

2010년 11월 13일

아이디스 (054800)

BUY

만년 히든 챔피언? 이제는 슈퍼스타!

✓ 점점 커지는 밥상, 셋이 먹다가 둘이 죽었네!

국내 보안서비스업이 지속적으로 성장하면서 국내 보안시장의 대표기업인 삼성테크원과 에스원의 실적이 상승하고 있다. 반면 동사의 경쟁기업들은 배임행위 등으로 시장에서 퇴출되거나 가격경쟁력에서 밀리는 등 부진을 보이고 있는데, 이러한 우호적 환경 속에서 동사의 내수 ODM 및 브랜드매출은 꾸준히 증가하고 있다.

✓ 신성장동력 발굴! 해외 리테일 시장의 개척

해외시장에서 동사가 기존에 택했던 영업전략은 주력 고가 제품을 ODM 방식으로 판매하는 것이었으며, 이를 통해 매출에서 수출이 차지하는 비중을 꾸준히 확대해 왔다. 그러나 동사는 현상 유지에 안주하지 않고 ODM 으로 커버하기 어려운 수요를 흡수할 신성장 동력인 리테일 시장을 개척 중이다. CCTV의 선진시장 북미와 유럽을 필두로 확대되고 있는 리테일 매출은 안정적인 거래처를 확보하며 충분한 성장 가능성을 암시하고 있다.

✓ NVR 시대가 도래해도 난 괜찮아!

국내 1위, 세계 3대 DVR 업체인 동사에게 항상 따라다니던 우려인 NVR 시대의 도래. 하지만 가격이 비싸고, 그 가격을 감수할만한 수요가 발생하지 않고 있으므로 NVR 시대는 당장 도래하지 않을 것이다. 설사 NVR시대가 일찍 도래하더라도 이미 NVR 제품을 갖추고 있는 동사는, DVR 산업의 노하우를 바탕으로 NVR 산업에서도 충분히 대응해 나갈 것이다!

적정주가:

23,128원

현재주가:

17,800원 (11/12 기준)

상승여력: 29.9%

시가총액	1,849억 원
ROE	14.59%
ROA	11.97%
영업이익률	20.93%
배당수익률	1.46%
P/E Ratio	9.28
P/B Ratio	1.27

주요주주:

김영달(외 2인) 19.92%

아이디스 자사주 15.61%

Templeton Aset 10.57%

한국투자밸류 9.83%

엔엑스씨 9.42%

외국인 지분율 27.21%



리서치 5팀

팀장 : 송종은

팀원 : 원철진

윤희승

이아네스

조창현

I. Industry: 영상 보안산업

영상 보안산업이란?

**영상 보안 산업은
1960년대 이후 꾸준히
발전 중**

영상 보안 산업은 인간의 가장 기본적인 욕구인 '안전'에 관한 산업으로 국민의 소득 수준이 좋아질수록 함께 성장하는 성격을 갖는다. 국내 같은 경우는 '60년대 미군기지의 인력경비를 시작으로 '80년대 시스템 경비 이후 '90년대 양적인 성장을 맞게 된다. 이후 '00년대부터는 국가적 차원에서의 보안 수요가 급증하며 사회 전 영역으로 확산하고 있는 상황이다. 영상 보안 산업은 선진국형 산업으로 해외 역시 선진국을 중심으로 크게 발전해왔다.

**하지만 2009년은 글로벌
금융위기로 성장성
주춤**

'09년 글로벌 금융위기로 보안 산업에 대한 투자가 전반적으로 위축되었다. 보안 산업은 기본 욕구(안전)에 의한 것으로 경기변동의 영향을 비교적 적게 받는 것이 특징이나 '09년 글로벌 금융위기 당시 큰 타격을 입었던 주요 국가가 북미, 유럽 등의 보안 강국이었던 때문에 영상 보안 산업의 성장성 전반에 타격을 주었다.

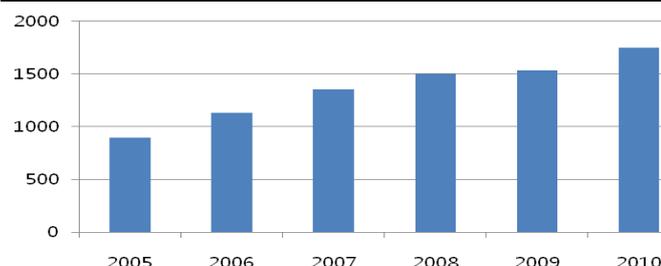
**2010년은 실적 회복중
-내수: 국가적 차원의
투자 급증**

하지만 올해 들어 이전의 성장성을 빠르게 회복하고 있다. 국내의 경우 국가 공공기관을 중심으로 정책적으로 보안산업을 육성하고 있다. 인천시 같은 경우 '14년까지 CCTV를 약 1,450대를 증설할 계획이고 천안시는 추가적으로 600대 이상을 추가 설치한다고 발표했다. 또한 행정안전부는 1,100억 원의 예산을 들여 전국적으로 CCTV 통합관제센터를 확충하기로 결정했다. 실제로 국내 CCTV는 '08년 8,761대에서 올해 약 3배 이상 증가하며 28,397대로 늘었다. 이처럼 국가적 지원을 바탕으로 국내 보안산업은 지속적으로 성장할 것으로 보인다.

**2010년은 실적 회복중
-해외: 기존 보안 강국
과 신흥국가가 전반적
인 성장을 이끌 것**

해외 보안 산업 역시 과거의 성장세를 회복할 것으로 보인다. 보안 설비가 세계 최고 수준으로 잘 갖춰져 있는 서유럽의 경우 2006년 이후 2009년을 제외하고 현재까지 약 6~7%씩 성장하고 있고, 보안 시장 규모의 약 37%를 점유하고 있는 북미 시장 역시 최근 총기 사건, 테러 등의 사건 등으로 보안 수요가 연 평균 8.3% 성장하고 있다. 2011년 이후로는 기존 보안 강국인 서유럽, 북미지역중심으로 신흥국가가 세계 전반의 보안 산업의 성장을 이끌 것으로 보인다.

자료 1. 세계 DVR 매출규모 추이 (단위: 백만 \$)



출처: JP Freeman, Research Team 5

자료 2. 국내 CCTV 확대 예정

지역	CCTV 확대 규모
인천시	2014년까지 1450대
천안시	2014년까지 600대
각 기초지방자치단체	2014년까지 총 1100억 원의 예산으로 CCTV 통합관제센터 설치

- 2008년 8,761대에서 2010년 28,397대로 약 3배 이상 증가

출처: CCTV NEWS, Research Team 5

영상 보안 기술의 변화

영상 보안 기술의 변화

AVR > DVR > NVR

영상 보안 산업의 기술은 꾸준히 발전해왔다. 가장 초창기의 CCTV는 AVR(Analog Video Recorder)방식의 장치였다. 쉽게 말해 비디오 테이프로 영상을 저장하는 가장 기본적인 형태로 이는 90년대 중·후반부터 DVR(Digital Video Recorder)로 대체되기 시작했다. 단어 그대로 과거 비디오 테이프(아날로그)로 저장되던 방식에서 PC에 디지털 영상으로 저장되는 방식으로 변화한 것으로 현재의 영상 보안 산업의 대부분을 이루고 있다. 그리고 이 기술은 새로운 기술인 NVR(Network Video Recorder) 방식으로 대체 될 것으로 보인다. DVR에서 한 단계 발전해 기존 기술에서 네트워킹 기능을 추가한 것으로 향후 보안산업을 이끌 기술이다. 각 기술의 자세한 내용과 대체과정은 뒤에 있을 기업소개와 NVR대체 이야기에서 자세히 다루고자 한다.

영상 보안산업의 KSF

보안산업의 KSF

1. 기술경쟁력

- 안정성 있는 제품

So, R&D가 중요

보안산업의 특성상 보안 영상 제품의 기술경쟁력은 안정성이 좌우한다. 기계가 촬영하는 영상의 화질이나 노이즈와 같은 소위 '스펙'보다, 365일 24시간 모든 장면을 담아 내야 하는 만큼 작은 오류도 치명적인 사고를 유발할 수 있어 안정성을 최우선으로 간주한다. 따라서 본 산업은 지속적인 R&D를 통한 기술 개발로 제품의 오류를 차단하는 것이 곧 기업의 기술경쟁력으로 이어진다.

보안산업의 KSF

2. 매출처와의 지속적 관계

- 폐쇄적인 산업

고객과의 안정적인 관계 형성을 통해 매출처를 안정적으로 유지하는 것은 갈수록 기술격차가 줄어들고 경쟁이 심화되는 영상 보안산업에서 또다른 중요한 성공 요인이다. 앞서 설명했듯이 보안 산업은 안정성이 중요하기 때문에, 단순히 하드웨어를 납품하는 것뿐 아니라 지속적인 소프트웨어 업데이트와 향후 A/S를 신뢰 아래 진행할 수 있어야 한다. 따라서 보안산업은 진입장벽이 높은 폐쇄적인 산업으로 판매자와 설치업자간의 관계가 굉장히 밀접해 처음 관계를 맺기는 어려우나, 한번 맺은 관계는 오래 지속되는 경향이 있다. 따라서 시장을 주도하는 보안 솔루션 업체와 관계를 맺고 지속적인 납품을 하는 것이 영상 보안산업에 있어서 중요한 성공 요소라 할 수 있다.

자료 3. 영상 보안 기술의 변화과정



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

II. Company: 글로벌 리딩 DVR 기업 아이디어스

1. 기업 소개

DVR을 전문으로 하는
보안 장비 전문 업체

- 국내 1위
- 세계점유율 10%

동사는 DVR(Digital Video Recorder)을 주력으로 30여 종의 보안 장비를 생산하는 업체로 '97년 설립, '01년 코스닥에 상장되었다. DVR 시장은 국내에만 상장사 3곳을 비롯하여 약 100여 개의 크고 작은 업체들이 시장을 분할 점유하고 있으며 '09년 기준으로 국내 DVR 시장 규모는 700~800억 원으로 추정되는데, 동사는 약 40%의 점유율을 차지하는 선두 업체이다. 또한 동사는 수출 비중이 60%에 달하는 글로벌 기업으로서, 전 세계적으로 약 10%의 시장점유율을 차지하고 있다고 추정된다. 시가 총액은 약 1,850억 원이다.

DVR 전환기에 등장

동사는 '00년대 초반부터 급속도로 DVR이 VCR을 교체하는 전환점에 뛰어난 기술력을 바탕으로 시장에 등장하였다. 동사는 그 후 유로스타, 유니버설 스튜디오, 뉴욕 지하철, NASA, 시드니 오페라 하우스, 인천공항, 푸동공항 등의 보안시스템 구축에 DVR을 납품하면서 글로벌 브랜드로서의 강한 이미지를 구축하였다.

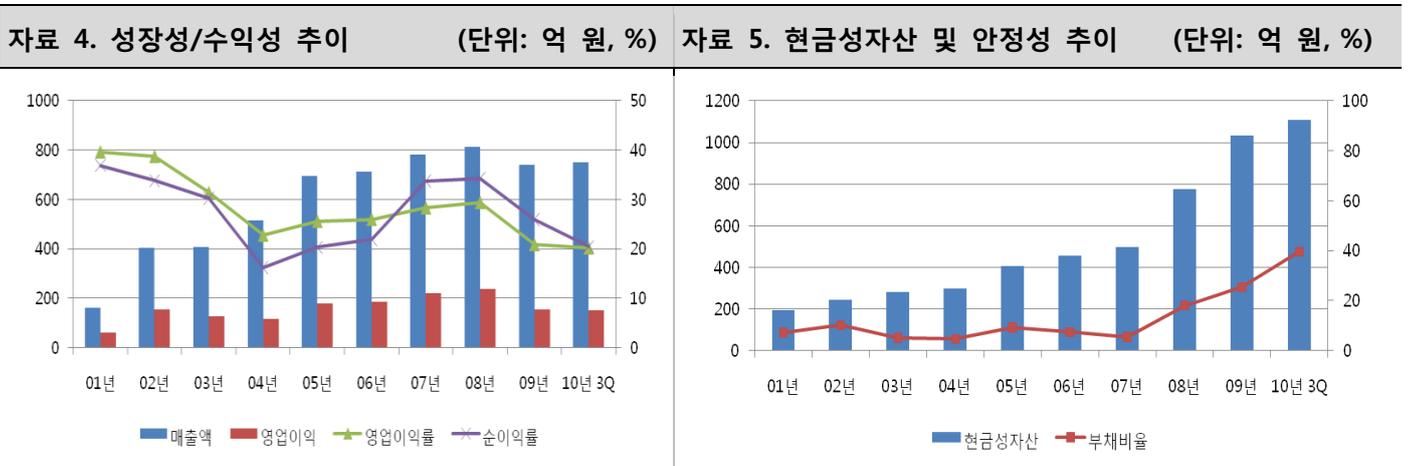
꾸준한 성장,
안정적인 재무구조

동사는 '01년 상장 이후 10여 년 동안 연평균 21.1%의 높은 매출성장세를 보였으며, 꾸준히 20% 이상의 영업이익률을 기록해 왔다. 또한 이와 같은 꾸준한 성장을 바탕으로 안정적인 재무구조를 유지해 왔다. '10년 반기 기준으로 부채비율은 40%이며, 1,480억 원 가량의 이익잉여금을 사내에 유보하고 있을 정도로 탄탄한 재무구조를 가지고 있는 건실한 기업이다.

2. 제품 소개

가격, 기술 측면에서
Full Line-up 구축

DVR 시장은 크게 PC-Based Type과 Stand-alone Type으로 나뉘는데, '04년을 정점으로 각각의 시장이 양립하여 발전하고 있다. 각각의 시장은 제품유형, 단가, 고객처 등에서 차별적인 특징을 지니고 있으며, 동사는 DVR시장의 선도업체로서 국내외 영세 기업들과 달리 두 가지 유형에 대해 Full 라인업을 구축하고 있다.



출처: 사업보고서, Research Team 5

출처: 사업보고서, Research Team 5

제품 라인 1.

- PC-Based Type

PC-Based Type은 PC를 기반으로 소프트웨어를 통해 다양한 기능을 사용할 수 있는 고성능 보안 장비이다. 제품 자체가 고가이고, 특히 감시영상을 검색하는 데 있어 SA Type에 비해 탁월한 기능을 발휘하기 때문에 기업체나 은행 등에서 많이 사용된다. 또한 IT 인프라가 구축되어 있어야만 성능을 제대로 발휘할 수 있어 선진국을 중심으로 시장이 형성되어 있다. 현재 약 26%의 매출 비중을 차지하고 있으며, 앞으로도 고성능과 첨단 네트워크를 요구하는 SI성 사업과 대규모 Project를 통해 수요가 지속적으로 창출될 것으로 판단된다.

제품 라인 2.

- Stand-alone Type

Stand-alone Type은 PC가 아닌 Embedded RTOS를 기반으로 하는 매우 안정적인 DVR로서 설치 및 관리가 용이하며, 아날로그 CCTV 장비 활용이 가능하여 설치비용을 절감할 수 있기 때문에 기존의 VCR, Multiplexer, Quad 시장을 일대일로 대체해 나가고 있다. 또한 저가에서 고가에 이르기까지 다양한 Line-up을 갖추고 있고, IT 인프라에 구애 받지 않기 때문에 다양한 국가의 여러 분야에 걸쳐 쓰이고 있다. SA Type은 동사 매출의 66%에 이르나 저가형 제품의 경우 군소업체와 경쟁을 벌이고 있는 상황이다.

3. 사업모델

동사의 핵심 판매전략

1. ODM 방식

동사의 핵심적인 비즈니스 모델은 자체 개발한 제품을 ODM 계약을 통해 국내외의 보안장비 판매 상위 업체에 판매하는 방식이다. 동사는 국내의 경우 시스템 보안경비가 필요한 곳은 에스원을 통해서, 금융권은 콤텍시스템을 통하여 제품을 공급하고 있으며, 삼성테크윈에도 동사의 DVR을 납품하고 있다. 해외의 경우에는 북미 시장의 선두 업체인 Honeywell, Tyco와 ADT, 유럽은 Simens, VT 등에 판매하는 형태를 취하고 있다.

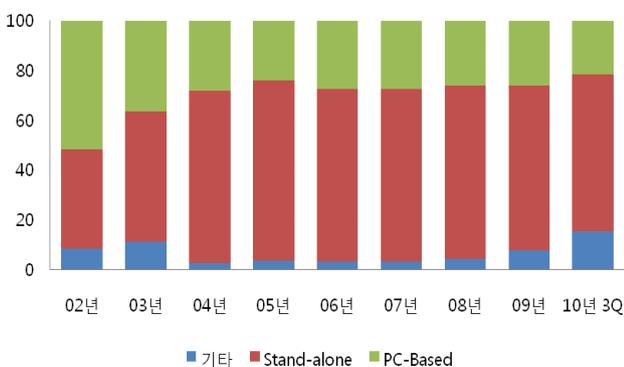
판매전략의 다각화

2. Brand biz 방식

또한 동사는 새로운 성장동력을 발굴하기 위하여 중저가 리테일 사업에 진출하기 시작하였는데 이를 Brand biz 방식이라고 한다. 국내에서는 자체 브랜드를 가지고 전국 30여 개의 대리점을 통해 직접 소비자들에게 판매하고 있다. 해외시장의 경우 기존에 ODM 방식을 통한 매출만이 이루어졌으나 '08년 이후 자체 브랜드 Revo를 설립하여 사업을 추진한 결과 '10년 상반기부터 북미 시장에서 큰 폭의 성장세를 보이고 있다.

자료 6. 제품별 매출 비중 추이

(단위: %)



출처: 통계청, Research Team 5

자료 7. 동사의 제품 라인



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

4. 핵심역량

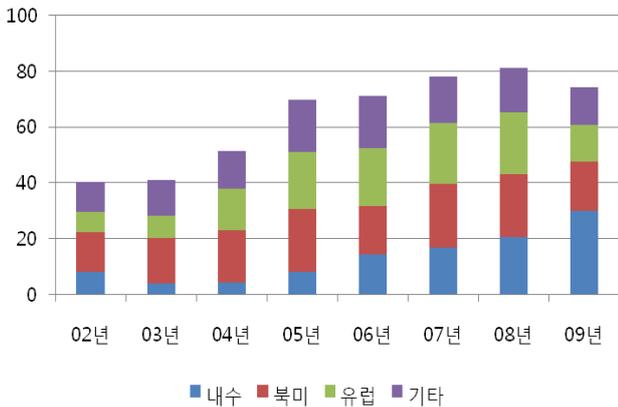
경쟁력 1. 기술력

동사는 연구개발 중심의 기업으로 R&D에 최우선 순위를 두고 있다. 총 인력의 45% 이상을 R&D인력으로 구성하고 있으며, 이 중 46%가 석·박사 출신으로 양질의 연구인력을 보유하고 있다. 또한, 매년 매출액의 약 10% 이상을 연구개발비로 재투자하고 있어 지속적인 기술경쟁력을 유지하고 있다.

기술력을 바탕으로 가능한 ODM 방식

동사의 핵심 사업 모델인 ODM방식은 이와 같은 기술경쟁력을 바탕으로 가능하였는데, ODM방식(Original Development Manufacturing)은 제조업자가 자체 개발을 하고 유통업체나 상위 업체에 공급하는 방식으로 OEM과 달리 단순한 주문제작이 아니기 때문에 동사는 상대적으로 강한 협상력을 가지고 있다. 동사는 큰 규모의 보안장비 업체를 주요 파트너로 삼고, 상대적으로 고가의 장비를 대량으로 공급하는 방식을 통해 국내의 여타 경쟁자들보다 높은 성장성과 수익성을 확보할 수 있었다.

자료 8. 지역별 매출액 추이 (단위: 10억 원) 자료 9. 북미지역 Brand Biz - 'Revo'



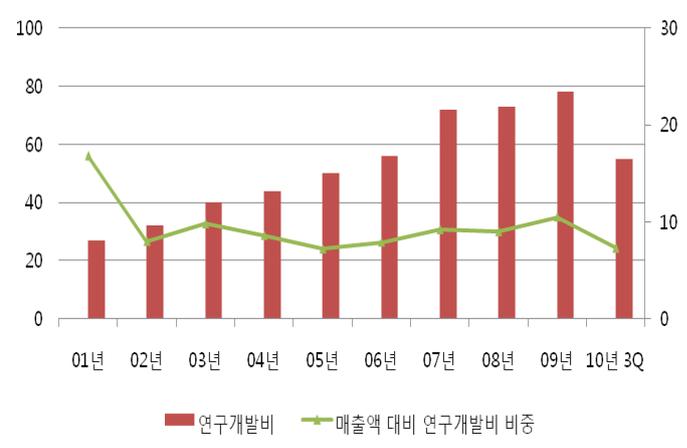
출처: 동사 IR자료, Research Team 5

출처: 동사 IR자료, Research Team 5

자료 10. 파트너 현황 및 실적 자료 11. 매출액/R&D 비용 추이 (단위: 10억 원, %)

- 국내 보다 해외에서 더 유명한 기업**
 - 수출 비중 : 매출액의 80% 이상
 - 전세계 30여 개국 고객들에게 제품 공급
- 주요 Reference Sites**
 - NASA, 유니버설 스튜디오, 유로 스타, 시드니 오페라하우스, 뉴욕 지하철, 무동공방, 인천공항, 강원랜드, 국민은행, 신한은행, 영광원자력발전소

- 전세계 유수의 보안장비 회사들과의 긴밀한 파트너십 유지**
 - 아니엘, 타이코 그룹, 지멘스, 미쯔비시, 삼성테크윈, 에스원 등



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

출처: 사업보고서, Research Team 5

**경쟁력 2. 고객과의
지속적 관계 맺음**

특히 언급했던 바와 같이 보안산업에서 성공하기 위해서는 고객과의 지속적인 관계 유지가 매우 중요한데, 동사의 기술경쟁력은 이를 가능하게 하는 원동력이 되고 있다. 동사는 '99년 PACOM사와 ODM계약을 맺으면서 해외 진출의 물꼬를 트기 시작하였고, '00년 에스원에 DVR을 공급하기 시작하면서 국내 시장에서 최고의 우수성과 기술력을 인정받았다. 또한 '01년에 Honeywell, '03년 Simens와 협력관계를 시작하는 등 동사는 핵심역량을 바탕으로 중요 보안장비업체들과 전략적 파트너십을 맺고 있다.

**하이트론과의 파트너십을
통해 글로벌 업체로**

동사가 세계 유수의 고객들과 전략적 협력 관계를 맺을 수 있었던 것은 DVR이 CCTV로 전환될 당시 CCTV 분야에서 세계적인 영업망을 가지고 있었던 동사가 10%정도의 지분을 보유하고 있는 국내 기업 하이트론과 파트너십을 맺으면서 가능하였다. 그러나 그 후 동사는 하이트론과의 협력에 전적으로 의존할 필요가 없는 글로벌 업체로 발돋움하였으며, 자회사 설립을 통해 자체적으로 글로벌 영업망을 갖추기 위해 노력하고 있다.

5. 계열사 현황

**해외 판매 법인 외에
유의미한 자회사는 없음**

동사는 현재 5개의 자회사를 보유하고 있다. 이 중 Matrix Network Inc와 Q20/20, Inc., a California Corporation은 북미 지역에서의 판매와 기술지원 및 C/S 강화를 목적으로 설립되었으며, Idis Europe Limited는 유럽에서의 영업을 담당하고 있다. 이들 해외 법인 외에 아이앤아이(주)와 아이앤시스템(주)은 각각 부동산임대업과 카드프린터 제조 및 판매를 목적으로 설립되었으나, 현재는 동사의 사업관리 등의 목적으로 이용되고 있어 큰 비중을 두기는 어렵다.

자료 12. 동사 계열사 현황

이름	설립 목적	지분율	상장여부	비고
Q20/20, Inc., a California Corporation	북미지역 고객의 기술지원과 CS 강화	50%	비상장	해외법인
Matrix Network Inc	북미지역 보안장비 유통	50%	비상장	
IDIS Europe Limited	유럽지역 보안장비 유통	100%	비상장	
아이앤에이시스템(주)	카드프린터 제조 및 판매	67%	비상장	
아이앤아이(주)	부동산임대업	100%	비상장	본사 사업관리 용도

출처: 사업보고서, Research Team 5

Ⅲ. NVR에 대한 시장의 우려는 과도하다!

영상 보안장비 시장의 트렌드 변화, 동사에게 과연 진정한 위기인가?

1. NVR의 등장과 트렌드 변화

새로운 기술 NVR의
등장은 큰 리스크

최근의 영상보안 산업은 과거 AVR을 거쳐 DVR, NVR 시스템 위주로 변화했다. 과거 AVR CCTV는 비디오 테이프를 통해 영상을 저장하는 아날로그 레코드 방식으로 시장의 수요에 따라 DVR(Digital Video Recorder)이라는 디지털 엔코딩 방식의 새로운 영상기술로 대체되고 있다. 그리고 최근 수년간 현재의 DVR 기반 영상산업이 NVR(Network Video Recorder)이라는 새로운 영상기술로 대체될 것이라는 관측이 나오고 있다. 이는 DVR 분야에서 공고한 입지를 다지고 있는 동사에게 있어서 큰 위협으로 예상된다.

2. DVR과 NVR의 차이점

DVR과 NVR의 차이점
→ 분명 NVR은 DVR을
대체할 것

NVR이 무엇인지에 대해서 먼저 알아보자. NVR은 Network Video Recorder의 약자로 과거 DVR이 카메라에서 촬영한 이미지가 DVR로 넘어와 압축과 디지털화 되는 것과 달리, 카메라 자체에서 압축과 디지털화 되고 이를 LAN선을 통해 컴퓨터로 보내는 장비를 말한다. 쉽게 말해 과거 DVR에 네트워크의 기능이 탑재된 것으로 원격에서 네트워크를 통해 조작이 가능하고 확장성도 좋아 많은 수의 카메라를 쉽게 관리할 수 있다는 장점이 있다. 따라서 DVR보다 앞선 기능을 갖는 NVR은 분명 기존의 DVR을 차츰 대체해 나갈 것은 분명하다.

3. NVR 도래는 아직 시기상조

하지만 NVR이 당장은
도래하지 않을 것
→ 비싼 가격
인프라 구축 필요

하지만 NVR 시장이 당장은 도래하지 않을 것으로 보인다. NVR의 가격은 DVR에 비해 약 2배 이상 비싸고 IP카메라는 DVR카메라에 비해 약 10배 이상 비싸다. 여기에 NVR은 네트워크를 기반으로 하는 시스템이므로, 초기 통신망 구축에 많은 비용이 든다. NVR은 일반적으로 생각하는 가정용 인터넷 망으로는 구축되지 않으며 NVR을 위한 새로운 망을 필요로 하는데, 한국, 일본과 같이 통신망이 잘 구축되지 않은 나라에서는 그 비용이 상당할 것으로 추정된다.

자료 13. DVR/ NVR 비교

	DVR	NVR
저장 위치	로컬	클라이언트 & 로컬
자료 보관	HDD	HDD / 웹서버
다중 녹화	제한적	제한적
영상자료 출력	가능	원격지 출력, 프린트
다중 Control	약 64개	수백 개 가능

출처: 사업보고서, Research Team 5

가격을 감당할 만큼의 수요는 아직 없음

- 1. 데이터 유실 문제
- 2. 원격제어 수요 ↓
- 3. 기술 표준화 X

또한 비싼 가격까지 지불할 정도로 NVR에 대한 수요가 활성화되고 있지 않다. 우선 1. 영상이 보안용으로 사용되는 만큼 데이터의 유실은 치명적인 결함인데 네트워크 장애로 인한 데이터 유실이 심심치 않게 발생하고 있고, 2. 보안산업의 특성 상 영상의 원격제어에 대한 수요가 적다고 한다(보안 사고 발생시 현장 대처가 필요하기 때문). 3. 또 영상 프로토콜, 코덱 등의 표준화 제정이 이루어지지 않아 IP 카메라의 대량 생산(상용화)에 차질이 생기고 있다.

4. 설사 NVR이 일찍 도래하더라도 괜찮아!

이미 네트워킹 기능을 갖춘 하이브리드 형 DVR 제품을 제공 중

설사 NVR이 시장의 예상보다 일찍 대체되더라도 동사에게는 큰 영향을 못 줄 것으로 보인다. 동사의 DVR 제품은 네트워크 기능을 포함하는 하이브리드형 제품이다. NVR의 큰 장점중의 하나가 'DVR보다 월등히 많은 숫자를 다중으로 커버할 수 있다'는 것인데, 동사의 DVR은 VISS라는 네트워크 솔루션을 내장한 DVR제품을 출시함으로써 256개 정도의 채널을 중앙에서 관리할 수 있게끔 지원하고 있다.

NVR 제품도 이미 생산 중 단지 NVR에 대한 수요 부족으로 매출이 미미

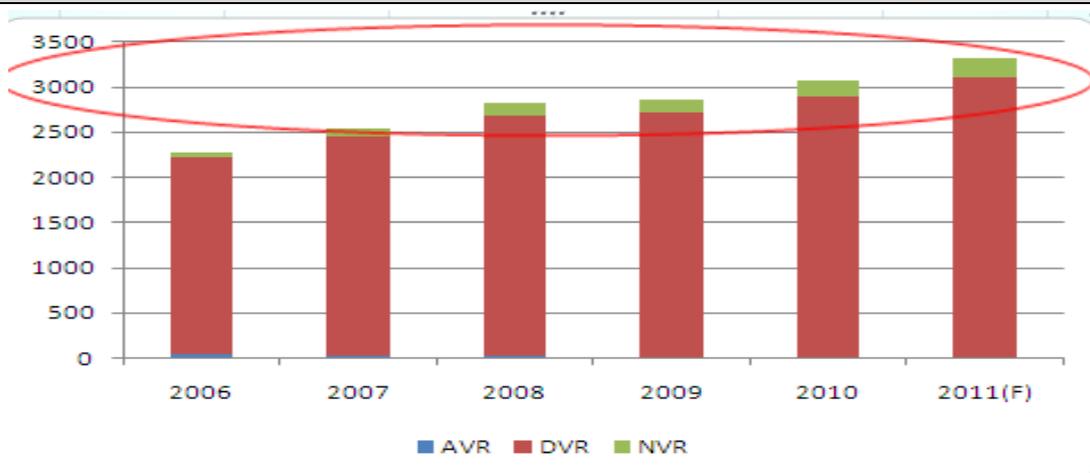
또 동사 역시 2009년에 IP카메라 제품을 개발 완료하고 생산하고 있다. 단지 DVR 제품의 매출이 꾸준히 늘고 있고, NVR 제품에 대한 수요가 크지 않아 본격적으로 영업을 하지 않을 뿐, NVR에 대한 준비는 마친 상태이다. 이것 자체가 현재의 DVR 제품이 당장은 NVR 제품으로 대체되고 있지 않음을 나타내는 반증이라고 판단된다.

NVR 시장이 도래하더라도 동사는 잘할 것
→ 고객과의 지속적인 관계 유지는 큰 강점
→ DVR시장을 이미 선도 + NVR의 신기술

하지만 아무리 NVR 제품을 생산하고 있다고 해도, 새로운 시장에서 동사가 잘해낼 것인지에 대한 의문이 있을 수 있다. 그러나 1) 앞서 보았듯이, 보안 산업의 특성 상 제품의 성능보다 지속적인 고객과의 관계 유지가 중요한데, 현재 DVR 시장에서 국내 1위, 세계 3대 업체인 동사의 고객관계는 NVR 시장에서도 경쟁력으로 작용할 것이고, 2) NVR 시장의 도래가 확실치 않은 현 상황은 DVR 시장을 선도하고 있고, NVR 시장에 대한 기반을 갖춘(안정된 기존 경쟁력에 신 기술을 갖춘) 동사에게 유리할 것이다.

자료 14. Worldwide Video Recorder Market 추이

(단위: 백만 \$)



출처: IMS Research, Research Team 5

IV. Point 1: 국내 시장의 변화, 동사에겐 기회

1. 국내 보안서비스업의 성장

**경비서비스업은
지속적으로 성장중**

'90년대부터 금융기관의 현금자동지급기 코너 도입을 계기로 급성장하기 시작한 보안 서비스업의 현재 시장규모는 1조4,000억원에 달한다. '00년대 들어 설치가 크게 늘어난 CCTV 덕을 본 기기제조업 분야 시장규모는 현재7,000억 원 수준이다.

**CCTV 설치대수의
꾸준한 증가**

국내에서는 최근 강력 사건의 범인을 신속하게 검거하고 사건을 해결하는데 CCTV가 큰 역할을 하면서 그 중요성이 부각되고 있다. 뿐만 아니라 CCTV는 범죄 예방 효과도 크기 때문에 전국적으로 CCTV가 확대 설치되어 운영되고 있다. 전국의 공공기관 CCTV 수는 '07년 약 10만 대 에서, '09년 25만 대까지 크게 증가한 것을 보면 알 수 있다.

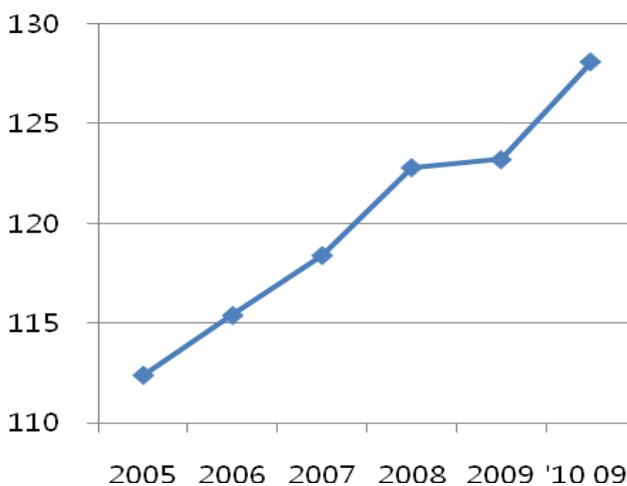
원인 1: 공공치안서비스에 대한 불만족

이 같은 현상은 공공치안서비스에 대한 불만족에서 출발한다. '09년 현재 국내 경찰관 1인당 국민 수는 507명으로 경제협력개발기구(OECD) 국가 중 최하위 수준이며, 2000년대 5대 강력범죄 검거율도 70~80%를 맴돌고 있다.

원인 2: 소득수준 향상과 기술의 진화

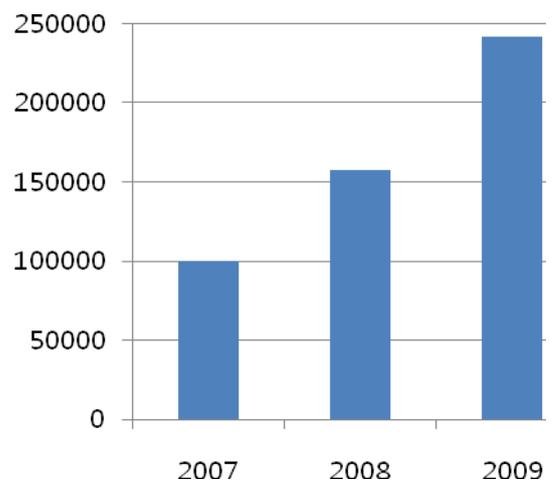
더불어 소득수준 향상과 기술의 진화가 맞물리면서 민간치안서비스가 성장하고 있다는 게 전문가들 진단이다. 일본은 국내총생산(GDP) 대비 민간치안시장(보안서비스업) 매출비율이 0.7%인데 비해 한국은 0.2%에 불과한 수준이며 우리나라도 향후 5조원대 이상으로 규모가 커질 것으로 예상된다. 시장조사기관 Freedonia Group에 따르면 한국의 보안시장 규모는 연평균 10.7%(CAGR '07~'17) 성장할 것으로 전망된다.

자료 15. 경비·경호서비스업·보안시스템 운영업 지수

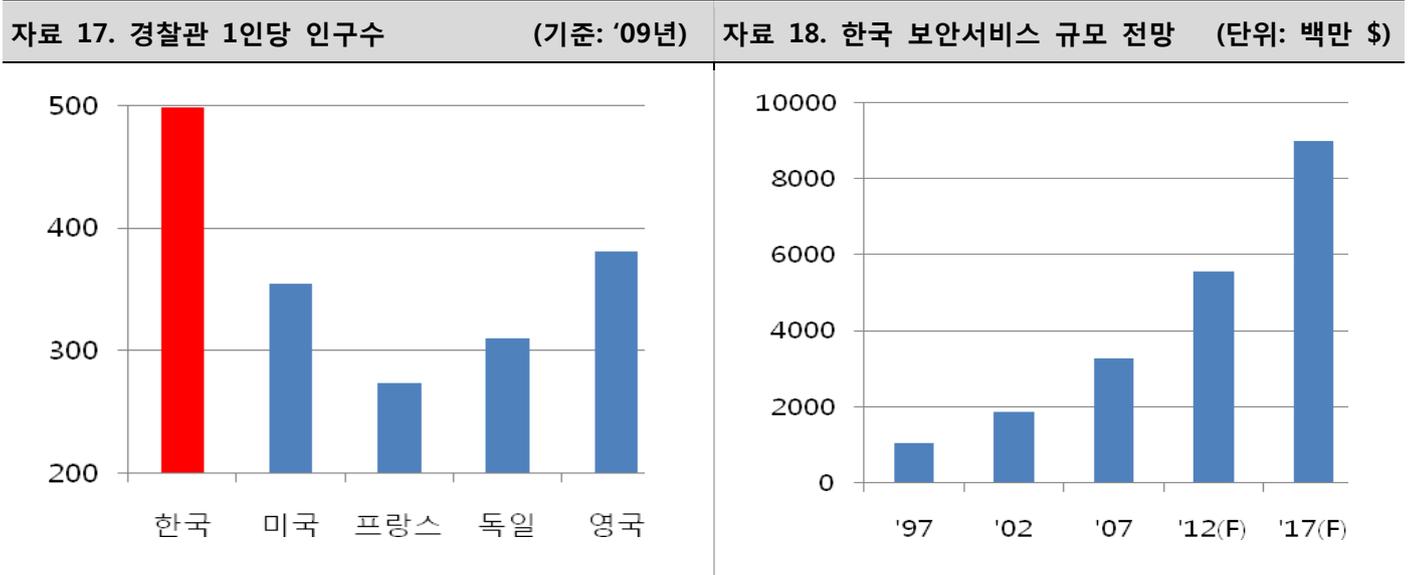


출처: 통계청, Research Team 5

자료 16. 전국 공공기관 CCTV 설치대수 (단위: 대)



출처: CCTVNEWS, Research Team 5



출처: e-나라지표, Research Team 5

출처: Freedonia estimates, 우리투자증권, Research Team 5

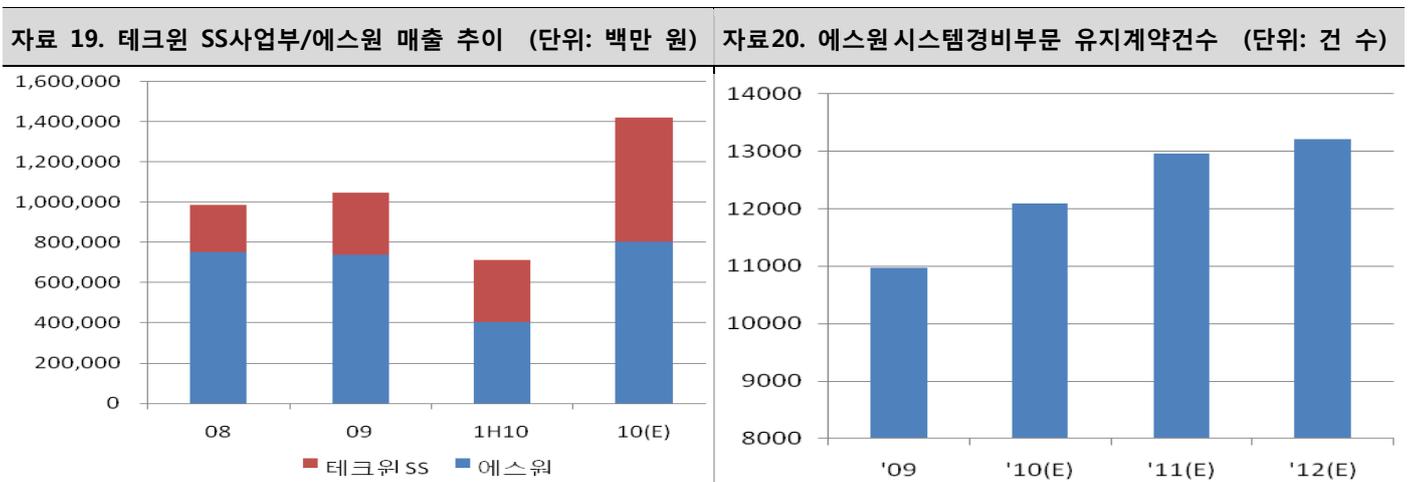
2. 주요 고객사의 호실적으로 ODM 매출 증가

내수의 상당부분을 삼성테크윈과 에스원에 공급

동사는 내수의 약 75%를 보안장비 업체인 삼성테크윈과 통합보안업체인 에스원에 ODM 방식으로 공급하고 있다. 동사의 내수 매출은 '09년 글로벌 금융위기에도 불구하고 지속적으로 증가하였는데, 이는 삼성테크윈과 에스원의 매출액이 큰 폭으로 증가하였던 것에 기인하는 것으로 판단된다.

고성장증인 삼성테크윈 SS사업부

삼성테크윈은 '10년 삼성전자의 CCTV 사업부를 인수하면서 SS(Security Solution) 사업부의 '10년 하반기 매출이 이미 '09년 전체 매출과 비슷할 정도로 큰 성장세를 보이고 있다. 삼성테크윈 IR에 의하면 삼성테크윈의 DVR 납품업체 비중은 공개할 수 없지만 동사의 PC-Based DVR 제품이 주요 비중을 차지하고 있다는 답을 얻을 수 있었다. 삼성테크윈 SS사업부의 상반기 매출 추이가 하반기에도 그대로 이어진다면 자그마치 98%의 매출액 성장을 기록할 것으로 전망된다.



출처: 각 사 사업보고서, Research Team 5

출처: 우리투자증권, Research Team 5

에스원의 놀라운 실적 성장세

보안업체 에스원의 실적 또한 눈 여겨 볼 만 한데, 역시 '10년 상반기 매출 증가 추이가 그대로 이어진다면, '09년보다 약 9%의 매출액 성장을 기록할 것으로 예상된다. 에스원은 '09년 신입 CEO 취임 이후 CCTV 렌탈 비즈니스를 새롭게 시도하면서 공격적인 마케팅을 통해 급격하게 가입자수를 늘리고 있는데, 이에 따라 자연스럽게 동사의 제품인 DVR 수요도 덩달아 증가할 것으로 예상된다.

삼성테크윈과 에스원 성장의 수혜를 입을 전망

삼성테크윈과 에스원의 매출 추이를 합산하여 하반기에도 상반기 만큼의 매출이 발생한다는 가정 하에 보수적으로 추정해 보면 양 고객사의 합산 실적은 '09년 대비 35% 가량 큰 폭의 증가세를 보일 것으로 전망된다. 따라서 동사의 국내 내수 ODM 실적 또한 비슷한 수준의 증가세를 보일 것으로 전망되며 '10년 3분기까지의 누적 매출액을 고려해 볼 때 동사의 '10년 실적 전망에 대한 예상은 충분히 보수적이라고 판단된다.

3. 경쟁기업들의 부진

기회 상황: 경쟁기업들의 부진

'10년 국내 시장에서 동사가 맞게 된 또 다른 기회 상황은 바로 경쟁사들의 심각한 부진이다. '07년까지 국내 DVR 시장은 아이디스, 아구스, 코디콤, 원포넷 등 상위 10여 개 업체가 국내 전체 매출의 70~80%를 차지하였으나, 최근 아구스, 코디콤이 상장폐지 되고 기타 업체가 실적이 저하되면서, 현재 동사의 시장 점유율은 40%까지 증가한 상황이다.

상장 폐지된 경쟁사 : 아구스와 코디콤

아구스는 '08년 326억 원, '09년 306억 원의 매출을 기록한 견조한 업체이나 '10년 3월 170억 원(자기자본 대비 57.51%) 규모의 대표이사 횡령혐의가 발생하였고, 4월 생산 및 설비라인이 경매절차를 거쳐 매각됨으로써 모든 제품이 생산 중단되었다. 5월 1일 최종 상장폐지가 된 이후 6월 회생절차 개시 결정되었다. 코디콤은 '08년 343억, '09년 293억 원의 매출을 기록한 업체로서 역시 시장의 주요 플레이어 였으나 '09년 12월 총 3,378억 원(자기자본 대비 96.76%) 규모의 횡령혐의가 발생하였고 '10년 3월 9일 최종 상장 폐지되었다. 코디콤과 아구스이 수출 비중은 약 80%이기 때문에, 두 기업의 퇴출로 인하여 80억 원 가량의 내수 수요가 추가적으로 발생할 전망이다.

자료 21. 동사/경쟁사 현황 비교 (1H10, 단위: 억 원, %) **자료 22. 동사 및 경쟁사 1년 주가 추이**

	아이디스	원포넷	ITX시큐리티
시가총액	1849	168	243
매출액	438	145	216
영업이익	84	16	-15
영업이익률	19.18	11.03	-6.94
당기순이익	94	15	-10
PER	9.62	5.91	5.98
PBR	1.32	0.83	1.03



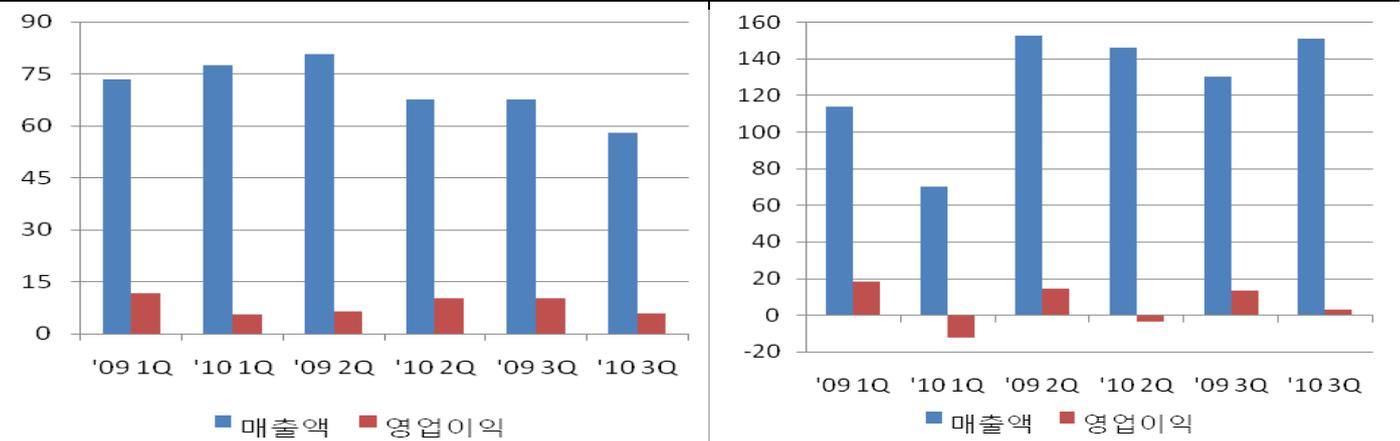
출처: 각 사 사업보고서, Research Team 5

출처: 네이버 금융, Research Team 5

**부진을 면치 못하는
원포넷과 ITX시큐리티**

또한 동사의 경쟁사 중 나머지 상장업체인 원포넷과 ITX시큐리티는 중국과 대만 등 후발주자들이 저가제품을 쏟아내면서 가격경쟁력에서 밀리기 시작하며 실적이 악화되고 있다. 특히 ITX시큐리티의 경우 지속적으로 실적이 악화되고 있으며, 최근 1년간 주가가 50% 이상 하락하는 부진을 보이고 있다.

자료 23. 원포넷 분기별 실적 비교 (단위: 억 원) **자료 24. ITX시큐리티 분기별 실적 비교 (단위: 억 원)**



출처: 원포넷 사업보고서, Research Team 5

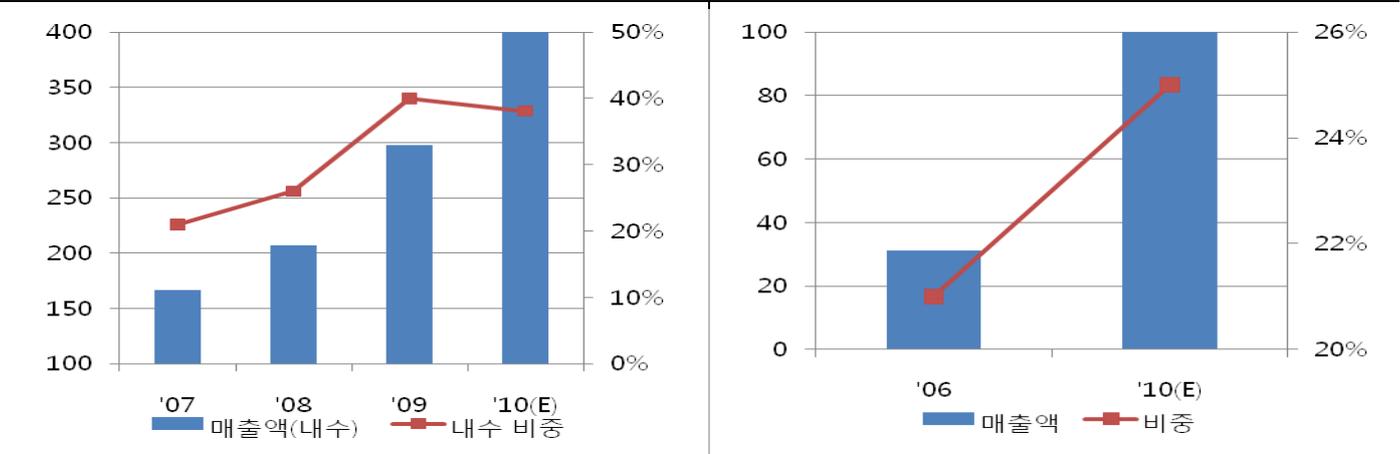
출처: ITX시큐리티 사업보고서, Research Team 5

4. 동사의 내수 매출은 꾸준히 증가

**동사의 내수실적은
상승세**

기술이 뒤떨어지는 경쟁사들이 중저가모델에 집중하다 가격경쟁력에서 뒤쳐진 반면, 동사는 뛰어난 기술력을 바탕으로 ODM에 집중하여 꾸준한 매출성장을 기록하고 있다. 동사는 삼성테크윈, 에스원 같은 국내 선두권 업체와의 지속적인 협력관계를 통해 안정적인 수요를 확보하고 있으며 아구스와 코다콤의 내수시장 공백 또한 동사가 부분적으로 흡수하고 있다. 또한 대리점을 통한 자체 Brand-biz가 호조를 보이면서 동사의 내수 실적은 지속적으로 상승곡선을 그리고 있다.

자료 25. 동사 내수 실적 추이 (단위: 억 원) **자료 26. 내수매출 중 브랜드매출 추이 (단위: 억 원)**



출처: 동사 IR 자료, 사업보고서, Research Team 5

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

V. Point 2: 신성장동력, 해외 리테일 산업 진출

1. '10년부터 본격적으로 해외 리테일 시장 진출

기존의 해외 영업은 ODM을 통한 고가제품 판매

동사의 기존 수출 전략은 상위 보안업체와의 협력을 통해 고가의 장비를 안정적으로 공급하는 ODM 방식이었다. 이 부분은 '09년 글로벌 금융위기로 인하여 보안산업에 대한 설비투자가 감소하면서 매출의 성장세가 둔화되었으나, 올해 경기가 어느 정도 회복세를 보임에 따라 최소한 금융위기 이전 수준의 실적을 회복할 것으로 전망된다.

'10년부터 복미 중심으로 중저가 리테일이 본격화

주목할 만한 것은 동사가 복미 시장을 중심으로 '08년부터 추진해 오던 해외 리테일 판매 사업이 본격적으로 성과를 보이고 있다는 점이다. 동사는 하이트론과의 합작을 통해 '08년 Revo라는 브랜드 명을 통해 DVR, CCTV, 모니터 등을 하나의 번들로 묶어, Sam's Club, Costco와 같은 대형 리테일러에게 공급하고 있다.

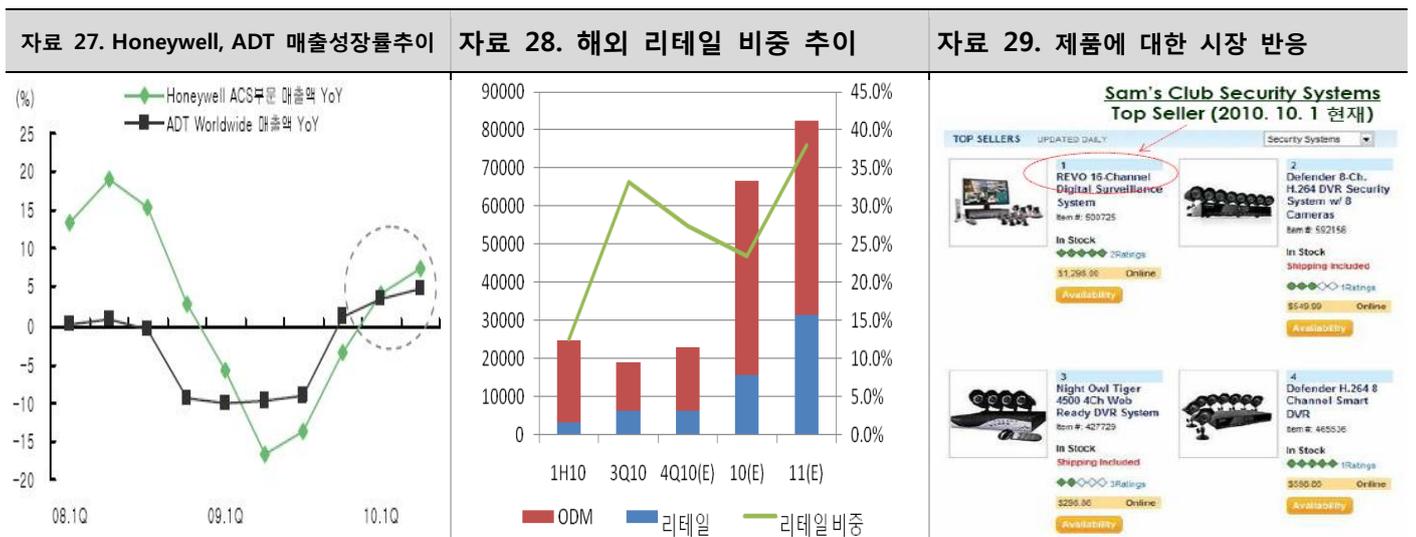
소규모 점포 수요 흡수, 동사의 새로운 성장동력

복미 시장에서 리테일 매출이 활발하게 성장할 것으로 예상되는 이유는 1) 복미 시장이 보안에 대한 의식이 높고, 2) 통신 인프라가 한국이나 일본 수준에 도달하지 못하였기 때문에 소규모 중저가의 Stand-alone 타입에 대한 선호가 높을 것이라고 판단되기 때문이다. 이는 기존의 ODM 방식이 고가의 제품을 고객화하여 납품하던 것과 달리 대형 보안업체들의 손이 닿기 힘든 소규모 점포 중심으로 새로운 성장동력을 발굴하고 있는 것이다.

2. 복미시장 리테일 공급은 향후 지속적으로 증가할 전망

온오프라인 유통망, 강력한 브랜드 이미지, 뛰어난 품질경쟁력

동사는 전략적 중저가 브랜드 Revo는 ODM 매출을 통해 쌓아온 브랜드 이미지 및 영업력을 통해 온·오프라인 유통망을 확보하고 가격대비 뛰어난 품질 경쟁력을 인정받으며 성공적으로 시장에 안착하고 있다. 특히나 온라인 매장에서는 동사의 제품이 DVR 분야 최고평점상품과 최다판매상품을 차지하고 있는 상황이다.



출처: 각 사, IBK투자증권

출처: 동사 IR자료, Research Team 5

출처: 동사 IR자료, Research Team 5

**오프라인 매장 납품확대,
'10년 매출에 기여**

오프라인으로의 진출 역시 순조롭다. 동사와 납품계약이 체결된 Sam's Club과 Costco는 미국 내 1, 2위를 다투는 회원제 리테일 마켓(Warehouse Club)으로, DVR의 잠재적 수요자인 중소 비즈니스 관계자들의 이용률이 높은 편이다. 현재 Sam's Club에서는 약 300여 개의 매장에서 판매하고 있는데 이는 전체 매장의 약 50%에 해당하는 수치로서 앞으로 더욱 확대해 나갈 전망이다. Costco에서는 '10년 4분기부터 오프라인의 일부 매장에 진출하기 시작했다. '10년 상반기에 Revo 매출은 총 31억 원을 기록하였는데 3분기에만 그 배를 넘는 63억 원의 매출이 발생하였으며 동사 IR에 의하면 4분기에도 약 52억 원의 매출이 발생할 것으로 예상된다.

**'11년 추가적 오프라인
매장 진출 계획,
본격적 매출 증가 기대**

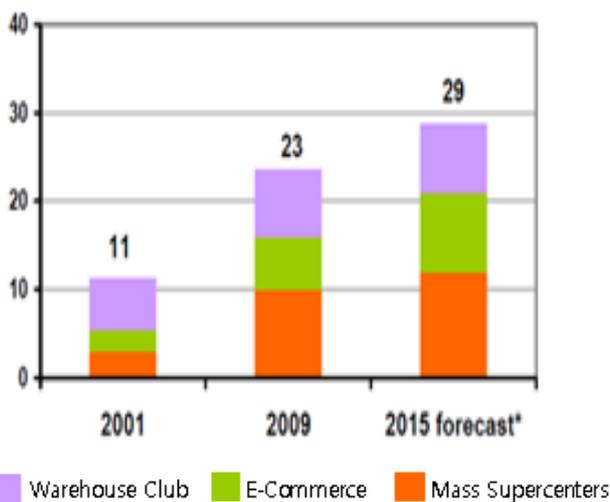
'11년 Revo의 실적은 더욱 긍정적이다. Sam's Club의 오프라인 매장 진출이 확대되면서 매출이 본격화될 것이며, Costco의 미국 매장 400여 개 전체에서 Revo가 판매될 예정이다. 또한 '11년에는 또 다른 대형 리테일러인 Home Depot의 오프라인 매장에도 진출할 것으로 예상된다. 동사의 IR은 '11년 매출이 최소 '10년의 두 배 가량 증가할 것으로 예상하고 있는데, 이는 동사가 공급하게 될 매장의 증가세보다도 보수적으로 전망한 수치로서 무리가 없는 수준이라고 판단된다.

3. 유럽에서는 북미 시장의 성공 모델을 그대로 도입할 계획

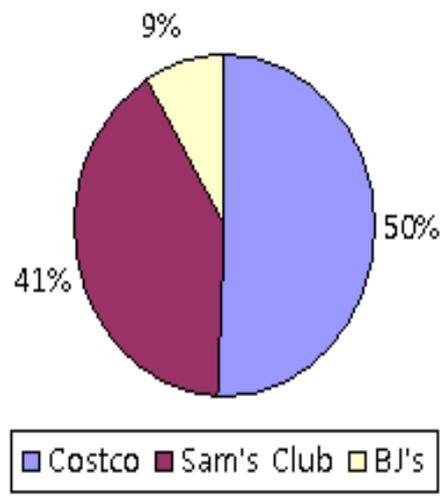
**유럽에서도 북미 성공
리테일 모델을 도입,
전망은 긍정적**

미국에 이어 유럽에서는 CCTV 시장이 큰 영국, 독일을 교두보로 하여 미국에서 얻은 노하우를 적용한 리테일 판매를 준비하고 있다. 영국은 유럽 최대 규모의 CCTV 시장이며, 독일 또한 보안장비 수출에 큰 비중을 차지하고 있는 국가이므로 수요 확보에 대한 전망은 긍정적이다. 아직 리테일 판매가 본격화된 것은 아니지만 '10년 영국에 유럽 법인을 설립함으로써 유럽시장에서 영업을 확대하기 위한 초석은 마련된 상태이며, '11년에는 리테일 부문의 매출이 올해의 4배까지 성장할 것으로 보고 있다.

자료 30. 미국 내 소비재 공급자중 대형 유통채널들의 성장



자료 31. 할인점 업체별 미국시장 점유율 (단위: \$Billion)



※ 동사는 Costco, Sam's Club 에 납품

출처: Nielsen, Research Team 5

출처: Company Financials, Research Team 5

**영국, 독일에서
안정적 초기 주문자를
이미 확보한 상태**

동사는 영업망 구축 면에서도 선전하고 있다. 현재 영국 내 CCTV 1위 소매업체 Maplin, 독일 최대 소매업체 Macro와 거래를 체결하여 안정적인 초기 주문자를 확보했으며, Costco 영국, Dixons 등 협상을 진행중인 판매처들도 있다. 매장 수 증가와 함께 매출성장이 이루어진 미국에서의 영업 추이에 비추어 본다면 유럽의 리테일 판매 역시 향후 성장동력으로서 동사의 매출증가에 기여할 것이라 예상된다.

4. 북미와 유럽을 시작으로 해외 리테일 시장 진출은 계속될 것

**향후 선진국 중심으로
해외 리테일 판매는
계속 증가할 것**

지금까지 북미와 유럽에서의 리테일 판매는 성공적으로 진행되어 왔고, 향후 성장 전망 또한 밝다. 이로 미루어, 현재 ODM만을 실시하고 있는 다른 시장에서도 리테일 전략은 지속적으로 확대될 여지가 충분하다고 보여진다. 우선, 미국과 영국을 거점으로 북미나 유럽의 여타 지역들로의 확대가 전망된다. 나아가, 북미나 유럽과 마찬가지로 첨단기술을 수용할 수 있는 여력이 있고, 고급 소비자층이 많은 일본과 호주에서도 리테일이 신성장동력으로 채택될 수 있을 것이다. 선진 시장의 경우 이제까지는 상위 업체와의 제휴를 통한 ODM에 주력해 왔지만, 시장이 성숙함에 따라 매출의 새로운 활로가 필요할 것이기 때문이다.

VI. Risk & Issues

1. 매출이 증가하더라도 Capa는 문제 없어

언제든지 Capa 증설이 가능한 상황

현재 동사의 생산실적은 꾸준히 증가하고 있는데, '10년 3분기에 이미 '09년의 생산대수를 초과하였으며, 현재 가동률도 96%에 육박한다. 그러나 가동률 포화에도 불구하고 향후 생산량 증대에는 차질이 없을 전망이다. 동사 IR에 의하면 현 공장부지 내 충분한 양의 여유공간이 존재하고 Capa 증설이 시간적, 비용적으로 어렵지 않기 때문에, 필요에 따라 충분히 증설할 수 있다고 한다. 실제로 동사는 설비 증설에 관한 투자 계획을 수립해 놓은 상태이기 때문에 동사는 늘어나는 시장의 수요를 충분히 소화할 수 있다고 한다.

2. 환율 리스크

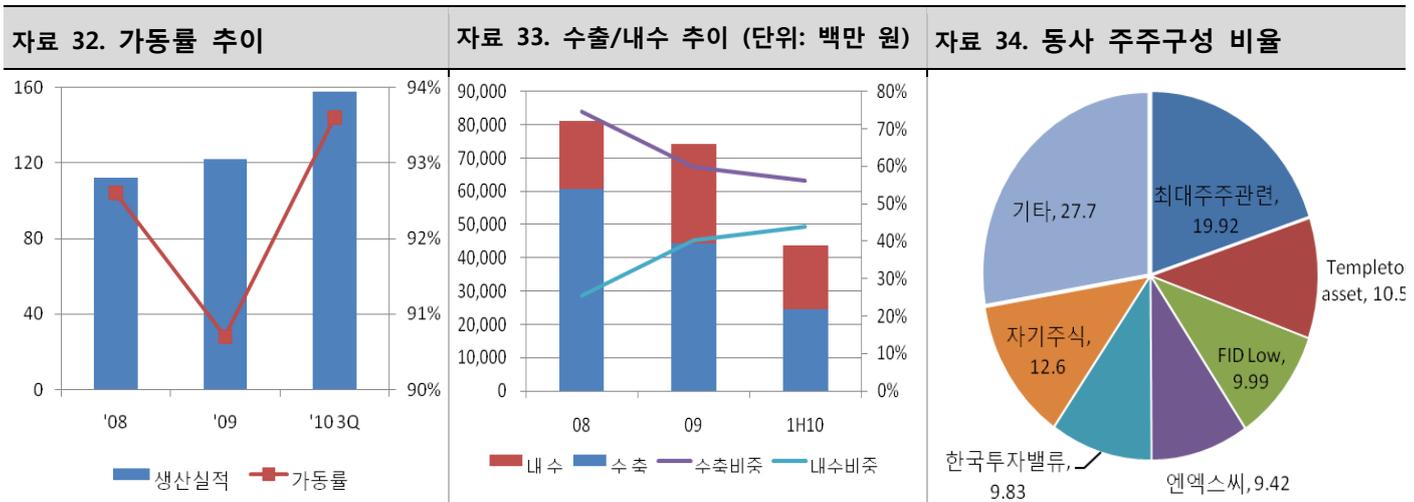
원자재 수입으로 자동 환헷지

동사의 수출 비중은 60% 가까이에 이르는데, 이는 그만큼 환율 변동의 위험에 노출되어 있다는 것을 의미하며, 특히 환율 하락으로 원화 가치가 상승하는 경우 수익성이 감소할 수 있다. 그러나 동사는 원재료의 90%가 수입 원자재이기 때문에 환율에 대한 노출이 자동으로 상쇄되는 측면이 있으며, 씨티은행과 US\$1,500,000를 한도로 하는 통화선도거래를 약정하고 있다. 현재는 '09년 환율 최고점보다 400원 가량 하락하여 1,100대로 수렴하고 있음에도 불구하고, 실제로 동사의 매출액은 꾸준히 증가하여 왔고 수익성 또한 큰 변화가 없었다는 점은 동사의 펀더멘털이 그만큼 굳건하다는 증거라고 할 수 있다.

3. 유통 주식수 리스크

유통 가능 주식수의 절대량이 적다

동사의 발행주식수는 1천 2만 주이며, 그 중에서 동사 최대주주의 지분은 19.9%이다. 또한 동사는 12.6%의 자기주식을 가지고 있고, 이외에도 장기투자자의 성격을 지닌 네 개의 회사(총 지분 39.8%)를 보유하고 있기 때문에 실제 유통 가능한 주식은 약 270만 주로써 전체의 27.7%에 지나지 않는 상황이다.



출처: 사업보고서, Research Team 5

출처: 사업보고서, Research Team 5

출처: 사업보고서, Research Team 5

일평균 거래량은 유동 가능한 주식이 적은 경우 거래량이 적기 때문에 기관투자자들의 매집이 어려워
전체 유통가능 주식의 주가 상승이 그만큼 힘든 측면이 존재한다. 실제로 '10년 현재까지 동사의 일평균 거래
0.7% 량은 20,377주로써, '09년의 59,950주의 반에도 못 미치는 상황이며, 전체 유통가능 주
 식수의 0.7%에 지나지 않는다.

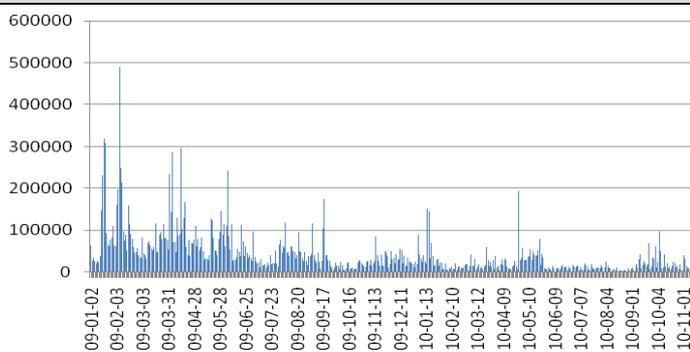
부족한 유통주식수로 그러나 그럼에도 불구하고 동사의 주가는 1년 동안 36.5% 상승한 것을 생각해 보면
인한 문제는 크지 않다 동사의 실적이 개선됨에 따라 주가의 상승은 충분히 가능할 것으로 예상된다. 물론 쉽
 게 매도를 할 수 없기 때문에 유동성 Risk를 겪을 수 있다는 측면을 간과할 수 없으나
 장기 투자의 측면, 그리고 동사가 안정적으로 꾸준히 성장해 왔다는 것을 고려하면
 큰 Risk가 아닐 것이다. 마찬가지로 주가 상승으로 인한 오버행 문제 또한 염려하지 않
 아도 될 것이다.

4. 중국 메이커의 성장으로 인한 경쟁 심화

가격경쟁력으로 무장한 영상 보안 시장이 성장하면서 중국이나 대만에서 생산된 저가 DVR이 지속적으로 증
중국·대만 제품 증가 가하여 왔지만, 브랜드 이미지 차원에서 한계점을 지녔던 것이 사실이다. 실제로 현재
 중국의 많은 영상보안기기들은 브랜드제품보다는 단순 조립제품이 많고, 또한 브랜드
 제품이 있다 하더라도 국내 브랜드에 미치지 못하는 영향력을 갖고 있어 별다른 효과
 를 보지 못해왔다. 보안 산업은 안정성이 중요하고 진입 장벽이 높기 때문에 고가 라인
 업으로 갈 수록 중국·대만 메이커의 위협이 미치지 못하였다.

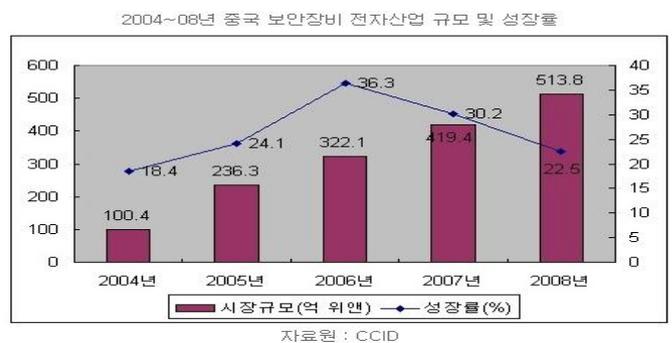
중국 보안 산업은 그러나 빠르게 성장하고 있는 중국의 보안산업은 향후 동사에 큰 위협이 될 것으로
빠르게 성장중 보인다. 중국의 보안장비산업(영상감시, 빌딩 및 주택 인터폰, 출입문 통제, 도난방지 및
 경보 등)은 2004~08년 연평균 28.2% 성장하였으며, 특히 2006, 2007년에는 베이징올림
 픽 준비와 '平安都市'의 추진, 과학기술 강력경찰공정(科技强警工程)의 실시로 매우 빠르
 게 성장하였으며, 특히 정부 수요 증가로 '09년의 세계 경기 불황에도 불구하고 빠르게
 성장하였다. 앞으로 중국 업체들은 내수의 증가만으로도 빠른 성장을 보일 것이며 과감
 한 R&D 투자를 통해 세계 영상 보안 장비 시장을 주도해온 국내 업체를 추격할 전망
 이다.

자료 35. 동사 일별 거래량 추이



출처: HTS, Research Team 5

자료 36. 중국 보안장비 시장의 성장



출처: CCIO, Research Team 5

세계 점유율 1위**HIK Vision은 빠르게 성장중**

대표적인 중국 DVR업체는 HIK Vision(하이캉 웨이스)로서 점유율 면에서는 이미 동사를 추월하여 세계에서 약 20%의 점유율을 차지하고 있는 것으로 추산된다. 2002년도에 HIK VISION의 DS-4000M 비디오/오디오 Compression Card와 DS-8000 Net DVR가 처음 출시되었다. 이후 2004년도에는 중국의 최고 보안 브랜드를 수상(Awarded Best Security Brands in China) 하였으며, 05년도에도 Top 10 보안 브랜드를 수상(Awarded Top 10 Security Brands in China) 하였다. 2006년도와 2007년도에는 포브스가 선정한 중국 내 가장 잠재력 있는 SMEs에서 각각 20위와 4위를 기록하였다. 이 외에도 지금까지 다양한 수상들도 HIK VISION의 위력을 나타내고 있다"고 설명했다.

그러나 동사에게는**큰 위협이 되지 않는다**

그러나 동사에 있어서 중국·대만 업체의 위협은 생각보다 크지 않을 전망이다. 동사가 점유율 측면에서 HIK Vision에 뒤져있기는 하지만, 이는 1) 중국 내수 시장의 성장에 기인한 측면이 크며, 2) 글로벌 시장에서의 인지도는 동사가 훨씬 우월한 상황이다. 동사 IR 또한 중국·대만산이 ODM 납품이 가능한 수준에 이르려면 시간이 많이 필요할 것이며, 저가 브랜드 측면에서는 동사 또한 가격경쟁력 및 기술경쟁력이 있는 제품들을 다수 가지고 있기 때문에 문제가 되지 않는다고 전망하고 있다. 단지, 중국·대만 업체의 빠른 성장으로 인하여 동사의 높은 수익성이 일정 부분 하락하는 것은 필연적일 것이며, 향후 전 세계에서 가장 큰 시장으로 성장할 중국 시장에 동사가 진입하는 것 또한 어려울 것으로 예상된다.

VII. Valuation

PER Method

IT산업은 시장의 변화가 빠르고 기술의 발전을 예측하는 것이 어렵기 때문에 절대적인 방법으로 동사의 가치를 평가하는 것은 한계가 있다. 따라서 Research Team 5는 Research의 결과에 따라 예상되는 '10년 및 '11년 실적 추정에 근거하여 상대평가 방법인 PER Method를 통해 동사의 적정 주가를 계산하도록 하겠다.

1. 적정 PER 산출 - Historical PER

최근 3년간 PER은
5에서 8배 수준

최근 3년간 동사의 PER은 최하 5배에서 최대 8배까지 적용되어 왔으며, 최근에는 주가 상승으로 인하여 9배 선에서 반등하고 있다. 국내 1위의 DVR업체이자 글로벌 Top3 업체로서 꾸준한 성장성 및 안정성을 보여온 동사에 대한 이와 같은 시장의 낮은 평가는 1) 글로벌 금융위기로 보안 산업에 대한 투자가 주춤하였던 것, 2) DVR의 글로벌 선두 업체인 동사가 NVR의 전환 과정에서 위기를 겪을 것이라는 우려, 3) 중국·대만산 업체의 성장으로 중저가 DVR제품의 경쟁 심화에 대한 우려 때문이다.

시장의 우려에도 불구하고
동사의 경쟁력은 높다

하지만 Research Team 5는 현재 동사에 대한 시장의 평가는 과도한 우려이며, 동사에 대한 적정 PER은 높은 성장성을 보여주던 '05~'06년 수준의 10배수 정도가 적당하다고 판단한다. 그 이유는 1) 보안산업의 회복세 및 성장과 더불어 동사의 ODM 고객들이 실적 호조를 보이고 있으며, 2) 국내 경쟁자들의 부진 및 시장 퇴출에도 불구하고 동사는 오히려 높은 수준의 매출액 성장 및 20%에 이르는 영업이익률을 기록하고 있고, 3) 기존의 ODM 방식을 통해 견조한 실적을 유지하는 가운데 중저가 리테일 시장에 새롭게 진출하여 해외 및 국내에서 모두 가파르게 성장하고 있다는 점 때문이다.

적정 PER 배수는
9로 가정

그럼에도 불구하고 Research Team 5는 IT산업의 불확실성 및 기술 전환의 과도기라는 위험성, 중국·대만업체의 가파른 성장에 대한 경쟁 심화를 고려하여 가치평가 과정에서는 적정 PER로 9배수를 사용할 것이며, 이는 '09년 부진하였던 국내 하드웨어 산업의 평균 PER인 9.6배보다도 낮은 수치로서 충분히 보수적이라고 판단한다.



2. 적정 EPS 산출

<매출액 추정>

1) 수출 리테일 부분

'11년 두 배로
실적 상승 전망

수출 리테일 부분은 주로 북미 시장에 집중되어 있으며, '10년 상반기부터 본격적으로 매출이 발생하기 시작하였다. '10년 반기 매출액은 31억 원을 기록하였으며, 3분기에는 상반기 전체 보다 많은 63억 원의 매출을 기록하였다. Research Team 5는 4Q에 보수적으로 추정하여 3분기 매출과 동일한 수준에서 실적을 전망하였는데, 이는 '10년 하반기에 WallMart의 나머지 50% 매장에 공급을 시작하고 하반기 Costco 오프라인 매장에서 판매를 시작한다는 점을 고려하면 충분히 보수적인 수치이다. '11년 매출은 '10년 매출에서 두 배 가량 성장할 것으로 예상하였는데, WallMart 매출의 본격화와 Costco 오프라인 전 매장 확대, Home Depot 오프라인 매장 진출 및 유럽 리테일 매출 개시로 인하여 충분히 달성 가능할 전망이다.

2) 수출 ODM 부분

'11년 실적은 '10년과
동일하게 보수적 가정

수출 ODM 부분은 주요 고객사인 Honeywell, ADT 등의 실적 호조에 힘입어 금융위기 이전 수준을 회복할 것으로 예상되지만 새로운 공급자가 추가되지 않고, DVR시장의 경쟁은 치열해 지고 있기 때문에 보수적으로 추정하였다. '10년 4분기 실적 전망은 '09년 4분기와 동일하게 가정하였고, '11년 실적 전망 또한 '10년과 동일하다고 추정하였다. DVR시장의 성장, 특히 고부가가치인 ODM의 성장성에 대한 우려를 충분히 반영하였다고 판단된다.

3) 내수 대리점 부분

대리점 매출은
연평균 45% 성장

동사 IR에 의하면 국내 매출의 25%는 동사의 자체 브랜드를 통해 대리점에서 판매된 것이라고 한다. 대리점은 중저가 제품 위주의 시장을 주로 공략하는데, 특히 국내 중저가 브랜드들이 중국·대만산 브랜드의 저가 러시로 인한 경영 악화로 어려움을 겪으면서 브랜드 가치가 높은 동사의 매출이 급격하게 늘어나고 있는 것을 확인할 수 있다. 게다가 '10년에는 강력한 경쟁자 아구스와 코디콤(두 회사의 '09년 국내 매출 합은 약 80억 원)이 시장에서 퇴출되면서 동사의 시장지배력은 더욱 강화될 전망이다. '10년 4분기 실적은 3분기와 동일하게 가정하였고, '11년은 대리점 사업의 3년 평균 성장률인 45%를 적용하였는데 이는 절대량으로 보았을 때 50억 원 가량 매출이 증가하는 것으로서 무리하지 않은 수치라고 판단된다.

4) 내수 ODM 부분

ODM 매출 또한
연평균 45% 성장

내수 ODM 부분의 주요 고객은 삼성테크윈과 에스원이다. 보안장비산업의 삼성테크윈과 보안경비업체 에스원은 공격적으로 영업을 함으로써 '09년 대비 '10년 35%의 성장세를 보였는데, 동사는 그와 함께 3년간 연 평균 45%의 성장해 왔다. '10년 4분기 실적은 3분기와 동일하다고 가정하였으며, '11년 매출액은 45%의 성장률을 가정하였는데, 삼성테크윈과 에스원의 높은 성장세와 절대 금액에 비교하면 보수적 추정이다.

<영업이익률 추정>

영업이익률은 경쟁심화 및 리테일 진출로 점진적 하락

동사는 창사 이래로 한 번도 연 평균 영업이익률이 20% 이하로 떨어진 적이 없을 정도로 높은 수익성을 자랑하는데, 이는 ODM 방식의 영업에 집중함으로써 고부가가치의 장비를 대량으로 공급하였기 때문이다. 그러나 새로운 성장동력을 발굴하기 위하여 중저가 리테일 시장에 진출하기 시작하면서 동사의 영업이익률 하락은 불가피할 전망이다.

'11년 영업이익률은 1.4% 하락, 18.8% 전망

동사 IR에 의하면 자체 칩 내재화 및 경영 효율화 노력을 통해 수익성 향상을 꾀하고 있음에도 불구하고, 본격적으로 해외 리테일 매출이 시작된 '10년 동사의 수익성은 업황이 좋지 않았던 '09년 보다 0.7% 하락하였다. '11년에는 동사의 해외 리테일 매출이 '10년의 두 배 이상 증가할 것이라는 가정 하에 영업이익률을 1.4% 차감하여 18.8%로 적용하였다.

<영업외손익>

영업외손익은 최근 3년 평균을 적용

동사는 설립 이후 순현금상태를 꾸준히 유지하고 있기 때문에 최근 3년간 약 30억 원의 이자수익을 확보해 왔다. 또한 동사는 실적에 유의미한 자회사를 보유하고 있지 않으며 환 리스크 및 파생상품에 큰 영향을 받지 않기 때문에 지분법손익 및 외환차손익, 파생상품관련손익에 대한 추정은 크게 의미가 없다고 판단된다. 따라서 동사의 '10년 및 '11년 영업외손익은 최근 3년 평균인 56억 원을 적용하였다.

3. 적정 주가 산출

적정 주가 23,128원, 상승여력 29.9%

동사의 실적에 대한 보수적 추정을 통하여 산출된 '11년 적정 EPS는 2,570원이다. 그리고 적정 PER인 9배를 적정 EPS에 곱하여 산출된 동사의 12개월 적정 주가는 23,128원으로 현재 주가 대비 29.9%의 상승여력이 있다. 따라서 Research Team 5는 동사에 대한 외부적 기회요인 및 비즈니스 모델의 변화를 통해 시장의 우려를 충분히 해소할 수 있다는 판단 하에 동사에 대한 투자의견 **BUY**를 제시한다.

적정 EPS 추정

	08	09	1H10	3Q10	4Q10(E)	10(E)	11(E)	
수출전체	60,544	44,421	24,647	19,036	21,936	65,619	82,419	
1. 리테일			3,100	6,300	6,300	15,700	31,400	
2. ODM	60,544	44,421	21,547	12,736	16,736	51,019	51,019	
내수전체	20,658	29,767	19,185	12,266	12,266	43,717	63,390	
1. 대리점	5,165	7,442	4,796	3,067	3,067	10,929	15,847	
2. ODM	15,494	22,325	14,389	9,200	9,200	32,788	47,542	
전체 매출액	81,202	74,188	43,832	31,302	34,202	109,336	145,809	
영업이익	23,896	15,527				22,143	27,412	
영업이익률	29.4%	20.9%				20.2%	18.8%	
영업외손익	5,300	4,100				5,600	5,600	
세전이익	29,196	19,627				27,743	33,012	
법인세비용	6,423	4,318				6,103	7,263	
당기순이익	22,773	15,309				21,639	25,749	
EPS(단위 :원)						2,160	2,570	
주식수	10,020,000							
적용 PER	9					적정주가	19,437	23,128
현재주가	17,800					상승여력	9.2%	29.9%

단위: 백만 원

VIII. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	713	781	812	742
매출원가	412	421	426	429
매출총이익	301	359	386	313
판매비	115	139	147	158
인건비	29	35	43	39
광고상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	18	27	23	29
연구개발비	31	43	43	42
마케팅비	1	1	1	1
기타 판매비	34	32	36	44
영업이익	186	221	239	155
영업외손익	11	74	53	41
이자손익	20	21	31	35
지분법손익	-1	36	-7	1
취환차손익	-11	-1	61	3
외화환산손익	-2	3	-10	-1
기타 영업외손익	5	14	-22	4
세전계속사업이익	196	294	292	196
법인세비용	40	31	14	4
당기순이익	156	263	278	192
EPS	1,558	2,626	2,778	1,919

대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	708	778	1,109	1,305
현금 및 현금등가물	442	481	731	1,001
매출채권	190	211	234	188
재고자산	64	71	100	82
비유동자산	207	307	344	455
투자자산	67	84	76	122
유형자산	58	135	169	222
무형자산	46	49	58	69
자산총계	915	1,085	1,453	1,760
유동부채	62	48	146	236
배당채무	31	29	32	24
단기차입금	0	0	100	200
유동성장기차입금	0	0	0	0
비유동부채	1	9	75	120
사채	1	9	75	120
장기차입금	0	0	66	114
부채총계	63	57	222	356
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	166	166	166	166
이익잉여금	684	928	1,183	1,351
자본조정	-50	-116	-165	-165
자본총계	852	1,028	1,232	1,404

현금흐름표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	171	213	281	263
당기순이익	156	263	278	192
비현금수익비용가감	35	-9	75	50
광고상각비	10	10	11	14
무형자산상각비	19	27	23	30
취환차손익	-1	3	-9	-1
지분법이익손익	-1	36	-7	1
기타	8	-85	57	6
영업활동으로부터의 자산투자	-20	-42	-72	21
투자활동 현금흐름	-164	-51	-107	-576
유형자산 투자	23	87	74	69
유형자산 취득	1	1	38	2
유형자산売却	23	27	28	35
지분법자산売却	10	0	7	35
기타	-108	63	-36	-439
재무활동 현금흐름	-24	-85	94	123
단기IBD 지급	0	0	100	100
장기IBD 지급	0	0	66	48
자본금	0	0	0	0
배당금 지급	-14	-19	-23	-25
기타	-10	-66	-49	0
순현금흐름	-17	76	269	-190
기초현금	67	50	126	395
기말현금	50	126	395	205

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	2.3%	9.5%	4.0%	-3.6%
EBITDA성장률 %	5.8%	19.9%	6.1%	-27.3%
EBIT성장률 %	1.9%	8.6%	4.1%	-28.9%
순자산성장률 %	16.4%	18.6%	34.0%	21.1%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	42.2%	46.0%	47.6%	42.2%
EBITDA margin %	30.1%	33.0%	33.6%	26.8%
EBIT margin %	26.0%	28.3%	29.4%	20.9%
세전이익률 %	27.5%	37.7%	36.0%	26.5%
당기순이익률 %	21.9%	33.7%	34.3%	25.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	7.4%	5.5%	18.0%	25.4%
순부채비율 %	-51.8%	-46.8%	-45.9%	-48.9%
유동비율 %	1143.0%	1620.1%	757.1%	552.7%
담파비율 %	1040.3%	1472.5%	688.9%	518.0%
이자보상배율	#DIV/0!	#DIV/0!	3660.1%	1941.5%
Performance Ratios				
ROE %	18.3%	25.6%	22.6%	13.7%
ROA %	17.1%	24.3%	19.2%	10.9%
ROIC %	39.2%	34.6%	29.4%	18.9%
Per Share Ratios				
BPS	8,500	10,258	12,292	14,011
DPS	191	227	245	175

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.