

## IT 부품업

### 최근 밸류에이션 상승의 의미

#### ■ 갤럭시 S5 초기 판매 양호함 확인 후 밸류에이션 상승

4월 11일 삼성전자 갤럭시 S5 글로벌 출시 이후, 초기 2주 판매량은 전작 갤럭시 S4 대비 평균 1.3~1.5배, 일부 국가에서는 2배 수준으로 양호한 상황임. 당초 출시 전 기대치가 낮았음에 따른 반대심리 작용, 단기적으로 부품 업종 밸류에이션이 반등했음

#### ■ 제조사 출고가격 인하, 양 보다는 이익의 질이 중요해진 시점

신작 갤럭시 S5의 판가는 전작 S4대비 약 9.2% 하락한 반면, 하드웨어 생산 비용은 신규 부품 추가에 따라 약 4.9% 상승한 것으로 추정됨. 이로써 대당 마진축소가 예상돼 판매량 증가가 반드시 이익개선으로 이어지기는 어려운 상황임. 당분간 세트업체의 마진 축소가 부품업체로 전이 되는 과정 예상돼 부품사 실적개선을 통한 추세적 주가 상승이 이어지기는 어려울 것으로 판단함

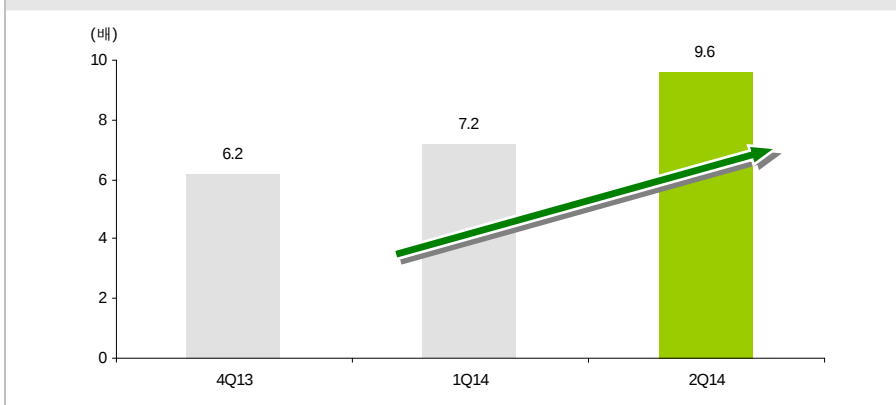
#### ■ 실적 요인 아닌 밸류에이션 상승이 원인, 선별적 투자 필요

2013년 하반기 6배 초반까지 하락했던 부품업종 밸류에이션은 2014년 초 갤럭시 S5 언팩 이후 7배 초반, 출시 이후 9배 후반까지 상승했음. Sell-In 효과 소멸하는 2분기 이후, 갤럭시 S5의 양호한 판매 추이 지속 여부가 추가적인 주가 상승의 변수임. 2014년에도 마진 축소 트렌드가 이어질 것으로 예상되는 가운데 이익방어가 가능한 종목 위주의 선별적 투자가 필요한 시점임

#### ■ 업종 내 최선호주 파트론, 차선호주 블루콤 제시

IT 부품업에 대한 투자 의견 비중확대로 유지함. 최선호주로 기존 사업부의 이익안정성을 바탕으로 센서 및 기타 신규 사업으로 성장성까지 확보한 파트론을 제시함(투자 의견 매수B, 목표주가 18,000원). 동사는 중저가와 고가 군 스마트폰에 고르게 부품공급을 하고 있어 안정적 이익 창출이 가능함. 또한 외부기기 수요 증가에 따른 수혜가 예상되는 블루콤을 차선호주로 제시함

2013년 하반기 이후 IT 부품주 밸류에이션 상승



IT/소프트웨어 담당 객 찬

Tel. (02)2004-9623

kwak.chan@shinyoung.com

### 비중확대(유지)

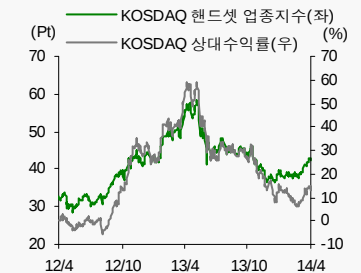
#### ➡ Rating & Target (기준일: 2014. 4. 23)

| 종목명       | 투자 의견(리스크등급) | 목표가(12M) |
|-----------|--------------|----------|
| Top Picks |              |          |
| 파트론       | 매수(B)        | 18,000원  |
| 블루콤       | 매수(B)        | 18,500원  |

#### ➡ Industry Performance

| 주가수익률(%)      | 1M  | 3M   | 6M    | 12M   |
|---------------|-----|------|-------|-------|
| 절대수익률         | 9.7 | 6.5  | -4.2  | -22.8 |
| KOSDAQ대비상대수익률 | 6.3 | -2.1 | -10.5 | -24.8 |

#### ➡ Industry vs KOSDAQ composite



## 갤럭시 S5 초기 판매 양호함 확인 후 밸류에이션 상승

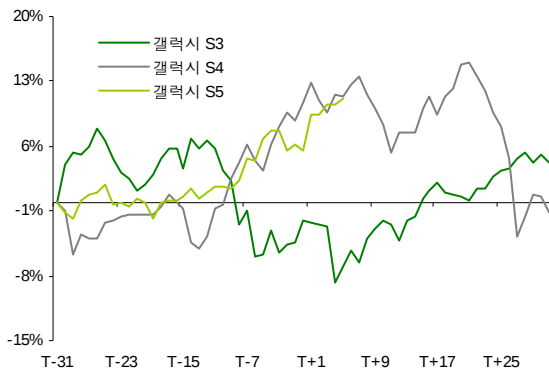
갤럭시 S5 초기판매 호조  
그러나 판매 감소세  
빠를 것으로 예상

2014년 2월 14일, 갤럭시 S5 언팩 이후 기기의 혁신성과 차별화 포인트 부재라는 평이 나오며 시장의 기대치는 낮아졌다. 하지만 2014년 4월 11일 갤럭시 S5 글로벌 출시 이후 초기 2주간의 판매량을 점검해 보면, 예상보다 양호한 수준임이 확인되었다. 물론 초기판매가 Sell-Out 물량과는 차이가 있겠으나, 전작대비 약 1.3~1.5배의 판매수준이다. 하지만 우려되는 것은 판매량 추이가 초기 고점은 높지만 감소 속도가 빠르게 둔화될 것으로 예상되는 점이다.

업종 밸류에이션  
9.6배까지 상승했으나  
보수적 관점 필요함

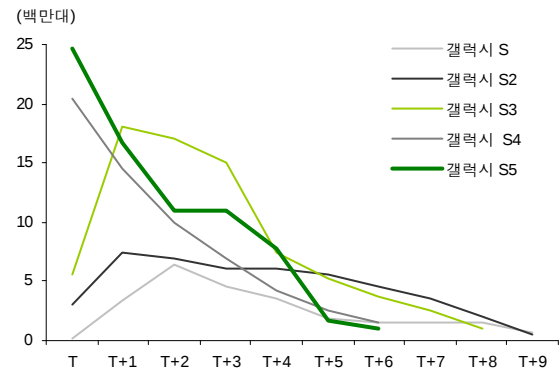
갤럭시 S5는 출시 전 기대감이 크게 낮았다는 점에서 출시 이후의 반대심리 작용에 의한 단기 밸류에이션 상승은 받아들일 수 있는 부분이다. 하지만 전작대비 갤럭시 S5의 출고가가 낮아진 상황이기 때문에, 같은 이익규모 확보를 위해서는 판매추이가 한동안 이어질 필요가 있다. 그러나 갤럭시 S4에서 관찰했던 바와 같이 Sell In 효과가 종료되고 판매량 추이가 빠르게 감소해 세트업체와 부품사의 마진 하락으로 이어질 것으로 예상된다. 이 경우 현재의 높게 형성된 밸류에이션을 반납할 가능성도 크다. 단기 주가상승은 호재나 신제품 효과에 대한 보수적 관점을 견지할 필요가 있다.

도표 1. 갤럭시 S3, S4, S5 출시 전 1개월 전 대비 주가 상승률



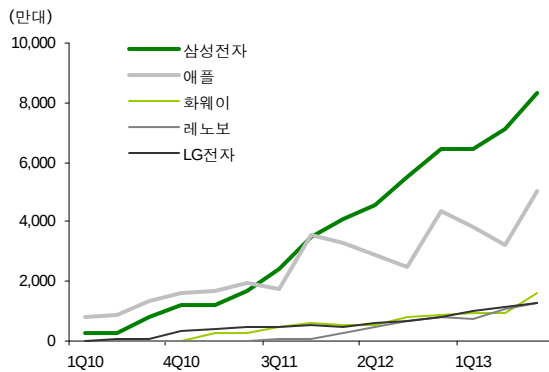
자료: WiseFn, 신영증권 리서치센터

도표 2. 삼성전자 갤럭시 시리즈 출시 이후 시점별 판매량 추정



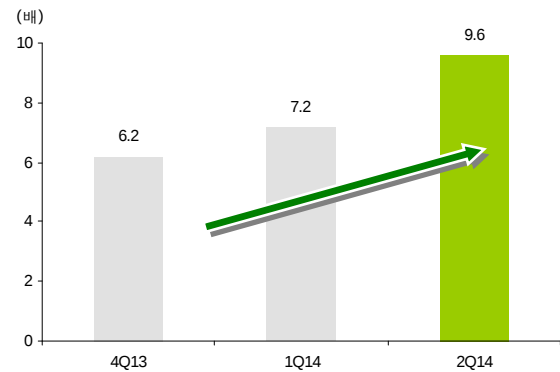
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 글로벌 세트업체별 분기 스마트폰 판매량 추이



자료: Gartner, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2013년 하반기 이후 부품사 평균 밸류에이션 상승



자료: 신영증권 리서치센터

참고: 평균 밸류에이션은 휴대폰 주요 부품업체 20개로 구성됨

## 제조사 출고가격 인하, 양 보다는 이익의 질이 중요해진 시점

갤S4 대비 갤럭시S5  
판가는 9.2% 하락,  
제조원가는 4.9% 상승

갤럭시 S5의 출고가격은 86만 6천 8백원으로 전작 갤럭시 S4 대비 약 9.2% 하락했다. 반면 갤럭시 S5의 하드웨어 제조원가는 오히려 244달러에서 256달러로 약 4.9% 상승한 것으로 추정돼 대당 마진이 축소됐다. 양호한 초기 판매 추이가 확인 됨에도 불구하고 우려를 갖게 하는 부분이다.

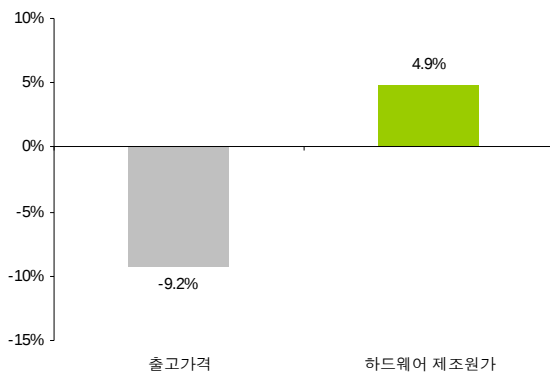
삼성전자를 시작으로  
대다수 세트업체들  
신제품 출고가격 인하 예정

이러한 삼성전자의 출고가격 인하는 점점 심화되는 스마트폰 경쟁에서 후발주자와의 격차를 벌이기 위한 선제적인 조치로 판단된다. 이로써 기타 제조사들의 신제품 가격 또한 하락 책정될 것으로 예상된다. LG전자는 94만원 대였던 G2 대비 G3의 가격은 약 10% 가량 하락 책정할 것으로 예상되며, 소니 또한 전작 대비 22% 가량 공격적인 출고가격 인하를 실시했다.

1Q14 부품사들 실적  
마진 축소 트렌드 이어질 것

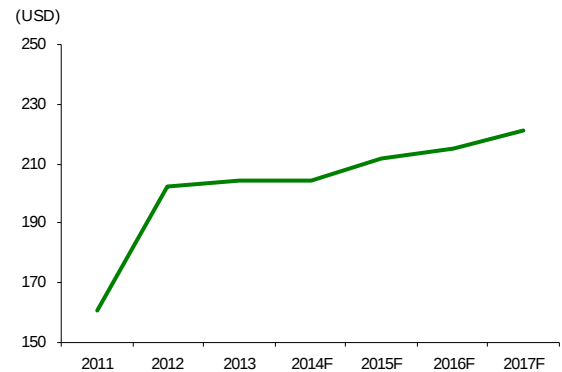
2013년부터 세트업체 모바일 사업의 마진 축소가 부품사로 빠르게 전이됨에 따라, 2013년 4분기 40개 주요 핸드셋 부품사들의 합산실적이 2009년 이후 처음으로 적자 전환했다. 4분기의 경우 플래그십 모델 판매속도의 빠른 둔화와 재고조정의 여파로 규모의 경제가 가능한 1<sup>st</sup> 벤더를 제외한 대부분의 부품사 실적이 타격을 입었다. 2014년 1분기는 신제품 출시 효과 일부 반영됨에 따라 4분기와 같은 적자 구조를 탈피하겠으나, 마진축소 트렌드는 2014년에도 지속될 것으로 전망한다.

도표 5. 갤럭시 S4 대비 S5 출고가격, 하드웨어 제조비용 증감율



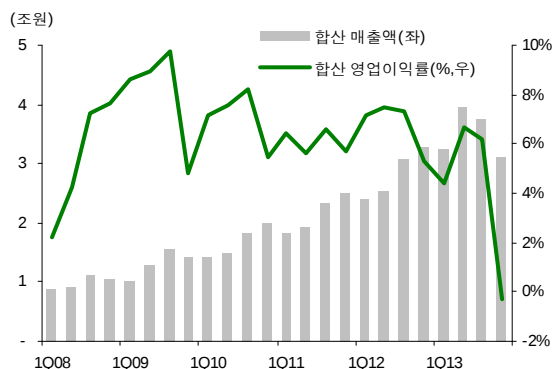
자료: 시장조사기관, 신영증권 리서치센터  
참고: 제조비용은 부품가격과 조립공임을 합해서 산출됨

도표 6. 글로벌 스마트폰 ASP 추이 및 전망



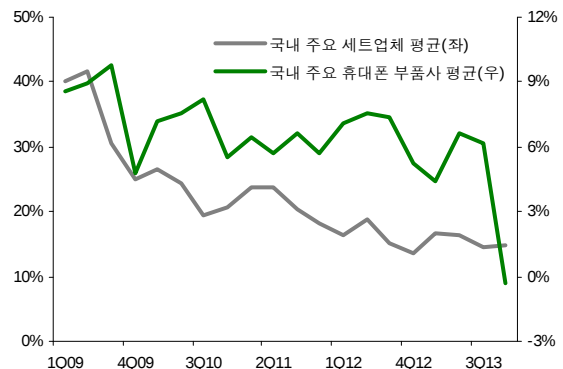
자료: Gartner, 신영증권 리서치센터

도표 7. 40개 주요 IT부품업체 합산 매출액, 영업이익률 추이



자료: WiseFn, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 휴대폰 세트업체 및 부품업체 평균 영업이익률 추이



자료: WiseFn, 신영증권 리서치센터

## 실적 요인 아닌 밸류에이션 상승이 원인, 선별적 투자 필요

2013년 4분기 저점 이후  
IT 부품주 밸류에이션  
지속 상승 중

최근의 지수 반등은 부품사 실적개선에 의한 것이 아니라, 우리가 컸던 최대 고객사의 신제품 초기 판매량 부진에 대한 우려가 해소된 요인이 크다. 2013년 하반기 스마트폰 시장 성장 정체에 대한 우려가 흘러 나옴과 실적을 통해 확인되면서, 업종 평균 밸류에이션은 6배 초반 수준까지 하락했다. 그러나 언팩과 출시를 거치면서 우려가 완화됨에 따라 9.6배까지 회복한 상태이다.

하지만 부품사  
실적 개선에 의한 추세적인  
주가상승은 제한적

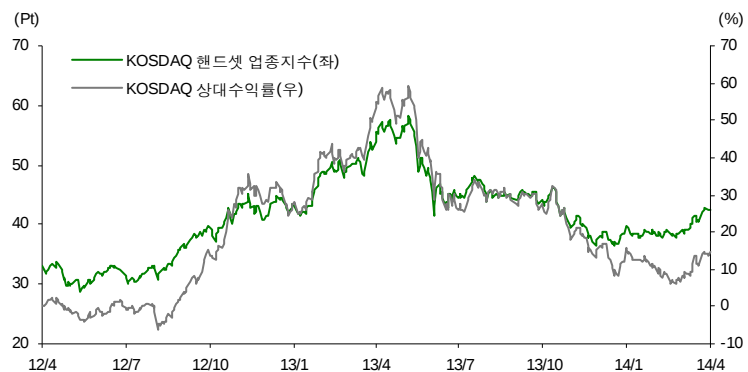
하지만 밸류에이션의 추세적 상승은 제한적일 것으로 판단한다. 세트업체 평균 밸류에이션과의 갭이 크게 확대된 상태이고, 주가 상승에 긍정적 역할을 한 초기 판매량도 Sell-In 물량이 소진되는 과정을 거치며 2분기 이후 빠르게 감소할 것으로 예상된다. 또한 낮아진 ASP의 부담으로 세트업체의 부품사에 대한 단가 인하 압력 또한 강화될 것이다. 마진 축소트렌드는 2014년 1분기에도 이어질 것이며 현 수준에서 추가적인 밸류에이션 상승 시 향후 이를 반납할 가능성이 높다.

물량 확보 또는 원가경쟁력  
통해 이익방어 가능한  
업체 선별 투자 필요

추세적인 감익 구간에서는 기본적으로 안정적인 물량확보와 원가경쟁력을 통한 마진 확보 여부를 체크할 필요가 있다. 실적차별화 구간에서는 선별적인 종목에 대한 투자가 유효하다는 판단이다. 안정적인 실적을 유지하고 있는 파트론(매수B, 목표주가 18,000원)과 외부기기 시장 성장에 따른 분기 실적 증가가 큰 블루콤(매수B, 목표주가 18,500원)을 주목할 필요가 있다.

최근 1개월  
핸드셋 업종지수  
11% 상승

도표 9. IT 부품(핸드셋) 업종 지수 추이



자료: WiseFn, 신영증권 리서치센터

## 최선희주 파트론 유지, 관심종목 블루콤 제시

고난의 행군 시작,  
마진 확보여부가 가장  
중요한 투자 선별 조건

2010년~2012년 스마트폰 시장의 급격한 성장으로, 스마트폰 판매량과 더불어 부품수요도 크게 증가했다. 이에 따라 부품 벤더도 다원화되고 설비 증설도 이루어졌다. 투자로 인한 비용 부담이 커진 상태에서 플래그십 스마트폰 판매량 성장 정체가 감지되면서 많은 부품사들이 마진확보에 어려움을 겪는 상황이 도래했다.

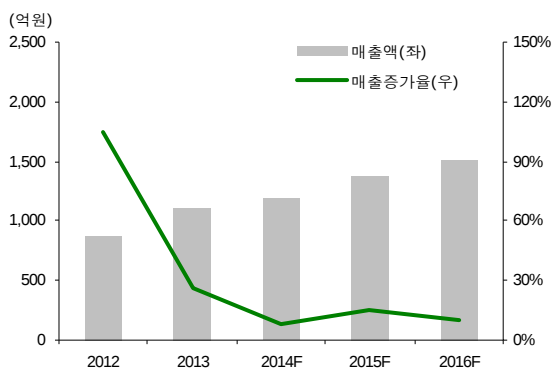
원가경쟁력 확보, 신규성장성  
확인한 파트론 최선희주로 제시

업종 내 최선희주로 파트론을 추천한다. 파트론은 많은 부품사들이 실적 악화를 경험한 지난 4분기에도 안정된 물량 확보와 뛰어난 원가 경쟁력 통해 분기 평균 수준 이상의 이익률을 기록했다. 동사는 하이엔드 스마트폰에만 국한되지 않는 넓은 제품 포트폴리오를 가지고 있어 상대적으로 물량의 변동성이 적으며, 규모의 경제를 실현하고 있어 원가 경쟁력이 우수하다. 또한 그 동안 약점으로 지적된 추가 성장성은 신규사업인 센서, 기타 완제품 OE(D)M을 통해 극복하고 있다.

스마트폰 혁신 둔화 이후  
외부기기 시장도 주목할 필요  
블루콤 차선희주로 제시

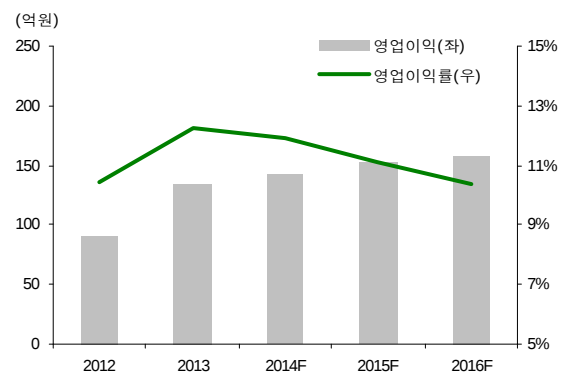
차선희주로는 블루콤을 제시한다. 리스크가 존재할 때 가장 좋은 방법은 리스크의 영역을 벗어나는 것이다. 스마트폰 자체의 혁신 둔화로 소비자의 관심은 핸드셋 외부기기로 향하고 있다. 이에 따라 최근 블루투스에 기반한 스피커, 키보드, 헤드셋, 동글 등 파생기기들에 대한 수요가 빠르게 확산 중이다. 동사는 스마트폰 부품업체로 시작했으나, 최근 CE(Consumer Electronics)인 블루투스 헤드셋을 생산하는 ODM업체로 탈바꿈했다. LG전자에 스테레오 타입 블루투스 헤드셋을 ODM 공급하고 있으며, 북미지역 판매 1위를 기록 중이다. 또한 차세대 IT 트렌드인 웨어러블과 헬스케어와도 방향성을 함께하는 점도 긍정적이다.

도표 10. 파트론 연간 매출액 및 매출증가율 추이 및 전망



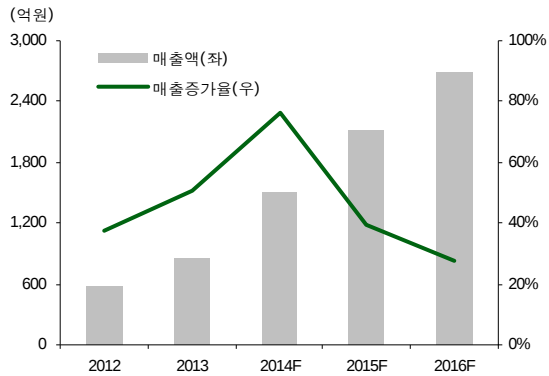
자료: 파트론, 신영증권 리서치센터

도표 11. 파트론 연간 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



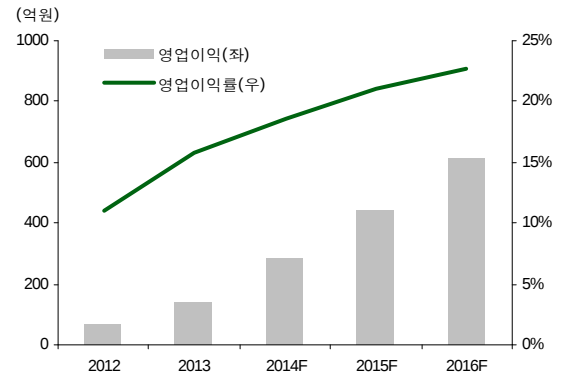
자료: 파트론, 신영증권 리서치센터

도표 12. 블루콤 분기 매출액 및 매출증가율 추이 및 전망



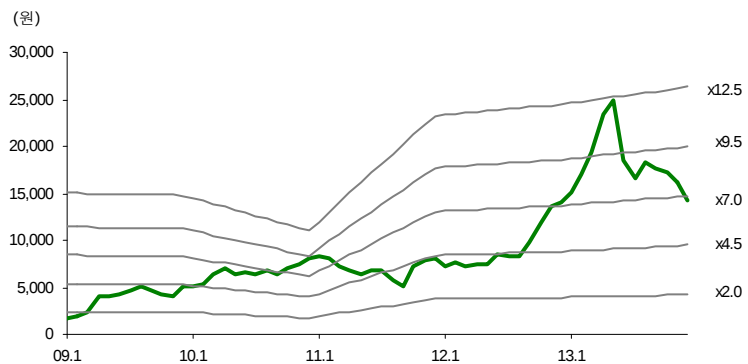
자료: 블루콤, 신영증권 리서치센터

도표 13. 블루콤 연간 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 블루콤, 신영증권 리서치센터

도표 14. 파트론 PER Band



자료: WiseFn, 신영증권 리서치센터

도표 15. Top picks 목표 주가 및 투자 의견

(단위: 원, 배, %)

|                | 파트론    | 블루콤    |
|----------------|--------|--------|
| 2014년 예상 EPS   | 2,105  | 1,624  |
| Target PER 배수  | 8.6    | 11.4   |
| 2014년 예상 배당수익률 | 2.4    | 1.8    |
| 목표주가           | 18,000 | 18,500 |
| 목표수익률          | 22.4   | 33.1   |
| 현재주가           | 14,700 | 13,900 |
| 투자 의견          | 매수(B)  | 매수(B)  |

자료: 신영증권 리서치센터 / 블루콤은 2014년과 2015년 평균 EPS 기준으로 산출했음



## 기업 분석

| 종목             | 투자의견    | 목표주가        |
|----------------|---------|-------------|
| 파트론(091700.KQ) | 매수B(유지) | 18,000원(유지) |
| 블루콤(033560.KQ) | 매수B(유지) | 18,500원(유지) |



# 파트론(091700.KQ)

## 든든한 맷집을 가진 부품주

## 매수B(유지)

현재주가(4/23) 14,700원  
목표주가(12M, 유지) 18,000원

### ■ 최근 제기된 리스크에 대한 우려는 제한적

최대 고객사 신제품 메인 안테나 점유율 하락에 대한 시장 우려가 있었음. 하지만 동사는 서브 안테나에서 물량을 만회했으며 Mid-end까지 LDS 안테나 적용 범위를 확대하고 있음. 차기 플래그십 모델부터는 기능개선을 통한 주도권 탈환을 예상함.

### ■ 이익 안정성에 신규 사업 성장성 추가

동사는 고가 라인 뿐 아니라 중저가 스마트폰 부품 공급 비중도 커 중저가 스마트폰에서 안정적인 물량확보 후 고가 스마트폰을 통한 수익확보 전략이 가능하다는 판단임. 또한 동사의 고객사 신규 플래그십 공급 매출 규모는 대당 6.5달러 수준으로 전작대비 약 0.5달러 증가했음. 이는 신규 사업인 센서 부품이 채택되었기 때문임

### ■ 2014년 1분기 실적에서 다시 한번 원가경쟁력 확인 할 전망

2014년 1분기 매출액은 2,568억원, 영업이익은 281억원이 예상됨. 1분기 신제품 출시효과가 제한적이어서 외형이 4분기 수준으로 예상됨에도 불구하고 안정적인 실적을 실현하면서 다시 한 번 동사의 우수한 원가 관리 능력을 확인할 수 있을 것으로 판단함. 신제품 효과가 가시화 되는 2분기 매출액은 3천 억원 수준을 회복할 전망이다

### ■ 부품업종 내 최선호 주 유지, 매수(B) 목표주가 18,000원 유지

투자 의견 매수(B) 목표주가 18,000원을 제시하며 파트론을 업종 내 최선호주로 유지함. 부품주 가운데 실적 안정성이 돋보이며, 신규 사업 진행 경과 양호해 향후 성장성에 대한 가시성이 높아졌다는 점이 투자포인트임. 최근 시장의 우려였던 안테나 부문의 물량 감소 우려도 제한적일 것으로 예상되는 점도 긍정적임

#### Key Data

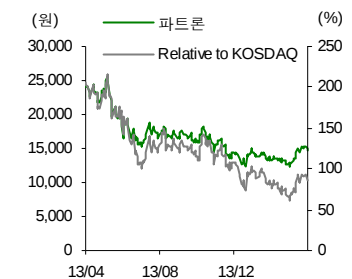
(기준일: 2014. 4. 23)

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| KOSPI(pt)       | 2000.37         |
| KOSDAQ(pt)      | 565.47          |
| 액면가(원)          | 500             |
| 시가총액(억원)        | 7,961           |
| 발행주식수(천주)       | 54,156          |
| 평균거래량(3M, 주)    | 1,238,994       |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 18,056          |
| 52주 최고/최저       | 25,700 / 12,300 |
| 52주 일간Beta      | 1.0             |
| 배당수익률(14F,%)    | 2.4             |
| 외국인지분율(%)       | 21.9            |
| 주요주주 지분율(%)     |                 |
| 김종구 외 6인        | 25.1            |

#### Company Performance

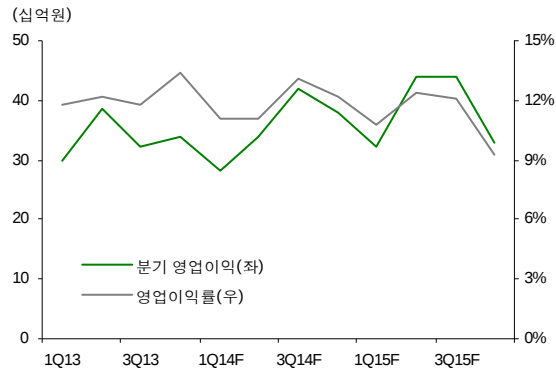
| 주가수익률(%)      | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|---------------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률         | 15.3 | 2.4  | -7.8  | -40.0 |
| KOSDAQ대비상대수익률 | 11.5 | -5.3 | -14.4 | -41.2 |

#### Company vs KOSDAQ composite



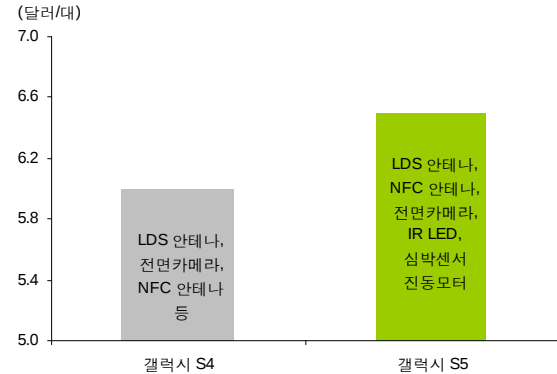
| 결산기(12월)     | 2012A | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 873.1 | 1,099.5 | 1,190.1 | 1,373.5 | 1,518.4 |
| 영업이익(십억원)    | 91.2  | 134.9   | 141.8   | 152.9   | 157.6   |
| 세전순이익(십억원)   | 90.8  | 141.8   | 147.6   | 163.1   | 177.8   |
| 지배순이익(십억원)   | 72.2  | 106.0   | 114.0   | 112.8   | 121.2   |
| EPS(원)       | 1,863 | 1,956   | 2,105   | 2,083   | 2,237   |
| 증감율(%)       | 112.2 | 5.0     | 7.6     | -1.1    | 7.4     |
| ROE(%)       | 43.3  | 44.2    | 34.5    | 26.8    | 23.6    |
| PER(배)       | 10.5  | 7.3     | 7.0     | 7.1     | 6.6     |
| PBR(배)       | 3.9   | 2.7     | 2.1     | 1.7     | 1.4     |
| EV/EBITDA(배) | 7.0   | 5.0     | 4.9     | 4.4     | 4.0     |

도표 1. 파트론 분기 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 파트론, 신영증권 리서치센터

도표 2. 고객사 스마트폰 대당 동사 발생 매출 변화



자료: 파트론, 신영증권 리서치센터

도표 3. 파트론 분기 연결손익 추정 (IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

|            | 1Q14F  | 2Q14F  | 3Q14F | 4Q14F | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F  | 2013A   | 2014F   | 2015F   |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 253.5  | 304.8  | 319.7 | 312.1 | 300.2 | 355.5 | 362.9 | 354.8  | 1,099.5 | 1,190.1 | 1,373.5 |
| 매출총이익      | 51.0   | 57.8   | 63.4  | 63.9  | 59.7  | 71.2  | 70.0  | 67.7   | 214.2   | 236.0   | 268.6   |
| 영업이익       | 28.1   | 33.9   | 42.0  | 37.9  | 32.3  | 43.9  | 43.9  | 32.7   | 134.9   | 141.8   | 152.9   |
| 세전이익       | 26.4   | 34.0   | 44.5  | 42.7  | 33.7  | 45.7  | 46.8  | 36.9   | 141.8   | 147.6   | 163.1   |
| 순이익        | 20.6   | 26.5   | 34.7  | 33.3  | 26.3  | 35.7  | 36.5  | 28.8   | 110.4   | 115.1   | 127.2   |
| 지배주주순이익    | 20.0   | 30.2   | 31.7  | 32.1  | 24.7  | 31.0  | 29.3  | 27.8   | 106.0   | 114.0   | 112.8   |
| EPS(원)     | 370    | 558    | 586   | 592   | 456   | 572   | 542   | 513    | 1,957   | 2,105   | 2,083   |
| 성장성지표      |        |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| 매출증가율(%)   | -0.1%  | -4.1%  | 16.4% | 23.2% | 18.4% | 16.6% | 13.5% | 13.7%  | 25.9%   | 8.2%    | 15.4%   |
| 영업이익증가율(%) | -6.2%  | -12.4% | 29.6% | 11.7% | 15.1% | 29.6% | 4.6%  | -13.6% | 48.0%   | 5.1%    | 7.8%    |
| 순이익증가율(%)  | -52.3% | 34.8%  | 16.8% | 29.0% | 23.3% | 2.6%  | -7.5% | -13.3% | 54.8%   | 4.3%    | 10.5%   |
| 수익성지표      |        |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| 영업이익률(%)   | 11.1%  | 11.1%  | 13.1% | 12.1% | 10.8% | 12.3% | 12.1% | 9.2%   | 12.3%   | 11.9%   | 11.1%   |
| 세전이익률(%)   | 10.4%  | 11.2%  | 13.9% | 13.7% | 11.2% | 12.9% | 12.9% | 10.4%  | 12.9%   | 12.4%   | 11.9%   |
| 순이익률(%)    | 7.9%   | 9.9%   | 9.9%  | 10.3% | 8.2%  | 8.7%  | 8.1%  | 7.8%   | 9.6%    | 9.6%    | 8.2%    |

자료: 파트론, 신영증권 리서치센터

## 파트론(091700.KQ) 추정 재무제표

### Income Statement

| 12월 결산(십억원)  | 2012A | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 873.1 | 1,099.5 | 1,190.1 | 1,373.5 | 1,518.4 |
| 증가율(%)       | 105.0 | 25.9    | 8.2     | 15.4    | 10.5    |
| 매출원가         | 726.1 | 885.9   | 954.0   | 1,104.9 | 1,230.6 |
| 원가율(%)       | 83.2  | 80.6    | 80.2    | 80.4    | 81.0    |
| 매출총이익        | 147.0 | 213.6   | 236.0   | 268.6   | 287.9   |
| 매출총이익률(%)    | 16.8  | 19.4    | 19.8    | 19.6    | 19.0    |
| 판매비와 관리비 등   | 55.8  | 78.7    | 94.2    | 115.8   | 130.3   |
| 판매비율(%)      | 6.4   | 7.2     | 7.9     | 8.4     | 8.6     |
| 영업이익         | 91.2  | 134.9   | 141.8   | 152.9   | 157.6   |
| 증가율(%)       | 201.0 | 47.9    | 5.1     | 7.8     | 3.1     |
| 영업이익률(%)     | 10.4  | 12.3    | 11.9    | 11.1    | 10.4    |
| EBITDA       | 116.0 | 177.3   | 179.3   | 196.1   | 205.9   |
| EBITDA마진(%)  | 13.3  | 16.1    | 15.1    | 14.3    | 13.6    |
| 순금융손익        | -3.1  | -5.3    | -7.7    | -8.0    | -7.7    |
| 이자손익         | -3.1  | -5.3    | -5.2    | -4.3    | -2.2    |
| 외화관련손익       | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | 2.9   | 12.3    | 13.4    | 17.7    | 27.2    |
| 종속및관계기업 관련손익 | -0.2  | -0.1    | 0.2     | 0.5     | 0.6     |
| 법인세차감전계속사업이익 | 90.8  | 141.8   | 147.6   | 163.1   | 177.8   |
| 계속사업손익법인세비용  | 19.5  | 31.4    | 32.5    | 35.9    | 39.1    |
| 계속사업손익       | 71.3  | 110.4   | 115.1   | 127.2   | 138.6   |
| 증가율(%)       | 193.4 | 54.8    | 4.3     | 10.5    | 9.0     |
| 세후중단사업손익     | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 71.3  | 110.4   | 115.1   | 127.2   | 138.6   |
| 증가율(%)       | 193.4 | 54.8    | 4.3     | 10.5    | 9.0     |
| 순이익률(%)      | 8.2   | 10.0    | 9.7     | 9.3     | 9.1     |
| 지배주주지분 당기순이익 | 72.2  | 106.0   | 114.0   | 112.8   | 121.2   |
| 증가율(%)       | 175.6 | 46.8    | 7.5     | -1.1    | 7.4     |
| 기타포괄이익       | -8.7  | -4.1    | -4.1    | -4.1    | -4.1    |
| 총포괄이익        | 62.6  | 106.2   | 111.0   | 123.1   | 134.5   |

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

### Cashflow Statement

| 12월 결산(십억원)   | 2012A | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로인한현금흐름  | 111.0 | 87.8   | 218.2  | 201.0  | 230.0  |
| 당기순이익         | 71.3  | 110.4  | 115.1  | 127.2  | 138.6  |
| 현금유출이없는비용및수익  | 53.0  | 81.1   | 75.0   | 82.9   | 89.0   |
| 유형자산감가상각비     | 24.3  | 40.3   | 35.3   | 39.9   | 44.3   |
| 무형자산상각비       | 0.5   | 2.0    | 2.2    | 3.3    | 4.0    |
| 영업활동관련자산부채변동  | -5.9  | -74.7  | 65.7   | 31.1   | 43.7   |
| 매출채권의감소(증가)   | -50.2 | 5.8    | -34.4  | -22.9  | 5.9    |
| 재고자산의감소(증가)   | -13.7 | -21.3  | 10.8   | -1.9   | -8.1   |
| 매입채무의증가(감소)   | 57.3  | -42.5  | 96.7   | 62.5   | 58.2   |
| 투자활동으로인한현금흐름  | -73.5 | -122.2 | -185.8 | -194.0 | -205.8 |
| 투자자산의 감소(증가)  | -4.6  | 4.0    | 0.5    | 0.7    | 0.9    |
| 유형자산의 감소      | 3.7   | 7.6    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| CAPEX         | -80.0 | -104.8 | -155.0 | -150.0 | -130.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 7.1   | -4.1   | -9.8   | -23.3  | -55.2  |
| 재무활동으로인한현금흐름  | -7.0  | 32.3   | 9.5    | -38.2  | -48.2  |
| 장기차입금의증가(감소)  | 0.0   | 20.1   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 사채의증가(감소)     | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자본의 증가(감소)    | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타현금흐름        | -1.9  | -0.2   | 11.6   | 11.6   | 11.6   |
| 현금의 증가        | 28.5  | -2.2   | 53.5   | -19.6  | -12.3  |
| 기초현금          | 6.5   | 35.0   | 32.8   | 86.3   | 66.7   |
| 기말현금          | 35.0  | 32.8   | 86.3   | 66.7   | 54.4   |

(\*) 신영증권 리서치센터

(\*) 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비와 관리비 등을 차감한 금액입니다.

### Balance Sheet

| 12월 결산(십억원) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 유동자산        | 222.4 | 244.5 | 336.0 | 371.2 | 425.9   |
| 재고자산        | 62.2  | 85.1  | 74.4  | 76.3  | 84.4    |
| 단기금융자산      | 3.0   | 7.2   | 17.0  | 40.3  | 95.5    |
| 매출채권 및 기타채권 | 115.2 | 109.2 | 143.7 | 166.6 | 160.7   |
| 현금및현금성자산    | 35.0  | 32.8  | 86.3  | 66.7  | 54.4    |
| 비유동자산       | 213.2 | 317.6 | 439.8 | 551.4 | 637.8   |
| 유형자산        | 181.7 | 286.2 | 405.8 | 515.9 | 601.6   |
| 무형자산        | 17.1  | 13.2  | 16.0  | 17.7  | 18.8    |
| 투자자산        | 13.3  | 9.2   | 8.9   | 8.6   | 8.4     |
| 기타 금융업자산    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 자산총계        | 435.7 | 562.1 | 775.9 | 922.6 | 1,063.7 |
| 유동부채        | 220.9 | 215.9 | 337.6 | 380.1 | 408.2   |
| 단기차입금       | 72.0  | 107.0 | 132.0 | 112.0 | 82.0    |
| 매입채무및기타채무   | 124.2 | 77.7  | 174.3 | 236.9 | 295.0   |
| 유동성장기부채     | 5.2   | 5.6   | 5.6   | 5.6   | 5.6     |
| 비유동부채       | 17.0  | 42.7  | 42.7  | 42.7  | 42.7    |
| 사채          | 0.0   | 8.5   | 8.5   | 8.5   | 8.5     |
| 장기차입금       | 7.1   | 20.2  | 20.2  | 20.2  | 20.2    |
| 장기금융부채      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 기타 금융업부채    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 부채총계        | 237.9 | 258.6 | 380.2 | 422.7 | 450.9   |
| 지배주주지분      | 194.6 | 284.9 | 375.9 | 465.8 | 561.2   |
| 자본금         | 19.4  | 27.1  | 27.1  | 27.1  | 27.1    |
| 자본잉여금       | 12.3  | 3.7   | 3.7   | 3.7   | 3.7     |
| 기타자본        | -2.2  | -2.0  | -2.0  | -2.0  | -2.0    |
| 기타포괄이익누계액   | -0.9  | -4.4  | -8.5  | -12.6 | -16.7   |
| 이익잉여금       | 166.0 | 260.5 | 355.7 | 449.6 | 549.2   |
| 비지배주주지분     | 3.2   | 18.6  | 19.7  | 34.1  | 51.6    |
| 자본총계        | 197.8 | 303.5 | 395.7 | 499.9 | 612.8   |
| 총차입금        | 84.7  | 142.5 | 167.5 | 147.5 | 117.5   |
| 순차입금        | 46.7  | 102.6 | 64.2  | 40.5  | -32.4   |

### Valuation Indicator

| 12월 결산(십억원)       | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Per Share (원)     |       |       |       |       |        |
| EPS(지배순이익 기준)     | 1,863 | 1,956 | 2,105 | 2,083 | 2,237  |
| BPS(지배지분 기준)      | 5,078 | 5,298 | 6,979 | 8,637 | 10,400 |
| DPS(보통주)          | 300   | 300   | 350   | 350   | 400    |
| Multiples (배)     |       |       |       |       |        |
| PER(지배순이익 기준)     | 10.5  | 7.3   | 7.0   | 7.1   | 6.6    |
| PBR(지배지분 기준)      | 3.9   | 2.7   | 2.1   | 1.7   | 1.4    |
| EV/EBITDA (발표 기준) | 7.0   | 5.0   | 4.9   | 4.4   | 4.0    |

### Financial Ratio

| 12월 결산(십억원)      | 2012A  | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성(%)           |        |       |       |       |       |
| EPS(지배순이익) 증가율   | 112.2% | 5.0%  | 7.6%  | -1.1% | 7.4%  |
| EBITDA(발표기준) 증가율 | 149.5% | 52.8% | 1.1%  | 9.4%  | 5.0%  |
| 수익성(%)           |        |       |       |       |       |
| ROE(순이익 기준)      | 41.9%  | 44.0% | 32.9% | 28.4% | 24.9% |
| ROE(지배순이익 기준)    | 43.3%  | 44.2% | 34.5% | 26.8% | 23.6% |
| ROIC             | 34.1%  | 33.9% | 25.3% | 23.6% | 21.8% |
| 안전성(%)           |        |       |       |       |       |
| 부채비율             | 120.3% | 85.2% | 96.1% | 84.6% | 73.6% |
| 순차입금비율           | 23.6%  | 33.8% | 16.2% | 8.1%  | -5.3% |
| 이자보상배율           | 25.9   | 22.3  | 20.0  | 24.5  | 31.6  |

# 블루콤(033560.KQ)

## 시장의 성장을 본다면 두렵지 않다

## 매수B(유지)

현재주가(4/23) 14,200원  
목표주가(12M, 유지) 18,500원

### ■ 단기 모멘텀 보다, 중장기 성장성에 주목할 필요

동사 주가는 약 1개월간 43.6% 상승했음. 단기 주가 상승 컸으나 동사의 중장기 이익성장성을 감안하면 추가 상승여력 존재한다는 판단임. 동사는 2013년부터 블루투스 헤드셋 부문에서 고성장 중이며, 이에 따른 빠른 이익 증가가 투자 포인트임.

### ■ 스마트폰은 성숙단계 진입, 외부기기 시장은 초입단계

2013년 하반기부터 스마트폰 시장 성장에 대한 우려가 확산됨. 플래그십 판매 사이클 단축, 출시효과 약화 등을 통해 시장의 성숙은 기정사실화 되고 있음. 그러나 외부기기 시장은 여전히 성장의 초입 단계임. 외부기기 시장 성장은 웨어러블, 헬스케어, IoT(사물인터넷) 등 신규 IT 트렌드 확산을 통해 향후 큰 폭의 성장이 예상됨.

### ■ 1분기 매출액 분기 사상 최대 규모 예상

2014년 1분기 매출액은 324억원으로 분기 사상 최대 수준이 예상됨. 영업이익은 48억원(OPM 14.8%)으로 계절적 요인을 반영해 연중 저점을 기록할 전망이다. 2013년 하반기부터 빠르게 증가한 블루투스 주문량이 2분기에도 50만대/월 수준으로 호조를 보이고 있으며, 스피커와 모터사업부문의 실적개선 추이도 예상보다 빠름.

### ■ 투자의견 매수(B), 목표주가 18,500원 제시함

동사에 대해 투자의견 매수(B) 목표주가 18,500원을 제시함. 목표주가는 실적개선이 본격화되는 2014년과 2015년의 평균 EPS에 글로벌 동종업체 평균 밸류에이션을 30% 할인 적용했음. 2014년 본격화되는 스테레오 블루투스 헤드셋 판매 증가에 따른 실적 모멘텀을 감안하면 보수적인 수준이라 판단함.

#### Key Data

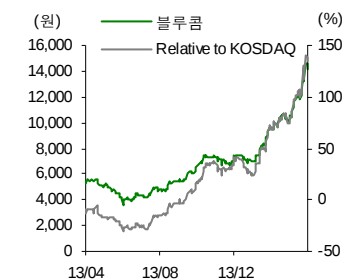
(기준일: 2014. 4. 23)

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| KOSPI(pt)       | 2000.37       |
| KOSDAQ(pt)      | 565.47        |
| 액면가(원)          | 500           |
| 시가총액(억원)        | 2,726         |
| 발행주식수(천주)       | 9,600         |
| 평균거래량(3M, 주)    | 210,262       |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 3,776         |
| 52주 최고/최저       | 14,600 / 3592 |
| 52주 일간Beta      | 1.7           |
| 배당수익률(14F,%)    | 1.8           |
| 외국인지분율(%)       | 9.5           |
| 주요주주 지분율(%)     |               |
| 김종규 외 6인        | 55.1          |
| 트러스톤자산운용        | 7.2           |

#### Company Performance

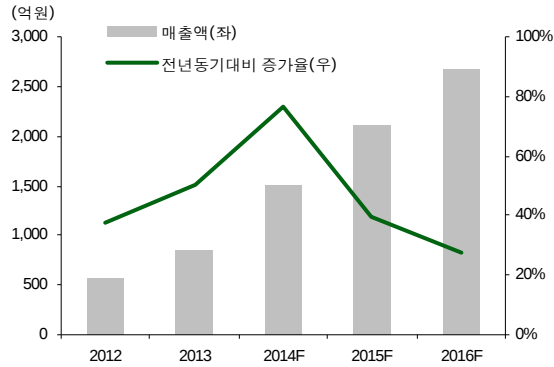
| 주가수익률(%)      | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률         | 39.6 | 105.4 | 118.9 | 164.9 |
| KOSPI대비 상대수익률 | 35.0 | 89.9  | 103.4 | 159.7 |

#### Company vs KOSPI composite



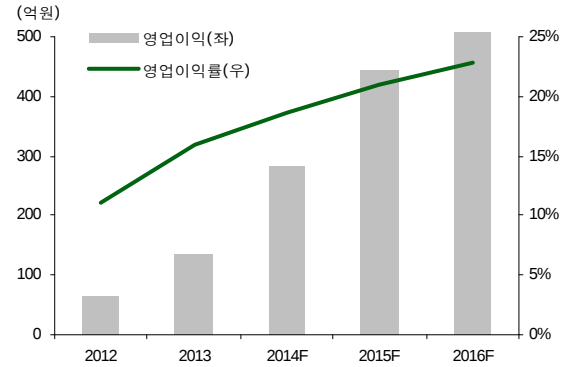
| 결산기(12월)     | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)     | 56.8  | 85.5  | 150.8 | 210.5 | 268.3 |
| 영업이익(십억원)    | 6.3   | 13.6  | 28.1  | 44.2  | 61.0  |
| 세전손익(십억원)    | 4.8   | 13.8  | 28.1  | 44.2  | 61.1  |
| 지배순이익(십억원)   | 3.7   | 12.3  | 22.5  | 34.9  | 48.3  |
| EPS(원)       | 387   | 1,284 | 1,431 | 1,818 | 2,515 |
| 증감율(%)       | 230.2 | 231.6 | 11.5  | 27.0  | 38.4  |
| ROE(%)       | 3.8   | 11.8  | 18.8  | 24.3  | 27.0  |
| PER(배)       | 29.2  | 11.6  | 9.9   | 7.8   | 5.6   |
| PBR(배)       | 1.1   | 1.3   | 2.1   | 1.7   | 1.4   |
| EV/EBITDA(배) | 5.4   | 5.2   | 2.5   | 1.3   | 0.6   |

도표 1. 블루콤 연간 매출액, 매출증가율 추이 및 전망



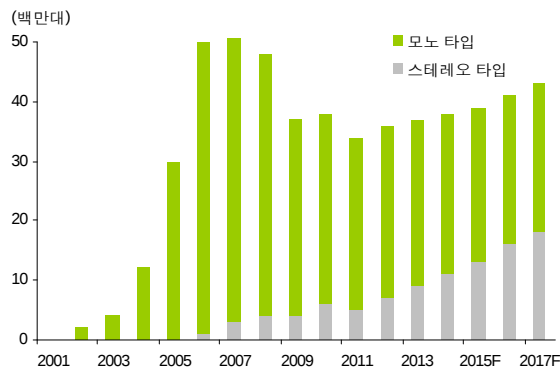
자료: 블루콤, 신영증권 리서치센터

도표 2. 블루콤 연간 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



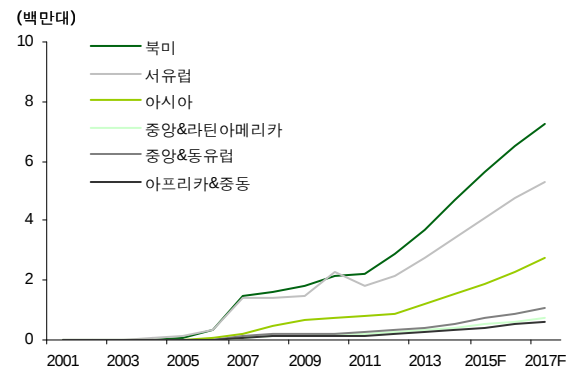
자료: 블루콤, 신영증권 리서치센터

도표 3. 블루투스 헤드셋 타입 별 시장규모 추이 및 전망



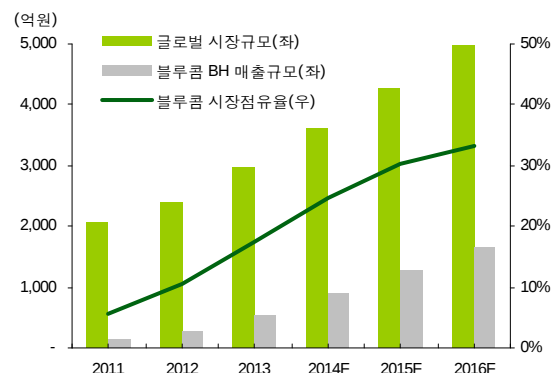
자료: Wireless Device Strategies(WDS) service, 신영증권 리서치센터

도표 4. 스테레오(Stereo) 타입 블루투스 헤드셋 판매 추이 및 전망



자료: Wireless Device Strategies(WDS) service, 신영증권 리서치센터

도표 5. 블루콤 스테레오 타입 블루투스 헤드셋 시장 점유율 추이 및 전망



자료: Wireless Device Strategies(WDS) service, 신영증권 리서치센터  
참고: 시장규모는 공급매출 기준으로 산출하였음 / 블루콤 블루투스 헤드셋 가운데 스테레오 타입 비중 90%임. 환율은 1,055원/달러로 가정했음

도표 6. 블루투스 헤드셋 신제품 HBS-800 모델



자료: 블루콤, 신영증권 리서치센터

도표 7. 블루콤 분기 손익 추정 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 억원, 원, %)

|          | 1Q14F  | 2Q14F  | 3Q14F | 4Q14F | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F | 2013A  | 2014F  | 2015F |
|----------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액      | 324    | 362    | 423   | 399   | 452   | 567   | 556   | 530   | 855    | 1,508  | 2,105 |
| 마이크로 스피커 | 32     | 45     | 40    | 48    | 38    | 45    | 57    | 63    | 64     | 165    | 203   |
| 리니어 진동모터 | 67     | 46     | 61    | 63    | 75    | 63    | 86    | 86    | 156    | 236    | 310   |
| 블루투스 헤드셋 | 205    | 246    | 292   | 254   | 307   | 423   | 373   | 337   | 575    | 997    | 1,440 |
| 기타       | 20     | 25     | 30    | 34    | 33    | 37    | 40    | 43    | 61     | 110    | 153   |
| 매출총이익    | 87     | 100    | 119   | 113   | 126   | 163   | 161   | 154   | 231    | 419    | 603   |
| 영업이익     | 48     | 66     | 86    | 80    | 77    | 124   | 127   | 114   | 136    | 281    | 442   |
| 세전이익     | 50     | 67     | 84    | 80    | 77    | 123   | 127   | 114   | 138    | 281    | 442   |
| 지배주주순이익  | 40     | 53     | 67    | 64    | 61    | 97    | 100   | 90    | 123    | 225    | 349   |
| EPS(원)   |        |        |       |       |       |       |       |       | 1,284  | 1,431  | 1,818 |
| 성장성지표    |        |        |       |       |       |       |       |       |        |        |       |
| 매출증가율    | 206.2% | 100.8% | 54.4% | 35.3% | 39.6% | 56.8% | 31.3% | 32.7% | 50.6%  | 76.4%  | 39.6% |
| 영업이익증가율  | 흑자전환   | 151.1% | 57.0% | 18.8% | 61.1% | 86.1% | 46.9% | 42.5% | 115.7% | 107.1% | 57.3% |
| 순이익증가율   | 흑자전환   | 63.4%  | 70.3% | 20.8% | 52.4% | 83.1% | 48.3% | 41.4% | 231.5% | 82.3%  | 55.3% |
| 수익성지표    |        |        |       |       |       |       |       |       |        |        |       |
| 영업이익률    | 14.8%  | 18.4%  | 20.4% | 20.1% | 17.0% | 21.8% | 22.9% | 21.6% | 15.9%  | 18.6%  | 21.0% |
| 세전이익률    | 15.4%  | 18.4%  | 19.9% | 20.0% | 17.1% | 21.7% | 22.8% | 21.6% | 16.2%  | 18.6%  | 21.0% |
| 순이익률     | 12.4%  | 14.7%  | 15.9% | 16.0% | 13.5% | 17.2% | 18.0% | 17.1% | 14.4%  | 14.9%  | 16.6% |

자료: 블루콤, 신영증권 리서치센터

## 블루콤(033560.KQ) 추정 재무제표

### Income Statement

| 12월 결산(십억원)  | 2012A   | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 56.8    | 85.5  | 150.8 | 210.5 | 268.3 |
| 증가율(%)       | 37.9    | 50.5  | 76.4  | 39.6  | 27.5  |
| 매출원가         | 43.4    | 62.4  | 108.9 | 150.2 | 188.2 |
| 원가율(%)       | 76.4    | 73.0  | 72.2  | 71.4  | 70.1  |
| 매출총이익        | 13.4    | 23.1  | 41.9  | 60.3  | 80.1  |
| 매출총이익률(%)    | 23.6    | 27.0  | 27.8  | 28.6  | 29.9  |
| 판매비와 관리비 등   | 7.1     | 9.5   | 13.8  | 16.1  | 19.0  |
| 판매비율(%)      | 12.5    | 11.1  | 9.2   | 7.6   | 7.1   |
| 영업이익         | 6.3     | 13.6  | 28.1  | 44.2  | 61.0  |
| 증가율(%)       | 6,200.0 | 115.9 | 106.6 | 57.3  | 38.0  |
| 영업이익률(%)     | 11.1    | 15.9  | 18.6  | 21.0  | 22.7  |
| EBITDA       | 10.3    | 17.0  | 31.2  | 48.8  | 66.9  |
| EBITDA마진(%)  | 18.1    | 19.9  | 20.7  | 23.2  | 24.9  |
| 순금융손익        | 1.4     | 1.3   | 2.1   | 2.3   | 2.4   |
| 이자손익         | 1.4     | 1.3   | 1.4   | 1.7   | 2.3   |
| 외화관련손익       | 0.0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익      | -2.9    | -1.1  | -2.1  | -2.3  | -2.3  |
| 종속및관계기업 관련손익 | 0.0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 법인세차감전계속사업이익 | 4.8     | 13.8  | 28.1  | 44.2  | 61.1  |
| 계속사업손익법인세비용  | 1.1     | 1.5   | 5.6   | 9.3   | 12.8  |
| 계속사업손익       | 3.7     | 12.3  | 22.5  | 34.9  | 48.3  |
| 증가율(%)       | 236.4   | 232.4 | 82.9  | 55.1  | 38.4  |
| 세후중단사업손익     | 0.0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 당기순이익        | 3.7     | 12.3  | 22.5  | 34.9  | 48.3  |
| 증가율(%)       | 236.4   | 232.4 | 82.9  | 55.1  | 38.4  |
| 순이익률(%)      | 6.5     | 14.4  | 14.9  | 16.6  | 18.0  |
| 지배주주지분 당기순이익 | 3.7     | 12.3  | 22.5  | 34.9  | 48.3  |
| 증가율(%)       | 236.4   | 232.4 | 82.9  | 55.1  | 38.4  |
| 기타포괄이익       | -1.3    | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 총포괄이익        | 2.4     | 12.7  | 22.8  | 35.2  | 48.6  |

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

### Cashflow Statement

| 12월 결산(십억원)   | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름  | 18.0  | 6.2   | 21.7  | 32.0  | 44.0  |
| 당기순이익         | 3.7   | 12.3  | 22.5  | 34.9  | 48.3  |
| 현금유출이없는비용및수익  | 4.7   | 6.6   | 7.3   | 12.1  | 16.4  |
| 유형자산감가상각비     | 3.6   | 3.2   | 2.8   | 4.3   | 5.6   |
| 무형자산상각비       | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| 영업활동관련자산부채변동  | 8.5   | -12.3 | -3.9  | -7.5  | -10.2 |
| 매출채권의감소(증가)   | 9.2   | -10.1 | -5.0  | -8.7  | -9.4  |
| 재고자산의감소(증가)   | 2.0   | -3.6  | 0.7   | -0.8  | -1.0  |
| 매입채무의증가(감소)   | -3.0  | 2.7   | 2.6   | 3.6   | 3.6   |
| 투자활동으로인한현금흐름  | -5.6  | 0.9   | -11.5 | -11.9 | -12.2 |
| 투자자산의 감소(증가)  | -2.8  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유형자산의 감소      | 0.1   | 0.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| CAPEX         | -2.4  | -1.6  | -15.0 | -15.0 | -15.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -0.1  | 2.6   | 3.9   | 3.5   | 3.2   |
| 재무활동으로인한현금흐름  | -3.6  | -1.9  | -2.9  | -4.8  | -5.8  |
| 장기차입금의증가(감소)  | -0.9  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 사채의증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본의 증가(감소)    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타현금흐름        | -0.1  | 0.0   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 현금의 증가        | 8.7   | 5.3   | 8.1   | 16.1  | 26.7  |
| 기초현금          | 2.3   | 11.0  | 16.3  | 24.3  | 40.4  |
| 기말현금          | 11.0  | 16.3  | 24.3  | 40.4  | 67.2  |

(\*) 신영증권 리서치센터

(\*) 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비와 관리비 등을 차감한 금액입니다.

### Balance Sheet

| 12월 결산(십억원) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 69.8  | 88.0  | 96.8  | 119.5 | 155.0 |
| 재고자산        | 8.7   | 12.3  | 11.6  | 12.4  | 13.4  |
| 단기금융자산      | 41.8  | 39.3  | 35.3  | 31.8  | 28.6  |
| 매출채권 및 기타채권 | 7.9   | 18.4  | 23.4  | 32.1  | 41.5  |
| 현금및현금성자산    | 11.0  | 16.3  | 24.3  | 40.4  | 67.2  |
| 비유동자산       | 34.2  | 31.9  | 43.7  | 54.1  | 63.3  |
| 유형자산        | 28.2  | 26.2  | 38.3  | 49.0  | 58.3  |
| 무형자산        | 2.5   | 2.4   | 2.1   | 1.8   | 1.6   |
| 투자자산        | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| 기타 금융업자산    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자산총계        | 104.0 | 119.9 | 140.5 | 173.6 | 218.2 |
| 유동부채        | 5.2   | 8.9   | 11.6  | 15.2  | 18.9  |
| 단기차입금       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 매입채무및기타채무   | 3.9   | 8.2   | 10.9  | 14.5  | 18.1  |
| 유동성장기부채     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 비유동부채       | 0.6   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 사채          | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기금융부채      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타 금융업부채    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 부채총계        | 5.8   | 9.0   | 11.7  | 15.3  | 19.0  |
| 지배주주지분      | 98.2  | 110.8 | 128.8 | 158.3 | 199.3 |
| 자본금         | 4.8   | 4.8   | 9.6   | 9.6   | 9.6   |
| 자본잉여금       | 28.9  | 29.1  | 24.3  | 24.3  | 24.3  |
| 기타자본        | -2.1  | -0.5  | -0.5  | -0.5  | -0.5  |
| 기타포괄이익누계액   | 2.2   | 2.5   | 2.8   | 3.2   | 3.5   |
| 이익잉여금       | 64.4  | 74.9  | 92.5  | 121.7 | 162.3 |
| 비지배주주지분     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본총계        | 98.2  | 110.8 | 128.8 | 158.3 | 199.3 |
| 총차입금        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 순차입금        | -52.8 | -55.5 | -59.7 | -72.2 | -95.8 |

### Valuation Indicator

| 12월 결산(십억원)       | 2012A  | 2013A  | 2014F | 2015F | 2016F  |
|-------------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| Per Share (원)     |        |        |       |       |        |
| EPS(지배순이익 기준)     | 387    | 1,284  | 1,431 | 1,818 | 2,515  |
| BPS(지배지분 기준)      | 10,450 | 11,596 | 6,736 | 8,271 | 10,403 |
| DPS(보통주)          | 200    | 300    | 250   | 300   | 400    |
| Multiples (배)     |        |        |       |       |        |
| PER(지배순이익 기준)     | 29.2   | 11.6   | 9.9   | 7.8   | 5.6    |
| PBR(지배지분 기준)      | 1.1    | 1.3    | 2.1   | 1.7   | 1.4    |
| EV/EBITDA (발표 기준) | 5.4    | 5.2    | 2.5   | 1.3   | 0.6    |

### Financial Ratio

| 12월 결산(십억원)       | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성(%)            |        |        |        |        |        |
| EPS(지배순이익) 증가율    | 230.2% | 231.6% | 11.5%  | 27.0%  | 38.4%  |
| EBITDA(발표 기준) 증가율 | 164.1% | 65.0%  | 83.5%  | 56.4%  | 37.1%  |
| 수익성(%)            |        |        |        |        |        |
| ROE(순이익 기준)       | 3.8%   | 11.8%  | 18.8%  | 24.3%  | 27.0%  |
| ROE(지배순이익 기준)     | 3.8%   | 11.8%  | 18.8%  | 24.3%  | 27.0%  |
| ROIC              | 9.9%   | 26.2%  | 38.1%  | 46.9%  | 52.6%  |
| 안전성(%)            |        |        |        |        |        |
| 부채비율              | 5.9%   | 8.2%   | 9.1%   | 9.7%   | 9.5%   |
| 순차입금비율            | -53.8% | -50.1% | -46.4% | -45.6% | -48.1% |
| 이자보상배율            | 302.0  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

## Compliance Notice

### ■ 투자등급

- 종목** 매수 : 추천일 종가대비 목표주가 10% ~ 30% 이상의 상승이 예상되는 경우  
**중립** : 추천일 종가대비  $\pm 10 \sim \pm 30\%$  이내의 등락이 예상되는 경우  
**매도** : 추천일 종가대비 목표주가 -10 ~ -30%(C) 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 높게 추천  
**중립** : 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 같게 추천  
**비중축소** : 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 낮게 추천

### ■ 리스크등급

: 재무제표와 추가변동성을 고려하여 신영증권 리서치센터에서 A, B, C 등급으로 분류  
**적용기준** 10%(A) : Low Risk, 20%(B) : Medium Risk, 30%(C) : High Risk

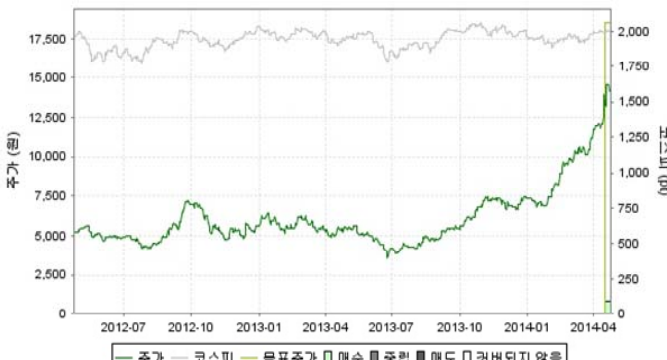
- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

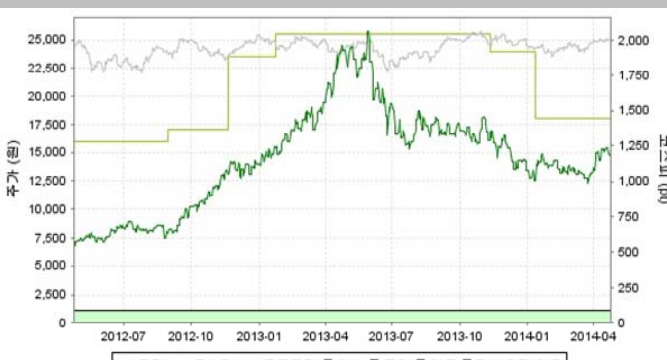
[당사와의 이해관계 고지]

| 종목명 | LP(유동성공급자) |      | 1%이상보유 | 계열사 관계여부 | 채무이행보증 |
|-----|------------|------|--------|----------|--------|
|     | ELW        | 주식선물 |        |          |        |
| 블루콤 | -          | -    | -      | -        | -      |
| 파트론 | -          | -    | -      | -        | -      |

| 블루콤 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역                                                       | 추천일자       | 투자의견 | 목표주가(원) |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|---------|
|  | 2014-04-24 | 매수   | 18500   |
|                                                                                     | 2014-04-17 | 매수   | 18500   |

| 파트론 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역                                                       | 추천일자                     | 투자의견 | 목표주가(원) |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|------|---------|
|  | 2014-04-24               | 매수   | 18000   |
|                                                                                     | 2014-01-13               | 매수   | 18000   |
|                                                                                     | 2013-11-11               | 매수   | 24000   |
|                                                                                     | 2013-01-23               | 매수   | 25500   |
|                                                                                     | 2012-11-20               | 매수   | 23500   |
|                                                                                     | 2012-08-30               | 매수   | 17000   |
|                                                                                     | [2012년 08월 30일] 애널리스트 변경 |      |         |
|                                                                                     | [2013년 11월 11일] 애널리스트 변경 |      |         |