

한 권으로 끝내는 중소형주 투자전략

Mid-SmallCap Discovery

- 강태신 수석연구원 T. 3777-8071 E. taeshini@kbsec.co.kr
- 장우진 선임연구원 T. 3777-8541 E. jangwj82@kbsec.co.kr
- 서해석 연구원 T. 3777-8545 E. hsseo@kbsec.co.kr
- 정래진 연구원 T. 3777-8108 E. rrc2121@kbsec.co.kr

종목 List

유니테스트 (A086390)	슈프리마 (A094840)
엘오티베콤 (A083310)	교보위드스팩 (A205100)
비아트론 (A141000)	누리텔레콤 (A040160)
아프리카TV (A067160)	엠씨넥스 (A097520)
웅진씽크빅 (A095720)	하이로닉 (A149980)



Contents

Mid-Small Cap Discovery 15-4호	4
Mid-Small Cap Discovery 성과분석	6
기술적 분석에 의한 중/소형주 Stock Screening	8
기본적 분석 (Fundamental Analysis) vs. 기술적 분석 (Technical Analysis).....	8
VPCI (Volume-Price Confirmation Indicator) - 가격에 수급을 더하다.....	9
VPCI (Volume-Price Confirmation Indicator)를 이용한 예시.....	11
VPCI 기법으로 산출한 종목리스트	14
Mid-Small Cap팀 탐방종목 10선	16

Mid-Small Cap Discovery 15-4호

KOSDAQ 최근 단기 조정에 관한 견해

→ 가격조정이 아닌, 기간조정을 통한 건전한 종목차별화 기대

현재 KOSDAQ 시장의 하락 지속 여부에 대한 논의가 활발한 상황이다. 이에 대한 KB투자증권의 전반적인 견해는 다음과 같다.

- ① 현 지수 상승의 가장 큰 동인은 대형주 위주의 상승이며 KOSDAQ 대형주의 경우 단순 모멘텀이 아닌 사업 구조의 변경과 이에 따른 밸류에이션 리레이팅이 동시에 일어난 결과로 저성장 기조 하에서 성장을 추구하는 현 증시 상황에 부합하는 것으로 보인다.
- ② 최근 다양한 이슈로 인한 특정 종목의 하락을 통한 조정 단계는 시장 내 펀더멘털을 반영하기 위한 초기 단계로, 향후 종목간 차별화 진행의 시발점으로 본다. 초기의 경우 섹터 내 종목간 동조화 현상을 보이는 경우가 있으나, 실적 발표 완료 이후 기업 개별적 요인에 집중하는 시기가 오면 자연스럽게 해소 될 수 있는 이슈로 생각된다.

이상의 두 가지 이유로 2013년 이후 반복되던 패턴인 연초 급등 이후 2Q 급락의 패턴과 반하는 모습을 보일 것으로 사려된다. 최근의 주가 상승은 금융위기 이후 유의미한 흐름을 지속할 수 있는 KOSDAQ의 첫 번째 흐름으로 분석된다. 단 단기 급등에 따른 수급 및 밸류에이션 부담이 나타날 수 있는 구간이기에 그 어느 때보다 실적 및 비즈니스 모델에 따른 종목 차별화에 주목해야 할 시점이다.

현 시장 상황은 가격조정이 아닌, 기간조정을 통한 건전한 종목 차별화의 과정으로 생각된다. 실적발표 완료 시점이 다가오는 현 시점에서 개별 종목에 대한 스터디에 초점을 맞추는 이유이다.

15-4호, 5월 투자유망 종목 선별 논리 및 종목 제시

Key Words: 장기 비즈니스 모델 수립 및 이익 상승 개별주, IoT

1Q15에 이어 KOSDAQ 3대 키워드인 IoT, 핀테크, 헬스케어에 대한 긍정적인 뷰를 유지한다. 단 지속적인 시장 상승 및 밸류에이션 상승에 따른 피로감을 우려해야 할 시점으로 보인다. 해당 이유로 이번 달 추천 종목 역시 크게 두 가지 논리로 접근하였다.

- ① 장기적으로 실현 가능한 비즈니스 모델이 수립된 회사에 주목한다.
- ② 실질적으로 매출액 및 영업이익의 성장이 가능 한 회사에 주목한다.

실적발표가 마무리되는 시점에서 펀더멘털에 기초한 개별종목간 육식 가리기가 본격적으로 진행 될 것으로 본다. 해당 시점의 경우 주가는 섹터 모멘텀에서 벗어나, 실질적인 개별 주식간 차별화를 보이는 경우가 많았다. 기존의 키워드들에 대한 긍정적인 뷰를 유지하면서도 개별 기업들의 특성에 더욱더 주목해야 함을 강조하는 이유이다. 이는 2014년 실적 발표 이후 실적의 추이에 따른 종목간 강한 차별화 진행의 반복일 가능성이 높아 보이는 KOSDAQ 시장 전반에 대한 뷰와도 일치한다. 기존 저평가 우량주에 다시 주목해야 할 시점임을 재차 강조한다.

이에 따른 'KB Mid-Small Cap Discovery 15-3호' Top 10 선정종목은 유니테스트, 엘오티베큐, 비아트론, 아프리카TV, 웅진씽크빅, 슈프리마, 교보위드스팩, 누리텔레콤, 엠씨넥스, 하이로닉이며, Top 2로는 유니테스트와 슈프리마를 제시한다.

Top picks 1. 유니테스트 (A086390): 반도체 물량성장 직수혜 장비주

첫 번째 Top Pick 종목으로 유니테스트를 제시한다. 유니테스트는 반도체 후공정 검사장비 업체로, 1) 국내 상장사 유일 후공정 핵심 검사장비군을 보유하고 있으며, 2) DDR4 시장 개화와 동반한 고객사 증설 수혜가 기대되며, 3) 매출액 안정성을 위한 그린에너지사업부가 본격적으로 가동되고 있다. 외산 점유율이 절대적인 시장에서 초기 대체 모델로 비즈니스 확장, 이후 독자모델 개발을 통한 외형성장이라는 반도체장비업체의 전형적인 성공 공식을 시현 중인 상황이다.

유니테스트 (A086390)	반도체 물량성장 직수혜 장비주			
	결산기	PER (X)	PBR (X)	투자 포인트
강태신 [Mid Small Cap] 02)3777-8071 taeshini@kbsec.co.kr	2014	25.5	4.4	• 국내 상장사 유일 후공정 핵심 검사장비군 보유
	2015C	9.8	4.4	• 고객사 증설 수혜 기대
	2016C	8.6	2.9	• 신규사업 매출 시작

Top picks 2. 슈프리마 (A094840): 어닝쇼크, 반전드라마의 서막

두 번째 Top Pick 종목으로 슈프리마를 제시한다. 슈프리마는 국내 대표적인 생체인식 전문회사이다. 1) 최근 다기능 IP지문인식 출입근태단말기인 Biostation2를 출시했다. 3년 만에 출시한 신제품으로 기존 제품대비 뛰어난 성능으로 시장의 높은 선호가 예상되며, 2) 웹기반의 통합 보안 플랫폼인 Biostar2를 출시하여 영상감시, 침입탐지정보, 화재경보 등의 보안 톨과 어우러져 통합적인 시스템관리가 가능한 서비스를 제공하며, 3) 스마트폰 등 모바일기기에서 사용할 수 있는 소형 생체인식 솔루션을 개발 중으로, 향후 안드로이드 진영의 스마트폰에 탑재된다면 폭발적인 실적 성장을 기대할 수 있다.

슈프리마 (A094840)	어닝쇼크, 반전드라마의 서막			
	결산기	PER (X)	PBR (X)	투자 포인트
장우진 [Mid Small Cap] 02)3777-8541 jangwj82@kbsec.co.kr	2014	25.6	2.5	• 신제품인 Biostation2 출시
	2015C	17.0	1.9	• 통합 보안 플랫폼 Biostar2 출시
	2016C	14.3	1.7	• 모바일솔루션 개발 중

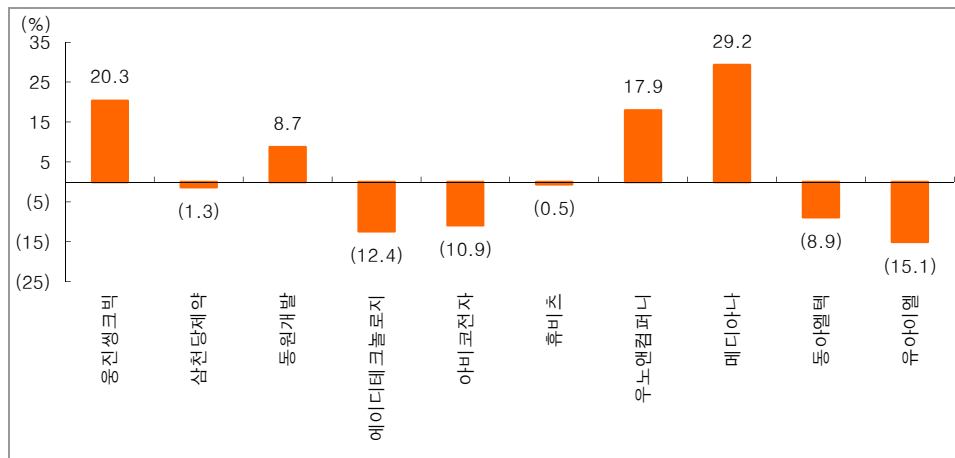
Mid-Small Cap Discovery 성과분석

2015년 4월 1일 제시된
10종목 평균수익률 +2.7% 기록

2015년 4월 1일 제시한 'Mid-Small Cap Discovery 15-3호'의 10 종목 성과는 아래와 같다. Top-Picks로 제시한 웅진씽크빅과 휴비츠는 각각 +20.3%와 -0.5%의 절대수익률을 기록했다.

15-3호에서 추천한 열 종목의 평균수익률은 +2.7%로 benchmark인 KOSDAQ 성과 +4.8%를 2.1%p underperform했다. 한편 13-1호부터 제시한 종목들을 발간일 증가 매수, 차기 자료 발간 전일 증가매도로 동일비중 투자 가정 시 누적수익률 +87.3%를 기록하여 benchmark인 KOSDAQ 성과 +15.1%를 +72.2%p outperform하고 있는 중이다.

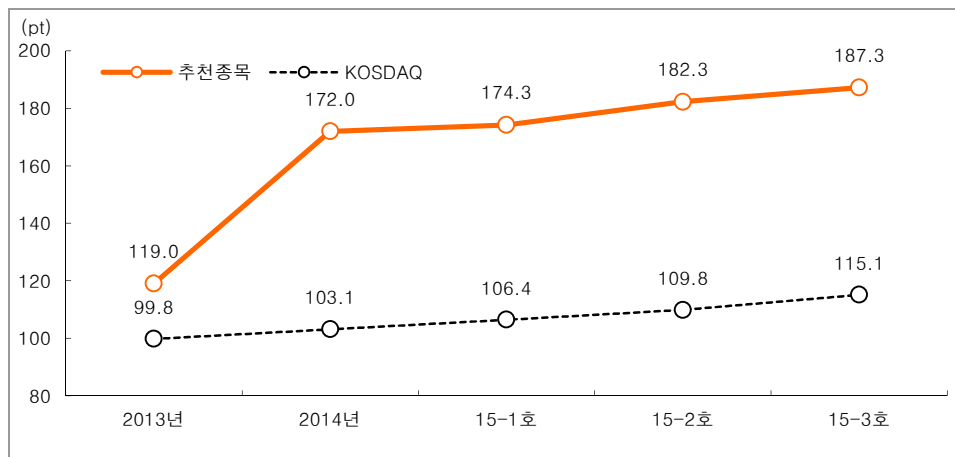
그림 1. Mid-Small Cap Discovery 15-3호 종목별 성과



자료: WiseFn, KB투자증권
주: 4/1일 ~ 5/8일 증가 기준

누적으로 KOSDAQ을
72.2%p outperform 중

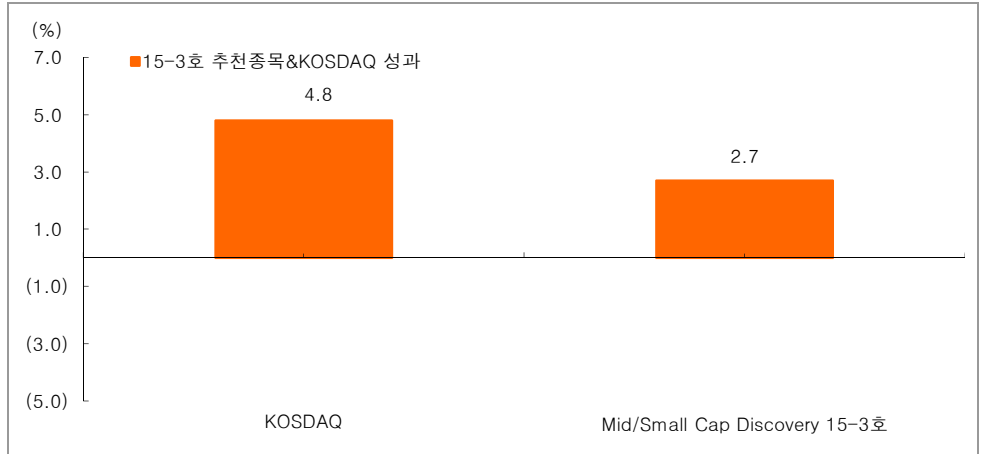
그림 2. Mid-Small Cap Discovery 누적 성과



자료: WiseFn, KB투자증권
주: 발간 전일 증가 매도, 발간일 증가 매수를 가정했기 때문에 KOSDAQ 누적 수익률은 연속수익률과 차이가 있음

KOSDAQ을 2.1%p underperform

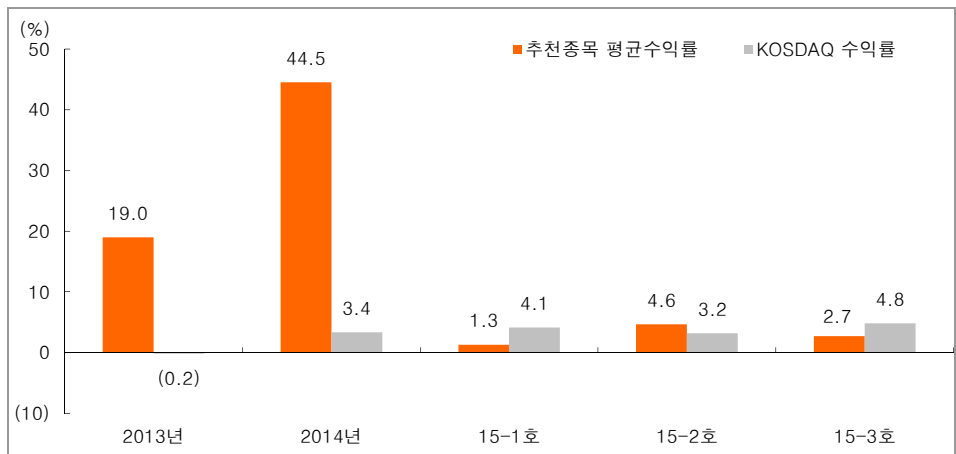
그림 3. Mid-Small Cap Discovery 15-3호 성과



자료: WiseFn, KB투자증권
주: 4/1일 ~ 5/8일 증가 기준

누적으로 KOSDAQ을 72.2%p outperform 중

그림 4. Mid-Small Cap Discovery KOSDAQ 대비 성과비교



자료: WiseFn, KB투자증권
주: 각 자료 발간일 증가~차기 자료 발간 전일 증가 기준

기술적 분석에 의한 중/소형주 Stock Screening

기본적 분석 (Fundamental Analysis) vs. 기술적 분석 (Technical Analysis)

기본적 분석 (Fundamental Analysis)은 전통적인 증권분석 방법론으로 주식의 내재적 가치를 분석하여 미래의 주가를 예측하는 방법이다. 자산, 이익, 부채와 같은 펀더멘탈을 통해 적정 가치를 추산하고, 시장가격과 비교하여 증권의 매입과 매각 여부를 고려하는 것이다. 기본적 분석은 안전마진을 확보할 수 있기 때문에 손실 위험을 줄일 수 있는 방법으로 수년간 검증이 되었으나, 중/소형주 분석에 있어서는 몇 가지의 단점이 존재한다.

- 1) 확정된 재무 데이터는 단기적인 주가 흐름을 설명하기 어렵다. 과거의 재무 데이터는 분기마다 확인이 가능하나, 변동성이 높은 중/소형주들의 단기적인 주가 흐름에 대응하기가 어려운 면이 있다. 만약 종목에 대한 컨센서스가 형성되어 주가 흐름을 예상할 수 있는 기준이 있다면 큰 문제가 없으나, 중/소형주는 상황이 특수한 경우가 존재한다.
- 2) 중/소형주는 일반적으로 시장컨센서스 데이터가 부재하거나, 신뢰도가 떨어진다. 중/소형주 종목 수보다 커버하는 애널리스트가 적고, 시장컨센서스가 한두 명의 의견에 왜곡될 수 있는 우려가 있기 때문에 데이터에 대한 추가적인 검증이 필요하다.
- 3) 마지막으로 주가는 기업의 펀더멘탈 외에도 계량적으로 분석할 수 없는 정보, 기업의 변화, 심리적인 요인들 등이 얽혀있기 때문에 단순히 기본적 분석에만 의지한다면 주식 흐름의 큰 맥락을 놓칠 우려가 있다.

이러한 단점들을 보완하기 위해 KB투자증권은 기본적 분석과 기술적 분석 (Technical Analysis)을 병행하는 것을 제시한다. 기술적 분석을 통해 상승 여력이 높은 종목을 식별하고, 이후 기본적 분석 또는 탐방을 통해 장기적인 주가 모멘텀을 확인하는 것이 바람직하다는 판단이다. 기술적 분석은 다양한 기법이 존재하나, KB투자증권 중소형주팀에서는 VPCI (Volume-Price Confirmation Indicator)를 사용하여 종목 Pool을 선별하려고 한다.

VPCI (Volume-Price Confirmation Indicator) – 가격에 수급을 더하다

VPCI (Volume-Price Confirmation Indicator)를 요약하면 수급이 적합한 주가와 단순주가와와의 괴리를 통해 매수와 매도 타이밍을 잡는 기법이라고 할 수 있다. VPCI는 주가의 단순이동평균 (Simple Moving Average)이 수급가중이동평균 (Volume-Weighted Moving Average)과 비교했을 때 적정한 수준인지를 파악하는 지표로 거래가 활발하게 이루어지는 가격수준은 큰 의미를 가진다는 점을 기반으로 하고 있다. 일반적인 기술적 분석은 가격으로만 주가의 흐름을 판단한다면, VPCI는 수급을 통해 종목의 상승세가 보이는 가격에 추세 유지 가능성에 대한 확신을 더해 주며, 변동성이 높은 중/소형주에 대응하는데 있어 적합하다는 판단이다 (주: Buff Dornmeier의 'Price and Volume, Digging Deeper' 참조).

VPCI를 확인하기 위해서는 3가지 요소가 필요하다.

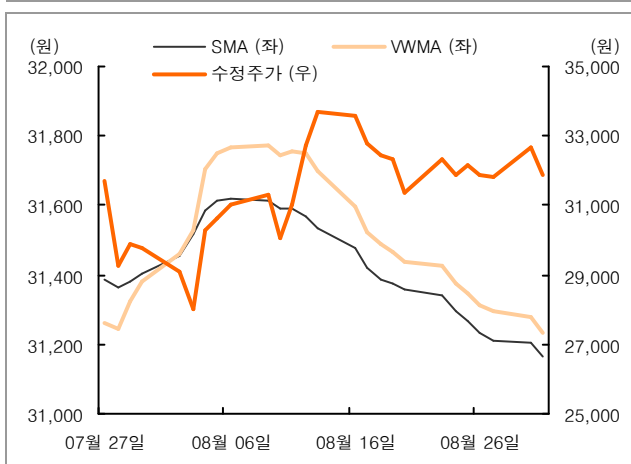
1) 수급-가격 괴리 (Volume-Price Confirmation, VPC +/-)

2) 수급-가격 비율 (Volume-Price Ratio, VPR)

3) 수급 승수 (Volume Multiplier, VM)

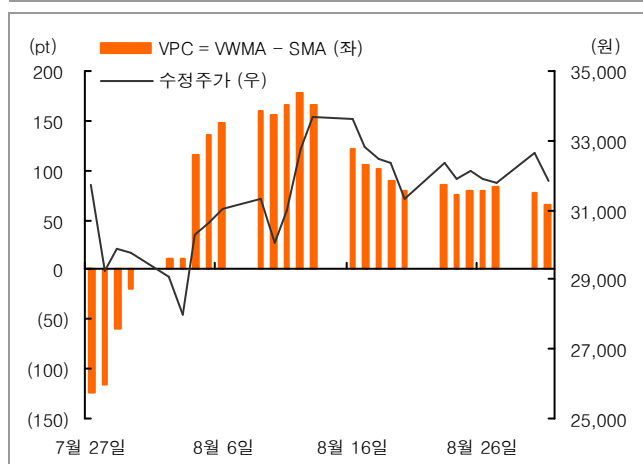
1) 수급-가격 괴리 (VPC)는 주가의 장기 수급가중이동평균 (VWMA)과 장기 단순이동평균 (SMA)의 차를 구한 값이다. VPC가 기준선을 상회한다면 주가의 상승 추세가 지지될 확률이 높은 것을 보여주며, 하회한다면 가격 하락 가능성이 높다는 것을 보여준다. (그림 5 & 그림 6)에서 VWMA가 SMA를 상회하면서 VPC 가격이 기준선을 상회하는 것을 확인할 수 있는데, 이후 주가는 단기 저점을 기록한 후 상승세를 진입하는 것을 확인할 수 있다.

그림 5. 기아차: VPC를 이용한 추세 확인



자료: WiseFn, KB투자증권
주: 2010년 7월 27일 ~ 2010년 8월 31일 기아차 주가를 이용

그림 6. 기아차: VPC를 이용한 추세 확인



자료: WiseFn, KB투자증권
주: 2010년 7월 27일 ~ 2010년 8월 31일 기아차 주가를 이용

2) 수급-가격 비율 (VPR)은 앞서 제시한 VPC가 최근 동향을 반영하도록 구하는 배율이다. VPR은 단기 VWMA를 단기 VPC로 나눈 값인데, 예로 들어 VWMA는 \$68.75이고 VPC는 \$55.00이라고 했을 때 VPC는 $68.75/55 = 1.25$ 가 되는 것이다. VPR이 1보다 클 경우 VPC의 값은 확대되고, 1보다 작을 경우에는 축소된다.

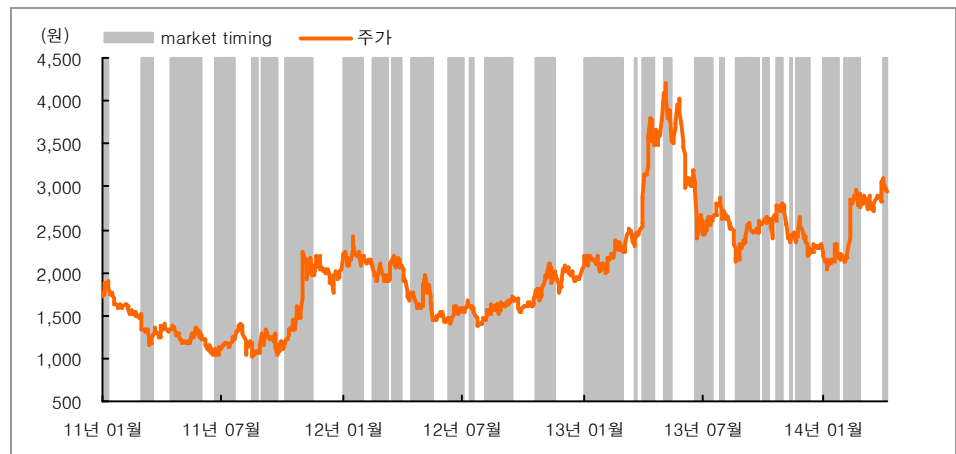
3) 수급 승수 (VM)는 VPCI가 매수 신호를 보내는 구간의 거래량의 강도를 확인하는 지표로 거래량의 단기이동평균을 장기이동평균으로 나눈 값이다. 주식의 단기거래량이 장기거래량보다 활발할 경우 수급가중주가와 단순 주가와의 괴리감이 더 확실하다는 뜻으로 풀이된다.

결국 VPCI는 VPC, VPR, VM과의 곱을 통해 나오는 수급-가격 지표이다. VPCI를 이용한 예시는 다음과 같이 확인할 수 있다.

VPCI (Volume-Price Confirmation Indicator)를 이용한 예시

아래는 캄시스의 주가와 2011년부터 VPCI를 통해 매수 타이밍이 확인되는 지역들을 표시하는 그림이다. 캄시스의 주가는 2012년 10월부터 2013년 5월까지 상승추세를 보였는데, 매수 시그널이 나타나지 않는 지역이 포함되어 있다. 당사는 VPCI를 상승 가능성을 알려주는 길잡이로 사용할 것을 제시하며, 앞서 언급한 기본적 분석 또는 탐방을 병행한다면 효율적인 투자를 할 수 있을 것으로 판단한다.

그림 7. VPCI를 이용한 예시 - 캄시스의 market timing

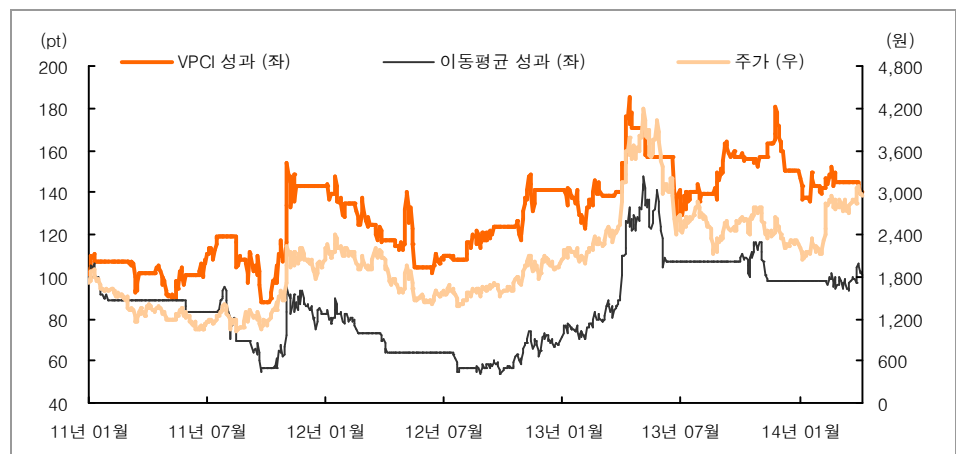


자료: WiseFn, KB투자증권

주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세가 확인되는 구간을 표시함

(그림 8. VPCI를 이용한 예시 - 캄시스의 성과분석)은 VPCI, 단순이동평균의 투자성과를 비교하는 그림이다. VPCI를 이용하면 +27%p의 추가수익률이 나는 것을 확인할 수 있으며, 단순이동평균을 이용했을 시에는 -12%p 수익률을 기록하는 것을 확인할 수 있다.

그림 8. VPCI를 이용한 예시 - 캄시스의 성과분석

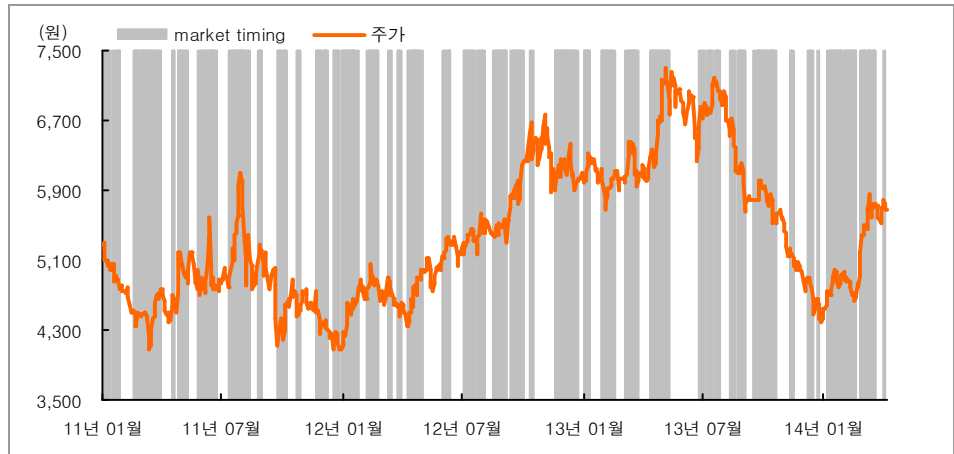


자료: WiseFn, KB투자증권

주: 2011년 1월 3일 = 100으로 VPCI 시그널과 이동평균 (10일, 50일)을 이용한 전략의 성과를 비교한 것

아래는 동화약품의 매수 가능 진입시점을 technical 지표를 이용해서 선정한 예시이다

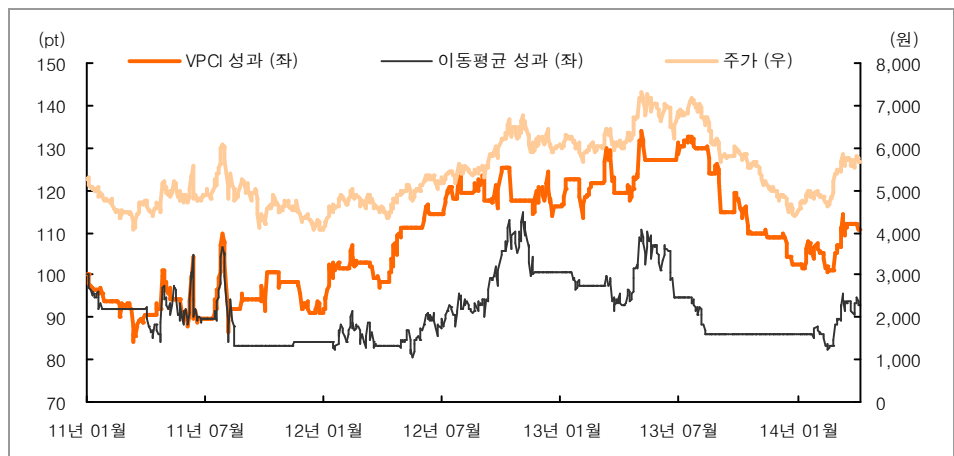
그림 9. VPCI를 이용한 예시 - 동화약품의 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권
 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세가 확인되는 구간을 표시함

2012년 12월 동화약품의 주가는 하락세를 기록한 이후 2013년 1월 상승추세에 진입하는 것을 확인할 수 있으며, VPCI의 매수 Signal이 선행하는 것을 확인할 수 있다. 이는 VPCI가 상승하는 추세의 지속 가능성뿐만 아니라 주가의 하락세 내에서도 수급의 강도에 따라 추세의 반전을 알려줄 수 있는 선행지표의 역할이 가능하기 때문이다.

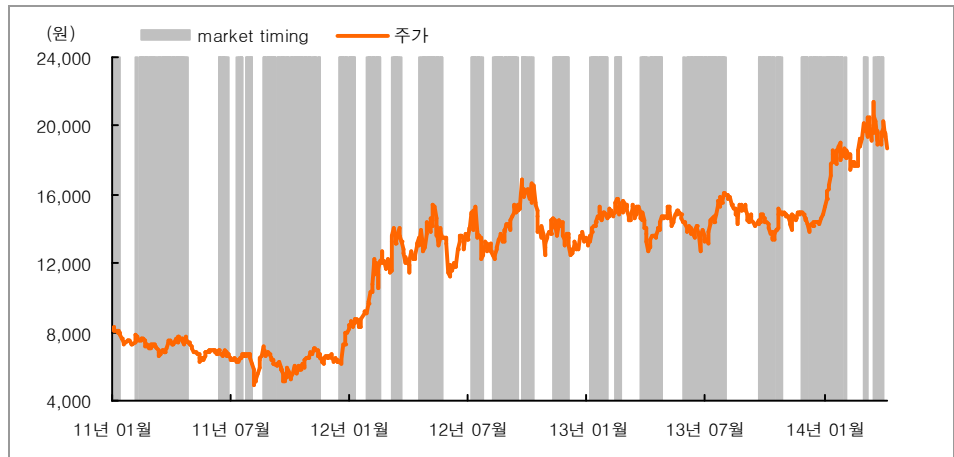
그림 10. VPCI를 이용한 예시 - 동화약품의 성과분석



자료: WiseFn, KB투자증권
 주: 2011년 1월 3일 = 100으로 VPCI 시그널과 이동평균 (10일, 50일)을 이용한 전략의 성과를 비교한 것

아래는 MDS테크의 매수 가능 진입시점을 표시한 그림이다.

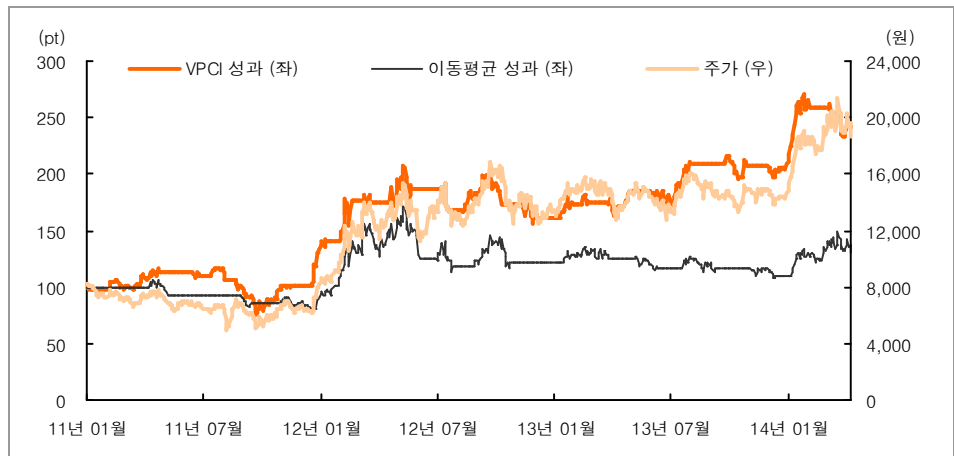
그림 11. VPCI를 이용한 예시 - MDS테크의 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권

주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세가 확인되는 구간을 표시함

그림 12. VPCI를 이용한 예시 - MDS테크의 성과분석



자료: WiseFn, KB투자증권

주: 2011년 1월 3일 = 100으로 VPCI 시그널과 이동평균 (10일, 50일)을 이용한 전략의 성과를 비교한 것

VPCI 기법으로 산출한 종목리스트

표 1. VPCI 기법으로 산출한 종목리스트

코드	종목	Signal Strength	수익률 (%) 1개월	시가총액 (억원)	당기순이익 (억원)						EPSg (QoQ, %)	
					2014	2015C	3Q14	4Q14	1Q15C	2Q15C	FQ1	FQ2
A101060	SBS미디어홀딩스	2.38	11.7	7,694	166	316	(21)	117	10	97	(92)	875
A000950	전방	1.45	32.9	958	(236)		(85)	(111)				
A048550	SM C&C	1.44	(9.0)	1,943	(84)		(16)	(46)				
A007660	이수페타시스	0.79	(8.6)	2,455	96	372	19	64	91	100	41	10
A033660	아주캐피탈	0.70	9.2	3,953	329	350	46	107				
A002030	아세아	0.67	(15.9)	3,352	211		44	32				
A067390	아스트	0.55	50.0	3,167	(79)	10	(18)	(22)	1	(9)	흑전	적전
A022220	애강리메텍	0.55	(1.2)	1,103	(130)		(2)	(94)				
A056700	산화인터텍	0.44	18.5	956	78		3	(18)				
A016380	동부제철	0.42	(11.0)	1,064	(12,746)		(11,212)	(631)				
A003650	미창석유	0.40	2.0	1,366	160		41	38				
A090460	비에이치	0.39	(14.2)	1,281	127	192	25	45	54	66	20	21
A066270	SK컴즈	0.33	(13.2)	3,209	(184)		(39)	(39)				
A043150	비텍	0.33	22.6	4,196	97	189	28	(0)	32	58	257	(32)
A033130	디지털조선	0.32	2.5	1,989	36		8	11				
A053030	바이넥스	0.32	(13.6)	4,078	104	39	7	95				
A002020	코오롱	0.31	59.2	6,453	102	80	(262)	469	10	10	(98)	0
A018310	삼목에스폼	0.31	(2.0)	3,793	403	500	111	75				
A035510	신세계 I&C	0.27	8.4	1,806	121		32	20				
A017390	서울가스	0.27	(8.7)	6,600	607		28	61				
A005390	신성통상	0.25	28.4	3,312	22		15	75				
A024950	삼천리자전거	0.24	12.1	3,199	101	158	53	(49)	30	81	172	(28)
A034940	조아제약	0.21	(0.8)	1,213	(41)		(5)	(20)				
A019680	대교	0.21	19.3	7,022	404	528	279	(75)	118	140	(18)	6
A002360	SH에너지화학	0.20	(6.4)	2,284	163		50	55				
A008040	동아원	0.20	(8.3)	1,773	(732)		(14)	(796)				
A079430	현대리바트	0.20	0.6	7,043	269		58	24				
A000040	KR모터스	0.20	(15.5)	2,191	(126)	34	(32)	(11)	12	16	흑전	(8)
A036420	제이콘텐츠리	0.20	(4.2)	2,274	(1)	101	103	(103)	27	31	흑전	14
A012510	더존비즈온	0.19	(5.7)	3,679	108	245	32	26				
A002700	신일산업	0.19	14.3	1,330	(17)		(7)	(58)				
A067080	대화제약	0.17	39.4	3,226	(1)		1	(10)				
A095270	웨이브일렉트로	0.17	(3.7)	1,499	(5)		(6)	5				
A007810	코리아씨킷	0.14	(21.5)	2,586	5	392	(5)	88	87	106	(2)	23
A024900	덕양산업	0.13	(14.2)	1,060	33		(15)	21				
A051360	토비스	0.13	(5.9)	2,800	382	495	98	142	122	121	(14)	(1)
A001530	동일방직	0.12	1.9	2,051	(51)	52	(19)	(36)	5	39	흑전	680
A018670	SK가스	0.12	15.1	8,726	974	866	197	317	178	228	(44)	28
A020150	일진머티리얼즈	0.11	(11.2)	3,179	34	63	(24)	(94)	(8)	1	(100)	2,726
A002780	진흥기업	0.10	(13.2)	3,448	(176)		(4)	(94)				

자료: WiseFn, KB투자증권

주1: 2014, 4Q14 당기순이익은 확정>잠정>컨센서스 우선순위 (시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 컨센서스 기준)

주2: Signal Strength는 VPCI 지표와 단순주가와의 괴리율을 산출한 값

주3: 위의 제시된 목록은 순수 계량적 방법론에 의해서 산출된 종목임

표 2. VPCI 기법으로 산출한 종목리스트 (계속)

코드	종목	Signal Strength	수익률 (%) 1개월	시가총액 (억원)	당기순이익 (억원)						EPSg (QoQ, %)	
					2014	2015C	3Q14	4Q14	1Q15C	2Q15C	FQ1	FQ2
A015860	일진홀딩스	0.10	(11.5)	3,188	136	286	(13)	82	38	67	(53)	75
A033640	네패스	0.10	(5.7)	1,864	(83)	177	(18)	(10)	13	15	흑전	19
A001780	알루코	0.10	(23.4)	3,624	95		13	25				
A005710	대원산업	0.09	8.7	1,616	132	250	34	(58)				
A028670	팬오션	0.09	(5.5)	7,223	7,861		1,938	2,172				
A047310	파워로직스	0.09	(9.9)	1,137	49		28	24				
A002100	경농	0.09	(10.5)	1,126	75		(57)	(81)				
A004380	삼익THK	0.08	7.6	1,875	176		40	44				
A084650	랩지노믹스	0.07	4.9	1,544	24	36						
A024660	하림홀딩스	0.07	(7.1)	4,449	206	644	121	(27)	112	106	흑전	(6)
A097520	엠씨넥스	0.07	15.1	1,860	136	287	56	63				
A078520	에이블씨앤씨	0.07	(13.5)	3,956	26	183	9	60	22	31	(63)	40
A044490	태웅	0.06	(7.2)	2,925	70	41	19	30	10	11	(66)	10
A095610	테스	0.05	22.3	1,996	147	193	(8)	4	42	33	939	(20)
A067290	JW중외신약	0.05	(7.6)	2,530	(5)		14	(8)				
A014440	영보화학	0.05	15.9	1,106	37		15	(5)				
A000140	하이트진로홀딩스	0.05	9.4	3,237	(1,172)		45	(1,135)				
A000650	천일고속	0.05	41.2	1,263	48		11	5				
A102940	코오롱생명과학	0.04	59.1	6,089	59	67	6	8	19	18	흑전	47
A007690	국도화학	0.04	24.6	4,004	203	421	35	55	80	111	(8)	(29)
A009270	신원	0.04	(15.8)	1,465	35	156	(3)	31				
A012790	신일제약	0.04	36.4	1,643	102		26	27				
A005880	대한해운	0.03	(3.7)	5,420	717	517	134	28	148	126	430	(15)
A035810	이지바이오	0.03	(5.0)	2,703	305	356	(9)	38				
A038290	마크로젠	0.03	(10.7)	3,167	30	65	3	10				
A094850	참좋은레저	0.02	28.0	1,855	34		43	(19)				
A029460	케이씨텍	0.02	18.9	3,132	258	280	54	126				
A082850	우리이티아이	0.02	0.7	1,221	(293)		(33)	(78)				
A005110	한창	0.02	0.8	1,106	20		7	8				
A028080	휴맥스홀딩스	0.02	14.5	1,541	26		31	(12)				
A060570	아이리버	0.02	(2.8)	2,078	24		11	6				
A035600	KG이니시스	0.01	(8.8)	6,220	177	204	68	12	46	62	288	33
A078160	메디포스트	0.01	31.6	6,932	(19)		(6)	1				
A086980	미디어플렉스	0.01	26.1	4,025	(8)	91	32	(34)	8	26	흑전	225
A004150	한솔홀딩스	0.00	2.2	2,251	(381)		(151)	(234)				
A068290	삼성출판사	0.00	(17.2)	1,080	45		9	20				

자료: WiseFn, KB투자증권

주1: 2014, 4Q14 당기순이익은 확정>잠정>컨센서스 우선순위 (시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 컨센서스 기준)

주2: Signal Strength는 VPCI 지표와 단순주가의 괴리율을 산출한 값

주3: 위의 제시된 목록은 순수 계량적 방법론에 의해서 산출된 종목임

Mid-Small Cap팀 탐방종목 10선

유니테스트 (A086390): 반도체 물량성장 직수혜 장비주

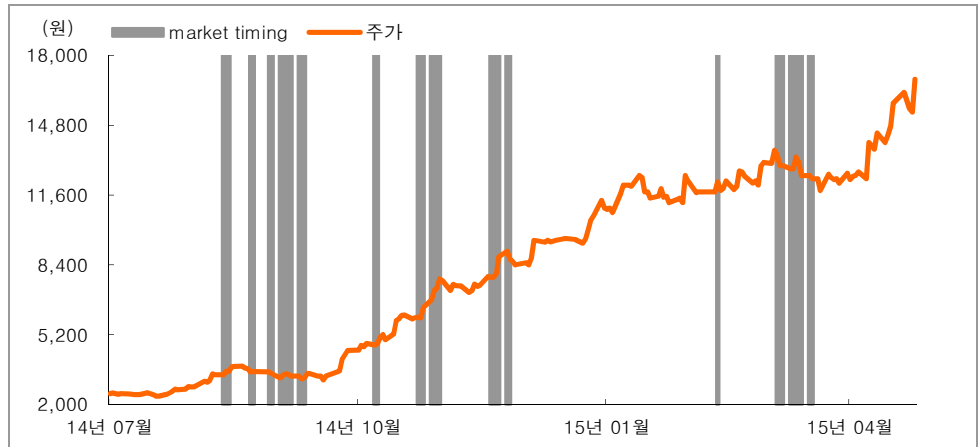
강태신 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8071 / taeshini@kbsec.co.kr

총가 (05/08): 16,900원

시가총액: 3,128억원

거래대금 (3개월평균): 81.3억원

그림 13. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 반도체 후공정 검사장비 업체. 2014년 기준 매출액 비중은 메모리 테스트 장비 81.6%, 신사업 (LED 조명 및 태양광인버터) 18.4%. 어드반테스트가 80% 이상 점유율 차지하고 있는 후공정 테스터 시장 본격 진입 시작 중.

Investment points & Issues:

1) 국내 상장사 유일 후공정 핵심 검사장비군 보유: 후공정 검사장비 시장은 전체 반도체 설비시장의 15% 수준으로 단위 공정 기준 3번째 규모로 추정. 소수업체 과점시장으로 동사는 외산에 전량 의존하던 스피드 테스터를 최초로 국산화한 업체. 고속변인장비 (가열 상황에서의 동작 확인) 개발을 통해 매출액 고성장 시현. 2014년 SSD테스터 및 차세대 메모리 스피드 테스터, 융복합테스터 (USB, 마이크로SD등 다양한 저품 검사) 등의 신규 제품 개발 완료상태로 향후 매출액 성장 기대감 높음.

2) 고객사 증설 이슈: DDR4 시장 개화를 통한 중기 CAPEX 수혜 Cycle 진입, 이를 통한 DDR4 스피드 테스터의 매출 확대 전망. 2015년의 경우 반도체 물량 성장을 통한 CAPEX 직수혜 예상 및 고객사 추가를 통한 매출액 다변화가 동시에 진행될 것으로 보임. 특히 인텔 신규 플랫폼 DDR4 도입을 통한 서버 시장 활성화 중. 고객사 다변화와 신규제품 출시가 동시에 진행되는 중이며, 시간이 지날수록 매출 성장 기대감 커질 것으로 판단. 4월 30일까지 8건의 공시를 통해 620억원의 수주 확인. 이 외 비공시 수주 상황 고려 시 연중 매출액 추가 성장 가능. 현재는 수주 공시 기준 매출액 80% 수준이 난야향으로, 고객사의 기존 장비 노후화에 따른 교체수요를 통한 성장이 두드러졌음. 향후 신규설비 증설용 수주 및 하이닉스향 수주 기대.

2014년 주요 고객사는 SK하이닉스. 2010~2012년의 경우 난야향 고속변인장비 매출로 성장하였으나, 2013년 SK하이닉스의 감산에 따라 매출액이 하락한 바 있음. 따라서 2013년 이후 매출처 및 어플리케이션 다변화 진행 중.

3) 신규사업 매출 시작: 매출액 안정성을 위해 그린에너지사업부 (LED 조명 및 태양광인버터: 2013년 매출액 발생 시작) 본격 가동. 2013년도 45억원 매출액 달성한 이후 2014년 115억원 매

출 시현. 해당 사업부의 향후 연간 매출액 비중은 20% 미만으로 예상됨. 향후 기존 반도체 사업의 사이클의 영향을 줄이는 사업 포트폴리오 구성 가능하다는 점에서 긍정적.

Earnings & Valuation: 1Q15 매출액 453억원 (+787.6% YoY), 영업이익 140억원 (흑전 YoY), 지배주주순이익 135억원 (흑전 YoY)의 대규모 호실적 시현. 호실적의 가장 큰 이유는 동사 장비 수요처인 반도체 회사들의 본격적인 투자 개시이며, 기존 DDR3 투자 사이클에서 테스트장비의 발주가 적었기 때문에 DDR4 투자 사이클의 경우 해당 장비의 병목화 현상으로 향후 지속적인 수주 가능성이 높은 것으로 판단됨. 신규 고객사 유입 및 본격적인 신제품 판매 가능성 역시 높을 것으로 판단. KB투자증권 추정 2015년 매출액 1,600억원 (+156.0% YoY), 영업이익 430억원 (흑전 YoY), 지배주주순이익 350억원 (흑전 YoY) 수준 제시. 연중 고객사 투자 본격화를 통한 실적 상향 가능성 높음. 현 주가는 2015년 KB 추정 실적 기준 PER 8.9X 수준으로 반도체 관련 산업의 업황 및 동사의 매출 성장성 대비 저평가 영역으로 판단됨.

Action: 외산 점유율이 절대적인 시장에서 초기 대체모델로 비즈니스 확장, 이후 독자 모델 개발 통한 외형 성장이라는 반도체 장비 업체의 전형적인 성공 공식을 시현 중인 회사. 고객사 CAPEX 급감으로 인한 매출액 감소를 경험하였기 때문에 현 시장환경에 대한 신중한 전략이 수립된 상태로 보임 (고객사 다변화 + 신제품 개발 완료). 제품의 특성상 발주의 지속가능성이 높음을 감안할 때 향후 상당 기간 동안 매출 성장이 지속될 것으로 예상함. 현 밸류에이션은 KB 추정 2015년 기준 PER 8.9X 수준으로 상기의 상황 고려 시 지속적인 주가 상승에도 불구하고, 여전히 저평가 상태로 보임. 향후 성장에 맞는 주가 흐름 기대.

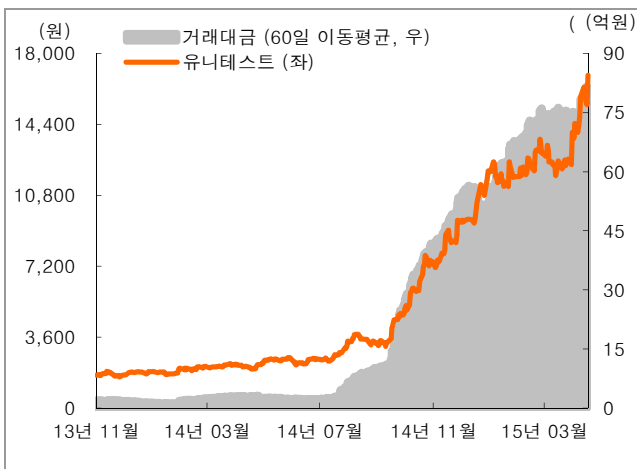
표 3. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2012	43.5	4.6	2.4	149	18.3	1.2	6.6
2013	16.4	(7.7)	(8.4)	(527)	n/a	1.0	(26.4)
2014	62.6	8.2	6.5	375	25.5	4.4	19.7
2015C	135.1	37.6	32.0	1,731	9.8	4.4	60.3
2016C	155.8	44.8	36.4	1,969	8.6	2.9	42.8

자료: WiseFn, KB투자증권

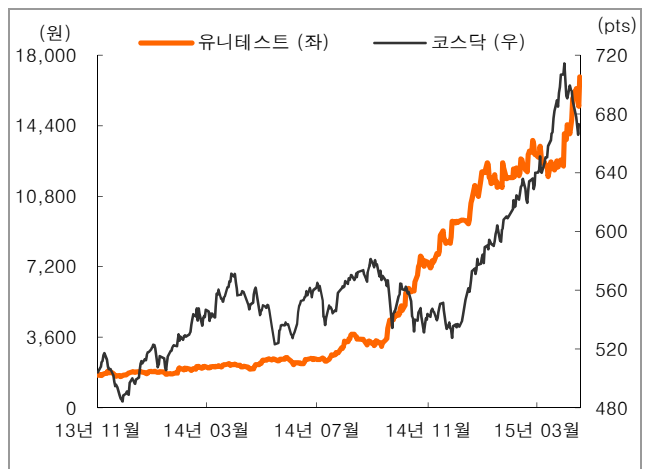
주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 14. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 15. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

강태신 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8071 / taeshini@kbsec.co.kr

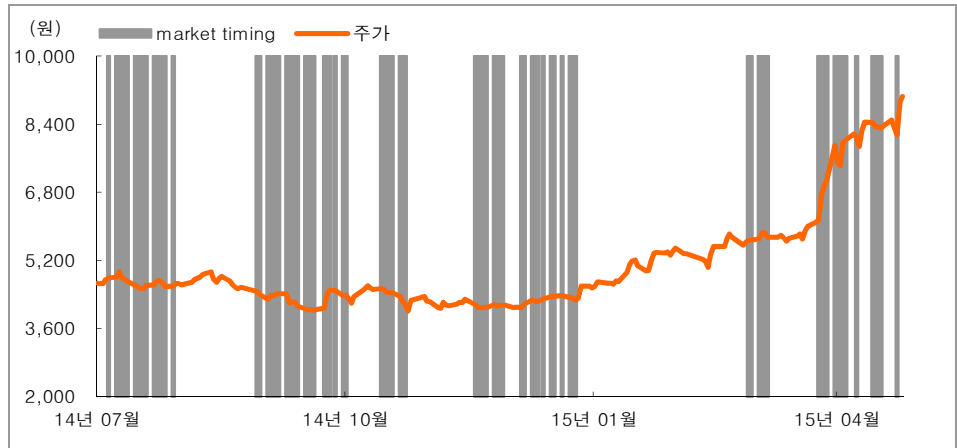
종가 (05/08): 9,050원

시가총액: 1,036억원

거래대금 (3개월평균): 15.3억원

엘오티베쿰 (A083310): 반도체 CAPEX 성장 직수혜

그림 16. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 건식진공펌프 생산 업체. 2002년 세계 최초 진공회사 독일 Leybold Vakuum 사의 건식펌프사업 인수하면서 회사 설립됨. 반도체 제조공정은 주로 진공상태에서 진행. 이를 위한 반도체 설비용 진공펌프 납품이 동사의 주요 시장. 이와 유사한 제조공정인 태양광 및 디스플레이 산업의 전공정 장비용으로도 공급 중. 매출액 비중은 건식펌프 60%, 터보펌프 10%, 유지보수 30% 수준.

Investment points & Issues:

1) 반도체 투자 활성화: 엘오티베쿰 비즈니스의 핵심은 주요 고객사의 증설 여부. 연초 이후 4월 29일 까지 16건의 공시를 통해 총 385억원 이상의 공급계약 확인 중이며, 향후 지속적인 수주 증가 가능성 높음. 이유는 고객사 14나노 공정의 양산수율이 유의미한 수준에 진입하였고, 최근 발표한 플래그쉽 모델에 AP 전량 탑재 가능성이 높아, 추가 CAPEX 기대감이 높기 때문. 타 고객사의 경우에도 소량이지만 지속적으로 매출이 발생하는 것으로 추정됨. 최근 공시 중 주목할 점은, 1) 주요 고객사의 중국 CAPEX 물량이 지속적으로 발주 중이고, 2) 타 고객사향 공시 2건을 통해 20억원 중반 수준의 물량을 수주한 점임. 기존 예상보다 뛰어난 수주 기록 중.

2) 범용장비이나 높은 진입장벽 보유: 엘오티베쿰 기술의 핵심은 유격 없는 정밀한 가공 및 회전 내구성. 이로 인해 높은 기술장벽을 지님. 경쟁제품인 습식 (윤활유 사용) 대비 짧은 배기경로로 인해 기기내 압력 비율이 낮아 폭발 위험을 낮출 수 있고, 구조상 처리 용적이 크며, 윤활유를 사용하지 않아 배출물이 없어 친환경적임. 특정장비와의 적합성, 공정 설비 레퍼런스 필요. 어플리케이션 노하우까지 요구하기 때문에 진입장벽이 매우 높은 산업임.

3) 지속적 A/S 수요: 매출액 기준 A/S 비중은 30-40% 수준. 타 장비업체 대비 A/S 매출비중이 월등히 높은 이유는 동사 비즈니스의 특징 때문. 고압으로 작동되는 진공펌프의 경우 6,000 RPM 이상의 고속으로 스크류를 회전시켜 공기를 빼내는 구조이며, 해당 부품의 물리적인 스트레스 정도가 매우 높아 파손 위험이 큼. 이로 인해 연 1~2회의 정기적인 교체 및 파손품 대체 매출이 발생하는 구조. 제품 매출과 함께 지속적으로 A/S 매출이 발생되기 때문에 발주 이후 수주 정체 시 매출액이 급감하는 일반 장비업체에 비해 매출액의 하방 안정성이 돋보임.

Earnings & Valuation: 2014년 연결기준 매출액 885억원 (+5.6% YoY), 영업이익 57억원 (+56.5% YoY), 순이익 56억원 (+74.4% YoY) 시현. KB투자증권 추정 2015년 연결기준 매출액 1,200억원 (+35.6% YoY), 영업이익 140억원 (+145.6% YoY) 수준 예상. 실적 예상치 상회 이유 지속되고 있는 수주 호조 때문. 1) 기존 고객사 주요 사이트의 CAPEX가 본격화 되는 상황이고, 2) 여기에 타 고객 사항 물량의 의미 있는 증가가 보이기 때문에 현 수주 호조 상황은 지속될 것으로 보임. 최근의 반도체 호경기 및 고객사 비메모리 Fab건설 스케줄에 따른 2015년 연중 지속 수주 가능성 높음. 5월 7일 언론보도를 통해 발표한 평택 대규모 반도체 투자 계획 또한 동사의 중장기적인 매출 전망을 밝게 만들어주는 요인임. 현 주가는 KB투자증권 추정 2015년 PER 7.9X 수준으로 실적의 안정성 및 향후 성장성 대비 저평가 상태. 향후 추가 실적 상향 가능성 높음.

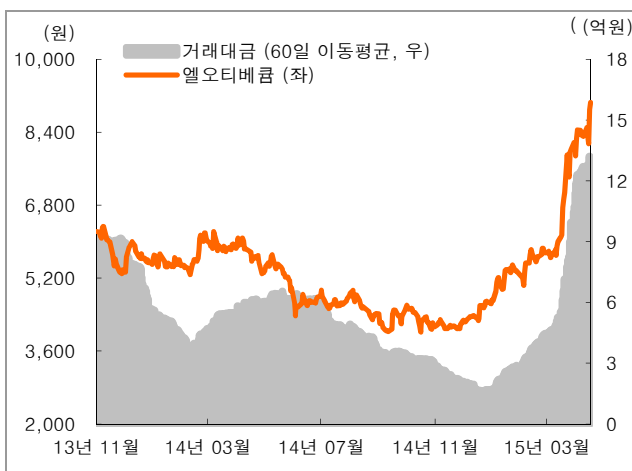
Action: 현재 주요 매출처인 반도체 산업의 물량성장이 눈에 띄는 상황임. 엘오티베컴의 경우 물량 증가를 통한 CAPEX 수요 발생시 공장 건설 이후 라인 설치 이전 진공상태 시현에 필요한 제품이며, 반도체 CAPEX의 직수혜 가능성 매우 높음. 최근 4개월간 주요고객사로부터 발생한 수주 만으로도 전년도 매출액 대비 44%를 달성했고, 이외에도 소량수주 감안 시 현 수주 상황은 매우 뛰어난 상황. 현 주가는 KB투자증권 추정 2015년 PER 7.9X 수준으로 반도체 관련 산업의 업황 및 동사의 매출 가시성 대비 저평가 영역으로 판단.

표 4. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2010	80.7	10.6	10.3	1,012	6.1	1.4	25.2
2011	66.7	4.7	3.9	374	10.7	0.8	n/a
2012	72.6	4.9	4.9	461	9.3	0.8	9.4
2013	83.8	3.6	3.2	294	21.4	1.1	5.5
2014	88.5	5.7	4.9	498	9.9	0.7	7.9

자료: WiseFn, KB투자증권

그림 17. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 18. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

강태신 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8071 / taeshini@kbsec.co.kr

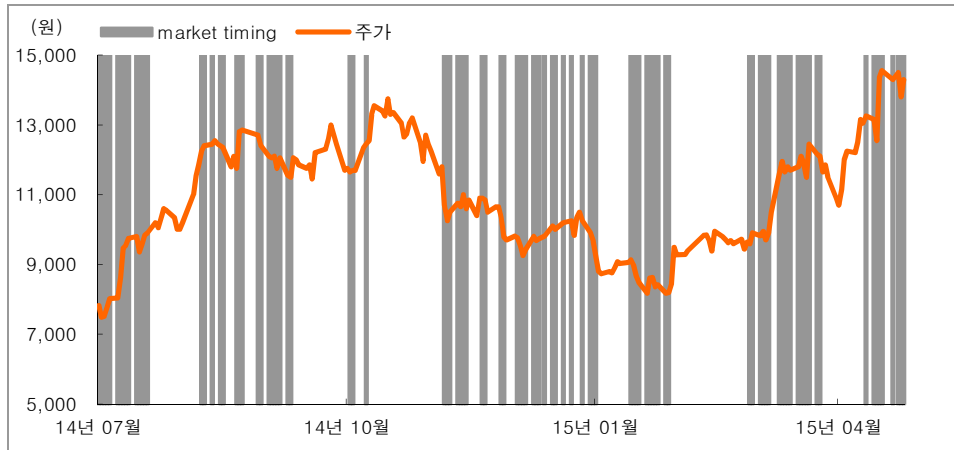
종가 (05/08): 14,300원

시가총액: 1,552억원

거래대금 (3개월평균): 55.8억원

비아트론 (A141000): 디스플레이 열처리 장비의 강자

그림 19. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: LTPS 및 Oxide TFT, Flexible OLED 공정용 열처리 장비 제조업체. 인라인형과 배치형을 동시 납품하는 유일한 업체로 산업 변화에 빠르게 대응 가능. 2009년 매출액 비중은 100% LTPS-AMOLED였으나, 2014년 기준 62% LTPS-LCD로 제품 구성이 변화함. 2012년 532억 원 매출액 기록 이후 고객사 투자 지연으로 2013년 327억원, 2014년 328억원의 저조한 매출을 기록 하였으나, 2015년의 경우 중국 투자 시작 및 LGD 투자 증가를 통해 본격적인 턴어라운드 의 원년이 될 것으로 판단.

Investment points & Issues:

1) **다양한 고객사:** SDC / LGD는 물론, BOE / AUO 등 다수의 글로벌 패널 업체에 납품 중. 이유는 경쟁사 대비 앞선 기술력. 인라인 장비 구축 실적을 통해 차세대 디스플레이 적용 장비 시장 선점. 이를 통해 향후 중국발 CAPEX 및 국내 고객사 Flexible Line 모두 대응 가능. 2014년의 경우 국내 고객사 비중이 70% 수준에 달했으나, 2015년 이후 중화권 물량의 증가로 인해 특정 고객사 쏠림 현상이 지속적으로 낮아질 것으로 예상됨. 이는 비아트론 장비의 특성에 기인한 것으로, Flexible OLED의 경우 기판소재인 Polyimide의 경화에 사용되고, Oxide TFT의 경우 IGZO 증착후 특성 안정화단계에 필요하며, LTPS-TFT의 경우 글래스 선수축공정/결정화 이전 탈수소공정/보호막 증착후 수소화 공정등 열처리 과정에 필요하기 때문.

2) **중국발 호혜적인 시장상황:** 3월 30일~5월 7일까지 4건의 공시를 통해 총 283억원 수준의 수주 발표. 고객사는 LGD, Truly, CSOT, Tianma로 상당 기간 동안 지연되었던 물량들이 동시에 집행되는 모습. 최근 언론 보도를 통한 BOE의 투자 발표로 중화권발 수주 혼풍이 지속될 것으로 판단됨. 중화권 시장은 대면적 위주 투자계획이 주를 이루고 있어 비아트론 장비의 직접적인 수혜가 예상 됨. 이를 통해 LTPS 및 Oxide TFT 패널 시장이 추세적으로 확대 중. 비아트론은 2G에서 8G까지 모든 세대에 대한 장비 납품실적 보유. 또한 인라인 및 배치를 동시에 하는 유일한 업체로 고객사의 투자형태 변화에도 즉각 대응 가능. 스마트폰 화면 대형화 및 이에 따른 전력 소요 증가 또한 동사에 호재임.

Earnings & Valuation: 2014년 매출액 328억원, 영업이익 8억원 시현으로 2013년에 이어 2년여 동안 300억원대의 저조한 매출액 시현. 원인은 중화권 고객사들의 발주 지연. 1Q15 실적의 경우 지

연된 수주로 인해 저실적이 이어질 것으로 보이나, 2Q15 초부터 시작된 중화권 업체들의 본격적인 발주 시작을 통해 본격적인 실적 상승이 시작될 것으로 판단. KB투자증권 추정 2015년 매출액 700억원 (+113.4% YoY), 영업이익 150억원 (+1,875% YoY), 순이익 145억원 (725% YoY) 수준으로 급격한 턴어라운드 진행될 것으로 보임. 하반기로 갈수록 중국발 수주를 통해 실적이 증가되는 모습을 기대. 2015년 KB투자증권 추정 기준 PER 10.7X 수준.

Action: 중국 디스플레이 시장의 CAPEX 투자가 순차적으로 진행되는 상황으로 분석됨. 중국 BOE를 주축으로 대면적 추세 가속화될 전망이고, 국내 고객사의 다양한 증설 가능성 등을 감안 시 향후 패널 업체들의 LTPS 및 Oxide TFT 라인 증설 혹은 신규 fab은 시대적인 추세로 보임. 비아트론은 이러한 추세의 직수혜 가능성 높음. 현주가는 2014년 KB 추정 기준 PER 10.7X 수준으로 본격적인 턴어라운드 초기임을 감안 시, 향후 지속적인 실적 향상을 통해 밸류에이션이 하락할 가능성이 높음. 향후 지속적으로 긍정적인 주가 흐름 기대.

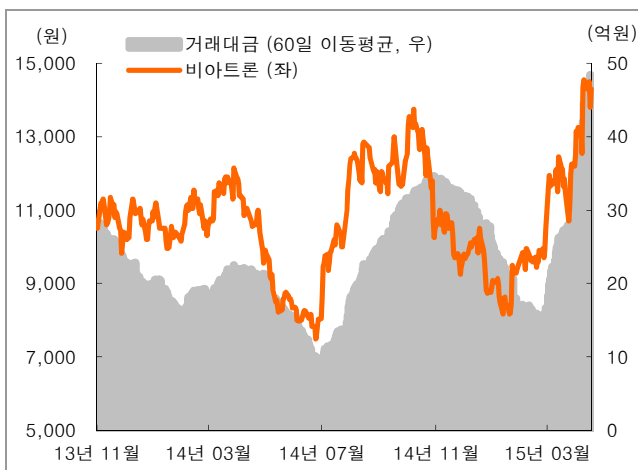
표 5. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2012	53.2	10.5	10.2	1,048	11.9	2.5	27.3
2013	32.7	4.0	3.9	374	30.2	2.1	7.3
2014	32.8	0.8	2.0	184	54.3	1.8	3.5
2015C	75.5	15.4	15.1	1,392	10.3	2.1	23.3
2016C	90.5	20.7	20.0	1,846	7.8	1.6	24.5

자료: WiseFn, KB투자증권

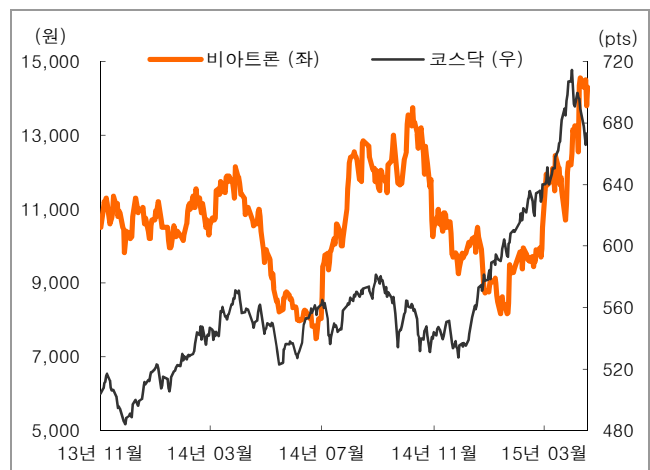
주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 20. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 21. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

강태신 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8071 / taeshini@kbsec.co.kr

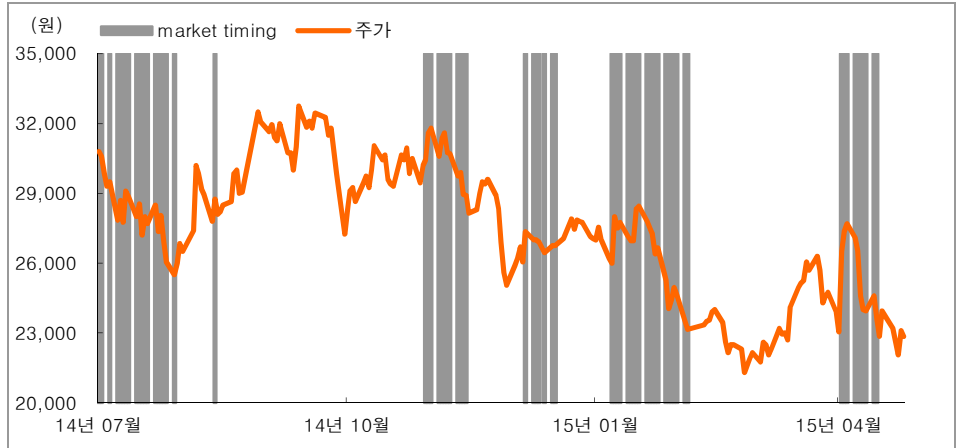
종가 (05/08): 22,850원

시가총액: 2,358억원

거래대금 (3개월평균): 76.1억원

아프리카TV (A067160): 유니크한 비즈니스모델을 지닌 양방향 미디어 플랫폼

그림 22. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: SNS 플랫폼을 기초로 한 실시간 방송/시청용 미디어 플랫폼. 2014년 기준 매출액비중은 SNS 플랫폼 (실시간 방송/시청 + 게임센터 (채널링)) 89%, 모바일게임 (퍼블리싱) 11%. 2013년도 7:3 구도에서 2014년 말 온라인게임 사업부 양도를 통해 SNS 플랫폼 비중을 높여가는 사업 집중화 진행 중.

Investment points & Issues:

1) 유니크한 비즈니스 모델: 아프리카TV는 국내 개인방송 플랫폼의 대표주자로, SNS의 장점인 양방향성과 소속감에 기초한 비즈니스 모델을 구축. 온라인게임 사업부의 양도를 통해 SNS 플랫폼 비즈니스에 대한 집중도를 높인 상황. 현 매출액비중 SNS플랫폼 89% 수준으로 절대적. SNS플랫폼의 수익구조는 아이템 : 광고 = 7 : 3 이며, 경영진의 관심은 광고매출액 증대보다는 플랫폼 본질에 집중하고, 유저 니즈에 맞는 아이템을 통한 매출액 증가에 있음. 아이템은 크게 별풍선 (현 ARPU 1만원 수준), 킥뷰 (₩3,900/30일, 유저 보유시 ① 광고 Skip, ② 채팅창 참여 가능), 스티커 (BJ 보유시 ① 채널 노출도 향상, ② 채팅 관리 매니저 서비스), 초콜릿 (방송+게임 시너지) 의 4종류로 구성. BJ 인큐베이팅을 통해 유저의 니즈를 만족시키면, 해당 팬덤을 통해 BJ와 동사가 수익을 분배하는 구조. 향후 확장 모델 역시 양방향성과 소통에 기초한 콘텐츠들을 통한 확장 계획 중.

2) 지속적인 UV 증가 + 해외 진출: 아프리카TV의 가장 큰 경쟁력은 SNS 기반의 양방향 방송이라는 기본 틀 안에서 비즈니스 모델의 재정비가 끝났다는 점임. 유저의 편의와 설립 목적에 기초하여 수익 모델 역시 광고 위주가 아닌 커뮤니티의 유지에 방향이 맞춰져 있음. 팬 커뮤니티를 기초로 한 기부경제는 소속감을 콘텐츠에 대한 정당한 대가와 연계하며 유저 충성도를 지속적으로 높이고 있음. 이는 1월 월 최고 UV 860만, 1Q15 평균 UV 820만의 숫자로 확인되는 상황. (연평균 월UV 추세: 2013년 640만 → 2014년 730만). 특히 개인방송 플랫폼에 대한 인식의 전환 (공중과 프로그램 편성, 다수의 언론 언급 등)을 통해 향후 트래픽 증가 속도는 더욱 가속화 될 것으로 보임. 4월 23일 스타쉽엔터테인먼트 채널 오픈 역시 아티스트의 개별 방송을 통해 일본 및 대만 진출 등 한류를 통한 글로벌 시장으로의 확장 가능성을 높여주고 있음.

Earnings & Valuation: 1Q15 연결기준 매출액 154억원 (+40.5% YoY), 영업이익 20억원 (+21.5%

YoY) 당기순이익 20억원 (+50.1 YoY) 시현. KB투자증권 추정 2015년 연결기준 매출액 650억원 (+28.8% YoY), 영업이익 95억원 (+70.9% YoY) 수준 전망. 현 주가는 KB투자증권 2015년 예상 실적기준 31.5X 수준.

Action: 유니크한 비즈니스 모델을 바탕으로 유저의 니즈에 충실한 형태로 지속적으로 변화하는 모습을 보이고 있음. 2014년 구조조정 이후 바이럴 마케팅을 통해 대중적인 인지도 및 인식의 전환이 동시에 일어나고 있는 상황이며, 이로 인한 트래픽의 증가가 가장 두드러짐. 2015년의 경우 콘텐츠 강화를 위해 새로운 콘텐츠 육성 (연예기획사 채널 오픈, 홈쇼핑 방송, 전문직 방송 등) 및 이와 연계된 글로벌 진출 초기단계 (일본 2014년 3월, 대만 2015년 2월, 북미/태국 진입 예정) 진행 등 UV 증가추세 확대를 위한 다양한 시도들이 동시에 진행 되는 변곡점으로 보임. 현 성장성 유지 시 2016년 연평균 월UV 1,000만 달성 역시 가능한 상황으로, 향후 플랫폼 경쟁력 강화 가능성 높음. 검증된 유저 충성도 높은 플랫폼의 위력을 보여 줄 수 있을 것으로 판단됨.

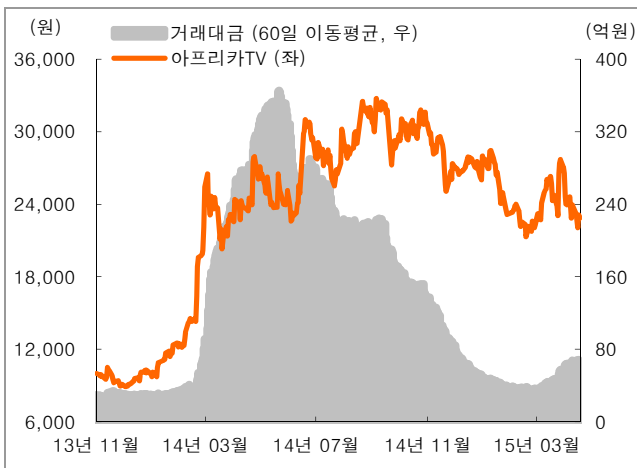
표 6. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2012	46.3	1.1	1.9	210	34.6	2.0	6.4
2013	36.7	4.3	0.3	19	276.3	2.4	n/a
2014	50.5	5.6	3.2	270	85.7	6.3	8.1
2015C	65.1	8.8	5.1	494	46.2	n/a	n/a
2016C	79.5	12.9	8.5	824	27.7	n/a	n/a

자료: WiseFn, KB투자증권

주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 23. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 24. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

강태신 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8071/taeshini@kbsec.co.kr

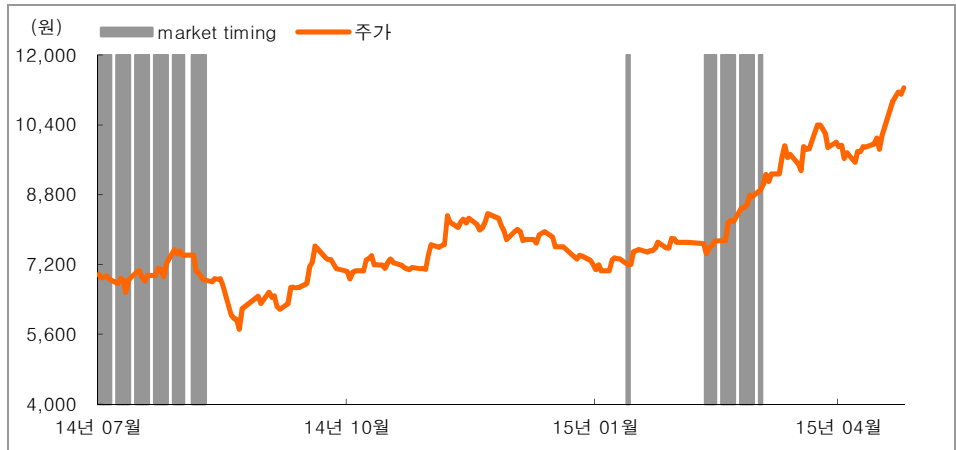
종가 (05/08): 11,250원

시가총액: 3,895억원

거래대금 (3개월평균): 34.8억원

웅진씽크빅 (A095720): 북클럽 회원수 증가를 통한 장기 성장가능성 확인

그림 25. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 주요 타겟 연령층 영아~초등 대상의 학습지 및 전집 판매 업체. 단행본 사업도 영위 중. 2014년 기준 매출액 비중은 학습지 61%, 전집 25%, 홈스쿨 7%, 단행본 5%, 기타 2%. 모그룹 부도 이후 강력한 구조조정을 통해 2014년 수익성 기준 턴어라운드 시현. 향후 북클럽 성장 및 관련 서비스 오픈을 통해 한단계 도약 기대.

Investment points & Issues:

1) **웅진북클럽 호조 지속:** 가입자 수 추이 2014년 말 33,400여 명 → 4월 중순 55,000여 명 수준. 2015년 말 기준 10만명 회원 가입 목표는 무난히 달성할 수 있을 것으로 보임. 특히 학습지 사업 부와의 연계 모델이 용이한 특성상 향후 매출 증대 효과는 더욱더 뛰어날 것으로 예상. 2014년 1,598억원의 매출액을 기록했던 전집사업부의 경우, 2015년 북클럽 매출을 통해 2,000억대 초반의 매출 시현 가능성 높음. 판매수수료를 역시 기존 전집 기준 44%에서 33% (판매수수료 23%+관리수수료 10%)로 인하하여 초기 마케팅 및 관리비용 집행 이후 중장기적으로 수익성 개선 기대.

학습지사업부의 경우 북클럽 리더스 (3월 예약 판매 시작)의 성장효과가 크게 나타남. 4월 중순 기준 4만 5천여 명의 가입자 확보를 통해 성공적으로 안착한 것으로 평가됨. 현재 북클럽 유아태블릿 (태블릿 + 교보재) 예약 역시 순조롭게 진행 되는 것으로 파악. 특히 8,000여 명의 교사수는 전집사업부 북클럽리더 3,000여 명 수준 대비 압도적인 숫자이며, 여기에 기존 45만 회원의 가입 전환 속도 감안 시 향후 큰 폭의 성장 가능성 존재.

2) **강도 높은 구조조정 완료:** 2012년 신규 대표이사 취임 이후 기존의 M&A를 통한 성장 위주 정책에서 수익성 위주의 구조조정 본격 시행. 적자사업부 철수 및 향후 단행본 사업부 역시 수익성 위주의 운영계획 수립, 적자 자회사 매각 등이 완료되어 2015년 재무제표에는 해당 부문의 턴어라운드효과가 완전히 반영될 것으로 기대. 특히 지속적 적자 발생 사업부였던 단행본 사업부의 구조조정을 통해 BEP 달성 가능성이 높을 것으로 파악 (2014년 영업이익 기준 -39억 시현). 성장사업부 확보 및 판매비 본격 관리 시작, 비영업손익 개선효과 온기 반영 등을 고려 시 2014년 이상의 이익 성장 효과가 나타날 것으로 보임.

Earnings & Valuation: 1Q15 연결기준 매출액 1,622억원 (+2.1% YoY), 영업이익 27억원 (-36.7%

YoY), 지배주주순이익 10억원 (-61.9% YoY) 기록. 실적부진의 이유는 광고비 및 교육개발비의 증가이며, 이는 신규사업 확장을 위한 적극적인 투자정책으로 해석됨. 2015년 KB투자증권 추정 연결기준 매출액 7,000억원 (+8.9% YoY), 영업이익 300억원 (+67.6% YoY), 지배주주순이익 225억원 (+116.3% YoY) 수준 제시. 실적 추정 소폭 감소는 1Q15 실적 부진을 반영. 2015년 KB투자증권 추정 실적 기준 PER 17.3X 수준으로 교육업종 평균 대비 밸류에이션 메리트는 보이지 않으나 1) 학생수 감소로 인해 교육업종의 시장 감소 상황에서 확실한 성장 동력을 보여주고 있고, 2) 현금 유입 구조가 유사한 렌탈 비즈니스 대비 콘텐츠 유통이라는 확실한 장점을 보유하고있기에 섹터 내 밸류에이션은 무의미한 상황임. 타사 대비 성장성이 두드러지는 상황으로 향후 복클립 시장 안착 이후 현금흐름 감안 시 매우 저평가된 상태로 보임.

Action: 교육산업의 경우 학생 인구 감소로 인한 저성장 속에서 신규 비즈니스 모델 확보를 통한 생존 가능 여부가 주목 받고 있는 상황임. 웅진씽크빅의 경우 기존 사업부의 고강도 구조조정이 마무리 되는 상황에서, 5년여간 쌓아왔던 디지털콘텐츠 전환분을 웅진복클립이라는 브랜드를 통해 매출로 시현하고 있는 모습임. 가입 시 지급되는 태블릿을 통한 비즈니스 모델이기 때문에 향후 타 사업부 (학습지, 단행본 등)와의 연계 모델로 발전할 가능성도 높음. 2015년은 포트폴리오가 완성되어가는 원년이 될 것으로 보임. 현 밸류에이션은 KB투자증권 추정 2015년 기준 PER 17.3X 수준으로 상기의 현 상황 고려시 연초 이후의 긍정적인 주가 흐름이 이어질 것으로 전망함. 향후 성장에 맞는 주가 흐름 기대.

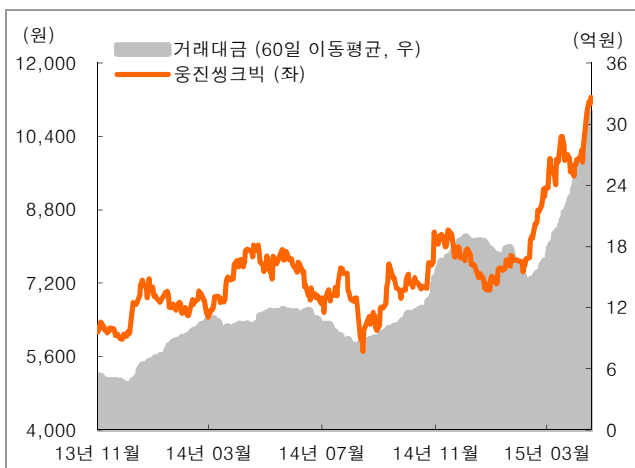
표 7. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2012	712.0	3.1	(53.9)	(2,187)	n/a	0.9	(23.4)
2013	648.8	12.9	3.1	107	64.2	1.0	1.6
2014	642.9	18.0	10.4	343	22.2	1.1	4.7
2015C	691.7	29.7	21.1	610	18.4	1.5	8.5
2016C	769.8	41.6	31.4	907	12.4	1.4	11.7

자료: WiseFn, KB투자증권

주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 26. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 27. 주가 vs. KOSPI



자료: WiseFn, KB투자증권

장우진 (Mid-Small Cap)
02 3777-8541 / jangwj82@kbsc.co.kr

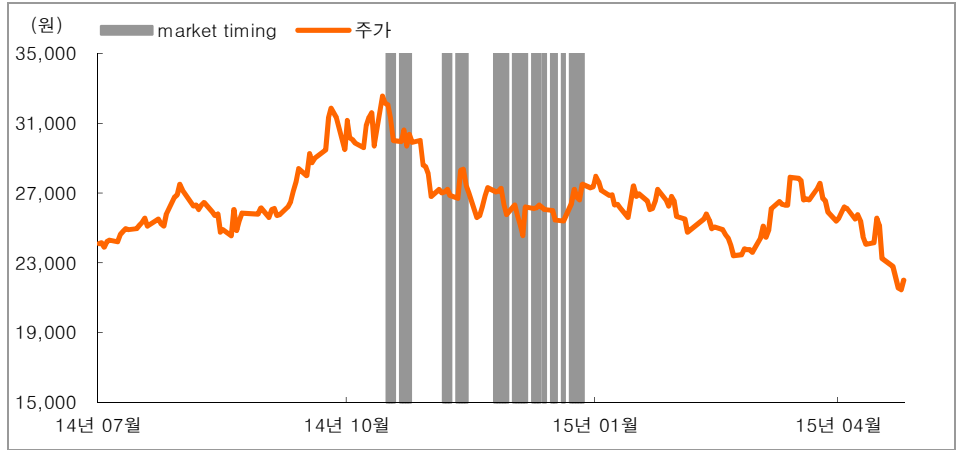
슈프리마 (A094840): 어닝쇼크?, 반전드라마의 서막

종가 (05/08): 22,000원

시가총액: 3,240억원

거래대금 (3개월평균): 31.1억원

그림 28. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 국내 대표적인 생체인식 전문회사. 2014년 기준 매출액 비중은 바이오인식시스템 51%, 바이오인식솔루션 15%, ID솔루션 29%, 기타 5%. 2015년 1분기 매출액은 121억원 (-30.2% YoY), 영업이익은 18억원 (-64.3% YoY)으로 시장의 기대를 하회한 어닝쇼크를 기록. 그럼에도 불구하고 KB투자증권은 아래의 이유들로 어닝쇼크로 인한 주가조정이 주식 매수의 기회라고 판단.

Investment points & Issues:

1) Biostation2 출시: Biostation은 다기능 IP지문인식 출입근태단말기. 슈프리마의 주력 제품 중 하나로 매출의 30% 수준을 차지하고 있음. 이번에 출시된 Biostation2는 기존 제품의 Upgrade 버전으로 디자인 개선 및 기존 제품 대비 3배 이상 빠른 인증 속도와 최대 4배 높은 정확도를 제공. 3년여 만에 공개된 신제품이기에 시장의 선호도가 높을 것으로 예상하며, 단가 또한 기존 제품 대비 20~30% 비싼 수준이라 매출액 증가에 기여할 것으로 기대.

2) BioStar2 출시: Biostar2는 웹기반의 통합 보안 플랫폼. 슈프리마의 출입보안 단말기들로 손쉽게 시스템을 구축할 수 있으며, 영상감시, 침입탐지경보, 화재경보 등의 보안툴들과 어우러져 통합적인 시스템 관리가 가능. BioStar2는 직접 판매되는 제품은 아니나 Biostation2와 연계되어 Biostation2의 매력도를 높여주는 역할을 하게 될 것. 또한 통합보안 시스템을 구축하고자 하는 정부, 기관, 기업들을 대상으로 종합 솔루션 구축 및 보안업체와의 제휴 등의 다양한 사업 모델이 나올 수 있을 것으로 기대.

3) 모바일솔루션 개발: 슈프리마는 현재 스마트폰 등 모바일기기에서 사용할 수 있는 소형 생체인식 솔루션을 개발 중. 모바일기기는 센서의 크기가 작은 만큼 작은 센서를 통해 빠르고 정확한 인증이 가능한 알고리즘이 중요함. 또한 스마트폰 부품으로 들어가기 위해서는 단가 경쟁력이 필요한데, 센서의 크기가 작을수록 단가는 낮아질 수 있음. 슈프리마가 개발 중인 제품은 가장 작은 센서를 이용하여 단가 경쟁력이 있으며, 자체 개발한 알고리즘을 기반으로 작은 센서를 이용해 애플에 견줄 수 있는 퍼포먼스를 낼 수 있다고 자부하고 있음. 모바일솔루션이 개발 완료되어 안드로이드 진영의 스마트폰에 탑재된다면 폭발적인 실적 성장을 기대할 수 있음.

Earnings & Valuation: KB투자증권 추정 2015년 연결기준 매출액은 755억원 (+9.5% YoY), 영업이익률 26.0% 수준임. 1분기 어닝쇼크를 감안하여 실적을 소폭 하향조정 (이전 추정 매출액 773억원)하였음. 그러나 민간 대상의 바이오인식시스템과 솔루션이 전년대비 지속 성장한 것은 긍정적인 부분. 공공대상의 ID솔루션 프로젝트성 매출이기에 분기별 변동성이 클 수 밖에 없음을 감안해야 함. 하반기부터 신제품 매출이 본격적으로 반영되어 연간 실적이 전년대비 성장할 것이라는 전망에는 변함 없음. 2015년 기준 PER 20.8X 수준.

Action: 슈프리마는 신제품을 기반으로 하반기 본격적인 영업이 진행될 것으로 기대됨. 특히 웹기반의 오픈플랫폼으로 제공할 계획인 BioStar2에 관심을 가질 필요가 있음. 애플의 아이폰이 앱스토어라는 플랫폼과 함께 성공했던 것처럼 BioStar2라는 오픈플랫폼을 기반으로 보안시장에서 Biostation2의 영향력을 넓혀갈 수 있기 때문. 모바일솔루션의 개발도 하반기에 마무리되면 본격적인 파트너 찾기에 나설 것으로 예상. 하반기 이후 실적 반등의 여지가 크고, 향후 성장잠재력이 큼을 감안하면 이번 어닝쇼크로 인한 주가 조정은 매수 기회라는 판단.

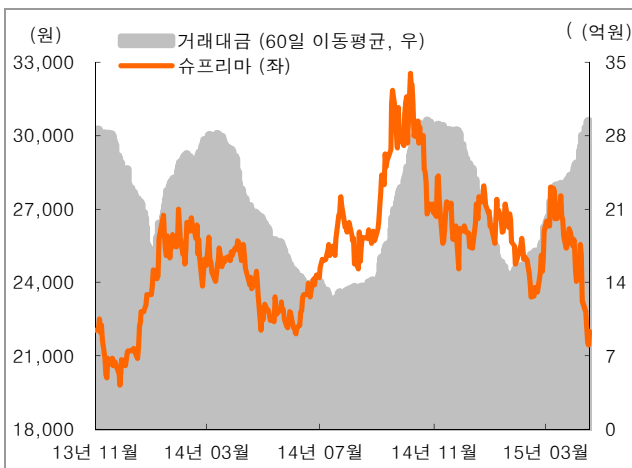
표 8. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2012	54.7	17.4	16.9	1,162	15.1	2.1	15.8
2013	53.9	15.4	12.4	842	25.3	2.4	10.2
2014	69.0	17.7	14.7	1,001	25.6	2.5	10.9
2015C	78.3	21.1	19.1	1,297	17.0	1.9	12.6
2016C	94.1	25.7	22.7	1,541	14.3	1.7	13.2

자료: WiseFn, KB투자증권

주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 29. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 30. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

장우진 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8541 / jangwj82@kbsec.co.kr

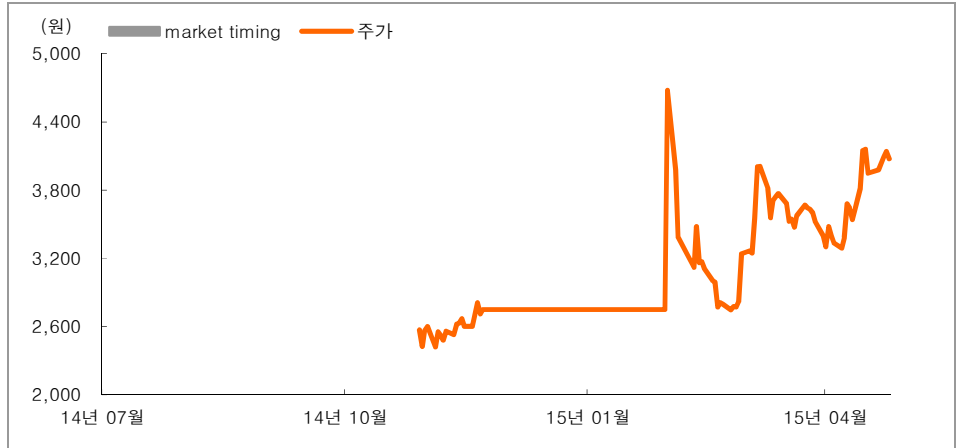
종가 (05/08): 4,075원

시가총액: 171억원

거래대금 (3개월평균): 12.7억원

교보위드스팩 (A205100): 해외로 뻗어나가는 액셀을 품에 안다

그림 32. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 교보위드스팩은 2014년 8월 설립되어 11월에 코스닥에 상장되었음. 2015년 6월 DB성능관리 및 APM (Application Performance Management, End-To-End 성능관리솔루션) 솔루션 개발사인 액셀을 합병 예정. 합병 신주는 2015년 6월 26일 상장 예정이며, 상장 후 총 주식수는 27,662,285주로 현주가 기준 시가총액은 1,127억원임. 2014년 기준 액셀의 매출 비중은 Maxgauge (DB성능관리) 52.1%, InterMax (APM) 20.8%, 컨설팅/유지보수 27.1%임.

Investment points & Issues:

1) DB성능관리 국내 독보적 1위: 액셀은 2003년 국내 최초로 DB성능관리 솔루션 Maxgauge를 출시하였음. Maxgauge 출시 이전에는 외산제품이 80% 수준으로 국내 시장을 차지하고 있었으나, 액셀이 2006년 이후 점유율 1위를 기록해오고 있음. 2013년 기준 시장점유율은 64%. 성능관리 솔루션은 큰 문제가 발생하지 않는 이상 이를 교체하는데 따른 Risk가 있어 기존 고객의 이탈 가능성이 크지 않음. 또한 추가 패치 및 문제 발생 시 컨설팅을 받기 위해서는 반드시 유지보수 계약을 맺어야 함. 액셀은 판매한 제품의 80% 비중으로 유지보수 계약을 맺고 있음. 이는 국내 시장에서 안정적인 DB성능관리 솔루션 매출이 나올 수 있도록 하는 요인.

2) APM 시장 적극 공략: APM은 Web서비스 (예: 인터넷뱅킹)를 제공하는 과정에서 DB에서부터 통신망을 거쳐 고객의 디바이스에서 활용되기까지 End-to-End 전 구간의 성능 및 문제 발생 여부를 모니터링하는 솔루션. 2008년 InterMax를 출시하였으나, 사용이 불편하다는 평가를 받으며 시장에서 외면 받았음. 2015년에는 UI 및 성능을 대폭 개선한 신제품을 기반으로 국내 시장 공략을 본격화할 계획. 2014년 2위 사업자의 파산으로 액셀의 시장 공략 성공 가능성이 높아진 상황.

3) 해외시장 진출 본격화: 국내 시장은 어느 정도 성숙기에 달하여 해외시장 진출을 본격화하고 있음. 액셀의 해외 시장 진출을 낙관적으로 볼 수 있는 두 가지 이유는 홈페이지를 통해 제품을 홍보하고 시제품을 써볼 수 있도록 하고 있는데, AT&T 등 해외업체들이 시제품 사용 후 이에 만족하여 구매로 이어졌고 이후 입소문이 퍼지고 있는 상황. 이에 액셀은 2014년 미국지사를 설립하여 영업을 시작했으며, 스팩 합병을 통해 확보한 자금을 바탕으로 미국지사 인력을 충원하고 공격적인 영업을 펼칠 계획. 글로벌 시장에 아직 독보적인 사업자가 없어 액셀의

시장 진입이 용이할 것으로 판단. 2013년 기준 1위 사업자인 IBM의 시장점유율이 15.2%에 불과. 또한 NewRelic, Appdynamics와 같은 업체들은 2011년 각각 매출액 14백만달러, 90만달러에서 2013년 56백만불 (+296.4%), 53백만불 (+488.9%)로 큰 폭의 성장을 일궈낸만큼 엑셈도 시장 진입의 여지가 있다는 판단. 2013년 기준 전세계 APM시장은 2.4억달러 규모로 2~3% 수준의 시장만 차지해도 큰 폭의 실적 성장이 가능함.

Earnings & Valuation: KB투자증권 추정 2015년 연결 기준 매출액은 216억원 (+51.9% YoY), 영업이익은 90억원 (+86.0% YoY). 이는 본격적인 해외매출의 시작 및 InterMax 신제품을 기반으로 한 국내 시장점유율 확대를 반영한 것. 향후 해외 수주 호조에 따른 실적 상향 가능성이 높다고 판단. 2015년 기준 PER 14.8X로 해외 시장 진출을 통한 장기 성장성을 감안할 시 현 주가 수준은 저평가 국면이라는 판단.

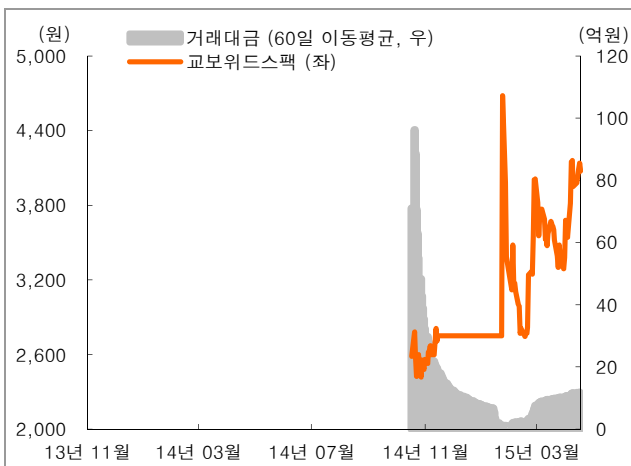
Action: 엑셈 제품의 가장 큰 특징은 변동비가 없다는 점. 제품이 표준화 되어있어 Microsoft사가 윈도우를 팔 듯이 이미 개발된 제품을 판매하는 형태. 이는 사업이 확대될 시 인력 충원, 마케팅 비용 증가 등 고정비 증가 유인을 감안하더라도 영업레버리지 효과가 클 수 있음을 의미. 2015년은 해외사업이 본격화되는 원년으로 향후 해외수주 추이를 면밀히 지켜볼 필요가 있음. 게임을 제외한 국내 S/W 업체의 한계는 수출이 어렵다는 점인데, S/W 기반인 제품의 해외 판매가 호조를 보인다면 Valuation Premium을 받을 것으로 예상.

표 9. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2011	10.5	2.0	1.7	1,309	n/a	n/a	n/a
2012	12.3	2.4	2.1	588	n/a	n/a	24.0
2013	15.9	4.0	3.1	860	n/a	n/a	25.4
2014	16.1	4.8	4.3	1,263	n/a	n/a	28.8

자료: DART, KB투자증권

그림 33. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 34. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

장우진 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8541 / jangwj82@kbsec.co.kr

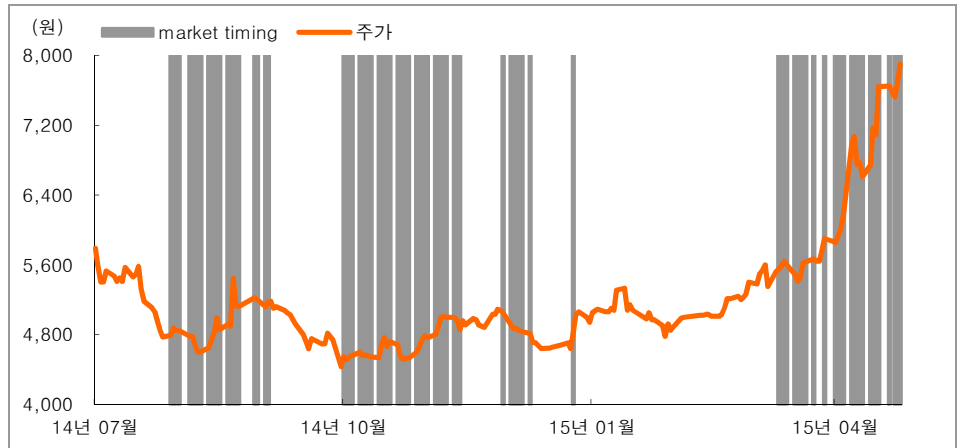
종가 (05/08): 7,900원

시가총액: 952억원

거래대금 (3개월평균): 104억원

누리텔레콤 (A040160): 앞으로 보여줄 것이 많은 회사

그림 35. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 누리텔레콤은 1998년 우리나라 최초로 원격검침 (AMI, Advanced Metering Infrastructure) 시스템을 개발하여 상용화 했음. AMI는 전력소비자와 전력회사 사이의 전력서비스 인프라로 통신의 적시성과 검침 성공률이 굉장히 중요함. 이에 기술 자체의 진입장벽보다는 다양한 시행착오와 필드테스트를 통해 구축한 안정화된 솔루션과 레퍼런스가 중요함. 누리텔레콤은 AMI 태동기부터 해외 수출 및 레퍼런스를 축적한 점이 강점. 2014년 별도기준 매출액 비중은 AMI시스템 65%, Auto ID 25%, EMS 9%, 기타 1%임.

Investment points & Issues:

1) AMI 시장의 성장: 스마트그리드는 전력망과 ICT기술을 접목하여 개인의 에너지 소비 관리 및 국가에너지 관리를 원활하게 하는 차세대 전력망. 각 나라들은 환경보호강화와 전력 요금의 원활한 수급을 위해 스마트그리드를 적극 도입하고 있음. AMI는 스마트그리드의 1차적인 인프라임. 미국은 2020년까지 전체가구의 50%까지 AMI보급을 계획하고 있으며, 한국은 100% 보급을 계획하고 있음. 이외에도 유럽의 각 나라들과 중국 등 개발도상국들도 2020년까지 AMI보급을 확대한다는 계획을 세우고 있어 AMI 시장의 장기적 성장이 예상됨.

2) 마진 높은 해외 사업 본격화: 일반적으로 소프트웨어 기반 기업은 수출이 어려움. 누리텔레콤은 태국, 스웨덴, 가나, 남아공 등의 AMI사업을 수주하는 등 솔루션 업체로서는 드물게 해외시장을 성공적으로 공략해왔음. 해외 사업은 국내 AMI사업 대비 마진이 높음. 특히 아프리카 가나와 남아공에 구축한 선불식 과금시스템은 세계최초로 구현한 시스템으로 시스템 개발에 대한 부분이 반영되어 수익률이 월등히 높음. 2015년 3월 말 현재 해외수주잔고는 358억원. 노르웨이 사업 (사업규모 약 700~800억원 수준)을 비롯하여 다수의 AMI사업 입찰에 지속적으로 참여하고 있어, 지속적인 해외수주 증가가 기대됨.

3) 자회사의 반전 가능성: 누리텔레콤은 연결실적 부진을 야기했던 두 개의 100% 자회사를 두고 있음. ① **누리비스타:** 대기업의 인력을 영입하여 MLCC용 니켈 페이스트를 개발하였음. 2015년부터 대만 및 중국 고객사에 본격적인 납품이 이루어질 것으로 기대됨. 2014년 누리비스타의 당기순손실이 35억원이었음을 감안하면 BEP 수준만 되더라도 이익 개선 효과가 클 것. ② **누리스타텍스:** 온라인 MMORPG ‘와일드버스터’를 개발중인 게임 개발사. 2015년 4분기 중

‘와일드버스터’ CBT가 이루어질 것으로 예상. 게임이 실패하더라도 ① 퍼블리셔를 통해 마케팅을 진행하여 추가적인 비용부담이 적고, ② 개발비를 비용처리하여 개발비 상각 부담이 없으며, ③ 프로젝트 마무리에 따른 비용 감소 효과가 나타날 수 있다는 점에서 부정적인 영향은 제한적.

Earnings & Valuation: KB투자증권 추정 2015년 연결기준 매출액은 565억원 (45.5% YoY), 영업이익은 68억원 (435.4% YoY). 추가 해외사업 수주가 가능하며, 누리비스타의 실적을 보수적으로 추정하였기에 매출액의 상향 가능성은 높다는 판단. KB투자증권 추정치 기준 2015년 PER은 14.9X 수준. 해외 레퍼런스를 기반으로 시장 성장 이상의 성장성을 보유하고 있다는 점과 실적 상향 가능성이 높은 점을 감안할 때 주가 상승 가능성이 높다는 판단.

Action: 7월까지 결정이 되는 75만호 규모의 노르웨이 사업 수주가 누리텔레콤에게 중요한 변수가 될 것임. 노르웨이 사업 수주는 선진국 AMI사업으로의 본격적인 진출이라는 점에서 의미가 클 수 있다는 판단. 신사업인 마이크로그리드 (에너지자립섬 등)와 스마트 IoT, 자회사의 사업들이 올해와 내년에 본격화되면서 실적 성장을 견인할 것으로 기대되는 점도 긍정적인 부분.

표 10. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2010	46.7	1.0	(1.0)	(91)	n/a	1.5	(2.2)
2011	63.3	0.3	(2.7)	(73)	n/a	1.4	(5.9)
2012	29.6	(5.6)	(12.9)	(1,005)	n/a	1.8	(34.4)
2013	37.5	2.1	6.5	589	8.3	1.4	18.6
2014	38.9	1.3	1.5	122	37.6	1.4	3.9

자료: WiseFn, KB투자증권

그림 36. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 37. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

장우진 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8541 / jangwj82@kbsec.co.kr

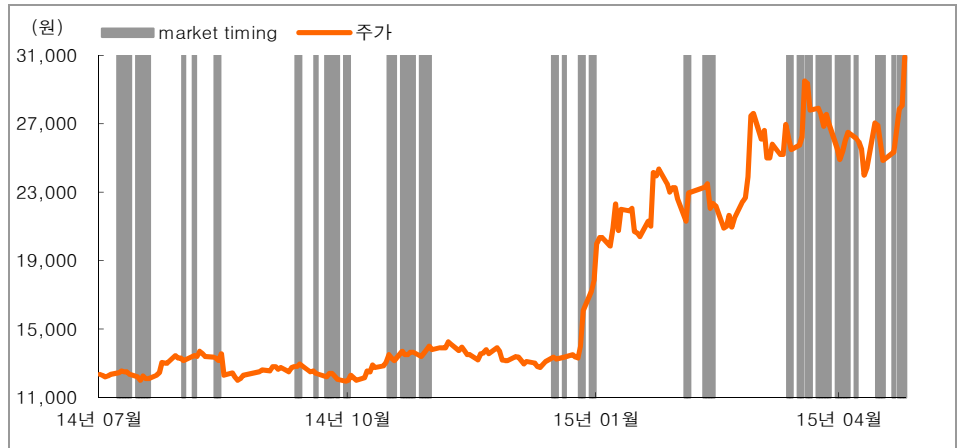
종가 (05/08): 30,900원

시가총액: 1,860억원

거래대금 (3개월평균): 51.2억원

엠씨넥스 (A097520): 나를 대신할 세상의 눈이 늘어난다

그림 38. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 2004년 설립된 스마트폰 및 자동차용 카메라 모듈 제조업체. 주요 고객사는 삼성전자와 현대모비스로 2014년 매출 비중은 각각 57.8%, 15.2%. 삼성전자는 갤럭시A시리즈의 카메라모듈을 공급하고 있음. 현대모비스를 통해 현대기아차에 자동차용 카메라 모듈 납품. 2014년 기준 매출 비중은 스마트폰용 81.8%, 자동차용 17.2%, 기타 1%임.

Investment points & Issues:

1) 늘어나는 자동차의 눈: 엠씨넥스는 현재 국내외 47개 순정 차종에 적용되는 카메라를 제조하고 있으며, 특히 현대기아차용 카메라 모듈의 70%를 담당하고 있음. 자동차용 카메라 모듈 산업은 두 가지 긍정적인 요인이 있음. ① 미국을 중심으로 후방카메라 장착을 의무화하고 있어 카메라 모듈 수요 증가가 예상된다. ② 후방카메라 뿐만 아니라 360도 어라운드뷰를 제공하기 위한 카메라, 차선이탈 시 경고해줄 수 있는 차선 감지 카메라, 졸음운전을 감시하기 위한 카메라 등 다양한 기능의 적용과 더불어 카메라모듈의 수요는 점차 늘어날 수 밖에 없는 상황. 자동차용 카메라모듈은 GP마진이 스마트폰용 대비 높아 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과도 클 것으로 기대.

2) 개연성있는 신사업 추진: 기존 사업역량을 기반으로 다양한 신사업을 추진할 계획. ① **IP카메라:** 우수한 성능의 카메라 모듈을 기반으로 편하게 설치할 수 있는 IP카메라를 개발. 타사 대비 화질이 좋고, 설치가 용이하며, 가격은 저렴하다는 것이 강점. 통신사들과 편의점, 보안업체와 납품 협상이 진행 중. ② **블랙박스:** 우수한 카메라모듈 및 자동차업체에 대한 영업력을 기반으로 블랙박스 사업 진출. ③ **무선충전기:** 역시 자동차업체에 대한 영업력을 기반으로 차량용 무선충전기 납품 계획. 상기 신사업들에서 단기에 가시적인 성과를 내기는 어려우나, 기존 사업역량을 기반으로 사업 영역을 지속 확대하는 점은 긍정적 포인트.

3) 스마트폰용 카메라모듈 견조한 실적 유지 예상: 삼성전자의 플래그십 모델에는 카메라모듈을 납품하지 못하였으나 2014년 말부터 A시리즈에 단독으로 카메라모듈을 납품하고 있음. 이에 스마트폰용 카메라모듈 매출은 2014년 2분기 602억원에서 3분기 954억원, 4분기 1,136억원으로 급증. 기존 5MP, 8MP를 삼성에 공급했으나, A시리즈에 13MP 고화소 모듈을 공급하면서 제품믹스도 개선. 삼성전자의 플래그십 외 후속모델에 추가적인 제품 납품 및 고화소 제품의

지속적 개발을 통해 스마트폰용 카메라모듈은 견조한 실적을 유지할 것으로 예상.

Earnings & Valuation: KB투자증권 추정 2015년 매출액 5,413억원 (+31.9% YoY), 영업이익률은 7.1% 수준. 영업이익률은 전년대비 1.6%p 개선된 것으로 스마트폰용 고화소 카메라모듈 매출 비중 증가 및 자동차용 카메라모듈 판매 증대에 따른 영업레버리지 효과를 반영했기 때문. 2015년 PER 6.3X 수준으로 IT부품 평균 9.0X 대비 저평가 구간이라고 판단

Action: 현재 발생할 수 있는 Risk는 삼성전자가 A시리즈 등 애플이 단독으로 납품하는 카메라모듈을 다원화 하는 것임. KB투자증권은 스마트폰용 카메라모듈 판매 호조 효과가 상반기 대비 하반기에 미흡할 것으로 추정하긴 했으나, 다원화가 될 경우 하반기 매출이 예상보다 부진할 수도 있음. 그러나 자동차를 비롯하여 다양한 곳에서 카메라모듈의 사용처가 늘어나고 있으며, 스마트폰도 전후방카메라의 화소가 지속적으로 높아지는 추세에 있어 중장기적 성장성은 이어질 것이라는 판단.

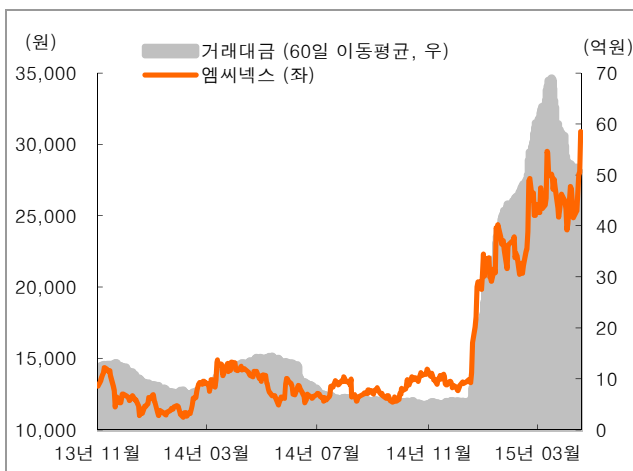
표 11. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2011	215.3	16.1	11.6	2,513	n/a	n/a	32.7
2012	170.4	6.2	2.4	437	18.5	0.9	4.9
2013	297.2	12.1	8.0	1,343	9.2	1.2	13.6
2014	410.4	22.6	13.6	2,267	5.9	1.0	19.5
2015C	540.4	42.4	28.7	4,760	6.5	1.9	26.4

자료: WiseFn, KB투자증권

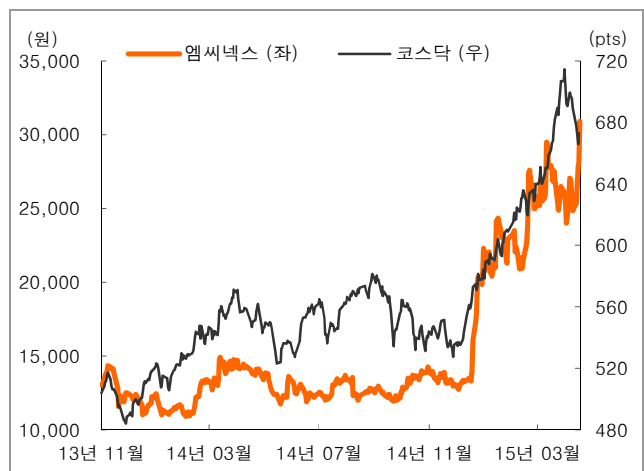
주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 39. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 40. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

장우진 (Mid-Small Cap)
02) 3777-8541 / jangwj82@kbsec.co.kr

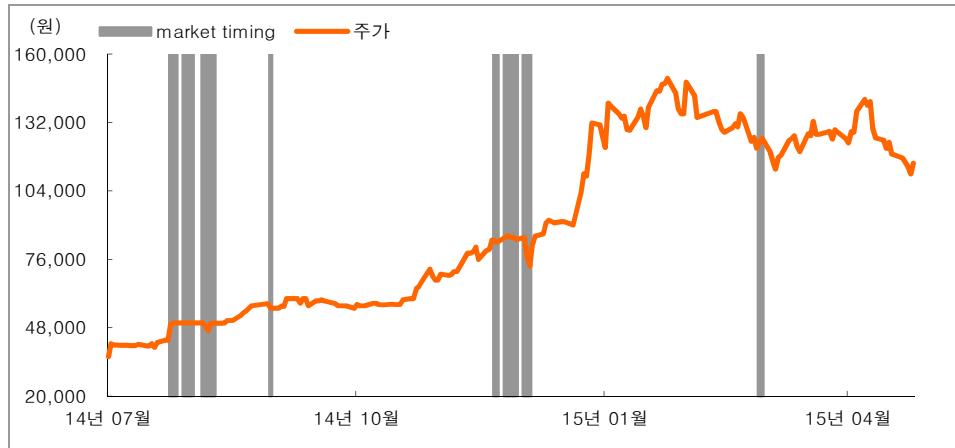
종가 (05/08): 115,300원

시가총액: 3,199억원

거래대금 (3개월평균): 56.8억원

하이로닉 (A149980): 피부미용기기 시장의 차세대 한류 스타

그림 41. 주가 및 market timing



자료: WiseFn, KB투자증권 / 주: 음영된 지역은 VPCI에 따른 추세 확인이 되는 구간을 표시함

Company Description: 2007년 설립된 피부미용 의료기기 제조업체. 2014년 12월 코넥스에서 코스닥으로 이전 상장했음. 주력제품은 2011년 세계에서 두 번째로 개발한 HIFU (High Intensity Focused Ultra Sound, 고강도 집속초음파) 기반 리프팅 장비 DOUBLO, 2013년에 출시한 냉각지방분해제거 장비 MICOOL. 2014년 기준 DOUBLO가 50.8%, MICOOL이 24.6%, 뉴마이다스 4.6%, 소모품 20.0%의 매출 비중을 차지하고 있음. 수출 및 내수 비중은 각각 46%, 54%

Investment points & Issues:

1) 국내외 M/S 확대 지속: 하이로닉은 기술력이 뒤떨어지지 않음에도 불구하고, 기존 외산 장비 대비 50% 수준의 가격에 장비를 판매. 이는 하이로닉이 장비를 자체생산함에 따른 원가절감의 영향도 있으나 독과점 시장을 형성했던 기존업체들의 제품에 가격 거품이 있었기 때문. 하이로닉은 우수한 기술력과 저렴한 가격을 바탕으로 국내시장 점유율 40%로 독보적인 1위를 달성했으며, 향후에도 꾸준한 점유율 확대가 예상됨. 해외에서도 레퍼런스 축적을 통해 경쟁사들이 차지하고 있던 M/S 흡수하며 세계 의료용 피부미용기기 시장성장률 (GBI research 기준 2011~2017년 CAGR 7.4%)을 상회하는 성장을 지속할 것으로 전망.

2) 꾸준한 신제품 출시: 미용기기는 기술 진입 장벽은 크지 않으나 기술 개발 후 임상 및 승인에 시간이 소요됨. 하이로닉은 꾸준한 신제품의 출시를 통해 후발주자와의 차별화를 지속적으로 추진하며 시장 지위를 공고히 하고 있음. DOUBLO와 MICOOL 최초 출시 이후 꾸준히 경제성과 편의성이 강화된 보급형 신제품을 출시해오고 있음. 신제품을 기반으로 2014년 70% YoY의 매출액 성장을 기록했음. 2014년 말에는 새로운 의료기기인 MIRACLEAR (여드름치료기기)를 출시했으며, 2015년 하반기에는 EASYMO (모발이식기기)와 DOUBLO V (이빨이 수술 대체 제품), DOUBLO M (DOUBLO 미니버전)을 각각 출시 예정. 신제품 출시를 통한 라인업 다양화는 전체적인 매출 성장에 기여할 것으로 예상.

3) 미용 의료기기 시장의 특징에 기반한 실적 성장: 미용장비는 소비자들의 선호도에 따른 판매 민감도가 높은 제품. DOUBLO와 MICOOL 등의 하이로닉 제품들은 소비자들로부터 기존 외산장비 대비 저렴한 시술비용으로 동일한 효과를 낼 수 있다는 인식을 심어주며 브랜드 가치를 다지고 있음. 이는 DOUBLO 및 MICOOL의 후속 제품 판매에도 긍정적으로 영향을

미치고 있다는 판단. 또한 하이로닉의 장비는 기타 의료기기와 달리 시술 시마다 소모품이 사용되는데, 고객 선호도 증가는 지속적인 소모품 매출 증가로 이어질 수 있음. 소모품은 장비 대비 마진이 높아 소모품 판매 증가는 영업레버리지 효과를 두드러지게 할 것으로 판단.

Earnings & Valuation: 2014년은 매출액 228억원 (+69.9% YoY), 영업이익 76억원 (+110.6% YoY, OPM 33.3%)을 기록함. DOUBLO와 MICOOL의 보급형 신제품 출시에 따른 실적 성장. 신제품 출시효과가 최소 2년간 지속됨을 감안하면 2015년에도 보급형 신제품 출시 효과가 이어질 것으로 예상. 또한 2014년 말 출시한 MIRACLEAR의 매출이 2015년부터 본격화됨을 감안하여 KB투자증권은 2015년 매출액을 367억원 (+61.0% YoY), 영업이익을 110억원 (+44.7% YoY)으로 추정. 2015년 기준 PER은 31.4X로 동종업계 평균 수준. 2015년 하반기 출시될 신제품을 기반으로 2016년 이후에도 고성장이 예상되며, 2016년 중국 CFDA의 승인에 따른 중국 시장 개화 가능성이 높음을 감안할 때 동종업계 대비 프리미엄 부여 가능

Action: 최근 한국 화장품의 세계적인 인지도 상승은 한국미용관련 시장 전반에 대한 인식에도 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 판단. 현재 하이로닉의 제품은 유럽, 대만, 중국에서 추가 인증을 진행하고 있는 상황. 특히 중국 CFDA승인을 위해 2년여간 노력을 하고 있어 중국시장 진출에 대한 기대감이 높음 (통상적으로 승인기간 3년 소요). 따라서 신제품 출시와 해외지역 추가 인증이 향후 주가 모멘텀으로 작용할 전망.

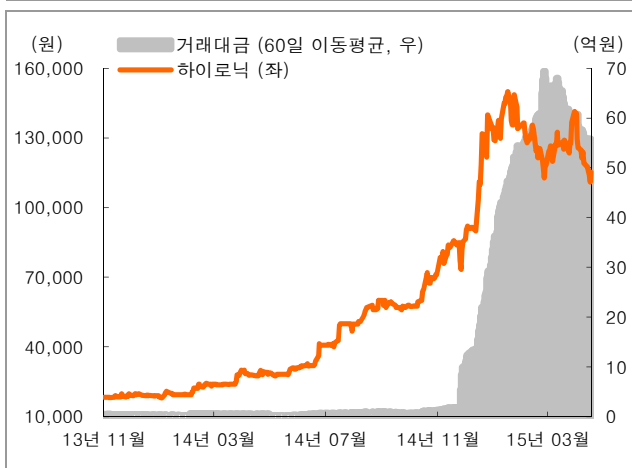
표 12. Financials & Valuation

(단위: 십억원, 원, X, %)	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR	ROE
2012	11.3	2.8	2.6	1,302	n/a	n/a	72.0
2013	13.4	3.6	3.1	1,548	12.8	5.0	48.1
2014	22.8	7.7	6.5	2,925	31.2	5.4	23.5
2015C	37.8	12.4	10.5	3,784	30.5	8.1	24.3
2016C	53.2	16.4	14.2	5,106	22.6	6.0	30.2

자료: WiseFn, KB투자증권

주: 시장컨센서스는 2015년 5월 8일 WiseFn 기준

그림 42. 주가 & 거래대금 추이



자료: WiseFn, KB투자증권

그림 43. 주가 vs. KOSDAQ



자료: WiseFn, KB투자증권

Compliance Notice

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 등 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

고지 사항

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다



KB 투자증권

☑ 본사 및 지점망

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
시현역지점	경기도 성남시 분당구 시현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.