

Company Visit

Analyst 문경준
02) 6915-5776
juninearth@ibks.com

Not Rated

현재가 (12/13)	4,180원
시가총액	528억원
발행주식수	12,625천주
액면가	100원
52주 최고가	7,250원
최저가	2,955원

IBK투자증권 주관사 IPO기업 Update

솔트웍스 (230980)

M&A로 인한 외형 확대 효과

- 방산용 교육훈련/관리시스템에 관한 솔루션 개발업체
- 매출비중은 교육훈련용 솔루션개발(솔트웍스/KMT) 19.6%, 하드웨어 부품제조(KAT) 80.4%
- M&A를 통한 외형성장, 향후 인수법인 관리와 사업체간 시너지 여부가 중요한 체크포인트

M&A를 통해 사업규모를 키워가는 방산용 솔루션 개발 기업

솔트웍스는 방산용 교육훈련/관리시스템에 관한 솔루션 개발업체로 2008년에 설립 되었으며 2016년 IBKS제4호스팩과 합병하여 코스닥 시장에 상장. 동사가 영위하는 주력 사업으로는 가상훈련시스템 개발, 종합군수 시스템개발 지원, 전자식 기술교범 등의 ‘군수사업’과 가상현실(VR)/증강현실(AR) 가상체험 시뮬레이션 개발/구축과 안전/보건 시스템 망구축 등의 ‘민수사업’으로 구분. 사업별 매출비중은 교육훈련용 솔루션 개발(솔트웍스/KMT) 19.6%, 하드웨어 부품제조(KAT) 80.4%로 구성. 전체 매출에서 군수매출이 차지하는 비중은 61.7%.

3Q18누적 실적은 매출액 302억원(+379.3% yoy), 영업이익 8.2억원(+2,636.6% yoy)으로 매출액과 이익이 큰 폭으로 상승. 매출액은 2017년 10월에 인수한 케이에이티의 매출액이 연결로 반영된 효과이며 인수 후 사업효율화 작업이 진행되면서 이익률 개선효과가 나타남. 실적 지표는 개선되었지만 M&A 당시 추정했던 올해 실적 목표치에는 미치지 못함. 인수합병에 필요한 자금조달로 인한 금융이자비용(영업외비용)증가로 순이익은 BEP수준을 소폭 상회하는 0.8억원을 기록. 3Q18누적 금융비용은 6.1억원으로 전년동기(1.4억원)대비 335.7% 증가.

2018년 예상실적은 매출액 401억원(+389.0% yoy), 영업이익 11억원(흑전 yoy). 2018년에 인수법인 케이에이티와 케이엠티의 실적이 연결로 반영되면서 외형이 확대 되는 효과 발생. 하지만 개별 법인별 실적은 2017년 실적과 유사한 수준.

(단위: 억원배)	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	68	97	83	82	403
영업이익	3	16	6	-3	13
세전이익	1	18	-21	-1	10
지배주주순이익	1	15	-22	-1	10
EPS(원)	0	0	-254	-9	79
증가율(%)	-	-	-	-96	-
영업이익률(%)	4	16	7	-4	3.1
순이익률(%)	1	15	-26	-1	2.5
ROE(%)	2	43	-34	0	6.9
PER	-	0	-	-	52.8
PBR	0	0	3	3	3.6
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

방산용 가상훈련 및 관리운용 솔루션 개발 업체

방산용 S/W개발업체

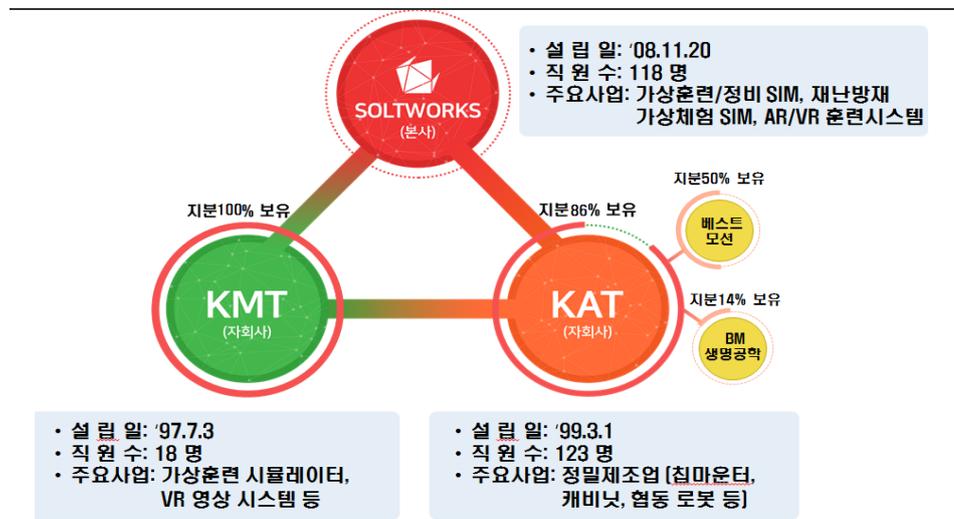
솔트웍스는 방산용 가상훈련 및 관리운용 솔루션 개발업체로 2008년에 설립되었으며 2016년 IBKS제4호스팩과 합병하여 코스닥 시장에 상장. 동사가 영위하는 주력 사업으로는 가상훈련시스템 개발, 종합군수 시스템개발 지원, 전자식 기술교범 등의 ‘군수사업’과 가상현실(VR)/증강현실(AR) 가상체험 시뮬레이션 개발/구축과 안전보건 시스템 망구축 등의 ‘민수사업’으로 구분. 사업별 매출비중은 교육훈련용 솔루션 개발(솔트웍스/KMT) 19.6%, 하드웨어 부품제조(KAT) 80.4%로 구성. 전체 매출에서 군수매출이 차지하는 비중은 61.7%. 동사는 군수사업 분야의 관리운용 시스템 개발 수주에 참여하며 사업의 기반을 구축하였으며 민수시장에 진출을 통해 외형 확대해 간다는 계획.

M&A를 통한 외형 성장

동사는 2017년 10월과 12월에 각각 케이에이티(KAT)와 케이엠티(KMT)를 인수함. 인수에는 내부현금과 인수금융을 활용하였으며 현재 각 법인에 대한 지분율은 케이에이티(86%), 케이엠티(100%). 케이에이티의 주력제품은 시스템캐비닛(전투체계 정보처리 및 통제지원 장비), 콘솔(함선용 지휘통제 시스템장비), 칩마운트 모듈, 산업용 협동로봇 등이 있음. 케이에이티의 주요 고객사는 한화시스템, 한화정밀기계 등이 있음. 솔트웍스는 국방용 시스템S/W 개발력을 하드웨어까지 확장시키기 위해 케이에이티를 인수하였으며 중장기적인 사업시너지가 기대됨. 케이에이티의 2017년 기준 매출규모는 301억원으로 군수/민수부문 매출이 각각 145억원, 156억원.

케이엠티(KMT, 한국미디어테크)는 국방용 훈련 시뮬레이터(VR가상현실 훈련시스템)과 기능별 맞춤형 디스플레이 개발(영상 디스플레이 사업)을 주요 사업으로 하고 있음. 현대로템과 함께 전차 시뮬레이터 개발 그리고 한국항공우주(KAI)와는 차세대 전투기 조종성평가 시뮬레이터 개발 프로젝트에 참여한 바 있음. 케이엠티의 매출은 2017년 기준으로 13억원(군수매출 12억원, 민수매출 1억원)으로 솔트웍스 연결실적에서 차지하는 비중은 크지 않음.

그림 1. 솔트웍스 그룹 조직도



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

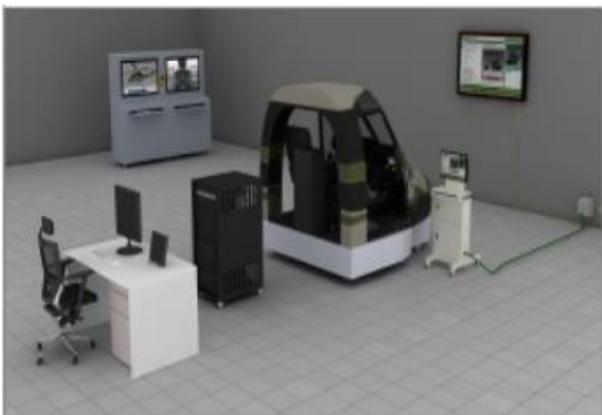
- 군수사업
- 가상훈련시스템 개발
- 종합군수지원
- 국방 시뮬레이터 개발

솔트웍스의 군수부문 주요 사업은 가상훈련시스템 개발, 종합군수지원 그리고 전자식 기술교범이 있으며 전체 매출에서 군수매출이 차지하는 비중(2017년) 61.7%. 가상훈련 시스템 개발은 실제 훈련 시 발생하는 비용을 절감하기 위해 가상현실(VR)과 증강현실(AR) 기술을 활용하여 실제 훈련과 유사한 환경에서 효율적인 군사 훈련 및 정비훈련 경험을 제공. 동사는 T-50 항공기 정비훈련장비 개발 프로젝트에 참여한 바 있으며 천궁 지대공 유도무기 운용 및 KUH 항공기 정비훈련 시스템 개발에 참여. 주요 고객사는 국방부, 한국항공우주(KAI), LIG넥스원, 국방연구기관 등이 있음.

종합군수지원(ILS, Interated Logistics Support)사업은 국방자원 운영/보급/수리/폐기 등 시스템 관리에 대한 부분을 종합적으로 지원하는 사업. 육/해/공군의 주요 시설 경계용 ILS개발프로젝트에 참여하고 있음. ILS의 핵심 콘텐츠인 전자식기술교범(IETM, Interactive Electronic Technical Manual)개발은 무기체계 운용 및 관리에 관한 기술교범으로 디지털화된 콘텐츠로 고객사에 공급. 현재 통합 기술정보 시스템 CLASS 5 단계를 지원하는 ‘eXPIS 3’ 솔루션을 개발/운영하고 있으며 방산용 데이터 개발 및 교환을 위한 기술문서 작성 표준인 S1000D 솔루션을 개발 중.

동사는 2017년 10월 케이엠티 인수를 통해 방위산업 관련 시뮬레이터 개발분야로 사업영역을 확장. 케이엠티는 1997년에 설립된 회사로 전투기/헬기/전차 등 방산관련 시뮬레이터 및 가상현실(VR) 분야 영상시스템 개발을 전문으로 하는 업체. 공군 초등 군사훈련기 비행시뮬레이터와 해군 P3-C 시뮬레이터 및 T-50, KF-16 등의 항공기 시뮬레이터 그리고 K계열의 전차 시뮬레이터를 개발하여 한국항공우주, 현대로템 등에 납품한 바 있음.

그림 2. 가상훈련시스템



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

그림 3. 전자식기술교범



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

군수사업을 통해 확보한 개발노하우로 민수시장에 적극 진출

군수사업을 통해 확보한 개발노하우를 기반으로 민수시장에 적극적으로 진출. 안전보건공단를 포함한 공공기관 및 민간업체로부터 수주한 안전훈련 VR/AR 가상체험 시뮬레이션 개발프로젝트에 참여. 향후 가상 전투 시뮬레이션을 활용한 훈련시스템 및 민수시장에도 진출한다는 계획. 현재 포항공대와 현대오일뱅크 함께 국가과제로 VR기반의 체험형 플랜트 공정설계 시스템을 개발 중에 있으며 향후 각종 산업현장으로 적용 범위가 확대해 간다는 계획.

그림 4. VR 안전관리 시뮬레이션 체험장



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

그림 5. VR을 통한 가상안전훈련



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

표 1. 법인별 사업영역 및 고객사

회사명	사업의 영역	주요 고객사
솔트웍스	가상훈련시스템, 종합군수지원사업 등	한국항공우주, 현대로템, 국방부 등
케이엠티	영상시스템 및 시뮬레이터 HW장비 등	한국항공우주, 현대로템, 국방부, 대학기관 등
케이에이티	칩마운터 핵심모듈, 협동로봇, 방산부품	한화시스템, 한화정밀기계 등

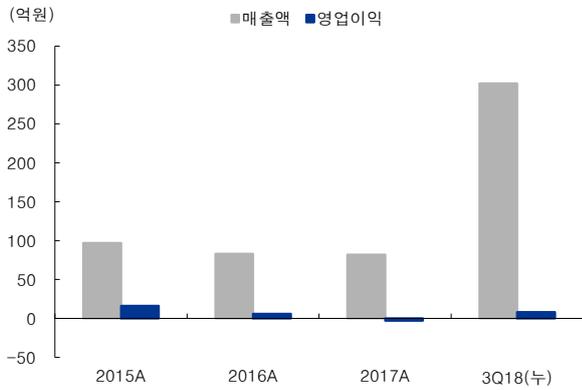
자료: 솔트웍스, IBK투자증권

3Q18누적 실적
매출액 302억
+379.3% yoy
영업이익 8.2억원
+2,636.6% yoy

3Q18누적 실적은 매출액 302억원(+379.3% yoy), 영업이익 8.2억원(+2,636.6% yoy)으로 매출액과 이익이 큰 폭으로 상승. 매출액은 2017년 10월에 인수한 케이에이티의 매출액이 연결로 반영된 효과이며 인수 후 사업효율화 작업이 진행되면서 이익률 개선 효과가 나타남. 실적 지표는 개선되었지만 M&A 당시 추정했던 올해 실적 목표치에는 미치지 못함. 인수합병에 필요한 자금조달로 인한 금융이자비용(영업외비용) 증가로 순이익은 BEP수준을 소폭 상회하는 0.8억원을 기록. 3Q18누적 금융비용은 6.1억원으로 전년동기(1.4억원)대비 335.7% 증가.

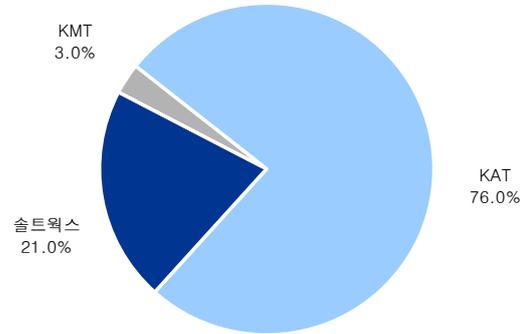
2018년 예상실적은 매출액 401억원(+389.0% yoy), 영업이익 11억원(흑전 yoy). 2018년에 인수법인 케이에이티와 케이엠티의 실적이 연결로 반영되면서 외형이 확대되는 효과 발생. 하지만 개별 법인별 실적은 2017년 실적과 유사한 것으로 파악됨.

그림 6. 매출액 및 영업이익 추이



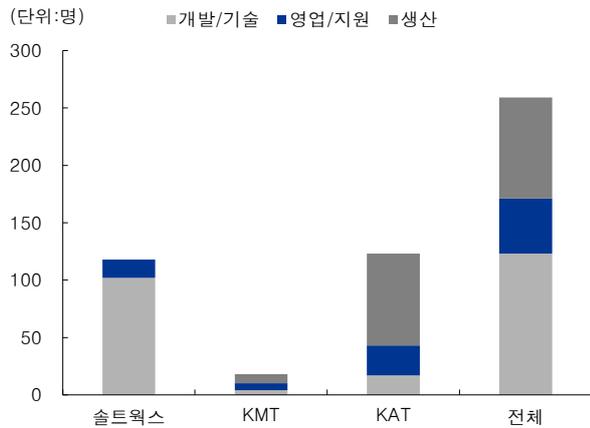
자료: 솔트웍스, IBK투자증권

그림 7. 솔트웍스 그룹사별 매출비중



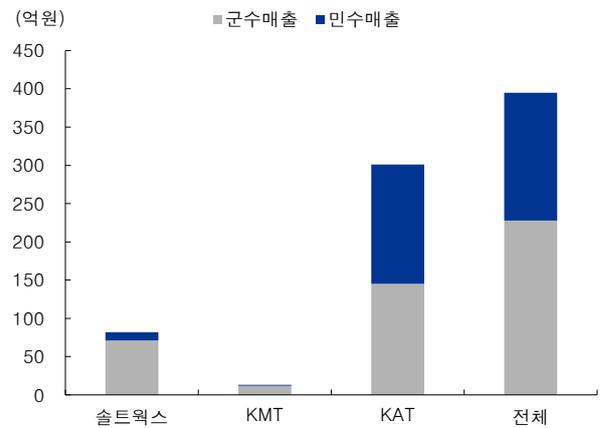
자료: 솔트웍스, IBK투자증권

그림 8. 법인별 인력 현황



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

그림 9. 법인별 군수/민수 매출비중



자료: 솔트웍스, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

솔트웍스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	-				-					