

Dream Big

스몰캡

Bi-Weekly

2018. 12. 21

[탐방업데이트] 생각보다 좁지 않은 겨울

Old Fashioned의 생각: 스몰캡 분석을 시작하고 첫 연말을 맞는다. 지난 7년 동안 원자재 분석을 담당하다 스몰캡을 겸하면서 새로이 알게 된 것들이 많다. 매크로 애널리스트는 기본적으로 총량적 통계를 활용한 분석에 익숙하다. 반면 스몰캡 분석은 개별 산업 내에서 기업들이 어떻게 비교우위를 확보하고 있는지가 가장 중요한 관심사다. 기업 탐방을 다니면서 그간 총량적 접근에 매몰돼 기업의 혁신이 가져오는 효과를 과소평가했던 게 아닌가 반성하고 있다. 매크로 애널리스트로서 내년 세계 경제는 올해보다 나아질 것이라는 기대를 갖는다. 스몰캡 애널리스트로서 2019년에는 업황이 호전 될 때 크게 떠오를 수 있는 기업들을 많이 발굴해 낸다는 목표를 설정했다. 올 한해 밤잠을 제대로 이루지 못하셨을 중소기업 임직원 분들이 새해에는 더 밝은 미래를 맞이하시길 기원한다.

Koo-Rooney의 생각: 지난 6월 DB금융투자 리서치센터로 2년 2개월 만에 복귀한 후 어느덧 반년이 지났다. 경쟁력 있는 기업을 찾고자 6개월간 128개 기업 탐방을 진행했고, 그 중에 우리 가슴을 설레게 했던 기업들도 다수 있었다. 그간 지수 수익률은 비록 좋지 않았지만, 중소형주 시장만큼은 늘 살아 움직이고 있다. 2019년을 맞이할 준비를 하는 지금도 '생각보다 중소형 기업들 상황은 나쁘지 않다.'는 생각이 든다. 새해에도 분명 우리 가슴을 설레게 할 기업은 있다. 적시에 투자를 추천할 수 있도록 내년에도 최선을 다하겠다. Happy New Year!

Present의 생각: 12월 DB금융투자 스몰캡 팀에 합류하였다. 리서치센터 Tech 섹터 RAR로 직장생활을 시작했고, 1년간 경영참여형 PEF에서 근무한 후 리서치센터로 복귀하였다. 발행시장에서의 경험과 시각을 녹여 유통시장을 바라보고자 한다. 다양한 분야의 회사들을 발로 뛰어 다니며 작지만 경쟁력 있는 기업들을 발굴해 내겠다. 분체이송시스템 전문 업체 동양피엔에프는 화학 플랜트 증설의 수혜가 기대되고, 신규사업들도 빠르게 자리잡아가고 있다. 소프트웨어 및 보안 관련 기업들을 유심히 보려 한다. 이번 달에는 미래테크놀로지, 에스에스알, 알티캐스트, 케어랩스 등의 기업을 탐방하였다.

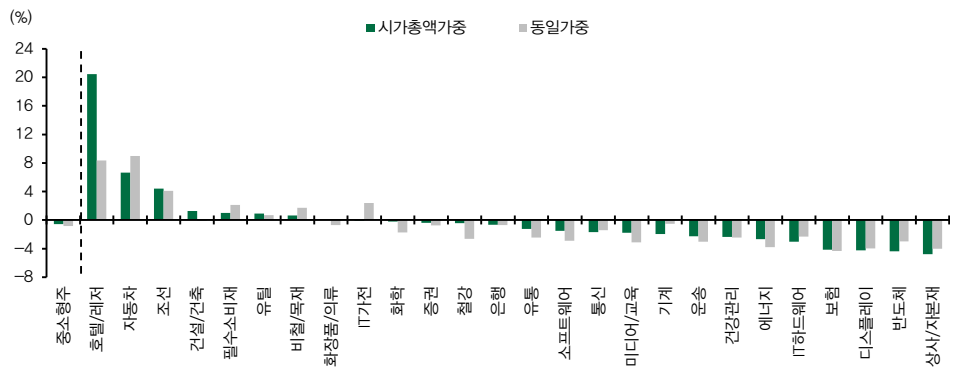
중·소형주 업종별 수익률 및 자금흐름 동향

지난 2주간 시가총액 기준 1천억원 이상 1조원 이하 종목들을 시총가중으로 묶은 DB 중소형주 지수는 0.6% 하락했다. 자산시장 전반에서 위험자산 회피 심리가 확산된 가운데, DB 중소형주 동일가중 지수는 0.8% 하락해 성과가 더 나빴다

업종별로는 개별 주식 급등 영향으로 호텔/레저가 20.5% 급등했고, 현대기아차 신차 사이클 기대 및 정부의 자동차 산업 지원대책 영향으로 자동차가 6.7% 상승했다. 조선은 최근 LNG선 수주 급증으로 4.4% 올랐다. 반면 상사/자본재는 유가 급락 영향으로 4.8% 하락했고, 반도체는 미국 나스닥 지수 부진 및 마이크론 어닝쇼크로 4.4% 하락했다.

종목별로는 기관은 에스티큐브, 대한광통신, 대아티아이 등을 순매수하고 홈캐스트, AP시스템, 애플클론 등을 순매도했다. 외국인은 아이센스, 홈캐스트, AP시스템 등을 사들이고, 유니크, 대우부품, 인터로조 등을 팔았다.

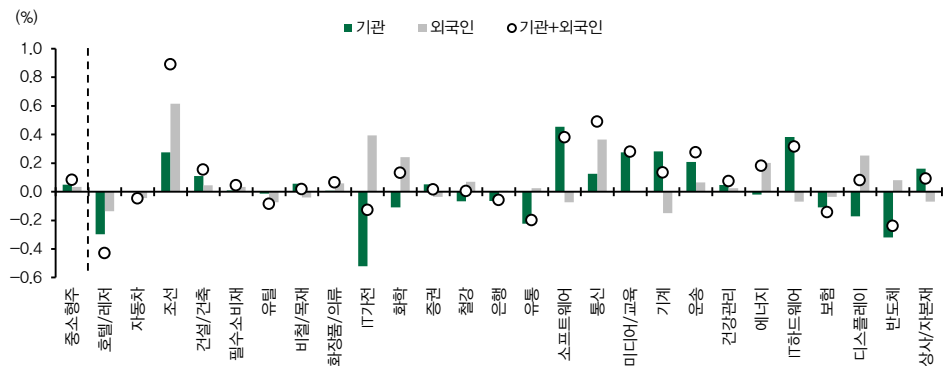
도표 1. 국내 중소형주 업종별 수익률



자료: Quantwise, DB금융투자

주: 업종분류는 W26기준, 중소형주는 시가총액 기준 1천억원 이상 1조원 이하 기업

도표 2. 국내 중소형주 업종별 자금유입강도



자료: Quantwise, DB금융투자

주: 자금유입강도는 투자주체별 최근 2주간 순매수금액 / 2주전 시가총액

도표 3. 기관 자금유입 · 유출강도 상위 기업 리스트

(단위: 십억원, %)

순위	자금유입강도 상위						자금유출강도 상위					
	티커	기업명	시가총액	금액	강도	수익률	티커	기업명	시가총액	금액	강도	수익률
1	A052020	에스티큐브	569	41	5.9	-19.2	A064240	홈캐스트	158	-12	-7.0	-5.8
2	A010170	대한광통신	354	19	5.3	0.1	A265520	AP시스템	317	-19	-5.8	-1.5
3	A045390	대아티아이	588	29	4.9	-1.0	A174900	애플론	266	-17	-5.8	-8.6
4	A078150	HB테크놀러지	245	9	4.3	17.6	A099190	아이센스	323	-13	-4.4	11.9
5	A218410	RFHIC	508	19	3.6	-5.8	A005420	코스모화학	189	-9	-4.1	-11.5
6	A215200	메가스터디교육	325	12	3.4	-6.1	A052710	아모텍	177	-8	-4.0	-10.6
7	A073490	이노와이어리스	131	4	3.3	11.2	A013870	지엠비코리아	153	-4	-4.0	42.7
8	A140410	메지온	752	25	3.3	-0.7	A027050	코리아나	183	-7	-3.7	2.6
9	A183490	엔지캠퍼생명과학	696	24	3.1	-10.7	A063170	서울옥션	149	-7	-3.7	-24.2
10	A119610	인터로조	271	6	2.7	17.7	A102710	이엔에프테크놀로지	175	-7	-3.6	-5.7

자료: DB금융투자

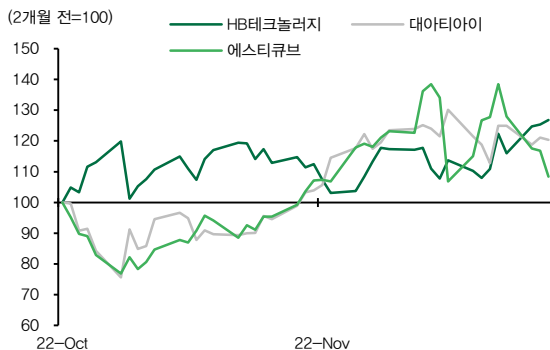
도표 4. 외국인 자금유입 · 유출강도 상위 기업 리스트

(단위: 십억원, %)

순위	자금유입강도 상위						자금유출강도 상위					
	티커	기업명	시가총액	금액	강도	수익률	티커	기업명	시가총액	금액	강도	수익률
1	A099190	아이센스	323	14	5.0	11.9	A011320	유니크	124	-4	-5.4	82.2
2	A064240	홈캐스트	158	7	4.3	-5.8	A009320	대우부품	99	-3	-4.5	36.7
3	A265520	AP시스템	317	13	4.0	-1.5	A119610	인터로조	271	-9	-4.1	17.7
4	A102710	이엔에프테크놀로지	175	6	3.2	-5.7	A023900	풍국주정	256	-4	-3.2	122.6
5	A035080	인터파크홀딩스	154	5	3.2	6.9	A010170	대한광통신	354	-11	-3.1	0.1
6	A027050	코리아나	183	5	2.8	2.6	A183490	엔지캠퍼생명과학	696	-24	-3.1	-10.7
7	A090460	비에이치	529	11	2.2	1.8	A066590	우수AMS	91	-2	-2.9	8.6
8	A174900	애플론	266	6	1.9	-8.6	A218410	RFHIC	508	-15	-2.7	-5.8
9	A052710	아모텍	177	4	1.9	-10.6	A007110	일신석재	148	-3	-2.5	12.0
10	A017960	한국카본	332	6	1.9	5.9	A215200	메가스터디교육	325	-7	-2.1	-6.1

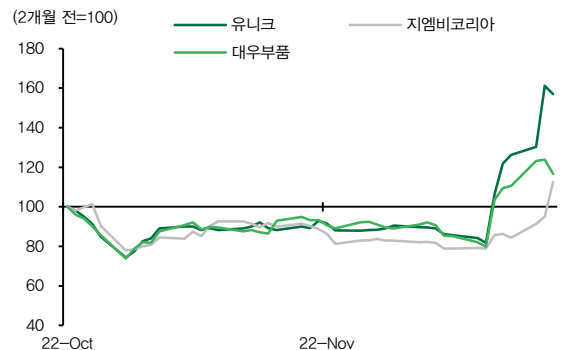
자료: DB금융투자

도표 5. 최근 2주 간 기관+외국인 자금유입 강도 Top 3 주가



자료: Quantwise, DB금융투자

도표 6. 최근 2주 간 기관+외국인 자금유출 강도 Top 3 주가



자료: Quantwise, DB금융투자

도표 7. 12월 4일~27일 탐방 기업 목록

(단위: 십억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
조이맥스	12월 4일	구성진	42.3	이카루스M, IP 기반 게임	19년 상반기 이카루스M 대만과 일본 출시, 4Q18 대형 해외 IP를 기반으로 한 슈팅게임 출시, 마지막으로 자회사 플레로 게임즈의 신작들 중 증발도시(RPG) 2Q18 출시 등의 세 가지가 19년 핵심 이슈. 출시 전후 단기 반등은 가능하나 투자 매력도는 낮음.
에치에프알	12월 4일	구성진	101.9	5G, 미국 수출	SK텔레콤의 프론트홀 기술 수출에 힘입어 미국 버라이즌과 AT&T에 프론트홀 장비 공급. 프론트홀은 통신사 투자 비용 절감에 필요한 기술(자세한 사항은 7페이지). '19년 미국과 한국의 5G 투자가 본격화되면 매출 2천억원 이상 가능.
모바일리더	12월 5일	유경하	33.3	페이퍼리스 소프트웨어	금융권 대상 이미징, 디지털 청구, RPA 등의 솔루션 및 시스템 구축을 전문으로 하는 소프트웨어 기업. 지난해 하반기부터 은행 디지털 청구 프로젝트 수주가 증가해 올해 3분기까지 매출액이 전년대비 17.9% 증가. 신성장 동력인 RPA(로봇 프로세스 자동화)는 유안타증권 출시 시작으로 영업 확대 중. 다만 분기별 매출 등락이 심하고 인당 연간 매출액이 약 9천만원 정도로 영세하다는 사업적 한계를 돌파할 필요가 있음.
백금T&A	12월 5일	유경하	45.5	상반기 실적 호조	차량용 레이저 디텍터(RD) 및 블랙박스 ODM 제조기업. 주력 제품인 RD는 미국, 러시아 등에서 과속 단속을 사전 감지하는 용도로 사용됨. 미국 시장점유율 1위 업체 코브라에 이어 2위 업체 에스코트에도 독점 납품을 시작하며 외형과 수익성이 크게 개선. RD와 블랙박스를 결합한 콤보 제품은 러시아 시장에서 좋은 반응을 얻음. 올해 예상 순이익 80억~90억원, 전환사채 잔액 감안 환산시총 500억원 수준으로 밸류에이션 매력 존재. 지난해 말 신규 진출한 일본 블랙박스 시장 성과가 주요 관전 포인트.
동양피엔에프	12월 6일	유현재	51.1	화학플랜트, 알루미늄 사일로	산업용 원재료 및 반제품을 처리 및 공급하는 분체이송시스템 전문 업체. 석탄 화력발전(MCS) 및 석유화학 플랜트(PCS)형 매출 비중이 90% 이상. 상대적으로 수익성이 낮은 프로젝트들이 올해 마무리되며 이익률 개선. 신규 투자한 알루미늄 사일로 제조 설비가 2019년 1분기 가동되어 외형 성장 및 수익성 개선이 동시에 이루어질 전망.
HDC현대EP	12월 7일	유경하	142.9	원자재 가격 하락	자동차, IT, 건설 등에 사용되는 플라스틱 복합소재 생산기업. 올해 3분기까지 영업이익은 유가 상승에 따른 원가 부담 확대로 36.3% 급감. 최근 유가 급락으로 12월부터 PO사업부문 원재료비 부담 감소. 그러나 고가 원재료 투입에 따른 PS 사업부문 단기 수익성 저하로 본격적인 전사 실적개선은 내년 1분기부터 시작될 전망.
SK바이오랜드	12월 7일	유현재	236.3	천연물 소재 중국 마스크팩 공장	'14년 12월 SKC의 자회사로 편입된 천연물 기능성 소재 기업으로서, 화장품, 건강기능식품, 의료 등의 분야로 매출이 발생 중. 매출 비중이 가장 큰 화장품 분야(58%)는 적자 품목의 정리로 3Q18 매출이 전년 동기 대비 2.7% 감소하였으나 수익성의 점진적 개선이 기대됨. 2018년 6월 중국 해문공장이 완공되었고, 2019년에는 중국 마스크팩 고객사 확보에 따라 매출 성장이 가시화될 것으로 기대.
알티캐스트	12월 11일	유현재	64.9	미들웨어 소프트웨어 데이터 분석	디지털 방송용 소프트웨어 사업을 영위하는 휴맥스 계열사. 국내외 방송사업자와 셋톱박스 업체가 고객군이며, 주요 고객사는 KT. 신규사업인 방송용 데이터 분석 플랫폼 Argus 매출이 2018년 발생. '19년에는 유의미한 수준의 매출 기대. 올해 유럽 신규 고객사를 확보했고, 내년도도 고객사 확대 계획. 미국 케이블 사업자 Charter형 매출 인식이 2Q18 마무리되었음에도, 3Q18 매출이 전년동기대비 성장한 점은 긍정적.
슈피겐코리아	12월 12일	구성진	323.3	자본 활용 극대화	배당 성향 2018년 15%로 상향, 매년 5%포인트씩 상향. 브랜드 케이스 M&A 계획. 아시아 지역 매출 확대를 위해 디자인을 강화한 신규 브랜드 두 개 런칭. 중단기 주가는 M&A 성과가 가장 중요.
미래테크놀로지	12월 13일	유현재	54.4	카드형 OTP 소프트웨어 OTP	토권형, 카드형 등 하드웨어 OTP와 소프트웨어 OTP 사업을 영위하는 다우키움그룹 계열사. 국내 OTP 누적 판매량 기준 시장 점유율 70% 점유. 카드형 OTP 출하량은 '13년 2.3만장에서 '18년 100만장으로 급격한 증가세. 2017년 12월 280억원을 출자하여 온라인광고대행 업체 와이즈버즈의 지분 32.56%를 취득하였으나, 실적 부진이 지속되고 있는 점은 아쉬움.

자료: DB금융투자

도표 8. 12월 4일~27일 탐방 기업 목록

(단위: 십억원)

기업명	탐방일자	담당자	시가총액	키워드	체크 포인트
케어캡스	12월 17일	유현재	118.4	O2O 인수합병을 통한 성장	2018년 3월 상장한 옐로모바일 계열사로, 대표적인 서비스는 굿닥(병의원 O2O 어플), 바비톡(뷰티케어 어플) 등. 국내 소셜 데이팅 어플 1위 업체 비엔케이캡 ('18.07), 모바일 처방전 시스템 개발 업체 이디비('17.07) 인수 등 M&A를 통한 사업 확장 추진. 기존 사업과 신규사업의 시너지 창출로 안정적 수익구조 확보가 2019년 당면한 과제.
경인양행	12월 19일	구성진	218.5	폴더블 스마트폰 전자재료	중국 환경 규제로 높은 염료 가격 유지. 전자재료 사업 확대, 포토레지스트 수주 증가로 매출 늘고 19년 상반기 300억원 투자로 하반기부터 고속 성장, 폴더블 스마트폰용 전자재료 사업은 '20년에 성과 기대. 사카린은 연 60억원 영업이익의 캐시카우
포시에스	12월 18일	유경하	39.6	페이퍼리스 소프트웨어	리포팅 및 전자문서 솔루션 전문 소프트웨어 기업. 6월 결산 법인. 지점 통폐합 및 업무 효율화 정책으로 금융권 페이퍼리스 시스템 구축 수요가 증가하며 2018 회계연도 전자문서 부문 매출액 두 배 이상 증가. 기존 전자문서 솔루션에 아마존 클라우드 서비스를 더한 클라우드 제품을 출시해 시스템 구축에 부담을 느끼는 일반기업 고객군 공략 계획. 해외 시장 진출로 내수시장의 한계를 돌파하고 있다는 점도 긍정적.
에스에스알	12월 18일	유현재	51.9	소프트웨어 보안 솔루션 화이트해커	2018년 8월 상장한 국내 최대 화이트 해커 보유 전문 보안 기업. 인력 투입이 많아야 했던 취약점 진단을 자동화한 솔루션 제공하며 통신3사, 시중은행, 현대자동차그룹, 공공기관 등이 주요 고객. 모회사인 지란지교시큐리티의 해외자회사와 협업하여 해외 진출 모색 중. 소프트웨어 업체 특성상 4분기가 계절적 성수기이므로, 분기 실적 변동이 큰 점은 다소 아쉬움.
대한약품	12월 18일	유현재	227.7	기초 수액	1945년 설립된 수액 제조 업체. JW생명과학, CJ헬스케어(한국콜마)와 더불어 국내 기초수액 시장을 과점. 2017년 1월 약사법 개정으로 주력 제품인 기초수액제의 저가 계약이 금지되어 판가 인상 효과 발생했고, 공장내 자동화 생산라인이 구축되며 원가 절감으로 큰 폭의 수익성 개선 이룸. 4Q18 매출은 9월말 추계주간의 매출이 이어져서 인식될 예정. 2019년에도 평년과 유사한 수준의 매출 성장이 전망됨
아프리카TV	12월 18일	구성진	448.3	1인 미디어 시장 확대	3Q18 객단가 상승으로 실적 호조, 4Q18에도 지속. 콘텐츠의 질을 높이는데 투자 집중. 딜라이브 채널 확보와 SBS 합작 법인 설립으로 1인 미디어의 공중파 진출. E스포츠에 집중된 사업 분야도 다각화 시도 중
블루콤	12월 19일	유현재	71.7	제품 다변화	스마트폰 액세서리 및 부품 제조 업체로 매출의 80% 이상이 국내 대형 전자 업체의 블루투스 헤드셋 ODM에서 발생. 주요 고객사의 신제품 출시가 지연되면서 매출은 역성장하였으나, 2019년 신제품 출시 준비 중. 고객사 의존도를 낮추고자 자체 브랜드 출시하여 국내외 영업 활동 중. 이스피커와 부품사업부의 진동리시버 등 제품 다변화도 추진하고 있음
덕신하우징	12월 20일	유경하	54.9	동남아 건설 투자	고층 건물 및 상업/공업용 건축물의 바닥 거푸집 대용으로 쓰이는 데크 플레이트 제조, 판매기업. 2018년 건설투자 부진에도 해외 수출 증가와 베트남 법인(덕신비나) 실적 호조로 3분기까지 영업이익 전년동기비 8.3% 증가. 지방 건설사 데크플레이트 채용 확대, 주요 대기업들의 국내외 설비 투자 증가, 베트남 외 동남아 지역으로의 사업 확장 등으로 내년에도 10%에 육박하는 매출액 성장을 지속 전망.
디케이락	12월 20일	유경하	78.6	피팅 밸브 수요 회복	석유/가스, 조선, 반도체 등에 사용되는 피팅/밸브 생산업체. 부분 열처리로 녹슬음을 줄인 무산화 페룰, 업계 1위사 부품 호환성 확보, 수익성 높은 볼밸브 사업 추가 등을 통해 올해 3분기까지 수출 전년대비 약 30% 증가. 영업이익률 역시 유가 급락 이전 수준인 10%대에 근접해 가고 있음. 최근 유가 하락에도 불구하고 에너지 메이저들의 자본지출은 오히려 늘어나는 추세. 이는 석유가스 매출비중이 높은 동시에 긍정적. 연말 수주잔고가 150억원대에 달해 내년 매출액은 750억원까지 늘어날 것으로 예상됨.

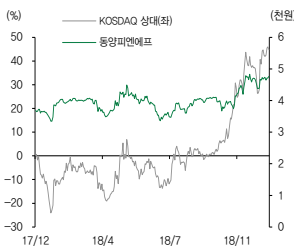
자료: DB금융투자

동양피엔에프 (104460)

Analyst 유현재	02 369 3369
현재주가(12/19)	4,765원
시가총액	511억원
60일-평균거래량	30,356
외국인지분율	0.4%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	2016	2017
PER(H/L)	56.7 / 111.3	23.1 / -14.5
PBR(H/L)	1.8 / 0.8	1.1 / 0.7
EV/EBITDA(H/L)	37.6 / 16.3	15.9 / 9.2
ROE	0.7	-4.7
DPS	100	0

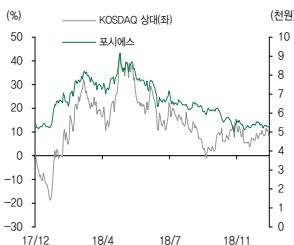


포시에스 (189690)

Analyst 유경하	02 369 3353
현재주가(12/19)	5,270원
시가총액	396억원
60일-평균거래량	23,473
외국인지분율	1.7%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	16/17	17/18
PER(H/L)	32.6 / 22.3	10.9 / 6.2
PBR(H/L)	1.6 / 1.1	1.4 / 0.8
EV/EBITDA(H/L)	20.0 / 15.5	12.7 / 6.1
ROE	4.9	10.4
DPS	91	95



화학 플랜트 증설을 눈여겨보자

개요: 산업용 원재료 및 반제품을 처리 및 공급하는 분체이송시스템 전문 업체이다. 3Q18 매출 비중은 MCS(석탄화력발전 플랜트형)가 61.0%, PCS는 33.7%(석유화학 플랜트형)로 구성되어 있다.

투자포인트: 3Q18 매출은 전년동기 대비 58.6% 증가한 300억원을 기록하였다. 241억원 규모 태안화력 2호기의 탈황설비 복구공사 매출 인식이 크게 이뤄진 영향이다. 4분기에도 프로젝트 납기가 다수 도래해 매출 성장이 지속될 전망이다. 올해 상대적으로 수익성이 낮은 프로젝트들의 실적 반영이 끝나면서 3분기 누적 영업 이익률이 5.2%까지 개선되었다. 신규 투자한 알루미늄 사일로 제조 설비는 2019년 1분기 가동을 시작할 예정이다. 사일로 사업의 내재화로 수익성 개선이 예상되며, PCS와의 턴키 수주를 통한 매출 성장까지 동시에 기대된다.

의견: 기존 사업인 PCS는 전방 산업인 국내 정유화학 업체들의 2019년 설비투자 증가 수혜가 전망된다. 알루미늄 사일로, 환경사업부 등 신규사업들이 빠르게 자리 잡아가고 있어, 2019년에는 의미 있는 수준의 실적이 기대된다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	3Q18	%QoQ	2Q18	%YoY	3Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	30.1	27.6	23.6	58.6	19.0	71.3	76.7	80.2	92.3	95.4
영업이익	3.1	103.2	1.5	1106.3	0.3	2.2	4.8	3.1	1.6	2.4
OPM	10.5	3.9	6.6	9.1	1.4	3.1	6.3	3.9	1.7	2.5
자배순이익	1.6	-16.6	1.9	203.5	0.5	0.7	3.8	2.5	0.4	-2.6

주: Fnguide, 컨센서스

e-비즈니스 환경 구축을 선도한다

리포팅, 전자문서 솔루션 전문 소프트웨어 기업: 포시에스는 기업용 리포팅 솔루션과 전자문서 개발 솔루션을 제공하는 소프트웨어 기업이다. 주요 제품으로는 기업이 보유한 데이터를 원하는 양식의 보고서로 전환해 주는 OZ Report, 종이를 사용하던 서식들을 전자문서로 작성, 배포, 조회, 관리할 수 있도록 하는 OZ e-Form, 전자문서 솔루션에 클라우드 서비스를 접목한 eFormSign 등이 있다. 6월 결산 법인이다.

독보적인 소프트웨어 경쟁력이 가장 큰 무기: 금융권의 전자문서 솔루션 수요가 급증하면서 2017/18 회계연도 전자문서 부문 매출액이 전년동기비 두 배 이상 늘어났다. 2018/19년에는 보험사와 증권사에도 전자문서 채용이 확산될 것으로 예상된다. 동사의 전자문서 솔루션은 XML 기반으로, 이미지나 PDF를 이용하는 경쟁사 제품보다 생성 파일의 크기가 작고 네트워크 부하를 줄일 수 있다는 장점이 있다. 올해 신규 출시한 eFormSign 제품은 시스템 구축에 부담을 갖는 국내 중소기업 및 해외기업들을 위해 클라우드 방식으로 전자문서 솔루션을 제공한다. 동사는 이 제품을 발판으로 2019년 일반기업 및 해외 영업을 강화할 계획이다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	1Q18	%QoQ	4Q17	%YoY	1Q17	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
매출액	3.6	-16.0	4.3	16.7	3.1	NA	13.1	14.0	12.8	18.1
영업이익	0.2	-78.3	1.0	18.9	0.2	NA	4.2	4.3	2.0	4.1
OPM	6.2	-17.8	24.0	0.1	6.1	NA	32.1	30.7	15.6	22.7
자배순이익	0.2	-93.6	3.7	1.4	0.2	0.0	5.1	4.3	2.1	6.3

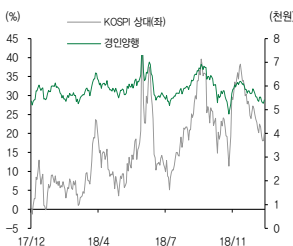
주: Fnguide, 컨센서스

경인양행 (012610)

Analyst 구성진	02 369 3428
현재주가(12/19)	5,410원
시가총액	2,185억원
60일-평균거래량	245,155
외국인자본율	9.9%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	2016	2017
PER(H/L)	55.9 / 24.8	77.9 / 41.6
PBR(H/L)	1.5 / 0.7	1.4 / 0.8
EV/EBITDA(H/L)	16.7 / 9.7	19.7 / 13.8
ROE	2.7	1.8
DPS	50	50

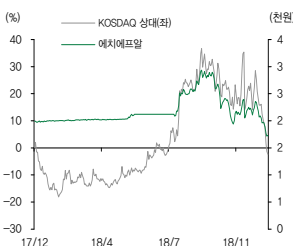


에치에프알 (230240)

Analyst 구성진	02 369 3428
현재주가(12/19)	1,730원
시가총액	1,019억원
60일-평균거래량	258,973
외국인자본율	0.0%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	2016	2017
PER(H/L)	21.8 / 15.3	43.4 / 34.6
PBR(H/L)	3.6 / 2.5	2.9 / 2.3
EV/EBITDA(H/L)	2.2 / 2.0	5.1 / 5.0
ROE	16.4	6.4
DPS	4	4



전자재료 회사로 변신 중

개요: '71년에 염료사 신화학공업을 설립했고, '04년 제이엠씨를 인수해 사카린 사업을 추가했다. 염료 매출 비중이 약 55%, 사카린 25%, 전자재료 15% 등이다.

투자포인트: 1) 중국 환경 규제로 올해 염료 가격이 약 15% 가까이 상승했다. 염료 3Q18 누적 영업이익은 118억원으로 전년동기 0.5억원 대비 대폭 늘었다. 구조적인 변화로 인한 가격 상승으로, '19년에도 현재 가격 수준이 유지될 전망이다. 2) 전자재료 사업을 확대한다. 약 5~7년 만에 400억원 매출을 달성했고, 장기적으로 전사 매출의 50%까지 올릴 목표다. '19년 상반기에 약 300억원의 자본적 지출로 하반기에는 매출 성장이 빨라진다. 포토레지스트 성장이 도드라질 것이다. 폴더블 스마트폰 전자재료는 '20년 매출 발생을 기대한다. 3) 사카린은 연간 약 60억원 수준의 영업이익을 창출하는 캐시카우 역할을 지속한다.

의견: '18년, '19년 예상 P/E는 각각 18배, 15배다. P/B는 1배이나 ROE가 2%에 불과하다. 전자재료 투자가 마무리되고 신규 제품으로 고속 성장을 기대할 수 있는 '19년 하반기에 접근하는 전략이 유효하다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	3Q18	%QoQ	2Q18	%YoY	3Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	89.0	5.4	84.5	20.6	73.8	260.8	277.2	263.2	274.9	300.0
영업이익	8.2	69.2	4.9	520.6	1.3	11.1	14.1	6.7	10.6	7.4
OPM	9.2	3.5	5.7	7.4	1.8	4.3	5.1	2.5	3.9	2.5
지배순이익	4.4	-11.9	5.0	427.6	0.8	10.8	9.9	1.9	5.1	3.6

주: Fnguide, 컨센서스

통신 장비 산업의 히든 챔피언

개요: '00년에 설립된 에치에프알은 SK텔레콤 출신 정종민 대표가 설립한 통신장비 전문회사다. 매출 비중은 모바일 액세스 사업부 40%, 브로드밴드 액세스가 60%다.

투자포인트: 프론트홀(Fronthaul) 장비의 성장 잠재력이 크다. 5G 도입으로 기지국 수가 세 배 이상 늘면 프론트홀 수요도 커진다. 통신사들은 투자 비용 절감을 위해 프론트홀 기술을 새로이 도입하고 있어 신규 수요도 창출된다. 4G 투자 때부터 기지국 수가 늘어 임차료 부담이 커져 기지국을 데이터와 무선 부문으로 분리했다. 데이터 부문은 전화국에 두고, 무선 기지국은 각 건물 옥외에 두었다. 그 사이를 광선으로 연결하는 프론트홀 기술을 SKT와 에치에프알이 개발했다. '16년에는 SKT가 프론트홀 솔루션을 버라이즌에 수출했고, 에치에프알도 '16년부터 버라이즌향 프론트홀 장비 매출을 250~300억원씩 내고 있다. '19년부터 AT&T에도 신규 공급한다.

의견: 한국과 미국 통신사들의 5G 투자가 개시될 때 에치에프알의 프론트홀 매출이 대폭 늘어난다. '19년부터 양국의 5G 투자가 동시에 시작되면 2천억 이상의 전사 매출을 달성할 수 있고, 영업이익도 160억원 이상으로 늘 수 있다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	2Q18	%QoQ	1Q18	%YoY	2Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액						58.5	47.1	65.5	112.3	130.8
영업이익						3.2	2.1	2.2	7.3	2.8
OPM						5.5	4.5	3.4	6.5	2.1
지배순이익						-3.0	-0.7	3.9	7.2	3.2

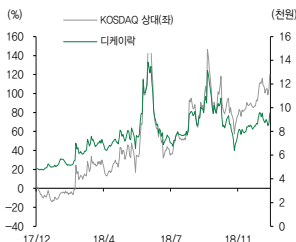
주: Fnguide, 컨센서스

디케이락 (105740)

Analyst 유경하	02 369 3353
현재주가(12/19)	9,550원
시가총액	786억원
60일-평균거래량	215,588
외국인지분율	3.0%

Valuation Data (K-IFRS 개별)

	2016	2017
PER(H/L)	19.7 / 146.1	116.1 / 75.2
PBR(H/L)	0.7 / 0.5	0.7 / 0.5
EV/EBITDA(H/L)	10.0 / 7.9	12.8 / 9.5
ROE	3.4	0.6
DPS	100	100

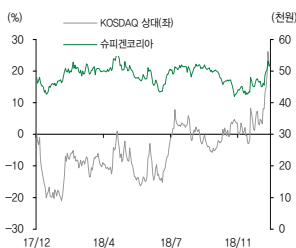


슈피겐코리아 (192440)

Analyst 구성진	02 369 3428
현재주가(12/19)	52,000원
시가총액	3,233억원
60일-평균거래량	9,662
외국인지분율	9.3%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	2016	2017
PER(H/L)	12.2 / 6.9	8.7 / 5.6
PBR(H/L)	2.4 / 1.4	1.6 / 1.0
EV/EBITDA(H/L)	7.7 / 3.5	4.8 / 2.4
ROE	21.9	19.6
DPS	500	500



민낮이 더 예쁜 기업

수출을 주력으로 하는 산업용 피팅/밸브 제조업체: 디케이락은 석유가스, 조선, 해양, 반도체 등에 사용되는 산업용 피팅/밸브 제조업체이다. 전체 매출에서 수출이 차지하는 비중이 67% 수준으로 매우 높다. 전방산업 중에는 석유가스 비중이 전체의 약 50%를 차지한다. 엑스 모빌, 코노코필립스, ENI, 가스프롬 등 유수의 글로벌 에너지 기업들을 고객사로 두고 있다.

여러 테마 중 가장 강력한 테마는 실적 성장: 올 한해 남북경협, 항공기 수출, 수소차 등 다양한 테마들에 얹혀 높은 주가 변동성을 보였다. 그러나 3분기까지 매출액 +16.4%, 영업이익 +202.8%의 괄목할 만한 실적 성장을 이뤘다는 점은 무시되고 있다. 부분 열처리로 내부식성을 높인 무산화 페룰, 부품 호환성 강화 등으로 본연의 경쟁력이 강화되는 가운데, 2014~15년 유가 급락 이후 억눌렸던 주요 고객사의 자본 지출이 점차 회복되는 추세다. 2019년 대형 볼밸브, 반도체용 피팅/밸브 등 신규 제품 매출이 본격 가세하면서 750억원 내외의 매출액과 두자리수 영업이익률을 시현할 것으로 예상한다. 내년 동사를 주목해야 하는 가장 큰 이유는 실적이다.

Financial Data (K-IFRS 개별)

	3Q18	%QoQ	2Q18	%YoY	3Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	14.3	-19.3	17.7	4.8	13.7	54.6	59.1	54.3	52.0	53.6
영업이익	2.0	12.7	1.8	470.5	0.4	6.9	6.9	4.5	2.7	1.8
OPM	14.2	4.0	10.2	11.6	2.6	12.6	11.7	8.3	5.2	3.4
지배순이익	1.7	-9.3	1.8	155.4	0.6	5.4	5.7	4.0	2.6	0.5

주: Fnguide, 컨센서스

자본 활용 효율성 극대화

개요: 09년에 에스지피코리아로 설립되고, '12년에 미국 슈피겐(Spigen)을 인수했다. 3Q18 누적 기준 매출 비중은 케이스 80%(수출 94%), 보호필름 9% 등이다.

투자포인트: 자본 효율을 높인다. 1) '18년 배당성향을 15%로 대폭 높이고, '21년까지 매년 5%pts씩 올린다. ROE가 '20년부터 반등할 전망이다. 2) 시총 대비 약 45%의 보유 순현금은 M&A에 활용한다. 슈피겐코리아의 성공, 성장 DNA는 좋은 브랜드를 인수해 아마존 유통 플랫폼을 전략적으로 활용한 것이다. 브랜드 가치가 어느 정도 있는 케이스 브랜드를 인수해 이익 규모를 높인다. 3) 아시아 시장 진출을 위한 서브 브랜드 두 개를 출시했다. 아시아는 디자인이 중요한 시장이다. 그에 걸맞는 디자인 컨셉을 갖춘 라마논(Lamanon)과 씨릴(Cyrril)을 올해 상반기에 런칭했다. M&A로 확보할 브랜드와 함께 아마존의 아시아 진출 지역을 집중 공략한다.

의견: 스마트폰 케이스 시장은 소비재로서 잠재력이 여전히 크다. 1인이 다수의 케이스를 보유하는 패션 시장으로 성장한다. 소비자들의 가격 저항도 낮아지며 슈피겐 평균판매가격도 지속적으로 상승했다. 중단기 주가는 M&A 성과가 가장 중요하다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	3Q18	%QoQ	2Q18	%YoY	3Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	66.8	19.6	55.8	22.6	54.4	66.5	142.0	148.1	179.3	225.0
영업이익	11.6	15.1	10.1	-4.3	12.1	15.6	48.1	44.2	43.5	48.3
OPM	17.4	-0.7	18.1	-4.8	22.2	23.5	33.9	29.8	24.3	21.5
지배순이익	8.7	-13.4	10.0	-15.7	10.3	11.6	40.6	37.3	38.6	40.7

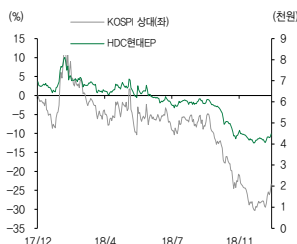
주: Fnguide, 컨센서스

HDC현대EP (089470)

Analyst 유경하	02 369 3353
현재주가(12/19)	4,480원
시가총액	1,429억원
60일-평균거래량	39,897
외국인자본율	7.6%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	2016	2017
PER(H/L)	7.0 / 5.0	9.7 / 6.0
PBR(H/L)	1.3 / 1.0	1.1 / 0.7
EV/EBITDA(H/L)	6.5 / 5.3	9.2 / 7.1
ROE	21.1	11.4
DPS	140	120



전방산업 부진을 감안해도 너무 싸다

HDC그룹 산하의 플라스틱 복합소재 제조 기업: HDC현대EP는 자동차, IT, 전자재 등에 사용되는 플라스틱 복합 소재를 제조하는 기업이다. 사업 영역은 자동차용 소재가 주력인 PO사업부문, 전기전자/건설자재 관련 소재를 만드는 PS사업부문, 건설용 배관을 제조하는 전자재사업부문으로 나뉜다. 국내 사업장(당진, 진천, 울산, 세종, 김천)과 해외 사업장(중국 베이징, 옌청, 충칭, 광둥, 인도 첸나이) 각각 다섯 곳을 두고 있다.

고통의 시기가 끝나간다: 국제유가 상승과 중국 법인 가동률 저하로 2016년 8.0%를 기록했던 영업이익률이 올해 1~3분기 2.9%까지 떨어졌다. 그러나 최근 유가 급락으로 내년 1분기부터는 원재료 구입비용 부담이 현저히 감소한다. 현 추세가 지속되면 내년 PO사업부문 영업이익률은 7~8%까지 개선될 수 있다. PS 사업부문은 수출 부진과 고가 원재료 투입 영향으로 속도가 다소 더디겠지만, PO와 마찬가지로 점진적인 실적 회복을 예상한다. 9천억원이 넘는 동사 매출액을 감안할 때, 영업이익률이 3%p 개선되면 영업이익은 300억원 가까이 늘어난다. 지금 주가는 이런 실적 회복 가능성이 전혀 반영되지 않은 수준이다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	3Q18	%QoQ	2Q18	%YoY	3Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	219.2	-8.9	240.6	-7.8	237.7	918.2	945.0	867.7	861.2	914.4
영업이익	3.2	-62.5	8.6	-76.9	14.0	34.6	42.8	60.7	68.9	41.5
OPM	1.5	-2.1	3.6	-4.4	5.9	3.8	4.5	7.0	8.0	4.5
지배순이익	0.8	-79.1	4.0	-92.2	10.8	22.1	27.9	44.9	51.1	31.0

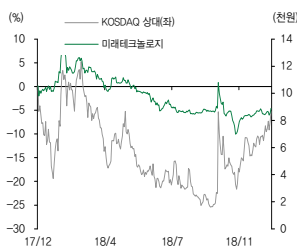
주: Fnguide, 컨센서스

미래테크놀로지 (213090)

Analyst 유현재	02 369 3369
현재주가(12/19)	8,890원
시가총액	544억원
60일-평균거래량	46,809
외국인자본율	0.4%

Valuation Data (K-IFRS 연결)

	2016	2017
PER(H/L)	NA	14.3 / 9.4
PBR(H/L)	NA	1.4 / 0.9
EV/EBITDA(H/L)	NA	14.4 / 10.0
ROE	NA	17.2
DPS	100	120



자회사가 아쉽지만, 본업이 좋다

개요: 토근형, 카드형 등 하드웨어 OTP와 소프트웨어 OTP 사업을 영위하는 다우 키움그룹 계열사이다. 국내 OTP 시장의 1위 업체로, OTP 누적 판매량 기준 70% 수준의 시장 점유율을 기록 중이다.

투자포인트: 별도기준 3Q18 누적 영업이익은 전년 대비 25.5% 증가하였고, 영업 이익률은 원가 절감을 통해 5%p 개선되었다. 카드형 OTP 출하량은 2013년 2.3만 장에서 2017년 82.3만장으로 늘어났다. 2018년에는 출하량 100만장을 기록할 것으로 전망된다. 2017년 12월 280억원을 출자해 온라인광고대행 업체 와이즈버즈 지분 32.56%를 취득하였다. 와이즈버즈는 페이스북/인스타그램/구글 등의 마케팅 파트너로서, 국내 페이스북 광고 시장 점유율 1위 (20~25%)를 지키고 있다.

의견: 카드형 OTP 출하량은 지속적으로 증가할 것이고, 2016년 발급된 32.2만장의 교체 수요(3년 주기)도 기대된다. 다만 와이즈버즈 3Q18 누적 순이익이 8.5억원으로 전년(2017년 43억원) 대비 부진한 실적을 시현한 점은 다소 아쉽다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

	2Q18	%QoQ	1Q18	%YoY	2Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	48.0	540.0	7.5	832.2	5.2	NA	NA	NA	NA	22.4
영업이익	12.1	929.8	1.2	1054.8	1.0	NA	NA	NA	NA	4.6
OPM	25.2	9.5	15.7	4.9	20.3	NA	NA	NA	NA	20.5
지배순이익	13.2	1371.9	0.9	844.2	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	4.9

주: Fnguide, 컨센서스

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) – 매수(75.2) 중립(24.8) 매도(0.0)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만