



MDS테크놀로지 (086960)

BUY (initiate)



자동차/타이어 Analyst **채희근**
02-6114-2905 heeguen.chae@hdsrc.com
RA **안예원**
02-6114-2924 yewon.an@hdsrc.com

차량과 국방 첨단화를 등에 업고

1) 자동차용 소프트웨어 확대 수혜

자동차 전장화가 급격히 확대되면서, imbedded S/W 개발의 표준화 플랫폼인 AUTOSAR의 활용이 점차 늘어나고 있다. 글로벌 메이커는 물론, 현대차그룹, 만도 등도 AUTOSAR에 기반한 S/W를 확대하고 있기 때문에, 인적 기반이 열악한 국내 부품사들은 동사와 같은 서비스에 대한 이용이 늘어날 전망이다. 동사는 AUTOSAR의 강자인 핀란드 Elektrotit(EB)사의 국내 판권을 가지고 있으며, 자체적인 개발 솔루션 서비스 제공 사업도 하고 있다 (자동차부문에서 단순 프로그램 수입 판매는 10%에 불과). 아울러, 최근 컨티넨탈이 EB의 자동차 S/W 부문을 인수함에 따라, 다소의 불확실성이 생겼으나, 상당기간 현재의 사업 구도에 큰 변화는 없을 것으로 예상된다.

2) 국방 분야 S/W와 H/W의 성장. 3) 빅데이터 솔루션 매출의 성장

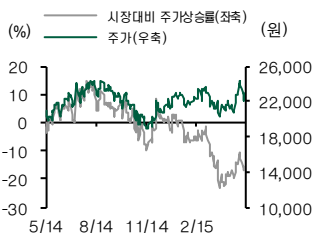
국방/항공에서도 첨단화와 정부의 국산화 의지로 매출 성장이 기대되며, 13년 인수한 유니맥스와의 시너지를 통한 매출 성장도 기대된다. 또한 머신 데이터 분석 플랫폼을 보유한 글로벌 강자인 Splunk의 국내 판권을 소유한 시큐클라우드의 인수로 빅데이터 솔루션 매출도 증가할 전망이다.

15, 16년 매출 각각 15% 성장 예상. 중장기 안정적인 성장성 매력적

상기 요인으로 금년과 내년 매출 성장은 각각 15%에 달할 전망이다. 15년 기준으로 PER 15.6배이지만, 안정적인 고성장과 imbedded S/W 산업의 매력을 감안하면, 견조한 추가 상승이 기대된다. 국내 타 S/W와 비교하면, 안정적인 고성장을 보유하고 있다는 점을 감안하여, 투자의견 BUY와 목표주가 28,000원(목표 PER 19.1배)을 제시한다.

주가(5/28)	22,900원
목표주가	28,000원
업종명/산업명	자동차부품
업종 투자의견	Overweight
시가총액 (보통주)	2,019억원
발행주식수 (보통주)	8,815,608주
유동주식비율	67.5%
KOSPI 지수	2,110.89
KOSDAQ 지수	709.01
60일 평균 거래량	86,891주
60일 평균 거래대금	19억원
외국인보유비중	20.1%
수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	5.6%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%
52주 최고/최저가 (보통주)	24,400원
	18,800원
베타(12M, 일간수익률)	0.9
주요주주	한글과컴퓨터 18.6%

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	4.3%	2.7%	21.8%
상대	2.5%	-9.5%	-6.4%



계산기말	12/12A	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	72.7	83.7	105.2	120.7	138.7
영업이익 (십억원)	8.8	9.1	10.8	12.7	14.7
순이익 (십억원)	10.1	8.9	10.3	12.2	14.0
자배기업순이익 (십억원)	10.1	9.0	10.1	12.0	13.8
EPS (원)	1,199	1,031	1,152	1,362	1,561
수정EPS (원)	1,199	1,031	1,152	1,362	1,561
PER* (배)	14.2-6.4	15.9-11.5	21.7-12.7	16.8	14.7
PBR (배)	1.6	1.6	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA (배)	6.8	7.5	10.7	10.0	8.1
배당수익률 (%)	2.0	1.8	1.3	1.3	1.4
ROE (%)	15.4	11.9	12.2	13.0	13.4
ROIC (%)	34.9	30.4	27.4	31.2	36.8

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: MDS테크놀로지, 현대증권

주요 공금 사항 정리

주요 공금 사항 정리

1. 사업 개요

▶본사 사업은 크게 다음과 같이 세 가지 비즈니스로 구성.

1) OS 판매 및 커스터마이징 (10%)

- AUTOSAR 플랫폼, M/S imbedded S/W의 판권을 가지고, 고객사들에게 공급/판매.
- AUTOSAR 플랫폼은 Elektrobit (EB, 핀란드/독일. 상장사), Vector (독일), DSPACE(독일), KPIT(인도. 상장사), Mentor Graphics(미국. 상장사) 등이 글로벌 강자.
- 동사는 EB의 한국 판권을 가지고 있으며, M/S의 임베디드 S/W의 아시아 판권 등을 소유. 해외 지사는 호주, 싱가포르, 인도에 있으며, 주로 M/S의 임베디드 S/W의 아시아 판매를 담당.
- EB는 다수의 유럽, 미국 자동차 및 부품 업체들이 이용하는 플랫폼. 일반적으로 EB, vector 프로그램은 KPIT보다 가격은 비싸지만, 품질이 좋은 것으로 알려져 있음.

2) 개발 솔루션 제공 (80%)

- AUTOSAR 플랫폼 등을 이용해, Application 관련 툴 제공, 사후 관리, 기술 지원, 컨설팅, 교육 등의 서비스 제공. 교육 관련 매출도 연간 40억원 발생

3) 자동차 인포테인먼트 (10%)

- 차량용 인포테인먼트 어플리케이션 개발. 미러링크, connectivity 등

▶매출 비중은 본사(개별) 기준으로 자동차 분야 32.6%, 정보가전 분야 24.4%, 산업용 분야 18.4%, 모바일 6.3%, 국방/항공 6.6%, 기타 11.7%로 구성됨.

▶본사 기준 자동차 분야 매출 중, 현대차그룹향 매출 비중은 40~50% (전체 매출의 10% 이상), 만도 4~5%, LG그룹, 자동차부품연구원 등 국책기관, 경신, 유라, 경창산업, 대성전기 등의 2, 3차 벤더를 고객으로 두고 있음.

▶14년 기준 매출은 본사(개별) 845억원, 유니맥스(국방) 91억원, 해외지사 116억원 이었음. 연결 매출은 1,052억원

2. 투자 포인트 정리

▶15년 매출 성장 15%, 16년에도 15% 이상 성장 전망

- 1) AUTOSAR 적용 확대에 따른 자동차용 매출 증가
- 2) 국방 항공 분야 S/W, H/W 매출 증가
- 3) IoT 빅데이터, 보안솔루션

3. 각 사업 분야별 현황 및 전망

1) 자동차 분야

▶크게 파워트레인(엔진, 변속기), 새시, 바디, 인포테인먼트 분야의 소프트웨어로 분류한

다면, 현재 주로 새시 관련 매출이 많고, 파워트레인도 이제 시작 단계임.

- ▶ 최근 대형 부품사 가운데는 현대모비스, 만도의 수주가 늘어나고 있으며, 만도는 EB 플랫폼을 사용한 지 3~4년 된 것 같음.
- ▶ 2, 3차 벤더 부품사들도 늘어나고 있으며, 동사 입장에서는 수주 확대 노리고 있음.
- ▶ 대형 부품사들은 자체 소프트웨어 인력이 좀 있지만, 중소형 업체들은 인력 인프라 매우 부족. 교육, 세미나 등을 통해 적극적으로 영업 확대하고 있음.
- ▶ 교육 관련 총 매출은 연간 약 40억원 발생하고 있음.
- ▶ 현대차그룹은 KPIT와 제휴해 독자적인 솔루션을 이용함.
- ▶ 현대차그룹은 소프트웨어 일부 아웃소싱하고 있음. 현대차그룹은 모든 것을 독자화 하려는 경향 있으나, 향후 소프트웨어 비중이 더욱 늘어나면서, 아웃소싱 늘릴 수 밖에 없음.
- ▶ KPIT가 현대차그룹과의 솔루션 개발을 무기로, 한국에 지사를 직접 설립하고, 국내 영업을 본격화하고 있으나, 부품사들 입장에서는 꼭 KPIT 솔루션을 쓸 필요는 없음. AUTOSAR의 표준에 맞춘 결과물만 제공하면 되기 때문이며, 완성도와 품질 측면에서 독일업체들의 제품이 더 우수하다고 평가되고 있음.
- ▶ 자동차 분야 매출은 10년 80억원, 11년 140억원, 12년 194억원, 13년 229억원, 14년 276억원, 15년F 330~340억원 예상

2) 국방/항공 분야

- ▶ 국방 항공 분야 매출 성장 15년 30% 이상 전망.
- ▶ 국방/항공 분야 매출은 12년 34억원, 13년 80억원, 14년 147억원, 15년F 200억원. 이중 하드웨어 매출은 13년 29억원, 14년 91억원, 15년F 120억원. 소프트웨어는 11년 15억원, 12년 34억원, 13년 51억원, 14년 56억원, 15년F 80억원.
- ▶ 13년 인수한 유니맥스(지분 66.7%) 매출 14년 91억원이었고, 15년에는 120억원 이상 기대.
- ▶ 유니맥스는 국방항공 임베디드 하드웨어 전문회사. 당사의 S/W와 유니맥스의 H/W 시너지 기대.
- ▶ 무기체계 첨단화와 연구개발 증가, 정부의 국산화 의지로 이 분야 매출 증가세.
- ▶ IT 융합으로 국방항공에서 임베디드 S/W 비중 증가세.

3) 정보가전/산업용 분야

- ▶ M/S 임베디드 OS 매출 기반 (아시아 판권 소유)으로 안정적인 성장세
- ▶ 해외 지사 (싱가폴, 호주, 인도)는 M/S 이외의 본사 개발 솔루션 제품 라인 확대 추진

4) 모바일 분야

- ▶ 매출 하락 국면 마무리 + 신규 Core Arm v8 기반으로 매출 증가 가능성.

5) IoT. 빅데이터 솔루션 시장 진출

- ▶ 머신 데이터 분석 플랫폼을 보유한 글로벌 강자인 Splunk의 국내 판권을 가진 시큐클라우드를 인수.
- ▶ 주로 빅데이터, 보안솔루션 분야 공략.
- ▶ 시큐클라우드의 작년 매출은 20억원이었고, 11월 인수한 이후 추가 10억원 매출 발생해서 총 관련 매출은 30억원 수준이었음. 15년은 60~70억원 매출 기대.
- ▶ 빅데이터 주요 고객은 IT 기반한 금융, 통신, 게임사, 공공기관 등에서, 향후, 자동차,

IT, 기계, 국방항공 등의 임베디드로 영역이 확대될 듯.

▶Splunk의 글로벌 매출 성장은 3년동안 연평균 60% 성장했음.

4. 컨티넨탈의 EB 자동차부문 인수에 대해

▶지난 5월 19일 독일의 대형 자동차 부품사인 Continental 이 소프트웨어를 강화하기 위해 Elektrobit의 자동차부문을 6억유로에 인수하기로 결정함.

▶14년 EB의 자동차부문 매출 1.7억 유로 (+24%YoY), 영업이익 1,600만유로(영업이익률 9.3%), EBITDA 2,200만 유로. 즉, (EBITDA의 27배에 인수함)

▶MDS테크와의 국내 판권 계약은 1년 단위.

▶향후 판권 계약은 어떻게 진행될지 모르겠지만, 단순 EB 소프트웨어의 판매와 관련 매출은 30~40억원에 불과하고, 이익률은 높지 않은 듯.

▶과거 노하우를 바탕으로 개발 솔루션 매출이 자동차부문 매출의 90%임.

▶EB와의 판권이 문제가 된다면, 새로운 업체 (유럽 등)와의 국내 판권 계약 등도 가능하다고 판단됨.

5. 기타 사항

▶실적 계절성은 4Q > 2Q > 3Q > 1Q.

▶수익성은 자동차, 국방항공, 모바일 > 정보가전, 산업용.

▶개발 솔루션 비중 높은 곳이 수익성이 높고, M/S 임베디드 OS 분야는 다소 낮음

▶비용은 주로 인건비, 로열티, 마케팅비 등

< 참고 사항 - 자동차용 소프트웨어 표준화에 관해 >

자동차용 소프트웨어 표준화에 관한 상세한 설명

▶AUTOSAR는 개방형 자동차 표준 소프트웨어 구조(AUTomotive Open System ARchitecture)의 줄임말로 흔히 오토사로 약칭한다. 차량 전장부품용 임베디드 SW 사용 급증에 대응하기 위한 표준화된 플랫폼이다. BMW, 보쉬, 컨티넨탈 등 독일 업체 주도로 개발됐으며, 2015년을 전후해 국내외 완성차 업체가 사실상 강제화할 것으로 예상되면서 올해부터 전장부품 업체의 적용이 활발해질 전망이다.

▶자동차 업계가 OS를 포함한 소프트웨어 플랫폼을 표준화한 것으로는 유럽 메이커 중심의 OSEK/VDX, 오토사(AUTOSAR), 그리고 일본에 자스파(JASPAR) 등이 있다.

1) OSEK/VDX

■OSEK/VDX= 1993년 형성된 OSEK은 독일의 BMW, 보쉬, 다임러크라이슬러, 오펜, 지멘스, 폭스바겐 등 자동차 및 부품 업체를 중심으로 자동차에 사용되는 전자제어장치의 분산 제어에 적합한 개방형 표준 규정을 만들고자 한 협력 프로젝트에서 출발했다. 또 1994년 OSEK진영과 결합한 VDX는 1987년 프랑스 자동차기업인 르노, 푸조 시트로엥을 중심으로 모인 유사 목적의 협력 프로젝트였다. 1997년 OSEK/VDX는 공식 자동차용 실시간 운영체제인 OSEK 표준을 발표했다, 현재는 OSEK이 실질적인 MS 윈도와 같은 표준형 자동차용 OS (운영체제) 역할을 담당하고 있다. OSEK 공식홈페이지(www.osek-vdx.org)에 가보면 표준문서를 확인할 수 있다.

2) AUTOSAR

■오토사(AUTOSAR)= AUTOSAR(Automotive Open System Architecture)는 자동차용 전자제어장치에 필요한 전 소프트웨어 분야의 개방형 표준을 제정하기 위한 국제협회이다. BMW, 다임러벤츠, 폭스바겐 등 유럽 메이커를 중심으로 도요타, GM, 포드, 보쉬,

지멘스 등 세계 주요 자동차 및 부품 메이커들이 참여하고 있다. 오토사는 2014년 3월 표준규격 4.0버전을 발표했는데, 오토사는 표준형 OS는 물론 응용 프로그램간 인터페이스 규격, 하드웨어와 소프트웨어간 호환규격, 전자제어장치간 통신을 위한 네트워크 프로토콜 규격 등 OSEK/VDX에 비해 훨씬 더 방대한 자동차 소프트웨어 표준화를 시도하고 있다. OSEK/VDX가 원형 표준화된 OS(운영체제)라고 한다면, 오토사는 표준화된 개방형 미들 플랫폼에 가깝다고 볼 수 있으며, 서로 상충되는 개념은 아니다.

3) GENIVI

참고로 GENIVI는 유럽의 완성차업체들 주도의 차량용 인포테인먼트 (Audis, Video, Navigation, Telematics, 스마트폰 연동 등) 표준화 플랫폼으로 파워트레인, 새시, 바디에 주로 쓰이는 AUTOSAR와는 성격이 다르다. OS로는 리눅스를 사용하고 있다.

4) 국내 추세

■ 국내 추세=국내 완성차 업체와 부품업체는 OSEK과 오토사 표준 도입에 적극적이다. BMW에서 표준 OS로 사용, 국내에 잘 알려진 일렉트로비트사의 tresosECU OS와 같은 OSEK OS 제품을 도입해 유럽 수준의 소프트웨어 플랫폼 구축을 목표로 진행하는 사례가 많아지고 있다. 국내에서도 최근 오토사 적용 프로젝트가 눈에 띄게 늘어나고 있다. 하지만 세계 자동차 관련 기업들이 표준화를 주도하고 있는 반면 국내 기업들은 이들이 만들어놓은 표준을 적용하기에 급급한 실정으로 적극적 표준화 작업참여가 아쉬운 대목이다.

5) ISO26262

■ ISO26262는 자동차 기능 안전성 국제표준으로, 소프트웨어와 전자부품의 오류로 인한 사고를 방지하고 전장 시스템의 안전성을 확보하기 위해서 국제표준화기구(ISO)가 지난 2011년 11월 제정했다.

그림 1> 회사 개요 (1)

주요 사업	임베디드 토탈 솔루션
설립일	1994. 3 (1998년 법인전환)
주요 고객사	현대자그룹(10%), 삼성전자(6%), LG전자(8%), 만도(4%) 외 1,500개
매출액/영업이익 (2014년도 연간)	○ 개별 : 846억원 / 92억원 ○ 연결 : 1,052억원 / 108억원
홈페이지	www.mdstec.com

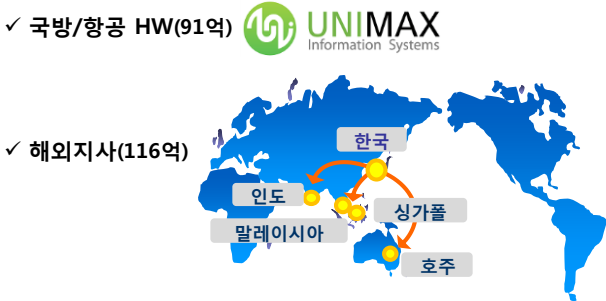
자료: MDS테크놀로지

그림 2> 회사 개요 (2)

코스닥 상장일	2006.9.26
종목명	MDS테크 (A086960)
액면가	500원
발행 주식수	8,815,608주
최대주주 등	한글과 컴퓨터 외(32.6%)

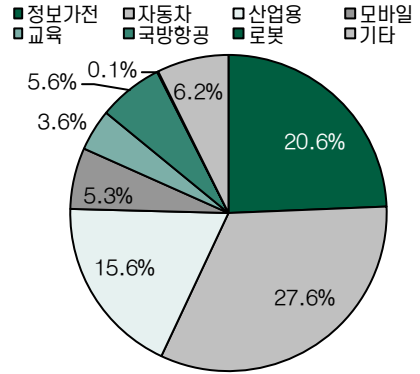
자료: MDS테크놀로지

그림 3> MDS테크 자회사 현황



자료: MDS테크놀로지

그림 4> 사업별 매출 비중 (14년 개별 기준)



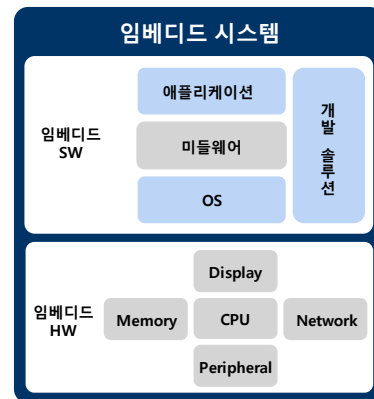
자료: MDS테크놀로지

그림 5> MDS테크의 사업 분야

사업 분야	상세 내용
임베디드 개발 솔루션	고객사의 개발 프로세스에 따른 - 개발 도구 (설계, 디버깅, 테스트) - 컨설팅 서비스 - 교육 서비스 공급
임베디드 OS	- AUTOSAR 플랫폼 공급
인포테인먼트 솔루션	- MirrorLink - M2M 가상화 플랫폼 - ECU통합 가상화 - 스마트카 솔루션

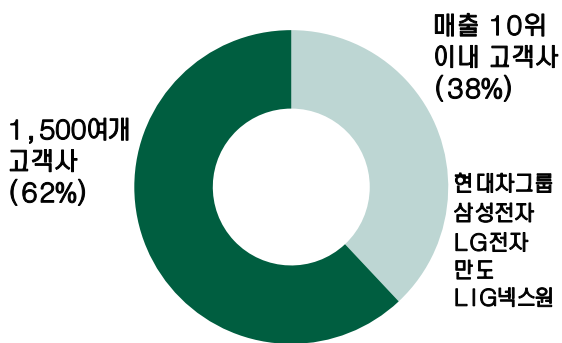
자료: MDS테크놀로지

그림 6> 임베디드 시스템의 구조



자료: MDS테크놀로지

그림 7> MDS테크 주요 고객 (14년 연결 기준)



자료: MDS테크놀로지

그림 8> 솔루션별 매출 구조 (14년 연결 기준)



자료: MDS테크놀로지

그림 9> MDS테크 용도별 매출 추이

매출 추이 (개별 기준)

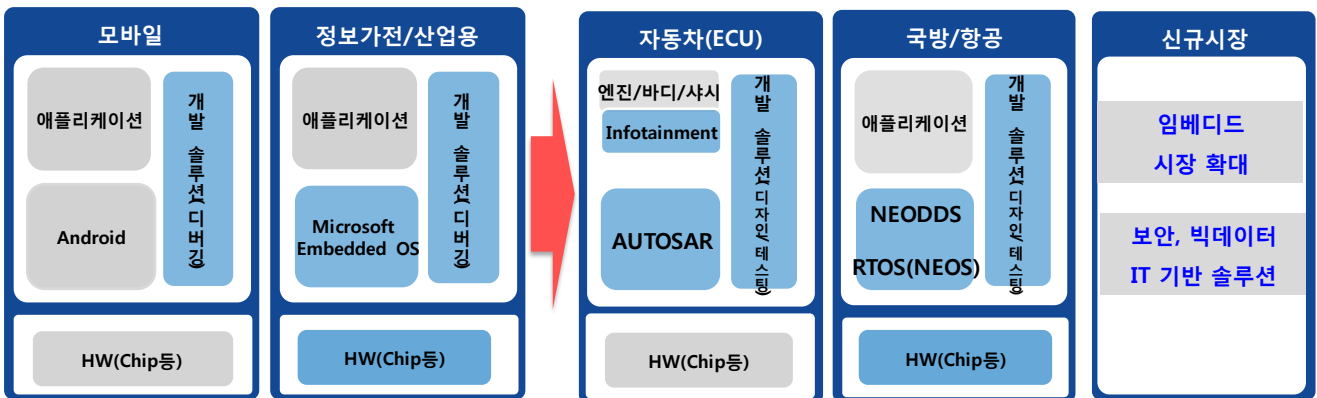
(십억원)	산업용	모바일	자동차	정보가전	국방/항공	기타
2011	10.6	10.6	14.3	16.7	1.5	7.4
%YoY	-	-	-	-	-	-
2012	11.2	5.5	19.4	15.4	3.4	8.6
%YoY	5.8	(48.3)	35.5	(7.8)	129.6	16.0
2013	13.8	4.8	22.9	16.1	5.0	8.3
%YoY	23.0	(11.8)	18.2	4.3	47.4	(3.3)
2014	15.6	5.3	27.6	20.6	5.6	9.9
%YoY	12.6	10.6	20.4	28.3	12.5	19.3

매출 비중 (개별 기준)

(십억원)	산업용	모바일	자동차	정보가전	국방/항공	기타
2011	17.4%	17.3%	23.4%	27.4%	2.4%	12.1%
2012	17.7%	8.6%	30.5%	24.3%	5.3%	13.5%
2013	19.5%	6.8%	32.3%	22.7%	7.0%	11.7%
2014	18.4%	6.3%	32.6%	24.4%	6.6%	11.7%

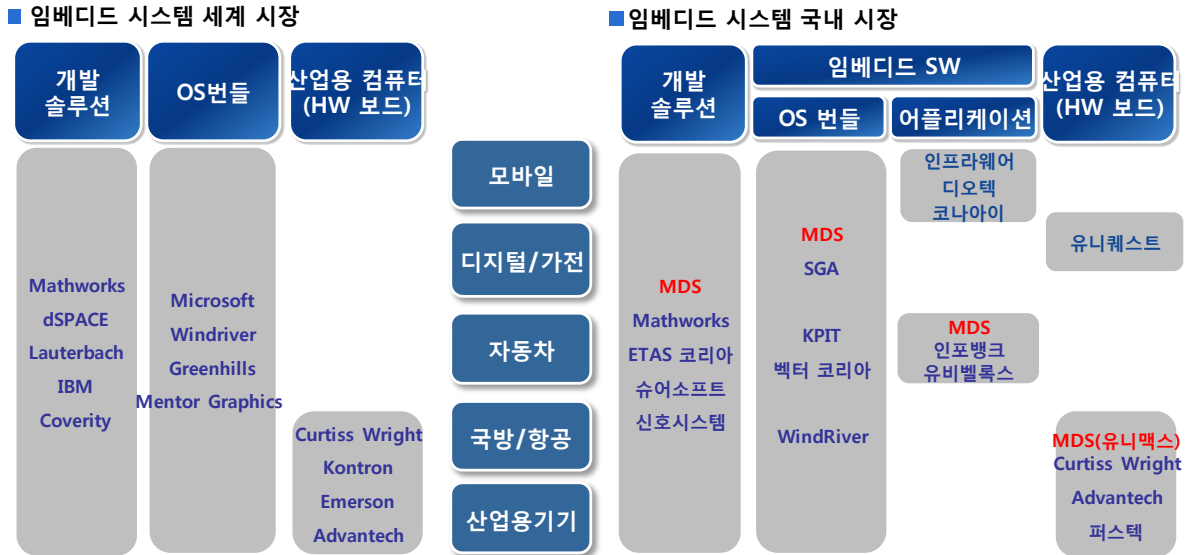
자료: MDS테크놀로지

그림 10> MDS테크 사업 구조 요약



자료: MDS테크놀로지

그림 11> 세계 임베디드 시스템 시장 구조



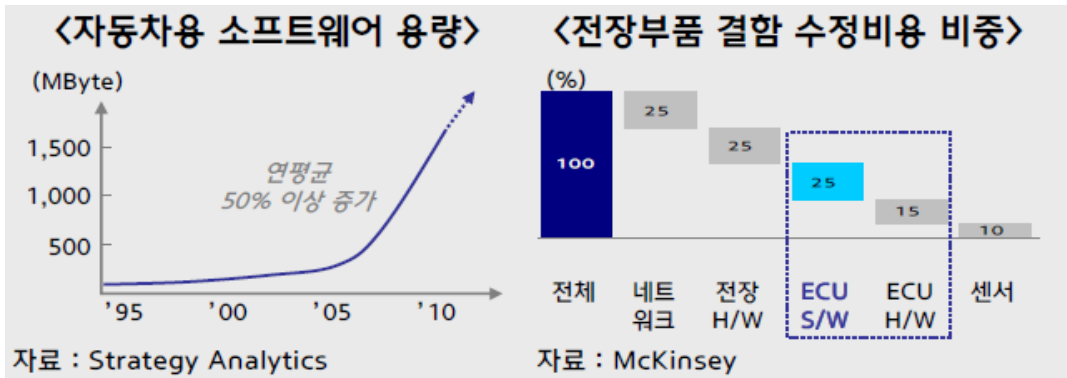
자료: MDS테크놀로지

그림 12> 자동차 소프트웨어 플랫폼 개요



자료: KARI

그림 13> 자동차 소프트웨어의 증가와 오류 수정 비용 증가



자료: KARI

그림 14> 소프트웨어 플랫폼 개편과 표준화 효과



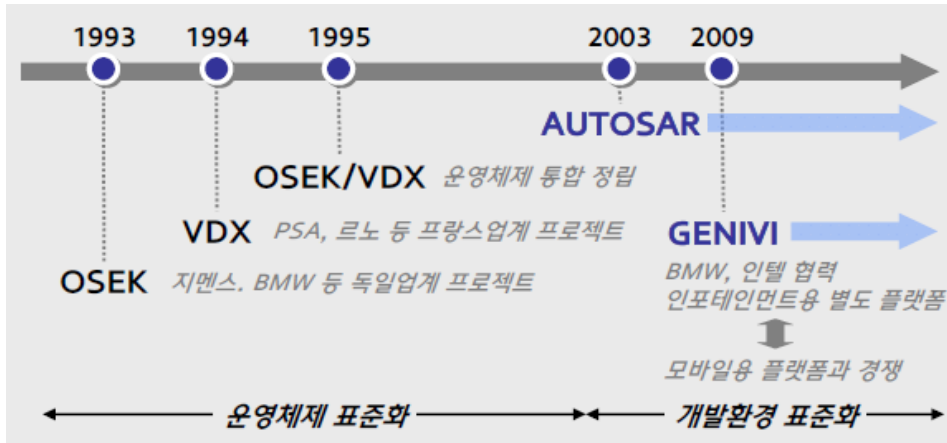
자료: KARI

그림 15> 소프트웨어 플랫폼 영역과 표준화 동향



자료: KARI

그림 16> 소프트웨어 플랫폼 표준화 과정



자료: KARI

그림 17> AUTOSAR의 등장과 구성 멤버



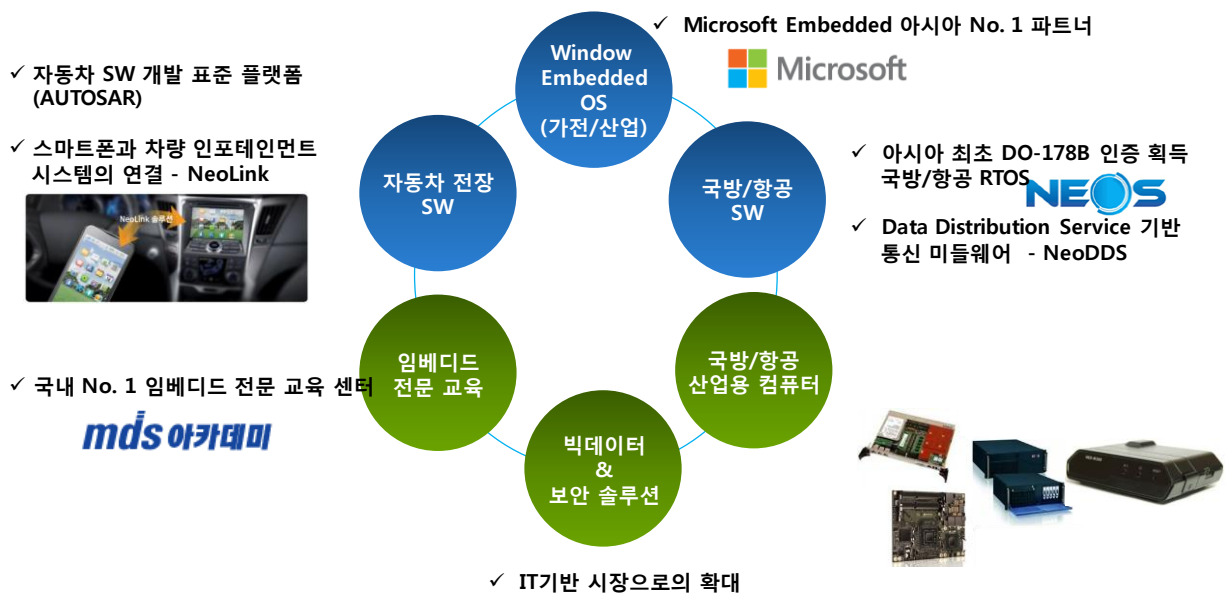
자료: KARI

그림 18> 주요 업체별 AUTOSAR의 적용 현황 및 계획

	적용 중	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	추가 기능
V 2.1							• 기본 표준문서 및 모듈 배포
V 3.0							• 응용 프로그램 인터페이스 제안
V 3.1							• 차량진단기능 포함
V 3.2							• 통신기능 및 호환성 확대
V 4.0							• 안정성 강화 • 멀티코어 프로세서 지원

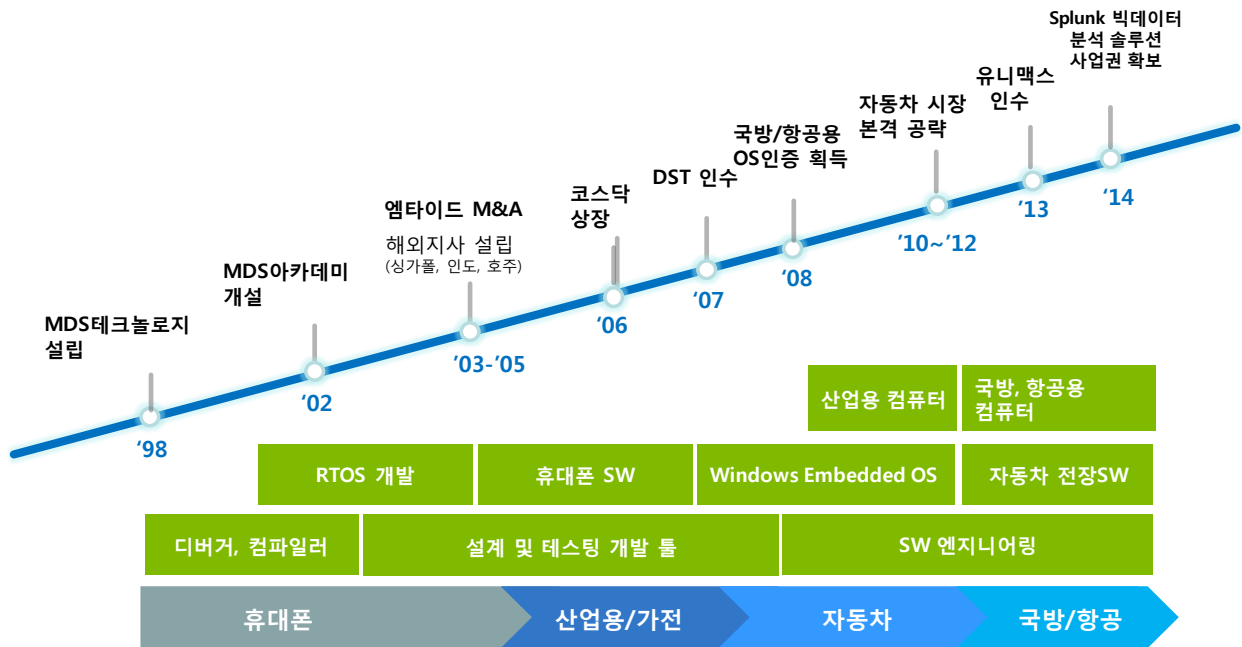
자료: KARI

그림 19> MDS테크의 사업 구조



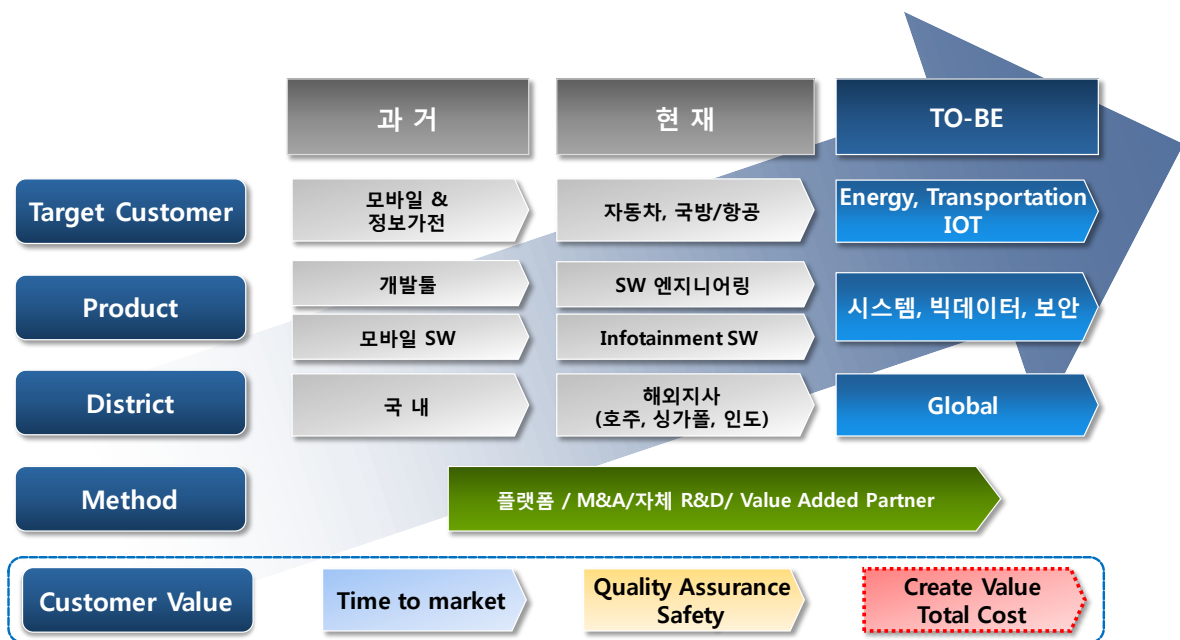
자료: MDS테크놀로지

그림 20> MDS테크의 성장 과정



자료: MDS테크놀로지

그림 21> MDS테크의 현재와 미래



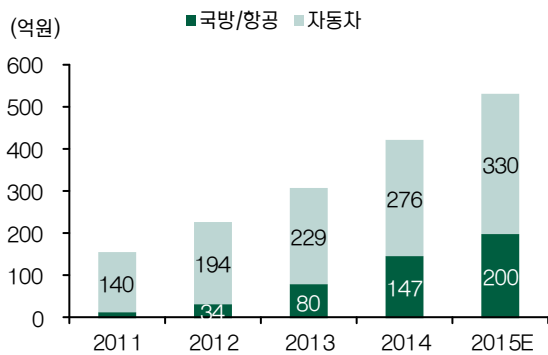
자료: MDS테크놀로지

그림 22> MDS테크 빅데이터 관련 글로벌 1위의 Splunk사의 국내 판권 인수 (14년 10월) 효과 기대



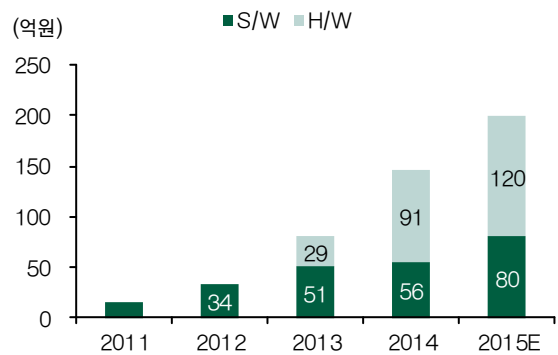
자료: MDS테크놀로지

그림 23> MDS테크 자동차와 국방/항공 매출 추이 (연결)



자료: MDS테크놀로지

그림 24> 국방/항공 부문 매출 비중 (연결)



자료: MDS테크놀로지

그림 25> MDS테크의 상세 실적 전망

(십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2012	2013	2014	2015F	2016F
매출액 (본사)	16.0	23.1	19.9	25.5	18.9	26.7	22.9	28.1	63.5	70.9	84.6	96.6	111.1
정보가전	4.7	6.0	5.7	4.2	5.2	6.6	6.1	4.7	15.4	16.1	20.6	22.6	24.1
자동차	5.1	6.5	5.7	10.3	6.2	8.0	6.9	12.0	19.4	22.9	27.6	33.1	40.5
산업용	2.9	4.9	3.9	3.9	3.3	5.4	4.5	3.5	11.2	13.8	15.6	16.7	18.8
모바일	0.4	1.8	1.1	2.0	0.4	1.8	1.2	2.3	5.5	4.8	5.3	5.7	6.1
교육	0.8	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8	1.2	1.0	4.1	3.6	3.6	3.9	4.2
국방항공	1.1	1.8	1.1	1.6	1.4	2.4	1.5	2.7	3.4	5.1	5.6	8.0	10.5
기타 (로봇 등)	1.0	1.3	1.3	2.7	1.5	1.7	1.5	1.8	4.5	4.7	6.3	6.5	7.0
제품별 비중 (%)													
정보가전	29.4	26.0	28.6	16.6	27.5	24.7	26.6	16.9	24.3	22.7	24.4	23.4	21.7
자동차	31.9	28.1	28.6	40.3	32.8	30.0	30.1	42.8	30.5	32.3	32.6	34.3	36.4
산업용	18.1	21.2	19.6	15.1	17.5	20.2	19.7	12.6	17.7	19.5	18.4	17.3	16.9
모바일	2.5	7.8	5.5	8.0	2.1	6.7	5.2	8.2	8.6	6.8	6.3	5.9	5.5
교육	5.0	3.5	5.5	3.5	4.8	3.0	5.2	3.6	6.5	5.1	4.3	4.0	3.8
국방항공	6.9	7.8	5.5	6.2	7.4	9.0	6.6	9.6	5.3	7.2	6.6	8.3	9.4
기타 (로봇 등)	6.3	5.6	6.5	10.6	8.0	6.4	6.6	6.4	7.0	6.6	7.4	6.7	6.3
(YoY, %) 총 매출	21.0	27.3	9.4	19.7	18.2	15.6	15.1	10.2		11.6	19.3	14.3	15.0
정보가전					10.6	10.0	7.0	12.0		4.3	28.3	9.7	6.5
자동차					21.6	23.1	21.1	17.2		18.2	20.4	20.2	22.1
산업용					13.8	10.2	15.4	-8.3		23.0	12.6	7.6	12.2
모바일					0.0	0.0	9.1	13.4		-11.8	10.6	7.0	7.0
교육					12.5	0.0	9.1	11.1		-12.2	0.0	8.3	7.4
국방항공					27.3	33.3	36.4	70.7		51.6	9.4	43.3	30.7
기타 (로봇 등)					51.1	30.8	15.4	-33.6		4.9	34.2	3.3	8.3
매출액 (연결기준)	19.7	28.3	25.1	32.1	24.9	33.2	29.3	33.3	72.7	83.7	105.2	120.7	138.7
<i>(YoY, %)</i>	<i>24.5</i>	<i>33.8</i>	<i>18.8</i>	<i>25.4</i>	<i>26.6</i>	<i>17.3</i>	<i>16.7</i>	<i>3.7</i>	<i>2.9</i>	<i>15.1</i>	<i>25.7</i>	<i>14.7</i>	<i>14.9</i>
본사	16.0	23.1	19.9	25.5	18.9	26.7	22.9	28.1		70.9	84.6	96.6	111.1
해외법인	2.2	2.8	3.0	3.6	2.3	3.1	3.3	3.4		10.3	11.6	12.1	13.8
유니맥스(국방항공)	1.5	2.4	2.2	3.0	3.8	3.4	3.1	1.7		2.8	9.1	12.0	13.8
매출 비중 (%)													
본사	81.2	81.6	79.3	79.4	75.8	80.4	78.2	84.5	-	84.7	80.4	80.0	80.1
해외법인	11.2	9.9	12.0	11.2	9.1	9.3	11.3	10.3	-	12.3	11.1	10.0	10.0
유니맥스(국방항공)	7.6	8.5	8.8	9.3	15.1	10.2	10.6	5.2	-	3.4	8.7	9.9	9.9
이익													
영업이익	1.4	3.6	2.4	3.4	2.1	4.3	2.8	3.5	8.8	9.1	10.8	12.7	14.7
영업외손익	0.5	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4	3.3	1.6	1.6	1.9	2.2
세전이익	1.9	4.1	2.7	3.7	2.6	4.8	3.3	3.9	12.1	10.7	12.4	14.7	16.9
법인세	0.3	0.9	0.6	0.4	0.4	1.0	0.6	0.4	2.0	1.9	2.1	2.5	2.9
<i>법인세율 (%)</i>	<i>15.8</i>	<i>22.0</i>	<i>22.2</i>	<i>10.8</i>	<i>15.1</i>	<i>21.0</i>	<i>19.0</i>	<i>11.6</i>	<i>16.5</i>	<i>17.5</i>	<i>16.9</i>	<i>17.0</i>	<i>17.0</i>
당기순이익	1.6	3.2	2.1	3.3	2.2	3.8	2.7	3.4	10.1	8.9	10.3	12.2	14.0
지배 당기순이익	1.6	3.1	2.1	3.3	2.1	3.8	2.6	3.5	10.1	9.0	10.1	12.0	13.8
이익률 (%)													
영업이익률	7.1	12.7	9.6	10.6	8.6	12.9	9.6	10.5	12.1	10.9	10.3	10.5	10.6
세전이익률	9.6	14.5	10.8	11.5	10.5	14.6	11.3	11.6	16.6	12.8	11.8	12.1	12.2
당기순이익률	8.1	11.3	8.4	10.3	8.9	11.5	9.2	10.3	13.9	10.6	9.8	10.1	10.1
지배주주 당기순이익률	8.1	11.0	8.4	10.3	8.3	11.4	9.0	10.5	13.9	10.7	9.6	9.9	10.0
YoY (%)													
매출액	24.5	33.8	18.8	25.4	26.6	17.3	16.7	3.7	2.8	15.1	25.7	14.7	14.9
영업이익	68.0	29.0	33.0	-7.4	53.2	18.9	17.4	2.4	-1.5	3.4	18.7	17.8	15.3
세전이익	55.9	28.3	16.6	-7.6	38.2	18.3	22.9	4.6	-3.1	-11.3	15.5	18.3	15.0
당기순이익	82.6	14.1	9.1	1.7	39.4	19.7	28.0	3.7	4.1	-12.4	16.4	18.2	15.0

자료: MDS테크놀로지, 현대증권

**상대적으로 안정적인
고성장성 감안하면, 매력적**

2015년 기준으로 PER 15.6배이지만, 안정적인 고성장성과 소프트웨어 산업의 매력을 감안하면, 견조한 주가 상승이 기대된다. 외형상 밸류에이션과 성장 매력도는 한글과컴퓨터, 인프라웨어에 비해 동사가 다소 떨어지는 것처럼 보이지만, 한글과컴퓨터와 인프라웨어의 컨센서스 추정치 개수가 매우 소수이기 때문에 이는 크게 유의미하지 않다고 판단된다. 다른 소프트웨어 업체 대비 차량 비중이 높아, 안정적인 성장성을 지녔다는 점을 주목할 필요가 있다. 자동차 및 국방항공 분야 imbedded S/W 산업의 성장성을 감안할 때, 중장기적으로 동사의 안정적인 고성장세가 예상됨에 따라, 높은 밸류에이션 부여는 타당해 보인다.

목표주가 28,000원(PER 19.1배 적용)과 투자의견 BUY를 신규 제시한다.

상위 글로벌 AUTOSAR 관련 S/W 업체인 Mentor graphics(미국)와 KPIT(인도)와 비교하면, 외형상 밸류에이션 매력이 적어 보이고, 기술력도 떨어지지만, 국내가 유럽, 미국보다 훨씬 더 열악한 산업 인력 구조를 가지고 있음을 감안할 때, 국내에서의 동사의 역할은 오히려 다른 선진국보다도 더 클 가능성도 있다고 판단된다.

그림 26> 국내 중소형 소프트웨어 업체들의 밸류에이션 현황 - 상대적으로 안정적인 고성장성 감안하면, 매력적

	MDS 테크	한글과컴퓨터	더존비즈온	인프라웨어	유비벨릭스	아로마소프트	디오텍	다우데이터	안랩
14년 실적 기준 PER (배)	18.0	23.2	25.6	-21.7	-18.3	-35.9	-15.8	9.9	39.9
14년 실적 기준 PBR (배)	2.1	3.0	2.4	1.6	1.2	1.6	1.4	0.8	2.1
15년 예상 PER (배)	16.0	14.8	14.7	13.7	N/A	N/A	19.8	N/A	N/A
15년 예상 PBR (배)	2.0	2.4	3.0	1.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
14년 발표 EPS (원)	1,152	870	363	-328	-714	-37	-214	716	903
15년 예상 EPS (원)	1,379	1,246	824	446	N/A	N/A	227	N/A	N/A
YoY (%)	19.7	43.2	127.0	목자 전환	N/A	N/A	목자 전환	N/A	N/A
16년 예상 EPS (원)	1,660	1,443	991	784	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
YoY (%)	20.4	15.8	20.3	75.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
15년 예상 영업이익 성장률 (%)	21.3	22.5	45.4	332.0	N/A	N/A	목자 전환	N/A	N/A
영업이익률 (% , 14년 기준)	10.3	36.3	15.0	6.1	0.2	1.6	-0.4	13.2	6.6

자료: wisein, 현대증권

주: 외형상 밸류에이션과 성장 매력도는 한글과컴퓨터, 인프라웨어에 비해 MDS테크가 다소 떨어지는 것처럼 보이지만, 이는 매우 소수의 컨센서스 추정 개수에 기인한 것이기 때문에 크게 유의미하지 않다고 판단됨.
다른 소프트웨어 업체 대비 차량 비중이 높아, 안정적인 성장성을 지녔다는 점을 주목할 필요가 있음.

그림 27> 목표주가 산출 과정 요약

(십억원, 원)	2015년F	2016년F	지수대비 할인율	비고
지배주주 순이익 (십억원)	12	14		
EPS(총주식수 기준, 원)	1,364	1,572		
YoY (%)	18.2%	15.0%		
12개월 FWD EPS (원)	1,451			
KOSPI 목표 12개월 FWD PER (배)	10.6			
목표 PER (배)	19.1		80%	
신규 목표 주가 (원)	27,679			
현재 주가 (원)	23,050			
현재 PER (배)	16.9	14.7		
현 주가 대비 상승여력 (%)	20.1%			

자료: 현대증권

그림 28> 주요 AUTOSAR 관련 소프트웨어 업체들의 밸류에이션

(단위:백만) (국가, 화폐단위)	MDS 테크 (한국, KRW)	Elektrobit (핀란드, EUR)	Mentor Graphics (미국, USD)	KPIT (인도, INR)
14년 매출액 (각국 화폐 단위)	105,181	224.1	1,244	29,899
14년 영업이익 (각국 화폐 단위)	10,815	15.7	188	2,393
14년 순이익 (각국 화폐 단위)	10,095	12.5	147	2,370
14년 영업이익률 (%)	10.3	7.0	15.1	8.0
14년 실적 기준 PER (배)	18.0	35.7	16.5	15.1
14년 실적 기준 PBR (배)	2.0	5.9	2.1	1.3
15년 매출액 (각국 화폐 단위)	121,900	294.0	1,281	32,437
15년 영업이익 (각국 화폐 단위)	13,100	22.0	288	2,216
15년 영업이익률 (%)	10.7	7.5	22.5	6.8
15년 순이익 (각국 화폐 단위)	12,067	18.0	224	2,191
15년 예상 PER (배)	16.7	33.0	14.0	8.8
15년 예상 PBR (배)	2.0	5.9	2.1	1.3
14년 발표 EPS (각국 화폐 단위)	1,152	0.10	1.3	12.5
15년 예상 EPS (각국 화폐 단위)	1,373	0.14	1.9	11.8
YoY (%)	19.2	49.0	45.9	-5.5
16년 예상 EPS (각국 화폐 단위)	1,656	0.19	2.1	14.9
YoY (%)	20.6	32.9	9.9	26.0
15년 예상 시장 지수 PER (배)	11.7	15.7	16.2	15.8

자료: Bloomberg, 현대증권

주1 : 외형상 Mentor graphics와 KPIT와 비교하면, 밸류에이션 매력이 적어 보이고, 상위 글로벌 AUTOSAR 관련 S/W 업체들보다 기술력은 떨어지지만, 국내가 유럽, 미국보다 훨씬 더 열악한 산업 인력 구조를 가지고 있음을 감안할 때, 국내에서의 동사의 역할은 오히려 다른 선진국보다도 더 클 가능성도 있다고 판단됨.

주2 : MDS테크, Elektrobit의 결산월은 12월, Mentor graphics는 1월, KPIT는 3월

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/12A (IFRS-C)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)
매출액	72.7	83.7	105.2	120.7	138.7
매출원가	47.1	57.2	72.8	82.9	95.2
매출총이익	25.6	26.5	32.3	37.8	43.5
판매비와관리비	16.8	17.4	21.5	25.1	28.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	8.8	9.1	10.8	12.7	14.7
EBITDA	9.8	10.2	12.2	14.1	15.9
영업외손익	3.3	1.6	1.6	1.9	2.2
금융손익	3.0	1.4	1.5	0.0	0.0
지분손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	0.1	1.9	2.2
세전이익	12.1	10.7	12.4	14.7	16.9
법인세비용	2.0	1.9	2.1	2.5	2.9
당기순이익	10.1	8.9	10.3	12.2	14.0
지배기업순이익	10.1	9.0	10.1	12.0	13.8
총포괄이익	9.5	8.3	10.0	12.2	14.0
지배기업총포괄이익	9.5	8.4	9.8	12.0	13.8
손비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	10.1	9.0	10.1	12.0	13.8

현금흐름표 (십억원)	12/12A	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F
당기순이익	10.1	8.9	10.3	12.2	14.0
유무형자산상각비	1.0	1.1	1.4	1.3	1.2
기타비현금손익 조정	0.2	1.9	3.1	2.5	2.9
운전자분투자	(4.4)	0.4	(1.7)	(0.4)	(0.5)
기타영업현금흐름	1.2	(0.2)	(0.3)	(2.4)	(2.8)
영업활동 현금흐름	8.1	12.1	12.7	13.2	14.8
실비투자	(6.1)	(3.1)	(1.8)	0.0	0.0
무형자산투자	(0.5)	(1.1)	(2.4)	0.0	0.0
단기금융자산 증감	0.0	0.0	0.0	(1.7)	(2.1)
투자자산증감	(7.1)	(5.5)	(0.7)	(0.1)	(0.2)
기타투자현금흐름	2.3	(0.4)	(0.9)	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(11.3)	(10.0)	(5.8)	(1.9)	(2.2)
금융부채 증감	(0.1)	0.4	0.8	0.3	0.4
자본의 증감	6.3	0.2	0.7	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(2.9)	(2.1)	(1.3)	(2.4)	(2.6)
기타채무현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	3.2	(1.5)	0.1	(2.0)	(2.1)
기타현금흐름	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(0.0)	0.6	7.1	9.3	10.4
기초 현금 및 현금성자산	8.6	8.6	9.2	16.3	25.6
기말 현금 및 현금성자산	8.6	9.2	16.3	25.6	36.0
총영업현금흐름	9.1	8.8	9.8	12.1	13.6
영업외현금흐름	(1.1)	4.7	4.1	11.7	13.1
순현금흐름	13.4	3.5	1.0	10.7	12.1
순현금 (순자입금)	47.8	51.3	52.3	63.1	75.2

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/12A	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F
매출액 성장률	2.8	15.1	25.7	14.7	14.9
영업이익 성장률	(1.1)	3.4	18.7	17.6	15.7
EBITDA 성장률	(1.0)	4.1	19.6	15.6	12.8
지배기업순이익 성장률	4.1	(10.9)	12.2	18.8	15.0
수정순이익 성장률	4.1	(10.9)	12.2	18.8	15.0
영업이익률	12.1	10.9	10.3	10.5	10.6
EBITDA이익률	13.5	12.2	11.6	11.7	11.5
당기순이익률	13.9	10.6	9.8	10.1	10.1
수정순이익률	13.9	10.8	9.6	9.9	9.9

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/12A (IFRS-C)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	8.6	9.2	16.3	25.6	36.0
단기금융자산	39.6	44.6	47.1	48.8	50.9
매출채권	19.2	19.9	23.0	23.9	24.9
재고자산	1.9	2.7	4.1	4.2	4.4
기타유동자산	0.4	0.9	1.0	1.0	1.0
유동자산	69.7	77.3	91.5	103.5	117.3
투자자산	3.0	4.3	4.0	4.1	4.3
유형자산	8.9	11.5	11.3	10.2	9.3
무형자산	7.8	9.8	12.4	12.1	11.9
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	19.6	25.5	27.7	26.5	25.5
자산총계	89.4	102.8	119.2	130.0	142.8
매입채무	6.7	7.6	8.5	8.9	9.2
단기금융부채	0.4	1.4	9.0	9.3	9.7
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	7.2	10.4	7.9	8.2	8.5
유동부채	14.4	19.4	25.5	26.4	27.5
장기금융부채	0.0	1.1	2.0	2.0	2.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	1.2	1.4	1.7	1.8	1.9
이연법인세부채	1.7	1.8	1.2	1.2	1.3
기타비유동부채	0.3	0.0	0.3	0.3	0.3
비유동부채	3.3	4.3	5.2	5.3	5.5
부채총계	17.6	23.7	30.7	31.7	33.0
자본금	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	21.1	21.4	22.3	22.3	22.3
기타자본잉여금	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
기타포괄손익누계액	0.3	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	45.1	52.0	60.6	70.3	81.5
지배기업 자본총계	71.8	78.3	87.6	97.2	108.4
비지배지분	0.0	0.7	0.9	1.1	1.4
자본총계	71.8	79.1	88.5	98.3	109.8
부채와자본총계	89.4	102.8	119.2	130.0	142.8

주당지표 (원)	12/12A	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F
EPS	1,199	1,031	1,152	1,362	1,561
수정EPS	1,199	1,031	1,152	1,362	1,561
주당순자산(BPS)	8,255	8,991	9,960	11,025	12,296
주당매출액(SPS)	8,615	9,626	11,998	13,694	15,739
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	1,076	1,013	1,119	1,375	1,543
주당배당금	270	260	270	290	310
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	(0.0)	4.4	14.8	5.6	(0.1)

주주가지 및 재무구조 (%)	12/12A	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F
ROE	15.4	11.9	12.2	13.0	13.4
ROA	12.2	9.2	9.3	9.8	10.3
ROIC	34.9	30.4	27.4	31.2	36.8
WACC	13.4	9.4	10.5	10.5	10.5
ROIC/WACC (배)	2.6	3.2	2.6	3.0	3.5
경제적이익 (EP, 십억원)	5.1	5.4	5.6	7.1	8.8
부채비율	24.6	30.0	34.7	32.3	30.0
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	667.3	228.4	185.5	0.0	0.0

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균의석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (손비경상손익)
 손비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중년사업손익 등을 포함)
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-I = 개별재무제표, IFRS-S = 별도재무제표
 자료: MDS테크놀로지, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
MDS테크놀로지	15/05/29	BUY	28,000

■ 당사는 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자의견 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기법: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 투자등급 비율 (2015년 4월 1일 기준)

매수	중립	매도
87.0	13.0	-

* 최근 1년간 공표한 유나버스 종목 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 동지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.