

# BUY

Target Price: ₩28,800  
Current Price(5/12): ₩17,300  
상승여력: 66.35%

2015.05.16  
11th KEYSS Competition  
Research Report  
Ewha Investment Analysis Association



## 휴맥스 (115160)

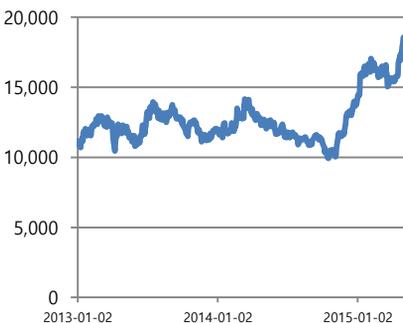
### Analyst

김혜빈 hyeb3137@hanmail.net  
윤예지 yeji3363@hanmail.net  
하강희 nia1221@naver.com

### Stock Data

시가총액: 4057.62억  
발행주식수: 23,911,798주  
52주 최고가: 18,600원  
52주 최저가: 9,930원  
외국인 지분율: 20.74%

### Stock Price Track



### Investment Indicator

ROE: 4.9%  
PER: 19.92  
PBR: 0.94

### WHY HUMAX?

동사는 국내 1세대 벤처기업에서 시작된 중견기업으로 방송통신분야에서 셋탑박스 및 게이트웨이 사업을 주 영위하는 기업이다. 동사는 컨버전스 시대의 트렌드에 발맞춰 기존 사업의 끊임없는 혁신 외에도 자회사 인수를 통한 카 인포테인먼트 사업으로의 확장을 추진 중이다. 본 팀은 이러한 동사의 성장에 대한 의지와 발전 가능성이 가치투자자의 성격에 부합한다고 판단, 동사에 대한 분석이 필요한 시점이라 결정하였다.

### Valuation

휴맥스에 대하여 투자자의견 매수, 18개월 FWD 목표주가 28,800원, 상승여력 66.35%를 제시한다. 동사의 밸류에이션에는 절대가치평가방법인 RIM Method와 상대가치평가방법인 PER Method에 각각 가중치를 부여, 동시에 사용하였다. PER Method는 동사의 사업 확장 및 성장에 대한 의지를 반영하기에 가장 적절한 방법이라고 판단하여 국내외 사업별로 Peer Group을 선정하였다. RIM Method는 동사와 같이 방송통신, 자동차 산업간 컨버전스 사업을 동시에 영위하는 Peer Group이 존재하지 않기 때문에 사용하였다. PER Method의 약점을 보완하고 동사의 기업가치를 객관적으로 산정할 수 있다고 판단하였기 때문이다.

### Investment Points

#### 1. 컨버전스 시대의 준비된 강자, 휴맥스!

사물인터넷 시장의 성장과 컨버전스화 추세에 따른 수혜가 예상된다. 동사는 기존 셋탑박스와 게이트웨이 사업부 중심의 방송통신사업부를 확장하여 지난 해 두 사업이 결합된 HGS(Home Gateway Server) 사업부를 신설하였다. HGS는 가정 내 인터넷을 이용하는 각종 디바이스를 연결하여 컨버전스 홈을 구현하며 동사의 HGS 실현 기술은 타사보다 우수하다. 동사의 주요 시장인 북미 셋탑박스 시장은 공격적으로 HGS 시장으로의 전환을 추진하고 있어 이로 인한 동사의 수혜가 전망된다. 또한 동사는 자회사 휴맥스 오토모티브 인수를 통해 카 인포테인먼트 사업에 진출하였다. 스마트폰과 호환되는 스마트 전장제품사업의 영위로 스마트카 시장의 성장과 함께 동사의 수혜가 전망된다. 이에 따라 2016년 동사의 HGS 매출은 1219억 원(YoY 123%), 카 인포테인먼트 사업부 매출은 2520억 원(YoY 4.56%)로 예상된다.

#### 2. 휴맥스의 멈추지 않는 성장, 셋탑박스!

중남미 신 시장 진출 및 신제품 Ultra HD 셋탑박스 출시로 인한 셋탑박스 사업의 성장이 전망된다. 중남미 시장의 디지털화는 성숙기에 접어든 선진시장과는 달리 2013년부터 본격적으로 시작되었다. 동사는 중남미 유료방송 시장의 1위 기업인 NET를 포함하여 전체 시장의 72%에 해당하는 고객을 확보하였다. 또한 동사는 셋탑박스의 고사양화 트렌드에 따라 올해 Ultra HD 셋탑박스를 출시하였다. 현재 KT, SKT, LG U+로 삼분된 국내 방송통신환경시장에서 동사는 KT, SKT와 신 제품 계약을 체결하였다. 또한 Ultra HD TV시장은 올해부터 본격적으로 성장하여 2016년 전체 TV시장의 12.6%까지 차지할 것으로 전망된다. 이로 인한 셋탑박스 부문 매출은 15,690억 원(YoY 10.6%)로 예상된다.

## **I . Company Overview**

## **II. Investment Point 1**

- 컨버전스 시대의 준비된 강자, 휴맥스

## **III. Investment Point 2**

- 휴맥스의 멈추지 않는 성장, 셋탑박스

## **IV. Valuation**

- RIM & PER Valuation

## **V. Appendix**

## Convergence와 함께 성장하는 IoT(사물인터넷) 시장

### 사물인터넷의 핵심, 가전분야

### 가전분야 사물인터넷시장의 별, 방송통신분야

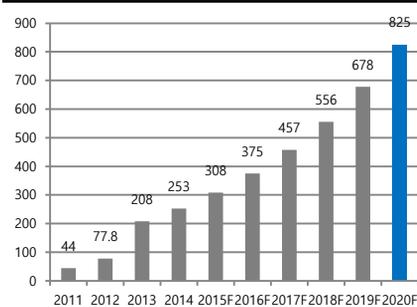
## 1.1 IoT(Internet of Things)시장

IoT(사물인터넷)이란 인터넷을 기반으로 모든 사물을 연결하여 상호 소통하는 기술을 말한다. 이러한 사물인터넷시장은 혁신적 서비스의 필요성과 컨버전스(Convergence) 즉, 융합화의 중요성이 커짐에 따라 2011년 44조원 규모에서 2020년 825조 규모로의 성장이 전망된다.

사물인터넷은 가전, 지능형빌딩, 수도/전기, 자동차 및 의료, 스마트시티를 비롯하여 다양한 분야에서 각광받고 있다. 이 중 사물인터넷의 핵심 분야는 2018년 총 시장의 36%를 차지할 것으로 예상되는 가전분야이다. 가전 분야 사물인터넷 시장의 규모는 2013년 약 25억 대 규모에서 2022년 약 131억 대 규모로 증가할 전망이다.

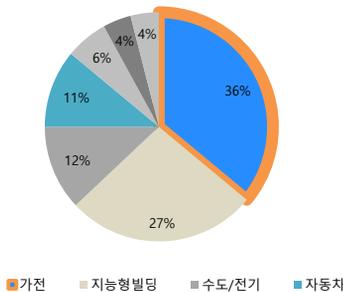
이러한 가전 분야 사물인터넷 시장의 중심은 단연 가전 분야의 40%를 차지하는 방송통신분야이다. TV, 스마트폰, 인터넷과 같은 방송통신기기들을 중심으로 사물인터넷 서비스가 적용되기 때문이다.

[자료1] IoT 시장의 성장 (단위: 조 원)



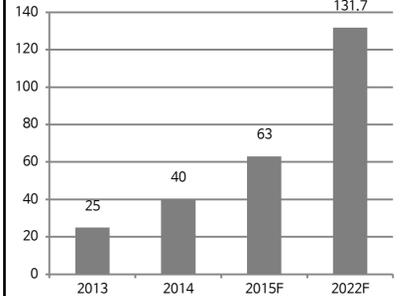
출처: 한국방송통신전파진흥원, EIA

[자료2] IoT 시장 분야(2020F)



출처: Multimedia Research, EIA

[자료3] 가전분야 IoT 시장 규모 (단위: 억 대)



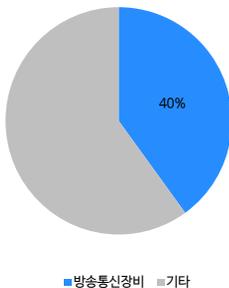
출처: 정보통신진흥센터, EIA

## 컨버전스 시장의 성장 커뮤니케이션 컨버전스-방송통신 컨버전스-산업 간 컨버전스

## 1.2 컨버전스 시장의 대두, 방송통신 컨버전스

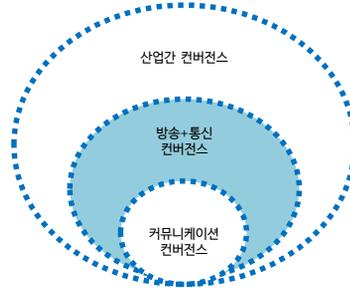
컨버전스 시장은 시장의 포괄성 및 성숙도에 따라 커뮤니케이션 컨버전스-방송통신 컨버전스-산업간 컨버전스 세가지 단계로 나눌 수 있다. 현재 컨버전스 시장은 방송통신분야 사물인터넷 시장의 성장과 함께 커뮤니케이션 컨버전스에서 방송통신 컨버전스로 발전한 상태이며 산업 간 컨버전스를 향해 나아가고 있다. 이러한 추세로 인해 방송통신 컨버전스 시장은 2011년 10조원 규모에서 CAGR 9%로 2014년 13.1조원 규모로 성장하였다.

[자료4] 가전분야 중 방송통신장비 비중 (2014)



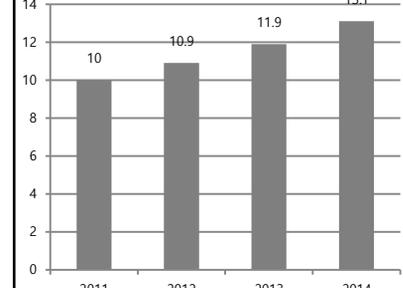
출처: 정보통신기술진흥센터, EIA

[자료5] 컨버전스 시장의 발전과정



출처: 한국방송통신전파진흥원, EIA

[자료6] 방송통신 컨버전스 시장 현황 (단위:조 원)

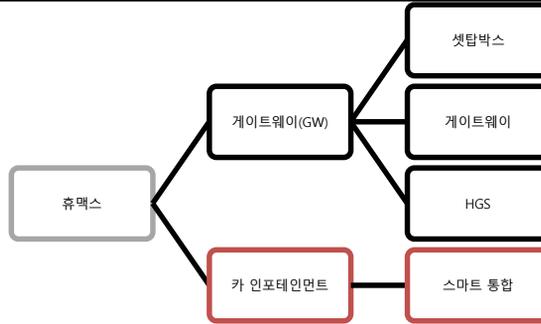


출처: 정보통신진흥센터, EIA

### 1.3 휴맥스의 사업구조

동사의 사업부는 크게 게이트웨이 사업부와 카 인포테인먼트 사업부로 나뉘어진다. 2014년 게이트웨이 사업부는 동사 총 매출의 84%, 카 인포테인먼트 사업부는 16%를 차지하고 있다.

[자료기] 휴맥스 사업부 구조



출처: 휴맥스, EIA

#### 컨버전스의 발전과 함께 간다! 게이트웨이 사업부

게이트웨이 사업부는 디지털 방송통신 구현에 필요한 하드웨어 및 소프트웨어 기술을 제공하고 있으며 이는 다시 셋탑박스, 게이트웨이, HGS(Home Gateway Server)로 나눌 수 있다.

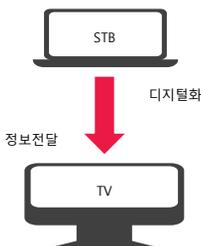
셋탑박스는 디지털 위성방송용 수신장치로 보통 영상신호를 디지털화하여 TV 디스플레이에 구현시키는 장치이다. 동사의 셋탑박스 사업은 유선과 무선이 융합된 커뮤니케이션 컨버전스 시장과 함께 성장해왔다.

게이트웨이란 셋탑박스에 통신기능이 추가된 형태로써 네트워크와 네트워크 간의 연결을 가능케 하는 기술을 일컫는다. 동사는 기존 셋탑박스 사업을 게이트웨이 사업으로 확장 및 발전시키며 기존 커뮤니케이션 컨버전스 시장에서 통신, 방송, IT가 융합된 방송통신 컨버전스 시장으로 새롭게 진출하였다.

#### 셋탑박스과 게이트웨이의 결합, Home Gateway Server

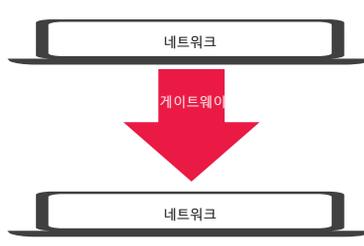
컨버전스 트렌드에 발맞춰 동사는 셋탑박스과 게이트웨이 개별 사업에서 나아가 두 사업의 통합을 통해 2014년 HGS 사업을 시작하였다. HGS란 가정 내의 모든 기기들을 연결해 이용할 수 있게 하며 컨버전스 홈의 기반이 되는 기술이다. HGS는 셋탑박스과 브로드밴드 게이트웨이 및 레지덴셜 게이트웨이의 집합체로서 궁극적인 방송통신 컨버전스를 지향한다.

[자료8] 셋탑박스



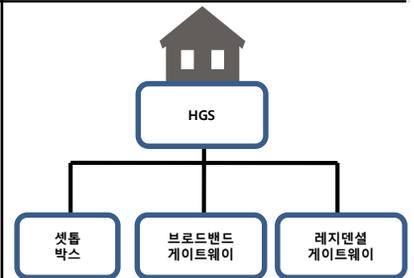
출처: 한국정보사회진흥원, 휴맥스, EIA

[자료9] 게이트웨이



출처: 한국정보사회진흥원, 휴맥스, EIA

[자료10] HGS



출처: 한국정보사회진흥원, 휴맥스, EIA

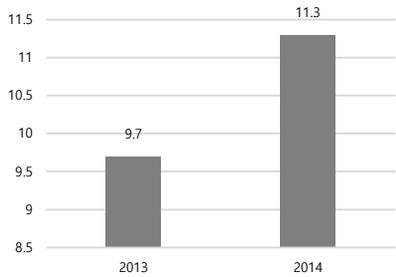
### 1.4 HGS(Home Gateway Server)의 성장

2014년 HGS 시장은 전년대비 16.49% 성장한 1,130만 달러를 기록하였다. 국내외 방송통신업자들이 CAPEX를 절감하기 위해 HGS 도입을 본격화했기 때문이다.

## 방송통신업자들의 CAPEX 절감을 위한 HGS 도입

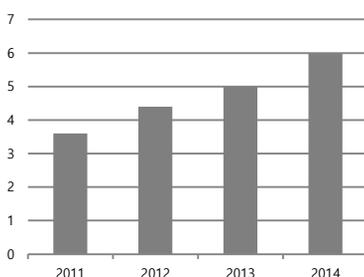
초고속인터넷, 전화, 방송을 한번에 제공하는 Triple Play Service(TPS)가 서비스 가입의 편의성, 요금 할인 등의 이유로 국내외 소비자에게 각광받고 있다. TPS의 확산에 따라 2014년 국내 결합 상품 가입자는 2011년 대비 66% 상승한 600만 명에 달한다. 방송통신업자가 결합 상품을 제공하기 위해서는 모뎀, 라우터, 셋탑박스 3가지 기기가 필요하다. 3가지 기기의 기능이 모두 내장된 HGS를 사용할 경우, 기기 구입 및 설치 비용의 감소로 CAPEX가 23% 절감된다.

[자료11] HGS 시장의 성장 (단위: 백만 달러)



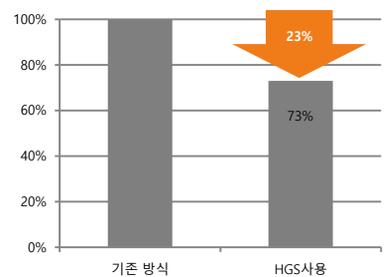
출처: Multimedia Research Group, EIA

[자료12] 결합 상품 가입자 수



출처: 방송통신정책연구원, EIA

[자료13] 기존 VS HGS 비용감소 효과



출처: 미디어미래연구소, EIA

## 브로드밴드 게이트웨이 : 인터넷 망 안정, 속도 향상 연평균 21.2% 성장

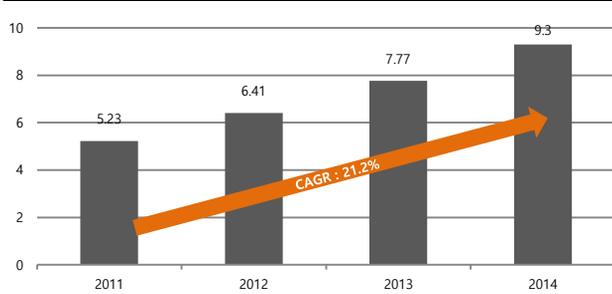
### 1.5 브로드밴드 게이트웨이와 레지던셜 게이트웨이

HGS 기술력의 핵심은 브로드밴드 게이트웨이와 레지던셜 게이트웨이이다. 브로드밴드 게이트웨이란 트래픽 관리를 통해 인터넷 망의 안정성과 속도를 향상시켜주는 기기이다. 인터넷 이용 가구가 증가하고, 인터넷 속도 개선에 대한 니즈가 확산됨에 따라 연평균 21.2%로 성장한 브로드밴드 게이트웨이 시장은 2014년 9조 3천억 원 규모를 달성하였다.

## 레지던셜 게이트웨이 : 인터넷+PC+TV 연결 가정용 기기

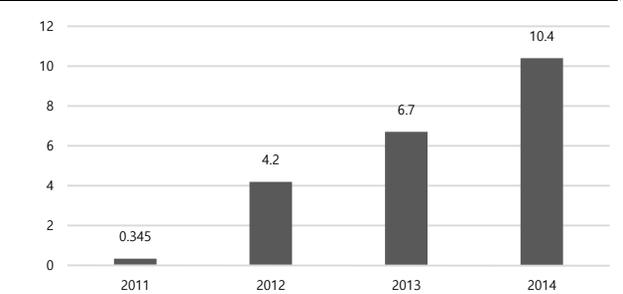
레지던셜 게이트웨이는 초고속인터넷, PC, TV 등을 연결하는 가정용 기기이다. 레지던셜 게이트웨이는 인터넷 TV 가입 가구 수가 증가함에 따라 2011년 34만대에서 2014년 1,040만대까지 증가하였다. HGS의 성장으로 인해 브로드밴드 게이트웨이와 레지던셜 게이트웨이의 성장이 지속될 것으로 보인다.

[자료14] 브로드밴드 게이트웨이 시장 규모 (단위: 조 원)



출처: 정보통신정책연구원, EIA

[자료15] 레지던셜 게이트웨이 시장 규모 (단위: 백 만대)



출처: HIS Isuppli(2012), EIA

## 방송통신 컨버전스를 넘어 산업간 컨버전스로

### 1.6 신 성장동력, 카 인포테인먼트를 통한 산업간 컨버전스 진출

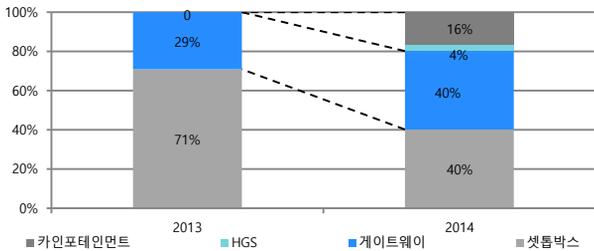
동사는 방송통신 컨버전스를 넘어 산업간 컨버전스에 진출하기 위해 카 인포테인먼트 사업부를 신설하였다. 카 인포테인먼트 사업부는 기존의 차량용 오디오, 네비게이션 하드웨어에 동사의 게이트웨이 기술을 접목한 제품 포트폴리오로 구성된다. 동사는 대우IS를 인수하여 자회사 휴맥스 오토모티브를 설립한 뒤, 본격적으로 카 인포테인먼트 스마트 통합 분야에 진출하였다.

## 다각화된 매출비중

### 1.7 휴맥스의 현황 및 포트폴리오

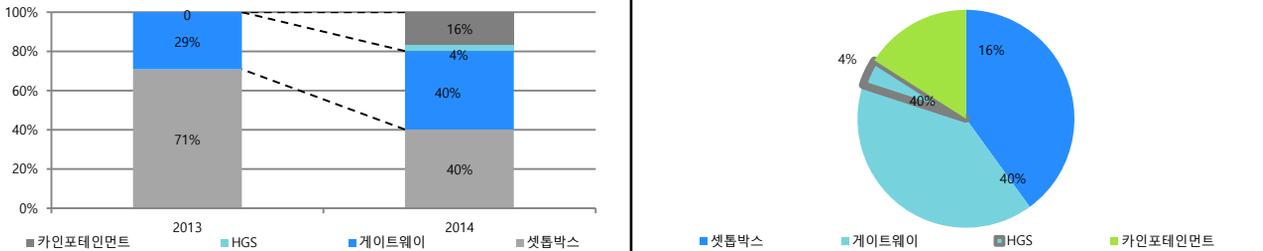
동사의 2014년 매출 비중은 게이트웨이 사업부의 확장 및 카 인포테인먼트 사업의 진출로 인해 2013년보다 세분화되었다. 2013년 동사의 매출액은 71%가 셋탑박스, 29%가 게이트웨이 사업이었으나 게이트사업의 확대로 2014년 셋탑박스의 비중은 40%로 감소하였고 게이트웨이 사업은 40%로 증가하였다. 또한 HGS 사업 진출과 휴맥스 오토모티브의 연결 효과로 인해 HGS 매출액이 전체의 4%, 카 인포테인먼트 사업이 16%를 차지하였다.

[자료16] 사업부별 매출 비중 변화



출처: 휴맥스, EIA

[자료17] 제품별 매출 비중 (2014)

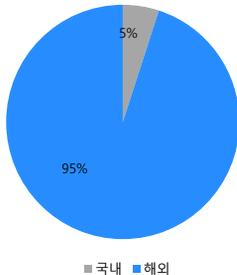


출처: 휴맥스, EIA

## 국내 셋탑박스에 부동의 강자

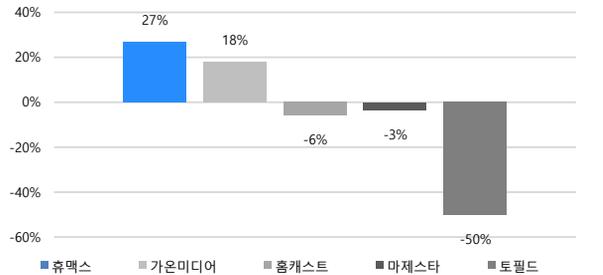
동사는 전체 매출액 중 수출 95%, 내수 5%인 수출중심기업이다. 동사는 내수 비중이 5%임에도 불구하고, 현재 국내 셋탑박스 시장에서 독보적인 지위를 지니고 있다. 이는 동사가 국내 시장점유율 1위일 뿐만 아니라, 동사의 매출액 성장률이 27%로써 국내 경쟁사 가운데 미디어, 홈캐스트의 매출액 성장률 18%, -6%를 상회하기 때문이다.

[자료18] 수출 내수 비중 (2014)



출처: 휴맥스, EIA

[자료19] 경쟁사 매출성장률 (2014 YoY)

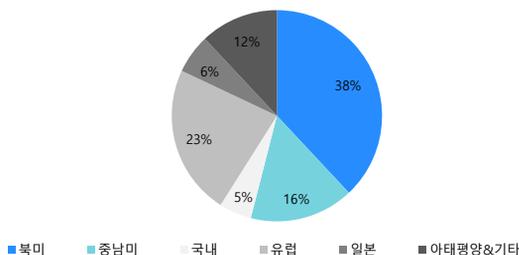


출처: 각 사 사업보고서, EIA

## 국내 1위에서 세계적 기업으로

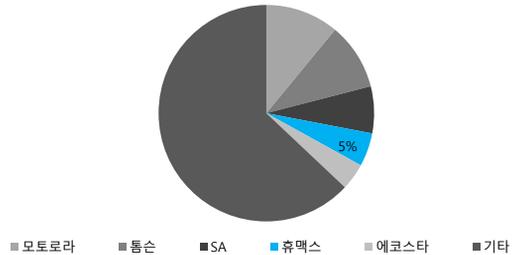
동사의 글로벌 셋탑박스 업체 중에서도 균형잡힌 국가별 매출 포트폴리오를 구축하고 있다. 2014년 동사는 국내 5%를 비롯 북미 38%, 중남미 16%, 유럽 23%과 일본 12%의 매출 구성을 기록하였다. 특히 동사의 주력시장 북미에서는 모토로라와 톰슨 등의 북미 자국 기업과의 경쟁에도 불구하고 시장점유율 4위를 달성하였다.

[자료20] 국가별 매출 실적 (2014)



출처: 휴맥스, EIA

[자료21] 북미 셋탑박스 시장 점유율 (2014)

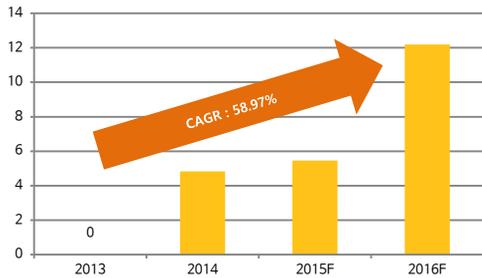


출처: 휴맥스, EIA

컨버전스 홈, 컨버전스 카를 통한 매출 증가 예상

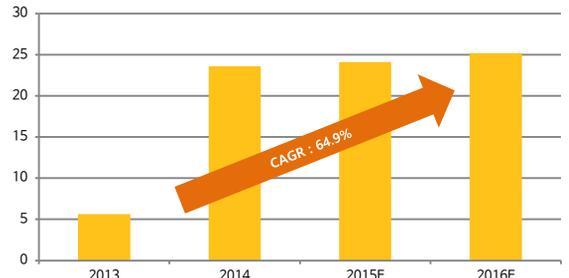
동사 게이트웨이 사업부의 HGS(Home Gateway Service)와 카인포테인먼트 사업부는 다가오는 컨버전스 시대의 수혜를 받아 각각 컨버전스 홈과 컨버전스 카를 실현할 것으로 판단된다. 이에 따라 각 사업부의 매출액은 2013년부터 2016년까지 CAGR 58.97%, 64.9%로 증가할 것으로 예상된다.

[자료22] 게이트웨이 HGS 매출추이 (단위: 백억 원)



출처: 휴맥스, EIA

[자료23] 카인포테인먼트 매출 추이 (단위: 백억 원)



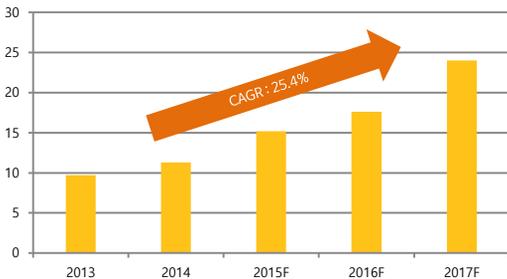
출처: 휴맥스, EIA

HGS시장의 성장, 게이트웨이 기술적 우위를 통한 수혜 예상

1. 컨버전스 홈의 종착역, HGS

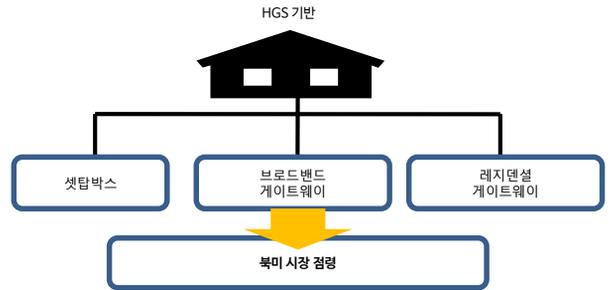
컨버전스 홈을 실현하는 HGS시장은 2013년 970만 달러에서 CAGR 25.4%로 성장하여 2017년 2400만 달러에 이를 것으로 전망된다. 동사는 HGS를 구성하는 브로드밴드 게이트웨이, 레이덴셜 게이트웨이의 기술적 강점을 바탕으로 북미 시장에서 수혜를 받을 것으로 예상된다.

[자료24] 세계 HGS 시장 전망 (단위: 백만 달러)



출처: Multimedia Research Group, EIA

[자료25] 컨버전스 홈 실현 과정



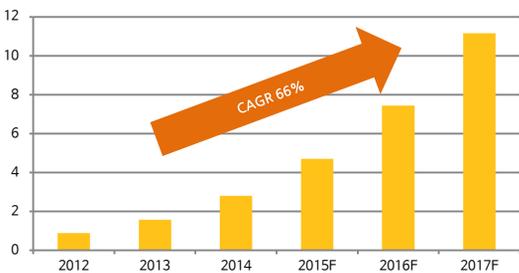
출처: EIA

국내외 트래픽 양 증가로 인한 데이터 부족 -> 브로드밴드 게이트웨이로 해결

1.1 브로드밴드 게이트웨이 기술력

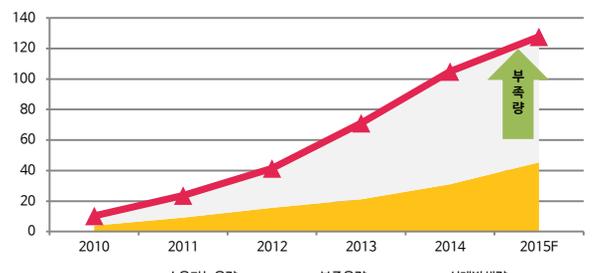
브로드밴드 게이트웨이 기술력이 필요한 이유는 국내외 트래픽 부족량이 심화되고 있기 때문이다. 전세계 데이터 트래픽 양은 2012년부터 2017년까지 CAGR 66%로 증가할 것이며 이에 따라 국내 무선 데이터 트래픽 양도 2010년 약 10 PB에서 CAGR 87%로 증가하여 2015년이 되면 약 127 PB가 될 것으로 예상된다. 하지만 수용 가능한 데이터 용량이 한정되어 있어 데이터 부족량은 2010년 약 6PB에서 2015년이 되면 82PB가 될 것으로 예상된다.

[자료26] 전세계 데이터 트래픽 양 (단위: 백만 TB/월)



출처: CISCO, EIA

[자료27] 국내 무선 데이터 트래픽 양 (단위: PB/월)



출처: KT, EIA

1.1.1 broadband 게이트웨이 기술력- 클라우드 AC, GIGA Wifi 컨트롤러

SKT납품 클라우드 AC, KT납품 GIGA Wifi 컨트롤러 확대 적용에 따른 수혜 예상

동사는 SKT와 KT에 각각 타사 대비 고품질 broadband 게이트웨이인 클라우드 AC, GIGA Wifi 컨트롤러를 납품한다. 클라우드 AC와 GIGA Wifi 컨트롤러는 각각 제주국제공항과 수원 경기장에서 시범 운영중이며 클라우드 AC는 SK와이벤즈 홈 구장과 서울역, GIGA Wifi 컨트롤러는 공공장소에 확대 적용할 예정으로 이에 따른 동사의 수혜가 예상된다.

클라우드 AC, 잉여 데이터를 통한 데이터 과부하, 끊김 방지

클라우드 AC 기술은 가상 서버를 활용하여 트래픽을 관리하는 기술을 의미한다. 클라우드 AC는 트래픽 밀집 지역에서 망에 과부하가 걸릴 경우 신호가 약한 순서대로 연결이 끊기는 것을 방지하기 위해 주변의 잉여 데이터로 가상 서버를 구축해 연결을 유지할 수 있다. 와이파이 사용중 장소를 옮길 때 나타나는 접속 끊김 현상을 최소화하는 패스트 핸드오버 기술이 적용되었기 때문이다.

클라우드 AC는 망을 신설하는 비용을 절감할 수 있기 때문에 공급자에게도 편리한 기술이다. 또한, 원격으로 관리가 가능하기 때문에 장애가 발생했을 때 출동해야 하는 부담도 덜 수 있다.

GIGA Wifi 컨트롤러, 6배빠른 GIGA Wifi에 연결

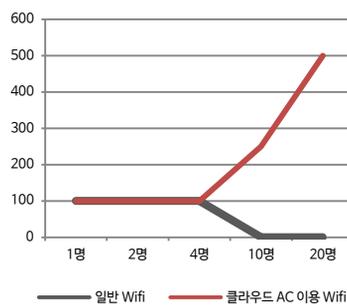
GIGA Wifi 컨트롤러는 와이파이 사용자에게 기존 와이파이에 비해 6배 빠른 1.3Gbps의 속도를 제공하는 GIGA Wifi 망을 연결해주는 맞춤형 장치이다.

[자료28] 클라우드 AC, GIGA Wifi 컨트롤러 사용처



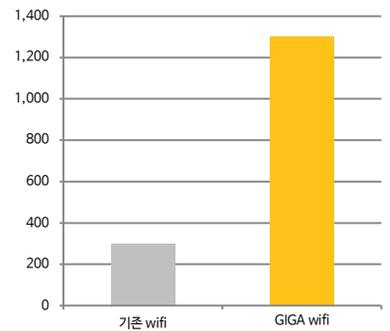
출처: SKT, KT, EIA

[자료29] SKT제공 클라우드 AC 사용가능 데이터 양 (단위: MB/s)



출처: 정보통신정책연구원, EIA

[자료30] KT GIGA Wifi 속도 비교 (단위: Mbps)



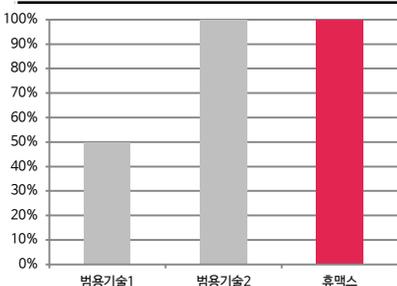
출처: KT, EIA

1.2 레지덴셜 게이트웨이 기술력

소비전력, 대기전력 낮은 레지덴셜 게이트웨이로 인한 수혜 예상

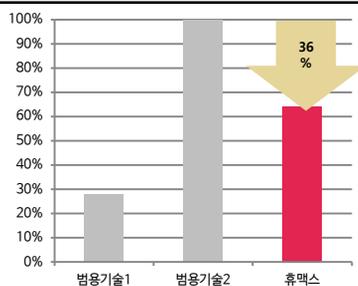
동사의 레지덴셜 게이트웨이는 기존 범용기술대비 최대한의 데이터를 36% 절약된 소비 전력으로 처리할 수 있다. 이는 기존 범용기술인 Cortex-A7, Cortex-A15와의 호환을 통해 유입된 데이터 양에 따라서 한 시스템이 가동되면 다른 시스템이 꺼지는 방식을 개발했기 때문이다. 또한 동사는 가동전력 대비 대기전력이 70%로 타사 평균 85%보다 낮아 경제적이다.

[자료31] 처리 가능한 데이터 양



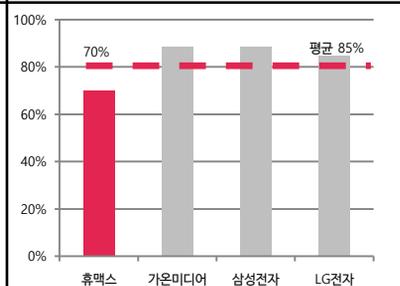
출처: 정보통신정책연구원, EIA

[자료32] 데이터 처리시 소비 전력 비교



출처: 정보통신정책연구원, EIA

[자료33] 가동전력 대비 대기전력 비교



출처: 한국전기연구원, EIA

복미 케이블, 위성 가입자 수 감소

HGS 도입 유인

- 1) 가입자 수 증가
- 2) ARPU 증가

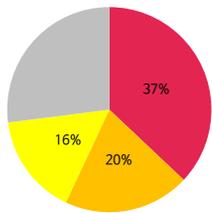
1.3 HGS 기술 통한 복미 진출

복미 방송통신업자들의 HGS 시장 진입이 본격화됨에 따라 케이블, 위성 방송 1위 업체에 HGS를 공급하는 동사의 수혜가 예상된다. 복미 방송업체는 크게 케이블 업체와 위성 업체로 나뉜다. 케이블 업체와 위성 업체 모두 가입자 이탈 현상을 겪었다. TV 방송을 모바일 등 다양한 디바이스에서 볼 수 있는 N-screen 니즈가 확산되고, 인터넷 TV 가입자가 증가하였기 때문이다. 2010년부터 2013년까지 케이블 시장 1위 업체인 Comcast의 가입자 수는 2011년부터 2013년까지 20만 명 이상 감소하였다.

Comcast는 가입자 유인을 위해 2013년부터 HGS를 활용한 N-screen 서비스인 Xfinity를 제공하였다. Xfinity 서비스 도입직후(13Q4) Comcast 가입자 수는 26분기 만에 5만 명 이상 증가하였으며 2015년, 240만 명의 가입자를 보유할 것으로 예상된다. 위성방송 1위 업체 Direct TV는 위성방송 시장의 축소 리스크를 헷지하고자 HGS를 활용한 N-screen 서비스 Genie를 제공하였다.

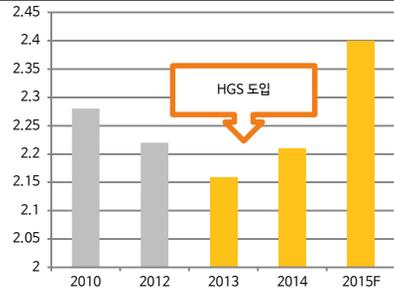
HGS를 도입할 경우 가입자 수 증가 뿐 아니라 ARPU가 기존 방송기기에 비해 10%이상 높기 때문에 방송업자들의 HGS 도입 및 비중 확대가 가속화될 것으로 보인다.

[자료34] 복미 케이블 방송 시장 점유율 (2014)



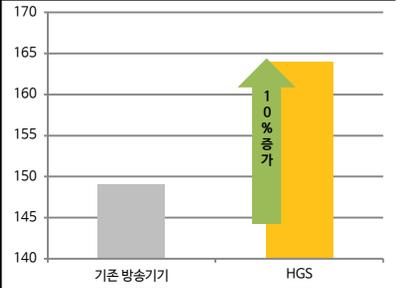
출처: North Broadcast Associatoin, EIA

[자료35] Comcast 가입자 수 추이 (단위: 백만 명)



출처: 방송통신정책연구원, EIA

[자료36] ARPU 비교 (단위: 달러)



출처: 미디어미래연구소, EIA

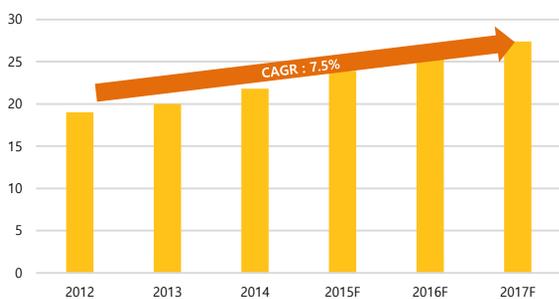
카 인포테인먼트 사업을 통해 산업 간 컨버전스로 뛰어든다!

2. 사업확장, 컨버전스 카로 한 단계 진화

2.1 컨버전스 카의 성장세에 주목하라

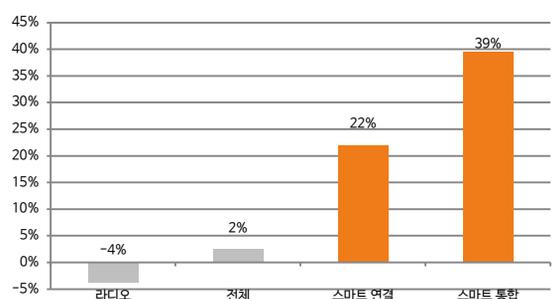
동사는 산업 간 컨버전스를 실현하기 위해 자동차 산업으로 사업을 다각화하였다. 사물 인터넷 시장의 성장과 차량 전장화 추세와 함께 세계 컨버전스 카 시장은 2012년 1,900억 달러에서 2014년 2,180억 달러까지 성장하였으며 2017년까지 CAGR 7.5%로 2,740억 달러 수준의 양적 성장이 전망된다. 특히, IoT 트렌드가 빠르게 진행됨에 따라 스마트 연결, 통합 전장 제품은 각각 CAGR 21.99%, 39.48%의 폭발적 성장이 전망된다. 이는 전체 차량용 전장 제품의 CAGR 2.5%의 성장세를 크게 상회하는 수준으로 스마트 통합 전장 제품에 주력하는 동사의 수혜가 예상된다.

[자료37] 컨버전스 카 시장 전망 (단위: 백억 달러)



출처: 한국자동차산업연구소, EIA

[자료38] 카 인포테인먼트 전장 제품별 CAGR 비교



출처: 한국자동차산업연구소, 휴맥스, EIA

카 임베디드 소프트웨어 시장의 중심; 카플레이와 미러링크

신 성장동력, 스마트 통합 전장 사업에서 찾다

2.2 휴맥스, 게이트웨이 기술로 사물간 호환성 극대화

차량용 전장 제품이 외부 네트워크에 접속하고 다양한 차내 기기들과 연동하기 위해서는 임베디드 소프트웨어가 필요하다. 임베디드 소프트웨어란 특정 목적의 수행을 위해 하드웨어에 소프트웨어를 내장하여 최적화시킨 시스템이다. 그 중에서도 카 임베디드 소프트웨어 시장은 현재 애플 제품을 연동시키는 카플레이와 그 외 제품들을 연동시키는 미러링크의 과점형태이다. 이 시장은 2018년까지 미러링크가 54%, 카플레이가 40%를 점유할 것으로 전망된다.

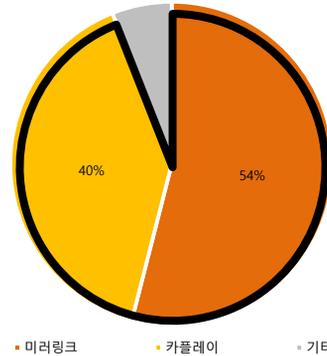
동사의 강점은 기존 동사가 보유한 게이트웨이 기술을 기반으로 와이파이와 기타 플랫폼 외에도 미러링크와 카플레이 모두 호환이 가능하다는 점이다. 시장의 94%에 해당하는 미러링크와 카플레이의 호환을 통해 동사의 카 인포테인먼트 사업부의 매출은 2013년 562억 원에서 2014년 2,370억 원으로 불과 1년 만에 322% 성장하였다. 이는 2013년 총 매출 비중 5%에서 2014년 16%까지 늘어난 것으로 이로 인해 향후 카 인포테인먼트 사업부가 동사의 신 성장동력이 될 것으로 예상된다.

[자료39] 휴맥스 호환 가능 플랫폼



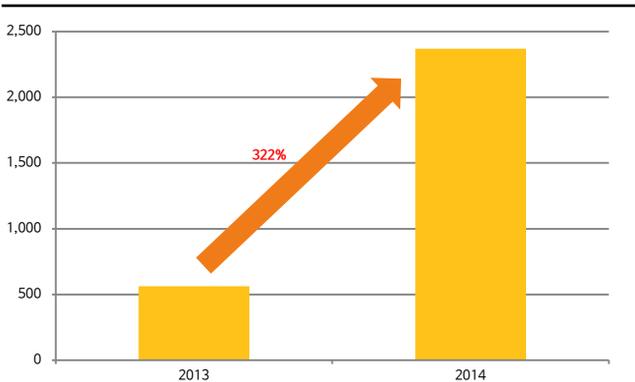
출처: 휴맥스, EIA

[자료40] 미러링크 & 카플레이 M/S(2018F)



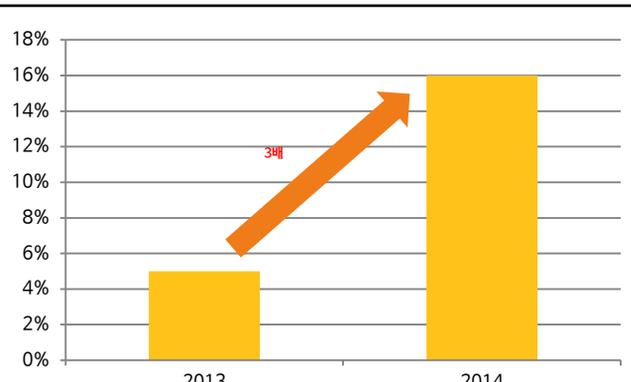
출처: Apple, EIA

[자료41] 컨버전스 카 사업부 매출액 추이



출처: 휴맥스, EIA

[자료42] 카 인포테인먼트 사업부 매출 비중



출처: 휴맥스, EIA

## 성숙기에 접어든 세계 셋탑박스 시장

세계 셋탑박스 시장은 현재 성숙기의 시장이라 할 수 있다. 세계 방송통신 환경이 선진국을 중심으로 대부분 아날로그 방송에서 디지털 방송으로 전환되었기 때문이다. 2009년 미국과 덴마크에서 디지털 전환이 완료되었고 뒤이어 2011년에 일본과 캐나다, 그리스, 2012년에는 한국과 영국에서 디지털 전환이 완료되었다. 세계 셋탑박스 규모는 세계의 디지털 전환에 따라 2009년 137백만 대에서 2012년 238백만 대로 증가하였다. 하지만 선진국들의 디지털 전환이 완료되자 세계 셋탑박스 규모 증가세가 둔화되어 2015년에는 278백만 대로 전망된다.

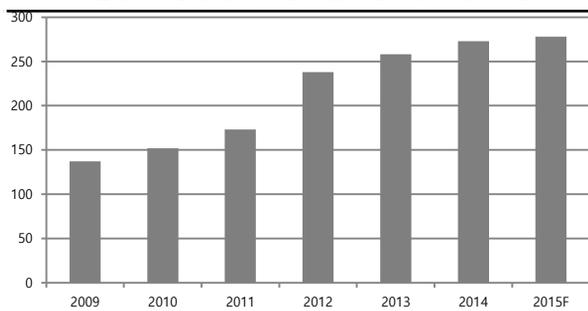
[자료43] 세계 디지털화 현황



중남미 셋탑박스 시장의 교체수요 확보

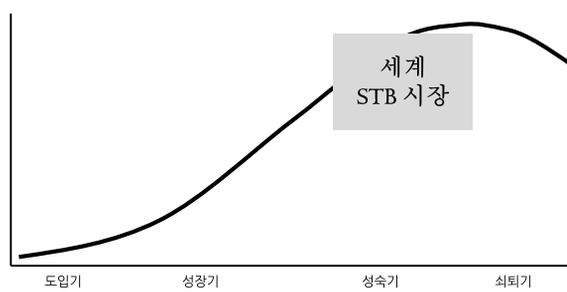
출처 EIA

[자료44] 세계 셋탑박스 규모 (단위: 백만 대)



출처: 한국방송통신전파진흥원, EIA

[자료45] 세계 셋탑박스 시장 PLC



출처: 방송통신위원회, EIA

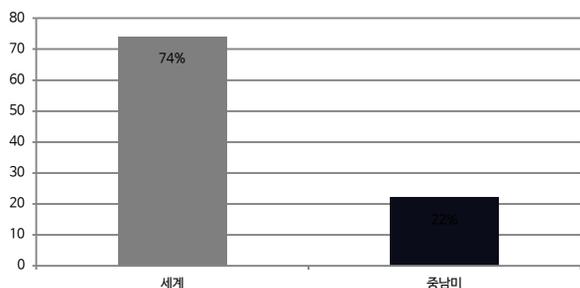
## 폭발적 성장이 예상되는 중남미 셋탑박스 시장

### 1. 중남미 시장으로의 진출

#### 1.1 셋탑박스 시장의 떠오르는 별, 중남미

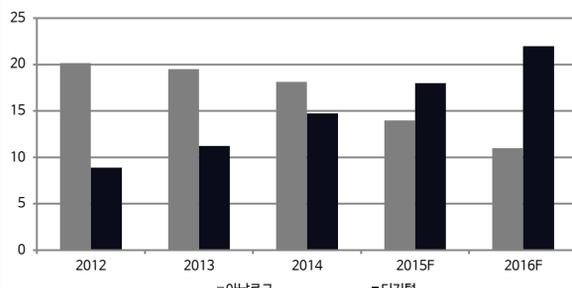
선진 시장과 달리 중남미 시장은 2013년에 본격적인 디지털화가 시작됨에 따라 셋탑박스 시장의 성장여력이 충분하다고 할 수 있다. 현재 중남미 디지털 전환 비중은 세계 디지털 전환 비중 평균의 3분의 1수준인 22%에 불과하다. 국가 주도의 디지털화로 인하여 중남미의 방송통신환경 시장에서 아날로그 방송 이용 가구수는 2012년 약 2억 가구에서 2016년 1.1억 가구로 줄어들 전망이다. 이에 반해 디지털 방송이용 가구수는 2016년 2.2억 가구로 늘어날 전망으로 교체수요의 발생이 예상된다. 이에 따라 세계 셋탑박스 시장의 성장을 둔화에도 불구하고 중남미 셋탑박스 시장은 CAGR 18.9%로 성장할 전망으로 이로 인한 동사의 수혜가 예상된다.

[자료46] 중남미 방송 디지털 전환 가구 비율 (2014)



출처: 한국콘텐츠진흥원, EIA

[자료47] 중남미 아날로그, 디지털 방송 이용 가구 수 (단위: 백만 가구)



출처: 미래창조과학부, EIA

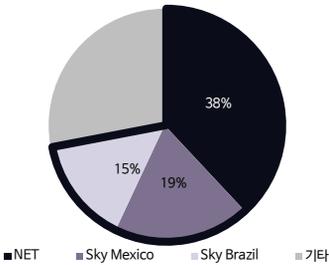
중남미 시장을 개척하다!

2년만에 전체 시장의 72% 고객사 확보

1.2 중남미 시장으로의 진출

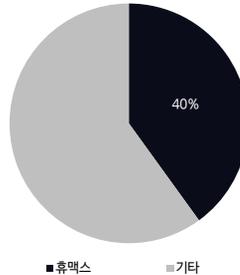
동사는 2013년 처음 중남미 시장에 진입하여 2년 만에 중남미 유료방송 전체 시장의 72%에 해당하는 고객사를 확보하였다. 동사는 중남미 방송시장 점유율 1위인 NET와 대형 방송 업체 방송업체 SKT BRAZIL, SKY MEXICO에 셋탑박스를 납품한다. 동사는 NET의 셋탑박스 납품 처 중 40%, SKY BRAZIL의 셋탑박스 납품 처 중 30%를 차지한다. 이에 따라 동사의 중남미 매출은 비중은 1년 만에 11%에서 16%로 성장하였고 이에 따라 중남미 방송 시장의 성장과 함께 동사의 지속적인 수혜가 예상된다.

[자료48] 중남미 디지털방송 시장 점유율 (2014)



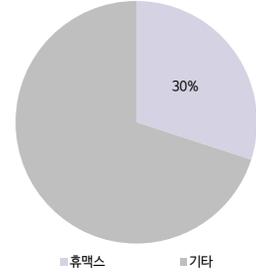
출처 : NET, EIA

[자료49] NET 셋탑박스 납품처 비중



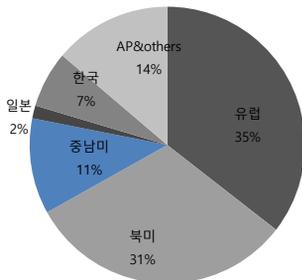
출처 : NET, EIA

[자료50] Sky Brazil 셋탑박스 납품처 비중



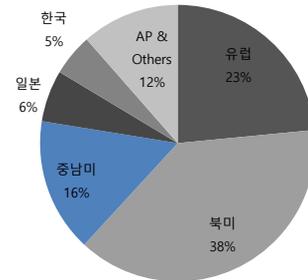
출처 : Sky Brazil, EIA

[자료51] 국내 매출 중남미 비중 (2013)



출처 : 휴맥스, EIA

[자료52] 국내 매출 중남미 비중 (2014)



출처 : 휴맥스, EIA

셋탑박스 시장의 고사양화 추세

2. 멈추지 않는 발전, Ultra HD 셋탑박스

2.1 셋탑박스 시장의 성숙기에 따른 타개책

셋탑박스 시장은 이미 성숙기의 시장으로 고 사양화의 추세가 지속되고 있다. 디지털 방송으로의 전환 이후에도 보다 좋은 성능에 대한 소비자들의 니즈에 따라 셋탑박스의 진화도 계속되고 있다. 이에 따라 동사는 올해 Full HD를 넘어서는 Ultra HD 셋탑박스를 개발 및 출시하였다. 이러한 신제품 출시로 인해 셋탑박스 시장의 고사양화 추세에 대한 동사의 수혜가 예상된다.

Ultra HD 셋탑박스의 질적경쟁력 확보

동사의 신제품 Ultra HD 셋탑박스는 매년 매출액의 5% 이상을 연구개발비에 투자해온 결과다. 이는 세계 최초의 Ultra HD 셋탑박스로서 미국 케이블 방송 통신 협회(NCTA)에서 주최한 '2014 the cable show'에 전시되었다. 이로 인해 셋탑박스 시장에서 동사가 질적 경쟁력을 확보했다고 판단된다.

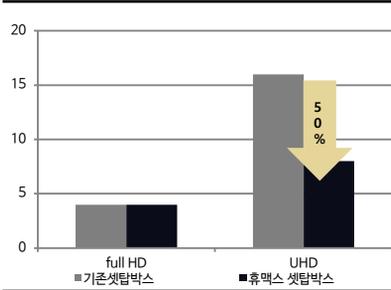
경쟁력1. 속도 개선  
- 화질 개선 시 파일 속도 및 스트리밍 속도

동사의 Ultra HD 셋탑박스는 기존의 셋탑박스보다 동영상 압축률을 50% 향상시켜 화질 개선 시 필요한 파일 속도를 절반으로 개선하였다. 이로 인해 프레임 전달 속도, 즉 스트리밍 속도 또한 두 배 이상 빨라져 화질 끊김이 개선되었다. 이러한 속도 관련 품질 개선으로 동사 제품의 경쟁력 확보가 전망된다.

해상도 측면에서도 동사의 Ultra HD 셋탑박스는 우수한 품질을 지니고 있다. 기존 셋탑박스의 해상도는 1920×1080 로 2073600px(픽셀)인데 비해 동사의 Ultra HD 셋탑박스의 해상도는 3840×2160로 8294400px로 같은 크기의 화면에서의 4배 더 좋은 화질을 의미한다. 이러한 화질 측면의 품질 경쟁력 확보로 인한 동사의 수혜가 전망된다.

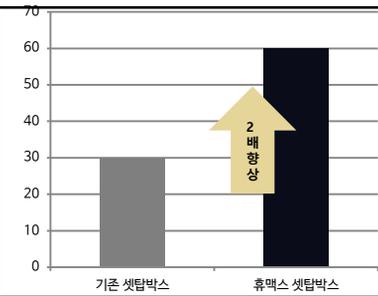
동사는 Ultra HD 셋탑박스 외에도 2014년 북미 방송업체 타임워너케이블과 함께 RDK 기반 셋탑박스를 개발하였다. RDK기반 셋탑박스는 TV기종과 상관없이 호환된다. 이러한 범용성의 확대에 의한 동사의 셋탑박스 사업의 성장이 판단된다.

[자료53] 화질 개선 시 필요한 동영상 파일 속도 비교 (단위: Mbps)



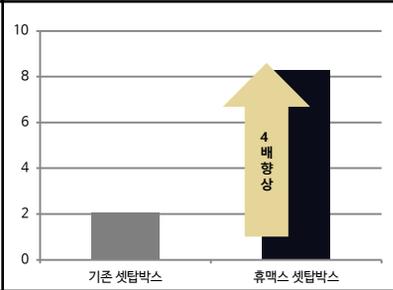
출처: 휴맥스, EIA

[자료54] 스트리밍 속도 (단위: frame/sec)



출처: 휴맥스, EIA

[자료55] 화질 (단위: 픽셀 백 만개)



출처: 휴맥스, EIA

Ultra HD 셋탑박스 고객사 확보

국내 : KT, SKT

해외 : Comcast

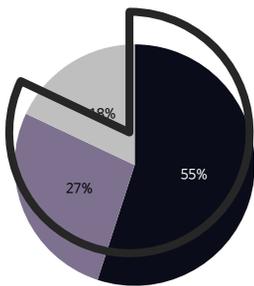
국내 방송통신환경 시장은 현재 KT, SKT, LG U+로 삼분된 과점 시장이다. 동사는 KT와 SKT에 Ultra HD 셋탑박스 납품을 시작하여 국내에 82%의 고객사를 확보하였다.

국내 시장 외 북미 시장 또한 기존의 셋탑박스 보다 더 고성능화된 셋탑박스에 대한 교체 수요가 발생하고 있다. 이에 따라 동사는 북미 케이블 방송 시장의 37%를 차지하는 Comcast와 추가적으로 Ultra HD 셋탑박스 납품 계약을 체결하였으며 이로 인한 동사의 수혜가 전망된다.

Ultra HD TV 시장 성장에 따른 수혜

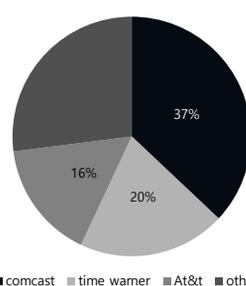
Ultra HD TV시장 규모는 2013년 약 33억 달러 CAGR 80.6%으로 성장하여 2017년에는 약 351억 달러로 증가할 전망이다. 동사의 차별화된 기술력을 바탕으로 Ultra HD TV 시장이 성장함에 따라 동사는 수혜가 예상된다.

[자료56] 국내 Ultra HD 셋탑박스 판매자 점유율 (2014)



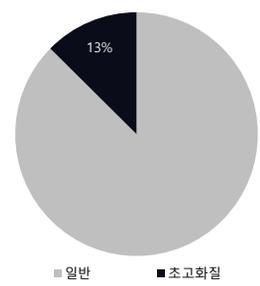
출처: 한국방송통신전파진흥원, EIA

[자료57] 해외 Ultra HD 셋탑박스 판매자 점유율 (2014)



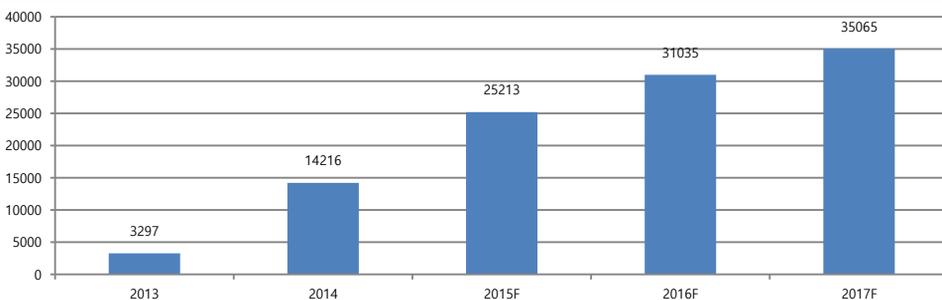
출처: National Cable&Telecommunications Association, EIA

[자료58] 초고화질 TV 시장 전망 (2016)



출처: National Cable&Telecommunications Association, EIA

[자료59] 세계 초고화질 TV 시장 전망 (단위: 백만 달러)



출처: 미래창조과학부, EIA

절대가치평가 RIM  
상대가치평가 PER 사용

절대가치평가인 RIM을 55%, 상대가치평가인 PER를 45% 적용하여 현재주가 (05/12) 17,300원 대비 **66.35%의 상승여력**이 있는 것으로 판단, **목표주가 28,800원**, 투자 의견 **BUY**를 제시한다.

RIM 55%  
PER 45% 가중평균 적용

동사와 유사하게 모든 컨버전스 사업을 영위하는 기업이 없어 보수적인 절대가치평가 Valuation Model인 RIM Method를 사용하였다. 빠르게 성장하는 컨버전스 사업의 성장세를 반영하기 위해 PER Method를 함께 사용하였다. 보수적 추정을 위해 상승여력이 낮게 추정된 RIM Method에 55%의 가중을 두었다. 동사의 신제품 출시와 기술 상용화를 통한 성장성을 고려하여 18개월 Forward로 추정하였다.

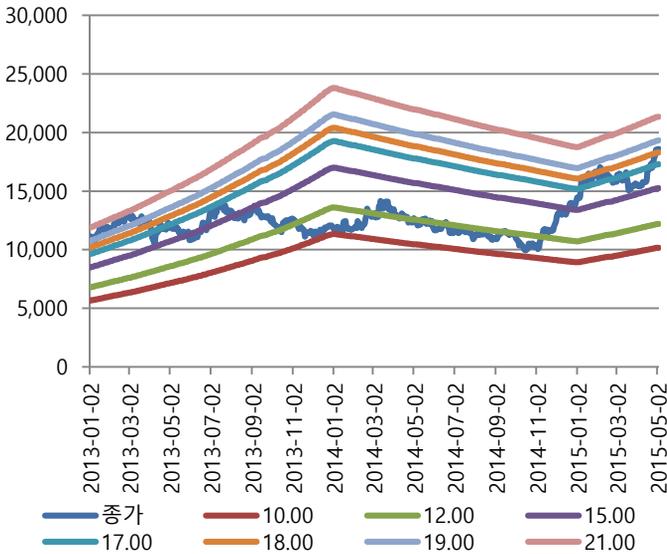
**1.1 RIM Method**

기업가치 산정을 위해 Risk free Rate으로 3년 만기 국고채 수익률 1.89%, Risk Premium으로 8%, 베타 0.43을 가정하여 COE 5.34%를 산출하였다. 동사의 할인율(WACC)은 16.22%로 산출하였으며 영구성장률은 1%로 가정하였다. 따라서 RIM에 의해 상승여력 65%, 목표주가 28,500원을 도출하였다.

Risk Free Rate	1.89%	잔여이익의 PV 합	1,112억 원
Risk Premium	8%	최초자기자본	4,540억 원
Beta	0.43055	2021년 이후 영구가치	1,153억 원
COE(Cost of Equity)	5.34%	기업가치	6,806억 원
WACC(할인율)	16.22%	목표주가	28,500원
영구성장률	1%	현재주가	17,300원

(단위: 억 원)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
당기순이익(A)	304	360	574	847	997	1,096	1,148
자기자본(B)	5,178	5,955	6,557	7,256	8,346	10,013	12,185
ROE(A/B)	5.87%	6.05%	8.75%	11.67%	11.95%	10.95%	9.42%
잔여이익	27.8	42.3	224.2	459.9	551.8	561.9	498.0
할인율	1.162	1.351	1.570	1.824	2.120	2.464	2.864
잔여이익 현재가치	23.9	31.3	142.8	252.1	260.2	228.0	173.9

**PER band (단위: 원)**



출처: 휴맥스, EIA

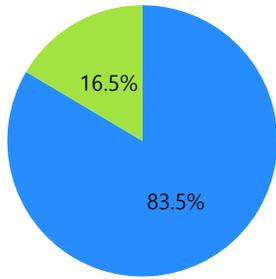
**1.2 PER Method**

목표주가 산정을 위해 추정 EPS 1451.95원, Target PER 20.1배를 산출하였다. 따라서 PER에 의해 상승여력 68%, 목표주가 29,100원을 도출하였다.

자회사 인수를 통한 사업부의 양분으로 사업부에 따라 각각 Peer Group을 선정하여 PER Valuation 추정하였다. 동사의 게이트웨이, 카 인포테인먼트 사업부는 속한 시장과 사업 구조에서 명확한 차이를 보인다. 사업부의 비중과 각 경쟁사의 시가총액, 사업의 유사도 및 경쟁강도에 따라 가중치를 두었다.

국내 셋톱박스 2위 업체인 가온미디어와 북미 셋탑박스 2위 업체인 톰슨을 게이트웨이 사업부의 Peer Group으로 선정하였다. 북미 셋톱박스 1위 업체는 모토로라였으나 최근 셋톱박스 사업을 철수하여 제외하였다. 전장화 호환 플랫폼 업체인 MDS테크놀로지, 국내 1위 AVN업체 킵웨어, 카 컨버전스 사업 수혜주 제이씨현시스템을 카 인포테인먼트 사업부의 Peer Group으로 선정하였다. MDS테크놀로지는 국내 회사 중 미러링 등 임베디드 소프트웨어 사업을 영위하여 동사의 스마트 사업과 연계성이 크다고 판단하여 0.5의 가중치를 주었다. 제이씨현시스템은 시총은 작으나 폭스바겐 등 수입차회사에 AVN을 공급함으로써 선정하였다.

## Target PER 산출과정



■ gateway 사업부 ■ car infotainment 사업부

PEER	PER	시가총액	가중치
가온미디어	11.06	1460억	25%
투스	17.05	3212억	75%

PEER	PER	시가총액	가중치
MDS테크놀로지	18.14	1842억	50%
팅크웨어	89.92	855억	35%
제이씨현시스템	24.87	541억	15%

출처: 휴맥스, EIA

## 매출액 추정

## 게이트웨이 사업부

## 북미시장

1. 북미 방송통신업자들의 공격적 HGS 전환을 통한 동사 수혜 프리미엄 15%
2. 북미 HGS 시장 성장 & 북미 최대 방송업체 3곳 납품 프리미엄 10%

## 중남미시장

1. 중남미 셋톱박스 시장 CAGR 25% 성장 & 디지털 전환율 22% 프리미엄 10%
2. 동사의 중남미 시장 공급비중 시장 전체 25% 프리미엄 15%  
공급비중 25% =  $(net0.38*0.4+skymexico0.19*0.3+skybrazil0.15*0.3)$
3. 디지털 전환 기간 증가 가능성 반영 보수적 추정 위해 5%디스카운트

## 한국시장

1. Ultra HD 셋톱박스 최초 개발 및 상용화 (초고화질 시장 2016년까지 12.6%성장) 성장률 반영 각각 프리미엄 2015년 5%, 2016년 8%, 2017년 10%
2. 경쟁사 초고화질 셋톱박스 납품 시작 가능성 디스카운트 5%
3. SKT, KT 브로드밴드 게이트웨이 납품 & LG U+ 추가 납품 계획 프리미엄 10% (SKT,KT 브로드밴드 사업부 평균 성장률 35.5%(46%,25%))
4. GIGA Wifi 컨트롤러(독점기술) 개발 및 시범 운용 (상용화 직전) 프리미엄 10%

## 기타

1. 일본 게이트웨이 산업의 성장 및 동사 점유율 1위
2. 유럽 및 기타지역 HGS사업 진입
3. 아시아태평양 셋톱박스 수요증가  
프리미엄 10%

## 카 인포테인먼트 사업부

1. 스마트카 산업의 성장 프리미엄 10%  
스마트카 산업 중 진출분야 한정적 디스카운트5%
2. 스마트 연결 산업 중 94%(카플레이 & 미러링크 호환 가능 플랫폼) 진출 가능한 가운데  
스마트 연결 시장 CAGR 22% 성장 프리미엄 10%
3. 대우IS 인수를 통한 기술력 향상 및 유통망 확보 프리미엄 5%

포괄손익계산서 (단위: 억 원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	1,024	1,139	1,443	1,726	2,074
매출원가	790	892	1,246	1,375	1,649
매출 총이익	234	246	297	350	425
판매비	128	133	175	216	260
연구 개발비	49	51	59	51	62
영업이익	30	30	33	48	64
영업 이익률	3.0%	2.7%	2.3%	2.8%	3.1%
영업외 수익	57	50	61	61	61
영업외 비용	71	51	65	71	80
법인세 비용	3	2	9	7	9
당기 순이익	12	25	20	30	36
발행 주식 수	23,911,798				
EPS	565.14	1,134.40	892.83	1,329	1,575.34

재무상태표 (단위: 억 원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
자산 총계	717	834	943	1,041	1,156
유동자산	553	637	734	815	902
현금/현금성자산	84	88	94	108	124
매출/기타채권	293	276	370	407	448
비유동자산	163	197	208	226	254
무형자산	7	50	53	57	60
유형자산	67	99	104	114	137
부채 총계	313	395	489	523	561
유동부채	281	358	450	484	520
매입 채무및 기타채무	164	223	282	310	341
기타 유동부채	10	7	13	13	13
비유동부채	31	37	38	39	40
자본총계	403	439	454	517	595
자본금	11	11	11	11	11
이익잉여금	75	97	115	145	207

현금흐름표 (단위: 억 원)

	2012/12	2013/12	2014/12
영업활동 CF	68	474	-25
당기순손익	137	260	204
재고자산	136	217	237
감가상각비	3,847	5,294	2,900
투자활동 CF	153	-209	-100
투자부동산	54,534	39,050	39,334
유형자산 취득	30	140	190
금융자산 증감	-560	10	-260
재무활동CF	-84	-196	186
당기순손익	9	111	76
기초현금 & 현금성자산	818	746	862
기말현금 & 현금성자산	746	862	943

Ratio

	2012	2013	2014	2015F	2016F
ROE	3.4	6.4	4.9	9.6	11.6
ROA	2.0	3.4	2.3	4.4	5.3
유동비율	196.5	177.9	162.4	167.4	171.4
순차입금 비율	-1.3	-0.9	11.6	10.8	-8.0
부채비율	77.6	90.1	107.8	104.5	104.7
유보율	3,507.7	3,667.4	3,800.4	-	-
영업이익률	3.0	2.7	2.3	3.8	4.1
순이익 증가율	-60.6	89.2	19.6	30.9	29.9
매출액 증가율	3.4	11.2	28.4	13.5	7.5
지배주주 순이익률	1.3	2.3	1.5	2.7	3.1

2015 5.12 TUE

SRS KEYSS Research Team

김성중 kst1391@naver.com

권용일 chrisyik9795@gmail.com

김지은 Kju1427@naver.com

배은성 b620towardu@naver.com

이서영 Seoyoung.lee34@gmail.com

## 파라텍 (033540)

### 소방업체의 절대강자

# BUY

투자의견 **BUY**

목표주가 **8,260**[원]

#### Trading Data

시가총액	607억 원
발행주식수	11,120,000
액면가	500원
52주 최고	6,810
52주 최저	3,480
외국인 지분율	1.38%

#### 주요 주주 현황

(주)베이스HD	48.44%
삼한까무	5.16%
심대민	7.64%
국민연금	6.88%

#### B/S, Earning data

매출액	1,320억 원
영업이익	70.3억 원
당기 순이익	55.6억 원
영업이익률	5.3%

목표주가

8,260 원

상승여력

51 %

#### ▶ 투자의견 'Buy', 목표주가 8,260 원 제시

RIM Valuation으로 산출된 파라텍(이하 동사)의 목표주가는 8,260 원으로 5월 12일 종가 5,460원 대비 상승여력 51%를 제시한다. 동사는 2015년 매출액 1643억 원 (YoY+24.4%), 영업이익 약 107억 원 (YoY+52.8%)으로 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망되며, 이에 따라 투자의견 BUY를 제시한다.

#### ▶ 건설경기 회복 그리고 정부법안의 강화로 스프링클러 매출 증가 예상

동사의 제품 매출액은 2014년 622억 원 대비 36% 상승한 848억 원을 기록할 것으로 전망된다. 소방관련 제품은 주택경기 활성화로 인한 신규수요 증가와, 기존 II층->6층으로 스프링클러 의무설치 규제가 강화되면서 급격히 성장하고 있다. 동사는 규모의 경제를 통한 가격경쟁력과, 관련기업 중 가장 다양한 제품 라인업을 바탕으로 꾸준히 매출이 증가. 성장하는 시장의 수혜를 가장 크게 받을 것으로 기대된다.

#### ▶ 클린룸 수요확대로 인한 소방시공 수주의 확대의 수혜자

전방산업의 설비투자 증가로 인해 클린룸 소방시공에 대한 수요가 늘어날 전망이다. 동사는 시공과 설비를 동시에 할 수 국내 유일의 기업이다. 동시에 FM인증을 받은 클린룸용 스프링클러를 독점적으로 생산할 수 있는 기업이기 때문에 성장하는 시장의 수혜를 가장 크게 받을 것 이라고 예상되며 이에 따라 금년 시공 매출액 이 2014년 대비 14% 성장 한 795억을 기록할 것으로 전망된다.

#### ▶ CPVC 재생산 및 수요증가에 따른 영업이익률 개선

작년에 생산중단 되었던 CPVC 판매가 재개되고, 전방산업의 성장에 따라 올해 CPVC 매출액은 전년대비 138% 증가한 143억이 될 것으로 보인다. 또한, 마진율이 높은 CPVC 매출이 증가함에 따라 동사의 영업이익률은 전년 대비 1.1%p 증가한 6.4%가 되어 동사의 올해 영업이익은 33억 증가할 것으로 예상된다.

결산기말	매출액 (억 원)	영업이익 (억 원)	순이익 (억 원)	영업이익률 (%)	PER (배)	PBR (배)
2012	914	8	6	0.84	78.15	0.47
2013	1087	60	46	5.56	7.60	0.49
2014	1320	70	56	5.32	9.34	0.67
2015E	1643	107	82	6.51	11.2	0.79

# I. Industry Analysis

정책변화 + 전방 산업 성장  
⇒ 소방 산업↑

소방 산업의 매출규모는 2012년 대비 2013년 16% 성장했고 1) 정책적인 변화에 따른 수요 증가와 2) 전방 산업의 성장에 따라 올해 대폭 성장할 것으로 보인다. 소방 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 소방 공사업인데 이는 소방 산업 매출규모의 55.3%를 차지하고 있다. 소방 공사업은 소화전, 스프링클러를 설치하는 소방 시설 공사 등을 포함하고 이는 안전관련 정부기관의 정책변화와 반도체 라인 증설 등의 전방 산업의 규모에 크게 영향을 받는다.

## I. 정부정책 변화에 따른 수요 변화

안전관리 규정 강화  
⇒ 소방산업 수요 증가

소방 산업은 안전관련 정책이 변화함에 따라 수요가 크게 영향을 받는다. 세월호사건, 고양 종합터미널 화재를 거치면서 안전관리에 대해 국가가 개입해야 한다는 인식이 증가되었고, 이에 국가 행정 기관은 안전관리에 대한 규정을 강화시켜 나가고 있어 소방 산업의 성장이 기대된다.

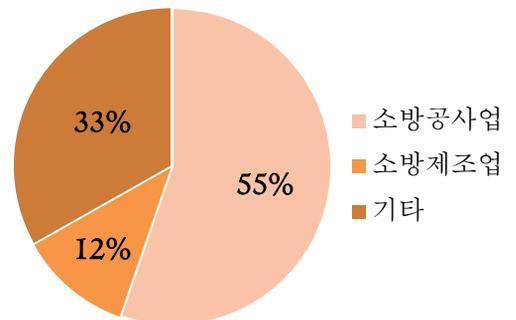
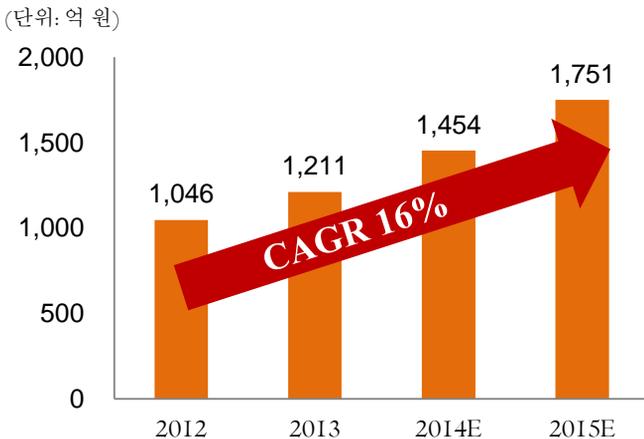
대표적인 예로는 2014년 5월 28일 발생한 전남 장성군 요양병원 화재 참사를 계기로 보건복지부가 '요양병원 안전관리 방안'을 발표한 것이다. 이는 요양병원의 면적에 상관없이 모든 병원에 스프링클러를 반드시 설치해야 한다는 내용이 중점적으로 담긴 법안인데, 이에 따라 스프링클러의 수요가 증가해 소방산업의 성장에 기여할 수 있을 것이다.

화재 사건들로 인해  
스프링클러 설치 기준 강화  
⇒ 스프링클러 수요가 특히 증가

이와 같이 최근에 개정되는 소방법은 스프링클러 설치 기준 강화의 내용이 두드러진다. 올해 개정된 공장·창고시설 스프링클러 설치기준 50% 강화의 내용과 밀폐 영업장 간이스프링클러 의무화에 대한 내용을 포함하고 있어 스프링클러에 대한 수요가 크게 늘 것으로 기대된다. 또한 서울시에서는 새로 건축되는 6층 이상 건물에 스프링클러를 의무적으로 설치하고 모든 층에 비가연성 재료로 시공해야 한다는 법안을 올해부터 새롭게 발의하였으며 전국적으로 시행하는 방안을 추진 중이다. 게다가 대형 화재 사고 발생 시마다 소방 관련 법안은 재개정 되어 왔고, 선진국일수록 이와 관련된 규정이 엄격한 것을 볼 때 소방법은 더욱더 엄격히 적용될 가능성이 농후하여 소방산업이 성장할 가능성이 매우 높다.

자료1. 소방산업 규모 추이

자료2. 소방산업 업종별 매출구조(2014년)



출처: 소방산업정보시스템

출처: 소방산업정보시스템

# I. Industry Analysis

## 2. 전방산업의 긍정적인 영향

전방산업  
= 건설 시장  
반도체 설비 투자(클린룸)

소방산업은 또한 반도체 라인 설비 및 건축 경기와 같은 전방 산업의 영향을 받는다. 그 중에서도 올해 특히 (1) 건축 경기 활성화로 인한 소방 설비 산업의 성장, (2) 반도체 설비 투자 증가로 인해 소방 산업의 성장이 기대된다.

### (I) 건설 산업 활황으로 인한 소방설비 수요 증가

정책변화로 건설 경기↑  
⇒ 재건축, 신규 아파트  
소방 설비 수요↑

건설 산업에서도 주택 3법과 같은 변화로 인해 경기가 활황을 보임에 따라 소방 산업의 성장이 기대 된다. 최근 주택 3법 개정안 통과와 9.1대책 시행으로 건설경기가 회복 되어 가고 있다. 특히 재건축 시장이 활성화 되었는데 이의 경우 재건축연한이 10년이상 줄어들어 1980년대 후반에서 90년대에 지어진 아파트들의 재건축연한이 앞당겨지게 되면 전국적으로 80만 7천 가구의 공동주택이 2016년부터 재건축 연한이 도래하게 될 것이다. 또한 2015년의 신규분양 시장 역시 활기를 띠 것으로 예상된다. 분양가 상한제를 5월경 폐지할 예정이며, 9.1대책 시행으로 청약 1순위 조건이 2년에서 1년으로 변경됨에 따라 신규분양 수요가 늘어나고 있다. 이는 역시 이 건물에 필요한 소방 설비 수요 증가를 야기해 소방 산업의 매출 규모가 커질 것으로 보인다.

### (2) 반도체 설비투자 증가로 인한 소방설비 산업 증가

반도체 설비 투자 20조 원  
이상 증가 할 것  
⇒ 클린룸 ↑  
⇒ 이와 관련된 소방 설비↑

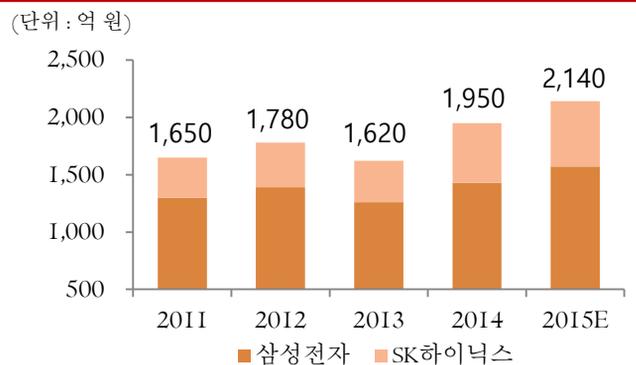
우선 반도체 산업에서는 반도체 라인 증설로 인한 클린룸의 소방 설비 시공과 관련한 수요가 크게 증가할 것으로 기대된다. 올해 반도체 설비투자 증가로 인해 설비 유지에 필요한 클린룸의 수요가 증가할 예정이다. 클린룸이란 실내의 작업환경, 주거환경이 청정한 곳으로서 오염방지를 목적으로 청정도를 유지 관리하는 시설을 말한다. 최근 전자공업, 정밀 기계공업 등 첨단산업의 발달로 인하여 생산제품의 무결점이 요구되면서 클린룸 없이는 제품의 생산이 어려워 지고 있으며 특히 반도체분야에서는 사고방지와 오염방지를 위해 그 중요성이 더해지고 있다. 이러한 클린룸은 구조상 소방훈련이 불가능하기 때문에 소방설비에 있어 고도의 성능이 요구된다. 소방설비의 하자가 제품의 품질과 직접적으로 연결이 될 수 있다는 점을 고려할 때 소방설비 및 시공에 있어 유지관리가 매우 중요하다. 이에 따라 국내 반도체 설비투자가 증가하게 되면서 클린룸 수요 역시 증가할 것이며 소방설비 부문 역시 큰 매출액 증가가 예상된다.

자료3. 주택3법 개정안 비교

	원안	개정안
분양가 상한제	민간, 공공택지 불문하고 탄력 적용	공공택지 의무 적용 민간택지 탄력 적용
재건축초과이익 환수제	폐지	3년 유예
도시 및 주거환경정비법	소유 주택 수만큼 우선 공급 허용	3주택까지 우선 공급

출처: 국토교통부

자료4. 반도체 설비투자 현황



출처: 동사 사업보고서

## II. Company Overview

### I. 사업내용 소개

<제품구성 및 비중>

스프링클러 헤드류	14.42%
소방용 주철 벨브류	7.58%
SP-JOINT류	9.22%
간이형 스프링클러 패키지류	0.20%
자동식소화기류	2.27%
CPVC 파이프	4.54%
기타	8.90%
TOTAL	47.13%

파라텍(이하 동사)는 소방기계기류 제조 및 판매업을 영위하는 회사로서 주요 사업으로는 소방용 기계 및 소화용 혼합가스 제조·저장·판매업, 소방시설의 설계·시공·감리·점검업, 급속 벨브류 제조·판매업 등이 있다. 동사의 매출구조는 제품이 47%, 소화설비공사시공이 53%로 구성되어 있는데, 제품 부문에서는 스프링클러와 SP-JOINT류가 가장 큰 비중을 차지하며 소화설비공사시공부문에서는 약 70%가 클린룸 시공으로 이루어져 있다. **동사는 제품과 소방설비시공을 함께 영위하는 국내 유일의 기업이다.** 동사의 매출액은 2011년부터 1,141억, 12년에 913억, 13년 1,086억, 2014년에는 매출액 1,321억 원(YoY+21.5%)을 기록하였으며, 영업이익은 2013년 60억 대비 2014년 70억 원으로 전년대비 약 16.7% 성장하였다. 동사의 매출액에서 수출비중은 약 5.3%로 유지되고 있으며, 주로 국내 소방산업에 초점을 맞추고 있다.

### 2. 경쟁력

동사는 소방 제품과 설비 시공 부문 모두에서 우수한 품질을 통해 산업 내에서 우위를 차지하고 있다. 동사는 **국내 최초로 스프링클러 우수품질 인증**을 받았으며 소방설비시공부문에서도 우수한 기술을 보유하고 있고, UL(미국안전인증)과 FM(미국방폭인증)을 취득해 해외 수출 또한 가능한 유일한 업체이다.

또한 스프링클러 등 동사가 속해있는 사업 영역을 담당하는 대부분의 업체가 영세 업체이기 때문에, 동사는 시장에서 절대적인 CAPA(생산규모)를 가지고 있다. 이에 아파트 시공과 같은 규모 있는 공사를 담당하기 쉽고, 타 업체 대비해 가격 경쟁력을 가지고 있다.

이에 동사의 스프링클러 시장에서의 점유율은 50%이상이며 이는 국내 1위의 점유율이다. **소방설비시공 능력 부문 평가에서는 2위**를 차지하고 있고 동사의 경우 소형 업체와 달리 소형 주택이 아닌 아파트, 시공 기술이 복잡한 반도체 설비인 클린룸에 집중되어 있는 포트폴리오를 구성하고 있다.

기술력(UL인증,FM인증)  
+  
가격경쟁력  
(절대적인 규모의 CAPA)

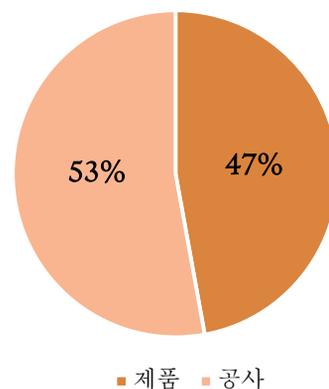
⇒ 점유율 1위  
⇒ 기술력이 필요한 대신  
마진이 높은 클린룸 시공

자료5. 매출액과 영업이익 현황



출처: 동사 사업보고서

자료6. 파라텍 매출구조 (2014년)



출처: 동사 사업보고서

### III. Investment Point 1 확실한 성장이 예상되는 스프링클러

전방산업인 건설산업이 재건축 수요와 신규분양의 증가로 2014년부터 이어온 회복국면이 유지되고, 정부의 스프링클러 설치기준 법안 강화로 인해, 전반적인 스프링클러시장의 확대가 예상된다. 스프링클러 시장에서 동사가 차지하는 점유율과 가격적, 기술적 경쟁력을 고려할 때 동사의 제품매출 또한 금년 기준 622억 대비 36% 상승한 848억을 기록할 것으로 예측된다.

#### 1. 전방산업의 수요증가와 정부정책의 강화는 든든한 지원군!

이번 해 분양가 상한제 폐지와 청약 1순위 조건 완화에 따라 신규분양 수요가 전년대비 9.4% 증가한 34만 9천 세대가 공급될 것으로 예상된다. 또한 주택 3법 개정안 통과로 재건축 초과이익 환수제의 유예기간이 3년 연장되었고, 9.1대책으로 기존 건물들의 재건축이 앞당겨짐에 따라 금년 재건축 예정인 가구 또한 전년대비 97% 상승한 7만 7천 가구로 추산된다. 더불어 서울시의 스프링클러 설치 기준 법안 개정에 의해 스프링클러 설치 기준이 II층 이상에서 6층 이상으로 강화됨에 따라, 서울시내의 최소 7만 가구가 간이스프링클러를 새로 설치해야 한다. 앞서 제시한 신규분양과 재건축 성장률, 정부의 법안 강화를 고려할 때 당사의 제품매출은 전년대비 36% 증가할 것으로 예상된다.

#### 2. 스프링클러 수요증가 최대의 수혜자 파라텍

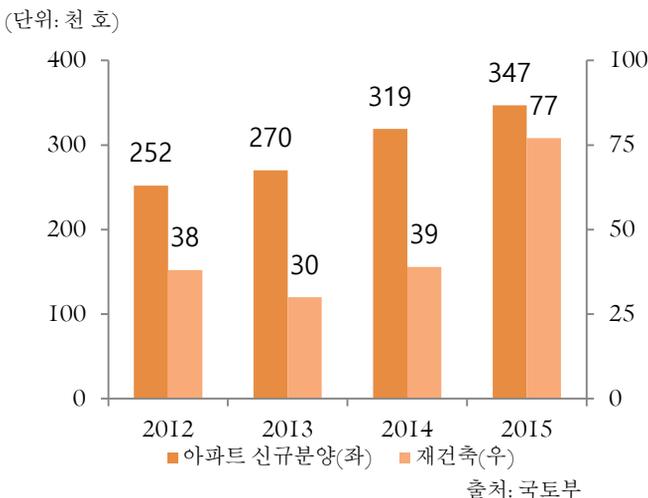
##### (1) 가격경쟁력

동사는 타사에 비해 저렴한 가격에 스프링클러를 공급한다는 점에서 우위를 지니고 있다. 스프링클러 시장에서 타사들의 평균 스프링클러 가격이 5,500원정도 인데 비해, 동사는 4,520원으로 타사대비 20% 이상의 가격경쟁력을 가지고 있다. 시장가격 측면에서 뿐만 아니라 비용 측면에서도 동사가 우위에 있다. 동사와 경쟁사들의 1㎡당 스프링클러헤드 비용을 비교해보면, 동사는 1㎡당 267.59원으로 경쟁사들의 평균치인 336.57원보다 약 21% 저렴하게 스프링클러헤드를 생산할 수 있다.

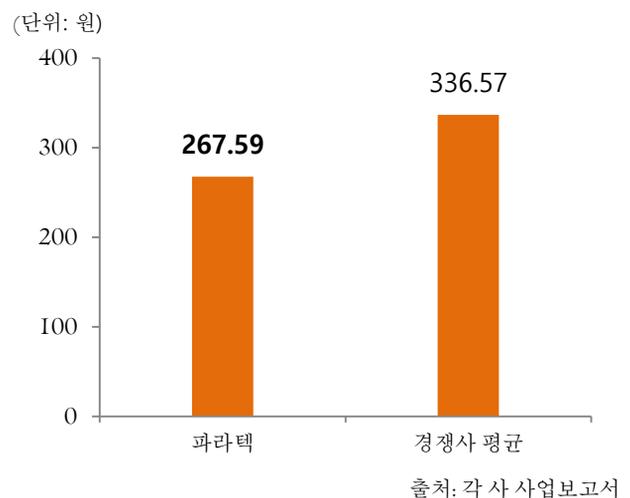
전방산업의 수요 증가 스프링클러의 매출은 그 이상

시장점유율 독보적 1위 따라올 수 없는 가격경쟁력

자료7. 2015년 신규분양 및 재건축 물량



자료8. 1㎡당 스프링클러헤드 비용



### III. Investment Point 1 **확실한 성장이 예상되는 스프링클러**

타사대비 스프링클러에서의 가격 우위는 동사의 규모의 경제로부터 기인한다. 실제로 최근 15년 동안 스프링클러 시장에서 명맥을 유지한 기업은 동사가 유일하다. 공장을 증설하는데 2년 이상의 시간이 소요되고, 설비투자도 지속적으로 요구되므로 CAPA규모 자체가 타사대비 동사의 경쟁력이자 진입장벽이다. 동사는 앞서 제시했다시피 스프링클러시장에서의 점유율이 50%에 달하며, 나머지 경쟁기업들은 모두 점유율이 10%이하이므로 동사는 스프링클러를 주도적으로 이끌어나가는 지위에 위치하고 있다. 또한 당해는 동사의 노후설비 교체 원년으로 2016년 20%의 생산설비 증가가 예상된다. 이러한 점에 비추어보아 동사는 지속적으로 규모의 경제를 유지하고 낮은 납품단가를 유지할 수 있기에 가격적 측면에서 타사대비 절대적 강점을 지닌다.

#### (2) 기술경쟁력

동사는 지난 15년간 축적된 기술을 바탕으로 퓨지블리크형, 유리밸브형, 컨실드형, 리세스드형 등 다양한 종류의 스프링클러를 모두 생산할 수 있는 국내 유일의 기업이다. 이는 넓은 수요층을 확보할 수 있는 동사만의 강점이다. 또한 기존 간이식 스프링클러 헤드는 하향식헤드만 생산되는 관계로 현장 여건에 따라 시공이 불가능한 경우가 잦았다. 하지만 동사는 국내 최초로 상향식 스프링클러 헤드를 개발하여 기존 시공의 애로사항을 해결하였다. 기존에 스프링클러가 설치되어있던 건물에서 추가적으로 스프링클러를 설치할 때 간이식 스프링클러를 사용하게 되는데, 이는 최근 개정된 서울시의 스프링클러 설비 기준 강화 법안 적용을 받는 건물들에 해당되는 내용이다. 따라서 동사가 독자 개발한 상향식 스프링클러로 인해 법안 강화에 따른 수요 증가의 수혜를 고스란히 받을 전망이다.

따라서 동사는 전방산업의 성장, 스프링클러 관련 법안의 개정, 그리고 타사대비 가격적, 기술적 우위에 따른 수혜로 금년 전년 대비 36% 상승한 848억 원의 매출을 올릴 것으로 전망된다.

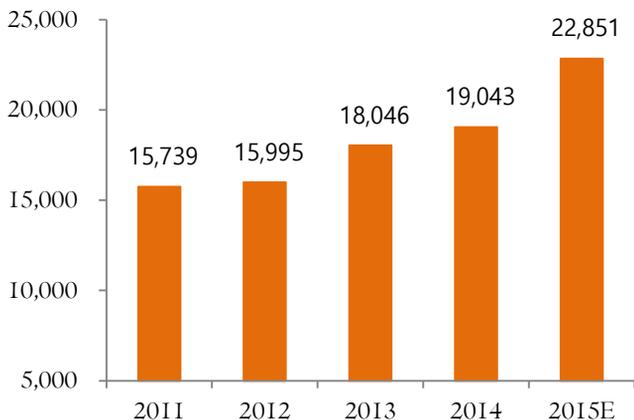
가격경쟁력은 기본  
기술경쟁력은 덤



동사의 상향식 헤드  
간이식 스프링클러

자료9. 동사 스프링클러 매출 추이

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서

자료10. 표준형 스프링클러 경쟁사 비교

	살수반경	살수량	가격
파라텍	2.3~2.6M	80L/ 분	4,520원
이엔쓰리	2.2~2.5M	78L/ 분	5,100원
마스테코	2.3~2.6M	80L/ 분	5,320원

출처: 각 사 공개자료 참조

### III. Investment Point 2 클린룸 소방 시공의 절대강자

전방산업의 설비투자 증가로 인해 클린룸 소방시공에 대한 수요가 늘어날 전망이다. 동사는

1) 시공과 설비를 동시에 할 수 국내 유일의 기업이라는 점과

2) FM인증을 받은 클린룸용 스프링클러를 독점적으로 생산할 수 있는 기업이라는 점

때문에 성장하는 시장의 수혜를 가장 크게 받을 것 이라고 예상되며 이에 따라 금년 시공 매출액 이 2014년 대비 14% 성장 한 795억을 기록할 것으로 전망된다.

#### <첨단산업 설비투자 증가! 클린룸 수요 증가!>

올해 반도체 설비 투자 금액은 작년 대비 약 10% 증가한 22조가 집행될 전망이다. 또한 LCD, PDP 분야 등 첨단산업 부문에서의 설비투자 금액 역시 증가할 예정이다. 이러한 첨단산업 투자 금액의 증가는 클린룸 수요의 증가로 이어지고 이에 따라 동사의 소방 시공 매출액 역시 증가할 전망이다.

#### <클린룸에서의 스프링클러 시스템의 필요성>

클린룸의 정밀공정을 주로 다루는 특성상 화재에 의한 피해에 민감하다. 또한 초기에 화재를 진압하지 못할 경우 연기와 먼지에 의한 2차 피해에도 노출될 수 있으므로 신속한 화재 감지와 조기 진화가 중요한데 이는 스프링클러 시스템을 통해 해소할 수 있다. 실제로 화재가 발생했을 때 스프링클러가 설치 되어있는 경우 피해액을 90%이상 줄일 수 있었다. 하지만 스프링클러가 작동하지 않거나 누수로 인한 피해가 발생할 수도 있기 때문에 시공사의 시공능력과 제품의 품질이 중요하다.

#### I. 시공과 설비를 함께 할 수 있는 국내 유일의 기업

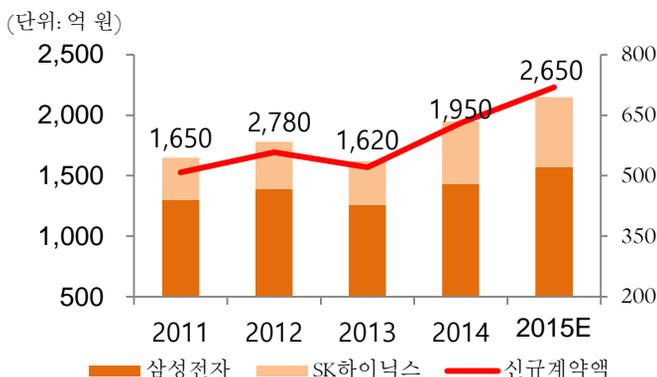
동사는 스프링클러 시공과 설비 제조를 동시에 할 수 있는 유일한 기업으로, 이러한 장점을 바탕으로 지속적인 성장을 보이고 있으며 제조 부문 기준 50% 이상의 시장점유율을 유지하고 있다. 시공과 설비를 동시에 하게 될 경우의 장점은 시공 시 자사의 제품을 사용할 수 있기 때문에 비용을 줄여 가격경쟁력을 가질 수 있다는 점이다. 하지만 타 시공업체의 경우 추가적으로 설비를 구매해야 하기 때문에 시공단가를 낮추기 힘들다. 이러한 차이를 바탕으로 동사는 시공단가에서 최소 18%이상 저렴한 가격을 제시할 수 있다.

첨단산업 설비투자 증가  
→ 클린룸 수요 증가

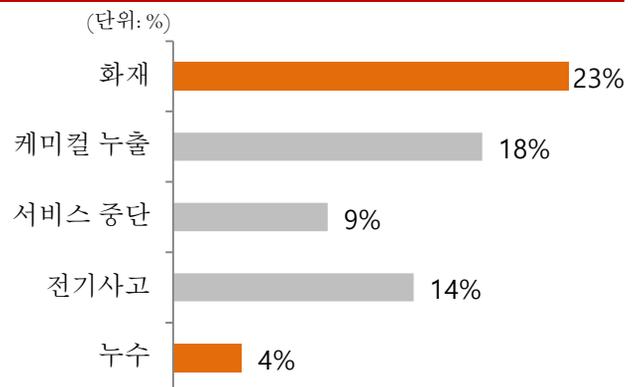
스프링클러 시스템으로  
인한 화재 피해액 90% 이상 감소

뛰어난 가격경쟁력으로  
인한 수주확보

자료II. 반도체 설비 투자 및 동사의 신규 계약액 추이



자료I2. 반도체공장 사고 빈도



### III. Investment Point 2 클린룸 소방 시공의 절대강자

물론 타 시공업체에서 저가 배관 등을 사용하여 시공단가를 낮출 수 있다. 하지만 저가자재의 경우 품질이 떨어지기 때문에 부실 시공의 우려가 있다. 반면, 동사는 자체적으로 제품을 제조하기 때문에 낮은 품질의 부품을 쓰지 않고도 시공단가를 유지할 수 있다. 따라서 부실 시공의 위험이 낮은 동시에 단가의 매력도 함께 부각되어 꾸준한 성장세를 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

#### 2. FM 인증 획득한 국내 유일의 클린룸용 스프링클러 생산업체

동사는 FM인증을 받은 클린룸용 스프링클러를 생산하고 있는 국내 유일의 업체이다. 이러한 독점적 시장 구조 때문에 압도적인 점유율을 보이고 있으며, 또한 FM 인증으로 인한 비용 절감 효과로 인하여 스프링클러 시공 시 동사를 선택할 유인이 점차 증가하고 있다. 왜냐하면 첨단 공장의 경우 화재 보험이 필수적인데, FM인증을 획득한 스프링클러의 경우 화재보험료를 60% 할인 받을 수 있기 때문이다. 할인 받은 화재보험료는 4년간 모을 경우 소방설비 시공에 들어간 투자비 전액을 회수할 수 정도의 액수이기 때문에 국내에서 유일하게 FM인증을 받은 동사의 스프링클러에 대한 수요 역시 증가할 전망이다. 수입자재 역시 사용할 수 있지만 가격이 동사보다 3배 이상 비싸기 때문에 사실상 클린룸에 들어가는 스프링클러는 동사가 거의 독점적으로 공급하고 있다. 이는 설령 동사가 수주를 가져오지 못할 경우에도 타사가 동사의 클린룸용 스프링클러를 사용할 수 밖에 없어서 적어도 클린룸용 스프링클러의 제품 매출을 증가시킬 수 있다.

올해는 클린룸에 대한 수요가 늘어나면서 클린룸 시공이 소방시공 매출액에서 차지하는 비중이 높아질 전망이다. 또한 클린룸 시공의 경우 일반 건설 시공에 비해 2~3배 이상 높은 마진율을 보이고 있고, 공사기간은 1/3~1/10 정도에 불과해 동사의 수익성 개선에 큰 역할을 할 전망이다. 이에 동사의 시공 매출액은 전년 대비 14% 증가한 795억 원을 기록할 것으로 전망된다.

FM인증 스프링클러  
→보험료 60%할인

국내에서 클린룸용 스프링클러에서 FM인증 획득한 유일한 기업

자료I3. 클린룸 용 스프링클러 가격



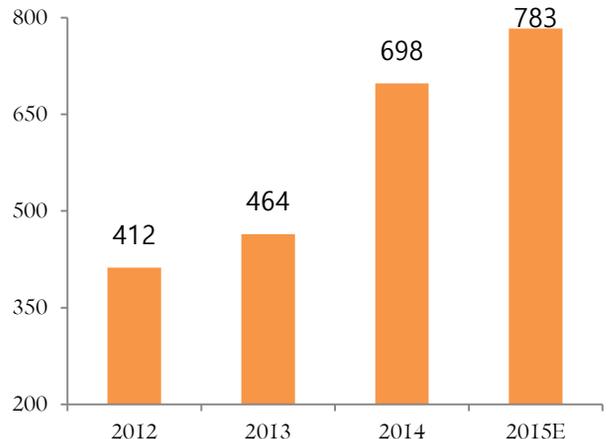
TYCO 클린룸용 스프링클러 : 94600원



파라텍 클린룸용 스프링클러 : 31100원

자료I4. 소방시공 매출액 추이

(단위: 억 원)



출처: 바이몬스터, 대한소방안전

출처: 동사 사업보고서

### III. Investment Point 3 CPVC 재생산에 따른 수익구조 개선

고마진 CPVC 분야의 재생산에 따른 매출액 및 영업이익 증가

동사는 작년 하반기 CPVC 생산 중단과 이에 후속된 시공원가의 증가에 의해 매출원가가 상승하여 작년 영업이익률의 손실을 입었다. 그러나 올해 CPVC 생산을 재개함으로써 작년 상반기 매출추이를 이에 따라 동사의 CPVC 부분 매출액은 작년 대비 83억 증가할 것으로 판단된다. 또한 마진이 높은 CPVC의 특성상, 수익구조가 개선될 것으로 보이며, 이에 따라 전체 영업이익률은 전년 5.3%대비 올해 약 6.5%로 상승할 것으로 보인다. 이에 따라 동사의 전체 영업이익은 2014년 약 70억 원에서 2015년 약 107억으로 증가할 것으로 예상된다.

#### I. 고마진 제품 CPVC의 수요의 증가

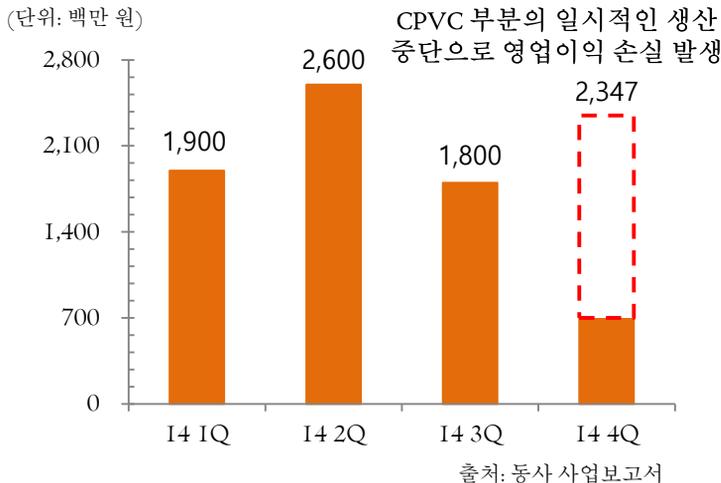
성능 및 수명주기에 우위를 점한 CPVC의 수요 증가

CPVC(Chlorinated Polyvinyl Chloride)란 소방용 합성수지배관으로 기존 PVC에 비해 내열성, 내압성, 내충격성, 기계적 강도 및 내식성을 획기적으로 강화시켜 제품의 성능 측면에서 강점을 지닌다. 또한 건물 수명을 약 30년으로 가정했을 때 CPVC는 50년 이상의 수명을 지니 교체주기에서 우위를 점하고 있다. 이에 따라 CPVC에 대한 대체 수요가 크게 늘어나고 있는 추세이다.

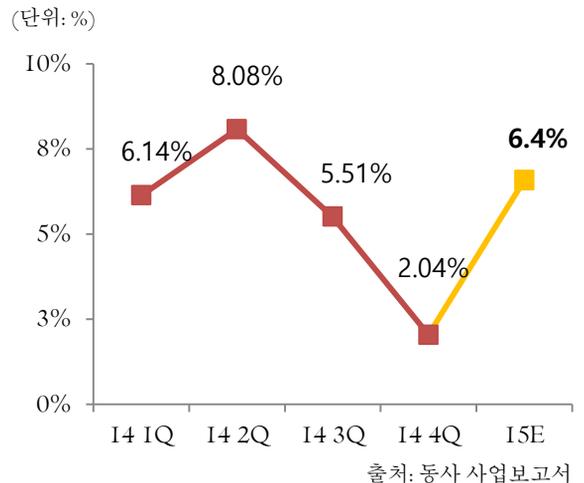
CPVC 분야의 수요 증가는 동사의 수혜로 연결

CPVC 수요 증가는 동사의 매출액과 영업이익 증가에 크게 기여할 것이다. CPVC는 기존 동관 혹은 강관에 비해 생애주기비용이 각각 35%, 27% 만큼 적으며 총 시공원가 역시 PVC에 비해 상대적으로 적다. 또한 시공작업이 용이하고 빠르게 이루어질 수 있어 인건비를 절감할 수 있다는 이점이 있다. 동시에 기존의 배관은 매 설치 이후 추가적인 비용을 투입하여 유동성 검사를 필수적으로 받아야 하는 반면 CPVC는 검사대상에서 제외된다는 점에서 원가절감이 가능하다. 또한 2013년 하반기 이후 CPVC의 성능인증 기준과 절차 등이 대폭 강화되면서 CPVC 산업의 진입장벽이 높아졌다. 성능인증을 위한 내압시험 방법이 부분에서 전체 검사로 변경되는 등 CPVC의 신뢰성 강화를 위해 엄격한 인증 기준 및 절차를 반영한 것이다. 이에 따라 CPVC 시장을 미리 선점하고 있으며 국내 유일 및 최초로 UL 인증을 받은 동사는 1) 마진율이 높으며 2) 진입장벽이 높은 CPVC 분야의 수요 증가에 수혜를 입을 것이다.

자료I5. 전체 영업이익 추이



자료I6. 전체 영업이익률 추이



### III. Investment Point 3 CPVC 재생산에 따른 수익구조 개선

#### 2. CPVC 재생산에 따른 매출액 및 영업이익률 상승

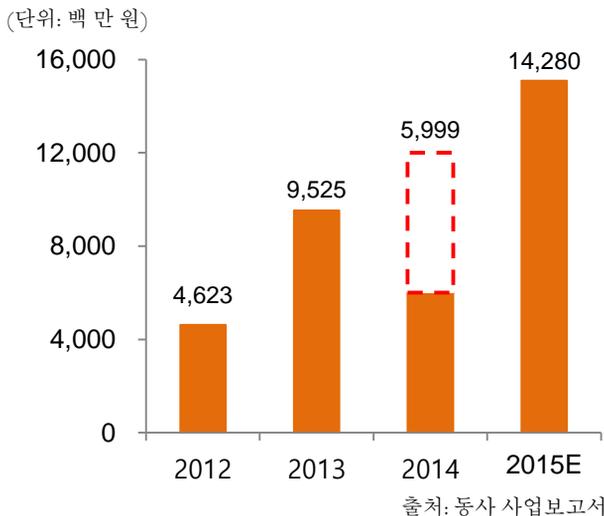
작년에 동사는 제품검사를 받지 않은 '무검정 제품'을 유통하는 불미스러운 일을 겪고 일시적인 취소 처분을 받게 되어 생산이 중단된 이력이 있다. 이에 따라 시공부문에서 타사 제품 사용이 불가피함에 따라 시공원가가 상승하여 영업이익률이 크게 감소하였다. 그러나 동사는 이를 계기 삼아 성능인증 취소 처분 직후 CPVC 품질관리시스템을 총 점검하는데 집중하였고 비효율적인 생산 시스템을 개선하고 품질관리체계도 대대적으로 정비했다. 국내 기술 기준과 UL시험기준을 기반으로 더욱 엄격한 품질관리 시험기준을 운영해 나가기 위해 품질 관리 시스템 안정화 및 기계 점검을 통한 제품 체크리스트도 재정비하였다. 이러한 노력의 결과로 올해 2월에 성능인증을 다시 받게 되었고, 더욱 강화된 생산능력으로 현재 CPVC 생산을 이미 재개한 상태이다.

자사 CPVC 생산에 따른  
매출원가율 하락  
→ 영업이익의 증가

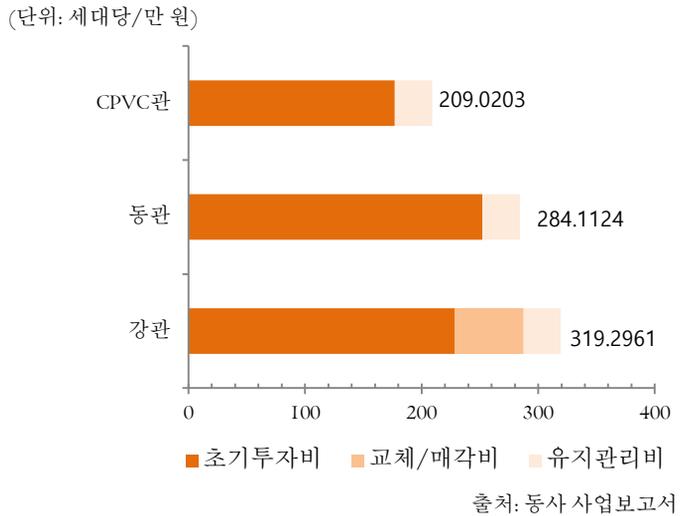
2014년 동사의 영업이익률은 1분기에 6%, 2분기 8%로 증가하는 추세를 보였다. 그러나 CPVC 배관 성능인증 취소 이후 시공원가가 증가함에 따라 3분기에는 5.5%, 4분기에는 2%까지 하락하는 모습을 보였다. 이는 자사 CPVC 제품이 아닌 타사 CPVC 제품 사용에 따른 매출원가율의 상승 때문이다. 따라서 올해에는 자사 CPVC 생산을 재개함에 따라 타사 CPVC 제품을 사용할 필요성이 없어져 매출원가율은 2014년 약 90%에서 2015년 88.8%로 전환되며 영업이익률은 작년 기준 5.3%에서 약 6.5%로 회복되어 영업이익이 약 37억 증가할 것으로 예상된다.

또한 매출액의 경우 CPVC 재생산에 따라 작년 상반기의 CPVC 매출액 추이를 고려하였을 때 올해 동사의 CPVC 매출액은 약 143억이 될 전망이다. 이러한 추정은 2014년 하반기의 CPVC 생산 중단이 없었다고 가정할 경우, 작년 CPVC 매출액이 상반기보다 하반기에 더 많이 발생할 것으로 예상되었음에 따라 무리한 추정이 아니라 판단된다. 추가적으로, 동사는 제작년에 CPVC부분 생산설비를 미리 2배 증가시킴에 따라 증가하는 CPVC 수요에 대한 공급을 충족시킬 수 있을 것으로 보인다.

자료17. CPVC 매출액 추이



자료18. 생애주기비용(LCC) 분석차트



## IV. Valuation

### I. 매출액 추정

동사는 올해 전방산업의 성장으로 인해 매출액이 크게 증가할 것으로 보인다. 그 이유는 1) 건설경기의 호황 및 법규개정, CPVC 재생산으로 인해 제품 매출액이 증가와 2) 첨단산업의 설비투자 증가로 인한 클린룸 수요의 증가에 따른 시공 매출액이 증가 때문이다. 이에 따라 2015년에 제품 매출액 825억 원, 소방시공 매출액 795억 원을 기록해 총 매출액은 전년대비 22.7% 성장한 1,620억 원을 기록할 것으로 전망된다.

#### (1). 제품 매출액 추정

신규분양과 재건축의 확대, 소방관련 규제 강화 등 전방산업의 성장으로 인해, 동사의 올해 제품 판매 매출액은 전년 대비 36% 증가한 848억을 기록할 것으로 예상된다. 스프링클러 헤드의 경우 기존 설비의 보수 보다 신규수주와 연결되어 매출이 증가하는 경향을 보이므로, 법안 강화로 인해 신규로 발생하는 7만 가구 부분을 매출액 증가에 반영하여 2014년 190억 대비 37% 증가한 262억 원을 기록할 것으로 예상하였다. 스프링클러를 제외한 부속품은 신규분양과 더불어 기존 설비의 보수 & 유지에도 적용되므로 신규수요와 더불어 재건축 수요 증가분을 함께 고려하여 매출액 산정에 반영하였다. 이를 통해 산출한 부속품 매출액은 2014년 432억 대비 35.5% 증가 한 586억 원으로 산정하였다.

1) 건설경기 호황에 따른  
제품 매출액 증가  
2) CPVC 매출액 다시 발생  
→ 올해 매출액 825억

#### (2). 소방시공 매출액 추정

동사의 소방시공 매출은 전년 대비 14% 증가 한 795억 원을 기록할 것으로 전망된다. 동사의 설비시공은 반도체 클린룸 시공 70% 건설 시공 30%로 구성되어 있다. 이러한 특징 때문에 반도체의 장비나 기계투자보다는 초기 클린룸 투자 및 보수공사와 연결되어 있다. 또한 클린룸 투자금액이 기계나, 설비보다 투자금액이 크기 때문에 파라텍의 매출액은 반도체 설비투자 규모 대비 높은 성장률을 기록 해 왔다. 특히 2014년부터 시작된 하이닉스, 삼성전자의 반도체 설비투자로 인해 동사의 시공매출 역시 급격히 증가했으며, 이러한 흐름은 2015년에도 유효할 것이라 판단, 매출액 추정에 반영하였다.

클린룸 수요 증가로 인해  
소방시공 증가  
→ 올해 매출액 795억

#### (3). 매출원가 및 판관비 추정

동사의 매출원가비율은 2014년 대비 90.05% 감소 한 87.7% 를 기록 할 것으로 전망된다. 이로 인해 영업이익률 역시 2014년 5.3% 대비 22.6% 증가 한 6.5% 로 예상된다. 이러한 원가의 감소와 이익률의 개선은 2014년 UL인증 취소로 매출이 발생하지 않았던 부분이, 2015년부터 정상화되며 매출로 연결되기 때문이다. 2014년 동사는 검증 받지 않은 CPVC 제품을 판매하고 있었는데 갑작스러운 법안 강화로 인해 제품이 판매 불가능 상태가 되었다. 이에 따라 기존 생산한 제품을 불용재고로 처리하게 되었고 이로 인해 매출대비 비용이 급증하면서 4분기 영업이익률이 급감하였다. 하지만 동사 제품 자체에 문제가 있었던 것은 아니었기에, 강화된 법안에 맞추어 2015년 1분기 제품 재 인증에 빠르게 성공하였고, CPVC 제품이 다시 정상적으로 매출에 반영되기 시작했다. 이러한 흐름에 따라 영업이익률 역시 이전 수준을 회복 할 것으로 예상하였다.

## IV. Valuation

### 2. RIM Valuation

#### (1). RIM Valuation Method 사용의 근거

동사는 클린룸과 주택용 스프링클러를 생산하는 업체로서 국내에서는 유일하게 유가증권 시장에 상장되어 있다. 그러나 1) 시장 점유율 50%라는 독과점적인 지위와 2) 소방 시공 및 설비를 동시에 하는 유일한 상장업체라는 점, 그리고 3) 반도체 산업과 건설산업에 동시에 수혜를 받을 수 있는 동사의 특징을 종합적으로 고려했을 때 동종산업 내 유의미한 Peer 그룹을 선정하는 것이 불가하기 때문에 Peer Valuation이 바람직하지 않다고 판단하였다. 또한 동사의 재무구조를 살펴보면 부채비율이 56.97%로 상대적으로 낮은 편이고 자기자본의 가치가 자산 932억 대비 673억으로 높기 때문에, 현금흐름을 통해 기업의 목표주가를 산정하는 FCF Valuation 보다 자기자본가치를 반영하는 RIM Valuation 이 더 적절하다고 판단하였다. 따라서 동사의 Target Price를 산출하기 위해 본 팀은 RIM Valuation을 main valuation method로 사용하였다.

#### (2). RIM Valuation 추정

##### <Valuation 핵심 가정>

Assuming	
Pay-out Ratio	0.1
COE	10%
Rf	2.69%
MRP	7.3%
Beta	1
Growth Rate	0%

출처: SRS

RIM Valuation을 통해 추정된 동사의 적정주가는 Target Year 2015년 기준 8,030원으로 도출되었다. 먼저, Risk Free Rate의 경우 만기 30년 국채 수익률인 2.69%를 적용하였으며 베타 값은 1을 적용하였다. 그리고 코스닥 평균 성장률을 통해 산출한 예상 기대수익률 10%를 고려하여 약 10%를 COE로 산정하였다. 성장률의 경우 향후 5년간은 재건축의 지속적인 활성화와 더불어 반도체 산업의 CAPEX 투자가 7% 수준으로 지속 될 것이라고 판단하여 기존 성장률을 유지, 약 11%의 꾸준한 성장을 보일 것으로 판단하였으며 이러한 추세는 점차 감소하여 10년 뒤엔 2025년 부터는 보수적 접근을 통해 0%에 수렴할 것이라고 가정하였다.

##### <Target Price 산출 결과>

목표주가	8,260
현재주가	5,460
Upside Potential	51%
산출된 P/E	11.2

출처: SRS

##### <민감도분석>

COE \ g	0%	1%	2%	3%
9.5%	9,195	9,346	9,539	9,791
10%	8,261	8,344	8,452	8,591
10.5%	7,409	7,445	7,491	7,548
11%	6,720	6,725	6,732	6,740

출처: SRS

## IV. Valuation

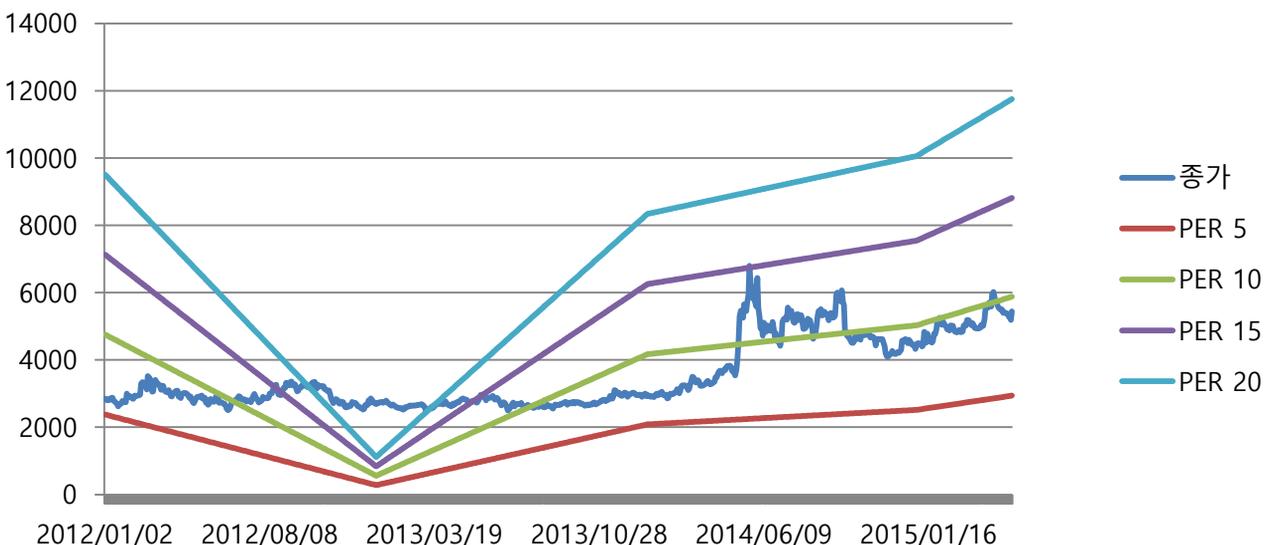
자료19. RIM Valuation

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
당기순이익	82	95.94	110.33	125.77	142.75	161.31
자기자본	763	849	948	1062	1190	1335
ROE	10.75%	11.30%	11.63%	11.85%	12.00%	12.08%
스프레드 (ROE-COE)	0.76%	1.31%	1.64%	1.86%	2.01%	2.09%
RI	6	11	15	19	23	26
할인율	1	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62
PV of RI	6	10	12	14	15	16
CV	224					
PV of CV	86					
Sum of PV	232					
초기자기자본	686					
자기자본가치	918					
상장주식수	11,120,000				(2020년 이후는 APPENDIX 참조)	

출처: SRS

한편 Historical PER 을 통해 살펴보아도 작년 4월에 건설경기의 호황과 더불어 재난에 대한 인식이 높아짐에 따라 Re-Rating이 된 이후 동사의 평균 PER 구간은 10~15배 수준을 유지했다. 그런데 올해에는 기존 사업영역이 건설산업과 반도체 산업의 활황과 더불어 확대될 것이라고 판단하여 Re-Rating 구간에 다시 진입하는데 무리가 없다고 판단하였다.

자료20. PER Band 추이



출처: SRS

## V. Risk

소방시설공사는  
일괄 발주 되어 하도급  
되고 있다.

### I. 전방업체의 가격압박

소방시설 공사의 특성상 건설공사와 함께 일괄 발주 된 후 소방시설업체로 하도급 되는 특성을 가지는데, 이는 소방시설 공사업체에서 계약금액 압박 요인이 되고 있다. 이는 동사와 같은 소방시설업체는 공사가 하도급 되는 과정에서 원도급 업체의 중간이윤 추구가 일어나는 것에서 기인한다. 하지만 이러한 문제는 단기와 장기적으로 새롭게 도입되는 정책들에 의해 개선 될 수 있다.

Short-run  
: 7월 하도급 계약  
적정성심사 도입  
⇒계약내용 변경 요구가능  
⇒원도급 업체의 영향력 ↓

#### (1) 단기 - 하도급계약의 적정성 심사를 위한 제도 도입

단기적으로는 2015년 7월 하도급계약의 적정성심사를 위한 제도가 새롭게 도입된다. 현행법은 소방시설공사에 한해 발주자의 하수급인 변경요구만이 가능했다. 하지만 앞으로는 공사 외 설계와 감리, 방업의 경우에도 적정성심사 사유가 있으면 심사 결과에 따라 하수급인의 변경을 비롯해 계약내용의 변경을 요구할 수 있게 된다. 이에 따라 중앙소방본부는 해당 법률 시행일인 7월 이전에 발주자 공사예정가격대비 60%이하 또는 원도급 낙찰가격 대비 82% 이하인 경우에 하도급계약의 적정성여부 심사를 할 수 있도록 할 심사기준과 하도급계약심사위원회설치, 구성 및 심사방법 등에 대한 규정은 법 시행일인 내년 7월 이전까지 대통령령으로 규정한다는 방침이다. 결과적으로 원도급 업체의 중간이윤 추구가 어려워지게 된다.

Long-run  
: 분리발주 법안 통과  
가능성 높아  
⇒원도급 업체의  
중간이윤 추구 어려워

#### (2) 장기 - 분리발주 법안에 대한 기대감

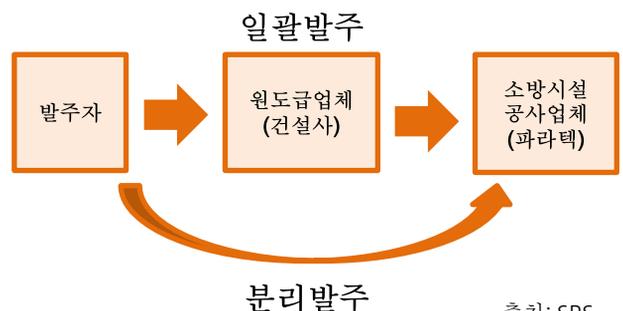
장기적으로는 현재 건설공사와 함께 일괄발주와 대비되는 분리발주 법안이 통과될 가능성이 있다. 분리발주란 말 그대로 하나의 공사를 구성하고 있는 각 공정을 따로 발주해 맡기도 하는 방식이다. 즉, 소방시설 공사에 대해서도 별도로 발주해 수주하게 된다는 것이다. 이런 경우에는 원도급 업체(건설사)가 중간이윤을 추구하기 어려워져 소방시설업체들의 가격 압박이 낮아질 것이다. 미국, 독일, 일본 등 선진국에서는 이미 소방시설공사 분리 발주 제도를 운용하면서 분야별 안정성을 확보해 나가고 있다. 반면, 한국에서는 1970년대부터 전기, 통신분야의 3개 분야의 분리발주는 허용했지만 유독 소방시설에 대해서만 분리발주를 금해왔다. 원도급 업체(건설사)에서의 반대가 지속되고 있지만, 세월호 사건, 고양종합터미널 화재 등으로 인해 국민의 안전에 대한 관심이 높아지고 있는 것 등을 고려해볼 때 장기적인 관점에서는 통과될 가능성이 높다.

자료21. 하도급계약 적정성 심사기준 제정(안) 입안예고

하도급계약의 적정성 심사는 하도급율이 「소방시설공사법 시행령」 제12조의2제1항에 해당하는 경우에 실시하여야 함
하도급계약 적정성 심사의 구체적인 심사항목 및 배점기준을 정함
하도급계약의 적정성 심사점수 합계가 90점 미만의 경우 발주자는 수급인에게 하수급인 또는 하도급계약 내용의 변경을 요구하여야 함

출처: 정부입법지원센터

자료22. 일괄발주와 분리발주



출처: SRS

## V. Issue

### I. 관계사 파라다이스의 영종도 소방설비 수주에 따른 성장발판

예상 수주액 360억원  
연간 약 120억원  
매출증가 예상

동사는 작년 11월 말 관계사인 파라다이스의 영종도 복합 리조트(파라다이스 시티)의 착공과 함께 소방설비 및 소방제품의 대규모 신규 수주가 예상된다. 영종도 복합 리조트는 2017년 1분기 1단계 개장을 목표로 하며 면적은 184,824m<sup>2</sup>에 해당한다. 동사는 올해 3월부터 영종도 복합 리조트 건설에 소방 설비 및 제품을 납품을 시작했으며 2017년까지 예상 수주액은 약 360억 원으로 연간 약 120억 원의 매출 증가를 기대할 수 있다. 이는 동사가 작년 공사한 세종로구역 제2지구 도시환경정비산업 진행사항에서 대림산업에게 계약 금액 기준으로 90억 원을 체결한 것에 비례하여 추정된 액수이다. 세종로 제 2구역은 47507m<sup>2</sup> 면적으로 영종도 복합 리조트의 크기의 ¼크기인 점을 고려해볼 때 세종로 구역 제 2 지구 대비 4배에 달하는 수주계약을 기대할 수 있다. 영종도 복합 리조트는 2017년 1단계 완성 후 2020년까지 2단계 프로젝트가 진행되며 이는 242734m<sup>2</sup> 면적으로 1단계보다 훨씬 더 큰 규모이다. 이를 통해 동사는 2020년까지 안정된 수주를 지속하게 될 것으로 예상된다.

### 2. 해외인증을 겨냥한 신제품 출시와 해외진출 노력

경량화와 가격경쟁력을  
통한 해외인증  
⇒ 해외 수출 부문  
매출액 증대 1.7배  
영업이익은 2배  
증가 예상

동사는 올해 기존 T형 스프링클러를 개선해 성능 및 경쟁력을 강화한 제품 개발을 완료했다. 또 UL(미국안전인증)과 FM(미국방폭인증) 기준에 적합한 T형 스프링클러를 개발 중에 있다. 해외 인증 제품 대비 경량화 및 가격경쟁력을 확보하는 것에 초점을 맞추고 있으며 올 상반기 해외 인증을 통해 수출 증대에 기여할 것으로 예상하고 있다. 또한 동사는 지난해 제품의 해외인증 확대와 신제품 해외전시회 참여, 국내 건설사의 해외현장 영업활동 강화로 해외 시장 점유율을 높일 수 있을 것이다. 이를 통해 동사가 얻을 수 있는 해외수출 부문 매출액 성장은 약 1.7배 정도를 예상하고 있으며 이는 2011년 일본 진출 대비 성장성을 근거로 추정한 성장성이다. 더불어 최근 생산체제의 개편으로 생산 원가를 크게 절감하고 있는 내용을 반영할 때 해외 수출부문 영업이익은 2배 이상의 성장성을 갖추게 될 것으로 예측된다.

자료 23. 영종도 복합 리조트 계획

1단계	면적(m <sup>2</sup> /평)	비고
호텔	93,985 m <sup>2</sup> / 28,480 평	717 룸
카지노	22,690 m <sup>2</sup> / 6,876 평	게임구역 11,190 m <sup>2</sup> / 3,391 평
카지노홀	7,445 m <sup>2</sup> / 2,256 평	
상업지구	25,063 m <sup>2</sup> / 7,595 평	
주차장	35,641 m <sup>2</sup> / 10,800 평	
합계	184,824 m <sup>2</sup> / 56,007 평	
2단계	면적(m <sup>2</sup> /평)	비고
호텔	50,948 m <sup>2</sup> / 15,439 평	500 룸
카지노 확장	19,835 m <sup>2</sup> / 6,011 평	
스파	12,500 m <sup>2</sup> / 3,788 평	
상업지구	45,420 m <sup>2</sup> / 13,764 평	
직원용 숙소	11,366 m <sup>2</sup> / 3,444 평	
직원 교육센터	17,700 m <sup>2</sup> / 5,364 평	
주차장	84,965 m <sup>2</sup> / 25,747 평	
합계	242,734 m <sup>2</sup> / 73,556 평	
1단계 + 2단계	427,558 m <sup>2</sup> / 129,563 평	토지면적 336,000 m <sup>2</sup> / 101,818 평

출처: 파라다이스

## VI. Appendix

### I. IR Q&A

#### ① 제품 매출과 시공 매출의 차이?

IR : 제품 매출은 스프링클러, CPVC 배관 시공을 동반하지 않는 판매이고 시공 매출은 아파트 소방시설 시공, 반도체 클린룸 시공 하는 것에 대해 발생하는 매출이다. 시공 할 때 사용되는 제품은 제품 매출에는 포함되지 않고 모두 시공 매출에 포함된다.

#### ② CAPA 증설 계획은?

IR : 대규모 설비 투자보다는 노후 설비를 개선하고 기존의 설비를 효율화하는 작업을 지속적으로 하고 있다. 현재 수준으로도 추가적인 수주가 들어와도 무리 없이 생산할 수 있다.

⇒ 사업보고서상 생산설비 가동률이 100%로 나와 있다. 하지만 IR담당과 통화한 결과 IR 담당자는 지금까지 주문을 받은 것은 100% 납기를 맞췄다는 의미로 수년째 100%로 기록하고 있다고 한다. 정확히 가동률의 개념을 파악하지 못하고 있는 것으로 보인다. 생산량 대비 120% 생산할 수 있는 것으로 보아, 당장의 CAPA문제는 없는 것으로 판단된다.

#### ③ 2014년 원가율은 왜 이전에 비해 높아졌는가?

IR : 2014년 CPVC 인증 취소로 인한 생산이 중단되어 소방 설비 시공을 수주할 때에 자사 제품을 사하지 못하고 타사 제품을 구입해 사용하다 보니 원가율이 높아졌다. 또한, CPVC는 비교적 기술장벽과 마진이 높는데 판매하지 못하다 보니 원가율이 높아졌다. 기존 불용자산을 폐기함에 따라 당기순이익 역시 감소하였다

⇒ 올해부터 CPVC 생산이 재개화 되며 원가율 안정화 될 것

#### ④ 스프링클러산업에서의 입지

IR : 소방산업에 있어서(특히 클린룸 시공에 있어서는) 제품 판매와 시공을 동시에 하는 업체는 동사 밖에 없다. 클린룸과 같은 정밀시공을 할 수 있는 기술력을 가지고, 이를 시공할 수 있는 규모를 가진 업체도 동사밖에 없다.

## VI. Appendix

### 2. UL인증과 FM인증

UL인증은 미국의 비영리 기관인 UL(Underwriters Laboratories Inc.)에서 부여하는 인증이다. UL은 100년 이상의 경험을 바탕으로 오늘날 미국 내 최고의 안전시험과 제품검증기관으로 인정받고 있는 기관이다. UL인증이 있어야만 전 미주시장으로 판매될 수 있고 연방정부에도 납품할 수 있는 권한이 생기게 된다. 대형 유통업체들도 유통 물품에 대한 risk를 줄이기 위해서 UL인증마크가 있는 제품을 우선적으로 취급하고 있고, 보험회사의 검사기관들도 UL마크의 유무에 따라 보험료의 책정을 하고 있어 미주시장에 유통 판매 하기 위해서는 UL마크가 필수적이다. 이에 동사도 해외로의 제품 판매 진출을 위해 UL마크를 취득하고 있다. 스프링클러 형태 중 75%를 차지하는 표준 반응형, 조기 반응형에 관해 UL인증을 취득했고, 이 두 유형에 모두 UL인증을 차지한 업체는 국내에는 동사밖에 없다. 이 인증이 미국 외에서도 공신력을 가지는 것을 감안할 때 해외로의 진출 역시 기대할 수 있다.

FM인증은 보험, 인증, 손실방지 컨설팅 등 약 5개 회사가 연합한 FM global에서 부여하는 인증인데 소방 설비 분야에서는 가장 엄격하고 부여 받기 어려운 인증이다. FM인증은 두 가지 분야에서 필요하다. 첫 번째는 보험가입과 관련되고 두 번째는 제품 판매의 용이성이다. 보험가입과 관련된 부분에선 ① FM보험 회사에 보험을 드는 경우에는 반드시 필요하고 ② 타 보험사의 경우에도(국내의 경우) FM인증을 받은 소방설비를 사용하는 경우에는 보험료를 60%를 할인해주는 혜택을 제공하고 있다. 제품 판매의 용이성과 관련된 부분에선 ① 미국의 경우에는 소방 설비는 당연히 FM인증을 취득해야만 판매할 수 있고 ② 발주자들이 안전을 위해 FM인증을 취득한 제품을 요구하는 경우가 많다. 이에 FM인증을 받은 동사는 클린룸과 같은 화재의 위험에 대한 인지도가 높은 곳에서 선호될 수 밖에 없고, 이후 미국으로의 진출에도 국내 업체 중 가장 유리하다.

자료24. UL인증, FM인증로고



## VI. Appendix

### 3. 대주주 RISK – 없다!

동사의 대주주는 (주)파라다이스에서 (주)베이스HD(지분율: 48.44%)로 변경되었다. 기존에 (주)파라다이스는 카지노를 영위하던 업체이고 (주)베이스HD는 부동산임대업, 투자업을 영위하는 업체이다. 베이스HD의 모회사는 (주)송원인데, 송원은 1992년 12월 29일에 설립되어 광주에서 백화점을 운영하며 이후에는 서울 등 각지로 진출해 부동산 임대업으로 업무영역을 확장했고 최근에는 베이스HD를 통해 (주)삼환까무를 인수하며 건설업으로도 진출했다.

대주주의 변경에 대한 시장의 우려도 있었으나 이는 오히려 동사의 주주가치에 도움이 될 것이라고 판단된다. 이유는 (주)베이스HD의 계열사인 (주)삼환까무를 통한 수직 계열화가 가능할 수 있기 때문이다.

스프링클러 설치와 같은 소방설비업은 건설사의 발주에 입찰해 수주하기 때문에 (주)삼환까무를 인수한 베이스HD로 대주주가 변경된 것은, 기존에 카지노를 운영하던 파라다이스와 비교하여 차후 수주에 있어서 부정적이라고 볼 수 없다. 또한, 백화점을 운영하는 모회사와의 협업을 통한 시너지 효과도 기대해 볼 수 있다.

### 4. 과거 주가 추이



#### ①에서의 주가 상승

1. 세월호 참사 이후 재난안전에 대한 관심 증가로 이슈
2. 파라텍 영종도 개발 본격 착수

#### ②에서의 주가 하락

=> 송원그룹으로의 대주주 변경으로 인한 우려

## VI. Appendix

### 4. RIM 추가 시트

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
당기순이익	82	95.94	110.33	125.77	142.75	161.31	180.67	200.54	222.6	244.86	262
자기자본	762	849	948	1061	1190	1335	1498	1678	1878	2099	2335
ROE	10.76%	11.3%	11.64%	11.85%	12.00%	12.08%	12.06%	11.95%	11.85%	11.67%	11.22%
스프레드	0.77%	1.31%	1.65%	1.86%	2.01%	2.09%	2.07%	1.96%	1.86%	1.68%	1.23%
RI	6	11	15	19	23	26	29	31	33	33	27
할인율	1	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39
PV of RI	6	10	12	14	15	16	17	16	15	14	11
CV	224										
PV of CV	87										
Sum of PV	233					목표주가		8,261			
초기자기자본	686					현재주가		5,460			
자기자본가치	919					Upside Potential		51%			
상장주식수	11,120,000					산출된 P/E		11.20			

### 5. 요약 손익계산서

(단위: 원)

	2012	2013	2014	2015F
매출액	91,358,659,551	108,660,143,325	132,087,754,198	164,317,166,222
매출원가	82,328,575,636	95,879,335,903	118,941,364,022	144,106,154,777
매출총이익	9,030,083,915	12,780,807,422	13,146,390,176	20,211,011,445
판매비와관리비	8,265,440,551	6,735,446,954	6,114,463,085	9,533,937,184
영업이익	764,643,364	6,045,360,468	7,031,927,091	10,677,074,261
금융수익	514,322,349	912,519,516	237,928,086	1,340,363,128
금융비용	- 205,930,194	- 71,531,724	- 165,773,790	- 884,168,522
기타영업외수익	438,970,471	554,456,454	1,189,443,780	826,032,292
기타영업외비용	- 726,422,963	- 1,062,962,446	- 1,067,026,645	- 1,368,160,223
법인세비용차감전순이익	785,583,027	6,377,842,268	7,226,498,522	10,591,140,936
법인세비용	203,029,880	1,777,614,637	1,670,467,812	2,383,006,711
당기순이익	582,553,147	4,600,227,631	5,556,030,710	8,208,134,226

## VI. Appendix

### 6. 요약 재무상태표

(단위: 원)

	2012	2013	2014	2015F
<b>자산</b>				
유동자산	47,377,311,017	58,356,805,168	71,834,228,687	85,468,797,909
현금및현금성자산	4,027,559,669	2,168,876,615	5,320,261,623	6,618,405,459
매출채권	23,927,203,043	33,685,807,620	30,621,958,883	38,093,716,850
재고자산	5,728,603,296	8,892,890,939	5,029,422,798	9,115,140,407
미청구공사	5,277,671,524	5,280,807,445	5,634,572,901	7,623,638,598
선급공사비	472,587,296	3,395,550,315	6,836,903,394	8,204,284,073
기타유동자산	7,943,686,189	4,932,872,234	18,391,109,088	15,813,612,522
비유동자산	35,525,448,289	35,173,076,264	38,305,227,417	38,305,227,417
유형자산	33,179,756,627	32,519,177,568	26,383,308,176	26,383,308,176
무형자산	852,037,092	856,047,696	706,087,828	706,087,828
기타비유동자산	1,493,654,570	1,797,851,000	11,215,831,413	11,215,831,413
자산총계	82,902,759,306	93,529,881,432	110,139,456,104	123,774,025,326
<b>부채</b>				
유동부채	16,292,520,357	22,534,171,842	36,175,852,858	41,558,577,196
단기차입금	-	-	-	-
매입채무	11,847,830,028	15,803,470,259	14,132,040,032	17,580,257,800
미지급비용	2,776,435,634	3,569,003,542	4,624,337,278	5,752,675,574
초과청구공사	46,217,343	668,150,084	21,736,291	1,053,979,285
기타유동부채	1,622,037,352	2,493,547,957	17,397,739,257	17,171,664,537
비유동부채	4,472,698,120	4,324,733,002	3,797,513,502	4,341,869,914
장기차입금	54,993,954	34,744,488	12,829,843	20,513,657
확정급여부채	868,324,830	826,589,415	368,514,929	810,552,979
이연법인세부채	3,139,379,336	3,133,399,099	3,086,168,730	3,180,803,278
수입보증금	410,000,000	330,000,000	330,000,000	330,000,000
기타 비유동 부채	-	-	-	-
부채총계	20,765,218,477	26,858,904,844	39,973,366,360	45,900,447,110
<b>자본</b>				
지배회사소유주지분	61,189,705,619	65,439,609,021	68,640,889,135	76,348,377,607
자본금	5,560,000,000	5,560,000,000	5,560,000,000	5,560,000,000
자본잉여금	2,070,039,759	2,070,039,759	2,070,039,759	2,070,039,759
이익잉여금	54,382,039,726	58,608,519,234	63,268,020,187	70,954,542,413
기타자본	- 822,373,866	- 798,949,972	- 2,257,170,811	- 2,236,204,565
비지배지분	947,835,210	1,231,367,567	1,525,200,609	1,525,200,609
자본총계	62,137,540,829	66,670,976,588	70,166,089,744	77,873,578,216
자본과부채총계	82,902,759,306	93,529,881,432	110,139,456,104	123,774,025,326

# 바텍(043150)

# BUY

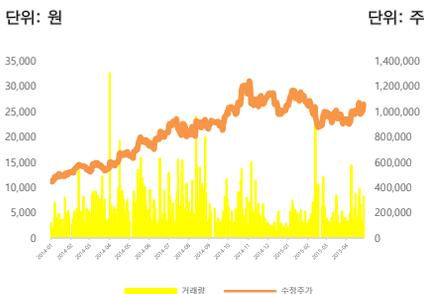
현재주가 27,600원  
 2015년 Target Price 35,500원  
 2015년 상승여력 28.6%  
 2016년 Target Price 39,700원  
 2016년 상승여력 43.8%

Analyst  
 김건우 fahrenheit7@korea.ac.kr  
 김지원 jay0708@korea.ac.kr  
 문아영 ayoun66@korea.ac.kr  
 박대원 eodnslekd@korea.ac.kr  
 송호빈 2009120026@korea.ac.kr  
 진우성 dntjd211@korea.ac.kr

52주 최고/최저가 31,700원 / 15,750원

시가총액 4099 억원  
 발행주식수 14,854,256  
 유통주식수 14,854,256  
 외국인지분율 2.77%  
 주요주주  
 - (주)바텍이우홀딩스 47.93%  
 - 노창준 6.31%

수정주가 및 거래량



## Why. 바텍?

바텍은 치과용 엑스레이 시스템을 개발 및 제조하는 회사이다. 동사는 산업통상자원부 선정 세계일류 상품 및 생산기업으로 6년(2009~2014)연속 선정되었을 만큼 우수한 기술력과 제품을 지녔다. 동사는 안정적인 매출을 바탕으로 꾸준히 성장을 하고 있는 기업이다. 그러나 2013~14년 동안 신제품 개발, Pax-1 시리즈로의 제품 플랫폼 단일화 작업과 이를 위한 과거 제품 폐기로 인한 재고자산손실로 수익성이 악화되었다. 하지만 현재 플랫폼 단일화 작업이 완료되었다. 더 이상 폐기 처리 할 과거제품도 남아있지 않아 다시 안정적인 성장을 이루고 있다.

## Point 1. 북미 및 유럽 매출의 성장

동사는 보충된 제품력을 바탕으로 북미와 유럽 시장에서 시장점유율을 확대해왔다. 북미와 유럽은 성숙된 시장으로서 과거 성장세가 다소 정체되었으나 고령화, 소득증가와 소비행태의 변화로 인하여 새로운 수요가 발생하고 있다. 임플란트, 미용성형 등의 고액 치과 치료에 대한 수요가 증가하였으며 이에 필수적인 동사의 덴탈 이미징 장비에 대한 수요도 함께 증가하였다. 북미 치과 영상장비 시장은 향후 연간 4%씩, 유럽 시장은 향후 연간 13.3%씩 시장 성장이 예상되며 이에 따라 제품 경쟁력이 높은 동사의 매출 확대가 기대된다. 또한 위 두 시장에서 동사의 최신 제품 Pax-1 3D Smart의 인증이 하반기 내에 완료될 것으로 예견되면서 매출액 증가의 근거를 보태고 있다. 이러한 북미와 유럽 시장의 호조에 힘입어 2015년 수출액은 약 2,239억(+31.3% YoY), 2016년 수출액은 약 2,328억(+3.9% YoY)으로 예상된다.

## Point 2. 꾸준한 신제품 출시로 인한 수익성 개선

동사는 꾸준한 R&D를 바탕으로 2013~14년에 다수의 신제품을 출시하였다. 이 과정에서 구제품들을 폐기처분하고 제품 포트폴리오를 Pax-1 시리즈로 단일화시켰는데, 이로 인해 상당한 재고자산손실이 발생했다. 영업외비용이 과거의 평균적인 손실액으로 계산되었을 때보다 2013년 90억, 2014년 78억이 추가적으로 발생하였고, 이로 인해 ASP증가와 매출원가 하락의 긍정적인 효과가 상쇄되었다. 하지만 2014년 Pax-1 시리즈로의 단일화 작업이 완료됨에 따라 2015년부터는 과거 2년 동안 발생했던 추가적인 영업외비용이 발생하지 않게 되었다. 이로써 2015년 당기 순이익은 265억원(+124.8% YoY), 2016년 296억원(+11.7% YoY)으로 증가할 전망이다.

(단위 : 억 원)

구분	2012	2013	2014	2015 F	2016 F
매출액	1758	1715	1948	2281	2478
매출총이익	635	742	870	961	1039
매출총이익률	36.1%	43.3%	44.7%	42.1%	41.9%
영업이익	124	153	316	355	399
영업이익률	7.1%	8.9%	16.2%	15.6%	16.1%
당기순이익	56	18	116	265	296
당기순이익률	3.2%	1.0%	6.0%	11.6%	11.9%

# CONTENTS

## I . Valuation

## II . Company Overview

## III . 기업 분석

### 1. 진화하는 바텍

## IV . 산업 분석

### 1. 변화하는 트렌드

## V . Investment Point

### 1. 신제품 출시로 수출 증가

### 2. 일회성 비용의 종료

## VI . Risk Point

### 1. 환율 변동에 따른 위험

## VII . Appendix

### 1. (주)레이언스 IPO

### 2. 재무제표

# I. Valuation

## 1. Valuation

Historical PER 기각, Peer PER Valuation 채택

Peer PER Valuation을 사용하여 현재주가 27,600원 대비 상승여력 28.6%가 있는 것으로 판단, 목표주가 35,500원으로 BUY를 제시한다.

동사의 경우, PER의 과거추이가 일정하지 않다. 또한 현재 다수의 시장에서 시장 점유율이 증가하고 있으며, 신제품으로 인해 수익성이 좋아지는 국면이다. 따라서 현재와 상황이 다른 과거의 PER를 적용하기 어렵다.

## 2. Peer PER

세 가지 기준에 입각하여 Peer 그룹 선정

### 1) Peer Selection

동사의 Peer를 선정하는 과정에서 세 가지의 기준을 적용하였다. 1) 의료기기 매출비중이 70% 이상 2) 2015년 매출성장률 3) 영업이익률이다. 1)의 경우, 동사의 매출 중 덴탈이미징이 차지하는 부분을 고려하였다. 2)와 3)은 의료기기를 다루는 업체 중에서도 동사와 유사한 성장을 하는 기업을 찾기 위함이다.

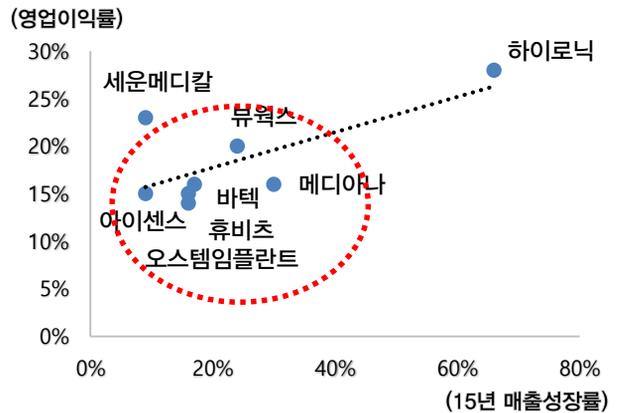
Peer그룹의 평균 15년 Fwd PER에 추정된 15년 Fwd EPS를 곱하여 목표주가 산출

### 2) Peer PER Valuation

선정된 Peer그룹의 2015 Forward PER의 평균을 구하였다. 평균 15년 Forward PER 24.5에 추정된 15년 Forward EPS 1,451원을 곱하여 목표주가 35,500원을 산출하였다.

[자료 01] Peer Selection Process

	의료기기 매출비중	15년 매출성장률	영업이익률
바텍	76.00%	17%	16%
뷰웍스	73.00%	24%	20%
오스템임플란트	76.1%	16%	14%
휴비츠	71.00%	16%	15%
세운메디칼	0.00%	9%	23%
메디아나	74.80%	30%	16%
아이센스	88.00%	9%	15%
하이로닉	80.00%	66%	28%



Peer그룹 채택

(출처 : 각 사, 고려대학교 KEYSS팀)

[자료 02] Valuation

<15년 Forward EPS>

뷰웍스	20.4
오스템임플란트	26.1
휴비츠	22.5
메디아나	28.8
아이센스	24.6
Target PER	24.5

현재주가	27,600원
15 Fwd EPS	1,451원
15 Target Price	35,500원
15 Upside Potential	28.6%
16 Fwd EPS	1,622원
16 Target Price	39,700원
16 Upside Potential	43.8%

(출처 : 각 사, 고려대학교 KEYSS팀)

# II. Company Overview

## 1. Introduction

### 1) 기업의 연혁

동사는 치과용 엑스레이 시스템 개발 · 제조 및 판매

바텍은 1992년 설립되어 2006년 코스닥에 상장된 치과용 엑스레이 시스템 개발 · 제조 사업을 영위하는 기업이다. 바텍코리아와 바텍글로벌이 국내 · 외 유통 및 마케팅을 담당하고 있으며, 구강센서(Intra-Oral Sensor)부터 응용 S/W까지 덴탈 기술 수직계열화를 이룬 국내 유일한 기업이다. 2012년 (주)레이언스와 (주)휴먼레이의 합병으로 인해 디텍터 부문 핵심 기술을 모두 보유하여, 바텍이 영위하고 있는 두 개의 사업부간의 시너지가 본격적으로 나타나고 있는 중이다.

### 2) 사업소개와 사업부별 매출비중

#### (1) 덴탈 이미징 사업부

전체 매출의 대부분(76%)을 차지하는 덴탈 이미징 사업부

매출 비중의 76%를 차지하는 덴탈 이미징 사업부는 치과용 Digital X-ray 및 CT, Generator를 개발 · 제조하여 판매한다. 2012년 Pax-I 모델을 처음 출시한 이후 Pax-I 모델로 플랫폼을 통일했으며 꾸준한 연구를 통해 산업통상자원부 선정 세계 일류 상품 및 생산기업으로 6년 연속 선정될 만큼 덴탈 X-ray 기술력을 선도하며 매출 성장을 이루고 있다.

#### (2) 디텍터 사업부

(주)레이언스를 중심으로 Detector 제조 · 판매

매출 비중의 24%를 차지하는 디텍터 사업부는 자회사인 (주)레이언스를 중심으로 Digital X-ray Detector 등 Digital X-ray Solution을 개발 · 제조하여 판매한다. (주)레이언스는 디텍터 핵심기술인 TFT, CMOS 기술을 모두 소유 중이며, 제작하는 Detector는 동사가 생산하는 X-ray에도 사용된다.

## 2. 제품 및 기술 분석

### 1) 주요 제품 및 2D · 3D 비교

2D X-ray의 부작용으로 인한 3D 제품 도입

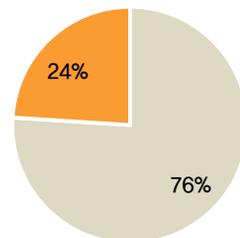
동사는 주력 제품으로 Pax-I(2D · 3D) 시리즈를 판매하고 있다. 2D X-ray 제품은 충치 치료나 사랑니를 확인할 때 사용되는 반면, 3D X-ray 제품은 입체적 영상을 획득할 수 있기 때문에 미용성형(양악 등), 교정, 임플란트 등과 같이 정밀한 진단이 필요할 때 사용된다. 2D X-ray로 얻은 영상으로는 신경조직 및 골밀도에 관한 정보를 얻을 수 없어 시술 시 부작용이 많이 존재한다. 난해한 치아구조나 질병을 갖고 있어 정교한 진단이 필요한 환자들의 증가와 2D X-ray의 부작용으로 인한 분쟁을 피하기 위해 치과병원 측의 3D X-ray 수요가 증가하고 있는 추세다.

[자료 03] 바텍의 지배구조



(출처 : 바텍)

[자료 04] 사업부별 매출 비중



■ 덴탈 이미징 ■ 디텍터

(출처 : 바텍)

# II. Company Overview

진단용 X-ray 기기의 핵심 부분 자체 생산 가능

국내 유일한 덴탈 부문 수직계열화 기업으로서 원가절감

## 2) 수직계열화로 인한 동사의 경쟁력

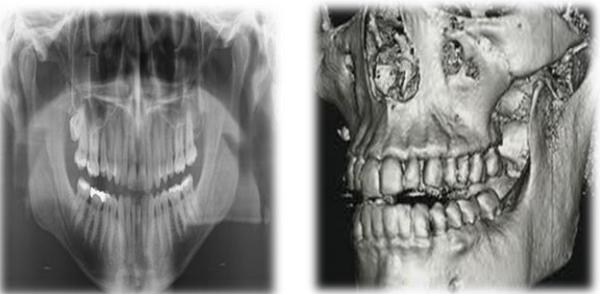
### (1) 진단용 X-ray 기기의 핵심 기술

진단용 X-ray 기기는 엑스선을 발생시키는 Generator 부분과 엑스선을 검출하는 Detector 부분으로 구성된다. 디지털 X-ray 시대로 변화함에 따라 기존 아날로그 방식에서 사용하던 필름을 대체한 Detector 부분 기술력의 중요성이 강조된다. Detector(FPD)는 TFT Detector와 CMOS Detector로 나뉘어지는데, CMOS의 경우 TFT보다 더욱 고도화된 기술이기 때문에 3D X-ray에 주로 사용된다. 이 두 가지 기술을 동시에 보유한 회사는 전세계적으로도 흔치 않으나 동사는 (주)레이언스와 (주)휴먼레이의 합병으로 인해 두 가지 기술을 모두 보유하고 있어, 토탈 솔루션을 제공하여 경쟁우위를 점하고 있다. 이에 따라 동사는 Generator 부분과 Detector 부분 모두 자체 생산할 수 있는 경쟁력을 지니고 있다.

### (2) 덴탈 부문 수직계열화로 인한 원가절감

동사는 덴탈 부문에 있어 수직계열화를 이룬 국내 유일기업이다. 동사를 중심으로 CAD/CAM, 구강검진센서, 2D 파노라마, 3D High-end CT를 생산 중이며 자회사 (주)레이언스의 디텍터 기술, 자회사 (주)이우소프트의 응용 S/W를 이용하여 덴탈 부문 수직계열화를 완성하였다. 이러한 수직계열화와 Pax-I 플랫폼 단일화를 통해 원가를 절감하였으며 2012년 이후로 매출원가율이 지속적으로 하락해왔다.

### [자료 05] 2D(파노라마) vs 3D(CT)

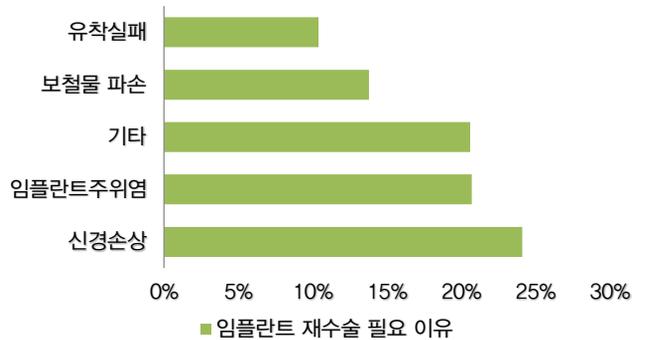


2D(Panorama)

3D(CT)

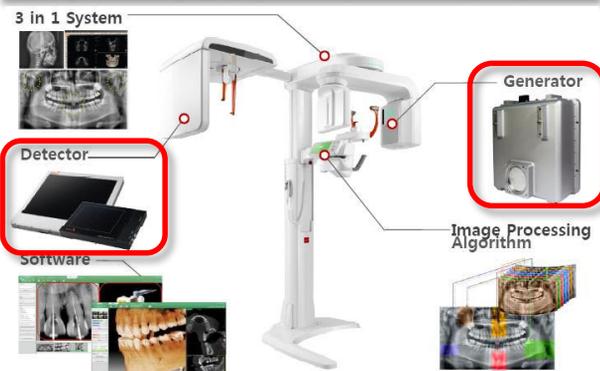
(출처 : 바텍)

### [자료 06] 2D X-ray의 문제점



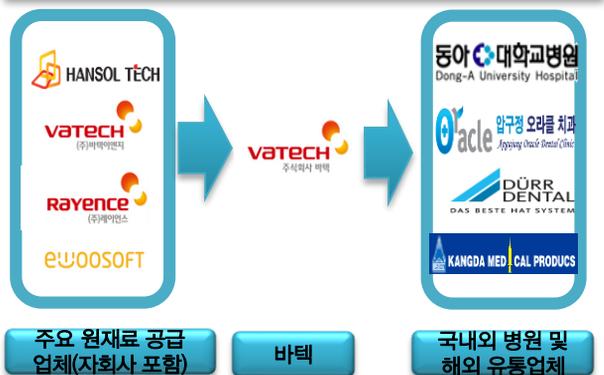
(출처 : 한국소비자원)

### [자료 07] 진단용 X-ray 기기 핵심부분



(출처 : 바텍)

### [자료 08] Supply Chain



(출처 : 바텍)

# III. 기업분석 : 진화하는 바텍

## 1. 기업의 지위

### 1) 국내 1위, 글로벌 5위의 M/S

국내 1위, 글로벌 5위의 치과용 영상진단기기 부문의 강자

동사는 연결기준 덴탈이미징 사업부문과 디텍터 사업부문을 영위하고 있으며, 덴탈이미징 부문에서 국내 1위 (M/S 70%), 글로벌 5위 (M/S 10%)의 점유율을 보여주고 있다. 국내 2D 장비시장에서는 경쟁이 심화되면서 수익성이 떨어졌지만 (M/S 60%), 3D 장비시장에서는 지속적인 R&D를 통한 기술경쟁력을 바탕으로 높은 점유율 (M/S 90%) 를 보여주고 있다.

### 2) 주요 매출은 해외에서, 3D 장비시장에서의 우위

2013년 저선량 장비 3D Green 출시로 해외시장에서 외형적 성장

동사의 매출은 주로 해외에서 발생하는데, 2014년 기준 수출이 차지하는 매출 비중은 78%에 달한다. 그 원인으로는 1) 국내 2D 장비시장에서의 경쟁 심화로 내수 매출이 감소하였고 2) 2013년 저선량 X-ray제품인 Pax-1 3D Green 출시로 북미·유럽시장에서 외형적 성장을 보였기 때문이다.

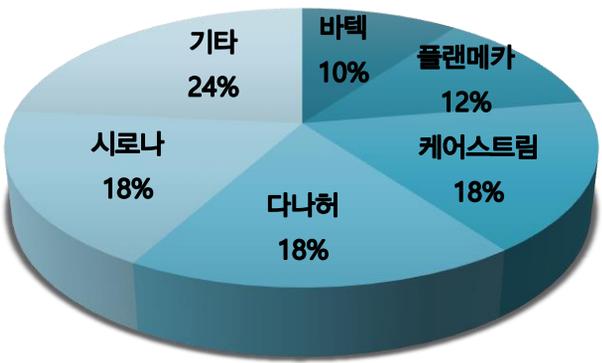
## 2. 기업의 성장

### 1) 2015년은 해외매출 성장이 가속화 될 전망

올 하반기 북미/유럽시장 Pax-1 3D Smart 출시 예정

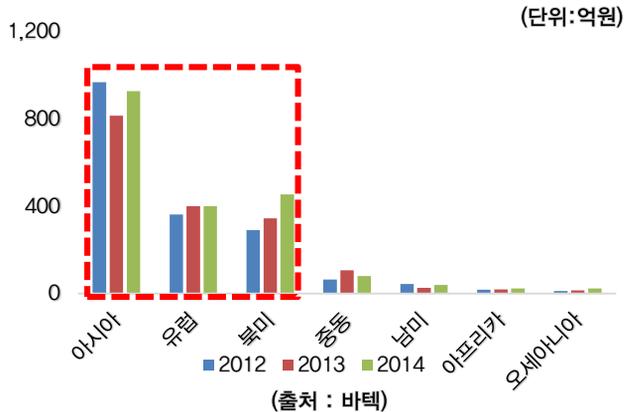
동사는 2011년 (주)레이언스, (주)바텍코리아의 물적분할로 인한 고정비 증가와 해외법인 설립에 따른 판관비 증가 (+36.4% YoY)로 실적이 일시적으로 악화되었으나, 2012년 Pax-1 2D/3D 제품 출시 이후 외형적으로 꾸준히 성장하였다.

[자료 09] 치과용 방사선장비 Global M/S

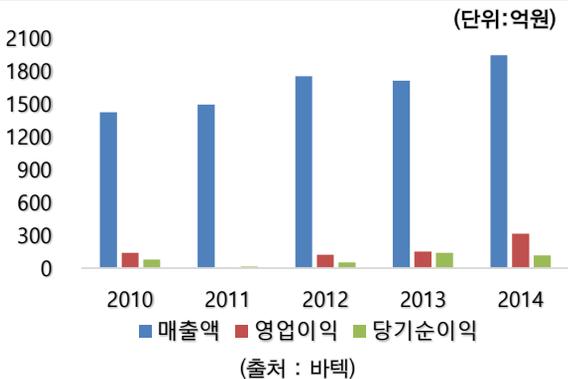


(출처 : Dental Radiology Equipment – Global Pipeline Analysis)

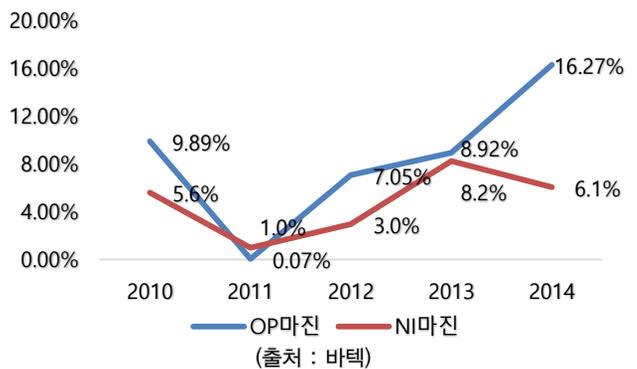
[자료 10] 바텍 대륙별 매출변화추이



[자료 11] 실적 추이



[자료 12] 주요 마진 추이



# III. 기업분석 : 진화하는 바텍

2013년 저선량 제품인 Pax-I 3D Green 출시 이후 북미시장에서 2013년 53억 원(+18.5% YoY), 2014년 109억 원(+31% YoY) 매출증가를 보였으며, 2014년 9월에 출시된 Pax-I 3D Smart는 현재 미국 FDA, 유럽 CE 인증과정에 있어 올해 하반기에 판매될 예정이다. 중국에서는 작년 하반기 판매법인에서 생산법인으로 전환한 상해법인에서 Pax-I 2D를 직접판매하고 있으며, 올해 화광社와 非Pax-I 판매계약을 연장하였다. 현재 Pax-I 3D가 CFDA인증과정에 있으며, 늦어도 내년에는 판매할 수 있을 것으로 추정된다.

### 큰 규모의 계약잔액으로 실적변동성 축소

#### 2) 2015년 단일공급계약

독일 Durr Dental社와 5년간 약 1,400억원의 2D 장비 공급계약, 중국 화광社와 50억원 규모의 1년 계약, 중국 캅다社와의 2년간 273억 계약, 그리고 2014년 글로벌 OO사와 부품공급 및 기술협력 455억 계약으로, 올해 남아있는 계약금액은 최소 300억 이상이다. 이에 따라 실적 변동성과 불확실성이 축소되었다.

### Pax-I 플랫폼 통합, 수직계열화로 인한 원가 절감

#### 3) Pax-I 플랫폼 통합, 수직계열화로 비용절감

2012년 Pax-I 출시 이후, 덴탈이미징 매출액에서 Pax-I 계열이 차지하는 비중은 2013년 80%에서 2014년 93.1%로 확대되었다. 이 과정에서 非Pax-I 재고자산폐기손실비용이 13,14년에 70억씩 발생하였다. 현재는 더 이상 손실 처리할 구 제품이 없으며, 제품 포트폴리오를 Pax-I로 통합함으로써 효율성이 증가하여 영업 이익률과 순이익률이 더 좋아질 것으로 판단된다.

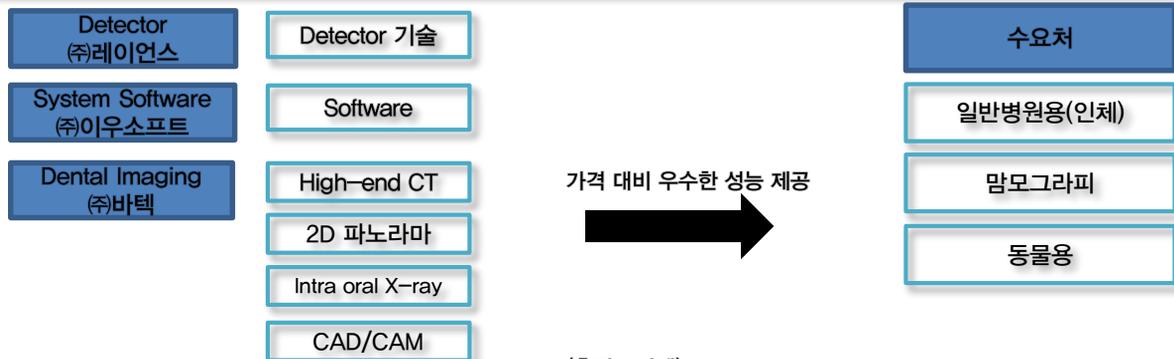
또한 바텍은 종속회사인 (주)레이언스에서 디텍터를 공급받고, 이우소프트에서는 관련 소프트웨어를 공급받으며, 자체적으로는 2D 및 3D 관련 기술들을 갖고 있어 치과용 영상진단기기 부문에서는 국내에서 유일하게 수직계열화를 이룬 회사이다. 이를 통해 원가를 절감할 수 있으며, 보다 능동적으로 시장에 대처할 수 있다.

[자료 13] 15년 단일공급계약

계약회사	계약기간	총 계약 금액	잔액	내용
Durr Dental AG	2012 ~ 2018	1398억 원	1331 억 원	2D 치과용 디지털 엑스레이 공급
글로벌OO사	2014 ~ 2022	455 억 원	455 억 원	2D 및 3D 동시 촬영장비 부품공급 및 기술협력
캅다(康达)	2013 ~ 2015	272 억 원	146 억 원	非Pax-I 계열 판매계약
화광(华光)	2015	50 억 원	50 억 원	非Pax-I 계열 판매계약

(출처 : 바텍)

[자료 14] 수직계열화



(출처 : 바텍)

# IV. 산업분석 : 변화하는 트렌드

## 1. 소득증가와 미용 치료 · 성형 시장의 성장

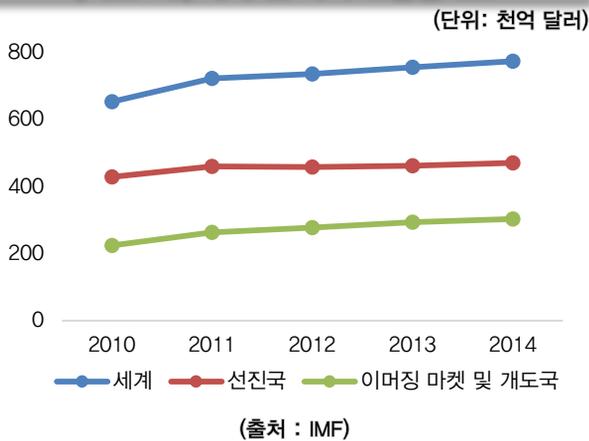
IMF에 따르면, GDP는 전 세계적으로 증가하는 추세이다. 선진국의 GDP도 꾸준히 늘고 있지만, 특히 이머징 마켓 및 개도국의 증가세가 두드러진다. 이러한 세계적인 소득 증가로 인해 소비자들의 의료비 지출도 늘고 있다. WHO에 따르면 세계 1인당 연간의료비 지출은 연평균 4%로 늘어나고 있어 2015년에는 1인당 연간 의료비 지출이 1100달러를 넘어설 것으로 예측된다.

전 세계 소득 증가로 인한 미용 치료 · 성형 시장의 증가 / 미용 치과시장의 성장

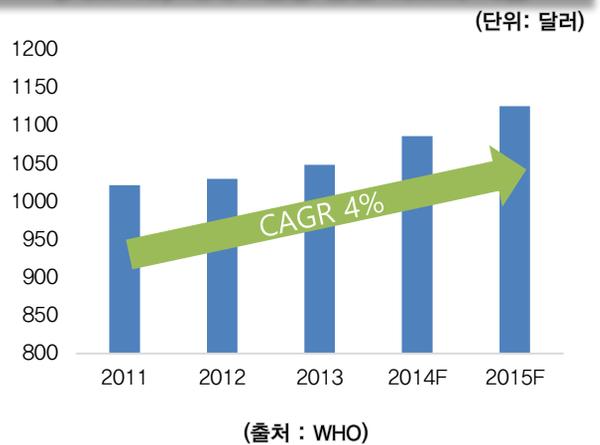
뿐만 아니라 소비자들은 필수 의료지출을 넘어 미용과 관련된 지출을 늘리고 있는데, 세계 미용 치료 · 성형 시장의 증가가 이를 방증한다. 미용 치료 · 성형 시장은 연평균 7.5%의 성장률을 보이며, 2018년엔 65억 유로 규모에 이를 것으로 추정된다. 이러한 미용 치료 · 성형 시장의 성장은 동사의 주력제품이 필수적으로 요구되는 미용 치과시장의 성장으로 이어진다.

전 세계 치과 소비재 시장의 공급량을 보면, 2008년부터 복구 및 미용부분이 차지하는 비중이 지속적으로 50%가 넘어왔고, 2015년엔 그 비중이 60%가 넘을 것으로 추정되었다. 또한 복구 및 미용부분의 공급량은 지속적인 증가 추세에 있어 2018년에는 118억 달러에 이를 것으로 추정되었다. 치아 복구 소비재는 치과용 임플란트 및 복구성형 등을 포함하고 미용부분은 부정교합 및 교정을 포함하는 것으로, 이는 모두 동사의 주력제품(3D Dental imaging)이 필요한 시술이다. 이에 따라 동사의 제품이 속한 시장이 연평균 7.5%로 빠른 속도로 확대되고 있다.

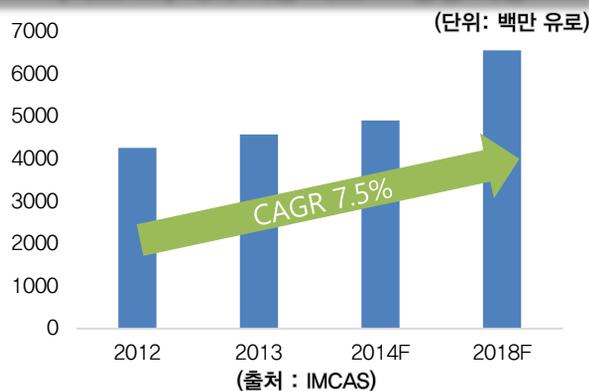
[자료 15] 세계 및 국가 그룹별 GDP



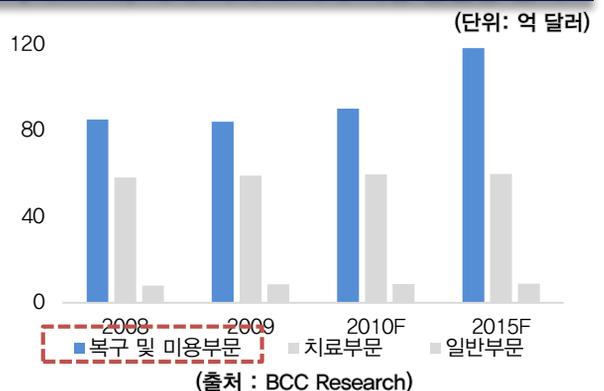
[자료 16] 세계 1인당 연간 의료비 지출



[자료 17] 세계 미용 치료 · 성형 시장



[자료 18] 세계 치과 소비재 시장 공급량 분석



# IV. 산업분석 : 변화하는 트렌드

## 2. 고령화와 치과용 임플란트 시장의 성장

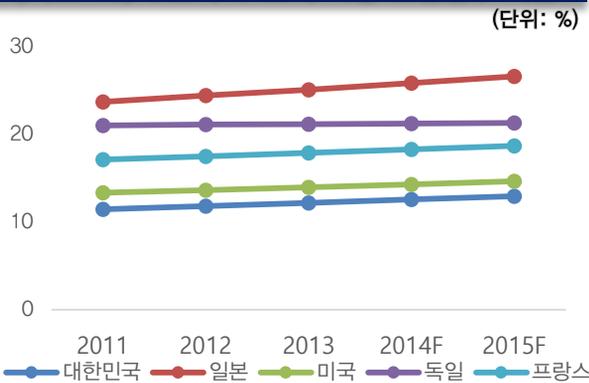
월드 데이터 뱅크의 조사에 따르면, 세계적으로 65세 이상 노인인구 비율은 선진국을 중심으로 빠른 속도로 증가하고 있으며, 이는 사회의 고령화가 가속됨을 뜻한다. 치과용 임플란트는 위험성이 낮고, 높은 효용을 제공하므로 치과용 의료기기 시장 중 가장 큰 성장세를 보이고 있다.

실제로 세계 치과용 임플란트 시장은 연평균 성장률 6.7%로 성장하고 있으며, 2016년에는 약 40억 달러 규모에 육박할 것으로 추정된다. 치과용 임플란트에 필수적인 치과용 영상진단기기 시장도 세계적으로 연평균 성장률 5%의 지속적인 성장세를 보이고 있으며, 2016년 약 28억 달러 규모에 이를 것으로 추정된다.

위 두 시장의 상관관계를 조사한 결과 0.9의 높은 상관계수를 가져 두 시장의 상관성이 유의미하게 높은 것으로 조사되었다, KMDPD 한국 의료기기 정책 연구원이 GBI 리서치 결과를 이용해 발표한 보고서에 따르면, 위 두 시장은 서로 연관되어 시장을 발전시키고 있어 두 시장이 동반 성장하고 있는 것으로 연구되었다. 동사의 주력 사업 부문인 덴탈 이미징 사업부는 치과용 영상진단기기 시장에 속하므로, 이는 곧 동사 제품의 수요 증가가 치과용 임플란트 시장의 성장과 그 궤를 같이 함을 의미한다.

### 치과용 임플란트 시장과 치과용 영상진단기기 시장의 동반 성장

[자료 19] 주요국가 65세 이상 노인인구 비율



(출처 : 월드 데이터 뱅크)

[자료 20] 치과 의료기기 품목별 시장성 분석



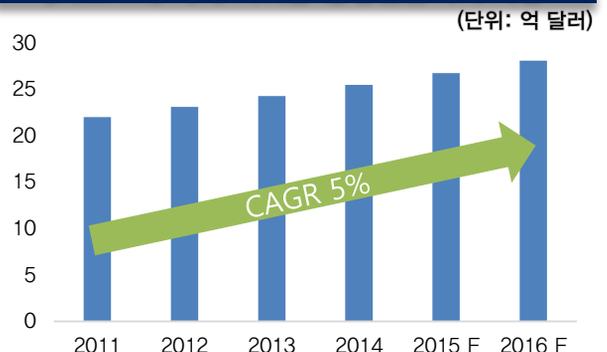
(출처 : GBI Research)

[자료 21] 세계 임플란트 시장



(출처 : Global data)

[자료 22] 세계 치과용 영상진단기기 시장



(출처 : Bloomberg)

# V. 투자포인트 1: 신제품 출시로 수출증가

큰 매출 비중을 차지하는 북미  
· 유럽 시장의 지속적인 성장

## 1. 세계 최대 규모의 북미 · 유럽 시장

동사의 매출 중 큰 비중을 차지하는 북미와 유럽 시장의 규모는 지속적으로 확대되고 있다. 의료 시장 성숙기에 접어들었음에도 임플란트와 미용성형의 수요가 증가하고 있기 때문이다. 임플란트 시장의 성장은 치과용 X-ray 시장의 성장과 밀접한 상관관계가 있음이 논문을 통하여 증명되었다. 특히 유럽의 경우 동유럽으로 임플란트 관광을 가는 등 임플란트 시장의 성장세가 두드러져 임플란트 시술에 필수적인 덴탈 이미징 장비 수요가 증가할 전망이다. 북미는 고액의 치료비를 감당할 수 있는 노년층이 가장 많은 시장으로 이에 따라 임플란트 시장이 확대되어 덴탈 이미징 장비의 수요가 증가할 것으로 기대 된다.

## 2. 동사 제품의 성능 · 가격 경쟁력

### 1) 제품의 성능 경쟁력

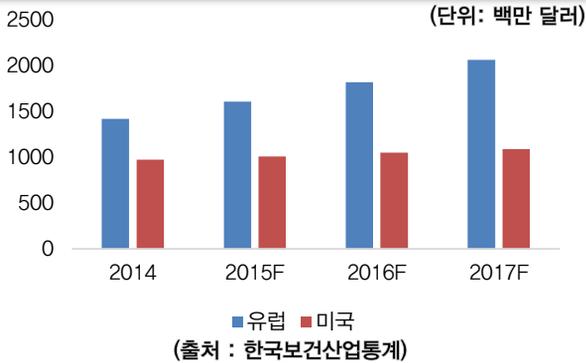
동사의 제품은 경쟁사 대비 가격 · 성능 면에서 경쟁력을 갖추고 있다. 정밀진단을 위해서는 높은 해상도가 필요한데, 동사의 제품은 경쟁사 대비 높은 해상도를 제공한다. 뿐만 아니라 경쟁사 제품에 비해 획기적으로 Scan Time을 감소시켰다. Scan Time이 증가할수록 방사능 피폭량이 증가하므로 더 빠른 촬영시간을 제공하는 제품에 대한 선호도가 높아지고 있다.

### 2) 제품의 가격 경쟁력

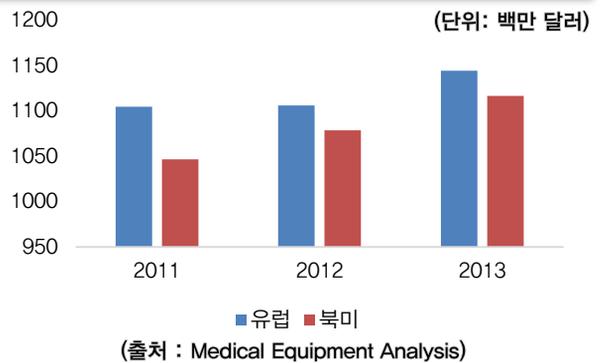
동사의 제품은 비슷한 성능을 가진 경쟁사들의 제품보다 가격 경쟁 우위를 점하고 있다. Panorama · CT를 기본 옵션으로 한 제품을 비교한 결과, 세계시장점유율 상위 5개 사의 제품 중 가장 저렴하게 공급되고 있다.

경쟁사 제품 대비 성능 · 가격  
면에서 경쟁력을 갖춘

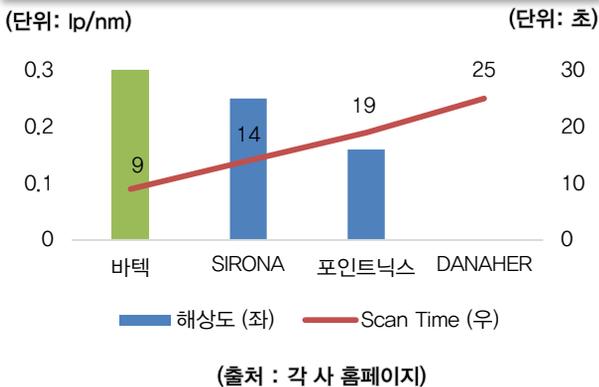
[자료 23] 북미/유럽의 치과 영상기기 시장



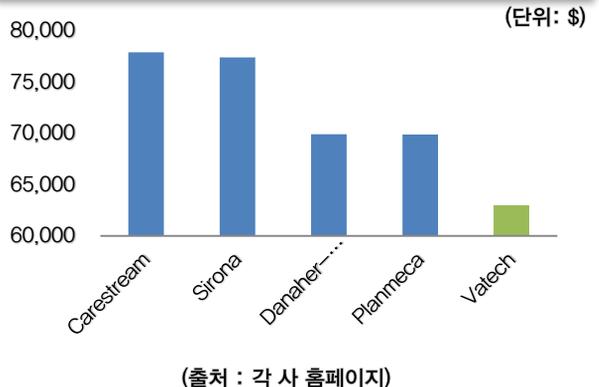
[자료 24] 북미/유럽의 임플란트 시장 규모



[자료 25] 경쟁사 대비 Scan Time 및 해상도



[자료 26] 경쟁사 대비 제품 가격



# V. 투자포인트 1: 신제품 출시로 수출 증가

## 3. 우수한 기술력을 바탕으로 신제품 출시

뛰어난 기술력을 바탕으로 가격 경쟁력을 갖춘 제품 개발

동사는 끊임없이 덴탈 이미징 업계에서 기술 개발을 선도해 왔으며, 여타의 어떠한 경쟁사 제품과 비교하더라도 독보적인 기술력과 가격 경쟁력을 지닌 제품을 지속적으로 개발해 오고 있다.

업계 내 트렌드를 이끌어 나가는 기술 Pioneer

### 1) 세계적으로 인정받는 동사의 기술력

동사는 2007년 독일에서 개최되는 세계 최대 규모의 치과 의료기기 전시회인 IDS에서 업계 최초로 Panorama, Cephalo, CT가 결합된 3 in 1 제품을 출시하여 기술력을 입증하였다. 세계시장점유율 1위인 SIRONA社가 이 제품을 벤치마킹하여 제품을 출시한 것은 4년이나 지난 2011년이다. 이후 2013년 동 전시회에서 세계 최초로 저선량 CT 기술이 탑재된 제품을 출시하여 Green Category를 창출하였다. 이처럼 동사는 업계 내 트렌드를 이끌어나가는 기술 표준으로 자리 잡고 있다. 또한 SIRONA社로부터 Auto-Switching 기술에 대한 사용료를 지급받는 크로스 라이선스를 체결하는 등 세계 시장에서 기술력을 인정 받고 있다.

북미·유럽 시장에서 신제품 출시 대기 중

### 2) 북미·유럽에서 승인 예정 중인 Pax-I 3D Smart

동사는 2012년 북미와 유럽 시장에서 5%의 점유율을 차지 하고 있었다. 그러나 2013년 하반기 세계 최초 저선량 CT인 Pax-I 3D Green이 북미와 유럽에서 판매 승인을 받은 후 좋은 반응을 얻으며 시장점유율 10%를 달성하였다. 동사의 신제품 Pax-I 3D Smart는 현재 북미와 유럽에서 판매 승인 예정이다. 이 제품은 한번의 촬영으로 2D와 3D 영상을 동시에 획득할 수 있으며 기존 3D 제품 대비 월등한 가격 경쟁력을 갖추고 있어 북미와 유럽에서 매출액 증가를 견인할 것으로 기대된다.

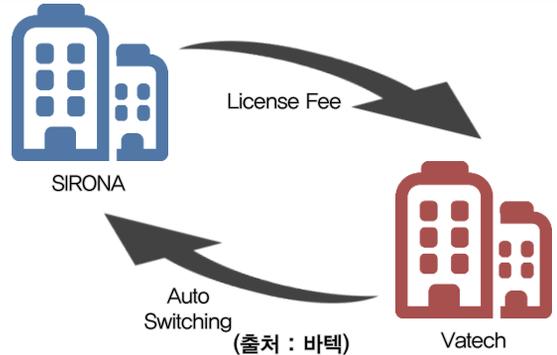
[자료 27] 세계 최초 3 in 1 CT 장비 Implagraphy



바텍 Implagraphy(2007) 시로나 Orthopos(2011)

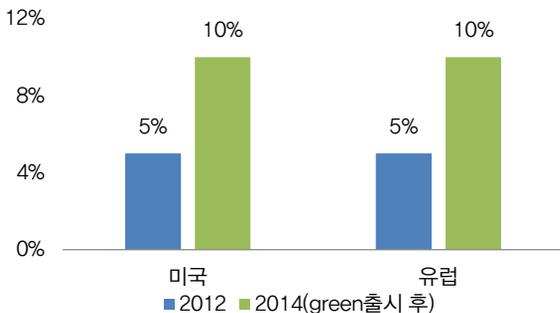
(출처 : 각 사 홈페이지)

[자료 28] Auto-Switching



(출처 : 바텍)

[자료 29] 치과용 진단영상기기 M/S



(출처 : 바텍)

[자료 30] 신제품 해외 인증 예정시기

국가	미국 (FDA)	유럽 (CE)
제품	Pax-I 3D Smart	
예정시기	2015년 하반기	2015년 5월

(출처 : 바텍)

# V. 투자포인트 1: 신제품 출시로 수출증가

## 4. 신제품 수출 본격화로 인한 매출 증대

북미·유럽 시장의 Needs를 만족시킬 수 있는 신제품

현재 승인 예정 중에 있는 동사의 신제품이 본격적으로 판매되기 시작한다면 북미와 유럽 시장의 매출성장을 이룰 수 있을 것으로 기대된다. 동사의 제품은 경쟁사 대비 뛰어난 성능과 가격 경쟁력을 갖추었으며, 선진국을 중심으로 증가하고 있는 저선량 CT에 대한 기대를 만족시킬 수 있기 때문이다.

북미 시장 판매량은 연평균 4%로 증가할 전망

### 1) 북미 시장 예상 판매량

동사의 제품은 북미 시장에서 2014년 약 600대의 판매량을 기록하였으며 동사의 신제품은 북미 시장의 저선량에 대한 Needs를 만족시키면서도 성능·가격 경쟁력을 갖추고 있어 연평균 4%의 성장이 예상된다. 이에 따라 동사의 2015년 북미 시장 제품 판매량은 624대로 증가할 전망이다.

유럽 시장 판매량은 연평균 13.3%로 증가할 전망

### 2) 유럽 시장 예상 판매량

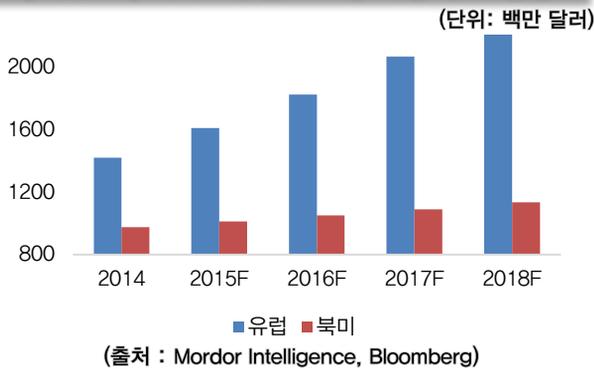
동사의 제품은 유럽 시장에서 2014년 528대의 판매량을 기록하였다. 저선량 CT에 대한 수요가 증가하고 있으며, 성장기에 접어든 동유럽은 치과용 X-ray 시장의 성장세가 크므로 연평균 13.3%의 성장이 예상된다. 이에 따라 동사의 2015년 유럽 시장 제품 판매량은 598대로 증가할 전망이다.

덴탈 이미징 사업부의 수출액은 연평균 12.6%로 증가할 전망

### 3) 수출액 전망 추이

동사의 2015년 북미향 수출액은 365억원(+4% YoY)으로 증가할 전망이며, 유럽향 수출액은 350억원(+13.3% YoY)으로 증가할 전망이다. 북미·유럽 시장의 판매량 증가에 힘입어 덴탈 이미징 사업부의 수출액은 2014년 1,513억에서 연평균 12.6%의 높은 성장세를 나타낼 것으로 기대된다.

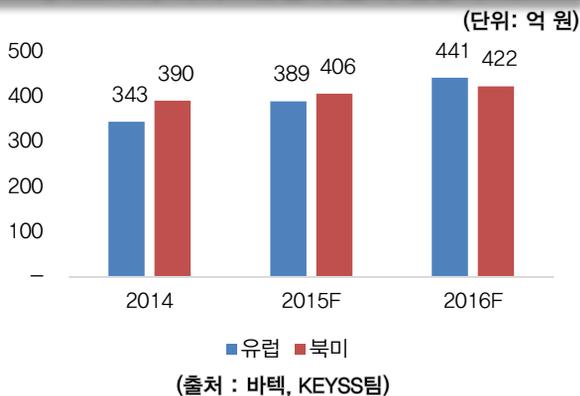
[자료 31] 북미·유럽 X-ray 시장 규모 전망



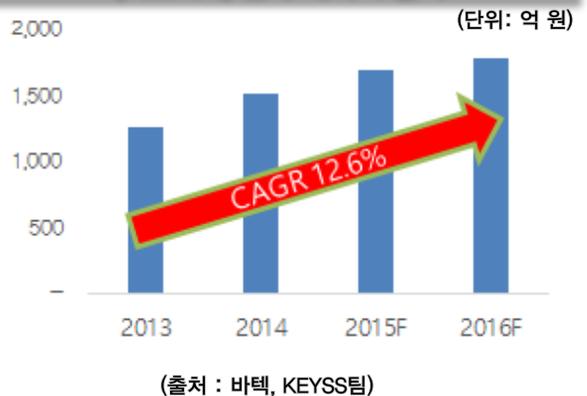
[자료 32] 북미·유럽 시장 예상 판매량



[자료 33] 북미·유럽 수출액 전망 추이



[자료 34] 전체 해외 수출액



# V. 투자포인트 2 : 일회성 비용의 종료

## 1. 일회성 비용의 종료

동사는 2013~14년 사이에 Pax-i Green, Pax-i Green Premium과 Pax-i 3D Smart를 출시함에 따라 전체 ASP가 점진적으로 증가했다. 또한, Pax-i 제품 중 35%의 비중을 차지하는 Sensor 원재료 가격이 하락함에 따라 매출원가율이 지속적으로 하락했다. 하지만, 동기간에 플랫폼 단일화 작업으로 인해 구제품들을 폐기함에 따라 일회성 재고자산폐기손실비용이 발생했다. 이로 인해 영업외비용이 급격히 증가하여 당기순이익이 훼손되었으나, 이러한 작업은 2014년을 기준으로 완료되었으며, 2015, 2016년부터 본격적으로 수익성이 개선될 것으로 판단된다.

## 2. 지속적인 ASP상승 & Sensor 가격의 하락

동사의 ASP는 2011년 3,000만원에서 2014년 5,800만원까지 약 93% 상승했다. 또한, Pax-i의 원재료 중 35% 차지하는 Sensor는 2011년부터 2014년까지 약 40.7% 지속적으로 하락했다. 이로 인해 매출원가율은 점진적으로 하락했다.

## 3. 본격적인 수익성 개선

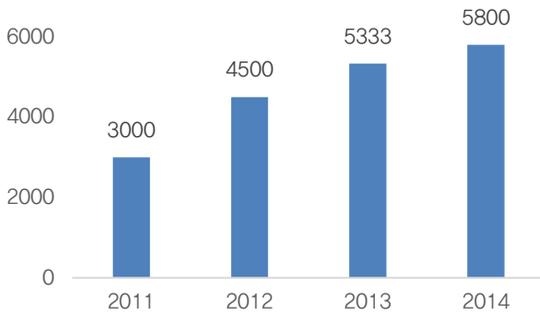
2013~14년 과도한 재고자산손실로 인해 동기간 각각 90억, 78억의 추가적인 영업외비용이 발생했다. 이로 인해 영업이익과 당기순이익의 괴리율이 2013년에 7.83%에서 2014년 10.25%로 확대되었다. 하지만, 이러한 과도한 재고자산손실이 더 이상 발생하지 않음에 따라 2014년 대비 2015~16년의 당기순이익률은 각각 4.6%p, 5.0%p 상승할 것으로 전망된다. 따라서, 2015년 당기순이익은 265억원(+124.8% YoY), 2016년은 296억원(+11.7% YoY)을 기록할 것으로 사료된다.

2013, 2014년 단일 플랫폼화 작업과정에서 발생한 재고자산 폐기손실로 인해 수익성 악화

단일 플랫폼화 작업 완료로 인해 2015년 당기순이익 265억원(+124.8% YoY), 2016년 296억원(+11.7% YoY)을 기록할 것으로 전망

[자료 35] 전체 ASP 변화 추이

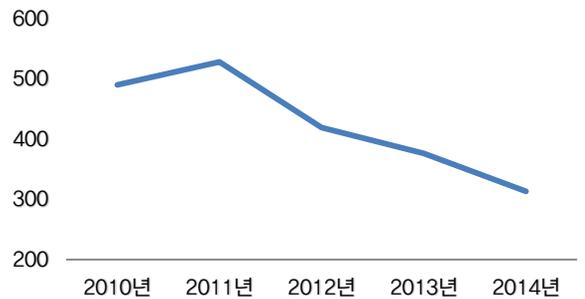
(단위:만 원)



(출처 : 바텍, 고려대학교 KEYSS팀)

[자료 36] Sensor 원재료 가격 추이

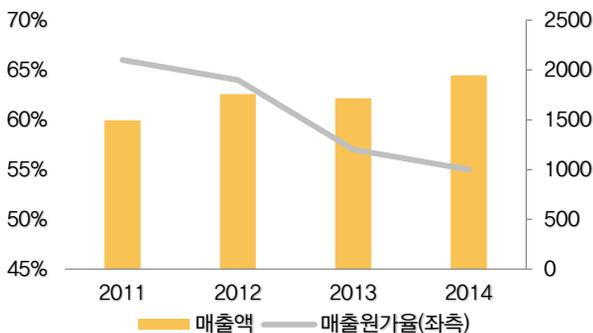
(단위:만 원)



(출처 : 바텍, 고려대학교 KEYSS팀)

[자료 37] 매출액/매출원가율 추이

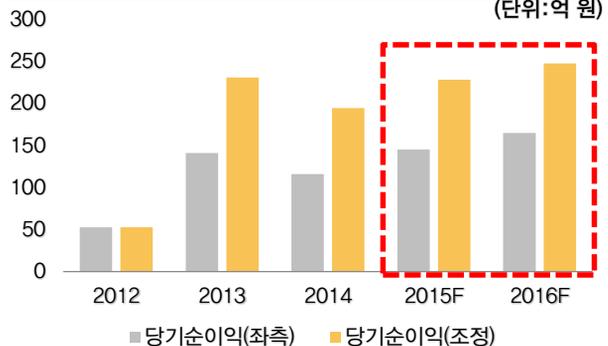
(단위:억 원)



(출처 : 바텍, 고려대학교 KEYSS팀)

[자료 38] 일회성 비용 제외 시 수익성

(단위:억 원)



(출처 : 바텍, 고려대학교 KEYSS팀)

# VI. 리스크포인트 : 환율 변동에 따른 위험

## 수출비중 증가로 인한 환위험 노출

수출비중 증가로 인한 환위험 노출

동사의 해외 매출비중은 2014년 77.7%에서 2016년 81.5%까지 확대될 전망이다. 수출 비중이 증가함에 따라 동사는 1) 외환손실/외환차익 2) 가격경쟁력 저하 두 가지의 환위험에 노출된다.

2016년 외환손실 108억, 외환차익 96억

### 1) 외환손실/외환차익

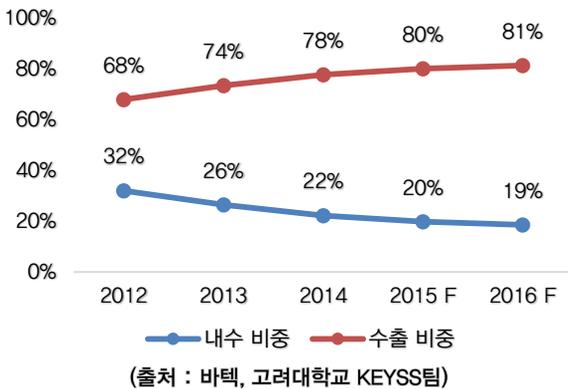
유럽과 북미의 매출이 증가함에 따라 동사는 외환손실과 이익이 동시에 발생한다. 특히, 원/달러와 원/유로에 가장 민감하게 반응할 것으로 예상된다. FED의 점진적인 금리인상과 ECB의 양적완화를 고려하였을 때, 두 환율은 서로의 효과를 상쇄할 것으로 예상된다. 따라서 외환손실은 2014년 93억에서 2015년 108억으로 증가할 전망이다, 외환차익은 2014년 84억에서 2015년에 98억으로 늘어날 것으로 판단된다. 하지만, 외환손실액이 크지 않아 이익에 미치는 효과는 제한적일 것으로 보인다.

타사 유사제품과 비교 시 여전히 가격 경쟁력 유지

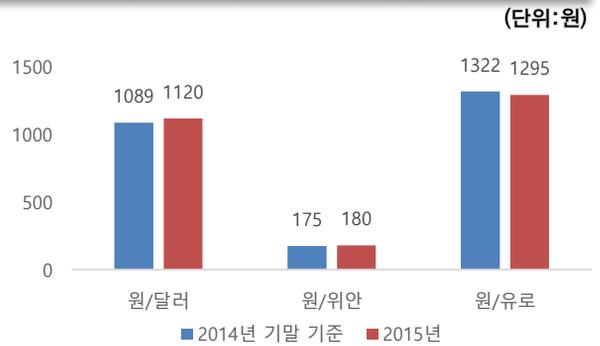
### 2) 가격 경쟁력 저하

동사는 수출이 증가함에 따라 환율 변동에 의해 가격 경쟁력이 영향을 받는다. 특히, ECB의 양적완화가 진행됨에 따라 유럽에서의 가격 경쟁력이 하락한다. 하지만 현재 유사한 성능을 가진 제품들을 업체별로 비교해보면 동사는 평균적인 가격보다 17.3% 저렴하다. 다시 말해, 현재 환율 전망보다 원/유로가 15%이상으로 하락해야 가격 경쟁력이 훼손된다. 따라서 유럽 환율이 불리해지고 있으나 그 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

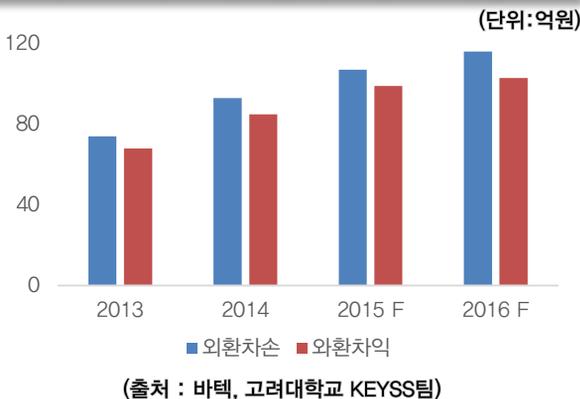
[자료 39] 수출 비중 변화 추이 및 전망



[자료 40] 주요 환율 전망치



[자료 41] 외환차손 및 외환차익 전망



[자료 42] 가격 경쟁력



# VII. Appendix

## 자회사 레이언스

(주)레이언스는 2011년 (주)바텍에서 물적 분할되었으며, 2012년 (주)휴먼레이를 흡수합병하면서 기존 레이언스의 TFT디텍터 개발력과 더불어 휴먼레이의 CMOS디텍터 개발력까지 갖추게 되었다.

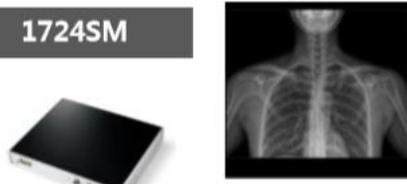
TFT는 X-ray 정지영상에 특화되어 있는 디텍터로, 의료용/치과용/동물용/산업용에 쓰인다. TFT는 잔상현상으로 인하여 동영상 구현이 어렵다는 단점이 있었는데, 고효율/고해상도 X-ray 동영상 촬영에 탁월한 CMOS디텍터 개발력을 갖추게 됨으로써 (주)바텍은 삼성의 CMOS를 자회사 (주)레이언스의 CMOS로 대체할 수 있게 되었다.

매출구조를 살펴보면 TFT가 매출의 45.6%(외부매출 92.8%/내부매출 7.2%), CMOS가 33.3%(외부매출 19.6%/내부매출 80.4%)를 차지하고 있으며, 총 매출에서 내부매출이 42%, 외부매출이 58%를 차지한다.(2014 1H기준)

동사의 실적은 매년 성장해왔으며, 2014년 매출액 754억(+12.3% YoY) 영업이익 105억(+47.8% YoY)을 달성하였다. 2013년 당기순이익이 일시적으로 증가한 이유는 GE에 Mammography사업부문을 172억 원에 매각하였기 때문이다. 올해 대신증권 주관으로 IPO를 예정하고 있으나, 실제로 올해 상장이 될지는 미지수이다.

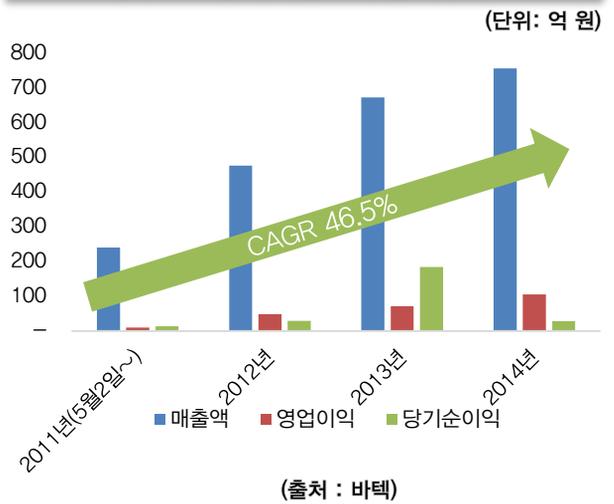
알짜배기 자회사 레이언스, 올해 상장하나?

[자료 43] 레이언스 주요 Detector

MAMMOGRAPHY	1724SM	
	1215MP	

(출처 : 바텍)

[자료 44] 레이언스의 실적추이



(출처 : 바텍)

[자료 45] (주)바텍의 지배구조

<p><b>(주)바텍이우홀딩스</b></p> <p>(주)바텍 47.93% (주)레이언스 39.22%</p> <p><b>(주)바텍</b></p> <p>(주)레이언스 40.29% (주)바텍글로벌 100.00% (주)바텍코리아 100.00% (주)바텍이엔지 100.00% (주)우리엔 89.00% (주)이우소프트 87.00%</p>	<p><b>노창준 씨</b></p> <p>(주)바텍 6.31% (주)바텍이우홀딩스 최대주주</p> <p><b>(주)레이언스</b></p> <p>(주)Rayence 100.00%</p>	<p><b>국민연금</b></p> <p>(주)바텍 5.49%</p> <p><b>대성창업투자</b></p> <p>(주)레이언스 구주 12억원치 인수</p>		
<b>(주)바텍글로벌</b>	<b>(주)바텍코리아</b>	<b>(주)바텍이엔지</b>	<b>(주)우리엔</b>	<b>(주)이우소프트</b>

(출처 : 바텍)

# VII. Appendix

## 요약포괄손익계산서

단위: 억원 재무상태표

단위: 원

	2012	2013	2014	2015 E	2016 E
매출액	1758	1715	1948	2281	2478
매출원가	1123	973	1078	1320	1439
매출원가율	64%	57%	55%	58%	58%
매출총이익	635	742	870	961	1,039
매출총이익률	36%	43%	45%	42%	42%
판매비	511	589	553	606	640
판매비율	29%	34%	28%	27%	26%
영업이익	124	153	316	355	399
영업이익률	7.06%	8.93%	16.25%	15.56%	16.10%
영업외수익	115	118	120	149	154
영업외비용	157	246	315	164	173
세전이익	82	25	121	340	380
법인세	26	6	4	75	84
법인세율	31%	26%	4%	22%	22%
당기순이익	56	18	116	265	296
당기순이익률	3.2%	1.1%	6.0%	11.6%	12.0%
EPS(원)	410	388	659	1,451	1,622
유통주식수	14,654,256	14,654,256	14,854,256	14,854,256	14,854,256

과 목	2012	2013	2014	2015 E	2016 E
자산					
I. 유동자산	111,149,264,198	148,078,138,979	153,076,216,018	137,434,539,732	137,434,539,732
1. 현금및현금성자산	12,746,137,632	23,687,011,894	25,835,993,297	20,756,380,941	20,756,380,941
2. 단기금융상품	11,000,000,000	11,000,000,000	11,165,000,000	11,055,000,000	11,055,000,000
3. 매출채권	65,507,486,026	75,278,825,885	76,566,900,464	72,451,070,792	72,451,070,792
7. 재고자산	675,213,151	29,577,987,376	32,461,085,559	20,904,762,029	20,904,762,029
II. 비유동자산	68,314,312,054	79,610,653,903	86,881,754,918	78,268,906,958	78,268,906,958
4. 유형자산	42,258,520,901	47,965,250,744	56,447,534,094	48,890,435,246	48,890,435,246
5. 무형자산	11,100,109,680	14,910,006,598	11,713,541,256	12,574,552,511	12,574,552,511
6. 투자부동산	5,279,415,712	4,604,429,501	4,480,162,065	4,788,002,433	4,788,002,433
자산총계	199,976,303,981	227,688,792,882	239,957,970,936	222,541,022,600	222,541,022,600
부채					
I. 유동부채	92,548,550,673	99,338,240,826	100,740,766,011	97,542,519,170	97,542,519,170
1. 매입채무	24,776,459,292	29,733,839,305	26,007,633,300	26,839,310,632	26,839,310,632
3. 차입금	54,420,178,019	53,972,390,668	57,523,192,728	55,305,253,805	55,305,253,805
II. 비유동부채	20,708,329,715	23,629,797,508	26,192,242,043	23,510,123,089	23,510,123,089
1. 차입금	11,642,240,000	15,047,716,000	12,660,380,013	13,116,778,671	13,116,778,671
부채총계	113,256,880,388	122,968,038,334	126,933,008,054	121,052,642,259	121,052,642,259
자본					
I. 지배기업 소유지분	75,762,847,047	82,914,982,239	87,560,616,608	82,079,481,965	82,079,481,965
1. 자본금	7,427,128,000	7,427,128,000	7,427,128,000	7,427,128,000	7,427,128,000
3. 이익잉여금	47,833,534,651	52,801,823,142	60,326,012,254	53,653,790,016	53,653,790,016
II. 비지배지분	10,956,576,546	21,805,772,309	25,464,346,274	19,408,898,376	19,408,898,376
자본총계	86,719,423,593	104,720,754,548	113,024,962,882	101,488,380,341	101,488,380,341
부채 및 자본총계	199,976,303,981	227,688,792,882	239,957,970,936	222,541,022,600	222,541,022,600

## 현금흐름표

단위: 억원

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	25	11	93	157	715	831
이자 수취	5	5	5	12	6.7	.71
이자 지급	-21	-28	-31	-28	-27	-28
법인세 지급액	-52	-7	-23	-49	-32	-27
투자활동현금흐름	-72	-164	-47	-175	-160	-160
매도가능금융자산	59	0	0	7	21	21
단기금융상품	2	0.2	0	-2	0	0
장기금융상품	0	-0.4	-35	0.7	-12	-12
유형자산	-137	-62	-122	-114	-109	-109
무형자산	-41	-33	-93	-67	-60	-60
투자부동산	18	0	20	0	0	0
국고보조금 수령	3.4	3.7	0	0	0	0
재무활동현금흐름	115	147	63	40	91	85
차입금 차입	2920	3430	3340	3646	3334	3437
차입금 상환	-2788	-3273	-3310	-3634	-3252	-3367

## CONSENSUS

단위: 억원

	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	1,758	1,715	1,948	2,260	2,561
YoY	17.5%	-2.4%	13.6%	16.0%	13.3%
영업이익	124	153	316	376	446
당기순이익	60	57	97	189	259
EPS	405	382	653	1274	1744
PER	27.2	29.2	40.0	22.2	16.2
PBR	2.1	2.0	4.4	3.9	3.1
ROE	7.9	7.2	11.4	19.4	21.5
EV/EBITDA	13.0	16.4	19.2	9.8	8.1
순부채비율	48.8%	31.8%	29.4%	20.5%	7.2%

투자자의 바람이 이루어지는 곳

# 씨에스윈드(112610)

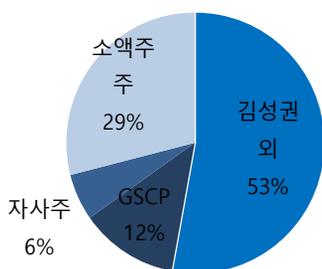
## BUY

목표주가	52,900원
현재주가 (05.12)	38,600원
상승여력	37%

### Market Data (5.12)

시가총액	6,672억 원
52주 최저	23,850원
52주 최고	39,150원
유통주식	17,285,715
Multiple	9.86

### 주요 주주 현황



### Analyst

YIG 25기  
고규진, 김승현, 박소민  
안지은, 정영훈, 최소영

YIG는 시장의 세 가지 우려를 짚어보고 매출실적에 관한 불확실성을 해소하여 씨에스윈드의 투자를 제안한다.

### 시장의 우려와 YIG의 관점

#### 1. 유가급락에 따른 풍력발전시장에 대한 전반적인 우려

⇨ 2008년의 유가급락은 풍력 발전 신규 설치용량의 급감으로 이어지지 않았고, 정부 지출의 증가와 전방산업의 호조가 유가 급락에 대한 우려를 해소한다.

#### 2. 특정 전방사업자 Siemens wind power (이하 지멘스)에 편중된 매출비중과 이에 따른 기업존속 불확실성

⇨ 동사는 반덤핑 무혐의 판정 후 대미수출 재개에 따라 수주다변화를 이룩할 것이다. 또한 지멘스와의 두터운 신뢰관계는 동사의 안전마진 요소로 볼 수 있다.

#### 3. 캐나다 온타리오 프로젝트 이 후의 동사 성장동력여부

⇨ 2017년까지 캐나다 법인의 실적은 견고할 것이며, 이 후에는 지멘스를 통해 신 성장동력인 해상풍력산업으로 진출할 것이다.

### 씨에스윈드 추정 손익계산서

단위:백만 원	2013	2014	2015(E)
영업수익	296,487	329,233	381,590
영업비용	261,077	260,407	309,444
영업이익	35,409	68,825	72,146
영업외손익	-5,342	- 7,124	- 2,253
세전당기순이익	30,067	61,701	69,892
당기순이익	26,861	57,175	64,286
EPS (원)	1,553	3,307	3,719

## 시장의 3가지 우려. YIG는 다르게 본다

[그림1] 3년 평균 ROE 17~20%사이 기업의 2014년 PER

기업	PER	기업	PER
현대위아	10.52	코라오홀딩스	22.18
한세실업	25.71	한전기술	35.81
하나투어	27.06	한국타이어	9.32
서연	1.48	대창단조	4.67
씨에스윈드	6.75	인팩	5.13
기아차	7.08	한국콜마	26.85
쿠쿠전자	19.23	넥센타이어	10.16
삼성전자	9.78	자화전자	10.07
한라비스테온공조	18.76	무학	12.46
현대모비스	6.71	영원무역	18.33
<b>씨에스윈드</b>			<b>9</b>
<b>동사를 제외한 평균 PER</b>			<b>14.4</b>

출처 : Data Guide, YIG

[그림1]과 같이 현재 코스피 시장에 동사와 유사한 수익성(ROE)을 가지는 기업의 평균 프리미엄(PER)은 14배이다. 그러나 동사는 현재 9배의 프리미엄(PER)을 받고 있는 상황이다. YIG는 시장이 아래와 같은 세 가지의 우려를 갖고 있어 동사가 저평가되었다고 판단한다. 첫 째, 유가 급락에 따라 풍력발전시장은 축소되지 않을까? 둘째, 동사는 특정 전방사업자에 매출이 편중(83%이상)되어있다. 수주 산업을 영위하는 동사의 매출처가 편중되어있다는 것은 기업존속 불확실성으로 이어지지 않을까? 셋 째, 캐나다 온타리오 프로젝트(지역별 매출구성의 77%)가 끝나면 동사의 매출실적은 크게 줄어들지 않을까?

## I. INDUSTRY ANALYSIS

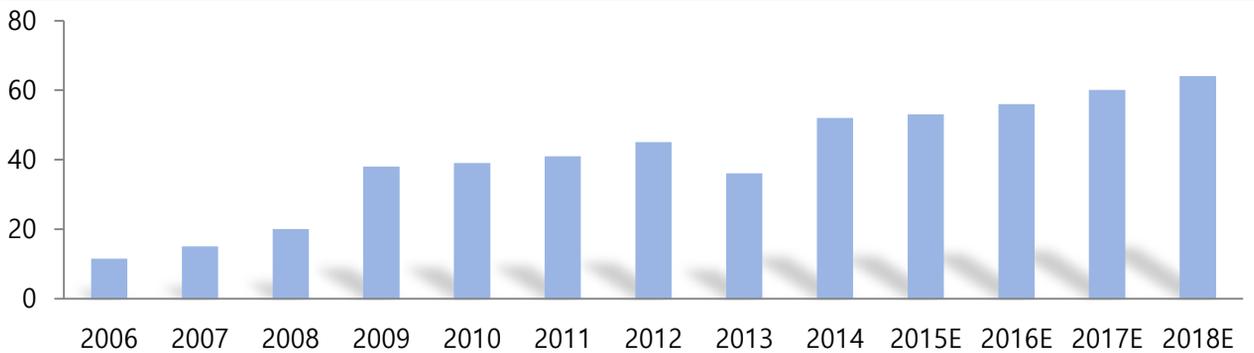
풍력발전이란 바람에너지를 풍력 터빈 등의 장치를 이용하여 기계적 에너지로 변환시키고, 이 에너지를 이용하여 발전기를 돌려 전기를 생산하는 것을 말한다.

### 1. 풍력산업의 추세

세계 풍력 산업은 2009년 글로벌 금융위기 전까지 높은 성장률을 기록했었다. 하지만 글로벌 금융위기로 인해 성장세가 다소 둔화되었다. 또한, 2013년에는 미국의 재정 절벽으로 설치량이 급감한 바 있다. 경기가 회복되고 풍력 발전 산업의 높은 수준의 경제 파급효과 등을 고려할 때 풍력발전 산업 성장은 이어질 전망이다.

또 미국은 2025년까지 2005년 대비 26~28% 감축하고 중국 역시 2030년을 지나면서 점차 온실가스를 줄이겠다고 선언하면서 가장 큰 경제 대국이자 최대 온실가스 배출국인 미국과 중국의 기후 관련 기여 계획을 발표하였다. 따라서 올해 12월에 개최될 파리기후협약이 전세계가 모여 사상 최초로 모든 국가에게 탄소감축 의무가 부여되는 글로벌 기후변화협약의 체결로 이어질 전망이 높아졌다. 세계풍력에너지협회(GWEC)에서는 이러한 근거를 토대로 연 7%의 안정적인 성장률을 유지할 것으로 전망하고 있다.

[그림2] 전 세계 풍력발전 연간 신규설치 용량 (단위 : GW)

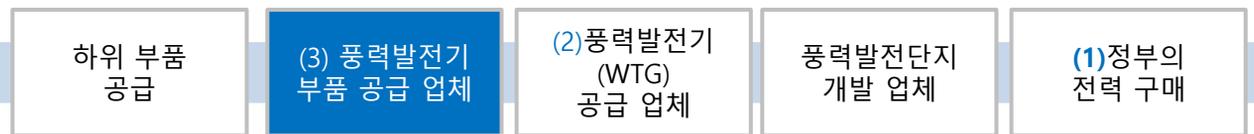


출처 : GWEC, YIG

## 2. 풍력발전산업의 가치 사슬

수주 산업의 특성상 풍력발전 산업은 가치사슬에 속하는 전후방업체와의 밀접한 관계 유지를 필요로 한다. 풍력산업의 구조는 정부가 보조금을 주고 전력을 구매하거나 풍력 개발 단지를 건설한다. 풍력발전 단지 개발업체가 풍력 발전기 업체에 풍력발전기를 발주하고 풍력 터빈업체는 풍력타워와 블레이드 등 필요 부품을 생산 업체에게서 구매, 직접 생산한 터빈과 함께 납품하는 형태이다.

[그림3] 풍력발전산업 가치 사슬



출처 : GWEC, YIG

**(1) 전력 구매 및 공급업체 - FIT(Feed In Tariff; 발전 차액 지원제도)**

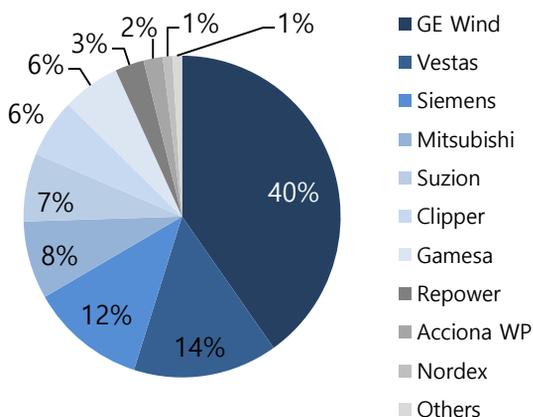
글로벌 금융위기로 인한 정부의 재정 위기는 풍력 발전 보조금 제도에도 영향을 미쳤다. 경기 회복을 위해 수주업체들에게 현지 공장을 설립하여 일자리 창출하고 자국에서 생산하는 부품을 사용하는 조건을 만들었다. 대표적인 사례로 동사가 진출해 있는 캐나다 온타리오주 정부에서 시행중인 FIT(발전 차액 지원제도)가 있다. FIT제도는 계약 업체로 선정된 발전업체에게 신재생에너지로 생산된 전력 1KWH당 FIT prices를 보장해 줌으로써 신재생에너지 발전을 지원해 주는 제도이다. 풍력 산업의 경우, 현재 1KWH당 12.8CAD(한화 약 11,500원)의 FIT prices를 보장받고 있다.

캐나다 정부는 FIT업체를 선정하기 위해 Priority Point System을 운영하고 있는데 그 중 가장 중요한 기준은 지역 사회에 공헌하는 정도이다. 이를 확인하기 위해 주 정부는 현지 Community가 50%이상 참여하고 있는 프로젝트에 가장 많은 포인트를 부여한다. 이러한 기준들을 충족시키기 위해서는 현지에 공장을 설치하는 것이 필수불가결하다.

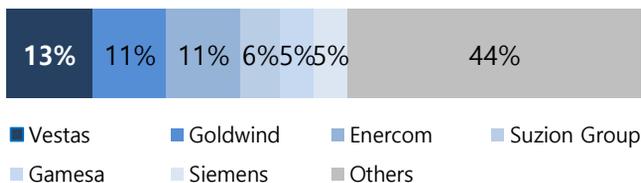
**(2) 풍력발전기(WTG) 공급 업체(전방산업자)**

풍력타워 제조업의 전방산업은 풍력발전기 중 터빈을 제조하는 산업이다. 터빈은 높은 기술력이 필요한 고부가가치 산업으로써, 많은 글로벌 업체들이 경쟁하고 있다. [그림3] 풍력 터빈 시장점유율 상위 3사는 GE Energy, Vestas, Siemens이다. GE는 미국 종합 에너지 기업이고 세계 윈드 터빈시장 점유 1위이고, Vestas는 덴마크의 풍력 발전 기업으로 2위를 차지하고 있다. 마지막으로 Siemens Wind power는 특히 해상풍력 터빈시장에서 시장 점유율 70%로 주도적인 위치를 차지하고 있다.

[그림3] 터빈업체 시장점유율



**육상풍력 시장점유율**



**해상풍력 시장점유율**



### (3) 풍력발전기 부품 공급 업체

동사가 속한 풍력 타워 산업은 풍력발전기 부품 중 하나인 풍력타워를 제조하는 회사로 Value Chain의 최하단에 위치한다. 그렇기에 풍력 타워 산업은 Siemens, Vestas, GE Energy등과 같은 글로벌 풍력발전기 공급업체의 신뢰를 바탕으로 공급계약을 수주하는 것이 중요하다. 더구나, 풍력 터빈의 경우 높은 기술력을 필요로 하는 고부가가치 산업이다. 회사별로 기술력의 차이가 있기 때문에 동사와 같은 타워 제조업체의 경우 터빈의 설계에 따라 타워를 맞춤 제조하는 것이 중요하다. 이러한 점은 풍력 타워 업체의 트랙 레코드와 신뢰성이 수주를 받아내는 데 있어서 중요한 요건이라는 것을 의미한다.

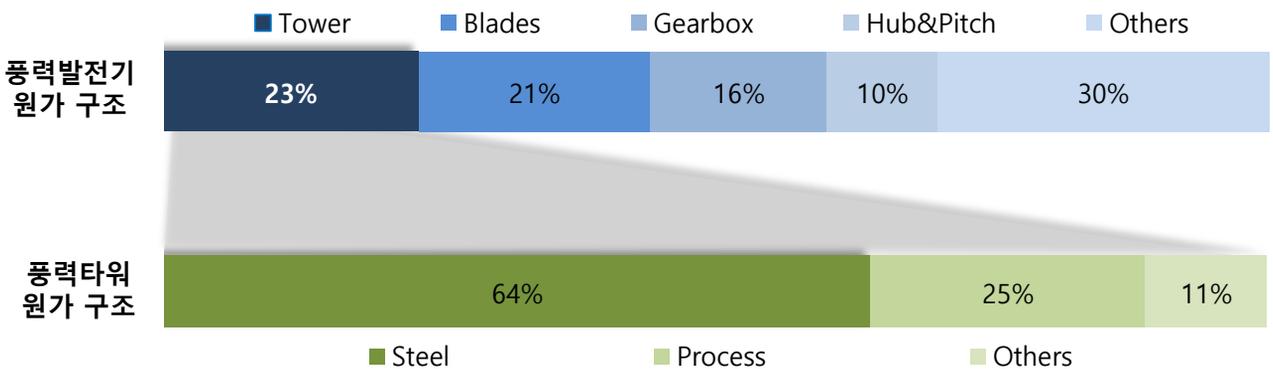
2000년대 초의 풍력 발전 시장이 급성장 했을 때 많은 업체가 난립했지만, 독일의 SIAG, 덴마크의 MARSH사는 파산하였고, 미국의 DMI INDUSTRIES는 타워 시장에서 철수하여 타워시장은 과점화 되었다. 동사는 타워 시장에서 CAPA 300,000T으로 세계 시장에서 단일 타워 업체 기준 1위를 점유하고 있다.

## II. COMPANY ANALYSIS

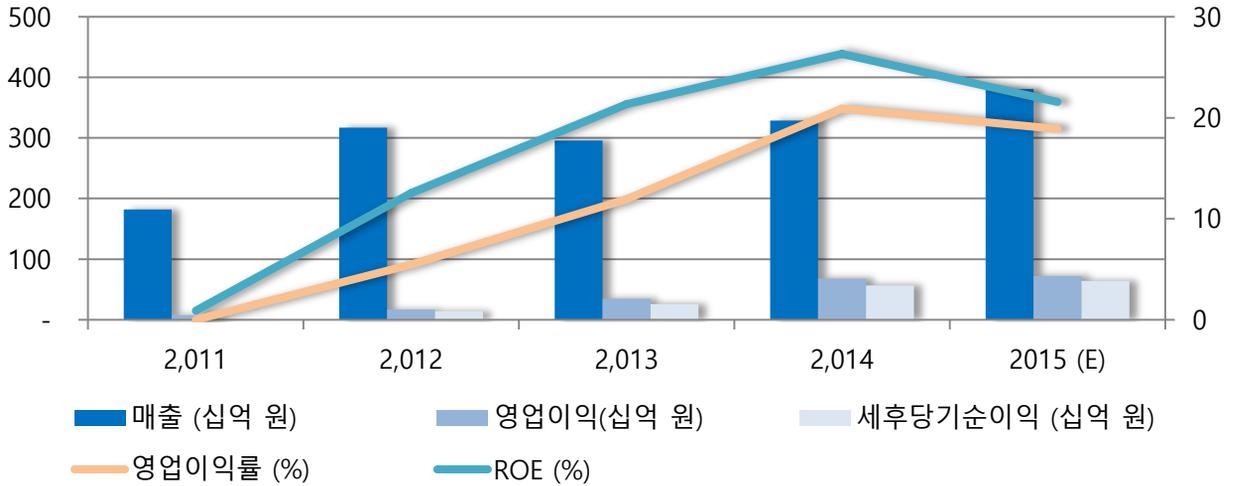
### 1.기업개요

씨에스윈드는 풍력타워를 생산하는 업체로 1989년 설립되어 2014년 11월에 상장되었다. 2003년 베트남 공장 설립을 시작으로 2007년에 중국, 2011년에는 캐나다에 법인을 설립했다. 동사의 매출구성은 98% 이상이 풍력타워이며 전방산업체인 풍력터빈제조업체 Siemens wind power(이하 지멘스)와 Vestas, GE 등에게 수주를 받아 13~16주 내로 발주하여 매출을 인식한다. [그림10]과 같이 풍력타워는 풍력발전기의 원가에서 23%를 차지해, 단일 부품 중 제일 고가이다. 풍력타워의 주재료는 철광석으로 64%를 차지한다.

[그림4] 풍력발전기, 풍력타워 원가 구조



[그림5] 동사 재무 지표



출처 : CS Wind, YIG

## 2. 매출 구성 및 수익성

### 1) 지역별 매출 구성 및 수익성

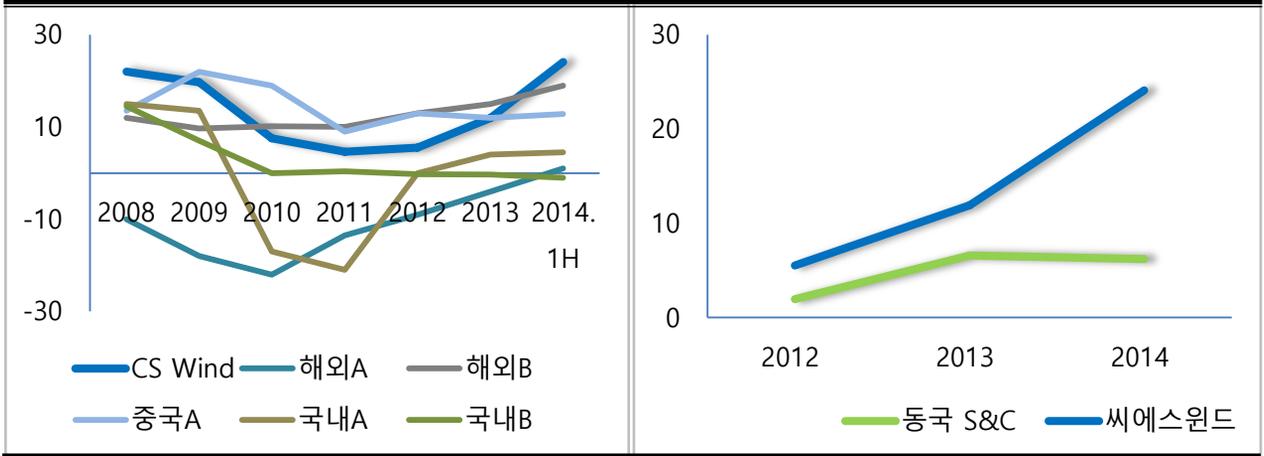
[그림3]과 같이 동사는 2012년까지 베트남 법인과 중국 법인을 통해 북미와 유럽, 아시아 등지로 풍력타워를 생산했다. 그러나 2013년 미 상무성으로부터 반덤핑 무혐의 판정을 받은 이후 베트남 법인과 중국 법인의 대미 수출액은 중단되었다. 하지만 2011년 지멘스와 동반하여 캐나다법인을 설립하고 온타리오주 프로젝트를 통해 대미 수출액을 상회하는 매출을 기록했다. 수익성을 보자면, 2012년까지 동사는 동종업계와 유사한 영업이익률을 유지하나, 2013년에는 11.9%, 2014년에는 24.1%로 동종업계보다 3배 가량 높은 영업이익률을 영위한다.

[그림6] 동사 지역별 매출액과 매출비중

지역구분 (백만 원)		11년(비중)		12년(비중)		13년(비중)		14년(비중)	
북미	미국	123,993	68%	172,948	54.4%	0	0%	35,554	10.8%
	캐나다	0	0%	31,157	9.80%	171,370	57.8%	254,655	77.4%
유럽		28,993	15.9%	68,353	21.5%	0	0%	17,721	5.4%
아시아, 남미 및 호주		29,357	16.1%	45,462	14.3%	125,118	42.2%	21,303	6.5%
계		182,343	100%	317,920	100%	296,488	100%	329,233	100%

출처 : CS Wind, YIG

[그림7] 경쟁사 대비 영업이익률 비교(%)



출처 : CS Wind, Dataguide, YIG

동사는 2003년부터 2012년까지 지멘스와 Vestas, GE 등 주요고객사와 기타고객사를 통하여 육상풍력 상위 10개 전방산업체 중 7개의 회사와 계약을 맺어 수주다변화를 이룩했다. 그러나 2013년 이 후 [그림8]과 같이 전체 매출의 83%이상이 지멘스와의 계약을 통해 이루어졌다.

[그림8] 씨에스윈드 판매처별 매출액 및 매출비중

매출처		매출액 및 비중 (단위: 백만 원, %)					
		2012년		2013년		2014년	
		매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
주요고객사	지멘스	157,600	49.57%	246,982	83.3%	287,416	87.3%
	베스타스	101,268	31.85%	-	-	-	-
	GE	58,904	18.53%	-	-	-	-
기타고객사		148	0.05%	49,506	16.7%	41,817	12.7%
계		317,920	100%	296,488	100%	329,233	100%

출처 : CS Wind, YIG

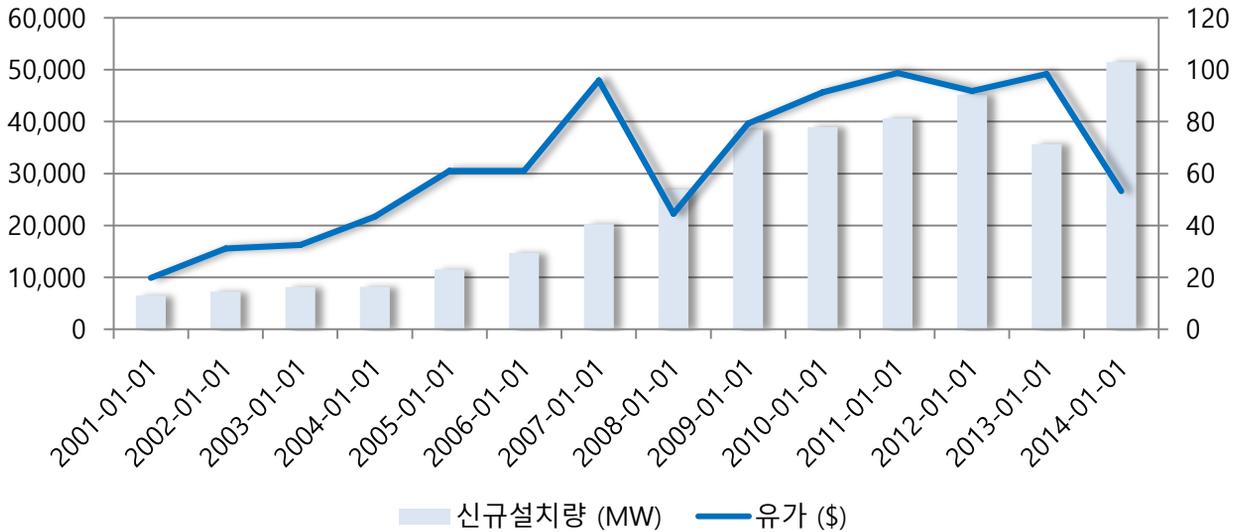
### Ⅲ. INVESTMENT POINT

#### 1. 유가야, 올라갈 땐 같이 가더라도 내려갈 땐 아니란다

시장의 우려였던 유가급락에 따른 풍력 발전 시장의 축소를 반증하는 사례를 통해서 우려를 불식해 보고자 한다. 본 리서치 팀은 풍력 발전 시장의 성장과 관련 있는 변수를 정부 지출로 보고 분석한다.

[그림 9]을 살펴보면 2001년 이 후 유가(WTI)는 지속적으로 상승했고 2008년 5월 146.3\$로 최고가를 경신하였다. 풍력발전 설치용량도 이에 따라 지속적으로 증가하였다. 그러나 2009년과 2014년의 경우, 유가가 급락함에도 불구하고 풍력발전 설치용량은 급격하게 늘어난 것을 볼 수 있다. 따라서 유가가 상승할 때에는 신규 풍력발전 설치용량도 늘어나 어느 정도 동행성을 보이지만 유가가 급락한다고 하여 풍력 신규 발전 용량이 같이 줄어든다고 할 수 없다.

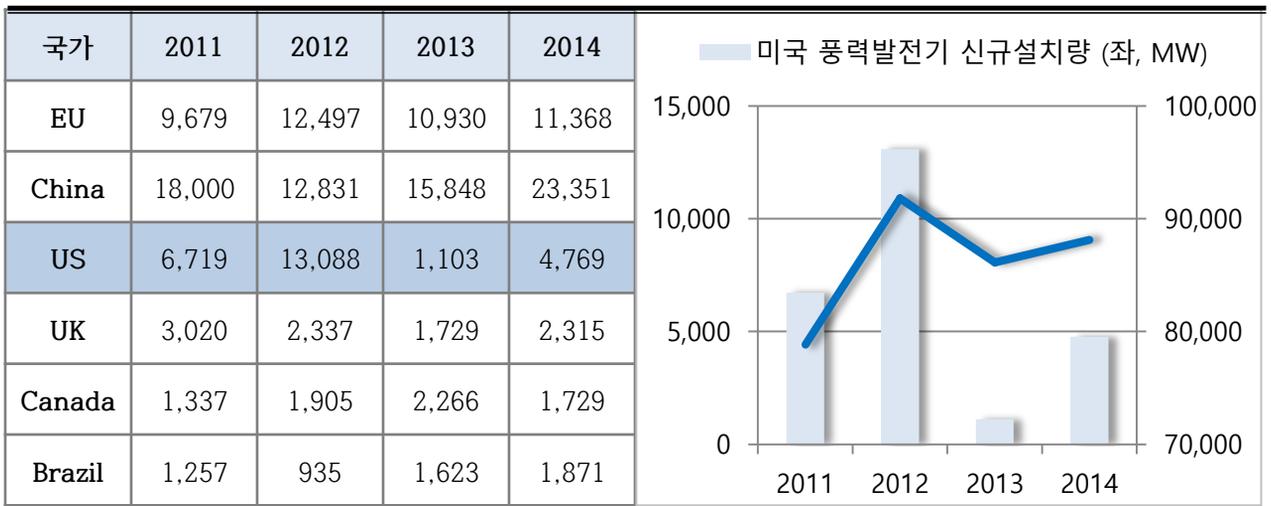
[그림9] 세계 풍력발전 신규설치용량과 유가 동행성



출처 : GWEC, Dataguide, YIG

또한 2013년에 유가가 완만한 상승세를 보이는 데도 불구하고 신규 풍력발전 설치용량은 줄었다는 점에서 유가와 풍력발전 설치용량간의 상관성이 약하다는 점을 발견할 수 있다. 실제 신규 설치용량을 국가별로 보면 [그림10] 2013년 미국의 신규 설치용량이 급격하게 줄었음을 알 수 있다. 그 이유는 바로 2013년 1월의 이슈였던 미국의 예산 자동 삭감 조치(budget sequestration)때문이다. 다음 [그림10]의 2013년 미국 Department of Energy의 풍력 예산을 살펴보면 2011년 2012년에 17% 증가했으나 2013년에는 오히려 6% 하락했음을 알 수 있다. 이는 풍력 발전이 정부의 정책과 정부의 예산과 연관성이 더 높다는 것을 보여준다.

[그림10] 국가별 풍력발전 신규설치용량 및 풍력 에너지 예산



출처 :GWEC, DOE(United States Department of Energy), YIG

전 세계적인 양적 완화 정책으로 글로벌 경기 위축 기조는 연착륙 기미를 보이고 있다. 유로존 경기 안정화로 정부의 예산 여력은 증가할 것이며 이는 풍력산업에 대한 정부의 투자 증가로 이어질 것이다. 풍력 발전 단지 개발이 늘어나 전방산업인 풍력 터빈 및 조립업체의 실적으로 나타난다..이는 동사의 실적에 직접 연관되는 호재이다. 풍력산업에서 계약은 정부의 주관 하에 발전 프로젝트를 발주하는 과정이므로 정부의 정책이 우호적일 때 발주량이 많아지며 전방산업의 성장으로 이어진다. 더불어 동사의 매출은 전방산업과의 공급계약과 직결되어 있으므로 경기 회복으로 인한 풍력 산업 설치용량 상위 국가의 정부의 재정 증가 추세는(APPENDIX 참고) 동사의 성장으로 귀결될 것이다.

[그림11] 베스타스와 가메사의 매출 및 영업이익

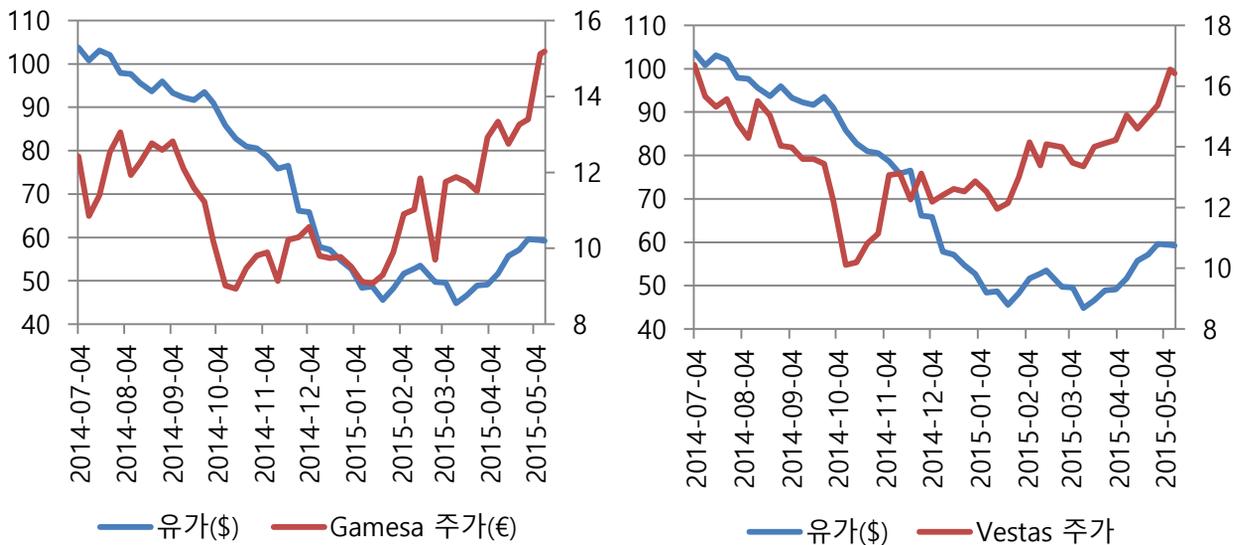
베스타스	2013	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q	2014 4Q	2015 1Q
매출	6,084	1,283	1,341	1,813	2,473	1,519
영업이익	211	40	104	163	252	79

가메사	2013	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q	2014 4Q	2015 1Q
매출	2,335	573	689	680	904	820
영업이익	288	72	86	78	129	62

출처 :Bloomberg, YIG

[그림12] 베스타스, 가메사 주가와 유가의 동행성



출처 : Dataguide, Yahoo Finance, YIG

[그림12]에서 볼 수 있듯, 동사가 속한 풍력산업의 value chain 상 전방에 위치하는 터빈업체들의 매출과 수익성은 유가가 급락한 이후에도 2013년부터 지속적으로 상승하였다. 2015 1Q VESTAS는 전년 동기 대비 매출액이 18.3%, 영업이익은 97.5% 증가했고 GAMESA는 전년 동기 대비 매출이 43.1% 영업이익은 13.8% 감소했다. 유가 급락 이후, 급락했던 주가가 2015년 1분기 실적이 발표된 이후 GAMESA는 최근 3년 신고가를 경신했고, VESTAS도 유가 급락 이전의 주가로 회귀하였다. 이러한 전방 터빈 산업의 호조는 동사의 실적 우려를 해소할 수 있는 호재이다. 동사의 기업가치에 대한 리레이팅이 기대된다.

## 투자 포인트2. 반덤핑 항소심장에 나타난 지멘스

기업분석에서 살펴본 바와 같이 동사는 실질적인 수주다변화를 이룩하지 못하였다. 육상풍력타워 상위 10개 업체가 전체 시장점유율의 65%를 차지하고 이 중에서 동사는 7개 업체와 계약을 맺었다고 하지만, 실질적인 매출처는 지멘스(FY13 83%, FY14 87%)로 편중되어 있다. 이에 YIG는 두 가지 전망을 제시한다. 첫 째, 2015년 하반기부터 동사의 대미 수출은 재개되어 전방업체별 매출 비중은 2012년 수준으로 회복할 것이다. 둘째, 현재 편중된 매출처인 지멘스의 동사에 대한 두터운 신뢰관계는 실적의 안전마진으로 작용할 것이다.

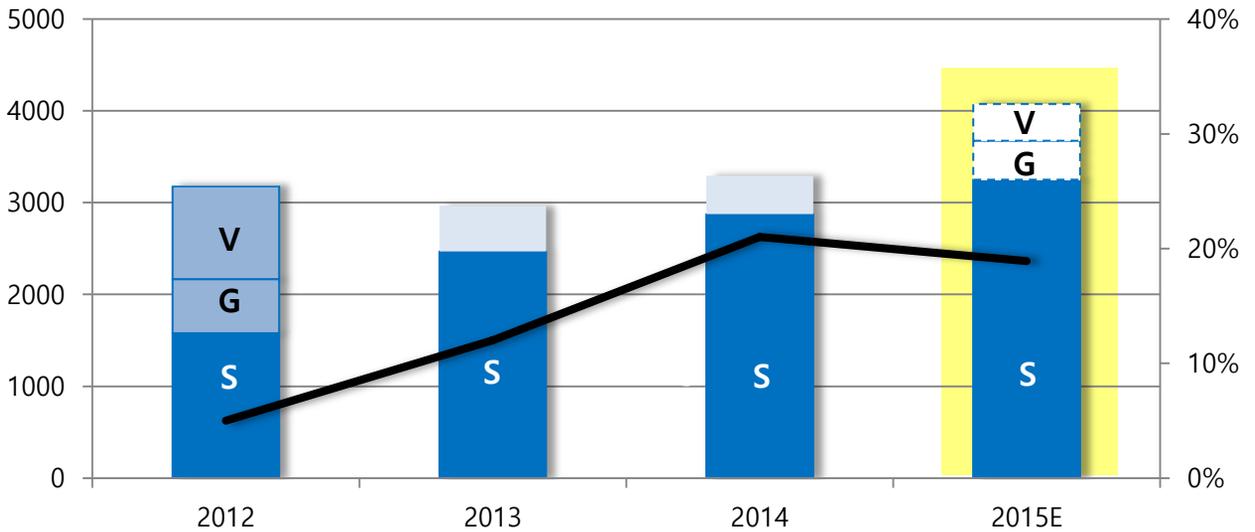
첫 번째 전망의 근거는 다음과 같다. 2012년 동사의 미국 매출을 이끌던 풍력발전업체(GE 등)는 원활한 풍력타워 공급을 위해 미 상무성에 반덤핑 판정 완화를 요구하였다. 그리고 혐의를 제소한 미국 내 풍력타워제조업체 3곳 중 DMI industries는 현재 파산하고 Broadwind는 3년 연속 대규모 적자를 기록하고 있다. 따라서 특정업체 매출편중으로 인한 실적불확실성은 해소될 것이다.

반덤핑 제소 전 12년 대미 수출액은 1700억원에 달했다. 전방 사업자와의 강력한 파트너십으로 인해 동사는 단기간 내 제소 전의 매출을 회복할 것으로 예상된다. 또한 동사는 세계1위의 생산능력을 보유하고 있다는 것과, 14년 중국공장의 가동률이 14.7%, 베트남의 공장가동률이 21.5%에 불과했다는 점에서 생산을 감당할 여력 또한 충분하다. 따라서 2015년 하반기부터 베트남, 중국 법인의 대미 수출은 재개될 것이다.

두 번째 전망에 대한 논의의 출발점은 2013년 대미 수출중단 이후 드러난 높은 영업이익률(FY13 11.9%, FY14 24.1%)이다. 글로벌 우량 기업인 지멘스와 전략적 파트너십 관계를 맺은 것으로 보인다. 지멘스에게는 동사가 필요하다. 반덤핑 제소에 함께 나선 지멘스의 입장 자체가 수주산업을 영위하는 동사의 강력한 안전마진으로 작용할 것이다.

2015년 미 상무성의 반덤핑 무혐의 예비판결문에 따르면, 동사의 참고인인 지멘스는 증언과정에서 [그림13]와 같이 그들의 타워공급자 선정 기준 5가지를 들어 동사의 경쟁우위를 밝혔다. 이를 통해 지멘스의 동사에 대한 두터운 신뢰관계를 확인할 수 있다. 투자포인트 3에서는 이러한 관계가 실제 매출로 얼마나 이어질 것인지 매출 가이드스를 제시한다.

[그림13] 대미 수출 재개로 인한 매출 및 영업이익률 (단위 : 억 원)



출처 : CS Wind, YIG

[그림14] 지멘스의 타워 공급자 선정 기준(미 상무성 반덤핑 무혐의 예비 판정 판결문)

지멘스의 타워공급자 선정기준	지멘스가 인정한 동사의 경쟁우위
지멘스터빈에 특화된 타워	자사터빈에 특화된 타워제작을 위해선 지적 재산권 사용권한을 타워공급자에게 허가해야 함. 2007년 이후 쌓아온 공급 실적을 통해 동사의 기술유출가능성은 없다고 판단. 미국 타워제조업체는 기술유출 전례가 있음.
타워공급자의 수요대응능력	풍력발전 계약의 특성상 supply chain 상의 한 요소의 납기일이 늦춰지면 안됨. 안정적으로 지멘스의 수요를 감당해낼 수 있는 업체가 선정에 우위. 동사는 풍력타워 제조를 위한 내장재의 공급능력을 갖추고 있어 병목 공정 없이 효율적인 타워 생산관리를 하고 2007년 지멘스와의 장기계약 체결 이래로 단 한 건의 연기도 없이 철저히 납기일 준수가 이루어 졌음. 또한 동사는 글로벌 법인을 운영하며 CAPA기준 풍력타워 생산성 1위.
타워공급자의 행적	지멘스는 동사의 항소심에서 그 동안 미국업체들의 계약 중도파기, 생산능력 부족을 언급하면서 미국업체들을 신뢰할 수 없는 이유를 밝힘. 동사는 엄격한 품질관리로 2013년 말 누적 기준 5160개 타워를 공급하는 동안 주요 품질 관련 클레임을 0건
풍력발전프로젝트와의 근접성	미국 내 풍력발전 프로젝트는 대부분 해안과 인접한 곳에 이루어짐. 이 경우 해운 비용이 육로 수송비용보다 싸기 때문에 지멘스 입장에서 미국 내 기업의 제품보다 동사의 베트남, 중국 법인의 제품을 수입하는 것이 오히려 유리함.
합리적인 가격	동사의 원가경쟁력은 지멘스의 진술뿐만 아니라 미국 풍력타워 협회가 제출한 반덤핑 제소문에서 여실히 드러남. 제소 이유에 따르면 미국 업체들은 가격최소화를 위해 안간힘을 썼어도 타워공급 입찰 경쟁에서 탈락하였다고 함. 미국 업체들이 마진을 최소화하면서까지 가격을 낮추었으나과 같이 중국산 철강을 사용하는 동사와 가격경쟁이 되지 않은 것. 그만큼 동사의 원가경쟁력은 높은 편.

출처 :미 상무성 연례재심 판결문, YIG

### 3. 온타리오 프로젝트 그 이후...

#### 1) 캐나다 법인 매출의 지속

캐나다 법인의 현재 높은 영업이익률과 매출액은 2017년까지 안정적으로 유지될 전망이다. 온타리오 전력청(OPA)은 2014년 6%의 풍력발전 비중을 2025년까지 15% 확대할 계획을 발표했다. 14년 온타리오 프로젝트를 통해 1,389MW의 윈드타워를 생산, 2,546억원의 매출을 기록했다. 하지만 2017년 이후에는 온타리오주 정부의 신규설치용량 감소로 현재의 영업이익률과 매출액이 다소 감소할 전망이다.

그러나 동사는 2014년 지멘스를 통해 캐나다 법인의 반경 500km 이내 미시간, 펜실베이니아의 풍력단지까지 풍력타워를 공급하여 330억 원 가량 매출을 기록했고, 2015년 4월 기준 250억 원의 캡티브 물량을 확보한 상태이기 때문에 이에 대한 우려는 동사의 향후 전망에 큰 영향을 주지 않을 것이다. 더 나아가 텍사스 북부 지역 풍력타워 프로젝트와 관련해 현지 파트너가 지멘스와 협상 중에 있으므로 캐나다 법인의 미국 북부지역 진출로 온타리오 주 풍력설치용량 감소분을 충당할 수 있을 것으로 예상된다.

#### 2) 영국 해상풍력시장으로의 진출

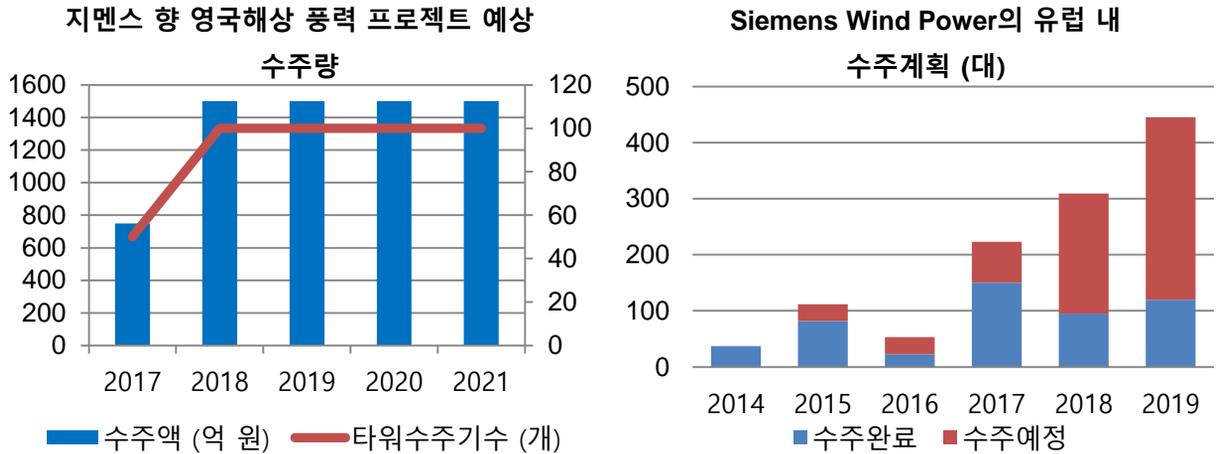
영국 정부는 2023년까지 33GW의 해상풍력단지를 설치하는 계획을 발표했다. 또한 동시에 장기차액결제(시장 기준 전력구매단가에 맞춰 보상금 지원)제도를 개편하여 풍력발전 관련업체의 투자를 유도했다. 장기차액결제는 발전차액지원제도를 장기적으로 지원해주는 것으로 캐나다 온타리오주보다 2배 높은 발전차액을 지원한다.

이에 따라 동사는 선도적으로 2014년 6월 해상풍력타워 시장 1위인 지멘스와 해상풍력 타워 생산 및 납품에 대한 MOU계약을 체결하면서 2015년 1월 22일 영국 내 신규공장 건설을 추진했다. 현재까지 영국 내 신규 법인 설립을 계획 중인 타워제조업체는 없는 바, 동사는 영국 내 해상풍력 타워제조업 시장을 선점했다고 볼 수 있다. 2015년 하반기부터 본격적으로 공사가 진행되고 2016년 12월 완공을 목표로 하고 있다. 이에 따른 기대효과로는 계약서에 명시된 수주물량에 따라 2017년부터 2022년까지 6~8MW급 해상 풍력 발전기용 타워 450기 공급, 연간 1500억 원, 5년간 7000억 원의 매출 증가가 예상된다.

#### 3) 유럽전역 해상풍력시장의 공략

유럽의 주도로 성장하는 해상풍력 시장은 2013년 현재 6.5GW의 설치용량이 2020년 28.3GW로 성장할 것으로 예측된다. 지멘스는 2013년 기준으로 전 세계 해상풍력 시장의 70% 가까이를 점유하고 있다. 또한 지멘스는 [그림 25]과 같이 2014년에서 2019년까지 유럽에서 총 1,179기의 해상풍력발전기를 수주할 것으로 전망하고 있으며, 이 중 507기는 이미 수주를 확정된 상황이다

[그림14] 전 세계 풍력발전 연간 신규설치 용량 (단위 : GW)



출처 :Siemens wind power A.S, CS Wind, YIG

따라서 지멘스는 내년부터 자사의 4MW급 해상풍력발전기용 풍력타워 구매를 시작으로, 이후에는 6MW급 대형 해상풍력발전기 용 타워를 동사 베트남 공장에서 구매할 예정이다. 동사는 2014년 6월에 베트남 법인에서 해상풍력설비 증설을 위한 기공식을 진행한 바 있으며, 2015년 내에 투자를 완료할 계획이다. 약 250억의 투자금이 소요될 것으로 예상되며 해당 투자금액은 2014년 11월 공모자금으로 이미 확보한 상태이다. 공장 증설의 완료 후 베트남 공장에서 연간 약 50~150기의 해상풍력 타워를 제조할 것으로 예상된다. 이는 독일, 덴마크, 네덜란드, 벨기에 등 지멘스의 해상풍력발전시장의 수주 물량에 따라 납품될 예정이고 연간 약 500억~1,500억 원의 매출증대 효과를 가져올 것으로 전망한다.

## IV. Valuation

현재 동사의 PER는 9이다. 우리는 동사가 이렇게 낮은 평가를 받고 있는 이유를 1. 유가급락으로 인한 풍력시장의 축소에 대한 투자자들의 우려, 2. 특정 전방사업자에 편중 되어있는 수주, 3. 캐나다에 집중되어 있는 매출, 이렇게 세가지로 구분했다. 하지만 앞서 말한 투자포인트 1,2,3번을 통해 이런 우려들이 모두 해소될 것으로 예상했으며, 그렇기 때문에 재평가가 이뤄져야 한다고 생각한다.

### 1. 상대가치 평가법

동사의 적정 주가를 산출하기 위해 상대가치 평가법을 적용, 2015년 추정 EPS에 PER을 사용해 가치 평가를 하였다. 동사가 영위하는 윈드타워 사업은 앞서 설명한 것처럼 윈드터빈 생산업체가 풍력발전 프로젝트를 수주해서 윈드타워나 블레이드 같은 타 부품을 구입, 프로젝트에 납품하는 형태이기 때문에 결국 윈드터빈 생산업체가 전방사업자이며, 이 전방사업자들을 Peer Group으로 선정하여 Target PER를 선정하였다.

[그림6] 목표 주가 산출 (단위: 원)

2015E Net Income	64,286,002,132	Target P/E	14.37
상장주식수	17,285,715	목표주가	52,900
2015E EPS	3719	5월 12일 주가	38,600
상승여력	37%		

출처 : CS Wind, YIG

## (1) PEER Group의 선정 및 Target PER 결정 (단위: 백만 유로)

[그림6] PEER Group 비교

Peer Group (14년)	Vestas	Gamesa
시가총액	71726.25	3510.409
매출액	6910	2846
영업이익	607	181
당기순이익	392	91
ROE	20.08%	7.66%
시장점유율	11.6%	4.5%
사업지역	유럽, 아프리카, 캐나다, 미국	유럽, 미국, 남미, 중국
매출구성	윈드터빈 및 플랜트 85%, 운용 15%	윈드터빈 85%, 운용 15%
14년 PER	16	19

출처 :Bloomberg, YIG

Peer Group의 선정은 전방산업에 종사하는 업체 중 상장된 윈드터빈 생산업체이며 윈드터빈의 매출이 85% 이상을 차지하고 매출이 한 국가나 지역에만 집중되어 있지 않고 많은 나라에 판매하는, 기업들을 Peer Group으로 선정하였다. 동사의 경우 캐나다 온타리오주에서 독점수준의 시장 지배력을 가지고 있으며, 윈드타워가 매출의 99%를 차지하는 기업으로서 비슷한 시장지배력과 매출구성을 가지는 Peer Group을 찾기가 불가능하다. 그래서 전방산업의 성장이 바로 동사의 성장으로 연결된다는 점과 변동사이클을 그대로 따라간다는 점을 고려하였다.

[그림6] 목표 주가 산출 (단위: 원)

	Vestas(코펜하겐)	Gamesa(마드리드)
15년도 PER(E)	19	20.4
할인율	60.43%	20.62%
시장조정 PER	11.84	16.91
Target PER	14.37	

출처 : Bloomberg, YIG

각 기업의 PER는 상장된 주식시장의 구조적 할인 및 할증요소를 반영한다고 여기는 바, Target PER를 산출하기 위해 Vestas가 상장되어 있는 덴마크의 코펜하겐 증시, 스페인의 마드리드 증시의 PER와 씨에스윈드가 상장되어있는 한국 코스피의 PER를 비교하였다. 위 의 표처럼, 코펜하겐 증시의 15년도 PER는 27.08, 마드리드 증시의 15년도 PER는 20.36, 코스피의 15년도 PER는 16.88로서 코펜하겐과 마드리드 증시의 PER를 코스피의 PER와 일치시키기 위해 각각 60.43%과 20.62%의 할인율을 적용하였다.

## (2) 매출액 추정

[그림6] 목표 주가 산출 (단위: 원)

	2013	2014	2015(E)	2016(E)	2017(E)
캐나다	171,370	254,655	229,190	206,271	103,135
미국	-	35,554	82,400	114,000	170,000
유럽	-	17,721	70,000	100,000	150,000
기타	125,118	21,030	-	-	-
영국	-	-	-	-	77,000
총 매출	296,488	328,960	381,590	420,271	500,135

출처 : Bloomberg, YIG

동사는 매출 중 99.2%이상이 윈드타워 제품매출로 구성되어있기 때문에 제품별 매출구분이 아닌 지역별 매출추정을 하였다. 캐나다 온타리오 프로젝트에서 14년에 약 1389MW의 물량을 수주 받아 약 2546억 원의 매출을 기록하였으며, 15년에는 10%감소한 수준의 매출을 기록할 것으로 예상된다. 미국의 경우 15년 하반기 반덤핑 제제가 해소될 경우 앞서 설명한대로 반덤핑 제소기업이 지멘스와 GE 같은 전방산업자라는 점, 경쟁자라고 할 수 있는 제소업체 3곳 중 2곳이 파산했다는 점, 제제 전 미국에서 약 1700억 원의 매출을 기록하고 있었다는 점을 고려했을 때 1/3인 570억 원이 예상되며, 올해 초 펜실베이니아에 윈드타워를 공급하기로 한 계약에 따라 254억 원의 매출이 추가로 추정된다. 또한 15~17년간 유럽 전역으로 연간 약 50~150대의 해상 윈드타워를 납품하기로 한 계약에 따라 15년 약 700억 원의 매출이 예상된다.

대미 수출액으로 16,17년에는 각각 1140억, 1700억 원의 매출을 예상하였다. 또한 영국에서 지멘스와 17년부터 5년 동안 해상풍력타워 450대, 약 7000억 원 규모의 계약을 체결, 17년부터 매출이 예정되어 있다. 유럽 전역을 대상으로 한 공급계약에 따라 16년, 17년 각각 1000억, 1500억 원의 매출이 예상되며, 캐나다 부분 매출은 온타리오 프로젝트의 수주잔량이 줄어든다는 점을 감안, 16년에는 전년도 대비 90%의, 17년에는 전년도 대비 50%의 매출을 예상했다.

[그림6] 목표 주가 산출 (단위: 백만 원)

단위: 백만 원	2011	2012	2013	2014	2015(E)
매출	182,342	317,920	296,487	329,233	381,590
Y.o.Y		74.35%	-6.74%	11.04%	15.90%
캐나다 법인 매출원가					155,849
베트남 및 중국 법인 매출원가					120,396
매출원가	153,992	273,182	237,391	228,952	276,245
판매비 및 관리비	20,042	27,297	23,686	31,455	33,198
영업이익	8,307	17,440	35,409	68,825	72,146
Y.o.Y		109.94%	103.03%	94.37%	4.82%
영업이익률	4.56%	5.49%	11.94%	20.90%	18.91%
영업외손익	-5,809	-1,034	-5,342	-7,124	-2,253
세전당기순이익	2,498	16,405	30,067	61,701	69,892
법인세비용	1,479	2,188	3,206	4,525	5,606
세후당기순이익	1,018	14,217	26,861	57,175	64,286

출처 : 씨에스윈드, YIG

매출원가의 약 99%를 차지하는 당기제품의 제조원가를 각 법인 별로 나눠서 계산하였다. 매출의 상당부분을 차지하고 있는 캐나다의 경우, 이미 발전차액제도와 온타리오주 독점을 통해 20%에 달하는 타사 대비 높은 영업이익률을 달성하고 있으며, 이는 최소 온타리오 프로젝트가 끝나는 16년까지는 유지가 될 전망이다. 때문에 15년의 캐나다 매출과 수주잔고에는 14년도 캐나다 법인의 매출원가를 적용하였다. 그 밖의 유럽에서는 캐나다 수준의 독점상황이라고 할 수 없으며 처음으로 해상풍력 타워 시장에 진출한다는 것을 고려, 캐나다에서 높은 영업이익률을 달성하기 전인 10-12년도의 매출원가율에서 최근 원자재중 후판 가격의 하락을 반영, 5%를 차감한 비율을 적용하였다.

영업외손익의 경우 비용의 상당 부분을 차지했던 이자비용 중 단기차입금에 대한 이자비용이 14년도 단기차입금이 모두 상환되면서 발생하지 않을 것으로 예상되어 그 부분을 제외하고 지난 3개 년도의 평균을 이용하였다.

판매비 및 관리비용은 지속적으로 매출대비 비율을 9-10%정도로 유지해왔고 추가적인 비용의 증가가 예상되지 않기 때문에 3개년도 평균을 이용하였다.

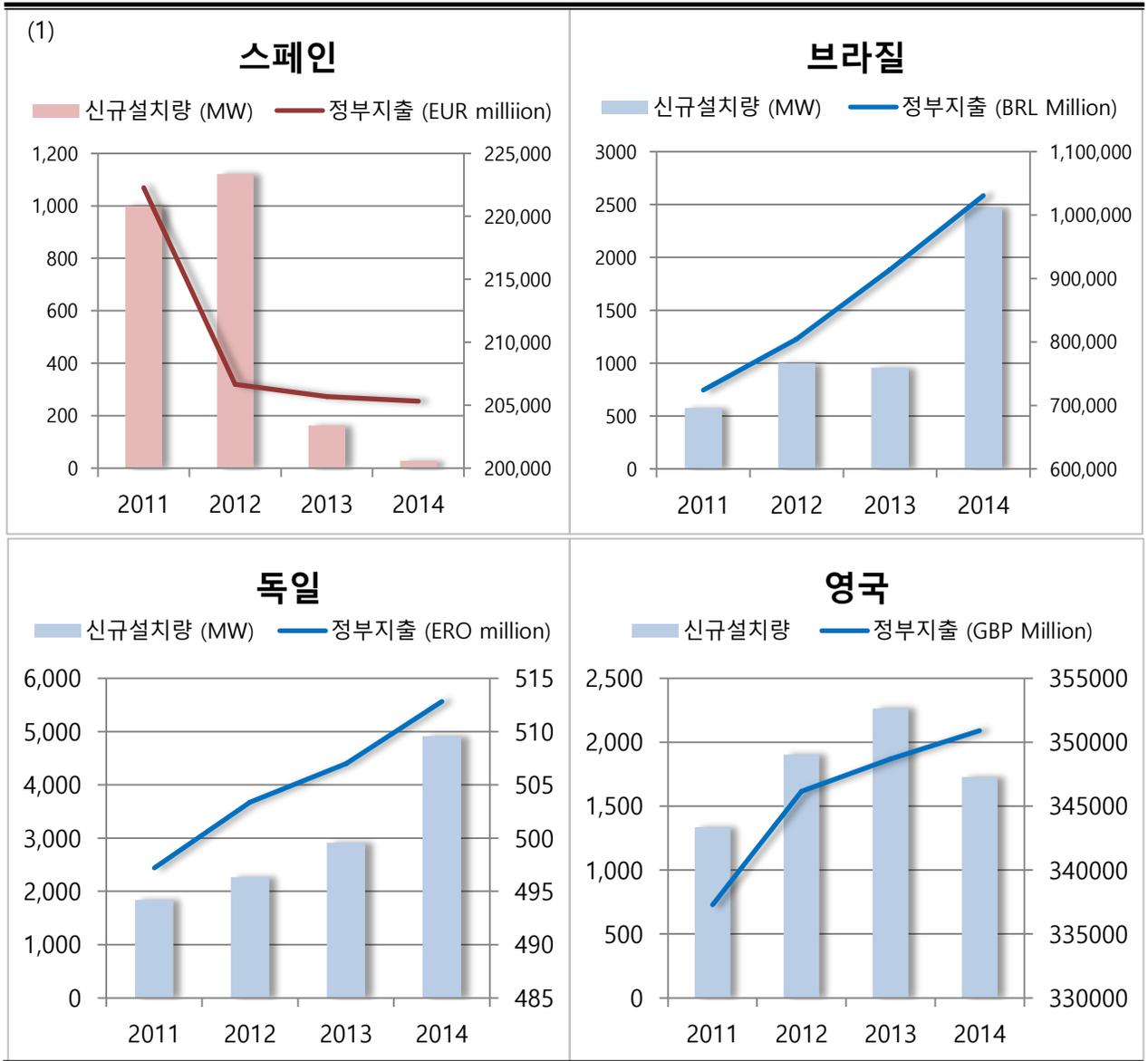
목표 주가 및 상승여력 산출

15년 추정 EPS 3719원에 Target PER 14.37를 적용하여 52,900원의 목표주가를 산출하였다. 5월 12일 증가 기준 38,600원인 현재주가에 비해 37%의 상승여력이 존재하므로, BUY의견을 제시한다.



**APPENDIX**

[자료] 풍력발전산업 글로벌 상위 국가 정부지출 및 신규 설치용량



# 서부T&D(A006730)

## 가치를 찾습니다

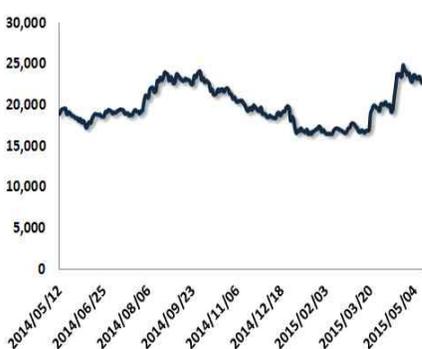
### Analyst

이찬희 lch9999@skku.edu  
박진근 alpporfk@skku.edu  
송종민 trueholic@skku.edu  
이중진 dss8691@skku.edu  
이재언 skyrater@skku.edu

(POSITIVE)	STRONG BUY
목표주가	43,450
현재가(5/12)	22,700
상승여력	91.4%

Trading Data	(2015.05.12)
시가총액 (억원)	7,896
발행주식수 (천주)	34,332
52주 최고가	24,900
52주 최저가	15,761
외국인지분율 (%)	13.5
주요주주 (%)	
엘와이에이치	20.3
승만호	10.7
오진상사(주)	8.2
서부T&D자사주	0.5

### Performance



## Why 서부T&D?

### Point 1. '스퀘어원', 인천의 타임스퀘어로 우뚝 선다.

2012년 10월 인천 연수구에 개장한 이후 스퀘어원은 빠르게 연수구의 랜드마크로 자리 잡았다. 쇼핑, 외식, 영화 등 문화생활을 한 번에 즐길 수 있는 선진국형 복합쇼핑몰로서 스퀘어원의 영업이익은 사회적 트렌드를 따라 매년 15억씩 매출액을 증가시키고 있다. 뿐만 아니라 국제도시로 발전하는 송도 신도시를 배후지로 두고 있는 스퀘어원은 MD개편을 통해 수익성을 개선하고자 한다. 새로이 확장하는 4.2%의 영업면적과 판매수수료율의 증가를 통한 스퀘어원의 성장은 멈추지 않는다!

### Point 2. 欢迎观临(환영합니다) 游客(여행객), '아코르 엠베서더'

국내 최대 규모의 객실을 보유한 호텔이 용산에 들어선다. 3개의 동으로 이루어진 용산 아코르 엠베서더 호텔은 각 건물마다 다른 세일즈 포인트를 통해 매년 10% 가량 증가하는 방한 관광객들의 다양한 수요와 니즈를 만족시킬 것으로 예상된다. 특히 매년 40% 가까운 증가세를 보이는 중국 관광객은 국내 관광산업의 성장을 견인해왔으나, 적절한 숙박시설 공급 부족이 요우커들에게 충분한 만족을 주지 못했다는 평가가 많았다. 이제 요우커들을 위한 최고의 선택지가 용산에 생긴다. 2017년 하반기부터 영업을 시작하는 용산 아코르 엠베서더 호텔은 매년 750억의 이익을 창출할 것으로 예상된다.

### Point 3. GIC(싱가포르 투자청)도 주목하는 부동산 투자처가 궁금해!

2015년 국내외 투자자들은 가장 주목하는 부동산 투자부문으로 물류센터가 꼽힌다. 최근 GIC(싱가포르 투자청)는 마스턴투자운용을 통해 경기도 이천시 마장면 소재 물류센터 2곳을 매입했다. GIC가 국내 물류센터에 투자한 금액만 7000억 원대에 달한다. 물류센터의 리스크를 줄고 수익률을 높일 수 있는 방안이 늘어하면서 물류센터에 대한 신규 투자가 늘고 있다. 현재 동사의 본사가 위치한 양천구 신정동 부지는 서부화물트럭터미널이 영업 중에 있으나 2018년까지 복합쇼핑몰과 물류센터로 탈바꿈할 계획이다. 동사의 신정부지에 대한 개발이 완료될 경우 연 500억 이상의 영업이익을 창출해낼 것으로 보인다.

(단위:억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	546	575	600	627	3,004	3,102
영업이익	105	149	155	162	1,082	1,117
당기순이익	2.4	33	-	30	775	804
영업이익률	19.30%	25.83%	25.81%	25.79%	36.02%	36.02%
순이익률	0.44%	5.78%	-5.05%	4.16%	25.78%	25.91%

## I. Trend Analysis

---

## II. Company Analysis

---

## III. Investment Points

---

1. 인천의 타임스퀘어, 스퀘어원
2. 국내 최대의 용산 앰배서더 호텔

## IV. Potential Points

---

1. 용산 아이파크몰 면세점
2. 서울 신정동 부지

## V. Valuation

---

## Appendix

---

# I .TREND ANALYSIS

## 1. 최신 트렌드는 이익창출 자산주

### 최근 자산주 주가 상승

부동산 시장이 조금씩 살아나면서 자산 가치보다 시가총액이 저평가 되어 있거나, 보유한 부동산의 재평가 가능성이 높은 자산주가 부각되고 있다. 당분간 주가가 지나치게 고평가 받고 있고 여겨지는 성장주보다는 실적이 개선되고 있는 자산주가 안정적인 수익을 보장할것으로 예상된다. 올 들어 전반적인 주식시장 전반이 호황을 넘어선 과열을 우려받고 있는 가운데, 상대적으로 상승폭이 적었던 자산주가 주목받는 시기가 돌아왔다.

저평가된 자산주에 대한 투자는 충분한 안전마진을 보장해준다. 견조한 실적을 내는 자산주들은 시장의 변동 폭이 확대되는 상황에서 더욱 그 빛을 발하기 마련이다. 금리 인하 이후 지속되고 있는 강세장에서 다시 주목받고 있는 자산주의 가치는 부동산 시장의 회복이 뒷받침되고 있다.

### Point 1) 자산주를 사야하는 이유 : 부동산 경기의 회복

현재 저금리 기조와 전세난이 실수요자로 하여금 내 집 마련에 나서게 이끌고 있어 상반 가까지는 시장이 상승세를 이어갈 것으로 보인다. 미분양과 준공 후 미분양이 점차 줄어드는 추세를 보면 알 수 있다. 2015년 3월 미분양수치는 11년 4개월 만에 처음으로 미분양 가구가 3만 가구 밑으로 내려간 수치이다.

### 부동산 경기의 회복세 : 주택거래량, 가격지수 상승세

주택 거래량도 최근 8년 중에서 최대치를 기록할 정도로 회복세를 보이고 있다. 한국개발연구원(KDI)은 올해 1분기 주택매매 거래량이 기준금리 인하, 주택구매심리 개선 등에 힘입어 1분기 거래량으로는 2006년 1분기 이후 9년 만에 최대를 기록했다고 밝혔다. 수도권(서울·인천·경기) 거래량이 전년 동기 대비 22.5% 늘었고, 지방도 17.6% 증가했다.

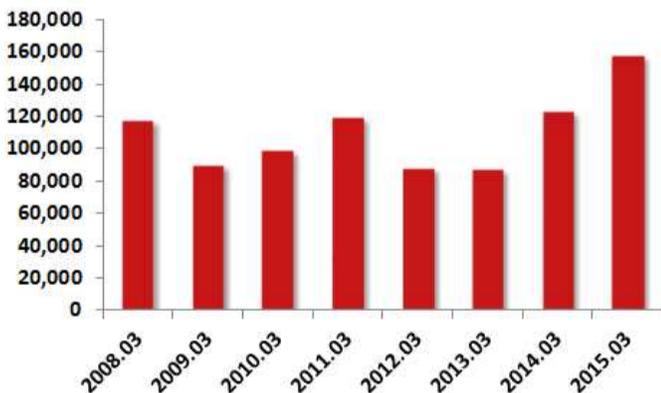
국민은행 등에 따르면 2월 전국 주택 가격지수는 103.01, 아파트 가격지수는 103.43이었다. 전달보다 각각 0.23%, 0.27% 올라 최고 기록을 갈아치웠다. 서울 주택·아파트 가격도 각각 0.15%, 0.19% 올라 7개월 연속 상승세를 이어갔다. 한국감정원이 내놓은 지난해 전국 지가 상승률도 1.96% 올라 2007년 이후 가장 높은 수준을 나타냈다.

또한 올해 풀리는 토지보상금이 전국적으로 11조 원에 달하는데 보상금 가운데 일부만 부동산 시장에 유입되더라도 부동산 가격 상승으로 이어질 가능성이 크다. 토지보상금의 경우 대토(토지를 수용당한 사람이 반경20KM이내에 같은 용도의 부지를 구입하는 것)에 따른 세제혜택을 받을 수 있어 보상금을 수령한 토지 소유자가 부동산 시장에 재투자 하는 경우가 많다.

### 부동산 경기 회복 시 자산주를 사야하는 이유

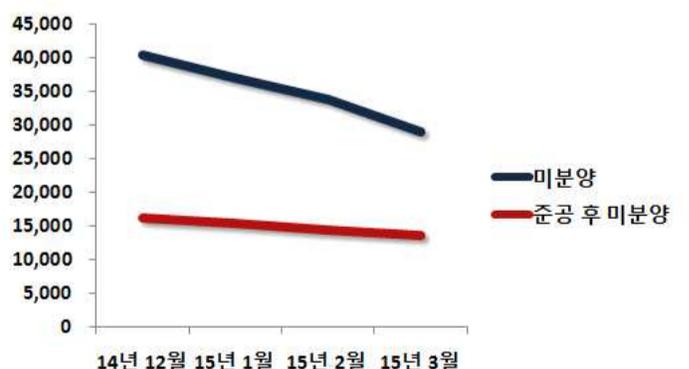
자산주에 투자하는 하는 것은 실제 부동산에 투자하는 것에 비해서 유동성과 접근성 측면에서 우위를 보인다. 부동산 간접투자 방식은 자산주에 투자하는 것 이외에도 리츠와 부동산 펀드 등이 있다. 그런데 리츠와 부동산 펀드는 부동산 경기와 직접적으로 연결되어 수익이 나는 구조이기 때문에 부동산 경기에만 강하게 영향을 받아 안정성이 떨어진다. 이에 반해서 자산주에 투자하는 것은 기업이 내는 수익이 완충역할을 하기 때문에 상대적으로 더 안정적이다. 그리고 부동산 경기가 상승하는 시점에 기업이 내는 수익이 크게 증가한다면 높은 수익률도 기대할 수 있다.

[그림 1-1] 주택거래량 (단위 : 호)



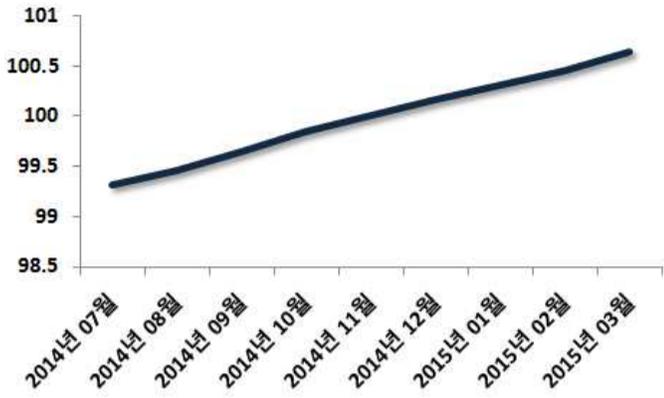
출처 : 국토교통부

[그림 1-2] 미분양주택 추이 (단위 : 호)



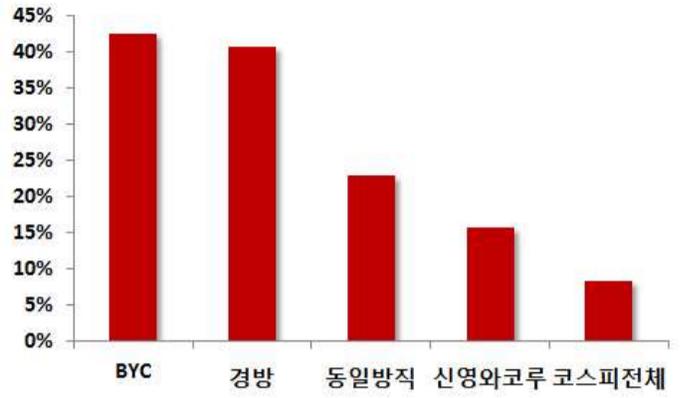
출처 : 국토교통부

[그림 1-3] 지가 변동 추이 (100=14년 11월)



출처 : 한국감정원

[그림 1-4] 대표자산주 & 코스피 상승률 (15년)



출처 : 한국거래소, STAR KEYS TEAM

Point 2) 자산주의 옥석을 골라내자

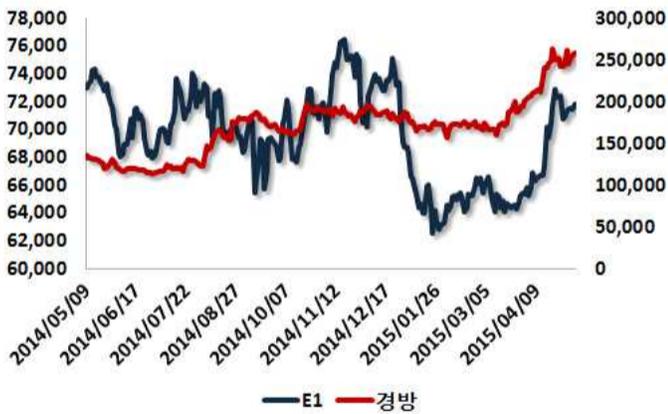
자산주이더라도 영업이익이 뒷받침되지 않으면 자산의 가치 상승으로 인해서 증가한 주가가 안정되지 않고 주가는 조정받기 마련이다.

수익을 창출하는 자산주에 투자해야함

이러한 사례로 (주)E1을 들 수 있다. (주)E1은 시가총액이 4925억 원인 반면에 자산총액은 3조 6천억 원에 달한다. 토지와 건물의 가치가 장부가격으로 계산하여서 7500억에 달하는 대표적인 자산주이다. 그런데 (주)E1의 경우 2014년 4분기에 핵심 영업부인 정유사 부문이 판매 부진으로 매출이 감소하면서 당기순이익이 적자로 전환되자 급격하게 내려가는 모습을 보였다. 물론 2015년 4월에 접어들면서 한국 증시의 전반적인 상승세와 함께 회복하였으나 이러한 현상을 보았을 때 아무리 자산의 가치가 보장되어있는 자산주라도 이익을 창출해내지 못한다면 주가는 사소한 충격에도 급락할 수 있는 위험이 있다는 것을 알 수 있다.

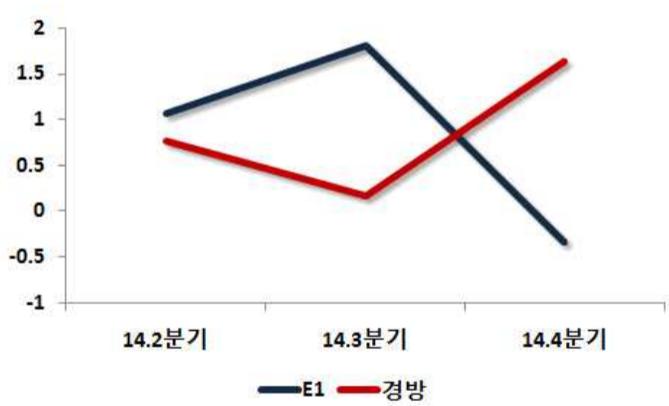
이와 반대로 또 다른 대표적인 자산주인 경방 같은 경우에는 자산가치의 상승과 동시에 타임스퀘어를 통한 이익창출에 성공하면서 계속해서 주가가 꾸준하게 상승하는 모습을 보이고 있다. 이는 자산주의 성격을 가짐과 동시에 영업이익을 내는 자산을 가지면서 안정적으로 상승세를 보이고 있다.

[그림 1-5] E1 & 경방 주가 추이



출처 : 한국거래소

[그림 1-6] E1 & 경방 ROA 추이



출처 : fnguide

# II .COMPANY ANALYSIS

## 1. 자산주의 왕자

시가총액대비 자산가치가  
약 3배에 달하는 서부  
T&D

당사는 1979년 공용 화물자동차정류장 사업을 목적으로 (주)서부트럭터미널로 설립되었으나 2010년 (주)서부티엔디로 명칭을 변경하였다. 당사는 트럭터미널 사업과 유류판매 사업을 주요사업으로 하는 기업이었으나 두 사업이 도심에서 사양사업으로 접어들자 자가부지에 대한 용도변경을 통하여 돌파구를 모색하고 있다. 당사가 가지고 있는 토지는 세 곳이며, 주 내용은 아래의 표와 같다. 당사는 현재 장부가격으로만 7000억에 달하는 자산을 보유하고 있으며 이것을 현재 시가로 환산했을 때에는 약 2조원에 달하는 자산을 보유하고 있다.

[그림 2-1] 서부T&D 보유 자산 현황

	인천 연수	서울 용산	서울 신정
소재지	인천 연수구 동춘동 926	서울시 용산구 한강로 3가	서울시 양천구 신정동 812
부지면적	48,905m <sup>2</sup> (14,794평)	기부체납 후 19,154m <sup>2</sup> (5,794평)	92,395m <sup>2</sup> (27,949평)
연면적	169,313m <sup>2</sup> (51,307평)	기부체납 후 약 204,600m <sup>2</sup> (62,000평)	상업시설 314,050m <sup>2</sup> (95,000평) 물류시설 208,264m <sup>2</sup> (63,000평)
부지장부가	963억원	2,520억원	2,200억원
부지시가	3400억원 (인천 논현지구 상업용지 1차 낙찰가 평당 2,300만원, 2006년)	6,300억원 (용산호텔 1개동 선매각 가격기준, 평 당 11,000만원, 2010년)	9,800억원 (강서발산 택지지구 상업용지 평균 낙찰 가 3100만원, 2006년)
CAPEX	개발완료. 선진국형 쇼핑센터. 인천도 심과 송도국제업무단지 연결하는 연수 지역의 랜드마크적 시설 구현	비즈니스, 레지던스 호텔로 개발. 국 제업무단지 완공과 외국인 증가에 따 른 시내호텔 부족 수요에 부흥	95,000평 규모의 복합쇼핑시설 및 63,000평 규모의 첨단 물류시설로 개발 예정
진행상황	2012년 10월 오픈하여 영업 중. 영업 2 년이 넘어가면서 빠른 속도로 안정화	도시건축심의 완료, 기존 건축물 철거 후 2014년 7월 착공 시작, 2017년 6월 영업 시작 예상	물류/상업시설 복합개발을 위한 도시계 획 시설변경 제안서 제출 협의 중

출처 : 사업보고서

## 2. 주요사업

### 1) 인천 연수 (스퀘어원)

스퀘어원 개요

스퀘어원은 인천 연수구에 위치하고 있는 복합쇼핑몰로 2012년 10월 5일 개점하였다. 스퀘어원은 영업을 시작한 2012년 10월 이래로 영업이익이 증가하고 있는 추세이며 안정적인 영업이익을 창출해내고 있다.

스퀘어원은 14,798평의 부지면적, 연면적 48,020평으로 지하 2층과 지상 4층, 총 여섯 개층을 운영하고 있다. 현재 총 179개의 매장이 입점중이며 대형마트, 패션잡화, 병원, 음식점, 영화관 등, 쇼핑, 먹거리, 엔터테인먼트 등을 모두 한 곳에서 향유할 수 있는 다양한 성격의 매장이 입주하고 있다. 또한 인천에서 유일하게 '8Seconds', 'ZARA' 등의 브랜드는 스퀘어원에만 입점하고 있다.

#### 가. 판매수수료 수입

스퀘어원 비즈니스 모델

스퀘어원은 입점 매장들에게서 판매액에 비례하는 수수료를 받아서 수입을 얻는다. 당사의 2014년 총 매출액의 35%를 차지하고 있으며, 입점하고 있는 매장들의 매출액에 영향을 받는다.

#### 나. 임대관리 수입

임대관리 수입은 스퀘어원의 입점 매장들에게서 받는 고정적인 임대료로서 당사의 2014년 총 매출액의 25%를 차지하고 있으며 다른 수입들에 비해 안정적인 수입이다.

#### 다. 영화관 수입

영화관 수입은 스퀘어원에 입점하고 있는 CGV 인천연수점에서 생기는 수익으로 당사의 2014년 총 매출액에서 16%를 차지하고 있다. 영화관 사업의 경우 경기변동에 크게 영향을 받지 않으며 국민의 문화수준이 상승함에 따라 영화 관람객의 수는 지속적으로 증가하고 있어 안정적으로 이익을 창출하는 추세를 보이고 있다

## 2) 서울 용산 (아코르 엠배서더 호텔)

### 가. 개요

#### 용산 호텔 개요

용산 아코르 엠배서더 호텔은 동사가 소유하고 있던 부지에 호텔을 새로 건설하여, 추후에 운영할 사업이다. 이전에는 용산 부지가 관광버스터미널로 지정되어 개발이 제한되어 있었기 때문에 동사는 용산 부지를 전자 터미널 상가임대와 주차장 및 주유소를 운영하고 있었다. 용산 부지에서의 영업활동은 지속적인 적자를 기록하여 동사의 기업가치 및 주주가치에 아무런 기여를 하지 못하고 있었으나 2013년 12월에 호텔 건설이 정식으로 허가 되어 용산 부지가 수익자산으로의 변모가 기대되는 바이다. 용산 엠배서더 호텔은 2017년 4월에 완공되어 2017년 6월부터 영업을 시작할 예정이다.

용산 엠배서더 호텔은 총 1730실 규모로 3개의 건물로 구성되어 있다. 1730실 규모는 현재 서울에서 제일 많은 객실을 보유하고 있는 소공동 롯데호텔의 1120실보다 약 1.5배의 규모로, 용산 엠배서더 호텔의 객실 규모는 국내 최대가 된다.

엠배서더 호텔은 A동 그랜드 머큐어, B동 이비스 스타일스, 마지막으로 C동 노보텔로 이루어져있다. A동에 위치한 그랜드 머큐어 엠배서더는 C동의 노보텔 엠배서더와 같은 특1급 호텔이지만 시설과 서비스 측면에서 고급화를 추구했기 때문에 가격이 상당히 높은 수준이다. B동은 국내 최초로 이비스 스타일스 엠배서더가 입점한다. 기존의 엠배서더 호텔의 전략과는 다르게 이비스 스타일스는 비즈니스 호텔을 바탕으로 만들어졌다. C동에는 750개의 객실을 가진 스위트 노보텔 엠배서더와 노보텔 엠배서더가 들어올 예정이다. 노보텔 엠배서더의 경우 특1급 호텔로 이미 한국에 입점하여 훌륭한 성과를 보이고 있다.

	A동	B동	C동
스타일	그랜드머큐어	이비스 스타일스	노보텔
ADR	35만원	12만원	20만원
특성	장기적으로 투숙할 고객을 타겟으로 하는 레지던스 형식	다른 호텔보다 저렴한 가격을 형성. 저렴한 가격으로 서울에서 쇼핑 및 문화 관광을 즐기려는 중국인 관광객에게 매력적으로 어필	합리적인 가격으로 고급스러운 느낌을 주기 때문에 좋은 시설을 원하는 관광객이나 멀리 여행갈 시간적 여유가 없는 현대인들에게 큰 인기

### 나. 자금 조달

#### 자금조달

PF : 4,500억

선매각 : 2,560억

용산 엠배서더 호텔 건설을 위해서 약 4776억 원 규모의 사업비가 필요할 것으로 예상하고 있다. 동사가 보유하고 있던 부지를 이용하여 개발하여, 통상 사업비의 50%이상을 차지하는 토지매입 비용이 발생하지 않아 개발규모에 비해 CAPEX가 낮은 편이다. 동사는 용산 호텔 건설에 필요한 CAPEX를 조달하기 위해 산업은행과 신한은행, 하나은행으로 구성된 PF(프로젝트 파이낸싱)와 4500억 원의 대출약정을 체결하였다.

또한 동사는 용산 호텔 부지 26%과 설계상 건축연면적의 29%를 차지하는 엠배서더 호텔의 C동을 하나은행에 선매각하여 2,563억 원을 조달하였다. 현재 매각 수익 중 10%가 계약금으로 들어왔으며, 2014년 4월에 착공하면서 중도금 명목으로 매각 금액의 10%를 받았다. 잔금 80%는 완공 시점인 2017년 4월에 입금될 예정이다. 매각된 C동은 완공 후에 동사가 하나은행에게 임차료를 지불하는 형식으로 운용하기로 하였다. 운용을 시작하고 3년 경과하는 시점에 동사는 매각된 호텔을 특정금액으로 되살 수 있는 옵션을 보유하고 있다. 즉, 안정적인 자금조달을 위해 호텔 일부를 선매각 후, 일정기간동안 임차료 명목으로 이자비용을 지불하고, 추후에 매각된 호텔을 다시 매입하는 형식이다. 추가적으로 관광진흥개발법에 근거한 문화관광부 호텔지원기금에 지원을 신청한 상태이며, 2015년 7월에 선정이 되는 경우, 500억원을 1~2%대의 저금리에 자금을 조달할 수 있게 된다.

#### 신정동 부지 개요

### 3) 서울 신정 (트럭 화물터미널)

서울 양천구 신정동에 위치하고 있는 화물자동차정류장은 현재 서울시내에 하나밖에 없는 독점 사업장이다. 이곳에서는 현재 주차료수익과 유류판매를 통하여 수익을 얻고 있다. 주차료수익은 동사의 매출액에서 작은 비중을 차지하고 있으며, 유류판매의 경우 동사의 매출액의 20%가량을 차지하고 있지만 매출원가가 높아 동사의 영업이익에 크게 영향을 미치지 못한다. 따라서 이에 대한 해결책으로 동사는 이 부지를 95,000평 규모의 복합쇼핑시설 및 63,000평 규모의 첨단 물류시설 개발을 계획하고 있고, 이를 위한 용도변경을 서울시와 협의 중에 있다.

### 3. 이슈에 따라 재평가 받아온 주가

서부 T&D의 최근 10년은 자산 가치의 성공적인 영업 가치로의 전환으로 요약할 수 있다. 도심의 위치한 우량 부동산의 재평가 가능성으로 처음 주목 받은 서부 T&D의 가치는 신사업의 잠재력과 실현 가능성이 인정받을 때마다 단계적인 재평가를 거쳐 왔다.

#### 1) 성장 모멘텀이 구축한 서부T&D의 역사

한물간 기업으로 여겨졌던 서부 T&D가 2005년 다시 시장의 주목을 받게 된 계기는 우량한 자산주로서 주는 안정감 덕분이었다. 그러나 구체적으로 현금흐름을 창출한 가능성이 밝혀지지 않은 상황에서는 자산의 가치가 어떻게 주주들의 이익으로 실현될지에 대한 확신을 가지기 어려웠다. 우량한 부동산의 가치를 최대한으로 살리는 개발계획이 구체화됨에 따라 단기적인 조정을 받던 서부 T&D의 주가는 다시 상승을 시작했다.

서부 T&D의 첫 부동산 개발 사업이었던 스퀘어 원의 개장은 영업의 시작과 동시에 서부 T&D의 영업이익과 당기순이익을 한 단계 업그레이드하는 계기가 되었다. 실적의 모멘텀이 가시화 되는 모습이 보여졌고 이후 추가적으로 발생할 만한 금융비용을 감당할 수익 창출이 이루어지면서 개발의 안정적인 진행 가능성을 높였다. 현재 진행 중인 용산 호텔 개발의 경우, 공사가 꾸준히 진행됨과 동시에 개발의 성공 가능성을 더욱 높이는 많은 호재가 호텔에 대한 시장의 기대감을 높여 주고 있다.

서부 T&D는 사양 산업에서 성장산업으로의 이동이라는 분명한 목표를 향해 순항하고 있다. 서부 T&D의 밝은 미래가 구체화 될 때마다 시장은 Re-Rating으로 반응해왔다. 호텔 신라와 현대HMC가 참여하는 면세점 사업은 용산을 서울의 관광 중심지로 발돋움하게 만들어 동사의 사업에 긍정적인 외부효과를 창출할 것이다 그 결과, 서부T&D의 주가에는 다시 변화의 바람이 불 것이다.

성장성이 구체화됨에 따라 재평가된 주가

[그림 2-2] 자산주로서의 가치가 부각되고 있는 동사



출처: 한국거래소

[그림 2-3] 매출액 & 영업이익 추이



출처: 사업보고서

[그림 2-4] 영업이익률 & 당기순이익 추이



출처: 사업보고서

# III. POINT 1 : 인천의 타임스퀘어, 스퀘어원

## 1. 스퀘어원 인천의 타임스퀘어로 우뚝 서다

### 잠재력에 트렌드를 곱하다. 가치의 제곱, 스퀘어원

#### 도소매업의 잠재력이 큰 인천

인천은 가계 지출이 높은 편이기 때문에 상업을 하기 유리한 곳이다. 전체 소비 대비 가계 소비 비중을 확인해보면 전국적으로 75%의 비율을 보이나, 인천은 이를 웃도는 78%로 높은 소비성향을 보인다. 즉, 인천시민들의 소비가 활성화 되어있다는 것이다. 이와 같은 현상에 따라 최근 인천의 도소매업이 점차 활성화 되고 있다. 현재 전국적인 GDP대비 도소매업 비중과 인천의 GDP 대비 도소매업 비중과의 차이가 2010년 1.8%였으나 점차 그 차이가 줄어들어 2013년에는 그 격차가 1.24% 까지 줄어들었다. 즉, 현재 인천의 도소매업 비중은 전국 평균보다 낮은 편이나, 그 산업이 전국평균보다 빠른 성장세를 보인다는 점에서 인천에서의 도소매업시장은 잠재력이 높은 편이라고 할 수 있다.

#### 트렌드의 변화 백화점에서 복합쇼핑몰로

최근 들어 백화점 업계의 성장률 하락에 대비하여 복합쇼핑몰들의 성장이 두드러지고 있다. 동사가 인천에 복합쇼핑몰 스퀘어원은 이와 같은 트렌드에 힘입어 그 성장세를 한층 더 높이고 있다. 2010년에서 2013년 사이에 백화점과 종합 쇼핑몰의 매출액 증가율은 비슷한 수준을 유지하였으며, 오히려 근소하게 백화점이 앞서는 추세였다. 그러나 이러한 상황은 2014년을 기점으로 바뀌었다. 백화점은 2014년 매출액이 감소하는 모습을 보였으나, 종합 쇼핑몰은 꾸준히 매출액이 증가하는 모습을 보여주었다. 이러한 점을 살펴볼 때, 종합 쇼핑몰의 성장은 지속될 것이라고 볼 수 있다. 5개년을 기준으로 보았을 때 종합 쇼핑몰의 매출액은 연평균 4.11%의 준수한 증가율을 보여주었다. 문화·관광시설로서 수준 높은 문화생활을 향유할 수 있다는 점에서, 백화점에서 복합쇼핑몰로의 트렌드 이동은 앞으로도 유효할 것으로 예상된다.

### 스퀘어원의 탁월한 위치선정

#### 스퀘어원의 입지

- 넓은 부지면적
- 주변의 젊은 인구층
- 높은 파급력

앞에서 언급했던 것처럼, 복합쇼핑몰이 그 가치를 빛내기 위해선 넓은 부지를 필요하다. 그렇기 때문에 복합쇼핑몰이 면적에 우위를 가지는 대신 그 면적을 수용할 수 있는 교외지역에 입점하는 경우가 많다. 그러한 이유 때문에 도심에서 벗어난 교외형 복합쇼핑몰로 변환이 대거 이루어지고 있다. 연수구에 입점하여 연수구와 인천 남·동구 그리고 송도 등 인천의 도심인 부평구에서 확보하기 어려운 새로운 교외지역의 고객층을 확보하고 있다. 특히, [지도]에 보이듯이 연세대 국제캠퍼스와 인천대 등이 위치한 인천 캠퍼스 지구와 가까운 위치에 입점함으로써, 젊은 고객층 확보에 용이하다. 이런 접근성의 증가는 기존 인천 엔터테인먼트의 중심지라 할 수 있는 부평구보다 지리적 이점을 띄면서 강한 파급력을 보이고 있다. 동사의 스퀘어원이 개장하면서 인접 지하철역 이용인구가 급격히 증가함을 볼 수 있다. 타임스퀘어 역시 공단과 공구상가가 즐비하던 서울의 번두리에 위치했었으나, 개장 이후 상권이 확장되어 현재의 모습으로 변화하였다. 이와 같이 스퀘어원이 위치한 연수구도 복합쇼핑몰을 필두로 지방 경제권의 활성화가 기대된다. 또한 인천시 내에서 유일하게 '8Seconds', 'ZARA' 등의 브랜드 등이 입점하고 있어 기존에 서울을 방문해야 했던 고객들뿐만 아니라 유행에 민감한 젊은 고객층을 확보하고 있다. 인천시의 잠재력, 사회적 트렌드, 지리적 이점이 골고루 작용하며 스퀘어원은 동사의 Cash Cow로서의 역할을 하고 있다. 스퀘어원은 2012년 10월 개장 이후 입점률은 항상 100%를 유지하고 있으며, 매출액도 꾸준한 성장세를 보이고 있다.

### 공간창출과 판매수수료 증가를 통한 수익성 개선

#### 스퀘어원의 수익률 증가

- 영업 면적 확장
- 판매수수료 증가

스퀘어원 MD개편은 올해 하반기 대규모로 이루어질 것이다. 이는, 올해 하반기 70여개 이상의 점포가 계약이 만료된다는 점, 그리고 개점 3주년에 대부분의 쇼핑몰에서 대대적인 개편이 이뤄진다는 사실을 미뤄볼 때, 대대적인 MD개편은 불가피하기 때문이다. 특히, 이번 대규모 MD개편에는 영업면적 확대가 포함될 것이다. 현재 매장 임대는 100% 되어있기 때문에 밀려드는 입점희망업체의 수요를 감당할 수 없기 때문이다.

[그림 3-1] 스퀘어원 & 타임스퀘어 비교

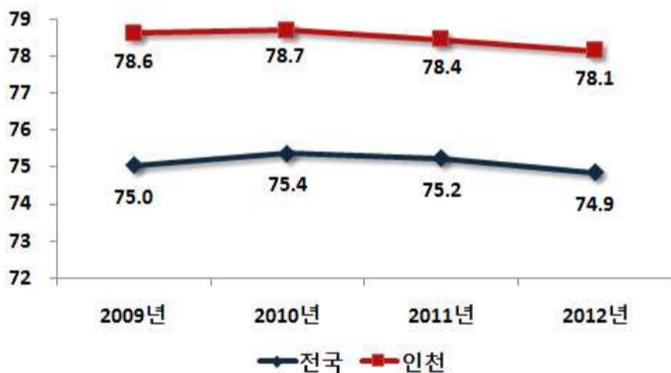
구분	스퀘어원	타임스퀘어
영업면적(m <sup>2</sup> )	99,000	302,000
연면적(m <sup>2</sup> )	169,052	376,000
영업면적/연면적	59%	80%
주차가능대수(대)	1,871	2,100
1대당 비영업면적(m <sup>2</sup> )	37.44	35.24
예상 영업면적(m <sup>2</sup> )	103,122	
증가율	4.16%	

출처: 사업보고서

영업면적이 확대된다면, 영업면적은 현재 면적보다 4.2% 증가한 103,122m<sup>2</sup>가 될 것으로 Research team은 분석하였다. 4.2%의 증가율은 연면적 대비 영업면적 비율을 통해 추정하였다. 타임스퀘어는 이 수치가 80%인 반면, 스퀘어원은 59% 밖에 되지않는다. 여기서 비영업면적(연면적-영업면적)이 대부분 주차 용도로 사용되는 것과 관계가 있는데, 주차차량 대수를 줄이지 않고도 충분히 효율적으로 비영업면적을 감소하여, 영업면적의 확대가 가능할 것으로 보인다, 실제로 타임스퀘어의 '주차차량 가능대수 한 대당 차지하는 비영업면적'은 35.24m<sup>2</sup>이고 스퀘어원은 37.44m<sup>2</sup>이다. 스퀘어원이 타임스퀘어의 '주차차량 가능대수 한 대당 차지하는 비영업면적'인 35.24m<sup>2</sup>를 목표로 비영업면적 4,122m<sup>2</sup>를 줄이면, 영업면적 4,122m<sup>2</sup>를 늘릴 수 있다. 이 경우 전체 영업면적은 4.2% 늘어나게 되어 성장성을 제고할 수 있게 된다.

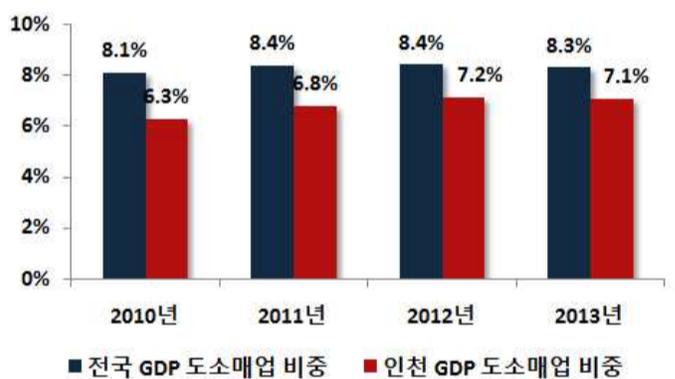
스퀘어원은 앞서 언급했듯이 현재 더 많은 점포들을 수용하기 위해 입점 점포수를 늘리기 위한 방안을 계획 중에 있으며, 현재 안정적으로 점포수가 유지되고 있기 때문에 기존의 판매수수료를 높일 것으로 예상된다. 판매수수료는 특약 매입과 임대 방식을 나뉜다. 특약매입이란 납품업체로부터 반품조건부로 상품을 외상 매입해 판매하는 거래이며, 임대 방식은 매장을 임대해 주고 상품판매대금의 일정률을 임차료로 받는 거래를 말한다. 위의 2가지 방식 중 백화점은 특약매입 방식이 주를 이루지만, 스퀘어원과 같은 복합쇼핑몰은 주로 임대 방식을 사용하고 있다. 특약매입 방식의 경우 28.3%의 평균치를 보이고 있으며, 임대 방식의 경우 21.0%의 평균치를 보이고 있다. 현재 스퀘어원은 임대 방식을 사용하고 있으며 판매수수료율은 15%의 수준을 보이고 있다. 즉, 현재 스퀘어원의 평균수수료율은 매우 동종 업계의 타 기업들에 비해 매우 낮은 수치이며 최소 평균인 21.0% 수준에서 최대 AK플라자의 22% 까지 상승을 예상해 볼 수 있다. 또한 매출액의 점진적 증진이 이루어질 경우 일정 점포의 판매수수료를 백화점과 같이 특약매입 방식으로 전환한다면 기존의 판매수수료 이익에 추가적인 이익창출이 가능할 것이다. 따라서 스퀘어원의 수익성은 이미 검증된 바이며, 증가하는 수요를 충당하기위한 영업면적의 증설과 이를 반영한 판매수수료율 증가는 불가피할 것이다. 따라서 스퀘어원은 앞으로도 동사의 Cash Cow의 역할을 해낼 뿐만 아니라 오히려 더 큰 수익을 낼 것으로 기대된다.

[그림 3-2] 전국 & 인천 가계소비/전체소비



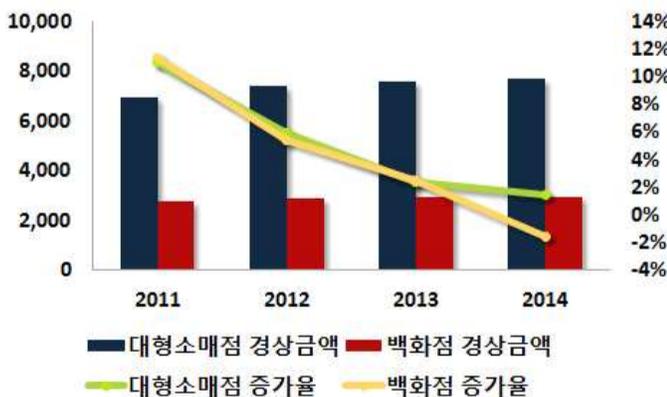
출처: 통계청

[그림 3-3] 전국 & 인천 도소매업 비중 추이



출처: 통계청

[그림 3-4] 백화점 & 쇼핑몰 매출액과 증가율 추이



출처: 통계청

[그림 3-5] 스퀘어원 주변(공장지대 사진)



출처: 네이버 지도

# III. POINT 2 : 국내 최대의 용산 앰배서더 호텔

## 2. 국내 최대 규모의 용산 아코르 앰배서더 호텔

### (1) 중국인 관광객들을 위한 최적의 호텔

#### 중국인 관광객 증가 원인

2009년 이후 한국을 방문하는 외국인 관광객의 수가 꾸준히 10% 내외로 증가하고 있다. 그 중에서 특히 중국인 관광객 수의 증가폭이 두드러진다. 2013년과 2014년에는 40% 이상 증가하였다. 중국인 관광객 수의 급격한 증가 원인으로는 중국 경제 성장으로 인한 중국 국민들의 소득 증가와 맞물려, 중일 관계 악화로 인해 일본 관광 대신에 한국 관광을 선호하는 분위기 때문이다. 또한 유가하락 때문에 항공사의 유류할증료가 낮아져 항공 요금이 저렴해진 것도 중국인 관광객 증가에 일조하였다. 이처럼 한국을 방문하는 중국인 수가 급격히 증가하면서 숙박시설에 대한 수요가 증가하고 있다.

[그림 3-6] 방한 관광객 증가율(단위:%)



출처: 한국 관광 호텔업 협회

[그림 3-7] 방한 중국인 관광객 추이(단위:천명)

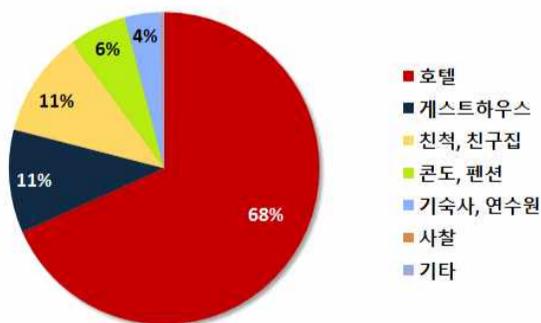


출처: 한국 관광 호텔업 협회

#### 외국인 관광객이 해외 체인 호텔을 선호하는 이유

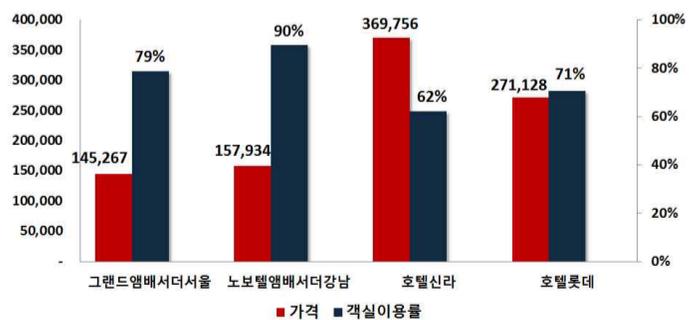
한국을 방문하는 외국인 관광객의 경우 주로 숙박시설을 호텔로 선택한다. 방한 관광객 중 가장 많은 비중을 차지하는 중국인 관광객 역시 대략 70%가 숙박시설로 호텔을 선택했다. 외국인 관광객들은 국내에만 존재하는 자체브랜드 호텔보다 세계적으로 존재하는 글로벌 호텔 체인을 더 선호한다. 그 이유는 대형 글로벌 호텔 체인과 연계되는 경우에 국내 자체브랜드의 호텔보다 국제적인 인지도가 높기 때문에 투숙객 유치 측면에서 경쟁력을 지니고 있을 뿐만 아니라 차별화된 호텔 운영 노하우를 기반으로 비용 감소 및 집합적으로 매출실적을 상승시키기 때문이다. 실제로 아코르 앰배서더 체인 호텔의 객실 가격이 자체브랜드 호텔의 객실 가격보다 저렴하면서 객실 이용률이 높다.

[그림 3-8]중국인 관광객 이용 숙박시설(단위:%)



출처: 한국 관광 공사

[그림 3-9] 국내 자체 브랜드 vs 앰배서더 체인 (단위:명, %)



출처:한국 관광 호텔업 협회

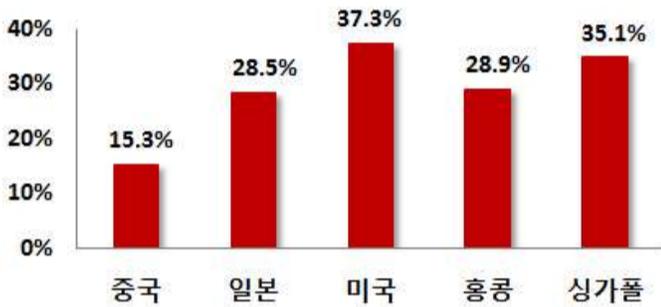
#### 중국인 관광객이 선호하는 비즈니스 호텔

중국인 관광객의 경우 값비싼 고급 호텔보다는, 상대적으로 가격이 저렴한 중저가 호텔을 지향한다. 중국인 관광객의 1인 경비를 살펴보면 숙박을 명목으로 사용되는 경비가 전체에서 15.3% 밖에 되지 않는다. 방한 외국인 관광객 수가 많은 나라들과 비교해봤을 때, 중국인 관광객의 숙박비 비중이 낮은 편이라는 것을 알 수 있다. 따라서 인프라나 경관을 중요시하는 특급호텔보다는, 교통과 가격을 중심으로 하는 비즈니스호텔에 대한 수요가 증가하고 있다. 현재 서울에 위치한 특2급과

1급 수준의 비즈니스 호텔은 약 60개 정도이다.

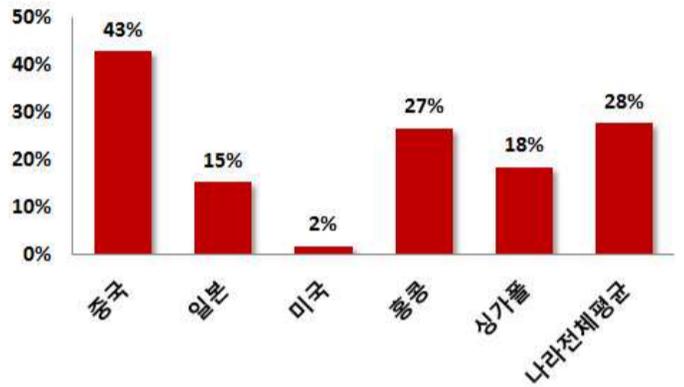
중국인 관광객의 경우 단체관광으로 한국을 방문하는 경우가 많기 때문에 다수의 투숙객을 수용할 수 있을 정도의 객실이 필요하다. 그들을 수용할 수 있는 충분한 객실 수를 200개 이상이라고 가정했을 때, 위 조건을 충족하는 서울 소재의 호텔은 20개 정도뿐이다. 지리적인 측면에서 중국인들이 제일 많이 방문하는 관광지인 명동과 동대문, 인사동에서 30분 이내에 도착할 수 있는 호텔을 찾으면 10개 미만의 호텔이 남는다. 즉, 급증하는 중국인 관광객의 숫자에 비해서 그들의 니즈를 충족 시켜줄 수 있는 숙박시설의 공급이 부족하다. 동사가 용산에 건설 중인 이비스 스타일스 엠베서더 호텔은 비즈니스 호텔 수준의 저렴한 가격과, 다수의 중국인 관광객을 수용할 수 있는 750여개의 충분한 객실 수를 보유하고 있다. 이러한 점에서 동사의 호텔은 중국인 관광객의 니즈를 만족하는 호텔로, 지속적으로 수요가 증가할 것으로 보인다.

[그림 3-10] 숙박비/1인당 경비 비중(단위:%)



출처: 관광 지식 정보 시스템

[그림 3-11] 외국인 관광객 단체여행 비중(단위:%)



출처: 한국 관광 공사

## 2) 관광에 최적화 된 교통의 요지, 용산

### 용산 엠베서더 호텔의 지리적 이점

용산은 강북과 강남을 연결하는 요충지이면서, 서울의 중심부에 위치해 있기 때문에 서울의 어떤 지역이라도 이동하기 편하다. 특히 호텔의 주요 고객인 외국인 관광객들이 주로 방문하는 관광지들이 많이 분포하고 있는 종로구, 중구, 용산구, 강남구 등과 지리적으로 가깝다. 대중교통 이용을 기준으로 주요 관광지까지 소요되는 이동시간을 살펴보면 30분 이내라는 것을 알 수 있다.

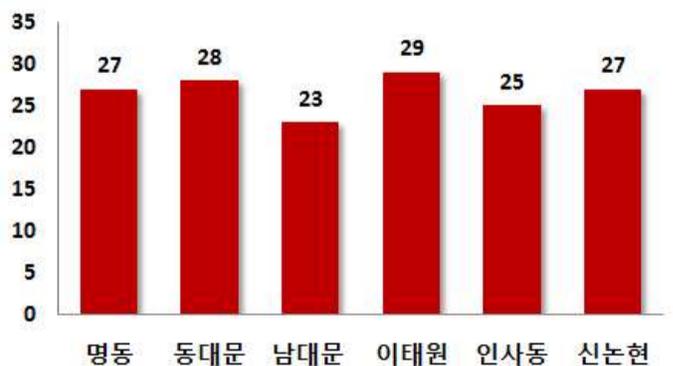
뿐만 아니라 용산 엠베서더 호텔 부근에 대중교통 시설이 완비 되어있다. 외국인 관광객은 서울의 주요 관광지로 이동하기 위해서는 대중교통을 이용해야한다. 용산 엠베서더의 경우 1호선과 중앙선을 이용할 수 있는 용산역과 연결되는 통로가 호텔 부지와 매우 근접하여 쉽게 찾아갈 수 있으며, 도보로는 2분정도 소요된다. 또한 4호선을 이용할 수 있는 신용산역의 경우 도보로 10분 이내에 도달할 수 있다. 서울 지리를 잘 모르는 외국인 관광객에게 교통 시설이 인접해 있다는 점은 숙박시설 선택에서 매력적인 요인으로 작용할 것이다.

[그림 3-12] 호텔 부지 위치

[그림 3-13] 용산 - 주요관광지 소요시간(단위 : 분)



출처: 네이버 지도

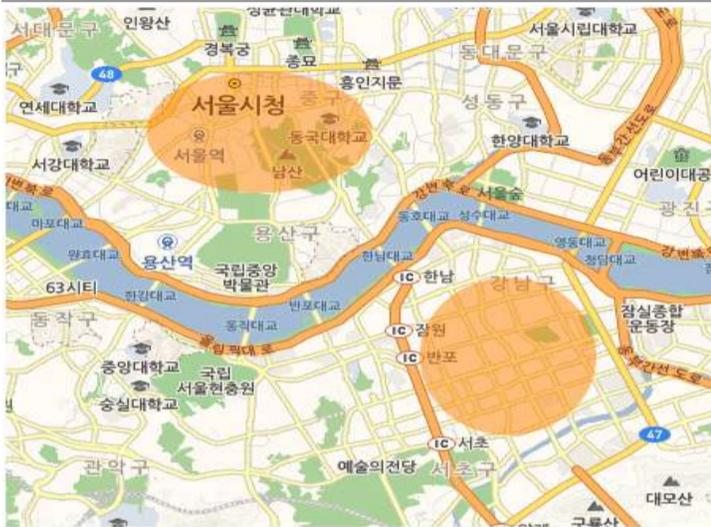


출처: 서울 메트로

또한 국제업무지구 개발 사업 중단으로 불분명했던 신분당선 용산~강남 구간이 다시 예정대로 진행되면서 용산은 1호선, 4호선, 경의중앙선, 신분당선, 호남 KTX까지 연결되는 교통의 요지로 성장할 수 있는 발판을 마련하였다.

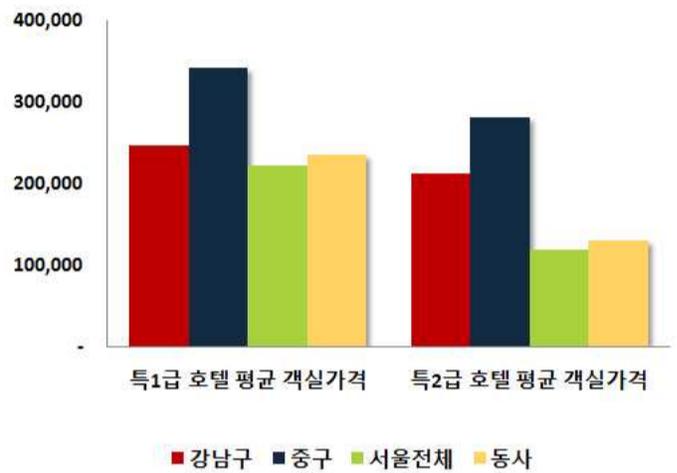
현재 대부분의 비즈니스호텔들은 외국인들이 주로 방문하는 종로구, 중구 주변과 강남구 주변에 밀집해 있다. 관광지와의 인접하기 때문에 예약률이 높으나 주로 국내 자체브랜드의 호텔이 위치하여 가격이 높은 편이다. 하지만 객실의 수가 적기 때문에 관광객들의 수요가 몰리는 시기에는 관광객을 전부 수용하지 못하는 경우가 자주 발생한다. 이러한 시기에 관광객들은 비싼 돈을 지불하여 고급 호텔을 이용하거나, 정식으로 등록되지 않은 숙박업체를 이용하기도 한다. 용산 엠베서더호텔은 지리적인 이점과 교통의 요지라는 강점을 바탕으로 적합한 숙박시설에 대한 수요를 상당부분 흡수할 것으로 예상된다.

[그림 3-14] 비즈니스 호텔 주요 분포지



출처: 네이버 지도

[그림 3-15] 지역별 호텔 ADR(단위 : 원)



출처:관광 지식 정보 시스템

# IV. POTENTIAL POINT 1 : 용산 아이파크몰 면세점

## 쇼핑 관광객, 요우커를 잡아라

### (1) 국내 최대 규모의 시내면세점 건설?

#### 국내 최대 규모의 시내면세점이 용산에 건설될 계획

2015년 4월 7일, 아이파크몰을 소유하고 있는 현대산업개발과 국내 면세점 시장의 한 축을 담당하고 있는 호텔신라가 합작하여 HDC신라호텔이라는 법인을 설립하였다. 양사는 용산역에 위치한 현대 아이파크몰의 4개 층에 이르는 국내 최대 규모의 시내면세점을 준비할 계획이다. 오는 7월에 관세청에서 면세점의 추가사업자 선정 결과가 발표되는데, 전문가들은 신라면세점의 경영 노하우와 아이파크몰의 지리적 이점 때문에 다른 후보들에 비해서 상대적으로 우위를 점하고 있다고 본다. 만약 용산에 시내면세점이 생긴다면, 용산역 부근에 엠베서더 호텔을 건설 중인 동사에게는 큰 호재로 다가올 것이다.

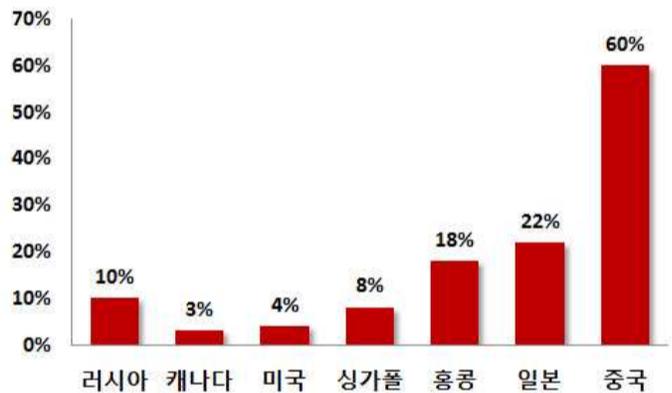
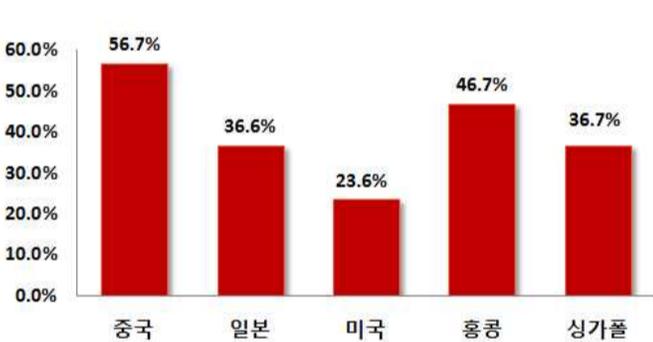
### (2) 중국인 관광객의 목적은 쇼핑

#### 중국인 관광객의 지출 성향 : 쇼핑이 주를 이룸

중국인 관광객들이 한국에서 지출하는 비용이 상당하다는 사실은 누구나 알고 있다. 중국인 관광객의 1인당 경비에서 쇼핑이 차지하는 비중이 50%가 넘어갈 정도로 많은 경비를 사용하고 있다. 중국인들은 중국 자국의 상품에 대한 불신이 높기 때문에 믿을 수 있는 한국 제품에 대한 수요가 높은 편이며, 한류의 영향으로 인해서 트렌디한 한국 제품을 선호한다. 또한 중국인들은 주변에 한국을 방문하는 관광객이 있으면, 대신 물건을 구매해달라고 부탁하는 경우가 많아 대량 구매를 하는 일이 많다. 이러한 이유로 인해 중국인들의 한국 관광에서, 쇼핑 및 면세점 방문은 필수 코스로 자리 잡게 되었다. 실제로 중국인들이 시내면세점 쇼핑 이용도가 60%에 육박할 정도로 높다. 만약 용산 엠베서더 호텔에서 도보 5분 거리인 아이파크몰에 시내면세점이 입점한다면, 자연스럽게 시내면세점에 인접한 동사의 호텔에 대한 수요가 증가할 것으로 보인다.

[그림 4-1] 쇼핑비중/ 1인당 총 경비

[그림 4-2] 관광객 면세점 쇼핑 이용도



출처: 한국 관광 공사

출처:관광 지식 정보 시스템

### ※ Potential Valuation

중국인 관광객의 시내면세점 방문 증가율을 5개년 평균으로 계산하면 18.17%의 증가율을 구할 수 있다. 보수적으로 면세점 증가율의 10%만큼 호텔 고객이 증가한다고 했을 때, 2019년의 영업이익보다 1.8% 증가한다고 볼 수 있다. 부대시설 수익의 경우 부대시설 매출액 중 10%를 차지하는 식당 매출이 관광객의 증가에 비례하여 증가한다. 임대수익의 경우 관광객의 영향을 받지 않기 때문에 기존과 동일하게 계산하였다.

2019년	(단위 : 천원)
영업이익	47,956,682
임차료	16,995,000
세전영업이익	30,961,682
부대시설 증가 수익	5,946,629
부대시설 수익 합	64,361,448
임대수익	435,770
경영대행 수수료	12,442,758
계	83,316,141

# V. POTENTIAL POINT 2 : 서울 신정동 부지

## 현재 부지 용도변경(터미널→상업시설) 서울시와 협의중

현재 이 부지는 서울시 양천구와 경기도 부천시 사이에 위치하고 있다. 이 부지를 복합소평시설로 개발할 시 서울시 양천구와 경기도 부천시 인구를 수용할 수 있을 것으로 보인다. 두 곳의 인구는 합쳐서 130만명이 넘는 큰 시장이지만 주변에 이러한 인구를 수용할 수 있는 쇼핑센터가 없다. 이러한 점을 볼 때 동사가 개발예정인 복합쇼핑센터는 스퀘어원의 영업이익을 뛰어넘는 수익성을 가질 수 있을 것으로 보인다.

현재 서울 시내에는 외부에서 서울로 들어오는 물동량을 처리할 수 있는 물류시설이 없다. 현재 서울시 근처에 존재하는 물류센터는 CJ한국복합물류에서 운영하고 있는 군포물류센터가 유일하다. 따라서 동사가 서울 시내에 물류센터를 건립한다면 인천항, 인천공항, 평택항 등에서 서울로 들어오거나 반대로 서울에서 외부의 도시로 빠져나가는 물동량을 처리할 것이다. 또한 물류센터의 경우 연 8조원 이상의 시장을 형성하고 있으며 단기적으로는 20%정도의 성장성을 그리고 장기적으로 보아도 연간 7%이상의 성장성을 보일 것으로 예상된다.

### ※ Potential Valuation

현재 동사가 설립하고자하는 물류센터는 IFT(개별화물물류)를 처리하는 물류창고로서 서울지역과 외부의 물동량을 처리한다. 이것은 CJ대한통운의 자회사인 CJ복합물류의 사업구조와 비슷하다. 따라서 CJ복합물류를 기준으로 동사의 영업이익을 추정해보았다.

(단위 : 천원)	2012	2013	2014
매출액	1,581,443,214	1,948,558,262	2,208,600,000
영업이익	84,923,501	105,427,411	119,677,201
자산총계	2,701,275,752	2,991,509,250	2,901,846,982
부채총계	1,549,634,755	1,490,183,400	1,453,540,057
영업이익률	5.37%	5.41%	5.42%
자본총계	1,151,640,997	1,501,325,850	1,448,306,925
자본대비영업이익률	137.32%	129.79%	152.50%

CJ복합물류의 자본대비 영업이익률과 영업이익률이 일정한 수준을 유지하고 있으므로 평균치를 이용하여 동사 물류센터의 영업이익을 추정하였다. 자본은 현재 동사가 보유하고 있는 토지의 가격에서 예상 건축비를 제한 3900억원으로 추정하였다.

(단위 : 억원)	물류센터
매출액	5,455
자본총계	3,900
영업이익	295

쇼핑센터의 경우 현재 동사가 운영하고 있는 스퀘어원과 시장구조 및 사업내용이 비슷하므로 평당 영업이익을 계산하여 영업이익을 추정하였다.

(단위 : 억원)	스퀘어원	서울신정	비율
면적(평)	51,000	95,000	186%
영업이익(2018년)	125	233	

따라서 현재 서울 신정의 부지는 3,600억원의 투자를 통해 연간 500억 이상의 영업이익을 창출해낼 수 있는 부지로 업그레이드가 가능하다.

# VI. VALUATION

## Why SOTP valuation?

현재 시장에서는 동사의 자산가치에 주목하고 있기 때문에 단순 순이익 기준의 Valuation 방식을 적용하게 되면, 시장의 눈높이와 괴리가 발생하게 되어 동사의 주가를 제대로 평가할 수 없다. 따라서 동사의 자산가치를 반영하여 기업가치를 평가할 필요가 있어, 서부T&D가 가진 영업가치와 비영업가치(자산가치), 그리고 순차입금을 고려한 SOTP (Sum Of The Part) 방식을 적용하였다.

시장에서는 아직 용산 호텔의 가치를 영업가치보다 자산가치에 더 주목하고 있다. 그러나 용산 호텔 프로젝트가 계획대로 순차적으로 진행되고 있고, 요우커의 유입으로 사업의 전망이 밝다는 점으로 봤을 때, 시장은 용산 호텔의 자산가치가 아닌 영업가치에 주목할 것으로 전망한다. 따라서 주가는 점차적으로 용산 호텔의 영업 가치를 반영해나갈 것이라 판단하여, 용산 호텔의 자산가치가 아닌, 미래의 예상 영업가치를 현재가치로 할인하여 이를 Valuation에 반영하였다.

각 사업의 영업가치를 평가할 때, EV/EBITDA 방식을 썼는데, 이는 호텔사업이나 쇼핑몰 사업은 모두 감가상각비율이 큰 자본이 많이 투입되는 사업이기 때문에, EV/EBITDA 방식을 적용하는 것이 합리적이라고 판단하였다. 또한 신정동 부지의 자산가치를 평가할 때, 시가의 40%를 할인한 이유는 보수적으로 자산의 공정가치를 반영하기 위해서이다. 주변의 주거지역 토지가격을 동사의 면적에 적용하면, 5,900억 정도 되는데, 이는 주거지역의 토지가격이고 상업용 토지가격은 주거지역 토지가격보다 높다는 점을 감안할 시, 신정동 부지 시가 9800억을 40% 할인한 5880억원은 굉장히 보수적인 수준의 가치라고 판단한다. 순차입금은 2018년 기준으로, 프로젝트에 투입되는 예상 비용을 모두 반영하여 기업가치를 평가하였다.

항목		가액 (단위 : 억원)	EBITDA multiple	EBIT	Depreciation	EBITDA	할인율
영업가치	인천 연수구 '스퀘어원'	2,594.21	15x	135.2	61.2	196.4	연 4.33%
	서울 용산 '엠배서더 호텔'	10,825.15	13.5x	746.4	164.2	910.6	연 4.33%
비영업가치	서울 신정 '화물터미널'	5,880	현재 시가(9,800억) 에서 40% 할인				
자산의 가치		19,299.36					
순 차입금		4,373					
순 자산(NAV)의 가치		14,926.36					
보통주발행주식수 (단위 :주)		34,332,265	=보통주				
주당 NAV (단위 : 원)		43,476					

현재주가	목표주가	조정주가	상승여력
22,700	43,476	43,450	<b>91.4%</b>

SOTP 밸류에이션을 사용하여 현재주가 22,700원 대비 상승여력 91%가 있는 것으로 판단, 목표주가 43,450원으로 **STRONG BUY**를 제시한다

## 1. 매출액 가정

### 1) 인천 연수 스퀘어원

#### - 임대관리료 수입

임대관리료 수입은 스퀘어원의 입점 점포의 수와 그 면적에 비례한다. 스퀘어원의 경우 2012년 10월 5일 개장 이전부터 모든 점포의 입점이 확정된 상태였으며 현재까지 점포의 입점률은 100%로 유지되고 있다. 하지만 현재 동사는 MD개편을 통해 4.2%의 영업면적을 늘리려하고 있다. 따라서 그러므로 동사의 연평균 영업면적 증가계획을 스퀘어원의 영업면적 증가율로 삼아 임대관리료 수입에 적용하였다.

#### - 판매수수료 수입

스퀘어원의 판매수수료 수입은 매출액 대비 판매수수료율과 방문객들의 총 사용액에 의해 결정된다. 방문객들의 총 사용액은 매장을 방문한 고객들의 수에 비례하며 결국 방문객들의 증가는 판매수수료 수입의 증가를 가져온다. 아파트 단지가 새로이 들어서면서 주변의 인구증가와 동춘역 승객 수 증가, 그리고 판매수수료율 증가를 판매수수료 수입의 증가로 반영하였다. 아파트 단지가 새로 들어오면서 인구가 3.5%정도 증가하고 동춘역의 승객은 4%가량 증가하는 추세이며, 판매수수료율을 기존 15%에서 17%로 증가시키는 것을 반영하였다.

#### - 영화관 수입

현재 영화관 산업은 관람객의 증가와 함께 매출액이 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 동사의 영화관의 경우 영화관 수입이 2013년 72.5억에서 2014년 84.9억으로 17.07%의 증가율을 보였다. 현재 경쟁 영화관인 메가박스 연수점보다 동사의 영화관이 쇼핑몰 등 관람객 유인요소가 많아 경쟁우위에 있다. 그러나 동사의 영화관의 규모가 6관 1,127석으로 관람객 증가에 있어 시설 상의 한계가 존재하며 그러므로 현재의 고성장이 계속 되기엔 제약이 있다. 그러므로 영화산업의 연평균 총 매출 증가율(2010~2014년) 8.87%를 사용하여 영화관 수입을 가정하였다.

(단위 : 억 원)	2010	2011	2012	2013	2014
영화산업매출	13,255	14,449	17,123	18,840	20,276
증가율	-	9.01%	18.51%	10.03%	7.62%
연평균증가율	8.87%				

#### - 매출원가

매출원가는 임대관리 수입과 판매수수료 수입에서는 발생하지 않으며 영화관 수입에서만 발생하고 있다. 매출원가는 영화관 수입에 매년 7.59%를 적용하였으므로 기존 2014년 매출원가에 동일한 수치를 적용하였다.

#### - 판매관리비

종합 쇼핑몰의 경우 개장 초기 새로운 고객들을 유치하기 위해 광고선전비에 많은 비용이 투자된다. 따라서 처음 스퀘어원이 개장할 때 70%가 넘는 판매광고비를 사용한 것을 제외하고 2013, 2014년 평균 판매관리비는 65%정도로 일정하다. 그러므로 기존 2013년과 2014년 2개년의 판매비 비율의 평균값 65%를 적용하였다.

### 2) 서울 용산 엠베서더 호텔

#### - 객실 영업이익

동사의 호텔은 2017년 6월 완공예정으로 운영의 정상화 등을 이루기 위해선 추가적이 시간이 소요된다는 점을 고려하여, 2018년과 2019년을 매출액 기준으로 계산하였다.

$$\text{매출액} = \text{객실수} \times \text{ADR(Average daily rate)} \times \text{이용률}$$

A, B, C동은 각각의 전략이 다르기 때문에 각 동의 객실 수와 ADR, 이용률을 나누어서 계산했다. ADR은 기존에 존재하는 C동의 경우에는 기존 노보텔의 평균가격으로 ADR을 추정하였고, 국내에 처음으로 입점하는 A동과 B동의 경우에는 서울 소재의 비슷한 수준의 호텔 ADR을 사용하였다. 그리고 객실 이용률은 기존 5년간의 각각의 등급의 객실이용률 기록을 바탕으로 하여서 가중치를 두어 계산하였다. 영업이익은 관광객을 주 고객으로 하는 엠베서더 명동의 영업이익률을 토대로 추론하였다. 명동 엠베서더의 경우 토지 임차료가 비용에 포함되기 때문에 영업이익률이 30% 수준이다. 하지만 용산 엠베서더 호텔은 임차료를 지출하지 않기 때문에 영업이익률을 50%로 추정하였다. 아래의 표에 위치한 임차료는 하나은행과 계약된 C동 건물에 대한 임차료이다.

2018년	A등	B등	C등
객실이용률90%	10%	20%	10%
객실이용률80%	30%	50%	40%
객실이용률70%	60%	30%	50%

2018년	A등	B등	C등
객실수 (단위 : 개)	230	750	750
ADR (단위 : 천원)	350,000	130,000	200,000
객실 이용률 90%	20.7	135	67.5
객실 이용률 80%	55.2	300	240
객실 이용률 70%	96.6	157.5	262.5
합계	172.5	592.5	570
매출액 (단위 : 천원)	22,036,875	28,114,125	41,610,000
영업이익 (단위 : 천원)	11,018,437	14,057,062	20,805,000
계 (단위 : 천원)		45,880,500	
C등 임차료 (단위 : 천원)		16,500,000	
세전영업이익 (단위 : 천원)		29,380,500	

2019년	A등	B등	C등
객실이용률90%	10%	30%	20%
객실이용률80%	40%	60%	40%
객실이용률70%	50%	10%	40%

2019년	A등	B등	C등
객실수 (단위 : 개)	230	750	750
ADR (단위 : 천원)	350,000	130,000	200,000
객실 이용률 90%	20.7	202.5	135
객실 이용률 80%	73.6	360	240
객실 이용률 70%	80.5	52.5	210
합계	174.8	615	585
매출액 (단위 : 천원)	22,330,700	29,181,750	42,705,000
영업이익 (단위 : 천원)	11,165,350	14,590,875	21,352,500
계 (단위 : 천원)		47,108,725	
C등 임차료 (단위 : 천원)		16,995,000	
세전영업이익 (단위 : 천원)		30,113,725	

- 부대시설 이익

서울에 위치한 특1급 호텔 매출 평균을 기준으로, 객실매출액 대비 식음료 등의 부대매출액 비율이 1:1.55 이었다. 따라서 용산 아코르 엠베서더 호텔의 식음료 등 부대매출액을 '객실 매출액 × 1.55'으로 계산하였다. 일반적으로 호텔 내부에 위치한 레스토랑의 영업이익률이 30% 수준이다. 하지만 피트니스 센터와 웨딩홀의 경우 초기비용을 제외하고 유지비용이 적은 편이며, 부대시설 매출액에서 많은 비중을 차지하고 있기 때문에 평균 부대시설 영업이익률을 40%로 가정했다.

(단위 : 천원)	객실매출액	부대시설/객실 매출액 비율	부대시설 매출액	영업이익률	부대시설 영업이익
2018년	91,761,000	1.55	142,167,809	40%	56,867,124
2019년	94,217,450	1.55	146,037,047	40%	58,414,819

- 임대수익

용산 아코르 엠베서더 호텔 중 C동의 1개 층을 임대해주시기로 하였다. 임대수익은 매각된 C동 건물에 대한 임차료를 C동 전체 층수로 나누어 계산 하였다.

(단위 : 천원)	C동 임차료	임대수익
2018년	16,500,000	423,077
2019년	16,995,000	435,770

- 경영대행 수수료

아코르 사에게 경영대행 수수료를 지급하기로 하였다. 기본 수수료로 50억을 제공하고, 인센티브를 매출액의 3% 제공하기로 하였다.

(단위 : 천원)	기본 수수료	인센티브 수수료	계
2018년	5,000,000	7,030,557	12,030,557
2019년	5,000,000	7,220,708	12,220,708

3) 서울 신정 화물터미널

현재 서울 양천구 신정동의 화물터미널에서는 영업이익이 발생하고 있긴 하지만 동사의 전체 영업이익에서 차지하는 부분이 적어 자산의 장부가치로 평가하였다.

2. 추정 손익 계산서

1) 인천 연수 스퀘어원

지속적인 임대관리료, 판매수수료, 영화관 수입의 증가로 스퀘어원의 영업이익은 지속적으로 증가할 예정이다.

(단위:천원)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	44,494,715	46,364,821	48,347,653	50,894,850	53,618,792
- 임대관리료	14,690,272	14,853,334	15,018,206	15,184,908	15,353,461
- 판매수수료	20,561,070	21,448,227	22,373,576	23,782,286	25,279,692
- 영화관	9,243,372	10,063,259	10,955,870	11,927,656	12,985,639
매출원가	4,112,176	4,476,926	4,874,029	5,306,355	5,777,029
판매비와관리비	28,031,670	29,209,837	30,459,021	32,063,756	33,779,839
영업이익	12,350,869	12,678,058	13,014,603	13,524,739	14,061,924

2) 서울 용산 엠베서더 호텔

	2018E	2019E
매출액	234,351,886	240,690,266
- 호텔객실	91,761,000	94,217,450
- 임대수수료	423,077	435,769
- 부대시설수익	142,167,809	146,037,048
매출원가	91,719,324	94,253,309
판매관리비	67,992,418	69,693,353
영업이익	74,640,144	76,743,606

3. EV/EBITDA multiple 가정

1) Depreciation 산출

(1) 인천 연수 스퀘어원

2013년과 2014년의 스퀘어원의 감가상각을 기준으로 평균하였다. 다른 설비나 시설이 크게 늘어난 부분이 없으므로 감가상각의 수준이 비슷할 것이라 예상하였다.

(2) 서울 용산 앰버서더 호텔

기존 호텔들의 감가상각 연수를 40년으로 계산하고, 선매각한 호텔의 면적으로 호텔의 가치를 판단하였다.

C동 판매가	256,000,000,000
용산부지 장부가	252,000,000,000
C동 부지 가격	65,520,000,000
C동 건물가격	190,480,000,000
전체 건물 가격	656,827,586,207
감가상각연수(년)	40
감가상각비	16,420,689,655

2) 해외 PEER GROUP을 통해 구한 EBITDA multiple

-인천 연수 스퀘어원

인천 연수 스퀘어원의 경우, 경방의 비즈니스 모델과 현재 수익을 창출하는 구조가 비슷하여 경방의 EBITDA multiple을 사용하였다.

-서울 용산 앰버서더호텔

EV/EBITDA			
하얏트호텔	인터콘티넨탈	스타우드호텔리조트	Average
14.18	16.27	14.54	15

해외 호텔체인의 경우, 국내에 비해 단기적 성장성은 오히려 떨어진다고 볼 수 있으나 용산 앰버서더 호텔에 서 향후 발생 가능한 시장의 불확실성에 따른 위험을 반영하기 위하여 본 팀은 10%의 할인을 적용하였다.

4. 추정포괄손익계산서

(단위:천원)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	57,527,236	60,044,935	62,717,793	300,351,732	310,196,263
매출원가	14,895,538	15,260,288	15,657,391	103,339,599	106,039,409
판관비	27,773,756	29,284,375	30,888,090	88,819,183	92,433,656
영업이익	14,857,942	15,500,272	16,172,312	108,192,950	111,723,199
금융손익	- 11,200,000	- 19,000,000	- 13,437,000	- 14,930,000	- 14,930,000
기타영업외손익	447,439	467,022	487,811	2,336,096	2,412,665
법인세차감전순이익	4,105,381	- 3,032,707	3,223,122	95,599,046	99,205,864
당기순이익	3,325,359	- 3,032,707	2,610,729	77,435,227	80,356,750