코텍(052330)

3Q17 사상 최대 실적 예상

BUY(신규)

목표주가(원)	**17,000**
현재주가(원,8/21)	13,200
상승여력(%)	28.8
시가총액(십억원)	205.6
KOSPI 지수(p)	2,355.00
KOSDAQ 지수(p)	640.85
자본금(십억원)	77.9
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	15,575
52 주 최고가(원)	15,800
52 주 최저가(원)	11,500
60 일 평균거래량(주)	126,748
주요주주 지분율(%)	
아이디스홀딩스	33.0
베어링자산운용	7.0

Analyst	홍종모
Coverage	스몰캡·인터넷·게임
T	02) 3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

카지노 업체들이 라이트 유저인 Mass 고객들을 끌어들이기 위해 슬롯머신 컨텐츠를 요구하며 IGT, Aristocrat 등 슬롯머신 업계 대형 플레이어들도 투자에 나서고 있다. IGT와 Aristocrat의 M/S 1위 벤더인 코텍은 하반기부터 전방투자 수혜를 볼 것이라 예상한다. P와 Q의 성장을 앞두고 저평가 매력과 실적 모멘텀이 부각되는 현 시점이 코텍에 주목해야 할 타이밍이라 판단한다.

▪ 독점적인 위치의 산업용 디스플레이 제조기업

- 전 세계 카지노 슬롯머신 M/S 1,2위 업체인 IGT와 Aristocrat, 북미 1위 전자칠판 제조업체 SMART Tech의 주요 벤더로 전방산업 수혜를 보는 위치

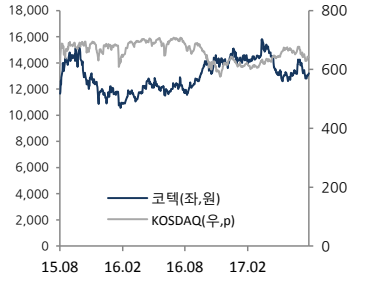
▪ POINT I. 슬롯머신용 디스플레이, P와 Q가 늘어난다

- 고객사인 IGT, Aristocrat의 슬롯머신 투자 본격화로 인한 P, Q의 성장 예상
- 1) 대형 커브드 디스플레이 채택으로 인한 ASP 상승: 기존 LCD 디스플레이 대비 4~5배 수준의 ASP 기대. 시장침투율 15%로 추가적인 상승 예상
- 2) 비 디스플레이 영역 대체: 컨텐츠 교체주기가 짧아지면서 기존에는 디스플레이를 사용하지 않았던 영역도 디스플레이를 채택, Q의 성장이 예상. 이로 인해 슬롯머신 1대당 ASP는 700달러에서 3,700달러 이상으로 증가
- 3분기부터 주요 고객사 프리미엄 모델 출시로 인해 발주가 증가할 것으로 예상하며, 비용구조 개선까지 이뤄지며 매출 및 수익성 개선을 기대

▪ POINT II. 전자칠판은 성장 중

- 상반기 전자칠판 사업 매출 YoY 61% 증가. 3분기에도 성장세 이어질 전망
- 고객사 Smart의 폭스콘 인수로 인한 하락 요인은 제한적

Price Chart



실적 및 주요 지표 추이

(연결)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(십억원)	170	149	242	298	300
영업이익(십억원)	21	5	26	29	30
세전이익(십억원)	21	7	31	34	30
순이익(십억원)	17	6	23	38	24
EPS(원)	1,307	475	1,694	2,424	1,510
EPS 성장률(%)	-1.5	-63.7	256.7	43.0	-37.7
P/E(배)	11.1	20.5	7.9	5.8	8.7
EV/EBITDA(배)	8.4	16.8	6.4	6.9	6.4

자료: 유화증권

유화증권주식회사 YUHWA SECURITIES CO.,LTD.

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 투자분석팀이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지(http://www.yhs.co.kr)에서도 이용하실 수 있으나, 당사의 사전동의 없이 어떤 형태로든 복제 또는 대여될 수 없습니다

독점적인 위치의 산업용 디스플레이 제조기업

산업용 디스플레이 전문업체

코텍은 '87년 설립된 산업용 디스플레이 제조업체이다. 카지노 슬롯머신용 디스플레이, 전자칠판, 의료용 디스플레이 등을 생산하며 주요 고객사로는 전세계 카지노 슬롯머신 M/S 1,2위 업체인 IGT와 Aristocrat, 북미 전자칠판 제조업체 SMART Tech 등이 있다.

슬롯머신 과점사업자 고객사 확보

IGT와 Aristocrat은 각각 전 세계 M/S 30%을 차지하는 과점 사업자이고 SMART Tech 역시 북미 전자칠판 시장 M/S 1위를 차지하고 있다. 1) 주요 고객사가 시장을 주도하는 위치에 있고, 2) 코텍 역시 고객사 내 M/S를 과점하고 있기 때문에 동사는 전방산업의 수혜를 그대로 누릴 수 있는 위치에 있다.

전방산업의 변화 +수익성 개선

전방산업 변화에 따라 코텍의 성장세는 금년에도 지속될 것으로 예상한다. 주력사업인 슬롯머신용 디스플레이는 대형화 및 고급화 추세에 따라 ASP가 상승하고, 디스플레이 적용 영역도 확대되면서 P와 Q 양쪽에서 성장할 것으로 보인다.

3분기 사상 최대 실적 예상: 투자의견 BUY, 목표주가 17,000원

상반기 발주지연과 환율하락

2분기 실적은 매출액 724억원(-3.2%, YoY), 영업이익 64억원(+6.8%, YoY)을 기록했다. 매출비중은 슬롯머신용 디스플레이 51.2%, 전자칠판 33.4%, 의료용 디스플레이 5.0%, 항공/군사 디스플레이 3.7%, 기타 6.6% 순이다. 주요 고객사의 슬롯머신용 디스플레이 발주가 지연되고, 환율하락까지 겹치며 상반기 실적은 전년도와 비슷한 수준에 그쳤다.

3분기 사상 최대 실적 예상

주요 고객사 발주 정상화 + 전자칠판 성장세

환율과 원가도 우호적

당 리서치센터는 코텍이 하반기부터 다시 실적 상승세에 접어들 것이라 판단한다. 특히 3분기는 사상 최대 실적을 기록할 것이라 예상한다. 주요 고객사인 IGT와 Aristocrat의 슬롯머신용 디스플레이 발주가 정상화되고 있으며, 전자칠판 역시 2분기에 이어 3분기까지 QoQ로 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 또한 실적성장이 판매량(Q) 보다는 프리미엄 모델 도입으로 인한 P의 상승에 기인한다는 점을 감안하면 '18년까지 추가적인 실적 성장도 기대된다. 반면 비용 측면에서는 1) 1분기 발생한 외화환산손실이 환입될 것으로 보이며 2) 상반기 LCD 패널 쇼티지로 인해 상승했던 원가율도 내려갈 것이라 예상하며 3) CAPA 역시 인력충원만으로 연 5,000억원 수준까지 커버할 수 있어 추가 CAPEX가 제한적이므로 수익성 개선이 기대된다.

당 리서치센터는 코텍에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 17,000원을 제시하고 커버리지 개시한다. '17년 예상 실적은 매출 3,000억원, 영업이익 295억원이며 목표주가는 '17년 Fwd EPS 1,510원에 목표 P/E 11.3배를 적용하여 산출했다. 1) 전방산업이 성장 추세에 있고 2) 밸류체인상 독점적인 위치를 공고히 해 가고 있으며 3) 무차입 상태의 우수한 재무건전성을 고려하면 이와 같은 밸류에이션은 합당한 수준이라 판단한다. 현재주가는 '17년 Fwd EPS 대비 P/E 8.7배 수준이며, '18년 발주량이 늘어나고 전방산업 투자가 더해진다면 12M Fwd EPS 기준 7배 이하로 낮아질 것이라 예상한다.

[도표01] 실적 테이블

(단위:십억원,%)	2013	2014	2015	2016	2017F
매출액	169.8	148.8	242.0	298.0	300.0
영업이익	20.7	5.5	26.3	29.3	29.5
OPM(%)	12.2	3.7	10.9	9.8	9.8

자료: 유화증권

POINT I. 슬롯머신용 디스플레이, P와 Q가 늘어난다

P와 Q의 성장 지속

슬롯머신용 디스플레이에서의 P와 Q의 성장은 금년에도 지속될 것으로 예상한다. 먼저 슬롯머신의 구조를 살펴보면, [도표02]에서 볼 수 있듯이 터치하여 플레이 할 수 있는 Main 디스플레이, 게임 진행상황을 보여주는 Top 디스플레이, 게임 타이틀을 나타내는 Topper Signage와 기기를 조작하는 Button의 4가지 부분으로 구성된다. 현재 주류를 이루고 있는 보급형 슬롯머신들은 Main과 Top에 각각 23인치 디스플레이를 탑재하고, Topper와 Button은 비 디스플레이 영역으로 아크릴판이나 기계식으로 이루어져 있다.

[도표02] 슬롯머신 디스플레이 변화 – 좌: 대형화, 곡선화 / 우: 비 디스플레이 영역 대체



자료: 코텍, 유화증권

대형, 커브드 디스플레이 채택모델 출시

1) 우선 대형, 커브드 디스플레이 채택으로 인한 ASP의 상승이 기대된다.

지난 '14년 슬롯머신 3위 업체인 Bally가 최초로 커브드 디스플레이를 적용한 제품을 출시하며 업계 1위를 차지한 이후 프리미엄 제품을 중심으로 대형, 커브드 디스플레이 채택이 늘어나고 있다. '16년 기준 커브드 디스플레이 슬롯머신의 시장 침투율은 15% 수준이나 과거 LCD가 CRT를 대체했듯 장기적으로는 LCD 시장을 완전 대체할 것이라 예상한다.

하반기부터 프리미엄 모델 출시 본격화

금년 하반기부터 대형, 커브드 디스플레이를 탑재한 모델 출시가 본격화 될 전망이다. '16년까지 코텍이 납품하는 프리미엄 모델은 Aristocrat향 2종에 그쳤으나, 연말까지 IGT 3개, Aristocrat이 6개 모델을 출시하는 등 총14종으로 늘어날 계획이다. 이에 맞춰 상반기 지연됐던 주요 고객사인 IGT와 Aristocrat의 슬롯머신용 디스플레이 발주 역시 정상화되고 있으며 3분기 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

슬롯머신 1대당 ASP 증가

기존 LCD 제품 ASP는 300~400달러 수준으로 슬롯머신 1대 제작 시 코텍이 기대할 수 있는 ASP는 총 700달러 정도였다. 반면 '16년부터 납품 시작한 43인치 디스플레이(Main과 Top을 일체화) 커브드 디스플레이의 ASP는 2,800달러 수준으로 기존 제품 대비 4배에 달한다. 금년부터는 43인치 이상의 대형 모델과 S, J, P자형 디스플레이 등 고급 모델도 출시되기 때문에 추가적인 ASP 상승도 기대된다.

2) 디스플레이 용도 확장 非 디스플레이 영역 대체

2) 기존에는 디스플레이를 사용하지 않았던 Topper, Button 부분이 디스플레이로 대체되며 Q의 상승도 기대된다. 카지노에서 라이트 유저라 할 수 있는 Mass 고객 비중이 올라가는 추세이며, 이들을 대상으로 최신 영화, 드라마 IP를 채용한 신작 게임 출시가 늘어나고 있다. 이 때문에 게임의 회전율도 올라가고 있는데, Topper와 Button 부분에 디스플레이를 탑재하면 빠르게 컨텐츠 교체가 가능하다. '16년 Topper와 Button 부분의 디스플레이 침투율은 17% 수준이며, 이 역시 프리미엄 모델이 출시되면서 지속적으로 상승할 것으로 보인다. Topper와 Button 디스플레이의 ASP는 각각 200~250달러와 700~800달러 수준이며, 앞서 언급한 디스플레이 대형화와 결합하면 슬롯머신 ASP는 700달러에서 3,700달러 선까지 상승하는 모습이 된다.

슬롯머신 1대당 ASP 3,700달러선까지 상승

[도표03] 대당 ASP 변화 표

(단위:달러)	기존모델	신규모델
Main	400	2,800(43인치 기준)
Top	300	
Topper	-	200
Button	-	700
총합	700	3,700

자료: 코텍, 유화증권

POINT II. 전자칠판은 성장 중

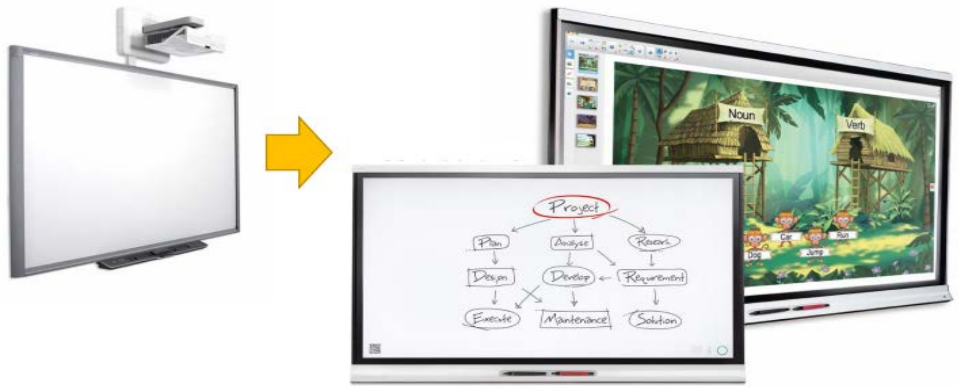
화이트보드 프로젝터를 대체

상반기 전자칠판 사업 매출은 전년대비 61% 증가했으며, 하반기에도 성장세를 이어갈 것이라 예상한다. 코텍은 북미 전자칠판 M/S 1위 업체인 SMART에 전량 납품 중이다. 전자칠판은 화이트보드에 빔 프로젝터를 쏴서 출력하는 기존 방식에서 LCD 전자칠판으로 대체되고 있는 추세이다.

Foxconn 인수로 인한 수익성 악화는 제한적

고객사인 SMART가 '16년 9월 Foxconn에 인수되면서 전자칠판 사업의 내재화나 단가 인하 등에 대한 우려가 있으나, 1) SMART 전자칠판 판매량은 연 40,000대 수준으로 대기업이 진입할 만큼 시장이 크지 않고 2) 터치, 인쇄 등 기능이 내재되어 있어 제품별로 6개월 가량의 공동개발이 필요하여 신규사업자 진입이 까다롭다는 점에서 실적 감소 가능성은 제한적이라 판단한다.

[도표04] 전자칠판 변화 – 화이트보드에서 LCD로 대체



자료: 코텍, 유화증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
자산총계	184	182	235	276	322
유동자산	125	121	178	220	260
현금및현금성자산	17	2	59	59	71
단기금융자산	28	28	11	23	46
매출채권및기타채권	30	42	54	82	74
재고자산	50	50	53	55	68
비유동자산	59	61	58	56	62
장기금융자산	8	10	7	5	4
관계기업등투자자산	0	1	0	1	1
유형자산	44	43	43	45	51
무형자산	5	6	5	4	5
부채총계	19	17	23	33	58
유동부채	15	14	20	30	42
단기차입부채	1	0	0	0	0
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	10	11	12	23	36
비유동부채	4	4	3	3	16
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	164	165	213	243	264
지배주주지분	164	165	213	243	264
비지배주주지분	0	0	0	0	0

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	170	149	242	298	300
매출원가	126	120	188	226	236
매출총이익	44	28	54	72	64
판매비와관리비	23	23	28	43	34
영업이익	21	5	26	29	30
EBITDA	23	8	28	31	32
비영업손익	0	2	4	5	0
이자수익	1	1	0	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-1	1	3	3	-2
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	0	-0	1	1	1
세전계속사업이익	21	7	31	34	30
법인세비용	4	1	8	-4	6
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	6	23	38	24
지배주주순이익	17	6	23	38	24
비지배주주순이익	0	0	0	0	-0
기타포괄손익	-0	-0	-0	0	2
총포괄손익	17	6	23	38	25

현금흐름표

(단위: 십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
영업활동현금흐름	12	-3	15	20	42
당기순이익	17	6	23	38	24
현금유입없는손익	7	5	11	-2	5
자산상각비	2	2	2	2	2
영업자산부채변동	-10	-12	-16	-18	21
매출채권증감	-6	-12	-12	-26	7
재고자산증감	-3	-0	-5	-2	-12
매입채무증감	-1	-0	0	10	10
투자활동현금흐름	1	-6	17	-12	-14
투자활동현금유입액	46	41	26	8	2
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	1	0
투자활동현금유출액	44	47	8	20	16
유형자산	2	2	2	4	8
무형자산	2	0	0	1	1
재무활동현금흐름	-4	-7	24	-9	-3
재무활동현금유입액	20	4	29	0	1
단기차입부채	20	3	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	21	7	2	5	0
단기차입부채	21	4	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-13
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-0	-0	0	0	-0
현금변동	9	-16	57	0	12
기초현금	8	17	2	59	59
기말현금	17	2	59	59	71

투자지표

(단위: 원,배,%)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
주당지표 및 주가배수					
EPS	1,307	475	1,694	2,424	1,510
BPS	12,380	12,388	15,551	15,602	16,933
CFPS	874	-224	1,112	1,285	2,711
SPS	12,783	11,170	17,688	19,131	19,264
EBITDAPS	1,722	580	2,073	2,010	2,050
DPS (보통,현금)	243	194	250	300	286
배당수익률 (보통,현금)	1.7	2.0	2.1	2.1	2.2
배당성향 (보통,현금)	18.7	40.2	16.4	11.8	19.0
PER	11.1	20.5	7.9	5.8	8.7
PBR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8
PCFR	16.6	-	12.0	10.9	4.9
PSR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.4	16.8	6.4	6.9	6.4
재무비율					
매출액증가율	5.9	-12.3	62.6	23.1	0.7
영업이익증가율	0.4	-73.5	378.7	11.4	0.9
지배주주순이익증가율	-0.7	-63.5	266.3	62.8	-37.7
매출총이익률	25.8	19.1	22.5	24.2	21.2
영업이익률	12.2	3.7	10.9	9.8	9.8
EBITDA이익률	13.5	5.2	11.7	10.5	10.6
지배주주순이익률	10.2	4.3	9.6	12.7	7.8
ROA	11.7	3.0	12.6	11.5	9.9
ROE	11.1	3.8	12.3	16.6	9.3
ROIC	16.1	4.1	15.4	22.5	15.7
부채비율	11.8	10.4	10.6	13.5	22.2
차입금비율	0.7	0.0	0.0	0.1	0.1
순차입금비율	-26.5	-17.7	-33.0	-33.7	-44.2

Compliance Notice

◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 홍종모)
◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자가나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
◇ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

〈기업분석 투자의견 구분〉

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 수익률이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 수익률이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 -10%이하의 수익률이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

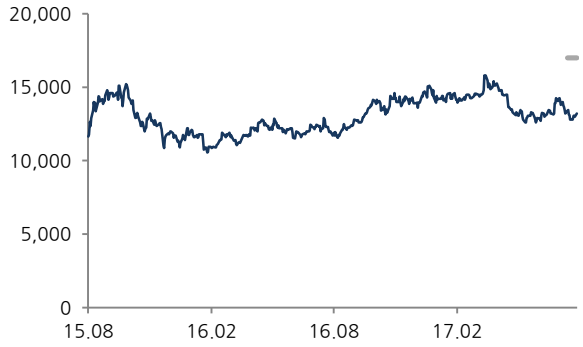
〈산업분석 투자의견 구분〉

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 사업

(기준일: 2017.06.30)

투자등급	금융투자상품의 비율
매수	94.1%
중립	5.9%
매도	0.0%
합계	100.0%

코텍 주가추이 및 목표주가



Rating Change

제시일자	목표주가	투자의견
2017.08.22	17,000원	BUY
2017.04.11	N/A	N/R