

KTB 파워스몰캡

[8월 투자유망 스몰캡] 부익부 빈익빈 장세

31 July 2012

[투자분석팀] ◆ Analyst 김영근 ☎ 02)2184-2306 ✉ ygkim@ktb.co.kr
◆ Analyst 최종경 ☎ 02)2184-2247 ✉ choijk@ktb.co.kr

◆ Analyst 김소라 ☎ 02)2184-2364 ✉ sorakim@ktb.co.kr
◆ R.A. 박현진 ☎ 02)2184-2396 ✉ hyunjin@ktb.co.kr

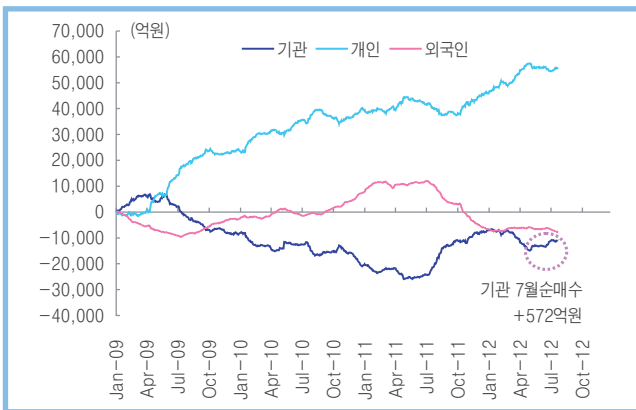
◎ Investment Point

- 1 ADR(Advance Decline Ratio) 역사적 바닥권 탈출 성공. 추가적인 상승 가능성 높아 중소형주 비중 확대 전략
- 2 최근들어 중소형주내 차별화 장세 확산. 전반적인 순환매에 의한 상승으로 가기에 개인들의 투자심리 여전히 약화
- 3 수요가 건조한 업종과 하반기 턴어라운드 종목을 중심으로 포트폴리오 압축 바람직

◎ 8월 투자유망 중소형주

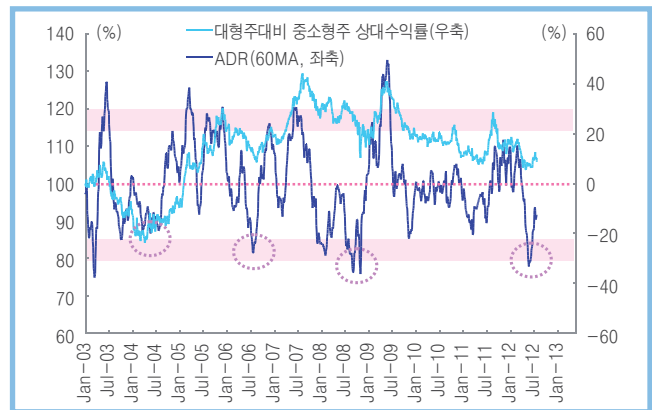
케이피에프(024880), MDS테크(086960), 이엘케이(094190), 상신이디피(091580)

코스닥 매매주체별 누적순매수 추이



자료: DataGuide, KTB투자증권

ADR과 중소형주 상대수익률 추이



자료: DataGuide, KTB투자증권
주: ADR=상승종목수/하락종목수





C·o·n·t·e·n·t·s

03 I. 8월 중소형주 시황 및 투자유망종목

II. 투자유망 중소형주

08	케이피에프(024880)
13	MDS테크(086960)
18	이엘케이(094190)
23	상신이디피(091580)





I. 8월 중소형주 시황 및 투자유망종목

7월 증시 하락세 지속 7월 국내증시는 유럽재정위기가 6월에 비해 더 악화되면서 하락세를 지속하였다. 스페인의 국제금리가 급등하고 이태리까지 전염되고 있어, 안전자산에 대한 글로벌 유동성 선호가 더욱 강화되고 있는 상황이다. 한편 외국인들이 7월에도 여전히 선물시장에서 한달간 약 1조 2,000억원에 달하는 매도 포지션과 2조원이 넘는 현물 순매도를 기록하면서 시장의 수급악화를 주도하였다.

7월 중순 이후 중소형주 급락 7월 중소형주는 ADR의 역사적 바닥권 진입 이후 상승전환 함으로써 중순까지는 대형주 대비 강세를 기록하였으나, 7월 중순 이후 지수의 전저점 하향이탈 가능성이 높아지면서 개인들의 투자심리 악화 및 신용물량 출회로 업황호전 섹터(스마트폰, 화장품, 모바일게임, 음식료 등)를 제외한 전 업종에 걸쳐 투매 양상을 보였다.

차별화 국면 확대 현재 중소형주 시장은 경기방어적 성격의 저평가된 중소형주와 업황이 견조한 중소형주를 중심으로 기관의 매수세가 꾸준히 유입되면서 상승추세를 유지하고 있는 반면, 경기민감한 산업재, 경기소비재 관련 중소형주와 각종 테마주들은 급락을 보이는 등 차별화 양상이 확대되고 있다. 이는 부족한 유동성, 불안한 투자심리, 경기민감업종의 실적악화 때문이며 이러한 차별화 양상은 하반기 경기전망이 긍정적으로 돌아서기 전까지는 지속될 가능성이 높아 보인다.

8월 중소형주는 전반적으로 대형주 대비 강세를 보일 것으로 예상된다. 그 이유는

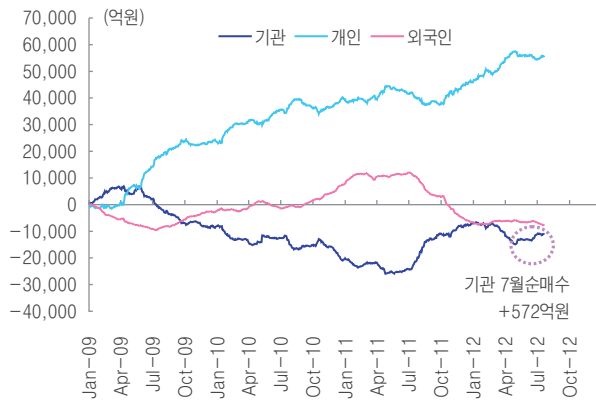
8월 중소형주 대형주 대비 강세 전망 첫째, 7월말 현재 ADR은 91% 수준으로 역사적 바닥권에서 상승전환에 성공하였으나 아직 더 상승할 여지가 많기 때문이다. 과거 패턴을 감안해볼 때 2008년과 같은 금융위기 상황만 아니라면 ADR이 최소 110% 수준까지 상승할 가능성이 높다.

둘째, 업황이 개선되고 있는 중소형주들은 하반기로 갈수록 밸류에이션 매력에 높기 때문에 추가적인 주가 레벨업 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 다만 유동성 부족으로 종목별 차별화는 더욱 심해질 것으로 보인다. 따라서 전반적인 중소형주 순환매 상승을 기대하기엔 아직 이르다고 보는 게 합리적이다.

8월 투자유망 8월 중소형 투자유망주로는 화스너 제품의 매출과 이익의 안정성과 향후 자동차용 단조품으로 성장 모멘텀을 보유한 **케이피에프(024880)**, 각 산업분야의 임베디드 소프트웨어 라인업을 구축하고 있고 자동차 전장품 증가와 함께 성장할 수 있는 **MDS테크(086960)**, 하반기 신규 거래처 확대에 따른 실적 개선으로 주가 반등 기대되는 **이엘케이(094190)**, 하반기 집중된 신규 스마트폰의 출시로 2차전지 부품 기업에 수혜 예상되는 **상신이디피(091580)** 4개사로 충분히 조정을 받은 우량 중소형주 중에서 실적 턴어라운드가 기대되는 종목들로 선정하였다.

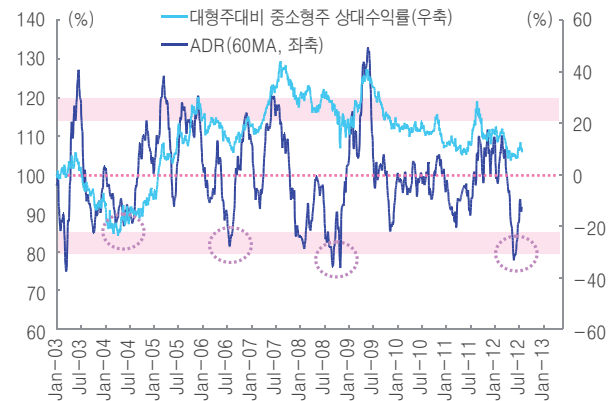


그림 01 코스닥 매매주체별 누적순매수 추이



자료: DataGuide, KTB투자증권

그림 02 ADR vs. 대형주 대비 중소형주 상대수익률



자료: DataGuide, KTB투자증권
주: ADR=상승종목수/하락종목수

그림 03 신용잔고 추이



자료: DataGuide, KTB투자증권



표 01

8월 중소형주 Top Picks 4

(단위: 원/억원/배)

종목명	주가	시가총액	2011		2012		투자포인트
			PER	PBR	PER	PBR	
케이피에프(024880)	7,300	844	9.3	0.8	5.8	0.7	<ul style="list-style-type: none"> -국내의 산업용 볼트, 너트 등의 화스너제품과 자동차용 단조부품(베어링) 생산 및 판매 -국내최대 연 10만톤(매출액 규모 3,500억원) Capa 보유로 절대적 경쟁 우위 -화스너 사업부문에서 안정적 매출 및 이익 확보 + 자동차용 단조품 사업 추가로 중장기 성장모멘텀 확보 -오버행 이슈 해결 및 BW로 인한 주가하락 우려 과도 → '12년 PER 6~7배로 저평가 매력 유효
MDS테크(086960)	12,900	1,121	7.1	1.1	8.6	1.9	<ul style="list-style-type: none"> -개발 솔루션, SW 솔루션, 교육 및 컨설팅에 이르는 통합적인 임베디드 솔루션 제공 기업 -국내 1,300여개 고객사 확보 및 모바일, 산업, 정보기전, 자동차, 국방/항공 등 전 산업에 걸친 제품 포트폴리오 보유 -최근 자동차 SW 탑재 증가 및 국산화 이슈 : 자동차 매출 비중 '10년 13% → 1Q12 26.7% -자동차 전장화를 확대에 따른 중장기 모멘텀 부각 및 스마트폰과 자동차 인포시스템 간의 미러링크 가시화
이엘케이(094190)	11,650	1,580	17.1	1.7	15.8	1.6	<ul style="list-style-type: none"> -모바일 기기용 터치패널과 키패드용 광원(Backlight) 생산 및 판매 -국내 최대 규모 정전용량 방식 터치패널 생산설비 보유 (4인치 터치패널 모듈 700만개/월 생산) -'12년 상반기 고객사 휴대폰시장 점유율 하락으로 실적 부진 → 하반기 신규 거래처 납품 개시로 개선 기대 -마이크로소프트의 새로운 운영체제 윈도우 8 출시에 따른 터치패널 시장의 환경 변화
상신이디피(091580)	4,050	457	7.0	1.1	8.4	1.2	<ul style="list-style-type: none"> -각형/원형 캔(CAN), 캡 어셈블리(Cap Ass'y) 등 2차전지 부품 개발/판매 전문 기업 -업계 최고 수준으로 평가 받는 2차전지 캔 제조 기술력 및 설계부터 생산까지 관련 기술 자체 보유 -기존 고객사의 2차전지 부품의 수입 대체 + 휴대폰 및 노트북용 2차전지의 지속적인 수요 확대 → 고객사내 점유율 상승 및 신규거래처 추가에 따른 거래선 다변화로 외형 성장 기대

주: 7/27일 종가 기준
자료: KTB투자증권



Memo | 이 페이지는 편집상 공백입니다.



II. 투자유망 중소형주

케이피에프(024880)

MDS테크(086960)

이엘케이(094190)

상신이디피(091580)



케이피에프 (024880)

It's Time To Buy!

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Investment Rationale

✓ Valuation Call	Positive
✓ 단기이익모멘텀	Positive
✓ 장기성장성	Positive

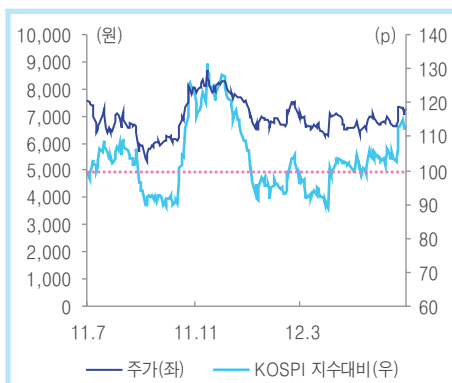
Trading Data & Expected Return

현재가(7/27)	7,300원
예상 주가상승률	-
시가총액	844억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	11,559천주
52주 최저가/최고가	5,320 / 8,700원
3개월 일평균거래대금	3억원
외국인 지분율	0.0%
주요주주지분율	
(주)티엠씨외 1인	36.6%

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	9.0	(1.4)	(2.0)	(12.0)
KOSPI대비 상대수익률(%)	8.3	5.6	13.9	(12.2)

Price Trend



Investment Point

볼트, 너트 등 화스너 제품과 자동차용 단조부품(베어링) 생산. 주요 매출처는 건설사, 플랜트, 중장비 기업, 석유화학 기업, 일진베어링 등. 베트남, 스페인, 중국에 해외 생산 법인 보유

1) 안정성과 성장성을 모두 보유한 사업부문

- ① 2007년부터 지속적인 투자로 현재 연 10만톤(매출액 규모 3,500억원) Capa 보유. 국내 최대 규모로 절대적 경쟁 우위
- ② 안정적인 화스너
 - 건설/중장비/플랜트용 볼트, 너트 생산. 안정적인 매출 및 높은 영업이익률(7~9%) 확보
 - 기계 산업이 존재하는 한 수요는 항상 존재하기 때문에 가격 경쟁력 중요. 국내 최대 capa 보유하여 규모의 경제+가격 경쟁력 보유
 - 최근 미국, 유럽의 대형 바이어가 증가하여 매출 안정성 확보
- ③ 자동차용 단조부품은 성장 모멘텀
 - 엔진/기어/샤프트용 베어링 생산. 대량 매출 가능
 - 중국 제품 대비 품질 및 가격 경쟁력 보유하여 유럽 진출. 중장기적 성장 동력 보유
 - 최근 제품 크기 및 적용처(엔진, 샤프트, 기어)를 다양화시켜 매출 증가 중
- ④ 해외 법인: 베트남(표준 화스너) 올해 BEP 목표, 스페인(중형 베어링) 경영 정상화 진행, 중국(대형 베어링) 2013년 본격 양산 돌입 → 2014년 이후 정상제도 진입 예정

2) 주가 부진 요인 해소

- ① 특정 기관에서 동사 지분 14% 보유하고 있었으나 현재 5% 미만으로 오버행 이슈 해결
- ② 현재 행사 가능한 BW 342만주가 전량 시장에 출회되어도 희석 후 주가 약 6,900원으로 현 주가와의 괴리율 약 6% 수준. 주가 희석 우려 과도한 것으로 판단

Valuation

2012년 예상 가이던스 기준 BW 희석 감안하여 PER 6.2/7.1배(기관/전체). 화스너에서 안정적인 매출 및 이익을 확보하고 있고, 자동차용 단조품 사업을 추가하면서 구조적인 매출 변화를 통해 중장기적 성장 모멘텀 확보하고 있는 점을 감안 시 현 주가는 절대적 저평가 영역. 주가 리레이팅 기대되며 투자매력 높음

Earnings Forecasts

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
매출액	992	1,175	1,569	1,349	1,854	2,811	3,300
영업이익	30	47	146	95	97	168	245
EBITDA	95	112	204	146	167	221	301
순이익	68	57	128	93	151	90	145
자산총계	914	895	1,096	1,497	1,862	2,554	2,731
자본총계	608	633	747	904	1,053	1,237	1,314
순차입금	16	(14)	(21)	24	141	655	646
매출액증가율	1.2	18.5	33.5	(14.0)	37.4	51.6	33.4
영업이익률	3.0	4.0	9.3	7.1	5.3	5.9	7.4
순이익률	6.9	4.9	8.2	6.9	8.1	3.2	4.3
ROE	12.0	9.3	18.6	11.3	15.4	7.6	11.7
ROIC	4.9	6.5	17.9	10.8	7.6	6.9	9.1
P/E	9.1	10.9	3.6	6.1	4.2	9.3	5.8
P/B	1.0	1.0	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.7	5.5	2.1	4.1	4.7	7.3	5.1
배당수익률	1.6	1.6	2.2	2.0	2.6	1.8	2.0



주가 Re-rating 예상

50년 업력을 지닌
화스너, 자동차용 단조품
제조기업

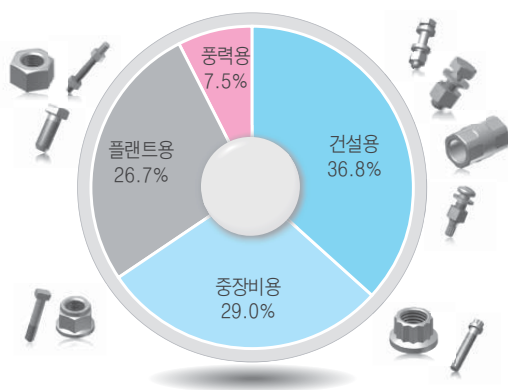
동사는 산업용 볼트, 너트 등의 화스너 제품과 타이어, 엔진, 샷시, 기어 등에 들어가는 베어링, 기어 등을 생산하고 있다. 1963년 한국볼트로 설립되어 현재 국내 충주, 스페인, 베트남 비나(VINA)에 생산 공장을 보유하고 있다. 충주 공장의 경우 지속적인 투자로 연간 10만톤, 매출 규모 3,500억원 까지 확대하여 국내 최대 규모의 생산 능력을 보유하고 있다. 스페인 공장은 글로벌 자동차 부품 기업 SKF의 스페인 공장을 동사가 2010년에 인수하여 동사의 유럽 진출의 기지로 삼고 있다.

화스너 제품의 전방 산업은 건설, 중장비, 석유화학 플랜트 등으로 특수장비 및 기계산업이다. 주로 다품종 생산 체제로 주요 매출처는 국내 대기업 건설사, 석유화학 기업, 중공업 기업으로 전 산업에 걸쳐 안정적인 매출처를 확보하고 있다. 화스너 제품은 스팟성 주주라 실적 예측이 불가능하지만 필수 부품으로 기계 산업이 존재하는 한 일정량의 수요는 항상 존재한다. 따라서 꾸준히 매출이 발생하고, 약 7~9% 정도의 높은 영업이익률을 보유하고 있어 안정적으로 높은 이익을 가져올 수 있다.

자동차용 단조부품은 화스너 제품에 비해 소품종 대량생산체제로 현재 Bearing Component(ring), Gear Component, Cam Lobe for engine 등을 생산하고 있다. 국내에서는 현대, 기아차 1차 벤더인 일진베어링에 납품 중이고, 스페인 공장에서는 SKF로 중형 베어링을 납품하고 있다. 자동차용 단조품의 경우 대량 매출이 가능하며 주주기반이라 실적 예측이 가능한 장점이 있지만 마진율이 3~5%정도로 고정되어 있는 것이 한계이다.

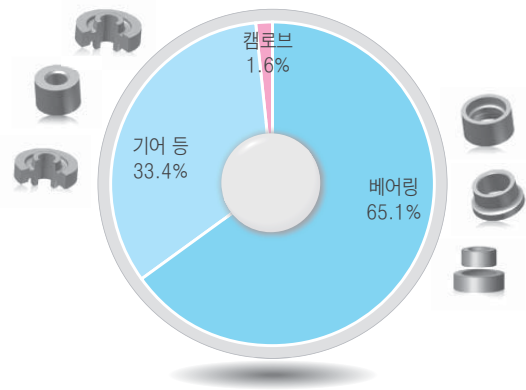
2011년 매출 2011년에는 연결 기준 매출액 2,811억원, 영업이익 168억원, 당기순이익 90억원을 달성하였다. 국내법인은 매출액 2,473억원, 스페인 329억원, 베트남에서 55억원을 달성하였다. 2010년 대비 2011년 당기순이익(별도 기준 101억원)이 약 50% 감소했는데 2010년에는 안산공장 매각대금이 반영되어 일회성 이익이 발생하였고, 2011년에는 투자 자산손실이 반영되면서 당기순이익률이 3.2%에 불과하였다.

그림 04 화스너 제품 매출 비중(2011년)



자료: 케이피에프, KTB투자증권

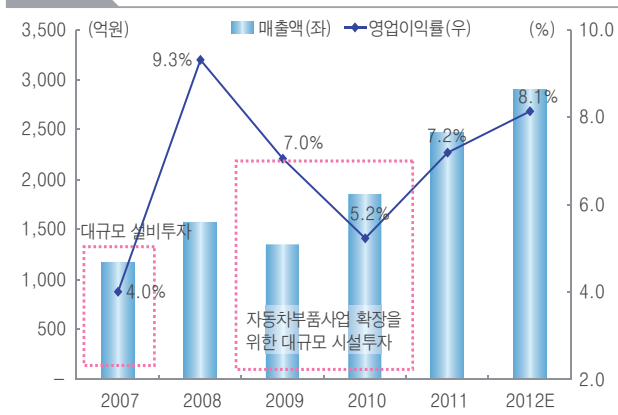
그림 05 자동차용 단조품 매출 비중(2011년)



자료: 케이피에프, KTB투자증권

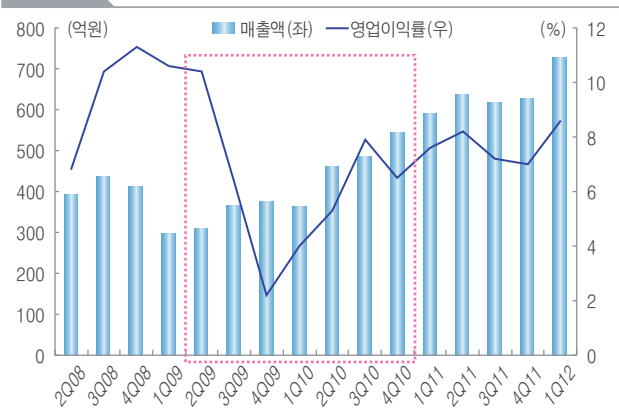
안정성과 성장성을 모두 보유 동사는 2007년부터 지속적인 설비 투자를 통해 현재 연간 10만톤, 매출액 3,500억원의 국내 최대 규모의 capa를 보유하고 있다. 건설, 조선, 석유화학, 특수 장비 및 풍력에 걸친 다양한 전방산업에 걸쳐 다양한 제품 라인업을 갖추고 있으며 오랜 업력에 따른 제조 노하우로 대만, 중국 경쟁사 대비 품질 경쟁력을 보유하고 있고, 일본, 유럽 대비 가격 경쟁력도 보유하고 있다. 또한 주요 원재료 가격이 상승해도 주문 생산 방식에 따라 제품을 생산하기 때문에 판매단가 조정이 가능하여 타 경쟁사 대비 원재료 가격에 대한 민감도가 낮은 강점도 있다.

그림 06 Capa 확장에 따른 매출 및 영업이익률 추이



자료: 케이피에프, KTB투자증권

그림 07 분기별 매출 및 영업이익률 추이



자료: 케이피에프, KTB투자증권

안정적인 화스너 제품 화스너 제품의 경우 기계, 장비 산업이 존재하는 한 수요는 항상 존재하기 때문에 안정적인 매출이 발생하고, 7~9%의 경쟁사 대비 높은 영업이익률로 꾸준한 이익 성장이 가능하다. 최근 국내 공장에서는 매출 규모가 작은 군소 기업을 정리하고 대규모 수주가 가능한 대형 기업 위주로 고객사를 재편하고 있으며 특히 미국, 유럽의 대형(Big) 바이어를 추가하여 안정적인 수주와 매출을 확보하고 있다. 해외 공장의 경우, 품질 좋은 저가 화스너 제품을 생산을 위하여 베트남 비나(VINA)에 매출액 500억원 규모의 생산 공장을 올 7월에 본격적인 대량 생산 체제에 돌입할 예정이다. 향후 Mass 마켓 진출에 따른 대량 매출도 기대된다.

자동차용 단조품으로 성장 모멘텀 장착 자동차용 단조부품 영업이익률은 3~5% 정도로 화스너 제품 대비 낮으나 대량 매출이 가능한 장점이 있다. 값싼 중국산 대비 제품 경쟁력이 있으며 현지 생산을 통한 가격 경쟁력도 보유하여 향후 중장기적으로 꾸준한 매출 증가가 기대된다. 국내에서는 현대, 기아차 1차 벤더인 일진베어링에 타이어용 중형 베어링을 납품 중이며 최근에 엔진, 기어 및 샤프트 등으로 제품을 다양화시키고, 여러 종류의 사이즈를 생산하며 제품 품목을 다양화 시켰다. 그로 인해 적용 제품이 증가하고, 또한 매출도 증가하고 있다. 해외에서는 2010년에 SKF의 스페인 공장을 인수하여 SKF형 중형 베어링을 생산 중이다. 2011년 329억원의 매출을 달성하였으나 계속되는 유럽경기 악화로 2012년에는 261억원으로 전년대비 약 21% 감소한 실적이 예상된다. 향후 SKF 이외 티센 등으로 매출처를 다변화시키기 위해 노력 중이며 품목 다양화 노력도 지속 중이다.



해외법인 2014년부터 정상궤도 전망	베트남 공장은 저가 화스너제품 생산예정으로 올해 본격 양산을 통해 BEP를 목표로 하고 있으며 스페인 공장에서는 유럽 경기악화로 인한 매출 감소와 기존에 방만했던 경영환경을 구조조정 중으로 소폭의 적자가 예상된다. 중국 공장은 대형 베어링 생산용으로 올해 9~10월에 공장 완공 예정으로 2013년부터 본격 양산 예정이다. 올해는 해외 법인에서 약 20~40억원의 영업적자를 기록할 예정이지만 2013년 안정화 과정을 거쳐 2014년 이후부터는 정상궤도에 진입하여 매출 및 이익이 한 단계 레벨업 될 것으로 전망한다.
주가 부진 요인 해소 완료	<p>동사는 안정적이고 꾸준한 사업을 영위하고 있음에도 불구하고 그 동안 동사의 주가는 1997~2011년 CAGR 20%에 달하는 실적 성장세를 전혀 반영하지 못하였다. 그 이유는 ①오버행 이슈, ②BW로 인한 주가 희석 우려 때문이었다.</p> <p>기존에 특정 기관 한 곳에서 동사의 지분을 약 14% 정도 보유하고 있었으나 지난 11월 장내 매도와 블록딜을 통해 현재는 5% 미만의 지분을 보유하고 있다. 따라서 그 동안 주가 상승에 부담으로 작용한 오버행 이슈는 마무리된 것으로 판단된다. 또한 2010년 2월에 200억원 규모로 발행했던 신주인수권부사채로 인한 주가 희석 우려가 존재한다. 총 200억원, 약 370만주 중 120억원은 대주주 티엠씨가 보유 중이고, 나머지를 산은캐피탈, 하나은행, W저축은행에서 보유 중이다. 그러나 현재 행사 가능한 약 342만주가 전량 시장에 출회된다고 해도 희석 후 예상 주가는 약 6,900원으로 현주가의 괴리율은 약 6%에 불과하기 때문에 수준으로 주가 희석 우려는 과도한 것으로 판단된다.</p>
2012년 가이던스 기준 PER 5.8배	<p>2012년 1분기는 사상최대 매출을 경신했으며 2분기 실적 또한 1분기와 유사한 수준으로 양호한 실적이 전망된다. 2012년 회사 가이던스는 연결기준 매출액 3,300억원(+17.4% YoY), 영업이익 245억원(+45.7% YoY), 당기순이익은 145억원(+61.3% YoY)을 제시하였다. 지난해 해외 공장 손실과 영업외 투자 손실로 인한 일회성 비용으로 영업이익률과 당기순이익률이 하락하였지만 올해는 해외 법인 적자 축소로 이익률 회복이 전망된다.</p> <p>현재 주가는 2012년 예상 순이익 기준 BW 희석 감안하여 PER 6~7배 수준이다. 현재 기관이 보유 중인 BW 물량만 시장에 출회되면 PER 6배, 전체 BW 시장 출회시 7배이다. 현재 주가 수준은 그 동안의 매출 성장세가 반영이 안된 절대적 저평가 영역에 있다. 화스너에서 안정적인 매출 및 이익을 확보하고 있고, 자동차용 단조품 사업이 추가되면서 구조적인 매출 변화를 통해 중장기적 성장 모멘텀을 확보하고 있는 점을 감안하면 주가 상승 여력은 높다고 판단된다.</p> <p>또한 선박용, 해저케이블용 특수케이블 제조 회사인 대주주 주티엠씨가 2013년 상장 예정이다. IPO 시 유리한 공모가 산정을 위해서는 현재 절대적 저평가 국면에 있는 동사 가치를 재평가 받기 위한 노력도 진행될 것으로 예상된다.</p>



표 02 신주인수권부사채 2회차 지분 보유 내역

종류	2회차	보유기관	수량(만주)	전체 주식수 대비 지분율
발행일	2010-02-05	W저축은행	37	3.10%
만기일	2013-02-05	산은캐피탈	55	4.58%
행사기간	2011-02-05	하나은행	28	2.34%
	2013-01-05	(주)티엠씨	250	21.60%
권면총액(억원)	200			
미행사 권면총액W(억원)	185			
행사가(원)	5,410			
행사가능주식수(만주)	342			

자료: KTB투자증권

표 03 BW 희석우려 과도

	가격(원)	행사잔액(억원)	주식수(만주)	시가총액(억원)
BW	5,410	185	342	
현주가	7,300		1,156	844
전체 주식수(만주)			1,498	
BW 희석후 예상주가(원)			6,869	
현주가와 괴리율			5.9%	

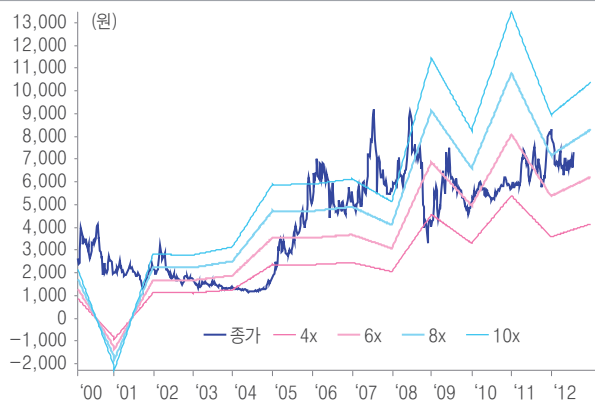
자료: KTB투자증권

표 04 BW 희석 후 밸류에이션 비교

	상장주식	BW	
	현주가	기관	기관+대주주
가격(원)	7,300	5,410	5,410
수량(만주)	1,156	92	342
시가총액(억원)	844	-	-
BW 희석 후 시가총액(억원)	-	894	1,029
2012년 예상 순이익(억원)		145	
2012(E) PER(배)	5.8	6.2	7.1

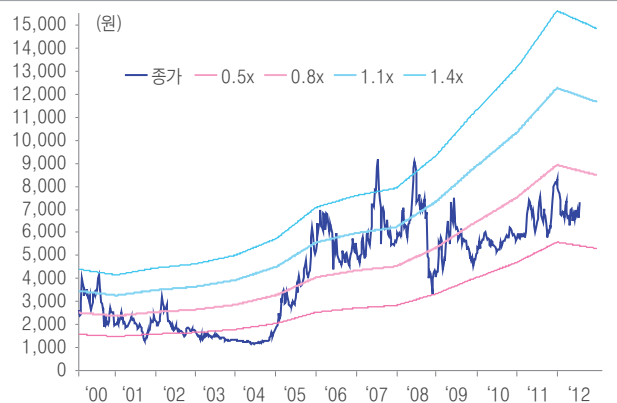
자료: KTB투자증권

그림 08 Historical PER 밴드



자료: KTB투자증권

그림 09 Historical PBR 밴드



자료: KTB투자증권

MDS테크 (086960)

자동차 전장과 함께 성장한다

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Investment Rationale

✓ Valuation Call	Positive
✓ 단기이익모멘텀	Positive
✓ 장기성장성	Positive

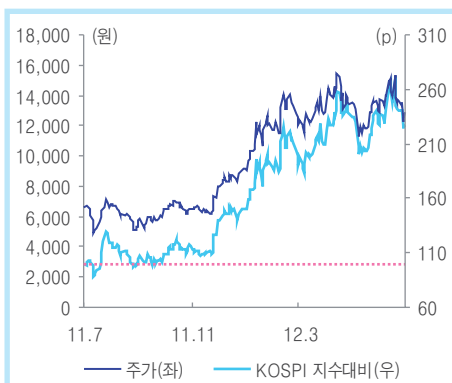
Trading Data & Expected Return

현재가(7/27)	12,900원
예상 추가상승률	-
시가총액	1,121억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	8,693천주
52주 최저가/최고가	4,900 / 15,400원
3개월 일평균거래대금	29억원
외국인 지분율	17.6%
주요주주지분율	
스틱코리아 신성장동력첨단융합	48.0%
사모투자전문	

Performance

	1M	6M	12M	YTD
추가상승률	(0.4)	40.8	94.0	62.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	(1.0)	47.7	109.9	62.3

Price Trend



▶ Investment Point

임베디드 시스템 솔루션을 운영하는 소프트웨어 기업. 임베디드 개발 솔루션, SW OS, 어플리케이션 엔지니어링 및 컨설팅 제공. 국내 약 1,300여개 고객사 보유

1) 전 산업에 걸친 제품 포트폴리오 보유

- 임베디드 SW 솔루션 공급. 개발 솔루션, SW 솔루션, 교육 및 컨설팅에 이르는 통합적인 임베디드 솔루션 제공 기업
- 모바일, 산업, 정보가전, 자동차. 국방/항공 등 전 산업에 걸친 제품 포트폴리오 보유
- 우리나라 국가 기간 산업이 IT, 조선, 자동차 등 여러 분야에 걸쳐 있기 때문에 최적의 비즈니스 모델 보유

2) 전장 수요 증가로 중장기 성장 지속 전망

- ① 최근 자동차 SW 탑재 증가 및 국산화 이슈가 증가하여 국내 자동차 전장 시장은 성장 초기 국면. 국내외 자동차 전장 시스템 확대되면서 자동차 매출 비중 꾸준히 증가 중('10년 13%→'11년 23.4%→1Q12 26.7%)
- ② 소프트웨어 개발 톨 니즈 증가
 - (기존)모바일: 빠른 출시가 최우선. 디버깅 SW만 공급
 - (신규)자동차: SW의 신뢰성과 안정성이 최우선. 설계, 코딩/디버깅, 테스트 SW 증가 → 개발 톨의 양적 증가로 동사 매출 증가 기대
- ③ 자동차 전장화율 현재 35%에서 2030년까지 50%로 확대 예정으로 중장기 성장성 보유
- ④ 스마트폰과 자동차 인포시스템을 연결시켜주는 SW인 미러링크(네오링크) 가시화

▶ Valuation

2012년 예상 가이던스 기준 PER 8.6배. 국내 자동차 전장 사업 시장 초기 단계로 중장기적 성장성을 확보하였고, 국내 독보적인 SW 플랫폼인 공급 및 엔지니어링 능력 감안 시 주가 리레이팅 기대. 투자매력 높음

▶ Earnings Forecasts

(단위: 억원, 원, %, 배)

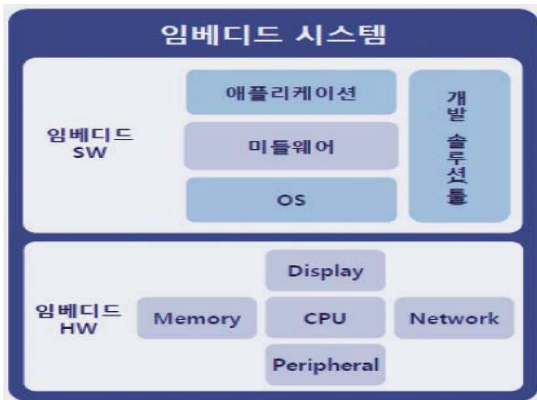
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
매출액	336	317	582	555	621	707	800
영업이익	70	26	52	70	82	92	115
EBITDA	80	38	72	89	100	99	132
순이익	65	35	38	57	78	97	130
자산총계	499	507	425	534	641	718	716
자본총계	381	438	315	382	535	571	578
순차입금	(77)	(302)	(58)	(160)	(220)	(344)	(388)
매출액증가율	19.3	(5.8)	83.8	(4.6)	11.9	13.8	13.2
영업이익률	20.7	8.1	8.9	12.7	13.2	13.0	14.4
순이익률	19.4	11.2	6.5	10.3	12.6	13.7	16.3
ROE	19.6	8.6	10.9	16.4	17.0	17.0	22.8
ROIC	19.3	58.1	31.2	32.6	32.9	34.1	-
P/E	16.5	24.0	5.9	14.5	9.4	7.1	8.6
P/B	2.7	2.5	1.1	2.8	1.5	1.1	1.9
EV/EBITDA	9.8	20.6	2.3	7.5	4.9	3.6	6.6
배당수익률	1.5	1.2	6.3	2.5	3.2	3.7	2.4

자동차 전장 증가 수혜

국내 1위 임베디드 SW 솔루션기업

임베디드 시스템은 크게 어플리케이션, 미들웨어, OS, 개발 솔루션(툴)의 임베디드 소프트웨어와 CPU, 메모리, 디스플레이, 네트워크 등의 임베디드 하드웨어로 구성되며 동사의 사업분야는 임베디드 소프트웨어에 해당된다. 동사는 임베디드 소프트웨어(Embedded Software) 엔지니어링 및 컨설팅 기업으로 1994년 설립되었다. 임베디드 소프트웨어란 특정 목적을 가진 시스템이 동작되도록 프로그래밍 하는 소프트웨어를 말한다. 임베디드 소프트웨어는 모바일, 가전, 산업, 자동차, 국방/항공 등 여러 분야에서 사용되고 있으며 동사는 각 산업에 맞는 라인업을 보유하고 있고 서비스를 제공하고 있다. 동사는 파트너사인 Microsoft, IBM, Lauterbach, Windriver 등에서 소프트웨어를 공급받아 소프트웨어를 개발할 수 있는 임베디드 개발 솔루션부터 OS와 어플리케이션 개발에 이용되는 임베디드 SW 솔루션 그리고 임베디드 교육 및 기타 서비스까지 다양한 임베디드 솔루션을 제공 중이다. 국내 약 1,300여개 고객사를 보유하고 있으며 고객사 매출 비중은 삼성전자 10%, LG 전자 10%, 현대차 10% 정도를 차지한다. 해외에는 호주와 싱가포르에 MS소프트웨어 판매를 담당하고 있는 판매법인이 있고, 인도, 말레이시아 진출도 꾀하고 있다.

그림 10 임베디드 시스템 개요



자료: MDS테크, KTB투자증권

그림 11 임베디드 시스템 국내 시장 구조



자료: MDS테크, KTB투자증권

2011년 호실적 달성 2011년에는 연결 기준 매출액 707억원, 영업이익 92억원, 당기순이익 97억원을 달성하였다. 국내에서 매출액 611억원, 영업이익 80억원, 당기순이익 88억원, 호주, 싱가포르 판매법인에서 매출액 96억원, 영업이익 12억원을 달성하였다.

다양한 SW 보유 동사는 IT, 자동차, 조선, 국방/항공 등 다양한 산업군의 임베디드 소프트웨어 솔루션(개발 솔루션, 소프트웨어 솔루션, 교육 및 컨설팅)을 통합적으로 공급하고 있다. 다양한 산업이 골고루 발달되어 있는 우리나라의 산업구조 특성상 나타나게 된 최적의 비즈니스를 모델을 보유하고 있어 국내 소프트웨어 공급에 독보적인 위치에 있다. 동사는 일부 자체 소프트웨어 개발도 진행하고 있고, 글로벌 소프트웨어 기업의 제품을 라이선스 계약하여 독점적으로 제공하고 있다. 현재까지 글로벌 소프트웨어 개발 기업들과 지속적으로 관계를 유지 중이며 다양한 산업의 다양한 소프트웨어 라인업을 보유 중이다.



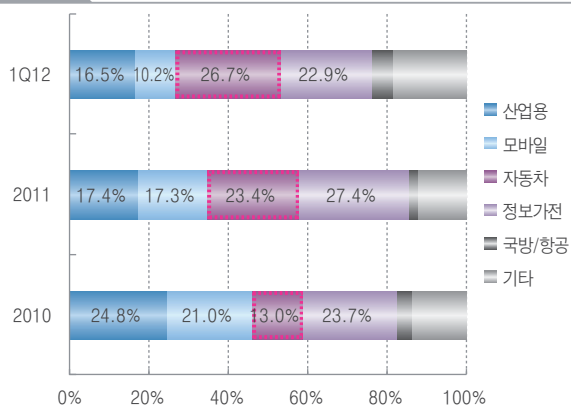
모바일용 감소,
자동차용 수요 증가

최근 소프트웨어 개발 솔루션 시장에서는 경쟁이 치열한 모바일용 소프트웨어 시장이 감소하고 자동차, 국방/항공 시장 성장에 따른 신규 수요가 증가하고 있다. 동사의 산업별 매출 비중도 2010년 21%를 차지했던 모바일 비중은 1Q12 기준 10.2%로 감소하였고, 13%에 불과했던 자동차 매출 비중은 26.7%까지 확대되었다. 모바일용 솔루션의 경우 빠른 시장 출시가 최우선이기 때문에 디버깅 소프트웨어의 수요만 있었지만 자동차용 솔루션은 소프트웨어의 안정성과 신뢰성이 최우선으로 간주되기 때문에 설계, 코딩/디버깅, 테스트 소프트웨어의 모든 솔루션 수요가 증가하고 있어 매출 증가가 진행 중이다. 자동차용 소프트웨어 개발 솔루션 시장이 진입 초기 단계로 현재는 테스트 수준의 매출만 발생하고 있지만 향후 양산단계 시 매출 규모가 더욱 증가하는 점을 감안하면 향후 성장성은 무궁무진한 것으로 판단된다.

자동차 전장 SW로
중장기 성장성 보유

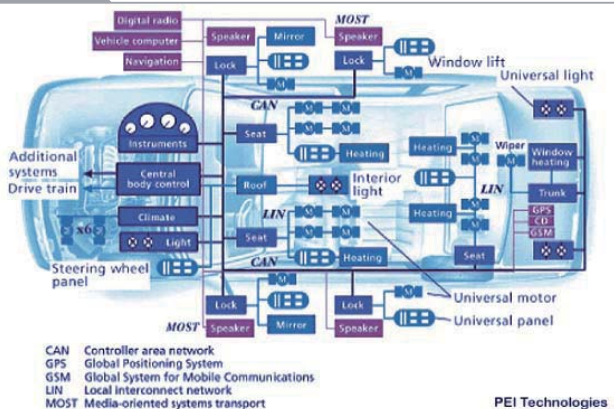
최근 BMW, Benz, Volkswagen 등 글로벌 자동차 메이커뿐만 아니라 국내 자동차 메이커들도 자동차 전장화에 집중하고 있다. BMW, Volkswagen은 2016년 자사 자동차에 글로벌 표준 플랫폼인 AUTOSAR(AUTomotive Open System Architecture) 탑재를 위해 연구개발을 진행 중이다. 동사는 AUTOSAR 개발 기업인 독일 Elektrobit社와 파트너십을 통해 만도, LG화학 등에 각종 솔루션을 제공하고 있다. 이러한 각 사들의 노력으로 인해 2010년 기준 자동차 전장화율은 35%정도로 향후 2030년까지 50% 이상으로 확대될 것으로 기대되어 향후 중장기 성장성을 확보하였다. 또한 전세계적으로 스마트폰과 자동차 인포시스템(대표적으로 네비게이션)을 연결시켜주는 국제 표준 플랫폼인 미러링크에 대한 연구개발도 지속 중인데 동사는 자동차용 미러링크 소프트웨어인 네오링크를 자체 개발하였다. 최근 출시한 삼성전자 갤럭시S3에 Drive Link라는 네오링크 솔루션이 탑재되면서 향후 본격적인 자동차용 인포테인먼트 시장 성장이 예상된다.

그림 12 산업별 매출 현황: 자동차 비중 증가 중



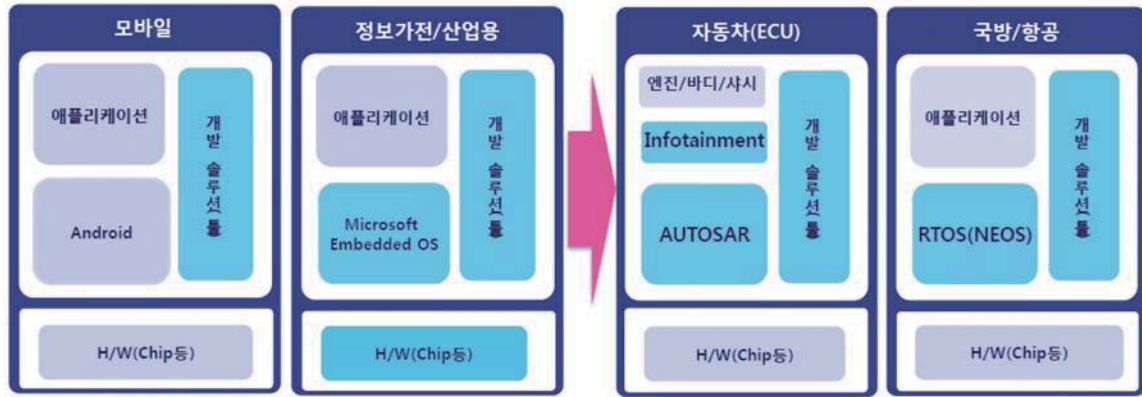
자료: MDS테크, KTB투자증권

그림 13 자동차용 임베디드 소프트웨어



자료: PEIT, KTB투자증권

그림 14 임베디드 솔루션 산업 시장 확산: 기존 모바일, 정보가전, 산업용 → 자동차, 국방/항공



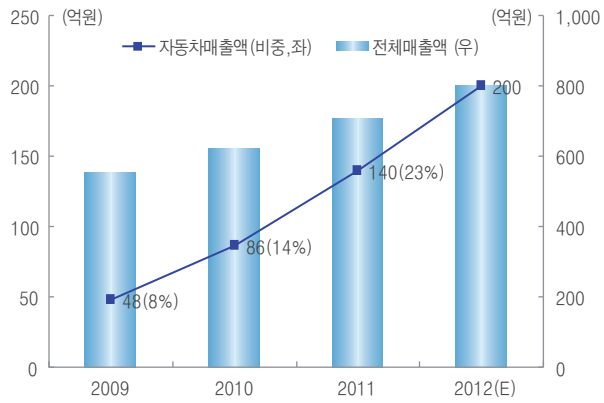
자료: MDSE테크, KTB투자증권

2012년 가이드스 기준 PER 8.6배 2012년 1분기는 계절적 비수기를 감안하더라도 양호한 실적을 달성하였으며 2분기 실적 또한 1분기 대비 증가한 매출액 160억원(+26.9% YoY), 영업이익 24억원(+41.1% YoY)으로 양호한 실적이 전망된다. 2012년 회사 가이드스는 연결기준 매출액 800억원(+13.2% YoY), 영업이익 115억원(+25% YoY), 당기순이익은 130억원(+34% YoY)을 제시하였다. 별도기준으로는 매출액 700억원, 영업이익 100억원으로 전년대비 각각 14.6%, 25.0% 증가한 실적이 예상된다. 또한 2012년 1분기 기준으로 현금성 자산 450억원을 보유하고 있어 금융수익으로 연간 20~30억원이 기대되는 점도 긍정적인 요소이다.

현재 주가는 2012년 예상 순이익 기준 PER 8.6배 수준으로 국내에서 독보적인 소프트웨어 공급 및 엔지니어링 능력을 갖고 있으며 국내 자동차 전장 사업이 시장 초기 단계로 중장기적 성장성을 확보한 점을 감안하면 주가 리레이팅이 기대된다. 향후 꾸준하게 성장 예정인 자동차 전장 시장 성장과 함께 주가는 동행할 것으로 향후 주가 상승 여력은 높다고 판단된다.

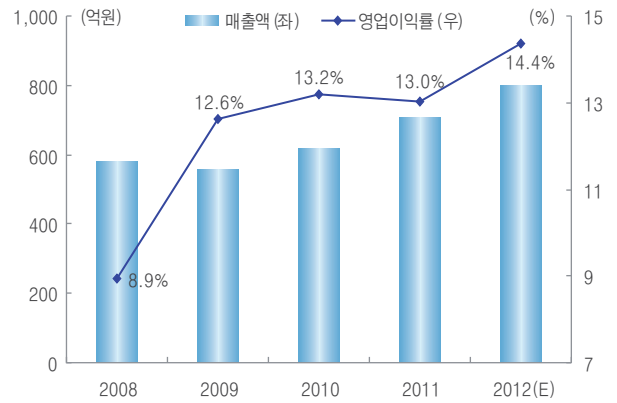


그림 15 자동차 매출 비중 증가 추이



자료: MD세테크, KTB투자증권

그림 16 매출액 및 영업이익률 추이



자료: MD세테크, KTB투자증권

그림 17 Historical PER 밴드



자료: KTB투자증권

그림 18 Historical PBR 밴드



자료: KTB투자증권

이엘케이 (094190)

윈도우 8 세상을 주름 잡을 터치패널의 강자!

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Investment Rationale

<input type="checkbox"/>	Valuation Call	
<input checked="" type="checkbox"/>	단기이익모멘텀	Positive
<input checked="" type="checkbox"/>	장기성장성	Positive

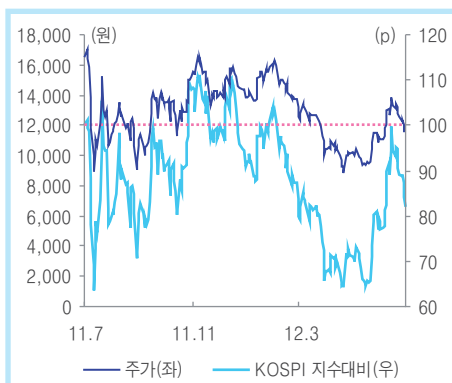
Trading Data & Expected Return

현재가(7/27)	11,650원
예상 주가상승률	-
시가총액	1,580억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	13,559천주
52주 최저가/최고가	8,880 / 17,050원
3개월 일평균거래대금	14억원
외국인 지분율	3.6%
주요주주지분율	
신동혁의 16인	24.5%
자사주	10.5%

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	3.6	(15.9)	(28.7)	(17.7)
KOSPI대비 상대수익률(%)	2.9	(9.0)	(12.9)	(17.9)

Price Trend



Investment Point

터치패널 모듈 및 키패드 광원(무기EL) 제조/판매 전문 기업으로 주력 사업 부문은 ①터치패널과 ②키패드용 광원 EL. '05년 EL 모토로라 납품 이후 '07년 ITO 센서 모토로라 납품 → '08년 LG전자 터치패널 매출 본격화. '11년 매출 비중 터치패널 97%, EL 3%

1) 국내 최대 규모 정전용량 방식 터치패널 생산설비 보유

- ① 터치 센서부터 본딩 및 패널 조립과 자회사(두모전자)를 통한 강화유리까지 일원화된 생산공정 보유 → 고객사의 대량 양산 대응 가능(4인치 터치패널 모듈 700만개/월 생산)
- ② 메탈 메시 및 인쇄기술을 적용해 공차 문제를 개선한 G2 방식 공정 개발 진행 중

2) '12년 상반기 실적 부진 → 하반기 신규 거래처의 납품 개시로 실적 개선 기대

- ① '09~'10년: 정전용량 방식의 터치패널 공급 본격화로 고성장 기록 → '11~'12년 상반기: 주요 고객사 모토로라와 LG전자의 세계 휴대폰 시장 점유율 하락으로 실적 둔화(2Q12 영업적자 예상)
- ② '12년 하반기 국내외 3~4개 신규 거래처의 납품 개시로 뚜렷한 실적 개선 기대(매출액 1Q12: 386억원 → 2Q: 290 → 3Q: 600 → 4Q: 900 전망)

3) 마이크로소프트의 새로운 운영체제 윈도우 8 출시에 따른 터치패널 시장의 환경 변화

- ① MS 윈도우 8: 메트로UI를 사용해 터치스크린 기능을 기본 사양으로 채택(12/10/26 출시)
- ② 터치 기능을 기본 장착한 윈도우 8의 출시로 태블릿 PC, 노트북 및 올인원 PC 등 터치패널 수요 확대 전망 → 국내 최대 터치패널 생산 시설을 보유한 동사에 관심 집중

Valuation

'12년 예상 순이익 기준 PER 15.8배 수준. 일반적인 IT부품 기업 및 동종 터치패널 기업과 견주어 주가 수준이 높다고 평가할 수 있지만, 하반기 실적 개선에 따른 절반의 가치만 반영된 PER 수준. '13년 금년 대비 2배 이상의 실적이 기대되는 성장성을 감안해야 함. 하반기 MS 윈도우 8의 출시와 함께 새롭게 재편되는 태블릿 PC 및 노트북 PC의 터치 패널 공급 확대에 따른 실적 기대감이 주가 상승을 이끌 전망

Earnings Forecasts

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
매출액	382	386	350	1,193	2,386	2,342	2,200
영업이익	91	71	27	172	245	189	170
EBITDA	96	79	42	204	304	287	275
순이익	71	62	(162)	129	202	128	100
자산총계	383	519	668	1,201	2,428	2,582	2,310
자본총계	136	399	181	372	896	1,000	981
순차입금	72	(33)	373	419	886	921	845
매출액증가율	460.9	1.2	(9.3)	240.2	100.1	(1.8)	(6.1)
영업이익률	24.0	18.3	7.8	14.4	10.3	8.1	7.7
순이익률	18.5	16.0	(46.2)	10.8	8.5	5.5	4.5
ROE	73.8	23.1	(55.9)	46.6	31.9	13.5	10.1
ROIC	59.2	26.3	5.5	24.1	-	9.3	-
P/E	-	5.4	-	18.5	9.5	17.1	15.8
P/B	-	1.1	0.9	5.8	2.2	1.7	1.6
EV/EBITDA	-	5.7	14.4	14.9	9.8	9.9	9.3
배당수익률	-	1.6	0.0	0.0	0.7	0.7	0.9



윈도우 8 세상을 주름 잡을 터치패널의 강자!

이엘케이: 터치패널 모듈 및
키패드 광원(무기EL) 전문기업

'11년 매출액 2,342억원 /
영업이익 189억원 기록

시가총액(7/27): 1,580억원

이엘케이(ELK)는 터치패널 모듈 및 키패드 광원(무기EL) 제조/판매 전문 기업으로 1999년 4월 설립되어 2007년 10월 코스닥 시장에 상장되었다. 대전 유성구 관평동과 용산동에 본사 및 생산공장(1, 2, 3공장)이 위치해 있으며, 2, 3공장과 함께 위치한 윈도우 글라스 생산 자회사 두모전자와 중국 텐진(天津)에 터치패널 생산 자회사인 유성전자를 지분을 100%로 운영 중이다. 2011년 별도 기준 매출액 2,342억원(-1.8% YoY), 영업이익 189억원(-23.1% YoY)을 기록했고, 연결 기준 매출액 2,360억원(-1.1% YoY), 영업이익 175억원(-23.7% YoY)을 기록했다. 2012년 1분기는 별도 기준 매출액 386억원(-37.7% YoY), 영업이익 6억원(-91.0% YoY)을 기록해 전년 하반기 이후 매출 및 이익 모두 (-)성장이 이어졌다. 기준일(12/7/27) 시가총액은 1,580억원이다.

주력 사업 부문:

- ① 터치패널
모토로라('07), LG전자('08) 등
- ② 키패드 EL
모토로라('05)

동사의 주력 사업 부문은 ①모바일 기기용 터치패널과 ②모바일 기기의 키패드용 광원(Backlight)인 무기EL이다. 2003년 휴대폰 키패드 광원용 EL을 개발해 2005년부터 모토로라 휴대폰에 납품을 시작했고, 2007년부터는 ITO cap 센서의 모토로라(MOTOROLA) 납품을 시작으로 정전용량 방식의 터치패널 매출을 본격화해 2008년 LG전자, 2009년 시냅틱스(Synaptics), 2010년 소니(SONY) 등의 고객사로 터치패널을 공급하고 있다. 또한 HP, 렉스마크(Lexmark) 등 사무/가전용 고객사의 터치패널을 공급 중이거나 양산 준비 중에 있으며, 국내외 매출처 다각화를 통한 수익 구조 개선이 활발히 진행 중이다. 2011년 매출액 기준 터치패널 96.9%, EL 3.1%의 매출 비중을 기록했다.

국내 최대규모 정전용량 방식
터치패널 생산설비 보유

동사의 최대 경쟁력은 국내 최대규모의 정전용량 방식 터치패널 생산설비를 꼽을 수 있다. 터치센서부터 본딩 및 패널 조립과 자회사(두모전자)를 통한 강화유리(window glass)까지 일원화된 생산 공정을 보유해 고객사의 대량 양산 대응이 가능하다. 4인치 제품의 월 생산 기준 ITO 센서 1,000만 개, 패널 모듈 700만개 등 GFF 방식의 국내 최대 생산 능력을 보유하고 있다. 뿐만 아니라 ITO 필름을 대체할 수 있는 메탈 메시(Metal Mesh)와 인쇄기술을 적용해 공차 문제를 개선한 G2 방식의 공정 개발도 진행 중이다.

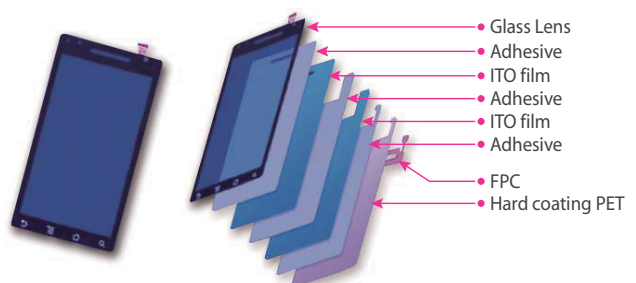
그림 19 이엘케이 주력 제품(키패드 광원 무기EL)



■ 모토로라 RAZR

자료: 이엘케이, KTB투자증권

그림 20 이엘케이 주력 제품(터치패널 모듈)



터치패널

: ITO 필름 부착부터 패널조립 및 강화유리까지 일괄생산 수직계열화

자료: 이엘케이, KTB투자증권

표 05 매출액 및 영업이익 등 연간 실적 추이

(단위: 억원,%)

	2007	2008	2009	2010	2011	1Q12	2012F
매출액	386	350	1,193	2,386	2,342	386	2,200
매출액증가율	1.2	-9.3	240.2	100.1	-1.8	-37.7	-6.1
영업이익	71	27	172	245	189	6	170
영업이익률	18.3	7.8	14.4	10.3	8.1	1.6	-9.9
당기순이익	62	-162	129	202	128	-7	100
순이익률	16.0	-46.2	10.8	8.5	5.5	-1.9	-21.7

자료: 이엘케이, KTB투자증권

'09~'10: 정전용량 방식 터치
패널 공급 본격화
'11~2Q12: 주요 고객사의
세계 휴대폰 시장 점유율
하락

동사의 매출액 및 영업이익 등 연간 실적 추이를 살펴보면<표5> 정전용량 방식의 터치패널 공급이 본격화된 2009~2010년 고성장을 기록한 이후 2011년부터 성장이 둔화된 것을 확인할 수 있는데, 이는 주요 고객사 모토로라와 LG전자의 세계 휴대폰 시장 점유율 하락에 따른 결과이다. 2012년 1분기는 매출액 및 영업이익 모두 (-)성장을 기록했고, 2분기는 고객사의 매출 부진이 더욱 심해지며 매출액 290억원(-50% YoY)과 영업적자가 예상된다. 2007년 터치패널 본격 양산 이후 첫 분기 적자를 기록할 전망이다.

'12년 상반기 부진에도
'12년(E) 매출액 2,200억원 /
영업이익 170억원 전망
국내외 3~4개 신규 거래처의
납품 개시 기대

2012년 상반기 실적 부진에도 불구하고 2012년 매출액 2,200억원(-6.1% YoY), 영업이익 170억원(-9.9% YoY)을 전망하는데, 3분기 매출액 600억원, 4분기 900억원 이상 등 뚜렷한 실적 개선을 예상하고 있기 때문이다.

이는 모토로라, LG전자 등 기존 고객사의 중저가폰 신제품 출시에 따른 실적 회복도 기대되고 있지만, 현재 양산을 준비 중인 국내외 3~4개 신규 거래처의 매출이 개시될 것으로 예상되기 때문이다. 7월 해외 고객사의 신규 아이템 납품이 개시되었고, 10월 이후 본격화 되는 중대형 터치패널의 납품을 예정하고 있어 동사의 하반기 실적 개선이 가시화 되고 있다.

그림 21 이엘케이 터치패널 공급 제품(모토로라)


■ 모토로라 아트릭스 HD



■ 모토로라 포톤 4G

그림 22 이엘케이 터치패널 공급 제품(LG전자)


■ LG전자 옵티머스 M



■ LG전자 옵티머스 LS670

자료: 이엘케이, KTB투자증권

자료: 이엘케이, KTB투자증권



MS 윈도우 8: 동사의 하반기 신규 거래처 확대에 따른 실적 개선을 기대하는 가장 큰 이유로 마이크로소프트(MS)의 새로운 운영체제(OS) 윈도우 8(Windows 8) 출시에 따른 터치패널 시장의 환경 변화를 꼽을 수 있다. MS 윈도우 8은 오는 10월 26일 전세계 동시 발매를 계획 중인데, 윈도우 8의 출시가 주목 받는 이유는 사용자 인터페이스(UI)를 메트로UI로 바꾸고, 자체 클라우드 서비스를 통해 기기간 콘텐츠 및 파일 등을 공유할 수 있게 바뀌는 등 기존 PC 운영체제에 모바일 운영체제 기능을 강화했고, 무엇보다 터치스크린 기능을 기본 사양으로 추가했기 때문이다. 이는 전통적인 PC 운영체제의 강자 MS가 애플 iOS와 구글의 안드로이드에 밀려 그간 고전을 면치 못했던 스마트패드 및 스마트폰 시장에서의 반격을 위한 야심찬 전략으로 판단되고 있다. MS의 스마트기기 시장 공략에는 윈도우 8의 출시와 함께 공개된 MS 태블릿 PC 서피스(Surface)에 대한 기대도 포함된다.

터치 기능을 기본 장착한 윈도우 8의 출시로 태블릿 PC, 노트북 및 올인원 PC 등 터치패널 수요 확대 전망 이에 모바일 운영체제 시장의 새로운 경쟁에 따른 수혜로 국내 터치패널과 2차전지 관련 생산 기업들이 대두되고 있다. 또한 태블릿 PC에 이어 노트북 및 올인원 PC에까지 터치패널이 탑재될 것을 감안한다면 중/대면적 터치패널 생산 업체에 대한 관심이 필요한 시점으로 판단한다. 이엘케이의 신규 고객사 확대에 따른 2012년 하반기 실적 개선을 기대하는 이유도 여기에 있다. 코앞에 닥쳐있는 터치패널의 수요 증가에 국내외 태블릿PC 및 노트북 제조사에게는 국내 최대 터치패널 생산 시설을 보유하고도 50% 내외로 추정되는 가동률을 보이고 있는 동사가 눈에 띄 수 밖에 없는 상황이다.

그림 23 마이크로소프트 윈도우 8(MS Windows 8)



자료: KTB투자증권

그림 24 MS 태블릿 PC 서피스(Surface)



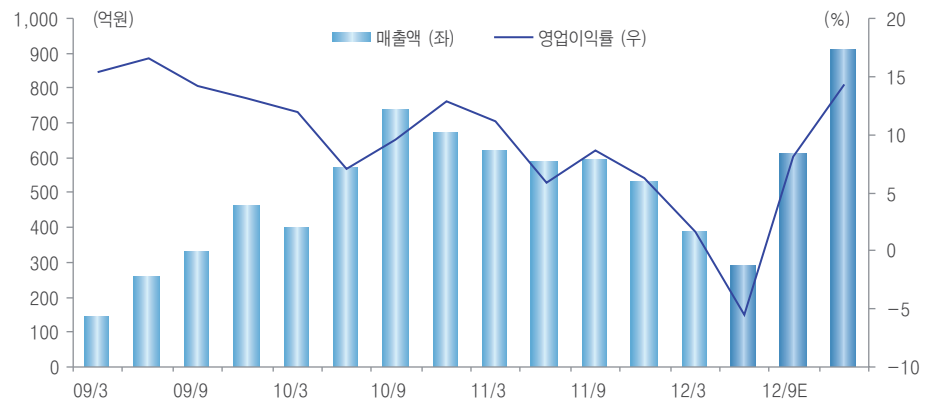
자료: KTB투자증권

'12년(E) 매출액 2,200억원 /
영업이익 170억원 전망
PER 15.8배

동사는 2012년 매출액 2,200억원(-6.1% YoY)과 영업이익 170억원(-9.9% YoY)의 실적을 기록해 전년 대비 소폭 하락한 실적 수준이 전망된다. 그러나 주요 고객사들의 판매 부진에 따른 2012년 1분기 매출액 386억원(-37.7% YoY), 영업이익 6억원(-91.0% YoY)과 2분기 매출액 290억원(-50% YoY), 영업적자의 상반기 실적을 감안하면 하반기 매출액 1,500억원, 영업이익 180억원 이상의 급격한 실적 개선이 기대된다.

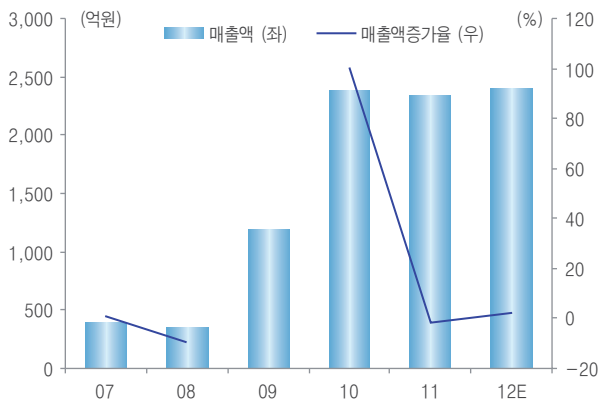
동사의 현재 주가(7/27)는 2012년 예상 순이익 기준 PER 15.8배를 기록 중이다. 이는 일반적인 IT 부품 기업 및 동종 터치패널 기업과 견주어 동사의 주가 수준이 높다고 평가할 수 있지만, 하반기 실적 개선에 따른 절반의 가치만 반영된 PER 수준으로 2013년 금년 대비 2배 이상의 실적이 기대되는 성장성을 감안해야 한다고 판단한다. 하반기 MS 윈도우 8의 출시와 함께 새롭게 재편되는 태블릿 PC 및 노트북 PC의 터치 패널 공급 확대에 따른 실적 기대감이 주가 상승을 이끌 것으로 전망한다.

그림 25 분기 매출액과 영업이익률



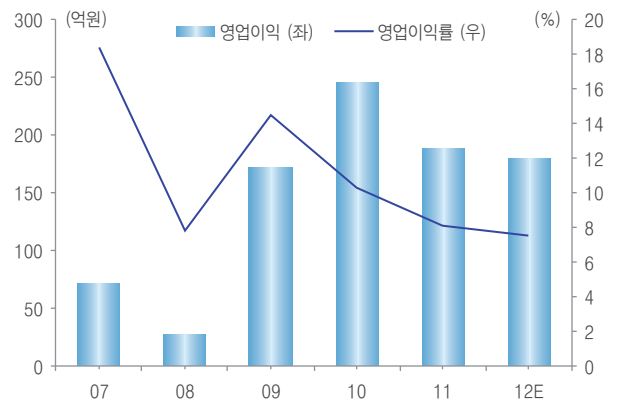
자료: 이엘케이, KTB투자증권

그림 26 연간 매출액과 매출액 증가율



자료: 이엘케이, KTB투자증권

그림 27 연간 영업이익과 영업이익률



자료: 이엘케이, KTB투자증권

상신이디피 (091580)

2차전지 수요 확대에 제대로 올라탔다!

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Investment Rationale

<input type="checkbox"/>	Valuation Call	
<input checked="" type="checkbox"/>	단기이익모멘텀	Positive
<input checked="" type="checkbox"/>	장기성장성	Positive

Trading Data & Expected Return

현재가(7/27)	4,050원
예상 주가상승률	-
시가총액	457억원
비중(KOSPI내)	0.00%
발행주식수	11,295천주
52주 최저가/최고가	2,230 / 4,940원
3개월 일평균거래대금	5억원
외국인 지분율	0.2%
주요주주지분율	
김일부 외 7인	28.9%

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(4.8)	(8.4)	23.5	11.7
KOSPI대비 상대수익률(%)	(5.5)	(1.5)	39.3	11.5

Price Trend



▶ Investment Point

각형/원형 캔(CAN), 캡 어셈블리(Cap Ass'y) 등 2차전지 부품 개발/판매 전문 기업으로 주력 사업 부문은 ①2차전지의 케이스에 해당하는 각형 및 원형 캔과 ②폭발 방지용 안전부품 브레이커 어셈블리(Breaker Ass'y), ③캔의 뚜껑에 해당하는 캡 어셈블리 및 ④기타 제품 등. '11년 매출 비중 각형/원형 캔 33%, Breaker Ass'y 35%, Cap Ass'y 8%, 기타 24%

1) 업계 최고 수준으로 평가 받는 2차전지 캔 제조 기술력

- ① 캔 제조 핵심기술인 딥 드로잉 기술 보유(0.17mm CAN 생산 vs 경쟁사 0.2~0.3mm)
- ② 설계부터 생산까지 관련 기술 자체 보유 → 상품 생산 시작부터 완성까지 소요되는 기간(Lead Time)이 45일 전후로 일본의 주요 경쟁사 50~55일 대비 매우 빠름

2) '12년 하반기 생산 설비 증설로 고객사 점유율 확대 및 신규 거래처 추가 기대

- ① 일본의 경쟁사들(이시자카프레스공업, 파워세미즈, 후지엑시드)과는 빠른 납기 및 낮은 단가로, 국내 경쟁사들은 품질 경쟁력을 앞세워 고객사 점유율 확대(삼성SDI 각형 캔 90%, 원형 캔 40% 이상)
- ② 생산 설비 증설: 월 생산 기준 각형 캔 5,000만개, 원형 캔 2,000만개 → 각형 캔 6,000만개(+20%), 원형 캔 4,000만개(+100%)
- ③ 2차전지 부품의 수입 대체에 따른 수요 확대 → 고객사 내 점유율 상승 / 휴대폰 및 노트북용 2차전지의 지속적인 수요 확대 → 신규 고객사 추가 기대

▶ Valuation

'12년 예상 순이익 기준 PER 8.4배 수준. 하반기 스마트폰, 태블릿PC 및 노트북 등 2차전지 관련 수요는 견조하게 예상되어 동사의 각형 및 원형 캔 증설 효과가 실적으로 빠르게 반영될 것으로 전망됨. '12년 하반기부터 본격화되는 기존 고객사의 수입 대체에 따른 점유율 상승과 신규 고객사 추가에 따른 거래선 다변화에 기반한 외형 성장으로 FPCB의 인터플렉스, BLU의 이라이콤, 2차전지 보호회로의 넥스콘테크의 계보를 잇는 명품 IT 기업으로 경쟁력이 부각될 것으로 기대

▶ Earnings Forecasts

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
매출액	376	363	515	528	772	1,047	1,215
영업이익	66	60	17	31	40	75	83
EBITDA	75	72	35	57	73	116	133
순이익	45	46	(14)	31	23	45	55
자산총계	197	288	418	560	699	774	805
자본총계	107	219	218	242	326	380	387
순차입금	21	(1)	142	191	194	226	210
매출액증가율	55.5	(3.7)	42.2	2.5	46.2	35.5	16.1
영업이익률	17.6	16.7	3.4	5.9	5.1	7.1	6.8
순이익률	12.0	12.7	(2.8)	5.8	2.9	4.3	4.5
ROE	53.7	28.2	(6.6)	13.3	8.0	12.8	14.2
ROIC	48.2	28.7	5.9	10.1	-	12.0	-
P/E	-	6.6	-	9.1	15.8	7.0	8.4
P/B	-	1.5	0.5	1.2	1.1	1.1	1.2
EV/EBITDA	-	4.6	7.2	10.0	7.6	5.5	5.2
배당수익률	-	1.4	2.1	1.5	1.3	1.7	1.8



2차전지 수요 확대에 제대로 올라탔다!

상신에너지: 각형/원형 CAN, Cap Ass'y 등 2차전지 부품 전문 기업

상신에너지(Sangsin Energy Display Precision)는 각형 및 원형 캔(CAN), 캡 어셈블리(Cap Ass'y) 등 2차전지 부품 개발/판매 전문 기업으로 1992년 1월 설립되어 2007년 5월 코스닥 시장에 상장되었다. 수원시 영통구, 천안시 서북구, 경남 양산시 상북면에 생산 공장이 위치해 있으며, 본사는 수원 사업장이지만, 실제 본사의 기능은 천안 사업장에서 담당하고 있다. 또한 중국 톈진(天津)에 배터리 팩(Battery Pack)과 Cap Ass'y 등을 생산하는 지분율 100% 자회사 톈진대신전자를 운영 중이다. 주로 거래처는 삼성SDI, LG화학, 벅스콘테크, 파워로직스 등 2차전지 최종 생산업체 및 관련 기업으로 그 중 삼성SDI향 매출 비중이 70% 내외를 차지하고 있다.

'11년 매출액 1,047억원 / 영업이익 75억원 기록
시가총액(7/27): 457억원

2011년 별도 기준 매출액 1,047억원(+35.5% YoY), 영업이익 75억원(+88.1% YoY)을 기록했고, 연결 기준 매출액 1,224억원(+37.8% YoY), 영업이익 91억원(+77.4% YoY)을 기록했다. 2012년 1분기는 별도 기준 매출액 233억원(+11.5% YoY), 영업이익 11억원(+223% YoY)을 기록했다. 기준일(12/7/27) 시가총액은 457억원이다.

주력 사업 부문:
①각형/원형 CAN
②Breaker Ass'y
③Cap Ass'y
④기타 제품

동사의 주력 사업 부문은 2차전지용 부품 중 ①2차전지의 케이스에 해당하는 각형 및 원형 캔과 ②폭발 방지용 안전부품 브레이커 어셈블리(Breaker Ass'y), ③캔의 뚜껑이라고 할 수 있는 캡 어셈블리(Cap Ass'y) 및 ④기타 제품(FUSE Ass'y, CAP Plate, Terminal Plate, Lead Plate, CAP Up, TAB 및 단자류) 등이다. 2011년 매출액 기준 각형/원형 캔 33.3%, Breaker Ass'y 35.0%, Cap Ass'y 8.0%, 기타 23.7%의 매출 비중을 기록했다.

딥 드로잉 생산 기술:
상신EDP 0.17mm의 CAN 생산
vs 경쟁사 0.2~0.3mm

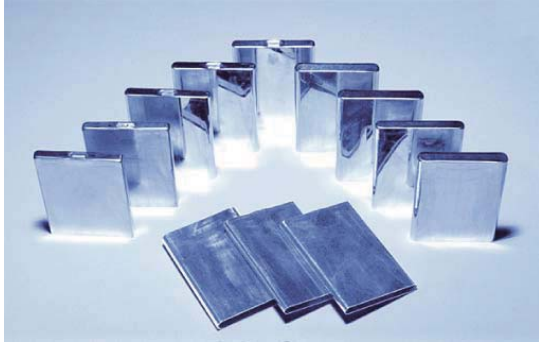
동사의 최대 경쟁력은 업계 최고 수준으로 평가 받고 있는 2차전지 캔 제조 핵심기술인 딥 드로잉(Deep Drawing) 생산 기술이다. 딥 드로잉은 소성가공의 일종으로 직경에 비해 깊이가 깊은 제품을 만드는 기술인데 강판을 둥글게 잘라낸 원형판을 가열하여 수압 프레스로 컵형의 소재를 만들어 드로잉 과정을 거쳐 용기 형태를 완성하게 된다.

Lead Time:
상신EDP 45일 전후
vs 경쟁사 50~55일

또한 상품 생산 시작부터 완성까지 소요되는 기간(Lead Time)이 45일 전후로 일본의 주요 경쟁사 50~55일에 비해 매우 빠르다고 할 수 있는데, 금형설계 및 제작, 공구설계 및 제작, 생산공정 설계, 제품 설계 공정 관리, 품질 관리 및 성능 테스트 등 필요한 대부분의 생산 기술을 자체 보유하고 있기 때문이다. 동사 제품은 불량 또는 오작동으로 인한 피해가 현재까지 전무할 정도로 고객사가 요구하는 높은 정밀도와 안정성을 충족하고 있다.



그림 28 상신이디피 주력 제품(각형 CAN)



2차전지 각형 CAN

자료: 상신이디피, KTB투자증권

그림 29 상신이디피 주력 제품(Ass'y 부품)



단자TAP / 원통형 부품 / 각형 Ass'y부품

자료: 상신이디피, KTB투자증권

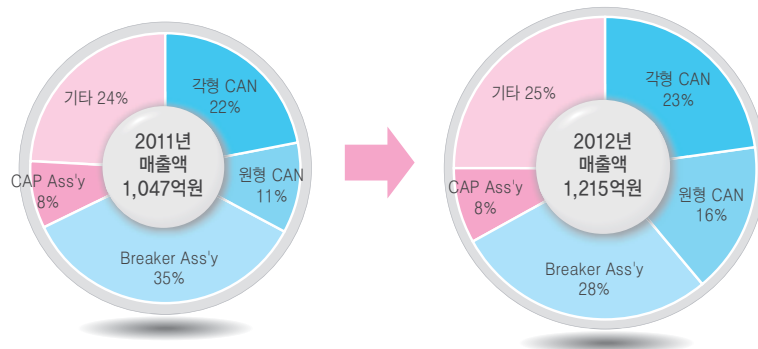
일본 경쟁사 : 동사의 2차전지용 관련 부품들의 세계 시장점유율(M/S)는 10% 내외로 추정되는데, 주요 경쟁사로 빠른 납기 및 낮은 단가로 경쟁

국내 경쟁사 : 는 일본의 이시자키프레스공업(石崎プレス工業)과 파워세미즈(パワー精密), 후지엑시드(フジエクス) 등이 있으며, 이중 이시자키프레스공업의 세계 시장 점유율이 70%에 달하고 있다. 일본의 경쟁사들과는 빠른 납기 및 상대적으로 낮은 단가로 경쟁해 점유율을 높이고 있으며, 국내 경쟁사들은 동사와의 기술 격차가 크게 벌어져 품질 경쟁력으로 따돌리고 있는 상황이다. 국내 2차전지 생산 기업들은 일본 업체로부터 수입하던 물량을 동사의 제품으로 점차 대체하게 되었는데, 주력 고객사인 삼성SDI는 현재 각형 캔의 90%, 원형 캔의 40% 이상을 동사의 제품을 사용하고 있다.

'12년 생산 설비 증설
각형: 5,000만개/월
→ 6,000만개/월
원형: 2,000만개/월
→ 4,000만개/월

휴대폰 및 노트북용 2차전지의 지속적인 수요 확대 추세와 2차전지 부품의 수입 대체에 따른 수요 증가로 2012년 63억원을 투자해 천안사업장 및 양산사업장의 생산 설비를 증설 중에 있는데, 기존 월 생산 기준 각형 캔 5,000만개, 원형 캔 2,000만개의 생산 능력이 증설 후에는 각형 캔 6,000만개, 원형 캔 4,000만개까지 확대되게 된다. 각형 캔은 20%, 원형 캔은 2배까지 생산 능력이 늘어나게 되어 하반기 증설효과에 따른 실적 성장이 기대된다. 또한 증설과 함께 기존 고객사의 물량 증대는 물론 신규 고객사와의 거래를 준비 중이다.

그림 30 사업부문별 매출 전망(2011년 → 2012년E)

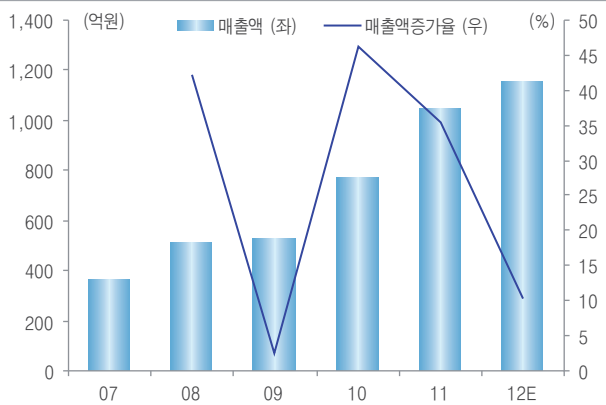


자료: 상신이디피, KTB투자증권

신규 사업 : 동사는 신규의 일환 사업으로 xEV(Electric Vehicle; 전기자동차)용 2차전지 캔과 대용량 ESS(Energy Storage System)용 캔을 개발하고 있다. 삼성SDI와 독일 보쉬(Bosch)의 합작회사인 SB리모티브에서 진행중인 PHEV/EV용 2차전지 캔의 개발업체로 선정되어 각형 및 원형 캔 생산에서 축적된 핵심 기술력(딥 그로잉 기술 등)을 활용해 xEV용 2차전지 캔을 개발 중에 있으며, 2012년 4분기 xEV용 및 ESS용 캔의 초기 샘플 매출을 기대하고 있다.

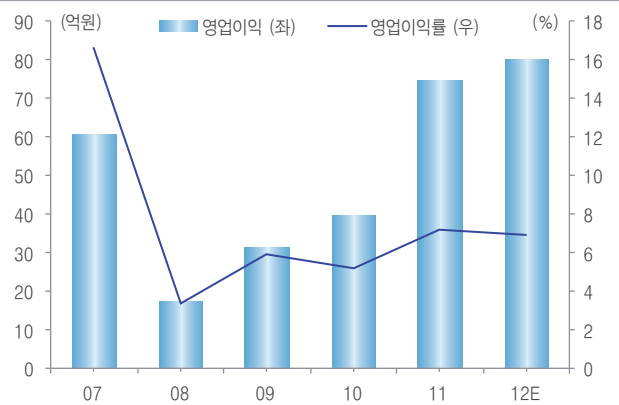
'12년(E) 매출액 1,215억원 / 동사는 2012년 매출액 1,215억원(+16.1% YoY)과 영업이익 83억원(+11.0% YoY)의 실적을 기록할 전망이다. 2011년 36%의 매출 성장 및 88%의 영업이익 성장과 비교하면 성장세가 둔화된 것처럼 보이지만, 전년 2배 가까운 성장으로 366억원의 매출액을 기록하며 매출비중 35%를 기록한 Breaker Ass'y가 고객사의 거래선 다변화 정책에 따라 2012년 매출 감소가 불가피한 가운데, 하반기 각형 캔은 1.2배, 원형 캔은 2배까지 생산 시설 확대에 따른 매출 구성 변화에 주목해 볼 만하다. 동사의 현재 주가(7/27)는 2012년 예상 순이익 기준 PER 8.4배를 기록 중이다. 하반기 스마트폰 제조사의 신제품 출시가 연이어 예정된 가운데 태블릿PC 및 노트북 등 2차전지 관련 수요가 견조할 것으로 예상되어 동사의 각형 및 원형 캔 생산 시설 증설 효과가 실적으로 빠르게 반영될 전망이다. 2012년 하반기부터 본격화되는 기존 고객사의 수입 대체에 따른 점유율 상승과 신규 고객사 추가에 따른 거래선 다변화에 기반한 외형 성장으로 FPCB의 인터플렉스, BLU의 이라이콤, 2차전지 보호회로의 빅스콘테크의 계보를 잇는 명품 IT 기업으로 경쟁력이 부각될 것으로 기대된다.

그림 31 연간 매출액과 매출액 증가율



자료: 상신이디피, KTB투자증권

그림 32 연간 영업이익과 영업이익률



자료: 상신이디피, KTB투자증권



150-709
서울특별시 영등포구 여의대로 66 하나증권빌딩
11층 리서치센터 Tel. 02-2184-2000

www.ktb.co.kr

◆ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
당 사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목과 관련된 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.
당 사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난6개월 주간사로 참여하지 않았습니다.

◆ 종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- **BUY** : 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- **HOLD** : 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.



서울특별시 영등포구 여의대로 66
하나증권빌딩 11층 리서치센터
Tel. 02-2184-2000



본사 _ 서울특별시 영등포구 여의대로 66 하나증권빌딩
서울특별시 영등포구 여의대로 70 신한금융투자타워
본점영업점 _ 서울특별시 영등포구 여의대로 66 하나증권빌딩
강남센터 _ 서울특별시 강남구 삼성로 511 골든타워 1층
도곡금융센터 _ 서울특별시 강남구 남부순환로 2804 아카데미스위트 2층
명동지점 _ 서울특별시 중구 명동 3길 6 개양빌딩 10층
사이버지점 _ 서울특별시 영등포구 여의대로 70 신한금융투자타워
서초지점 _ 서울특별시 서초구 서초대로 320 하림빌딩 3층
선릉역지점 _ 서울특별시 강남구 테헤란로 326 역삼 I-TOWER 2층
압구정금융센터 _ 서울특별시 강남구 논현로 842 압구정빌딩 4층
역삼지점 _ 서울특별시 강남구 테헤란로 127 그레이스타워 4층
부산센터 _ 부산광역시 해운대구 우동 1463-1 센텀사이언스파크 교육연구동 2층
울산지점 _ 울산시 남구 삼산동 1564-1 대성스카이렉스 1층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.