

## 매수(신규)

목표주가: 10,000원

### Stock Data

KOSPI(7/10)	2,031
주가(7/10)	7,150
시가총액(십억원)	132
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	7,970/3,530
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,679
유동주식비율/외국인지분율(%)	50.7/8.5
주요주주(%)	풍성 외 3인 47.8

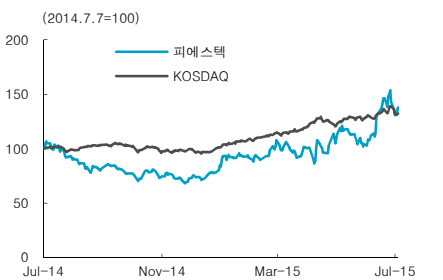
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2015F	-	528	-
2016F	-	662	-
2017F	-	744	-

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	28.1	48.0	29.1
상대주가(%)	29.1	42.5	27.6

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 똑똑한 전자재, 스마트미터를 주목하자

### 투자 의견 '매수', 목표주가 10,000원 제시

피에스텍에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 10,000원을 제시한다(2016F 회계 EPS에 목표 PER 16배 적용). 기존 아날로그 방식의 저가 전력량계에서 스마트그리드 기술 구현이 가능한 디지털 스마트미터로 전환되며 ASP가 상승했다. 한전은 2020년까지 1조 7천억원을 투자해 전국 2,200만세대에 AMI를 구축할 계획이어서 스마트미터 발주는 꾸준히 증가할 전망이다. ASP 상승에 따른 전력량계 마진 개선으로 영업이익률이 2014년 10.4%로 전년대비 무려 9.1%p 상승했고 2015년에는 6.3%p 개선된 16.7%로 높아질 전망이다.

### IT부품/기계보다 B2B 전자재에 가까운 스마트미터

올해 주택 분양물량은 전년대비 21% 증가한 40만 세대로 예상된다. 2013년부터 시작된 분양물량 증가는 향후 3년간 전자재업체들의 실적 성장을 담보하는 요인이다. 피에스텍은 시공사항 민수용 전력량계 시장의 40%를 점유하고 있다. 세대당 한대씩 의무적으로 들어가는 전력량계의 특성 상 B2B 전자재에 가까우며 주택경기 호황의 수혜가 예상된다. 최근 가스, 온수, 수도미터 등 설비미터 개발을 완료하고 건설사에 전력량계와 패키지로 납품해 시장점유율을 높이고 매출을 극대화하고 있다.

### 안정적인 재무구조로 하방경직성 확보

2013년 자회사를 매각해 현재 910억원의 순현금을 보유하고 있다. 100% 자회사인 풍성홀딩스의 순현금 120억원까지 고려하면 순현금 규모가 현재 시가총액의 75% 수준이다. 최근 주식시장의 불확실성이 크고 변동성이 커진 상황이지만 풍부한 현금과 높은 실적 가시성을 바탕으로 견고한 하방경직성을 확보했으며 주가 매력도가 매우 높다.

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액(십억원)	39	43	51	59	67
영업이익(십억원)	1	4	8	10	11
세전이익(십억원)	33	5	12	16	18
순이익(십억원)	25	4	9	12	14
EBITDA(십억원)	1	5	10	11	12
순차입금(십억원)	(101)	(83)	(89)	(101)	(112)
영업이익률(%)	1.3	10.5	16.7	17.0	17.2
ROE(%)	27.9	4.2	8.0	9.7	9.9
배당수익률(%)	1.1	1.2	0.7	0.7	0.7
EPS(원)	1,752	292	528	662	744
(EPS 증가율, %)	210.6	(83.3)	80.9	25.3	12.3
BPS(원)	7,020	6,970	6,442	7,068	7,774
DPS(원)	50	50	50	50	50
PER(x)	2.5	13.8	13.5	10.8	9.6
PBR(x)	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	NM	NM	4.2	2.7	1.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 리포트 작성 목적

- 실적과 안정적인 재무구조를 겸비한 피에스텍의 투자포인트와 valuation 분석
- 한전은 2020년까지 1조 7천억원을 투입해 전국에 2,200만세대를 대상으로 AMI를 구축할 계획. AMI사업 진행 상황 점검 및 AMI 밸류체인의 핵심 부품인 스마트미터 시장 분석
- 2015년 상반기 분양물량 2000년 이후 사상 최대. 스마트미터는 B2B 전자재로 바라봐야

## I. Valuation

### 1. 매수 의견과 목표주가 10,000원 제시

#### 투자의견 ‘매수’와 목표주가 10,000원 제시

피에스텍의 성장성과 재무 안전성에 주목하며 매수 의견과 목표주가 10,000원을 제시한다. 목표주가는 2016년 희석 EPS에 미국 스마트미터 업체인 Itron과 국내 B2B 전자재 업체인 벽산의 2016년 평균 PER 16배를 적용해 산출했다. 피에스텍의 올해 매출액과 영업이익은 각각 507억원(19.4% YoY), 85억원(91.2% YoY)으로 예상된다. 정부의 스마트그리드 구축 계획과 주택경기 회복에 따른 15년만의 최대 분양물량은 향후 최소 3년 간의 실적 성장을 담보하는 요인이다. 보유 순현금 910억원을 감안한 영업가치는 현저히 저평가 되어 있다고 판단된다.

〈표 1〉 Peer valuation

(단위: 배, %)

		ITRON	Smart Metering	누리텔레콤	옵니시스템	벽산	피에스텍
국가		미국	영국	한국	한국	한국	한국
Currency		달러	파운드	원	원	원	원
종가	2015-07-10	32	335	11,300	4,090	9,950	7,150
시가총액	(USD mil)	1,230	447	125	153	628	122
PER	2014	NM	31.1	35.3	13.9	16.8	13.8
(x)	2015F	18.9	31.9	NA	NA	22.2	13.5
	2016F	14.0	29.1	NA	NA	18.8	10.8
PBR	2014	2.3	9.4	1.3	0.8	1.8	0.6
(x)	2015F	1.7	NA	NA	NA	3.0	1.1
	2016F	1.6	NA	NA	NA	2.7	1.0
EV/EBITDA	2014	14.1	20.5	16.2	6.5	10.0	NM
(x)	2015F	8.3	14.1	NA	NA	13.5	4.2
	2016F	6.4	12.2	NA	NA	11.6	2.7
ROE	2014	(3.0)	32.2	3.9	5.7	10.7	4.2
(%)	2015F	8.9	35.7	NA	NA	13.2	8.0
	2016F	10.0	35.8	NA	NA	13.9	9.7
EPS 성장률	2014	NM	56.6	(77.2)	흑전	74.6	(83.3)
	2015F	NM	25.4	NA	NA	35.7	80.9
	2016F	34.3	9.8	NA	NA	17.9	25.3

주: 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, Fnguide 한국투자증권

## 2. 기업 overview

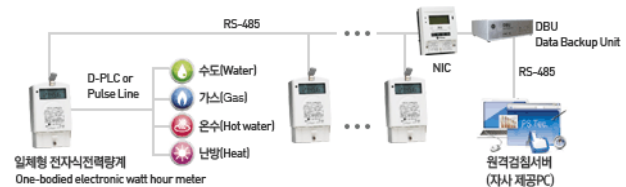
### 전력량계를 포함한 전력기기 및 자동차부품 생산업체

1990년 코스닥시장에 상장되었으며 전력기기 및 자동차부품을 생산하는 업체다. 2014년 기준 매출 비중은 전력기기 79%, 자동차부품 21% 등이다. 대주주는 (주)풍성으로 피에스텍의 지분 42.6%를 보유하고 있으며 자회사로는 풍성홀딩스(지분 100%)가 있다. 전력기기의 주요 제품으로 전력 소비량을 검침하는 전력량계, 디지털 설비미터, AMR system, 전력제어장치 등이 있고 자동차부품 주요제품은 Cooling Fan Ass'y, Housing, DC Fan Motor 등이다. 2014년 기준 고객별 전력량계 매출 비중은 한전과 시공사가 각각 50:50이었으며 최근 분양 물량이 증가함에 따라 시공사 비중이 높아지는 추세다. 자동차부품 주요 매출처는 쌍용차, 기아차, 현대차 등 주요 국내 완성차 업체이며 연간 90~100억원의 안정적인 매출을 올리고 있다.

[그림 1] 주요 제품



[그림 2] AMR SYSTEM (전 제품 직접 생산)



자료: 피에스텍

자료: 피에스텍

<표 2> 피에스텍 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2012	2013	2014	2015F	2016F
매출	8.8	9.0	9.4	15.3	13.0	11.9	10.9	14.9	26.0	39.3	42.5	50.7	58.5
YoY	17.7%	(19.7%)	(3.9%)	41.8%	47.5%	32.4%	16.2%	(2.6%)	(33.7%)	51.3%	8.2%	19.4%	15.3%
전력기기	6.2	6.4	7.4	13.3	11.0	9.8	8.7	12.2	16.0	27.8	33.4	41.7	49.5
자동차부품	2.5	2.6	2.0	2.0	1.9	2.3	2.4	2.4	10.0	11.5	9.1	9.0	9.0
비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
전력기기	71%	71%	79%	87%	85%	81%	78%	84%	62%	71%	79%	82%	85%
자동차부품	29%	29%	21%	13%	15%	19%	22%	16%	38%	29%	21%	18%	15%
매출총이익	1.4	1.7	1.8	4.4	3.3	3.3	3.3	4.6	2.9	4.0	9.3	14.5	17.0
판관비	1.1	1.2	1.1	1.5	1.1	1.4	1.5	2.0	3.5	3.5	4.8	6.0	7.0
판관비율	12.3%	13.0%	11.2%	9.8%	8.4%	11.6%	13.5%	13.8%	14%	9%	11%	12%	12%
영업이익	0.3	0.5	0.8	2.9	2.2	1.9	1.8	2.5	(0.6)	0.5	4.4	8.5	9.9
YoY	흑전	흑전	172.4%	468.6%	640.7%	296.8%	128.1%	(12.3%)	(120.4%)	(186.5%)	742.2%	91.2%	17.4%
OPM	3.4%	5.3%	8.4%	18.9%	17.1%	15.7%	16.2%	17.5%	(2.3%)	1.3%	10.4%	16.7%	17.0%
세전이익	0.7	1.2	2.3	0.6	2.9	3.0	2.6	3.5	9.9	33.0	4.9	12.0	15.9
순이익	0.6	2.0	1.8	(0.0)	2.3	2.3	2.0	2.6	7.8	24.6	4.4	9.1	12.1
YoY	(84.9%)	(87.8%)	(71.3%)	적지	275.4%	15.9%	8.7%	흑전	8.3%	215.4%	(82.2%)	108.3%	32.1%

자료: 한국투자증권

## II. 투자포인트

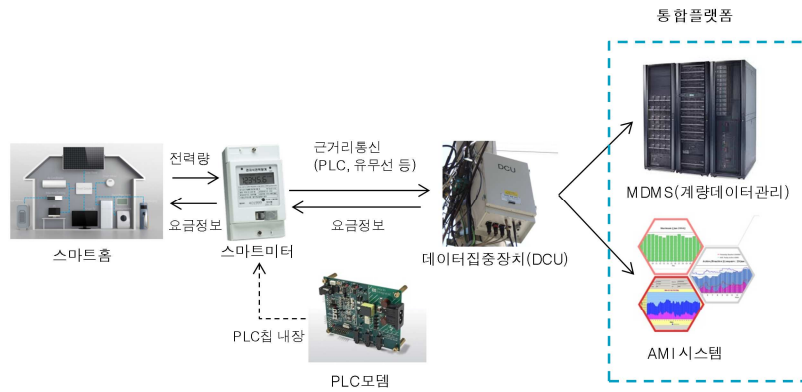
### 1. 속도 내는 한전의 스마트그리드 AMI 구축 프로젝트

#### 1) AMI와 스마트미터

2020년까지 1조 7천억원을 투입해 전국에 AMI 구축 계획

2012년 한전은 2020년까지 1조 7천억원을 투입해 2,200만 세대를 대상으로 원격검침인프라(AMI; Advanced Metering Infrastructure)를 구축하는 사업계획을 발표했다. AMI는 스마트그리드를 구현하기 위한 필요한 핵심 인프라로 스마트미터, PLC통신망, DCU(Data Concentrator Unit, 데이터집중장치), MDMS(Meter Data Management System, 계량데이터관리시스템), AMI운영시스템 등을 포함한다. 이 중 스마트미터는 AMI 밸류체인에서 가장 앞 단에 사용되는 부품으로 시간대별 전력 사용량을 측정하고 측정된 정보를 송신해 한전과 소비자 간 실시간 양방향 통신을 가능케 하는 지능형 전자식전력량계다.

[그림 3] AMI 밸류체인



스마트미터	피에스텍, LS산전, 올닉시스템
PLC모뎀	로엔케이, 비아이이엠티, 비츠로시스, 누리텔레콤, 아이앤씨
DCU	로엔케이, 한전KDN, LS산전, 비아이이엠티
MDMS	누리텔레콤
AMI솔루션	누리텔레콤

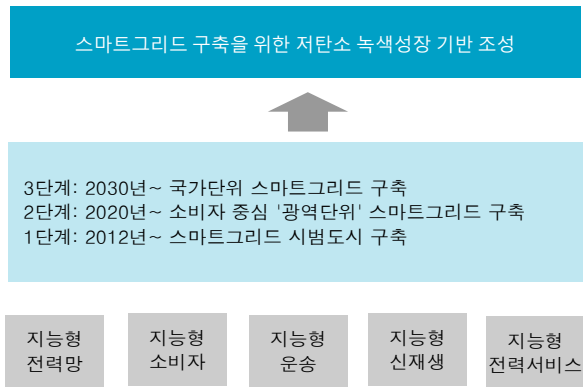
자료: 한국투자증권

AMI를 통해 수검침 비용 연간 1,600억원 절감  
효율적인 전력 공급 관리 및 전력피크요금제 효과 극대화

AMI를 통해 소비자와 한전 간 양방향 통신이 실시간으로 가능해지면 한전은 이를 통해 연간 1,600억원에 달하는 수검침 비용을 절감하고, 전력 공급계획을 세우는 데 활용할 수 있다. 또한 부하예상, 부하제어, 정전관리, 전력품질 모니터링 등이 가능해져 효율적인 전력 공급 관리가 용이해진다. 사용자는 자발적인 부하관리와 전력피크 시 시간대별 요금정보 등을 활용해 경제적인 에너지 소비가 가능해진다. 스마트미터로 시작해 AMI 구축, 스마트그리드로 이어지는 차세대 지능형 전력망은 장기적으로는 사물인터넷, 빅데이터 등 다양한 IT기술과 융합돼 에너지 효율을 극대화 한다.

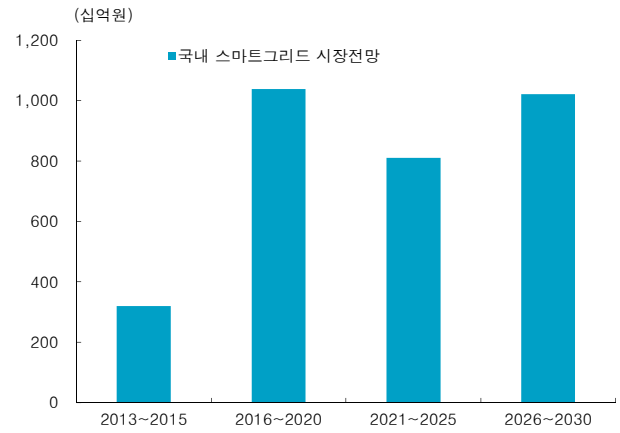
스마트그리드 세계시장 규모는 2020년 8,700억달러로 성장할 전망이다며 이 시장을 선점하기 위해 전세계 국가와 세계적 기업들이 기술개발과 특허전쟁에 뛰어들고 있다. 그 출발점이 바로 스마트미터다.

[그림 4] 스마트그리드 국가 로드맵



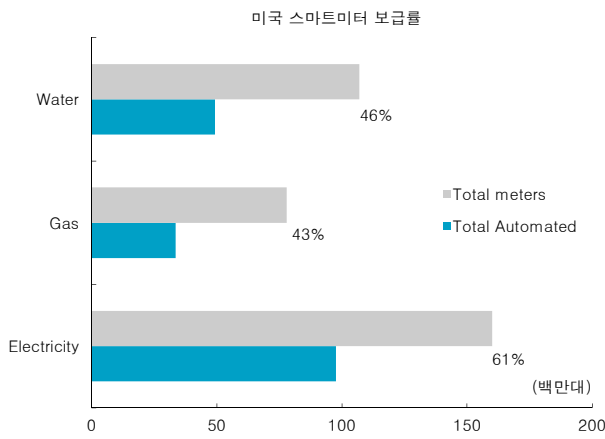
자료: ESG

[그림 5] 국내 스마트그리드 시장 전망



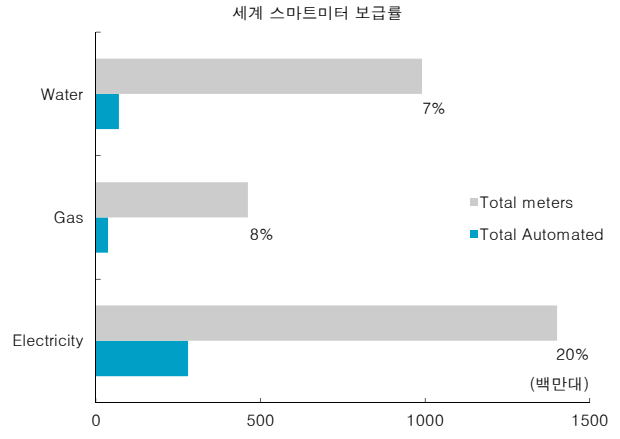
자료: ESG

[그림 6] 미국 스마트미터 보급률



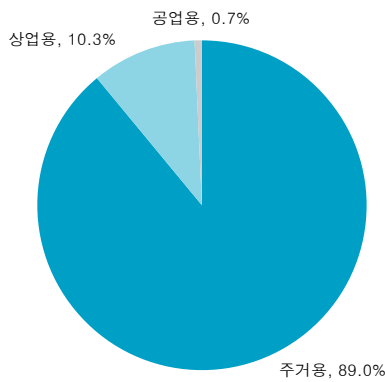
자료: Itron

[그림 7] 세계 스마트미터 보급률



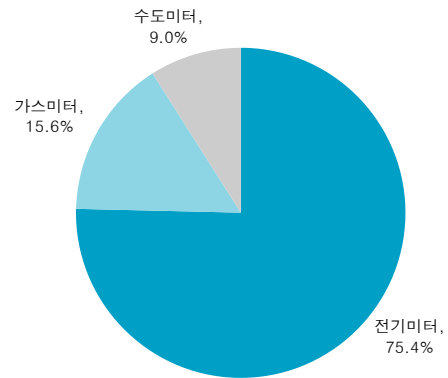
자료: Itron

[그림 8] 수요유형별 시장 비중



자료: IBIS

[그림 9] 에너지종류별 시장 비중



자료: IBIS

AMI 구축사업은 기술적 문제, 특허분쟁, 제조사들의 답합 등으로 지연

2) AMI 사업 재개 본격화

2013년 200만호 AMI 보급 발표 이후 한전의 AMI 구축사업은 사실상 담보상태였다. 당초에는 2016년까지 1,000만호, 2020년까지 2,200만호에 AMI 보급을 완료할 계획이었으나 호환성, 특허분쟁, 기술적 문제 등으로 인해 사업이 지연되었다. 설상가상으로 스마트미터 제조사들의 답합이 적발되고 지중구간에서 한국형 PLC의 통신장애 문제가 나타나며 2014년 230만호 AMI 구축 계획이 또 다시 지연되었다.

<표 3> 한전 AMI 사업 진행 현황

년도	보급 내용	사업 결과
2010	50 만호	감사원 감사 결과 미적합 부품(한국형 PLC) 사용으로 리콜
2011	미실행	감사원 감사 지시 사항 미이행으로 사업 중단
2012	미실행	입찰공고 후 BMT 절차상 과실로 사업 중단
2013	200 만호(구축 중)	젤라인의 한국형 PLC 칩 특허소송 민원 제기로 지연
2014	미실행	2013년도 사업분 미완료로 내년으로 지연

자료: 전자신문

기술적 문제의 해결책이 단계적으로 나오며 AMI 구축 사업 진행 속도는 점차 정상화 될 것

올해 초 한전은 AMI 통신 방식 기술검증사업에 대한 시행사 선정을 완료하고 AMI 통신 방식에 대한 본격적인 검증 작업에 나선다고 발표했다. 이후 유럽 등 선진국에서 사용하고 있는 국제표준 협대역 PLC방식을 채택해 검증을 시행했고 그 결과 한국형 PLC와 같은 유럽형 통신방식인 HPGP(HomePlug Green Phy) PLC가 합격 수준의 성능을 보인 것으로 파악된다. 이로써 KS규격 DCU와 검침용 모뎀과의 상호성이 확보되면 올해 AMI 구축 물량부터 반영될 예정이다. 기술적 난관에 봉착했던 AMI 사업이 다양한 통신방식의 테스트를 거쳐 단계적인 해결책이 가시화되면서 진행 속도에 탄력이 붙을 것으로 기대된다.

<표 4> 한전 AMI 지중분야 통신 테스트 결과

구분	통신방식	공급업체	15분 주기 데이터 검침률	적시 수신율	적용 대상
저속 PLC	G3-PLC	한전산업개발	23.2%	8.7%	지중구간
	PRIME	한전 KDN	53.6%	37.6%	
고속 PLC	HPGP	타이드	93.4%	94.5%	
무선통신	Zigbee	넥스텔	95.1%	92.9%	농어촌 지역
	LTE	KT	100%	100%	도서 지역

자료: 전자신문

G-type전력량계 단가  
전력량계 평균 ASP 대비  
37% 높아 마진 개선에 기여

3) 한전으로부터 G-type 전자식전력량계 수주, ASP 개선

한전은 월간 전력사용량에 따라 고객을 구분해 월 400kwh 미만의 주택용 고객에게는 E-type 전력량계를, 400kwh 이상을 사용하는 주택과 상가에는 G-type 전력량계를 보급할 계획이다. 피에스텍은 2014년에 처음으로 한전으로부터 115억원 규모의 G-type 전력량계를 수주했다. 이 제품의 대당 가격은 116,900원으로 전력량계 평균 ASP인 85,181원 보다 약 37% 높아 작년 4분기 영업이익률이 18%로 높아지는 데 기여한 것으로 파악된다. 올해 8월에도 약 730억원 규모의 저압전자식 전력량계 입찰이 예정돼 있다.

<표 5> 한전의 전력량계 구매 계획

시기	순번	자재번호	자재명	단위	단가(원)	총 구매금액 (백만원)
2015년도 1차	148	120858	E-type 저압전자식 전력량계, 1P2W, 40(10)A	EA	17,755	26,099
	167	121606	G-type저압전자식전력량계, 1P2W, 100(10)A	EA	78,600	8,567
	168	121608	G-type저압전자식전력량계, 3P4W, 100(10)A	EA	125,773	57,856
	169	121609	G-type저압전자식전력량계, 1P2W, 5A, 전자식	EA	74,501	1,937
	170	121610	G-type저압전자식전력량계, 3P4W, 5A, 전자식	EA	107,013	4,388

자료: 한국전력

<표 6> 한전의 전력량계 종류

	E-type(경제형)	G-type(일반형)	S-type(특수형)
용도	소용량 주택용	E-Type 외 저압고객	택내기기 제어
계시별요금제	-	6	12
양방향 계량	-	가능	가능
채널	-	6	6
원격 On/Off	-	가능(찰탁식)	가능(내장)
원격 S/W 업그레이드	-	가능	가능
전력품질 모니터링	-	가능	가능
IHD 제어	-	불가능	가능

자료: 한국산업기술진흥협회

올해부터 중소기업품목에서 제외되며 입찰 참여 가능 시장 확대

2014년 한전은 G-type 전력량계를 대기업과 중소기업으로 분리해 따로 발주했다. 대기업군에는 피에스텍과 LS산전 단 두 곳만 입찰에 참여해 경쟁은 낮았지만 발주 규모가 전체의 15%인 120억원으로 입찰 가능한 시장이 작았다(피에스텍은 이 중 80억원 수주). 하지만 올해부터는 대기업과 중소기업의 구분이 없어져 피에스텍이 참여 가능한 입찰 시장 규모가 커진다. 중소기업군에는 10~20개의 업체가 경쟁하고 있지만 한전의 주요 평가 기준인 재무 안전성, 기술력, 가격경쟁력 등 다방면에서 피에스텍이 경쟁업체에 비해 우위에 있다. 또한 작년에 경쟁사였던 LS산전은 관수 시장이 아니라 글로벌 시장과 민수 시장에 역량을 집중할 계획이어서 올해 한전의 전력량계 입찰에 참여하지 않을 가능성이 높다. 이는 올해 피에스텍의 수주 결과가 긍정적으로 기대되는 이유이며, 한전의 스마트미터 보급 속도와 수주 금액에 따라 편차는 있겠지만 한전향 전력량계 매출은 연간 최소 200억원 정도로 예상된다.

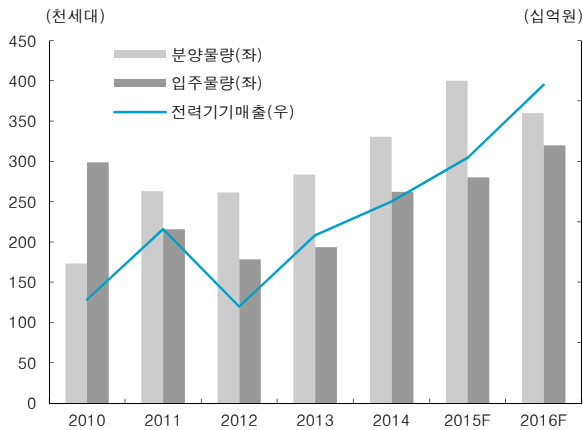
## 2. IT부품/기계보다 B2B 전자재에 가까운 스마트미터

### 1) 올해 분양물량 21% 증가 예상

올해 주택 분양물량 2000년 이후 사상 최대 전망  
이는 2018년까지 매출 성장을 담보하는 요인요인

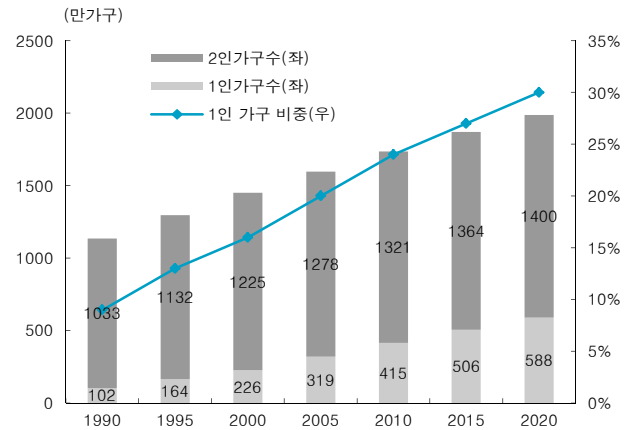
2014년 정부의 강력한 부동산 정책 규제완화와 치솟는 전세가로 주택 수요가 전세에서 구매로 이전하며 분양시장이 강한 회복세를 보였다. 올해 상반기 전국 주택 분양물량은 전년대비 46% 증가한 19.7만 세대였으며 1순위 청약률이 9.4:1로 10년 만에 최고치를 기록했다. 3분기에도 전국 11.9만 가구의 분양이 예정돼 있으며 올해 연간 40만 세대 공급은 충분히 가능할 것으로 보인다. 또한 통계청 자료에 의하면 1990년 0.9%였던 1인가구 비율이 2010년 23.9%로 상승했으며 2025년에는 31.3%까지 높아져 3~4인가구 비율을 앞지를 것으로 전망된다. 이에 따라 가구당 한대씩 필수적으로 들어가는 전력량계의 수요 증가는 향후 2018년까지 유효할 것으로 예상된다.

[그림 10] 분양/입주물량과 전력기기 매출



자료: 부동산114, 한국투자증권

[그림 11] 1인가구 수 추이



자료: 삼성경제연구소

전력량계는 공사가 70~80% 완료됐을 때 투입  
미분양 리스크와 관련 없어

오랜만에 불어 닥친 부동산 경기 혼풍으로 시공사들은 앞다퉈 그 동안 미뤄왔던 아파트 분양을 서두르고 있다. 한편에서는 공급과잉에 따른 미분양 우려가 조금씩 제기되고 있는 상황이다. 하지만 전력량계는 미분양과 상관없이 아파트 착공 후 공사가 70~80% 정도 완료되는 시기에 투입된다. 미분양 리스크에서 자유로우며 매출이 분양 시기보다는 입주 시기에 발생하는 마감재 전자재와 같은 성격을 지닌다. 따라서 2016년 이후 주택공급이 둔화되더라도 2018년까지 시공사항 매출은 지속적으로 증가할 전망이다.

### 2) 패키지판매를 통해 시장점유율 높이고 매출 극대화

설비미터 개발 완료 후 패키지 판매를 통해 시장점유율 확대 및 매출 극대화

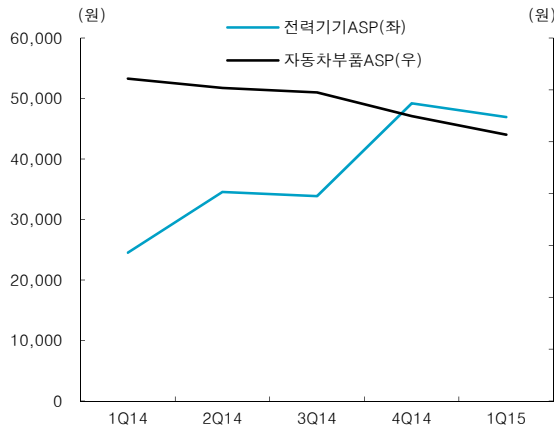
과거 3년간 설비미터 연구개발과 생산에 집중 투자해 디지털 수도미터, 디지털 온수미터, 디지털 적산열량계, 디지털 가스미터 등의 개발을 완료하고 현재 생산 중에 있다. 디지털 설비미터는 아파트, 주상복합, 오피스텔, 상가 등에 설치되며 원격검침 및 홈네트워크 연결이 가능한 제품이다. 이로써 설비미터와 전력량계를 패키지화해 건설사에 납품하기 시작했고 이를 통해 고정비는 낮추고 매출을 극대화 함으로써 민수용 전력량계 시장점유율을 40%까지 끌어올릴 수 있게 됐다. 매출 증가로 고정비 부담이 낮아져 영업이익률도 함께 개선될 전망이다.

### 3. 사상 최대 실적, 올해로 끝이 아니다

**2015년 매출과 영업이익은 각각 507억원(19% YoY), 85억원(91% YoY) 전망**

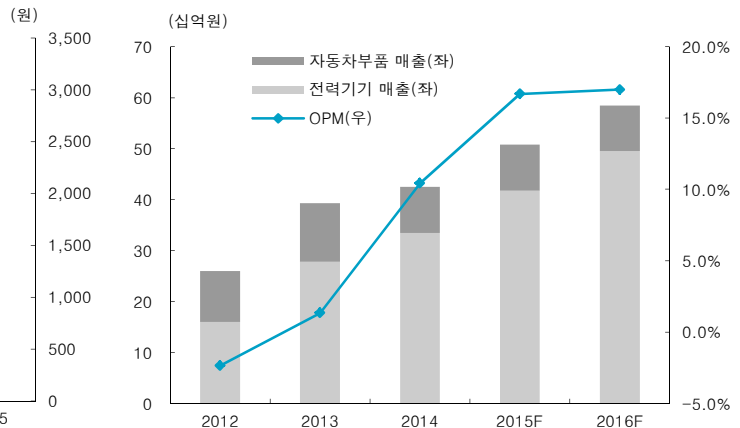
올해 매출액과 영업이익은 각각 507억원(19% YoY), 85억원(91% YoY)의 사상 최대 실적이 예상된다. Q와 ASP가 동시에 개선되며 높은 실적 성장을 견인하고 있다. 또한 설비미터 패키지 판매를 통한 매출 증가와 이에 따른 고정비 절감효과로 영업이익률은 전년대비 6.3%p 개선된 16.7%로 예상된다. 올해 사상 최대 실적은 충분히 가시적이라고 판단된다.

[그림 12] ASP 추이



자료: 피에스텍

[그림 13] 사업부별 매출과 OPM 추이



자료: 한국투자증권

#### 내년에도 사상 최대 실적 이어갈 전망

내년 실적도 사상 최대치를 경신할 것으로 예상된다. 2020년까지 2,200만 세대를 대상으로 하는 AMI 구축 계획은 사실상 어려워졌으나 기술적 문제가 하나씩 해결되고 있어 사업이 본격적인 궤도에 오르면 연간 200만대 정도의 스마트미터 보급계획이 재개될 것으로 예상된다. 2014년 한전이 발주한 스마트미터 수량은 약 100만대로 예상된다. 또한 2015년 40만만 세대의 분양물량이 2016년 하반기부터 본격적으로 전력량계 구매로 이어지게 돼 피에스텍의 실적 개선은 최소 2018년까지 지속될 전망이다.

#### Capa 증설 효과는 내년부터 기대

피에스텍은 전력량계와 설비미터 물량 확대에 따라 2015년 6월 신규공장 착공에 들어갔으며 11월에 완공될 예정이다. 총 투자금액은 75억원이며 감가상각비는 연간 4억원으로 예상된다. 내년 2월부터 본격적으로 가동될 예정이며 증설 후 전력기기 생산능력은 60% 증가할 전망이다. 늘어나는 수요를 Capa 증설을 통해 최대 흡수해 2016년 매출액과 영업이익은 각각 585억원(15.3%YoY), 99억원(17.4% YoY)으로 예상된다.

### 4. 순현금 910억원의 안정적인 재무구조

**본사 순현금 910억원, 100% 자회사 순현금 120억원으로 순현금이 시총의 75% 이상**

2013년 자회사였던 덴소풍성전자의 지분 49%를 덴소에 전량 매각해 배당금을 포함해 현금 780억원이 유입됐다. 현재 보유한 순현금은 910억원이며 100% 자회사인 풍성홀딩스도 120억원 가량의 순현금을 보유하고 있어 이를 합치면 시총의 75% 수준이다. 현재 금융상품에 투자해 연간 약 30~40억원의 금융수익을 올리고 있다. 사측은 2013년부터 M&A 대상을 물색하고 있으나 워낙 보수적인 성향이라 매우 신중하게 검토하고 있다. 향후 최소 2년간 외형 성장이 기대되는 구간에서 굳이 무리한 M&A로 기업가치를 훼손할 필요는 없다고 판단된다. 경영진은 이익이 안정적이면서 기존 사업과 시너지를 창출할 수 있는 업체를 신중하게 선정해 인수할 계획을 가지고 있다.

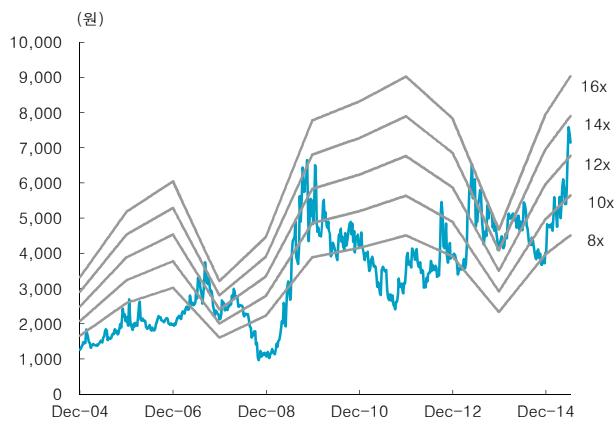
### III. 리스크요인

#### 잔여 BW물량은 113만주로 EPS 6%회석

##### 잔여 BW물량 113만주에 대한 오버행 리스크는 제한적

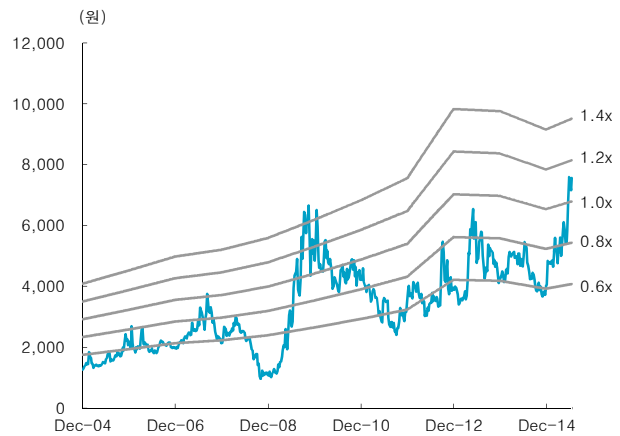
2010년과 2013년 두 번에 걸쳐 발행한 BW 378만주 중 현재 남은 BW물량은 113만주(전환가 1차 3,145원, 2차 3,615원)로 6%의 EPS 희석효과가 있다. 희석효과를 감안해도 풍부한 현금성자산과 실적 개선에 따른 높아진 영업가치를 감안했을 때 현재 주가는 충분히 매력적이라고 판단된다. 남은 BW 113만주 중 약 100만주는 현재 1대주주 (주)풍성의 오너일가의 물량으로 시장에 나올 가능성이 낮아 오버행 리스크는 제한적이라고 판단된다.

[그림 14] PER 밴드



주: 2013년 멘소풍성전자 매각차익 제외, BW 희석효과 감안  
자료: 한국투자증권

[그림 15] PBR 밴드



주: BW 희석효과 감안  
자료: 한국투자증권

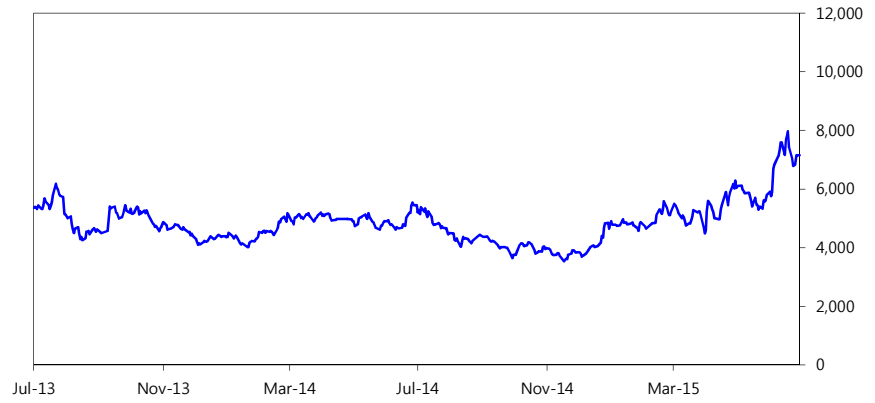
#### 기업개요 및 용어해설

1990년 코스닥에 상장된 전력기기 및 자동차부품 생산업체. 전력기기사업부의 주요 제품은 전력량계, 원격검침시스템, 설비미터 등이 있으며 자동차부품사업부 주요 제품은 Fan Motor, Wiper Motor, Cooling Fan Ass'y 등이 있음. 고품질, 저Cost 제품개발에 주력하고 있으며 기존의 단품 위주에서 탈피하여 중앙검침시스템, Digital EM, 설비미터패키징 등 고부가가치제품으로 전환하며 매출과 마진 개선

- AMI : Advanced Metering Infra의 약자로 스마트그리드를 구현하기 위한 지능형 전력계량 인프라. 스마트미터, 통신망, 계량데이터관리시스템, 운영시스템으로 구성
- 스마트미터기 : 원격검침, 전력공급자와 수요자가 양방향 통신, 시간대별 계량이 가능한 전자식 전력량계. 스마트미터 내에 설치된 모뎀을 통해 유무선 통신이 가능

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
피에스텍(002230)	2015.06.23	NR	-
	2015.07.13	매수	10,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	120	98	108	123	136
현금성자산	73	64	70	79	87
매출채권및기타채권	7	9	10	12	13
재고자산	3	5	5	6	7
비유동자산	14	19	22	24	27
투자자산	9	14	13	15	17
유형자산	3	3	7	7	7
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	134	117	130	147	163
유동부채	24	7	11	17	19
매입채무및기타채무	4	6	7	8	10
단기차입금및단기사채	0	0	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	0	1	1	1
사채	8	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	32	8	12	17	20
지배주주지분	101	110	118	130	143
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	4	8	8	8	8
기타자본	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	91	95	103	114	127
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	101	110	118	130	143

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	11	(16)	11	16	15
당기순이익	25	4	9	12	14
유형자산감가상각비	1	0	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(2)	(2)	0	3	0
기타	(13)	(18)	1	0	0
투자활동현금흐름	50	13	(7)	(6)	(6)
유형자산투자	(0)	(1)	(7)	(1)	(1)
유형자산매각	0	0	2	0	0
투자자산순증	51	14	1	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	(1)	0	(3)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	(0)	(5)	2	(1)	(1)
자본의증가	2	1	0	0	0
차입금의순증	(1)	(5)	3	0	0
배당금지급	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	61	(9)	6	9	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	39	43	51	59	67
매출원가	35	33	36	42	47
매출총이익	4	9	14	17	19
판매관리비	3	5	6	7	8
영업이익	1	4	8	10	11
금융수익	2	3	4	5	5
이자수익	2	3	4	5	5
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	25	(2)	(1)	1	1
관계기업관련손익	5	0	0	0	0
세전계속사업이익	33	5	12	16	18
법인세비용	8	0	3	4	4
연결당기순이익	25	4	9	12	14
지배주주지분순이익	25	4	9	12	14
기타포괄이익	(0)	0	0	0	0
총포괄이익	24	5	10	13	14
지배주주지분포괄이익	24	5	10	13	14
EBITDA	1	5	10	11	12

주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	1,752	292	528	662	744
BPS	7,020	6,970	6,442	7,068	7,774
DPS	50	50	50	50	50
성장성(%, YoY)					
매출증가율	51.3	8.3	19.3	15.3	13.8
영업이익증가율	NM	743.8	89.6	17.4	15.5
순이익증가율	215.4	(82.2)	108.1	32.1	12.3
EPS증가율	210.6	(83.3)	80.9	25.3	12.3
EBITDA증가율	1,442.4	357.0	100.6	14.0	11.4
수익성(%)					
영업이익률	1.3	10.5	16.7	17.0	17.2
순이익률	62.7	10.3	18.0	20.6	20.4
EBITDA Margin	2.7	11.4	19.2	18.9	18.5
ROA	21.0	3.5	7.4	8.7	8.7
ROE	27.9	4.2	8.0	9.7	9.9
배당수익률	1.1	1.2	0.7	0.7	0.7
배당성향	2.9	17.7	10.0	7.6	6.7
안정성					
순차입금(십억원)	(101)	(83)	(89)	(101)	(112)
차입금/자본총계비율(%)	8.1	0.0	2.5	2.3	2.1
Valuation(X)					
PER	2.5	13.8	13.5	10.8	9.6
PBR	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	NM	NM	4.2	2.7	1.6

Compliance notice

- 당사는 2015년 7월 13일 현재 피에스텍 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상      • 중 립 : 시장지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상      • 비중축소 : 시장지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2015.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
76.6%	20.5%	2.9%

\*최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.