

# Company Update



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

## AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	26,000원 (+30%)
현재주가	20,000원
Bloomberg code	086960 KS
시가총액	1,744.5억원
Shares (float)	8,722,565주 (58.5%)
52주 최저/최고	12,700원/20,500원
60일-평균거래대금	32.2억원
One-year performance	1M 6M 12M
MDS테크 (%)	+11.7 +37.5 +29.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+7.6 +34.9 +31.1

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	26,000	22,000	18.2%
2013A EPS	1,142	-	-
2014E EPS	1,453	1,516	-4.2%
2015E EPS	1,750	1,735	+0.9%

## MDSE테크 (086960)

### 차량 전장화 시대의 본격 신호탄

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 차량 전장화 추세에 대한 투자자들의 관심이 높아지는 가운데, 국내 주요 부품 업체들과 SW개발을 진행하고 있는 동사 사업 현황을 점검하였다.

**Impact:** 올해 차량 및 국방/항공 임베디드SW 개발 프로젝트 증가에 따른 동사 실적 전망은 여전히 긍정적이다. ECU 연구개발 외 추가적인 업사이드 요인으로, 1) 차량용 미러링 솔루션의 확대 적용 (최근 MWC 전시회에서 폭스바겐이 미러링을 통해 차량 헤드유닛과 스마트폰 화면을 동기화 시연) 2) 타법인 인수합병에 따른 국방사업에서의 역량 강화 가능성이 있다.

**Action:** BUY 투자의견 유지하며, 목표주가는 26,000원으로 18% 상향한다. 신규 목표 주가는 2014년 연결 EPS에 멀티플 18배 적용하여 산출하였으며, 조정이 정당화되는 이유는 1) 국내외 peer업체들은 멀티플 28배에 거래되고 있고, 2) 동사는 해외 SW업체들과의 오랜 라이선싱 내력을 바탕으로 차량과 국방산업 SW개발의 개화기를 맞아 본격적인 실적 성장 국면에 진입하였기 때문이다.

#### THE QUICK VIEW

**투자 포인트 1) 전장 소프트웨어(SW) 협업 수요 확대:** 세계는 IT와 자동차의 융합에 주목하고 있다. 뒤늦은 행보이지만 국내 전장 부품업체들도 SW개발에 박차를 가하고 있으며, MDS테크는 해외 개발업체들의 독점 라이선싱 계약을 통해 국내 전장업체들과 SW협업 개발들을 진행하고 있는데, 주요 고객군은 현대기아차 계열, LG계열, SK이노베이션, 만도 등 다양하며, 프로젝트는 하이브리드카, 전기차, AUTOSAR OS를 기반으로 한 전장 시스템 개발 등으로 구성되어 있다. 차량용 SW매출은 올해 294억원으로 전년대비 약 27% 성장할 것으로 전망하며, 예산집행 추이에 따라 2분기와 4분기에 특히 강한 계절성을 보일 것으로 예상된다.

**2) 미러링 업사이드 긍정적:** 최근 MWC에서 폭스바겐은 신차 Golf내 헤드유닛에 HTC 스마트폰 화면을 그대로 보여주는 미러링 기술(Real VNC의 솔루션)을 적용시켜 시장에 주목을 받았다. 이같은 미러링(Mirroring) 기능은 안전상의 이유와 높은 편의성에 근거하여 CCC 국제표준인 미러링을 기준으로 향후 보급 가속화될 것이며, 미러링 솔루션의 국내 단독 개발자인 MDS테크의 관련 매출액도 상승할 것으로 예상된다.

**3) 국방/항공 시장 새로운 성장동력:** 동사는 풍부한 순현금으로 (본사기준 470억원) 인수합병을 통해 추가적인 성장 모멘텀을 확보해나갈 수 있으며, 지난해 2월 무기 양산을 위한 하드웨어 보드 제조업체인 유니맥스정보시스템을 인수한 것을 예로 들 수 있다.

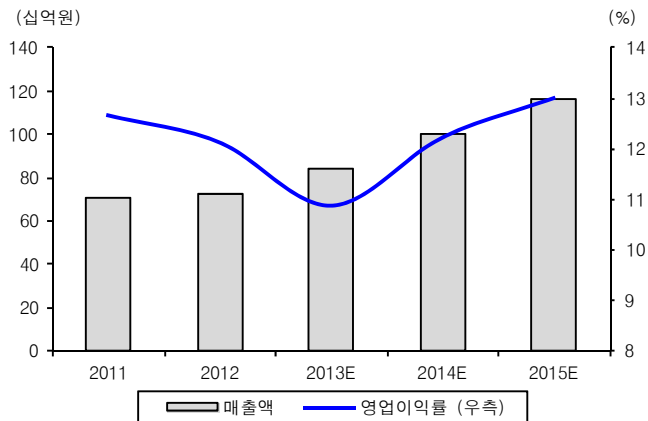
**밸류에이션:** BUY 투자의견 유지하며, 목표주가는 26,000원으로 18% 상향 조정한다. 신규 목표주가는 2014년 연결 EPS에 멀티플 18배 적용하여 산출하였으며, 조정이 정당화되는 이유는, 1) 국내외 peer업체들은 멀티플 28배에 거래되고 있고, 2) 동사는 해외 SW업체들과의 오랜 라이선싱 내력을 바탕으로 차량과 국방산업 SW개발의 개화기를 맞아 본격적인 실적 성장 국면에 진입하였기 때문이다.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013A	2014E	2015E
매출액 (십억원)	72.7	83.7	99.8	116.2
순이익 (십억원)	10.1	8.8	12.6	15.2
EPS (adj) (원)	1,162	1,016	1,449	1,746
EPS (adj) growth (%)	7.4	(12.5)	42.5	20.5
EBITDA margin (%)	15.8	12.5	15.4	15.7
ROE (%)	15.4	11.8	15.1	16.0
P/E (adj) (배)	15.8	19.7	13.8	11.5
P/B (배)	2.5	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA (배)	10.0	12.3	7.8	5.9
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.5	1.5

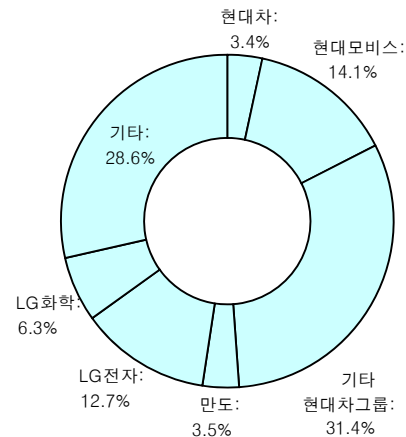
참고: K-IFRS 연결기준; 자료: 삼성증권 추정

그림 1. 연도별 매출액 및 영업이익 추이



참고: K-IFRS 연결기준  
자료: MDS테크, 삼성증권 추정

그림2. 차량: 고객별 매출 추정 (2013년)



자료: 삼성증권 추정

표 1. MDS테크: 해외 주요 SW업체들과의 라이선싱 계약

라이선서	계약내용	비고
dSPACE	2004년 7월 29일 이후	한국 단독 파트너십 (dSPACE사 제품 독점 공급)
Lauterbach	2011년 1월 1일 이후 1년 단위 자동갱신	한국 단독 파트너십 (Lauterbach사 제품 독점 공급)
FLIR	2009년 4월 1일 이후 1년 단위 자동갱신	FLIR 열화상 카메라
Microsoft	2012년 7월 1일 이후 1년 단위 자동갱신	Microsoft OEM 서비스업체 임베디드 시스템을 위한 소프트웨어 제품
Elektrobit Automotive	2011년 1월 25일 이후 1년 단위 자동갱신	한국 단독 파트너십 주요 제품군: 1) ECU플랫폼; 2) 인포테인먼트 제품; 3) ADTF (자동차 운전자 보조 시스템 설계 도구)

자료: DART

그림 3. 애플리케이션의 예: 폭스바겐이 MWC 2014에서 선보인 미러링 솔루션



참고: 미러링 솔루션은 스마트폰의 화면을 복제, 차량내 헤드유닛에서 실시간 원격제어가 가능한 국제 표준 기술. (차량오디오 시스템으로 소리 출력 가능)

MDS테크는 2012년 기술인증 완료하여, 헤드유닛 업체들과 제휴 확대 중.

자료: 업계 뉴스

표 2. 목표주가 산출

(원)	2014E
EPS	1,449
목표 P/E (x)	18
<b>목표주가</b>	<b>26,000</b>
현재 주가	20,000
업사이드 (%)	30

자료: 삼성증권 추정

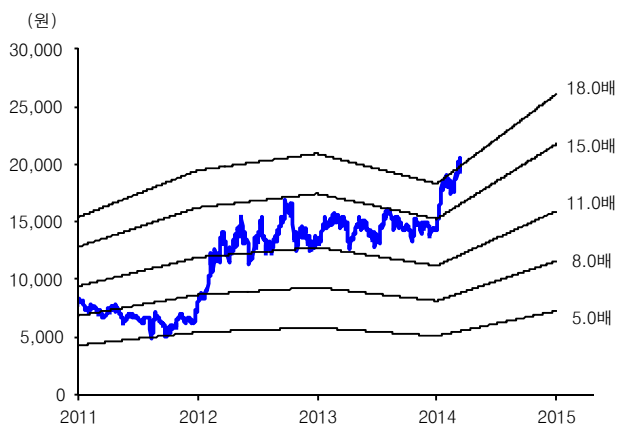
표 3. Peer valuation

(x)	블룸버그	제품	P/E		P/B		EV/EBITDA		Operating margin (%)		ROE (%)		EPS growth (% y-y)	
			2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E
<b>MDS테크*</b>	<b>086960 KS</b>	임베디드 SW	19.7	13.8	2.5	2.2	12.3	7.8	10.9	12.2	11.8	15.1	(12.5)	42.5
Advantech	2395 TT	임베디드 SW	26.1	22.9	5.7	5.2	20.1	17.1	15.3	15.6	22.4	23.3	16.8	13.7
Elektrobit	EBC1V FH	임베디드 SW	30.4	21.1	4.0	3.5	14.6	11.6	5.7	7.0	12.8	17.0	(62.3)	44.4
Kontron	KBC GR	임베디드 시스템	(23.4)	79.5	1.0	1.0	25.5	10.5	(0.7)	1.4	(5.2)	0.8	(64.9)	(129.5)
Adlink	6166 TT	임베디드 SW	22.9	17.2	3.3	2.9	12.2	8.4	8.2	10.3	17.0	22.1	110.4	33.3
Emerson Elec	EMR US	임베디드 SW	16.5	14.8	4.0	3.6	9.2	8.4	17.7	18.1	24.4	24.9	36.4	11.2
KPIT	KPIT IN	임베디드 SW	12.0	9.6	2.3	1.9	7.1	5.6	14.8	16.0	21.4	21.5	21.0	24.2
평균			14.1	27.5	3.4	3.0	14.8	10.3	10.2	11.4	15.5	18.3	9.6	(0.4)

참고: 3월 14일 종가 기준

자료: 블룸버그, 삼성증권 추정

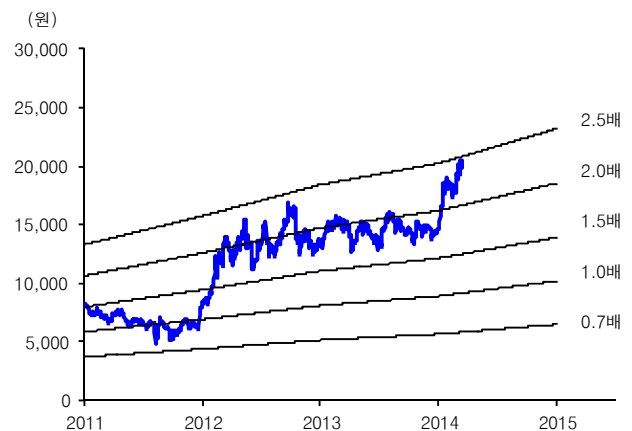
그림 4. Rolling P/E 밴드 차트



참고: K-IFRS 연결기준

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

그림 5. Rolling P/B 밴드 차트



참고: K-IFRS 연결기준

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013A	2014E
<b>매출액</b>	<b>71</b>	<b>73</b>	<b>84</b>	<b>100</b>
매출원가	46	47	54	64
<b>매출총이익</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>36</b>
(매출총이익률, %)	35	35	35	36
판매 및 일반관리비	16	17	20	24
<b>영업이익</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
(영업이익률, %)	12.6	12.1	10.9	12.2
순금융이익	1	2	2	2
순외환이익	0	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0
기타	2	2	(0)	1
<b>세전이익</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>15</b>
법인세	3	2	2	3
(법인세율, %)	22.3	16.7	17.5	18.5
<b>순이익</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>13</b>
(순이익률, %)	13.7	13.9	10.6	12.6
<b>영업순이익*</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>13</b>
(영업순이익률, %)	13.3	13.9	10.6	12.6
EBITDA	17.0	15.8	12.5	15.4
(EBITDA 이익률, %)	1,119	1,164	1,016	1,449
EPS (원)	1,119	1,164	1,016	1,449
수정 EPS (원)**	1,081	1,162	1,016	1,449
주당배당금 (보통, 원)	290	270	270	270
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	24.4	23.2	26.6	18.6

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013A	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>8</b>
순이익	10	10	9	13
유·무형자산 상각비	1	1	2	2
순외환관련손실 (이익)	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>0</b>
순운전자본감소 (증가)	(4)	(4)	(3)	(3)
기타	(3)	(1)	(0)	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(1)</b>	<b>(13)</b>	<b>(12)</b>	<b>(11)</b>
설비투자	(1)	(6)	(6)	(2)
<b>Free cash flow</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>6</b>
투자자산의 감소(증가)	(0)	(7)	0	0
(배당금***)				
기타	(1)	(0)	(7)	(9)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(2)</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
차입금의 증가(감소)	(0)	(0)	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금	(2)	(3)	(2)	(2)
기타	0	9	3	6
<b>현금증감</b>	<b>2</b>	<b>(0)</b>	<b>(5)</b>	<b>0</b>
기초현금	7	9	9	4
기말현금	9	9	4	4

참고: \* 일회성 항목 제외

\*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

\*\*\* 지분법증권으로부터의 배당

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013A	2014E
<b>유동자산</b>	<b>57</b>	<b>69</b>	<b>72.5</b>	<b>84.3</b>
현금 및 현금등가물	9	9	4.1	4.2
매출채권	18	19	21.4	24.4
재고자산	2	2	2.0	2.2
기타	28	39	45.1	53.7
<b>비유동자산</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>24.1</b>	<b>25.0</b>
투자자산	5	1	0.3	0.2
(지분법증권)	0	0	0.0	0.0
유형자산	6	9	13.7	14.8
무형자산	8	8	7.8	7.8
기타	1	2	2.3	2.3
<b>자산총계</b>	<b>76</b>	<b>89</b>	<b>96.6</b>	<b>109.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>13.9</b>	<b>14.6</b>
매입채무	8	7	6.4	6.4
단기차입금	0	0	0.0	0.0
기타 유동부채	6	7	7.5	8.1
<b>비유동부채</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4.4</b>	<b>6.2</b>
사채 및 장기차입금	0	0	0.1	0.2
기타 장기부채	2	3	4.3	6.0
<b>부채총계</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>18.3</b>	<b>20.8</b>
자본금	5	5	4.8	4.8
자본잉여금	19	21	21.1	21.1
이익잉여금	38	45	51.6	61.9
기타	(2)	1	0.7	0.8
<b>자본총계</b>	<b>59</b>	<b>72</b>	<b>78.3</b>	<b>88.5</b>
순부채	(34)	(45)	(46)	(54)
주당장부가치 (원)	6,290	7,363	8,093	9,272

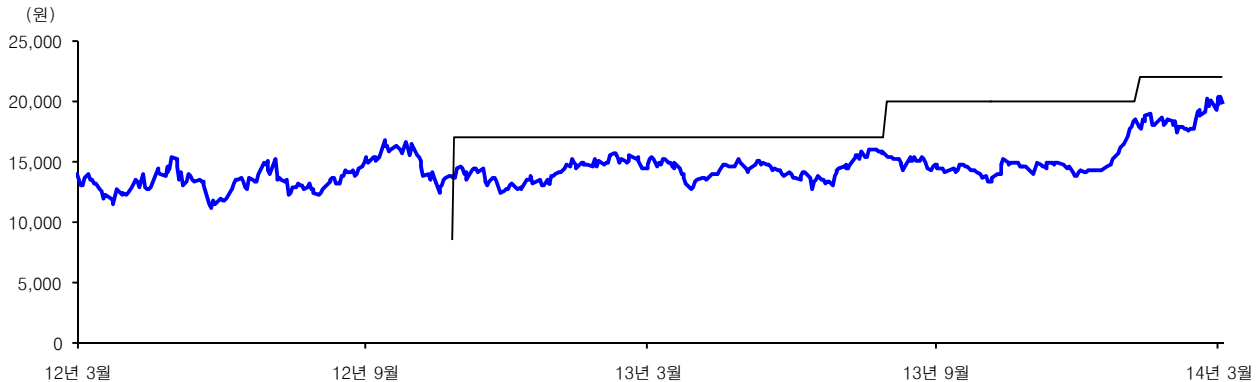
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2011	2012	2013A	2014E
<b>증감률 (%)</b>				
매출액	-	2.9	15.1	19.2
영업이익	-	(1.5)	3.2	34.1
세전이익	-	(2.7)	(11.8)	44.6
순이익	-	4.2	(12.7)	42.8
영업순이익*	-	7.6	(12.5)	42.8
EBITDA	-	5.6	(9.4)	47.2
수정 EPS**	-	7	(13)	43
<b>비율 및 회전</b>				
ROE (%)	16.3	15.4	11.8	15.1
ROA (%)	12.7	12.3	9.5	12.3
ROIC (%)	11.7	10.2	9.6	11.2
순부채비율 (%)	(56.5)	(63.0)	(58.9)	(61.2)
이자보상배율 (배)	273.1	710.5	694.5	519.0
매출채권 회수기간 (일)	92.6	93.3	88.5	83.6
매입채무 결제기간 (일)	42.8	37.6	28.6	23.5
재고자산 보유기간 (일)	9.6	9.3	8.3	7.5
<b>Valuations (배)</b>				
P/E	6.3	15.8	19.7	13.8
P/B	1.1	2.5	2.5	2.2
EV/EBITDA	2.1	10.0	12.3	7.8
EV/EBIT	2.3	10.9	14.5	8.9
배당수익률 (보통, %)	1.6	1.5	1.5	1.5

## ■ Compliance Notice

- 당사는 3월 14일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 3월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 14일 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	2013/8/5	2014/1/17	2014/3/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	17,000	20,000	22,000	26,000

- **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