

Company Update

이은재
Analyst
eunjae.lee@samsung.com
02 2020 7801

김희연
Research Associate
heeyeun.kim@samsung.com
02 2020 7774

Small Cap Team

장정훈 (팀장 / IT 소재, 장비)
jhooni.chang@samsung.com
김은지 (자동차부품, 기계)
eun.jee.kim@samsung.com
강은표 (지주회사)
eunpyo.kang@samsung.com
백재승 (소비재)
jaeseung.baek@samsung.com
이은재 (핸드셋 부품, IT 솔루션)
eunjae.lee@samsung.com

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	17,000원 (24.1%)
현재주가	13,700원
Bloomberg code	086960 KS
시가총액	1,191.0억원
Shares (float)	8,693,471주 (58.5%)
52주 최저/최고	6,150원/16,900원
60일-평균거래대금	24.0억원
One-year performance	1M 6M 12M
MDS테크 (%)	-17.5 -6.2 +95.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-14.0 -11.1 +93.4

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY		
목표주가	17,000	N/A	-
2012E EPS	1,024	N/A	-
2013E EPS	1,229	N/A	-
2014E EPS	1,418	N/A	-

■ SAMSUNG vs THE STREET

No. of Wisefn estimates	0
Target price vs Wisefn mean	-
Estimates up/down (4 weeks)	/
1yr fwd EPS vs Wisefn mean	-
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
Wisefn recommendation	N/A

MDSE테크 (086960)

임베디드 소프트웨어 강자, 자동차 분야로 씹씹

WHAT'S THE STORY?

Event: MDS테크에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 17,000원 제시.

Impact: 당사는 임베디드 소프트웨어(OS, 애플리케이션, 개발툴) 전문 업체로, 1) 내년 자동차 분야 사업이 본격적으로 성장하면서 전사 실적 개선의 정체를 극복할 것으로 예상되고, 2) 임베디드 소프트웨어 발전 중요성이 지속적으로 대두되는 가운데, 동사의 국방/항공 RTOS OS 설계/인증 내력과 오랜기간 쌓아온 고객기반 등의 경쟁력을 기반으로 중장기적으로 성장세 지속할 수 있을 것.

Action: SOTP 방식을 통해 산출한 12개월 목표주가는 17,000원으로 24%의 업사이드를 제공한다.

THE QUICK VIEW

BUY 투자 의견과 목표주가 17,000원 제시: 임베디드 소프트웨어 전문 업체인 동사에 BUY 투자 의견을 제시하는 이유는, 산업 고도화를 위한 IT융합의 중요성이 증대하고 있는 가운데, 차량 및 국방/항공 분야 IT융합 수요 확대 및 유리한 시장환경 조성으로 중장기적인 성장성이 기대되기 때문이다. 목표주가 17,000원은 모회사 영업순이익 목표 P/E 13배, 해외 자회사 영업순이익에 목표 P/E 12배를 적용하여 산출하였고, 현 주가 대비 24%의 상승 여력을 제공한다.

세부 투자포인트: 1) 당사는 임베디드 소프트웨어 산업 발전 방향에 맞추어 발전해왔다. 모바일-가전/산업-자동차-국방/항공 분야로 주력 매출분야는 이동 중이며, 산업 수요 동향에 따라 성장동력을 확보해온 점이 인상적이다. 2) 내년부터는 자동차 분야 매출 성장이 더욱 부각될 것이다. 단기적으로는 동사가 현재 개발중인 차량용 인포테인먼트 애플리케이션 판매에 따른 실적 상승, 2014년 이후부터는 국제 표준 AUTOSAR(오토사) OS 기반 차량 양산에 따른 로열티 매출을 기대한다. 3) 근래 국방/항공 분야에서는 외산 의존도가 높은 (약 80% 수준) 소프트웨어의 국산화가 화두이다. MDS테크는 자체기술로 개발한 실시간 운영시스템 NEOS를 보유하고 있고, 국내 주요 방산업체들과 프로젝트를 진행하고 있기 때문에, 향후 무기 양산에 따른 추가 실적 상승 모델이 존재한다는 판단이다.

올해 과도기...2013년 매출액과 이익률 개선 기대: 올해 연간 실적은 매출 617억원과 영업이익률 13.8% 수준을 예상한다. 자동차 관련 매출이 2009년 이후 2년간 연평균 74%로 성장했음에도 불구하고 시장 예상보다 실적이 부진한 이유는 기존 사업인 모바일 분야와 정보/산업 관련 매출 성장이 정체되었기 때문이다. 올해는 실적 성장의 과도기라는 판단이며, 내년에는, 1) 본사 기준 자동차 분야 매출 비중이 올해 32%에서 38%로 증가하고, 2) 수익이 저조한 모바일 개발툴 매출 비중이 8%로 감소하면서 외형성장률과 수익개선 효과가 동시에 나타날 것으로 기대한다. 2013년 매출액은 올해 대비 16.8% 성장한 720억원과 영업이익률 14.8% 수준을 예상하며, 현재 연결기준 실적을 바탕으로 한 2013년 P/E는 9 배로 글로벌 peer 평균 대비 27% 할인되어 거래 중.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	61.1	61.7	72.0	84.1
순이익 (십억원)	8.8	9.2	11.0	12.6
EPS (adj) (원)	985	1,024	1,229	1,418
EPS (adj) growth (%)	15.1	4.1	20.0	15.3
EBITDA margin (%)	17.5	17.0	17.1	16.6
ROE (%)	16.0	15.2	16.2	16.4
P/E (adj) (배)	13.9	13.4	11.1	9.7
P/B (배)	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	8.3	7.7	6.0	4.6
Dividend yield (%)	2.1	2.1	2.1	2.1

참고: K-IFRS 별도기준 자료: 삼성증권 추정

■ 목차

1. Valuation 및 투자포인트	p2
2. 사업 부문별 분석	p5
3. 실적 전망 및 Risk factor	p11

1. Valuation 및 투자포인트

투자의견 BUY 목표주가 17,000원 제시

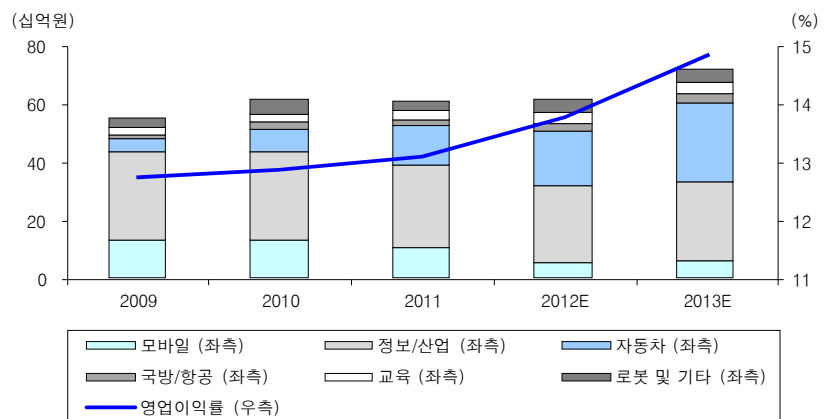
투자의견 BUY와 목표주가 17,000원으로 MDS테크에 대한 커버리지를 개시한다. 동사는 전자 제품내 전자제어장치에 들어가는 임베디드 소프트웨어 개발툴 및 솔루션을 공급하고 있으며, 올해 상반기 기준 매출 비중은 개발툴(설계, 테스트, 디버깅) 41%, 임베디드 OS 36%, 애플리케이션 5%, 교육/SoC/보드 18% 이다. 동사에 대한 투자포인트는 아래와 같다.

1) 모바일-가전/산업-자동차-국방/항공 분야로 임베디드 산업 발전 방향에 발맞춘 성장 이 긍정적이며, 개발툴 위주에서 M&A로 솔루션 사업을 강화하는 등 회사가 산업 수요 동 향에 따라 성장동력을 확보해온 점이 인상적이다. 임베디드 소프트웨어에 집중해온 사업 내력은 경쟁사 대비 동사의 밸류에이션 매력도를 부각시킬 수 있다는 판단이다.

2) 향후 자동차 분야 매출 성장이 지속적으로 부각될 것이다. 내년에는 차량용 인포테인먼트 애플리케이션 판매에 따른 실적 상승, 2014년 이후 국제 표준 AUTOSAR(오토사) OS 기반 차량 양산에 따른 로열티 매출을 기대한다.

3) 국방/항공 분야에서는 자체 기술로 개발한 실시간 운영시스템인 NEOS를 기반으로 국 내 주요 방산업체들과 각종 프로젝트 진행되고 있기 때문에 향후 무기 양산에 따른 추가 실적 상승 모멘텀이 존재한다.

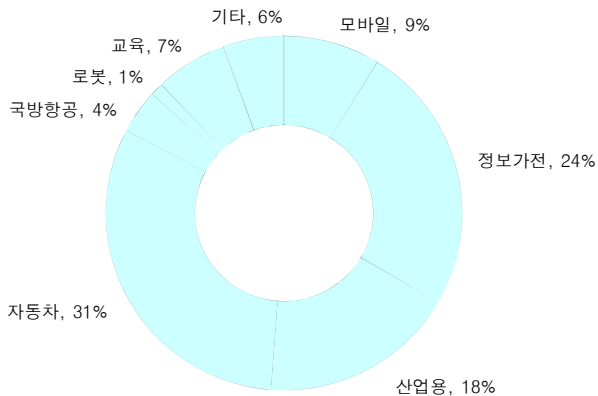
그림 1. 연간 매출 추이 및 전망



참고: K-IFRS 별도 기준

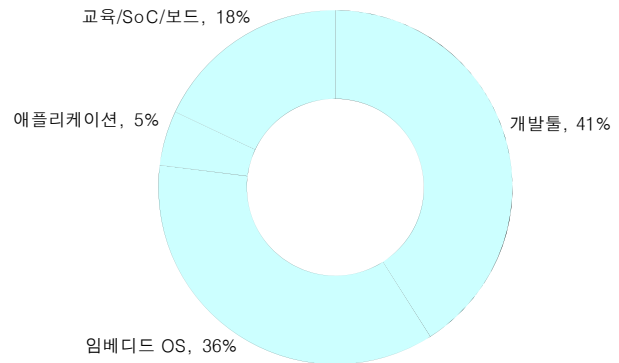
자료: MDS테크, 삼성증권 추정

그림 2. 전방 산업 분야별 매출 Breakdown (2012E)



자료: MDS테크, 삼성증권 추정

그림 3. 제품별 매출 Breakdown (1H12)



자료: MDS테크, 삼성증권 추정

목표주가 17,000원은 모회사 영업순이익에 target P/E 13배, 해외 자회사 영업순이익에 모회사 멀티플 10% 할인한 target P/E 12배를 적용하여 산출하였고, 이는 현 주가 대비 24%의 상승여력을 제공한다. 산업 고도화를 위한 IT융합의 중요성이 대두되는 가운데, MDS테크는 고객사들의 개발 수요 확대 및 유리한 시장환경의 조성으로 중장기적인 성장 모멘텀을 보여줄 것으로 예상된다. 임베디드 소프트웨어 선도주자로 평가받아야 한다고 생각하며, 내년부터 스마트카 프로젝트와 관련한 자동차 분야 매출 확대에 따른 모멘텀을 기대한다.

표 1. MDS테크 SOTP valuation

구분	(십억원)
모회사 영업가치 (A)	138.9
- 2013년 영업순이익	11
- 2013년 P/E (배)*	13
자회사 영업가치 (B)	12.0
- 2013년 영업순이익 (지분율 100%)	1.0
- 2013년 P/E**	12
기업가치 (C=A+B)	150.9
주식수 (1주)	8,677,721
주당주가 (원)	17,000

참고: * 글로벌 peer 평균 13배 적용

** 자회사 MDS Pacific은 각각 싱가포르와 호주에 있으며, 모회사 사업영역 중 가전/산업용 임베디드 소프트웨어 사업을 영위; 보수적인 관점에서 자회사 멀티플은 모회사 적용 멀티플을 10% 할인하여 적용

자료: 삼성증권 추정

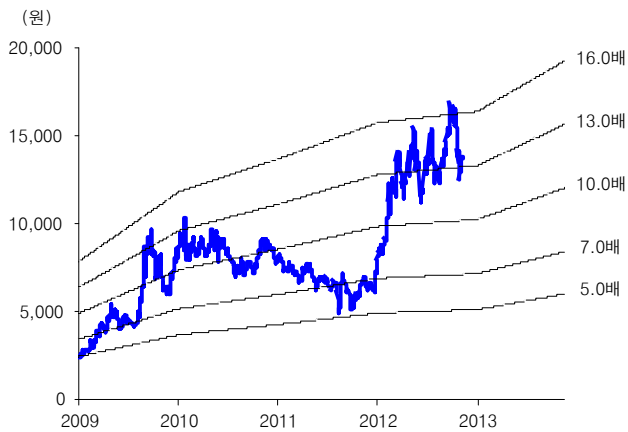
표 2. Peer valuation

회사명	블룸버그 코드	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		OPM (%)		ROE (%)		EPS growth (%)	
		2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
MDS 테크놀로지	086960 KS	13.4	11.1	2.1	1.9	7.7	6.0	13.8	14.8	15.2	16.2	4.1	20.0
임베디드 소프트웨어													
Adavantech	2395 TT	16.0	14.1	3.6	3.2	11.8	10.3	15.2	15.3	23.4	24.2	6.0	12.9
Kontron	KBC US	34.8	11.6	0.6	0.6	6.5	4.0	0.2	3.3	2.2	n/a	(74.6)	201.0
인포테인먼트													
유비벨록스	089850 KS	10.3	6.5	2.0	1.4	n/a	n/a	15.7	19.3	24.0	n/a	38.3	58.8
인포뱅크	039290 KS	7.4	10.1	n/a	n/a	n/a	n/a	5.0	8.7	25.0	13.8	235.0	(26.1)
Neusoft	600718 CH	18.5	15.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	17.6	20.8
Secunet	YSN GR	22.7	17.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.8	26.9
평균		17.6	12.5	2.1	1.8	8.7	7.0	10.1	12.3	18.0	17.7	35.7	43.6

참고: 11월 8일 종가 기준

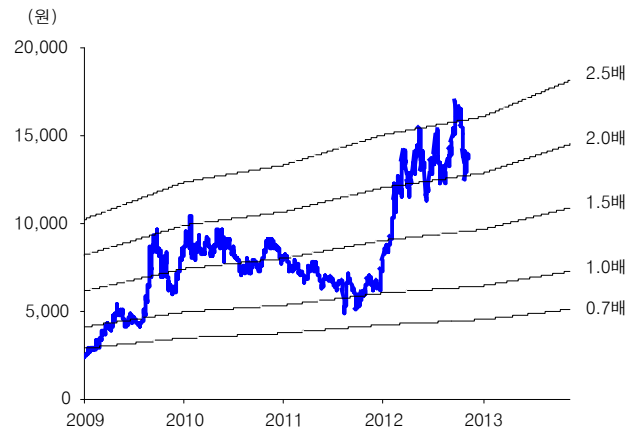
자료: Bloomberg consensus, 삼성증권 추정

그림 4. MDS테크 Rolling P/E 밴드차트



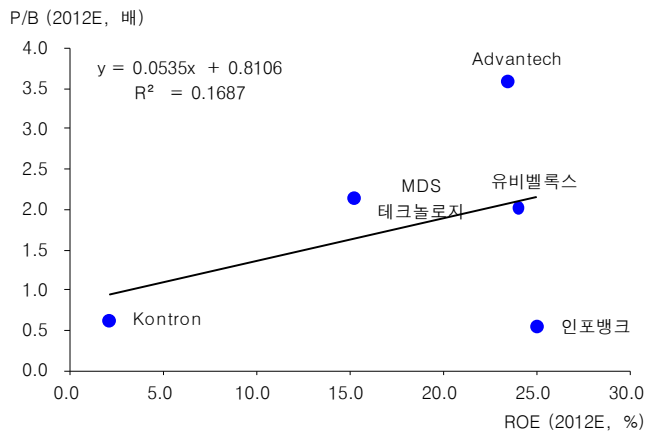
참고: K-IFRS 별도기준
자료: 삼성증권 추정

그림 5. MDS테크 Rolling P/B 밴드차트



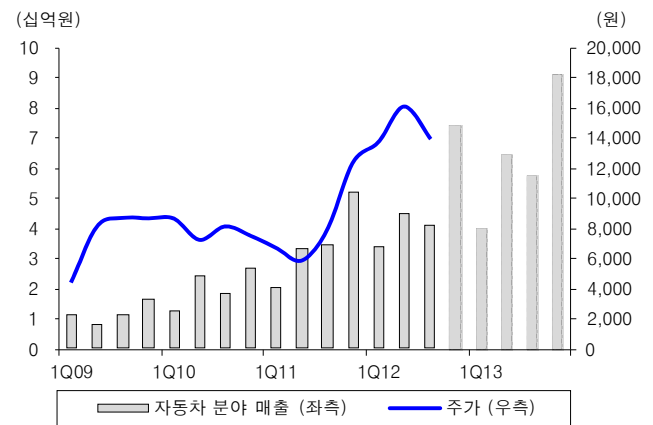
참고: K-IFRS 별도기준
자료: 삼성증권 추정

그림 6. ROE 대비 P/B 분석



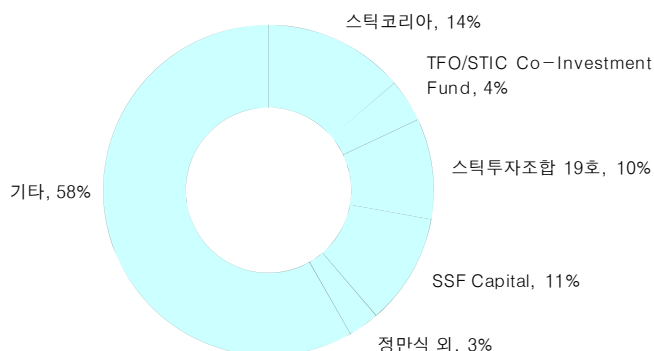
참고: K-IFRS 별도기준
자료: Bloomberg consensus, 삼성증권 추정

그림 7. 분기별 자동차 분야 매출액과 주가 추이



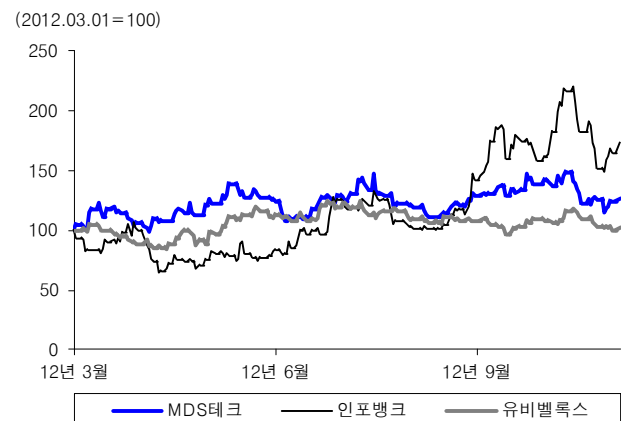
참고: K-IFRS 별도 기준
자료: MDS테크, 삼성증권 추정

그림 8. MDS테크 주주구성



자료: MDS테크, 삼성증권

그림 9. 국내 스마트카 소프트웨어 주요 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

■ 목차

1 Valuation 및 투자포인트	p2
2. 사업 부문별 분석	p5
3. 실적 전망 및 Risk factor	p11

2. 사업 부문별 분석

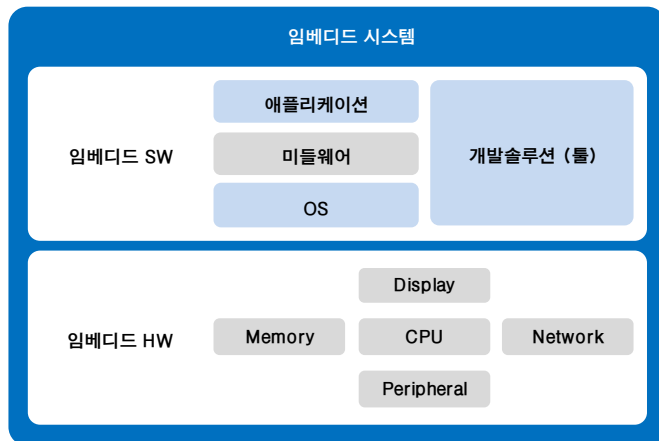
국내 대표적인 임베디드 소프트웨어 종합 서비스 업체

임베디드 시스템은 전자제품 내 내장되어 다양한 기능을 제공하는 전자제어장치를 말하며, 컴퓨터, 가전제품, 공장자동화 시스템, 휴대폰 등 오늘날 각종 전자·정보·통신 기기에 내장되어 있다. 임베디드 시스템은 크게 임베디드 소프트웨어와 임베디드 하드웨어로 나눌 수 있고, MDS테크는 다양한 산업분야에 걸쳐 임베디드 소프트웨어 임베디드 개발툴, OS, 애플리케이션 사업을 영위해왔고, 교육/컨설팅 서비스까지 제공하고 있다.

산업 분야별 세부 MDS 사업영역은 다음과 같다.

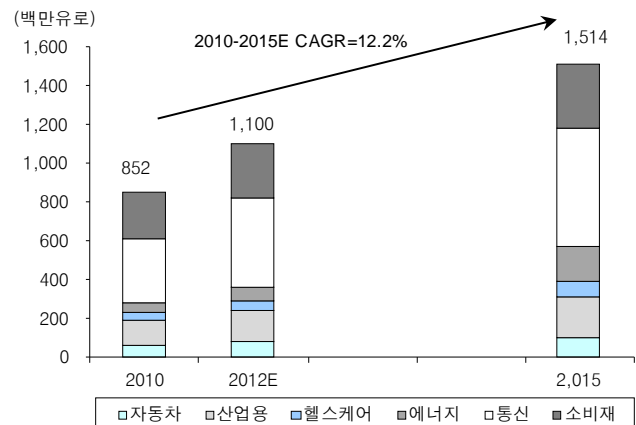
모바일 (개발툴), 정보가전/산업 (MS 윈도우 임베디드 OS, 개발툴, 칩), 자동차 (애플리케이션, AUTOSAR OS, 개발툴), 국방/항공 (RTOS, 개발툴)

그림 10. 임베디드 시스템 설명 이미지



자료: MDS테크, 삼성증권

그림 11. 글로벌 임베디드 시스템 적용 산업별 시장 전망



자료: IDC

표 3. 임베디드 시스템 적용 분야

구분	적용 분야 (시스템)
정보 가전	Digital TV, 인터넷 냉장고, IPTV
정보 단말	휴대폰, PDA, 지능형무전기, eBook, MID, PMP, DID
통신 장비	교환기, 기지국 제어기
국방/항공, 조선	자동항법 장치, 첨단 무기체계
물류/금융	TRS, POS 단말기, ATM 단말기
차량/교통	Telematics System, 엔진 제어, 내비게이션, ITS 제어기
사무	전화기, 프린터, 팩스, 스캐너, 복합기
산업 제어	자동화 시스템, 산업재해 진단 시스템
의료	심전도 측정기, 생명 유지 장치, 자세 제어기
게임	아케이드 게임기, 콘솔 게임기, 게임보이

자료: MDS테크, 삼성증권

자동차 OS 및 인포테인먼트(애플리케이션) 매출 상승 지속

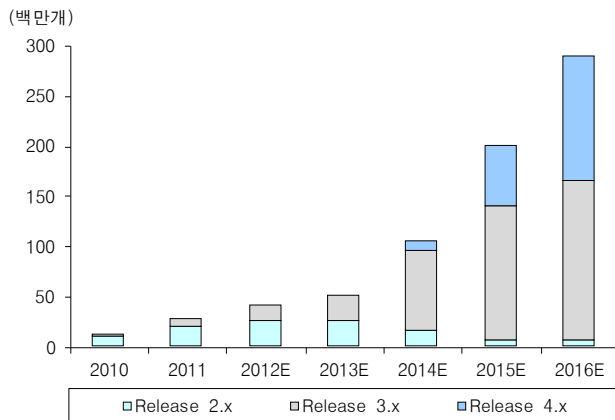
동사의 자동차 관련 소프트웨어 사업 비중 확대에 주목한다. 자동차에서도 사용자 편의를 위한 환경 및 안전, 인포테인먼트 기능이 대두되고 있다. 이에 따라 차량 내 전장 장치 탑재량은 급속도로 증가하고 있고, 다양한 전장장치를 통합적으로 관리하고 통제하는 핵심 기술인 임베디드 소프트웨어의 중요성도 커질 것이다. MDS테크의 자동차 분야 매출은 2009년 46억원에서 2011년 140억원까지 연평균 74%로 가파르게 성장해왔다. 현재까지는 자동차 분야에서 개발 솔루션 (자동차 분야내 매출 비중 70%)과 AUTOSAR OS 연구 개발비 (30%) 위주 매출이었다면 내년부터는 차량 인포테인먼트, 내후년부터 AUTOSAR OS 부품을 탑재한 차량 판매에 따른 로열티 수입이 발생할 것으로 기대한다.

표 4. 차량용 임베디드 시스템의 기술적 개요

구분	주요 정보	ECU 사례
파워트레인 5~10 ECUs	차량의 동력을 제어하고, 바퀴에 동력을 전달하는 전동 장치	엔진 제어 변속기 제어
샤시 3~5 ECUs	차량의 방향, 속도, 브레이크와 서스펜션 기능을 제어하는 장치	차량 조종 제어 브레이크 제어 서스펜션 제어
안전, 운전자 지원 시스템 5~10 ECUs	차량 안전을 지원, 첨단 운전자 지원 시스템(ADAS) 등 최근 새로운 기술들이 나타나고 있음	에어백 제어 좌석벨트 제어 첨단 운전자 지원 시스템
바디 10~30 ECUs	운전자와 탑승자의 편의와 안락함을 위한 시스템을 제어하는 장치 (대시보드 등)	히터/냉방제어 창문/좌석 제어 와이퍼 계기판 디스플레이
인포테인먼트 5~7 ECUs	엔터테인먼트와 인포메이션 시스템을 제어	라디오/음악 네비게이션 텔레매틱스/모바일

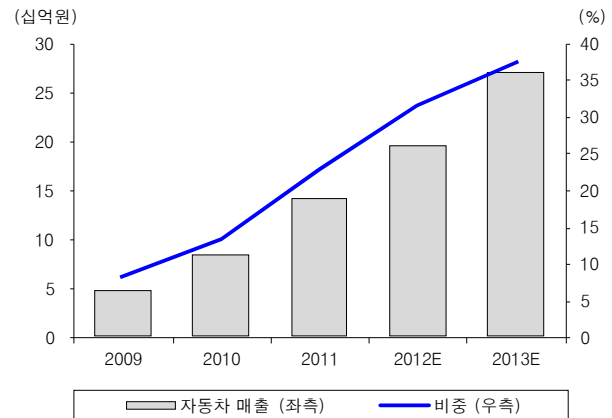
자료: JRC

그림 12. 차량용 전자제어장치(ECU) 시장 전망



자료: AUTOSAR, 삼성증권

그림 13. MDS 자동차 관련 매출액 및 비중 전망 (2010~2014E)



자료: MDS테크, 삼성증권 추정

스마트카 인포테인먼트의 진화

자동차 인포테인먼트는 차량 내 내비게이션, 비디오, 인터넷 등을 결합한 시스템을 의미하는데, 동사는 이와 관련한 여러 인포테인먼트 사업을 진행하고 있다. 지난해 10월 국내 최초로 개발한 NeoLink(네오링크)는 모바일 기기와 자동차 인포테인먼트 시스템을 연결하는 솔루션이다. 글로벌 표준 Mirrorlink(미러링크)에 기반한 자동차 헤드유닛용 솔루션으로 동사가 국내 처음으로 개발하였으며, 현재 국내외 내비게이션 업체들과 계약 체결을 진행하고 있다. 헤드유닛이 미러링크의 클라이언트라면, 미러링크 앱을 탑재한 스마트폰은 미러링크의 서버 역할을 하는데, 현재 삼성전자 갤럭시S3가 미러링크 앱인 DriveLink를 탑재하고 있다. (LG, 소니에릭슨 등도 출시준비) 토요타 터치 라이프(Touch Life), 알파인 ICS-X8, 소니 카 엔터테인먼트 시스템이 대표적이 예이며, 내년에는 미러링크 확산에 따른 동사 단말 판매 로열티 증가를 기대한다. 미러링크 외에도 차량 운행정보 이미지를 표시하는 디스플레이 등 여러 제품을 개발 중에 있어, 2013년 전체 자동차 매출내 어플리케이션 판매 비중은 20% 수준 이상으로 기대된다.

표 5. 미러링크 표준 가입 업체 현황

자동차사	자동차부품사	휴대폰제조사	소프트웨어 제조사	내비게이션
Daimler	Continental	모토로라	MDS테크	AISIN AW
GM	NIPPON SEIKI	HTC	Alpine	Delphi
Honda	Tokai Rika.	LG전자	Renesas Electronics	Denso
현대자동차		Nokia	AllGo	HARMAN
PSA		삼성전자	KPIT Cummins	JVC KENWOOD
Toyota			유비벨록스	Robert Bosch
Volkswagen			Visteon	Garmin
BMW			Wipro Limited	현대모비스
Volvo			SK 플래닛	MITAC
Ford Motor			Panasonic	Telenav
외 5개			외 15개	외 8개

자료: MirrorLink, 삼성증권

그림 14. 미러링크 이미지



자료: MirrorLink

표 6. 미러링크 솔루션 장단점 분석

장점	단점
기존 스마트폰 사용자들에 친근한 HMI (Human Machine Interface)	차량 비전용 HMI에 따른 운전자 방해문제
헤드유닛에서 화면 스케일, 위치 등 제어 가능	스마트폰(서버) 미러링크 솔루션 채택 필요
표준 규격으로 공식 인증 거친 여러 종류의 스마트폰과 결합 가능	스마트폰 및 헤드유닛 성능에 의존적
향후 다양한 형태 신기술 적용 가능	
헤드유닛 업데이트 필요 감소	

자료: MDS테크, Automotive

중장기 성장 동력은 AUTOSAR OS에서 나온다

AUTOSAR는 본래 2003년 6월 BMW, VolksVagen, Continental, Daimler Chrysler, Bosch 등 세계적인 자동차 제조업체 및 부품 제조업체들이 공동으로 참여하는 협력체로, 자동차의 전자 아키텍처에 대한 공개 표준 제정을 목표로 설립되었다. 자동차의 고기능화를 실현하기 위해 소프트웨어는 대규모화, 복잡화되고 있다. 글로벌 리서치 기관인 Frost&Suvllivan은 가까운 미래, 자동차 소프트웨어 코드가 2억 라인에서 3억 라인까지 이를 것으로 전망하고 있다. 따라서 기본 소프트웨어를 표준화하여 업계 전체가 공유하는 것은 애플리케이션 개발 효율성을 증대시키기 위해 필수적이라고 볼 수 있다. 쉽게 표현하여 자동차 부품을 크게 엔진, 바디, 샤시, 인포테인먼트로 나눈다면, 고유 전장 부품인 엔진/바디/샤시는 국제 표준규격인 AUTOSAR OS 기반으로 제조되어 2014년부터 양산 본격화될 것으로 예상된다.

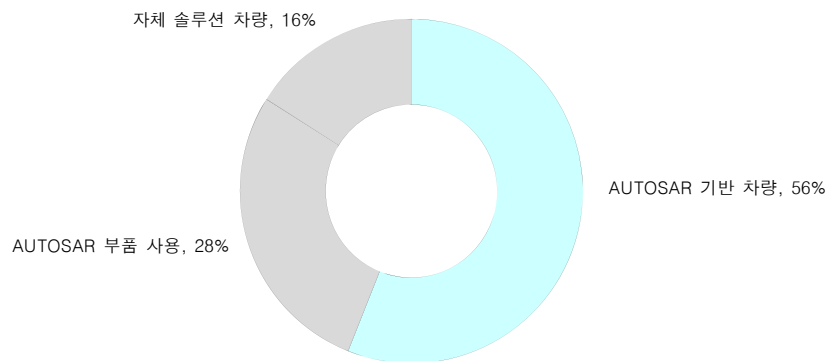
표 7. AUTOSAR 개요

항목	설명
설립일	2003년 6월
목적	자동차의 전기/전자 아키텍처에 대한 공개 표준 제정
정식명칭	AUTomotive Open System ARchitecture 공통적인 기능을 모듈화시켜 소프트웨어 개발시 하드웨어에 대한 의존도를 줄이고 OEM과 공급자 모두 소프트웨어 재사용성을 높이는 것
아키텍처	차량 통신, 메모리 관리, 진단, 시스템 모듈을 포함하는 기능 표준 제공
애플리케이션 인터페이스	차량 서비스에 바로 적용할 수 있는 서비스 인터페이스를 표준화
총 멤버수	169개 (코어멤버:9; 프리미엄:50; 관련:87;개발:23)
코어멤버	BMW, Bosch, Continental, Daimler AG, Ford, GM, PSA, Toyota, VW
한국 기업	ETRI, 현대차, 대성전기, 이비카드, KTL, 만도, S&T모티브

자료: AUTOSAR

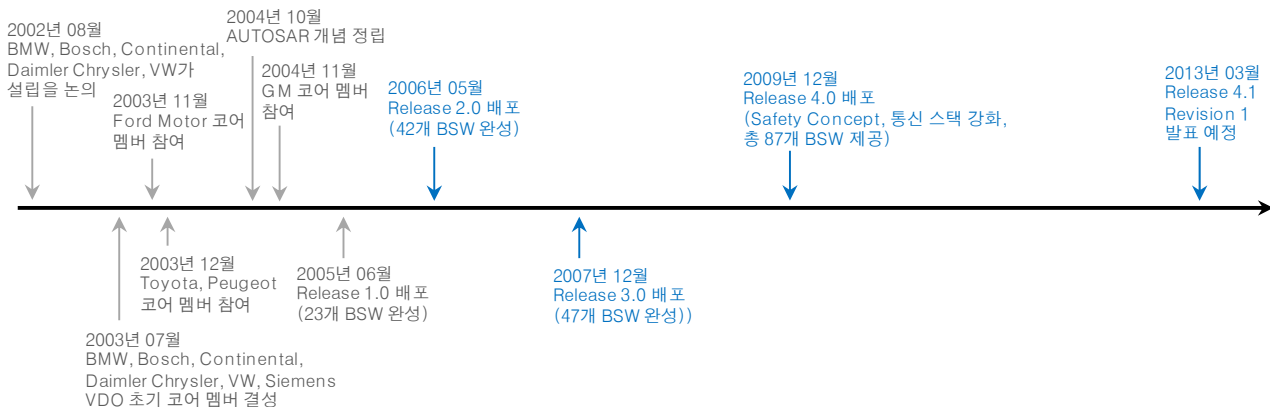
AUTOSAR OS 주요 개발 업체로는 Elektrobit, Vector, Esol 등이 있으며, MDS테크는 BMW, Volvo 등 글로벌 업체들이 계약한 Elektrobit 사의 Autosar OS 기술서비스 업체이다. 현재 국내 주요 전장 업체들인 만도, 현대모비스, 위아, 캐피코, 오토론, LG화학 등과 부품 개발을 진행하고 있고, 향후 개발 완료한 부품이 판매가 되면, 차량 판매 대수당 로열티를 인식하는 구조이다. 더불어 전장업체의 벤더 다변화는 동사 해외 매출 상승과도 연관될 수 있을 것이다. 일례로, 만도의 경우 2011년 현대차 그룹 매출 비중 77% 수준에서 2015년 66% (현대차 그룹 40% 및 기타 자회사 22%)까지 감소시킬 계획인데, 향후 MDS테크가 해외 완성차 판매에 따른 로열티 수익을 증가시키는 중장기적인 그림으로 이어질 수 있다.

그림 15. 2011년 BMW AUTOSAR 기반 차량 생산 현황



참고: BMW는 Elektrobit 사의 OS를 활용; 2015년부터 100% AUTOSAR 기반으로 차량 개발할 계획
자료: Elektrobit, Automotive Electronics 저널

그림 16. AUTOSAR 단계별 진화



자료: AUTOSAR

국방/항공: 꾸준한 개발을 매출 & NEOS(네오스)의 중장기 실적 업사이드

일각에서는 동사가 타 사업부에서 해외 OS 개발업체 총판으로 기술서비스를 제공하는 것을 두고 원천기술의 부재라고 의구심을 품기도 한다. 그러나 과거 동사가 자체 개발하여 상용화한 실시간 운영체제(RTOS)인 네오스는 이를 반증한다고 생각한다. 동사는 2007년 지식경제부 참여로 KAI (한국항공우주산업)과 협력하여 국산 항공용 RTOS를 개발하였고, 2011년 아시아 최초로 국제 표준 운영체제로 인정받았다. 이를 기반으로 현재는 국산 초음속 고등훈련기 T-50과 국산 전차인 K-2, 함정시스템, 항공기 엔진, 소형로켓 등에 들어가는 임베디드 시스템 프로젝트를 다수 진행 중이다. 윈드리버의 VxWorks RTOS가 국방분야 임베디드 소프트웨어의 80% 이상 차지하고 있지만, 자주 국방 차원에서 시스템 소프트웨어 국산화 필요성이 커지기 때문에, 네오스의 국산장비 OS 채택을 통한 중장기적인 실적 성장을 기대한다.

그림 17. 국방/항공 분야 소프트웨어 급증: 항공기의 예

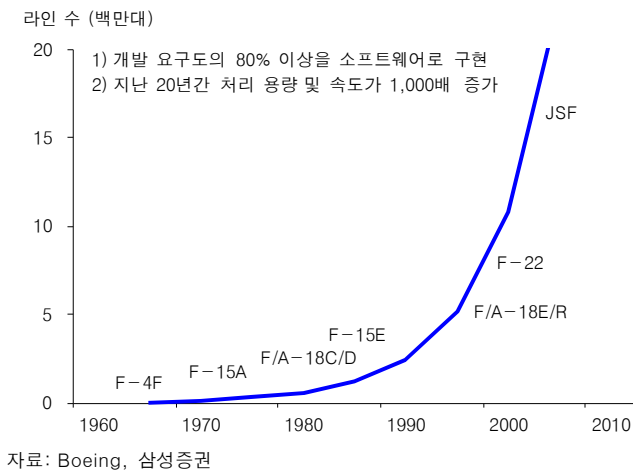


표 8. 국방 소프트웨어 국산화 관련 계획

시기	내용
2007년 01월	초음속 훈련기(T-50) 운용/제어소프트웨어 2011년까지 국산화
2010년 02월	WBS (World Best Software) 프로젝트로 무인항공기용 표준 SW플랫폼 및 Test-bed 개발과 '기동무기용 Real Time OS 개발
2011년 12월	2013년, 무기체계 SW 기술센터를 설립하고, 이를 바탕으로 연구소를 설립할 계획
2012년 04월	항공부품 국산화 확대를 위한 논의(국산화 대상, 항공용 소프트웨어 개발관리, 군용항공기 운용유지부품)
2012년 05월	국방부 무기(항공기, 함정, 정찰기) 및 비무기체계(정보통신망, 정보보호체계) 등을 통합한 임베디드 소프트웨어(SW) 발전 방안 마련.

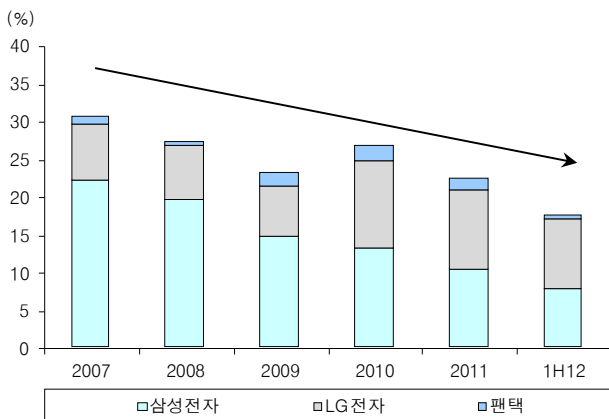
자료: 삼성증권

모바일, 가전/산업 분야 매출은 성장 없이 유지

한편, 모바일 분야는 디버깅 툴 위주의 개발솔루션 매출이 대부분이다. (올해 상반기 기준 전체 매출 비중 70%). 2000년도부터 개발솔루션 보급이 많이 이루어지고, 플랫폼 단일화가 진행되어온 결과로 동 사업 내 추가 성장동력은 없지만, 휴대폰용 마이크로프로세서인 ARM의 칩 업그레이드에 따른 유지보수 차원의 수익 증가는 (2-3년마다 약 20억원) 주기적으로 발생할 것이다. 사실 올해 매출 성장성이 연초 시장 예상보다 저조한 이유는 자동차 분야 매출은 급격히 성장하였으나, 모바일 분야에서 국내 휴대폰 세트 업체들의 소프트웨어 투자 지연으로 디버깅 툴 매출이 감소하였기 때문이다. 1) 그러나 전체 매출에서 삼성과 LG와 같은 세트업체 의존도는 지속적으로 줄어들고 있고, 2) 내년에는 ARM 64비트 프로세서 업그레이드에 따른 용역수익이 예상되기 때문에, 매출액은 소폭 증가, 올해보다 자동차 및 국방/항공 분야에서의 성장성이 부각될 것이라고 판단한다.

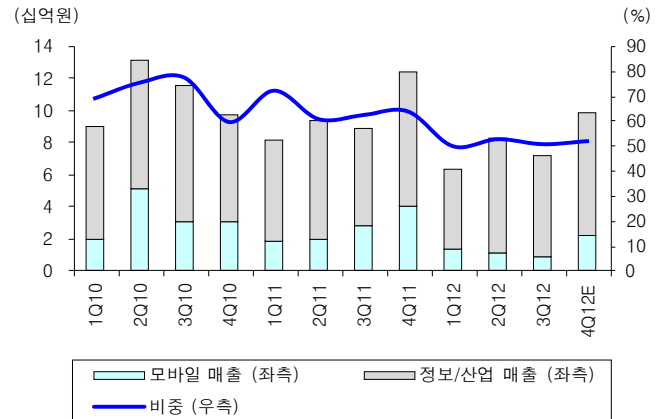
한편, MDS테크는 마이크로소프트(MS)사의 정보가전/산업용 임베디드 OS의 한국 판매채널이다. (국내 점유율 약 60%) MDS테크는 주로 셋톱박스, 네비게이션, PMP, ATM, POS 등의 단말에 OS를 포팅(porting)해주는 역할을 한다. 이 부분은 단말 판매에 따른 로열티 수익이기 때문에 안정적인 매출은 지속하나, 큰 성장 모멘텀은 없을 것으로 예상된다. 다만, 내년에는 동사가 경쟁사 B-square를 제치고, '윈도우 모바일' OS의 국내 독점 판매자가 되기 때문에 PDA 제품 관련 매출 증가분이 반영된다.

그림 18. 주요 모바일 분야 거래처 매출 비중 추이



자료: MDS테크

그림 19. 모바일, 정보/산업 분야 매출액 및 비중 전망



자료: MDS테크, 삼성증권 추정

■ 목차

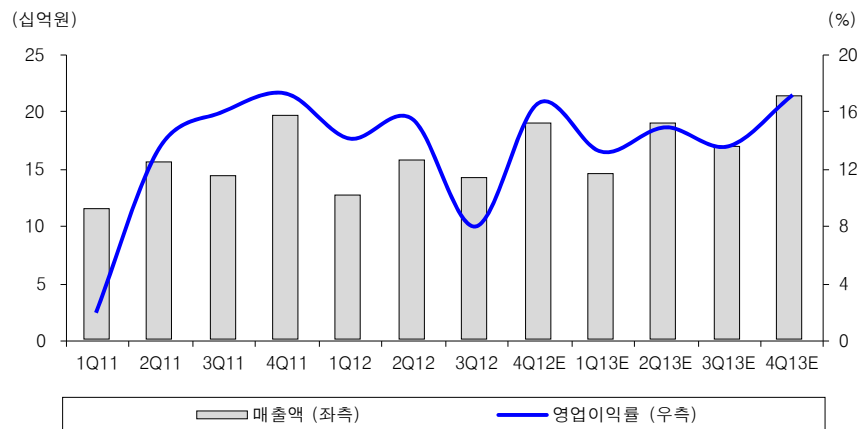
1. Business fundamentals	p2
2. 사업 부문별 분석	p5
3. 단기 실적 전망 및 Risk factor	p11

3. 실적 전망 및 Risk factor

4분기 및 내년 실적 전망

동사는 4분기 매출액은 전분기 대비 34% 상승한 190억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 주로 전분기에서 이연된 자동차 관련 매출 증가에 기인한다. 매출액 증가세에 따른 전체 영업이익 개선효과로 마진은 전년 동기 및 전분기 대비 상승한 18%를 기록할 것으로 예상하는데, 이는 성과급 등의 일회성 비용이 반영된 것이다. 2013년에는 자동차 분야 의 지속 성장으로 매출액은 올해 대비 16.8% 증가하는 720억원으로 예상하며, 상반기 이익률이 유사하게 유지된 후, 하반기 수익성이 올해 대비 개선될 것으로 전망한다.

그림 20. 분기별 실적 전망



참고: K-IFRS 별도기준

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

표 9. 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	12.6	15.8	14.2	19.0	14.5	19.1	17.0	21.5	61.1	61.7	72.0
모바일	1.3	1.1	0.9	2.1	1.1	1.5	1.3	1.9	10.6	5.4	5.8
정보가전/산업	5.0	7.2	6.3	7.7	6.0	7.3	6.7	7.4	28.5	26.1	27.4
자동차	3.4	4.5	4.1	7.4	4.2	6.9	6.2	9.7	14.0	19.4	27.0
국방/항공	0.7	1.0	0.4	0.4	1.0	1.1	0.5	0.5	1.5	2.5	3.1
교육	1.2	1.3	0.8	0.8	1.1	1.4	0.8	0.9	3.5	4.0	4.1
로봇 및 기타	1.1	0.7	1.8	0.6	1.2	0.9	1.6	1.1	3.0	4.2	4.7
영업이익	1.8	2.4	1.1	3.2	1.9	2.8	2.3	3.7	8.0	8.5	10.7
영업이익률 (%)	14.1	15.4	8.0	16.5	13.1	14.8	13.5	17.0	13.1	13.8	14.8
세전이익	2.9	2.7	1.9	4.1	2.7	3.6	3.1	4.5	11	12	14
순이익	2.3	2.5	1.4	3.0	2.1	3.4	2.4	3.1	9	9	11
수정 EPS (원)	261	310	146	308	234	378	270	348	985	1,024	1,229

참고: K-IFRS 별도기준

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

자회사 실적 추정

현재 동사가 100%의 지분을 보유한 자회사들은 MDS Pacific 호주 법인과 싱가포르 법인인데, MS 임베디드 OS 기술 서비스 업체로 각국 내 정보가전 및 산업용 임베디드 소프트웨어 사업을 영위하고 있다. 매출액이 소폭 감소하는 싱가포르 법인에서는 내년 매출액 40억원과 순이익 3억원을 예상하고, 견조한 성장을 보이고 있는 호주 법인의 경우, 올해 글로벌 산업용 임베디드 SW 성장률 18%를 보수적으로 감안, 매출액 66억원과 순이익 7억원 수준을 예상한다.

표 10. MDS Pacific 해외 법인별 실적 전망

(십억원)	2010	2011	2012E	2013E
MDS Pacific (싱가폴)				
매출	4.62	4.40	4.19	3.99
순이익	0.1	0.5	0.3	0.3
순이익률 (%)	2.6	10.4	6.5	8.5
MDS Pacific (호주)				
매출	3.7	5.2	5.7	6.6
순이익	0.1	0.6	0.5	0.7
순이익률 (%)	3.1	12.3	8.5	10.4

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

리스크 요인

1) 경기 불황에 따른 연구개발 부진

세계 경기 불황에 따른 R&D 투자 축소는 동사의 실적 성장을 저해하는 가장 큰 리스크 요인 중 하나이다. 우리가 그리는 MDS테크의 성장스토리는 자동차, 국방/항공 분야 사업의 연구개발 프로젝트를 진행한 후, 자동차 분야는 내년, 국방/항공 분야는 2014년부터 기기의 본격 상용화에 따른 로열티 수익을 얻는 것이다. 그런데 경기불황의 여파로 업체들이 신기술 개발 투자에 소극적이거나, 정부나 공공기관에서 국방 소프트웨어 국산화 계획을 연기시킨다면, 중장기적인 성장 기회 자체가 사라지는 것은 아니지만, 수익실현이 연기된다고 볼 수 있다.

2) 실적 변동성

동사의 미래 주력 사업군인 자동차나 국방/항공 분야에서는 현재 용역수익인 개발물 매출과 연구개발 프로젝트에 따른 수익이 대부분이다. 이에 따라 일회성으로 인식되는 매출들이 비정기적으로 인식되기 때문에, 분기 실적의 변동성이 큰 편이다.

표 11. SWOT 분석

Strength	Weakness
원천기술 공급자와의 오랜 관계 임베디드 소프트웨어 통합 솔루션 서비스 역량 넓은 기술인력 네트워크 1,400여 개에 이르는 다양한 고객기반 안정적인 재무구조	(전략일지라도) 일부 원천기술의 부재 신제품 관련
Opportunity	Threat
임베디드 소프트웨어 수요의 증가 스마트카 시장의 개화	세계 경기 불황에 따른 자동차 및 국방 투자지연 가전/산업용 OS 중 하나인 임베디드 리눅스의 특세

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E
매출액	62.1	61.1	61.7	72.0
매출원가	39.2	38.8	39.2	45.8
매출총이익	22.9	22.2	22.4	26.2
(매출총이익률, %)	36.9	36.4	36.4	36.4
판매 및 일반관리비	14.8	14.4	14.2	15.5
영업이익	8.0	8.0	8.5	10.7
(영업이익률, %)	12.9	13.1	13.8	14.8
순금융이익	1.1	1.4	1.6	1.9
순외환이익	0.1	0.0	0.0	0.0
순지분법이익	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	1.8	1.5	1.3
세전이익	9.6	11.2	11.6	13.9
법인세	2.0	2.3	2.4	2.9
(법인세율, %)	20.8	20.9	20.9	20.9
순이익	7.8	8.8	9.2	11.0
(순이익률, %)	12.6	14.5	14.9	15.3
영업순이익*	7.7	8.5	8.9	10.7
(영업순이익률, %)	12.4	14.0	14.4	14.8
EBITDA	10.3	10.7	10.5	12.3
(EBITDA 이익률, %)	16.6	17.5	17.0	17.1
EPS (원)	868	1,017	1,059	1,264
수정 EPS (원)**	855	985	1,024	1,229
주당배당금 (보통, 원)	260	290	290	290
주당배당금 (우선, 원)	-	-	-	-
배당성향 (%)	25.5	26.9	27.4	22.9

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E
영업활동에서의 현금흐름	4.9	4.6	5.7	6.3
순이익	7.8	8.8	9.2	11.0
유·무형자산 상각비	1.8	0.9	0.5	0.4
순외환관련손실 (이익)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
지분법평가손실 (이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	7.9	6.9	5.8	
순운전자본감소 (증가)	(4.6)	(3.2)	(0.9)	(1.9)
기타	n/a	(2.3)	0.0	0.0
투자활동에서의 현금흐름	(11.7)	(1.5)	0.9	(4.5)
설비투자	(1.6)	(0.6)	(0.1)	0.0
Free cash flow	3.4	4.0	5.6	6.5
투자자산의 감소(증가)	(18.0)	(0.4)	1.8	0.1
(배당금***)				
기타	7.9	(0.5)	(0.7)	(4.8)
재무활동에서의 현금흐름	7.9	(1.5)	1.3	1.2
차입금의 증가(감소)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0
자본금의 증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.2)	(1.5)	(2.4)	(2.5)
기타	10.3	0.2	3.7	3.7
현금증감	1.1	1.6	8.0	2.8
기초현금	2.9	4.0	5.6	13.6
기말현금	4.0	5.6	13.6	16.4

참고: K-IFRS 별도기준; * 일회성 항목 제외

** 완전 희석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E
유동자산	35.3	51.1	60.2	70.9
현금 및 현금등가물	4.0	5.6	13.5	16.3
매출채권	10.3	15.9	16.1	18.8
재고자산	2.0	1.7	1.7	2.0
기타	19.0	27.9	28.9	33.7
비유동자산	28.8	20.7	18.3	17.8
투자자산	14.4	6.2	4.4	4.3
(지분법증권)	1.6	1.4	1.4	1.4
유형자산	5.9	6.0	5.9	5.6
무형자산	7.3	8.0	7.8	7.8
기타	1.2	0.5	0.2	0.1
자산총계	64.1	71.8	78.6	88.6
유동부채	9.7	12.7	12.1	12.9
매입채무	3.9	7.0	6.7	7.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 유동부채	5.8	5.7	5.4	5.1
비유동부채	0.9	2.0	2.9	3.9
사채 및 장기차입금	0.1	0.0	0.2	0.3
기타 장기부채	0.8	2.0	2.7	3.6
부채총계	10.6	14.7	14.9	16.8
자본금	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	18.7	18.7	18.7	18.7
이익잉여금	30.4	36.5	43.3	51.8
기타	(0.4)	(2.9)	(3.2)	(3.4)
자본총계	53.5	57.1	63.6	71.9
순부채	(22.0)	(30.6)	(38.6)	(45.6)
주당장부가치 (원)	5,319	6,006	6,419	7,371

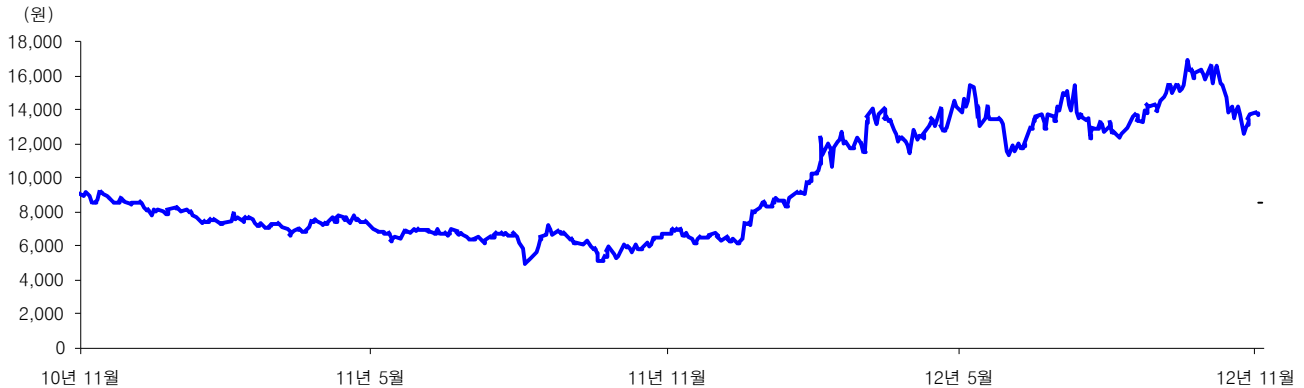
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E
증감률 (%)				
매출액	11.9	(1.7)	1.0	16.8
영업이익	13.6	0.2	6.1	25.8
세전이익	31.1	16.2	4.2	19.3
순이익	36.5	13.2	4.2	19.4
영업순이익*	33.6	11.2	4.2	20.0
EBITDA	17.4	(0.0)	(1.7)	17.6
수정 EPS**	41.4	15.1	4.1	20.0
비율 및 회전				
ROE (%)	17.0	16.0	15.2	16.2
ROA (%)	13.3	13.0	12.2	13.1
ROIC (%)	11.8	11.1	10.6	11.8
순부채비율 (%)	(41.2)	(53.6)	(60.6)	(63.4)
이자보상배율 (배)	122.3	265.4	270.9	199.5
매출채권 회수기간 (일)	61.1	78.4	94.7	88.3
매입채무 결제기간 (일)	32.6	32.5	40.5	36.7
재고자산 보유기간 (일)	16.0	10.8	10.0	9.5
Valuations (배)				
P/E	9.8	13.9	13.4	11.1
P/B	1.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	5.1	8.3	7.7	6.0
EV/EBIT	6.2	9.0	8.1	6.1
배당수익률 (보통, %)	1.9	2.1	2.1	2.1

■ Compliance Notice

- 당사는 11월 8일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2012/11/9

투자의견 BUY

TP (원) 17,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★(매수★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY(매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD(중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
- SELL(매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★(매도★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

create[^] with you 삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객센터 접수 080 911 0900