

아이디스(054800)

2007년 10월6일

통신장비

우리는 HD급 트루먼 쇼를 꿈꾼다!!



BUY

Valuation

Target Price: 24,243

Price: 19,750

Margin of Safety: 23%

MktCap.(100mn): 2,054

ROE: 19.87%

Op.Magin: 26.04%

PER: 13.11

PBR: 2.40

Dividend Yield: 1.5%

Major Sh.Holder:

김영달 외 3인(19.29%)

Foreign Shr.: 25.29%

KOSPI 비교 차트



기업분석 2팀

권혁성, 신동민, 김동희,
박수영, 고한성

● 세계 3대 DVR 전문 제조업체

아이디스는 DVR을 제조, 국내 1위 업체이며 GE, DM사와 함께 세계 3대 업체에 속한다. CCTV 저장 방식이 아날로그에서 디지털로 바뀔 것을 예상하고 적기에 시장에 진입하여 성공적인 데뷔를 한 이후, 안정적인 고급 시장을 확보하고 있으며 그 크기를 점차 늘려가고 있다.

● 시장지배력, 기술력 바탕으로 세계적 보안장비 기업과 제휴

현재, 국내 보안 서비스업 1위인 에스원, 금융권 전산 시스템 분야에서 국내 최대 업체인 콤텍시스템, 삼성테크윈 을 고객으로 가지고 있으며 해외 파트너로는 미국 우수 보안업체인 Honeywell, Tyco, ADT, PACOM, Richardson, SIEMENS 등 각 대륙의 메이저 보안업체들과 견고한 파트너십을 유지하고 있다. 또한 NASA, 뉴욕 전철역, 시드니 올림픽 경기장, 시드니 오페라 하우스에도 자사 제품을 납품하였으며, 기술력을 앞세워 까다로운 일본 시장에도 진출하였다.

● 매력적인 재무제표

지속적인 원화 절상에도 불구하고 수출기업인 아이디스는 꾸준한 매출액의 증가(10%), 높은 영업이익률(작년26%, 최근 5년간 20% 중반대유지), ROE(5년간 20% 정도 유지)를 가지며 부채비율 또한 낮고(11.32%) 무차입 경영의 성장성, 수익성, 안정성의 3박자를 고루 갖춘 기업이다.

● 고성장 DVR 산업 최대 수혜주

9-11 테러, 아프간 사태 등으로 세계 각국은 보안에 더욱 신경을 쓰고 있으며 시민들의 보안 인식도 더욱 강력해지고 있다. 2010년까지 세계 보안장비 시장은 20%의 높은 성장을 보일 것으로 예상되며, VCR에서 DVR, DVR에서 NVR로의 대체 현상은 시장의 성장과 함께 꾸준한 수요를 창출 할 것으로 보인다.

I. 국내에서도 세계에서 모두 강한 DVR 메이커

아이디스는 이미 시장에서
인정한 경쟁력 있는 글로벌
기업

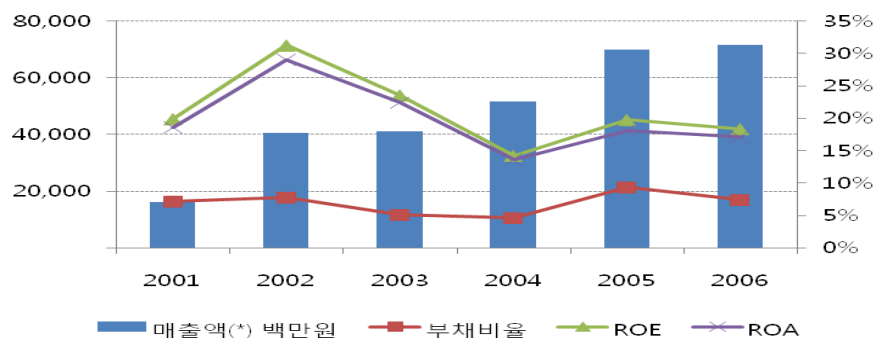
DVR 이란 CCTV에서 촬영한 영상을 하드디스크에 저장해주는 저장매체로, 테이프 녹화방식인 기존의 AVR(Analog video Recorder) 을 대체하는 제품이다. 소모적 저장매체인 테이프를 쓰지 않고 더 많은 데이터를 HDD에 저장할 수 있기 때문에 빠른 속도로 AVR시장을 대체하고 있다.

아이디스는 CCTV가 아날로그에서 디지털로 전환되는 시점에 등장하여 큰 폭으로 성장하여 왔으며 2002년과 2004년, 두 차례 연속 미 포브스지 선정 200대 베스트 중소기업으로 선정 되었다. 매출액의 72%-91%가 해외에서 발생하며 미국의 GE Security, 영국의 Dedicated Micro와 함께 세계 시장의 3대 기업에 속하여 해외에서 더 강한 모습을 보여준다.

Nasa, Universal Studio, 시드니 올림픽 경기장, 시드니 오페라 하우스 등에 당사의 제품이 최종 납품 되었으며 에스원, 삼성 테크윈 등 유수의 기업들이 아이디스의 주 고객이다. 1초의 실수도 허락하지 않는 High-quality를 아이디스는 10년간의 경험으로 입증하고 있다. 한 분야의 최고의 회사를 선정해 안정적이고 장기적인 파트너쉽을 추구한다는 제휴 원칙을 가지고 있다. 이를 위해 아이디스는 기업 보안 토탈 솔루션, SR 을 통해 거대 고객을 효과적으로 관리하고 있다.

매력적인 재무 제표

아이디스는 무차입 경영을 주장하여 현재(2007상반기) 11%의 매우 낮은 부채 비율을 가지고 있다. 또한 20%대의 높은 ROE를 유지하고 있으며 영업 이익을 역시 20%를 꾸준히 상회하고 있다. 매출액이 꾸준히 증가하고 있는 점을 볼 때, 아이디스는 안정성·수익성·성장성의 3박자를 고루 갖춘 알짜 기업임을 알 수 있다.



II. 사업 모델

DVR 시스템의 구성



자료: 아이디스

DVR 시스템은 영상 입력 장치인 CCTV 카메라와, CCTV 카메라로부터 아날로그 영상을 입력 받아 디지털 영상 신호로 변환한 후 영상 압축/복원을 수행하고 저장/재생을 담당하는 DVR(또는 NVR) 장치, DVR 장치로부터 출력되는 영상을 디스플레이하는 감시용 모니터로 구성된다.

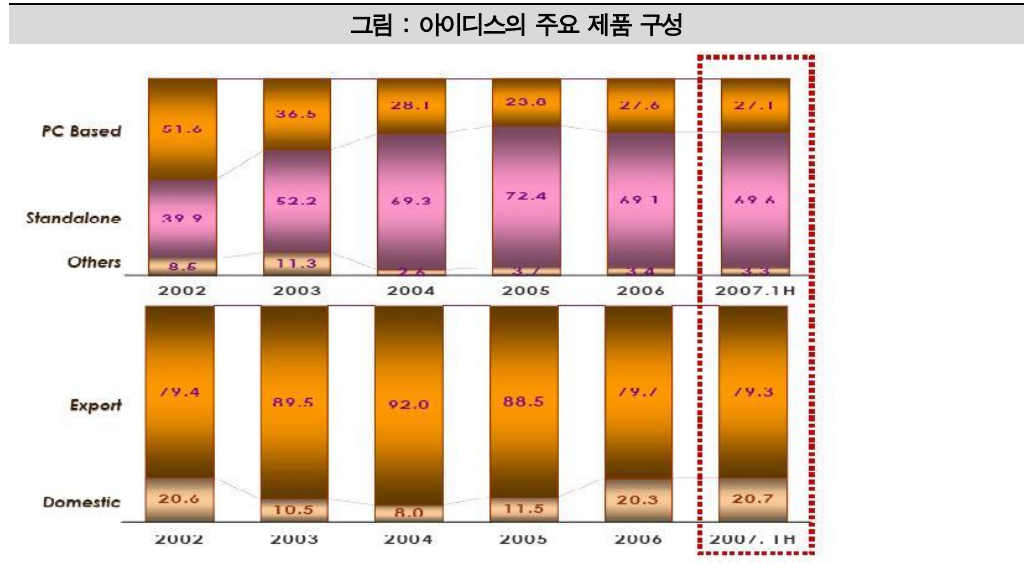
아이디스의 주요 제품들



자료: 아이디스

기본적인 제품 구성은 PC-based type과 Stand-alone type으로 나뉜다. PC-based 제품은 소프트웨어를 통해 다양한 기능을 사용할 수 있고 판매가와 마진이 높으며 Stand-alone 제품은 사용이 간편하다.

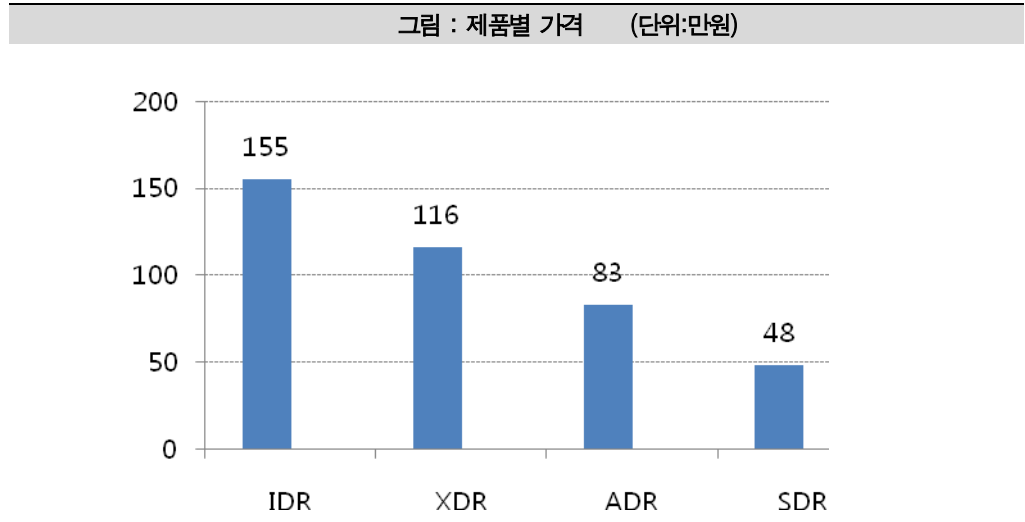
주요 제품들의 매출액 비중과 수출 비중



자료: 아이디스

각 제품군의 매출액 비중은 PC-based 27%, S/A 70% 이며 이들 제품의 수출 비중은 약 80% 정도이다.

주요 제품 가격과 시장 점유율



자료: 전자공시 사업보고서

아이디스는 현재 국내 시장의 7%, 세계 시장의 15%를 점유하고 있다.

III. 투자 포인트

1. 경쟁력

(1) 진입장벽이 높은 시장 시장에 선두주자로 자리잡다

폐쇄적인 보안시장의
특성

보안장비의 핵심은 무엇일까? 가격? 기술력? 아니다 바로 시스템의 안정성이다. 90분을 잘 뛰어도 한번 실수하면 욕먹는 골키퍼와 같이 보안장치에 있어서 한번의 실수는 치명적이다. 보안장비의 특성상 하루 24시간, 1년 365일 시스템이 안정적으로 유지되어야 한다. 그만큼 보안 시장에서 안정성은 핵심이며 오랜 경험에서 나오는 노하우와 고객과의 신뢰가 중요하다. 이러한 특성 때문에 보안 시장은 진입장벽이 다른 산업에 비해 매우 높다. 또한 테스트 과정이 매우 길며 벤더교체 가능성은 크지 않은 폐쇄적 시장이다..

진입장벽이 높은 시장 :
아이디스는 VIP 고객
을 선점한 시장
선두주자

아이디스는 창립 초기부터 각 분야의 최고 기업과 파트너십을 구축하는 마케팅을 전개해 왔다. 국내 보안 서비스업 1위인 에스원, 금융권 전산 시스템 분야에서 국내 최대 업체인 콤텍시스템, 삼성테크윈 을 고객으로 가지고 있으며 해외 파트너로는 미국 우수 보안업체인 Honeywell, Tyco, ADT, PACOM, Richardson, SIEMENS 등 각 대륙의 메이저 보안업체들과 견고한 파트너십을 유지하고 있다.

아이디스는 보안장비가 AVR(Analog Video Recorder) 에서 디지털 방식으로 바뀌던 전환기에 당시 CCTV분야에서 세계적인 영업망을 갖추고 있었던 하이트론과의 제휴를 통해 세계 주요 보안 업체들과 손쉽게 만날 수 있었다. DVR제품을 최초로 개발해 타이밍 좋게 시장에 들어갈 수 있었다. 2000년 시드니 올림픽 때 세계 굴지의 회사들과의 경쟁을 뚫고 아이디스의 DVR은 최우수 제품으로 선정되었고, 이는 세계시장에 이름을 알리는 결정적 계기가 되었다.

또 2001년 Honeywell, 2003년 지멘스 등 우수 보안업체들과 파트너 관계를 맺으며 그 관계를 이어오고 있다. DVR선두 주자로 출발하여 그 성능은 이미 시장을 통해 인정받았으며 설계 노하우를 축적하고 있다.



아이디스와 파트너 관계에 있는 기업



자료: 아이디스

리스크 요인 - 아이디스의 영업망 하이트론과의 관계

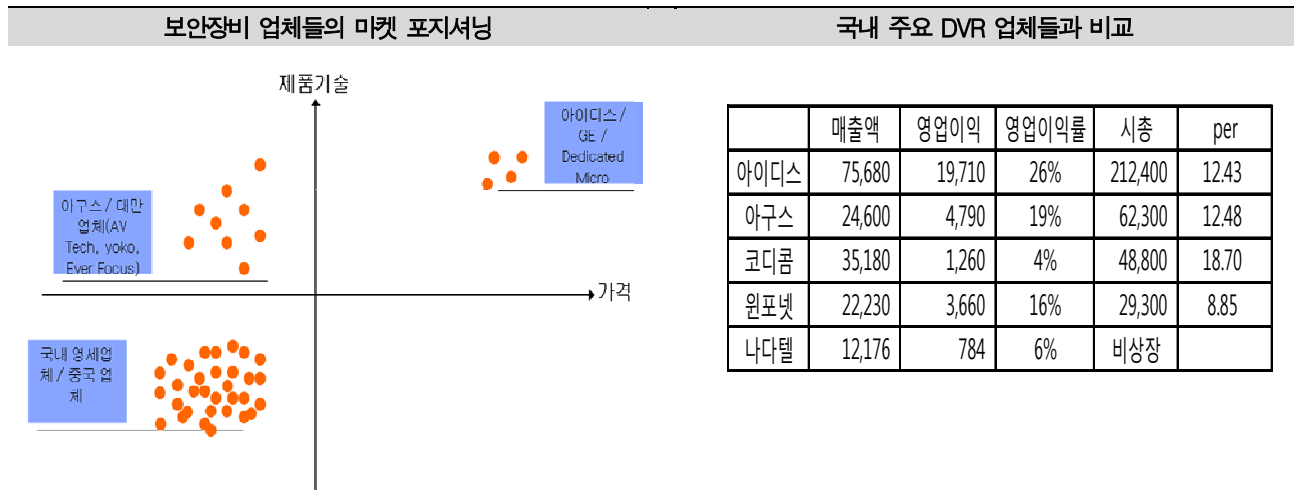
아이디스 수출의 70%에 해당하는 해외 주요 고객과의 관계는 바로 하이트론을 통해서 시작되었다. 아이디스의 시장 진입 전략이 강력한 유통망을 가진 회사와의 파트너 관계를 통해서임을 고려할 때 하이트론과의 지속적인 우호 관계 유지는 매우 중요할 것으로 보인다.

하이트론의 입장에서 아이디스는 해외 수출 루트 개척을 위한 판관비를 전담시키고 고부가가치 제품(DVR)의 마진을 독식하여 하이트론의 채산성을 떨어뜨리는 달갑지 않은 손님이다. 이에 만약 하이트론이 아이디스와의 관계를 청산하려고 한다면 아이디스에겐 큰 타격이 아닐까? 그렇지 않다는 것이 2팀의 결론이다. IR에 의하면, 한번 거래를 든 주 고객과는 1:1의 관계를 유지하며 고객의 요구에 신속히 대응하는 체제를 갖추기 때문에 이들 관계에 하이트론이 개입할 여지는 거의 없다고 한다. 이미 고객들로부터 아이디스의 제품력을 검증받아 관계를 맺어오고 있는 상황이기 때문에, 하이트론은 현재 수출통과를 대행해주는 종합상사 역할정도만 해줄 뿐이다. 또한 아이디스는 하이트론의 지분을 꾸준히 매입하여 현재 최대 주주 다음으로 많은 지분인 12%를 보유하고 있다는 점, 아이디스의 현금력은 하이트론 시가총액의 5배가 넘는다는 점 등은 하이트론과의 관계가 지속 될 것임을 알 수 있다. 또한 아이디스에서 해외 사업부를 강화하여 자체적으로 신규 고객들을 확보하고 있으며 올해 2분기 일본 미쯔비시와의 계약, 그리고 4분기에 발생할 것으로 보이는 북미, 유럽 기업과의 계약도 자체적으로 따냈다.

(2) 경쟁자와의 차이점

차별화된 포지셔닝

현재 DVR을 만드는 회사는 국내에 50~100여개 정도로 추정되고 있으며, cctv협회에 등록된 기업은 6개 정도가 된다. 그중 아이디스의 마켓 포지셔닝은 독특하다. 세계적인 보안업체 및 대규모 금융기업과 파트너 관계에 있으며 high-end 제품을 생산하는 아이디스와 같은 파이를 나눠 먹는 국내 경쟁업체는 없다.



자료: 최근 4분기, 07년 10/5중가(나다텔의 경우 2006년 자료)

Low-end 시장의 특징

중저가 low-end 제품의 경우 경쟁업체들이 너무나 많고 가격 경쟁이 심각하기 때문에 규모의 경제를 통한 원가 절감이나 특별한 기술력 없이는 살아남기 힘들다. 또한 고급 시장으로의 장벽이 커서 진입하기가 힘들다. 국내 기업들(중저가 제품)과 비교해 보면 아이디스의 영업 이익률이 확실히 높은 것을 알 수 있다. 선두업체를 뒤따라 오는 후발 주자들은 고급 시장 진입이 어려워 중저가 low-end 시장을 공략하고 있다. 코디콤 같은 경우 매출액이 두번째로 큰 국내기업이지만 치열한 가격경쟁으로 인해 영업이익은 매우 낮으며 nada텔도 비슷한 상황이다. 원포넷의 경우는 독특하게 SA가 아닌 PC형 제품위주(80% 이상)로 생산하고 연혁도 오래되었지만, PC형 시장에서 고급 고객은 아이디스가 선점한 상황이다(에스원, 삼성테크윈). 아구스는 중저가 제품을 타겟으로 하지만 높은 기술력이 다른 중저가 제품 기업들과 차이점이다. 한단계 나아간 빠른 칩을 사용하여 NVR로 대체되는 시장에 빠르게 진입하였고 같은 가격대비 기술력이 뛰어나 중저가 업체 중 가장 높은 영업이익을 내고 있다. 하지만 이도 어디까지나 중저가 시장 속 경쟁력이며 아구스의 장점인 기술력은 세계 시장을 40~50% 점유하고 있는 대만업체들과의 경쟁, 저가제품으로 치고 올라오는 중국 기업들과의 치열한 가격경쟁이 예상된다.

High-end 시장의 특징 High-end 시장은 ‘고객의 수요 -> 주문 제작 공급’ 으로 이루어 진다. 보안 업체 별로 워낙 다양한 시스템과 제품을 주문하기 때문에 이에 1대1로 맞추어 주문제작형 제품을 공급하며 기존의 관계는 계속 이어진다는 점은 아이디스가 한번 맺은 고객 대부분과 계속 관계를 이어간다는 점에서 볼 수 있다.

**안전한 파이확보는 장점
남의파이 못 빼앗는건 단점
-그러나 파이가 커진다.** 그렇다면 High-end 시장에서 아이디스는 기존의 고객들 계속 잘 확보 할 수 있다는 장점은 가지지만 미국의 GE나 영국의 DM과 같은 경쟁사들과 파이를 나눈 상태에서 남의 파이를 가져올 수 없다는 단점 또한 가진다. 더 이상 성장이 힘들다고 생각할 수 있지만, 현재 유럽 시장과 남미 아시아 지역의 보안시장 자체가 커지고 있기 때문에 앞으로 파트너를 맺게 될 새로운 잠재 고객도 늘어날 것으로 보인다.

세계적 기술력 DVR 시장에서 한국은 세계적인 기술경쟁력을 갖는다. 현재 세계 DVR 시장의 35%를 국내 중소기업들이 차지하고 있다. DVR기기의 화질개선과 지능화 경쟁도 한국이 탄탄한 IT 인프라를 바탕으로 대만, 일본보다 앞서가는 상황이다. 국내 1위업체인 아이디스는 연구개발(R&D)비로 전체 매출액의 8~9% 가량을 투자하고 있으며(작년 56억), 전체직원210명 가운데 40% 에 가까운 80명을 R&D인력으로 구성할 정도로 연구개발에 파격적이다. 국내 2위 업체와도 2~3배정도 규모 차이를 보인다. 그러나 이러한 기술력에 대한 자세한 분석은 어렵고 타 경쟁업체들도 모두 쟁쟁한 기술력을 개발하고 있기 때문에 기술력 자체가 포인트가 되는 것은 아니다. 다만 이러한 R&D 활동을 통해 당사는 30여 개의 제품 Line-up을 가지고 있으며 다양한 소비자 요구에 즉각적으로 대응할 수 있는 준비가 되어 있다는 점에서 앞으로 변화해 가는 수요에 맞추어 제품을 선보일 장점을 가진다. DVR 교체 주기 3~4년에 맞추어 꾸준히 새로운 제품을 생산해 판매하고 있으며 최신버전인 XDR또한 다양한 기술이 첨부된 high end 제품으로, 매출을 향상시켜 주고 있다.

경쟁업체들은 리스크요인 아이디스의 실질적 경쟁자인 미국 GE와 영국의 DM(Dedicated Micro) 에 대한 분석이 어려움은 리스크 요인이다. GE의 경우 회사가 너무 커서 보안시스템 분야는 극히 일부에 달하며 DVR 외에 거의 모든 제품을 다루고 있다. DM의 경우는 상황이 안되어 자료를 구하기가 어려웠다. 이러한 경쟁자들에 대한 분석은 여전히 리스크로 남지만, 아이디스가 세계 DVR 시장의 선두업체라는 점, 기존 고객과의 관계를 맺기시작한 후 계속 잘 맺어오고 있다는 점, 꾸준히 해외 기업들과 관계를 창출하고 있다는 점, 마지막으로 ‘나사’에 공급, 9.11테러 후 ‘뉴욕 지하철’단독 납품 등 그 능력을 인정받았다는 점은 앞으로도 꾸준히 경쟁력을 가져갈 것이라고 기대하는 요소이다. 시장이 커가고 있고 새로운 시장을 나누어 가질 것으로 보인다.



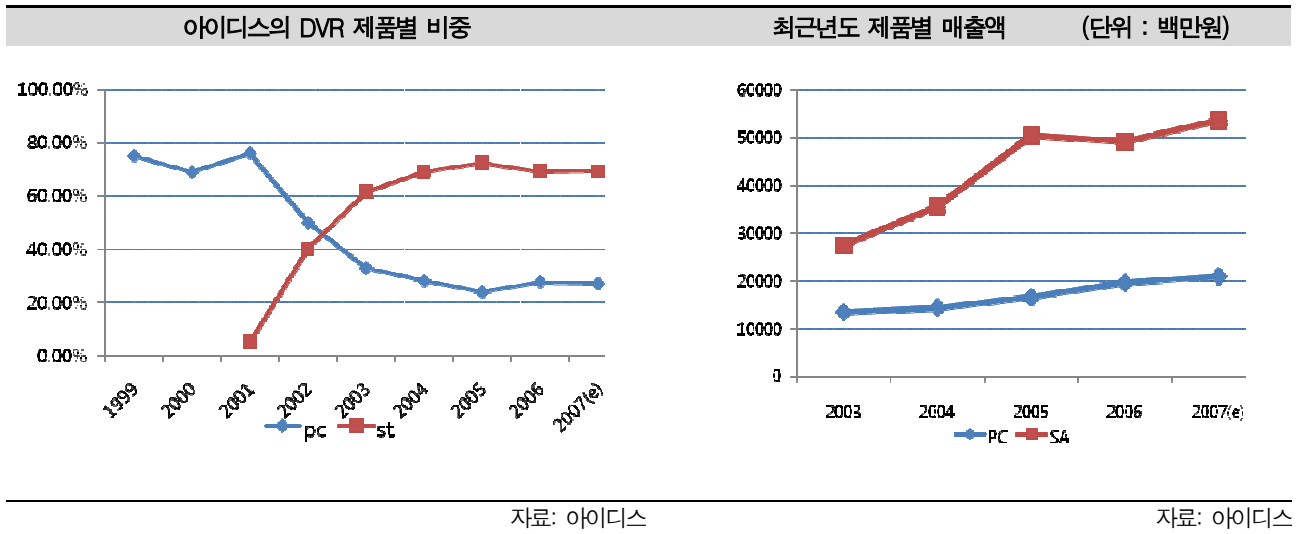
(3) 높은 영업이익률

고부가 가치 제품으로 승부 아이디스가 높은 영업 이익률(26%)을 유지할 수 있는 비결 중 하나로 다양한 고부가 가치 제품들을 판매 한다는 점이다. 당사의 매출 비중을 보면 PC-Type 이 27.1%, SA-Type이 69.6%, 기타3.3%를 이룬다. 당사는 국내에서 유일하게 PC-type와 SA-Type을 함께 다루고 있다. 두 제품의 특성을 살펴보자면, PC형 제품은 SA형 제품에 비해 가격이 비싸고 대규모 프로젝트로 설치되기 때문에 마진이 높다. 반면 SA형 제품은 PC기반 없이 독립적으로 사용가능하며 가격이 PC제품보다 싸지만, 기능과 인터페이스에서 PC제품보다 뒤쳐진다. 하지만 SA형 제품 성능이 발달함에 따라 PC형 제품을 상당부분 대체해 나가고 있는 실정이다. JP Freeman의 조사에 의하면 향후 DVR에서 NVR로의 수요 이동이 예상되기 때문에 PC-based의 시장크기 감소는 불가피할 것으로 보이나 여전히 PC형 제품에 대한 수요는 존재한다. 당사는 PC-type 제품에서 27% 정도의 매출을 꾸준히 올리고 있으며 이 고 마진 제품분야는 당분간 당사의 CASH-COW 역할을 당분간 해 줄 것으로 기대한다.

SA 부분에 있어서도 당사의 제품은 타 업체에 비해 가격이 월등히 높다. 국내 중저가 업체 1위 기업인 아구스 제품이 10~30만원 인것에 반해 아이디스 제품은 40~160만원이다. 가격보다는 안정성이 중요한 시장에서 고급 고객들과의 관계, 그동안 쌓아왔던 신뢰와 노하우를 바탕으로 한 브랜드 가치는 당사 제품이 타사보다 비싼 가격을 형성하여 높은 영업이익을 낼 수 있는 원동력이다.

	PC-Type	VS	S/A Type
	PC-Based DVR		Stand-Alone DVR
Life Cycle	성숙기, 저성장		고성장
장점	다양한 기능 용이한 customizing 경쟁이 적다 판가압력 인하가 작다-고수익		높은 안정성/신뢰성 용이한 A/S 높은 진입장벽
단점	낮은 안정성/ 신뢰성 설치, 유지보수의 난점		다양한 Application 미흡 (최근 PC-Based 제품수준에 근접)
주요시장	High-end시장 SI 프로젝트에 적합 소량의 전문가 시장		CCTV 대체 주력제품 PC-Based DVR 대체
시장변화	고기능 완품 시장으로 변화중		개발기술 보유자만 생존

자료: 아구스, 윈포넷



2. 성장성

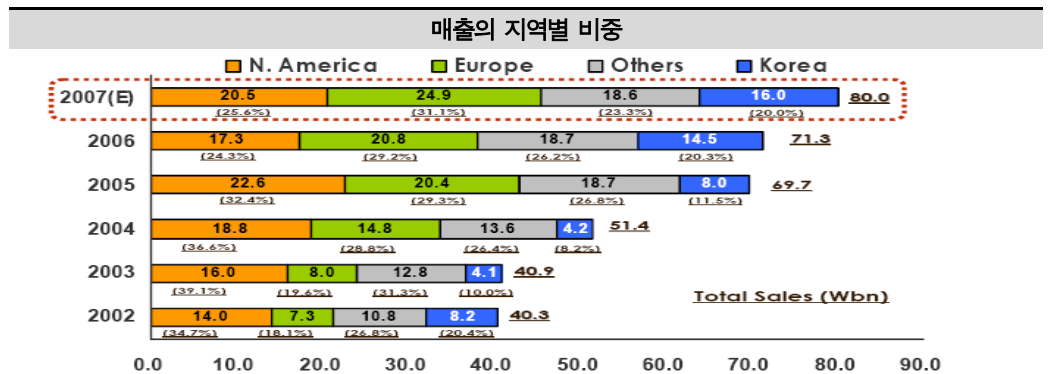
(1) 급속도로 커지고 있는 보안시장

보안시장은 2010년까지 연평균 20% 정도 꾸준히 증가할 것으로 보임.

9.11 테러와 아프간 사태 등은 세계 각국이 자국의 보안에 힘쓰게 만들었고 그 결과 오늘날에는 적용범위가 가정용에 이르기까지 시작했다. 보안과 감시에 대해 보수적이었던 유럽에서도 2005년 테러, 2006년 월드컵 개최에 따라 수요가 크게 증가하고 있다. 2006년 아이디스의 매출이 유럽시장 쪽이 북미를 앞지른 것은 유럽 시장 성장을 보여준다. 보안시장 리서치업체인 J.P.Freeman의 자료에 따르면 세계 DVR 시장은 2010년까지 평균 20%정도 꾸준히 증가할 것으로 보인다.

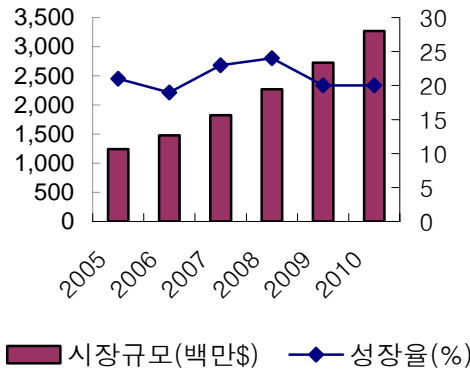
아날로그에서 DVR로 교체 되고 이후 NVR로 교체. 시장 확장에 정체가 없음.

특히 CCTV 시스템에서 기존의 영상저장장치인 VCR이 DVR로 대체되고 있으며 그 수요는 빠르게 증가하고 있다. 2008년부터는 DVR에 네트워크 기술이 접목된 NVR 시장이 커지면서 보안 시장 내에서 영상저장장치 시장은 꾸준한 증가세를 이어갈 것이다.



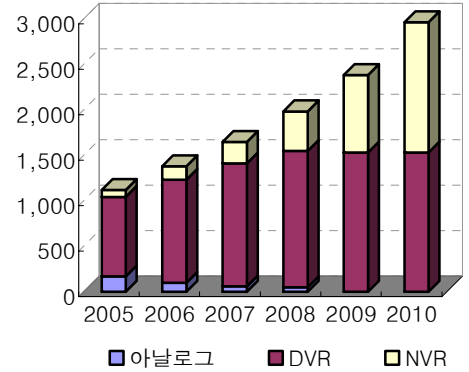
보안 Recorder 시장 전망

보안 Recorder 시장 전망



품목별 보안 Recorder 시장 전망

품목별 보안 Recorder 시장 전망



자료: J.P.Freeman 2006 US & Worldwide Video Surveillance Market.

국내외에 안정적이고
업계 선두권의 고객
확보와 시장 개척을
통한 신규 고객 확보

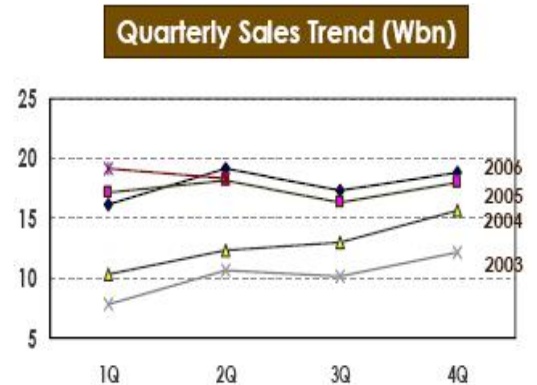
(2) 아이디스의 성장성

아이디스는 현재 국내외에서 안정적인 고객을 확보하고 있다. 이들만 잡고 있어도 DVR 제품과, NVR 에서 제품판매로 꾸준한 매출을 가져갈 수 있다. 시장이 NVR 로 넘어가고 있기 때문에 아직은 초기단계 이지만 향후 2~3년부터 대량 교체수요 가 발생 할 것으로 기대된다. 게다가 보안시장의 규모는 2010년까지 20%씩 성장 할 것으로 예상된다.

따라 당사는 기존 고객들의 수요를 꾸준히 가져가며 새로운 시장을 개척 할 수 있는 가능성을 가진다. 2007년 2분기에는 까다롭기로 유명한 일본 시장에 미쓰비시를 통하여 DVR을 납품을 시작하였고 현재 미, 유럽의 글로벌 보안 업체에 올 4분기 제품 공급을 위해서 제품 테스트 중이다. 2000년 이후 매년 커다란 기업 고객의 수를 늘려가고 있다.

아이디스 매출추이

분기별 매출 추이



자료: 맥쿼리.2007.2Q.

성장성의 둔화 ? 2005년->2006년 매출규모를 보면 성장이 거의 크지 않았음을 알 수 있다. 이는 3Q출시 예정이었던 신제품이 4Q말로 늦춰지면서 구매자의 제품 구입이 미뤄졌기 때문인데 제품 특성상 출시 후 테스트 기간이 존재하기 때문에 작년 매출성장이 작았던 것으로 보인다. 또한 몇 년간 지속된 환율 강세도 매출액 규모 성장의 약진에 한 몫을 했다고 본다.

올해 말 공장 확장 이전 당사는 현재 대전에 있는 공장의 capability가 월 만대 수준 이어서 수요를 따라잡기에 부족함이 있다고 한다. 이에 따라 올해 말 대전 테크노 밸리로 공장을 확장 이전할 계획에 있다고 하며, 세계적 시장규모가 커지고 있고 당사가 해외 영업력을 강화하고 있는 만큼 매출 규모도 확대될 것으로 보인다.

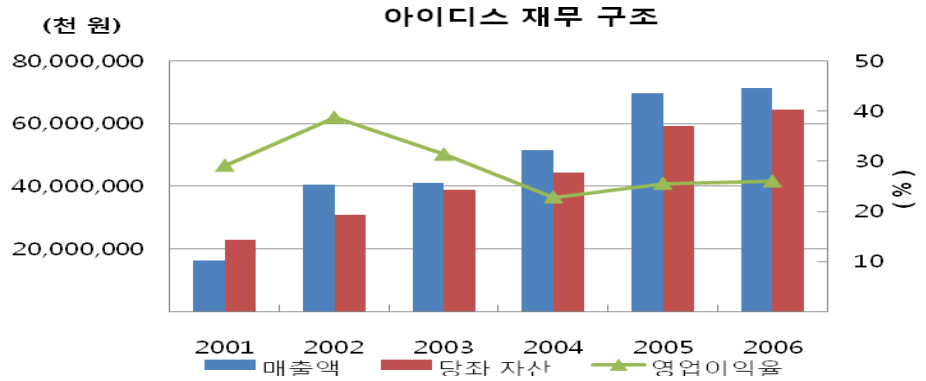
저가제품 시장 진출과 VISS라는 통합 솔루션 사업으로 진출. 향후 저가시장이 커지는 것을 고려하여 올 말에 나올 신제품 라인업에 저가 상품이 포함되어 있어서 아직까지 진출하지 않았던 저가시장에도 진출할 계획이다. 또한 VISS(Video Streaming Server)라는 IP기반의 통합솔루션 사업으로 영역을 확장하고 있다. VISS는 전국 각지에 깔려있는 3만개의 카메라를 중앙서버에서 관리·모니터링 할 수 있는 시스템으로, 원격모니터링시장을 겨냥한 아이디스의 차기 주력 제품이다. 아이디스는 VISS를 통해서 기존의 단순 DVR 제조 회사에서 보안네트워크 회사로 발전하게 될 것으로 보여진다.

아이디스가 추구하는 통합솔루션 사업은 하드웨어를 직접 생산, 공급하는 것이 아닌, 자신의 핵심 제품인 DVR과 이와 연동되는 보안 장비들을 연결하여 원격제어 등의 네트워크 기능을 강화시킨 통합보안 시스템을 말하는 것이다. 2006년, 당사는 일본 요코하마 은행 전 지점 및 ATM 코너에 자사 DVR을 설치하고 통합보안 시스템을 구축하였다. 이는 세계 최초의 통합보안 솔루션 구축사업의 가시적 성과라는 점과, 일본 시장으로의 진출을 통해 기술력을 인정받았다는 점에서 통합솔루션 사업에서의 아이디스의 경쟁력을 입증하였다고 판단된다.

저가 보급형 시장 진출에 대한 우려 한편 아구스의 IR에 따르면, 아이디스는 2006년 저가 DVR 시장에 진출하였으나 성공을 거두지 못하였다고 한다. 그러나 아이디스는 저가 보급형 시장의 성장성을 긍정적으로 예측하고 low-end 제품을 계속 출시할 계획이다. 하지만 수많은 국내, 대만의 보안 업체들이 경쟁하고 있는 레드오션 시장에서, 대량 판매를 통한 성공적인 규모의 경제를 이룰 수 있을지는 의문이다. 오히려 적극적 M&A를 통한 사업 다각화 전략이 보다 현명하다고 판단한다. 당사는 감시카메라 등 보안장비 전문업체인 하이트론의 지분을 12%나 가지고 있는데, 양사간 파트너 관계는 향후 사업 다각화를 위한 촉매가 될 수도 있을 것이다.



3. 우량한 재무구조



높은 영업이익을 유지 비결

위 그래프를 통해 꾸준한 매출의 증가, 풍부한 현금성 자산, 창업 이래 꾸준히 20%를 상회하는 영업 이익율을 기록하고 있음을 확인할 수 있다. 20% 이상의 꾸준한 영업 이익율을 기록하고 있는 아이디스는 수출 비중이 80%가 넘는 기업으로서 원화 절상 추세 속에서도 탁월한 수익성을 나타내고 있는 것이다. 이런 탁월한 수익성은 향후에도 지속될 것으로 전망되는데 여기에는 두 가지 근거가 있다.

- S/A DVR에 대한 수요가 증가하면서 동사의 High-end 제품인 XDR 시리즈의 매출 비중이 증가하고 있음
- 올해 말, 자체 기술로 개발한 H.264칩의 개발이 완료됨에 따라 기존의 MPEG4칩 매입액이 줄어들 전망

풍부한 현금력

또한 아이디스는 풍부한 현금력을 보유하고 있다. 저가 시장에서 선두를 달리고 있는 아구스의 시가총액이 641억에 불과하며, 아이디스가 감시 카메라 등 보안장비 전문업체이자 아이디스의 해외 Distributor인 하이트론의 지분을 꾸준히 매입하여 현재 12%의 지분을 보유하고 있다는 점은 향후 적극적인 M&A 가능성을 엿볼 수 있게 한다.

환리스크 관리

최근 몇 년간 아이디스의 매출액 증가가 둔화된 모습을 확인할 수 있다. 수출이 차지하는 비중이 높은 회사에서 원화강세는 매출에 영향을 미칠 수 밖에 없다. 수입하는 원재료 값이 전체 수출액의 30% 정도이며, 수출액의 20%에 해당하는 자산을 환 헤지 상품으로 운용하고 있어 실제 매출액 대비 40%의 자산이 환리스크에 노출되어 있다. 하지만 환 리스크에 대해 당사는 원가 절감을 통해 잘 대처해 오고 있다. 2004년 1146.2원이던 환율이 2006년 들어서 955.7원대까지 떨어졌었다. 하지만 같은 기간동안 영업이익률은 22.8%에서 26.0%로 지속적으로 개선되는 것을 볼 수 있다. 환 리스크 요인이 매출감소의 원인이 될 수는 있지만, 기업 펀더멘탈에는 변화가 없다.

IV. Valuation

목표주가 24,243원

DCF를 통한 Valuation.

자기자본비용	9.34%
1년치일별베타	0.56305
3년치월별베타	
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.40%
WACC	9.34%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	197,895,000
한계조달금리	6.00%

CAPM을 통해 WACC을 구한 결과 WACC=9.34%를 얻었다. 하지만, 이 공식이 가지는 한계성과, 너무 낮은 WACC을 적용할 경우 발생할 오차를 염려하여 좀 더 보수적으로 접근하기 하여 WACC을 13%로 계산하였다

WACC	13.00%
영구성장률	4.00%
예상 ROIC(2단계)	20.00%
FCFF추정(2단계)	24,419,123
Terminal Value	271,323,591

당사가 무차입 경영(부채비율 11.32%)을 하고 있는 점, 그리고 진입장벽이 높은 고성장 산업에서 세계 1위를 유지해 갈 것 이라는 점을 근거로 WACC 13%를 주었다. 영구성장률은 GDP 성장률과 비슷한 4%로 가정하였다.

DCF 계산

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률		17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	10.00%	10.00%
예상매출액	71,307,018	83,429,211	97,612,177	114,206,247	133,621,309	146,983,440	161,681,784
예상EBIT	18,570,620	21,724,967	25,418,211	29,739,307	34,794,989	38,274,488	42,101,937
NOPLAT	13,463,700	15,750,601	18,428,203	21,560,997	25,226,367	27,749,004	30,523,904
(+)유,무형자산 상각비	2,893,867	3,053,509	3,572,606	4,179,949	4,890,540	5,379,594	5,917,553
총현금유입	16,357,567	18,804,110	22,000,809	25,740,946	30,116,907	33,128,598	36,441,457
영업용 운전자본	20,445,577	27,406,496	32,065,600	37,516,752	43,894,600	48,284,060	53,112,466
순유형고정자산	5,800,476	7,108,169	8,316,557	9,730,372	11,384,536	12,522,989	13,775,288
기타 영업용 순자산	8,065,735	8,367,950	9,790,501	11,454,887	13,402,217	14,742,439	16,216,683
IC	34,311,788	42,882,614	50,172,659	58,702,011	68,681,353	75,549,488	83,104,437
예상ROIC(평균)	41.3%	40.8%	39.6%	39.6%	39.6%	38.5%	38.5%
IC	43.6%	45.9%	43.0%	43.0%	43.0%	40.4%	40.4%
IC증가액		8,570,826	7,290,044	8,529,352	9,979,342	6,868,135	7,554,949
(+)유,무형자산 상각비	2,893,867	3,053,509	3,572,606	4,179,949	4,890,540	5,379,594	5,917,553
총투자액		11,624,336	10,862,650	12,709,301	14,869,882	12,247,729	13,472,502
예상 FCFF		7,179,774	11,138,158	13,031,645	15,247,025	20,880,868	22,968,955
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		6,353,783	8,722,812	9,031,584	9,351,286	11,333,299	



세계 보안 시장의 규모는 2010년까지 매년 20% 씩 증가할 것으로 기대된다. 이 중 아이디스는 1위 기업으로 일정한 점유율을 유지하며, 지속적으로 비중을 확대해 나갈 것으로 보이기 때문에 시장 성장성을 따라갈 수 있을 것으로 보인다. 하지만 최근 3년간 매출액 성장률인 17%를 2010년까지 적용하여 매출을 추정해 보았으며 작년에 신제품 출시 지연으로 매출액이 거의 늘지 않았다는 점을 감안하면 보수적인 수치이다.

현재가치의 합	44,792,763
PV of TV	147,263,575
현금 + 시장성유가증권	44,150,911
비영업용자산	6,707,915
Value of the Firm	242,915,164
(-)Value of the Debt	0
Value of the Equity	242,915,164
발행주식수	10,020,000
적정주가	24,243
현재주가	19,750
기대수익률	23%

이를 통해 DCF 값을 구한 결과 적정주가 24,243원을 얻었고 현재주가(07/10/19) 대비 23% 높은 수치이다. 따라서 smic research 2 team 에서는 buy를 추천한다.

V. Conclusion

우리가 하루를 보내는 24시간 동안 CCTV 카메라에 몇 번이나 노출 될까? 한 CCTV 제조사에 의하면 한국인의 경우 하루 평균 40차례 노출이 된다고 한다. 아침에 현관문을 나서면서부터 우리는 감시카메라에 찍히고 있는 것이다. 감시카메라의 천국으로 통하는 영국의 경우, 인구 14명당 1대의 감시카메라가 설치되어 있으며 런던 시민들은 하루 평균 300차례 감시카메라에 노출되고 있다. 이런 현상은 사생활 보호, 인권 문제 등을 불거지게 했지만 세계는 9-11 테러 이후 감시카메라에 점점 더 관대한 모습을 보이고 있으며, 보안 인식이 강화됨에 따라 이런 추세는 지속될 것이다. 그러므로 보안 시장에서 높은 시장 점유율을 차지하고 있고 풍부한 현금력을 가지고 있으며 특히 큰 무대에서 강한 모습을 보여주고 있는 아이디스의 가치는 더욱 상승할 것으로 예상된다. 이런 점을 미루어 볼 때, 올해 8월 한국밸류 자산운용의 아이디스 지분을 증가 소식은 충분히 납득이 가는 기사라 할 수 있겠다.



Appendix. 아이디스 재무제표

■ 대차대조표

[단위 : 억원]

항목	2003, 12, 31	2004, 12, 31	2005, 12, 31	2006, 12, 31	2007, 6, 30
현금및현금동가물	23,4	43,0	67,3	50,1	87,1
단기금융상품	249,5	229,2	286,7	334,8	288,8
단기투자증권	-	6,0	39,8	56,4	56,4
매출채권	105,5	142,9	182,2	189,6	183,4
당좌자산계	387,2	442,3	591,2	644,3	661,7
재고자산계	71,4	66,7	63,0	63,6	73,1
유동자산계	458,6	509,0	654,2	707,9	734,8
투자자산계	17,4	20,0	16,0	67,0	48,4
유형자산계	41,8	44,0	46,2	58,0	91,8
무형자산계	20,5	24,9	38,7	46,4	48,1
기타비유동자산계	16,4	17,1	30,6	35,1	39,6
비유동자산계	96,2	106,1	131,7	206,6	228,1
자산총계	554,9	615,1	785,9	914,5	963,0
매입채무	12,9	22,8	24,5	30,6	50,9
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
유동부채계	25,7	26,2	66,3	61,9	92,6
장기사채계	-	-	-	-	-
장기차입금계	-	-	-	-	-
비유동부채계	1,1	0,9	0,7	0,9	5,2
부채총계	26,8	27,2	67,0	62,8	97,9
자본금	49,1	49,8	49,8	50,1	50,1
자본잉여금	163,5	165,5	165,5	165,6	165,6
이익잉여금	339,8	411,6	541,8	683,5	750,7
자본총계	528,1	587,9	718,9	851,7	865,1

■ 손익계산서(누적)

[단위 : 억원]

항목	2003, 12, 31	2004, 12, 31	2005, 12, 31	2006, 12, 31	2007, 6, 30
매출액	409,1	514,0	696,8	713,0	376,6
매출원가	216,0	312,9	422,4	411,9	208,3
매출총이익	193,1	201,0	274,4	301,1	168,3
판매비와관리비	64,7	83,7	96,2	115,4	63,3
영업이익	128,3	117,3	178,1	185,7	104,9
영업외수익	18,3	14,5	22,5	32,2	13,2
지분법이익	-	-	-	-	-
영업외비용	4,0	42,0	22,9	21,7	5,3
지분법손실	-	-	-	0,8	1,9
법인세비용차감전계속사업이익	142,6	89,9	177,6	196,2	112,8
계속사업손익법인세비용	18,4	6,5	35,9	40,2	26,5
계속사업이익(손실)	124,1	83,3	141,7	156,0	86,2
중단사업이익(손실)	-	-	-	-	-
당기순이익	124,1	83,3	141,7	156,0	86,2

■ 현금흐름표(누적)

[단위 : 억원]

항목	2002, 12, 31	2003, 12, 31	2004, 12, 31	2005, 12, 31	2006, 12, 31
영업활동으로 인한 현금흐름	89,1	103,3	74,9	180,6	170,7
현금의 유출이 없는 비용 등의 가산	28,8	22,0	36,4	42,6	41,0
유형자산 감가상각비	0,8	5,7	1,9	9,1	10,3
무형자산 감가상각비	12,3	13,1	12,7	15,6	18,6
현금의 유입이 없는 수익 등의 차감	0,1	1,3	0,1	0,3	6,0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	-75,9	-41,5	-44,6	-3,3	-20,3
투자활동으로 인한 현금흐름	-117,6	-49,9	-31,3	-144,8	-163,9
투자활동으로 인한 현금유입액	17,2	931,6	649,2	926,4	1,403,4
투자활동으로 인한 현금유출액	134,9	981,5	680,5	1,071,2	1,567,3
재무활동으로 인한 현금흐름	-5,9	-32,9	-24,0	-11,5	-23,9
재무활동으로 인한 현금유입액	-	1,4	2,3	-	0,3
재무활동으로 인한 현금유출액	5,9	34,3	26,3	11,5	24,3
현금의 증가(감소)	-34,4	20,4	19,5	24,3	-17,1

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

