코텍 (052330)

이제는 제자리로 가야 한다

차지운

jiwoon.cha@yuantakorea.com
02-3770-2656

투자의견: N/R

Smallcap

주가(10/07)	12,950원
자본금	78억원
시가총액	2,017억원
주당순자산	14,026원
부채비율	10.63%
총발행주식수	15,574,552주
60일 평균 거래대금	16억원
60일 평균 거래량	126,286주
52주 고	15,200원
52주 저	10,550원
외인지분율	13.38%
주요주주	아이디스홀딩스 32.95%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	5.7	10.7	(8.5)
상대	5.2	14.0	(7.9)
절대(달러환산)	3.3	14.6	(4.7)

자료: Myresearch

산업용 디스플레이 전문 제조기업

- 코텍은 1987년 3월 설립된 산업용 디스플레이 전문 제조기업으로 2001년 7월 코스닥에 상장하였음. 1H16 기준 매출은 카지노 디스플레이 57%, 전자칠판 26%, 의료용 디스플레이 6%, 기타 11%로 구성됨. 카지노 디스플레이 부문의 주요 고객은 전세계 슬롯머신 선도업체인 Aristocrat 과 IGT, 전자칠판 부문의 주요 고객은 전자칠판 M/S 1위 업체인 Smart Tech 임. 최대주주는 아이디스홀딩스로 현재 동사 지분 32.95% 보유 중.

카지노 슬롯머신의 고급화 → ASP와 Q 동시 증가

- 슬롯머신의 Topper 와 Button 에 디스플레이 패널이 탑재되기 시작함에 따라 Q 가 증가함. Topper 의 디스플레이 탑재율은 현재 15% → 2017년 20%, Button 은 현재 13% → 2017년 20~30% 수준까지 확대될 것으로 예상.

- Main 과 Top 의 대형화, 곡선화는 ASP 증가로 이어짐. 기존 Main 과 Top 부분은 2개의 23인치 디스플레이로 구성하는 것이 일반적. 기존 23인치 디스플레이의 ASP 는 USD300 수준, 따라서 "Main+Top" 디스플레이의 ASP 는 USD600 수준으로 추정. 반면, 대형 커브드 디스플레이와 42인치 디스플레이의 ASP 는 각각 USD2,500, USD2,000 수준.

전자칠판 고객사인 Smart Tech의 실적악화에 따른 우려는 해소

- 2016년 5월 26일, Foxconn 은 Smart Tech 의 상장주식 전량을 주당 USD4.5에 매입할 것이라 발표하였음. 그간 Smart Tech 의 나스닥 상장폐지 가능성까지 언급되는 상황에서 매출채권 회수 가능성 및 전자칠판 사업 위축에 대한 우려가 있었으나 이는 Foxconn 의 인수로 해소됨.

- Foxconn 의 인수 후에도 동사의 전자칠판 공급에는 지장 없을 것. 연간 4만대 규모의 비즈니스를 위해 Foxconn 이 자본과 인력을 투입할 가능성은 희박. Smart Tech 의 주력시장은 프리미엄 제품 위주의 북미시장으로, 현지의 낮은 중국산 제품 선호도 고려 시 직접 생산에 나서지 않을 것.

2016년 사상 최대실적 전망, 밸류에이션은 최근 5년 최저점에 근접

- 2016년 매출은 2,934억원(+21.3%YoY), 영업이익은 308억원(+17.2%)를 전망함. 상반기는 카지노용 디스플레이, 하반기는 전자칠판이 외형성장을 주도하게 됨.

- 현재 2016F PER 7.7x, PBR 0.9x 에 거래되고 있으며, ROE 는 11.9% 수준. 600억원 규모의 현금성 자산 감안 시 2016F PER 은 5.4x 까지 낮아짐. 향후 2년(2015~17F) 간 EPS 는 연평균 12.5% 성장할 것으로 예상하는 반면, 밸류에이션은 최근 5년 최저점에 근접.

Forecasts and valuations (K-IFRS, 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

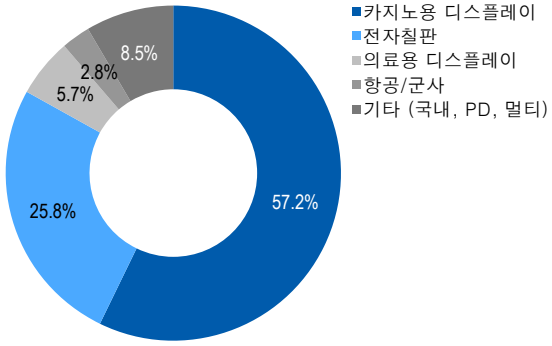
결산(12월)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	1,698	1,488	2,420	2,934	3,336
영업이익	207	55	263	308	387
지배주주순이익	174	63	232	262	331
영업이익률	12.2	3.7	10.9	10.5	11.6
EPS	1,342	488	1,678	1,683	2,122
PER	10.5	26.3	8.1	7.7	6.1

자료: 유안타증권 리서치센터

산업용 디스플레이 전문 제조기업

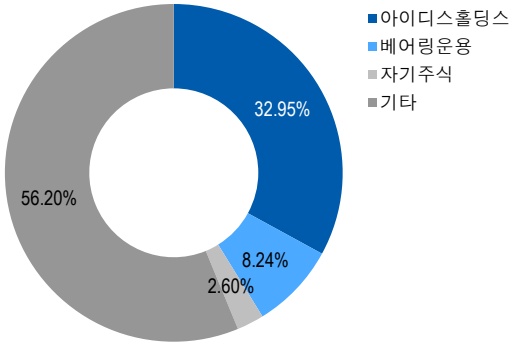
코텍은 1987년 3월 설립된 산업용 디스플레이 전문 제조기업으로 2001년 7월 코스닥에 상장하였다. 1H16 기준 매출은 카지노 디스플레이 57%, 전자칠판 26%, 의료용 디스플레이 6%, 기타 11%로 구성된다. 전세계 카지노 슬롯머신 선도업체인 Aristocrat 과 IGT, 그리고 전자칠판 M/S 1위 업체인 Smart Tech 가 동사의 주요 고객이다. 최대주주는 아이디스홀딩스로 현재 동사 지분 32.95%를 보유하고 있다.

코텍: 제품별 매출 비중 (1H16)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

코텍: 주주 현황 (1H16)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

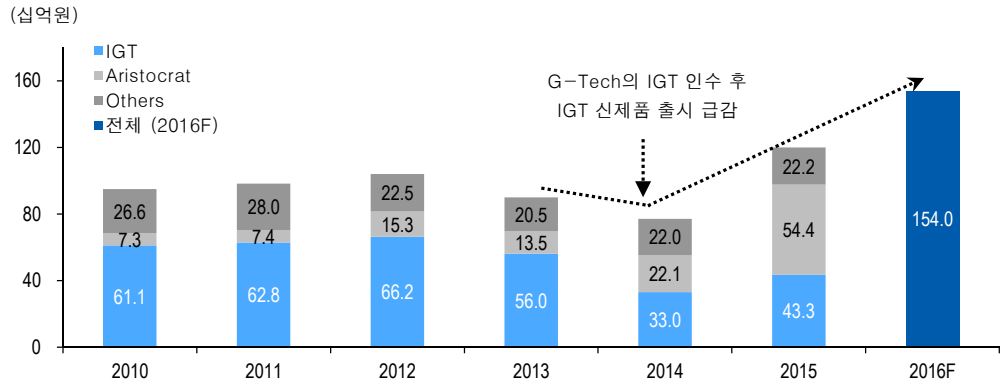
카지노 슬롯머신의 고급화 → ASP 와 Q 동시 증가

슬롯머신의 Topper 와 Button 에 디스플레이 패널이 탑재됨에 따라 카지노 부문의 Q 가 확대된다. Topper 의 디스플레이 탑재율은 현재 15%에서 2017년 20% 수준까지 확대되며, Button 은 현재 13%에서 2017년 20~30% 수준까지 늘어날 것으로 예상한다. 기존의 디스플레이 탑재 영역이 아닌 Topper 와 Button 의 디스플레이 적용은 Q 증가로 이어진다.

Main 과 Top 부분은 대형화, 곡선화 되는 추세이며, 이에 따라 ASP 역시 증가하게 된다. 기존의 Main 과 Top 부분은 일반적으로 2개의 23인치 디스플레이로 구성되어 있다. Main 과 Top 부분의 디스플레이는 점차 일체화 되고 있으며, 작게는 42인치에서 크게는 84인치의 단일 대형 디스플레이로 대체되고 있다. 기존 23인치 디스플레이의 ASP 는 USD300 수준으로 "Main+Top" 디스플레이의 ASP 는 USD600으로 추정해 볼 수 있다. 반면 대형 커브드 디스플레이와 42인치 디스플레이의 ASP 는 각각 USD2,500, USD2,000 수준으로, Main 과 Top 의 일체화, 대형화는 곧 큰 폭의 ASP 증가를 의미한다.

2015년 기준 Aristocrat 과 IGT 내 동사의 카지노 디스플레이 M/S 는 각각 98.5%, 87%다. 카지노 슬롯머신의 고급화에 따른 수혜가 동사에 집중될 수 밖에 없는 구조다. 2016년 카지노 디스플레이 매출은 전년 대비 28.4% 성장한 1,540억원을 전망한다.

코텍: 카지노 디스플레이 연도별 매출 추이



자료: 코텍, 유안타증권 리서치센터

카지노 슬롯머신의 구성

자료: IGT, 유안타증권 리서치센터

카지노 디스플레이의 고급화

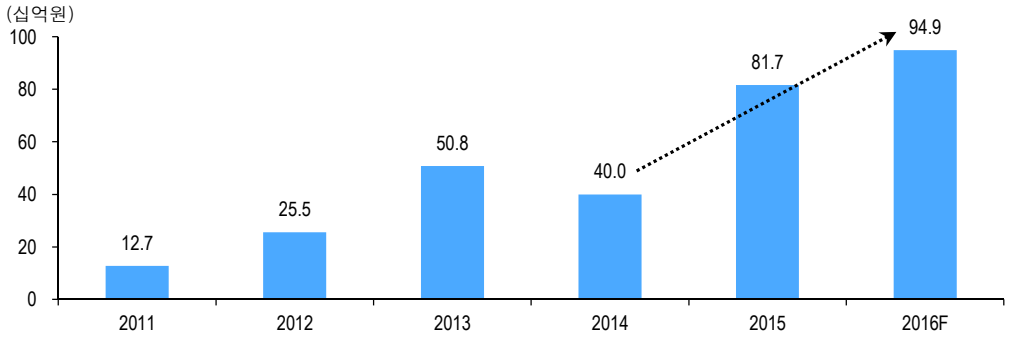
자료: IGT, 유안타증권 리서치센터

전자칠판 고객사인 Smart Tech 의 실적악화에 따른 우려는 해소

동사 전자칠판 고객사인 Smart Tech 의 실적악화에 따른 우려는 Foxconn 이 Smart Tech 를 인수하면서 일단락 되었다. 2016년 5월 26일, Foxconn 은 Smart Tech 의 상장주식 전량을 주당 USD4.5에 매입할 것이라 발표했다. Smart Tech 는 IWB(빔프로젝터 전자칠판) 시장 축소에 따른 대응을 위해 2012년 IFP(LCD 전자칠판)를 출시하였으나, IFP 가 IWB 의 공백을 빠르게 대체하지 못하면서 실적부진을 겪었다. Smart Tech 의 나스닥 상장폐지 가능성까지 언급되는 상황에서 동사의 매출채권 회수 가능성 및 전자칠판 사업 위축에 대한 우려가 있었으나, Foxconn 의 Smart Tech 인수를 통해 이러한 우려는 해소되었다.

Foxconn 의 Smart Tech 인수 후에도 동사의 전자칠판 공급에는 지장이 없을 것으로 판단한다. 전자칠판의 경우 하드웨어와 소프트웨어의 유기적 결합을 위해선 6개월 이상의 공동 개발작업이 필요하다. Foxconn 이 연간 4만대 규모의 비즈니스를 위해 자본과 인력을 투입할 가능성은 희박할 것으로 본다. 또한, Smart Tech 의 주력시장은 프리미엄 제품 위주의 북미시장이다. 주력시장 내 중국산 전자칠판에 대한 선호도가 낮아 Foxconn 과 Smart Tech 의 포지셔닝은 서로 맞지 않다고 판단한다. 따라서 동사의 전자칠판 공급 지장 가능성에 대한 시장의 일부 우려는 기우로 판단한다. 2016년 전자칠판 매출은 전년 대비 16.2% 증가한 949억원을 전망한다.

코텍: 전자칠판 연도별 매출 추이



자료: 코텍, 유안타증권 리서치센터

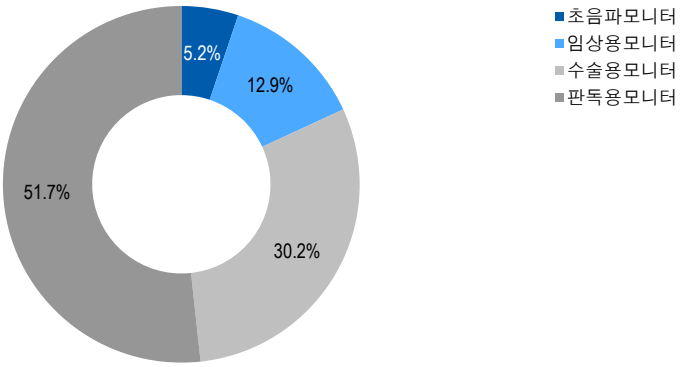
Smart Tech 전자칠판

자료: Smart Tech, 유안타증권 리서치센터
참조: IFP – Interactive Flat Panel(LCD 전자칠판), IWB – Interactive Whiteboard(빔프로젝터 전자칠판)

향후 주력 사업군으로 올라설 의료용모니터 사업

신성장동력인 의료용모니터 사업이 주력사업으로 올라설 채비를 갖추고 있다. 현재 초음파모니터는 GE, 지멘스, 삼성메디슨에, 임상용모니터는 Barco 에 각각 공급하고 있다. 그러나 약 1.2조원 규모의 전세계 의료용모니터 시장에서 초음파, 임상용모니터의 비중은 불과 18% 수준이다. 의료용모니터 사업이 동사의 주력사업으로 발돋움하기 위해선 나머지 82%를 차지하고 있는 수술용, 판독용모니터 시장을 확보해야 한다. 1H17부터 수술용모니터 매출이 개시될 것으로 예상한다. 이미 글로벌 고객사와 2개 모델에 대한 맞춤개발을 완료하였다. 판독용모니터는 자체모델을 출시하여 글로벌 고객사 대상으로 현재 영업을 진행 중인 것으로 파악한다. 아직까지 의료용 디스플레이 매출 비중은 2015년 기준 전체 매출의 6% 수준에 불과하나, 시장규모가 상대적으로 크고 보다 높은 기술력을 요하는 수술용, 판독용모니터 시장에 진출하기 위한 초입단계라는 점을 고려할 시 중장기적으로 의료용모니터 사업의 성장성을 기대해 볼 만 하다.

코텍: 전세계 의료용모니터 시장 구성



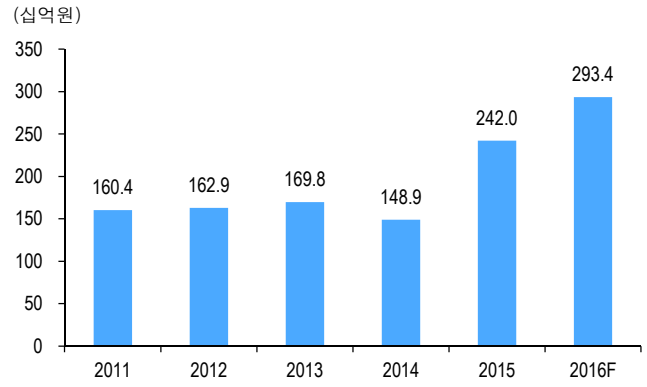
자료: 코텍, 유안타증권 리서치센터

16년 매출 2,934억원(+21.3%YoY), OP 308억원(+17.2%) 전망

동사의 2Q16 매출은 749억원으로 전년동기 대비 17% 성장하였으나, 영업이익은 60억원으로 20.3% 감소하였다. 카지노 디스플레이 매출이 전년동기 대비 44.1% 증가하여 전체적인 외형성장을 이끌었으나, 일회성 판관비 30억원 추가 발생으로 인해 영업이익이 일시적으로 줄어들었다.

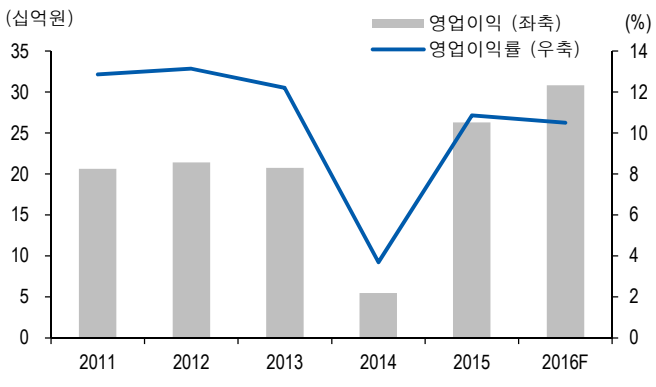
2016년 매출은 2,934억원, 영업이익은 308억원으로 전년 대비 각각 21.3%, 17.2% 성장할 것을 전망한다. 상반기는 카지노용 디스플레이가 성장을 주도하였다면, 하반기는 전자칠판 매출이 성장을 이끌 것으로 기대한다.

코텍: 연도별 매출 추이



자료: Dart 유안타증권 리서치센터

코텍: 연도별 영업이익 추이

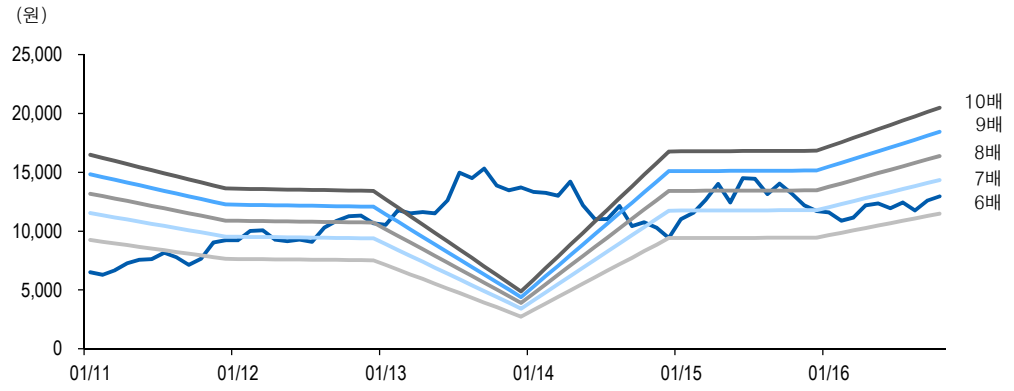


자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션

현재 동사는 2016F PER 7.7x, PBR 0.9x 에 거래되고 있으며, ROE 는 11.9%다. 동사의 EPS 는 향후 2년(2015~17F) 간 연 평균 12.5% 성장할 것으로 전망하는 반면, 밸류에이션은 최근 5년 최저점에 근접한 상태다. 2Q16 기준 현금성자산 600억원 감안 시 2016F PER 은 5.4x 수준까지 낮아진다. 그간 카지노 업황 부진 속에 동사에 대한 투자 센티멘트 악화, Smart Tech 실적부진에 따른 재무리스크 우려로 인해 2015년부터 이어지고 있는 실적 성장세가 빛을 보지 못했다. 1) 실질적으로 카지노 디스플레이 매출은 카지노 업황으로부터 자유로우며, 2) 그간 Smart Tech 의 실적부진 관련 리스크는 Foxconn 의 인수로 종결되었다. 동사의 주가가 제자리를 찾아야 할 시점이다. 현 밸류에이션에서 매수를 권고한다.

코텍: 12M-FWD PE 밴드차트



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터