유안타증권

Company Report
2017.02.13

코텍 (052330)

스몰캡



차지운
CFA
02 3770 2656
jiwoon.cha@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	NA
현재주가 (2/10)	14,550원
상승여력	NA

주가 (02/10)	14,550원
자본금	78억원
시가총액	2,266억원
주당순자산	14,026원
부채비율	10.63
총발행주식수	15,574,552주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	100,263주

주가 고

	1개월	3개월	12개월
절대	1.7	7.8	23.3
상대	6.1	10.0	37.6
절대(달러환산)	6.1	8.2	28.9

만년 저평가, 밸류에이션 리레이팅 필요

2017년에도 이어지는 카지노 디스플레이의 폼팩터 변화

카지노 슬롯머신의 고급화는 카지노 디스플레이 부문의 P와 Q 성장으로 이어짐. Main과 Top 디스플레이의 대형화, 곡선화가 P 상승을 이끔. 기존 Main+Top 디스플레이의 가격은 600~700불 수준인 반면, 42인치 이상의 대형 일체화 디스플레이는 2,000불 이상, 커브드 디스플레이는 2,500불 이상임. Aristocrat에 이어 2017년 IGT도 커브드 디스플레이 탑재 개시. Topper와 Button의 디스플레이 패널 적용은 Q성장으로 이어짐. 현 탑재율 10% 중반에서 2017년 20%, 궁극적으로 100% 탑재될 것.

우려보단 기회가 앞서는 전자칠판

65인치 이상의 대면적 IFP 제품을 중심으로 외형성장 이어갈 것. 고객사인 Smart Tech의 핵심시장은 북미 프리미엄 시장. 아직까지 해당 시장 내 보급률이 낮다는 점과 기존 빔프로젝터 방식의 전자칠판인 IWB 제품을 대체한다는 점을 감안할 시 여전히 높은 성장잠재력 보유. 2016년 Smart Tech를 인수한 Foxconn이 자체적으로 전자칠판을 생산하여 공급할 리스크, LCD 패널 가격 상승으로 원재료비용 부담이 증가할 리스크는 우려할 사안 아님. 단, 단가인하 압력은 유일하게 피해가기 어려운 리스크.

초음파, 임상용에 이어 수술용모니터까지

2Q17부터 2개 모델을 필두로 수술용모니터 시장 진출 계획 중. 전세계 의료용모니터 시장은 1.2조원 규모. 수술용모니터는 전체 시장의 30.2%를 차지. 보수적인 의료용모니터 시장 특성 상 당장의 의미 있는 외형증가는 기대하기 어려우나, 글로벌 고객사 확보와 더불어 판독용모니터를 제외한 전 의료용 모니터 시장에 진입했다는 점은 긍정적.

2017년 매출 3,354억원(+12.6%YoY), 영업이익 389억원(+32.9%) 전망

현재 동사는 2017F PER 6.8배, PBR 0.8배에 거래 중이며, ROE는 12% 수준임. 1) 카지노 디스플레이의 구조적 성장, 2) Smart Tech향 전자칠판의 북미 프리미엄 시장 내 매출 확대, 3) 의료용모니터 부문의 성장 잠재력 고려 시 밸류에이션 리레이팅이 필요하다고 판단하나, 최근 5년 간 동사의 밸류에이션은 12M-Fwd PER 6~7배 수준에서 정체되어 있음. 현 시점에서 매수의견을 유지함.

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

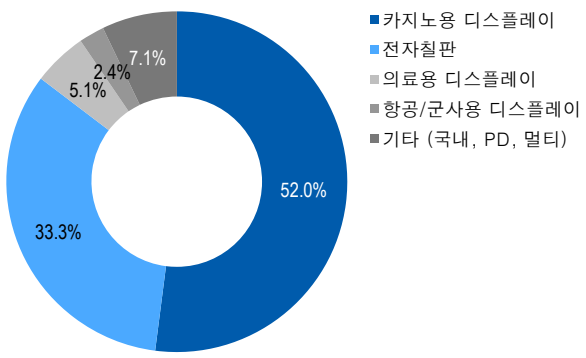
결산(12월)	2013A	2014A	2015A	2016P	2017F
매출액	1,698	1,489	2,420	2,980	3,354
영업이익	207	55	263	293	389
지배주주순이익	174	63	232	378	332
영업이익률	12.2	3.7	10.9	9.8	11.6
EPS	1,342	488	1,678	2,359	2,077
PER	11.1	20.5	7.0	5.8	6.8

자료: 유안타증권 리서치센터

산업용 디스플레이 전문 제조기업

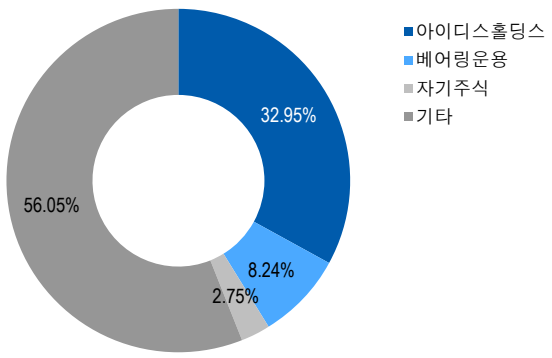
코텍은 1987년 3월 설립된 산업용 디스플레이 전문 제조기업으로 2001년 7월 코스닥에 상장하였다. 2016년 기준 매출은 카지노 디스플레이 52%, 전자칠판 33.3%, 의료용 디스플레이 5.1%, 항공/군사용 디스플레이 2.4%, 기타 7.1%로 구성된다. 전세계 카지노 슬롯머신 선도업체인 Aristocrat 과 IGT, 그리고 전자칠판 시장 점유율 1위 업체인 Smart Tech 가 동사의 주요 고객이다. 최대주주는 아이디스홀딩스로 현재 동사 지분 32.95%를 보유하고 있다.

코텍: 제품별 매출 비중 (2016)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

코텍: 주요 주주



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

2017년에도 이어지는 카지노 디스플레이의 폼팩터 변화

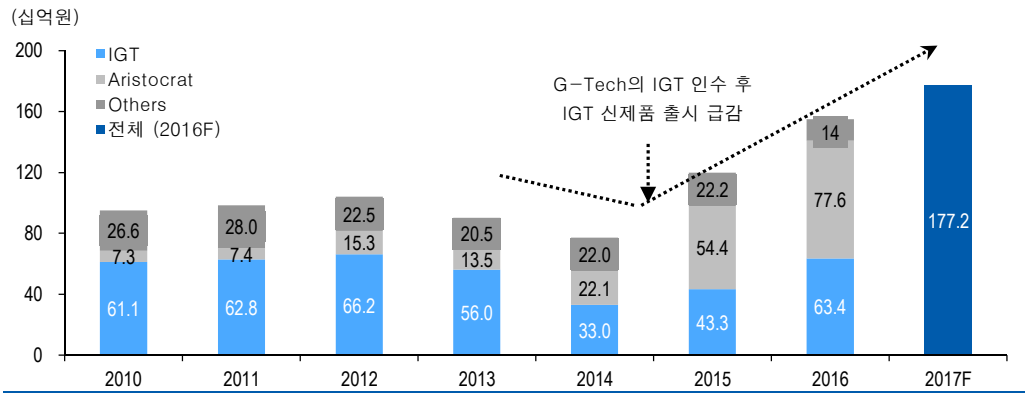
카지노 슬롯머신의 고급화에 따른 카지노 디스플레이의 P 와 Q 성장은 2017년에도 지속된다. 슬롯머신 내 탑재되는 게임 컨텐츠가 다양해짐에 따라 이에 적합한 디스플레이의 적용이 요구된다.

슬롯머신의 Main 과 Top 부분의 대형화, 곡선화는 ASP 상승으로 이어진다. 기존의 Main 과 Top 부분에는 일반적으로 23인치 디스플레이가 각각 탑재되었다. 23인치 디스플레이의 대당 ASP 가 300~350불 수준이므로, Main+Top 은 600~700불 수준이다. 반면, Main 과 Top 부분을 일체화 한 42인치 디스플레이의 ASP 는 2,000불 수준, 대형 커브드 디스플레이의 ASP 는 2,500불 이상이다. 최근 동사가 선보인 S, J, P 자형 디스플레이의 ASP 는 이보다 훨씬 높은 3,500불 이상이다. 2016년 기준 슬롯머신 내 대형, 커브드 디스플레이 탑재율은 10% 중반 수준이다. 컨텐츠의 다양화 추세에 맞추어 대형, 커브드 디스플레이 탑재율은 궁극적으로 50% 수준까지 확대될 것으로 본다. 2016년에는 Aristocrat 을 중심으로 커브드 디스플레이가 공급되었으며, 2017년부터는 IGT 에도 마찬가지로 커브드 디스플레이가 공급되기 시작한다. 동사의 카지노 디스플레이 양대 고객사가 본격적으로 커브드 디스플레이 탑재를 개시함에 따라 카지노 디스플레이 부문의 ASP 성장을 기대한다.

기존 비 디스플레이 영역인 Topper 와 Button 부분의 디스플레이 패널 적용은 Q 성장으로 이어진다. 해당 영역의 LCD 패널 탑재는 비인기 콘텐츠의 빠른 대체를 가능케 하는 등 많은 이점이 있다. Topper 와 Button 의 디스플레이 탑재율은 현재 15%에서 2017년 20% 이상으로 확대되어, 궁극적으로는 100%에 이를 것을 예상한다. Topper 용 디스플레이는 2016년부터 양대 고객사에 공급을 개시하였으며, Button 용 디스플레이는 2017년부터 공급할 예정이다. Topper 와 Button 에 디스플레이 패널이 탑재되기 시작함에 따라 카지노 디스플레이 부문의 Q 성장 또한 기대한다.

2017년 카지노 디스플레이 매출은 전년 대비 14.3% 성장한 1,772억원을 전망한다. 2016년 기준 Aristocrat 과 IGT 내 동사의 점유율은 각각 100%, 87% 수준이다. 고객사의 카지노 슬롯머신 고급화는 자연스레 동사에 대한 수혜로 이어질 수 밖에 없는 구조다.

코텍: 카지노 디스플레이 연도별 매출 추이



자료: 코텍, 유안타증권 리서치센터

카지노 슬롯머신의 구성



자료: IGT, 유안타증권 리서치센터

카지노 디스플레이의 고급화





자료: IGT, 구글, 유안타증권 리서치센터

우려보단 기회가 앞서는 전자칠판

전자칠판은 65인치 이상의 대면적 제품을 중심으로 외형성장을 이어갈 것을 전망한다. 동사의 고객사인 Smart Tech 의 핵심시장은 북미 프리미엄 시장이다. 아직까지 1) 해당 시장 내 전자칠판의 보급률이 낮다는 점, 2) IFP(동사의 LCD 전자칠판)가 IWB(기존의 빔프로젝터 전자칠판)를 대체하기 시작한지 불과 2년이 채 되지 않았다는 점을 감안할 시 전자칠판의 성장잠재력은 여전히 높다고 판단한다. 전자칠판 사업부의 수익성과 지속성에 대한 일부 시장의 우려가 있으나, 결론적으로 리스크는 크지 않은 것으로 본다.

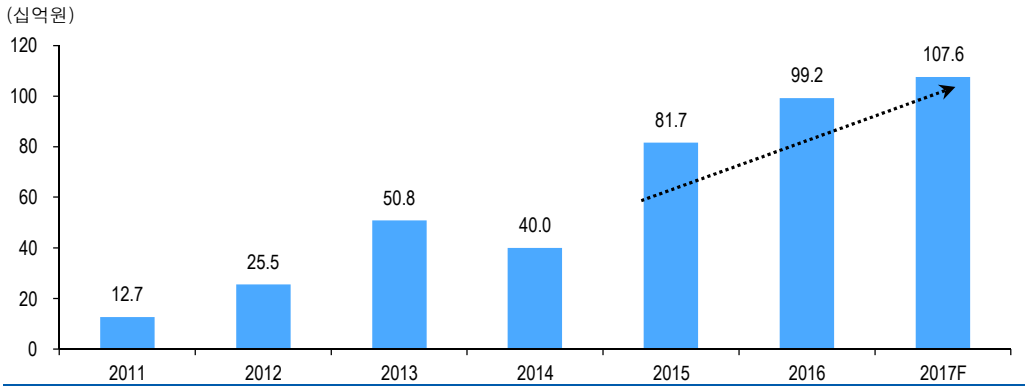
첫 번째 리스크는 Foxconn 이 전자칠판을 자체 생산하여 2016년 인수한 Smart Tech 에 공급할 가능성이다. 전세계 전자칠판 시장규모는 대수 기준 연 80~100만대 수준이다. 이 중 Smart Tech 의 주력시장인 북미 프리미엄 시장은 전체시장의 15% 수준에 불과한 연 12~15만대 규모다. 프리미엄 시장 내 동사의 점유율은 35% 수준으로 연간 4만대에 해당한다. Foxconn 이 연 4만대 규모의 북미 프리미엄 시장에 뛰어들기 위해 자본과 인력을 투입할 가능성은 희박하다고 판단한다. 자체 전자칠판 사업을 개시하게 되면 타겟시장은 중화권 중저가 전자칠판 시장이 될 것으로 예상한다.

두 번째 리스크는 최근 LCD 패널 가격 상승에 따른 원재료비용 부담 증가 리스크다. 최근 동사의 주요 패널 공급선 내 65인치 패널가격 상승으로, 시장에서는 전자칠판 사업부의 수익성 악화 가능성에 대한 우려가 있다. 전자칠판용 패널은 TV 패널이 아닌 커머셜패널로, TV 패널 가격 상승으로부터 상대적으로 자유롭다. 또한 패널 공급선의 전체 커머셜패널 공급 물량 중 동사의 비중은 의미있는 수준으로 파악하며, 이는 곧 동사에 가격협상력이 있음을 나타낸다.

마지막 리스크는 전자칠판 단가인하 압력이다. 기존 연 1회 진행된 단가협상이 2016년에는 3Q 중 추가로 이뤄진 것으로 파악한다. 이로 인해 전자칠판 사업부의 수익성에 소폭 영향이 있었을 것으로 추정한다. 전자칠판을 둘러싼 세가지 리스크 중 유일하게 피하기 어려운 리스크다.

2017년 전자칠판 매출은 전년 대비 8.5% 성장한 1,076억원을 전망한다. 북미 프리미엄 시장을 중심으로 전자칠판 매출증가가 이어질 것으로 예상하나, 수익성 측면에서는 보수적인 접근이 필요하다.

코텍: 전자칠판 연도별 매출 추이



자료: 코텍, 유안타증권 리서치센터

Smart Tech 전자칠판



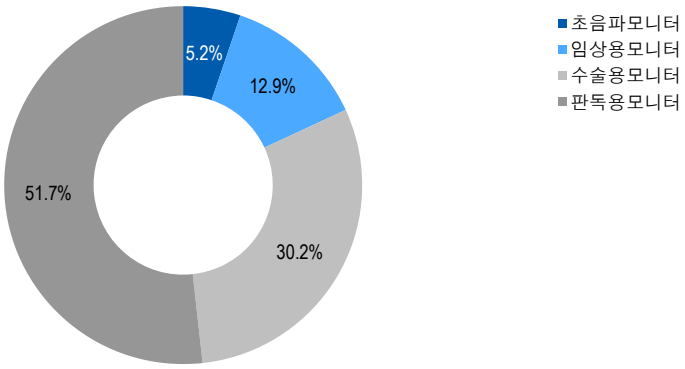
자료: Smart Tech, 유안타증권 리서치센터
참조: IFP - Interactive Flat Panel(LCD 전자칠판), IWB - Interactive Whiteboard(빔프로젝터 전자칠판)

초음파, 임상용에 이어 수술용모니터까지

의료용모니터 사업부는 초음파, 임상용모니터 시장에 이어 수술용모니터 시장에 진출함으로서 중장기 성장기반을 확보했다. 의료용모니터 시장은 크게 초음파, 임상용, 수술용, 판독용 시장으로 구분된다. 현재 동사는 초음파와 임상용모니터 시장에 진입한 상태로, 초음파모니터는 GE, 지멘스, 삼성메디슨, 임상용모니터는 Barco 에 각각 공급 중이다. 그러나, 전체 1.2조원 규모의 의료용모니터 시장에서 해당 시장은 18% 수준에 불과하여 기존 시장으로는 외형 확대 잠재력이 제한적이다. 이에 대응코자 동사는 2Q17부터 수술용모니터 시장 진출을 계획 중이다. 기존 고객사인 Barco 의 자회사 Advan 에 수술용모니터 2개 모델을 공급할 가능성이 높은 것으로 파악한다.

2017년 의료용모니터 매출은 전년 대비 15.1% 성장한 176억원을 전망한다. 보수적인 의료용모니터 시장 특성 상 당장의 의미있는 외형증가는 기대하기 어렵다. 다만, 글로벌 고객사 확보를 통해 판독용모니터 시장을 제외한 나머지 3개 시장에 진입했다는 점에 주목할 필요가 있다. 중장기적으로 의료용모니터 부문은 동사의 3대 핵심 사업군으로 올라설 것을 기대한다.

전세계 의료용모니터 시장 규모



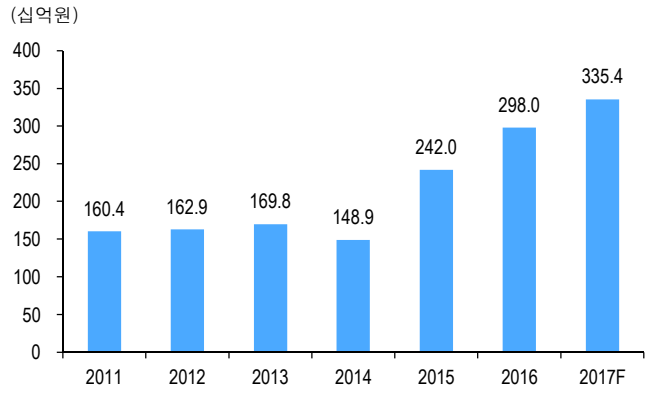
자료: 코텍, 유안타증권 리서치센터

2017년 매출 3,354억원(+12.6%YoY), 영업이익 389억원(+32.9%) 전망

2016년 매출 2,980억원(+23.1%YoY), 영업이익 293억원(+11.4%, OPM: 9.8%), 당기순이익 378억원(+62.9%, NPM: 12.7%)을 기록하였다. 카지노 디스플레이는 폼팩터 변화에 따른 P 와 Q 성장에 힘입어 29.3%의 외형증가를 시현하였다. 3Q16까지 실적 우려가 제기된 전자칠판은 고객사 피인수에 따른 공급지연이 4Q16부터 정상화되면서 매출은 전년 대비 21.4% 성장하였다. 2Q16 전자칠판 항공수출 비용, 4Q16 성과급 및 재고조정관련 비용 발생으로 인해 영업이익률은 전년 대비 1.1%P 감소하였으나, 3Q16 환급된 기납부세액 101억원 반영을 통해 당기순이익률은 전년 대비 3.1%P 확대되었다.

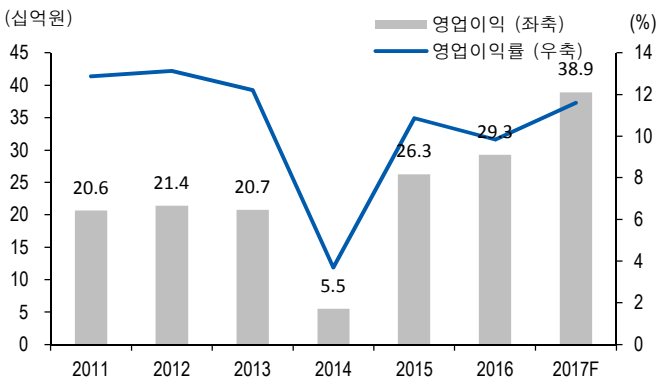
2017년 매출 3,354억원(+12.6%YoY), 영업이익 389억원(+32.9%, OPM: 11.6%), 당기순이익 332억원(-12%, NPM: 9.9%)을 전망한다. 2016년에 이어 2017년에도 카지노 디스플레이와 전자칠판 모두 견조한 성장세를 이어갈 것을 기대한다.

코텍: 연도별 매출 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

코텍: 연도별 영업이익 및 영업이익률 추이

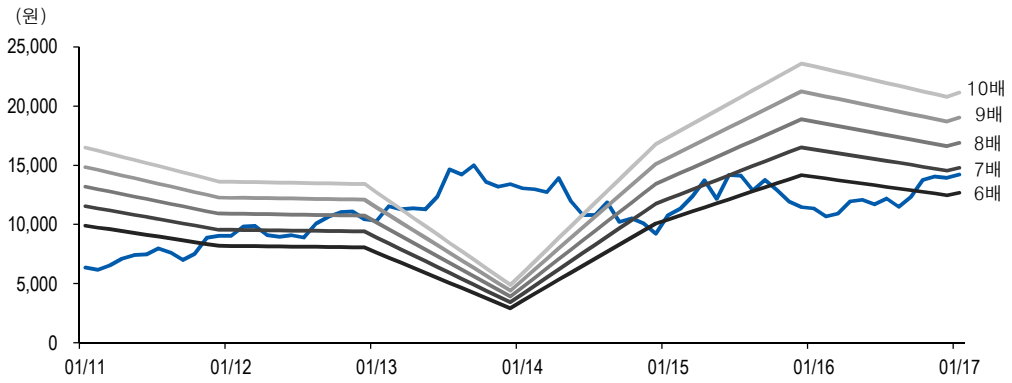


자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

이제는 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점

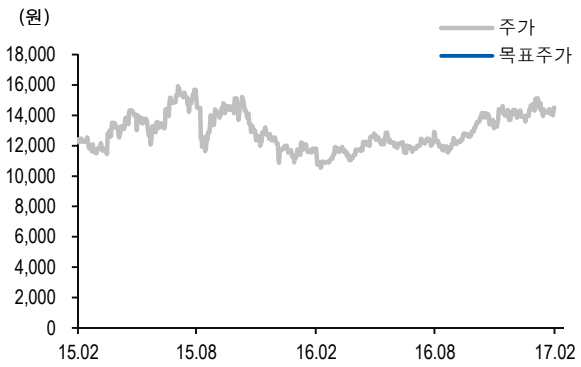
현재 동사는 2017F PER 6.8배, PBR 0.8배에 거래되고 있으며, ROE는 12% 수준이다. 1) 카지노 디스플레이의 구조적 성장, 2) Smart Tech 향 전자칠판의 북미 프리미엄 시장 내 매출 확대가 이뤄지고 있으며, 3) 의료용모니터 부문이 3대 핵심 사업군으로 성장할 잠재력이 크다고 판단하나, 최근 5년 간 동사의 밸류에이션은 12M-Fwd PER 6~7배 수준에서 정체되어 있다. 3Q16 기준 615억원의 현금성 자산 감안 시 밸류에이션 매력은 더욱 부각된다. 이제는 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점이다. 현 시점에서 매수의견을 유지한다.

코텍: 12M-FWD PE 밴드차트



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

코텍 (052330) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2017-02-13	Not Rated	-
2016-10-11	Not Rated	-

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.1
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2017-02-08 ※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 차지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.