



KB 증권



더 많은 리포트 보기

코텍 (052330)

진입하기 좋은 시점

2023년 6월 15일

스몰캡 Analyst 김현경
02-6114-1669
hyungyeom.kim@kbfq.com

기업개요: 산업용 디스플레이 세계 1위 기업

코텍은 업력 37년차 산업용 디스플레이 세계 1위 기업으로 카지노 슬롯머신, 전자칠판, 의료기기 등에 적용되는 디스플레이를 생산하고 있다. 전체 매출의 약 65%를 차지하는 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장에서 21년 연속 점유율 1위를 기록하고 있다.

1Q23 연결기준 매출액 856억원 (-5.5% YoY), 영업이익 34억원 (+423.1% YoY)

1Q23 실적은 연결기준 매출액 856억원 (-5.5% YoY), 영업이익 34억원 (+423.1% YoY, 영업이익률 4.0%), 지배주주순이익 48.9억원 (+144.1% YoY)을 기록했다. 중국업체들과 경쟁이 치열한 전자칠판 부문의 부진한 실적이 아쉽지만 게이밍 부문의 매출 상승 (+22.5% YoY)과 수익성 개선으로 전체 이익이 증가했다.

체크포인트

- 1) 베트남 생산 비중 확대로 판관비 감소
- 2) 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선
- 3) 커브드, Button Deck 비중 확대로 이익 증가 예상

선택과 집중을 통해 이익 증가가 기대되는 코텍을 주목하자.

1) 코로나19로 늦어졌던 베트남 생산 비중이 확대된다. 2022년 전체 52만여대 중 약 7만대 (비중 14%)였던 베트남 생산 비중이 올해 25~27만여대 (비중 50%)로 대폭 상승할 전망이다. 이는 판관비 감소로 이어지며 이익 개선이 본격화 될 것이다. 2) 전체 원재료의 30~35%를 차지하는 LCD 패널 가격 (평균 ASP)이 1Q23 기준 14.8만원 (-32.4% YoY)을 기록하며 하락폭이 커지고 있다. 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선이 기대된다. 3) 세계 Top 3 (IGT, Aristocrat, LnW) 슬롯머신 제조사를 중심으로 커브드, Button Deck 디스플레이가 적용된 슬롯머신의 교체 수요가 커지고 있다. 현재 코텍의 커브드, Button Deck 비중은 58% (2022년말)이고 올해 이 비중이 60 ~ 65%로 확대될 것이다. 보통 일반 디스플레이 대비 커브드 (4~5배)와 Button Deck (2배)의 판가가 높기 때문에 매출 향상에 상당한 기여가 예상된다.

오버행 이슈와 불확실한 전자칠판 사업

교환사채, 전환사채 (총 380억원)가 존재한다. 발행주식수 대비 24% 수준이다. 경쟁강도가 치열한 전자칠판 사업은 축소 또는 철수할 가능성이 있다

Not Rated

목표주가 (원)	N/A
Dividend yield* (%)	N/A
Total return (%)	N/A
현재가 (6/14, 원)	9,100
Consensus target price (원)	N/A
시가총액 (억원)	1,417

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	57.3
거래대금 (3m, 십억원)	0.8
외국인 지분율 (%)	16.0
주요주주 지분율 (%)	아이디스홀딩스 33.0 베어링자산운용 5.2

Share price performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-8.9	-1.0	-5.6
시장대비 상대수익률	-4.1	-19.8	-21.6	-13.4

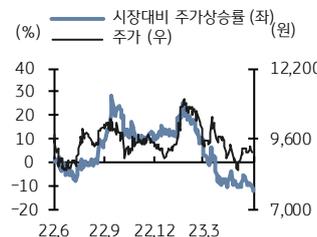
Forecast earnings & valuation

계산기말	2020A	2021A	2022A	1Q23 (LTM)
매출액 (십억원)	187	215	429	424
영업이익 (십억원)	-1	-15	27	30
지배주주순이익 (십억원)	-9	-13	28	31
EPS (원)	-547	-865	1,812	1,984
증감률 (%)	적전	적전	흑전	흑전
P/E (x)	N/A	N/A	5.0	5.0
EV/EBITDA (x)	15.6	N/A	3.6	3.0
P/B (x)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	-2.8	-4.6	9.3	10.0
배당수익률 (%)	2.8	0.0	2.8	2.3

Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)



Price & Relative Performance



자료: 코텍, KB증권

I. 기업개요

산업용 디스플레이 세계 1위 기업

코텍은 1987년 설립되어 업력 37년차 산업용 디스플레이 세계 1위 기업이다. 카지노 슬롯머신, 전자칠판, 의료기기 등에 적용되는 디스플레이를 생산하고 있다. 전체 매출의 약 65%를 차지하는 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장에서 21년 연속 점유율 1위를 기록하고 있다. 주요 매출처는 카지노 슬롯머신의 Top 3 기업인 IGT, Aristocrst, LnW (구 Scientific Games) 및 일본 KONAMI 등에 공급하고 있고 글로벌 점유율은 2022년 말 기준 약 53%로 추정된다.

환율 변화에 따른 실적 변동성

1Q23 기준 지역별 매출 비중은 북미 63.2%, 유럽 14.3%, 아시아/호주 14.3%, 국내 8.2%이다. 북미지역 매출이 월등히 크고 해외 비중이 약 91.8%로 절대적이기 때문에 환율 변화에 따른 실적 변동성이 크게 나타날 수 있다.

그림 1. G2E (global gaming expo) 2022



자료: LASVEGAS REVIEW-JOURNAL, KB증권

그림 2. 코텍 베트남 공장

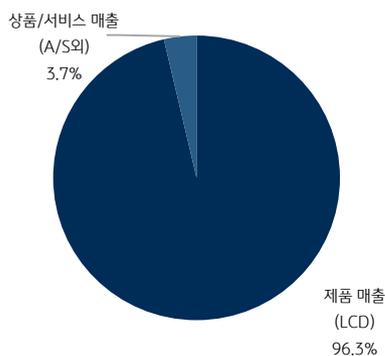


자료: 코텍, KB증권

주요 주주 구성

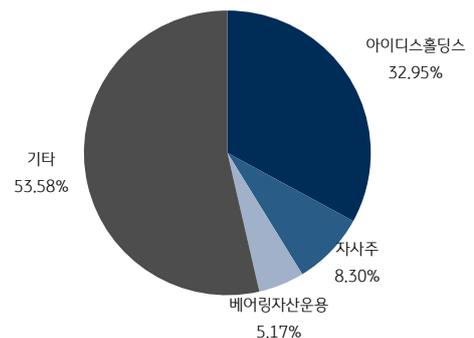
코텍의 주요 주주 구성은 최대주주 아이디스홀딩스 32.95%, 자사주 8.30%, 베어링자산운용 5.17%, 기타 55.58%이다.

그림 3. 1Q23 사업 부문별 매출 비중



자료: 코텍, KB증권

그림 4. 주주 구성



자료: 코텍, KB증권

II. Business model

G2E (Global Gaming Expo) 2022

코로나19 이후 카지노 슬롯머신 시장은 코로나 이전 대비 85% 수준까지 매출 회복이 이루어졌다. 지난 10월에 개최된 G2E (Global Gaming Expo) 2022는 코로나 기간 동안 엔드 유저들의 적극적인 투자확대로 새로운 기술을 채용한 신제품이 대거 출품되면서 슬롯머신 시장의 치열한 경쟁이 예고된 상황이다.

최신 트렌드 반영된 기기 확대는 ASP 상승을 기대함

코텍은 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장에서 점유율 50%를 상회하는 절대 강자이다. 최신 트렌드 (Curved, Button Deck)가 반영된 기기 확대는 ASP 상승으로 이어지며 매출과 수익성 향상을 기대할 수 있다.

Curved와 Button Deck 디스플레이 비중이 58% (2022) → 65% (2023E)로 확대될 전망

그림 5. 코텍의 Curved와 Button Deck 디스플레이



Curved Display

곡면 LCD/OLED 디스플레이를 적용한 제품으로 특별한 슬롯머신의 연출을 제공합니다.

Button Deck

기계식 버튼을 대체하는 제품으로 다양한 사이즈와 해상도, PCAP 광식 터치를 적용하였습니다.

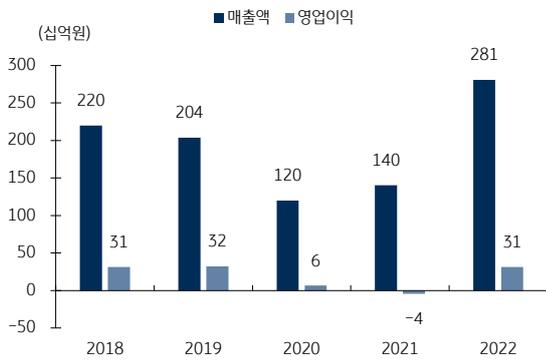
자료: 코텍, KB증권

그림 6. 커브드 디스플레이 채용한 슬롯머신 게임장



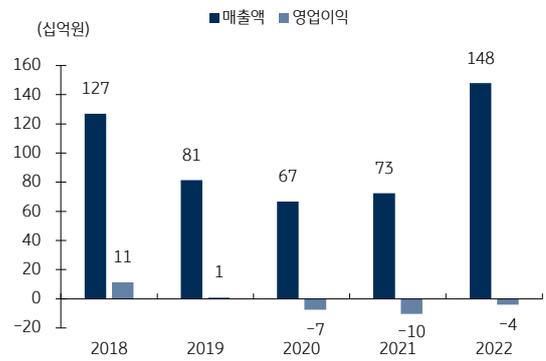
자료: Gambling Insider, KB증권

그림 7. 게이밍 매출액과 영업이익 추이



자료: 코텍, KB증권

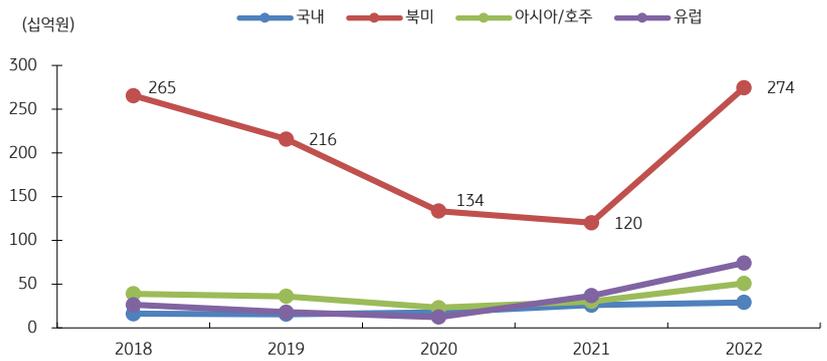
그림 8. 전자철판 매출액과 영업이익 추이



자료: 코텍, KB증권

2022년은 북미지역 카지노 슬롯머신 시장의 급격한 매출 상승이 나타났고 2023년은 아시아 지역 (마카오, 싱가포르 등) 리오프닝에 따른 매출 상승이 기대됨

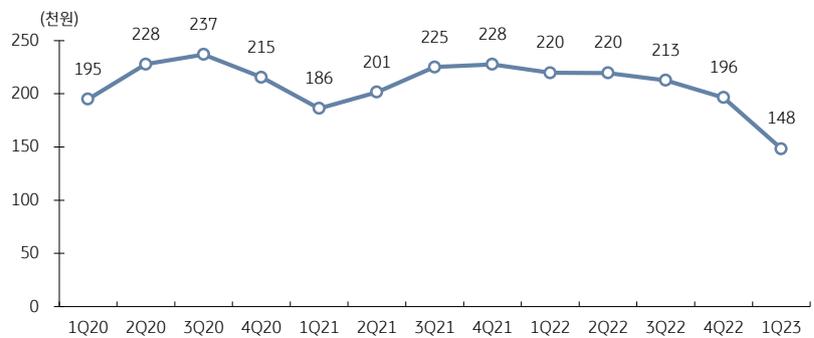
그림 9. 지역별 매출 추이



자료: 코텍, KB증권

현재 코로나 기간 보다 리오프닝 이후 LCD 패널 가격 하락이 더 크게 나타나고 있음

그림 10. LCD 패널 가격 (평균 ASP) 변동 추이



자료: 코텍, KB증권

III. 체크 포인트

1Q23 연결기준 매출액 856억원 (-5.5% YoY), 영업이익 34억원 (+423.1% YoY)

1Q23 실적은 연결기준 매출액 856억원 (-5.5% YoY), 영업이익 34억원 (+423.1% YoY, 영업이익률 4.0%), 지배주주순이익 48.9억원 (+144.1% YoY)을 기록했다. 중국업체들과 경쟁이 치열한 전자철판 부문의 매출 감소와 적자 지속이 아쉽지만 게이밍 부문의 매출 상승 (+22.5% YoY)과 수익성 개선으로 전체 이익이 증가했다. 올해는 코로나19로 감소했던 북미, 아시아, 유럽 지역의 카지노 매출이 본궤도 오르며 게이밍 부문 매출 확대가 기대된다.

체크포인트

1) 베트남 생산 비중 확대로 판관비 감소

선택과 집중에 따른 이익 증가가 기대되는 코텍을 주목하자.

1) 코로나19로 늦어졌던 베트남 생산 비중이 확대된다. 2022년 전체 52만여대 중 약 7만대 (비중 14%) 였던 베트남 생산 비중이 올해 25~27만여대 (비중 50%)로 대폭 상승할 전망이다. 2022년 말 기준 직원 비율이 한국 1 (461명) 대 베트남 0.76 (351명)인데 반해 인건비는 한국 1 (315억원) 대 베트남 0.11 (35억원)로 베트남 인건비가 매우 저렴하다. 베트남 생산 비중 확대는 판관비 감소로 이어지며 이익 개선이 본격화 될 것이다.

2) 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선

2) 전체 원재료의 30~35%를 차지하는 LCD 패널 가격 (평균 ASP)이 1Q23 기준 14.8만원 (-32.4% YoY)을 기록하며 하락폭이 커지고 있다. 원재료 가격 하락에 따른 이익 스프레드 확대에 수익성 개선이 기대된다.

3) 커브드, Button Deck 비중 확대로 이익 증가 예상

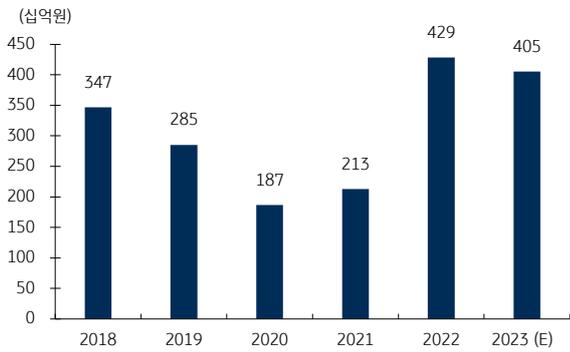
3) 세계 Top 3 (IGT, Aristocrat, LnW) 슬롯머신 제조사를 중심으로 커브드, Button Deck 디스플레이가 적용된 슬롯머신의 교체 수요가 커지고 있다. 현재 코텍의 커브드, Button Deck 비중은 58% (2022년 말)이고 올해 이 비중이 60 ~ 65%로 확대될 것이다. 보통 일반 디스플레이 대비 커브드 (4~5배)와 Button Deck (2배)의 판가가 높기 때문에 매출 향상에 상당한 수혜가 예상된다.

표 1. 실적 테이블

(십억원, %)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2021	2022	2023 (E)
매출액	43.9	45.3	48.4	51.8	67.4	90.6	113.5	114.8	109.6	85.6	212.9	428.6	405.4
YoY	-24.1%	-32.5%	35.5%	30.3%	53.4%	99.9%	134.4%	121.7%	62.7%	-5.5%	14.1%	101.3%	-5.4%
국내	5.5	6.5	6.7	6.0	6.8	8.9	6.3	8.0	5.9	7.0	25.9	29.1	28.2
YoY	38.1%	44.5%	190.0%	9.7%	23.6%	36.7%	-5.2%	32.6%	-12.4%	-21.0%	46.2%	12.2%	-3.1%
북미	29.4	26.9	25.4	28.9	38.9	60.8	80.1	73.3	60.2	54.1	120.1	274.4	254.5
YoY	-24.5%	-43.2%	-223.7%	-62.6%	32.2%	126.0%	215.9%	153.9%	54.7%	-11.0%	-10.1%	128.6%	-7.2%
아시아/호주	5.9	5.4	7.9	6.3	10.7	9.8	10.8	12.5	17.6	12.2	30.2	50.8	53.6
YoY	-43.6%	-49.5%	-63.8%	-141.6%	81.1%	83.1%	37.8%	99.1%	64.6%	24.7%	30.9%	68.1%	5.6%
유럽	3.1	6.5	8.5	10.6	11.0	11.0	16.3	21.0	25.9	12.2	36.7	74.2	69.0
YoY	-29.9%	40.7%	-73.5%	-138.2%	253.2%	69.2%	90.5%	98.0%	135.1%	10.8%	200.8%	102.3%	-7.0%
매출원가	39.3	41.8	42.8	44.5	59.5	77.1	95.2	92.5	86.2	71.3	188.5	351.0	317.6
매출원가율	89.4%	92.2%	88.3%	85.8%	88.3%	85.1%	83.8%	80.6%	78.7%	83.3%	88.5%	81.9%	78.4%
YoY	-10.7%	-19.2%	45.0%	33.8%	51.6%	84.6%	122.5%	108.1%	44.9%	-7.5%	22.6%	86.2%	-9.5%
영업이익	-5.0	-5.1	-3.3	-2.4	-3.9	0.7	6.2	9.1	11.3	3.4	-14.7	27.3	37.5
OPM	-11%	-11%	-7%	-5%	-6%	0.7%	5.5%	7.9%	10%	4%	-7%	6%	9%
YoY	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	414%	적지	흑전	37%
당기순이익	-10.2	-1.2	-2.3	2.3	-12.3	2.0	11.2	17.8	-2.0	4.9	-13.4	29.0	42.3
NPM	-23%	-3%	-5%	4%	-18%	2%	10%	16%	-2%	6%	-6%	7%	10%
YoY	-23%	-3%	-5%	4%	-18%	2%	10%	16%	-2%	6%	-6%	7%	46%

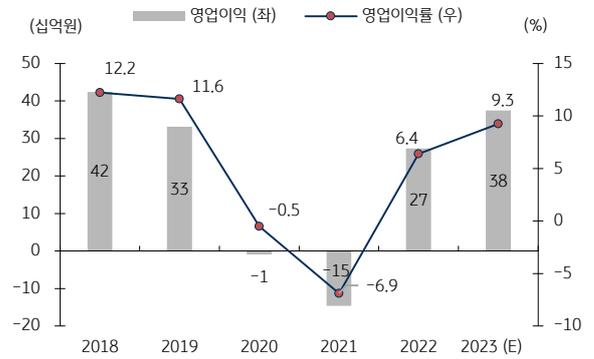
자료: 코텍, KB증권 추정

그림 11. 매출액 추이



자료: 코텍, KB증권 추정

그림 12. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 코텍, KB증권 추정

IV. 리스크

오버행 이슈

현재 2022년 10월 28일 발행한 교환사채 (130억원)와 전환사채 (250억원)가 존재한다. 발행주식수 대비 24% 수준이다.

전자철판 사업 축소 가능성

최근 글로벌 전자철판 시장의 경쟁이 치열해지고 있다. 성장성이 부각되면서 글로벌 가전회사들이 뛰어들고 있고 중국업체들도 가격 인하를 통해 대응하면서 치킨게임이 펼쳐지고 있다. 코텍은 코로나19 이후로 전자철판 사업부문 적자가 지속되고 있고 ODM업체의 한계를 뛰어넘을 방도가 마땅하지 않기 때문에 사업 축소 또는 철수를 심각히 고민할 가능성이 있다.

표 2. 미상환 전환, 교환사채 현황

구분	권면총액	전환가능 주식수	전환 가격	전환청구가능기간
제 1 회 사모 전환사채	250 억원	2,540,392	9,841	2023.10.28~2027.9.28
제 2 회 사모 교환사채	130 억원	1,200,923	10,825	2022.11.28~2027.9.28

자료: 코텍, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	1Q23 (LTM)
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	285	187	213	429	424
매출원가	214	154	189	351	345
매출총이익	71	33	24	78	78
판매비와관리비	38	34	39	50	48
영업이익	33	-1	-15	27	30
EBITDA	35	4	-8	33	35
영업외손익	6	-8	-2	8	8
이자수익	3	2	1	1	1
이자비용	0	0	0	2	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-10	-3	10	10
세전이익	39	-9	-17	36	38
법인세비용	9	0	-4	7	6
당기순이익	31	-9	-13	29	32
지배주주순이익	31	-9	-13	28	31
수정순이익	31	-9	-13	28	31

성장성 및 수익성 비율

(%)	2019A	2020A	2021A	2022A	1Q23 (LTM)
매출액 성장률	N/A	-34.6	14.1	101.3	64.1
영업이익 성장률	N/A	적전	적지	흑전	11.1
EBITDA 성장률	N/A	-89.9	적전	흑전	6.1
지배기업순이익 성장률	N/A	적전	적지	흑전	10.7
매출총이익률	24.9	17.6	11.5	18.1	18.5
영업이익률	11.6	-0.5	-6.9	6.4	7.1
EBITDA이익률	12.3	1.9	-3.6	7.6	8.4
세전이익률	13.8	-4.6	-8.0	8.3	9.0
지배기업순이익률	10.8	-4.6	-6.3	6.6	7.3

현금흐름표

(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	1Q23 (LTM)
영업활동 현금흐름	74	10	-72	-18	41
당기순이익	31	-9	-13	29	32
유무형자산상각비	2	4	7	5	5
기타비현금손익 조정	9	13	11	22	23
운전자본증감	44	11	-73	-67	-11
매출채권감소 (증가)	26	9	-28	-30	7
재고자산감소 (증가)	6	9	-56	-35	-9
매입채무증가 (감소)	1	-5	16	-1	-10
기타운전자본증감	12	-2	-5	-2	0
기타영업현금흐름	-11	-10	-3	-7	-9
투자활동 현금흐름	-7	-37	9	-8	-23
유형자산투자감소 (증가)	-37	-23	-15	-2	-4
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	1	-1
투자자산감소 (증가)	23	0	0	0	0
기타투자현금흐름	8	-14	24	-7	-18
재무활동 현금흐름	-6	-11	16	91	35
금융부채 증감	0	0	0	62	0
자본의 증감	0	-5	0	29	0
배당금 당기지급액	-6	-6	-4	0	0
기타재무현금흐름	0	0	20	0	34
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	61	-40	-48	65	23
기말현금	97	57	9	74	97
잉여현금흐름 (FCF)	37	-13	-85	-21	38
순현금흐름	0	0	0	0	0
순현금 (순차입금)	127	70	-13	137	159

자료: 코텍, KB증권

재무상태표

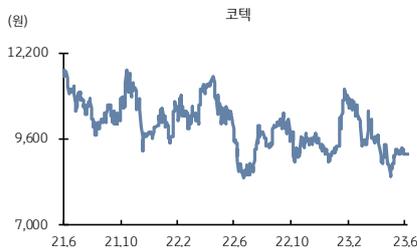
(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	1Q23 (LTM)
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	353	324	350	472	475
유동자산	242	181	191	335	338
현금 및 현금성자산	97	57	9	74	97
단기금융자산	30	15	0	17	17
매출채권	47	38	65	89	74
재고자산	59	49	104	139	136
기타유동자산	9	22	12	15	14
비유동자산	111	143	160	137	137
투자자산	2	2	23	21	21
유형자산	81	97	98	98	98
무형자산	4	5	5	4	4
기타비유동자산	24	39	34	13	13
부채총계	35	24	62	130	131
유동부채	31	18	58	126	127
매입채무	14	10	26	24	23
단기금융부채	0	0	20	84	85
기타유동부채	17	8	12	18	19
비유동부채	4	6	4	4	4
장기금융부채	0	2	2	2	2
기타비유동부채	4	4	2	2	2
자본총계	318	300	289	342	344
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	63	63	64	73	73
기타자본항목	-8	-13	-14	-14	-14
기타포괄손익누계액	15	17	23	16	16
이익잉여금	240	226	208	238	239
지배지분 계	318	300	289	321	322
비지배지분	0	0	0	21	22

주요투자지표

(X, %, 원)	2019A	2020A	2021A	2022A	1Q23 (LTM)
Multiples					
P/E	6.5	N/A	N/A	5.0	5.0
P/B	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
P/S	0.7	0.8	0.7	0.3	0.4
EV/EBITDA	2.0	15.6	N/A	3.6	3.0
EV/EBIT	1.9	N/A	N/A	3.2	2.7
배당수익률	3.1	2.8	0.0	2.8	2.3
EPS	1,975	-547	-863	1,812	1,984
BVPS	21,380	20,997	20,215	22,459	22,581
SPS (주당매출액)	18,316	11,977	13,670	27,516	27,199
DPS (주당배당금)	400	250	0	250	250
배당성장률 (%)	19	N/A	N/A	12.6	N/A
수익성지표					
ROE	10.1	-2.8	-4.6	9.3	10.0
ROA	9.1	-2.5	-4.0	7.1	7.2
ROIC	15.7	-0.6	-5.5	8.2	11.0
안정성지표					
부채비율	11.1	7.9	21.3	38.0	38.1
순차입비율	-39.8	-23.3	4.4	-1.6	-7.7
유동비율	7.7	9.9	3.3	2.7	2.7
이자보상배율 (배)	N/A	-19.0	-133.3	16.4	11.4
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.9	0.9
매출채권회전율	6.0	5.0	3.3	4.8	5.7
매입채무회전율	19.9	19.3	8.3	17.6	18.7
재고자산회전율	4.9	3.8	2.0	3.1	3.1

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



코텍 (052330)					
변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-06-15	Not Rated	김현경			

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.1	11.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

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