

사물인터넷에 필수적인 소프트웨어 기업

투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시

MDS테크를 투자 의견 매수, 목표주가 27,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2017년 예상 EPS에 국내 소프트웨어 업종의 12개월 FW 평균 PER을 적용하여 산출했다. 내년부터 인수한 기업들이 정상화되면서 수익성이 좋아지고 500억원 이상의 현금성자산을 고려할 때 소프트웨어 업종의 평균치를 적용해도 무리가 없는 것으로 판단한다.

IoT 시장 확대와 지속적인 M&A 기업가치 상승 기대

동사는 모바일, 자동차, 국방항공 등 다양한 산업에 적용되는 임베디드 SW 국내 1위 기업이다. 개발툴에서 광범위한 솔루션까지 보유하고 있기 때문에 스마트카, 스마트팩토리 등 산업혁신이 진행될수록 관련 매출 성장 가능성이 높다. 한편 높은 현금성자산을 고려할 때 향후 지속적인 M&A를 통해 기업 가치를 상승시킬 것으로 판단한다. 과거 인수했던 유니맥스는 본사 사업부와 시너지를 통해 실적이 빠르게 개선되면서 전체 기업 가치 상승에 기여했다.

2017년 매출액 1,552억원, 영업이익 151억원 전망

2017년 매출액 1,552억원(+12.3% yoy), 영업이익 151억원(+22.8% yoy)을 달성할 것으로 추정한다. 2016년 정체되었던 자동차 부문의 성장성이 정상화 되고 국방항공 부문 성장세가 유지될 것으로 예상된다. 국내 IT 기업들의 자동차 전장 사업 진출이 확대되고 동사가 보유한 국방항공 SW와 HW의 시너지가 예상되기 때문이다. 동사는 높은 현금성자산을 보유하고 있으며 20% 이상의 배당성향을 기록 중이다. 따라서 현재 밸류에이션은 저평가 상태로 판단된다.

Fig. 1: MDS테크 연결재무제표 요약[연간]

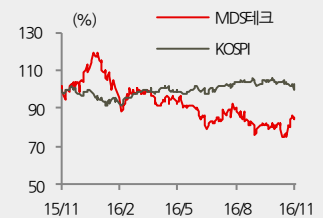
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액 (십억원)	105	118	138	155	176
영업이익	11	12	12	15	18
세전이익	12	13	14	17	20
순이익[지배]	10	11	11	13	16
EPS (원)	1,152	1,197	1,216	1,482	1,759
증감률 (%)	11.7	3.9	1.6	21.9	18.7
PER (배)	18.0	21.9	15.4	12.7	10.7
PBR	2.1	2.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.1	12.0	7.0	5.3	4.0
ROE (%)	12.2	11.5	10.7	11.9	12.8
배당수익률	1.3	1.1	1.5	1.9	2.2

출처: MDS테크, BNK투자증권

투자 의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	27,000원
[신규]	
현재주가	18,750원
2016/11/11	

주식지표	
시가총액	165십억원
52주최고가	26,850원
52주최저가	16,250원
상장주식수	883만주
자본금/액면가	4.4십억원/ 500원
60일평균거래량	4.2만주
60일평균거래대금	0.8십억원
외국인지분율	14.3%
자기주식수	12만주/ 1.3%
주요주주및지분율	
(주)한글과컴퓨터 외	32.5%

주가동향



이승훈

스몰캡

shlee@bnkfn.co.kr

(02)3215-1527

BNK투자증권 리서치센터

150-711 서울시 영등포구 여의나루로 57

신승센터빌딩 17층

www.bnkfn.co.kr

1. 밸류에이션 및 실적 전망

1. 밸류에이션

Target PER 18x 적용, 목표주가 27,000원, 투자의견 매수

목표주가 27,000원, 투자의견 매수로 분석을 개시한다. 동사는 국내 임베디드 소프트웨어 시장 1위 사업자로 안정적인 매출 성장에 전망이 예상된다. 또한 M&A를 통해 기업의 가치가 상승할 전망이다. 2017년부터 기존 M&A로 인한 자회사들의 외형 성장이 전망되며 500억원 이상의 현금성자산 보유했다. 따라서 국내 SW기업의 12개월 FW 평균 PER 18배를 적용하여 목표주가를 산정했다.

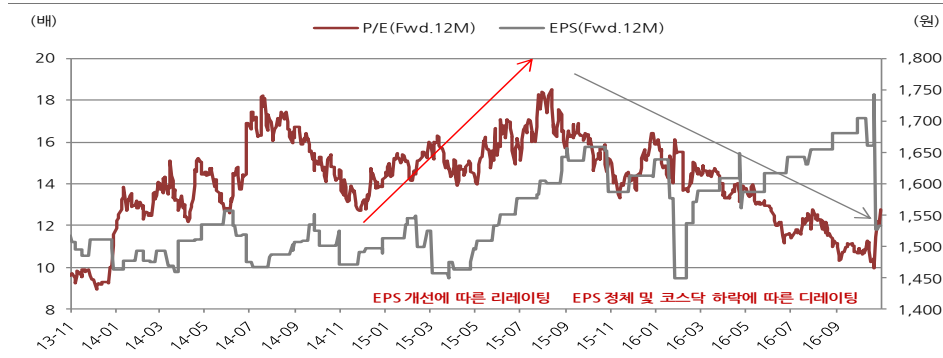
동사가 인수한 자회사 ‘유니맥스’는 본사의 국방항공 SW 사업부와 시너지를 내면서 매출 증가가 예상된다. 자율주행차, 산업용 IoT 솔루션, 빅데이터 분석 등 혁신 산업이 성장할수록 동사의 임베디드 SW 수요가 더욱 증가할 것이다. 새롭게 투자했던 국방항공, 빅데이터, 스마트팩토리 등의 솔루션 매출이 정상화될 때 동사는 여타 소프트웨어 기업 대비 프리미엄을 받을 것으로 판단한다.

Fig. 2: 동사의 PER Valuation

구분	수치	비고
① EPS(원)	1,482	2017년 기준
② Target PER(배)	18	SW업종의 평균 PER
적정주가(원)	26,676	① X ②
목표주가(원)	27,000	
현재주가(원)	18,750	
상승여력(%)	44.0	

출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 3: 동사의 12개월 FW PER 및 EPS 트렌드



출처: WiseFn, BNK투자증권

2. 실적 전망

자동차, 국방항공 매출 증가로 수익성 개선 전망

동사는 2017년 매출액 1,552억원(+12.3% yoy), 영업이익 151억원(+22.8% yoy)를 기록할 것으로 추정된다. 2016년 새롭게 인수한 텔라딘이 반영되면서 매출액이 전년 대비 +17.3% 성장할 것이다 2016년의 높은 외형 성장에도 불구하고 내년 동사의 매출액은 자동차와 국방항공 분야를 중심으로 성장하여 전년 대비 +12.3% 증가할 것으로 추정된다.

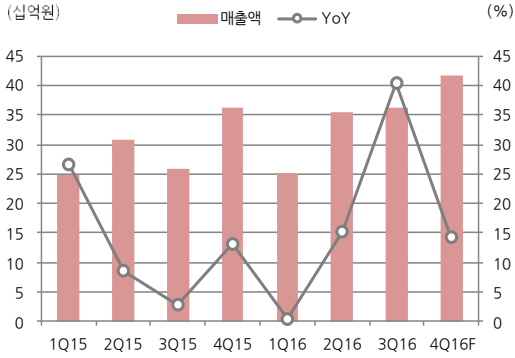
국내 IT 기업들이 스마트차 관련 사업을 확대하면서 자동차용 SW 수요가 지속 증가할 것이다. 따라서 높은 매출 비중을 기록하고 있는 자동차 부문 매출은 전년 대비 +15% 성장할 것으로 전망된다. 동사는 유니맥스와 텔라딘의 인수, 스플링크의 국내 사업권 양수 등 사업을 다각화하면서 고정비가 상승했다. 2017년부터 투자했던 기업들 실적이 정상화되면서 수익성이 개선될 것이다.

Fig. 4: 동사의 매출액 및 전년대비 성장률

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	24.9	30.7	25.8	36.3	25.1	35.4	36.2	41.5	117.8	138.2	155.2
QoQ	-22.3	23.2	-16.0	40.8	-31.1	41.3	2.3	14.7			
산업용	4.5	3.4	4.1	3.9	2.9	4.7	3.7	4.0	15.9	15.3	16.7
모바일	1.0	3.2	0.9	0.5	0.7	0.9	0.6	0.6	5.6	2.8	36.5
자동차	4.8	8.0	6.2	11.8	5.2	7.6	7.0	12.0	30.8	31.8	21.2
정보가전	3.8	3.4	3.7	7.0	3.1	4.2	4.8	7.2	17.9	19.3	12.4
기타	2.2	3.7	2.3	3.5	3.2	4.2	8.9	3.6	11.7	19.9	2.8
교육	0.5	1.0	0.7	1.8	0.7	1.2	0.6	2.1	4.0	4.6	
국방항공	2.0	1.1	1.2	2.3	2.9	2.4	1.6	2.7	6.6	9.6	
로봇	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	23.6
해외지사	2.6	3.0	3.0	3.4	3.2	3.4	3.3	3.6	12.0	13.5	15
유니맥스	3.8	4.2	3.8	2.3	3.2	5.0	3.8	2.7	14.1	14.7	16.9
텔라딘	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	2.1	2.3	0.0	6.7	10
YoY											
매출액	26.6	8.6	2.9	13.2	0.5	15.2	40.4	14.3	12.0	17.3	12.3
산업용	55.5	-30.4	5.6	-1.7	-34.4	37.3	-11.7	2.9	1.7	-4.0	10.0
모바일	168.9	74.8	-21.8	-73.7	-28.4	-72.9	-29.0	11.6	6.3	-50.0	0.0
자동차	-6.0	22.8	16.4	7.0	7.0	-5.2	12.1	2.1	10.1	3.0	15.0
정보가전	-19.1	-42.2	-34.0	63.0	-19.7	22.5	29.9	1.7	-12.6	7.0	10.0
기타	106.3	159.3	42.8	70.5	46.4	14.4	278.7	3.2	89.6	70.0	-10.0
교육	-34.7	26.5	-38.7	80.8	42.3	19.8	-2.2	18.3	9.0	18.3	16.5
국방항공	87.1	-36.5	8.3	83.5	45.4	113.6	28.2	19.8	27.2	45.0	30.0
로봇	160.2	-42.7	587.4	60.4	-58.7	880.5	43.8	19.4	119.8	19.4	20.0
해외지사	15.8	4.5	-0.7	-6.1	21.8	14.5	9.9	7.6	2.1	13.0	11.7
유니맥스	158.1	75.6	67.9	-25.4	-15.4	20.0	0.4	19.1	53.3	5.0	15.0
텔라딘											49.3
영업이익	2.1	4.6	2.2	3.3	2.4	3.0	2.5	4.4	12.3	12.3	15.1
영업이익률(%)	8.6	13.1	6.2	7.9	7.9	7.5	6.6	9.2	10.4	8.9	9.7

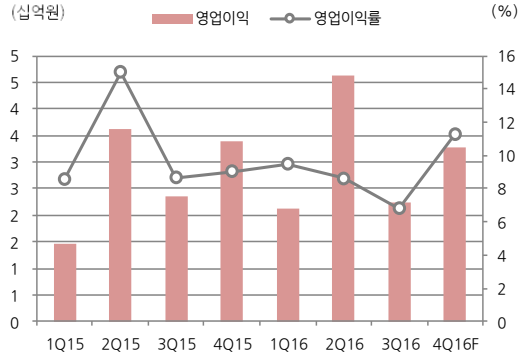
출처: MDSE테크, BNK투자증권

Fig. 5: 동사의 매출액 및 전년대비 성장률



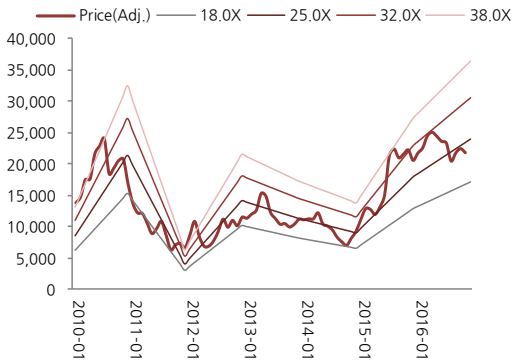
출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 6: 동사의 영업이익 및 영업이익률



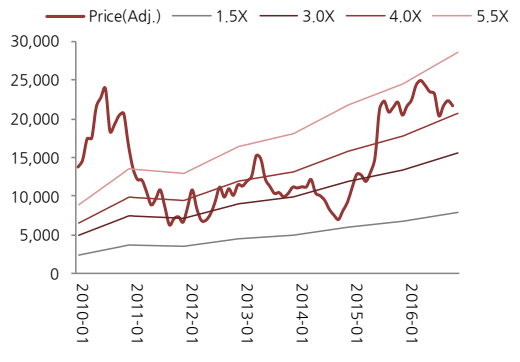
출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 7: 동사의 PER BAND



출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 8: 동사의 PBR BAND



출처: WiseFn, BNK투자증권

II. 투자포인트

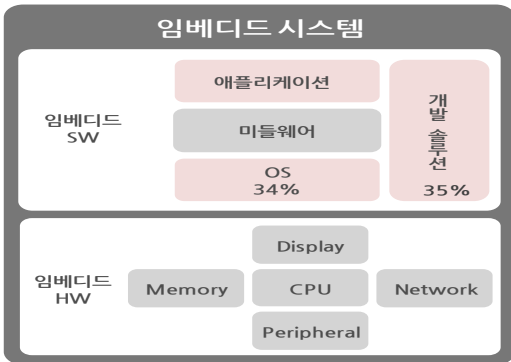
1. 국내 임베디드 SW 1위 기업으로 IoT 시장 확대에 따른 성장

MS 등 해외 주요 임베디드 판권 확보 및 자체 솔루션 개발

동사는 국내 임베디드 소프트웨어 1위 기업으로 모바일, 자동차 전장, 국방항공 등 다양한 분야에 적용 가능한 개발툴과 임베디드 소프트웨어 및 하드웨어를 제공한다. 임베디드 소프트웨어는 일반 PC를 제외한 각종 전자제품 및 정보기기 등에 설치된 프로세스를 구동하는 소프트웨어를 의미한다. 최근 IoT 기술이 부상하면서 임베디드 소프트웨어의 중요성이 강조되고 있으며 그 활용 범위 역시 확대되는 추세이다.

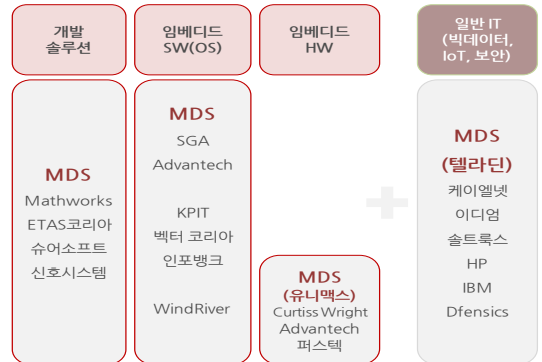
동사는 실시간 운영체제인 NEOS를 자체적으로 개발했으며 임베디드 하드웨어에 강점을 가진 유니맥스를 인수하여 국방항공 분야에서 두각을 나타내고 있다. 또한 국내 수요가 높은 다수의 글로벌 임베디드 SW의 판권을 보유하고 있으며 관련된 솔루션을 직접 제작할 수 있는 기술력을 가지고 있다.

Fig. 9: 임베디드 시스템 구조



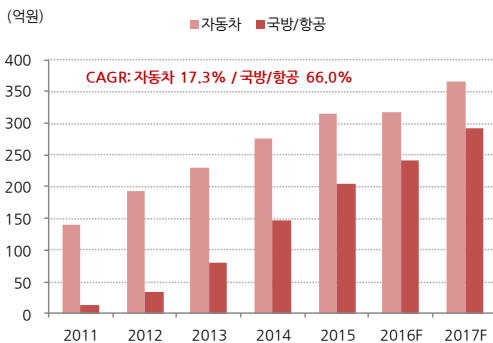
출처: MDSETEK, BNK투자증권

Fig. 10: 임베디드 시스템 국내 시장과 동사의 위치



출처: MDSETEK, BNK투자증권

Fig. 11: 동사의 자동차, 국방/항공 매출 추이



출처: MDSETEK, BNK투자증권

Fig. 12: 자체 개발한 실시간 운영체제(NEOS) 활용

무기체계 적용사례

지식경제부 Air-BEST 사업, 한국항공우주산업

- 국산 T-50 훈련기의 핵심 탑재시스템인 임무컴퓨터 국산화 과제에 적용

지식경제부 World BEST SW 사업, 현대로템

- K-2 전차 전장품용 RTOS 국산화 과제의 기반기술

민간분야 적용사례

디지털 의료기기: 환자감시장치, 체지방 측정기 등 적용
차량용 블랙박스, 하이패스 단말기의 50%를 동작시키는 OS

주요 고속도로의 하이패스 자동 과금 시스템 운용 SW

출처: MDSETEK, BNK투자증권

2. 성공적인 M&A를 통해 기업의 가치 제고

유니맥스, 텔라딘 인수로 기업 가치 상승

동사는 2013년 임베디드 하드웨어에 강점을 지닌 유니맥스를 인수했으며 2014년에는 글로벌 빅데이터 솔루션 부문 1위업체인 스플링크의 국내 사업권을 양수받았다. 또한 올해는 무선통신기기 및 응용제품 제조기업인 텔라단을 인수했다.

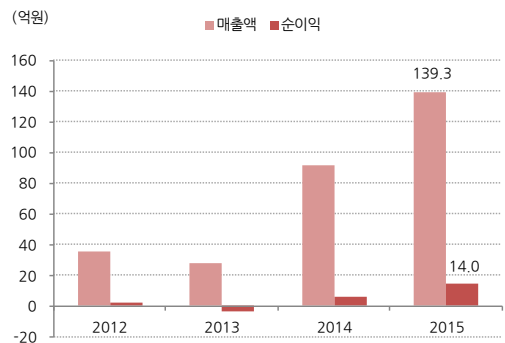
유니맥스는 2014년 매출 91억원, 영업이익은 흑자전환을 기록했으며 2016년 매출액 147억원, 영업이익률 약 10%를 달성할 전망이다. 인수한 연도는 적자를 기록했으나 이후 지속적인 투자와 본사 소프트웨어 국방항공 사업부와의 시너지로 빠르게 실적이 정상화되었다.

Fig. 13: 동사가 최근 투자 기업들

관련기업	기업개요
유니맥스	- 2013년 지분 66.7%을 30.3억원에 취득 - 국방/항공에 특화된 컴퓨터, 보트 공급 - 한화, 한화탈레스, 두산중공업 등 대형 방위 산업업체와 거래
스플링크	- 2014년 국내 사업권 영업 양수도 계약 - 미국 빅데이터 분석 솔루션 전문업체 - 애플, 페이스북, BOA, 미 국방성 등 세계 100개국 7,900개 고객사 확보
텔라딘	- 2016년 지분 70%를 50억원에 취득 - 무선통신기기 및 응용제품 제조기업 - 국내 SKT, KT, LG 유플러스에 제품 공급

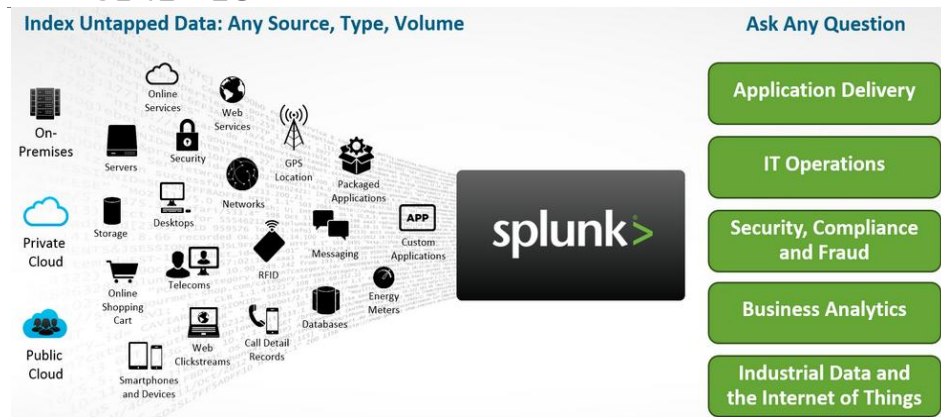
출처: MDSE테크, BNK투자증권

Fig. 14: 동사가 인수한 유니맥스(UNIMAX)의 실적



출처: MDSE테크, BNK투자증권

Fig. 15: 동사가 2014년 국내 사업권을 양수한 머신러닝 기반 빅데이터 분석 툴을 공급하는 스플링크



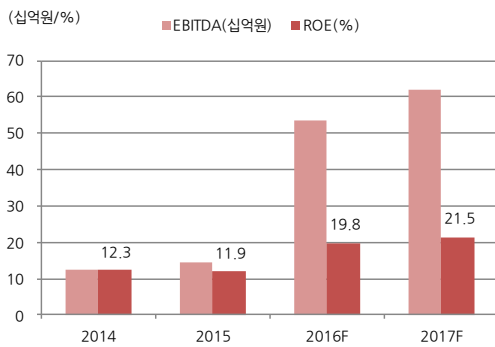
출처: splunk, BNK투자증권

3. 안정적인 재무구조와 주주친화적 정책

높은 현금성 자산 보유, 적극적인 주주친화 정책 시행

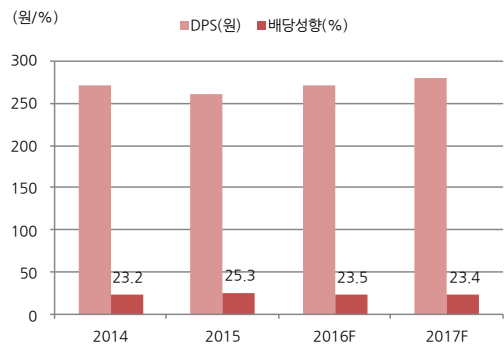
동사는 연간 배당성향 20%의 배당정책을 지속할 것으로 전망한다. 최근에는 약 100억원의 자기주식을 2017년 1월까지 취득할 것을 결정했다. 500억원 이상의 현금성 자산을 보유하고 있는 만큼 향후 기업가치를 향상시킬 수 있는 M&A 가능성이 높으며 추가적인 주주친화적인 정책이 나올 가능성이 높다고 판단한다.

Fig. 16: 동사의 EBITDA와 ROE 추이



출처: WiseFn, BNK투자증권 추정

Fig. 17: 동사의 DPS와 배당성향 추이



출처: WiseFn, BNK투자증권

재무상태표					
(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	91	99	112	127	144
현금성자산	16	13	16	25	36
매출채권	23	28	33	37	42
재고자산	4	8	9	10	11
비유동자산	28	29	30	30	31
투자자산	1	2	2	3	3
유형자산	11	13	14	14	14
무형자산	12	12	12	12	12
자산총계	119	129	142	157	176
유동부채	25	27	31	35	39
매입채무	9	11	12	14	16
단기차입금	1	1	1	1	1
비유동부채	5	4	5	5	6
사채및장기차입금	1	1	1	1	1
부채총계	31	31	36	40	45
지배기업지분	88	96	104	115	127
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	22	23	23	23	23
이익잉여금	61	69	77	87	100
비지배지분	1	1	2	2	3
자본총계	88	97	106	117	130
총차입금	3	2	1	1	1
순차입금	-59	-59	-66	-76	-87

현금흐름표					
(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	13	6	12	15	17
당기순이익	10	11	11	14	16
비현금비용	6	7	5	5	6
감가상각비	1	2	2	2	2
비현금수익	-2	-1	-1	-1	-2
자산및부채의증감	-2	-8	-1	-1	-1
매출채권감소	-3	-6	-5	-4	-5
재고자산감소	-2	-3	-1	-1	-1
매입채무증가	1	2	2	2	2
법인세환급(납부)	-2	-3	-2	-3	-3
투자활동현금흐름	-6	-7	-6	-3	-3
유형자산증가	-2	-3	-2	-2	-2
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	-2	-1	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	0	-2	-3	-3	-3
차입금증가	-1	0	-1	0	0
자본의증감	1	0	0	0	0
배당금지급	-1	-2	-2	-3	-3
기타	1	0	0	0	0
현금의증가	7	-3	2	9	11
기말현금	16	13	16	25	36
총현금흐름(GCF)	15	16	14	17	20
인여현금흐름(FCF)	11	3	10	13	15

출처: 사업보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서					
(십억원, %)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	105	118	138	155	176
매출원가	73	81	95	106	121
매출총이익	32	37	43	49	55
매출총이익률	30.7	31.4	31.0	31.5	31.5
판매비와관리비	22	25	31	34	38
판매비율	20.5	20.9	22.1	21.8	21.3
영업이익	11	12	12	15	18
영업이익률	10.3	10.4	8.9	9.7	10.2
EBITDA	12	14	14	17	20
영업외손익	2	1	1	1	2
금융이자손익	1	1	1	1	2
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	12	13	14	17	20
세전이익률	11.8	11.3	9.8	10.6	11.1
법인세비용	2	2	2	3	3
법인세율	17.2	17.2	17.3	17.2	17.3
계속사업이익	10	11	11	14	16
당기순이익	10	11	11	14	16
당기순이익률	9.8	9.3	8.1	8.8	9.2
지배기업순이익	10	11	11	13	16
지배기업순이익률	9.6	9.0	7.8	8.4	8.8
총포괄손익	10	11	11	14	16

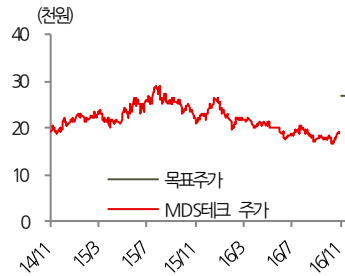
주요투자지표					
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS (원)	1,152	1,197	1,216	1,482	1,759
SPS	11,998	13,370	15,670	17,583	19,961
BPS	9,960	10,894	11,977	13,191	14,622
CFPS	1,681	1,857	1,636	1,958	2,290
EBITDAPS	1,390	1,634	1,636	1,958	2,290
DPS	270	280	288	352	417
PER (배)	18.0	21.9	15.4	12.7	10.7
PSR	1.7	2.0	1.2	1.1	0.9
PBR	2.1	2.4	1.6	1.4	1.3
PCR	12.3	14.1	11.5	9.6	8.2
EV/EBITDA	10.1	12.0	7.0	5.3	4.0
배당성향 (%)	23.1	22.4	22.4	22.4	22.4
배당수익률	1.3	1.1	1.5	1.9	2.2
매출액증가율	25.7	12.0	17.3	12.3	13.5
영업이익증가율	18.9	13.8	-0.2	22.8	19.2
순이익증가율	16.1	7.2	1.7	22.0	18.7
EPS증가율	11.7	3.9	1.6	21.9	18.7
부채비율 (%)	34.7	32.0	33.6	34.0	34.5
차입금비율	3.1	2.0	1.3	1.2	1.1
순차입금/자기자본	-66.8	-61.0	-62.6	-64.6	-66.6
ROA (%)	9.3	8.9	8.3	9.1	9.7
ROE	12.2	11.5	10.7	11.9	12.8
ROIC	32.9	31.4	26.5	30.8	34.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2016/11/11 종가 기준

투자 의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자 의견	목표주가(6M)
MDS테크 (086960)	16/11/14	매수(신규)	27,000원

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2016. 09. 30기준) / 매수(Buy) 96%, 보유(Hold) 4%, 매도(Sell) 0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / ☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

〈서울본사〉

서울시 영등포구 여의나루로 57(여의도동) 신송센터빌딩 16층, 17층 / ☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-2998

〈사상지점〉

부산시 사상구 사상로 5(주례동) 부산은행 사상지점 1층 / ☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

〈경남영업부〉

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / ☎ 055-290-7100 / Fax. 055-290-7199

〈울산영업부〉

울산광역시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / ☎ 052-271-6117 / Fax. 052-271-6111

BNK 금융그룹

BNK부산은행 / BNK경남은행 / BNK투자증권 / BNK캐피탈 / BNK저축은행 / BNK자산운용 / BNK신용정보 / BNK시스템