박준모
jmpark@leading.co.kr
02-2009-7328

딜리 (131180 KQ)

금년 2분기 실적 회복추세 확인

주요 투자 포인트

- 금년 2 분기 매출과 이익이 전년 대비 감소하였으나 1 분기 대비 증가하여 지난 해 4 분기 저점에서의 회복추세에는 변함이 없는 것으로 판단
- 직접판매 프린터 매출비중 확대는 회사의 장기적인 성장과 수익성에 긍정적
- 목표주가 6,700 원 – 22%의 상승여력

금년 2 분기 실적

- 달러대비 원화의 절상으로 매출액과 순이익 지난해 같은 기간에 비해 각각 10%와 50% 하락하였으나 예상되었던 실적
- 금년 1분기 대비 매출액과 영업이익은 각각 13%와 26% 증가하여 지난해 4분기를 저점으로 회복세 유지
- 직접판매 프린터 매출비중 확대는 수익성과 성장성 측면에서 긍정적

실적 전망 수정

- 수익성이 좋은 내수판매보다 예상을 상회하는 수출비중 확대는 수익성에 다소 부담
- 수출비중 상향과 환율전망 변경으로 2011년과 2012년 EPS 전망 8-9% 하향 조정

매수 투자 의견 유지 – 목표주가 6,700 원

- 실적전망 하향에도 불구하고 목표주가는 6,700원 유지
- 목표주가 기준 2011년 예상 P/E 는 7.9배로 여전히 시장대비 15% 할인되어 있으며 EV/EBITDA 는 1.4배
- 실적회복 추세를 감안할 때 과도한 저 평가라고 판단

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

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

매수

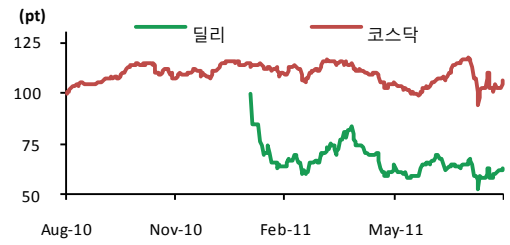
목표주가	6,700 원
현재주가	5,500 원
목표수익률 (%)	21.8

	2011 년 8 월 30 일
산업분류	하드웨어
코스닥	488.49
시가총액 (억원)	323
발행주식수 (천주)	5,870
외국인 지분율 (%)	15.5
52 주 고가 (원)	8,740
저가 (원)	4,645
60 일 평균거래량	17,995

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

주가상승률 (%)	1M	6M	12
절대주가	(2.8)	(11.1)	N/A
상대주가	6.0	(7.5)	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	3.6	2.0	43.0	1.2
2009	23,059	(10.2)	5,048	21.9	4,753	1,080	(29.5)	5.1	2.1	23.4	1.1
2010	29,250	26.9	5,807	19.9	5,181	1,177	9.0	4.7	1.4	21.1	0.9
2011E	30,808	5.3	5,271	17.1	4,887	850	(27.8)	6.3	0.9	14.5	0.8
2012E	34,075	10.6	5,668	16.6	5,351	912	7.2	5.8	0.5	12.6	0.7

Source: Company data, Leading Research Center

분기 실적

금년 2분기 지난해 같은 기간 대비 이익 감소

딜리의 금년 2분기 매출액과 순이익은 지난해 같은 기간에 비해 각각 10%와 50% 하락하였다. 순이익률은 지난해 같은 기간 (22.7%)의 절반 수준 근처인 12.2%로 하락하였다. 달러대비 원화 절상이 이익감소의 감소의 가장 큰 요인으로 금년 2분기중 달러대비 원화환율은 지난해 같은 기간에 비해 평균 7% 절상되었으며 동사의 수출비중도 86% 수준으로 상승하였다. 이에 따라 동사의 순이익 감소분 (9.7억원) 중 약 5억원이 환율변동에 기인한 것으로 추정된다. 매출 감소로 인해 2억원 가량의 추가적인 이익 감소가 발생하였으며 나머지 2-3억원의 이익 감소는 원재료 가격 상승, 대손충당금, 지급수수료 등의 추가적인 비용발생의 영향이었던 것으로 판단된다.

표 1. 분기실적

(십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ (%)	YoY (%)
매출액	6,666	8,541	7,852	6,191	6,771	7,666	13.2	(10.2)
수출	5,131	7,511	5,394	4,694	5,240	6,576	25.5	(12.4)
내수	1,535	1,030	2,458	1,497	1,531	1,090	(28.8)	5.8
영업이익	1,414	2,044	1,589	594	745	937	25.9	(54.2)
세전이익	1,418	2,217	1,760	685	900	1,098	22.0	(50.5)
순이익	1,283	1,939	1,531	427	845	966	14.3	(50.2)
매출비중 (%)								
수출	77.0	87.9	68.7	75.8	77.4	85.8		
내수	23.0	12.1	31.3	24.2	22.6	14.2		
원/달러환율	1,145	1,165	1,183	1,132	1,120	1,083		
이익률 (%)								
영업이익	21.2	23.9	20.2	9.6	11.0	12.2		
세전이익	21.3	26.0	22.4	11.1	13.3	14.3		
순이익	19.2	22.7	19.5	6.9	12.5	12.6		

자료: 딜리

단기적인 수익성 변동보다는 직접판매 프린터 매출 추이가 중요

그러나 동사의 높은 수출 비중과 달러대비 원화의 평가절하 추세를 감안할 때 분기별 최고 실적을 기록했던 지난해 2분기 대비 이익 감소는 예상되었던 점이었다. 동사의 같이 성장초기에 있는 회사의 경우 단기적인 수익성 변동보다는 성장성이 투자의 관점에서 가장 중요한 판단지표라고 지적한 바 있다. 이러한 관점에서 동사의 실적에서 주목해야 할 사항은 매출액이 지난해 4분기를 저점으로 성장세를 회복할 수 있느냐는 것과 특히 Agfa 에 대한 OEM 수출보다는 직접판매 프린터 매출이 회사의 장기적인 성장을 견인할 수 있느냐는 점이었다. (5월 30일 발간 보고서 참조)

금년 2분기 지난 1분기 실적 회복세 유지

동사의 금년 2분기 실적을 지난해 같은 기간이 아닌 금년 1분기와 비교해 보면 매출액은 13% 증가하여 당사의 예상대로 회복세가 유지되었다. 영업이익은 매출 증가에 힘입어 26%의 높은 증가율을 기록하였으며 대규모 현금성 자산(시가총액의 80%)의 보유로 영업외수지가 추가적으로 개선되면서 세전이익이 영업이익을 상회하였다.

직접판매 프린터 매출비중 확대는 수익성과 성장성 측면에서 긍정적

제품별 매출 비중 추이를 살펴보면 지난해 2분기 이후 지속적으로 하락하던 Agfa 에 대한 OEM 매출이 금년 2분기에도 전 분기 대비 20%이상 증가하였으며 직접판매 프린터의 매출도 15% 증가하는 양호한 성장세를 보였다. 특히 금년 상반기 중 직접판매 프린터의 매출 비중이 지난해의 28%에서 40%로 향상된 점은 동사의 수익성 및 성장의 관점에서 가장 중요한 변화라고 판단된다. 동사의 매출비중에서 직접판매 프린터 매출이 중요한 것은 직접판매 매출의 수익성이 OEM 수출에 비해 높기 때문이다.

표 2. 제품별 매출 비중 및 전망

(백만원)	2010	1Q11	2Q11	2011E	2012F
매출액	29,250	6,771	7,666	31,366	34,804
Agfa OEM 프린터	15,562	2,649	3,260	13,150	15,285
직접판매 프린터	8,314	2,712	3,119	12,154	13,017
Agfa OEM 상품	2,510	526	484	2,425	2,677
직접판매 상품	1,299	386	461	2,187	2,345
제도기 등 기타	1,565	498	342	1,450	1,480
매출비중 (%)					
Agfa OEM 프린터	53.2	39.1	42.5	41.9	43.9
직접판매 프린터	28.4	40.1	40.7	38.7	37.4
Agfa OEM 상품	8.6	7.8	6.3	7.7	7.7
직접판매 상품	4.4	5.7	6.0	7.0	6.7
제도기 등 기타	5.4	7.3	4.5	4.6	4.3

자료: 딜리, 리딩투자증권

실적 전망 수정

예상을 상회하는 수출비중 확대는 수익성에 부담

한편 딜리의 2분기 실적에서 당사의 예상과 가장 크게 차이가 나고 있는 것은 직접판매 프린터의 매수/수출 비중과 이에 따른 동사의 전체 수출비중이다. 직접판매 프린터 매출 성장세는 예상과 부합되는 점이나 내수 매출이 성장을 견인 할 것이라는 예상과 달리 내수비중이 전 분기의 44%에서 28%로 하락하였다. 회사측에서는 분기별 매출비중에 큰 의미를 두고 있지 않으나 향후 직접판매 프린터의 내수 매출 비중이 2분기 수준에 머문다면 당사의 금년 예상 이익 전망치 달성이 어려울 수도 있는 상황으로 판단된다. 이는 직접판매 프린터 매출이 OEM 판매에 비해 수익성이 높은 가운데 내수 판매의 수익성이 수출에 비해 더 높은 수준이기 때문이다.

2011년 과 2012년 EPS 전망 8-9% 하향 조정

직접판매 프린터 수출이 크게 증가하면서 동사의 전체 수출비중은 지난 1분기의 77%에서 2분기에는 86%로 확대되었으며 금년 상반기 전체로는 82%를 기록하였다. 당초 내수 판매 확대가 위주가 되는 직접판매 프린터 매출 증가를 가정하여 동사의 금년 전체 수출비중을 78%로 예상하였다. 회사측에서는 하반기들어 내수 판매가 상반기에 비해 개선될 것이라고 밝혔으나 보수적인 관점에서 상반기의 82% 수출비중이 유지된다고 가정하여 동사의 2011년과 2012년 EPS 전망을 8-9% 하향 조정하였다.

표 3. 실적전망 수정

	기존전망		수정전망		기존전망대비	
(백만원)	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F
매출액	31,366	34,804	30,808	34,075	(1.8)	(2.1)
영업이익	5,680	6,202	5,271	5,668	(7.2)	(8.6)
세전이익	6,369	7,076	5,888	6,447	(7.6)	(8.9)
순이익	5,286	5,873	4,887	5,351	(7.6)	(8.9)
EPS (원)	920	1,001	850	912	(7.6)	(8.9)
원/달러	1,106	1,057	1,082	1,030	(2.2)	(2.6)

자료: 리딩투자증권

환율 민감도

달러대비 원화 평균환율 1% 변동시 EPS 3.8% 변동

딜리의 Agfa OEM 판매를 포함한 모든 수출과 수입은 달러로 결제되고 있으며 수입원재료비를 차감한 순 달러유입액은 2011년과 2012년 전체 매출액의 약 61%로 예상하였다. 동사는 장기적인 관점에서 환율변동 위험을 방어하지 않고 있다. 환율민감도 단순계산에 의하면 원/달러환율 1% 변동시 EPS 는 3.8% 변동하는 것으로 나타났다.

표 4. 2011년 환율 민감도

원달러 환율변동	-5%	-1%	기본가정	1%	5%
기말환율	1,020	1,063	1,074	1,085	1,128
평균환율	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
매출액 (백만원)	29,522	30,551	30,808	31,065	32,094
영업이익 (백만원)	4,321	5,081	5,271	5,461	6,222
순이익 (백만원)	3,965	4,703	4,887	5,072	5,810
EPS (원)	690	818	850	882	1,011
PER (배)	8.0	6.7	6.5	6.2	5.4
매출액 변동률 (%)	(4.2)	(0.8)		0.8	4.2
영업이익 변동률 (%)	(18.0)	(3.6)		3.6	18.0
순이익 변동률 (%)	(18.9)	(3.8)		3.8	18.9
EPS 변동률 (%)	(18.9)	(3.8)		3.8	18.9

자료: 리딩투자증권

표 5. 2012년 환율 민감도

원달러 환율변동	-5%	-1%	기본가정	1%	5%
기말환율	960	1,001	1,011	1,021	1,062
평균환율	979	1,020	1,030	1,040	1,082
매출액 (백만원)	32,648	33,790	34,075	34,360	35,502
영업이익 (백만원)	4,628	5,460	5,668	5,876	6,708
순이익 (백만원)	4,341	5,149	5,351	5,553	6,361
EPS (원)	740	877	912	946	1,084
PER (배)	7.4	6.3	6.0	5.8	5.1
매출액 변동률 (%)	(4.2)	(0.8)		0.8	4.2
영업이익 변동률 (%)	(18.3)	(3.7)		3.7	18.3
순이익 변동률 (%)	(18.9)	(3.8)		3.8	18.9
EPS 변동률 (%)	(18.9)	(3.8)		3.8	18.9

자료: 리딩투자증권

매수 투자의견 – 목표주가 6,700원 유지

시장대비 과도한 저 평가

딜리의 2011년 EPS 를 기존 전망대비 8% 가량 하향 조정하였으나 매수 투자의견과 목표주가 6,700을 유지한다. 직접판매 프린터 내수비중이 기대에 못 미치면서 환율변동에 대한 리스크가 증가한 점은 있으나 목표주가 기준 2011년 예상 P/E 는 7.9배로 시장대비 15% 디스카운트되어 있으며 EV/EBITDA 는 1.4배 수준으로 과도한 저평가 상태라고 판단된다.

손익계산서

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
매출액	**25,689**	**23,059**	**29,250**	**30,808**	**34,075**
매출액증가율 (%)	19.2	(10.2)	26.9	5.3	10.6
매출원가	14,303	13,492	17,590	19,406	21,837
매출총이익	**11,386**	**9,567**	**11,660**	**11,402**	**12,238**
매출총익율 (%)	44.3	41.5	39.9	37.0	35.9
판매관리비	**4,860**	**4,519**	**5,853**	**6,131**	**6,570**
영업이익	**6,527**	**5,048**	**5,807**	**5,271**	**5,668**
영업이익율 (%)	25.4	21.9	19.9	17.1	16.6
영업외수익	1,353	1,047	899	1,046	1,109
이자수익	287	390	370	764	919
외환관련이익	1,056	476	495	247	173
영업외비용	464	699	626	429	330
이자비용	24	0	0	0	0
외환관련손실	320	666	538	370	264
세전이익	**7,416**	**5,395**	**6,080**	**5,888**	**6,447**
법인세	1,198	642	900	1,001	1,096
법인세율 (%)	16.2	11.9	14.8	17.0	17.0
당기순이익	**6,218**	**4,753**	**5,181**	**4,887**	**5,351**

재무안정성 지표

	2008	2009	2010	2011E	2012F
유동비율 (%)	764.8	920.4	992.6	842.9	1,052.2
당좌비율 (%)	116.9	257.0	261.0	200.5	298.3
재고보유기간 (일)	55	58	47	46	44
매출채권 회수기간 (일)	14	18	19	25	28
매입채무 지급기간 (일)	16	22	23	21	23
순차입금 (백만원)	(10,774)	(12,931)	(15,671)	(27,417)	(29,256)
순차입금/자기자본 (%)	(58.9)	(58.1)	(58.5)	(67.1)	(66.3)
부채비율 (%)	10.6	8.4	7.8	9.7	7.7
이자보상배율 (배)	272.4	N/A	N/A	N/A	N/A

Valuations and margins

	2008	2009	2010	2011E	2012F
EV/EBITDA (X)	2.0	2.1	1.4	0.9	0.5
EPS (원)	1,531	1,080	1,177	850	912
EPS 변동율 (%)	69.6	(29.5)	9.0	(27.8)	7.2
PER (X)	3.6	5.1	4.7	6.5	6.0
BVPS (W)	4,503	5,060	6,088	7,106	7,520
P/BVPS (X)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
배당금 (원)	175	150	350	350	350
배당수익율 (%)	3.2	2.7	6.4	6.4	6.4
ROE (%)	43.0	23.4	21.1	14.5	12.6
ROA (%)	36.9	21.4	19.5	13.3	11.6
매출총이익율 (%)	44.3	41.5	39.9	37.0	35.9
영업이익율 (%)	25.4	21.9	19.9	17.1	16.6
순이익율 (%)	24.2	20.6	17.7	15.9	15.7
EBITDA 이익율 (%)	26.2	22.9	20.6	18.6	18.1
ROIC (%)	88.9	62.4	59.4	45.1	42.4
WACC (%)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	12.8	12.8
ROIC - WACC (%)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	32.3	29.6

대차대조표

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
현금	1,273	3,431	3,671	5,488	7,422
단기금융상품	9,501	9,500	12,000	21,929	21,834
매출채권	940	1,348	1,771	2,445	2,710
기타	625	696	899	959	1,012
당좌자산	12,340	14,975	18,341	30,821	32,977
재고자산	2,146	2,142	2,353	2,526	2,760
유동자산	**14,486**	**17,118**	**20,694**	**33,347**	**35,737**
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**	**44,800**	**47,537**
매입채무	305	1,285	965	1,269	1,463
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**	**3,956**	**3,396**
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**	**3,956**	**3,396**
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	27,643	30,939
자본조정	0	0	0	0	0
자본총계	**18,282**	**22,265**	**26,785**	**40,844**	**44,140**

현금흐름분석

(백만원)	2008	2009	2010	2011E	2012F
당기순이익	**6,218**	**4,753**	**5,181**	**4,887**	**5,351**
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**	**5,875**	**6,496**
설비투자	110	969	1,068	3,243	194
운전자금의 증가(감소)	489	(577)	954	544	305
잉여현금흐름	**6,269**	**4,950**	**4,019**	**2,088**	**5,997**
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**	**1,817**	**1,934**
기초현금	2,605	1,273	3,431	3,671	5,488
기말현금	1,273	3,431	3,671	5,488	7,422

자료: 딜리, 리딩투자증권

- 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.

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