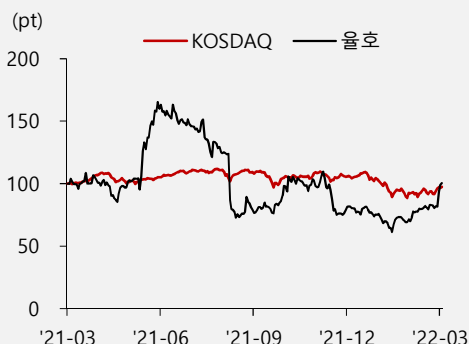


목표주가	- 원
현재주가	2,480
Upside	- %
Key Data	2022년 3월 22일
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC
KOSPI(pt)	2,710.00
시가총액 (억원)	1,293
발행주식수 (천주)	52,120
외국인 지분율 (%)	2.3
52 주 고가 (원)	4,085
저가 (원)	1,510
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.3
주요주주	(%)
태영이엔지홀딩스 외 5인	9.86%
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	30.2 23.4 -3.5
상대주가	22.2 39.6 -0.3

Relative Performance



LEADING RESEARCH

메타버스/블록체인/Mid-Small Cap

Analyst 유성만

smyoo@leading.co.kr

+822-2009-7044

우호(072770)

'Dell EMC + 삼성전자'의 시너지 본격화

기업 개요

동사는 1998년 3월에 설립되었고, 2007년 7월에 코스닥 시장에 상장되었다. 주 사업영역은 '서버&스토리지 솔루션'을 공급, 매출의 약 74.6%는 서버&스토리지와 같은 H/W 유통이며 약 2%는 소프트웨어 유통 그리고 약 23.4%는 유지보수이다.

투자포인트

1. Dell EMC의 국내 유일의 Tier 1 파트너: 국내 서버&스토리지 부문에서 1위의 M/S를 차지하는 'Dell EMC'의 약 20여개 파트너들 중에서 유일하게 Tier 1급의 파트너 포지션을 차지하고 있다. Dell Technologies는 국내 시장의 서버 및 스토리지(Storage)분야에서 약 70% 이상의 M/S를 차지하고 있다. 동사는 그 중에서도 ASP가 가장 높은 대용량 서버&스토리지를 위주로 취급하기 때문에 수익성이 가장 뛰어나다. Dell EMC 대리점 비즈니스는 구매계약 체결 후에 오더가 진행되는 비즈니스 구조라서 재고발생의 우려도 없으며, 유지보수 계약에 따른 추가적인 매출도 발생한다. 주요 고객군은 '제 1 금융권(시중은행), 제 2 금융권(증권사, 보험사, 카드사), 공공기관(청와대, 국정원, 인천공항 등)이다. 국내 서버&스토리지 시장의 규모가 확장되면서, Dell EMC의 국내 유일 Titanuim Tier 1로서 가장 많은 수주로 인한 매출과 수익성의 확대가 예상된다.

2. 삼성전자향 매출의 본격적인 시작: 동사는 2022년 3월 22일 삼성전자와 'HHP(스마트폰 등), 네트워크시스템, 컴퓨터 등을 공급하는 222.8억원 규모의 소프트웨어 공급계약을 체결하였다. 본 계약을 통하여 동사는 삼성전자의 1차벤더로 등록되었으며, 앞으로 3년 동안 삼성전자향 매출이 발생할 계획이다. 올해에도 추가적인 삼성전자향 소프트웨어 공급계약이 예상되고, 삼성전자향 공급계약을 기반으로 타 민간 대기업으로의 B2B 매출을 확장시켜 나갈 계획이며, 동사의 새로운 성장동력으로 자리잡을 전망이다.

3. 올해는 실적 급성장의 원년: 동사는 2021년에 매출액 904억원(YoY +8.7%), 영업이익 26억원(YoY +65.5%)을 기록하면서 수익성 개선에 성공하였다. 올해부터는 본업인 Dell EMC 관련 매출의 증가 및 신규사업인 삼성전자향 소프트웨어 공급계약으로 신규매출과 수익이 반영된다. 올해는 예상 매출액 2,015억원(YoY +122.8%)과 영업이익 245억원(YoY +858.2%)을 전망한다. 본업의 성장과 신규사업 추가에도 불구하고, 인건비와 같은 비용의 증가가 거의 없기 때문에 레버리지 효과로 인한 수익성의 급증이 기대되는 시기이다.

구분	2016	2017	2018	2019	2020
매출액 (억원)	608	564	552	637	832
영업이익 (억원)	11	-69	7	16	15
영업이익률 (%)	1.8	-12.2	1.3	2.5	1.9
지배순이익 (억원)	11	-78	-25	-22	11
PER (배)	39.7	-	-	-	47.5
PBR (배)	1.5	1.8	2.5	2.1	2.1
ROE (%)	5.3	-30.5	-10.6	-9.3	4.6
EPS (원)	40	-256	-72	-62	30

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

Dell EMC의 국내 유일의 Tier 1 파트너

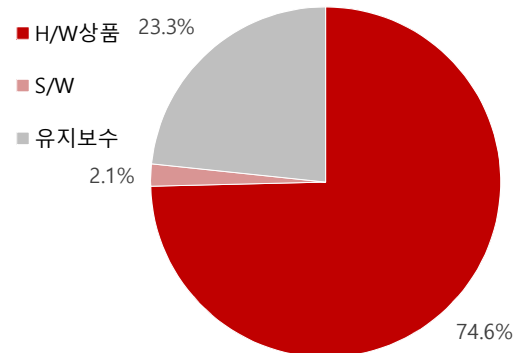
국내 서버&스토리지 부문에서 1위의 M/S를 차지하는 'Dell EMC'의 약 20여개 파트너들 중에서 유일하게 Tier 1급의 파트너 포지션을 차지하고 있다. Dell Technologies는 국내 시장의 서버 및 스토리지(Storage)분야에서 약 70% 이상의 M/S를 차지하고 있다. 동사는 그 중에서도 ASP가 가장 높은 대용량 서버&스토리지를 위주로 취급하기 때문에 수익성이 가장 뛰어나다. Dell EMC 대리점 비즈니스는 구매계약 체결 후에 오더가 진행되는 비즈니스 구조라서 재고발생의 우려도 없으며, 유지보수 계약에 따른 추가적인 매출도 발생한다. 주요 고객군은 '제 1 금융권(시중은행), 제 2 금융권(증권사, 보험사, 카드사), 공공기관(청와대, 국정원, 인천공항 등)이다. 국내 서버&스토리지 시장의 규모가 확장되면서, Dell EMC의 국내 유일 Titanuim Tier 1로서 가장 많은 수주로 인한 매출과 수익성의 확대가 예상된다.

그림 1. 상품인도 과정



자료: 율호, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 사업부별 매출비중



자료: 율호, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 주요 고객군

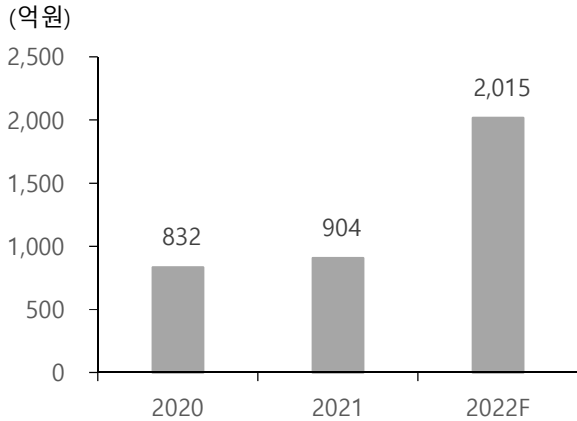
1st Finance	농협 우리은행 KB국민은행 신한은행 KDB산업은행 kakaobank
2nd Finance	우리카드 비씨카드 KB국민카드 MetLife NH농협생명 NH농협카드 신한금융투자 KYOBO교보증권 meritz메리츠증권 한국투자증권 SK증권 KB증권 KDB생명
Major Comps.	SAMSUNG 삼성전자 SAMSUNG 삼성전기 SK C&C SK KCC
GOV.	행정자치부 정부통합전산센터 h-well 국민건강보험 우정사업본부 서울특별시 보험개발원 대법원
Telco/ Internet, etc.	LG U+ SGI서울보증 CyberLogitec KCB코리아크레딧뷰로

자료: 율호, 리딩투자증권 리서치센터

삼성전자향 매출의 본격적인 시작

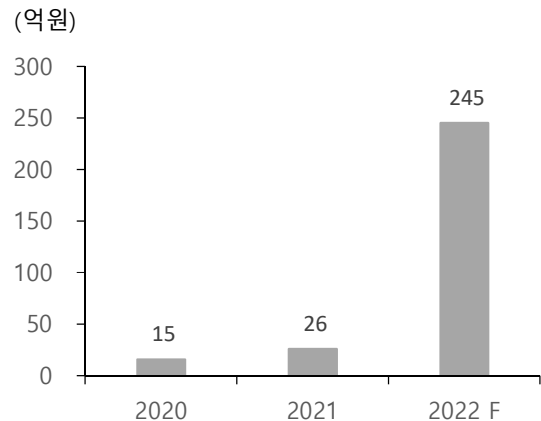
동사는 2022년 3월 22일 삼성전자와 'HHP(스마트폰 등), 네트워크시스템, 컴퓨터 등을 공급하는 222.8억원 규모의 소프트웨어 공급계약을 체결하였다. 본 계약을 통하여 동사는 삼성전자의 1차벤더로 등록되었으며, 앞으로 3년 동안 삼성전자향 매출이 발생할 계획이다. 올해에도 추가적인 삼성전자향 소프트웨어 공급계약이 예상되고, 삼성전자향 공급계약을 기반으로 타 민간 대기업으로의 B2B 매출을 확장시켜 나갈 계획이며, 동사의 새로운 성장동력으로 자리잡을 전망이다.

그림 4. 매출액 추이



자료: 율호, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 영업이익 추이



자료: 율호, 리딩투자증권 리서치센터

올해는 실적 급성장의 원년

동사는 2022년 3월 22일 삼성전자와 'HHP(스마트폰 등), 네트워크시스템, 컴퓨터 등을 공급하는 222.8억원 규모의 소프트웨어 공급계약을 체결하였다. 본 계약을 통하여 동사는 삼성전자의 1차벤더로 등록되었으며, 앞으로 3년 동안 삼성전자향 매출이 발생할 계획이다. 올해에도 추가적인 삼성전자향 소프트웨어 공급계약이 예상되고, 삼성전자향 공급계약을 기반으로 타 민간 대기업으로의 B2B 매출을 확장시켜 나갈 계획이며, 동사의 새로운 성장동력으로 자리잡을 전망이다.

그림 6. 성장전략



자료: 율호, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
자산총계	538	445	430	640	611
유동자산	459	360	331	526	467
현금및현금성자산	124	90	81	46	133
단기금융자산	111	60	76	86	115
매출채권및기타채권	99	120	66	199	84
재고자산	122	88	104	168	125
비유동자산	80	85	100	114	144
장기금융자산	19	20	39	3	37
관계기업등투자자산	0	12	10	1	1
유형자산	21	19	18	10	24
무형자산	39	32	19	55	47
부채총계	244	227	179	382	334
유동부채	237	226	160	320	286
단기차입부채	115	85	41	73	125
기타단기금융부채	0	4	0	0	3
매입채무및기타채무	116	121	67	212	132
비유동부채	7	1	19	62	47
장기차입부채	0	0	0	25	13
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	295	218	251	258	278
지배주주지분*	293	216	251	229	251
비지배주주지분	2	2	0	29	26

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	608	564	552	637	832
매출원가	524	526	498	526	642
매출총이익	84	38	54	111	190
판매비와관리비	73	107	47	96	175
영업이익	11	-69	7	16	15
EBITDA	18	-62	13	23	26
비영업손익	6	-8	-1	3	-17
이자수익	2	3	2	2	4
이자비용	1	3	2	2	7
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-6	11	-3	-1	6
관계기업등관련손익	0	-2	0	0	0
기타비영업손익	11	-16	4	5	-20
세전계속사업이익	18	-76	6	19	-1
법인세비용	6	1	-1	5	-5
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	-32	-23	8
당기순이익*	11	-78	-25	-9	11
지배주주순이익*	11	-78	-25	-22	11
비지배주주순이익	0	0	0	14	-0
기타포괄손익	0	0	-0	0	0
총포괄손익	11	-77	-25	-9	11

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	-72	-34	1	3	97
당기순이익	11	-78	-21	-9	9
현금유입(유출)이없는수익	9	53	8	16	23
자산상각비	7	6	6	7	11
영업자산부채변동	-94	-5	14	-4	68
매출채권및기타채권	-27	-23	52	-112	114
재고자산감소(증가)	-114	3	-16	42	38
매입채무및기타채무	47	33	-54	84	-74
투자활동현금흐름	-74	25	-41	-38	-68
투자활동현금유입액	0	114	155	162	87
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	4
투자활동현금유출액	74	88	196	200	155
유형자산	1	0	0	3	19
무형자산	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	229	-26	31	-4	57
재무활동현금유입액	270	195	274	151	423
단기차입부채	119	195	200	151	213
장기차입부채	0	0	0	0	200
재무활동현금유출액	42	221	243	154	366
단기차입부채	42	221	243	142	206
장기차입부채	0	0	0	13	156
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법위변동효과	0	0	0	4	0
환율변동효과	-0	-0	-0	0	-0
현금변동	82	-34	-9	-35	87
기초현금	42	124	90	81	46
기말현금	124	90	81	46	133

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	40	-256	-72	-62	30
BPS*	1,045	713	724	636	691
CFPS	-257	-111	2	7	266
SPS	2,167	1,861	1,593	1,773	2,286
EBITDAPS	63	-205	37	64	72
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	39.7	-	-	-	47.5
PBR*	1.5	1.8	2.5	2.1	2.1
PCFR	-	-	852.0	187.2	5.4
PSR	0.7	0.7	1.2	0.8	0.6
EV/EBITDA	25.2	-	49.1	19.6	19.1
재무비율					
매출액증가율	66.5	-7.2	-2.0	15.4	30.5
영업이익증가율	흑전	적전	흑전	126.1	-2.7
지배주주순이익증가율*	599.7	적전	적지	적지	흑전
매출총이익률	13.8	6.7	9.8	17.5	22.9
영업이익률	1.8	-12.2	1.3	2.5	1.9
EBITDA이익률	2.9	-11.0	2.3	3.6	3.1
지배주주순이익률*	1.9	-13.8	-4.5	-1.4	1.3
ROA	2.9	-14.0	1.6	3.0	2.5
ROE	5.3	-30.5	-10.6	-9.3	4.6
ROIC	6.2	-49.7	8.0	8.0	-22.8
부채비율	82.7	104.5	71.3	148.0	120.2
차입금비율	39.0	38.9	16.4	38.1	49.9
순차입금비율	-37.5	-29.8	-42.1	-7.4	-21.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

울호(072770)

일자	2022-03-23
투자의견	Not Rated
목표주가	-
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 $\pm$ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 $\pm$ 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 2021.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%