



2015년 7월 6일

# Small-Cap

Equity Research

Industry In-depth

## 하나대투 스몰캡팀 중소형주 커버리지 업데이트

- 하나대투증권 리서치센터 스몰캡팀에서는 투자자들의 올바른 판단을 위하여 코스닥 시가총액 상위 종목에 대한 커버리지를 지속적으로 확대하고자 합니다.
- 금번 리포트는 추천의 의미보다는 상반기 실적 Review와 향후 전망 등 기업들의 실적 업데이트를 위한 보고서입니다.
- 투자자들의 관심과 투자는 계속되나 정보가 불충분하여 정확한 판단이 어려운 기업들에 대해 금감원에 공시된 정보와 기업에서 공식적으로 발표한 뉴스들을 기반으로 하여 하나대투 스몰캡팀은 중소형 기업들에 대해 지속적인 업데이트를 하겠습니다.
- 그러한 취지의 일환으로 이번 리포트에는 하나대투증권 리서치센터에서 커버리지 못하는 중소형 기업 중 시가총액 상위 20개를 선정하여 보고서에 포함하였고 해당 기업들이 변화가 있을 시 지속적인 업데이트 보고서를 발표할 예정입니다.

### Overweight

#### 커버리지 20종목

리홈쿠첸(014470)	조이맥스(101730)
아가방컴퍼니(013990)	포스코 ICT(022100)
MPK(065150)	완리(900180)
차이나그레이트(900040)	에스앤씨엔진그룹(900080)
하림(136480)	원익머트리얼즈(104830)
레드캡투어(038390)	한글과컴퓨터(030520)
메가스터디교육(215200)	KG모빌리언스(046440)
넥슨지티(041140)	KTH(036030)
파티게임즈(194510)	디티앤씨(187220)
액토즈소프트(052790)	다날(064260)



**Analyst** 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



**Analyst** 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com



**Analyst** 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com



**Analyst** 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

**Analyst** 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

**RA** 오문영  
02-3771-8519  
moon.oh@hanafn.com

**RA** 강준구  
02-3771-7736  
jungukang@hanafn.com



## CONTENTS

### 하나대투 스몰캡팀 중소형주 커버리지 업데이트

<b>내수소비재</b>	리홈쿠첸(014470)	2
	아가방컴퍼니(013990)	4
	MPK(065150)	6
	차이나그레이트(900040)	8
	하림(136480)	10
	레드캡투어(038390)	12
	메가스터디교육(215200)	14
<b>게임엔터</b>	넥슨지티(041140)	16
	파티게임즈(194510)	18
	액토즈소프트(052790)	20
	조이맥스(101730)	22
<b>소재산업재</b>	포스코ICT(022100)	24
	완리(900180)	26
	에스앤씨엔진그룹(900080)	28
<b>ICT</b>	원익머트리얼즈(104830)	30
	한글과컴퓨터(030520)	32
	KG모빌리언스(046440)	34
	KTH(036030)	36
	디티앤씨(187220)	38
	다날(064260)	40

2015년 7월 6일

# 리홈쿠헤(014470)

Equity Research

Small Cap Report

## 프리미엄 밥솥+전기레인지 성장 본격화!

### 프리미엄 생활가전 브랜드로 성장

리홈쿠헤는 리빙사업부, 전자부품사업부, 유통사업부의 3개 사업부를 영위하고 있다. 매출액의 68%를 차지하는 리빙사업부가 리홈쿠헤의 성장을 이끌고 있으며, 매출액의 30%를 차지하는 유통사업부는 안양 이마트 운영으로 안정적인 수익을 유지하고 있다. 특히, 프리미엄 밥솥의 경우 꾸준한 성장을 지속하며 중국에서도 높은 성장성을 보이고 있다.

### 기대되는 프리미엄 밥솥의 중국 진출

리홈쿠헤는 2013년부터 중국 오프라인 및 온라인, 홈쇼핑 시장에 진출하여 높은 성장성을 보이고 있다. 오프라인 매장의 경우 2013년 총 63개에 달하던 매장이 2014년 총 267개에 달하는 성장을 보였다. 1Q15 기준으로 약 300개 매장으로 확대되었으며, 매장 확대는 앞으로도 지속될 것으로 판단한다. 오프라인 뿐 아니라 온라인을 통한 진출도 계속해서 진행 중이다. 메이디와 온라인협약으로 작년 7월 JD, 8월 Tmall에 입점했으며 2014년 5월 중국 3대 홈쇼핑인 UGO에 진출하여 성과를 내고 있다. 올해 중국 매출은 약 100억원 수준이 예상되며 지속적인 고성장이 이루어 질 것으로 기대한다.

### 전기레인지 시장 선점으로 신 사업 성장 극대화

리홈쿠헤의 신사업인 전기레인지 매출은 2012년부터 현재까지 CAGR 187%에 달하는 고성장을 기록하고 있다. 특히, 올해 약 45,000대 판매가 예상되며, 이는 작년 25,000대 대비 약 80% 증가한 물량이다. 전기레인지 매출은 작년 140억원을 기록하였으며, 고급아파트향 B2B 물량 증가 및 국내 전기레인지 시장 선점 효과에 힘입어 올해도 높은 성장세가 기대된다.

### 2015년 실적은 매출액 4,223억원, 영업이익 253억원 전망

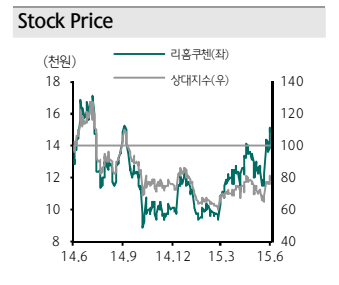
2015년 매출액은 4,223억원(YoY, 10.5%), 영업이익 253억원(YoY, 44.6%)을 전망한다. 이는 2016년 기준 PER 21.5배 수준이며 중국시장 성장성과 전기레인지 신 사업 호조에 따른 리홈쿠헤의 지속적인 성장 감안 시, 여전히 매수 전략이 유효한 시기로 판단한다.

Not Rated

CP(7월3일): 15,200원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	17,400/9,200
시가총액(십억원)	532.6
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	35,039.0
60일 평균 거래량(천주)	1,436.6
60일 평균 거래대금(십억원)	19.0
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.11
주요주주 지분율(%)	
이대희 외 7인	53.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	23.1 45.5 8.2
상대	11.5 4.7 (22.6)

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	423.5	459.9
영업이익(십억원)	25.0	32.5
순이익(십억원)	22.9	33.6
EPS(원)	620	809
BPS(원)	5,815	6,895



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	372.1	382.2	422.3	464.6	508.7
영업이익	십억원	20.0	17.5	25.3	30.2	36.1
세전이익	십억원	20.2	20.5	26.7	32.2	38.6
순이익	십억원	18.0	15.0	20.8	25.1	30.1
EPS	원	512	429	594	717	859
증감률	%	73.6	(16.2)	38.5	20.7	19.8
PER	배	12.26	24.26	25.60	21.20	17.70
PBR	배	1.35	2.07	2.70	2.40	2.11
EV/EBITDA	배	7.96	13.80	15.05	12.42	10.01
ROE	%	12.14	9.21	11.55	12.37	13.04
BPS	원	4,657	5,028	5,622	6,339	7,197
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>372.1</b>	<b>382.2</b>	<b>422.3</b>	<b>464.6</b>	<b>508.7</b>
매출원가	245.1	249.6	275.8	302.0	328.1
매출총이익	127.0	132.6	146.5	162.6	180.6
판매비	106.9	115.1	121.2	132.4	144.5
<b>영업이익</b>	<b>20.0</b>	<b>17.5</b>	<b>25.3</b>	<b>30.2</b>	<b>36.1</b>
금융손익	0.1	0.3	0.8	1.3	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	2.7	0.6	0.7	0.6
<b>세전이익</b>	<b>20.2</b>	<b>20.5</b>	<b>26.7</b>	<b>32.2</b>	<b>38.6</b>
법인세	2.2	5.5	5.9	7.1	8.5
계속사업이익	18.0	15.0	20.8	25.1	30.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>18.0</b>	<b>15.0</b>	<b>20.8</b>	<b>25.1</b>	<b>30.1</b>
포괄이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>18.0</b>	<b>15.0</b>	<b>20.8</b>	<b>25.1</b>	<b>30.1</b>
지배주주포괄이익	18.1	13.0	20.8	25.1	30.1
NOPAT	17.9	12.8	19.7	23.6	28.2
EBITDA	26.8	24.7	32.4	37.1	42.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	13.1	2.7	10.5	10.0	9.5
NOPAT증가율	65.7	(28.5)	53.9	19.8	19.5
EBITDA증가율	44.1	(7.8)	31.2	14.5	15.6
(조정)영업이익증가율	68.1	(12.5)	44.6	19.4	19.5
(지분법제외)순이익증가율	74.8	(16.7)	38.7	20.7	19.9
(지분법제외)EPS증가율	73.6	(16.2)	38.5	20.7	19.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	34.1	34.7	34.7	35.0	35.5
EBITDA이익률	7.2	6.5	7.7	8.0	8.4
(조정)영업이익률	5.4	4.6	6.0	6.5	7.1
계속사업이익률	4.8	3.9	4.9	5.4	5.9

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	512	429	594	717	859
BPS	4,657	5,028	5,622	6,339	7,197
CFPS	991	1,065	942	1,079	1,241
EBITDAPS	766	706	924	1,059	1,224
SPS	10,618	10,908	12,053	13,259	14,518
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.3	24.3	25.6	21.2	17.7
PBR	1.3	2.1	2.7	2.4	2.1
PCFR	6.3	9.8	16.1	14.1	12.3
EV/EBITDA	8.0	13.8	15.0	12.4	10.0
PSR	0.6	1.0	1.3	1.1	1.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	12.1	9.2	11.6	12.4	13.0
ROA	8.2	6.6	8.4	9.0	9.6
ROIC	12.5	9.1	14.1	16.8	19.9
부채비율	41.7	38.3	37.7	36.6	35.2
순부채비율	(4.1)	(13.6)	(23.8)	(33.3)	(42.0)
이자보상배율(배)	170.6	363.4	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>68.2</b>	<b>83.2</b>	<b>111.8</b>	<b>144.9</b>	<b>183.1</b>
금융자산	6.4	23.1	45.4	71.8	103.1
현금성자산	1.4	18.1	39.9	65.8	96.5
매출채권 등	32.0	28.9	31.9	35.1	38.5
재고자산	25.2	24.1	26.6	29.3	32.1
기타유동자산	4.6	7.1	7.9	8.7	9.4
<b>비유동자산</b>	<b>153.8</b>	<b>151.4</b>	<b>150.4</b>	<b>149.6</b>	<b>148.9</b>
투자자산	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
금융자산	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
유형자산	120.4	117.4	116.7	116.2	115.7
무형자산	2.8	3.7	3.3	3.0	2.6
기타비유동자산	29.7	29.4	29.5	29.4	29.5
<b>자산총계</b>	<b>221.9</b>	<b>234.6</b>	<b>262.2</b>	<b>294.5</b>	<b>332.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>51.0</b>	<b>47.4</b>	<b>52.4</b>	<b>57.6</b>	<b>63.1</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	42.5	42.2	46.7	51.3	56.2
기타유동부채	8.5	5.2	5.7	6.3	6.9
<b>비유동부채</b>	<b>14.3</b>	<b>17.5</b>	<b>19.4</b>	<b>21.3</b>	<b>23.3</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	14.3	17.5	19.4	21.3	23.3
<b>부채총계</b>	<b>65.3</b>	<b>65.0</b>	<b>71.8</b>	<b>78.9</b>	<b>86.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>156.6</b>	<b>169.7</b>	<b>190.5</b>	<b>215.6</b>	<b>245.7</b>
자본금	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
자본잉여금	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7
자본조정	(10.6)	(10.6)	(10.6)	(10.6)	(10.6)
기타포괄이익누계	1.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	122.9	137.0	157.8	183.0	213.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>156.6</b>	<b>169.7</b>	<b>190.5</b>	<b>215.6</b>	<b>245.7</b>
순금융부채	(6.4)	(23.1)	(45.4)	(71.8)	(103.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>24.5</b>	<b>20.7</b>	<b>28.4</b>	<b>32.5</b>	<b>37.4</b>
당기순이익	18.0	15.0	20.8	25.1	30.1
조정	15.4	15.6	7.1	6.9	6.8
감가상각비	6.8	7.3	7.1	6.9	6.8
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0
지분법손익	0.0	(2.9)	0.0	0.0	0.0
기타	8.6	11.3	0.0	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(8.9)	(9.9)	0.5	0.5	0.5
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(12.1)</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(6.6)</b>	<b>(6.7)</b>
투자자산감소(증가)	0.2	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(6.8)	(3.8)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
기타투자활동	(5.5)	(1.8)	(0.6)	(0.5)	(0.6)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(16.9)</b>	<b>1.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	(15.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	1.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(4.5)</b>	<b>16.7</b>	<b>21.7</b>	<b>25.9</b>	<b>30.7</b>
Unlevered CFO	34.7	37.3	33.0	37.8	43.5
Free Cash Flow	17.6	16.1	22.4	26.5	31.4





2015년 7월 6일

# 아가방컴퍼니(013990)

## 국내 매출 회복+중국사업 본격화

### 2015년 국내외 사업 정상화

2015년 아가방컴퍼니 실적은 국내외 사업이 정상화되면서 개선될 전망이다. 아가방컴퍼니는 국내매출 비중이 80%로 대부분을 차지하고 있다. 국내 1위 유아복 업체로 거듭났으나, 출산율 하락 및 경쟁심화 등으로 판매량이 부진하면서 실적이 급격하게 악화되었다. 2014년 11월에는 중국 최대 유통업체인 '당시'가 최대주주로 변경되었으며, 직영점 전환 및 제품 다각화 등을 통한 매출회복을 꾀하고 있다.

### 량시그룹 통한 중국사업 확대 기대

량시그룹은 중국 내 백화점을 600개 보유하고 있는 패션업체이다. 아가방컴퍼니도 중국에서 6개 매장을 운영하면서 2013년에는 127억원까지 매출액이 증가했으나 유통망 부족 및 마케팅 부재 등으로 2014년에는 감소세로 전환했다. 하지만, 최근 조달한 자금을 통해 신규 물류센터 준공 및 중국 마케팅을 강화할 것으로 예상되는 만큼 중국사업 확대 기대감도 유효하다는 판단이다.

### 2015년 영업이익 흑자전환 가능할 전망

2015년 아가방컴퍼니 실적은 매출액 1,633억원(YoY, +2.0%)과 영업이익 11억원(YoY, 흑자전환)으로 전망한다.

영업이익은 국내 매출액 회복 및 비용감소(재고비용 등)에 따라 흑자전환이 가능할 전망이다. 특히, 국내는 기존 대리점 운영방식에서 직영점 형태로 전환하고 있으며, 유아용품 등 제품 다각화를 꾀하고 있는 만큼 실적개선이 이루어질 전망이다. 더불어 2015년에는 중국을 중심으로 해외매출도 점진적으로 증가할 것으로 예상된다.

현재 밸류에이션을 논하기는 어려우나 전반적인 구조조정이 마무리되고 실적이 안정화 단계로 접어들 것으로 예상되는 만큼 분기별 실적은 향상될 것으로 판단한다.

### Equity Research

### Small Cap Report

## Not Rated

CP(7월3일): 11,400원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	769.26	
52주 최고/최저(원)	15,200/4,100	
시가총액(십억원)	373.5	
시가총액비중(%)	0.18	
발행주식수(천주)	32,760.0	
60일 평균 거래량(천주)	4,499.8	
60일 평균 거래대금(십억원)	58.2	
15년 배당금(예상, 원)	0	
15년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	2.20	
주요주주 지분율(%)	0.00	
량시코리아	26.63	
추가상승률	1M	6M 12M
절대	(1.7)	64.5 162.1
상대	(11.0)	18.4 87.6

#### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	NA	NA
영업이익(십억원)	NA	NA
순이익(십억원)	NA	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA


#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	194.6	160.1	163.3	170.1	179.5
영업이익	십억원	3.9	(7.3)	1.1	3.6	4.7
세전이익	십억원	3.1	(9.3)	0.1	2.8	3.9
순이익	십억원	2.5	(7.2)	0.1	2.2	3.0
EPS	원	88	(256)	2	67	92
증감률	%	(3.3)	(390.9)	(100.8)	3,250.0	37.3
PER	배	58.55	N/A	6,380.98	170.54	124.17
PBR	배	0.96	1.34	2.21	2.18	2.14
EV/EBITDA	배	18.63	N/A	78.28	49.06	42.38
ROE	%	1.65	(4.52)	0.03	1.29	1.74
BPS	원	5,420	5,134	5,158	5,225	5,317
DPS	원	40	0	0	0	0

  
**Analyst 이정기**  
 02-3771-7522  
 robert.lee@hanafn.com

  
**Analyst 안주원**  
 02-3771-7606  
 jw.ahn@hanafn.com

  
**Analyst 박진영**  
 02-3771-7375  
 jypark22@hanafn.com

  
**Analyst 김재윤**  
 02-3771-7735  
 jaeyoon.kim@hanafn.com

**Analyst 김두현**  
 02-3771-8542  
 doohyun@hanafn.com

**RA 오문영**  
 02-3771-8519  
 moon.oh@hanafn.com

**RA 강준구**  
 02-3771-7736  
 jungukang@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>194.6</b>	<b>160.1</b>	<b>163.3</b>	<b>170.1</b>	<b>179.5</b>
매출원가	114.0	93.2	95.0	99.0	104.4
매출총이익	80.6	66.9	68.3	71.1	75.1
판매비	76.6	74.3	67.3	67.5	70.3
<b>영업이익</b>	<b>3.9</b>	<b>(7.3)</b>	<b>1.1</b>	<b>3.6</b>	<b>4.7</b>
금융손익	(1.0)	(1.1)	(0.7)	(0.5)	(0.5)
종속/관계기업손익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
<b>세전이익</b>	<b>3.1</b>	<b>(9.3)</b>	<b>0.1</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>
법인세	0.6	(2.1)	0.0	0.6	0.9
계속사업이익	2.5	(7.2)	0.1	2.2	3.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>2.5</b>	<b>(7.2)</b>	<b>0.1</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>2.5</b>	<b>(7.2)</b>	<b>0.1</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>
지배주주포괄이익	2.4	(6.7)	0.8	2.2	3.0
NOPAT	3.2	(5.7)	0.8	2.8	3.6
EBITDA	7.2	(3.9)	4.3	6.8	7.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(4.1)	(17.7)	2.0	4.2	5.5
NOPAT증가율	(3.0)	(278.1)	(114.0)	250.0	28.6
EBITDA증가율	(14.3)	(154.2)	(210.3)	58.1	16.2
(조정)영업이익증가율	(20.4)	(287.2)	(115.1)	227.3	30.6
(지분법제외)순이익증가율	(3.8)	(388.0)	(101.4)	2,100.0	36.4
(지분법제외)EPS증가율	(3.3)	(390.9)	(100.8)	3,250.0	37.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	41.4	41.8	41.8	41.8	41.8
EBITDA이익률	3.7	(2.4)	2.6	4.0	4.4
(조정)영업이익률	2.0	(4.6)	0.7	2.1	2.6
계속사업이익률	1.3	(4.5)	0.1	1.3	1.7

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	88	(256)	2	67	92
BPS	5,420	5,134	5,158	5,225	5,317
CFPS	273	(46)	84	168	202
EBITDAPS	258	(139)	130	208	242
SPS	6,949	5,682	4,986	5,193	5,479
DPS	40	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	58.6	N/A	6,381.0	170.5	124.2
PBR	1.0	1.3	2.2	2.2	2.1
PCFR	19.0	N/A	135.4	67.8	56.5
EV/EBITDA	18.6	N/A	78.3	49.1	42.4
PSR	0.7	1.2	2.3	2.2	2.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.6	(4.5)	0.0	1.3	1.7
ROA	1.2	(3.3)	0.0	0.9	1.2
ROIC	1.9	(3.4)	0.5	1.6	2.1
부채비율	37.8	39.0	46.6	46.6	46.1
순부채비율	(7.0)	(16.1)	(23.7)	(23.1)	(21.8)
이자보상배율(배)	9.6	(28.7)	10.8	36.1	47.1

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>109.0</b>	<b>124.9</b>	<b>139.7</b>	<b>142.8</b>	<b>146.2</b>
금융자산	15.8	39.0	52.1	51.6	50.0
현금성자산	10.3	37.9	50.9	50.5	48.9
매출채권 등	50.6	43.1	43.9	45.8	48.3
재고자산	41.9	42.4	43.2	45.0	47.5
기타유동자산	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
<b>비유동자산</b>	<b>100.3</b>	<b>108.9</b>	<b>108.1</b>	<b>108.1</b>	<b>108.3</b>
투자자산	7.4	6.2	5.6	5.6	5.6
금융자산	6.9	5.7	5.1	5.1	5.1
유형자산	85.0	93.5	93.5	93.6	93.6
무형자산	1.7	1.5	1.3	1.4	1.5
기타비유동자산	6.2	7.7	7.7	7.5	7.6
<b>자산총계</b>	<b>209.2</b>	<b>233.8</b>	<b>247.7</b>	<b>250.9</b>	<b>254.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>25.2</b>	<b>28.7</b>	<b>29.3</b>	<b>29.8</b>	<b>30.1</b>
금융부채	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0
매입채무 등	16.0	17.6	18.0	18.5	18.8
기타유동부채	4.0	6.1	6.3	6.3	6.3
<b>비유동부채</b>	<b>32.2</b>	<b>36.9</b>	<b>37.5</b>	<b>37.9</b>	<b>38.2</b>
금융부채	0.0	7.0	7.0	7.0	7.0
기타비유동부채	32.2	29.9	30.5	30.9	31.2
<b>부채총계</b>	<b>57.4</b>	<b>65.6</b>	<b>78.7</b>	<b>79.8</b>	<b>80.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>151.8</b>	<b>168.2</b>	<b>169.0</b>	<b>171.2</b>	<b>174.2</b>
자본금	14.0	16.4	16.4	16.4	16.4
자본잉여금	16.5	38.4	38.4	38.4	38.4
자본조정	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	(0.9)	(0.5)	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	122.2	113.9	113.9	116.1	119.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>151.8</b>	<b>168.2</b>	<b>169.0</b>	<b>171.2</b>	<b>174.2</b>
순금융부채	(10.6)	(27.1)	(40.1)	(39.6)	(38.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>0.1</b>	<b>4.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>
당기순이익	2.5	(7.2)	0.1	2.2	3.0
조정	3.7	5.2	2.8	2.9	3.0
감가상각비	3.3	3.4	3.2	3.2	3.2
외환거래손익	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법손익	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	1.9	(0.1)	(0.0)	0.1
자산/부채의 변동	(6.1)	6.5	(0.5)	(2.6)	(4.5)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(3.1)</b>
투자자산감소(증가)	(0.2)	1.2	1.4	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(2.8)	(10.8)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타투자활동	0.4	2.7	0.2	0.1	(0.1)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(0.9)</b>	<b>29.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	(21.7)	6.7	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	24.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	21.9	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.1)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(3.4)</b>	<b>27.6</b>	<b>13.0</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(1.5)</b>
Unlevered CFO	7.6	(1.3)	2.8	5.5	6.6
Free Cash Flow	(2.8)	(6.3)	(0.6)	(0.5)	(1.5)



2015년 7월 6일

# MPK(065150)

Equity Research

Small Cap Report

## 중국 피자 시장 진출 본격화로 실적 개선세 이어질 전망

### 국내 1위의 프리미엄 피자브랜드 업체

MPK는 국내 프리미엄 피자브랜드 매장수 1위를 기록하고 있는 <미스터피자>, 수제 머핀 및 커피 전문점 <마노핀>을 운영하고 있는 프랜차이즈 기업으로, 주요 부문의 매출 비중은 피자 86.5%, 마노핀 8.9%, 제시카키친 3.8%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

### 중국 매장수 증가로 중국 법인 실적 턴어라운드

① 중국 미스터피자 매장수 증가세 지속 중: 중국 미스터피자 매장수는 2013년 29개 → 2014년 66개 → 1Q15 70개로 증가세가 지속되고 있으며, '15년말에는 120~130개까지 매장수를 확대할 것으로 예상된다. 특히, 상해 법인의 경우 중국 최대 유통기업인 골든이글과의 시너지 효과가 본격적으로 발생하면서 2014년을 기점으로 흑자폭이 확대(당기순이익: 2013년 -15억원 → 2014년 0.4억원 → 2015E 34억원)되고 있는 중이다.

② 국내 피자부문 실적 부진은 당분간 이어질 전망: 국내 피자 시장은 포화 상태로 접어든 가운데, 메르스 여파로 인한 국내 수요 감소까지 겹치면서 2015년 MPK의 피자 부문 매출액은 전년 대비 7.7% 감소한 1,150억원을 기록할 것으로 예상된다. 최근에는 상위 몇 개의 브랜드 피자 중심에서 중저가 브랜드 피자, 대형마트 피자 등으로 국내 피자 시장이 재편되면서 MPK의 국내 피자부문 실적은 당분간 부진할 전망이다.

③ 수익성 부진한 사업부 정리는 실적 개선에 긍정적: 이탈리아 레스토랑 브랜드 <제시카키친>의 경우, 매년 매출액이 감소하면서 적자를 기록, MPK 전사 실적에 부정적인 요인으로 작용하였으나, '14.06 매각하면서 2015년 실적 개선에는 긍정적인 일 전망이다.

### 2015년 매출액은 1,314억원, 영업이익 29억원 전망

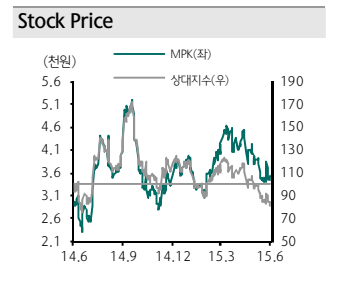
2015년 매출액은 1,314억원(-8.8% YoY), 영업이익 29억원(+101.5% YoY)으로 소폭 개선된 실적을 기록할 전망이다. 이는 1) 중국 미스터피자 매장수 증가로 인한 상해 법인의 흑자폭 확대, 2) 적자 사업부였던 <제시카키친> 매각 등에 기인한다. 국내 피자부문의 실적 부진은 당분간 이어질 것으로 예상되나, 중국 법인을 중심으로 실적 턴어라운드가 이루어지고 있다는 점을 감안시 중장기적인 관점에서의 투자전략을 추천한다.

Not Rated

CP(7월3일): 3,450원

Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	5,190/2,330
시가총액(십억원)	278.8
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	80,808.4
60일 평균 거래량(천주)	1,795.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.5
15년 배당금(예상, 원)	5
15년 배당수익률(예상, %)	0.14
외국인지분율(%)	0.53
주요주주 지분율(%)	
정우현 외 5 인	48.92
박성호 외 3 인	7.68
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.8) (6.9) 20.2
상대	(20.1) (33.0) (13.9)

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	140.1	152.7
영업이익(십억원)	2.5	9.1
순이익(십억원)	3.0	10.7
EPS(원)	37	132
BPS(원)	593	726



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	174.6	144.0	131.4	142.9	155.4
영업이익	십억원	3.2	1.4	2.9	9.1	11.9
세전이익	십억원	3.9	0.8	4.0	11.3	15.2
순이익	십억원	3.4	0.4	3.3	9.0	12.1
EPS	원	52	6	41	111	149
증감률	%	20.9	(88.5)	583.3	170.7	34.2
PER	배	30.24	568.80	84.93	31.00	23.11
PBR	배	2.28	4.42	4.19	3.71	3.21
EV/EBITDA	배	13.01	48.40	40.82	20.62	16.25
ROE	%	14.58	1.32	7.36	18.00	20.07
BPS	원	686	804	824	931	1,075
DPS	원	10	5	5	5	5



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>174.6</b>	<b>144.0</b>	<b>131.4</b>	<b>142.9</b>	<b>155.4</b>
매출원가	104.8	87.4	74.2	78.5	82.4
매출총이익	69.8	56.6	57.2	64.4	73.0
판매비	66.6	55.1	54.3	55.3	61.0
<b>영업이익</b>	<b>3.2</b>	<b>1.4</b>	<b>2.9</b>	<b>9.1</b>	<b>11.9</b>
금융손익	(0.0)	0.1	0.1	0.2	0.2
중속/관계기업손익	(0.1)	(0.1)	0.9	2.3	3.1
기타영업외손익	0.9	(0.6)	0.1	(0.2)	(0.1)
<b>세전이익</b>	<b>3.9</b>	<b>0.8</b>	<b>4.0</b>	<b>11.3</b>	<b>15.2</b>
법인세	1.0	0.3	0.8	2.3	3.1
계속사업이익	2.9	0.4	3.3	9.0	12.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>2.9</b>	<b>0.4</b>	<b>3.3</b>	<b>9.0</b>	<b>12.1</b>
포괄이익	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>3.4</b>	<b>0.4</b>	<b>3.3</b>	<b>9.0</b>	<b>12.1</b>
지배주주포괄이익	2.5	1.7	3.3	9.0	12.1
NOPAT	2.4	0.8	2.3	7.2	9.5
EBITDA	7.6	5.6	6.4	12.1	14.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(1.7)	(17.5)	(8.7)	8.8	8.7
NOPAT증가율	(48.9)	(66.7)	187.5	213.0	31.9
EBITDA증가율	(43.3)	(26.3)	14.3	89.1	19.0
(조정)영업이익증가율	(64.4)	(56.3)	107.1	213.8	30.8
(지분법제외)순이익증가율	21.4	(88.2)	725.0	172.7	34.4
(지분법제외)EPS증가율	19.2	(87.9)	549.9	174.0	34.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	40.0	39.3	43.5	45.1	47.0
EBITDA이익률	4.4	3.9	4.9	8.5	9.3
(조정)영업이익률	1.8	1.0	2.2	6.4	7.7
계속사업이익률	1.7	0.3	2.5	6.3	7.8

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	52	6	41	111	149
BPS	686	804	824	931	1,075
CFPS	144	102	97	178	220
EBITDAPS	116	79	80	150	179
SPS	2,686	2,051	1,640	1,768	1,923
DPS	10	5	5	5	5
<b>주가지표(배)</b>					
PER	30.2	568.8	84.9	31.0	23.1
PBR	2.3	4.4	4.2	3.7	3.2
PCFR	10.9	34.8	35.7	19.3	15.7
EV/EBITDA	13.0	48.4	40.8	20.6	16.2
PSR	0.6	1.7	2.1	2.0	1.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.6	1.3	7.4	18.0	20.1
ROA	4.8	0.6	4.1	10.5	12.2
ROIC	24.2	5.7	14.1	53.9	104.0
부채비율	184.2	88.2	75.4	69.0	61.7
순부채비율	(14.7)	(27.2)	(38.1)	(54.4)	(67.3)
이자보상배율(배)	39.4	38.8	52.8	249.4	307.7

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>14.8</b>	<b>25.6</b>	<b>30.2</b>	<b>43.4</b>	<b>59.5</b>
금융자산	3.5	11.7	17.5	29.6	44.5
현금성자산	3.0	11.0	16.8	29.0	43.7
매출채권 등	9.1	9.9	9.0	9.8	10.7
재고자산	1.4	2.9	2.7	2.9	3.1
기타유동자산	0.8	1.1	1.0	1.1	1.2
<b>비유동자산</b>	<b>52.5</b>	<b>54.9</b>	<b>49.9</b>	<b>48.3</b>	<b>47.2</b>
투자자산	14.1	16.7	15.2	16.6	18.0
금융자산	10.5	13.1	12.0	13.0	14.1
유형자산	30.0	28.6	25.6	23.1	21.0
무형자산	4.4	4.4	3.9	3.4	3.0
기타비유동자산	4.0	5.2	5.2	5.2	5.2
<b>자산총계</b>	<b>67.3</b>	<b>80.5</b>	<b>80.1</b>	<b>91.7</b>	<b>106.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>38.0</b>	<b>33.1</b>	<b>30.2</b>	<b>32.8</b>	<b>35.7</b>
금융부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매입채무 등	31.5	28.2	25.7	28.0	30.4
기타유동부채	6.4	4.8	4.4	4.7	5.2
<b>비유동부채</b>	<b>5.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>	<b>5.0</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	5.7	4.7	4.3	4.6	5.0
<b>부채총계</b>	<b>43.6</b>	<b>37.7</b>	<b>34.4</b>	<b>37.4</b>	<b>40.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>23.7</b>	<b>42.8</b>	<b>45.7</b>	<b>54.3</b>	<b>66.0</b>
자본금	6.5	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	19.7	36.2	36.2	36.2	36.2
지분조정	(20.9)	(20.9)	(20.9)	(20.9)	(20.9)
기타포괄이익누계	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	17.8	18.6	21.5	30.1	41.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>23.7</b>	<b>42.8</b>	<b>45.7</b>	<b>54.3</b>	<b>66.0</b>
순금융부채	(3.5)	(11.6)	(17.4)	(29.5)	(44.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1.5</b>	<b>0.2</b>	<b>5.0</b>	<b>14.2</b>	<b>17.0</b>
당기순이익	2.9	0.4	3.3	9.0	12.1
조정	3.5	5.8	3.8	3.3	2.8
감가상각비	4.4	4.1	3.5	3.0	2.5
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
지분법손익	(1.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	1.7	0.3	0.4	0.3
자산/부채의 변동	(4.9)	(6.0)	(2.1)	1.9	2.1
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(5.4)</b>	<b>(9.5)</b>	<b>1.5</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(1.5)</b>
투자자산감소(증가)	(5.0)	(2.5)	1.5	(1.3)	(1.4)
유형자산감소(증가)	(3.0)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	2.6	(3.0)	0.0	0.0	(0.1)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(1.0)</b>	<b>17.4</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>
금융부채증가(감소)	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	18.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	(0.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.2)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>(4.9)</b>	<b>8.0</b>	<b>5.8</b>	<b>12.1</b>	<b>14.8</b>
Unlevered CFO	9.3	7.2	7.7	14.4	17.8
Free Cash Flow	(1.5)	(4.1)	5.0	14.2	17.0





2015년 7월 6일

# 차이나그레이트(900040)

## 중국내 패션 트렌드를 선도하다

### 글로벌 패션 트렌드에 맞춘 의류 개발

차이나그레이트는 중국에서 WDK(위딩카 - WorldCape)라는 브랜드로 남성 캐주얼 의류 및 신발을 외주 가공하여 판매하고 있다. 젊은 소비자층을 대상으로 마스크 캠페인과 스포츠팀을 협찬하여 브랜드 이미지 제고에 힘쓰고 있다.

중국인들의 의류 소비 확대와 패션 트렌드에 맞는 제품 출시로 2011부터 2014년까지 4년간 연평균 매출 성장률은 +13.6%를 기록했다. 차이나그레이트는 상반기/하반기 2번의 제품 박람회 열어 주문을 받아 외주가공하여 생산하기 때문에 재고 부담이 없다.

### 2015년 양호한 실적 기록 전망

2015년 실적은 매출액 6,393억원(YoY + 8.9%), 영업이익 931억원(YoY + 13.4%)을 기록할 전망이다. 차이나그레이트의 영업이익률은 2014년 13.6% → 2015년 14.6% → 2016년 15.6%로 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

① 해외 패션 트렌드 조사로 브랜드 경쟁력 확보: 해외시장조사팀이 유럽, 일본 등 해외 시장 조사를 하고 있으며, 외주 디자인 업체를 통해 글로벌 패션 트렌드에 맞추어 제품을 내고 있다. 2성 도시 중심의 영업에서 확대하여 1성 도시에 로드샵을 낼 예정이다. 대도시에 로드샵이 생긴 후에는 브랜드 이미지가 상승할 것으로 예상된다.

② 가맹점 면적 확대: 2014년 기준 판매 채널은 총판 23개와 가맹점 2,585개로 최근 4년간 크게 증가하지는 못하였다(2011년 총판 23개, 가맹점 2,450개). 하지만 가맹점 면적이 증가하고 있어 크게 우려할 상황은 아니라는 판단이다.

③ 의류 비중 확대로 수익성 개선: 차이나 그레이트의 신발:의류 비중은 지난해 상반기 6:4에서 올해 상반기 5:5로 의류 비중이 확대될 것으로 예상되며, 이에 따라 매출총이익률이 높은 의류 비중의 증가로 수익성 개선이 예상된다.

### 희석물량을 감안한 PER은 5.5배 (의류업종 PER 약 25배)

CB 희석 물량 감안 시 2015년 PER Multiple 5.46배로 의류업종 PER 약 25배 대비 저평가 됐다는 판단이다.

### Equity Research


### Small Cap Report


## Not Rated


CP(7월3일): 2,350원

Key Data		Consensus Data	
		2015	2016
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26		
52주 최고/최저(원)	4,235/2,170	매출액(십억원)	642.0 NA
시가총액(십억원)	268.9	영업이익(십억원)	91.0 NA
시가총액비중(%)	0.13	순이익(십억원)	75.0 NA
발행주식수(천주)	114,425.9	EPS(원)	661 NA
60일 평균 거래량(천주)	1,414.3	BPS(원)	3,968 NA
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6		
15년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
15년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	46.19		
주요주주 지분율(%)			
WU YOUZHI	40.21		
에스비아이팬아시아사모투	6.73		
자전문회사 외 1인			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.6) (19.0) (41.5)		
상대	(14.5) (41.7) (58.1)		

Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	550.2	587.0	639.3	697.0	773.5
영업이익	십억원	77.7	80.1	93.1	108.7	128.2
세전이익	십억원	78.4	42.2	83.8	100.2	119.5
순이익	십억원	60.9	20.4	55.5	64.3	71.2
EPS	원	609	204	490	562	623
증감률	%	18.3	(66.5)	140.2	14.7	10.9
PER	배	2.63	14.23	4.80	4.18	3.77
PBR	배	0.51	0.86	0.68	0.59	0.51
EV/EBITDA	배	0.56	1.90	0.97	0.39	N/A
ROE	%	21.71	6.27	15.15	15.07	14.41
BPS	원	3,121	3,389	3,447	4,008	4,631
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>550.2</b>	<b>587.0</b>	<b>639.3</b>	<b>697.0</b>	<b>773.5</b>
매출원가	414.7	445.7	486.2	526.1	575.8
매출총이익	135.5	141.3	153.1	170.9	197.7
판관비	57.9	61.3	60.0	62.2	69.5
<b>영업이익</b>	<b>77.7</b>	<b>80.1</b>	<b>93.1</b>	<b>108.7</b>	<b>128.2</b>
금융손익	0.7	(4.9)	(9.3)	(8.4)	(8.7)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(32.9)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>78.4</b>	<b>42.2</b>	<b>83.8</b>	<b>100.2</b>	<b>119.5</b>
법인세	17.5	21.8	28.3	36.0	48.3
계속사업이익	60.9	20.4	55.5	64.3	71.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>60.9</b>	<b>20.4</b>	<b>55.5</b>	<b>64.3</b>	<b>71.2</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>60.9</b>	<b>20.4</b>	<b>55.5</b>	<b>64.3</b>	<b>71.2</b>
지배주주표결이익	60.9	20.4	55.5	64.3	71.2
NOPAT	60.3	38.8	61.7	69.7	76.4
EBITDA	82.6	83.7	96.4	111.6	130.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	12.0	6.7	8.9	9.0	11.0
NOPAT증가율	18.0	(35.7)	59.0	13.0	9.6
EBITDA증가율	12.1	1.3	15.2	15.8	17.3
(조정)영업이익증가율	10.4	3.1	16.2	16.8	17.9
(지분법제외)순이익증가율	18.3	(66.5)	172.1	15.9	10.7
(지분법제외)EPS증가율	18.3	(66.5)	140.2	14.7	10.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	24.6	24.1	23.9	24.5	25.6
EBITDA이익률	15.0	14.3	15.1	16.0	16.9
(조정)영업이익률	14.1	13.6	14.6	15.6	16.6
계속사업이익률	11.1	3.5	8.7	9.2	9.2

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	609	204	490	562	623
BPS	3,121	3,389	3,447	4,008	4,631
CFPS	826	861	850	976	1,144
EBITDAPS	826	837	850	976	1,144
SPS	5,502	5,870	5,636	6,091	6,760
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	2.6	14.2	4.8	4.2	3.8
PBR	0.5	0.9	0.7	0.6	0.5
PCFR	1.9	3.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	0.6	1.9	1.0	0.4	N/A
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	21.7	6.3	15.1	15.1	14.4
ROA	15.9	4.3	9.9	10.3	10.1
ROIC	31.6	18.5	28.1	30.0	30.7
부채비율	32.6	57.8	48.4	44.4	41.7
순부채비율	(36.3)	(38.8)	(44.4)	(49.2)	(52.3)
이자보상배율(배)	0.0	14.7	9.3	11.7	13.3

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>367.3</b>	<b>491.6</b>	<b>545.6</b>	<b>625.6</b>	<b>716.5</b>
금융자산	113.4	217.4	247.0	300.0	355.2
현금성자산	112.8	216.8	246.3	299.3	354.3
매출채권 등	236.9	256.4	279.2	304.4	337.8
재고자산	4.5	4.1	4.4	4.8	5.3
기타유동자산	12.5	13.7	15.0	16.4	18.2
<b>비유동자산</b>	<b>46.7</b>	<b>43.1</b>	<b>39.8</b>	<b>36.9</b>	<b>34.2</b>
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	37.0	34.0	30.7	27.8	25.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	9.7	9.1	9.1	9.1	9.1
<b>자산총계</b>	<b>413.9</b>	<b>534.7</b>	<b>585.4</b>	<b>662.5</b>	<b>750.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>101.9</b>	<b>152.9</b>	<b>148.1</b>	<b>160.9</b>	<b>177.9</b>
금융부채	0.0	42.9	28.9	31.5	34.9
매입채무 등	95.1	103.6	112.8	123.0	136.5
기타유동부채	6.8	6.4	6.4	6.4	6.5
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>42.9</b>	<b>42.9</b>	<b>42.9</b>	<b>42.9</b>
금융부채	0.0	42.9	42.9	42.9	42.9
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>101.9</b>	<b>195.9</b>	<b>191.0</b>	<b>203.8</b>	<b>220.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>312.1</b>	<b>338.9</b>	<b>394.4</b>	<b>458.7</b>	<b>529.9</b>
자본금	11.9	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	43.0	43.8	43.8	43.8	43.8
자본조정	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	257.6	283.4	338.9	403.2	474.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>312.1</b>	<b>338.9</b>	<b>394.4</b>	<b>458.7</b>	<b>529.9</b>
순금융부채	(113.4)	(131.5)	(175.1)	(225.6)	(277.3)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>35.3</b>	<b>54.7</b>	<b>52.9</b>	<b>58.9</b>	<b>60.3</b>
당기순이익	60.9	20.4	55.5	64.3	71.2
조정	(1.7)	43.9	12.6	11.4	11.3
감가상각비	4.9	3.6	3.3	3.0	2.7
외환거래손익	0.0	(2.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(6.6)	42.4	9.3	8.4	8.6
자산/부채의 변동	(23.9)	(9.6)	(15.2)	(16.8)	(22.2)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	2.0	0.5	0.6	0.8	0.9
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>46.2</b>	<b>(24.0)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(6.2)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	85.9	(14.1)	2.6	3.5
자본증가(감소)	0.7	1.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.7)	(40.7)	(9.9)	(9.3)	(9.7)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>37.2</b>	<b>101.9</b>	<b>29.5</b>	<b>53.0</b>	<b>55.1</b>
Unlevered CFO	82.6	86.1	96.4	111.6	130.9
Free Cash Flow	35.2	54.7	52.9	58.9	60.3



2015년 7월 6일

# 하림(136480)

Equity Research

Small Cap Report

## 육계시세 회복시 중장기적인 투자전략이 유효할 전망

### 국내 1위의 양계업체

하림은 국내 1위의 양계업체로 종란 및 사료 생산부터 사육, 가공, 유통에 이르기까지 수직 계열화를 이루었으며, 주요 부문의 매출 비중은 육계 72.0%, 육가공 19.5%, 사료 0.7%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

### 국내 수요 예상보다 견조하나 육계시세 4Q15 회복 전망

① 2H15 육계시세 상저하고 전망: 2Q15 육계시세는 닭고기 공급 증가, 브라질산 수입 물량 증대로 1,300~1,400원 대로 하락하였다. 3Q15 역시 닭고기 공급 증가로 육계시세 하락세가 이어질 것으로 전망한다. '13년~'14년 원종계 수입 급감 여파 효과는 4Q15부터 나타나기 시작하여 공급과잉 상황이 일부 해소될 것으로 전망되는 만큼 4Q15 육계시세는 3Q15 대비 소폭 회복할 것으로 전망한다.

② 국내 닭고기 수요 예상보다 견조한 흐름 유지: 국내 닭고기 수요는 예상치 못한 메르스 발생 여파로 일부 부진할 것으로 예상했으나, 1) 온라인 판매와 프랜차이즈 업체향 매출이 증가하였고, 2) 돼지고기 가격 상승으로 인한 대체효과가 발생하면서 예상보다 견조한 흐름을 유지하고 있는 것으로 판단된다. 특히, 7,8월은 수요가 가장 물리는 최대 성수기이기 때문에 국내 닭고기 수요는 당분간 증가할 전망이다.

③ 일부 브라질산 닭고기 수입 금지 조치는 긍정적: '14년 12월 미국에서의 AI 발생으로 인해 미국산 닭고기 수입이 전면 금지되면서 브라질산 닭고기 수입량이 급증하였고, 현재 닭고기 수입량의 90% 이상을 차지하고 있다. 이러한 상황에서 동물용의약품 잔류물질 검출로 인한 일부 브라질산 닭고기에 대한 수입 금지 조치가 5월말 발효되면서 일부 국내산으로의 대체 효과가 발생할 것으로 예상된다.

### 2015년 매출액은 8,426억원, 영업이익 135억원 전망

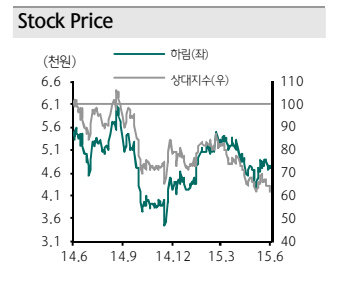
2015년 매출액은 8,426억원(+11.7% YoY), 영업이익 135억원(흑자전환 YoY)으로 개선된 실적을 기록할 전망이다. 국내 닭고기 수요는 예상보다 견조한 가운데, 4Q15부터 육계시세 회복이 전망되고 실적 턴어라운드와 이루어지고 있다는 점을 감안시 중장기적인 관점에서의 투자전략을 추천한다.

Not Rated

CP(7월3일): 4,720원


Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	6,080/3,430
시가총액(십억원)	254.6
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	53,945.9
60일 평균 거래량(천주)	450.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.42
주요주주 지분율(%)	
김홍국 외 2인	50.11
신영증권	8.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.1 8.1 (14.2)
상대	(3.9) (22.2) (38.6)


Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	804.6	844.8
영업이익(십억원)	11.1	11.7
순이익(십억원)	4.9	6.1
EPS(원)	91	113
BPS(원)	3,735	3,849




Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	789.0	754.1	842.6	964.3	989.4
영업이익	십억원	11.4	(1.8)	13.5	18.9	22.5
세전이익	십억원	12.7	(9.9)	10.2	12.0	15.8
순이익	십억원	10.0	(8.3)	7.9	9.3	12.3
EPS	원	186	(153)	147	172	227
증감률	%	109.0	(182.3)	(196.1)	17.0	32.0
PER	배	24.67	N/A	32.11	27.46	20.78
PBR	배	1.21	1.16	1.24	1.19	1.13
EV/EBITDA	배	13.46	21.65	13.22	11.75	10.50
ROE	%	5.04	(4.12)	3.95	4.43	5.57
BPS	원	3,796	3,646	3,793	3,965	4,192
DPS	원	0	0	0	0	0

  
Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

  
Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

  
Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

  
Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

  
Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>789.0</b>	<b>754.1</b>	<b>842.6</b>	<b>964.3</b>	<b>989.4</b>
매출원가	662.5	638.3	705.2	806.1	826.9
매출총이익	126.5	115.8	137.4	158.2	162.5
판매비	115.1	117.5	123.9	139.3	140.1
<b>영업이익</b>	<b>11.4</b>	<b>(1.8)</b>	<b>13.5</b>	<b>18.9</b>	<b>22.5</b>
금융손익	(3.3)	(10.8)	(5.6)	(8.5)	(8.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.6	2.7	2.4	1.7	1.5
<b>세전이익</b>	<b>12.7</b>	<b>(9.9)</b>	<b>10.2</b>	<b>12.0</b>	<b>15.8</b>
법인세	2.7	(1.6)	2.3	2.7	3.5
계속사업이익	10.0	(8.3)	7.9	9.3	12.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.0</b>	<b>(8.3)</b>	<b>7.9</b>	<b>9.3</b>	<b>12.3</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>10.0</b>	<b>(8.3)</b>	<b>7.9</b>	<b>9.3</b>	<b>12.3</b>
지배주주포괄이익	8.5	(8.1)	7.9	9.3	12.3
NOPAT	9.0	(1.5)	10.4	14.6	17.5
EBITDA	31.2	19.1	32.4	36.1	38.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	5.5	(4.4)	11.7	14.4	2.6
NOPAT증가율	(151.7)	(116.7)	(793.3)	40.4	19.9
EBITDA증가율	1,318.2	(38.8)	69.6	11.4	5.5
(조정)영업이익증가율	(189.8)	(115.8)	(850.0)	40.0	19.0
(지분법제외)순이익증가율	108.3	(183.0)	(195.2)	17.7	32.3
(지분법제외)EPS증가율	109.9	N/A	N/A	16.9	32.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	16.0	15.4	16.3	16.4	16.4
EBITDA이익률	4.0	2.5	3.8	3.7	3.9
(조정)영업이익률	1.4	(0.2)	1.6	2.0	2.3
계속사업이익률	1.3	(1.1)	0.9	1.0	1.2

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	186	(153)	147	172	227
BPS	3,796	3,646	3,793	3,965	4,192
CFPS	1,062	783	645	706	738
EBITDAPS	578	354	601	668	707
SPS	14,627	13,978	15,619	17,875	18,341
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	24.7	N/A	32.1	27.5	20.8
PBR	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
PCFR	4.3	5.4	7.3	6.7	6.4
EV/EBITDA	13.5	21.6	13.2	11.8	10.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.0	(4.1)	4.0	4.4	5.6
ROA	2.0	(1.6)	1.5	1.7	2.2
ROIC	2.3	(0.4)	2.7	3.8	4.6
부채비율	133.7	169.4	160.4	159.2	151.7
순부채비율	84.2	93.9	84.9	79.1	64.4
이자보상배율(배)	1.2	(0.3)	2.0	2.7	2.9

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>213.1</b>	<b>275.8</b>	<b>296.8</b>	<b>334.2</b>	<b>364.4</b>
금융자산	20.8	72.6	69.9	74.6	98.0
현금성자산	5.5	29.3	24.8	26.9	48.6
매출채권 등	63.8	61.1	68.2	78.1	80.1
재고자산	98.5	110.8	123.8	141.6	145.3
기타유동자산	30.0	31.3	34.9	39.9	41.0
<b>비유동자산</b>	<b>265.4</b>	<b>253.9</b>	<b>236.0</b>	<b>220.1</b>	<b>204.8</b>
투자자산	11.2	8.5	9.4	10.8	11.1
금융자산	4.9	1.4	1.6	1.8	1.9
유형자산	240.2	232.4	214.0	197.2	181.9
무형자산	3.0	2.3	1.7	1.3	1.0
기타비유동자산	11.0	10.7	10.9	10.8	10.8
<b>자산총계</b>	<b>478.5</b>	<b>529.7</b>	<b>532.8</b>	<b>554.4</b>	<b>569.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>208.6</b>	<b>295.5</b>	<b>289.0</b>	<b>299.1</b>	<b>301.1</b>
금융부채	141.5	233.7	220.0	220.1	220.1
매입채무 등	64.5	60.4	67.5	77.3	79.3
기타유동부채	2.6	1.4	1.5	1.7	1.7
<b>비유동부채</b>	<b>65.1</b>	<b>37.6</b>	<b>39.2</b>	<b>41.5</b>	<b>41.9</b>
금융부채	51.7	23.6	23.6	23.6	23.6
기타비유동부채	13.4	14.0	15.6	17.9	18.3
<b>부채총계</b>	<b>273.7</b>	<b>333.0</b>	<b>328.2</b>	<b>340.5</b>	<b>343.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>204.8</b>	<b>196.6</b>	<b>204.6</b>	<b>213.8</b>	<b>226.1</b>
자본금	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
자본잉여금	151.4	151.4	151.4	151.4	151.4
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	26.4	18.3	26.2	35.5	47.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>204.8</b>	<b>196.6</b>	<b>204.6</b>	<b>213.8</b>	<b>226.1</b>
순금융부채	172.4	184.6	173.7	169.1	145.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>64.2</b>	<b>1.8</b>	<b>12.7</b>	<b>9.4</b>	<b>25.8</b>
당기순이익	10.0	(8.3)	7.9	9.3	12.3
조정	39.5	43.8	19.7	20.6	17.7
감가상각비	19.8	20.9	18.9	17.2	15.6
외환거래손익	(0.4)	5.5	1.7	3.9	2.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	20.1	17.4	(0.9)	(0.5)	(0.7)
자산/부채의 변동	14.7	(33.7)	(14.9)	(20.5)	(4.2)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(10.8)</b>	<b>(35.9)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(4.8)</b>
투자자산감소(증가)	(5.9)	2.7	(1.0)	(1.4)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(22.2)	(10.9)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	17.3	(27.7)	(3.4)	(6.5)	(4.5)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(77.4)</b>	<b>57.8</b>	<b>(13.7)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	(78.3)	64.1	(13.7)	0.1	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.9	(6.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(24.0)</b>	<b>23.8</b>	<b>(4.5)</b>	<b>2.1</b>	<b>21.7</b>
Unlevered CFO	57.3	42.3	34.8	38.1	39.8
Free Cash Flow	40.0	(9.2)	12.7	9.4	25.8



2015년 7월 6일

# 레드캡투어(038390)

Equity Research

Small Cap Report

## 구조적인 렌터카 시장 성장의 수혜주

### 40년 업력을 바탕으로 차별화된 비즈니스 구축

레드캡투어는 40년 업력을 보유한 국내 대표 렌터카 업체이다. 레드캡투어는 국내 2위 상용여행(기업 출장 등) 업체로 법인 비즈니스에 강점을 보유한 회사이다. 글로벌 업체인 아메리칸 익스프레스(2004년)와의 제휴를 통해 국내에 지사를 둔 해외 기업과 국내 기업의 해외지사 상용여행 서비스 영위하며 안정적인 실적을 나타내고 있다. 2015년 1분기 사업부문별 매출비중은 렌터카사업 81.4%, 여행사업 18.6% 이다. 세부 항목별 렌터카부문 내 매출 비중은 차량대여 67.8%, 계약차량매각 32.2%이며, 여행사업부문은 상용출장 66.1%, 여행상품 33.9%이다. 2015년 4월 기준으로 차량보유대수는 16,532대로 업계 5위를 나타내고 있다.

### 안정적인 렌터카비즈니스+만기차량매각에 따른 수익성 개선

레드캡투어의 법인 렌터카 부문의 호조가 예상된다. 이는 기업이 직접 차량 소유를 하면서 발생한 유류비, 보험료, 유지비 등을 직접 부담하기 보다는 법인세 감면효과, LPG차량 렌트를 통한 유류비 절감 등으로 인한 혜택이 더 높기 때문이다.

또한 레드캡투어의 계약만기차량매각에 따른 매출이 2016년 큰 폭으로 인식될 전망이다. 차량 렌트 후 3년이 지난 시점에 계약만기차량매각이 발생한다. 2013년 차량보유 순증가는 1,450대로 2012년 370대보다 높은 증가폭을 나타냈다. 2016년 고수익성 만기차량매각의 높은 매출인식으로 수익성 개선도 뒤따를 전망이다.

### 2015년 매출액 2,105억원, 영업이익 284억원 전망

2015년 레드캡투어 실적은 매출액 2,105억원(YoY, +8.7%)과 영업이익의 284억원(YoY, +7.2%)으로 전망한다. 실적 향상요인은 견조한 법인 고객 수 증가 및 관공서 및 Agent 영업확대에 따른 차량 대여 매출 증가에 기인한다.

Not Rated

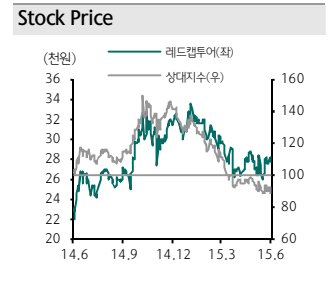
CP(7월3일): 27,850원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	33,550/22,800
시가총액(십억원)	239.2
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	8,589.5
60일 평균 거래량(천주)	12.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
15년 배당금(예상, 원)	600
15년 배당수익률(예상, %)	2.15
외국인지분율(%)	14.58
주요주주 지분율(%)	
구분외 외 5인	74.56


주가상승률	1M	6M	12M
절대	3.5	(13.2)	22.1
상대	(6.2)	(37.5)	(12.6)


Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	211.4	229.6
영업이익(십억원)	28.8	31.2
순이익(십억원)	19.2	21.2
EPS(원)	2,235	2,468
BPS(원)	16,763	18,677



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	176.3	193.7	210.5	234.1	258.6
영업이익	십억원	24.1	26.5	28.4	33.1	37.1
세전이익	십억원	20.5	21.8	24.8	31.8	37.7
순이익	십억원	15.9	16.9	19.2	24.6	29.2
EPS	원	1,846	1,966	2,232	2,861	3,396
증감률	%	4.8	6.5	13.5	28.2	18.7
PER	배	8.70	16.00	12.48	9.74	8.20
PBR	배	1.16	2.08	1.66	1.46	1.27
EV/EBITDA	배	2.44	3.90	3.39	2.91	2.31
ROE	%	14.51	13.99	14.33	16.32	16.92
BPS	원	13,828	15,149	16,793	19,066	21,874
DPS	원	600	600	600	600	600

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>176.3</b>	<b>193.7</b>	<b>210.5</b>	<b>234.1</b>	<b>258.6</b>
매출원가	116.9	128.7	140.3	154.5	170.1
매출총이익	59.4	65.0	70.2	79.6	88.5
판매비	35.3	38.5	41.9	46.6	51.4
<b>영업이익</b>	<b>24.1</b>	<b>26.5</b>	<b>28.4</b>	<b>33.1</b>	<b>37.1</b>
금융손익	(3.4)	(4.0)	(3.6)	(1.3)	0.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>20.5</b>	<b>21.8</b>	<b>24.8</b>	<b>31.8</b>	<b>37.7</b>
법인세	4.6	5.0	5.6	7.2	8.5
계속사업이익	15.9	16.9	19.2	24.6	29.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>15.9</b>	<b>16.9</b>	<b>19.2</b>	<b>24.6</b>	<b>29.2</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>15.9</b>	<b>16.9</b>	<b>19.2</b>	<b>24.6</b>	<b>29.2</b>
지배주주포괄이익	15.5	16.3	19.2	24.6	29.2
NOPAT	18.6	20.5	22.0	25.6	28.7
EBITDA	90.8	103.1	87.6	78.8	72.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	12.7	9.9	8.7	11.2	10.5
NOPAT증가율	0.5	10.2	7.3	16.4	12.1
EBITDA증가율	8.2	13.5	(15.0)	(10.0)	(8.1)
(조정)영업이익증가율	0.8	10.0	7.2	16.5	12.1
(지분법제외)순이익증가율	5.3	6.3	13.6	28.1	18.7
(지분법제외)EPS증가율	4.8	6.5	13.5	28.2	18.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	33.7	33.6	33.3	34.0	34.2
EBITDA이익률	51.5	53.2	41.6	33.7	28.0
(조정)영업이익률	13.7	13.7	13.5	14.1	14.3
계속사업이익률	9.0	8.7	9.1	10.5	11.3

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,846	1,966	2,232	2,861	3,396
BPS	13,828	15,149	16,793	19,066	21,874
CFPS	14,325	15,871	10,193	9,174	8,430
EBITDAPS	10,571	12,005	10,193	9,174	8,430
SPS	20,522	22,553	24,512	27,260	30,109
DPS	600	600	600	600	600
<b>주가지표(배)</b>					
PER	8.7	16.0	12.5	9.7	8.2
PBR	1.2	2.1	1.7	1.5	1.3
PCFR	1.1	2.0	2.7	3.0	3.3
EV/EBITDA	2.4	3.9	3.4	2.9	2.3
PSR	0.8	1.4	1.1	1.0	0.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.5	14.0	14.3	16.3	16.9
ROA	6.6	5.9	6.3	8.1	8.8
ROIC	9.9	8.7	9.4	14.1	20.7
부채비율	122.3	152.1	107.1	97.6	88.1
순부채비율	72.8	104.5	40.8	(6.2)	(38.8)
이자보상배율(배)	6.4	6.1	6.5	9.4	10.5

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>31.7</b>	<b>38.0</b>	<b>69.2</b>	<b>140.1</b>	<b>205.3</b>
금융자산	10.6	10.3	39.1	106.6	168.3
현금성자산	3.2	3.9	32.3	98.9	159.9
매출채권 등	16.7	19.7	21.4	23.8	26.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	4.4	8.0	8.7	9.7	10.7
<b>비유동자산</b>	<b>223.2</b>	<b>281.5</b>	<b>222.5</b>	<b>176.9</b>	<b>141.7</b>
투자자산	1.2	1.2	1.3	1.5	1.6
금융자산	1.2	1.2	1.3	1.5	1.6
유형자산	216.1	275.0	216.4	171.1	136.2
무형자산	3.8	3.2	2.6	2.1	1.7
기타비유동자산	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
<b>자산총계</b>	<b>254.9</b>	<b>319.5</b>	<b>291.7</b>	<b>317.0</b>	<b>347.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>83.7</b>	<b>108.2</b>	<b>65.9</b>	<b>71.1</b>	<b>76.5</b>
금융부채	41.7	62.3	16.3	16.3	16.3
매입채무 등	30.2	32.7	35.6	39.6	43.7
기타유동부채	11.8	13.2	14.0	15.2	16.5
<b>비유동부채</b>	<b>56.5</b>	<b>84.6</b>	<b>85.0</b>	<b>85.5</b>	<b>86.0</b>
금융부채	52.4	80.3	80.3	80.3	80.3
기타비유동부채	4.1	4.3	4.7	5.2	5.7
<b>부채총계</b>	<b>140.2</b>	<b>192.8</b>	<b>150.9</b>	<b>156.6</b>	<b>162.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>114.7</b>	<b>126.7</b>	<b>140.8</b>	<b>160.4</b>	<b>184.5</b>
자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
자본잉여금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
자본조정	(5.3)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
기타포괄이익누계	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	52.5	63.7	77.8	97.3	121.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>114.7</b>	<b>126.7</b>	<b>140.8</b>	<b>160.4</b>	<b>184.5</b>
순금융부채	83.5	132.4	57.5	(9.9)	(71.6)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>115.1</b>	<b>122.4</b>	<b>80.0</b>	<b>72.6</b>	<b>66.9</b>
당기순이익	15.9	16.9	19.2	24.6	29.2
조정	99.4	110.7	59.1	45.6	35.3
감가상각비	66.7	76.6	59.2	45.7	35.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	32.7	34.1	(0.1)	(0.1)	0.0
자산/부채의 변동	(0.2)	(5.2)	1.7	2.4	2.4
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(129.9)</b>	<b>(165.9)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(0.9)</b>	<b>(1.0)</b>
투자자산감소(증가)	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(127.0)	(166.9)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(2.9)	1.0	(0.6)	(0.8)	(0.8)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>10.6</b>	<b>44.3</b>	<b>(51.1)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(5.0)</b>
금융부채증가(감소)	15.1	48.5	(46.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	0.8	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(4.6)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(4.3)</b>	<b>0.7</b>	<b>28.3</b>	<b>66.7</b>	<b>60.9</b>
Unlevered CFO	123.0	136.3	87.6	78.8	72.4
Free Cash Flow	(12.3)	(44.9)	80.0	72.6	66.9



2015년 7월 6일

# 메가스터디교육(215200)

## 인적분할로 중/고등 교육사업 강화!

### 중/고등부 사교육 전문업체

메가스터디교육은 기존 메가스터디의 핵심사업인 중고등 온/오프라인 교육부문이 인적분할되면서 2015년 5월 재상장했다. 현재 고등부 매출이 대부분을 차지하고 있으며, 2014년 스타강사 신승범(수학)의 이적으로 고등온라인 부문 학생 수 감소가 이어졌다. 최근에는 새롭게 영입한 현우진 강사(오프라인 최다 수강생 보유)의 빠른 인지도 상승으로 하반기에는 온라인 부문 회복이 예상되고 있다.

### 중등부: 특목고 서비스 순항 고등부: 기숙사 학원 런칭

메가스터디 교육은 2014년 12월에 특목고 입시컨설팅 서비스를 런칭했다. 2010년 정부에서 특목고 지필고사를 금지하면서 내신반영, 서류 심사 및 면접이 강화되고 있다. 이에 발맞추어 메가스터디 교육은 회사 내 축적된 특목고/자사고 합격생 데이터를 기반으로 맞춤형 서비스를 제공함에 따라 차별화된 경쟁력이 부각될 것으로 판단한다.

또한, 2015년 말에는 고등부문 기숙사도 오픈할 것으로 보인다. 기숙학원은 기존 온/오프라인 부문 대비 수강료가 높으며 전국에 있는 학생들을 대상으로 진행하는 만큼 전사 실적개선에 기여할 것으로 보여진다.

### 2015년 매출액과 영업이익 2,064억원, 347억원으로 전망

2015년 메가스터디 교육 실적은 매출액 2,064억원과 영업이익 347억원으로 전망한다. 고등부문은 신입강사 영입에 따른 학생 수 이탈 최소화로 매출액이 소폭 증가할 것으로 보이나 영업이익은 전년대비 감소할 전망이다. 중등부는 2015년을 기점으로 손익분기점에 도달하면서 2016년에는 이익개선 폭이 확대될 것으로 보인다. 2015년 실적기준 PER은 4.2배 수준으로 전반적인 실적개선이 예상되는 만큼 주가 하방경직성은 확보된 것으로 판단한다.

### Equity Research

### Small Cap Report

## Not Rated

CP(7월3일): 66,800원

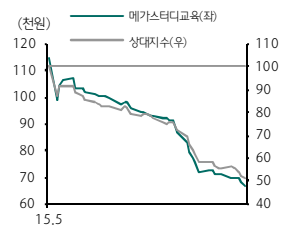
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	114,800/66,800
시가총액(십억원)	155.3
시가총액배중(%)	0.07
발행주식수(천주)	2,324.4
60일 평균 거래량(천주)	16.2
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	27.58
주요주주 지분율(%)	손주는 외 3인 30.06
	신영자산운용 외 2인 19.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(28.6) 0.0 0.0
상대	(35.3) 0.0 0.0

#### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	NA	NA
영업이익(십억원)	NA	NA
순이익(십억원)	NA	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA


#### Stock Price




#### Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	0.0	0.0	206.4	216.8	227.6
영업이익	십억원	0.0	0.0	34.7	39.0	41.4
세전이익	십억원	0.0	0.0	34.2	38.5	40.9
순이익	십억원	0.0	0.0	27.8	31.3	33.3
EPS	원	0	0	16,018	13,486	14,345
증감률	%	N/A	N/A	N/A	(15.8)	6.4
PER	배	N/A	N/A	4.17	4.95	4.66
PBR	배	N/A	N/A	5.58	2.62	1.68
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	3.79	2.80	2.05
ROE	%	0.00	0.00	100.00	72.03	43.95
BPS	원	0	0	11,981	25,467	39,811
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>206.4</b>	<b>216.8</b>	<b>227.6</b>
매출원가	0.0	0.0	103.2	110.0	115.0
매출총이익	0.0	0.0	103.2	106.8	112.6
판매비	0.0	0.0	68.5	67.8	71.2
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>34.7</b>	<b>39.0</b>	<b>41.4</b>
금융손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)
<b>세전이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>34.2</b>	<b>38.5</b>	<b>40.9</b>
법인세	0.0	0.0	6.3	7.1	7.6
계속사업이익	0.0	0.0	27.8	31.3	33.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>27.8</b>	<b>31.3</b>	<b>33.3</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>27.8</b>	<b>31.3</b>	<b>33.3</b>
지배주주포괄이익	0.0	0.0	27.8	31.3	33.3
NOPAT	0.0	0.0	28.3	31.8	33.7
EBITDA	0.0	0.0	39.0	43.4	46.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	5.0	5.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	12.4	6.0
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	11.3	6.0
(조정)영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	12.4	6.2
(지분법제외)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	12.6	6.4
(지분법제외)EPS증가율	N/A	N/A	N/A	(15.8)	6.4
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	N/A	N/A	50.0	49.3	49.5
EBITDA이익률	N/A	N/A	18.9	20.0	20.2
(조정)영업이익률	N/A	N/A	16.8	18.0	18.2
계속사업이익률	N/A	N/A	13.5	14.4	14.6

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	0	0	16,018	13,486	14,345
BPS	0	0	11,981	25,467	39,811
CFPS	0	0	22,127	18,458	19,593
EBITDAPS	0	0	22,415	18,673	19,808
SPS	0	0	118,699	93,272	97,935
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	4.2	5.0	4.7
PBR	N/A	N/A	5.6	2.6	1.7
PCFR	N/A	N/A	3.0	3.6	3.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	3.8	2.8	2.0
PSR	N/A	N/A	0.6	0.7	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.0	0.0	100.0	72.0	43.9
ROA	0.0	0.0	16.2	16.7	15.1
ROIC	0.0	0.0	(434.7)	(724.0)	20,243.2
부채비율	0.0	0.0	518.2	244.5	156.9
순부채비율	0.0	0.0	(27.9)	(56.9)	(65.9)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>95.5</b>	<b>124.3</b>	<b>154.7</b>
금융자산	0.0	0.0	38.5	64.6	92.0
현금성자산	0.0	0.0	28.5	54.6	82.0
매출채권 등	0.0	0.0	7.0	7.2	7.6
재고자산	0.0	0.0	50.0	52.5	55.2
기타유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)
<b>비유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>76.7</b>	<b>79.6</b>	<b>83.0</b>
투자자산	0.0	0.0	32.0	33.3	34.6
금융자산	0.0	0.0	32.0	33.3	34.6
유형자산	0.0	0.0	34.5	35.0	35.4
무형자산	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>10.2</b>	<b>11.4</b>	<b>13.0</b>
기타비유동자산	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>172.2</b>	<b>203.9</b>	<b>237.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>113.2</b>	<b>113.5</b>	<b>113.8</b>
금융부채	0.0	0.0	2.5	2.6	2.8
매입채무 등	0.0	0.0	3.2	3.4	3.5
기타유동부채	0.0	0.0	107.5	107.5	107.5
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>31.1</b>	<b>31.2</b>	<b>31.4</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>28.3</b>	<b>28.3</b>	<b>28.3</b>
기타비유동부채	0.0	0.0	2.8	2.9	3.1
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>144.3</b>	<b>144.7</b>	<b>145.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>27.8</b>	<b>59.2</b>	<b>92.5</b>
자본금	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.0	0.0	27.8	59.2	92.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>27.8</b>	<b>59.2</b>	<b>92.5</b>
순금융부채	0.0	0.0	(7.8)	(33.7)	(61.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>86.2</b>	<b>33.4</b>	<b>35.3</b>
당기순이익	0.0	0.0	27.8	31.3	33.3
조정	0.0	0.0	4.3	4.5	4.7
감가상각비	0.0	0.0	4.3	4.4	4.6
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
자산/부채의 변동	0.0	0.0	54.1	(2.4)	(2.7)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>(91.0)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>(8.0)</b>
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	(32.0)	(1.3)	(1.3)
유형자산감소(증가)	0.0	0.0	(37.5)	(3.6)	(3.6)
기타투자활동	0.0	0.0	(21.5)	(2.5)	(3.1)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>30.8</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	30.8	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>28.4</b>	<b>26.1</b>	<b>27.4</b>
Unlevered CFO	0.0	0.0	38.5	42.9	45.5
Free Cash Flow	0.0	0.0	48.7	29.8	31.7



2015년 7월 6일

# 넥슨지티(041140)

Equity Research

Small Cap Report

## 10년 만의 FPS 신작 출시로 국내 FPS 최강자 지위를 공고히 할 전망!

### 국내 FPS 장르의 최강자

넥슨지티는 온라인/모바일 게임의 개발을 영위하는 기업으로, 주요 게임의 매출 비중은 서든어택 78.6%, 클래식 RPG 10.7%, 테카론 6.8%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

### <서든어택2> 및 모바일게임 신작 출시 기대감

① 10년 만의 FPS 신작 <서든어택2> 출시 기대감: 국내 FPS 장르에서 인기 순위 1위를 기록하고 있는 <서든어택>이 출시된 지 10년만에 FPS 신작인 <서든어택2>를 개발 중에 있다. <서든어택2>가 출시될 경우, <서든어택>과의 Carnivalization에 대한 일부 우려가 있을 수도 있겠으나, 국내 FPS 장르의 콘텐츠 종류가 타 장르대비 다양하지 못한 만큼 신작 출시는 오히려 FPS 시장 규모를 확대시키는 데에 기여할 것으로 예상된다. 또한, <서든어택>이 출시된 지 10년이 지난 노후화된 게임인만큼, <서든어택2>의 출시를 신규 유저 유치에도 긍정적이라는 판단이다.

② 2H15 모바일게임 신작 출시로 제품 라인업 확대: 신작 모바일게임 <슈퍼 판타지 워> 출시로 인해 FPS 온라인게임에 편중됐던 제품 라인업이 확대될 전망이다. <슈퍼 판타지 워>는 지형, 상성, 협동 등의 전략 요소를 활용하면서 게임의 스토리 진행에 따라 각 스테이지가 전개되는 택틱스SRPG(Strategy Role Playing Game) 장르의 게임으로, 기존 모바일 RPG 장르의 게임들에 피로감을 느꼈던 유저들에게 새로운 대안으로 작용할 전망이다.

③ 수익성 부진한 라인업 정리로 추가적인 실적 개선 기대: 6월 30일, 넥스코리아와의 계약기간 만료로 인해 3Q15 이후 온라인게임 클래식 RPG 공동사업이 중단될 예정이다. 클래식 RPG의 매출 비중은 10.7%(2014년 기준)로 사업 중단시 넥슨지티의 매출액 감소 요인으로 작용할 것으로 예상되나, 수익성이 부진했던 사업부였던 만큼 오히려 실적 개선에는 긍정적인 전망이다.

### 2015년 매출액은 742억원, 영업이익 270억원 전망

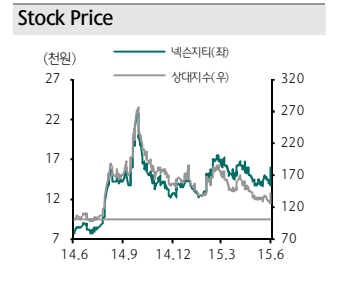
2015년 매출액은 742억원(+17.2% YoY), 영업이익 270억원(+31.4% YoY)으로 개선된 실적을 기록할 전망이다. 현재 주가 수준은 2015년 예상 실적 기준 PER 24.2배로 국내 온라인게임 업체 평균 18.3배 대비 고평가되어 있으나, 신작 게임 출시로 인한 실적 개선세를 감안시 중장기적인 관점의 긍정적인 투자전략을 추천한다.

Not Rated

CP(7월3일): 16,100원

Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	22,800/7,900
시가총액(십억원)	569.5
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	35,373.3
60일 평균 거래량(천주)	472.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.3
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.72
주요주주 지분율(%)	
넥스코리아 외 2인	63.22
주가상승률	
절대	1M 6M 12M
	16.7 24.8 97.8
상대	5.7 (10.2) 41.6

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	67.5	91.9
영업이익(십억원)	21.4	41.3
순이익(십억원)	19.0	34.2
EPS(원)	537	967
BPS(원)	3,701	4,668



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	55.3	63.3	74.2	103.2	123.6
영업이익	십억원	22.8	20.6	27.0	36.6	45.9
세전이익	십억원	24.8	23.0	29.5	39.6	49.3
순이익	십억원	19.8	9.7	23.6	31.5	39.2
EPS	원	581	275	667	891	1,108
증감률	%	28.5	(52.7)	142.5	33.6	24.4
PER	배	12.48	46.35	24.15	18.08	14.53
PBR	배	2.63	4.04	4.21	3.42	2.77
EV/EBITDA	배	6.78	14.74	15.70	11.32	8.37
ROE	%	23.70	9.43	19.12	20.88	21.05
BPS	원	2,762	3,154	3,821	4,711	5,819
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>55.3</b>	<b>63.3</b>	<b>74.2</b>	<b>103.2</b>	<b>123.6</b>
매출원가	15.0	23.4	23.9	35.3	40.3
매출총이익	40.3	39.9	50.3	67.9	83.3
판관비	17.4	19.3	23.2	31.4	37.4
<b>영업이익</b>	<b>22.8</b>	<b>20.6</b>	<b>27.0</b>	<b>36.6</b>	<b>45.9</b>
금융손익	1.8	2.3	2.3	2.9	3.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
<b>세전이익</b>	<b>24.8</b>	<b>23.0</b>	<b>29.5</b>	<b>39.6</b>	<b>49.3</b>
법인세	4.9	13.3	6.0	8.1	10.1
계속사업이익	19.8	9.7	23.6	31.5	39.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>19.8</b>	<b>9.7</b>	<b>23.6</b>	<b>31.5</b>	<b>39.2</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>19.8</b>	<b>9.7</b>	<b>23.6</b>	<b>31.5</b>	<b>39.2</b>
지배주주포괄이익	19.8	9.7	23.6	31.5	39.2
NOPAT	18.2	8.7	21.6	29.1	36.5
EBITDA	26.7	24.1	28.7	37.4	46.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.1	14.5	17.2	39.1	19.8
NOPAT증가율	0.6	(52.2)	148.3	34.7	25.4
EBITDA증가율	(11.0)	(9.7)	19.1	30.3	23.8
(조정)영업이익증가율	(20.8)	(9.6)	31.1	35.6	25.4
(지분법제외)순이익증가율	28.6	(51.0)	143.3	33.5	24.4
(지분법제외)EPS증가율	28.5	(52.7)	142.3	33.6	24.4
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	72.9	63.0	67.8	65.8	67.4
EBITDA이익률	48.3	38.1	38.7	36.2	37.5
(조정)영업이익률	41.2	32.5	36.4	35.5	37.1
계속사업이익률	35.8	15.3	31.8	30.5	31.7

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	581	275	667	891	1,108
BPS	2,762	3,154	3,821	4,711	5,819
CFPS	733	369	924	1,143	1,407
EBITDAPS	783	685	812	1,058	1,309
SPS	1,621	1,795	2,097	2,918	3,495
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.5	46.4	24.2	18.1	14.5
PBR	2.6	4.0	4.2	3.4	2.8
PCFR	9.9	34.6	17.4	14.1	11.4
EV/EBITDA	6.8	14.7	15.7	11.3	8.4
PSR	4.5	7.1	7.7	5.5	4.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	23.7	9.4	19.1	20.9	21.0
ROA	19.8	8.0	16.2	17.6	17.7
ROIC	244.4	91.9	298.7	397.8	436.1
부채비율	16.5	18.9	17.8	19.3	18.4
순부채비율	(70.4)	(85.2)	(87.6)	(87.4)	(88.3)
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>84.3</b>	<b>115.2</b>	<b>142.0</b>	<b>178.4</b>	<b>220.8</b>
금융자산	73.0	102.3	126.9	157.4	195.7
현금성자산	9.1	5.2	24.9	45.2	66.7
매출채권 등	10.9	12.6	14.7	20.5	24.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
<b>비유동자산</b>	<b>25.5</b>	<b>17.4</b>	<b>17.2</b>	<b>20.4</b>	<b>22.8</b>
투자자산	7.4	8.7	10.2	14.2	17.0
금융자산	7.4	8.7	10.2	14.2	17.0
유형자산	2.8	1.5	0.6	0.2	0.1
무형자산	2.4	1.9	1.1	0.7	0.4
기타비유동자산	12.9	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>자산총계</b>	<b>109.7</b>	<b>132.6</b>	<b>159.2</b>	<b>198.8</b>	<b>243.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>12.2</b>	<b>18.7</b>	<b>21.4</b>	<b>28.6</b>	<b>33.6</b>
금융부채	6.4	7.0	8.2	11.4	13.7
매입채무 등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	5.8	11.7	13.2	17.2	19.9
<b>비유동부채</b>	<b>3.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>4.2</b>
금융부채	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타비유동부채	3.1	2.0	2.4	3.3	3.9
<b>부채총계</b>	<b>15.6</b>	<b>21.0</b>	<b>24.1</b>	<b>32.1</b>	<b>37.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>94.2</b>	<b>111.6</b>	<b>135.1</b>	<b>166.6</b>	<b>205.8</b>
자본금	17.0	17.7	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	60.7	63.4	63.4	63.4	63.4
지분조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	16.4	30.4	54.0	85.5	124.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>94.2</b>	<b>111.6</b>	<b>135.1</b>	<b>166.6</b>	<b>205.8</b>
순금융부채	(66.3)	(95.0)	(118.4)	(145.7)	(181.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>22.5</b>	<b>26.7</b>	<b>28.8</b>	<b>34.2</b>	<b>42.3</b>
당기순이익	19.8	9.7	23.6	31.5	39.2
조정	9.3	16.4	5.6	3.7	3.8
감가상각비	3.9	3.6	1.7	0.8	0.4
외환거래손익	5.5	1.9	3.8	2.9	3.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	10.9	0.1	0.0	0.1
자산/부채의 변동	(6.6)	0.6	(0.4)	(1.0)	(0.7)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(31.5)</b>	<b>(30.7)</b>	<b>(10.2)</b>	<b>(17.1)</b>	<b>(23.0)</b>
투자자산감소(증가)	2.8	(1.3)	(1.5)	(4.0)	(2.8)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(30.7)	(28.9)	(8.7)	(13.1)	(20.2)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>1.2</b>	<b>3.2</b>	<b>2.3</b>
금융부채증가(감소)	6.7	0.6	1.2	3.2	2.3
자본증가(감소)	1.3	3.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.0)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>19.8</b>	<b>20.3</b>	<b>21.4</b>
Unlevered CFO	25.0	13.0	32.7	40.4	49.8
Free Cash Flow	18.8	26.2	28.8	34.2	42.3





2015년 7월 6일

# 파티게임즈(194510)

## 게임 라인업 강화 통한 실적개선 기대

### 여성향 모바일 소셜게임 전문업체

파티게임즈는 모바일 소셜게임 전문업체로 2011년에 설립되었으며, ‘아이리브커피’, ‘아이리브파스타’ 등 여성향이 강한 라인업들을 많이 보유하고 있다. 2013년에는 자체개발게임 매출구조에서 벗어나 게임장르를 다양화하기 위해 퍼블리싱 사업을 시작했으며, 2014년에는 자체플랫폼을 개발하면서 수익성 개선을 꾀하고 있다.

### 하반기 신규 게임 출시 증가

2015년 하반기 신작 출시 증가에 따른 실적개선이 이루어질 전망이다. 상반기에는 숲속의 엘리스 IP를 활용한 ‘미니언즈 점프’, 모바일 RPG 게임인 ‘드래곤 히어로즈’ 등 총 2종의 게임만이 출시되었다. 하지만, 하반기에는 ‘전민창청(아이리브 파스타 중국번전)’ 및 ‘프로젝트 R’(자체개발게임)등 5~6종의 게임을 출시할 예정이다. 신규 게임들의 흥행여부는 지켜보아야 하나 기존 여성향 장르에서 벗어나 다양한 장르의 게임을 선보일 것으로 예상되는 만큼 신작게임에 대한 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

### 다다소프트 인수, 게임 포트폴리오 다변화 예상

파티게임즈는 최근 웹보드 게임 개발사인 ‘다다소프트’ 지분 100%를 227억원에 인수했다. 다다소프트는 소셜 카지노 게임인 ‘카지노스타’를 개발했으며, 월평균 이용자수는 75만명이며, 현재 카지노게임 카테고리에서 16위권을 차지하고 있다. 매출액도 2012년 5억원에서 2014년 46억원으로 증가했다. 이처럼 다다소프트 인수를 통해 웹보드 시장진출 기반을 마련한 만큼 긍정적인 전략이라 판단한다.

### 비용감소에 따라 2015년 영업이익 개선될 전망

2015년 실적은 매출액 270억원과 영업이익 17억원으로 전년 대비 개선될 전망이다. 2014년에는 주력게임 매출이 급격히 감소하는 가운데 투자개발비 및 인력비 증가에 따라 부진한 실적을 시현했다. 하지만, 2015년에는 투자개발비의 무형자산 인식에 따른 비용감소가 예상되며, ‘전민창청’을 비롯해 선별적인 퍼블리싱 게임을 출시할 예정으로 이익개선이 나타날 것으로 판단한다.

## Equity Research

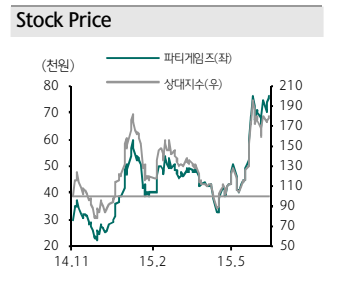
### Small Cap Report

# Not Rated

CP(7월3일): 76,000원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	76,000/22,400
시가총액(십억원)	382.8
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	5,036.8
60일 평균 거래량(천주)	200.8
60일 평균 거래대금(십억원)	11.4
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.45
주요주주 지분율(%)	
이대형 외 5인	48.33
티씨에이지 아쿠아리우스	11.47
피티이 엘티디	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	73.9 171.4 0.0
상대	57.6 95.4 0.0

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	28.8	NA
영업이익(십억원)	0.4	NA
순이익(십억원)	0.6	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	0.0	24.9	27.0	29.2	32.1
영업이익	십억원	0.0	0.3	1.7	4.8	5.2
세전이익	십억원	0.0	0.2	1.6	4.6	5.1
순이익	십억원	0.0	0.9	1.4	4.2	4.5
EPS	원	0	242	288	883	940
증감률	%	N/A	N/A	19.0	206.6	6.5
PER	배	N/A	107.49	264.09	86.11	80.82
PBR	배	N/A	3.93	11.00	9.76	8.70
EV/EBITDA	배	N/A	123.82	161.24	67.12	60.63
ROE	%	0.00	2.96	4.25	12.01	11.38
BPS	원	0	6,620	6,908	7,791	8,731
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>24.9</b>	<b>27.0</b>	<b>29.2</b>	<b>32.1</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	0.0	24.9	27.0	29.2	32.1
판매비	0.0	24.7	25.3	24.4	26.8
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>1.7</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>
금융손익	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>1.6</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>
법인세	0.0	(0.7)	0.2	0.4	0.6
계속사업이익	0.0	0.9	1.4	4.2	4.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>
지배주주포괄이익	0.0	0.9	1.4	4.2	4.5
NOPAT	0.0	1.1	1.5	4.3	4.6
EBITDA	0.0	0.8	2.2	5.3	5.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	N/A	8.4	8.1	9.9
NOPAT증가율	N/A	N/A	36.4	186.7	7.0
EBITDA증가율	N/A	N/A	175.0	140.9	9.4
(조정)영업이익증가율	N/A	N/A	466.7	182.4	8.3
(지분법제외)순이익증가율	N/A	N/A	55.6	200.0	7.1
(지분법제외)EPS증가율	N/A	N/A	19.0	206.6	6.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	N/A	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	N/A	3.2	8.1	18.2	18.1
(조정)영업이익률	N/A	1.2	6.3	16.4	16.2
계속사업이익률	N/A	3.6	5.2	14.4	14.0

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	0	242	288	883	940
BPS	0	6,620	6,908	7,791	8,731
CFPS	0	428	486	1,131	1,236
EBITDAPS	0	207	469	1,114	1,219
SPS	0	6,473	5,662	6,113	6,724
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	107.5	264.1	86.1	80.8
PBR	N/A	3.9	11.0	9.8	8.7
PCFR	N/A	60.8	156.4	67.2	61.5
EV/EBITDA	N/A	123.8	161.2	67.1	60.6
PSR	N/A	4.0	13.4	12.4	11.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.0	3.0	4.3	12.0	11.4
ROA	0.0	2.1	3.0	8.7	8.4
ROIC	0.0	33.1	45.0	123.8	123.4
부채비율	0.0	41.6	40.6	36.7	33.2
순부채비율	0.0	(65.8)	(67.0)	(70.0)	(72.8)
이자보상배율(배)	0.0	0.5	2.8	7.9	8.7

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>33.7</b>	<b>35.3</b>	<b>39.6</b>	<b>44.2</b>
금융자산	0.0	30.0	31.3	35.3	39.6
현금성자산	0.0	18.0	19.3	23.2	27.5
매출채권 등	0.0	1.9	2.2	2.6	2.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.0	1.8	1.8	1.7	1.7
<b>비유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.1</b>	<b>11.2</b>	<b>11.3</b>
투자자산	0.0	6.0	6.0	6.0	6.0
금융자산	0.0	2.4	2.4	2.4	2.4
유형자산	0.0	0.7	0.6	0.7	0.7
무형자산	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>
기타비유동자산	<b>0.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>44.7</b>	<b>46.3</b>	<b>50.8</b>	<b>55.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	0.0	3.1	3.3	3.6	3.8
기타유동부채	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>13.1</b>	<b>13.4</b>	<b>13.7</b>	<b>13.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>31.6</b>	<b>33.0</b>	<b>37.2</b>	<b>41.6</b>
자본금	<b>0.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
자본잉여금	0.0	12.5	12.5	12.5	12.5
자본조정	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타포괄이익누계	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	0.0	16.6	17.9	22.2	26.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>31.6</b>	<b>33.0</b>	<b>37.2</b>	<b>41.6</b>
순금융부채	0.0	(20.8)	(22.1)	(26.0)	(30.3)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>5.2</b>	<b>5.6</b>
당기순이익	0.0	0.9	1.4	4.2	4.5
조정	0.0	0.4	1.1	1.1	1.2
감가상각비	0.0	0.5	0.5	0.6	0.6
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.1	0.6	0.5	0.6
자산/부채의 변동	0.0	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>(11.7)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(0.7)</b>
투자자산감소(증가)	0.0	(6.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
기타투자활동	0.0	(5.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>21.0</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.6)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	9.3	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	14.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(3.1)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>0.0</b>	<b>10.1</b>	<b>1.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>
Unlevered CFO	0.0	1.6	2.3	5.4	5.9
Free Cash Flow	0.0	0.6	2.4	5.0	5.4



2015년 7월 6일

# 엑토즈소프트(052790)

Equity Research

Small Cap Report

## 온라인/모바일 신작 게임 출시로 실적 턴어라운드될 전망!

### 온라인/모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 기업

엑토즈소프트는 온라인/모바일 게임의 개발 및 퍼블리싱을 영위하는 기업으로, 주요 사업부문의 매출 비중은 온라인 57.2%, 모바일 42.8%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

### 2H15 신작 모바일 및 온라인게임 대거 출시될 전망

① 2H15 신작 모바일게임 출시로 실적 개선될 전망: 2H15 RPG 장르 위주인 15종 내외의 신작 모바일게임을 출시할 것으로 예상되면서 실적 개선이 가속화될 것으로 전망된다. 주요 기대작으로는 던전스트라이커와 드래곤네스트 IP(자회사 아이텐티티게임즈 보유)를 활용한 <던전스트라이커 코드:M>, <드래곤네스트: 라비린스> 등이 있으며 모두 3Q15 글로벌 출시가 예상되는 만큼 2H15 실적 개선에 기여할 것으로 판단된다. 또한, 중국 현지에서 꾸준한 인기를 끌었던 유명 온라인 MMORPG <미르의 전설2>의 모바일버전 게임인 <열혈전기>가 텐센트를 통해 중국 시장에 3Q15 출시될 예정이다. 엑토즈소프트는 <미르의 전설2>의 IP를 위메이드와 공동 보유하고 있는 만큼 출시될 경우, 추가적인 로열티 수익도 인식 가능할 전망이다.

② 신작 온라인게임 출시도 기대: 2H15 대형 MMORPG인 <파이널판타지14> 출시를 통해 모바일 뿐만 아니라 온라인에서도 신작 게임을 출시할 계획이다. 6월 11일~14일 나흘 동안 실시한 비공개테스트(CBT)에서 20만명의 가입자를 확보하는 등 흥행 성공에 대한 기대감도 높은 것으로 판단된다.

③ 최근 출시한 신작 모바일게임 초기 흥행 성공적: 6월 4일 출시한 <괴리성 밀리언아서>의 경우, 출시 이후 5일 만에 신규 가입자 40만명, 국내 구글플레이 매출액 순위 20위권에 안착하는 등 초기 흥행에 성공하면서 장기 흥행을 위한 발판을 마련했다고 판단되며, 2H15 실적 개선에 기여할 전망이다.

### 2015년 매출액은 1,304억원, 영업이익 132억원 전망

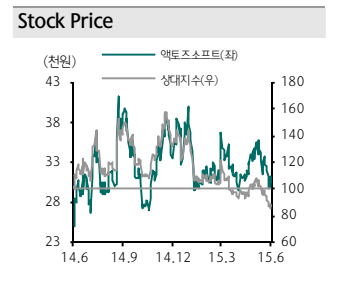
2015년 매출액은 1,304억원(+26.8% YoY), 영업이익의 132억원(흑자전환 YoY)으로 개선된 실적을 기록할 전망이다. 현재 주가수준은 2015년 예상 실적 기준 PER 27.7배로 국내 온라인/모바일게임 업체 평균 19.7배 대비 고평가되어 있으나, 신작 게임 출시로 인한 실적 개선세를 감안시 중장기적인 관점의 투자 전략을 추천한다.

Not Rated

CP(7월3일): 30,500원

Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	41,350/26,650
시가총액(십억원)	345.4
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	11,325.4
60일 평균 거래량(천주)	147.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.8
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	48.16
주요주주 지분율(%)	
Shanda Games Ltd.	51.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.2) (14.0) 7.2
상대	(18.6) (38.1) (23.3)

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	126.9	177.3
영업이익(십억원)	22.1	53.2
순이익(십억원)	17.3	37.8
EPS(원)	1,532	3,333
BPS(원)	12,624	16,021



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	139.4	102.8	130.4	166.4	203.6
영업이익	십억원	23.2	(13.4)	13.2	22.4	36.6
세전이익	십억원	21.7	(64.3)	15.0	24.7	39.1
순이익	십억원	15.1	(69.0)	12.5	19.7	31.0
EPS	원	1,417	(6,104)	1,102	1,735	2,740
증감률	%	45.6	적자전환	흑자전환	57.4	57.9
PER	배	20.43	N/A	27.68	17.58	11.13
PBR	배	1.70	3.04	2.52	2.20	1.84
EV/EBITDA	배	10.57	N/A	19.64	12.24	7.12
ROE	%	10.43	(43.95)	9.63	13.49	18.14
BPS	원	16,999	11,025	12,119	13,854	16,594
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>139.4</b>	<b>102.8</b>	<b>130.4</b>	<b>166.4</b>	<b>203.6</b>
매출원가	68.6	61.6	65.5	77.1	89.1
매출총이익	70.8	41.2	64.9	89.3	114.5
판매비	47.5	54.6	51.7	67.0	77.9
<b>영업이익</b>	<b>23.2</b>	<b>(13.4)</b>	<b>13.2</b>	<b>22.4</b>	<b>36.6</b>
금융손익	1.0	2.1	1.4	1.8	1.9
종속/관계기업손익	(2.6)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(49.3)	0.4	0.6	0.5
<b>세전이익</b>	<b>21.7</b>	<b>(64.3)</b>	<b>15.0</b>	<b>24.7</b>	<b>39.1</b>
법인세	6.7	4.7	2.5	5.1	8.0
계속사업이익	15.1	(69.0)	12.5	19.7	31.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>15.1</b>	<b>(69.0)</b>	<b>12.5</b>	<b>19.7</b>	<b>31.0</b>
포괄이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>15.1</b>	<b>(69.0)</b>	<b>12.5</b>	<b>19.7</b>	<b>31.0</b>
지배주주포괄이익	14.7	(68.9)	12.5	19.6	31.0
NOPAT	16.1	(14.3)	11.0	17.8	29.1
EBITDA	24.9	(10.6)	15.1	23.7	37.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	68.0	(26.3)	26.8	27.6	22.4
NOPAT증가율	91.7	(188.8)	(176.9)	61.8	63.5
EBITDA증가율	58.6	(142.6)	(242.5)	57.0	58.6
(조정)영업이익증가율	56.8	(157.8)	(198.5)	69.7	63.4
(지분법제외)순이익증가율	57.3	(557.0)	(118.1)	57.6	57.4
(지분법제외)EPS증가율	45.6	N/A	N/A	57.4	57.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	50.8	40.1	49.8	53.7	56.2
EBITDA이익률	17.9	(10.3)	11.6	14.2	18.5
(조정)영업이익률	16.6	(13.0)	10.1	13.5	18.0
계속사업이익률	10.8	(67.1)	9.6	11.8	15.2

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,417	(6,104)	1,102	1,735	2,740
BPS	16,999	11,025	12,119	13,854	16,594
CFPS	2,591	(470)	1,324	2,076	3,303
EBITDAPS	2,338	(935)	1,335	2,093	3,317
SPS	13,097	9,100	11,514	14,695	17,979
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	20.4	N/A	0.0	0.0	0.0
PBR	1.7	3.0	0.0	0.0	0.0
PCFR	11.2	-71.2	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	10.6	N/A	19.6	12.2	7.1
PSR	2.2	3.7	0.0	0.0	0.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.4	(44.0)	9.6	13.5	18.1
ROA	6.6	(35.1)	7.2	9.8	12.9
ROIC	(159.7)	(72.0)	59.4	137.2	772.8
부채비율	21.8	30.6	35.1	39.1	42.4
순부채비율	(33.7)	(37.5)	(35.7)	(35.6)	(41.9)
이자보상배율(배)	20.5	(114.6)	N/A	N/A	N/A

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>105.2</b>	<b>80.7</b>	<b>88.2</b>	<b>100.2</b>	<b>127.6</b>
금융자산	67.6	46.3	48.5	55.4	78.2
현금성자산	9.7	5.3	4.8	10.2	30.3
매출채권 등	32.4	29.6	33.7	37.2	40.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	5.2	4.8	6.0	7.6	9.2
<b>비유동자산</b>	<b>126.8</b>	<b>80.6</b>	<b>95.6</b>	<b>116.4</b>	<b>138.2</b>
투자자산	115.9	63.1	80.0	102.1	124.9
금융자산	1.6	1.6	2.0	2.6	3.2
유형자산	1.8	2.6	2.0	1.5	1.2
무형자산	2.9	4.4	3.1	2.2	1.6
기타비유동자산	6.2	10.5	10.5	10.6	10.5
<b>자산총계</b>	<b>232.0</b>	<b>161.3</b>	<b>183.8</b>	<b>216.6</b>	<b>265.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>32.5</b>	<b>30.0</b>	<b>37.9</b>	<b>48.3</b>	<b>63.7</b>
금융부채	3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	25.3	25.6	32.5	41.4	55.4
기타유동부채	3.7	4.4	5.4	6.9	8.3
<b>비유동부채</b>	<b>9.0</b>	<b>7.8</b>	<b>9.8</b>	<b>12.6</b>	<b>15.4</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	9.0	7.8	9.8	12.6	15.4
<b>부채총계</b>	<b>41.6</b>	<b>37.7</b>	<b>47.8</b>	<b>60.9</b>	<b>79.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>190.5</b>	<b>123.4</b>	<b>135.9</b>	<b>155.5</b>	<b>186.5</b>
자본금	5.6	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	102.5	103.7	103.7	103.7	103.7
자본조정	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	81.9	13.4	25.9	45.5	76.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>190.5</b>	<b>123.5</b>	<b>136.0</b>	<b>155.7</b>	<b>186.7</b>
순금융부채	(64.1)	(46.3)	(48.5)	(55.4)	(78.2)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>21.8</b>	<b>(15.8)</b>	<b>18.5</b>	<b>28.2</b>	<b>44.9</b>
당기순이익	15.1	(69.0)	12.5	19.7	31.0
조정	7.4	60.0	1.3	0.5	0.3
감가상각비	1.7	2.8	1.9	1.3	0.9
외환거래손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
지분법손익	2.6	53.8	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	3.4	(0.6)	(0.7)	(0.5)
자산/부채의 변동	(0.7)	(6.8)	4.7	8.0	13.6
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(54.7)</b>	<b>14.6</b>	<b>(19.6)</b>	<b>(23.5)</b>	<b>(25.5)</b>
투자자산감소(증가)	2.9	56.6	(16.9)	(22.1)	(22.8)
유형자산감소(증가)	(1.7)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(55.9)	(41.5)	(2.7)	(1.4)	(2.7)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>36.3</b>	<b>(3.1)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	(39.3)	(3.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	75.8	1.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>3.3</b>	<b>(4.4)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Unlevered CFO	27.6	(5.3)	15.0	23.5	37.4
Free Cash Flow	20.1	(17.1)	18.5	28.2	44.9



2015년 7월 6일

# 조이맥스(101730)

## 신규 흥행작이 필요한 시기

### 모바일/PC게임 개발, 퍼블리싱 업체

조이맥스는 위메이드 자회사로 모바일, PC게임을 개발, 유통하는 게임 개발사이다. 2010년 위메이드 그룹 편입 이후 아이오 엔터테인먼트, 피버스튜디오, 링크투모로우, 리니웍스, 디포게임즈 등 개발 자회사들을 인수하며 성장을 지속했다. 2013년 윈드러너, 에브리타운 이후 흥행 대작 부재로 부진한 실적을 기록 중이다.

### 신규 흥행작이 필요한 시기

조이맥스는 2013년 윈드러너, 에브리타운, 아틀란스스토리의 연이은 흥행 성공으로 놀라운 실적을 기록하며 후속작의 기대가 높아졌다. 하지만 2014년 후속작의 연이은 흥행 실패로 실적은 급격히 악화되었다. 또한 3개년 연속 별도 영업손실을 기록하며 관리종목 지정위기에 놓이게 되었다. 올해는 출시작 수 부족에 따른 실적 우려가 존재하는 상황이지만, 2014년 7월 완료된 링크투모로우와의 흡수합병, 윈드소울 일본 출시로 별도 영업손실을 끝내는 것에 총력을 기울이고 있다. 링크투모로우 개발 게임인 윈드소울의 일본 출시는 3분기에 계획되어 있으며 윈드소울의 흥행여부를 지켜볼 필요가 있다. 윈드소울의 일본 흥행은 ① 과거 일본에서 큰 성공을 거둔 윈드러너를 잇는 스토리라는 점, ② 국내에서 준수한 성적을 거두고 단점을 보완해서 출시한다는 점에서 가능성을 기대한다. 또한 하반기 에브리타운의 글로벌 출시 예정으로 연결 실적 회복은 기대할 수 있을 것이다. 다만, 의미있는 실적 회복을 위해서는 신규 흥행작이 필요한 시기이며, 2016년 출시계획에 주목해야 한다.

## Equity Research

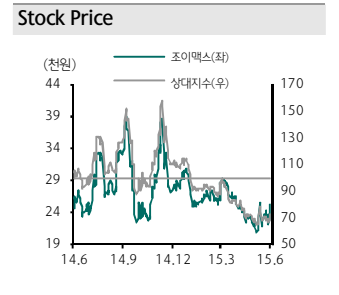
### Small Cap Report

# Not Rated

CP(7월3일): 25,200원


Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	39,050/20,900
시가총액(십억원)	214.3
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	8,505.2
60일 평균 거래량(천주)	73.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.18
주요주주 지분율(%)	
위메이드엔터테인먼트 외	44.69
1인	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.6 (11.6) (3.6)
상대	4.7 (36.4) (31.0)


Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	NA	NA
영업이익(십억원)	NA	NA
순이익(십억원)	NA	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA




Financial Data						
투자지표	단위	2011	2012	2013	2014	2015F
매출액	십억원	26.6	27.6	51.4	30.5	29.0
영업이익	십억원	3.9	(1.6)	18.1	(4.7)	(1.4)
세전이익	십억원	6.8	(3.7)	20.8	(3.4)	(0.4)
순이익	십억원	6.0	(4.1)	7.1	(4.3)	(0.4)
EPS	원	855	(577)	1,014	(549)	(52)
증감률	%	N/A	(167.5)	(275.7)	(154.1)	(90.5)
PER	배	16.49	N/A	24.05	N/A	N/A
PBR	배	0.94	1.77	1.63	2.19	2.03
EV/EBITDA	배	6.29	102.43	5.81	N/A	116.50
ROE	%	6.09	(4.18)	7.43	(4.49)	(0.48)
BPS	원	15,030	14,539	14,938	12,460	12,408
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015F
<b>매출액</b>	<b>26.6</b>	<b>27.6</b>	<b>51.4</b>	<b>30.5</b>	<b>29.0</b>
매출원가	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	19.4	27.6	51.4	30.5	29.0
판매비	15.5	29.2	33.3	35.2	30.4
<b>영업이익</b>	<b>3.9</b>	<b>(1.6)</b>	<b>18.1</b>	<b>(4.7)</b>	<b>(1.4)</b>
금융손익	2.9	(0.7)	2.8	1.4	1.0
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.2)	0.0	0.3	0.3
기타영업외손익	0.1	(1.1)	(0.0)	(0.4)	(0.3)
<b>세전이익</b>	<b>6.8</b>	<b>(3.7)</b>	<b>20.8</b>	<b>(3.4)</b>	<b>(0.4)</b>
법인세	0.8	1.1	6.2	0.5	0.0
계속사업이익	6.0	(4.8)	14.6	(4.0)	(0.4)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>6.0</b>	<b>(4.8)</b>	<b>14.6</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(0.4)</b>
포괄이익	0.0	(0.7)	7.5	0.3	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>6.0</b>	<b>(4.1)</b>	<b>7.1</b>	<b>(4.3)</b>	<b>(0.4)</b>
지배주주포괄이익	5.9	(4.2)	6.9	(4.2)	(0.4)
NOPAT	3.5	(2.1)	12.7	(5.5)	(1.4)
EBITDA	6.0	1.4	21.8	(0.9)	1.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	3.8	86.2	(40.7)	(4.9)
NOPAT증가율	N/A	(160.0)	(704.8)	(143.3)	(74.5)
EBITDA증가율	N/A	(76.7)	1,457.1	(104.1)	(266.7)
(조정)영업이익증가율	N/A	(141.0)	(1,231.3)	(126.0)	(70.2)
(지분법제외)순이익증가율	N/A	(168.3)	(273.2)	(160.6)	(90.7)
(지분법제외)EPS증가율	N/A	(167.5)	(275.7)	(154.1)	(90.5)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	72.9	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	22.6	5.1	42.4	(3.0)	5.2
(조정)영업이익률	14.7	(5.8)	35.2	(15.4)	(4.8)
계속사업이익률	22.6	(17.4)	28.4	(13.1)	(1.4)

투자지표

	2011	2012	2013	2014	2015F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	855	(577)	1,014	(549)	(52)
BPS	15,030	14,539	14,938	12,460	12,408
CFPS	1,012	384	3,425	57	150
EBITDAPS	859	195	3,096	(116)	173
SPS	3,781	3,923	7,308	3,923	3,409
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	16.5	N/A	24.1	N/A	N/A
PBR	0.9	1.8	1.6	2.2	2.0
PCFR	13.9	67.3	7.1	482.9	168.2
EV/EBITDA	6.3	102.4	5.8	N/A	116.5
PSR	3.7	6.6	3.3	7.0	7.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.1	(4.2)	7.4	(4.5)	(0.5)
ROA	5.6	(3.8)	6.3	(3.8)	(0.4)
ROIC	9.9	(5.3)	28.4	(13.2)	(4.0)
부채비율	8.6	8.2	9.6	9.0	8.9
순부채비율	(62.0)	(45.5)	(52.6)	(46.0)	(47.4)
이자보상배율(배)	76.5	(23.7)	475.2	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015F
<b>유동자산</b>	<b>65.1</b>	<b>50.4</b>	<b>73.5</b>	<b>57.2</b>	<b>56.4</b>
금융자산	61.6	45.5	57.4	45.5	45.1
현금성자산	21.6	14.7	20.2	23.9	24.5
매출채권 등	2.7	3.8	10.7	7.0	6.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.8	1.1	5.4	4.7	4.7
<b>비유동자산</b>	<b>42.3</b>	<b>57.7</b>	<b>46.1</b>	<b>50.7</b>	<b>47.2</b>
투자자산	3.8	3.9	6.7	12.2	11.6
금융자산	3.5	3.9	6.7	8.1	7.7
유형자산	13.3	5.1	4.8	4.7	4.0
무형자산	<b>20.4</b>	<b>34.5</b>	<b>32.4</b>	<b>31.1</b>	<b>28.8</b>
기타비유동자산	<b>4.8</b>	<b>14.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>
<b>자산총계</b>	<b>107.4</b>	<b>108.1</b>	<b>119.6</b>	<b>108.0</b>	<b>103.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>7.5</b>	<b>5.4</b>	<b>8.8</b>	<b>8.2</b>	<b>7.8</b>
금융부채	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	2.5	2.1	3.1	4.1	3.9
기타유동부채	4.7	3.3	5.7	4.1	3.9
<b>비유동부채</b>	<b>1.0</b>	<b>2.8</b>	<b>1.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
기타비유동부채	1.0	2.8	1.7	0.7	0.7
<b>부채총계</b>	<b>8.5</b>	<b>8.2</b>	<b>10.5</b>	<b>8.9</b>	<b>8.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>98.8</b>	<b>95.3</b>	<b>96.9</b>	<b>93.2</b>	<b>92.7</b>
자본금	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>
자본잉여금	46.4	46.4	46.4	47.9	47.9
자본조정	(6.6)	(5.9)	(11.3)	(13.0)	(13.0)
기타포괄이익누계	(0.0)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.1
이익잉여금	55.6	51.4	58.3	53.9	53.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.1</b>	<b>4.6</b>	<b>12.2</b>	<b>5.9</b>	<b>2.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>98.9</b>	<b>99.9</b>	<b>109.1</b>	<b>99.1</b>	<b>95.2</b>
순금융부채	(61.3)	(45.5)	(57.4)	(45.5)	(45.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>8.9</b>	<b>(0.5)</b>	<b>13.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>
당기순이익	6.0	(4.8)	14.6	(4.0)	(0.4)
조정	3.2	8.2	5.8	2.4	2.9
감가상각비	2.1	3.0	3.7	3.8	2.9
외환거래손익	(0.1)	0.6	0.2	0.1	0.2
지분법손익	0.2	0.2	0.0	(0.3)	(0.3)
기타	1.0	4.4	1.9	(1.2)	0.1
자산/부채의 변동	(0.3)	(3.9)	(6.6)	4.5	(0.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>0.4</b>	<b>(5.3)</b>	<b>(0.9)</b>	<b>9.9</b>	<b>(1.7)</b>
투자자산감소(증가)	(3.7)	0.2	(2.9)	(5.1)	(2.6)
유형자산감소(증가)	(0.8)	(1.4)	(0.6)	(0.5)	0.0
기타투자활동	4.9	(4.1)	2.6	15.5	0.9
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>1.2</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(7.3)</b>	<b>(9.1)</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	0.3	(0.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	49.9	0.0	0.0	2.2	0.0
기타재무활동	(49.0)	(0.2)	(7.3)	(7.8)	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	(3.5)	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>10.7</b>	<b>(6.8)</b>	<b>5.5</b>	<b>3.6</b>	<b>0.6</b>
Unlevered CFO	7.1	2.7	24.1	0.4	1.3
Free Cash Flow	7.7	(2.0)	13.2	2.4	2.4



2015년 7월 6일

# 포스코ICT(022100)

Equity Research

Small Cap Report

## Captive 물량은 이어진다!

### 포스코 그룹의 ICT 업체

포스코ICT는 포스코 그룹의 ICT 업체로 IT서비스, Smart Factory, 엔지니어링등을 영위하고 있다. 자회사로 포스코 LED, 포뉴텍을 보유하고 있으며, 포스코ICT의 실적은 포스코 그룹 Captive 물량에 연동되는 실적을 보여준다. 2014년 포스코 그룹 Capex 감소와 LED시장 경쟁과열로 부진한 실적을 기록하였으나 올 하반기부터 실적 개선이 진행될 것으로 기대한다.

### 포스코 그룹 Capex 회복에 따른 실적 회복 전망

포스코 그룹 Capex 감소로 부진했던 실적은 올해 하반기 부터 회복될 것으로 기대한다. 그룹 Risk에 따른 수주 감소는 포스코 ICT의 실적에 악영향을 미치며 2014년 매출액 9,215억원으로 YoY 24% 감소했다. 하지만, 포스코 그룹 해외 제철소 건설, IT 서비스 수주가 재개되며 포스코ICT의 실적은 점진적 개선이 이루어질 것으로 판단한다. 또한 사우디 국부 펀드와 포스코 건설의 JV 설립으로 진행되는 사우디 자동차공장 및 화력발전소 건설은 향후 포스코ICT의 새로운 모멘텀이 될 것으로 판단한다.

1Q15 기준 수주잔고는 약 1.0조원 수준으로 올해 목표인 1.1조원은 무난히 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 특히, 사우디와 중국 제철소 수주가 시작될 경우 목표치 이상의 수주 또한 가능할 것이다.

### 연결 자회사 실적 회복 기대

2014년 포스코LED, 포뉴텍의 부진한 실적은 LED 시장 경쟁 심화, 발전소설비 수주 감소에 기인하였으나 포스코LED 산업용 조명 비주화대와 발전소설비 수주확대로 2015년 연결 자회사들의 실적 회복이 기대된다.

### 2015년 실적은 매출액 1조 54억원, 영업이익 527억원 전망

2015년 매출액은 1조 54억원(YoY, -1.0%), 영업이익 527억원(YoY, 17.9%)을 전망한다.

Not Rated

CP(7월3일): 5,410원

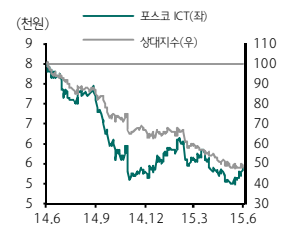
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	7,940/4,975
시가총액(십억원)	822.5
시가총액비중(%)	0.39
발행주식수(천주)	152,034.7
60일 평균 거래량(천주)	476.0
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
15년 배당금(예상, 원)	50
15년 배당수익률(예상, %)	0.92
외국인지분율(%)	1.19
주요주주 지분율(%)	
포스코 외 1인	66.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.7 3.0 (31.9)
상대	(4.3) (25.8) (51.2)

#### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	1,076.0	1,166.8
영업이익(십억원)	58.5	65.7
순이익(십억원)	37.4	45.1
EPS(원)	210	278
BPS(원)	2,760	3,005

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	1,207.0	1,065.0	1,054.3	1,159.8	1,275.7
영업이익	십억원	65.9	44.7	52.7	63.8	70.2
세전이익	십억원	39.6	33.1	44.2	56.5	64.6
순이익	십억원	25.0	25.7	35.5	45.4	51.9
EPS	원	178	169	234	298	341
증감률	%	71.2	(5.1)	38.5	27.4	14.4
PER	배	42.47	31.41	23.16	18.14	15.85
PBR	배	3.13	2.08	1.95	1.79	1.63
EV/EBITDA	배	9.68	9.79	9.30	8.37	7.86
ROE	%	8.20	6.81	8.80	10.33	10.81
BPS	원	2,415	2,554	2,770	3,018	3,310
DPS	원	50	50	50	50	50



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>1,207.0</b>	<b>1,065.0</b>	<b>1,054.3</b>	<b>1,159.8</b>	<b>1,275.7</b>
매출원가	1,055.7	934.4	917.3	1,003.2	1,103.5
매출총이익	151.3	130.6	137.0	156.6	172.2
판매비	85.4	85.9	84.3	92.8	102.1
<b>영업이익</b>	<b>65.9</b>	<b>44.7</b>	<b>52.7</b>	<b>63.8</b>	<b>70.2</b>
금융손익	1.3	(7.4)	(6.8)	(6.1)	(5.2)
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(27.6)	(4.0)	(1.7)	(1.2)	(0.4)
<b>세전이익</b>	<b>39.6</b>	<b>33.1</b>	<b>44.2</b>	<b>56.5</b>	<b>64.6</b>
법인세	17.1	9.2	11.1	14.1	16.1
계속사업이익	22.5	23.9	33.2	42.3	48.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>22.5</b>	<b>23.9</b>	<b>33.2</b>	<b>42.3</b>	<b>48.4</b>
포괄이익	(2.5)	(1.7)	(2.4)	(3.0)	(3.4)
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>25.0</b>	<b>25.7</b>	<b>35.5</b>	<b>45.4</b>	<b>51.9</b>
지배주주포괄이익	29.4	26.1	35.5	45.3	51.8
NOPAT	37.4	32.3	39.5	47.8	52.6
EBITDA	113.7	90.0	94.7	102.7	105.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	7.0	(11.8)	(1.0)	10.0	10.0
NOPAT증가율	61.9	(13.6)	22.3	21.0	10.0
EBITDA증가율	53.6	(20.8)	5.2	8.4	2.4
(조정)영업이익증가율	116.1	(32.2)	17.9	21.1	10.0
(지분법제외)순이익증가율	72.4	2.8	38.1	27.9	14.3
(지분법제외)EPS증가율	71.2	(5.1)	38.5	27.4	14.4
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	12.5	12.3	13.0	13.5	13.5
EBITDA이익률	9.4	8.5	9.0	8.9	8.2
(조정)영업이익률	5.5	4.2	5.0	5.5	5.5
계속사업이익률	1.9	2.2	3.1	3.6	3.8

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	178	169	234	298	341
BPS	2,415	2,554	2,770	3,018	3,310
CFPS	1,126	887	609	664	686
EBITDAPS	809	592	623	675	692
SPS	8,584	7,005	6,935	7,628	8,391
DPS	50	50	50	50	50
<b>주가지표(배)</b>					
PER	42.5	31.4	23.2	18.1	15.9
PBR	3.1	2.1	2.0	1.8	1.6
PCFR	6.7	6.0	8.9	8.1	7.9
EV/EBITDA	9.7	9.8	9.3	8.4	7.9
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	8.2	6.8	8.8	10.3	10.8
ROA	2.9	3.1	4.3	5.3	5.8
ROIC	8.0	7.2	8.5	10.0	10.6
부채비율	128.6	112.5	100.1	94.0	86.6
순부채비율	16.7	19.2	14.1	9.0	2.5
이자보상배율(배)	6.9	5.8	7.0	9.0	10.5

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>422.2</b>	<b>428.9</b>	<b>439.5</b>	<b>485.0</b>	<b>537.5</b>
금융자산	83.9	77.5	82.1	92.2	113.0
현금성자산	16.6	18.4	22.3	28.3	45.8
매출채권 등	291.9	318.3	324.7	357.2	385.7
재고자산	22.7	14.7	14.5	16.0	17.6
기타유동자산	23.7	18.4	18.2	19.6	21.2
<b>비유동자산</b>	<b>420.4</b>	<b>395.5</b>	<b>398.0</b>	<b>394.2</b>	<b>384.8</b>
투자자산	45.0	51.2	50.7	55.7	61.3
금융자산	45.0	46.9	46.5	51.1	56.2
유형자산	189.4	172.4	188.4	189.2	181.5
무형자산	141.0	129.0	116.1	106.4	99.1
기타비유동자산	45.0	42.9	42.8	42.9	42.9
<b>자산총계</b>	<b>842.6</b>	<b>824.4</b>	<b>837.6</b>	<b>879.2</b>	<b>922.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>385.0</b>	<b>337.6</b>	<b>325.7</b>	<b>332.9</b>	<b>335.0</b>
금융부채	98.8	100.6	94.7	91.6	88.8
매입채무 등	227.2	197.2	191.3	200.8	204.8
기타유동부채	59.0	39.8	39.7	40.5	41.4
<b>비유동부채</b>	<b>89.0</b>	<b>98.8</b>	<b>93.3</b>	<b>93.0</b>	<b>93.1</b>
금융부채	46.8	51.6	46.6	41.6	36.6
기타비유동부채	42.2	47.2	46.7	51.4	56.5
<b>부채총계</b>	<b>474.0</b>	<b>436.4</b>	<b>419.0</b>	<b>425.9</b>	<b>428.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>366.0</b>	<b>387.1</b>	<b>419.9</b>	<b>457.7</b>	<b>502.1</b>
자본금	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
자본잉여금	224.4	224.4	224.4	224.4	224.4
자본조정	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
기타포괄이익누계	(1.1)	1.5	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	67.8	86.3	119.2	157.0	201.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.6</b>	<b>0.9</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>(7.9)</b>
<b>자본총계</b>	<b>368.6</b>	<b>388.0</b>	<b>418.5</b>	<b>453.3</b>	<b>494.2</b>
순금융부채	61.7	74.6	59.2	40.9	12.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>115.4</b>	<b>21.3</b>	<b>64.6</b>	<b>62.9</b>	<b>63.7</b>
당기순이익	22.5	23.9	33.2	42.3	48.4
조정	122.6	87.7	43.9	41.0	37.1
감가상각비	47.8	45.4	42.0	38.9	35.0
외환거래손익	2.0	(1.2)	2.0	2.0	2.0
지분법손익	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	72.8	43.2	(0.1)	0.1	0.1
자산/부채의 변동	(29.7)	(90.3)	(12.5)	(20.4)	(21.8)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(72.5)</b>	<b>(17.6)</b>	<b>(47.1)</b>	<b>(41.2)</b>	<b>(30.8)</b>
투자자산감소(증가)	13.0	(5.9)	0.5	(5.1)	(5.6)
유형자산감소(증가)	(11.2)	(6.8)	(45.0)	(30.0)	(20.0)
기타투자활동	(74.3)	(4.9)	(2.6)	(6.1)	(5.2)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(37.4)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(13.6)</b>	<b>(15.7)</b>	<b>(15.4)</b>
금융부채증가(감소)	(93.5)	6.6	(10.9)	(8.1)	(7.8)
자본증가(감소)	95.6	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(36.1)	(3.4)	(0.1)	0.0	(0.0)
배당지급	(3.4)	(5.1)	(2.6)	(7.6)	(7.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>5.6</b>	<b>1.8</b>	<b>3.9</b>	<b>5.9</b>	<b>17.6</b>
Unlevered CFO	158.4	134.9	92.5	101.0	104.3
Free Cash Flow	102.5	14.2	19.6	32.9	43.7



2015년 7월 6일

# 완리(900180)

Equity Research

Small Cap Report

## 확실한 저평가 국면! - 이젠 관심을 가져도 될 때

### 중국을 대표하는 타일 전문 생산 기업

완리는 2011년 6월에 코스닥에 상장한 중국 업체이다. 주요제품 매출 비중은 통체+벽개+벽개암석 30.3%, 초박형 통체타일 21.0%, 엔틱타일 26.0%, 테라코타 패널 22.7% 이다. 중국 내 대리상은 2011년 500개에서 2015년 1분기 585개로 꾸준히 증가하고 있으며 중국 대륙 전체에 공급하고 있다. 완리는 범용 외벽타일과 고수익성 테라코타 패널 판매량 증가로 수익성 개선도 빠르게 이루어지고 있다. 또한 연료비 절감차원에서 진행되는 석탄가스화설비 구축을 통해 매출총이익률의 견조한 상승세가 예상된다(2014년 29.4% → 2015년 31.1% 추정).

### 고수익성 제품 + 연료비 절감 = 수익성 개선이 포인트!

중국 부동산 경기에 대한 우려감에도 불구하고 완리에 대한 긍정적인 시각을 갖는 요인은 다음과 같다.

①**산업성장 지속:** 완리는 특정 지역에 대한 총판의 집중도가 높지 않다. 중국 전역에 판매망을 가지고 있다. 현재 중국 부동산 우려는 1선 도시이며, 중국 정부의 스탠스는 도시화의 확장이다. 완리의 신제품인 테라코타 패널, 엔틱타일은 상업용, 업무용 건물에 적합한 제품으로 도시화율 증가에 따른 수요 증가가 예상된다. 또한 경기 위축에 따라 군소 업체의 구조조정은(약 3,000개 존재), 대형사인 완리에겐 기회로 판단된다.

②**고수익성 신제품의 높은 판매량:** 완리의 2014년 신제품 매출은 전년 동기 대비 20% 증가한 6.7억 RMB를 기록 하였다. 매출 증가요인은 기존 제품 대비 1)높은 에너지효율 및 내구성을 보유한 제품이며, 2)유럽산 대비 가격 경쟁력을 확보했기 때문이다(20~30% 할인). 또한 3)삼성 레미안(4월 납품)에 테라코타 패널 공급으로 브랜드 인지도도 확보한 만큼 중국 내수 시장 개척에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

③**연료비 절감:** 완리의 제조원가 구성에서 연료비는 32.6%로 높은 비중을 차지한다. 완리는 석탄가스화설비 구축을 통해 2015년 25억원, 2016년 76억원의 연료비 절감을 통해 비용감소가 예상된다.

### 2015년 PER 4.5배

2015년 완리 실적은 매출액 2,647억원(YoY, +11.3%)과 영업이익 675억원(YoY, +19.0%)으로 전망한다. 실적향상 요인은 ①고수익성 신제품 판매량 증가(테라코타 패널, 엔틱타일), ②석탄가스화설비 구축을 통한 연료비 절감에 기인한다. 완리의 2015년 예상 PER은 4.5배로 중국기업들의 회계 신뢰도 이슈로 인해 지나친 저평가를 받는 만큼 현재 시점은 매수기회로 판단한다.

Not Rated

CP(7월3일): 2,240원

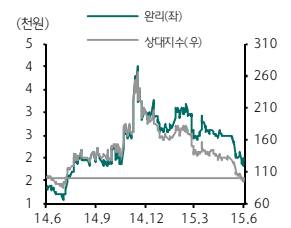
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	4,320/1,398
시가총액(십억원)	201.8
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	90,088.2
60일 평균 거래량(천주)	1,051.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	50.85
주요주주 지분율(%)	
Wu RuiBiao	50.21
한국산업은행 외 1인	13.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(19.7) (31.0) 34.5
상대	(27.3) (50.3) (3.7)

#### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	293.8	NA
영업이익(십억원)	66.1	NA
순이익(십억원)	46.6	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	222.9	237.8	264.7	299.6	346.7
영업이익	십억원	42.2	56.7	67.5	83.7	115.8
세전이익	십억원	38.2	49.8	62.3	79.5	112.0
순이익	십억원	27.1	36.8	44.8	57.5	81.5
EPS	원	301	409	498	638	905
증감률	%	5.6	35.9	21.8	28.1	41.8
PER	배	3.83	8.14	4.50	3.51	2.48
PBR	배	0.47	1.13	0.65	0.55	0.45
EV/EBITDA	배	2.89	5.27	2.88	1.81	0.74
ROE	%	12.98	15.04	15.56	16.94	19.93
BPS	원	2,482	2,950	3,448	4,086	4,991
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>222.9</b>	<b>237.8</b>	<b>264.7</b>	<b>299.6</b>	<b>346.7</b>
매출원가	165.6	167.9	182.5	199.3	211.6
매출총이익	57.3	69.9	82.2	100.3	135.1
판매비	15.1	13.2	14.7	16.7	19.3
<b>영업이익</b>	<b>42.2</b>	<b>56.7</b>	<b>67.5</b>	<b>83.7</b>	<b>115.8</b>
금융손익	(3.3)	(5.5)	(5.2)	(4.2)	(3.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.7)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>38.2</b>	<b>49.8</b>	<b>62.3</b>	<b>79.5</b>	<b>112.0</b>
법인세	11.1	12.9	17.4	22.0	30.5
계속사업이익	27.1	36.8	44.8	57.5	81.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>27.1</b>	<b>36.8</b>	<b>44.8</b>	<b>57.5</b>	<b>81.5</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>27.1</b>	<b>36.8</b>	<b>44.8</b>	<b>57.5</b>	<b>81.5</b>
지배주주표결이익	27.1	36.8	44.8	57.5	81.5
NOPAT	30.0	41.9	48.6	60.5	84.3
EBITDA	55.8	74.7	84.2	99.2	130.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.8	6.7	11.3	13.2	15.7
NOPAT증가율	(2.0)	39.7	16.0	24.5	39.3
EBITDA증가율	8.1	33.9	12.7	17.8	31.4
(조정)영업이익증가율	(1.9)	34.4	19.0	24.0	38.4
(지분법제외)순이익증가율	5.4	35.8	21.7	28.3	41.7
(지분법제외)EPS증가율	5.6	35.9	21.8	28.1	41.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	25.7	29.4	31.1	33.5	39.0
EBITDA이익률	25.0	31.4	31.8	33.1	37.6
(조정)영업이익률	18.9	23.8	25.5	27.9	33.4
계속사업이익률	12.2	15.5	16.9	19.2	23.5

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	301	409	498	638	905
BPS	2,482	2,950	3,448	4,086	4,991
CFPS	493	682	935	1,101	1,446
EBITDAPS	620	829	935	1,101	1,446
SPS	2,474	2,640	2,938	3,326	3,849
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	3.8	8.1	4.5	3.5	2.5
PBR	0.5	1.1	0.6	0.5	0.4
PCFR	2.3	4.9	2.4	2.0	1.5
EV/EBITDA	2.9	5.3	2.9	1.8	0.7
PSR	0.5	1.3	0.8	0.7	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	13.0	15.0	15.6	16.9	19.9
ROA	8.6	9.7	10.8	12.7	15.6
ROIC	11.7	12.8	13.4	17.1	24.0
부채비율	57.8	54.0	35.7	30.6	25.5
순부채비율	25.7	35.4	13.0	(6.2)	(23.4)
이자보상배율(배)	12.1	9.9	12.5	18.4	25.5

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>107.6</b>	<b>110.9</b>	<b>140.0</b>	<b>214.6</b>	<b>312.6</b>
금융자산	48.0	31.6	51.7	114.6	196.9
현금성자산	48.0	31.6	51.7	114.6	196.9
매출채권 등	36.5	45.0	50.1	56.7	65.6
재고자산	18.5	25.2	28.0	31.7	36.7
기타유동자산	4.6	9.1	10.2	11.6	13.4
<b>비유동자산</b>	<b>245.3</b>	<b>298.4</b>	<b>281.7</b>	<b>266.1</b>	<b>251.7</b>
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	221.4	278.0	261.3	245.8	231.4
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	23.9	20.4	20.4	20.3	20.3
<b>자산총계</b>	<b>352.9</b>	<b>409.3</b>	<b>421.6</b>	<b>480.7</b>	<b>564.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>104.9</b>	<b>81.5</b>	<b>49.0</b>	<b>50.6</b>	<b>52.7</b>
금융부채	81.0	63.7	29.9	29.9	29.9
매입채무 등	16.8	10.7	11.9	13.4	15.6
기타유동부채	7.1	7.1	7.2	7.3	7.2
<b>비유동부채</b>	<b>24.4</b>	<b>62.0</b>	<b>62.0</b>	<b>62.0</b>	<b>62.0</b>
금융부채	24.4	62.0	62.0	62.0	62.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>129.3</b>	<b>143.6</b>	<b>111.0</b>	<b>112.6</b>	<b>114.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>223.6</b>	<b>265.8</b>	<b>310.6</b>	<b>368.1</b>	<b>449.6</b>
자본금	7.3	80.1	80.1	80.1	80.1
자본잉여금	73.6	2.2	2.2	2.2	2.2
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	142.7	183.4	228.3	285.8	367.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>223.6</b>	<b>265.8</b>	<b>310.6</b>	<b>368.1</b>	<b>449.6</b>
순금융부채	57.4	94.1	40.3	(22.7)	(105.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>36.0</b>	<b>37.7</b>	<b>59.0</b>	<b>67.1</b>	<b>86.2</b>
당기순이익	27.1	36.8	44.8	57.5	81.5
조정	17.7	26.7	22.0	19.7	18.3
감가상각비	13.6	18.0	16.7	15.5	14.4
외환거래손익	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.5	8.7	5.3	4.2	3.9
자산/부채의 변동	(8.8)	(25.8)	(7.8)	(10.1)	(13.6)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(63.6)</b>	<b>(67.4)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(62.0)	(67.6)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(1.6)	0.2	0.2	0.4	0.7
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>41.0</b>	<b>12.4</b>	<b>(39.1)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(4.5)</b>
금융부채증가(감소)	44.8	20.3	(33.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.0	1.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.8)	(9.4)	(5.4)	(4.5)	(4.5)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>13.4</b>	<b>(17.2)</b>	<b>20.1</b>	<b>62.9</b>	<b>82.3</b>
Unlevered CFO	44.5	61.4	84.2	99.2	130.3
Free Cash Flow	(26.2)	(29.9)	59.0	67.1	86.2





2015년 7월 6일

# 에스앤씨엔진그룹(900080)

Equity Research

Small Cap Report

## 연태 신공장으로 올해부터 턴어라운드 예상

### 자동차 기어 공장 증설로 매출 확대

S&C엔진그룹의 2014년 기준 사업부문별 매출비중은 자동차 기어 41.6%, 모터사이클 38.5%, 잔디깎기 14.0%, 기타부품 5.9%이다. 주 사업부인 자동차 기어 사업부는 중국 산동성 연태 지역에 신공장을 증설하였으며 이에 따른 수혜가 예상된다. 모터사이클 사업부는 중국내 경쟁업체의 증가로 매출액 성장률은 소폭 감소세에 있으나 Cash Cow 역할을 하고 있다. 잔디깎기 사업부는 가정용 잔디깎기를 주로 유럽에 수출하고 있으나 유럽 경제 위기에 따라 매출 감소세에 있다. 다만 미국 시장 진출을 통해 성장 모멘텀을 확보해 나갈 것으로 예상된다.

### 신규 자동차 기어 제품은 기존 제품 대비 고부가 제품

① 신규 자동차 기어 제품 = 고부가가치 제품: 2014년 2월 S&C엔진그룹은 중국 산동성 연태 지역에 자동차 기어 공장을 준공하고 내부 생산시설을 갖췄다. 연태 공장에서 생산되는 기어세트는 상해GM에 100% 납품될 것으로 예상된다. 기존에 S&C엔진그룹이 납품하던 기어보다 고부가 제품으로 기존 기어 대비 매출총이익률은 9% 포인트 높은 51%에 이를 것으로 전망된다.

② 2015년 신공장 본격적으로 가동: 2015년 상반기 초도 물량 6,000세트(약 9만개)를 시작으로 올해 7만세트(약 105만개)를 생산하고, 2018년에는 25만세트(약 375만개)를 상해 GM에 공급할 계획이다. 이에 따라 2014년~2017년 연평균 기어 매출 성장률은 +11.1%를 기록할 전망이다.

### 2015년 매출액 영업이익 각각 +5.7%, +21.1% 성장 전망

2015년 실적은 매출액 1,847억원(YoY, +5.7%), 영업이익 470억원(YoY, +21.1%)을 기록할 전망이며, 영업이익률은 기어 매출 비중의 증가에 기인하여 25.5%를 기록할 전망이다.

### 희석 물량 감안 2015년 PER Multiple 4.9배

S&C엔진그룹의 2015년 희석 PER Multiple은 4.9배로 Valuation 부담감이 없으며 연태 신공장 본격 가동으로 역성장세에서 벗어날 것으로 예상됨에 따라 매수가 유효하다는 판단이다.

Not Rated

CP(7월3일): 1,570원

Key Data		Consensus Data	
		2015	2016
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26		
52주 최고/최저(원)	2,255/965	매출액(십억원)	NA
시가총액(십억원)	140.1	영업이익(십억원)	NA
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	NA
발행주식수(천주)	89,246.2	EPS(원)	NA
60일 평균 거래량(천주)	956.0	BPS(원)	NA
60일 평균 거래대금(십억원)	2.1		
15년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
15년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	49.70		
주요주주 지분율(%)			
Chan Kwok Wai 외 1인	45.33		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.0 15.4 (3.4)		
상대	(5.8) (16.9) (30.8)		

Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	198.7	174.7	184.7	199.6	221.8
영업이익	십억원	49.2	38.8	47.0	53.5	62.5
세전이익	십억원	38.0	24.9	47.2	53.8	62.9
순이익	십억원	27.7	14.9	33.2	36.3	41.5
EPS	원	335	179	377	407	465
증감률	%	(24.2)	(46.6)	110.6	8.0	14.3
PER	배	3.38	7.46	4.17	3.86	3.38
PBR	배	0.31	0.35	0.39	0.35	0.32
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	%	9.74	4.77	9.68	9.63	9.96
BPS	원	3,625	3,813	4,025	4,432	4,897
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>198.7</b>	<b>174.7</b>	<b>184.7</b>	<b>199.6</b>	<b>221.8</b>
매출원가	140.5	124.4	127.8	135.6	148.5
매출총이익	58.2	50.3	56.9	64.0	73.3
판매비	9.1	11.5	9.9	10.5	10.8
<b>영업이익</b>	<b>49.2</b>	<b>38.8</b>	<b>47.0</b>	<b>53.5</b>	<b>62.5</b>
금융손익	(4.7)	(2.4)	0.1	0.3	0.4
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.5)	(11.5)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>38.0</b>	<b>24.9</b>	<b>47.2</b>	<b>53.8</b>	<b>62.9</b>
법인세	10.4	10.0	14.0	17.4	21.5
계속사업이익	27.7	14.9	33.2	36.3	41.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>27.7</b>	<b>14.9</b>	<b>33.2</b>	<b>36.3</b>	<b>41.5</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>27.7</b>	<b>14.9</b>	<b>33.2</b>	<b>36.3</b>	<b>41.5</b>
지배주주포괄이익	27.7	14.9	33.2	36.3	41.5
NOPAT	35.7	23.2	33.1	36.2	41.2
EBITDA	58.9	48.9	56.0	61.5	69.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	0.4	(12.1)	5.7	8.1	11.1
NOPAT증가율	(2.2)	(35.0)	42.7	9.4	13.8
EBITDA증가율	6.3	(17.0)	14.5	9.8	13.2
(조정)영업이익증가율	5.8	(21.1)	21.1	13.8	16.8
(지분법제외)순이익증가율	(23.9)	(46.2)	122.8	9.3	14.3
(지분법제외)EPS증가율	(24.2)	(46.6)	110.6	8.0	14.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	29.3	28.8	30.8	32.1	33.0
EBITDA이익률	29.6	28.0	30.3	30.8	31.4
(조정)영업이익률	24.8	22.2	25.4	26.8	28.2
계속사업이익률	13.9	8.5	18.0	18.2	18.7

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	335	179	377	407	465
BPS	3,625	3,813	4,025	4,432	4,897
CFPS	567	455	636	689	780
EBITDAPS	713	586	636	689	780
SPS	2,406	2,094	2,098	2,237	2,485
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	3.4	7.5	4.2	3.9	3.4
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
PCFR	2.0	2.9	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.7	4.8	9.7	9.6	10.0
ROA	8.4	4.3	8.9	8.9	9.2
ROIC	18.8	12.9	20.0	22.7	26.6
부채비율	15.6	9.0	8.6	8.3	8.3
순부채비율	(37.4)	(38.8)	(46.0)	(51.7)	(56.1)
이자보상배율(배)	9.7	13.6	118.9	135.2	158.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>198.1</b>	<b>182.5</b>	<b>224.2</b>	<b>267.8</b>	<b>315.5</b>
금융자산	135.9	128.4	167.0	206.1	246.9
현금성자산	135.9	128.4	167.0	206.1	246.9
매출채권 등	50.3	43.1	45.6	49.3	54.8
재고자산	10.9	9.9	10.5	11.3	12.6
기타유동자산	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
<b>비유동자산</b>	<b>148.2</b>	<b>173.0</b>	<b>165.8</b>	<b>160.6</b>	<b>157.6</b>
투자자산	0.3	32.7	34.6	37.4	41.6
금융자산	0.0	32.4	34.3	37.1	41.2
유형자산	103.0	99.9	90.9	82.9	75.8
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	44.9	40.4	40.3	40.3	40.2
<b>자산총계</b>	<b>346.3</b>	<b>355.4</b>	<b>390.0</b>	<b>428.5</b>	<b>473.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>46.8</b>	<b>29.4</b>	<b>30.8</b>	<b>32.9</b>	<b>36.1</b>
금융부채	24.0	1.8	1.8	1.8	1.8
매입채무 등	13.8	17.4	18.4	19.8	22.1
기타유동부채	9.0	10.2	10.6	11.3	12.2
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>46.8</b>	<b>29.4</b>	<b>30.8</b>	<b>32.9</b>	<b>36.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>299.5</b>	<b>326.0</b>	<b>359.2</b>	<b>395.5</b>	<b>437.0</b>
자본금	6.3	74.4	74.4	74.4	74.4
자본잉여금	75.1	14.2	14.2	14.2	14.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	218.1	237.5	270.6	307.0	348.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>299.5</b>	<b>326.0</b>	<b>359.2</b>	<b>395.5</b>	<b>437.0</b>
순금융부채	(111.9)	(126.6)	(165.2)	(204.3)	(245.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>42.2</b>	<b>52.3</b>	<b>40.3</b>	<b>41.6</b>	<b>44.5</b>
당기순이익	27.7	14.9	33.2	36.3	41.5
조정	18.5	23.6	8.8	7.8	6.7
감가상각비	9.8	10.1	9.0	8.0	7.1
외환거래손익	(0.3)	1.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	9.0	12.0	(0.2)	(0.2)	(0.4)
자산/부채의 변동	(4.0)	13.8	(1.7)	(2.5)	(3.7)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(8.9)</b>	<b>(39.0)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(3.4)</b>
투자자산감소(증가)	(0.3)	(32.4)	(1.9)	(2.8)	(4.2)
유형자산감소(증가)	(9.0)	(7.0)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(23.2)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>
금융부채증가(감소)	3.8	(22.2)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.0	7.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.3)	(8.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>32.8</b>	<b>(9.9)</b>	<b>38.6</b>	<b>39.1</b>	<b>40.7</b>
Unlevered CFO	46.8	37.9	56.0	61.5	69.6
Free Cash Flow	29.8	45.2	40.3	41.6	44.5



2015년 7월 6일

# 원익머트리얼즈(104830)

Equity Research

Small Cap Report

## 전방산업 호조로 장기적인 성장 지속할 전망!

### 특수가스 소재 제조 및 판매 기업

원익머트리얼즈는 반도체, 디스플레이 제조 공정에 활용되는 특수가스 소재를 제조 및 판매하는 기업으로, 주요 사업부문의 매출 비중은 주요 가스(NH3, NO, N2O, GeH4, Si2H6 등) 65.4%, 기타 가스 27.3%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

### 전방산업 투자 확대 + 반도체공정 방식 변화 + 자회사 인수

① **전방산업 투자 확대에 따른 수혜 기대:** 글로벌 주요 고객사의 반도체, 디스플레이 산업에 대한 투자 확대로 특수가스를 제조하는 원익머트리얼즈의 수혜가 기대된다. 원익머트리얼즈의 주요 제품인 NH3, NO, N2O는 반도체, 디스플레이 산업의 제조공정에 지속적으로 사용되는 공용 제품으로 신규라인 확대 또는 신규라인 셋업 후 Ramp-up(생산량 증가)시 사용량이 증가하게 된다. 올해를 기점으로 국내외 전방위적인 반도체, 디스플레이 투자가 본격화될 것으로 예상되는 만큼 Capa 증대로 인한 원익머트리얼즈의 특수가스 매출 역시 꾸준히 증가할 전망이다.

② **반도체공정 방식의 변화로 인한 특수가스 수요 확대:** 반도체공정의 미세화 및 3D 공정 도입이 확산되면서 증착, 세정, 에칭 공정수가 급증하게 되어 각 공정에 활용되는 특수가스에 대한 수요 역시 확대되고 있는 상황이다. 특수가스 제조업체수는 상대적으로 제한적인 반면, 수요가 급증하면서 수급 불균형 현상이 지속되고 있으며, 실제로 NF3, C4F6, WF6 등 반도체용 특수가스 가격은 2~3배 이상 급등하였다.

③ **자회사 인수를 통한 신사업 진출 역시 긍정적:** 반도체칩 생산시 SiN(질화막), SiO2(산화막) 증착에 활용되는 HCDS(Hexa Chloro Di-Silane)를 제조하는 노바캠을 '14년 9월 인수하면서 신사업에 진출한 점 역시 긍정적이라는 판단이다. 반도체공정 미세화로 수요가 확대되고 있는 전구체 시장수요에 대응한다는 측면에서 장기적인 성장성도 확보했다는 판단이다.

### 2015년 매출액은 1,641억원, 영업이익 309억원 전망

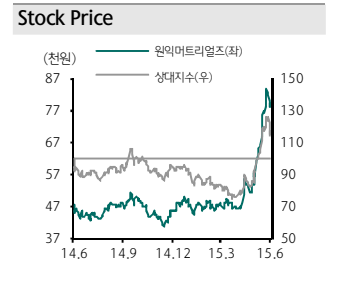
2015년 매출액은 1,641억원(+13.1% YoY), 영업이익 309억원(+12.9% YoY)으로 개선된 실적을 기록할 전망이다. 현재 주가수준은 2015년 예상 실적 기준 PER 20.1배로 전방산업 호조로 인해 구조적인 실적 개선이 이루어진다는 점을 감안시 중장기적인 관점에서의 긍정적인 투자전략을 추천한다.

Not Rated

CP(7월3일): 79,500원


Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	84,000/40,750
시가총액(십억원)	492.2
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	6,191.2
60일 평균 거래량(천주)	55.5
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
15년 배당금(예상.원)	0
15년 배당수익률(예상.%)	0.00
외국인지분율(%)	4.82
주요주주 지분율(%)	
원익아이피에스	46.52
국민연금	6.95
주가상승률	1M 6M 12M
절대	41.0 72.8 72.8
상대	27.7 24.4 23.7


Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	169.7	196.2
영업이익(십억원)	29.4	36.1
순이익(십억원)	23.3	28.5
EPS(원)	3,862	4,739
BPS(원)	28,637	33,281



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	130.0	145.2	164.1	186.8	215.7
영업이익	십억원	25.7	27.3	30.9	37.3	42.0
세전이익	십억원	24.6	27.2	31.7	39.0	43.6
순이익	십억원	19.3	20.7	24.4	30.2	33.8
EPS	원	3,149	3,365	3,953	4,880	5,453
증감률	%	N/A	6.9	17.5	23.5	11.7
PER	배	13.08	13.55	20.11	16.29	14.58
PBR	배	1.66	1.63	2.51	2.17	1.89
EV/EBITDA	배	6.84	7.01	11.33	9.26	7.86
ROE	%	12.67	12.78	13.26	14.28	13.86
BPS	원	24,754	27,914	31,722	36,602	42,055
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>130.0</b>	<b>145.2</b>	<b>164.1</b>	<b>186.8</b>	<b>215.7</b>
매출원가	91.5	100.8	114.4	128.3	149.2
매출총이익	38.5	44.4	49.7	58.5	66.5
판매비	12.9	17.0	18.9	21.3	24.4
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>27.3</b>	<b>30.9</b>	<b>37.3</b>	<b>42.0</b>
금융손익	1.4	0.9	0.9	1.1	1.2
종속/관계기업손익	(0.5)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.9)	1.4	(0.0)	0.7	0.3
<b>세전이익</b>	<b>24.6</b>	<b>27.2</b>	<b>31.7</b>	<b>39.0</b>	<b>43.6</b>
법인세	5.5	7.1	8.1	9.7	10.9
계속사업이익	19.1	20.0	23.6	29.2	32.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>19.1</b>	<b>20.0</b>	<b>23.6</b>	<b>29.2</b>	<b>32.7</b>
포괄이익	(0.2)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>19.3</b>	<b>20.7</b>	<b>24.4</b>	<b>30.2</b>	<b>33.8</b>
지배주주포괄이익	19.9	19.4	24.0	29.6	33.1
NOPAT	19.9	20.2	23.0	27.9	31.5
EBITDA	32.4	36.4	38.8	44.2	48.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	11.7	13.0	13.8	15.5
NOPAT증가율	N/A	1.5	13.9	21.3	12.9
EBITDA증가율	N/A	12.3	6.6	13.9	9.0
(조정)영업이익증가율	N/A	6.2	13.2	20.7	12.6
(지분법제외)순이익증가율	N/A	7.3	17.9	23.8	11.9
(지분법제외)EPS증가율	N/A	6.9	17.5	23.4	11.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	29.6	30.6	30.3	31.3	30.8
EBITDA이익률	24.9	25.1	23.6	23.7	22.3
(조정)영업이익률	19.8	18.8	18.8	20.0	19.5
계속사업이익률	14.7	13.8	14.4	15.6	15.2

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,149	3,365	3,953	4,880	5,453
BPS	24,754	27,914	31,722	36,602	42,055
CFPS	5,633	6,250	6,294	7,231	7,827
EBITDAPS	5,302	5,918	6,284	7,144	7,778
SPS	21,252	23,595	26,572	30,177	34,837
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.1	13.6	20.1	16.3	14.6
PBR	1.7	1.6	2.5	2.2	1.9
PCFR	7.3	7.3	12.6	11.0	10.2
EV/EBITDA	6.8	7.0	11.3	9.3	7.9
PSR	1.9	1.9	3.0	2.6	2.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	12.7	12.8	13.3	14.3	13.9
ROA	10.7	10.6	11.0	12.2	12.0
ROIC	21.4	19.7	21.1	26.9	31.5
부채비율	16.8	18.4	14.0	13.6	13.4
순부채비율	(21.8)	(18.2)	(28.8)	(37.9)	(44.6)
이자보상배율(배)	201.1	71.9	108.3	152.0	225.1

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>66.8</b>	<b>72.3</b>	<b>95.1</b>	<b>129.3</b>	<b>165.6</b>
금융자산	39.7	41.3	60.0	89.4	119.5
현금성자산	29.6	34.4	52.3	80.7	109.4
매출채권 등	15.6	16.5	18.6	21.2	24.4
재고자산	11.1	12.8	14.5	16.5	19.1
기타유동자산	0.4	1.7	2.0	2.2	2.6
<b>비유동자산</b>	<b>113.8</b>	<b>139.4</b>	<b>135.7</b>	<b>133.8</b>	<b>134.1</b>
투자자산	29.0	32.3	36.5	41.6	48.0
금융자산	16.0	11.6	13.1	14.9	17.3
유형자산	66.6	72.8	65.1	58.4	52.5
무형자산	2.8	18.9	18.6	18.4	18.1
기타비유동자산	15.4	15.4	15.5	15.4	15.5
<b>자산총계</b>	<b>180.5</b>	<b>211.7</b>	<b>230.8</b>	<b>263.1</b>	<b>299.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>16.1</b>	<b>26.8</b>	<b>21.7</b>	<b>24.1</b>	<b>27.1</b>
금융부채	0.0	7.1	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	12.1	14.0	15.8	18.0	20.8
기타유동부채	4.0	5.7	5.9	6.1	6.3
<b>비유동부채</b>	<b>9.9</b>	<b>6.1</b>	<b>6.7</b>	<b>7.4</b>	<b>8.3</b>
금융부채	5.9	1.7	1.7	1.7	1.7
기타비유동부채	4.0	4.4	5.0	5.7	6.6
<b>부채총계</b>	<b>26.0</b>	<b>32.9</b>	<b>28.4</b>	<b>31.5</b>	<b>35.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>152.1</b>	<b>171.9</b>	<b>196.4</b>	<b>226.6</b>	<b>260.4</b>
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	59.1	59.5	59.5	59.5	59.5
자본조정	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
기타포괄이익누계	0.6	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	87.3	107.5	131.9	162.1	195.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.5</b>	<b>6.8</b>	<b>6.0</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>154.6</b>	<b>178.7</b>	<b>202.4</b>	<b>231.6</b>	<b>264.3</b>
순금융부채	(33.7)	(32.5)	(58.3)	(87.7)	(117.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>23.9</b>	<b>28.0</b>	<b>29.3</b>	<b>33.2</b>	<b>35.3</b>
당기순이익	19.1	20.0	23.6	29.2	32.7
조정	8.4	11.9	7.2	5.8	4.9
감가상각비	6.8	9.1	7.9	7.0	6.1
외환거래손익	0.1	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.1)
지분법손익	0.5	2.4	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	0.5	(0.7)	(1.0)	(1.1)
자산/부채의 변동	(3.6)	(3.9)	(1.5)	(1.8)	(2.3)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(27.2)</b>	<b>(22.5)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(6.2)</b>
투자자산감소(증가)	(28.5)	(0.9)	(4.2)	(5.0)	(6.4)
유형자산감소(증가)	(27.5)	(13.2)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	28.8	(8.4)	0.3	0.5	0.2
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>10.0</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.2)</b>
금융부채증가(감소)	5.9	2.8	(7.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	62.1	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(58.0)	(4.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>6.6</b>	<b>4.8</b>	<b>18.0</b>	<b>28.2</b>	<b>28.8</b>
Unlevered CFO	34.5	38.4	38.9	44.8	48.5
Free Cash Flow	(3.8)	14.6	29.3	33.2	35.3



2015년 7월 6일

# 한글과컴퓨터(030520)

Equity Research

Small Cap Report

## B2C 부문 고성장+고객사 확대+신제품 출시로 최대 실적 견인!

### 대한민국 대표 소프트웨어 기업

한글과컴퓨터는 국내 대표 소프트웨어 기업으로 오피스, 웹 오피스, 이미지 편집 등 PC, 모바일, 클라우드 등 최적화된 소프트웨어 솔루션을 제공하는 업체이다. 주요제품 매출 비중은 오피스SW 부문 89%, 모바일 솔루션 부문 11% 이다(2015년 1분기 기준). 수요처는 공공 30%, 교육 30%, 기업 30%, 개인(B2C) 10% 이다. B2C는 자체 온라인몰(한컴샵), 온/오프라인 유통채널 확대, 대기업과의 프로모션 확대로 고성장 하는 부문이다(2015년 1분기 B2C 매출 YoY, +110% 증가). 국내 오피스SW 시장 점유율은 작년말 기준으로 한글과컴퓨터 20.3%, 마이크로소프트(이하 MS) 79.7%로 추정된다. 한글과컴퓨터는 B2C부문의 고성장 지속, 모바일 부문의 고객사 확대 및 클라우드 서비스 출시, 신제품 Hword 출시를 통한 해외진출로 실적 향상이 이루어질 전망이다.

### 3가지 성장 동력

한글과컴퓨터 투자포인트는 다음 3가지이다.

① **B2C부문 고성장:** 한글과컴퓨터는 1분기 B2C 부문 매출이 전년 대비 110% 증가한 수치를 기록하였다. 고성장 요인은 MS 대비 높은 가격경쟁력 확보(홈에디션 기준: 한글과컴퓨터 3.9만원/MS 12~15만원) 및 MS오피스와의 높은 호환성(98% 수준)으로 판단된다. 또한 삼성전자와의 제휴 및 오프라인 유통채널 확대(이마트, 홈플러스, 하이마트 등)로 매출액 증가는 지속될 것으로 예상된다.

② **모바일 부문의 고객사 확대:** 지난해 갤럭시 노트4, 2015년 갤럭시S6에 한컴뷰어가 탑재되면서 2분기부터 로열티 매출 인식이 가능할 것으로 판단된다. 또한 LG전자 스마트폰에도 탑재되면서 모바일 부문의 성장이 예상된다.

③ **신제품 Hword출시:** Hword는 MS의 docx와의 높은 호환성(호환성 비율 85~90%) 및 다국어문서번역으로 해외 진출이 예상되며, 유럽/중동/아시아를 타겟으로 진행할 예정이다.

### 2015년 매출액 875억원, 영업이익 345억원 전망

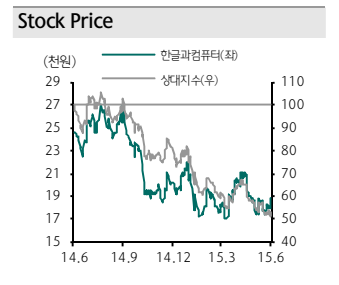
2015년 한글과컴퓨터 실적은 매출액 875억원(YoY, +15.4%)과 영업이익 345억원(YoY, +25.5%)으로 전망한다. 한글과컴퓨터가 속한 국내 SW 평균 PER은 약 20배 수준으로, 2015년 기준 PER 15.0배인 한글과컴퓨터의 현재 주가는 밸류에이션 매력 구간으로 판단된다.

Not Rated

CP(7월3일): 18,800원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	27,100/17,100
시가총액(십억원)	433.9
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	23,082.2
60일 평균 거래량(천주)	306.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.8
15년 배당금(예상, 원)	260
15년 배당수익률(예상, %)	1.38
외국인지분율(%)	15.12
주요주주 지분율(%)	
소프트포럼 외 7인	27.42
국민연금	7.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.3 (6.0) (23.4)
상대	(4.6) (32.3) (45.2)

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	86.6	97.9
영업이익(십억원)	33.6	38.2
순이익(십억원)	28.9	33.4
EPS(원)	1,243	1,439
BPS(원)	7,894	9,149



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	68.5	75.8	87.5	103.6	121.5
영업이익	십억원	23.9	27.5	34.5	40.8	47.9
세전이익	십억원	22.2	25.3	36.0	42.9	50.5
순이익	십억원	19.1	20.1	28.9	34.3	40.4
EPS	원	826	870	1,250	1,488	1,751
증감률	%	52.7	5.3	43.7	19.0	17.7
PER	배	24.57	23.22	15.04	12.64	10.74
PBR	배	3.23	2.91	2.37	2.05	1.76
EV/EBITDA	배	13.70	12.17	9.33	7.91	6.57
ROE	%	14.38	13.86	17.89	18.34	18.45
BPS	원	6,282	6,940	7,941	9,184	10,689
DPS	원	200	260	260	260	260

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>68.5</b>	<b>75.8</b>	<b>87.5</b>	<b>103.6</b>	<b>121.5</b>
매출원가	5.3	6.8	7.9	9.3	10.9
매출총이익	63.2	69.0	79.6	94.3	110.6
판매비	39.3	41.5	45.1	53.5	62.7
<b>영업이익</b>	<b>23.9</b>	<b>27.5</b>	<b>34.5</b>	<b>40.8</b>	<b>47.9</b>
금융손익	2.0	1.4	1.6	2.0	2.6
종속/관계기업손익	(0.1)	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.7)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>22.2</b>	<b>25.3</b>	<b>36.0</b>	<b>42.9</b>	<b>50.5</b>
법인세	4.1	1.7	7.2	8.6	10.1
계속사업이익	18.1	23.6	28.8	34.3	40.4
중단사업이익	1.0	(3.5)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>19.1</b>	<b>20.1</b>	<b>28.8</b>	<b>34.3</b>	<b>40.4</b>
포괄이익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>19.1</b>	<b>20.1</b>	<b>28.9</b>	<b>34.3</b>	<b>40.4</b>
지배주주포괄이익	18.7	19.1	28.9	34.3	40.4
NOPAT	19.5	25.7	27.6	32.7	38.3
EBITDA	29.2	35.0	40.3	45.4	51.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.4	10.7	15.4	18.4	17.3
NOPAT증가율	(2.5)	31.8	7.4	18.5	17.1
EBITDA증가율	2.8	19.9	15.1	12.7	13.2
(조정)영업이익증가율	(3.6)	15.1	25.5	18.3	17.4
(지분법제외)순이익증가율	52.8	5.2	43.8	18.7	17.8
(지분법제외)EPS증가율	52.7	5.3	43.7	19.0	17.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	92.3	91.0	91.0	91.0	91.0
EBITDA이익률	42.6	46.2	46.1	43.8	42.3
(조정)영업이익률	34.9	36.3	39.4	39.4	39.4
계속사업이익률	26.4	31.1	32.9	33.1	33.3

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	826	870	1,250	1,488	1,751
BPS	6,282	6,940	7,941	9,184	10,689
CFPS	1,405	1,466	1,746	1,965	2,226
EBITDAPS	1,267	1,517	1,746	1,965	2,226
SPS	2,969	3,286	3,789	4,488	5,263
DPS	200	260	260	260	260
<b>주가지표(배)</b>					
PER	24.6	23.2	15.0	12.6	10.7
PBR	3.2	2.9	2.4	2.0	1.8
PCFR	14.4	13.8	10.8	9.6	8.4
EV/EBITDA	13.7	12.2	9.3	7.9	6.6
PSR	6.8	6.1	5.0	4.2	3.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.4	13.9	17.9	18.3	18.5
ROA	13.1	12.3	15.5	16.1	16.3
ROIC	33.9	51.9	70.2	90.0	109.6
부채비율	9.4	15.6	14.7	13.9	13.2
순부채비율	(48.7)	(26.9)	(33.4)	(37.3)	(40.6)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>105.9</b>	<b>69.9</b>	<b>90.8</b>	<b>112.8</b>	<b>138.7</b>
금융자산	68.2	47.7	65.3	82.7	103.5
현금성자산	10.9	14.5	27.0	37.3	50.2
매출채권 등	37.1	20.7	23.8	28.2	33.1
재고자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
기타유동자산	0.4	1.4	1.6	1.8	1.9
<b>비유동자산</b>	<b>47.1</b>	<b>103.2</b>	<b>107.3</b>	<b>116.7</b>	<b>128.6</b>
투자자산	10.6	65.3	75.3	89.2	104.6
금융자산	9.5	9.3	10.7	12.6	14.8
유형자산	3.1	6.7	6.0	5.5	5.1
무형자산	24.4	22.6	17.4	13.4	10.4
기타비유동자산	9.0	8.6	8.6	8.6	8.5
<b>자산총계</b>	<b>153.0</b>	<b>173.1</b>	<b>198.1</b>	<b>229.5</b>	<b>267.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>10.1</b>	<b>12.7</b>	<b>14.2</b>	<b>16.2</b>	<b>18.5</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	7.8	8.7	10.0	11.9	13.9
기타유동부채	2.3	4.0	4.2	4.3	4.6
<b>비유동부채</b>	<b>3.0</b>	<b>10.7</b>	<b>11.2</b>	<b>11.8</b>	<b>12.6</b>
금융부채	0.0	7.5	7.5	7.5	7.5
기타비유동부채	3.0	3.2	3.7	4.3	5.1
<b>부채총계</b>	<b>13.1</b>	<b>23.4</b>	<b>25.3</b>	<b>28.1</b>	<b>31.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>139.9</b>	<b>149.8</b>	<b>172.9</b>	<b>201.6</b>	<b>236.4</b>
자본금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
자본잉여금	59.7	59.9	59.9	59.9	59.9
자본조정	(4.0)	(8.9)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
기타포괄이익누계	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	72.2	86.7	109.8	138.5	173.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(0.2)</b>
<b>자본총계</b>	<b>139.9</b>	<b>149.7</b>	<b>172.8</b>	<b>201.5</b>	<b>236.2</b>
순금융부채	(68.2)	(40.2)	(57.8)	(75.2)	(95.9)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>27.1</b>	<b>48.2</b>	<b>33.3</b>	<b>37.0</b>	<b>41.8</b>
당기순이익	19.1	20.1	28.8	34.3	40.4
조정	12.3	14.9	5.8	4.6	3.5
감가상각비	5.3	7.5	5.8	4.5	3.5
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	6.9	7.6	0.0	0.1	0.0
자산/부채의 변동	(4.3)	13.2	(1.3)	(1.9)	(2.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(25.7)</b>	<b>(34.5)</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(21.0)</b>	<b>(23.2)</b>
투자자산감소(증가)	(3.9)	(54.5)	(10.0)	(13.9)	(15.4)
유형자산감소(증가)	(0.5)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(21.3)	24.4	(5.1)	(7.1)	(7.8)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(5.9)</b>	<b>(9.9)</b>	<b>(5.7)</b>	<b>(5.7)</b>	<b>(5.7)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	7.5	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.7)	(13.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.5)	(4.5)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>(4.5)</b>	<b>3.6</b>	<b>12.5</b>	<b>10.3</b>	<b>12.9</b>
Unlevered CFO	32.4	33.8	40.3	45.4	51.4
Free Cash Flow	26.6	43.7	33.3	37.0	41.8



2015년 7월 6일

# KG모빌리언스(046440)

## 휴대폰결제 시장의 강자

### 휴대폰결제 시장의 강자

KG모빌리언스는 다날과 함께 휴대폰결제 시장을 양분하고 있다. 휴대폰결제 시장은 지속적 성장 이후 디지털 거래 감소, 간편결제 시장 개화에 따른 성장 둔화가 우려되고 있다. 하지만 온라인/모바일 쇼핑 시장 성장, 휴대폰 결제한도 상향 등으로 휴대폰결제 시장은 꾸준히 성장을 지속할 것으로 예상되며, 이에 따른 휴대폰결제 시장의 강자 KG모빌리언스의 지속적인 성장을 기대한다.

### 휴대폰결제 시장 지속성장에 따른 기존사업 성장

KG모빌리언스의 휴대폰결제 거래액은 매년 10% 이상의 성장을 지속하고 있다. 현재 휴대폰결제 시장은 실물 거래액 중심의 성장이 이루어지고 있으며, 이는 디지털 거래액 감소에도 불구하고 인터넷/모바일 쇼핑 시장 성장에 기인한다. 또한 6월 1일 시행된 휴대폰 소액결제 한도 상승은 실물 결제액 증가에 큰 모멘텀이 될 것으로 판단한다. 디지털 결제 대비 건당 결제액이 큰 실물 결제에, 30만원→50만원의 휴대폰 소액결제 한도 상승은 실물 결제액 증가를 이끌어 낼 것이다. 이러한 휴대폰결제 시장의 지속적인 성장 속에서 점유율 약 43%를 차지하고 있는 KG모빌리언스의 지속적인 성장이 예상된다.

### 신사업 모멘텀 확보: 인증사업, 모바일 선불카드

KG모빌리언스는 기존 휴대폰결제 사업 이외에도 다양한 신규 사업을 진행하고 있다. MOTP, CI인증등 휴대폰 인증사업은 가맹점의 주민번호 채집금지 및 개인정보 유출 이슈에 따른 수혜를 받을 것으로 예상된다. 또한 프랜차이즈 카페에서의 사용이 늘어나고 있는 모바일 선불카드의 성장 또한 주목할 요소이다.

### 2015년 실적은 매출액 2,033억원, 영업이익 295억원 전망

2015년 매출액은 2,033억원(YoY, +37.0%), 영업이익 295억원(YoY, +17.1%)을 전망한다. 이는 2015년 기준 PER 20.3배, 2016년 기준 PER 16.2배로 휴대폰결제 시장의 지속 성장 및 신사업 모멘텀 확보 감안시, 매수 전략이 유효한 시기라 판단한다.

## Equity Research

### Small Cap Report

## Not Rated

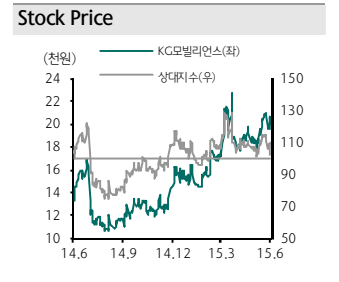
CP(7월3일): 19,600원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	22,700/10,600
시가총액(십억원)	405.1
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	20,667.1
60일 평균 거래량(천주)	531.6
60일 평균 거래대금(십억원)	10.7
15년 배당금(예상, 원)	150
15년 배당수익률(예상, %)	0.77
외국인지분율(%)	6.79
주요주주 지분율(%)	
KG이니시스 외 5인	47.77

주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.9	32.0	34.2
상대	(4.0)	(5.0)	(3.9)


Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	196.2	224.5
영업이익(십억원)	27.6	36.6
순이익(십억원)	19.2	23.7
EPS(원)	948	1,148
BPS(원)	7,093	8,182



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	118.6	148.4	203.3	233.8	261.8
영업이익	십억원	20.4	25.2	29.5	37.4	45.8
세전이익	십억원	12.2	19.9	27.2	35.1	43.6
순이익	십억원	8.9	15.0	20.6	26.2	32.8
EPS	원	480	797	1,015	1,269	1,587
증감률	%	(42.5)	66.0	27.4	25.0	25.1
PER	배	24.38	18.26	19.31	15.44	12.35
PBR	배	1.95	2.20	2.84	2.44	2.07
EV/EBITDA	배	11.62	13.37	15.66	12.35	9.91
ROE	%	8.58	12.81	15.54	17.13	18.25
BPS	원	5,986	6,621	6,906	8,032	9,475
DPS	원	125	150	150	150	150

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>118.6</b>	<b>148.4</b>	<b>203.3</b>	<b>233.8</b>	<b>261.8</b>
매출원가	66.5	92.7	132.1	149.6	164.9
매출총이익	52.1	55.7	71.2	84.2	96.9
판매비	31.8	30.4	41.7	46.8	51.1
<b>영업이익</b>	<b>20.4</b>	<b>25.2</b>	<b>29.5</b>	<b>37.4</b>	<b>45.8</b>
금융손익	(1.2)	(2.0)	(2.3)	(2.3)	(2.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.9)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>12.2</b>	<b>19.9</b>	<b>27.2</b>	<b>35.1</b>	<b>43.6</b>
법인세	3.3	4.9	6.6	8.9	10.8
계속사업이익	8.9	15.0	20.6	26.2	32.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>8.9</b>	<b>15.0</b>	<b>20.6</b>	<b>26.2</b>	<b>32.8</b>
포괄이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>8.9</b>	<b>15.0</b>	<b>20.6</b>	<b>26.2</b>	<b>32.8</b>
지배주주포괄이익	9.0	15.1	20.6	26.2	32.8
NOPAT	14.8	19.0	22.3	27.9	34.5
EBITDA	21.7	26.8	31.0	38.9	47.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	24.8	25.1	37.0	15.0	12.0
NOPAT증가율	23.3	28.4	17.4	25.1	23.7
EBITDA증가율	32.3	23.5	15.7	25.5	21.3
(조정)영업이익증가율	35.1	23.5	17.1	26.8	22.5
(지분법제외)순이익증가율	(42.6)	68.5	37.3	27.2	25.2
(지분법제외)EPS증가율	(42.5)	66.0	27.4	25.0	25.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	43.9	37.5	35.0	36.0	37.0
EBITDA이익률	18.3	18.1	15.2	16.6	18.0
(조정)영업이익률	17.2	17.0	14.5	16.0	17.5
계속사업이익률	7.5	10.1	10.1	11.2	12.5

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	480	797	1,015	1,269	1,587
BPS	5,986	6,621	6,906	8,032	9,475
CFPS	2,041	2,223	1,485	1,839	2,243
EBITDAPS	1,169	1,428	1,528	1,881	2,286
SPS	6,387	7,897	10,017	11,311	12,668
DPS	125	150	150	150	150
<b>주가지표(배)</b>					
PER	24.4	18.3	19.3	15.4	12.4
PBR	2.0	2.2	2.8	2.4	2.1
PCFR	5.7	6.5	13.2	10.7	8.7
EV/EBITDA	11.6	13.4	15.7	12.4	9.9
PSR	1.8	1.8	2.0	1.7	1.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	8.6	12.8	15.5	17.1	18.3
ROA	3.5	5.1	6.4	7.5	8.3
ROIC	13.9	12.9	12.0	13.8	15.8
부채비율	153.6	152.3	134.2	124.8	114.3
순부채비율	31.8	68.3	57.1	45.6	32.4
이자보상배율(배)	10.5	12.1	12.7	16.2	19.4

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>216.0</b>	<b>245.9</b>	<b>265.4</b>	<b>304.2</b>	<b>350.4</b>
금융자산	32.3	2.5	3.1	11.2	24.4
현금성자산	30.8	1.1	1.2	9.0	21.9
매출채권 등	29.8	37.5	42.0	44.2	47.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	153.9	205.9	220.3	248.8	278.8
<b>비유동자산</b>	<b>62.8</b>	<b>66.2</b>	<b>65.9</b>	<b>66.2</b>	<b>66.7</b>
투자자산	29.4	28.9	29.2	29.9	30.8
금융자산	1.3	2.2	3.0	3.5	3.9
유형자산	20.4	22.0	21.8	21.5	21.3
무형자산	4.1	3.8	3.5	3.2	3.0
기타비유동자산	8.9	11.5	11.4	11.6	11.6
<b>자산총계</b>	<b>278.8</b>	<b>312.1</b>	<b>331.4</b>	<b>370.4</b>	<b>417.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>127.5</b>	<b>167.4</b>	<b>168.5</b>	<b>183.4</b>	<b>197.9</b>
금융부채	31.7	71.7	68.7	70.7	69.7
매입채무 등	69.1	77.5	81.4	93.6	107.7
기타유동부채	26.7	18.2	18.4	19.1	20.5
<b>비유동부채</b>	<b>41.4</b>	<b>21.0</b>	<b>21.4</b>	<b>22.2</b>	<b>24.6</b>
금융부채	35.6	15.2	15.2	15.7	17.7
기타비유동부채	5.8	5.8	6.2	6.5	6.9
<b>부채총계</b>	<b>168.8</b>	<b>188.4</b>	<b>189.9</b>	<b>205.6</b>	<b>222.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>109.9</b>	<b>123.7</b>	<b>141.5</b>	<b>164.8</b>	<b>194.6</b>
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	42.8	43.6	43.6	43.6	43.6
자본조정	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
기타포괄이익누계	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	59.1	71.5	89.3	112.6	142.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>109.9</b>	<b>123.7</b>	<b>141.5</b>	<b>164.8</b>	<b>194.6</b>
순금융부채	35.0	84.4	80.7	75.2	63.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>27.5</b>	<b>(40.6)</b>	<b>7.7</b>	<b>10.2</b>	<b>17.1</b>
당기순이익	8.9	15.0	20.6	26.2	32.8
조정	25.3	19.5	1.5	1.5	1.4
감가상각비	1.3	1.6	1.5	1.5	1.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.1	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	17.9	17.5	0.0	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(6.7)	(75.1)	(14.4)	(17.5)	(17.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(33.3)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(2.2)</b>
투자자산감소(증가)	(26.5)	0.5	(0.3)	(0.7)	(0.9)
유형자산감소(증가)	(0.6)	(2.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타투자활동	(6.2)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>12.9</b>	<b>13.8</b>	<b>(5.8)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(2.0)</b>
금융부채증가(감소)	42.3	19.6	(3.0)	2.5	1.0
자본증가(감소)	4.3	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(31.9)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.8)	(2.3)	(2.8)	(3.0)	(3.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>7.1</b>	<b>(29.7)</b>	<b>0.1</b>	<b>7.8</b>	<b>12.9</b>
Unlevered CFO	37.9	41.8	30.1	38.0	46.4
Free Cash Flow	26.9	(43.4)	6.7	9.2	16.1



2015년 7월 6일

# KTH(036030)

## T커머스 고성장은 지속된다

### 고성장이 담보된 T커머스 핵심 기업

KTH는 KT의 연결중속회사로 KT그룹내에 솔루션 제공 및 T커머스 사업을 영위하는 회사이다. 2015년 1분기 사업부문별 매출 비중은 스마트솔루션 부문 40.7%, 콘텐츠유통 37.1%, T커머스 22.2% 이다. KTH의 핵심 사업부문인 T커머스의 높은 성장이 지속되고 있다(2013년 매출 비중 5.9% → 2014년 19.4% → 2015년 32.2% 추정). T커머스 시장 규모는 2014년 기준 1,700억원으로 전체 TV홈쇼핑 시장대비 2%에 불과하다. 아직 시장 초기단계이며, 향후 성장성은 더욱 높다는 판단이다. T커머스 부문은 2016년부터 본격적인 투자회수기에 진입하는 만큼 전사 수익성 개선에도 일조할 전망이다(2014년 OPM 5.1% → 2015F 6.2% → 2016F 9.1%).

### 캐시카우 사업부문(스마트솔루션+콘텐츠유통)을 바탕으로 스타 사업부문의 이익 회수기(T커머스)

① **스마트솔루션:** 스마트솔루션부문은 링고(통화연결음 서비스)와 올레TV운영 및 구축, 빅데이터 분석 컨설팅으로 이루어져 있다. 링고서비스 이용 고객은 약250만명이며, 추가적인 부가서비스 지원 등으로 ASP 증가를 이끌고 있다. 올레TV운영은 KT로부터 연간계약 수주를 하는 구조로, 콘텐츠 수 증가에 따른 매출 증가가 예상된다.

② **콘텐츠유통:** 국내에서 가장 많은 IP판권을 보유하고 있으며, 매년 약 300억원의 판권투자를 진행하고 있다. 지난해 세월호 사태로 인한 신규 콘텐츠 확보 부족으로 역성장 했지만, 2015년은 기저효과 및 IPTV 가입자 증가에 따른 성장이 지속될 전망이다.

③ **T커머스:** KTH의 핵심 사업부로 향후 고성장이 예상되는 부문이다. T커머스(Television Commerce)는 TV를 이용하여 상품 검색 및 구매, 결제까지 이루어지는 서비스이다. TV홈쇼핑 대비 소비자가 원하는 상품군이 다양한 점(능동형 쇼핑 가능), TV홈쇼핑 대비 가격경쟁력을 확보한 점으로 고성장이 예상된다(TV홈쇼핑 취급고의 약 40% 수수료/T커머스 약 25% 수준으로 추정). 2015년 T커머스 매출액은 532억원으로 전년 대비 101.5% 증가할 전망이다.

### 2015년 매출액 1,651억원, 영업이익 103억원 전망

2015년 KTH 실적은 매출액 1,651억원(YoY, +21.3%)과 영업이익 103억원(YoY, +49.3%)으로 전망한다. 실적 향상요인은 T커머스의 채널확장(C&M, CJ헬로비전)에 따른 취급고 증가에 기인한다.

## Equity Research

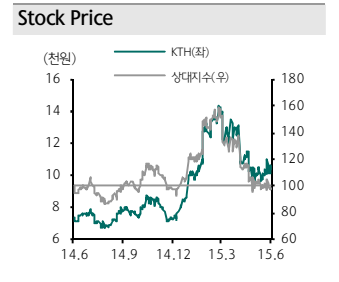
### Small Cap Report

## Not Rated

CP(7월3일): 10,750원


Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	769.26
52주 최고/최저(원)	14,800/7,100
시가총액(십억원)	383.9
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	35,715.0
60일 평균 거래량(천주)	237.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.12
주요주주 지분율(%)	
케이티 외 2인	67.13
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.4 37.8 43.0
상대	(3.6) (0.8) 2.3

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	175.7	227.0
영업이익(십억원)	13.3	21.9
순이익(십억원)	13.3	20.2
EPS(원)	373	565
BPS(원)	5,818	6,348



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	130.3	136.1	165.1	207.5	267.9
영업이익	십억원	2.2	6.9	10.3	18.8	35.7
세전이익	십억원	1.0	11.9	11.8	20.2	36.9
순이익	십억원	3.6	12.2	11.2	18.2	31.4
EPS	원	101	342	314	509	879
증감률	%	(133.0)	238.6	(8.2)	62.1	72.7
PER	배	77.43	22.38	34.28	21.12	12.23
PBR	배	1.48	1.40	1.86	1.71	1.50
EV/EBITDA	배	13.91	8.30	14.49	12.48	8.35
ROE	%	2.05	6.37	5.57	8.42	13.05
BPS	원	5,253	5,476	5,789	6,298	7,178
DPS	원	0	0	0	0	0

 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재운  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>130.3</b>	<b>136.1</b>	<b>165.1</b>	<b>207.5</b>	<b>267.9</b>
매출원가	119.6	120.3	144.1	174.6	214.0
매출총이익	10.7	15.8	21.0	32.9	53.9
판매비	8.6	8.8	10.7	14.2	18.3
<b>영업이익</b>	<b>2.2</b>	<b>6.9</b>	<b>10.3</b>	<b>18.8</b>	<b>35.7</b>
금융손익	3.7	9.7	1.5	1.4	1.3
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.9)	(4.7)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>1.0</b>	<b>11.9</b>	<b>11.8</b>	<b>20.2</b>	<b>36.9</b>
법인세	(1.3)	1.1	0.6	2.0	5.5
계속사업이익	2.3	10.8	11.2	18.2	31.4
중단사업이익	1.3	1.4	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>12.2</b>	<b>11.2</b>	<b>18.2</b>	<b>31.4</b>
포괄이익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>3.3</b>	<b>12.2</b>	<b>11.2</b>	<b>18.2</b>	<b>31.4</b>
지배주주포괄이익	7.9	8.5	10.5	17.1	29.5
NOPAT	4.9	6.3	9.8	16.9	30.3
EBITDA	19.5	26.4	22.6	26.7	40.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.7	4.5	21.3	25.7	29.1
NOPAT증가율	(163.6)	28.6	55.6	72.4	79.3
EBITDA증가율	160.0	35.4	(14.4)	18.1	53.2
(조정)영업이익증가율	(129.7)	213.6	49.3	82.5	89.9
(지분법제외)순이익증가율	(131.4)	269.7	(8.2)	62.5	72.5
(지분법제외)EPS증가율	(133.0)	238.6	(8.2)	62.1	72.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	8.2	11.6	12.7	15.9	20.1
EBITDA이익률	15.0	19.4	13.7	12.9	15.3
(조정)영업이익률	1.7	5.1	6.2	9.1	13.3
계속사업이익률	1.8	7.9	6.8	8.8	11.7

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	101	342	314	509	879
BPS	5,253	5,476	5,789	6,298	7,178
CFPS	810	918	634	748	1,146
EBITDAPS	553	739	634	748	1,146
SPS	3,697	3,810	4,623	5,810	7,502
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	77.4	22.4	34.3	21.1	12.2
PBR	1.5	1.4	1.9	1.7	1.5
PCFR	9.6	8.3	17.0	14.4	9.4
EV/EBITDA	13.9	8.3	14.5	12.5	8.4
PSR	2.1	2.0	2.3	1.9	1.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.0	6.4	5.6	8.4	13.1
ROA	1.5	4.7	4.8	7.0	10.7
ROIC	5.1	6.6	12.3	21.3	34.7
부채비율	53.7	16.1	18.2	20.7	23.2
순부채비율	(5.6)	(27.7)	(27.1)	(22.5)	(16.5)
이자보상배율(배)	28.2	1,416.5	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>178.7</b>	<b>120.0</b>	<b>135.9</b>	<b>151.0</b>	<b>171.9</b>
금융자산	10.7	54.1	56.0	50.6	42.2
현금성자산	10.7	31.1	31.4	19.6	2.2
매출채권 등	116.7	24.6	29.8	37.5	48.4
재고자산	1.4	0.6	0.8	1.0	1.2
기타유동자산	49.9	40.7	49.3	61.9	80.1
<b>비유동자산</b>	<b>115.0</b>	<b>107.0</b>	<b>108.5</b>	<b>120.6</b>	<b>144.0</b>
투자자산	75.2	64.5	78.3	98.4	127.0
금융자산	75.2	63.4	76.9	96.7	124.8
유형자산	18.4	16.7	14.5	12.6	11.0
무형자산	<b>18.8</b>	<b>25.4</b>	<b>15.3</b>	<b>9.2</b>	<b>5.5</b>
기타비유동자산	<b>2.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>293.7</b>	<b>227.0</b>	<b>244.4</b>	<b>271.6</b>	<b>315.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>99.3</b>	<b>29.7</b>	<b>35.6</b>	<b>44.1</b>	<b>56.2</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	92.8	24.2	29.3	36.8	47.6
기타유동부채	6.5	5.5	6.3	7.3	8.6
<b>비유동부채</b>	<b>3.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
기타비유동부채	3.3	1.7	2.0	2.6	3.3
<b>부채총계</b>	<b>102.6</b>	<b>31.4</b>	<b>37.6</b>	<b>46.7</b>	<b>59.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>187.6</b>	<b>195.6</b>	<b>206.8</b>	<b>224.9</b>	<b>256.3</b>
자본금	<b>35.7</b>	<b>35.7</b>	<b>35.7</b>	<b>35.7</b>	<b>35.7</b>
자본잉여금	214.5	214.5	214.5	214.5	214.5
자본조정	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
기타포괄이익누계	7.3	4.7	4.7	4.7	4.7
이익잉여금	(63.5)	(53.0)	(41.8)	(23.6)	7.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>3.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>191.0</b>	<b>195.6</b>	<b>206.8</b>	<b>224.9</b>	<b>256.3</b>
순금융부채	(10.7)	(54.1)	(56.0)	(50.6)	(42.2)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>32.0</b>	<b>47.9</b>	<b>15.7</b>	<b>14.7</b>	<b>20.3</b>
당기순이익	3.6	12.2	11.2	18.2	31.4
조정	27.6	20.2	12.4	8.0	5.3
감가상각비	17.3	19.5	12.3	7.9	5.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.3	0.7	0.1	0.1	0.1
자산/부채의 변동	0.8	15.5	(7.9)	(11.5)	(16.4)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(39.0)</b>	<b>(27.5)</b>	<b>(15.4)</b>	<b>(26.4)</b>	<b>(37.7)</b>
투자자산감소(증가)	(0.9)	10.7	(13.8)	(20.1)	(28.6)
유형자산감소(증가)	(0.8)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(37.3)	(37.1)	(1.6)	(6.3)	(9.1)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>13.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	13.2	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>6.1</b>	<b>20.4</b>	<b>0.3</b>	<b>(11.8)</b>	<b>(17.4)</b>
Unlevered CFO	28.6	32.8	22.6	26.7	40.9
Free Cash Flow	30.5	46.8	15.7	14.7	20.3





2015년 7월 6일

# 디티앤씨(187220)

Equity Research

Small Cap Report

## 국내 민간 시험인증 시장의 선도 기업!

### 시험서비스 제공 및 시험성적서 발급하는 시험인증 기업

디티앤씨는 제품 출시 전 해당 표준에 대한 시험 서비스 제공 및 시험성적서를 발급하는 시험인증 기업으로, 주요 사업영역의 매출 비중은 정보통신기기 80.9%, 의료기기 8.8%, 자동차전자기기 10.3%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

### 사업영역 확대 + 제품 고도화

① **인증가능한 사업영역 확대로 매출 성장 지속할 전망:** '15년 5월부터 가동되기 시작한 기간산업인증센터를 통해 우주항공, 원자력, 철도, 선급, 방위산업 등 기간산업 분야로 사업영역이 확대되면서 매출 성장을 지속할 전망이다. 특히, 원자력 분야의 경우, 다품종 주문제작 방식의 부품이 대부분이고 긴급입찰이 빈번한 폐쇄적인 분야로 납품경험 업체가 유리한 만큼 다양한 분야의 인증경험을 보유한 디티앤씨의 매출액 확대에 기여할 전망이다.

② **기술 발달로 인한 신규 영역 출현 및 제품 고도화로 인증시장 지속 확대 중:** 기술 발달로 인해 전기자동차, IoT, 원격의료 분야, 무인자동차 등 신규 영역이 출현함에 따라 시험인증 시장 규모는 지속적으로 확대되고 있는 상황이다. 또한, 기존에 인증을 해오고 있던 분야의 제품들이 고도화되면서 시험 항목과 소요 시간이 증가하게 되고, 테스트 난이도 역시 고도화되면서 인증단가도 지속적으로 상승하고 있는 중이다.

③ **진입 장벽이 높은 산업이라는 점 역시 긍정적:** 시험인증기관으로 인정을 받기 위해서는 각 국의 국가인정기구로부터 엄격한 심사를 거쳐야 하고 각종 테스트를 수행할 수 있는 설비 및 전문적인 자격 조건을 갖춘 인력들의 노하우가 필요한 만큼 신규 사업자가 진입하기 어렵다는 점 역시 긍정적이라는 판단이다.

### 2015년 매출액은 384억원, 영업이익 102억원 전망

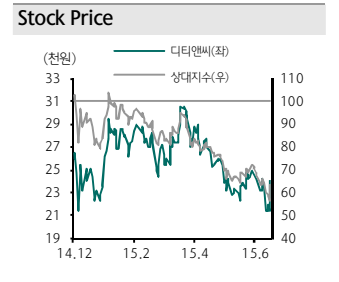
2015년 매출액은 384억원(+39.9% YoY), 영업이익 102억원(+9.9% YoY)으로 개선된 실적을 기록할 전망이다. 이는 1) 기간산업 분야로의 사업영역 확대로 인한 매출 성장, 2) 신규 영역 출현 및 제품 고도화로 인한 시험인증 시장 규모 확대 등에 기인한다. 현재 주가 수준은 2015년 예상 실적 기준 PER 28.9배로 Global Peer 평균 대비 다소 높은 수준이나 실적 개선세를 감안 시 중장기적인 관점에서의 긍정적인 투자전략을 추천한다.

Not Rated

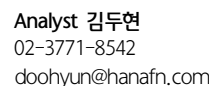
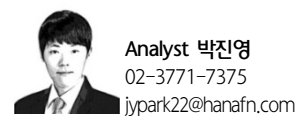
CP(7월3일): 24,000원

Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	30,600/21,400
시가총액(십억원)	236.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	9,854.1
60일 평균 거래량(천주)	123.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.12
주요주주 지분율(%)	
박재규 외 2인	46.32
주가상승률	
절대	1M 6M 12M
	1.9 (4.4) -
상대	(7.7) (31.2) -

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	40.2	56.9
영업이익(십억원)	12.9	19.5
순이익(십억원)	10.5	16.6
EPS(원)	1,063	1,682
BPS(원)	7,616	9,357



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	19.8	27.5	38.4	55.3	75.7
영업이익	십억원	4.9	9.3	10.2	16.3	22.8
세전이익	십억원	5.0	8.5	10.1	16.1	22.8
순이익	십억원	4.5	7.2	8.2	12.6	17.9
EPS	원	691	930	830	1,279	1,815
증감률	%	35.8	34.6	(10.8)	54.1	41.9
PER	배	N/A	25.93	28.92	18.77	13.22
PBR	배	N/A	3.72	3.28	2.79	2.31
EV/EBITDA	배	N/A	18.43	16.63	10.63	7.25
ROE	%	39.06	17.74	12.03	16.08	19.11
BPS	원	2,320	6,482	7,312	8,590	10,405
DPS	원	0	0	0	0	0



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>19.8</b>	<b>27.5</b>	<b>38.4</b>	<b>55.3</b>	<b>75.7</b>
매출원가	9.5	12.8	18.8	25.4	34.3
매출총이익	10.3	14.7	19.6	29.9	41.4
판매비	5.3	5.4	9.5	13.6	18.6
<b>영업이익</b>	<b>4.9</b>	<b>9.3</b>	<b>10.2</b>	<b>16.3</b>	<b>22.8</b>
금융손익	(0.4)	(1.0)	(0.4)	(0.5)	(0.3)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	0.1	0.3	0.2	0.3
<b>세전이익</b>	<b>5.0</b>	<b>8.5</b>	<b>10.1</b>	<b>16.1</b>	<b>22.8</b>
법인세	0.5	1.2	2.0	3.5	4.9
계속사업이익	4.5	7.2	8.2	12.6	17.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>4.5</b>	<b>7.2</b>	<b>8.2</b>	<b>12.6</b>	<b>17.9</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>4.5</b>	<b>7.2</b>	<b>8.2</b>	<b>12.6</b>	<b>17.9</b>
지배주주포괄이익	0.0	7.2	8.2	12.6	17.9
NOPAT	4.5	7.9	8.2	12.8	17.9
EBITDA	6.5	11.7	12.4	18.3	24.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	47.8	38.9	39.6	44.0	36.9
NOPAT증가율	60.7	75.6	3.8	56.1	39.8
EBITDA증가율	54.8	80.0	6.0	47.6	34.4
(조정)영업이익증가율	63.3	89.8	9.7	59.8	39.9
(지분법제외)순이익증가율	80.0	60.0	13.9	53.7	42.1
(지분법제외)EPS증가율	35.8	34.6	(10.7)	54.1	42.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	52.0	53.5	51.0	54.1	54.7
EBITDA이익률	32.8	42.5	32.3	33.1	32.5
(조정)영업이익률	24.7	33.8	26.6	29.5	30.1
계속사업이익률	22.7	26.2	21.4	22.8	23.6

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	691	930	830	1,279	1,815
BPS	2,320	6,482	7,312	8,590	10,405
CFPS	911	1,519	1,285	1,873	2,517
EBITDAPS	994	1,504	1,260	1,859	2,498
SPS	3,015	3,527	3,900	5,614	7,677
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	0.0	25.9	28.9	18.8	13.2
PBR	0.0	3.7	3.3	2.8	2.3
PCFR	0.0	15.9	18.7	12.8	9.5
EV/EBITDA	0.6	18.4	16.6	10.6	7.3
PSR	0.0	6.8	6.2	4.3	3.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	39.1	17.7	12.0	16.1	19.1
ROA	19.3	12.9	9.6	13.1	15.7
ROIC	25.7	24.7	19.4	30.1	41.0
부채비율	75.8	27.2	23.7	22.6	21.0
순부채비율	21.8	(33.6)	(41.6)	(49.3)	(56.6)
이자보상배율(배)	10.2	8.8	14.9	21.5	35.7

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>10.6</b>	<b>41.8</b>	<b>51.5</b>	<b>67.5</b>	<b>88.9</b>
금융자산	7.2	35.0	42.1	53.9	70.2
현금성자산	7.0	34.3	41.1	52.5	68.3
매출채권 등	3.4	6.5	9.0	13.0	17.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	(0.0)	0.3	0.4	0.6	0.9
<b>비유동자산</b>	<b>20.7</b>	<b>39.4</b>	<b>37.6</b>	<b>36.3</b>	<b>35.2</b>
투자자산	0.5	1.1	1.5	2.1	2.9
금융자산	0.5	1.1	1.5	2.1	2.9
유형자산	19.8	38.0	35.8	33.9	32.1
무형자산	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
기타비유동자산	0.3	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0
<b>자산총계</b>	<b>31.3</b>	<b>81.2</b>	<b>89.1</b>	<b>103.8</b>	<b>124.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>8.1</b>	<b>8.6</b>	<b>8.1</b>	<b>9.6</b>	<b>11.5</b>
금융부채	5.7	5.6	4.1	4.2	4.3
매입채무 등	2.0	2.4	3.3	4.8	6.6
기타유동부채	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
<b>비유동부채</b>	<b>5.4</b>	<b>8.7</b>	<b>9.0</b>	<b>9.5</b>	<b>10.1</b>
금융부채	5.4	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	0.0	0.8	1.1	1.6	2.2
<b>부채총계</b>	<b>13.5</b>	<b>17.3</b>	<b>17.1</b>	<b>19.1</b>	<b>21.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>17.8</b>	<b>63.9</b>	<b>72.0</b>	<b>84.6</b>	<b>102.5</b>
자본금	3.8	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	5.6	43.8	43.8	43.8	43.8
자본조정	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7.6	15.1	23.3	35.9	53.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>17.8</b>	<b>63.9</b>	<b>72.0</b>	<b>84.6</b>	<b>102.5</b>
순금융부채	3.9	(21.5)	(30.0)	(41.8)	(58.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>5.4</b>	<b>7.1</b>	<b>8.9</b>	<b>12.3</b>	<b>17.0</b>
당기순이익	4.5	7.2	8.2	12.6	17.9
조정	1.5	3.5	2.1	1.9	1.8
감가상각비	1.6	2.4	2.2	2.0	1.8
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	1.2	(0.0)	(0.0)	0.1
자산/부채의 변동	(0.6)	(3.6)	(1.4)	(2.2)	(2.7)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(20.4)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(1.2)</b>
투자자산감소(증가)	(0.1)	(0.6)	(0.4)	(0.7)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(9.8)	(19.2)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.7	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>10.5</b>	<b>40.7</b>	<b>(1.5)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
금융부채증가(감소)	2.2	2.5	(1.5)	0.1	0.1
자본증가(감소)	8.7	39.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(1.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>6.7</b>	<b>27.4</b>	<b>6.7</b>	<b>11.4</b>	<b>15.8</b>
Unlevered CFO	6.0	11.8	12.7	18.5	24.8
Free Cash Flow	(4.5)	(12.0)	8.9	12.3	17.0



2015년 7월 6일

# 다날(064260)

Equity Research

Small Cap Report

## 꾸준한 휴대폰결제 시장

### 세계 최초 휴대폰결제 상용화 업체

다날은 세계 최초 휴대폰결제 상용화 업체로 휴대폰 결제시장은 2000년 개화 이후 성장을 지속했으나, 휴대폰 결제시장 성장 둔화 및 간편결제 시장 등장, 미국 법인 적자 지속으로 실적 우려감이 존재하는 상황이다. 하지만 실물 중심의 휴대폰 결제액 증가 및 휴대폰 결제한도 상향, 미국 인증사업 진행, 텐페이와 중국 관광객 결제 서비스 제공 등 실적 우려감을 불식시킬 요소가 있다. 따라서 본업과 신규 성장 모멘텀을 통한 다날의 지속적인 성장을 기대한다.

### 휴대폰결제 시장의 꾸준한 성장 기대

다날의 휴대폰 결제액은 디지털거래 감소에 따른 영향으로 2013년 1조 7,876억원에서 2014년 1조 7,972억원 YoY 0.5%로 성장폭이 둔화되는 모습을 보였다. 하지만 디지털 결제액이 감소한 반면 실물 결제액은 꾸준히 증가하여 실물 중심의 성장은 지속되고 있음을 보여준다. 또한 6월 1일부터 시행되는 휴대폰 소액결제 한도 상승(50만원)은 휴대폰결제 시장의 지속적인 성장을 이끌 것으로 판단한다. 다날의 휴대폰결제는 연 10% 수준의 꾸준한 성장을 지속하는 Cash Cow 역할을 할 것으로 예상된다.

### 텐페이를 통한 중국 관광객 결제 수요 확보

다날은 텐센트와의 계약으로 중국 최대 SNS 메신저인 Wechat을 통해 중국 관광객이 국내에서 텐페이를 바코드로 결제 가능한 서비스를 제공하게 되었다. 확보된 가맹점 이외에도 면세점, 백화점 등 가맹점 확대를 진행하고 있으며 향후 다날의 신 성장 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 기대한다.

### 미국 법인 손실 폭 축소 기대

신규 인증서비스 매출 발생으로 적자를 지속해온 미국 법인의 손실 폭이 축소될 것으로 판단한다. 단, 휴대폰 결제에 대한 미국 현지 부정적 이슈로 인해, 턴어라운드에는 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

### 2015년 실적은 매출액 1,079억원, 영업이익 49억원 전망

2015년 매출액은 1,079억원(YoY, +9.5%), 영업이익 49억원(YoY, +19.5%)을 전망한다.

## Not Rated

CP(7월3일): 9,700원

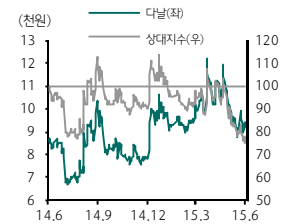
### Key Data

KOSDAQ 지수(pt)	769.26
52주최고/최저(원)	12,500/7,020
시가총액(십억원)	209.6
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	21,603.2
60일 평균 거래량(천주)	1,735.5
60일 평균 거래대금(십억원)	19.6
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.01
주요주주 지분율(%)	
박성찬 외 1인	18.74
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.6) 14.8 9.1
상대	(16.3) (17.4) (21.9)

### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	106.0	121.0
영업이익(십억원)	5.0	12.0
순이익(십억원)	(1.0)	6.0
EPS(원)	77	349
BPS(원)	4,611	4,999

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	118.1	98.5	107.9	118.7	134.1
영업이익	십억원	4.5	4.1	4.9	8.9	12.7
세전이익	십억원	1.7	3.1	1.7	7.9	12.8
순이익	십억원	3.0	2.8	2.5	7.8	11.1
EPS	원	147	137	115	361	516
증감률	%	(132.0)	(6.8)	(16.1)	213.9	42.9
PER	배	63.94	59.13	84.29	26.88	18.81
PBR	배	2.00	1.65	1.98	1.85	1.68
EV/EBITDA	배	27.92	28.66	31.79	20.56	15.10
ROE	%	3.74	3.02	2.52	7.54	9.88
BPS	원	4,709	4,899	4,893	5,254	5,770
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤  
02-3771-7735  
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>118.1</b>	<b>98.5</b>	<b>107.9</b>	<b>118.7</b>	<b>134.1</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	118.1	98.5	107.9	118.7	134.1
판매비	113.6	94.4	103.0	109.8	121.4
<b>영업이익</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>4.9</b>	<b>8.9</b>	<b>12.7</b>
금융손익	(4.6)	(2.3)	(2.0)	(2.0)	(1.9)
종속/관계기업손익	(0.2)	(2.6)	(2.1)	(1.0)	0.5
기타영업외손익	2.1	4.0	1.0	2.0	1.4
<b>세전이익</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>1.7</b>	<b>7.9</b>	<b>12.8</b>
법인세	1.5	2.8	1.5	2.0	2.8
계속사업이익	0.2	0.3	0.3	5.9	9.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>5.9</b>	<b>9.9</b>
포괄이익	(2.8)	(2.5)	(2.2)	(1.9)	(1.2)
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>7.8</b>	<b>11.1</b>
지배주주포괄이익	1.4	3.2	1.1	24.9	41.9
NOPAT	0.5	0.4	0.7	6.7	9.9
EBITDA	8.2	6.8	7.3	11.1	14.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	16.1	(16.6)	9.5	10.0	13.0
NOPAT증가율	(125.0)	(20.0)	75.0	857.1	47.8
EBITDA증가율	412.5	(17.1)	7.4	52.1	32.4
(조정)영업이익증가율	(314.3)	(8.9)	19.5	81.6	42.7
(지분법제외)순이익증가율	(137.0)	(6.7)	(10.7)	212.0	42.3
(지분법제외)EPS증가율	(132.0)	(6.8)	(16.1)	213.9	42.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	6.9	6.9	6.8	9.4	11.0
(조정)영업이익률	3.8	4.2	4.5	7.5	9.5
계속사업이익률	0.2	0.3	0.3	5.0	7.4

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	147	137	115	361	516
BPS	4,709	4,899	4,893	5,254	5,770
CFPS	954	859	353	542	700
EBITDAPS	407	332	339	512	681
SPS	5,842	4,780	5,017	5,493	6,207
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	63.9	59.1	84.3	26.9	18.8
PBR	2.0	1.7	2.0	1.8	1.7
PCFR	9.9	9.4	27.5	17.9	13.9
EV/EBITDA	27.9	28.7	31.8	20.6	15.1
PSR	1.6	1.7	1.9	1.8	1.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.7	3.0	2.5	7.5	9.9
ROA	1.1	1.0	0.9	2.7	3.7
ROIC	0.4	0.4	0.7	6.6	9.5
부채비율	238.8	200.0	207.9	204.1	193.0
순부채비율	51.1	36.4	35.3	30.9	24.0
이자보상배율(배)	0.8	1.1	1.4	2.6	3.7

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>230.3</b>	<b>208.6</b>	<b>216.8</b>	<b>231.2</b>	<b>248.9</b>
금융자산	77.0	59.7	60.7	64.8	70.0
현금성자산	50.8	33.2	33.7	37.0	41.4
매출채권 등	21.5	19.9	20.7	21.5	22.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	131.8	129.0	135.4	144.9	156.6
<b>비유동자산</b>	<b>55.3</b>	<b>60.0</b>	<b>59.7</b>	<b>59.9</b>	<b>60.7</b>
투자자산	14.3	20.4	22.0	23.8	26.1
금융자산	7.5	8.0	8.7	9.6	10.9
유형자산	1.7	1.3	1.2	1.2	1.2
무형자산	31.0	28.5	26.6	25.0	23.6
기타비유동자산	8.3	9.8	9.9	9.9	9.8
<b>자산총계</b>	<b>285.7</b>	<b>268.6</b>	<b>276.5</b>	<b>291.1</b>	<b>309.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>188.4</b>	<b>164.5</b>	<b>171.5</b>	<b>180.0</b>	<b>188.1</b>
금융부채	114.0	84.4	84.4	86.9	88.4
매입채무 등	17.1	16.5	17.7	18.9	20.4
기타유동부채	57.3	63.6	69.4	74.2	79.3
<b>비유동부채</b>	<b>12.9</b>	<b>14.5</b>	<b>15.1</b>	<b>15.4</b>	<b>15.9</b>
금융부채	6.1	8.0	8.0	7.5	7.0
기타비유동부채	6.8	6.5	7.1	7.9	8.9
<b>부채총계</b>	<b>201.3</b>	<b>179.1</b>	<b>186.7</b>	<b>195.4</b>	<b>204.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>89.9</b>	<b>96.9</b>	<b>99.4</b>	<b>107.2</b>	<b>118.4</b>
자본금	10.2	10.5	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	83.4	86.9	86.9	86.9	86.9
자본조정	(6.3)	(6.3)	(6.3)	(6.3)	(6.3)
기타포괄이익누계	(2.9)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
이익잉여금	5.5	8.4	10.8	18.6	29.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(12.7)</b>
<b>자본총계</b>	<b>84.3</b>	<b>89.5</b>	<b>89.8</b>	<b>95.7</b>	<b>105.7</b>
순금융부채	43.1	32.6	31.7	29.5	25.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>(0.8)</b>	<b>10.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>5.5</b>
당기순이익	0.2	0.3	0.3	5.9	9.9
조정	13.5	9.1	3.8	1.8	0.5
감가상각비	3.7	2.7	2.4	2.2	2.0
외환거래손익	0.1	0.1	0.0	0.0	(0.0)
지분법손익	0.2	2.6	2.1	1.0	(0.5)
기타	9.5	3.7	(0.7)	(1.4)	(1.0)
자산/부채의 변동	(14.5)	1.0	0.4	(3.6)	(4.9)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(9.0)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(5.2)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(2.7)</b>
투자자산감소(증가)	(0.5)	(4.2)	(4.2)	(2.4)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(1.4)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
기타투자활동	(7.1)	(0.1)	(0.5)	(0.8)	(0.8)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>26.3</b>	<b>(23.5)</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>
금융부채증가(감소)	(3.3)	(27.7)	0.0	2.0	1.0
자본증가(감소)	19.4	3.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	10.2	0.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>16.5</b>	<b>(17.6)</b>	<b>0.4</b>	<b>3.3</b>	<b>4.4</b>
Unlevered CFO	19.3	17.7	7.6	11.7	15.1
Free Cash Flow	(3.0)	10.1	4.0	3.6	4.9



투자의견 분류 및 적용

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급 비율

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	83.3%	16.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2015년 3월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 7월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2015년 7월 6일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

