LEADING

Industry Outlook

유료방송기기

Analyst: 송보금
bksong@leading.co.kr
82-2-2009-7193

2014년 3월 17일

휴맥스 (115160 KQ)	매수(신규)
목표주가	18,000
현재주가	14,100
상승여력	27.7%
	(3/14 기준)

가온미디어 (078890 KQ)	매수(신규)
목표주가	8,000
현재주가	5,730
상승여력	39.6%
	(3/14 기준)

알티캐스트 (085810 KQ)	Not Rated
목표주가	-
현재주가	12,600
상승여력	-
	(3/14 기준)

셋톱박스, 새로운 성장 국면 진입

'14년에는 세계적으로 방송기술 변화, 유료방송시장 성장이 진행되면서 셋톱박스 시장 또한 새로운 성장 국면으로 진입하게 되었다. 북미와 유럽 등 선진시장에서는 신기능 셋톱박스 교체수요가 증가하고 있으며, 국내 및 신흥시장에서는 디지털 방송 전환이 본격적으로 진행되며 셋톱박스 수요가 지속적으로 증가하고 있다.

1. 선진시장: HGS(Home Gateway Server) 교체 수요 성장

선진시장인 북미와 유럽에서는 스마트박스 등 IP 기반 제품 기반이 확대된 것에 이어 N-Screen 기능이 융합된 HGS 셋톱박스 매출이 성장기에 들어섰다. 스마트화의 보편화로 인한 소비자 니즈와, 비용 감소 및 OTT 관련 경쟁력 확보를 원하는 방송사업자 니즈가 부합되면서 HGS 시장은 향후 빠른 성장을 보일 것으로 예상된다. 해외 리서치 Multimedia Research Group 에 따르면 글로벌 HGS 시장 규모는 '13년 $2.8bn 에서 '17년 $5.8bn 으로 성장할 전망이다.

2. 신흥시장: 본격적인 디지털 방송 전환

디지털 전환율이 80%에 가까운 선진시장과 달리 신흥시장의 전환율은 30%~40%에 지나지 않으며, 최근에야 본격적인 전환이 진행되고 있다. 신흥시장에서는 국가 인프라 구축 및 경기 부양을 위해 정부가 디지털 전환을 주도하고 있어 관련 발주가 대규모로 진행되는 등 유료방송시장과 셋탑박스 시장의 빠른 성장이 전망된다. 또한 소득 수준이 증가하면서 유료방송시장 또한 성장하고 있어 신규 셋톱박스 수요가 지속적으로 증가하는 모습이다.

3. 관련 국내 기업, 견고한 레퍼런스 보유

셋톱박스 시장은 기본적으로 환경적인 진입장벽이 높은 편이다. 고객사는 대체로 유료방송사이며 기술력 뿐 아니라 레퍼런스를 매우 중요시하고 있다. 더욱이 N-Screen 등 방송통신 연계 기술이 등장하고 신흥국 유료방송시장이 정부 주도로 성장하며 고객군이 유료방송사 외 대형 방송통신 업체 쪽으로 넓어지면서 이미 레퍼런스를 확보한 글로벌 업체들이 주로 수혜를 받을 것으로 예상된다. 국내 셋톱박스 업체 중 휴맥스와 가온미디어가 글로벌 레퍼런스를 보유하고 있으며, '14년 동안 중남미 및 신흥시장에서 견조한 성장을 보일 것으로 전망된다.

셋톱박스, 국내외 새로운 성장 국면 진입

국내시장: 디지털 및 스마트화 전개 중

디지털 방송 전환으로 인해 국내 셋톱박스 수요가 성장

2013년 들어 유료방송시장이 전체적으로 변화하면서 셋톱박스 시장 또한 변화기를 맞았다. 우선 2012년 말에 아날로그 방송 송출이 완료되고 디지털로 전환되면서 디지털 방송 가입자 비중이 지속적으로 확대되고, 이에 따라 셋톱박스 수요가 성장하고 있다.

아날로그 가입자가 디지털로 전환되는 것이기 때문에 일반적인 (유료방송 가입자 증가에 의한) 성장으로는 볼 수 없으나, 디지털 방송 수신에는 셋톱박스가 필수적이므로 향후 디지털 가입자가 전체 유료방송 가입자의 70~80% 가량까지 성장할 것으로 예상되는 2016년 경까지는 기본적인 수요 성장이 잠재되어 있다고 판단된다. 2014년 2월 기준 잔존한 아날로그 가입자는 약 800만명 가량이며, 이 중 대다수가 2~3년에 걸쳐 신규 수요자가 될 것으로 예상한다.

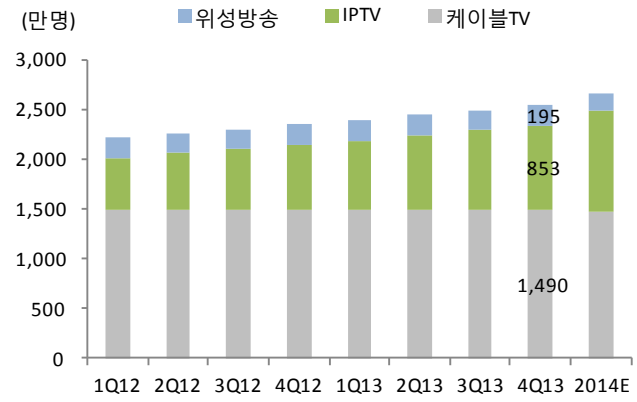
유료방송시장의 성장세 또한 긍정적 영향을 주고 있음

한편, 지상파가 절대적으로 우위였던 이전과 달리 종편 등의 출연으로 유료방송 비중이 커지고 있다. 유럽 및 북미 등 해외 시장에 비해 한국 방송시장은 지상파가 유독 강한 특이성을 보였다. 이는 수신료보다 광고 매출을 중시한 한국 방송시장 환경 때문에 지상파 수신료가 매우 낮았던 것에 기인한다. 그러나 종편이 등장하는 등 지상파 외 채널과 컨텐츠가 증가, 성장하면서 유료방송 비중이 점차 높아져 가고 있다. 지상파 외 채널의 컨텐츠 다양성과 질적 수준도 상향하면서 유료방송에 대한 소비자들의 인식 또한 보다 긍정적으로 변화하고 있다.

기술 발전에 따른 수요 증가 또한 관련 시장 성장에 기여하고 있다. 기존 셋톱박스는 단순한 유료방송 수신기 역할이었다. 그러나 VOD, 양방향 서비스, 스마트 화 등 방송 관련 서비스 기술력이 보다 다양화되고 복잡해지면서 자연히 셋톱박스 또한 이에 대응할 기술력을 요구받고 있다. 최근에는 방송과 통신의 연계 서비스가 중요시되어 통신사와의 제휴 기술력 또한 필요하게 되었다. 이렇듯 방송 기술 부문이 발전하고 셋톱박스에 신기능이 추가됨에 따라 새로운 교체 수요가 일어나고 있다.

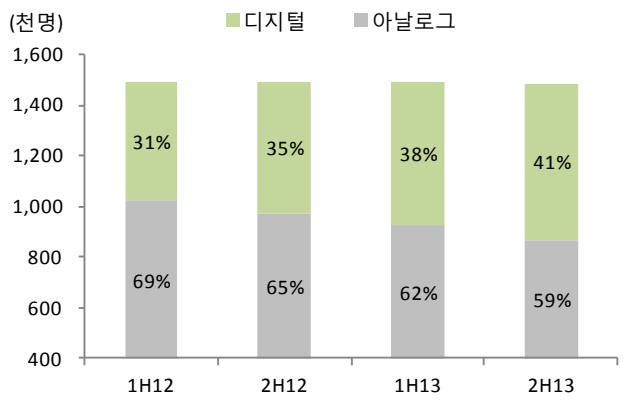
이에 따라 단순한 방송 수신용 셋톱박스 제조 업체는 경쟁력을 잃고 있으며, 반면 기술력을 갖춘 업체는 2011년~2012년의 성장 부진을 벗어나는 모습을 보이고 있다.

Exhibit 1. 국내 유료방송 가입자 수 추이 및 전망



Source: KCTA, Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 국내 케이블 TV 내 디지털/아날로그 비중



Source: KCTA, Leading Research Center

선진시장: 신기능 셋탑박스(HGS) 교체수요 증가

선진시장, HGS 등장 통해 셋톱박스 교체 수요 발생

국내 뿐 아니라 해외에서도 글로벌 적으로 방송시장 환경 변화가 진행되고 있다. 북미와 유럽 등 선진시장의 경우, 디지털 전환 및 IP 기반 제품 확신이 이미 어느 정도 이루어진 현재 HGS(Home Gateway Server)라는 신기능 셋톱박스가 등장하게 되었다.

HGS 는 기존 셋탑박스에 Gateway 기능(복수의 단말기와 근거리 통신망 등을 상호접속할 때 사용하는 장치)을 추가한 것으로, 인터넷과 WiFi 를 통해 다른 방에 있는 TV 에서도 동일하게 유료방송을 시청할 수 있으며 나아가서는 N-Screen 기능을 사용 가능하게 해준다. 중심이 되는 셋톱박스(서버)와 하위기기(클라이언트)로 이루어져 있다.

HGS: N-Screen 기능이 추가된 셋톱박스

북미와 유럽 등 선진시장에서는 한 가정 내 2~3대의 TV 가 있는 경우가 흔하다. 각 TV 로 유료방송 서비스를 이용하려면 TV 한대 당 셋탑박스 한대가 필요하며, 이에 따라 소비자의 가격 부담과 방송사의 Capex 부담이 존재한다. 그러나 HGS 의 등장에 따라 기본적으로 서버 셋톱박스 한대와 클라이언트 만으로 이전처럼 복수의 TV 에 유료방송 수신이 가능하게 되어 셋톱박스 구매비용 및 수신료 등의 부담이 덜어지게 된 셈이다. 이에 더해 스마트 기기가 보편화되면서 향후 필수적인 기능이 될 것으로 여겨지는 N-Screen 기능까지 사용할 수 있게 된 것이라 잠재적인 수요가 매우 클 것으로 전망된다.

유료방송사의 수익성 확보와 비용 감소에 긍정적 영향

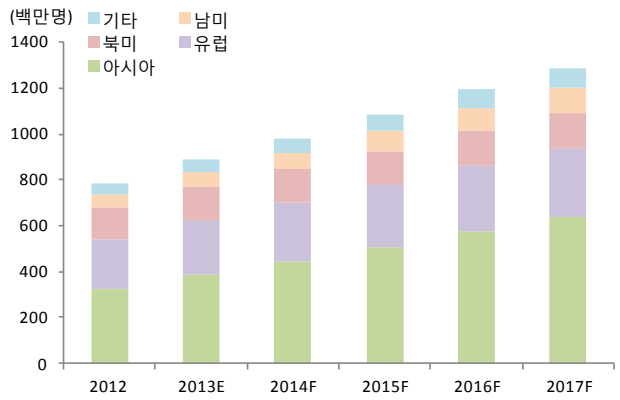
한편 유료방송사 입장에서도 HGS 의 등장은 긍정적으로 여겨지고 있다. 현재 선진국가 유료방송시장이 OTT(Over the top, 온라인 동영상 스트리밍 및 모바일 TV) 및 IPTV 확대로 인해 경쟁이 심화되고 있는 상황이기 때문에 비용 감소와 수익성 확보가 필요한데, HGS 가 이에 긍정적인 영향을 주기 때문이다.

HGS 는 셋탑박스가 한대밖에 필요하지 않기 때문에 기본적인 기기 비용 감소 효과가 있으며, 셋탑박스를 업그레이드 할 때에도 이전과는 달리 서버 셋탑박스 한대만 관리하면 되므로 서비스 비용 감소 또한 예상 된다.

스마트 기기가 보편화되고 있는 현재 N-Screen 기능은 필수적 요소

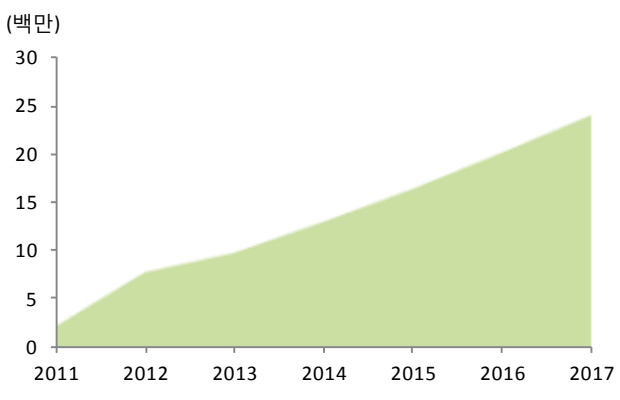
또한 N-Screen 기능이 가능하게 된다는 점이 긍정적인 요소이다. 스마트 기기가 글로벌 적으로 보편화되고 모바일 TV 및 동영상 시장 규모가 커져가는 현재 다수의 모바일 기기와 연계할 수 있는 N-Screen 은 부가적이 아닌 필수적 기능으로 받아들여지고 있다. 특히 케이블 업체들의 경우, 방송-통신이 결합된 IPTV 의 약진에 밀리는 상황에서 HGS 은 경쟁력 회복을 위한 해결법이 될 수 있는 상황이다.

Exhibit 3. 글로벌 디지털방송 가입자 전망



Source:, Informa Telecoms & Media, Leading Research Center

Exhibit 4. 글로벌 HGS 출하량 전망



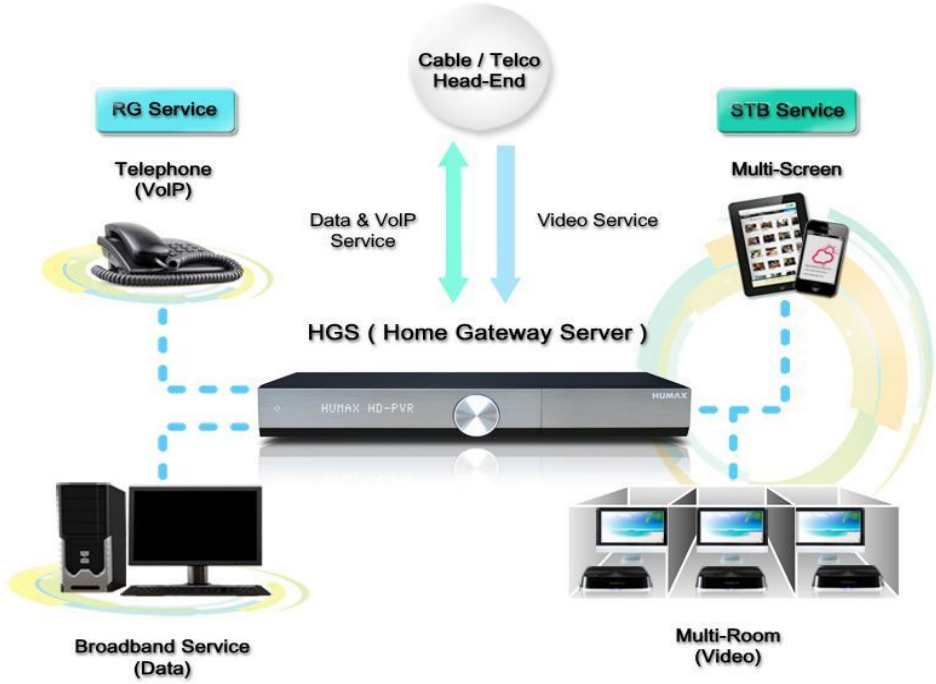
Source: Multimedia Research Group, Leading Research Center

글로벌 HGS 시장규모는 '13년 970만대에서 '17년 2,400만대로 성장할 전망

Multimedia Research Group 에 따르면 글로벌 HGS 시장 규모는 2012년 $2.3bn (약 770만대)에서 2013년 $2.8bn(약 970만대)로 빠른 성장을 보였으며, 향후 2017년까지 $5.8bn (약 2,400만대) 규모로 성장할 전망이다. 기준 약 초 기준 약 200만대에서 2015년 약 2,000만대까지 빠른 성장을 보일 것으로 전망되고 있다.

2013년 기준 글로벌 셋톱박스 시장 내 HGS 시장 비중은 약 4% 수준이다. 일차적으로는 소득 수준이 높은 편인 북미 및 서/북유럽 시장 위주로 성장할 것으로 예상되며, 이후 중남미 및 아시아가 현재 진행되고 있는 디지털 전환을 완료하면서 지속적으로 성장할 것으로 전망된다.

Exhibit 5. HGS 구조



Source:,Company data, Leading Research Center

신흥시장: 대대적 디지털 전환 시작

신흥시장은 디지털 전환 진행되며 셋톱박스 시장 성장 중

글로벌 적으로 디지털 방송 전환 비중은 2013년 기준 약 30% 수준에 지나지 않는다. 유료방송시장이 강세이며 디지털 전환이 70%~80% 가량 진행된 선진시장과 달리 신흥시장은 최근에야 디지털 방송 전환이 본격적으로 전개되고 있다.

중국, 말레이시아, 필리핀 등은 2015년에 아날로그 방송 종료가 예정되어 있으며 브라질은 2016년, 러시아는 2017년으로 예정되어 있다. 2000년대 중후반 선진시장의 경우처럼 아날로그 방송 송출이 완료되고 디지털 전환이 확대될 때까지의 몇 년간, 신규 수요 확대를 통해 셋톱박스 시장이 빠르게 성장할 것으로 전망된다.

정부가 주도함에 따라 관련 발주가 대규모로 진행

신흥시장 디지털 전환은 국가 인프라 구축 차원에서 국가 정부가 주도하고 있으며, 이에 따라 대형 방송통신 사업자 위주로 관련 발주가 대규모로 진행되고 있다. 이런 점을 감안하면 해외 시장에서 충분히 레퍼런스를 확보한 셋톱박스 업체들이 유리해질 것으로 전망되며, 휴맥스와 가온미디어의 경우 남미 시장에서 비중이 확대되고 있다.

한편 남미, 동유럽, 아시아 등지에서 디지털 전환 진행과 함께 유료방송 시장이 확대되면서 셋톱박스 수요가 지속적으로 증가하고 있어, 향후 셋톱박스 시장 성장에 기여할 것으로 보인다.

글로벌 레퍼런스 확보한 업체가 유리

셋톱박스 시장은 기본적으로 환경적 진입장벽이 높음

셋톱박스 시장은 기본적으로 진입장벽이 높다고 볼 수 있다. 기술적이 아닌 환경적인 진입장벽이다. 셋톱박스 업체의 고객사는 대부분 유료방송사이고, 이 중에서도 매출 단위가 큰 대형 유료방송사의 경우 레퍼런스를 중요시하기 때문에 신규 업체가 단순 기술력만을 가지고 진입하기에는 어려운 시장이다.

통신 연계 기술이 요구되면서 기술력 및 레퍼런스가 더욱 중요시되는 상태

이렇듯 셋톱박스가 단순한 방송 수신기 역할만을 했을 때도 진입장벽이 있었던 것에 더해 최근에는 기술력에 기반한 구조적 조정이 있었다. 방송과 통신의 연계 및 N-Screen 등 신기능이 부각되면서 관련 기술력을 갖추지 못한 업체는 경쟁력을 빠르게 잃고 있는 것이다. 국내에서도 휴맥스와 가온미디어 등 신기능 관련 기술력을 확보한 상위업체만이 가시적인 경쟁력 회복을 보이고 있다.

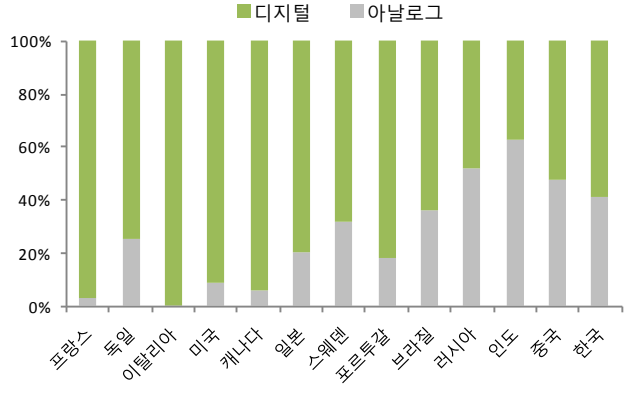
한국은 인터넷/통신에서 강세를 보이는 만큼 통신 부문과의 연계와 같은 기술적인 면에서는 세계 시장을 리드하는 편이며, 진입장벽이 더욱 확고히 변해가는 만큼 이 안에 포함된 한국 업체들은 비교적 안정적인 모습을 보일 것으로 전망된다.

Exhibit 6. 주요국 아날로그 방송 종료 시점

2009	노르웨이, 덴마크, 스위스, 미국
2010	이탈리아, 스페인, 체코, 대만
2011	프랑스, 벨기에, 일본, 캐나다, 호주
2012	영국, 포르투갈, 루마니아, 홍콩, 한국
2013	뉴질랜드
2015	중국, 말레이시아, 필리핀
2016	브라질
2017	러시아

Source:, Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. 주요국 디지털 전환율



Source: Ofcom, Leading Research Center

디지털 방송 솔루션 & 미들웨어

셋톱박스 시장 성장과 함께 디지털 방송 솔루션 시장도 성장

셋톱박스 시장 성장의 수혜를 받는 또 다른 부문은 디지털 방송 솔루션 및 미들웨어 부문이다. 셋톱박스가 PC(하드웨어)라면 미들웨어는 OS(소프트웨어)라고 볼 수 있다.

한국의 디지털 방송 방식은 SD 에서 HD, 최근에는 3D, 8VSB 등으로 다양하게 발전하고 있으며, IPTV 의 등장으로 양방향 서비스가 보편화되는 등 시청자들의 성향 또한 빠르게 변화하고 있다. 이에 따라 방송 솔루션 또한 이전보다 복잡한 기술 서비스를 필요로 하고 있다.

해외에서도 HGS, N-Screen 등 신기능을 도입하면서 새로이 인터넷 기반 방송 플랫폼이 필요하게 된 상황이다.

세계적으로 디지털 방송 솔루션 및 미들웨어 업체 수는 그리 많지 않은 편이며 셋톱박스 하드웨어와 마찬가지로 레퍼런스가 중요시 되기에 진입장벽이 다소 높은 편이다. 이 중 한국의 알티캐스트는 '12년 기준 세계 M/S 7.4% (약 5위)의 비교적 높은 비중을 차지하고 있으며 세계최초 HTML5 기반 플랫폼 상용화, 소프트웨어 CAS 상용화 등 기술적 시장을 선도하는 모습을 보이고 있다.

LEADING

Company Report

휴맥스(115160 KQ)

2014년 3월 17일

Key issues…

- ✓ **북미 케이블 시장 진출 및 HGS 통한 매출 성장 기대**
- ✓ **주요 시장인 유럽의 경기회복, 일본 J Com 과 재계약 등 전체적으로 회복세 들어서며 외형성장 진행될 전망**
- ✓ **투자의견 매수, 목표주기 18,000 원 제시**

'14년, 저성장 벗어나 재도약

북미 케이블 시장 진출 및 신제품 HGS 통해 북미 매출 성장 전망

동사는 '13년 북미 최대 케이블 업체 Comcast와 계약을 성립하였으며, '14년 현재 타임워너 케이블과의 계약 또한 예상되고 있음. 기존 고객사인 DirecTV 를 비롯해 향후 북미 지역 매출이 본격적인 외형성장을 보일 전망. 또한 선진 시장에서 차세대 셋탑박스 HGS의 빠른 성장이 전망되는 가운데 '13년부터 납품 시작, 양호한 관련 매출 성장을 보일 것으로 예상.

'13년 실적 부진에서 회복세로…

'13년에는 동사의 주요 시장인 유럽의 경기상황으로 인해 판매가 부진했던데다 일본향 매출이 지연되었으며, 북미 진출을 위한 R&D 비용 증가로 인해 매출과 수익성에 부정적인 영향이 있었음. '14년부터는 북미 케이블 업체 향 매출이 성장하고 일본 제이콤 향 매출이 진행되면서 매출 성장세를 회복, 수익성 개선은 다소 시간이 걸릴 것 같으나 외형성장은 본격적으로 진행될 것으로 전망.

글로벌 레퍼런스 확보 및 알티캐스트와의 연계

레퍼런스가 매우 중요시되는 관련 시장에서 북미 DirecTV 에 더해 최대 케이블 업체 Comcast와의 계약을 성사시키며 견고한 레퍼런스 확보. 방송기술 발전으로 인해 자체적으로 구조정리가 진행되는 현재 기술력과 신뢰성을 동시에 갖춘 동사에 유리한 환경이 조성되고 있다고 판단.
또한 글로벌 상위 유료방송사에게 디지털 방송 솔루션을 납품하는 알티캐스트와의 연계 또한 긍정적 요인이 될 것으로 전망.

투자의견 매수, 목표주가 18,000원 제시

투자의견 매수, 목표주가 18,000원을 제시.
동사의 2014년 연간 실적은 매출 1조1,510억원(+33.0% YoY), 영업이익 424억원(+39% YoY), 순이익 348억원(+33% YoY)을 전망.
2014년 EPS 1,577원에 글로벌 Peer 평균 PER 11.5배를 적용, 목표주가 18,000원을 산출.

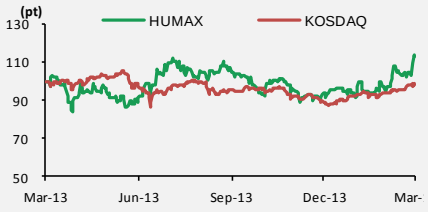
BUY(Initiate)

목표주가	**18,000 원**
현재주가	**14,100 원**
목표수익률	**27.7%**

Key Data	**2014 년 3 월 14 일**
산업분류	하드웨어
시가총액 (십억원)	322.7
발행주식수 (백만주)	22.9
외국인 지분율 (%)	15.3
52 주 고가 (원)	14,150
저가 (원)	10,450
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.9
주요주주	**(%)**
휴맥스홀딩스	34.12
신영자산운용	5.99
KOSDAQ	544.27

주가상승률 (%)	**1M**	**6M**	**12M**
절대주가	16.1	7.6	13.3
상대주가	11.9	5.1	14.9

Relative Performance

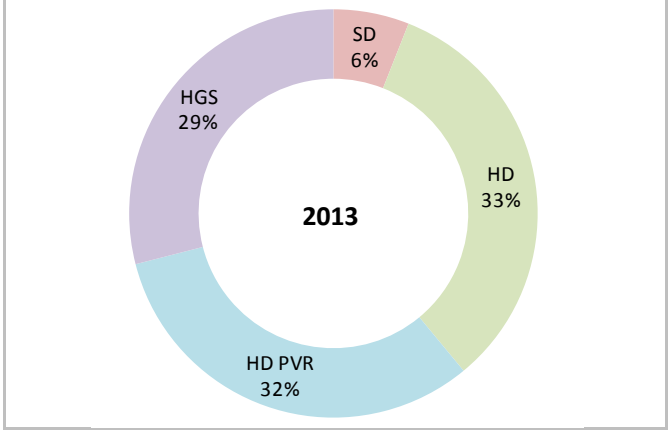


LEADING RESEARCH
Analyst (통신서비스/미드캡)
송보금
bksong@leading.co.kr
+822-2009-7193

Valuation Forecast

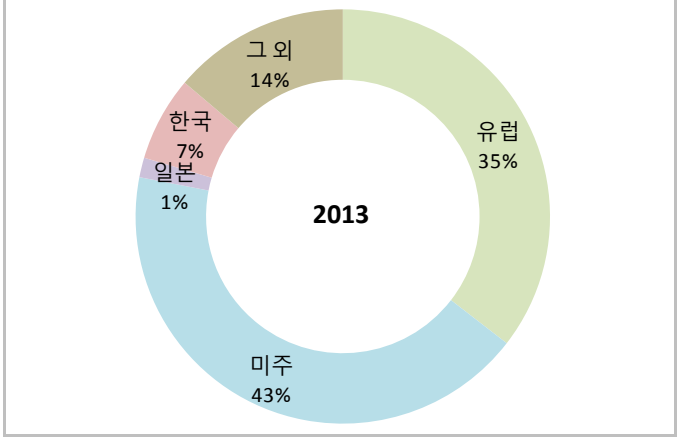
FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	990.7	(2.0)	35.9	3.6	34.8	1,522	(19.7)	7.4	5.0	9.1	0.6
2012	1,024.3	3.4	30.7	3.0	13.7	599	(60.6)	18.6	6.6	3.4	0.6
2013P	1,139.4	11.2	30.5	2.7	26.1	1,184	97.5	11.9	7.2	6.3	0.8
2014F	1,515.4	33.0	42.4	2.8	34.8	1,577	33.2	8.9	5.8	7.9	0.7
2015F	1,701.8	12.3	52.8	3.1	41.6	1,884	19.4	7.5	4.7	8.7	0.7

Exhibit 1. 제품별 매출 비중



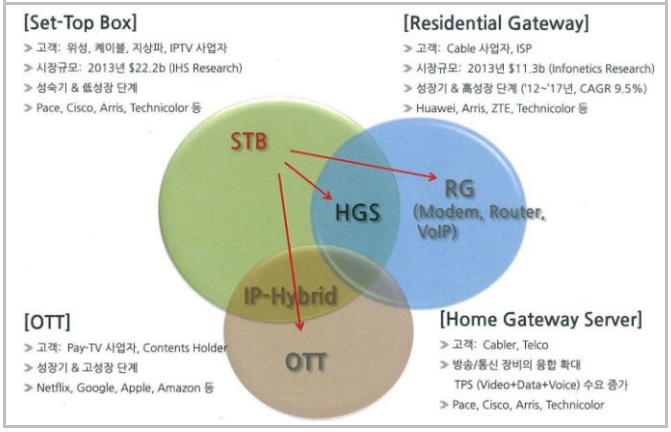
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 지역별 매출 비중



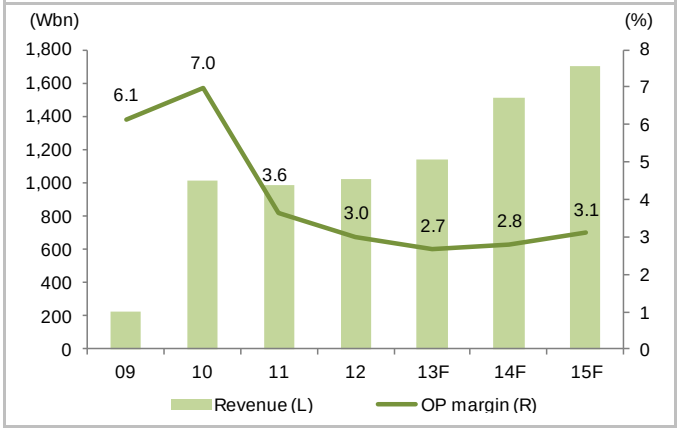
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 관련 시장 현황 및 전략



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 매출액 및 영업이익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Financial Statement

대차대조표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	618.2	553.4	621.3	693.0	756.4
현금성자산	155.4	120.3	156.5	145.2	152.1
매출채권	283.7	284.9	293.4	348.7	396.3
재고자산	166.8	136.1	159.2	186.8	195.8
비유동자산	148.6	163.9	175.1	196.6	209.2
투자자산	71.2	88.9	96.8	118.9	130.9
유형자산	70.2	67.4	68.0	67.7	68.3
무형자산	7.2	7.6	10.3	10.0	10.0
자산총계	**766.8**	**717.4**	**796.4**	**889.6**	**965.6**
유동부채	355.9	281.6	339.3	400.8	438.4
매입채무	171.4	117.6	162.3	215.9	242.4
유동성이자부	126.0	103.9	103.9	103.9	103.9
비유동부채	15.3	31.8	31.9	32.0	32.2
비유동이자부	0.0	18.4	18.4	18.4	18.4
부채총계	**371.3**	**313.4**	**371.2**	**432.9**	**470.6**
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	323.3	325.1	325.1	325.1	325.1
이익잉여금	67.6	75.9	97.6	129.1	167.3
자본조정	(6.9)	(8.4)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
자기주식	(8.9)	(8.9)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
자본총계	**395.5**	**404.0**	**425.3**	**456.7**	**495.0**
투하자본	351.2	372.8	356.1	397.1	426.7
순차입금	(29.4)	2.1	(34.1)	(22.8)	(29.7)
ROA	4.6	1.8	3.5	4.1	4.5
ROE	9.1	3.4	6.3	7.9	8.7
ROIC	8.4	6.5	7.6	9.0	10.2

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**990.7**	**1,024.3**	**1,139.4**	**1,515.4**	**1,701.8**
증가율 (Y-Y,%)	(2.0)	3.4	11.2	33.0	12.3
영업이익	**35.9**	**30.7**	**30.5**	**42.4**	**52.8**
증가율 (Y-Y,%)	(49.2)	(14.5)	(0.8)	39.2	24.3
EBITDA	45.8	38.9	40.2	52.0	62.4
영업외손익	**7.6**	**(13.9)**	**(1.6)**	**1.1**	**(0.8)**
순이자수익	(0.5)	(3.6)	(1.7)	(2.1)	(1.8)
외화관련손익	(5.8)	(15.0)	(9.3)	(5.4)	(7.9)
지분법손익	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
세전계속사업손익	**43.5**	**16.9**	**28.9**	**43.5**	**51.9**
당기순이익	**34.8**	**13.7**	**26.1**	**34.8**	**41.6**
지배기업순이익	34.8	13.7	26.1	34.8	41.6
증가율 (Y-Y,%)	(19.7)	(60.6)	90.3	33.2	19.4
NOPLAT	**28.5**	**23.6**	**27.6**	**33.9**	**42.2**
(+) Dep	9.9	8.1	9.7	9.6	9.7
(-) 운전자본투자	21.3	22.6	(26.0)	21.4	19.0
(-) Capex	7.6	8.4	7.8	7.0	8.0
OpFCF	9.5	0.7	55.5	15.2	24.9
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	n/a	64.6	4.1	15.2	18.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	29.6	(24.5)	5.7	19.7
EBITDA 증가율(3Yr)	n/a	32.1	(20.7)	4.3	17.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	5.6	(15.6)	(0.0)	44.7
영업이익률(%)	3.6	3.0	2.7	2.8	3.1
EBITDA 마진(%)	4.6	3.8	3.5	3.4	3.7
순이익률 (%)	3.5	1.3	2.3	2.3	2.4

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업현금	**18.4**	**6.8**	**54.9**	**2.5**	**22.0**
당기순이익	34.8	13.7	26.1	34.8	41.6
자산상각비	9.9	8.1	9.7	9.6	9.7
운전자본증감	(36.3)	(25.4)	26.0	(21.4)	(19.0)
매출채권감소	48.5	1.3	(8.5)	(55.3)	(47.6)
재고자산감소	(102.2	26.0	(23.1)	(27.6)	(9.0)
매입채무증가	22.8	(53.8)	44.7	53.6	26.6
투자현금	**(1.7)**	**15.3**	**(14.2)**	**(10.5)**	**(11.9)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	41.2	3.0	(1.4)	(1.5)	(1.6)
설비투자	(7.6)	(8.4)	(7.8)	(7.0)	(8.0)
유무형자산감소	(0.9)	1.6	(5.0)	(2.0)	(2.3)
재무현금	**(65.1)**	**(8.4)**	**(4.4)**	**(3.3)**	**(3.3)**
차입금증가	(56.3)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(4.5)	(4.4)	(4.4)	(3.3)	(3.3)
배당금지급	4.5	4.4	4.4	3.3	3.3
현금 증감	(49.7)	11.0	36.3	(11.3)	6.8
총현금흐름(Gross	**57.1**	**40.4**	**28.9**	**23.9**	**41.0**
(-) 운전자본증가	21.3	22.6	(26.0)	21.4	19.0
(-) 설비투자	7.6	8.4	7.8	7.0	8.0
(+) 자산매각	(0.9)	1.6	(5.0)	(2.0)	(2.3)
Free Cash Flow	27.3	11.0	42.1	(6.5)	11.7
(-) 기타투자	(41.2)	(3.0)	1.4	1.5	1.6
잉여현금	68.5	14.0	40.7	(8.0)	10.1

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	1,522	599	1,184	1,577	1,884
BPS	17,281	17,651	18,582	19,957	21,628
DPS	200	200	150	150	150
Multiples(x,%)					
PER	7.4	18.6	11.9	8.9	7.5
PBR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	5.0	6.6	7.2	5.8	4.7
배당수익률	1.8	1.8	1.1	1.1	1.1
PCR	4.5	6.3	11.2	13.5	7.9
PSR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	93.9	77.6	87.3	94.8	95.1
Net debt/Equity	n/a	0.5	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	5.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	173.7	196.5	183.1	172.9	172.5
이자보상배율	72.4	8.4	17.9	20.7	29.6
이자비용/매출액	0.7	0.7	0.5	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	60.8	64.1	58.4	60.1	60.1
현금+투자자산(%)	39.2	35.9	41.6	39.9	39.9
자본구조					
차입금(%)	24.2	23.3	22.3	21.1	19.8
자기자본(%)	75.8	76.7	77.7	78.9	80.2

▶ Compliance Notice

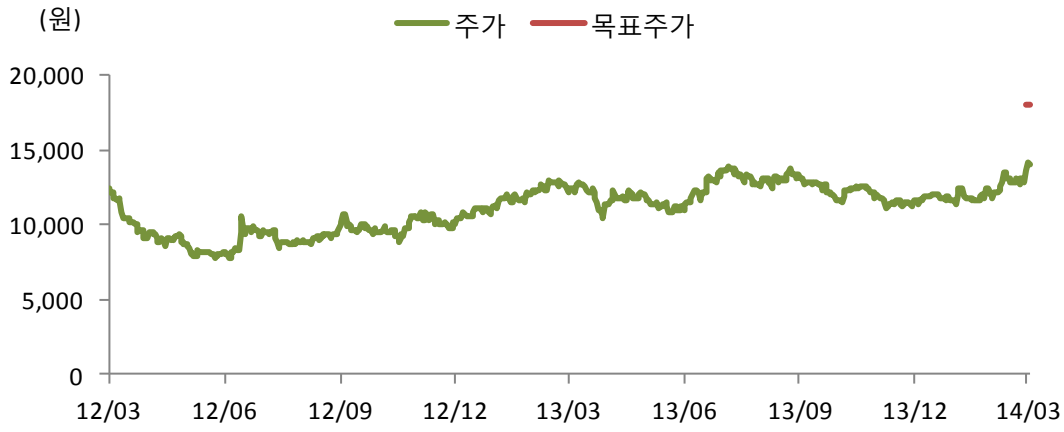
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

휴맥스 (115160 KQ)	
일자	2014-03-17
투자의견	BUY(신규)
목표주가	18,000 원

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

LEADING

Company Report

가온미디어(078890 KQ)

2014년 3월 17일

Key issues…

- ✓ 디지털 전환이 본격적으로 전개되는 남미 시장에서 견조한 매출 성장 전망
- ✓ 환경적 진입장벽 높은 시장에서 글로벌 레퍼런스 확보
- ✓ 투자의견 매수, 목표주가 8,000 원 제시

남미와 유럽에서 새로운 성장기 진입

남미 매출, 빠른 성장 전망

현재 남미 시장은 정부 주도 하에 대대적인 디지털 전환이 진행되고 있는 중이며, 이에 따라 신규 수요가 빠르게 성장하고 있는 중. 동사는 '14년부터 텔레포니카(스페인/중남미 최대 통신사), Oi(브라질 대형 방송통신사), 텔맥스(멕시코 최대 통신사) 등 대형 유료방송/통신사에 공급을 시작, 해당 시장 매출이 빠르게 성장할 것으로 전망.

동사의 중남미 부문 매출은 약 800억원(+95% YoY) 전망, 관련 매출비중은 '13년 약 14~15%에서 '14년 25%까지 성장할 것으로 예상.

유럽에서도 대형 고객사 확보 진행 중

국내 및 유럽에서도 대형 고객사 확보가 진행되고 있는 중. '12년 4분기부터 SK브로드밴드, KT, 스카이라이프 등 대형사에 납품 시작, 유럽에서는 도이치텔레콤에 납품 중이며 '14년에는 Finecom(스위스 3위 사업자), 까날디지털(노르웨이) 등에 납품 시작할 예정. 유럽향 제품은 고수익제품 비중이 높아 장기적으로 매출 규모 성장에 기여할 전망.

한편 매출 발생이 보다 정기적이고 납품 규모도 큰 대형사들이 주 거래처가 되면서 보다 안정적인 성장이 가능하게 되었다고 판단. 중소형 사업자와 대형 사업자 간 비중은 '12년 5:5에서 '14년 1:3 수준이 될 전망이며, 한번 세계시장에서 레퍼런스를 확보한 만큼 지속적으로 대형 사업자 비중이 확대 가능할 것으로 예상.

R&D 인력 확보 완료, 고정비 증가 부담 완화 전망

'13년 말을 기점으로 필요한 R&D 인력 대부분을 확보. 주 거래처가 중소형 사업자(소규모 다품종 제품, 개별 커스터마이징 필요)에서 대형 사업자(대규모 소품종 중심)로 바뀌면서 더 이상의 큰 인력 충원은 불필요할 것으로 판단.

투자의견 매수, 목표주가 8,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 8,000원을 제시.

'14년 EPS 1,018원에 글로벌 Peer PER에 30% 디스카운트한 PER 8x 적용해 목표주가 산출. '14년 실적은 매출 3,200억원(+9.6% YoY), 영업이익 144억원(+17.2% YoY), 순이익 104억원(+39.1% YoY)을 전망. 보수적 전망이며 추가 계약여부에 따라 상향조정 가능.

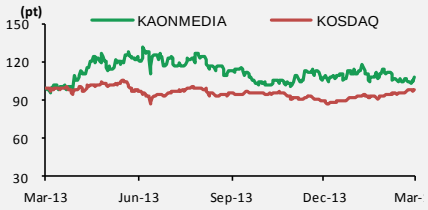
BUY(Initiate)

목표주가	8,000 원
현재주가	5,730 원
목표수익률	39.6%

Key Data	2014 년 3 월 14 일
산업분류	하드웨어
시가총액 (십억원)	61.0
발행주식수 (백만주)	10.6
외국인 지분율 (%)	2.3
52 주 고가 (원)	6,990
저가 (원)	5,100
60 일 일평균거래대금 (십억원)	0.6
주요주주	(%)
특수관계자 외	15.69
㈜브이아이피투자자문	6.75
KOSDAQ	544.27

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(4.0)	(4.7)	8.1
상대주가	(8.2)	(7.2)	9.8

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst (텔레콤/미드캡)

송보금

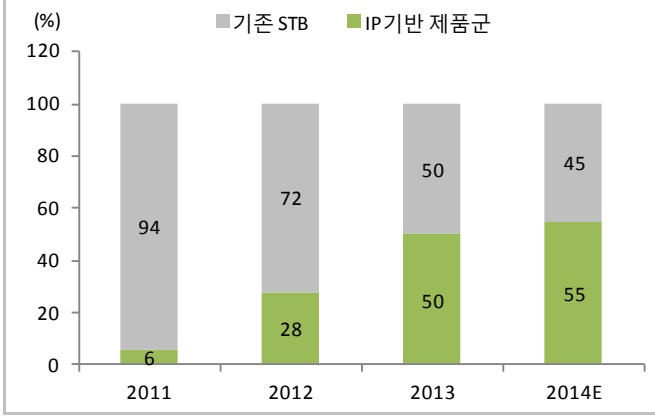
bksong@leading.co.kr

+822-2009-7193

Valuation Forecast

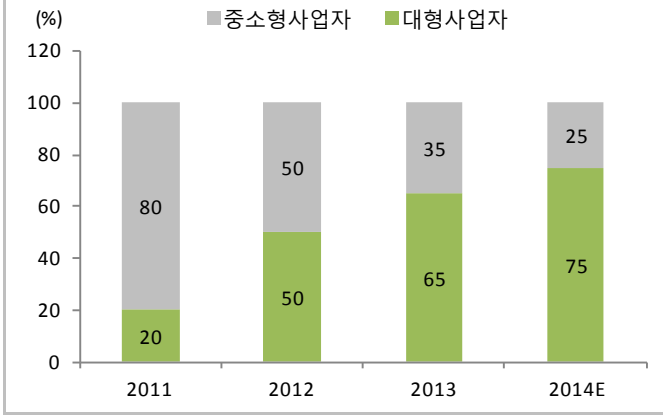
FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	127.3	(41.8)	(8.2)	(6.4)	(9.0)	(863)	적전	(3.8)	(8.4)	(15.6)	0.7
2012	191.9	50.8	6.2	3.2	4.4	438	흑전	11.2	8.6	8.4	0.9
2013P	292.0	52.1	12.3	4.2	7.4	740	69.0	7.7	6.2	12.8	0.9
2014F	320.0	9.6	14.4	4.5	10.4	1,018	37.6	5.6	5.3	15.6	0.8
2015F	348.2	8.8	17.1	4.9	13.0	1,278	25.6	4.5	4.3	16.8	0.7

Exhibit 1. 제품군별 매출 비중



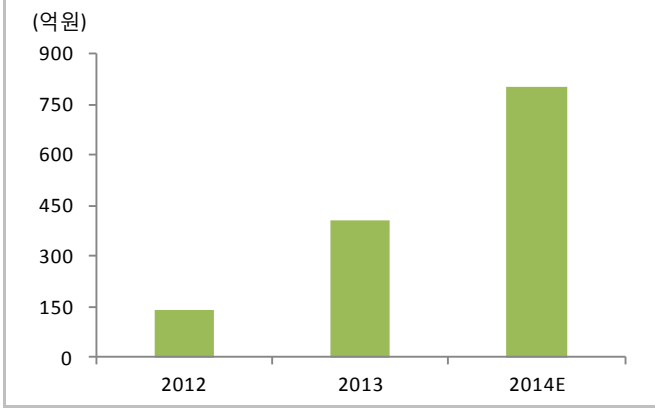
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 사업자별 매출 비중



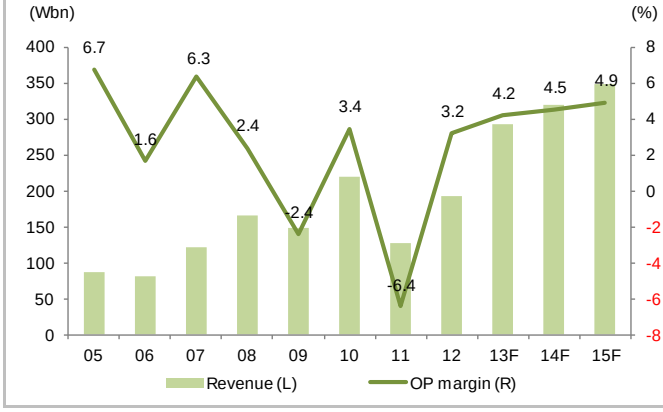
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 남미향 매출 추이 및 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 매출액 및 영업이익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Financial Statement

대차대조표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	77.5	121.0	118.6	130.9	145.1
현금성자산	22.6	29.0	16.1	19.3	24.4
매출채권	23.9	57.1	60.0	65.8	71.5
재고자산	29.1	27.1	34.4	37.7	41.0
비유동자산	33.6	30.9	31.9	32.8	34.5
투자자산	17.0	14.8	16.1	17.0	18.5
유형자산	14.4	13.9	14.2	14.6	15.1
무형자산	2.2	2.1	1.7	1.3	1.0
자산총계	**111.1**	**151.9**	**150.5**	**163.7**	**179.6**
유동부채	53.9	86.4	82.6	86.1	89.7
매입채무	11.4	40.6	36.8	40.3	43.9
유동성이자부	38.9	42.4	42.4	42.4	42.4
비유동부채	7.6	10.5	6.5	6.5	6.5
비유동이자부	5.4	8.7	4.7	4.7	4.7
부채총계	**61.4**	**96.8**	**89.1**	**92.6**	**96.2**
자본금	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	28.9	29.5	29.8	29.8	29.8
이익잉여금	20.6	24.9	31.9	41.5	53.8
자본조정	(4.2)	(4.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
자기주식	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
자본총계	**49.7**	**55.1**	**61.5**	**71.1**	**83.4**
투하자본	69.0	77.2	92.4	98.8	106.0
순차입금	21.7	22.1	31.0	27.7	22.6
ROA	(7.9)	3.3	4.9	6.6	7.6
ROE	(15.6)	8.4	12.8	15.6	16.8
ROIC	(8.9)	6.1	13.9	14.3	15.8

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**127.3**	**191.9**	**292.0**	**320.0**	**348.2**
증가율 (Y-Y,%)	(41.8)	50.8	52.1	9.6	8.8
영업이익	**(8.2)**	**6.2**	**12.3**	**14.4**	**17.1**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	99.8	17.2	18.5
EBITDA	(6.5)	8.3	14.8	16.7	19.2
영업외손익	**(1.4)**	**(2.3)**	**(4.5)**	**(3.5)**	**(3.4)**
순이자수익	(1.9)	(2.3)	(2.9)	(2.1)	(2.1)
외화관련손익	(1.3)	(0.2)	(1.7)	(1.6)	(1.5)
지분법손익	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업손익	**(9.7)**	**3.9**	**7.8**	**10.9**	**13.7**
당기순이익	**(9.0)**	**4.4**	**7.4**	**10.4**	**13.0**
지배기업순이익	(8.7)	4.4	7.4	10.4	13.0
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	69.1	39.1	25.6
NOPLAT	**(5.9)**	**4.5**	**11.7**	**13.7**	**16.2**
(+) Dep	1.7	2.2	2.5	2.3	2.2
(-) 운전자본투자	7.6	8.2	14.2	5.5	5.6
(-) Capex	1.2	1.2	1.8	1.9	2.1
OpFCF	(13.1)	(2.7)	(1.7)	8.6	10.7
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(8.4)	9.1	10.1	36.0	22.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	17.8	n/a	40.5
EBITDA 증가율(3Yr)	n/a	n/a	15.6	n/a	32.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	1.9	n/a	43.5
영업이익률(%)	(6.4)	3.2	4.2	4.5	4.9
EBITDA 마진(%)	(5.1)	4.3	5.1	5.2	5.5
순이익률 (%)	(7.0)	2.3	2.6	3.2	3.7

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업현금	**(11.6)**	**(1.5)**	**(10.6)**	**6.1**	**8.0**
당기순이익	(9.0)	4.4	7.4	10.4	13.0
자산상각비	1.7	2.2	2.5	2.3	2.2
운전자본증감	(2.7)	(5.9)	(14.0)	(5.5)	(5.6)
매출채권감소	(1.1)	(33.5)	(2.9)	(5.8)	(5.8)
재고자산감소	1.8	2.1	(7.3)	(3.3)	(3.3)
매입채무증가	(2.4)	29.2	(3.8)	3.5	3.5
투자현금	**(0.6)**	**(0.7)**	**(2.2)**	**(2.2)**	**(2.2)**
단기투자자산감소	3.4	(1.7)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1
설비투자	(1.2)	(1.2)	(1.8)	(1.9)	(2.1)
유무형자산감소	(1.1)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.3)
재무현금	**7.1**	**9.8**	**(0.1)**	**(0.7)**	**(0.7)**
차입금증가	6.5	8.5	0.0	0.0	0.0
자본증가	(0.3)	0.0	(0.1)	(0.7)	(0.7)
배당금지급	0.6	0.0	0.5	0.7	0.7
현금 증감	(5.1)	8.1	(12.9)	3.2	5.1
총현금흐름(Gross	**(7.0)**	**6.6**	**3.4**	**11.7**	**13.6**
(-) 운전자본증가	7.6	8.2	14.2	5.5	5.6
(-) 설비투자	1.2	1.2	1.8	1.9	2.1
(+) 자산매각	(1.1)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.3)
Free Cash Flow	(16.9)	(3.5)	(13.2)	3.8	5.7
(-) 기타투자	(0.5)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
잉여현금	(16.4)	(3.5)	(13.0)	4.0	5.8

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	(863)	438	740	1,018	1,278
BPS	5,005	5,474	6,039	6,986	8,195
DPS	0	50	70	70	70
Multiples(x,%)					
PER	(3.8)	11.2	7.7	5.6	4.5
PBR	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	(8.4)	8.6	6.2	5.3	4.3
배당수익률	0.0	1.0	1.2	1.2	1.2
PCR	n/a	7.5	17.1	5.0	4.3
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	123.7	175.8	144.9	130.2	115.3
Net debt/Equity	43.7	40.1	50.4	39.0	27.1
Net debt/EBITDA	n/a	265.1	208.9	165.7	117.6
유동비율	143.9	140.1	143.6	152.0	161.8
이자보상배율	n/a	2.6	4.2	6.7	8.1
이자비용/매출액	2.0	1.5	1.2	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	63.6	63.8	74.2	73.1	71.2
현금+투자자산(%)	36.4	36.2	25.8	26.9	28.8
자본구조					
차입금(%)	47.1	48.1	43.4	39.8	36.1
자기자본(%)	52.9	51.9	56.6	60.2	63.9

▶ Compliance Notice

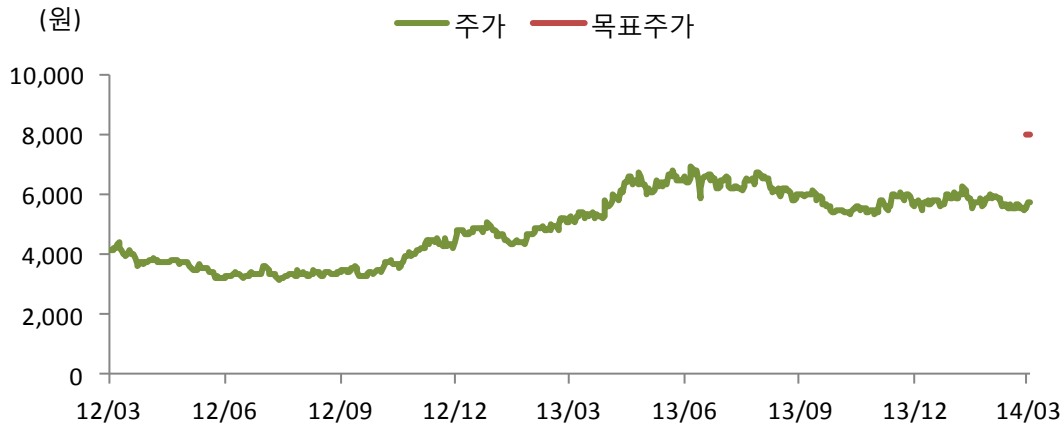
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

가온미디어 (078890 KQ)	
일자	2014-03-17
투자의견	BUY(신규)
목표주가	8,000 원

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

LEADING

Company Report

알티캐스트(085810 KQ)

2014년 3월 17일

Key issues…

- ✓ 인터넷(HTML5) 기반 방송 플랫폼 상용화 통해 글로벌 M/S 확대 전망
- ✓ 국내 M/S 1 위 고수 및 해외 대형 방송사업자 다수와 계약하며 레퍼런스 확보

기술력 기반으로 해외 M/S 확대

해외시장에서 M/S 확대 중

해외시장에서 현지 대형 방송사업자와 계약하며 레퍼런스 확보 중. 미국에서는 2위, 5위 케이블 업체인 Time Warner Cable과 Cablevision, 유럽에서는 이탈리아 지상파 2위 업체와 독일 케이블 2위 업체, 대만 1위~4위 케이블 업체 등 글로벌 적으로 상위 사업자를 확보. 세계적으로도 동종업체 경쟁사가 많지 않은 상황에서 기술력 선도를 통해 글로벌 M/S 지속적으로 확대 중. (2010년 4.1% → 2012년 7.4%) 현재까지의 레퍼런스와 기술력을 기반으로 향후에도 안정적인 수익 창출 가능할 것으로 전망.

토털 스마트 패키지 솔루션 : 기술력 선도

방송기술이 빠르게 발전, 변화하며 방송 플랫폼 또한 기술력을 보다 요구하게 되는 중에 동사는 스마트 화에 맞추어 소프트웨어 CAS 도입, HTML5 기반 미들웨어 세계최초 상용화 등 신규 기술을 선도하는 중. 또한 미들웨어, 서버, UI/UX, 소프트웨어 CAS 등 디지털방송용 토털 솔루션을 상용화, 가격경쟁력 및 유지보수 비용절감 등의 강점을 통해 글로벌 중소형 유료방송업자향 추가 성장 동력 기반을 마련함.

국내에서 안정적인 1위 위치 고수

동사의 국내 시장점유율은 90% 가까운 높은 수준을 유지. 국내 케이블과 위성 셋톱박스에는 100%, IPTV 셋톱박스에는 약 60% 가량이 동사 제품을 사용중. 국내 동종업체 수가 매우 적고 고객군에 KT 및 케이블 업체 전체가 포함되어 있는 안정적 모습이므로 향후에도 국내시장에서의 우위를 지킬 가능성이 매우 높다고 전망.

2014년 실적 전망

2014년 연간 실적은 매출 810억원(+10% YoY), 영업이익 217억원(+17% YoY), 순이익 184원(+15% YoY)을 전망.

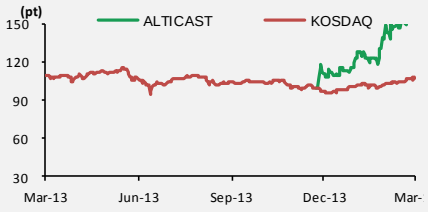
Not Rated

목표주가	
현재주가	12,600 원
목표수익률	

Key Data	2014 년 3 월 14 일
산업분류	소프트웨어
시가총액 (십억원)	253.1
발행주식수 (백만주)	20.6
외국인 지분율 (%)	12.0
52 주 고가 (원)	12,700
저가 (원)	7,940
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.4
주요주주	(%)
㈜건인투자	35.06
스틱인베스트먼트	11.92
KOSDAQ	544.27

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	8.4	N/A	N/A
상대주가	4.2	N/A	N/A

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst (통신서비스/미드캡)

송보금

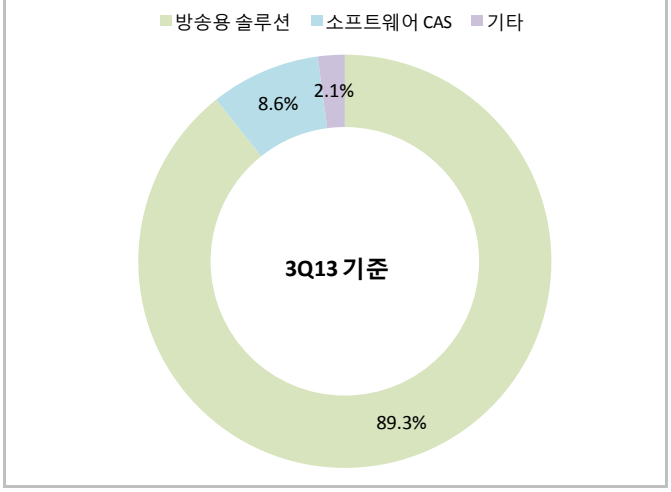
bksong@leading.co.kr

+822-2009-7193

Valuation Forecast

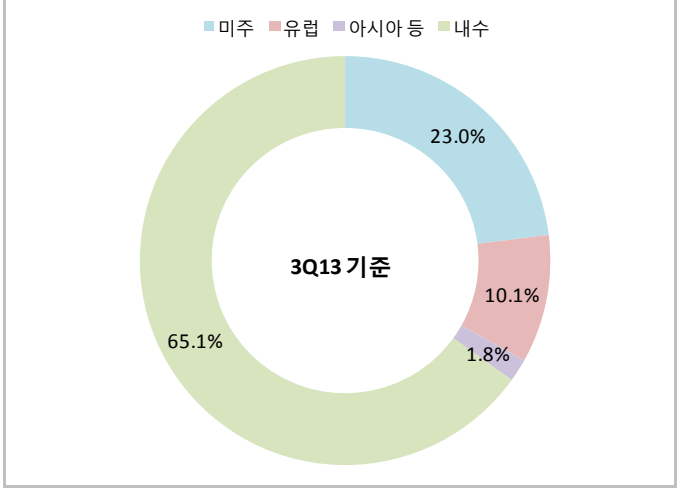
FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2010	51.7	15.2	1.4	2.8	5.2	341	(33.5)	0.0	1.8	16.2	0.0
2011	62.5	20.9	12.2	19.6	7.2	474	38.7	0.0	0.3	29.2	0.0
2012	65.3	4.5	13.8	21.1	4.5	282	(40.6)	0.0	0.8	13.8	0.0
2013P	73.7	12.9	18.6	25.2	16.0	1,001	255.8	12.3	11.7	35.5	3.7
2014F	81.0	9.9	21.7	26.8	18.4	1,150	14.8	10.7	10.0	29.5	2.7

Exhibit 1. 제품별 매출 비중



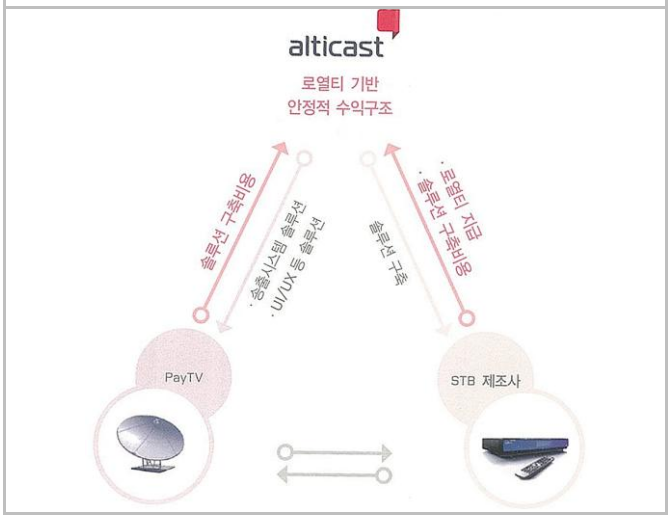
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 지역별 매출 비중



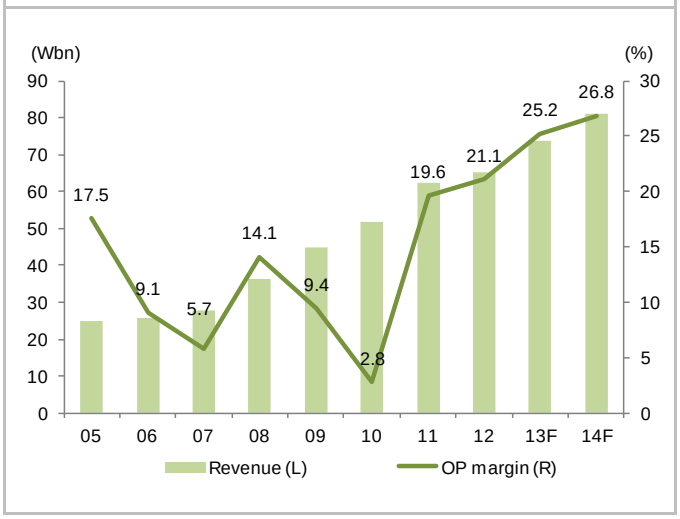
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 매출 인식 구조



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 매출액 및 영업이익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Financial Statement

대차대조표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F
유동자산	48.1	74.1	78.2	96.7
현금성자산	13.5	27.6	34.1	48.2
매출채권	30.7	43.0	41.6	45.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	19.0	20.6	21.1	22.3
투자자산	8.4	10.8	12.2	13.4
유형자산	2.1	1.5	1.2	1.3
무형자산	8.5	8.3	7.7	7.5
자산총계	**67.1**	**94.8**	**99.4**	**119.0**
유동부채	33.5	42.7	39.4	40.6
매입채무	4.2	6.2	5.0	6.0
유동성이자부	18.7	32.9	31.9	31.9
비유동부채	5.3	15.0	6.8	6.8
비유동이자부	0.0	8.3	0.0	0.0
부채총계	**38.8**	**57.7**	**46.2**	**47.4**
자본금	7.6	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	4.9	9.7	9.7	9.7
이익잉여금	15.0	18.9	34.9	53.3
자본조정	0.6	0.5	0.6	0.6
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**28.2**	**37.1**	**53.2**	**71.6**
투하자본	33.2	50.4	50.6	55.0
순차입금	5.2	13.6	(2.3)	(16.3)
ROA	11.6	5.6	16.5	16.8
ROE	29.2	13.8	35.5	29.5
ROIC	28.3	23.9	32.2	34.9

손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F
매출액	**62.5**	**65.3**	**73.7**	**81.0**
증가율 (Y-Y,%)	20.9	4.5	12.9	9.9
영업이익	**12.2**	**13.8**	**18.6**	**21.7**
증가율 (Y-Y,%)	744.9	12.4	35.1	16.7
EBITDA	15.7	16.9	21.5	23.7
영업외손익	**(5.2)**	**(9.4)**	**(0.3)**	**(0.1)**
순이자수익	(1.8)	(12.3)	(2.1)	(1.9)
외화관련손익	0.1	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	**7.0**	**4.4**	**18.3**	**21.6**
당기순이익	**7.2**	**4.5**	**16.0**	**18.4**
지배기업순이익	7.2	4.5	16.0	18.4
증가율 (Y-Y,%)	38.7	(37.8)	255.8	14.8
NOPLAT	**8.9**	**10.0**	**16.3**	**18.5**
(+) Dep	3.5	3.1	2.9	2.0
(-) 운전자본투자	6.7	17.0	(0.2)	3.2
(-) Capex	0.5	0.5	0.7	0.8
OpFCF	5.2	(4.4)	18.7	16.4
3 Yr CAGR &				
매출액증가율(3Yr)	19.7	13.3	12.6	9.0
영업이익증가율(3Yr)	33.4	48.2	134.1	21.0
EBITDA 증가율(3Yr)	26.8	35.8	66.5	14.8
순이익증가율(3Yr)	12.4	(15.1)	45.3	36.4
영업이익률(%)	19.6	21.1	25.2	26.8
EBITDA 마진(%)	25.1	25.8	29.2	29.3
순이익률 (%)	11.6	6.9	21.7	22.7

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F
영업현금	**5.0**	**6.1**	**9.6**	**16.0**
당기순이익	7.2	4.5	16.0	18.4
자산상각비	3.5	3.1	2.9	2.0
운전자본증감	(12.6)	(11.3)	0.2	(3.2)
매출채권감소	(11.3)	7.5	1.4	(4.1)
재고자산감소	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
매입채무증가	0.1	(0.3)	(1.2)	0.9
투자현금	**(6.8)**	**(12.0)**	**(8.0)**	**(2.0)**
단기투자자산감소	(4.8)	(9.8)	(5.9)	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.5)	(0.5)	(0.7)	(0.8)
유무형자산감소	(2.4)	(1.8)	(1.3)	(1.2)
재무현금	**0.0**	**10.2**	**(1.0)**	**0.0**
차입금증가	0.0	10.2	(1.0)	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(1.8)	4.3	0.6	14.0
총현금흐름(Gross	**18.1**	**18.0**	**9.4**	**19.3**
(-) 운전자본증가	6.7	17.0	(0.2)	3.2
(-) 설비투자	0.5	0.5	0.7	0.8
(+) 자산매각	(2.4)	(1.8)	(1.3)	(1.2)
Free Cash Flow	8.5	(1.2)	7.6	14.1
(-) 기타투자	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
잉여현금	8.5	(1.2)	7.6	14.0

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F
Per share Data				
EPS	474	282	1,001	1,150
BPS	1,845	2,319	3,328	4,477
DPS	0	0	0	0
Multiples(x,%)				
PER	n/a	n/a	12.3	10.7
PBR	n/a	n/a	3.7	2.7
EV/ EBITDA	0.3	0.8	11.7	10.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	20.8	10.2
PSR	n/a	n/a	2.7	2.4
재무건전성 (%)				
부채비율	137.7	155.6	86.8	66.3
Net debt/Equity	18.5	36.6	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	33.2	80.5	n/a	n/a
유동비율	143.5	173.7	198.6	238.3
이자보상배율	6.7	1.1	8.9	11.6
이자비용/매출액	3.7	19.8	4.1	3.5
자산구조				
투하자본(%)	60.3	56.8	52.2	47.1
현금+투자자산(%)	39.7	43.2	47.8	52.9
자본구조				
차입금(%)	39.9	52.6	37.5	30.8
자기자본(%)	60.1	47.4	62.5	69.2

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

알티캐스트 (085810 KQ)	
일자	2014-03-17
투자의견	N/R
목표주가	

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*