

11월 eBEST Mid-Small cap

# Value & Growth

Part I Value & Growth Universe

Part II 중소형주 시장 상황

Part III 이슈: 이젠 공유(公有)의 시대

**Value**  
Analyst 정홍식  
02 3779 8468  
hsjeong@ebestsec.co.kr

**Growth**  
Analyst 최석원  
02 3779 8446  
cseogwon@ebestsec.co.kr

**Growth**  
Analyst 최주홍  
02 3779 8921  
juhong@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권 Mid-Small cap팀 입니다.

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

Value & Growth는

안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

중소형주 투자유망 종목을 선별하고 있는 Value Part와

기업이 중장기적인 Core 경쟁력을 보유하고 있거나

시장 환경 Trend에 부합하여 성장이 진행되는 기업을 중심으로

중소형주 투자유망 종목을 선별하고 있는 Growth Part로 구성하고 있습니다.

이러한 선별 기준을 적용하여 이베스트 Mid-Small cap팀은

Value & Growth Universe 를 제공하고 있습니다.

이는 일회성적인 종목 추천을 지양하고 지속적인 업데이트를 통해

기업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

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

감사합니다.

# Value & Growth

## Contents

---

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 시장 상황	12
Part III	이슈: 이젠 공유(公有)의 시대	16

### 기업분석

리노공업 (058470)	32
레드캡투어 (038390)	36
기신정기 (092440)	40
경동제약 (011040)	42
우주일렉트로 (065680)	44
AJ네트웍스 (095570)	48
효성오앤비 (097870)	54
농우바이오 (054050)	56
아이쓰리시스템 (214430)	58
아이크래프트 (052460)	59
파마리서치프로덕트 (214450)	62

# Part I

eBest Mid-Small cap Value & Growth

## Value & Growth Universe

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

2015년 11월 Universe 신규 편·출입은 우주일렉트로, AJ네트웍스, 아이쓰리시스템이 신규로 편입되었으며, 제외 종목은 없습니다.

이번 Universe 업데이트에서는 3Q15 실적 Preview & Review 부문을 업데이트 하였고, Universe 종목에 대한 View 변화 및 코멘트에 대한 사항을 정리하였습니다.

# Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

에널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	2016년 상반기 Probe card 사업 강화, 소켓 미세화(Pitch) 이슈로 큰 폭 성장 전망
	A025540	한국단자	수출용 커넥터의 고성장 진행 중. 자동차 전장화 수혜로 추세적인 성장 기대
	A019680	대교	눈높이 사업부문 영업이익 개선 진행 중, 차이홍 사업부문 안정적인 성장 지속
	A092440	기신정기	2016년 4월 ~ 6월 대형 몰드베이스 사업 본격화, 2016년 하반기 베트남 증설 예상
	A030190	NICE평가정보	TCB 사업부문 고성장 진행 중. 개인 신용평가 부문 수요 증가 추세
	A036190	금화피에스시	안정적인 성장성 대비 추가 하락폭 확대, 저가 메리트 부각, 경상정비 하반기 개선 전망
	A023910	대한약품	고령화에 따른 입원환자수 증가로 수액제 수요의 추세적인 확대 수혜
	A005680	삼영전자	Valuation 메리트 부각, 전장용 콘텐서 매출 비중 증가, 안정적인 현금흐름
	A093190	빅솔론	원/달러 환율 상승 효과, POS 프린터 부문 개선, 모바일 프린터 호조
	A016800	퍼시스	사무용 가구의 브랜드 파워 유지, 1인 사업자를 통한 비브랜드 공략
	A012320	경동가스	Valuation 절대 저평가, 내년 발전소 사업을 통한 성장성 확보
	A035000	지투알	해외 계열사 고성장 진행, 캡티브 마켓 이외의 고객처를 확보하며 성장을 보이고 있음
	A078000	텔코웨어	배당 메리트가 높음. HLR 부문의 백업수요 확대로 실적 호조
	A011040	경동제약	안정적인 성장성, 높은 마진율 유지, 2016년 기저효과로 성장 전망
	A069510	에스텍	자동차용 스피커 지속적인 성장, 모바일 이어폰 사업부문의 고성장 기대, Valuation 저평가
	A092130	이크레디블	기업 신용평가 부문 안정적인 성장, 고객선 다각화로 올해 실적모멘텀 강화될 전망
A017040	광명전기	디지털 전력량계 등 전력기기 사업부문 성장모멘텀 강화. Valuation 메리트	
A065680	우주일렉트로	모바일 커넥터 사업의 전방고객사 내 탑재율 증가, 자동차용 커넥터 고성장 진행 중	
최석원	A095570	AJ네트웍스	B2B 장비 렌탈 사업의 중장기적 성장성 기대
	A138490	코오롱플라스틱	2015년은 사업 안정화 단계의 원년으로 내년부터 본격적인 실적 턴어라운드 기대
	A089470	현대EP	원자재 가격 하향 안정화 및 단열재 수요 증가에 따른 실적 호조세 지속
최주홍	A214430	아이쓰리시스템	냉각형 영상센서의 신종 유도무기 장착에 따른 성장과 민수용 매출의 꾸준한 성장
	A214450	파마리서치	리쥬란, 리쥬비넥스, 점안제 등의 신제품 고성장으로 매출 성장 뚜렷
	A004650	창해에탄올	연결종속 자회사 보해양조 신제품 효과와 주정산업의 안정적인 성장 전망
	A098460	고영	중국경기 부진에 따른 전방업체 투자 지연이 단점이나 중장기적 우상향하는 실적 전망
	A052260	바이오랜드	3분기 바닥으로 올해 4분기와 내년 본격적인 성장 전망. 제주도와 중국 공장의 매출 본격화
	A052460	아이크래프트	브랜드세이퍼 신사업의 고성장과 잠재 고객사 획득의 가능성 매우 높음. 고성장 실적 전망
	A056080	유진로봇	완구사업부문은 부진하나 하반기 로봇 사업부문의 성장 전망

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2015년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가총액 (십억원)	증가 (원)	2015년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)			
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA	
정홍식	A058470	리노공업	Buy	666.9	43,750	8.1	10.6	11.1	35.8	18.8	19.4	3.7	13.4	
	A025540	한국단자	Buy	1,026.9	98,600	8.7	11.8	10.9	11.6	11.4	16.1	1.8	8.3	
	A019680	대교	Buy	886.2	9,150	0.5	39.8	28.4	5.3	7.7	17.1	1.3	7.9	
	A092440	기신정기	Buy	219.9	7,530	-3.7	-9.8	-9.0	16.7	7.5	12.1	0.9	5.5	
	A030190	NICE평가정보	Buy	725.5	11,950	26.4	43.8	47.5	9.3	19.3	27.6	5.3	15.6	
	A036190	금화피에스시	Buy	246.6	41,100	10.9	-1.5	-2.3	11.0	14.3	11.8	1.7	7.1	
	A023910	대한약품	Buy	127.8	21,300	11.5	14.0	16.1	12.8	16.0	10.6	1.7	6.9	
	A005680	삼영전자	Buy	250.0	12,500	-12.2	-22.1	-14.6	5.0	3.4	15.8	0.5	1.6	
	A093190	빅솔론	Buy	148.9	14,600	5.4	12.7	8.3	17.6	12.9	10.6	1.4	5.1	
	A016800	퍼시스	Buy	399.1	34,700	4.9	11.8	9.1	9.9	7.7	14.8	1.1	9.7	
	A012320	경동가스	Buy	367.6	105,500	-25.9	-22.6	-54.0	1.9	5.2	10.9	0.6	2.6	
	A035000	지투알	Buy	161.4	9,740	10.6	18.4	26.2	3.6	9.1	13.2	1.2	4.1	
	A078000	텔코웨어	Buy	141.2	14,550	12.6	4.8	2.5	14.7	7.5	18.1	1.4	8.4	
	A011040	경동제약	Buy	290.1	21,850	0.4	-8.4	-16.8	21.1	10.0	14.2	1.4	6.2	
	A069510	에스텍	Buy	107.5	9,850	-4.1	0.5	11.4	6.8	12.4	7.4	0.9	2.7	
	A092130	이크레더블	Buy	131.9	10,950	14.4	14.4	12.8	37.8	22.6	18.1	4.1	10.7	
	A017040	광명전기	Buy	108.1	2,495	-6.4	9.9	3.1	10.9	9.6	12.6	1.2	4.7	
	A065680	우주일렉트로	Buy	142.1	14,300	1.6	26.0	19.0	7.0	5.8	13.7	0.8	2.4	
	최석원	A095570	AJ네트웍스	Buy	443.9	47,400	1.4	8.6	23.5	8.2	10.2	21.7	2.3	6.1
		A138490	코오롱플라스틱	Buy	224.8	7,750	3.9	125.7	357.5	5.3	8.4	27.4	2.3	13.2
A089470		현대EP	Buy	285.5	8,950	-10.2	37.2	52.5	6.9	19.5	6.7	1.3	7.1	
최주홍	A214430	아이쓰리시스템	Buy	236.2	71,200	26.8	26.1	26.5	15.0	23.7	35.5	6.9	25.3	
	A214450	파마리서치프로덕트	Buy	655.3	62,100	59.1	48.8	46.5	43.1	40.3	42.3	14.9	30.1	
	A004650	창해에탄올	Buy	198.4	25,250	5.4	10.7	64.7	9.7	10.7	11.1	1.2	4.8	
	A098460	고영	Buy	452.9	33,250	25.5	30.0	34.0	20.4	20.8	15.3	3.2	9.7	
	A052260	바이오랜드	Buy	377.3	25,150	17.6	19.6	25.0	21.2	10.7	28.6	3.0	15.1	
	A052460	아이크래프트	Buy	85.8	10,650	31.5	289.4	287.7	8.7	13.6	17.2	2.3	2.5	
	A056080	유진로봇	Buy	132.7	5,820	12.6	252.7	흑전	3.4	4.6	102.0	4.7	48.8	

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2015년 당사 추정실적 기준

시가총액, 증가 2015년 10월 30일 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2016년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

에널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2016년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	14.9	16.0	14.0	36.2	18.7	17.1	3.2	11.3
	A025540	한국단자	Buy	8.8	11.1	11.0	11.9	11.3	14.5	1.6	7.3
	A019680	대교	Buy	1.8	16.8	7.3	6.0	7.9	15.9	1.3	7.1
	A092440	기신정기	Buy	10.4	9.4	8.3	16.5	7.7	11.2	0.9	5.1
	A030190	NICE평가정보	Buy	22.2	20.1	19.8	9.1	19.3	23.0	4.4	14.8
	A036190	금화피에스시	Buy	9.7	13.0	11.5	11.3	14.2	10.6	1.5	6.0
	A023910	대한약품	Buy	11.2	13.8	14.0	13.1	15.6	9.3	1.4	6.0
	A005680	삼영전자	Buy	1.8	8.1	7.0	5.3	3.5	14.8	0.5	0.8
	A093190	빅솔론	Buy	8.3	9.6	7.9	17.8	12.4	9.9	1.2	4.2
	A016800	퍼시스	Buy	3.7	5.3	4.4	10.0	7.6	14.2	1.1	8.9
	A012320	경동가스	Buy	6.5	30.2	31.8	2.4	6.5	8.3	0.5	1.9
	A035000	지투알	Buy	10.6	11.2	11.5	3.6	9.4	11.9	1.1	3.5
	A078000	텔코웨어	Buy	5.3	7.1	6.4	15.0	7.8	17.0	1.3	8.0
	A011040	경동제약	Buy	10.2	10.8	16.7	21.2	10.8	12.2	1.3	5.6
	A069510	에스텍	Buy	6.3	6.7	4.8	6.9	11.8	7.1	0.8	2.3
	A092130	이크레더블	Buy	8.3	10.3	8.2	38.6	24.2	16.7	4.0	9.5
	A017040	광명전기	Buy	8.8	13.1	18.6	11.3	9.9	10.6	1.1	3.7
	A065680	우주일렉트로	Buy	2.4	16.2	19.2	8.0	6.5	11.5	0.7	2.2
최석원	A095570	AJ네트웍스	Buy	10.5	22.6	16.6	9.0	10.0	18.6	1.8	3.4
	A138490	코오롱플라스틱	Buy	15.5	60.0	97.6	7.3	14.5	13.9	2.0	9.7
	A089470	현대EP	Buy	3.1	13.6	14.8	7.6	18.5	5.8	1.1	5.9
최주홍	A214430	아이쓰리시스템	Buy	34.6	34.6	31.8	15.0	22.7	26.9	5.5	19.2
	A214450	파마리서치프로덕트	Buy	29.5	27.8	24.6	42.4	35.1	34.0	10.8	22.0
	A004650	창해에탄올	Buy	6.8	18.0	9.2	10.7	8.0	12.5	1.0	5.4
	A098460	고영	Buy	20.0	21.7	20.2	20.7	20.9	12.7	2.7	8.1
	A052260	바이오랜드	Buy	9.5	2.2	6.5	19.8	10.6	26.8	2.9	14.4
	A052460	아이크래프트	Buy	16.4	43.2	46.2	10.7	17.3	11.7	2.0	6.5

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2016년 당사 추정실적 기준

시가총액, 종가 2015년 10월 30일 종가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적 전망

기업 코드	기업명 (억원)	매출액			영업이익			순이익		
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
A058470	리노공업	934	1,010	1,160	327	362	420	309	343	391
A025540	한국단자	6,045	6,571	7,151	684	764	849	575	638	708
A019680	대교	8,106	8,147	8,290	307	429	501	404	519	557
A092440	기신정기	1,265	1,218	1,345	225	203	222	199	181	196
A030190	NICE평가정보	2,792	3,529	4,313	228	328	394	178	263	315
A036190	금화피에스시	1,896	2,103	2,306	234	231	261	214	209	233
A023910	대한약품	1,117	1,245	1,384	139	159	181	104	121	138
A005680	삼영전자	2,510	2,204	2,243	142	111	120	185	158	169
A093190	빅솔론	789	831	900	130	146	160	129	140	151
A016800	퍼시스	2,199	2,308	2,394	204	228	240	248	270	282
A012320	경동가스	26,031	19,283	20,528	479	371	483	730	336	443
A035000	지투알	3,856	4,266	4,720	128	152	169	97	122	136
A078000	텔코웨어	506	570	600	80	84	90	76	78	83
A011040	경동제약	1,533	1,538	1,695	354	324	359	245	204	238
A069510	에스텍	2,749	2,636	2,802	179	180	192	130	145	152
A092130	이크레더블	201	230	249	76	87	96	65	73	79
A017040	광명전기	1,348	1,262	1,373	125	137	155	83	86	102
A065680	우주일렉트로	1,820	1,848	1,893	103	130	151	87	104	124
A095570	AJ네트웍스	10,112	10,249	11,326	770	836	1,024	166	205	239
A138490	코오롱플라스틱	2,453	2,549	2,945	60	135	216	18	82	162
A089470	현대EP	9,450	8,485	8,750	428	588	668	279	426	489
A214430	아이쓰리시스템	309	392	528	47	59	79	53	67	88
A214450	파마리서치프로덕트	248	413	580	114	170	216	88	129	161
A004650	창해에탄올	2,352	2,480	2,649	217	240	283	88	145	159
A098460	고영	1,428	1,793	2,151	282	366	445	221	296	356
A052260	바이오랜드	770	905	991	161	192	196	106	132	141
A052460	아이크래프트	534	702	817	16	61	87	13	50	73
A056080	유진로봇	368	415	511	4	14	31	-2	13	26

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 Universe 신규 편입 · 제외

종목코드	종목명	구분	내용
A065680	우주일렉트로	신규편입	모바일 부문에서 경쟁사(일본업체) 대비 전방 고객사의 신규 개발 물량이 증가하는 중. 또한 중국 지역의 모바일 업체들의 공급이 증가하고 있어 2016~2017년이 되면 해외 부문에서도 마진이 확보될 것으로 보임. 그리고 신규 성장동력으로 자동차용 커넥터 사업에 대한 외형확대를 추진하고 있으며, 전방산업의 성장흐름이 매우 좋기 때문에 중장기적인 관점에서 자동차 커넥터 사업이 성장할 수 있을 것으로 판단됨. 그럼에도 불구하고 2016년 EV/EBITDA 2.2배 수준으로 저평가를 보이고 있음.
A095570	AJ네트웍스	신규편입	저성장의 시대로 접어들며 모든 것을 자산화하는 것보다 투자수익률을 제고하고 가용 장비 다양화를 통해 효율성을 극대화, 그리고 유지보수 비용을 최소화 할 수 있는 렌탈이 주목받고 있음. 특히 국내에서 B2B 장비 렌탈 시장의 중장기적 성장성 가능성이 높다고 판단
A214430	아이쓰리시스템	신규편입	16년 LIG넥스원의 신중 유도무기 양산에 따른 수혜가 전망되고 냉각형 영상센서의 민수용 매출도 증가세. 내년 방산과 민수의 고른 성장이 전망돼 투자매력 보유

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



표6 Universe View 변화

종목코드	종목명	View 변화
A058470	리노공업	3Q15 ~ 4Q15 소켓 업체들의 업황 분위기가 좋지 않아 예상치 대비 하회한 실적을 기록할 것으로 보임. 그러나 리노공업의 경우 2분기 이연된 해외 고객사 물량 증가와 상대적으로 업황에 영향을 안 받는 시스템 반도체 부문이 많기 때문에 3분기에도 호실적을 보일 전망. 그리고 내년에는 소켓의 미세화 공정이 큰 폭을 진행될 것으로 기대되고, Probe Card 사업부문의 국내 고객선 확보가 진행될 것으로 보여 성장모멘텀이 높아질 것으로 기대됨
A025540	한국단자	글로벌 전기차 시장에 대한 기대감이 높아지고 있음. 동사는 전기차에 대한 생산이 증가할 경우 직접적으로 수혜를 받을 수 있는 차량용 커넥터를 생산하고 있는 기업임. 동사가 최근 수출 부문에서 고성장이 나오고 있는데, 이는 중국과 북미 지역에서의 전기차 및 차량 전장화에 대한 수혜로 추정됨. 지금과 같은 실적 상승흐름이 중장기적으로 진행될 가능성이 높기 때문에 과거 대비 높은 Valuation에도 불구하고 지속적인 관심을 가져야 할 것으로 보임
A019680	대교	3분기 실적을 살펴보면, 지난 2분기의 흐름과 매우 유사함. 눈높이 부문에서 외형성장이 진행되지는 않지만 러닝센터 비중 증가로 마진이 큰 폭으로 개선되고 있으며, 차이홍 부문에서는 고성장과 더불어 수익성도 개선되고 있는 상황. 내년에도 이러한 흐름이 유지될 가능성이 높아 전년을 기점으로 영업이익의 상승세는 당분간 지속될 전망. 배당주의 관점에서 접근하면 매력적임
A092440	기신정기	과거 역성장이 없는 기업이었으나, 올해의 경우 모바일 부문에서 부진(전방 고객사의 플라스틱 몰드베이스 수요 감소)으로 2015년 외형성장에 대한 우려감이 있음. 단기적인 관점에서 실적모멘텀은 약한 상황이며, 내년 4~6월 대형 몰드베이스 신규 공장이 본격적으로 가동될 것으로 보이고 내년 하반기 베트남 증설이 진행될 것으로 기대되고 있기 때문에 단기적인 시각보다는 중장기적인 관점에서 접근하는 것이 바람직할 것으로 보임
A030190	NICE평가정보	TCB 사업부문의 외형성장이 진행되고 있음. 이는 정부의 육성정책과 맞물려 수혜를 받고 있는 상황임. 개인 신용평가 부문에서도 매년 20% 수준의 안정적인 성장을 보이고 있는 상황. 2015년의 경우 대출수요 증가와 저금리에 대한 긍정적 영향으로 성장폭이 확대되고 있는 상황. 동사는 매년 안정적인 성장이 진행되고 있기 때문에 단기적인 시각 보다는 중장기적인 관점에서 접근이 필요함
A036190	금화피에스시	상반기 건설부문의 실적이 악화되며 수익성이 좋지 않았음. 하반기에는 건설 부문 실적이 소폭 개선되며 상반기보다는 긍정적일 전망. 참고로 대규모 건설건에 대한 만기가 2016년 6월, 2017년 6월 2건이 있음. 보통 수주건에 대한 만기 1~2분기 전에 인력 투입이 마무리된다는 점을 고려할 경우 내년 상반기에 이익 개선폭이 높아질 것으로 보임. 또한 경상정비 부문의 OH공사 비중이 올해 상반기에는 부진 했음. 하반기에는 상반기 보다는 높을 전망
A012320	경동가스	저평가, 그러나 실적개선에 대한 기대감은 높지 않은 상황. 투자에 대한 판단은 1)유가가 급등하여 벅커씨유 등의 다른 연료의 사용이 줄어들면서 도시가스에 대한 수요가 증가하거나, 2)한국가스공사의 미수금이 줄어들면서 도시가스 요금도 유가와 연동되어 낮아지거나, 3)울산 양산 지역의 경기인 화학, 중공업의 업황이 개선되었을 때 투자하는 것이 바람직할 것으로 보임.
A005680	삼영전자	전방산업 TV의 부진으로 단기적 실적 둔화는 불가피한 상황. 현금흐름은 안정적으로 보이나, TV, 자동차, 백색가전 등의 전방산업 악화는 피할수 없는 변수로 보임. 그러나 이러한 상황이 반영되어 현재 주가는 낙폭이 확대된 상황. Valuation 메리트 부각
A093190	빅솔론	수출비중 70~80% 수준으로 원/달러 환율이 상승하고 있어 매우 우호적인 상황. 또한 원/엔 환율이 회복되고 있어 실적 저점을 지난 것으로 판단됨. 상반기 대비 하반기 대외변수 상황은 매우 긍정적. 모바일 프린터 신제품 효과가 진행되고 있어 제품 판매 상황도 우호적
A016800	퍼시스	2분기 호실적 기록, 다만 일회성 대규모 제품 공급으로 보이기 때문에 3분기 기대감을 너무 높게 예상하기는 쉽지 않음
A069510	에스텍	전방산업 자동차, TV, 모바일 모두 상황이 좋지 않음. 다만Valuation 메리트 높음
A092130	이크레더블	TCB에 대한 실적은 3분기 이후 반영될 것으로 보임. 전반적인 기업 신용평가시장 호조로 중장기적인 성장성 유효
A214450	파마리서치프로덕트	리뷰란(힐러), 미허가 효과 내용 홍보로 약사법 광고 규정 위반해 단기적 투자 심리 악화로 목표주가 하향. 그러나 신제품의 중장기적인 성장성 유효해 투자이력 'Buy' 유지

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 Universe 3Q15 Preview & Review

종목코드	종목명	내용
A058470	리노공업	매출액 286억원(+21.8% YoY), 영업이익 104억원(+23.8% YoY) 기록할 전망
A025540	한국단자	매출액 1,603억원(+8.2% YoY), 영업이익 209억원(+1.7% YoY) 전망. 추세적인 성장성 유지
A019680	대교(Review)	매출액 2,030억원(+0.2% YoY), 영업이익 112억원(+27.6% YoY) 기록, 예상치 부합
A092440	기신정기	모바일 부문 부진으로 전년과 비슷한 수준의 실적 기록할 전망
A030190	NICE평가정보	매출액 868억원(+24.0% YoY), 영업이익 77억원(+23.5% YoY) 전망
A036190	금화피에스시	3분기는 비수기, 그러나 상반기 대비 YoY 실적 회복세는 뚜렷히 나타날 것으로 보임
A023910	대한약품	분기 변동성 있음. 다만 추세적으로 YoY 10~15% 성장성 유지될 전망
A005680	삼영전자	TV부문 업황 부진으로 10% ~ 20% 수준의 역성장 예상. 상반기와 비슷할 전망
A093190	빅솔론	매출액 207억원(+10.2% YoY), 영업이익 39억원(+41.7% YoY) 전망
A016800	퍼시스	안정적인 실적이 유지되며 전년대비 소폭의 성장성 유지 전망
A012320	경동가스	비수기, 다만 7월 공급비용 인상으로 영업이익 전년대비 증가할 가능성 높음
A035000	지투알	분기실적은 큰 의미 없음. 해외 계열사 성장세 유지로 안정적인 성장 전망
A078000	텔코웨어	기저효과로 전년대비 성장 전망, 이는 백업수요 증가로 보임
A011040	경동제약	2분기에 이어 전년과 비슷한 규모의 실적 기록할 가능성 높음.
A069510	에스텍	TV부문 부진으로 지난 2분기에 이어 3분기에도 성장성 둔화 예상
A092130	이크레더블	TCB 효과가 본격적으로 반영되어 YoY 성장 기대
A017040	광명전기	연간기준으로 상승흐름 지속될 전망. 분기실적은 전력기기 사업부의 수주 상황에 따라 다름
A065680	우주일렉트로	3분기 원/달러 환율 상승 효과와 전방고객사 물량 집중으로 긍정적인 실적 기대
A095570	AJ네트웍스	본사 사업부문의 안정적인 성장 예상, 단 AJ렌터카의 수익성은 소폭 둔화될 것으로 예상
A138490	코오롱플라ستيك	추석 등 휴일 증가가 따른 조업일수 감소에 따라 2분기 대비 영업이익 하회할 것으로 예상
A089470	현대EP	매출액 2,176억(YoY-5.0%), 영업이익 144억원(YoY+34.2%)로 예상과 부합하는 견조한 실적
A214430	아이쓰리시스템	하반기 방산부문의 매출증가로 견조할 전망
A214450	파마리서치프로덕트	3분기 일회성 제외하면 순이익 기준 전년 동기 대비 2배 이상 성장해 고성장 진행 중
A004650	창해에탄올	연결종속회사인 보해양조의 신제품 효과로 동사 실적도 긍정적. 주정부문도 꾸준히 성장
A052460	아이크래프트	계절성 영향과 신규 고객 확보에 따른 일시 비용 출회로 3분기는 부진
A098460	고영	2분기 보다는 나아지나 중국 경기 둔화로 전방업체 투자 지연. 이에 따른 동사의 실적도 둔화될 것
A052260	바이오랜드	메르스여파가 7,8,9월에도 영향을 미쳐 다소 부진할 전망
A056080	유진로봇	완구사업부문의 매우 부진하나 로봇부문이 하반기 본격적 성장 예상

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# Part II

eBest Mid-Small cap Value & Growth

## 중소형주 시장 상황

### 중소형주 시장상황

이번 섹션에서는 중소기업 시장상황에 대해 점검해 보겠습니다.

매월 달라지는 시장상황에 대해 밸류에이션과 실적 전망치, 그리고 수급 데이터를 통해 객관적으로 시장상황을 판단해 보고자 합니다.

달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는 가치주와 성장주의 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

# 시장상황 점검

## 10 월, KOSPI 중형주보다 KOSPI 가 선방

시장은 8월 11일 갑작스러운 위안화 평가절하로 글로벌 증시 하락이 발생한 가운데 9월에는 FOMC의 금리동결로 단기 반등했다. 그러나 10월 주식시장은 녹록지 않았다. 특히 KOSPI 대형주 대비 중형주의 PER 괴리도는 현재 31.2%로 2013년 이후 평균 괴리율인 28.0%에 가까워지며 특히 10월에 큰 축소폭을 보였다. KOSPI 중형주의 12MF PER은 14.5배로 KOSPI의 11.0배 대비 여전히 높지만 연초 대비 격차는 점차 줄어들고 있다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 PER 괴리도, 10월부터 현재까지 꾸준히 축소



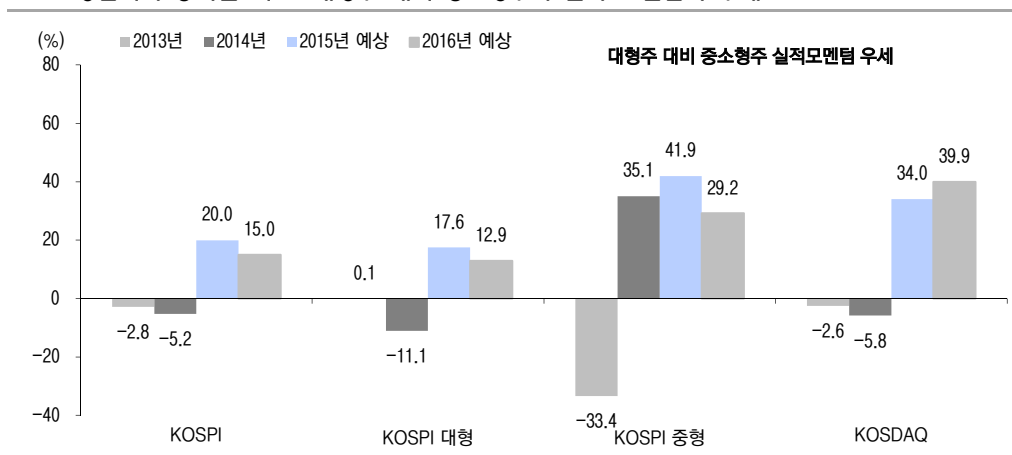
주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)  
 자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

### 3분기 실적 - 중소형주의 견조한 펀더멘탈을 반증

2분기 실적 확정치는 이미 중소형주의 강세를 뚜렷하게 반증했는데 잠정실적을 발표한 3분기 실적 또한 견조한 흐름을 보이고 있다. 3분기 KOSPI 영업이익 증가율은 전년동기 대비 32%의 증가세를 기록한 반면, KOSPI 중형주의 영업이익은 전년동기 대비 80.3%의 높은 증가세를 나타냈다(잠정실적 기준). 4분기 역시 KOSPI 영업이익 증가율 전망치가 30.1%인 반면, 중형주는 48.1%로 더 높은 증가세를 보일 것으로 전망되고 있다.

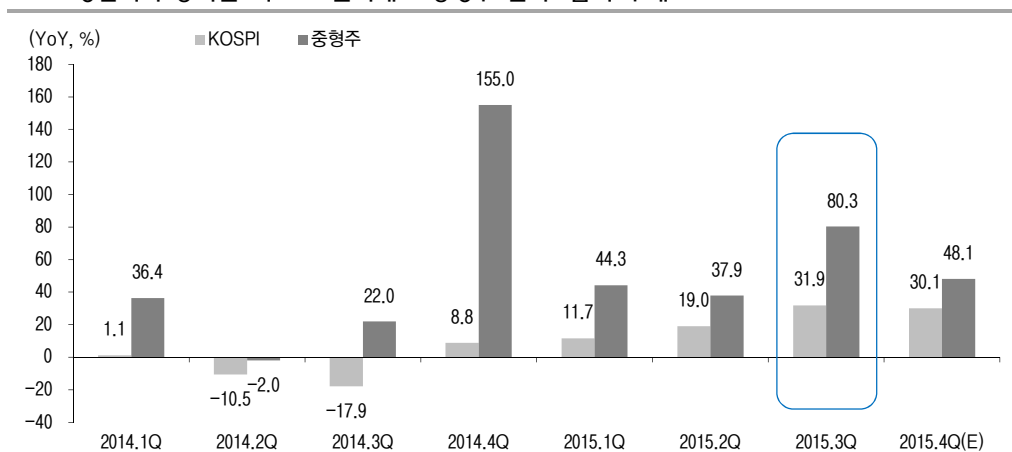
연간으로도 중소형주의 실적 모멘텀이 우세한 상황이다. 올해 KOSPI의 영업이익 증가율 전망치는 17.6%인 반면, KOSPI 중형주는 41.9%, KOSDAQ은 34.0%로 중형주의 실적 증가세가 상대적으로 우세한 흐름을 보일 것으로 전망되고 있다.

그림2 영업이익 증가율 비교: 대형주 대비 중소형주의 실적 모멘텀이 우세



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

그림3 영업이익 증가율 비교: 3분기에도 중형주 실적흐름이 우세



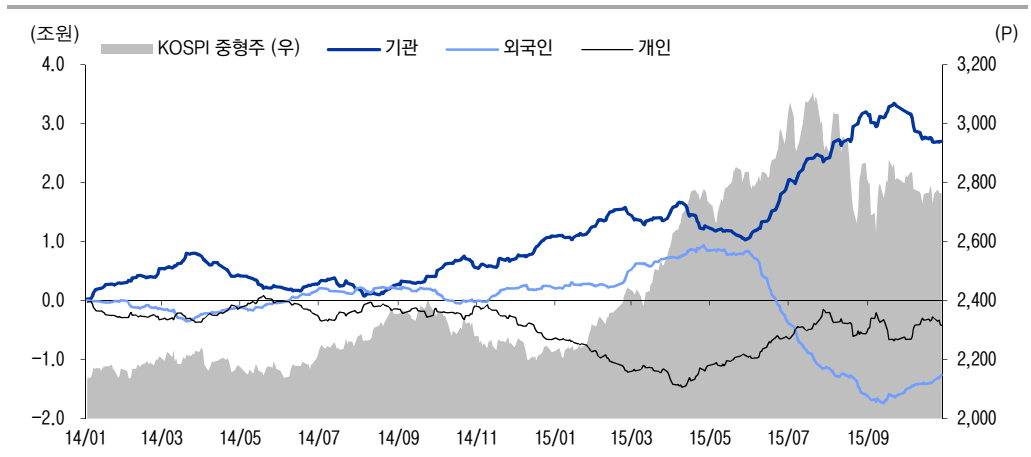
주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100 위, 중형주: 101~300 위, 소형주: 300 위 이하)  
자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

### 수급상황- KOSPI 중형주는 외국인 매도세, 최근 KOSDAQ은 개인 매수세 감지

중소형주의 수급상황에는 뚜렷한 변화가 감지되고 있다. 우선 KOSPI 중형주에서는 외국인의 차익실현이 눈에 띄게 나타나고 있다. 중국 경제지표 부진에 따른 불확실성이 확대되면서 이머징시장에서 차익실현으로 대응하고 있는 것으로 파악된다. 반면, 국내 기관은 국내 KOSPI 중형주에 대해 강한 매수세를 보이고 있다.

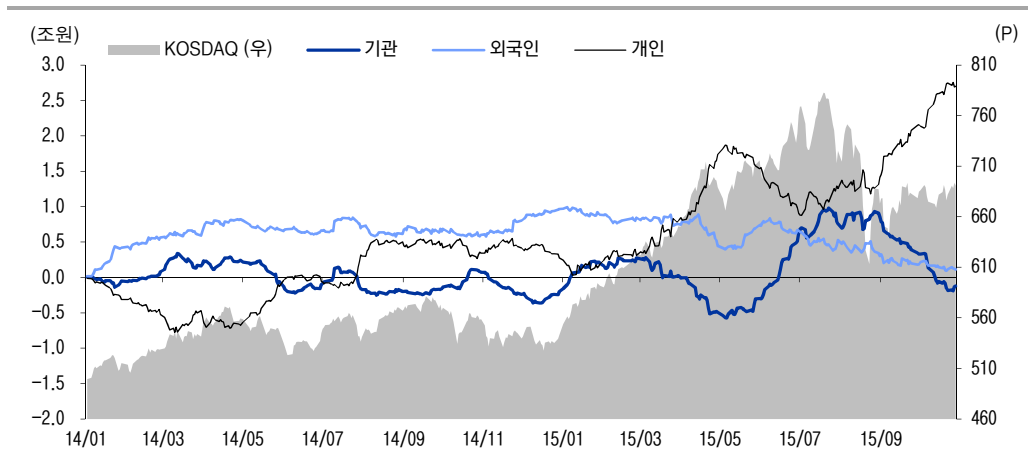
국내기관은 KOSPI 중형주 시장에서 10월 누적 2.7조원 수준의 매수세를 보이고 있는 반면, 외국인은 1조 3천억원의 매도세를 기록하면서 매도 우위로 전환한 상황이다. KOSDAQ의 경우는 10월로 접어들며 특히 개인의 매수세가 누적 2.7조를 기록하며 눈에 띄게 증가하고 있다.

그림4 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

# Part III

eBest Mid-Small cap Value & Growth

## 이슈 리포트

### : 이젠 공유(公有)의 시대

#### 이슈 리포트

저성장의 시대로 접어들며 렌탈 산업이 주목받고 있습니다. 북미와 유럽의 경우 내구소비재 중심의 B2C 렌탈 시장은 물론이고, 장비(Equipment) 중심의 B2B 렌탈 시장 역시 꾸준한 성장을 보이고 있습니다. 반면 국내에서는 B2C 렌탈 시장과 달리 B2B 장비 렌탈 시장은 성숙하지 못한 모습을 보이고 있습니다. 이는 자산에 대한 이용의 가치보다 보유에 더 큰 가치를 두고 있는 '인식의 차이'에 따른 것으로 추정됩니다.

하지만 북미/유럽 기업과의 인식 차이에도 불구하고 고성장의 시대에서 저성장의 시대로 사업 환경이 크게 변하고 있고, 이러한 환경 속에서 자산 취득과 비교하여 렌탈이 주는 이득(투자수익률 제고, 가용 장비의 다양성, 유지관리 비용 절감)은 명확하기 때문에 국내 B2B 장비 렌탈 시장의 중장기적 성장성에 대해 주목해야할 시점으로 판단합니다.

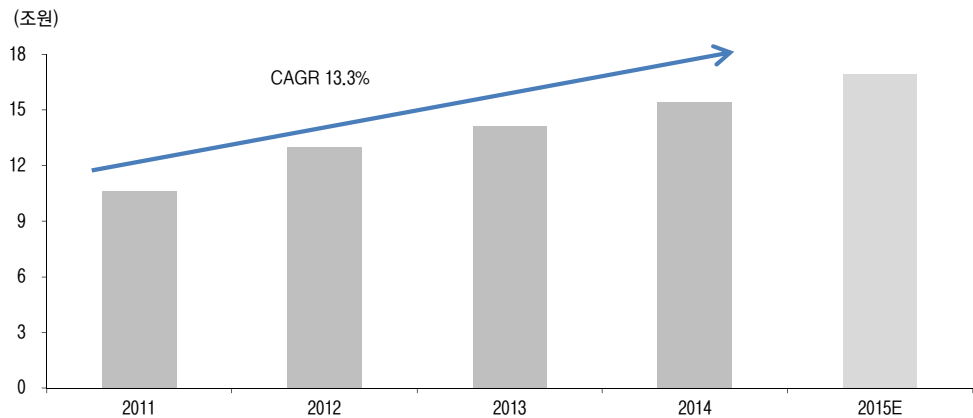
## 이젠 공유(公有)의 시대

### 들어가며

고성장의 시대에서 이제 저성장의 시대로 접어들며 모든 것을 자산화하는 것보다 투자 수익률을 제고하고 가용 장비 다양화를 통해 효율성을 극대화, 그리고 유지보수 비용을 최소화 할 수 있는 렌탈이 주목받고 있다.

국내에서 이러한 변화를 가장 크게 느낄 수 있는 분야는 B2C 렌탈 시장이다. 실제로 주변에서 정수기나 비데를 렌탈하여 사용하는 가정을 이제 쉽게 찾아볼 수 있으며 품목도 TV, 매트리스, 유아 용품 등으로 점차 확대되고 있다. 이에 따라 국내 B2C 렌탈 시장은 '11년 10.6조원에서 '14년 15.4조원으로 CAGR 13.3% 성장했으며, '15년에는 16.9조원 규모로 예상된다. 이를 단순한 유행이 아닌 구조적인 변화로 판단한 대기업들은 현재 앞다투어 이 시장을 선점하기 위한 준비를 하고 있는 것으로 파악된다.

그림6 국내 B2C 렌탈 시장: '11년부터 '14년까지 CAGR 13.3% 증가



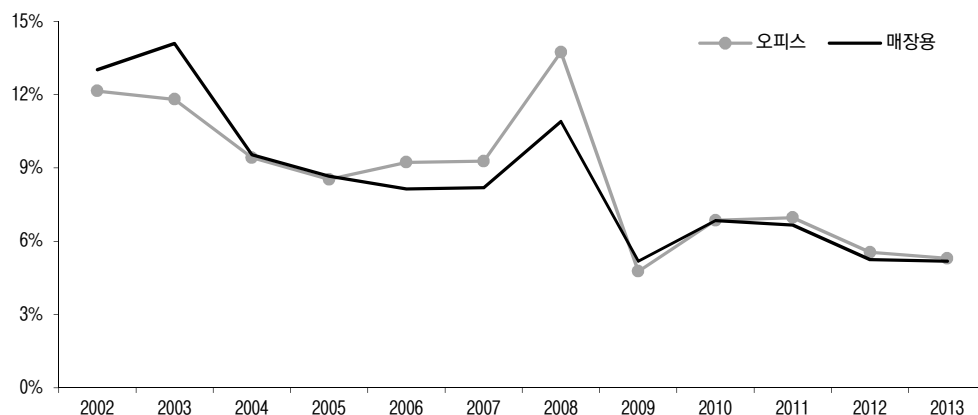
자료: KT 경제경영연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

주목해야 할 점은 이러한 변화가 개인(B2C)에서 뿐만 아니라 기업(B2B)에서도 진행 중이라는 사실이다. 저성장의 시대로 접어들며 해외 기업들은 ROE 개선을 위해 비핵심 자산을 렌탈로 전환시켜 자산회전율(효율성)을 높이는 방법에 대해 고민하고 있으며, 이에 따라 United Rentals<美>, Loxam<佛>과 같은 글로벌 B2B 렌탈 업체의 매출은 빠르게 증가하고 있다.

주차장 사업이 최근 주목받는 이유도 이와 같은 맥락에서 접근할 수 있다. 저성장, 저금리 기조에 따른 상가수익률 하락으로 건물주는 이제 상가의 회전율을 어떻게 높일 수 있을지에 대한 고민을 할 수 밖에 없는 상황이기 때문이다.

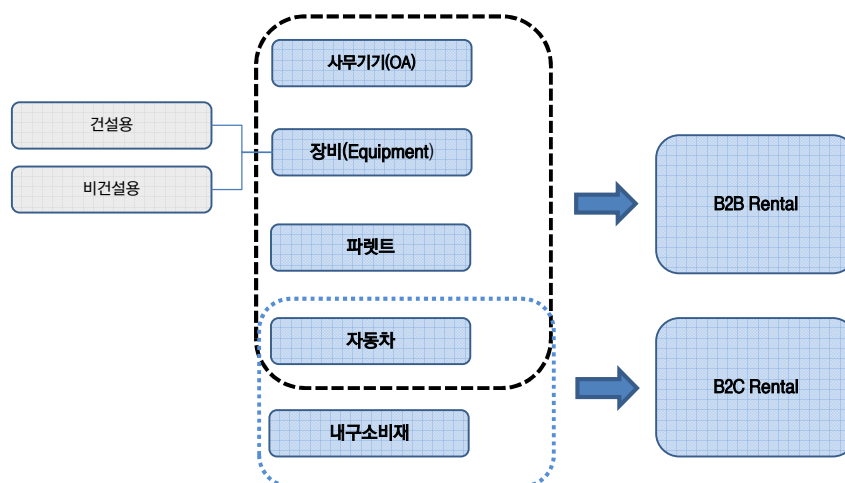


그림7 국내 상업용 부동산 투자수익률 하향세 지속



자료: 국토교통부 보도자료(14.03), 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 렌탈 시장 분류



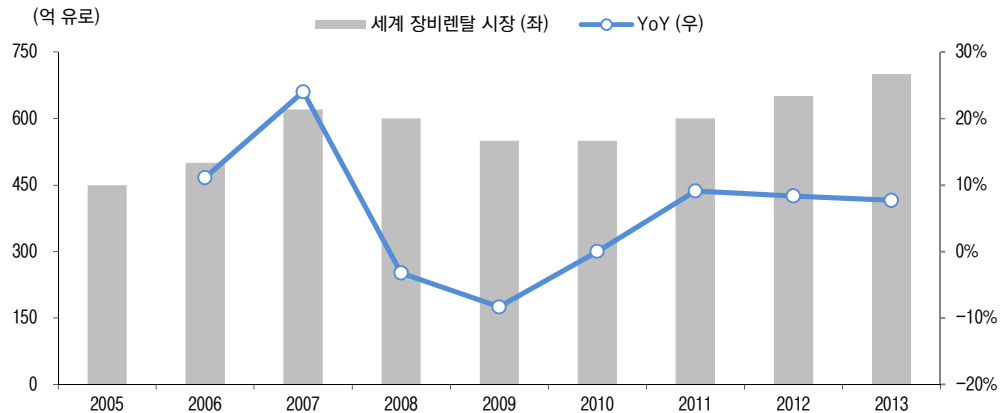
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## B2B 렌탈 시장

세계 B2B 렌탈 시장은 단위 당 절대 가격과 유지보수 비용이 높은 장비(Equipment)를 중심으로 형성되어 있으며, United Rentals社의 사업부를 통해 살펴본 대표적인 품목군은 1) 일반 건설/산업 장비(General construction and industrial equipment), 2) 고소 장비(Aerial work platform), 3) 일반 경장비(General tools and light equipment), 4) 전력난방 장비(Power and HVAC), 5) 기반 공사 안전 장비(Trench safety equipment) 등이다.

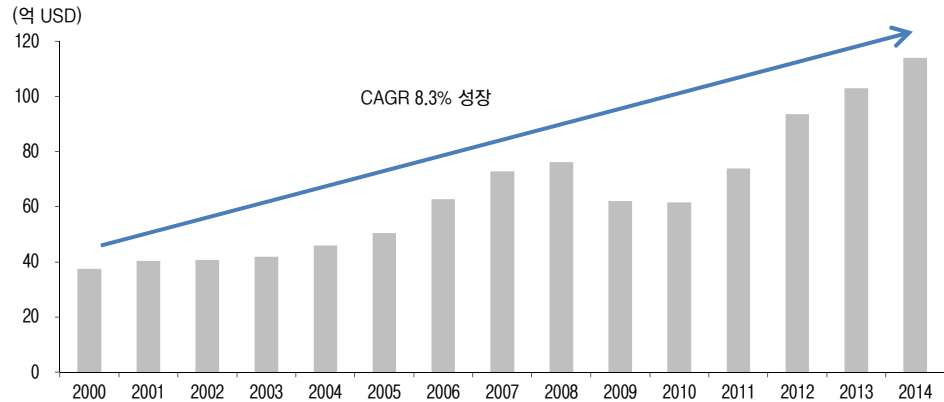
‘13년 기준 세계 장비 렌탈 시장 규모는 ‘05년 €450억(약 \$500억)에서 ‘13년 €700억(약\$780억)로 CAGR +5.7% 꾸준히 성장하고 있다. 이는 고성장의 시대에서 이제 저성장의 시대로 접어들며 모든 것을 자산화하는 것보다 투자수익률을 제고하고 가용 장비 다양화를 통한 효율성 극대화, 그리고 유지보수 비용을 최소화 하는데 렌탈이 더 유리하다고 판단하고 있기 때문이다.

그림9 세계 B2B 장비렌탈 시장 '05년 이후 CAGR 5.7% 꾸준한 성장중



자료: International Rental News(2014.6), 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 글로벌 Top 5 B2B 렌탈 업체 매출액 역시 꾸준한 우상향 추세



주: 글로벌 Top 5 B2B 장비 업체: United Rentals, Aggreko, Ashtead group, Cramo, Ramirent  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

**現 B2B 장비 렌탈 시장의 특징: 북미/유럽 지역에 집중**

한 지역(국가)의 'B2B 장비 렌탈 시장 성숙도'는 첫 번째로 해당 지역의 글로벌 산업 (농업, 서비스업을 제외한 제조업, 건설업 등) 생산 비중 대비 장비 렌탈 기업 수의 비중을 비교해봄으로써 간접적으로 파악 가능하다. 이는 농업이나 서비스업보다 제조업 중심의 산업생산(2차 산업)이 부가가치 창출을 위한 생산 활동에 있어 장비 사용 비중이 높기 때문이다. 따라서 해당 지역의 '주요 장비 렌탈 기업 수 비중 - 글로벌 총 산업 생산 대비 산업 생산 비중'의 차이가 클수록 B2B 렌탈 시장이 성숙되었다고 판단할 수 있다. 두 번째는 장비 렌탈의 침투율(Penetration rate)을 통해 파악해 볼 수 있다. 장비 렌탈의 침투율이란 해당 장비에 대한 렌탈 회사의 소유 비율(총 렌탈 장비 수 / 총 장비 수)을 의미하며 이 비율이 높을수록 성숙된 시장이라고 판단해 볼 수 있다.

첫 번째 판단 기준인 '주요 장비 렌탈 기업수 비중 - 글로벌 총 산업 생산 대비 산업 비중'의 차이를 통해 확인할 수 있는 것은 B2B 장비 렌탈 시장이 북미와 유럽에 편중되어 있다는 점이다. '13년 기준 글로벌 산업 생산의 지역별 비중은 동북아 3개국(한국,

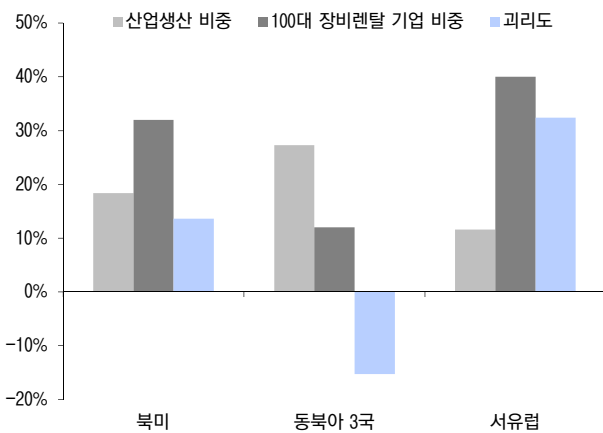
일본, 중국) 27.3%, 북미(미국, 캐나다) 18.4%, 서유럽 4개국(독일, 영국, 프랑스, 이탈리아) 11.6% 순이었다. 반면 '14년 기준 세계 100대 장비 렌탈 기업이 사업을 영위하고 있는 지역별 비중은 서유럽 4개국, 북미, 동북아 3개국 각각 40%, 32%, 12% 순이었다. 즉, B2B 장비 렌탈 시장은 북미와 유럽 시장을 중심으로 매우 편중되어 있다는 점을 확인할 수 있다.

표9 북미/서유럽 지역에 편중된 B2B 장비 렌탈 시장

지역	산업생산 비중	100대 장비렌탈 기업 비중	차이
북미	18.4%	32.0%	13.6%p
동북아 3국	27.3%	12.0%	-15.3%p
한국	2.2%	0.0%	-2.2%p
중국	19.0%	1.0%	-18.0%p
일본	6.1%	10.0%	3.9%p
서유럽	11.6%	40.0%	28.4%p

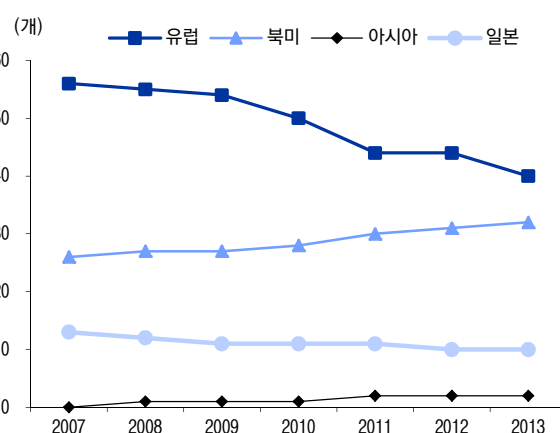
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 북미/서유럽 지역에 편중된 B2B 장비 렌탈 시장



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 북미/서유럽에 편중된 글로벌 장비 렌탈사



자료: International Rental News(2014.6), 이베스트투자증권 리서치센터

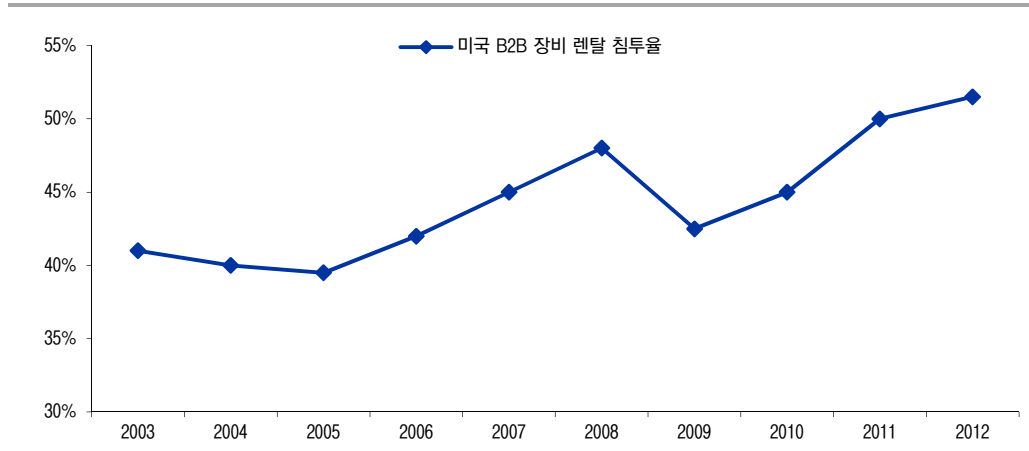
동북아 3개국 중 일본을 제외하면, 중국과 한국에서 사업을 영위하는 세계 100대 장비 렌탈 기업 비중은 12%에서 2%로 크게 하락한다. 이것이 의미하는 바는 한국과 중국의 산업 생산 비중이 글로벌 산업 생산에서 높은 비중을 차지하고 있음에도 불구하고, B2B 장비 렌탈 시장은 아직까지 미성숙 단계에 있다는 점이다. 실제로 국내에서 B2B 렌탈 사업을 영위하는 기업은 AJ네트웍스(095570)와 비상장사인 한국렌탈 뿐이며, 품목군도 고소장비(Aerial work platform)로 한정되어 있다.

아직까지 연 6% 이상의 빠른 경제 성장을 보이고 있는 중국을 제외하더라도, 내구소비재 중심의 B2C 렌탈 시장과 달리 한국에서 유독 B2B 장비 렌탈 시장이 성숙하지 못한 이유는 '자산에 대한 인식의 차이'로 추정된다. 북미와 유럽 지역은 자산에 대해 보유에 대한 가치보다는 이용의 가치(probable future economic benefit이 가능한지 여부)에 더욱 가중치를 두는 반면, 국내 기업은 전자에 더 큰 가치를 두고 있는 것으로 보이기 때문이다.

하지만 이러한 인식의 차이에도 불구하고, 고성장의 시대에서 저성장의 시대로 사업 환경이 크게 변하고 있고, 이러한 환경 속에서 자산 취득과 비교하여 렌탈이 주는 이득(투자수익률 제고, 가용 장비의 다양성, 유지관리 비용 절감)은 명확하기 때문에 국내 B2B 장비 렌탈 시장의 중장기적 성장성은 높다고 판단한다.

두 번째 판단 기준인 미국의 ‘장비 렌탈 침투율’을 통해서도 중장기적으로 어떤 장비 제품군부터 ‘소유에서 렌탈’로 전환될지에 대한 아이디어를 얻을 수 있다. ARA(American Rental Association, 미국렌탈협회)의 미국 B2B 장비 렌탈 시장 데이터에 따르면 2011년 미국의 평균 B2B 장비 렌탈 침투율인 50%를 상회하는 제품군은 Material handling(운반 관리) 관련 장비들이며, 특히 Aerial work platform(고소장비)의 침투율은 95%에 달하고 있다. 제품군별 상이한 침투율은 기업의 입장에서 자산의 효율성(이용 빈도, 유지보수 비용 등)이 상대적으로 낮다고 판단되는 장비를 시작으로 ‘소유에서 렌탈’로 전환했기 때문으로 예상된다.

그림13 미국의 B2B 장비 렌탈 침투율 꾸준한 상승 추세



자료: ARA, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 2011년 렌탈 장비 회사로의 장비 매출 규모와 비중(침투율)

장비 제품 군	총 판매대수	렌탈사 구입대수	침투율 %
<b>Earthmoving</b>			
Backhoe loaders	14,300	6,400	45
Compact backhoe	2,025	900	44
Crawler dozer	8,100	1,800	22
Crawler loaders	225	45	20
Crawler excavators	16,985	4,250	25
Wheeled excavators	690	80	12
Mini-excavators	16,900	11,000	65
Articulated haulers	1,900	340	18
Motor graders	3,335	300	9
Skid-steer loaders	33,300	21,600	65
Wheel loaders	14,980	3,000	20
Compact wheel loaders	1,560	235	15
Compact track loaders	19,500	12,700	65
<b>TOTAL EARTHMOVING</b>	<b>133,800</b>	<b>62,650</b>	<b>47</b>
<b>Material handling/Aerial</b>			
Aerial work platforms	23,575	22,400	95
Scissorlifts	17,350	16,500	95
Boomlifts	6,225	5,900	95
Hydraulic cranes	1,875	1,695	90
Rough terrain	1,150	1,050	91
All-terrain	185	165	89
Hydraulic truck	340	300	88
Lattice boom	200	180	90
Rough-terrain lift trucks	9,695	5,940	61
Telescopic	7,825	5,100	65
Vertical mast	1,870	840	45
<b>TOTAL MATERIAL handling/aerial</b>	<b>35,145</b>	<b>30,035</b>	<b>85</b>
<b>Other machinery</b>			
Compactors(const.)	4,720	2,100	44
Port.air compressors	9,500	5,225	55
<b>TOTAL OTHER MACHINERY</b>	<b>14,220</b>	<b>7,325</b>	<b>52</b>
<b>Total</b>	<b>183,165</b>	<b>100,010</b>	<b>55</b>

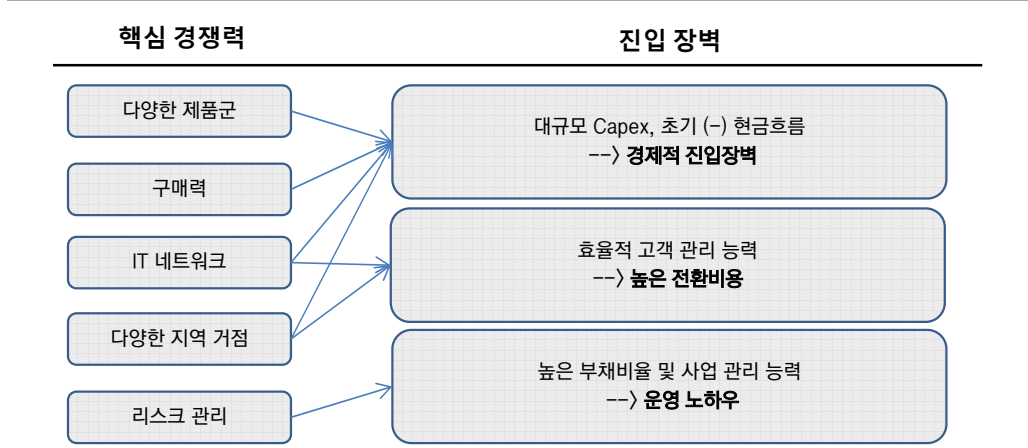
주: Earthmoving: 토공, Material handling: 운반 관리, Aerial: 고소,  
자료: ARA, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 B2B 장비 렌탈 시장이 아직 초기 단계임에도 불구하고, ‘고소장비’에 대한 렌탈 시장은 형성(주요 Player: AJ네트웍스, 한국렌탈)되어 있는 이유도 이와 같은 맥락이라고 판단한다. 이를 통해 향후 어떤 장비가 ‘소유->렌탈’로 전환 될지 짐작할 수 있을거라 예상하며, 실제로 AJ네트웍스는 ‘고소 장비’에 이어 Material handling(운반 관리) 관련 장비인 ‘지게차’(미국에서의 침투율 약 65%)를 다음 렌탈 품목으로 선정하여 올해 말부터 본격적으로 사업을 진행할 계획이다.

**B2B 장비 렌탈 사업의 진입장벽(핵심 경쟁력)**

B2B 렌탈 사업의 진입 장벽(핵심 경쟁력)은 세계 1위 장비 렌탈 기업인 미국의 United Rentals社를 통해 유추 가능하다. 사업보고서에서 United Rentals社가 밝히는 자사의 경쟁력은 1) 다양한 제품군, 2) 구매력, 3) IT 네트워크, 4) 다양한 지역 거점, 5) 리스크 관리이다. 이를 요약하면 결국 B2B 장비 렌탈 사업의 핵심은 대규모 Capex와 초기 (-) 영업현금 흐름을 감내할 수 있는 자금력(경제적 진입장벽), 다양한 지역 거점과 IT 네트워크를 통한 효율적인 고객 관리 능력(높은 전환비용), 그리고 높은 부채비율 및 사업 관리 능력(운영 노하우)으로 판단된다.

그림14 렌탈 사업의 진입장벽



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

**결론**

저성장의 시대로 접어들며 모든 것을 자산화하는 것보다 투자 수익률을 제고하고 가용 장비 다양화를 통해 효율성을 극대화, 그리고 유지보수 비용을 최소화 할 수 있는 렌탈이 주목받고 있다. 이에 북미와 유럽 중심의 세계 B2B 장비 렌탈 시장은 '05년 €450억(약 \$500억)에서 '13년 €700억(약 \$780억)으로 CAGR 5.7% 꾸준한 성장을 이어가고 있다. 글로벌 Top 5 B2B 업체(United Rentals, Aggreko, Ashtead Group, Cramo, Ramirent)의 매출 규모 역시 '00년 \$37.4억에서 '14년 \$114억으로 CAGR 8.3% 증가한 모습을 보이고 있다.

그럼에도 불구하고 국내에서는 내구소비재 중심의 B2C 렌탈 시장과 달리 B2B 장비 렌탈 시장은 성숙하지 못한 모습을 보이고 있다. 이는 북미와 유럽 지역과 달리 자산에 대한 이용의 가치보다 보유에 더 큰 가치를 두고 있는 '자산에 대한 인식의 차이'에 따른 것으로 추정된다.

하지만 이러한 인식의 차이에도 불구하고, 고성장의 시대에서 저성장의 시대로 사업 환경이 크게 변하고 있고, 이러한 환경 속에서 자산 취득과 비교하여 렌탈이 주는 이득(투자수익률 제고, 가용 장비의 다양성, 유지관리 비용 절감)은 명확하기 때문에 국내 B2B 장비 렌탈 시장의 중장기적 성장성은 높다고 판단한다.

표11 B2B 장비 렌탈 업체 Peer Valuation

기업명(억원, USD mn)	연도	시총	매출액	영업이익	순이익	P/E	P/B	ROE	EV/EBITDA
AJ네트웍스	2014		10,112	770	166	n/a	n/a	12.6%	2.9
	2015E	4,439	10,249	836	205	21.7	2.3	10.2%	6.1
	2016E		11,326	1,024	239	18.6	1.8	10.0%	3.4
United Rentals	2014		5,685	1,391	540	17.4	5.6	32.2%	5.5
	2015E	6,949	5,824	1,560	661	10.5	4.4	41.9%	5.4
	2016E		5,964	1,588	748	9.3	3.8	40.9%	5.3
Aggreko	2014		2,598	511	354	12.1	2.2	18.2%	5.1
	2015E	3,622	2,447	439	268	13.5	2.0	14.8%	5.0
	2016E		2,478	448	289	12.5	1.8	14.4%	4.9
Ashtead Group	2014		2,619	647	370	14.5	4.6	31.7%	7.1
	2015E	7,775	3,258	865	485	16.0	3.5	21.8%	6.0
	2016E		3,802	1,082	590	13.2	2.8	21.2%	5.2
Cramo	2014		866	46	21	15.3	1.6	10.5%	6.3
	2015E	821	732	92	58	14.2	1.5	10.6%	6.1
	2016E		460	109	72	11.4	1.4	12.3%	5.7
Ramirent	2014		815	77	43	22.5	2.5	11.1%	6.4
	2015E	847	698	71	46	18.4	2.3	12.5%	6.1
	2016E		723	85	57	14.9	2.3	15.5%	5.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## United Rentals: 세계 1위 B2B 장비 렌탈 기업

### 1. 기업 개요

- 세계 1위 B2B 장비 렌탈 기업 ( '14년 매출액 \$56.9억)
- 1997년 미국에서 설립
- 2011년 RSC Holdings 인수: 일반 산업부문(비건설) 고객층 확보에 따라 렌탈 매출 규모가 증가  
→ 규모의 경제 확대
- 세계 1위 B2B 장비 렌탈 기업 ( '14년 매출액 \$56.9억)

### 2. 사업 부문

- 일반 건설/산업 장비(General construction and industrial equipment)
- 고소 장비(Aerial work platform)
- 일반 경장비(General tools and light equipment)
- 전력난방 장비(Power and HVAC)
- Trench safety equipment

### 3. 부문 별 매출 및 이익 Breakdown

표12 United Rentals 매출 / 매출총이익 Breakdown

(백만USD)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>매출</b>	<b>2,237</b>	<b>2,611</b>	<b>4,117</b>	<b>4,955</b>	<b>5,685</b>
YoY	-5.1%	16.7%	57.7%	20.4%	14.7%
General Rentals	2,071	2,389	3,820	4,591	5,002
Trench Safety Equipment	166	222	297	364	683
<b>매출총이익</b>	<b>521</b>	<b>736</b>	<b>1,364</b>	<b>1,710</b>	<b>2,092</b>
YoY	N/A	41.3%	85.3%	25.4%	22.3%
General Rentals	461	643	1,239	1,557	1,790
Trench Safety Equipment	60	93	125	153	302

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



그림15 ?

<p style="text-align: center;">고소 장비(Aerial work platform)</p> 	<p style="text-align: center;">지게차(Loader)</p> 
<p style="text-align: center;">유압 크레인(Hydraulic Crane)</p> 	<p style="text-align: center;">기반 공사 안전 장비(Trench Safety)</p> 

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 주차장 사업

주중에 출근을 하고 주말에 쉬는 전형적인 직장인의 경우, 금요일 오후가 되면 주말에 무엇을 하며 스트레스를 풀까 하는 고민을 하곤 한다. 하지만 주말에 자가용을 끌고 소위 서울의 핫플레이스라고 불리는 신사동 가로수길, 이태원, 홍대, 상수동 등을 가볼까 하는 생각해보지만 이내 마음을 접곤 한다. 바로 주차문제 때문이다.

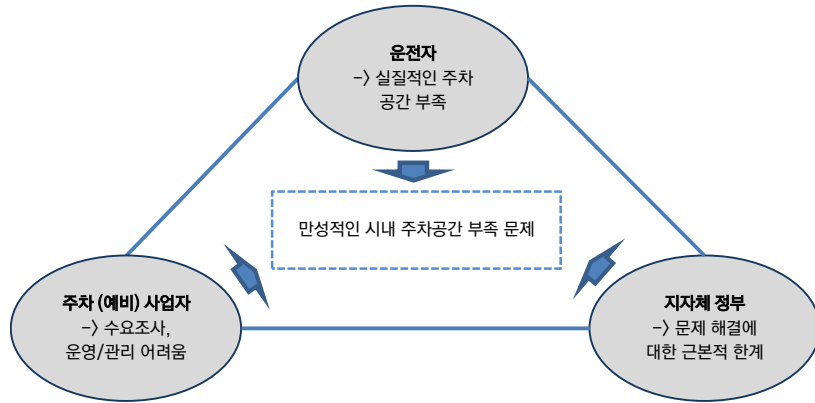
#### 주차장 관련 이해관계자: 운전자, 지자체 정부, 주차 (예비)사업자

주차 사업과 관련된 이해관계자는 크게 1) 운전자, 2) 지자체 정부, 그리고 3) 주차장 사업자(상가/토지 소유주)이다. 주차장을 이용하는 고객인 운전자는 어디를 놀러가던지 언제나 주차가 가장 큰 고민거리다. 이를 해결하고자 공공기관 주차장의 주말 유료 사용 도입 등 지자체 정부는 주차 인프라를 구축을 위해 노력을 기울이고 있다. 하지만 아직까지 운전자 입장에서는 주차난이 해결되고 있다는 느낌을 받기가 어렵다.

주차 공간 부족 문제를 인지하고 이를 사업의 기회로 삼으려는 예비 사업자도 어려움을 겪고 있는 것은 마찬가지이다. 일반적으로 주차 문제가 발생하고 있는 지역은 소위 ‘핫플레이스’라 불리는 곳들로 땅 값이 비싸다. 즉, 그만큼 주차장 사업을 하는데 투자에 대한 위험이 높고, 자금 회수기간도 길어질 수 밖에 없어 수요에 대한 확실한 사전 조사가

필요하다. 하지만 전문 회사가 아닌 일반인이 수요 조사를 진행하는 것은 어려울 뿐더러, 그 지역에 건물을 소유한 건물주 역시 주차장 활용에 대한 고민은 있지만 운전자를 어떻게 유인하고 이를 관리해야 하는가에 대한 고민이 있을 수 밖에 없는 상황이다.

그림16 주차장 사업의 이해관계자: 운전자, 주차 (예비) 사업자, 지자체 정부



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

즉, 1) 운전자는 원하는 곳에 주차할 공간이 부족하고, 2) 주차장 사업자(상가/토지 소유주)는 수요 예측 및 관리의 어려움이 있으며, 3) 지자체 정부 역시 공공 정책상의 구조적인 한계로 실질적인 주차 공간의 수요/공급 균형을 맞추는데 어려움을 겪고 있다.

이러한 현상은 국내 뿐만 아니라 가까운 일본에서도 발생하고 있던 현상으로 주차 공간과 관련된 이 세 이해관계자를 모두 충족시킬 수 있는 비즈니스 모델을 제시한 곳이 바로 일본의 Park24이다.

**Park24, 주차장 사업의 모델을 제시하다: 단순 주차장 사업에서 플랫폼으로의 진화**

Park24社의 성공 전략은 1) 세분화 전략, 2) 무인화 전략, 3) IT 접목 전략으로 요약할 수 있다. 세분화 전략이란 주차 공간의 세분화와 주차시간의 세분화를 의미한다. 주차 공간의 수보다 주차장의 수(Site)를 확대하는 것이 중요하다고 판단한 Park24는 상가수익률 하락을 고민하는 토지/상가 소유주의 부지를 장기 임대하여 그 곳에 주차장을 설립하는 방식으로 사업을 진행했다. 또한 주차 공간 활용을 극대화하기 위해 과금 기준을 10분 단위로 단축하였다.

또한 이렇게 확보한 다수의 주차장에 관리인 대신 Kiosk를 도입하는 방식을 택했다. 이는 기존 유인 주차장 대비 운전자 입장에서 더욱 간편하게 주차장을 이용할 수 있는 장점이 있고 사업자 입장에서는 투명한 매출 집계와 인건비 등 고정비를 크게 감소시킬 수 있는 니즈가 있다.

마지막으로 IT 시스템을 접목하여 Kiosk를 통해 집계되는 데이터 베이스를 기반으로 정확한 수요 예측이 가능해졌다. 이를 바탕으로 더욱 효율적으로 주차장 관리, 고객 관리, 마케팅이 가능해졌으며, 이는 동사가 ‘주차장 사업’외 ‘카셰어링’과 ‘렌터카’ 사업에 진출할 수 있었던 밑바탕이 되었다.

그림17 Park24 의 무인 주차장



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 무인 주차장 시스템(Kiosk, Lock)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

**결론**

최근 주차장 사업이 주목받는 이유도 글로벌 B2B 장비 렌탈 시장의 성장과 같은 맥락에서 접근할 수 있다. 여가 활동 증가로 실질적인 주차 공간 부족 현상이 커지고 있는 상황과 저성장, 저금리 기조에 따른 상가수익률 하락으로 상가의 회전율을 어떻게 높일 수 있을지에 대한 건물주의 고민이 맞물리는 시점이기 때문이다.

과거 일본에서 이에 대한 해결책을 제시한 기업은 Park24社이다. Park24社는 1) 세분화 전략, 2) 무인화 전략, 3) IT 접목 전략을 통해 주차장과 관련된 이해관계자인 운전자, 주차장 (예비)사업자, 지자체 정부를 모두 만족시킬 수 있었고, 지금까지 단 한번의 역성장 없는('96년 이후 '14년까지 매출 증가 CAGR +14.3%) 꾸준한 성장세를 이어가고 있다.

국내에도 일본의 케이스를 접목시켜 주차 공간 부족 문제에 대한 솔루션을 찾고자 하는 노력이 진행 중이며, 중장기적인 성장성을 기대할 수 있는 비즈니스 모델이라 판단한다.

표13 주차장 관련 사업 Peer Valuation

기업명 (억원, USD mn)	연도	시총	매출액	영업이익	순이익	P/E	P/B	ROE	EV/EBITDA
AJ네트웍스	2014		10,112	770	166	n/a	n/a	12.6%	2.9
	2015E	4,439	10,249	836	205	21.7	2.3	10.2%	6.1
	2016E		11,326	1,024	239	18.6	1.8	10.0%	3.4
Park24	2014		1,618	170	100	35.2	6.0	17.0%	10.6
	2015E	3,066	1,481	152	94	32.6	5.8	17.8%	10.3
	2016E		1,587	174	109	28.1	5.2	18.5%	9.2
한국전자금융	2014		1,402	87	148	4.7	0.8	17.0%	1.2
	2015E	2,102	1,445	118	96	21.9	2.2	10.3%	6.8
	2016E		1,544	134	109	19.3	2.0	10.7%	6.2

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## Park24: 일본 1 위 주차장 사업 업체

### 1. 기업 개요

- 일본 1위 무인 주차장 사업 ('14년 매출액 ¥1,670억)
- 1971년 설립: 주차장 기반 시설 제조업
- 1985년 주차장 사업 시작
- 1991년 Lock구조의 24시간 무인시간제 주차장 1호 설립(Times 1호)
- 2006년 국내 GS와 'GS파크' 설립 / 운영 중
- 현재 14,000개 주차장, 470,000대 주차 공간 확보 중

### 2. 성공 전략

- 세분화 전략
  - 1) 공간(주차장)의 세분화: 소규모로 여러 장소 -> 비정기 주차장 확보 문제, 상가수익률 감소에 대한 토지 활용의 효율성 문제에 대한 solution 제공
  - 2) 시간(주차시간)의 세분화: 주차공간 활용도 개선에 대한 solution 제공
- 무인화 전략: Kiosk 도입에 따른 인건비 등 비용의 효율화
- IT 접목 전략: TONIC(Times Online Network & Information Center)을 통한 수요 예측으로 주차장 관리, 고객 관리, 마케팅을 일원화

### 3. 부문 별 매출 및 이익 Breakdown

표14 Park24 매출 / 영업이익 Breakdown

(단위: 백만 JPY)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>매출</b>	<b>113,248</b>	<b>124,079</b>	<b>139,546</b>	<b>155,427</b>	<b>167,021</b>
YoY	18.8%	9.6%	12.5%	11.4%	7.5%
Parking Lot Management	94,587	102,010	111,460	122,033	127,516
Car Rental	18,661	22,069	28,086	33,394	39,505
<b>영업이익</b>	<b>12,839</b>	<b>13,293</b>	<b>17,810</b>	<b>19,509</b>	<b>17,553</b>
YoY	21.3%	3.5%	34.0%	9.5%	-10.0%
Parking Lot Management	18,993	19,303	23,434	25,434	23,614
Car Rental	44	-109	7	668	1,053
Adjustments(감가상각 등)	-6,198	-5,901	-5,631	-6,593	-7,114

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업분석

## Value & Growth

종목명	투자판단	목표주가
리노공업	Buy (유지)	60,000 원
레드캡투어	Buy (유지)	35,000 원
기신정기	Buy (유지)	10,000 원
경동제약	Buy (유지)	33,000 원
우주일렉트로	Buy (신규)	20,000 원
AJ 네트워크	Buy (신규)	57,000 원
효성오앤비	Not Rated	Not Rated
농우바이오	Not Rated	Not Rated
아이쓰리시스템	Buy (유지)	86,000 원
아이크래프트	Buy (유지)	23,000 원
파마리서치프로덕트	Buy (유지)	93,000 원

# 리노공업 (058470)

2015. 11. 3 Mid-Small Cap

## 2016 년이 기대된다!

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 중장기적인 성장성 유효

동사는 과거 5년간 12.3%(Sales, CAGR, 역성장 없음)의 외형성장을 보이고 있으며, 향후에도 이러한 흐름이 이어질 전망이다. 이는 글로벌 IT제품이 다각화(Mobile Device 확대, 차량 전장화, IoT, 시스템반도체 성장 등)되면서 반도체 Chip에 대한 R&D 물량이 지속적으로 확대되고 있기 때문이다.

### 3Q15 Preview: 성장흐름 유지

동사의 2015년 3분기 실적은 매출액 286억원(+21.8% YoY, +9.0% QoQ), 영업이익 104억원(+23.8% YoY, +5.5% QoQ)을 기록할 전망이다. 이는 국내 소켓 업황의 전반적인 부진으로 예상치 대비 다소 기대감을 낮춘 수준이나, 다른 소켓 업체들과는 달리 R&D·비메모리 비중이 높기 때문에 상대적으로 업황 부진의 영향을 조금 받는 구조라는데 의의가 있다. 또한 매출액 기준 분기 최대 실적에 부합하기 때문에 안정적인 성장성이 유지되고 있다는 것도 긍정적이다.

### 2016 년 성장 기대감

동사는 2016년 두가지 변화에 의해 큰 폭의 성장이 진행될 것으로 보인다.

첫째, Probe Card 사업 강화이다. 지금까지 IC test 소켓 내 글로벌 강자(Price Maker)의 위치에서 해외 고객사들에게 신뢰성을 확보하였고, 이제는 후공정에서 벗어나 전공정 Wafer test에 사용되는 Probe Card의 Head 제조 사업까지 진출하게 된 것이다. 아직은 사업 초기로 실적이 미미하지만 내년이후 대형 고객선 확보로 큰 폭의 성장이 진행될 것으로 보이고 중장기적으로 해외 고객선이 늘어나면서 사업영역이 확대될 전망이다.

둘째, Pitch 미세화 수혜이다. 소켓 산업 내 Pitch(mm: Pin과 Pin 사이의 간격)의 미세화가 내년 상반기(2Q16 예상)에 다수 진행될 것으로 보인다. 이는 IC Test 소켓의 신규개발 물량 증가로 이어져 미세화에 대응할 수 있는 소켓 업체들에게 긍정적인 실적 기대감이 형성되고, 당연히 글로벌 Top tier의 위치에 있는 동사가 최대 수혜를 받을 것으로 예상된다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **60,000 원**

현재주가 **43,450 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/2)	680.01pt
시가총액	6,623억원
발행주식수	15,242천주
52주 최고가 / 최저가	54,000/34,650원
90일 일평균거래대금	15.2억원
외국인 지분율	16.8%
배당수익률(15.12E)	1.8%
BPS(15.12E)	11,952원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월 -1.8%
	6개월 -4.1%
	12개월 -11.7%
주주구성	이재윤 34.7%
	알리안츠자산운용 15.2%
	국민연금관리공단 13.5%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	80.6	28.8	32.3	26.2	1,718	5.3	32.7	13.6	8.7	2.5	20.1
2014	93.4	32.7	38.4	30.9	2,025	17.9	37.8	18.9	13.4	3.7	20.9
2015E	101.0	36.2	42.7	34.3	2,250	11.1	42.6	19.3	13.3	3.6	20.3
2016E	116.0	42.0	48.8	39.1	2,568	14.1	49.6	16.9	11.2	3.2	20.0
2017E	131.7	47.9	54.9	44.0	2,889	12.5	56.7	15.0	9.5	2.8	19.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표15 리노공업 연간 실적 추이

(단위: 억원)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>660</b>	<b>752</b>	<b>806</b>	<b>934</b>	<b>1,010</b>	<b>1,160</b>	<b>1,317</b>
YoY	16.7%	14.0%	7.2%	15.8%	8.2%	14.8%	13.6%
LEENO PIN	374	428	493	507	527	569	611
IC TEST SOCKET	269	294	278	371	426	527	631
기타(초음파 등)	17	30	36	55	57	63	74
〈YoY〉							
LEENO PIN		14.5%	15.2%	2.8%	3.8%	8.0%	7.5%
IC TEST SOCKET		9.4%	-5.5%	33.7%	14.8%	23.9%	19.7%
기타(초음파 등)		74.8%	17.6%	55.2%	3.6%	10.8%	17.5%
〈% of Sales〉							
LEENO PIN	56.7%	56.9%	61.2%	54.3%	52.2%	49.1%	46.4%
IC TEST SOCKET	40.7%	39.0%	34.4%	39.7%	42.2%	45.5%	47.9%
기타(초음파 등)	2.6%	4.0%	4.4%	5.9%	5.7%	5.5%	5.7%
<b>영업이익</b>	<b>240</b>	<b>277</b>	<b>288</b>	<b>327</b>	<b>362</b>	<b>420</b>	<b>479</b>
% of sales	36.4%	36.9%	35.8%	35.0%	35.9%	36.2%	36.3%
% YoY	9.0%	15.5%	4.0%	13.5%	10.8%	16.0%	13.9%

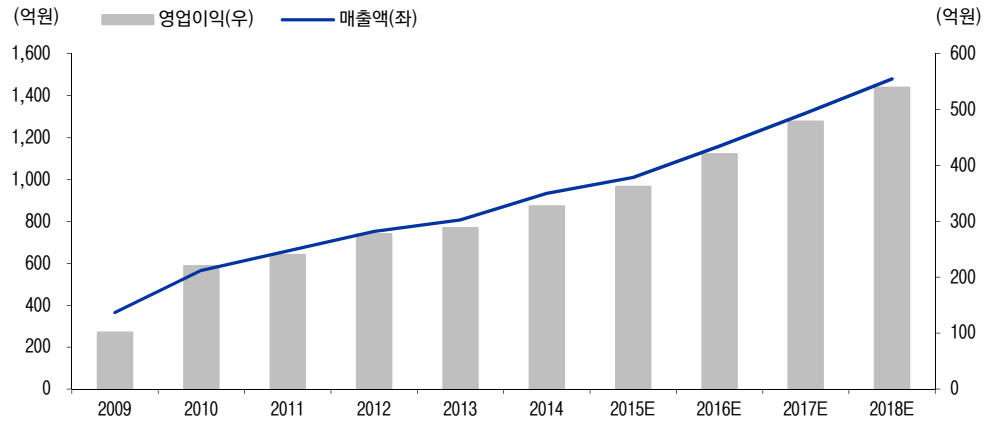
자료: 리노공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 리노공업 분기 실적 추이

(단위: 억원)	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16 E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
<b>매출액</b>	<b>228</b>	<b>262</b>	<b>286</b>	<b>234</b>	<b>258</b>	<b>313</b>	<b>327</b>	<b>262</b>
YoY	10.2%	-7.7%	21.8%	12.5%	13.1%	19.3%	14.6%	11.9%
LEENO PIN	133	123	137	135	145	132	148	143
IC TEST SOCKET	91	131	132	73	108	170	160	89
기타(초음파 등)	5	9	17	27	6	10	19	29
〈YoY〉								
LEENO PIN	22.3%	-19.4%	9.8%	10.2%	9.3%	8.1%	8.1%	6.5%
IC TEST SOCKET	-0.4%	8.1%	37.8%	14.6%	18.3%	30.5%	21.7%	22.8%
기타(초음파 등)	-35.2%	-20.4%	18.3%	19.3%	16.2%	10.5%	11.5%	9.5%
〈% of Sales〉								
LEENO PIN	58.1%	46.7%	48.0%	57.6%	56.1%	42.3%	45.3%	54.8%
IC TEST SOCKET	39.8%	49.8%	46.1%	31.0%	41.7%	54.5%	49.0%	34.0%
기타(초음파 등)	2.1%	3.4%	5.9%	11.4%	2.2%	3.2%	5.7%	11.1%
<b>영업이익</b>	<b>86</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>115</b>	<b>121</b>	<b>88</b>
% of sales	37.7%	37.6%	36.4%	31.5%	37.2%	36.7%	37.0%	33.8%
% YoY	11.6%	-11.1%	23.8%	33.9%	11.6%	16.5%	16.2%	20.1%

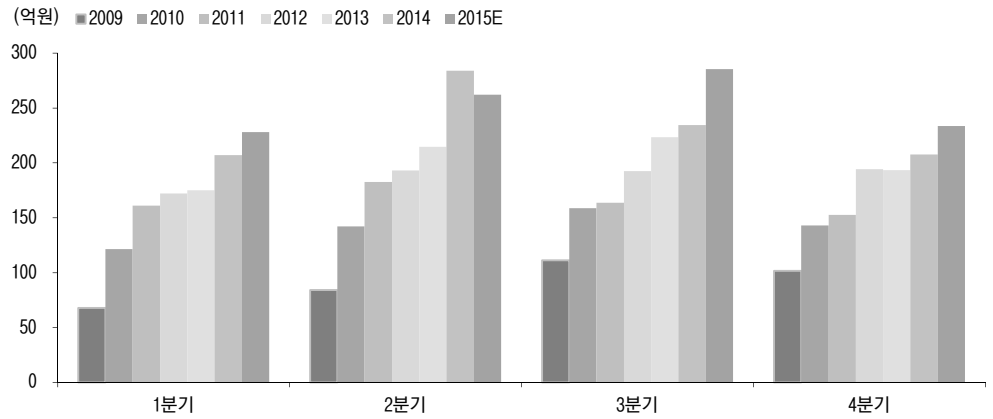
자료: 리노공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 매출액 & 영업이익 추이



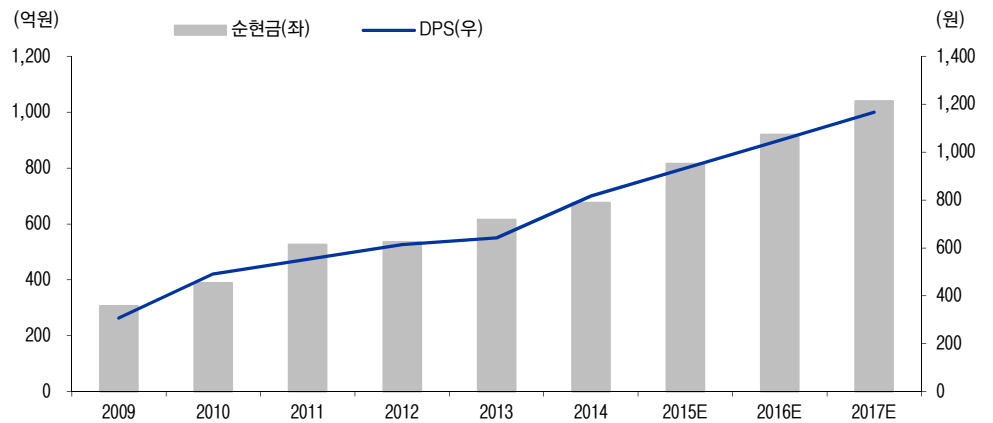
자료: 리노공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 분기별 매출액 & 영업이익 추이



자료: 리노공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 순현금 & DPS 추이



자료: 리노공업, 이베스트투자증권 리서치센터



## 리노공업 (058470)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	90.2	99.6	114.5	129.5	146.4
현금 및 현금성자산	20.7	21.8	30.9	37.7	45.9
매출채권 및 기타채권	13.6	15.9	14.7	16.9	19.2
재고자산	4.0	4.5	4.3	4.9	5.6
기타유동자산	52.0	57.5	64.7	70.0	75.7
비유동자산	57.6	66.9	78.2	90.9	104.9
관계기업투자등	5.6	5.6	5.8	6.0	6.3
유형자산	46.0	56.3	67.3	79.6	93.4
무형자산	1.0	1.5	1.4	1.3	1.3
<b>자산총계</b>	<b>147.9</b>	<b>166.6</b>	<b>192.7</b>	<b>220.3</b>	<b>251.3</b>
유동부채	8.1	9.5	9.7	10.3	10.9
매입채무 및 기타채무	2.0	2.2	2.1	2.4	2.7
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	6.1	7.3	7.6	7.9	8.2
비유동부채	0.3	0.8	0.9	0.9	0.9
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.3	0.8	0.9	0.9	0.9
<b>부채총계</b>	<b>8.4</b>	<b>10.3</b>	<b>10.6</b>	<b>11.2</b>	<b>11.9</b>
지배주주지분	139.4	156.3	182.2	209.1	239.4
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	127.4	149.4	175.3	202.2	232.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>139.4</b>	<b>156.3</b>	<b>182.2</b>	<b>209.1</b>	<b>239.4</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27.4</b>	<b>34.7</b>	<b>42.3</b>	<b>44.5</b>	<b>50.6</b>
당기순이익(손실)	26.2	30.9	34.3	39.1	44.0
비현금수익비용가감	9.5	11.4	6.4	7.6	8.9
유형자산감가상각비	3.8	5.0	6.3	7.5	8.8
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-3.5	-3.2	1.6	-2.2	-2.3
매출채권 감소(증가)	-0.7	-2.2	1.1	-2.2	-2.3
재고자산 감소(증가)	-1.2	-0.6	0.3	-0.6	-0.7
매입채무 증가(감소)	0.0	0.3	-0.1	0.3	0.3
기타자산, 부채변동	-1.7	-0.7	0.3	0.3	0.3
<b>투자활동 현금</b>	<b>-20.5</b>	<b>-21.0</b>	<b>-24.8</b>	<b>-25.5</b>	<b>-28.7</b>
유형자산처분(취득)	-15.4	-15.4	-17.3	-19.8	-22.5
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-5.0	-0.8	-7.4	-5.5	-6.0
기타투자활동	-0.1	-4.1	-0.1	-0.2	-0.2
<b>재무활동 현금</b>	<b>-8.0</b>	<b>-13.2</b>	<b>-8.4</b>	<b>-12.2</b>	<b>-13.7</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-8.0	-8.4	-8.4	-12.2	-13.7
배당금의 지급	8.0	8.4	8.4	12.2	13.7
기타재무활동	0.0	-4.8	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>9.1</b>	<b>6.8</b>	<b>8.2</b>
기초현금	21.9	20.7	21.8	30.9	37.7
기말현금	20.7	21.8	30.9	37.7	45.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>80.6</b>	<b>93.4</b>	<b>101.0</b>	<b>116.0</b>	<b>131.7</b>
매출원가	43.8	51.1	54.6	62.6	71.3
<b>매출총이익</b>	<b>36.8</b>	<b>42.3</b>	<b>46.4</b>	<b>53.4</b>	<b>60.4</b>
판매비 및 관리비	8.0	9.6	10.1	11.3	12.6
<b>영업이익</b>	<b>28.8</b>	<b>32.7</b>	<b>36.2</b>	<b>42.0</b>	<b>47.9</b>
(EBITDA)	32.7	37.8	42.6	49.6	56.7
금융손익	1.5	3.3	2.3	2.5	2.7
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	2.4	4.2	4.2	4.3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>32.3</b>	<b>38.4</b>	<b>42.7</b>	<b>48.8</b>	<b>54.9</b>
계속사업법인세비용	6.2	7.6	8.4	9.6	10.8
계속사업이익	26.2	30.9	34.3	39.1	44.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>26.2</b>	<b>30.9</b>	<b>34.3</b>	<b>39.1</b>	<b>44.0</b>
지배주주	26.2	30.9	34.3	39.1	44.0
<b>총포괄이익</b>	<b>26.0</b>	<b>30.6</b>	<b>34.3</b>	<b>39.1</b>	<b>44.0</b>
매출총이익률 (%)	45.6	45.3	45.9	46.0	45.9
영업이익률 (%)	35.8	35.0	35.9	36.2	36.3
EBITDA 마진률 (%)	40.6	40.4	42.2	42.8	43.1
당기순이익률 (%)	32.5	33.0	34.0	33.8	33.4
ROA (%)	18.8	19.6	19.1	19.0	18.7
ROE (%)	20.1	20.9	20.3	20.0	19.6
ROIC (%)	40.4	39.3	38.1	38.1	37.0

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	13.6	18.9	19.3	16.9	15.0
P/B	2.5	3.7	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	8.7	13.4	13.3	11.2	9.5
P/CF	9.9	13.8	16.3	14.2	12.5
배당수익률 (%)	2.4	1.8	1.8	2.1	2.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.2	15.9	8.1	14.8	13.6
영업이익	3.9	13.5	10.8	16.0	13.9
세전이익	5.1	18.9	11.1	14.1	12.5
당기순이익	5.3	17.9	11.1	14.1	12.5
EPS	5.3	17.9	11.1	14.1	12.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	6.1	6.6	5.8	5.4	5.0
유동비율	1,111.0	1,051.3	1,182.7	1,256.9	1,337.6
순차입금/자기자본(x)	-51.5	-50.5	-52.3	-51.3	-50.7
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 (십억원)	-71.8	-78.9	-95.2	-107.3	-121.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,718	2,025	2,250	2,568	2,889
BPS	9,148	10,252	11,952	13,720	15,709
CFPS	2,345	2,770	2,670	3,066	3,473
DPS	550	700	800	900	1,000

# 레드캡투어 (038390)

2015. 11. 3

Mid-Small Cap

## 외형확대 유지

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 3Q15 에도 외형확대 유지

동사는 3Q15에도 매출액이 전년동기대비 +2.3% 성장(Sales: 3Q14 473억원 → 3Q15 484억원)하며 외형성장이 유지되었다. 이는 여행인원 감소(메르스, 경기침체 영향)로 여행매출이 감소 했음에도 불구하고 렌터카 사업부문의 호실적(보유대수 +13.0% YoY 증가)에 기인하여 외형성장이 유지된 것이다.

다만 소비자들의 렌터카 계약 연장으로 중고차 매각물량이 감소하며 3Q15 영업이익은 하락(-24.2% YoY)한 실적을 기록하였다. 이는 내년에 매각될 것으로 예상되는 물량이기 때문에 이익에 대한 지연효과 정도로 해석하면 될 것이다.

### 추세적인 성장성 유지

렌터카사업의 외형 성장성이 최근 다소 둔화되고 있기는 하지만, 외형확대 추세는 여전히 상승세를 보이고 있다. 동사의 렌터카 사업부문 매출액은 2007년 468억원에서 2014년 1,550억원으로 연평균 18.7% 성장(렌터카 보유대수: 2007년 4,044대 → 2014년 15,350대, 2015년 17,054대 전망)하고 있으며, 2015년에도 1,639억원 수준으로 +5.7% YoY 성장이 진행될 전망이다.

이는 국내 기업들이 1)LPG 차량 렌트를 통한 유류비 절감효과, 2)기업들의 차량관리 효율성 강화, 3)손비처리로 인한 법인세 절감효과 등의 이유로 차량 구매 대비 렌터카 비중을 늘리고 있기 때문이며, 향후에도 이러한 흐름이 지속될 가능성이 높아 동사의 성장성이 유지될 것으로 보인다.

### 여행업과 렌터카의 현금흐름 시너지효과

동사는 여행사업에서 안정적인 현금창출력(현금 선취)을 기반으로 렌터카 사업(차량 투자 후 약 3년간의 대여를 통한 수익기여, 3년후 차량 매각으로 현금 후취)에서 외형을 점진적으로 확대하고 있기 때문에 렌터카와 여행사업의 조화는 현금흐름 관점에서 동사에게 매우 유리한 구조이다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **35,000 원**

현재주가 **23,650 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/2)		680.01pt
시가총액		2,031억원
발행주식수		8,589천주
52주 최고가 / 최저가	33,550/22,750원	
90일 일평균거래대금		1.4억원
외국인 지분율		14.2%
배당수익률(15.12E)		2.5%
BPS(15.12E)		15,981원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	2.0%
	6개월	-10.2%
	12개월	-49.8%
주주구성	구분호외 5인	74.6%

### Stock Price

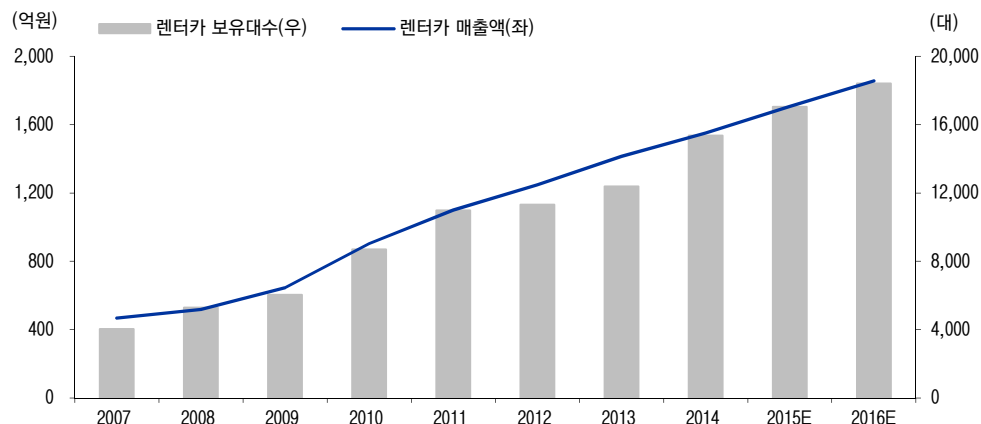


### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	176.3	24.1	20.5	15.9	1,846	4.8	90.8	8.7	2.4	1.2	14.5
2014	193.7	26.5	21.8	16.9	1,966	6.5	103.1	16.0	3.9	2.1	14.0
2015E	201.1	23.7	19.9	15.6	1,811	-7.9	101.6	13.1	3.4	1.5	11.8
2016E	210.7	25.5	20.6	16.1	1,870	3.2	107.0	12.6	3.3	1.4	11.3
2017E	226.0	27.4	22.3	17.4	2,026	8.3	114.6	11.7	3.1	1.3	11.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림22 레드캡투어 매출액 &amp; 보유대수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 레드캡투어 연간 실적 추이

(단위: 억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>1,184</b>	<b>1,395</b>	<b>1,564</b>	<b>1,763</b>	<b>1,937</b>	<b>2,011</b>	<b>2,107</b>	<b>2,260</b>
YoY	42.4%	17.8%	12.1%	12.7%	9.9%	3.8%	4.8%	7.2%
<b>렌터카</b>	<b>903</b>	<b>1,100</b>	<b>1,248</b>	<b>1,415</b>	<b>1,550</b>	<b>1,639</b>	<b>1,723</b>	<b>1,864</b>
P: ASP(백만원)	10.4	10.0	11.0	11.4	10.1	9.6	9.1	9.0
Q: 차량대수(대)	8,690	10,981	11,322	12,378	15,350	17,054	18,946	20,776
<b>여행</b>	<b>273</b>	<b>295</b>	<b>317</b>	<b>348</b>	<b>387</b>	<b>372</b>	<b>384</b>	<b>395</b>
<YoY>								
렌터카	39.9%	21.9%	13.4%	13.4%	9.5%	5.7%	5.1%	8.2%
여행	46.4%	8.0%	7.5%	9.7%	11.3%	-3.8%	3.3%	2.8%
<% of Sales>								
렌터카	76.2%	78.9%	79.8%	80.3%	80.0%	81.5%	81.8%	82.5%
여행	23.1%	21.1%	20.3%	19.7%	20.0%	18.5%	18.2%	17.5%
<b>영업이익</b>	<b>197</b>	<b>294</b>	<b>239</b>	<b>241</b>	<b>265</b>	<b>237</b>	<b>255</b>	<b>274</b>
% of sales	16.7%	21.1%	15.3%	13.7%	13.7%	11.8%	12.1%	12.1%
% YoY	121.4%	49.0%	-18.7%	0.7%	10.2%	-10.5%	7.7%	7.4%
<사업부별 영업이익>								
렌터카	107	223	160	160	161	139	164	179
% of 렌터카	11.8%	20.3%	12.8%	11.3%	10.4%	8.5%	9.5%	9.6%
영업이익 기여도	54.2%	75.9%	66.9%	66.4%	60.7%	58.4%	64.0%	65.2%
여행	90	71	79	81	104	99	92	95
% of 여행	33.1%	24.1%	25.0%	23.3%	26.9%	26.5%	23.9%	24.1%
영업이익 기여도	45.8%	24.1%	33.1%	33.6%	39.3%	41.6%	36.0%	34.8%

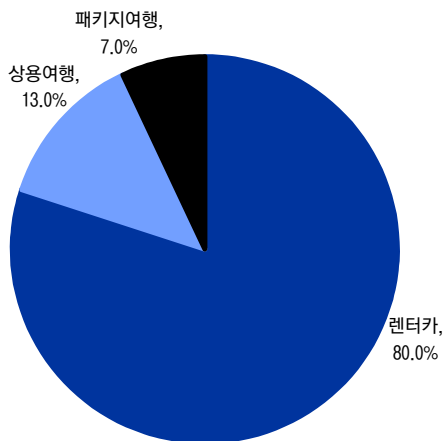
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 레드캡투어 분기 실적 추이

(단위: 억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
<b>매출액</b>	<b>535</b>	<b>511</b>	<b>484</b>	<b>480</b>	<b>561</b>	<b>536</b>	<b>508</b>	<b>502</b>
YoY	5.3%	2.4%	2.3%	5.2%	4.8%	4.8%	4.9%	4.6%
<b>렌터카</b>	<b>434</b>	<b>413</b>	<b>400</b>	<b>391</b>	<b>456</b>	<b>434</b>	<b>422</b>	<b>411</b>
P: ASP(백만원)	2.7	2.5	2.4	2.3	2.5	2.3	2.3	2.2
Q: 차량대수(대)	16,344	16,636	16,718	17,054	18,122	18,465	18,615	18,946
<b>여행</b>	<b>101</b>	<b>99</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>102</b>	<b>87</b>	<b>91</b>
<YoY>								
렌터카	5.2%	5.7%	6.8%	5.2%	5.0%	5.1%	5.4%	5.2%
여행	5.6%	-9.5%	-14.6%	5.6%	4.1%	3.8%	2.8%	2.3%
<% of Sales>								
렌터카	81.2%	80.7%	82.6%	81.5%	81.3%	80.9%	82.9%	81.9%
여행	18.8%	19.3%	17.4%	18.5%	18.7%	19.1%	17.1%	18.1%
<b>영업이익</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>43</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>62</b>	<b>47</b>
% of sales	13.6%	12.8%	11.5%	8.9%	13.3%	13.6%	12.2%	9.3%
% YoY	2.7%	-13.1%	-24.2%	-4.4%	1.8%	10.8%	10.8%	8.8%
<사업부별 영업이익>								
렌터카	40	34	36	29	45	42	44	32
% of 렌터카	9.3%	8.3%	8.9%	7.3%	10.0%	9.8%	10.3%	7.8%
영업이익 기여도	55.1%	52.2%	63.7%	66.8%	61.1%	58.5%	70.4%	68.9%
여행	33	31	20	14	29	30	18	14
% of 여행	32.6%	31.7%	24.0%	16.0%	27.6%	29.5%	21.1%	16.0%
영업이익 기여도	44.9%	47.8%	36.3%	33.2%	38.9%	41.5%	29.6%	31.1%

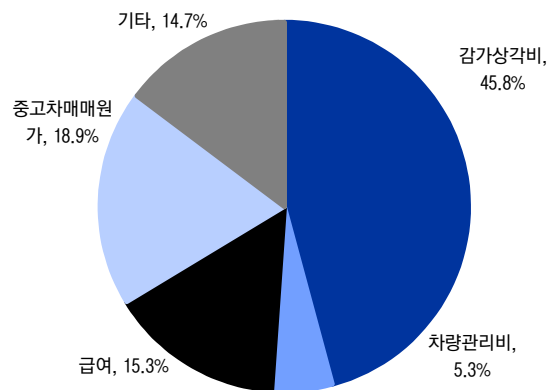
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 매출비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 비용비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 레드캡투어 (038390)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	31.7	38.0	51.8	43.7	44.7
현금 및 현금성자산	3.2	3.9	18.5	9.5	9.1
매출채권 및 기타채권	15.9	18.9	18.1	18.9	20.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	12.6	15.1	15.2	15.2	15.3
비유동자산	223.2	281.5	301.3	321.6	335.0
관계기업투자등	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
유형자산	216.1	275.0	295.3	316.0	329.6
무형자산	3.8	3.2	2.5	1.9	1.5
<b>자산총계</b>	<b>254.9</b>	<b>319.5</b>	<b>353.1</b>	<b>365.3</b>	<b>379.6</b>
유동부채	83.7	108.2	131.2	132.5	134.5
매입채무 및 기타채무	26.3	25.5	26.8	28.1	30.2
단기금융부채	41.7	62.3	83.9	83.9	83.9
기타유동부채	15.8	20.4	20.4	20.4	20.4
비유동부채	56.5	84.6	84.6	84.7	84.7
장기금융부채	52.4	80.3	80.3	80.3	80.3
기타비유동부채	4.1	4.3	4.3	4.3	4.4
<b>부채총계</b>	<b>140.2</b>	<b>192.8</b>	<b>215.8</b>	<b>217.1</b>	<b>219.2</b>
지배주주지분	114.7	126.7	137.3	148.2	160.4
자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
자본잉여금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
이익잉여금	52.5	63.7	74.2	85.1	97.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>114.7</b>	<b>126.7</b>	<b>137.3</b>	<b>148.2</b>	<b>160.4</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>115.1</b>	<b>122.4</b>	<b>95.6</b>	<b>97.9</b>	<b>105.1</b>
당기순이익(손실)	15.9	16.9	15.6	16.1	17.4
비현금수익비용가감	107.2	119.4	77.8	81.4	87.0
유형자산감가상각비	65.7	75.9	77.1	80.9	86.7
무형자산상각비	1.0	0.7	0.7	0.6	0.4
기타현금수익비용	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.1
영업활동 자산부채변동	-0.2	-5.2	2.2	0.4	0.7
매출채권 감소(증가)	-1.4	-3.1	0.9	-0.9	-1.4
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	2.3	-0.8	1.4	1.3	2.0
기타자산, 부채변동	-1.1	-1.3	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-129.9</b>	<b>-165.9</b>	<b>-97.6</b>	<b>-101.7</b>	<b>-100.4</b>
유형자산처분(취득)	-127.0	-166.9	-97.5	-101.6	-100.3
무형자산 감소(증가)	-2.9	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.0	1.3	-0.1	-0.1	-0.1
기타투자활동	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>10.6</b>	<b>44.3</b>	<b>16.6</b>	<b>-5.2</b>	<b>-5.2</b>
차입금의 증가(감소)	15.2	48.5	21.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.6	-4.2	-5.0	-5.2	-5.2
배당금의 지급	4.6	5.0	5.0	5.2	5.2
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-4.3</b>	<b>0.7</b>	<b>14.6</b>	<b>-9.0</b>	<b>-0.5</b>
기초현금	7.5	3.2	3.9	18.5	9.5
기말현금	3.2	3.9	18.5	9.5	9.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>176.3</b>	<b>193.7</b>	<b>201.1</b>	<b>210.7</b>	<b>226.0</b>
매출원가	116.9	128.7	137.8	144.1	155.1
<b>매출총이익</b>	<b>59.4</b>	<b>65.0</b>	<b>63.3</b>	<b>66.6</b>	<b>70.8</b>
판매비 및 관리비	35.3	38.5	39.5	41.0	43.4
<b>영업이익</b>	<b>24.1</b>	<b>26.5</b>	<b>23.7</b>	<b>25.5</b>	<b>27.4</b>
(EBITDA)	90.8	103.1	101.6	107.0	114.6
금융손익	-3.4	-4.0	-3.3	-4.5	-4.6
이자비용	3.8	4.3	3.6	4.8	4.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>20.5</b>	<b>21.8</b>	<b>19.9</b>	<b>20.6</b>	<b>22.3</b>
계속사업법인세비용	4.6	5.0	4.4	4.5	4.9
계속사업이익	15.9	16.9	15.6	16.1	17.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>15.9</b>	<b>16.9</b>	<b>15.6</b>	<b>16.1</b>	<b>17.4</b>
지배주주	15.9	16.9	15.6	16.1	17.4
<b>총포괄이익</b>	<b>15.9</b>	<b>17.0</b>	<b>15.6</b>	<b>16.1</b>	<b>17.4</b>
매출총이익률 (%)	33.7	33.6	31.5	31.6	31.4
영업이익률 (%)	13.7	13.7	11.8	12.1	12.1
EBITDA 마진률 (%)	51.5	53.2	50.5	50.8	50.7
당기순이익률 (%)	9.0	8.7	7.7	7.6	7.7
ROA (%)	6.6	5.9	4.6	4.5	4.7
ROE (%)	14.5	14.0	11.8	11.3	11.3
ROIC (%)	10.2	9.0	6.9	7.0	7.1

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.7	16.0	13.1	12.6	11.7
P/B	1.2	2.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	2.4	3.9	3.4	3.3	3.1
P/CF	1.1	2.0	2.2	2.1	1.9
배당수익률 (%)	3.7	1.9	2.5	2.5	2.5
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.7	9.9	3.8	4.8	7.2
영업이익	0.7	10.2	-10.5	7.7	7.4
세전이익	5.0	6.7	-8.7	3.2	8.3
당기순이익	4.8	6.5	-7.9	3.2	8.3
EPS	4.8	6.5	-7.9	3.2	8.3
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	122.3	152.1	157.2	146.5	136.6
유동비율	37.9	35.1	39.5	33.0	33.2
순차입금/자기자본(x)	72.8	104.5	101.5	100.1	92.7
영업이익/금융비용(x)	6.4	6.1	6.6	5.4	5.6
총차입금 (십억원)	94.2	142.7	164.3	164.3	164.3
순차입금 (십억원)	83.5	132.4	139.4	148.3	148.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,846	1,966	1,811	1,870	2,026
BPS	13,352	14,753	15,981	17,251	18,677
CFPS	14,325	15,871	10,870	11,346	12,158
DPS	600	600	600	600	600

# 기신정기 (092440)

## 2016년 성장성 기대

2015. 11. 3 Mid-Small Cap

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

### 플라스틱 사출금형 몰드베이스 생산

기신정기는 몰드베이스(Mold Base)를 생산하는 기업이다. 플라스틱을 성형하는 과정에서 원재료인 합성수지(Resin)를 고온의 액체상태로 만든 후, 형상을 가공하기 위한 금형 틀에서 찍어내는데, 이러한 금형틀을 몰드베이스라고 한다. 즉, 동일한 형상·규격의 플라스틱을 대량으로 생산하는 모체가 되는 금형틀이 몰드베이스이다.

### 2015년 모바일 영향으로 다소 부진

동사의 2015년(3월 결산 2015년 4월 ~ 2016년 3월) 실적 성장에 대한 기대감이 과거 대비 낮아진 상황이다. 이는 모바일 부문에서 전방고객사의 플라스틱 케이스 수요 감소의 영향이 있었기 때문이다. 그러나 생활용품과 자동차 부문의 몰드베이스 수요 증가 요인이 모바일 부문 감소폭을 일정부분 커버해주고 있기 때문에 큰 폭의 실적 우려감은 없을 전망이다.

### 2016년 성장 기대감

동사는 과거 10년간 매년 외형성장이 진행된 안정적인 기업이다. 2016년에는 다시 한번 성장성이 부각될 것으로 기대되는데, 이는 1)모바일 부문의 성장 둔화 우려감이 2015년에 이미 반영되어 내년에는 기저효과로 다시 한번 성장성이 부각될 것으로 기대되고, 2)대형 몰드베이스 사업이 강화되며 성장 모멘텀이 확보될 것으로 기대되기 때문이다.

### 대형 몰드베이스 & 베트남 현지 법인 효과

동사의 대형 몰드베이스 신규공장이 2015년 6월 완공 되었고, 현재 생산설비 이전과 신규 설비 가동을 위한 준비중이다. 대형 몰드베이스 사업은 내년 4월부터 본격화될 것으로 기대되기 때문에 내년에는 성장에 대한 기대감이 올해보다 조금 더 높아질 전망이다.

그리고 동사는 지난 8월 베트남 현지법인(70억원 투자, 지분율 100%)을 설립하고 베트남 내수시장을 진출할 계획을 발표하였으며, 내년 6월정도 사업이 본격화 될 것으로 보인다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **10,000 원**

현재주가 **7,480 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(11/2)		2,035.24pt
시가총액		2,184억원
발행주식수		29,200천주
52주 최고가 / 최저가		9,080/7,050원
90일 일평균거래대금		1.4억원
외국인 지분율		65.3%
배당수익률(16.03E)		2.7%
BPS(16.03E)		7,973원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-5.1%
	6개월	1.5%
	12개월	-2.3%
주주구성	후타바외5인	70.6%
	국민연금공단	8.1%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	119.1	21.6	26.0	19.7	695	-	28.9	10.8	5.2	1.0	10.1
2014	122.7	20.8	23.5	18.1	637	-8.3	28.1	11.9	5.4	1.0	8.6
2015E	121.8	20.3	23.1	17.8	620	-2.7	27.8	12.1	5.5	0.9	8.0
2016E	134.5	22.2	25.0	19.3	671	8.2	29.7	11.2	5.1	0.9	8.2
2017E	149.0	24.4	27.2	21.0	730	8.8	32.0	10.3	4.7	0.8	8.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준, 주: 3월결산: 2015E: 2015년 4월 ~ 2016년 3월

## 기신정기 (092440)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	114.9	115.1	115.5	116.5	119.0
현금 및 현금성자산	13.5	13.2	13.2	13.7	15.7
매출채권 및 기타채권	30.2	30.5	30.8	31.1	31.4
재고자산	16.1	16.3	16.4	16.6	16.8
기타유동자산	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1
비유동자산	115.7	127.4	139.0	151.5	164.3
관계기업투자등	3.9	4.0	4.0	4.4	4.8
유형자산	106.0	117.6	129.3	141.1	153.0
무형자산	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>자산총계</b>	<b>230.6</b>	<b>242.5</b>	<b>254.6</b>	<b>268.1</b>	<b>283.3</b>
유동부채	13.2	13.3	13.4	13.4	13.5
매입채무 및 기타채무	5.5	5.6	5.6	5.7	5.7
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
비유동부채	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
<b>부채총계</b>	<b>14.3</b>	<b>14.3</b>	<b>14.4</b>	<b>14.5</b>	<b>14.5</b>
지배주주지분	209.3	221.1	233.1	246.6	261.7
자본금	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
이익잉여금	171.6	183.9	195.9	209.3	224.5
비지배주주지분(연결)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
<b>자본총계</b>	<b>216.4</b>	<b>228.2</b>	<b>240.1</b>	<b>253.6</b>	<b>268.8</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>26.2</b>	<b>24.5</b>	<b>24.9</b>	<b>26.1</b>	<b>27.8</b>
당기순이익(손실)	19.7	18.1	17.8	19.3	21.0
비현금수익비용가감	14.7	6.8	7.5	7.2	7.2
유형자산감가상각비	7.2	7.3	7.4	7.4	7.5
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-0.2	-0.6	0.0	-0.3	-0.4
영업활동 자산부채변동	-4.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
매출채권 감소(증가)	-3.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
재고자산 감소(증가)	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
매입채무 증가(감소)	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타자산, 부채변동	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-9.1</b>	<b>-19.0</b>	<b>-19.1</b>	<b>-19.7</b>	<b>-20.0</b>
유형자산처분(취득)	-17.9	-18.9	-19.1	-19.3	-19.4
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-2.9	8.8	-0.1	0.0	-0.4
기타투자활동	11.6	-8.9	0.1	-0.4	-0.1
<b>재무활동 현금</b>	<b>-10.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>-5.8</b>
차입금의 증가(감소)	-5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
배당금의 지급	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>6.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>2.0</b>
기초현금	7.4	13.5	13.2	13.2	13.7
기말현금	13.5	13.2	13.2	13.7	15.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준. 3 월결산

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>119.1</b>	<b>122.7</b>	<b>121.8</b>	<b>134.5</b>	<b>149.0</b>
매출원가	86.9	90.5	90.2	100.1	111.3
<b>매출총이익</b>	<b>32.2</b>	<b>32.2</b>	<b>31.6</b>	<b>34.4</b>	<b>37.7</b>
판매비 및 관리비	10.6	11.4	11.3	12.3	13.3
<b>영업이익</b>	<b>21.6</b>	<b>20.8</b>	<b>20.3</b>	<b>22.2</b>	<b>24.4</b>
(EBITDA)	28.9	28.1	27.8	29.7	32.0
금융손익	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
이자비용	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.3	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>26.0</b>	<b>23.5</b>	<b>23.1</b>	<b>25.0</b>	<b>27.2</b>
계속사업법인세비용	6.3	5.4	5.3	5.7	6.3
계속사업이익	19.7	18.1	17.8	19.3	21.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>19.7</b>	<b>18.1</b>	<b>17.8</b>	<b>19.3</b>	<b>21.0</b>
지배주주	20.3	18.6	18.1	19.6	21.3
<b>총포괄이익</b>	<b>20.2</b>	<b>18.1</b>	<b>17.8</b>	<b>19.3</b>	<b>21.0</b>
매출총이익률 (%)	27.0	26.2	25.9	25.6	25.3
영업이익률 (%)	18.1	16.9	16.7	16.5	16.3
EBITDA 마진률 (%)	24.3	22.9	22.8	22.1	21.4
당기순이익률 (%)	16.5	14.8	14.6	14.3	14.1
ROA (%)	9.0	7.9	7.3	7.5	7.7
ROE (%)	10.1	8.6	8.0	8.2	8.4
ROIC (%)	11.8	10.6	9.6	9.8	10.0

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	10.8	11.9	12.1	11.2	10.3
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	5.4	5.5	5.1	4.7
P/CF	6.4	8.8	8.7	8.3	7.8
배당수익률 (%)	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		3.0	-0.7	10.4	10.8
영업이익		-3.9	-2.2	9.3	9.8
세전이익		-9.3	-1.7	8.2	8.8
당기순이익		-7.9	-1.7	8.2	8.8
EPS		-8.3	-2.7	8.2	8.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	6.6	6.3	6.0	5.7	5.4
유동비율	867.6	865.1	864.9	868.8	883.3
순차입금/자기자본(x)	-31.2	-29.5	-28.0	-26.7	-26.0
영업이익/금융비용(x)	205.6	395.2	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 (십억원)	-67.6	-67.2	-67.2	-67.8	-69.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	695	637	620	671	730
BPS	7,168	7,573	7,983	8,444	8,963
CFPS	1,177	854	867	908	967
DPS	200	200	200	200	200

# 경동제약 (011040)

2015. 11. 3

Mid-Small Cap

## 높은 수익성 & 배당메리트

Analyst **정홍식**

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 2016년 안정적인 성장성 유지

동사의 2015년 실적은 전년대비 다소 부진한 모습을 보이고 있다. 매출액은 원료의약품 수출(일본) 둔화의 영향을 받은 것인데, 이는 중국 등의 저가 원료의약품이 일본 시장내 유입되면서 경쟁이 높아지고 있기 때문이다. 영업이익은 마케팅 비용 증가(일반의약품 진통제 그날엔 광고 집행, 광고선전비 1H14 29억원 → 1H15 60억원, 2014년 52억원 → 2015년 100억원 예상)에 따라 전년대비 하락이 예상된다.

그러나 2016년에는 다시 안정적인 성장이 유지될 것으로 전망하는데 이는 1)주요품목의 고성장이 유지(고지혈증 치료제 2012년 92억원 → 2013년 111억원 → 2014년 137억원 → 2015년 150억원 이상 전망)되고 있으며, 2)수탁생산 부문의 실적도 성장(2012년 63억원 → 2013년 67억원 → 2014년 75억원 → 2015년 85억원 이상 전망)이 지속되고 있고, 3)광고선전비가 대규모 집행된 2015년 대비 기저효과로 2016년 영업이익이 상승할 것으로 기대되기 때문이다.

### 경쟁력: 원재료 합성 기술력을 기반으로 높은 OPM 유지

동사의 OP margin은 과거 5년 평균 21.4%로 동종업종 내 매우 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 원료합성 기술력을 기반으로 원재료의 많은 부분을 내재화하고 있기 때문이다. 이렇게 높은 마진율은 동사의 영업력과 경영관리 능력에 대한 경쟁력으로 해석할 수 있어 향후에도 안정적인 사업 구조를 유지할 것이라는 믿음에 중요한 판단기준이 될 수 있을 것이다.

### 안정적인 재무구조 & 배당메리트 부각

동사는 순현금(2Q15 428억원) + 비유동금융자산(359억원, 한국단자 20.6만주 보유)의 합산가치 787억원(시가총액의 27%)을 보유하고 있어 재무적 안정성이 높으며, 이는 배당의 재원으로 사용되고 있다. 2015년 배당이 전년과 동일한 DPS 600원 이 예상되며 이를 적용할 경우 시가배당률은 2.8% 수준으로 배당메리트가 높다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **33,000 원**

현재주가 **21,700 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/2)	680.01pt
시가총액	2,881억원
발행주식수	13,275천주
52주 최고가 / 최저가	30,200/20,900원
90일 일평균거래대금	4.2억원
외국인 지분율	19.1%
배당수익률(15.12E)	2.8%
BPS(15.12E)	15,352원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월 -9.7%
	6개월 -13.9%
	12개월 -36.7%
주주구성	류덕희외37인 46.8%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	133.1	30.0	31.0	18.5	1,420	129.2	34.1	9.5	3.4	1.1	11.7
2014	153.3	35.4	33.7	24.3	1,847	30.1	39.6	13.3	6.9	1.7	13.6
2015E	153.8	32.4	30.5	20.4	1,538	-16.7	38.7	14.1	6.1	1.4	10.4
2016E	169.5	35.9	34.0	23.8	1,795	16.7	42.4	12.1	5.5	1.3	11.3
2017E	186.4	39.8	38.1	26.4	1,987	10.7	46.8	10.9	4.9	1.2	11.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



## 경동제약 (011040)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	105.8	102.7	99.9	107.1	115.9
현금 및 현금성자산	22.0	19.0	16.9	19.2	22.8
매출채권 및 기타채권	11.7	18.2	16.9	18.6	20.4
재고자산	25.3	26.6	26.1	28.1	30.3
기타유동자산	46.7	39.0	40.1	41.2	42.4
비유동자산	94.6	124.9	138.6	148.5	159.5
관계기업투자등	10.7	18.5	18.5	20.4	22.5
유형자산	50.0	68.4	81.3	85.3	89.9
무형자산	3.2	3.7	4.3	4.8	5.3
<b>자산총계</b>	<b>200.4</b>	<b>227.7</b>	<b>238.5</b>	<b>255.6</b>	<b>275.4</b>
유동부채	26.6	32.0	29.2	30.5	31.8
매입채무 및 기타채무	9.2	14.8	12.1	13.3	14.6
단기금융부채	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3
기타유동부채	13.8	13.9	13.9	13.9	13.9
비유동부채	4.7	5.2	5.3	5.4	5.4
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.7	5.2	5.3	5.4	5.4
<b>부채총계</b>	<b>31.4</b>	<b>37.2</b>	<b>34.5</b>	<b>35.8</b>	<b>37.2</b>
지배주주지분	169.4	190.3	203.8	219.7	238.1
자본금	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
자본잉여금	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
이익잉여금	166.7	183.2	196.6	212.4	230.8
비지배주주지분(연결)	-0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>자본총계</b>	<b>169.0</b>	<b>190.4</b>	<b>204.0</b>	<b>219.8</b>	<b>238.2</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>16.4</b>	<b>23.1</b>	<b>26.5</b>	<b>25.0</b>	<b>27.5</b>
당기순이익(손실)	18.5	24.3	20.4	23.8	26.4
비현금수익비용가감	20.8	15.4	7.0	3.7	3.8
유형자산감가상각비	4.0	4.2	6.3	6.6	6.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.1	0.9	0.7	-2.8	-3.1
영업활동 자산부채변동	-3.1	-7.0	-0.9	-2.6	-2.7
매출채권 감소(증가)	3.7	-3.1	1.3	-1.7	-1.8
재고자산 감소(증가)	-4.8	-1.3	0.6	-2.1	-2.2
매입채무 증가(감소)	0.5	3.1	-2.8	1.2	1.3
기타자산, 부채변동	-2.5	-5.7	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-6.9</b>	<b>-21.8</b>	<b>-21.5</b>	<b>-14.8</b>	<b>-16.0</b>
유형자산처분(취득)	-9.4	-21.1	-19.1	-10.5	-11.6
무형자산 감소(증가)	0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
투자자산 감소(증가)	2.1	7.6	-1.8	-3.7	-3.8
기타투자활동	0.3	-7.8	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-3.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>-7.1</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.0</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-5.9	-7.1	-7.1	-8.0	-8.0
배당금의 지급	5.9	7.1	7.1	8.0	8.0
기타재무활동	2.7	3.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>6.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>3.6</b>
기초현금	15.7	22.0	19.0	16.9	19.2
기말현금	22.0	19.0	16.9	19.2	22.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>133.1</b>	<b>153.3</b>	<b>153.8</b>	<b>169.5</b>	<b>186.4</b>
매출원가	53.1	62.6	58.4	64.2	71.6
<b>매출총이익</b>	<b>80.0</b>	<b>90.7</b>	<b>95.4</b>	<b>105.3</b>	<b>114.8</b>
판매비 및 관리비	50.0	55.3	63.0	69.5	75.0
<b>영업이익</b>	<b>30.0</b>	<b>35.4</b>	<b>32.4</b>	<b>35.9</b>	<b>39.8</b>
(EBITDA)	34.1	39.6	38.7	42.4	46.8
금융손익	2.1	1.7	1.7	1.8	1.9
이자비용	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타영업외손익	-1.0	-2.7	-3.0	-3.0	-3.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>31.0</b>	<b>33.7</b>	<b>30.5</b>	<b>34.0</b>	<b>38.1</b>
계속사업법인세비용	12.6	9.4	10.1	10.2	11.7
계속사업이익	18.5	24.3	20.4	23.8	26.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>18.5</b>	<b>24.3</b>	<b>20.4</b>	<b>23.8</b>	<b>26.4</b>
지배주주	18.9	24.5	20.4	23.8	26.4
<b>총포괄이익</b>	<b>20.4</b>	<b>28.6</b>	<b>20.4</b>	<b>23.8</b>	<b>26.4</b>
매출총이익률 (%)	60.1	59.2	62.0	62.1	61.6
영업이익률 (%)	22.6	23.1	21.1	21.2	21.4
EBITDA 마진률 (%)	25.6	25.9	25.2	25.0	25.1
당기순이익률 (%)	13.9	15.9	13.3	14.1	14.1
ROA (%)	9.7	11.5	8.8	9.6	9.9
ROE (%)	11.7	13.6	10.4	11.3	11.5
ROIC (%)	19.8	23.8	17.2	18.1	18.4

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	9.5	13.3	14.1	12.1	10.9
P/B	1.1	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.4	6.9	6.1	5.5	4.9
P/CF	4.6	8.2	10.5	10.4	9.5
배당수익률 (%)	4.4	2.4	2.8	2.8	2.8
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.7	15.2	0.4	10.2	10.0
영업이익	19.2	17.8	-8.4	10.6	11.1
세전이익	29.0	8.8	-9.6	11.6	11.9
당기순이익	127.9	31.7	-16.0	16.7	10.7
EPS	129.2	30.1	-16.7	16.7	10.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	18.5	19.6	16.9	16.3	15.6
유동비율	397.5	321.0	341.9	351.8	364.7
순차입금/자기자본(x)	-37.3	-27.7	-25.4	-25.1	-25.1
영업이익/금융비용(x)	181.9	247.5	336.7	372.4	413.6
총차입금 (십억원)	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3
순차입금 (십억원)	-63.0	-52.7	-51.7	-55.2	-59.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,420	1,847	1,538	1,795	1,987
BPS	12,764	14,333	15,352	16,547	17,934
CFPS	2,961	2,989	2,067	2,077	2,276
DPS	600	600	600	600	600

# 우주일렉트로 (065680)

2015. 11. 3 Mid-Small Cap

## 커넥터 사업의 적용 확대

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### IT 커넥터 생산 기업

동사는 IT 커넥터(Connector: 전원과 기기, 기기와 기기, 기기 내부 단위 Unit 사이를 전기적으로 연결하고, 그 장탈 조작을 간단하게 하는 전자부품, 범용적 성격)를 생산하고 있다. 주요 고객은 삼성전자, ZTE, LG디스플레이, 에스엘 등이 있으며, 매출 비중(1H15 기준)은 모바일 68.9%, 디스플레이 22.6%, 자동차 5.8% 수준이다.

### 경쟁력이 높아지고 있다!

동사는 전생산 공정을 내재화하여 원가와 납기에 대한 경쟁력이 높다. 이는 1)모바일 부문에서 주요 고객선의 신제품에 대한 탑재율 증가로 이어지고 있고, 2)해외 고객선(중국)의 수요 증가로 이어져 시장이 다각화되고 있으며, 3)전방산업 확대(자동차 진출)로 사업의 안정성도 높아지고 있다. 즉, 동사는 지속적인 M/S확대와 사업영역 확대에 성장성이 유지되고 있는 기업으로 볼 수 있다.

### 자동차용 커넥터 중장기적인 성장 기대

동사는 자동차용 커넥터 사업을 2012년 시작하여 Sales 2013년 7억원 → 2014년 86억원 → 2015년(E) 120억원 → 2016년 160억원 ~ 200억원 전망으로 고성장이 진행되고 있다. 주로 차량의 유틸리티 부문(Lamp, 스위치 등) 커넥터를 생산하고 있으며, 앞으로도 차량 내 정장부품이 추세적으로 증가할 것으로 기대됨에 따라 동사의 자동차용 커넥터 사업부문의 성장성은 매우 긍정적일 전망이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 20,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 EVA Valuation을 적용[WACC 8.4%, Risk free rate 2.0%, Risk Premium 8.0%, β 1.0, Sustainable growth 0% 보수적관점]하였다.

**Buy (initiate)**

목표주가 **20,000 원**

현재주가 **14,250 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/2)	680.01pt
시가총액	1,416억원
발행주식수	9,934천주
52주 최고가 / 최저가	16,950/10,450원
90일 일평균거래대금	2.6억원
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(15.12E)	1.7%
BPS(15.12E)	18,131원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월 -2.8%
	6개월 -8.4%
	12개월 -25.2%
주주구성	노영백외3인 30.3%
	신영자산운용 15.6%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	222.3	17.3	18.1	13.7	1,384	57.9	36.9	11.6	3.2	1.0	8.6
2014	182.0	10.3	12.4	8.7	880	-36.4	25.9	16.1	3.1	0.8	5.2
2015E	184.8	13.0	13.8	10.4	1,051	19.5	28.8	13.6	2.7	0.8	5.9
2016E	189.3	15.1	15.9	12.4	1,246	18.5	31.3	11.5	2.2	0.7	6.7
2017E	199.8	16.1	16.9	13.2	1,330	6.8	33.2	10.8	1.8	0.7	6.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표19 EVA Valuation

(단위: 억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	103	130	151	161	171	180	
EBIT에 대한 법인세	25	31	36	39	41	43	
NOPLAT	78	99	114	122	130	136	
업무용 유동자산	382	385	393	414	435	451	
비이자지급 유동부채	28	28	29	30	32	33	
순운전자본	355	357	364	384	403	418	
유형자산	759	812	852	893	936	981	
무형자산	17	18	19	20	21	21	
IC (Year end)	1,131	1,187	1,234	1,296	1,359	1,420	
WACC	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	
IC (Year average)	1,104	1,159	1,211	1,265	1,328	1,390	
Capital charge	92	97	101	106	111	116	
Economic Profit (Economic Value added)	-14	2	13	16	19	20	20
ROIC	7.1%	8.5%	9.4%	9.7%	9.8%	9.8%	
WACC	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	
ROIC Spread (ROIC-WACC)	-1.3%	0.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	
Economic Profit (Economic Value added)	-14	2	13	16	19	20	20
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		99.7%	92.0%	84.9%	78.3%	72.3%	66.7%
추정EVA의 현재가치		2	12	14	15	15	
계속가치 (2020년 이후)							243
<b>Continuing Value Calculation</b>							
EVA 증가율 (2020 -normalized EVA)	0.0%						
EVA 계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	8.4%						
추정EVA의 현재가치	57						
계속가치 현재가치	162						
Beginning IC	1,104						
Operating Value of EVA	1,323						
<b>Appraised company value</b>							
비영업활동 투자자산	892						
타인자본가치							
차입금	292						
부채성충당금미적립							
부외부채 (운용리스등)							
Net	600						
추정자기자본가치	1,922						
발행주식수 (천주)	9,934						
자기주식수 (천주)	365						
추정주당가치 (원)	20,088						
현재주당가격 (원)	14,250						
Potential (%)	41.0%						

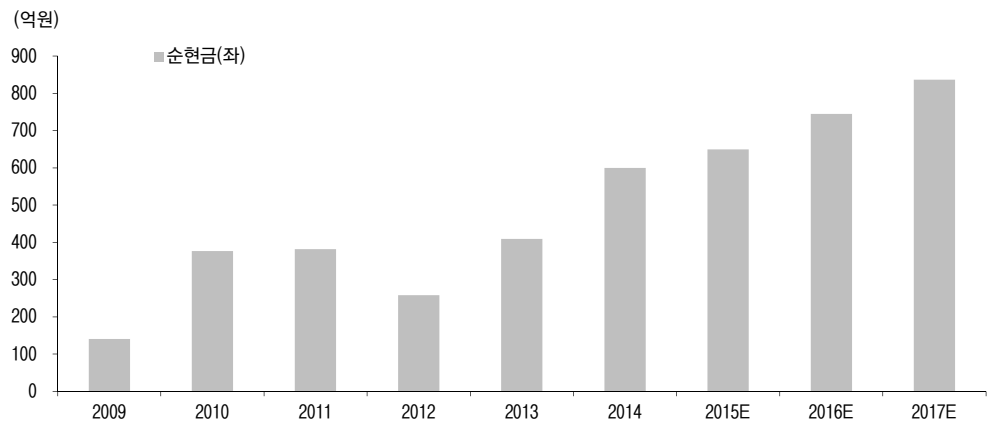
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 우주일렉트로 연간 전망

(단위: 억원)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>1,577</b>	<b>1,820</b>	<b>2,223</b>	<b>1,820</b>	<b>1,848</b>	<b>1,893</b>	<b>1,998</b>
YoY	-12.5%	15.4%	22.2%	-18.2%	1.6%	2.5%	5.5%
모바일	522	904	1,647	1,321	1,275	1,274	1,324
디스플레이	675	835	532	392	415	417	417
자동차	-	1	7	86	120	164	214
기타	380	80	37	21	37	39	43
〈YoY〉							
모바일	-6.0%	73.1%	82.2%	-19.8%	-3.4%	-0.1%	3.9%
디스플레이	-36.0%	23.7%	-36.3%	-26.3%	5.9%	0.3%	0.2%
자동차			537.1%	1062.5%	39.9%	36.3%	30.5%
기타	97.7%	-79.0%	-53.3%	-44.3%	80.2%	4.6%	9.6%
〈% of Sales〉							
모바일	33.1%	49.7%	74.1%	72.6%	69.0%	67.3%	66.3%
디스플레이	42.8%	45.9%	23.9%	21.6%	22.5%	22.0%	20.9%
자동차		0.1%	0.3%	4.7%	6.5%	8.7%	10.7%
기타	24.1%	4.4%	1.7%	1.1%	2.0%	2.1%	2.1%
<b>영업이익</b>	<b>115</b>	<b>159</b>	<b>173</b>	<b>103</b>	<b>130</b>	<b>151</b>	<b>161</b>
% of sales	7.3%	8.7%	7.8%	5.7%	7.0%	7.9%	8.1%
% YoY	-66.8%	38.8%	8.6%	-40.3%	25.8%	16.0%	6.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 우주일렉트로 순현금 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 우주일렉트로 (065680)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	122.6	136.5	141.0	150.4	160.8
현금 및 현금성자산	27.3	28.1	30.4	38.6	46.4
매출채권 및 기타채권	31.0	29.3	30.6	31.3	33.1
재고자산	18.6	14.3	15.2	15.6	16.4
기타유동자산	45.7	64.9	64.9	64.9	64.9
비유동자산	89.6	88.0	87.5	87.2	87.1
관계기업투자등	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
유형자산	76.5	75.9	75.2	74.5	73.8
무형자산	2.1	1.7	1.8	1.9	2.0
<b>자산총계</b>	<b>212.2</b>	<b>224.4</b>	<b>228.6</b>	<b>237.5</b>	<b>247.9</b>
유동부채	45.9	52.5	48.4	47.5	47.2
매입채무 및 기타채무	15.2	18.5	17.1	17.5	18.5
단기금융부채	27.8	29.2	26.6	25.2	23.9
기타유동부채	3.0	4.8	4.8	4.8	4.8
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>45.9</b>	<b>52.5</b>	<b>48.4</b>	<b>47.5</b>	<b>47.2</b>
지배주주지분	166.3	171.9	180.1	190.0	200.7
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	34.1	34.1	34.1	34.1	34.1
이익잉여금	129.7	136.5	145.0	154.9	165.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>166.3</b>	<b>171.9</b>	<b>180.1</b>	<b>190.0</b>	<b>200.7</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>39.6</b>	<b>35.3</b>	<b>22.2</b>	<b>27.7</b>	<b>28.3</b>
당기순이익(손실)	13.7	8.7	10.4	12.4	13.2
비현금수익비용가감	24.5	19.9	15.4	16.0	16.7
유형자산감가상각비	19.2	15.2	15.5	15.9	16.8
무형자산상각비	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.5	0.0	-0.4	-0.2	-0.5
영업활동 자산부채변동	2.2	9.6	-3.6	-0.7	-1.6
매출채권 감소(증가)	-0.2	1.1	-1.3	-0.7	-1.7
재고자산 감소(증가)	7.5	4.4	-0.9	-0.4	-0.9
매입채무 증가(감소)	-4.0	2.8	-1.4	0.4	1.0
기타자산, 부채변동	-1.0	1.3	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-27.7</b>	<b>-31.8</b>	<b>-15.3</b>	<b>-15.7</b>	<b>-16.6</b>
유형자산처분(취득)	-18.5	-13.7	-14.9	-15.2	-16.1
무형자산 감소(증가)	-0.4	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	-5.8	-20.0	0.0	-0.1	-0.1
기타투자활동	-3.1	2.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>3.4</b>	<b>-2.8</b>	<b>-4.6</b>	<b>-3.8</b>	<b>-3.8</b>
차입금의 증가(감소)	6.1	0.8	-2.7	-1.3	-1.3
자본의 증가(감소)	-1.0	-2.0	-2.0	-2.5	-2.5
배당금의 지급	1.0	2.0	2.0	2.5	2.5
기타재무활동	-1.8	-1.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>15.0</b>	<b>0.7</b>	<b>2.3</b>	<b>8.2</b>	<b>7.8</b>
기초현금	12.4	27.3	28.1	30.4	38.6
기말현금	27.3	28.1	30.4	38.6	46.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>222.3</b>	<b>182.0</b>	<b>184.8</b>	<b>189.3</b>	<b>199.8</b>
매출원가	166.8	136.8	135.9	137.6	145.4
<b>매출총이익</b>	<b>55.5</b>	<b>45.2</b>	<b>49.0</b>	<b>51.7</b>	<b>54.4</b>
판매비 및 관리비	38.3	34.9	36.0	36.7	38.3
<b>영업이익</b>	<b>17.3</b>	<b>10.3</b>	<b>13.0</b>	<b>15.1</b>	<b>16.1</b>
(EBITDA)	36.9	25.9	28.8	31.3	33.2
금융손익	0.6	1.2	0.4	0.5	0.5
이자비용	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9
관계기업등 투자손익	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	0.9	0.4	0.4	0.4
<b>세전계속사업이익</b>	<b>18.1</b>	<b>12.4</b>	<b>13.8</b>	<b>15.9</b>	<b>16.9</b>
계속사업법인세비용	2.9	3.6	3.3	3.5	3.7
계속사업이익	15.2	8.7	10.4	12.4	13.2
중단사업이익	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>13.7</b>	<b>8.7</b>	<b>10.4</b>	<b>12.4</b>	<b>13.2</b>
지배주주	13.7	8.7	10.4	12.4	13.2
<b>총포괄이익</b>	<b>13.5</b>	<b>9.3</b>	<b>10.4</b>	<b>12.4</b>	<b>13.2</b>
매출총이익률 (%)	25.0	24.8	26.5	27.3	27.2
영업이익률 (%)	7.8	5.7	7.0	7.9	8.1
EBITDA 마진률 (%)	16.6	14.2	15.6	16.5	16.6
당기순이익률 (%)	6.2	4.8	5.6	6.5	6.6
ROA (%)	6.7	4.0	4.6	5.3	5.4
ROE (%)	8.6	5.2	5.9	6.7	6.8
ROIC (%)	11.6	6.3	8.8	10.4	11.0

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	11.6	16.1	13.6	11.5	10.8
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.2	3.1	2.7	2.2	1.8
P/CF	4.2	4.9	5.5	5.0	4.8
배당수익률 (%)	1.2	1.8	1.7	1.7	1.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	22.2	-18.2	1.6	2.5	5.5
영업이익	8.6	-40.3	25.8	16.0	6.9
세전이익	82.6	-31.9	11.3	15.4	6.8
당기순이익	57.9	-36.4	19.5	18.5	6.8
EPS	57.9	-36.4	19.5	18.5	6.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	27.6	30.5	26.9	25.0	23.5
유동비율	266.9	260.0	291.2	316.4	340.9
순차입금/자기자본(x)	-24.6	-34.9	-36.1	-39.2	-41.7
영업이익/금융비용(x)	24.0	12.7	13.3	16.0	17.6
총차입금 (십억원)	27.8	29.2	26.6	25.2	23.9
순차입금 (십억원)	-40.9	-60.0	-64.9	-74.5	-83.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,384	880	1,051	1,246	1,330
BPS	16,738	17,308	18,131	19,127	20,207
CFPS	3,849	2,879	2,603	2,860	3,007
DPS	200	250	250	250	250

# AJ네트웍스 (095570)

2015. 11. 3 Mid-Small Cap

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

## B2B 렌탈 시장의 성장성에 주목하자

### B2B 렌탈에 특화된 기업

동사는 B2B 렌탈 사업에 특화된 AJ그룹의 지주회사이다. 지회사에 대한 업무지원을 담당하는 지주부문과 B2B 렌탈 사업을 담당하는 사업부문(파렛트 부문, IT부문, 고소장비 부문)으로 구성되어 있으며, 주요 연결 대상 자회사 역시 B2B 사업에 강점을 갖고 있는 AJ렌터카, AJ토탈, AJ파크, AJ인베스트먼트파트너스로 구성되어 있다.

### B2B 렌탈 시장의 성장은 이제부터 시작

고성장의 시대에서 이제 저성장의 시대로 접어들며 모든 것을 자산화하는 것보다 투자수익률을 제고하고 가용 장비 다양화를 통해 효율성을 극대화, 그리고 유지보수 비용을 최소화 할 수 있는 렌탈이 주목받고 있다. 여기서 주목해야할 점은 이러한 변화가 개인(B2C)에서 뿐만 아니라 기업(B2B)에서, 특히 단위 당 절대 가격과 유지보수 비용이 높은 장비(Equipment)를 중심으로 변화가 진행 중이란 사실이다. 이에 세계 B2B 장비 렌탈 시장은 '05년 €450억(약 \$500억)에서 '13년 €700억(약 \$780억)으로 CAGR 5.7% 꾸준한 성장을 이어가고 있다.

물론 아직까지 국내에서는 내구소비재 중심의 B2C 렌탈 시장과 달리 B2B 장비 렌탈 시장은 성숙하지 못한 모습을 보이고 있다. 이는 북미와 유럽 지역과 달리 자산에 대한 이용의 가치보다 보유에 더 큰 가치를 두고 있는 '인식의 차이'에서 비롯된 것으로 추정된다. 하지만 이러한 인식의 차이에도 불구하고 고성장의 시대에서 저성장의 시대로 사업 환경이 크게 변하고 있고, 이러한 환경 속에서 자산 취득과 비교하여 렌탈이 주는 이득은 명확하기 때문에 국내 B2B 장비 렌탈 시장의 중장기적인 성장성은 높다고 판단한다.

### 투자의견 매수, 목표주가 57,000 원 제시

AJ네트웍스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가 산정은 본사 영업가치와 순차입금, 그리고 주요 연결대상 자회사들의 순자산가치를 고려하여 산정하였다.

**Buy (initiate)**

목표주가 **57,000 원**

현재주가 **46,150 원**

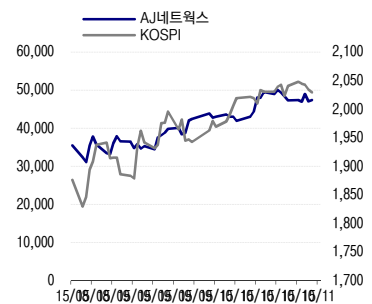
### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(11/2)		2,035.24pt
시가총액		4,322억원
발행주식수		9,364천주
52주 최고가 / 최저가		5,000원
90일 일평균거래대금	31,100/50,100원	
외국인 지분율		51억원
배당수익률(15.12E)		0.1%
BPS(15.12E)		1,893원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	4.7%
	6개월	n/a
	12개월	n/a
주주구성	문덕영외 6인	65.7%
	SCPEK III	15.0%
	FINVENTURES (UK)	15.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	757.1	70.5	27.8	6.3	n/a	n/a	307	n/a	2.9	n/a	6.8
2014	1,011.2	77.0	36.4	16.6	n/a	n/a	338	n/a	2.9	n/a	12.6
2015E	1,024.9	83.6	44.8	20.5	2,189	n/a	239	21.1	6.1	2.3	10.2
2016E	1,132.6	102.4	53.7	23.9	2,552	16.6	415	18.1	3.4	1.8	10.0
2017E	1,230.6	116.0	62.2	29.6	3,161	23.9	427	14.6	3.2	1.5	10.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## Valuation

AJ 네트워크 본사 수정 EBITDA는 '15년~'18년 평균 영업이익에 '14년 감가상각을 적용하여 산정했다. 동사의 사업 포트폴리오는 장비 뿐만 아니라 파렛트, 사무기기, 주차장, 렌터카 등으로 다양하여 향후 확장 가능성이 높다. 이 점을 고려하여 EV/EBITDA 멀티플 산정은 글로벌 B2B 장비 렌탈 업체 평균 EV/EBITDA 배수 5.6x와 국내 B2C 렌탈 업체인 코웨이의 '16년 기준 배수를 30% 할인한 7.0x의 평균을 적용하여 산출하였다.

표21 Valuation

구분	세부 항목 (억원, 주, 원)	비고	
본사 영업가치	'15년(e) 영업이익	263	
	'16년(e) 영업이익	334	
	'17년(e) 영업이익	407	
	1) 3년 평균 영업이익	335	
	2) '14년 감가상각	539	
	3) 수정 EBITDA	874	
	4) Peer EV/EBITDA	6.3	글로벌 B2B 장비 렌탈 업체 평균 EV/EBITDA 배수 5.6X 국내 '코웨이'(B2C) '16년 EV/EBITDA 배수 10.0X 30% 할인 평균 EV/EBITDA 적용
<b>본사 영업가치</b>	<b>5,503</b>		
본사 순차입금	순차입금	3,048	1H15 기준
	IPO 공모자금	789	
	<b>본사 수정 순차입금</b>	<b>2,259</b>	
자산 가치	AJ렌터카	935	10/30 기준 시총 2,348에서 지분율 39.8%
	AJ토탈	642	1H15 기준 순자산가치에서 20% 할인
	AJ파크	162	1H15 기준 순자산가치에서 20% 할인
	AJ인베스트먼트	355	1H15 기준 순자산가치에서 20% 할인
	<b>총 자산가치</b>	<b>2,094</b>	본사 영업가치 - 본사 수정 순차입금 + 총 자산가치
<b>AJ네트워크 순자산가치</b>	<b>5,338</b>		
발행주식수	9,364,459		
<b>목표주가</b>	<b>57,002</b>		
현재주가	46,150		
Upside	23.5%		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

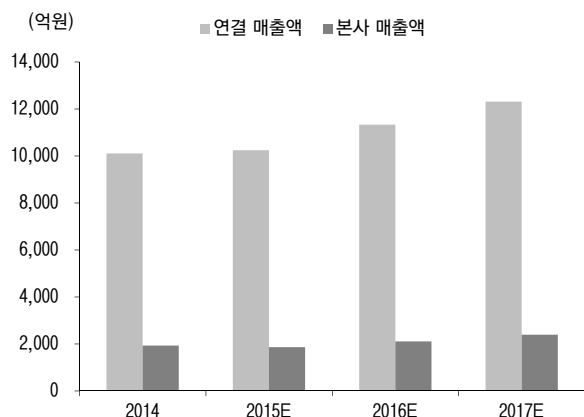
표22 AJ 네트워크 실적 추정

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>10,112</b>	<b>10,249</b>	<b>11,326</b>	<b>12,306</b>
본사	1,942	1,869	2,107	2,393
연결대상	8,170	8,390	9,219	9,913
AJ렌터카	5,700	6,191	6,814	7,444
AJ토탈	2,094	1,744	1,895	1,952
AJ파크	223	259	266	274
AJ인베스트먼트	189	232	244	244
YoY				
매출액		1.4%	10.5%	8.7%
본사		-3.8%	12.7%	13.6%
연결대상		2.7%	9.9%	7.5%
비중				
본사	19.2%	18.2%	18.6%	19.4%
연결대상	80.8%	81.9%	81.4%	80.6%
AJ렌터카	56.4%	60.4%	60.2%	60.5%
AJ토탈	20.7%	17.0%	16.7%	15.9%
AJ파크	2.2%	2.5%	2.3%	2.2%
AJ인베스트먼트	1.9%	2.3%	2.2%	2.0%
<b>영업이익</b>	<b>770</b>	<b>836</b>	<b>1,024</b>	<b>1,160</b>
본사	263	263	334	407
연결대상	507	573	690	754
YoY				
영업이익		8.5%	22.6%	13.3%
본사		0.0%	27.2%	21.7%
연결대상		13.0%	20.4%	9.2%
금융비용		417	465	517
YoY			11.5%	11.3%
<b>지배주주순이익</b>	<b>166</b>	<b>205</b>	<b>239</b>	<b>296</b>
YoY		23.6%	16.6%	23.8%
<b>Key Assumption</b>				
국내 파렛트 시장규모	6,135	6,600	6,942	7,625
파렛트 시장 구성				
파렛트 렌탈(플라스틱)	40.0%	40.0%	42.5%	45.0%
자사 파렛트(플라스틱)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
목재 파렛트	30.0%	30.0%	27.5%	25.0%
동사 M/S	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

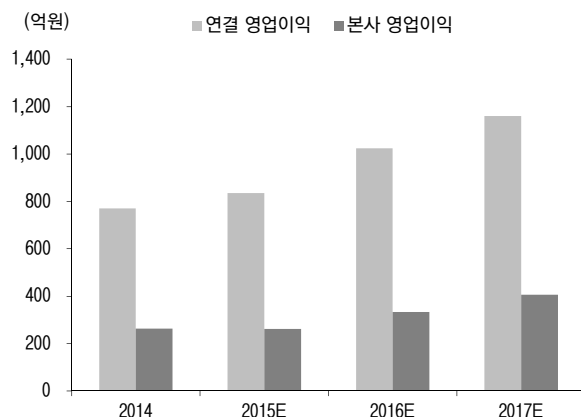


그림26 AJ 네트워크, 꾸준한 외형 성장 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 AJ 네트워크, 이익 성장 역시 기대



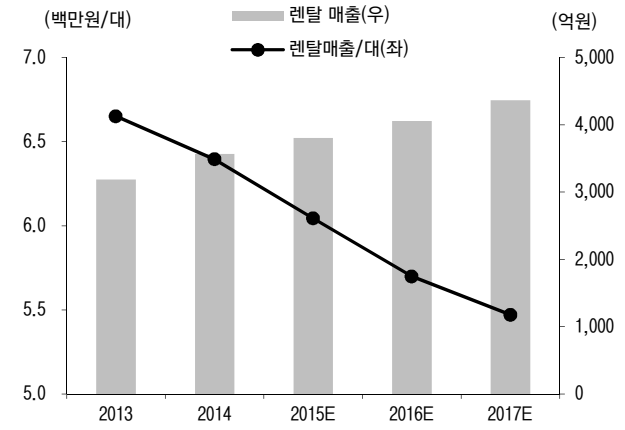
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 AJ 렌터카 실적 추정

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>4,757</b>	<b>5,700</b>	<b>6,191</b>	<b>6,814</b>	<b>7,444</b>
렌탈매출	3,187	3,564	3,805	4,057	4,364
렌탈/리스 자산 매각	1,333	1,927	2,190	2,547	2,853
기타	237	209	196	211	227
YoY					
매출액	18.5%	19.8%	8.6%	10.1%	9.2%
렌탈매출	11.8%	11.8%	6.8%	6.6%	7.6%
렌탈/리스 자산 매각	36.1%	44.5%	13.7%	16.3%	12.0%
기타	29.9%	-11.6%	-6.2%	7.4%	7.6%
비중					
렌탈매출	67.0%	62.5%	61.5%	59.5%	58.6%
렌탈/리스 자산 매각	28.0%	33.8%	35.4%	37.4%	38.3%
기타	5.0%	3.7%	3.2%	3.1%	3.0%
<b>영업이익</b>	<b>445</b>	<b>437</b>	<b>431</b>	<b>511</b>	<b>558</b>
YoY		-1.8%	-1.5%	18.6%	9.2%
금융비용	229	226	227	254	284
이자유발성부채	4,972	5,800	6,562	7,408	8,263
YoY					
금융비용		-1.5%	0.8%	11.5%	12.0%
이자유발성부채		16.6%	13.1%	12.9%	11.5%
<b>지배주주순이익</b>	<b>180</b>	<b>190</b>	<b>173</b>	<b>199</b>	<b>212</b>
YoY		5.7%	-9.4%	15.6%	6.5%
<b>Key Assumption</b>					
국내 렌터카 총 대수	361,291	459,028	541,936	651,268	774,999
AJ렌터카 차량 대수	50,200	58,300	65,960	74,464	83,065
M/S	13.9%	12.7%	12.2%	11.4%	10.7%
렌탈매출/1대 (백만원)	6.7	6.4	6.0	5.7	5.5
자산 매각 비율	2.7%	2.3%	1.9%	2.0%	2.0%

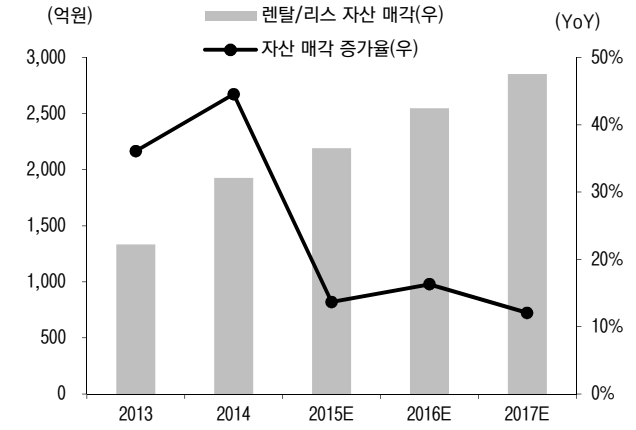
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 AJ 렌터카 대당 렌탈 매출 금액 하락



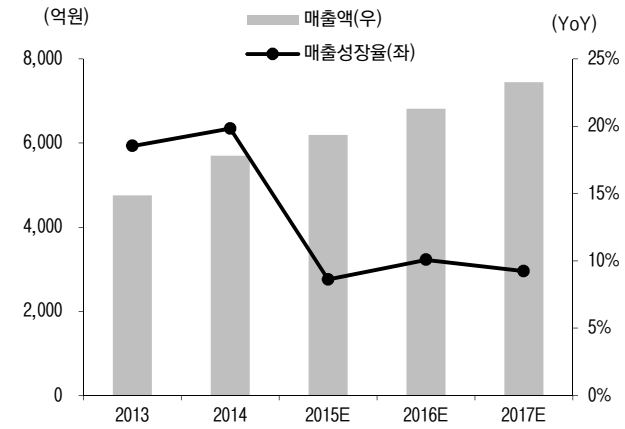
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 AJ 렌터카 자산 매각 증가율 둔화



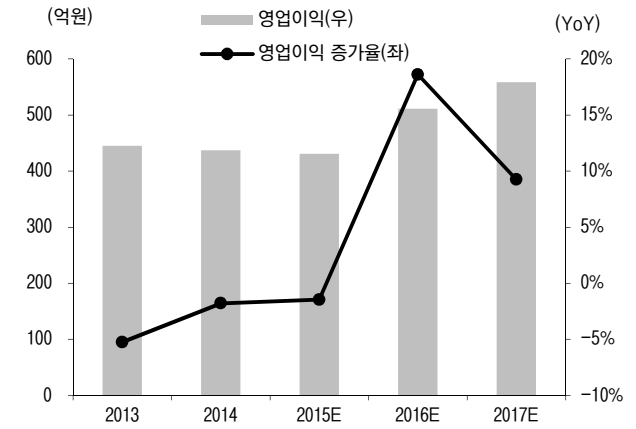
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 그러나 AJ 렌터카의 꾸준한 외형 성장 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 AJ 렌터카의 수익성 역시 개선 추세



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## AJ 네트워크 (095570)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	115.6	144.6	236.3	402.0	583.8
현금 및 현금성자산	9.8	32.7	109.5	263.2	434.2
매출채권 및 기타채권	62.5	70.1	84.5	93.3	101.2
재고자산	25.8	20.8	21.7	23.9	26.0
기타유동자산	17.5	21.0	20.7	21.5	22.4
비유동자산	1,134.6	1,293.3	1,374.6	1,371.8	1,370.8
관계기업투자등	6.1	6.8	8.3	8.7	9.0
유형자산	1,038.2	1,175.0	1,241.3	1,232.4	1,225.4
무형자산	44.6	52.5	54.2	57.0	59.6
<b>자산총계</b>	<b>1,250.3</b>	<b>1,437.9</b>	<b>1,611.0</b>	<b>1,773.7</b>	<b>1,954.6</b>
유동부채	589.6	567.9	780.5	854.1	933.7
매입채무 및 기타채무	63.8	62.5	42.9	47.4	51.5
단기금융부채	484.5	456.4	675.9	742.4	815.5
기타유동부채	41.3	48.9	61.7	64.2	66.8
비유동부채	446.3	586.8	504.3	550.3	600.8
장기금융부채	422.8	560.0	463.9	509.5	559.7
기타비유동부채	23.5	26.8	40.4	40.8	41.1
<b>부채총계</b>	<b>1,035.9</b>	<b>1,154.6</b>	<b>1,284.9</b>	<b>1,404.4</b>	<b>1,534.5</b>
지배주주지분	101.4	161.6	196.7	240.0	290.6
자본금	27.0	34.1	35.3	35.3	35.3
자본잉여금	0.0	34.1	38.1	38.1	38.1
이익잉여금	99.2	115.8	145.5	188.8	239.5
비지배주주지분(연결)	112.9	121.6	129.4	129.4	129.4
<b>자본총계</b>	<b>214.3</b>	<b>283.3</b>	<b>326.1</b>	<b>369.4</b>	<b>420.0</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-75.9</b>	<b>-72.0</b>	<b>115.6</b>	<b>351.2</b>	<b>357.6</b>
당기순이익(손실)	18.1	28.1	35.3	43.3	50.7
비현금수익비용가감	301.9	318.5	108.2	312.7	311.0
유형자산감가상각비	234.2	257.8	153.9	308.9	307.0
무형자산상각비	2.4	3.2	1.7	3.5	3.7
기타현금수익비용	1.0	1.1	-47.5	0.3	0.3
영업활동 자산부채변동	-342.9	-367.1	-3.3	-4.8	-4.0
매출채권 감소(증가)	-12.4	-10.3	0.3	-8.8	-7.9
재고자산 감소(증가)	79.2	124.9	-1.6	-2.3	-2.0
매입채무 증가(감소)	16.2	-8.6	-2.9	4.5	4.0
기타자산, 부채변동	-426.0	-473.1	0.9	1.8	1.9
<b>투자활동 현금</b>	<b>-69.7</b>	<b>-40.4</b>	<b>-171.4</b>	<b>-309.6</b>	<b>-309.8</b>
유형자산처분(취득)	-53.8	-36.8	-163.1	-300.0	-300.0
무형자산 감소(증가)	-3.6	-2.1	-5.4	-6.3	-6.3
투자자산 감소(증가)	1.7	-3.9	-1.0	-0.5	-0.5
기타투자활동	-14.1	2.4	-1.9	-2.9	-3.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>135.0</b>	<b>135.2</b>	<b>132.6</b>	<b>112.2</b>	<b>123.2</b>
차입금의 증가(감소)	135.0	95.8	125.1	112.2	123.2
자본의 증가(감소)	-0.2	41.2	7.7	0.0	0.0
배당금의 지급	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	-1.8	-0.2	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-10.5</b>	<b>22.8</b>	<b>76.8</b>	<b>153.7</b>	<b>171.0</b>
기초현금	20.3	9.8	32.7	109.5	263.2
기말현금	9.8	32.7	109.5	263.2	434.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>757.1</b>	<b>1,011.2</b>	<b>1,024.9</b>	<b>1,132.6</b>	<b>1,230.6</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>757.1</b>	<b>1,011.2</b>	<b>1,024.9</b>	<b>1,132.6</b>	<b>1,230.6</b>
판매비 및 관리비	686.6	934.2	941.3	1,030.2	1,114.6
<b>영업이익</b>	<b>70.5</b>	<b>77.0</b>	<b>83.6</b>	<b>102.4</b>	<b>116.0</b>
(EBITDA)	307.1	338.0	239.2	414.8	426.7
금융손익	-41.7	-41.6	-20.4	-44.7	-49.8
이자비용	42.9	42.9	21.3	46.5	51.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	1.0	-18.4	-4.0	-4.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>27.8</b>	<b>36.4</b>	<b>44.8</b>	<b>53.7</b>	<b>62.2</b>
계속사업법인세비용	9.7	8.3	9.5	10.5	11.5
계속사업이익	18.1	28.1	35.3	43.3	50.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>18.1</b>	<b>28.1</b>	<b>35.3</b>	<b>43.3</b>	<b>50.7</b>
지배주주	6.3	16.6	20.5	23.9	29.6
<b>총포괄이익</b>	<b>16.6</b>	<b>27.9</b>	<b>35.3</b>	<b>43.3</b>	<b>50.7</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.3	7.6	8.2	9.0	9.4
EBITDA 마진률 (%)	40.6	33.4	23.3	36.6	34.7
당기순이익률 (%)	2.4	2.8	3.4	3.8	4.1
ROA (%)	0.7	1.2	1.3	1.4	1.6
ROE (%)	6.8	12.6	10.2	10.0	10.4
ROIC (%)	6.5	5.0	5.1	6.1	7.0

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	21.1	18.1	14.6
P/B	n/a	n/a	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	2.9	2.9	6.1	3.4	3.2
P/CF	n/a	n/a	0.9	0.9	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	312.9	33.5	1.4	10.5	8.7
영업이익	183.4	9.1	8.6	22.6	13.3
세전이익	84.7	31.0	23.0	20.0	15.7
당기순이익	240.8	54.7	23.5	16.6	23.8
EPS	n/a	n/a	n/a	16.8	23.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	483.4	407.6	394.0	380.2	365.3
유동비율	19.6	25.5	30.3	47.1	62.5
순차입금/자기자본(x)	417.4	344.0	315.0	266.8	223.2
영업이익/금융비용(x)	1.6	1.8	3.9	2.2	2.2
총차입금 (십억원)	907.4	1,016.4	1,139.8	1,252.0	1,375.2
순차입금 (십억원)	894.5	974.6	1,027.1	985.5	937.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	n/a	2,189	2,552	3,161
BPS	18,763	23,715	21,005	25,629	31,032
CFPS	n/a	n/a	n/a	50,395	51,192
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 효성오앤비 (097870)

2015. 11. 3 Mid-Small Cap

## 유기질 비료 시장의 성장은 계속된다

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

**Not Rated**

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **20,100 원**

### 국내 1위 유기질 비료 업체

동사는 군소업체가 난립하고 있는 유기질 비료 시장에서 M/S 1위(13.5%) 유기질 비료 전문 생산 업체이다. 친환경 유기농 농산물(농약과 화학비료를 사용하지 않고 재배한 농산물)에 대한 구조적인 수요 증가와 정부 차원의 유기질 비료 사용 확대 정책('99년 지원금 140억원 -> '15년 1,600억원)으로 시장이 성장하며 업체수는 '07년 40개사에서 '13년 85개사로 크게 증가했다. 그럼에도 불구하고 높은 품질 및 기술력(opm 18%~20%)과 레퍼런스를 바탕으로 꾸준히 M/S 1위를 유지하고 있다.

### 유기질 비료의 구조적인 성장은 계속된다

개인 소득 증가에 따라 먹거리는 '한끼를 때우는' 용도에서 '건강하고 맛있게'로 개념이 진화하고 있다. 이에 따라 건강한 음식 재료에 대한 소비자의 니즈가 점차 증가하고 있고 수입산 대비 경쟁력을 키우기 위한 정부의 지원 정책이 맞물리며 유기농 농산물 인증 재배 면적은 과거 10년간 49,806ha에서 100,046ha로 2배 이상 확대되었다. 유기농 농산물 인증 재배 면적의 확대는 곧 유기질 비료 시장으로 이어져 '07년 894억원에서 '14년 2,195억원으로 CAGR +13.7%의 꾸준한 성장세를 이어가고 있다.

'13년 141,652ha이었던 유기농 농산물 재배 면적이 '14년에 100,046ha로 감소함에 따라 유기질 비료 시장 축소 가능성에 대한 우려가 있다. 하지만 이는 정부 정책이 과거 10년간 유기농 시장 규모 확대에 초점이 맞춰져 있었다면, 이제는 인증 강화에 따른 품질의 제고로 무게 중심이 옮겨간 것에 따른 결과이다. 따라서 최상의 기술력을 자랑하는 동사는 오히려 타사(OEM 방식)와의 격차를 늘릴 수 있는 기회라고 판단된다.

### 부진했던 지난 4분기 실적에도 불구하고 펀더멘털은 이상 無

지난 4분기 실적(6월 결산 법인)은 컨센서스를 크게 하회하며 주가가 큰 폭으로 하락했다. 특히 유기질 비료의 매출 하락(YoY-24,8%)에 대한 우려가 컸다. 그러나 유기질 비료와 부산물 비료는 본질적인 용도가 달라 대체재보다는 보완재적인 성격으로 중장기적인 성장성엔 문제가 없다는 판단이다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/2)	680.01pt
시가총액	1,166 억원
발행주식수	5,800 천주
52 주 최고가 / 최저가	500 원
90 일 일평균거래대금	20,000/37,600 원
외국인 지분율	13 억원
배당수익률(15.12E)	2.2%
BPS(15.12E)	0.8%
KOSDAQ 대비 상대	1 개월 27.8%
	6 개월 419.4%
	12 개월 419.4%
주주구성	박태현외 8 인 44.9%
	트러스트자산운용(주) 6.8%
	라자드코리아자산운용( 6.8%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011.06	25.1	5.6	7.0	5.6	969	5.5	6.6	8.3	5.3	1.3	16.9
2012.06	30.5	5.4	5.3	4.3	748	-22.9	6.2	9.2	6.8	1.0	11.5
2013.06	33.1	6.0	6.4	5.3	919	22.9	6.9	22.4	18.1	2.8	12.7
2014.06	37.6	7.1	8.4	6.8	1,171	27.5	8.1	17.2	14.9	2.4	14.2
2015.06	40.8	8.9	8.4	6.9	1,194	2.1	9.9	16.8	12.2	2.2	13.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 효성오앤비 (097870)

## 재무상태표

(십억원)	2011.06	2012.06	2013.06	2014.06	2015.06
유동자산	26.5	42.2	37.8	30.7	40.5
현금 및 현금성자산	10.1	0.5	3.5	6.3	13.5
매출채권 및 기타채권	8.1	19.3	22.0	14.9	13.5
재고자산	2.5	9.3	6.6	7.1	12.2
기타유동자산	5.8	13.1	5.7	2.4	1.4
비유동자산	16.8	17.6	17.6	27.0	30.0
관계기업투자등	1.6	0.1	0.1	0.2	0.2
유형자산	14.6	16.5	15.9	24.6	27.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>43.3</b>	<b>59.8</b>	<b>55.4</b>	<b>57.6</b>	<b>70.6</b>
유동부채	6.4	19.0	10.5	5.9	13.4
매입채무 및 기타채무	1.3	2.4	1.9	2.4	2.4
단기금융부채	4.1	15.8	7.5	2.4	10.1
기타유동부채	1.1	0.8	1.2	1.1	0.9
비유동부채	1.3	1.5	1.3	1.2	1.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.3	1.5	1.3	1.2	1.0
<b>부채총계</b>	<b>7.7</b>	<b>20.5</b>	<b>11.8</b>	<b>7.1</b>	<b>14.4</b>
지배주주지분	35.6	39.3	43.6	50.6	56.2
자본금	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
자본잉여금	14.3	14.0	14.0	14.6	14.6
이익잉여금	15.7	23.1	27.5	33.1	38.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>35.6</b>	<b>39.3</b>	<b>43.6</b>	<b>50.6</b>	<b>56.2</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2011.06	2012.06	2013.06	2014.06	2015.06
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>7.7</b>	<b>-16.2</b>	<b>7.3</b>	<b>14.2</b>	<b>4.8</b>
당기순이익(손실)	5.6	4.2	5.2	6.8	6.9
비현금수익비용가감	0.1	2.2	2.2	2.0	2.7
유형자산감가상각비	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.5	0.2	0.3	-0.1	1.7
영업활동 자산부채변동	2.0	-21.1	0.9	6.7	-3.2
매출채권 감소(증가)	-0.4	-11.3	-2.7	7.3	1.4
재고자산 감소(증가)	2.3	-6.7	2.7	-0.6	-5.0
매입채무 증가(감소)	-0.8	1.1	-0.5	0.5	0.0
기타자산, 부채변동	0.9	-4.2	1.4	-0.5	0.5
<b>투자활동 현금</b>	<b>0.6</b>	<b>-3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>-6.5</b>	<b>-3.7</b>
유형자산처분(취득)	-0.4	-0.5	-0.3	-9.8	-3.6
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	1.2	0.0	0.0	2.3	0.2
기타투자활동	-0.2	-3.2	5.5	0.9	-0.3
<b>재무활동 현금</b>	<b>-5.4</b>	<b>10.3</b>	<b>-9.4</b>	<b>-4.9</b>	<b>6.2</b>
차입금의 증가(감소)	-4.6	11.4	-8.6	-5.1	7.5
자본의 증가(감소)	-0.8	-1.1	-0.8	0.2	-1.3
배당금의 지급	0.8	1.1	0.8	1.1	1.3
기타재무활동	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>2.9</b>	<b>-9.6</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>7.2</b>
기초현금	7.2	10.1	0.5	3.5	6.3
기말현금	10.0	0.5	3.5	6.3	13.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터.K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2011.06	2012.06	2013.06	2014.06	2015.06
<b>매출액</b>	<b>25.1</b>	<b>30.6</b>	<b>33.1</b>	<b>37.9</b>	<b>40.8</b>
매출원가	14.2	19.0	20.1	22.7	23.5
<b>매출총이익</b>	<b>11.0</b>	<b>11.6</b>	<b>13.1</b>	<b>15.2</b>	<b>17.4</b>
판매비 및 관리비	5.3	6.1	7.2	8.1	8.5
<b>영업이익</b>	<b>5.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.2</b>	<b>8.9</b>
(EBITDA)	6.6	6.3	6.8	8.1	9.9
금융손익	0.9	0.0	0.5	1.0	-0.5
이자비용	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>7.0</b>	<b>5.1</b>	<b>6.3</b>	<b>8.4</b>	<b>8.4</b>
계속사업법인세비용	1.4	0.9	1.1	1.6	1.5
계속사업이익	5.6	4.2	5.2	6.8	6.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>5.6</b>	<b>4.2</b>	<b>5.2</b>	<b>6.8</b>	<b>6.9</b>
지배주주	5.6	4.2	5.2	6.8	6.9
<b>총포괄이익</b>	<b>5.6</b>	<b>0.7</b>	<b>5.2</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>
매출총이익률 (%)	43.7	37.8	39.4	40.1	42.5
영업이익률 (%)	22.4	17.7	17.8	18.9	21.8
EBITDA 마진률 (%)	26.3	20.6	20.5	21.4	24.4
당기순이익률 (%)	22.4	13.7	15.7	17.9	17.0
ROA (%)	13.0	8.2	9.0	12.0	10.8
ROE (%)	16.9	11.2	12.5	14.4	13.0
ROIC (%)	19.4	13.8	11.5	13.2	15.2

## 주요 투자지표

	2011.06	2012.06	2013.06	2014.06	2015.06
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.3	9.5	22.4	17.2	16.8
P/B	1.3	1.0	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	5.3	6.7	18.3	14.8	12.2
P/CF	8.2	6.2	17.0	14.3	13.0
배당수익률 (%)	2.5	2.2	0.9	1.1	1.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-24.2	21.8	8.3	14.5	7.7
영업이익	-4.4	-3.9	8.9	21.5	24.0
세전이익	11.1	-26.5	22.4	32.9	0.1
당기순이익	8.1	-25.2	23.6	30.5	2.1
EPS	8.1	-25.2	23.6	30.5	2.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	21.7	52.3	27.0	14.0	25.6
유동비율	413.4	222.1	360.1	521.9	303.3
순차입금/자기자본(x)	-32.6	6.9	-2.4	-10.2	-7.7
영업이익/금융비용(x)	22.2	26.9	33.2	94.0	100.1
총차입금 (십억원)	4.1	15.8	7.5	2.4	10.1
순차입금 (십억원)	-11.6	2.7	-1.0	-5.2	-4.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	969	725	896	1,170	1,194
BPS	6,130	6,767	7,517	8,717	9,684
CFPS	980	1,102	1,274	1,510	1,664
DPS	200	150	200	230	230

# 농우바이오 (054050)

## 펀더멘털 이상 무

2015. 11. 3

Mid-Small Cap

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

### Not Rated

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **21,600 원**

### 국내 1위 종자 회사

개인 소득 증가에 따라 좋은 먹거리에 대한 관심이 증가하고 있고, 자유무역 체제의 확대로 국내 농산물의 품질 경쟁력 강화 방안에 대한 논의가 이어지고 있다. 이에 따라 농산물의 품질에 직접적인 영향을 미치는 좋은 종자를 개발하기 위한 경쟁이 확대되고 있는 추세이다. 당사는 이 중 채소류 종자를 연구/생산하는 국내 1위(M/S 27%) 종자 전문생산 기업이다. 매년 꾸준한 R&D(과거 5년 매출 대비 15.4%)를 통해 '14년 말 기준 161건의 품종보호 등록수를 보유하고 있으며, 특히 무/당근/고추/배추 부문에서 세계적인 경쟁력을 보유하고 있다.

### 상반기 부진을 뒤로 하고 정상화 진행 중

지난 상반기(9월 결산 법인, 10월~3월)는 제주 월동무 민원 발생에 따른 일회성 손실(60억원)과 당근 종자 수입허가 비준 지연으로 중국법인 매출이 감소하며 1H14 대비 매출액 -11.2%, 영업이익 적자전환으로 부진했다. 그러나 제주 월동무 관련 이슈의 원인은 당사의 제품 신뢰성을 하락시킬 수 있는(디레이팅) 종자 자체의 문제가 아니라 유통 과정상의 단순 실수(일회성)로 파악되었다. 또한 중국 법인 매출 인식 지연에 따른 중국 법인 매출 감소분도 하반기에 반영되며 정상화가 진행 중인 것으로 판단된다.

### 종자 산업, 중장기적인 성장이 기대된다

먹거리에 대한 개념이 변하고 있다. 과거 '한끼를 때우는' 것에서 점차 '건강하고 맛있게' 먹기 위한 시장이 커지고 있다. 따라서 좋은 식재료를 결정하는 '좋은 종자, 토양, 선진화된 유통 시스템'이 주목받고 있으며, 특히 이중 기술적 진입장벽이 가장 높은 종자에 대한 관심이 높다. 이러한 트렌드는 향후 지속될 것으로 판단되며, 이에 따라 국내에서의 안정적인 성장과 아직까지 재래종 비중이 높은 중국 법인과 터키, 브라질 등으로의 해외 진출을 통해 매년 10% 안팎의 꾸준한 성장을 이어갈 것으로 예상된다.

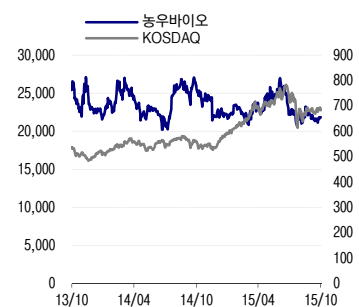
### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/2)	680.01pt
시가총액	3,089 억원
발행주식수	14,300 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,950 / 20,800 원
90 일 일평균거래대금	10.74 억원
외국인 지분율	1.1%
배당수익률(15.12E)	0.0%
BPS(15.12E)	원
KOSDAQ 대비 상대	1개월 -2.3%
	6개월 -4.8%
	12개월 -28.6%
주주구성	농협경제지주 주식회사 52.8%
	에셋플러스자산운용(주) 6.8%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010.09	57.4	10.4	13.6	10.8	757	-40.8	12.7	15.7	11.4	1.6	10.9
2011.09	72.9	14.3	15.1	14.2	991	30.9	17.6	12.0	8.6	1.3	12.2
2012.09	77.8	18.7	19.1	18.3	1279	29.0	21.7	16.9	13.4	2.1	13.3
2013.09	81.7	11.9	11.6	11.5	804	-37.2	15.4	26.9	19.3	2.0	7.6
2014.09	89.3	15.2	15.4	14.3	1000	24.4	19.2	21.6	15.5	1.9	8.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 농우바이오 (054050)

## 재무상태표

(십억원)	2010.09	2011.09	2012.09	2013.09	2014.09
유동자산	64.7	68.4	80.0	85.3	91.3
현금 및 현금성자산	20.6	17.8	19.5	15.0	14.5
매출채권 및 기타채권	14.4	18.1	21.3	23.2	25.7
재고자산	23.5	26.6	33.8	41.4	47.8
기타유동자산	6.3	5.9	5.5	5.6	3.5
비유동자산	55.2	78.3	83.6	89.5	95.6
관계기업투자등	11.4	2.2	2.0	2.1	2.0
유형자산	37.7	66.2	61.4	67.5	74.0
무형자산	2.0	3.6	3.7	3.6	3.2
<b>자산총계</b>	<b>119.9</b>	<b>146.7</b>	<b>163.6</b>	<b>174.8</b>	<b>186.9</b>
유동부채	14.5	17.3	12.8	16.6	19.1
매입채무 및 기타채무	5.9	7.3	6.2	8.1	9.6
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	1.2	0.0
기타유동부채	8.6	9.9	6.6	7.3	9.5
비유동부채	0.1	2.3	2.2	3.0	3.0
장기금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
기타비유동부채	0.1	2.2	2.1	2.9	3.0
<b>부채총계</b>	<b>14.6</b>	<b>19.6</b>	<b>15.0</b>	<b>19.6</b>	<b>22.1</b>
지배주주지분	105.3	127.1	148.6	155.1	164.8
자본금	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
자본잉여금	28.3	28.3	32.6	32.6	32.6
이익잉여금	68.4	89.2	104.0	112.0	122.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
<b>자본총계</b>	<b>105.3</b>	<b>127.1</b>	<b>148.7</b>	<b>155.2</b>	<b>164.8</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2010.09	2011.09	2012.09	2013.09	2014.09
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>7.0</b>	<b>10.5</b>	<b>6.0</b>	<b>8.6</b>	<b>13.2</b>
당기순이익(손실)	10.8	14.2	18.3	11.5	14.3
비현금수익비용가감	2.0	5.6	5.9	9.5	10.6
유형자산감가상각비	2.1	3.0	3.0	3.4	3.9
무형자산상각비	0.2	0.3	0.0	0.1	0.0
기타현금수익비용	-3.1	-0.7	0.0	0.4	-1.0
영업활동 자산부채변동	-5.9	-5.9	-16.7	-12.1	-10.8
매출채권 감소(증가)	3.0	-1.1	0.6	-1.2	-3.6
재고자산 감소(증가)	-3.0	-4.5	-9.5	-14.4	-11.9
매입채무 증가(감소)	-4.3	-0.8	-5.1	2.6	1.8
기타자산, 부채변동	-1.6	0.4	-2.8	0.9	2.8
<b>투자활동 현금</b>	<b>-5.4</b>	<b>-13.6</b>	<b>-8.0</b>	<b>-11.3</b>	<b>-8.9</b>
유형자산처분(취득)	-2.0	-17.6	-8.0	-10.2	-10.2
무형자산 감소(증가)	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.1
투자자산 감소(증가)	0.0	4.1	-0.2	-1.4	0.9
기타투자활동	-3.0	-0.1	0.1	0.4	0.3
<b>재무활동 현금</b>	<b>2.5</b>	<b>-3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>-1.2</b>	<b>-4.9</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	1.2	-1.3
자본의 증가(감소)	2.5	-3.0	3.8	-3.4	-3.6
배당금의 지급	2.3	3.1	3.5	3.6	3.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>4.0</b>	<b>-6.2</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-0.6</b>
기초현금	16.6	24.0	17.8	19.5	15.0
기말현금	20.6	17.8	19.5	15.0	14.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터.K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2010.09	2011.09	2012.09	2013.09	2014.09
<b>매출액</b>	<b>57.4</b>	<b>72.9</b>	<b>77.8</b>	<b>81.7</b>	<b>89.3</b>
매출원가	21.3	25.6	27.4	34.1	38.2
<b>매출총이익</b>	<b>36.1</b>	<b>47.3</b>	<b>50.5</b>	<b>47.6</b>	<b>51.1</b>
판매비 및 관리비	25.6	33.0	31.8	35.6	35.9
<b>영업이익</b>	<b>10.4</b>	<b>14.3</b>	<b>18.7</b>	<b>11.9</b>	<b>15.2</b>
(EBITDA)	12.7	17.6	21.7	15.4	19.2
금융손익	0.3	0.4	0.5	0.2	0.6
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	0.3	-0.1	-0.5	-0.4
<b>세전계속사업이익</b>	<b>13.6</b>	<b>15.1</b>	<b>19.1</b>	<b>11.6</b>	<b>15.4</b>
계속사업법인세비용	2.7	0.9	0.8	0.1	1.2
계속사업이익	10.8	14.2	18.3	11.5	14.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.8</b>	<b>14.2</b>	<b>18.3</b>	<b>11.5</b>	<b>14.3</b>
지배주주	10.8	14.2	18.3	11.5	14.3
<b>총포괄이익</b>	<b>10.0</b>	<b>15.2</b>	<b>18.6</b>	<b>10.0</b>	<b>13.2</b>
매출총이익률 (%)	62.9	64.9	64.9	58.2	57.2
영업이익률 (%)	18.2	19.7	24.0	14.6	17.1
EBITDA 마진률 (%)	22.2	24.2	27.9	18.8	21.5
당기순이익률 (%)	18.9	19.4	23.5	14.0	16.0
ROA (%)	9.4	10.6	11.8	6.8	7.9
ROE (%)	10.9	12.2	13.3	7.6	8.9
ROIC (%)	12.5	15.4	15.4	9.0	10.0

## 주요 투자지표

	2010.09	2011.09	2012.09	2013.09	2014.09
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.7	12.0	16.9	26.9	21.6
P/B	1.6	1.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.4	8.6	13.4	19.3	15.5
P/CF	13.3	8.6	12.9	14.9	12.6
배당수익률 (%)	2.1	2.1	1.1	1.1	1.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-26.3	27.1	6.8	4.9	9.4
영업이익	-44.2	37.3	30.6	-36.2	27.6
세전이익	-28.9	11.4	26.2	-39.3	33.1
당기순이익	-40.8	30.9	29.0	-37.3	24.4
EPS	-40.8	30.9	29.0	-37.2	24.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	13.8	15.4	10.1	12.6	13.4
유동비율	446.3	395.7	625.1	514.6	479.4
순차입금/자기자본(x)	-24.0	-14.7	-13.8	-10.6	-9.9
영업이익/금융비용(x)	2,288.6	961.7	5,494.6	460.1	334.3
총차입금 (십억원)	0.0	0.1	0.1	1.3	0.0
순차입금 (십억원)	-25.2	-18.6	-20.6	-16.4	-16.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	757	991	1,279	804	1,000
BPS	7,365	8,889	10,394	10,845	11,523
CFPS	897	1,381	1,693	1,468	1,736
DPS	250	250	250	250	250

# 아이쓰리시스템 (214430)

2015. 11. 3 Mid-Small Cap

## 저성장 시대에는 안정적인 성장이 좋다

Analyst **최주홍**

02. 3779-8921

juhong@ebestsec.co.kr

### 냉각형 영상센서, 16년 LIG 넥스원의 신종 유도무기 양산에 따른 성장 전망

개발이 완료된 LIG 넥스원의 신종 유도무기에 동사의 냉각형 영상센서가 장착될 예정이다. 냉각형 영상센서의 평균 단가는 국산 중형차 한 대 값으로 물량 증가에 따른 외형 기여도는 클 전망이다. 보수적으로 내년부터 15년 매출액의 약 2.2배되는 외형이 현공 프로젝트로부터 신규 추가될 것으로 보인다. 성능개량, MRO 등 후속 매출액은 반영되지 않았고 가정도 보수적이기 때문에 향후 추가적인 매출액도 가능할 전망이다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **86,000 원**

현재주가 **71,200 원**

### 각 사업부(민수용 냉각/비냉각/엑스레이 영상센서)의 고른 성장 예상

냉각형 영상센서는 높은 진입장벽과 확장성을 보유하고 있다. 최근에는 군수뿐만 아니라 환경쪽의 가스 디텍터, 공항 감시용으로 민간 수출이 증가하고 있다. 중장기적으로 의료용, 우주항공 등 적용 확대가 예상된다. 비냉각형 영상센서의 경우도 현재 연구개발 매출액이 대부분이나 향후 구조적인 후속 매출액이, 직접방식 엑스레이 영상센서도 시장확대에 따른 꾸준한 성장이 전망된다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

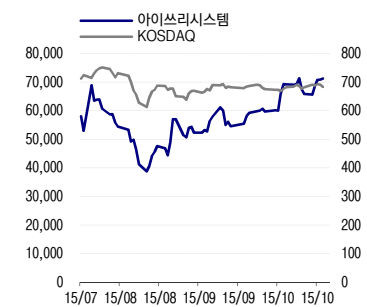
### 수급체크: 보호예수 물량 내역

동사는 7월 30일에 상장해 현재까지 5개월, 6개월의 보호예수 물량을 남겨놓고 있다. 3개월(10/30일 보호예수 해제) 물량 11만 6천주와 6개월 최대주주 및 특수관계인의 보호예수 물량을 제외하면 16만 1천주의 5개월 보호예수 물량이 있는 것으로 파악된다. 그러나 저성장 시대에 꾸준한 매출성장을 보유한 동사의 투자매력은 높아 오히려 매수 기회라고 판단된다. 또한 방산 체계업체 대비해서도 뛰어난 확장성을 보유해 중장기적 valuation level up도 가능하다고 예상되기 때문에 기존 투자 의견 'Buy', 목표주가 86,000원을 유지한다.

### Stock Data

KOSDAQ(11/02)		680.01pt
시가총액		2,298억원
발행주식수		3,317천주
액면가		500원
52주 최고가 / 최저가	38,750/71,300원	
90일 일평균거래대금		59억원
외국인 지분율		1.1%
배당수익률(15.12E)		0.0%
KOSDAQ대비 상대 수익	1개월	27.5%
	6개월	N/A
	12개월	N/A
주주구성	정한	46.9%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	25.8	2.5	1.8	2.8	n/a	n/a	4.9	n/a	n/a	n/a	16.7
2014	30.9	4.7	5.1	5.3	n/a	n/a	8.0	n/a	n/a	n/a	28.1
2015E	39.2	5.9	6.9	6.7	2,006	n/a	9.6	34.4	24.5	6.7	23.7
2016E	52.8	7.9	9.1	8.8	2,643	31.8	12.2	26.1	18.6	5.3	22.7
2017E	72.5	10.9	12.2	11.1	3,352	26.8	15.8	20.6	14.4	4.3	22.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



## 아이쓰리시스템 (214430)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	20.0	20.4	25.8	27.1	34.7
현금 및 현금성자산	8.5	4.7	5.0	7.0	11.0
매출채권 및 기타채권	2.4	2.6	4.0	3.0	6.0
재고자산	7.2	10.8	14.0	14.2	14.7
기타유동자산	2.0	2.4	2.8	2.9	3.0
<b>비유동자산</b>	21.4	25.7	27.1	31.0	37.1
관계기업투자등	1.4	2.7	2.4	2.5	2.6
유형자산	13.3	17.8	20.4	24.7	31.0
무형자산	3.7	2.7	1.8	1.2	0.8
<b>자산총계</b>	<b>41.5</b>	<b>46.2</b>	<b>52.9</b>	<b>58.1</b>	<b>71.9</b>
<b>유동부채</b>	13.1	9.7	10.4	6.6	9.6
매입채무 및 기타채무	9.7	6.5	5.0	7.0	7.0
단기금융부채	1.9	1.8	2.8	-3.0	-0.2
기타유동부채	1.6	1.4	2.6	2.7	2.8
<b>비유동부채</b>	12.8	14.6	8.3	8.3	8.3
장기금융부채	12.8	14.5	8.2	8.2	8.2
기타비유동부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>부채총계</b>	<b>25.9</b>	<b>24.3</b>	<b>18.6</b>	<b>14.9</b>	<b>17.8</b>
<b>지배주주지분</b>	15.5	21.8	34.2	43.0	54.1
<b>자본금</b>	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>자본잉여금</b>	7.2	7.2	8.5	8.5	8.5
<b>이익잉여금</b>	10.3	15.6	22.2	31.0	42.1
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>15.5</b>	<b>21.8</b>	<b>34.2</b>	<b>43.0</b>	<b>54.1</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	10.3	0.5	5.1	16.0	12.3
당기순이익(손실)	2.8	5.3	6.7	8.8	11.1
비현금수익비용가감	2.6	3.0	3.9	4.5	4.7
유형자산감가상각비	1.5	2.2	2.7	3.6	4.5
무형자산상각비	0.9	1.1	1.0	0.7	0.5
기타현금수익비용	0.0	-0.1	0.2	0.2	-0.2
영업활동 자산부채변동	5.1	-7.5	-5.4	2.8	-3.5
매출채권 감소(증가)	2.5	-0.1	-1.4	1.0	-3.0
재고자산 감소(증가)	-3.1	-3.6	-3.2	-0.2	-0.5
매입채무 증가(감소)	6.1	-3.6	0.4	2.0	0.0
기타자산, 부채변동	-0.4	-0.2	-1.2	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	-5.6	-7.8	-5.2	-8.2	-11.1
유형자산처분(취득)	-4.8	-7.7	-5.3	-7.9	-10.8
무형자산 감소(증가)	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-0.1	0.1	0.3	-0.1	-0.1
기타투자활동	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
<b>재무활동 현금</b>	1.5	3.5	0.5	-5.8	2.8
차입금의 증가(감소)	1.5	2.3	0.4	-5.8	2.8
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	6.1	-3.8	0.3	2.0	4.0
기초현금	2.4	8.5	4.7	5.0	7.0
기말현금	8.5	4.7	5.0	7.0	11.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	25.8	30.9	39.2	52.8	72.5
매출원가	21.0	24.1	30.6	41.2	56.6
<b>매출총이익</b>	4.8	6.8	8.6	11.6	15.9
판매비 및 관리비	2.3	2.1	2.7	3.6	5.0
<b>영업이익</b>	2.5	4.7	5.9	7.9	10.9
(EBITDA)	4.9	8.0	9.6	12.2	15.8
금융손익	-0.8	-0.8	-0.7	-0.5	-0.5
이자비용	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	1.2	1.7	1.7	1.8
<b>세전계속사업이익</b>	1.8	5.1	6.9	9.1	12.2
계속사업법인세비용	-0.9	-0.2	0.3	0.4	1.0
계속사업이익	2.8	5.3	6.7	8.8	11.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	2.8	5.3	6.7	8.8	11.1
지배주주	2.8	5.3	6.7	8.8	11.1
<b>총포괄이익</b>	3.4	6.3	6.4	8.8	11.1
매출총이익률 (%)	18.6	22.0	21.9	21.9	21.9
영업이익률 (%)	9.8	15.1	15.0	15.0	15.0
EBITDA 마진률 (%)	19.2	26.0	24.4	23.1	21.8
당기순이익률 (%)	10.7	17.0	17.0	16.6	15.3
ROA (%)	7.9	12.0	13.4	15.8	17.1
ROE (%)	16.7	28.1	23.7	22.7	22.9
ROIC (%)	8.8	13.3	16.5	19.9	22.9

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	34.4	26.1	20.6
P/B	n/a	n/a	6.7	5.3	4.3
EV/EBITDA	n/a	n/a	24.5	18.6	14.4
P/CF	n/a	n/a	22.4	17.9	14.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.3	19.8	26.8	34.6	37.5
영업이익	23.7	84.2	26.1	34.6	37.5
세전이익	4.2	177.0	37.3	31.8	32.9
당기순이익	61.7	91.2	26.5	31.8	26.8
EPS	n/a	n/a	n/a	31.8	26.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	167.1	111.3	54.4	34.6	32.9
유동비율	152.5	209.6	248.7	408.3	363.7
순차입금/자기자본(x)	38.3	52.6	17.0	-4.7	-6.0
영업이익/금융비용(x)	3.0	5.6	8.7	13.8	19.8
총차입금 (십억원)	14.6	16.3	11.0	5.1	7.9
순차입금 (십억원)	5.9	11.5	5.8	-2.0	-3.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	n/a	2,006	2,643	3,352
BPS	55,387	7,795	10,312	12,955	16,306
CFPS	n/a	n/a	3,176	3,985	4,771
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 아이크래프트 (052460)

2015. 11. 3

Mid-Small Cap

## 잠시 쉬어가지만 믿음은 변함없다

Analyst **최주홍**

02. 3779-8921

juhong@ebestsec.co.kr

### 의미 없는 부진한 3분기 전망. 신규 제품 11월 출시 예정

3분기 영업이익은 계절성 영향으로 2분기 대비 둔화되고 전년 대비해서도 역성장 하며 기존 예상보다 부진할 것으로 전망된다. 그러나 이는 1)SKB 신규 고객 확보(인터넷 장비사업)와 메디힐 물량 증가(브랜드세이퍼 사업)로 신규 채용에 따른 인건비 상승, 2)비수기 3분기 계절성, 3)일부 매출 지연에 따른 것으로 전혀 우려할 사항이 아니다. 특히 4분기에 집중될 메디힐 물량은 9월말 이미 약 1,500만장/(월)을 납품한 것으로 파악되고 신규 장비 가동으로 10월말~11월부터는 2,500만장/(월)으로 납품 물량이 67% 증가하고 있다. 특히 브랜드 세이퍼 부문에서 신규 고객을 대응한 신제품은 11월에 출시를 앞두고 있어 이를 기반으로 신규 고객 확보 가능성은 높다고 판단된다.

### 올해 사상 최대 매출액 예상

동사의 4분기는 기존 사업의 최대 성수기 진입과 신사업의 본격적 실적 기여로 15년 최대 분기 매출이 전망된다. 또한 작년 연간 총 영업이익 16억원 중 14억원이 4분기에 발생했듯이 올해도 4분기 성수기 진입에 따른 계절성 영향이 전망된다. 다만 신규 고객사(SKB, 메디힐 등) 확보에 따른 비용 증가로 영업이익률은 예상보다 부진할 전망이다. 그러나 이는 신규 고객의 물량 확대에 따른 초기 비용이 발생한 것이기 때문에 내년에는 정상수준의 이익률이 시현될 전망이다. 따라서 신사업쪽에서는 2억개 이상 판매되는 마스크팩 업체인 메디힐에 동사의 홀로태그가 부착됨으로써 창출되는 16년 영업이익만(메디힐만 고려) 작년 전체 영업이익의 약 2배가 될 전망이다.

### 변함없이 투자의견 'Buy', 목표주가 23,000 원 유지

16년 동사의 매출액은 817억원(+19%YoY), 영업이익 87억원(+116%YoY), 지배주주순이익 73억원(+112%YoY)이 전망된다. 메디힐이 동사 제품이 부착된 제품 판매를 시작했고 기존 고객들인 AHC, 닥터드레, 블랙야크 등의 매출액만 반영했다. 추가적으로 중국 업체를 포함해 향후 추가적인 신규 고객 확보 가능성도 높아 보여 투자의견 Buy, 목표주가 23,000원을 유지한다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **23,000 원**

현재주가 **10,650 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/02)		680.01pt
시가총액		858억원
발행주식수		8,054천주
52주 최고가 / 최저가	18,050 / 2,710원	
90일 일평균거래대금		27.58억원
외국인 지분율		1.1%
배당수익률(15.12E)		1.4%
BPS(15.12E)		4,378원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-29.0%
	6개월	142.3%
	12개월	225.6%
주주구성	박우진외 2인	18.3%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	52.2	1.2	1.8	1.5	180	-62.8	1.4	11.9	-1.2	0.6	4.7
2014	53.4	1.6	1.7	1.3	160	-11.3	1.8	18.9	4.3	0.8	4.0
2015E	68.7	4.1	4.4	3.4	427	166.6	4.4	25.0	14.9	2.4	10.2
2016E	81.7	8.7	9.4	7.3	906	112.4	9.4	11.8	6.6	2.1	19.0
2017E	89.5	10.5	11.2	8.7	1,086	19.9	11.2	9.8	5.0	1.8	19.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 아이크래프트(052460)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	35.5	35.8	37.2	40.7	41.1
현금 및 현금성자산	16.5	11.6	14.2	14.9	15.1
매출채권 및 기타채권	12.7	9.7	8.0	8.8	8.4
재고자산	3.2	5.5	4.9	6.5	6.5
기타유동자산	3.2	9.0	10.2	10.6	11.0
비유동자산	6.8	6.3	7.4	7.9	8.3
관계기업투자등	1.2	0.4	0.5	0.6	0.6
유형자산	0.3	0.5	1.4	1.5	1.7
무형자산	3.4	3.5	3.5	3.7	3.9
<b>자산총계</b>	<b>42.4</b>	<b>42.1</b>	<b>44.7</b>	<b>48.6</b>	<b>49.4</b>
유동부채	11.0	9.8	9.4	7.2	0.4
매입채무 및 기타채무	7.3	6.3	3.5	3.6	2.6
단기금융부채	0.0	1.6	2.1	-0.4	-6.4
기타유동부채	3.7	1.8	3.9	4.0	4.2
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>11.0</b>	<b>9.8</b>	<b>9.4</b>	<b>7.2</b>	<b>0.4</b>
지배주주지분	31.4	32.3	35.3	41.4	48.9
자본금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
이익잉여금	24.2	25.1	28.0	34.2	41.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>31.4</b>	<b>32.3</b>	<b>35.3</b>	<b>41.4</b>	<b>48.9</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	-0.6	-0.5	4.6	5.7	9.0
당기순이익(손실)	1.8	1.7	3.4	7.3	8.7
비현금수익비용가감	0.3	0.9	1.1	0.7	0.8
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.3	0.6	0.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.0	0.2	0.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-2.9	-2.9	0.2	-2.2	-0.6
매출채권 감소(증가)	-2.8	3.0	1.6	-0.8	0.3
재고자산 감소(증가)	-1.1	-2.3	0.6	-1.6	0.0
매입채무 증가(감소)	1.6	-0.6	-2.9	0.1	-0.9
기타자산, 부채변동	-0.6	-3.0	0.8	0.1	0.1
<b>투자활동 현금</b>	-1.9	-3.9	-2.4	-1.4	-1.5
유형자산처분(취득)	-0.1	-0.3	-1.2	-0.8	-0.9
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-0.9	-4.1	-1.0	-0.3	-0.3
기타투자활동	-0.8	0.6	0.0	-0.1	-0.1
<b>재무활동 현금</b>	-1.6	-0.5	0.3	-3.6	-7.2
차입금의 증가(감소)	-1.0	-0.1	0.8	-2.4	-6.0
자본의 증가(감소)	-0.6	-0.4	-0.5	-1.2	-1.2
배당금의 지급	0.6	0.4	0.5	1.2	1.2
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	-4.1	-4.8	2.6	0.7	0.2
기초현금	20.5	16.5	11.6	14.2	14.9
기말현금	16.5	11.6	14.2	14.9	15.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	52.2	53.4	68.7	81.7	89.5
매출원가	42.8	43.1	54.9	63.0	68.5
<b>매출총이익</b>	9.4	10.3	13.9	18.7	20.9
판매비 및 관리비	8.1	8.7	9.8	10.0	10.5
<b>영업이익</b>	1.2	1.6	4.1	8.7	10.5
(EBITDA)	1.4	1.8	4.4	9.4	11.2
금융손익	0.5	0.3	0.3	0.6	0.7
이자비용	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	1.8	1.7	4.4	9.4	11.2
계속사업법인세비용	0.3	0.4	1.0	2.1	2.5
계속사업이익	1.5	1.3	3.4	7.3	8.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	1.5	1.3	3.4	7.3	8.7
지배주주	1.5	1.3	3.4	7.3	8.7
<b>총포괄이익</b>	1.5	1.3	3.4	7.3	8.7
매출총이익률 (%)	18.0	19.3	20.2	22.9	23.4
영업이익률 (%)	2.4	2.9	5.9	10.7	11.7
EBITDA 마진률 (%)	2.8	3.4	6.4	11.5	12.6
당기순이익률 (%)	2.8	2.4	5.0	8.9	9.8
ROA (%)	3.5	3.1	7.9	15.6	17.9
ROE (%)	4.7	4.0	10.2	19.0	19.4
ROIC (%)	9.4	9.1	20.9	41.7	44.9

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	11.9	18.9	25.0	11.8	9.8
P/B	0.6	0.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	-1.2	4.3	14.9	6.6	5.0
P/CF	8.6	9.3	18.9	10.8	9.0
배당수익률 (%)	2.3	2.3	1.4	1.4	1.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.1	2.4	28.7	18.9	9.4
영업이익	-74.9	25.6	158.6	115.6	19.7
세전이익	-61.0	-3.6	160.7	112.4	19.9
당기순이익	-62.8	-11.3	166.6	112.4	19.9
EPS	-62.8	-11.3	166.6	112.4	19.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	35.0	30.2	26.7	17.4	0.9
유동비율	323.8	366.6	396.0	564.3	9,160.1
순차입금/자기자본(x)	-60.7	-51.5	-55.9	-56.0	-60.7
영업이익/금융비용(x)	26.8	166.2	-830.0	-81.7	-45.5
총차입금 (십억원)	0.1	2.1	2.3	0.4	0.1
순차입금 (십억원)	-19	-17	-20	-23	-30
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	180	160	427	906	1,086
BPS	3,898	4,013	4,378	5,139	6,075
CFPS	250	325	563	989	1,181
DPS	50	70	150	150	150

# 파마리서치프로덕트 (214450)

## 아프지만 받아들이기

2015. 11. 3

Mid-Small Cap

Analyst **최주홍**

02. 3779-8921

juhong@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 **93,000 원(하향)**

현재주가 **62,100 원**

### 리쥘란(힐러), 미허가 효과 내용 홍보로 광고 규정 위반

현재 성형 시장에서 높은 인기를 얻고 있는 리쥘란이 한달간 광고위반 판매금지 처분을 받을 예정에 있다. 고객사인 병원 측 광고 내용에 '콜라겐 형성'과 '수분 증가' 등의 표현이 의료기기 특성상 과대 광고로 분류돼 문제가 제기됐다. 피부재생 효능이 논문을 통해 이미 입증됐으나 의약품으로 분류되는 보톡스와 달리 의료기기(리쥘란 포함)의 제품 특성과 시술 전후 비교는 과대광고에 해당된다는 것이 문제가 됐다. 리쥘란은 현재 안국약품, 동국제약, 동사(직납)가 판매하고 있으며 판매 정지되는 부문은 동사가 두 제약사와 병원에 직납하는 물량이다. 안국약품과 동국제약이 현재 보유한 재고로 병원에 납품하는 부문은 문제가 없다. 사실상 동사는 이미 병원에 대한 납품 재고를 1.5개월 보유하고 있고 두 제약사 역시 이미 확보한 재고로 판매 정지분을 상쇄할 수 있기 때문에 단기간 산술적으로 1개월 판매 정지로 인한 매출액 감소는 미미할 전망이다.

### 고 PER 성장주, 단기적으로 투자 심리가 문제이나 중장기 성장성 유효

동사는 대표적인 고성장주이다. 리쥘란은 현재 약 732개의 병원에서만 판매돼(vs 국내 전국 피부/성형외과 약 1만개) 향후 시장 침투 여력이 높고 리쥘비넥스도 07~16년F 연평균 35.6%의 높은 시장 성장률을 바탕으로 안국약품이 주력 아이টে으로 적극 영업을 전개하고 있어 성장 초기라고 판단된다. 이를 기반으로 동사는 3분기에도 견조한 실적을 시현했다. 3분기 동사의 매출액, 영업이익, 그리고 지배주주순이익은 전년 동기 대비 각각 43.7%, 55.8%, 73.3%씩 성장했으며 특히 일회성 비용 약 16억을 제외하면 영업이익은 전년 동기 대비 107% 증가한 것으로 파악된다. 문제는 이번 사건에 따른 투자 심리 위축이라고 판단된다.

고 PER 성장주는 우호적인 투자심리를 바탕으로 예상치에 부합하는 실적이 시현되는 것이 중요하다고 판단되기 때문에 이번 사건을 계기로 기존 적정 PER에 적용했던 할증률을 축소했다. 따라서 16년 예상 EPS에 적정 PER 49.2배(메디톡스, 휴메딕스, 루트로닉 등의 16년 평균 PER)를 적용해 목표주가를 93,000원으로 하향하나 신제품의 중장기 성장성은 유효해 투자 의견 'Buy' 를 유지한다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(11/02)		680.01pt
시가총액		5,691 억원
발행주식수		9,164 천주
52 주 최고가 / 최저가		114,500 /
90 일 일평균거래대금		89.91 억원
외국인 지분율		0.9%
배당수익률(15.12E)		0.3%
BPS(15.12E)		4,144 원
KOSDAQ대비 상대수익	1개월	-13.7%
	6개월	N/A
	12개월	N/A
주주구성	정상수	54.7%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	17.8	7.2	6.8	5.7	n/a	n/a	7.6	n/a	-0.2	n/a	41.8
2014	24.8	11.4	11.1	8.8	n/a	n/a	12.2	n/a	0.4	n/a	44.5
2015E	39.4	17.0	16.6	12.9	1,469	n/a	18.4	42.3	31.4	15.0	40.5
2016E	50.8	21.6	20.6	16.1	1,824	24.2	23.9	34.0	24.7	11.0	34.7
2017E	62.8	26.7	25.3	19.8	2,241	22.9	30.1	31.9	23.0	9.6	31.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 파마리서치프로덕트(214450)

## 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	13.9	19.0	26.5	39.0	52.1
현금 및 현금성자산	8.0	9.9	11.7	12.6	13.7
매출채권 및 기타채권	3.6	6.3	10.0	18.0	26.4
재고자산	2.2	2.2	4.3	7.8	11.5
기타유동자산	0.1	0.7	0.5	0.5	0.5
<b>비유동자산</b>	10.6	25.4	40.4	60.9	82.4
관계기업투자등	0.5	1.5	1.6	1.7	1.7
유형자산	9.1	21.0	35.6	55.4	76.4
무형자산	0.7	1.6	2.0	2.4	2.9
<b>자산총계</b>	24.5	44.4	66.9	99.8	134.5
<b>유동부채</b>	2.7	10.6	18.7	37.5	54.9
매입채무 및 기타채무	1.0	1.6	2.8	5.0	7.4
단기금융부채	0.0	5.7	11.5	27.9	42.8
기타유동부채	1.6	3.3	4.4	4.6	4.7
<b>비유동부채</b>	6.9	9.0	8.9	8.9	8.9
장기금융부채	6.9	9.0	8.9	8.9	8.9
기타비유동부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	9.6	19.6	27.6	46.4	63.9
<b>지배주주지분</b>	14.9	24.8	39.2	53.4	70.5
자본금	0.9	3.0	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	1.0	0.0	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	13.1	22.0	34.9	49.0	66.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	14.9	24.8	39.2	53.4	70.5

## 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동 현금흐름</b>	5.1	8.8	11.0	9.2	13.5
당기순이익(손실)	5.7	8.8	12.9	16.1	19.8
비현금수익비용가감	1.8	3.6	2.3	2.3	3.3
유형자산감가상각비	0.4	0.8	1.4	2.3	3.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.0	-0.1	0.9	-0.1	-0.1
영업활동 자산부채변동	-2.0	-2.2	-3.4	-9.1	-9.5
매출채권 감소(증가)	-1.2	-2.6	-3.8	-8.0	-8.4
재고자산 감소(증가)	0.2	-0.1	-2.2	-3.5	-3.6
매입채무 증가(감소)	-1.6	0.5	1.2	2.2	2.3
기타자산, 부채변동	0.5	0.1	1.3	0.2	0.2
<b>투자활동 현금</b>	-2.6	-15.4	-16.4	-22.7	-24.8
유형자산처분(취득)	-3.4	-12.7	-15.9	-22.2	-24.4
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.9	-0.5	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.0	-1.9	-0.1	-0.1	-0.1
<b>재무활동 현금</b>	1.6	8.5	7.1	14.4	12.3
차입금의 증가(감소)	1.6	7.5	8.6	16.4	14.9
자본의 증가(감소)	0.0	1.0	0.3	-1.9	-2.6
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	1.9	2.6
기타재무활동	0.0	0.0	-1.7	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	4.1	1.9	1.8	1.0	1.0
기초현금	3.9	8.0	9.9	11.7	12.6
기말현금	8.0	9.9	11.7	12.6	13.7

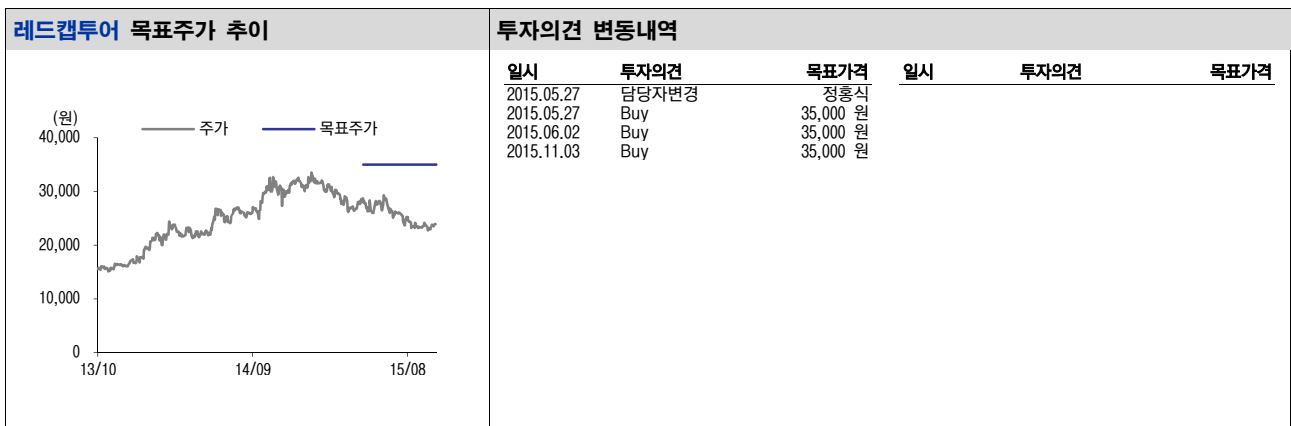
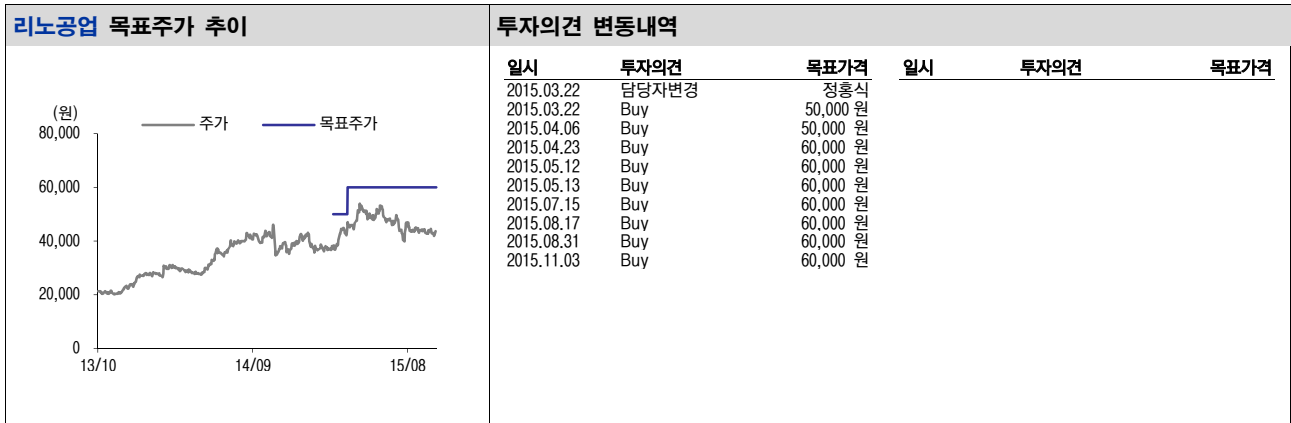
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

## 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	17.8	24.8	39.4	50.8	62.8
매출원가	5.4	6.6	12.6	16.3	20.1
<b>매출총이익</b>	12.4	18.2	26.8	34.6	42.7
판매비 및 관리비	5.2	6.8	9.8	13.0	15.9
<b>영업이익</b>	7.2	11.4	17.0	21.6	26.7
(EBITDA)	7.6	12.2	18.4	23.9	30.1
금융손익	-0.2	-0.4	-0.5	-1.0	-1.5
이자비용	0.4	0.5	0.7	1.2	1.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	6.8	11.1	16.6	20.6	25.3
계속사업법인세비용	1.1	2.3	3.7	4.5	5.6
계속사업이익	5.7	8.8	12.9	16.1	19.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	5.7	8.8	12.9	16.1	19.8
지배주주	5.7	8.8	12.9	16.1	19.8
<b>총포괄이익</b>	5.7	8.8	13.0	16.1	19.8
매출총이익률 (%)	69.8	73.5	67.9	68.0	68.0
영업이익률 (%)	40.6	46.1	43.1	42.4	42.6
EBITDA 마진률 (%)	42.9	49.2	46.6	47.0	48.0
당기순이익률 (%)	31.9	35.7	32.9	31.6	31.5
ROA (%)	27.0	25.7	23.3	19.3	16.9
ROE (%)	41.8	44.5	40.5	34.7	31.9
ROIC (%)	54.5	44.0	35.5	27.5	22.8

## 주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	42.3	34.0	27.7
P/B	n/a	n/a	15.0	11.0	8.3
EV/EBITDA	-0.2	0.4	31.4	24.7	20.0
P/CF	n/a	n/a	44.3	36.9	29.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	48.8	39.4	59.1	29.0	23.5
영업이익	139.2	58.3	48.8	26.9	24.0
세전이익	135.1	63.9	49.7	24.2	22.9
당기순이익	132.9	56.1	46.5	24.2	22.9
EPS	n/a	n/a	n/a	24.2	22.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	64.2	79.2	70.4	87.0	90.5
유동비율	521.6	179.0	141.7	104.1	94.9
순차입금/자기자본(x)	-8.0	19.4	22.5	45.4	54.0
영업이익/금융비용(x)	19.9	24.6	25.4	17.6	15.7
총차입금 (십억원)	6.9	14.7	20.5	36.8	51.8
순차입금 (십억원)	-1.2	4.8	8.8	24.2	38.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	n/a	1,469	1,824	2,241
BPS	7,520	3,388	4,144	5,638	7,450
CFPS	n/a	n/a	1,613	1,939	2,435
DPS	n/a	n/a	210	270	310



우주일렉트로 목표주가 추이	투자의견 변동내역					
	일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
	2015.11.03	Buy	20,000 원			

AJ 네트워크스 목표주가 추이	투자의견 변동내역					
	일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
	2015.11.03	Buy	57,000 원			

호성오앤비 목표주가 추이	투자의견 변동내역					
	일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
	2015.11.03	Not Rated	Not Rated			

농우바이오 목표주가 추이	투자의견 변동내역					
	일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
	2015.11.03	Not Rated	Not Rated			

아이쓰리시스템 목표주가 추이		투자의견 변동내역																
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015.10.12</td> <td>담당자변경</td> <td>최주홍</td> </tr> <tr> <td>2015.10.12</td> <td>Buy</td> <td>86,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.11.03</td> <td>Buy</td> <td>86,000 원</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.10.12	담당자변경	최주홍	2015.10.12	Buy	86,000 원	2015.11.03	Buy	86,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																
2015.10.12	담당자변경	최주홍																
2015.10.12	Buy	86,000 원																
2015.11.03	Buy	86,000 원																
일시	투자의견	목표가격																

아이크래프트 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																		
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015.07.07</td> <td>담당자변경</td> <td>최주홍</td> </tr> <tr> <td>2015.07.07</td> <td>Buy</td> <td>19,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.07.10</td> <td>Buy</td> <td>19,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.08.03</td> <td>Buy</td> <td>23,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.08.04</td> <td>Buy</td> <td>23,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.08.31</td> <td>Buy</td> <td>23,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.09.23</td> <td>Buy</td> <td>23,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.10.06</td> <td>Buy</td> <td>23,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.11.03</td> <td>Buy</td> <td>23,000 원</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.07.07	담당자변경	최주홍	2015.07.07	Buy	19,000 원	2015.07.10	Buy	19,000 원	2015.08.03	Buy	23,000 원	2015.08.04	Buy	23,000 원	2015.08.31	Buy	23,000 원	2015.09.23	Buy	23,000 원	2015.10.06	Buy	23,000 원	2015.11.03	Buy	23,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																																		
2015.07.07	담당자변경	최주홍																																		
2015.07.07	Buy	19,000 원																																		
2015.07.10	Buy	19,000 원																																		
2015.08.03	Buy	23,000 원																																		
2015.08.04	Buy	23,000 원																																		
2015.08.31	Buy	23,000 원																																		
2015.09.23	Buy	23,000 원																																		
2015.10.06	Buy	23,000 원																																		
2015.11.03	Buy	23,000 원																																		
일시	투자의견	목표가격																																		

파마리서치프로덕트 목표주가 추이		투자의견 변동내역																															
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015.07.27</td> <td>담당자변경</td> <td>최주홍</td> </tr> <tr> <td>2015.07.27</td> <td>Buy</td> <td>160,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.07.31</td> <td>Buy</td> <td>160,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.08.04</td> <td>Buy</td> <td>160,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.08.25</td> <td>Buy</td> <td>160,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.08.31</td> <td>Buy</td> <td>160,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.10.06</td> <td>Buy</td> <td>160,000 원</td> </tr> <tr> <td>2015.11.03</td> <td>Buy</td> <td>93,000 원</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.07.27	담당자변경	최주홍	2015.07.27	Buy	160,000 원	2015.07.31	Buy	160,000 원	2015.08.04	Buy	160,000 원	2015.08.25	Buy	160,000 원	2015.08.31	Buy	160,000 원	2015.10.06	Buy	160,000 원	2015.11.03	Buy	93,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																															
2015.07.27	담당자변경	최주홍																															
2015.07.27	Buy	160,000 원																															
2015.07.31	Buy	160,000 원																															
2015.08.04	Buy	160,000 원																															
2015.08.25	Buy	160,000 원																															
2015.08.31	Buy	160,000 원																															
2015.10.06	Buy	160,000 원																															
2015.11.03	Buy	93,000 원																															
일시	투자의견	목표가격																															



**Compliance Notice**

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6 ~ 12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% -20% 이하 기대	90.2% 9.8%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2014. 10. 1 ~ 2015. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)