



Company Report

코텍(052330)

Dividend	Growth
----------	--------

1. 기업소개 2

산업용 디스플레이 전문 업체2

2.사업 부문별 특징 및 코텍의 경쟁력 2

산업용디스플레이.....2

카지노 슬롯머신 부문2

.....4

전자칠판 부문5

의료용 모니터 및 기타부문6

3. 경영자분석..... 6

김영달 대표6

자본배분과 자본조달에 관한 사항7

4. Valuation 8

현금흐름할인법8

부문별 매출액 추정9

매출원가 추정10

.....10

할인율11

내재가치11

5.결론 11

시가총액	1526억원
ROE	10.6%
ROIC	18.4%
영업이익률	11.6%
배당수익률	4.08%
P/E Ratio	5.42
P/B Ratio	0.45

시가총액	1526억원
내재가치	2887억원
보수적 내재가치	2575억원
내재가치 대비	50.4%
보수적 내재가치 대비	56.5%



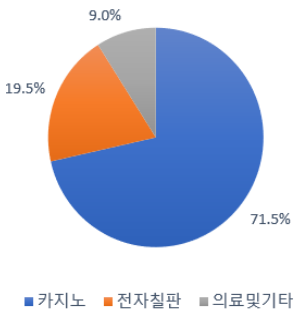


코텍 제품군

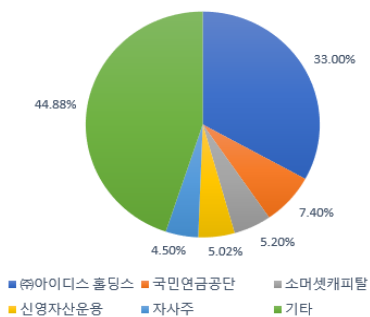


자료: 코텍, 키움증권

사업부문별 매출 비중



코텍주주구성



1. 기업소개

산업용 디스플레이 전문 업체

코텍은 1987년 설립된 **산업용 디스플레이 전문업체**로 매출액은 2019년 기준 **카지노 슬롯머신 부문 71.5%, 전자철판 부문 19.5%, 의료, 항공 등 기타 부문 9%**로 구성되어 있다.

슬롯머신 모니터 부문에서는 슬롯머신 시장의 1,2위 업체인 IGT와 Aristocrat사에 공급 중이며 각 회사내 Portion은 85%이상으로 주요 벤더의 지위를 유지하고 있다. 특히 IGT사와는 1998년 IGT사의 First Vendor로 지정된 이후로 지금까지 20년이 넘는 거래관계를 유지하고 있다.

전자철판 부문에서는 전자철판(IWB) 시장점유율 1위인 SMART사에 독점 공급 중이며, **의료 및 기타 부문**에서는 초음파 진단기 시장에서 주요한 위치를 차지하고 있는 GE, Simens사와 거래 관계를 갖고 있다.

주식소유현황은 최대주주인 아이디스홀딩스가 33%의 지분을 보유하고 있으며 그 외 주요주주로는 신영자산운용(5%), 소머셋캐피탈매니지먼트(5.2%), 국민연금공단(7.06%)가 있다. 2020.03.30 기준 704,726주(4.5%)의 자사주를 보유 중이며 20.03.17 50억규모의 자사주 매입을 공시하였다.

2.사업 부문별 특징 및 코텍의 경쟁력

산업용디스플레이

산업용 모니터는 표준화된 일반 모니터와 달리 카지노 게임기, 의료기기 등 특수 산업용 기기의 부분품으로써 **수많은 관련 부분품들과 어우러져 작동하는 것이 중요해** 모니터, 모니터 외의 부분에 대한 **정밀한 이해가** 필요하고 고객사 (Set maker)와 함께 개발단계부터 참여하게 된다. 즉 고객의 요구사항을 철저히 반영하는 **고객 커스터마이징**이 중요하기 때문에 표준화된 제품의 대량생산에 강점이 있는 대기업보다는 **다품종 소량생산**에 적합한 Niche Market이다.

또한, 고객사의 제품에 대한 정밀한 이해와 커스터마이징이 중요한 사업이므로 **고객과의 신뢰관계**가 매우 중요하고 **한번 거래관계가 형성되면 오랜 기간 지속**되는 특징이 있다. 따라서 **기술력과 장기 개발/공급 능력, 고객관계** 등에서 신규업체에 진입장벽이 있는 편이다.

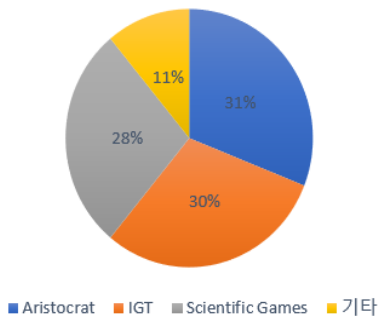
카지노 슬롯머신 부문

시장 특성 및 경쟁 현황

카지노용 모니터 시장은 산업용 모니터 시장의 최대 수요처 중 하나이다. 카지



카지노 게임기 시장 점유율



노 슬롯머신은 365일 24시간 가동해야 하므로 먼지, 습도, 열 등에 강한 내구성을 가져야 하고 수많은 판돈이 오가는 카지노에서 조작 의혹을 차단하기 위해서는 모든 슬롯머신의 화면의 색상 및 밝기가 변화없이 유지되어야 한다. 또한 미국의 경우 슬롯머신의 모니터 등 주요부품을 교체할 때 **미국 Gaming 위원회의 승인**을 얻어야 하는데 약 3개월의 시간과 비용이 발생하므로 **기존 공급자를 바꾸기 쉽지 않다**. 이러한 요인들로 인해 일반 PC모니터나 가전제품에서 볼 수 있는 극심한 경쟁관계에 있지 않다. 동사와 함께 한국의 Tovis사, 미국의 Wells Gardner사 등이 시장 수요의 80% 이상을 공급하는 **과점 형태**를 띄고 있다. 또한 슬롯머신용 모니터의 제품수명은 3~4년으로 주기적인 교체수요가 발생한다.

업계 트렌드와 전망

카지노 슬롯머신 시장의 점유율은 1위 Aristocrat(31%), 2위 IGT(30%), 3위 Scientific Games(28%)로 3개의 업체가 시장을 대부분 점유하고 있다. 과점형태의 시장으로 많은 업체가 경쟁하는 시장은 아니지만, 고객사인 **카지노 업체간 경쟁이 심화되면서** 고객들의 이목을 끌기 위한 게임기 차별화에 대한 니즈가 커짐에 따라 **카지노 게임기의 고급화, 대형화**가 이뤄지는 추세이다. 이에 위 3사는 시장내 파이를 키우기 위해 고객들의 이목을 끌 수 있는 3D, 곡면 디스플레이를 장착한 게임기를 경쟁적으로 출시하고 있다.

게임기의 고급화, 대형화 트렌드



자료: 코텍

1998년 중반 이후로 기존 Reel방식의 슬롯머신에서 Video Type으로의 변화, 2008년 코텍의 MLD(3D 무안경 디스플레이)출시 이후 3D 형태로의 디스플레이 변화, 최근 곡면 형태의 디스플레이로의 변화들을 보면 게임기의 고급화, 대형화는 오랫동안 지속되어온 트렌드로 **계속해서 이러한 경쟁 패턴이 이어질 가능성이 높아 보인다**.

카지노 게임기의 모니터의 대형화



규모가 급속도로 커지는 고성장 산업은 아니지만 북미의 경우 각 주의 세원확보 차원에서 적극적으로 합법화, 대형화가 추진되고 있고 유럽시장은 전통적인 카지노 국가들과 더불어 루마니아, 오스트리아 등의 신흥국가들로 시장이 확대되는 추세이다. 또한 한국을 포함한 아시아/호주지역에서 지역경제 활성화, 세원확보를 목표로 카지노 합법화가 활발히 진행되고 있어 **시장규모의 지속적인 성장**이 기대된다.



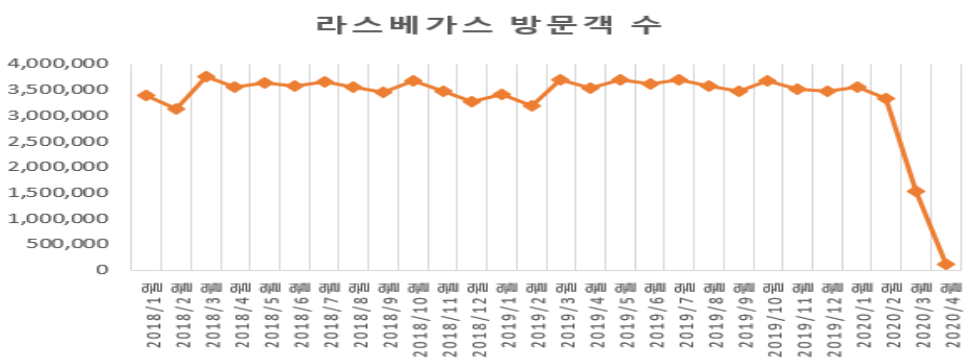
자료: 조선비즈 기사

코텍의 경쟁력

제품의 특성상 불량률이 0%에 가까워야 한다는 점과 게임기의 고급화, 대형화의 업계 트렌드를 생각하면 **기술력과 고객과의 신뢰가 필수적**이다. 코텍은 2008년 독자적 기술로 MLD, 2012년 KTMP 제품 개발을 통해 **시장 트렌드 변화의 리더로서 기술력을 입증**한바 있으며 최근에도 Curved 디스플레이로의 변화, Button Deck 형태로의 변화에 빠르게 적응하여 **업계 1위의 위치를 유지**하고 있다. 뿐만 아니라 98년부터 이어온 IGT사와의 관계는 코텍의 **고객관리 능력**을 **간접적으로 증명해준다**. 코텍은 카지노게임기 부문 상위 3개업체 (Aristocrat, IGT, Scientific Games)에 모두 제품을 공급하고 있으며 2017년 기준 각 업체 내 코텍의 Portion은 각각 95%, 87%, 10%에 달한다. 코텍의 고객관리 능력에 더해 앞서 언급했듯이 카지노 게임기는 부분품 교체시 Gaming 위원회의 승인을 얻어야 하고, **공급사 교체시 발생할 Risk로 인해 공급사 교체에 어려움**이 있으므로 코텍 측에서 중대한 경영 실수를 하지 않는 한 **지금의 경쟁구도가 유지**될 것으로 판단된다. 따라서 시장이 커짐에 따라 자연스럽게 코텍의 파이도 늘어날 것으로 판단되며 게임기의 고급화, 대형화가 진행됨에 따라 **매출의 지속적인 성장**이 예상된다.

리스크

최근 코로나 19의 영향으로 라스베가스의 3월 관광객수는 2월 대비 50% 이상 감소하는 등 전체적인 관광수요가 급감했고, 라스베가스에서는 코로나 확산방지를 위해 카지노가 잠정 휴업을 하기도 했다. 최종 소비자인 카지노 업체들이 심각한 타격을 받게 되면서 당사에도 **부정적인 영향을 받게 될 것이다**. 최근 이 정도로 관광업계가 심하게 타격을 받은 사례가 없어 **앞으로의 상황을 예상하기 어렵다**.



자료: 라스베가스 관광청



전자칠판 부문

빔 프로젝터 기반 전자칠판



자료: 코텍



LCD 기반 전자칠판

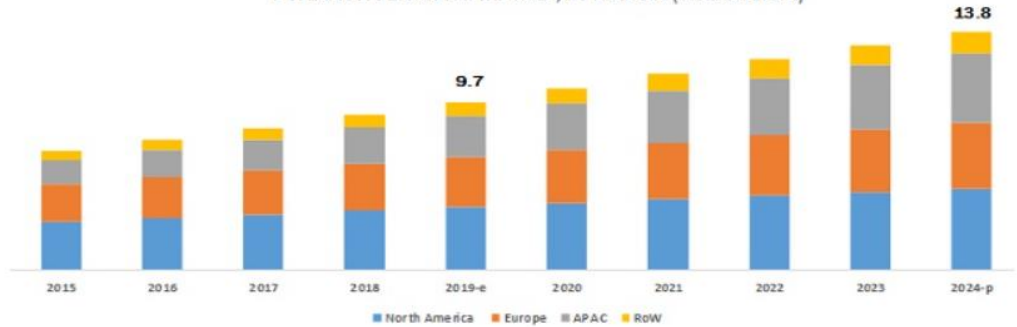


자료: 코텍

시장 특성 및 경쟁 현황

전 세계적으로 교육시장에 IT바람이 불면서 스마트 교실화가 트렌드로 자리잡았고 교육용 뿐만 아니라 기업용, 일반 소비자용으로도 시장이 확장되고 있다. Markets and Markets의 보고서에 따르면 전자칠판 시장은 2019년 약 9,745백만 달러에서 2024년 약 13,814백만 달러로 연평균 7.2% 성장할 것으로 전망된다. 전자칠판 산업 초기 제품은 빔 프로젝터 기반의 전자칠판으로 스마트테크놀로지사와 프로메티안사가 전체 시장의 60%이상을 차지하고 있었다. 2009년부터 기존 **빔 프로젝터 기반의 전자칠판에서 LCD기반의 전자칠판으로의 변화**가 시작되었고 **대형화, 디자인의 Slim화, 새로운 터치기술 개발**이 요구되고 있다. 이런 기술변화에 발맞추어 스마트테크놀로지사는 2011년 터치방식의 LCD기반 전자칠판 생산을 위해 동사와 독점 납품 계약을 체결하게 되었다. 이후 스마트테크놀로지사는 빔 프로젝터 방식의 전자칠판 사업의 부진이 심화되면서 2014년 4분기부터 실적악화가 시작되었고 2016년 나스닥 상장폐지 위험에 시달리다가 Foxconn에 인수합병 되었다. 스마트테크놀로지사와 프로메티안사가 시장을 양분하던 빔 프로젝터 기반의 전자칠판 시장과는 달리 시장 성숙기에 들어섰을 때 LCD기반 전자칠판 시장의 경쟁구도는 완전히 달라질 것으로 예상된다. 또, 전자칠판은 TV와 같은 일반 가전기기와 같이 표준화를 통한 대량생산이 가능한 제품군에 속해 LG, 삼성과 같은 대기업들도 시장에 참여하고 있다.

INTERACTIVE DISPLAY MARKET, BY REGION (USD BILLION)



Source: Investor Presentation, Secondary Literature, Expert Interviews, and MarketsandMarkets Analysis

코텍의 경쟁력 및 리스크

코텍은 기존 빔 프로젝터 기반 전자칠판에서 시장점유율 1위 업체인 SMART사와 거래관계에 있다. LCD기반 전자칠판 시장에서 경쟁의 판도가 바뀌었다고 하더라도 SMART사의 전자 칠판 시장 점유율 1위의 브랜드파워를 기반으로 **마케팅 상 우위**를 점할 수 있을 것으로 판단된다. SMART사는 Foxconn에 합병된 이후로 기존 빔 프로젝터 방식의 전자칠판 사업을 축소하면서 LCD 기반의 전자칠판 사업을 확대하는 식으로 구조조정이 진행되고 있고 이 과정에서 코텍의 SMART사 향 매출은 2011년부터 2019년까지 연 평균 10%이상 성장했다. 또한 2019년 전자칠판 사업의 **원가 경쟁력 확보**를 위해 베트남 생산법인을 설립해 이후 원가 개선이 기대된다.



하지만 이후 전자철판 시장의 경쟁구도가 어떻게 될 지 예상하기 어렵고 이후 Foxconn사가 전자철판 모니터 사업을 내재화할 가능성에 대해서도 완전히 배제할 수는 없기 때문에 지속적으로 시장 현황에 대한 모니터링이 필요할 것이다.

의료용 모니터 및 기타부문

시장 특성 및 경쟁 현황

의료용 영상기기는 전세계 의료기기 시장 중 약 26%를 차지하고 있으며 고부가가치를 창출하는 의료기기 분야이다. 생활수준, 인구, 국가정책 등과 밀접한 관계를 가지고 있어 미국, 유럽, 한국, 일본 등의 선진국들이 전체시장의 80% 이상을 차지하고 있고 중국 등 신흥국들의 경제발전, 의료기기의 정밀화/편리성/다기능화로 **지속적인 성장**이 예상된다. 의료용 모니터 시장은 당사를 포함한 6~7개 업체가 전체 물량의 90%이상을 공급하는 **과점형태**를 유지하고 있으며 카지노 슬롯머신용 모니터 시장과 특성이 유사해 일정기간 **경쟁구도에 큰 변화가 없을 것으로** 예상된다.

당사가 진출하고 있는 초음파 진단기 시장은 GE, Philips, Siemens 3개사가 전체 시장의 50%를 독식하고 있으며 당사는 현재 GE, Siemens, 삼성메디슨에 공급하고 있다. 초음파용 모니터와 더불어 2013년 하반기부터 초음파용 모니터 시장 규모의 6~8배인 임상용 모니터 시장에 진출해 공급하고 있으며 High-end 제품인 수술/판독용 모니터 시장 진출을 위해 개발 중에 있다.

코텍의 경쟁력 및 리스크

코텍은 2005년 Siemens사와 국내위주의 의료용 모니터 공급계약 체결 이후 2011년 GE, Siemens사 향 글로벌 물량이 확대되었고 2012년 4분기부터는 삼성메디슨에 공급이 시작되었다. 또 2013년 하반기부터는 초음파용 모니터 시장 규모의 6~8배인 임상용 모니터 시장에 진출해 임상용 제품을 공급하기 시작하는 등 높은 진입장벽이 있는 의료용 모니터 시장에서 꾸준히 거래선을 확대해 나가고 있다. 코텍은 업계 1,2위인 Siemens사, GE사와 꾸준한 거래관계를 유지해 오고 있는 만큼 계속해서 신뢰를 쌓아 나가면서 신규제품 공동개발을 통해 다양한 제품군으로의 공급 확대도 기대해 볼 수 있을 것이다.

항공관제용 등 기타 모니터 사업에서도 카지노 슬롯머신 모니터 사업에서 오랜 기간 쌓아온 기술력과 고객관리 노하우를 바탕으로 기존 거래선을 꾸준히 유지하며 신규 거래선을 계속해서 확보해 나간다면 시장의 점진적인 성장에 힘입어 안정적인 수익원이 될 수 있을 것으로 판단된다.

3. 경영자분석

김영달 대표

학력/경력

김영달 대표는 대구 능인고등학교 졸업 후 KAIST 전산학과를 졸업했다. 이후



김영달 대표 학력 및 경력
 KAIST 전산계산학과
 KAIST 전산학공학 박사
 (주)아이디스홀딩스 대표이사
 (주)아이디스 대표이사
 (주)코텍 대표이사
 벤처기업협회 부회장

KAIST 석사과정을 마치고 박사과정 진학 중 실리콘 벨리에 있는 원자현미경 제조업체에서 1년간 연구원으로 일했다. 이후 한국으로 돌아와 박사과정 동료와 자본금 5000만원으로 학생창업을 했다. 1998년 세계 최초로 디지털영상저장장치(DVR)를 출시해 주목을 받았고, 2000년에는 수많은 글로벌 기업과 공개 경쟁을 펼친 끝에 시드니 올림픽 보안 장비 공급권을 따내기도 했다. 이후 2008년 아이디스는 디지털영상저장장치 산업에서 세계1위로 인정받고 2010년 연 매출 1000억원을 달성하는데 성공했으며 2011년에는 지주회사 체제로 개편한 후 2012년에는 아날로그 카메라 업계 1위인 HDPRO, 카지노 슬롯머신 모니터 분야 1위인 코텍을 인수했고 2017년 소형 프린터 제조사 빅솔론을 인수하면서 3개 사업포트폴리오를 가진 지속가능한 기업이 되었다. 2019년 기준 아이디스홀딩스의 계열사 매출 총합은 약 5000억 규모이다.

코텍 인수과정

코텍의 창업주인 이한구 전임회장은 은퇴 후 여생을 여유롭게 보내기 위해 2007년 11월 삼성전자 임원을 신임 대표이사로 영입해 대표로 세웠다. 하지만 성에 차지 않아 약 2년만인 2010년에 다시 복귀하게 되었고 열정을 갖고 책임감 있게 경영해 줄 소유경영자를 찾기 위해 매각을 결정하게 된다. 아이디스를 세계 1위 보안 솔루션 기업으로 성장시킨 김영달 대표를 높게 평가해온 이한구 전 회장은 김영달 대표이사에게 코텍을 맡아줄 것을 제의했지만 아쉽게도 김영달 대표는 아이디스의 경영 외 다른 것에 신경 쓸 여력이 없었다. 이한구 전 회장은 이후 2년간 50여개의 업체를 미팅하며 매각을 타진했지만 적임자를 찾지 못했다. 2012년 김영달 대표는 아이디스를 지주회사 체제로 개편한 후 이 전 회장의 제안을 다시 한번 검토하게 되었고 계약은 미팅 3분만에 성사되었다. 코텍 뿐만 아니라 2017년 아이디스에 인수된 빅솔론도 먼저 운영을 요청해와 인수하게 되었다. 여러 경영자들이 자신의 분신 같은 회사를 맡길 적임자로 선택했다는 사실은 김대표의 투명성과 능력을 간접적으로 증명해준다.

사업성과

김영달 대표는 2012년 7월 코텍의 대표이사로 취임한 이후 카지노용 모니터의 대형화, 고급화 추세에 대응하기 위해 연구개발 인력을 늘리는 등 연구개발에 대한 투자를 확대했다. 그 결과 코텍의 카지노 부문 매출은 2012년 약 1030억원에서 2019년 약 2040억원까지 확대되었고 전자철판, 의료용 모니터 부문에서도 신제품 출시, 기존 거래선과의 거래 유지, 신규 거래선 확보를 통해 매출은 2012년 약 570억에서 2018년 1270억으로 증가했다. (2019년은 공장이전 이슈로 전자 철판 신규모델 매출이 발생하지 않음.)

자본배분과 자본조달에 관한 사항

1260억 규모의 현금성자산

코텍은 2019년 12월 31일 기준 단기금융상품을 포함해 1260억원 규모의 현금성자산을 보유하고 있다. 전체 매출 대부분이 해외에서 발생하는 수출기업 특성



상 매출채권 회수기간이 길어 매출이 급격하게 증가할 경우에 대비해 원자재 매입을 위한 적정량의 현금을 보유하는 것이 타당할 것으로 생각된다. 실제로 동사는 매출이 급격하게 증가한 2015년에 원자재 매입 대금 조달을 위해 유상증자를 하기도 했다.

하지만 위의 사안을 고려하더라도 사업 특성상 큰 규모의 설비투자가 필요하지 않은 상황에서 1000억원이 넘는 현금보유는 비효율적이라고 판단된다.

배당과 자사주 매입

코텍은 지속적인 매출성장에 따라 2011년 현금배당총액 32억에서 2019년 약 59억으로 배당을 확대했다. 매출액 증감에 따라 배당성향 15%~20% 사이의 수준으로 배당이 결정되는 것으로 보인다. 다만 영업성결과 부진하였던 2014년에는 전년도 32억 규모에서 25억 규모로 배당이 축소되었으나 배당성향 40% 수준으로 순이익 감소액만큼 배당액을 대폭 축소하지는 않았다.



코텍은 주가가 대폭 하락한 2014년 6월, 12월, 2016년 9월, 2020년 3월 각각 30억, 17억, 40억, 50억 규모의 자사주취득을 실시하였다. 주가 하락시점에 적극적으로 자사주 매입에 나서 주주가치를 효과적으로 증가시킨 결정은 긍정적으로 판단할 수 있다.

2015년의 유상증자

2015년 코텍은 매출의 급격한 성장으로 원자재 매입 대금 조달을 위한 유상증자를 결정한바 있다. 주당 발행가액은 11,100원이었는데 2012년 아이디스홀딩스의 코텍 인수합병 당시 인수금액이 주당 21,453원이었음을 고려하면 주식이 저평가된 시점에 굳이 차입이 아닌 유상증자를 통해 자본을 조달한 결정에 대한 아쉬움이 있다.

4. Valuation

현금흐름할인법

전자철판 부문, 의료 및 기타부문에서 전반적인 매출액 상승이 예상되지만 향후 경쟁구도의 변화 등으로 추정에 불확실성이 있어 합리적 수준의 추정, 보수적



추정을 통해 두가지 방식으로 내재가치를 산정해 내재가치의 범위를 대략적으로 추정해보았다. 두가지 가정으로 10년간의 매출액을 추정하고 잉여현금흐름을 구해 현재가치로 할인하여 내재가치를 산정하였다. 보수적인 추정을 위해 영구가치는 0로 가정하였다.

부문별 매출액 추정

동사는 사업 부문별로 산업의 성장전망, 경쟁력 등에 차이가 있으므로 **카지노 부문, 전자칠판 부문, 의료 및 기타 부문으로 나누어 추정**하였다.

카지노 부문

고객관계, 기술력, 규제 등으로 인한 진입장벽으로 현시점의 경쟁구도가 장기간 유지될 가능성이 크고 전체적인 시장의 성장과 카지노 게임기의 고급화, 대형화 트렌드로 **매출이 꾸준히 성장할 수 있을 것으로 판단**된다. 지난 5년간 코텍의 카지노 부문 매출액은 연평균 21.35% 성장하였다. 단, 코로나 19 영향을 고려해 2020년 매출은 2019년 대비 20% 감소할 것으로 추정하였다.

연평균 예상 성장률 5년간 5% 이후 0%/보수적 추정 0%

전자칠판 부문

2019년은 베트남으로 생산기지를 이전함에 따른 일시적인 매출 감소로 2018년 매출액을 베이스로 추정하였다. 생산기지 이전에 따른 원가경쟁력 상승, 스마트 교육 트렌드로 인한 전체적인 시장의 성장으로 **꾸준한 매출 상승이 예상**되나 표준화, 대량생산이 가능한 제품으로 **향후 경쟁구도 변화에 따른 Risk도 고려**해 보수적으로 추정하였다. 지난 5년간 코텍의 전자칠판 부문 매출액은 연평균 14.35% 성장하였다.

연평균 예상 성장률 5년간 5% 이후 0%/보수적 추정 -5%

의료기기 및 기타 부문

카지노 부문과 마찬가지로 높은 진입장벽이 있어 현시점의 경쟁구도가 장기간 유지될 가능성이 크고 **시장의 점진적인 성장과 누적된 고객관리 노하우**를 바탕으로 기존 거래선 유지/신규 거래선 확보를 통해 **꾸준한 매출 성장이 예상**된다. 또한 시장 규모가 큰 임상용/수술용/판독용 제품 개발을 통해 큰 폭의 매출 성장도 기대해 볼 수 있다. 의료용 모니터 매출액은 사업 개시 시점인 2006년 매출액 10억원에서 2017년 150억까지 성장하였다. (2018,19년도는 기타부문과 합산해서 공시되어 정확한 매출액을 확인하기 어려움.)

다만 기타부문과 합산한 지난 5년간 매출액을 보면 260억 규모로 성장이 정체되어 있어 보수적인으로 추정하였다.

연평균 예상 성장률 5년간 3% 이후 0%/보수적 추정 0%

Sales		예상 매출액													
By business		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
카지노부문		158,532	219,773	203,928	163,142	214,124	224,831	236,072	247,876	247,876	247,876	247,876	247,876	247,876	
전자칩판부문		124,000	99,600	55,600	104,580	109,809	115,299	121,064	127,118	127,118	127,118	127,118	127,118	127,118	
의료 및 기타		44,951	27,227	25,731	26,503	27,298	28,117	28,960	29,829	29,829	29,829	29,829	29,829	29,829	

Sales		보수적추정													
By business		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
카지노부문		158,532	219,773	203,928	163,142	163,142	203,928	203,928	203,928	203,928	203,928	203,928	203,928	203,928	
전자칩판부문		124,000	99,600	55,600	94,620	89,889	85,395	81,125	77,069	73,215	69,554	66,077	62,773	59,634	
의료 및 기타		44,951	27,227	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	25,731	

매출원가 추정

변동비와 고정비로 나누어 변동비는 정상적인 영업활동이 지속된 가장 최근연도인 2018년의 매출액 대비 비율을 적용해 추정해주었고, 고정비는 인플레이션율인 2%씩 상승할 것으로 추정하였다. 다만 인건비는 매출액에 따라 상승할 것을 반영하기 위해 변동비로 가정하고 추정하였다. 매출액 감소시 인건비 과소평가에 대한 우려가 있어 매출이 하락한 2020년, 2021년은 고정비로 가정하였다.

FCFF											
unit: KRWm	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Sales	294,225	351,231	368,247	386,097	404,823	404,823	404,823	404,823	404,823	404,823	
COGS	221,001	262,456	274,944	288,038	301,771	301,941	302,114	302,291	302,471	302,655	
GP	73,224	88,775	93,303	98,059	103,052	102,882	102,709	102,532	102,352	102,168	
S&A	38,409	43,810	45,591	47,453	49,400	49,654	49,913	50,178	50,448	50,723	
EBIT	34,815	44,965	47,712	50,605	53,652	53,228	52,795	52,354	51,904	51,445	
Tax Expense	8,425	10,882	11,546	12,246	12,984	12,881	12,776	12,670	12,561	12,450	
NOPLAT	26,390	34,084	36,166	38,359	40,668	40,347	40,019	39,684	39,343	38,995	
Cash Adjustment											
Depreciation	2,956	3,015	3,076	3,137	3,200	3,264	3,329	3,396	3,464	3,533	
CAPEX	2,956	3,015	3,076	3,137	3,200	3,264	3,329	3,396	3,464	3,533	
Changes in WC	24,864	21,324	6,383	6,695	7,023	27	28	28	29	30	
FCFF	1,526	12,760	29,783	31,663	33,645	40,319	39,991	39,656	39,314	38,965	

FCFF											
unit: KRWm	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Sales	283,493	278,762	282,425	310,784	306,728	302,874	299,213	295,736	292,432	289,293	
COGS	220,839	217,441	220,353	241,823	238,942	236,216	233,639	231,203	228,901	226,727	
GP	62,655	61,321	62,072	68,961	67,786	66,658	65,574	64,533	63,531	62,566	
S&A	37,437	37,243	37,814	40,629	40,510	40,416	40,343	40,293	40,263	40,254	
EBIT	25,218	24,078	24,258	28,333	27,276	26,242	25,231	24,240	23,268	22,312	
Tax Expense	6,103	5,827	5,870	6,856	6,601	6,351	6,106	5,866	5,631	5,400	
NOPLAT	19,115	18,251	18,387	21,476	20,675	19,892	19,125	18,374	17,637	16,913	
Cash Adjustment											
Depreciation	2,956	3,015	3,076	3,137	3,200	3,264	3,329	3,396	3,464	3,533	
CAPEX	2,956	3,015	3,076	3,137	3,200	3,264	3,329	3,396	3,464	3,533	
Changes in WC	22,079	-1,763	1,410	10,744	-1,506	-1,429	-1,356	-1,286	-1,220	-1,157	
FCFF	-2,964	20,014	16,977	10,732	22,181	21,321	20,481	19,660	18,856	18,069	



할인율

할인율은 일괄적으로 9%로 적용하여 현재가치로 할인해주었다.

내재가치

위와 같은 추정을 통해 보수적으로 추정된 내재가치는 Operating Value 1,349억 원에 비영업자산의 가치 1,538억을 더한 2,887억으로 주당 내재가치는 19,419 원이며 보수적 내재가치는 Operating Value 1037억원으로 약 2,575억, 주당 내재가치는 17,321원으로 산정되었다.

5. 결론

2020년 6월 5일 기준 주가는 9800원으로 보수적 내재가치 대비 56.5%, 내재가치 대비 50.4%로 평가한다.

투자 포인트를 요약하자면, 뛰어난 기술력과 고객관리 노하우로 **추정 매출액을 초과 달성할 가능성도 높고 보수적으로 추정된 내재가치에 비해서도 충분한 안전마진을 확보한 것으로 판단된다.** 다만, 카지노 부문에서 **코로나 19로 인한 매출액 감소 영향이 과소평가** 되었을 가능성이 있다. 기존에 판매된 게임기에서도 꾸준히 모니터 교체수요가 발생할 것이기 때문에 보수적 내재가치 추정 시 2020년, 2021년의 2년간 매출액을 2019년 매출액의 80%로 추정하였는데, 관광업계가 이 정도로 **심각하게 타격 받은 사례는 전례가 없어 정확한 추정이 불가하다.** 이후 코로나 19로 인한 매출액 감소영향이 과소평가 된 것이 아닌지 지속적인 모니터링이 필요하다.

보고서에 사용된 자료들은 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 저는 발전하고자 노력하는 초보 대학생 투자자입니다. 반드시 독자적인 분석을 하신 뒤 투자결정을 하시기 바랍니다. 해당 분석 보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.