

유진 스몰캡

2016년 하반기 핫 이슈 분석 시리즈

1탄) 디지털 사이니지 산업: '한국형 타임스퀘어'를 꿈꾼다

2탄) 풍력산업: 최대 호황기 진입하는 미국풍력 시장

3탄) 시스템반도체 산업: 팹리스 산업에서 진주(眞珠)를 찾다



미드스몰캡 팀장 박종선

Tel. 02)368-6076

jongsun.park@eugenefn.com



미드스몰캡 한병화

Tel. 02)368-6171

bhh1026@eugenefn.com



2016 하반기 산업전망: 스몰캡 이슈분석 시리즈 (1): 디지털 사이니지 산업

‘한국형 타임스퀘어’를 꿈꾼다



미드스몰캡 팀장 박종선

Tel. 02)368-6076

jongsun.park@eugenefn.com



미드스몰캡 한병화

Tel. 02)368-6171

bhh1026@eugenefn.com

SMOTT
GLOBAL

nasmedia



Glossary

용어	정의
디지털 사이니지 (digital signage)	신호를 의미하는 사이니지(signage)와 디지털(digital)의 합성어로 네트워크에 연결된 디스플레이 매체를 통해 정보 및 광고를 전달하는 것을 의미 기존의 아날로그 중심의 단순한 텍스트, 이미지 기반의 광고에서 벗어나 ICT(정보통신기술, Information Communication Technology)과 접목하여 실시간 네트워크를 통하여 이미지, 동영상 등을 제공하는 정보 및 광고서비스
타임스퀘어 (times square)	미국 뉴욕에 위치한 '세계의 교차로'로 불리는 세계적 관광 명소이며, 동영상 광고판, 전 자게시대 등 디지털 사이니지를 흔히 찾아 볼 수 있다. 광고비용은 평균적으로 연간 110만달러(12억원)에서 400만달러(46억원)수준인 것으로 파악되며, 약 230여개의 광고판을 통한 광고수익이 연간 6,000만달러(700억원)에 이르는 것으로 추정됨
피카딜리서커스 (piccadilly circus)	영국 런던에 위치한 원형 광장으로 미국 뉴욕의 타임스퀘어와 같은 세계적 관광명소이자 디지털 사이니지를 쉽게 찾아 볼 수 있는 곳
옥외광고물 자유표시구역	디지털 사이니지 산업을 활성화시키기 위해 옥외광고물 규제로부터 자유로운 구역 뉴욕 타임스퀘어나 영국 피카딜리서커스와 같이 다양한 옥외광고물 등의 설치, 표시가 자유롭게 이루어지는 구역으로 국내에 도입을 추진 서울 강남, 삼성, 명동은 물론 부산 해운대, 센텀시티 등 전국 지자체에서 지정을 추진 중
옥외광고물(out of home)	상시 또는 일정기간 계속하여 공중에 표시되어 자유롭게 통행할 수 있는 장소에서 볼 수 있도록 건축물에 설치되어 있는 간판 등의 광고물
미디어파사드 (media facade)	미디어와 건물의 외벽을 뜻하는 파사드가 합성된 용어로, 건물의 외벽에 다양한 콘텐츠 영상을 투사하는 것을 의미. 건물 벽에 LED 등의 디스플레이를 부착하는 것에서 나아가 건물의 벽면을 디스플레이용으로 사용하는 것임
N 스크린 (N-screen)	하나의 콘텐츠를 스마트폰, PC, 스마트TV, 태블릿 등 다양한 디지털 정보기기에서 공유할 수 있도록 하는 컴퓨팅, 네트워크 서비스
CPND (Contents, Platforms, Networks, Devices)	콘텐츠(Contents), 플랫폼(Platforms), 네트워크(Networks), 기기(Devices)를 나타내는 약어로 IT산업의 핵심적인 모든 것으로 볼 수 있음

Summary

2015년 12월 28일 미래창조과학부가 ‘디지털 사이니지 산업 활성화 대책’을 발표한 이후, 지난 4월 20일 행정자치부는 2016년 7월 6일부터 디지털 광고를 허용할 수 있도록 하는 ‘옥외광고물 등 관리법 시행령’ 개정안을 입법예고 했습니다. 특히 일부 지역은 미국 뉴욕의 타임스퀘어와 같이 다양한 광고물을 자유롭게 게시할 수 있도록 자유표시지역으로 지정할 계획입니다. 이에 유진투자증권 스몰캡팀에서는 ‘디지털 사이니지 산업’의 성장에 따른 수혜주를 점검해보고자 합니다.

디지털 사이니지 사업 활성화 정책을 통해 한국형 타임스퀘어를 꿈꾼다

- 지난 4월 20일 행정자치부는 2016년 7월 6일부터 건물 벽, 옥상, 거리 가동, 공공시설물, 창문 등에 다양한 형태의 디지털 광고를 허용할 수 있도록 관련 법 개정안을 입법예고 했다. 이전에는 ‘간판’으로 정의됐던 광고물에 ‘디지털 광고물’을 법에 명시함으로써, 디지털 사이니지의 합법화가 이뤄진 점에 주목이 필요하다. 이는 2015년 12월 29일 제4크린으로 주목 받고 있는 디지털 사이니지(Digital Signage) 육성 방안을 담았던 ‘디지털 사이니지 산업 활성화 대책’의 후속조치로, 기존의 법적 해석상으로 옥외 설치물의 대부분이 불법으로 간주되어 산업의 진흥이 부족했던 문제가 해소될 것으로 판단된다.
- 2015년 12월 28일 미래창조과학부는 ‘디지털 사이니지 산업 활성화 대책’의 발표를 통해 디지털 사이니지 산업활성화를 위해 2018년 까지 총 789억원의 투입 계획을 밝혔으며 중소벤처 기업 지원, 핵심 기술 확보, 시장 활성화를 위한 법제도 개선을 진행한다고 밝혔다. 미래창조과학부는 선제적으로 5개소의 실증단지 구축을 통해 민간 시장의 활성화를 유도할 계획이다. 특히 2018년 평창 동계 올림픽과 연계하여 사이니지 거리를 조성하고, 재난 및 안전 시스템 구축 등의 지자체 차원의 개발 프로젝트도 추진하여 공공수요도 창출할 계획이다.
- 정부는 법제도 개선을 통해 미국 타임스퀘어와 같이 설치규제를 대폭 완화한 자유표시구역 도입을 추진하고 있다. 서울 강남, 명동을 비롯한 부산 해운대 등 각 지자체별로 추진을 검토하고 있는 것으로 파악되고 있다. 세종시도 세계적인 도시로 발돋움한다는 계획하에서 주택, 교통, 공공시설, 상업시설 전반에서 도시기반 고도화의 일환으로 옥외광고물 설치기준을 합리적으로 조정한다고 밝혔다. 광고주의 광고욕구 충족 및 상업시설 밀집지역의 미관 향상을 위해 디지털 사이니지 등 새로운 광고 방식을 도입할 계획이다.
- 디지털 사이니지의 대표적인 해외 사례로는 미국 뉴욕의 타임스퀘어와 영국 런던의 피카딜리서커스를 들 수 있다. 기업의 광고판이 몰려 있는 타임스퀘어와 피카딜리서커스는 장소 자체가 세계적인 명소가 되어 관광객들이 몰려들고 있다. 이 두 곳의 명소도 디지털 사이니지로 빠르게 변화하고 있다. 기존의 옥외광고물이 일방적으로 정보를 전달하는 형태에서, 벽면형 디지털 사이니지는 물론 터치가 가능한 키오스크 형태의 디지털 사이니지를 설치함으로써 사람들의 흥미를 이끌고 있다.

글로벌 디지털 사이니지 관련 산업 전망

주요 정책	예산(억원)	주요 내용
수요 창출을 통한 선순환 시장 생태계 조성	315	■ 민간수요 창출을 위해 전국 5개소에 실증단지를 구축 ■ 평창 올림픽과 연계하여 5곳에 사이니지 거리를 조성 ■ 또한 현재 1곳(잠실 광고문화회관)에 불과한 체험관도 10개로 확대 ■ 특히, 디지털 사이니지를 활용한 재난 안전시스템 구축과 지자체공공서비스 개발 프로젝트 등을 추진하여 공공수요도 창출할 계획
중소벤처기업 지원 확대	132	■ 전국 3곳에 디지털 사이니지 특화 지원센터를 설립 ■ 송도에 있는 품질인증 시험센터의 기능을 확대 ■ 전체 200여개 기업의 80%를 차지하는 중소기업에 대한 맞춤형 지원을 통해 20개 글로벌 스타기업을 육성
글로벌 지향 선도적 기술개발	333	■ 2018년까지 총333억원을 투입 ■ 취약한 S/W 및 콘텐츠와 차세대 디스플레이 분야의 핵심기술을 확보 ■ 초기단계인 ITU-T 등 국제 표준화 활동에 적극 대응
법 제도 선진화	9	■ 관계부처와 협력하여 옥외광고물 관련 법령을 정비 ■ 디지털 사이니지 산업 활성화를 촉진 ■ 미국 타임스퀘어와 같이 설치규제를 대폭 완화한 자유표시구역 도입 ■ 신기술에 대한 임시 허가제 활용도 검토할 계획

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권

디지털 사이니지 산업이 주목받는 이유

- 디지털 사이니지는 새로운 미디어이자 제4의 스크린이라고 명명되며 시장의 주목을 받고 있다. 이는 기존의 미디어와 달리 소리와 영상의 사용이 가능하고, 특정한 장소와 시간을 정할 수 있다는 특징이 있고, 또한 각 디스플레이 장치를 손쉽게 제어할 수 있으며, 희망하는 타겟에 맞게 광고를 할 수 있다는 점에서 광고비 절감 효과도 기대할 수 있기 때문이다.
- 디스플레이 가격의 인하와 통신비용이 지속적 하락, 인터넷 보급 확대 및 속도의 증가에 따라 디지털 기반의 밀착형 광고에 소상공인의 접근도 용이해지고 있다는 점도 디지털 사이니지가 주목받는 이유로 볼 수 있다. 따라서 기존의 아날로그 옥외광고가 빠르게 디지털 사이니지로 대체됨에 따라 향후 디지털 사이니지 산업은 지금보다 더 많은 주목을 이룰 것이라 판단한다.
- 디지털 사이니지는 기존의 옥외광고물(OOH, Out of Home)이 텍스트나 이미지 만을 제공하던 것에서 진화하여 동영상, 인터랙티브 콘텐츠를 표현할 수 있다는 특징을 갖는다. 특히 기술의 진화에 따라 양방향 서비스가 강화됨에 따라 지능화 된 형태로의 정보전달이 가능하다. 인터넷, 휴대폰의 발전에 따라 다른 사이니지나 단말기와의 연동과 크로스 미디어 서비스의 확산도 기대할 수 있다.
- 인터랙티브 서비스는 사용자들의 직접적인 참여를 유도하여 새로운 경험을 사용자에게 제공하는 미디어로 진화했다. 정보를 전달하는 과정에서 사용자들의 반응이나 관심과 같은 데이터의 축적이 가능하기 때문에 향후 사용자들의 선호에 맞는 정보의 전달이 용이하다.

아웃도어(Out-door) 디지털 사이니지



자료: 네이버, 유진투자증권

참여형(Interactive) 디지털 사이니지



자료: 언론보도, 유진투자증권

인도어(In-door) 디지털 사이니지



자료: 네이버, 유진투자증권

단순노출형 디지털 사이니지

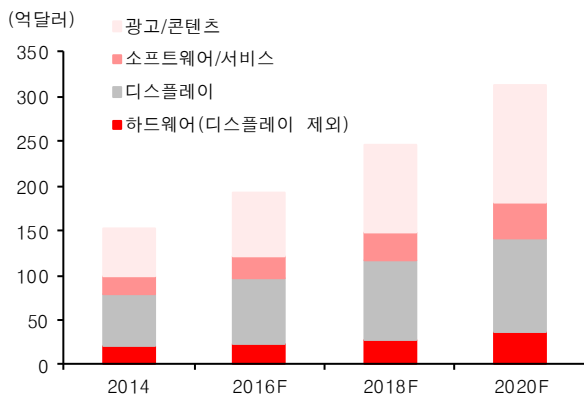


자료: 언론보도, 유진투자증권

시장전망: 국내는 물론 해외에서도 규제 완화로 성장성 부각

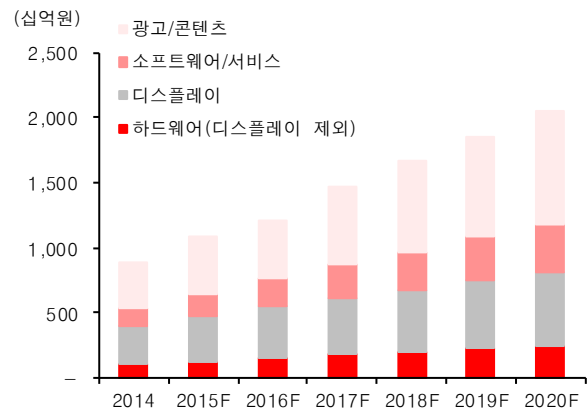
- **세계시장:** 시장조사기관 IHS에 따르면 세계 디지털 사이니지 시장 규모는 2014년 150억 달러에서 2020년 300억 달러까지 늘어나면서 연평균 13.0%씩 성장할 것으로 전망하고 있다. 현재까지 디지털 사이니지 시장이 북미시장을 중심으로 성장해온 것과 달리 최근에는 유럽, 일본 등도 높은 성장세를 이어가고 있어, 세계 디지털 사이니지 시장의 성장을 견인할 것으로 예상된다.
- **국내시장:** 2016년 미래통신과학부의 디지털 사이니지 산업 활성화 대책(안)에 포함된 자료를 바탕으로 국내 디지털 사이니지 시장규모는 생산기준으로 약 1.9조원(2014년기준)인 것으로 추정되며, 관련 산업까지 포함한 전체 산업은 2조원 규모로 예상된다. 2016년 시행되는 디지털 사이니지 활성화 대책에 따라 디스플레이와 서비스 관련 산업의 성장이 두드러질 것으로 예상된다.
- **디바이스시장:** 디지털 사이니지 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 분야는 디바이스 중에서도 디스플레이 부분이다. 2016년 기준으로 세계 시장에서 디스플레이 산업이 차지하는 비중은 38%로 예상된다. 국내 디지털 사이니지 시장에서는 세계 디지털 사이니지 시장에서 디스플레이가 차지하는 비중보다 높음 67% 수준일 것으로 전망된다. 이는 국내의 삼성전자, LG전자와 같은 디스플레이 업체들이 기술력을 바탕으로 디지털 사이니지의 하드웨어 중 디스플레이 분야의 시장점유율이 높기 때문이다. 주로 옥내용으로 사용되고 있는 디스플레이는 점차 초대형의 외부용으로 확대되고 있는데, 지스마트글로벌의 스마트클래스 시장이 부각되고 있다.
- **광고 및 콘텐츠 시장:** 세계 디지털 사이니지 시장에서 가장 높은 성장률을 보일 것으로 전망되는 분야는 광고/콘텐츠 부문이다. 전체 디지털 사이니지 시장이 연평균 13.0%(2014-2020년) 성장할 것으로 전망되는 가운데, 광고/콘텐츠 분야는 연평균 16.8%로 전체 시장 성장률을 상회 할 것으로 전망된다. 향후 디지털 사이니지 산업의 활성화에 따라 디지털 사이니지가 설치되는 장소의 증가와 디스플레이 장치의 고해상도화 및 초대형화에 맞물려 관련 콘텐츠를 제작하는 광고/콘텐츠 분야의 성장이 전체 디지털 사이니지 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다.

세계 디지털 사이니지 시장 규모 전망



자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

국내 디지털 사이니지 시장 전망(내수기준)

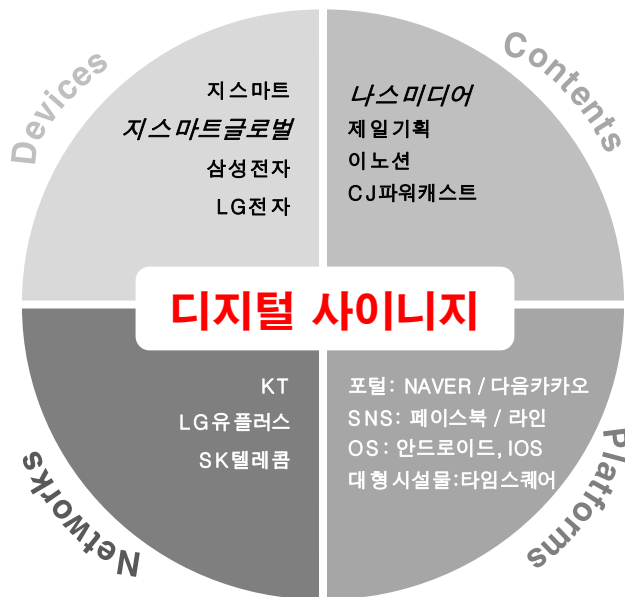


자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

수혜주 점검

- 디지털 사이니지 산업은 정부의 활성화 정책 및 관련 법제도 개편 등으로 국내 시장에서 성장세를 보일 것으로 판단한다. 1) 초기시장에서는 디스플레이를 기반으로 하는 하드웨어 시장이 형성될 것이며, 2) 점차 광고/컨텐츠 부문의 성장폭이 커지게 되며, 3) 이를 대행해주고 중해주는 소프트웨어 및 네트워크 부문의 수혜가 나타날 것으로 판단한다. 따라서 1) 콘텐츠(Contents) 관련 기업, 2) 플랫폼(Platform) 관련 기업, 3) 네트워크(Network) 관련 기업, 4) 하드웨어(Device) 관련 기업들 중 선별을 통한 관심이 필요하다.
- 초기에는 디지털 사이니지 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 하드웨어 및 디스플레이 분야에 관심이 필요하다. 한국은 전통적인 디스플레이 기술 강국으로 반도체와 휴대폰 산업의 시장을 주도했던 것처럼 디지털 사이니지 시장을 이끌어갈 가능성이 높다. 옥내용으로는 2015년 1분기 기준 디지털 사이니지 디스플레이 시장점유율을 가지고 있는 삼성전자 25.5%, LG전자 7.6%가 강자이다. 이외에 중소기업으로서 옥외형 및 대형시설물에 적합한 초대형 디스플레이기술을 보유한 지스마트글로벌의 약진이 기대된다. 이미 국내 명보아트홀에 설치한 지스마트글로벌 솔루션은 국내는 물론 해외의 초대형 건물에 점차 채택이 확대될 것으로 전망된다.
- 디스플레이 시장이 확대되면서 점차 광고/컨텐츠 시장은 물론 플랫폼, 네트워크 시장도 수혜가 확대될 것으로 예상된다. 광고/컨텐츠 제작 및 대행서비스 부문에서는 제일기획, 이노션, 나스미디어 등에 중장기적으로 실적성장에 긍정적인 것으로 예상된다.
- 추천주: 지스마트글로벌, 나스미디어
 - 지스마트글로벌(114570): 초대형(대형 빌딩 및 시설물)의 외벽을 통한 디스플레이를 구현하는 스마트글래스 유통 및 솔루션업체. 한국형 타임스퀘어 구축의 가장 직접적인 수혜주로 부상. 국내는 물론 중국, 일본, 홍콩 등 해외진출이 활발하게 진행 중임
 - 나스미디어(089600): 온라인 광고대행사로서 국내 시장점유율 1위, 디지털 사이니지 광고대행사업도 꾸준히 진행 중. 타임스퀘어와 같은 초대형 디스플레이를 통해 온라인광고와 오프라인광고의 접목이 시도될 것으로 예상되어 수혜 기대

디지털 사이니지 관련 기업



자료: 유진투자증권



Contents

Summary	6
I. 디지털 사이니지, 성장의 시작	12
옥외광고물 등 관리법 시행령' 개정안 입법 예고 '디지털 사이니지 산업 활성화 대책' 발표 기존법상 불법으로 취급되었던 디지털 사이니지	
II. 디지털 사이니지 산업	17
디지털 사이니지 산업이 주목받는 이유	
III. 시장 전망	27
전체 시장 전망 디바이스 시장 전망 광고 및 콘텐츠 시장 전망	
IV. 사업자 동향 및 Value Chain	33
국내 주요 사업자 동향 해외 주요 사업자 동향 Value Chain	
V. 추천주 및 Valuation	37
기업분석	41
지스마트글로벌(114570.KQ) 나스미디어(089600.KQ)	



I. 디지털 사이니지, 성장의 시작

‘옥외광고물 등 관리법 시행령’ 개정안 입법 예고

지난 4월 20일 행정자치부는 2016년 7월 6일부터 건물 벽, 옥상, 거리 기둥, 공공시설물, 창문 등에 다양한 형태의 디지털 광고를 허용할 수 있도록 관련 법 개정안을 입법예고 했다. 이전에는 ‘간판’으로 정의됐던 광고물에 ‘디지털 광고물’을 법에 명시함으로써, 디지털 사이니지의 합법화가 이뤄진 점에 주목이 필요하다.

이는 2015년 12월 29일 제4크린으로 주목 받고 있는 디지털 사이니지(Digital Signage) 육성 방안을 담았던 ‘디지털 사이니지 산업 활성화 대책’의 후속조치로, 기존의 법적 해석상으로 옥외 설치물의 대부분이 불법으로 간주되어 산업의 진흥이 부족했던 문제가 해소될 것으로 판단된다.

특히 일부 지역은 미국 뉴욕의 타임스퀘어와 같이 다양한 광고물을 자유롭게 게시할 수 있도록 자유표시지역으로 지정할 계획이다. 이를 통해 행정자치부 관계자에 따르면 2020년까지 옥외광고 시장의 성장에 따라 산업 전반에 걸쳐 8조1,000억원의 생산, 3조6,000억원의 부가가치 및 5만9,000여명의 고용이 유발될 것으로 전망된다.

도표 1 ‘옥외광고물 등 관리법 시행령’의 주요 개정 내용

	주요 내용 요약
공포된 주요 개정안	■ 미국의 타임스퀘어광장이나 영국의 피카딜리서커스와 같이 사업용 광고물을 자유롭게 설치할 수 있고, 국제경기나 연말연시와 같이 일정기간 동안 조경용 광고 등을 허용하는 ‘옥외광고물 자유표시 구역’이 운영 ■ 그 동안은 옥외광고물을 규제위주로 관리하여 종류, 크기, 색깔, 모양 등과 설치가능 지역, 장소가 엄격하게 제한되었으나 이를 허용 ■ 또한, 최근 ICT(정보통신기술)와 새로운 광고 매체의 발전에도 불구하고 디지털 광고물에 대한 종류, 크기 등 허가 및 신고 기준이 마련되어 있지 않아 관련 산업 지원이 부족했던 측면이 있었던 점을 감안해, ■ 규제를 획기적으로 개선하여 LED 전광판, 터치스크린 등 디지털광고물을 활용한 창의적으로 옥외광고를 할 수 있는 제도적 기반을 마련했다

자료: 행정자치부, 유진투자증권



도표 2 옥외광고물 등 관리법의 연혁과 개정 범위

개정 차수	법령명	시행일자	개정 범위
제정	광고물등단속법	1962.1.20	-
1	광고물등단속법	1963.11.11	일부 개정
2	광고물등단속법	1980.2.4	일부 개정
3	옥외광고물등관리법	1991.2.2	전부 개정(규제강화)
4	옥외광고물등관리법	1992.12.8	일부 개정
5	옥외광고물등관리법	1998.1.1	타법 개정
6	옥외광고물등관리법	1998.1.1	타법 개정
7	옥외광고물등관리법	1999.1.18	일부 개정
8	옥외광고물등관리법	2001.9.1	일부 개정
9	옥외광고물등관리법	2003.10.1	타법 개정
10	옥외광고물등관리법	2003.11.30	일부 개정
11	옥외광고물등관리법	2005.6.24	일부 개정
12	옥외광고물등관리법	2007.12.31	일부 개정
13	옥외광고물 등 관리법	2008.3.21	타법 개정
14	옥외광고물 등 관리법	2008.12.26	일부 개정
15	옥외광고물 등 관리법	2009.10.23	타법 개정
16	옥외광고물 등 관리법	2011.9.30	일부 개정
17	옥외광고물 등 관리법	2013.3.23	타법 개정
18	옥외광고물 등 관리법	2014.8.7	타법 개정(규제강화)
19	옥외광고물 등 관리법	2016.7.6 시행 예정	전부개정안(규제에 진흥조항 추가)

자료: 방송통신진흥본부, 유진투자증권



‘디지털 사이니지 산업 활성화 대책’ 발표

“이번 산업 활성화 대책을 통해 침체된 디지털 사이니지 광고 시장 확대 될 것 및
사이니지 산업의 선순환 구조가 정착되고 글로벌 시장 진출의 발판이 마련될 것”

- 최준호 디지털방송정책과장

2015년 12월 28일 미래창조과학부는 ‘디지털 사이니지 산업 활성화 대책’의 발표를 통해 디지털 사이니지 산업활성화를 위해 2018년 까지 총 789억원의 투입 계획을 밝혔으며 중소벤처 기업 지원, 핵심 기술 확보, 시장 활성화를 위한 법제도 개선을 진행한다고 밝혔다.

미래창조과학부는 선제적으로 5개소의 실증단지 구축을 통해 민간 시장의 활성화를 유도할 계획이다. 특히 2018년 평창 동계 올림픽과 연계하여 사이니지 거리를 조성하고, 재난 및 안전 시스템 구축 등의 지자체 차원의 개발 프로젝트도 추진하여 공공수요도 창출할 계획이다.

도표 3 디지털 사이니지 산업 활성화를 위한 주요 추진 정책

주요 정책	예산(억원)	주요 내용
수요 창출을 통한 선순환 시장 생태계 조성	315	■ 민간수요 창출을 위해 전국 5개소에 실증단지를 구축 ■ 평창 올림픽과 연계하여 5곳에 사이니지 거리를 조성 ■ 또한 현재 1곳(잠실 광고문화회관)에 불과한 체험관도 10개로 확대 ■ 특히, 디지털 사이니지를 활용한 재난 안전시스템 구축과 지자체공공서비스 개발 프로젝트 등을 추진하여 공공수요도 창출할 계획
중소벤처기업 지원 확대	132	■ 전국 3곳에 디지털 사이니지 특화 지원센터를 설립 ■ 송도에 있는 품질인증 시험센터의 기능을 확대 ■ 전체 200여개 기업의 80%를 차지하는 중소기업에 대한 맞춤형 지원을 통해 20개 글로벌 스타기업을 육성
글로벌 지향 선도적 기술개발	333	■ 2018년까지 총333억원을 투입 ■ 취약한 S/W 및 콘텐츠와 차세대 디스플레이 분야의 핵심기술을 확보 ■ 초기단계인 ITU-T 등 국제 표준화 활동에 적극 대응
법 제도 선진화	9	■ 관계부처와 협력하여 옥외광고물 관련 법령을 정비 ■ 디지털 사이니지 산업 활성화를 촉진 ■ 미국 타임스퀘어와 같이 설치규제를 대폭 완화한 자유표시구역 도입 ■ 신기술에 대한 임시 허가제 활용도 검토할 계획

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권



기존법상 불법으로 취급되는 디지털 사이니지

지금까지의 옥외광고물 규제는 대부분 불법 광고물에 대한 규제 강화 위주로 운영되었다. 특히 ‘디지털 사이니지’를 규정하는 관련 법이 제정되어 있지 않은 상태에서 옥외광고물에 대한 규제만이 존재했다. 따라서 디지털 사이니지 산업이 발전하는데 필요한 기술과 산업에 관한 내용이 제대로 반영될 수 없었다.

기존의 안전행정부의 ‘옥외광고물 등 관리법’의 내용을 살펴보면, 전기를 이용하는 광고물에 대한 각 지자체의 조례에 따라서만 사업이 진행되었고, 디지털 사이니지에 관해서는 방송법, 빛공해 방지법, 국토이용법 등의 적용을 받게 되어 산업의 활성화에 한계가 존재했다.

특히 우리가 일상적으로 접할 수 있는 버스정류장, 지하철역, 음식점, 영화관 등의 디지털 사이니지 대부분이 현행법상으로는 불법광고물들로 간주된다. 또한 심미적으로도 효과가 뛰어난 건물 외벽의 미디어 파사드도 예외는 아니다.

도표 4 대표적 옥외광고물(디지털 사이니지) 규제 관련 법령

구분	디지털 광고물	방송	정보 통신 서비스	전기 공사법	인공 구조물	인공 조명	시설물	건축물	유비 쿼터스 도시기반 시설	광고내용
적용 법률	옥광법	방송법	정보 통신망법	전기 공사법	도로 교통법	인공 조명에 의한 빛 공해 방지법	국토의 계획 및 이용에 관한 법률	건축 기본법	유비쿼터스 도시의 건설 등에 관한 법률	청소년 보호법
관리 기관	안행부, 지자체	미래부, 방통위	미래부, 방통위	산자부, 지자체	경찰청	환경부, 지자체	국토부, 지자체	국토부, 지자체	국토부, 지자체	여가부
목적	도시미화	방송 공익성	정보, 네트워크 보호	전기 공사법의 안전	교통 안전	빛공해 방지	국토 개발	건축 안전	도시경쟁력	청소년보호
사업자 지위	옥외 광고 사업자	전광판 방송 사업	정보통신 서비스 제공자	전기공사	구조물	조명기구	시설물	건축	기반시설	유해매체물
규제 범위	표시, 설치	표시, 사업자	표시	사업자설치	설치	설치	설치	설치	설치	표시, 설치
진입	광고업 등록	전광판 사업자 등록	-	등록	허가	개선대상	철거대상	관리대상	사업자승인	시정대상
규제 범위	광고물 허가, 신고 금지 광고물 안전 점검 광고 업자 교육	프로 그램 편성 방송 광고 규제 시청자 이익 저해	청소년 유해 매체물 표시 및 유통 금지	시공 및 안전 기술 관리 기준	도로 인공 구조물 위험 방지 조치	빛방사 허용 기준 빛공해 환경 영향 평가	간판의 크기, 형태, 색채 또는 재질	시설물 안전	건설, 정보 통신 융합 기술 기준	청소년 유해 정보 제한

자료: 방송통신진흥본부, 유진투자증권

도표 5 기존법상 불법으로 간주되었던 디지털 사이니지 사례

사례	설명	법률상 문제점	사진
강남 미디어 폴	다양한 뉴스, 정보, 사진촬영, 이메일, 게임 등 콘텐츠를 디지털 형식으로 구현하는 도로변에 설치된 디지털 사이니지	간판의 전기사용을 금하고 있는 법으로 가로등으로 등록 현행법상 지주이용간판으로 취급 될 경우, 보도와의 일정 거리 유지해야 함으로 불법, 높이와 면적 제한으로 초대형 미디어폴 설치 불가, 선전탑인 경우에도 높이, 면적 제한으로 불법	
버스 승강장 광고	버스시간, 위치정보 및 주변 지리정보를 제공하는 디지털 사이니지	공공시설이용광고물로 취급될 경우, 광원의 직접 노출이나 빛의 점멸 또는 동영상 변화가 있는 네온류, 전광류 사용 금지하는 법률상 불법	
미디어 파사드	건물 외벽을 디스플레이로 활용하여 예술적 영상미를 제공하는 디지털 사이니지	벽면이용광고물로 취급될 경우, 가로, 세로, 높이, 돌출폭 규제가 혼돈적용되어 규제 불가능, 창문이용광고물로 취급될 경우, 건물 2층이하 창문 또는 출입물에 자사광고에 한하여 표시, 창문으로부터 정 거리 유지 등에 위배되어 불법	
영화관, 슈퍼마켓 스티커스 월	영화관, 슈퍼마켓, 상점 등 내부에 디스플레이를 설치하여 상품 정보 제공하는 디지털 사이니지	건물의 내부(실내)에 설치되어 옥외광고물로 취급할 수 없음	
지하철 디지털 뷰	지하철역 내부에 설치되어 뉴스, 지하철, 버스 노선 정보 등을 제공하는 디지털 사이니지	지하철역이 외부와 차단된 공간임으로 공중전화로 등록되어 서비스 중, 공공시설이용광고물로 취급될 가능성, 광원의 직접 노출이나 빛의 점멸 또는 동영상 변화가 있는 네온류, 전광류 사용 금지하는 법률상 불법	
편의점 설치 디지털 사이니지	편의점 외부 창문에 설치하여 정보 및 광고를 전달하는 디지털 사이니지	창문 이용 광고물로 분류, 자사광고만 허용, 외부로 광원노출 금지, 빛의 점멸 및 동영상 금지라는 규정과 불일치	

자료: 방송통신진흥본부, 유진투자증권



II. 디지털 사이니지 산업

디지털 사이니지 산업이 주목받는 이유

디지털 사이니지는 새로운 미디어이자 제4의 스크린이라고 명명되며 시장의 주목을 받고 있다. 이는 기존의 미디어와 달리 소리와 영상의 사용이 가능하고, 특정한 장소와 시간을 정할 수 있다는 특징이 있고, 또한 각 디스플레이 장치를 손쉽게 제어할 수 있으며, 희망하는 타겟에 맞게 광고를 할 수 있다는 점에서 광고비 절감 효과도 기대할 수 있기 때문이다.

디스플레이 가격의 인하와 통신비용이 지속적 하락, 인터넷 보급 확대 및 속도의 증가에 따라 디지털 기반의 밀착형 광고에 소상공인의 접근도 용이해지고 있다는 점도 디지털 사이니지가 주목받는 이유로 볼 수 있다. 따라서 기존의 아날로그 옥외광고가 빠르게 디지털 사이니지로 대체됨에 따라 향후 디지털 사이니지 산업은 지금보다 더 많은 주목을 이끌 것이라 판단한다.

도표 6 디지털 사이니지 산업이 주목 받는 이유

분야	내용
콘텐츠	동영상과 음악의 사용이 가능
시간, 장소	특정한 장소와 시간의 지정이 가능
단말기	디스플레이 기기마다 콘텐츠의 제어가 가능
효율성	장기적으로 광고비 절감 효과 디스플레이 가격, 통신비용 하락과 더불어 소상공인 등 디지털 밀착형 광고수요 증가 아날로그 광고의 디지털 사이니지 대체 증가

자료: 한국방송통신전파진흥원, 유진투자증권

도표 7 디지털 사이니지의 특징

특징	내용
연결성	■ 유무선 네트워크로 항상 커뮤니케이션이 가능, ■ 동시에 많은 사람들에게 정보를 전달
비가시성	■ 디지털 사이니지의 하드웨어는 환경과 사물에 내재되어 ■ 불필요하게 노출되지 않음
유연성	■ 사람들은 디지털 사이니지를 통해 ■ 언제 어디에서나 컴퓨터를 접속할 수 있음
사업성	■ LCD 패널 구입 등 초기 장비 비용이 발생, ■ 구축된 후에는 운영비용이 적어 사업의 수익성 높음
다양성	■ 슬림화 곡면대응, 3차원영상대응 등으로 ■ 단말기 디자인도 다양화
광고 효용성	■ 개인이 원하는 정보만을 전달하므로 사회적 경제활동 비용 절약, ■ 목표 고객 대상의 맞춤형 광고 제공, 광고 효과의 실시간 측정 및 분석 가능
미디어성	■ 다양한 멀티미디어 콘텐츠, 인터랙티브 콘텐츠 제공 및 메시지 변경 용이, ■ 많은 양의 정보 저장, 보관 및 신속한 검색
상호작용성	■ 각기 위치 정보를 포함한 상황 정보를 보유하고 그 상황에 적합한 상호작용
친환경성	■ 패널은 전력소비가 낮고, 반영구적으로 사용이 가능한 ■ 친환경적인 도구를 사용해 제작되므로 환경오염이 감소
쾌적한 도시환경	■ 정보를 디지털화하여 제공하므로 간판의 크기가 작아지고, ■ 이를 통해 쾌적한 문화적인 도시환경 조성

자료: 한국방송통신전파진흥원, 유진투자증권



1) 디지털 + 사이니지 → 제4 스크린

디지털 사이니지는 신호를 의미하는 사이니지(Signage)와 디지털(Digital)이 접목된 용어로, 네트워크에 연결된 디스플레이 매체를 통해 정보를 전달하는 것을 의미한다. 또한 디지털 사이니지는 기존의 TV, PC, 모바일에 이은 '제4 스크린'으로 주목받고 있다.

1세대의 디지털 사이니지는 기존의 옥외광고가 단순히 디지털 정보 디스플레이를 통해 디지털 정보로 전환되어, 입력된 정보만을 전달하는 수준이었다. 하지만 2세대의 디지털 사이니지는 디지털 기기와 고객과의 상호작용이 가능한 형태로 변화하였다. 터치패널과의 결합, 근거리무선통신(NFC), 행동인식, 얼굴인식 등 신규 기술과의 연계 확대를 통해 향후 디지털 사이니지의 활용 가능성은 확대될 전망이다.

도표 8 옥외광고와 디지털 사이니지의 차이

구분	내용
옥외광고 (Out-of-home advertising)	■ 아날로그형 포스터, 간판, 아외간판, 광고탑, 네온탑 등 옥외에서 일반대중에게 호소하기 위하여 설치되는 광고류를 총칭 ■ 디스플레이로 구성되어 있고, 콘텐츠는 텍스트, 이미지에 국한 ■ 운영 및 관리는 수동적 콘텐츠 교체에 의해 이뤄짐 ■ 사용자 참여 및 마케팅은 단순 시선 응시 및 대량 생산, 일괄 마케팅을 추구
디지털 사이니지	■ 디지털 정보, 광고 미디어 차원을 넘어 이용자와 인터랙션이 가능한 종합적인 영상, 정보, 광고 융합서비스시스템 ■ 디스플레이, 플랫폼, 네트워크 콘텐츠로 구성 ■ 콘텐츠는 동영상, 방송콘텐츠, 양방향 콘텐츠, 실감형 콘텐츠까지 사용 가능 ■ 운영 및 관리는 네트워크 기반 중앙 관리 시스템 활용 ■ 사용자 참여 및 마케팅은 직접 참여, 사용자 경험 및 개인 맞춤형 마케팅 추구

자료: 한국방송통신전파진흥원, 유진투자증권

도표 9 차세대 융합커뮤니케이션 시스템으로서 디지털 사이니지

독립미디어				융합미디어시스템	
제1세대	제2세대	제3세대	제4세대	제5세대	제6세대
신문	영화, 라디오	TV	컴퓨터	휴대전화(스마트폰), 인터넷, 모바일	디지털 사이니지 (Digital Signage)

자료: 산업자료, 유진투자증권



디지털 사이니지는 설치장소나 노출 형태에 따라 ‘아웃도어 디지털 사이니지’, ‘인도어 디지털 사이니지’, ‘단순노출형 디지털 사이니지’, ‘참여형 디지털 사이니지’ 4가지로 분류할 수 있다.

‘아웃도어 디지털 사이니지’는 가장 흔하게 접할 수 있는 형태로 건물 외벽이나 전광판에 설치된 디지털 사이니지다. 방수 처리가 된 LCD 화면이나 건물 외벽의 디지털 파사드의 형태로 화려한 외관으로 사람들의 시선을 이끌게 된다. 하지만 쌍방향 소통이 아니라 일방적인 정보전달의 형태를 띠게 된다.

‘인도어 디지털 사이니지’란 대형 쇼핑몰의 내벽이나 실내에 입간판 형태로 만든 작은 디지털 사이니지로, 아웃도어 디지털 사이니지에서 일반적으로 크기만을 줄인 경우가 많다. 터치스크린을 탑재하여 키오스크 방식을 채택함으로써 사용자와의 소통도 시도하고 있다. 버스정류장, 지하철역 등 유동인구가 많은 곳에서 필요한 정보를 전달함으로써 상호작용을 지속적으로 확대하고 있다.

‘단순노출형 디지털 사이니지’는 기존의 아날로그 방식이 디지털로 전환된 수준에 머물러 있는 매체다. 지하철 승강장, 버스 실내에 설치된 화면에서 도착지 안내 및 광고나 뉴스가 전달되는 형태로, 일방향(One way)의 형태로 정보를 전달하는 특징을 갖는다.

반면에 ‘참여형 디지털 사이니지’는 사용자가 직접 참여함(Interactive)으로써, 이벤트에 참여한다던가 사진 촬영이 가능한 서비스를 제공한다. 강남역에 설치된 미디어폴이 대표적인 예로, 주변의 다양한 정보는 물론 사용자가 필요로 하는 정보를 직접 선택할 수 있다는 특징이 있다.

도표 10 설치 장소에 따른 디지털 사이니지 구분

구분	특징
옥외형(Outdoor)	■ 현재 가장 흔한 디지털 사이니지 유형 중 하나로 건물 외벽이나 전광판에 설치된 아웃도어 디지털 사이니지 ■ 방수 처리된 대형 LCD TV에서 TV CF 비슷한 동영상 광고나 실시간 뉴스를 다룸 ■ 중앙관제센터와의 PC와 인터넷으로 연결 되어, 광고 교체 가능 ■ 쌍방향 소통과는 다소 거리가 있는 형태 ■ 일반 옥외광고처럼 사람이 광고를 일일이 교체할 필요가 없고, 보는 재미가 있음 ■ 건물 전체를 하나의 대형 디스플레이로 활용하는 미디어 파사드의 사례도 존재 ■ 미디어 파사드는 건물 외벽에 수천 개에서 수만 개의 LED 조명을 부착해 전광판을 만들거나, 벽면에 빔 프로젝터로 영상 투사 ■ 압구정 갤러리아 백화점, 시청역 삼성화재빌딩, 서울역 서울스퀘어 등이 대표적인 예
옥내형(Indoor)	■ 대형 쇼핑몰, 대학, 병원 등 내벽에 설치하거나 입간판 형태로 만든 작은 디지털 사이니지 ■ 단순히 아웃도어 디지털 사이니지의 크기만 줄인 미니 버전이 대부분 ■ 터치스크린 방식의 키오스크(Kiosk)를 활용해 사용자와의 적극적 의사소통도 가능 ■ 레스토랑 앞 제휴카드 할인쿠폰 발급기, 지하철 디지털뷰가 대표적인 예 ■ 최근 디지털 사이니지를 적용한 버스정류장도 늘어나는 추세
교통수단형	■ 비행기, 기차, 지하철, 버스, 택시 등 교통 수단의 내부에 설치되어 출발지, 목적지, 현재 위치 및 교통 정보 제공

자료: 한국방송통신전파진흥원, 유진투자증권



도표 11 아웃도어(Out-door) 디지털 사이니지



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 12 인도어(In-door) 디지털 사이니지



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 13 단순노출형 디지털 사이니지



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 14 참여형(Interactive) 디지털 사이니지



자료: 언론보도, 유진투자증권

2) 인터랙티브 서비스로 진화

디지털 사이니지는 기존의 옥외광고물(OOH, Out of Home)이 텍스트나 이미지 만을 제공하던 것에서 진화하여 동영상, 인터랙티브 콘텐츠를 표현할 수 있다는 특징을 갖는다. 특히 기술의 진화에 따라 양방향 서비스가 강화됨에 따라 지능화 된 형태로의 정보전달이 가능하다. 인터넷, 휴대폰의 발전에 따라 다른 사이니지나 단말기와의 연동과 크로스 미디어 서비스의 확산도 기대할 수 있다.

또한 디지털 사이니지는 인터랙티브 서비스를 통해 사용자들의 직접적인 참여를 유도하고, 새로운 경험을 사용자에게 제공하는 미디어로 진화했다. 정보를 전달하는 과정에서 사용자들의 반응이나 관심과 같은 데이터의 축적이 가능하기 때문에 향후 사용자들의 선호에 맞는 정보의 전달이 용이하다.

디지털 사이니지의 지속적인 발전과 함께 상황인식이 가능한 디지털 사이니지도 일부 개발됨에 따라 사용자의 얼굴인식, 감정인식, 상황인식 등의 조건을 반영하여 적합한 정보를 전달이 점차 가능해지고 있다.

도표 15 미디어별 특성

구분	매스미디어	아날로그 옥외미디어(OOH)	디지털 사이니지 옥외미디어(DOOH)	개인미디어
미디어종류	TV, 신문, 잡지, 라디오	실외, 공공장소, 지하철 및 역사 내, 오피스빌딩, 매장 내부, 업종별 거점 등		인터넷, 휴대전화
형태	장기적, 매스대상, PUSH형 단방향	PUSH형 단방향	즉각적, 타겟팅, 양방향 연동형 서비스, 시간/위치 기반 맞춤 서비스	즉각적, 개인적, PULL형
타겟	미디어를 보는 습관을 가진 사람	공간/장소에 속해 있는 사람들 (세그멘테이션 불가능)	공간/장소에 속해 있는 사람들 (지역, 시간, 인물별 타겟팅 가능)	미디어 사용에 대한 목적 의식이 명확한 이용자
운영	매스에 대한 동시 접근	단독형 독립 제어	네트워크 연결형 통합 제어	사용자 의함에 확실히 부합하는 정보 제공 가능

자료: 정보통신정책연구원(2014), 유진투자증권

도표 16 인터랙티브 디지털 사이니지



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 17 얼굴인식이 가능한 NEC의 디지털 사이니지



자료: 언론보도, 유진투자증권



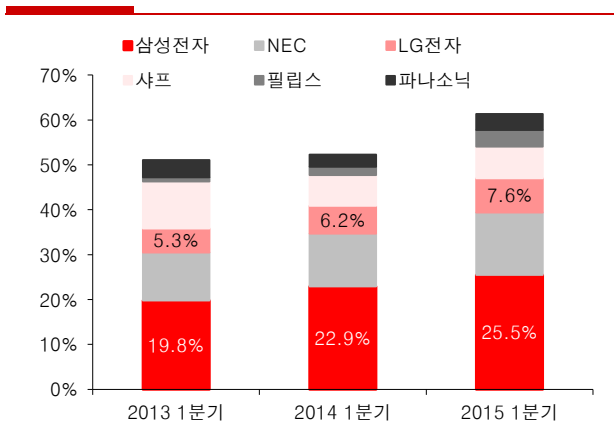
3) 디스플레이 부문의 강자

디지털 사이니지 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 부문은 디스플레이 분야다. 한국은 전통적인 디스플레이 기술 강국으로 반도체와 휴대폰 산업의 시장을 주도했던 것처럼 디지털 사이니지 시장을 이끌어갈 가능성이 높다. 2015년 1분기 기준 디지털 사이니지 디스플레이 시장 점유율에서도 삼성전자 25.5%, LG전자 7.6%로 우위를 지속하고 있다.

또한 높은 인터넷 보급률과 빠른 인터넷 속도를 바탕으로 하고 있는 IT 강국이라는 측면에서 디지털 사이니지의 보급 확대 및 글로벌 표준 선도를 위한 장점을 보유하고 있다고 판단한다.

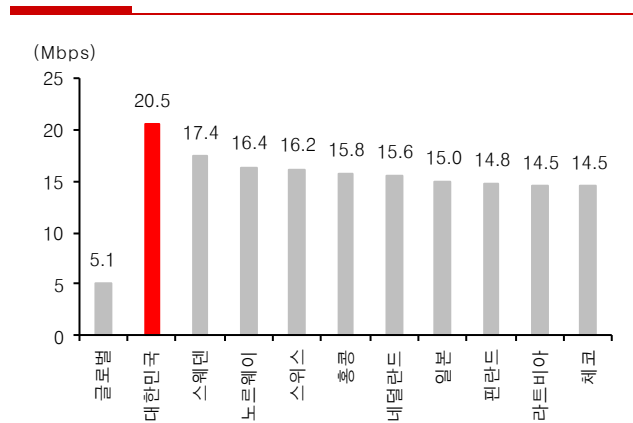
지금까지 국내 디지털 사이니지 산업은 법과 규제의 틀에 막혀 디지털 사이니지 자체가 불법으로 취급되어 왔지만, 7월부터 시행되는 옥외광고물법 개정안에 따라 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 특히 현대자동차의 신사옥이 위치하게 될 삼성동 영동대로를 중심으로 '한국판 타임스퀘어' 조성 계획을 밝힌 만큼 디지털 사이니지 관련 수요는 빠르게 증가할 것으로 기대된다.

도표 18 디지털 사이니지 디스플레이 시장점유율 (매출기준)



자료: IHS(2015), 유진투자증권

도표 19 국가별 인터넷 평균 속도 비교 (3Q15기준)



자료: Akamai, 유진투자증권



4) 정부의 디지털 사이니지 산업 활성화

과천정부청사에서는 정부청사를 방문하는 방문객들에게 산업과 관련된 정보를 제공하는 목적으로 설치된 '디지털게시판'을 2014년 '디지털 사이니지'로 교체했다. 기존의 디지털 게시판 서버 및 모니터 노후에 따른 빈번한 시스템 장애로 인해 유지비용이 높아지고 있는 상황에서 공공장소에 디지털 사이니지를 설치함으로써 유지 보수 비용의 감소 및 방문객들에게 효율적인 정보전달이 가능하게 되었다.

광주에서는 삼성전자의 '전통시장 활성화 사회공헌사업' 유치를 통해, 송정매일시장에 디지털 사이니지를 구축했다. 이를 통해 시장을 방문하는 소비자는 상품내역이나 판매점 위치 등의 정보를 얻을 수 있으며, 구매 후기를 남길 수 있도록 하는 쌍방향 소통의 기능이 포함되어 있다.

행정자치부의 '옥외광고물 등 관리법'의 개정에 따라 지정될 '옥외광고물 자유표시구역'이 하반기부터 운영에 들어가게 되면, 정부의 정책적 지원과 맞물려 관련 산업의 성장이 기대된다.

세종시는 세계적인 도시로 발돋움한다는 계획하에서 주택, 교통, 공공시설, 상업시설 전반에서 도시기반 고도화의 일환으로 옥외광고물 설치기준을 합리적으로 조정한다고 밝혔다. 광고주의 광고욕구 충족 및 상업시설 밀집지역의 미관 향상을 위해 디지털 사이니지 등 새로운 광고 방식을 도입할 계획이다.

도표 20 공공부문 디지털 사이니지 활용 내용 및 사례

관광	■ 관광유적 및 관광안내소, 기념품 판매점 등에 설치되어 관광지 안내, 유적 소개, 지도, 길안내, 숙박, 먹거리, 특산물 정보 등 제공 ■ 일본 히로시마시는 주요 관광지와 관광안내소에 관광안내용 PC와 함께 디지털 사이니지 설치
공공예술	■ 공공 갤러리: 디지털 사이니지 예술품을 전시, 발표하는 예술공간으로 활용 ■ 도시미화: 간판, 거리 상징물 등을 디지털 사이니지를 통해 유형화, 상징화, 차별화
재난, 재해	■ 민간사업자 등에 의해 설치된 디지털 사이니지를 활용하여 재난재해 관련 정보 실시간 제공 ■ 일본 후지필름은 트위터 메시지를 디지털 사이니지로 표시하는 시스템을 이용해서 누구나 재난재해 등 공공정보를 실시간으로 송출할 수 있도록 시스템 구축
민원, 행정	■ 시청, 구청 등 지자체 시설, 면허시험장, 세무서 등 관공서에 설치되어 지역정보, 행정서비스 안내, 기관공고, 시설안내 등 제공 ■ 성남시는 판교신도시의 4개 주민센터, 도서관, 공원, 광장 등에 디지털 사이니지를 설치하여 민원발급, 지역생활정보, 교통, 기상 등 공공정보, 신고, 제안, 의견 등 정보공유 서비스 제공
교육	■ 강의실, 도서관, 강의동, 학원 입구 등에 디지털 사이니지를 설치하여, 강의 및 관련정보 안내, 신착도서 안내, 학회개최 정보 등 제공 ■ 옥외광고매체사인 "광인"은 전국 39개 대학에 420여대의 디지털 사이니지를 설치하여 학사일정, 교내소식 등 콘텐츠와 광고 송출

자료: 한국텔레스크린협회, 유진투자증권



도표 21 송정매일시장에 설치된 디지털 사이니지



자료: 광산구청, 유진투자증권

도표 22 세종시 축산물품질관리원 디지털 사이니지



자료: 언론본도, 유진투자증권

도표 23 정부가 권장하는 디지털 사이니지 산업: 세종시 프로젝트



26

참고: 행복청에서는 세종시 중심상업지구 2-4 생활권의 남북 1.5km, 폭 100m를 세계적인 문화상업거리로 조성하기로 함
자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권



5) 해외의 디지털 사이니지 산업 활성화 추진

디지털 사이니지의 대표적인 해외 사례로는 미국 뉴욕의 타임스퀘어와 영국 런던의 피카딜리서커스 들 수 있다. 기업의 광고판이 몰려 있는 타임스퀘어와 피카딜리서커스는 장소 자체가 세계적인 명소가 되어 관광객들이 몰려들고 있다. 최근 이 두 곳의 명소는 디지털 사이니지로 빠르게 변화하고 있다. 기존의 옥외광고물이 일방적으로 정보를 전달하는 형태에서, 벽면형 디지털 사이니지는 물론 터치가 가능한 키오스크 형태의 디지털 사이니지를 설치함으로써 사람들의 흥미를 이끌고 있다.

이외에도 '로열 캐리비언 크루즈'는 2014년 'Virtual Balconies(가상 발코니)'를 도입하여 외부의 뷰를 볼 수 없는 객실에 LFD(Large Format Display)를 설치하여 고해상도의 카메라로 촬영한 외부의 영상을 실시간으로 표현하고 있다.

도표 24 해외 디지털 사이니지 관련 법률 비교

미국	■ 옥외광고물 관련 조항 1900년대 초부터 논의 1927년 옥외광고물법이 주법으로 제정 ■ 현재는 대부분 도시계획법(Zoning Code)의 한 부분으로 간주되며, 주거, 비주거지역별 규제가 상이 ■ 도시 특수지역에는 폴에니메이션 허용 ■ 디지털 빌보드와 교통사고에 대한 상관관계가 없음을 밝힘
캐나다	■ 토론토는 전자사인의 빌딩 설치 증가 ■ 최근 상호작용성과 친환경성에 초점을 둔 대규모의 디지털 사인판 등장 ■ 자치구들이 명확하게 전자사인을 처리하고 사인규제를 최신화하기 위한 노력 지속 ■ 일반적으로 자치구들이 특수한 토지이용 구역(상업, 산업)과 도시의 특수 지역(엔터테인먼트 지구, 번화가)에서만 이용 허가
프랑스	■ 우리의 '도' 개념인 '레지옹'에서 옥외광고물 규제를 담당하여 도시마다 일부 차이 존재 ■ 파리는 문화재 보호목적으로 광고 가능지역과 불가지역을 구분

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권

도표 25 뉴욕 타임스퀘어의 디지털 사이니지



자료: 구글, 유진투자증권

도표 26 영국 피카딜리서커스 디지털 사이니지



자료: 구글, 유진투자증권



6) 제4의 스크린미디어로 발전

디지털 사이니지 산업의 성장을 위해서는 기반 산업으로서, IT 산업과 디지털 옥외광고 산업의 성장이 이뤄져야 한다. IT 기반산업의 발전이 필요한 것은 디지털 사이니지의 기반이 되는 디스플레이 시장의 성장이 필요하고, 인터넷 기반의 산업 인프라 확충이 필요하다. 현재 디지털 사이니지 산업이 성장기반이 이뤄지게 된 것은 IT 기반 산업으로서 산업용 컴퓨터, 운영솔루션, 디지털 콘텐츠 산업의 기반이 마련되었기 때문이다.

또한 디지털 옥외광고는 이미 활성화가 이뤄진 상태로 콘텐츠 제작은 물론 네트워크 통신 기반을 마련하여 옥외광고 시장이 활성화 되었다.

향후 클라우드와 N Screen의 기술적인 기반이 마련되고, 다양한 기기와의 융합을 바탕으로 차세대 융합 콘텐츠의 제작 능력이 확충된다면, 디지털 사이니지가 제4의 스크린 미디어로서 확고한 입지를 다질 수 있을 것이라고 전망한다.

도표 27 디지털 사이니지 발전 단계

IT 기반 산업	디지털 옥외광고(DOOH)	제 4의 스크린 미디어
▶ 디지털 사이니지 시장 · 디스플레이 시장 확장 · 전자 간판 ▶ 수익 모델 · 옥외 광고 · 표지판 정보 제공 ▶ 기술 기반 · 디스플레이 · 산업용 컴퓨터 · 운영솔루션 · 디지털 콘텐츠 (이미지, 동영상, 텍스트)	▶ DOOH 시장 · 옥외광고 시장 확장 · 디지털 사이니지 시장 확보 ▶ 수익 모델 · 옥외 광고 · 표지판 정보 제공 · 프로모션 · 콘텐츠 제작 · 공공 서비스 ▶ 기술 기반 · 디지털 사이니지 · 네트워크 통신 · 양방향 콘텐츠	▶ 방송통신 융합 스마트 사이니지 시장 · 공간미디어 ▶ 수익 모델 · 옥외광고 · 표지판 정보 제공 · 프로모션 · 콘텐츠 제작, 유통 · 공공 서비스 · 데이터 수집, 분석 제공 ▶ 기술 기반 · 차세대 융합 콘텐츠 · 클라우드 & N Screen · 상황인지 및 빅데이터

자료: 산업자료, 유진투자증권



III. 시장전망

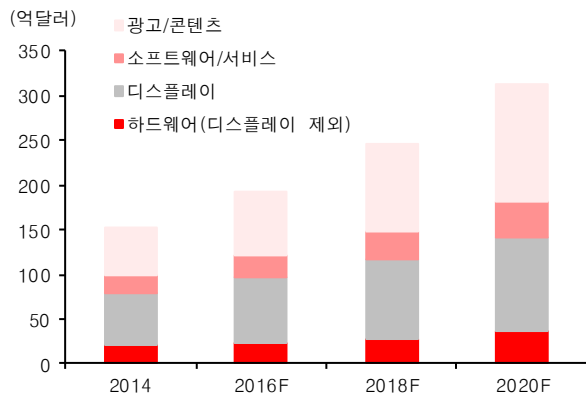
디지털 사이니지 시장 전망

1) 세계 시장: 연평균 13.0% 성장 전망

시장조사기관 IHS에 따르면 세계 디지털 사이니지 시장 규모는 2014년 150억 달러에서 2020년 300억 달러까지 늘어날 것으로 전망했다. 현재까지 디지털 사이니지 시장이 북미시장을 중심으로 성장해온 것과 달리 최근에는 유럽, 일본 등도 높은 성장세를 이어가고 있어, 이들 시장을 중심으로 세계 디지털 사이니지 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다.

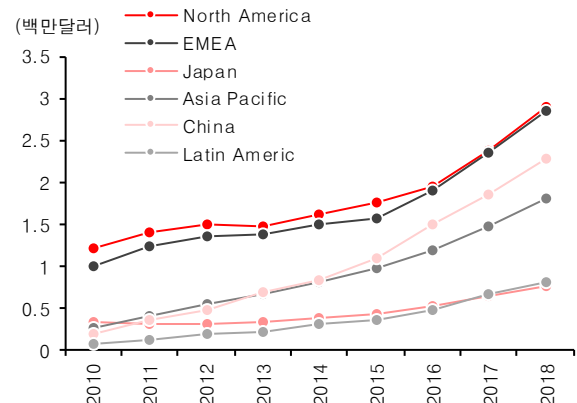
세계 디지털 사이니지 시장은 연평균 13.0%(2014~2020년) 상승할 것으로 예상되며, 광고 및 콘텐츠 시장이 연평균 16.8% 상승하며, 전체 시장의 성장을 견인할 것으로 추정된다.

도표 28 세계 디지털 사이니지 시장 전망



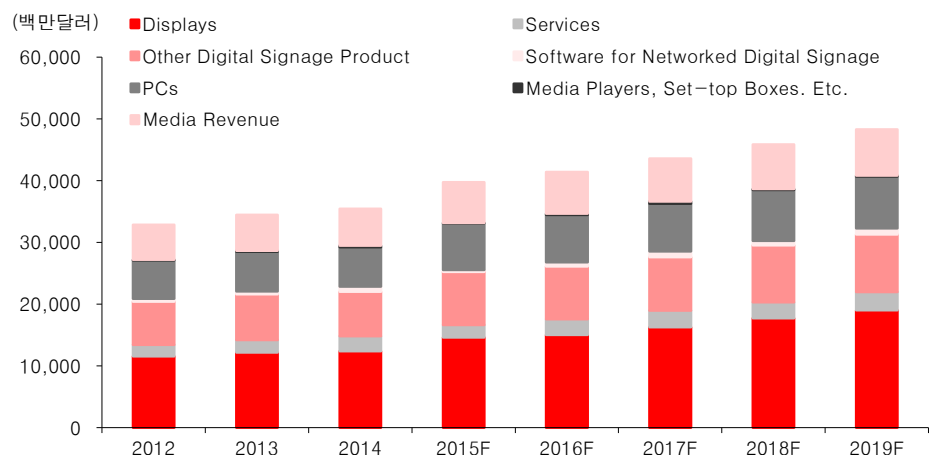
자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

도표 29 지역별 디지털 사이니지 디스플레이 시장 전망



자료: Display Search, 유진투자증권

도표 30 글로벌 디지털 사이니지 관련 산업 전망



자료: IHS(2015), 유진투자증권



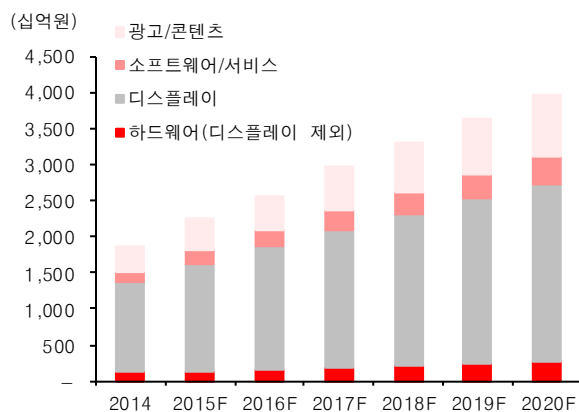
2) 국내 시장: 연평균 13.4% 성장 전망

2016년 미래통신과학부의 디지털 사이니지 산업 활성화 대책안에 포함된 자료를 바탕으로 국내 디지털 사이니지 시장규모는 생산기준으로 약 1.9조원(2014년기준)인 것으로 추정되며, 관련 산업까지 포함한 전체 산업은 2조원 규모로 예상된다. 2016년 시행되는 디지털 사이니지 활성화 대책에 따라 디스플레이와 서비스 관련 산업의 성장이 두드러질 것으로 예상된다.

국내의 경우, 디지털 사이니지 관련 내수기준과 생산기준을 구분하여 볼 필요가 있다.

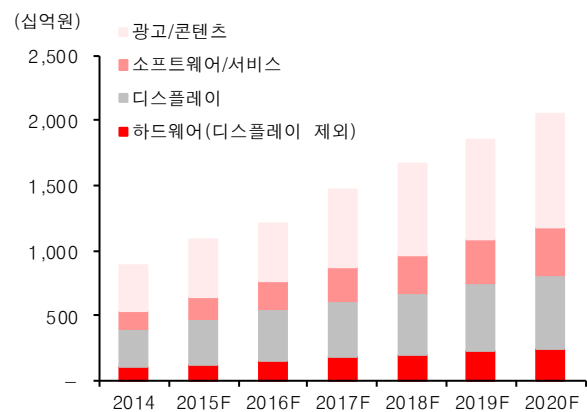
디지털 사이니지를 생산 기준으로 볼 경우, 국내의 디지털 사이니지 관련 디스플레이 업체들인 삼성전자, LG전자와 같은 기업들의 수출이 반영되기 때문이다. 국내 디스플레이 관련 업체들의 디지털 사이니지 시장 점유율이 매년 상승하고 있다는 점을 본다면, 옥외광고법의 개정이 시행되는 올해 하반기부터는 'C-P-N-D'로 이어지는 사이니지 시장 전체의 성장을 견인할 수 있을 것으로 전망한다.

도표 31 국내 디지털 사이니지 시장 전망(생산기준)



자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

도표 32 국내 디지털 사이니지 시장 전망(내수기준)



자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권



디바이스 시장 전망: 국내기업 강자

디지털 사이니지 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 분야는 디바이스 중에서도 디스플레이 부분이다. 2016년 기준으로 세계 시장에서 디스플레이 산업이 차지하는 비중은 38%로 예상된다. 국내 디지털 사이니지 시장에서는 세계 디지털 사이니지 시장에서 디스플레이가 차지하는 비중보다 높음 67% 수준일 것으로 전망된다.

이는 국내의 삼성전자, LG전자와 같은 디스플레이 업체들이 기술력을 바탕으로 디지털 사이니지의 하드웨어 중 디스플레이 분야의 시장점유율이 높기 때문이다.

국내 디지털 사이니지 디스플레이 주요 업체인 삼성전자와 LG전자의 시장점유율은 매년 꾸준한 상승을 지속해왔다. 국내 기업의 시장점유율은 2015년 1분기 기준으로 전체 시장의 33.1% 수준까지 도달했으며, 향후에도 지속적인 상승을 지속할 것으로 예상된다.

또한 국내 디지털 사이니지관련 디스플레이 업체들은 주로 패널 크기로 구분했을 때, 중, 대형 패널 분야에서 높은 시장 점유율을 보이고 있어 디지털 사이니지의 대형화와 맞물려 실적 및 수익성 측면에서도 긍정적으로 작용할 것으로 전망된다.

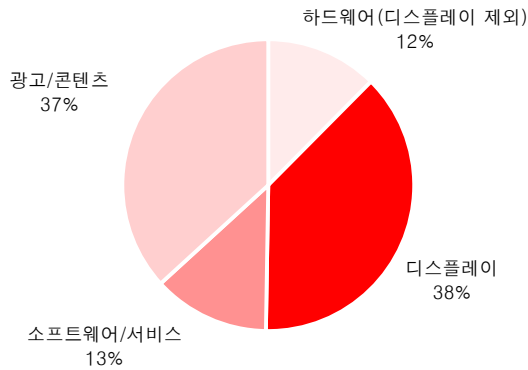
도표 33 패널 크기에 따른 디지털 사이니지 디스플레이 분류

구분	특징
소형	15인치 미만의 전자 POP 형태
중형	15~150인치의 액정을 사용
대형	빌딩 외벽 또는 옥상에 설치하는 150인치 이상 LED 비전 등

자료: 한국방송통신전파진흥원, 유진투자증권

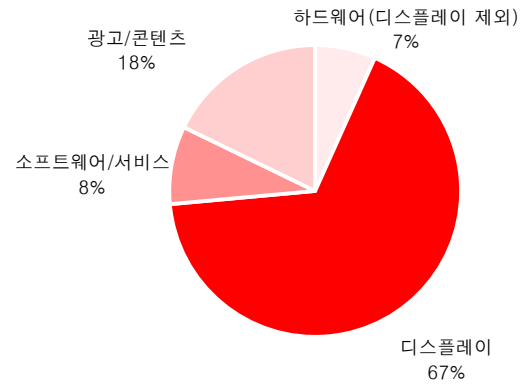


도표 34 세계 디지털 사이니지 분야별 비중 전망(2016)



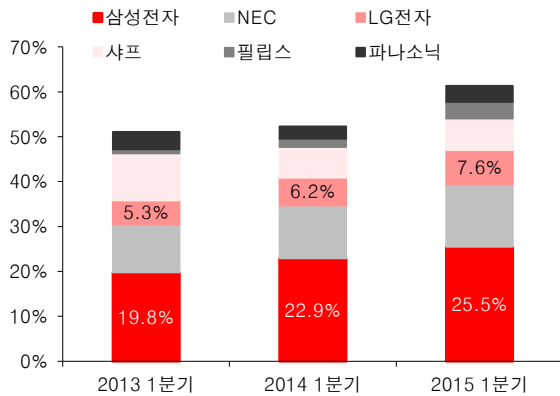
자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

도표 35 국내 디지털 사이니지 분야별 비중 전망(2016)



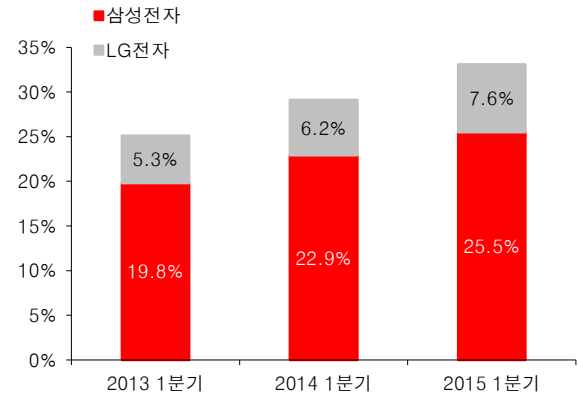
자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

도표 36 디지털 사이니지 디스플레이 시장점유율 (매출기준)



자료: IHS(2015), 유진투자증권

도표 37 국내 기업의 디지털 사이니지 디스플레이 시장점유율 추이 (매출기준)



자료: IHS(2015), 유진투자증권



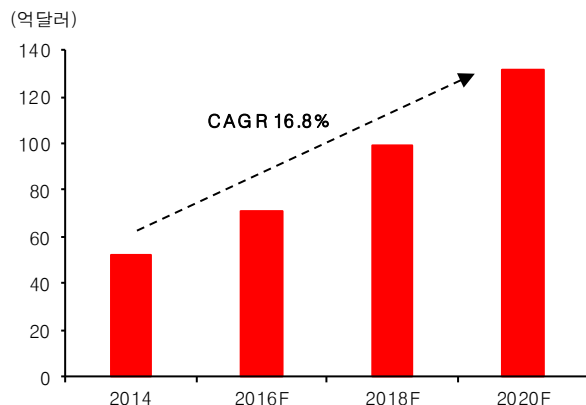
광고 및 콘텐츠 시장 전망: 성장성 높은 부문

세계 디지털 사이니지 시장에서 가장 높은 성장률을 보일 것으로 전망되는 분야는 광고/콘텐츠 부문이다. 전체 디지털 사이니지 시장이 연평균 13.0%(2014-2020년) 성장할 것으로 전망되는 가운데, 광고/콘텐츠 분야는 연평균 16.8%로 전체 시장 성장률을 상회 할 것으로 전망된다.

향후 디지털 사이니지 산업의 활성화에 따라 디지털 사이니지가 설치되는 장소의 증가와 디스플레이 장치의 고해상도화 및 초대형화에 맞물려 관련 콘텐츠를 제작하는 광고/콘텐츠 분야의 성장이 전체 디지털 사이니지 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다.

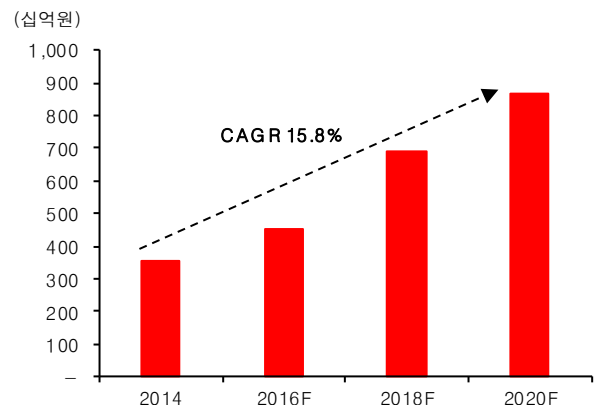
국내 디지털 사이니지 시장도 연평균 13.4%(2014-2020년) 성장이 예상되는 것과 비교하여 광고/콘텐츠 분야는 전체 시장 성장률을 상회하는 15.8%의 성장률을 보일 것으로 추정된다. 다만, 국내의 경우 관련 법령의 미비와 규제로 인하여 소프트웨어 및 서비스가 성숙하지 못하여 전체 성장률은 소프트웨어 및 서비스 분야의 17.3%(2014-2020년)에는 미치지 못할 것으로 전망된다.

도표 38 세계 디지털 사이니지 광고 부문 전망



자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

도표 39 국내(생산) 디지털 사이니지 광고 부문 전망



자료: IHS(2014), 방송통신위원회(2012), Kobaco(2014), ETRI추정, 유진투자증권

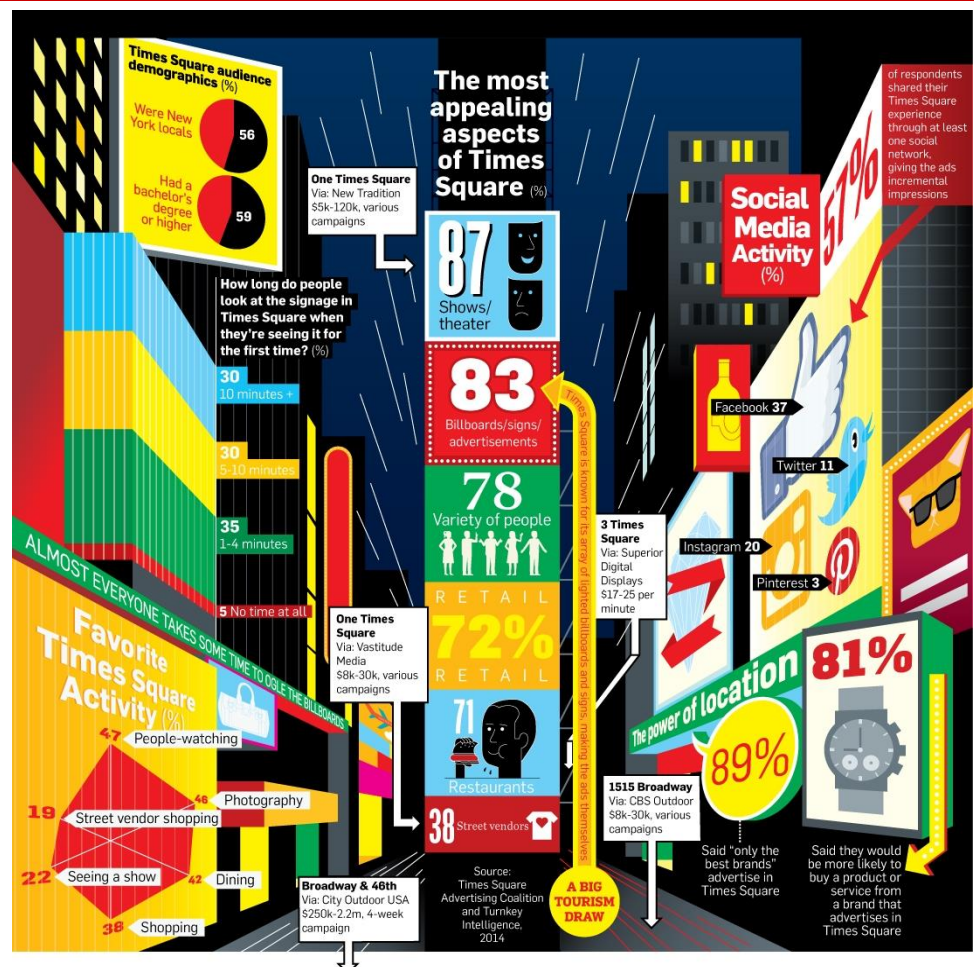
타임스퀘어: 연간 광고수익만 6천만달러

해외의 디지털 사이니지 성공사례로 볼 수 있는 미국 뉴욕의 타임스퀘어는 매년 4천만명에서 5천만명의 관광객이 찾는 관광 명소다. 타임스퀘어의 디지털 사이니지 광고비용은 설치장소와 크기에 따라 상이하지만, 평균적으로 연간 110만달러(12억원)에서 400만달러(46억원) 수준인 것으로 파악된다. 타임스퀘어에 위치하고 있는 광고판은 230여개로 파악되며, 이를 통한 수익만 매년 6,000만달러(700억원)에 이르는 것으로 추정된다.

2014년에는 타임스퀘어 세계에서 가장 큰 디지털 사이니지가 공개되기도 했다. 가로길이 100m, 높이 24m의 UHD 화질의 디스플레이를 통해 타임스퀘어에서의 광고가 가능한 광고판에 최초로 광고를 이용한 구글은 4주간 250만달러(29억원)를 광고비를 지불한 것으로 알려졌다.

향후 국내에도 타임스퀘어와 같은 자율표시 지역이 확정 및 시행된다면, 디지털 사이니지 광고부문에서의 수익 창출도 주목할 만 하다.

도표 40 타임스퀘어 디지털 사이니지 및 관련 통계



자료: 언론보도, 유진투자증권



IV. 사업자 동향 및 Value Chain

국내 주요 사업자 동향

국내 디지털 사이니지 관련 업체들은 콘텐츠를 강화를 위한 업무 협력에 주력하고 있다. 주요 통신사를 비롯하여 콘텐츠 사업자, 플랫폼 사업자간의 협력을 통해 콘텐츠 및 서비스 강화와 함께 시범 사업 지역들을 선정하는 내용도 추진되고 있다. 일부 대기업을 중심으로는 시범 사업 추진을 통해 향후 수익성 개선을 위한 검증 작업도 이뤄지고 있다고 판단한다.

또한 국내 디스플레이 관련 업체들은 기술적 우위를 바탕으로 새로운 디바이스를 지속적으로 개발 및 출시하고 있어 향후 디지털 사이니지 하드웨어 관련 부문에서 국내 기업들의 성장도 예상된다.

도표 41 국내 주요 업체별 디지털 사이니지 관련 추진 내용

기업	주요 내용
KT	■ 국내 최고 포털업체인 NHN과 협력(2012.2) 텔레스크린에서 제공되는 콘텐츠 강화에 주력중 - 아파트 단지 내 엘리베이터, 대학 캠퍼스, 버스 정류장, 지하철 및 병원 등의 공간에 텔레스크린 운영 - 2012년 말까지 총 9만여대의 텔레스크린 설치 및 운영, KT미디어허브, KT뮤직 등 자사교류로 서비스 강화중 - 2014년 2월말 개최된 MWC 2014에서 NFC 기술을 활용한 'NFC 미디어폴'을 선보임 - 디지털 사이니지와 SNS 기능을 접목한 신개념 광고 서비스인 'SNS보드' 출시 (2014년 6월)
LG유플러스	■ 2012년 6월 기준 약 1만7천대의 U+미디어보드, U+미디어라이프 텔레스크린 운영 - 협력사인 BSM 플러스가 제공하는 콘텐츠를 중심으로 일본의 웨더보드가 제공하는 날씨정보까지 제공중 - 2012년 6월 다음커뮤니케이션과 디지털 사이니지 플랫폼, 콘텐츠 제휴를 위한 업무 협약 체결 - 2012년 11월 대한약사회와 텔레스크린 매체를 통한 의학정보 및 콘텐츠 제공을 위한 전략적 업무 협약 체결 - 거울기능과 디지털 디스플레이 기능을 동시에 제공하고 영상통화 및 정보를 제공하는 'LG보드'를 선보임 - 얼굴인식 솔루션이 적용되어 타겟 광고가 가능한 광고플랫폼 '미러미디어'도 선보임
파워캐스트	■ 약 1만 2천대의 텔레스크린 패널 운영중 (인천공항, 코엑스몰, 롯데몰, 이마트, 올리브 영 내) - 인천공항에서는 사용자가 걸어가는 경로를 인식, 콘텐츠가 함께 이동하는 모션인식 기능의 인터랙티브 콘텐츠 시범 운용 - CGV, 코엑스몰의 텔레스크린은 동작인식 센서를 이용한 인터랙티브 광고 제공 중 - 이마트, 지하철 등에서는 인터랙티브 기반의 쿠폰 발행 서비스 제공 중 - 2012년 초, LGU+와 MOU 체결을 통해 양사가 보유한 텔레스크린 매체의 광고 영업권을 공유하기로 발표
나스미디어	■ 지하철 5,6,7,8호선 광고대행 사업 및 SMR 광고대행 사업중 - 제작된 광고를 매체사 및 디지털 사이니지에 공급하는 대행업을 통해 효율적인 디지털 광고 제공 ■ KT 수원야구장 디지털 사이니지 광고 대행 사업 진행중
키오스크코리아	■ 2011년 말 NMW(Network Management System) 기술을 적용 시킨 텔레스크린, DID, 키오스크 시스템에 활용가능한 SW '파스텔' 출시 - 홈페이지와 같은 웹페이지를 통해 사용자가 대형 디스플레이에서 직접 검색할 수 있는 기능 제공 - 2013년 2월 전사제품을 뚜렷하게 볼 수 있는 근접센서, 턴테이블, 터치까지 결합된 투명디스플레이 '아이스1K 블랙큐브' 출시 - 동대문디자인플라자에 멀티비전과 키오스크, 인터랙티브 기능이 가미된 이미지월 등 디지털 사이니지 100여개 설치 (2014년 4월) - 제품 양쪽에 LCD를 배치한 47인치 고화도 양면형 디지털 사이니지 출시 (2014년 6월)
삼성	■ 2012년부터 지하철역에 이용객이 가장으로 옷을 입어보고, 이메일로 신청을 할 수 있는 '스마트 스크린 도어' 설치 - 향후 윈스톱 결재까지 가능한 '매장형 텔레스크린'을 통해 수익성 높은 서비스 제공 계획 - ICT를 활용하여 전통시장의 경쟁력 향상과 활성화를 위해 전통시장을 선정하여 디지털 사이니지 설치 계획 ■ 삼성전자 미국 디지털 사이니지 LED 디스플레이 업체인 에스코를 인수, 디지털 사이니 사업을 LCD에서 LED로 다각화 추진
LG전자	■ 디지털 사이니지 업체 MRI와 함께 옥외 사이니지 업체 'LG MRI'를 설립 - MRI의 디지털 사이니지 기술과 LG전자의 디스플레이 유통망을 결합한 사업 추진 계획
지스마트글로벌	■ 모회사 지스마트는 제조, 지스마트글로벌은 유통을 통해 스마트 글라스를 활용한 디지털 사이니지 사업 영위 - 모회사 지스마트와 중국 CECEP와 합작법인 Brillshow를 설립하여 2016년 중 중국 진출 예정 - 홍콩에 합작법인 설립 (2015.12), 일본 합작법인 설립 (2015.9), 프랑스 진출 등 세계 진출 확대를 추진중

자료: 한국정보통신기술협회, 유진투자증권



해외 주요 사업자 동향

해외 기업들이 디지털 사이니지와 관련하여 추진하는 주요 내용 들을 살펴보면, 소프트웨어 분야에서의 협력 강화가 주로 추진되고 있다. 디지털 사이니지의 경우 플랫폼에 기반을 두고 콘텐츠가 제공되기 때문에 각기 다른 플랫폼에서도 콘텐츠의 제공이 가능할 수 있도록 소프트웨어분야의 협력이 추진되고 있다고 평가한다.

글로벌 디지털 사이니지 시장에서 광고 및 콘텐츠 분야의 성장이 가장 높을 것으로 추정되는 만큼 디지털 사이니지 관련 업체들은 광고 및 콘텐츠 분야의 투자 및 연구개발이 지속될 것으로 전망한다.

도표 42 해외 주요 업체별 디지털 사이니지 관련 추진 내용

기업	주요 내용
Microsoft	■ SW 분야의 강점을 활용, 디지털 사이니지를 비롯하여 UI 적용 가능한 Windows7 기반 임베디드 플랫폼 출시 (2010) - 디지털 사이니지 시장에 최적화된 플랫폼 공급을 위해 인텔과 전략적 제휴 체결(2010년 1월) - 일본의 NEC와 제휴, 콘텐츠 관리 및 미디어 배포를 포함한 솔루션, 서비스, 하드웨어 통합을 위한 전략적 협력 구축(2010년 11월)
NEC	■ 일본 업체로 윈도우, 안드로이드 등 여러 플랫폼에서 구동할 수 있는 디지털 사이니지 관리 솔루션을 선보임 ■ 멀티터치, 얼굴인식 기능이 적용된 제품도 출시
Aopen	■ 인텔의 솔루션과 연계하여 사용자 행동을 분석하고 성별 및 연령을 파악하는 디지털 사이니지 공개 (2013년 4월) - 실시간 고객 분석도구인 인텔의 에임슈트(Aim Suite) 솔루션 탑재, 보행자의 행동을 인식하여 특성에 맞는 메시지 및 광고 제공 - 상업적 환경에 적합한 다목적 멀티터치 디지털 사이니지 'eLITE'를 공개(2013년)
버라이즌 와이어리스	■ 미국 최대 규모 이동통신사로 무선 통신기술을 이용해 모바일 라이프스타일 체험할 수 있는 디지털 사이니지 기반 쇼핑몰 개장 - 9,715평방피트 규모로 275개 스크린 2,000개 이상의 LED 활용 - 스마트폰이나 디지털 사이니지로 이동거리, 연소된 칼로리 등 확인 가능
MTA	■ 미국 도시교통국(MTA) 인터랙티브 디지털 사이니지를 활용한 2번째 시범사업 진행 계획 발표 (2013년 3월) - 2011년 9월부터 진행한 첫 번째 시범사인 'On the go! Travel Station'에 이은 프로젝트 - 교통수단의 시간표와 지연정보, 에스컬레이터 및 엘리베이터의 위치, 지역정보 등의 콘텐츠 제공하는 동시에 광고매체로 운영중
히타치솔루션	■ 히타치 계열사로 안면인식 기술을 이용한 디지털 사이니지 솔루션 공급 발표 (2013년 4월) - 웹 카메라를 통한 안면인식 기술로 성별, 연령 등 정밀한 측정 가능 - 고객 특성에 맞는 맞춤형 콘텐츠 제공 및 고객 분석, 광고효과 측정 등 다양한 응용이 가능
Wall Smart	■ 디지털 사이니지에서 스마트폰 응용프로그램을 사용할 수 있는 서비스인 '데카스마호'를 국내 캐스트네이션과 공동 개발 (2013년 9월) - 대형 디지털 사이니지를 스마트폰의 디스플레이로 활용할 수 있는 기술로, 딜레이 없이 양방향 실시간 제어 가능

자료: 한국정보통신기술협회, 유진투자증권



Value Chain

1) CPND기반

디지털 사이니지는 단순한 광고미디어나 플랫폼이 아니며, CPND(Contents, Platform, Network, Device)가 융합된 정보, 광고서비스시스템이다.

디지털 사이니지는 하드웨어, 소프트웨어, 콘텐츠, 설계 제작, 설치, 구축, 시스템 통합, 미디어 운영 및 광고 부분으로 구성된다.

제조업체들은 주로 DID(Digital Information Display) 업체들로 과거에는 PC 기반의 하드웨어가 사용되었다면, 최근에는 다양한 Platform을 활용할 수 있는 제품을 만들고 있다.

콘텐츠 업체들은 콘텐츠 제작은 물론 제작된 영상의 재상을 위한 솔루션을 제공하는 사업자이며, 네트워크 서비스 사업자의 경우 만들어진 콘텐츠를 사이니지가 설치된 장소까지의 전송 및 배급을 위한 서버 설치와 운영을 담당한다.

도표 43 디지털 사이니지 서비스 Value Chain(CPND)



자료: 미래창조과학부, 유진투자증권



2) 산업기반

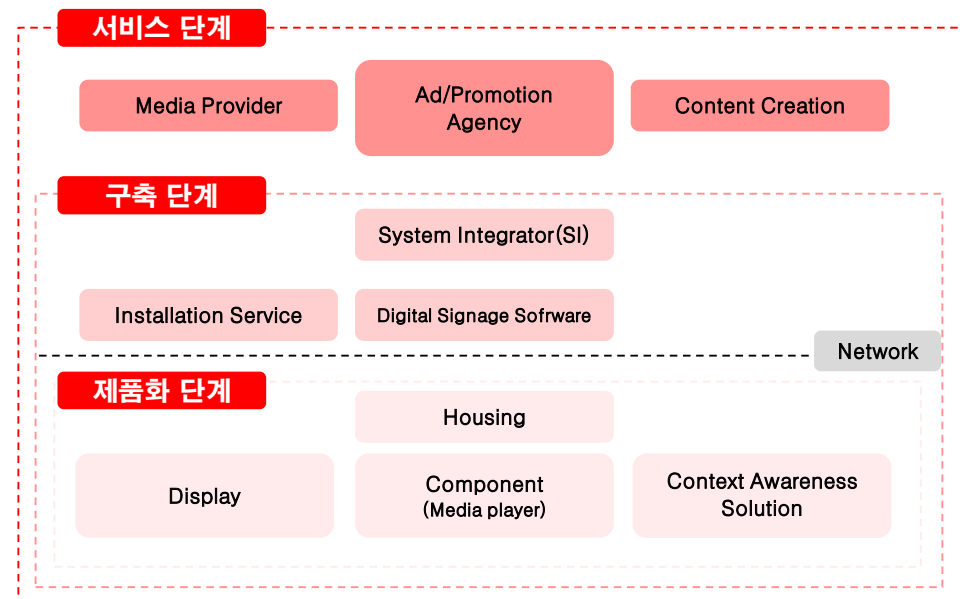
디지털 사이니지의 제품화 단계를 살펴보면, 디스플레이 장치, 산업용 컴퓨터, 상황인지를 위한 솔루션 등이 포함된다. 디스플레이 관련 업체들은 대기업과 중견기업들로 삼성전자, LG전자, 현대BT 등이 있다.

디지털 사이니지를 구축하는 부분은 현재 산업이 거의 형성되어 있지 않은 상황으로 주로 SI기업과 디지털 사이니지 서비스 관련 업체들을 볼 수 있다. 삼성SDS가 강남 미디어폴 프로젝트를 수행하였고, KT, CJ PowerCast등을 관련 기업으로 볼 수 있다.

마지막 서비스 단계에서는 KT, LG U+, CJ PowerCast 등 통신사와 대기업 SI 혹은 미디어 관련 기업들이 있다.

옥외광고의 특징상 관련 기업들의 협업이 중요하며, 디지털 사이니지에 특화된 콘텐츠의 개발여부에 따라 디지털 사이니지의 향후 성패의 주요인이 될 것으로 예상된다.

도표 44 디지털 사이니지 Value Chain(산업기반)



자료: 유진투자증권



V. 추천주 및 Valuation

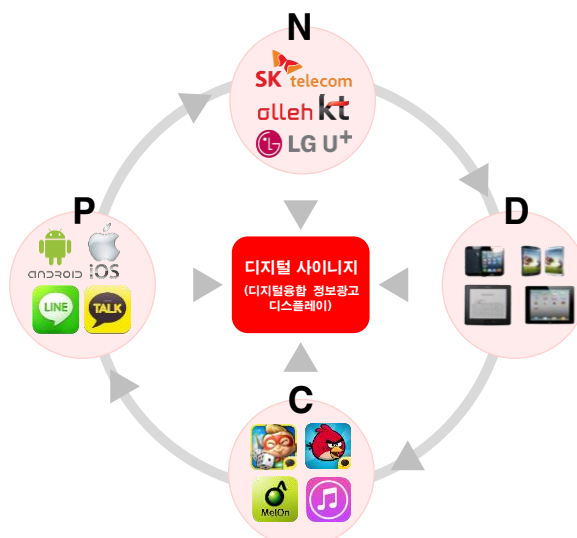
초기 산업은 하드웨어인 디스플레이 기기 수혜

디지털 사이니지 산업은 정부의 활성화 정책 및 관련 법제도 개편 등으로 국내 시장에서 성장세를 보일 것으로 판단한다. 1) 초기시장에서는 디스플레이를 기반으로 하는 하드웨어 시장이 형성될 것이며, 2) 점차 광고/컨텐츠 부문의 성장폭이 커지게 되며, 3) 이를 대행해주고 중해주는 소프트웨어 및 네트워크 부문의 수혜가 나타날 것으로 판단한다. 따라서 1) 콘텐츠(Contents) 관련 기업, 2) 플랫폼(Platform) 관련 기업, 3) 네트워크(Network) 관련 기업, 4) 하드웨어(Device) 관련 기업들 중 선별을 통한 관심이 필요하다.

초기에는 디지털 사이니지 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 하드웨어 및 디스플레이 분야에 관심이 필요하다. 한국은 전통적인 디스플레이 기술 강국으로 반도체와 휴대폰 산업의 시장을 주도했던 것처럼 디지털 사이니지 시장을 이끌어갈 가능성이 높다. 옥내용으로는 2015년 1분기 기준 디지털 사이니지 디스플레이 시장점유율을 가지고 있는 삼성전자 25.5%, LG전자 7.6%가 강자이다. 이외에 중소기업으로서 옥외형 및 대형시설물에 적합한 초대형 디스플레이기술을 보유한 지스마트글로벌의 약진이 기대된다. 이미 국내 명보아트홀에 설치한 지스마트글로벌 솔루션은 국내는 물론 해외의 초대형 건물에 점차 채택이 확대될 것으로 전망된다.

디스플레이 시장이 확대되면서 점차 광고/컨텐츠 시장은 물론 플랫폼, 네트워크 시장도 수혜가 확대될 것으로 예상된다. 광고/컨텐츠 제작 및 대행서비스 부문에서는 제일기획, 이노션, 나스미디어 등에 중장기적으로 실적성장에 긍정적인 것으로 예상된다.

도표 45 디지털융합정보, 광고디스플레이로서 디지털 사이니지



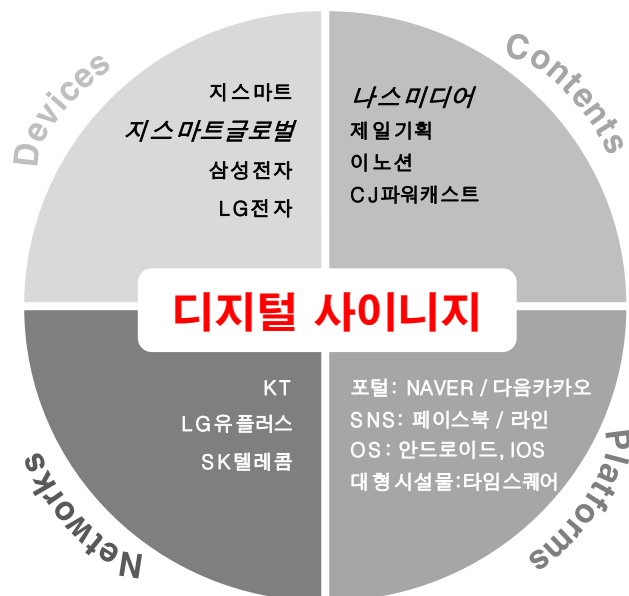
자료: 한국방송통신전파진흥원, 유진투자증권



추천주: 지스마트글로벌, 나스미디어

- **지스마트글로벌(114570)**: 초대형(대형 빌딩 및 시설물)의 외벽을 통한 디스플레이를 구현하는 스마트글래스 유통 및 솔루션업체. 한국형 타임스퀘어 구축의 가장 직접적인 수혜주로 부상. 국내는 물론 중국, 일본, 홍콩 등 해외진출이 활발하게 진행 중임
- **나스미디어(089600)**: 온라인 광고대행사로서 국내 시장점유율 1위, 디지털 사이니지 광고대행사업도 꾸준히 진행 중. 타임스퀘어와 같은 초대형 디스플레이를 통해 온라인광고와 오프라인광고의 접목이 시도될 것으로 예상되어 수혜 기대

도표 46 디지털 사이니지 관련 기업



자료: 유진투자증권



도표 47 디지털 사이니지 관련 종목 Valuation Table

업체명	지스마트글로벌 (106240)	나스미디어 (191410)	제일기획 (114120)	이노션 (007660)
시가총액(십억원)	660.6	445.3	1,932.7	1,622.0
매출비중(%)	SMART GLASS 58.56% 이미지센서 41.44%	온라인디스플레이 71.03% 디지털옥외 15.46% 디지털방송 13.51%	종속회사 수익 70.8% 광고물제작 등 22% 매체(뉴미디어 등) 7.2%	매체대행 21.06% 광고제작 23.2% 프로모션 19.31% 옥외광고 14.19% 기타 22.23%
Valuation (2013A)				
매출액(십억원)	25.7	24.8	2,709.3	634.1
영업이익(십억원)	(3.5)	6.1	130.0	82.3
순이익(십억원)	(5.2)	5.6	98.5	70.8
매출액증가율(%)	(38.5)	5.5	14.6	N/A
영업이익증가율(%)	적전	(20.4)	2.9	N/A
EPS growth(%)	적지	(18.2)	4.9	N/A
PER(배)	N/A	15.6	32.1	N/A
Valuation (2014A)				
매출액(십억원)	26.2	29.9	2,666.3	744.7
영업이익(십억원)	2.1	8.6	126.8	83.5
순이익(십억원)	1.2	8.0	101.6	81.9
매출액증가율(%)	1.8	20.6	(1.6)	17.4
영업이익증가율(%)	흑전	20.6	(2.5)	1.4
EPS growth(%)	흑전	41.7	3.1	15.8
PER(배)	55.9	24.7	19.5	N/A
Valuation (2015A)				
매출액(십억원)	47.1	45.5	2,806.7	987.9
영업이익(십억원)	8.1	11.7	127.2	92.9
순이익(십억원)	10.2	9.9	79.5	70.0
매출액증가율(%)	80.2	52.4	5.3	32.7
영업이익증가율(%)	283.0	35.9	0.4	11.3
EPS growth(%)	665.0	24.6	(21.7)	(18.8)
PER(배)	40.3	41.6	30.0	18.9
Valuation (2016E)				
매출액(십억원)	112.0	57.9	3,058.1	1,170.6
영업이익(십억원)	25.5	16.1	140.6	112.5
순이익(십억원)	20.6	13.4	103.3	84.9
매출액증가율(%)	137.7	27.4	9.0	18.5
영업이익증가율(%)	217.3	38.0	10.5	21.0
EPS growth(%)	69.0	34.7	30.0	14.8
PER(배)	32.6	33.3	19.0	19.1

자료: 유진투자증권

주: 주가는 5/13 기준, 지스마트글로벌, 나스미디어는 동사 추정치



도표 48 지스마트글로벌 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 49 나스미디어 주가 추이



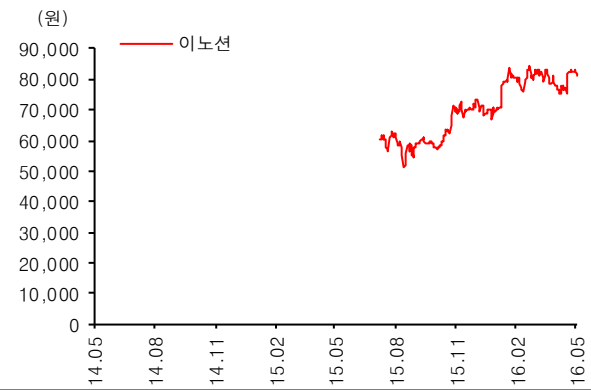
자료: 유진투자증권

도표 50 제일기획 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 51 이노션 주가 추이



자료: 유진투자증권



EUGENE

your best
partner.



기업분석

지스마트글로벌(114570.KQ)

BUY(유지) / TP 44,500원(유지)

옥외광고법 개정, 한국형 타임스퀘어 최대 수혜주

나스미디어(089600.KQ)

BUY(유지) / TP 72,100원(유지)

실적 호조 지속 전망, 디지털 사이니지 성장 지속

your best
partner

유진투자증권



지스마트글로벌(114570.KQ)

스몰캡 담당 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

옥외광고법 개정, 한국형 타임스퀘어 최대 수혜주

- 2Q16: 매출액 114.7%yoy, 영업이익 +145.5% 증가하며 성장 지속 전망
 - 당시추정 2분기 예상실적은 매출액 290억원, 영업이익 67억원으로 전년동기대비 각각 +114.7%, +145.5% 증가하며 성장을 지속할 것으로 전망
 - 매출액 증가 요인은 이미지센서 시장은 전년 수준을 유지하지만, 스마트글라스 관련 매출이 전년동기대비 182.3% 증가하며 성장을 견인할 것으로 전망함
- 한국형 타임스퀘어 구축 수혜는 물론 해외 수출 성장성 보유
 - 1) **디지털 사이니지 산업 활성화 정책에 따른 한국형 타임스퀘어 등장**: 디지털 사이니지 산업 활성화를 위한 정책변화가 진행 중으로 관련 산업의 급성장 예상. ① 미래창조과학부는 지난해 12월 28일 '디지털 사이니지 산업 활성화 대책'을 발표, 2018년 789억원을 투입하여, 선순환 시장 생태계조성, 중소벤처기업 지원 확대, 글로벌지향 선도적 기술개발, 법제도 선진화 등을 추진할 것임을 밝힘. ② 행정자치부는 '옥외광고물 등 관리법' 일부 개정안을 지난 1월 6일 발표, 6개월 후인 7월 6일 시행된다고 발표, 서울 강남, 명동, 삼성 및 부산 해운대, 컨템씨터 등, 세종시 등을 중심으로 자유표시구역 지정을 검토 중
 - 2) **해외 진출을 통한 본격적인 성장 가능성 보유**: 국내 설치실적을 기반으로 해외 진출이 본격적으로 진행되고 있어 중장기적으로 긍정적임. ① 중국: 모기업인 지스마트와 중국 CECEP(중국 중앙국영기업, 자산규모 17조원, 직원수 3만명, 자회사 300여개)와 합작하여 Brillshow(CECEP 62%, 지스마트 38%) 설립, 2016년 상반기부터 제품 생산 계획, ② 홍콩: 2015년 12월 'G-Smart 홍콩' 합작법인 설립(지분 5:5), ③ 일본 진출: 2015년 9월 'G-Smart Japan' 합작법인 설립(지분 6:4), ④ 프랑스 'JST Enterprise'와 2014년부터 거래 중
- 투자 의견 BUY, 목표주가는 44,500원 유지
 - 투자 의견은 BUY, 목표주가는 44,500원을 유지함. 현재주가는 2016년 기준 PER 32.6배 수준으로 목표주가까지는 30.5% 상승여력을 보유한 것으로 판단함
 - 1) 초대형 디스플레이에 대한 독자적인 솔루션 보유, 2) 높은 수익성 유지, 3) 높은 ROE 유지 예상, 4) 해외 진출 준비로 내년 이후 해외 수출 본격화 등으로 시장 Valuation보다 프리미엄을 적용해야 한다고 판단하며, 주가는 전고점 돌파 후 조정을 보이고 있지만, 추가 상승할 것으로 전망함

Financial Data (별도 기준)

결산기(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	26.2	47.1	112.0	138.9	163.7
영업이익(십억원)	2.1	8.1	25.5	33.4	40.9
세전계속사업손익(십억원)	1.7	7.4	23.6	31.0	37.9
지배기업 순이익(십억원)	1.2	10.2	20.6	26.9	33.0
EPS(원)	81	618	1,045	1,365	1,673
EPS 증감률(%)	흑전	665.0	69.0	30.6	22.6
PER(배)	55.9	40.3	32.6	25.0	20.4
ROE(%)	6.1	23.2	27.7	27.4	25.7
PBR(배)	3.0	6.8	7.9	6.0	4.6

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 44,500원
현재주가(5/13) 34,100원

Key Data

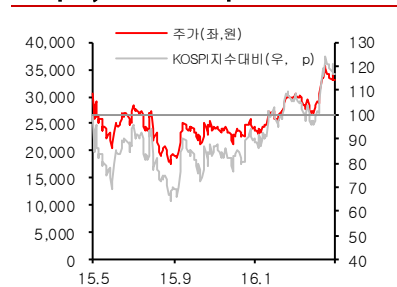
(기준일: 2016.5.13)

KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	704.4
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	660.6
52주 최고/최저(원)	36,550 / 16,821
52주 일간 Beta	0.91
발행주식수(천주)	19,371
평균거래량(3M,천주)	227
평균거래대금(3M,백만원)	6,818
배당수익률(16F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	3.3
주요주주 지분율(%)	
지스마트외 1인	20.7
김경자외 2인	18.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.5	32.2	39.8	13.2
KOSPI 대비 상대수익률	27.3	25.0	40.1	20.1

Company vs KOSPI composite





실적 분석 및 전망

도표 52

2Q16 예상실적: 매출액 +114.7%yoy, 영업이익 +145.5%yoy

(십억원, %)	2Q16F			2Q15A	1Q16A
	실적	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)		실적
매출액	29.0	114.7	141.2	13.5	12.0
이미지센서	5.1	1.0	35.2	5.0	3.8
스마트글래스	23.9	182.3	189.4	8.5	8.3
제품별 비중(%)					
이미지센서	17.5	-19.8	-13.8	37.3	31.3
스마트글래스	82.5	19.8	13.8	62.7	68.7
수익					
영업이익	6.7	145.5	215.0	2.7	2.1
세전이익	6.1	133.5	212.4	2.6	2.0
당기순이익	5.3	104.3	197.9	2.6	1.8
이익률(%)					
영업이익률	23.0	2.9	5.4	20.1	17.6
세전이익률	21.2	1.7	4.8	19.5	16.3
당기순이익률	18.3	-0.9	3.5	19.2	14.8

자료: 유진투자증권

도표 53 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	5.7	13.5	12.1	15.8	12.0	29.0	30.5	40.5	26.2	47.1	112.0	138.9
이미지센서	4.0	5.0	4.1	6.4	3.8	5.1	4.2	6.5	20.0	19.5	19.5	20.5
스마트글래스	1.8	8.5	8.0	9.4	8.3	23.9	26.3	34.0	6.1	27.6	92.5	118.5
제품별 비중(%)												
이미지센서	69.1	37.3	33.9	40.7	31.3	17.5	13.6	16.0	76.6	41.4	17.4	14.7
스마트글래스	30.9	62.7	66.1	59.3	68.7	82.5	86.4	84.0	23.4	58.6	82.6	85.3
수익												
영업이익	0.4	2.7	2.0	2.9	2.1	6.7	6.9	9.9	2.1	8.1	25.5	33.4
세전이익	0.3	2.6	2.0	2.4	2.0	6.1	6.4	9.1	1.7	7.4	23.6	31.0
당기순이익	0.2	2.6	2.0	5.4	1.8	5.3	5.5	8.0	1.2	10.2	20.6	26.9
이익률(%)												
(영업이익률)	6.8	20.1	16.6	18.6	17.6	23.0	22.6	24.4	8.0	17.1	22.8	24.0
(세전이익률)	6.0	19.5	16.8	15.3	16.3	21.2	21.0	22.5	6.4	15.7	21.1	22.3
(당기순이익률)	3.9	19.2	16.3	34.3	14.8	18.3	18.1	19.7	4.7	21.7	18.4	19.4

자료: 유진투자증권

스마트글래스 솔루션 보유, 옥외광고 강자 부상

도표 54 사업 영역: 1) 이미지센서 사업, 2) 스마트글래스 사업



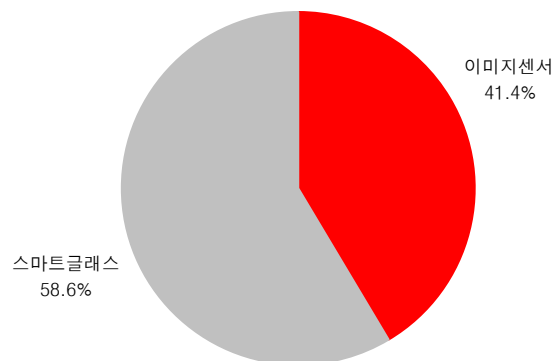
자료: IR Book, 사업보고서, 유진투자증권

도표 55 주요 연혁

연도	내용
2000.05	주식회사 시아이센서(C.I. Sensor) 설립
2007.10	사명변경 (→ 에스이티아이주식회사)
2010.02	코스닥시장 상장
2012.09	최대주주변경(서울전자통신(주)⇒(주)제주반도체)
2014.01	사업목적사항에 LED 관련 사업을 추가
2014.04	최대주주변경((주)제주반도체⇒이호준)
2014.06	사명변경 (→ 지스마트글로벌 주식회사)
2014.09	최대주주변경(이호준⇒지스마트 주식회사)
2015.09	합작법인 G-Smatt Japan 설립
2015.10	대표이사 변경(이호준, 이기성 → 이기성 단독대표)
2015.12	합작법인 G-Smatt Hong Kong 설립

자료: 유진투자증권

도표 56 매출 비중 (2015년 기준)



자료: 유진투자증권

도표 57 2014년 스마트글라스 사업 추가로 재성장 시작

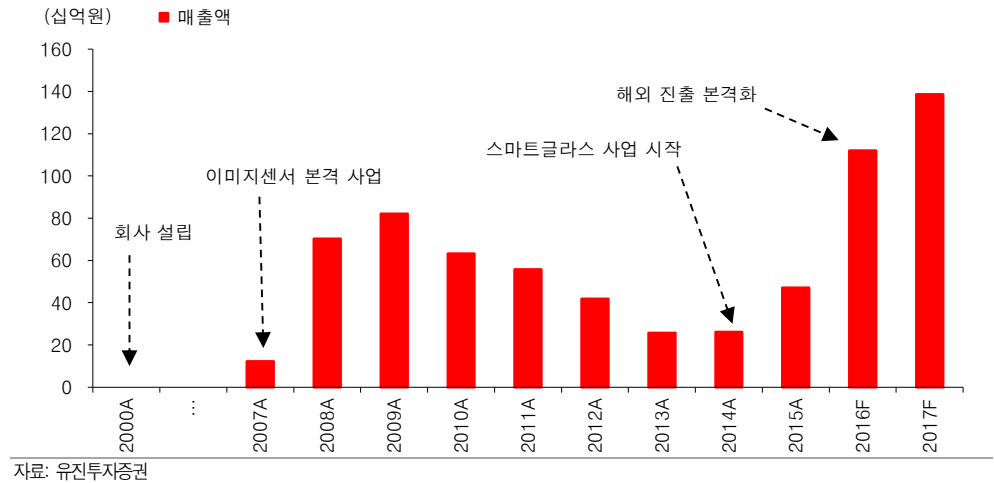


도표 58 2013년 이후 영업이익률 급속 개선

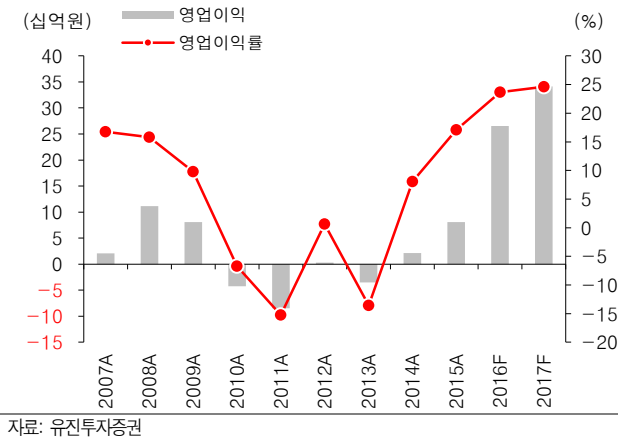


도표 59 스마트글라스 사업시작 이후 수익성 개선

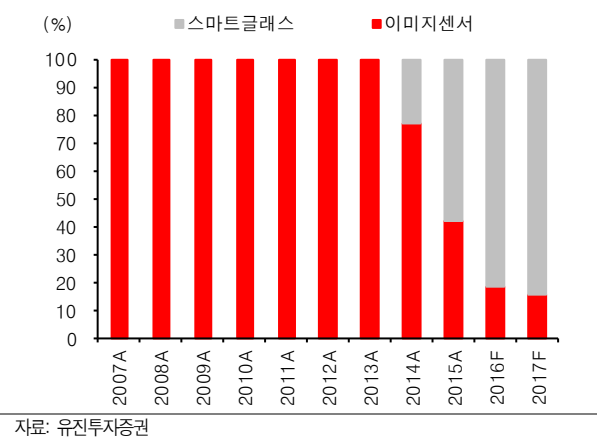


도표 60 영업이익 추이 및 전망

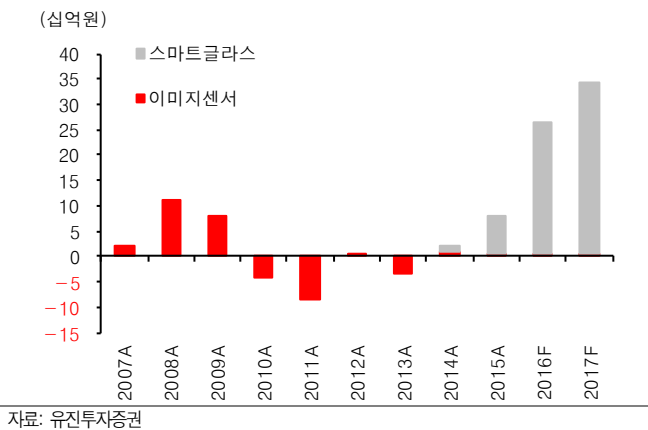
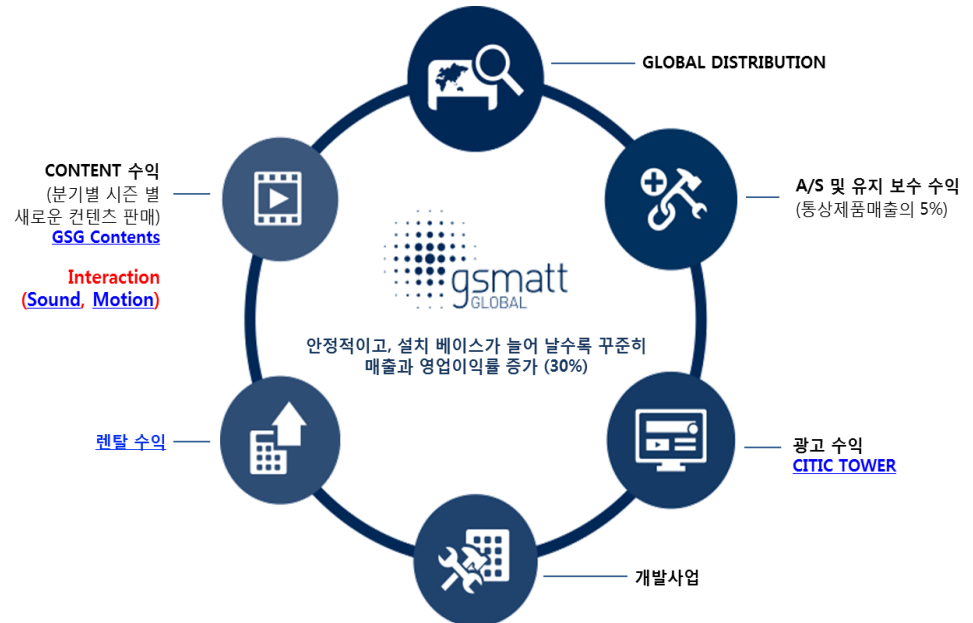


도표 61 수익 모델: 초기는 제품 판매, 점차 다양한 수익모델 추가



자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

국내 디지털 사이니지 산업 활성화 정책 수혜

1) '디지털 사이니지 산업 활성화 대책' 을 발표

미래창조과학부(장관 최양희)는 지난해 12월 29일 제4스크린으로 주목을 받고 있는 디지털 사이니지(Digital Signage) 육성 방안을 담은 '디지털 사이니지 산업 활성화 대책' 을 발표하였다.

디지털 사이니지는 세계시장 규모가 2014년 151억달러에서 2020년에는 314억달러로 증가할 것으로 전망되는 광고산업의 활성화, ICT 고부가 가치화를 견인할 미래형 전략산업으로 알려지고 있다. 이미, 우리나라는 전 세계 사이니지용 디스플레이 시장의 19%를 점유하고 있고, 디스플레이와 유무선 네트워크의 강점을 바탕으로 글로벌 시장을 지속적으로 선도할 수 있는 분야이다.

도표 62 디지털 사이니지 서비스 Value Chain



자료: 미래창조과학부, 유진투자증권

도표 63 디지털 사이니지 산업 활성화를 위한 주요 추진 정책

주요 정책	예산(억원)	주요 내용
수요 창출을 통한 선순환 시장 생태계 조성	315	■ 민간수요 창출을 위해 전국 5개소에 실증단지를 구축 ■ 평창 올림픽과 연계하여 5곳에 사이니지 거리를 조성 ■ 또한 현재 1곳(잠실 광고문화회관)에 불과한 체험관도 10개로 확대 ■ 특히, 디지털 사이니지를 활용한 재난 안전시스템 구축과 지자체공공서비스 개발 프로젝트 등을 추진하여 공공수요도 창출할 계획
중소벤처기업 지원 확대	132	■ 전국 3곳에 디지털 사이니지 특화 지원센터를 설립 ■ 송도에 있는 품질인증 시험센터의 기능을 확대 ■ 전체 200여개 기업의 80%를 차지하는 중소기업에 대한 맞춤형 지원을 통해 20개 글로벌 스타기업을 육성
글로벌 지향 선도적 기술개발	333	■ 2018년까지 총333억원을 투입 ■ 취약한 S/W 및 콘텐츠와 차세대 디스플레이 분야의 핵심기술을 확보 ■ 초기단계인 ITU-T 등 국제 표준화 활동에 적극 대응
법 제도 선진화	9	■ 관계부처와 협력하여 옥외광고물 관련 법령을 정비 ■ 디지털 사이니지 산업 활성화를 촉진 ■ 미국 타임스퀘어와 같이 설치규제를 대폭 완화한 자유표시구역 도입 ■ 신기술에 대한 임시 허가제 활용도 검토할 계획

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권



2) 행정자치부, 「옥외광고물 등 관리법」 일부개정법률안 공포

행정자치부(장관 정종섭)는 지난 1월 5일에 「옥외광고물 등 관리법」 일부개정법률안이 1월 6일 공포되어 6개월 후 시행된다고 밝혔다.

정부는 법률 명칭을 「옥외광고물 등 관리법」에서 「옥외광고물 등의 관리와 옥외광고산업 진흥에 관한 법률」로 변경하고, 옥외 광고물 등이 설치되는 공간의 특성 및 환경을 고려하여 다양한 옥외광고물 등의 설치·표시가 가능한 자유표시구역을 지정함으로써 옥외광고 산업을 진흥시켜 지역경제 활성화에 이바지하는 한편, 옥외 광고물에 대한 단속 및 안전관리를 강화한다고 밝혔다.

도표 64

옥외광고물 등 관리법 일부개정법률안 공포

	주요 내용 요약
공포된 주요 개정안	■ 미국의 타임 스퀘어광장이나 영국의 피카딜리 서커스와 같이 사업용 광고물을 자유롭게 설치할 수 있고, 국제경기나 연말연시와 같이 일정기간 동안 조경용 광고 등을 허용하는 ‘옥외광고물 자유표시 구역’이 운영 ■ 그 동안은 옥외광고물을 규제위주로 관리하여 종류, 크기, 색깔, 모양 등과 설치가능 지역, 장소가 엄격하게 제한되었으나 이를 허용 ■ 또한, 최근 ICT(정보통신기술)와 새로운 광고 매체의 발전에도 불구하고 디지털 광고물에 대한 종류, 크기 등 허가 및 신고 기준이 마련되어 있지 않아 관련 산업 지원이 부족했던 측면이 있었던 점을 감안해, ■ 규제를 획기적으로 개선하여 LED 전광판, 터치스크린 등 디지털광고물을 활용한 창의적으로 옥외광고를 할 수 있는 제도적 기반을 마련했다

자료: 행정자치부, 유진투자증권

도표 65 뉴욕 타임스퀘어의 디지털 사이니지



자료: 구글, 유진투자증권

도표 66 영국 피카딜리서커스 디지털 사이니지

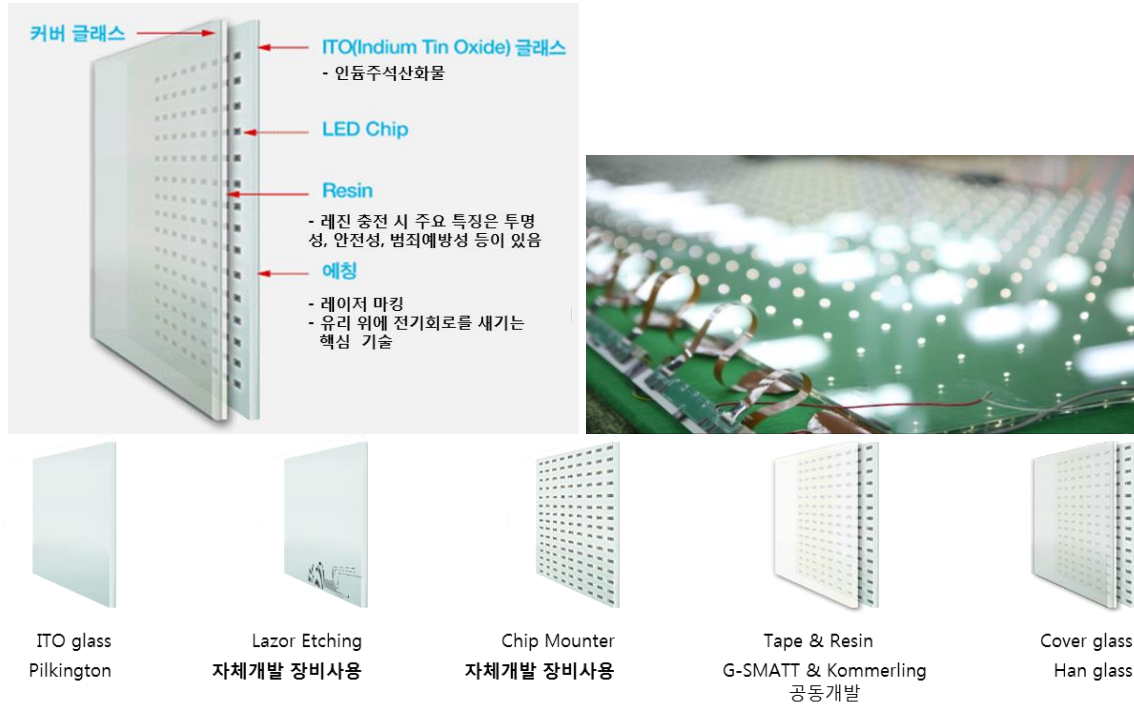


자료: 구글, 유진투자증권



지스마트글로벌의 스마트글라스 실적 성장 기대

도표 67 지스마트의 스마트글라스 제품은 투명전광유리제품으로 LED와 유리의 융복합제품



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 68 타 사 제품과 비교

	스마트글라스	Linear Type	Metal Fabric-GKD	LED Panel
제품 샘플				
투명도	높음 (99.7% 이상)	낮음	낮음	낮음
건자재 사용	가능	불가	불가	불가
기타	- 투명도가 높은 장점으로 유리창의 기능을 그대로 유지 - LED가 밀봉되어 있어 공기 및 습기로부터 보호되어 내구성이 탁월 - 패널 구조로 되어있어 설치 및 유지보수가 용이	- LED바 설치간격에 따라 해상도 조절 가능 - 건물내부에서 외부를 바라볼 경우 LED바에 의해 시야 갑갑 - 청소 및 유지보수 어려움	- 다양한 사이즈 제작 가능 - 가격이 상당히 고가 - 철 구조물이 건물 미관에 영향을 줌	- 해상도는 높음 - 발열이 심하고 단가가 높음 - 에너지 소모가 많아 유지비용이 비쌘

자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

도표 69 건축물 디자인의 변화, 3세대에 적합한 스마트글라스

	1세대 경관 조명	2세대 Media Facade	3세대 Architainment (G-glass)
사진			
제품들			
기타	1세대 조명은 단순 건물을 부각시키는 용도로써 건물 하단 및 요소요소에 Spot 조명형식으로 설치하여 건축물의 미적 부분을 강조하였음. - 하지만 계속적으로 같은 모습이 유지되면서 시간이 지날수록 디자인적인 효과가 감소됨	2세대 건축물 디자인은 별도의 LED 장비를 설치하여 (Metal fabric, Led Cluster, Linear bar etc...) 건축물에 옷을 입혔음 - 하지만 건축자재로서 사용이 불가능하여 마감재와 Media 제품이 중복 시공되었으며, 유지관리 부분에 서도 중복 비용 발생함	3세대 건축물의 디자인은 Architainment - Architect 와 Entertainment 의 합성어 - 건자재가 스스로 미디어 기능을 포함하는 제품이 흐름을 선도할 전망.

참고: 4세대 : 사물인터넷 (IoT) 약 10~20년 이후 시장주도 예상 Interaction 을 통해서 G-Glass Interaction 으로 개발 진행 중
자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

도표 70 NEP 인증 획득 (2015.9.21)



신 제품 인증서

제 목 명 : 경면회로 에칭기술을 포함한 복합기술이 내장된 LED 조명 조명유리

회 사 명 : 지스마트글로벌 주식회사

대 표 자 : 이호준, 이기정

소 재 지 : 경기도 성남시 분당구 승교로241번길 20

인증번호 : NEP-MOT115-2015-029

유효기간 : 2015. 9. 21. ~ 2018. 9. 20.

위 제품을 「산업기술혁신 촉진법」 제16조에
따른 신제품으로 인증합니다.

2015년 9월 21일



산업통상자원부장관

도표 71 우수제품지정증서 획득 (2015.12.24)



우수제품지정증서

지정번호 2015165

제 목 명 : 경면회로 에칭기술을 포함한 복합기술이 내장된 LED투광전광유리

업 체 명 : 지스마트글로벌 주식회사

대표자명 : 이호준, 이기정

지정기간 : 2015. 12. 24 ~ 2018. 12. 23

지정범위 : Dimmer, C16×16, C12×12, M24×24, M16×16

위 제품을 조달사업에관한법률
제9조의2 및 동법시행령 제18조에 따라
위와 같이 우수제품으로 지정합니다

2015년 12월 24일



조달청

자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권



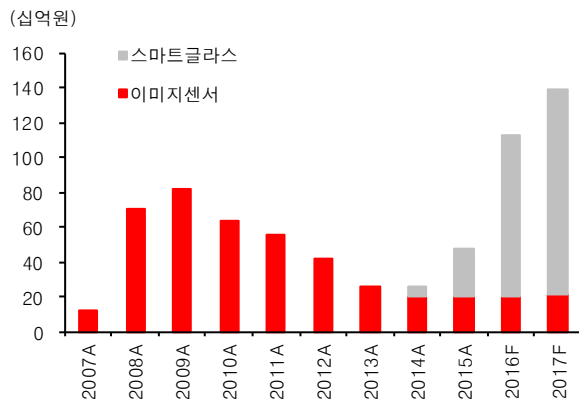
도표 72 정부가 권장하는 디지털 사이니지 산업



26

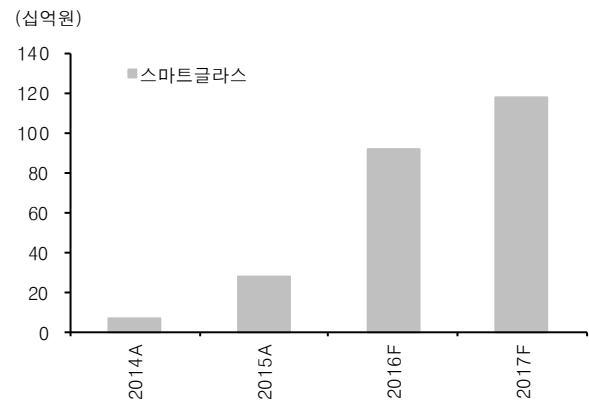
참고: 행복창에서는 세종시 중심상업지구 2-4 생활권의 남북 1.5km, 폭 100m를 세계적인 문화상업거리로 조성하기로 함.
자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

도표 73 스마트글라스가 매출 성장 견인할 전망



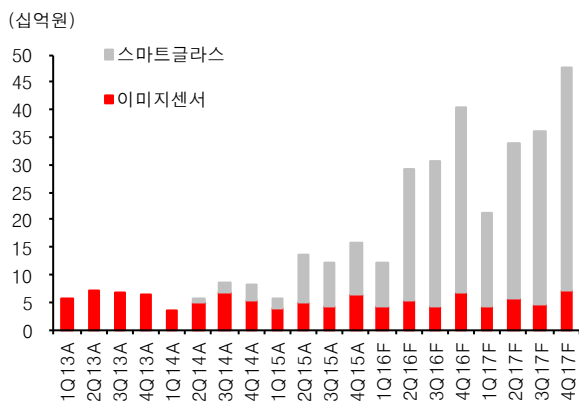
자료: 유진투자증권

도표 74 2014년부터 본격적인 매출 발생



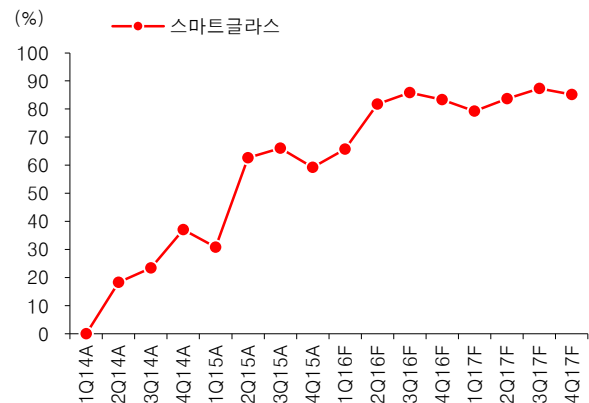
자료: 유진투자증권

도표 75 2016년 2분기부터 급성장 전망



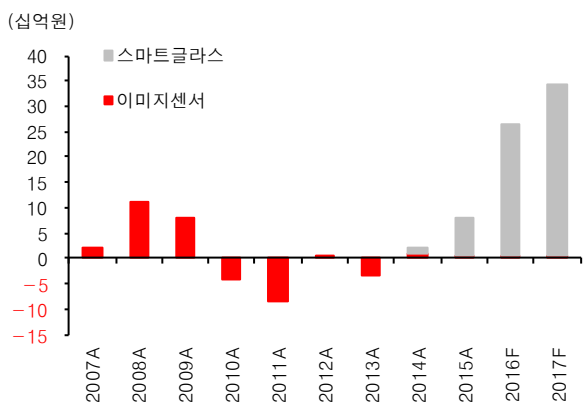
자료: 유진투자증권

도표 76 매출비중은 점차 확대 예상



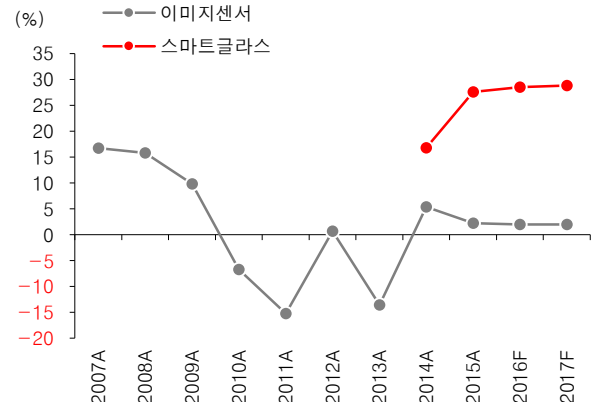
자료: 유진투자증권

도표 77 스마트글라스 영업이익 급속 증가



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 78 스마트글라스 사업 고수익성 유지



자료: 유진투자증권



해외 진출을 통한 본격적인 성장 기대

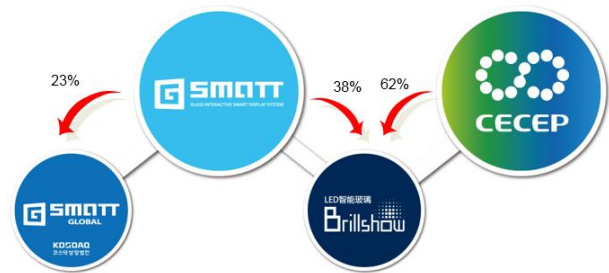
1) 중국 진출: 모회사인 지스마트와 중국 CECEP와 합작법인 Brillshow 설립

도표 79 중국 합작법인(Brillshow) 개요

구분	내용
사명	Brillshow
설립시기	2013.12
자본금	1.5 억 위안 (한화 270억)
지스마트 지분율	38% (로열티 100억을 투자)
공장 위치	중국 천진
제품 생산 시기	2016년 상반기
중국 CECEP	- China Energy Conservation and Environmental Protection - 중국 중앙정부가 100% 지분을 보유한 국영기업 - 직원수가 3만 명, 338개의 자회사를 보유 - 해외 40여 곳에 자회사 글로벌 기업

자료: 유진투자증권

도표 80 지분 구조



자료: 유진투자증권

도표 81 중국에 합작법인 설립



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 82 베이징 슈수이제빌딩에 첫 대량공급



참고: 합작공장 '덴진브릴쇼'의 장통초원 총경리
자료: 언론보도, 유진투자증권

2) 홍콩 진출: 합작법인 G-Smatt Hong Kong (2015년 12월 설립)

도표 83 홍콩 합작법인 개요

구분	내용
사명	G-Smatt Hong Kong
설립시기	2015.12
자본금	HK\$ 50mn 출자
지분율	50%
G-SMATT Global	기술제공, HK\$20mn 로열티 제품선구매 HK\$5mn
판매처	홍콩, 마카오 & 대만 한정
기타	- CEO는 Matthew Ng (홍콩, 마카오, 대만 내 여러 랜드마크 건물 투자, 설치예정) - HK Causeway Bay의 Time Square 옆의 1,100 sqm 빌딩 프로젝트 수주, 진행 중 (2016년 하반기 설치예정)

자료: 유진투자증권

도표 84 홍콩 CEO: Matthew Ng



자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

도표 85 추진 예정중인 프로젝트 (1)



자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

도표 86 추진 예정중인 프로젝트 (2)



자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권



3) 일본 진출: 합작법인 G-Smatt Japan (2015년 9월 설립)

도표 87

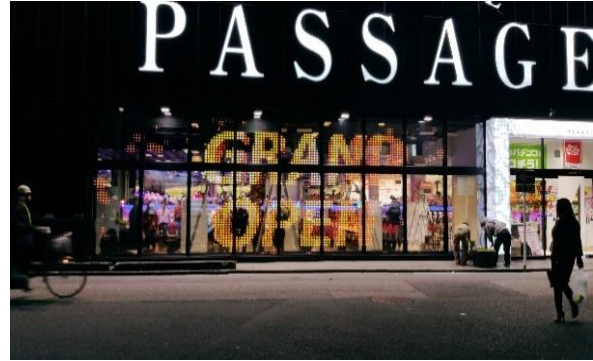
일본 합작법인 개요

구분	내용
사명	G-Smatt Japan
설립시기	2015.9
자본금	8억엔 출자
지분율	60%
G-SMATT Global	기술제공, 4억엔 로열티 제품선구매 1억엔
판매처	일본 한정

자료: 유진투자증권

도표 88

일본 설치 실적



자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권



4) 프랑스 진출: JST Enterprise 통해 판매

2014년 제품선구매 80만달러 수령.

총판계약 체결 2015년 30억원, 2016년 100억원 (최소 구매금액)

도표 89 상제리제거리 프로젝트 (2014.12)



참고: 행사주관 JC Decaux (세계 1위 옥외광고회사)
자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권

도표 90 ALAIN AFFLELOU 프로젝트



참고: 유럽 내 약 1,200여개의 매장을 가진 안경 전문점
자료: 지스마트글로벌, 유진투자증권



지스마트글로벌(114570.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	14.8	42.5	78.5	106.6	141.6
현금및 현금성자산	2.2	8.2	7.6	25.1	47.2
단기금융상품	2.0	11.2	11.7	12.1	12.6
매출채권	6.9	15.3	38.1	44.8	52.8
재고자산	3.5	7.1	20.4	24.0	28.2
기타	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
비유동자산	19.4	45.7	48.0	50.3	52.6
투자자산	12.1	29.4	30.6	31.9	33.1
유형자산	2.7	1.1	1.2	1.4	1.7
무형자산	4.6	15.2	16.1	17.0	17.8
자산총계	34.3	88.2	126.4	156.9	194.2
유동부채	7.5	23.6	41.2	44.7	49.0
매입채무	2.2	2.5	20.1	23.6	27.8
단기차입금	0.6	18.7	18.7	18.7	18.7
기타유동부채	4.7	2.4	2.4	2.4	2.5
비유동성부채	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
장기금융부채	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
부채총계	10.2	24.1	41.7	45.3	49.5
자본금	8.0	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	15.5	43.2	43.2	43.2	43.2
자본조정	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1.1	11.4	32.0	58.9	91.9
자본총계	24.0	64.1	84.7	111.6	144.6
순차입금	-1.4	-0.6	-0.6	-18.5	-41.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	-3.0	-1.7	4.2	22.3	27.3
당기순이익	1.2	10.2	20.6	26.9	33.0
비현금수익비용가감	-0.7	0.4	2.0	2.1	2.3
유형자산매각이익	0.4	0.7	0.5	0.5	0.6
무형자산상각비	1.1	1.4	1.5	1.6	1.7
기타현금수익비용	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-3.5	-12.0	-18.4	-6.7	-8.0
매출채권 감소(증가)	-2.0	-15.9	-22.8	-6.7	-8.0
재고자산 감소(증가)	3.8	0.4	-13.3	-3.6	-4.3
매입채무 증가(감소)	0.0	2.6	17.6	3.5	4.2
기타자산, 부채변동	-5.3	0.8	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-13.3	-36.0	-4.7	-4.9	-5.1
유형자산처분(취득)	-2.4	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9
무형자산감소(증가)	-2.5	-12.1	-2.4	-2.4	-2.4
투자자산감소(증가)	-1.3	-19.5	-0.9	-1.0	-1.0
기타투자활동	-7.2	-4.2	-0.7	-0.7	-0.8
재무활동 현금	2.7	43.6	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-3.2	19.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	5.9	24.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-13.6	6.0	-0.5	17.4	22.2
기초현금	15.8	2.2	8.2	7.6	25.1
기말현금	2.2	8.2	7.6	25.1	47.2

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	26.2	47.1	112.0	138.9	163.7
매출원가	16.3	30.4	78.4	97.3	114.6
매출총이익	9.9	16.8	33.6	41.7	49.1
판매비 및 관리비	7.8	8.7	8.0	8.3	8.2
영업이익	2.1	8.1	25.5	33.4	40.9
영업외손익	-0.4	-0.6	-1.9	-2.4	-2.9
이자수익	0.1	0.8	2.7	3.7	4.4
이자비용	0.1	1.6	2.4	2.4	2.4
외환손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.7	-3.0	-7.0	-8.5	-9.7
세전계속사업손익	1.7	7.4	23.6	31.0	37.9
계속사업법인세비용	0.5	-2.8	3.0	4.1	5.0
계속사업이익	1.2	10.2	20.6	26.9	33.0
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.2	10.2	20.6	26.9	33.0
(포괄손익)	1.2	10.2	20.6	26.9	33.0
EBITDA	3.6	10.2	27.5	35.5	43.2
매출총이익률	37.7	35.6	30.0	30.0	30.0
EBITDA마진율(%)	13.8	21.6	24.6	25.6	26.4
영업이익률(%)	8.0	17.1	22.8	24.0	25.0
세전계속사업이익률(%)	6.4	15.7	21.1	22.3	23.2
ROA(%)	3.6	16.7	19.2	19.0	18.8
ROE(%)	6.1	23.2	27.7	27.4	25.7
수정ROE*(%)	6.1	23.2	27.7	27.4	25.7

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
투자지표					
PER(배)	55.9	40.3	32.6	25.0	20.4
수정 PER(배)	55.9	40.3	32.6	25.0	20.4
PBR(배)	3.0	6.8	7.9	6.0	4.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/ EBITDA(배)	19.8	42.5	24.4	18.4	14.6
성장성(%YOY)					
매출액	1.8	80.2	137.7	24.0	17.8
영업이익	흑전	283.0	217.3	30.7	22.3
세전계속사업손익	흑전	339.7	218.7	31.0	22.5
포괄손익	흑전	737.8	101.8	30.6	22.6
EPS	흑전	665.0	69.0	30.6	22.6
안정성(배, %)					
유동비율	50.4	55.5	52.5	42.0	34.6
부채비율	42.5	37.5	49.2	40.5	34.2
이자보상배율	25.7	9.5	na	na	na
순차입금/자기자본	na	na	na	na	na
주당지표(원)					
EPS	81	618	1,045	1,365	1,673
수정EPS	81	618	1,045	1,365	1,673
BPS	1,494	3,680	4,297	5,662	7,335
EBITDA/Share	239	617	1,396	1,802	2,188
CFPS	33	642	1,146	1,473	1,790
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



나스미디어(089600.KQ)

스몰캡 담당 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

실적 호조 지속 전망, 디지털 사이니지 성장 지속

■ 2Q16 전망: 매출액 +24.6%yoy, 영업이익 +32.1%yoy. 성장 지속 전망

- 당사추정 2분기 예상실적은 매출액 150억원, 영업이익 39억원으로 전년동기대비 각각 +24.6%, +32.1% 증가하며 실적 성장을 지속할 것으로 전망
- 매출액 증가요인은 1) 방송콘텐츠 중심의 SMR 광고와 모바일게임 광고의 증가로 온라인광고 시장 성장 지속과, 2) 수원야구장을 비롯한 디지털 사이니지 광고 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상하고 있기 때문

■ 투자포인트

- 1) 디지털 사이니지 사업, 직접 계약을 통한 실적성장 지속 전망: ① 지난 3/15일, 서울시도철도공사와 지하철 5,8호선 광고대행사업 계약체결 공시. 향후 5년간(2016.03.14~2021.3.14) 계약금액은 221억원, ② 또한, 지난 1/26일, 서울시도철도 지하철 6,7호선 광고대행사업 계약을 공시. 향후 5년간(2016.1.25~2021.1.25) 약 215억원 규모임. 두 계약에 따라 분기당 약 21.8억원 매출이 발생할 것으로 추정. 기존 '도시철도-스마트채널-나스미디어 사업구조'에서 도시철도-나스미디어 직접계약으로 변경되는 것으로 수익성 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단함. 이 외에도 시범정기를 마친 프로야구가 2분기부터 본격적으로 개장하면서 수원야구장 매출이 본격화될 것으로 전망함
- 2) 성장모멘텀 보유로 성장 지속 전망: ① SMR(Smart Media Rep.) 광고가 급증하고 있어 관련 매출이 증가할 것으로 추정되며, ② 국내외 게임업체를 비롯하여 동영상 광고 증가로 온라인광고(PC광고, 모바일광고 포함) 증가세는 올해에도 지속될 것으로 예상되고, ③ 올해 KT 수원야구장 광고 매출 본격화되어 수익이 발생할 것으로 예상, ④ 국내 주요 광고대행사와의 관계 개선 등으로 인한 광고 취급고가 안정적인 증가세를 보일 것으로 전망

■ 투자자의견 BUY, 목표주가 72,100원 유지

- 투자자의견 BUY, 목표주가 72,100원을 유지함. 현재주가는 2016년 실적 기준으로 PER 33.3배 수준임
- 1) 안정적인 비즈니스 및 수익 구조, 2) 높은 시장점유율, 3) 사업 다각화로 안정적 수익, 4) 높은 실적 성장성을 기반으로 주가는 상승세로 전환할 것으로 판단하고 있으며, 최근의 주가 조정은 매수 기회로 판단함

Financial Data (별도 기준)

결산기(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	29.9	45.5	57.9	70.6	83.9
영업이익(십억원)	8.6	11.7	16.1	19.5	23.3
세전계속사업이익(십억원)	10.3	12.8	17.2	20.8	24.9
지배기업 순이익(십억원)	8.0	9.9	13.4	16.1	19.3
EPS(원)	965	1,202	1,620	1,957	2,345
EPS 증감률(%)	41.7	24.6	34.7	20.8	19.8
PER(배)	24.7	41.6	33.3	27.6	23.0
ROE(%)	13.4	15.0	17.8	18.5	19.0
PBR(배)	3.1	5.9	5.5	4.8	4.0

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 72,100원
현재주가(5/13) 54,000원

Key Data

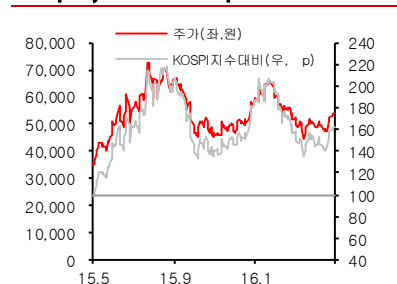
(기준일: 2016.5.13)

KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	704.4
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	445.3
52주 최고/최저(원)	76,900 / 33,800
52주 일간 Beta	0.55
발행주식수(천주)	8,246
평균거래량(3M,천주)	21
평균거래대금(3M,백만원)	1,078
배당수익률(16F, %)	0.8
외국인 지분율(%)	1.7
주요주주 지분율(%)	
케이티외 3인	67.0
일리안츠글로벌인베...	14.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	-9.8	16.9	52.5
KOSPI 대비상대수익률	8.7	-17.0	17.2	59.5

Company vs KOSPI composite





실적 전망

도표 91

2Q16 예상실적: 매출액 +36.1%yoy, 영업이익 +55.8%yoy 전망

(십억원, %, %p)	2Q16F			2Q15A	1Q16A
	실적	yoy	qoq	실적	실적
매출액	15.0	24.6	20.0	12.0	12.5
온라인광고	9.6	25.0	-8.2	7.6	10.4
디지털방송(IPTV)	2.5	15.0	212.2	2.2	0.8
디지털 사이너지	2.9	32.7	126.3	2.2	1.3
매출비중(%)					
온라인광고	63.7	0.2	-19.5	63.5	83.2
디지털방송(IPTV)	16.8	-1.4	10.4	18.2	6.5
디지털 사이너지	19.5	1.2	9.2	18.3	10.3
이익					
영업이익	3.9	32.1	40.2	3.0	2.8
세전이익	4.2	31.5	43.1	3.2	3.0
당기순이익	3.3	32.0	43.1	2.5	2.3
이익률(%)					
영업이익률	26.2	1.5	3.8	24.7	22.4
세전이익률	28.2	1.5	4.5	26.7	23.6
당기순이익률	21.8	1.2	3.5	20.6	18.3

자료: K-IFRS 개별 기준, 유진투자증권

도표 92 분기별/연간 실적 전망

(십억원, %)	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	9.2	12.0	11.2	13.1	12.5	15.0	14.1	16.3	29.9	45.5	57.9	70.6
매출액 증가율(%)	44.5	69.0	43.7	52.3	36.1	24.6	25.8	25.1	20.6	52.4	27.4	21.8
온라인광고	5.8	7.6	8.1	10.7	10.4	9.6	10.2	13.4	21.0	32.3	43.5	54.4
디지털방송(IPTV)	1.7	2.2	1.0	1.2	0.8	2.5	1.2	1.4	3.6	6.1	5.9	6.8
디지털 사이너지	1.7	2.2	2.0	1.1	1.3	2.9	2.7	1.6	5.2	7.0	8.5	9.4
매출비중(%)												
온라인광고	63.2	63.5	72.8	82.0	83.2	63.7	72.3	82.0	70.3	71.0	75.1	77.1
디지털방송(IPTV)	18.7	18.2	9.1	9.3	6.5	16.8	8.3	8.5	12.1	13.5	10.2	9.6
디지털 사이너지	18.0	18.3	18.2	8.7	10.3	19.5	19.4	9.5	17.4	15.5	14.7	13.3
수익												
영업이익	1.8	3.0	3.1	3.9	2.8	3.9	4.2	5.2	8.6	11.7	16.1	19.5
세전이익	2.1	3.2	3.5	4.0	3.0	4.2	4.5	5.6	10.3	12.8	17.2	20.8
당기순이익	1.6	2.5	2.7	3.1	2.3	3.3	3.5	4.3	8.0	9.9	13.4	16.1
이익률(%)												
(영업이익률)	19.6	24.7	27.3	29.6	22.4	26.2	29.5	32.1	28.8	25.7	27.8	27.6
(경상이익률)	23.0	26.7	30.9	30.7	23.6	28.2	31.7	34.1	34.5	28.1	29.7	29.4
(당기순이익률)	17.7	20.6	23.8	24.0	18.3	21.8	24.6	26.5	26.6	21.8	23.1	22.9

자료: K-IFRS 개별 기준, 유진투자증권

2분기 성수기 전환, 매출 성장 지속

도표 93 분기별 매출액은 4Q > 2Q > 3Q > 1Q

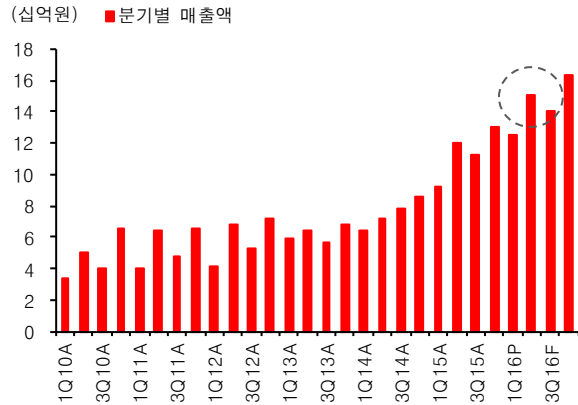


도표 94 2분기 성수기, 전년동기대비 성장 지속

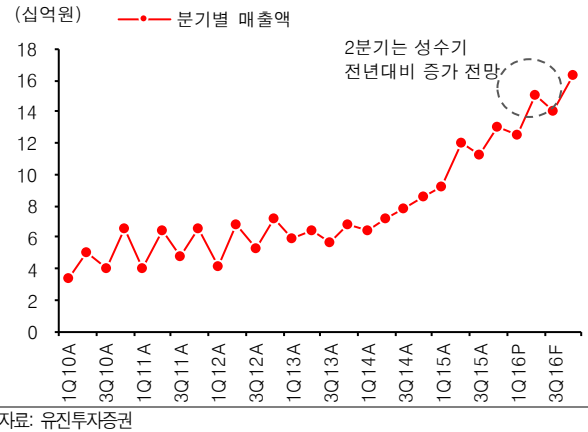


도표 95 사업별 매출 비중은 안정화 추세

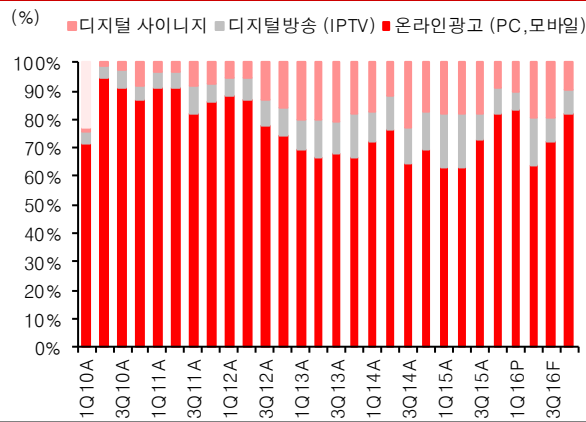
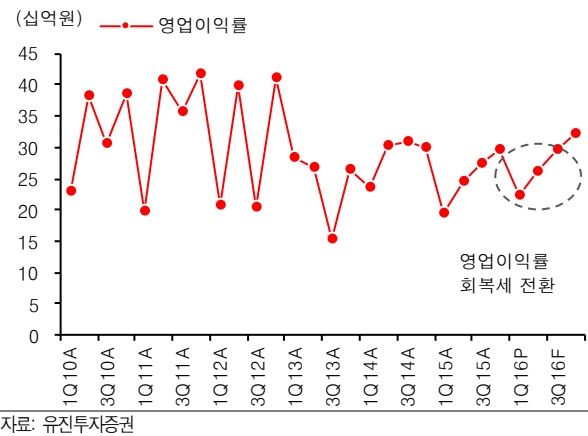


도표 96 전년동기대비 수익성 개선 지속

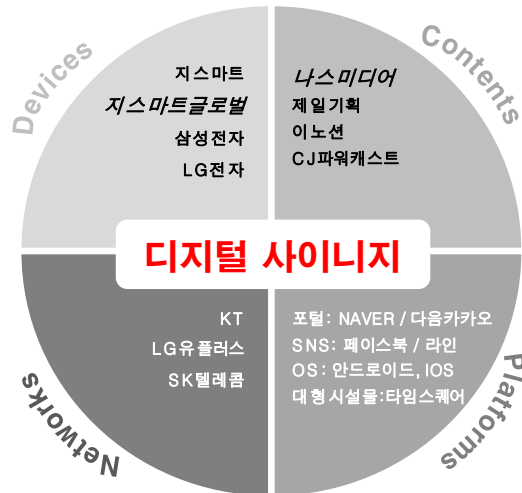




국내 디지털 사이니지 산업 활성화 정책

1) '디지털 사이니지 산업 활성화 대책' 을 발표

도표 97 디지털 사이니지 서비스 Value Chain



자료: 유진투자증권

도표 98 디지털 사이니지 산업 활성화를 위한 주요 추진 정책

주요 정책	예산(억원)	주요 내용
수요 창출을 통한 선순환 시장 생태계 조성	315	■ 민간수요 창출을 위해 전국 5개소에 실증단지를 구축 ■ 평창 올림픽과 연계하여 5곳에 사이니지 거리를 조성 ■ 또한 현재 1곳(잠실 광고문화회관)에 불과한 체험관도 10개로 확대 ■ 특히, 디지털 사이니지를 활용한 재난 안전시스템 구축과 지자체공공서비스 개발 프로젝트 등을 추진하여 공공수요도 창출할 계획
중소벤처기업 지원 확대	132	■ 전국 3곳에 디지털 사이니지 특화 지원센터를 설립 ■ 송도에 있는 품질인증 시험센터의 기능을 확대 ■ 전체 200여개 기업의 80%를 차지하는 중소기업에 대한 맞춤형 지원을 통해 20개 글로벌 스타기업을 육성
글로벌 지향 선도적 기술개발	333	■ 2018년까지 총333억원을 투입 ■ 취약한 S/W 및 콘텐츠와 차세대 디스플레이 분야의 핵심기술을 확보 ■ 초기단계인 ITU-T 등 국제 표준화 활동에 적극 대응
법 제도 선진화	9	■ 관계부처와 협력하여 옥외광고물 관련 법령을 정비 ■ 디지털 사이니지 산업 활성화를 촉진 ■ 미국 타임스퀘어와 같이 설치규제를 대폭 완화한 자유표시구역 도입 ■ 신기술에 대한 임시 허가제 활용도 검토할 계획

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권



도표 99

옥외광고물 등 관리법 일부개정법률안 공포

	주요 내용 요약
공포된 주요 개정안	■ 미국의 타임 스퀘어광장이나 영국의 피카딜리 서커스와 같이 사업용 광고물을 자유롭게 설치할 수 있고, 국제경기나 연말연시와 같이 일정기간 동안 조경용 광고 등을 허용하는 '옥외광고물 자유표시 구역'이 운영 ■ 그 동안은 옥외광고물을 규제위주로 관리하여 종류, 크기, 색깔, 모양 등과 설치가능 지역, 장소가 엄격하게 제한되었으나 이를 허용 ■ 또한, 최근 ICT(정보통신기술)와 새로운 광고 매체의 발전에도 불구하고 디지털 광고물에 대한 종류, 크기 등 허가 및 신고 기준이 마련되어 있지 않아 관련 산업 지원이 부족했던 측면이 있었던 점을 감안해, ■ 규제를 획기적으로 개선하여 LED 전광판, 터치스크린 등 디지털광고물을 활용한 창의적으로 옥외광고를 할 수 있는 제도적 기반을 마련했다

자료: 행정자치부, 유진투자증권

도표 100 지하철5678호선 스크린도어 광고:
145개 역사 3,180기 운영



자료: 나스미디어, 유진투자증권

도표 101 가로변 버스 쉼터:
서울 25개 자치구 2,016기 설치



자료: 나스미디어, 유진투자증권

도표 102 수원 kt위즈파크



자료: 나스미디어, 유진투자증권

도표 103 강남대로 점프빌라노 빌딩



자료: 나스미디어, 유진투자증권



디지털 사이니지 사업 계약 체결

도표 104

수시공시의무관련사항(공정공시)

1. 공정공시 대상정보	서울특별시도시철도공사와 5678도시철도 광고대행 사업[5,8호선] 관련 계약체결	
	당사는 서울특별시도시철도공사와 5,8호선 도시철도 광고대행 사업에 대하여 다음과 같이 계약을 체결	
2. 공정공시 정보 및 주요내용	(1) 계약상대방	서울특별시도시철도공사
	(2) 계약명	5678도시철도 광고대행 사업[5,8호선]
	(3) 계약기간	2016.03.14 ~ 2021.03.14
	(4) 계약금액	22,122,727,273원
3. 공정공시 정보제공 사항	(1) 정보제공자	주식회사 나스미디어
	(2) 정보제공 대상자	일반투자자, 기관투자자 등
	(3) 정보제공일시	2016년 3월 15일 공정공시 이후
4. 공시관련 연락처	(1) 공시책임자	윤진아 이사
	(2) 공시담당자	김성철 과장
	(3) 공시담당부서	경영기획팀(02-2188-7450)
5. 기타 투자 판단에 참고할 사항	- 본 계약은 당사가 도시철도 58호선 광고대행 사업을 위해 상기 계약금액을 서울특별시도시철도공사에 지급한 내용입니다. - 상기 계약금액은 부가가치세(VAT)가 포함되지 않은 금액입니다. - 상기 계약기간은 계약일자가 포함된 기간입니다.	

자료: 전자공시, 유진투자증권

도표 105

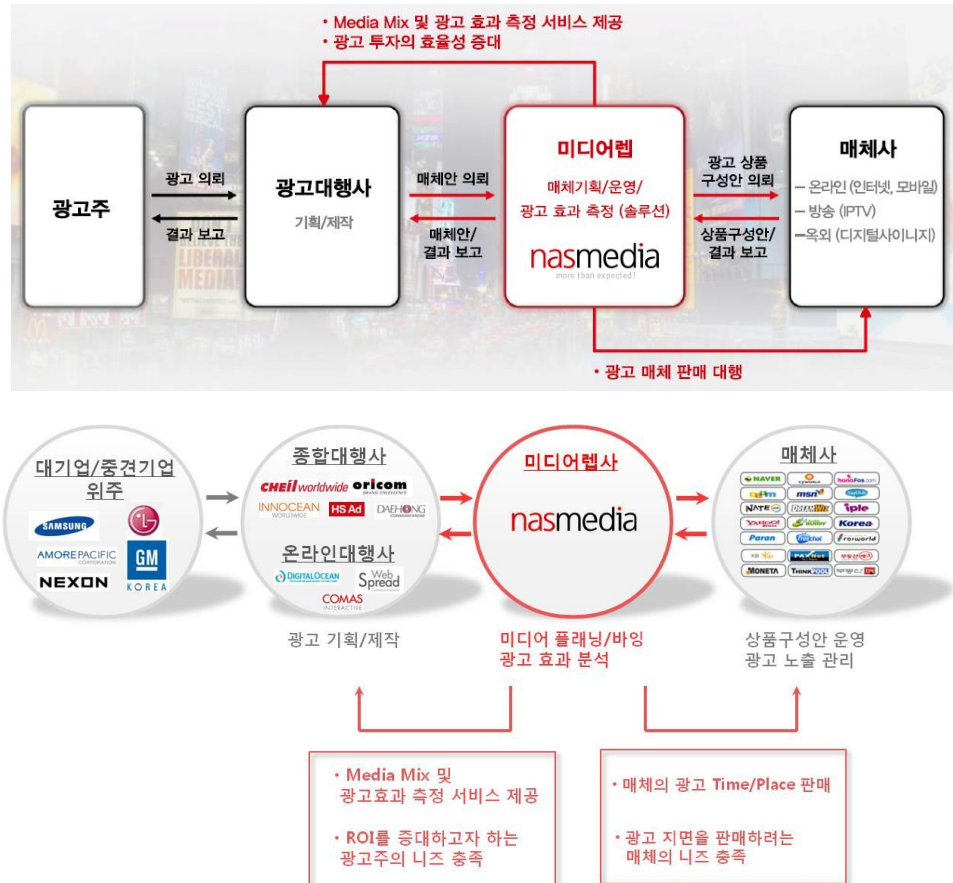
단일판매·공급계약체결

1. 판매·공급계약 내용	5678도시철도 광고대행사업[6,7호선]	
	계약금액(원)	21,504,545,455
2. 계약내역	최근 매출액(원)	29,855,316,860
	매출액 대비(%)	72
3. 계약상대방	서울특별시도시철도공사	
-회사와의 관계	기타(거래상대방)	
4. 판매·공급지역	서울시 도시철도 [6,7호선] 광고매체, 역사 및 전동차 광고매체	
5. 계약기간	시작일	2016-01-25
	종료일	2021-01-25
6. 주요 계약조건	-	
7. 판매·공급방식	자체생산	미해당
	외주생산	미해당
	기타	-
8. 계약(수주)일자	2016-01-25	
9. 공시유보 관련내용	유보기한	-
	유보사유	-
10. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	- 계약금액은 부가가치세(VAT)가 포함되지 않은 금액입니다. - 최근 매출액은 2014년 사업연도 매출액 기준입니다. - 상기 계약기간은 계약일자가 포함된 기간입니다.	
※ 관련공시	-	

자료: 전자공시, 유진투자증권

온라인 디스플레이 광고 국내 1위

도표 106 사업영역 및 관련 산업 Value chain



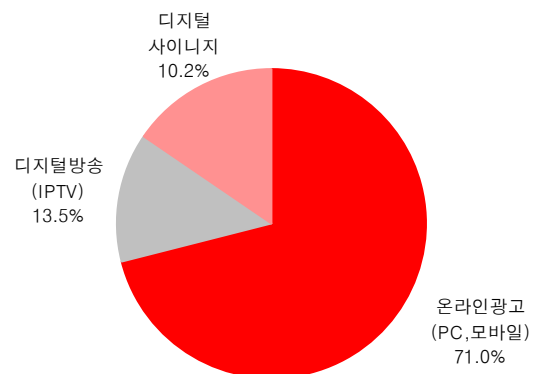
자료: IR Book 및 분기보고서, 유진투자증권

도표 107 회사 연혁

연도	내용
2003.03	더블클릭코리아(주) 설립(100% 외국인 투자기업)
2002.09	대표이사 정기호 인수(지분 100%)
2002.10	(주)나스미디어 시명변경
2004.12	네이버와 미디어랩 독점 계약 체결
2006.08	곰TV 동영상광고 독점 계약 체결
2008.10	KT에서 지분 50% 인수(KT 기업집단 편입)
2010.07	지하철5,6,7,8호선 광고영업 개시
2010.09	올해의 뉴미디어 광고회사로 선정(광고PR 학회 주관)
2013.02	강남역 지하쇼핑센터 광고 판매 운영권 확보
2013.05	창사 이래 누적 취급고 1조원 달성
2013.07	코스닥시장 신규상장

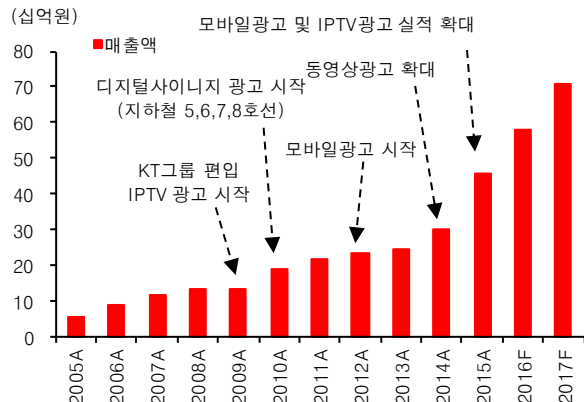
자료: 유진투자증권

도표 108 제품 매출 비중 (2015년 기준)



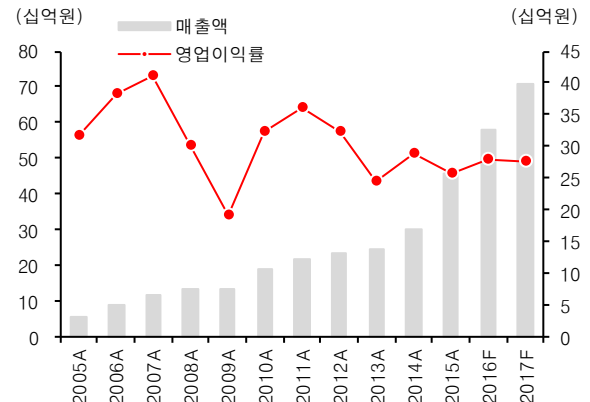
자료: 유진투자증권

도표 109 신사업 확대로 꾸준한 성장 지속



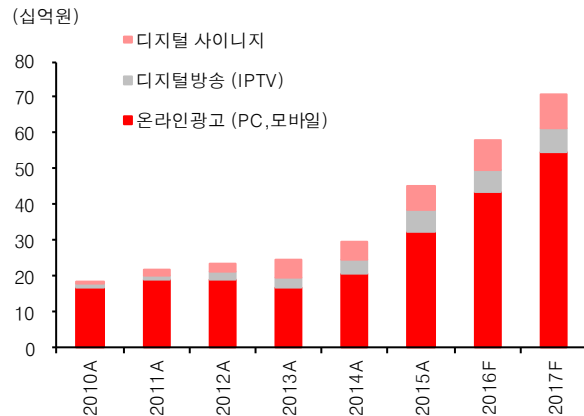
자료: 유진투자증권

도표 110 25%내외의 높은 영업이익률



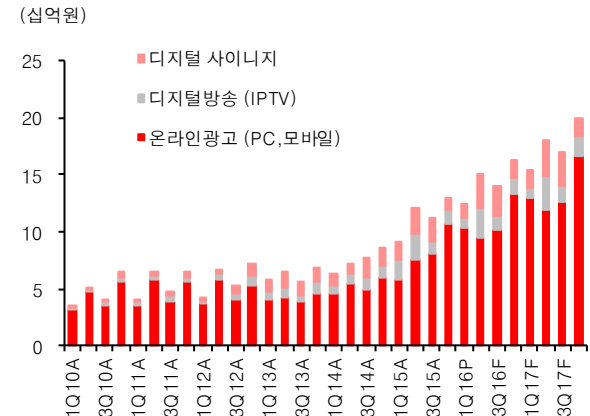
자료: 유진투자증권

도표 111 전사업부 고른 성장세 지속



자료: 유진투자증권

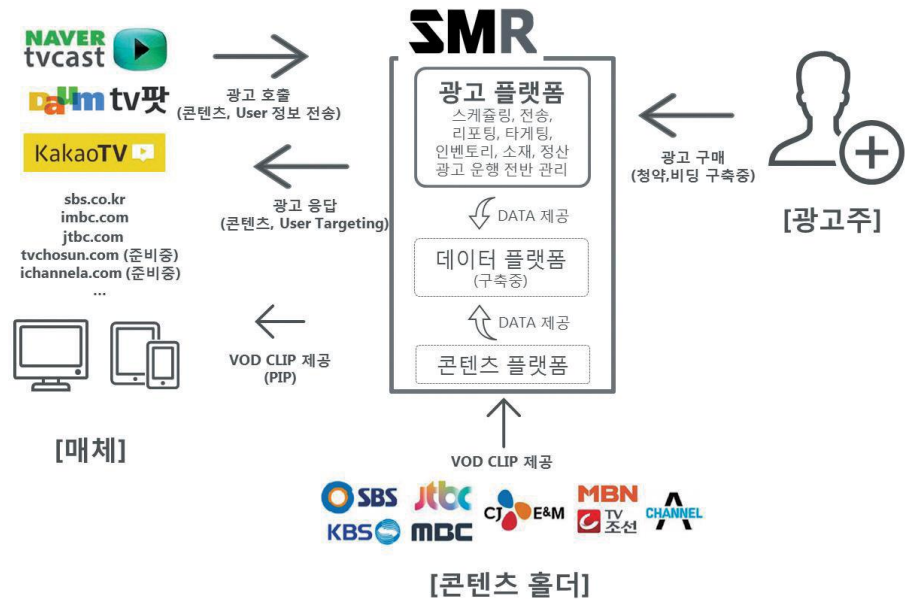
도표 112 상반기보다는 하반기가 기대되는 실적



자료: 나스미디어, 유진투자증권

SMR 광고시장 활성화로 온라인광고 매출 성장

도표 113 SMR 광고유통시스템 구성도



자료: SMR, 유진투자증권

도표 114 SMR_Live 프로세스 및 상품 유형



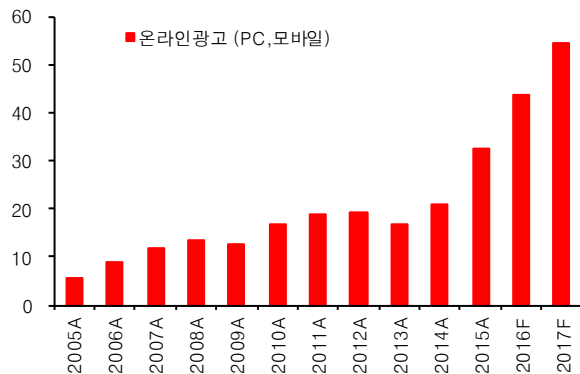
자료: 유진투자증권



동영상 광고 및 모바일광고 시장 확대로 온라인광고 매출 재성장세로 전환

도표 115 온라인광고 매출액 증가세로 전환 중

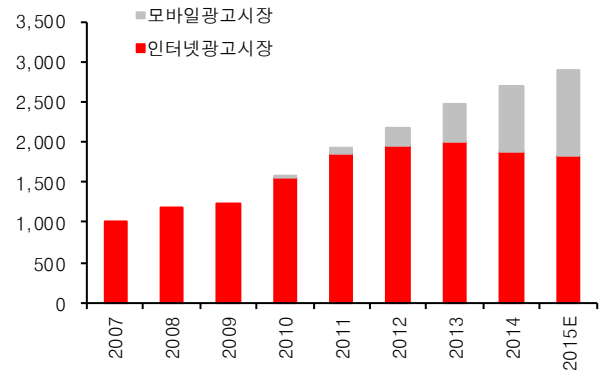
(십억원)



자료: 유진투자증권

도표 116 모바일광고 시장이 급성장하고 있기 때문

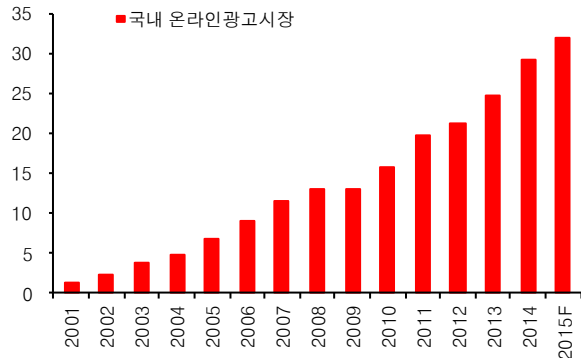
(십억원)



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 117 국내 온라인광고시장은 여전히 성장 중

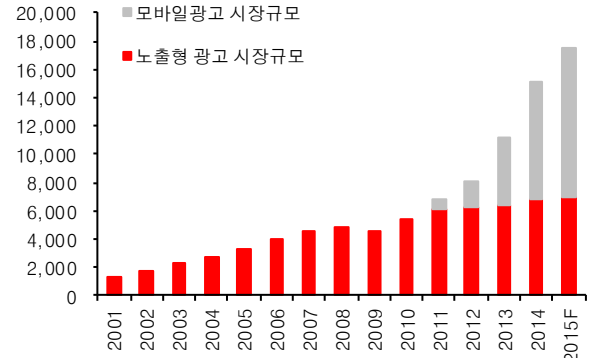
(천억원)



자료: 한국온라인광고협회(2014), 유진투자증권

도표 118 모바일광고 시장이 급성장하고 있기 때문

(억원)

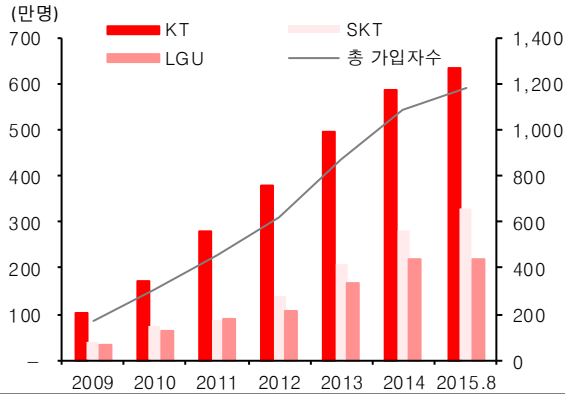


자료: 제일기획, 유진투자증권



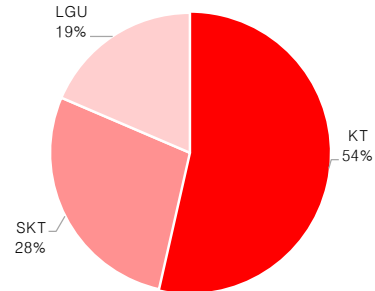
IPTV VOD 서비스 증가로 실적성장 지속

도표 119 국내 IPTV 가입자 증가세 지속



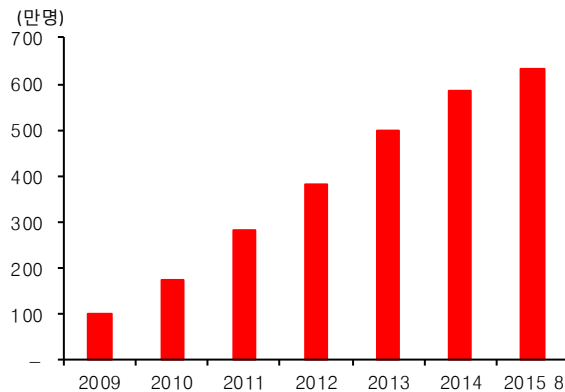
자료: KT, SK텔레콤, LG유플러스, 유진투자증권

도표 120 국내 IPTV 사업자 시장점유율 (2015.8월)



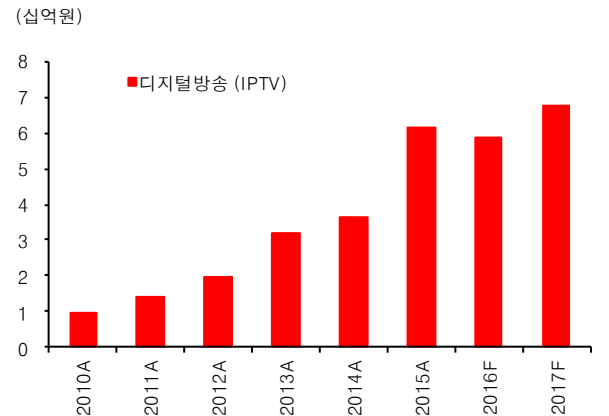
자료: KT, SK텔레콤, LG유플러스, 유진투자증권

도표 121 주요고객인 KT 가입자 증가 추이



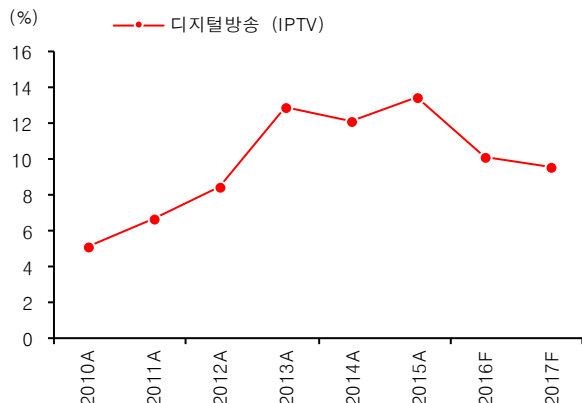
자료: KT, 유진투자증권

도표 122 IPTV 광고 매출액 증가세 지속



자료: 유진투자증권

도표 123 IPTV 광고 매출비중은 하락세



자료: 유진투자증권



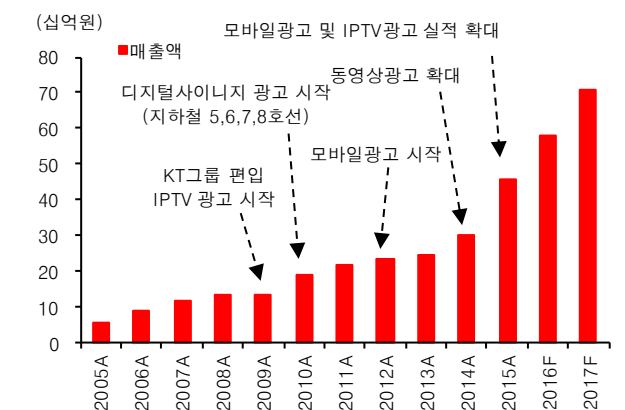
뉴미디어 광고시장 시장점유율 확대

도표 124 사업 영역 지속 확대로 뉴미디어 광고 시장 과점

사업영역		온라인 미디어랩						방송 미디어랩		광고 대행사
		나스미디어	메조미디어	DMC미디어	24/7 Real	인크로스	크로스미디어	코바코	미디어 크리에이트	이엠넷
온라인	인터넷 (Display)	○	○	○	○	○	○			○ (Search)
	모바일 (Display)	○	○	○	○	○	○			○ (Search)
옥외광고 (디지털 사이니지)		○		○		○	○			
방송	IPTV	○		○		○				
	CATV		○							
	공중파방송							○	○ (SBS)	

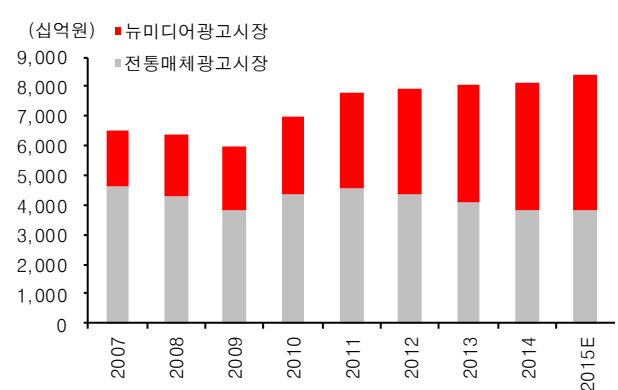
자료: 나스미디어, 유진투자증권

도표 125 뉴미디어 광고 서비스 시장 진출 성공



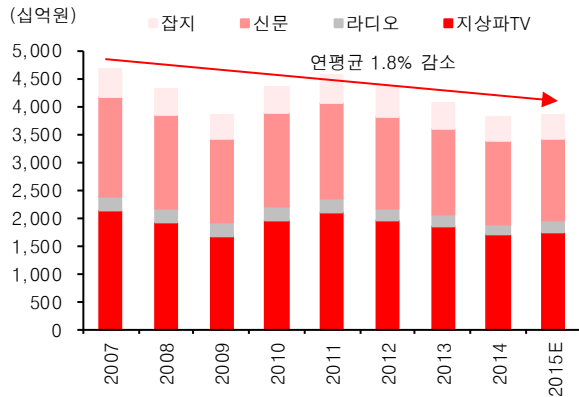
자료: 유진투자증권

도표 126 뉴미디어 광고시장 확대 지속



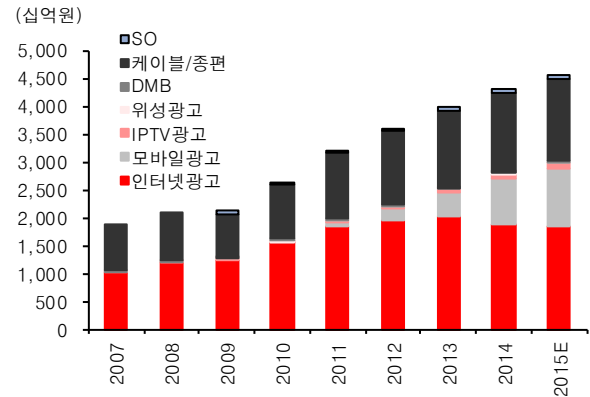
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 127 전통 4대 광고매체는 역 성장 중



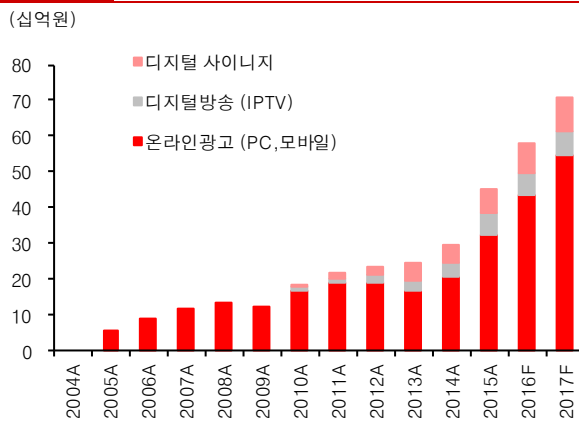
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 128 뉴미디어 광고 시장은 성장 중



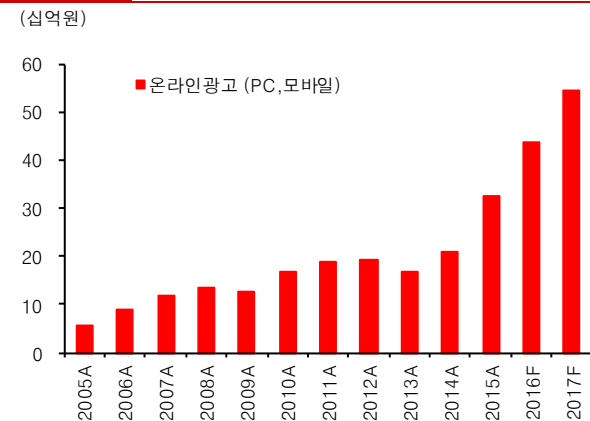
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 129 신규 미디어 중심의 매출 성장 중



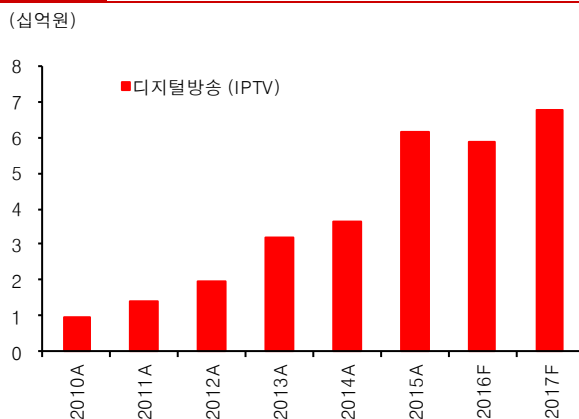
자료: 유진투자증권

도표 130 온라인광고 매출이 재성장세로 전환



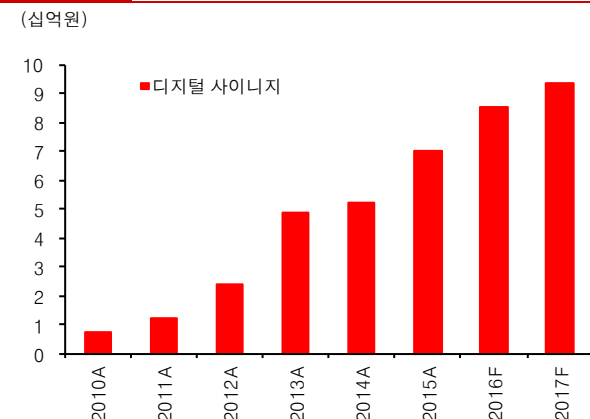
자료: 유진투자증권

도표 131 IPTV광고 서비스 매출 증가 지속



자료: 유진투자증권

도표 132 디지털 사이니지 광고 매출 급증 전망



자료: 유진투자증권



나스미디어(089600.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	90.2	124.8	148.7	179.7	214.1
현금및 현금성자산	3.8	13.4	21.1	27.7	36.3
단기금융상품	27.0	21.8	22.6	23.6	24.5
매출채권	58.7	88.1	103.4	126.8	151.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.7	1.6	1.6	1.6	1.7
비유동자산	7.4	16.9	13.6	13.1	13.5
투자자산	5.9	2.5	2.6	2.7	2.8
유형자산	0.3	11.7	10.1	9.7	10.0
무형자산	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
자산총계	97.5	141.7	162.2	192.8	227.6
유동부채	33.4	70.0	79.5	96.8	115.1
매입채무	31.2	66.7	76.1	93.4	111.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	2.2	3.3	3.4	3.4	3.4
비유동상부채	1.5	2.2	2.3	2.4	2.5
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.5	2.2	2.3	2.4	2.5
부채총계	34.9	72.2	81.7	99.2	117.6
자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	36.5	43.4	54.4	67.6	83.9
자본총계	62.6	69.5	80.5	93.7	110.0
순차입금	-30.8	-35.1	-43.7	-51.2	-60.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금	0.7	19.8	14.8	15.1	18.0
당기순이익	8.0	9.9	13.4	16.1	19.3
비현금수익비용가감	2.8	5.5	7.2	5.2	5.2
유형자산감각상각비	0.3	0.2	5.4	4.9	5.0
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.0	0.0	1.7	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-9.5	6.3	-5.8	-6.2	-6.5
매출채권 감소(증가)	-1.8	-31.4	-15.3	-23.5	-24.8
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-6.9	35.5	9.4	17.3	18.3
기타자산,부채변동	-0.7	2.2	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	3.2	-7.9	-4.7	-5.5	-6.4
유형자산처분(취득)	-0.2	-11.6	-3.7	-4.5	-5.4
무형자산감소(증가)	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	3.8	3.9	-0.9	-0.9	-1.0
기타투자활동	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금	-1.4	-2.4	-2.4	-3.0	-3.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.4	-2.4	-2.4	-3.0	-3.0
배당금의 지급	1.4	2.4	2.4	3.0	3.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	2.5	9.6	7.7	6.6	8.6
기초현금	1.3	3.8	13.4	21.1	27.7
기말현금	3.8	13.4	21.1	27.7	36.3

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	29.9	45.5	57.9	70.6	83.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	29.9	45.5	57.9	70.6	83.9
판매비및관리비	21.3	33.8	41.8	51.1	60.6
영업이익	8.6	11.7	16.1	19.5	23.3
영업외손익	1.7	1.1	1.1	1.3	1.6
이자수익	1.3	0.7	0.9	1.2	1.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환손익	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
세전계속사업손익	10.3	12.8	17.2	20.8	24.9
계속사업법인세비용	2.3	2.9	3.9	4.6	5.6
계속사업이익	8.0	9.9	13.4	16.1	19.3
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.0	9.9	13.4	16.1	19.3
(포괄손익)	8.0	9.9	13.4	16.1	19.3
EBITDA	9.0	12.1	21.6	24.5	28.4
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA마진율(%)	30.1	26.6	37.4	34.8	33.9
영업이익률(%)	28.8	25.7	27.8	27.6	27.8
세전계속사업이익률(%)	34.5	28.1	29.7	29.4	29.7
ROA(%)	8.2	8.3	8.8	9.1	9.2
ROE(%)	13.4	15.0	17.8	18.5	19.0
수정ROE*(%)	13.4	15.0	17.8	18.5	19.0

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
투자지표					
PER(배)	24.7	41.6	33.3	27.6	23.0
수정 PER(배)	24.7	41.6	33.3	27.6	23.0
PBR(배)	3.1	5.9	5.5	4.8	4.0
배당수익률(%)	1.2	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/ EBITDA(배)	18.5	31.2	18.6	16.1	13.5
성장성(%,YOY)					
매출액	20.6	52.4	27.4	21.8	19.0
영업이익	42.0	35.9	38.0	20.6	19.9
세전계속사업손익	40.9	24.2	34.6	20.7	19.8
포괄손익	41.7	24.6	34.7	20.8	19.8
EPS	41.7	24.6	34.7	20.8	19.8
안정성(배,%)					
유동비율	37.1	56.1	53.4	53.9	53.8
부채비율	55.8	103.8	101.6	105.9	106.9
이자보상배율	na	na	na	na	na
순차입금/자기자본	na	na	na	na	na
주당지표(원)					
EPS	965	1,202	1,620	1,957	2,345
수정EPS	965	1,202	1,620	1,957	2,345
BPS	7,587	8,432	9,762	11,359	13,344
EBITDA/Share	1,089	1,467	2,625	2,974	3,447
CFPS	1,304	1,869	2,498	2,582	2,974
DPS	290	360	360	360	360



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

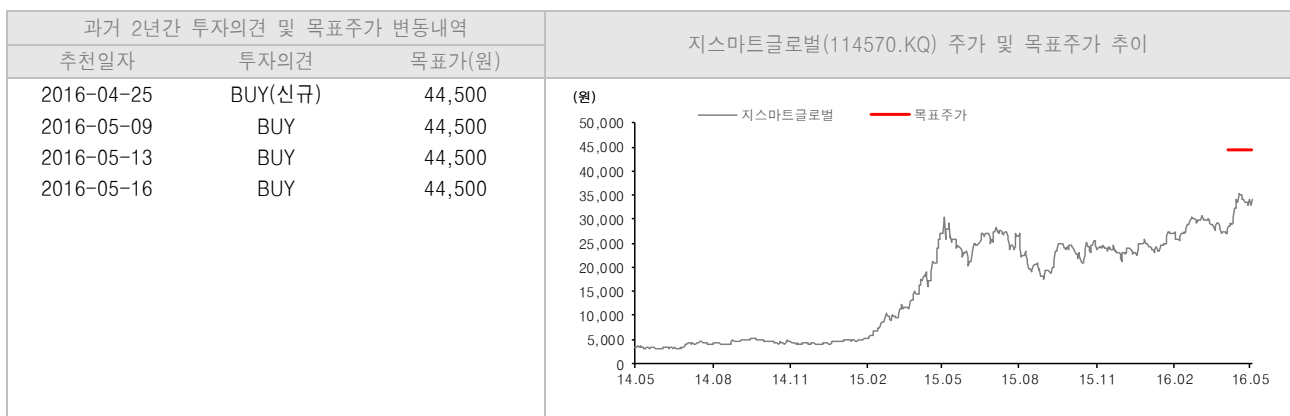
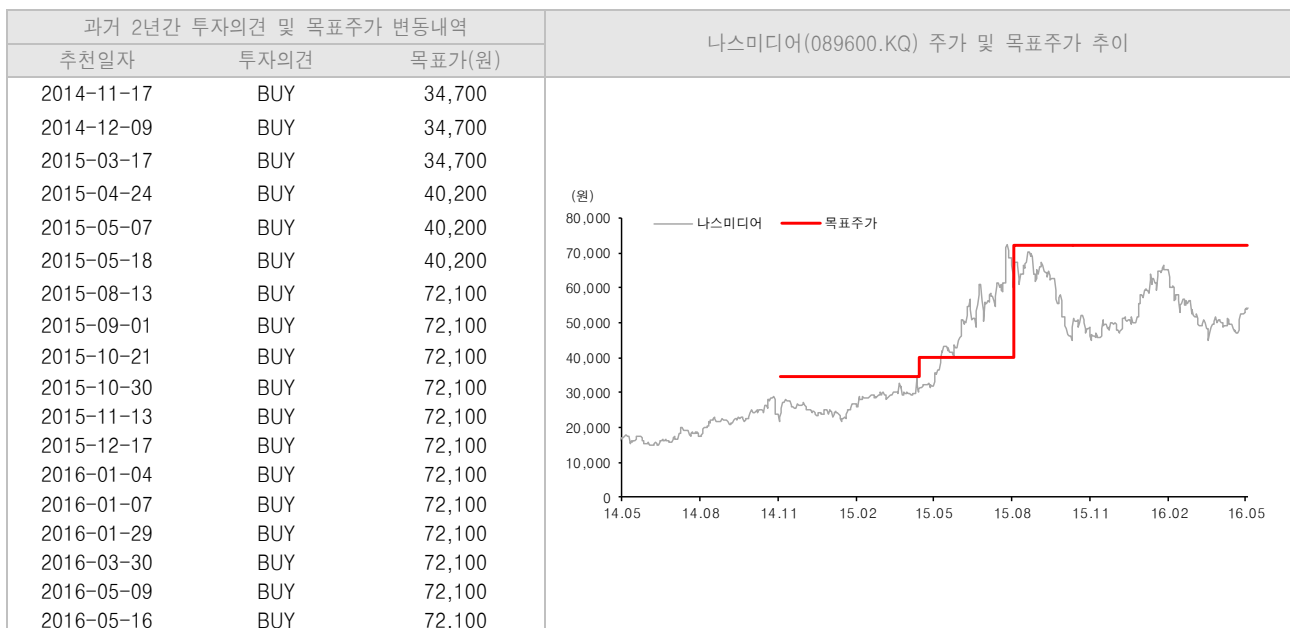
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	5%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2016.3.31 기준)



2016년 하반기 산업전망: 스몰캡 이슈분석 시리즈 (2)

최대 호황기 진입하는 미국풍력 시장

경제성과 보조금 연장으로 5년간의 황금기 예상

미국의 풍력발전 단가가 석탄 또는 천연가스 발전단가보다 낮아지면서, 대형 유틸리티업체들의 수요가 증가하는 국면에 진입했다. 이를 반영하듯 과거 풍력발전이 거의 없었던 미국 동남부지역의 유틸리티 업체들이 대규모 단지 개발을 발표했다. 또한 2015년말 합의된 세금 감면제도(PTC)의 2020년까지의 다년간 연장안까지 더해져 미국 풍력 시장은 사상 최대의 호황 국면으로 진입할 태세이다. 최소 5년간의 호황을 누릴 미국 풍력시장 때문에 수혜를 보는 국내업체들에 대한 투자가 필요한 시점이다. **동국S&C(100130)**를 최선 호주로 제시한다.



미드스몰캡 한병화
Tel. 02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076
jongsun.park@eugenefn.com



Glossary

용어	정의
재생에너지(Renewable Energy)	화석원료(석유, 석탄, 천연가스)와 원자력을 대체할 수 있는 무공해 에너지로 국내에서는 태양열, 태양광, 바이오매스, 풍력, 수소력, 지열, 해양에너지, 폐기물에너지, 연료전지, 석탄액화가스화, 수소에너지 등 11개 분야로 규정
그리드 패리티(Grid Parity)	화석연료와 재생에너지의 발전단가가 같아지는 영역
발전단가(Power Cost)	발전에 필요한 비용으로 일반적으로 1 kWh당 가격으로 표시하며, 크게 자본비, 연료비, 운전비 등으로 구성
CPP(Clean Power Plan)	미국 EPA의 저탄소 발전 촉진 계획
EPA(Environment Protection Agency)	미국 환경청
ITC(Investment Tax Credit)	미국 태양광 투자에 대한 세금 감면 제도
PTC(Production Tax Credit)	미국의 신재생에너지원에 대한 세금감면 혜택제도
RPS(Renewable Portfolio Standard)	전력생산자가 전기발전량의 일정량을 의무적으로 신재생에너지를 이용하여 생산하여야 하는 제도
풍력발전(Wind Power Generation)	바람의 에너지를 터빈을 통해 역학에너지로 변환하여 전력을 생산하는 발전 방식
풍력터빈(Wind Turbine)	바람의 운동에너지를 기계적인 에너지로 변환시키는 회전 기구로 날개, 탑 등으로 구성
블레이드(Blade)	풍력발전기의 날개로, 바람의 힘에 의해 회전
MWh(Megawatt-hour)	전력량의 단위로 1MWh는 1MW의 전력을 1시간 동안 공급한 에너지를 의미

Summary

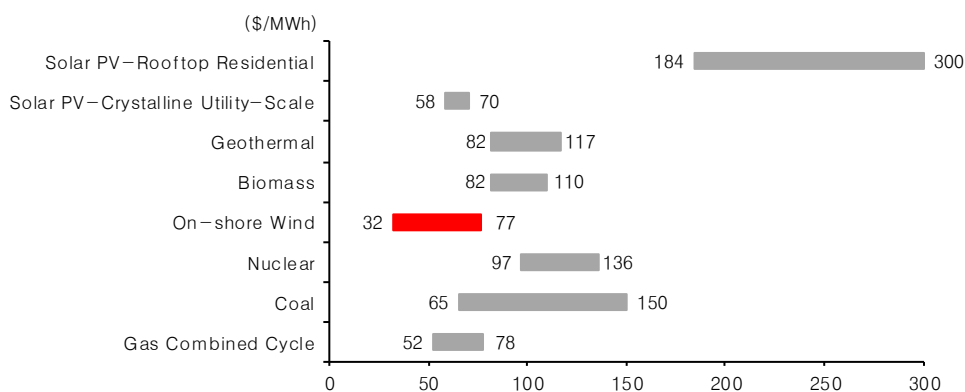
미국 풍력 발전 단가, 화석 연료 발전단가보다 낮아져 수요 확산되는 티핑포인트 진입

- 미국의 풍력발전 단가는 2015년 평균으로 32~77달러/MWh로 석탄(65~150달러/MWh)과 천연가스(44~69달러/MWh) 발전단가보다 낮아졌다. 발전기의 가격하락, 기술발전과 발전기 크기 증가에 의한 단위당 전력생산의 증가 등의 원인으로 풍력발전 단가는 지난 5년간 약 60% 이상 낮아졌다. 이에 비해 석탄발전은 탄소배출 규제와 이산화황, 수은 등 유해물질 배출 저감을 위한 비용부담으로 석탄가격 하락에도 불구하고 발전단가는 오히려 상승했다. 특히 풍력은 발전단가 하락속도가 빨라서 역사적인 가격 저점 수준에 있는 천연가스를 이용한 발전단가보다 낮아진 것은 큰 의미를 가진다. 그리드 패러티 그 이상을 달성한 미국의 풍력발전은 그 동안 불모지였던 동남부 등 미국 전역으로 채택이 확산되고 있다.

오바마의 작별 선물, PTC 다년간 연장으로 2015~2020년 미국 풍력 설치량 연평균 15% 증가 예상

- 지난 연말 미국의 민주당과 공화당은 풍력/태양광의 PTC/ITC의 다년간 연장과 원유수출 허용에 대한 법안을 서로 양보해서 통과시켰다. 두 번째 임기의 목표를 기후변화 해결로 설정한 오바마행정부가 마지막 승부수를 띄운 것이다. 일년 단위로 연장되어서 풍력수요의 가장 큰 불확실성으로 작용했던 PTC가 2020년까지 자동연장 되어서 적용되는 것이다. 또한, 매년 PTC의 수준도 낮아지게 설계되어있어 조기 착공하려는 수요가 올 하반기에 몰릴 것으로 예상된다. 2016년내에 착공하면 2.3cents/kwh의 PTC를 받지만, 2017년부터는 매년 20%씩 낮아진다. 따라서 미국 풍력시장은 사상최대 수준의 건설중인 15,000MW의 단지에, 연내 착공해 높은 PTC 확보를 위한 하반기의 선수요까지 몰려 단기 수요 급증현상이 예상된다. 2015~2020년 미국의 연평균 풍력설치량 증가율은 15%에 달할 것으로 예상된다. 이는 전 세계 설치량 증가율인 7% 대비 월등히 높은 것이다.

풍력 발전단가, 화석연료 대비 경제성 갖기 시작



자료: LAZARD, 유진투자증권

미국 60개 상위 대기업들 재생에너지 구매연합까지 결성, 리먼 사태 이전의 호황세 누릴 것

- 최근 마이크로소프트, 페이스북, 월마트, 알파벳 등 미국 상위 60개 대기업들은 REBA(Renewable Energy Buyers Alliance)를 결성해 향후 10년간 60GW의 재생에너지를 구매하겠다고 밝혔다. 미국에서 민간업체들의 재생에너지 투자는 지속적으로 증가했지만, 이러한 조직적인 움직임은 처음이다. 발전단가 하락에 따른 경제성 확보와 탄소배출 저감이라는 기업의 사회적 책임을 중시하는 문화가 민간기업들의 재생에너지 투자를 유도하고 있는 것이다. 대규모 단지건설이 용이하고 발전단가가 가장 낮은 풍력이 REBA의 주요 투자대상이 될 것으로 예상된다. 정부지원 강화, 경제성 확보로 인한 민간수요의 확산으로 미국의 풍력업황은 리먼 사태 이전의 호황세를 재현할 것으로 예상된다. 2015년기준 미국의 풍력설치량 중 민간업체들의 투자비중은 8%에 불과하지만, REBA의 결성으로 30% 이상으로 높아질 것으로 추정된다.

Top Picks

- 동국 S&C(100130.KQ, 투자 의견 BUY, 목표주가 7,500원): 미국향 풍력타워 매출이 주력이어서 미국 풍력 호황에 수혜 강도 커
- 태웅(044490.KQ, NR): 글로벌 최대 풍력단조업체, 전기로 사업이 연착륙하면 가격경쟁력 높아져 주가 상승 견인할 것
- 씨에스윈드(112240.KS, NR): 베트남 공장의 미국향 타워 수출 재개 긍정적, 캐나다 매출 감소를 상쇄할 추가 매출원 개발 기대

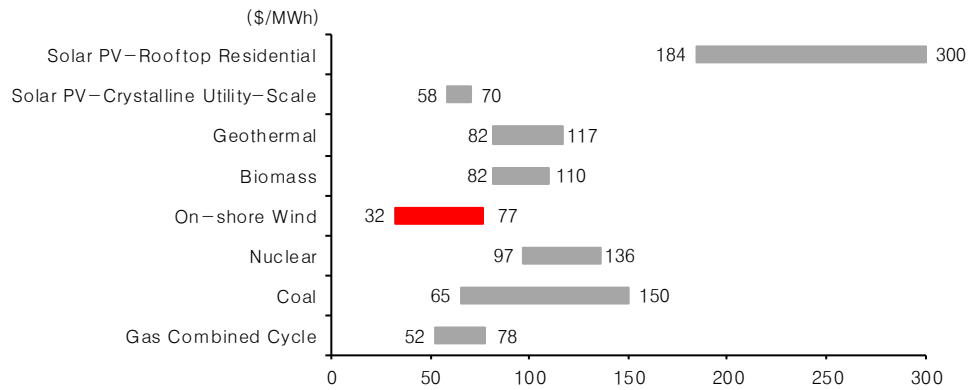
REBA의 출현으로 풍력수요 민간업체들로 확산



자료: 유진투자증권

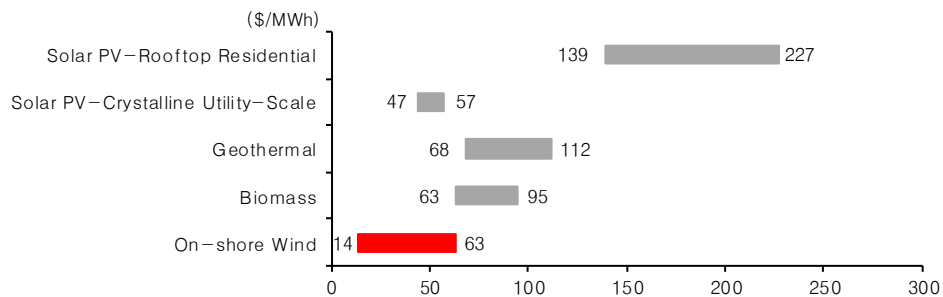
Key chart

발전원별 발전단가(2015년 기준 LCOE) 비교 (보조금제외)



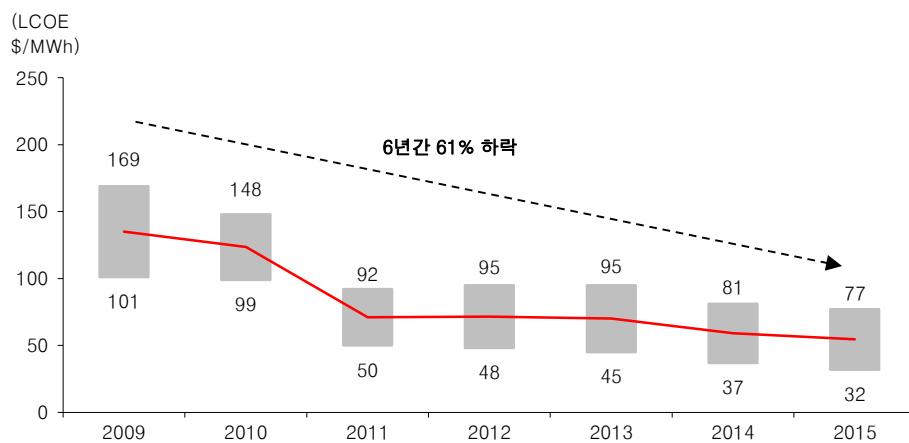
자료: LAZARD, 유진투자증권

발전원별 발전단가(2015년 기준 LCOE) 비교 (보조금포함)



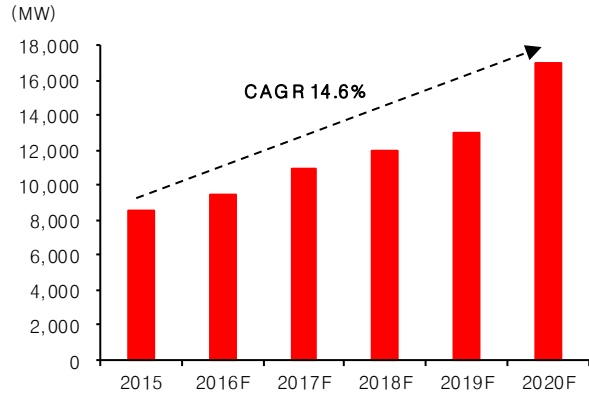
자료: LAZARD, 유진투자증권

풍력 발전 단가 61% 하락



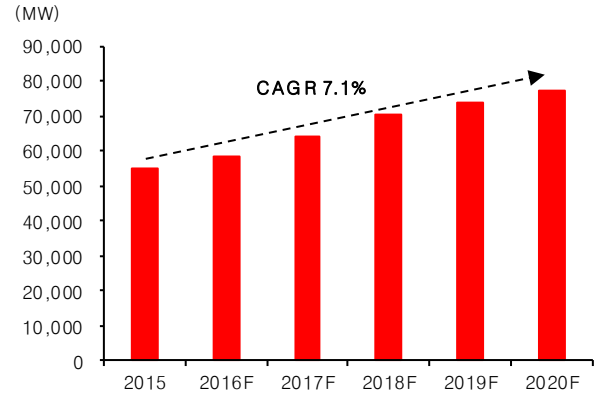
자료: LAZARD, 유진투자증권

미국 풍력발전 설치량 전망



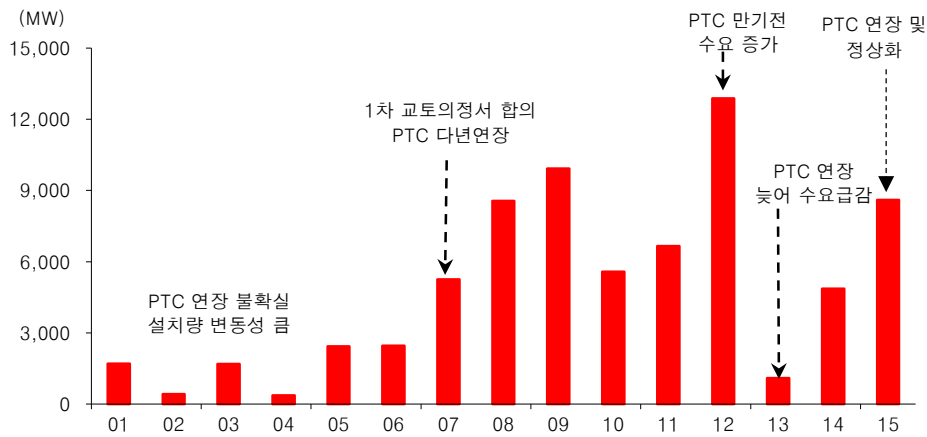
자료: 유진투자증권

글로벌(미국제외) 풍력발전 설치량 전망



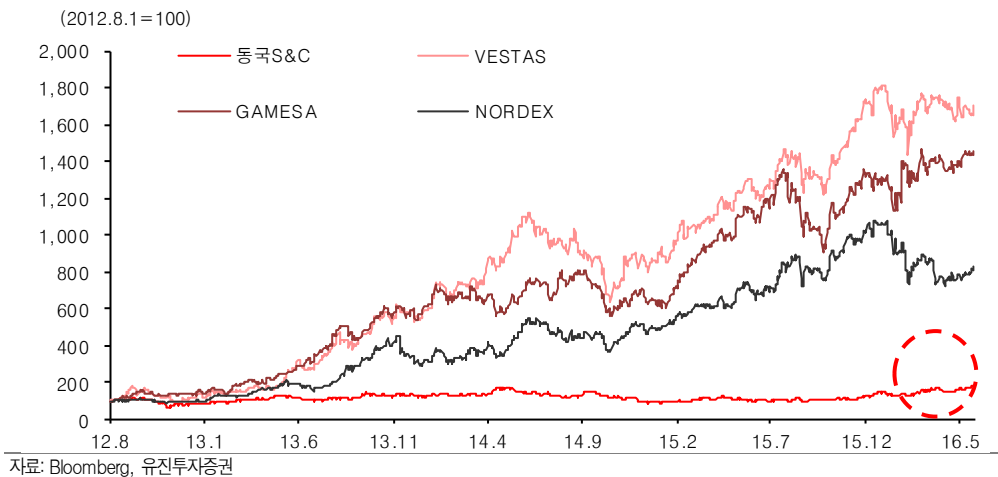
자료: 유진투자증권

PTC 연장 유무에 따른 미국의 풍력 설치량 변화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

고공행진하는 해외 풍력업체들



자료: Bloomberg, 유진투자증권

EUGENE

your best
partner.



Contents

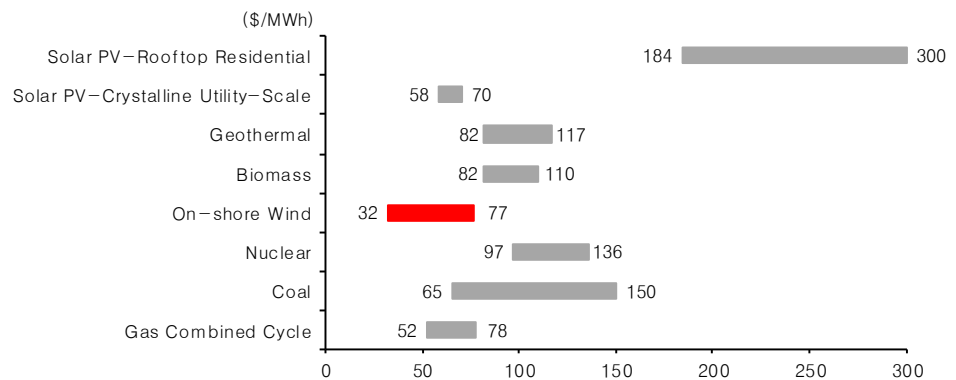
Summary	76
I. 미국 풍력발전 단가 하락으로 수요 확대 티핑포인트 진입	82
II. PTC 5년 연장으로 관련업체들 황금기 진입	86
III. 민간업체들로 풍력 수요 확산 국면	93
기업분석	96
동국 S&C(100130.KQ)	
태웅(044490.KQ)	
씨에스원드(112610.KS)	

I. 미국 풍력, 발전단가 하락으로 티핑포인트 진입

미국 풍력발전 단가, 태양발전 대비 경쟁력 확보

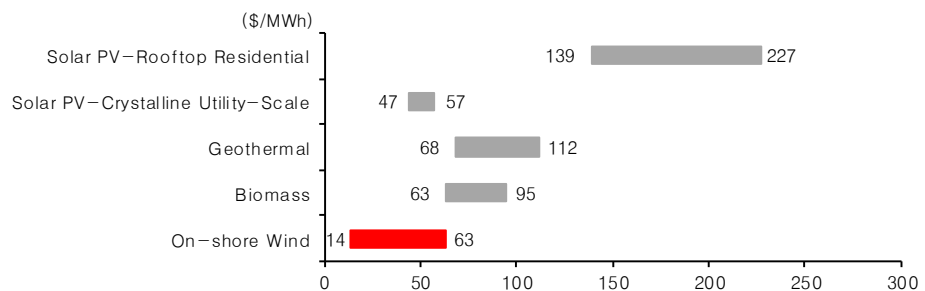
오랜기간 미국의 발전원별 단가를 추적해온 라자드의 분석에 따르면 2015년 기준 풍력의 발전단가는 \$32~77/MWh로 천연가스발전(\$52~78/MWh, 천연가스 가격 \$3.5/mmbtu 가정), 석탄발전(\$65~150/MWh) 대비 낮다. 현재의 낮아진 천연가스 가격을 반영(평균 \$2.5/mmbtu 가정)해도 천연가스 발전단가는 \$44~69/MWh로 풍력 대비 경쟁력이 열위에 있는 것으로 분석된다. 석탄발전은 탄소배출 이외에도 이산화황, 수은 등 다양한 규제로 더 이상 미국에서 신규발전소가 증설되지 않고 있어, 풍력의 경쟁력이 미국의 발전시장에서 가장 높은 것이다. 또한, 풍력은 대표적인 보조금인 PTC(Production Tax Credit: 세금감면제도) 적용 시 발전단가가 \$14~63/MWh로 더욱 낮아져, 수요가 유틸리티업체들로부터 민간업체들에게까지 확산되고 있는 상황이다.

도표 1 발전원별 발전단가(2015년 기준 LCOE) 비교 (보조금제외)



자료: LAZARD, 유진투자증권

도표 2 발전원별 발전단가(2015년 기준 LCOE) 비교 (보조금포함)



자료: LAZARD, 유진투자증권

도표 3 도표 1번 발전단가 추정 근거(1)

	Units	Solar PV-Rooftop Residential		Solar PV-Crystalline Utility-Scale		Geothermal		Biomass		On-shore Wind	
Key Assumptions											
Net Facility Output	MW	0.005		1		20	50	35		100	
EPC Cost	\$/kW	\$4,100	\$5,300	\$2,600	\$3,750	\$3,900	\$5,600	\$2,600		\$950	\$1,100
Capital Cost During Construction	\$/kW					\$600	\$800	\$400			
Other Owner's Costs	\$/kW	included		included		included		included		300	600
Total Capital Cost	\$/kW	\$4,100	\$5,300	\$2,600	\$3,750	\$4,500	\$6,400	\$3,000		\$1,250	\$1,700
Fixed O&M	\$/kW-yr	\$17.50	\$22.50	\$15.00	\$20.00			\$95.00		\$35.00	\$40.00
Variable O&M	\$/MWh					\$30.00	\$40.00	\$15.00			
Heat Rate	Btu/kWh							14,500			
Capacity Factor	%	25%	20%	25%	20%	90%	85%	85%		55%	30%
Fuel Price	\$/MMBtu							\$1.00	\$2.00		
Construction Time	Months	3		3		36		36		12	
Facility Life	Years	20		25		25		25		20	
CO ₂ Emissions	lb/MMBtu										
LCOE	\$/MWh	\$184	\$300	\$109	\$193	\$82	\$117	\$82	\$110	\$32	\$77

자료: LAZARD, 유진투자증권

도표 4 도표 1번 발전단가 추정 근거(2)

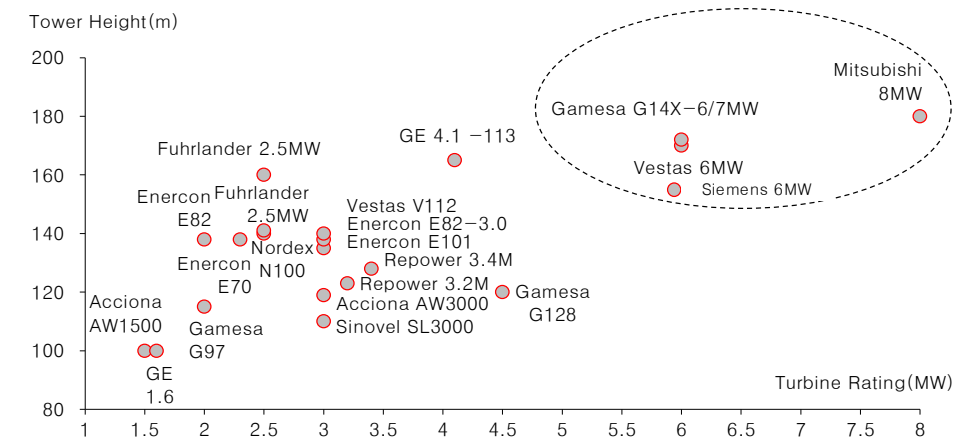
	Units	Nuclear		Coal		Gas Combined Cycle	
Key Assumptions							
Net Facility Output	MW	1,100		600		550	
EPC Cost	\$/kW	\$3,800	\$5,200	\$2,000	\$6,100	\$700	\$1,000
Capital Cost During Construction	\$/kW	\$1,000	\$1,500	\$500	\$1,600	\$100	\$100
Other Owner's Costs	\$/kW	600	1500	500	700	200	200
Total Capital Cost	\$/kW	\$5,400	\$8,200	\$3,000	\$8,400	\$1,000	\$1,300
Fixed O&M	\$/kW-yr	\$135.00		\$40.00	\$80.00	\$ 6.20	\$5.50
Variable O&M	\$/MWh	\$0.50	\$0.75	\$2.00	\$5.00	\$3.50	\$2.00
Heat Rate	Btu/kWh	10,450		8,750	12,000	6,700	6,900
Capacity Factor	%	90%		93%		70%	40%
Fuel Price	\$/MMBtu	\$0.85		\$1.95		\$3.5	
Construction Time	Months	69		60	66	36	
Facility Life	Years	40		40		20	
CO ₂ Emissions	lb/MMBtu			211		117	
LCOE	\$/MWh	\$97	\$136	\$65	\$150	\$52	\$78

자료: LAZARD, 유진투자증권

미국 풍력발전 단가,
지난 6년간 연평균 61% 낮아져

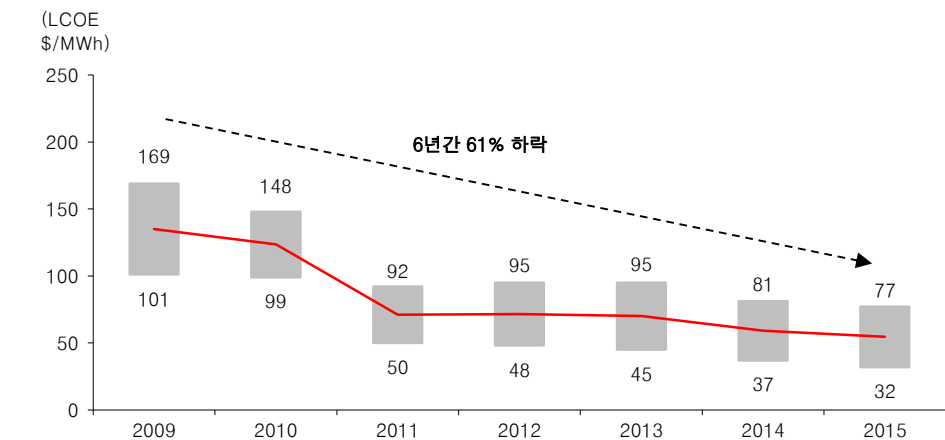
미국의 풍력발전단가는 2009년 \$101~169/MWh에서 2015년 \$32~77/MWh로 중간 값을 적용하면 61% 하락했다. 발전단가 하락의 주원인은 1) 원재료가 가격 하락에 따른 발전기 가격 하락 2) 발전기의 대형화 3) IT기술 접목에 따른 발전기당 생산전력의 증가 등 때문이다. 2010년 미국에 신규 설치된 풍력터빈의 평균 크기는 1.3MW였는데, 2015년에는 2.0MW로 커졌다. 또한 기술력의 발전도 괄목할 만한데, 저속 풍력발전기의 개발이 대표적인 사례이다. 초기의 풍력발전기는 초속 7m 이상의 바람이 부는 곳에 적합하도록 설계되었으나, 최근에는 블레이드의 경량화, 나셀의 유동화 등으로 초속 4m급의 바람에도 발전이 가능하도록 설계되고 있다. 기술력 향상과 대형화로 풍력발전의 단가는 향후에도 지속적으로 낮아질 것으로 예상된다.

도표 5 풍력 터빈메이커들의 대형 발전기 출시 확대



자료: MAKE Consulting, 유진투자증권

도표 6 풍력 발전 단가 61% 하락

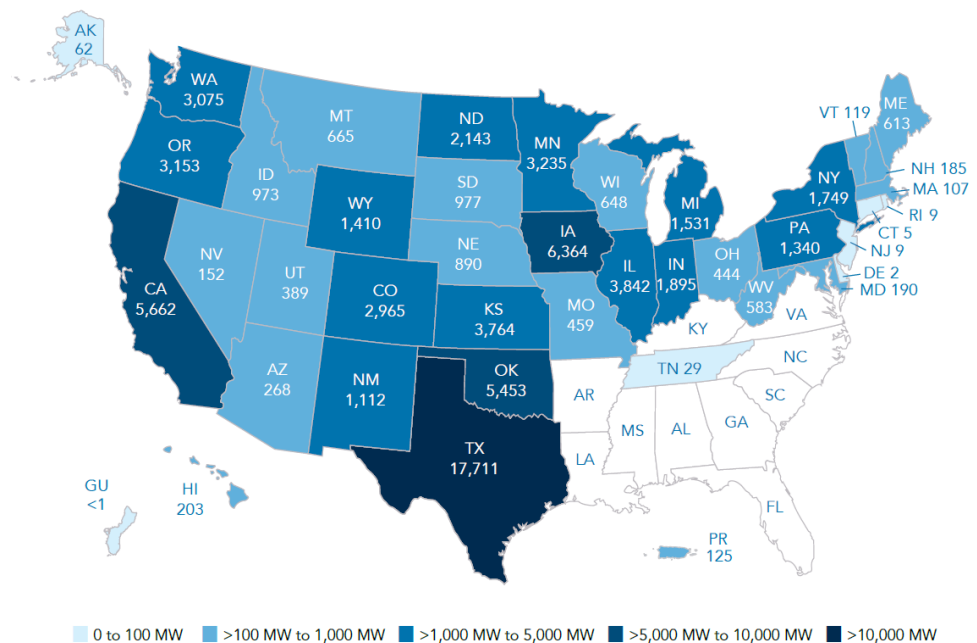


자료: LAZARD, 유진투자증권

경제성과 기술발전으로
미국 전역으로
확산되는 풍력발전

2015년 기준 미국의 주별 풍력발전 비중은 텍사스가 24%로 압도적으로 높고, 오클라호마, 캘리포니아가 8%로 주로 바람의 질이 좋은 지역에 설치가 많았다. 반면에 버지니아, 플로리다, 조지아, 애리조나 등 미국의 동남부 지역의 풍력 설치량은 주 별로 100MW를 상회하는 지역이 거의 없다. 바람의 강도도 좋지 못하고, 석탄발전, 원전 등이 주력이었기 때문에 상대적으로 재생에너지 투자에 적극적이지 못했다. 하지만, 최근 대형 유틸리티 업체인 Southern Co, Duke Energy, NexEra 등이 이 지역에 대규모 풍력단지 건설 계획을 잇따라 발표하고 있다. Duke Energy는 2020년까지 30억달러의 풍력, 태양광 단지 건설계획을, Southern Co.는 향후 2년간 25억달러의 재생에너지 투자계획을 밝혔다. NextEra는 2017~2018년 풍력, 태양광 신규 설치량을 각각 4.1GW, 1.3GW로 기존 계획 대비 3배 이상으로 상향할 계획이다. 풍력 불모지인 동남부 지역에 설치가 크게 증가하는 가장 큰 이유는 저속풍력발전기의 개발 등 발전단가의 하락으로 인한 경제성 확보와 보조금인 PTC의 5년 적용때문이다. 미국 풍력발전의 수요가 전역으로 확대되고 있다.

도표 7 미국 주별 풍력 발전 용량



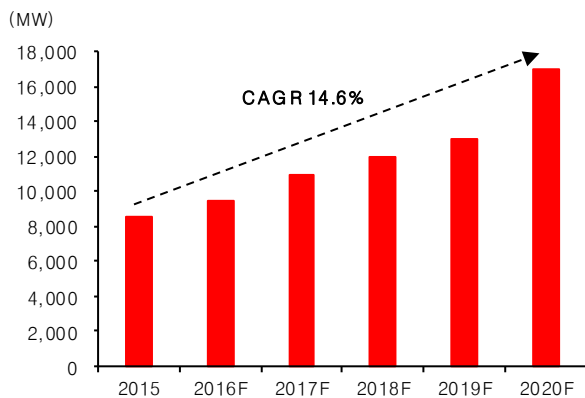
자료: AWEA, 유진투자증권

II. PTC 5년 연장으로 관련업체들 황금기 진입

2015~2020년
풍력설치량 연평균 15% 성장 예상

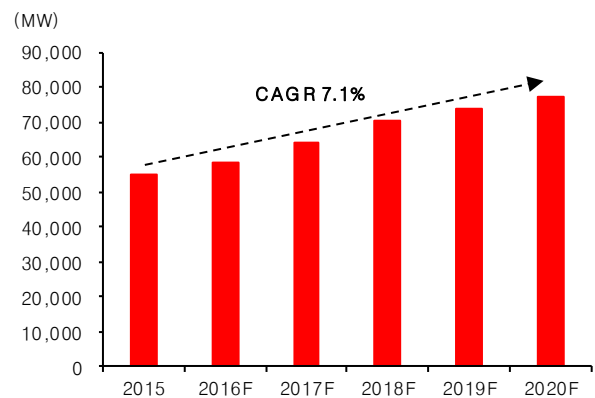
2015~2020년 미국의 신규 풍력설치량은 연평균 15% 증가할 것으로 예상된다. 타발전원 대비 경제성 확보와 핵심 지원제도인 PTC가 2020년까지 연장되었기 때문이다. 이 수치는 미국을 제외한 글로벌 풍력 설치량 예측치인 7% 대비 두 배나 높은 것이다. 적어도 2020년까지의 글로벌 풍력수요 증가는 미국이 견인할 것이다. 과거 중국이 성장을 주도하던 시기에는 폐쇄시장의 특성 때문에 글로벌 체감 업황이 좋지 못했으나, 미국은 글로벌 주요 터빈메이커들의 주력시장이므로 풍력관련 업체들이 느끼는 체감 업황은 현저히 개선될 것으로 판단된다.

도표 8 미국 풍력발전 설치량 전망



자료: 유진투자증권

도표 9 글로벌(미국제외) 풍력발전 설치량 전망

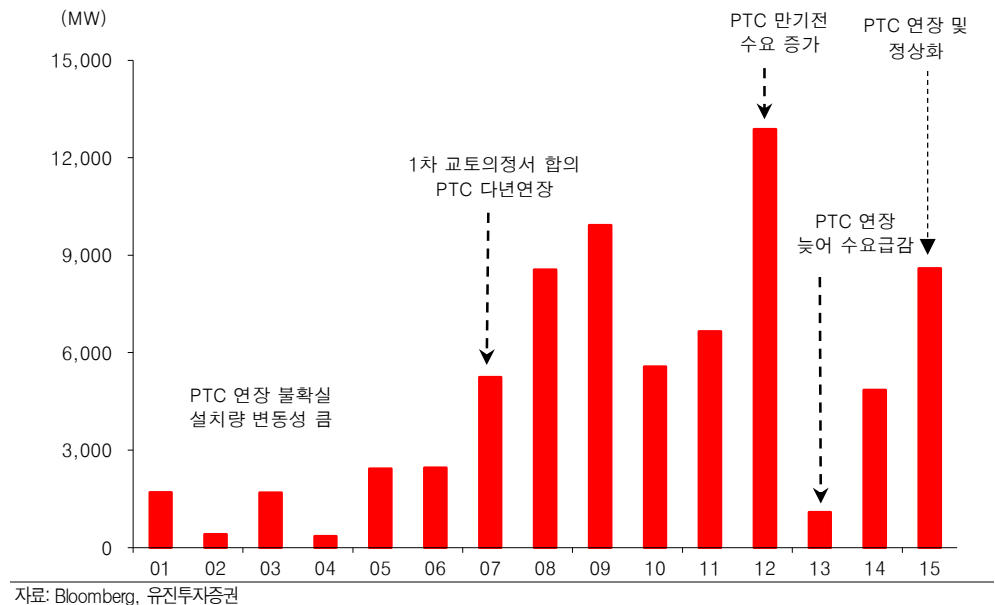


자료: 유진투자증권

PTC, 미국 풍력수요의
가장 강력한 변수

미국의 연간 풍력설치량을 좌우하는 가장 큰 요소는 PTC(Production Tax Credit)이다. 현재 풍력은 PTC 없이도 충분히 경제성을 확보하고 있으나, 지난 20년 이상 적용되어온 PTC는 프로젝트의 수익성을 향상시키는 가장 중요한 요소이기 때문이다. PTC는 풍력단지 개발업체들이 생산되는 전력단위당(kwh) 2.3cents의 세금을 10년동안 감면 받는 제도이다. 풍력단지를 개발하면 수요자들과 약 20년의 전력구매계약을 체결해 장기 이익이 확정된다. 따라서 풍력단지의 PTC는 10년 동안 정부가 제공하는 보조금과 같은 것이다. PTC는 1년 단위로 연장되는데 민주당은 찬성, 공화당은 반대하는 입장이라서 매년 연장되는 시점이 일정치 않았다. 도표 10번에 표시된 2001~2004년의 들쭉날쭉한 풍력수요는 PTC의 연장시점이 유발한 변동성이다. PTC가 상반기에 연장이 되면, 다음년도의 수요가 견조하게 증가하나, 하반기 또는 연말에 통과되면, 프로젝트 파이낸싱 기간 때문에 다음년도의 설치량이 크게 감소하게 된다. 또한, 과거 두 차례의 다년연장에서도 PTC의 효과를 여실히 보여주었다. PTC의 3년 연장안은 2007년, 2010년에 실행되었다. 당시에 3년 연장안의 마지막 연도인 2009년, 2012년에 풍력설치량이 급증한 바 있다.

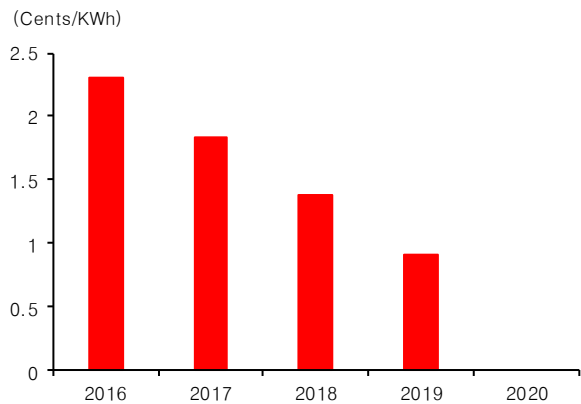
도표 10 PTC 연장 유무에 따른 미국의 풍력 설치량 변화



이번 PTC 연장안은 단기 및 장기 수요증가까지 고려해 설계

지난 연말 파리 기후변화협약의 후 미국의 민주당은 공화당과 빅딜을 했다. 풍력 보조금인 PTC와 태양광 보조금인 ITC(Investment Tax Credit)를 5년간 연장하는 대신, 공화당이 원하는 원유의 수출을 허용하기로 한 것이다. 이 합의는 미국 재생에너지 역사상 가장 탁월한 정치적인 이정표로 기록될 것이다. PTC의 세부 적용 요건도 매우 세심하게 설계되어, 과거 PTC의 다년간 연장안이 유발한 만기년의 설치량 집중 현상도 해결될 것으로 판단된다. PTC의 적용이 2016년까지는 과거와 동일한 수준으로 받을 수 있으나, 2017년부터는 매년 20%씩 감소하게 결정되었기 때문이다. 따라서, 100%의 PTC를 받으려면 단지 개발업체들은 올 연말 안에 RFP를 작성하고, 기자재에 대한 납품계약을 체결하는 등 실질적인 착공요건을 갖추어야 한다. 2016년 하반기에 풍력터빈업체들에게 수주가 집중될 것으로 예상되는 이유이다. 또한 최근 PTC의 상세요건을 정하는 IRS(미국의 국세청)가 수령 요건을 발표했는데, 착공부터 완공까지의 기간을 1년에서 4년으로 연장했다. 그리고 연장할 수 있는 사유로, 전력망 연결 부족까지 허용함으로써 수요를 최대한 확장하려는 정책적 의지를 분명히 했다. 미국의 풍력단지는 대부분 대규모의 유틸리티 스케일이어서, 단지를 나누어서 개발한다. 과거 PTC의 적용요건이 1년에 불과했기 때문에 아무리 대단지 개발이 가능해도 나누어서 추진할 수 밖에 없었던 것이다. 하지만 이번 연장 안으로 대단지 개발계획들이 2016년 하반기에 확정되어서 연속적으로 발표될 것으로 예상된다. 일단 착공해 개발단계에 들어가면 조기에 완공할수록 개발비용이 낮아지기 때문에 설치수요가 크게 증가할 것으로 판단된다. 결론적으로 변경된 IRS의 PTC 수령요건으로 2020년까지 잠재수요를 조기에 확인할 수 있게 된 것이다.

도표 11 미국 풍력 PTC 연도별 지원액 낮아지게 설계



자료: U.S House of Representatives, 유진투자증권

도표 12 미국 풍력 PTC 수령요건 예외사항 대폭 완화

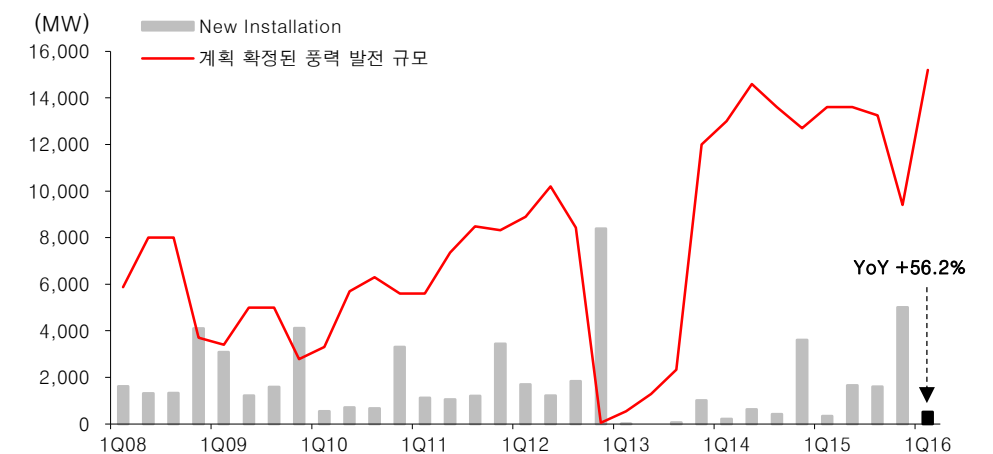
	2016 Guidance	2013 Guidance
Interconnection delays	✓	
Manufacturing delays, custom equipment	✓	
Financing delays	✓	
Financing delays < 6 months		✓
Weather, natural disasters	✓	✓
Major permitting delays	✓	✓
Labor stoppages	✓	✓
Equipment supply chain issues	✓	✓
Presence of endangered species at site	✓	✓

자료: U.S Department of the Treasury, 유진투자증권

1분기말 기준
사상 최대의 풍력단지 건설 중

지난 1분기말 기준 미국의 건설 중인 풍력단지 규모는 약 15,000MW로 사상 최대 수준이었다. PTC의 세부 규정이 발표되기 전이어서, 과거 PTC 수령기준인 완공까지 1~2년을 목표로 개발을 진행했기 때문에 착공이 한꺼번에 몰렸던 것이다. 특히 이번 PTC가 연도별로 보조금 수준이 감소하게 설계된 것이 조기 착공을 유도하고 있다. 올 하반기에는 변경된 PTC의 세부조건에 따라 신규로 착공하려는 수요가 추가로 급증할 것으로 예상된다. 완공까지 4년으로 기준이 완화되면서 GW급의 대형 풍력단지 개발 계획들이 확정될 가능성이 높아졌다. 이러한 추세를 반영하면 당사 추정치인 2016년 신규설치량 9,500MW, 연말 기준 건설 중인 풍력단지 20,000MW의 달성 가능성은 매우 높아 보인다.

도표 13 분기별 미국 풍력 설치량과 계획 추이



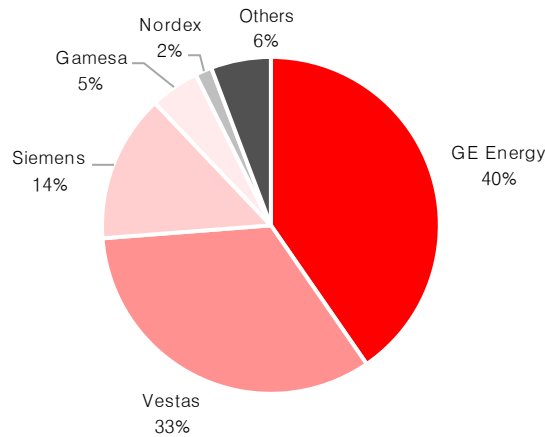
자료: AWEA, 유진투자증권



중국업체들의 시장진입 미미해 기존 상위업체들 위주로 성장

미국 풍력 시장의 호황이 관련 업체들의 체감 업황에 미치는 영향은 태양광에 비해 매우 크다. 그 이유는 중국발 공급과잉의 정도 때문이다. 태양광이 중국업체들의 공급과잉으로 수요, 즉 설치량은 증가하지만 업체들이 느끼는 체감온도가 여전히 낮는데 비해, 풍력은 미국, 유럽 등의 호황강도가 관련업체들에게 직접적인 영향을 미친다. 주요 풍력시장에는 중국업체들이 진입을 거의 못하고 있기 때문이다. 중국의 2015년 기준 풍력 누적설치량이 미국에 비해 두 배 이상 많지만, 생산된 전력량은 미국과 거의 비슷했다. 이는 중국산 풍력발전기의 성능이 미국에 설치된 주요 상위업체들에 비해 낮음을 단적으로 보여주는 것이다. 또한 최근 GE, Vestas, Siemens, Gamesa, Nordex, Acciona, Areva, Mitsubishi 등 주요 상위 풍력터빈업체들은 인수합병과 구조조정을 통해 경쟁력을 높이고 있어 중국업체들과의 격차는 유지되고 있다. 따라서, 미국업황의 호전은 위의 주요 상위 터빈업체들에게 수혜로 직결되고 이들 업체들에 공급하는 부품사들도 마찬가지로 이익이 예상된다.

도표 14 상위업체들이 점령한 미국 풍력 Turbine 시장(2015년 신규 설치량 기준)

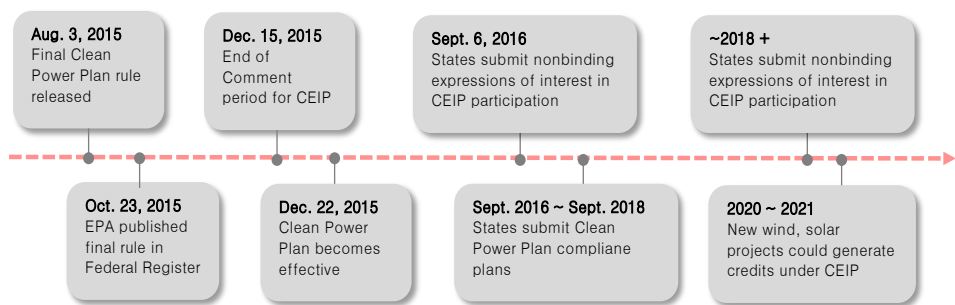


자료: AWEA, 유진투자증권

Clean Power Plan의 향방은 2020년 이후의 미국 수요 견인 예상

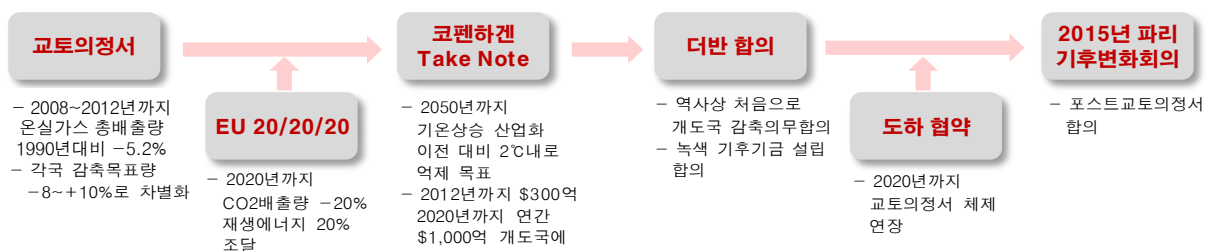
PTC 다년연장으로 인해 2020년까지 안정적인 수요를 확보한 미국 풍력시장은, 2020년 이후에는 2015년 EPA가 발표한 Clean Power Plan에 의해 좌우될 것으로 예상된다. CPP는 파리기후합의를 견인하기 위해 오바마 행정부가 도입한 제도이다. 2030년까지 발전소의 온실가스 배출량을 2005년 대비 32% 감축하고 재생에너지 발전 비중을 28%(수력 포함 2012년 기준 13%)로 달성하는 것을 목표로 하고 있다. 이를 위해 각 주들은 탄소배출량 규정 준수계획을 EPA에 제출해야 되고, 계획은 중간 목표치와 최종 목표치로 세분화되어 있다. 이 제도는 공화당은 절대 반대 입장이고 민주당은 유력 대선 후보들까지 찬성하는 상태이다. 따라서 차기 정권을 민주당에서 잡는 것이 CPP의 성공의 열쇠이다. 민주당이 집권하고 CPP가 예정대로 시행되면, 미국 시장의 풍력, 태양광 수요확대는 2020년이후에도 지속될 것으로 예상된다.

도표 15 2020년 이후의 풍력, 태양광 시장을 좌우할 EPA의 Clean Power Plan Roadmap



자료: EPA, 유진투자증권

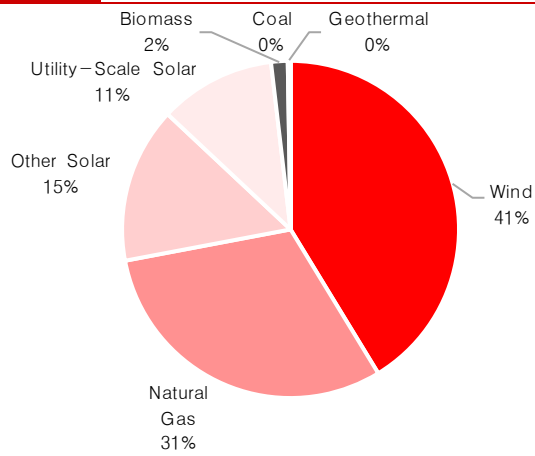
도표 16 G2가 주도한 파리기후변화 합의로 교토의정서 이후의 풍력 고성장세 재현될 것



자료: 유진투자증권

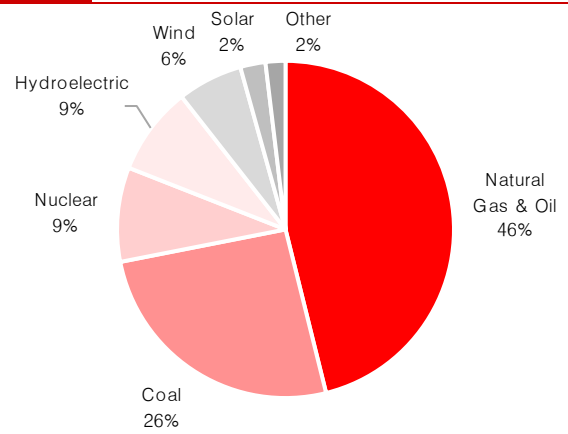


도표 17 풍력비중이 2015년 미국 신규 발전원 중 가장 높아



자료: SEIA, GTM, 유진투자증권

도표 18 미국의 누적 발전원별 비중(2015년 기준)



자료: SEIA, GTM, 유진투자증권

도표 19 Clean Power Plan의 미국 각 주별 온실가스 배출량 목표

주	중간 목표치	최종 목표치	주	중간 목표치	최종 목표치
Alabama	1,157	1,018	Montana	1,534	1,305
Alaska	1,173	1,131	Nebraska	1,522	1,296
Arizona	1,173	1,031	Nevada	942	855
Arkansas	1,304	1,130	New Hampshire	947	858
California	907	828	New Jersey	885	812
Colorado	1,362	1,174	New Mexico	1,325	1,146
Connecticut	852	771	New York	1,025	918
Delaware	1,023	916	North Carolina	1,311	1,136
Florida	1,026	919	North Dakota	1,534	1,305
Georgia	1,198	1,049	Ohio	1,383	1,190
Hawaii	1,446	1,417	Oklahoma	1,223	1,068
Idaho	832	771	Oregon	964	871
Illinois	1,456	1,245	Pennsylvania	1,258	1,095
Indiana	1,451	1,242	Rhode Island	832	771
Iowa	1,505	1,283	South Carolina	1,338	1,156
Kansas	1,519	1,293	South Dakota	1,352	1,167
Kentucky	1,509	1,286	Tennessee	1,411	1,211
Louisiana	1,293	1,121	Texas	1,188	1,042
Maine	842	779	Utah	1,368	1,179
Maryland	1,510	1,287	Virginia	1,047	934
Massachusetts	902	824	Washington	1,111	983
Michigan	1,355	1,169	West Virginia	1,534	1,305
Minnesota	1,414	1,213	Wisconsin	1,364	1,176
Mississippi	1,061	945	Wyoming	1,526	1,299

자료: EPA

III. 민간업체들로 풍력 수요 확산 국면

미국 대기업들 REBA의 결성에
풍력의 민간수요 큰 폭 증가 예상

최근 미국의 상위 60개업체들인 마이크로소프트, 페이스북, 월마트, 구글(알파벳), GM 등은 재생에너지 구매연합(REBA, Renewable Energy Buyers Alliance)을 결성했다. 이들은 자체 에너지 수요를 풍력 등 재생에너지로 충당할 예정으로 2025년까지 총 60GW의 재생에너지 설치를 목표로 제시했다. 미국에서 대기업들의 재생에너지 투자는 이미 활성화된 일이지만, 이번처럼 공동으로 투자하고, 정부에게 수요확대를 위한 규제완화와 통일을 요구하는 이익단체를 결성한 것은 처음이다. 이들의 재생에너지 투자 확대의 주된 이유는 지속 가능한 에너지원의 확보와 경제성이 높아졌기 때문이다. REBA의 출현은 기존의 PTC 연장으로 형성된 미국 풍력 업황 호전을 한 단계 업그레이드 시키는 계기가 될 것으로 판단된다. REBA가 약속한 연간 6GW의 투자는 2015년 미국의 풍력, 태양광 설치량의 약 35% 수준이다. 특히 풍력은 경제성이 확보되어 있고, 대규모 단지의 개발이 용이한 상태에서 최근 PTC 수령의 규정이 대폭 완화되었기 때문에 REBA 참여기업들의 주 투자대상이 될 것으로 예상된다.

도표 20 REBA의 출현으로 풍력수요 민간업체들로 확산



자료: 유진투자증권



2015년 신규 설치량 중 8%가 민간업체들로부터 발생

2015년 미국의 신규 풍력설치량 중 약 8%가 마이크로소프트, 월마트 등 민간업체들의 투자로 완공되었다. 데이터 센터를 운영해 대규모 전력수요가 필요한 페이스북, 애플 등 업체들부터 시작된 풍력 등 재생에너지의 민간 수요는 파리기후변화 합의를 기점으로 월마트, 이케아 등의 유통업체와 일부 제조업까지 확산되고 있다. 탄소배출 규제에 동참해 사회적인 책임을 다한다는 명분 이외에도 풍력이 돈이 되는 비즈니스로 변화하면서 투자가 몰리고 있는 것이다. 민간업체들의 수요는 PTC가 연장된 2020년까지 큰 폭으로 증가하며, 풍력시장의 추가 성장을 견인할 것으로 판단된다.

도표 21

2015년 미국 신규 풍력 발전 프로젝트 중 민간업체 비중

Project Name	Project Capacity(MW)	Turbine OEM	Power Purchaser
Keechi	110	Vestas	Microsoft
Pilot Hill	175.1	GE Energy	Microsoft(125MW)
Logan's Gap Wind	200.1	Siemens	Walmart(116.1MW)
Golden Hills	85.9	GE Energy	Google(42.5MW)
Amazon Wind Farm (Fowler Ridge)	149.5	Siemens	Amazon
Alexander	48.3	Siemens	Yahoo(23.3MW)
Javelina	249.7	GE Energy	Dow Chemical(200MW)
민간업체 총합	723.9		
민간업체 비중	8.4%		
발전업체	7,873.8		
Total	8,597.7		

자료: AWEA, 유진투자증권

도표 22 국가별 풍력설치량 예상

(MW)	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
캐나다	1,871	1,506	1,925	2,000	2,500	3,000	3,500
미국	4,854	8,598	9,500	11,000	12,000	13,000	17,000
브라질	2,472	2,754	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
멕시코	634	714	1,500	2,000	3,000	3,000	3,000
기타 아메리카	1,277	897	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000
아메리카 합계	11,108	14,469	17,425	20,500	23,500	25,000	29,500
독일	5,279	6,013	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
스페인	28		100	100	100	100	100
프랑스	1,042	1,073	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000
영국	1,736	975	1,500	1,700	2,000	2,000	2,000
이탈리아	108	295	800	1,000	1,000	1,000	1,000
스웨덴	1,050	615	900	1,000	1,000	1,000	1,000
폴란드	444	1,266	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
루마니아	354	23	500	500	500	500	500
터키	804	956	1,000	1,300	1,500	1,500	1,500
덴마크	105	217	100	100	100	100	100
포르투갈	184	132	200	200	200	200	200
기타 유럽	1,724	2,240	2,100	2,500	2,500	2,500	2,500
유럽 합계	12,858	13,805	13,200	14,900	15,900	15,900	15,900
오스트레일리아	567	380	700	1,000	1,000	1,000	1,000
중국	23,196	30,753	30,000	31,000	32,000	33,000	34,000
인도	2,315	2,623	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000
일본	130	245	400	700	1,000	1,500	2,000
뉴질랜드	50		100	100	100	100	100
대한민국	47	224	300	300	300	300	300
대만	18	14	140	140	140	140	140
필리핀	150		150	150	150	150	150
베트남	50		150	200	250	300	350
기타 아시아/태평양	51	0	250	300	350	400	450
아시아 합계	26,574	34,240	35,190	37,890	40,290	42,890	45,490
남아프리카	560	483	500	700	1,000	1,000	1,000
기타/중동	374	470	1,400	1,400	1,500	2,000	2,500
아프리카/중동 합계	934	953	1,900	2,100	2,500	3,000	3,500
기타	278	0	0	0	0	0	0
전세계	51,752	63,467	67,715	75,390	82,190	86,790	94,390
성장률(%YoY)	44.6%	22.6%	6.7%	11.3%	9.0%	5.6%	8.8%

자료: 유진투자증권



EUGENE
your best partner.



기업분석

동국S&C(100130.KQ)

BUY(유지) / TP 7,500원(유지)
미국 풍력 호황의 직접 수혜주

태웅(044490.KQ)

NR
풍력 실적은 여전히 성장 중, 전기로 도입의 연착륙 여부에 주목

씨에스윈드(112610.KS)

NR
영국 풍력타워 시장 진입 긍정적, 캐나다 매출 감소 상쇄 방안 필요

your best partner

유진투자증권



동국S&C(100130.KQ)

스몰캡/에너지 담당 한병화

Tel. 02)368-6171

bhh1026@eugenefn.com

미국 풍력 최대호황의 가장 큰 수혜업체

■ 풍력 타워 매출 중 미국향이 70~80% 차지

동국S&C 풍력타워 매출의 국가별 비중은 미국이 70~80% 수준으로 절대적이다. 이 중 특히 미국시장 점유율 1위인 GE Wind 매출 비중이 높다. 따라서 미국 풍력업황의 강도는 동사의 실적에 가장 중요한 변수이다. PTC의 다년연장과 수령요건의 완화로 미국의 풍력설치량이 2020년까지 사상최대치를 연속할 것으로 예상되어 동국S&C의 중장기 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다.

■ 국내 풍력 단지 건설 매출 증가와 일본시장 개화도 기대

동사는 풍력타워 제조 이외에 국내에서 발전단지 개발사업도 한다. 국내 풍력 시장이 규제완화와 RPS, 탄소배출 거래제 도입으로 2015년 설치량이 전년대비 약 4.8배 증가하며 224MW를 기록했다. 또한 2015년에 전기위원회를 통과한 풍력 허가규모가 2GW를 상회하고 있다. 따라서 동사의 국내 풍력발전 단지 개발사업의 성장이 예상된다. 또한 일본의 풍력시장이 5년의 환경영향 평가 기간이 종료되고 올해부터 설치가 증가하기 때문에, 일본시장에 강한 동사에게 유리할 것으로 예상된다.

■ 강력한 실적 개선세와 자산가치가 주가에 충분히 반영 안된 상태

미국업황의 호조로 2016년 동사의 개별기준 영업이익은 230억원으로 전년대비 52% 증가할 것으로 예상된다. 또한 보유 현금과 자회사의 장부가치가 약 1,200억원 이상에 달한다. 하지만 동사의 주가 상승세는 해외 풍력업체들 대비 매우 낮은 상태라서 재평가 작업이 지속될 것으로 예상된다. 동사에 대해 목표주가 7,500원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	202.2	210.6	238.9	265.0	281.0
영업이익(십억원)	12.3	15.1	23.0	26.6	29.6
세전계속사업손익(십억원)	13.6	30.4	26.4	29.8	33.2
당기순이익(십억원)	10.5	22.6	20.6	23.3	25.9
EPS(원)	184	396	361	407	454
증감률(%)	122.0	114.5	(8.7)	12.7	11.4
PER(배)	16.9	12.3	17.3	15.3	13.8
ROE(%)	4.6	9.3	7.9	8.4	8.7
PBR(배)	0.8	1.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	8.4	13.7	12.2	10.5	9.3

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 7,500원
현재주가(5/25) 6,240원

Key Data (기준일: 2016. 05. 25)

KOSPI(pt)	1,960.5
KOSDAQ(pt)	689.3
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	356.6
52주 최고/최저(원)	6,360 / 2,975
52주 일간 Beta	0.88
발행주식수(천주)	57,143
평균거래량(3M,천주)	578
평균거래대금(3M,백만원)	3,145
배당수익률(16F, %)	1.8
외국인 지분율(%)	2.5
주요주주 지분율(%)	
동국산업외 2인	61.0
삼성자산운용	5.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.6	27.2	65.5	77.5
KOSPI 대비상대수익률	24.6	20.6	65.4	80.9

Company vs KOSPI composite

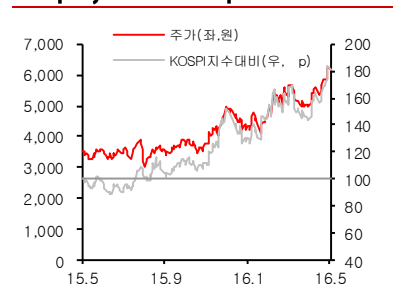


도표 23 동국 S&C 연간 실적 및 추정(별도기준)

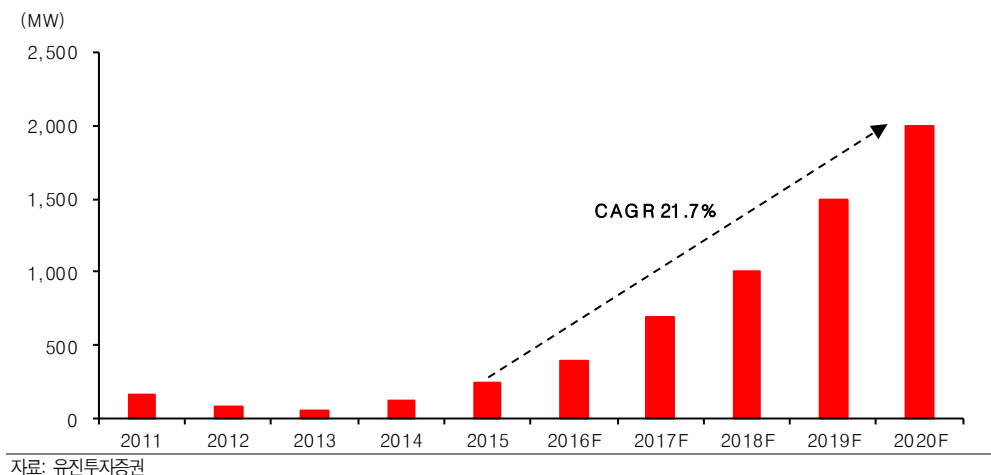
(십억원)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
매출액	227.9	104.3	115.6	138.4	139.8	202.2	210.6	238.9
증감률(%YoY)	(29.7)	(54.2)	10.8	19.8	1.0	44.7	4.1	13.5
풍력타워	218.7	88.8	82.4	90.0	118.6	150.5	153.2	182.2
기타	9.2	15.5	33.2	48.4	21.2	51.8	57.3	56.7
매출 비중 (%)								
풍력타워	96.0	85.1	71.3	65.0	84.9	74.4	72.8	76.3
기타	4.0	14.9	28.7	35.0	15.1	25.6	27.2	23.7
매출원가	167.7	97.0	105.9	122.0	125.4	183.6	188.4	207.0
매출원가율(%)	73.6	93.0	91.6	88.1	89.7	90.8	89.5	86.6
판매비	26.7	23.2	32.5	14.3	5.8	6.3	7.0	8.9
판매비율(%)	11.7	22.2	28.1	10.3	4.1	3.1	3.3	3.7
영업이익	33.5	(15.9)	(22.8)	2.2	8.7	12.3	15.1	23.0
증감률(%YoY)	(41.2)	(147.3)	43.6	흑자전환	296.8	41.8	22.4	52.4
영업이익률(%)	14.7	(15.2)	(19.7)	1.6	6.2	6.1	7.2	9.6
영업외손익	(13.6)	6.2	3.8	6.7	(1.5)	1.3	15.3	3.4
세전이익	16.3	(7.0)	(19.0)	8.9	7.2	13.6	30.4	26.4
법인세비용	5.0	(2.0)	(3.8)	1.6	2.5	3.1	7.8	5.8
순이익	11.4	(4.9)	(15.1)	7.3	4.7	10.5	22.6	20.6

자료: 동국S&C, 유진투자증권

일본 풍력수요 확대도 수혜

동국S&C의 사업 초창기 풍력타워의 수출은 일본을 위주로 이루어졌다. 사업장인 포항과 일본의 풍력 단지가 건설되는 동북부 지역이 지리적으로 가까워 시장 접근이 용이했다. 또한 대규모의 부지가 필요한 풍력타워 사업의 특성상 땅 값이 비싼 일본에서 동국S&C보다 가격경쟁력을 갖춘 업체를 찾기 어려운 실정이다. 일본의 풍력설치량은 올 해를 기점으로 의미있는 증가가 예상된다. 일본 정부는 후쿠시마 사고 이후 풍력, 태양광업체들에게 발전차액을 지급하며 설치를 유도해왔다. 하지만, 풍력은 대형 구조물이기 때문에 지진에 따른 부작용을 우려해, 4년 이상의 환경영향 평가를 의무화했는데 이러한 준비기간이 올 해부터 완료되는 것이다. 이에 따라 일본의 풍력설치량은 2013년 55MW, 2014년 119MW 수준에서 2015년에는 250MW로 회복되었고, 2016년 400MW, 2017년 700MW, 2020년에는 2,000MW로 계단식으로 성장할 것으로 예상된다. 최근 대형 개발업체인 유러스 에너지, 제이 파워, 패턴 에너지 등이 동시 다발적으로 대규모 프로젝트를 발표했다. 또한 일본 정부도 태양광에 집중된 재생 에너지 수요를 풍력으로 분산하기 위해, 발전차액 수준을 유지하고, 동북부 지역에 3GW 이상의 풍력용 전력망 건설에 50%의 투자금 분담을 했다. 2020년까지 일본 정부의 풍력 누적설치량 목표치는 10GW 인데, 2015년말 기준 3GW였기 때문에 향후 5년간 약 7GW의 신규 수요가 있을 것으로 기대된다.

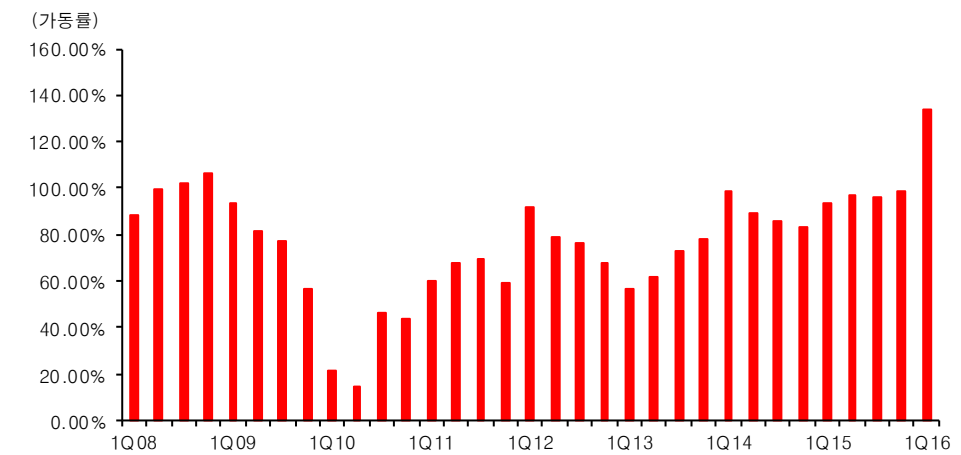
표 24 일본 풍력발전 설치량 추이 및 전망



국내 풍력시장 호전세도 긍정적

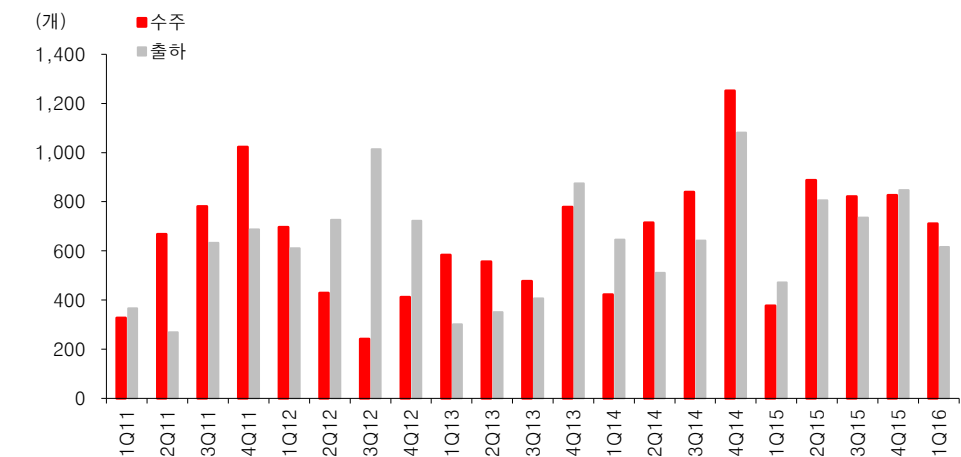
동사는 매년 약 200~300억원의 국내 풍력단지 개발 매출이 발생한다. 올 1분기말 현재 경주와 비금 풍력 단지의 지분을 보유하고 있고, 청안, 신안풍력단지도 개발단계에 있다. 국내 풍력발전의 수요는 정부의 규제완화, 발전업체들의 RPS 법제화, 탄소배출 거래제 실시 등으로 증가하는 국면에 있다. 2015년 국내 풍력설치량은 224MW로 2014년의 47MW대비 5배 이상 증가했다. 풍력단지를 건설하기 위해서는 정부산하의 전기위원회의 심의를 통과해야 한다. 2015년말 기준 심의를 통과한 풍력개발 계획 단지가 2,179MW로 2014년 766MW 대비 큰 폭 증가한 상태이다. 이에 따라 국내 풍력설치량은 보수적으로 판단해도 연간 300MW 이상, 단지 건설과 관련된 시장은 연간 약 6천억원 이상으로 예상된다. 동국S&C의 국내 풍력단지 개발 매출이 기존대비 크게 성장할 가능성이 열려있는 것이다.

도표 25 동국S&C 풍력 타워 생산 가동률 추이



자료: 유진투자증권

도표 26 주력 고객인 GE의 풍력 터빈 수주 및 출하 추이



자료: 유진투자증권

도표 27 연도별 국내 풍력 발전 사업허가 내역(1)

2013년	상호	원동력	용량(MW)	허가 및 변경일	사업준비기간	기타(변경사항)
	청송 면봉산풍력(주)	풍력	60	2013.4.30	2015.12	
	대명지이씨(주)	풍력	20	2013.4.30	2015.5	
	원드밀파워(주)	풍력	10	2013.7.4	2014.12	설비용량 변경(12.5-10)
	영암풍력발전(주)	풍력	40	2013.8.30	2014.2	준비기간 연장
	한국남부발전(주)	풍력	60	2013.11.8	2016.9	
	영광약수풍력발전(주)	풍력	21	2013.12.16	2015.12	"
	평창풍력(주)	풍력	30	2013.12.19	2015.6	"
	에스케이이엔에스(주)	풍력	20	2013.12.19	2015.12	"
Total			261			
2014년	상호	원동력	용량(MW)	허가 및 변경일	사업준비기간	기타(변경사항)
	한국서부발전(주)	풍력	16	2014.1.27	2015.11	변경허가20MW→16MW
	에이더블유피	풍력	89.1	2014.02.14	2017.01.31	
	대명지이씨(주)	풍력	36	2014.4.1	2017.6.	
	보성풍력발전	풍력	20	2014.06.03	2017.06.30	
	에스케이디앤디	풍력	60	2014.06.03	2017.07.31	
	천사풍력	풍력	42	2014.05.13	2015.06.30	용량변경(40→42)
	고성알프스풍력발전	풍력	100	2014.07.01	2016.12.31	
	천사풍력	풍력	45	2014.07.01	2017.01.30	
	전남풍력발전	풍력	11.5	2014.07.29	2016.12.31	
	한국동서발전	풍력	20	2014.07.29	2017.12.31	
	횡계신재생발전	풍력	39	2014.08.27	2016.08.31	
	영양풍력발전공사	풍력	61.5	2014.10.29	2014.10.29	대표자변경 (에두아르도메 디나산체스→올리버하인 토가스피요르쿠즈), 용량변경 76.5 → 61.5MW
	영양제 2 풍력발전	풍력	34	2014.10.31	2016.12.31	준비기간 연장
	경주풍력발전	풍력	20	2014.11.18	2017.11.30	사업준비기간연장 및 대표자변경
	와이지이	풍력	26.4	2014.12.02	2018.01.31	
	대명지이씨	풍력	20	2014.12.01	2017.12.31	
	남해파워	풍력	45	2014.12.01	2016.11.30	
	거제풍력	풍력	40	2014.10.29	2017.01.31	사업준비기간 연장
	대명지이씨(주)	풍력	40	2014.12.23	2018.12.31	
Total			765.5			
2015년	상호	원동력	용량(MW)	허가 및 변경일	사업준비기간	기타(변경사항)
	고원풍력발전	풍력	20	2015.01.14	2015.05.31	대표자변경
	제이파워	풍력	36.8	2015.02.02	2016.11.30	
	대명지이씨	풍력	21	2015.02.02	2018.12.31	
	대명지이씨	풍력	20	2015.02.02	2018.01.31	
	태기산풍력발 전	풍력	40	2015.02.13	2009.01.31	2007-7호에서대표자 및 소재지 변경
	동국에스앤씨	풍력	9	2015.03.03	2018.02.28	
	대우조선해양 건설	풍력	20	2015.03.03	2018.01.31	
	압해풍력발전소	풍력	40	2015.03.31	2017.12.31	
	부선풍력	풍력	72.6	2015.03.31	2017.12.31	
	고흥풍력	풍력	40	2015.03.31	2018.02.28	
	한국해상풍력	풍력	60	2015.03.31	2018.12.31	용량변경, 사업준비기간연장
	거창풍력발전주식회사	풍력	14	2015.04.07	2017.03.31	대표자변경
	고원풍력발전	풍력	18	2015.04.17	2016.10.31	용량축소(20→18)및 사업준비기간연장
	지에이파워	풍력	333	2015.04.28	2018.11.30	
	김천풍력발전	풍력	20	2015.05.01	2017.01.31	사업준비기간 연장, 대표
	대명지이씨	풍력	38.4	2015.05.01	2017.06.30	발전소위치 변경(동일한 면소재지)
	서진풍력	풍력	14	2014.07.01	2016.11.30	상호변경((주)영광서진풍력→(주)서진풍력)
	호남풍력발전	풍력	20	2015.05.19	2013.12.31	대표자변경, 사무실주소변경

자료: 유진투자증권

도표 28 연도별 국내 풍력 발전 사업허가 내역(2)

2015년	상호	원동력	용량(MW)	허가 및 변경일	사업준비기간	기타(변경사항)
	신안그린에너지	풍력	42	2015.05.20	2017.06.30	상호변경 및 사업준비기간 연장
	신안그린에너지	풍력	45	2015.05.20	2017.01.30	상호변경
	경주산업단지풍력발전	풍력	6	2015.05.29	2017.07.31	사업준비기간 연장
	대명지이씨	풍력	18.4	2015.06.01	2018.06.30	
	영양에코파워	풍력	79.2	2015.06.01	2017.09.30	영양원드파워로부터 양수, 용량변경(기기교체)
	현대중공업	풍력	4.95	2015.06.01	2015.12.31	용량축소(6.6→4.95)
	GS영양풍력발전	풍력	59.4	2014.04.10	2015.10.31	사업준비기간 연장
	대관령풍력	풍력	33	2015.06.29	2017.11.30	
	청산풍력발전	풍력	29.9	2015.06.29	2016.12.31	용량변경 26→29.9
	한백풍력발전	풍력	25.3	2015.06.29	2016.12.31	용량변경 20→25.3
	정암풍력발전	풍력	40	2015.07.16	2017.06.30	
	한국서부발전	풍력	20	2015.07.27	2017.06.30	
	대우건설	풍력	30	2015.07.27	2017.11.30	
	동국에스앤씨	풍력	7.5	2015.07.27	2018.09.30	
	도음산풍력발전	풍력	20	2015.07.27	2017.12.31	대명지이씨로부터 양수함
	한국남부발전	풍력	20	2015.08.12	2017.06.30	사업준비기간 연장
	효성원드파워홀딩스	풍력	26	2015.08.27	2017.06.30	사업준비기간 연장 및 대표자 변경
	한국동서발전	풍력	20	2015.08.31	2017.12.31	
	한일풍력발전	풍력	39	2015.08.31	2017.08.31	
	하서미풍력	풍력	18	2015.09.23	2017.12.31	
	한국동서발전	풍력	20.7	2015.09.23	2018.12.31	
	현대중공업	풍력	14.85	2015.09.23	2018.08.31	
	영광백수풍력발전	풍력	40	2015.09.23	2015.06.30	지배주주변경
	에임스파워	풍력	18	2015.09.23	2016.12.31	용량변경(16.2→18)
	의령풍력발전	풍력	18.75	2015.09.30	2016.08.31	사업준비기간 연장 및 대표자 변경
	대관령풍력	풍력	23.1	2015.10.14	2017.10.31	사업준비기간 연장 및 대표자 변경
	비금풍력발전	풍력	60	2015.10.14	2017.12.31	사업준비기간 연장
	아일랜드발전투자	풍력	18	2015.10.14	2017.12.31	사업준비기간 연장
	에스디오	풍력	15	2015.11.02	2018.12.31	
	한국동서발전	풍력	40	2015.11.02	2018.09.30	
	효성	풍력	66	2015.11.02	2019.01.31	
	영광풍력발전	풍력	80.5	2015.11.02	2018.09.30	
	원동풍력	풍력	38.4	2015.11.02	2017.09.30	양수인가, 용량변경, 사업준비기간 연장
	동해그린풍력	풍력	38.4	2015.11.02	2018.12.31	
	한국동서발전	풍력	20	2015.11.02	2018.09.30	
	자은주민바람발전	풍력	39	2015.11.23	2017.01.31	사업준비기간 연장
	경주산업단지풍력발전 (경주 강동풍력 발전 사업)	풍력	12	2015.11.23	2017.12.31	사업준비기간 연장
	신월성풍력	풍력	12.5	2015.11.26	2017.12.31	사업준비기간 연장
	새만금해상풍력	풍력	98.8	2015.12.01	2019.09.30	
	에스케이디앤디	풍력	66	2015.12.01	2019.09.30	
	안동풍력발전	풍력	18.4	2015.12.01	2018.06.30	양수인가
Total			2,178.85			

자료: 유진투자증권

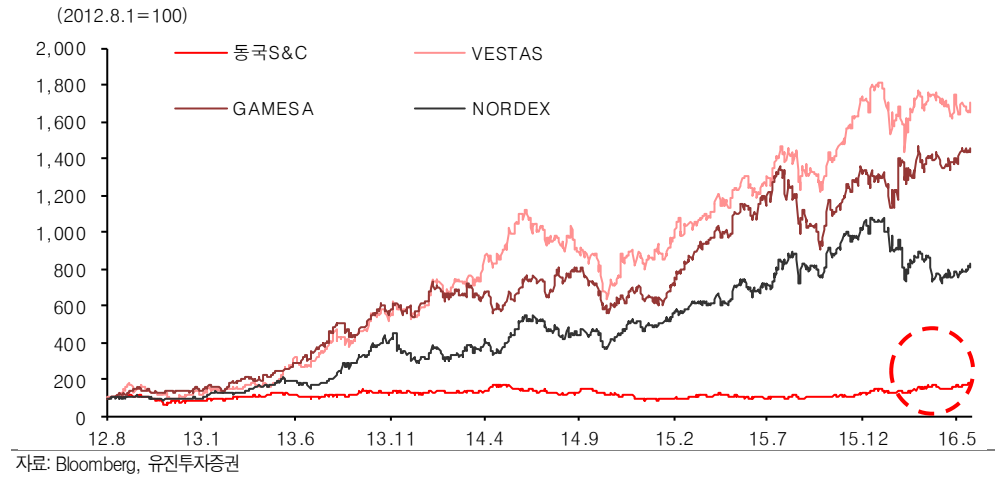


도표 29 Peer Valuation

		동국S&C	Vestas Wind Systems	Gamesa	Nordex
국가		한국	덴마크	스페인	독일
2016-05-25		6,240	61.2	17.8	25.5
통화		KRW	USD	USD	USD
시가총액(백만달러, 십억원)		356.6	15,110.8	5,540.1	2,759.1
PER(배)					
	FY15A	12.3	20.3	26.1	33.3
	FY16F	17.3	17.0	19.1	20.4
	FY17F	15.3	16.8	17.2	16.1
PBR(배)					
	FY15A	1.1	5.0	3.2	4.3
	FY16F	1.3	4.1	2.7	2.9
	FY17F	1.2	3.6	2.4	2.6
매출액(백만달러, 십억원)					
	FY15A	210.6	8,423.0	3,503.8	2,430.1
	FY16F	238.9	10,337.4	4,766.0	3,859.0
	FY17F	265.0	10,115.9	5,071.4	4,094.8
영업이익(백만달러, 십억원)					
	FY15A	15.1	906.0	322.7	110.7
	FY16F	23.0	1,185.8	425.5	222.3
	FY17F	26.6	1,124.1	467.4	267.3
영업이익률(%)					
	FY15A	7.2	10.8%	9.2%	4.6%
	FY16F	9.6	11.5%	8.9%	5.8%
	FY17F	10.0	11.1%	9.2%	6.5%
순이익(백만달러, 십억원)					
	FY15A	22.6	685.0	170.2	52.3
	FY16F	20.6	881.9	289.9	136.5
	FY17F	23.3	869.2	326.0	171.5
EV/EBITDA(배)					
	FY15A	13.7	8.1	7.8	7.7
	FY16F	12.2	7.6	7.4	8.5
	FY17F	10.5	7.6	6.8	6.6
ROE(%)					
	FY15A	9.3	26.0	11.7	14.2
	FY16F	7.9	25.5	15.5	17.9
	FY17F	8.4	덴마크	스페인	독일

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 30 해외 풍력업체들 주가 상승 대비 상대적으로 미진한 동국S&C의 주가 흐름



동국S&C(100130.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	125.7	109.5	122.3	136.1	144.5
현금및 현금성자산	25.5	5.6	11.6	16.4	18.7
단기금융상품	26.4	22.8	23.7	24.7	25.7
매출채권	36.0	33.2	31.0	35.0	36.0
재고자산	35.5	41.9	50.0	54.0	58.0
기타	2.3	5.9	6.0	6.1	6.1
비유동자산	179.4	190.6	202.8	216.1	230.0
투자자산	146.1	105.0	109.2	113.7	118.3
유형자산	81.1	85.4	93.4	102.4	111.7
무형자산	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
자산총계	305.1	300.1	325.0	352.2	374.5
유동부채	39.9	35.2	43.2	53.3	56.3
매입채무	22.4	30.0	38.0	48.0	51.0
단기차입금	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	17.2	5.0	5.1	5.1	5.2
비유동성부채	30.5	11.5	11.7	11.8	12.0
장기금융부채	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
기타	29.0	10.2	10.3	10.5	10.7
부채총계	70.4	46.7	54.9	65.1	68.3
자본금	28.6	28.6	28.6	28.6	28.6
자본잉여금	176.2	176.2	176.2	176.2	176.2
자본조정	(13.1)	(13.1)	(13.1)	(13.1)	(13.1)
기타포괄손익누계액	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	43.1	61.8	78.6	95.6	114.6
자본총계	234.8	253.4	270.1	287.1	306.2
순차입금	(50.2)	(26.9)	(33.8)	(39.6)	(42.9)

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금	33.6	(1.4)	26.4	29.1	28.1
당기순이익	10.5	22.6	20.6	23.3	25.9
비현금수익비용가감	8.0	(3.1)	3.6	3.9	4.2
유형자산감소(증가)	3.0	3.0	3.3	3.6	4.0
무형자산감소(증가)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.8	0.7	0.2	0.2	0.2
영업활동 자산부채변동	14.3	(18.1)	2.1	2.0	(2.0)
매출채권 감소(증가)	(3.6)	3.0	2.2	(4.0)	(1.0)
재고자산 감소(증가)	21.4	(7.1)	(8.1)	(4.0)	(4.0)
매입채무 증가(감소)	0.7	0.9	8.0	10.0	3.0
기타자산 부채변동	(4.2)	(14.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자활동 현금	(24.2)	(14.5)	(16.5)	(18.0)	(18.9)
유형자산처분(취득)	(5.7)	(9.8)	(11.3)	(12.6)	(13.3)
무형자산감소(증가)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	5.5	2.5	(3.9)	(4.0)	(4.2)
기타투자활동	(23.9)	(7.2)	(1.3)	(1.3)	(1.4)
재무활동 현금	(5.6)	(4.0)	(3.9)	(6.3)	(6.9)
차입금의 증가(감소)	(3.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(6.3)	(6.9)
배당금의 지급	3.9	3.9	3.9	6.3	6.9
기타재무활동	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	3.7	(19.9)	5.9	4.9	2.3
기초현금	21.8	25.5	5.6	11.6	16.4
기말현금	25.5	5.6	11.6	16.4	18.7

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	202.2	210.6	238.9	265.0	281.0
매출원가	183.6	188.4	207.0	229.2	241.7
매출총이익	18.6	22.1	31.9	35.8	39.3
판매비및관리비	6.3	7.0	8.9	9.2	9.7
영업이익	12.3	15.1	23.0	26.6	29.6
영업외손익	1.3	15.3	3.4	3.2	3.6
이자수익	2.6	2.4	2.3	2.5	2.7
이자비용	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
외환손익	(0.4)	1.4	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.0)	11.4	1.1	0.7	0.9
세전계속사업손익	13.6	30.4	26.4	29.8	33.2
계속사업법인세비용	3.1	7.8	5.8	6.6	7.3
계속사업이익	10.5	22.6	20.6	23.3	25.9
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.5	22.6	20.6	23.3	25.9
(포괄손익)	10.5	22.5	20.6	23.2	25.8
EBITDA	15.4	18.2	26.4	30.3	33.7
매출총이익률	9.2	10.5	13.4	13.5	14.0
EBITDA마진율(%)	7.6	8.7	11.1	11.4	12.0
영업이익률(%)	6.1	7.2	9.6	10.0	10.5
세전계속사업이익률(%)	6.7	14.4	11.1	11.3	11.8
ROA(%)	3.5	7.5	6.6	6.9	7.1
ROE(%)	4.6	9.3	7.9	8.4	8.7
수정ROE*(%)	4.6	9.2	7.9	8.3	8.7

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
투자지표					
PER(배)	16.9	12.3	17.3	15.3	13.8
수정 PER(배)	16.9	12.3	17.3	15.4	13.8
PBR(배)	0.8	1.1	1.3	1.2	1.2
배당수익률(%)	2.2	2.1	1.8	1.9	2.1
EV/EBITDA(배)	8.4	13.7	12.2	10.5	9.3
성장성(%YOY)					
매출액	44.7	4.1	13.5	10.9	6.0
영업이익	41.8	22.4	52.4	15.6	11.3
세전계속사업손익	88.9	122.8	(12.9)	12.8	11.4
포괄손익	122.0	113.6	(8.7)	12.7	11.5
EPS	122.0	114.5	(8.7)	12.7	11.4
안정성(배,%)					
유동비율	31.7	32.1	35.4	39.1	39.0
부채비율	30.0	18.4	20.3	22.7	22.3
이자보상배율	na	na	na	na	na
순차입금/자기자본	na	na	na	na	na
주요지표(원)					
EPS	184	396	361	407	454
수정EPS	184	394	360	406	452
BPS	4,108	4,434	4,727	5,024	5,358
EBITDA/Share	269	319	462	530	589
CFPS	324	341	424	475	527
DPS	70	100	110	120	130

태웅(044490.KQ)

스몰캡/에너지 담당 한병화

Tel. 02)368-6171

bhh1026@eugenefn.com

글로벌 최대 풍력단조업체

■ 2015년 풍력 매출비중 62% 기록

2015년 태웅의 풍력 매출비중은 62%로 타산업 매출비중을 압도했다. 2015년 글로벌 풍력설치량이 23% 증가하면서 상위 주요 풍력터빈업체들을 고객으로 보유한 동사가 수혜를 본 것이다. 태웅은 15,000톤 프레스와 9,500파이 링롤 링밀 등 세계 최대 규모의 단조설비를 보유하고 있어, 5~6MW급 대형 해상풍력발전기용 부품 제조에 탁월한 경쟁력을 보유하고 있다.

■ GE향 풍력 비중 높아 PTC 연장으로 인한 미국 풍력 시장 호전 수혜

2015년 기준 동사의 미국향 비중은 15%이고, GE향 비중은 13%로 주요업체들 중 비중이 가장 높다. GE의 경우 미국 풍력용 단조품 수요의 대부분을 태웅을 비롯한 국내 단조업체들로부터 공급받고 있는 것으로 추산된다. GE의 2015년 기준 미국 시장 점유율이 40%로 가장 높은 상태여서 GE를 주고객으로 확보한 태웅은 미국의 PTC 다년연장으로 인한 수혜를 볼 것으로 예상된다. 동사의 풍력부문 수주는 2015년 약 2,100억원으로 2014년 대비 26% 증가한 것으로 추정된다.

■ 전기로 가동 순조로우면 주가 상승 촉매제 될 것

태웅은 글로벌 업황이 최악의 경우에도 흑자를 유지하며 버텼다. 올 하반기 30만톤의 전기로가 완공되고 목표로 하는 수출이 달성되면 글로벌 최고의 원가경쟁력을 확보하게 된다. 원재료인 잉곳의 약 30% 이상을 스크랩 처리하던 것을 전기로를 통한 리사이클이 가능해지기 때문이다. 전기로의 순조로운 가동은 주가상승으로 직결될 것이다.

Financial Data

결산시(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	411.5	365.3	374.7	388.0	404.0
영업이익(십억원)	8.3	6.1	11.1	12.0	14.5
세전계속사업손익(십억원)	8.6	10.1	15.6	16.5	15.7
당기순이익(십억원)	7.0	7.8	12.6	12.7	12.1
EPS(원)	385	429	693	701	666
증감률(%)	11.4	11.5	61.4	1.2	-5.0
PER(배)	43.1	37.3	24.3	24.0	25.2
ROE(%)	1.3	1.3	2.1	2.1	2.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.2	14.6	13.7	13.6	13.1

자료: 유진투자증권

NR

현재주가(5/25)

16,800원

Key Data

(기준일: 2016 05. 25)

KOSPI(pt)	1,960.5
KOSDAQ(pt)	689.3
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	305.2
52주 최고/최저(원)	20,550 / 12,250
52주 일간 Beta	1.13
발행주식수(천주)	18,165
평균거래량(3M,천주)	37
평균거래대금(3M,백만원)	655
배당수익률(16F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	3.9
주요주주 지분율(%)	
태웅홀딩스외 5인	53.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.3	17.9	16.7	2.4
KOSPI 대비상대수익률	-9.3	11.2	16.6	5.8

Company vs KOSPI composite

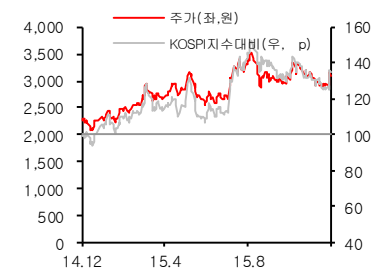
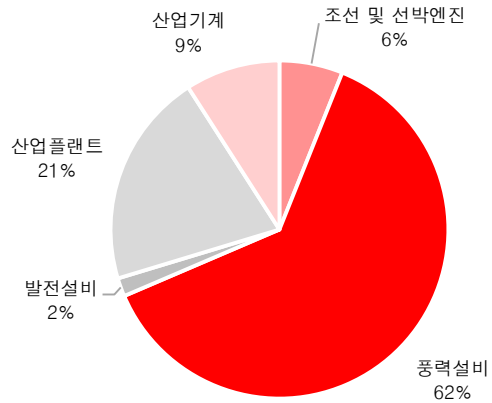
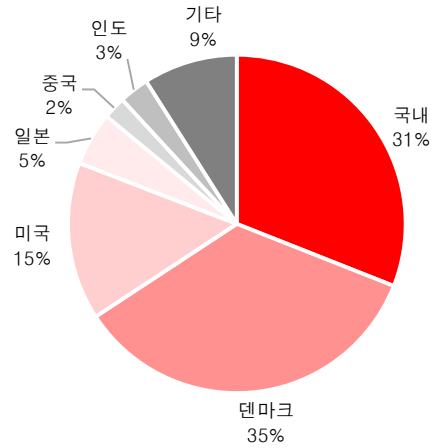


도표 31 사업부문별 매출 비중 (2015년 기준)



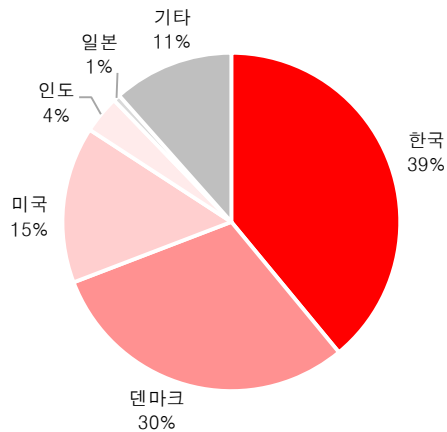
자료: 태웅, 유진투자증권

도표 32 국가별 매출 비중 (2015년 기준)



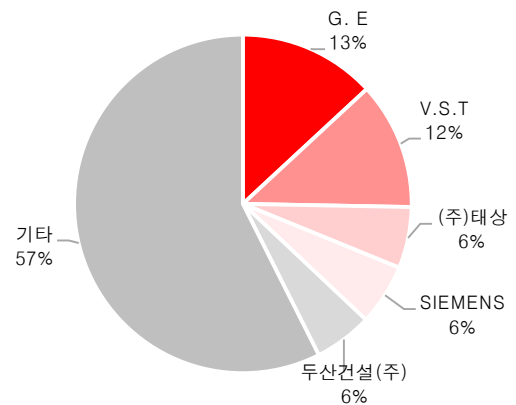
자료: 태웅, 유진투자증권

도표 33 국가별 매출채권 비중(2015년 기준)



자료: 태웅, 유진투자증권

도표 34 주요고객별 매출채권 비중(2015년 기준)



자료: 태웅, 유진투자증권

태웅(044490.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	378.7	329.3	245.6	251.9	246.3
현금및 현금성자산	38.4	45.7	25.3	22.7	8.2
단기금융상품	129.4	99.2	30.0	31.2	32.5
매출채권	115.3	105.4	107.5	112.0	116.4
재고자산	92.0	74.9	78.5	81.8	85.0
기타	3.6	4.1	4.2	4.2	4.2
비유동자산	385.4	530.8	625.1	667.9	712.1
투자자산	31.5	31.9	33.2	34.6	36.0
유형자산	353.2	498.3	591.2	632.7	675.5
무형자산	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
자산총계	764.1	860.2	870.6	919.8	958.4
유동부채	135.2	131.3	127.4	132.1	136.7
매입채무	84.3	112.7	108.7	113.2	117.7
단기차입금	39.8	6.4	6.4	6.4	6.4
기타유동부채	11.1	12.3	12.4	12.5	12.6
비유동성부채	54.0	146.9	148.6	180.4	202.3
장기금융부채	9.4	104.1	104.1	134.1	154.1
기타	44.6	42.8	44.6	46.4	48.3
부채총계	189.1	278.2	276.1	312.5	339.0
자본금	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	113.3	113.3	113.3	113.3	113.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	65.9	65.9	65.9	65.9	65.9
이익잉여금	386.8	393.8	406.4	419.1	431.2
자본총계	575.0	582.0	594.6	607.3	619.4
순차입금	-118.6	-34.5	55.1	86.5	119.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금	31.1	33.4	19.7	28.0	28.6
당기순이익	7.0	7.8	12.6	12.7	12.1
비현금수익비용가감	11.3	14.9	16.7	18.3	19.6
유형자산감소증가	11.5	11.5	15.2	16.7	17.8
무형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.5	0.2	1.6	1.6	1.7
영업활동 자산부채변동	9.6	10.9	-9.7	-3.1	-3.1
매출채권 감소(증가)	-1.0	7.5	-2.1	-4.4	-4.4
재고자산 감소(증가)	30.9	17.2	-3.7	-3.2	-3.2
매입채무 증가(감소)	-21.2	-8.6	-4.0	4.5	4.5
기타자산, 부채변동	0.9	-5.1	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금	-32.3	-86.5	-40.0	-60.6	-63.1
유형자산처분(취득)	-36.8	-116.7	-108.1	-58.2	-60.6
무형자산감소(증가)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	4.6	30.8	68.6	-1.9	-2.0
기타투자활동	0.0	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
재무활동 현금	28.9	60.4	0.0	30.0	20.0
차입금의 증가(감소)	17.7	60.2	0.0	30.0	20.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	11.2	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	27.5	7.3	-20.3	-2.6	-14.5
기초현금	10.9	38.4	45.7	25.3	22.7
기말현금	38.4	45.7	25.3	22.7	8.2

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	411.5	365.3	374.7	388.0	404.0
매출원가	371.2	319.6	323.1	332.9	344.6
매출총이익	40.3	45.7	51.6	55.1	59.4
판매비및관리비	32.0	39.6	40.4	43.1	44.9
영업이익	8.3	6.1	11.1	12.0	14.5
영업외손익	0.3	4.0	4.4	4.5	1.2
이자수익	4.4	2.7	2.5	2.6	2.8
이자비용	0.8	0.4	2.2	2.3	5.7
외환손익	-3.1	-1.5	0.0	0.0	0.0
자분법평가손익	0.5	0.6	0.2	0.2	0.2
자산처분손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.2	1.9	-0.5	-0.6	-7.5
세전계속사업손익	8.6	10.1	15.6	16.5	15.7
계속사업법인세비용	1.6	2.3	3.0	3.8	3.6
계속사업이익	7.0	7.8	12.6	12.7	12.1
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.0	7.8	12.6	12.7	12.1
(포괄손익)	72.8	73.6	78.4	78.6	78.0
EBITDA	19.8	17.5	26.3	28.7	32.4
매출총이익률	9.8	12.5	13.8	14.2	14.7
EBITDA마진율(%)	4.8	4.8	7.0	7.4	8.0
영업이익률(%)	2.0	1.7	3.0	3.1	3.6
세전계속사업이익률(%)	2.1	2.8	4.2	4.3	3.9
ROA(%)	1.0	1.0	1.5	1.4	1.3
ROE(%)	1.3	1.3	2.1	2.1	2.0
수정ROE*(%)	13.5	12.7	13.3	13.1	12.7

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
투자지표					
PER(배)	43.1	37.3	24.3	24.0	25.2
수정 PER(배)	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/ EBITDA(배)	9.2	14.6	13.7	13.6	13.1
성장성(%YOY)					
매출액	0.3	-11.2	2.6	3.5	4.1
영업이익	-18.3	-26.7	83.0	8.0	20.5
세전계속사업손익	49.2	17.1	53.9	6.2	-5.0
포괄손익	1,129.7	1.1	6.5	0.2	-0.8
EPS	11.4	11.5	61.4	1.2	-5.0
안정성(배,%)					
유동비율	35.7	39.9	51.9	52.4	55.5
부채비율	32.9	47.8	46.4	51.5	54.7
이자보상배율	na	na	na	na	4.9
순차입금/자본	na	na	9.3	14.2	19.3
주당지표(원)					
EPS	385	429	693	701	666
수정EPS	4,011	4,054	4,318	4,326	4,292
BPS	31,651	32,038	32,731	33,432	34,098
EBITDA/Share	1,089	966	1,448	1,582	1,781
CFPS	1,005	1,251	1,614	1,711	1,743
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

씨에스윈드(112610.KS)

스몰캡/에너지 담당 한병화

Tel. 02)368-6170

jhwak@eugenefn.com

영국 시장 진입 긍정적

■ 영국 타워 공장 확보 긍정적

동사는 올 3월에 영국 스코트랜드의 풍력타워업체인 Wind Towers Limited를 인수한 뒤 첫 수주도 기록했다. 영국은 유럽에서 독일 다음으로 큰 풍력시장이고 특히 해상풍력 수요는 세계 최대이다. 따라서 이번 인수 건으로 씨에스윈드가 유럽 해상풍력시장에 진출할 가능성이 높아졌다. WTL의 이전 대주주가 스코트랜드의 유틸리티업체인 SSE였기 때문에 영국의 풍력단지 건설에 WTL의 풍력타워 납품은 규모가 문제지 어려운 일은 아닐 것이다.

■ 베트남 공장 반덤핑 해소로 미국 시장 재진입

미국의 베트남 풍력타워업체들에 대한 반덤핑 제제 종료로 올 해부터 동사의 베트남 공장에서 미국향 풍력타워를 수출할 수 있게 되었다. 지난 1월 이미 미국업체와 286억원의 풍력타워 납품계약을 체결했다. 공백기를 고려하면, 동사의 미국향 매출은 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. 미국의 풍력업황이 초호황 국면으로 진입할 것으로 예상되기 때문에 씨에스윈드의 미국 매출이 일정수준까지 회복될 가능성이 있다고 판단된다.

■ 캐나다 공장 외형 감소를 보완해 줄 추가 성장동력 필요

2015년부터 주력 매출원인 캐나다의 고마진 풍력프로젝트가 감소하면서 이익의 역성장이 진행되고 있다. 따라서, 영국과 미국 풍력시장에서의 의미 있는 수주가 확정되어야 캐나다의 부진을 만회할 수 있다. 추가하락으로 PBR 1배수 준에 불과하고, 하반기부터 베트남 법인의 실적 개선과 영국법인의 신규 매출이 본격화되는 것을 감안하면 현 시점에서 주가의 추가하락 가능성이 낮다고 판단된다.

Financial Data

결산구(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	329.2	297.1	297.9	327.0	346.0
영업이익(십억원)	68.8	36.4	19.3	23.6	25.5
세전계속사업이익(십억원)	61.7	25.8	22.8	22.7	24.6
당기순이익(십억원)	57.1	21.4	19.4	18.1	19.4
EPS(원)	3,306	1,236	1,129	1,056	1,130
증감률(%)	적지	(62.6)	(8.7)	(6.5)	7.0
PER(배)	8.0	20.1	16.6	17.8	16.6
ROE(%)	26.4	6.9	5.9	5.3	5.4
PBR(배)	1.5	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.2	7.6	8.1	7.1	6.4

자료: 유진투자증권

NR

현재주가(5/25)

18,750원

Key Data

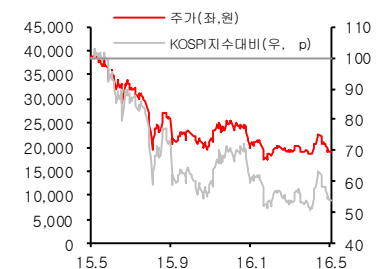
(기준일: 2016. 05. 25)

KOSPI(pt)	1,960.5
KOSDAQ(pt)	689.3
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	324.1
52주 최고/최저(원)	39,400 / 17,000
52주 일간 Beta	2.14
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M, 천주)	74
평균거래대금(3M, 백만원)	1,479
배당수익률(16F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	15.7
주요주주 지분율(%)	
김성권외 30인	52.5
GSCP VI Tank...외 1인	12.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	-1.3	-14.2	-51.6
KOSPI 대비상대수익률	2.4	-3.5	-11.8	-43.0

Company vs KOSPI composite



씨에스윈드(112610.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
자산총계	370.9	392.0	411.3	431.7	450.4
유동자산	239.3	250.4	264.5	278.5	290.3
현금성자산	133.3	69.8	66.5	66.1	76.6
매출채권	50.5	72.9	82.0	90.0	90.0
재고자산	53.4	78.0	86.0	92.0	93.0
비유동자산	131.7	141.6	146.8	153.2	160.1
투자자산	16.6	19.7	20.5	21.4	22.2
유형자산	110.6	116.6	120.7	125.9	131.7
기타	4.4	5.2	5.6	5.9	6.2
부채총계	73.4	66.3	74.5	81.9	86.4
유동부채	59.0	54.7	62.7	69.9	74.1
매입채무	21.0	27.8	35.6	42.6	46.6
유동성이자부채	10.8	8.9	8.9	8.9	8.9
기타	27.3	18.1	18.3	18.5	18.6
비유동부채	14.4	11.6	11.8	12.0	12.2
비유동이자부채	10.0	6.4	6.4	6.4	6.4
기타	4.5	5.2	5.4	5.6	5.8
자본총계	297.5	325.7	336.8	349.8	364.0
지배지분	297.5	325.5	336.7	349.6	363.8
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	174.2	174.2	174.2	174.2	174.2
이익잉여금	144.0	157.2	168.4	181.3	195.6
기타	(29.4)	(14.5)	(14.5)	(14.5)	(14.5)
비지배지분	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
자본총계	297.5	325.7	336.8	349.8	364.0
총차입금	20.8	15.3	15.3	15.3	15.3
순차입금	(112.6)	(54.5)	(51.2)	(50.9)	(61.3)

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업현금	41.2	(15.4)	24.7	26.4	38.3
당기순이익	57.1	21.4	19.4	18.1	19.4
자산감각비	12.6	13.3	14.4	15.0	15.7
기타비(현금성손익)	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4
운전자본증감	(34.3)	(39.9)	(9.4)	(7.1)	2.9
매출채권감소(증가)	(28.2)	(10.2)	(9.1)	(8.0)	0.0
재고자산감소(증가)	(7.6)	(12.2)	(8.0)	(6.0)	(1.0)
매입채무증감(감소)	3.7	3.2	7.8	7.0	4.0
기타	(2.3)	(20.8)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
투자현금	(68.3)	63.1	(20.5)	(22.2)	(23.4)
단기투자자산감소	0.7	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
장기투자자산감소	0.2	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
실비투자	(10.8)	(17.4)	(17.5)	(19.2)	(20.3)
유형자산처분	0.5	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(0.6)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
재무현금	49.9	(24.1)	(8.2)	(5.2)	(5.2)
차입금증가	(48.4)	(14.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가	125.0	(8.2)	(8.2)	(5.2)	(5.2)
배당금지급	5.0	8.2	8.2	5.2	5.2
현금 증감	18.3	25.6	(4.0)	(1.0)	9.7
기초현금	9.1	27.4	53.0	49.0	47.9
기말현금	27.4	53.0	49.0	47.9	57.6
Gross Cash flow	80.3	54.9	34.1	33.5	35.4
Gross Investment	103.3	(23.8)	29.2	28.6	19.8
Free Cash Flow	(23.0)	78.7	4.9	4.9	15.6

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	329.2	297.1	297.9	327.0	346.0
증가율(%)	11.0	(9.7)	0.3	9.8	5.8
매출원가	229.0	231.2	248.5	271.4	287.2
매출총이익	100.3	65.9	49.4	55.6	58.8
판매 및 일반관리비	31.5	29.5	30.1	32.0	33.4
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	68.8	36.4	19.3	23.6	25.5
증가율(%)	94.4	(47.1)	(47.0)	22.4	7.8
EBITDA	81.4	49.8	33.7	38.6	41.1
증가율(%)	68.1	(38.8)	(32.3)	14.6	6.5
영업외손익	(7.2)	(10.6)	3.5	(1.0)	(0.9)
이자수익	1.1	1.2	0.7	0.9	1.0
이자비용	1.7	0.7	1.6	1.6	1.6
자본법손익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(6.5)	(11.0)	4.4	(0.2)	(0.2)
세전순이익	61.7	25.8	22.8	22.7	24.6
증가율(%)	105.1	(58.2)	(11.7)	(0.5)	8.4
법인세비용	4.5	4.4	3.4	4.5	5.2
당기순이익	57.1	21.4	19.4	18.1	19.4
증가율(%)	112.7	(62.6)	(9.3)	(6.5)	7.0
지배주주지분	57.1	21.4	19.5	18.2	19.5
증가율(%)	112.7	(62.6)	(8.7)	(6.5)	7.0
비지배지분	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EPS(원)	3,306	1,236	1,129	1,056	1,130
증가율(%)	적지	(62.6)	(8.7)	(6.5)	7.0
수정EPS(원)	3,306	1,236	1,129	1,056	1,130
증가율(%)	적지	(62.6)	(8.7)	(6.5)	7.0

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,306	1,236	1,129	1,056	1,130
BPS	17,211	18,832	19,477	20,226	21,049
DPS	700	300	300	300	300
밸류에이션(배,%)					
PER	8.0	20.1	16.6	17.8	16.6
PBR	1.5	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	4.2	7.6	8.1	7.1	6.4
배당수익률	2.6	1.2	1.6	1.6	1.6
PCR	5.7	7.8	9.5	9.7	9.2
수익성(%)					
영업이익률	20.9	12.3	6.5	7.2	7.4
EBITDA이익률	24.7	16.8	11.3	11.8	11.9
순이익률	17.4	7.2	6.5	5.5	5.6
ROE	26.4	6.9	5.9	5.3	5.4
ROIC	36.9	13.2	5.9	6.5	6.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	405.5	457.6	421.8	398.3	391.6
이자보상배율	114.6	n/a	23.1	34.9	41.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	8.6	4.8	3.8	3.8	3.8
재고자산회전율	6.6	4.5	3.6	3.7	3.7
매입채무회전율	15.9	12.2	9.4	8.4	7.8



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

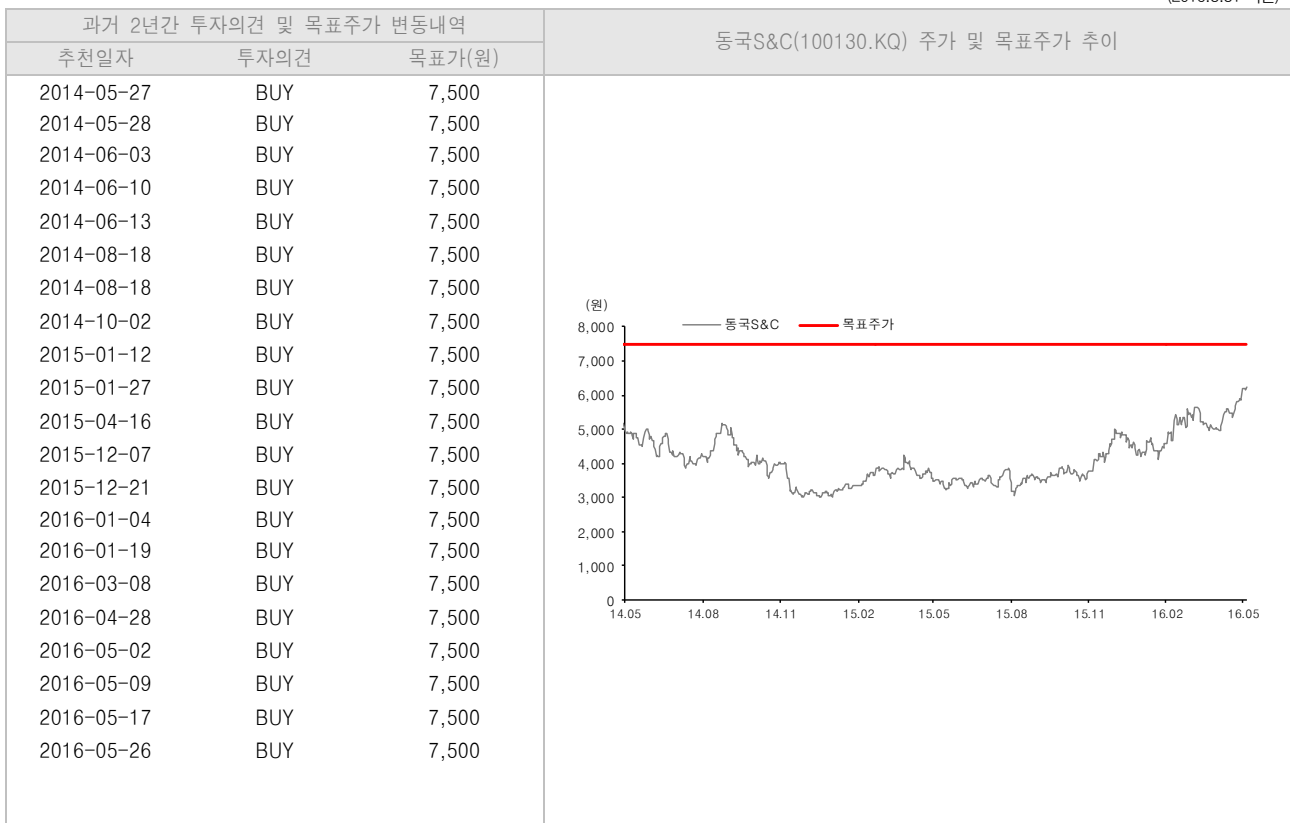
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	5%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2016.3.31 기준)





편집상의 공백페이지입니다

2016년 하반기 산업전망: 스몰캡 이슈분석 시리즈 (3): 시스템반도체 산업

팹리스 산업에서 진주(眞株)를 찾다



미드스몰캡 팀장 박종선

Tel. 02)368-6076

jongsun.park@eugenefn.com



미드스몰캡 한병화

Tel. 02)368-6171

bhh1026@eugenefn.com



Glossary

용어	정의
팹리스 (Fabless)	반도체 설계 전문 회사로 제조설비를 뜻하는 패브리케이션(Fabrication)과 리스(Less)를 합성한 말 국내주요업체: 동운아나텍, 칩스앤미디어, 실리콘웍스 등
파운드리 (Foundry)	다른 업체가 설계한 반도체를 생산해서 공급해주는 사업을 의미 국내주요업체: 동부하이텍, SK하이닉스 등
IDM (Integrated Device Manufacturer)	반도체업체의 종류로 설계, 제작, 시험, 패키지 작업 등 모든 칩 생산 과정을 수행하는 업체 주요업체: 인텔, AMD, IBM, TI, 삼성 등
IoT (Internet of Things, 사물인터넷)	가전제품, 전자기기뿐만 아니라 헬스케어, 스마트홈, 스마트카 등 다양한 분야에서 사물을 네트워크로 연결해 정보를 공유하는 것 예: 구글글라스, 퓨얼 밴드 등
무어의 법칙 (Moore's Law)	마이크로칩의 용량이 매년 2배가 될 것으로 예측하며 만들어진 법칙으로, 1975년 24개월로 수정, 그 이후 18개월로 변경
SoC (System on a Chip)	여러가지 반도체 부품이 하나로 집적되는 기술로, 시스템이 하나의 칩 속에 존재한다는 개념
시스템반도체 (System Semiconductor)	다양한 기능을 집약한 시스템을 하나의 칩으로 만든 반도체로 모바일 기기, 자동차, 첨단의료 기기 등에서 광범위하게 이용이 가능
IP (Intellectual Property, 설계자산)	반도체의 특정 기능을 구현하는 회로 설계자산에 대한 지적 재산을 의미 특정 기능을 자체 개발할 필요없이 모듈처럼 끼워 반도체를 설계하여 효율성을 높일 수 있음
지능형반도체 (Intelligent Semiconductor)	인간 두뇌를 모방해 지적 기능을 대신하거나 인간과 기기간의 소통을 도모하는 반도체
AP (Application Processor)	스마트 폰 등의 이동통신 단말기에서 각종 응용프로그램 구동과 그래픽 처리를 담당하는 핵심 시스템반도체
CIS (CMOS Image Sensor)	디지털 기기에서 일종의 필름 역할을 수행하며, 디지털카메라, 차량용 카메라 등에 사용
DDI (Display Driver IC, 디스플레이 구동칩)	디스플레이를 구성하는 화소들을 조정해 다양한 색을 구현토록 하는 디스플레이 구동칩
AF Driver IC (Auto Focus Driver IC, 자동초점 구동칩)	피사체에 초점이 자동으로 맞춰지도록 하는 카메라의 기능을 구동하는 칩

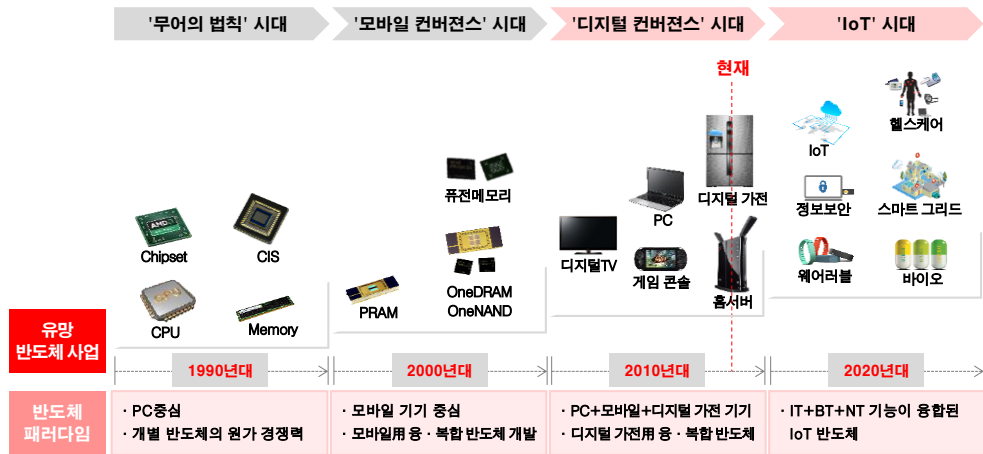
Summary

국내외 IT 환경은 스마트폰 기반 모바일 환경에서, IoT, 웨어러블 등으로 변화하고 있습니다. 사람과 사물은 물론 자율주행 등 다양한 기기들이 연결되면서 시스템반도체의 신규 수요처는 빠르게 증가하고 있습니다. 대한민국은 메모리반도체 분야에서 세계 1위의 시장점유율을 보이고 있음에도 불구하고, 시스템반도체 분야에서는 두각을 보이지 못했습니다. 그러나 최근 정부부처와 기업들이 시스템반도체의 중요성을 인지하고, 연구개발 지원 및 투자 확대를 모색하고 있습니다. 이에 유진투자증권 스몰캡팀에서는 '국내 시스템반도체'의 성장을 주도할 가능성이 높은 수혜주를 점검해보고자 합니다.

팹리스 산업의 패러다임 변화: 시스템반도체 중요성 부각

- 반도체 산업은 1) 더 많은 기능을 작은 칩에 넣기 위한 초미세 공정 개발과 함께, 2) 특정 목적을 위한 맞춤형 설계 및 생산 능력이 시스템반도체 산업의 경쟁력으로 부각되고 있다. 지금까지 반도체 집적도는 1년 6개월마다 2배씩 증가한다는 '무어의 법칙'에 따라 반도체 산업의 발전이 이루어져왔다. 하지만 사람과 사물은 물론, 사물인터넷(IoT), 자율주행 등 다양한 기기가 연결되면서 반도체의 신규 수요처가 빠르게 증가하여 반도체의 집적도만으로 수요를 충족시킬 수 없는 상황으로 변화하였다.
- 시스템반도체는 스마트 및 융합이라는 동인에 적합한 미래유망 산업 및 서비스 창출에 핵심이 되는 부품으로써, 다양한 산업의 경쟁력에 미치는 파급효과가 대단히 높은 분야다. 시스템반도체는 IT 기기의 똑똑하고 유연한 작동을 위해 프로세서와 소프트웨어를 내장하는 방향으로 진화하였으며, 정보의 전달과 저장을 위해 유무선 통신 기능과 대용량 메모리를 내장하였고, 인간과의 편리한 소통을 위해 터치 디스플레이 구동 기능과 음성 및 모션 인식 기능을 포함하는 등 스마트 및 융복합 기술과 시장의 요구에 따라 끊임없이 통합 SoC(System on a Chip)로 발전하고 있다.
- 2015년 미래창조과학부는 19대 미래성장동력 중 하나로 '지능형 반도체'를 선정하고 2015년 4월 종합실천계획을 발표하였다. 지능형 반도체란 시스템반도체 중 마이크로 집적회로, 로직 집적회로를 일컫는 말로 전체 시스템반도체의 약 75%를 차지한다. 즉, 스마트 자동차, IoT, 착용형 스마트 기기 등 IT융합 제품의 지능형 서비스 구현을 위한 SW, SoC 융합기술을 의미한다.
- 최근까지 하드웨어 중심의 제조업으로 인식되어온 시스템반도체는 사물인터넷, 스마트카, 웨어러블 디바이스 등 ICT 융합기술이 본격화되면서 소프트웨어가 융합된 지능형 반도체로 고도화되며 변화를 맞이하고 있다. 또한 시스템반도체의 설계기술의 복잡성이 증가하면서 ICT 시장의 변화에 빠르게 대응하기 위한 반도체 IP(Intellectual Property, 지적재산권)의 중요성이 부각되고 있다.

반도체 패러다임의 변화

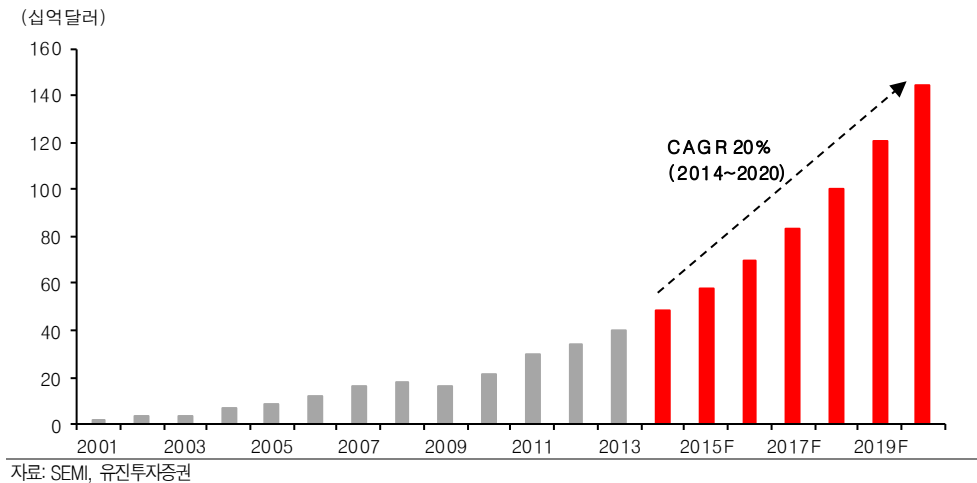


자료: KEIT, 유진투자증권

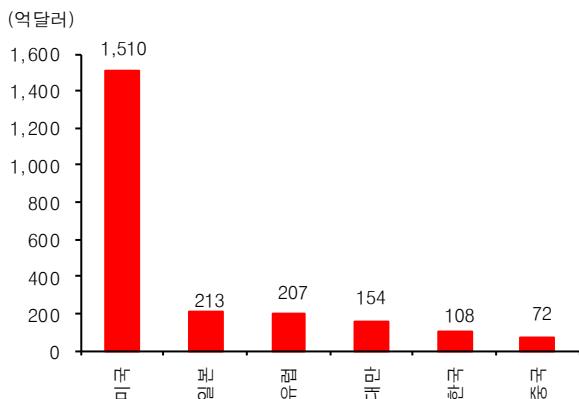
중국 반도체 투자 확대에 따른 국내 지능형 반도체 강국 도약 발표

- 2014년 중국정부가 총 수요의 10%에 지나지 않는 반도체 자급율을 높이기 위한 인프라 구축을 포함한 가이드라인을 발표한 이후 중국 반도체 산업은 중국 정부의 적극적인 지원 정책에 반도체 전공정에 대한 투자가 본격화되고 있는 추세이다. 나아가 중국 정부의 지원이 뒷받침되면서 시작되었던 과거의 사례처럼, 중국 정부의 반도체 산업 전반의 지원은 중국 팹리스 산업으로 확대될 것으로 판단한다. 세계의 공장이라고 불리는 중국은 휴대폰, LCD TV, 디지털 카메라 등의 주요 IT제품의 조립비중이 70% 이상을 상회한다. 반면에 반도체의 자급률은 LCD TV가 50%를 상회하는 것을 제외하고는 10% 수준인 것으로 파악된다.
- 2014년 국가별 시스템반도체 생산규모 및 점유율은 미국이 1,510억달러로(66.7%)로 압도적인 1위를 차지하고 있는 가운데, 중국과 대만을 합한 중화권 시장점유율은 10.0% 수준을 차지하고 있다. 반면 한국은 108억달러로(4.8%)로 5위를 차지하고 있다.
- 정부는 2014년 세계 5위(시장점유율 3.8%)의 지능형 반도체 산업을 2020년까지 세계 2위 (시장점유율 10%)로 도약시켜, 지능형 반도체 강국으로 도약한다는 계획을 발표하였다. 이를 위해 OS, 융합 IP(Intellectual Property, 반도체 설계자산)등 지능형 반도체 핵심 요소기술의 개발 및 스마트 기기 적용 공동 플랫폼 개발을 주요 추진계획으로 발표하였다. 특히 SoC IP 공유, 유통 활성화를 위한 반도체설계자 산 유통센터(KIPEX) 구축을 통해 중소형 팹리스 업체들을 대상으로 설계툴 및 보육공간 등을 지원할 방침이다. 또한 지능형 반도체 전문 인력 양성을 위해 공과대학 내 'SW-SoC융합 트랙'도 개설 및 운영할 방침이다.

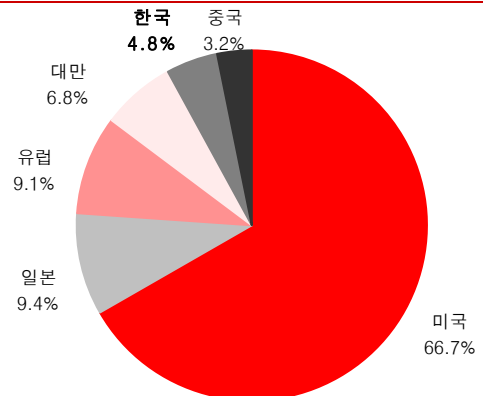
중국 정부의 반도체산업 관련 매출 목표 가이드라인 (2014년)



국가별 시스템반도체 생산 규모(2014년 기준)



국가별 시스템반도체 점유율 (2014년 기준)



시스템반도체의 주역, 국내 팹리스 업체 현황

- 시스템반도체는 전방산업의 변화에 따라 다양한 제품이 등장하게 된다. 이러한 산업의 변화에 따른 기술 개발 및 제품 생산으로 시장 선점을 하게 된 기업은 시장에서 성공을 거두지만, 적절한 대응에 실패한 회사는 시장에서 퇴출되기도 한다. 이에 과거 2007~2015년까지 국내 시장의 변화를 살펴보았다.
- 과거 매출액 상위의 팹리스 업체들의 변화를 살펴보면, 2007~2008년도 시장의 트렌드가 CIS에서 2009년 DMB칩, 2010년 멀티미디어 칩, 2011년 RFIC 등으로 변화하였다. 국내 팹리스 업체들은 TV나 스마트폰에 들어가는 PMIC(전력관리 반도체)나 터치칩, 센서 등의 설계를 통한 대기업 납품을 통해 성장해왔다. 그러나 기술변화 및 시장 트렌드 변화에 빠르게 대응하지 못해 시장에서 도태되어가고 있는 현실이다. 2012~2015년의 경우, 상장기업을 중심으로 당사가 매출액을 기준으로 재분석을 해보았다.
- 초기 2007~2008년에는 국내 휴대폰의 카메라 채택과 함께 CIS(CMOS Image Sensor) 산업이 시장을 주도하면서 애플비전, 코아로직의 시대였으나, 삼성전자의 부품 내재화에 따른 영향으로 시장에서 2010년 이후에 국내 주요 10대 기업에서 보이지 않게 되었다. 2009년은 국내 DMB 방송을 위한 칩이 시장을 주도하였고, 2010년 이후 스마트폰, 스마트TV, 스마트카 등의 등장과 함께 DDI(Display Driver IC), CIS(CMOS Image Sensor), AF(Auto Focus) Driver IC 등이 시장을 대체하면서 관련 기업이 부각되고 있다.
- 결국 국내 주요 팹리스 기업은 전방산업의 수요 확대로 실적 개선이 이뤄졌음을 알 수 있다. 현재 국내 팹리스업체들의 주력 품목은 DDI, CIS, AF Driver IC, PMIC, 모바일 멀티미디어 IC 등 소수에 불과한 상황이다. 따라서 1) 우수한 인력을 기반으로 꾸준한 신제품 개발의 지속성을 보유하고 있고, 2) 국내외 주요 고객을 기반으로 안정적인 성장이 가능한지, 3) 전방시장의 변화에 따라 우수한 기술력 및 생산 Capa를 통한 대응력을 보유했는지는 팹리스 산업에서의 주요 경쟁력 요소로 파악된다.

국내 팹리스 기업 매출 상위 10개사 및 시장 트렌드 변화

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	엠텍비전	엠텍비전	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스
2	코아로직	실리콘웍스	엠텍비전	티엘아이	티엘아이	티엘아이	픽셀플러스	아나패스	티엘아이
3	텔레칩스	코아로직	티엘아이	엠텍비전	실리콘마이터스	아나패스	티엘아이	티엘아이	픽셀플러스
4	실리콘화일	텔레칩스	에스티아이	텔레칩스	피델릭스	픽셀플러스	아나패스	픽셀플러스	아나패스
5	피델릭스	티엘아이	엔스퍼트	실리콘화일	이엠엘에스아이	피델릭스	어보브반도체	어보브반도체	어보브반도체
6	실리콘웍스	피델릭스	실리콘화일	에이디칩스	실리콘화일	텔레칩스	피델릭스	피델릭스	텔레칩스
7	티엘아이	에스티아이	텔레칩스	에스티아이	텔레칩스	어보브반도체	텔레칩스	텔레칩스	아이에이
8	씨앤에스 테크놀로지	실리콘화일	네오피델리티	이엠엘에스아이	에이디칩스	네오피델리티	아이에이	에이디 테크놀로지	피델릭스
9	디지피아	어보브반도체	어보브반도체	실리콘마이터스	에프씨아이	에이디칩스	동운아나텍	네오피델리티	동운아나텍
10	다물멀티미디어	네오피델리티	아이앤씨 테크놀로지	어보브반도체	에스티아이	아이에이	에이디 테크놀로지	아이에이	네오피델리티
시장 트렌드	CIS	CIS	DMB칩	멀티미디어칩, 저전력용 SRAM, DRAM	무선이동통신 송수신 RFIC, CDMA	DDI	DDI CIS	DDI CIS AF A/V	DDI CIS AF

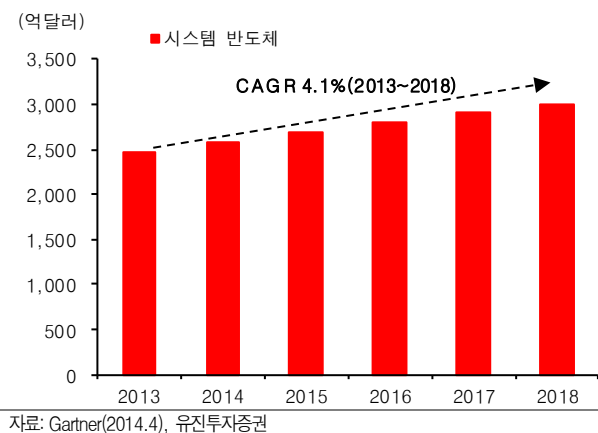
자료: KISA, 유진투자증권

주: 2012~2015년은 당사 재분석

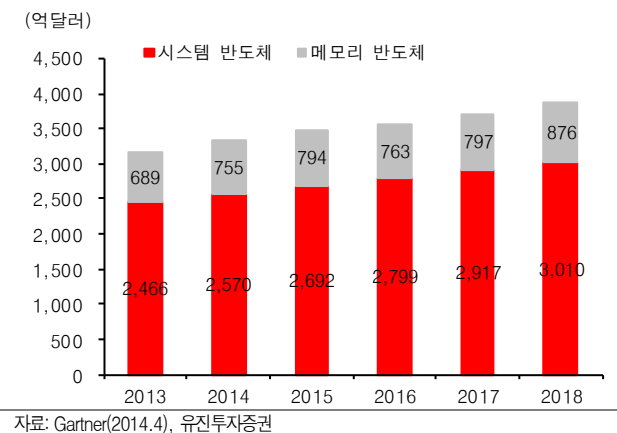
시장분석: 시장성장은 연평균 4.1% 성장, 핵심 IP 확보가 중요

- **시장 전망:** 전세계 반도체시장은 2013년 3,155억달러에서 2018년 3,886억 달러로 성장할 것으로 전망된다. 전체 반도체 시장에서 시스템반도체가 차지하는 비중은 약 77% 수준으로, 2013년 2,466억달러에서 2018년 3,010억달러로 연평균 4.1%(2013~2018년) 성장할 것으로 전망된다.
- **국내 현실:** 2014년 국가별 시스템반도체 생산규모 및 점유율은 미국이 1,510억달러로(66.5%)로 압도적인 1위이며 한국은 108억달러로 (4.8%)로 5위를 차지하고 있다. 특히, 팹리스 시장에서의 대만/중국의 성장이 가파르게 이어지며 중화권 국가의 점유율은 2014년 26.4%에 달하며, 한국은 1.5%의 시장점유율로 시스템반도체 시장 점유율보다도 열위에 있는 상황이다.
- **반도체 IP 시장 전망:** 반도체 IP 시장은 연평균 10% 이상 고성장을 할 것으로 전망하는데, 특히 전세계 반도체 시장이 연평균 4.1% 수준의 성장을 하는 것과 비교해본다면 반도체 IP가 유망한 산업임이 확실하다. 이러한 이유는 1) 최근 반도체 산업은 단위 면적당 집적도와 시스템의 복잡도가 증가함에 따라 단기간에 필요한 기능을 모두 자체 설계하는 것이 어려워 외주 용역이 늘어나고 있고, 2) 다양한 기기의 등장으로 인한 단기간에 제품 설계를 해야 하는 기업이 증가하고 있기 때문이다.

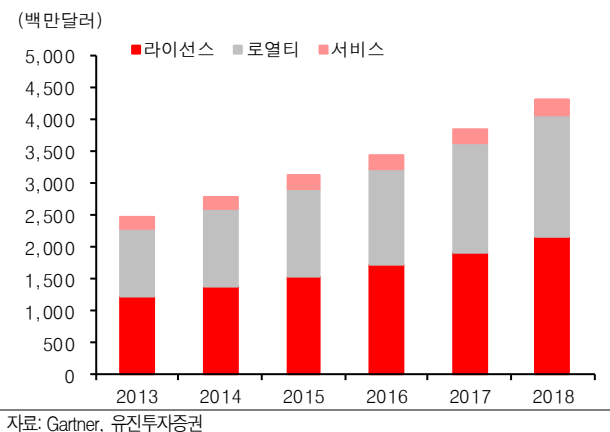
전세계 시스템 반도체 시장규모 및 전망



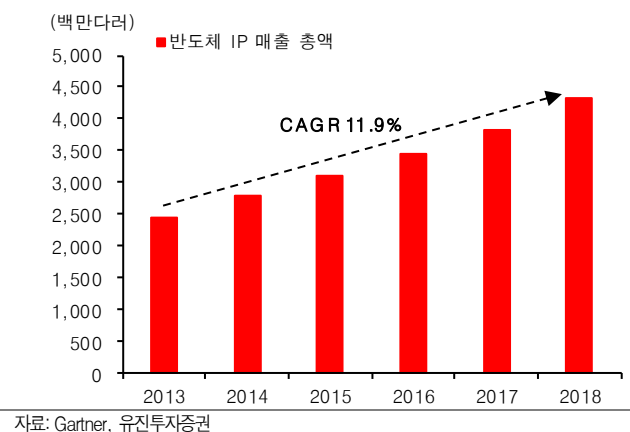
전세계 반도체 시장규모 및 전망



글로벌 반도체 IP 시장 전망



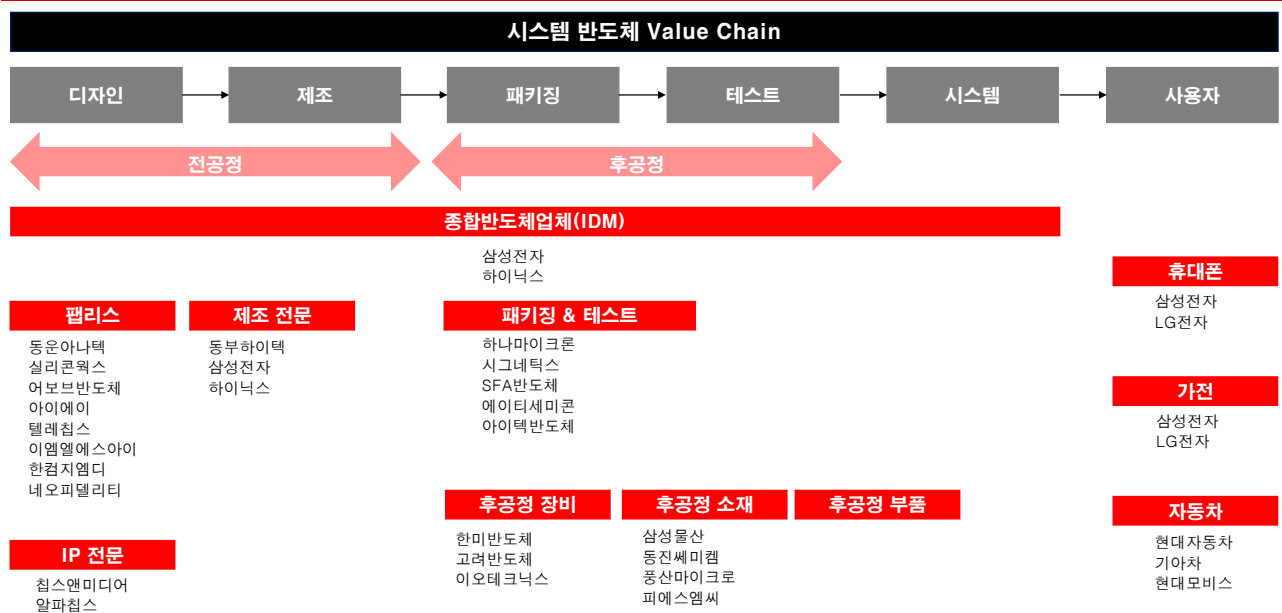
연도별 반도체 IP 시장 규모 전망



수혜주 점검

- 시스템반도체 산업내에서 가장 높은 수익성을 보유한 부분은 팹리스업체와 반도체 IP 보유업체이다. 세계적인 기업들의 영업이익률을 살펴보면, 팹리스업체는 평균 18.2%, 파운드리업체는 13.8%, 패키징 및 테스트 업체는 11.1%를 나타내고 있다. 팹리스업체는 인건비 비중이 높은 사업으로 시장변화에 대응이 용이한 반면, 파운드리 및 패키징과 테스트 업체는 장비 중심의 높은 고정비를 바탕으로 하고 있어 수익성 개선의 한계를 보유하고 있다.
- 당사는 반도체의 전공정 분야 중 팹리스와 IP전문 업체에 대한 주목이 필요하다고 판단한다. 이는 1) 반도체 업체들의 Time to Market 및 원가절감을 위한 IP 아웃소싱이 증가하고 있으며, 2) 팹리스 산업은 반도체의 설계와 개발을 중심으로 하는 고부가가치 산업이고, 3) 휴대폰, 디스플레이, 가전, 자동차 등 대부분의 산업이 융복합 및 고부가가치화 되는 과정에서 시스템반도체 기술이 필수적이기 때문이다.
- 추천주: 동운아나텍, 칩스앤미디어
 - 동운아나텍(094170): 모바일 카메라 AF Driver IC의 강자로, 고화소 및 듀얼카메라 채택 증가에 따른 실적 성장이 예상된다. 또한 Full HD, 웨어러블 기기 확대 등으로 디스플레이 Power Driver IC 시장도 확대가 진행되고 있어 수혜가 기대된다.
 - 칩스앤미디어(094360): 세계 3대 비디오 IP 보유업체로 모바일 기기 중심에서 스마트가전, 스마트카, 드론 등으로 시장이 확대됨에 따라 안정적인 분기별 실적 성장이 예상된다. 반도체 IP 아웃소싱 확대 정책으로 로열티 매출 증가세 지속 될 것으로 추정되는데, 로열티 수익의 증가로 수익성 개선도 지속될 것으로 전망한다.

시스템반도체 Value Chain



자료: 유진투자증권



Contents

Summary	116
I. 팹리스 산업의 패러다임 변화	122
1) 맞춤형 반도체 부각: IoT, AI, 자율주행 등	
2) 지능형 반도체, 미래성장동력으로 지정 → 정부 지원 확대	
3) 다양한 기능을 제공하는 시스템반도체	
4) 반도체 IP 산업의 중요성 부각	
II. 국내 팹리스 산업의 현황	134
1) 국내 주요 10 대 팹리스 업체 변화	
2) 국내 주요 팹리스 업체의 매출액 분석	
3) 국내 주요 팹리스 업체의 수익성 분석	
4) 매출액 및 영업이익 → 우수기업 선정	
III. 시스템반도체 시장 분석	146
1) 시장 전망	
2) 반도체 IP 시장 전망	
IV. 추천주 및 Valuation	150
1) Value Chain: 팹리스 산업에 주목	
2) 추천주: 동운아나텍, 칩스앤미디어	
3) Valuation Table 및 추가그래프	
기업분석	159
동운아나텍(094170.KQ)	
칩스앤미디어(094360.KQ)	

I. 팹리스 산업의 패러다임 변화

1) 맞춤형 반도체 부각: IoT, AI, 자율주행 등

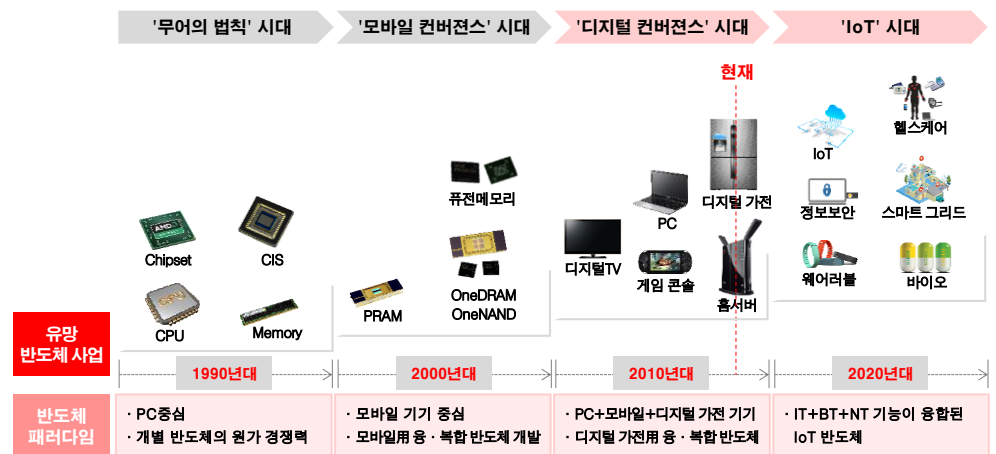
반도체 산업의 패러다임은 빠르게 변화하고 있다.

기존의 반도체 산업은 더 많은 기능을 작은 칩에 넣기 위한 초미세 공정의 경쟁 시대였다. 지금까지 ‘무어의 법칙’에 따라 반도체 집적도가 1년 6개월마다 2배씩 증가한다는 이론이 반도체 산업의 발전 공식이었다. 하지만 사람과 사물은 물론, 사물인터넷(IoT), 인공지능(AI), 자율주행 등 다양한 기기가 연결되면서 반도체의 신규 수요처가 빠르게 증가하고 있다. 이러한 산업의 흐름 속에서 집적도만으로는 수요를 충족시킬 수 없는 상황이 되었다. 따라서 특정 수요를 위한 맞춤형 설계 및 생산 능력이 반도체 산업의 경쟁력으로 부각되고 있다.

또한 초미세 공정의 경쟁이 경제성의 측면에서 한계에 도달했다는 평가가 지배적이다. 집적도를 높이기 위해 투자되는 비용을 감수하기 어려운 상황에 도달하면서 고가의 일부제품을 제외하고는 ‘무어의 법칙’에 따른 집적도의 증가의 경제성이 감소하고 있는 상황이다. 과거 65나노 반도체 개발비용이 1,600만달러였던 것과 비교하여 14나노 반도체 개발 비용은 1억 3200만달러로 추산된다.

즉, 반도체 수요처의 다변화 및 수요자의 니즈를 충족하는 맞춤형 제품을 얼마나 빠르고 효율적으로 만들어 낼 수 있는가가 반도체 산업의 새로운 경쟁력이 된 것이다.

도표 1 반도체 패러다임의 변화



자료: KEIT, 유진투자증권



메모리반도체 강국에서 시스템반도체 시장으로 확대

시스템반도체는 스마트 및 융합이라는 동인에 적합한 미래유망 산업 및 서비스 창출의 핵심 부품으로써, 다양한 산업들의 경쟁력에 미치는 파급효과가 대단히 높은 분야다.

시스템반도체는 IT 기기의 똑똑하고 유연한 작동을 위해 프로세서와 소프트웨어를 내장하는 방향으로 진화하였으며, 정보의 전달과 저장을 위해 유무선 통신 기능과 대용량 메모리를 내장하였고, 인간과의 편리한 소통을 위해 터치 디스플레이 구동 기능과 음성 및 모션 인식 기능을 포함하는 등 스마트 및 융복합 기술과 시장의 요구에 따라 끊임없이 통합 SoC(System on a Chip)로 발전하고 있다.

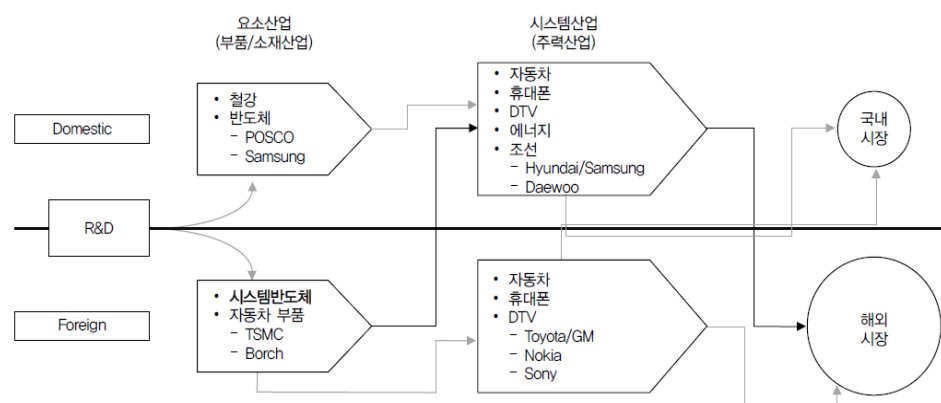
따라서 메모리반도체 세계 1위라는 성공을 발판 삼아 4배나 큰 시스템반도체 시장을 확보해야 하는 것은 당연한 일이다.

도표 2 메모리반도체와 시스템반도체 산업 특성 비교

구분	메모리 반도체	시스템 반도체
제품성격	■ 생산/설계 기술 지향 ■ DRAM 등(현재는 다각화 추세) ■ 짧은 수명주기 ■ PC시장 의존	■ 설계 기술 지향 ■ ASIC 등 용도별 품목 다양성 ■ 시스템 및 소프트웨어와의 조화 ■ 기계의 전자화로 수요 다양
사업특성	■ 소품종 대량생산 ■ 대규모 투자집중 추구 ■ 공정의 극한기술 극복 ■ 대기업형 사업구조	■ 다품종 소량생산 ■ 제품의 칩세트화 구축 ■ 시스템부문의 경쟁력 제고 ■ 중소벤처기업형 사업구조
경쟁구조	■ 선행기술개발, 시장선점 ■ 설비투자 관건 ■ 높은 위험부담 ■ 참여업체 제한	■ 설계인력 및 지적재산 확보 관건 ■ 경쟁시스템과의 기능경쟁 ■ 낮은 위험부담 ■ 참여업체 다수 다양
주요제품	■ 휘발성 메모리 (DRAM, SRAM 등) ■ 비휘발성 메모리 (MASKROM, EPROM, EEPROM 등)	■ 시스템 반도체 (Processor, Logic, Analog IC 등) ■ 기타 (Discretes, Optical Devices 등)

자료: KIET, 유진투자증권

도표 3 국내 산업시스템 구조



자료: 삼성전자, 유진투자증권



2) 지능형 반도체, 미래성장동력으로 지정 → 정부 지원 확대

2015년 미래창조과학부는 19대 미래성장동력 중 하나로 '지능형 반도체'를 선정하고 2015년 4월 종합실천 계획을 발표하였다. 지능형 반도체란 시스템반도체 중 마이크로 집적회로, 로직 집적회로를 일컫는 말로 전체 시스템반도체의 약 75%를 차지한다. 즉, 스마트 자동차, IoT, 착용형 스마트 기기 등 IT융합 제품의 지능형 서비스 구현을 위한 SW, SoC 융합기술을 의미한다.

정부는 2014년 세계 5위(시장점유율 3.8%)의 지능형 반도체 산업을 2020년까지 세계 2위 (시장점유율 10%)로 도약시켜, 지능형 반도체 강국으로 도약한다는 계획을 발표하였다. 이를 위해 OS, 융합 IP(Intellectual Property, 반도체 설계자산) 등 지능형 반도체 핵심 요소기술의 개발 및 스마트 기기 적용 공동 플랫폼 개발을 주요 추진계획으로 발표하였다. 특히 SoC IP 공유, 유통 활성화를 위한 반도체설계자산 유통센터(KIPEX) 구축을 통해 중소형 팹리스 업체들을 대상으로 설계툴 및 보육공간 등을 지원할 방침이다. 또한 지능형 반도체 전문인력 양성을 위해 공과대학 내 'SW-SoC융합 트랙'도 개설 및 운영할 방침이다.

정부는 2015년부터 2020년까지 3,947억원의 재정지원을 통해 지능형 반도체 산업 육성을 지원할 계획이다.

도표 4 지능형 반도체 종합실천계획(안)

구분		세부 계획
세부 추진 내용	목표	SoC-SW 융합을 통한 지능형 반도체 각국 도약
	R&D/사업화	OS, 융합IP 등 지능형 반도체 핵심 요소기술 개발 및 스마트기기 적용 공동 플랫폼 개발
	인프라	SoC IP 공유, 유통 활성화를 위한 반도체설계자산 유통센터(KIPEX) 구축
	인력양성	지능형반도체 전문인력 양성을 위해 공과대학 내 'SW-SoC융합 트랙' 개설 및 운영

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권



도표 5 미래성장동력 19대 분야

주력산업	
5G이동통신	4G 대비 1천배 빠른 미래 이동통신 기술, 서비스
스마트자동차	자동차와 운전자, 주변 환경 및 교통인프라 등을 유기적으로 연결하여 자율, 군집주행 등 다양한 이동서비스 제공
심해저 해양플랜트	수심 500m 이상인 심해에 매장되어 있는 석유 또는 가스를 채굴, 분리, 이송, 전처리 및 저장, 하역하는 해상, 해저 플랜트
수직이착륙 무인기	고도 자율비행, 통합모듈형 항전장비(임베디드SW 포함)를 탑재한 틸트로터 무인항공기 시스템 개발
미래신산업	
지능형로봇	외부환경을 인식하고 스스로 상황을 판단하여 자율적으로 동작하는 기계
착용형 스마트기기	신체에 착용한 상태로 컴퓨팅행위가 가능한 기기 및 어플리케이션
실감형 콘텐츠	가상현실, 홀로그램, 4D 기술 등을 적용, 몰입감과 현장감을 극대화한 차세대 콘텐츠
스마트바이오생산시스템	복잡하고 비용이 높은 바이오제품의 생산공정을 BT-IT-NT 융합을 통하여 효율화하는 시스템
가상훈련시스템	고위험, 고비용이 요구되는 현장 훈련 대신, 실제와 유사한 가상환경에서 안전하고 체험적으로 훈련할 수 있는 시스템
공공복지산업	
맞춤형 웰니스 케어	IT/BT를 융합하여 신체적, 정신적 건강을 개인 맞춤형으로 관리하는 서비스
재난안전관리 스마트 시스템	공공, 민간 영역에서 실시간으로 재난 안전 관련 예측, 감지, 대응이 가능하도록 정보통신기술, 로봇기술, 항공우주기술 등을 융합한 시스템
신재생에너지 하이브리드 시스템	신재생에너지를 포함한 둘 이상의 발전시스템과 에너지저장 시스템을 결합한 전력공급, 관리 시스템
직류송배전	발전원에서 발생한 전기를 기존의 교류 전력 계통 대신, 직류 전력계통을 활용하는 송전 원천기술 및 배전 시스템
초임계 CO ₂ 발전	초임계 상태의 이산화탄소를 사용하여 기존 전력생산 기술에 비해 획기적인 발전 효율 향상과 소형화 가능
기반산업	
지능형반도체	스마트 자동차, IoT, 착용형 스마트 기기 등 IT 융합 제품의 지능형서비스 구현을 위한 SW, SoC 융합기술
융복합소재	새로운 물리, 화학적 결합을 통해 초경량, 고성능, 다기능성을 극대화한 소재
지능형 사물인터넷	사람, 사물, 공간 등 모든것이 서로 연결되어 정보가 생성, 수집, 공유, 활용되는 초연결 인터넷 환경
빅데이터	스마트폰, SNS, 사물인터넷에 따라 폭증하는 대량의 데이터의 분석, 활용을 통해 새로운 가치를 창출하고 혁신을 주도하는 플랫폼
첨단소재가공시스템	항공/우주, 자동차 산업의 핵심부품에 사용되는 첨단소재를 가공하기 위한 핵심기술 및 시스템

자료: 미래창조과학부, 유진투자증권



3) 다양한 기능을 제공하는 시스템반도체

시스템반도체의 기능은 다양하다. 메모리반도체처럼 단순한 데이터의 저장에 아니라, 전자 신호, 전기, 데이터의 연산, 제어, 변환, 가공 등 폭 넓은 역할을 수행한다. 이처럼 다양한 기능을 수행하는 시스템반도체는 기능 및 용도에 따라 다양하게 분류되는 제품군으로 구성된다.

시스템반도체의 분류는 기능 및 용도, 반도체가 다루는 신호 및 데이터, 반도체가 장착되는 최종 제품군 등의 다양한 기준으로 구분된다. Gartner의 분류법에 근거하여 시스템반도체를 분류해보면, 메모리반도체는 제조 기술 기반으로 DRAM, SRAM 등 5가지로 분류되는 것과 비교하여 시스템 반도체는 약 30여가지 이상으로 분류가 가능하다.

도표 6 시스템반도체는 기능에 따라 다양함

분류		기능 및 용도	주요 제품	관련 기업
메모리		데이터의 저장 및 처리 지원 등을 수행	DRAM, SRAM 등	삼성, SK하이닉스 등
시스템 반도체	마이크로컴포넌트	데이터의 연산, 처리, 제어 등을 수행	CPU, MPU, 가전용 MCU 등	Intel, Renesas, AMD, NXP 등
	범용 로직		Display Driver, FPGA 등	
	아날로그	빛, 열, 소리, 압력 등 물리적, 화학적인 아날로그 신호를 디지털 신호로 변환, 증폭	증폭기, 전압 제어기, 신호변환기, ADC(Analog to Digital Converter) 등	Texas Instruments, Analog Devices, Maxim 등
	Discrete	단일 기능 반도체	트랜지스터, 각종 다이오드, 콘덴서 등	
	Optoelectronics	적외선, 자외선 및 가시 광선 등을 검출해서 필요한 디지털 신호로 변환하며 레이저 장치, 광 커넥터, 발광 다이오드, 태양 전지 등에 적용	CMOS 이미지센서, LED 등	Sony, Omnivision 등
	비광학 센서	초음파, 열, 가속도, 자기장, 가스, 습도 등 비광학적인 신호 계측용 반도체 센서	압력/열/가속도/자기 센서 등	
	ASIC	특정한 최종 제품 개발자가 용도를 정해서 주문하는 반도체	각종 데이터 연산, 저장용 반도체	Qualcomm, Broadcom, MediaTek 등
	ASSP	반도체 개발 기업이 특정한 용도를 정해 공급하는 표준화된 제품	모바일 AP 등	

자료: Gartner, LG경제연구원, 유진투자증권



AP, CIS 등 국내 업체 부각

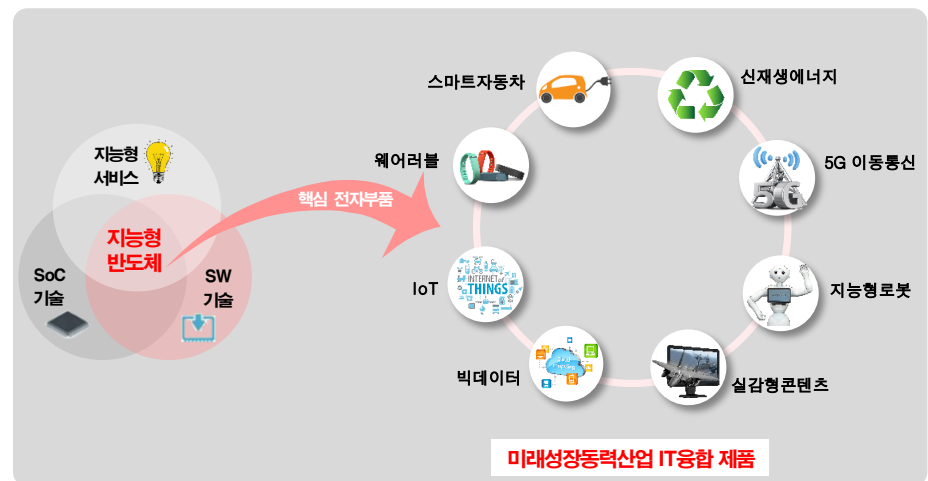
국내외 IT 환경은 기존 스마트폰 기반 모바일 환경에서 IoT, 웨어러블 등으로 변화하고 있으며, 1990년대 PC, 2000년대 스마트폰 시장에 이어 또 다른 파괴적 시장 (Disruptive market)이 될 것으로 예측된다.

메모리 반도체 시장의 경우, 기존의 PC와 스마트폰 시장의 포화로 인하여 메모리 반도체에 대한 수요가 줄어들며 성장률도 2015년을 기점으로 정체 또는 역성장 할 것으로 예측된다. 그러나 IoT용 반도체 시장규모는 2013년 77억달러에서 2020년 352억달러로 성장할 전망이며, 특히 평균 성장률은 2020년까지 24.2%로 전체 반도체 성장률 4.6%의 다섯 배에 이를 것으로 전망된다.

현재 시스템반도체 시장에서 규모가 작고, 소량·다품종으로 제조되는 IoT 반도체 제조에 첨단 공정기술을 적용하는 것은 단가 상승과 생산효율성이 하락하기 때문에 기존 반도체관련 대기업은 급성장이 예상되는 IoT 반도체의 개발 및 생산에 대응하기 어려울 것으로 추정된다. 따라서 중소기업 및 IP 업체들의 수혜가 예상된다.

시스템반도체 세계 시장은 2,600억달러 규모로 메모리반도체보다 4배나 큰 시장이지만, 국내 기업들은 AP(Application Processor), CIS(CMOS Image Sensor) 등 시스템 또는 세트 기업과의 특수 관계가 있는 일부 품목에서만 성과를 내고 있을 뿐이다. 여전히 국내 기업들의 시스템반도체 시장 점유율은 5.1%에 불과하여 메모리반도체 시장의 51.6% 점유율이 라는 성적표와는 너무나 대조적인 상황이다.

도표 7 지능형반도체의 개념, '융합'의 핵심



자료: 미래성장동력 종합실천계획(안), 유진투자증권

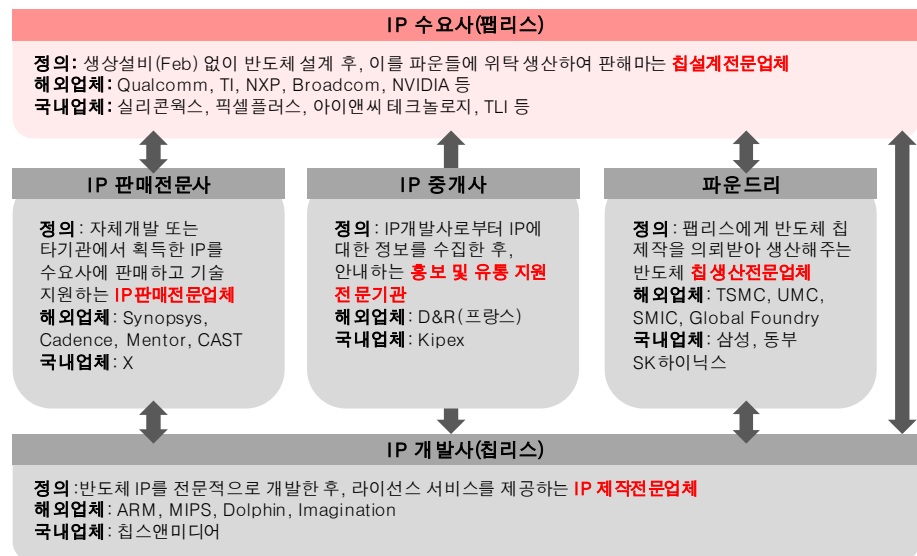


4) 반도체 IP 산업의 중요성 부각

최근까지 하드웨어 중심의 제조업으로 인식되어온 시스템반도체는 사물인터넷, 스마트카, 웨어러블 디바이스 등 ICT 융합기술이 본격화되면서 소프트웨어가 융합된 지능형 반도체로 고도화되며 변화를 맞이하고 있다. 시스템반도체의 설계기술의 복잡성이 증가하면서 ICT 시장의 변화에 빠르게 대응하기 위한 반도체 IP(Intellectual Property, 지적재산권)의 중요성이 부각되고 있는 것이다.

반도체 IP란 반도체의 설계 과정에서 재활용하는 빈도가 높은 기능만을 추출하여 상용화한 것으로 기능검증 및 최적화가 완료된 설계자산을 의미한다. IP의 도입 초기에는 반도체 설계도면만을 의미했지만, 현재는 반도체에 탑재되는 응용 프로그램에 필요한 리소스까지 포함한 개념으로 사용되고 있다.

도표 8 반도체 IP 유통 구조



자료: 정보통신기술진흥센터, 유진투자증권

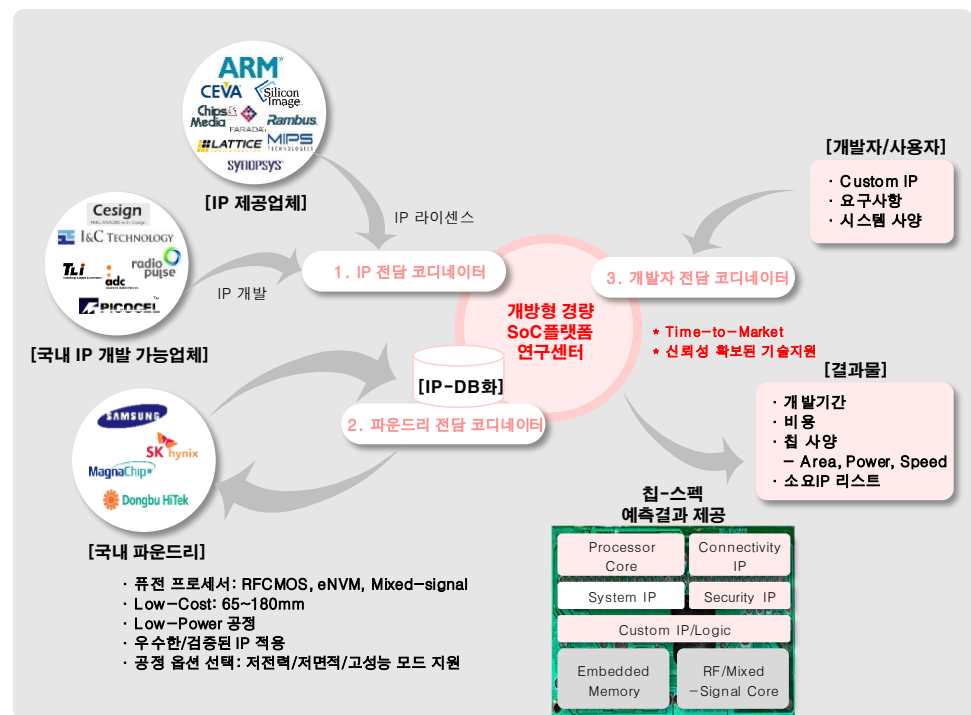
핵심 IP개발로 시장 선점이 필요

기존 모바일, 가전용 시장이 포화되고 있는 반면, 향후 시장성장이 예상되는 차량용 반도체와 사물인터넷(IoT) 등 경량형 SoC 분야의 기술 및 시장주도권 확보를 위한 기술개발 추진이 시급한 상황이다.

IoT, 웨어러블 디바이스 등 경량 SoC 생태계 주도권 확보를 위한 Smart analog, IoT MCU, IoT AP 분야의 핵심 IP 개발 추진을 통해 향후 성장하는 시스템반도체 산업의 시장 선점이 필요하다고 평가한다.

기존 시스템반도체 성능의 획기적 개선이 가능한 뇌 모방형 프로세서, 64bit 초저전력 CPU 코어 원천기술, Nano-Power SoC, 차세대 메모리기반 SoC 아키텍처 등 미래형 핵심 원천기술 확보 추진 및 사업화가 가능할 것이라 전망한다. 보다 구체적인 사업화 전략으로는 차량용 전용 파운드리 연계 IP 플랫폼 구축 및 창업지원 활성화 추진, 신뢰성 인증, 기능안전성 검증, 실차적용 테스트 등 차량용 반도체 상용화 인프라 구축 추진, 다품종 소량생산을 위한 IoT용 Specialty 파운드리 플랫폼 구축 및 차세대 디바이스를 위한 경량 SoC 플랫폼 생태계 활성화를 들 수 있다.

도표 9 반도체 IP 생태계 활성화 필요



자료: KEIT, 유진투자증권



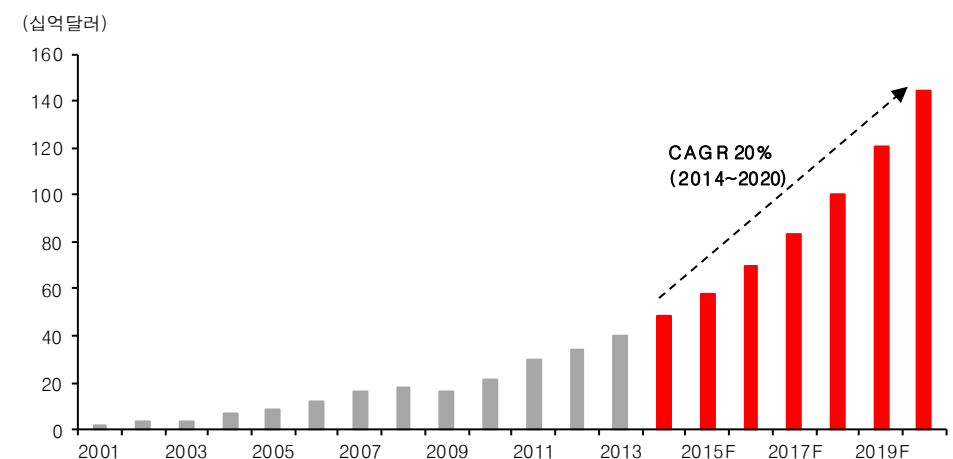
중국의 반도체 산업 공격적 투자 진행

세계의 공장이라고 불리는 중국은 휴대폰, LCD TV, 디지털 카메라 등의 주요 IT제품의 조립비중이 70% 이상을 상회한다. 반면에 반도체의 자급률은 LCD TV가 50%를 상회하는 것을 제외하고는 10% 수준인 것으로 파악된다. 2014년 중국정부는 총 수요의 10%에 지나지 않는 반도체 자급률을 높이기 위한 인프라 구축을 포함한 가이드라인을 발표했다.

중국정부가 발표한 주요 내용을 보면, 반도체 설비, IC 설계, 칩 제조 등의 관련 업체들은 2년간 세금이 면제되고 3년째가 되는 해부터는 다른 업체들과 비교해 세금을 50% 정도로 낮출 계획이다. 특히 2014년 대기업, 금융기관, 민간자금이 출자하여 조성된 1,200억위안(약 21조원) 규모의 반도체 국부펀드를 통한 반도체 관련 기업 집중 육성도 예상된다.

중국의 IT산업의 급성장과 함께 단순한 제조에서 핵심부품 및 소프트웨어 등을 육성해 반도체산업 전체를 고부가가치화 할 계획이다.

도표 10 중국 정부의 반도체산업 관련 매출 목표 가이드라인 (2014년)



자료: SEMI, 유진투자증권

도표 11 중국 반도체산업 발전요건 주요 내용

시기	내용
2015년까지	- 산업발전을 위한 융자 플랫폼과 정책환경 구축 - 반도체 산업 매출 574억 달러 이상 달성 32/28나노 제조공정 대규모 양산 실현 - 중고급 패키징 테스트 매출을 30% 이상으로 제고 65/45나노 핵심설비 및 12인치 웨이퍼 등 생산라인에서 사용
2020년까지	- 중국 반도체산업을 세계 첨단 수준으로 제고 - 업계 전체 매출 연평균 성장률을 20%이상으로 제고 - 모바일 스마트 기기, 인터넷 통신, 클라우드, 사물인터넷, 빅데이터 등의 설계기술을 국제 일류수준으로 제고 16/14나노 공정규모의 대규모 양산을 실현 - 패키징 및 테스트 기술 국제 일류수준 제고 - 국제시장에서 중국 핵심설비, 소재가 거래될 수 있도록 함
2030년까지	반도체산업 부가가치 사슬의 주요 단계에서 세계 첨단 수준 도달

자료: 언론보도, 유진투자증권



중국, 반도체 산업의 지각변동 몰고 올 것

중국 IT업체들이 반도체 시장에 진출하면서, 전 세계 반도체업체들이 체감하는 산업 내 지각변동에 대한 긴장감이 고조되고 있다. 지금까지 중국 반도체 산업은 칩 설계 32%, 전공정(팹 제조) 24%, 후공정(패키징 및 테스트) 44%의 비중으로 구성되어 있었다(2013년 기준). 이를 세계 반도체 비중과 비교해보면, 전 세계 후공정 비중 16%와 비교하여 중국 업체들의 후공정 비중이 압도적으로 높은 것을 확인할 수 있다.

향후 중국 반도체 산업은 중국 정부의 적극적인 지원 정책에 반도체 전공정에 대한 투자가 본격화 될 것으로 추정된다. 중국 팹리스 업체들의 급격한 성장도 중국 정부의 지원이 뒷받침에서 시작되었던 과거의 사례처럼 중국 정부의 반도체 산업 전반의 지원은 전 세계 반도체 산업 전반의 지각변동을 야기할 것으로 판단한다.

도표 12 중국과 세계 반도체 공정별 매출비중 비교

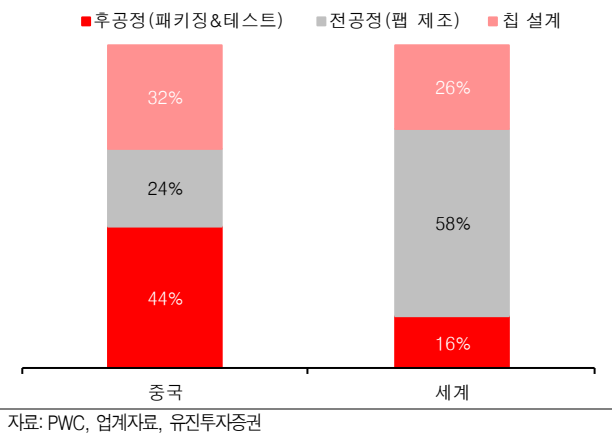
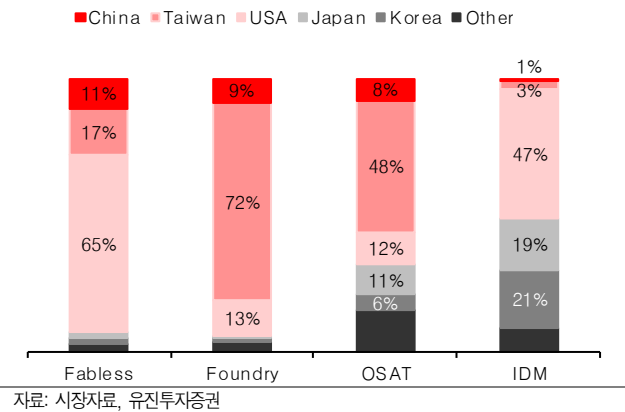


도표 13 반도체 주요공정별 국가별 매출액 비중 비교





글로벌 기업간의 M&A 활발

반도체 업체간의 인수합병은 전방산업의 성장 둔화와 신제품 개발에 필요한 자금이 증가하면서 확대되었다. 과거의 인수합병 사례들은 기술력을 강화하기 위한 목적으로 성사됐지만, 최근의 사례들은 빠르게 성장하는 전방산업에 대한 대응이나 시장점유율 유지를 위한 수단으로 활용되고 있는 추세다.

특히 중국이 시스템반도체 시장에 진입하면서 시장 경쟁력 및 점유율 유지를 위한 기업의 전략적 대응도 일부 반영된 것으로 추정된다.

연간 반도체 기업간의 인수합병은 2011년 51건, 2012년 53건, 2013년 44건, 2014년 42건, 2015년 46건, 2016년 2분기 현재 10건으로 큰 변화가 없다. 하지만 거래금액을 기준으로 본다면 2015년 인수합병거래금액은 450억달러로 사상 최대치를 기록하였다.

도표 14 글로벌 반도체 기업간의 M&A 현황 추이

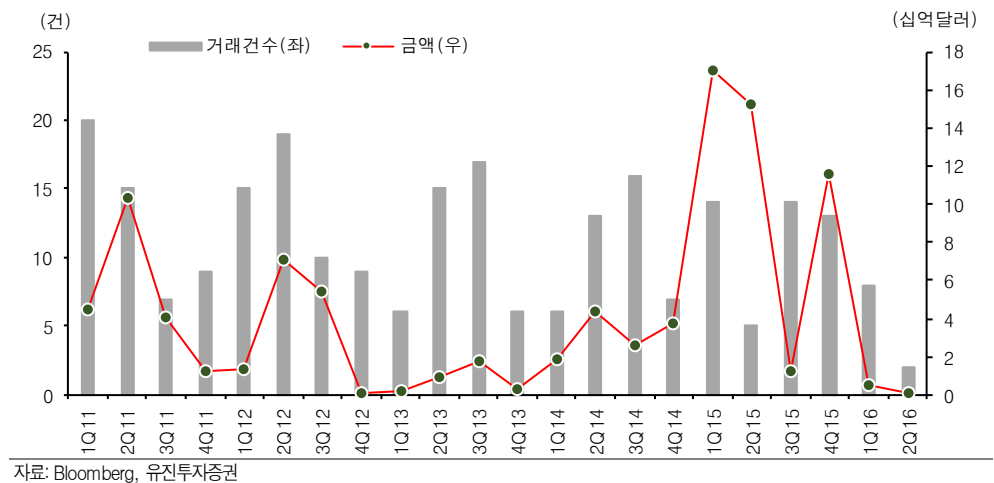




도표 15 최근 진행된 주요 반도체 업계 M&A

시기	M&A 추진 기업	대상 기업	분야	규모(억달러)
2015.06	Intel	Altera	FPGA	167.0
2015.05	Avago Technologies	Broadcom	Comms	370.0
2015.05	Microchip Technology	Micrel	General	8.4
2015.05	On Semiconductor	Truesense Imaging	Imaging	1.0
2015.03	NXP	Freescale	General	118.0
2015.01	Infineon Technologies	International Rectifier	Power	30.0
2015.01	RF Micro Device	TriQuint Semiconductor	RF/Handsets	16.0
2014.10	Qualcomm	CSR	Bluetooth	25.0
2014.09	Synaptics	Renesas Electronics' display driver lcs	Handsets	4.8
2014.09	Seagate	LSI's ASD & Flash	Storage	4.5
2014.09	Avago Technologies	PLX Technology	Storage	3.0
2014.08	Intel	LSI's Axia	Networking	6.5
2014.08	On Semiconductor	Aptina	Imaging	1.0
2014.07	Analog Devices	Hittite Microwave	Comms	24.0
2014.05	Avago Technologies	LSI	Storage	66.0
2014.02	MediaTek	Master Semiconductor	Handsets	24.0

자료: Gartner(2015.6), 유진투자증권

도표 16 세계 10대 팹리스 업체 현황

순위	업체명	국가	2014년 매출액(백만달러)	점유율(%)
1	Qualcomm/CSR	미국	20,066	21.3
2	Avago/Broadcom	싱가폴	14,072	7.7
3	MediaTek	대만	7,032	4.7
4	Nvidia	미국	4,382	4.6
5	AMD	미국	5,506	4.0
6	HiSilicon	중국	3,220	2.9
7	Apple/TSMC	미국	1,460	2.9
8	Marvell	미국	3,733	2.8
9	Xilinx	미국	2,429	2.2
10	Spreadtrum	중국	1,340	2.2

자료: Gartner, 유진투자증권



II. 국내 팹리스 산업의 현황

1) 국내 주요 10대 팹리스 업체 변화

팹리스 관련 기업들은 팹리스 산업의 특성으로 인하여, 전방산업의 변동에 따라 매출액 및 수익성의 변화가 높다. 따라서 국내 팹리스 업체들의 선별을 위해서는 매출액 및 수익성이 꾸준한 기업들의 선별작업이 필요하다.

과거 매출액 상위의 팹리스 업체들의 변화를 살펴보면, 2007~2008년도 시장의 트렌드가 CIS에서 2009년 DMB칩, 2010년 멀티미디어칩, 2011년 RFIC 등으로 변화하였다. 국내 팹리스 업체들은 TV나 스마트폰에 들어가는 PMIC(전력관리 반도체)나 터치칩, 센서 등의 설계를 통한 대기업 납품을 통해 성장해왔다. 그러나 기술변화 및 시장 트렌드 변화에 빠르게 대응하지 못해 시장에서 도태되어가고 있는 현실이다.

초기 2007~2008년에는 국내 휴대폰의 카메라 채택과 함께 CIS(CMOS Image Sensor) 산업이 시장을 주도하면서 애플비전, 코아로직의 시대였으나, 삼성전자의 부품 내재화에 따른 영향으로 시장에서 2010년 이후에 국내 주요 10대 기업에서 보이지 않게 되었다. 2009년은 국내 DMB 방송을 위한 칩이 시장을 주도하였고, 2010년 이후 스마트폰, 스마트TV, 스마트카 등의 등장과 함께 DDI(Display Driver IC), CIS(CMOS Image Sensor), AF(Auto Focus) Driver IC 등이 시장을 대체하면서 관련 기업이 부각되고 있다.

결국 국내 주요 팹리스 기업은 전방산업의 수요 확대로 실적 개선이 이뤄졌음을 알 수 있다. 현재 국내 팹리스 업체들의 주력 품목은 DDI, CIS, AF Driver IC, PMIC, 모바일 멀티미디어 IC 등 소수에 불과한 상황이다. 따라서 1) 우수한 인력을 기반으로 꾸준한 신제품 개발의 지속성을 보유하고 있고, 2) 국내외 주요 고객을 기반으로 안정적인 성장이 가능한지, 3) 전방시장의 변화에 따라 우수한 기술력 및 생산Capa를 통한 대응력을 보유하고있는지는 팹리스 산업에서의 주요 경쟁력 요소로 파악된다..

도표 17 국내 팹리스 기업 매출 상위 10개사 및 시장 트렌드 변화

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	애플비전	애플비전	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스
2	코아로직	실리콘웍스	애플비전	티엘아이	티엘아이	티엘아이	픽셀플러스	아나패스	티엘아이
3	텔레칩스	코아로직	티엘아이	애플비전	실리콘마이터스	아나패스	티엘아이	티엘아이	픽셀플러스
4	실리콘화일	텔레칩스	에스티아이	텔레칩스	피델릭스	픽셀플러스	아나패스	픽셀플러스	아나패스
5	피델릭스	티엘아이	엔스퍼트	실리콘화일	이엠엘에스아이	피델릭스	어보브반도체	어보브반도체	어보브반도체
6	실리콘웍스	피델릭스	실리콘화일	에이디칩스	실리콘화일	텔레칩스	피델릭스	피델릭스	텔레칩스
7	티엘아이	에스티아이	텔레칩스	에스티아이	텔레칩스	어보브반도체	텔레칩스	텔레칩스	아이에이
8	씨앤에스 테크놀로지	실리콘화일	네오피델리티	이엠엘에스아이	에이디칩스	네오피델리티	아이에이	에이디 테크놀로지	피델릭스
9	디지피아	어보브반도체	어보브반도체	실리콘마이터스	에프씨아이	에이디칩스	동운아나텍	네오피델리티	동운아나텍
10	다움멀티미디어	네오피델리티	아이앤씨 테크놀로지	어보브반도체	에스티아이	아이에이	에이디 테크놀로지	아이에이	네오피델리티
시장 트렌드	CIS	CIS	DMB칩	멀티미디어칩, 저전력용 SRAM, DRAM	무선이동통신 송수신 RFIC, CDMA	DDI	DDI CIS	DDI CIS AF	DDI CIS AF

자료: KISA, 유진투자증권

주: 2012~2015년은 당사 재분석



2) 국내 주요 팹리스 업체의 매출액 분석

당사는 매출액 기준 주요 14개 기업을 선정하여 추이를 살펴보았다. 국내 팹리스 업체들의 매출액 추이를 통해 안정적인 매출이 유지되는 기업과 매출액 성장이 지속되는 기업에 대한 선별을 우선적으로 진행하였다. 매출액이 꾸준한 기업은 반도체 설계 및 수요자의 특정 니즈를 충족시킬 수 있는 기술력을 보유하고 있다고 판단할 수 있기 때문이다. 또한 파운드리 업체와 최종 수요자와의 관계유지도 원만하게 유지되고 있다는 판단이 가능하기 때문에 먼저 매출액 추이를 통한 업체의 분류를 실시하였다.

이들 업체들의 전방산업은 주로 리모콘, 모바일 카메라용 AF Driver, Display 등으로 국내 대기업의 시장 점유율이 높은 산업이나, 단일제품이 아닌 다양한 반도체 제품의 설계를 공급하고있다.

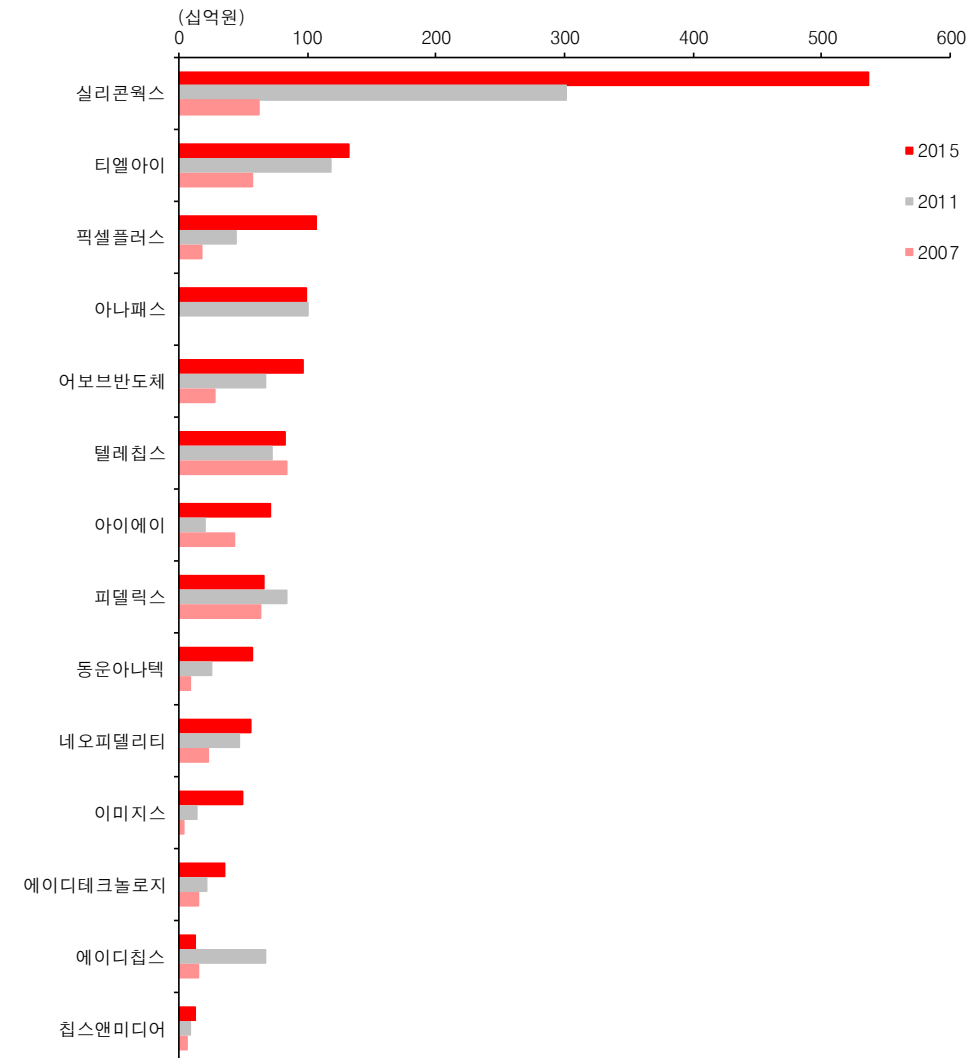
도표 18 국내 주요 팹리스 업체 매출액 기준 연도별 순위 (당사 선정)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	텔레칩스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스
2	피델릭스	텔레칩스	티엘아이	아나패스	티엘아이	티엘아이	픽셀플러스	아나패스	티엘아이
3	실리콘웍스	티엘아이	텔레칩스	티엘아이	아나패스	아나패스	티엘아이	티엘아이	픽셀플러스
4	티엘아이	피델릭스	아나패스	텔레칩스	피델릭스	픽셀플러스	아나패스	픽셀플러스	아나패스
5	아이에이	어보브반도체	네오피델리티	어보브반도체	텔레칩스	피델릭스	어보브반도체	어보브반도체	어보브반도체
6	어보브반도체	네오피델리티	피델릭스	네오피델리티	어보브반도체	텔레칩스	피델릭스	피델릭스	텔레칩스
7	네오피델리티	아이에이	어보브반도체	피델릭스	에이디칩스	어보브반도체	텔레칩스	텔레칩스	아이에이
8	픽셀플러스	에이디칩스	아이에이	아이에이	네오피델리티	네오피델리티	아이에이	에이디 테크놀로지	피델릭스
9	에이디 테크놀로지	픽셀플러스	에이디칩스	에이디 테크놀로지	픽셀플러스	에이디칩스	동운아나텍	네오피델리티	동운아나텍
10	에이디칩스	에이디 테크놀로지	픽셀플러스	픽셀플러스	동운아나텍	아이에이	에이디 테크놀로지	아이에이	네오피델리티
11	동운아나텍	이미지스	이미지스	동운아나텍	에이디 테크놀로지	동운아나텍	에이디칩스	이미지스	이미지스
12	칩스앤미디어	동운아나텍	에이디 테크놀로지	이미지스	아이에이	에이디 테크놀로지	네오피델리티	동운아나텍	에이디 테크놀로지
13	이미지스	아나패스	동운아나텍	에이디칩스	이미지스	이미지스	이미지스	에이디칩스	에이디칩스
14	N/A	칩스앤미디어	칩스앤미디어	칩스앤미디어	칩스앤미디어	칩스앤미디어	칩스앤미디어	칩스앤미디어	칩스앤미디어

자료: 유진투자증권



도표 19 국내 주요 팸리스 업체의 매출액 추이(2007,2011,2015년)

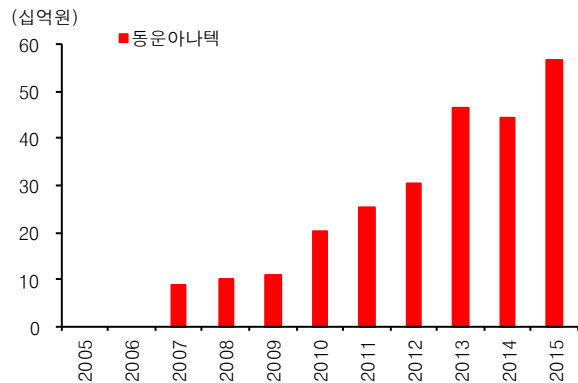


자료: 유진투자증권



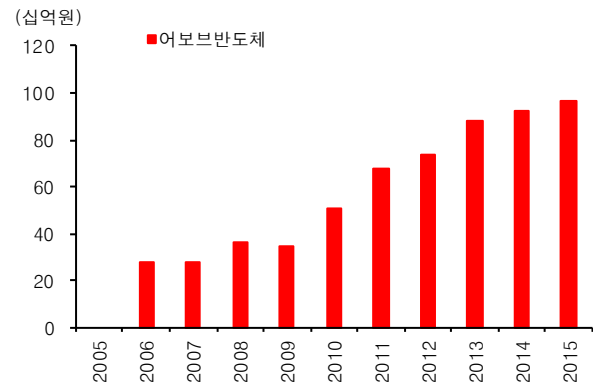
매출액의 증가세가 꾸준한 기업

도표 20 동운아나텍 매출액 추이



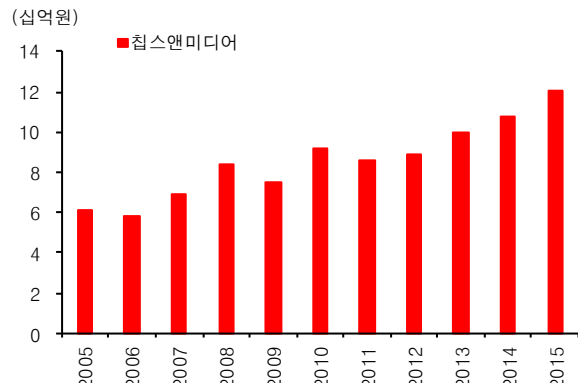
자료: 유진투자증권

도표 21 어보브반도체 매출액 추이



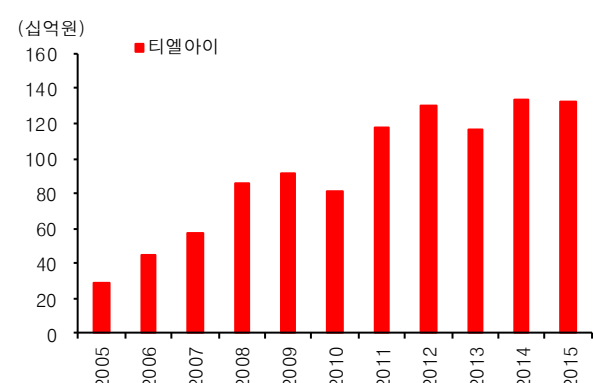
자료: 유진투자증권

도표 22 칩스앤미디어 매출액 추이



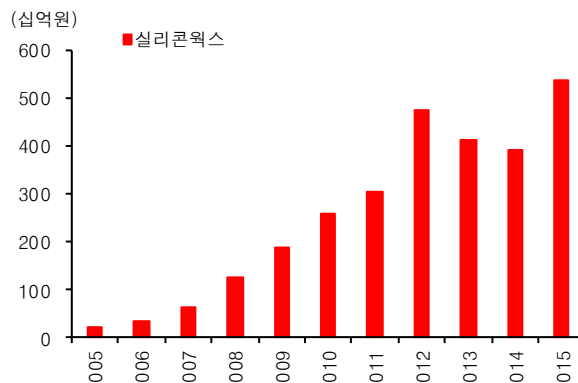
자료: 유진투자증권

도표 23 티엘아이 매출액 추이



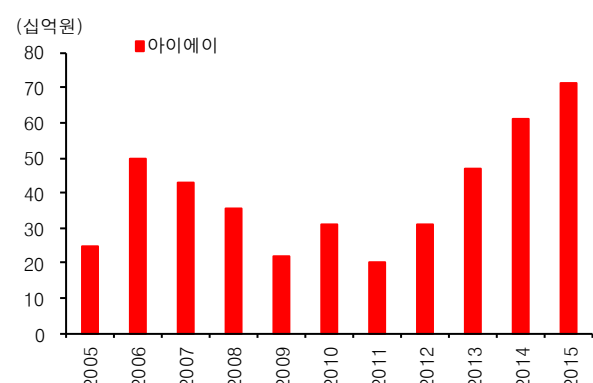
자료: 유진투자증권

도표 24 실리콘웍스 매출액 추이



자료: 유진투자증권

도표 25 아이에이 매출액 추이

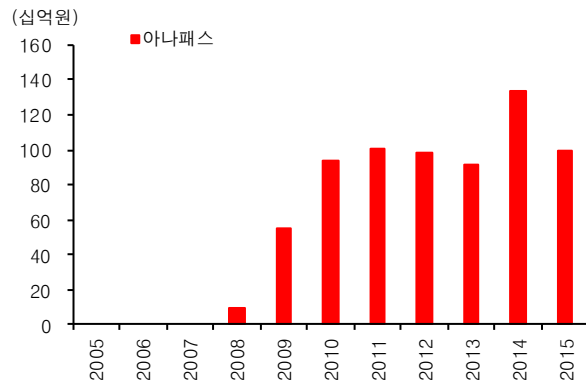


자료: 유진투자증권



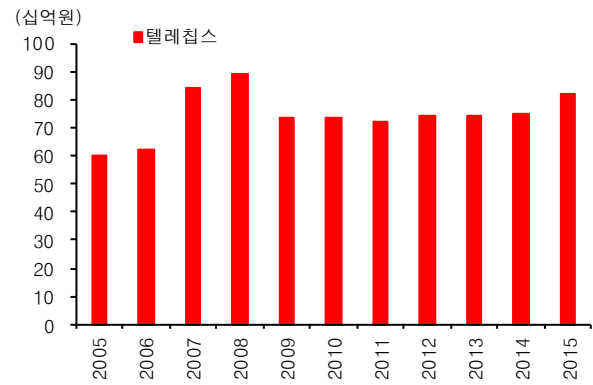
매출액이 꾸준한 기업

도표 26 아나패스 매출액 추이



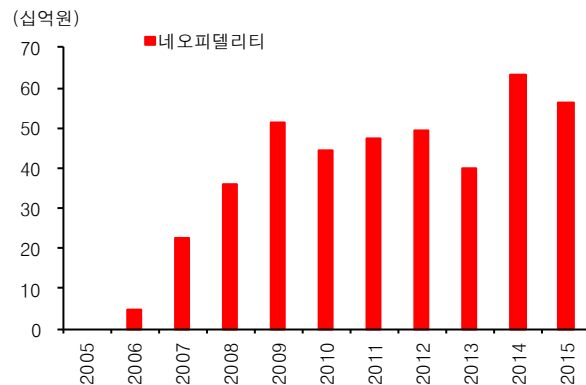
자료: 유진투자증권

도표 27 텔레칩스 매출액 추이



자료: 유진투자증권

도표 28 네오피델리티 매출액 추이

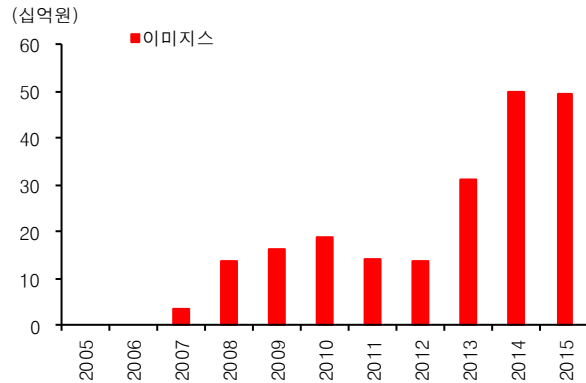


자료: 유진투자증권



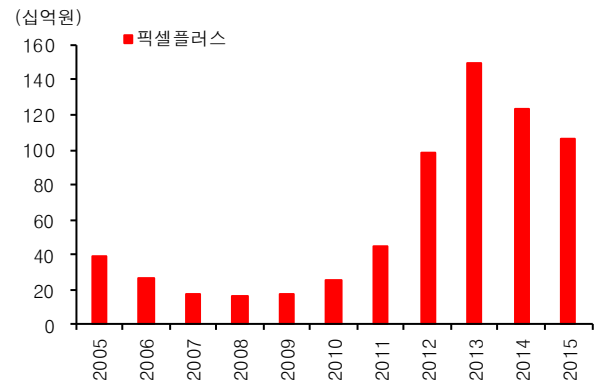
매출액 변동성이 큰 기업

도표 29 이미지스 매출액 추이



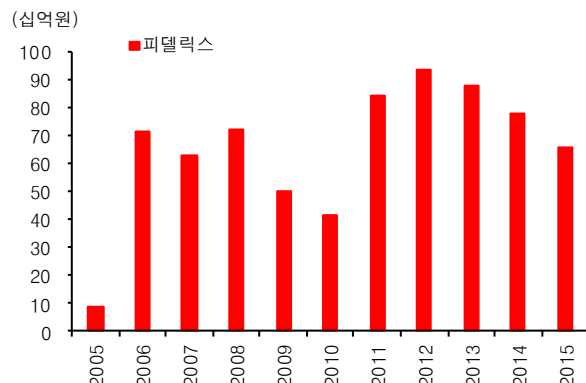
자료: 유진투자증권

도표 30 픽셀플러스 매출액 추이



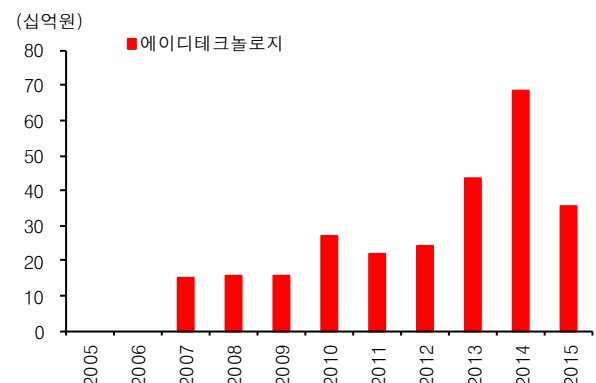
자료: 유진투자증권

도표 31 피델릭스 매출액 추이



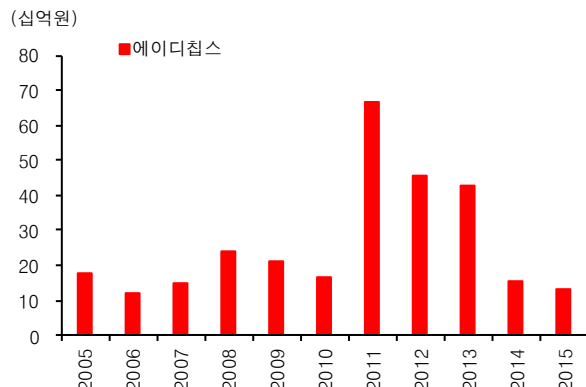
자료: 유진투자증권

도표 32 에이디테크놀로지 매출액 추이



자료: 유진투자증권

도표 33 에이디칩스 매출액 추이



자료: 유진투자증권



3) 국내 주요 팹리스 업체의 수익성 분석

당사는 주요 14개 기업의 수익성 분석을 위해 영업이익률을 기준으로 2차적인 선별작업을 진행하였다. 영업이익률을 기준으로 분류를 한 것은 팹리스 업계의 특성상 연구개발비용이 많이 소모된다. 따라서 안정적인 영업이익률을 구사하고 있다는 것은 새로운 기술 개발을 위한 연구개발에 투자할 자금적 여력이 있다고 볼 수 있다.

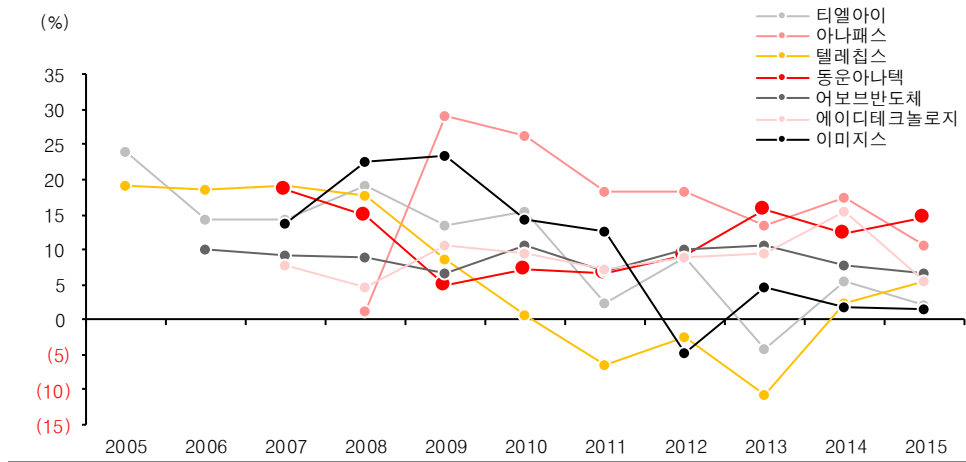
영업이익률을 기준으로 2차적인 선별작업은 1) 영업이익률 증가세가 안정적인 기업, 2) 영업이익률이 꾸준한 기업, 3) 영업이익률의 변동성이 큰 기업으로 분류하였다.

도표 34 국내 팹리스 업체 영업이익률 기준 연도별 순위

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	텔레칩스	칩스앤미디어	아나패스	칩스앤미디어	픽셀플러스	픽셀플러스	픽셀플러스	칩스앤미디어	칩스앤미디어
2	동운아나텍	이미지스	이미지스	아나패스	칩스앤미디어	아나패스	동운아나텍	픽셀플러스	동운아나텍
3	티엘아이	티엘아이	칩스앤미디어	픽셀플러스	아나패스	어보브반도체	아나패스	아나패스	아나패스
4	이미지스	텔레칩스	실리콘웍스	티엘아이	이미지스	칩스앤미디어	칩스앤미디어	에이디 테크놀로지	실리콘웍스
5	네오피델리티	실리콘웍스	티엘아이	실리콘웍스	실리콘웍스	실리콘웍스	어보브반도체	동운아나텍	아이에이
6	실리콘웍스	동운아나텍	에이디 테크놀로지	이미지스	네오피델리티	동운아나텍	에이디 테크놀로지	실리콘웍스	픽셀플러스
7	피델릭스	피델릭스	네오피델리티	어보브반도체	에이디 테크놀로지	에이디 테크놀로지	실리콘웍스	어보브반도체	어보브반도체
8	어보브반도체	네오피델리티	텔레칩스	에이디 테크놀로지	어보브반도체	티엘아이	피델릭스	티엘아이	텔레칩스
9	에이디 테크놀로지	어보브반도체	픽셀플러스	동운아나텍	동운아나텍	피델릭스	이미지스	아이에이	에이디 테크놀로지
10	에이디칩스	에이디 테크놀로지	어보브반도체	피델릭스	피델릭스	네오피델리티	아이에이	텔레칩스	티엘아이
11	아이에이	아나패스	피델릭스	네오피델리티	티엘아이	텔레칩스	티엘아이	피델릭스	이미지스
12	칩스앤미디어	에이디칩스	동운아나텍	아이에이	에이디칩스	에이디칩스	에이디칩스	이미지스	피델릭스
13	픽셀플러스	아이에이	에이디칩스	텔레칩스	텔레칩스	이미지스	텔레칩스	네오피델리티	네오피델리티
14	N/A	픽셀플러스	아이에이	에이디칩스	아이에이	아이에이	네오피델리티	에이디칩스	에이디칩스

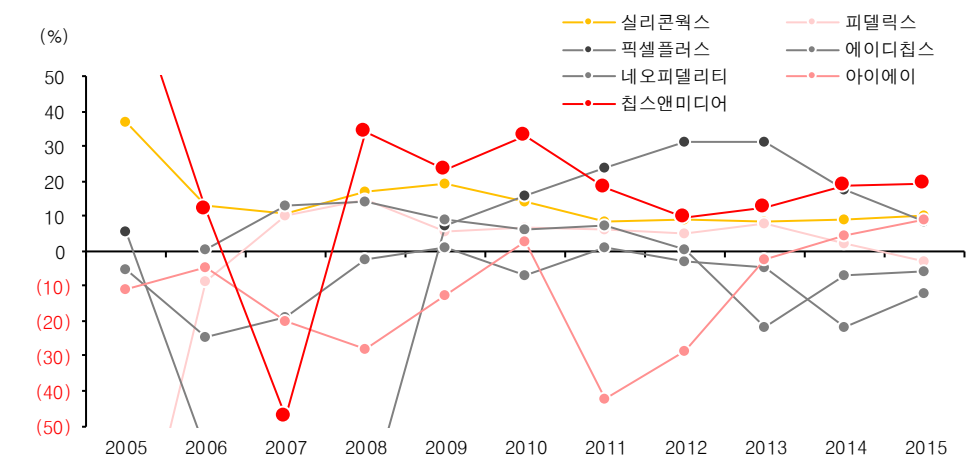
자료: 유진투자증권

도표 35 국내 주요 팸리스 업체의 영업이익률 추이(1)



자료: 유진투자증권

도표 36 국내 주요 팸리스 업체의 영업이익률 추이(2)

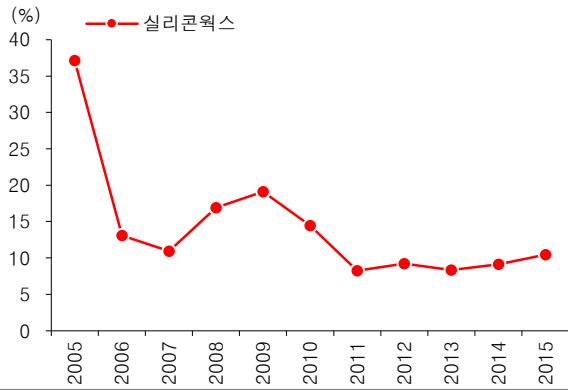


자료: 유진투자증권



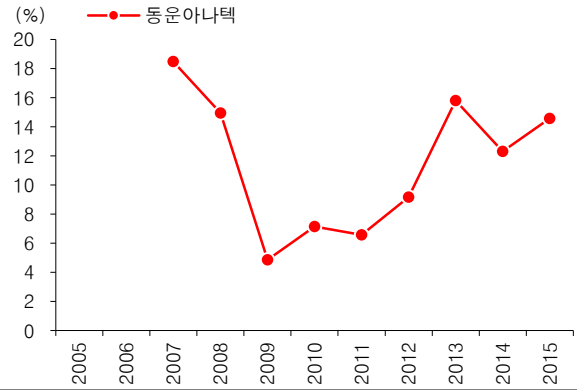
영업이익률 증가세가 안정적인 기업

도표 37 실리콘웍스 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

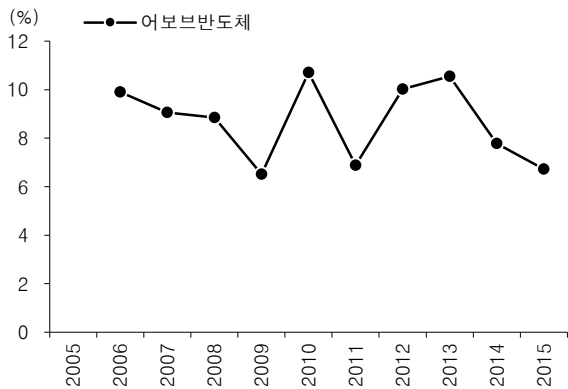
도표 38 동운아나텍 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

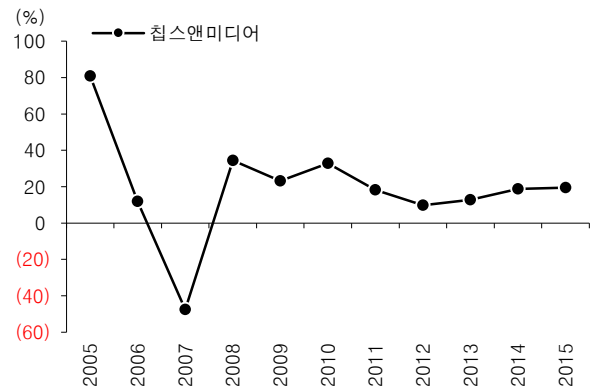
영업이익률이 꾸준한 기업

도표 39 어보브반도체 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

도표 40 칩스앤미디어 영업이익률 추이

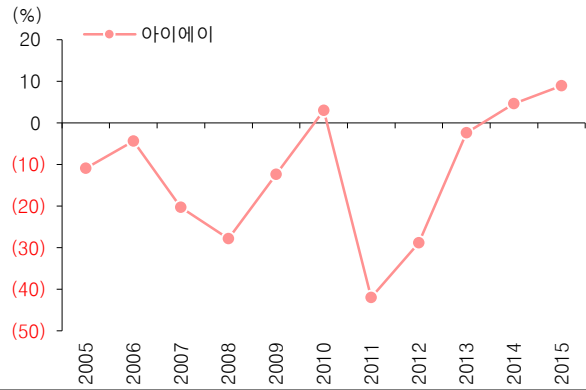


자료: 유진투자증권



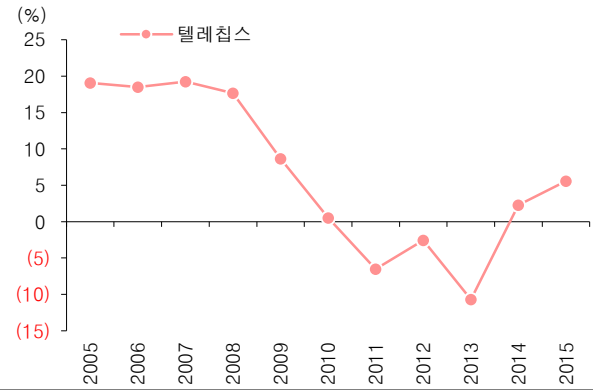
영업이익률 변동성이 큰 기업

도표 41 아이에이 영업이익률 추이



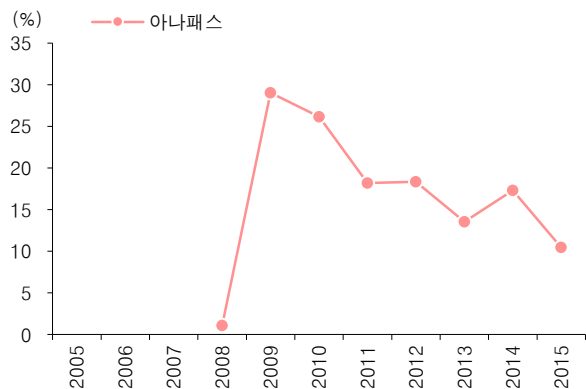
자료: 유진투자증권

도표 42 텔레칩스 영업이익률 추이



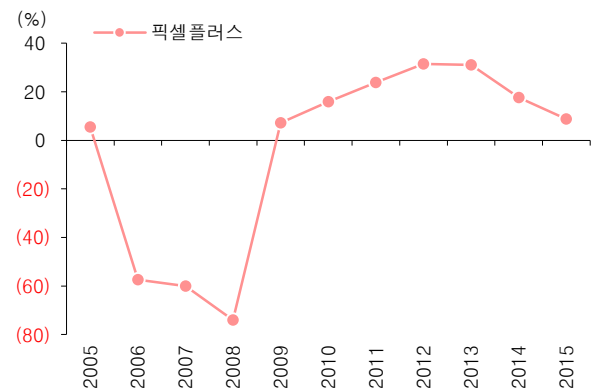
자료: 유진투자증권

도표 43 아나패스 영업이익률 추이



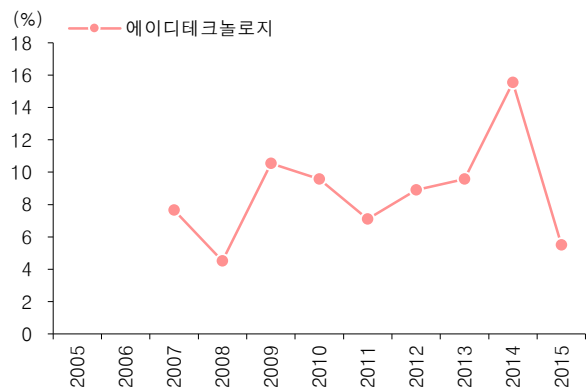
자료: 유진투자증권

도표 44 픽셀플러스 영업이익률 추이



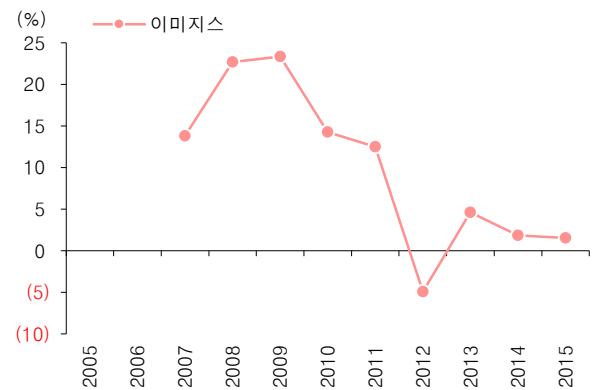
자료: 유진투자증권

도표 45 에이디테크놀로지 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

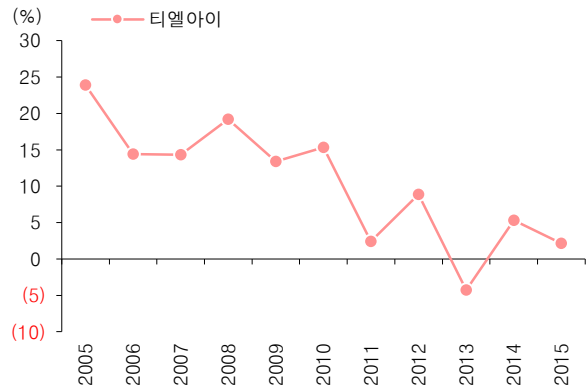
도표 46 이미지스 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

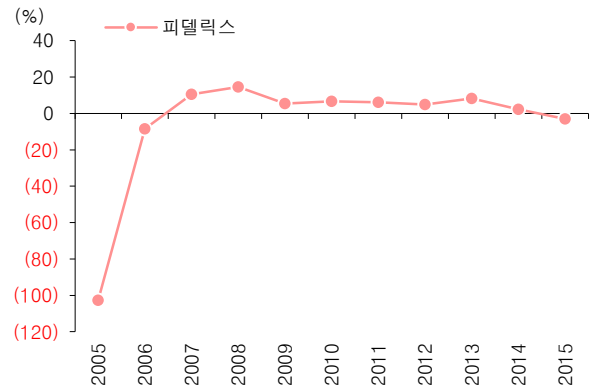


도표 47 티엘아이 영업이익률 추이



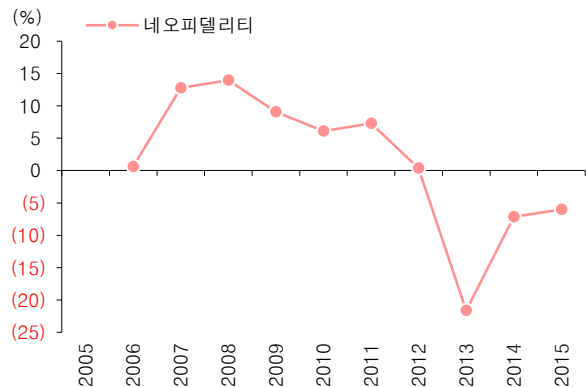
자료: 유진투자증권

도표 48 피델릭스 영업이익률 추이



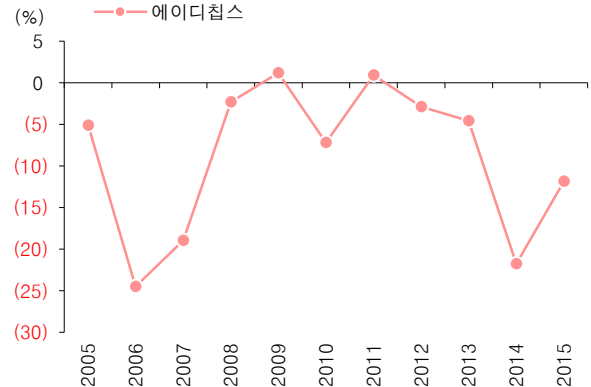
자료: 유진투자증권

도표 49 네오피델리티 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

도표 50 에이디칩스 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

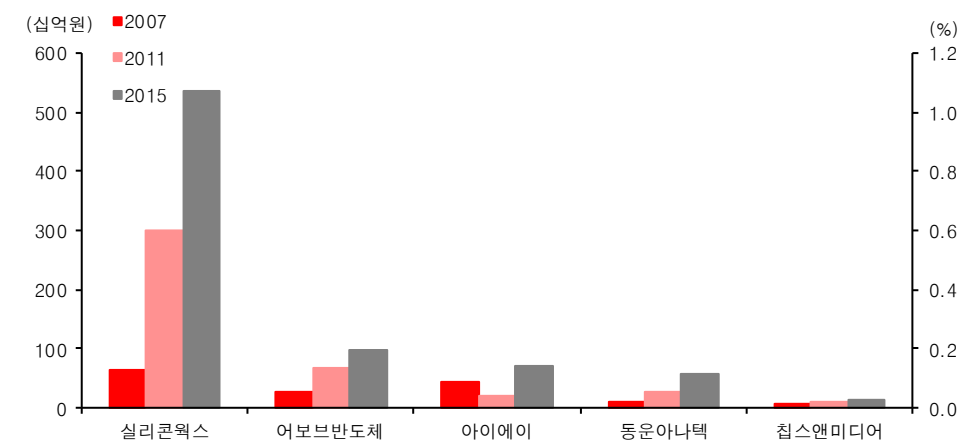


4) 매출액 및 영업이익 → 우수기업 선정

2차례에 걸친 선별작업을 통해 선별된 실리콘웍스, 동운아나텍, 어보브반도체, 아이에이, 칩스앤미디어 총 5개의 기업을 우수기업으로 선정했다.

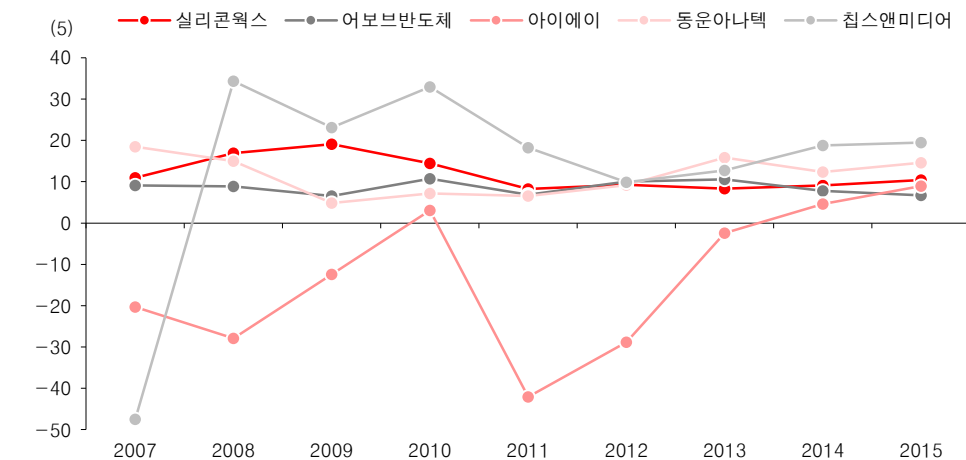
선별된 5개의 기업의 매출액 및 영업이익은 산업 내 경쟁사들과 비교하여 우위에 있다고 판단한다. 이들 업체는 매출액 및 영업이익이 꾸준한 성장을 보이거나, 안정적으로 유지되는 기업들이다. 반도체 산업의 특성상 신제품의 출시 등 산업의 변동성이 큼에도 불구하고, 꾸준한 연구개발 및 신제품 출시를 통해 실적 및 수익의 안정성을 유지하고 있다는 것은 경쟁력을 갖추고 있다고 볼 수 있다.

도표 51 주요 팹리스 5개 기업 매출액 비교 (2007,2011,2015년)



자료: 유진투자증권

도표 52 주요 팹리스 5개 기업 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

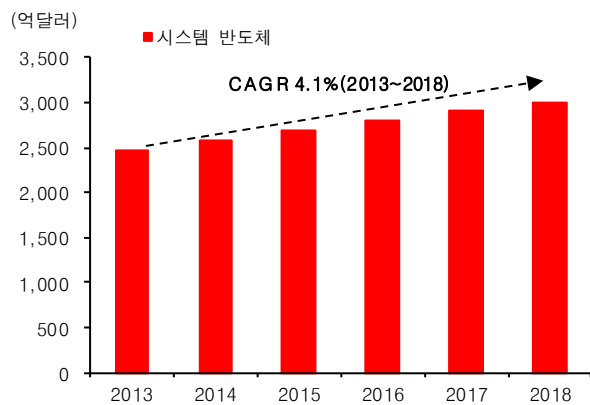
III. 시스템반도체 시장 분석

1) 시장 전망

전세계 반도체시장은 2013년 3,155억달러에서 2018년 3,886억 달러로 성장할 것으로 전망된다. 전체 반도체 시장에서 시스템반도체가 차지하는 비중은 약 77% 수준으로, 2013년 2,466억달러에서 2018년 3,010억달러로 연평균 4.1%(2013~2018년) 성장할 것으로 전망된다.

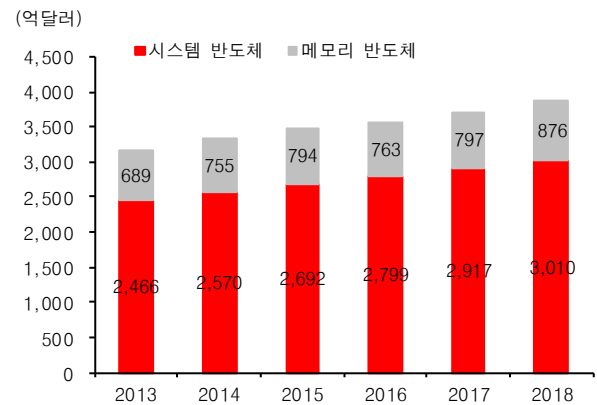
전체 반도체시장에서 시스템반도체가 차지하는 비중이 압도적으로 높음에도 불구하고 국내 기업들의 시스템 반도체시장 점유율은 미비한 수준이다. 메모리반도체 분야에서 높은 시장점유율을 바탕으로 시장을 주도했 것처럼 시스템반도체 시장에서의 경쟁력 향상이 필요한 상황이다.

도표 53 전세계 시스템 반도체 시장규모 및 전망



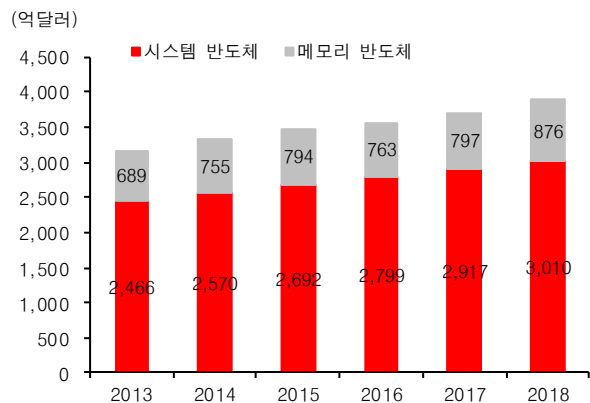
자료: Gartner(2014.4), 유진투자증권

도표 54 전세계 반도체 시장규모 및 전망



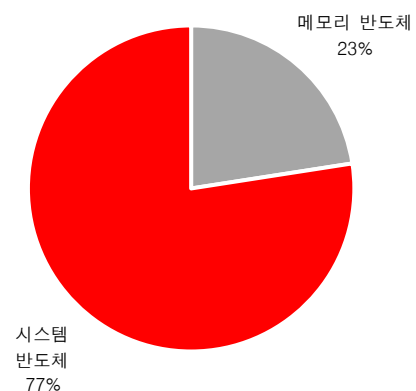
자료: Gartner(2014.4), 유진투자증권

도표 55 전세계 반도체 시장규모 및 전망



자료: Gartner(2014.4), 유진투자증권

도표 56 전세계 반도체 시장별 비중 전망 (2018년)



자료: Gartner(2014.4), 유진투자증권



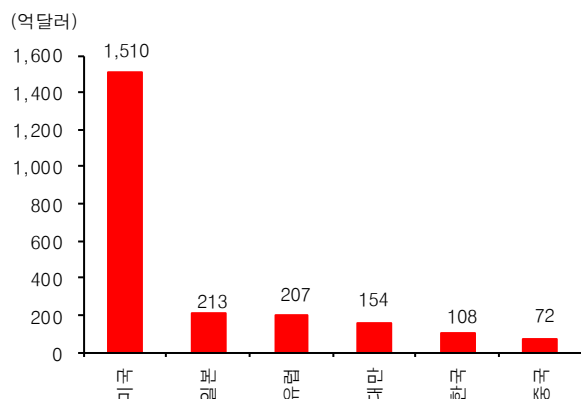
한국의 시스템반도체 점유율은 4.8%

2014년 국가별 시스템반도체 생산규모 및 점유율은 미국이 1,510억달러로(66.5%)로 압도적인 1위이며 한국은 108억달러로(4.8%)로 5위를 차지하고 있다. 특히, 팹리스 시장에서의 대만/중국의 성장이 가파르게 이어지며 중화권 국가의 점유율은 2014년 26.4%에 달하며, 한국은 1.5%의 시장점유율로 시스템반도체 시장 점유율보다도 열위에 있는 상황이다.

매출액 기준 세계 10대 시스템 반도체 기업을 살펴보면, 국내 기업은 삼성전자 1개 기업만이 10위안에 포진해 있을 뿐이다. 삼성전자의 매출액 비중도 삼성전자의 휴대폰 판매에 따른 자체 모바일 AP의 비중이 높은 것으로 예상되며, 다양한 IT기기들이 판매되는 것과 대조적이라고 볼 수 있다.

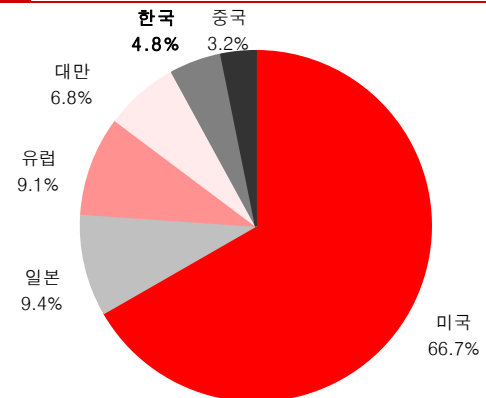
시스템반도체 산업 내에서는 메모리반도체 분야에서 빠른 성장을 통해 세계 시장을 주도하고 있는 것과 비교되는 대목이며, 향후 국내 정부의 정책적인 지원과 더불어 기업들의 시스템반도체 분야의 성장을 이끌어 낼 필요성이 있다고 판단한다.

도표 57 국가별 시스템반도체 생산 규모(2014년 기준)



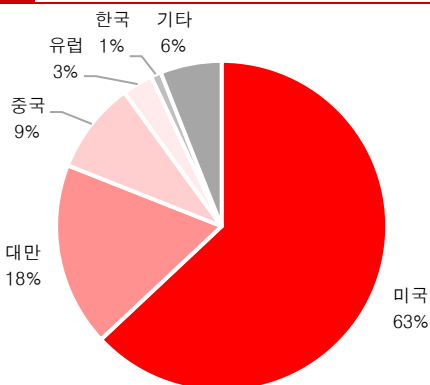
자료: isuppli(2015), 유진투자증권

도표 58 국가별 시스템반도체 점유율 (2014년 기준)



자료: isuppli(2015), 유진투자증권

도표 59 세계 팹리스 시장 점유율(2014년 매출 기준)



자료: ICinsights, 유진투자증권



도표 60 세계 주요 시스템 반도체 기업 (2014년 기준)

순위	국가	업체명	2014년 매출액 (백만달러)	시장점유율
1	미국	Intel	53,134	21.3%
2	미국	Qualcomm	19,291	7.7%
3	미국	Broadcom	11,642	4.7%
4	미국	Texas Instruments	11,538	4.6%
5	유럽, 미국	NXP Semiconductors	9,922	4.0%
6	일본	Renesas Electronics	7,148	2.9%
7	유럽	STMicroelectronics	7,137	2.9%
8	대만	MediaTek	7,033	2.8%
9	독일	Infineon Technologies	5,561	2.2%
10	한국	Samsung Electronics	5,535	2.2%

자료: 산업은행(테크노리포트), 유진투자증권

도표 61 국내 주요 팹리스 기업 (2014년 기준)

기업	매출액(억원)	주요 제품
실리콘웍스	3,907	디스플레이용 반도체, LG디스플레이
아나패스	1,340	디스플레이용 반도체, 삼성디스플레이, SEC
티엘아이	1,333	LCD Driver IC, LG디스플레이, SK하이닉스
픽셀플러스	1,239	CMOS 이미지센서
실리콘화일	1,113	CMOS 이미지센서
실리콘미터스	1,026	PMIC 솔루션 전문기업
어보브반도체	920	백색가전 및 멀티미디어 제품 Microcontroller, Display Driver IC
피델리티	781	디지털 오디오 애플솔루션
텔레칩스	753	디지털 미디어 프로세서, 모바일 방송 수신칩
에이디테크놀로지	684	반도체소자의 설계 및 제조(ASIC)

자료: 한국수출입은행, 유진투자증권



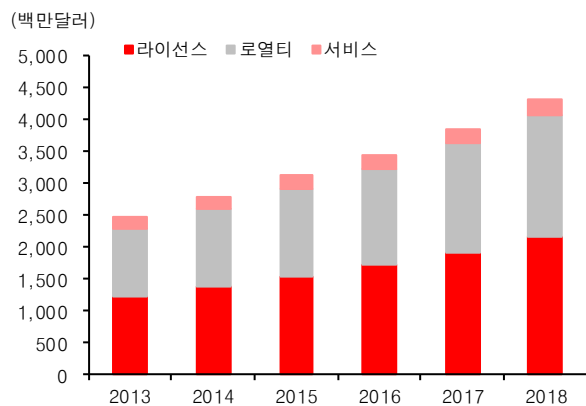
2) 반도체 IP 시장 전망

최근 반도체 산업은 단위 면적당 집적도와 시스템의 복잡도가 증가함에 따라 단기간에 필요한 기능을 모두 포함한 제품을 설계하는 것이 사실상 불가능한 상황이다. 따라서 최근 지능형반도체 업체들은 IP를 활용한 설계를 늘려나가고 있다.

반도체 IP 시장은 연평균 10% 이상 고성장을 할 것으로 전망되는 것 또한 반도체 설계에 IP를 이용하는 수가 해마다 증가하고 있는 것과 일맥상통한다. 특히 전세계 반도체 시장이 연평균 4.1% 수준의 성장을 하는 것 비교해본다면 반도체 IP가 반도체 시장에서 유망한 산업으로 부각될 것으로 전망한다.

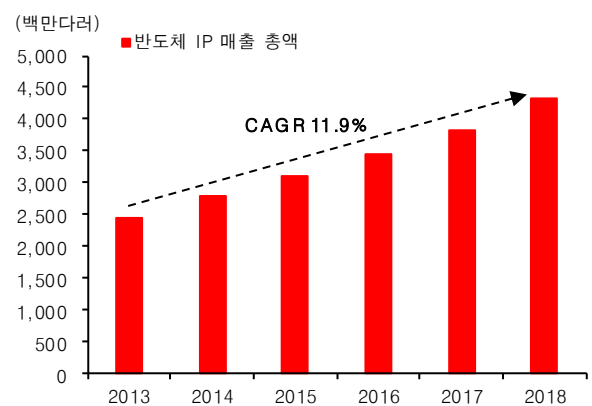
현재 반도체 IP시장은 전체 매출액의 약 45%를 점유하고 있는 ARM사를 포함한 상위 5개 업체의 시장점유율이 70% 이상을 차지하고 있다. 반면에 국내 업체들의 시장 점유율은 미미한 상황이다.

도표 62 부문별 반도체 IP 시장 전망



자료: Gartner, 유진투자증권

도표 63 글로벌 반도체 IP 시장 규모 전망



자료: Gartner, 유진투자증권



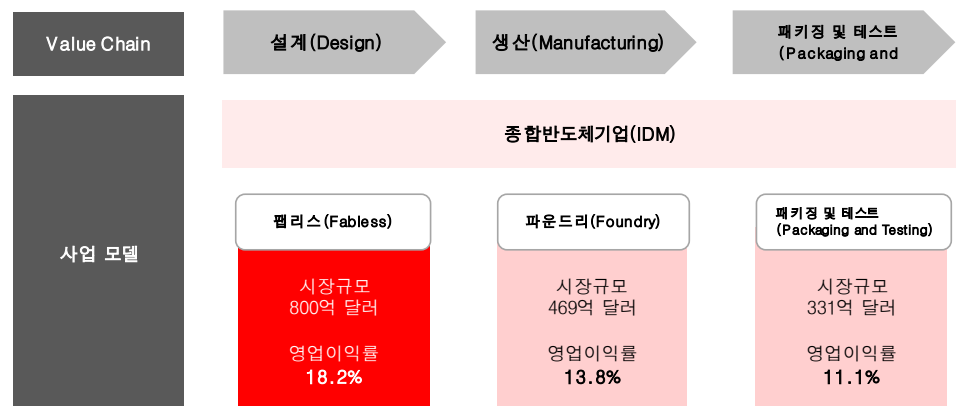
IV. 추천주 및 Valuation

1) Value Chain: 팹리스 산업에 주목

반도체 산업은 산업의 특성상 복잡한 밸류 체인으로 구성되어 있다. 반도체 산업을 단순히 분류한다면 전 공정, 후공정으로 분류하여 볼 수 있다. 전공정과 후공정을 모두 수행하는 종합반도체업체(IDM)이 존재하며, 전공정 부분에서 설계 및 디자인을 담당하는 팹리스 업체와, 제조만을 담당하는 파운드리 업체로 분류할 수 있다. 후공정은 패키징과 테스트로 구성되며, 후공정에서는 장비, 소재, 부품업체로 구분하여 볼 수 있다.

당사는 반도체의 전공정 분야 중 팹리스와 IP전문 업체에 대한 주목이 필요하다고 판단한다. 이는 1) 반도체 업체들의 Time to Market 및 원가절감을 위한 IP 아웃소싱이 증가하고 있으며, 2) 팹리스 산업은 반도체의 설계와 개발을 중심으로 하는 고부가가치 산업이고, 3) 휴대폰, 디스플레이, 가전, 자동차 등 대부분의 산업이 융복합 및 고부가가치화 되는 과정에서 시스템반도체 기술이 필수적이기 때문이다.

도표 64 반도체 Value Chain 별 사업모델 및 영업이익률 비교

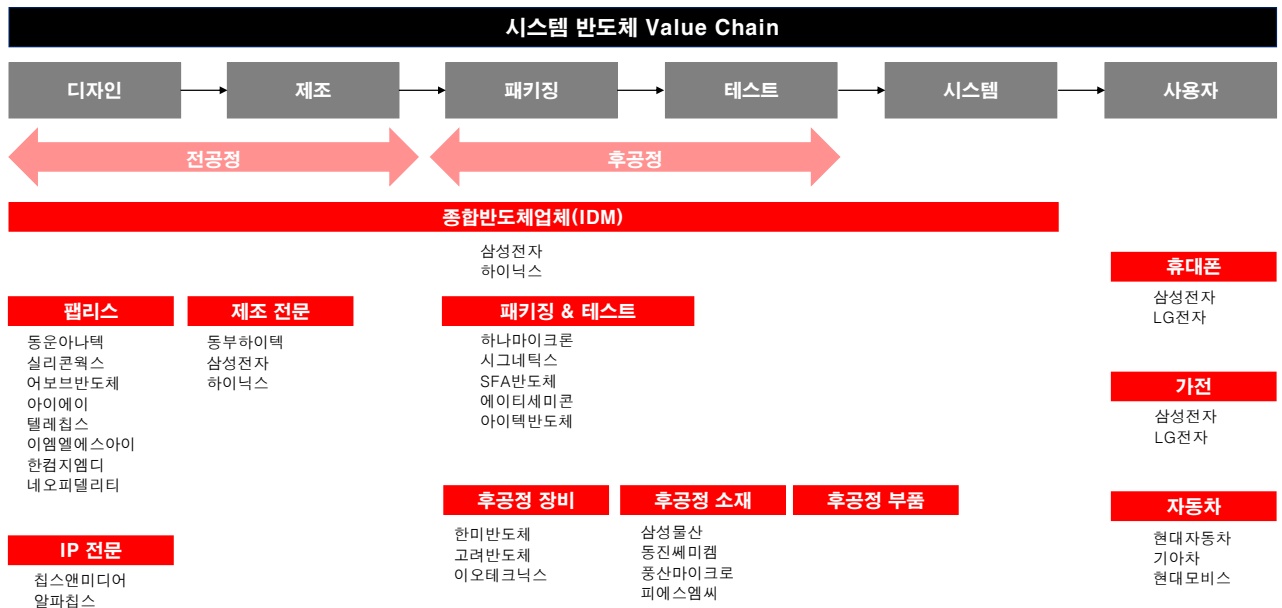


자료: Gartner, 유진투자증권

주: 2014년 기준, 영업이익률은 글로벌 상위 10개사 평균



도표 65 시스템반도체 Value Chain



자료: 유진투자증권



2) 추천주: 동운아나텍, 칩스앤미디어

- **동운아나텍(094170)**: 모바일 카메라 AF Driver IC의 강자로, 고화소 및 듀얼카메라 채택 증가에 따른 실적 성장 전망. Full HD, 웨어러블 기기 확대 등 디스플레이 Power Driver IC 시장 전반의 확대가 진행되어 수혜 기대
- **칩스앤미디어(094360)**: 모바일 기기 중심에서 스마트가전, 스마트카, 드론 등으로 시장이 확대됨에 따라 안정적인 분기별 실적 성장 지속 전망. 반도체 IP 아웃소싱 확대 정책으로 로열티 매출 증가세 지속될 것으로 추정. 로열티 수익의 증가로 수익성 개선도 지속 전망

도표 66 국내 팹리스 주요 5개 업체 선정

기업명	주요 제품	특징
동운아나텍	Auto Focus Driver IC, 모바일 디스플레이 전원 IC, LED 조명 IC 등	■ 아날로그 반도체의 특징상 ■ 아날로그 신호를 디지털로 변환하는 역할 수행, ■ IT기기 전반에서 활용이 가능함. 전장용 Power IC 개발 중
칩스앤미디어	반도체 IP 전문 업체, 비디오 IP 라이선스	■ 동영상의 녹화 및 재생에 활용이 가능하여 ■ 스마트폰칩, 디지털TV칩 설계에 중요, ■ IP 아웃소싱 증가에 따른 성장 및 수익성 확대 기대
실리콘웍스	디스플레이 제품 System IC 설계	■ TV를 제외한 LCD 패널 시장의 제품군 감소, ■ 태블릿PC, 노트북 등의 IT제품 성장 둔화로 판매 둔화 우려 존재
어보브반도체	MCU, Driver IC, Sensor	■ MCU는 모든 전자기기 및 부품에 ■ 1개 이상씩 사용되는 핵심 부품, ■ 고가의 제품이 아니며, 진입장벽이 다소 낮음
아이에이	전장 부문 반도체 및 모듈	■ 자동차 전장 산업의 성장에 따른 ■ 외형 성장 가능성은 긍정적, ■ 단일 전방산업만을 보유 했다는 한계

자료: 유진투자증권



동운아나텍(094170)은 아날로그 반도체 회로의 설계 및 개발을 하는 팹리스 업체로, Auto Focus Driver IC, 모바일 디스플레이 전원 IC, LED 조명 Driver IC 등 제품의 다각화를 통해 안정적인 포트폴리오를 구성하고 있다. 아날로그 반도체의 특징 상 사람이 인식할 수 있는 아날로그의 신호를 디지털로 변환하는 역할을 하는 만큼 전원을 사용하는 IT기기 전반에서 활용이 가능하다는 점과 전장용 반도체 Power IC를 개발하고 있다는 점을 긍정적으로 평가한다.

칩스앤미디어(094360)는 앞선 반도체 설계자산(Silicon Intellectual Property) 전문업체라는 측면에서 앞선 기업들과 다소 차이가 있다. 동사는 칩을 제조하는 회사에 비디오 IP를 라이선스 함으로써 팹리스 업체들이 IP 기술을 바탕으로 반도체를 제조하게 되는 사업구조를 보유하고 있다. 동사의 비디오 IP는 동영상의 녹화 및 재생에 활용이 가능하기 때문에 스마트폰칩, 디지털TV칩을 설계하는데 있어서 중요한 요소가 된다. 반도체 시장에서 가격경쟁력 또한 기술력만큼 중요한 요소이기 때문에, 팹리스 업체들의 IP 아웃소싱이 증가하고 있으며, IP 자산에 대한 중요성이 부각되고 있는 만큼 향후 IP 산업의 성장 및 수익성 확대가 기대된다.

도표 67 동운아나텍 매출액 및 영업이익률 추이

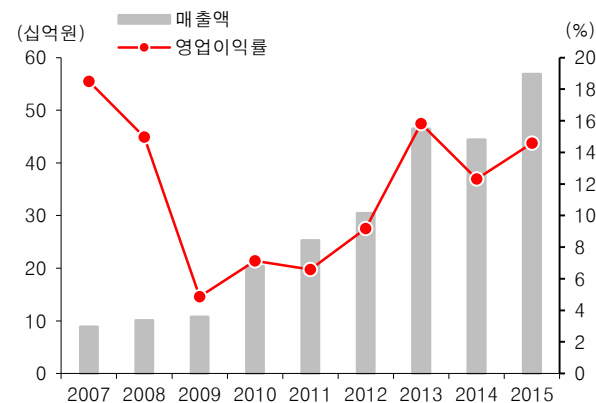
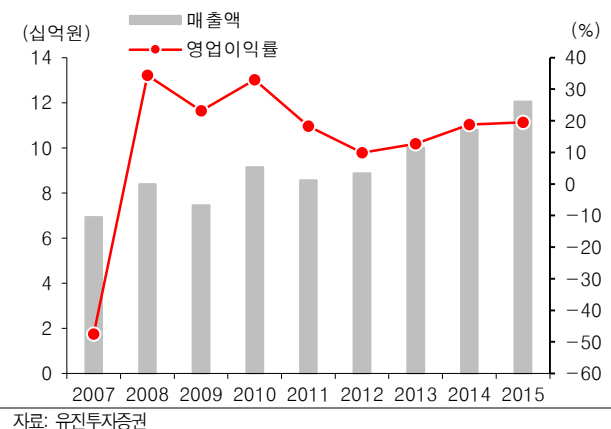


도표 68 칩스앤미디어 매출액 및 영업이익률 추이

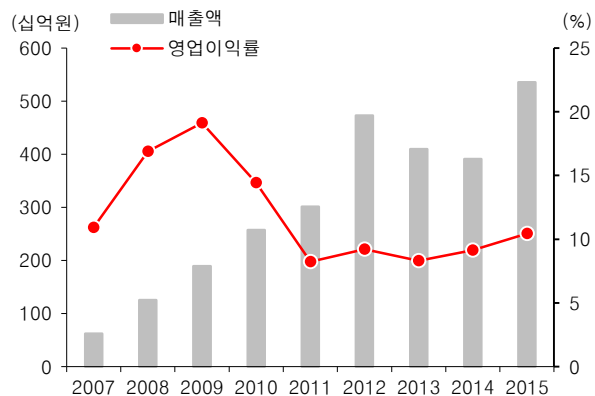


실리콘웍스(108320)는 디스플레이 제품의 System IC를 설계하는 업체로 LCD패널 시장은 현재 TV를 제외한 제품에서 수량 감소 및 제한적 성장을 기록하고 있다. Tablet PC 및 노트북 등의 IT 제품의 성장 둔화, 소형패널 주요 제품인 스마트폰도 시장경쟁에 따라 판매가 부진하다. 향후 웨어러블 디바이스 등의 시장이 큰 폭의 성장을 보이지 않는다면 동사의 성장도 둔화될 우려가 있다고 판단된다.

어보브반도체(102120)는 MCU 및 Driver IC, Sensor를 주요 제품으로 개발하는 회사지만 매출비중으로는 전용, 범용 MCU 제품이 90% 이상을 차지하고 있다. MCU는 모든 전자기기 및 부품에 1개 이상씩 사용되는 핵심 전자 부품으로 응용분야가 다양한 특성을 갖는다. 다만, 고가의 반도체가 아닌 반도체라는 특성으로 인하여 경쟁사의 진입 장벽이 다소 낮다고 볼 수 있다. 어보브반도체의 매출액이 꾸준히 상승했음에도 최근 영업이익이 다소 하락하고 있는 것은 산업의 경쟁에 따른 단가인하 등의 영향일 것으로 판단한다.

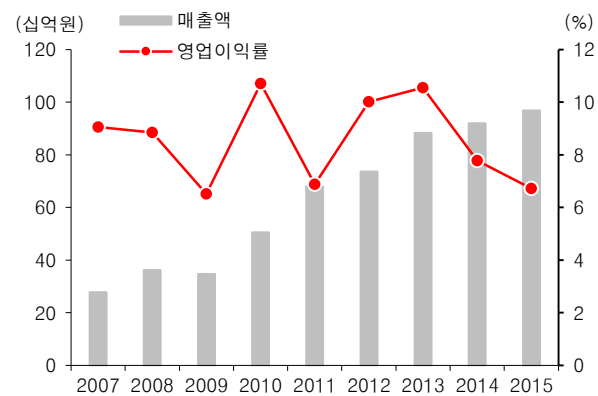
아이에이(038880)의 경우, 시스템반도체의 다양한 응용 분야 중 자동차 전장 부문을 중심으로 반도체 및 모듈 사업을 전개하고 있다는 점이 향후 전방 산업의 성장에 따른 외형 성장을 기대할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가가 가능하다. 하지만 자동차 전장 반도체의 단일 전방산업만을 보유하고 있기 때문에 향후 전방 산업의 변동에 따른 실적 변동의 가능성이 높다.

도표 69 실리콘웍스 매출액 및 영업이익률 추이



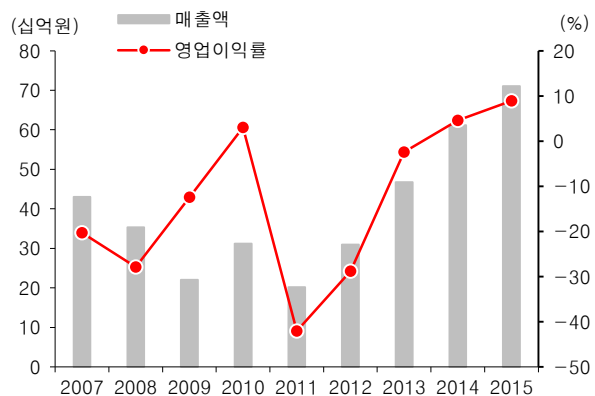
자료: 유진투자증권

도표 70 어보브반도체 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

도표 71 아이에이 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권



3) Valuation Table 및 추가그래프

도표 72

팹리스 및 IP 관련 종목 Valuation Table

업체명	동운아나텍 (094170)	칩스앤미디어 (094360)	실리콘웍스 (108320)	어보브반도체 (102120)	아이에이 (038880)	알파칩스 (117670)
시가총액(십억원)	67.1	53.2	603.4	176.3	174.2	65.8
매출비중(%)	AF 91.26%, Display 7.04%, LED 조명 1.70%	로열티 47.49%, 라이선스 46.33%, 용역 6.18%	System IC 100.00%	MCU(제품) 98.95%, MCU(상품) 0.64%, MCU(용역) 0.40%	반도체 사업 74.89%, 시스템 사업 25.11%	Mobile Multimedia IC 50.84%, Security IC 22.89%, 제품개발용역 20.18%, Display IC 6.08%
Valuation (2014A)						
매출액(십억원)	56.9	12.0	390.7	92.0	61.2	39.4
영업이익(십억원)	8.3	2.3	35.7	7.2	2.8	3.6
순이익(십억원)	8.0	2.9	32.2	6.8	(3.6)	2.8
매출액증가율(%)	27.9	11.5	(4.7)	4.2	30.9	24.1
영업이익증가율(%)	51.6	15.7	4.6	(23.2)	흑전	6.1
EPS growth(%)	31.7	6.1	0.5	(23.9)	적지	(24.2)
PER(배)	7.6	6.3	12.6	18.4	N/A	18.7
Valuation (2015A)						
매출액(십억원)	65.0	13.8	535.8	96.9	71.1	50.8
영업이익(십억원)	10.0	3.3	55.9	6.5	6.3	1.6
순이익(십억원)	10.0	3.5	48.5	6.5	0.5	2.6
매출액증가율(%)	14.3	14.5	37.2	5.3	16.2	29.1
영업이익증가율(%)	20.5	40.6	56.6	(9.1)	124.9	(55.0)
EPS growth(%)	18.2	4.4	50.6	(3.6)	흑전	(7.8)
PER(배)	6.6	14.3	12.9	16.2	261.4	21.6
Valuation (2016F)						
매출액(십억원)	76.0	15.1	646.2	105.3	84.2	
영업이익(십억원)	11.0	4.1	59.7	8.7	10.0	
순이익(십억원)	11.0	4.4	53.7	8.6	7.9	
매출액증가율(%)	16.9	9.4	20.6	8.7	18.4	
영업이익증가율(%)	10.0	24.2	6.8	33.7	56.9	
EPS growth(%)	10.0	25.3	10.9	32.1	1,389.1	
PER(배)	6.0	11.4	11.3	20.1	22.1	
Valuation (2017F)						
매출액(십억원)			689.8		98.9	
영업이익(십억원)			68.0		16.9	
순이익(십억원)			60.3		14.5	
매출액증가율(%)			6.8		17.5	
영업이익증가율(%)			13.9		69.9	
EPS growth(%)			12.4		84.7	
PER(배)			10.0		12.0	

자료: 유진투자증권

주: 5/27 종가 기준, 동운아나텍, 칩스앤미디어는 동사 추정치

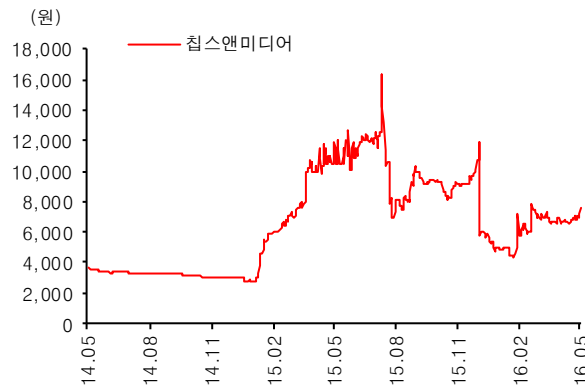


도표 73 동운아나텍 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 74 칩스앤미디어 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 75 실리콘웍스 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 76 어보브반도체 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 77 아이에이 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 78 알파칩스 주가 추이



자료: 유진투자증권



도표 79

반도체 패키징 및 테스트 관련 종목 Valuation Table

업체명	하나미이크론 (067310)	시그네틱스 (033170)	SFA 반도체 (036540)	에이티세미콘 (089530)	아이텍반도체 (119830)	테스나 (131970)
시가총액(십억원)	104.5	133.3	283.0	37.3	49.9	57.1
매출비중(%)	반도체제조 76.23%, 반도체재료 17.04%, 기타매출(제조) 4.44%, 기타매출(재료) 2.29%	비메모리 59.34%, 메모리 40.66%	메모리 88.21%, 비메모리 10.89%, Storage 0.48%, 기타 0.24%, 상품 0.17%	제품매출 65.64%, 임가공매출 31.64%, 기타매출 2.72%	패키지테스트 52.32%, 웨이퍼테스트 30.59%, 기타 17.09%	Wafer Test 87.65%, PKG Test 12.23%, 기타 0.12%
Valuation (2014A)						
매출액(십억원)	294.5	234.7	519.1	150.5	24.4	47.8
영업이익(십억원)	23.8	(3.9)	52.0	8.3	0.8	7.7
순이익(십억원)	8.4	(4.5)	(18.1)	(20.6)	0.9	4.7
매출액증가율(%)	5.9	(14.4)	(4.0)	90.8	10.0	(29.5)
영업이익증가율(%)	흑전	적전	흑전	흑전	(18.6)	(52.2)
EPS growth(%)	흑전	적전	적지	적지	1,094.0	(60.6)
PER(배)	26.7	N/A	N/A	N/A	15.1	27.3
Valuation (2015A)						
매출액(십억원)	286.2	209.1	516.5	126.2	23.0	33.8
영업이익(십억원)	16.4	3.5	7.8	(3.4)	(1.5)	(3.3)
순이익(십억원)	2.7	(3.7)	(132.2)	(39.0)	(0.6)	(4.2)
매출액증가율(%)	(2.8)	(10.9)	(0.5)	(16.1)	(6.0)	(29.3)
영업이익증가율(%)	(31.1)	흑전	(84.9)	적전	적전	적전
EPS growth(%)	(68.0)	적지	적지	적지	적전	적전
PER(배)	46.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Valuation (2016F)						
매출액(십억원)	259.4		740.7	216.0		82.9
영업이익(십억원)	12.5		69.5	23.7		22.0
순이익(십억원)	3.5		36.9	16.3		14.5
매출액증가율(%)	(9.4)		14.8	20.0		19.5
영업이익증가율(%)	(23.7)		11.6	39.4		37.5
EPS growth(%)	31.1		5.4	43.0		48.0
PER(배)	29.2		8.7	6.7		10.2
Valuation (2017F)						
매출액(십억원)	268.9		875.9			
영업이익(십억원)	13.1		90.6			
순이익(십억원)	4.3		55.9			
매출액증가율(%)	3.7		18.3			
영업이익증가율(%)	4.4		30.3			
EPS growth(%)	22.8		51.4			
PER(배)	23.8		5.7			

자료: 유진투자증권
 주: 5/27 종가 기준



도표 80 하나마이크론 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 81 시그네틱스 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 82 SFA반도체 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 83 에이티세미콘 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 84 아이텍반도체 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 85 테스나 주가 추이



자료: 유진투자증권



EUGENE
your best
partner.



기업분석

동운아나텍(094170.KQ)

BUY(유지) / TP 16,000원(유지)
모바일 카메라 AF Driver IC의 글로벌 강자로,
중화권 매출 급증과 함께 해외 진출 활발

칩스앤미디어(094360.KQ)

BUY(유지) / TP 9,600원(유지)
비디오 IP 세계 3대 업체, 모바일 기기 중심에서 다양한 스
마트기기 등으로 시장 확대

your best
partner

유진투자증권



동운아나텍(094170.KQ)

스몰캡 담당 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

모바일 카메라 AF Driver IC의 글로벌 강자로, 중화권 매출 급증과 함께 해외 진출 활발

■ 모바일 카메라 AF Driver IC 세계 시장점유율 1위

- 2006년 설립 초기부터 AF(Auto Focus) Driver IC를 당시 삼성테크윈, LG이노텍, 삼성전기, 팬택, 엠씨넥스 등에 공급. 특히 2011년 국내 대기업 베트남법인 공급, 2012년 국내 대기업에 공급이 시작되면서 큰 폭의 실적 성장
- AF Driver IC 제품은 세계 시장점유율 세계 1위(2013년 32% → 2014년 36% → 2015년 38%)를 지키고 있음. 2위는 일본의 Rohm사(28%, 애플, 삼성, 중국업체에 공급), 3위는 미국기업 ADI사(8%, 애플에 주로 공급)를 차지하고 있음

■ 투자 포인트

- 1) 세계 시장점유율을 기반으로 중화권 및 해외 실적 성장 지속: 동사의 수혜가 클 것으로 예상하는 이유는 글로벌 1위 시장점유율(2015년 기준, M/S 38%)을 기반으로 국내외 주요기업을 통해 세계 휴대폰 제조업체에 공급하고 있기 때문. 특히 세계 시장에서 큰 비중을 차지하고 있는 중국 스마트폰 11개업체(세계 M/S 38%) 대부분이 동사의 AF Driver IC를 탑재하면서 최근 3년간(2012~2015년) 중화권 평균 매출성장률이 74.7%(2012년 88억원 → 2013년 178억원 → 2014년 279억원 → 2015년 354억원). 중국 이외에도 스마트폰 성장률이 높은 지역인 인도, 러시아, 터키 등의 신규시장 진출 추진 중
- 2) Display Power IC는 시장 확대로 수혜 기대: 디스플레이 Power Driver IC 시장이 연평균(2013~2017) 32.7%씩 성장할 것으로 전망하고 있어 동사의 수혜 예상. 초기 국내 대기업에 공급하였으나, 현재는 BOE에 공급 중. 2016년 중화권 시장 공략은 물론 국내 L사의 휴대폰, 스마트시계, 플렉서블 제품을 중심으로 공급 가능

■ 투자 의견 BUY, 목표주가는 16,000원 유지

- 투자 의견은 BUY, 목표주가는 16,000원을 유지함. 1) 모바일 카메라의 전면 고화소화 및 듀얼카메라 채택에 따른 수요 증가에 맞추어, 2) 세계 1위(2015년 동사 추정 시장점유율 38.0%)의 시장지배력, 3) 늘어나는 중국향 매출 등을 감안하면 주가 하락폭은 제한적이며, 하반기 실적 성장과 함께 상승세로 전환될 것으로 판단함

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	44.5	56.9	65.5	74.5	85.0
영업이익(십억원)	5.5	8.3	8.5	10.5	12.4
세전계속사업손익(십억원)	4.9	7.8	8.1	9.8	11.4
지배기업 순이익(십억원)	5.7	8.0	8.0	8.8	10.0
EPS(원)	n/a	1,346	1,337	1,476	1,666
EPS 증감률(%)	n/a	n/a	-0.6	10.4	12.9
PER(배)	0.0	8.0	8.4	7.6	6.7
ROE(%)	32.6	28.9	20.5	18.9	18.0
PBR(배)	0.0	1.8	1.6	1.3	1.1

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 16,000원
현재주가(5/27) 11,200원

Key Data

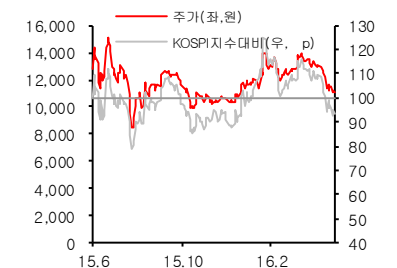
(기준일: 2016.5.27)

KOSPI(pt)	1,969.2
KOSDAQ(pt)	691.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	67.1
52주 최고/최저(원)	15,700 / 8,480
52주 일간 Beta	3.10
발행주식수(천주)	5,991
평균거래량(3M,천주)	83
평균거래대금(3M,백만원)	1,064
배당수익률(16F, %)	1.2
외국인 지분율(%)	0.5
주요주주 지분율(%)	
김동철외 16인	24.9
스탁인베스먼트	9.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.8	-12.2	5.2	N/A
KOSPI 대비 상대수익률	-14.6	-18.7	5.5	N/A

Company vs KOSPI composite





실적 전망 및 Valuation

도표 86 1Q16 확정실적: 매출액은 증가했으나, 영업이익은 감소

(십억원, %, %p)	1Q16A			1Q15A	4Q15A
	실적	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)	실적	실적
매출액	13.0	11.4	-17.7	11.7	15.8
이익					
영업이익	1.0	-43.5	-63.7	1.8	2.8
세전이익	0.8	-56.3	-70.7	1.7	2.6
당기순이익	0.8	-56.3	-69.8	1.7	2.5
이익률(%)					
영업이익률	7.7	-7.5	-9.8	15.2	17.5
세전이익률	5.8	-9.0	-10.5	14.8	16.3
당기순이익률	5.8	-9.0	-10.0	14.8	15.8

자료: 개별기준, 유진투자증권

도표 87 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	11.7	12.9	16.5	15.8	13.0	14.9	19.2	18.4	44.5	56.9	65.5	74.5
(qoq, yoy)	15.1	15.0	48.4	31.9	11.4	15.4	16.6	16.4	-4.4	27.9	15.2	13.8
AF Driver IC	10.3	11.4	15.5	14.7	12.4	13.5	18.3	17.4	37.9	51.9	61.5	70.8
Display Power IC	1.1	1.1	0.8	0.9	0.4	1.1	0.8	0.9	5.6	4.0	3.2	3.0
LED Driver IC	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	1.0	1.0	0.8	0.8
기타(Haptic)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
제품별 비중(%)												
AF Driver IC	87.9	88.8	93.9	93.0	95.2	90.8	95.1	94.3	85.1	91.3	93.9	94.9
Display Power IC	9.6	8.9	4.9	5.8	3.3	7.3	4.0	4.7	12.5	7.0	4.8	4.0
LED Driver IC	2.5	2.3	1.1	1.3	1.5	1.9	0.9	1.0	2.3	1.7	1.3	1.1
기타(Haptic)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
수익												
영업이익	1.8	1.9	1.9	2.8	1.0	1.8	2.9	2.7	5.5	8.3	8.5	10.5
세전이익	1.7	1.2	2.3	2.6	0.8	1.7	3.0	2.6	4.9	7.8	8.1	9.8
당기순이익	1.7	1.5	2.3	2.5	0.8	1.7	3.0	2.6	5.7	8.0	8.0	8.8
이익률(%)												
(영업이익률)	15.2	14.8	11.2	17.5	7.7	12.4	15.3	14.8	12.3	14.6	13.0	14.1
(경상이익률)	14.8	9.4	14.0	16.3	5.8	11.6	15.6	14.1	11.1	13.8	12.3	13.2
(당기순이익률)	14.8	11.5	14.0	15.8	5.8	11.5	15.4	14.0	12.9	14.1	12.2	11.9

자료: 개별기준, 유진투자증권



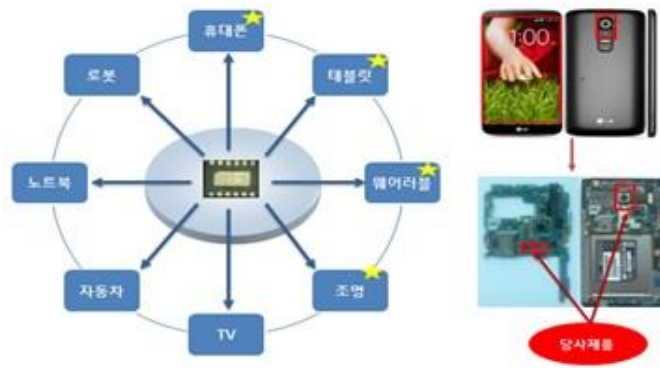
도표 88 Peer Group 비교

	동운아나텍	실리콘웍스	해외기업 평균	Analog Device	NXP	Rohm
국가	한국	한국		미국	미국	일본
2016-05-27	11,200	37,100		58.3	91.3	41.1
통화	KRW	KRW		USD	USD	USD
시가총액(백만달러, 십억원)	67.1	603.4		17,915.4	31,600.4	4,663.4
PER(배)						
FY15A	8.0	10.9	33.1	25.3	55.3	18.7
FY16F	8.4	11.3	19.9	20.8	15.9	23.0
FY17F	7.6	10.5	16.0	18.0	12.1	17.7
PBR(배)						
FY15A	1.8	1.7	2.4	3.7	2.8	0.7
FY16F	1.6	1.6	2.3	3.7	2.6	0.7
FY17F	1.3	1.4	2.2	3.6	2.3	0.6
매출액(백만달러, 십억원)						
FY15A	56.9	535.8	4,158.0	3,435.1	6,101.0	2,937.8
FY16F	65.5	643.7	5,318.2	3,289.1	9,537.2	3,128.4
FY17F	74.5	675.1	5,670.5	3,520.3	10,244.4	3,246.9
영업이익(백만달러, 십억원)						
FY15A	8.3	55.9	1,042.1	830.8	2,015.0	280.4
FY16F	8.5	58.5	1,227.6	1,035.1	2,416.1	231.6
FY17F	10.5	64.7	1,497.9	1,187.4	2,989.3	317.1
영업이익률(%)						
FY15A	14.6	10.4	22.3	24.2	33.0	9.5
FY16F	13.0	9.1	21.4	31.5	25.3	7.4
FY17F	14.1	9.6	24.2	33.7	29.2	9.8
순이익(백만달러, 십억원)						
FY15A	8.0	48.5	72.1	0.7	1.5	214.1
FY16F	8.0	53.5	59.4	0.8	0.6	176.9
FY17F	8.8	57.4	76.5	0.9	1.7	227.0
EV/EBITDA(배)						
FY15A	5.2	4.0	15.9	15.5	16.3	N/A
FY16F	5.0	5.2	9.1	13.0	11.5	2.7
FY17F	3.7	5.0	8.0	11.6	10.0	2.4
ROE(%)						
FY15A	28.9	17.0	12.6	13.2	21.2	3.5
FY16F	20.5	14.6	10.6	17.7	11.8	2.4
FY17F	18.9	14.3	12.9	21.0	14.6	3.1

참고: 동운아나텍은 당사 추정, 타사는 업계 컨센서스, 2016.5.27일 주가 기준
자료: 유진투자증권

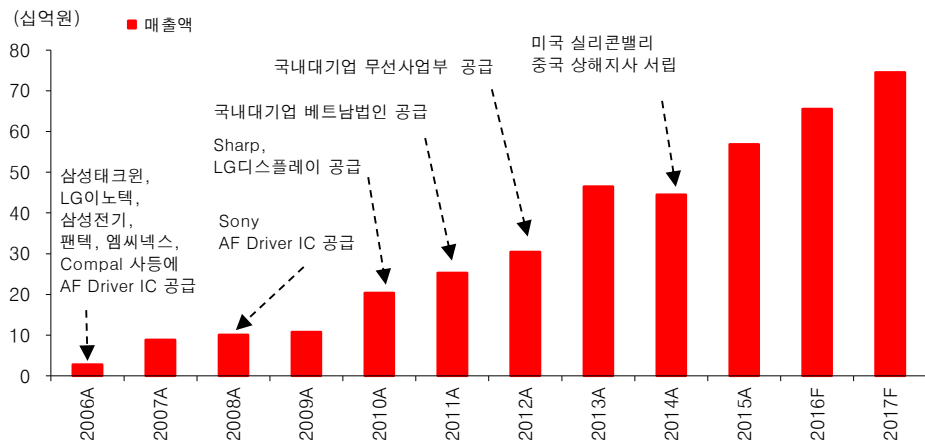
AF Driver IC 및 Power IC 전문 제조업체

도표 89 사업 영역: 모바일 기기 및 조명 등에 사용되는 Driver IC 제조업체



자료: 예비투자설명서, 유진투자증권

도표 90 스마트폰 고화소 카메라 확대와 함께 AF Driver IC 실적 성장



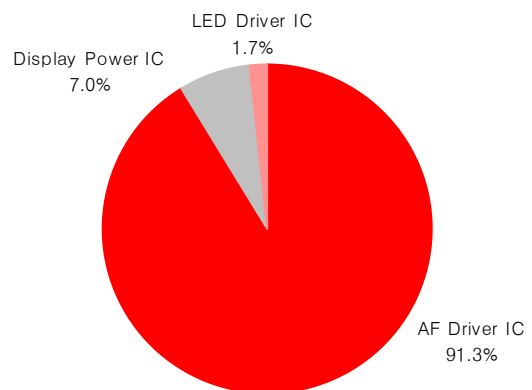
자료: 유진투자증권

도표 91 주요 연혁

연도	내용
1998.05	동운인터내셔널 설립
2006.07	동운인터내셔널에서 동운아니텍 인적분할 설립
2006.07	AF IC 제품 공급. 삼성테크윈, LG이노텍, 삼성전기 등
2007.02	LED BLU Driver IC 개발
2009.12	AMOLED디스플레이 DC-DC Converter 개발
2010.05	Sharp Electronics, LG 디스플레이 제품공급
2011.12	국내 대기업 베트남법인 AF IC 공급
2012.04	국내 대기업 무선사업부 AF IC제품 공급
2014.11	HAPTIC Driver IC 개발
2014.12	세계일류상품(AF Driver IC) 선정 (산업통상자원부)
2015.06	코스닥 상장등록 (6.30)

자료: 유진투자증권

도표 92 제품별 매출 비중 (2015년 기준)



자료: 유진투자증권

도표 93 동운아나텍 사업구조 (생산공정 도식도)



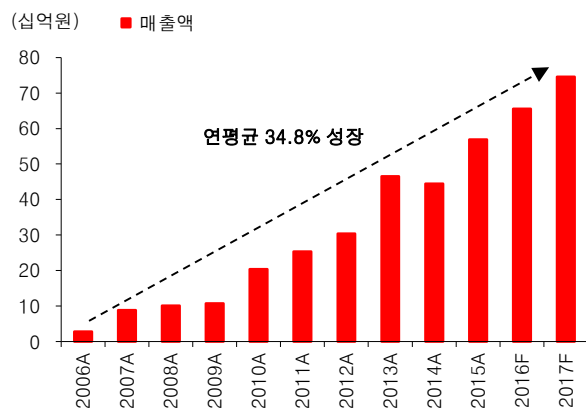
자료: 동사 예비투자설명서, 유진투자증권

도표 94 동운아나텍의 고객업체 및 시장 구조



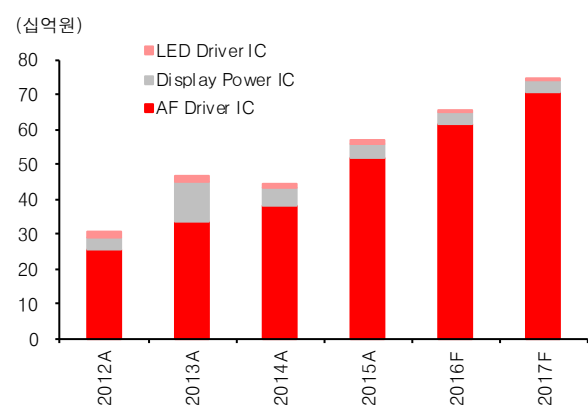
자료: 예비투자설명서, 유진투자증권

도표 95 설립 이후 연평균 34.8% 성장



자료: 유진투자증권

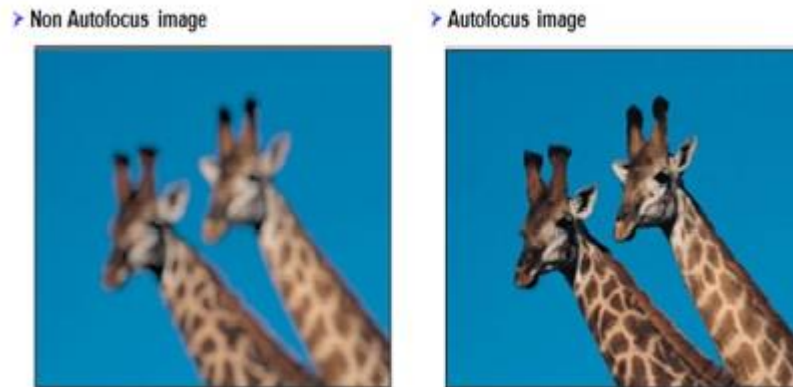
도표 96 AF Driver IC 제품이 성장을 견인



자료: 유진투자증권

모바일 카메라 고화소 및 듀얼화로 인한 AF Driver IC 실적 성장 지속

도표 97 AF(Auto Focus) Driver IC 사용 전후 비교 (예)



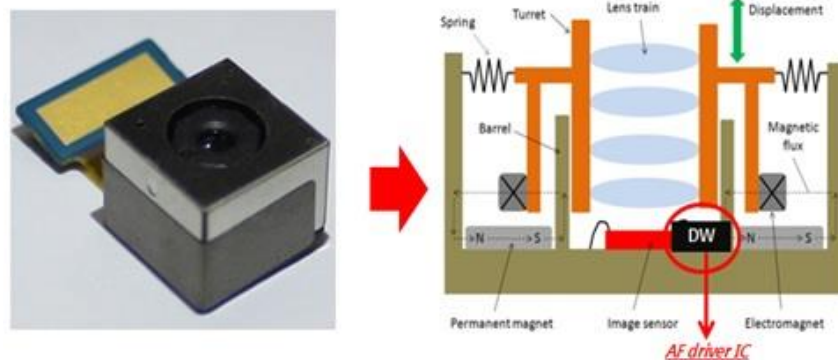
자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 98 AF 카메라 탑재 스마트 기기 적용분야



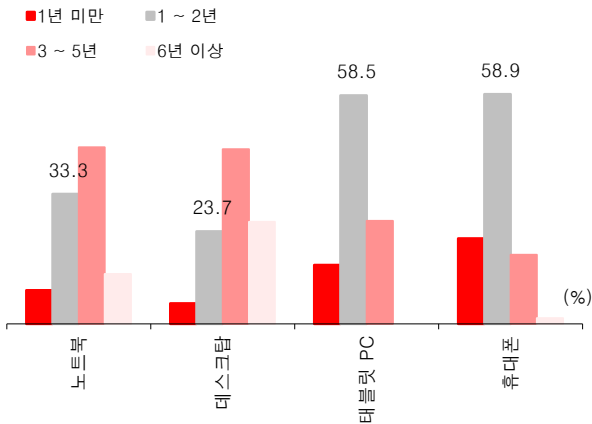
자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 99 카메라 모듈 내 동사 제품의 사용도



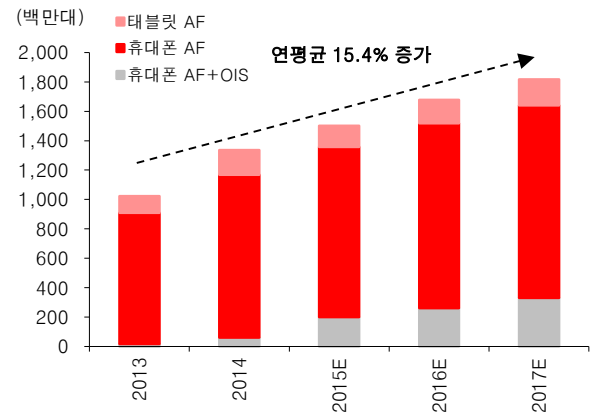
자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 100 태블릿, 휴대폰 사용기간은 대부분 1~2년



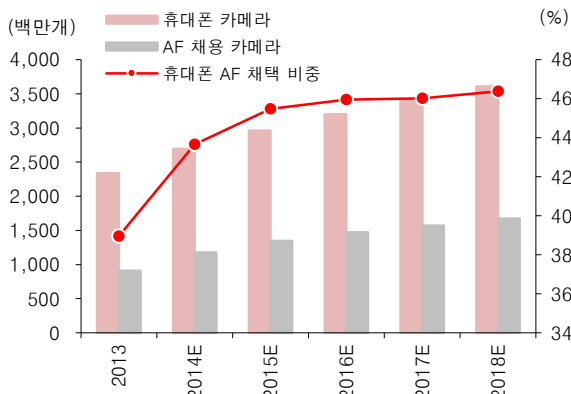
자료: 2014 한국미디어패널조사, 유진투자증권

도표 101 AF 채택은 연평균 15.4% 증가 예상



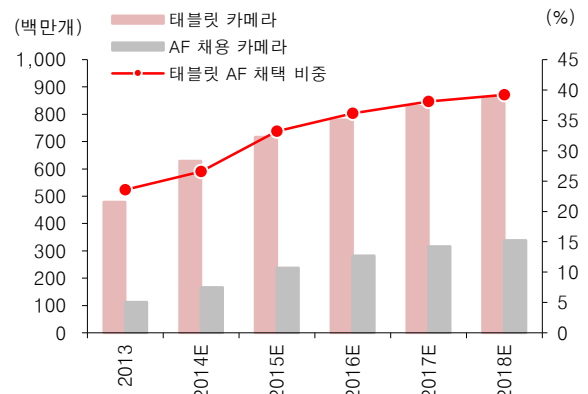
자료: TSR(2015.6), 동운아니텍, 유진투자증권

도표 102 휴대폰 카메라 AF 채택비중 여유 있음



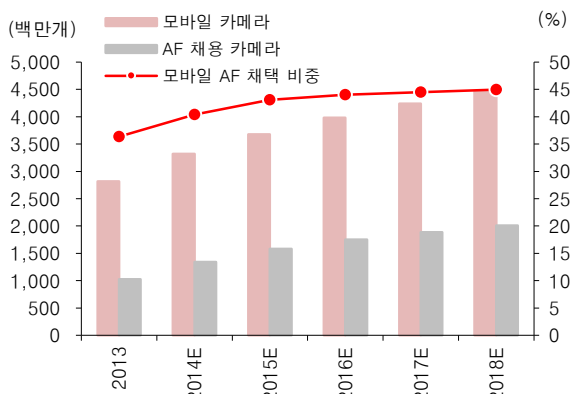
자료: TSR(2014.4), 동운아니텍, 유진투자증권

도표 103 태블릿 카메라는 AF 채택 증가 예상



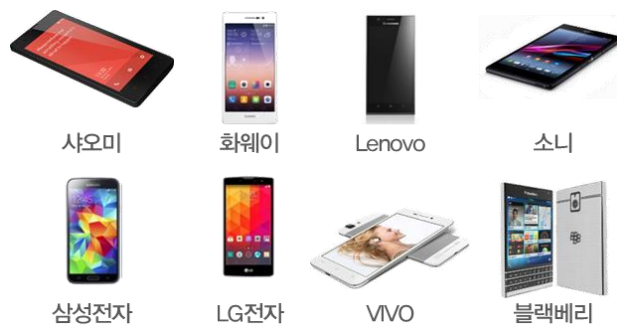
자료: TSR(2014.4), 동운아니텍, 유진투자증권

도표 104 모바일 카메라 AF 채택비중 아직 40%대



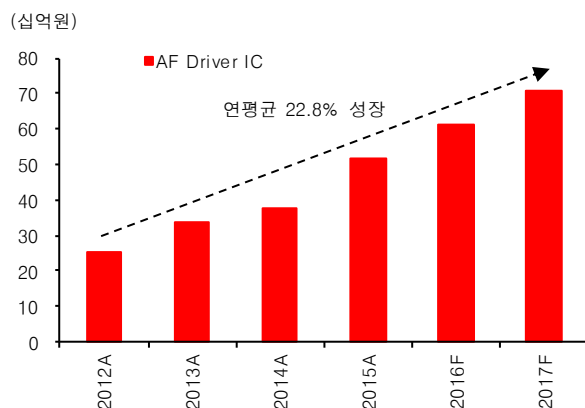
자료: TSR(2014.4), 동운아니텍, 유진투자증권

도표 105 선도 제품 개발로 글로벌 주요 고객사 메인 모델 적용
: 국내 최초 AF(Auto Focus) 개발, 세계일류상품 선정(산업통상자원부)



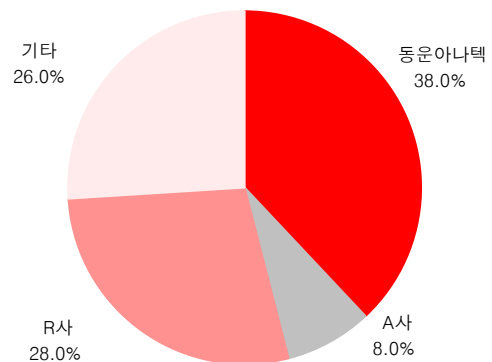
자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 106 AF Driver IC 연평균 22.8% 매출 성장



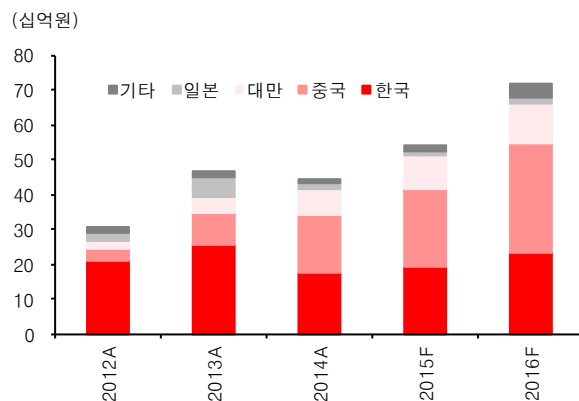
자료: TSR(2015.6), 동운아나텍, 유진투자증권

도표 107 AF Driver IC 세계 M/S 1위



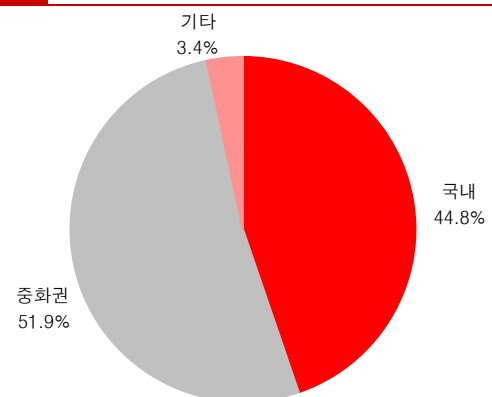
자료: TSR(2015.6), 동운아나텍, 유진투자증권

도표 108 중화권 매출 큰폭 성장 지속



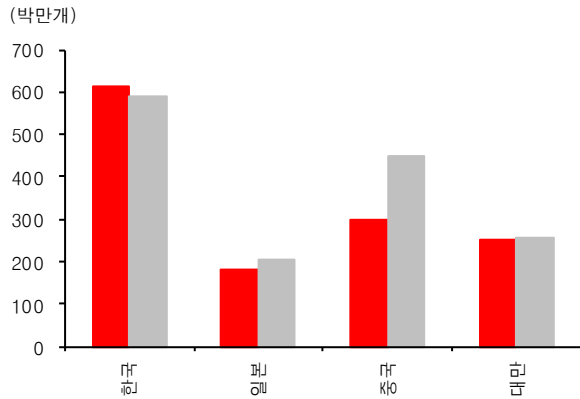
자료: 유진투자증권

도표 109 동사의 국가별 매출 비중



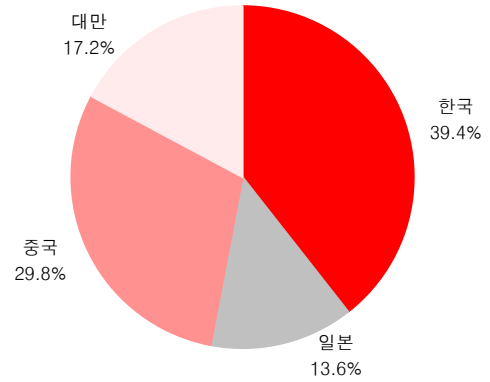
자료: 유진투자증권

도표 110 카메라모듈 업체 아직도 국내 높은 비중



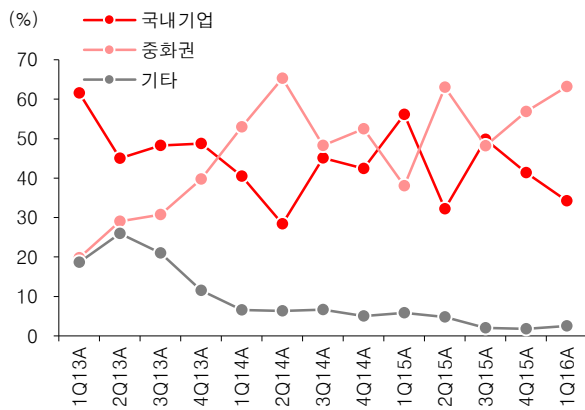
자료: TSR(2015.6), 동운아나텍, 유진투자증권

도표 111 국가별 카메라모듈 생산량 (2015)



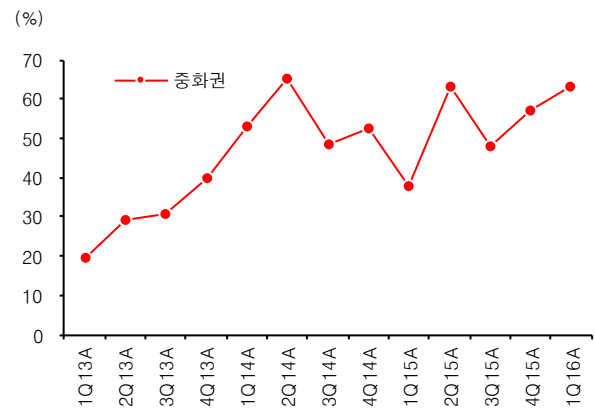
자료: TSR(2015.6), 동운아나텍, 유진투자증권

도표 112 동운아나텍의 국가별 매출 추이
: 중화권 매출이 성장을 견인



자료: 유진투자증권

도표 113 동운아나텍의 중화권 매출 비중 추이
: 중국, 대만 중 중국 매출이 증가세 뚜렷



자료: 유진투자증권

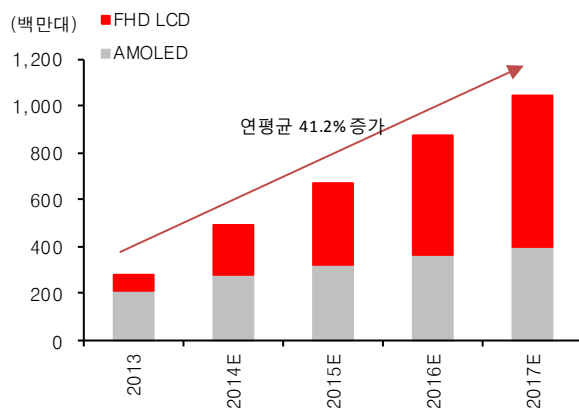
디스플레이 전원 Driver IC는 고객 다각화 및 시장 확대로 수혜 기대

도표 114 Display IC 제품 적용 제품



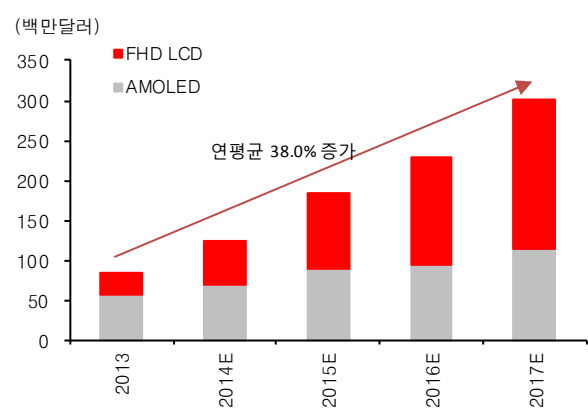
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 115 디스플레이 IC 전방시장 (수량 기준)
: 연평균 41.2% 성장 전망



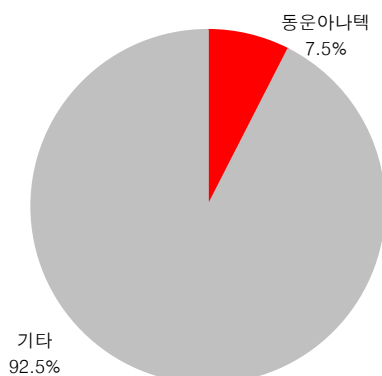
자료: DisplaySearch(2014.7), 업계 자료, 유진투자증권

도표 116 디스플레이 IC 전방시장 (금액 기준)
: 연평균 38.0% 성장 전망



자료: DisplaySearch(2014.7), 업계 자료, 유진투자증권

도표 117 동사의 디스플레이 전원 IC M/S 7.5%



자료: TSR.2014.05, 동운아나텍, 유진투자증권

도표 118 동운아나텍의 디스플레이 전원 IC 사업전략

해외	중화권 중심의 확대 2016년 중화권 Full HD, AMOLED 양산 시작 고객 Needs 맞춤형 제품 개발 완료 AMOLED 웨어러블 왓치 최적화 솔루션 제공
국내	LG디스플레이 제품 확대 G4(DSV), 왓치(AMOLED), 어베인, 플렉서블 등 추가 파생 모델 등

자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

제품 다각화를 위한 신규 제품 개발 지속

도표 119 다수의 글로벌 고객을 중심으로 신규 사업을 추진



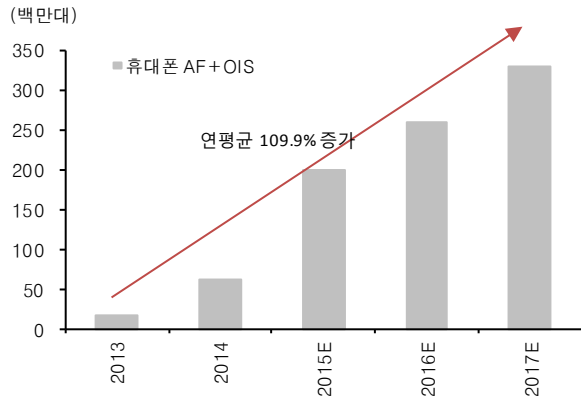
자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

도표 120 기존 사업은 Cash cow + 신규사업은 중장기 성장 모멘텀



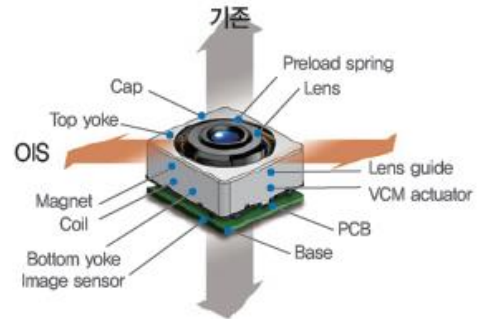
자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

도표 121 OIS 시장 급성장 전망



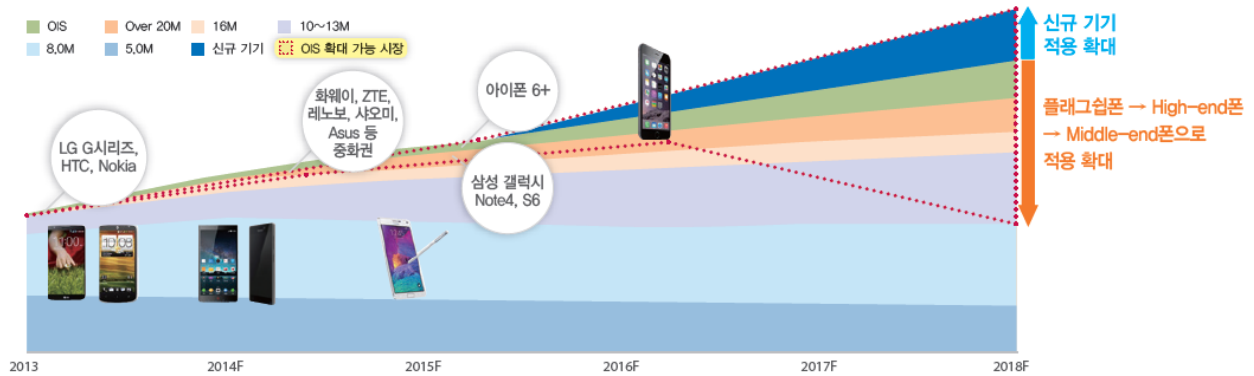
자료: TSR(2014.4), 동운아나텍, 유진투자증권

도표 122 OIS는 AF 기능에 손떨림 방지기능을 추가



자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

도표 123 OIS 기능 탑재 Driver IC는 2015년 4분기 개발 완료 예정



참고: OIS(Optical Image Stabilization, 카메라 촬영시 발생하는 손떨림을 감지하여, 화면 영상이 흔들리지 않도록 구동시키는 솔루션)
자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

도표 124 HD 햅틱(TS 5000) 개발
: 개발 완료, 올해 3분기 매출 가시화



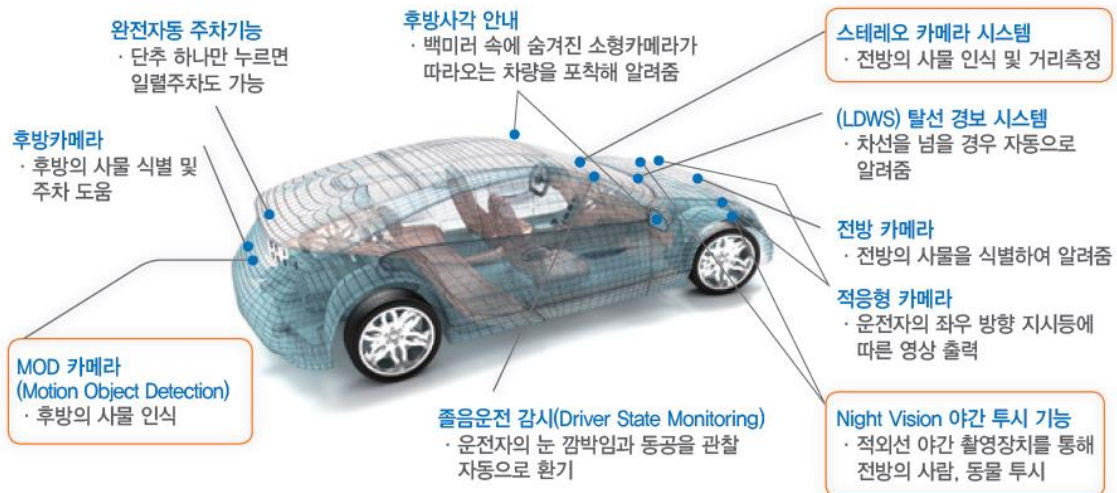
자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

도표 125 다양한 구동솔루션으로 사실적인 촉감 구현
: 차세대 HD 햅틱 개발로 사업 영역 확대



자료: 동사 IR Book, 유진투자증권

도표 126 기존 고객사(삼성전기, LG이노텍, 엠씨넥스 등)와 협업을 통해 자동차용 카메라 시장 진입 추진
: 2015년 사업 시작, 2017년 매출 목표

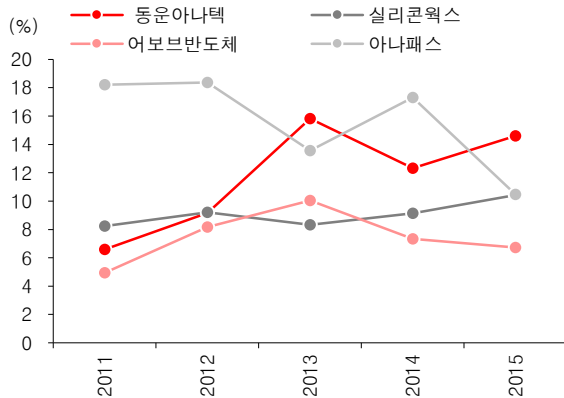


자료: 엠씨넥스, 동사 IR Book, 유진투자증권



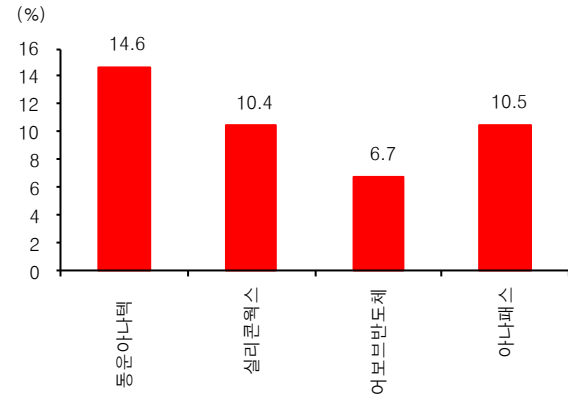
실적 안정성, 수익성 우수

도표 127 국내 주요 팸리스업체 순이익률 비교



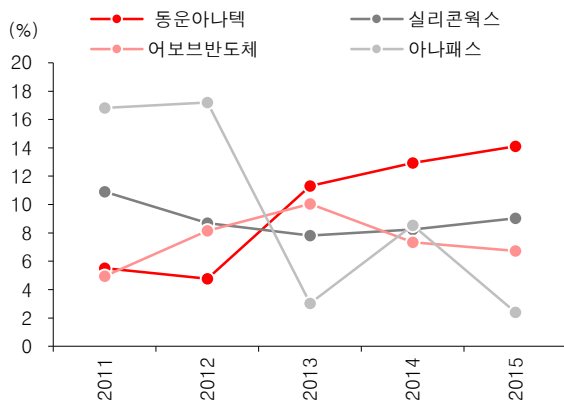
자료: 유진투자증권

도표 128 동운아나텍의 월등한 영업이익률 (2015년)



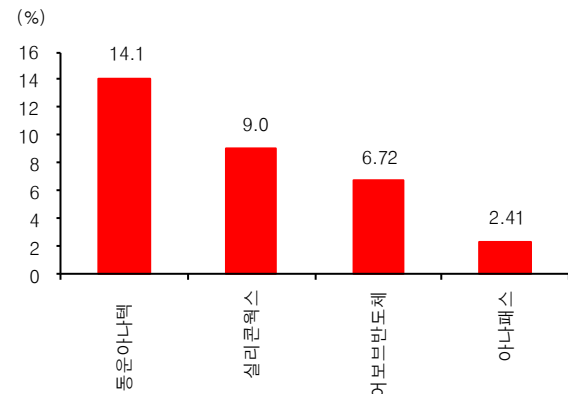
자료: 유진투자증권

도표 129 국내 주요 팸리스업체 순이익률 비교



자료: 유진투자증권

도표 130 동운아나텍의 월등한 순이익률 (2015년)



자료: 유진투자증권



동운아나텍(094170.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	24.0	33.2	38.7	45.6	54.1
현금및 현금성자산	5.8	10.5	12.0	15.7	20.5
단기금융상품	0.1	3.4	3.5	3.6	3.8
매출채권	7.0	9.2	11.9	13.5	15.4
재고자산	10.2	9.0	10.1	11.5	13.1
기타	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
비유동자산	8.9	10.2	12.4	14.1	15.5
투자자산	4.6	5.4	5.6	5.8	6.1
유형자산	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
무형자산	3.9	4.4	6.3	7.7	8.9
자산총계	32.9	43.4	51.1	59.7	69.6
유동부채	10.3	5.0	5.0	5.5	6.1
매입채무	3.3	3.7	3.7	4.2	4.8
단기차입금	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3
비유동상부채	2.4	3.1	3.2	3.4	3.5
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.4	3.1	3.2	3.4	3.5
부채총계	12.7	8.1	8.2	8.9	9.6
자본금	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	1.4	8.8	8.8	8.8	8.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	16.2	23.5	31.0	39.0	48.2
자본총계	20.2	35.4	42.9	50.9	60.0
순차입금	0.2	-13.8	-15.4	-19.3	-24.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금	4.1	9.2	6.1	8.7	9.9
당기순이익	5.7	8.0	8.0	8.8	10.0
비현금수익비용가감	2.2	2.3	1.9	2.4	2.8
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
무형자산감가상각비	1.0	1.1	1.5	2.0	2.3
기타현금수익비용	-0.4	-0.6	0.1	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-3.8	-1.0	-3.8	-2.5	-2.9
매출채권 감소(증가)	-0.7	-2.2	-2.7	-1.6	-1.9
재고자산 감소(증가)	-3.8	0.8	-1.1	-1.4	-1.6
매입채무 증가(감소)	0.9	0.5	0.0	0.5	0.6
기타자산, 부채변동	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-2.4	-6.1	-4.1	-4.2	-4.2
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4
무형자산감소(증가)	-2.0	-2.2	-3.4	-3.4	-3.4
투자자산감소(증가)	0.1	-3.2	-0.1	-0.1	-0.1
기타투자활동	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금	-1.0	1.0	-0.5	-0.8	-0.8
차입금의 증가(감소)	-0.5	-3.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-0.5	4.3	-0.5	-0.8	-0.8
배당금의 지급	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.0	4.7	1.5	3.7	4.8
기초현금	4.8	5.8	10.5	12.0	15.7
기말현금	5.8	10.5	12.0	15.7	20.5

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	44.5	56.9	65.5	74.5	85.0
매출원가	27.8	34.6	40.4	46.2	52.5
매출총이익	16.7	22.3	25.1	28.4	32.4
판매비및관리비	11.2	14.0	16.6	17.9	20.0
영업이익	5.5	8.3	8.5	10.5	12.4
영업외손익	-0.6	-0.5	-0.4	-0.7	-1.0
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자비용	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
외환손익	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.4	-1.4	-0.5	-0.8	-1.1
세전계속사업손익	4.9	7.8	8.1	9.8	11.4
계속사업법인세비용	-0.8	-0.2	0.1	1.0	1.4
계속사업이익	5.7	8.0	8.0	8.8	10.0
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.7	8.0	8.0	8.8	10.0
(포괄손익)	5.7	8.0	8.0	8.8	10.0
EBITDA	6.7	9.6	10.3	12.8	15.1
매출총이익률	37.5	39.1	38.3	38.1	38.2
EBITDA마진율(%)	15.1	16.9	15.7	17.2	17.7
영업이익률(%)	12.3	14.6	13.0	14.1	14.6
세전계속사업이익률	11.1	13.8	12.3	13.2	13.4
ROA(%)	19.5	21.0	16.9	16.0	15.4
ROE(%)	32.6	28.9	20.5	18.9	18.0
수정ROE*(%)	32.6	28.9	20.5	18.9	18.0

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
투자지표					
PER(배)	0.0	8.0	8.4	7.6	6.7
수정 PER(배)	0.0	8.0	8.4	7.6	6.7
PBR(배)	0.0	1.8	1.6	1.3	1.1
배당수익률(%)	0.0	0.9	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	0.0	5.2	5.0	3.7	2.8
성장성(%YOY)					
매출액	-4.4	27.9	15.2	13.8	14.0
영업이익	-25.6	51.6	2.5	23.6	17.9
세전계속사업손익	13.9	59.3	3.0	21.8	16.1
포괄손익	9.2	39.7	-0.2	10.4	12.9
EPS	n/a	n/a	-0.6	10.4	12.9
안정성(배,%)					
유동비율	43.0	14.9	12.8	12.1	11.3
부채비율	63.0	22.8	19.1	17.4	16.0
이자보상배율	20.5	57.6	na	na	na
순차입금/자기자본	1.2	na	na	na	na
주당지표(원)					
EPS	n/a	1,346	1,337	1,476	1,666
수정EPS	n/a	1,346	1,337	1,476	1,666
BPS	n/a	5,904	7,157	8,493	10,019
EBITDA/Share	n/a	1,615	1,722	2,136	2,513
CFPS	n/a	1,725	1,661	1,880	2,134
DPS	90	100	140	140	140



칩스앤미디어(094360.KQ)

스몰캡 담당 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

비디오 IP 세계 3대 업체, 모바일 기기 중심에서 다양한 스마트기기 등으로 시장 확대

■ 반도체 IP 전문업체로 특히 비디오 IP 분야에서는 세계 3대 업체 차지

- 2003년 설립, 2013년 10월 코넥스 상장, 2015년 8월 코스닥 이전 상장 기업
- 동사는 반도체 IP(Intellectual Property, 설계자산) 전문업체로 특히 비디오 분야에 특화되어 있음. 반도체 칩을 제조하는 회사에 비디오 IP를 라이선스하고, 칩이 양산되어 판매될 때는 로열티 수익이 발생. 2014년 매출 기준으로 비디오 IP 부문에서는 Imagination(영국), VeriSilicon(미국)과 함께 3대업체에 속하고 있으며, 세계 반도체 IP에서 19위를 차지함

■ 투자 포인트 세가지

- 1) 반도체 IP 아웃소싱 확대 정책으로 로열티 매출 증가세 지속 전망: 반도체 IP 시장은 연평균 12.0%로 성장 전망. 이는 반도체칩 제조업체들이 자체 조달하던 반도체 IP에 대해 아웃소싱을 확대하고 있기 때문. 2013년 IP 아웃소싱 비중이 30% 수준이나 2018년에는 60%까지 확대될 것으로 전망. 아웃소싱이 증가하는 이유는 1) 반도체 칩 회사들의 Time to Market(개발기간 2~3년 소요) 및 원가절감(칩 개발 비용 200~300억원 소요), 2) 다양한 기기를 통한 고성능 및 고화질(Full HD, Ultra HD 등) IP의 수요가 증가하고 있기 때문임
- 2) 로열티 수익 증가로 인한 수익성 개선 지속: 로열티 매출이 증가하면서 동사의 영업이익은 크게 개선(2012년 영업이익률 9.9% → 2013년 12.7% → 2014년 18.8% → 2015년 19.5%). 2016년은 로열티 금액이 전년대비 +20.8% 증가하면서 영업이익률도 24.3% 전망. ① 수익성이 높은 로열티 지급 고객수는 지속적으로 증가(2014년 21개사 → 2015년 25개사), ② 로열티를 적용한 칩 수 지속 증가(2013년 0.5억개, +44.4%yoy → 2014년 0.9억개, +84.5%yoy → 2015년 1.2억개, +29.9%yoy)

■ 투자 의견 BUY, 목표주가는 9,600원 유지

- 투자 의견은 BUY, 목표주가는 9,600원을 유지함. 현재주가는 2016년 예상실적 기준 PER 14.9배 수준으로 목표주가까지 26.3% 상승여력을 보유하고 있음

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	10.8	12.0	13.8	15.1	16.7
영업이익(십억원)	2.0	2.3	3.3	4.1	5.2
세전계속사업손익(십억원)	2.2	2.8	3.4	4.3	5.5
지배기업 순이익(십억원)	2.5	2.9	3.5	4.4	5.6
EPS(원)	506	480	511	652	829
EPS 증감률(%)	적지	(5.2)	6.5	27.5	27.2
PER(배)	3.2	15.8	14.9	11.7	9.2
ROE(%)	17.5	14.2	12.8	14.2	15.6
PBR(배)	0.5	2.0	1.8	1.5	1.3

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 9,600원
현재주가(5/27) 7,600원

Key Data

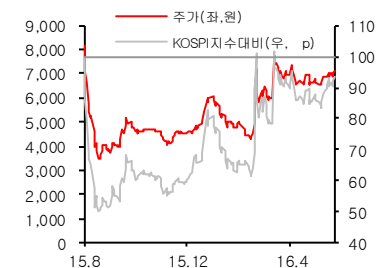
(기준일: 2016.5.27)

KOSPI(pt)	1,969.2
KOSDAQ(pt)	691.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	53.2
52주 최고/최저(원)	17,800 / 4,150
52주 일간 Beta	2.22
발행주식수(천주)	7,006
평균거래량(3M,천주)	737
평균거래대금(3M,백만원)	5,207
배당수익률(16F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	0.8
주요주주 지분율(%)	
텔레칩스와 2인	38.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.0	31.3	66.0	27.1
KOSPI 대비 상대수익률	17.2	24.8	66.4	28.2

Company vs KOSPI composite





실적 분석 및 전망

도표 131

1Q16 확정실적: 매출액 +25.9%yoy, 영업이익 +198.2%yoy

(십억원, %)	1Q16A			1Q15A	4Q15A
	실적	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)	실적	실적
매출액	3.0	25.9	-36.7	2.4	4.7
수익					
영업이익	0.5	198.2	-70.8	0.2	1.8
세전이익	0.5	98.4	-70.0	0.3	1.8
당기순이익	0.7	156.1	-61.8	0.3	1.8
지배기업 당기순이익	0.7	156.1	-61.8	0.3	1.8
이익률(%)					
영업이익률	17.8	10.3	-20.7	7.5	38.4
세전이익률	17.9	6.6	-19.9	11.4	37.8
당기순이익률	23.7	12.1	-15.6	11.7	39.3
지배기업 당기순이익률	23.7	12.1	-15.6	11.7	39.3

자료: 유진투자증권

도표 132 실적 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	2.4	1.9	3.1	4.7	3.0	2.4	3.4	4.9	10.8	12.0	13.8	15.1
증가율(% qoq, yoy)	13.5	-8.3	41.2	5.3	25.9	26.3	11.8	5.0	7.9	11.5	14.2	10.0
라이선스	1.0	0.5	1.6	2.4	1.0	0.8	1.8	2.5	5.1	5.6	6.1	6.5
로열티	1.2	1.2	1.3	2.1	1.9	1.4	1.5	2.2	4.9	5.7	6.9	7.9
용역	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.7	0.7	0.7
제품별 비중(%)												
라이선스	42.7	27.5	52.9	51.5	32.7	34.9	52.1	51.5	47.0	46.3	44.6	43.0
로열티	48.7	61.5	41.3	45.2	62.8	56.0	42.5	45.2	45.6	47.5	50.2	52.1
용역	8.5	11.0	5.8	3.3	4.6	9.1	5.4	3.3	7.4	6.2	5.1	4.9
수익												
영업이익	0.2	-0.4	0.8	1.8	0.5	-0.0	0.9	2.0	2.0	2.3	3.3	4.1
세전이익	0.3	-0.3	1.1	1.8	0.5	-0.0	1.0	1.9	2.2	2.8	3.4	4.3
당기순이익	0.3	-0.2	1.0	1.8	0.7	-0.0	1.0	1.8	2.5	2.9	3.5	4.4
지배기업 당기순이익	0.3	-0.2	1.0	1.8	0.7	-0.0	1.0	1.8	2.5	2.9	3.5	4.4
이익률(%)												
(영업이익률)	7.5	-21.6	25.3	38.4	17.8	-1.5	26.2	39.6	18.8	19.5	24.3	26.9
(세전이익률)	11.4	-15.0	35.0	37.8	17.9	-1.8	29.8	37.5	20.3	23.5	24.5	28.5
(당기순이익률)	11.7	-9.7	31.8	39.3	23.7	-1.8	29.1	36.7	23.3	24.2	25.2	29.3
(지배기업 당기순이익률)	11.7	-9.7	31.8	39.3	23.7	-1.8	29.1	36.7	23.3	24.2	25.2	29.3

자료: 유진투자증권



도표 133 Peer Group Valuation Table

	칩스앤미디어	Imagination	Ittron	NXP	Marvell	RealTek
국가	한국	영국	미국	미국	미국	대만
2016-05-27	7,600	2.5	43.8	91.3	10.2	2.7
통화	KRW	USD	USD	USD	USD	USD
시가총액(십억원, 백만달러)	53.2	702.7	1,658.0	31,600.4	5,253.6	1,353.2
PER(배)						
FY15A	15.8	N/A	109.8	55.3	N/A	19.3
FY16F	14.9	N/A	20.7	15.9	25.3	14.6
FY17F	11.7	37.7	18.2	12.1	22.8	14.6
PBR(배)						
FY15A	2.0	2.5	2.6	2.8	1.2	2.0
FY16F	1.8	2.5	2.3	2.6	1.2	1.9
FY17F	1.5	2.4	2.1	2.3	1.2	1.9
매출액(십억원, 백만달러)						
FY15A	12.0	282.9	1,877.8	6,101.0	3,707.0	1,000.0
FY16F	13.8	209.1	1,921.0	9,537.2	2,764.3	1,153.0
FY17F	15.1	211.6	2,010.8	10,244.4	2,536.0	1,206.5
영업이익(십억원, 백만달러)						
FY15A	2.3	(13.7)	72.1	2,015.0	408.8	57.1
FY16F	3.3	(35.7)	112.3	2,416.1	186.5	93.8
FY17F	4.1	0.9	130.8	2,989.3	221.1	87.9
영업이익률(%)						
FY15A	19.5	(4.8)	3.8	33.0	11.0	5.7
FY16F	24.3	(17.1)	5.8	25.3	6.7	8.1
FY17F	26.9	0.4	6.5	29.2	8.7	7.3
순이익(십억원, 백만달러)						
FY15A	2.9	(20.8)	24.8	1,526.0	435.3	76.5
FY16F	3.5	(10.5)	81.8	2,010.8	202.2	92.8
FY17F	4.4	24.0	91.8	2,582.4	209.5	92.6
EV/EBITDA(배)						
FY15A	12.1	N/A	10.9	16.3	10.9	8.1
FY16F	8.3	N/A	9.9	11.5	10.1	7.2
FY17F	6.1	25.4	8.9	10.0	11.7	7.2
ROE(%)						
FY15A	14.2	(11.9)	3.7	21.2	(7.3)	10.1
FY16F	12.8	(4.6)	10.6	11.8	(0.2)	13.1
FY17F	14.2	9.6	10.4	14.6	(2.3)	12.9

참고: 칩스앤미디어는 당사 추정, 2016.5.27일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 유진투자증권

국내 유일, 세계 3위의 반도체 비디오 IP 업체

도표 134 사업 영역: 반도체 IP 분야 중 비디오 IP 전문업체



자료: www.iSuppli.com, 유진투자증권

도표 135 다양한 디지털 기기에 적용되는 반도체 칩 제조회사에 반도체 IP 제공



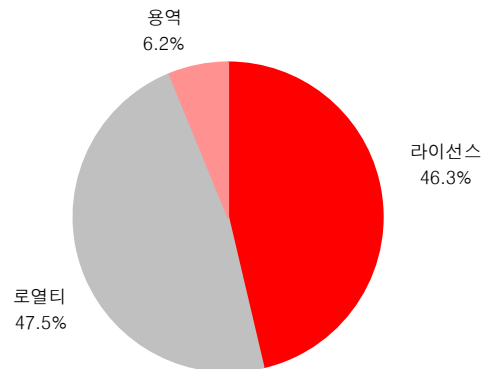
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 136 주요 연혁

연도	내용
2003.03	(주)칩스앤미디어 설립
2004.09	국내 최초 비디오 IP 라이선스(VGA급 MPEG-4 코덱)
2005.07	H.264 표준을 포함한 멀티 표준 비디오 코덱 IP 출시
2005.07	해외 최초 비디오 IP 라이선스(미국 글로벌 반도체 기업)
2006.07	최초 로열티 수익 발생
2007.12	세계 최초 Full HD급 멀티 표준 비디오 디코더 IP 출시
2008.05	(주)칩스앤미디어와 싸앰엠마이크로로 인적 분할
2012.04	미국 글로벌 반도체 기업과 비디오 코덱 IP 라이선스
2013.10	한국거래소 코넥스 시장 상장
2014.04	UHD급 HEVC 비디오 코덱 IP 출시
2015.08	상장등록 (8.5)

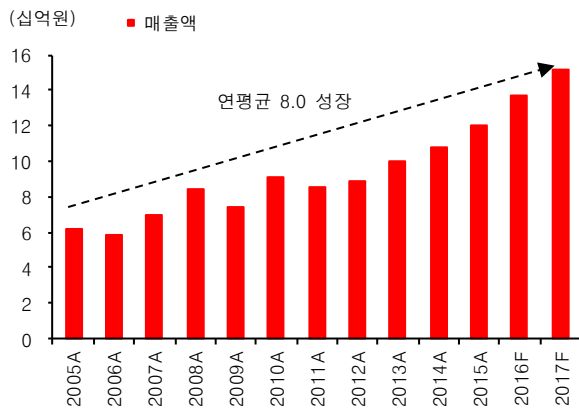
자료: 유진투자증권

도표 137 매출 비중 (2015년 연결 기준)



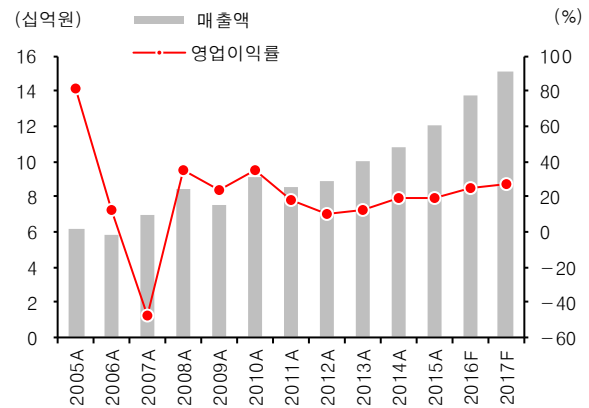
자료: 유진투자증권

도표 138 2006년 이후 연평균 8.0% 성장 지속



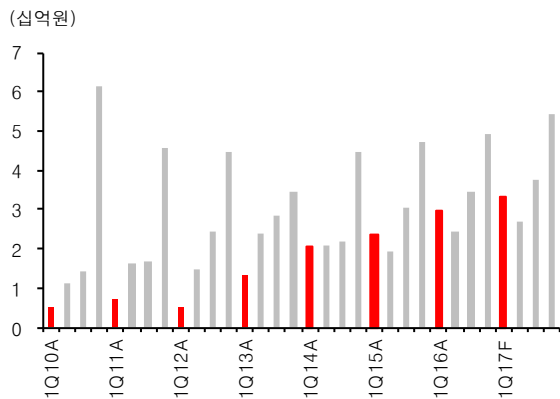
자료: 유진투자증권

도표 139 매출액 증가와 함께 수익성 개선



자료: 유진투자증권

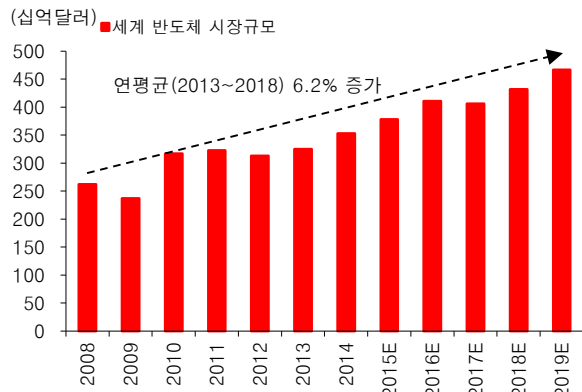
도표 140 계절성 보유, 하반기 성장세
: 매년 1분기 매출은 꾸준히 증가세



자료: 유진투자증권

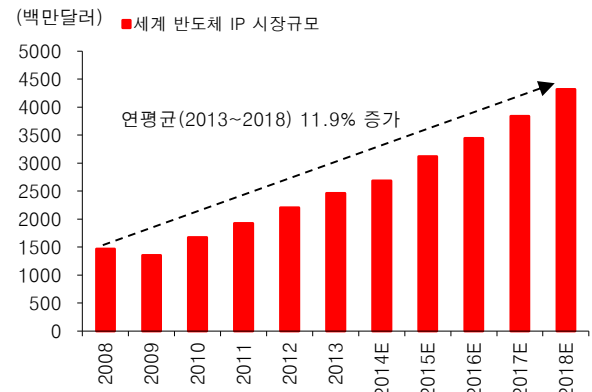
반도체 IP 아웃소싱 확대 추세로 지속 성장 전망

도표 141 세계 반도체 시장은 저성장 국면
: 연평균(2013~2018) 6.0% 증가



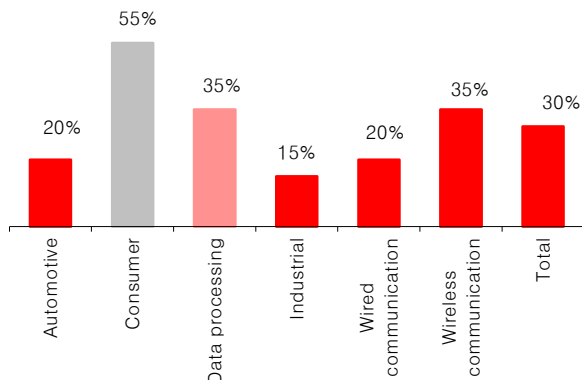
자료: IC Insights(2015), 유진투자증권

도표 142 세계 반도체 IP 시장은 성장 지속 전망
: 연평균(2013~2018) 12.0% 증가



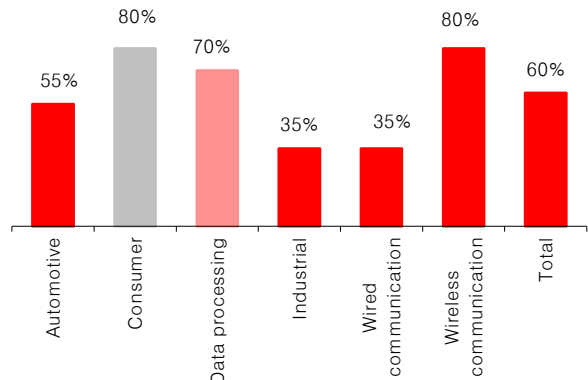
자료: Gartner(2014), 유진투자증권

도표 143 2013년 반도체 IP 아웃소싱 비중 30%



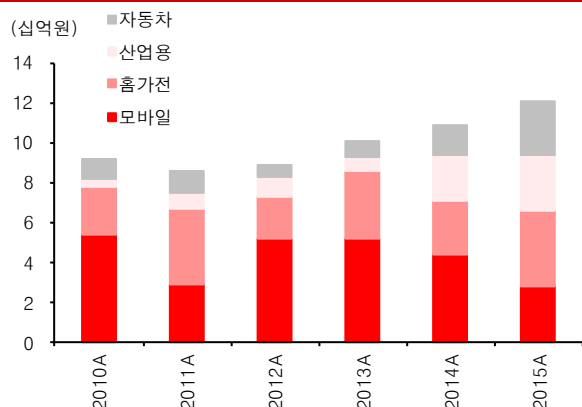
자료: Gartner(2014), 유진투자증권

도표 144 2018년 반도체 IP 아웃소싱 비중 60%



자료: Gartner(2014), 유진투자증권

도표 145 동사 전방산업별 동사 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



도표 146 주요 경쟁사 현황

구분	주요 경쟁사 현황
직접적 경쟁사	Verisilicon(미국), Imagination(영국)
부분적 경쟁사	CEVA(미국), ITRI(대만), TMC(일본), Cast(미국), Allegro(프랑스)
잠재적 경쟁사	ARM(영국), Synopsys(미국), Silicon Image(미국)

자료: 투자 설명서, 유진투자증권

도표 147 세계 반도체 IP 업계 순위

순위	업체명	2013 (백만달러)	2014 (백만달러)	점유율	관련 산업
1	ARM Holdings	1,060.6	1,234.4	46.00%	-
2	Synopsys	342.1	371.1	13.80%	-
3	Imagination Technologies	221	237.1	8.80%	그래픽 IP, 비디오 IP 번들
4	Cadence	125.4	125.8	4.70%	-
5	Silicon Image	49.1	59.9	2.20%	-
6	Ceva	48.9	50.8	1.90%	-
10	Vivante	25	27.6	1.00%	-
15	VeriSilicon Holdings	15	15.5	0.60%	오디오 IP, 구글의 비디오 IP 라이선싱
17	Digital Media Professionals	7.6	11.4	0.40%	-
19	Chips & Media	9.3	10.3	0.40%	비디오 IP
20	Dolphin Technology	9.6	10.2	0.40%	-
	Others	340	309.7	11.50%	-
Total		2,460.90	2,683.20	100%	-

자료: Gartner(2015), 유진투자증권

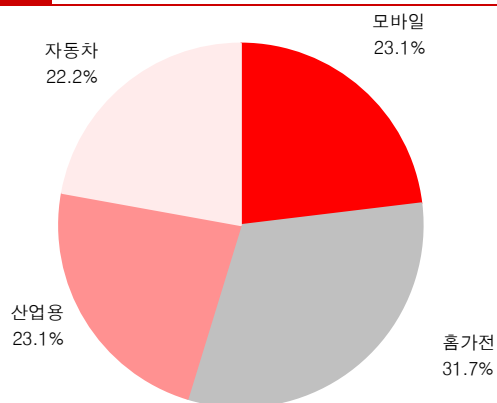
전방시장 다각화로 안정적 성장 지속 전망

도표 148 모바일 기기 및 영상가전, 자동차 등 광범위한 Application

Mobile / Portable			Home Entertainment	Industrial	Automotive Infotainment
Samsung Smartphone	Samsung Tablet	Samsung Smartphone	LGE Digital TV	AXIS Surveillance	Ford Police Interceptor
HP Tablet	SHARP E-Book	Yulong Smartphone	Samsung Digital TV	Fujitsu PC	BMW Dashboard
Huawei Smartphone	Sony Smart glass	Philips Portable media player	Huawei Media phones	FLIR Infrared camera	BMW ADAS System
Motorola Smartphone	ASUS Tablet	ZTE Tablet	Lenovo STB	ASTRI 3D Projector	Inavi Car DVR
Hanvon E-Book	VIA Netbook	Iriver Electronic dictionary	Fujifilm DSC	Advantech Medical PC	FineDrive Navigation

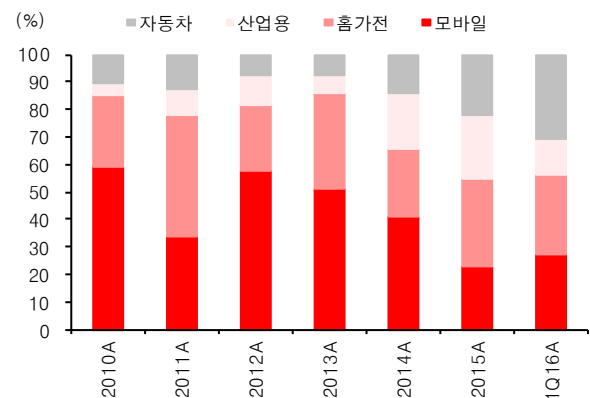
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 149 전방산업별 동사 매출 비중(2015년 기준)



자료: 유진투자증권

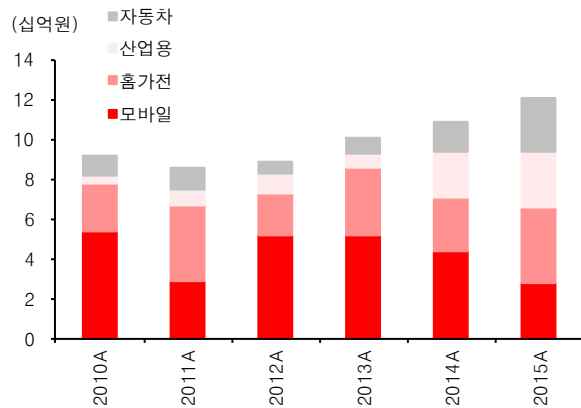
도표 150 동사 매출액 비중 추이



자료: 유진투자증권

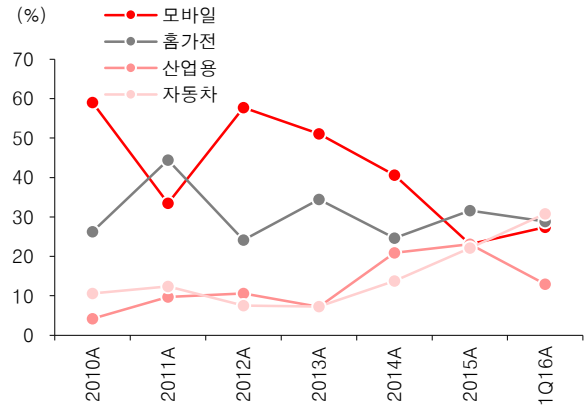


도표 151 전방산업별 동사 매출 비중(2015년 기준)



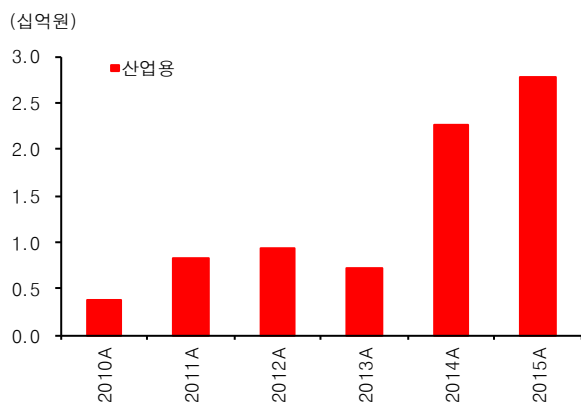
자료: 유진투자증권

도표 152 매출 비중 추이



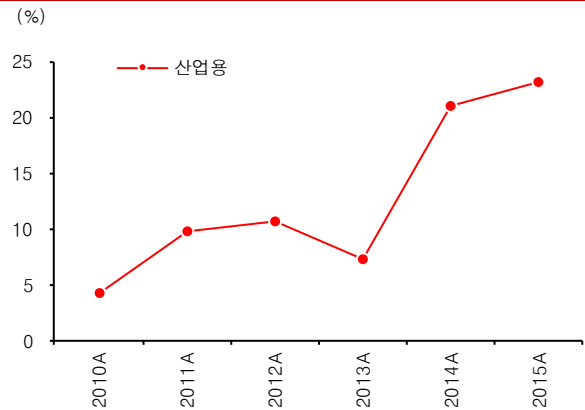
자료: 유진투자증권

도표 153 산업용 제품 매출액 증가세



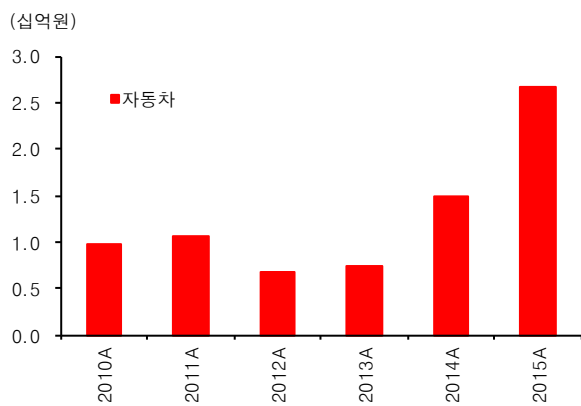
자료: 유진투자증권

도표 154 산업용 제품 매출비중 상승세



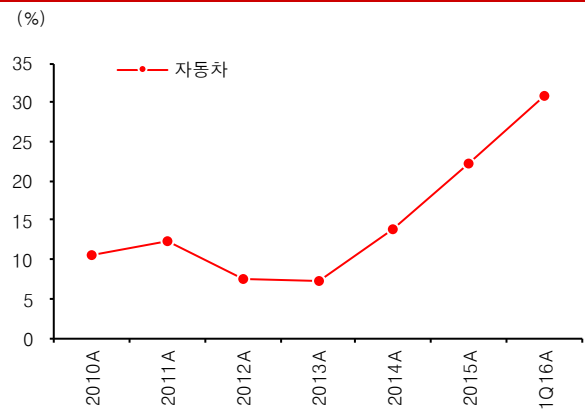
자료: 유진투자증권

도표 155 자동차용 제품 매출액 증가세



자료: 유진투자증권

도표 156 자동차용 제품 매출비중 상승세



자료: 유진투자증권

다양한 고객 확보로 안정적 성장 지속 전망

도표 157 글로벌 Top-Tier 고객을 포함한 70社 이상의 다양한 고객 확보



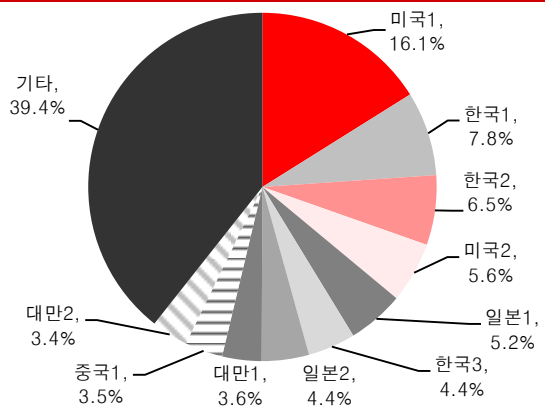
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 158 주요 매출처

매출처	회사 설명
LG전자	대한민국 종합가전 2위 회사
삼성전자	세계 반도체 2위 대한민국 회사
Toshiba	세계 반도체 8위 일본 회사
Freescale	세계 반도체 18위 미국 회사
Marvell	세계 반도체 22위 미국 회사
Hisilicon	세계 반도체 23위 중국 회사
Fujitsu	세계 반도체 26위 일본 회사
Panasonic	세계 반도체 35위 일본 회사
Spreadtrum	세계 반도체 49위 중국 회사
VIA	세계 팹리스 50위 대만회사

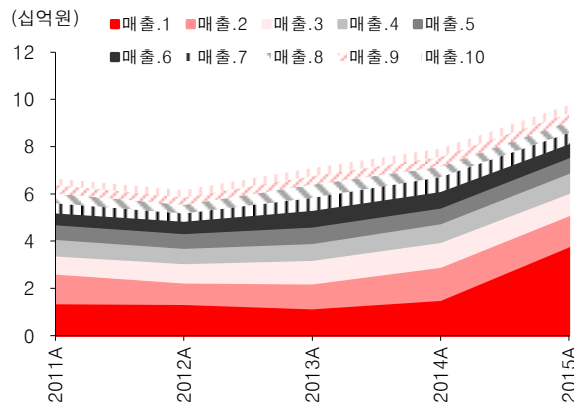
자료: IC Insights(2015), 유진투자증권

도표 159 주요 고객별 매출 비중 (2011~2015년 기준)



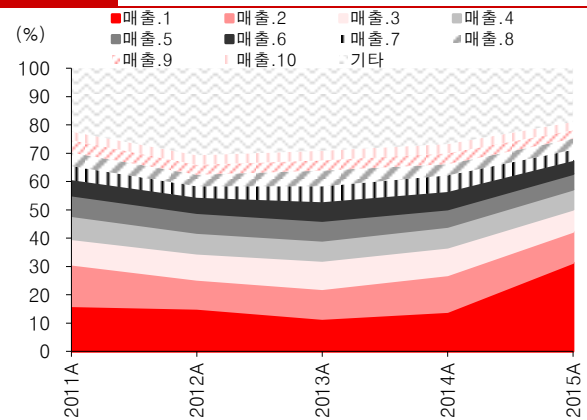
자료: 유진투자증권

도표 160 주요 10대 고객 매출액 지속 증가



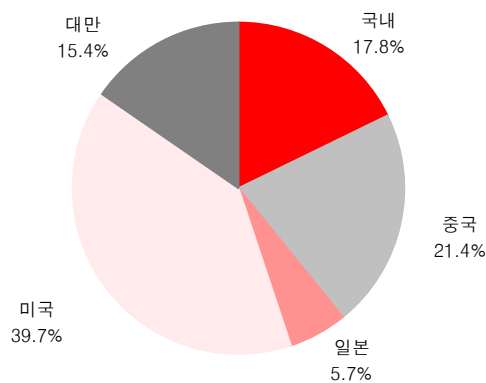
자료: 유진투자증권

도표 161 주요고객의 매출 비중 추이



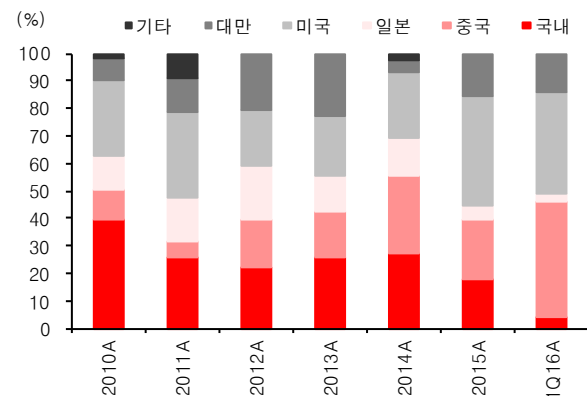
자료: 유진투자증권

도표 162 수출 비중 (2015년 기준)



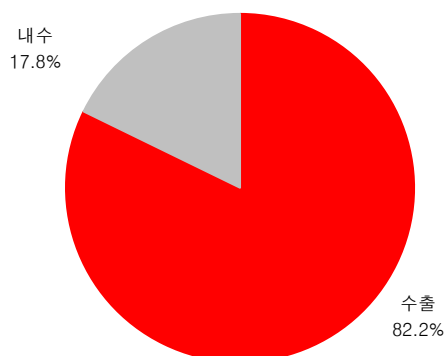
자료: 유진투자증권

도표 163 2015년 1분기, 수출비중 급증



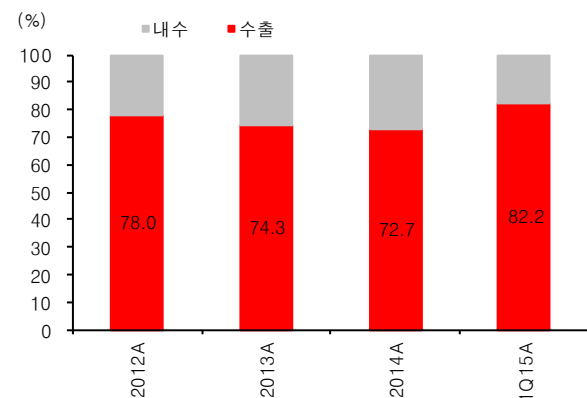
자료: 유진투자증권

도표 164 수출 비중 (2015년 기준)



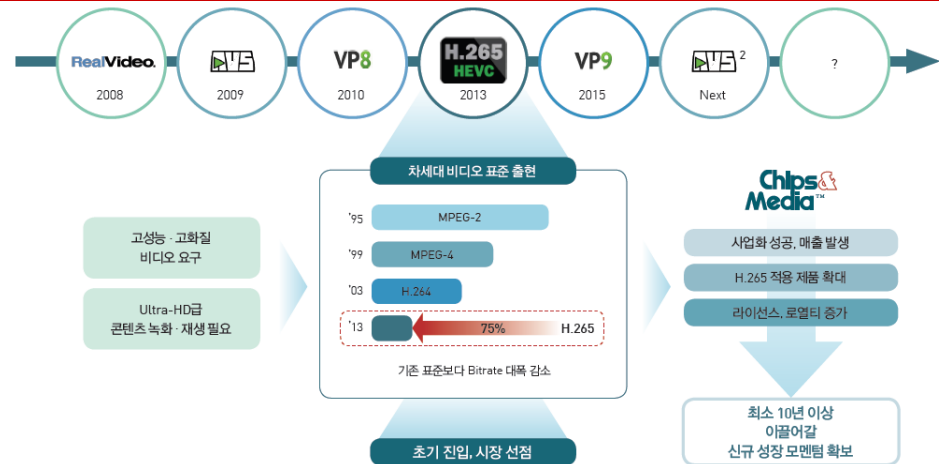
자료: 유진투자증권

도표 165 2015년 1분기, 수출비중 급증



자료: 유진투자증권

도표 166 글로벌 Top-Tier 고객을 포함한 70社 이상의 다양한 고객 확보



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 167 글로벌 Top-Tier 신규 고객 확보 추진



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 168 Partnership을 통한 공동 마케팅 진행

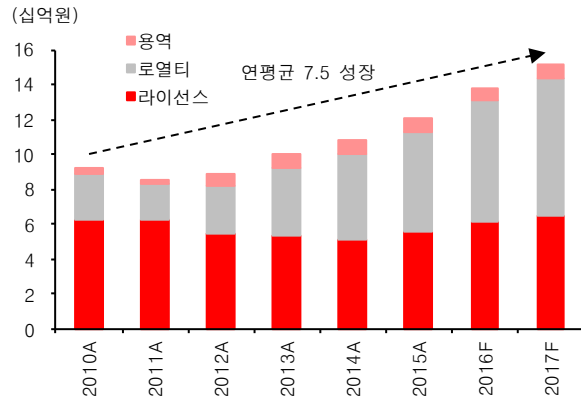


자료: IR Book, 유진투자증권



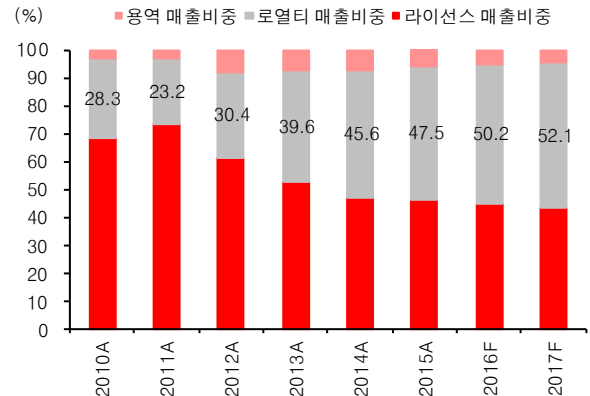
로열티 수익 증가로 인한 수익성 개선 지속

도표 169 2010년이후 연평균 7.5% 매출 성장



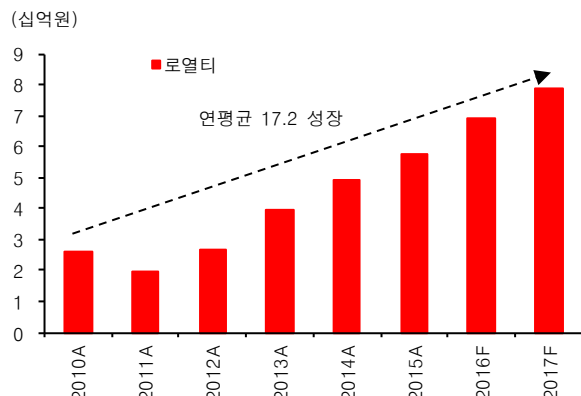
자료: 유진투자증권

도표 170 로열티 매출비중 지속 증가세



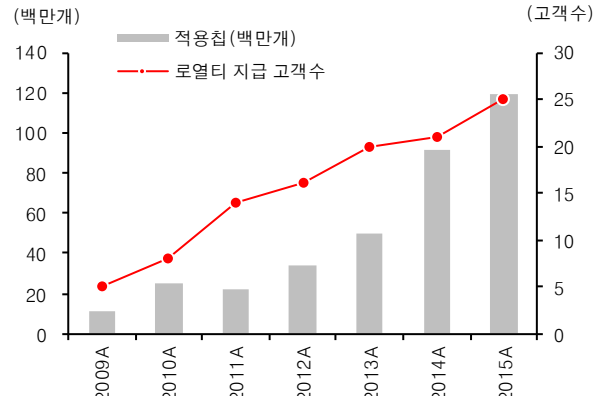
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 171 2010년이후 연평균 17.2% 매출 성장



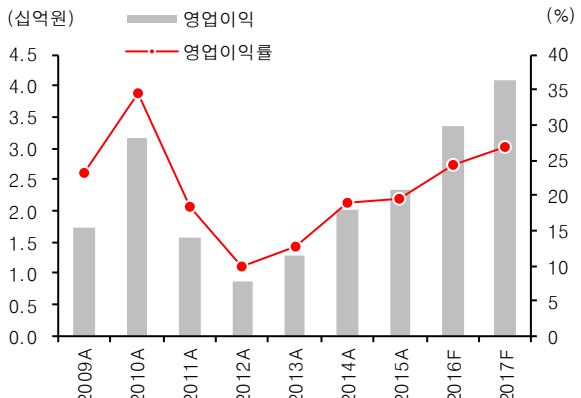
자료: 유진투자증권

도표 172 로열티 지급 적용침 및 고객수 증가세



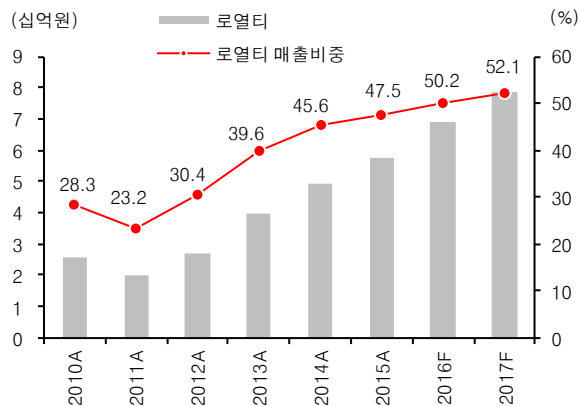
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 173 영업이익 개선은 로열티 매출 영향



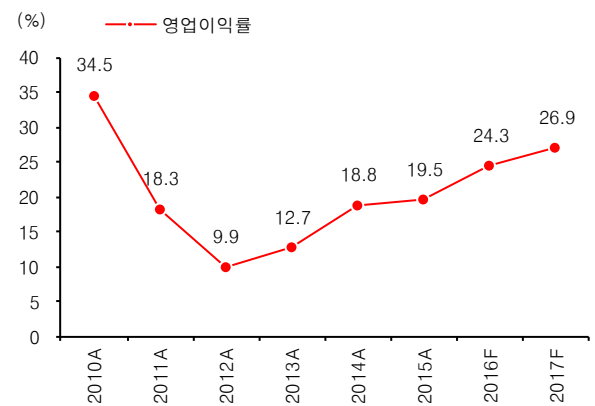
자료: 유진투자증권

도표 174 로열티 매출 및 매출 비중



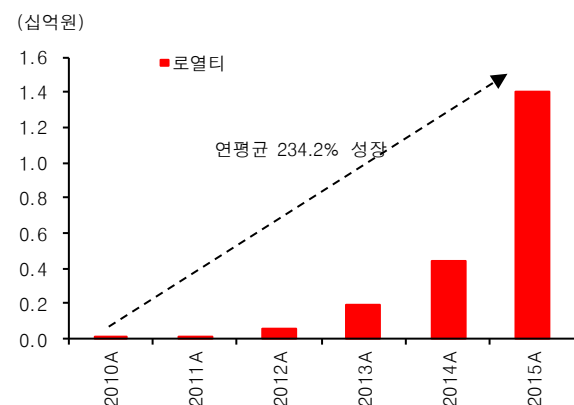
자료: 유진투자증권

도표 175 영업이익률 추이 및 전망



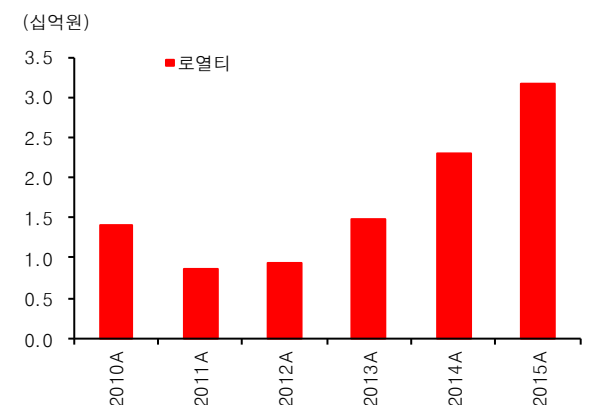
자료: 유진투자증권

도표 176 중국 로열티 매출액 급증세



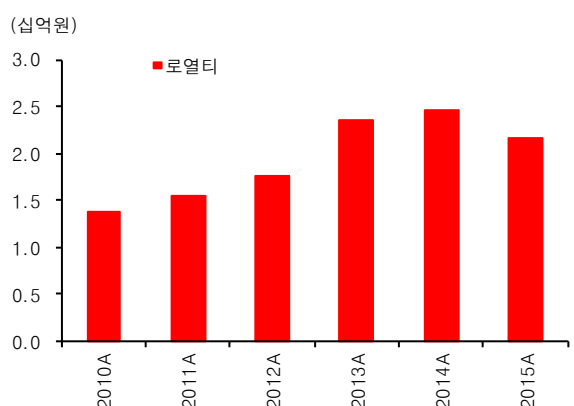
자료: 유진투자증권

도표 177 미국 로열티 매출액은 꾸준히 증가세



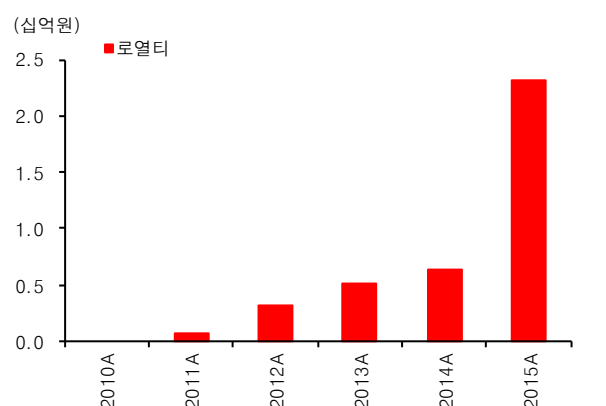
자료: 유진투자증권

도표 178 모바일용 제품의 로열티 매출은 꾸준



자료: 유진투자증권

도표 179 자동차용 제품의 로열티 매출 증가세



자료: 유진투자증권



칩스앤미디어(094360.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
자산총계	19.4	27.2	30.8	35.3	41.0
유동자산	14.7	20.5	23.4	27.4	32.6
현금성자산	10.0	14.7	17.3	20.7	25.4
매출채권	4.1	5.3	5.6	6.1	6.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	4.8	6.7	7.4	7.9	8.4
투자자산	3.2	4.9	5.1	5.3	5.5
유형자산	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
기타	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0
부채총계	3.8	1.8	1.8	1.9	2.1
유동부채	3.4	1.2	1.2	1.3	1.4
매입채무	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
유동성이자부채	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동부채	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동기타부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
자본총계	15.6	25.4	28.9	33.3	39.0
지배지분	15.6	25.4	28.9	33.3	39.0
자본금	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9
자본잉여금	9.3	15.8	15.8	15.8	15.8
이익잉여금	6.1	9.0	12.5	16.9	22.6
기타	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	15.6	25.4	28.9	33.3	39.0
총차입금	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(8.0)	(14.7)	(17.3)	(20.7)	(25.4)

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	3.3	2.6	4.1	4.9	6.2
당기순이익	2.5	2.9	3.5	4.4	5.6
자산상각비	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1
기타비/현금성손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	(0.1)	(1.0)	(0.2)	(0.5)	(0.5)
매출채권감소(증가)	0.1	(1.1)	(0.3)	(0.5)	(0.6)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	(0.2)	0.0	0.1	0.1
기타	(0.2)	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	(0.5)	(3.4)	(1.8)	(1.8)	(1.9)
단기투자자산감소	(0.5)	(1.8)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.5)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
재무활동현금흐름	(1.3)	4.8	0.0	0.0	0.0
차입금증가	(1.3)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	6.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	1.5	4.0	2.3	3.1	4.3
기초현금	1.8	3.4	7.4	9.7	12.8
기말현금	3.4	7.4	9.7	12.8	17.1
Gross cash flow	3.2	3.6	4.3	5.4	6.7
Gross investment	0.1	2.6	1.7	2.0	2.1
Free cash flow	3.1	1.0	2.6	3.4	4.6

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	10.8	12.0	13.8	15.1	16.7
증가율(%)	21.8	11.5	14.2	10.0	10.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10.8	12.0	13.8	15.1	16.7
판매 및 일반관리비	8.8	9.7	10.4	11.1	11.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	2.0	2.3	3.3	4.1	5.2
증가율(%)	131.4	15.6	42.6	21.8	27.1
EBITDA	2.5	3.1	4.1	5.0	6.3
증가율(%)	112.7	20.4	35.5	21.2	24.4
영업외손익	0.2	0.5	0.0	0.2	0.3
이자수익	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.4	(0.2)	0.0	0.1
세전순이익	2.2	2.8	3.4	4.3	5.5
증가율(%)	232.9	29.3	18.8	28.0	27.7
법인세비용	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
당기순이익	2.5	2.9	3.5	4.4	5.6
증가율(%)	413.8	15.7	19.1	27.5	27.2
지배주주지분	2.5	2.9	3.5	4.4	5.6
증가율(%)	413.8	15.7	19.1	27.5	27.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	506	480	511	652	829
증가율(%)	적지	(5.2)	6.5	27.5	27.2
수정EPS	506	480	511	652	829
증가율(%)	적지	(5.2)	6.5	27.5	27.2

주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	506	480	511	652	829
BPS	3,146	3,747	4,258	4,910	5,740
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	3.2	15.8	14.9	11.7	9.2
PBR	0.5	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/ EBITDA	0.1	12.1	8.3	6.1	4.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	2.5	13.0	12.0	9.6	7.7
수익성(%)					
영업이익률	18.8	19.5	24.3	26.9	31.1
EBITDA이익률	23.5	25.4	30.1	33.2	37.5
순이익률	23.3	24.2	25.2	29.3	33.8
ROE	17.5	14.2	12.8	14.2	15.6
ROIC	20.6	20.0	23.5	26.3	30.8
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	430.3	1,711.2	1,886.0	2,075.0	2,320.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
매출채권회전율	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	14.4	15.1	18.5	19.0	19.0



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	5%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2016.3.31 기준)

