

냉정(실적)과 열정(기대감) 사이

2014년 Target KOSPI	2,150pt
12MF PER	10.2배
12MF PBR	1.00배
Yield Gap	7.0%P

- ▶ 성장 기대감, 실적 모멘텀 등 시기에 따라 영향력이 커지는 변수를 기준으로 종목 선정할 필요
- ▶ 올해 5월부터 8월 사이에는 신주인수권 행사에 따른 종목별 수급 부담 체크
- ▶ 실제 여부에 집중되는 이슈: M2M, 원격진료- 실적 성장 가능성에 따라 관련주 선별 해야

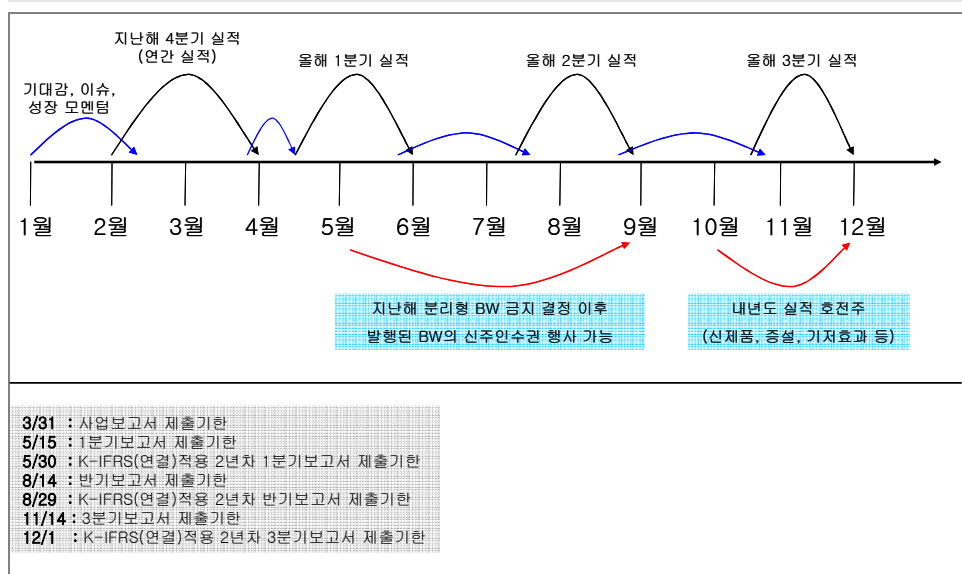
■ 소형주 주가에 영향을 주는 주요 변수 정리

시기별로 주된 이슈들을
중점으로 종목을 선별할 필요

주가는 실적, 성장 기대감, 정책, 수급 등 무수히 많은 변수들에 의해 영향을 받는다. 그러나 변수별 영향력은 시기별로 조금씩 다르다. 한 개의 변수가 주가에 절대적으로 영향을 끼칠 수는 없으나 시기에 따라 영향력이 큰 변수는 분명히 있다. 시기별로 주된 이슈들을 중심으로 종목을 선별하는 과정이 수익률 향상에 도움을 줄 것으로 판단한다. 올해 실적 발표 시기와 시기별 영향력이 큰 변수들을 정리했다[그림1].

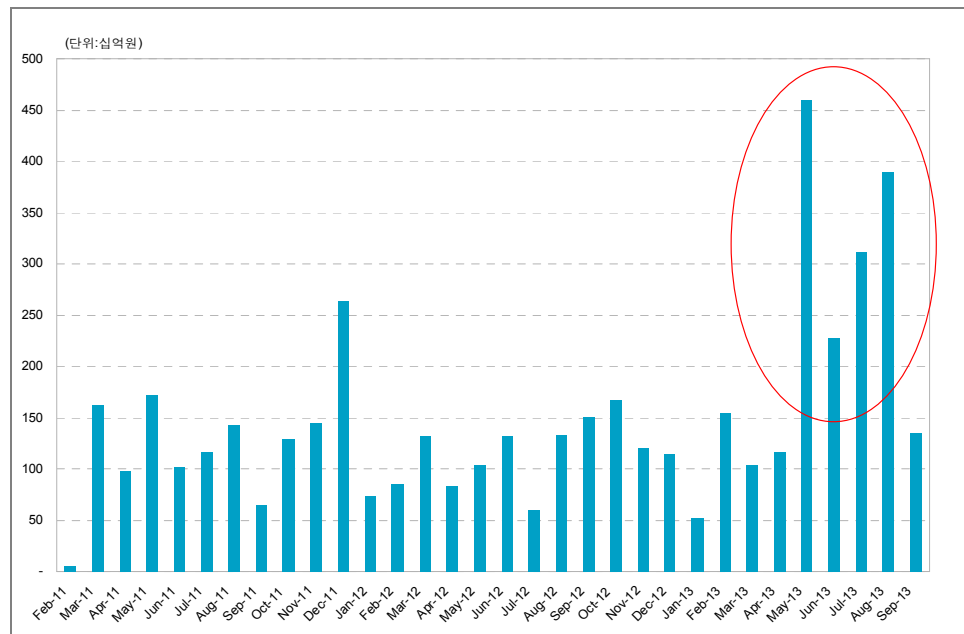
미래의 성장성에 대한 기대감이나 정책 영향, 매크로 변화 등의 이슈는 종목 선택에 있어 언제나 주된 기준에 속하지만, 실적 발표 시기에는 상기 변수들보다는 실적의 영향을 더 크게 받는다. 실적 전망에 대한 평가 내지는 중간점검의 의미를 갖기 때문이다. 실적 발표 시기에는 실적 모멘텀에 초점을 두고 이외의 시기에는 다시 변화와 성장에 초점을 맞추는 전략이 유리할 것이다. 또한 연초에는 기대감이 크게 작용하고 연말에는 다음 해 실적 호전주에 초점이 맞춰지는 점도 참고할 필요가 있다.

[그림 1] 2014년도 소형주 주요 변수 정리



자료: 한국거래소, 한국투자증권

[그림 2] 월별 BW 발행금액(2011.01~2013.09)



자료: 한국에탁결제원, 한국투자증권

주: 거래소의 STX그룹주, 대한전선, 두산건설 제외

5월~8월 사이 중소형주 신주인수권 행사에 따른 물량 부담 우려

중소형주의 수급적인 측면에서 올해 특수한 이슈가 있다. 5월~8월 사이의 신주인수권 행사에 따른 물량 부담이다. 지난해 5월, 분리형 사모 BW 발행 금지를 발표했다. 8월말까지 발행이 허용되었기 때문에 5월~ 8월 사이에 분리형 사모 BW 발행액이 크게 증가하였다[그림2]. 지난해 5월~ 8월 사이 중소형주에서 발행된 BW는 1조 4 천억원에 달한다. 신주인수권은 대체로 채권 발행 후 1년 이후에 행사가 가능하고, 신주인수권을 행사했을 때 신주의 규모는 대체로 채권발행 금액과 동일하다는 점을 감안했을 때 올해 5월부터 8월 사이에 중소형주들 수급이 악화될 가능성이 있어 보인다. 물론 신주인수권 권리 행사 기간이라고 해서 모두 시장에 출회되는 것은 아니다. 전환가와 현재가의 괴리가 적다면 신주인수권 행사가 미루어질 수도 있다. 또한 지난 1년간 주가 상승률이나 향후 전망, 신주 규모 등에 따라 영향력은 다를 것이다. 따라서 종목별로 사전에 면밀히 체크해볼 필요가 있다.

경험상 중소형주들의 경우 신주인수권 행사를 앞둔 시점에 기업이 IR을 적극적으로 하고 긍정적인 전망을 내놓는 경향이 많아 이 점에도 유의할 필요가 있어 보인다. 중소형주는 1)IR 여부와 적극성이 기업에 따라 차이가 크고, 2)대형주보다는 애널리스트들의 검증 정도가 약하며, 3) Peer가 없거나 그 수가 작아서 업황 확인이 어렵다는 특성이 있기 때문에 대형주와는 달리 IR에 대한 사측의 태도가 주가에 영향을 미치기도 한다. 이러한 경우 신주인수권 행사 전에는 주가가 상승세를 보일 수 있으나, 행사 전후로는 주가가 조정을 보일 수 있다는 점에서 기업의 성장성에 대한 면밀한 검증과 신주상장 시기에 대한 사전 체크가 반드시 필요해 보인다.

4분기 실적 호전주와
변화가 실제 실적 성장으로
연결될 수 있는 종목 압축

■ 지금은 지난해 4분기 실적 영향권, 이슈는 실체 위주로 압축

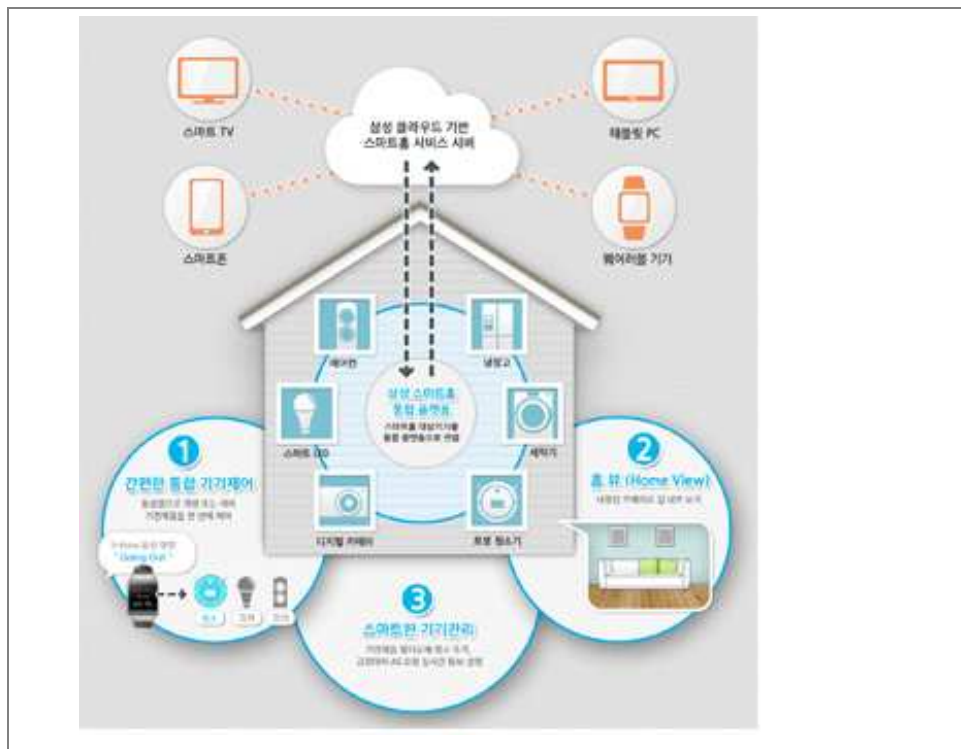
지난 2월 21일 당사 ‘중소형주 투자전략’에서 분석, 제시된 바와 같이 최근 중소형주 중 강세를 보이고 있는 종목군은 지난해 4분기 실적 호전주와 성장 모멘텀이 기대되는 종목들이다. 연초에 정책 영향 등을 중심으로 전반적으로 테마, 이슈 관련주들의 상승세가 강했는데, 지난해 4분기 실적 발표 시기가 시작되면서 이슈 관련주들은 실제로 이슈로 인한 실적 상향의 근거가 있는 종목들로 압축되고 있다. 따라서 중소형주 투자 전략은 1분기 실적 발표 시기가 되기 전까지는 1) 기발표된 지난해 4분기 실적을 감안하여 올해 연간 실적을 추정하였을 때 밸류에이션이 낮은 종목들과 2) 테마, 이슈 관련주 중에서 변화가 실적 성장으로 연결될 수 있는 종목들로 압축하는 것이 바람직해 보인다. 1)의 종목들은 지난 2월 21일 당사 ‘중소형주 투자전략’에서 제시된 종목들을 참고하기 바란다. 2)의 종목들은 연초부터 시장에서 가장 크게 부각된 스마트홈(M2M), 원격진료 관련주 중에서 실질적인 수혜주 찾기에 초점을 두고 분석했다.

스마트홈, M2M에 대한
시장의 높은 관심

■ 스마트홈 시대가 예상보다 빨리 오고 있다

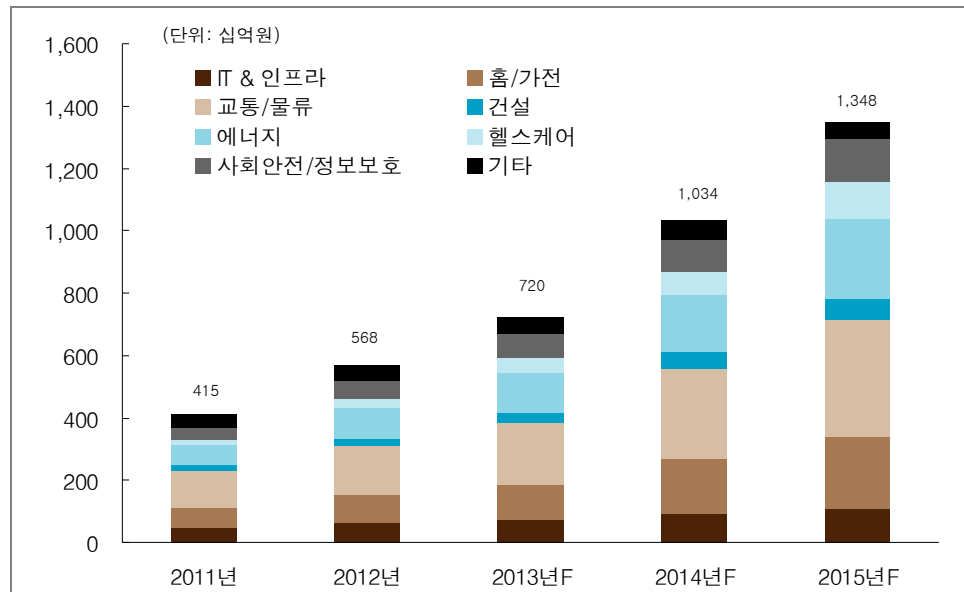
스마트디바이스를 통해 가전 등을 컨트롤하는 스마트홈의 시대가 예상보다 빨리 오고 있다. LG전자가 카카오톡, 라인을 통해 가전 등을 컨트롤할 수 있는 ‘홈챗’서비스를 빠르면 3월에 출시될 것이라는 보도가 있었고, 삼성전자가 지난해 11월 사물인터넷 전담팀을 만들었다는 보도로 ‘스마트홈’이 곧 출시될 것이라는 기대감을 높이고 있다. 스마트홈 구현을 위해서 필수적으로 필요한 사물지능통신(IoT 또는 M2M, 이하 M2M)에 대한 시장의 관심이 지속되는 이유이다.

[그림 3] 삼성전자의 스마트홈



자료: 삼성전자

[그림 4] 사물인터넷 사업영역별 국내 매출액 현황 및 전망

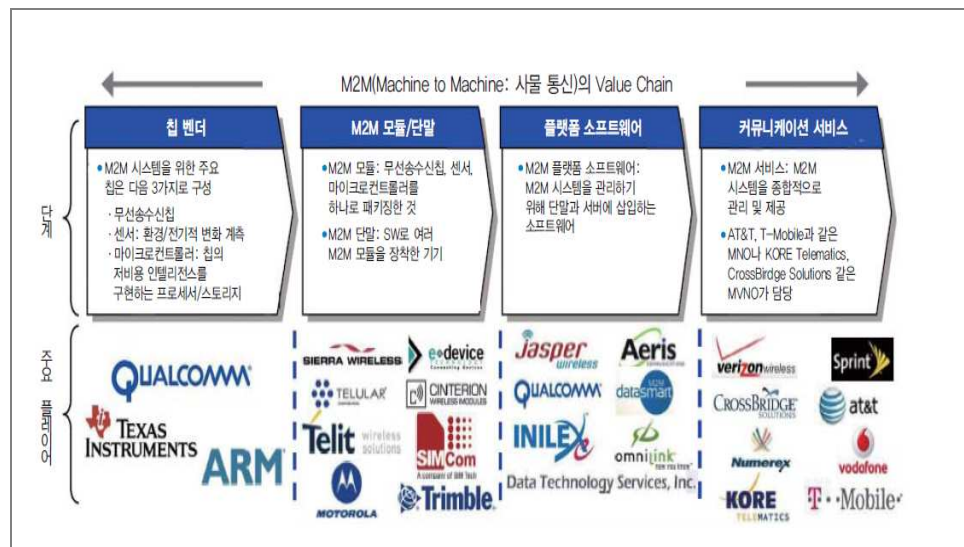


자료: 미래창조과학부(2013), 한국투자증권

■ 밸류체인을 통한 M2M의 이해와 수혜주

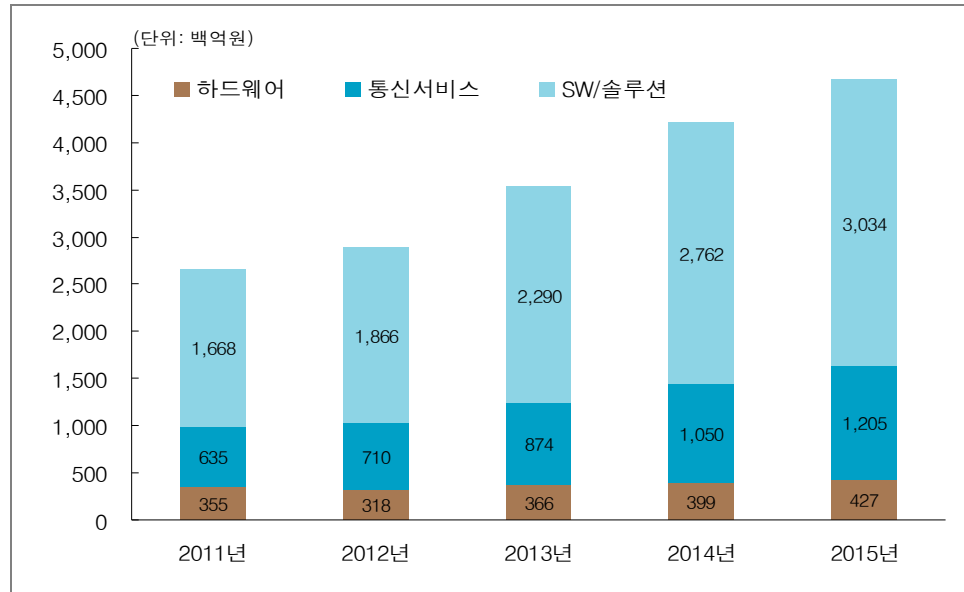
스마트홈은 M2M을 통해서만 구현될 수 있다. M2M은 각 사물에 모듈이 부착되어야 하는데, 모듈은 칩(마이크로컨트롤러 또는 미세전자기계시스템:MEM)과 센서에 무선 송수신칩을 하나로 패키징된 기기이다. 모듈을 통해 전달된 정보들은 플랫폼에 모아진 뒤 정보를 분석하여 결과를 디바이스 등 컨트롤기기에 전달하게 된다. 이 때 데이터의 전달은 무선통신망을 통하게 되며, 정보의 저장을 위해 클라우드서비스가 이용되기도 한다. 전달된 정보를 바탕으로 컨트롤기기에 제어명령을 내리면 모듈이 부착된 사물은 그대로 시행하게 된다. [그림5]

[그림 5] M2M 밸류체인



자료: 한국과학기술정보연구원

[그림 6] 사물인터넷 분야별 전세계 매출액 현황 및 전망



자료: IDATE(2011), 한국투자증권

주: 원 자료의 단위는 백만유로. 백억원 단위로 변경. 2014.02.26 환율(1유로=1,464.1원)기준

직관적으로는 기기당 부착되어야 하는 하드웨어(모듈 등)의 매출비중이 높을 것으로 생각되지만, 실제로는 솔루션(플랫폼 기술 등) 매출 비중이 높다[그림6].

밸류체인별 내용과 국내 업체들 현황을 체크해 보면 다음과 같다.

1) 마이크로컨트롤러 칩 및 센서

M2M 칩은 사물을 컨트롤할 수 있는 미세한 사이즈의 칩이며, 센서는 상태를 체크할 수 있는 기기이다. 기술 진입장벽이 높아 공급업체가 소수로 한정되어 있다. 대표적인 업체로 쉐일, TI 등이 있고, 국내에서는 생산하고 있는 기업이 없다. 삼성이 만든 벤처투자조합이 2대주주로 있는 칩 설계 및 생산 기업인 알파칩스가 생산의 가능성이 있다고 밝히고 있지만, 진입장벽이 높은만큼 기존의 공급 실적이 없음을 감안할 때 아직은 공급 가능성이 높다고는 보기 어렵다.

2) 모듈

모듈은 마이크로컨트롤러 칩과 센서에 무선송수신칩을 더해 통신망을 통해 데이터를 전달할 수 있게 하는 제품이다. 진입장벽이 높지 않아 모듈의 가격은 지속적으로 하락세를 보이고 있다. 국내에서는 유비쿼스 자회사 모바일에코와 모다정보통신 등이 생산하고 있는데 대규모 공급 경험이 아직까지 없고, 현재 구체적으로 대규모 공급을 준비하고 있지 않은 상황이다.

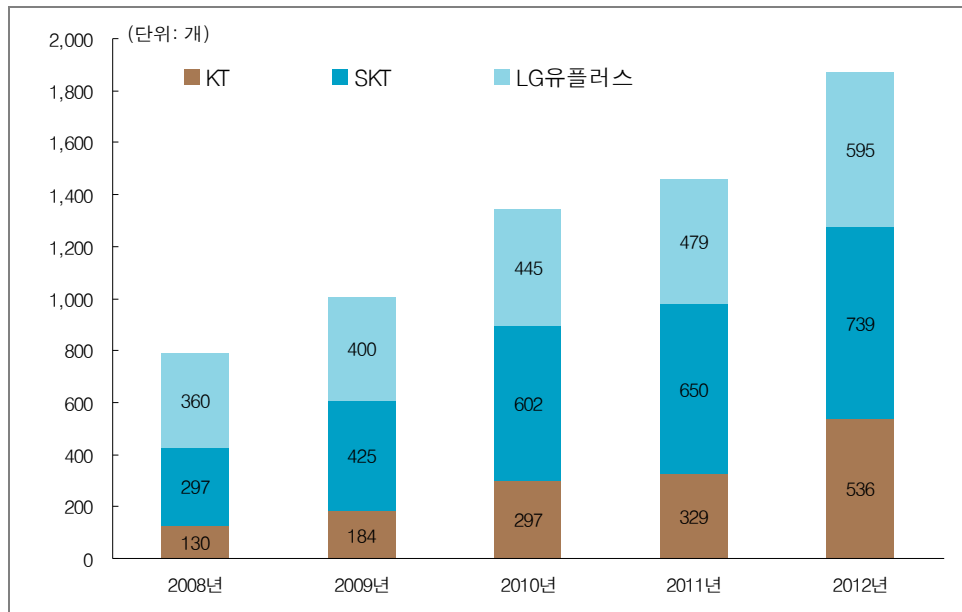
3) 플랫폼

플랫폼은 M2M에서 CPU의 역할을 한다. Si업체들이 제공하는데, 국내에서는 유일하게 엔텔스가 공급 실적을 가지고 있다.

4) 무선망

가까운 거리 내에서만 M2M 서비스를 이용할 경우 NFC로도 M2M 구현이 가능하나, 외부에서 스마트디바이스로 컨트롤하기 위해서는 wifi 및 3G, LTE망의 이용이 필요하다. 서비스 제공자가 통신사로부터 망을 빌리거나, 통신사와 함께 서비스를 개발할 것으로 예상된다. 참고로 대부분 단순 회선 사업인 기존의 통신사의 M2M 회선 평균 ARPU는 7천원 수준(digieco, 2013.07)이다. 향후 솔루션을 포함한 서비스를 제공하게 된다면, 과금 체계에 관심을 가질 필요가 있다.

[그림 7] 통신 3사 M2M 회선수



자료: digieco, 한국투자증권

가시화된 실질적인
수혜주는 적어,
우선적으로 엔텔스 관심 필요

M2M은 향후 높은 성장성과 빠른 가시화 기대감으로 시장의 관심이 큰데 비해 아직 국내의 수혜주는 거의 없는 것으로 판단된다. SKT과 함께 M2M 서비스를 공급해온 M2M 플랫폼 업체인 엔텔스가 현재 국내 대기업들과 M2M 서비스에 대해 논의하고 있어 향후 구체적인 실적 성장으로 이어질 가능성이 있다.

의사협회의 반대에도 불구하고
정부가 원격진료를 쉽게
포기하진 않을 전망이다

■ 원격진료, 어디로 가고 있나?

원격진료는 정부의 의지가 강한 정책 중 하나이다. 국내 의료법 상 원격진료의 상업화를 위해서는 반드시 의료법의 개정이 필요하다. 작년 10월 보건복지부가 의료법 개정을 입법예고하였고, 3월 초 국회에 제출할 예정이다. 그런데 최근 원격진료관련 뉴스들을 보면, 상반되는 내용들이 많아 어떻게 진행되고 있는지 파악하기가 쉽지 않다. 실제 수혜주들을 점검하기 위해 논란이 되었던 부분들을 우선 정리할 필요가 있어 보인다.

1) 의사협회는 원격진료에 아직 동의하지 않았다.

지난 2월 18일, 보건복지부와 의사협회 합의 내용이 발표는데, 의료발전협의회를 통해 의사협회가 정부의 의료정책을 대부분 수용했다는 내용이었다. 그러나 발표 이후 의사협회에서는 협회가 의도했던 바와 다르다고 반발하였고, 내부분열의 움직임도 보였다. 현재 3월 10일 총과업 여부 투표 중인데, 그 결과가 당일 발표될 예정이다.

2) 정부가 추진하는 원격진료는 비대면 진료이다.

의사협회는 IT기기를 이용한 건강상태 체크는 허용할 수 있으나 비대면 진료는 반대하고 있다. 의사협회는 ‘정부가 원격진료를 잘못 이해하고 있다’고 보도자료를 내기도 하였으나, 보건복지부가 내놓은 의료법 개정안의 내용을 보면 정부가 추진하는 바는 ‘의사협회에서 주장하는 IT기기를 이용한 건강상태 점검’이 아닌 명확하게 ‘비대면 진료’에 포커스가 맞춰져 있다.

[그림 8] 원격진료



자료: 보건복지부

의사협회의 반대라는 큰 난관이 있지만, 정부 또한 원격진료를 쉽게 포기하지는 않을 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 향후 수출 규모가 클 것으로 전망되고[표1], 2) 2000년대 후반에 이미 미국, 일본, 유럽 중심으로 원격진료, 건강관리업이 시작되었기 때문에 시기를 늦출 경우 주도권을 뺏기면서 시장 진입이 어려울 수 있으며[그림9,10], 3) 융합, 새로운 부가가치 창조라는 부분에서 정부가 강조하는 창조경제에도 부합하는 사업이기 때문이다.

표 1> 당뇨질환 원격진료 해외시장 수출 예상 규모

(단위:십억원, %,배)

구분	매출액		
미국	1,840	230 만명	환자수(2,300 만명)* 한국업체 점유율(10%)* 단가(80 만원)
중국	1,600	200 만명	환자수(2,000 만명)* 한국업체 점유율(10%)* 단가(80 만원)
동남아	3,600	450 만명	환자수(4,500 만명)* 한국업체 점유율(10%)* 단가(80 만원)
계	7,040	1,150 만명	

자료: 삼성전자, 산업통상자원부 자료(2010년) 재인용

[그림 9] 미 오바마 정부의 u-Health 사업 내용

분야	주요 내용	예산
원격의료 인프라 개선	농어촌, 도시, 직장, 가정 등 지리적 위치와 관계없이 원격의료 및 모니터링 서비스 제공	8억불 의료정보 20억불
통신/브로드밴드 인프라 확대	원격의료, EHR을 위한 의료기관 네트워크 확대	전체 예산 28억5천만불 가운데 상당 부분 반영
의료서비스 수출	재외 미국인에게 원격의료 서비스 제공	1천만불
재난 대응을 위한 원격의료 활용	응급상황 대응에 원격의료 활용	1천만불
원격의료 가이드라인/표준개발	원격의료 관련 표준화 추진	5백만불
공공의료 프로그램에 원격의료 활용	연방 공공의료 프로그램에 원격의료 활용	전체 예산 5억9천만불 가운데 상당액 반영

자료: 보건복지부(2009)

[그림 10] 일본 원격진료 대상

원격진료의 대상	내 용
재택 산소 요법을 실시하고 있는 환자	재택 산소 요법을 실시하고 있는 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 심전도, 혈압, 맥박, 호흡수 등의 관찰을 실시해, 재택 산소 요법에 관한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.
재택 난치병 환자	재택 난치병 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 심전도, 혈압, 맥박, 호흡수 등의 관찰을 실시해, 난치병의 요양상 필요한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.
재택 당뇨병 환자	재택 당뇨병 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 혈당치 등의 관찰을 실시해, 당뇨병의 요양상 필요한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.
재택 천식 환자	재택 천식 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 호흡 기능 등의 관찰을 실시해, 천식의 요양상 필요한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.
재택 고혈압 환자	재택 고혈압 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 혈압, 맥박 등의 관찰을 실시해, 고혈압의 요양상 필요한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.
재택 아토피성 피부염 환자	재택 아토피성 피부염 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 아토피성 피부염 등의 관찰을 실시해, 아토피성 피부염의 요양상 필요한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.
욕창이 있는 재택 요양 환자	재택 요양 환자에 대해서, 화상 전화 등 정보통신기기를 통해, 욕창 등의 관찰을 실시해, 욕창의 요양상 필요한 계속적 조언·지도를 실시하는 것.

자료: 보건복지포럼(2009.07)

[그림 11] (구)지식경제부 스마트케어 서비스 시범사업 내용

♣ 사업개요 ○ 사업기간: 2010년 ~2012년(3년간), 사전준비(6개월), 본사업 (2년), 사업평가(6개월) ○ 총사업비: 총 300억원 (지식경제부 75억원, 사업자 및 지자체 225억원 내외) ○ 사업내용: 만성질환자 10,000명을 대상으로 한 원격진료, 건강관리서비스 등 ○ 사업자: LG컨소시움 (LG전자, LG텔레콤, SH제약, 바이오스페이스, 넷블루, 대진정보 기술, 대구광역시), SKT컨소시움 (SK텔레콤, 삼성전자, 삼성생명, 인성정보, 인포피아, 경기·전남·충북)	국내 원격의료 시범사업 종합 - 실시기관 : 법무부/국방부/경찰청/강릉시/영양군/보령시/서산시 등 - 실시기간 : '03년 4월 ~ 현재 (실시기관별로 상이) - 진료건수 : 의사-의료인 : 26372건, 의사-환자 : 9639건 - 진료과목 : 내과, 정신과, 피부과 등 16개 과목, 고혈압 등 259개 질환 - 평가 결과 : (3개 지자체) ▪ 평균 진료 단축 시간 : 약 6시간 (왕복 교통시간 445분 → 76분) ▪ 원격의료 건당 사회적 편익 : 약 6만 1천원 (교통비/교통시간 등) ▪ 이용만족도 : 92.5%, 향후 이용 의향 : 92.8% (환자는 100%) ▪ 안전사고 발생여부 : 의사 100% '아니오' 응답
--	--

자료: 산업통상자원부

■ 원격진료의 방향과 수혜주 점검

플랫폼 > 의료정보 > 장비
순으로 수혜도 높아

원격진료는 아직 법안도 통과되지 않았기 때문에 표준과 업체를 정하고 투자가 이루어지기까지 아직 많은 시간이 남아 있다. 법안이 통과되어도 1년 6개월 후 시행될 예정이고, 6개월의 시범사업을 할 수도 있다. 따라서 실제 수혜 여부를 확인하기에는 이른 시점이다. 다만 과거 국내에서 진행되었던 시범사업자는 상대적으로 유리하다고 볼 수 있다[그림11].

원격진료 수혜주로 언급되는 종목들은 플랫폼, 의료정보, 장비의 세 가지군으로 나눌 수 있는데, 플랫폼>의료정보>장비 순으로 수혜도가 높다고 판단된다. 보건복지부의 ‘의료법 개정안 수정’[그림12]을 보면, 정부는 ‘원격진료를 만성 또는 경증질환에 대하여 허용하는 것이므로 추가적인 장비 비용은 최소화한다’고 명시하고 있다.

[그림 12] 보건복지부 ‘의료법 개정안 수정’ 주요 내용

1. 원격의료만을 전문으로 운영하는 의료기관 개설 및 운영을 근본적으로 차단 2. 원격의료가 대면진료의 보완수단으로 활용되도록 주기적인 대면 진료 의무 규정 3. 초진이 가능한 질환(감기 등 의학적 위험성이 낮은 52개 질환)과 진료가능한 의사를 제한적으로 규정 4. 개정안 시행 전에 6개월간 시범사업을 할 수 있음 5. 시행시기는 공포 후 1년 6개월 후 시행 6. 원격의료 대상자는 847만명으로 추계하고 있으나 최대인원을 단순 추계한 것으로 실제 이용자는 상당히 적을 것으로 예상 7. 만성 또는 경증질환에 대해 허용하는 것이므로 기존의 컴퓨터나 스마트폰 등을 활용 가능토록 하고 추가적인 장비 비용 부담은 최소화 8. 동네병원 중심으로 허용하는 것으로 법률에 명확히 규정

자료: 보건복지부, 한국투자증권 정리

단기적으로는 수혜 제한적
장기적으로는
수출을 통한 성장 기대

이는 장비를 추가적으로 많이 공급할 필요는 없고, 체온계나 심박기, 혈당측정기와 같은 기존에 많이 보유하고 쓰이던 장비들로 원격진료가 대부분 이용가능하다는 것을 의미한다. 따라서 단기적으로는 의료장비 관련 업체들의 수혜는 제한적이다. 다만 중장기적으로 원격진료가 고도화될 경우 각종 질병진단기기를 생산하는 기업들의 수혜를 예상해볼 수 있다. 플랫폼을 제공하는 기업들은 초기 설치 수요로 수혜 가능성이 가장 클 것으로 보이나 사업규모가 아직 확정되지 않은 단계이기 때문에 매출규모를 가늠하기 어렵다. 의료정보를 보관, 제공하는 기업들의 경우 일부 질환에 한해 수요가 발생할 것으로 보인다.

우선적으로 오지지역, 거동이 불편한 장애인, 만성질환자들을 대상으로 시행될 예정이어서 국내에서의 원격진료 수요는 크지 않을 것으로 보인다. 이는 정부에서도 예상하고 있는 바이다. 그럼에도 불구하고 정부가 원격진료를 추진하는 것은 향후 세계시장에 진출하기 위해서인 것으로 판단된다. 인구밀도가 높은 우리나라보다는 해외에서 원격진료의 필요성이 더 클 것으로 예상된다. 장기적으로는 관련 기업들에 대해 수출을 통한 성장 기대감을 가질 수 있다.

표 2> 원격진료 관련주

(단위:십억원, %,배)

종목명	시가총액	13년 3Q 매출액	13년 3Q 영업이익	13년 3Q 순이익	비고
인성정보	70.6	171.7	3.5	1.1	u-Healthcare 관련 기기 및 솔루션
비트컴퓨터	75.8	26.3	0.6	(0.5)	원격진료 솔루션
유비케어	124.7	51.7	(0.8)	(0.9)	동네 병원을 대상으로 한 전자의무기록 구축 업체
인피니트헬스케어	194.5	48.9	0.6	6.7	의료영상 전송저장장치
바이오스페이스	135.5	27.3	5.5	5.1	체성분 분석기
인포피아	123.4	35.0	0.2	0.1	혈당측정기
아이센스	441.8	60.3	13.3	13.1	혈당측정기
나노엔텍	121.1	12.1	(1.7)	(2.2)	랩온어칩(Lab on a chip) 기반 질병 진단기

자료: Dataguide, 한국투자증권

주: 1. 주 재무제표 기준 2. 13년 3분기 누적 실적