박준모
jmpark@leading.co.kr
02-2009-7328

딜리 (131180 KQ)

금년 3분기 수익성 크게 개선

주요 투자 포인트

- 금년 3 분기 원자재비와 투자비용 부담이 감소하면서 영업이익 전 분기와 전년동기대비 각각 53%와 59% 증가
- 2011 년 일시적인 이익감소가 예상되나 직접판매의 지속적인 증가로 장기적인 성장성 유지
- 과도한 저평가 상태 – 2011E PER 는 5.8 배에 불과하며 순현금 보유량이 시가총액의 90% 상회

금년 3 분기 실적

- 매출액은 전 분기대비 소폭 감소하였으나 전년동기대비 14% 증가하였으며 영업이익은 각각 53% 와 59% 증가
- 제품개발이 상반기 완료되면서 원자재비와 투자비용 부담이 감소한 것이 수익성 개선에 가장 큰 요인
- 수익성이 높은 직접판매 프린터 매출비중은 지속적으로 40% 이상 높은 수준에서 유지

향후 실적 전망

- 금년 영업이익은 전년대비 14.5% 감소할 것으로 예상되나 이는 직접판매로의 매출비중 확대가 이루어지는 과정에서 발생하는 일시적인 현상이며 예상됐던 부분
- 2012년에는 신제품 출시와 직접판매 매출의 지속적인 증가로 매출액과 영업이익 각각 11%와 13% 증가 예상

매수 투자 의견 유지 – 목표주가 6,700 원

- 현재주가 기준 2011년 예상 PER 는 5.8배로 시장대비 42% 디스카운트되어 과도한 저 평가 상태
- 특히 현재 동사의 순현금 보유량은 257억원으로 시가총액의 90%를 상회하고 있으며 2011년 예상 EV/EBITDA 는 0.2배

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- 향후 수익성에 중요한 변수가 될 직접판매 프린터 매출과 내수비중 추이에 주목해야 할 것으로 판단
- 수출비중이 80%로 원/달러 환율 변동도 주요 변수

매수

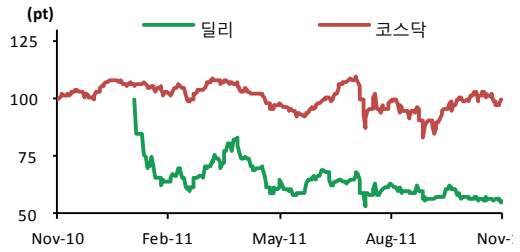
목표주가	6,700 원
현재주가	4,815 원
목표수익률 (%)	39.1

	2011 년 11 월 30 일
산업분류	하드웨어
코스닥	492.81
시가총액 (억원)	283
발행주식수 (천주)	5,870
외국인 지분율 (%)	15.5
52 주 고가 (원)	8,740
저가 (원)	4,645
60 일 평균거래량	8,445

주요 주주	(%)
최근수	35.2
친인척	17.6
Agfa Graphics NV	15.0

주가상승률 (%)	1M	6M	12
절대주가	(4.1)	(14.8)	N/A
상대주가	(4.5)	(16.5)	N/A

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wmn)	% chg yoy	OP (Wmn)	OPM (%)	NP (Wmn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	25,689	19.2	6,527	25.4	6,218	1,531	69.6	3.1	1.5	43.0	1.1
2009	23,059	(10.2)	5,048	21.9	4,753	1,080	(29.5)	4.5	1.6	23.4	1.0
2010	29,250	26.9	5,807	19.9	5,181	1,177	9.0	4.1	0.9	21.1	0.8
2011E	30,101	2.9	4,967	16.5	4,805	836	(29.0)	5.8	0.2	14.2	0.7
2012E	33,361	10.8	5,571	16.7	5,324	907	8.5	5.3	(0.1)	12.6	0.6

자료: 딜리, 리딩투자증권

분기 실적

금년 2분기 영업이익 전 분기 대비 53% 증가

딜리의 금년 3분기 매출액은 계절적인 영향으로 지난 2분기에 비해 7.4% 감소하였으나 전년동기대비로는 13.5% 증가하였다. 그러나 영업이익은 매출액 감소에도 불구하고 전 분기대비 53%의 높은 증가율을 기록하였다. 이에 따라 영업이익률은 19%를 상회하며 지난 2분기의 저점에서 지난 해 상반기와 비슷한 수준으로 회복되었다.

원자재비와 개발비용 부담 감소가 수익성 개선의 가장 큰 요인

딜리의 회사측에 따르면 지난 해부터 진행되어 오던 제품 업그레이드 및 신제품개발이 상반기 중 완료되면서 원자재비와 투자비용이 감소한 것이 영업이익률 개선에 가장 큰 요인으로 작용하였다. 동사는 OEM 매출처인 Agfa 와의 협의 하에 제품 업그레이드 및 신제품 개발을 진행해 왔으며 그 동안 두 번의 테스트를 거쳐 지난 달부터 Agfa 에 공급하고 있다. 아울러 상대적으로 수익성이 높은 내수비중이 회복된 것과 수출비중은 감소하였으나 달러대비 원화가 절하된 점도 수익성 개선요인으로 작용한 것으로 판단된다.

표 1. 분기실적

(십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	1Q11	2Q11	3Q11	QoQ (%)	YoY (%)
매출액	6,666	8,541	6,254	6,771	7,666	7,098	(7.4)	13.5
수출	5,131	7,511	5,394	5,240	6,576	5,525	(16.0)	2.4
내수	1,535	1,030	860	1,531	1,090	1,574	44.4	83.1
영업이익	1,270	2,118	868	889	899	1,377	53.1	58.6
세전이익	1,241	2,289	920	937	1,098	1,733	57.9	88.3
순이익	1,138	1,830	759	850	966	1,489	54.1	96.2
매출비중 (%)								
수출	77.0	87.9	86.3	77.4	85.8	77.8		
내수	23.0	12.1	13.7	22.6	14.2	22.2		
이익률 (%)								
영업이익	19.1	24.8	13.9	13.1	11.7	19.4		
세전이익	18.6	26.8	14.7	13.8	14.3	24.4		
순이익	17.1	21.4	12.1	12.5	12.6	21.0		

자료: 딜리

직접판매 매출비중 40%이상의 높은 수준에서 유지

제품별 비중을 살펴보면 제도기 등 기타제품의 판매비중이 추가적으로 축소되는 가운데 OEM 과 직접판매 매출의 비중이 지난 2분기에 비해 소폭 확대되었다. 특별히 주목할 변화는 없었으나 직접판매의 비중이 지난 해의 28%에서 금년 들어 지속적으로 40% 이상의 높은 수준에서 유지되고 있는 점은 동사의 장기적인 성장성 측면에서 긍정적인 요인이라고 판단된다.

표 2. 제품별 매출 비중 및 전망

(백만원)	2010	1Q11	2Q11	3Q11	1Q11-3Q11	YoY (%)
매출액	29,250	6,771	7,666	7,098	21,535	0.3
Agfa OEM 프린터	15,562	2,679	3,230	3,058	8,967	(19.3)
직접판매 프린터	8,314	2,737	3,149	3,005	8,892	46.3
Agfa OEM 상품	2,510	496	514	474	1,483	(7.3)
직접판매 상품	1,299	417	430	448	1,295	1.8
제도기 등 기타	1,565	442	342	114	897	(35.7)
매출비중 (%)						
Agfa OEM 프린터	53.2	39.6	42.1	43.1	41.6	
직접판매 프린터	28.4	40.4	41.1	42.3	41.3	
Agfa OEM 상품	8.6	7.3	6.7	6.7	6.9	
직접판매 상품	4.4	6.2	5.6	6.3	6.0	
제도기 등 기타	5.4	6.5	4.5	1.6	4.2	

자료: 딜리

직접판매 매출비중 확대를 통한 성장기반 확보

직접판매 매출비중의 확대가 중요한 이유는 OEM 수출에 비해 수익성이 높다는 점 외에도 동사가 OEM 매출을 통한 시장진입 및 초기성장 기반확보의 시기를 지나 자체 브랜드 네임을 통한 성장을 추구해야 하는 시점에 와 있다고 판단되기 때문이다. 직접판매 매출비중은 금년 1분기부터 크게 확대되었으나 지속성 여부가 우려되는 부분이었다. 그러나 금년 3분기 누계로 전년동기대비 46% 증가하였고 매 분기 40%를 상회하는 수준에서 유지되었다는 점에서 직접판매를 통한 성장기반 확보가 성공적으로 이루어지고 있다고 판단된다.

실적 전망

예상을 상회하는 수출비중 확대는 수익성에 부담

제품 업그레이드 및 신제품 출시와 적극적인 마케팅에 힘입어 동사의 금년 4분기 매출은 3분기대비 20% 이상 증가한 86억원에 달할 것으로 예상된다. 영업이익률도 매출증가에 따라 추가적인 개선이 이루어 질 것으로 보인다. 금년 전체로는 매출액은 지난 해 대비 소폭 (+2.9%) 증가한 301억원, 영업이익은 14.5% 감소한 50억원으로 예상된다. 앞서 언급한 제품개발 비용부담 외에도 유럽지역 경기부진에 따른 Agfa 에 대한 OEM 매출감소 및 달러대비 원화의 평가절상으로 금년도 이익감소는 불가피 할 것으로 예상되는 부분이었다.

그러나 금년의 매출부진과 이익감소는 직접판매로의 매출비중 변화가 이루어지는 과정에서 일시적으로 발생한 상황으로 동사 제품의 경쟁력과 인지도 향상 등을 감안할 때 장기적인 동사의 성장성은 변함이 없는 것으로 판단된다. 2012년에는 신제품 출시와 직접판매 매출의 지속적인 증가에 힘입어 매출은 전년대비 11% 증가하여 외형 성장세를 회복하고 영업이익도 13% 증가할 것으로 예상된다.

회사측에 따르면 신제품은 금년 중에는 Agfa 에 대한 OEM 공급이 위주가 될 것으로 보이며 내년부터 점진적으로 직접판매로 확대할 계획이다. 동사가 최근 들어 직접판매와 관련하려 가장 노력을 기울이고 있는 부분은 해외판매망 강화이다. 동사는 OEM 수출을 제외한 기타지역 매출확대를 위해 해외판매망 개편작업을 추진 중에 있으며 이미 중국에서 기존의 단순 대리점 체제에서 본사가 직접 투자한 판매법인을 설립하였다. 지난 10월에는 멕시코에도 현지판매법인을 설립하였으며 인도와 브라질에도 현지법인 설립을 추진 중에 있다.

2011년 과 2012년 EPS 전망 8-9% 하향 조정

한편 딜리의 금년 3분기까지의 실적 중 직접판매 매출의 증가율은 당사의 2011년 전체 예상에 부합하고 있다. Agfa 에 대한 OEM 수출은 4분기에는 신제품 출시에 힘입어 전 분기대비로는 회복될 것으로 보이나 당사의 전망치 달성은 어려울 수도 있는 상황으로 예상된다. 이에 따라 동사의 2011년 예상 매출액을 기존의 308억원에서 301억원으로 하향 조정하였으며 영업이익과 EPS 전망도 2-5% 하향조정하였다.

표 3. 실적전망 수정

	기존전망		수정전망		기존전망대비	
(백만원)	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F
매출액	30,808	34,075	30,101	33,361	(2.3)	(2.1)
영업이익	5,271	5,668	4,997	5,571	(5.2)	(1.7)
세전이익	5,888	6,447	5,789	6,414	(1.7)	(0.5)
순이익	4,887	5,351	4,805	5,324	(1.7)	(0.5)
EPS (원)	850	912	836	907	(1.7)	(0.5)
원/달러	1,082	1,030	1,082	1,030		

자료: 리딩투자증권

매수 투자의견 – 목표주가 6,700원 유지

시장대비 과도한 저 평가 – 순현금 보유량 시가총액의 90% 상회

딜리의 2011년 EPS 를 소폭 하향조정하였으나 매수 투자의견과 목표주가 6,700원을 유지한다. 현재주가 기준 동사의 2011년 예상 PER 는 5.8배에 불과하여 시장대비 42% 디스카운트되어 있으며 목표주가 기준 예상 PER 도 8.0배 수준이다. 동사가 중소형업체라는 점을 감안해도 동사주식에 대한 시장의 저 평가는 과도한 것으로 판단된다. 특히 동사의 금년 9월말 기준 순현금 보유량은 257억원으로 시가총액의 90%를 상회하여 금년 예상 EV/EBITDA 는 0.2배이며 내년에는 순현금 보유량이 시가총액을 상회할 것으로 예상되고 있다. 동사는 우수한 재무구조와 높은 수익성에도 불구하고 아래 표에 선정된 유사업종 업체들 중에서도 가장 저 평가되어 있다.

표 4. 동종업체 비교

회사	종목코드	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)				PER (배)			
			2009	2010	2011E	2012F	2009	2010	2011E	2012F	2009	2010	2011E	2012F
딜리	**131180 KQ**	**25**	**18**	**25**	**26**	**29**	**21.9**	**19.9**	**16.5**	**16.7**	**N/A**	**N/A**	**5.8**	**5.3**
디지아이	043360 KS	16	32	32			5.9	5.5			8.9	10.2		
대진디엠피	065690 KS	37	62	68			16.3	9.4			7.7	9.1		
백산오피씨	066110 KQ	17	54	55			16.2	10.7			4.7	7.3		
신도리코	029530 KS	440	481	575	572	604	6.9	6.2	7.0	7.0	10.0	8.2	8.3	7.9
잉크테크	049550 KQ	116	38	46	54	89	10.7	(2.5)	(8.3)	7.9	9.6			19.9
Oce NV	OCE NV	779	3,668	3,794			(0.6)	(2.5)						
EFI	EFII US	618	401	504	587	626	(13.7)	0.8	11.0	11.6		59.6	12.6	10.9
Mimaki Eng.	6638 JQ	52	204	270			(1.8)	3.1				18.7		

회사	EV/EBITDA (배)				P/B (배)				ROE (%)				순부채비율 (%)			
	2009	2010	2011E	2012F	2009	2010	2011E	2012F	2009	2010	2011E	2012F	2009	2010	2011E	2012F
딜리	**N/A**	**N/A**	**0.2**	**(0.1)**	**N/A**	**N/A**	**0.7**	**0.6**	23.4	21.1	14.2	12.6	(58.1)	(58.5)	(67.3)	(66.2)
디지아이	3.8	3.4			0.6	0.5			(0.6)	5.4			(36.2)	(37.2)		
대진디엠피	5.0	5.0			1.5	0.9			21.8	10.7			(40.0)	(21.4)		
백산오피씨	2.4	4.1			0.8	0.8			21.4	11.4			14.6	31.4		
신도리코	4.6	2.9	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6	8.2	9.1	8.0	8.0	(45.6)	(51.0)		
잉크테크	9.2	32.8			1.6	2.2	3.5	3.0	19.2	(4.7)	(17.0)	16.9	85.8	85.8		
Oce NV	6.8	7.7			1.3	1.5			(8.2)	(34.0)						
EFI		17.4			1.1	1.2			(6.1)	2.1						
Mimaki Eng.	20.9	8.2			0.8	0.7			(7.4)	4.0						

자료: 블룸버그, 리딩투자증권

손익계산서

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
매출액	**25,689**	**23,059**	**29,250**	**30,101**	**33,361**
매출액증가율 (%)	19.2	(10.2)	26.9	2.9	10.8
매출원가	14,303	13,492	17,590	19,144	20,984
매출총이익	**11,386**	**9,567**	**11,660**	**10,957**	**12,377**
매출총이익율 (%)	44.3	41.5	39.9	36.4	37.1
판매관리비	**4,860**	**4,519**	**5,853**	**5,990**	**6,806**
영업이익	**6,527**	**5,048**	**5,807**	**4,967**	**5,571**
영업이익율 (%)	25.4	21.9	19.9	16.5	16.7
영업외수익	1,353	1,047	899	1,096	1,173
이자수익	287	390	370	814	983
외환관련이익	1,056	476	495	247	173
영업외비용	464	699	626	274	330
이자비용	24	0	0	0	0
외환관련손실	320	666	538	215	264
세전이익	**7,416**	**5,395**	**6,080**	**5,789**	**6,414**
법인세	1,198	642	900	984	1,090
법인세율 (%)	16.2	11.9	14.8	17.0	17.0
당기순이익	**6,218**	**4,753**	**5,181**	**4,805**	**5,324**

재무안정성 지표

	2008	2009	2010	2011E	2012F
유동비율 (%)	764.8	920.4	992.6	844.0	1,065.2
당좌비율 (%)	116.9	257.0	261.0	200.3	298.1
재고보유기간 (일)	55	58	47	46	46
매출채권 회수기간 (일)	14	18	19	25	28
매입채무 지급기간 (일)	16	22	23	21	23
순차입금 (백만원)	(10,774)	(12,931)	(15,671)	(27,431)	(29,137)
순차입금/자기자본 (%)	(58.9)	(58.1)	(58.5)	(67.3)	(66.2)
부채비율 (%)	10.6	8.4	7.8	9.7	7.6
이자보상배율 (배)	272.4	N/A	N/A	N/A	N/A

Valuations and margins

	2008	2009	2010	2011E	2012F
EV/EBITDA (X)	1.5	1.6	0.9	0.2	(0.1)
EPS (원)	1,531	1,080	1,177	836	907
EPS 변동율 (%)	69.6	(29.5)	9.0	(29.0)	8.5
PER (X)	3.1	4.5	4.1	5.8	5.3
BVPS (W)	4,503	5,060	6,088	7,092	7,501
P/BVPS (X)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
배당금 (원)	175	150	350	350	350
배당수익율 (%)	3.6	3.1	7.3	7.3	7.3
ROE (%)	43.0	23.4	21.1	14.2	12.6
ROA (%)	36.9	21.4	19.5	13.1	11.6
매출총이익율 (%)	44.3	41.5	39.9	36.4	37.1
영업이익율 (%)	25.4	21.9	19.9	16.5	16.7
순이익율 (%)	24.2	20.6	17.7	16.0	16.0
EBITDA 이익율 (%)	26.2	22.9	20.6	18.0	18.2
ROIC (%)	88.9	62.4	59.4	42.6	41.6
WACC (%)	N/A	N/A	N/A	12.8	12.8
ROIC - WACC (%)	N/A	N/A	N/A	29.8	28.8

대차대조표

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
현금	1,273	3,431	3,671	5,503	7,303
단기금융상품	9,501	9,500	12,000	21,929	21,834
매출채권	940	1,348	1,771	2,389	2,653
기타	625	696	899	959	1,012
당좌자산	12,340	14,975	18,341	30,779	32,801
재고자산	2,146	2,142	2,353	2,468	2,769
유동자산	**14,486**	**17,118**	**20,694**	**33,248**	**35,570**
투자자산	91	213	449	471	480
고정자산	4,886	5,889	6,793	10,037	10,231
기타	755	922	934	945	1,089
비유동자산	**5,733**	**7,024**	**8,176**	**11,453**	**11,800**
자산총계	**20,219**	**24,142**	**28,870**	**44,700**	**47,370**
매입채무	305	1,285	965	1,252	1,406
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성 장기차입금	0	0	0	0	0
기타	1,590	574	1,120	2,687	1,933
유동부채	**1,894**	**1,860**	**2,085**	**3,939**	**3,339**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	43	18	0	0	0
비유동부채	**43**	**18**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,937**	**1,878**	**2,085**	**3,939**	**3,339**
자본금	2,200	2,200	2,200	2,935	2,935
자본잉여금	290	290	290	10,266	10,266
이익잉여금	15,792	19,775	24,296	27,560	30,830
자본조정	0	0	0	0	0
자본총계	**18,282**	**22,265**	**26,785**	**40,761**	**44,031**

현금흐름분석

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
당기순이익	**6,218**	**4,753**	**5,181**	**4,805**	**5,324**
비현금성 비용의 가산	791	639	907	1,097	1,197
감가상각비	195	165	164	175	187
지분법평가이익	0	0	0	0	0
기타	596	474	743	993	1,104
비현금성 수익의 차감	141	51	46	181	146
지분법평가손실	0	0	0	0	0
기타	141	51	46	181	146
영업활동현금흐름	**6,868**	**5,341**	**6,041**	**5,792**	**6,469**
설비투자	110	969	1,068	3,243	194
운전자금의 증가(감소)	489	(577)	954	447	411
잉여현금흐름	**6,269**	**4,950**	**4,019**	**2,102**	**5,864**
투자자산증가	1	(1)	0	22	9
자본증가	2,000	0	0	10,711	0
부채증가	(1,000)	0	0	0	0
기타	8,100	2,023	3,120	9,420	2,000
순현금흐름	**(1,332)**	**2,158**	**240**	**1,832**	**1,800**
기초현금	2,605	1,273	3,431	3,671	5,503
기말현금	1,273	3,431	3,671	5,503	7,303

자료: 딜리, 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

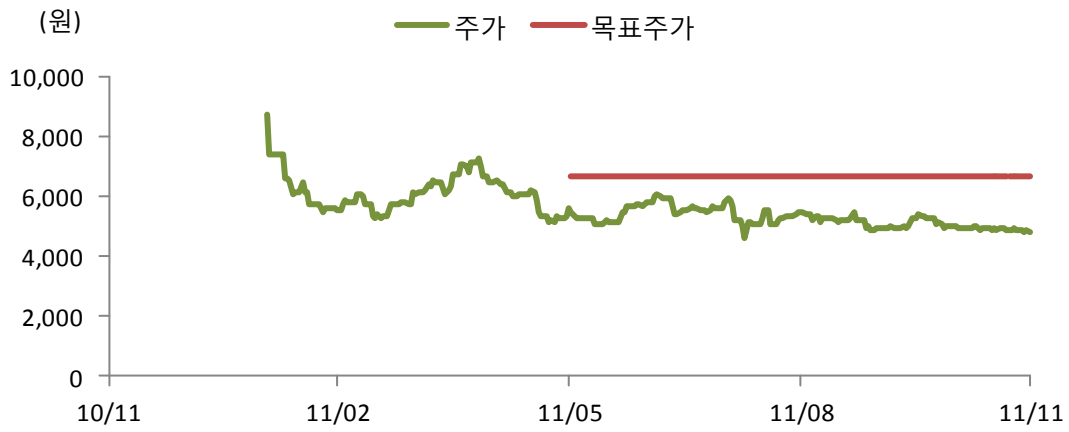
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *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

오로라 (039830 KQ)			
일자	2011-5-30	2011-8-31	2011-11-30
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	6,700	6,700	6,700

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 10% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 ± 5% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 -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

*©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*