

매수(분석재개)

목표주가: 30,000원

Stock Data

KOSPI(2/15)	1,862
주가(2/15)	19,800
시가총액(십억원)	175
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	28,900/19,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,307
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.5/16.1
주요주주(%)	한글과컴퓨터 18.6
	미래에셋자산운용 외 2 인 10.9

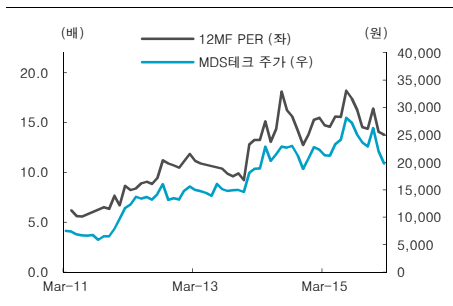
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2015F	1,455	1,228	(15.6)
2016F	1,765	1,501	(15.0)
2017F	1,913	1,714	(10.4)

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.5)	(30.4)	(10.2)
상대주가(%p)	(16.6)	(24.3)	(5.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

국내 유일의 원스탑 SW백화점

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원 제시

백화점의 장점은 많은 브랜드를 한꺼번에 살 수 있고 교육(문화센터)이 가능하며, A/S가 쉽고 간편하다는 것이다. 국내에 그런 백화점이 하나만 있다고 생각해보자. 자체 브랜드가 없어 디스카운트되기보다 유통 장악력으로 프리미엄이 형성될 것이다. SW계에서 독점 백화점과 같은 곳이 바로 MDS테크다. MDS테크는 글로벌 No.1 개발툴과 개발솔루션의 풀 라인업 판권을 보유해 원스탑 공급이 가능하다는 점에서 경제적 해자를 가지고 있다. 2016F PER 20배(해외 peer대비 13% 할인)를 적용한 목표주가 30,000원, 투자의견 매수로 MDS테크를 추천한다.

SW프로젝트 증가로 필요한 개발툴 수요 확대

스마트카, 즉 자동차 전장화의 핵심은 소프트웨어다. 소프트웨어 개발은 사람(개발자)과 연장(개발툴), 표준 플랫폼(OS)이 중요하다. MDS테크는 소프트웨어 요구 수준이 높은 자동차, 항공/국방 분야에서의 매출비중이 늘어나면서 안정적 이익이 창출되는 구간에 진입했다. 개발인력이 사용하는 툴의 대부분을 독점 공급하기 때문에 스마트카 시장 개화와 항공/국방 국산화의 시작 단계부터 매출이 증가하고 있다.

OS적용 시물 증가와 국방분야 토종OS 니즈 증가

윈도우(PC)나 안드로이드(모바일), Autosar(자동차)처럼 표준 OS가 필요한 이유는 비용감소 및 개발효율 증대 때문이다. 사물인터넷 시대가 열리면 자동차, 장비, 가전제품 등 OS적용된 디바이스가 늘어난다. 현재 범용 OS로 가장 많이 사용되는 윈도우 임베디드 OS의 경우 MDS테크가 국내 시장의 55%를 장악하고 있다. 최근 FA-50 전투기에 성공적으로 시범 적용된 NEOS는 MDS테크가 원천기술로 개발한 국방/항공용 OS로서 개발회사로 영역을 확장하는 교두보가 될 전망이다.

	2013A	2014A	2015P	2016F	2017F
매출액(십억원)	84	105	118	142	168
영업이익(십억원)	9	11	12	16	19
세전이익(십억원)	11	12	13	17	20
순이익(십억원)	9	10	11	13	15
EBITDA(십억원)	10	12	14	17	20
순차입금(십억원)	(51)	(52)	(53)	(62)	(86)
영업이익률(%)	10.9	10.3	10.5	11.3	11.2
ROE(%)	11.9	12.2	11.8	13.1	13.5
배당수익률(%)	1.8	1.3	1.1	1.4	1.4
EPS(원)	1,031	1,152	1,228	1,501	1,714
(EPS증가율, %)	(13.9)	11.7	6.6	22.2	14.2
BPS(원)	8,991	9,960	10,845	12,032	13,433
DPS(원)	260	270	280	280	280
PER(x)	14.2	18.0	21.4	13.2	11.6
PBR(x)	1.6	2.1	2.4	1.6	1.5
EV/EBITDA(x)	7.8	10.9	12.8	6.8	4.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Company report focus

리포트 작성 목적

- MDS테크 분석 개시
- 스마트카 트렌드, 항공/국방 국산화와 관련해 MDS테크가 성장할 수 있는 기회를 규명하고 향후 전망 제시
- 국내 임베디드 SW 산업 이해를 통해 MDS테크의 핵심 가치 파악

□ 핵심 가정 및 valuation

- 2016년 자동차 부문 19.8% 성장, 국방 부문 31.1% 성장 가정
- ICBMS 분야에서는 클라우드 서비스 신규 매출 발생 가정 및 스펙트럼, 보안 솔루션의 매출 추가로 2016년 ICBMS 분야 매출액은 2015년 49억 대비 98% 증가한 97억 가정
- 자회사 유니맥스의 경우 매출 규모가 커진 상태임을 감안, 올해 매출액 증가율은 지난 2년 CAGR 123%보다 낮은 29%로 보수적 가정

전방산업별 매출증가율 가정

	증가율(%)	
	자동차	국방/항공
2015P	12.2	43.8
2016F	19.8	31.1
2017F	24.7	20.8

주: 국방/항공은 유니맥스 매출액 합산
자료: 한국투자증권

□ 위험 / 기회 요인

- 위험: 원천기술 보유회사의 직접 진출 가능성, 총판 재계약 실패
- 기회: 스마트카 시장 개화, 현대/기아차의 전장화 의지, 국방/항공 부문 SW의 국산화 니즈

□ 기업의 주요 특징

1) 해외 핵심SW들과 OS의 국내 판권을 보유한 SW 전문회사

- 주력 판매 SW를 해외에서 소싱해 전 단계 라인업을 갖추고 국내에서 판매, 유지/보수, 교육을 담당
- 원천기술을 보유한 해외SW사는 dSPACE(설계툴 세계 1위), Lauterbach(디버깅툴 세계 1위) 등이 있음

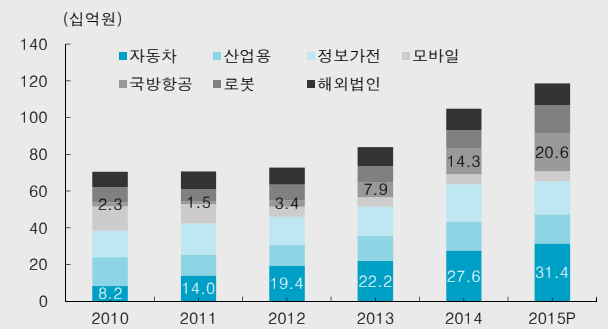
2) 해외 원천기술 보유사에 지급하는 로열티가 매출원가의 대부분

- 매출원가는 해외 SW개발사 지급 로열티와 인건비 일부로 구성
- 윈도우 임베디드 SW의 경우 OP마진은 8~9% 수준으로 파악
- 해외 SW사에서 판권을 줄 때 가격 측면(로열티 비중) 외 기술 지원력과 업력을 주요 변수로 고려. 마이크로소프트사와의 파트너십은 MS 임베디드 OS가 국내에 들어온 15년 전부터 꾸준히 유지

3) SW 유통사에서 SW 개발사로 발돋움

- 동사의 고질적인 디스카운트는 원천기술을 보유하지 않은 판매회사라는 지적에서 비롯
- 국내에서 SW는 원천기술 보유여부보다 특정시장 장악력이 중요하다는 측면에서 디스카운트 근거는 크지 않다고 판단
- 동사는 무엇보다 신뢰성과 정확도가 중요한 국방/항공 부문에서 자체 기술로 만든 NEOS를 개발하고 양산 적용하기 위한 R&D 투자를 지속하고 있어 디스카운트 요인은 빠르게 해소될 전망

국방/항공 및 자동차 부문 성장세 두드러져



주: 국방/항공은 유니맥스 매출액 합산
자료: MDS테크, 한국투자증권

□ 동종 기업 비교

- 현 주가는 2016F PER 13.2배
- Outlier인 Autodesk를 제외한 해외 SW개발사의 평균 PER은 23배. 해외 SW개발사들이 대부분 수출이 있다는 점에서 수출 업사이드가 제한된 동사의 목표 PER로 13% 디스카운트 적용한 20배 적용

Contents

I. Valuation	2
1. 기업 overview & 투자포인트 요약	
2. 매수 의견과 목표주가 30,000원 제시	
II. 투자 포인트	6
1. 자동차, 국방에서 SW 개발수요 확대	
2. OS 탑재기기 확대: 자동차, 국방/항공과 사물인터넷까지	
3. ICBMS부문 98% 성장 전망	
4. SW 자체개발 및 플랫폼회사로 진화중	
III. Risk	12
기업개요 및 용어해설	13

I. Valuation

1. 기업 overview & 투자포인트 요약

도구와 OS를 파는 회사

MDS테크는 소프트웨어 개발툴 및 임베디드 솔루션과 OS(자동차, 모바일, 디지털/가전, 국방/항공, 반도체, 산업용기기에 탑재)를 제공하는 업체다. 2015년 개별 기준 매출비중은 개발툴 34.5%, 임베디드 솔루션 및 OS 37.9%, 기타 27.6%다. 개발자들이 프로젝트를 수행하는 데 필요한 도구(개발툴)와 임베디드 OS를 공급해 개발자 수 및 개발 프로젝트 수요가 늘어날수록 개발툴과 개발솔루션 매출이 증가하는 구조다.

다양한 전방산업 대응

동사는 소프트웨어 기술 개발툴(디버거, 설계툴, 테스트툴) 풀 라인업을 갖추고 있어 소프트웨어가 필요한 대부분의 산업이 전방 산업에 포함된다. 과거 모바일 OS가 통일되지 않았을 때 WPI 등 다양한 OS개발니즈로 성장성이 높았지만, 범용 플랫폼인 안드로이드 보급 확대로 모바일 부문의 매출비중은 줄어드는 추세다. 반면, 스마트카 개화와 전장화 트렌드 확대로 자동차와 국방/항공 부문의 매출비중이 급격히 높아지고 있다.

임베디드 OS 독과점 구조

임베디드 OS분야에서는 독과점 지위를 유지하고 있다. MDS테크는 Elektorbit의 오토사 OS의 국내 독점 총판으로서 자동차 전장화의 전방위적 수혜를 누릴 전망이다. 또한 동사는 일본을 제외하고 윈도우 임베디드 OS(ATM기, POS단말기, 네비게이션 등에 적용)의 아시아 최대 총판이다. 국내 윈도우 총판은 동사 외에 SGA임베디드, 어드벤처케이알, 유니퀘스트 등이 있는데, 동사의 윈도우 임베디드 OS 점유율은 55%에 달한다.

한글과 컴퓨터 계열사

2014년 상반기에 최대주주가 스틱인베스트에서 한글과 컴퓨터로 변경됐다. 현재 한글과 컴퓨터의 지분은 18.6%이며, FI로 참여한 린드먼 계열이 13.9%의 지분을 가지고 있다.

동사의 투자포인트를 두 가지로 요약하면 다음과 같다.

1) 자동차, 국방/항공 부문 SW프로젝트 증가 → 마진좋은 개발툴 및 독점 OS 매출 증가

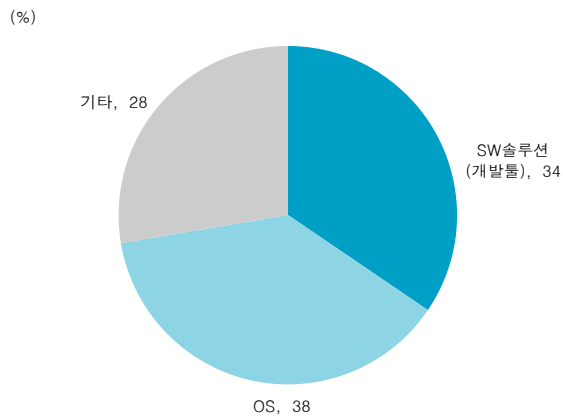
자동차는 스마트카, 국방/항공은 SW국산화 이슈로 인해 두 전방산업에서 SW프로젝트 및 개발인력이 늘어나고 있다. SW개발 붐이 발생할 때 밸류체인 가장 앞단에서 매출이 발생하는 것이 SW개발툴과 OS 공급회사다. 2016년 자동차 부문의 선전으로 개발툴은 16.2%, 개발솔루션은 17.5% 성장할 것으로 추정되며, 마진이 높은 전방산업의 확대로 영업이익률은 2015년 10.5%에서 2016년 11.3%로 0.8%p 상승할 전망이다. 자회사 유니맥스 연결매출뿐 아니라 HW와 연계한 동사의 SW매출도 늘고 있어 인수회사와의 시너지 효과도 본격화될 것이다.

2) ICBMS* 합산매출 전년대비 98% 증가

2015년 동사 내 ICBMS 매출비중은 5%로 낮지만, 연간 성장률은 98%로 높은 성장률을 보일 것으로 전망된다. 사물인터넷, 빅데이터, 보안의 공통분모는 SW기반이라는 점이며, 방대한 데이터를 수집, 분석하는 SW툴 공급이 필수적이다. 특히 스플링크(B: Big data), 윈도우 클라우드 Azure(C: Cloud), 엔드 포인트 로그분석툴(S: Security) 부문에서 두드러진 성장률이 시현될 것이다.

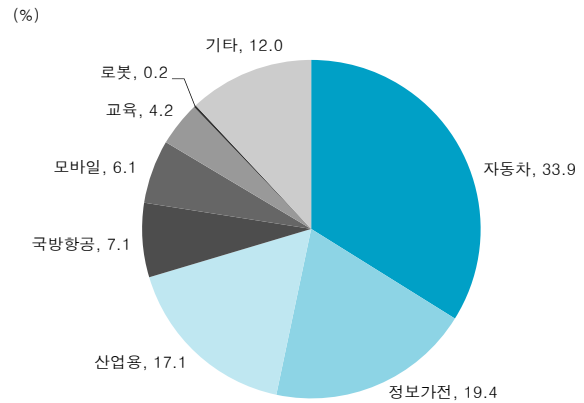
(*ICBMS: I-사물인터넷(IoT), C-클라우드(Cloud), B-빅데이터(Big data), M-Military(국방), S-보안(Security))

[그림 1] 매출비중-판매분야별 (2015P, 개별기준)



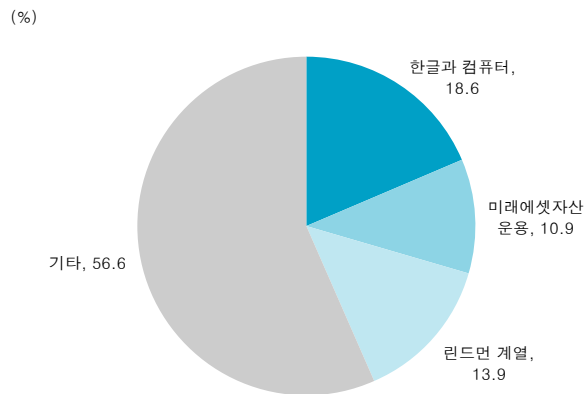
자료: MDS테크

[그림 2] 매출비중-전방산업별 (2015P, 개별기준)



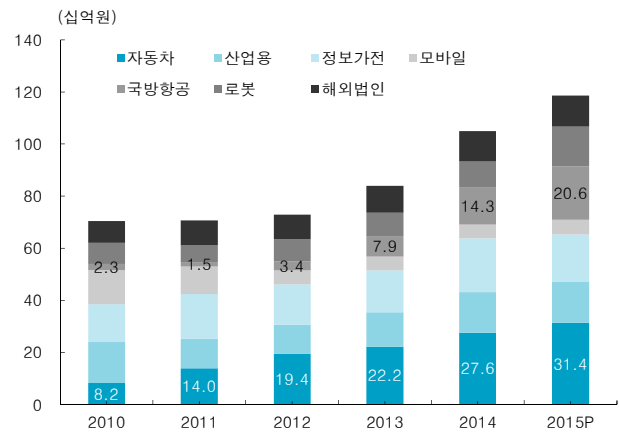
자료: MDS테크

[그림 3] 주주구성



주: 린드먼 계열은 한글과 컴퓨터가 MDS테크를 인수할 때 FII로 참여
 자료: MDS테크

[그림 4] 전방산업별 매출액 추이



주: 연결 기준, 국방/항공 부문은 본사 국방/항공(SW)과 유니맥스(HW) 합계 실적
 자료: MDS테크

2. 매수 의견과 목표주가 30,000원 제시

2016F PER 20배 적용한 목표주가 30,000원 제시

MDS테크에 대해 투자의견 매수, 목표주가 30,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 주요 전방산업이 성장성 높고 마진이 좋은 자동차와 국방/항공으로 바뀌면서 매출이 빠르게 늘어나고 이익이 발생하는 구간에 진입했다. 국내 자동차 전장 개발수요가 커질수록 동사의 개발 톨과 OS 매출이 확대되며, SW기술력을 바탕으로 한 독점적 지위는 향후에도 안정적으로 유지될 것으로 본다.

수출 여력 제한으로 해외 peer 대비 13% 할인

원천기술 보유회사에 준하는 장악력을 인정하되, 할인요인을 감안해 목표 PER을 20배로 산정했다. MDS테크는 개발 톨 및 솔루션 집대성에 따른 시너지와 국내 최강의 업력을 통해 쌓은 교육/관리 노하우와 선점효과로 높은 진입장벽을 구축해 국내에서는 원천기술 보유사에 준하는 지위를 누리고 있지만, 해외 peer와 달리 수출 업사이드가 제한된 측면이 있어 peer PER 평균 23배를 13% 할인한 20배를 적용했다. 해외 업체로는 Advantech, Ansys, Autodesk, Dassault Systems 등이 있다. 해외 peer들의 경쟁구도가 국내에는 없으며, 오히려 MDS테크가 허브가 되어 dSPACE, Lauterbach, 마이크로소프트 임베디드 OS 등 글로벌 1,2위 솔루션 라인업을 모두 공급할 수 있다. 비교대상으로 주로 언급되는 국내 임베디드 SW 및 솔루션 회사로 유비벨록스, 인포뱅크 등이 있지만 이들은 경쟁사라기보다 고객사인데다 컨센서스 데이터가 없어 직접적인 비교는 불가능하다.

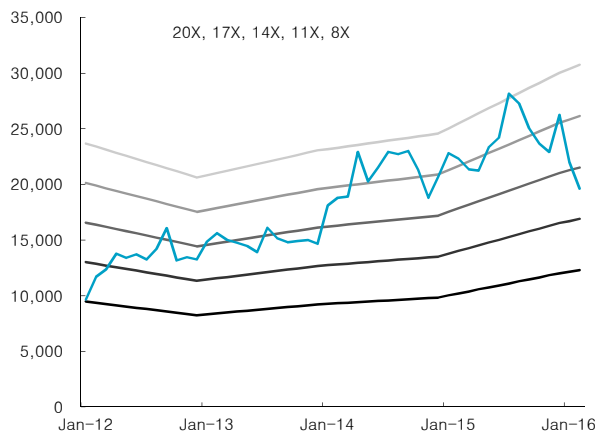
〈표 1〉 MDS테크 실적 추정

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2012	2013	2014	2015P	2016F	2017F
매출(A)+(B)	30.7	25.8	36.3	28.3	72.7	83.7	105.2	117.8	142.0	167.6
YoY(%)	22.8	16.4	7.0	13.6	2.9	15.1	25.7	12.0	20.5	18.0
자동차	8.0	6.2	11.8	7.5	19.4	22.2	27.6	31.4	37.6	46.9
산업용	3.4	4.1	3.9	3.3	11.2	13.3	15.6	15.8	18.5	23.5
정보가전	3.4	3.7	7.0	4.0	15.4	16.0	20.6	18.0	17.0	18.4
모바일	3.2	0.9	0.5	1.1	5.4	5.3	5.3	5.6	7.0	6.8
국방/항공	1.1	1.2	2.3	2.2	3.4	5.1	5.6	6.6	6.4	8.4
로봇	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
교육	1.0	0.7	1.8	0.5	4.1	3.6	3.6	3.9	4.1	4.3
기타	3.7	2.3	3.5	3.6	4.2	5.3	6.2	11.1	18.2	23.1
소계(A)-본사	23.8	19.2	30.9	22.2	63.5	70.9	84.6	92.8	111.6	131.6
해외지사	3.0	3.0	3.4	2.5	9.3	10.3	11.6	11.9	12.4	13.0
유니맥스	4.2	3.8	2.3	3.6	NA	2.8	9.1	14.0	18.0	23.0
소계(B)-연결대상	7.1	6.7	5.6	6.0	9.3	12.8	20.6	25.9	30.4	36.0
영업이익	4.6	2.2	3.4	2.4	8.8	9.1	10.3	12.4	16.1	18.7
OPM(%)	15.0	8.7	9.2	8.9	12.1	10.9	10.3	10.5	11.3	11.2
YoY(%)	27.8	(5.4)	(0.8)	17.6	(1.1)	3.4	18.7	14.3	29.9	16.4
세전이익	4.7	2.3	3.8	3.0	12.1	10.7	12.4	13.4	16.9	19.8
법인세	0.9	0.5	0.6	0.6	2.0	1.9	2.1	2.3	3.0	3.4
지배주주순이익	3.7	1.8	3.2	2.4	10.1	9.0	10.1	10.8	13.2	15.1
YoY(%)	19.1	(14.2)	(1.2)	15.0	4.2	(11.5)	12.7	7.2	22.3	14.2
NPM	12.1	7.0	8.9	8.4	13.9	10.7	9.6	9.2	9.3	9.0

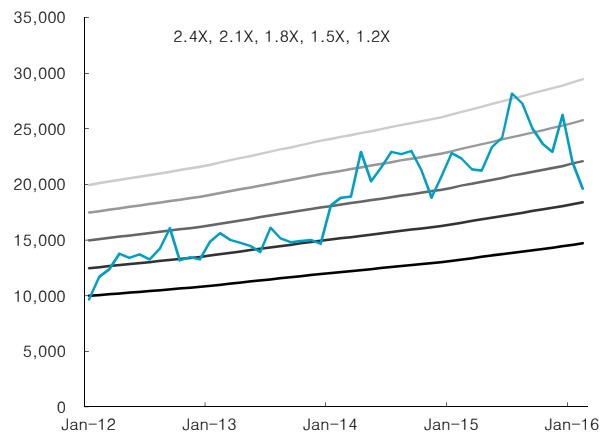
주: 해외지사, 유니맥스 합산과 소계와의 차이는 내부거래로 인한 연결조정
자료: 한국투자증권, MDS테크

[그림 5] PER차트



자료: 한국투자증권

[그림 6] PBR차트



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 peer group valuation

회사	분야	PER			PBR			EV/EBITDA		
		2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
PTC	제품 개발툴	25.4	16.8	18.8	4.6	4.8	4.1	34.6	13.1	13.4
Ansys	SW 솔루션, 시뮬레이션 툴	25.6	23.5	21.6	3.5	3.4	3.2	14.3	13.3	11.9
Autodesk	컴퓨터 소프트웨어	66.2	NA	355.3	6.8	10.3	15.9	30.6	NA	NA
Dassault systems	제품생애주기 관리	31.8	28.3	25.5	5.3	4.7	4.2	18.3	16.3	14.9
Red hat	공개 소스 소프트웨어	38.9	33.2	28.4	8.8	7.6	6.3	21.7	18.9	16.6
VMware	가상 솔루션	12.2	11.9	10.8	2.7	2.3	2.0	6.2	6.2	5.7
Adobe	컴퓨터 소프트웨어	32.5	24.2	19.5	5.8	5.1	4.3	20.1	15.5	13.0
해외 SW 평균 (Autodesk 제외)		27.7	23.0	20.8	5.1	4.7	4.0	19.2	13.9	12.6
MDS테크	SW솔루션, OS 공급	21.4	13.2	11.6	2.4	1.6	1.5	12.8	6.8	4.6
전체 평균		26.8	21.6	19.5	4.7	4.2	3.7	18.3	12.9	11.4

주: 평균 산정 시 아웃라이어인 Autodesk는 제외

자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 투자 포인트

1. 자동차, 국방 부문에서 SW 개발수요 확대

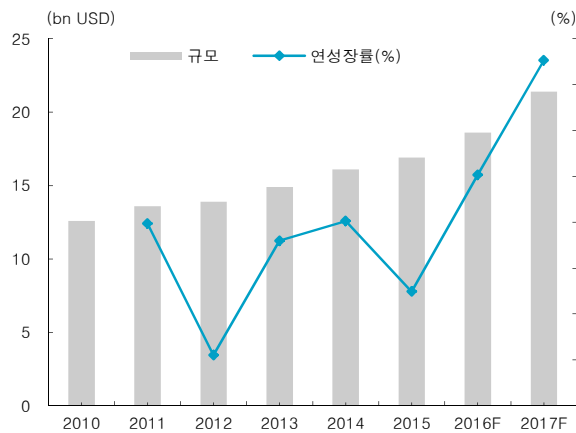
임베디드 SW 시장 확대

과거 SW는 HW의 부속품 정도로 여겨졌지만 지금은 제품의 고부가가치를 창출하는 핵심으로 자리잡고 있다. SW중에서도 특히 임베디드SW의 국내 시장 규모는 169억 달러로 전년대비 5% 성장했고, 향후 2년간 각각 10%, 15% 증가할 전망이다.

스마트카와 국방/항공 국산화

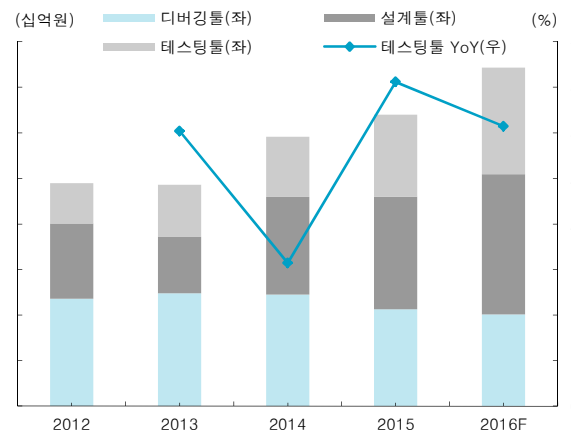
임베디드SW 인력확보와 관련하여 빠른 행보를 보이는 곳은 자동차 및 국방 분야다. MDS테크는 자동차 및 국방/항공 SW 개발인력들이 사용하는 툴의 대부분을 국내 독점 공급해 개발자들의 교육, 툴 업그레이드 및 컨설팅 서비스를 제공한다. 자동차 어플리케이션 관련 ECU 통합 움직임과 OCU서비스, 인포테인먼트 도입으로 자동차 전장 관련 R&D가 늘고 있다. 국내에서 스마트카 연구개발에 앞장 선 현대기아차그룹은 전장화를 위한 투자와 개발인력을 확대하고 있다. 현대오트론 설립은 현대기아차그룹 전장화의 의지를 보여준다. 2015년 국내 임베디드SW 관련 개발인력은 62,000명으로, 그 중 자동차 부문 개발이 가능한 R&D 인력은 현재 1,500명 내외로 추산되며 향후 5년 내 4,000명 이상으로 확대될 전망이다. 또한 정부의 국방 OS개발 국산화 의지로 국방/항공 부문에서 국산화가 진행되고 있어 LIG넥스원, 현대로템 등과 실질적 연구개발을 수행 중인 동사의 영향력과 매출연결성은 더욱 커질 것으로 판단한다.

[그림 7] 국내 임베디드SW 시장규모: 추이 및 전망



자료: 임베디드SW시스템산업협회

[그림 8] 개발툴별 매출 추이



자료: MDS테크, 한국투자증권

마진좋은 설계/테스팅툴 매출 확대

개발툴이 범용성이 있는데다 워낙 고가(4,000만원~3억원)라 개발인력 한 명당 개발 툴 하나가 배치되지는 않는다. 다만 SW 개발수요, SW 개발프로젝트가 많아지면 개발인력이 늘어나게 되고, 개발인력이 늘어나면 개발툴 수요가 계단식으로 비례하여 증가한다. 전방산업이 모바일에서 자동차, 국방/항공으로 바뀌면서 단가가 높고 수익성 좋은 설계툴과 테스팅툴 매출이 빠르게 증가하고 있다. 적시성 있는 대응과 디버깅 체크가 필수적인 모바일 부문에서는 디버깅 툴이 중요했지만 신뢰, 안전성과 완결성이 필수적인 자동차와 국방/항공 부문에서는 설계 및 테스팅 툴이 중요하다. 설계 및 테스팅 툴 단가가 디버깅보다 높기 때문에 자동차, 국방/항공 부문의 매출 비중 상승은 가격 및 마진 측면에서도 긍정적이다. 모바일SW 개발인력 1명당 개발환경 구축비용은 평균 1,000만원 수준이지만, 자동차SW 개발인력 1인당 개발환경 구축비용은 평균 2,500만원 이상이고 향후 5년내 5,000만원 수준으로 증가할 전망이다. 휴대폰산업이 주요 전방산업인 디버깅 툴의 2015년 매출은 전년대비 13% 감소한 반면, 자동차와 국방/항공에 주로 쓰이는 설계와 테스팅 툴 매출은 각각 15.5%, 35.6% 증가했다.

올해 테스트는 전년대비 30.7% 증가한 117억원, 설계는 24.1% 증가한 154억원으로 전망되며 디버깅은 전년대비 5% 감소한 100억원으로 예상된다. 마진이 높은 전방산업의 확대로 전체 영업이익률은 2015년 10.5%에서 2016년 11.3%로 0.8%p 상승할 전망이다.

교육을 통한 마케팅: 개발률 종속성 심화

MDS테크 매출의 4%를 차지하는 교육 부문은 매출의 일부분이기도 하지만, 새로운 매출을 창출하는 잠재적 영업수단이다. 국내 개발자들의 대부분은 도구를 사용하기 위한 교육을 받게 되고, 한번쯤은 국내에서 풀 라인업을 갖춘 MDS테크에서 제공하는 MDSA카데미를 거치게 된다. 의사들이 자기 손에 익숙한 도구로 기술을 하듯이, 개발자들도 결국 교육을 통해 직간접적으로 익숙해지는 툴과 OS에 대한 의존도가 높아지게 되는데, 이는 곧 SW 종속성이 심화된다는 뜻이다. MDSA카데미 교육을 수료하는 인력은 연간 15,000명에 달하며 이들 대부분이 개발자이자 동시에 실무에서 구매결정에 큰 영향을 끼치는 담당자로서 구매의 선순환 구조를 형성한다. 교육이 다음 매출의 연결고리가 되는 셈이다.

2. OS 탑재기기 확대: 자동차, 국방/항공과 사물인터넷까지

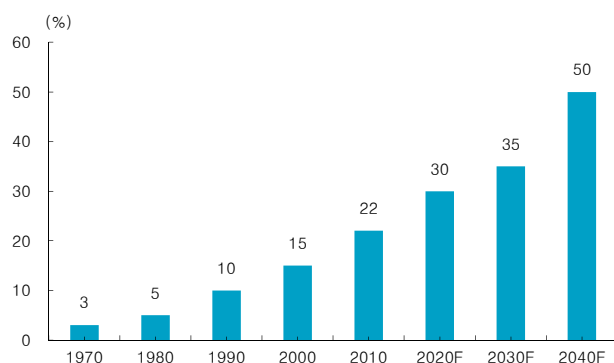
오토사 채택률 상승

핸드폰에 안드로이드가 표준 플랫폼이 되었듯이, 자동차 전자제어기기(ECU)에도 표준 OS 필요성이 제기됐다. 자동차 부문에서도 마찬가지로 ECU 호환성을 높이고 비용을 줄여 개발 효율성을 향상시키기 위한 플랫폼 통합이 진행되었다. ‘기본 구조에 대한 협력은 강화하되, 창조적 기능 개발 경쟁은 활성화하자’며 기능과 구조를 분리하자는 완성차업체들의 합의가 Autosar 플랫폼으로 구현됐다. Autosar는 현대오트론에서 채택한 공식 자동차용 OS로서 국내에서도 하나의 표준화된 OS로 자리매김하고 있다. Elektrobit사의 Autosar에 대적하는 경쟁OS로 Vector사의 OS가 있지만 채택률은 미미하다. 국내 완성차업체들의 전장화 기술은 글로벌 메이커 대비 3년 이상 뒤쳐져 있어, 향후 스마트카라는 큰 흐름을 빠르게 쫓아가기 위해서라도 Autosar의 채택률은 높아질 것으로 본다. MDS테크는 한국 내에서 Elektrobit사의 Autosar를 독점 공급하고 있다.

사물인터넷 트렌드로 OS채택되는 디바이스 증가

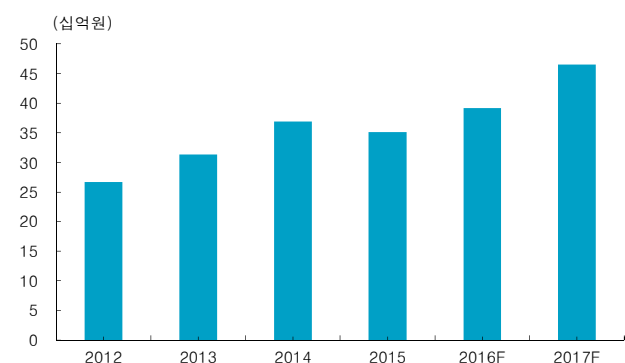
사물인터넷이라는 급격한 트렌드에서도 기회는 열려있다. 사물인터넷 환경에서는 작은 디바이스 하나에도 기본 연산을 하는 칩이 들어가고 OS가 심어진다. 실제로 국내에서 디바이스화된 ATM, POS, DID(디지털 디스플레이), 키오스크, 네비게이션, 블랙박스 등에도 기본적으로 OS가 탑재된다. SW매출은 적용 디바이스 하나 당 하나의 카피 매출이 발생하므로 OS가 적용되는 대상 디바이스 범주가 넓어지는 사물인터넷 트렌드는 동시에 확실한 기회요인이다. 최근에는 사물인터넷 범위가 소비재에 그치는 것이 아니라 공장과 산업 현장으로 확대되면서 공장라인에도 정보수집과 제어를 위한 OS가 필요하게 되었다. 범용적으로 적용할 수 있는 것이 PC버전의 대부분을 차지한 마이크로소프트사의 윈도우 임베디드 OS다.

[그림 9] 자동차 전장화를 전망



자료: NIPA 10대 IT융합 분야 동향 및 시사점

[그림 10] OS 매출현황 및 전망



자료: MDS테크

자체기술로 만든 NEOS 양산 적용 가능성 확대

국방/항공 부문에 있어서도 선전하고 있다. RTOS(Real-Time Operating System)가 가장 필요한 영역에서 국산 RTOS인 NEOS 개발을 완료했다. 개발이 의미 있는 것은 그 동안 외산 OS가 100% 장악하고 있던 전투기 부문에서 국산화가 가능한 최초의 OS가 나왔다는 점이다. 실제로 지난해 MDS테크는 전투기 FA-50에 NEOS를 적용해 시험 비행에 성공했다. 한국형 전투기(KFX)사업과 소형 무장헬기(LAH) 사업 등에서 국산화를 시도할 수 있는 단초를 마련한 것이다. NEOS는 과거에도 K2전차, 다롄장에서 시험 적용에 성공한 바 있지만, 극도의 안정성과 신뢰성, 0%의 불량률이 요구되는 전투기에 적용되었다는 점에서 이번 시험 성공의 의미와 무게는 다르다. 현재는 테스트용 OS를 납품하는 구조이지만, 향후 양산단계까지 갈 경우 적용대수 당 로열티를 수령하는 비즈니스 모델도 가능할 전망이다. 그 어느 분야보다도 정교함이 필수적인 국방/항공 시장에 국내 기술의 OS가 침투했다는 사실은 기타 전방산업으로의 낙수효과를 기대할 수 있는 부분이다.

〈표 3〉 대표 SW 솔루션/OS 및 고객군

구분	용도 및 성능	대표 상품	주요 고객
디버깅툴	주요 칩 벤더들이 사용하는 전 세계 임베디드 시스템 M/S 1위 디버깅 제품	TRACE32	현대자동차, 현대오트론, 현대모비스, 만도, LG전자, 컨티넨탈, 델파이
설계툴	위험 분석, 평가 및 체계적인 Safety case 생성 등 효율적인 프로세스 구축을 위한 통합 솔루션	Medini Analyze, Rhapsody, Structure 101	현대차, 만도, BMW, 보쉬, GM코리아, 현대중공업, LS산전
테스팅툴	코드 작성 표준 Rule 및 사용자 정의 Rule로 결함 검출 및 소프트웨어 품질 측정. 데이터 오류로 인한 문제점 검출	QAC/QAC++/MISRA, QA Verify, CodeSonar	삼성전자, LG전자, 린나이, 현대자동차, 현대모비스, 현대오트론, LIG넥스원
임베디드 OS	ATM, POS, 디지털 사이니지(DID), 네비게이션, 셋톱박스 등 윈도우 임베디드 시스템 개발을 위한 운영체제. MS 임베디드 CE	MS 임베디드CE, MS 임베디드 10, MS 임베디드 모바일	팅크웨어
자동차용 OS	자동차 통합 개발을 위한 표준 플랫폼과 개발 과정에 필요한 컨설팅 제공	Autosar OS 및 MBD(Model Based Development) 제공	현대오트론, 만도, 현대차
빅데이터 분석	로그데이터, 실시간 이벤트 데이터 등 데이터를 수집하고 모니터링할 수 있는 End-to-End 솔루션	스플렁크(splunk)	카카오, CJ오쇼핑, 식약처, 쿠팡, 삼성SDS

자료: MDS테크, 한국투자증권

3. ICBMS 부문 98% 성장 전망

ICBMS는 IoT, Cloud, Big data, Mobile, Security를 포괄한 말이다. 개개의 디바이스에 인터넷이 연결(IoT)되어 데이터 전송 및 제어가 가능해지고, 이렇게 축적된 방대한 데이터가 클라우드(Cloud)에 저장되어 분류/분석/활용(Big data)된다. 이를 위해서는 모바일(Mobile) 환경과 철저한 보안(Security)이 선결과제가 된다. 동사는 ICBMS 전 영역의 솔루션을 보유하고 있지만 올해 집중할 영역은 'C(Cloud)'와 'B(Big data)', 그리고 'S(Security)'다. 작년 ICBMS 합산 매출규모는 49억원으로 전체 매출의 5%를 차지했다. 올해는 신규 클라우드 서비스와 빅데이터 추가 매출로 ICBMS 분야에서 전년 대비 98% 성장할 것으로 기대한다.

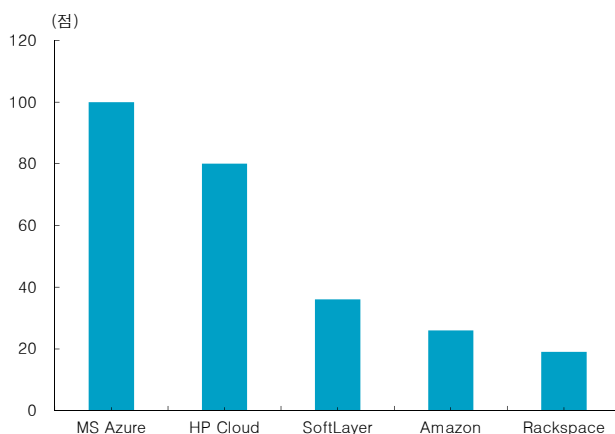
C: MS Azure 국내 판권 획득

Cloud 관련해 동사는 SaaS방식의 마이크로소프트 클라우드 서비스 Azure의 국내 판권을 획득했다. SaaS 방식의 클라우드 서비스는 서버와 같은 HW는 물론 OS, 어플리케이션, CRM 서비스까지 제공하는 개념으로 국내에서 커지고 있는 클라우드 시장에서 M/S를 가져올 전망이다. 국내에는 이미 ERP를 바탕으로 클라우드 서비스를 제공하는 더존비즈온과 IaaS 방식이지만 글로벌 No.1의 지위를 누리고 있는 아마존의 AWS 서비스가 있지만, 마이크로소프트의 경우 강력한 OS를 무기로 시장침투율 10% 달성은 무난할 것이다. 실제 글로벌 클라우드 시장점유율은 아마존의 AWS가 30%, MS사는 10%다. 하지만 2015년에 아마존 AWS는 전년 대비 69% 늘어난 데 비해, 마이크로소프트의 Azure 매출액은 140% 증가하는 등 빠르게 추격하고 있어 국내 침투율도 빠르게 상승할 것으로 본다.

B: 스플링크의 빅데이터 분석 솔루션 매출 확대

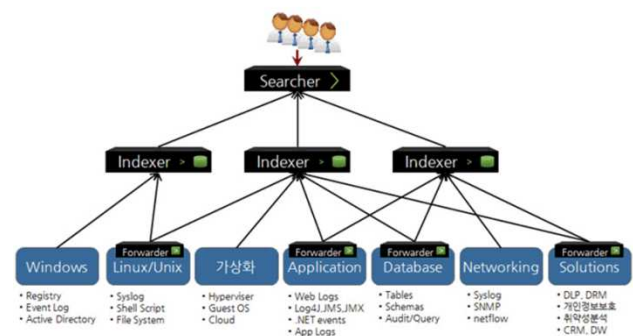
Big data 관련해서 동사는 미국 스플링크사의 국내 독점 판권을 보유하고 있다. 빅데이터 분석, 보안솔루션, IoT 밸류체인 등을 포괄하는 영역에 활용되는 SW로서 솔루션 납품뿐 아니라 컨설팅 업무도 병행하고 있다. 스플링크는 전 세계 100개국, 9,000개 이상의 기업 및 정부가 사용하는 빅데이터 분석 솔루션이다. 특히 포춘 100대 기업 중 3/4이 도입했고, 산업도 IT, 인터넷, 교육, 금융 등으로 다양하다. 국내는 아직 시장 초기라 의미 있는 매출이 발생하지 않고 있지만 국내 기업의 빅데이터 구축 니즈가 본격화될 경우 선점 및 독점효과를 발휘할 전망이다.

[그림 11] 클라우드 서비스 평가: 서버성능, 가격대비 스펙 등 비교



자료: Cloud spectator(2013)

[그림 12] 스플링크 개념 구조



자료: MDS테크

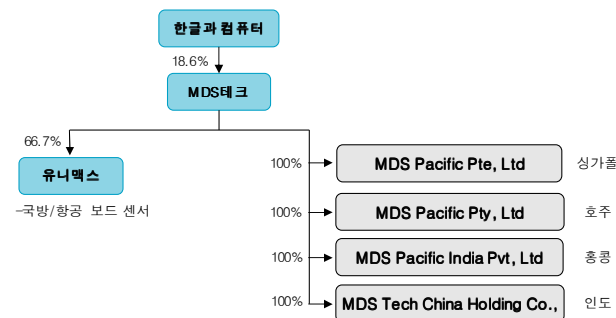
M: 자회사 유니맥스를 통해 SW와 HW 시너지 창출

동사의 경우 M은 모바일(Mobile)이 아닌 국방/항공(Military) 부문이다. 국방/항공 부문에서는 자회사인 유니맥스의 선전이 돋보인다. 유니맥스는 방위산업 업체에서 수주한 프로젝트 R&D용역을 수행하던 회사였으나 MDS테크가 인수 이후 방산용 보드 센서 양산이 가능한 공장을 설립, HW제조사로 사업영역이 확대됐다. 유니맥스는 미사일, 전투기 등으로 적용분야를 확대하고 있으며 일부는 양산모델에 적용돼 매출이 발생하고 있다. 유니맥스의 2015년 매출액은 140억원으로 2년간 연평균 123.1% 증가했다(2013년, 2014년 매출액은 각각 28억원, 91억원). 기존 고객인 한국항공우주산업, 삼성탈레스, 두산DST 등 방위업체 위주로 MDS테크의 SW기술력을 접목한 HW를 납품하면서 시너지를 내고 있다.

S: end point 분석도구

금융권의 대규모 해킹사건과 관련, 보안 민감도가 높아지면서 보안시스템 구축 니즈가 커지고 있다. 보안시장의 확대와 더불어 단말기 단의 로그파일을 분석해 취약점을 찾아내는 분석툴 매출도 꾸준히 늘고 있다. 작년 10억원 매출이 발생했으며, 올해 매출액은 20억원 이상으로 예상된다.

[그림 13] MDS테크 지배구조



자료: MDS 테크

[그림 14] MDS테크 전방산업별 고객군

자동차	Hyundai, KEFICO, MOBIS, HYUNDAI AutoEver, MANDO, SIEMENS VDO
모바일/통신	SK Telecom, KT, MOTOROLA
정보기기	NAUTILUS, LG 전자, PANTHEON, SK Telecom, KT, HANASIS, WON
SoC	ARM, Samsung, Hynix, QUALCOMM, Infineon, Core Logic, mitekvision
국방/항공	방위사업청, KARI, LG, KAI, 한화
연구기관	ETRI, KETI, KRISS, KATECH, KITRI
대학교	서울대, 연세대, 연경대, 경북대, 한양대, KAIST

자료: MDS테크

4. SW 자체개발 및 플랫폼 회사로 진화 중

자체 기술로 선보인 SW솔루션

MDS테크는 확보한 핵심역량을 바탕으로 자체 원천기술로 SW를 만들고 있다. 단순한 SW유통사에서 벗어나 SW개발사로 나아가는 행보로서 주목할 필요가 있다. 가장 두드러진 성과는 국방/항공 분야에서 나타나고 있다. 양산단계에 채택되기 시작한 것은 국방/항공 RTOS인 NEOS다. 한국항공우주산업과 연계해 진행 중이며 최근 한국형 전투기인 FA-50에 적용해 시험비행을 성공리에 마쳤고, 향후 인도네시아에 수출될 FA-50에도 적용될 가능성이 높아졌다. 그 외 자체 개발 솔루션은 기존 라인업을 보강하고 개발자들의 편의성을 증대시키는 니치마켓을 공략했다. 테스트링 툴인 테스트 익스플로러, Non Autosar 코드를 Autosar 개발환경에 맞게 변환해주는 NEO-ATC 등 개발솔루션과 자체 OS인 NEOS, NEO DDS, 그리고 스마트카 어플리케이션인 네오링크를 모두 자체기술로 개발했다. 현재 자체기술로 만든 솔루션 매출 규모는 크지 않지만, 향후 매출 비중을 늘려나갈수록 회사의 수익성이 높아지는 영역이기 때문에 전략적으로 개발 중이다.

HW+ SW 패키지를 파는 플랫폼 회사로 진화

또한 MDS테크는 FLIR 카메라(의료, 화재감시, 공항검색대, 품질 비파괴 검사 등을 위해 필요한 열감지 적외선 카메라)를 도입해 2015년 매출액 41억원을 기록했다. 산업용 IoT의 기본 HW인 센서, 메르스 등 질병 잠재환자 등 스크리닝 기본툴로서 적외선 카메라 수요는 지속적으로 늘고 있다. 하드웨어는 원재료로 매입하고 MDS테크의 SW를 접붙여 파는 구조로, 개당 200만원부터 1,500만원 이상의 고가제품이며 OP기준 마진을 10% 정도다. 회사의 메인 비즈니스는 아니지만 적용영역이 국경 보안뿐 아니라 민간 치안 분야, 비파괴검사 등으로 넓어져 매출 기여도가 상승하고 있다. 자회사 유니맥스의 제어보드, FLIR카메라 등 SW와 시너지를 낼 수 있는 HW가 늘어나는 것도 동사의 외연 확장에 도움을 준다. MDS테크는 고객의 니즈가 있는 제품을 소싱하고, 또 시장에 선도제품을 소개하는 양방향 비즈니스가 가능한 HW와 SW 패키지를 파는 플랫폼 회사로 진화하고 있다.

[그림 15] NEOS 탑재 시험 운행한 T-50 전투기



자료: News flow

[그림 16] FLIR 카메라 적용영역



자료: MDS테크

III. Risk

외산 솔루션 회사의 한국 직접 진출

외산 솔루션 회사에게 한국 및 동남아시아는 너무 작은 시장

대부분의 글로벌 임베디드 SW회사들이 해외 시장에 직접 진출하지 않는 이유는 그 시장이 진출하기에 충분히 크지 않기 때문이다. 그런 이유로 한국, 태국, 싱가포르 등 일부 시장에서 임베디드 SW회사들은 시장에 기술적 이해를 갖춘 파트너사를 선정해 로열티만 수령한다. 개발 솔루션 집대성(개발툴부터 테스트툴까지 모든 솔루션 완비)에 따른 시너지 효과, 국내 시장 업력을 통해 쌓은 교육/관리 노하우로 만들어진 높은 진입장벽과 지속되는 선점효과는 국내 및 동남아 시장에서의 파트너로서 MDS테크의 지위를 공고히 하고 있다.

SW회사의 경우 자체기술 유무보다 중요한 것은 선점/독점

총판은 자체 아이템이 없기 때문에 누구나 진입할 수 있어 경쟁격화에 따른 리스크를 내포하고 있다는 생각은 일반 제조업의 경우에는 맞는 말이다. 하지만 SW회사의 경우 시장에 진입할 수 있는 플레이어 자체가 한정된 데다, 그 안에서도 기술력 수준에 따라 자웅을 다투기기 때문에 아무나 진입할 수 없다. 윈도우 OS가 장악한 PC 시장을 리눅스가 바꾸기는 쉽지 않듯이, SW는 한번 적용해 정착되면 교체를 결심하기가 매우 어렵다. 즉, SW는 선점효과가 매우 중요하며 시간이 지남에 따라 그대로 고착화되는 특성을 보이고 있다. 이는 자체기술이냐 아니냐의 논쟁과는 무관한 SW 자체의 특성으로서, 개발사든 판매사든 그 지위에 상관없이 독점력을 갖춘 시장에서 선점의 효익을 누리게 된다. MDS테크는 그 선점효과의 수혜를 누리고 있는 회사로서 이번이 없는 한 향후에도 유지될 것이다.

총판 지위는 유지될 것

혹자는 총판 지위 탈락 가능성을 제기할 수 있다. 극단적으로 MDS테크가 윈도우의 임베디드OS 총판 지위를 상실했다고 가정하자. 그렇다면 가장 불편함을 겪을 쪽은 고객사, 그리고 고객사의 원성을 듣게 될 마이크로소프트사다. 마이크로소프트사 입장에서 그런 리스크를 굳이 감수할 이유가 있을까? MDS테크는 MS사가 한국에 판권을 주기 시작한 2000년부터 15년간 파트너십을 유지해왔다. 최대주주가 국내 PC오피스 OS의 경쟁사인 한글과 컴퓨터로 변경되면서 판권유지에 대한 시장의 우려가 많았음에도 총판계약은 유지되었다. 게다가 최근 MDS테크는 마이크로소프트사가 지정하는 전세계 5개의 ‘벨류 파트너’ 중 하나로 선정됐다. 최근 유니퀘스트가 임베디드 OS의 신규 총판으로 가세했지만 MDS테크의 M/S는 55%로 흔들리지 않는다는 점이 역설적으로 MDS테크의 굳건한 지위를 방증한다.

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

MDS테크는 1998년 설립되어 임베디드 시스템 및 소프트웨어 개발과 관련된 토탈 솔루션을 제공하는 회사다. dSPACE, Lauterbach 등 개발툴을 독점 공급하며 MS사의 임베디드 OS 공급에 있어 일본을 제외한 아시아 최대 총판 지위를 가지고 있다. 자동차, 국방/항공, 모바일, 로봇 등 다양한 분야의 전방산업이 있고, 고객사는 삼성, LG, 한화, LIG넥스원을 포함해 1,300여개사가 넘는다. SW공급뿐 아니라 교육, 유지/보수 사업도 병행한다.

■ 용어해설

- 임베디드 SW: 시장에 출시되기 전(Before Market) 디바이스에 내장된 Operating system. PC에 구현된 Windows가 대표적이며, 최근에는 유저 인터페이스가 중요한 산업용 PDA, POS, ATM, 키오스크, DID 등에도 탑재되고 있음
- 개발툴: 소프트웨어 개발자들이 SW구현을 위해 사용하는 툴. 설계툴, 테스트툴, 디버거 등이 있음. 수천만원에서 억대에 이르는 고가 장비임. HW와 SW가 함께 제공되거나 SW만 제공되는 형태로 판매됨
- 자동차 전장화: 자동차를 물리적으로 제어하던 장치가 전자장치화되는 현상. 스마트카 트렌드와 더불어 ECU 통합, 디스플레이 구현 등의 형태로 나타나고 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	77	91	99	116	137
현금성자산	9	16	19	25	30
매출채권및기타채권	20	23	27	33	39
재고자산	3	4	5	6	7
비유동자산	26	28	30	33	35
투자자산	1	1	1	2	0
유형자산	11	11	11	11	11
무형자산	10	12	14	17	20
자산총계	103	119	129	150	173
유동부채	19	25	25	33	41
매입채무및기타채무	12	9	10	12	14
단기차입금및단기사채	1	1	1	1	2
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	5	7	8	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	2	3	4	5
부채총계	24	31	32	42	51
지배주주지분	78	88	96	106	118
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	21	22	22	22	22
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	52	61	69	80	92
비지배주주지분	1	1	1	2	3
자본총계	79	88	97	108	122

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	12	13	7	18	18
당기순이익	9	10	11	14	16
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	0	(2)	(6)	1	(1)
기타	2	4	1	2	2
투자활동현금흐름	(10)	(6)	(2)	(9)	(13)
유형자산투자	(3)	(2)	(1)	(1)	(1)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(6)	(3)	(0)	(1)	1
무형자산순증	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)
기타	0	1	1	(4)	(10)
재무활동현금흐름	(1)	0	(2)	(2)	(1)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	0	1	1	1	3
배당금지급	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	1	(1)	(1)	(1)	(2)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	1	7	3	6	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

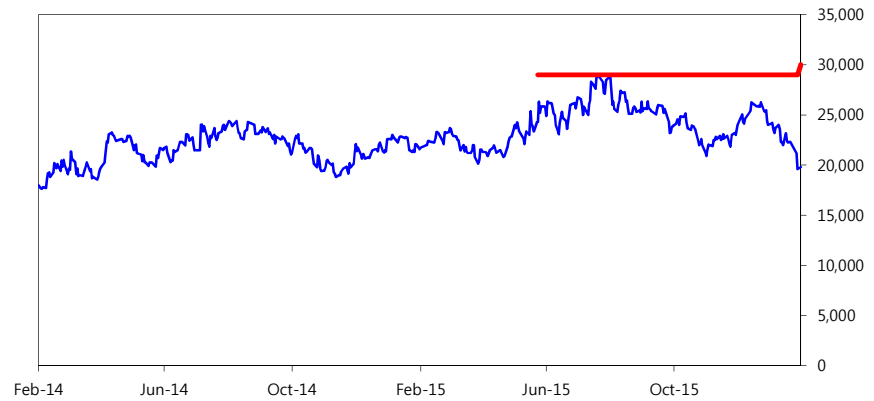
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	84	105	118	142	168
매출원가	57	73	81	97	115
매출총이익	26	32	37	45	53
판매관리비	17	22	24	29	34
영업이익	9	11	12	16	19
금융수익	2	2	2	1	2
이자수익	1	1	1	1	2
금융비용	1	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	(0)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	11	12	13	17	20
법인세비용	2	2	2	3	3
연결당기순이익	9	10	11	14	16
지배주주지분순이익	9	10	11	13	15
기타포괄이익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	8	10	11	14	16
지배주주지분포괄이익	8	10	11	13	15
EBITDA	10	12	14	17	20

주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	1,031	1,152	1,228	1,501	1,714
BPS	8,991	9,960	10,845	12,032	13,433
DPS	260	270	280	280	280
성장성(% , YoY)					
매출증가율	15.1	25.7	12.0	20.5	18.0
영업이익증가율	3.3	18.9	14.3	29.9	16.4
순이익증가율	(11.5)	12.7	7.2	22.3	14.2
EPS증가율	(13.9)	11.7	6.6	22.2	14.2
EBITDA증가율	3.8	19.3	12.9	27.1	15.2
수익성(%)					
영업이익률	10.9	10.3	10.5	11.3	11.2
순이익률	10.7	9.6	9.2	9.3	9.0
EBITDA Margin	12.2	11.6	11.7	12.3	12.0
ROA	9.2	9.3	9.0	10.0	10.2
ROE	11.9	12.2	11.8	13.1	13.5
배당수익률	1.8	1.3	1.1	1.3	1.3
배당성향	25.3	23.5	22.8	18.7	16.3
안정성					
순차입금(십억원)	(51)	(52)	(53)	(62)	(86)
차입금/자본총계비율(%)	3.1	12.5	12.2	11.8	2.2
Valuation(X)					
PER	14.2	18.0	21.4	13.2	11.6
PBR	1.6	2.1	2.4	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.8	10.9	12.8	6.8	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
MDS테크(086960)	2015.03.31	NR	-
	2015.06.09	매수	29,000 원
	2016.02.15	매수	30,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 2월 15일 현재 MDS테크 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2015.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.0%	20.8%	2.2%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.