이화영
hylee1@leading.co.kr
+822-2009-7191

에스비엠 (037630 KQ)

탁월한 시장대처 능력으로 고마진 유지

투자포인트

- 출시될 신제품 SB-9 으로 현재의 37% 의 높은 영업마진률을 유지하며 새로운 시장 개척 기대
- BW 의 신주인수권부 사채의 만기가 도래하여 오버행 이슈 마무리

하반기 시장다각화와 수익성 유지를 위한 신제품 출시예정

- 고가의 모델 SB-2000의 단가협상으로 난항을 겪자 수익성 재고를 위해 비슷한 기능을 지닌 SR-9 출시를 계획 전체 수익성 유지에 노력
- 기존 모델에 대한 자기잠식이 일어날 수도 있지만 수익성 면에서 기존 모델보다 우수함에 따라 전체 수익성은 개선될 전망

BW 신주인수권부 사채

- 제1차 BW 신주권부 사채의 만기가 올 8월에 도래 하였으나 현재 주가가 행사가격에 미달하여 전체 주식의 15.23%에 해당하는 신주권부 사채가 소멸
- 남아있는 제2차 BW 신주권부사채는 전량 대표이사 보유분으로 실질적 오버행 이슈 마무리

2 분기 실적-큰 폭의 성장

- 2분기 실적은 전년대비 매출액 +84%, 영업이익 +43% 성장하는 모습
- 러시아지역의 고가모델 매출증가와 새로운 시장개척에 기인
- 하반기는 3분기 비수기로 부진할 것으로 보이나 4분기 다시 회복되며 상반기와 비슷한 수준을 기록할 것으로 전망

CAVEAT EMPTOR!!! – Negatives of the company

- 미국의 Cummins 사가 특허권 침해로 동사를 소송하였고, 1 심 결과는 판매사인 AMRO 과 140 억원 공동 배상 판결 올해 말 최종 판결이 나며 15 억의 충당금을 계상한 상태

Not Rated

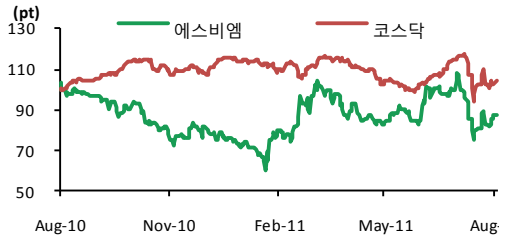
목표주가	N/A
현재가	1,750 원
목표 수익률 (%)	N/A

	2011 년 8 월 29 일
산업분류	하드웨어
코스닥	483.27
시가총액 (십억원)	24.2
발행주식수(천주)	13,846
외국인 지분율 (%)	0.2
52 주 최고 (원)	2,180
최저 (원)	1,215
60 일 평균거래량	111,847

주요 주주	(%)
최종관 외 2인	14.12
자사주	9.33

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(17.6)	8.7	(12.9)
상대주가	(7.4)	13.8	(17.6)

Relative Performance



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)
2008	23.2	112.1	8.0	34.4	1.5	109.0	TB	16.1	2.5	21.5	3.1
2009	26.8	15.4	9.1	33.9	7.3	524.7	381.3	3.3	1.7	64.0	1.6
2010	18.1	(32.5)	6.3	34.8	6.1	440.5	(16.0)	4.0	1.4	34.1	1.2
2011E	22.5	24.3	8.4	37.2	7.1	513.7	16.6	3.4	0.4	29.1	0.9
2012E	27.3	21.4	10.1	37.0	8.5	616.1	19.9	2.8	Net Cash	26.5	0.7

Source: Company data, Leading Research Center

2011 년 2 분기 실적 및 실적전망

2분기 실적리뷰

2분기 전년대비 매출액 +84%, 영업이익 43%

위조지폐를 감별하는 기능을 지닌 화폐계수기 개발과 생산을 같이 하는 에스비엠은 2분기 실적을 발표하였는데 전년 대비 매출액 83.7%, 영업이익 42.9%의 큰 성장을 보여주었다. 매출액 증가의 주요 요인은 전체 매출에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 러시아 지역에 기존 보급하였던 모델보다 가격이 두 배 높은 위조지폐 감별 화폐계수기 SB-2000을 보급하였기 때문이다. 또한, 동사가 추구하였던 시장다각화가 가시화되어 남아공지역에 10억원의 수출로 전체 매출 증가에 일조하였다.

매출대비 영업이익 성장이 부진한 것은 마진이 적은 터키쪽의 매출증가로 인함

영업이익의 성장도 컸지만 매출액에 비해 성장을 하지 못했던 이유는 판매가격과 수익성이 좋은 SB-2000의 러시아로의 보급증가에도 불구하고 마진이 거의 없는 터키지역으로의 매출이 증가하였기 때문이다. 터키지역은 유럽지역의 금융위기로 인해 지난 1분기 매출이 급감하여 경기회복에 따라 은행권에서의 동사의 위조지폐 감별 화폐개수기의 수요가 증가하였다.

표1. 2분기 실적리뷰

연도	2Q10	2Q11	YoY (%)	1Q11	2Q11	QoQ (%)
매출액	4,489	8,247	83.7%	5,044	8,247	63.5%
영업이익	1,948	2,784	42.9%	2,533	2,784	9.9%
세전이익	2,222	2,928	31.8%	1,855	2,928	57.9%
당기순이익	1,721	2,084	21.1%	1,855	2,084	12.3%
영업이익마진율	43.4%	33.8%		50.2%	33.8%	
순이익마진율	38.3%	25.3%		36.8%	25.3%	

하반기 실적전망

하반기 실적은 3분기 비수기로 인해 소폭의 감소, 4분기 회복

동사의 3분기 실적은 휴가철로 인한 비수기라는 점과 러시아 쪽에서 SB-2000의 단가협상으로 인해 주문이 지연됨에 따라 2분기 대비 저조하겠지만 전년대비 두 배 증가하여 매출액 48억 예상한다. 4분기에는 SB-9의 신제품도 출시 효과가 반영되어 매출액 70억 수준으로 회복 될 전망이다. 또한, 하반기 영업이익률은 36%을 유지하며 2011E 가이던스 매출액 241억 영업이익 86억을 무난히 달성할 것으로 예상된다.

표2. 2011년 실적전망

연도	2010	2011E	YoY (%)
매출액	18,114	24,165	33.4%
영업이익	6,312	8,610	36.4%
당기순이익	6,099	6,785	11.3%
영업이익마진율	34.8%	35.6%	
순이익마진율	33.7%	28.1%	

시장다각화를 위한 신제품의 출시

러시아의 매출이 동사의 실적을 좌우

동사의 주요 수출국인 러시아 지역의 전체 매출에 대한 기여도는 50%로 전체 매출을 좌우한다. 이는 타지역 대비 고가의 모델이 공급되고 있으며 수익성도 가장 높기 때문이다. 현재 러시아 정부의 요청에 따라 제작된 동사의 최고가 모델인 SB-2000을 작년 하반기부터 공급하여 동사의 성장성을 견인하고 있다. 이 지역의 매출은 올해 상반기 92억원으로 이미 62% 를 달성하였으며 동사의 올해 목표인 147억원을 충분히 달성할 것 이라 예상한다.

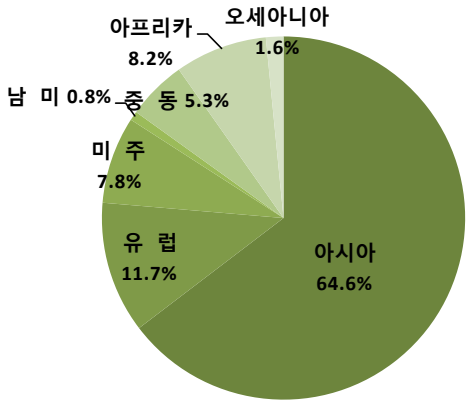
하지만 최근 러시아 지역에서 SB-2000 단가협상의 지연에 따른 공급 지연이 예상됨에 따라 하반기 이 지역에서의 매출과 높은 수익성을 유지하기 위해 러시아 정부가 원하는 모든 기능이 포함되었으며 SB-2000보다 저렴한 SB-9을 4분기 에 출시할 예정이다. 이로 인해 단가 협상으로 인한 SB-2000의 공급 지연의 매출 감소를 경감시켜 줄 것이라 예상된다.

동사의 성장성과 수익성을 지켜줄 신제품 SB-9 출시

신모델인 SB-9은 가격과 기능은 기존 모델인 SB-1100과 비슷하며, 사이즈는 편의성을 강조한 모델 SB-7 정도이다. 또한 SB-2000만의 특별한 기능이었던 정사기능을 double detector 탑재로 비슷하게 그 기능을 시현하게 되었다. 따라서, 신제품 SB-9의 출시는 비슷한 가격대의 SB-1100과 러시아가 원하는 기능을 모두 갖춘 SB-2000의 매출을 일부 대체할 것이라 판단된다. SB-9과 SB-2000의 가격차이가 두배 정도 이기 때문에 매출 감소가 있을 수도 있지만, SB-2000을 공급받고 있는 러시아지역에 SB-9를 공급하게 될 경우 고도의 정사기능으로 요구하는 수요자에게 올해 말에 출시예정인 정사기를 따로 판매함에 따라 매출 감소분을 채울 것이라 전망된다. 또한 SB-1100의 큰 사이즈와 소음으로 인한 편의성 부족으로 주문을 미뤘던 국가들의 신규 수요를 창출 할 것으로 기대된다.

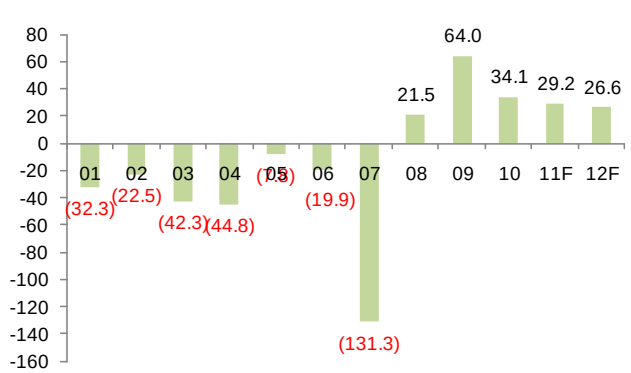
신제품인 SB-9은 수익성이 높기 때문에 SB-2000의 단가인하 압박으로부터 벗어나 동사의 고 수익성을 유지할 수 있게 할 것이라 전망한다. 따라서 2011E 영업이익률은 37.2%, ROE 29.1%로 고수익성을 유지할 것이라 전망된다.

도표 1. 지역별 매출 (2011 상반기 기준)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 2. ROE



Source: Company data, Leading Research Center

오버행 이슈 해소

BW 발행으로 인한 오버행 이슈 마무리

에스비엠의 주가 상승의 걸림돌로 작용하였던 BW 발행으로 인한 오버행 이슈가 올해 8월로 마무리 되었다. 동사는 두차례 BW 를 발행하였으며 올해 8월 24일 제 1회차 BW 의 신주인수권이이 만기가 도래하였으나 행사가격이 시장가격보다 높아 행사되지 않고 소멸되었다. 소멸된 신주인수권은 210만주로 전체 발행주식의 15.23%에 해당하는 규모이다. 남아있는 제2차 BW 의 신주인수권 99만주에 대해서는 전량 대표이사의 보유분으로 오버행에 대한 우려가 완전히 해소되었다고 판단된다.

표 3. BW 발행 세부 내용

내용	1차	2차
행사가격(원)	2,395	1,508
행사기간	2007.8.25-2011.8.24	2010.10.24-2012.03.24
행사가능 주식수㈜	2,108,559	994,694
대표이사보유분	41%	100%

Source: Company data

미국 Cummins 의 소송, 올해 마무리 될 예정

Cummins 의 소송은 올해 마무리

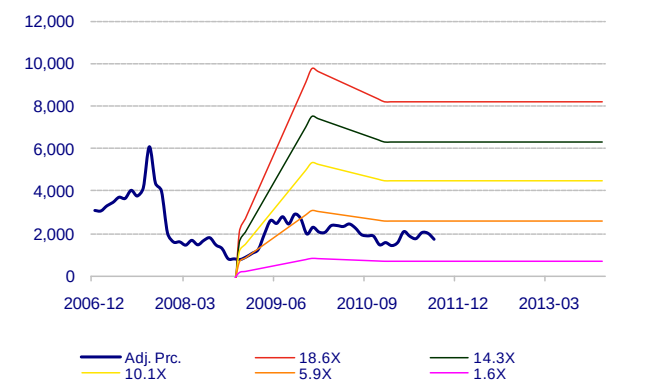
동사는 2007년 말에 미국 Cummins 사로부터 특허 침해에 관하여 피소를 당하여 1심은 패소하여 판매사인 AMRO 와 함께 USD 1,280만(약 140억원)의 공동 배상으로 결론이 났다. 1심에 대한 항소를 한 상태이며, 올해 안에 판결이 나올 예정이다. 패소할 경우 미국지역 판매를 중단할 계획이지만 미국지역 매출은 2011년 상반기 기준 전체 매출의 7.7%를 차지함에 따라 동사 매출에 큰 영향은 없을 것이라 판단된다. 동사는 현재 시장다각화에 주력하고 있기 때문에 남아공과 같이 새로운 시장으로의 확대로 미국지역에서 판매중단으로 인한 매출 감소분을 대체할 것이라 기대한다. 최악의 판결은 동사가 140억원의 배상을 해야하는 경우로 2011년 상반기 동사의 재무상태는 총자본 246억원이며 차입금으로 인한 지출은 없는 상태이다

2011 년 PER 3.4 배, 절대적 저평가

경쟁자가 적다는 점과 30%의 높은 ROE 로 저평가되었다고 판단

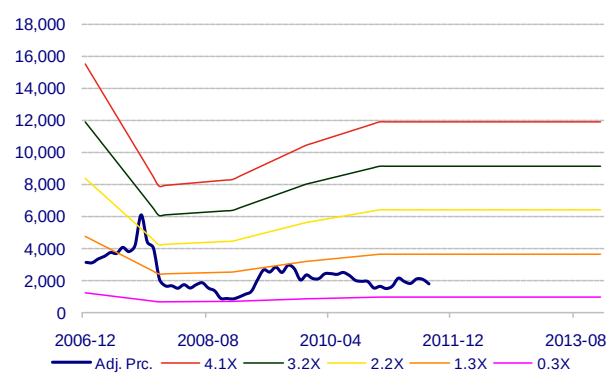
동사의 2011E PER 3.4배와 과 EV/EBITDA 0.4배로 절대적 저평가되어 거래되고 있다. 동사는 경쟁업체가 적고 경쟁업체 대비 규모는 작지만 수익성이 높은 위조지폐 감별 계수기만 판매하기 때문에 2011E ROE 29.1%로 높은 수익성을 보이고 있다. 또한 과거에 동사의 주가상승에 걸림돌이 되었던 신주인수권으로 인한 오버행 이슈가 마무리 되어 올해 예상되는 큰 실적개선이 주가에 긍정적으로 작용될 것이라고 예상된다.

도표 3. PER 밴드



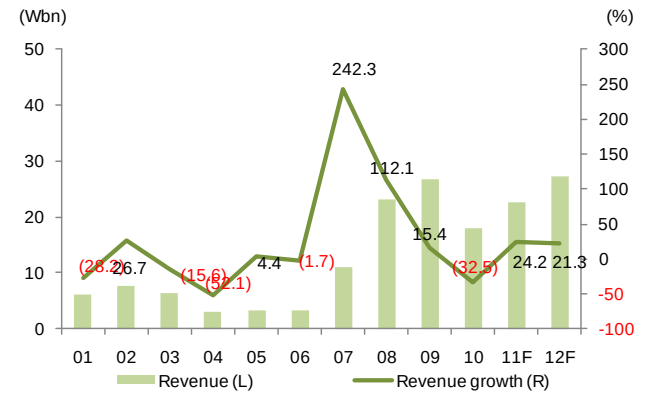
Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. PBR 밴드



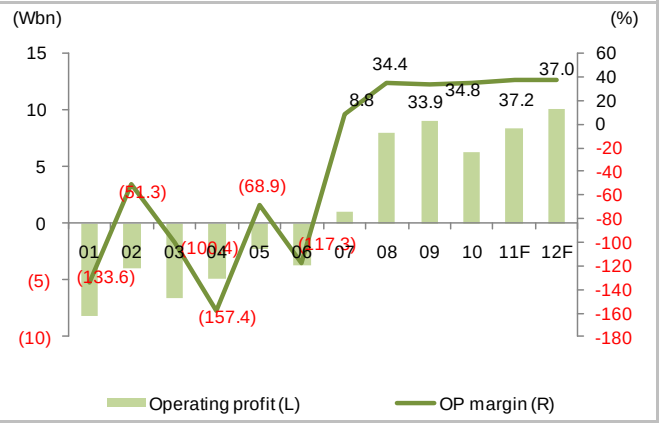
Source: Company data, Leading Research Center

도표 5. 매출액 및 매출증가율 추이



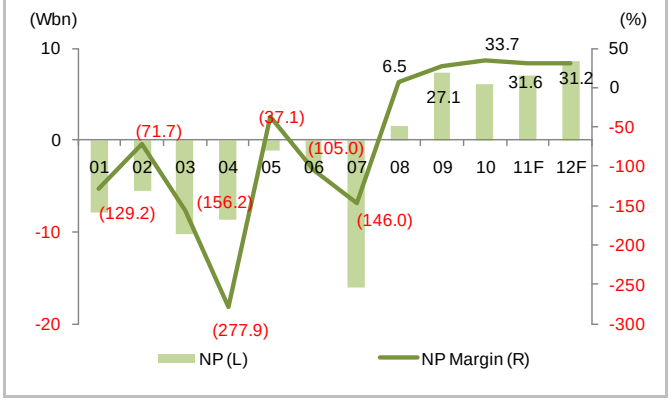
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. 영업이익 및 영업이익률 추이



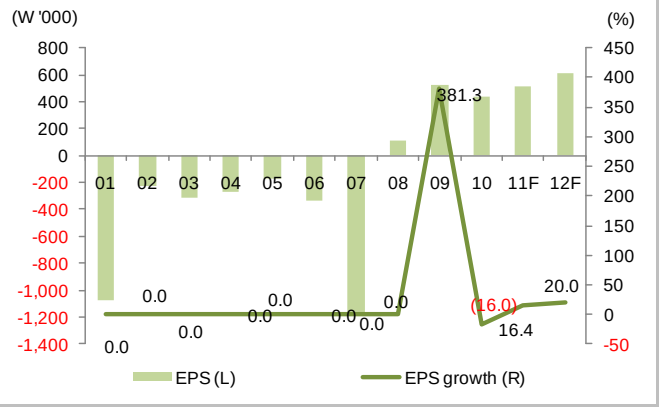
Source: Company data, Leading Research Center

도표 7. 순이익 및 순이익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 8. EPS 및 EPS 성장률



Source: Company data, Leading Research Center

손익계산서

(십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
매출액	23.2	26.8	18.1	22.5	27.3
매출액증가율 (%)	112.1	15.4	(32.5)	24.3	21.4
매출원가	12.5	14.0	9.5	11.5	14.0
매출총이익	10.8	12.9	8.6	11.0	13.3
매출총익율 (%)	46.2	47.9	47.4	48.8	48.8
판매관리비	2.8	3.8	2.3	2.6	3.2
영업이익	8.0	9.1	6.3	8.4	10.1
영업이익율 (%)	34.4	33.9	34.8	37.2	37.0
영업외수익	1.0	1.4	0.6	0.6	0.6
이자수익	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
외환관련이익	0.6	0.5	0.2	0.1	0.1
영업외비용	7.5	3.4	0.3	0.3	0.3
이자비용	0.7	0.3	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.8	0.8	0.2	0.2	0.2
세전이익	1.4	7.1	6.5	8.7	10.4
법인세	(0.1)	(0.2)	0.4	1.6	1.9
법인세율 (%)	(5.9)	(2.8)	6.7	18.1	18.1
당기순이익	1.5	7.3	6.1	7.1	8.5

재무안정성 지표

	2008	2009	2010	2011E	2012F
유동비율 (%)	160.1	617.6	1,174.5	1,218.2	1,432.1
당좌비율 (%)	91.3	133.1	131.3	126.1	103.6
재고보유기간 (일)	38.1	47.7	101.7	79.2	74.5
매출채권 회수기간 (일)	12.8	27.1	46.9	34.0	29.8
매입채무 지급기간 (일)	12.3	17.2	24.9	13.8	21.8
순차입금 (십억원)	(1.8)	(7.9)	(14.2)	(21.0)	(29.7)
순차입금/자기자본 (%)	(22.6)	(52.6)	(68.3)	(75.3)	(81.4)
부채비율 (%)	81.6	53.6	18.3	15.7	13.1
이자보상배율 (배)	10.9	31.6	52.6	149.7	180.6

Valuations and margins

	2008	2009	2010	2011E	2012F
EV/EBITDA (X)	2.5	1.7	1.4	0.4	Net Cash
EPS (원)	109	525	441	514	616
EPS 변동율 (%)	TB	381.3	(16.0)	16.6	19.9
PER (X)	16.1	3.3	4.0	3.4	2.8
BVPS (W)	560	1,079	1,506	2,019	2,636
P/BVPS (X)	3.1	1.6	1.2	0.9	0.7
배당금 (원)	0	0	0	0	0
배당수익율 (%)	0	0	0	0	0
ROE (%)	21.5	64.0	34.1	29.1	26.5
ROA (%)	14.6	40.8	26.1	25.1	23.3
매출총이익율 (%)	46.2	47.9	47.4	48.8	48.8
영업이익율 (%)	34.4	33.9	34.8	37.2	37.0
순이익율 (%)	6.5	27.1	33.7	31.6	31.2
EBITDA 이익율 (%)	39.1	36.3	38.3	37.3	37.0
ROIC (%)	141.9	228.5	131.1	148.4	180.7
WACC (%)	8.5	9.1	9.7	9.8	9.8
ROIC - WACC (%)	133.4	219.3	121.4	138.7	170.9

대차대조표

(십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
현금	4.3	1.2	0.4	0.5	0.6
단기금융상품	2.7	11.1	15.2	21.9	30.5
매출채권	1.2	2.8	1.8	2.4	2.1
기타	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
당좌자산	8.7	15.6	17.9	25.4	33.7
재고자산	0.8	2.9	2.4	2.6	3.1
유동자산	9.5	18.5	20.3	27.9	36.9
투자자산	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	0.4	0.7	0.5	0.5	0.6
기타	3.3	3.8	3.8	3.9	3.8
비유동자산	4.6	4.5	4.3	4.4	4.4
자산총계	14.1	23.0	24.7	32.4	41.3
매입채무	0.4	1.1	0.1	0.7	1.0
단기차입금	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
유동성 장기차입금	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	0.5	0.2	0.1	0.2
유동부채	5.9	3.0	1.7	2.3	2.6
사채	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
비유동부채	0.0	1.5	1.5	1.5	1.5
부채총계	6.3	8.0	3.8	4.4	4.8
자본금	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
이익잉여금	1.5	8.8	14.6	21.7	30.2
자본조정	(20.2)	(20.3)	(20.2)	(20.2)	(20.2)
자본총계	7.8	14.9	20.8	28.0	36.5

현금흐름분석

(십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
당기순이익	1.5	7.3	6.1	7.1	8.5
비현금성 비용의 가산	7.0	4.4	0.8	0.5	0.6
감가상각비	0.2	0.5	0.3	0.0	0.0
지분법평가이익	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.8	3.9	0.5	0.5	0.6
비현금성 수익의 차감	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2
영업활동현금흐름	8.4	11.5	6.9	7.5	8.9
설비투자	0.3	0.7	0.2	0.2	0.2
운전자금의 증가(감소)	(0.4)	3.1	(0.5)	0.0	0.1
잉여현금흐름	8.6	7.7	7.1	7.2	8.6
투자자산증가	0.9	(0.6)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	(4.9)	(0.9)	(3.0)	(0.4)	(0.1)
기타	2.9	10.5	4.8	6.7	8.5
순현금흐름	(0.2)	(3.1)	(0.7)	0.1	0.0
기초현금	4.4	4.3	1.2	0.4	0.5
기말현금	4.3	1.2	0.4	0.5	0.6

자료: 사업보고서, 리딩투자증권

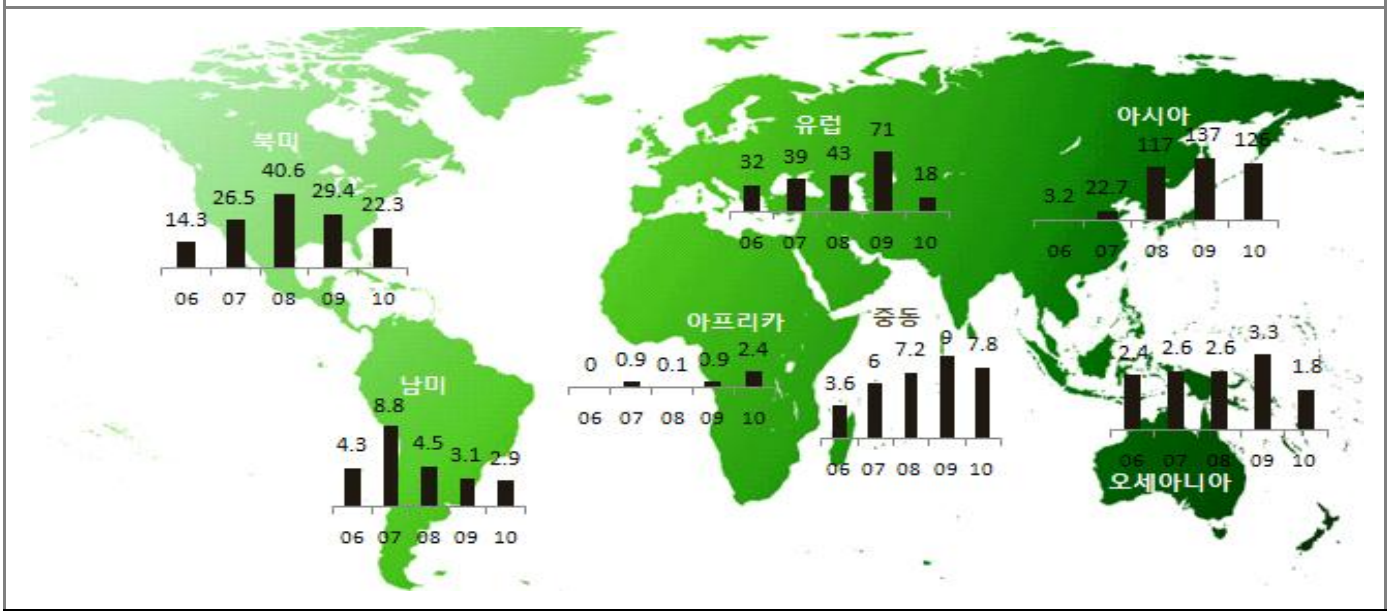
APPENDIX

1. 에스비엠의 제품과 기능

SBM의 제품 모델		목표 시장	기능			
			업무의 생산성	위폐감별/권종분류	화폐 권종분류	정사기능
SB-2000		러시아	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
SB-1100		유럽, 북남미	✓✓	✓✓	✓✓	
SB-7		국내, 신흥국	✓✓	✓✓		

Source: Glory-global, Leading Research Center

2. 연도별 해외 지역별 매출



단위: 억원

Source: Company data, Leading Research Center

▪ 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 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
▪ 당사는 지난 6개월간 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.