

유엔젤 (072130)

성장의 날개를 다시 펼친다

Company Report
2015.7.27

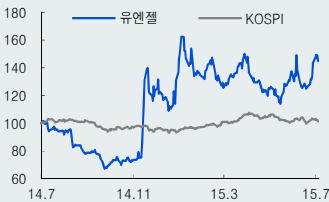
Not Rated

목표주가(원, 12M)	-
현재주가(15/07/24, 원)	5,840
상승여력	-

영업이익(15F, 억원)	47
Consensus 영업이익(15F, 억원)	0
EPS 성장률(15F, %)	-
MKT EPS 성장률(15F, %)	33.5
P/E(15F, x)	15.1
MKT P/E(15F, x)	11.0
KOSPI	2,045.96

시가총액(억원)	771
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	58.9
외국인 보유비중(%)	5.6
배타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	2,710
52주 최고가(원)	6,950

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.9	-10.8	42.8
상대주가	10.0	-15.6	41.4



[스몰캡비즈니스]

성현동
02-768-3066
hyundong.sung@dwsec.com

종합 정보통신 솔루션 기업

유엔젤은 통신사의 지능망 공급 및 RBT(Ring Back Tone, 통화연결음) 및 스마트러닝 플랫폼 등 정보통신에 관련된 다양한 제품 및 서비스를 공급하고 있다. 국내 이동통신 3사를 비롯하여 17개국 30여개 사업자를 고객으로 확보, 솔루션을 공급하고 있다. 태국, 브라질, 인도네시아에 4개의 종속법인을 가지고 있다.

투자포인트 1. 해외사업(브라질, 인도네시아) 성장 본궤도 진입 전망

유엔젤의 브라질과 인도네시아 해외사업이 성장의 본궤도에 진입할 것으로 기대된다. 동사는 브라질의 2위 이동통신 사업자인 TIM Brazil에 독점계약으로 RBT 서비스를 제공하고 있다. TIM과 가입자수 확대에 대한 공감대 확보로 다양한 프로모션을 진행하고 있으며 연말까지 서비스 가입자 수를 2백만명까지 확대할 계획이다. Revenue Sharing 방식의 계약으로 가입자수 확대에 따른 고마진 확보가 기대된다.

인도네시아향 사업에서도 성과가 기대된다. 인도네시아 시장은 유엔젤이 전략적으로 진출하여 있는 시장으로 현지 1위 사업자인 Telkomsel에 1.2억명 규모의 서비스 레퍼런스를 가지고 있다. 3년 장기 계약으로 LTE 서비스 망 운영에 필수적인 DRA(Diameter Routing Protocol) 등의 100억원 규모 수주잔고를 보유하고 있으며 향후 LTE 관련 투자에 따른 지속적 수주확보가 가능할 전망이다.

투자포인트 2. B2B와 B2C를 아우르는 스마트러닝 사업

유엔젤이 스마트 러닝 사업의 턴어라운드 기대된다. B2B향으로는 유아기관(어린이집, 유치원) 대상 누리교육 과정용 콘텐츠를 제공하는 누리노트 사업을 진행하고 있다. 누리노트는 유아기관의 교육과정 및 콘텐츠를 디지털화, 학부모가 app과 홈페이지 등을 통하여 교육 진행상황을 확인 가능하도록 하여 교사와 학부모의 호응을 얻고 있다. B2C향으로는 디즈니, EBS, 뽀로로 등의 IP 확보를 통해 유아용 app book 서비스인 '토모키즈'와 가상통화 서비스 '뽀요' 매출이 지속적으로 증가하고 있다.

15F 매출액 452억원, 영업이익 47억원으로 턴어라운드 전망

유엔젤은 2015F 매출 452억원(YoY +27.7%), 영업이익 47억원(YoY 흑전)으로 턴어라운드할 전망이다. 동사는 과거 해외 자원투자 및 게임 개발 등 신규 사업 실패로 적자를 기록한 바 있다. 관련 비용들이 2014년에 전액 반영되었고, 해외 사업 및 교육 사업이 성장하면서 턴어라운드가 가능할 것으로 전망된다. 200억원의 현금성 자산과 15% 수준의 부채비율 등 우량한 재무구조를 감안하면, 성장성 회복에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다.

계산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F
매출액 (억원)	497	481	354	452	512
영업이익 (억원)	-3	19	-42	47	57
영업이익률 (%)	-0.6	4.0	-11.9	10.4	11.1
순이익 (억원)	-90	-35	-97	51	57
EPS (원)	-682	-269	-732	388	433
ROE (%)	-12.1	-5.3	-16.5	9.4	9.7
P/E (배)	-	-	-	15.1	13.5
P/B (배)	0.9	0.6	1.0	1.2	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

해외사업 성장 본궤도 진입 전망

브라질과 인도네시아 사업 순항 중

유엔젤의 브라질과 인도네시아 해외사업이 성장의 본궤도에 진입할 것으로 기대된다. 동사는 브라질의 2위 이동통신 사업자인 TIM Brazil에 독점계약으로 RBT 서비스를 제공하고 있다. 현지 1위 통신 사업자인 VIVO의 RBT 서비스 가입자가 4백만명(전체 가입자 대비 5.3%) 수준인데 반하여 TIM은 1.4백만명(전체 가입자 대비 1.8%) 수준으로 성장 여력이 충분한 상황이다. TIM과 가입자수 확대에 대한 공감대 확보로 다양한 프로모션을 진행하고 있으며 연말까지 서비스 가입자 수를 2백만명까지 확대할 계획이다. RBT서비스는 고정비 비중이 높은 사업으로 과거 태국 DTAC과 RBT서비스로 누적매출 1,000억원, 영업이익률 75% 수준을 기록한 바 있다. 브라질 사업 또한 유사한 수준으로 Revenue Sharing 계약이 되어 있어 가입자 확대에 따른 고마진 확보가 가능할 전망이다.

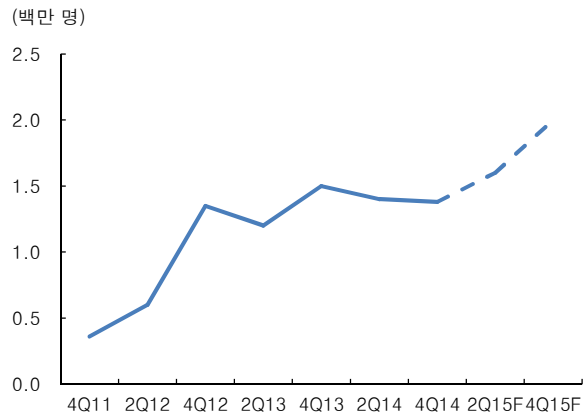
인도네시아향 사업에서도 성과가 기대된다. 인도네시아 시장은 유엔젤이 전략적으로 진출하여 있는 시장으로 현지 1위 사업자인 Telkomsel에 1.2억명 규모의 서비스 레퍼런스를 가지고 있다. 3년 장기 계약으로 DRA(Diameter Routing Protocol) 등의 100억원 규모 수주잔고를 보유하고 있다. DRA 장비는 LTE 서비스의 안정적인 망 운영을 위한 필수 장비로 2G, 3G, 4G의 서비스 연동 등의 기능을 수행한다. 신흥국의 LTE 투자가 초기 단계로 향후 지속적인 성장이 기대된다.

그림 1. VIVO와 TIM RBT 가입자 수 비교

가입현황	전체 가입자 (명)	RBT 가입자 (명)	가입률
VIVO	76.2백만	4.0백만	5.3%
TIM	72.2백만	1.4백만	1.8%
DTAC(태국)	23.0백만	2.0백만	9.0%

수익구조	계약기간	2011.08~2017.08
	Revenue Sharing	- 소비자당: 가입자 당 1.99헤알 - 유엔젤 매출인식 0.88헤알

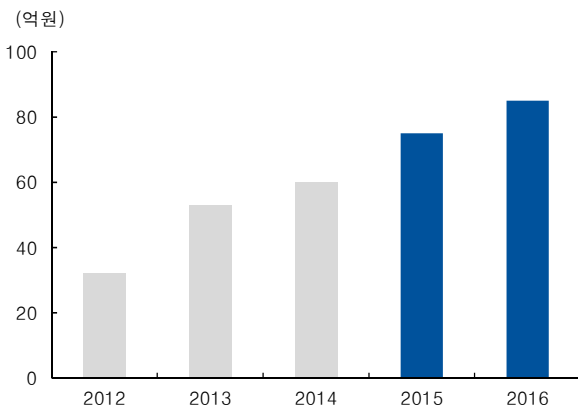
그림 2. TIM향 RBT 가입자 추이 및 전망



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

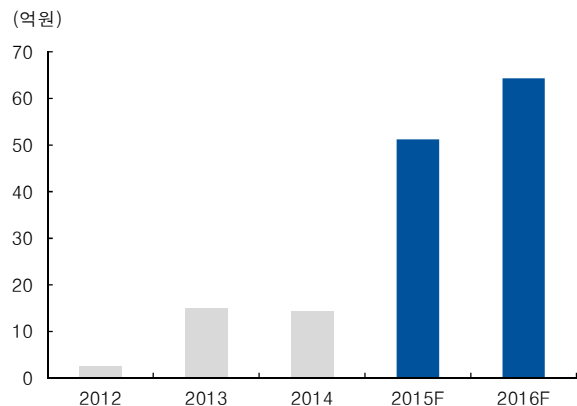
자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

그림 3. 브라질 사업 매출 전망



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

그림 4. 인도네시아 사업 매출 전망



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

B2B와 B2C를 아우르는 스마트러닝 사업

유아기관 대상 B2B 누리노트 가입자 증가 중

유엔젤이 스마트 러닝 사업의 턴어라운드 기대된다. B2B향으로는 유아기관(어린이집, 유치원) 대상 누리교육 과정용 콘텐츠를 제공하는 누리노트 사업을 진행하고 있다. 누리노트는 유아기관의 교육과정 및 콘텐츠를 디지털화하여 누리과정에 근거한 교안, 멀티미디어 및 추가자료 등을 교사에 제공하고 있다. 또한, 학부모가 app과 홈페이지 등을 통하여 교육 진행상황을 확인 가능하도록 하여 교사와 학부모의 호응을 얻고 있다. 2015년 3월말 기준 900개 클래스를 확보하였으며, 2016년 중에는 BEP 수준인 2,500개를 돌파할 전망이다.

B2C 유아용 앱도 고성장

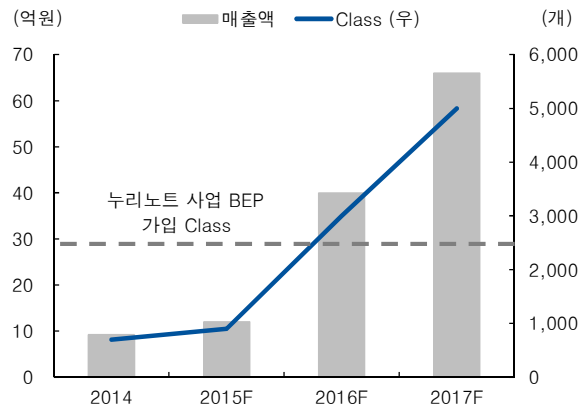
B2C향으로는 영유아용 교육용 어플리케이션을 서비스하고 있다. 디즈니, EBS, 뽀로로 등의 IP 확보를 통하여 유아용 app book 서비스인 '토모키즈'가 성공적으로 시장에 자리매김한 것으로 파악된다. 삼성출판사의 '핑크퐁'에 이어 국내 교육용 앱마켓에서 2위를 차지하고 있으며 신규 런칭한 가상통화 서비스 '뽀요'가 좋은 반응을 보이면서 교육용 앱 사업에서도 월 매출 1.5억원을 기록하고 있다. 하반기 '토모키즈'의 글로벌 런칭과 함께 B2C 교육용 앱 분야에서도 성장이 이루어질 전망이다.

그림 5. B2B 누리노트 사업: 교사 - 교육기관 - 학부모 연동



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

그림 6. 누리노트 매출 전망



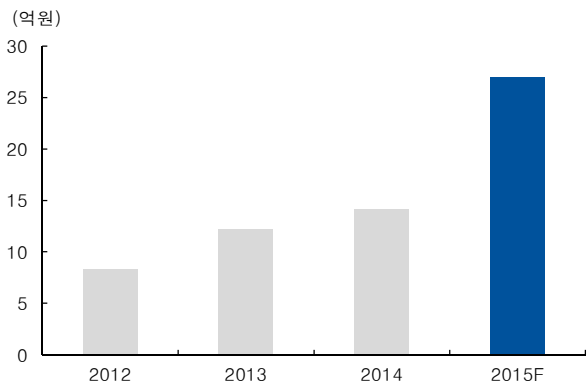
자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

그림 7. B2C 유아용 교육앱 '토모키즈'



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

그림 8. App. 사업 매출 전망 (토모키즈, 뽀요, 운세서비스 등)



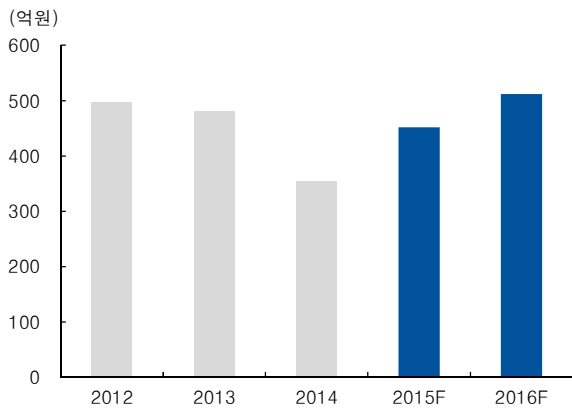
자료: KDB대우증권 투자정보지원부

실적 전망 및 밸류에이션

15F 매출액 452억원, 영업이익 47억원으로 턴어라운드 예상

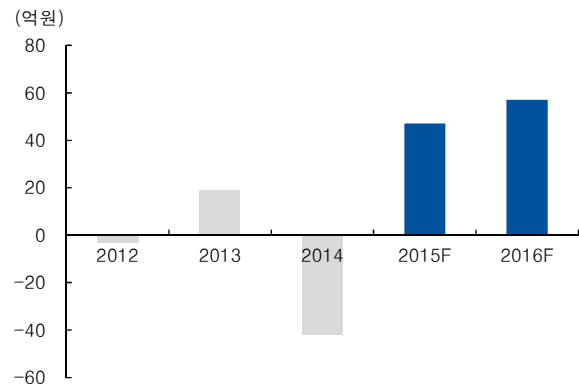
유엔젤은 2015F 매출 452억원(YoY + 27.7%), 영업이익 47억원(YoY 흑전)으로 턴어라운드할 전망이다. 동사는 과거 해외 자원투자 및 게임 개발 등 신규 사업 실패로 적자를 기록한 바 있다. 관련 비용들이 2014년에 전액 반영되었고, 해외 사업 및 교육 사업이 성장하면서 턴어라운드가 가능할 것으로 전망된다. 200억원에 달하는 현금성 자산과 15% 수준의 부채비율 등 우량한 재무구조를 감안하면, 성장성 회복에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다.

그림 9. 유엔젤 매출액 전망



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

그림 10. 유엔젤 영업이익 전망



자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

유엔젤

성장의 날개를 다시 펼친다

유엔젤 (072130)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/13	12/14	12/15F	12/16F
매출액	481	354	452	512
매출원가	256	201	231	260
매출총이익	225	153	221	252
판매비와관리비	206	194	174	195
조정영업이익	19	-42	47	57
영업이익	19	-42	47	57
비영업손익	-56	-26	11	8
금융손익	7	5	8	10
관계기업등 투자손익	-8	-4	5	7
세전계속사업손익	-37	-68	58	65
계속사업법인세비용	4	28	7	8
계속사업이익	-41	-96	51	57
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-41	-96	51	57
지배주주	-35	-97	51	57
비지배주주	-5	0	0	0
총포괄이익	-34	-99	51	57
지배주주	-30	-100	51	57
비지배주주	-4	0	0	0
EBITDA	37	-28	61	71
FCF	4	-34	49	51
EBITDA 마진율 (%)	7.7	-7.9	13.5	13.9
영업이익률 (%)	4.0	-11.9	10.4	11.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-7.3	-27.4	11.3	11.1

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/13	12/14	12/15F	12/16F
유동자산	399	358	417	476
현금 및 현금성자산	79	98	125	150
매출채권 및 기타채권	104	91	102	116
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	215	168	189	209
비유동자산	328	245	239	232
관계기업투자등	11	9	11	12
유형자산	116	103	90	76
무형자산	30	25	25	24
자산총계	726	602	655	708
유동부채	83	72	85	92
매입채무 및 기타채무	34	32	42	47
단기금융부채	35	30	30	30
기타유동부채	14	10	13	15
비유동부채	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	83	72	86	93
지배주주지분	642	526	566	611
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	251	251	251	251
이익잉여금	420	306	345	391
비지배주주지분	1	4	4	4
자본총계	643	530	570	615

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/13	12/14	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	-30	49	51
당기순이익	-41	-96	51	57
비현금수익비용가감	65	59	5	4
유형자산감가상각비	18	14	14	14
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	46	45	-9	-10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	9	-8	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	10	-11	-13
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-14	-6	6	2
법인세납부	-15	-6	-7	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	45	72	-18	-22
유형자산처분(취득)	-7	-4	0	0
무형자산감소(증가)	-2	2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-43	81	-21	-23
기타투자활동	97	-7	3	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-39	-23	-11	-11
장단기금융부채의 증가(감소)	-22	-	-	-
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-17	-17	-11	-11
기타재무활동	0	-	-	-
현금의 증가	17	19	27	26
기초현금	62	79	98	125
기말현금	79	98	125	150

자료: 유엔젤, KDB대우증권 투자정보지원부

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14	12/15F	12/16F
P/E (x)	-	-	15.1	13.5
P/CF (x)	19.6	-	13.7	12.5
P/B (x)	0.6	1.0	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	6.6	-	8.4	6.6
EPS (원)	-269	-732	388	433
CFPS (원)	185	-282	425	466
BPS (원)	5,650	4,765	5,065	5,412
DPS (원)	150	100	100	100
배당성향 (%)	-42.4	-11.9	22.5	20.1
배당수익률 (%)	4.1	2.1	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	-3.2	-26.4	27.7	13.3
EBITDA증가율 (%)	94.7	-	-	16.4
조정영업이익증가율 (%)	-733.3	-	-	21.3
EPS증가율 (%)	-	-	-	11.6
매출채권 회전을 (회)	4.7	3.8	4.8	4.8
재고자산 회전을 (회)	671.8	394.0	434.8	411.7
매입채무 회전을 (회)	11.7	13.7	14.9	13.0
ROA (%)	-5.3	-14.5	8.1	8.4
ROE (%)	-5.3	-16.5	9.4	9.7
ROIC (%)	6.2	-20.1	15.8	19.8
부채비율 (%)	12.9	13.6	15.0	15.1
유동비율 (%)	480.9	497.4	489.2	514.5
순차입금/자기자본 (%)	-36.0	-41.0	-45.5	-49.0
조정영업이익/금융비용 (x)	16.1	-42.1	23.5	38.2

유엔젤

성장의 날개를 다시 펼친다

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.36%	13.57%	14.07%	0.00%

* 2015년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

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 간섭 없이 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.