

# Company Update



이은재  
Analyst  
eunjae.lee@samsung.com  
02 2020 7801

## ■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	22,000원 (+20%)
현재주가	18,500원
Bloomberg code	086960 KS
시가총액	1,598.9억원
Shares (float)	8,713,471주 (58.6%)
52주 최저/최고	12,700원/18,350원
60일-평균거래대금	13.2억원
One-year performance	1M 6M 12M
MDS테크 (%)	+29.2 +24.4 +27.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+23.2 +28.1 +25.4

## ■ KEY CHANGES 연결실적 업데이트

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	+22,000	+20,000	+0%
2013E EPS	1,167	+0	+0%
2014E EPS	1,516	+0	+0%
2015E EPS	1,735	+0	+0%

## MDSE테크 (086960)

여전히 좋은 장기 그림에 주목한다

### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 실적 전망 및 주가 동향에 대한 코멘트.

**Impact:** 2013년 연간 매출액은 2010년 이후 두 자릿수 매출 상승률을 보여준 첫 해가 될 전망이다. 4분기 최대 실적 기록 요인은 자동차용 임베디드 소프트웨어(SW) 매출액의 강한 성장세 때문. 주력 성장 모멘텀인 자동차 ECU 연구개발, 국방/항공 임베디드 SW 산업의 구조적 성장 외 우리가 주목해야 할 올해 실적의 업사이드 요인은 1) M2M(사물통신인터넷) 서비스 확대 가능성 2) 차량용 인포테인먼트 미러링크 사업, 3) M&A에서 오는 추가적인 성장 모멘텀 확보. (본사 순현금 약 474억원 보유)

**Action:** BUY 투자 의견 유지하며, 목표주가는 22,000원으로 10% 상향 조정.

2014년 연결 EPS에 국내외 peer 배수 상승세를 반영한 15배 적용하여 산출하였음. 연초 CES 전시회에서 스마트카 테마에 관심이 집중되면서 동사 주가 단기 상승하였으나, MDS테크는 임베디드 SW 오랜 사업자로 자동차 전장화, 사물인터넷, 국방 등 임베디드 SW 산업의 구조적 성장에 따른 중장기 투자가 적합하며 여전히 투자 매력적

### THE QUICK VIEW

**2014년 전망, 업사이드 리스크 체크:** 2013년은 동사의 차량용 소프트웨어 실적 성장이 모바일 SW 매출 감소세를 상회하며 2010년 이후 두 자릿수 매출 상승률을 보여준 첫 해라고 볼 수 있다. 올해 차량 및 국방/항공 SW 위주로 실적 성장세는 지속되며, K-IFRS 연결 매출액 995억원 (+19% y-y) 및 영업이익 129억원(+39% y-y)을 예상한다. (분야별: 차량용 281억원, 국방/항공 77억원) 시장에 잘 알려져 있는 자동차 ECU 연구개발 가속화 외 우리가 주목해야 할 업사이드 요인은 아래와 같다.

1) M2M(사물통신 인터넷) 서비스 확대 가능성 (현재 SKT와 스마트 물류 서비스 진행)  
2) 또한 동사가 개발한 차량용 인포테인먼트 미러링크 솔루션에서도 추가적인 매출을 기대해볼 수 있는데, 미러링크는 휴대폰과 차량내부 디스플레이 화면을 연결하는 솔루션으로 동사가 차량 순정 부품을 생산하는 업체와 신규 계약을 맺게 될 경우 실적의 업사이드를 기대할 수 있다. 3) 마지막으로 동사는 현재 풍부한 순현금을 보유하고 있어, (본사 기준 474억원) M&A에서 오는 추가적인 성장 모멘텀 확보할 수 있다. 지난해 2월 동사가 인수 합병한 국방 하드웨어 보드 제조업체인 유니맥스 정보시스템은 올해 동사 약 매출의 8% 가량 차지할 전망이다.

**4Q13 실적 preview:** 최대 매출인 별도 기준 213억원과 16%의 영업이익률 달성을 예상하는데, 성과급 8억원 가량의 일회성 비용을 감안하면 실제 수익성은 더 높았던 것으로 추정한다. 4분기 호실적은 성수기 효과에 기인하며, 1) 차량용 시뮬레이션 개발로 매출 인식과, 2) 국방/항공용 매출에서 조계기(P-3C) 프로젝트 매출액이 반영되기 시작하는 등 관련 분야 실적 성장이 두드러졌다.

**밸류에이션:** BUY 투자 의견 유지, 목표주가는 22,000원으로 10% 상향한다. (국내외 peer 멀티플 상승을 반영하여 2014년 연결 EPS에 15배 적용) 연초 CES 전시회에서 스마트카 화두가 되면서 주가는 단기 급상승을 시현하고 있으나, 동사는 임베디드 소프트웨어의 정통한 사업자로서 자동차 전장화, 국방, 사물인터넷 및 스마트시티 등 임베디드 SW의 구조적 성장 그림에 따른 장기 투자가 적합하다. 2014년 연결 P/E 12.1배에 거래되고 있다.

### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	72.7	83.7	99.5	114.1
순이익 (십억원)	10.1	10.1	13.2	15.1
EPS (adj) (원)	1,162	1,167	1,516	1,735
EPS (adj) growth (%)	7.4	0.5	29.9	14.5
EBITDA margin (%)	15.8	14.6	16.1	15.8
ROE (%)	15.4	13.4	15.5	15.6
P/E (adj) (배)	15.8	15.7	12.1	10.6
P/B (배)	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA (배)	10.0	9.2	6.5	5.1
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료: 삼성증권 추정

표 1. 4분기 별도 실적 추정

(십억원)	4Q13	4Q11	3Q12	증감 (%)	
				전년동기대비	전분기대비
매출액	21.3	20.9	18.2	1.9	17.0
영업이익	3.4	3.0	2.0	16.3	71.1
순이익	4.0	3.1	2.2		
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	16.2	14.2	11.1		
순이익	18.7	15.0	11.9		

참고: IFRS 별도기준; 자료: MDS테크, 삼성증권 추정

그림 1. 연간 매출액 및 영업이익 추이

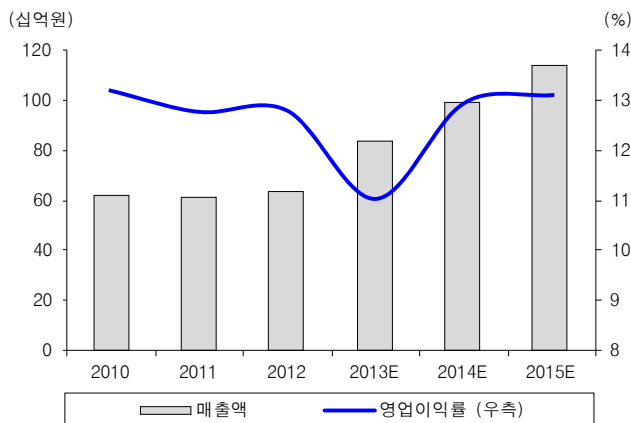
참고: 2013년 이후 K-IFRS 연결 기준  
자료: 삼성증권 추정

그림 2. MDS테크: 차량용 SW 분기 매출 및 주가추이

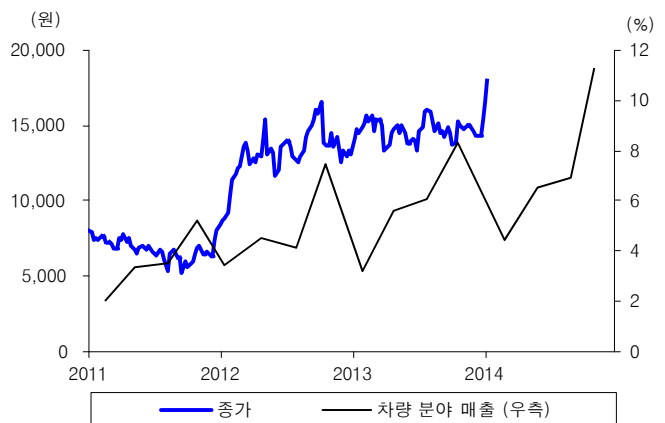
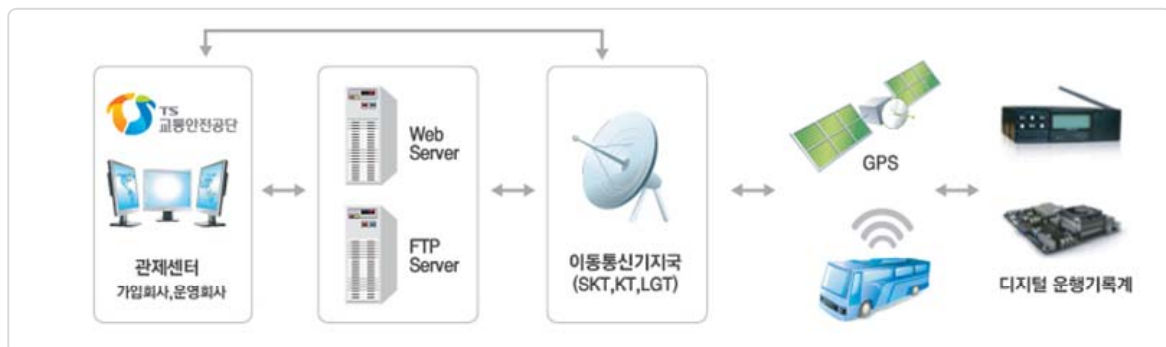
참고: K-IFRS 별도기준 (연결회사는 자동차 매출 없음)  
자료: 삼성증권 추정

그림 3. M2M (사물인터넷)의 예: 스마트 물류 (DTG)

## DTG 목적

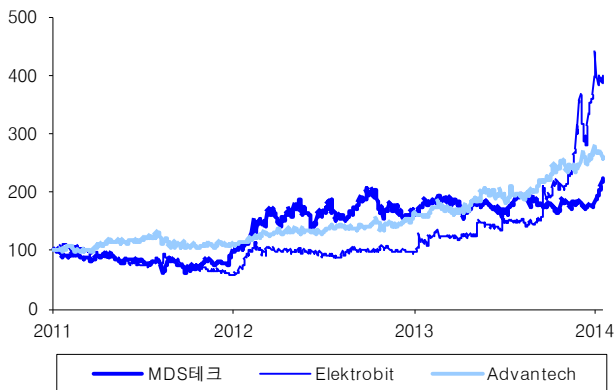
차량의 위치, 상태, 운행내용 등을 실시간으로 수집/분석하여 차량관리, 운전자 관리, 노선관리 등을 통해 차량 운영을 효율적으로 처리함



자료: Smartdtg(차량관제시스템)

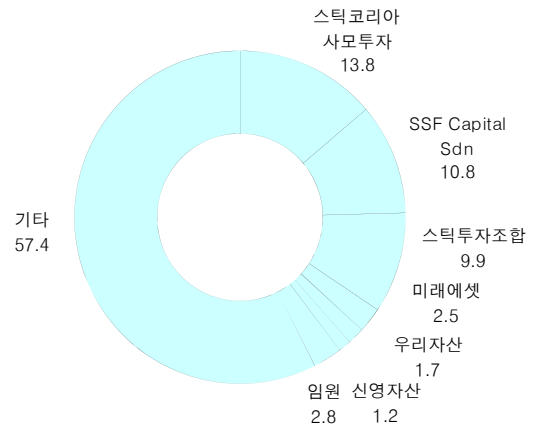
그림 3. 주요 국내외 임베디드 업체 주가 추이

(2011년 1월 1일 종가 = 100 지수화)



자료: 블룸버그,

그림 4. 주요 주주 (2014년 1월 15일 기준)



자료: 블룸버그,

표 2. Peer valuation

회사명	블룸버그 코드	상품/서비스	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		OPM (%)		ROE (%)		EPS growth (%)	
			2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
MDS 테크	086960 KS	임베디드 SW	15.7	12.1	2.2	1.9	9.2	6.5	11.0	12.9	13.4	15.5	0.5	29.9
Advantech	2395 TT	임베디드 SW (산업)	26.2	22.9	5.7	5.3	19.9	17.0	15.9	16.3	22.6	24.0	19.6	14.2
Elektrobit	EBC1V FH	임베디드 SW (차량)	11.2	26.8	4.3	3.8	19.0	13.3	4.0	6.4	41.6	14.5	1,100.0	(58.3)
KPIT	KPIT IN	임베디드 SW (차량)	12.4	10.1	2.5	2.1	7.4	5.9	15.9	16.5	22.4	22.2	29.4	22.1
Kontron	KBC GR	하드웨어 보드	(35.9)	51.4	1.1	1.2	29.4	10.6	(0.7)	1.4	(5.3)	1.5	(74.1)	(169.9)
유비벨록스	089850 KS	인포테인먼트	10.2	8.8	1.6	1.4	7.5	6.6	12.5	11.9	14.0	14.2	39.5	16.3
평균			4.8	24.0	3.0	2.8	16.6	10.7	9.5	10.5	19.1	15.3	222.9	(35.1)

참고: 1월 15일 종가 기준

자료: 블룸버그, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>61.1</b>	<b>63.5</b>	<b>83.7</b>	<b>99.5</b>
매출원가	38.8	39.7	54.2	63.6
<b>매출총이익</b>	<b>22.2</b>	<b>23.8</b>	<b>29.5</b>	<b>35.9</b>
(매출총이익률, %)	36.4	37.4	35.2	36.1
판매 및 일반관리비	14.4	15.7	20.3	23.0
<b>영업이익</b>	<b>7.8</b>	<b>8.1</b>	<b>9.2</b>	<b>12.9</b>
(영업이익률, %)	12.7	12.8	11.0	12.9
순금융이익	1.4	1.6	1.9	2.1
순외환이익	0.0	0.0	0.0	0.0
순지분법이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.0	1.4	1.4	1.3
<b>세전이익</b>	<b>11.2</b>	<b>11.2</b>	<b>12.5</b>	<b>16.2</b>
법인세	2.3	1.8	2.4	3.0
(법인세율, %)	20.9	15.8	19.1	18.6
<b>순이익</b>	<b>8.8</b>	<b>9.4</b>	<b>10.1</b>	<b>13.2</b>
(순이익률, %)	14.5	14.8	12.1	13.3
<b>영업순이익*</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>10.1</b>	<b>13.2</b>
(영업순이익률, %)	13.7	15.0	12.1	13.3
EBITDA	10.7	10.5	12.2	16.0
(EBITDA 이익률, %)	17.5	16.6	14.6	16.1
EPS (원)	1,017	1,082	1,167	1,516
수정 EPS (원)**	965	1,097	1,167	1,516
주당배당금 (보통, 원)	290	270	270	270
주당배당금 (우선, 원)				
배당성향 (%)	26.9	25.0	23.2	17.8

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>4.6</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	<b>8.6</b>
순이익	8.8	9.4	10.1	13.2
유·무형자산 상각비	0.9	1.0	1.6	1.9
순외환관련손실 (이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실 (이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>7.9</b>	<b>7.8</b>	<b>9.3</b>	<b>0.5</b>
순운전자본감소 (증가)	(3.2)	(2.9)	(2.5)	(3.1)
기타	n/a	(1.3)	(0.9)	11.2
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(1.5)</b>	<b>(12.6)</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(11.2)</b>
설비투자	(0.6)	(6.1)	(5.5)	(2.0)
<b>Free cash flow</b>	<b>4.0</b>	<b>(0.3)</b>	<b>0.4</b>	<b>6.6</b>
투자자산의 감소(증가)	(0.4)	(10.4)	0.3	0.1
(배당금***)				
기타	(0.5)	3.9	(6.7)	(9.3)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(1.5)</b>	<b>6.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.4</b>
차입금의 증가(감소)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.1
자본금의 증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0
배당금	(1.5)	(2.9)	(2.3)	(2.4)
기타	0.2	9.8	5.0	5.6
<b>현금증감</b>	<b>1.6</b>	<b>0.0</b>	<b>(3.3)</b>	<b>0.9</b>
기초현금	4.0	5.6	8.6	5.3
기말현금	5.6	5.6	5.3	6.2

참고: 2013년 이후 IFRS 연결기준; \* 일회성 항목 제외

\*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

\*\*\* 지분법증권으로부터의 배당

자료: MDS테크, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>51.1</b>	<b>64.2</b>	<b>73.8</b>	<b>86.2</b>
현금 및 현금등가물	5.6	5.6	5.3	6.2
매출채권	15.9	17.7	21.4	24.4
재고자산	1.7	1.8	2.0	2.2
기타	27.9	39.1	45.1	53.5
<b>비유동자산</b>	<b>20.7</b>	<b>20.3</b>	<b>24.1</b>	<b>25.0</b>
투자자산	6.2	1.7	0.3	0.2
(지분법증권)	1.4	1.1	0.0	0.0
유형자산	6.0	8.5	13.7	14.8
무형자산	8.0	7.8	7.8	7.8
기타	0.5	2.4	2.3	2.3
<b>자산총계</b>	<b>71.8</b>	<b>84.5</b>	<b>97.9</b>	<b>111.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>12.7</b>	<b>12.3</b>	<b>13.9</b>	<b>14.6</b>
매입채무	7.0	6.2	6.4	6.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 유동부채	5.7	6.1	7.5	8.1
<b>비유동부채</b>	<b>2.0</b>	<b>3.2</b>	<b>4.4</b>	<b>6.2</b>
사채 및 장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.2
기타 장기부채	2.0	3.2	4.3	6.0
<b>부채총계</b>	<b>14.7</b>	<b>15.5</b>	<b>18.3</b>	<b>20.8</b>
자본금	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	18.7	21.1	21.1	21.1
이익잉여금	36.5	42.6	52.9	63.8
기타	(2.9)	0.5	53	64
<b>자본총계</b>	<b>57.1</b>	<b>68.9</b>	<b>79.6</b>	<b>90.4</b>
순부채	(33.6)	(45.2)	(47.4)	(56.1)
주당장부가치 (원)	6,006	7,039	8,243	9,489

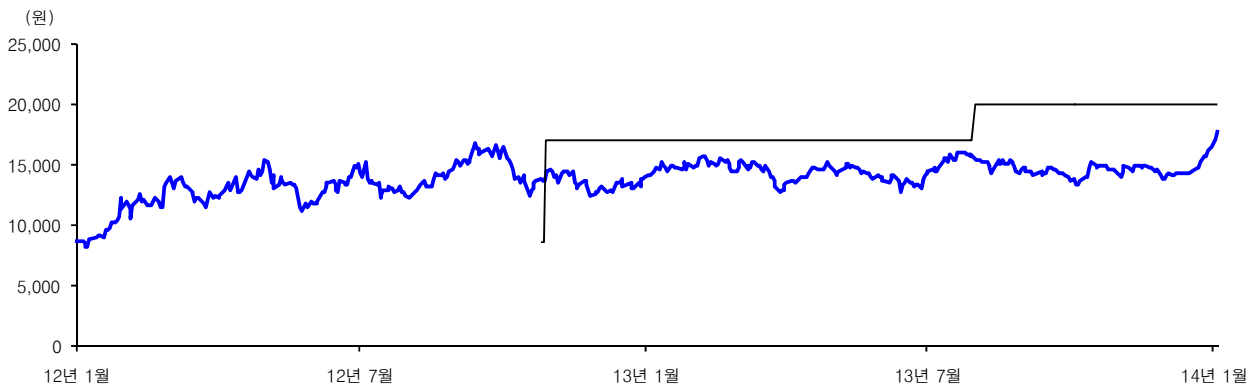
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>		
매출액	15.1	18.8
영업이익	4.7	39.4
세전이익	3.3	29.3
순이익	0.3	30.1
영업순이익*	0.5	30.1
EBITDA	6.3	31.0
수정 EPS**	0	30
<b>비율 및 회전</b>		
ROE (%)	13.4	15.5
ROA (%)	10.9	12.6
ROIC (%)	9.4	11.6
순부채비율 (%)	(59.5)	(62.0)
이자보상배율 (배)	836.3	545.2
매출채권 회수기간 (일)	88.5	83.9
매입채무 결제기간 (일)	28.6	23.5
재고자산 보유기간 (일)	8.3	7.5
<b>Valuations (배)</b>		
P/E	15.7	12.1
P/B	2.2	1.9
EV/EBITDA	9.2	6.5
EV/EBIT	10.6	7.3
배당수익률 (보통, %)	1.5	1.5

## ■ Compliance Notice

- 당사는 1월 16일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 1월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## ■ 2년간 목표주가 변경 추이



## ■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/11/9	2013/8/5	2014/1/17
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	17,000	20,000	22,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

### 기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

### 산업

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