

eBEST Mid-Small cap

# Value & Growth

- Part I Value & Growth Universe
- Part II 중소형주 시장 상황
- Part III 중소형주 탐방노트



이베스트투자증권 **Mid-Small cap 팀**입니다.

저희 스몰캡 팀은 [Value & Growth] 라는 제목으로 월보 형식의 투자유망 중소형주 자료를 제공하고 있습니다.

Value & Growth는  
안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Value Part와  
기업이 중장기적인 Core 경쟁력을 보유하고 있거나  
시장 환경 Trend에 부합하여 성장이 진행되는 기업을 중심으로  
중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Growth Part로 구성하고 있습니다.

이러한 선별 기준을 적용하여 이베스트 Mid-Small cap팀은  
Value & Growth Universe 를 제공하고 있습니다.  
이는 일회성적인 기업 추천을 지양하고 지속적인 업데이트를 통해  
기업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

앞으로도 중소형주 투자환경에 맞춰 적절한 의사결정을 할 수 있도록  
도움을 드릴 수 있는 스몰캡팀이 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.



Analyst 정홍식  
02 3779 8468  
hsjeong@ebestsec.co.kr



Analyst 최석원  
02 3779 8446  
cseogwon@ebestsec.co.kr



Analyst 김한경  
02 3779 8848  
hkkim@ebestsec.co.kr

## Value & Growth

# Content

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 시장 상황	11
Part III	중소형주 탐방노트	15

### 기업분석

한국전자금융 (063570)	22
KPX 케미칼 (025000)	26
사람인에이치알 (143240)	30
KG 모빌리언스 (046440)	34
화승엔터프라이즈 (241590)	38

---

# Part I

---

## Value & Growth Universe

이베스트투자증권 Mid-Small cap 팀은 Value & Growth 선별 방식을 적용한 중소형주 Universe를 구성하여 투자 유망 기업을 제시하고 있습니다.

2018년 9월 Universe 편입 종목은 화승인더가 있으며, 제외종목 우주일렉트로가 있습니다.

이번 Universe 업데이트에서는 Universe 기업에 대한 View 변화 및 코멘트와 2018년 8월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

# Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

에널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	초음파프로브, 2차전지 Test Pin 등 신규 사업군 고성장 유지, IC Test 소켓 성장성 유효
	A019680	대교	눈높이 사업부문의 수익성 개선, 수학 등 주요과목 ARPU 상승, 대규모 순현금 보유
	A034310	NICE	상장 계열사 대비 저평가, 안정적인 성장 진행 중, 자회사 상장 기대감
	A030190	NICE평가정보	안정적인 성장성 & 금융데이터 활용에 따른 추가적인 성장 모멘텀 유효
	A119860	다나와	판매수수료 + 제휴쇼핑 고성장, 높은 사업레버리지로 영업이익 증가 폭 높음, e스포츠 수혜
	A023910	대한약품	소량 수액제 수요 증가 중, 중장기적으로도 기초 수액제 수요 증가로 매년 안정적인 성장
	A005680	삼영전자	가전 + ESS + 자동차용 전해 콘덴서 수요 증가, 모회사 생산물량 확대에 대한 수혜
	A093190	빅솔론	Valuation 저평가, 라벨프린터 성장성에 대한 기대감, 전형적인 가치형 중소형주
	A025000	KPX케미칼	2018년 하반기(10월 정도) 국내 PO(PPG의 원재료) 공급 증가에 따른 원가 하락 전망
	A063570	한국전자금융	무인자동화기기(KIOSK, 무인주차장) 고성장, 동행복권 사업에 대한 2019년 실적 개선 기대감
	A035000	지투알	국내 광고 3위업체(LG 그룹), 안정적인 재무구조, 순현금이 시가총액에 근접한 수준
	A049070	인탑스	자동차부품 수익성 회복, 신규사업으로 사업다각화 + 유휴설비 활용에 따른 마진개선 기대감
	A069510	에스텍	안정적인 재무구조, 자동차용 스피커 및 모바일 이어폰의 성장흐름 유지
	A016800	퍼시스	일룸 & 시디즈 등 관계회사의 실적호조로 생산물량 증가, 안정적인 재무구조
	A011040	경동제약	전형적인 가치형 중소형 제약회사, 안정적인 재무구조 + 추세적인 성장성 보유
A078000	벨코웨어	순현금+자사주=시가총액 Valuation 절대 저평가, IoT Device 확대될 경우 성장모멘텀 강화	
A092130	이크레더블	기업 신용평가에 대한 추세적인 수요 증가(산업군 확대, 1차벤더에서 2~3차 벤더로 확대 등)	
최석원	A095720	웅진씽크빅	역사적 Valuation 저점. 북클럽 회원수 감소에 대한 우려 역시 제한적
	A095570	AJ네트웍스	파렛트 및 고소장비 부문 실적 증가세 이어지는 가운데 렌터카 실적 하락세 둔화
	A138490	코오롱플라스틱	올해부터 POM 정상화에 따른 본격적인 실적 턴어라운드 기대
	A089470	현대EP	제품 단가 회복 및 현대기아차 판매량 개선에 따른 실적 개선 예상
	A225330	씨엠에스에듀	국내 직영점 중심의 안정적인 성장이 기대되는 가운데 해외 진출 모멘텀 有
	A012510	더존비즈온	고객군을 기존 중소/중견 기업에서 대기업군으로 점차 확대하며 외형 성장 기대
김한경	A067160	아프리카TV	e스포츠 산업에 대한 투자수요 확대에 따른 광고 매출 반등 기대
	A065510	휴비츠	신제품 망막진단기가 시판에 들어가며 두 자리 수 매출 성장 재개 & 수익성 정상화 기대
	A006060	화승인더	아디다스 내 점유율 확대, 고단가 제품 비중 확대에 가파른 성장 기대

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2018년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가 총액 (십억원)	증가 (원)	2018년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	908.4	59,600	11.4	10.3	17.0	34.4	18.2	19.2	3.5	11.9
	A019680	대교	Buy	705.4	7,240	-1.3	0.9	0.4	5.7	6.1	16.8	1.0	6.1
	A034310	NICE	Buy	645.9	17,050	11.1	10.4	15.6	8.4	9.1	11.7	1.1	1.9
	A030190	NICE평가정보	Buy	596.8	9,830	5.3	9.3	17.1	12.3	18.0	16.6	3.0	8.9
	A119860	다나와	Buy	268.7	20,550	0.6	33.8	29.5	18.9	19.1	15.4	2.9	10.0
	A005680	삼영전자	Buy	290.0	14,500	11.0	19.8	22.9	4.2	2.7	22.3	0.6	3.1
	A023910	대한약품	Buy	276.6	46,100	7.7	11.0	12.0	23.0	19.6	9.9	2.0	5.9
	A093190	빅슬론	Buy	120.8	6,280	2.9	2.6	-21.9	15.8	10.8	7.4	0.8	1.8
	A025000	KPX케미칼	Buy	313.1	64,700	4.5	16.1	15.1	4.7	6.6	10.3	0.7	3.7
	A063570	한국전자금융	Buy	446.9	12,900	22.6	35.8	8.8	9.7	9.3	26.6	2.5	7.1
	A035000	지투알	Buy	126.9	7,660	5.4	6.5	14.3	4.0	9.4	7.9	0.7	-0.3
	A049070	인탑스	Buy	159.1	9,250	12.4	27.5	9.4	4.7	4.2	8.7	0.4	0.7
	A069510	에스텍	Buy	109.0	9,990	2.2	4.9	31.2	5.5	9.1	8.4	0.8	2.1
	A016800	퍼시스	Buy	350.8	30,500	14.5	12.6	11.3	7.8	6.1	14.3	0.9	6.1
	A011040	경동제약	Buy	322.6	12,150	0.0	7.4	3.9	17.6	9.2	15.1	1.4	6.4
	A078000	텔코웨어	Buy	142.1	14,650	7.5	11.5	15.1	13.0	5.5	23.3	1.3	7.7
A092130	이크레더블	Buy	178.8	14,850	8.9	12.4	11.9	40.7	25.5	14.7	3.7	8.3	
최석원	A095720	웅진씽크빅	Buy	211.9	6,120	2.5	5.2	7.5	5.6	8.2	7.9	0.6	2.8
	A095570	AJ네트웍스	Buy	236.9	5,060	5.6	24.5	46.7	6.4	5.2	10.8	0.6	3.4
	A138490	코오롱플라스틱	Buy	263.0	6,850	17.0	15.8	18.2	7.4	10.1	12.7	1.3	9.2
	A089470	HDC현대EP	Buy	189.2	5,910	1.0	8.3	14.7	4.9	11.2	5.3	0.6	5.8
	A225330	씨엠에스에듀	Buy	144.4	7,580	8.4	9.9	11.9	18.1	20.1	12.8	2.6	9.0
	A012510	더존비즈온	Buy	1,661.7	56,800	9.7	0.6	4.2	23.1	19.0	39.8	7.6	22.4
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	473.6	42,950	24.8	42.1	44.9	22.0	24.4	22.2	5.4	15.0
	A065510	휴비츠	Buy	139.6	12,000	17.5	34.1	234.3	14.8	12.5	11.9	1.5	8.9
	A006060	화승인더	Buy	474.7	8,530	2.7	-0.9	15.1	7.9	11.9	11.3	1.3	4.0

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2018년 당사 추정실적 기준, 시가총액, 증가 2018년 8월 24일 증가 기준  
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2019년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2019년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)			
				매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	
정홍식	A058470	리노공업	Buy	12.0	13.1	9.1	34.7	17.5	17.6	3.1	10.2	
	A019680	대교	Buy	3.6	6.1	5.3	5.9	6.2	16.0	1.0	5.9	
	A034310	NICE	Buy	6.4	9.0	12.7	8.6	9.4	10.4	1.0	1.8	
	A030190	NICE평가정보	Buy	5.6	8.8	10.3	12.6	17.2	15.1	2.6	7.9	
	A119860	다나와	Buy	9.3	21.1	21.1	20.9	19.4	12.7	2.5	7.8	
	A005680	삼영전자	Buy	6.4	9.3	5.4	4.3	2.8	21.2	0.6	2.5	
	A023910	대한약품	Buy	7.7	8.7	9.7	23.2	17.9	9.1	1.6	5.2	
	A093190	빅솔론	Buy	7.6	6.9	5.5	15.7	10.4	7.0	0.7	1.2	
	A025000	KPX케미칼	Buy	6.4	29.6	24.9	5.8	7.8	8.2	0.6	3.0	
	A063570	한국전자금융	Buy	6.5	13.6	39.9	10.3	11.8	19.0	2.2	6.1	
	A035000	지투알	Buy	5.0	6.2	6.8	4.0	9.4	7.4	0.7	-0.9	
	A049070	인탑스	Buy	7.7	10.9	11.5	4.9	4.0	7.8	0.3	0.4	
	A069510	에스텍	Buy	3.1	5.4	6.2	5.6	9.1	7.9	0.7	1.8	
	A016800	퍼시스	Buy	5.4	6.6	6.1	7.9	6.2	13.4	0.8	5.4	
	A011040	경동제약	Buy	6.6	7.5	7.5	17.8	9.4	14.1	1.3	5.9	
	A078000	텔코웨어	Buy	9.2	15.5	13.1	13.8	6.0	20.6	1.2	6.4	
	A092130	이크레더블	Buy	8.4	9.3	9.0	41.0	24.6	13.4	3.3	7.3	
	최석원	A095720	웅진씽크빅	Buy	4.9	6.9	7.1	5.7	8.2	7.4	0.6	2.6
		A095570	AJ네트웍스	Buy	9.6	8.8	-12.3	6.3	6.5	12.3	0.8	2.3
A138490		코오롱플라스틱	Buy	13.4	11.9	12.1	7.3	10.3	11.3	1.2	8.4	
A089470		HDC현대EP	Buy	2.7	13.8	13.8	5.4	11.5	4.7	0.5	4.8	
A225330		씨엠에스에듀	Buy	8.6	39.8	35.4	23.3	23.5	9.4	2.2	6.3	
A012510		더존비즈온	Buy	9.5	16.5	10.0	24.5	17.1	36.1	6.2	19.0	
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	19.2	28.8	24.9	23.8	24.2	17.8	4.3	11.4	
	A065510	휴비츠	Buy	10.0	24.6	0.9	16.7	11.4	11.8	1.4	7.3	
	A006060	화승인더	Buy	16.3	43.0	66.0	9.8	16.6	6.8	1.1	2.9	

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2019년 당사 추정실적 기준

시가총액, 종가 2018년 8월 24일 종가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적 전망

기업코드	기업명 (억원)	매출액			영업이익			지배순이익		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
A058470	리노공업	1,415	1,577	1,766	492	542	613	404	472	515
A019680	대교	8,122	8,017	8,302	455	459	487	417	419	441
A034310	NICE	14,501	16,108	17,131	1,226	1,353	1,475	478	552	622
A030190	NICE평가정보	3,604	3,796	4,009	426	466	507	307	359	396
A119860	다나와	1,076	1,082	1,183	152	204	247	135	175	212
A005680	삼영전자	2,294	2,546	2,709	89	107	117	106	130	137
A023910	대한약품	1,444	1,555	1,674	323	358	389	248	278	305
A093190	빅솔론	894	920	990	141	145	155	209	163	172
A025000	KPX케미칼	7,037	7,355	7,827	300	348	451	265	305	381
A063570	한국전자금융	2,410	2,955	3,148	211	286	325	154	168	235
A035000	지투알	5,013	5,283	5,547	197	210	223	141	161	172
A049070	인탑스	6,875	7,730	8,329	288	367	407	166	182	203
A069510	에스텍	3,004	3,071	3,166	160	168	177	99	130	138
A016800	퍼시스	2,895	3,314	3,494	230	259	276	221	246	261
A011040	경동제약	1,885	1,885	2,009	309	332	357	205	213	229
A078000	텔코웨어	414	445	486	52	58	67	53	61	69
A092130	이크레더블	341	371	402	134	151	165	109	122	133
A095720	웅진씽크빅	6,243	6,401	6,713	342	360	385	249	268	287
A095570	AJ네트웍스	14,310	15,118	16,562	772	961	1,046	150	220	193
A138490	코오롱플라스틱	2,622	3,067	3,477	196	227	254	175	207	232
A089470	HDC현대EP	9,144	9,231	9,479	415	449	511	310	356	405
A225330	씨엠에스에듀	677	734	797	121	133	186	101	113	153
A012510	더존비즈온	2,056	2,255	2,469	517	520	606	401	418	460
A067160	아프리카TV	946	1,181	1,408	183	260	335	147	213	266
A065510	휴비츠	704	827	910	91	122	152	35	117	118
A006060	화승인더	1,152	11,833	13,765	948	939	1,343	485	420	697

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 Universe 신규 편입 · 제외

종목코드	종목명	구분	내용
A006060	화승인더	신규편입	아디다스 그룹의 고성장 기초 지속 중. 아디다스와의 전략적 방향성 일치에 따른 수혜가 기대됨. 화승은 올해 하반기부터 1) 부스트 완제품을 비롯한 고단가 제품 비중 확대에 따른 ASP 상승, 2) 무역분쟁 및 아디다스 정책 변화에 따른 아디다스 내 점유율 확대, 3) 자동화 설비 투자에 따른 OPM 개선이 기대됨. 투자의견 매수, 목표주가 12,000원으로 유니버스에 신규 편입.
A065680	우주일렉트로	편입제외	2Q18 적자전환으로 실적을 반영하여 커버리지는 유지하나 eBest Mid-Small Cap 월보 유니버스에서는 제외시킴. 향후 턴어라운드 진행되고 다시 Valuation 메리트가 높아질 시기에 재 편입시킬 예정. 동사는 전방산업인 모바일 부문에서 영업상황이 좋지 않은 것으로 파악되어 1Q18 실적부진에 이어 2Q18에는 적자전환으로 실적 우려감이 높아진 상황. 또한 자동차용 커넥터 부문에서도 과거 고성장의 메리트가 없어진 것으로 보여 다시 한번 상황을 살펴봐야 할 것으로 판단됨.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
A058470	리노공업	2Q18 실적을 발표하였는데, 분기단위로는 매출액은 성장, 영업이익은 소폭 역성장을 보였으며, 상반기 누적으로는 10% yoy 수준의 성장성이 유지되고 있음. 2017년 내수부문의 큰 폭 실적개선으로 고성장이 진행되었으나, 올해에는 이에 대한 기저효과로 인하여 성장폭이 다소 둔화되는 모습. 동사는 원래 연평균 10% 수준의 안정적인 성장이 유지되고 있고, 올해 상반기에도 평년과 비슷한 수준이기 때문에 여전히 매수관점으로 접근하고 있음. 참고로 초음파프роб 부문에서 현재 고성장이 진행되고 있고, 2차전지 Test Pin에서도 긍정적인 실적을 기록하고 있어 신규 성장사업군에서 추가적인 모멘텀을 기대할 수 있음.
A119860	다나와	2Q18 비수기에도 불구하고 별도기준 분기 최대 매출액을 기록하였음. 이는 판매수수료와 제휴쇼핑의 고성장에 기인하고 있음. 계열사 늑대와여우컴퓨터에서 일회성 적자를 기록한 것을 제외하면 분기 YoY 100% 수준의 영업이익 성장이 진행되었음. 이에 고성장이 유지되고 있는 동안 지속적인 매수관점을 대응하는 것을 권고
A034310	NICE	안정적인 실적개선이 진행되고 있으며, 현재 비상장 계열사인 ITM반도체의 급격한 실적개선 및 내년정도 상장에 대한 기대감이 있음. 현재 동사의 기업가치는 상장계열사 4개의 합산 시가총액(지분율 고려) 수준에 머물고 있어 밸류에이션 메리트가 높은 상황. 여기에 ITM 반도체가 상장하여 시가평가를 받게 될 경우 저평가를 해소할 수 있는 모멘텀으로 작용할 수 있음
A225330	씨엠에스에듀	올해 상반기 시장의 기대치에 부합하는 실적을 보여줬음에도 불구하고 교육업체에 대한 관심 부재로 주가는 오히려 하락. 매년 3~4개의 직영점 확장이 이어지고 있고 동사의 사교력, 영재관, 코딩센터로 이어지는 교육 콘텐츠의 경쟁력을 감안할 때 현재의 주가 수준은 저평가 영역이라고 판단. 8/24 증가 7,580원 기준 '18년 시가배당률은 5% 수준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 8월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 8월 IPO 기업

기업명	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
티웨이항공	A091810	2018-08-01	동사는 국내 및 국제항공 여객운송업을 영위. 현재 국내 노선 4개 및 국제 노선 43개 포함 총 47개의 노선을 확보. 원화강세, 저유가에 따른 여행경비 부담 완화로 인한 내국인의 해외여행 증가, 제주관광 수요확대 등으로 지속적인 성장세. 저비용항공사의 지속적인 항공기 도입확대, 저렴한 항공권 공급, 일본 및 동남아 노선 다변화 지속.	진에어, 제주항공
휴네시온	A290270	2018-08-02	정보보안 솔루션 망간자료전송, 통합계정관리, 모바일보안/출입관리)을 개발하여 공급, 기존 솔루션의 업그레이드 버전 출시 및 정보보안 관련 신제품 개발을 통한 시장확대를 추진. 조달청 판매실적을 기준으로 당사의 제품은 최근 3년간 시장 점유율 1위를 유지.	라온시큐어, 시큐브, 한국정보인증, 한국전자인증
에스에스알	A275630	2018-08-06	당사는 기존 IT 인프라 취약점 진단 솔루션을 웹상에서 간편하게 진단할 수 있게 만든 SolidStep Cloud 서비스를 실시. 당사의 제품은 보안관리 제품에 속하는 취약점 분석 시스템, 보안컨설팅 서비스에 속하는 진단 및 모의해킹 서비스. 당사의 주력시장은 2015년에 1,189억원에서 2020년까지 1,667억원으로 성장할 것으로 전망	시큐브, 한국전자인증, 이글루시큐리티, 한국정보인증, 이니텍, 안랩
디아이티	A110990	2018-08-07	동사는 검사, 측정시스템을 시작으로 UV 광을 이용한 솔루션 기술, 3차원 검사/측정기술, Laser/연마 가공기술 등 다양한 제품군을 디스플레이 산업에 공급, 자동차 산업 분야에도 검사 및 측정 장비를 확대하고 있음.	미래컴퍼니, 주성엔지니어링, 이오테크닉스, 비아트론, 야스
대유	A290380	2018-08-10	동사는 비료제조 및 판매업, 농약 제조, 수입 및 판매업, 임대업을 영위. 주력 제품은 당사가 국내최초로 개발한 엽면시비용 4중복합비료. 당사가 공급하는 4중복합비료 중 가장 큰 많은 비중을 차지하는 엽면시비용 제품은 과수의 잎을 통해 필요한 미량요소를 공급하므로 과수산업에 매우 필수적.	남해화학, 경농, 효성오앤비
바이오솔루션	A086820	2018-08-20	동사는 줄기세포 응용기술을 바탕으로 한 첨단 재생의학 제품 및 세포기반 의약품과 조직공학에 이용한 독성 및 효능 검증용 인체조직모델의 연구·개발 및 제조·판매를 영위. 중증 화상치료를 위한 자가 피부각질세포치료제인 케라힐(KeraHeal)과 케라힐-알로 (KeraHeal-Allo)의 품목허가를 취득. 골관절염 등으로 인한 연골결손 치료제인 카티라이프는 2018년 품목허가를 예정	파마리서치프로드트, 케어젠, 휴메딕스, 메디톡스, 휴젤
에이피티씨	A089970	2018-08-23	당사는 반도체 제조공정 중 식각공정에 필요한 장비를 제조, 판매. 당사가 보유하고 있는 적용결합형 플라즈마 소스(Source)는 현재 200mm 와 300mm 웨이퍼용 반도체 건식 식각장비의 원천기술로 적용되어 성능 및 가격 경쟁력을 보여주며 외산장비를 대체.	Applied Materials, Lam Research, Tokyo Electron, Orbotech
오파스넷	A173130	2018-08-24	당사는 기업체, 공공기관 및 금융권 네트워크 통합과 다양한 솔루션 공급 등에서 강세를 유지해온 네트워크 통합(Network Integration) 전문기업. 최근에는 SI(System Integration)분야 및 컨설팅 시장에 진출하는 등, Total ICT 서비스 업체를 목표로 지속적인 성장을 추구. 2011년 Cisco SI Gold 파트너사로 전략 선정되어 시스코 시스템즈의 다양하고 고사양, 고품질의 제품들을 국내외에 안정적으로 공급 중.	링네트, 아이크래프트
엑트로	A290740	2018-08-28	당사는 국내 삼성전기 모듈사업부의 1차 Vendor 로서 고사양 카메라 모듈용 핵심부품인 OIS, IRIS, AF Actuator 를 삼성전기 모듈사업부에 공급하고 있으며, 당사의 공급제품은 삼성전자의 스마트폰을 포함한 중국 샤오미, 화웨이, OPPO, VIVO 등의 스마트폰에 채용	파워로직스, 하이비전시스템, 바이오로그디바이스, 옵트론텍

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## 중소형주 시장 상황

### 중소형주 시장상황

이번 섹션에서는 중소기업 시장상황에 대해 점검해 보겠습니다.

매월 달라지는 시장상황에 대해 밸류에이션과 실적 전망치,  
그리고 수급 데이터를 통해 객관적으로 시장상황을 판단해 보고자 합니다.

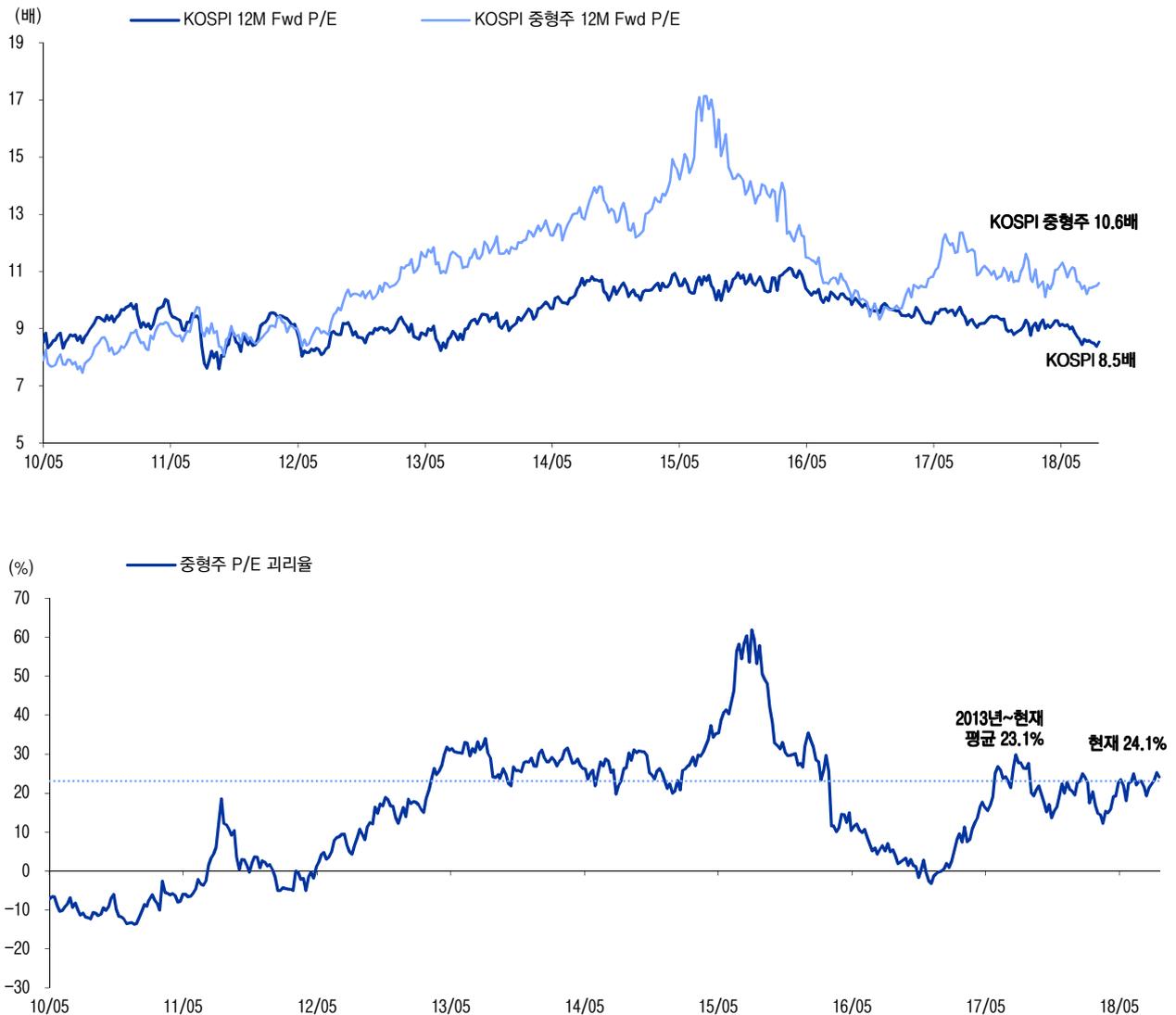
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는  
가치주와 성장주의 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

# 시장상황 점검

## KOSPI 중형주, 등락을 반복

KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 24.1%이다. 2013년 이후~현재까지의 평균인 23.1%을 소폭 상회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 10.6배, KOSPI의 12MF P/E는 8.5배 수준으로 valuation 격차는 2분기 소폭 확대됐다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도

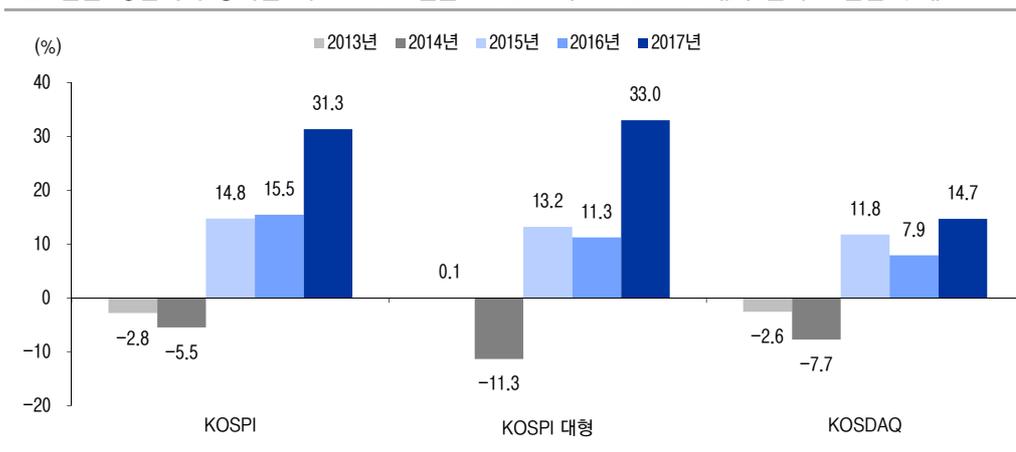


주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)  
 자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

## KOSPI와 KOSDAQ의 실적 모멘텀 비교

KOSPI의 2017년 영업이익 증가율은 31.3%, KOSDAQ은 14.7%로 작년 KOSPI의 실적 모멘텀은 KOSDAQ대비 우세했다. 다만, 중소형주의 경우 모든 기업을 반영한 것은 아니기 때문에 이를 감안하여 판단하여야 할 것이다. 1Q18 영업이익 증가율은 KOSPI가 7.8%, KOSDAQ은 -6.8%로 KOSPI가 KOSDAQ 대비 우세했다.

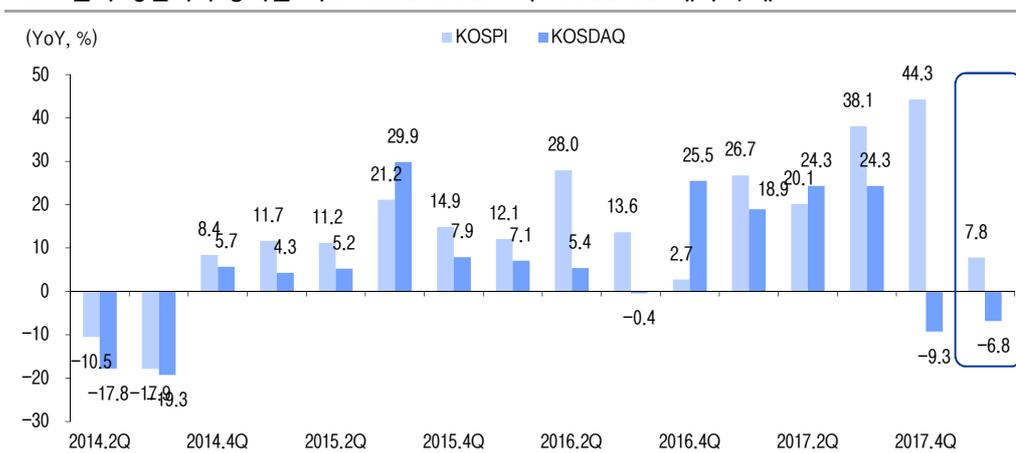
그림2 연간 영업이익 증가율 비교: 2017 년은 KOSPI 가 KOSDAQ 대비 실적 모멘텀 우세



주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)

자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 분기 영업이익 증가율 비교: 1Q18 KOSPI 가 KOSDAQ 대비 우세



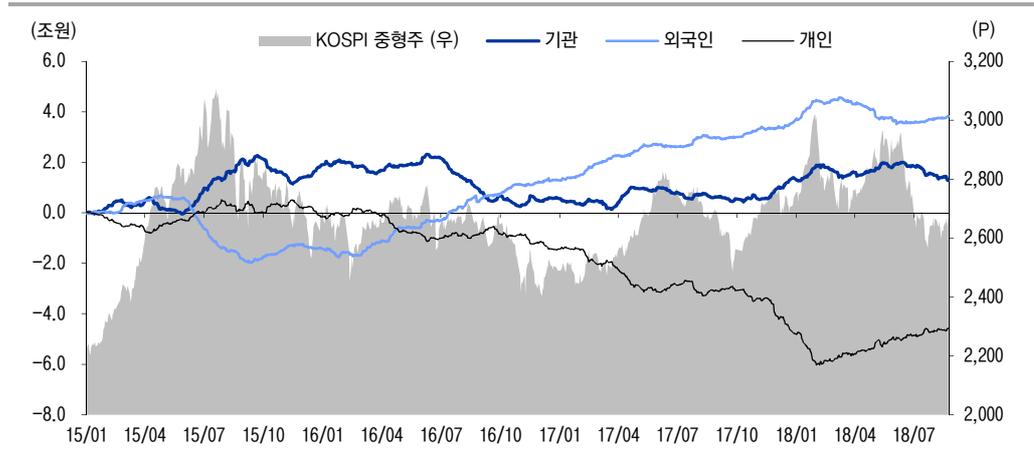
자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

### 수급상황- KOSPI 중형주 개인/외인 매수세, KOSDAQ은 개인 매수세

8월로 접어들며 KOSPI 중형주에서 개인과 외국인의 매수세가 이어지고 있다. 15년 이후 개인의 KOSPI 중형주에 대한 매도는 18년 7월 말 누적 기준 약 4.7조원을 기록했다. 하지만 18년 8월 말인 현재 누적 기준은 약 4.6조원으로 8월 들어 약 1.2천억원을 매수했다. 외국인은 15년 이후 18년 7월 말 누적으로는 KOSPI 중형주에 대해 3.7조원의 누적 매수세를 기록했으나 18년 7월 말 누적으로 약 3.8조원으로 7월 들어 약 1천억원을 매수했다. 반면 국내기관은 KOSPI 중형주 시장에서 15년 이후 18년 7월말까지 누적 1.5조원의 매수세를 보였으나 7월로 접어들며 2.4천억원을 매도했다.

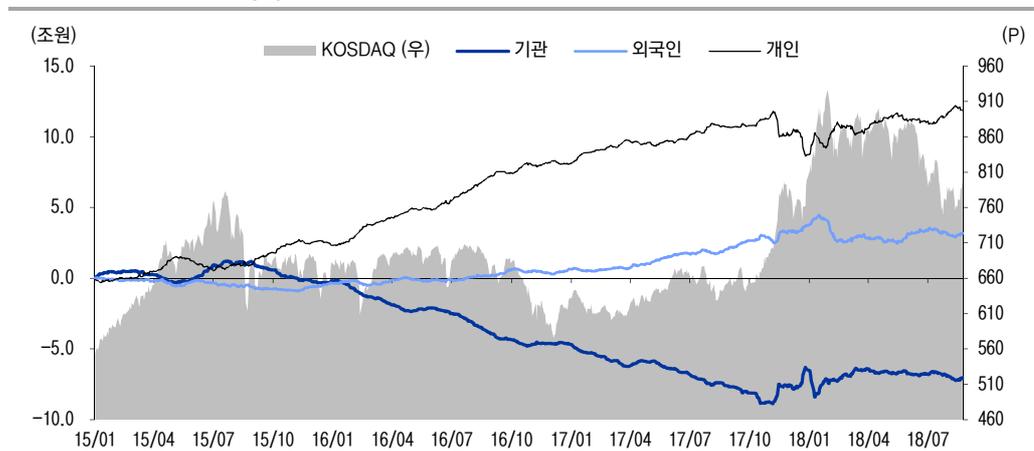
KOSDAQ의 경우 개인의 매수는 15년 이후~18년 7월 누적 11.6조원이었으나, 8월에 들어서는 2천억원을 추가 매수해 누적 11.8조원으로 소폭 증가했다. 외국인 매수는 15년 이후~18년 7월 누적 3.2조원이었으며, 8월에 들어서 180억원을 소폭 반등했다. 기관은 15년 이후~18년 7월 6.9조원의 누적 매도세를 보이다가, 8월에도 약 1,243억원을 매도했다. 누적기준으로는 여전히 개인과 기관의 매수/매도의 격차가 벌어져 있는 상황이다.

그림4 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part III

---

## 중소형주 탐방노트

중소형주 탐방노트 부문은  
지난 한달간 이베스트 스몰캡 팀에서 탐방을 다녀온  
기업들 중 관심 있는 내용을 정리한 것입니다.

이는 기업에 대한 투자포인트를 정리하기 보다는  
사업의 내용과 현황, 그리고 방향성 등을 살펴보는 것입니다.

그리고 탐방을 다녀온 기업뿐만 아니라  
IR미팅이 어려운 기업들에 한하여  
사업의 내용과 현황에 관한 부문을 정리한 것도 포함하였습니다.

## 텔코웨어 (078000)

표8 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
1,421	14,650	48.9%	47.4	1.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

### 기업개요

동사는 통신솔루션 기업으로 SKT를 주요 고객사로 두고 있음. 주요 제품은 HLR(Home Location Register: 이동 통신 가입자의 위치·단말기 전원·부가서비스 설정 상태 등의 정보를 실시간 관리), IMS(IP Multimedia Subsystem: IP를 기반으로 다양한 멀티미디어 서비스를 제공할 수 있도록 하는 Core Network Infra)가 있음.

### 안정성

동사는 1)Core Network에서 신규솔루션 도입 & 트래픽 증가에 따른 장비 증설이 매년 진행되고, 2)HLR과 IMS 사업에서 유지보수/업그레이드, 장비교체에 대한 수요가 지속적으로 발생하고 있으며, 3)S/W 개발(솔루션)을 주력(장비의 경우 외부에서 구매)으로 하고 있기 때문에 현금흐름이 좋음. 이에 매년 흑자가 유지되는 구조

### 성장성

동사의 HLR 솔루션은 매년 유지보수 및 업그레이드 수요가 있어 매우 안정적이지만 모바일 가입자수 성장세가 크게 없어 성장성은 별로 없는 상황. 그러나 2017년 이후 신규 서비스에 대한 기대감이 높아지고 있어 동사의 실적은 2017년 < 2018년 < 2019년 < 2020년 이렇게 우상향 가능성이 높음. 이는 IoT-HSS(Home Subscriber Server)와 NFV(Network Function Virtualization) MANO 솔루션에 대한 기대감 때문임

첫째, IoT-HSS는 동사가 기존에 공급했던 HLR과 역할은 비슷하나 그 대상이 이동통신 단말기가 아니라 IoT Device라는 차이점이 있음. 이는 향후 IoT Device가 확대될 수록 긍정적임

둘째, NFV MANO 솔루션(=가상화 기반에 서비스 장비를 탑재시켜 운용하는 클라우드 서비스)은 Core 망에서 사용하는 장비들을 가상화(H/W→S/W)로 바꾸어 하드웨어에 대한 의존성을 줄일 수 있는 것임. 이는 데이터트래픽 증가 시에 효율성을 높일 수 있음

## 엔텔스 (069410)

표9 기업요약

시가총액(억원)	총가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
862	12,500	10.7%	110.4	2.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

### 기업개요

엔텔스는 통신 사업자를 대상으로 고객에 대한 서비스 가입, 개통, 고객 관리, 과금 및 정산 관리에 필요한 솔루션(S/W)을 제공하고 있으며, 주요 고객사는 SKT가 있음. 즉, 동사의 운영지원시스템(B/OSS: Business & Operation Supporting System)은 통신&인터넷 사업자가 서비스를 제공함에 있어 과금/트래픽 관리(트래픽이 증가하였을 경우 혼잡을 제어하고 분산시키는 역할 등), 데이터 분석 등을 가능하게 하는 솔루션을 제공하는 것으로서 데이터 사용량이 증가할수록 수혜를 받는 구조임

### 빌링/과금 솔루션?

동사의 본업은 통신사의 과금/빌링 서비스를 위한 솔루션을 제공하는 것임. 쉽게 설명하면, 통신사 고객들이 시간과 장소에 상관없이 이용한 통신(데이터 포함)에 대하여 언제, 얼마나 사용했는지를 분석하고 고객들의 요금제를 분석하여 빌링서비스를 제공하는 것임. 즉, 동사의 솔루션은 통신사마다 요금제가 매우 다양한 데, 고객들이 무작위로 사용한 데이터를 분석하여 요금제에 맞는 빌링서비스를 가능하게 하는 방법론을 제공하는 것. 이는 새로운 통신요금제가 나오거나 데이터 트래픽이 증가할 때마다 신규 수요가 발생할 수 있는 구조임

### 5G 환경에서의 기회요인

첫째, 5G 환경하에서 동사의 본업인 과금/빌링 솔루션의 새로운 S/W가 공급될 것임. 동사는 새로운 솔루션과 요금제의 변화가 진행될 시기에 실적이 개선되는 구조. 둘째, 5G 환경에서 트래픽이 증가할 경우 동사의 데이터 분석에 대한 사용처가 많아질 것임. 이에 동사의 영업환경은 2018년 < 2019년 < 2020년이 기대됨

### IoT Device가 증가할수록 좋다!

모바일 뿐만 아니라 IoT Device의 증가 역시 동사의 성장동력이 될 수 있음. 이는 IoT Device 역시 가입자의 정보와 데이터 분석이 필요하고 동사는 이와 관련된 솔루션을 공급하고 있기 때문. 이에 중장기적인 관점에서 IoT device 증가를 지켜봐야 함

## RFHIC (218410)

표10 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
5,640	25,350	5.0%	45.8	4.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

### 기업개요

RF((Radio Frequency; 전파) 전력증폭기란 기지국에서 전파를 처리하는데 꼭 필요한 핵심 부품을 말하는데, 여기서 핵심 부품이 바로 RF 트랜지스터. RF 트랜지스터란 RF 신호(무선 신호)를 증폭하는 반도체 부품으로 어떤 소재를 사용하여 만들었는지에 따라 1) LDMOS(실리콘) 트랜지스터와 2) GaN(질화갈륨) 트랜지스터로 구분되는데, 동사는 국내 유일 GaN(질화갈륨) 기반 RF 트랜지스터/전력증폭기를 생산하고 있는 업체. 2017년 기준 통신부문(민수용)과 방산부문(군용 레이더 등) 매출 비중은 약 88:12 수준이며, 통신부문에서의 경쟁사는 Sumitomo, NXP, Infineon, Ampleon 등

### 5G는 GaN 트랜지스터?

지금까지 일반적으로 사용되는 트랜지스터의 종류는 실리콘 기반의 LDMOS 트랜지스터. 이유는 현재 사용되고 있는 3.0GHz 이하의 주파수 영역대의 데이터 처리에 LDMOS 기반의 트랜지스터가 가격 대비 효율성이 가장 높기 때문. 하지만 3.5GHz 이상(5G 환경을 구현하기 위해서는 3.5GHz, 28GHz 주파수 영역대가 사용될 예정)의 고주파수 영역대에서의 데이터 처리 효율성에는 한계가 있는 것으로 파악됨. 이에 따라 열전도율이 상대적으로 더 높아 고용량 데이터 처리가 용이한 GaN 트랜지스터의 채택 비중이 점진적으로 증가하고 있는 추세(가격은 LDMOS 트랜지스터 대비 약 20% 이상 높은 것으로 알려져 있음).

### 사업모델

동사는 Cree社 등 Foundry 업체로부터 GaN Wafer를 공급 받고 이후 모든 공정(Package, 실장, 조립, 검수 등)을 평촌 사옥에서 직접 진행. 통신부문의 주요 고객사는 삼성전자, Huawei, Nokia 등 글로벌 통신장비 업체로 Huawei에 대한 매출 비중이 가장 높은 것으로 파악. 결론적으로 동사가 주로 거래하고 있는 통신장비 업체의 End-User인 통신사들이 4.5G~5G망에 대한 Capex를 얼마나 진행하는가에 따라 동사의 실적 방향성이 결정되는 구조.

## 누리텔레콤 (040160)

표11 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
1,178	9,770	-7.3%	9.5	1.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

### 기업개요

동사가 영위하고 있는 AMI(Advanced Metering Infrastructure; 지능형검침인프라) 사업은 전기/수도/가스의 사용량을 측정하고 수집된 관련 데이터의 보관, 관리, 분석을 원격으로 처리할 수 있는 솔루션을 의미함. AMI 관련 Value Chain은 디지털 계량기, 통신 모듈, 그리고 SW 솔루션으로 구분되며, 이 중 디지털 계량기는 동사의 상품 매출 그리고 통신 모듈과 SW 솔루션은 동사의 제품 매출로 계상되고 있음.

또한 AMI 시장은 크게 고압 시장과 저압 시장으로 분류되는데 일반적으로 고압 시장은 기업용 그리고 저압 시장은 가정용으로 구분할 수 있음. 1H18 기준 상품과 제품 비중은 각각 44:54 수준. 사업부문별 매출 비중은 전력IOT 사업부(스마트미터링 솔루션) 83.8%, 공공IoT사업부(마이크로그리드 솔루션) 12.7%, 기타 3.5% 순

### 실적의 방향성

동사의 전방산업은 유틸리티 산업으로 신재생 에너지의 사용 비중 확대와 에너지에 대한 효율적인 관리(ESS, 시간대별 차등 요금제 등)에 대한 중요성이 부각되면서 중장기적인 실적 성장이 기대됨. 이를 위해 국내에서는 2020년까지 전기 저압 AMI 시스템(가정용) 100% 도입을 목표로 한전 수주가 기대되는 상황. 해외 시장은 개발도상국과 선진국으로 구분하여 볼 필요가 있는데 개발도상국은 전력 절도 해소 목적으로 선불형 AMI 시스템이 도입되고 있으며, 선진국에서는 에너지의 효율적인 관리를 위해 후불형 AMI 시스템에 대한 교체/신규 투자가 발생하고 있음

1H18 연결기준 실적은 매출액 1,052억원 / 영업이익 151억원으로 반기 기준 최대실적 기록. 이는 국내 한전 저압 AMI 수주(230억원) 및 해외(노르웨이 프로젝트) 수주 인식이 있었기 때문. 단, 하반기 실적은 다소 둔화가 불가피할 것으로 판단

## 오이솔루션 (138080)

표12 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
875	11,300	2.1%	n/a	1.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

### 기업개요

동사는 유/무선통신용 광트랜시버를 개발 및 제조하고 있음. 광트랜시버는 광케이블과 데이터전송장비 사이에서 전기신호를 빛 신호로, 빛 신호를 전기 신호로 변화시켜주는 장치에 해당. 동사 주요 고객사로는 삼성전자, 노키아, 아리스가 있으며 3사향 매출 비중이 70% 수준으로 추정됨. 1H18 기준 해외 수출 비중은 65%로 해외 수출 위주의 외형 성장이 지속되어 왔음.

### 5G 투자, 오는 4분기부터 가시화

동사는 5G 무선통신 핵심 부품인 트랜시버 양산을 통해 향후 3~5년간 성장이 기대됨. 국내 이동통신사들이 내년 3월 5G 상용화를 계획하고 있어 올 4분기까지는 시스템 벤더사 선정 절차가 완료될 전망. 이에 따라 기지국 관련 발주가 오는 4분기부터 본격화 될 것으로 보이며 기지국 장비 수요 확대에 비례해 RRH(Remote RF Head) 시장 확대가 예상됨. 특히 RRH 탑재되는 트랜시버에 대한 수요도 4분기부터 빠르게 상승할 것으로 예상. 오이솔루션은 10G/25G급 트랜시버를 대응할 계획이며 동사 주력 제품 25G의 경우 10G 대비 단가가 2~5배 높아 외형과 마진의 동반 상승이 기대됨. 5G 인프라 투자는 올 4분기부터 시작되어 2022년까지 지속 될 것. 이중 이동통신사들의 트랜시버 투자는 총 4천억원 규모로 추정됨.

### 하반기 턴어라운드, 내년부터는 성장국면 재진입 예상

동사는 국내 4G 인프라 투자 공백기 진입에 따라 이번 2분기까지 영업적자를 기록했음. 그러나 1) 4분기부터 5G 트랜시버 납품이 본격화될 전망이며, 2) 해외 스마트 트랜시버 매출의 꾸준한 성장, 3) KT 10기가 인터넷 프로젝트 단독 공급으로 하반기 턴어라운드가 예상됨. 또한 2019~2020 5G 트랜시버 집중 투자 시기로 점쳐짐에 따라 내년부터는 성장 국면에 재진입할 것으로 전망. 하반기 5G 시스템 벤더사 선정이 완료되며 투자 금액이 구체화될 것으로 예상됨.

# 기업분석

한국전자금융 (063570)	22
KPX 케미칼 (025000)	26
사람인에이치알 (143240)	30
KG 모빌리언스 (046440)	34
화승엔터프라이즈 (241590)	38

Universe		
기업명	투자판단	목표주가
한국전자금융	Buy (유지)	18,000 원(유지)
KPX 케미칼	Buy (유지)	100,000 원(유지)

# 한국전자금융 (063570)

2018. 8. 28 Mid-Small Cap

## 계획대로 진행 중

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 연초 계획대로 진행되고 있다!

동사의 1~2분기 실적을 살펴보면 연초에 계획한대로 사업이 잘 진행되고 있음을 확인할 수 있다. 2Q18 실적은 매출액 809억원(+38.5% yoy), 영업이익 77억원(+41.0% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 718억원, OP 78억원) 대비 Sales +12.6%, OP -1.2% 수준으로 부합하였다.

2Q18 실적에서 중요한 점은 핵심사업인 금융/VAN/무인자동화 부문에서 성장성이 유지되고 있다는 것(Sales YoY growth 1Q17 1.5% → 2Q17 9.3% → 3Q17 11.8% → 4Q17 65.0% → 1Q18 37.3% → 2Q18 40.4%, 4Q17 이후는 NICE핀링크 효과 반영, 연결조정 반영)하고 있다. 이는 동사의 성장동력인 무인주차장과 KIOSK 부문에서 성장이 진행된 것으로 추정된다.

### 일회성 법인세는 단순 참고요인

2Q18 순이익은 법인세 영향으로 감소하였는데, 1H18 중에 나이스핀링크 흡수합병을 진행하면서 소멸한 법인세(나이스핀링크 청산소득 법인세, 비적격합병일 경우 적용)에서, 합병매수차손이 발생함에 따라 이연법인세 자산으로 인식한 금액을 차감(183억원 - 153억원)한 30억원이 일회성 법인세로 반영되었다. 또한 나이스핀링크가 청산됨에 따라 과거 나이스핀링크의 비지배지분 50%에 해당하는 손실귀속분(183억원 \* 50% = 91.5억원의 법인세 차감영향) -85억원을 반영하여 2Q18 지배주주순이익은 103억원[NI 18억원(-85억원)]으로 인식되었다. 이들은 모두 NICE핀링크 합병과 관련된 일회성 요인으로 특이사항은 없다.

### 새로운 성장 기대감 점점

첫째, KIOSK 사업에서 기존 요식업 위주에서 영역을 넓혀 약국으로 KIOSK 공급을 추진하고 있다. 이는 처방전에 대한 입력 및 결제 기능을 무인화로 진행하는 것이다. 아직은 시범적으로 준비하고 있으나, 향후 수요처가 확대될 경우 중요한 성장모멘텀으로 작용할 수도 있다. 둘째, 올해 12월 사업 시작 예정인 동행복권(지분율 21.5%, 투자금액 86억원)에서 내년 이후 실적에 긍정적인 영향(복원용지의 배송 및 기기 공급 등이 기대됨)을 줄 것으로 보인다.

## Buy(maintain)

목표주가 18,000 원

현재주가 12,800 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(8/27)		801.04pt
시가총액		4,435 억원
발행주식수		34,646 천주
52 주 최고가 / 최저가		14,650 / 9,690 원
90 일 일평균거래대금		49.09 억원
외국인 지분율		6.3%
배당수익률(18.12E)		1.0%
BPS(18.12E)		5,186 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	5.0%
	6 개월	20.4%
	12 개월	4.1%
주주구성	NICE	35.4%
	자사주	12.5%
	BGF 네트워크	12.5%

### Stock Price

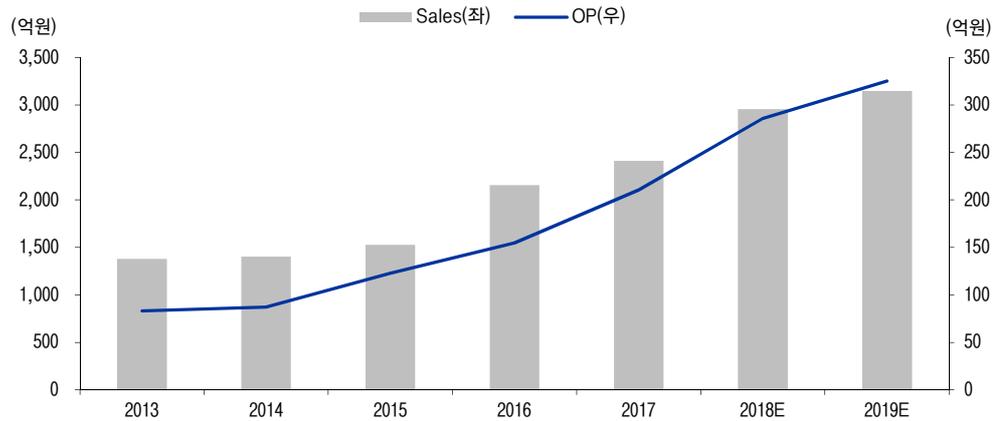


### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	215.5	15.5	15.4	13.2	511	39.8	34.0	12.0	3.8	1.5	13.0
2017	241.0	21.1	18.5	16.4	596	16.6	43.0	20.8	6.7	2.7	13.5
2018E	295.5	28.6	23.9	16.8	485	-18.6	55.5	26.6	7.1	2.5	19.2
2019E	314.8	32.5	28.3	23.5	678	39.7	61.2	19.0	6.1	2.2	15.3
2020E	332.3	36.6	32.8	27.2	786	16.0	66.9	16.4	5.3	2.0	15.5

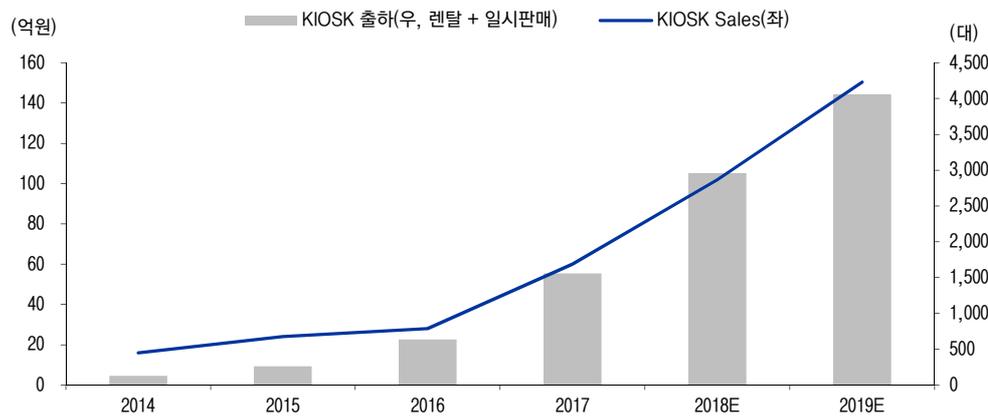
자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림6 한국전자금융 Sales & OP 추이



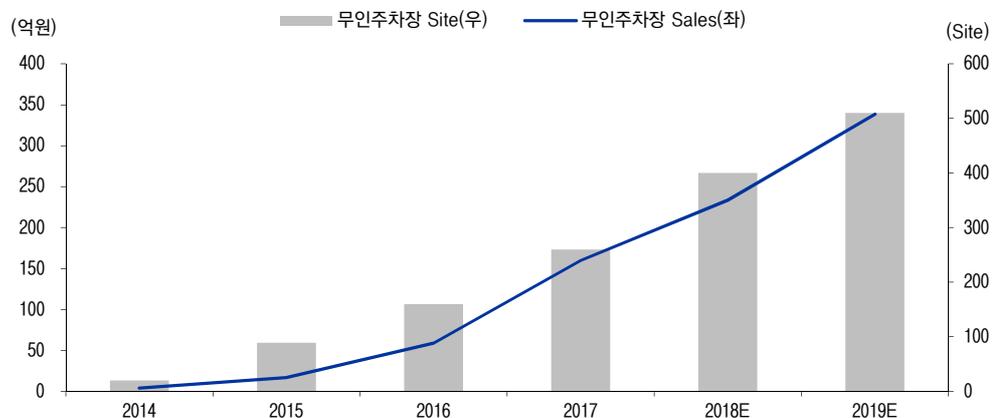
자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한국전자금융 KIOSK Sales & 출하기기 추이



자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 한국전자금융 무인주차장 Sales & Site 추이



자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,402</b>	<b>1,525</b>	<b>2,155</b>	<b>2,410</b>	<b>2,955</b>	<b>3,148</b>	<b>3,323</b>
YoY	1.7%	8.8%	41.3%	11.9%	22.6%	6.5%	5.6%
금융/VAN/무인자동화기기	1,151	1,311	1,152	1,395	1,776	1,930	2,070
현금물류	251	214	264	296	377	408	434
결제장비(OKPOS 등)			657	609	669	676	683
가맹점네트워크			82	110	133	134	136
<b>YoY</b>							
금융/VAN/무인자동화기기	-5.8%	13.9%	-12.1%	21.1%	27.3%	8.7%	7.3%
현금물류	59.9%	-14.7%	23.2%	12.3%	27.3%	8.2%	6.5%
결제장비(OKPOS 등)				-7.4%	10.0%	1.0%	1.0%
가맹점네트워크				34.4%	20.5%	1.0%	1.0%
<b>% of Sales</b>							
금융/VAN/무인자동화기기	82.1%	86.0%	53.5%	57.9%	60.1%	61.3%	62.3%
현금물류	17.9%	14.0%	12.2%	12.3%	12.8%	13.0%	13.1%
결제장비(OKPOS 등)			30.5%	25.3%	22.7%	21.5%	20.5%
가맹점네트워크			3.8%	4.6%	4.5%	4.3%	4.1%
<b>영업이익</b>	<b>87</b>	<b>123</b>	<b>155</b>	<b>211</b>	<b>286</b>	<b>325</b>	<b>366</b>
% of sales	6.2%	8.1%	7.2%	8.7%	9.7%	10.3%	11.0%
% YoY	4.9%	41.0%	26.0%	36.1%	35.7%	13.8%	12.5%
<b>신규 무인화기기 합산</b>	<b>20</b>	<b>41</b>	<b>94</b>	<b>241</b>	<b>357</b>	<b>511</b>	<b>652</b>

자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

표14 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>529</b>	<b>584</b>	<b>571</b>	<b>727</b>	<b>674</b>	<b>809</b>	<b>705</b>	<b>768</b>
YoY	-3.8%	5.5%	9.8%	36.6%	27.4%	38.5%	23.5%	5.5%
금융/VAN/무인자동화기기	293	319	337	447	402	448	451	476
현금물류	71	75	78	72	105	101	92	78
결제장비(OKPOS 등)	145	164	125	175	138	225	128	178
가맹점네트워크	21	26	31	33	28	35	34	36
<b>YoY</b>								
금융/VAN/무인자동화기기	1.5%	9.3%	11.8%	65.0%	37.3%	40.4%	33.8%	6.4%
현금물류	18.1%	11.2%	15.0%	5.7%	49.5%	34.2%	18.3%	8.1%
결제장비(OKPOS 등)	-28.2%	-15.4%	-16.8%	56.9%	-4.7%	37.4%	2.4%	1.7%
가맹점네트워크					36.7%	35.0%	9.8%	9.0%
<b>% of Sales</b>								
금융/VAN/무인자동화기기	55.3%	54.6%	59.1%	61.5%	59.6%	55.4%	64.0%	61.9%
현금물류	13.3%	12.9%	13.7%	9.9%	15.7%	12.5%	13.1%	10.2%
결제장비(OKPOS 등)	27.4%	28.1%	21.9%	24.0%	20.5%	27.9%	18.1%	23.2%
가맹점네트워크	3.9%	4.4%	5.4%	4.6%	4.2%	4.3%	4.8%	4.7%
<b>영업이익</b>	<b>37</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>71</b>	<b>46</b>	<b>77</b>	<b>78</b>	<b>85</b>
% of sales	7.0%	9.4%	8.4%	9.8%	6.9%	9.5%	11.0%	11.0%
% YoY	36.3%	4.6%	6.1%	134.5%	25.4%	41.0%	62.6%	18.9%

자료: 한국전자금융, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

## 한국전자금융 (063570)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	138.8	249.9	294.4	301.0	312.8
현금 및 현금성자산	105.7	207.7	250.1	254.4	264.0
매출채권 및 기타채권	20.9	28.3	30.2	32.1	33.9
재고자산	1.6	2.3	2.4	2.5	2.7
기타유동자산	10.6	11.6	11.8	12.0	12.2
<b>비유동자산</b>	83.0	131.4	133.2	132.6	131.3
관계기업투자등	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	44.3	69.0	71.9	74.1	75.8
무형자산	29.4	49.8	46.0	42.2	38.3
<b>자산총계</b>	<b>221.8</b>	<b>381.3</b>	<b>427.7</b>	<b>433.6</b>	<b>444.1</b>
<b>유동부채</b>	94.8	166.2	190.0	175.8	163.0
매입채무 및 기타채무	9.2	12.5	13.3	14.2	14.9
단기금융부채	72.4	128.0	151.0	135.9	122.3
기타유동부채	13.3	25.7	25.7	25.7	25.7
<b>비유동부채</b>	10.5	57.9	58.0	58.0	58.1
장기금융부채	8.3	54.3	54.3	54.3	54.3
기타비유동부채	2.1	3.7	3.7	3.8	3.8
<b>부채총계</b>	<b>105.3</b>	<b>224.2</b>	<b>248.0</b>	<b>233.8</b>	<b>221.0</b>
<b>자배주지분</b>	108.1	121.0	143.6	163.6	187.0
자본금	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
자본잉여금	17.4	17.5	17.5	17.5	17.5
이익잉여금	77.7	90.4	113.0	133.1	156.4
비자배주지분(연결)	8.4	36.1	36.1	36.1	36.1
<b>자본총계</b>	<b>116.5</b>	<b>157.1</b>	<b>179.7</b>	<b>199.8</b>	<b>223.1</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>25.3</b>	<b>38.6</b>	<b>48.5</b>	<b>50.0</b>	<b>55.5</b>
당기순이익(손실)	13.2	16.4	16.8	23.5	27.2
비현금수익비용가감	23.9	29.9	32.8	27.8	29.5
유형자산감가상각비	14.9	17.8	22.6	24.4	25.9
무형자산상각비	3.6	4.2	4.3	4.3	4.4
기타현금수익비용	-0.8	0.0	5.9	-1.0	-0.9
영업활동 자산부채변동	-7.2	-3.6	-1.2	-1.3	-1.1
매출채권 감소(증가)	1.3	-5.3	-1.9	-2.0	-1.8
재고자산 감소(증가)	-1.2	-1.2	-0.1	-0.2	-0.1
매입채무 증가(감소)	-5.2	4.9	0.8	0.9	0.8
기타자산, 부채변동	-2.2	-2.0	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-14.4</b>	<b>24.0</b>	<b>-26.2</b>	<b>-27.2</b>	<b>-28.4</b>
유형자산처분(취득)	-13.5	-20.5	-25.6	-26.5	-27.7
무형자산 감소(증가)	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	-4.0	-1.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타투자활동	3.6	46.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>23.5</b>	<b>39.5</b>	<b>20.1</b>	<b>-18.5</b>	<b>-17.5</b>
차입금의 증가(감소)	26.5	41.9	23.0	-15.1	-13.6
자본의 증가(감소)	-1.8	-2.1	-2.9	-3.4	-3.9
배당금의 지급	1.8	2.1	2.9	3.4	3.9
기타재무활동	-1.2	-0.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>34.4</b>	<b>102.0</b>	<b>42.4</b>	<b>4.3</b>	<b>9.7</b>
기초현금	71.4	105.7	207.7	250.1	254.4
기말현금	105.7	207.7	250.1	254.4	264.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>215.5</b>	<b>241.0</b>	<b>295.5</b>	<b>314.8</b>	<b>332.3</b>
매출원가	60.9	54.7	61.4	64.7	67.3
<b>매출총이익</b>	<b>154.6</b>	<b>186.4</b>	<b>234.1</b>	<b>250.1</b>	<b>265.0</b>
판매비 및 관리비	139.2	165.3	205.5	217.6	228.5
<b>영업이익</b>	<b>15.5</b>	<b>21.1</b>	<b>28.6</b>	<b>32.5</b>	<b>36.6</b>
(EBITDA)	34.0	43.0	55.5	61.2	66.9
금융손익	-1.6	-2.7	-3.8	-3.9	-3.7
이자비용	2.1	3.1	4.3	4.4	4.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.5	0.2	-0.9	-0.4	-0.1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>15.4</b>	<b>18.5</b>	<b>23.9</b>	<b>28.3</b>	<b>32.8</b>
계속사업법인세비용	2.2	2.1	7.1	4.8	5.6
계속사업이익	13.2	16.4	16.8	23.5	27.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>13.2</b>	<b>16.4</b>	<b>16.8</b>	<b>23.5</b>	<b>27.2</b>
지배주주	13.3	15.5	25.4	23.5	27.2
<b>총포괄이익</b>	<b>13.2</b>	<b>16.4</b>	<b>16.8</b>	<b>23.5</b>	<b>27.2</b>
매출총이익률 (%)	71.8	77.3	79.2	79.4	79.8
영업이익률 (%)	7.2	8.7	9.7	10.3	11.0
EBITDA 마진률 (%)	15.8	17.9	18.8	19.5	20.1
당기순이익률 (%)	6.1	6.8	5.7	7.5	8.2
ROA (%)	6.5	5.1	6.3	5.5	6.2
ROE (%)	13.0	13.5	19.2	15.3	15.5
ROIC (%)	15.4	17.7	15.9	21.0	23.6

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	12.0	20.8	26.6	19.0	16.4
P/B	1.5	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	3.8	6.7	7.1	6.1	5.3
P/CF	4.3	7.0	6.8	6.5	5.9
배당수익률 (%)	1.3	0.9	1.0	1.2	1.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	41.3	11.9	22.6	6.5	5.6
영업이익	26.0	36.1	35.7	13.8	12.5
세전이익	27.8	20.3	29.0	18.5	16.0
당기순이익	40.7	24.4	2.2	39.7	16.0
EPS	39.8	16.6	-18.6	39.7	16.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	90.4	142.7	138.0	117.0	99.1
유동비율	146.4	150.3	155.0	171.2	191.9
순차입금/자기자본(x)	-25.7	-20.4	-28.7	-35.6	-42.4
영업이익/금융비용(x)	7.4	6.8	6.6	7.4	8.7
총차입금 (십억원)	80.7	182.2	205.2	190.1	176.5
순차입금 (십억원)	-29.9	-32.1	-51.6	-71.2	-94.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	511	596	485	678	786
BPS	4,156	4,650	5,186	5,766	6,440
CFPS	1,428	1,779	1,908	1,970	2,179
DPS	80	110	130	150	170

# KPX케미칼 (025000)

2018. 8. 28 Mid-Small Cap

## 4Q18 이후 성장성 기대

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 기업개요: PPG 생산

KPX케미칼은 PPG(Poly Propylene Glycol: 폴리우레탄의 원재료, 제품의 용도: 자동차 Seat, 가구 및 침구 등의 쿠션재, 신발 완충재, 자동차 내장재, 선박 냉동차량 단열재, 합성피혁, 인조가죽 등 매우 다양한 용도로 사용됨)를 생산하는 기업이다. PPG를 생산함에 있어서 원재료 PO(Propylene Oxide)를 65% 이상 필요로 하기 때문에 PPG-PO Spread가 가장 중요한 실적 변수이다. 국내 PPG 생산 기업은 KPX케미칼(Capa 약 23만톤), MCNS(Mitsui Chemicals & SKC Polyurethanes Inc. Capa 약 24만톤), 금호석유화학(Capa 약 14만톤), 한국바스프(Capa 약 7만톤)가 있다.

### 4Q18 이후 성장흐름 보일 듯 & 2019년 실적개선 기대

동사는 2018년 10월부터 S-Oil로부터 PO를 신규로 조달 받을 계획이다. 이는 기존 PO 대비 원가하락 가능성이 있어 동사의 PPG-PO Spread 개선에 긍정적인 전망이다. 이에 영업이익률이 4Q18이후 개선될 것으로 기대됨에 따라 2019년 큰 폭의 실적 개선이 전망된다. 그리고 PO 조달상황이 우호적으로 진행될 경우 2019년 정도에는 추가적인 Capa 확대 가능성(재원: 순현금, 약 6개월 소요)도 있다.

참고로 동사의 PPG Capa(연간)는 23.1만톤 규모이며, 이를 생산하기 위해 필요한 PO는 65% 수준인 15만톤 정도이다. 동사는 지금까지 PO 조달에 있어서 국내 SKC에서 약 6~7만톤, 나머지 8~9만톤은 해외에서 수입(스팟가격이 낮을 경우 or 단기 계약 등을 통해)한 것으로 추정된다. 그러나 2018년 10월 이후부터는 S-Oil에서 대규모 PO 신규 조달이 가능할 것으로 계획됨에 따라 1)SKC로부터의 조달 물량 감소, 2)과거 조달에 변동성이 높았던 수입물량을 대부분 대체 할 것으로 보인다.

### 안정적인 재무구조 & 배당메리트

동사는 순현금 1,373억원(2Q18 기준, 시가총액의 44%)를 보유하고 있어 재무적인 안정성이 높다. 이는 배당의 재원으로 사용되고 있으며, 전년과 동일한 DPS 2,000원(과거 5년 Payout Ratio 32.6%, 중간배당 500원 포함)을 적용할 경우 시가배당률은 3.1%로 배당메리트가 높다.

**Buy(maintain)**

목표주가 100,000 원

현재주가 64,500 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(8/27)		2,299.3pt
시가총액		3,122 억원
발행주식수		4,840 천주
52 주 최고가 / 최저가	77,800 / 57,300 원	
90 일 일평균거래대금		2.96 억원
외국인 지분율		30.2%
배당수익률(18.12E)		3.1%
BPS(18.12E)		92,963 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.5%
	6 개월	2.6%
	12 개월	-5.7%
주주구성	양규모외 7 인	64.4%
	FIDELITY	10.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	647.4	44.3	44.8	34.1	6,782	-2.7	59.7	8.8	2.7	0.7	8.0
2017	703.7	30.0	35.4	27.1	5,572	-17.8	45.4	12.5	4.6	0.8	6.2
2018E	777.9	32.6	35.9	27.6	5,615	0.8	49.6	11.5	3.8	0.7	6.0
2019E	887.3	44.3	47.6	36.7	7,485	33.3	63.7	8.6	3.0	0.7	7.7
2020E	1,002.2	51.5	54.7	42.2	8,615	15.1	73.4	7.5	2.5	0.6	8.3

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표15 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>8,267</b>	<b>7,439</b>	<b>6,474</b>	<b>7,037</b>	<b>7,779</b>	<b>8,873</b>	<b>10,022</b>
YoY	5.8%	-10.0%	-13.0%	8.7%	10.6%	14.1%	12.9%
본사	6,332	5,545	4,564	5,133	5,640	6,474	7,337
중국법인	1,917	1,806	1,681	1,744	1,975	2,231	2,516
미국법인	19	89	228	160	165	167	169
<b>YoY</b>							
본사	1.0%	-12.4%	-17.7%	12.5%	9.9%	14.8%	13.3%
중국법인	23.7%	-5.8%	-6.9%	3.7%	13.3%	13.0%	12.7%
미국법인		371.3%	157.2%	-29.7%	3.1%	1.3%	1.0%
<b>매출비중</b>							
본사	76.6%	74.5%	70.5%	72.9%	72.5%	73.0%	73.2%
중국법인	23.2%	24.3%	26.0%	24.8%	25.4%	25.1%	25.1%
미국법인	0.2%	1.2%	3.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%
<b>영업이익</b>	<b>451</b>	<b>488</b>	<b>443</b>	<b>300</b>	<b>326</b>	<b>443</b>	<b>515</b>
% of sales	5.5%	6.6%	6.8%	4.3%	4.2%	5.0%	5.1%
% YoY	35.0%	8.2%	-9.3%	-32.3%	8.6%	36.0%	16.3%

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

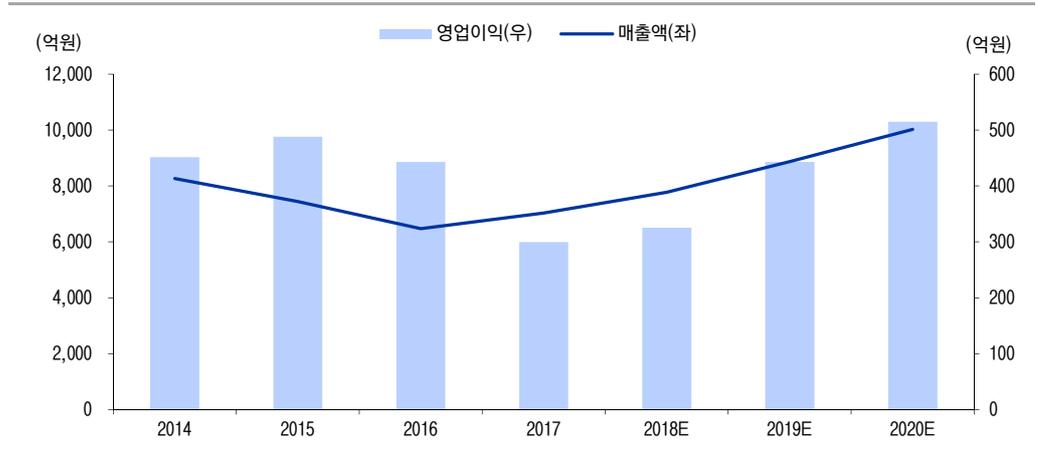
표16 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>1,712</b>	<b>1,712</b>	<b>1,923</b>	<b>1,691</b>	<b>1,850</b>	<b>1,987</b>	<b>1,885</b>	<b>2,058</b>
YoY	23.4%	1.9%	19.5%	-6.0%	8.1%	16.1%	-2.0%	21.7%
본사	1,222	1,243	1,413	1,255	1,314	1,435	1,356	1,535
중국법인	449	439	467	389	498	510	487	480
미국법인	45	29	43	43	38	43	42	43
<b>YoY</b>								
본사	33.3%	5.2%	23.4%	-5.0%	7.5%	15.4%	-4.1%	22.4%
중국법인	1.6%	0.5%	24.2%	-8.9%	11.0%	16.1%	4.3%	23.4%
미국법인	57.8%	-52.1%	-51.1%	-14.6%	-15.9%	44.8%	-1.8%	-0.8%
<b>매출비중</b>								
본사	71.4%	72.6%	73.5%	74.2%	71.0%	72.2%	71.9%	74.6%
중국법인	26.2%	25.7%	24.3%	23.0%	26.9%	25.7%	25.8%	23.3%
미국법인	2.4%	1.7%	2.2%	2.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.1%
<b>영업이익</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>86</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>86</b>	<b>63</b>	<b>133</b>
% of sales	4.9%	5.4%	4.5%	2.2%	2.3%	4.3%	3.3%	6.5%
% YoY	-35.2%	-32.9%	-11.5%	-52.3%	-48.8%	-6.6%	-26.7%	257.5%

자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

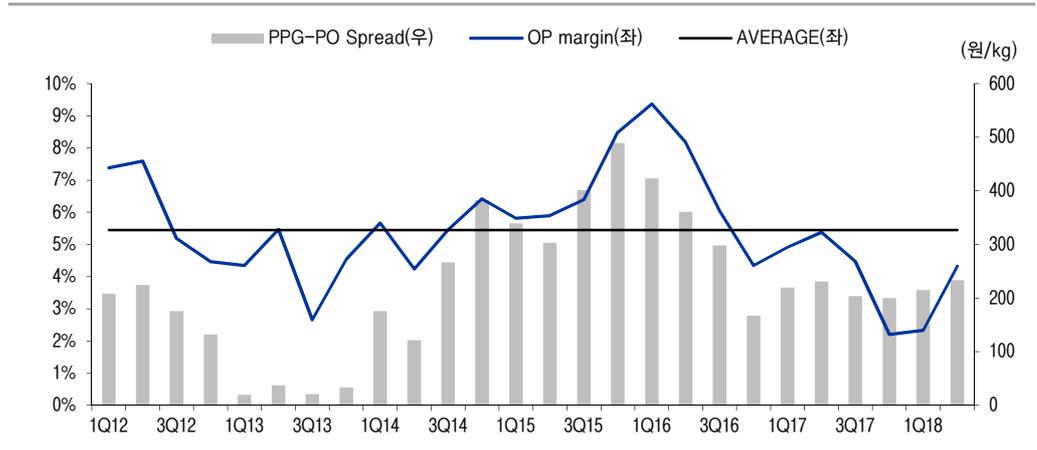
주: IFRS 연결기준

그림9 KPX 케미칼 매출액 & 영업이익 추이



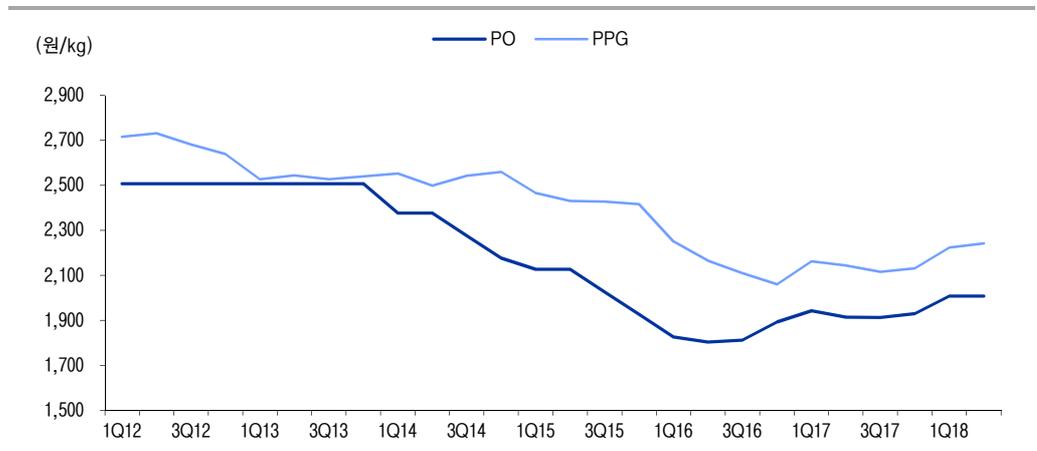
자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 PPG(제품) - PO(원재료) Spread 추이



자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 PPG(제품) - PO(원재료) 가격 추이



자료: KPX케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

## KPX케미칼 (025000)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	359.6	364.1	349.5	347.3	359.3
현금 및 현금성자산	62.3	38.3	23.2	11.4	15.5
매출채권 및 기타채권	120.2	114.2	116.6	119.7	121.7
재고자산	80.0	91.1	88.0	93.4	98.1
기타유동자산	97.1	120.5	121.7	122.8	124.0
<b>비유동자산</b>	172.3	184.0	202.7	230.1	249.0
관계기업투자등	7.3	36.6	40.4	46.1	52.1
유형자산	130.8	135.5	150.0	171.0	183.2
무형자산	6.4	6.2	5.9	5.7	5.5
<b>자산총계</b>	<b>532.0</b>	<b>548.1</b>	<b>552.2</b>	<b>577.4</b>	<b>608.3</b>
<b>유동부채</b>	90.0	99.6	88.3	87.4	86.7
매입채무 및 기타채무	54.7	69.4	65.2	70.6	75.8
단기금융부채	27.5	24.2	17.1	10.7	4.9
기타유동부채	7.8	6.0	6.0	6.0	6.0
<b>비유동부채</b>	11.9	5.7	5.7	5.8	5.8
장기금융부채	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	7.8	5.7	5.7	5.8	5.8
<b>부채총계</b>	<b>102.0</b>	<b>105.3</b>	<b>94.0</b>	<b>93.1</b>	<b>92.6</b>
<b>자배주주지분</b>	421.6	434.6	449.9	476.0	507.5
<b>자본금</b>	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
<b>자본잉여금</b>	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
<b>이익잉여금</b>	365.4	382.3	399.5	425.5	457.0
비지배주주지분(연결)	8.4	8.2	8.2	8.2	8.2
<b>자본총계</b>	<b>430.0</b>	<b>442.8</b>	<b>458.2</b>	<b>484.3</b>	<b>515.7</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>63.8</b>	<b>39.3</b>	<b>37.9</b>	<b>51.2</b>	<b>60.5</b>
당기순이익(손실)	34.1	27.1	27.6	36.7	42.2
비현금수익비용가감	29.3	19.2	13.8	17.5	19.8
유형자산감가상각비	14.8	15.1	16.7	19.1	21.6
무형자산상각비	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.5	-5.7	-3.2	-1.9	-2.1
영업활동 자산부채변동	10.7	2.3	-3.5	-3.0	-1.5
매출채권 감소(증가)	-8.6	1.5	-2.4	-3.1	-2.0
재고자산 감소(증가)	7.6	-11.8	3.1	-5.3	-4.7
매입채무 증가(감소)	14.2	16.9	-4.2	5.4	5.2
기타자산, 부채변동	-2.6	-4.3	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-12.3</b>	<b>-41.2</b>	<b>-36.3</b>	<b>-47.1</b>	<b>-41.1</b>
유형자산처분(취득)	-19.1	-22.3	-31.2	-40.1	-33.9
무형자산 감소(증가)	-4.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	11.3	-17.7	-5.0	-6.9	-7.1
기타투자활동	-0.5	-1.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-19.6</b>	<b>-21.8</b>	<b>-16.6</b>	<b>-15.9</b>	<b>-15.3</b>
차입금의 증가(감소)	-10.6	-6.7	-7.1	-6.4	-5.8
자본의 증가(감소)	-9.0	-10.0	-9.5	-9.5	-9.5
배당금의 지급	9.0	10.0	9.5	9.5	9.5
기타재무활동	0.0	-5.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>32.5</b>	<b>-24.0</b>	<b>-15.1</b>	<b>-11.8</b>	<b>4.1</b>
기초현금	29.8	62.3	38.3	23.2	11.4
기말현금	62.3	38.3	23.2	11.4	15.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>647.4</b>	<b>703.7</b>	<b>777.9</b>	<b>887.3</b>	<b>1,002.2</b>
매출원가	558.4	625.4	694.2	786.1	887.8
<b>매출총이익</b>	<b>88.9</b>	<b>78.3</b>	<b>83.8</b>	<b>101.2</b>	<b>114.3</b>
판매비 및 관리비	44.6	48.3	51.2	57.0	62.9
<b>영업이익</b>	<b>44.3</b>	<b>30.0</b>	<b>32.6</b>	<b>44.3</b>	<b>51.5</b>
(EBITDA)	59.7	45.4	49.6	63.7	73.4
금융손익	4.1	-0.8	2.4	2.6	2.9
이자비용	1.3	1.2	1.0	0.8	0.6
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.6	6.3	1.0	0.7	0.4
<b>세전계속사업이익</b>	<b>44.8</b>	<b>35.4</b>	<b>35.9</b>	<b>47.6</b>	<b>54.7</b>
계속사업법인세비용	10.7	8.3	8.4	10.9	12.5
계속사업이익	34.1	27.1	27.6	36.7	42.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>34.1</b>	<b>27.1</b>	<b>27.6</b>	<b>36.7</b>	<b>42.2</b>
지배주주	32.8	26.5	26.7	35.6	41.0
<b>총포괄이익</b>	<b>32.5</b>	<b>28.4</b>	<b>27.6</b>	<b>36.7</b>	<b>42.2</b>
매출총이익률 (%)	13.7	11.1	10.8	11.4	11.4
영업이익률 (%)	6.8	4.3	4.2	5.0	5.1
EBITDA 마진률 (%)	9.2	6.5	6.4	7.2	7.3
당기순이익률 (%)	5.3	3.9	3.5	4.1	4.2
ROA (%)	6.3	4.9	4.9	6.3	6.9
ROE (%)	8.0	6.2	6.0	7.7	8.3
ROIC (%)	11.0	8.0	8.8	11.1	12.2

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.8	12.5	11.5	8.6	7.5
P/B	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.7	4.6	3.8	3.0	2.5
P/CF	4.5	7.3	7.5	5.8	5.0
배당수익률 (%)	3.4	2.9	3.1	3.1	3.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.0	8.7	10.6	14.1	12.9
영업이익	-9.3	-32.3	8.6	36.0	16.3
세전이익	-5.9	-20.9	1.5	32.4	15.0
당기순이익	-4.3	-20.4	1.6	33.1	15.0
EPS	-2.7	-17.8	0.8	33.3	15.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	23.7	23.8	20.5	19.2	17.9
유동비율	399.4	365.4	395.7	397.6	414.3
순차입금/자기자본(x)	-28.7	-29.4	-26.9	-24.6	-25.2
영업이익/금융비용(x)	34.7	25.4	32.7	53.2	79.2
총차입금 (십억원)	31.6	24.2	17.1	10.7	4.9
순차입금 (십억원)	-123.6	-130.0	-123.2	-119.0	-130.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	6,782	5,572	5,615	7,485	8,615
BPS	87,108	89,789	92,963	98,352	104,851
CFPS	13,083	9,573	8,546	11,197	12,818
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

# 사람인에이치알 (143240)

2018. 8. 28 Mid-Small Cap

## 하반기엔 더 좋다

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

NR

목표주가  
현재주가 18,450 원

### 국내 1위 정규직 구인/구직 플랫폼

국내 구인/구직 플랫폼은 1) 정규직 시장과 2) 비정규직(알바) 시장으로 구분되어 있으며, 모두 구직자와 구인 업체를 연결시켜주고 광고 수익을 수취하는 것을 주요 수익 원으로 갖고 있다. 동사는 이 중 정규직 시장의 구인/구직 플랫폼 업체이며 경쟁사는 잡코리아와 인크루트 등이다. 알바몬과 알바천국은 비정규직 시장의 구인/구직 플랫폼으로서 직접적인 경쟁사로 볼 수 없다.

### Q(구인/구직 공고)

기본적으로 동사의 구인/구직 플랫폼에 대한 사용은 무료다. 단, 구인 공고를 눈에 잘 띄는 곳에 게재를 원하거나 검색을 했을 때 결과값이 상위에 노출이 되도록 하기 위해서는 유료 상품을 구입해야 하는(구직자는 무료) 비즈니스 모델을 보유하고 있다. 즉, Q가 늘어나기 위해서는 1) 기업들의 정규직 채용 건수의 증가, 2) 채용 빈도의 증가(공채 -> 상시 채용으로의 전환 등), 그리고 3) 1위 플랫폼 업체로의 지위 유지가 필요하다. 정규직 채용 건수가 증가는 국내 경제 성장률과 밀접한 관계를 갖기 때문에 예측하기가 어렵다. 하지만 1위 플랫폼의 지위를 굳건히 유지하고 있고 기업들의 상시 채용 비중 역시 증가하고 있기 때문에 Q의 안정적인 증가는 이어질 것으로 판단한다.

### P(컨텐츠에 대한 과금)

올해 2월부터 모바일 광고 단가 인상을 단행(기존 PC 광고와 동일한 수준으로)했으며 지난 상반기 실적을 통해 확인할 수 있듯이 순조롭게 진행 중이다. 또한 무료로 제공하던 '인재 추천 서비스'에 대한 유료화를 이번 하반기부터(아직 정확한 시기는 미정) 단행할 계획이다. 플랫폼 업체의 비용 구조를 감안할 때 이러한 P의 증가는 동사의 이익을 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 것이다.

### 하반기엔 더 좋다

일반적으로 하반기 공채의 규모는 상반기 공채 규모보다 더 크다(Q↑). 그리고 모바일 광고 단가 인상 효과가 fully 반영됨과 더불어 인재 추천 서비스 과금이 시작된다(P↑). 그리고 하반기에는 마케팅 비용이 이전 수준으로 낮아질 예정이다(C↓).

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(8/27)		801.04pt
시가총액		2,146 억원
발행주식수		11,634 천주
52 주 최고가 / 최저가	24,000 / 17,100 원	
90 일 일평균거래대금		6.82 억원
외국인 지분율		12.9%
배당수익률(18.12E)		0.3%
BPS(18.12E)		7,638 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-4.8%
	6 개월	-4.4%
	12 개월	-15.0%
주주구성	(주)다우기술외 9인	47.8%
	사람인에이치알	5.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	55.3	4.2	4.3	3.3	287	-35.0	5.4	39.1	16.1	2.2	5.4
2015	68.5	10.3	11.1	8.7	786	174.0	11.5	29.3	21.8	4.2	14.0
2016	73.7	13.4	12.9	10.4	942	19.9	15.1	18.7	12.0	2.8	15.1
2017	81.3	15.5	4.4	3.4	308	-67.3	17.7	69.2	12.2	3.3	4.6
2018E	87.8	19.1	21.5	16.0	1,451	370.5	21.4	13.4	8.2	2.4	19.5

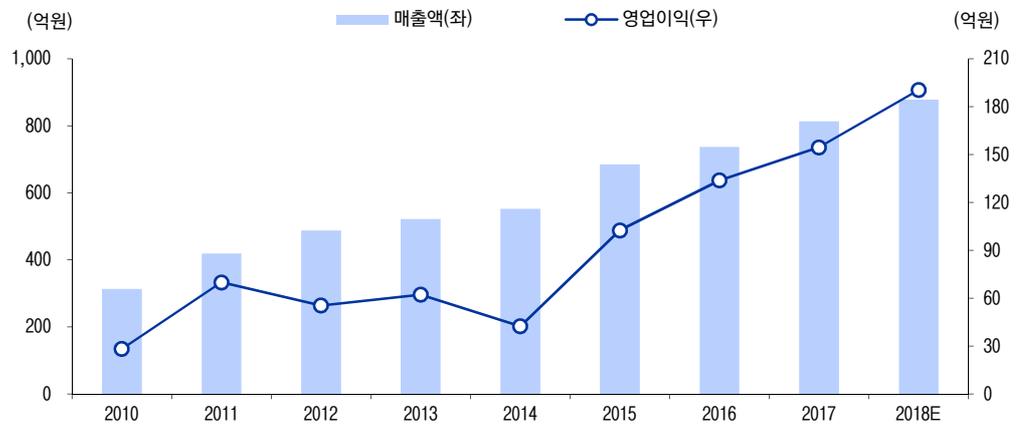
자료: 사람인에이치알, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표17 부문별 연간 매출액 추이

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>취업포털</b>	<b>227</b>	<b>263</b>	<b>366</b>	<b>451</b>	<b>525</b>	<b>588</b>
Logo	163	189	237	263	277	291
Text	20	16	23	43	58	64
인재	16	21	29	34	33	36
Mobile	0	2	23	51	86	120
기타	28	34	54	60	71	77
<b>오프라인</b>	<b>296</b>	<b>291</b>	<b>319</b>	<b>291</b>	<b>289</b>	<b>290</b>

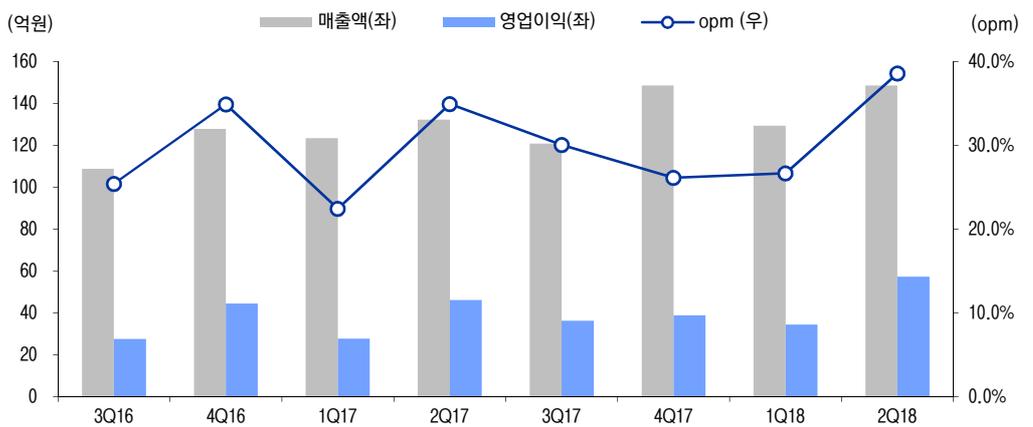
주: 오프라인 부문은 연결대상 자회사인 사람인에이치에스  
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 사람인에이치알 연결 기준 매출액, 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 사람인에이치알 취업포털 부문(개별 기준) 매출액, 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

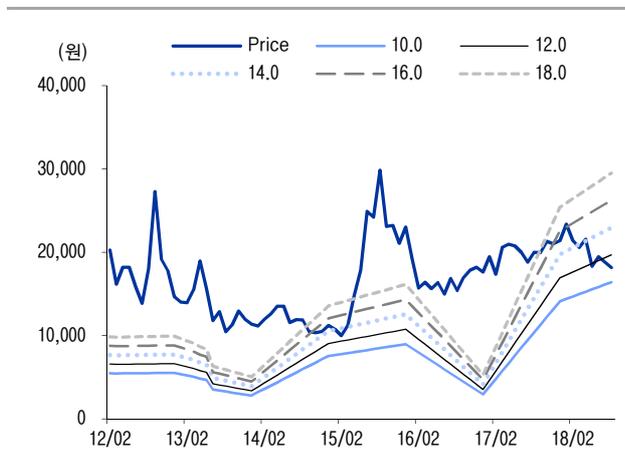
표18 부문별 매출액 및 영업이익

(단위: 억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
<b>취업포털</b>								
<b>매출액</b>	<b>109</b>	<b>128</b>	<b>123</b>	<b>132</b>	<b>121</b>	<b>149</b>	<b>129</b>	<b>149</b>
비용	81	83	96	86	85	110	95	91
급여	36	38	46	39	38	50	42	42
퇴직급여	3	3	2	3	3	3	3	3
복리후생비	4	6	5	5	6	5	5	5
감가상각비	2	2	2	2	2	2	2	2
무형자산상각비	2	3	3	3	3	3	3	3
지급수수료	7	11	7	11	7	13	8	9
광고선전비	19	10	20	15	15	19	20	13
기타비용	9	10	10	9	10	14	11	13
<b>영업이익</b>	<b>28</b>	<b>45</b>	<b>28</b>	<b>46</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>57</b>
opm	25.4%	34.9%	22.4%	34.9%	30.1%	26.1%	26.7%	38.6%
<b>오프라인</b>								
<b>매출액</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>72</b>	<b>73</b>	<b>73</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>69</b>
비용	64	75	72	71	71	70	87	68
<b>영업이익</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
opm	1.6%	4.4%	1.0%	3.3%	2.8%	0.5%	3.4%	1.5%

주: 오프라인 부문은 2016년 5월 물적분할(사람인에이치에스)

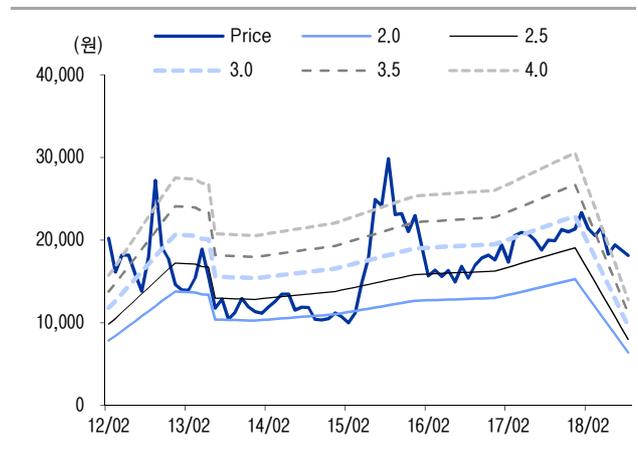
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 12m fwd P/E



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 사람인에이치알 (143240)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
유동자산	49.2	22.7	29.9	40.5	47.6
현금 및 현금성자산	4.8	5.5	17.7	8.1	15.9
매출채권 및 기타채권	4.6	5.7	5.9	6.1	6.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	39.8	11.5	6.4	26.2	25.3
비유동자산	16.9	49.5	53.0	57.3	56.4
관계기업투자등	0.6	31.2	35.1	38.3	35.2
유형자산	7.6	7.9	9.8	9.6	9.3
무형자산	1.9	3.9	6.3	3.9	4.4
<b>자산총계</b>	<b>66.0</b>	<b>72.2</b>	<b>83.0</b>	<b>97.8</b>	<b>103.9</b>
유동부채	6.3	8.0	9.2	22.0	15.1
매입채무 및 기타채무	3.0	4.5	3.6	3.1	3.6
단기금융부채	0.4	0.0	0.0	0.0	1.0
기타유동부채	2.8	3.6	5.6	19.0	10.5
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	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>6.3</b>	<b>8.0</b>	<b>9.2</b>	<b>22.0</b>	<b>15.1</b>
지배주주지분	59.8	64.2	73.7	75.7	88.9
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
이익잉여금	18.0	25.8	35.2	37.3	50.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>59.8</b>	<b>64.2</b>	<b>73.7</b>	<b>75.7</b>	<b>88.9</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.5</b>	<b>11.0</b>	<b>13.2</b>	<b>15.9</b>	<b>6.3</b>
당기순이익(손실)	3.3	8.7	10.4	3.4	16.0
비현금수익비용가감	2.2	2.9	4.8	14.4	2.3
유형자산감가상각비	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
무형자산상각비	0.4	0.5	0.8	1.2	1.4
기타현금수익비용	1.0	0.0	0.7	-1.5	0.0
영업활동 자산부채변동	0.4	0.3	-0.7	0.1	-12.6
매출채권 감소(증가)	0.1	-1.1	-0.2	-0.3	-0.3
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.4	0.0	-1.0	-0.6	0.5
기타자산, 부채변동	-0.1	1.4	0.5	0.9	-12.7
<b>투자활동 현금</b>	<b>-5.7</b>	<b>-5.7</b>	<b>0.0</b>	<b>-24.1</b>	<b>1.1</b>
유형자산처분(취득)	-0.6	-1.1	-2.8	-0.7	-0.6
무형자산 감소(증가)	-0.6	-0.3	-3.2	-0.2	-1.8
투자자산 감소(증가)	-1.5	7.4	9.5	-22.0	2.8
기타투자활동	-3.0	-11.6	-3.6	-1.2	0.7
<b>재무활동 현금</b>	<b>-4.6</b>	<b>-4.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.3</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.4	0.0	0.0	1.0
자본의 증가(감소)	-1.2	-0.9	-1.0	-1.3	-0.7
배당금의 지급	1.2	0.9	1.0	1.3	0.7
기타재무활동	-3.5	-3.2	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-5.9</b>	<b>0.8</b>	<b>12.1</b>	<b>-9.5</b>	<b>7.8</b>
기초현금	10.6	4.8	5.5	17.7	8.1
기말현금	4.8	5.5	17.7	8.1	15.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>55.3</b>	<b>68.5</b>	<b>73.7</b>	<b>81.3</b>	<b>87.8</b>
매출원가	27.0	30.7	28.1	28.7	25.1
<b>매출총이익</b>	<b>28.3</b>	<b>37.8</b>	<b>45.6</b>	<b>52.6</b>	<b>62.7</b>
판매비 및 관리비	24.0	27.5	32.2	37.1	43.6
<b>영업이익</b>	<b>4.2</b>	<b>10.3</b>	<b>13.4</b>	<b>15.5</b>	<b>19.1</b>
(EBITDA)	5.4	11.5	15.1	17.7	21.4
금융손익	1.3	0.8	0.5	1.0	1.3
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	-1.1	-0.1	-0.7	1.5	1.7
기타영업외손익	-0.2	0.0	-0.3	-13.6	-0.5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>4.3</b>	<b>11.1</b>	<b>12.9</b>	<b>4.4</b>	<b>21.5</b>
계속사업법인세비용	1.0	2.4	2.4	0.9	5.5
계속사업이익	3.3	8.7	10.4	3.4	16.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>3.3</b>	<b>8.7</b>	<b>10.4</b>	<b>3.4</b>	<b>16.0</b>
지배주주	3.3	8.7	10.4	3.4	16.0
<b>총포괄이익</b>	<b>3.3</b>	<b>8.5</b>	<b>10.5</b>	<b>3.1</b>	<b>16.4</b>
매출총이익률 (%)	51.1	55.2	61.9	64.7	71.4
영업이익률 (%)	7.7	15.0	18.2	19.0	21.7
EBITDA 마진률 (%)	9.8	16.8	20.5	21.7	24.3
당기순이익률 (%)	5.9	12.7	14.1	4.2	18.3
ROA (%)	4.9	12.6	13.4	3.8	15.9
ROE (%)	5.4	14.0	15.1	4.6	19.5
ROIC (%)	24.8	50.2	68.8	127.0	145.1

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	39.1	29.3	18.7	69.2	13.4
P/B	2.2	4.2	2.8	3.3	2.4
EV/EBITDA	16.1	21.8	12.0	12.2	8.2
P/CF	23.7	23.1	13.5	13.9	11.5
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.7	0.3	0.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.9	23.9	7.6	10.4	7.9
영업이익	-31.8	141.6	30.5	15.4	23.2
세전이익	-32.5	159.5	16.2	-66.1	393.6
당기순이익	-33.5	167.2	19.9	-67.3	370.5
EPS	-35.0	174.0	19.9	-67.3	370.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	10.5	12.5	12.5	29.1	17.0
유동비율	786.8	283.4	324.9	183.5	315.7
순차입금/자기자본(x)	-72.7	-25.9	-31.8	-44.3	-42.7
영업이익/금융비용(x)	1,230.6	1,642.1	26,572.0	966,215.	611.0
총차입금 (십억원)	0.4	0.0	0.0	0.0	1.0
순차입금 (십억원)	-43.4	-16.6	-23.5	-33.5	-38.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	287	786	942	308	1,451
BPS	5,139	5,515	6,339	6,507	7,638
CFPS	472	995	1,305	1,532	1,575
DPS	80	90	120	60	60

# KG모빌리언스 (046440)

2018. 8. 28 Mid-Small Cap

## 하반기에도 좋다

Analyst **최석원**

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

**NR**

목표주가  
현재주가 **7,740 원**

### PG 사업이란?

오프라인에서 물건을 구매하는 일반적인 방식은 우리가 직접 가게에 방문하여 결제 수단(카드, 현금, 상품권 등)을 전달하고 물건을 받아오는 것이다. 하지만 온라인에서 물건을 구매하는 방식은 이와 많이 다르다. 일단 직접 방문할 가게가 없다. 또한 결제 수단을 직접 전달할 수도 없고 물건을 그 자리에서 바로 받아 올 수도 없다. 이러한 불확실성에서도 우리는 온라인 쇼핑을 자주 이용하는데, 이는 PG(Payment Gateway)의 역할이 큰 기여를 하고 있기 때문이다. PG란 쉽게 말해서 여러 가맹점들을 거느리고 있는 일종의 '대표 가맹점'이다. 일반적으로 온라인 점포는 오프라인 대비 수는 훨씬 많으나 대부분 영세하고 무엇보다도 실물 점포가 없다는 점에서 '신뢰'의 문제가 발생하게 되는데 이 부분을 해결하는 것이 바로 대표 가맹점으로서의 PG이다. 이로써 우리는 내가 결제하는 돈이 없어질 염려를 하지 않아도 되고, 결제 수단을 제공하는 업체(신용카드/체크카드/통신사 또는 계좌이체 등)는 가맹점 부도 리스크를 신경쓰지 않아도 되며, 가맹점은 결제의 수단을 획득하게 되는 것이다.

### 휴대폰 PG란?

동사가 사업을 영위하고 있는 휴대폰 PG도 신용카드 PG와 사업의 구조 측면에서 큰 차이점은 없다. 다만 결제의 수단을 신용카드사가 아닌 이동통신사에서 제공한다는 것 뿐이다. 즉, 물건의 대금이 현재 사용하고 있는 이동통신사의 통신비에 포함되어 나오게 하는 역할을 수행하고 있는 것이다.

### 구조적인 성장이 기대된다

휴대폰 소액 결제는 모바일에서 주로 발생한다는 점(사용의 편의성 때문에)에서 동사의 실적은 모바일 쇼핑 거래액과 높은 상관 관계를 갖게 된다. 아직까지 신용카드가 가장 많이 사용되는 결제수단임은 틀림 없지만, 신용카드 발급이 어려운 사람들에게 아직까지 가장 간편한 결제 수단 중 하나는 역시 휴대폰 소액 결제이기 때문이다. 이는 이번 2Q18 실적(매출액 +10.8%yoy, 영업이익 +29.8%yoy)을 통해서도 확인되고 있다. 물론 최근 정부의 소상공인 보호를 위한 수수료 인하 정책과 서울페이 등 여러 결제 수단이 등장하고 있긴 하지만, 이는 대부분 오프라인에서 신용카드로 결제하는 경우에 한정된다는 것을 감안할 필요가 있다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(8/27)	801.04pt
시가총액	2,315 억원
발행주식수	29,907 천주
52 주 최고가 / 최저가	10,500 / 6,180 원
90 일 일평균거래대금	10.45 억원
외국인 지분율	4.6%
배당수익률(17.12)	2.5%
BPS(17.12)	6,920 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -9.7%
	6 개월 0.2%
	12 개월 -4.1%
주주구성	케이지이너시스외 6인 48.0%
	신영자산운용외 1인 6.3%

### Stock Price

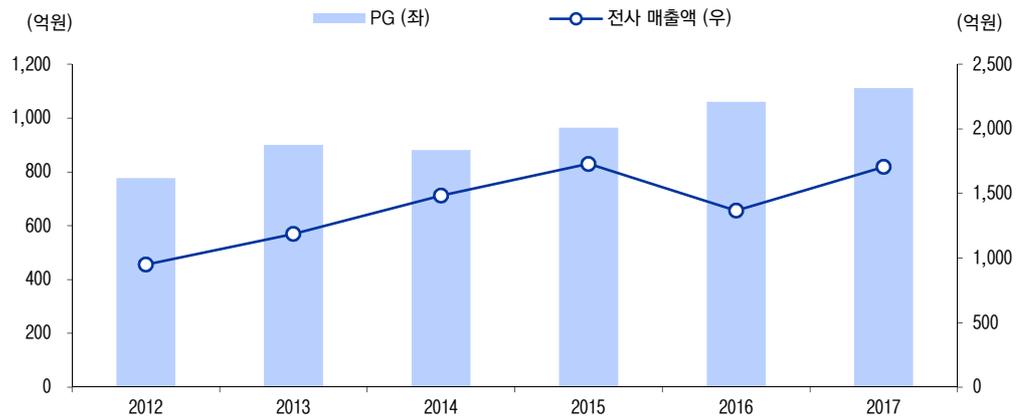


### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	118.6	20.4	12.2	8.9	447	20.3	21.7	24.0	11.6	2.2	8.6
2014	148.4	25.2	19.9	15.0	743	66.1	26.8	17.9	13.4	2.2	12.8
2015	172.9	25.3	10.8	7.9	372	-50.0	27.5	35.2	14.5	2.1	6.0
2016	136.7	23.0	17.9	10.8	498	34.0	25.6	16.9	12.5	1.3	7.6
2017	170.6	27.8	19.5	13.7	488	-2.1	34.8	16.6	11.2	1.2	7.8

자료: KG모빌리언스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림16 KG 모빌리언스 PG 부문 연간 매출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 연간 부문별 매출액 추이

(단위: 억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Payment</b>	<b>950</b>	<b>1,186</b>	<b>1,484</b>	<b>1,729</b>	<b>1,367</b>	<b>1,325</b>
PG	777	901	881	964	1,060	1,111
기타 PG	142	163	122	152	88	72
모바일 선불카드			301	466	59	56
인증서비스	31	123	86	86	52	41
터치페이			28	37	35	42
기타			67	24	73	2
<b>연결</b>						<b>381</b>
<b>총합</b>	<b>950</b>	<b>1,186</b>	<b>1,484</b>	<b>1,729</b>	<b>1,367</b>	<b>1,706</b>

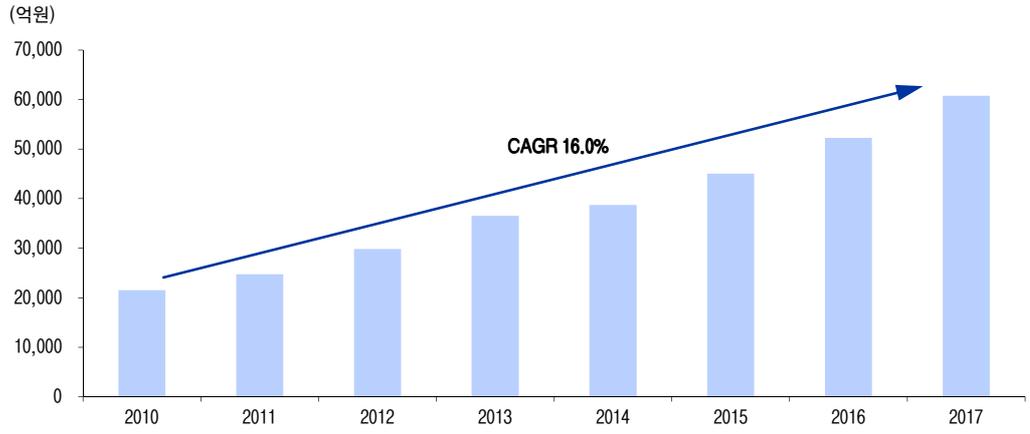
자료: KG모빌리언스, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 분기 부문별 매출액 추이

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
<b>Payment</b>	<b>356</b>	<b>318</b>	<b>329</b>	<b>364</b>	<b>331</b>	<b>321</b>	<b>341</b>	<b>332</b>	<b>353</b>	<b>356</b>
PG	272	255	262	272	270	268	286	287	304	302
기타 PG	22	22	21	23	20	20	17	15	15	18
모바일 선불카드	21	12	14	13	16	12	17	12	12	19
인증서비스	20	16	7	8	10	11	10	11	10	8
터치페이	10	7	9	9	13	10	10	9	9	8
기타	11	7	15	40	2	1	1	(3)	3	1
<b>연결</b>						<b>104</b>	<b>110</b>	<b>166</b>	<b>167</b>	<b>167</b>
<b>총합</b>	<b>356</b>	<b>318</b>	<b>329</b>	<b>364</b>	<b>331</b>	<b>425</b>	<b>452</b>	<b>498</b>	<b>521</b>	<b>523</b>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 빠른 성장세를 이어가고 있는 휴대폰 결제 거래액



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 Step1> 결제수단 중 휴대폰을 선택



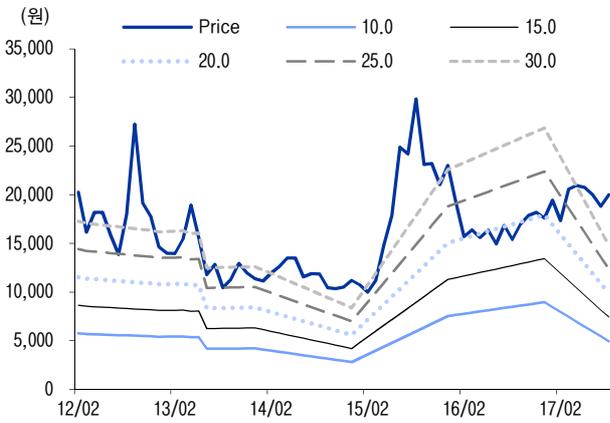
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 Step2> 통신사 선택 후 본인 인증



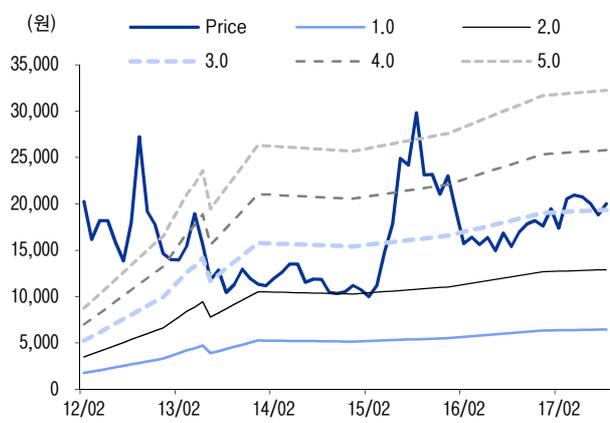
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 12m Trailing P/E



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 12m Trailing P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## KG모빌리언스 (046440)

### 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	216.0	245.9	321.2	310.4	327.1
현금 및 현금성자산	30.8	1.1	1.4	22.0	29.5
매출채권 및 기타채권	29.8	37.5	36.7	23.9	29.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3
기타유동자산	155.4	207.3	283.1	264.0	267.4
<b>비유동자산</b>	62.8	66.2	64.6	67.8	137.2
관계기업투자등	29.3	28.6	23.8	27.8	0.3
유형자산	20.4	22.0	22.9	20.0	58.7
무형자산	4.1	3.8	4.3	5.9	27.8
<b>자산총계</b>	<b>278.8</b>	<b>312.1</b>	<b>385.9</b>	<b>378.3</b>	<b>464.3</b>
<b>유동부채</b>	127.5	167.4	218.0	125.9	226.6
매입채무 및 기타채무	57.0	63.0	99.7	51.6	20.5
단기금융부채	31.7	71.7	82.1	51.5	168.9
기타유동부채	38.8	32.7	36.1	22.7	37.3
<b>비유동부채</b>	41.4	21.0	29.1	105.8	19.0
장기금융부채	35.6	15.2	23.3	100.1	9.9
기타비유동부채	5.8	5.9	5.8	5.7	9.1
<b>부채총계</b>	<b>168.8</b>	<b>188.4</b>	<b>247.1</b>	<b>231.7</b>	<b>245.7</b>
<b>자배주주지분</b>	109.9	123.7	138.8	146.6	205.6
자본금	9.3	9.4	10.4	10.4	14.9
자본잉여금	42.8	43.6	63.5	63.5	108.2
이익잉여금	59.1	71.5	76.5	84.4	94.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	13.0
<b>자본총계</b>	<b>109.9</b>	<b>123.7</b>	<b>138.8</b>	<b>146.6</b>	<b>218.7</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27.5</b>	<b>-37.9</b>	<b>-16.4</b>	<b>-4.8</b>	<b>-14.8</b>
당기순이익(손실)	8.9	15.0	7.9	10.8	12.7
비현금수익비용가감	31.9	26.8	37.6	36.5	36.9
유형자산감가상각비	1.0	1.3	1.7	1.8	3.0
무형자산상각비	0.3	0.4	0.5	0.9	4.0
기타현금수익비용	7.0	0.7	5.3	5.5	-1.9
영업활동 자산부채변동	-6.7	-73.6	-54.4	-48.4	-55.5
매출채권 감소(증가)	-5.0	-9.1	-0.7	2.8	-5.8
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
매입채무 증가(감소)	22.8	6.3	36.8	-39.2	-35.9
기타자산, 부채변동	-24.4	-70.8	-90.6	-12.0	-13.9
<b>투자활동 현금</b>	<b>-33.3</b>	<b>-5.6</b>	<b>-0.9</b>	<b>-9.3</b>	<b>-16.9</b>
유형자산처분(취득)	-0.6	-3.1	-0.7	1.0	-0.5
무형자산 감소(증가)	-0.9	-0.1	-0.7	-1.8	-1.1
투자자산 감소(증가)	0.1	0.3	0.4	-9.2	11.4
기타투자활동	-31.9	-2.7	0.1	0.7	-26.7
<b>재무활동 현금</b>	<b>12.9</b>	<b>13.8</b>	<b>17.8</b>	<b>34.9</b>	<b>36.1</b>
차입금의 증가(감소)	14.8	12.5	8.8	37.9	-10.5
자본의 증가(감소)	-1.8	1.2	19.4	-3.0	46.1
배당금의 지급	1.8	2.3	2.8	3.0	4.0
기타재무활동	-0.1	0.1	-10.5	0.0	0.5
<b>현금의 증가</b>	<b>7.1</b>	<b>-29.7</b>	<b>0.5</b>	<b>20.8</b>	<b>7.2</b>
기초현금	23.7	30.8	1.1	1.6	22.3
기말현금	30.8	1.1	1.6	22.3	29.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>118.6</b>	<b>148.4</b>	<b>172.9</b>	<b>136.7</b>	<b>170.6</b>
매출원가	66.5	92.7	113.8	74.8	93.2
<b>매출총이익</b>	<b>52.1</b>	<b>55.6</b>	<b>59.1</b>	<b>61.9</b>	<b>77.4</b>
판매비 및 관리비	31.8	30.4	33.9	38.9	49.6
<b>영업이익</b>	<b>20.4</b>	<b>25.2</b>	<b>25.3</b>	<b>23.0</b>	<b>27.8</b>
(EBITDA)	21.7	26.8	27.5	25.6	34.8
금융손익	1.7	-2.0	-0.3	-0.5	-1.1
이자비용	1.9	2.1	0.5	0.8	1.7
관계기업등 투자손익	-6.1	-0.4	-5.3	-4.9	1.5
기타영업외손익	-3.7	-2.9	-8.8	0.2	-8.7
<b>세전계속사업이익</b>	<b>12.2</b>	<b>19.9</b>	<b>10.8</b>	<b>17.9</b>	<b>19.5</b>
계속사업법인세비용	3.3	4.9	2.9	7.1	6.9
계속사업이익	8.9	15.0	7.9	10.8	12.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>8.9</b>	<b>15.0</b>	<b>7.9</b>	<b>10.8</b>	<b>12.7</b>
지배주주	8.9	15.0	7.9	10.8	13.7
<b>총포괄이익</b>	<b>8.9</b>	<b>15.3</b>	<b>7.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.7</b>
매출총이익률 (%)	43.9	37.5	34.2	45.3	45.4
영업이익률 (%)	17.2	17.0	14.6	16.8	16.3
EBITDA 마진률 (%)	18.3	18.1	15.9	18.8	20.4
당기순이익률 (%)	7.5	10.1	4.6	7.9	7.4
ROA (%)	3.3	5.1	2.3	2.8	3.3
ROE (%)	8.6	12.8	6.0	7.6	7.8
ROIC (%)	12.5	12.9	9.3	6.0	5.9

### 주요 투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	24.0	17.9	35.2	16.9	16.6
P/B	2.0	2.2	2.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.6	13.4	14.5	12.5	11.2
P/CF	5.3	6.5	6.4	4.0	4.7
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.1	2.4	2.5
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-31.4	25.1	16.5	-20.9	24.8
영업이익	-19.5	23.8	0.3	-8.9	20.8
세전이익	13.3	62.3	-45.6	65.7	9.0
당기순이익	13.3	67.9	-47.4	37.3	17.1
EPS	20.3	66.1	-50.0	34.0	-2.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	153.6	152.3	178.1	158.0	112.3
유동비율	169.5	146.9	147.4	246.7	144.3
순차입금/자기자본(x)	31.8	68.3	74.2	88.2	67.8
영업이익/금융비용(x)	10.5	12.1	46.6	29.7	16.4
총차입금 (십억원)	67.3	86.9	105.4	151.6	178.8
순차입금 (십억원)	35.0	84.4	103.0	129.2	148.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	447	743	372	498	488
BPS	5,426	6,010	6,142	6,489	6,920
CFPS	2,016	2,039	2,061	2,095	1,706
DPS	125	150	150	200	200

# 화승엔터프라이즈 (241590)

2018. 8. 28 Mid-Small Cap

## 아디다스 부스트로 더 높이 뛰어오른다

Analyst 김한경

02. 3779-8848

hkkim@ebestsec.co.kr

NR

목표주가  
현재주가 14,000 원

### 기업개요: 아디다스 그룹 2위 벤더사

동사는 아디다스그룹 신발 생산 부문의 2위 벤더사로 아디다스 코어 라인 및 리복 브랜드 신발 생산을 담당하고 있다. 아디다스 그룹 내 동사 점유율은 15~16%로 추정된다. 동사는 베트남(글로벌), 인도네시아(유럽), 중국(내수용)에 생산 설비를 보유하고 있으며 동남아 생산 비중이 85%이다.

### 하반기부터 고단가 제품 비중 확대

동사는 고단가 제품 납품 비중 확대, 아디다스 그룹 내 점유율 확대가 예상되며 이번 하반기부터 가파른 성장 국면에 진입할 것으로 예상된다. 하반기 ASP \$15~16 알파 바운스 물량 납품이 예상되며, 내년 1분기부터는 ASP \$20 후반의 부스트 완제품 생산에 들어간다. 동사 평균 ASP가 \$12 내외라는 점을 고려할 때 하반기부터 제품 믹스 개선 효과가 나타날 전망이다이며 부스트 완제품 생산이 시작되는 내년 상반기부터는 이러한 효과가 더욱 두드러지게 나타날 것으로 전망된다.

### 아디다스 그룹과의 전략적 방향성 일치화, 점유율 상승이 기대된다

중장기적으로는 짧은 리드타임과 자동화 공정을 기반으로 아디다스 그룹 내 점유율 상승이 예상된다. 동사는 내년 상반기까지 계획되었던 ASC 라인 투자를 앞당겨 올해 상반기 중 상당 부분을 마무리한 것으로 추정된다. ASC는 어셈블 라인과 스티칭 라인을 통합한 형태로 리드타임 단축 및 다품종 대응 능력 향상이 가능해진다. 아디다스 그룹이 패스트 패션 전략을 강조하고 있어 시장 수요에 대한 빠른 대응이 중요해지는 시점이다. 동사는 '스피드 투 마켓' 전략을 앞세워 리드타임 단축과 자동화 공정 구비에 매진하고 있으며 이는 향후 고객 수요에 민감한 고단가 제품 수주로 이어질 전망이다.

### 1Q < 2Q < 3Q < 4Q 실적 예상, 내년에는 더 좋다

동사는 아디다스 재고 소진, 저단가 위주 납품, ASC 투자 여파로 상반기 실적은 시장 기대치에 못 미쳤다. 그러나 하반기에는 아디다스 재고 축적 사이클 재개, 고단가 제품 확대에 따른 믹스 개선, ASC 투자 효과 반영으로 점진적인 실적 개선이 예상된다. 부스트 완제품 생산을 개시하는 내년 1분기부터는 더욱 가파른 성장세가 기대된다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(8/27)	2,299.30pt
시가총액	8,475 억원
발행주식수	60,537 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,000 / 7,250 원
90 일 일평균거래대금	29.82 억원
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(17.12E)	0.3%
BPS(17.12)	4,261 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 27.1%
	6개월 17.7%
	12개월 70.3%
주주구성	(주)화승인더스트리외 7인 74.4%
	국민연금공단 7.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2014	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2015	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2016	640.2	43.8	43.0	34.7	644	n/a	62.1	11.9	7.2	2.1	27.2
2017	768.2	58.5	52.8	41.5	752	16.8	84.0	16.0	10.3	2.8	18.4

자료: 화승엔터프라이즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표21 화승엔터프라이즈 분기 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
<b>매출액</b>	<b>165.7</b>	<b>176.3</b>	<b>193.7</b>	<b>232.6</b>	<b>184.5</b>	<b>232.3</b>
신발부문	155.5	171.5	189.1	238.9	181.3	230.5
유통부문	10.1	4.9	4.6	-6.3	3.1	1.8
매출총이익	23.6	28.4	36.2	38.2	26.3	34.0
<i>GPM</i>	14.2%	16.1%	18.7%	16.4%	14.3%	14.6%
<b>영업이익</b>	<b>7.7</b>	<b>12.2</b>	<b>21.0</b>	<b>17.6</b>	<b>6.1</b>	<b>11.6</b>
신발부문	7.5	11.9	20.8	17.2	6.0	10.7
유통부문	0.2	0.5	0.0	0.4	0.1	0.9
<i>OPM</i>	4.7%	6.9%	10.8%	7.6%	3.3%	5.0%
신발부문	4.8%	7.0%	11.0%	7.2%	3.3%	4.6%
유통부문	2.4%	11.1%	-1.0%	-7.1%	2.0%	49.3%
<b>당기순이익</b>	<b>5.8</b>	<b>8.5</b>	<b>17.4</b>	<b>9.9</b>	<b>3.1</b>	<b>4.7</b>
<i>NPM</i>	3.5%	4.8%	9.0%	4.2%	1.7%	2.0%

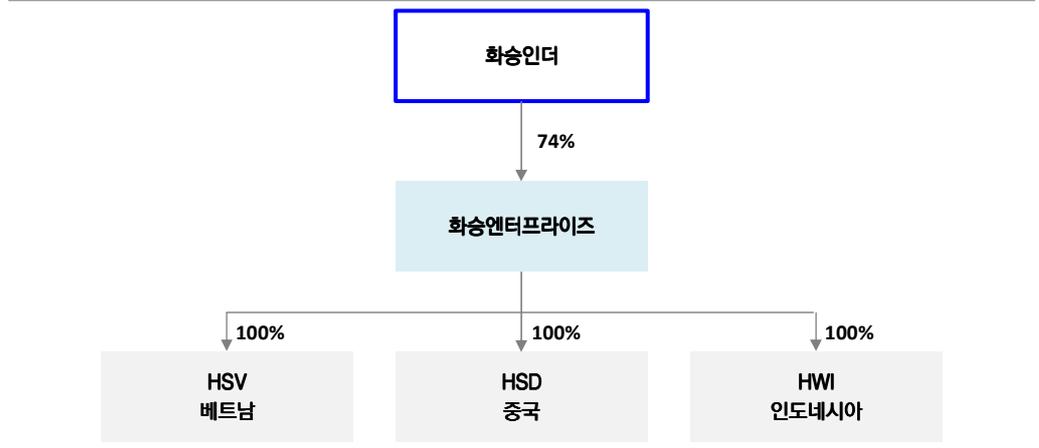
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 화승엔터프라이즈 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	N/A	N/A	640.2	768.2	910.8
신발부문	N/A	N/A	N/A	754.9	898.1
유통부문	N/A	N/A	N/A	13.3	12.6
매출총이익	N/A	N/A	93.5	126.3	139.4
<i>GPM</i>	N/A	N/A	14.6%	16.4%	15.3%
<b>영업이익</b>	N/A	N/A	43.8	58.5	70.2
신발부문	N/A	N/A	N/A	57.4	69.0
유통부문	N/A	N/A	N/A	1.2	1.2
<i>OPM</i>	N/A	N/A	6.8%	7.6%	7.7%
신발부문	N/A	N/A	N/A	7.6%	7.7%
유통부문	N/A	N/A	N/A	9.0%	9.5%
<b>당기순이익</b>	N/A	N/A	34.7	41.5	47.7
<i>NPM</i>	N/A	N/A	5.4%	5.4%	5.2%

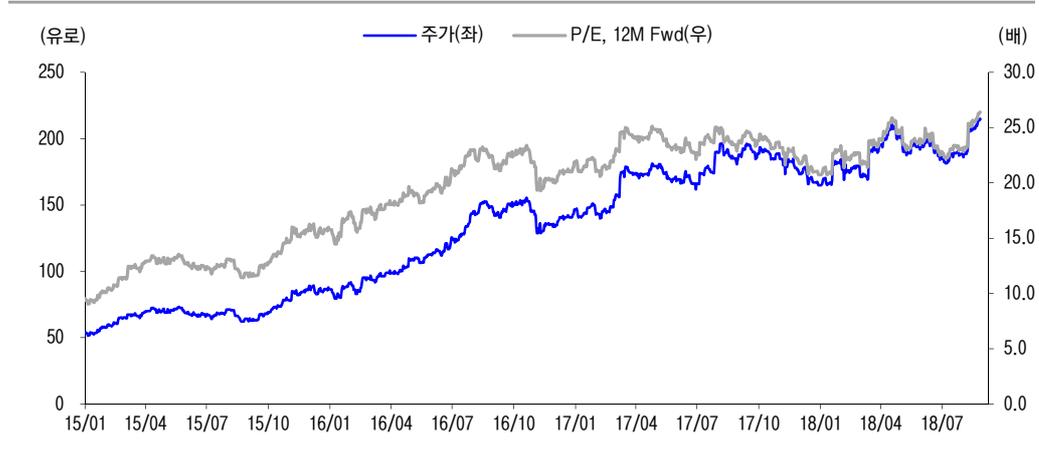
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 화승그룹 지분구조



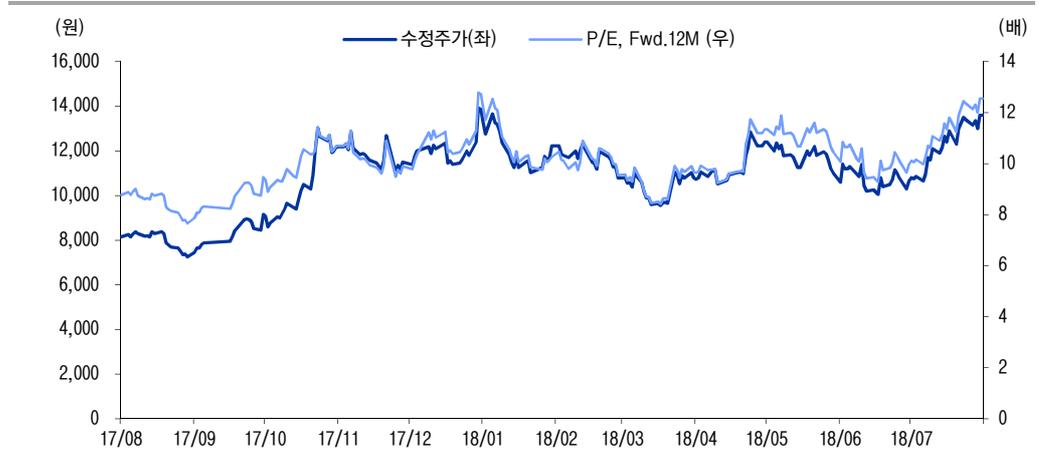
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 아디다스 그룹 주가 및 밸류에이션



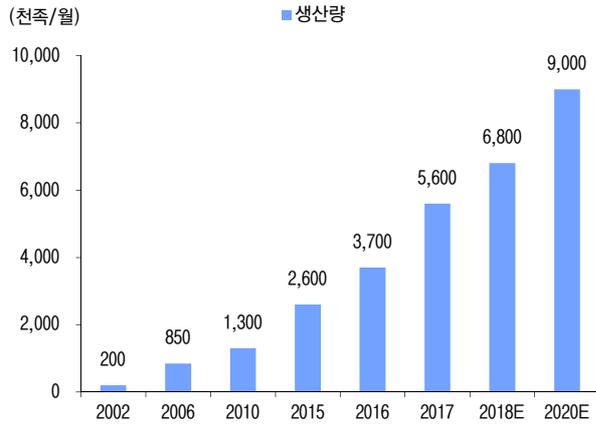
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 화승엔터프라이즈 주가 및 밸류에이션



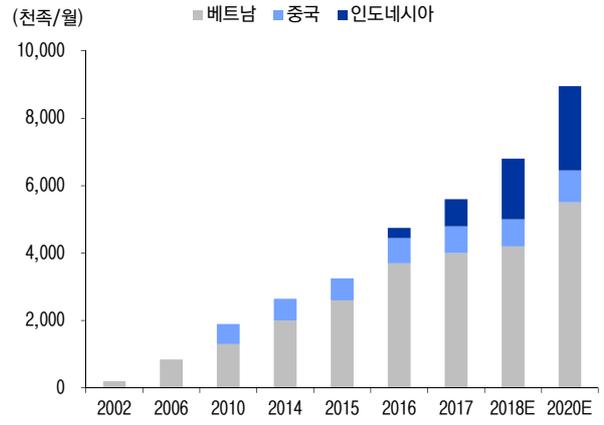
자료: 퀀티와이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 화승엔터 신발 생산량 추이 및 전망



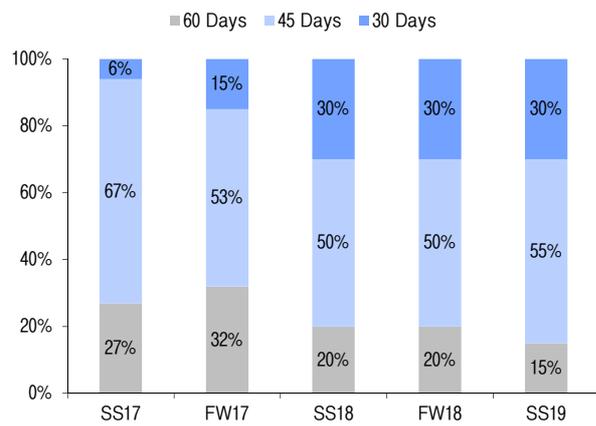
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 화승엔터 신발 생산량 추이 및 전망 - 생산법인 별



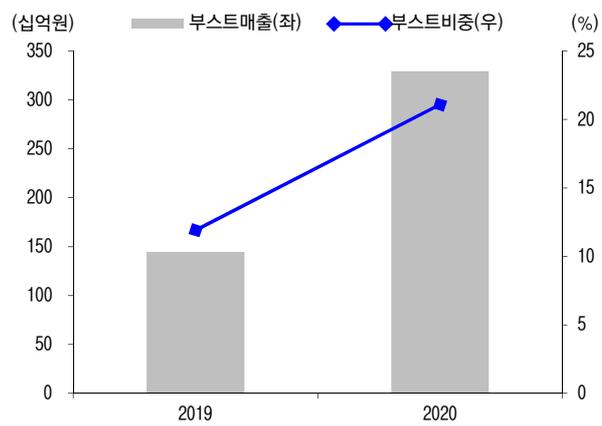
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 화승엔터 리드타임 추이 및 전망



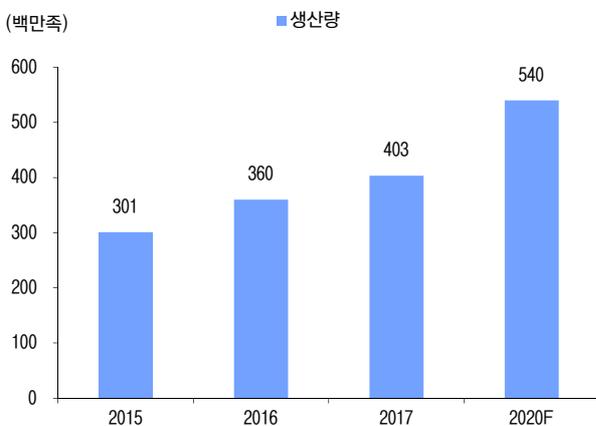
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 화승 아디다스 부스트 매출 및 매출 비중 추정



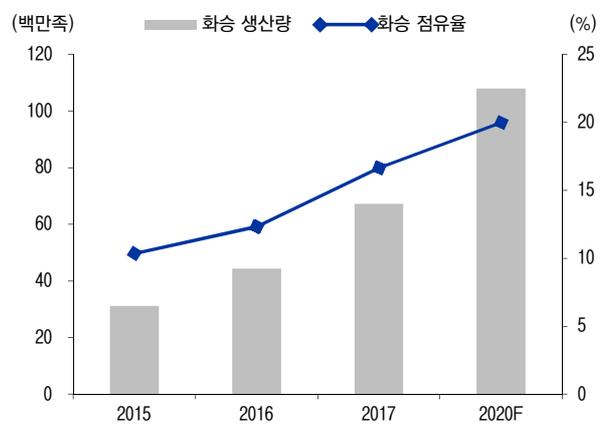
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 아디다스 그룹 스포츠 신발 생산량 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 화승 생산량 및 아디다스 점유율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 화승엔터프라이즈 (241590)

### 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	0.0	0.0	140.0	265.5	301.3
현금 및 현금성자산	0.0	0.0	4.7	77.8	47.3
매출채권 및 기타채권	0.0	0.0	40.3	75.4	71.3
재고자산	0.0	0.0	60.7	74.5	127.4
기타유동자산	0.0	0.0	34.3	37.8	55.3
<b>비유동자산</b>	0.0	0.0	120.5	171.2	325.5
관계기업투자등	0.0	0.0	0.1	0.1	5.1
유형자산	0.0	0.0	116.8	161.7	287.7
무형자산	0.0	0.0	1.4	2.2	4.1
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>260.5</b>	<b>436.7</b>	<b>626.8</b>
<b>유동부채</b>	0.0	0.0	186.0	226.8	326.0
매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	65.6	103.4	142.1
단기금융부채	0.0	0.0	118.0	121.7	178.7
기타유동부채	0.0	0.0	2.5	1.7	5.2
<b>비유동부채</b>	0.0	0.0	11.4	17.1	39.3
장기금융부채	0.0	0.0	8.3	13.0	34.4
기타비유동부채	0.0	0.0	3.1	4.1	4.9
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>197.5</b>	<b>243.9</b>	<b>365.3</b>
<b>지배주주지분</b>	0.0	0.0	62.8	192.3	258.0
<b>자본금</b>	0.0	0.0	10.4	13.5	15.1
<b>자본잉여금</b>	0.0	0.0	52.4	139.6	181.9
<b>이익잉여금</b>	0.0	0.0	0.0	34.7	75.2
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0.0	0.0	0.2	0.5	3.5
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>63.0</b>	<b>192.8</b>	<b>261.5</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>32.7</b>	<b>32.6</b>
당기순이익(손실)	0.0	0.0	0.0	43.0	52.8
비현금수익비용가감	0.0	0.0	0.0	21.2	32.4
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	17.9	25.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.4	0.5
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	-1.3	2.8
영업활동 자산부채변동	0.0	0.0	0.0	-20.8	-38.5
매출채권 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-19.6	-10.2
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-11.5	-38.8
매입채무 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	30.6	4.6
기타자산, 부채변동	0.0	0.0	0.0	-20.4	6.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>4.7</b>	<b>-55.2</b>	<b>-97.2</b>
유형자산처분(취득)	0.0	0.0	0.0	-56.0	-105.8
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.4	-1.3
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-11.5	-4.2
기타투자활동	0.0	0.0	4.7	12.6	14.1
<b>재무활동 현금</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>94.3</b>	<b>34.1</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	4.3	35.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.9
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9
기타재무활동	0.0	0.0	-0.2	90.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>4.7</b>	<b>73.0</b>	<b>-30.4</b>
기초현금	0.0	0.0	0.0	4.7	77.8
기말현금	0.0	0.0	4.7	77.8	47.3

주: IFRS 연결 기준  
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>640.2</b>	<b>768.2</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	546.8	641.9
<b>매출총이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>93.5</b>	<b>126.3</b>
판매비 및 관리비	0.0	0.0	0.0	49.6	67.8
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>43.8</b>	<b>58.5</b>
(EBITDA)	0.0	0.0	0.0	62.1	84.0
금융손익	0.0	0.0	0.0	-1.4	-5.6
이자비용	0.0	0.0	0.0	4.0	5.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.6	-0.1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>43.0</b>	<b>52.8</b>
계속사업법인세비용	0.0	0.0	0.0	8.1	11.2
계속사업이익	0.0	0.0	0.0	34.9	41.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>34.9</b>	<b>41.6</b>
지배주주	0.0	0.0	0.0	34.7	41.5
<b>총포괄이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>39.5</b>	<b>22.8</b>
매출총이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	15	16
영업이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	7	8
EBITDA 마진률 (%)	n/a	n/a	n/a	10	11
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	5.5	5.4
ROA (%)	n/a	n/a	n/a	9.9	7.8
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	27.2	18.4
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	18.1	14.8

### 주요 투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	n/a	11.9	16.0
P/B	n/a	n/a	n/a	2.1	2.8
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	7.2	10.3
P/CF	n/a	n/a	n/a	6.4	7.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	20.0
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	33.6
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	22.8
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	19.1
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	16.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	n/a	n/a	313.2	126.5	139.7
유동비율	n/a	n/a	75.3	117.1	92.4
순차입금/자기자본(x)	n/a	n/a	160.0	19.4	53.0
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	11.0	10.7
총차입금 (십억원)	0	0	126	135	213
순차입금 (십억원)	0	0	101	37	139
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	n/a	n/a	644	752
BPS	n/a	n/a	3,030	3,570	4,261
CFPS	n/a	n/a	n/a	1,192	1,545
DPS	n/a	n/a	n/a	35	35

텔코웨어 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.05.12	변경	정홍식										
		2016.10.18	Buy	18,000	-27.8		-34.6							
		2017.10.19	Buy	18,000	-16.1		-31.2							
		2018.02.06	Buy	20,000										

엔텔스 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	N/R	정홍식										
		2018.08.28	N/R	N/R										

RFHIC 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	변경	최석원										
		2018.08.28	N/R	N/R										

누리텔레콤 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	변경	최석원										
		2018.08.28	N/R	N/R										

오이솔루션 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	변경	김한경										
		2018.08.28	N/R	N/R										

한국전자금융 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.07.31	변경	정홍식										
		2016.10.18	Buy	10,000	-4.9	-33.7								
		2017.05.16	Buy	12,000	-3.8	-22.9								
		2017.08.31	Buy	15,000	-7.3	-23.7								
		2018.04.05	Buy	18,000										

KPX 케미칼 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2016.05.31	변경	정홍식										
		2016.10.07	Buy	70,000	-3.7	-7.1								
		2016.10.18	Buy	90,000	-13.6	-28.3								
		2017.10.19	Buy	90,000	-13.7	-15.7								
		2017.10.31	Buy	100,000										

사람인에이치알 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	변경	최석원										
		2018.08.28	N/R	N/R										

KG 모빌리언스 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
(원) 		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	변경	최석원										
		2018.08.28	N/R	N/R										

화승엔터프라이즈 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
(원) 		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.08.28	변경	김한경										
		2018.08.28	N/R	N/R										

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
(작성자: 정홍식, 최석원, 김한경).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천기업에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	93.0% 7.0%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017.7.1 ~ 2018.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 기업들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)