2010년 11월 30일

케이비테크놀러지 (052400)

BUY

'스마트폰'쓰시면서 '스마트카드'를 모르시나요?

V 세계 1위 Gelmato도 탐내는 동사의 기술력과 가격 경쟁력!

스마트카드 시장의 기술경쟁력은 제품별 인증을 통해 이루어진다. 동사의 인증실적은 세계 글로벌 업체들에게 전혀 뒤지지 않는 수준이면서도 판매관리비가 낮아 경쟁사 대비 가격 경쟁력에서 우위를 갖는다. 이는 지난 2008년 동사가 Gemalto를 제치고 태국 전자주민증 사업을 수주받았고, 올해 인도 Coastal ID 수주에 성공하면서 분명하게 입증되었다.

V 국내 시장은 포화 But 해외는 큰 폭으로 성장 중!

국내는 해외에서 제품을 구입하는 유비벨록스, IC코리아, 솔라시아 등의 기업이 제살깎기 경쟁을 하면서 이익률이 상당히 낮은 상황이다. 동사는 국내 경쟁사들과 달리 독자적 기술을 보유, 성장성과 수익성이 좋은 해외로 영업을 확대하며 매출이 크게 증가하고 있다.

V KEBT의 매출은 폭발 직전!

기존에 글로벌 대기업이 차지하던 시장에서 동사는 기술력과 가격 경쟁력을 바탕으로 60개 국가 175개 거래처로부터 소규모 시범 수주를 받고 있다. 그러나 올해 나이지리아, 이집트 등지에서 계약 물량의 40%이상을 수주하는 데 성공하며 Gemalto의 세컨 벤더 수준으로 그 위상이 높아지고 있다. 이제 다른 거래처에서의 시범수주가 끝나면 본격적인 물량 공급이 이루어질 것이다. 바로 지금이 매출이 폭발하기 직전인 것이다!

적정주가:
19,260원
현재주가:
13,350원 (11/30 기준)
상승여력: 44%

시가총액	1,130억 원
ROE	27.17%
ROA	14.45%
영업이익률	21.30%
배당수익률	2.05%
P/E Ratio	9.33
P/B Ratio	2.50

주요주주:
조정일 외 30.54%

SMIC Smart
팀장 최강휘
팀원 김서윤
안성혜
한 욱
권순현
안동준
한소은

Contents

I. KEBT? 3

II. 투자포인트 Ⅰ: Gemalto 도 탐내는 기술+가격 경쟁력! 7

동사의 인증실적: 세계적인 기술력!

경쟁사 대비 가격 경쟁력

III. 투자포인트 Ⅱ: 해외매출 폭발 직전 11

소규모 시범수주에서 본격적인 매출로~

선진국 시장: 북미, 유럽

이머징 시장: 중동, 아프리카, 인도, 동남아시아

IV. 경쟁사분석 18

국내경쟁사: 유비벨록스

해외경쟁사: Gemalto 등 글로벌 기업들

V. Risk & Issue 20

신주인수권부사채 리스크

환율 리스크

국내 전자주민증 이슈

IV. Valuation 22

Per Method

Appendix

Ⅰ. KEBT?

KEBT는 스마트카드 OS(Operating System)를 만드는 회사이다. 본격적으로 KBET에 대해 분석하기 전에 먼저 스마트카드에 대해 알아보자.

스마트카드

스마트카드는 집적회로 칩에 CPU, COS를 탑재한 카드

스마트카드란 마이크로프로세서(CPU), 카드운영체제(COS), 보안모듈, 메모리 등을 하나의 COB(Chip on Board)로 제작하여 탑재한 카드이며 IC Card, CHIP Card로 불리기도 한다. 기존의 마그네틱 신용카드와 크기나 무게가 같지만 높은 보안성과 변조방지 속성을 갖추고 있으며 수백 배 이상의 데이터를 저장할 수 있다.

소프트웨어인 COS가 보안성과 저장용량을 결정하는 요소

이 중 소프트웨어인 COS는 스마트카드에서 가장 중요한 요소인 보안성(기밀유지, 복제방지)을 좌우하며 또 발주처의 요구에 따라 고객맞춤화(Customization)를 이뤄야 하므로 높은 수준의 기술력을 필요로 한다. 국제표준은 존재하지만 사실상 최소한의 요건에 불과하며 실제 수주를 위해서는 제품별 인증을 통해 기술력을 인정받아야 한다.

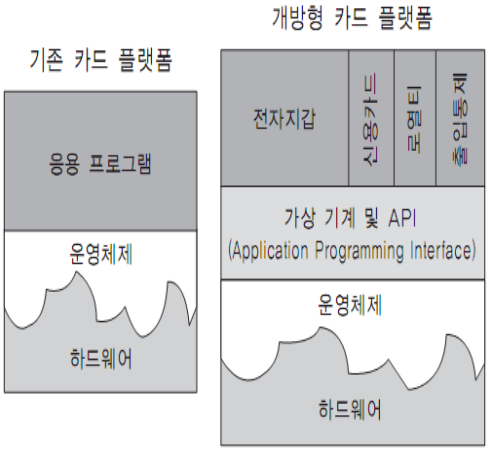
개방형 COS 플랫폼을 통해 다양한 응용프로그램을 동시구동 가능

초기의 COS는 개발자가 제공하는 플랫폼에 의존하는 특성으로 인해 단일 응용 프로그램만을 탑재할 수 있는 구조였지만 최근의 COS는 개방형 플랫폼을 사용하여 플랫폼과 독립적인 다양한 응용 프로그램을 IC 칩에 탑재 및 업그레이드 할 수 있어 수요가 증가하고 있다. 예를 들면 신용카드 기능과 출입통제 기능 등을 통합적으로 사용할 수 있다.

접촉식카드와 비접촉식카드를 혼합한 콤비카드의 활용가치가 높음

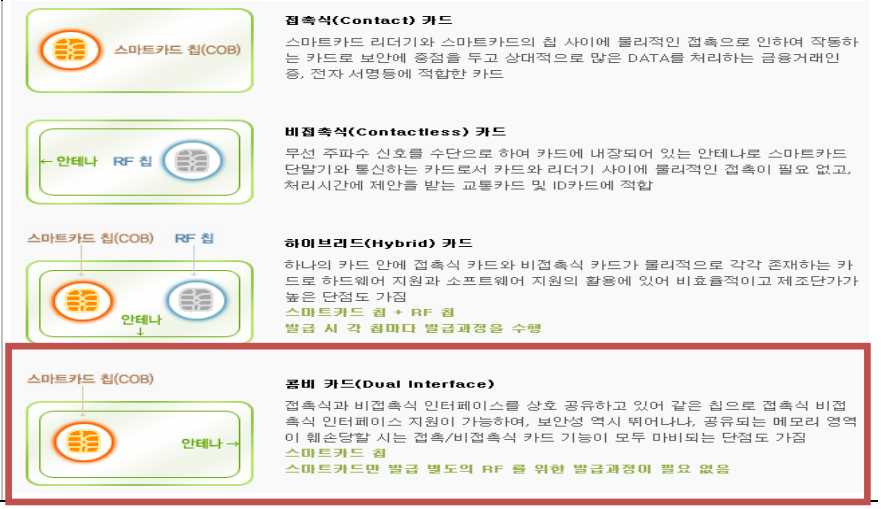
스마트카드는 인터페이스 방식에 따라 접촉식카드와 비접촉식카드로 분류할 수 있다. 이들을 상호 결합시킨 콤비카드는 접촉식카드와 비접촉식카드의 각각의 장점인 보안성과 신속성을 모두 결합하여 최근 좋은 반응을 얻고 있는 제품이다.

그림 1. 스마트카드 개방형 카드 플랫폼



출처: ETRI

그림 2. 스마트카드의 종류



출처: VICC

KEBT 소개

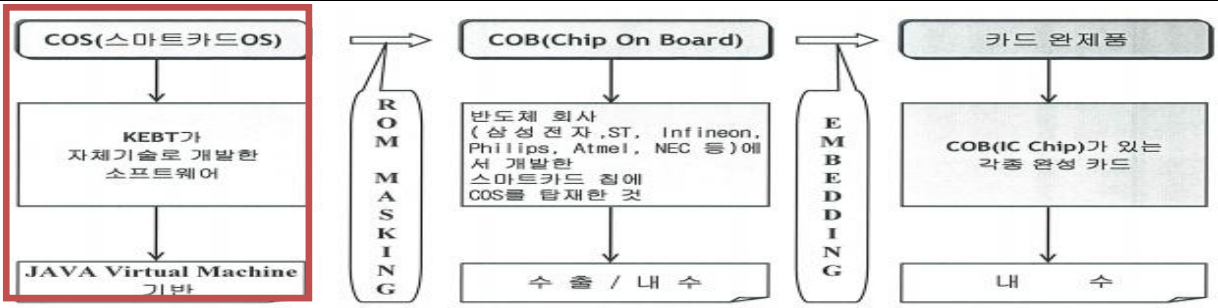
동사는 자체기술로 개발한 COS를 제조 및 공급하는 소프트웨어 기업

KEBT(케이비테크놀러지)는 스마트카드의 COB에 들어가는 **COS**(Chip Operating System)를 제조하는 소프트웨어 기업이다. 동사의 COS는 개방형 플랫폼인 자바 기술을 활용하여 개발한 것으로 국내에서 유일하게 독자적인 COS 제조 기술을 갖추고 있다.(국내 경쟁사들은 해외 글로벌 기업으로부터 COS를 구입해오는 상황) **KONA**라는 독자브랜드로 잘 알려져 있으며 주로 콤비카드를 생산한다. 1998년 설립된 이후 주로 교통카드 시스템과 전자화폐 시스템에 주력해 왔으며 지난 2005년 이후 스마트카드 플랫폼 사업을 주로 하고 있다.

주문생산 방식이 대부분의 매출을 차지: 완성품을 공급하기도 하지만 칩만을 공급하기도 한다

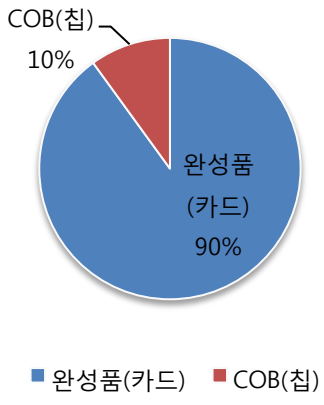
동사의 Business Model은 보통 프로젝트를 수주하는 주문생산 방식으로 COS 제조기업인 동사를 중심으로 가치사슬이 형성된다. 동사가 주문을 받으면 COB(IC칩)를 반도체 생산기업으로부터 구입하여 OS를 설치한 후 최종 단계로 플라스틱 카드에 삽입해 발주처에 공급한다. 해외의 경우 OS까지만 설치한 후 플라스틱 카드로 완성하는 단계는 해외 카드 제조회사에 외주(Outsourcing)로 맡기는 경우가 많다. 현재는 장기적으로 해외 카드회사 M&A를 통해 수직계열화를 추진하고 있다.

그림 3. KEBT의 가치사슬



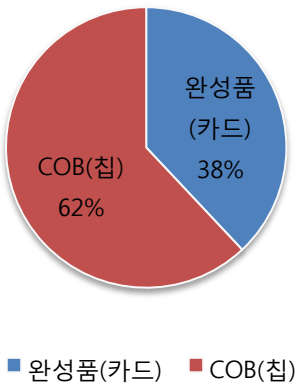
출처: IR자료

그림 4. 완성품/COB 내수 매출 비중(10년 3/4기준)



출처: 사업보고서

그림 5. 완성품/COB 해외 매출 비중(10년 3/4기준)



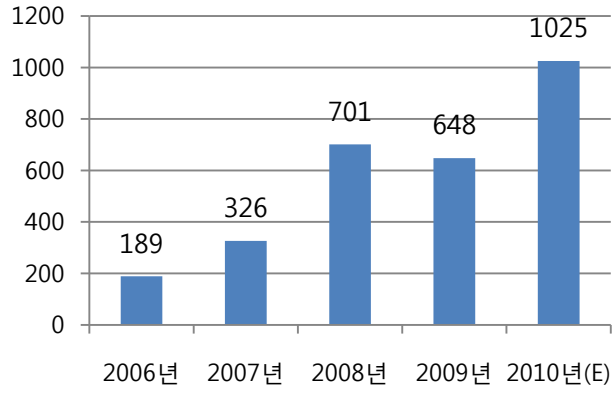
출처: 사업보고서

재무분석 – 2010년 높아진 부채비율

올해 2분기 220억 원의 BW발행으로 부채비율이 크게 증가

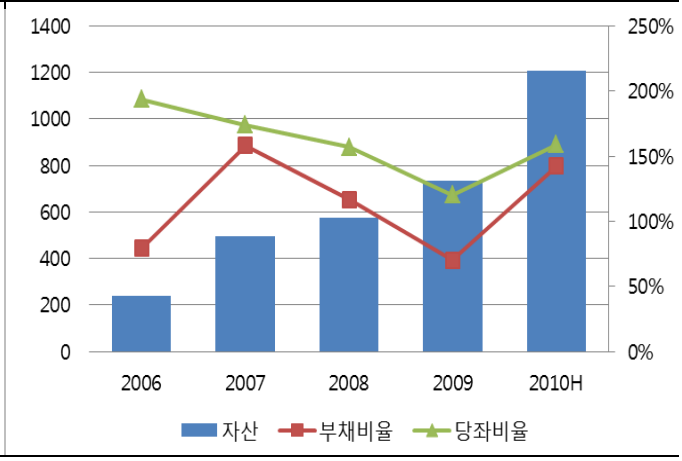
동사는 최근 높아진 사업성과와 함께 자산규모가 크게 성장 중이다. 수주에 맞춰 생산하는 기업이기 때문에 재고자산이나 매출채권 회전에는 큰 문제가 없는 상황이나, 2010년에 부채비율이 눈에 띄게 증가한 것이 확인된다. 2007년 이후 자본은 늘어나는 반면 부채는 크게 변하지 않아 부채비율이 계속 떨어지는 추세였으나 올해 2분기에 220억 원 규모의 신주인수권부사채(BW)가 새로 발행되면서 부채비율이 늘어났다. 하지만 본격적인 해외 매출이 발생하고 있는 상황에서 M&A를 목적으로 발행한 것이고, 140%의 부채비율은 최근 동사의 성장성을 감안했을 때 부담스러운 수준은 아니다. 또한 향후 BW 전환을 통해 부채비율이 추가적으로 낮아질 전망이다. 동사의 BW에 대한 추가적인 내용은 Risk & Issue 파트에서 자세히 다루어 놓았다.

그림 6. KEBT 매출액 (단위: 억 원)



출처: IR자료(2010년은 동사의 가이던스)

그림 7. KEBT 자산, 부채비율, 당좌비율 추이 (단위:억 원, %)



출처: IR자료

매출 – 금융, 통신, 공공

동사의 매출은 크게 금융, 통신, 공공 부문.

국내 – 금융, 통신

해외 – 금융, 공공부문

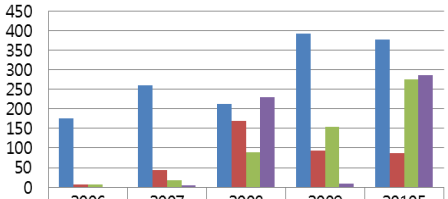
동사의 매출은 금융, 통신, 공공 부문으로 나눌 수 있다. 동사의 주력 매출인 금융부문의 신용카드는 기존의 마그네틱 카드가 빠르게 IC카드로 대체되면서 성장하는 추세이고, 통신부문은 3G 공급이 본격화되며 USIM카드 보급이 늘면서 시장이 확대되고 있다. 공공부문은 전자주민증, 전자여권 등 공공기관이 대규모로 발주하는 공급계약을 일컫는다. 국내 시장에서는 주로 금융, 통신에 집중하고 있으며 해외에서는 통신을 제외한 금융, 공공부문 매출이 주를 이룬다. (그림 8에서 국내 통신 및 기타부문의 90%이상은 통신부문, 해외 통신 및 기타부문의 90%이상은 공공부문이다)

국내 금융부문 스마트카드 시장 1위! 하지만…

내수 시장에서는 주로 금융, 통신 부문에 집중

동사는 금융부문 스마트카드 시장에서 70%의 시장점유율로 독보적인 1위를 차지하고 있으며 이러한 점유율을 바탕으로 국내 매출의 79%가 금융부문에 집중되어 있다. 국내 금융부문은 꾸준한 성장을 보일 것으로 기대되는데 그 이유는 은행, 증권사들의 마케팅 활동을 위해 20%가량의 교체수요가 꾸준히 발생하고 있고, 2012년부터 마그네틱 카드를 모두 IC카드로 교체해야 하는 정책이 발표되었기 때문이다. 금융부문 이외에는 KT에 Usim카드를 납품하여 통신 부문에서 국내 40%정도의 점유율을 보이고 있다.

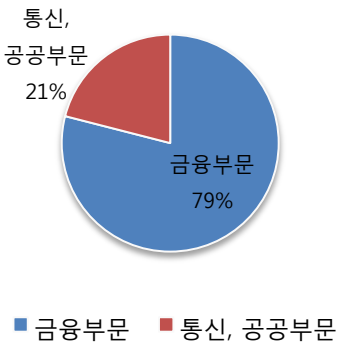
그림 8. 제품군별 매출구조 (단위: 억 원)



	2006	2007	2008	2009	2010E
국내금융	175	261	212	392	378
국내통신및기타	7	43	170	94	86
해외금융	7	18	89	154	275
해외통신및기타	0	4	230	8	286

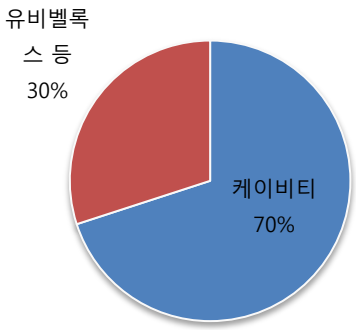
출처: IR자료(2010년은 동사의 가이던스)

그림 9. KEBT 내수 매출 구성 (2009년)



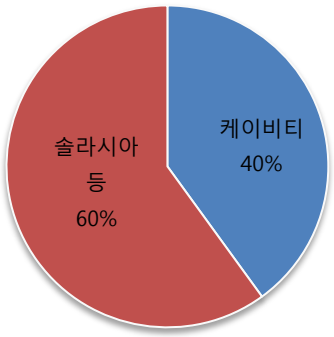
출처: IR자료

그림 10. 국내 금융부문 스마트카드 시장 점유율 (2009년)



출처: 사업보고서

그림 11. 국내 통신부문 스마트카드 시장 점유율 (2009년)



출처: IR자료

국내 시장의 성장성에 비해 많은 기업들이 경쟁중 => 수익성악화 => 내수실적은 둔화

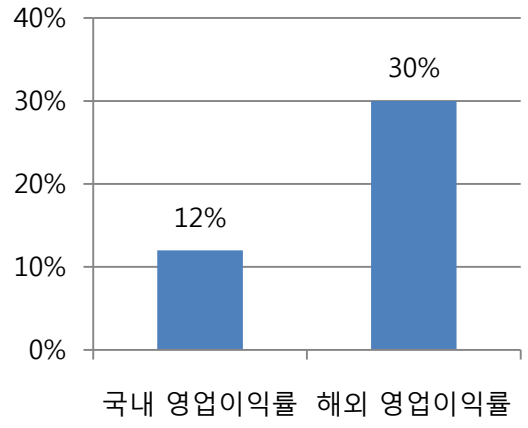
그러나 국내 시장은 Gemalto로부터 COS를 공급받는 IC코리아, 유비벨록스, 솔라시아 등의 기업들이 낮은 영업이익률(8~12%)에도 불구하고 치열한 경쟁을 벌이고 있는 상황이다. 동사는 독자적인 기술을 바탕으로 국내에서 점유율을 유지하고 있으나 수익성 악화를 막기 위해 국내 시장에서는 향후 매출액을 유지하는 정도의 전략을 수립하고 있다.

동사는 수익성과 성장성을 감안하여 해외에 집중하고 있다!

KEBT 에게 중요한 건? 해외 시장!!

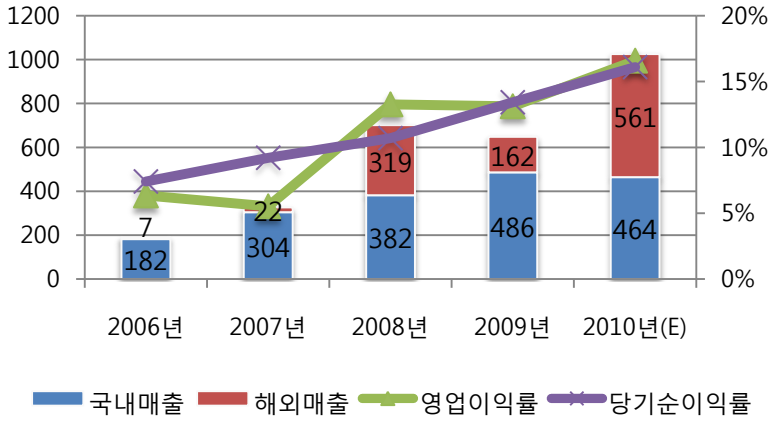
반면 동사는 독자적 기술력을 바탕으로 해외 시장에 집중하고 있다. 해외 시장은 성장성이 좋은데다가 두 가지 이유로 인해 영업이익률이 훨씬 높게 나타난다. 첫 번째로 기존 글로벌 기업들이 과점 상태에서 책정해 놓은 가격대가 있고, 두 번째로 개발도상국들은 자체 기술이 없다. 이로 인해 제품 가격이 국내보다 2~3배 높아, 동사의 국내 영업이익률은 12%에 불과하지만 해외 영업이익률은 30%가까이 나타나고 있으며, 동사의 수출액이 성장함에 따라 수익성이 대폭 개선되고 있다. 2009년에 해외 매출이 감소하였으나 태국 1차 NID수주 매출(220억)이 모두 2008년에 계상되었기 때문이고, 추세적으로 보았을 때 해외 매출이 큰 폭으로 상승하고 있음을 확인할 수 있다.

그림 12. KEBT 국내 & 해외 영업이익률



출처: IR

그림 13. KEBT 해외 매출 증가에 따른 이익률 개선 (단위 : 억 원)



출처: IR자료(2010년은 동사의 가이던스)

그러면 동사는 해외 시장에서 이러한 성장세를 유지할 수 있을 것인가? 본격적으로 투자포인트를 살펴보자.

Ⅱ. 투자포인트 1. Gemalto도 탐내는 기술+가격 경쟁력!

1. 스마트카드 시장의 성장성

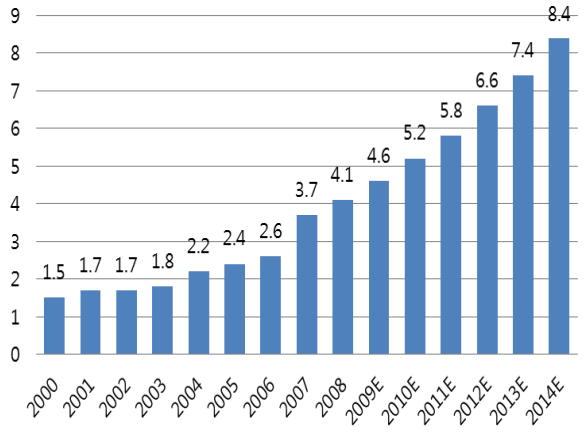
스마트카드 산업은 2014년까지 CAGR 13% 수준의 성장기 산업

시장조사기관인 Frost&Sullivan에 따르면 2009년 기준으로 세계 스마트카드 시장은 10조원 규모로 신규 발급 스마트카드는 46억장이다. 이후 2014년까지 84억장까지 시장이 확대될 것으로 기대되는데, 이는 연평균 성장률 13%에 해당하며, 스마트카드 미도입국가(인도, 중동 등)에서는 30% 가까운 고성장을 보이고 있다. 금융분야에서는 보안을 이유로 마그네틱 카드가 스마트카드로 빠르게 대체되고 있으며 통신분야에서는 3G 통신의 보급이 점점 더 빠르게 확산되면서 USIM 칩의 사용 또한 확산되고 있다. 또한 통신과 금융분야의 통합(Convergence)이 추진되고 있으며, 생체 데이터를 활용한 보안분야, 전자주민증과 전자여권 등의 공공분야에서도 앞으로 지속적인 수요가 창출될 것으로 보인다.

스마트카드 산업은 Gemalto가 주도 중!

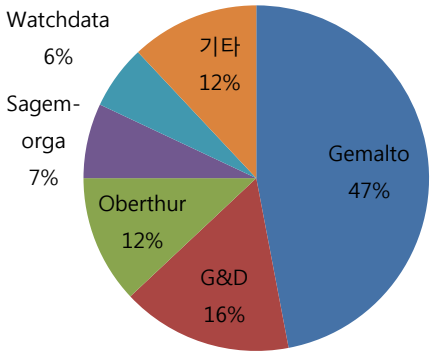
이처럼 성장성이 높은 스마트카드 산업에서 독보적인 기업은 단연 Gemalto이다. 참고로, 스마트카드 1위 업체인 Gemalto는 매출액 3조원에 달하는 공룡 기업으로 통신, 금융, e-거래 보안, e뱅킹 등 종합적인 스마트카드 BM을 영위하고 있는 최고 수준의 기술력과 영업력을 갖춘 기업이다. 그 외에는 G&D, Oberthur 등의 글로벌 기업들이 M/S를 나누어 차지하고 있는 상황이다. 현재까지 Gemalto의 주도 하에 있는 스마트카드 산업에서 동사는 어떠한 경쟁력을 갖추고 있을까?

그림 14. 세계 스마트카드 발급 추이 전망 (단위: Billions)



출처: Global Industry Analysts, Frost & Sullivan

그림 15. 세계 COS 개발업체별 점유율



출처: IMS Research 2008

2. 태국 NID 대전, 인도 Coastal ID 대전, 승리할 수 있었던 요인은?

태국 NID & 인도 Coastal ID 세계1위 Gemalto를 제치고 수주 성공!

동사는 지난 2008년 Gemalto, Oberthur, 그리고 G&D와의 태국 전자주민증(NID) 사업 입찰 경쟁에서 승리하였으며, 올해 11월에 발표된 인도 Coastal ID 공공사업 수주에서 역시, Gemalto를 제치고 Second Vendor로 인도 기업과 함께 수주에 성공하였다. 이번 태국 NID사업은 1, 2차까지 500억 원 규모(1,2차 모두 동사가 수주)였으며, 향후 500억 원 규모의 추가 3, 4차 프로젝트에 이미 우위를 점했다는 점에서 큰 의미를 갖는다. 이번 인도 공공사업 수주규모는 총 1000만장(약 100억 원) 규모로 동사의 몫은 30억 원정도로 예상된다. 인도 시장은 잠재력이 어마어마한만큼 글로벌기업들이 총력전을 벌인 시장이었음에도 동사가 Gemalto를 3위로 밀어내고 수주를 따내는데 성공하였다. 이렇듯 리딩기업과의 수주 전에서 이겼다는 사실은, 동사의 COS 기술력이 이미 세계 정상급이며, 비교적 영세한 규모임에도 불구하고 가격 경쟁력을 기반으로 해외시장에 효과적으로 진입하고 있음을 방증하는 바이다.

2. 1 Gemalto에 비해 뒤지지 않는 기술력

Key factor는 기술력! => 인증

Gemalto를 밀어내고 수주에 성공할 수 있었던 첫 번째 원동력은 바로 자체 기술력을 기반으로 한 인증확보이다. 스마트카드는 보안이 가장 중요한 사항이기 때문에 납품하기 위해서는 국가별로 다양한 기관으로부터 인증을 받아야 하며 인증은 사업자 단위가 아닌 개별 제품 단위로 받아야 한다. 동사는 현재 VISA 등을 포함한 9개의 해외 기관 및 국내기관에서 100여 개의 인증을 받은 상태이며, 이는 전체 인력의 50%를 R&D에 집중한 결과이기도 하다.

금융부문에서는 Gemalto와 경쟁가능한 기술력 보유

Gemalto는 스마트카드의 모든 분야를 BM으로 보유하고 있는 리딩업체인 만큼, 그에 걸맞는 기술력을 보유하고 있다. 인증획득 측면에서도 Visa와 Mastercard로부터 받은 인증제품이 동사보다 22개 가량 더 많은 상황이다. 이 기업은 08년도 이후 현재까지 11개의 기술력이 높은 기업들을 지속적으로 흡수합병하며, 자체 기술력으로 소화하는

전략을 사용하여 성장해왔다. 물론 R&D센터의 개수만 11개일정도로 자체 기술개발력 또한 우수하다. 이렇듯 단순히 R&D 규모나 프로세스 측면에서 비교했을 때는, Gemalto가 동사에 비해 한 단계 높은 것은 사실이다. 하지만 중요한 것은 동사의 주요 타겟 분야인 금융분야에서 동사가 자체기술을 통해 이미 100여개의 인증을 확보한 후, 각 시장에서 수주 전단계인 6개월 간의 시범테스트에서 성공적인 평가를 받았으며, 각종 수주를 성사시키며 기술력을 입증했다는 사실이다.

인도 SCOSTA 인증 및 공공부문 사업 인증 중 보안 등급이 최고 수준인 EAL 4+ 획득

그 외에도 동사의 기술력이 Gemalto와 비슷한 수준으로 올라왔음을 보여주는 사례가 있다. 09년도에는 인증을 받기 까다로워 글로벌 대기업들과 동사만이 보유한 인도 스마트카드의 SCOSTA인증을 받아 기술력을 인정받았으며, 스페인의 IT 제품 보안 국제 평가 기관인 Applus에서 글로벌 시장에서 전자주민증 등 공공부문 사업을 진행할 수 있는 CC(Common Criteria)부문에서 보안 등급 최고 수준인 EAL 4+ 도 확보하였다.

2. 2 Gemalto에 비해 우수한 가격 경쟁력

글로벌 경쟁사 대비 5% 싼 가격 정책!

동사가 1위 업체인 Gemalto에 뒤지지 않는 기업경쟁력을 가질 수 있는 두번째 요인은 바로 가격 경쟁력이다. 기존 4대 글로벌 스마트카드 업체들이 점유하고 있는 환경에서, 동사가 지금까지 가시적인 성과를 보일 수 있었던 이유는 바로, 기술력을 바탕으로 한 유연한 가격책정 전략이다. 동사의 경우 전략적으로 글로벌 경쟁사 대비 5%정도의 낮은 가격으로 시장에 진입하고 있는 상황이다.

5%가 의미 있는 이유 : 카드 회사들 입장에서는 5%가 그대로 이익 증가로 이어짐!!

일반적으로 해외 매출의 경우 Gemalto, 동사 모두 COS를 카드 제조 회사에 판매하고, 이를 카드 제조 회사가 완성된 카드로 만들어 납품한다. 기존에는 카드 회사들이 글로벌 업체들이 정한 가격에 의해 구입해야하는 '을' 입장일 수밖에 없었다. 하지만 스마트카드 산업이 COS인증을 통해 기술력을 확보하고 나면 제품의 질 차이가 나지 않는 상황에서 동사와 같이 기술력을 갖춘 회사가 5% 저렴한 가격을 제시하는 것은 카드 회사들 입장에서 그대로 이익으로 이어질 수 있는 요소이므로 아주 매력적이다. 이러한 수주가 대규모로 이루어진다는 점에서 5%의 가격차이가 상당히 크다는 것도 무시할 수 없다.

Gemalto의 가격인하가 어려운 이유.

=> Gemalto는 금융부문의 영업이익률은 3%에 불과

그러면 Gemalto가 가격을 낮출 수는 없을까? 본 리서치 팀의 의견은 '어렵다'이다. 그 이유는 Gemalto의 수익성은 동사에 비해 훨씬 낮은 상황이기 때문이다. Gemalto는 자체적인 기술보다는 적극적인 M&A를 통해 덩치를 불려온 회사이다. 08년 이후로 11개 업체를 M&A을 통해 매출 3조원이라는 큰 규모를 갖추는 과정에서 통합비용 및 내부적 비용이 지속적으로 발생하고 있어 효율성이 떨어지고 있다. 또한 선진국 내 R&D 인력으로부터 발생하는 높은 판관비 또한 수익성을 저해하는 요소이다. 그 결과 5년 평균 영업이익률이 5%에 불과하고, 직접적으로 해외 시장에서 동사가 집중하고 있는 금융부분의 영업이익률은 3%에 그치고 있다. 따라서 가격할인이 불가능한 상황에 있다.

동사의 비교적 높은 수익성은 유연한 납품가 책정을 가능케 함

반면에 동사의 해외부분은 30%의 높은 영업이익률을 기록하고 있기 때문에 유연한 납품가 책정이 가능하다. 이러한 가격 경쟁력 있는 시장경쟁은 그동안 Gemalto에 비해 시장위치 상의 열위에 있었던 카드업체로부터 좋은 호응을 받고 있다.

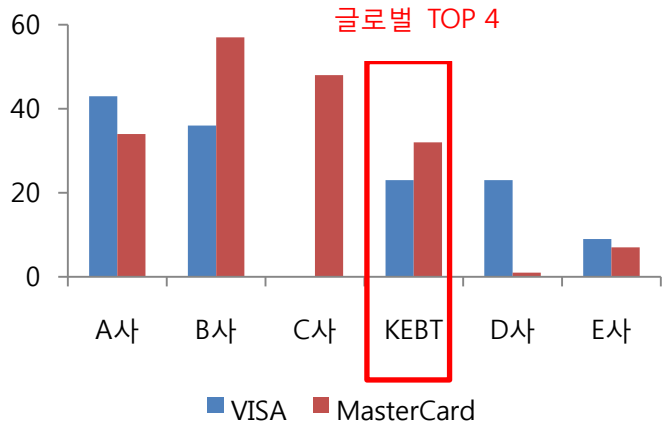
Gemalto가 M&A를 원할 정도로 기술력과 가격 경쟁력을 갖춤

기술력 + 저렴한 가격 => Gemalto도 반한 경쟁력!

이처럼 기술력과 가격 경쟁력을 갖춘 동사가 해외에서 매출 신장을 보임에 따라 Gemalto에서는 지속적으로 M&A압력이 들어오고 있다. 글로벌 Top 기업이 동사를 원한다는 것은 곧 동사가 상당한 수준의 경쟁자임을 드러내는 한 예라고 생각할 수 있을 것이다.

그리고 이러한 경쟁력을 바탕으로 동사의 매출은 현재 폭발적 성장을 앞두고 있다. 그 이유를 투자포인트 2에서 살펴보자.

그림 16. 글로벌 기업과의 인증 수 비교 (단위 : 개)



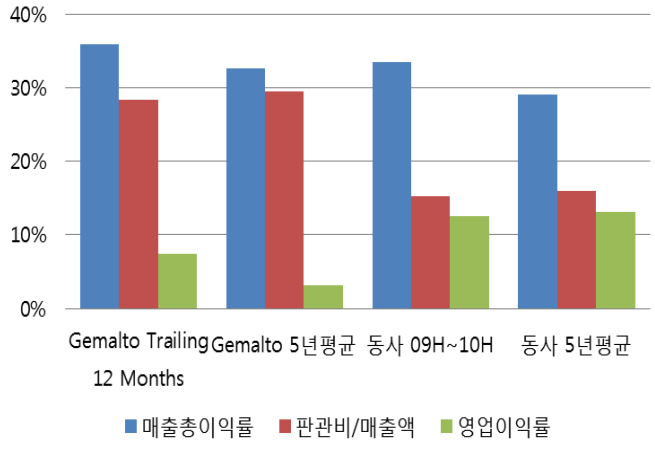
출처: IR자료(C사 VISA인증은 비공개)

그림 17. KEBT 인증 리스트

인증기관	VISA	IAT	CAST	WRT
인증개수	25	17	16	15
인증기관	SCOSTSA	PBOC	SAMA	국내인증
인증개수	6	2	2	18

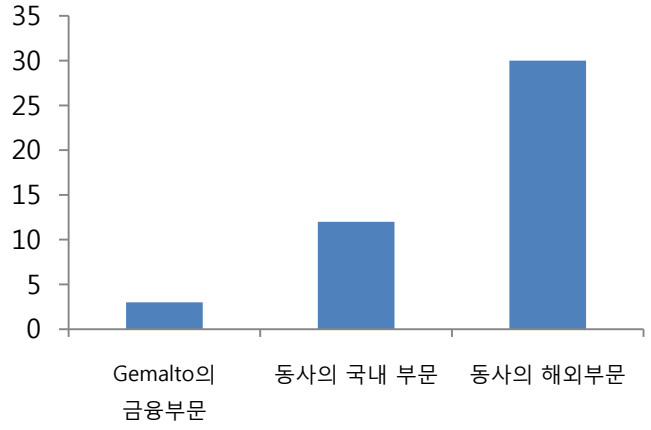
출처: IR자료

그림 18. KEBT 와 Gemalto 판관비 비교



출처: Thomson Reuters, 사업보고서

그림 19. Gemalto & KEBT 영업이익률 (단위 : %)



출처: 각 사업보고서

Ⅲ. 투자포인트 2 : 해외 매출 폭발 직전!

1. 소규모 시범수주에서 본격적인 매출로~

시범 물량을 수주하고 있는 상황=>본격적 수주가 시작되면 전세계에서 매출이 폭발가능

동사의 해외 매출이 큰 폭으로 성장할 것으로 기대되는 이유는 스마트카드의 수주 구조를 보면 쉽게 이해할 수 있다. 일반적으로 새로운 시장진입자들이 수주를 받는 방법은 전체 프로젝트의 일정부분을 시범 물량으로 받고 그 결과를 바탕으로 Reference를 받아 재수주를 하는 구조이다.

인증 -> 시범 수주 -> 물량 증대

나이지리아, 이집트, 캐나다, 이탈리아 등에서 물량 증대 단계가 진행 중!!

=> 175개 거래처에서 매출이 폭발할 시장!

스마트카드는 보안이 가장 중요한 이슈이기 때문에 일반적으로 Vendor를 바꾸지 않는 경향이 있으나, 동사는 가격 경쟁력을 바탕으로 현재 60여개국 175개의 거래처에서 주로 소규모 시범 물량을 수주하고 있는 상황이다. 따라서 현재의 납품에 차질이 생기지만 않으면 본격적인 물량 증대를 통해 전세계에서 큰 폭의 매출 성장이 가능한 상황이다. 그리고 실제로 나이지리아, 이집트, 캐나다, 이탈리아 등에서 시범 수주를 넘어선 물량 증대를 보여주고 있어 향후 다양한 국가, 많은 거래처에서 매출이 큰 폭으로 증가할 것으로 전망된다.

그러면 보다 자세히 시장별 현황과 동사의 예상 실적을 살펴보자!

2. 선진국 시장

선진국 스마트카드 시장 규모

선진국(유럽,북미) 스마트카드 시장은 세계의 60% 차지

여기서 선진국 시장이란 북미와 유럽의 스마트카드시장을 뜻한다. 2010년 스마트카드시장 규모는 세계 총 52억장인데 이 중에서 북미 10억 7천만장 유럽 17억 7천만장으로 합쳐서 60%의 점유율을 보이고 있다.

동사의 선진국 시장 매출은 금융에 한정되어 있으므로 이 부분 매출에 대해서만 분석하였다.

선진국 시장에서 중요한 건 EMV!

EMV = IC 카드 국제표준으로 높은 보안성과 범용성

선진국 시장에서는 EMV의 보급 증가가 중요한 이슈이다. EMV란 보안성이 낮은 마그네틱 카드를 대체하기 위한 IC 카드의 규격으로 세계 카드 3사인 Europay, Mastercard, Visa가 공동 발표한 스마트카드, 단말기의 국제표준이다. EMV는 기존의 Magnetic 카드에 비해 보안성이 뛰어날 뿐만 아니라 여러가지 어플리케이션이 탑재 가능하여 범용성도 뛰어나기 때문에 현재 세계적으로 EMV 가 도입되는 추세이다.(세계평균 36%)

유럽부문 상황

서유럽 EMV 도입률 65.4%이나 카드 복제 증가

유럽에는 세계 스마트카드 선도 기업이 4개가 있을 정도로 스마트카드 보급률이 높은 편으로 특히 금융에서 EMV 도입률이 서유럽의 경우 65.4%에 달하여 세계적으로 가장 높다. 그러나 이러한 높은 EMV 도입률에도 불구하고 2008년 이후 카드 관련 사기는 오히려 급증하고 있는 추세이다. 실제로 지난 2008년 유럽에선 10302건의 카드 복제 사기가 있었으며 피해액은 총 484 Million Euro (한화 7380억 원) 규모에 달한다. 이는 EMV 도입이 되지 않은 국가에서 발행한 카드에 대한 사기가 대부분이다.

SEPA 지역 EMV 도입 2011년부터 의무화 동유럽 EMV 도입 증가 가능성

이러한 이유 때문에 SEPA(Single Euro Payments Area:대부분의 유럽국가)지역의 카드는 모두 EMV 기반의 칩과 단말기로 바꾸도록 하고 있다. 이러한 조치는 2010년 말까지는 기존 거래 방식과 병행 가능하나 이후부터는 의무화되어 EMV 도입률이 더욱 높아질 것이다. 또한 동유럽 국가 등에서의 EMV 도입률은 아직 11.5% 정도로 향후 유럽에서의 추가적인 EMV 확장을 기대할 수 있을 것으로 보인다.

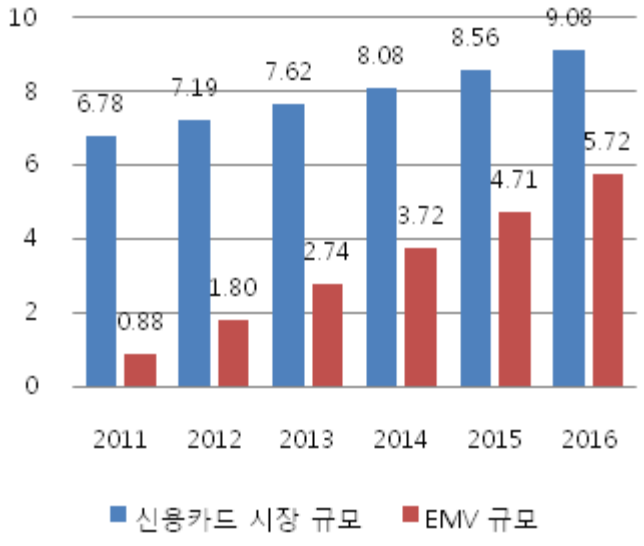
기술력을 바탕으로 유럽 매출이 빠르게 증가 추세!.

이러한 시장의 성장세와 함께 동사는 올 10월 이탈리아에 매년 최소 100만 장 규모의 금융 신용카드를 공급하는 수주를 추가로 따내는 등 계속하여 매출 범위를 늘려가고 있다. 동사의 유럽 매출은 2009년 40억 원 규모에서 2010년 100억 원 규모로 매출이 증가하고 있다. 유럽 시장에서도 본격적인 매출 증대가 이루어지는 시점이다.

그림 20. SEPA 가맹국

출처: Wikepedia

그림 21. 미국 EMV 시장 예상 및 매출규모 (단위: 억장)



출처: Credit Card.com, EMVco. Reaserch Team Smart

미주부문 상황

EMV도입률 0%

도입 가능성 높음!

현재 미국의 신용카드 발급 수는 14억 4천만 장이며 실제 유통수는 6억 3000만 장에 달하는 반면 대부분의 카드가 마그네틱 카드로 근래 세계의 표준이 되어가고 있는 EMV를 아직 도입하지 않은 상태이다. 최근 급격히 증가하고 있는 카드 복제 사기와 마그네틱 카드의 호환 문제로 인해 미국 내에서의 EMV 도입이 논의되고 있는 상황이다.

EMV도입의 근거

1) 카드 복제 사기

실제로 카드 복제 사기가 가장 극심했던 2007~2008년도에 미국의 카드 사기 관련 비용은 160억 달러에 달한다. 이러한 피해 가능성 대문에 Wal-mart 등이 EMV 도입을 강력히 주장하고 있다. 실제로 Wal-mart는 IC카드에 비해 마그네틱 카드 사용시 수수료를 2배 이상 내도록 하고 있으며 전 매장의 단말기들이 EMV 카드가 인식 가능하도록 이미 준비 중이다.

2) 마그네틱 카드는

타 국가에서 사용불가

또한 마그네틱 카드의 경우 국제 표준에 맞춰져 있지 않아 미국 외 다른 국가에서 사용이 불가능하다는 치명적인 문제를 가지고 있다. 이에 따라 미국 내 EMV카드 도입은 불가피한 상황이다.

EMV 도입한 캐나다에서의 의미있는 점유율 4.5%!!

캐나다 70만 장 공급을 시작으로 미주 공략 중!!

동사는 EMV를 도입한 캐나다에서 올해 7월 70만장 규모의 EMV카드 공급계약을 체결한 것을 시작으로 미주 공략에 나서고 있다. 캐나다 내 EMV카드가 1500만장 정도 임을 감안하면 4.5%의 의미있는 점유율이다. 특히 캐나다 공인 금융기관인 Interac으로부터 Debit application 인증을 받았기 때문에 추가적 수주가 기대되어 점유율을 더욱 높일 수 있을 것으로 보인다. EMV 도입에 따라 향후 큰 성장이 예상되는 미국 시장내에서 점유율에 따른 본격적인 매출을 올릴 수 있을 것이다.

선진국 매출 예상

미주지역 4.5%점유 가정시 매년 400만 장의 매출상승 기대.

향후 본격적인 매출 증가에 따른 점유율 상승이 캐나다의 4.5%수준을 유지할 것으로 가정하였다. 서유럽에 2002년 처음으로 EMV 카드가 사용되어 도입률이 2010년 65%에 달한 것과 유사한 속도와 규모로 미국에서 EMV가 사용되고, 매년 미국 신용카드 시장이 6%씩 성장하는 것을 감안할 시 2013년까지 매년 10~13% 가량 EMV 카드가 늘어나 EMV 시장규모가 7억 6천만장 정도가 될 것으로 보인다. 이에 따라 추정하면 미주지역에서 매년 450만 장(45억)의 매출 신장이 기대된다.

유럽 시장 매출 매년 200만 장 이상 증가.

유럽 전체 스마트카드 시장 성장률이 9%인 것과 서유럽 시장이 내년부터 EMV가 완전 도입되므로 2013년까지 80%까지 도입되고 동유럽 시장도 2015년까지 세계 평균인 35% 정도가 될 것임을 가정할 때 매년 230만 장(23억) 이상의 매출 증가가 기대된다. 이는 서유럽 시장의 경우 동사의 시장점유율이 1.8%임을 근거로 산출하였고 동유럽시장의 경우 캐나다 시장의 점유율과 유사한 4.5%를 점유한다고 계산하였다.

결론적으로 아래 표에서 보이는 바와 같이 동사는 선진국 스마트카드 시장에서 2010년

107억, 2011년 174억으로 매년 70억 가량의 매출 성장을 이끌어 낼 수 있을 것으로 예상된다.

그림 22. 선진국 스마트카드 시장 동사 판매 규모 예상 (단위: 만 장)

	2010	2011	2012	2013
캐나다 시장규모	1500	1650	1815	1997
동사 캐나다 점유율	0.045	0.045	0.045	0.045
캐나다 동사 판매량	70	74	82	90
미국 신용카드 시장 규모	63000	67840	71910	76220
미국 EMV 규모	0	8810	17970	27440
동사 미국 점유율	0.000	0.045	0.045	0.045
미국 동사 판매량	0	396	809	1235
미주지역 동사 판매 합계	70	471	890	1325
서유럽지역 EMV 규모	54644	64144	74911	87096
동유럽지역 EMV 규모	2182	3460	4950	6681
동사 유럽지역 매출 합계	1082	1310	1571	1868
선진국 시장 판매 합계	1152	1781	2461	3193
선진국부문 매출 예상(억)	**115**	**178**	**246**	**319**

출처: Reaserch Team Smart

3. 이머징 시장

신규 이머징 시장 : 중동 및 아프리카, 인도, 동남아시아

동사의 보다 큰 성장 동력은 해외 이머징 시장에 있다. 신규 수요처로 떠오르고 있는 스마트카드시장을 지역별로 나누어보면 중동 및 아프리카 시장과 인도 시장, 그리고 동남아시아 시장이 이에 해당한다.

금융 및 공공부문 중심의 매출

동사의 해외 매출은 대부분 금융과 공공 부문에서 이루어지고 있으며 향후 단기적으로 통신 부문에서의 가시적 성과는 기대하기 어려울 것으로 판단된다. 이에 본 분석에서는 금융 부문과 공공 부문에서의 매출만을 고려하겠다.

3.1 금융 부문

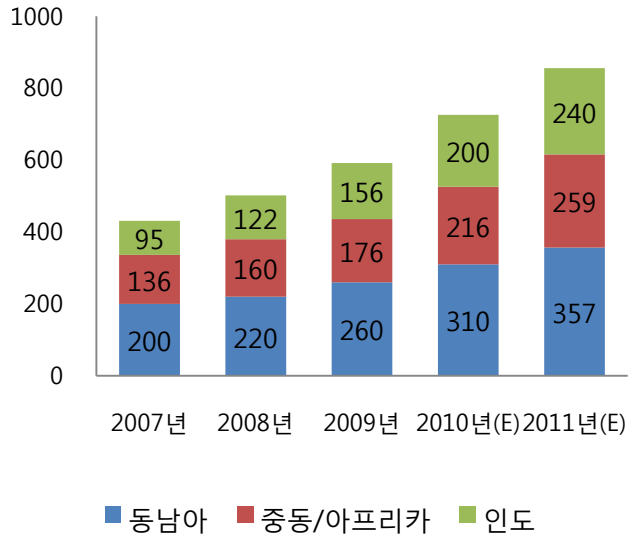
낮은 신용카드 사용률과 EMV 미도입 상태

중동 및 아프리카, 인도, 그리고 동남아시아의 스마트카드 시장은 지역별로 약간의 차이를 보이지만 대체로 동일한 특색을 보인다. 신용카드 보급률이 낮고 EMV의 국가적 도입이 이루어지지 않은 것이 그 특징이다. 즉, 스마트카드 시장의 태동 단계로써 향후 성장 여력이 충분하다. 특히 요즘 사용의 용이성과 안전성에 대한 인식이 높아지면서 도입이 빠른 속도로 증가하는 추세이다.

높은 성장률이 예상되는 신규 이머징 시장

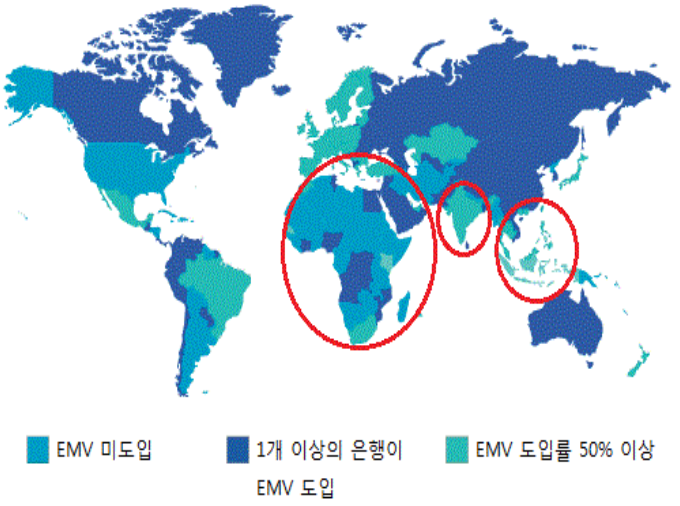
실제로 2000-2010년 평균 스마트카드 시장 성장률은 중동 및 아프리카 시장 29.9%, 인도 시장 28.2%, 그리고 동남아시아 시장 18.9%의 높은 수치를 보여줬다. 이를 토대로 향후 중동 및 아프리카 시장, 인도 시장에서는 20%, 상대적으로 조금 더 스마트카드 보급이 진전된 동남아시아 시장에서는 15%의 연간 성장률이 기대된다. 세계 평균 스마트카드 시장 성장률이 13%인 것을 감안하면 이머징시장의 성장성은 아주 높다.

그림 23. 이머징 스마트카드 시장 규모 (단위: 백만장)



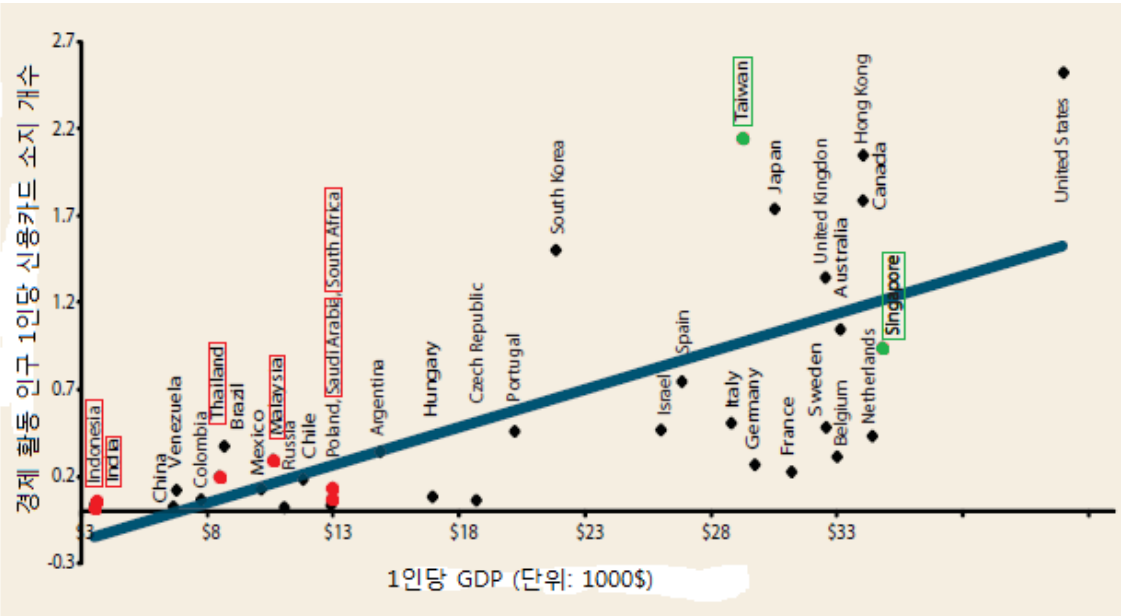
출처: Frost&Sullivan

그림 24. 세계 EMV 도입 현황(2009)



출처: EMVCO

그림 25. 국가별 신용카드 보급 현황 (단위: 백만장)



출처: International trade administration

과거 글로벌 대기업에게 유리했던 시장 특성

하지만 이런 높은 성장세를 보이는 시장에서 동사가 과연 매출 상승을 실현할 수 있을지에 대해 생각해보아야 한다. 보안성이 아주 중요한 스마트카드 시장의 특성상 자국 기업들의 기술력이 없는 상황에서, 기술과 보안성이 검증된 글로벌 대기업에게만 수주를 맡기려는 경향이 강했다.

신규 기업의 스마트카드 시장 진입 단계 (인증->시범수주->물량증대)

앞서 살펴보았듯이 신규 기업이 시장진입을 하려면 먼저 인증을 통과하여 품질과 기술력을 입증받은 후 소량을 수주하여 시범 사용을 하고 그에서 만족할 만한 결과를 얻는다면 물량 증대로 넘어간다.

물량 증대의 단계에 돌입한 동사!

그간 시범 수주를 받아온 동사는 올해 들어서 이 지역의 국가들에서 나이지리아 1000만장(100억 원) 수주 등 대규모 수주를 획득하고 있다. 아프리카는 작년 소규모 시범사용으로 고작 몇 천만원의 매출이었던 것을 감안하면 물량 증대에 따라 큰 폭의 매출 증가가 향후에도 이어질 것으로 전망된다. 또한 다른 기존의 거래처에서도 점차 거래액이 증가하는 추세로 물량 증대의 단계로 넘어가고 있다고 판단된다. 실제로 중동과 아프리카의 경우 기존의 모든 매출처에서 올해 수주 물량이 전년대비 증대되었다.

물량 증대의 좋은 예

1) 나이지리아의 수주

: Gemalto의 세컨 벤더로 진입하여 매출 발생

나이지리아 수주의 경우 전체 물량 중 40%에 해당하는 천만장을 Gemalto의 세컨 벤더로서 Gemalto가 독점하던 나이지리아 시장에 진입한 것으로 향후 4-5년간 꾸준히 발생할 고정 매출이다. 이 수주는 동사가 시범 사용을 거쳐 Gemalto에 뒤지지않는 동사의 품질과 가격 경쟁력을 인정받은 것으로 볼 수 있다.

2) 이집트의 수주

: 북아프리카 EMV시행의 전환수량 확보

동사는 북아프리카 최초로 EMV를 시행한 이집트의 초기 전환수량의 50% 이상(70만장, 7억 원)을 수주하는 데 성공하였으며 향후 2, 3, 4차가 예정되어 있다. 이집트 수주는 아프리카지역 EMV의 첫 도입이 자사의 제품인 KONA를 통해 이루어 진다는 점에서 향후 추가수주에도 긍정적 영향을 줄 것이 기대된다.

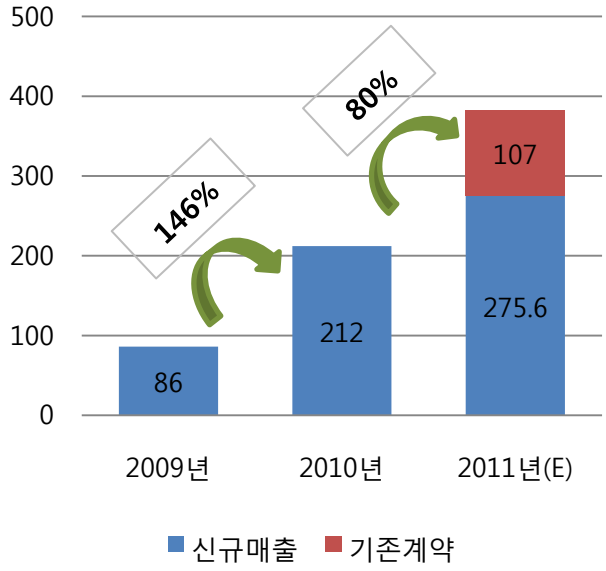
동사의 해외 매출 급증의 시기가 도래

동사의 경쟁력을 감안했을 때 앞으로 이머징 시장에서 대규모 수주가 본격화 될 것이다. 따라서 지금이 동사의 해외 매출 급증의 시기라고 할 수 있다. 실제로 전년 대비 올해 동사의 해외매출을 보면 2009년 신규 이머징 시장 지역 86억에서 2010년 212억으로 146% 증가를 보였으며 특히 인도에서의 매출 발생이 시작되었다는 점이 주목할 만하다.

2011년 매출 추정

이에 따라 동사의 2011년 개발도상국 금융 부문 매출을 추정해 보았다. 2010년 이 지역 금융부문 전체 매출은 약 212억이다. 이 중 나이지리아와 이집트의 107억의 경우 향후 4-5년간 발생할 고정 계약으로 내년에도 매출이 이어질 것이다. 이에 매출을 신규 매출과 기존 계약으로 나누어 추정하였다. 과거 추세를 보았을 때 대규모 수주 건을 제외하면 약 30%의 성장률을 보여왔는데 시장 성장률과 동사의 경쟁력을 감안했을 때 충분히 유지될 것으로 예상된다. 따라서 동사의 2011년 이머징 시장 금융 부문 매출은 382.6억으로 전년 대비 총 80%가량 성장할 것으로 예측된다.

그림 26. 이머징시장 2011 금융부문 매출 추정(단위: 억 원)



출처: IR자료, Research Team Smart

그림 27. 이머징시장 2011 공공부문 매출 추정(단위: 억 원)

	2 위 선정 건수	실패 건수	예상금액
S1	0	3	0
S2	1	2	30
S3	2	1	60
S4	3	0	90

신규매출	S2	30
확정매출	인도	30
	태국	170
	합계	200
총 예상 매출		230

출처: IR자료, Research Team Smart

3.2 공공부문

신규 이머징 시장에서 증가하는 수요를 보이는 공공부문

중동 및 아프리카의 경우 이민문제와도 결부되어 국가의 체계적인 인구 관리 필요성이 높아지면서 현재 국가적으로 활발하게 전자주민증과 같은 공공부문 스마트카드 도입이 추진되고 있다. 인도와 동남아 정부들도 활발히 공공부문 프로젝트를 추진하는 중으로 향후 공공부문의 큰 수요가 예상된다.

초대형 공공 프로젝트들을 계획중인 인도 정부

특히 인도의 경우 정부에서 2012년까지 약 6억장의 전자주민증의 발급을 목표로 하고 있으며 그 외에도 여권 8억장, 보험 5억장, 운전 면허증 4.8억장의 대규모 프로젝트를 계획하고 있다. 엄청난 인구에서 오는 초대형 규모에 여러 글로벌 대기업들이 수주를 노리고 있으며 동사도 그 중 하나이다.

인도 시장의 특성

: 별도 인증과 현지 법인 요구

인도시장은 글로벌대기업의 경쟁이 치열한데 인도시장 진출을 위해서는 현지 회사가 있어야 하며 인도 정부가 요구하는 별도 인증인 SCOSTA인증이 반드시 선행되어야 한다. 이 인증은 고도의 기술력을 요구하여 글로벌 대기업과 동사만이 인증을 확보한 상황이다.

Gemalto를 제치고 인도 공공부문 진출 중인 동사

전자주민증의 경우 해안가에 국한된 Coastal ID 1000만장 수주에 인도 현지 기업의 세컨벤더로 Gemalto를 제치고 수주에 성공하여 30억 원의 매출이 내년에 발생할 예정이다. 그 외에도 인도 공공부문에서는 전자 헬스카드 수주에 성공하여 100만장(10억 원)의 판매를 기록했다.

공공 프로젝트 수주 가능성이 충분한 동사

앞서 다루었듯 동사는 태국에서 글로벌 대기업인 Gemalto, Oberthur, G&D를 제치고 태국, 인도에서 공공부문 수주를 획득한 경험이 있으며 공공부문의 경우 입찰을 통해 선정이 이루어지는데다 인증을 획득한 이상 기술은 동등한 것으로 취급되기에 동사의 가격 경쟁력이 중요하게 작용할 것이다. 이에 대규모 공공 프로젝트 수주 가능성이 충분하다고 보인다.

동사는 다양한 국가의 공공부문 수주 대기중

동사는 이번 Coastal ID 수주를 발판으로 향후 인도 전역으로 수주 확대를 노리고 있다. 그외에도 동사는 남아프리카공화국의 전자 면허, 아프가니스탄의 NID, 파키스탄 NID에 입찰하여 결과를 기다리는 중이다.

2011 매출추정

공공부문 매출 추정에 있어서는 신규 매출에서는 현재 입찰 중인 3개의 수주 건의 성공 여부에 따라 시나리오를 세웠다. 각각 수주 규모는 1000만장으로 동일하며 1위 기업으로 선정될 시 700만장 가량, 2위 기업의 경우 300만장 가량을 수주하게 된다. 글로벌 경쟁사 및 로컬 기업과의 경쟁을 감안했을 때 1위는 힘들다는 것이 본 리서치 팀의 판단이며, 수주에 따라 세 개의 시나리오를 나누어 보았다.(S1: 2개 부문 2위 선정, S2: 1개 부문 2위 선정, S3: 1개 부문 2위 선정) 본 리서치 팀에서는 동사의 최근 인도 수주 건을 감안했을 때 S2 시나리오의 가능성이 충분하다고 판단하여 이에 따라 매출액을 추정하였다. 그리고 이에 인도 Coastal ID 수주 30억 원과 태국 수주의 이월분 170억 원 더한 결과 2011년 매출을 230억 원으로 예상한다.

IV. 경쟁사 분석

1. 국내 경쟁사

국내 경쟁사는 유비벨록스, 삼성SDS

국내 시장에서 스마트카드 사업을 하고 있는 회사로는 IC코리아, 솔라시아, 유비벨록스를 꼽을 수 있다. 이 중 솔라시아는 주로 통신관련 스마트카드 사업을 하고 있는데, 최근 KT수주마저 동사에게 빼앗기며 수익이 급격히 악화되고 있어 경쟁사 분석에서 제외하였고, IC코리아는 동사의 주력 사업인 금융부문에는 비중이 없어 제외하였다.

유비벨록스는 COS기술이 없어 점유율악화 & 해외 진출 불가!

가장 비교할만한 기업은 국내에서 금융부문 스마트카드 사업을 하고 있는 유비벨록스이다. 유비벨록스와 동사의 가장 큰 차이는 COS 기술력이다. 유비벨록스는 매출의 60%가 Gemalto의 COS를 구입하여 판매하는 상황으로 독자적인 COS기술을 바탕으로 KONA브랜드를 세계에 알리고 있는 동사와는 차이가 크다. 이에 따라 2008년에 유비벨록스의 금융부문 점유율이 30~40%를 이르던 것에 비해 점차 점유율이 낮아지고 있어 점차 모바일 산업쪽으로 BM을 변환 중이다. 또한 COS기술력이 높지 않아 인증이 부족하여 해외 시장 매출도 아직 미진하기 때문에 동사에 큰 위협이 되지는 않을 것으로 보인다.

2. 해외경쟁사

보다 중요한 건 해외 글로벌 회사!

해외 시장의 매출 비중이 급격히 커지고 있는 동사에게는 Gemalto, G&D, Oberthur, Watchdata 등의 글로벌 기업들이 더 위협적이다. 하지만 본 리서치 팀은 동사가 글로벌 기업들 틈 속에서도 꾸준한 매출 신장을 보일 것이라고 판단한다.

가장 중요한 건 기술력과 인증!

그 이유는 먼저 투자포인트 1에서 언급하였듯이 동사가 글로벌 기업 못지 않은 기술력을 바탕으로 인증을 확보하고 있다는 점이다. 스마트카드 사업의 경우 인증을 따기까지의 과정이 어렵지만 인증만 있으면 수주 입찰에 참여가 가능하다.

그 다음은 가격과 기업의 인지도! 동사도 충분히 경쟁력 있다!

그 후에는 가격과 기업의 인지도가 중요한 요소라 할 수 있는데 앞에서 언급했듯이 동사는 낮은 인건비를 바탕으로 5%정도의 가격 경쟁력을 가지고 있다. 가장 큰 경쟁사인 Gemalto의 경우 기존의 가격이 형성되어 있고, 영업이익률이 높지 않아 가격을 내리기가 어렵다. 기업의 인지도 측면에서는 동사가 아직 부족하나 최근 태국 NID사업 등 수주에 성공하며 점차 KONA브랜드가 국제적인 인지도를 쌓아가고 있다.

비가격적 강점
- '갑'이었던 글로벌 업체의 느린 서비스 대비 동사의 빠른 서비스

또한 서비스에서도 동사는 강점을 가진다. 글로벌 업체의 경우 기존 과점 시기에 '갑'위치에서 일방적으로 제품을 판매하는 상황이었다. 따라서 발주자의 요구에 대한 대응 능력과 서비스 능력이 떨어질 수 밖에 없다. 하지만 동사는 후발 주자로서 서비스 부분을 강화하여 글로벌 업체보다 빠르게 대응하면서 비가격적 강점을 부각시키고 있는 상황이다.

진입이 힘든 시장에서 이제 의미있는 수주를 하고 있는 상황!
고생 끝에 낙이 올 시기!

물론 스마트카드는 보안성이 가장 중요하므로 Vendor를 쉽게 바꾸지 않는 특성이 있다. 그로 인해 동사는 2000년대 초반부터 해외 영업을 시도했으나 쉽게 매출이 발생하지 않았다. 하지만 지금은 동사가 기술력과 가격 경쟁력, 빠른 서비스 대응을 통해 해외에서 중요한 수주 건을 성공하면서 수많은 거래처로부터 시범 물량을 공급하고 있는 단계이다. 수년 간의 고생 끝에 이제 매출이 터질 수 있는 시기가 온 것이다.

Watchdata는 기술력이 형편 없음.

후발 주자로 꼽을 수 있는 Watchdata는 중국의 스마트카드 기업으로 가격 경쟁력을 가지고 있으나 제품의 품질과 기술력이 현저히 떨어지는 상황으로, 자국 내 수요의 90%를 장악하고 있어 세계 점유율이 높을 뿐이다. Watchdata는 COS기술이 부족하여 동사, Gemalto 등으로부터 제품을 구입하고 있으며 기술격차는 5년 이상 나는 상황이다.

따라서 동사는 국내에서 유일하게 글로벌 기업과 경쟁할 수 있는 기술력을 갖추고 있고, 그 외에도 가격 경쟁력과 인지도를 갖추어 나가고 있으므로 글로벌 기업에 밀리지 않는 상황이라고 판단된다. 괜히 Gemalto에서 자꾸 M&A 시도를 하겠는가.

Ⅴ. Risk & Issue

Risk 1. BW(신주인수권부사채)

동사의 BW는 주가의 발목을 잡아왔다

동사가 해외 매출이 급격히 커지고, 이익률이 좋아지고 있음에도 주가의 발목을 잡아온 것이 많은 BW물량이다. 동사는 유상증자를 시행하지 않고 대신 네 차례에 걸쳐 BW를 발행해 왔는데, 현재 남은 BW물량은 270만주 가량으로 현재 주식 수 840만주를 감안하면 상당히 많은 양이다.

일반적으로 BW가 주가에 악영향을 미치는 이유 두가지는 다음과 같다.
1) BW 전환에 따른 매도 물량의 압박
2) BW 전환으로 인한 EPS희석

동사의 BW물량 부담은 크지 않다

먼저 동사는 1)로 인한 압박이 크지 않다. 그 이유는 동사의 BW 270만주 중 200만 주를 CEO가 보유하고 있기 때문이다. 동사는 해외 기업으로부터 지속적인 M&A제의를 받고 있어 경영권 방어를 목적으로 CEO가 BW를 보유하고 있다. 현재 보유 주식 30%에다가 전환 물량을 보유하는 경우 보유 비율이 43%가량이다. 따라서 이 BW에 대해서는 물량 부담이 없는 상황이고, 과거 발행되었던 80만주 가량의 물량을 OSSF가 보유하고 있었는데 올해 모두 매도하여 과거 BW 물량의 압박도 없어졌다. 따라서 2011년 6월부터 전환되는 4회차 물량 71만주(전체 8%가량)가 매도 물량으로 판단되는데, 이들 대부분이 은행들이 보유하고 있는 상황으로 부분적으로 블록딜로 매매가 이루어질 것이기 때문에 큰 문제는 되지 않을 것이다.

EPS희석 효과는 Valuation에 반영!

2)의 경우에는 동사의 과거 경험을 비추어 봤을 때 당장 2011년에 모든 BW가 전환될 가능성은 높지 않다. CEO가 괜한 부정적 Signal을 피하고자 3회차 BW전환도 아직까지 하지 않은 상황이기 때문에 2011년에 4회차 물량을 전부 BW로 전환할 가능성이 높지 않기 때문이다. 하지만 BW 전환에 의한 EPS희석 효과는 보수적으로 Valuation에 반영해 놓았다.

그림 28. 케이비티 BW 잔여 현황

	조정일(CEO)	한국산업은행 외	비고(전환일자, 전환가)
3회차	698433	-	2008.12.28 ~ 2011.11.28 / 6,380원
4회차	1331224	716812	2011.6.25 ~ 2014.5.24 / 10,742원
합 계	2029657	716812	

출처: 사업보고서

Risk 2. 환율

동사는 2010년 가이던스 기준 전체 매출의 55%가 수출에 의존하고 있고, 그 비중은 점점 더 늘어날 전망이다. 이에 따라 환율 리스크에 노출되어 있다.

원재료를 달러로 사오기 때문에 자동 헷지!!

하지만 동사는 원재료인 COB를 달러로 사오기 때문에 자동 환율 헷지를 하고 있는 상황이다. 2010년 상반기 기준 매출원가율이 63.8%로 수출 비중 55%와 큰 차이가 나지 않고 있다. 최근 국제적으로 환율이 큰 이슈가 되며 정부에서 민감하게 대응하고 있는 상황이기 때문에 원/달러 환율은 큰 변동 없이 완만한 하락세가 예측되는 상황이다. 여기에 동사의 자동헷지를 감안하면 단기간 내에 환율로 인한 큰 손실은 없을 것으로 전망된다.

Issue 1. 국내 전자주민증

2013년부터 전자주민증 도입예정

지난 9월 14일, 주민등록개정안이 국무회의를 통과하여 전자주민증 이슈가 화제가 되고 있다. 정부가 제시한 청사진은 2013년부터 전자주민증을 도입하여 2017년까지 보급을 마무리하겠다는 것이지만, 지난 1998년과 2006년에도 계획을 추진하던 도중에 개인정보유출 및 정부의 국민 통제를 우려하는 여론 때문에 무산되었던 전력이 있던 만큼 아직까지는 전자주민증 보급 여부가 불투명한 편이라고 할 수 있다.

가능성이 높은 전자주민증 도입

하지만 전자주민증이 주민등록번호와 주소, 지문을 IC칩 안에 저장하기 때문에 정보유출의 위험이 오히려 낮다는 점, 해외에서도 개인정보 유출 사고가 거의 없을 만큼 기술력이 높아졌다는 점, 또한 향후 시장여건에 따라 금융, 통신, 보안 등 다른 부문과 연동되어 유용하게 활용될 수 있다는 점 때문에 지난 번보다는 반대여론이 적은 편이기 때문에 향후 추이를 계속 지켜봐야 할 것으로 보인다.

시장규모는 최소 2,200억 원 + 지속적인 교체수요

만약 전자주민증 보급이 시작된다면 수천 억 원 규모의 새로운 시장이 생기게 되는 셈이다. 행안부에서는 전자주민증 발급에 장당 6700원, 총 2200억 원의 비용을 예측했지만, 각계 전문가들은 장당 1만~1만 3천원, 총 3500억 원을 예측한 바 있으며 감사원 감사에서는 6500억 원을 예측한 바 있다. 또한 도입 이후에도 지속적인 교체수요가 발생하게 된다.

동사의 장점

1) 태국 전자주민증 수주 경험

2) 국내기업 .

전자주민증 사업에는 스마트카드가 사용되는데, 이를 동사가 수주할 가능성이 높다. 왜냐하면 동사는 국내 기업 가운데 유일하게 전자주민증 사업을 수주(태국 NID, 인도 Coastal ID)한 경력이 있으며, 국민 정보를 다루는 사업의 특성상 외국기업에 생산을 맡길 가능성은 높지 않기 때문이다.

국내 전자주민증 사업은 향후 사업확대를 위한 Reference!!

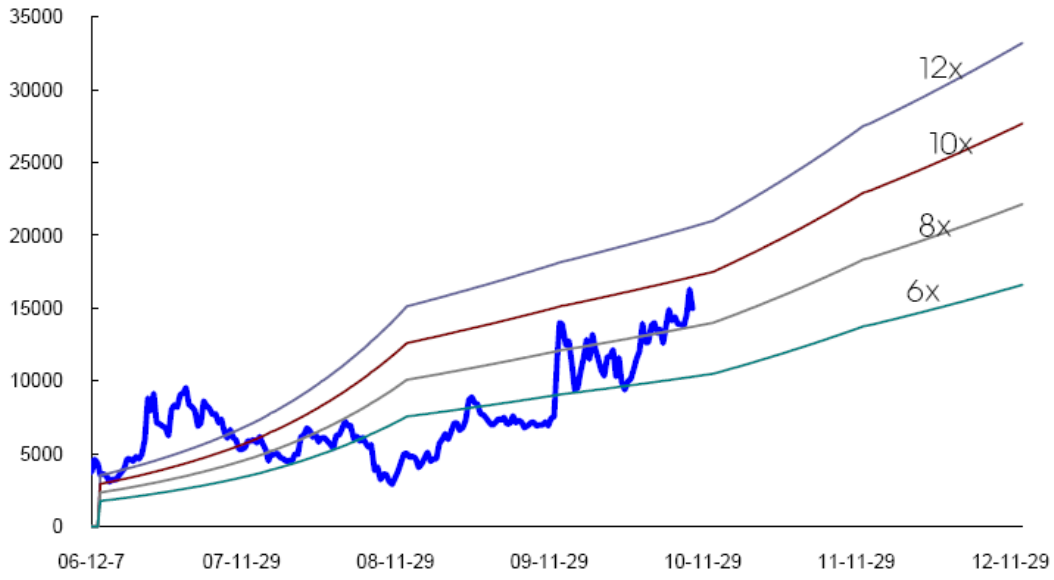
전자주민증 사업은 국책사업인 만큼 수익률은 그리 높지 않을 것으로 예상되나 사업을 수행함으로써 Reference를 얻게 되고, 동사의 브랜드가치가 향상되어 추후 해외시장의 영업력이 강화될 것이라는 점, 따라서 추후 해외 공공부문 사업 확대가 더욱 탄력을 받게 될 것이라는 점을 감안하면 앞으로 계속 주목해야 할 만한 이슈라고 판단된다.

VI. Valuation

동사의 Valuation방법으로 PER Method를 활용하였다. 절대적 Valuation을 사용하지 않은 이유는 동사가 본격적인 해외 매출이 발생하는 상황에서 매출액을 5년 이상 장기적으로 추정하는 것이 부정확할 수 있다고 판단하였기 때문이다. 또한, 동사의 경우 국제적으로 영업을 하고 있는 상장된 경쟁사가 Gemalto 뿐이기 때문에 많은 기업과의 비교를 통한 Valuation도 불가능하다.

PER METHOD

1. 적정 PER 산출



<출처: Quantwise>

Historical PER는 6~10

동사의 과거 PER추이를 살펴보면 6~10정도로 나타나고 있다. 동사의 경우 BW이슈 및 BW전환 매도 물량등으로 인해 주가의 변동성이 상당히 크게 나타났다.

동사에 대해서 본 리서치 팀은 적정 PER로 10을 제시한다. 기본적으로 PER산정은 매우 보수적으로 이루어졌다.

Gemalto(PER 15.8) 와의 비교 : 동사의 수익성, 성장성을 감안하면 PER 10은 보수적 추정.

먼저 동사와 비교할 만한 해외 기업은 Gemalto이다. Gemalto의 PER를 살펴보면 2009년 17.4, 2010년말 Consensus 기준(출처 : Datastream) 15.8 정도로 나타나고 있다. 동사가 Gemalto보다 규모는 훨씬 작지만 Gemalto가 성장성이 둔화되고 있는 반면 동사는 현재 본격적인 해외 매출 증대로 성장기에 있다. 또한 수익성에서도 2배 이상의 차이를 보이고 있다. 따라서 Gemalto의 글로벌 1위라는 위치를 감안하더라도 PER 10은 상당히 보수적이라고 할 수 있다.

유비벨록스(PER 9.8) 와의 비교
: 자체 기술과 해외 매출이 거의 없는 유비벨록스보다 동사가 훨씬 유리. PER 10은 보수적이다.

비교할만한 국내 경쟁사 유비벨록스의 2010년 Consensus PER수치(출처 : WiseFn) 9.8와 비슷한 수준이다. 동사는 국내 경쟁사와 달리 내수 위주의 매출에서 벗어나 수익성과 성장성이 훨씬 높은 해외 시장에서 큰 폭의 성장을 달성하고 있고, 국내에서 유일하게 독자적 기술을 바탕으로 글로벌 기업과 경쟁하고 있다는 점에서 PER 10이라는 수치는 역시 보수적이다.

과거 고점 수준
- 내수에서 해외로의 성장 중이므로 무리가 없다!

PER 10은 Historical PER의 고점 수준인데 동사가 과거의 내수 위주의 기업에서 해외 매출의 비중을 늘려가며 기업이 크게 변화하고 있으므로, Hitorical PER의 상단 정도는 무리가 없다. 또한 2011년 6월까지 BW매도 물량이 없고, 그 이후에도 CEO의 보유부분이 많다는 점을 앞에서도 언급하였다. 현재 해외 매출이 폭발적으로 증가하면서 성장성과 수익성을 모두 갖추어 나가는 상황에서 동사는 과거의 PER 고점 수준은 합리적인 추정이라고 판단된다.

따라서 본 리서치 팀에서 제시하는 동사의 적정 PER은 10이다.

2. EPS추정

매출액 추정

동사의 매출액 추정은 국내 매출 / 해외- 금융 / 해외- 통신, 공공 / 해외- 태국NID로 나누어 추정하였다. 해외 매출을 세가지로 나눈 이유는 금융이 가장 의미있는 성장을 하고 있는 상황에서 통신, 공공부문과 태국NID를 합쳐서 추정하는 것이 부정확하기 때문이다.

국내 매출액

국내 매출액은 큰 변화없이 유지될 것으로 추정하였다. 그 이유는 국내 시장도 완만히 성장하고 있으나 수익성이 안되는 부분을 과감히 포기하며 동사가 해외에 집중하고 있기 때문이다. 그럼에도 동사가 국내 금융부문 1위를 유지하고 있고 KT에 안정적인 공급을 하고 있으므로 향후 큰 변동없이 유지될 것으로 예상된다. 동사의 10월 21일의 KRX IR EXPO에서 제공한 가이던스에서는 매출 5%정도의 감소를 예상했으나 실제로 11월 26일 본 리서치 팀의 기업 방문 시 가졌던 IR과의 인터뷰에 따르면 국내 매출은 소폭 상승하고 있다고 한다.

해외 매출액

해외 매출액은 투자포인트 2의 내용을 바탕으로 추정하였다. 2011년 기준 미주, 유럽 지역 금융부문 매출액은 178억 원정도로 예상되고, 중동, 인도, 동남아 지역에서는 금융, 공공부문을 포함하여 442.6억 원의 매출액이 예상된다 본 2010년 매출액 추정은 동사의 가이던스와 차이가 상당히 많이나는데 그 이유는 태국 NID부문 매출의 상당부분(170억 원)이 2011년으로 이연되었기 때문이다.

매출액 추정	2008 년	2009 년	2010(1H)	2010 년(E)	2011(E)
총매출액	70141	64812	45552	85304	127675
매출액성장률(국내)				0%	0%
매출액(국내)	38268	48615	23592	48615	48615
매출액(해외- 금융)	8883	15625	14892	27545	56060
매출액(해외- 통신, 공공)	0	8	68	144	6000
매출액(해외- 태국 NID)	22990	0	6000	9000	17000
가중평균성장률		-8%		32%	49%

(단위: 백만원)

EPS 추정	2008 년	2009 년	2010 년(E)	2011(E)
총매출액(백만원)	70141	64812	85304	127675
영업이익률	13.20%	12.60%	21.30%	23.10%
영업이익(백만원)	9259	8166	18170	29493
영업외손익(백만원)	-2332	238	-1000	-1000
당기순이익(백만원)	7498	9459	13015	21598
기본 EPS(원)	1269	1248	1538	2552
희석 EPS(1) (원)			1318	2186
희석 EPS(2) (원)			1161	1926
주식 수	11,209,311	희석 EPS(2)		1,926
적용 PER	10	적정 주가		**19,260**

영업이익률

동사의 영업이익률은 2010년, 2011년 점차 상승할 것으로 보인다. 그 이유는 해외 매출이 증가하면서 영업이익률이 큰 폭으로 개선되고 있기 때문이다. 2010년 영업이익률은 3분기까지의 누적 실적을 바탕으로 추정하였고, 2011년은 동사의 국내, 해외 영업이익률과 매출 비중을 감안하여 추정하였다.

영업외손익

동사의 영업외 손익에서 비중이 큰 것은 이자수익 및 이자 비용이다. 2009년에 동사의 부채비율이 70%정도일때는 이자수익과 이자비용이 거의 비슷한 수준이었으나, 2010년 BW발행으로 인해 부채 비율이 140%정도까지 올라갔으며 이 수치는 2008년(120%)과 비슷한 수준이다. 2008년 당시 이자비용 – 이자수익이 10억정도 나왔고, 2010년 상반기에 5억정도 나온 것을 감안하여 2010, 2011년에 영업외손익이 10억정도로 유지될 것으로 추정하였다.(2008년 추가적인 영업외 손실은 외환차손으로 동사가 해외 매출 비중이

늘면서 자동헷지가 되고 있으므로 향후 환율로 인한 손실은 없을 것으로 추정하였다.)

희석 EPS

BW전환 정도에 따라 EPS를 나누어 계산하였다.

희석 EPS(1) = CEO의 4회차 BW가 전환되지 않을 경우.
희석 EPS(2) = CEO의 4회차 BW가 모두 전환되는 경우.

본 리서치 팀에서는 실제로 4회차 CEO의 BW행사 가능성은 높지 않으나, Valuation에서는 보수적으로 모두 전환된 경우의 EPS를 사용하는 것이 더 시장의 불안감을 반영한 방식이라고 판단하였다. BW가 전환되지 않고 남아있다는 것이 기존 주주에게 Risk로 다가갈 수 있으므로, 모두 전환되는 경우를 가정하여 Valuation을 하는 것이 보다 보수적이고 안정적인 판단이라고 생각된다. 이에 따라 추정한 2011년말 EPS는 1,926원이다.

10(적정 PER) X 1,920(BW모두 전환 가정시의 희석 EPS) = 19,260

이러한 추정을 바탕으로 제시하는 2011년 말 적정 주가는 19,260원으로 상승여력은 44%이다.

상기 Valuation에 포함시키지 못한 동사의 주가에 추가로 영향을 줄 수 있는 요소는 다음과 같다.

1. BW전환을 통한 현금 유입

상기 Valuation에서는 BW가 모두 전환된다는 가정하에 EPS를 추정하였다. 실제로 BW가 전환되면 전환가(모두 전환시 260억 원)만큼 현금이 유입되기 때문에 부채 상환, M&A 등 활용 여부에 따라 동사의 실적이 변화될 수 있다. 동사의 경우 적극적인 M&A를 통해 해외 진출을 하고자 하는 의지를 보이고 있어 전환 현금이 EPS에 주는 영향을 추정하는 것이 어렵다. 따라서 상기 PER METHOD에서는 이 부분이 반영하지 못하였다. BW전환을 통한 현금 활용 여부도 살펴볼만 한 부분으로 보인다.

2. 2012년 태국 NID 3차 수주

살펴보았듯이 동사의 해외 매출중 태국 NID 수주는 상당히 큰 부분을 차지한다.(수주 한 건당 250억 원 가량) 이 수주는 2년 간격으로 발생하는데 동사는 1, 2차 수주를 성공적으로 수행하고 있어 3차 수주(2012년)의 가능성이 아주 높다. 따라서 2011년 말 기준으로는 이러한 매출 신장에 대한 기대감이 더 반영될 수 있을 것이다.

Appendix

손익계산서

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	189	326	701	648
매출원가	120	250	503	473
매출총이익	68	76	198	175
판관비	56	58	106	93
인건비	20	24	34	35
감가상각비	4	2	1	1
무형자산상각비	5	6	10	12
연구개발비	0	0	0	0
마케팅비	0	1	2	1
기타 판관비	26	25	59	44
영업이익	12	18	93	82
영업외손익	2	5	-23	2
이자손익	-2	-3	-8	-9
지분법손익	0	0	0	0
외환차손익	0	-0	2	8
외화환산손익	1	-2	-16	0
기타 영업외손익	2	9	-1	3
세전계속사업이익	15	23	69	84
법인세비용	0	-8	-6	-10
당기순이익	15	31	75	95
EPS	294	518	1,261	1,384

대차대조표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	173	360	416	505
현금 및 현금등가물	67	141	112	187
매출채권	49	48	158	102
재고자산	45	143	122	168
비유동자산	68	135	162	227
투자자산	6	55	59	87
유형자산	43	40	40	40
무형자산	15	26	40	53
자산총계	242	495	578	732
유동부채	66	125	187	280
매입채무	20	79	80	91
단기차입금	10	16	10	35
유동성장기차입금	20	13	82	112
비유동부채	41	179	124	22
사채	24	162	109	0
장기차입금	8	4	1	10
부채총계	107	303	311	302
자본금	25	30	30	38
자본잉여금	107	128	128	209
이익잉여금	15	46	121	194
자본조정	-11	-11	-11	-12
자본총계	135	192	266	430

현금흐름표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	13	-16	18	124
당기순이익	15	31	75	95
비현금수익비용가감	16	16	48	31
감가상각비	7	3	3	3
무형자산상각비	6	6	11	13
외화환산손익	2	-2	-14	0
지분법평가손익	0	0	0	0
기타	3	8	49	15
영업활동으로인한 자산부채	-18	-63	-105	-2
투자활동 현금흐름	-12	-68	-17	-127
유형자산 투자	1	2	2	4
유형자산 처분	1	6	0	0
무형자산 증감	4	16	18	23
지분법자산 증감	0	0	0	26
기타	-7	-56	4	-74
재무활동 현금흐름	23	160	-19	11
단기IBD 증감	18	-1	64	55
장기IBD 증감	-0	135	-57	-100
자본증감	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	-21
기타	5	25	-26	77
순현금흐름	24	76	-17	8
기초현금	7	32	107	90
기말현금	32	107	90	98

주요투자지표

	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	-184.1%	14.0%	280.4%	-8.2%
EBIT성장률 %	-118.6%	-14.6%	135.0%	-4.5%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	36.1%	23.3%	28.3%	27.0%
EBITDA margin %	13.0%	8.6%	15.1%	15.0%
EBIT margin %	6.6%	5.6%	13.2%	12.6%
세전이익률 %	7.8%	7.1%	9.9%	13.0%
당기순이익률 %	7.8%	9.5%	10.7%	14.6%
Stability Ratios				
부채비율 %	79.2%	158.1%	116.8%	70.3%
순부채비율 %	-4.5%	28.5%	33.8%	-6.9%
유동비율 %	262.1%	288.8%	221.9%	180.2%
당좌비율 %	193.6%	174.0%	157.0%	120.3%
이자보상배율	437.6%	389.8%	617.2%	553.5%
Performance Ratios				
ROE %	10.9%	16.1%	28.2%	22.0%
ROA %	6.1%	6.2%	13.0%	12.9%
ROIC %	2.5%	2.1%	5.7%	5.2%
Per Share Ratios				
BPS	2,698	3,224	4,478	6,292
DPS	-	-	348	333

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.