 등을 통해 매출액 1.19조원, 영업이익 369억원 예상
- 현 주가 20F P/E 5.6x. 2년 연속 실적 개선과 향후 수익성 개선 여지(전장부문 ↑, 베트남 공장) 고려 시 저평가 판단

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	1,057	1,149	1,222	1,054	1,067
영업이익	51	5	70	25	19
EBITDA	97	59	127	82	72
지배주주순이익	39	7	53	75	45
EPS	1,872	351	2,538	3,549	2,135
순차입금	112	118	59	25	-40
PER	9.6	40.6	4.7	3.0	3.1
PBR	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	5.1	7.0	2.4	3.0	1.4
배당수익률(%)	0.8	1.0	1.3	1.5	2.4
ROE	9.8	1.8	11.8	15.1	8.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



화신 (028670) 고객사 내 점유율 확대

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 3,630원

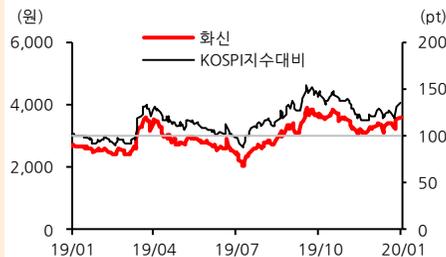
Stock Data

현재 주가(1/29)	3,630원
상승여력	-
시가총액	1,268억원
발행주식수	34,920천주
52주 최고가 / 최저가	3,900 / 2,070원
90일 일평균 거래대금	1.88억원
외국인 지분율	2.9%

주주 구성

글로벌오토트레이딩 (외 17인)	50.4%
자사주 (외 1인)	5.7%
박경환 (외 1인)	0.0%

Stock Price



사사 및 바디 관련 자동차부품 업체

- Chassis & Body Part의 주요 부품을 생산하는 자동차부품 업체로 주요 고객은 현대/기아차(고객사 내 M/S 52%)
- 3Q19 기준 지역별 매출액 비중은 한국 31%, 미국 29%, 인도 22%, 중국 5%, 브라질 13%

투자 포인트

- i) 3세대 통합 플랫폼 및 신차 효과 수혜: ①HMG 3세대 통합 플랫폼(Front, Rear 동시 수주) 적용 확대 시 고객사 내 점유율 ↑, ②신차 효과 확대(GV80, 팰리세이드, 셀토스) 등을 통해 고객사 물량 증가보다 높은 외형 성장 가능할 전망
- ii) 북경 법인 손익 개선: 동사 연결 실적 악화에 주요 요인으로 작용했던 북경 법인의 경우 ①고정비 감소(인력 구조조정과 유틸리티 매각), ②BYD와 Byton 向 차종 양산 시작(연간 기준 매출액 200억원)에 따른 매출액 증가로 손익 개선 기대
- iii) EV 부품 수주 확대: HMG e-GMP 기반 7개 차종 수주. '21년 이후 매해 30만대(Front, Rear 동시 수주 기준) 이상 납품되며 연간 600억원 수준의 매출액 증가 효과 전망. 향후 Byton 向 Battery case 수주도 기대되는 상황

수익성 개선을 통한 실적 턴어라운드 기대

- 올해 실적은 신차 및 3세대 통합 플랫폼 효과 등으로 전년 대비 개선되며 매출액 1.28조원, 영업이익 300억원 예상
- 현 주가 20F PSR 0.1x. 수익성 개선세 강화로 Valuation 매력 커질 여지 있음. 다만 영업외손익 변동성은 리스크

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	1,314	1,252	1,250	1,067	1,076
영업이익	41	19	46	-23	-21
EBITDA	88	70	99	33	34
지배주주순이익	44	-23	48	-30	-57
EPS	1,259	-664	1,368	-868	-1,635
순차입금	155	218	209	250	301
PER	5.8	-	4.7	-	-
PBR	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.6	6.3	4.4	12.2	11.4
배당수익률(%)	1.4	1.6	1.5	1.2	1.1
ROE	12.4	-6.3	12.6	-8.1	-17.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



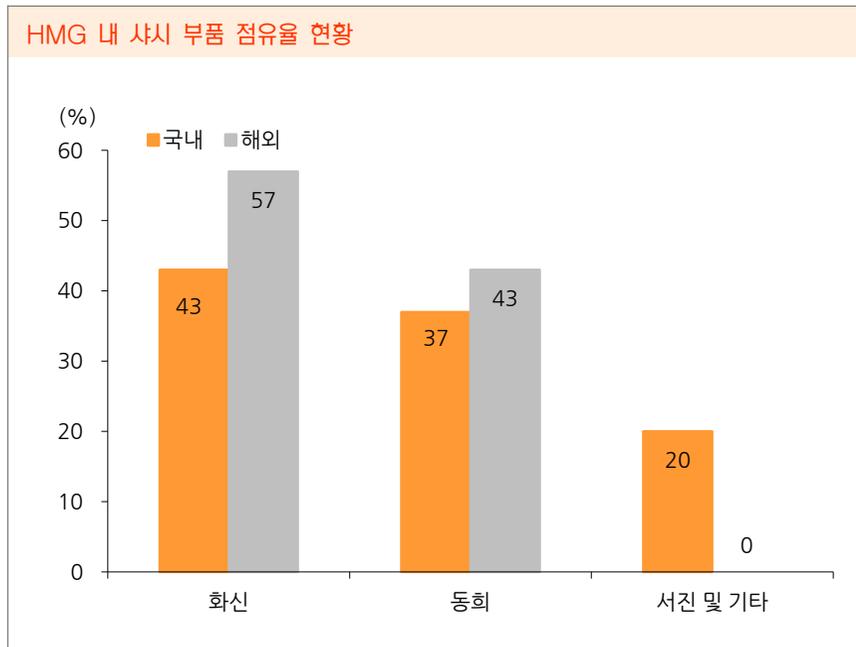
투자 포인트

❖ 3세대 통합 플랫폼 및 신차 효과 수혜 기대

- HMG 3세대 통합 플랫폼 내 Front와 Rear 부문 동시 수주 증가로 고객사 내 점유율 점진적 상승 예상돼 고객사 물량 증가보다 높은 외형 성장 가능
- 기 출시 신차들의 판매 증가(팰리세이드, 베뉴, 쉐토스), 신차 출시(GV80, G80, 쏘렌토, 아반떼) 등 신차 효과 확대를 통한 실적 개선 기대

❖ EV 부품 수주 확대

- HMG: G80 EV, e-GMP 7개 차종(연간 600억원 매출 증가) 등 EV 부품 수주로 EV 판매가 본격화되는 21년 이후에도 HMG 내 점유율 확대 기대
- 타OE: 올해 BYD, Byton 向 전기차 부품 생산 시작(22만대/년), Byton 向 Battery case 수주 가능성 등 고려 시 중국 EV 시장 성장 수혜 가능



자료: 한화투자증권 리서치센터

3세대 통합 플랫폼 수주 현황

구분	국내 모델	북미 모델	비고
Front (3개 사양)	Type1: Sonata, K5, K7, 그랜저 Type3: Santafe, Sorento, Carnival, Palisade 후속	Type1: Tucson, Sportage Type2: Sonata, K5 Type3: Santafe, Sorento, Telluride	205만대/년 (72%)
Rear (5개 사양)	Type3: Santafe, Sorento Type4: Palisade 후속	Type1: Sonata, K5 Type2: Tucson, Sportage Type3: Santafe, Sorento Type4: Telluride	137만대/년 (48%)

자료: 한화투자증권 리서치센터



화신 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	241	277	269	289	264	290	304	322	1,076	1,180	1,284
한국	74	85	75	103	81	97	88	101	338	366	392
미국	58	75	84	85	83	83	86	88	301	339	358
인도	52	52	56	59	57	60	67	77	219	262	325
중국	21	35	21	14	12	16	15	20	92	62	68
브라질	36	29	33	27	31	34	47	37	125	150	141
기타	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0
영업이익	-17	2	-2	-4	-4	2	8	6	-21	13	30
영업이익률(%)	-7.1	0.6	-0.6	-1.5	-1.3	0.7	2.7	1.8	-2.0	1.1	2.4
지배지분순이익	-21	-27	-18	8	-1	7	2	6	-57	14	20
순이익률(%)	-8.6	-9.6	-6.6	2.7	-0.5	2.3	0.6	2.0	-5.3	1.2	1.5
YoY(%)											
매출액	-20	9	0	18	10	5	13	11	1	10	9
영업이익	적전	흑전	적지	적지	적지	23	흑전	흑전	적지	흑전	142
순이익	적지	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	-19	적지	흑전	32

자료: 화신, 한화투자증권 리서치센터



코프라 (028670) 차량 경량화 수혜

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 3,755원

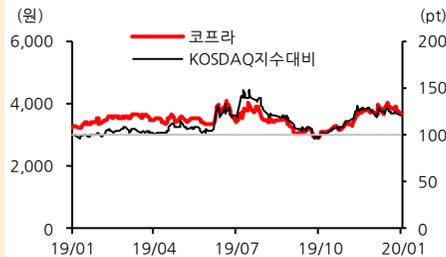
Stock Data

현재 주가(1/29) 3,755원
상승여력 -
시가총액 793억원
발행주식수 21,116천주
52주 최고가 / 최저가 4,095 / 2,920원
90일 일평균 거래대금 9.62억원
외국인 지분율 5.4%

주주 구성

한상용 (외 4인) 34.2%
자사주 (외 1인) 0.0%
자사주 (외 1인) 0.0%

Stock Price



차량용 엔지니어링 플라스틱 소재 업체

- PA(Polyamide)에 Filler와 첨가제를 중합하여 高 기능성 폴리머 칩을 생산하는 EP Compounding 업체
- 산업별 매출액 비중은 자동차 산업 85%(HMG 向 70%, 태OE 向 15%), 전기전자/가구/건설 15%

투자 포인트

- i) 차량 경량화 필요성 증대: 글로벌 주요국들의 CO2 배출 규제 강화 흐름에 따른 차량 경량화 필요성 증대, 해외 대비 낮은 국내 업체들의 플라스틱 제품 채택률 등을 고려 시 EP(엔지니어링 플라스틱) 사용량 지속 증가 기대
- ii) 국산화 수혜: PA 시장은 바스프, 듀폰 등 글로벌 업체들이 과점. 그러나 국내 완성차 업체들의 플라스틱 등 소재 국산화(협상력 강화, 국내 소재 업체들의 빠른 대응력 등) 추진으로 동사 점유율의 점진적 상승 기대(국내 M/S 10% 초반)
- iii) 수익성 개선: '17-'18년 원재료(카프로락탐, 아디프산) 가격 상승에 따른 수익성 악화 경험. 그러나 '19년부터 원재료 가격 하향 안정화 흐름이 지속되고 있어 2년 연속 수익성 개선 전망(Opm: '18 3.9%▷'19F 5.4%▷'20F 6.9%)

Valuation 매력과 이익 모멘텀 모두 보유

- 원재료 가격 하향, 신제품 매출, 미국 법인 호조 등으로 올해 실적은 매출액 2,048억원, 영업이익 139억원 예상
- 현 주가 20F P/E 6.8x 수준. 차량 경량화 트렌드 가속화 가능성, 지속되는 이익 모멘텀 등을 고려 시 저평가 판단

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	105	116	130	135	161
영업이익	10	13	14	8	6
EBITDA	12	15	17	11	9
지배주주순이익	9	10	12	6	5
EPS	493	570	632	275	229
순차입금	3	-12	-13	-18	-2
PER	11.6	15.5	11.1	17.2	12.5
PBR	1.8	2.2	1.6	1.0	0.6
EV/EBITDA	8.8	10.8	7.5	7.6	6.6
배당수익률(%)	2.6	1.7	2.1	1.5	2.4
ROE	17.0	15.9	15.0	6.0	4.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자 포인트

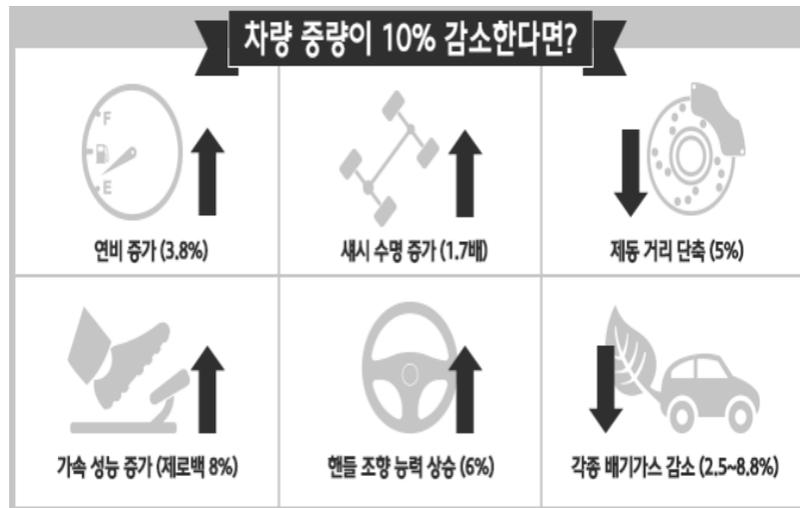
❖ 성장 잠재력 확대 중

- 승용차(1.5t) 기준 차량 중량 10% 감소 시 연비 3.8% ↑, 각종 배기가스 ↓(CO 4.5%, HC 2.5%, NOx 8.8%) 효과가 있음
- 유럽을 중심으로 글로벌 CO2 배출 규제가 지속 강화되고 있어 EV 투입 외에도 차량 경량화 필요성 증대하는 상황

❖ 원재료 가격 하향 추세에 따른 수익성 개선 기대

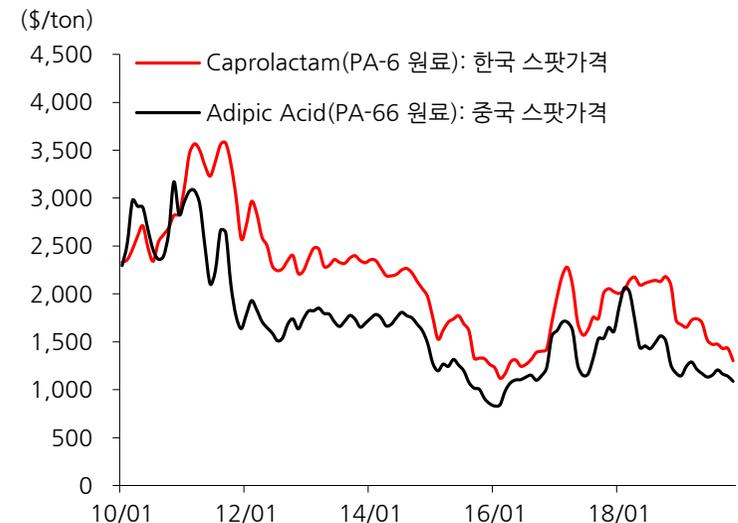
- 주요 원재료인 카프로락탐과 아디프산 가격 하락에 따라 마진 스프레드 확대 중
- 올해 영업이익은 사상 최대였던 '16년 141억원에 근접할 전망(다만 고정비 증가로 과거 대비 영업이익률은 낮음)

차량 경량화에 따른 효과



자료: HMG저널, 한화투자증권 리서치센터

주요 원재료 가격 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터



코프라 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	324	395	416	480	428	465	464	485	1,614	1,842	2,048
개별	284	353	351	426	312	359	311	371	1,414	1,353	1,441
미국	45	63	80	84	88	85	87	86	272	346	401
중국	53	60	57	82	56	63	59	57	252	235	258
인도	11	12	16	21	18	20	19	21	61	78	87
연결조정	-69	-94	-89	-133	-46	-62	-11	-51	-385	-170	-139
영업이익	9	27	14	13	20	25	25	28	63	98	139
영업이익률(%)	2.9	6.8	3.5	2.7	4.7	5.4	5.4	5.7	3.9	5.3	6.8
순이익	13	23	11	1	22	24	37	18	48	101	116
순이익률(%)	4.1	5.9	2.6	0.2	5.0	5.3	8.0	3.6	3.0	5.5	5.6
YoY(%)											
매출액	-8	28	21	41	32	18	12	1	20	14	11
영업이익	-72	44	-43	97	115	-6	72	116	-24	55	42
순이익	-18	2	-54	-111	63	5	236	2,091	-13	108	15

자료: 코프라, 한화투자증권 리서치센터



아이쓰리시스템 (214430) 글로벌 IR센서 강자

Buy(유지)

목표주가: 35,000원(유지)

현재주가(1/29): 20,600원

Stock Data

현재 주가(1/29)	20,600원
상승여력	▲ 69.9%
시가총액	1,464억원
발행주식수	7,107천주
52주 최고가 / 최저가	24,150 / 16,050원
90일 일평균 거래대금	20.64억원
외국인 지분율	4.9%

주주 구성

정한 (외 9인)	40.6%
자사주 (외 1인)	1.7%
아이쓰리시스템우리사주 (외 1인)	0.2%

Stock Price



2020년 실적 턴어라운드

- 동사의 2020년 매출액은 648억 원(+48.6% YoY), 영업이익 77억 원(흑전 YoY)으로 전망. 1) 군수용 IR 센서 수주 흐름 정상화, 2) 민수용 12 μ m pixel pitch 생산라인의 수율 개선으로 실적 턴어라운드 기대

글로벌 Top-tier 수준의 IR센서 기술에 주목

- 글로벌 IR센서 소자/모듈/시스템 업체는 약 13개 업체가 있으며, 이 중 미국업체가 7개. 미국의 경우, IR센서를 첨단 기술로 지정하고, 고사양 IR센서(17 μ m pixel pitch 이상)에 대해 수출을 규제하고 있어 글로벌 IR센서 수요 대비 공급업체가 부족할 것으로 예상
- 아이쓰리시스템은 12 μ m 센서까지 개발을 완료하였으며, 군수용 IR센서에서 자동차를 포함한 민수용 IR센서로 사업확대를 준비하고 있음. 2018년 말~2019년에 민수용 신규 IR센서 생산라인을 구축하였으며, 현재 수율 개선에 집중하고 있음

투자 의견 Buy, 목표주가 35,000원 유지

- 차량용 IR센서에 대한 수요는 지속적으로 확대될 전망. 특히 자율주행, AR 내비게이션과 같은 차세대 자동차 기술에 IR센서 수요 증가가 기대. 국토교통부가 7월부터 부분 자율주행차(레벨3) 출시/판매 허가를 낸 부분도 긍정적인 변화라고 판단
- 1) 군수용 수주흐름 정상화(19/12/24, 20/01/24 수주금액 합산 650억 원 수준), 2) 자동차용 IR센서 시장에서의 기술력과 성장 잠재력, 3) 국내 유일 IR센서업체라는 점을 볼 때 현재 상승여력 충분하다고 생각함

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	51	70	69	51	65
영업이익	6	9	9	0	8
EBITDA	9	14	14	5	13
지배주주순이익	7	9	10	1	8
EPS	1,108	1,384	1,397	144	1,191
순차입금	-3	-8	-18	-5	-7
PER	18.9	15.9	12.0	138.9	17.3
PBR	2.5	2.4	1.7	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.7	10.2	7.4	28.9	10.7
배당수익률(%)	2.1	1.2	1.6	1.4	1.3
ROE	13.8	15.7	14.6	1.5	11.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



아이쓰리시스템 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	16.8	16.7	16.0	19.7	13.2	12.1	12.3	13.3	69.2	50.9	64.8
IR 영상센서	14.8	14.4	14.5	16.2	11.9	10.2	9.9	10.8	59.9	42.8	56.1
X-Ray 영상센서	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	1.5	1.7	1.7	4.3	5.9	6.4
기타	0.9	1.3	0.3	2.4	0.4	0.4	0.6	0.7	5.0	2.1	2.3
영업이익	2.2	2.2	2.1	2.4	1.4	-0.6	-0.5	-0.5	9.0	-0.3	7.7
영업이익률(%)	13.1	13.3	13.4	12.3	10.2	-5.1	-4.3	-3.6	13.0	-0.5	11.9
순이익	2.2	2.3	1.8	3.6	1.5	-0.2	-0.1	-0.1	9.8	1.0	8.5
순이익률(%)	12.9	13.5	11.3	18.1	11.1	-1.6	-1.2	-0.9	4.5	-89.5	727.3
YoY(%)											
매출액	27.1	-14.3	-2.5	-4.0	-21.3	-27.7	-23.0	-32.6	-0.6	-26.5	27.3
IR 영상센서	26.7	-17.5	-1.7	-5.5	-19.4	-29.3	-31.6	-33.4	-1.8	-28.5	31.0
X-Ray 영상센서	190.5	3.6	1.9	-15.9	-14.1	49.0	58.1	60.6	15.9	37.7	7.1
영업이익	46.8	-19.1	-8.7	-7.8	-38.5	-127.9	-124.6	-119.9	-2.5	-103.1	-2,888.9
순이익	77.9	-15.0	-33.8	28.6	-32.0	-108.5	-108.1	-103.2	4.5	-89.5	727.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



아이쓰리시스템 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	51	70	69	51	65
매출총이익	12	17	16	7	14
영업이익	6	9	9	0	8
EBITDA	9	14	14	5	13
순이자손익	0	0	0	0	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	9	10	0	8
당기순이익	7	9	10	1	8
지배주주순이익	7	9	10	1	8
증가율(%)					
매출액	31.1	36.2	-0.6	-26.5	27.3
영업이익	17.8	52.5	-2.5	적전	흑전
EBITDA	12.2	49.9	-2.3	-65.3	173.6
순이익	13.4	27.3	4.5	-89.6	728.3
이익률(%)					
매출총이익률	22.9	24.1	23.4	13.0	21.6
영업이익률	11.8	13.2	13.0	-0.5	11.9
EBITDA이익률	18.3	20.2	19.8	9.3	20.1
세전이익률	13.3	13.2	13.8	0.6	12.8
순이익률	14.4	13.4	14.1	2.0	13.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	41	50	58	52	63
현금성자산	12	16	23	14	16
매출채권	10	10	8	9	12
재고자산	18	20	25	28	35
비유동자산	36	36	34	40	37
투자자산	5	5	5	6	6
유형자산	30	31	29	34	31
무형자산	1	1	0	0	0
자산총계	77	86	92	92	100
유동부채	15	17	17	15	17
매입채무	6	10	11	8	10
유동성이자부채	3	3	1	3	3
비유동부채	6	5	4	7	7
비유동이자부채	6	5	4	6	6
부채총계	21	22	21	22	24
자본금	2	3	4	4	4
자본잉여금	27	25	26	26	26
이익잉여금	28	36	44	43	50
자본조정	-1	-1	-3	-3	-3
자기주식	-1	-1	-3	-3	-3
자본총계	55	64	71	70	76





아이쓰리시스템 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

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

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	1,108	1,384	1,397	144	1,191
BPS	8,276	9,290	9,961	9,839	10,761
DPS	450	270	270	270	270
CFPS	1,469	2,276	2,012	867	1,939
ROA(%)	9.9	11.5	11.0	1.1	8.8
ROE(%)	13.8	15.7	14.6	1.5	11.6
ROIC(%)	10.1	12.5	12.1	-0.3	8.3
Multiples(x,%)					
PER	18.9	15.9	12.0	138.9	17.3
PBR	2.5	2.4	1.7	2.0	1.9
PSR	2.7	2.1	1.7	2.8	2.3
PCR	14.3	9.7	8.3	23.1	10.6
EV/EBITDA	14.7	10.2	7.4	28.9	10.7
배당수익률	2.1	1.2	1.6	1.4	1.3
안정성(%)					
부채비율	38.0	34.3	29.9	31.3	31.4
Net debt/Equity	-5.3	-12.1	-25.0	-6.4	-8.8
Net debt/EBITDA	-31.4	-55.0	-129.2	-94.8	-51.8
유동비율	276.9	300.3	347.5	344.9	368.4
이자보상배율(배)	49.3	110.4	179.4	n/a	76.7
자산구조(%)					
투하자본	76.0	73.1	65.7	77.2	76.2
현금+투자자산	24.0	26.9	34.3	22.8	23.8
자본구조(%)					
차입금	13.6	11.2	6.6	11.6	10.7
자기자본	86.4	88.8	93.4	88.4	89.3



에스넷 [038680] 2020년도 성장기대

Buy(유지)

목표주가: 12,300원(유지)
현재주가(1/29): 7,210원

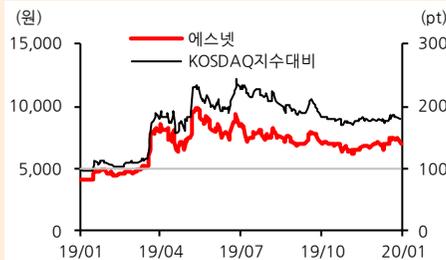
Stock Data

현재 주가(1/29) 7,210원
상승여력 ▲ 70.6%
시가총액 1,159억원
발행주식수 16,075천주
52주 최고가 / 최저가 9,840 / 4,115원
90일 일평균 거래대금 16.65억원
외국인 지분율 2.4%

주주 구성

박희대 (외 5인) 26.0%
자사주 (외 1인) 6.8%
자사주신탁 (외 1인) 1.3%

Stock Price



2020년 매출액 4,000억 원 돌파 전망

- 동사의 2020년 실적은 매출액 4,110억 원(+25.4% YoY), 영업이익 210억 원(+44.7% YoY)으로 전망. 1) 2020년 삼성전자
의 메모리 투자확대, 2) 5G 관련 매출확대, 3) 신규 SOC 수주가 매출액 성장에 기여할 전망

1) 삼성전자 반도체 CAPEX투자, 2) 신규 SOC/5G 매출로 성장지속

- 메모리 반도체 업황의 턴어라운드로 삼성전자의 CAPEX 투자가 증가함에 따라 관련 수주 기대
- 2020년에는 고객사 CAPEX 투자관련 프로젝트, 신규 SOC/5G 매출이 성장을 견인할 것으로 전망
- 신규 SOC 프로젝트는 1)공군 네트워크 프로젝트, 2) 공항 네트워크 프로젝트 등으로 예상
- 당사가 예상하는 2020년 SOC 및 5G 관련 신규 매출액은 약 670억 원 수준

투자이견 Buy, 목표주가 12,300원 유지

- 2020년 성장동력으로 작용할 신규 SOC, 5G 관련 매출에 초점을 맞춰야 한다고 생각함
- 현 주가는 2020F PER 기준 7.1배로 국내 Peer들 대비 저평가 받고 있는 수준
- 더불어, 2019년 자율주행 네트워크 인프라 구축경험은 5G 인프라 구축 후에 개화될 IoT, 자율주행 시장에서 동사에게
큰 기회를 제공할 레퍼런스라고 생각함

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	209	213	271	328	411
영업이익	-2	5	9	14	21
EBITDA	-1	5	10	16	22
지배주주순이익	-2	1	4	13	16
EPS	-146	88	279	785	1,022
순차입금	-60	-53	-46	-24	-36
PER	-	60.9	14.5	8.1	7.1
PBR	1.5	1.3	0.9	1.3	1.2
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	4.9	3.6
배당수익률(%)	0.0	0.9	2.5	1.6	1.4
ROE	-3.5	2.1	6.6	16.9	18.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



에스넷 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	63.7	73.4	141.6	270.8	327.8	411.1
삼성향 ICT Infra	18.6	20.5	18.7	41.7	17.7	21.9	30.6	64.8	99.3	135.1	185.4
기타 ICT Infra	23.7	38.7	38.4	70.7	31.4	41.8	42.8	76.7	171.5	192.8	225.7
영업이익	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	3.5	1.4	10.5	9.0	14.5	21.0
영업이익률(%)	-4.2	1.0	0.3	8.9	-1.8	5.5	1.9	7.4	3.3	4.4	5.1
순이익	-2.8	0.3	0.6	6.0	0.7	2.6	1.5	7.9	4.1	12.6	16.4
순이익률(%)	-6.7	0.5	1.0	5.4	1.4	4.0	2.1	5.5	1.5	3.9	4.0
YoY(%)											
매출액	41.6	26.4	2.1	38.9	16.4	7.6	28.5	26.1	26.9	21.1	25.4
영업이익	적지	흑전	-94.4	153.2	적지	468.4	613.0	5.3	96.8	61.1	44.7
순이익	적지	흑전	-83.2	399.5	흑전	815.3	176.7	30.0	418.1	212.7	29.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



에스넷 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	209	213	271	328	411
매출총이익	22	26	37	48	61
영업이익	-2	5	9	14	21
EBITDA	-1	5	10	16	22
순이자손익	0	1	1	0	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	7	16	21
당기순이익	-2	2	4	13	17
지배주주순이익	-2	1	4	13	16
증가율(%)					
매출액	6.3	1.9	26.9	21.1	25.4
영업이익	적지	흑전	96.8	61.1	44.7
EBITDA	적전	흑전	82.1	63.7	36.6
순이익	적전	흑전	109.8	242.8	29.7
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	12.3	13.5	14.8	14.9
영업이익률	-0.9	2.1	3.3	4.4	5.1
EBITDA이익률	-0.5	2.5	3.6	4.9	5.3
세전이익률	0.1	1.3	2.6	4.9	5.1
순이익률	-1.0	0.8	1.4	3.9	4.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	121	125	123	128	144
현금성자산	61	55	48	29	41
매출채권	46	43	50	35	36
재고자산	8	14	11	45	47
비유동자산	17	23	27	29	30
투자자산	12	17	17	19	20
유형자산	3	3	2	3	3
무형자산	2	3	8	8	8
자산총계	138	148	150	157	174
유동부채	65	73	71	64	66
매입채무	55	48	51	42	44
유동성이자부채	1	2	3	4	4
비유동부채	3	3	4	7	7
비유동이자부채	0	0	0	1	1
부채총계	68	76	75	71	73
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	19	20	24	35	50
자본조정	-8	-8	-8	-8	-8
자기주식	-3	-3	-3	-5	-5
자본총계	71	72	75	86	101





에스넷 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	8	4	1	-16	15
당기순이익	-2	2	4	13	17
자산상각비	1	1	1	2	1
운전자본증감	7	-4	-15	-26	-2
매출채권 감소(증가)	8	3	-11	19	-2
재고자산 감소(증가)	5	-7	3	-34	-2
매입채무 증가(감소)	-5	-5	-5	-4	1
투자현금흐름	-7	3	23	2	-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	-4	0	-1	-4	-2
차입금의 증가(감소)	-4	1	-1	-1	0
자본의 증가(감소)	0	0	1	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
총현금흐름	3	7	16	13	18
(-)운전자본증가(감소)	-12	3	7	33	2
(-)설비투자	1	1	0	1	1
(+)자산매각	15	-1	0	0	0
Free Cash Flow	29	2	8	-20	15
(-)기타투자	5	8	13	-7	1
잉여현금	24	-6	-5	-13	14
NOPLAT	36	3	5	12	16
(+) Dep	1	1	1	2	1
(-)운전자본투자	-12	3	7	33	2
(-)Capex	1	1	0	1	1
OpFCF	48	0	-2	-20	14

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-146	88	279	785	1,022
BPS	4,080	4,121	4,302	5,001	5,923
DPS	0	50	100	100	100
CFPS	180	450	997	809	1,100
ROA(%)	-1.7	1.0	3.0	8.2	9.9
ROE(%)	-3.5	2.1	6.6	16.9	18.7
ROIC(%)	221.4	40.9	30.7	30.2	29.3
Multiples(x,%)					
PER	-	60.9	14.5	8.1	7.1
PBR	1.5	1.3	0.9	1.3	1.2
PSR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
PCR	33.5	11.9	4.1	7.9	6.6
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	4.9	3.6
배당수익률	0.0	0.9	2.5	1.6	1.4
안정성(%)					
부채비율	95.7	106.8	100.5	81.9	72.1
Net debt/Equity	-85.5	-74.2	-61.1	-27.5	-35.6
Net debt/EBITDA	5,723.0	-984.3	-465.5	-147.4	-163.5
유동비율	186.9	170.8	173.0	200.3	219.5
이자보상배율(배)	n/a	53.7	79.5	3,692.7	26.5
자산구조(%)					
투하자본	5.5	12.2	24.8	53.5	48.5
현금+투자자산	94.5	87.8	75.2	46.5	51.5
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.2	3.5	5.9	5.0
자기자본	98.6	97.8	96.5	94.1	95.0

IV

미디어/인터넷



웹툰 시장 성장

1. 디앤씨미디어(263720)
2. 미스터블루(207760)
3. SBI핀테크솔루션즈(950110)



Check 웹툰 시장 성장

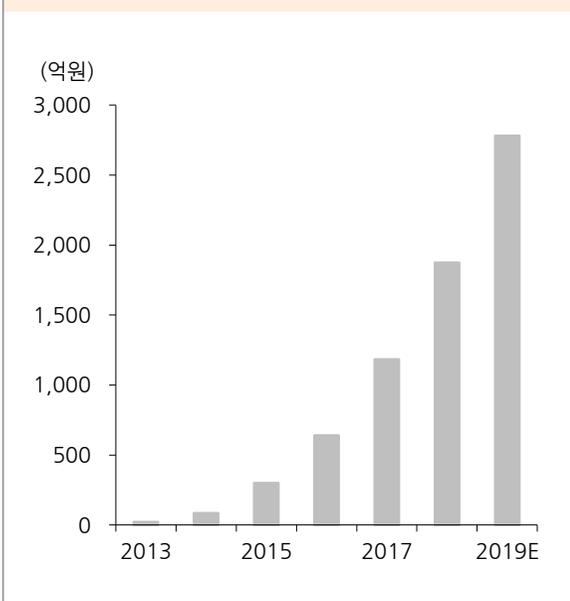
❖ 성장기에 진입한 국내 웹툰 시장

- 대형 플랫폼 업체(네이버, 카카오)들의 미리보기·기다리면 무료 같은 콘텐츠 유료화 기반 수익 모델 강화로 성장 본격화
- 유료화에 대한 인식 재고로 유료 콘텐츠 이용 빈도와 금액이 지속적으로 증가하고 있어 향후 성장 여지가 풍부한 것으로 전망
- 수익성이 확보되며 콘텐츠의 양(누적 웹툰 수 15년 3,490편→19년10,229편)과 질이 개선 중→공급 측면도 긍정적 상황

❖ 글로벌 만화 시장 내 디지털 만화 비중도 지속 상승하고 있어(디지털 만화 내 웹툰 성장세 ↑) 해외 發 성장 모멘텀도 커질 것으로 기대

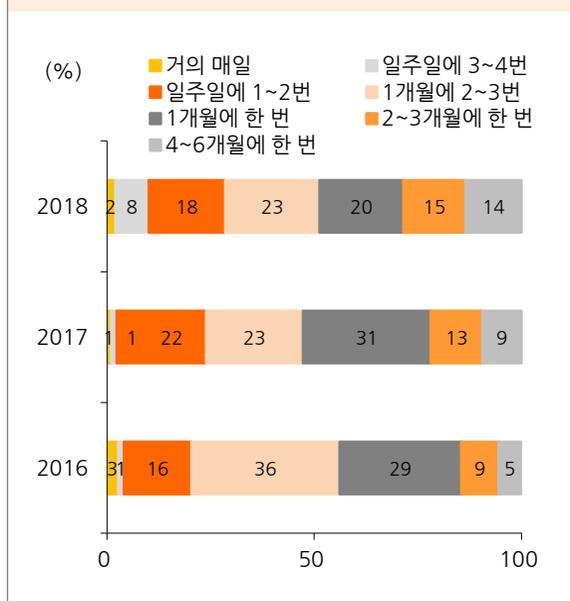
❖ 향후 대형 플랫폼 업체 상장 시 웹툰 업체들의 Valuation 재평가도 기대. 해당 리포트 내 관련 종목은 미스터블루(CP/플랫폼), 디앤씨미디어(CP)

카카오페이지 매출 추이 및 전망



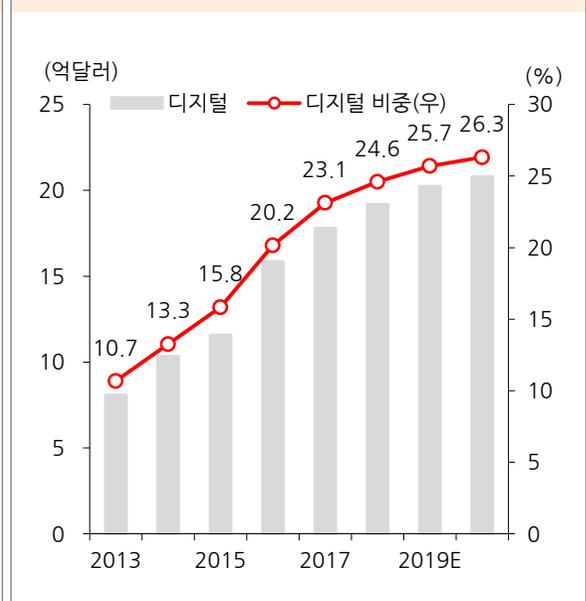
자료: 카카오페이지, 한화투자증권 리서치센터

디지털 만화 유료 이용 빈도



자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터

글로벌 디지털 만화 시장 규모와 비중 추이 및 전망



자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권



디앤씨미디어 (028670) 해외 發 성장 모멘텀 시작

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 23,200원

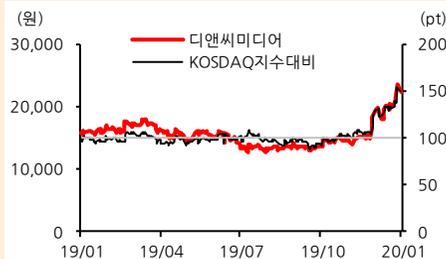
Stock Data

현재 주가(1/29)	23,200원
상승여력	-
시가총액	2,848억원
발행주식수	12,275천주
52주 최고가 / 최저가	23,700 / 12,700원
90일 일평균 거래대금	23.47억원
외국인 지분율	3.6%

주주 구성

신현호 (외 4인)	51.9%
포도트리 (외 1인)	18.1%
디앤씨미디어우리사주 (외 1인)	1.0%

Stock Price



웹소설 및 웹툰 콘텐츠 프로바이더

- 웹소설 및 웹툰 콘텐츠 제작 업체. 주요 유통 채널은 매출액의 43%를 차지하는 카카오페이지(3Q19 기준)
- 3Q19 기준 제품별 매출액 비중은 전자책 74%(수출 9%, 내수 65%), 종이책 16%, 게임 10%

투자 포인트

- i) 웹소설·웹툰 유료시장 성장 가속화 수혜: 주요 유통 채널이자 전략적 제휴 관계인 카카오페이지 高 성장으로 전자책 매출 큰 폭 증가 전망(18-20년E CAGR 39%). 해외시장 개화로 수출 매출 비중도 상승세 지속(18년 5%→20년E 15%)
- ii) 노블 코믹스 시장 선점: 스토리 완성도가 높은 웹소설 기반 웹툰 제작으로 작품성과 흥행성 보장. 특히 웹툰 성공 시 웹툰 독자의 원작 웹소설 유입 현상이 나타나 동반 매출 상승 효과 가능(IP 가치 제고). 대표적 예가 나 혼자만 레벨업
- iii) 우수한 신규 콘텐츠 창출 능력: ①오랜 업력을 통한 네트워크와 OSMU를 통한 작가 수익 극대화, ②편집부 기반의 조직으로 우수 작품 촉진화와 소비자 취향의 빠른 반영 등을 통해 계약 작가/작품 수, 신규 콘텐츠 제작 수 지속 증가 중

중장기 관심이 필요한 매력적인 성장주

- 올해 실적은 매출액 520억원, 영업이익 110억원 예상. 국내 웹툰 시장 성장에 수출 호조 더해지며 사상 최대 실적 전망
- 현 주가 20F P/E 31.6x. Valuation 측면보다는 국내외 웹툰 시장 성장성에 초점을 맞춘 중장기적 접근 유효 판단

재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	-	14	19	27	33
영업이익	-	3	4	5	6
EBITDA	-	3	4	5	6
지배주주순이익	-	2	3	5	5
EPS	-	-	-	377	408
순차입금	-	-3	-6	-28	-31
PER	-	-	-	18.7	34.6
PBR	-	-	-	2.7	4.7
EV/EBITDA	-	-	-	10.5	23.9
배당수익률(%)	-	-	-	0.0	0.0
ROE	-	-	57.8	23.4	14.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자 포인트

❖ 노블코믹스 시장 선점

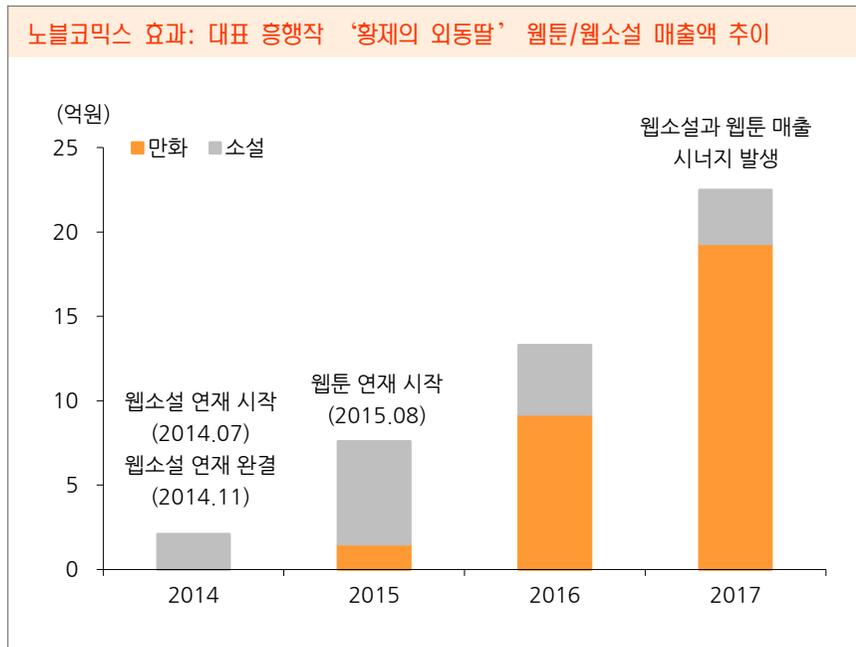
→ 노블코믹스(스토리 완성도가 높은 웹소설 기반 웹툰)는 상대적으로 작품성과 흥행 확률이 높음. 이에 동사 제작 편 수 지속 확대 중 (올해 10-12개 예상).

→ 또한 ①웹툰 독자들의 웹소설 유입으로 인한 매출 시너지 효과, ②긴 연재 기간에 따른 누적 효과 등으로 향후 동사 성장에 크게 기여할 전망.

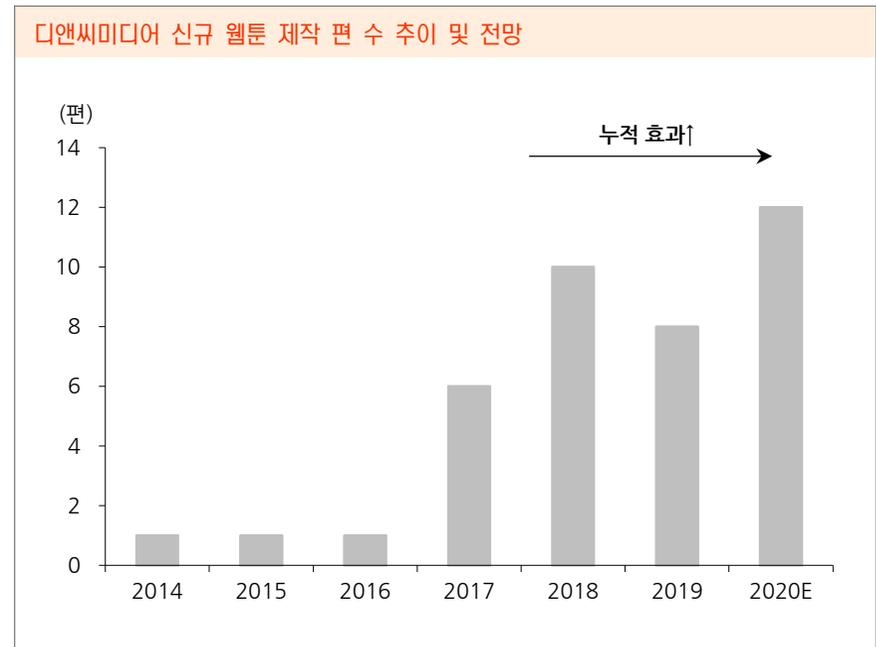
❖ 수출 증가로 성장 여지 확대 예상

→ 17년 1월 중국을 시작으로 북미, 일본, 동남아 등 웹툰 서비스 국가 확대를 통해 중장기 성장성 확보 중.

→ ①해외 웹툰 시장 개화, ②노블코믹스 흥행성 확인(나 혼자만 레벨업) 등 고려 시 수출 증가세는 지속될 전망(매출 비중: 17년 2%→20년E 15%).



자료: 디앤씨미디어, 한화투자증권 리서치센터



자료: 디앤씨미디어, 한화투자증권 리서치센터



디앤씨미디어 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75	80	84	90	96	108	131	116	329	451	520
전자책	52	57	64	60	72	81	93	96	233	342	450
수출	4	3	6	5	6	10	14	17	18	47	78
내수	48	54	59	55	66	71	79	79	216	295	372
종이책	23	22	19	21	19	16	18	20	85	74	70
게임	0	0	0	8	5	11	19	0	8	34	0
기타	0	1	0	1	0	0	0	0	2	0	0
카카오페이지	26	31	33	45	42	47	55	57	136	200	260
비중(%)	35	38	39	50	44	43	42	49	41	44	50
영업이익	14	18	16	10	17	16	20	22	58	76	110
영업이익률(%)	18.4	21.9	19.3	11.6	17.4	15.0	15.7	19.1	17.6	16.8	21.2
순이익	12	14	13	9	14	13	16	19	49	62	90
순이익률(%)	16.0	18.0	15.8	10.5	14.8	11.8	12.3	16.3	14.9	13.7	17.3
YoY(%)											
매출액	18	24	27	27	28	34	56	29	24	37	15
영업이익	3	30	20	-25	21	-8	26	113	7	30	46
순이익	9	30	16	-20	19	-12	21	101	8	26	45

자료: 디앤씨미디어, 한화투자증권 리서치센터



미스터블루 (028670) 게임이 끝나고, 웹툰이 민다

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 8,230원

Stock Data

현재 주가(1/29) 8,230원
상승여력 -
시가총액 2,017억원
발행주식수 24,505천주
52주 최고가 / 최저가 9,690 / 2,535원
90일 일평균 거래대금 180.59억원
외국인 지분율 2.0%

주주 구성

조승진 (외 3인) 60.4%
한국증권금융 (외 1인) 6.5%
자사주 (외 1인) 0.6%

Stock Price



온라인 만화/게임 업체

- 온라인 만화 CP/플랫폼(출판 만화 e-Book, 웹툰을 자사 및 타사 온라인 플랫폼 유통)과 게임 사업을 영위하는 업체
- 3Q19 기준 부문별 매출액 비중은 온라인 만화 52%, 만화 출판 5%, 게임 43%

투자 포인트

- i) 자체 플랫폼 성장: ①국내 웹툰 시장 高 성장으로 자체 플랫폼 가입자수 1('15년 208만명>'20년E 600만명), ②권당 평균 결제금액 ↑(충성도 높은 장기 가입자 증가, 콘텐츠 다양화) 등으로 총 결제금액 증가세 지속 전망
- ii) 신무협 등 신규 콘텐츠 자체 제작 효과: 올해부터 젊은 층 공략이 가능한 신무협(판타지, 로맨스가 가미된 무협), 인기 웹 소설 기반의 웹툰 자체 제작해 자사 및 외부 플랫폼 공급 예정. 이를 통해 안정적 작품 수급과 수익성 개선 효과 기대
- iii) 해외 출시 모멘텀이 기대되는 게임 부문: 에오스 모바일 버전 출시로 3Q19부터 게임 부문 실적 턴어라운드(영업이익 84억원). 올해도 온기 반영 효과, 국내 iOS 버전 서비스(1H), 해외 출시(1H 대만, 2H 일본) 등을 통해 성장 가능할 것

웹툰 시장 성장성과 실적 레벨업 고려 시 Valuation 재평가 기대

- 올해 실적 매출액 714억원, 영업이익 220억원 예상. 자체 플랫폼 정책제 단가 인상, 게임 해외 출시 등으로 성장 지속
- 현 주가 20F P/E 11.1x 수준. 웹툰 시장 성장성, 웹툰 및 게임 해외 진출 모멘텀 등 고려 시 Valuation 재평가 기대

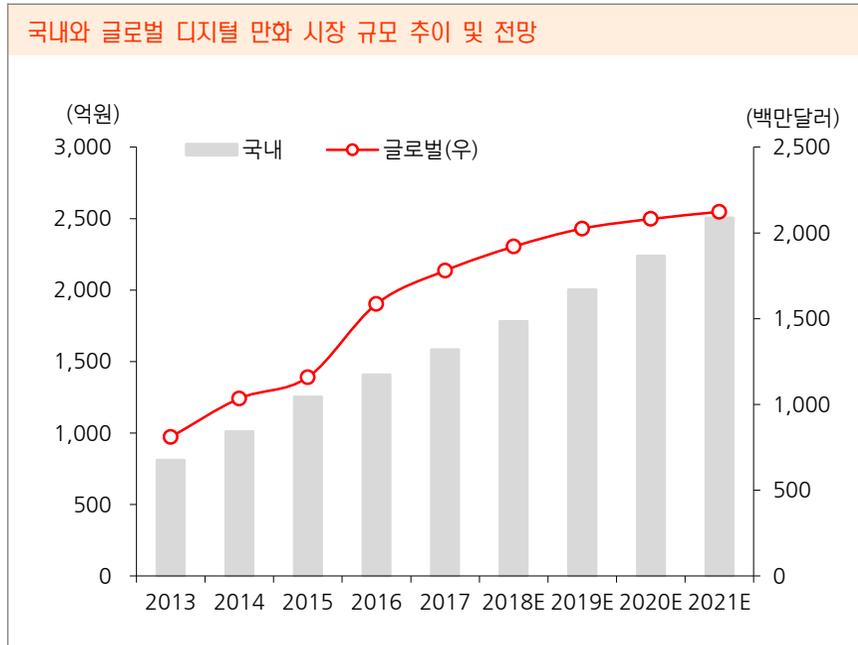
재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	14	17	24	30	31
영업이익	4	4	5	4	4
EBITDA	4	4	5	5	5
지배주주순이익	3	-6	4	3	3
EPS	645	-878	169	116	113
순차입금	-4	-9	-3	-3	-8
PER	3.7	-	22.8	28.1	20.9
PBR	1.3	4.5	3.5	2.7	1.8
EV/EBITDA	2.0	22.8	16.9	16.3	9.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.6	0.5	0.8
ROE	42.8	-40.6	16.3	10.1	9.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

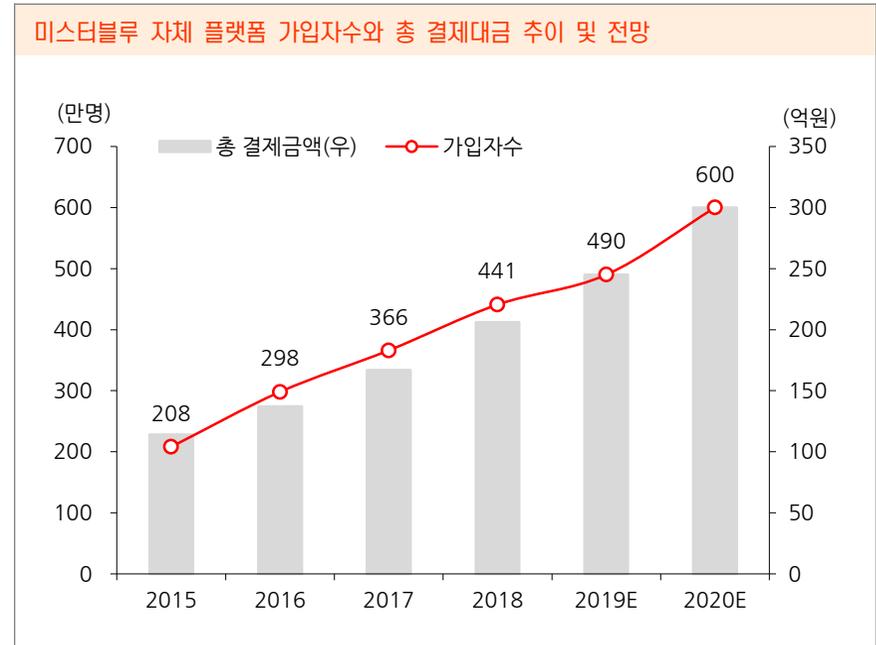


투자 포인트

- ❖ 만화 콘텐츠 부문: 웹툰 시장 성장 수혜 및 향후 대형 플랫폼 업체 상장 시 Valuation 재평가 가능성 상존
 - 웹툰 관련 업체에 관심 필요. ①점재적 시장 확대(이용자수와 빈도 ↑), ②유료 이용 비율 상승, ③평균 지출 금액 증가 등 고려 시 웹툰 시장 성장세 지속.
 - 자체 플랫폼도 웹툰 시장과 동반 성장 중. 특히 무협만화에 대한 강점 등으로 가입자수와 결제금액 지속 증가 추세('18년 웹툰 플랫폼 순위 7위로 상승).
- ❖ 게임 부문: 해외 출시 모멘텀
 - 올해 일 매출액 감소에도 불구하고 인기 반영 효과, 국내 iOS 버전 서비스(1H), 해외 출시(1H 대만, 2H 일본) 등을 통해 전년 대비 성장 전망.
 - 게임 부문 실적은 ① 당사 추정: 매출액 357억원, 영업이익 146억원, ②사측 목표: 매출액 500억원(국내 350억원/해외 150억원), 영업이익 200억원.



자료: 만화 산업 백서(2018), 한화투자증권 리서치센터



자료: 미스터블루, 한화투자증권 리서치센터



미스터블루 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	68	76	85	81	80	82	250	247	310	658	714
만화 콘텐츠	175	190	187	189	177	186	184	190	293	317	357
온라인 만화 및 웹툰	57	60	77	70	70	73	72	75	265	290	330
출판 만화	7	9	5	7	7	7	7	7	28	27	27
게임	3	7	3	4	3	2	171	165	17	341	357
영업이익	4	12	13	10	9	10	94	87	40	199	220
영업이익률(%)	6.5	15.2	15.5	12.8	11.5	11.8	37.6	35.1	12.8	30.3	30.9
만화 콘텐츠	9	12	17	13	13	14	10	14	51	50	74
게임	-4	-1	-3	-3	-3	-4	84	73	-12	149	146
순이익	2	11	11	3	9	8	80	68	28	165	182
순이익률(%)	3.1	14.3	13.1	4.3	11.2	10.2	32.1	27.5	8.9	25.1	25.4
YoY(%)											
매출액	-10	4	18	0	17	8	194	207	3	113	8
만화 콘텐츠	-	-	-	-	19	15	-4	7	4	8	13
게임	-	-	-	-	-14	-64	5,479	4,251	-14	1,917	5
영업이익	-69	13	74	143	108	-17	610	739	9	404	11
순이익	-82	21	84	-14	317	-23	616	1,874	-11	499	10

자료: 미스터블루, 한화투자증권 리서치센터



SBI핀테크솔루션즈 [028670] 일본 고령화 수혜

Not Rated

목표주가: Not Rated
현재주가(1/29): 10,600원

Stock Data

현재 주가(1/29)	10,600원
상승여력	-
시가총액	2,614억원
발행주식수	24,657천주
52주 최고가 / 최저가	18,000 / 9,030원
90일 일평균 거래대금	6.36억원
외국인 지분율	15.8%

주주 구성

SBI HOLDINGS, INC (외 1인)	72.4%
자사주 (외 1인)	6.6%

Stock Price



일본 내 국제송금 시장 점유율 1위인 종합 핀테크 솔루션 업체

- 전자결제·국제송금·기업지원 서비스의 세가지 사업 부문을 영위하는 일본 소재의 종합 핀테크 솔루션 업체
- FY19 상반기('19.04~'19.09) 기준 사업 부문별 매출액 비중은 전자지급결제 33%, 국제송금 52%, 기업지원 15%

투자 포인트

- i) **고령화에 따른 외국인 노동자 증가**: ①지난해 4월 개정 출입국관리법 시행으로 주요 고객인 기능실습생(외국인 노동자)이 향후 5년 간 35만명 증가해(현재 37만명) 향후 국제송금 시장 성장이 전망되는 가운데, ②제휴 협동조합(기능실습생 주요 획득 채널) 확대로 시장 점유율(37%, 1위) 상승세도 지속되고 있어 국제송금 서비스의 高 성장세 유지될 것
- ii) **일본 IT화 수혜**: ①방일 관광객 대응 등을 위한 일본정부의 캐시리스(현재 20%→목표 40%) 지원 정책으로 전자결제 시장 성장(전자결제 서비스 부문), ②근로기준법, 전자장부보존법 등의 업무 방식 개혁 관련법 개정 등에 따른 경리·총무 관련 경비정산 솔루션 시장 성장(기업지원 서비스 부문) 등 일본 IT화 트렌드로 주요 사업들의 구조적 수혜가 기대되는 상황

일본 고령화로 인한 구조적 성장 예상

- FY19 실적은 국제송금 서비스 외형 성장에 따른 고정비 부담 완화 등을 고려해 매출액 990억원, 영업이익 215억원 예상
- 현 주가 FY19 PER 24.2x. 日 사회 변화에 따른 구조적 성장, 동종 업체 대비 저평가 등 고려 시 중장기 관심 유요

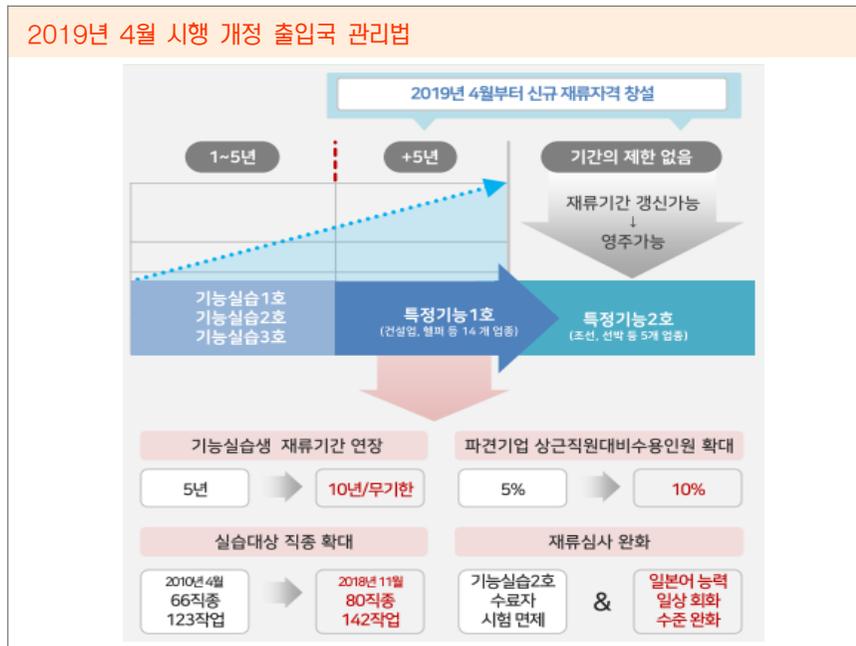
재무정보	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	58	69	86	66	79
영업이익	3	5	6	10	14
EBITDA	3	4	6	7	12
지배주주순이익	2	4	4	8	10
EPS	114	201	182	332	386
순차입금	-71	-77	-76	-88	-156
PER	27.2	20.4	22.2	24.3	33.8
PBR	2.2	2.9	2.8	7.8	8.5
EV/EBITDA	-1.6	2.6	1.8	15.7	13.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	7.9	14.4	12.8	28.6	30.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

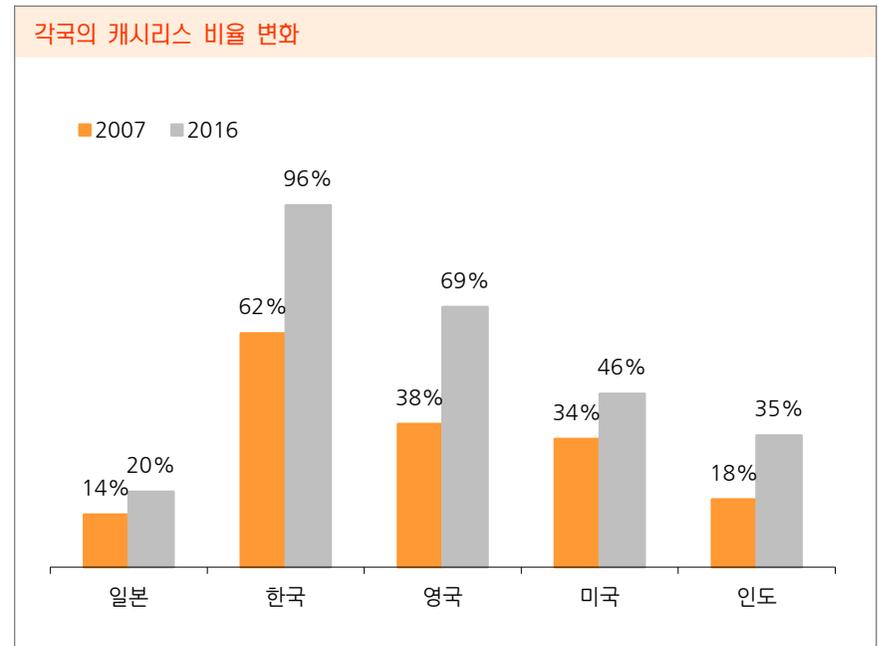


투자 포인트

- ❖ **일본 고령화:** 일본 내 외국인 노동자(기능실습생) 증가에 따라 국제송금 부문 高 성장 지속 전망
 - 지난해 4월 개정 출입국관리법 시행으로 주요 고객인 기능실습생이 향후 5년 간 35만명 증가하며(현재 37만명) 국제송금 시장 성장세 확대 전망.
 - 기능실습생 주요 획득 채널인 협동조합과 지속적인 제휴 확대를 통해(16년 609개→19년 상반기 1,042개) 시장 점유율(37%, 1위)도 상승 중.
- ❖ **일본 사회 IT화:** 캐시리스 비율 상승과 경비/정산 자동화 수요 증가 등 일본 사회의 IT화 트렌드에 따른 구조적 수혜 기대
 - 전자결제 서비스 부문: 일본 정부 캐시리스 결제 비율 40% 달성을 위해 인프라 확대 노력(단말기 무료 제공 등)하고 있어 결제 시장 점진적 확대 기대.
 - 기업지원 서비스 부문: 관련법 개정에 따른 경리·총무 관련 경비정산 솔루션 시장 성장과 제휴 은행의 네트워크를 활용한 영업을 통해 안정적 성장 기대.



자료: SBI핀테크솔루션즈, 한화투자증권 리서치센터



자료: 노무라 종합연구소, 한화투자증권 리서치센터



SBI핀테크솔루션즈 연결 실적추이 및 전망

(단위: 백만원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,872	1,923	1,977	2,077	2,149	2,215	2,265	2,342	6,567	7,850	8,972
결제 서비스	739	740	749	740	740	760	763	804	2,814	2,967	3,067
개인머니 서비스	866	909	918	1,013	1,096	1,151	1,185	1,202	2,749	3,706	4,635
기업지원 서비스	291	297	342	367	367	336	352	374	1,075	1,297	1,428
연결조정	-23	-23	-32	-43	-54	-32	-34	-38	-70	-120	-158
영업이익	396	419	364	221	348	455	471	499	966	1,401	1,772
영업이익률(%)	21.2	21.8	18.4	10.7	16.2	20.5	20.8	21.3	14.7	17.8	19.7
순이익	307	226	223	185	168	256	278	302	795	941	1,003
순이익률(%)	16.4	11.7	11.3	8.9	7.8	11.5	12.3	12.9	12.1	12.0	11.2
[원화 기준] (억 원)											
매출액	185	194	198	212	228	246	245	251	658	788	970
영업이익	39	42	36	23	37	51	51	53	97	141	192
순이익	30	23	22	19	18	28	30	32	80	94	108
원/엔 환율	989	1,007	999	1,022	1,060	1,112	1,081	1,072	1,001	1,004	1,081

주: 3월 결산 기준

자료: SBI핀테크솔루션즈, 한화투자증권 리서치센터

V

중국



중국 아웃바운드 관광객 증가

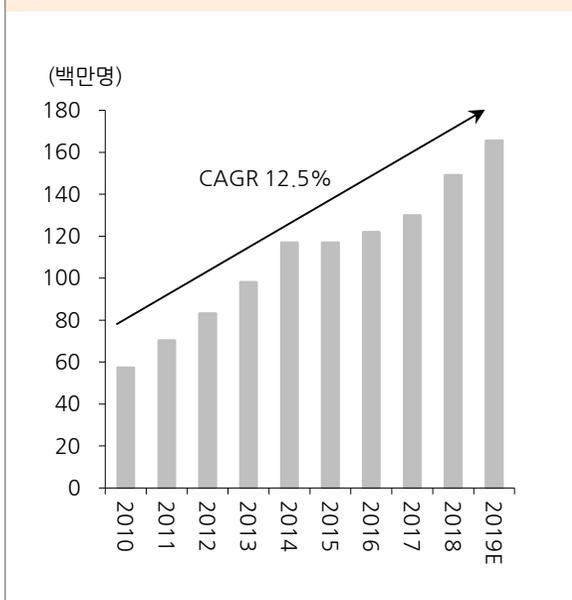
1. JTC(950170)
2. 제로투세븐(159580)



Check 중국 아웃바운드 관광시장 성장

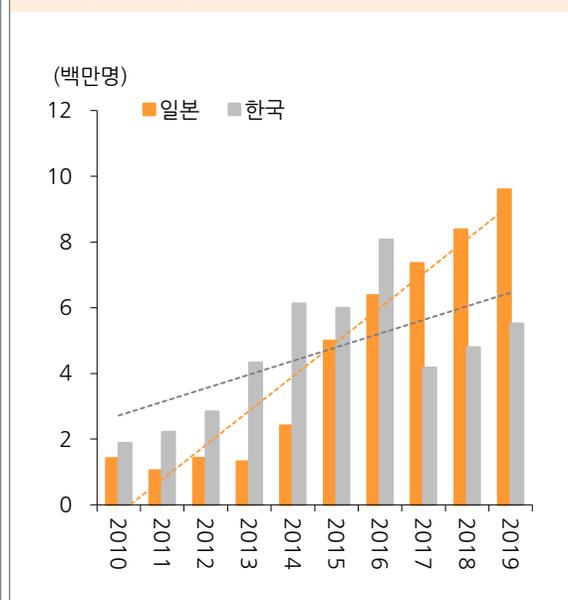
- ❖ 중국 아웃바운드 관광객 지속 증가로 근거리 국가들의 쇼핑 관련 산업 성장 기대
 - 10년 이후 중국 아웃바운드 관광객 연평균 12.5% 증가. 소득 증가, 중국인 대상 비자 정책 완화, 항공 접근성 개선 등 고려 시 증가세 지속 전망
 - 접근성·비용 고려 시 근거리 국가(한·일) 여행 수요 확대 예상. 한국은 사드 이슈 이후 일본 대비 부진하나 한한령 해제 시 과거 수준 회복 기대
 - 근거리 국가들의 쇼핑 관련 산업 성장 기대. 해외 여행 목적, 해외여행 경비 사용 비중 등을 볼 때 중국 아웃바운드 관광객의 키워드는 쇼핑이기 때문
 - 우한 폐렴 이슈로 중국 아웃바운드 관련 종목들의 주가 조정 가능하나 위와 같은 요인들 고려 시 관련 종목들의 주가 하락은 매수 기회로 판단
- ❖ 해당 리포트 내 관련 종목은 제로투세븐(화장품), JTC(일본 면세점)

중국 아웃바운드 관광객 추이



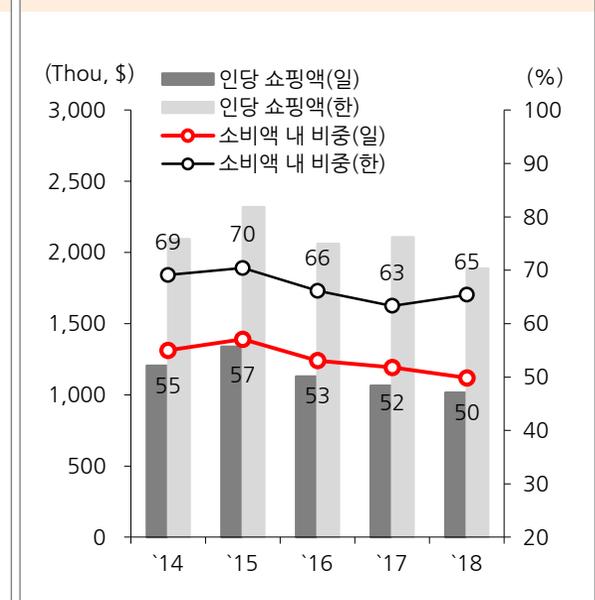
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

한일 중국인 관광객 추이



자료: 각 국 통계청, 한화투자증권 리서치센터 추정

한일 중국인 관광객 인당 쇼핑액과 소비액 내 비중



자료: 문체부, JNTO, 한화투자증권



JTC (028670) 중국인 해외여행 증가 수혜

Buy(유지)

목표주가: 10,000원(유지)
현재주가(1/29): 7,070원

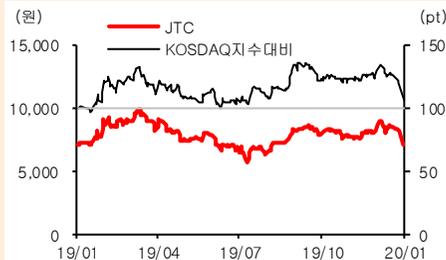
Stock Data

현재 주가(1/29) 7,070원
상승여력 ▲ 41.4%
시가총액 2,475억원
발행주식수 35,006천주
52주 최고가 / 최저가 9,920 / 5,690원
90일 일평균 거래대금 11.72억원
외국인 지분율 9.8%

주주 구성

구첵모 (외 9인) 64.4%
박영배 (외 1인) 0.2%
Ura Yoshira (외 1인) 0.1%

Stock Price



투자이견 'Buy', 목표주가 10,000원 유지

- JTC에 대한 투자이견 'Buy'와 목표주가 10,000원을 유지.
- 이는 중국 내 해외 여행 수요 확대 및 근거리 국가 선호로 인한 방일 중국인 증가 추세로 안정적 성장이 기대되기 때문

투자 포인트

- i) 방일 중국인 증가: 중국 내 근거리 여행 수요 증가 속에 일본 여행 편의성 증대(비자 발급 완화, 신규 취항 및 증편)로 방일 중국인 증가세 지속 중(18년 14%, 19년 15%). 방일 한국인 감소에 따라 올해 일본 방일 외국인 목표(4천만명) 달성을 위해 일본 정부의 방일 중국인 증가 노력 강화 예상. 이에 방일 중국인 대상 사후 면세점 업체인 동사 수혜 기대
- ii) 한국 법인 실적 개선 기대: ①시내 면세점 특허권 반납에 따른 불확실성 해소, ②한한령 해소 시 사후 면세점(단체 관광객 대상) 실적 개선 여지, ③공항 면세점 확대 가능성(입찰 성공 시) 등을 고려 시 한국 법인의 수익성이 점진적 개선되며 연결 실적 내 부정적 영향이 축소될 것으로 기대

우한 폐렴 관련 불확실성 해소 시 올림픽 모멘텀과 Valuation 매력 부각 기대

- FY19 실적은 상반기 호조에 불구하고 하반기 크루즈 입항과 방일 한국인 감소로 매출액 6,043억원, 영업이익 350억원 예상
- 현 주가 19FY PER 11.1x. 우한 폐렴 관련 불확실성 해소 시 도쿄 올림픽 모멘텀과 Valuation 매력 부각 기대

재무정보	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	533	532	519	604	676
영업이익	27	31	17	35	46
EBITDA	31	36	23	75	84
지배주주순이익	15	25	10	22	28
EPS	268	-	296	365	385
순차입금	-22	-19	-11	-41	-65
PER	n/a	n/a	29.4	11.1	8.9
PBR	n/a	n/a	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	n/a	n/a	8.1	1.6	7.2
배당수익률(%)	n/a	n/a	0.0	2.8	2.4
ROE	12.4	18.5	5.5	8.1	9.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



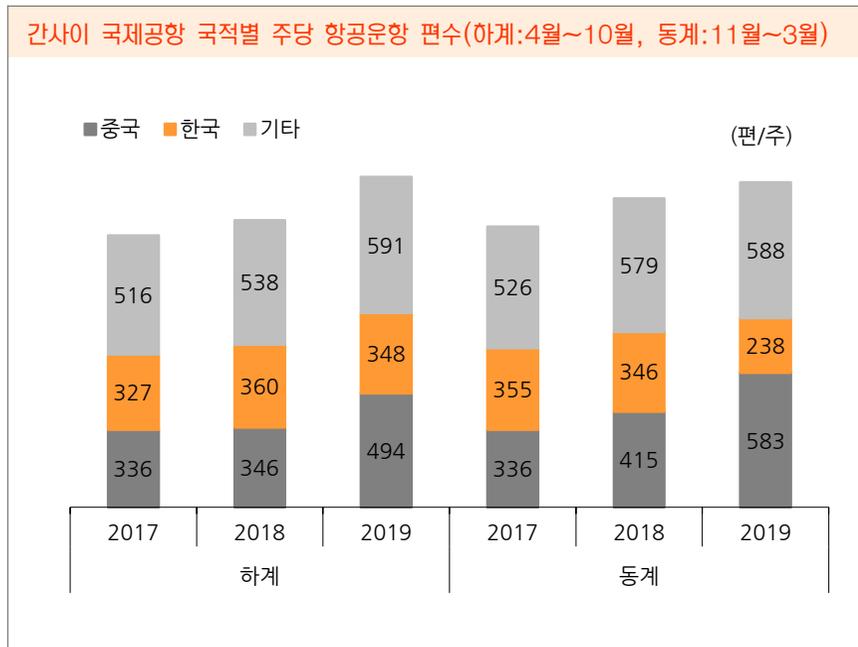
투자 포인트

❖ 방일 중국인 증가 수혜

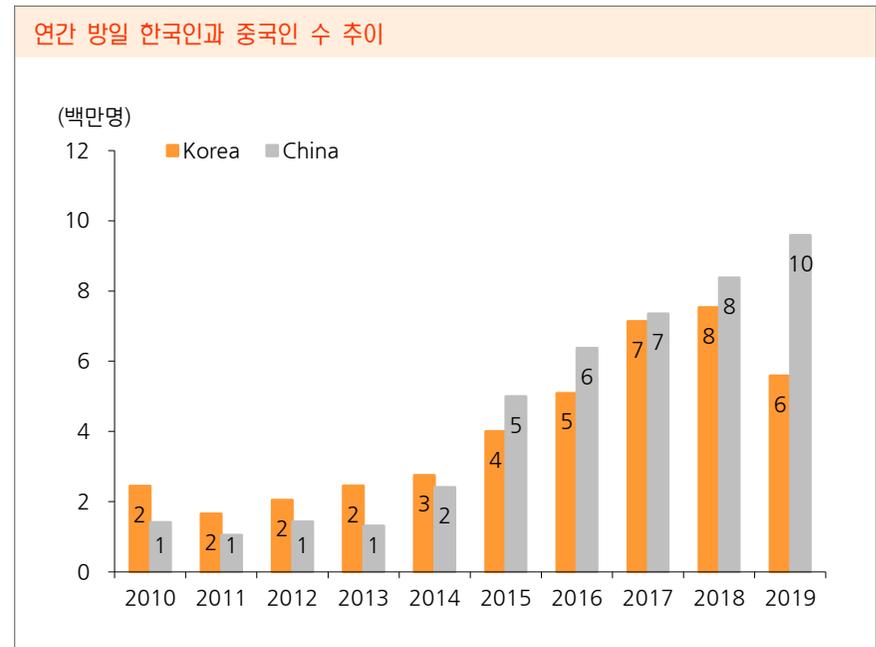
- 중국 내 근거리 여행 수요 확대 속에 일본 여행 편의성 증대로 방일 중국인 증가 지속 전망돼 중국인 중심의 Tax Free 업체인 동사 수혜 기대.
- 다만 방일 한국인이 급격히 감소한 가운데 우한 폐렴 이슈 장기화(방일 중국인 감소) 시 실적 변동성 확대 가능.

❖ 한국법인 실적 개선 기대

- 시내 면세점(신촌) 특허권 반납으로 국내 면세점 경쟁 심화에 따른 실적 불확실성 해소.
- 한한령 해소 시 사후 면세점(단체 관광객 대상) 실적 개선 여지, 공항 면세점 확대 가능성(입찰 성공 시) 등은 중장기 실적 개선 요인.



자료: 간사이 국제공항, 한화투자증권 리서치센터



자료: JNTO, 한화투자증권 리서치센터



JTC 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억엔)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	132	135	120	129	166	157	118	129	517	570	637
일본	132	135	113	111	145	139	100	110	492	494	542
한국	0	0	7	18	20	19	18	19	25	76	95
영업이익	8	5	4	0	12	12	2	6	17	33	43
영업이익률(%)	6.3	3.4	3.7	-0.2	7.4	7.8	2.1	4.4	3.3	5.8	6.8
지배지분순이익	5	2	3	1	7	8	2	4	10	21	26
순이익률(%)	3.5	1.6	2.1	0.7	4.2	4.9	1.5	3.4	2.0	3.7	4.1
YoY(%)											
매출액	12	-12	-14	8	25	16	-2	0	-3	10	12
영업이익	86	-57	-52	적전	48	166	-45	흑전	-45	91	32
지배지분순이익	61	-77	-48	-89	52	247	-31	387	-58	102	26
[원화 기준]											
매출액	1,318	1,360	1,200	1,311	1,721	1,685	1,287	1,350	5,188	6,043	6,755
영업이익	83	47	45	-3	128	132	27	61	173	348	459
지배지분순이익	46	22	26	9	73	83	19	47	104	222	279
원/엔 환율	995	1,004	1,000	1,016	1,038	1,071	1,094	1,070	1,004	1,068	1,060

주: 2월 결산 기준
 자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터



제로투세븐 (028670) 코스메틱 성장 지속

Buy(유지)

목표주가: 16,000원(유지)
현재주가(1/29): 10,900원

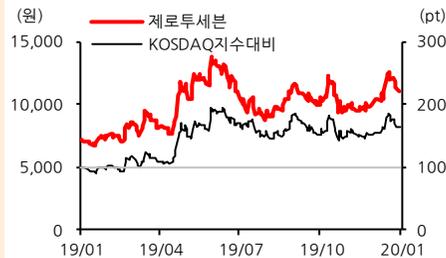
Stock Data

현재 주가(1/29)	10,900원
상승여력	▲ 46.8%
시가총액	2,184억원
발행주식수	20,033천주
52주 최고가 / 최저가	13,900 / 6,810원
90일 일평균 거래대금	28.54억원
외국인 지분율	1.0%

주주 구성

김정민 (외 7인)	57.9%
대신-K&T신기술투자조합 (외 1인)	21.3%
자사주 (외 1인)	1.6%

Stock Price



투자이견 'Buy', 목표주가 16,000원 유지

- 제로투세븐에 대한 투자이견 'Buy'와 목표주가 16,000원을 유지
- 패션 비중 축소, 방한 중국인 증가·브랜드 인지도 제고에 따른 코스메틱 성장 등으로 실적 턴어라운드 확대되기 때문

투자 포인트

- i) **코스메틱 성장 지속**: ①마케팅 강화에 따른 브랜드 인지도 제고 지속, ②방한 중국인 증가로 인한 면세점 호조 전망, ③티몰 向 매출 증가세(수출) 등으로 코스메틱 성장 지속 전망. 올해 실적은 매출액 916억원, 영업이익 192억원 예상
- ii) **패션 비중 축소**: ①지난해 포라즈 브랜드의 오프라인 철수, ②할인점 내 오프라인 매장 축소 지속, ③내수 업황 부진 등으로 패션 매출액 감소세 지속되며 전사 내 비중 축소. 올해 실적은 매출액 679억원, 영업적자 20억원 예상
- iii) **포장 Capa 확대**: 그 간 높은 가동률을 고려 시 Capa 확대(POE 설비 1기)에 따른 외형 성장 가능 예상. 다만 지난해 대비 원화 가치 절상 가능성 고려 시 수익성 소폭 하락할 듯. 올해 실적은 매출액 399억원, 영업이익 84억원 예상

이익 모멘텀과 Valuation 매력 부각 기대

- 올해 실적은 매출액 2,197억원, 영업이익 235억원 전망. 코스메틱 성장, 패션 비중 축소, 중국 연결 제외로 수익성 개선
- 현 주가 20F PER 10.9x. 우한 폐렴 이슈 완화 시 이익 모멘텀과 Valuation 매력 부각을 통한 주가 재평가 흐름 기대

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	184	175	223	220	239
영업이익	-3	-5	10	24	30
EBITDA	0	-2	13	26	32
지배주주순이익	-20	-6	10	20	25
EPS	-1,615	-483	494	1,001	1,234
순차입금	15	10	4	-20	-42
PER	-	-	20.3	10.9	8.8
PBR	2.2	2.2	2.7	2.3	1.8
EV/EBITDA	322.5	-59.2	15.8	7.6	5.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-52.2	-14.1	14.4	23.8	23.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



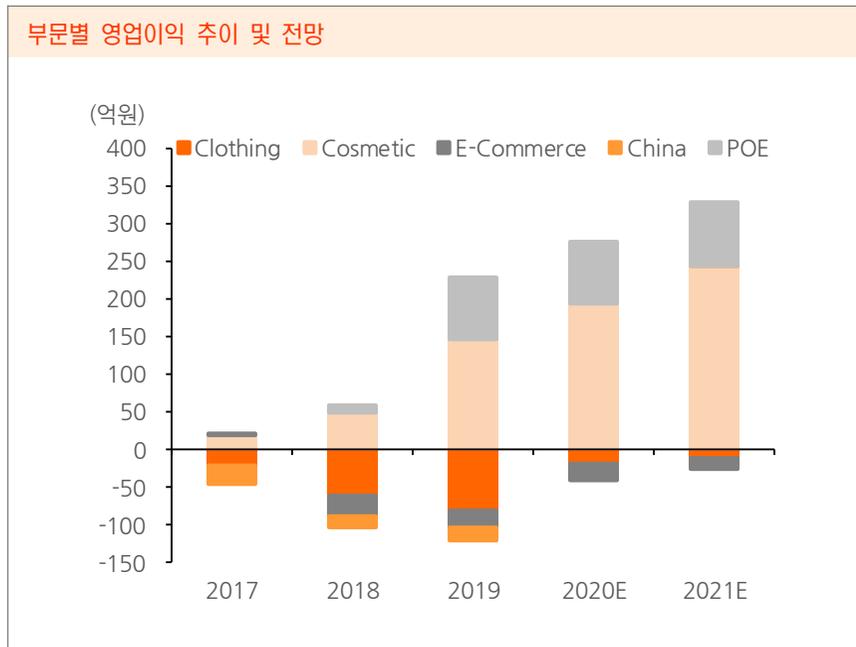
투자 포인트

❖ 코스메틱 성장 지속

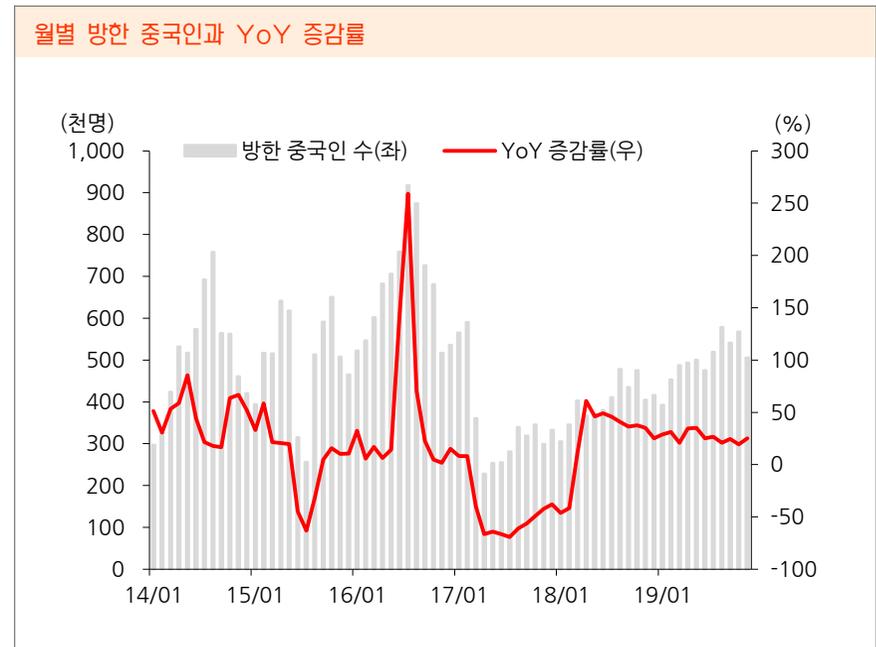
- ①마케팅 강화에 따른 브랜드 인지도 제고, ②방한 중국인 증가로 인한 면세점 호조, ③티몰 向 매출 증가세(수출) 등으로 코스메틱 성장 지속 전망
- 高 수익성의 코스메틱 부문 매출액 비중 상승(18년 17%→19년E 30%→20년E 42%)에 따라 전사 수익성 개선세도 지속될 전망.

❖ 구조조정에 따른 수익성 개선 효과

- 지난해 패션 부문 구조조정(①지난해 포래즈 브랜드의 오프라인 철수, ②할인점 내 오프라인 매장 축소)과 중국법인 JV화로 수익성 개선 효과 예상.
- 적자 부문들의 매출액 비중 하락이 지속되고 있어 이전 대비 코스메틱 부문의 양호한 실적이 주가에 잘 반영될 것으로 기대.



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



제로투세븐 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	378	419	393	563	498	622	509	599	1,753	2,228	2,197	2,388
패션	207	229	202	243	189	199	176	180	882	744	679	619
코스메틱	47	83	58	112	106	205	155	245	300	711	916	1,153
이커머스	59	69	79	87	72	85	69	77	294	303	203	193
중국	65	38	53	60	51	40	7	-	216	98	0	0
POE	-	-	-	61	80	93	102	98	340	373	399	423
영업이익	-16	-4	-16	-10	21	50	22	9	-47	103	235	300
영업이익률(%)	-4.4	-1.0	-4.0	-1.9	4.2	8.1	4.3	1.5	-2.7	4.6	10.7	12.6
패션	-17	-6	-20	-18	-12	-11	-16	-42	-61	-82	-20	-12
코스메틱	6	16	9	18	26	50	35	34	48	146	192	242
이커머스	-7	-4	-5	-12	-6	-4	-9	-5	-27	-23	-20	-15
중국	2	-11	0	-7	-4	-6	-11	0	-16	-21	0	1
POE	0	0	0	9	17	21	23	22	9	82	84	85
순이익	-17	-4	-24	-19	18	54	23	9	-64	101	201	247
순이익률(%)	-4.5	-1.0	-6.2	-3.3	3.7	8.6	4.6	1.4	-3.7	4.5	9.2	10.3
YoY(%)												
매출액	-17	-6	-7	10	32	48	30	6	-5	27	-1	9
영업이익	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	124	27
순이익	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	98	23

자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터



제로투세븐 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	184	175	223	220	239
매출총이익	85	80	100	106	120
영업이익	-3	-5	10	24	30
EBITDA	0	-2	13	26	32
순이자손익	-1	-1	-1	-1	-1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-5	-6	11	24	30
당기순이익	-20	-6	10	20	25
지배주주순이익	-20	-6	10	20	25
증가율(%)					
매출액	-14.8	-4.9	27.1	-1.4	8.7
영업이익	적지	적지	흑전	128.2	27.7
EBITDA	흑전	적전	흑전	101.1	24.6
순이익	적지	적지	흑전	102.9	23.3
이익률(%)					
매출총이익률	46.2	45.4	44.7	48.2	50.2
영업이익률	-1.4	-2.7	4.6	10.7	12.6
EBITDA이익률	0.1	-1.4	5.8	11.9	13.6
세전이익률	-2.7	-3.3	5.0	10.7	12.6
순이익률	-10.8	-3.7	4.4	9.1	10.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	81	89	106	128	156
현금성자산	16	20	26	50	72
매출채권	19	23	25	23	26
재고자산	45	46	39	39	42
비유동자산	12	46	47	45	45
투자자산	3	6	8	8	9
유형자산	4	19	20	19	18
무형자산	4	20	19	18	18
자산총계	92	135	153	173	200
유동부채	34	57	61	61	63
매입채무	17	23	27	26	29
유동성이자부채	1	20	20	20	20
비유동부채	30	14	18	18	18
비유동이자부채	30	10	10	10	10
부채총계	64	72	79	79	81
자본금	6	10	10	10	10
자본잉여금	25	66	66	66	66
이익잉여금	-2	-9	1	21	46
자본조정	-1	-4	-3	-3	-3
자기주식	0	-3	-3	-3	-3
자본총계	28	63	74	94	119





제로투세븐 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	4	4	9	25	23
당기순이익	-10	-6	10	20	25
자산상각비	3	2	3	3	2
운전자본증감	11	7	-7	2	-3
매출채권 감소(증가)	3	3	-2	2	-2
재고자산 감소(증가)	18	4	7	1	-3
매입채무 증가(감소)	-7	4	4	0	2
투자현금흐름	0	5	-2	-1	-1
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	0	-3	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-7	-2	15	23	27
(-)운전자본증가(감소)	-11	0	7	-2	3
(-)설비투자	1	1	2	1	1
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	3	-3	5	23	23
(-)기타투자	-1	-14	-1	0	0
잉여현금	4	11	6	23	23
NOPLAT	-2	-3	9	20	25
(+) Dep	3	2	3	3	2
(-)운전자본투자	-11	0	7	-2	3
(-)Capex	1	1	2	1	1
OpFCF	11	-2	2	23	23

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-1,615	-483	494	1,001	1,234
BPS	2,271	3,160	3,710	4,712	5,946
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-557	-140	752	1,138	1,327
ROA(%)	-18.3	-5.7	6.9	12.3	13.3
ROE(%)	-52.2	-14.1	14.4	23.8	23.2
ROIC(%)	-3.4	-5.9	12.1	26.1	32.4
Multiples(x,%)					
PER	-	-	20.3	10.9	8.8
PBR	2.2	2.2	2.7	2.3	1.8
PSR	0.3	0.5	0.9	1.0	0.9
PCR	-8.8	-49.0	13.3	9.6	8.2
EV/EBITDA	322.5	-59.2	15.8	7.6	5.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	230.9	113.2	106.1	83.3	68.0
Net debt/Equity	53.8	15.7	5.2	-20.8	-35.4
Net debt/EBITDA	6,439.5	-399.2	29.7	-75.4	-130.0
유동비율	237.2	155.8	174.5	211.0	247.7
이자보상배율(배)	n/a	n/a	8.2	18.6	23.8
자산구조(%)					
투하자본	69.3	73.6	69.6	56.5	48.8
현금+투자자산	30.7	26.4	30.4	43.5	51.2
자본구조(%)					
차입금	52.3	32.2	28.8	24.1	20.1
자기자본	47.7	67.8	71.2	75.9	79.9

VI 기타



실적주

1. 도이치모터스(067990)
2. 클래시스(214150)
3. 아스트(067390)



도이치모터스 [028670] 경상이익 증가세 주목

Buy(유지)

목표주가: 14,000원(유지)
현재주가(1/29): 8,300원

Stock Data

현재 주가(1/29) 8,300원
상승여력 ▲ 68.7%
시가총액 2,327억원
발행주식수 28,037천주
52주 최고가 / 최저가 12,800 / 5,340원
90일 일평균 거래대금 35.98억원
외국인 지분율 6.6%

주주 구성

권오수 (외 3인) 32.8%
KB자산운용 (외 1인) 6.0%

Stock Price



투자이견 'Buy', 목표주가 14,000원 유지

- 도이치모터스에 대한 투자이견 'Buy'와 목표주가 14,000원을 유지
- 오토월드 시너지 효과, 멀티 브랜드 강화 등을 통해 경상이익의 구조적 증가가 가능해 Valuation 재평가가 기대되기 때문

투자 포인트

- i) **오토월드 시너지 효과**: Captive 채권 확보를 통한 중고차 할부금융 성장(도이치파이낸셜), 연 70억원의 임대이익(오토월드), 전차량 광고 수수료 수입(지카), 오토월드 내 성능검사(PNS) 등 오토월드와 시너지 효과를 통한 계열사들의 성장으로 큰 폭의 영업이익이 신규로 창출될 전망(19년 0월~22년E 288억원)
- ii) **멀티 브랜드 딜러 전략 강화**: 현재 4개 브랜드(BMW, Mini, 포르쉐, 재규어랜드로버)를 판매 중. 향후에도 타 브랜드 딜러권 인수를 지속 추진할 계획. 이에 물리적 외형 성장분 아니라 브랜드별 상이한 신차 사이클로 기존 대비 실적 안정성 커지기 때문. 동사 계획에 따르면 22년 BMW 그룹 외 브랜드로 창출되는 영업이익은 90억원을 상회

구조적 이익 증가·배당 시작·주가 모멘텀 세 박자를 고루 갖춘 업체

- 올해 실적은 매출액 1.4조원, 영업이익 581억원 예상(회사 목표 600억원). 분양이익(150억원) 인식은 1Q20로 마무리
- 경상이익의 구조적 증가, 주주환원정책 실시, 오토월드 추가 계획 등 고려 시 20F P/E 5.5x에 불과한 현 주가는 매력적

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	950	1,058	1,210	1,414	1,439
영업이익	12	51	85	58	61
EBITDA	18	58	103	74	77
지배주주순이익	4	34	59	42	46
EPS	140	1,278	2,116	1,506	1,642
순차입금	197	137	177	65	25
PER	40.8	4.0	3.6	5.5	5.1
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	19.2	4.7	3.8	4.0	3.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	4.2	4.1
ROE	3.5	20.6	27.2	15.2	14.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



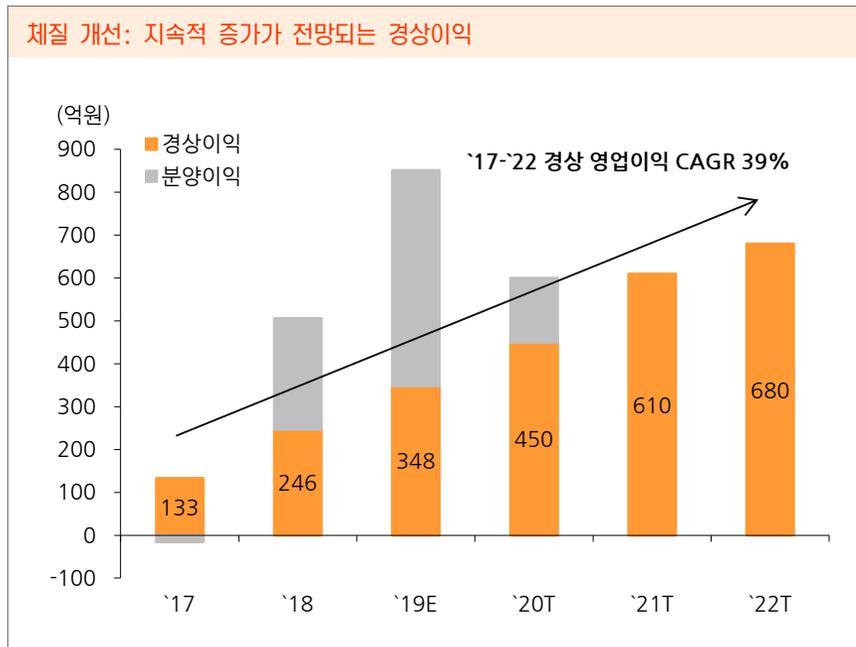
투자 포인트

❖ 오토월드와 시너지 효과

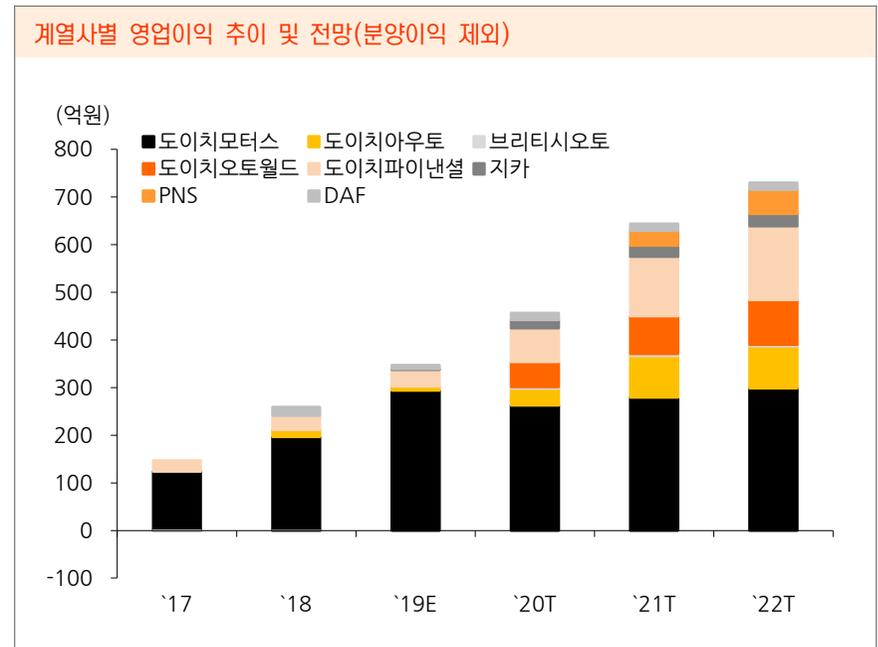
- 올해 4월 오토월드 개장 이후 중고차 할부금융, 임대 수익, 광고 수수료, 성능 검사 등 오토월드와 시너지를 통해 신규 사업들의 본격 성장 전망.
- 22년 관련 계열사들의 예상 영업이익: 도이치파이낸셜 155억원, 도이치오토월드 94억원, 지카 26억원, PnS 51억원

❖ 멀티 브랜드 딜러 및 오프라인 플랫폼 확대 전략

- 타 브랜드 인수 추진, 인수 브랜드의 매장 확대 등 멀티 브랜드 딜러 전략 강화로 22년 BMW 그룹 외 신차 판매를 통한 영업이익 90억원을 상회할 전망.
- 오프라인 플랫폼(도이치오토월드) 확대를 통해 중고차 할부금융 등 신규 사업들의 성장성 제고와 신차 판매의 안전 마진을 확보(자체 보유 매장)할 계획.



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



도이치모터스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	307	289	230	232	268	280	323	339	1,058	1,210	1,414
도이치모터스	285	266	180	173	184	203	241	264	904	892	1,087
도이치파이낸셜	3	3	3	3	3	3	3	4	11	13	18
도이치오토월드	16	9	35	43	64	62	63	54	104	242	72
도이치아우토	0	8	11	12	17	11	16	16	30	60	166
기타/연결조정	3	3	2	1	1	1	1	1	9	3	70
영업이익	10	8	18	15	23	23	24	15	51	85	58
영업이익률(%)	3.2	2.7	7.6	6.6	8.8	8.3	7.3	4.3	4.8	7.0	4.1
도이치모터스	6	6	6	2	8	6	8	8	20	29	22
도이치파이낸셜	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	7
도이치오토월드	3	1	11	11	15	15	15	5	26	50	20
도이치아우토	0	0	0	1	0	0	0	0	2	1	5
기타/연결조정	0	0	0	1	-1	1	0	1	1	1	4
순이익	8	4	11	12	16	17	16	11	35	60	44
순이익률(%)	2.6	1.4	4.7	5.1	6.0	6.0	4.8	3.3	3.3	5.0	3.1
YoY(%)											
매출액	79	8	-1	-17	-13	-3	41	46	11	14	17
영업이익	1,100	98	309	486	140	195	35	-4	332	68	-32
순이익	1,216	103	330	흑전	103	312	46	-5	715	73	-26

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터



도이치모터스 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	950	1,058	1,210	1,414	1,439
매출총이익	74	113	159	147	162
영업이익	12	51	85	58	61
EBITDA	18	58	103	74	77
순이자손익	-6	-8	-2	-2	-2
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	44	79	57	61
당기순이익	4	35	60	44	48
지배주주순이익	4	34	59	42	46
증가율(%)					
매출액	41.1	11.4	14.3	16.9	1.7
영업이익	흑전	332.1	68.2	-32.0	5.5
EBITDA	329.8	220.9	77.5	-27.8	2.8
순이익	흑전	715.2	72.8	-26.6	9.0
이익률(%)					
매출총이익률	7.8	10.7	13.1	10.4	11.3
영업이익률	1.2	4.8	7.0	4.1	4.2
EBITDA이익률	1.9	5.5	8.5	5.3	5.3
세전이익률	0.6	4.2	6.5	4.0	4.2
순이익률	0.4	3.3	5.0	3.1	3.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	260	340	375	281	304
현금성자산	139	158	146	138	159
매출채권	55	58	166	70	71
재고자산	64	107	60	70	71
비유동자산	298	256	355	353	347
투자자산	14	18	36	42	43
유형자산	278	228	311	303	297
무형자산	6	9	9	8	8
자산총계	558	596	730	634	651
유동부채	255	228	328	216	217
매입채무	7	47	46	35	35
유동성이자부채	229	152	252	152	152
비유동부채	137	167	124	97	77
비유동이자부채	107	143	71	51	31
부채총계	392	395	451	313	294
자본금	13	13	14	14	14
자본잉여금	47	49	57	57	57
이익잉여금	30	74	156	198	234
자본조정	56	44	30	30	30
자기주식	-5	-5	0	0	0
자본총계	166	201	278	321	357





도이치모터스 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	-4	144	41	120	59
당기순이익	4	35	60	44	48
자산상각비	6	7	18	17	15
운전자본증감	-24	85	-47	74	-2
매출채권 감소(증가)	-8	-4	-108	96	-1
재고자산 감소(증가)	16	103	48	-10	-1
매입채무 증가(감소)	-16	19	0	-12	1
투자현금흐름	-42	-75	-81	-8	-9
유형자산처분(취득)	-38	-71	-100	-8	-9
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	17	10	19	0	0
재무현금흐름	41	-52	47	-120	-30
차입금의 증가(감소)	31	-59	28	-120	-20
자본의 증가(감소)	0	0	19	0	-10
배당금의 지급	0	0	0	0	10
총현금흐름	23	63	87	46	61
(-)운전자본증가(감소)	8	12	47	-74	2
(-)설비투자	39	72	100	8	9
(+)자산매각	0	1	0	0	0
Free Cash Flow	-23	-20	-59	112	50
(-)기타투자	37	-83	0	0	0
잉여현금	-60	63	-59	112	50
NOPLAT	8	40	65	45	48
(+) Dep	6	7	18	17	15
(-)운전자본투자	8	12	47	-74	2
(-)Capex	39	72	100	8	9
OpFCF	-32	-36	-64	128	53

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	140	1,278	2,116	1,506	1,642
BPS	5,582	6,837	9,172	10,679	11,971
DPS	0	0	0	350	340
CFPS	888	2,383	3,114	1,632	2,183
ROA(%)	0.7	5.8	8.9	6.2	7.2
ROE(%)	3.5	20.6	27.2	15.2	14.5
ROIC(%)	2.7	11.3	16.3	10.6	12.5
Multiples(x,%)					
PER	40.8	4.0	3.6	5.5	5.1
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	6.5	2.2	2.5	5.1	3.8
EV/EBITDA	19.2	4.7	3.8	4.0	3.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	4.2	4.1
안정성(%)					
부채비율	235.9	196.5	162.1	97.5	82.3
Net debt/Equity	118.8	68.2	63.6	20.3	6.9
Net debt/EBITDA	1,090.2	236.1	171.8	87.3	32.1
유동비율	102.0	149.3	114.3	129.9	140.1
이자보상배율(배)	1.7	5.9	33.3	20.2	24.6
자산구조(%)					
투하자본	70.3	65.7	71.4	68.2	65.4
현금+투자자산	29.7	34.3	28.6	31.8	34.6
자본구조(%)					
차입금	66.9	59.5	53.7	38.8	33.9
자기자본	33.1	40.5	46.3	61.2	66.1



클래시스 (028670) 한국 찍고 브라질

Buy(유지)

목표주가: 20,000원(유지)
현재주가(1/29): 12,550원

Stock Data

현재 주가(1/29) 12,550원
상승여력 ▲ 59.4%
시가총액 8,121억원
발행주식수 64,709천주
52주 최고가 / 최저가 17,650 / 4,395원
90일 일평균 거래대금 64.02억원
외국인 지분율 3.1%

주주 구성

정성재 (외 6인) 85.1%

Stock Price



투자이전 'Buy', 목표주가 20,000원 유지

- 클래시스에 대한 투자이전 'Buy'와 목표주가 20,000원을 유지
- 이는 高 수익성인 소모품의 매출액 내 비중 상승, 브라질 등 주요국 수출 증가 등을 통해 실적 성장 지속이 전망되기 때문

투자 포인트

- i) 매출액 내 소모품 비중 상승 지속: ①국내 Hifu 리프팅 대중화 및 쿠폰 사용 비율 하락, ②브라질 등 주요국들의 카트리지 회전을 상승세 등을 고려 시 매출액 내 高 수익성인 소모품 비중 상승 지속되며 전사 수익성 개선 기어 전망
- ii) 주요국 수출 증가 기대: 브라질 등 주요국(호주, 러시아, 대만)들의 수출 호조 기대. 유튜브, 한류 등으로 인지·수용도가 제고되고 있기 때문. 브라질의 경우 런칭 2년 만에 매출액 내 비중이 12%까지 상승해 국내보다 성장 속도 빠른 상황
- iii) 지속적 신제품 출시를 통한 성장성 확보: 슈링크 업그레이드 뿐 아니라 지속적인 신제품 출시(지난해 냉각제어 기기인 클라투-α, 내년 써마지류의 볼류머 출시 예정)를 통해 중장기 성장성 확보(신제품 런칭 후 2-3년 후부터 성장 본격화)

중장기 성장 요인 확인 시 주가 멀티플 재 상승 기대

- 올해 실적은 남미 向 수출 증가와 소모품 판매 호조로 매출액 1,012억원, 영업이익 498억원을 기록하며 성장 지속 전망
- 현 주가 20F PER 19.5x 수준. 수출 증가와 신제품 효과 등 중장기 성장 요인 확인 시 주가 멀티플 재 상승 가능할 것

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	35	47	80	101	126
영업이익	11	17	40	50	63
EBITDA	11	18	41	51	64
지배주주순이익	-5	15	32	40	50
EPS	-1,369	243	516	642	812
순차입금	1	-1	-30	-61	-100
PER	-	16.8	31.7	19.5	15.5
PBR	7.2	5.0	12.2	6.7	4.9
EV/EBITDA	23.0	13.8	24.6	14.8	11.2
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.6	1.0	1.3
ROE	-19.9	34.5	47.7	39.8	36.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자 포인트

❖ 수출 증가에 따른 잠재 성장성 확대

- 유튜브, 한류 등으로 울트라포머(슈링크)의 인지·수용도가 제고되며 주요국들의 수출 호조 기대. 특히 지난해부터 브라질 向 수출이 큰 폭 증가 중.
- 내수 장비 성장 둔화에도 수출 증가에 따라 高 성장세 유지 전망. 또한 수출 증가에 따른 잠재 성장성 확대에 기업 가치 제고 기대.

❖ 매출액 내 소모품 비중 상승 지속

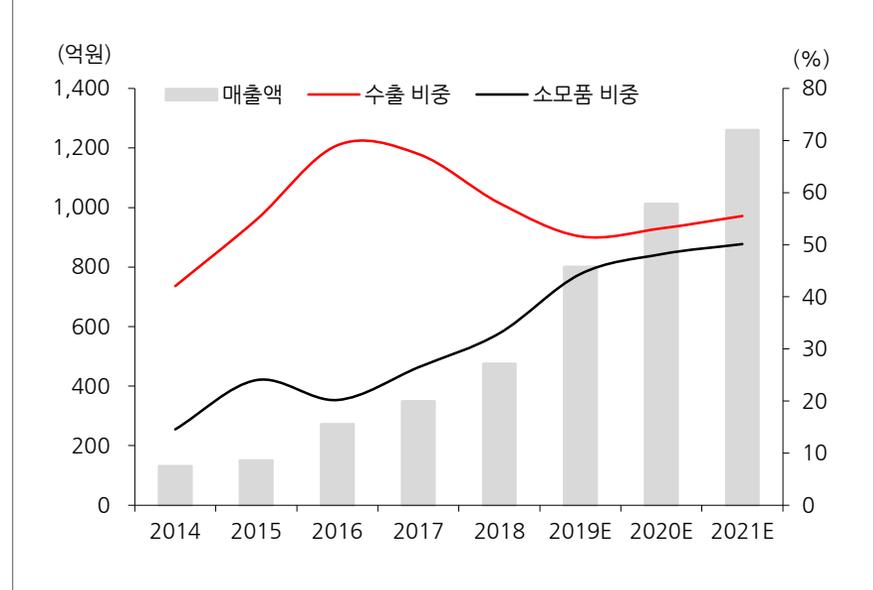
- Hifu 리프팅 기술 대중화, 수출 증가 등으로 매출액 내 高 수익성인 소모품 비중 상승 지속 예상(18년 33% → 21년 50%).
- 이에 따라 안정적 성장(장비 대비 변동성 ↓)과 수익성 개선(장비 대비 크게 낮은 원가) 지속이 기대.

구글 트렌드 내 Ultraformer 지역별 관심도



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

클래시스 매출액과 수출/소모품 비중 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터



클래시스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	98	115	116	146	162	216	211	213	475	801	1,012	1,261
수출	62	75	64	74	85	105	111	112	275	413	538	699
내수	36	39	52	72	77	110	100	101	199	387	474	561
Classys	55	63	56	77	70	104	91	93	251	358	448	551
Cluderm	10	12	14	18	20	19	11	10	54	61	59	61
Cartridge	31	36	43	47	67	83	100	105	157	355	488	632
Cosmetic	3	4	3	4	5	9	8	5	14	27	18	17
영업이익	26	42	41	65	74	96	118	112	175	400	498	626
영업이익률(%)	26.3	37.0	35.6	44.7	46.0	44.4	55.9	52.6	36.8	49.9	49.2	49.7
순이익	19	39	28	62	59	76	95	89	149	320	398	501
순이익률(%)	19.7	33.6	24.4	42.7	36.6	35.4	45.2	41.8	31.3	39.9	39.3	39.8
YoY(%)												
매출액	14	18	36	82	65	88	81	46	36	69	26	25
Classys	-7	9	26	61	28	65	62	20	20	43	25	23
Cluderm	61	17	24	61	101	64	-21	-44	38	13	-3	4
Cartridge	61	30	56	162	116	131	135	123	70	127	37	30
Cosmetic	28	174	74	21	85	133	145	29	60	97	-34	-6
영업이익	-15	34	50	248	188	126	185	71	61	129	25	26
순이익	-10	37	32	흑전	205	98	235	43	흑전	115	25	26

자료: 클래시스, 한화투자증권 리서치센터



클래시스 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	35	47	80	101	126
매출총이익	24	35	62	78	98
영업이익	11	17	40	50	63
EBITDA	11	18	41	51	64
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-3	18	41	50	64
당기순이익	-5	15	32	40	50
지배주주순이익	-5	15	32	40	50
증가율(%)					
매출액	28.0	36.2	68.7	26.3	24.6
영업이익	30.7	61.8	128.9	24.5	25.7
EBITDA	31.6	65.4	124.9	23.9	25.2
순이익	적전	흑전	115.3	24.3	26.4
이익률(%)					
매출총이익률	69.3	73.2	77.0	77.3	77.6
영업이익률	31.0	36.8	49.9	49.2	49.6
EBITDA이익률	31.6	38.4	51.2	50.2	50.4
세전이익률	-9.0	37.5	50.7	49.8	50.4
순이익률	-14.7	31.3	40.0	39.3	39.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	28	27	53	87	129
현금성자산	19	16	40	71	110
매출채권	2	3	4	6	7
재고자산	5	6	8	9	12
비유동자산	35	49	55	55	55
투자자산	3	3	4	5	6
유형자산	32	46	51	50	49
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	63	76	108	142	185
유동부채	14	15	25	25	26
매입채무	1	1	1	2	2
유동성이자부채	7	6	10	10	10
비유동부채	14	10	0	0	0
비유동이자부채	13	10	0	0	0
부채총계	28	25	25	26	26
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	18	19	19	19	19
이익잉여금	11	25	57	91	133
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	35	51	83	117	159





클래시스 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	9	16	25	38	47
당기순이익	-5	15	32	40	50
자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본증감	0	-1	3	-2	-3
매출채권 감소(증가)	-1	0	-2	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-2
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-21	-20	-8	0	0
유형자산처분(취득)	-32	-15	-6	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-2	0	0
재무현금흐름	19	-4	4	-6	-8
차입금의 증가(감소)	19	-4	4	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	-6	-8
배당금의 지급	0	0	0	6	8
총현금흐름	12	20	22	40	50
(-)운전자본증가(감소)	0	0	-3	2	3
(-)설비투자	32	15	6	0	0
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-21	5	19	38	47
(-)기타투자	-12	7	0	0	0
잉여현금	-9	-2	19	38	47
NOPLAT	8	15	32	39	50
(+) Dep	0	1	1	1	1
(-)운전자본투자	0	0	-3	2	3
(-)Capex	32	15	6	0	0
OpFCF	-24	1	30	38	47

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-1,369	243	516	642	812
BPS	580	824	1,340	1,882	2,564
DPS	8	14	100	130	160
CFPS	3,072	322	360	641	808
ROA(%)	-12.0	21.4	34.8	31.8	30.8
ROE(%)	-19.9	34.5	47.7	39.8	36.5
ROIC(%)	38.4	33.7	61.1	72.5	86.7
Multiples(x,%)					
PER	-3.0	16.8	31.7	19.5	15.5
PBR	7.2	5.0	12.2	6.7	4.9
PSR	0.4	5.3	12.6	7.7	6.2
PCR	1.4	12.7	45.4	19.6	15.5
EV/EBITDA	23.0	13.8	24.6	14.8	11.2
배당수익률	0.2	0.3	0.6	1.0	1.3
안정성(%)					
부채비율	80.0	48.3	30.4	21.9	16.3
Net debt/Equity	4.1	-2.0	-35.9	-52.6	-62.9
Net debt/EBITDA	13.0	-5.6	-72.8	-120.8	-157.2
유동비율	192.1	179.4	213.5	344.1	503.6
이자보상배율(배)	85.8	40.0	200.0	280.0	352.0
자산구조(%)					
투하자본	61.6	72.1	54.9	42.0	33.7
현금+투자자산	38.4	27.9	45.1	58.0	66.3
자본구조(%)					
차입금	37.3	23.2	10.6	7.8	5.8
자기자본	62.7	76.8	89.4	92.2	94.2



아스트 [028670] 고진감래(苦盡甘來)

Buy(유지)

목표주가: 13,000원(유지)
현재주가(1/29): 7,610원

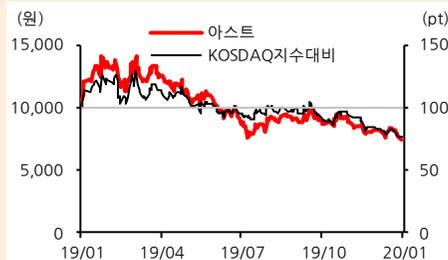
Stock Data

현재 주가(1/29)	7,610원
상승여력	▲ 70.8%
시가총액	1,954억원
발행주식수	25,680천주
52주 최고가 / 최저가	14,181 / 7,500원
90일 일평균 거래대금	25.26억원
외국인 지분율	1.8%

주주 구성

김희원 (외 2인)	16.3%
아스트우리스주 (외 1인)	2.0%
자사주신탁 (외 1인)	0.3%

Stock Price



투자 의견 'Buy', 목표주가 13,000원 유지

- 아스트에 대한 투자 의견 'Buy'와 목표주가 13,000원을 유지
- E2 發 실적 개선 효과가 확대되는 가운데 향후 B737 Max 운항 재개 시 실적·주가 모멘텀 발생이 기대되기 때문

투자 포인트

- i) E2 發 실적 개선 효과 확대: B737 Max 물량 감소 여파를 E2 發 실적 개선으로 상당 부분 상쇄 가능할 것. 올해 E2 동체 납품 대수가 전년 대비 약 4배 증가한 45대가 예상되기 때문. 이에 초기 개발비용 관련 수익을 포함한 E2 向 실적은 매출액 687억원, 영업이익 397억원에 달할 것으로 예상(동체 관련 실적 → 매출액: 419억원, 영업이익 130억원)
- ii) B737 Max 운항 재개 시 주가·실적 모멘텀 발생 기대: B737 Max 운항 재개 불확실성 여전한 상황. 이에 당사 하반기 운항 재개를 가정해 추정. 올해 Boeing 向 실적은 매출액 1,280억원, 영업이익 74억원 예상. 다만 내년부터 B737 Max 증산, 납품 확대 가능성(Spirit 수익성 제고를 위해 아웃소싱 확대) 등으로 Boeing 向 실적 크게 개선 전망

보잉 이슈 해소 시 성장성과 Valuation 매력 부각 기대

- 올해 실적은 B737 Max 물량 감소에 불구하고 E2 發 실적 개선 효과로 매출액 1,920억원, 영업이익 434억원 예상
- 현 주가 20F PER 7.4x 수준. 추후 약재 해소(B737 Max 운항 재개) 시 성장성과 Valuation 매력 부각 기대

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	97	117	157	176	222
영업이익	8	11	35	46	47
EBITDA	15	18	44	55	55
지배주주순이익	1	4	16	26	26
EPS	90	236	652	1,030	1,030
순차입금	130	206	193	154	147
PER	195.2	39.8	14.6	7.4	7.4
PBR	2.9	1.6	1.2	0.8	0.8
EV/EBITDA	28.2	20.0	10.0	6.4	6.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.7	3.9	10.7	12.0	10.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



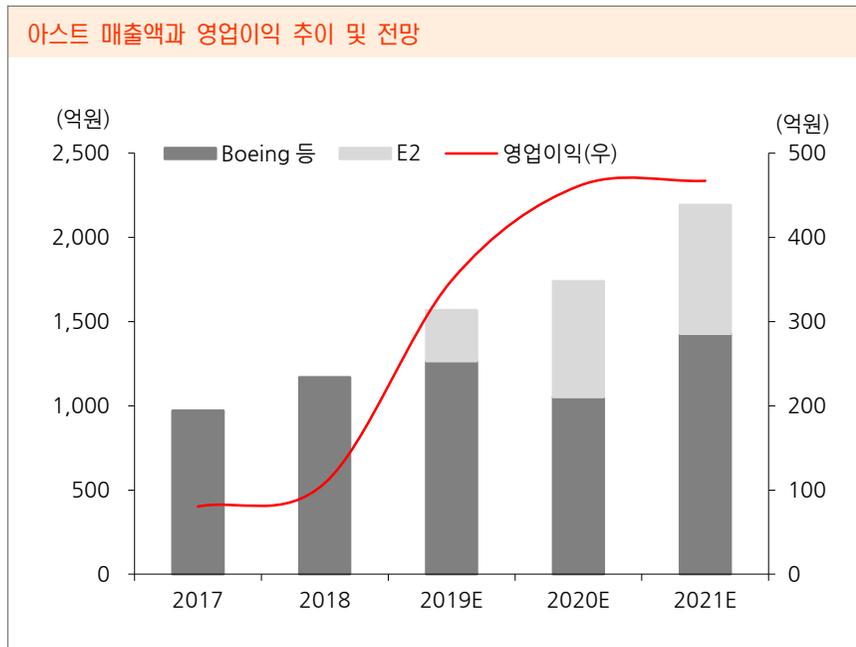
투자 포인트

❖ 高 수익성의 E2 매출 증가

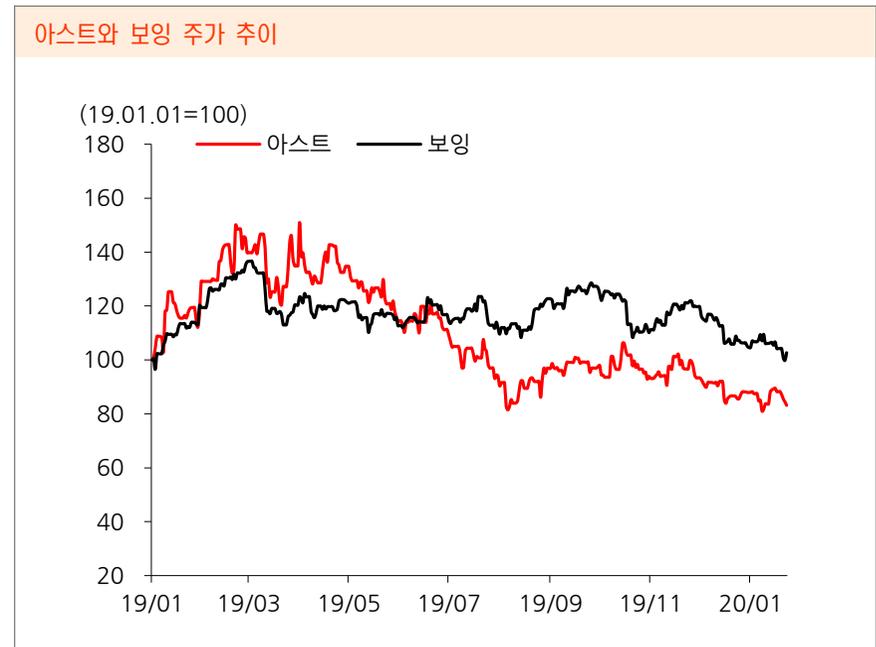
- 올해 E2 向 실적은 동체 납품 대수 증가(19년 11대→20년 45대)에 따라 큰 폭 증가 전망(매출액 640억원, 영업이익 360억원)
- 高 수익성의 E2 매출 증가로 올해 상반기 B737 Max 물량 감소 여파를 상당 부분 상쇄 가능할 것으로 판단

❖ B737 운항 재개 시 주가·실적 모멘텀 발생 기대

- B737 Max 운항 재개 불확실성 여전한 상황. 하반기 운항 재개 가정 시 올해 Boeing 向 실적은 매출액 1,280억원, 영업이익 74억원 예상
- 운항 재개 시 주가 모멘텀 발생분 아니라 B737 Max 증산 및 납품 확대 가능성 등을 통한 실적 개선 기대감도 커질 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



아스트 연결 실적추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	252	264	325	330	306	344	367	551	1,170	1,568	1,761	2,218
Bulkhead	45	43	47	39	48	48	35	29	174	160	123	176
Sec48	39	102	126	152	109	110	102	84	419	405	315	540
U/L Deck	18	23	32	28	34	36	26	13	101	108	87	114
Stringer etc.	19	18	16	15	16	15	13	12	68	56	44	67
Others	130	78	104	96	99	111	129	184	408	537	504	555
E2 동체	0	0	0	0	0	25	62	39	0	112	419	624
E2 NR	0	0	0	0	0	0	0	190	0	190	268	141
영업이익	20	21	30	37	25	45	51	228	108	349	462	467
영업이익률(%)	7.8	8.1	9.3	11.3	8.3	13.2	13.9	41.3	9.3	22.3	26.3	21.1
지배지분순이익	6	27	7	0	11	2	3	152	40	168	286	290
순이익률(%)	2.3	10.3	2.1	0.1	3.6	0.7	0.8	27.6	3.4	10.7	16.3	13.1
YoY(%)												
매출액	17	20	29	16	22	30	13	67	20	34	12	26
영업이익	10	-2	21	132	29	113	69	513	35	222	32	1
지배지분순이익	15	378	-59	흑전	90	-91	-60	76,808	177	320	70	1

자료: 아스트, 한화투자증권 리서치센터



아스트 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	97	117	157	176	222
매출총이익	15	20	47	59	63
영업이익	8	11	35	46	47
EBITDA	15	18	44	55	55
순이자손익	-4	-7	-11	-9	-8
외화관련손익	-4	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	1
세전계속사업손익	1	6	22	38	38
당기순이익	1	4	17	29	29
지배주주순이익	1	4	16	26	26
증가율(%)					
매출액	10.6	20.4	34.0	12.3	26.0
영업이익	9.7	34.5	222.2	32.4	1.1
EBITDA	17.5	24.9	138.7	25.2	0.5
순이익	-76.3	202.9	278.4	70.2	2.3
이익률(%)					
매출총이익률	15.5	17.0	29.9	33.7	28.4
영업이익률	8.3	9.3	22.3	26.2	21.1
EBITDA이익률	15.2	15.7	28.0	31.2	24.9
세전이익률	1.1	5.4	13.9	21.5	17.1
순이익률	1.5	3.8	10.7	16.2	13.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	143	191	379	354	359
현금성자산	30	21	66	60	37
매출채권	37	57	60	58	70
재고자산	71	110	122	106	122
비유동자산	167	204	202	198	202
투자자산	49	51	48	48	55
유형자산	113	147	149	145	142
무형자산	5	6	5	5	5
자산총계	311	395	581	553	560
유동부채	102	108	133	111	113
매입채무	28	36	43	46	58
유동성이자부채	73	69	75	55	45
비유동부채	94	167	212	180	160
비유동이자부채	87	159	185	160	140
부채총계	195	274	345	290	273
자본금	7	8	12	12	12
자본잉여금	68	77	169	169	169
이익잉여금	2	4	21	46	72
자본조정	2	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	115	121	236	262	288





아스트 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	-12	-36	-74	43	12
당기순이익	1	4	17	29	29
자산상각비	7	8	9	9	9
운전자본증감	-27	-54	-123	16	-15
매출채권 감소(증가)	-22	-22	-4	2	-12
재고자산 감소(증가)	-18	-39	-12	16	-15
매입채무 증가(감소)	18	7	7	3	12
투자현금흐름	-42	-39	-10	-5	-4
유형자산처분(취득)	-40	-40	-10	-5	-5
무형자산 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	6	1	0	0	0
재무현금흐름	68	67	129	-45	-30
차입금의 증가(감소)	46	62	32	-45	-30
자본의 증가(감소)	1	3	97	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	17	22	49	27	27
(-)운전자본증가(감소)	24	47	123	-16	15
(-)설비투자	41	40	10	5	5
(+)자산매각	-2	-1	0	0	0
Free Cash Flow	-49	-66	-84	38	7
(-)기타투자	8	6	0	0	-1
잉여현금	-58	-72	-84	39	7
NOPLAT	6	8	27	35	36
(+) Dep	7	8	9	9	9
(-)운전자본투자	24	47	123	-16	15
(-)Capex	41	40	10	5	5
OpFCF	-52	-72	-97	55	24

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	90	236	652	1,030	1,030
BPS	6,124	6,040	8,072	9,102	10,132
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,081	1,283	1,971	1,086	1,088
ROA(%)	0.5	1.1	3.3	4.5	4.6
ROE(%)	1.7	3.9	10.7	12.0	10.7
ROIC(%)	3.0	2.9	7.6	8.7	8.9
Multiples(x,%)					
PER	195.2	39.8	14.6	7.4	7.4
PBR	2.9	1.6	1.2	0.8	0.8
PSR	2.9	1.4	1.5	1.1	0.9
PCR	16.3	7.3	4.8	7.0	7.0
EV/EBITDA	28.2	20.0	10.0	6.4	6.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	169.8	227.7	145.9	110.9	94.7
Net debt/Equity	113.0	171.0	81.7	58.9	51.1
Net debt/EBITDA	882.8	1,120.4	439.6	280.5	265.8
유동비율	140.8	177.9	285.1	320.1	318.9
이자보상배율(배)	1.8	1.5	3.2	5.1	5.6
자산구조(%)					
투하자본	73.8	80.9	78.0	78.4	81.7
현금+투자자산	26.2	19.1	22.0	21.6	18.3
자본구조(%)					
차입금	58.2	65.3	52.3	45.0	39.0
자기자본	41.8	34.7	47.7	55.0	61.0

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2020년 1월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동아, 최준영, 박준오) 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 조사분석담당자는 2019년 12월 11일~13일 JTC, SBI핀테크솔루션즈의 일본 현지 기업설명회에 한국거래소의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. (김동아) 유비츠는 2019년 3월 6일 당사와 자기주식취득 신탁계약을 체결하였습니다.

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

*과리율 산정: 수정주가 적용

알에프텍(061040)



투자이건 변동내역

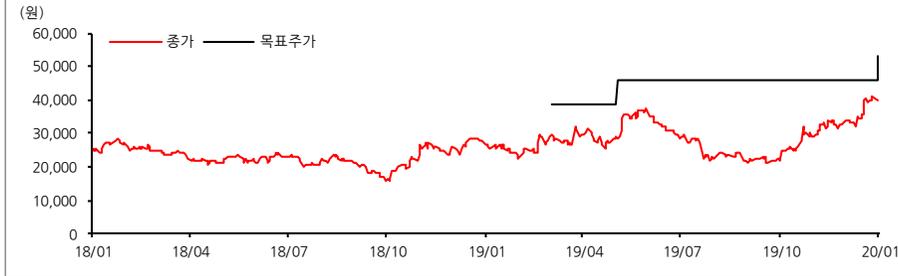
일 시	투자이건	목표가격	과리율(%)	과리율(%)	과리율(%)	과리율(%)
2020.01.29	담당자변경 김동아	Buy 13,000				
일 시	투자이건	목표가격				
일 시	투자이건	목표가격				
일 시	투자이건	목표가격				

목표주가 변동 내역별 과리율 (알에프텍)

일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.01.29	Buy	13,000		

Compliance Notices

슈프리마(236200)



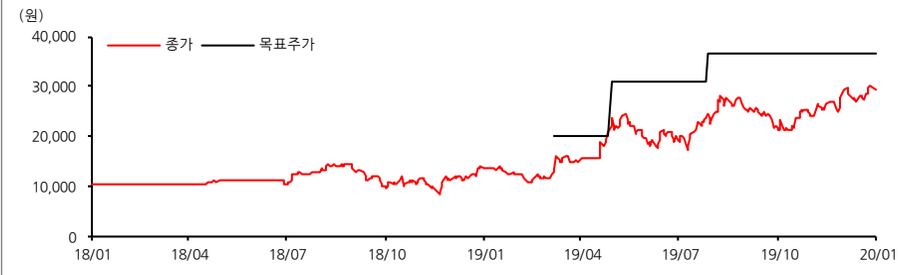
투자의견 변동내역

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	김동아	39,000	39,000	46,000	46,000	46,000
일 시	2019.09.02	2019.11.26	2020.01.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	46,000	46,000	53,000			
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (슈프리마)

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	-36.62	-10.76
2020.01.29	Buy	53,000		

에지에프알(230240)



투자의견 변동내역

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	2019.09.18	2019.09.20	2019.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
일 시	2020.01.13	2020.01.29				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	36,500	36,500				
일 시						
투자의견						
목표가격						

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (에치에프알)

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		

오이솔루션(138080)



투자의견 변동내역

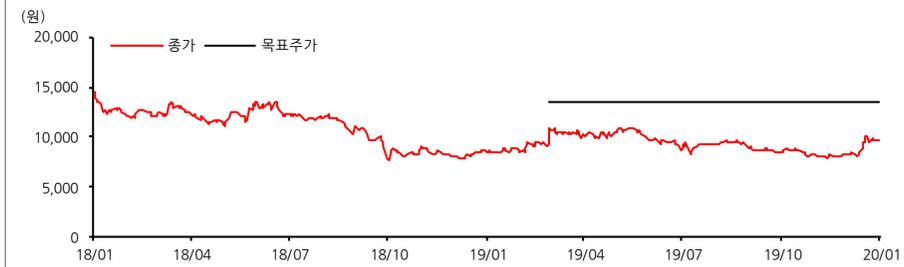
일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.06.24	2019.08.12	2019.09.02	2019.11.13
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	89,500	89,500	100,000	100,000	68,000
일 시	2020.01.29					
투자의견	Buy					
목표가격	58,000					
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (오이솔루션)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	69,994	-33.28	-21.79
2019.08.12	Buy	78,205	-45.98	-34.30
2019.11.13	Buy	54,426	-19.79	-3.91
2020.01.29	Buy	58,000		

Compliance Notices

유비츠(065510)



투자의견 변동내역

일 시	2019.03.28	2019.03.28	2019.05.17	2019.05.31	2019.09.02	2020.01.10
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	13,500	13,500	13,500	13,500	13,500
일 시	2020.01.29					
투자의견	Buy					
목표가격	13,500					
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (유비츠)

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

아이쓰리시스템(214430)



투자의견 변동내역

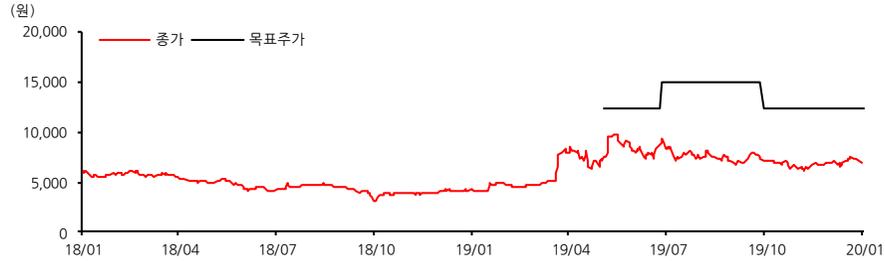
일 시	2019.12.23	2019.12.23	2020.01.29			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	최준영	35,000	35,000			
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (아이쓰리시스템)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.12.23	Buy	35,000		

Compliance Notices

에스넷(038680)



투자의견 변동내역

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.07.24	2019.09.02	2019.10.28	2020.01.29
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	12,300	15,000	15,000	12,300	12,300
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (에스넷)

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	-48.98	-37.80
2019.10.28	Buy	12,300		

JTC(950170)



투자의견 변동내역

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.09.02	2019.09.27	2020.01.29	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	김동하	10,000	10,000	10,000	10,000	
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (JTC)

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

제로투세븐(159580)



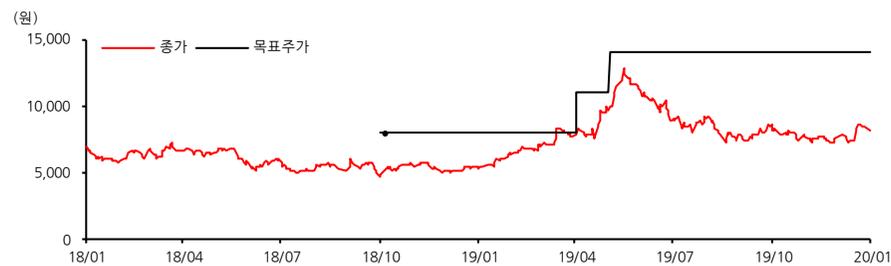
투자의견 변동내역

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	2019.12.19	2020.01.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (제로투세븐)

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		

도이치모토스(067990)



투자의견 변동내역

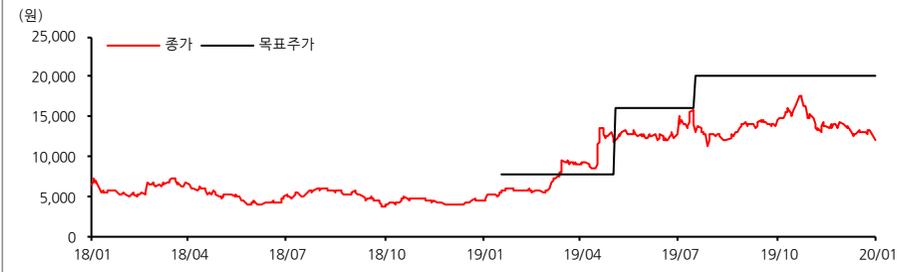
일 시	2018.10.30	2018.10.30	2019.02.13	2019.04.30	2019.05.16	2019.05.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동하	8,000	8,000	11,000	11,000	11,000
일 시	2019.05.31	2019.09.02	2020.01.21	2020.01.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	14,000	14,000	14,000	14,000		
일 시						
투자의견						
목표가격						

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (도이치모터스)

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		

클래시스(214150)



투자의견 변동내역

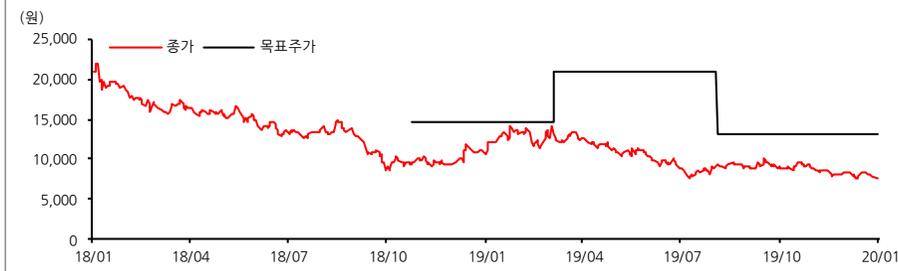
일 시	2019.02.14	2019.02.14	2019.05.15	2019.05.31	2019.08.14	2019.09.02
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김동아	7,700	7,700	16,000	20,000	20,000
일 시	2020.01.29					
투자의견	Buy					
목표가격	20,000					
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (클래시스)

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		

Compliance Notices

아스트(067390)



투자의견 변동내역

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
일 시	2019.09.18	2020.01.29				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	13,000	13,000				
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (아스트)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.22	Buy	14,592	-21.96	-2.82
2019.04.03	Buy	19,151	-44.75	-30.03
2019.09.02	Buy	13,000		

종목 투자등급

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

산업 투자의견

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

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2019년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

정유/석유화학

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com
-----	-----------	-----	-----------	----------------------

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
김민정	수석연구위원	크레딧	3772-7547	minjeong.kim1052@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김진명	연구위원	자산배분	3772-7655	jm_kim@hanwha.com
김수연	책임연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
박진영	연구위원	글로벌전략	3772-7677	jyp01@hanwha.com
박은석	연구위원	퀀트 RA	3772-7690	es.park@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
이순학	수석연구위원	반도체/통신	3772-7472	soonhak@hanwha.com
성용훈	수석연구위원	금융	3772-7659	yonghoon.sung@hanwha.com
김동하	수석연구위원	자동차/스몰캡	3772-7674	kim.dh@hanwha.com
남성현	수석연구위원	유통/식자재	3772-7651	gone267@hanwha.com
신재훈	연구위원	제약/바이오	3772-7687	jaehoon.shin@hanwha.com
손효주	연구위원	화장품/음식료/섬유의복	3772-7610	hyoju.son@hanwha.com
김소혜	연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구위원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
지인해	연구위원	엔터/레저	3772-7619	lnhae.ji@hanwha.com
김준환	연구위원	전기전자	3772-7473	joonh.kim@hanwha.com
최준영	책임연구위원	스몰캡	3772-7698	jchoi@hanwha.com
김유혁	책임연구위원	철강/운송	3772-7638	yuhyuk.kim@hanwha.com
최보원	책임연구위원	해외주식	3772-7647	bo.choi@hanwha.com
박준기	연구위원	유통/식자재/엔터/레저 RA	3772-7673	jungi.park@hanwha.com
이재연	연구위원	제약/바이오/건설/건자재 RA	3772-7678	jaeyeon.lee@hanwha.com
박준호	연구위원	정유/석유화학/스몰캡 RA	3772-7693	junho.park@hanwha.com
이용욱	연구위원	테크/전기전자 RA	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
박수영	연구위원	방산/조선/기계/인터넷/게임/미디어 RA	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
조은아	연구위원	화장품/음식료/섬유의복/해외주식 RA	3772-7641	euna.cho@hanwha.com

본·지점망

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 책임 소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

서울

본사	02) 3772-7000	목동지점	02) 2654-2300
강남지점	02) 6975-2000	반포지점	02) 6918-2400
강서지점	02) 2606-4712	송파지점	02) 449-3677
갤러리아지점	02) 3445-8700	신촌지점	02) 6944-7700
금융플라자63지점	02) 308-6363	영업부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	올림픽지점	02) 404-4161
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400	이촌지점	02) 6937-7400
노원지점	02) 931-2711	중앙지점	02) 743-7311
대치센트럴지점	02) 553-0008		

인천/경기

과천지점	02) 507-7070	안성지점	031) 677-0233
부천지점	032) 322-0909	일산지점	031) 929-1313
분당지점	031) 707-7114	평촌지점	031) 381-6004
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평택지점	031) 652-8668
신갈지점	031) 285-7233		

대전/충청

공주지점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200
청주지점	043) 224-3300		

광주/전라

광주지점	062) 713-5700	순천지점	061) 724-6400
군산지점	063) 730-8400	전주지점	063) 710-1000

제주

제주지점	064) 800-7500
------	---------------

대구/경북

문경지점	054) 550-3500	영주지점	054) 633-8811
범어지점	053) 741-3211	영천지점	054) 331-5000
성서지점	053) 588-3211	포항지점	054) 231-4111

부산/울산/경남

거창지점	055) 943-3000	삼산지점	052) 265-0505
동울산지점	052) 233-9229	언양지점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창원지점	055) 285-2211
부산지점	051) 465-7533		



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234