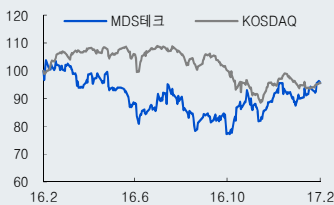


**Not Rated**

목표주가(원, 12M)	—
현재주가(17/02/22, 원)	20,550
상승여력	—

영업이익(16F, 억원)	137
Consensus 영업이익(16F, 억원)	124
EPS 성장률(16F, %)	-2.4
MKT EPS 성장률(16F, %)	14.0
P/E(16F, x)	17.6
MKT P/E(16F, x)	11.8
KOSDAQ	621.39
시가총액(억원)	1,814
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	60.4
외국인 보유비중(%)	14.3
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	16,600
52주 최고가(원)	22,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	10.5	-4.4
상대주가	9.4	22.4	0.0



[투자정보팀]

**서승우**  
 02-3774-1790  
 seungwoo.seo@miraeasset.com

# MDSTEK (086960)

## 항공이 날고 자동차는 달리고

### 국내 임베디드 소프트웨어 업계 선도 기업

MDS테크는 1994년 설립된 임베디드 소프트웨어(Embedded Software; PC에 탑재된 CPU와 비교하여 각종 전자제품, 정보기기 등에 설치된 소프트웨어) 전문 기업이다. 기업 인수 등을 통해 하드웨어 시장까지 사업 영역을 확대하며 운영체제(OS; Operating System)-임베디드 하드웨어-개발솔루션(개발툴; 소프트웨어 개발에 필요한 프로그램)을 아울러 임베디드 시스템 사업을 수직 계열화했다.

기존에 기계식으로 작동하던 다양한 기기들이 전자장비화(전자화) 되면서 이를 구동하기 위한 소프트웨어 수요도 자연스럽게 증가하고 있다. MDS테크는 자동차, 모바일, 국방/항공 등 다양한 산업 분야에 임베디드 시스템을 공급하는 동시에 핵심 솔루션을 국산화하며 국내 소프트웨어 시장을 선도 중이다.

### IT 융합 산업 확대의 최대 수혜

미국 시장 조사업체 스트래티지애널리틱스(SA)에 따르면 글로벌 자동차 전장 시장의 규모는 2015년 2,390억달러에서 2020년 3,033억달러로 성장할 전망이다. 자동차 내 전장부품 비중도 2009년 19%에서 2020년 50% 수준까지 확대될 것으로 예상된다.

포스트 스마트폰 시대를 이룰 것으로 예상되는 자동차가 전자화되고 스마트해질수록 탑재되는 응용소프트웨어도 점증할 것이다. MDS테크는 AUTOSAR(AUTomotive Open System ARchitecture; 자동차 소프트웨어 개발 표준 플랫폼)를 포함한 자동차 임베디드 소프트웨어 개발 솔루션을 개발자에게 제공한다. 따라서 자동차의 전자화는 MDS테크 수혜로 직결된다. 이러한 전자화는 자동차 산업에만 국한되지 않는다. 모바일, 사물인터넷 등으로 IT 융합이 끊임없이 확장됨에 따라 MDS테크의 수혜도 지속적으로 확대될 전망이다.

### 국방/항공 솔루션 내재화로 중장기 성장 동력 확보

MDS테크는 실시간 운영체제(이하 RTOS; Real Time OS) 기술을 서울대학교와 산학협력으로 개발하여 국산화 및 내재화했다. RTOS는 정확한 처리를 요하는 특수 목적용 임베디드 소프트웨어를 의미하며 미국이나 유럽에서 전세계 시장을 장악해왔다.

MDS테크의 국방/항공 관련 실적을 미루어, 국내 국방/항공 소프트웨어 시장에서 MDS테크의 RTOS 기술이 외산 소프트웨어를 점차 대체해 가고 있는 것으로 추정된다. 군용 항공기 뿐만 아니라 전차 등으로 그 적용 범위도 확장 중인 것으로 알려지고 있다. 국방/항공 분야에 적용되는 RTOS는 타 산업 분야보다 고 신뢰도를 기반으로 한다. 따라서 기술 검증은 완료됐다는 판단이다. 소프트웨어 국산화에 대한 MDS테크의 중장기적 수혜를 전망한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16P	12/17F
매출액 (억원)	727	837	1,052	1,178	1,504	1,700
영업이익 (억원)	88	91	108	123	137	181
영업이익률 (%)	12.1	10.9	10.3	10.4	9.1	10.6
순이익 (억원)	101	90	101	105	103	142
EPS (원)	1,164	1,028	1,148	1,196	1,168	1,606
ROE (%)	15.4	11.9	12.2	11.5	10.3	12.9
P/E (배)	11.4	14.2	18.0	21.9	17.6	12.8
P/B (배)	1.6	1.6	2.1	2.4	1.7	1.6
배당수익률 (%)	2.0	1.8	1.3	1.1	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: MDS테크, 미래에셋대우 투자정보팀

## 2016년 실적 해부

MDS테크의 2016년 실적은 매출액 1,504억원(YoY + 27.6%), 영업이익 137억원(YoY + 11.3%)을 기록했다. 대부분의 사업부문에서 고루 성장했으나 일회성으로 추정되는 부분을 제외할 경우 국방/항공 및 자동차 사업부문이 전체 실적을 견인한 것으로 추정된다. 사물인터넷 사업은 급성장했으나 아직은 저마진 구조로 전체 영업이익률 축소로 이어졌다.

## 자동차, 국방/항공 부문 성장 지속으로 최대 실적 경신 전망

MDS테크의 2017년 실적은 매출액 1,700억원(YoY + 13.1%), 영업이익 181억원(YoY + 31.7%), 지배주주순이익 142억원(YoY + 37.6)이 예상된다.

상술한대로 IT 융합 산업 확대에 따른 전반적 성장이 기대된다. 특히 자율주행 및 스마트카 시장의 본격 개화로 자동차 사업부문의 실적 개선이 지속될 전망이다. 또한 외산 소프트웨어의 국산화로 인한 수혜도 이어질 것으로 예상된다. 진입 장벽이 높은 국방/항공 분야에서의 국산화 비중이 높아지는 것은 고무적이다. 국방/항공 하드웨어 사업을 영위중인 자회사 유니맥스도 정상 실적 궤도에 진입하며 MDS테크와 본격적 시너지 창출이 가능할 것으로 판단된다. 사물인터넷 부문의 질적 성장으로 예년 수준 이상으로 수익성도 개선될 것으로 보인다.

MDS테크의 2017년 예상 실적 기준 현재 P/E는 12.8배 수준이다. OS 및 개발툴을 다루는 상위 소프트웨어 시장에서 업계를 선도하는 동사의 시장 지위에 대해 현 주가는 저평가로 판단한다.

그림 1. MDS테크 사업부문별 매출 비중(2016P)

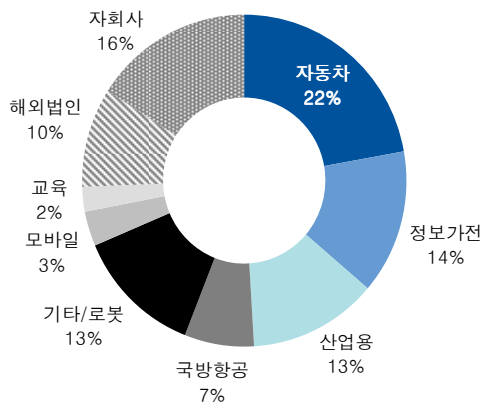
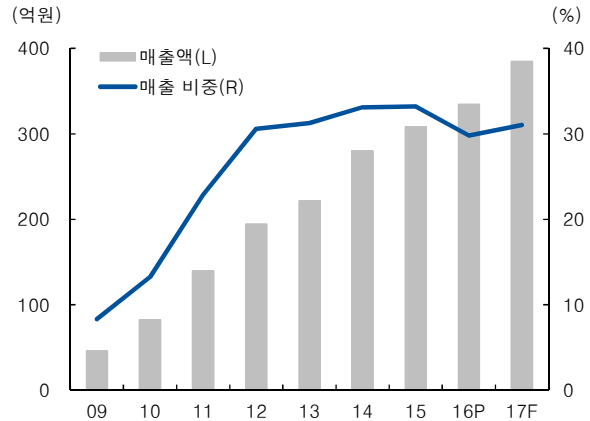


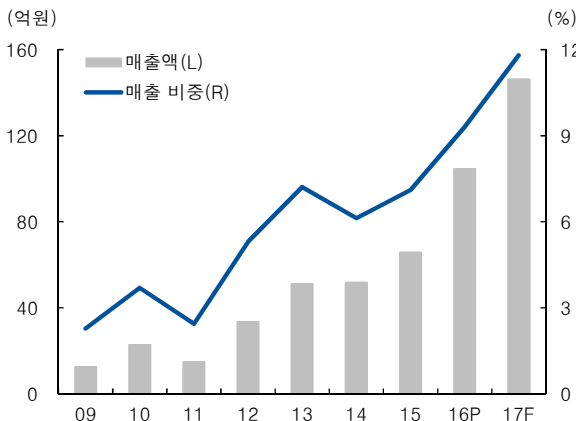
그림 2. MDS테크 자동차 부문 매출액 및 매출 비중



주: 자회사는 유니맥스(지분율 67%), 텔라딘(지분율 70%) 비중 합산  
자료: MDS테크, 미래에셋대우 투자정보팀

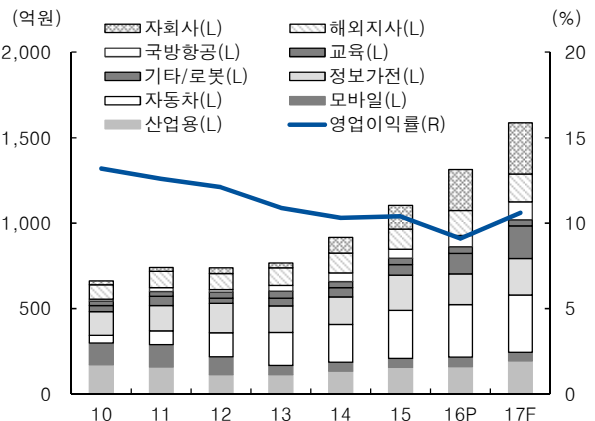
자료: MDS테크, 미래에셋대우 투자정보팀

그림 3. MDS테크 방산/항공 매출액 및 매출 비중



자료: MDS테크, 미래에셋대우 투자정보팀

그림 4. MDS테크 부문별 실적 추이 및 전망(연결 기준)



주: 자회사는 유니맥스(지분율 67%), 텔라딘(지분율 70%) 합산 매출액  
자료: MDS테크, 미래에셋대우 투자정보팀

MDS테크 (086960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>1,052</b>	<b>1,178</b>	<b>1,504</b>	<b>1,700</b>
매출원가	728	809	1,090	1,224
매출총이익	324	369	414	476
판매비와관리비	215	246	276	295
조정영업이익	108	123	137	181
영업이익	108	123	137	181
비영업손익	16	10	1	9
금융손익	13	11	17	20
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	124	133	138	190
계속사업법인세비용	21	23	25	34
계속사업이익	103	110	113	156
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	103	110	113	156
지배주주	101	105	103	142
비지배주주	2	5	10	14
<b>총포괄이익</b>	<b>100</b>	<b>107</b>	<b>113</b>	<b>156</b>
지배주주	98	102	108	149
비지배주주	2	5	5	7
EBITDA	122	144	162	210
FCF	109	33	109	160
EBITDA 마진율 (%)	11.6	12.2	10.8	12.4
영업이익률 (%)	10.3	10.4	9.1	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.6	8.9	6.8	8.4

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>915</b>	<b>994</b>	<b>1,147</b>	<b>1,314</b>
현금 및 현금성자산	163	134	153	203
매출채권 및 기타채권	230	280	358	404
재고자산	41	75	96	108
기타유동자산	481	505	540	599
<b>비유동자산</b>	<b>277</b>	<b>292</b>	<b>308</b>	<b>322</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	113	133	138	141
무형자산	124	120	125	133
<b>자산총계</b>	<b>1,192</b>	<b>1,286</b>	<b>1,455</b>	<b>1,636</b>
<b>유동부채</b>	<b>255</b>	<b>271</b>	<b>343</b>	<b>386</b>
매입채무 및 기타채무	118	129	164	185
단기금융부채	7	13	13	13
기타유동부채	130	129	166	188
<b>비유동부채</b>	<b>52</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>55</b>
장기금융부채	20	7	7	7
기타비유동부채	32	33	43	48
<b>부채총계</b>	<b>307</b>	<b>312</b>	<b>392</b>	<b>441</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>876</b>	<b>960</b>	<b>1,039</b>	<b>1,157</b>
자본금	48	48	48	48
자본잉여금	223	226	226	226
이익잉여금	606	685	764	882
<b>비지배주주지분</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>38</b>
<b>자본총계</b>	<b>885</b>	<b>974</b>	<b>1,063</b>	<b>1,195</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	127	63	129	180
당기순이익	103	110	113	156
비현금수익비용가감	45	54	47	52
유형자산감가상각비	11	13	15	17
무형자산상각비	2	8	10	12
기타	32	33	22	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	-17	-84	-23	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-35	-55	-77	-47
재고자산 감소(증가)	-15	-34	-21	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	23	29	18
법인세납부	-16	-30	-25	-34
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-58	-70	-85	-107
유형자산처분(취득)	-18	-30	-20	-20
무형자산감소(증가)	-24	-15	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-17	-28	-36	-58
기타투자활동	1	3	-14	-9
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	1	-22	-25	-23
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	10	3	0	0
배당금의 지급	-13	-24	-25	-23
기타재무활동	-	-	-	-
<b>현금의 증가</b>	71	-29	19	49
기초현금	92	163	134	153
기말현금	163	134	153	203

자료: MDS테크, 미래에셋대우 투자정보팀

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15	12/16F	12/17F
P/E (x)	18.0	21.9	17.6	12.8
P/CF (x)	12.3	14.1	11.3	8.7
P/B (x)	2.1	2.4	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	10.1	12.0	7.3	5.2
EPS (원)	1,148	1,196	1,168	1,606
CFPS (원)	1,677	1,856	1,818	2,357
BPS (원)	9,960	10,894	11,770	13,113
DPS (원)	270	280	280	280
배당성향 (%)	23.1	22.4	20.5	14.8
배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	25.7	12.0	27.7	13.0
EBITDA증가율 (%)	19.6	18.0	12.5	29.6
조정영업이익증가율 (%)	18.7	13.9	11.4	32.1
EPS증가율 (%)	11.7	4.2	-2.3	37.5
매출채권 회전을 (회)	4.9	4.6	4.7	4.5
재고자산 회전을 (회)	31.0	20.3	17.6	16.7
매입채무 회전을 (회)	9.0	8.4	9.0	8.5
ROA (%)	9.3	8.9	8.3	10.1
ROE (%)	12.2	11.5	10.3	12.9
ROIC (%)	29.8	29.4	27.5	33.3
부채비율 (%)	34.7	32.0	36.9	36.9
유동비율 (%)	359.0	366.5	335.0	340.8
순차입금/자기자본 (%)	-67.7	-61.5	-61.0	-63.0
조정영업이익/금융비용 (x)	164.7	314.8	-	-

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.13%	13.99%	10.88%	0.00%

\* 2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.