

2012. 12. 06

Analyst

윤태빈 02) 3777-8563

taebin@kbsec.co.kr

코나아이 (052400)

기업코멘트

투자의견 Not Rated

목표주가 N/A

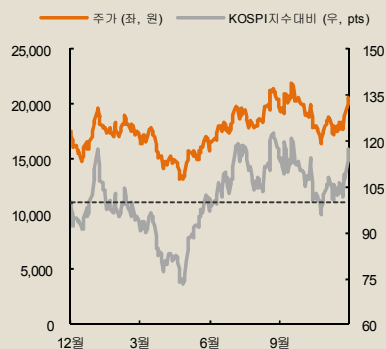
Upside / Downside (%)	n/a
현재가 (12/05, 원)	20,700
Consensus target price (원)	n/a
Difference from consensus (%)	n/a

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2009	2010	2011	2012C
매출액 (십억원)	65	85	120	146
영업이익 (십억원)	8	17	23	26
순이익 (십억원)	9	11	15	19
EPS (원)	1,526	1,395	1,795	2,003
증감률 (%)	21.1	(8.6)	28.7	11.6
PER (X)	9.1	10.0	9.2	10.3
EV/EBITDA (X)	9.4	7.3	7.1	n/a
PBR (X)	2.5	2.2	2.2	n/a
ROE (%)	27.2	21.4	22.0	23.2

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.7	7.3	24.7	18.3
KOSPI대비 상대수익률	11.7	3.4	16.6	17.0



Trading Data

시가총액 (십억원)	202
유통주식수 (백만주)	7
Free Float (%)	69.0
52주 최고/최저 (원)	21,900 / 13,200
거래대금 (3M, 십억원)	3
외국인 소유지분율 (%)	4.3
주요주주 지분율 (%)	조정일외 26.0
Fnguide, KB투자증권	

글로벌 스마트카드 시장 확대 수혜

코나아이는 스마트카드 핵심기술 COS (자바 오픈 플랫폼 기반의 IC Chip OS)를 자체 개발, 제조, 판매하는 스마트카드 기업이다. 2013년부터 중국을 필두로 글로벌 스마트카드 시장은 연간 10%이상 성장의 성장이 예상된다. 또한 2015년까지 연평균 20% 이상의 성장이 예상되는 전자월렛 시장 전망에 따라 CHIP 수요 증가 및 전자월렛 보안을 담당하는 동사의 신규 사업 TSM (Trusted Service Manager)솔루션의 중요성이 부각될 가능성이 높다. 특히 코나아이는 2013년 중국 정부의 IC Chip 카드 Migration 정책 추진, 내수경기 활성화, 중국 스마트폰 보급률 증가에 따른 USIM칩 실적 성장에 따른 수혜가 예상되며, 글로벌 시장점유율 확대 추이에 주목이 필요하다.

2013년부터 중국을 필두로 글로벌 스마트카드 시장 본격적으로 성장할 전망

글로벌 스마트카드시장은 2020년까지 평균 10% 이상 꾸준히 성장할 전망이다. 특히 Europay, Master, Visa가 도입한 글로벌 신용카드 스마트카드 migration율은 2Q12 기준 44.1% 수준이며, 글로벌 최대 시장 중국과 미국이 미적용 된 점을 감안시 여전히 성장 잠재력이 높다. 또한 중국 정부의 2011년 6월 IC Chip 카드 Migration 정책 (2015년 까지 모든 지불카드를 스마트카드로 교체) 및 인도와 브라질 정부의 정책 등은 시장성장 기여에 긍정적이다. 중국의 경우 2011년 중국 신용카드 발급매수는 직불카드 대비 여전히 12% 수준으로, 현 640만장 수준의 스마트카드 신용카드는 2015년 23억장까지 증가할 전망이다. 또한 Euromart는 인도시장 향후 6년간 43% 수준 성장을 예상하였다.

4Q12부터 중국 실적 필두로, 해외 실적 모멘텀 가속화

2013년 중국 실적은 중국 메이저 은행 Pilot 제품 (초도물량) 공급을 필두로 2012년 대비 최소 +400% 수준 이상 증가한 300억원 수준을 기록할 전망이다. 특히 중국을 비롯한 태국 인도의 수주 및 IC migration 지연, 이란과의 외환거래 중단과 같은 일시적 이슈로 인해 3Q12 누적 매출액은 전년대비 +5.4% 증가한 384억원 수준에 그쳤으나, 4Q12 100억원 수준의 수주 중 60억원 수준 매출인식을 필두로 2013년 해외 실적 성장폭은 더욱 부각될 전망이다. 이는 2013년 중국 5개 메이저 은행 별 발급 카드 6~7천만매 기준, 은행별 통상적인 3밴더 선정 및 공급단가 \$1.3~1.4 등의 보수적인 변수를 감안해도 충분히 달성 가능한 수준이다.

신성장 동력 TSM 솔루션 사업부문 중장기 성장 모멘텀 부각 될 전망

2013년 초 동사가 신규 사업으로 시작하는 Trusted Service Manager (이하 TSM) 솔루션 서비스 시장은 Frost & Sullivan에 따르면 2015년 약 4억5천만 달러까지 성장할 전망이다 (+74% CAGR, 10~15). TSM 비즈니스는 향후 NFC (Near Field Communication) 결제 eco-system內 통신사업자 (MNO)와 카드발급은행 (CIB)를 중개, 즉 온라인상의 공인인증서와 유사한 보안 모듈 역할 및 결제를 위한 SE (Secure Element) 업데이트의 역할의 중요성이 대두될 전망이다.

벨류에이션 메리트 여전, 新 모바일결제 Eco-system 대응 준비 긍정적

2013년 공식적인 가이드는 IR시 제시되지 않았으나 2013년 중국을 비롯한 해외 실적 급증을 통해 2012년 가이드선 실적 대비 30% 수준의 성장 가능성을 피력하였다. 현 주가는 컨센서스 기준, 2013 Fwd PER 7X 수준으로 역사적 PER 평균 9X, 국내 동종업계 평균 11X, 글로벌 1위 사업자 제말토 23X 대비 현저히 저평가 거래되고 있다. 동사의 글로벌 점유율은 2% 수준으로 1위 사업자 제말토 대비 현저히 적지만, 글로벌 납품 국가 및 거래처가 꾸준히 증가하고 있다는 점, 중국 시장내 확고한 입지에 따른 실적 성장이 예상된다는 점은 긍정적이다.

코나아이 4개 사업부 [뱅킹, 통신, 공공분야, 솔루션] 성장 및 지속 가능성 기대

4개 사업부 [뱅킹, 통신, 공공분야, 솔루션] 성장 및 지속 가능성 有

코나아이는 금융 (신용카드, 직불/체크카드, COB), 통신 (USIM, NFC 제품, M2M), 공공분야 (전자여권, 전자주민증, 헬스카드), 솔루션 (TSM, 보안서버, SCMS) 사업부로 크게 4가지 사업영역에 주력하고 있다. 특히 뱅킹 사업은 중국을 비롯한 글로벌 마그네틱카드 → IC카드 전환, 통신 사업은 어떠한 결제수단이 활성화 되도 유심카드는 보급되는 단말기 증가에 따라 성장할 전망이다. 특히 KB투자증권은 향후 스마트 결제 Eco-system內 동사의 신성장 동력인 솔루션 TSM의 중요성 및 역할이 부각될 것으로 판단하기에, TSM 사업에 주목이 필요하다는 판단이다.

그림 1. 뱅킹 사업

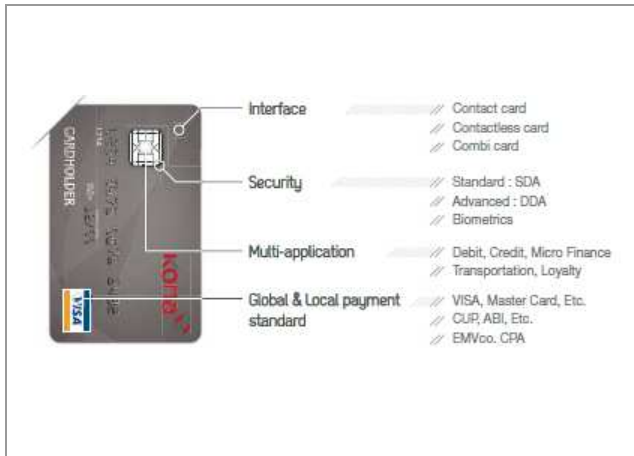


그림 2. 통신 사업

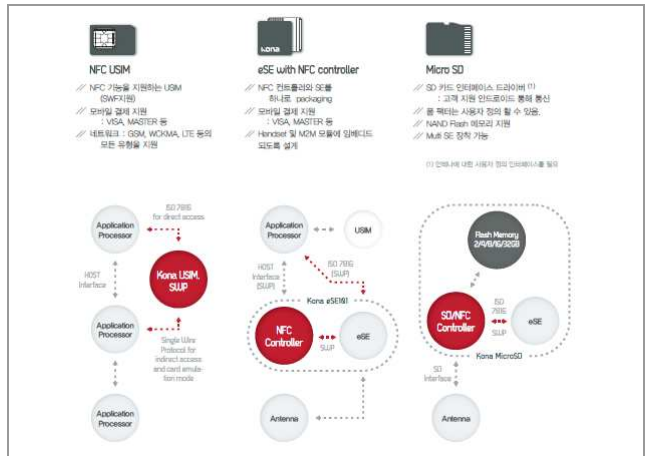
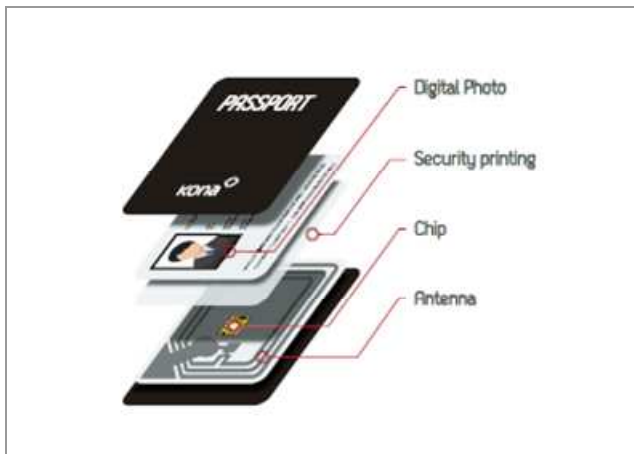
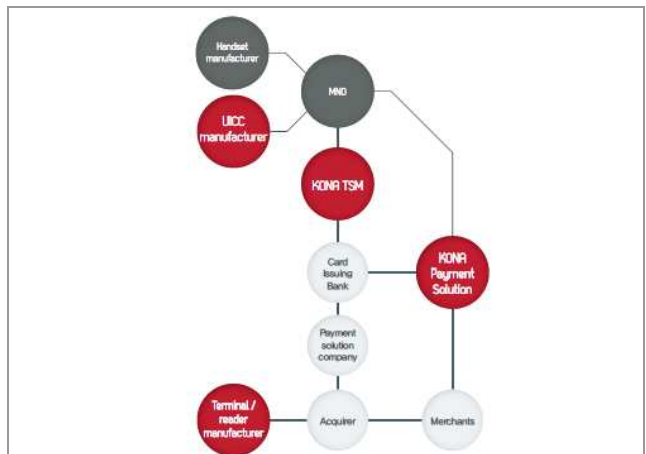


그림 3. 공공분야 사업



자료: 코나아이, KB투자증권

그림 4. 솔루션 사업

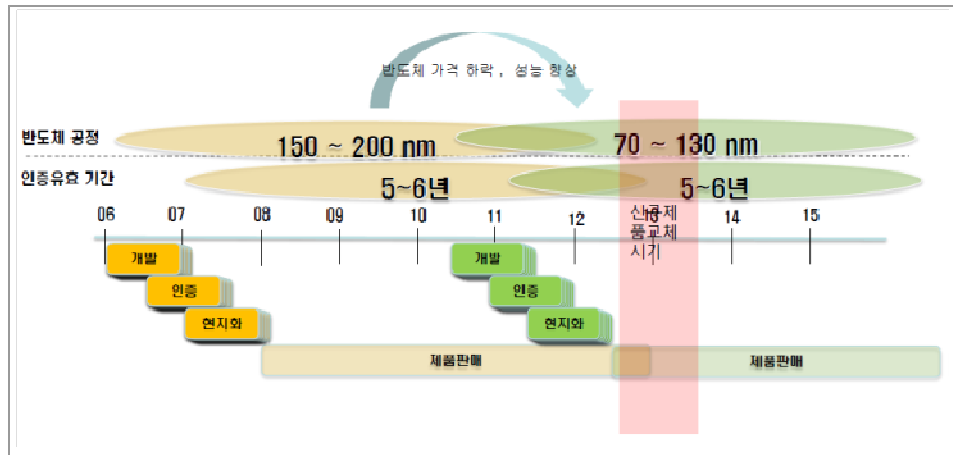


자료: 코나아이, KB투자증권

"개발-인증-현지화-판매" 산업의 특성, 코나아이 경쟁력 확보

칩 산업 특성상, "개발-인증-현지화-판매" 순으로 매출이 이루어지므로, 2년여의 매출 준비기간이 필요하며, 고객사 공급이 한번 시작되면 수년간 안정적으로 납품된다. 이러한 산업의 특성은 소규모 회사의 신규 시장 진출에 걸림돌이 되는 진입장벽이 되며, 현지화를 위한 다수의 인력 확보가 중요한 요인이라고 볼 수 있다.

그림 5. 제품 판매 벨류체인 [개발 - 인증 - 현지화 - 판매]



자료: 코나아이, KB투자증권

금융 (신용카드, 직불/체크카드, CCB) 부문 : 2013년부터 중국을 필두로 글로벌 스마트카드 시장 본격적으로 성장할 전망

스마트카드 migration을 44% 수준, 여전히 중국 미국 미적용

Europay, Master, Visa가 도입한 신용카드 스마트카드 migration율은 2Q12 EMVco 글로벌 기준, 44.1% 수준이며, 글로벌 최대 시장 중국과 미국이 미 적용 된점을 감안시 여전히 성장 잠재력이 높다는 판단이다. 또한 중국 정부의 2011년 6월 IC Chip 카드 Migration 정책 발표 (2015년 까지 모든 지불카드를 스마트카드로 교체) 및 인도와 브라질 정부의 정책적 변화 시장성장 기여 전망은 긍정적이다. 또한 Euromart는 인도시장 향후 6년간 43% 수준 성장을 예상하였다.

중국의 신용카드이용률
신용카드결제율 현황

중국의 은행카드업은 1985년 中國銀行 (BoC)에서 은행카드를 처음 발급하면서 시작되었으며, 1993년 강택민 총서기의 골든카드 프로젝트 이후, 2002년 중국은행업협회의 설립 등을 통해 급 성장하고 있는 모습이다. 2011년 기준, 중국 신용카드이용률과 신용카드결제율은 전년대비 각각 +20.7%, +1424% 증가한 62.3%, 32%를 기록하였다.

신용카드 전체 발급 카드 대비
발급 비중 12% 수준, 성장 잠재력
높음

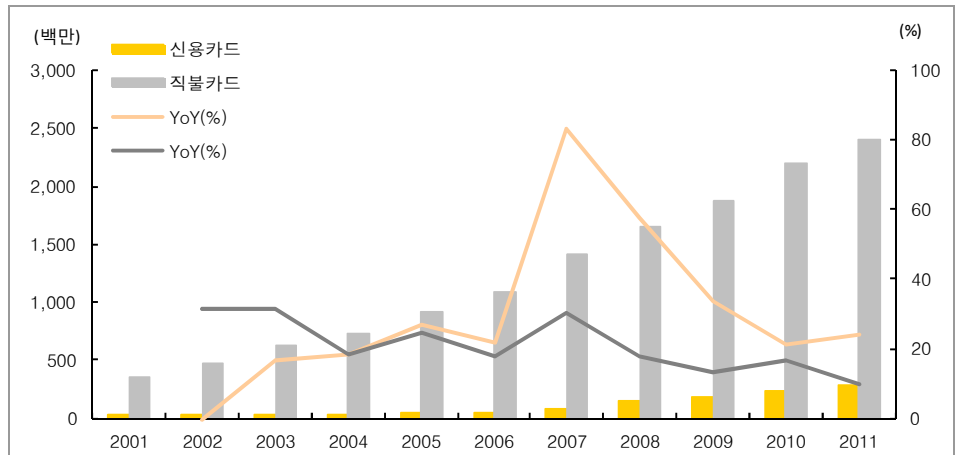
2011년말 은행카드 발급매수는 27.4억매 수준으로 파악되며, 2010년 24.2억매 (1인당 1.8매 vs. 한국 2.4매)대비 증가추이가 지속되는 모습을 보인다. 이중 2011년도 신용카드가 전체 발급 카드 대비 비중은 12% 수준으로 여전히 국내 신용카드 사용 비중 62%수준 대비 현저히 낮은 수준이며 여전히 성장 잠재력이 높다고 판단된다.

마그네틱카드 → IC칩 카드
전환추이 확산

中國銀行 (BoC)도 확산

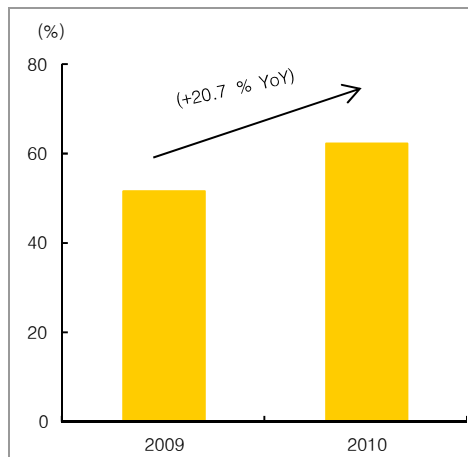
또한 전세계적으로 은행카드 사고위험을 방지, 1개 카드로 다양한 업무의 수행을 위해 기존 마그네틱카드에서 IC칩 카드로 전환하고 있는 추이를 확인할 수 있다. IC카드는 마이크로프로세서와 메모리가 내장되어 결제수단으로 사용되고 있으며, 특히 中國銀行 (BoC)에서도 이러한 글로벌 추이에 맞춰, 12차 5개년 계획 (2011~2015) 금융 IC카드 전면 확산 추진을 밝혔다. 중국 정부의 2011년 6월 IC Chip 카드 Migration 정책 발표 (2015년 까지 모든 지불카드를 스마트카드로 교체)를 감안, 현 640만장 수준의 스마트카드 신용카드는 2015년 23억장까지 증가될 전망이다. 이는 세계 스마트 결제카드의 30% 수준이며, 천억 RMB 수준이 소요될 예정이다.

그림 6. 중국 직불/신용카드 발급 추이



자료: 한국은행, KB투자증권

그림 7. 중국 신용카드이용률



자료: 中國銀行業協會

주: 카드이용율은 발급카드중 1회이상 사용비율, 결제율은 전체 구매대비 비율

그림 8. 중국 신용카드결제율

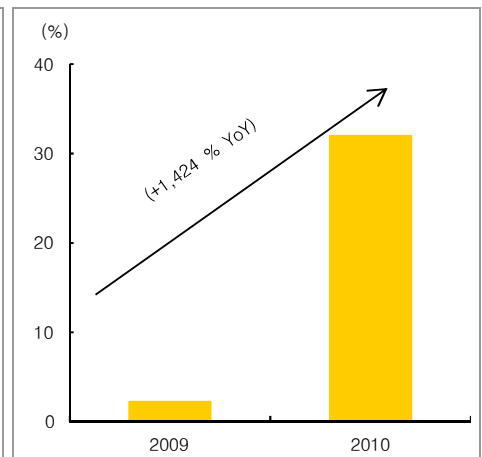


표 1. [2Q12 기준] Worldwide EMV Deployment and Adoption

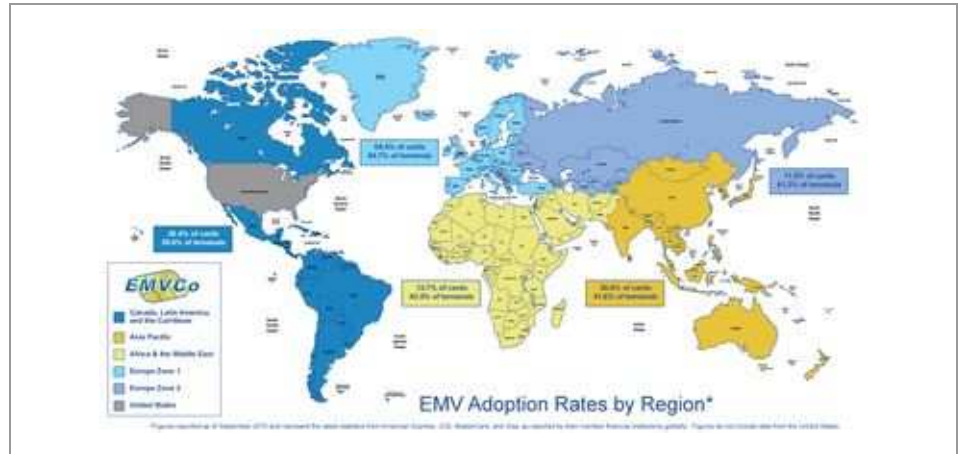
(단위: 개)	EMV Cards	Adoption Rate	EMV Terminals	Adoption Rate
"Canada, Latin America, and the Caribbean"	360,654,023	45.5%	4,716,000	68.2%
Asia Pacific	372,567,181	27.3%	4,470,000	47.5%
"Africa & the Middle East"	34,603,295	20.9%	480,000	71.5%
Europe Zone 1	740,099,912	80.9%	11,220,000	94.3%
Europe Zone 2	41,839,584	15.0%	678,800	64.6%
United States †				
TOTALS	1,549,463,995	44.1%	21,564,800	72.0%

자료: EMVCo

주: 음영부분 미국 미적용 n/a

[표1]와 [그림 9] 참고, 전세계적으로 IC카드로의 전환은 한국, 유럽을 포함 이미 30여개국을 상회하는 국가에서 진행하고 있으며 미국과 중국의 침투율이 가장 낮은 것을 알 수 있다.

그림 9. Worldwide EMV Deployment and Adoption

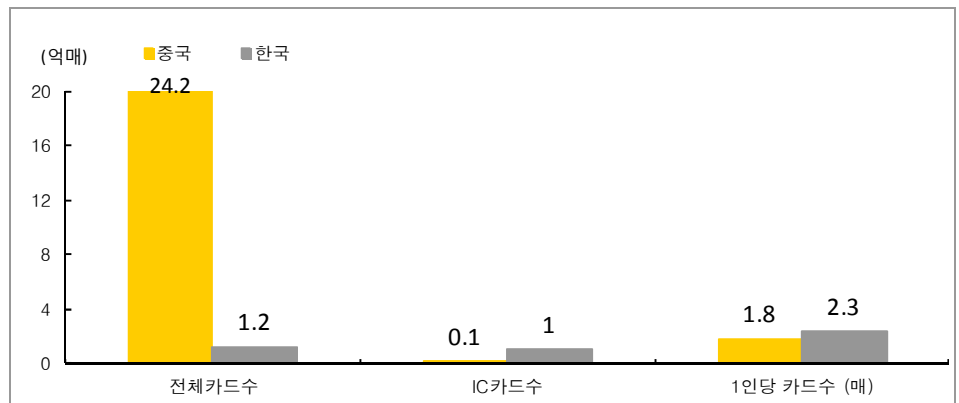


자료: EMVCo

한국 vs. 중국 IC카드 비교

한국의 IC카드 발급은 1Q11기준 1.2억매, 전환율은 86.4% 수준이다. 반면, 중국의 경우, IC카드 발급은 2010년말 약 900만매로서 IC카드 전환율은 0.4%에 불과하다는 점을 감안시, 중국 IC카드 시장의 성장 잠재력이 높을 수밖에 없다는 판단이다.

그림 10. 중국 vs. 한국 IC카드 발급 현황



자료: 중국인민은행, 한국은행 북경사무소
주: 한국 1Q11, 중국 2010기준

통신 (USIM, NFC 제품, M2M) 사업부 : 코나아이, 국내외 NFC 스마트시장 성장에 따라 직간접적 수혜 전망

NFC 모바일결제서비스 생태계 급변中, 코나아이 최종 수혜

최근 국내외 NFC 모바일결제 서비스 생태계가 급변하고 있으며, 코나아이의 통신 사업부 실적 모멘텀에 긍정적인 전망이다. 모바일결제 시장에 대한 시장성장 수치는 많은 리서치 기관별로 다소 상이하지만, 공통적으로 시장 자체의 급성장 추이 전망은 동일하다. Jupiter Research에 따르면 NFC를 포함한 글로벌 모바일결제 시장규모는 2015년 6,700억 달러까지 확대, Yankee Group에 따르면 2011년 2,500억 달러에서 2015년 8,000억 달러 규모로의 성장을 예상하였다. Gartner는 글로벌 모바일 전자결제 이용인구는 +26% CAGR 2009~2016예상하며 글로벌 결제시장 참여자 또한 증가할 것으로 예측하였다.

표 2. 지역별 전자결제(모바일결제) 이용 인구 추정

지역	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Western Europe	4,519	9,418	15,974	22,784	29,734	36,886	44,144	51,514
North America	1,905	8,260	19,111	32,788	46,518	60,853	75,514	90,653
Asia/Pacific	41,865	55,265	69,622	85,031	102,064	120,822	141,364	163,642
Eastern Europe	954	1,002	2,226	3,882	5,694	7,729	9,935	12,447
Middle East	186	524	935	1,527	2,326	3,440	4,710	6,019
Africa	16,559	32,396	45,539	57,751	69,694	80,530	91,034	101,336
Latin America	4,012	5,578	7,058	8,456	10,479	13,373	17,268	22,314
Total	70,000	112,443	160,465	212,219	266,509	323,633	383,969	447,925

자료: 가트너, KB투자증권

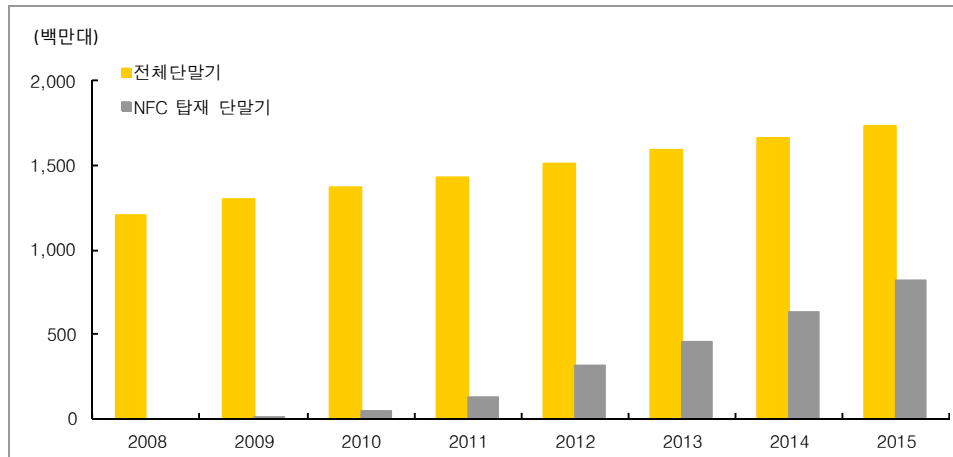
USIM 용량 및 Application 증가 → 판매 단가 상승

KB투자증권은 Smartphone에 NFC의 채용률이 지속적으로 증가함에 따라 선진시장에서는 USIM 용량 및 Application (신용카드, 마일리지 카드, 가상화폐 등) 개수가 증가할 것으로 예상되며 그에 따라 결국 판매 단가가 상승할 것으로 기대한다. 또한 Application의 증가에 따라 다양한 인증을 보유한 업체들의 경쟁력이 더욱 강화될 전망이다.

글로벌 경쟁력 1위사업자 대비 80~90% 수준까지 성장

동사는 100개 이상의 국제 인증 제품을 보유(Global No 4 해당)하였으며, 현재에도 60여개국 이상의 국가에서 지속적으로 사업 현지화를 위한 인증/개발에 선 투자를 진행하고 있다. 국제 인증 제품 수는 글로벌 1위 그룹 제발토의 80~90% 수준으로 추정되고 있다. 코나아이는 선제적으로 글로벌 스탠다드 설정 및 주도해나갈 능력은 뒤쳐지나, 제조 능력에 있어서 1위 사업자인 제발토 대비 이미 대동소이한 수준의 경쟁력을 보유한 것으로 파악된다.

그림 11. 글로벌 NFC 탑재 단말기 추이



자료: Visiongain, 언론

주: 2012~2015 KB투자증권 IT 핸드셋 예상치 참고

국내시장 시장참여자들간 의견 조율 가속화

최근 국내 NFC 결제 환경 또한 글로벌 트렌드에 동참하고 있는 상황으로 보여진다. NFC 기술 개발로 인해, 스마트폰만 있으면 대중교통은 물론, 음식점, 의료서비스 등을 이용할 수 있는 기반은 이미 마련되었으나, 국내 NFC 시장은 관련 핵심 이해관계자들의 관계정립 난항으로 진행이 미진한 상황이다. 그러나 2012년 10월 18일 국립전파연구원은 방송통신위원회 주도로 SK플래닛, 국내 이통3사와 신용·교통카드사, 결제수수료를 받는 VAN사, 유심(USIM) 제조사, 솔루션사, 학계 및 유관기관(한국인터넷진흥원, 한국정보통신기술협회, 금융보안연구원, 한국무선인터넷산업연합회) 등이 모여 1년 이상 의견을 조율 후 근거리통신망(NFC, Near Field Communication) 기반의 모바일 터치 서비스 ‘애플릿 규격’과 ‘동글인터페이스 규격’을 국가표준인 방송통신표준(KCS) 제정하였다.

NFC 기반의 모바일 터치서비스 표준이 제정됨에 따라, 국내 스마트폰 사용자들은 통신사 및 제휴사의 통합된 서비스를 특정 통신사 및 제휴사에 관계없이 결제 및 쿠폰, 티켓 시스템 등을 사용할 수 있게 되었으며, NFC 관련사들의 실적 기대감 또한 유효해질 전망이다.

11월28일 정부 모바일 신용카드 발급 관련제도 피력

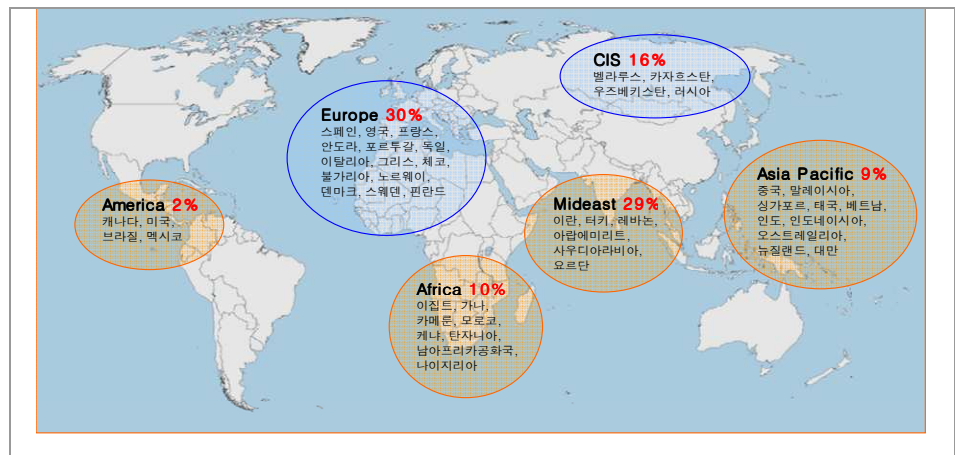
실제로 11월28일 정부는 28일 기획재정부 장관 주재로 위기관리대책회의를 열어 ‘서비스분야 정보기술(IT)활용 촉진방안’을 의결하였다. 금융감독원은 2013년 1분기에 플라스틱 신용카드 없이 모바일 신용카드를 발급받을 수 있도록 관련제도를 개선 계획이다. 현재는 플라스틱 신용카드를 보유한 사람에 한해 모바일 신용카드가 발급되고 있기에 많은 변화가 있을 전망이다.

또한 정부는 모바일 신용카드 발급 활성화를 위해 근거리통신망(NFC) 결제 인프라도 확산시킨다는 계획이다. 이를 위해 방송통신위원회는 NFC 탑재 단말기, 모바일 결제기 비중을 2015년까지 60%, 2015년까지 70%까지 확대키로 발표한 점등은 중장기적 동사의 USIM사업 및 TSM 사업부 수혜가 예상된다.

해외 통신사向 매출 확대 추이 2013년부터 본격적으로 발생할 전망

코나아이는 중동 및 남미 통신사向 매출 확대를 통해 USIM 사업 모멘텀을 모색할 전망이다. 2011년 중동向으로 최초 시작된 해외 통신 사업 (2011년 매출액 30억원수준)이 2012년에는 100억원으로 확대 예상되며, 브라질 등의 중남미 국가向 실적도 2012년 1분기부터 기록한 점은 긍정적이다. 2012년 해외 실적은 430억원 이상의 매출액이 기대되며, 현재 NFC 기능 채택 핸드셋 출시 비중이 22% 수준인 점을 감안시 향후 글로벌 통신사들의 NFC 핸드셋 채택을 상승에 따라 통신 USIM칩 실적은 더욱 가속화될 전망이다.

그림 12. 코나아이 지역별 매출 비중



자료: 코나아이, KB투자증권

애플 'passbook' vs. 구글 'wallet' 경쟁 → 코나아이 어부지리 [漁夫之利] 예상

2011년 말 구글은 NFC 모바일결제서비스 'Google Wallet' 서비스를 런칭 하였으며, 2012년 9월 애플 역시 아이폰5 출시와 함께 애플 'passbook'이란 월렛 서비스를 런칭 하였다. 휴대폰이 지갑이 된다는 기본 컨셉은 동일하다. 과거 상품을 구매하는 지불수단은 동전, 화폐, 카드, 온라인 PG 형태로 발전되어 왔으며 새로운 모바일결제서비스 수단의 등장으로 시장의 기대감이 강하다. KB투자증권은 애플과 구글 진영의 새로운 월렛시스템의 경쟁이 심해질수록, 코나아이와 같은 칩과 TSM 사업자의 역할이 중요해질 전망이며, 수혜로 직결될 전망이다.

최근 Venture Beat에 따르면, 아메리칸익스프레스 (미국 신용카드 MS 기준 4위)가 애플 '패스북'과 연동을 준비하고 있다고 하였으며, 애플이 현재 직접 결제영역까지 침범한 것은 아닌 듯 하지만, 구글 진영에서는 NFC 직접 결제 비즈니스 시장을 드라이브 하고 있는 입장에서 신경이 쓰일 수 밖에 없을 것이라는 판단이다.

그림 13. 애플 'Passbook' vs. 구글 'Google wallet'



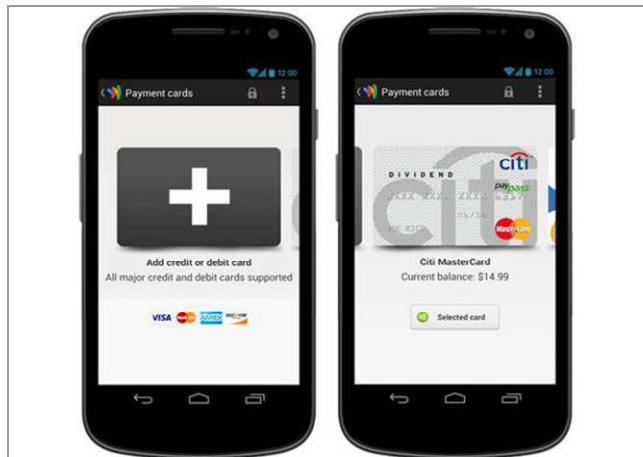
자료: 언론

그림 14. 애플 'Passbook'



자료: 애플, 언론

그림 15. 구글 'Google wallet'



자료: 구글, 언론

애플 'Passbook' 애플 'Passbook'은 각 merchants들이 제공하는 다수의 티켓앱, 멤버십 관리 앱, 프로모션 및 광고쿠폰 등을 따로 사용하는 불편을 없애고, 하나로 통합하자는 취지로 애플이 iOS에 추가한 서비스이다. 한 예로, 스타벅스 매장에서 애플의 패스북에 적립기능을 갖춘 선불결제카드(스타벅스 카드)를 등록 후 커피값 계산이 가능하다. 패스북은 시간과 장소를 인식하며 기기 화면을 꺼놓은 상태에서도 스타벅스 매장에 들어서면 화면에 스타벅스 카드가 자동적으로 표시된다.

구글 월렛 구글 월렛은 쉽게 말해 NFC 기술을 사용, 우리가 기존에 사용하던 IC 카드와 동일한 형태로 휴대폰을 IC카드로 사용할 수 있게 하는 서비스다. 또한 안드로이드 폴리스에 따르면, 구글은 11월 초 기존 Wallaby card와 유사한 실물 (physical) 카드를 발급하겠다는 방안을 발표하였다. 전자지갑 서비스 아이디어의 기원은 소비자들 다수의 신용카드 및 멤버십 카드를 보유해서 다니기 힘든 점에 대한 니즈와 기업들의 마케팅에 대한 니즈가 접목된 점을 생각해보면, 또 다른 실물 카드를 발급하겠다는 점에 대해 의문점이 생길 수 있다.

Eco-system內 여전히 통신사, 제조사, 플랫폼사업자 조율 중

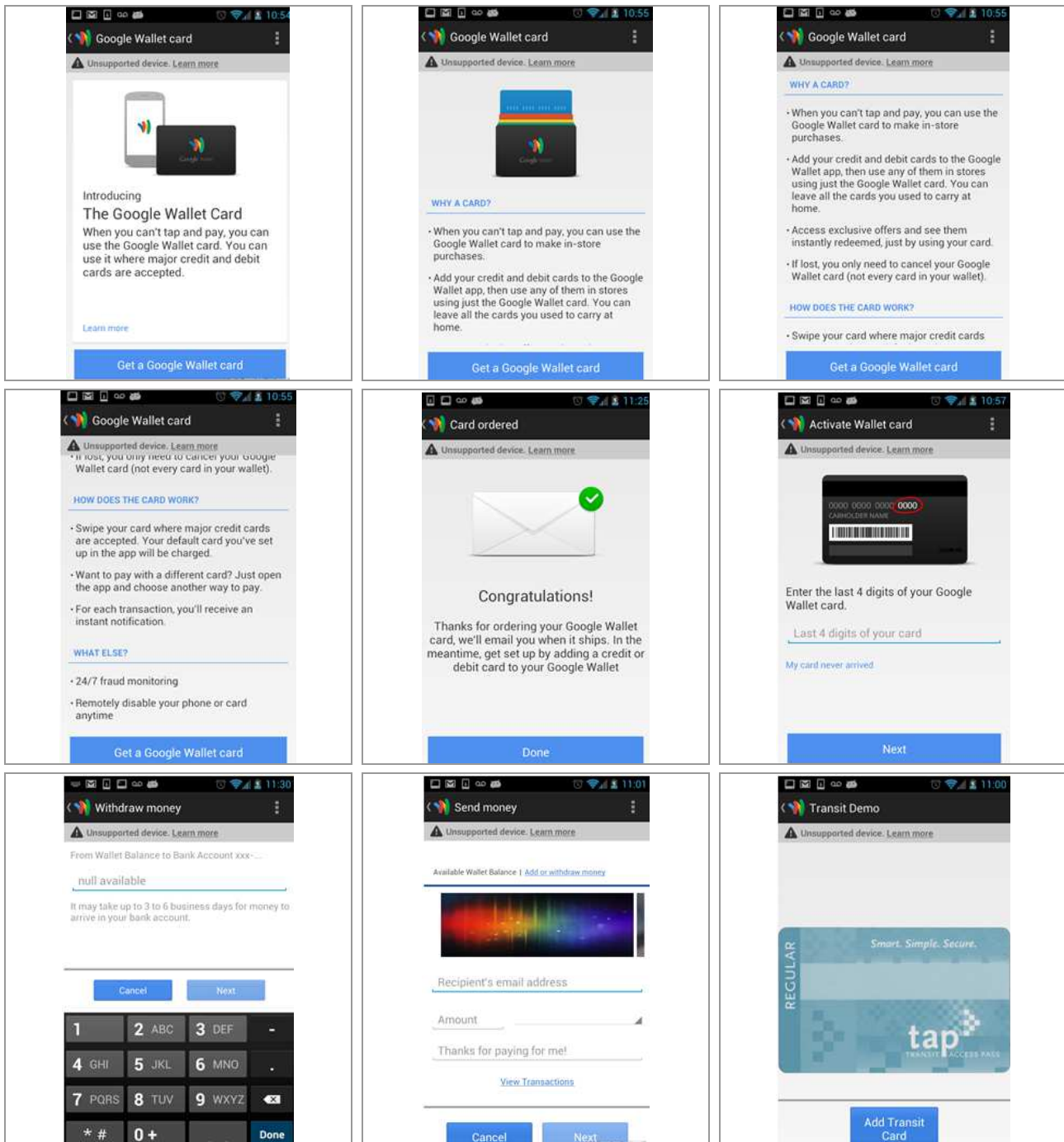
현재 결제 Eco-system內 통신사, 제조사, 플랫폼사업자 등의 이해관계가 정리가 되지 않은 상황 이기에 관계사들은 많은 시도를 하고 있는 산업 과도기이라 판단된다. 그러나 결국 여러 가지 월렛 서비스들 중 소비자들이 가장 편한 방법을 선택할 것이라 판단된다. 구글이 소비자들의 개인 은행 및 신용카드 정보를 바탕으로 여러 카드 정보를 월렛시스템에 입력 후, 현금 입출금, 신용카드 기능을 보유한 새로운 시도에 따른 변화에 주목이 필요할 것이다.

표 3. 시장 참여 사업자별 월렛 서비스 전망 비교

사업자	키워드	비고 (전망)
통신사	NFC	Restrictive NFC service due to burden of investment
	Open	SE open through NOP, But 1/3 service coverage
	New Payment Method	Learning curve & Few niche market
	Cooperation	Long & Winding road / overseas: ISIS, Project Oscar
핸드셋 제조사	Embedded SE	Google, Samsung (?)
	애플 패스북	Absolutely, Samsung, LG, HTC etc
플랫폼	앱스토어 계정	On-line Payment
	Cooperation	More flexible collaboration is available
신용카드사	Smart Wallet	No choice, applications will be merged into wallet
	Mobile Card	Visa/Master, BC, Pay-on, Mocca
	Cloud payment	Wallet integrated Cloud payment
	Cooperation	Telco-card vs. card alliance
은행	Wallet (w/ Bank account)	ROI
	Cooperation	Bank Union E-Wallet open leading by KFTC (Korea Financial Telecommunication & Clearing Institute)
유통사 / 리테일 체인 / 백화점	Smart Shopping	Wallet Solution meet the demand
	E-cash / Pre-paid cash	CashBee in Lotte Group vs. Shinsegae, CJ, GS Overseas: Union payment App development by 14 big retailers like Walmart, Best buy etc)

자료: 유비벨록스, KB투자증권

그림 16. Google Wallet card 사업 계획 발표 [11/2]



자료: Androidpolice

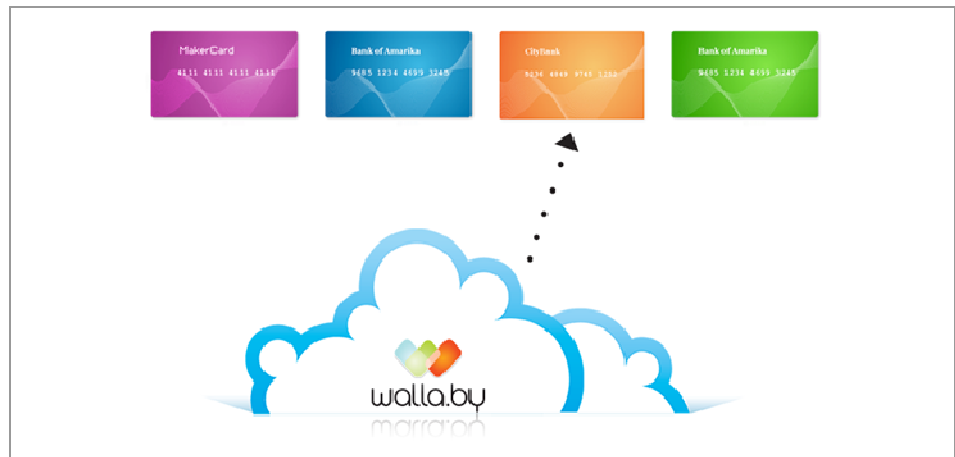
자료: Androidpolice

자료: Androidpolice

구글 월렛-실물 카드 전략 Wallaby 카드 전략과 유사

새롭게 구글이 선보인 구글 월렛-실물 카드 전략은 Wallaby 카드의 전략과 상당히 유사하다. 소비자들은 통상 소지하는 카드가 많아지면서 매 결제마다 신용카드의 마일리지, 포인트, 할인 등의 혜택을 생각한다. Wallaby는 2011년 설립된 벤처캐피털 회사이며, Wallaby Card에 소비자의 신용카드 DB를 연계, 언제 어디서든 Wallaby Card를 제시하면 자신이 소유한 카드들 중 그 결제 상황에 맞는 적합한 카드를 자동으로 선택해주게 되며 소비자들의 편의성을 상승시켜줄 가능성이 높다. 글로벌 스마트폰 보급에 따라 디지털 월렛, NFC와 같은 기술이 보급되면서 가상으로 이루어지는 디지털 결제는 지속적으로 증가할 것은 기정 사실로 생각된다.

그림 17. Wallaby Card



자료: Wallaby

애플 패스북과 구글 월렛의 차이

글로벌 메이저 IT 소프트웨어 기업들의 신규 모바일결제 수단 서비스의 차이는 실제로 스마트폰 사용자가 실제 '돈'의 컨트롤 유무의 차이로 볼 수 있다. 애플의 패스북은 '돈'을 컨트롤 하지 않으며 구글 월렛은 '돈'을 컨트롤 한다고 볼 수 있다. 다시 말해, 구글은 결제 단계에서의 편의에 집중하고 있고, 패스북은 티켓 관리에 중점을 두고 있다고 할 수 있다.

삼성전자 '삼성월렛' 서비스와의 역할 분담 가능성 기대감 유효

글로벌 안드로이드 기반 스마트폰 M/S 1위 삼성전자는 2012년 6월 '삼성월렛' 서비스의 연말 출시 계획 및 2012년 11월 KG이니시스와 모바일 지불 결제 사업 진행을 발표하였다. 사실상 삼성전자의 목표는 결제플랫폼 확보로 보여지며, 향후 기 발표된 삼성월렛 서비스 로드맵 및 진행 사항에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 추후 코나아이의 TSM (Trusted Service Manager) 솔루션과 삼성전자가 추진하고 있는 '삼성월렛' 서비스와의 역할 분담 가능성에 주목이 필요하다.

공공분야 (전자여권, 전자주민증, 헬스카드) 사업부문 : 국내외 수주 꾸준히 지속될 전망

코나아이 공공분야 태국
전자주민증 사업 수주를 필두로
가속화 될 전망.

코나아이의 해외 공공분야 수주는 2007년~2008년 태국 전자주민증 1차 사업 (2,600만장), 2010년~2011년 2차 사업 (총 2,600만장)등의 레퍼런스를 바탕으로 2013년에도 지속될 전망이다. 참고로, 2012년 태국 전자주민증 3차사업 (260억원 수준 예상)이 진행 중인것으로 알려졌으며, 현재 추가로 입찰에 참여한 수주가 여럿 있는 것으로 파악되었다. 추가로 인도와 같은 기타 이머징 국가에서도 전자의료보험증 및 전자주민증 사업을 2014년부터 본격적으로 도입할 계획이며 기타 동남아시아 또한 시스템을 도입할 계획을 하고 있다.

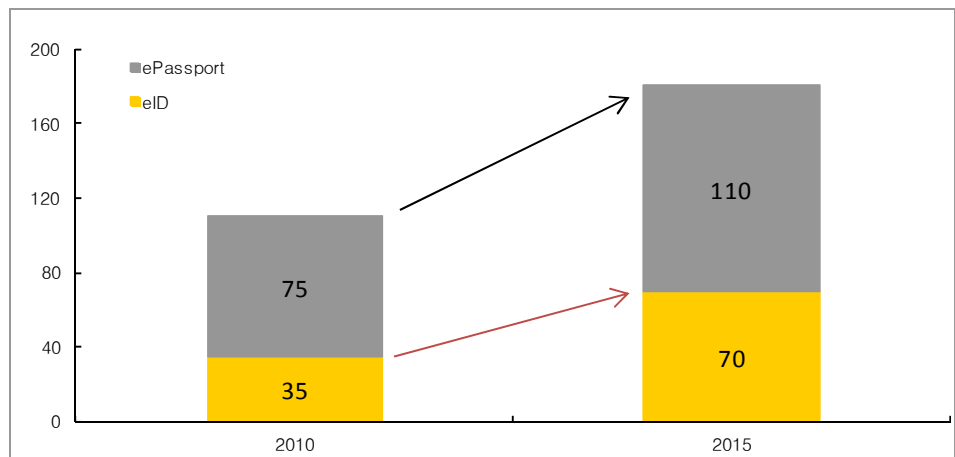
개발도상국 전자주민증 니즈
부각될 전망

개발도상국일수록 전자주민증과 같은 공공 ID 수요가 많으며, 각국의 정부가 현금/카드의 보안성 및 공무원들의 도덕성을 의심하여 공격적으로 전자지갑인프라 보급 의지가 강한 점등을 감안시, 향후 코나아이의 공공분야의 해외 수주가 지속될 가능성이 높다. 일 예로, 몇몇 아프리카 국가들의 정부가 빈곤층에 일정 생활보조금 전달하는 정책을 펼 경우, 중간 부패한 공무원들이 상당부분 갈취하는 경우가 생기는 일이 다반사였으며, 그에 따라 각 정부는 전자주민증을 보급하고 전자주민증(IC-CHIP/전자지갑)에 일정 생활보조금을 넣어주는 형태로 보조하는 형태로 이루어지고 있다.

2016년까지 90% 전세계 여권
스마트칩 탑재 전망

2009년 54개국에서 시작된 전자여권 및 유럽 시민 주민등록증카드 발급은 2011년 기준 75개국으로 확대되었으며, 2.4억개의 eID가 발급되며 급증하였다. 참고로, 글로벌 1위사업자인 제발토는 2016년 까지 90% 의 전세계 여권이 스마트칩을 탑재할 것으로 전망하였다.,

그림 18. Secure eDocuments 탑재 국가 증가 추이



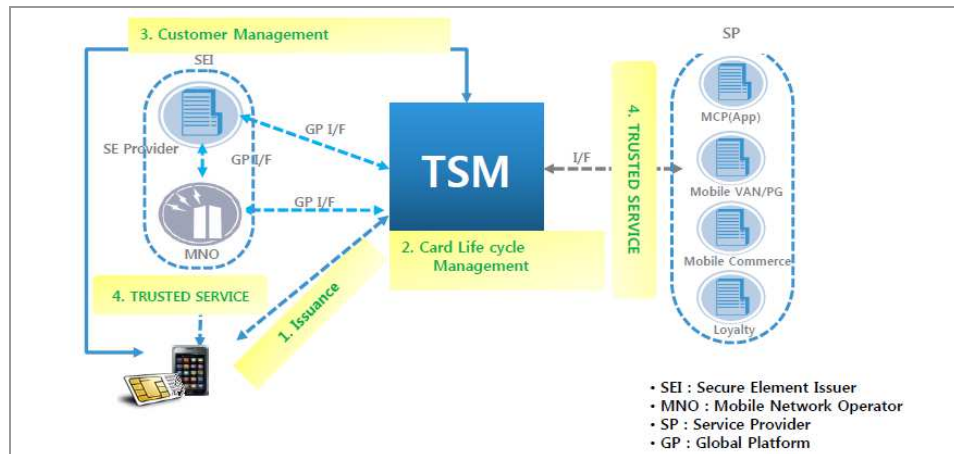
자료: Gemalto, KB투자증권

국내 공공분야의 경우, 전자주민증제도를 2013년부터 단계별 도입하여 2017년까지 IC칩 내장 예정이었으나, 여러 시민단체의 반대 등으로 현재는 국회에 계류되어 있는 상황이다. 그러나 코나아이는 과거 제발토가 과점하고 있던 전자여권 수주 입찰에 성공하여 2013년부터 전자여권 실적이 가시화될 전망이다.

솔루션 [TSM, 보안서버, SCMS] 사업부 2013년 코나아이 신성장 동력 등극 전망

KB투자증권은 앞서 기술하였듯, 코나아이의 솔루션 [TSM(신뢰기반서비스관리), SCMS(스마트카드관리시스템), MOC, PKI, 보안서버) 사업부 중 TSM 사업의 향후 모델템이 기대된다.

그림 19. TSM (Trusted Service Manager)

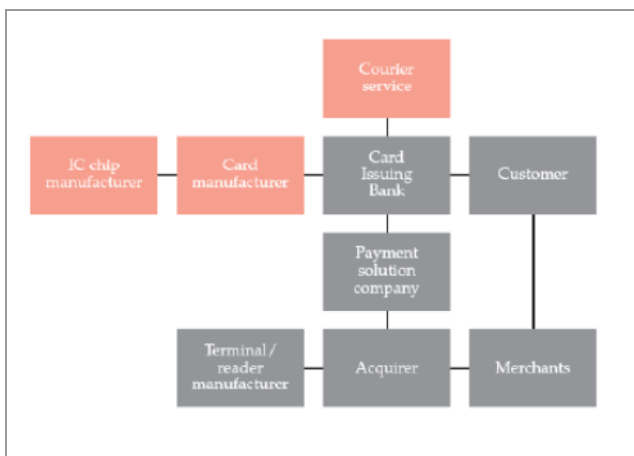


자료: 유비벨록스 테크컨퍼런스, KB투자증권

11월 27일 공식 IR에서 대표이사는, 2013년초 TSM 솔루션 비즈니스 모델을 발표할 계획이라고 밝혔으며, 본격적으로 2013년 상반기부터 실적 가시화를 예상하였다.

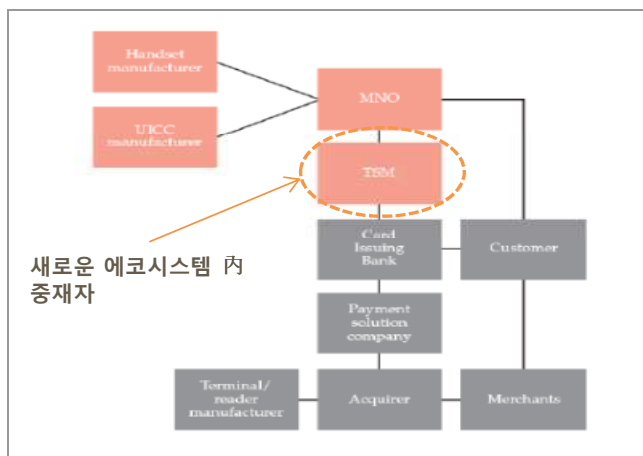
TSM이란, Trusted Service Manager로 신뢰받는 서비스 관리자라는 의미이다. 즉, 모바일결제 서비스에서 고객의 단말기를 통해 모바일 결제정보를 통신사를 통해 금융기관에 안전하고 효율적으로 전송하는 역할이 바로 TSM의 핵심 역할이다. Technical 측면에서 살펴보면, 서비스 제공자와 고객과의 채널에 대한 보안 및 신뢰성 보장, 다수의 서비스 제공자와 이용자의 인터페이스 역할을 한다. 또한 commercial 측면에서 살펴보면, 다수의 서비스 제공자와 제휴하여 고객에게 다양한 서비스를 제공하며 시장 활성화를 도모한다.

그림 20. 기존 신용카드 결제 에코시스템



자료: 언론종합

그림 21. 신규 모바일결제 에코시스템



SK C&C는 FDC (First Data Corporation)와 함께 2011년 4월 TSM 솔루션을 ‘구글월렛’ 서비스 제공을 하였으며, 글로벌1위 사업자인 제말토는 애플에 TSM 솔루션을 제공하고 있다. CSNEW에 따르면, SK C&C는 TSM 솔루션을 제공, FDC는 금융기관과 주요 채널에 대한 마케팅 및 서비스 운영을 맡는 형태로 5년간 2016년까지 독점 계약을 체결한 것으로 파악된다.

[표3] 시장참여자들, 즉 모바일결제 이해관계자들이 Mobey Forum 2009에서 밝힌 모바일결제 서비스에서 가장 중요하게 고려하는 두 가지는, ①결제를 위한 SE (Secure Element)와 ②결제 애플리케이션의 관리를 책임지는 TSM의 역할을 누가 하는 것이었다.

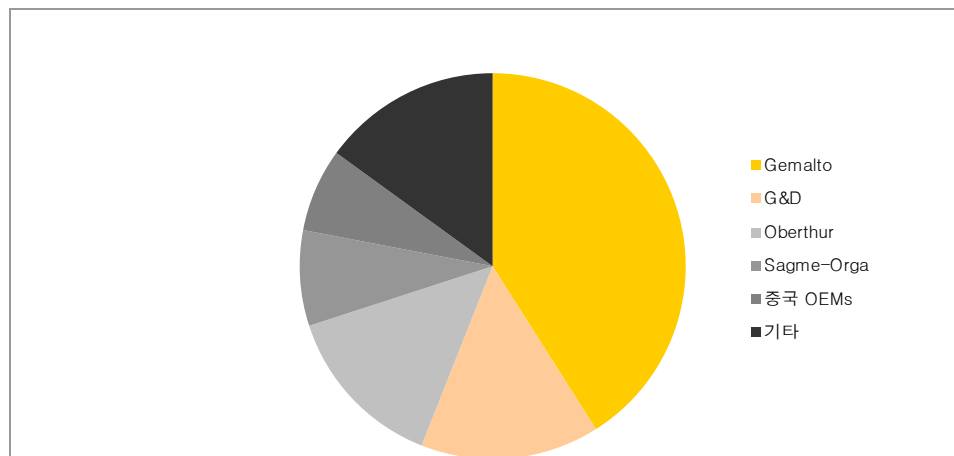
결국엔, 2013년 초 TSM 솔루션 비즈니스 모델 발표와 함께 향후 글로벌 메이저 플레이어들과의 TSM 협업 추이에 주목이 필요하다는 판단이다.

글로벌 경쟁사 현황 및 코나아이의 기타 영업 현황

글로벌 스마트카드시장은 유럽계
4개 업체가 80% 장악

2011년 10조원대로 추산되는 글로벌 스마트카드시장은 Gemalto, G&D(Gieseke & Devrient), Oberthur Technologies, Morpho(Sagem Orga)의 유럽계 4개 회사가 80% 이상을 과점하고 있는 상황이다. 그러나 수량기준 코나아이의 글로벌 시장 점유율 (수량기준)은 2009년 1% 미만에서 2011년 2% 수준으로 증가하였으며, 이러한 증가 추이는 전체시장의 성장과 함께 동사의 가격 경쟁력 및 중국 내 영업력을 통해 글로벌 점유율은 2012년 2%수준에서 2015년 5% 수준까지 확대될 것으로 예상된다.

그림 22. 글로벌 메이저 플레이어 시장점유율



자료: 회사자료, 가트너, ABI 리서치

산업특성상 M&A는 필수
글로벌 1위 사업자 M&A 연혁
동사 역시 M&A 계획 中

스마트카드 산업은 보안, 인증, SW, 결제 등 다양한 산업 분야가 연계된 글로벌 사업으로, 각 국가/산업 내 M&A가 활발하게 이루어지는 경향이 있다. 특히 Gemalto는 2008년부터 2010년까지 11차례 M&A를 통해 외형 및 기술/영업 경쟁력을 확대한 점을 감안시, 산업의 특성상 현지화를 위한 영업 및 기술 지원이 다수 필요한 구조이며, Application 및 인증 종류의 증가에 따른 개발인력 확보도 매우 중요하다고 볼 수 있다.

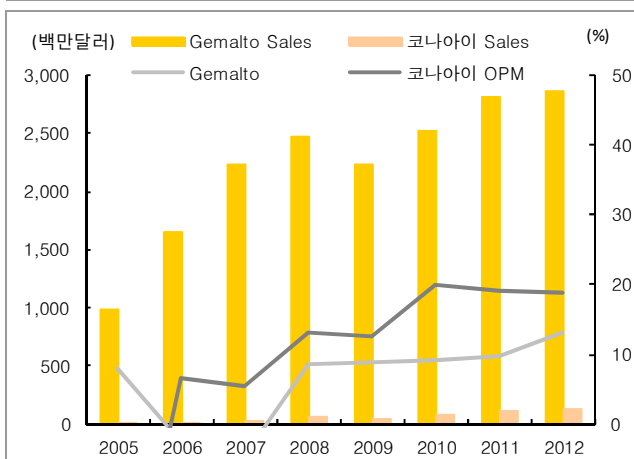
이러한 점을 감안시, 코나아이 또한 글로벌 현지 전문 인력 확보를 위한 M&A가 필요할 가능성이 높으며, 실제로 11월말 공식 IR에서 매니지먼트가 M&A 대상을 물색하고 있다는 코멘트를 하였다. M&A 방식은 국민연금을 포함한 국내 기관투자자와 진행할 것으로 예상되며, 동사의 현금성 자산을 감안시 충당 가능한 수준으로 판단된다.

표 4. 글로벌 1위 사업자 Gemalto (2006년 6월 Axalto와 Gemplus의 합병)의 외형 성장 연혁

일자	회사명	경쟁력
2008.08	Muitos	스마트카드용 멀티어플리케이션 운영체제
2008.08	Keycorp	회계 및 बैं킹 솔루션
2008.12	NamiTech	보안회사
2009.03	NXP	비접촉식 카드, 티켓팅 서비스, 모바일결제
2009.05	O3SIS	개인 정보 관리 시스템
2009.09	Trusted Logic	휴대폰 보안 솔루션
2009.11	Serverside Group	지불카드 개인화 시스템
2009.12	Xirion	강력한 보안 인증 시스템
2010.01	Netsize	모바일 결제 시스템
2010.2	Valimo Wireless	강력한 보안 인증 시스템
2010.03	Todos	강력한 보안 인증 시스템

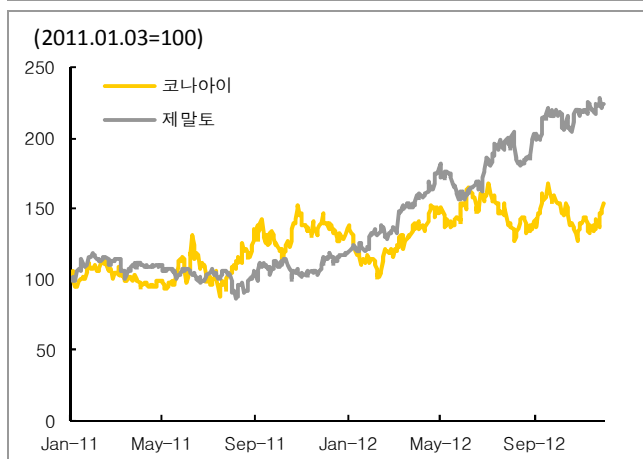
자료: Gemalto, 언론정리

그림 23. Gemalto vs. 코나아이 실적 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 24. Gemalto vs. 코나아이 상대주가 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

유비벨록스 (089850)와
솔라시아(070300) 대비 글로벌
경쟁력 우위 판단

참고로, 코나아이의 국내 스마트카드 시장 점유율은 40% 수준이며, SKT USIM 의 60%, LG U+ 의 80% 수준을 점유하고 있다. 반면, 동종 사업자 유비벨록스 (089850)와 솔라시아(070300)의 스마트 유심카드 인증은 국내에 한정되었으며, 사업방향성이 코나아이와 상이한 부문이 있기에 해외 수주 및 점유율 확대 추이에 주목이 필요하다.

BW(신주인수권부사채) 이슈

조정일 대표이사는 11월27일 공식 IR에서 보유 BW(신주인수권부사채, 2014년 5월 24일 전환기간)는 만료전 주식으로 전환할 계획을 밝혔으며, 미행사 BW가 주식으로 전환될 경우, 발행주식총수는 22.7% 증가할 전망이다.

표 5. 대표이사 보유 물량 제외 워런트 전환 이미 완료

(단위: 억원)	인수금액	인수직수매각 금액	인수직후보유 금액	현재까지매각	총보유 금액
산업은행	70	-49	21	-21	0
외환은행	50	-35	15	-15	0
기업은행	30	-21	9	-9	0
금호총금	30	-21	9	-9	0
신한캐피탈	20	-14	6	-6	0
수협	20	-14	6	-6	0

자료: Dart

코나아이 실적 현황

표 6. 사업부별 연간 실적 breakdown

매출액		2006	2007	2008	2009	2010	2011
전체 매출액	사업영역	189	326	701	648	851	1,199
국내	금공	175	261	212	380	360	408
	통신	6	15	144	70	132	204
	SI/기타	1	28	27	36	10	11
	국내 합	182	304	304	486	502	623
해외	금공	7	17	89	162	264	352
	통신	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	30
	공공		4	230	n/a	61	167
	SI/기타	n/a	n/a	n/a	n/a	24	27
	해외 합	7	21	319	162	349	576

자료: 코나아이, KB투자증권

표 7. Financials 추이

(단위: 억원)	2007	2008	2009	2010	2011	2012C	2013C
매출액	326	701	648	851	1,199	1,463	1,841
영업이익	18	93	82	170	228	265	369
EBITDA	28	106	98	192	254	290	410
세전이익	23	69	84	138	191	269	351
순이익	31	75	95	111	154	195	262
EPS	599	1,261	1,526	1,395	1,795	2,003	2,750
매출액증가율	73.0%	115.0%	-7.6%	31.4%	40.8%	22.0%	25.8%
영업이익증가율	47.8%	405.3%	-11.8%	108.0%	34.1%	16.0%	39.5%
EBITDA증가율	14.0%	280.4%	-8.2%	96.9%	32.5%	14.0%	41.4%
세전이익증가율	57.5%	199.5%	21.3%	63.9%	38.9%	40.5%	30.5%
순이익증가율	109.9%	143.1%	26.2%	17.2%	38.9%	26.3%	34.7%
EPS증가율	103.9%	110.3%	21.1%	-8.6%	28.7%	11.6%	37.3%
영업이익률	5.6%	13.2%	12.6%	20.0%	19.0%	18.1%	20.0%
EBITDA이익률	8.6%	15.1%	15.0%	22.6%	21.2%	19.8%	22.3%
세전이익률	7.1%	9.9%	13.0%	16.2%	16.0%	18.4%	19.1%
순이익률	9.5%	10.7%	14.6%	13.0%	12.8%	13.3%	14.2%
ROE	18.9%	32.7%	27.2%	21.4%	22.0%	23.2%	26.2%
P/E	10.0	3.8	9.1	10.0	9.2	9.7	7.1
BPS	2,779	3,803	5,514	6,398	7,623		
P/B	2.2	1.3	2.5	2.2	2.2		
EV/EBITDA	14.7	3.5	9.4	7.3	7.1		
DPS	0	350	300	350	300		
배당수익률	0.0%	7.3%	2.2%	2.5%	1.8%		
Capex	2	2	4	14	18		
Capex/Sales	0.7%	0.3%	0.6%	1.7%	1.5%		
Net Debt	55	90	(29)	224	248		
Net Debt/Equity(%)	28.5%	33.8%	-6.9%	36.9%	31.3%		

표 8. 국내외 동종업체 Valuation 비교

	코나아이	슈프리마	유비벨록스	Gemalto (프랑스)	평균
현재가 (원, 달러 12/03)	19,450	18,050	27,200	92	
시가총액 (십억원, 백만달러)	190	266	163	8,113	
절대수익률 (%)					
1M	14.7	(0.8)	1.7	7.0	5.7
3M	(6.7)	6.2	(2.9)	12.2	2.2
6M	13.4	43.3	(2.5)	37.3	22.9
12M	20.1	38.8	(11.8)	94.3	35.3
상대수익률 (%)					
1M	13.0	(2.6)	(0.1)	1.0	2.8
3M	(8.1)	4.8	(4.2)	10.9	0.8
6M	8.6	38.5	(7.3)	27.9	16.9
12M	15.4	34.2	(16.5)	78.2	27.8
PER (X)					
2011	10.8	42.9	15.3	19.3	22.1
2012C	9.7	15.4	13.0	23.9	15.5
2013C	7.1	12.6	8.4	19.5	11.9
PBR (X)					
2011	2.3	2.7	2.8	1.7	2.4
2012C	n/a	2.3	2.3	3.2	2.6
2013C	n/a	2.0	1.8	2.9	2.2
매출액 성장률 (%)					
2011	40.8	21.9	17.0	11.0	22.7
2012C	22.0	36.6	13.4	1.8	18.4
2013C	25.8	27.2	9.9	9.8	18.2
영업이익 성장률 (%)					
2011	34.1	(33.5)	6.8	20.8	7.0
2012C	16.0	219.8	26.4	36.1	74.6
2013C	39.5	21.1	46.7	25.4	33.2
순이익 성장률 (%)					
2011	38.9	(28.4)	(3.4)	2.5	2.4
2012C	26.3	182.2	25.2	16.4	62.5
2013C	34.7	19.6	46.9	31.5	33.2
영업이익률 (%)					
2011	19.0	13.5	12.6	9.9	13.8
2012C	18.1	31.6	14.1	13.2	19.2
2013C	20.0	30.1	18.8	15.1	21.0
순이익률 (%)					
2011	12.8	14.8	10.4	7.9	11.5
2012C	13.3	30.6	11.5	9.1	16.1
2013C	14.2	28.8	15.4	10.9	17.3
ROE (%)					
2011	22.0	6.3	20.4	9.7	14.6
2012C	23.2	16.1	20.4	12.8	18.1
2013C	26.2	16.7	24.2	14.4	20.4

자료: Bloomberg, Fnguide, KB투자증권

손익계산서

[십억원]

	2007	2008	2009	2010	2011
매출액	32.6	70.1	64.8	85.1	119.9
증감률 (YoY %)	73.0	115.0	(7.6)	31.4	40.8
수출비중 (%)	6.6	45.4	25.1	41.0	0.0
매출총이익	7.6	19.8	17.5	30.9	41.6
판매 및 일반관리비	5.8	10.6	9.3	13.9	18.8
영업이익	1.8	9.3	8.2	17.0	22.8
증감률 (YoY %)	47.8	405.3	(11.8)	108.0	34.1
EBITDA	2.8	10.6	9.8	19.2	25.4
증감률 (YoY %)	14.0	280.4	(8.2)	96.9	32.5
영업외손익	0.5	(2.3)	0.2	(3.2)	(3.7)
순이자수익	(0.3)	(0.8)	(0.9)	(1.4)	(2.5)
외화관련손익	(0.2)	(1.4)	0.8	(0.2)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	(0.1)	0.0
기타	0.9	(0.1)	0.3	(1.4)	(1.2)
세전계속사업손익	2.3	6.8	8.4	13.8	19.1
증감률 (YoY %)	57.5	199.5	21.3	63.9	38.9
법인세비용	(0.8)	(0.6)	(1.0)	2.7	3.7
당기순이익	3.1	7.5	9.5	11.1	15.4
증감률 (YoY %)	109.9	143.1	26.2	17.2	38.9
이익률 (%)					
매출총이익률	23.3	28.3	27.0	36.3	34.7
영업이익률	5.6	13.2	12.6	20.0	19.0
EBITDA마진	8.6	15.1	15.0	22.6	21.2
세전이익률	7.1	9.9	13.0	16.2	16.0
순이익률	9.5	10.7	14.6	13.0	12.8

대차대조표

[십억원]

	2007	2008	2009	2010	2011
자산총계	49.5	57.8	73.2	111.7	153.4
유동자산	36.0	41.6	50.5	76.1	101.1
현금성자산	14.1	11.2	18.7	13.9	26.3
매출채권	4.8	15.8	10.2	21.1	27.2
재고자산	14.3	12.2	16.8	30.3	30.9
기타	2.8	2.4	4.8	10.8	16.7
비유동자산	13.5	16.2	22.7	35.6	52.3
투자자산	6.9	8.2	13.4	24.2	38.2
유형자산	4.0	4.0	4.0	5.0	6.1
무형자산	2.6	4.0	5.3	6.4	7.9
부채총계	30.3	31.1	30.2	51.1	74.0
유동부채	12.5	18.7	28.0	28.4	57.8
매입채무	7.9	8.0	9.1	8.6	13.4
유동성이자부채	2.9	9.2	14.7	15.7	35.6
기타	1.7	1.5	4.2	4.1	8.8
비유동부채	17.9	12.4	2.2	22.7	16.2
비유동이자부채	16.7	11.0	1.0	20.6	15.5
기타	1.2	1.4	1.2	2.1	0.6
자본총계	19.2	26.6	43.0	60.6	79.4
자본금	3.0	3.0	3.8	4.2	4.7
자본잉여금	12.8	12.8	20.9	29.3	36.7
이익잉여금	4.6	12.1	19.4	28.3	39.7
자본조정	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.7)
순차입금	5.5	9.0	(2.9)	22.4	24.8
이자지급성부채	19.6	20.2	15.7	36.3	51.1

현금흐름표

[십억원]

	2007	2008	2009	2010	2011
영업현금	(1.6)	1.8	12.4	(7.5)	23.7
당기순이익	3.1	7.5	9.5	11.1	15.4
자산상각비	1.0	1.4	1.6	2.2	2.6
기타비현금성손익	0.6	3.5	1.6	3.8	8.0
운전자본증감	(6.3)	(10.5)	(0.2)	(24.6)	(2.4)
매출채권감소 (증가)	0.0	(11.2)	5.6	(11.0)	(6.0)
재고자산감소 (증가)	(10.0)	1.9	(4.9)	(13.9)	(1.0)
매입채무증가 (감소)	5.9	0.1	1.1	(0.5)	4.8
기타	(2.3)	(1.2)	(2.0)	0.8	(0.1)
투자현금	(6.8)	(1.7)	(12.7)	(22.2)	(27.3)
단기투자자산감소 (증가)	1.4	(1.1)	(4.5)	2.1	(1.5)
장기투자증권감소 (증가)	(1.1)	(0.3)	(7.9)	(5.9)	(14.2)
설비투자	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(1.4)	(1.8)
유무형자산감소 (증가)	(1.0)	(1.8)	(2.3)	(3.0)	(2.6)
재무현금	16.0	(1.9)	1.1	26.3	17.6
차입금증가 (감소)	13.4	(1.9)	(0.1)	28.5	16.0
자본증가 (감소)	2.6	0.0	1.2	(2.3)	1.5
배당금지급	0.0	0.0	2.1	2.3	2.9
현금 증감	7.6	(1.7)	0.8	(3.5)	13.9
총현금흐름 (Gross CF)	4.7	12.3	12.6	17.1	26.0
(-) 운전자본증가 (감소)	5.3	8.6	(2.3)	30.9	3.2
(-) 설비투자	0.2	0.2	0.4	1.4	1.8
(+) 자산매각	(1.0)	(1.8)	(2.3)	(3.0)	(2.6)
Free Cash Flow	(1.9)	1.8	12.3	(18.2)	18.5
(-) 기타투자	1.1	0.3	7.9	5.9	14.2
잉여현금	(3.0)	1.5	4.4	(24.1)	4.2

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2007	2008	2009	2010	2011
Multiples (X, %, 원)					
PER	10.0	3.8	9.1	10.0	9.2
PBR	2.2	1.3	2.5	2.2	2.2
PSR	0.9	0.4	1.3	1.3	1.2
EV/ EBITDA	14.7	3.5	9.4	7.3	7.1
배당수익률	0.0	7.3	2.2	2.5	1.8
EPS	599	1,261	1,526	1,395	1,795
BPS	2,779	3,803	5,514	6,398	7,623
SPS	6,338	11,791	10,458	10,711	13,974
DPS	0	350	300	350	300
수익성지표 (%)					
ROA	8.4	14.0	14.4	12.0	11.6
ROE	18.9	32.7	27.2	21.4	22.0
ROIC	7.2	22.6	17.8	26.6	21.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	158.1	116.8	70.3	84.3	93.1
순차입비율	28.5	33.8	n/a	36.9	31.3
유동비율	288.8	221.9	180.2	267.7	174.9
이자보상배율	6.8	11.5	9.3	12.0	9.2
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	1.3	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	6.7	6.8	5.0	5.4	5.0
재고자산회전율	3.5	5.3	4.5	3.6	3.9
자산/자본구조 (%)					
투자자본	53.8	64.4	49.6	65.1	61.5
차입금	50.5	43.2	26.8	37.5	39.2

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2012년 12월 06일 현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

투자등급 및 적용기준		
구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.