Industry Indepth

통신장비

Overweight (신규)

2018년 국내 네트워크 장비 산업 전망

5G 산업 심층 분석

Part I 국내 네트워크 장비 시장 현황
Part II 네트워크 구조 및 통신장비
Part III 통신장비 투자 아이디어

통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
RFHIC (218410)	Buy (신규)	32,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
케이엠더블유 (032500)	Not Rated(신규)	-
에이스테크 (088800)	Not Rated(신규)	-
이노와이어리스 (073490)	Not Rated(신규)	-
쏠리드 (050890)	Not Rated(신규)	-
CS (065770)	Not Rated(신규)	-
기산텔레콤 (035460)	Not Rated(신규)	-
스카이문스테크놀로지 (033790)	Not Rated(신규)	-
유비쿼스 (264450)	Not Rated(신규)	-
다산네트웍스 (039560)	Not Rated(신규)	-
오이솔루션 (138080)	Not Rated(신규)	-
코위버 (056360)	Not Rated(신규)	-
우리넷 (115440)	Not Rated(신규)	-
대한광통신 (010170)	Not Rated(신규)	-
이노인스트루먼트 (215790)	Not Rated(신규)	-
윈스 (136540)	Not Rated(신규)	-
텔코웨어 (078000)	Not Rated(신규)	-

MERITZ 메리츠종금증권

Contents

Summary 4

1. 국내 네트워크 장비 시장 현황 **6**
1) 국내 네트워크 장비 업체 경쟁력 6
2) 5G 준비 현황 8

2. 네트워크 구조 및 통신장비 **13**
1) 통신장비와 네트워크의 발전 13
2) 주요 네트워크 장비 및 업체 20

3. 통신장비 투자 아이디어 **24**
1) 10 기가 인터넷 보급 확대 24
2) 스몰셀, 음영 지역을 커버하라! 27
3) 삼성전자와 5G 를 함께할 종목은? 30
4) LTE 투자는 지속되어야 한다 32

기업분석
RFHIC(218410)_ 5G 를 화웨이와 함께 34
케이엠더블유(032500)_ 국내가 아닌 해외가 주무대 40
에이스테크(088800)_ 그냥 지나치기 아쉬운 매력 45
이노와이어리스(073490)_ 스몰셀 기대감은 여전히 유효 50
쏠리드(050890)_ 5G 시대 중계기 수요는 계속된다 55
CS(065770)_ 제조 혁신으로 몸집을 가볍게 60
기산텔레콤(035460)_ 수주 감소로 아쉬운 2Q18 실적 65
스카이문스테크놀로지(033790)_ 과도기 진행 중 70
유비쿼스(264450)_ 실적 우등생의 5G 준비기 75
다산네트웍스(039560)_ 유선의 강자, 무선을 넘보다 80
오이솔루션(138080)_ 데이터 트래픽 해소를 위한 필수 모듈 85
코위버(056360)_ 국내 1 위 광전송장비 업체 90
우리넷(115440)_ IoT 로 사업 다각화 95
대한광통신(010170)_ 하반기 광섬유 증산 효과 기대 100
이노인스트루먼트(215790)_ 실적 부진은 당분간 지속 105
윈스(136540)_ 5G 시대 중요해지는 보안 장비 110
텔코웨어(078000)_ 국내 대표 통신 소프트웨어 업체 115

Summary

통신 네트워크 교체 사이클 도래! LTE 대비 1.35 배 투자 확대 전망

10년 만에 한 번씩 돌아오는 통신 네트워크 교체 사이클이 도래했다. 5G의 정식 명칭은 'IMT-2020'으로, 초고속, 초저지연, 초연결을 3대 비전으로 제시했다. 5G는 NSA(Non-standalone) 기반으로 내년 3월 상용화할 예정이다. 초기 투자 비용은 크지 않으나 4~5년의 기간 동안 점진적인 투자 확대가 예상되며, 총 투자비 기준으로 4G LTE 대비 1.3~1.4배 수준의 설비투자가 소요될 전망이다.

5G 네트워크 구조의 변화

5G 네트워크 구조는 획기적인 추가 용량 확보를 위해 다양한 스몰셀 장비들이 도입되며, 10기가 인터넷 상용화, 대용량 광전송장비 확대 설치 등 유선 인프라 고도화 작업도 함께 진행될 예정이다. 범용 장비와 소프트웨어를 활용해 특정 하드웨어 의존도를 줄이고, 일부 장비나 어플리케이션을 전진 배치시켜 전송 거리를 축소하는 Cloud RAN 방식으로 구현될 전망이다.

전반적인 외형 성장에도 수익성 회복은 더딘 상황

국내 통신장비 섹터 중 2Q18 실적 공시를 마감한 종목은 총 25개이며, 이 중 전년 동기 대비 매출액이 증가한 종목은 14개, 감소한 종목은 11개로 전반적인 수주 물량 증가로 매출 성장이 나타나고 있다. 반면, 영업이익이 증가한 종목은 13개, 감소한 종목은 12개로 아직까지 수익성은 크게 돌아서지 못하는 모습이다.

투자 아이디어 ①: 무선보다 빠른 유선 인프라 투자 [다산네트웍스, 유비쿼스]

원활한 이동통신 서비스를 위해서는 유선 인프라의 고도화가 선행되어야 한다. 정부는 올해 10기가 인터넷 상용화를 시작으로 2022년 전국 50%까지 커버리지를 확대하는 계획안을 발표했다. 실제로 KT와 SK브로드밴드는 하반기 10기가 인터넷 상용화를 준비 중이다. 정부 방침에 따라 장비 국산화율이 90%에 달해 관련 FTTx 업체인 다산네트웍스와 유비쿼스의 수혜가 예상된다.

투자 아이디어 ②: 5G 의 주역, 스몰셀(Small-cell) [RFHIC, 케이엠더블유]

5G 시대에는 급격히 증가하는 데이터 트래픽을 처리하기 위해 스몰셀 투자가 확대될 전망이다. Gartner에 따르면, 스몰셀 출하량은 2017년부터 2021년 연평균 +8.3% 성장하며, 매출액은 동기간 +14.3%의 높은 성장을 기록할 전망이다. 스몰셀 핵심 역량을 가진 업체로는 RFHIC, 케이엠더블유, 에이스테크 등이 있다.

투자 아이디어 ③: 삼성전자의 5G 투자 확대 [오이솔루션]

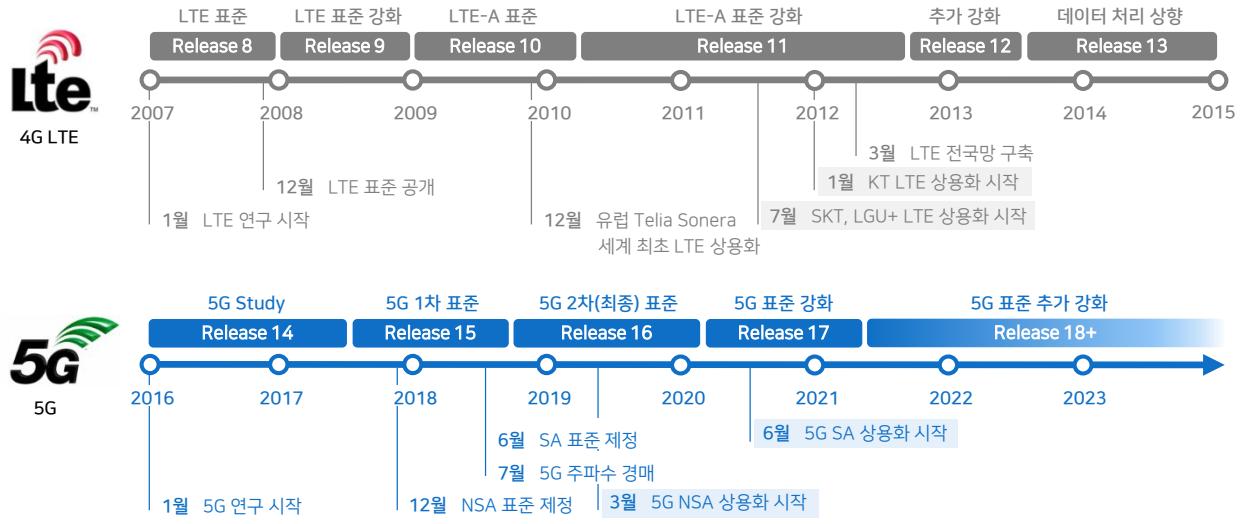
삼성전자가 총 180조원에 달하는 대규모 투자 계획을 발표했다. 이 중 25조원이 4차 산업혁명의 중심인 인공지능(AI), 5G, 바이오 등에 투자될 전망이다. 따라서, 삼성전자 네트워크 장비에 주요 부품이나 소재를 납품하고 있는 국내 중소형 통신장비 업체를 주목해야 한다. 관련 업체로는 오이솔루션, KMW, 서진시스템, 라이트론, RFHIC, 에이스테크 등이 있다.

투자 아이디어 ④: LTE 투자는 지속된다 [쏠리드, CS]

5G 시대가 도래해도 4G LTE에 대한 투자는 지속된다. 2022년 5G 보급률은 전체의 10%에 불과하나, 4G LTE 보급률은 2015년 40%에서 2022년 80%까지 확대될 전망이다. 그 동안 소외되어 있었던 중계기 업체들 중 해외 진출에 적극적인 업체 위주로 시장의 관심이 회복될 전망이다. 국내 중계기 업체 중에서는 쏠리드와 CS가 해외 LTE 투자 지속에 따른 실적 턴어라운드 관점에서 주목된다.

Key Chart

그림1 4G vs 5G 상용화 일정 비교



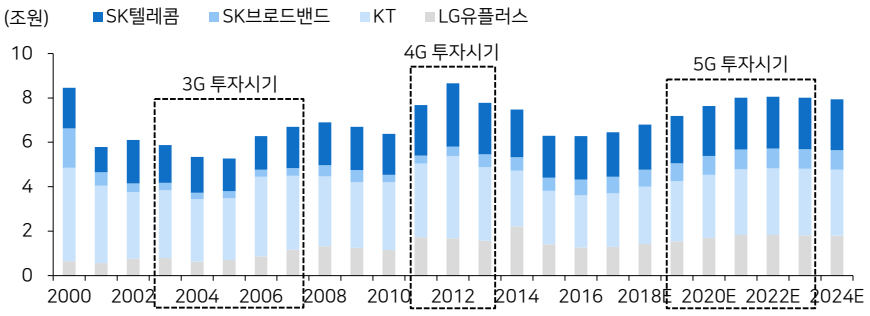
주: 3GPP는 각 표준 규격의 발전단계를 릴리즈(Release)로 구분. 4G LTE 규격은 Release 8부터 시작, 5G 규격은 Release 14부터 시작
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 통신 세대별 CAPEX 투자 및 통신장비 주요 지표 추이

국내 통신사 CAPEX

3G 연간 평균 CAPEX: 5.9조원(5yrs)
4G 연간 평균 CAPEX: 8.0조원(3yrs)
5G 연간 평균 CAPEX: 7.8조원(5yrs)

⇒ 결국, 5G는 4G 대비 약 1.35배 수준의 설비투자 필요 예상

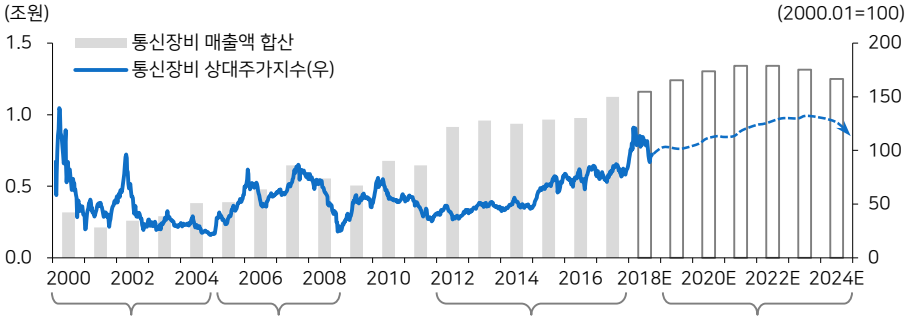


통신장비 주요 지표

2000년 대 국내 통신장비 업체들은 내수를 기반으로 제한적 성장만 가능

2010년 대 들어서 전세계적으로 4G LTE 투자가 확대되며 수출 증대

2020년 대 5G 투자와 기존 4G LTE 투자를 병행함으로써 실적과 주가에 긍정적인 효과 기대



2G 투자 종료 후 통신장비 주가 하락. 2002년 3G 투자 기대감에 주가 상승했으나, 기술 개발 문제로 지연되며 하락 반전

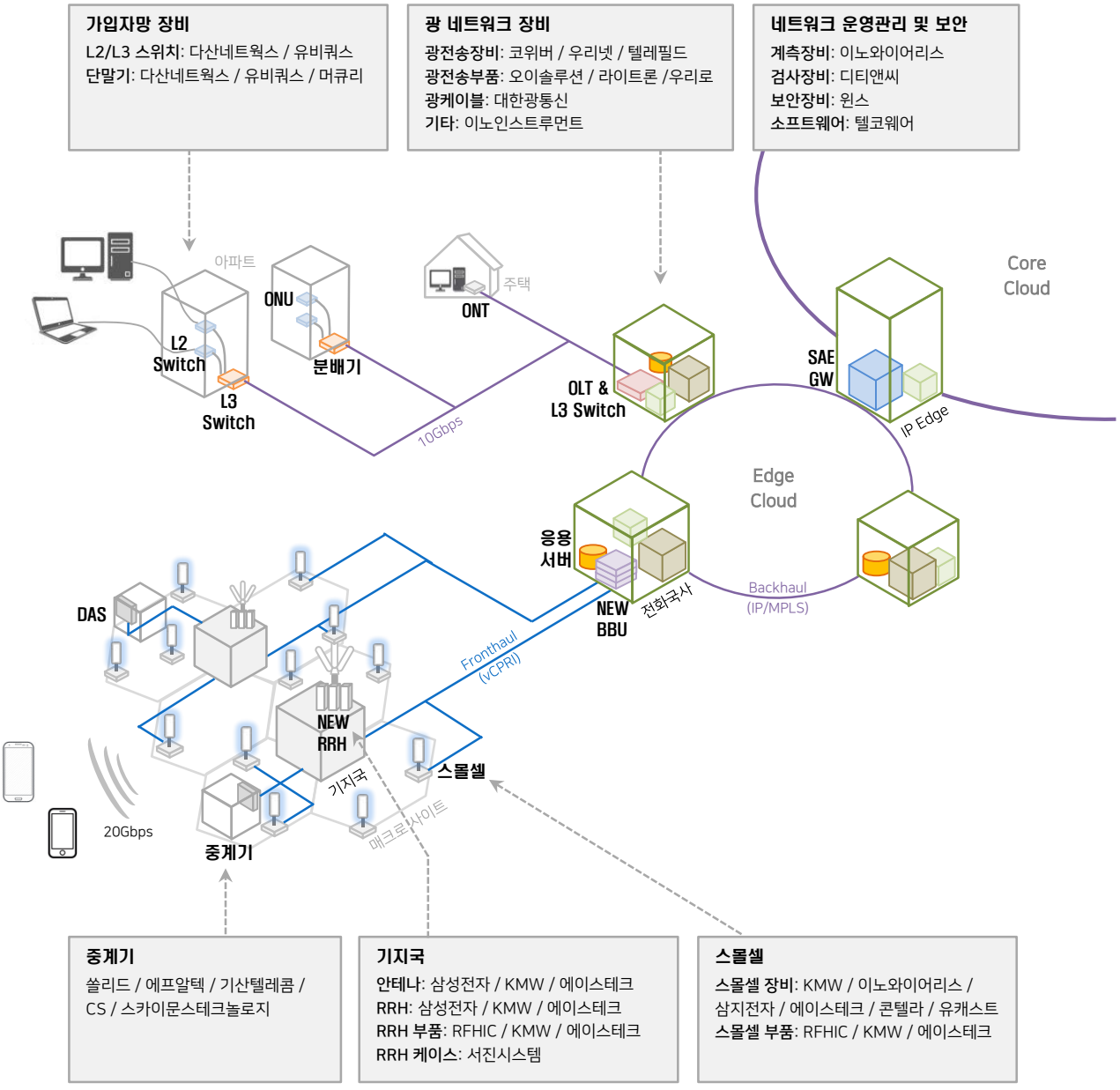
지지부진했던 3G 투자가 정부의 투자 독려로 2005년 다시 본격화. 통신장비 주가도 투자 확대에 동반 상승

국내 4G LTE 투자 경험을 바탕으로 전세계 주요 국가의 LTE 투자에 참여 및 수주. 통신장비 매출액 Level Up! 해외 매출 확대로 주가 상승세

2019년 본격적인 5G CAPEX 상승. 초기 NSA 기반 상용화를 시작으로 투자지출이 점진적 상승하며., 2020년 SA 상용화부터 의미 있는 CAPEX 상승 예상

주: 통신장비 매출액 합산은 쏠리드, 다산네트웍스, 케이엠더블유, 코위버, 대한광통신 등 2000년 이전부터 사업을 영위한 10개 통신장비 업체들의 매출액 합산
자료: 각 사, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 5G 네트워크 구조와 국내 통신 장비 업체



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

1. 국내 네트워크 장비 시장 현황

1) 국내 네트워크 장비 업체 경쟁력

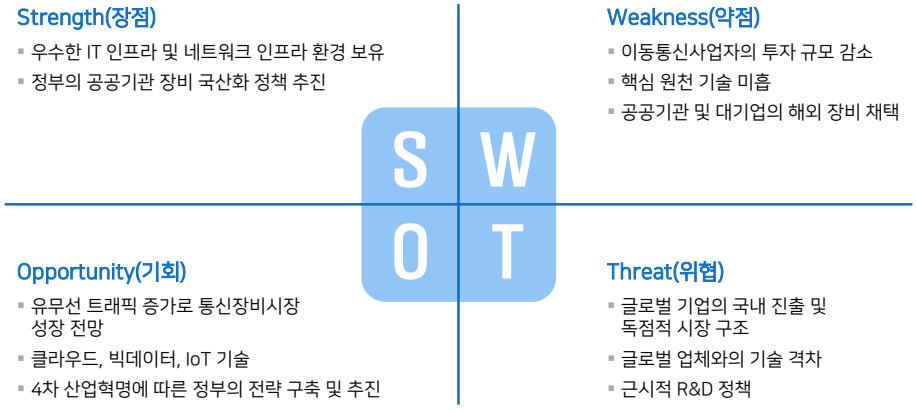
국내 통신장비 시장의 이해

국내 네트워크 장비 업체는 100여개로 매년 그 수가 줄어드는 추세이며, 이 중 상장된 네트워크 장비 업체는 약 30개이다. 이동통신 기지국 장비 등을 생산하는 삼성전자, LG에릭슨 등 일부 대기업을 제외하고는 대부분이 시가총액 5천억원 미만의 중소 업체로, 타 산업 대비 시장 규모도 작은 편이다. 반면, 네트워크 인프라 구조에 대한 이해와 각각의 통신장비 명칭 및 용도 등이 익숙하지 않아 산업을 제대로 이해하기란 쉽지 않다. 이에 국내 네트워크 장비 시장에 대한 이해와, 과거 2G에서부터 5G까지 유무선 네트워크 망의 진화 과정에서 도출되는 투자 아이디어를 살펴보고, 이를 통해 실질적으로 수혜를 받을 수 있는 통신장비 업체를 알아보기 위해 본 보고서를 작성했다.

국내 통신장비 산업 SWOT 분석

우선, 국내 네트워크 장비 산업의 강점을 살펴보면, 우수한 IT 및 네트워크 인프라 환경을 보유하고 있다는 점과 정부의 공공기관 장비 국산화 추진 등을 꼽을 수 있다. 반면, 약점으로는 전방의 통신사업자의 투자 규모가 감소하는 점과 글로벌 통신장비 업체 대비 미흡한 핵심 원천기술 등이 있다. 유무선 트래픽의 증가와 세대를 거듭한 기술 노하우로 국내 통신장비 업체들은 2000년대 초반부터 꾸준히 성장하고 있으나, 화웨이, 노키아 등 외산 통신장비 업체들의 국내 진출과 독점적 시장 구조는 여전한 위협 요인이다.

그림4 **국내 통신장비 산업 SWOT 분석**

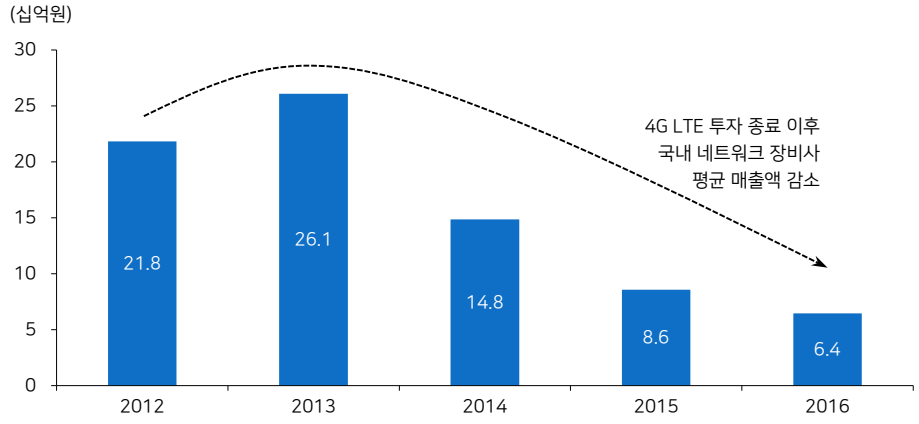


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2016년 국내 통신장비 시장 6.2조원 규모

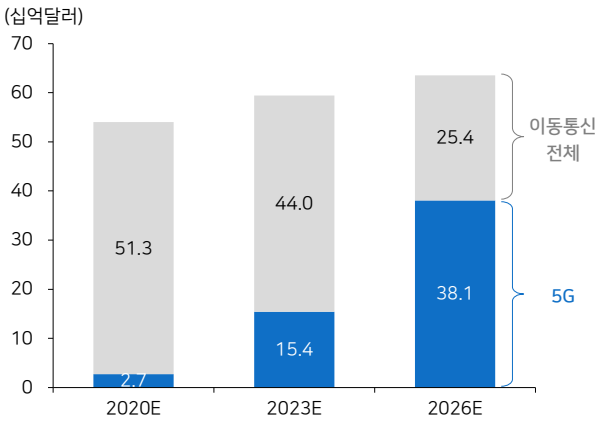
통계청 자료에 따르면 2016년 기준 국내 유무선 통신장비 시장은 매출액 기준으로 6조 2,138억원 규모다. 이 중 무선 통신장비 시장 비중은 62.9% 수준이며, 전방인 통신사업자 매출 의존도가 61.2%로 높게 나타나고 있다. 4G LTE 투자 종료 이후 수주 감소로 시장 규모가 다소 축소됐으나, 국내 통신장비 업체들의 기술 개발과 해외 레퍼런스 확보는 지속되고 있다. 전방 통신사업자들의 투자비 축소로 매출 성장의 한계에 봉착한 통신장비 업체들은 다가오는 5G 투자를 통해 돌파구를 마련할 전망이다. 특히, 내년 3월 5G 상용화를 앞두고 관련 기술 개발 및 업무 협약을 체결한 장비 업체들이 늘어나고 있어 시장 전반적인 회복이 예상된다.

그림5 4G LTE 투자 종료 이후 국내 네트워크 장비 업체 평균 매출액 감소 지속



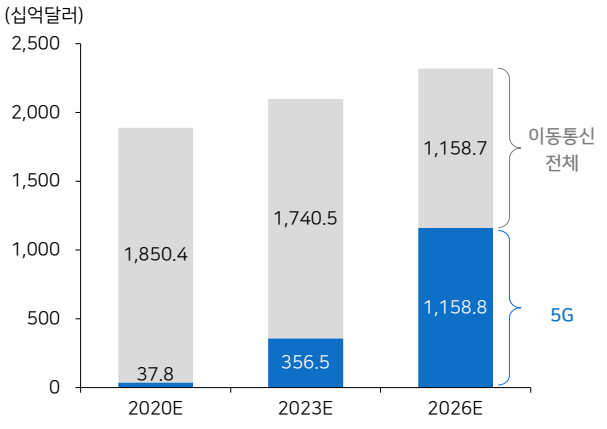
자료: 한국네트워크산업협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 국내 5G 시장 전망



자료: ETRI, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 해외 5G 시장 전망



자료: ETRI, 메리츠종금증권 리서치센터

2) 5G 준비 현황

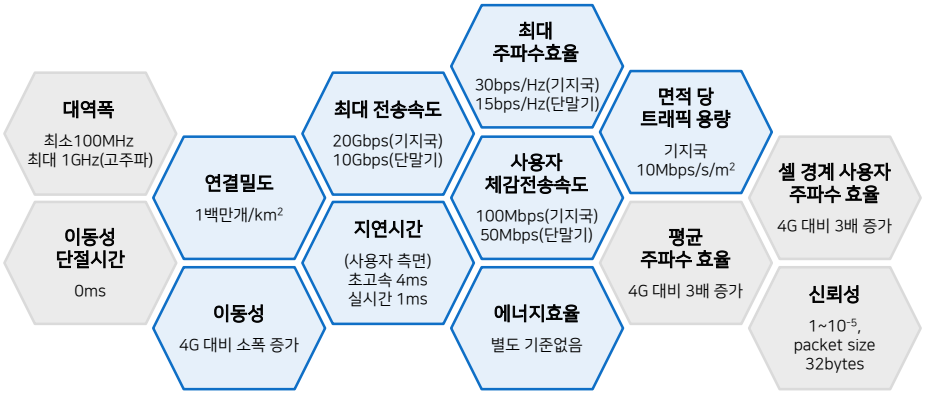
10년 만에 한 번씩 돌아오는 통신 네트워크 교체 사이클 도래

10년 만에 한 번씩 돌아오는 통신 네트워크 교체 사이클이 도래했다. 5G의 정식 명칭은 'IMT-2020'으로, ① 초고속(eMBB; enhanced Mobile Broadband), ② 초저지연(URLLC; Ultra Reliable & Low Latency Communications), ③ 초연결(mMTC; massive Machine-Type Communications)을 3대 비전으로 제시했다. 5G는 초고속 서비스를 위해 대용량 데이터 전송의 최대 다운로드 속도를 20Gbps까지 높이고, 원격의료/자율주행 등 미션 크리티컬(Mission Critical) 서비스를 위한 응답속도(Latency)를 1m/s으로 줄여야 한다. 또한, Massive IoT 서비스를 위해 1km^2 반경 안에 100만개의 IoT 디바이스를 잇는 초연결 서비스를 구현할 수 있다.

그림8 국내 이동통신 세대별 주요 기술 변화

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 5G를 위한 13개 기술성능 요구사항



주: 파란색은 24차 회의에서 완성한 핵심 8개 항목, 회색은 26차 회의에서 최종 확정해 추가한 5개 항목
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현재는 시범서비스를 거쳐 초기상용화 단계

5G 기술 진화 방향은 준비 단계(2015~2017년), 초기상용화 단계(2018~2019년), 본격상용화 단계(2020년~)로 구분된다. 현재는 시범서비스를 거쳐 5G 액세스 네트워크를 4G LTE 코어 네트워크와 연동하여 서비스를 제공하는 초기상용화 단계를 지나고 있다. 내년 3월 상용화 예정인 5G 서비스는 4G LTE와 5G 기술 모두를 활용한 NSA(Non-standalone) 기반 5G 서비스를 의미한다.

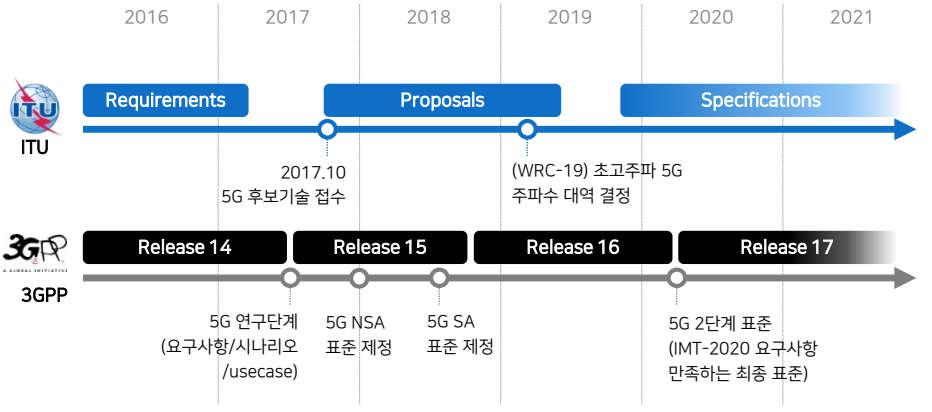
그림10 5G 기술 진화 방향

자료: KT, 메리츠종금증권 리서치센터

5G 표준화 일정 점검

5G 기술 국제 표준화는 국제전기통신연합(ITU)과 3GPP 중심으로 진행된다. ITU가 표준화 일정을 완성하면, 3GPP는 단계별 세부 기술 표준화 작업을 진행한다. ITU는 5G 로드맵에 따라 2016년 5G 비전(Vision)과 명칭을 결정하고, 2017년 12월에는 5G NSA 표준, 2018년 6월에는 5G SA(Standalone) 표준을 제정했다. 2019년에는 WRC-19 회의에서 5G용 초고주파수(6GHz 이상) 대역을 연구하고, 2020년 상반기 5G 최종 표준을 공식 채택하는 일정이다.

그림11 5G 기술 국제 표준화 Timeline

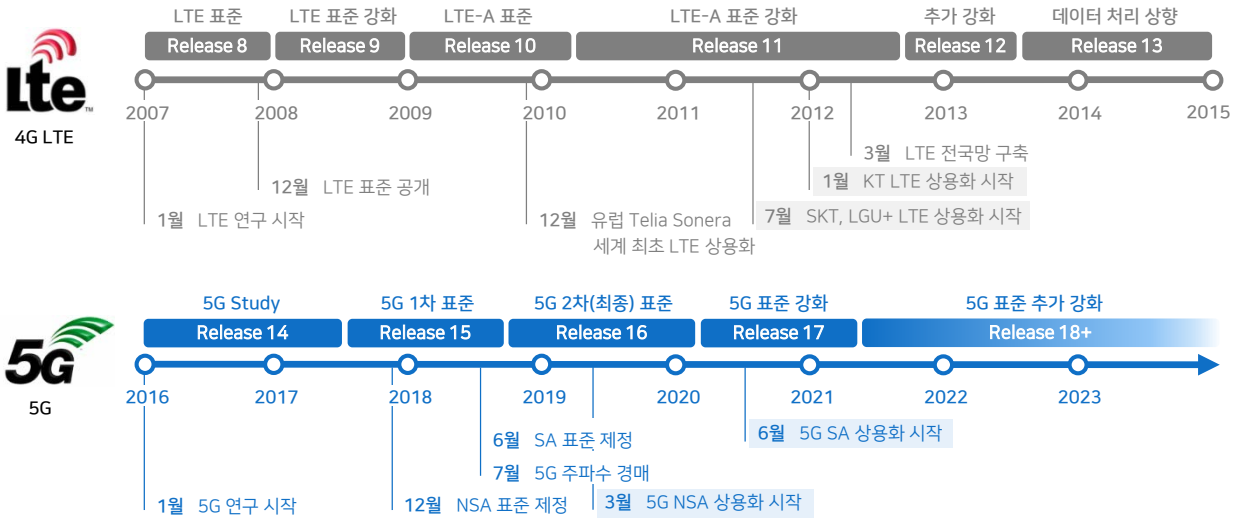


자료: ITU, 메리츠종금증권 리서치센터

2019년 3월 NSA 상용화
2020년 6월 SA 상용화 전망

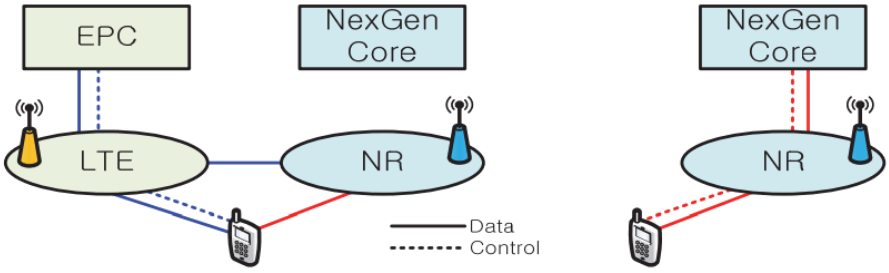
4G LTE와 5G의 상용화 일정을 비교하면, 우선 4G LTE는 2007년 1월 연구를 시작해 4년 7개월 뒤인 2011년 7월 국내에 상용화 서비스를 제공했다. 반면, 5G는 2016년 1월 첫 연구를 시작해 3년 3개월만에 상용화 서비스를 앞두고 있다. 이러한 조기 상용화가 가능한 이유는 내년 3월 제공되는 5G 서비스가 앞서 언급한 NSA 표준 기반이기 때문이다. 우리가 상상하는 원격의료 및 자율주행이 원활하게 작동하는 진정한 의미에서의 5G 서비스는 4G LTE때와 동일하게 4년 6개월이 지난 2020년 6월 5G SA 상용화 시점부터 가능할 전망이다.

그림12 4G vs 5G 상용화 일정 비교



주: 3GPP는 각 표준 규격의 발전단계를 릴리즈(Release)로 구분. 4G LTE 규격은 Release 8부터 시작, 5G 규격은 Release 14부터 시작
자료: ITU, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 5G NSA(Non-standalone)와 SA(Standalone) 동작



자료: 5G Forum, 메리츠종금증권 리서치센터

5G 설비투자는 4G LTE 대비 1.3~1.4 배 증가 전망

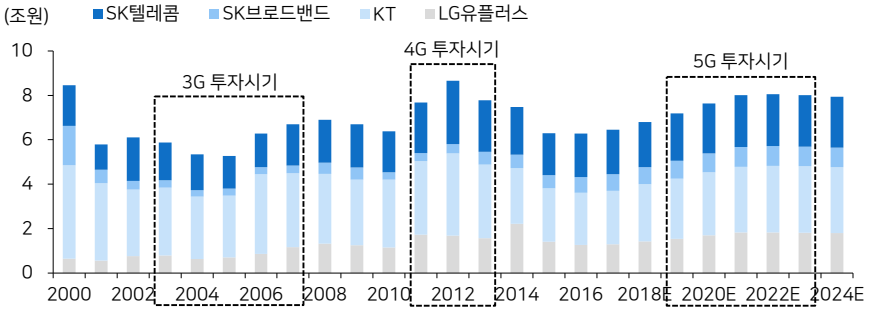
과거 국내 통신 3사의 설비투자(CAPEX)와 중소형 통신장비 업체들의 매출액 및 주가지수를 비교해 볼 필요가 있다. 2000년대 들어서 2G 투자가 종료되며 통신장비 업체들의 매출액 감소가 주가 하락으로 이어졌다. 2002년 3G 조기 투자 기대감에 통신장비 주가가 일시적으로 올랐으나, 기술 개발 등의 문제로 투자가 지연되면서 재차 하락했다. 지지부진했던 3G 투자는 정부의 투자 독려로 2005년부터 다시 본격화됐으며, 통신장비 주가도 수주 확대에 따른 매출액 증가로 동반 상승했다. 국내 통신장비 업체들은 2011년부터 시작된 국내 4G LTE 투자 경험을 바탕으로 전세계 주요 국가의 LTE 투자에 참여할 수 있었다. 해외 시장 진출로 국내 의존도를 낮춘 통신장비 업체들은 꾸준한 외형 성장이 가능했고, 주가도 점진적으로 상승했다. 초기 5G는 4G LTE 때와 같은 기술적 혁신이 필요하지 않은 만큼, 단기간에 집중적인 투자가 요구되지 않는다. 통신 사업자들 역시 4~5년의 기간 동안 점진적인 투자 확대를 예상하고 있으며, 총 투자비 기준으로 4G LTE 대비 1.3~1.4배 수준의 설비투자가 소요될 전망이다.

그림14 통신 세대별 CAPEX 투자 및 통신장비 주요 지표 추이

국내 통신사 CAPEX

3G 연간 평균 CAPEX: 5.9조원(5yrs)
4G 연간 평균 CAPEX: 8.0조원(3yrs)
5G 연간 평균 CAPEX: 7.8조원(5yrs)

⇒ 결국, 5G는 4G 대비 약 1.35배 수준의 설비투자 필요 예상

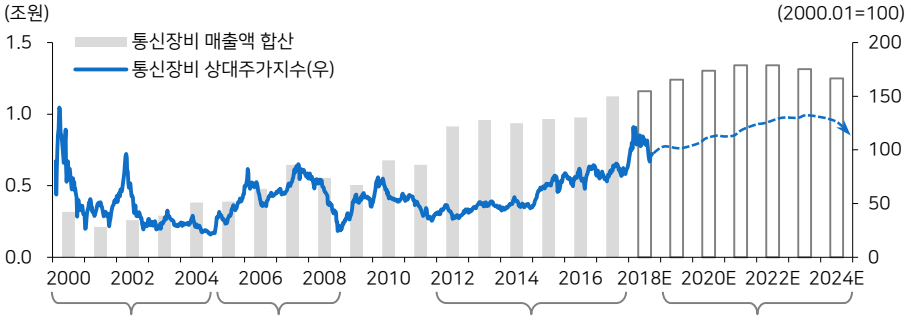


통신장비 주요 지표

2000년 대 국내 통신장비 업체들은 내수를 기반으로 제한적 성장만 가능

2010년 대 들어서 전세계적으로 4G LTE 투자가 확대되며 수출 증대

2020년 대 5G 투자와 기존 4G LTE 투자를 병행함으로써 실적과 주가에 긍정적인 효과 기대



2G 투자 종료 후 통신장비 주가 하락. 2002년 3G 투자 기대감에 주가 상승했으나, 기술 개발 문제로 지연되며 하락 반전

지지부진했던 3G 투자가 정부의 투자 독려로 2005년 다시 본격화. 통신장비 주가도 투자 확대에 동반 상승

국내 4G LTE 투자 경험을 바탕으로 전세계 주요 국가의 LTE 투자에 참여 및 수주. 통신장비 매출액 Level Up! 해외 매출 확대로 주가 상승세

2019년 본격적인 5G CAPEX 상승. 초기 NSA 기반 상용화를 시작으로 투자지출이 점진적 상승하며., 2020년 SA 상용화부터 의미 있는 CAPEX 상승 예상

주: 통신장비 매출액 합산은 쏠리드, 다산네트웍스, 케이엠더블유, 코위버, 대한광통신 등 2000년 이전부터 사업을 영위한 10개 통신장비 업체들의 매출액 합산
자료: 각 사, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

내년 3월 5G 상용화, 4월 단말기, 5월 요금제 출시 예상

5G 주파수 경매가 지난 6월 시행됐고, 정부는 통신 3사와 내년 3월 5G 상용화 서비스를 동시에 제공하는데 합의했다. 현재 통신 3사는 화웨이, 노키아 등 글로벌 통신장비 업체에게 투자제안서(RFP)를 발송했으며, 일부에 한해 성능시험(BMT)을 진행 중이다. 네트워크 구축에 최소 3~4개월이 소요된다는 점을 감안하면 9월에는 업체 선정이 마무리되고, 12월부터 본격적인 5G 인프라 구축에 착수할 전망이다. 삼성전자, 화웨이 등 글로벌 스마트폰 제조사들의 5G 전용 단말기 출시 일정이 내년 3월과 5월로 예고된 만큼, 5G 전용 요금제 출시는 2019년 5월이 유력하다.

그림15 **향후 5G 서비스 주요 일정**

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2. 네트워크 구조 및 통신장비

1) 통신장비와 네트워크의 발전

① 2G/3G 네트워크 구조

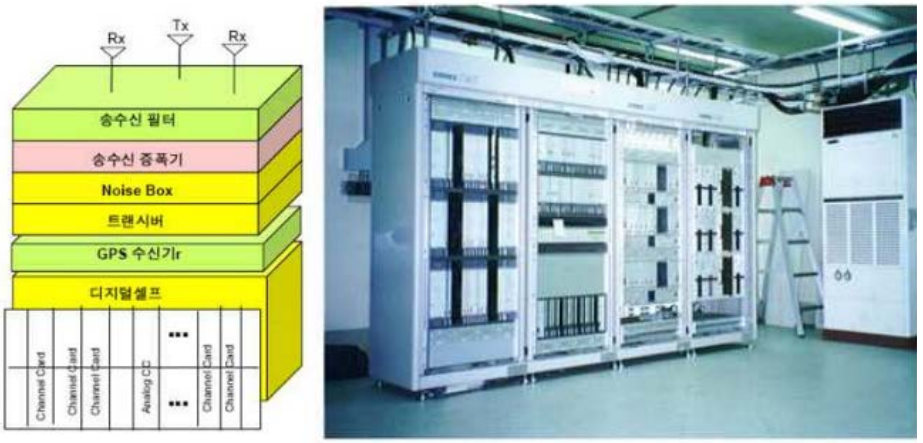
2G/3G 유선 네트워크 구조

2G/3G를 구성하는 유무선 네트워크 구조는 [그림17]과 같다. 주택이나 아파트에서 인터넷 사용이 가능한 이유는 유선 네트워크가 구축되어 있기 때문이다. 2000년대 지어진 대부분의 아파트는 전화선이나 동축케이블, UTP케이블로 배선되어 있다. 댁내에 연결된 케이블의 종류에 따라 유선 가입자망에 쓰이는 장비도 DSLAM, L2/L3 스위치로 구분된다. 일반적인 유선 네트워크의 전달 경로는 컴퓨터와 연결된 케이블선을 따라 아파트 단지 내 위치한 스위치 장비(혹은 DSLAM)로 이동한 후, 전화국사에 있는 대용량(상위) 스위치 장비로 전송되는 구조다. 전화국사에 전송된 데이터는 WDM(Wavelength Division Multiplexing, 파장 분할 다중화 장비), MSPP(Multi-Service Provisioning Platform, 다중서비스 지원 플랫폼)와 같은 광전송장비를 통해 인터넷 서버로 연결된다.

2G/3G 무선 네트워크 구조는 일체형 기지국(D-RAN) 방식

2G/3G 무선 네트워크는 크게 기지국(BTS; Base Transceiver Subsystem), 기지국 제어기(BSC; Base Station Controller), 교환기(MSC; Mobile Switching Center)의 3단계 구조로 되어 있으며, 기지국 신호 세기가 약한 음영지역은 중계기를 추가로 설치하는 구조다. 2G/3G 기지국(BTS)은 데이터 처리부(DU; Digital Unit)와 무선 송수신부(RU: Radio Unit)가 함께 설치된 일체형 기지국이며, 안정적인 전력 공급과 냉방을 위해 주로 중대형 건물 실내 공간을 임대해 설치됐다. 이러한 기지국 구축 방식을 D-RAN(Distributed RAN) 방식이라고 하며, 2G/3G 망에 보편적으로 사용됐다.

그림16 2G/3G 기지국(BTS) 구조 및 형상

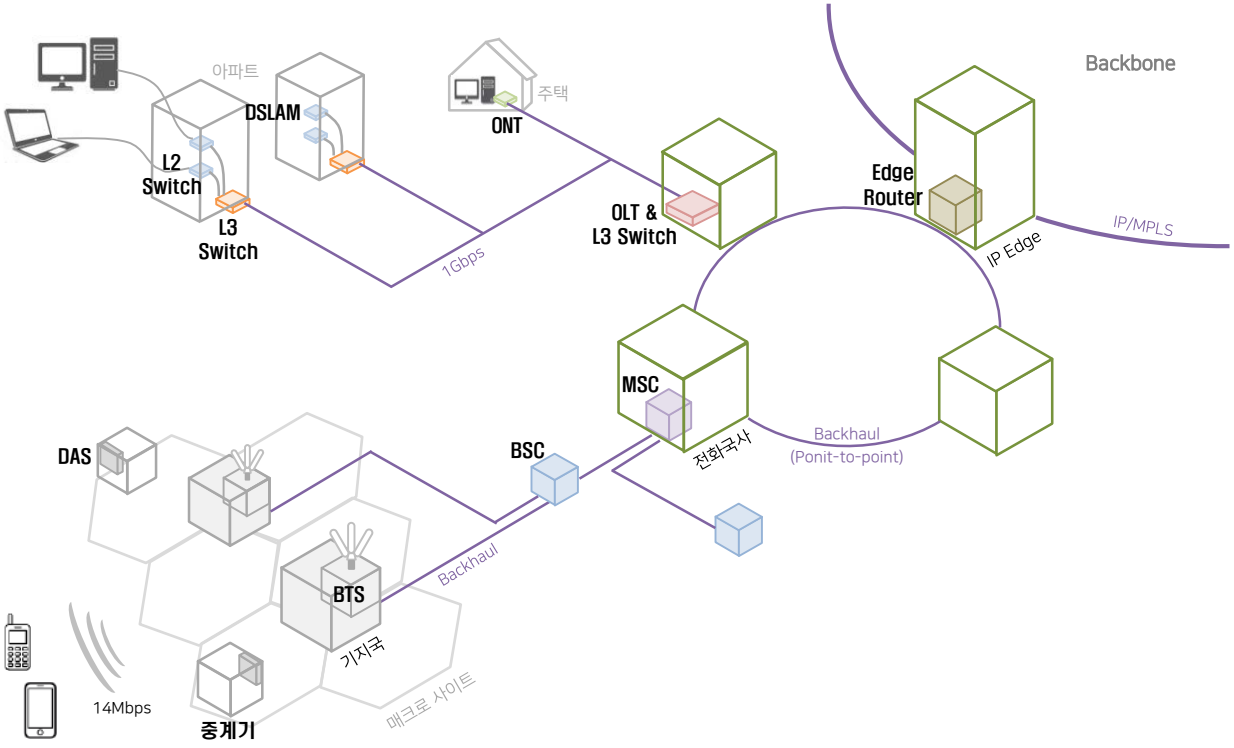


자료: ETRI, 메리츠종금증권 리서치센터

2G/3G 무선 데이터 이동 경로

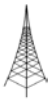
기지국 제어기(BSC)는 여러 개의 기지국들을 관리하는 역할을 하며, 이용자가 기지국 내 통화 범위를 이탈했을 때 다시 주변 가장 가까운 기지국으로 연결시켜주는 핸드오버(Hand-over) 기능을 수행한다. 유선과 마찬가지로 휴대폰 문자 발송이나 스트리밍을 통해 수집된 무선 데이터는 전화국사로 전송되고, MSPP와 같은 광전송장비를 통해 상위국사와 백본망(인터넷 서버)으로 연결되는 구조다.

그림17 2G/3G 유무선 네트워크 구조 (~2010년)



① 기지국 or BTS
(Base Transceiver Subsystem)

실제 가입자와 무선으로 연결되어 음성 및 데이터 전송을 수행하는 장비.
주로 건물 위 안테나나 탑 구조물 형태로 남아 있음



② 기지국 제어기 or BSC
(Base Station Controller)

다수의 기지국(BTS)을 관리하는 장비. 핸드오버와 전력 제어 등을 수행하며, 기지국을 교환기(MSC)와 연결하는 역할

③ 교환기 or MSC
(Mobile Switching Center)

여러 대의 BSC 장비를 연결하는 장비.
음성통화를 위한 신호 송수신을 담당.
과금 정보를 수입하는 역할과 통화량 관리

④ 에지/코어 라우터
(Edge/Core Router)

상위 통신망과 하위 통신망 사이를 중계해 주는 기계. 코어 라우터는 상호 ISP 네트워크를 서로 연결.
에지 라우터는 각 지점, 영업소를 연결

⑤ 중계기
(Repeater)

기지국과 가입자 단말기 사이에 통화 품질개선 및 음영지역 해소를 위해 사용되는 장치.
종류는 RF중계기, 광 중계기, 인빌딩 중계기(DAS) 등

⑥ DSLAM
(Digital Subscriber Line Access Multiplexer)

효율적인 xDSL 서비스를 제공하기 위해 다수의 DSL용 모뎀을 다중화한 장비.
각 댁내 DSL 모뎀과 UTP케이블을 통해 연결

⑦ L2 스위치
(Layer 2 Switch)

L2 스위치는 MAC정보로 스위칭하는 장비
상위 장비와 연결되어 아파트 층별로 설치
말 그대로 들어온 패킷을 목적지 확인 후 목적지까지 보내주는 역할만 담당

⑧ L3 스위치
(Layer 3 Switch)

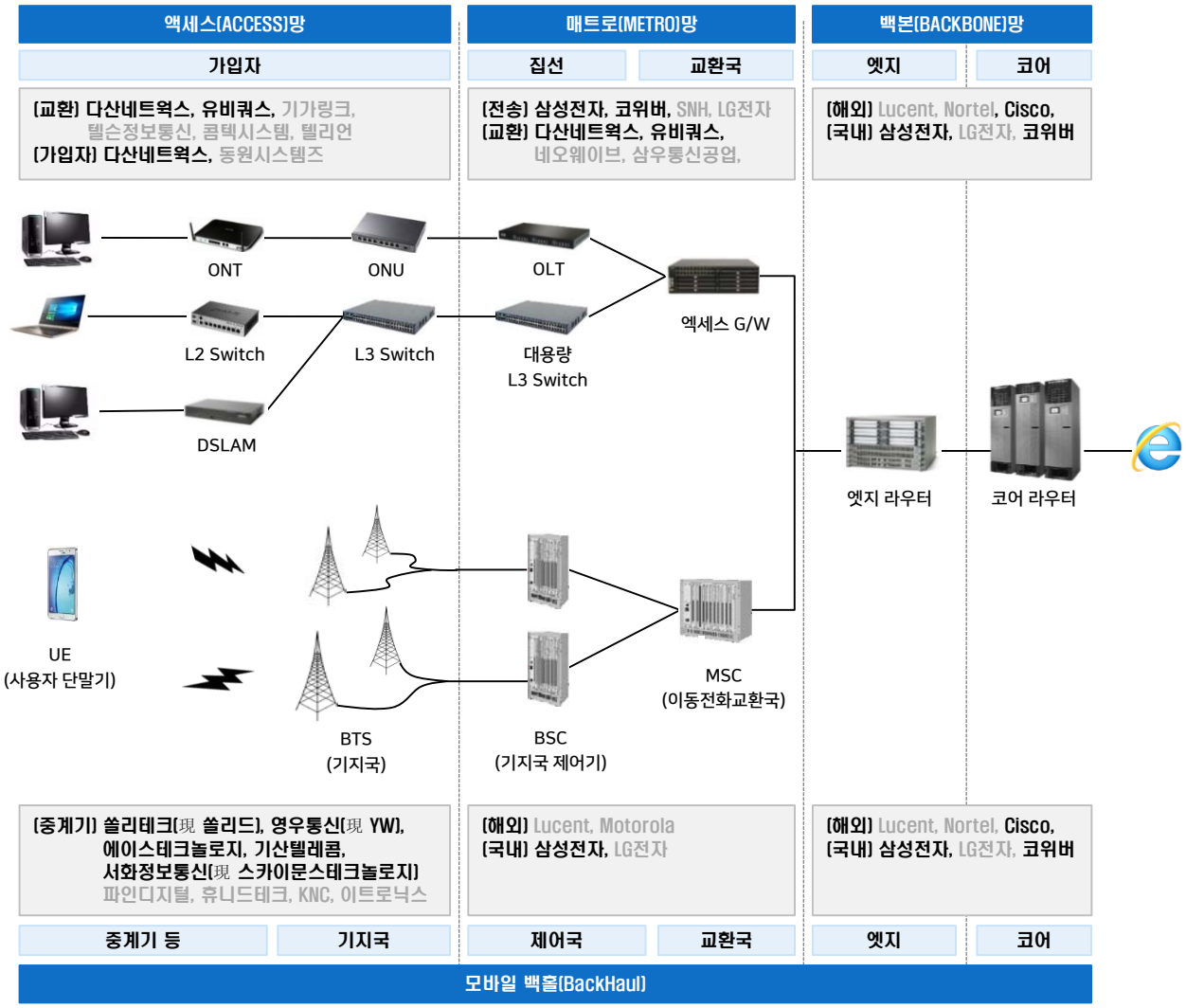
L3 스위치는 IP정보로 스위칭하는 장비
주로 아파트 지하 단자함에 설치되어 하위 장비와 연결. 대용량
L3 스위치는 국사에 위치해 신호 전달

자료: 업계, 메리츠종금증권 리서치센터

장비로 구성한 2G/3G 망

2G/3G 유무선 네트워크 구조를 주요 장비로 간단히 도식화하면 [그림18]과 같다. 2G/3G 무선 네트워크에서는 중계기의 중요성이 부각되면서 많은 사업자들이 중계기 시장에 진입했으나, 4G LTE 전환 이후 대부분의 사업자들이 시장을 이탈해 현재까지 사업을 영위하고 있는 업체는 쏠리드, 기산텔레콤 등 일부 사업자에 불과하다. 국산 통신장비는 중계기, FTTx 등 주로 유무선 가입자망 장비와 전송거리가 짧은 중/소용량 광전송장비가 대부분이며, 고가의 기술 집약적인 백본망 장비는 화웨이, 시스코 등 외산 장비가 시장을 장악하고 있다.

그림18 2G/3G 망을 구성하는 주요 장비 및 업체 정리



주: 음영 표시된 종목은 상장 폐지되거나 더 이상 해당 사업을 영위하지 않는 업체
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

② 4G LTE 네트워크 구조

초고속인터넷 서비스로 유선 가입자망에 광케이블 보급 확대

4G LTE를 구성하는 유무선 네트워크 구조는 [그림20]과 같다. 통신사들의 초고속인터넷 서비스 제공으로 유선 가입자망에 광케이블 보급이 확대됐다. 유선 네트워크 전달 경로는 컴퓨터와 연결된 모뎀 단말기(ONT)를 지나 아파트 단지 내 위치한 광종단장치(ONU)나 전신주에 연결된 분배기(Splitter) 거쳐 전화국사에 있는 광회선단말(OLT)로 전송된다.

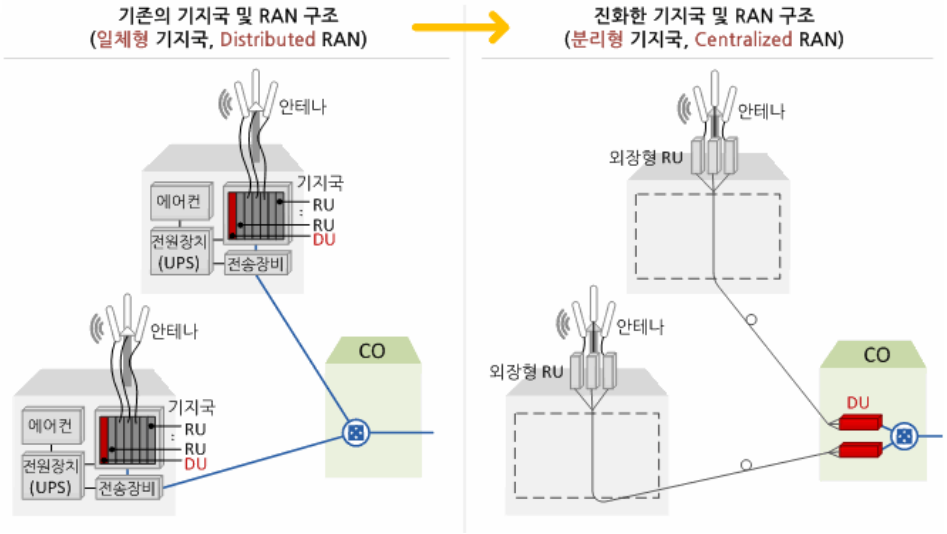
4G LTE 무선 네트워크는 분리형 기지국(C-RAN)으로 진화

4G LTE 무선 네트워크는 크게 기지국 장비(eNodeB)와 코어 장비(EPC) 2단계 구조이며, 비용 효율적인 방법으로 데이터 트래픽을 처리하기 위해 기존 중계기 외에 소형셀을 추가로 구축했다. 2G/3G 시절 BSC는 eNodeB와 EPC로 기능이 분산되며 사라졌다. LTE 기지국의 핵심은 하나의 일체형 설비로 되어 있던 기지국이 데이터 처리부(DU; Digital Unit)와 무선 송수신부(RU; Radio Unit)로 분리된 점이다. 이러한 기지국 구축 방식을 C-RAN(Centralized-RAN) 혹은 분리형 기지국 방식이라고 하며, DU와 RU간 강한 연동성으로 인해 글로벌 통신장비 업체들이 기지국 장비를 공급하기 시작한 시점도 이때부터이다.

CAPEX/OPEX 절감에 효과적인 분리형 기지국

한편, 분리형 기지국 방식 도입으로 통신사들은 CAPEX와 OPEX 절감 효과를 톡톡히 봤다. 기존 2G/3G 망에서는 전력과 냉방 시설이 기지국마다 설치됨에 따라 넓은 상면(임차료)이 필요하게 되고, 다수의 장비 설치로 인한 인건비 증가와 전기료 부담이 존재했다. 하지만, 셀 사이트 구축 및 운영 효율화를 위해 분리형 기지국으로 전환하게 되면서 상면을 적게 활용하면서도 전기료를 줄일 수 있어 비용 절감에 효과적이었다.

그림19 **비용 부담 해소를 위해 기존 일체형 기지국(D-RAN)에서 분리형 기지국(C-RAN)으로 진화**

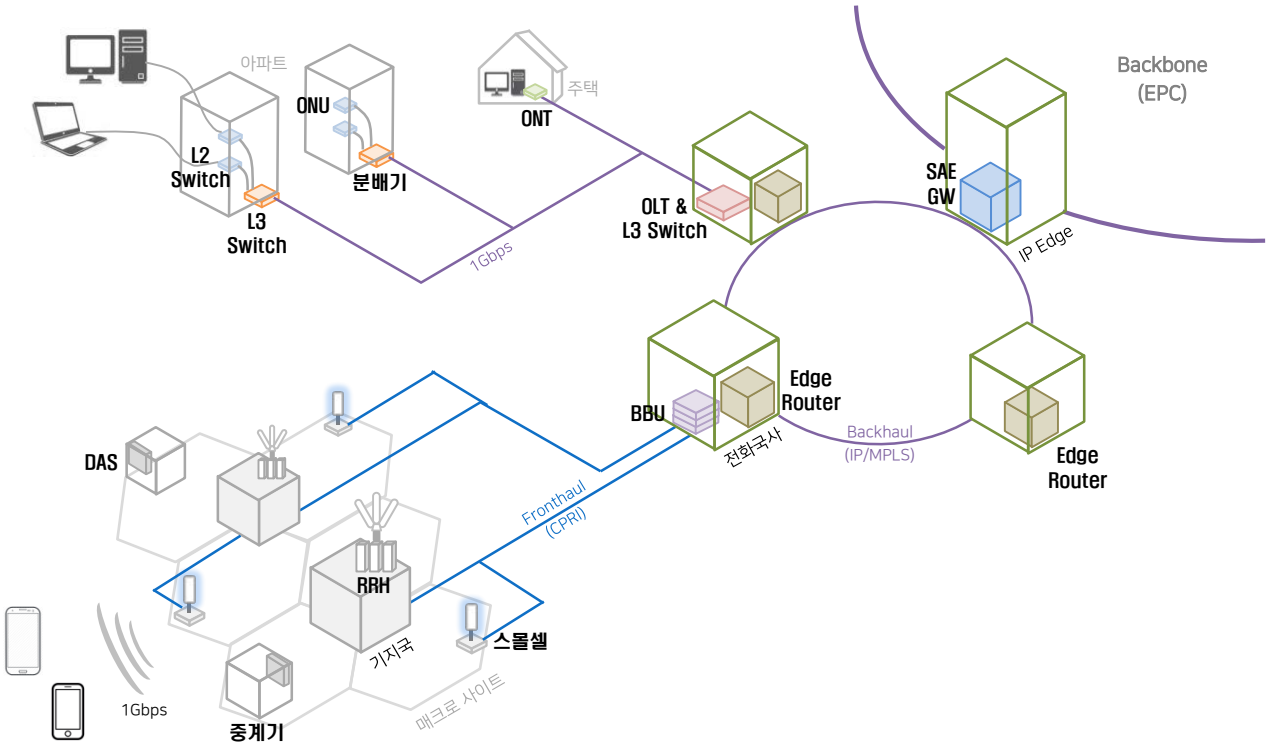


자료: 업계, 메리츠종금증권 리서치센터

분리형 기지국의 등장으로 중계기 시장 위축

분리형 기지국이 4G LTE 인프라 구축의 메인으로 자리 잡으면서 화웨이, 삼성전자 등 글로벌 통신장비 업체들이 안테나 시장에 진출했고, 전략적으로 자사 제품 사용 비중을 높이면서 중계기 시장이 위축되기 시작했다. 한편, 4G LTE 네트워크 구조에서는 늘어나는 데이터 트래픽 처리 속도를 높이기 위해 상위국사에 위치하던 에지(Edge) 라우터를 동 단위 지역국사로 전진 배치했다.

그림20 4G LTE 유무선 네트워크 구조 (2011~2019년)



① 스몰셀 (Small Cell)
저전력 무선 접속 기지국. 최소 10m에서 수백 미터의 운용범위를 가지며, 매크로셀을 보완하고 음영 지역을 해소하는 역할

② RRH (Remote Radio Head)
중앙집중형 기지국의 RU(Radio Unit) 부문 데이터 처리 용량은 늘리면서 투자비는 줄일 수 있는 기술로, 일명 '차세대 기지국'

③ BBU (Base Band Unit)
중앙집중형 기지국의 DU(Digital Unit) 부문 RF신호를 송수신해 Digital 신호로 처리하는 장치

④ SAE GW (System Architecture Evolution Gateway)
3GPP EPC망 내 호처리 기능을 수행하는 네트워크 구성요소. 메시지 교환, 핸드오버 기능 등을 담당하며, 인증 및 인가 역할 담당

⑤ 분배기 (Splitter)
특정 신호를 특성에 맞게 분리해 주는 장치 광대역 액세스망인 PON 방식에서 수동소자인 분배기를 사용하여 하향 데이터를 분기

⑥ ONT (Optical Network Terminal)
댁내에 들어가는 일반 가정용 광 모뎀(단말) 전화국사로부터 광케이블이 가입자 댁내까지 확장 포설되어 최종 종단되는 장치

⑦ ONU (Optical Network Unit)
아파트 지하 등 가입자 밀집 지역 중심부에 위치한 소규모 옥외/옥내 광통신 장치. 사용자와 네트워크망 사이 분계점 역할

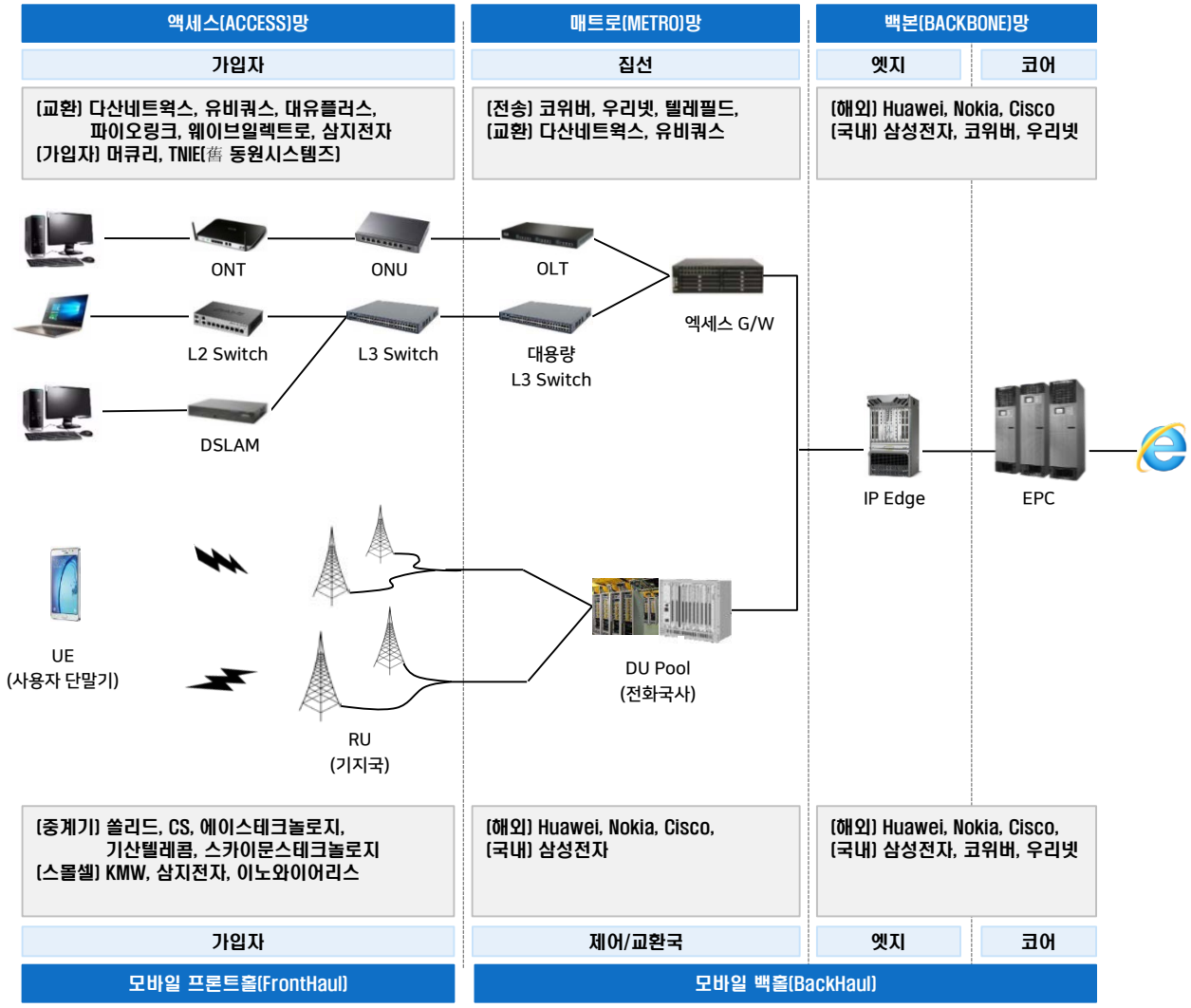
⑧ OLT (Optical Line Terminal)
주로 전화국에 위치해 백본망과 가입자망을 서로 연결하는 광가입자망 구성 장치. 가입자 광 신호를 국사측에서 종단하는 역할

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

4G LTE 시대 화웨이(Huawei) 글로벌 1위 사업자 등극

4G LTE 유무선 네트워크 구조를 주요 장비로 간단히 도식화하면 [그림21]과 같다. 분리형 기지국의 등장으로 중계기 시장은 소수 사업자로 재편되었고, 기존 전송장비 사업을 영위하던 코위버, 우리넷 외에도 외산 장비 업체로부터 외주를 받아 생산하는 텔레필드와 같은 업체도 생겨났다. 한편, 글로벌 통신장비 시장에 뒤늦게 진입한 화웨이는 중국 정부의 전폭적인 지원과 천문학적인 R&D 금액을 바탕으로 사업 영역을 확대하며 글로벌 시장 점유율 1위로 올라섰다.

그림21 4G LTE 망을 구성하는 주요 장비 및 업체



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

③ 5G 네트워크 구조

펨토셀, 아웃도어 스몰셀 등 다양한 무선 기술 등장

5G 기지국 장비 구조는 획기적인 추가 용량 확보를 위해 기존 대역에서 사용되던 기술 이외에 새로운 대역(6GHz 이상)을 이용한 접속 기술이 도입될 전망이다. 28GHz나 39GHz와 같은 초고주파수 대역이 가진 직진성으로 사이트 크기가 대폭 축소되며 이를 펨토셀, 피코셀, 아웃도어 스몰 RRH 등 다양한 스몰셀 장비로 채울 전망이다. 또한, 5G 시대에는 기존 분리형 기지국 구조 하에서 프론트홀 용량이 증대될 것을 대비해 BBU 기능의 일부를 RRH로 이동하는 방안이 검토되고 있으며, 이와 동시에 BBU 기능을 특정 하드웨어에 의존하지 않고 범용 장비로 구현하는 방안이 제시되고 있다.

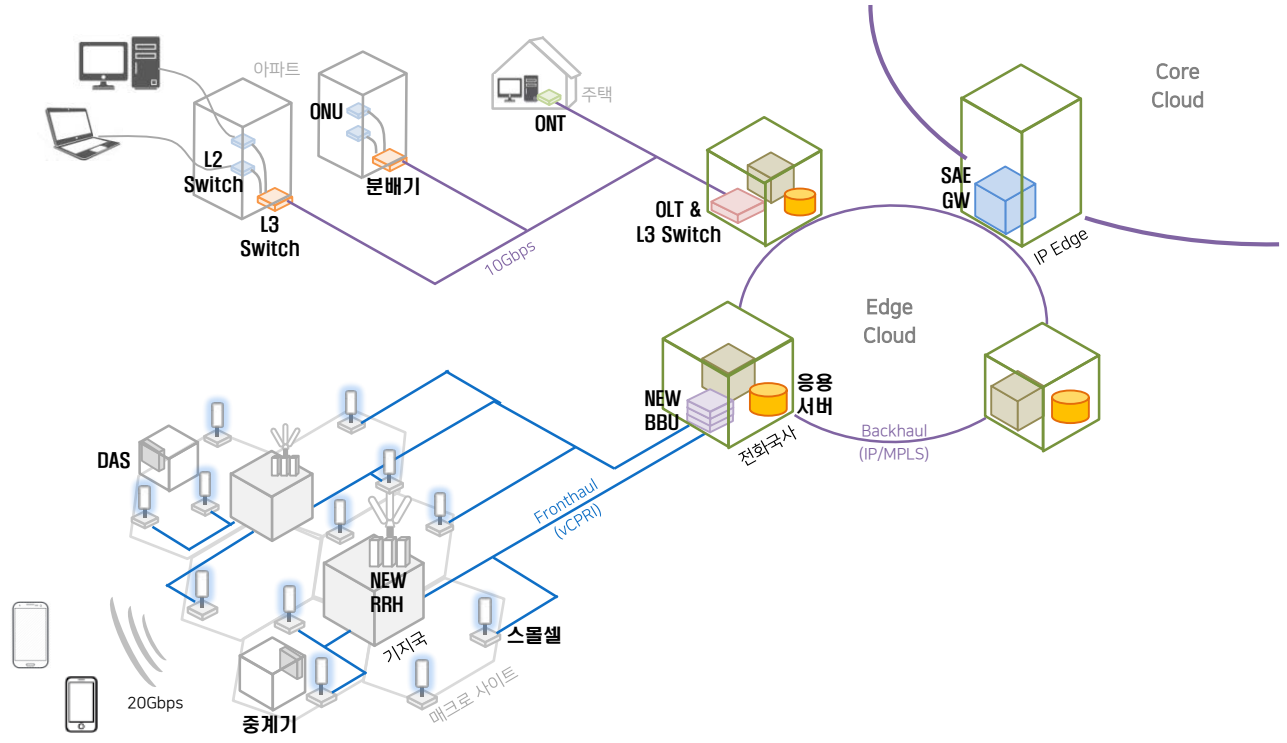
유선 인프라의 고도화 필요

5G 네트워크는 무선뿐만 아니라 유선 네트워크 구조에도 변화를 가져온다. 5G 시대에 폭증하는 데이터는 기지국까지만 무선 신호로 연결되고 나머지는 유선망을 통해 전송된다. 이를 위해 10기가 인터넷 상용화, 대용량 광전송장비 확대 설치 등 유선 인프라의 고도화 작업이 진행 중이다.

폭발적인 데이터 트래픽 증가로 기존 기능들의 전진 배치 예상

또한, 기존 매트로 네트워크에 위치하던 엣지 라우터 장비를 전화국사로 전진 배치시킨 데 이어, 일부 어플리케이션(응용 서버) 역시 국사에 위치해 전송 거리를 축소시킬 전망이다. 5G는 이러한 가상화 중심의 Cloud RAN 기지국 구축 방식으로 구현될 전망이다.

그림22 5G 유무선 네트워크 구조 (2020년~)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2) 주요 네트워크 장비 및 업체

국내 네트워크 장비 분류 체계

국내 네트워크 장비 시장은 크게 광네트워크 장비, 이동통신 장비, 네트워크 운영관리, 그리고 보안 및 소프트웨어로 나눌 수 있다. 광네트워크 장비에는 데이터 트래픽을 전기적 · 광학적 방식으로 송수신할 수 있는 광전송장비와 동종 및 이종 네트워크 내/외부에 위치하고 있는 노드를 연결하거나 데이터를 전달하기 위해 전송경로를 설정해 주는 교환장비, 광 케이블을 통해 통신 사업자망으로부터 서비스를 제공받는 가입자까지 인터넷 서비스를 제공하는 가입자망 장비, 그리고 광 모듈과 광 소재 등이 포함된다. 이동통신 장비는 기지국 장비와 중계기, 스몰셀 등으로 구성된다. 네트워크 운영관리는 서비스 품질 측정 및 장비 성능을 모니터링하는 계측장비와 검사장비가 있으며, 그 외 보안 및 소프트웨어 장비도 네트워크 장비의 한 축을 차지하고 있다.

표1 통신 네트워크 장비 분류 및 설명

분류	중분류	세분류	설명
광네트워크장비	광전송장비	WDM	빛의 파장을 달리하는 여러채널을 묶어 하나의 광섬유를 통해 전송하는 파장분할 다중전송 장비
		ROADM	새로운 광통신 회선 추가/삭제 시 소프트웨어만으로 망 설정 및 조절이 가능한 광전송장비
		MSPP	한 개의 광전송장비(SDH)에 다양한 형태의 데이터를 전송, 처리할 수 있는 네트워크 장비
		캐리어 이더넷	이더넷의 단점을 보완하여 동기식 이더넷 멀티미디어 서비스를 제공하는 전송 방식
	교환장비	라우터	PSTN망, ATM망, 이더넷망 등 서로 다른 네트워크망을 연결하기 위한 장비
		L2 스위치	서로 다른 네트워크 간 MAC주소로 스위칭하는 장비로 소규모 워크그룹 스위치가 해당
		L3 스위치	서로 다른 네트워크 간 IP주소로 스위칭하는 장비로 라우팅 프로토콜을 수행
		VoIP용 장비	VoIP 서비스 구현을 위한 장비
	가입자망 장비	PON	별도의 전원공급이 불필요한 광 분배기로 구성되는 FTTH 장비
		WiFi AP	WiFi 기술을 이용해 이동 단말기 등과 무선으로 데이터를 송수신하고 단말기를 인터넷에 접속
	광 모듈	광트랜시버	라우터와 스위치 등 광통신 장치에서 전기신호와 광신호를 상호 교환해주는 모듈
	광 소재 및 기타	광섬유, 광케이블	광통신의 전송로로 이용되는 광섬유와, 광섬유를 이용한 매체인 광케이블
		광섬유 융착접속기	광케이블이 끊어지거나 교체가 필요할 때 케이블을 연결해주는 장비
이동통신장비	기지국	기지국	무선통신의 서비스를 위해 네트워크와 단말기를 연결하는 무선 통신설비
	중계기	광 중계기	기지국의 RF 신호를 광 신호를 변환하여 광케이블을 통해 원하는 음영지역으로 전송하는 장비
		RF 중계기	광케이블 구간을 없애고, 미약한 RF 신호를 그대로 받아, 다시 깨끗한 RF 신호로 증폭시켜 전송
		DAS	기지국 신호를 중계해 주로 건물 내, 지하 등 전파음영지역을 해소 시키기 위하여 사용하는 장비
	스몰셀	피코셀	50m 이내 반경의 셀로 도심 밀집지역 및 지하에 배치되어 음영지역을 해소
		펨토셀	5~10m 반경의 초소형 기지국으로서, 음영지역 해소를 위해 가정, 카페 등에 설치
네트워크 운영관리	계측장비	시험/계측장비	서비스 및 제어 장치 등의 기능/성능/고장/서비스품질 등을 감시, 측정, 모니터링하는 S/W 및 장비
	검사장비	검사장비	개발 완료된 장비가 유통되기 앞서 시장이 요구하는 신뢰성, 안정성 등 기준 충족여부를 검증
보안 및 소프트웨어	보안장비	방화벽 장비	내외부 네트워크간 패킷을 선별하여 수용 또는 거부, 수정하는 기능을 수행하는 장비
	소프트웨어	소프트웨어 장비	서비스 및 장치 제어에 사용되는 운영체계(OS), 미들웨어, 가상화 S/W 등 S/W 및 제어 장비류

자료: 한국네트워크산업협회, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 네트워크 장비 분류 및 주요 업체 소개

국내 광전송장비 업체로는 코위버, 우리넷, 텔레필드 등이 있으며, 가입자망 장비 업체로는 다산네트웍스와 유비쿼스가 대표적이다. 케이엠더블유와 에이스테크, 웨이브일렉트로 등은 무선 기지국 내 안테나와 RRH 장비를 주로 생산하며, 관련 기술을 발전시켜 스몰셀 시장에도 진출한 상황이다. 2G/3G 서비스 당시 투자가 활발했던 중계기 시장은 4G LTE 전환 이후 크게 위축되며 현재 쏠리드를 비롯한 일부 업체만 남아 있다. 이 밖에 무선망에서 전파 불량지역이나 음영지역을 측정 및 분석하는 계측장비 업체로는 이노와이어리스가 대표적이며, 외부에서 침입하는 악성 트래픽을 탐지하고 차단하는 보안장비 업체로는 윈스 등이 있다.

표2 국내 네트워크 장비 업체 설명 및 2017년 주요 실적

분류	중분류	종목	주요 제품	(십억원)			
				시가총액	매출액	영업이익	당기순이익
광네트워크장비	광전송장비	코위버	광전송장비(캐리어이더넷 등)	67.1	54.3	6.0	6.5
		우리넷	광전송장비(PTN, MSPP 등)	53.6	51.7	3.2	3.4
		텔레필드	광전송장비(MSPP 등)	32.1	37.4	0.9	0.5
	교환장비 + 가입자망 장비	다산네트웍스	FTTx 장비, 이더넷 스위치 장비 등	191.8	307.1	0.0	-1.6
		유비쿼스	FTTx 장비, 스위치 장비 등	156.3	76.2	13.8	12.2
	광 모듈	오이솔루션	광트랜시버	84.4	76.6	-1.9	-1.8
		라이트론	광트랜시버	105.3	82.3	0.1	-3.1
		우리로	광트랜시버, 광분배기	60.5	41.1	-5.9	-10.0
	광 소재 및 기타	대한광통신	광섬유, 광케이블	502.2	139.7	15.0	13.3
		이노인스트루먼트	광융합 접속기	133.5	68.5	7.8	4.3
이동통신장비	기지국(스몰셀)	케이엠더블유	안테나, RRH, RF부품, 스몰셀	417.0	203.7	-3.0	-8.7
		에이스테크	안테나, RRH, RF부품, 스몰셀	158.2	351.6	-14.5	-54.7
		웨이브일렉트로	RRH, RF부품	285.9	55.3	2.1	0.4
		서진시스템	RRH 케이스	315.0	237.9	17.8	5.4
		RFHIC	RF부품	561.8	62.1	8.1	6.1
		삼지전자	스몰셀	186.0	1,304.6	52.4	25.3
	중계기	쏠리드	중계기, DAS	172.6	259.3	20.2	-22.0
		에프알텍	중계기, DAS	34.4	23.2	-5.8	-2.7
		CS	중계기	43.0	43.3	1.9	1.0
		스카이문스테크놀로지	중계기	56.2	13.5	-4.3	-4.7
		기산텔레콤	중계기	42.7	63.5	-3.2	-4.8
네트워크 운영관리	계측장비	이노와이어리스	통신망 시험/계측기	123.1	60.7	0.6	-0.2
	검사장비	디티앤씨	검사장비	93.0	49.8	5.6	3.8
보안 및 소프트웨어	보안장비	윈스	보안장비	148.5	72.0	7.5	8.0
	소프트웨어	텔코웨어	HLR, SCSF	126.1	41.4	5.2	5.3

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

4G LTE 투자 종료 이후 실적 부진에 허덕이는 장비 업체들

국내 네트워크 장비 업체들의 실적은 전방 시장의 투자 규모에 큰 영향을 받는다. 4G LTE 투자 종료 이후에는 줄어드는 수주 물량에 단가 인하 압력이 더해져 대부분 사업자들의 실적 악화가 지속됐다. 주로 이동통신장비 관련 업체들의 실적이 부진했으며, 투자 사이클과 무관하게 꾸준한 수요가 있는 광전송장비 업체나 보안 및 소프트웨어 업체들의 실적은 상대적으로 양호했다.

표3 국내 네트워크 장비 업체 실적 및 밸류에이션

	시가총액	매출액			영업이익			당기순이익			PER(x)			PBR(x)			ROE(%)		
(십억원)	(십억원)	'15	'16	'17	'15	'16	'17	'15	'16	'17	'15	'16	'17	'15	'16	'17	'15	'16	'17
코위버	67.1	60.0	58.7	54.3	6.2	5.2	6.0	9.3	6.6	6.5	4.9	8.2	11.7	0.6	0.6	0.8	12.0	7.7	7.1
우리넷	53.6	49.6	43.4	51.7	6.3	2.2	3.2	5.6	2.7	3.4	5.1	14.5	11.7	0.6	0.8	0.8	12.9	5.8	7.0
텔레필드	32.1	37.4	43.1	37.4	0.9	-1.7	0.9	0.8	-2.6	0.5	33.1	N/A	29.9	1.0	1.1	0.8	N/A	-10.2	2.6
다산네트웍스	191.8	268.2	222.8	307.1	0.4	-13.3	0.0	-5.1	-34.7	-1.6	N/A	N/A	N/A	0.9	1.1	1.2	-3.9	-29.0	-1.3
유비쿼스	156.3	N/A	N/A	76.2	N/A	N/A	13.8	N/A	N/A	12.2	N/A	N/A	10.9	N/A	N/A	2.0	N/A	N/A	N/A
오이솔루션	84.4	59.4	79.7	76.6	0.5	4.7	-1.9	1.9	6.1	-1.8	31.8	12.7	N/A	1.2	1.4	1.3	3.8	11.7	-2.9
라이트론	105.3	29.7	41.5	82.3	-5.0	0.6	0.1	-4.4	0.6	-3.1	N/A	70.8	N/A	0.8	1.1	0.9	-11.6	1.5	-7.4
우리로	60.5	53.2	42.2	41.1	2.5	-2.0	-5.9	2.0	0.2	-10.0	28.5	192.9	N/A	2.3	1.3	2.0	7.5	0.7	-30.5
대한광통신	502.2	109.0	116.5	139.7	-4.4	-1.5	15.0	-1.3	-12.6	13.3	N/A	N/A	24.6	0.8	1.2	4.1	-1.8	-18.8	16.9
이노인스트루먼트	133.5	N/A	N/A	68.5	N/A	-0.1	7.8	N/A	0.1	4.3	N/A	104.2	44.9	1.0	1.0	3.3	N/A	1.0	11.6
케이엠더블유	417.0	219.8	210.5	203.7	-44.9	-14.5	-3.0	-47.9	3.9	-8.7	443.8	N/A	N/A	2.4	2.3	7.8	-75.9	9.0	-17.9
에이스테크	158.2	421.9	322.1	351.6	15.1	-13.8	-14.5	10.0	-32.3	-54.7	10.4	N/A	N/A	0.8	0.7	2.3	7.8	-25.5	-61.2
웨이브일렉트로	285.9	30.6	44.7	55.3	-4.1	-3.1	2.1	-3.9	-3.8	0.4	N/A	N/A	531.3	5.6	5.1	5.1	-12.6	-10.7	1.0
서진시스템	315.0	77.7	165.9	237.9	22.4	24.4	17.8	18.2	19.6	5.4	N/A	N/A	31.9	N/A	N/A	1.8	94.4	36.9	6.6
RFHIC	561.8	N/A	N/A	62.1	N/A	0.0	8.1	N/A	0.1	6.1	N/A	N/A	57.3	N/A	N/A	3.0	N/A	N/A	9.0
삼지전자	186.0	831.8	1,101.6	1,304.6	25.7	30.3	52.4	14.4	19.6	25.3	6.0	10.0	3.5	0.7	1.2	0.8	N/A	8.9	17.3
쏠리드	172.6	190.0	239.8	259.3	4.5	11.1	20.2	1.0	-68.8	-22.0	117.3	8.8	12.6	1.3	1.4	1.9	1.1	-81.5	-28.6
에프알텍	34.4	42.8	21.9	23.2	-0.5	-5.1	-5.8	0.2	-4.1	-2.7	188.3	N/A	N/A	1.1	0.9	1.0	0.6	-10.5	-7.6
CS	43.0	54.8	48.5	43.3	-9.9	-0.3	1.9	-8.7	-7.8	1.0	N/A	N/A	34.1	2.9	2.1	1.8	-54.3	-53.1	5.2
스카이문스테크놀로지	56.2	23.0	13.1	13.5	-0.3	-2.2	-4.3	0.1	-2.1	-4.7	325.7	N/A	N/A	1.0	2.1	1.8	0.3	-8.9	-15.2
기산텔레콤	42.7	79.7	59.2	63.5	1.6	-2.9	-3.2	1.5	-2.5	-4.8	34.4	N/A	N/A	1.3	1.4	1.3	3.9	-6.6	-13.8
이노와이어리스	123.1	54.9	52.7	60.7	-2.5	-3.7	0.6	-4.5	-9.8	-0.2	N/A	N/A	N/A	0.8	0.8	2.0	-5.7	-13.6	-0.3
디티앤씨	93.0	31.8	40.4	49.8	2.8	3.1	5.6	3.6	2.4	3.8	49.7	38.4	22.0	2.7	1.3	1.1	N/A	3.5	5.3
윈스	148.5	64.9	73.6	72.0	8.0	8.5	7.5	10.2	8.8	8.0	10.8	14.4	16.6	1.4	1.4	1.5	N/A	10.5	9.1
텔코웨어	126.1	59.4	40.9	41.4	8.4	4.6	5.2	7.8	4.5	5.3	10.2	14.4	12.8	0.8	0.6	0.6	7.6	4.3	5.0

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

전반적인 외형 성장에도 수익성 회복은 더딘 상황

국내 상장 기업들의 2Q18 실적 공시가 대부분 마무리됐다. 국내 통신장비 섹터 중 실적 공시를 마감한 종목은 총 25개이며, 이 중 전년 동기 대비 매출액이 증가한 종목은 14개, 감소한 종목은 11개로 전반적인 수주 물량 증가로 매출 성장이 나타나고 있다. 반면, 영업이익이 증가한 종목은 13개, 감소한 종목은 12개로 아직까지 수익성은 크게 돌아서지 못하는 모습이다.

표4 국내 주요 네트워크 장비 업체 2Q18 실적

	2Q18						1H18									
(십억원)	Sales	(%YoY)	OP	(%YoY)	NP	(%YoY)	Sales	(%YoY)	OP	(%YoY)	NP	(%YoY)	자산	부채	자본	부채비율 (%)
코위버	8.5	-52.2	-4.1	적전	1.4	-61.8	14.4	-33.0	-5.1	적전	1.1	270.2	116.9	23.8	93.1	25.6
우리넷	6.9	19.3	-0.8	적지	-0.6	적지	11.8	35.7	-2.4	적지	-1.6	적지	62.8	14.2	48.6	29.2
텔레필드	6.9	-2.4	-5.9	적지	-4.1	적지	9.3	-20.7	-7.8	적지	-9.1	적지	49.0	25.5	23.5	108.2
다산네트웍스	93.9	-6.7	3.7	366.6	-7.7	적지	163.1	1.9	3.8	흑전	-9.5	적지	360.9	184.1	176.8	104.1
유비쿼스	24.7	9.9	4.1	25.3	3.9	32.6	43.1	N/A	7.0	N/A	6.4	N/A	89.9	22.2	67.7	32.7
오이솔루션	18.7	-5.0	-0.2	적전	1.6	47.5	35.9	-16.4	-2.5	적전	-0.4	적전	95.6	31.2	64.4	48.5
라이트론	14.0	-32.0	-2.1	적전	-3.9	적지	29.0	-31.4	-4.0	적지	0.9	흑전	123.5	69.3	54.2	127.8
우리로	12.2	17.8	1.6	흑전	-1.6	적지	20.7	-7.4	0.6	흑전	3.0	흑전	73.3	33.2	40.1	82.9
대한광통신	43.1	15.3	7.4	47.7	14.0	232.1	84.7	21.2	13.8	66.9	20.2	43.3	277.1	86.1	190.9	45.1
이노인스트루먼트	12.1	-25.0	-1.2	적전	-0.9	적지	23.7	46.3	-1.0	적전	-0.8	적지	86.1	22.9	63.2	36.3
케이엠더블유	85.0	54.5	-7.4	적전	-7.6	적지	155.4	26.0	-4.6	적전	-6.9	-88.9	300.4	239.2	61.3	390.5
에이스테크	109.2	1.8	2.8	133.3	3.2	161.7	193.2	-11.1	4.9	-57.1	3.6	-63.4	421.7	346.7	75.1	461.9
웨이브일렉트로	14.3	-14.2	1.1	-49.4	2.5	145.4	18.3	-32.9	-2.1	적전	1.0	적전	92.4	47.4	45.0	105.4
서진시스템	87.8	37.6	10.7	451.0	14.6	388.7	171.1	34.7	20.3	132.2	22.4	113.5	373.6	224.4	149.2	150.5
RFHIC	28.7	42.2	7.4	81.4	6.2	61.9	50.8	69.3	12.2	169.6	10.9	130.1	185.0	39.2	145.7	26.9
삼지전자	363.2	13.9	7.8	-23.1	3.2	-47.9	732.6	21.3	14.4	-29.2	5.8	-25.6	536.8	267.0	269.8	99.0
쏠리드	61.1	-10.7	0.7	흑전	-1.1	적지	102.8	-6.1	-0.8	적지	-2.3	적지	254.0	173.0	81.1	213.4
에프알텍	10.2	35.4	1.4	흑전	1.3	흑전	16.5	17.0	0.2	흑전	0.2	적지	58.6	25.3	33.4	75.7
CS	15.4	61.4	0.4	흑전	0.6	흑전	18.7	6.7	-0.8	적지	1.4	흑전	32.3	12.0	20.3	59.0
스카이문스테크놀로지	4.0	34.3	-1.5	적지	-2.9	적지	4.8	-19.9	-3.3	적지	-4.5	적지	60.8	23.0	37.8	60.9
기산텔레콤	8.6	-38.6	-3.2	적지	-2.3	적지	23.5	-19.3	-4.3	적지	-3.0	적지	67.7	33.7	34.0	99.0
이노와이어리스	14.1	47.4	-1.1	적지	-1.1	적지	27.9	-6.3	-1.7	적지	-1.9	적지	83.9	19.0	64.9	29.3
디티앤씨	15.2	21.4	2.0	33.9	1.4	39.8	29.1	22.3	3.0	10.6	1.8	-34.7	125.7	50.7	75.0	67.6
윈스	15.0	-22.5	2.0	-39.1	2.3	-36.8	26.3	-13.0	2.1	-36.6	3.8	30.3	142.9	52.4	90.5	58.0
텔코웨어	6.9	-38.5	0.8	-73.9	1.0	-62.0	11.9	-31.9	-0.6	적전	0.1	-22.7	110.0	6.4	103.6	6.2

주: 당기순이익은 지배주주 순이익 기준. 자산, 부채, 자본,부채비율 항목은 2018년 1분기 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

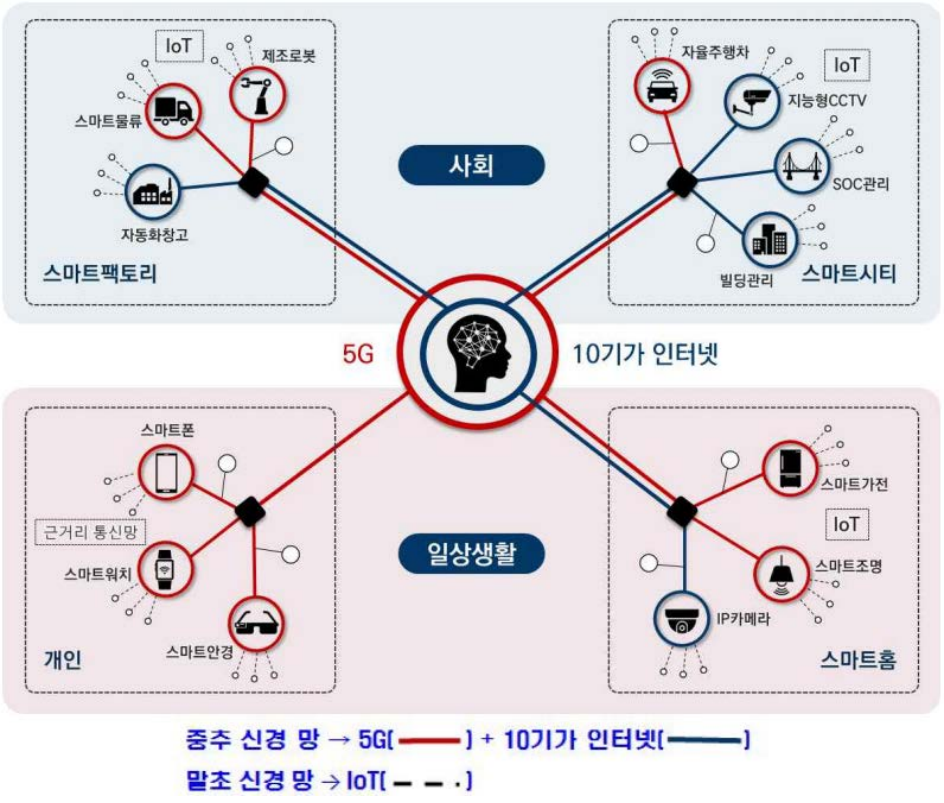
3. 통신장비 투자 아이디어

5G 의 첫 시작은
유선 네트워크 고도화!

1) 10 기가 인터넷 보급 확대

내년 3월 5G 상용화를 앞두고 국내 유무선 통신장비 업체에 대한 시장의 관심이 뜨겁다. 일반적으로 5G하면 스몰셀(Small-cell)로 대변되는 무선 네트워크 장비에 대한 관심이 대부분이지만, 원활한 이동통신 서비스를 위해서는 유선 네트워크 고도화 작업이 선행되어야 한다. 실제로 5G 투자의 첫 시작이 나타나고 있는 국산 장비 분야도 바로 유선 인프라 시장이다. 정부는 무선 인프라 못지 않게 유선 인프라에 대한 투자를 독려하고 있다. 작년 과학기술정보통신부가 배포한 '5G 상용화 지원 로드맵' 자료를 살펴보면, 5G 이동통신 기술 전환과 더불어 10기가 인터넷 상용화가 중점 지원 과제로 선정됐다.

그림23 **과학기술정보통신부가 발표한 '5G 상용화 지원 로드맵'**

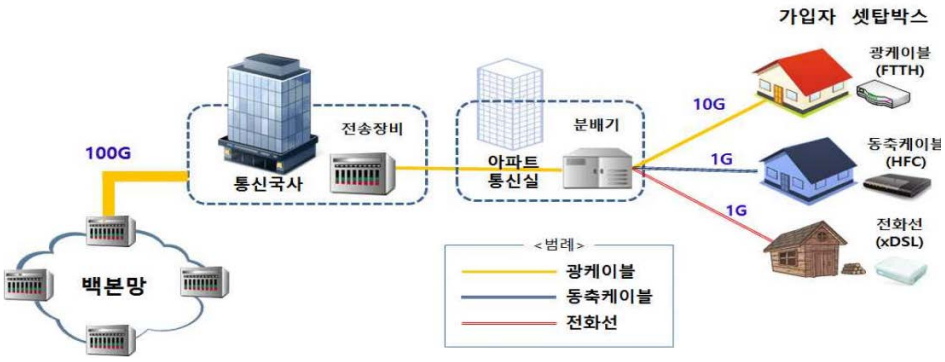


자료: 과학기술정보통신부, 메리츠종금증권 리서치센터

10 기가 인터넷, 2022 년까지 전국 50% 커버리지 구축 완료

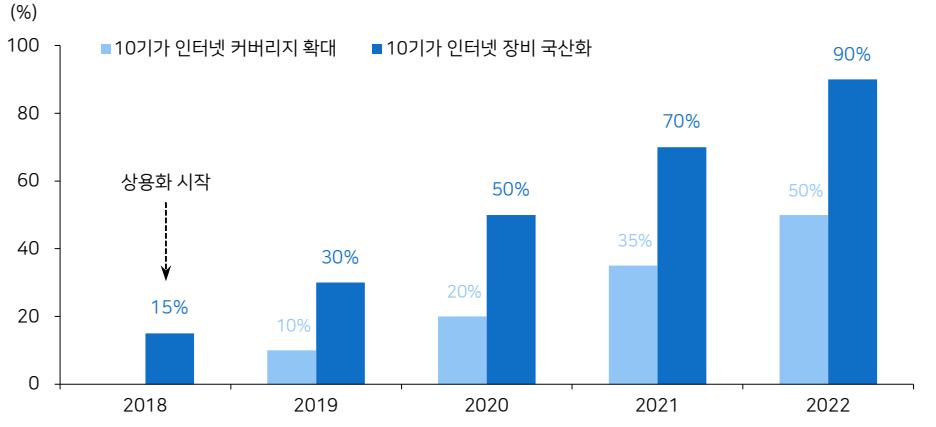
국내 유선인터넷 가입자망은 2017년 9월 기준 광케이블(FTTH)이 36.0%, 광랜(LAN)이 40.2%, 동축케이블(HFC)이 19.1%, 전화선(xDSL)이 4.7%로 구축되어 있다. 정부는 10기가 인터넷 제공을 위해 통신국사에 위치한 전송장비, 아파트 통신실에 비치된 분배기, 그리고 댁내 셋톱박스 등 관련 장비를 교체하고, 기존 동축케이블과 전화선 방식도 광케이블, 광랜 방식으로 전환할 방침이다. 이를 위해 올해 10기가 인터넷 상용화를 시작으로 2022년 85개 시에 50%까지 커버리지 구축을 완료한다는 계획이다. 정부 방침으로 10기가 인터넷 장비의 국산화가 추진 중이며, 올해 15% 수준인 국산화 비중이 2022년 90%까지 증가해 관련 FTTx 업체들의 수혜가 예상된다.

그림24 10기가 인터넷 네트워크 구성도



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 정부의 10기가 인터넷 추진 일정



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠종금증권 리서치센터

올해 하반기부터 통신 3사 10기가 인터넷 보급 확산

국내 통신 3사 역시 올해부터 10기가 인터넷 서비스를 제공하기 위해 관련 투자를 확대하는 중이다. KT는 당장 올해 9월부터 10기가 인터넷 서비스를 출시한다. 대상은 광케이블 기반의 단독 주택과 특등급 아파트이며, 댁내까지 광케이블이 연결되지 않은 일반 아파트의 경우 2Q19에 서비스가 제공될 예정이다.

SKB, 10기가 인터넷 2020년까지 70~80% 커버리지 구축 방안

SK브로드밴드도 하반기 10기가 인터넷 서비스 상용화에 나선다. 지난 5월 별도의 케이블 증설이나 교체 없이 가구당 2.5Gbps 대역폭의 인터넷 제공이 가능한 'Giga 프리미엄'을 출시했으며, 이를 위해 G-PON 기술을 적용했다. 현재 'Giga 프리미엄' 커버리지는 전체 가입자의 40% 수준이나, 오는 2020년까지 1조원을 투자해 커버리지를 70~80%까지 확대할 계획이다. 또한, 백본망과 단말 투자도 병행해 총 2조원을 투자한다는 방침이다.

LG유플러스도 10기가 인터넷 솔루션 개발 완료

LG유플러스도 작년 12월 유비쿼스와 10기가 인터넷 서비스 솔루션을 공동 개발하고, 내부 기술 시연에 성공했다. 다만, 당장은 2.5기가나 10기가 인터넷 서비스가 시장성 측면에서 이르다고 판단하며, 향후 경쟁사들이 시장을 본격적으로 개화할 경우 투자가 빠르게 집행될 것으로 예상된다.

10기가 인터넷 출시는 필연적

통신사들이 10기가 인터넷 서비스를 출시하려는 이유는 크게 세 가지다. ① 우선, 내년 3월 상용화되는 5G 서비스는 단말당 최대 무선 속도가 20Gbps인 반면, 현재 대부분 보급된 초고속인터넷은 1Gbps에 불과하다. ② 또한, 10기가 인터넷 조기 상용화로 10Gbps 광 액세스망을 구축할 경우 5G 백홀 장비로도 사용될 전망이다. ③ 마지막으로, 통신사간 속도 경쟁과 더불어 10기가 인터넷 서비스에 대한 이용자들의 가입 의향이 충분하다고 판단됐기 때문이다. 통신사들의 경쟁적인 10기가 인터넷 출시로 관련 장비를 납품하는 다산네트웍스와 유비쿼스의 실적 개선이 기대된다.

그림26 **통신사별 10기가 인터넷 상용화 계획 및 내용**

	상용화 시기	내용
SK브로드밴드	올해 하반기	서울 및 수도권 일부 시범서비스 SK텔레콤 네트워크기술원과 10기가급 인터넷 솔루션 개발
KT	올해 9월	서울 및 수도권, 평창 일부 지역에서 시범서비스 10기가인터넷 안정 공급 기술 '100G-PON' 솔루션 개발
LG유플러스	올해 하반기 혹은 내년 상반기	홈 10기가 인터넷 솔루션 시연

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2) 스몰셀, 음영 지역을 커버하라!

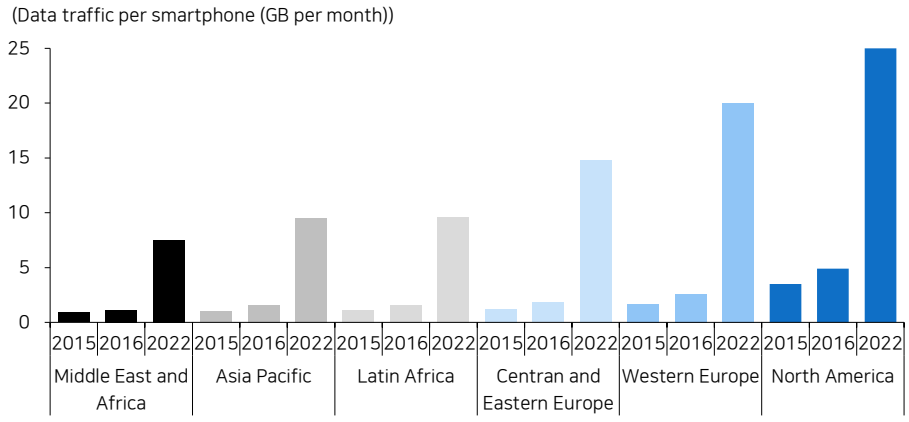
5G 시대 데이터 트래픽 폭증

글로벌 스마트폰 월별 데이터 트래픽 전망을 살펴보면, 전세계 어느 지역을 막론하고 스마트폰 월별 데이터 트래픽은 5G 서비스가 본격화되는 2022년에는 현재 대비 최소 6~7배 이상 늘어난다.

스몰셀 수요 증가 전망

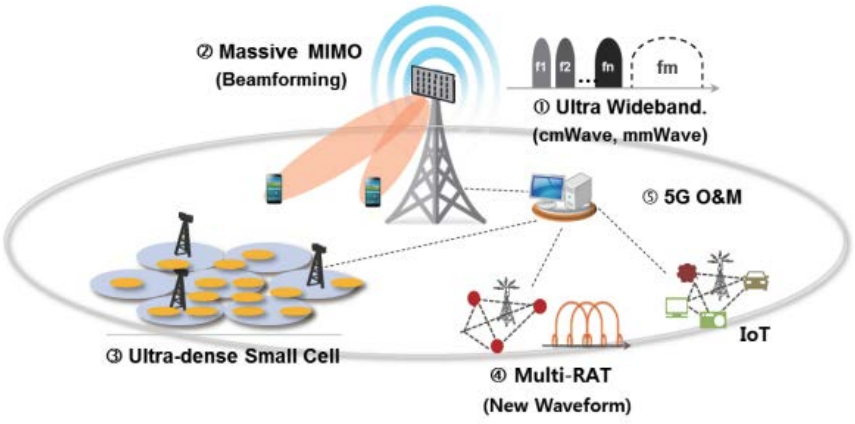
이렇듯 급격히 증가하는 데이터 트래픽으로 인해 망의 과부하와 사용자 서비스의 품질 저하 이슈가 예상되나, 현재 매크로 기지국을 이용하는 방안에는 한계가 있다. 따라서, 단위 면적당 용량 증대와 음영지역에서 사용자의 QoS(Quality of Service)를 높일 수 있는 스몰셀 기술이 부각되고 있다. 스몰셀은 통상 수 km의 광대역 커버리지를 지원하는 매크로셀과 달리 10m~수백m의 소출력 커버리지를 갖는 저전력 무선접속 기지국이다.

그림27 글로벌 스마트폰 월별 데이터 트래픽 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 5G 네트워크 구축을 위한 주요 기술 중 하나인 '스몰셀(Small-cell)'



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

스몰셀의 종류

스몰셀은 커버리지 영역에 따라 펨토셀, 피코셀, 마이크로셀, 매크로셀 등으로 구분된다. 펨토셀은 반경 5~10m 지역을 커버하며 주로 카페나 가정댁내에서 사용된다. 피코셀은 반경 40m 내 지역을 커버하며 사무실 등에 쓰인다. 마이크로셀은 펨토셀과 피코셀이 커버할 수 있는 영역을 벗어난 규모를 커버하며, 주로 아웃도어용으로 사용된다.

스몰셀 매출액 '17~'21 년 연평균 +14.3% 성장 전망

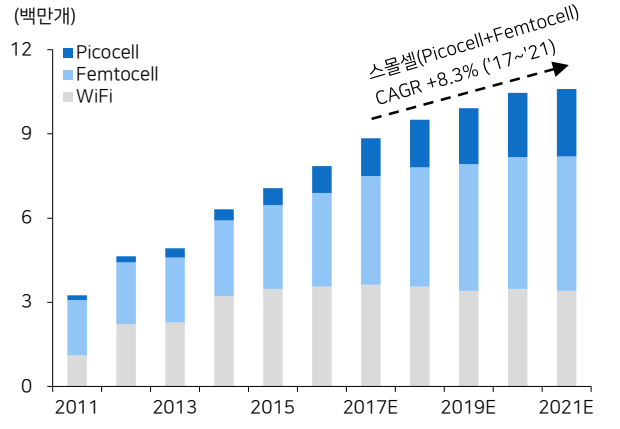
Gartner에 따르면, 글로벌 스몰셀 출하량은 2017년부터 2021년까지 연평균 +8.3% 성장하며, 글로벌 스몰셀 매출액 역시 동기간 연평균 +14.3%로 높은 성장세를 기록할 전망이다.

표5 스몰셀의 종류

구분	인도어		아웃도어			
	펨토셀	피코셀	펨토셀	피코셀	마이크로셀	매크로셀
전송파워	10mW~100mW	100mW~250mW	900mW~1W	1~5W	5~10W	10W 이상
커버리지	5~20m	20~200m	500m~750m	0.5~1.5km	1~3km	1~25km
평균크기	5x8cm	10x10cm	20x20cm	20x30cm	40x30cm	50x60cm
무게	1Kg	1.5Kg	2~3Kg	2~4Kg	4~6Kg	10~15Kg
최대사용자수	8~16명	16~64명	8~32명	64명 이하	256명 이하	256명 이상
구축장소	가정/기업	가정/기업	전신주, 빌딩벽	전신주, 빌딩벽	빌딩벽, 옥상	빌딩벽, 옥상

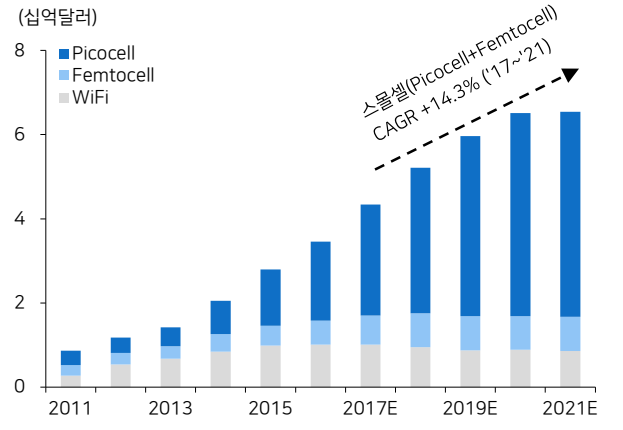
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림29 글로벌 스몰셀 출하량 추이 및 전망



자료: Gartner, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 글로벌 스몰셀 매출액 추이 및 전망



자료: Gartner, 메리츠종금증권 리서치센터

스몰셀 단순 제작 역량보단, 원천 기술 보유 기업에 주목

스몰셀 기지국 장비는 우리나라가 세계 최초로 상용화한 제품이다. 스몰셀 도입 초기에는 스몰셀을 공급하던 중소업체들이 관련 하드웨어와 소프트웨어를 모두 해외에서 수입하여 통신 3사의 수요에 따라 공급했다. 고도화된 스몰셀을 개발하는 전문 인력 부족으로 현재 국내 스몰셀 시장에서 해외 제조업체들의 공급이 확대되고 있다. 따라서 단순 제작 역량만으로는 스몰셀 시장이 본격적으로 개화되는 5G 시대에 큰 수혜를 입을 수 없다. 이러한 측면에서 국내 기술력을 인정 받아 글로벌 통신장비 업체들과 거래가 확대되고 있는 RFHIC와 케이엠더블유를 주목할 필요가 있다.

RFHIC(218410)

RFHIC는 매크로 기지국이나 스몰셀 기지국이 사용자 단말과 신호를 주고 받을 때 RF 신호를 증폭시켜주는 전력증폭기를 생산하며, 이 전력증폭기 내 핵심 부품인 트랜지스터를 GaN(질화갈륨) 소재를 활용해 경박단소화 시켰다. RFHIC는 일본 스미토모와 함께 화웨이에 GaN 트랜지스터를 납품 중이며, 화웨이는 현재 50% 수준인 GaN 트랜지스터 채택 비중을 향후 80%까지 확대한다는 계획이다.

케이엠더블유(032500)

케이엠더블유는 사용자 단말로부터 들어오는 미약한 신호를 포착하고 주변 잡음 등을 제거해 장비 내 모뎀으로 전달해주는 RF필터 분야에서 글로벌 기술 경쟁력을 갖추었다. 삼성전자, 노키아, 에릭슨, ZTE 등 글로벌 통신 장비 업체들과 거래 중이며, 특히 삼성전자향으로 높은 비중(1Q18 기준 34%)을 차지하고 있어, 향후 삼성전자가 5G에 본격적으로 투자하는 시기에 더 큰 폭의 성장이 가능하다.

3) 삼성전자와 5G 를 함께할 종목은?

삼성전자, 5G 포함 미래 성장사업에 25 조원 투자 계획

삼성전자는 지난 8일 총 180조원에 달하는 대규모 투자 계획을 발표했다. 이 가운데 25조원은 4차 산업혁명의 중심인 인공지능(AI), 5G, 바이오 분야에 투자될 예정이며, 특히 4대 미래 성장사업으로 선정된 5G 관련 칩셋, 단말, 장비 등에 투자를 확대할 방침이다. 이번 투자 발표에 앞서 삼성전자 네트워크 사업부는 5G 시대를 준비하며 인력을 충원하고 기술 개발에 주력하는 등 외형을 확대하고 있다. 올해 초에는 미국 Verizon과 5G 고정형 무선 액세스(FWA; Fixed Wireline Access) 서비스 통신 장비 계약을 체결했고, Sprint나 AT&T와도 장비 계약 협상을 진행 중이다. 삼성전자 네트워크 사업부는 현재 4% 미만에 불과한 글로벌 시장 점유율을 2020년까지 20%까지 확대한다는 계획이다.

표6 삼성전자 투자 · 고용 · 상생협력 계획 주요 내용

① 미래를 위한 성장기반 구축	
▶ 3년간 180조원 투자	▪ 반도체: 인공지능(AI), 5G, 데이터센터, 전장 등 신규 수요 대응 평택캠퍼스 등 국내 생산 거점 중점 투자 ▪ 디스플레이: 고부가, 차별화 제품 투자 확대 ▪ 4차 산업혁명 중심(AI, 5G, 바이오) 분야에 25조원 투자
▶ 3년간 4만명 직접 채용	▪ 기존 계획(약 2만~2만5천명)에서 대폭 확대 ▪ 주 52시간 근무제 정착 노력 ▪ 국내 투자 130조원에 따른 고용 유발 효과 70만명 추산
▶ 4대 미래 성장사업 육성	▪ AI · 5G · 바이오 · 전장부품을 4대 미래 성장사업으로 선정 ▪ 한국 AI센터 허브로 글로벌 연구 거점에 1천명 인재 확보 ▪ 5G 칩셋 · 단말 장비 등에 투자 ▪ 바이오시밀러(제약), CMO사업(의약품 위탁생산) 등 집중 투자로 바이오 분야 '제2의 반도체' 사업 육성 ▪ 자율주행 시스템 · 반도체(SoC) 등 미래 자동차 전장 부품 기술 선도
▶ 기초과학 투자	▪ 4차 산업혁명 핵심인 AI, 5G, IoT, 바이오 등 분야로 미래기술육성사업 확대 ▪ 2013년부터 2022년까지 1조 5천억원 지원
② 혁신 역량 및 노하우 개방 공유	
▶ 5년간 청년 1만명 소프트웨어 교육	▪ 서울과 수도권, 지방 등 전국 4~5곳에 교육장을 마련해 소프트웨어 교육, 교육생에 일정액 지원 ▪ 성적우수자에 삼성 해외연구소 실습 기회, 직접 채용 검토
▶ 스타트업 지원	▪ 5년간 500개 스타트업 과제 지원 ▪ 사내 벤처 프로그램 'C랩' 확대, 200개 과제 사업화 지원 ▪ 사외 벤처 지원프로그램 'C랩 아웃사이드' 운영, 5년간 300개 스타트업 과제 지원
▶ 오픈 이노베이션 추진	▪ 현재 연간 400억원 수준인 산학협력 규모 1천억원으로 확대
③ 상생협력 확대	
▶ 스마트팩토리 지원	▪ 향후 5년간 중소벤처기업부와 1천 100억원 기금 조성, 2,500개 스마트공장 전환 및 판로 개척 지원 ▪ 비혁력 중소기업도 지원 대상에 포함. 지방 노후 산업단지 소재 기업 및 장애인 여성 고용기업 우선 지원 ▪ 특허 개방, 우수기술 설명회, 구매 전시회, 온라인 쇼핑몰 입점 등 지원
▶ 협력사 지원프로그램 확대	▪ 7천억원 규모의 3차 협력사 전용 펀드(상생펀드 및 물대지원펀드) 추가 조성 ▪ '우수협력사 인센티브'를 2차 협력사까지 확대, 인센티브 규모 5백억원에서 1천억원으로 증액 ▪ 최저임금 인상에 따른 인건비 인상분을 납품단가에 반영

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성전자향 매출 비중이 높은 업체에 주목

삼성전자 네트워크 장비에 주요 부품이나 소재를 납품하고 있는 국내 중소형 통신 장비 업체에 주목해야 한다. 국내 통신 장비 업체 중 삼성전자향 비중이 높은 업체 목록은 [표7]에 나와 있다. 광트랜시버 부품을 만드는 오이솔루션은 전체 매출의 약 30%가 삼성전자 비중이며, 케이엠더블유는 RF필터 등 통신 사업부 매출의 34%를 삼성전자에게 납품하고 있다. RRH 케이스를 만드는 서진시스템 역시 통신 사업부 매출 비중의 절반 가까이가 삼성전자로부터 나온다. 그 외 트랜지스터를 만드는 RFHIC와 광트랜시버 생산 업체인 라이트론, 기지국 안테나 업체인 에이스테크 등이 10% 초중반의 삼성전자향 매출 비중을 가지고 있다.

통신 장비 산업 특성상 기존 사업자들의 지속적인 수혜 가능

4G LTE 때 삼성전자로부터 수혜를 받았던 업체들이 5G 때도 수혜를 받는다는 보장은 없으나, 네트워크 장비 산업 특성이 업체 선정에 있어 보수적인 경향이 있고, 신규 벤더로 등록하는 절차가 매우 복잡하고 까다롭다는 점을 감안할 때, 오랜 기간 레퍼런스를 확보한 업체에게 지속적인 수혜가 돌아갈 것으로 전망한다.

표7 삼성전자향 매출 비중이 높은 국내 통신장비 업체들

구분	전사	통신 사업부		통신 내 삼성전자향		전사 매출액에서
(십억원)	매출액	비중(%)	매출액	비중(%)	매출액	삼성전자 비중(%)
오이솔루션	76.6	100.0	76.6	30.0	23.0	30.0
KMW	203.7	84.5	172.1	34.0	58.5	28.7
서진시스템	237.9	41.5	98.7	48.0	47.4	19.9
라이트론	82.3	100.0	82.3	12.6	10.3	12.6
RFHIC	62.1	83.4	51.8	14.9	7.7	12.4
에이스테크	351.6	100.0	351.6	11.4	40.0	11.4

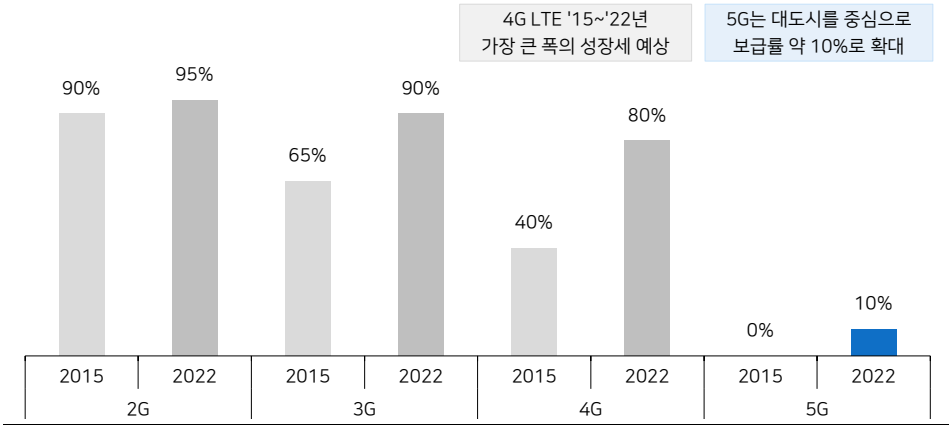
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

4) LTE 투자는 지속되어야 한다

LTE 투자는 현재 진행형!

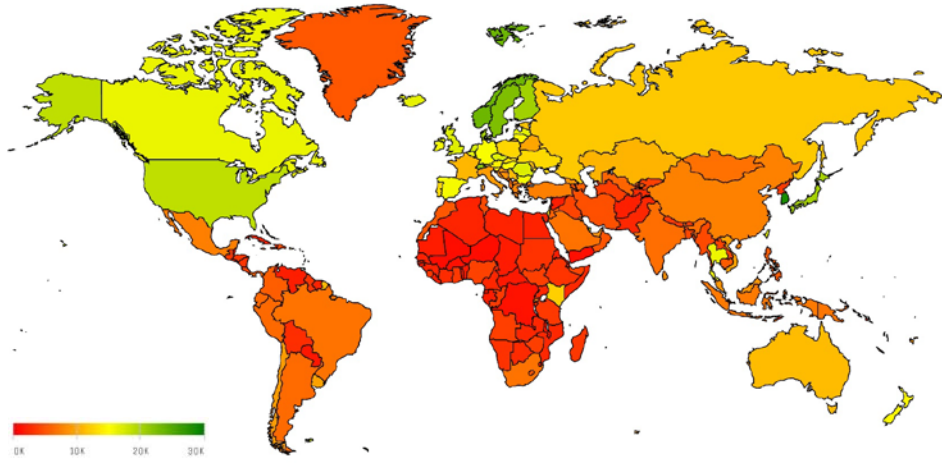
한국, 미국, 일본 등 일부 네트워크 선진국을 중심으로 5G 전환 노력이 이루어지고 있지만, 이 외에 국가에서는 대부분 4G LTE 커버리지 확장이 예상된다. 시장조사에 따르면, 2022년 5G 커버리지는 전세계 10% 수준에 불과하다. 반면, 2015년 기준 전세계 40% 수준이던 4G LTE 보급률은 2022년 80%까지 확대될 전망이다. 따라서, 그 동안 소외되어 있었던 중계기 업체들에게도 여전히 사업 기회가 열려 있고, 해외 매출 비중이 높거나 해외 진출에 적극적인 업체들 위주로 시장의 관심이 회복될 전망이다. 국내 중계기 업체 중에서는 쏠리드와 CS가 해외 LTE 투자 지속에 따른 실적 턴어라운드 관점에서 주목된다.

그림31 글로벌 네트워크 커버리지 현황 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림32 글로벌 인터넷 속도: 글로벌 네트워크 통신 장비 수요 지속 전망



자료: Akamai, 메리츠종금증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
RFHIC (218410)	Buy (신규)	32,000원
케이엠더블유 (032500)	Not Rated (신규)	-
에이스테크 (088800)	Not Rated (신규)	-
이노와이어리스 (073490)	Not Rated (신규)	-
쏠리드 (050890)	Not Rated (신규)	-
CS (065770)	Not Rated (신규)	-
기산텔레콤 (035460)	Not Rated (신규)	-
스카이문스테크놀로지 (033790)	Not Rated (신규)	-
유비쿼스 (264450)	Not Rated (신규)	-
다산네트웍스 (039560)	Not Rated (신규)	-
오이솔루션 (138080)	Not Rated (신규)	-
코위버 (056360)	Not Rated (신규)	-
우리넷 (115440)	Not Rated (신규)	-
대한광통신 (010170)	Not Rated (신규)	-
이노인스트루먼트 (215790)	Not Rated (신규)	-
윈스 (136540)	Not Rated (신규)	-
텔코웨어 (078000)	Not Rated (신규)	-

Industry Indepth
2018. 8. 20

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RFHIC 218410

5G 를 화웨이와 함께

- ✓ 기지국 RRH, 스몰셀 전력증폭기를 생산하는 글로벌 2위 GaN 트랜지스터 업체
- ✓ 화웨이를 포함해 노키아, 에릭슨, 삼성전자 등 글로벌 사업자와 모두 거래
- ✓ 화웨이는 현재 50% 수준의 GaN 트랜지스터 비중을 향후 80%까지 확대 계획
- ✓ 2Q18 매출액 287억원(+42.2% YoY), 영업이익 78억원(+81.4%) 기록
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 32,000원으로 신규 커버리지 개시

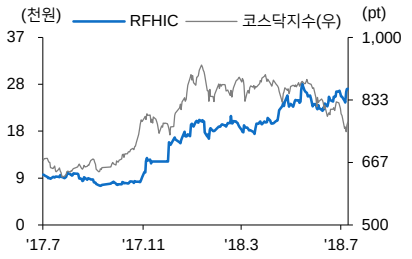
Buy (신규)

적정주가 (12 개월)	**32,000 원**
현재주가 (8.17)	**25,250 원**
상승여력	**26.7%**

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	5,618억원
발행주식수	2,225만주
유동주식비율	58.11%
외국인비중	13.19%
52주 최고/최저가	27,750원/7,675원
평균거래대금	60.9억원
주요주주(%)	
조덕수 외 9 인	41.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	36.5	158.3
상대주가	1.7	49.9	114.8

주가그래프



글로벌 2 위 GaN 트랜지스터 제조사

동사는 GaN(질화갈륨) 소재로 무선통신과 방위산업에 활용되는 트랜지스터와 전력증폭기를 생산하는 업체다. 주력 제품은 전체 매출의 74.9%를 차지하는 GaN 트랜지스터이다. 글로벌 1위 통신장비 업체인 화웨이를 포함해 노키아, 에릭슨, 삼성전자 등 대형 사업자들과 모두 거래 중이다.

화웨이와 함께 5G 투자 시작!

GaN 트랜지스터는 화웨이에 안정적으로 공급 중이다. 현재 화웨이는 기존 LDMOS 트랜지스터와 GaN 트랜지스터를 절반씩 사용 중이나, 중장기적으로 GaN 트랜지스터 비중을 80%까지 확대할 계획이다. LDMOS 트랜지스터는 28GHz와 같은 초고주파수 대역에서 사용이 제한적인 만큼, 5G 서비스에서 GaN 트랜지스터 수요는 확대될 전망이다. 방산 부문도 록히드마틴, 에어버스 등 글로벌 고객사를 꾸준히 확보하고 있으며, 트랜지스터 내재화를 통한 가격 경쟁력으로 40% 수준의 높은 영업이익률을 기록 중이다.

투자의견 Buy, 적정주가 32,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 32,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2019년 예상 EPS 1,432원에 Target PER 22.2배를 적용했다. Target Multiple은 통신 Peer 그룹(Sumitomo, NXP, Infineon)과 방산 Peer 그룹(Qorvo, Macom)의 2019년 평균 예상 PER 20.2배에 10% 할증을 부여했다. 2Q18 연결 실적은 매출액 287억원(+42.2% YoY), 영업이익 78억원(+81.4% YoY)을 기록했다. 2018년 연간 실적은 전 사업 부문 성장이 지속되며 매출액 1,110억원(+78.8% YoY), 영업이익 245억원(+203.7% YoY)을 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	49.7	3.0	4.5	205	-68.9	4,493	50.7	2.3	1.6	4.7	27.0
2016	61.2	5.5	5.6	255	24.5	4,757	39.1	2.1	-0.4	5.5	26.6
2017	62.1	8.1	6.1	280	9.6	5,587	60.0	3.0	32.0	5.4	21.7
2018E	111.0	24.5	22.9	1,031	269.0	6,513	25.9	4.1	18.9	17.1	21.6
2019E	153.2	34.5	31.9	1,432	38.9	7,896	18.7	3.4	13.4	19.9	20.4

1. 기업개요

회사 소개

1999년 설립된 RFHIC는 GaN(질화갈륨) 소재를 이용해 무선통신과 방위산업에 활용되는 전력증폭기 및 트랜지스터를 생산하는 업체이다. 화웨이, 노키아, 삼성전자 등과 모두 거래 중이며, 방산분야에서는 록히드마틴, 보잉 등에 제품을 납품하고 있다. 국내와 미국 법인을 거점으로 전세계 45개 국가의 해외 대리점 망을 구축하여 영업 활동을 벌이고 있다.

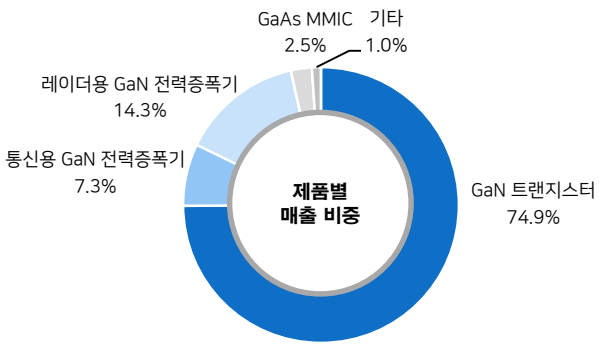
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 GaN 트랜지스터 74.9%, 통신용 전력증폭기 7.3%, 레이더용 전력증폭기 14.3%, 기타 2.5%이며, 수출 비중이 전체의 82.7%를 차지한다. 거래처별로는 화웨이 50%, 삼성전자 12%이며, 나머지는 미국 법인을 통한 매출이 대부분이다.

주주현황

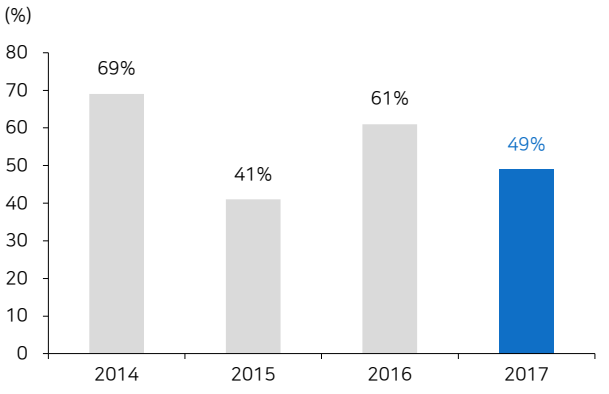
최대주주는 대표이사 외 특수관계인으로 지분 44.0%를 보유하고 있다. 기존 25%를 보유하던 스틱 인베스트먼트의 잔여 물량은 현재 4.9% 수준으로 올해 말까지 청산될 것으로 예상되며, 그에 따라 오버행 리스크 역시 해소될 전망이다.

그림33 RFHIC 제품별 매출 비중



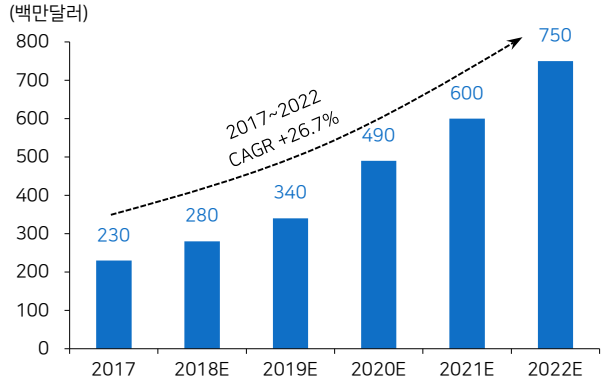
자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림34 RFHIC 캐파(CAPA) 가동률



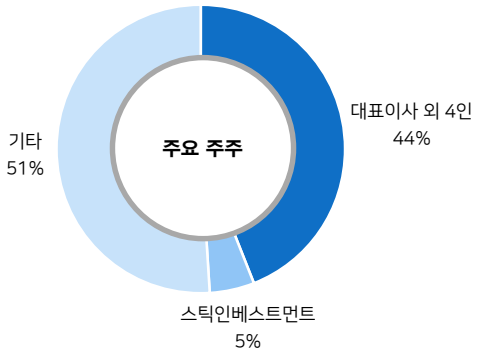
자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림35 글로벌 GaN 트랜지스터 시장 전망



자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림36 주요 주주현황



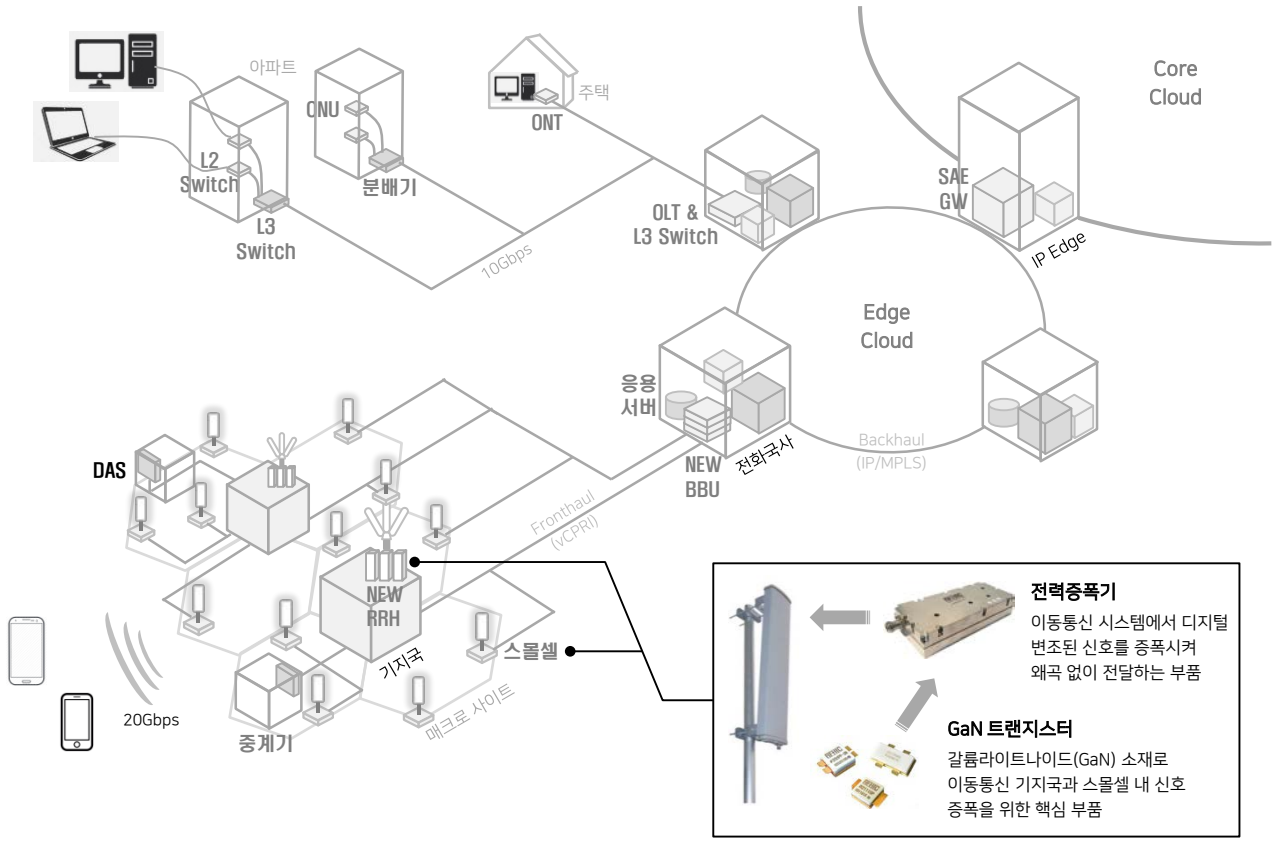
자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은 GaN 트랜지스터와 전력증폭기

트랜지스터는 RF 신호를 증폭하는 반도체 부품이며, 전력증폭기는 이러한 트랜지스터를 비롯해 다양한 부품의 조합으로 만들어진 증폭 모듈로써, 주로 기지국 RRH 장비에 들어간다. RFHIC는 기존 LDMOS 기반 트랜지스터 대비 절반 크기에 효율을 10% 높인 GaN 소재의 트랜지스터를 개발해 생산 및 판매 중이다. 5G가 본격 상용화될 경우 기존 LDMOS가 가진 주파수 한계를 벗어나 초고주파수 대역에서 활용도가 높은 GaN 트랜지스터의 수요가 증가할 전망이다. 현재 화웨이에 GaN 트랜지스터를 안정적으로 공급 중이며, 노키아와 삼성전자에는 4G LTE용 트랜지스터를 공급하고 있다. 에릭슨은 현재 LDMOS 부품을 사용 중이나, 고주파수 대역에서는 GaN 트랜지스터를 공급하는 내용을 논의 중이다.

그림37 RFHIC 주력 제품: GaN 트랜지스터와 전력증폭기



자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

2Q18 영업이익 78 억원(+81.4% YoY) 기록

2Q18 연결 실적은 매출액 287억원(+42.2% YoY), 영업이익 78억원(+81.4% YoY)을 기록했다. GaN 트랜지스터 매출이 꾸준히 늘어나고 있고, 통신용/레이더용 GaN 전력증폭기 사업도 호조를 지속하고 있다. 하반기에도 전 사업 부문에서의 매출 성장이 기대된다. 특히, 분기당 평균 70억원 수준의 레이더용 GaN 전력증폭기 수주잔액이 2Q18에 179억원으로 두 배 가까이 증가하며 하반기 실적 기대감을 높이고 있다. 2018년 연간 실적은 매출액 1,110억원(+78.8% YoY), 영업이익 245억원(+203.7% YoY, OPm 22.1%)을 전망한다.

웨이퍼 수급 이슈 해소

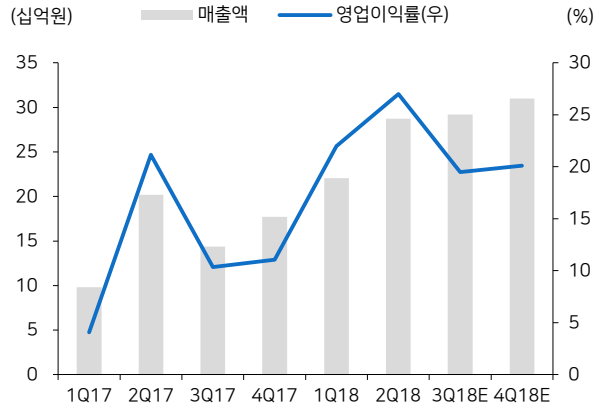
동사는 2015년 크리(Cree)사로부터 웨이퍼 수급이 원활하게 공급되지 않으면서 실적이 악화된 바 있다. 이러한 수급 이슈를 해소하기 위해 2016년 Cree와 장기 공급 계약을 체결했고, 웨이퍼 공급사를 추가로 선정해 안정적으로 웨이퍼를 공급받고 있다. Cree 역시 올해 하반기 약 40% 캐파 증설이 예정되어 있어 원활한 웨이퍼 수급은 지속될 전망이다.

표8 RFHIC 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9.8	20.2	14.4	17.7	22.1	28.7	29.2	31.0	49.7	61.2	62.1	111.0	153.2
영업이익	0.4	4.3	1.5	2.0	4.8	7.8	5.7	6.2	3.0	5.5	8.1	24.5	34.5
세전이익	0.8	4.4	-1.0	2.3	5.4	7.7	5.9	6.5	4.6	5.8	6.6	25.5	35.0
당기순이익	1.0	3.7	-1.1	2.5	4.8	6.0	5.8	6.3	4.5	5.6	6.1	22.9	31.9
영업이익률(%)	4.1	21.2	10.4	11.0	22.0	27.0	19.5	20.1	6.1	8.9	13.0	22.1	22.5
당기순이익률(%)	9.8	18.4	-7.5	14.2	21.6	21.0	20.0	20.2	9.0	9.1	9.9	20.6	20.8

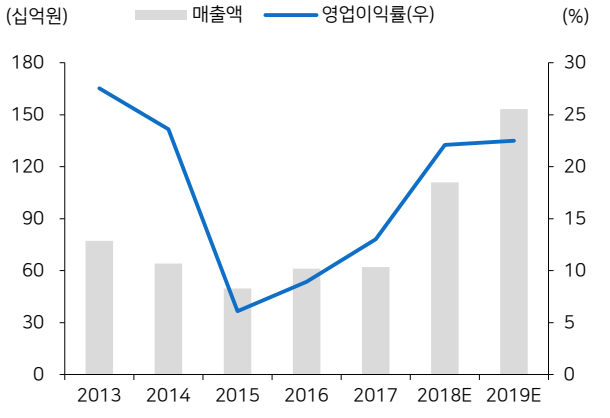
자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림38 RFHIC 분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림39 RFHIC 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: RFHIC, 메리츠종금증권 리서치센터

4. Valuation

투자의견 Buy,
적정주가 32,000 원 제시

RFHIC에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 32,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2019년 예상 EPS 1,432원에 Target PER 22.2배를 적용했다. Target Multiple은 통신 Peer 그룹(Sumitomo, NXP, Infineon)과 방산 Peer 그룹(Qorvo, Macom)의 2019년 평균 예상 PER 20.2배에 10% 할증을 부여했다. 할증은 동사가 영위하는 GaN 트랜지스터 시장 내 점유율 상승 기조와 내년에 있을 5G 투자 확대 기대감을 반영했다. 현재 통신과 방산 Peer 그룹이 받고 있는 평균 PER이 28.7배라는 점을 감안하면 적정 수준이라고 판단한다.

표9 RFHIC 적정주가 Valuation

구분	내용	비고
2019년 지배주주순이익	31.9	
2019년 EPS (원)	1,432	
Target PER(배)	22.2	글로벌 Peer 그룹 대비 10% 할증
적정주가(원)	31,763	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

RFHIC (218410)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	**49.7**	**61.2**	**62.1**	**111.0**	**153.2**
매출액증가율 (%)	-22.6	23.2	1.3	78.8	38.0
매출원가	33.5	40.2	41.0	70.0	95.5
매출총이익	16.2	21.1	21.0	41.0	57.7
판매관리비	13.2	15.6	12.9	16.5	23.2
영업이익	**3.0**	**5.5**	**8.1**	**24.5**	**34.5**
영업이익률	6.1	8.9	13.0	22.1	22.5
금융손익	0.6	0.2	0.3	-1.4	-1.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.0	0.2	-1.8	2.3	1.6
세전계속사업이익	4.6	5.8	6.6	25.5	35.0
법인세비용	0.1	0.3	0.4	2.6	3.2
당기순이익	**4.5**	**5.6**	**6.1**	**22.9**	**31.9**
지배주주지분 순이익	4.5	5.6	6.1	22.9	31.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	**-5.3**	**15.2**	**5.2**	**33.2**	**44.6**
당기순이익(손실)	4.5	5.6	6.1	22.9	31.9
유형자산상각비	1.9	2.2	2.4	3.4	4.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.6	1.7	1.1
운전자본의 증감	-11.4	4.8	-5.3	3.4	5.8
투자활동 현금흐름	**-2.2**	**-2.0**	**3.1**	**-14.3**	**-15.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-9.5	-2.6	-2.1	-9.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.4	-2.8	-2.9	-2.5
재무활동 현금흐름	**2.5**	**-6.4**	**-1.9**	**-3.9**	**-3.1**
차입금의 증감	1.8	-6.3	2.9	-2.8	-2.0
자본의 증가	0.4	0.0	15.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.9	7.0	6.2	15.1	26.3
기초현금	27.7	22.8	29.8	36.0	50.5
기말현금	22.8	29.8	36.0	50.5	76.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	92.5	96.4	107.2	126.9	154.8
현금및현금성자산	22.3	29.3	35.5	50.5	76.8
매출채권	12.6	13.1	16.3	19.0	20.0
재고자산	51.6	50.1	49.7	49.0	47.0
비유동자산	32.0	35.0	47.9	54.6	61.9
유형자산	29.6	30.0	36.0	41.5	47.4
무형자산	1.0	1.6	6.2	4.5	3.4
투자자산	0.5	0.9	3.6	6.5	9.0
자산총계	**124.5**	**131.4**	**155.1**	**181.5**	**216.7**
유동부채	24.6	27.2	24.9	29.5	33.1
매입채무	1.6	8.4	3.9	6.9	9.5
단기차입금	12.3	14.5	14.0	13.0	12.0
유동성장기부채	7.5	0.7	2.8	2.0	1.0
비유동부채	1.9	0.4	2.7	2.8	3.7
사채	0.0	0.0	1.4	0.4	0.4
장기차입금	1.9	0.2	0.0	0.0	0.0
부채총계	**26.5**	**27.6**	**27.6**	**32.3**	**36.7**
자본금	5.9	5.9	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	42.1	42.1	52.5	52.5	52.5
기타포괄이익누계액	0.2	0.3	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	49.6	55.2	61.3	83.1	113.8
비지배주주지분	0.0	0.0	4.3	4.3	4.3
자본총계	**98.0**	**103.8**	**127.4**	**149.2**	**180.0**

Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	2,285	2,806	2,831	4,997	6,886
EPS(지배주주)	205	255	280	1,031	1,432
CFPS	391	507	535	1,440	1,857
EBITDAPS	239	371	504	1,335	1,784
BPS	4,493	4,757	5,587	6,513	7,896
DPS	0	0	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	50.7	39.1	60.0	25.9	18.7
PCR	26.5	19.7	31.4	18.6	14.4
PSR	4.5	3.6	5.9	5.4	3.9
PBR	2.3	2.1	3.0	4.1	3.4
EBITDA	5.2	8.1	11.1	29.6	39.7
EV/EBITDA	1.6	-0.4	32.0	18.9	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.7	5.5	5.4	17.1	19.9
EBITDA 이익률	10.5	13.2	17.8	26.7	25.9
부채비율	27.0	26.6	21.7	21.6	20.4
금융비용부담률	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	12.0	17.8	27.2	82.3	134.9
매출채권회전율(x)	6.7	4.8	4.2	6.3	7.9
재고자산회전율(x)	0.9	1.2	1.2	2.2	3.2

Industry Indepth
2018. 8. 20

케이엠더블유 032500

국내가 아닌 해외가 주무대

- ✓ 이동통신 기지국에 들어가는 안테나와 RF필터를 주력을 생산 및 판매
- ✓ 5G 시대 데이터 트래픽 폭증에 대비해 Massive MIMO 기술이 필수 요구
- ✓ MMR 장비를 통한 안테나 수 확대와 그 안에 들어가는 RF필터 수요 확대 예상
- ✓ 2018년 매출액은 전년 대비 +37.4% 증가한 2,800억원 제시
- ✓ 현재 추진 중인 LED 사업부 매각 완료 시 실적 개선이 두드러질 전망

▲ **통신/미디어**
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	25,900 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	4,170억원
발행주식수	1,610만주
유동주식비율	58.62%
외국인비중	1.75%
52주 최고/최저가	29,100원/12,800원
평균거래대금	44.0억원
주요주주(%)	
김덕용 외 2 인	40.71
국민연금	7.19
미래에셋자산운용 외 1 인	5.17

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-5.5	17.7	102.3
상대주가	0.3	29.3	68.2

주가그래프

글로벌 경쟁력을 갖춘 무선통신 장비 업체

동사는 무선통신 기지국에 장착되는 안테나와 RF필터를 생산하는 업체다. 삼성전자, 노키아, 에릭슨 등 글로벌 SI를 통한 해외 시장 납품 경험이 풍부하다. 주력제품인 RF필터와 안테나, RRH 등은 전세계 주요 국가의 5G 전환으로 폭발적인 수요가 예상된다.

5G 기지국 내 필터 수요 급증 전망

5G 시대 데이터 트래픽 폭증에 대한 해결 방안으로 Massvie MIMO 기술이 요구되고 있다. Massive MIMO란 다수의 안테나를 사용해 사용자 단말기와 기지국 간 신호 간섭을 줄이면서 전송속도와 용량은 증대시키는 기술이다. 현재 기존 안테나에는 4X4 MIMO 기술이 적용되고 있으나, 5G에서는 16X16 MIMO 혹은 64X64 MIMO 기술로 전환되어 장비 내 RF필터 수요 역시 확대될 전망이다. 중국의 5G 주파수 경매 후에는 지난 2016년 5G MOU를 체결한 ZTE를 통해 중국 시장 진출도 가능할 전망이다.

주력 사업의 외형 성장 지속 & 적자 사업부 정리

2Q18 연결 실적은 매출액 850억원(+54.5% YoY)과 영업적자 74억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 안테나 제품의 스펙 강화로 원가율이 상승했고, 납기를 위한 항공 배송으로 운반비가 증가했다. 다만, 전 사업 부문에서 매출액이 증가한 점은 긍정적이다. 주요 수출 국가의 기지국 수요로 올해 매출액 가이던스는 전년 대비 +37.4% 증가한 2,800억원을 제시했다. 적자 원인이던 LED 사업부는 분할한 후 구조조정을 실시하며 고정비를 크게 절감했다. 현재 추진 중인 LED 사업부 매각이 완료될 경우 실적 개선이 더욱 두드러질 전망이다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	317.9	43.5	39.2	2,435	6.5	5,249	7.0	3.2	6.8	60.0	188.5
2014	210.7	-19.0	-13.3	-824	-131.3	5,259	-19.0	3.0	-44.0	-15.7	190.1
2015	219.8	-44.9	-47.9	-2,976	282.2	2,626	-2.4	2.7	-8.8	-75.5	437.1
2016	210.5	-14.5	3.9	245	-107.8	2,830	30.6	2.6	717.8	9.0	357.2
2017	203.7	-3.1	-8.7	-540	-334.3	3,187	-48.7	8.3	68.4	-17.9	315.9

1. 기업개요

회사 소개

케이엠더블유는 무선통신 기지국에 장착되는 안테나와 RF필터를 생산하는 업체다. 주력 수출 국가는 미국, 중국, 일본이며, 주요 고객사로는 삼성전자, 노키아, 에릭슨 등 글로벌 통신 장비 제조 업체이다. 최근 노키아와 2년 동안 협력하여 '대용량 다중입출력장치(Massive MIMO)'를 개발했으며, 노키아와의 협력 관계를 통해 해외 매출을 증대시키려는 계획을 가지고 있다.

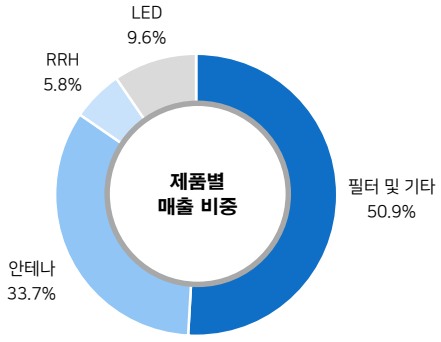
매출 비중

사업부는 크게 RF 부문과 LED 부문으로 구분되며, 1H18 기준 매출 비중은 90.4%와 9.6%이다. 주력인 RF 사업부의 주요 제품인 RF필터는 전체 매출의 50.9%를 차지하고 있으며, 안테나와 RRH는 각각 33.7%, 5.8%를 차지하고 있다.

주주현황

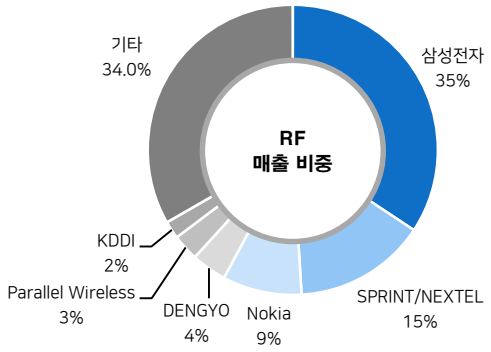
현재 주주 구성은 특수관계인이 40.7%를 차지하며, 국민연금이 7.2%, 미래에셋자산운용이 5.2%를 소유하고 있다.

그림40 케이엠더블유 제품별 매출 비중



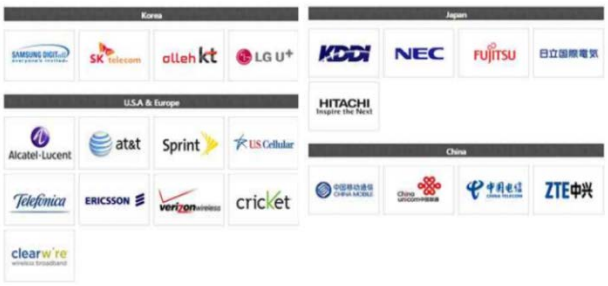
자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

그림41 주요 고객별 RF 매출 비중



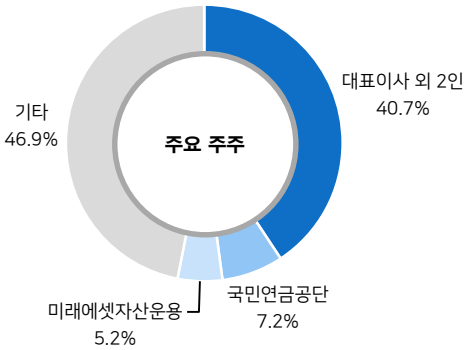
자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

그림42 케이엠더블유 주요 고객사



자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

그림43 주요 주주현황



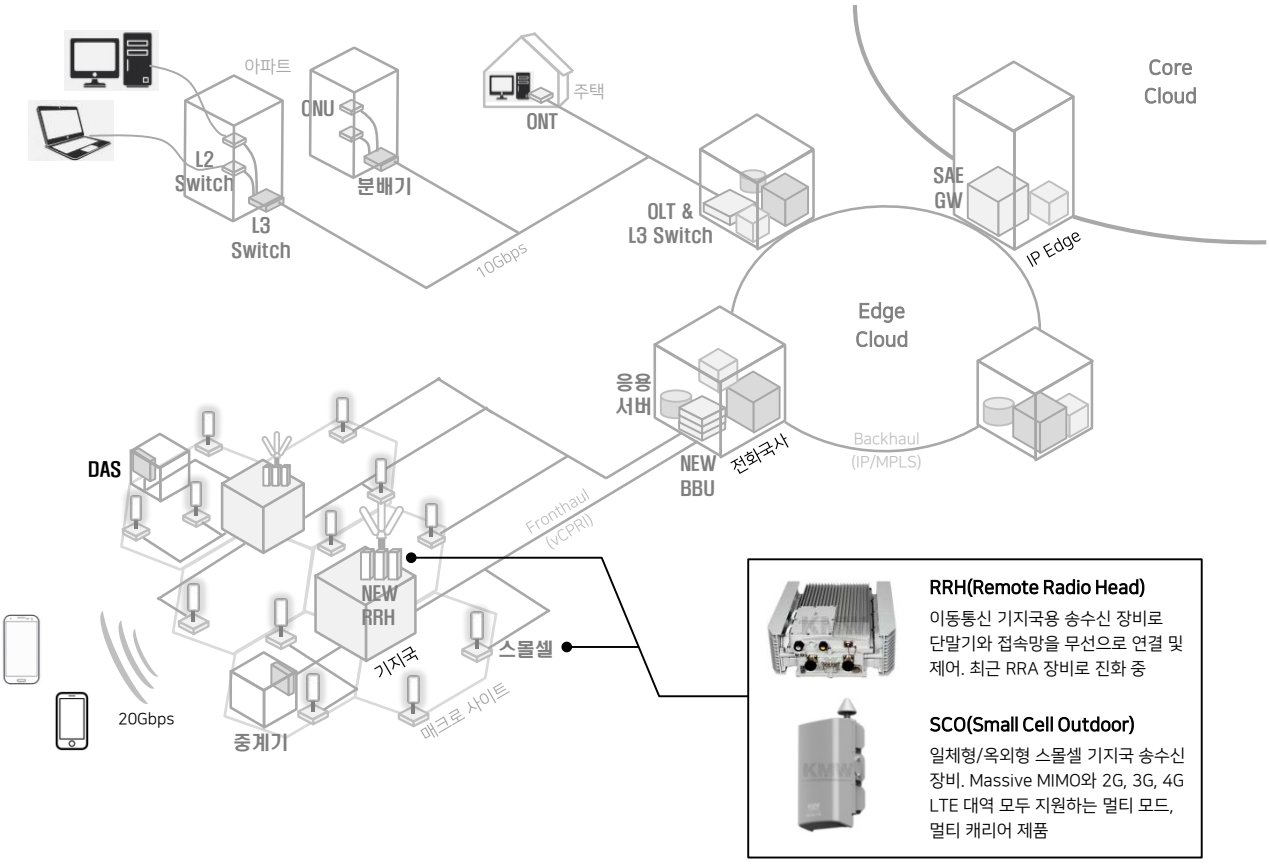
자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은 RF 필터, 안테나, MMR 장비 등

RF부문은 크게 RF필터, 안테나, RRH로 구성되어 있다. 필터는 기지국이나 RRH에 들어가는 특수 부품으로, 수신된 여러 신호 중 원하는 주파수만 걸러내는 역할을 한다. RRH의 경우 접속망과 사용자 단말기를 무선으로 연결 및 제어하는 장비이다. 최근 5G 투자 관련해서 동사의 Massive MIMO 제품이 주목 받고 있다. Massive MIMO란 기존보다 많은 양의 안테나를 묶어 송수신 데이터양을 늘리는 기술이다. 다량의 안테나를 탑재하므로 해당 제품의 관건은 필터 및 안테나의 소형경박화이다. 동사의 경우 자체 개발로 Massive MIMO의 소형경박화에 성공하여 시장의 관심이 높은 상황이다.

그림44 KMW 주력 제품: RF필터와 RRH, MMR



자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

2018년 2,800억원 매출액 가이던스 제시

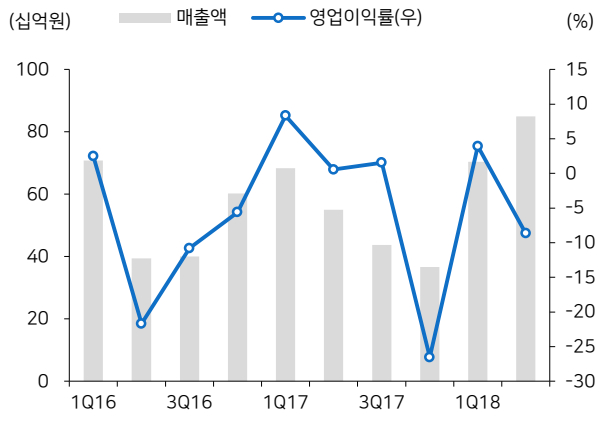
2Q18 연결 실적은 매출액 850억원(+54.5% YoY)과 영업적자 74억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 안테나 제품의 스펙 강화로 원가율이 상승했고, 납기를 지키기 위한 항공 배송으로 운반비가 증가하며 영업적자를 기록했다. 다만, 전 사업 부문에서 매출액이 증가한 점은 긍정적이다. 주요 수출 국가의 기지국 수요로 올해 매출액 가이던스는 전년 대비 +37.4% 증가한 2,800억원을 제시했다. 한국, 미국, 일본 등 주요국 외 중국의 5G 투자에 대한 직접적인 수혜도 가능하다. 이미 지난 2016년 ZTE와 5G MOU를 체결했으며, 중국의 5G 주파수 경매가 시행되는 시점을 기준으로 물량이 크게 늘어날 전망이다. 적자 원인이던 LED 사업부는 작년 별도 법인으로 분할한 후 구조조정을 실시하며 고정비를 크게 절감했다. 현재 추진 중인 LED 사업부 매각이 완료될 경우 실적 개선이 더욱 두드러질 전망이다.

표10 **케이엠더블유 실적 추이**

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	70.8	39.5	40.0	60.2	68.3	55.0	43.8	36.6	70.4	85.0	210.5	203.7	155.4
RF소계	58.9	35.4	30.0	46.2	61.0	50.3	35.7	25.1	63.1	77.4	170.4	172.1	140.5
RRH	16.2	6.0	6.0	12.8	10.0	9.1	7.7	-0.1	2.0	7.0	41.0	26.7	9.0
ANTENNA	6.3	7.4	3.3	7.2	14.8	18.2	9.5	6.6	22.6	29.7	24.2	49.2	52.4
FILTER 및 기타	36.2	22.1	20.6	26.2	36.3	22.9	18.5	18.6	38.5	40.6	105.1	96.3	79.1
LED	12.1	3.9	10.1	14.0	7.3	4.7	8.1	11.5	7.3	7.6	40.1	31.6	14.9
영업이익	1.8	-8.6	-4.3	-3.4	5.7	0.3	0.7	-9.7	2.8	-7.4	-14.5	-3.0	-4.6
세전이익	-0.3	-10.9	1.7	-2.2	4.2	-0.6	0.7	-11.9	1.0	-7.2	-11.6	-7.6	-6.3
당기순이익	19.3	-12.0	2.5	-5.8	3.6	-1.4	0.7	-11.6	0.7	-7.6	3.9	-8.7	-6.9
영업이익률(%)	2.5	-21.7	-10.8	-5.6	8.3	0.6	1.5	-26.5	3.9	-8.7	-6.9	-1.5	-3.0
당기순이익률(%)	27.2	-30.4	6.2	-9.6	5.2	-2.6	1.7	-31.6	0.9	-9.0	1.9	-4.3	-4.5

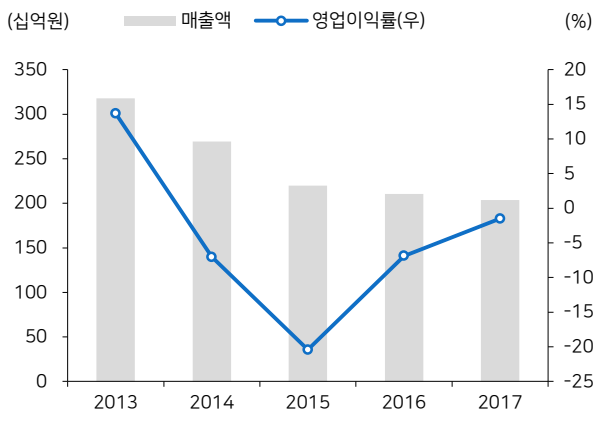
자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 **케이엠더블유 분기 매출액 및 영업이익률 추이**



자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

그림46 **케이엠더블유 연간 매출액 및 영업이익률 추이**



자료: 케이엠더블유, 메리츠종금증권 리서치센터

케이엠더블유 (032500)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**317.9**	**210.7**	**219.8**	**210.5**	**203.7**
매출액증가율 (%)	8.7	-33.7	4.3	-4.2	-3.2
매출원가	209.2	160.3	190.0	161.6	142.6
매출총이익	108.7	50.4	29.8	49.0	61.1
판매관리비	65.2	69.3	74.7	63.5	64.2
영업이익	**43.5**	**-19.0**	**-44.9**	**-14.5**	**-3.1**
영업이익률	13.7	-9.0	-20.4	-6.9	-1.5
금융손익	1.9	-4.3	-6.4	-7.3	-8.2
종속/관계기업손익	0.4	0.0	1.9	0.4	0.1
기타영업외손익	2.0	3.5	-0.4	9.8	3.5
세전계속사업이익	47.8	-19.7	-49.8	-11.6	-7.6
법인세비용	7.9	-0.5	-1.6	3.9	1.1
당기순이익	**39.9**	**-12.5**	**-47.8**	**3.7**	**-8.7**
지배주주지분 순이익	39.2	-13.3	-47.9	3.9	-8.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**43.8**	**-23.8**	**-4.6**	**13.7**	**-7.9**
당기순이익(손실)	39.9	-12.5	-47.8	3.7	-8.7
유형자산상각비	8.5	9.7	12.7	13.8	8.9
무형자산상각비	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
운전자본의 증감	-7.9	-20.5	15.8	9.4	-16.6
투자활동 현금흐름	**-27.8**	**-18.9**	**-19.8**	**78.6**	**-0.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-27.8	-16.0	-17.7	-6.8	-5.9
투자자산의감소(증가)	0.2	-0.7	0.1	0.4	-0.1
재무활동 현금흐름	**-10.0**	**50.9**	**28.9**	**-82.0**	**7.2**
차입금의 증감	-15.3	28.0	26.2	-74.9	-13.6
자본의 증가	0.0	6.3	3.5	0.0	10.5
현금의 증가(감소)	6.8	8.8	-13.2	9.8	-1.6
기초현금	12.0	18.8	27.6	14.5	24.2
기말현금	18.8	27.6	14.5	24.2	22.7

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	130.8	160.4	181.9	106.6	123.8
현금및현금성자산	18.5	27.3	14.0	23.3	22.5
매출채권	47.2	57.1	46.8	37.2	42.2
재고자산	48.6	58.0	52.9	40.7	53.3
비유동자산	120.1	135.1	138.7	101.7	89.5
유형자산	110.7	124.0	124.1	84.8	73.7
무형자산	3.2	3.3	4.6	4.3	4.0
투자자산	3.6	4.4	6.1	5.7	5.8
자산총계	**250.9**	**295.5**	**320.6**	**208.3**	**213.4**
유동부채	134.7	165.8	210.5	150.0	140.8
매입채무	23.7	27.7	51.3	43.4	42.7
단기차입금	84.1	113.5	115.9	61.1	51.0
유동성장기부채	6.0	4.5	13.2	0.2	15.2
비유동부채	29.2	27.9	50.4	12.7	21.3
사채	0.0	0.0	21.2	0.0	5.9
장기차입금	18.3	18.4	12.3	2.3	2.0
부채총계	**163.9**	**193.6**	**260.9**	**162.7**	**162.1**
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	38.5	44.8	48.3	48.3	58.9
기타포괄이익누계액	-0.6	5.8	7.7	5.4	0.1
이익잉여금	53.8	40.3	-7.5	-1.8	-10.1
비지배주주지분	2.5	17.2	17.4	0.0	0.0
자본총계	**87.0**	**101.9**	**59.7**	**45.6**	**51.3**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	19,745	13,088	13,654	13,077	12,654
EPS(지배주주)	2,435	-824	-2,976	245	-540
CFPS	3,780	409	-909	587	967
EBITDAPS	3,274	-521	-1,945	16	431
BPS	5,249	5,259	2,626	2,830	3,187
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	-19.0	-2.4	30.6	-48.7
PCR	4.5	38.4	-7.8	12.8	27.2
PSR	0.9	1.2	0.5	0.6	2.1
PBR	3.2	3.0	2.7	2.6	8.3
EBITDA	52.7	-8.4	-31.3	0.3	6.9
EV/EBITDA	6.8	-44.0	-8.8	717.8	68.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	60.0	-15.7	-75.5	9.0	-17.9
EBITDA 이익률	16.6	-4.0	-14.2	0.1	3.4
부채비율	188.5	190.1	437.1	357.2	315.9
금융비용부담률	1.5	2.1	3.1	3.4	2.8
이자보상배율(x)	9.2	-4.3	-6.5	-2.0	-0.5
매출채권회전율(x)	6.2	4.0	4.2	5.0	5.1
재고자산회전율(x)	6.3	4.0	4.0	4.5	4.3

Industry Indepth
2018. 8. 20

에이스테크 088800

그냥 지나치기 아쉬운 매력

- ✓ 무선통신 사업과 차량용 안테나 사업을 영위하는 국내 1위 기지국 안테나 업체
- ✓ 2Q18 매출액 1,080억원(+0.7% YoY), 영업이익 20억원(+67.2% YoY) 기록
- ✓ 작년 11월 인도지역 판매계약 체결 등 수출 다변화로 올해 연간 흑자전환 기대
- ✓ 5G 상용화를 대비해 고용량 데이터 전송을 위한 Massive MIMO 장비 개발
- ✓ 성장성은 확실하나 다수의 전환사채 발행에 따른 오버행 이슈는 부담 요인

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	4,905 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,582억원
발행주식수	3,225만주
유동주식비율	69.53%
외국인비중	1.67%
52주 최고/최저가	6,320원/3,390원
평균거래대금	28.0억원
주요주주(%)	
구관영 외 8 인	29.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.7	3.5	13.0
상대주가	9.0	13.6	-6.0

주가그래프

기지국 안테나 국내 1 위 업체

동사는 RF부품, RRH, 기지국 안테나 등 무선통신 사업과 방산 및 차량용 안테나 사업을 영위하고 있다. 기지국 안테나는 2014년부터 꾸준히 인도 시장 매출 비중이 확대되고 있으며, 베트남, 태국, 인도네시아 등 동남아 지역 신규 고객 확보로 올해부터 매출 성장이 기대된다.

2018 년 연간 흑자전환 전망

2Q18 연결 실적은 매출액 1,080억원(+0.7% YoY), 영업이익 20억원(+67.2% YoY)을 기록했다. 작년 11월 인도 릴라이언스 지오와 올해 8월까지 1천억원 규모의 기지국 안테나 판매계약을 체결했고, 베트남, 중국, 일본 등 수출 국가를 다양화함에 따라 연간 흑자전환이 기대된다. 삼성전자향 매출 비중 10% 이상으로 향후 삼성전자의 5G 투자 확대에 따른 수혜도 가능하다.

성장성은 유효하나, 오버행 이슈는 부담

RF부품은 중국 현지 5개 공장과 인도 공장 설립을 통해 부품 생산 최적화에 매진하고 있다. 최근에는 5G 상용화를 대비해 고용량 데이터 전송을 위한 Massive MIMO 장비를 개발했으며, 해당 제품을 MWC 2018에 출품하는 등 차세대 성장 동력으로 삼고 있다. 다만, 다수의 전환사채 발행에 따른 오버행 이슈는 부담 요인이다. 지난 5월 250억원 규모의 전환사채를 발행했으며, 차입금 상환으로 105억원, 운용자금으로 145억원이 사용될 예정이다. 1% 수준의 낮은 금리로 이자부담 없이 자금 조달에 성공한 점과 장기적인 성장세가 유효하다는 점은 긍정적이나, 수급부담 이슈는 여전히 존재한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	315.6	20.0	10.1	519	-141.9	4,868	7.8	0.8	5.9	10.3	237.8
2014	427.5	25.1	11.6	527	2.8	5,181	8.3	0.8	6.0	10.6	244.3
2015	421.9	15.1	10.0	418	-18.4	5,337	10.6	0.8	9.2	7.8	243.2
2016	322.1	-13.8	-32.3	-1,169	-358.8	4,111	-2.6	0.7	33.3	-25.5	253.5
2017	351.6	-14.5	-54.7	-1,926	68.0	2,126	-2.6	2.3	41.8	-61.2	456.9

1. 기업개요

회사 소개

에이스테크는 RF부품, RRH, 기지국 안테나 등 무선통신 사업과 방산 및 차량용 안테나 사업을 영위하고 있다. 기지국 안테나는 2014년부터 꾸준히 인도 시장 매출 비중이 확대되고 있으며, 베트남, 태국, 인도네시아 등 동남아 지역 신규 고객 확보로 올해부터 매출 성장이 예상된다. 스마트카, 자율주행 등 자동차 분야의 발전으로 차량용 안테나 역시 향후 시장 성장이 기대되는 분야다.

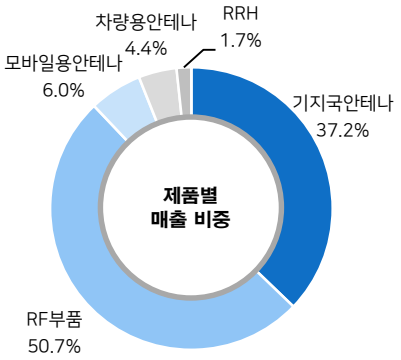
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 기지국 안테나 37.2%, RF부품 50.7%, 모바일용 안테나 6.0%, 차량용안테나 4.4%, RRH 1.7%로 구성되어 있다. 수출 비중은 91.5%로 높은 편이며, 인도, 동남아 등 신흥국뿐만 아니라 일본과 미국 등 선진국 매출도 함께 늘어나고 있다.

주주현황

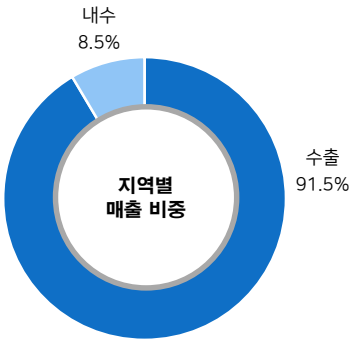
주요 주주로는 구관영 및 특수관계인이 29.9%, KB증권 14.0%, 라임자산운용이 8.3%를 보유하고 있으며, 자사주 1.1%를 제외한 나머지는 기타 소액주주다.

그림47 에이스테크 제품별 매출 비중



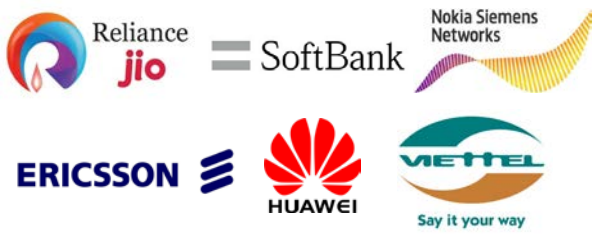
자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 에이스테크의 지역별 매출 비중



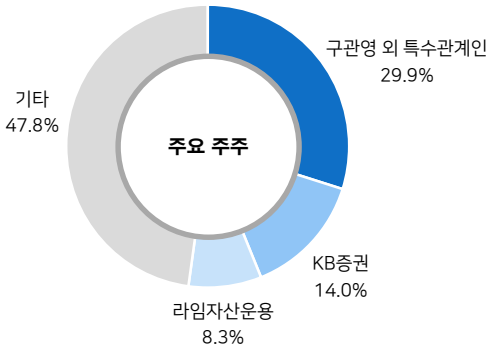
자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 주요 고객 현황



자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 주요 주주현황



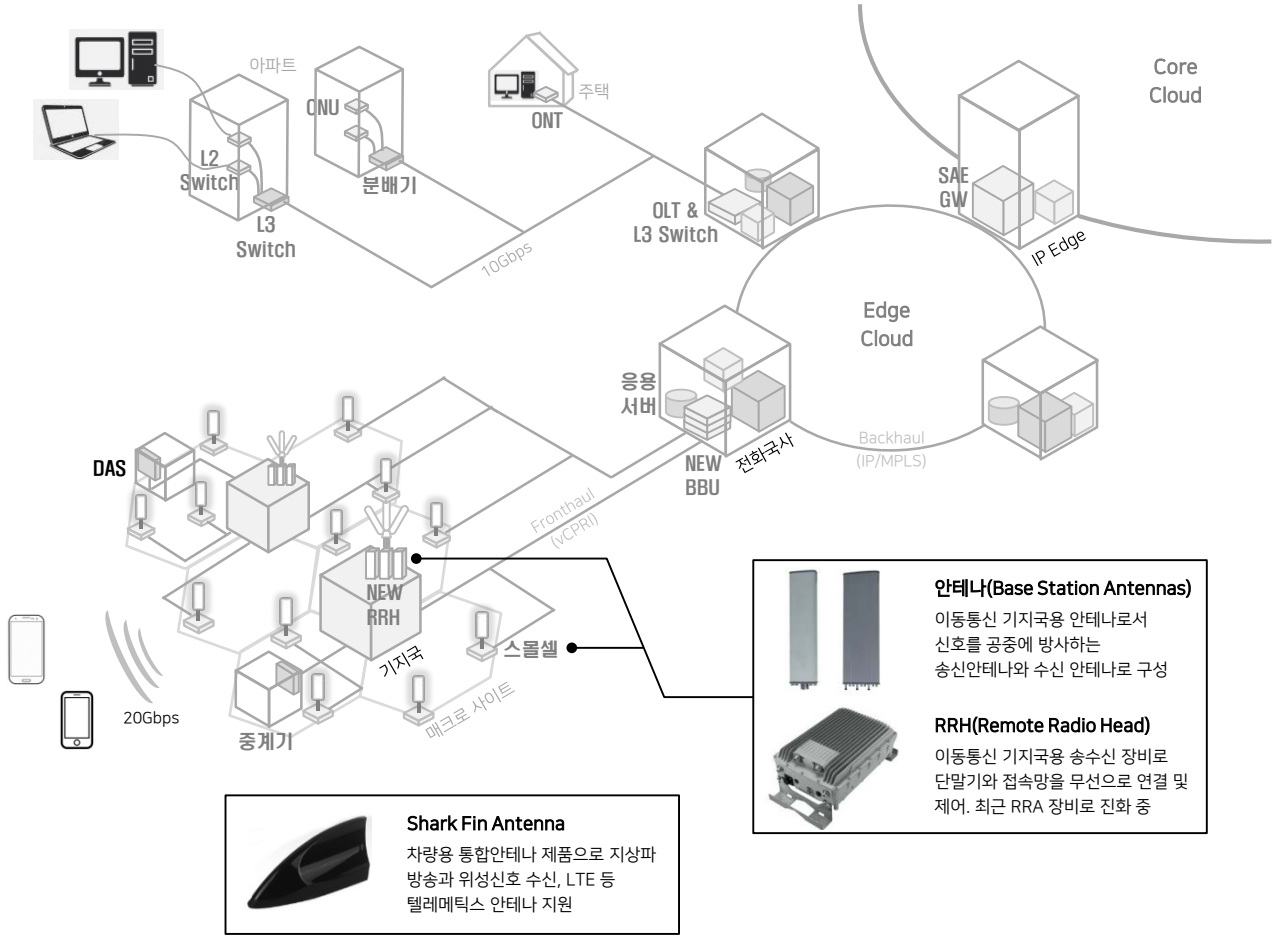
자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은 기지국 안테나, RF 부품, 차량용 안테나 등

주력 제품인 기지국 안테나는 국내 시장의 50%를 점유하고 있다. 과거 LTE-TDD 기반 제품 개발에 주력할 당시, 국내가 LTE-FDD 방식을 채택하며 수혜를 보지 못했지만, 중국, 인도 등 주요 신흥국이 LTE-TDD 방식을 채택하면서 관련 매출이 증가했다. RF부품은 중국 현지 5개 공장과 인도 공장 설립을 통해 부품 생산 최적화에 매진하고 있다. 최근에는 5G 상용화를 대비해 고용량 데이터 전송을 위한 Massive MIMO 장비를 개발했다. 동사는 해당 제품을 MWC 2018에 출품하는 등 차세대 성장 동력으로 삼고 있다.

그림51 에이스테크 주력 제품: RRH와 차량용 통합안테나



자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

2018년 연간 흑자전환 전망

2Q18 연결 실적은 매출액 1,080억원(+0.7% YoY), 영업이익 20억원(+67.2% YoY)을 기록했다. 작년 11월 인도 릴라이언스 지오와 올해 8월까지 1천억원 규모의 기지국 안테나 판매계약을 체결했고, 베트남, 중국, 일본 등 수출 국가를 다양화함에 따라 연간 흑자전환이 기대된다. 삼성전자향 매출 비중 10% 이상으로 향후 삼성전자의 5G 투자 확대에 따른 수혜도 가능하다.

다수의 전환사채 발행에 따른 오버행 이슈는 부담

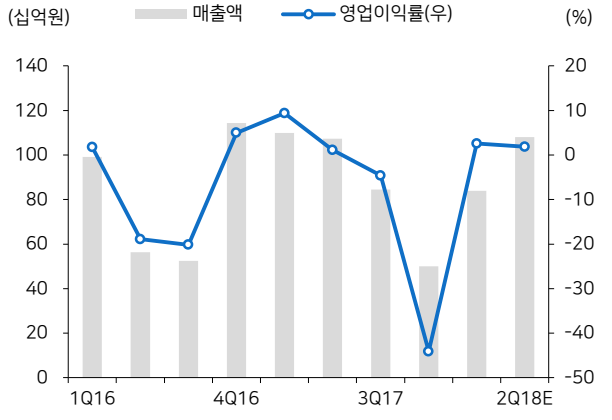
다만, 다수의 전환사채 발행에 따른 오버행 이슈는 부담 요인이다. 지난 5월에는 250억원 규모의 전환사채를 발행했으며, 차입금 상환으로 105억원, 운용자금으로 145억원이 사용될 예정이다. 1% 수준의 낮은 금리로 이자부담 없이 자금 조달에 성공한 점과 장기적인 성장세가 유효하다는 점은 긍정적이나, 수급부담 이슈는 여전히 존재한다.

표11 에이스테크 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	99.1	56.3	52.4	114.3	109.9	107.3	84.4	50.0	83.9	108.0	322.1	351.6	191.9
기지국용안테나	48.3	10.0	5.8	53.6	55.5	59.9	45.0	17.8	41.2	30.6	117.6	178.2	71.8
RF부품	36.8	0.0	0.0	0.0	41.7	38.6	25.0	20.1	31.7	66.3	36.8	125.4	98.0
RRH	4.7	5.8	7.9	3.7	2.2	1.5	3.5	2.3	1.1	2.2	22.1	9.6	3.3
모바일용안테나	6.1	7.4	6.7	7.8	6.5	3.7	6.8	6.1	6.5	5.1	28.0	23.1	11.7
차량용안테나	3.2	1.9	2.9	3.4	4.0	3.5	4.2	3.6	3.4	5.0	11.5	15.3	8.4
안테나용자재	0.0	31.2	29.2	45.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	106.2	0.0	0.0
영업이익	1.8	-10.7	-10.6	5.7	10.3	1.2	-3.9	-22.0	2.1	2.0	-13.8	-14.5	4.1
세전이익	-2.2	-14.4	-18.4	1.3	3.3	1.5	-5.0	-55.2	0.2	2.0	-33.6	-55.5	2.2
당기순이익	-2.4	-11.9	-15.5	-2.5	3.6	1.2	-5.1	-54.4	0.5	2.0	-32.3	-54.7	2.5
영업이익률(%)	1.8	-18.9	-20.2	5.0	9.4	1.1	-4.6	-44.1	2.6	1.9	-4.3	-4.1	2.2
당기순이익률(%)	-2.4	-21.1	-29.6	-2.2	3.3	1.1	-6.1	-108.7	0.6	1.9	-10.0	-15.6	1.3

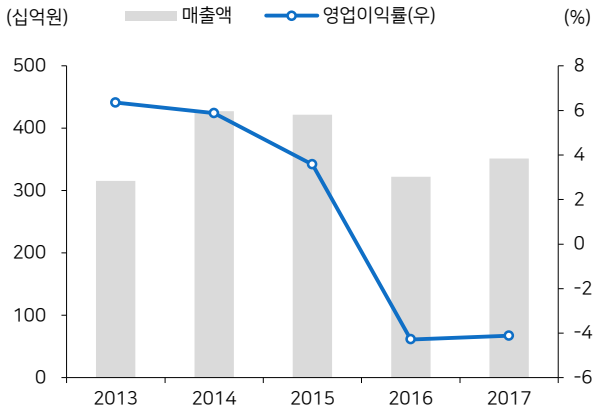
자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림52 에이스테크 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 에이스테크 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 에이스테크, 메리츠종금증권 리서치센터

에이스테크 (088800)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**315.6**	**427.5**	**421.9**	**322.1**	**351.6**
매출액증가율 (%)	10.6	35.5	-1.3	-23.7	9.2
매출원가	243.2	339.3	339.6	270.1	289.6
매출총이익	72.4	88.2	82.3	52.0	62.1
판매관리비	52.4	63.1	67.2	65.8	76.5
영업이익	**20.0**	**25.1**	**15.1**	**-13.8**	**-14.5**
영업이익률	6.3	5.9	3.6	-4.3	-4.1
금융손익	-7.6	-11.4	-7.6	-8.7	-6.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	1.7	0.8	-0.9
기타영업외손익	-0.6	3.8	1.6	-11.9	-34.0
세전계속사업이익	11.9	17.6	10.8	-33.6	-55.5
법인세비용	1.5	5.5	0.0	-1.4	0.1
당기순이익	**10.4**	**12.2**	**10.8**	**-32.2**	**-55.6**
지배주주지분 순이익	10.1	11.6	10.0	-32.3	-54.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**35.8**	**-2.7**	**-21.4**	**40.5**	**-32.5**
당기순이익(손실)	10.4	12.2	10.8	-32.2	-55.6
유형자산상각비	10.6	10.4	10.4	10.4	11.5
무형자산상각비	5.2	6.2	6.9	10.8	11.2
운전자본의 증감	3.7	-40.3	-47.8	38.8	-35.8
투자활동 현금흐름	**-13.4**	**-19.3**	**-21.6**	**-24.8**	**-18.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-7.1	-9.7	-14.0	-21.3	-15.8
투자자산의감소(증가)	-0.0	-0.2	2.9	1.9	2.9
재무활동 현금흐름	**-11.2**	**18.3**	**38.9**	**4.4**	**31.0**
차입금의 증감	-6.5	18.6	34.2	-4.4	25.4
자본의 증가	0.3	5.7	9.6	10.2	3.1
현금의 증가(감소)	11.0	-4.0	-4.3	19.0	-20.2
기초현금	14.7	25.7	21.7	17.3	36.4
기말현금	25.7	21.7	17.3	36.4	16.1

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	172.4	236.7	287.4	225.1	204.4
현금및현금성자산	25.7	21.7	17.3	36.4	16.1
매출채권	73.1	132.4	170.7	111.0	100.4
재고자산	50.6	64.2	76.6	60.4	65.1
비유동자산	192.1	191.7	204.9	208.7	169.1
유형자산	100.7	102.8	105.3	117.3	111.5
무형자산	44.7	48.1	53.7	45.7	15.5
투자자산	16.7	16.9	15.7	14.6	10.8
자산총계	**364.5**	**428.3**	**492.4**	**433.7**	**373.5**
유동부채	221.2	238.4	271.6	259.1	276.0
매입채무	70.8	98.5	123.9	83.6	60.9
단기차입금	72.4	96.6	91.1	83.1	103.4
유동성장기부채	46.9	8.6	39.7	69.2	51.1
비유동부채	35.4	65.6	77.3	51.9	30.4
사채	3.0	0.0	15.5	29.7	0.0
장기차입금	25.2	57.8	53.9	13.8	25.5
부채총계	**256.6**	**303.9**	**348.9**	**311.0**	**306.4**
자본금	10.4	11.4	12.9	14.2	14.7
자본잉여금	76.4	81.2	89.3	98.2	100.8
기타포괄이익누계액	-2.4	-0.2	0.9	3.2	-0.6
이익잉여금	17.2	26.9	35.7	2.7	-51.2
비지배주주지분	6.3	6.5	6.3	6.2	4.8
자본총계	**107.9**	**124.4**	**143.5**	**122.7**	**67.1**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	16,266	19,370	17,641	11,657	12,383
EPS(지배주주)	519	527	418	-1,169	-1,926
CFPS	1,988	1,809	1,517	466	420
EBITDAPS	1,844	1,889	1,353	269	290
BPS	4,868	5,181	5,337	4,111	2,126
DPS	50	50	25	0	0
배당수익률(%)	1.2	1.1	0.6	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.8	8.3	10.6	-2.6	-2.6
PCR	2.0	2.4	2.9	6.5	11.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	2.3
EBITDA	35.8	41.7	32.4	7.4	8.2
EV/EBITDA	5.9	6.0	9.2	33.3	41.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	10.6	7.8	-25.5	-61.2
EBITDA 이익률	11.3	9.8	7.7	2.3	2.3
부채비율	237.8	244.3	243.2	253.5	456.9
금융비용부담률	2.7	1.9	1.8	2.6	2.8
이자보상배율(x)	2.4	3.1	2.0	-1.7	-1.4
매출채권회전율(x)	4.5	4.2	2.8	2.3	3.3
재고자산회전율(x)	6.8	7.5	6.0	4.7	5.6

Industry Indepth
2018. 8. 20

이노와이어리스 073490

스몰셀 기대감은 여전히 유효

- ✓ 이동통신 시험/계측장비와 스몰셀 제품군 제작 및 판매 업체
- ✓ 무선망 최적화 솔루션은 통신 인프라 교체 시 가장 먼저 매출 발생
- ✓ 성장 동력으로 주목 받는 스몰셀 제품군 역시 5G 본격 상용화 시 수혜 가능
- ✓ 2Q18 매출액 141억원(+47.4% YoY), 영업적자 11억원(적자축소 YoY) 기록
- ✓ 하반기 국내 통신 3사 5G 투자 본격화로 무선망 최적화 솔루션 매출 기대

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	20,500 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,231억원
발행주식수	600만주
유동주식비율	81.28%
외국인비중	3.16%
52주 최고/최저가	22,400원/11,050원
평균거래대금	18.4억원
주요주주(%)	
정종태 외 1 인	18.72
신영자산운용	12.53
국민연금	5.28

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	8.8	23.1	66.7
상대주가	15.4	35.2	38.6

주가그래프

무선망 시험/계측 솔루션 업체

동사는 이동통신 시험장비와 계측장비, 스몰셀 제품군을 전문적으로 생산하는 업체다. 기존 시험장비 및 계측장비 영역에서, 2012년 KT의 스몰셀 공급사로 선정되면서 스몰셀 영역으로 사업 분야를 넓혔다. 주력 상품인 무선망 최적화 솔루션과 Big Data 솔루션은 국내 통신 3사 및 삼성전자, LG전자와 거래 중이다. 해외 고객은 Vodafone, O2, AT&T, Verizon, Nokia 등 글로벌 통신사 및 장비 제조 업체 등이다.

하반기 무선망 최적화 솔루션 성장 기대

2Q18 연결 실적은 매출액 141억원(+47.4% YoY), 영업적자 11억원(적자축소 YoY)을 기록했다. 무선망 최적화 솔루션 및 Big Data 솔루션 매출은 증가했으나, 스몰셀 매출이 예상보다 부진했다. 무선망 최적화 솔루션은 무선 망에서 전파 불량지역 및 음영지역을 찾아내고, 측정 및 분석하는 역할을 한다. 통신 인프라의 세대 교체 시 가장 먼저 매출이 발생한다. 국내 통신사업자들의 5G 투자 시기가 올해 12월로 예정됨에 따라, 무선망 최적화 솔루션 매출은 하반기부터 본격화될 전망이다.

5G 스몰셀 기대주

성장 동력으로 주목 받고 있는 스몰셀 제품군은 초소형 기지국 장비로서, 인구가 밀집된 도시 지역에서 음영 지역을 해소하고 데이터 트래픽을 분산하는 역할을 한다. 4G LTE 투자 종료로 스몰셀 매출 비중이 크진 않으나, 본격적인 5G 상용화 시기에 관련 수주가 확대될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	74.9	4.4	4.6	763	-52.8	13,136	15.8	0.9	6.2	5.9	16.8
2014	56.0	-0.3	1.8	297	-71.3	13,432	39.3	0.9	33.1	2.2	21.0
2015	55.0	-2.5	-4.5	-747	-436.5	12,808	-13.3	0.8	-97.6	-5.7	17.4
2016	52.7	-3.7	-9.8	-1,636	118.5	11,194	-5.6	0.8	-21.6	-13.6	22.3
2017	60.7	0.6	-0.2	-36	-97.8	11,013	-626.5	2.0	48.9	-0.3	29.7

1. 기업개요

회사 소개

2000년 설립된 이노와이어리스는 이동통신 시험장비와 계측장비, 스몰셀 제품군을 전문적으로 생산하는 업체다. 기존 시험장비 및 계측장비 영역에서, 2012년 KT의 스몰셀 공급사로 선정되면서 스몰셀 영역으로 사업 분야를 넓혔다.

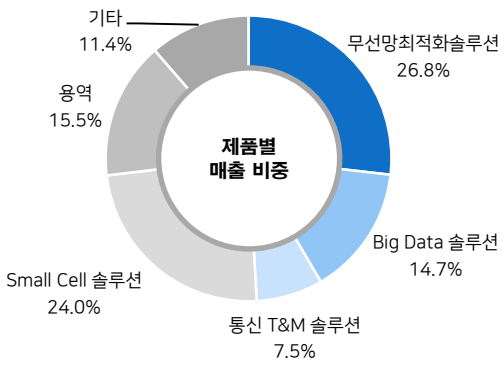
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 무선망 최적화 솔루션 26.8%, Big data 솔루션 14.7%, 통신 T&M 솔루션 7.5%, 스몰셀이 24.0%를 차지한다. 주력 상품인 무선망 최적화 솔루션과 Big Data 솔루션은 국내 통신 3사 및 삼성전자, LG전자와 거래 중이다. 해외 고객은 Vodafone, O2, AT&T, Verizon, Nokia 등 글로벌 통신사 및 장비 제조 업체 등이다. 해외 매출은 자회사 액큐버스, 큐셀 등을 통해 이루어지며 전체의 61.0% 비중을 차지한다.

주주현황

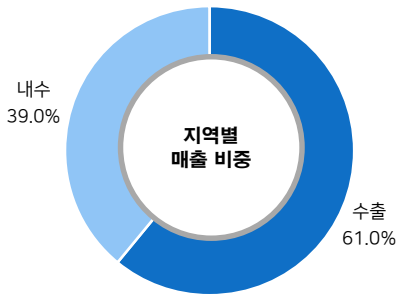
주요 주주로는 정종태 사장 18.6%, 신영자산운용 12.5%, 국민연금 5.3% 등으로 구성되어 있다.

그림54 이노와이어리스 제품별 매출 비중



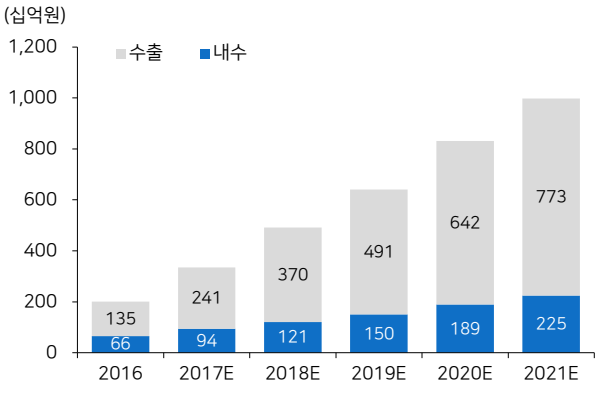
자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림55 이노와이어리스 지역별 매출 비중



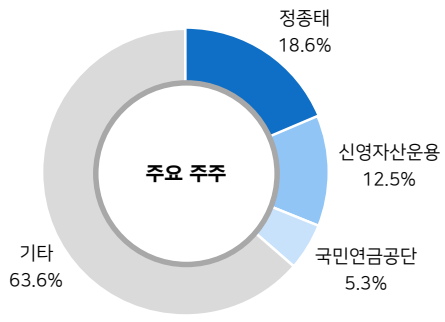
자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림56 스몰셀 국내업체 매출액 전망



자료: 5G Forum, 메리츠종금증권 리서치센터

그림57 주요 주주현황



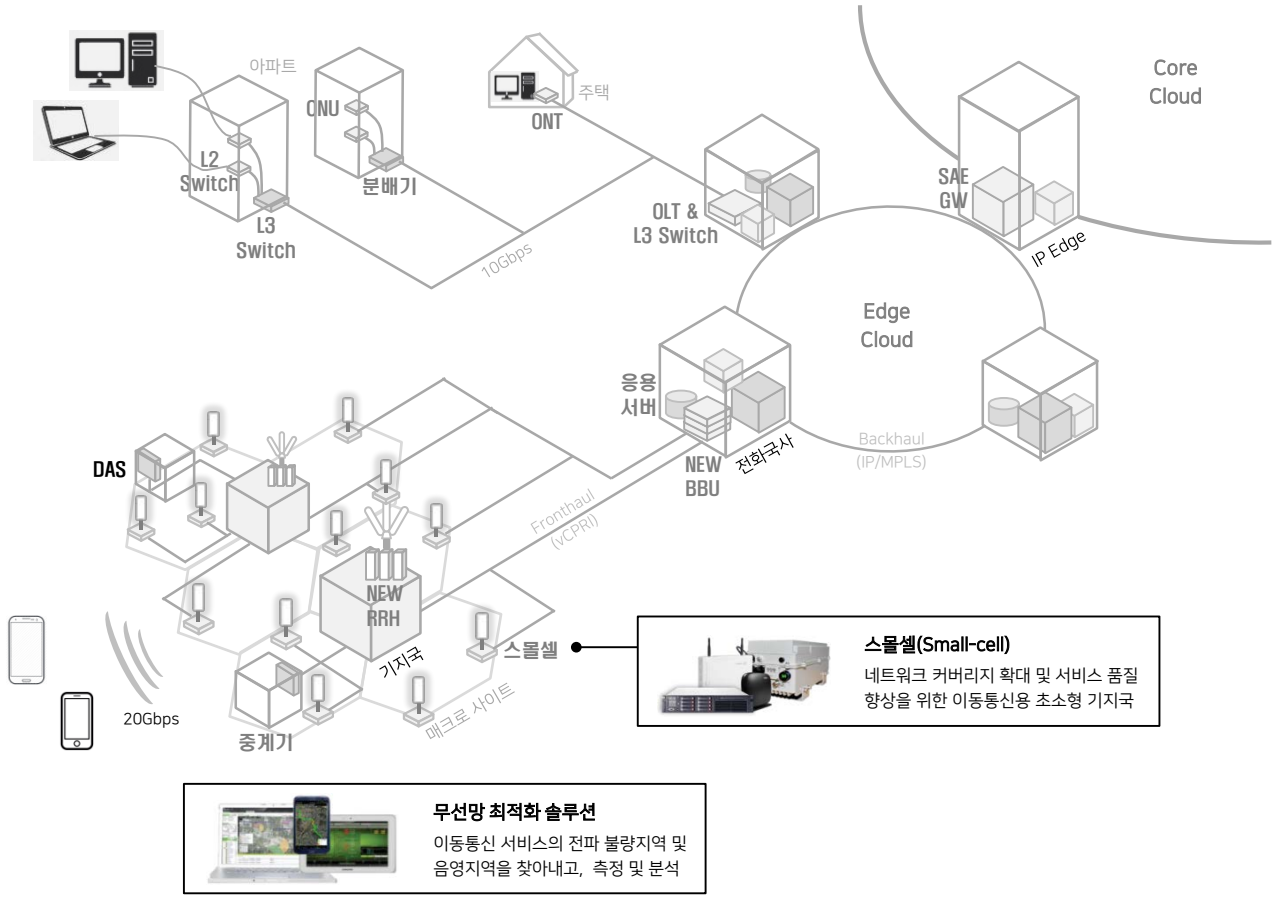
자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

통신 세대 교체 시 우선 수혜가 가능한 무선망 최적화 솔루션

무선망 최적화 솔루션은 무선망에서 전파 불량지역 및 음영지역을 찾아내고, 측정 및 분석하는 역할을 한다. 통신 인프라의 세대 교체 시 가장 먼저 매출이 발생하는 사업군으로 5G 초기 상용화에 따른 관련 매출 증가가 기대된다. 성장 동력으로 주목 받고 있는 스몰셀 제품군은 초소형 기지국 장비로서, 인구가 밀집된 도시 지역에서 음영 지역을 해소하고 데이터 트래픽을 분산하는 역할을 한다.

그림58 이노와이어리스 주력 제품: 무선망 최적화 솔루션 & 스몰셀(Small-cell)



자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

하반기 무선망 최적화 솔루션 매출 증가 기대

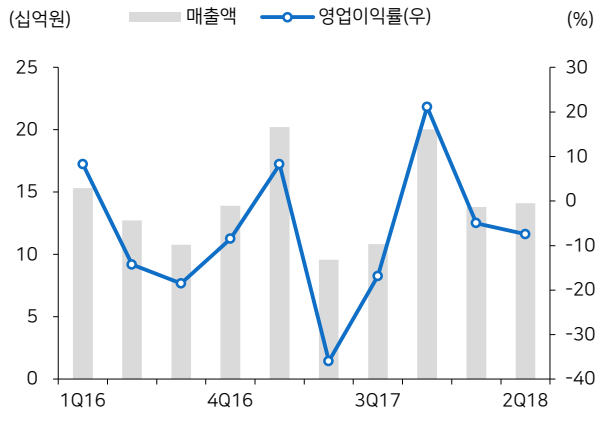
2Q18 연결 실적은 매출액 141억원(+47.4% YoY), 영업적자 11억원(적자축소 YoY)을 기록했다. 무선망 최적화 솔루션 및 Big Data 솔루션 매출은 증가했으나, 스몰셀 매출이 예상보다 부진했다. 국내 통신 3사의 5G 투자 시기가 올해 12월로 예정됨에 따라, 무선망 최적화 솔루션 매출은 하반기부터 본격화될 전망이다.

표12 이노와이어리스 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	15.3	12.7	10.8	13.9	20.2	9.6	10.8	20.0	13.8	14.1	52.7	60.7	27.9
무선망최적화솔루션	8.3	2.6	2.7	3.2	5.3	2.1	3.1	4.9	3.8	3.7	16.9	15.5	7.5
Big Data 솔루션	1.8	3.3	1.1	2.8	1.7	1.7	0.7	4.4	0.7	3.4	9.1	8.5	4.1
통신 T&M 솔루션	0.8	0.5	0.9	0.7	0.4	1.1	1.4	1.4	0.8	1.3	2.8	4.3	2.1
Small Cell 솔루션	1.0	2.2	2.3	1.2	7.5	1.0	2.0	1.8	4.2	2.5	6.8	12.2	6.7
용역	2.1	2.9	2.5	2.4	1.8	2.6	2.6	3.8	2.2	2.1	9.9	10.8	4.3
기타	1.3	1.1	1.3	3.5	3.6	1.1	1.0	3.7	2.1	1.1	7.2	9.3	3.2
영업이익	1.3	-1.8	-2.0	-1.2	1.7	-3.4	-1.8	4.2	-0.7	-1.1	-3.7	0.6	-1.7
세전이익	1.2	-1.9	-2.9	-0.8	0.9	-3.0	-1.7	3.6	-0.5	-0.7	-4.2	-0.2	-1.3
당기순이익	0.3	-1.9	-2.5	-5.7	0.6	-3.1	-1.7	4.0	-0.8	-0.7	-9.8	-0.2	-1.6
영업이익률(%)	8.3	-14.3	-18.5	-8.5	8.2	-36.0	-16.9	21.1	-5.0	-7.5	-7.1	1.0	-6.2
당기순이익률(%)	1.9	-14.7	-23.6	-41.0	3.0	-32.2	-16.1	20.0	-6.0	-5.3	-18.6	-0.4	-5.7

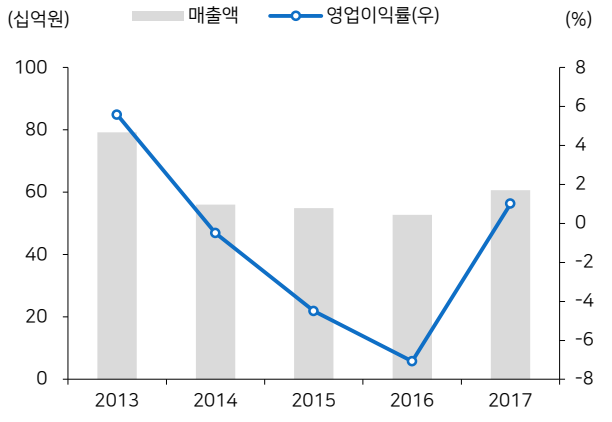
자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 이노와이어리스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림60 이노와이어리스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이노와이어리스, 메리츠종금증권 리서치센터

이노와이어리스 (073490)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**74.9**	**56.0**	**55.0**	**52.7**	**60.7**
매출액증가율 (%)	-2.5	-25.2	-1.9	-4.1	15.1
매출원가	51.0	36.3	36.7	36.1	39.9
매출총이익	23.9	19.7	18.2	16.6	20.8
판매관리비	19.4	20.0	20.7	20.3	20.2
영업이익	**4.4**	**-0.3**	**-2.5**	**-3.7**	**0.6**
영업이익률	5.9	-0.5	-4.5	-7.1	1.0
금융손익	-0.9	0.1	-0.5	0.0	-0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	3.8	0.3	-0.5	0.1
세전계속사업이익	4.3	3.7	-2.7	-4.2	-0.2
법인세비용	-0.9	2.9	1.8	5.6	0.1
당기순이익	**4.7**	**1.3**	**-4.5**	**-9.8**	**-0.2**
지배주주지분 순이익	4.6	1.8	-4.5	-9.8	-0.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**8.1**	**3.4**	**1.9**	**-0.6**	**-4.8**
당기순이익(손실)	4.7	1.3	-4.5	-9.8	-0.2
유형자산상각비	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4
무형자산상각비	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
운전자본의 증감	-1.6	1.9	1.3	2.7	-6.4
투자활동 현금흐름	**-2.7**	**-17.2**	**-2.4**	**-1.1**	**-2.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-1.9	-32.1	-0.7	-0.5	-0.9
투자자산의감소(증가)	0.1	-0.7	0.7	0.4	0.2
재무활동 현금흐름	**-1.8**	**5.0**	**-5.0**	**5.0**	**3.0**
차입금의 증감	-0.9	5.0	-5.0	5.0	3.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.4	-9.0	-5.4	3.4	-4.6
기초현금	29.0	31.4	22.3	17.0	20.4
기말현금	31.4	22.3	17.0	20.4	15.9

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	56.3	43.4	38.0	36.2	39.3
현금및현금성자산	31.4	22.3	17.0	20.4	15.9
매출채권	17.5	15.9	15.5	9.2	13.8
재고자산	4.6	4.6	4.7	5.7	5.4
비유동자산	36.6	54.4	52.3	46.0	46.5
유형자산	12.2	43.4	38.1	37.3	33.6
무형자산	3.0	2.5	2.4	2.0	1.9
투자자산	0.6	1.3	0.6	0.3	0.1
자산총계	**92.8**	**97.8**	**90.3**	**82.2**	**85.8**
유동부채	12.1	15.1	11.9	14.0	18.1
매입채무	2.0	3.2	3.4	0.6	1.9
단기차입금	0.0	5.0	0.0	5.0	8.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.3	1.9	1.5	1.0	1.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**13.4**	**17.0**	**13.4**	**15.0**	**19.7**
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	13.1	13.1	13.3	13.3	13.3
기타포괄이익누계액	-1.8	-1.8	-1.2	-1.0	-1.9
이익잉여금	64.6	66.3	61.9	52.1	51.8
비지배주주지분	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
자본총계	**79.5**	**80.8**	**76.9**	**67.2**	**66.1**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	12,474	9,335	9,154	8,781	10,108
EPS(지배주주)	763	297	-747	-1,636	-36
CFPS	1,602	424	245	-285	332
EBITDAPS	1,063	265	-73	-302	418
BPS	13,136	13,432	12,808	11,194	11,013
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	39.3	-13.3	-5.6	-626.5
PCR	7.5	27.5	40.6	-32.0	67.0
PSR	1.0	1.2	1.1	1.0	2.2
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	2.0
EBITDA	6.4	1.6	-0.4	-1.8	2.5
EV/EBITDA	6.2	33.1	-97.6	-21.6	48.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	2.2	-5.7	-13.6	-0.3
EBITDA 이익률	8.5	2.8	-0.8	-3.4	4.1
부채비율	16.8	21.0	17.4	22.3	29.7
금융비용부담률	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2
이자보상배율(x)	186.5	-8.6	-23.1	-114.3	4.3
매출채권회전율(x)	5.1	3.4	3.5	4.3	5.3
재고자산회전율(x)	8.0	12.2	11.9	10.2	10.9

Industry Indepth
2018. 8. 20

쏠리드 050890

5G 시대 중계기 수요는 계속된다

- ✓ 국내 1위, 글로벌 5위 무선 중계기 제조 업체
- ✓ 주력 제품은 DAS와 ICS로 전파가 미치지 못하는 음영지역을 해소
- ✓ 다중 기술 수용으로 LTE와 5G 공존이 예상되는 초기 5G 상용화에 적합
- ✓ 최근 개발한 WDM-PON 장비는 유선망 고도화에 따른 투자 확대 시 수혜 가능
- ✓ 팬택 지분 매각 후 통신 본업에 집중하며 점진적인 실적 개선 기대

▲ **통신/미디어**
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	4,495 원
상승여력	-

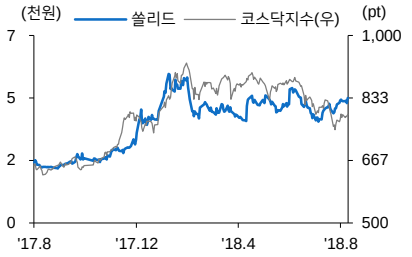
KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,726억원
발행주식수	3,840만주
유동주식비율	81.78%
외국인비중	1.94%
52주 최고/최저가	5,730원/2,085원
평균거래대금	29.5억원

주요주주(%)

정준 외 11 인	17.15
원익 그로쓰챔프 2011의3호 사모투자전문회사	5.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	1.5	109.1
상대주가	7.3	11.4	73.8

주가그래프



국내 1 위, 글로벌 5 위 중계기 업체

쏠리드는 무선 네트워크 중계기와 유선 전송장비를 생산하는 업체이다. 국내 중계기 업체 중 유일하게 국내 통신 3사 모두에게 장비를 납품하고 있으며, 해외 유통망을 중심으로 해외 시장에서도 꾸준히 성장하고 있다. 일반적으로 데이터 트래픽의 80% 이상이 실내 공간에서 발생한다는 사실을 감안할 때, 5G 시대에도 인빌딩 중계기에 대한 수요는 지속될 전망이다.

5G 시대에도 중계기 수요는 지속

동사의 주력 제품은 DAS(Distributed Antenna System; 분산안테나 시스템)와 ICS(Interference Cancellation System; 간섭제어 시스템) 중계기로 주로 전파가 미치지 못하는 음영지역을 해소하는 역할을 한다. 중계기는 다중 기술을 수용해 4G LTE와 5G의 공존이 예상되는 초기 5G 상용화 서비스에 적합하다. 최근에는 5G 상용화를 앞두고 유선 전송장비인 WDM-PON 장비 개발도 완료했다. 기존 G-PON이나 E-PON 장비 대비 더 빠른 데이터 전송이 가능하며, 유선망 고도화에 따른 투자 확대 시 수혜가 기대된다.

이제는 본업의 가치로 평가

동사는 2015년 팬택 인수로 휴대폰 단말 사업을 시작하면서 재무 상태가 급격히 악화됐다. 2017년 10월에는 팬택 지분을 모두 매각하며 사실상 통신 사업에만 주력하고 있으나, 여전히 휴대폰 단말 사업 철수에 따른 여파가 실적에 일부 영향을 주고 있다. 2Q18 연결 실적은 매출액 611억원(-10.7% YoY), 영업이익 7억원(흑자전환 YoY)을 기록했다. 하반기에는 해외 DAS 장비 수요 증가와 국내 5G 조기 투자 영향으로 실적 개선이 나타날 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	172.1	19.1	14.4	710	173.8	3,496	8.6	1.7	8.0	22.0	163.3
2014	200.6	16.7	14.0	624	-8.7	3,869	11.6	1.9	10.5	16.8	105.5
2015	190.0	5.4	3.8	159	-75.4	4,600	32.3	1.1	19.9	3.8	181.9
2016	239.8	11.1	-68.8	-2,823	-1,968.0	2,442	-1.2	1.4	5.3	-73.5	343.2
2017	259.3	20.2	-22.0	-705	-71.8	1,833	-6.3	2.4	5.6	-27.6	252.9

1. 기업개요

회사 소개

쏠리드는 무선 네트워크 중계기와 유선 전송장비를 생산하는 업체이다. 국내 중계기 업체 중 유일하게 국내 통신 3사 모두에게 장비를 납품하고 있으며, 해외 유통망을 중심으로 해외 시장에서도 꾸준히 성장하고 있다. 일반적으로 데이터 트래픽의 80% 이상이 실내 공간에서 발생한다는 사실을 감안할 때, 5G 시대에도 인빌딩 중계기에 대한 수요는 지속될 전망이다.

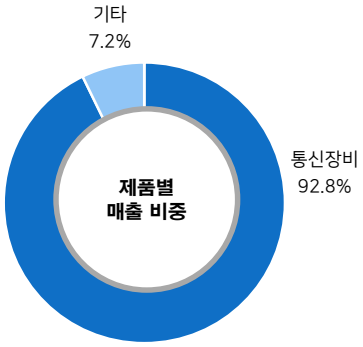
매출 비중

1H18 기준 사업별 매출 비중은 통신장비 92.8%, 기타 7.2%이다. 국내 통신사업자들의 4G LTE 투자 종료 이후 미국 Verizon, Sprint와 일본 NTT Docomo, KDDI를 중심으로 납품하며 해외 매출 비중을 58.1%로 확대했다. 최근에는 중남미와 중동으로 그 기반을 넓히고 있다.

주주현황

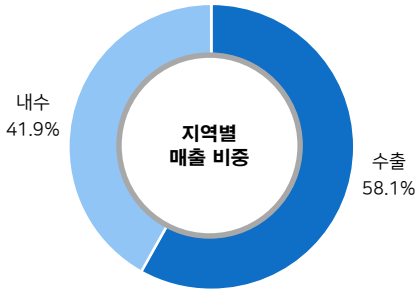
주요 주주로는 정준 외 특수관계인이 17.2%를 소유하고 있으며, PEF인 원익그로쓰챔프가 5.2%를 차지하고 있다.

그림61 쏠리드 제품별 매출 비중



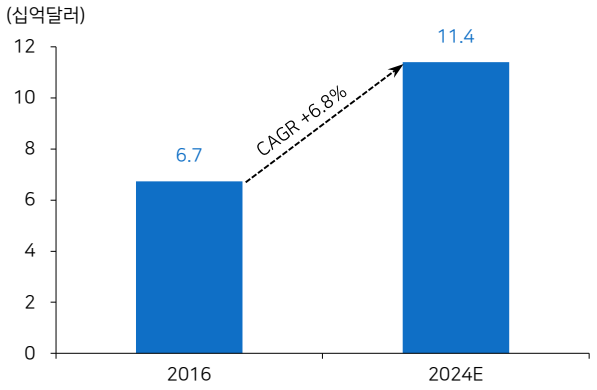
자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림62 쏠리드 지역별 매출 비중



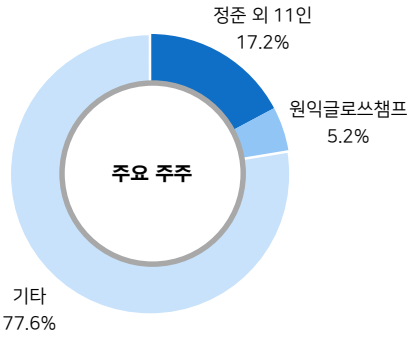
자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림63 글로벌 DAS 시장 규모 전망



자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림64 주요 주주현황



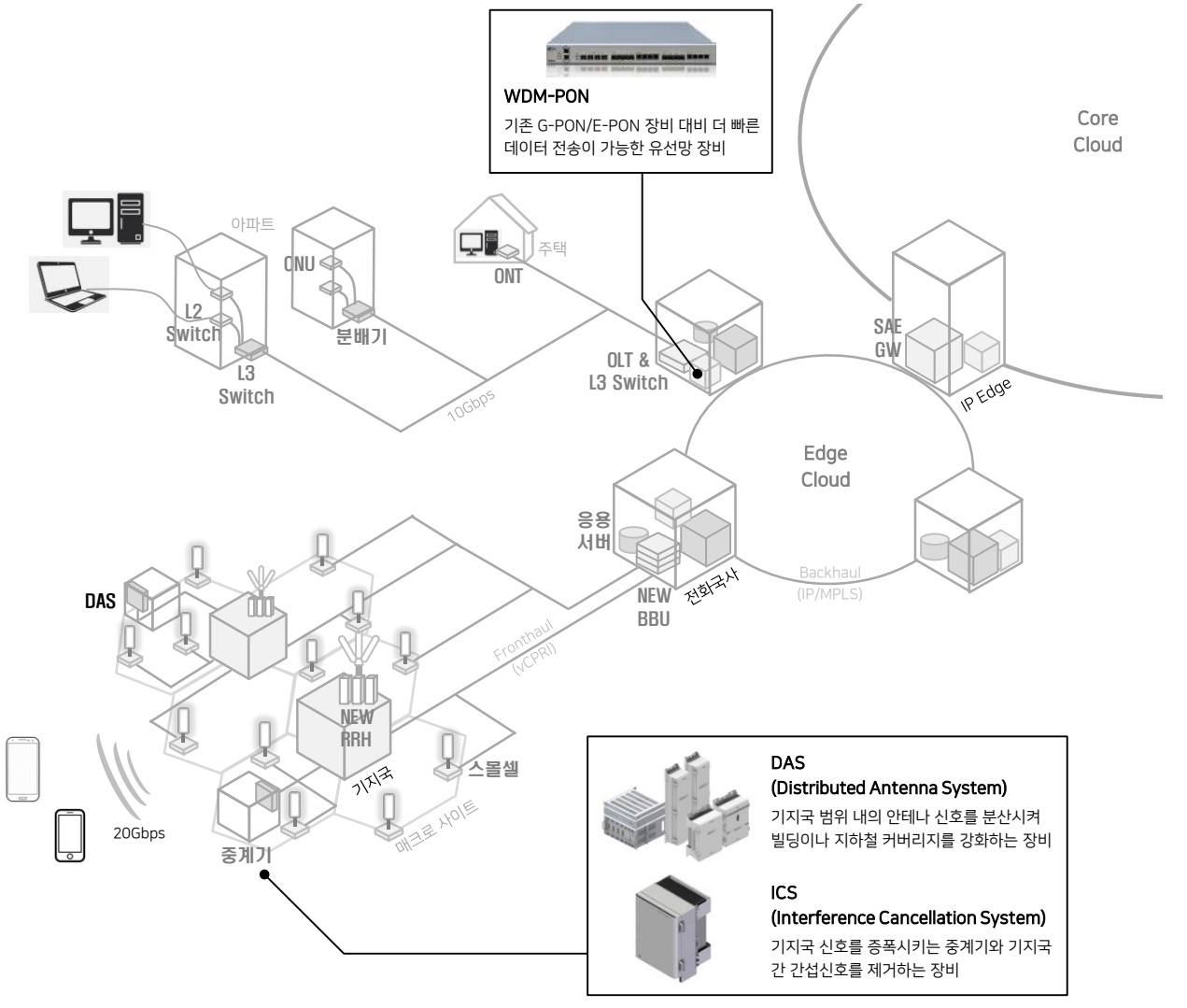
자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은 DAS/ICS
WDM-PON 장비 개발도 완료

동사의 주력 제품은 DAS(Distributed Antenna System; 분산안테나 시스템)와 ICS(Interference Cancellation System; 간섭제어 시스템) 중계기로 주로 전파가 미치지 못하는 음영지역을 해소하는 역할을 한다. 중계기는 다중 기술을 수용해 4G LTE와 5G의 공존이 예상되는 초기 5G 상용화 서비스에 적합하다. 최근에는 5G 상용화를 앞두고 유선 전송장비인 WDM-PON 장비 개발도 완료했다. 기존 G-PON이나 E-PON 장비 대비 더 빠른 데이터 전송이 가능하며, 유선망 고도화에 따른 투자 확대 시 수혜가 기대된다.

그림65 쏠리드 주력 제품: DAS, ICS, WDM-PON



자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

팬택 사업 철수 여파 지속, 본업의 경쟁력은 견고

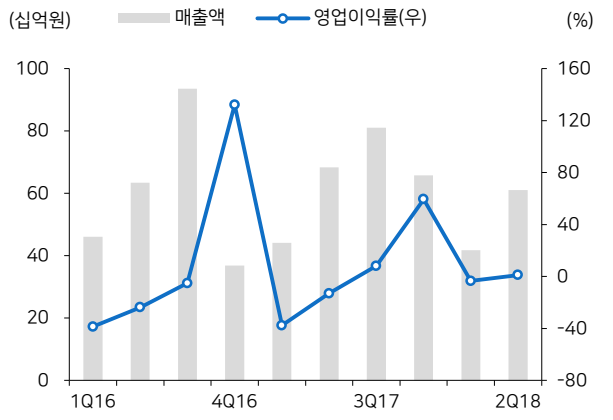
동사는 2015년 팬택 인수로 휴대폰 단말 사업을 시작하면서 재무 상태가 급격히 악화됐다. 2017년 10월에는 팬택 지분을 모두 매각하며 사실상 통신 사업에만 주력하고 있으나, 여전히 휴대폰 단말 사업 철수에 따른 여파가 실적에 일부 영향을 주고 있다. 2Q18 연결 실적은 매출액 611억원(-10.7% YoY), 영업이익 7억원(흑자전환 YoY)을 기록했다. 하반기에는 해외 DAS 장비 수요 증가와 국내 통신 사업자들의 5G 조기 투자 영향으로 실적 개선이 나타날 전망이다.

표13 쏠리드 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	46.0	63.4	93.6	36.8	44.2	68.3	81.0	65.8	41.8	61.1	239.8	259.3	102.8
영업이익	-17.8	-15.0	-4.8	48.7	-16.6	-8.9	6.6	39.1	-1.4	0.7	11.1	20.2	-0.8
세전이익	-17.8	-16.0	-9.9	53.8	-18.3	-14.7	7.4	38.2	-1.6	2.0	10.1	12.6	0.5
당기순이익	-17.2	-15.5	-9.9	-26.2	-17.6	-14.1	8.2	1.5	-1.2	-1.1	-68.8	-22.0	-2.3
영업이익률(%)	-38.6	-23.7	-5.2	132.2	-37.6	-13.0	8.1	59.4	-3.4	1.1	4.6	7.8	-0.7
당기순이익률(%)	-37.3	-24.5	-10.6	-71.2	-39.8	-20.6	10.1	2.2	-2.9	-1.8	-28.7	-8.5	-2.2

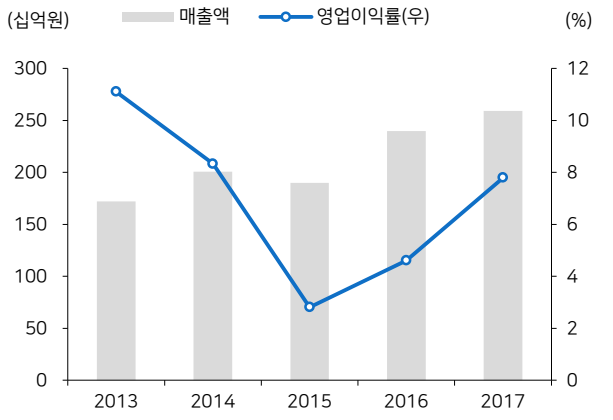
자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림66 쏠리드 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림67 쏠리드 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 쏠리드, 메리츠종금증권 리서치센터

쏠리드 (050890)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**172.1**	**200.6**	**190.0**	**239.8**	**259.3**
매출액증가율 (%)	13.5	16.6	-5.3	26.2	8.1
매출원가	122.6	145.5	140.7	164.8	168.5
매출총이익	49.4	55.1	49.3	75.0	90.8
판매관리비	30.3	38.3	43.9	63.9	70.6
영업이익	**19.1**	**16.7**	**5.4**	**11.1**	**20.2**
영업이익률	11.1	8.3	2.8	4.6	7.8
금융손익	-1.8	-1.2	1.5	-4.2	-8.9
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	1.2	2.1	3.3	1.3
세전계속사업이익	16.2	16.7	8.9	10.1	12.6
법인세비용	2.1	2.3	5.1	1.1	4.2
당기순이익	**14.1**	**14.3**	**3.8**	**-71.4**	**-25.9**
지배주주지분 순이익	14.4	14.0	3.8	-68.8	-22.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**1.7**	**13.1**	**0.7**	**-40.7**	**19.4**
당기순이익(손실)	14.1	14.3	3.8	-71.4	-25.9
유형자산상각비	2.8	3.0	2.8	9.9	6.3
무형자산상각비	0.1	0.1	1.2	15.4	5.4
운전자본의 증감	-18.4	-6.2	-5.2	-13.4	29.2
투자활동 현금흐름	**-0.4**	**-1.3**	**-25.7**	**-3.6**	**6.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-1.7	-1.4	-1.8	-3.7	-3.6
투자자산의감소(증가)	0.0	0.8	-0.9	4.0	6.9
재무활동 현금흐름	**3.5**	**-0.4**	**17.0**	**56.4**	**-8.8**
차입금의 증감	-0.4	-6.8	26.1	38.6	-37.7
자본의 증가	4.2	8.0	0.0	28.4	28.2
현금의 증가(감소)	4.6	11.4	-8.0	12.5	16.2
기초현금	8.0	12.6	24.0	16.0	28.5
기말현금	12.6	24.0	16.0	28.5	44.7

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	113.5	113.1	131.8	142.5	139.3
현금및현금성자산	12.6	24.0	16.0	28.5	44.7
매출채권	61.7	48.0	58.6	35.4	41.4
재고자산	28.1	31.0	25.1	56.4	38.9
비유동자산	80.7	80.9	187.1	200.2	141.7
유형자산	19.4	18.7	33.2	39.3	32.2
무형자산	9.8	10.5	57.3	71.0	34.4
투자자산	7.9	7.2	10.5	8.0	3.0
자산총계	**194.1**	**194.0**	**319.0**	**342.7**	**281.0**
유동부채	105.0	94.8	175.5	201.8	193.0
매입채무	43.3	23.5	31.5	15.5	32.9
단기차입금	44.4	45.5	73.7	83.6	65.4
유동성장기부채	8.3	10.3	8.3	0.4	21.5
비유동부채	15.4	4.8	30.3	63.6	8.3
사채	0.0	0.0	0.0	36.3	0.0
장기차입금	14.4	4.1	4.0	4.6	0.2
부채총계	**120.4**	**99.6**	**205.8**	**265.4**	**201.3**
자본금	9.5	10.7	10.7	15.7	22.6
자본잉여금	27.3	34.0	34.0	57.5	78.7
기타포괄이익누계액	-0.0	-0.1	-0.2	8.1	8.1
이익잉여금	45.2	57.4	75.0	5.5	-16.6
비지배주주지분	-0.3	1.5	2.7	0.5	-3.4
자본총계	**73.7**	**94.4**	**113.1**	**77.3**	**79.6**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	8,504	8,925	7,910	9,836	8,204
EPS(지배주주)	710	624	159	-2,823	-705
CFPS	1,128	1,091	470	-684	-51
EBITDAPS	1,086	880	391	1,493	1,011
BPS	3,496	3,869	4,600	2,442	1,833
DPS	89	98	45	0	0
배당수익률(%)	1.5	1.4	0.9	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.6	11.6	32.3	-1.2	-6.3
PCR	5.4	6.6	10.9	-5.0	-86.1
PSR	0.7	0.8	0.6	0.3	0.5
PBR	1.7	1.9	1.1	1.4	2.4
EBITDA	22.0	19.8	9.4	36.4	31.9
EV/EBITDA	8.0	10.5	19.9	5.3	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.0	16.8	3.8	-73.5	-27.6
EBITDA 이익률	12.8	9.9	4.9	15.2	12.3
부채비율	163.3	105.5	181.9	343.2	252.9
금융비용부담률	2.4	1.5	1.7	3.6	3.7
이자보상배율(x)	4.6	5.4	1.6	1.3	2.1
매출채권회전율(x)	3.0	3.7	3.6	5.1	6.7
재고자산회전율(x)	6.8	6.8	6.8	5.9	5.4

Industry Indepth
2018. 8. 20

CS 065770

제조 혁신으로 몸집을 가볍게

- ✓ 광중계기, RF중계기, ISC, DAS 등 각종 무선통신용 중계기 제작 업체
- ✓ 국내 매출은 SK텔레콤, 해외는 일본/유럽/미국 등 다양한 국가에서 발생
- ✓ 2Q18 매출액 154억원(+61.4% YoY), 영업이익 4억원(흑자전환 YoY) 기록
- ✓ 신제품에 대한 생산 초기 비용으로 매출액 대비 영업이익 개선폭은 미미
- ✓ 3Q18부터 증가하는 수주와 생산 안정화로 외형 성장 및 수익성 개선 지속

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

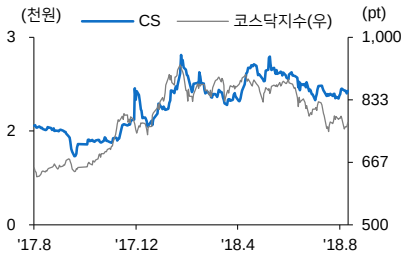
Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	2,285 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	430억원
발행주식수	1,884만주
유동주식비율	64.96%
외국인비중	0.46%
52주 최고/최저가	2,900원/1,170원
평균거래대금	1.2억원
주요주주(%)	
트러스트아이비1호조합 외 2 인	35.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-5.0	37.7
상대주가	2.1	4.3	14.4

주가그래프



제조 혁신을 이루어낸 중계기 업체

동사는 각종 무선통신용 중계기를 개발 및 생산하는 업체이다. 과거 중계기 업계는 약 100여개 업체가 난립해 있었으나, 현재는 독자 개발 및 영업력을 갖춘 10개 이내 기업으로 재편된 상황이다. 국내 매출은 SK텔레콤향이 대부분이며, 해외 매출은 일본/유럽/미국 등 다양한 국가로부터 발생하고 있다.

국내뿐만 아니라 일본 시장 적극 공략

주력 제품인 중계기는 전파가 짧고 음영 지역이 많이 생기는 5G 주파수 특성상 수요가 꾸준할 것으로 예상된다. 매출 비중이 가장 높은 광중계기 외에도 소형 ICS 중계기와 DAS(분산안테나 시스템) 장비의 해외 신규 수주가 지속되고 있다. 특히, 해외 주력 시장인 일본의 경우 작년 말 NTT Docomo와 제품 공급 계약을 체결해 2Q18부터 일본 전국망에 공급 중이다

하반기 생산 안정화로 수익성 개선 전망

2Q18 연결 실적은 매출액 154억원(+61.4% YoY), 영업이익 4억원(흑자전환 YoY)을 기록했다. 국내 SK텔레콤과 일본 NTT Docomo 모두 2Q18부터 본격적인 투자에 들어가면서 매출액이 크게 증가했다. 영업이익은 납품한 신제품에 대한 생산 초기 비용이 늘어나면서 다소 부진했다. 국내와 해외에서 기 수주한 물량을 바탕으로 3Q18 매출액은 200억원 이상을 예상하며, 생산 안정화로 이익률도 개선될 전망이다. 특히, 경영진 교체 후 제조 혁신을 통한 고정비 절감으로 작년에 이어 올해도 영업흑자 구조를 이어갈 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	51.9	-8.5	-9.5	-795	22.6	1,686	-3.1	1.5	-4.5	-47.2	297.1
2014	85.3	6.2	-17.9	-1,488	87.2	1,727	-1.5	1.3	3.5	-86.2	303.1
2015	51.0	-8.4	-8.5	-708	-52.5	1,046	-3.7	2.5	-4.5	-67.6	378.2
2016	48.4	-0.3	-10.4	-728	2.9	1,049	-3.0	2.1	30.6	-52.7	178.0
2017	43.3	1.9	1.0	54	-107.4	1,007	33.3	1.8	10.6	5.4	164.8

1. 기업개요

회사 소개

1999년 설립된 CS는 각종 무선통신용 중계기를 개발 및 생산하는 업체이다. 과거 중계기 업계는 약 100여개 업체가 난립해 있었으나, 현재는 독자 개발 및 영업력을 갖춘 10개 이내 기업으로 재편된 상황이다.

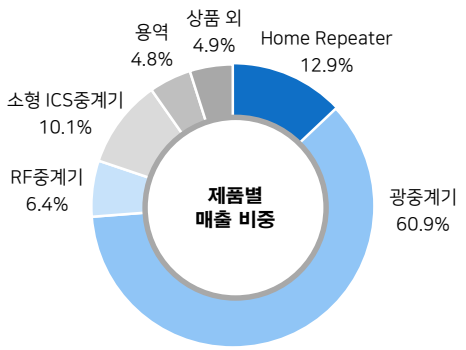
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 Home Repeater 12.9%, 광중계기 60.9%, RF중계기 6.4%, 소형 ICS 중계기 10.1%로 구성된다. 국내 매출은 SK텔레콤향이 대부분이며, 해외 매출은 일본 NTT Docomo, KDDI, 유럽 Vodafone, 미국 OEM 업체를 통한 AT&T와 Sprint 등 다양한 글로벌 통신사로부터 발생하고 있다. 1H18 기준 해외 매출은 전체의 37.3% 수준이다.

주주현황

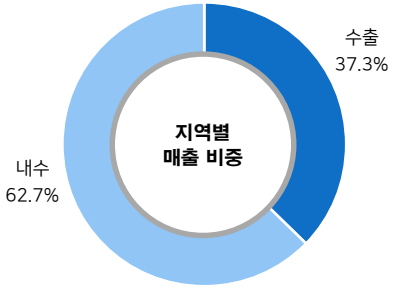
최대주주는 경영권 참여 목적으로 25.3% 지분을 보유하고 있는 트러스트아이비 1호조합이며, 그 외 임원인 정흥식, 최규백이 각각 6.4%, 3.3%를 보유하고 있다.

그림68 CS 제품별 매출 비중



자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림69 CS 지역별 매출 비중



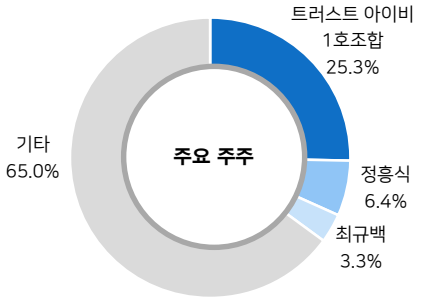
자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

표14 CS 1H18 기준 수주잔고

품목 (백만원)	수주일자	납기	수주총액 금액	기납품액 금액	수주잔고 금액
국내 RF중계기	2018.04	2018.12	424	-	424
	2018.05	2018.12	1,988	-	1,988
국내 광중계기	201 .05	2018.12	9,449	-	9,449
	2018.06	2018.12	1,491	-	1,491
일본향 중계기	2018.03	2018.08	842	505	337
	2018.04	2018.11	812	-	812
	2018.06	2018.08	¥70	-	¥70
유럽향 중계기	2018.06	2018.09	€ 150	-	€ 150
통신장비 부품	2018.06	2018.09	$190	$48	$143
합 계	(백만원)		15,006	505	14,500
	(백만¥)		¥70	-	¥70
	(천€)		€ 150	-	€ 150
	(천$)		$190	$48	$143

자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림70 주요 주주현황



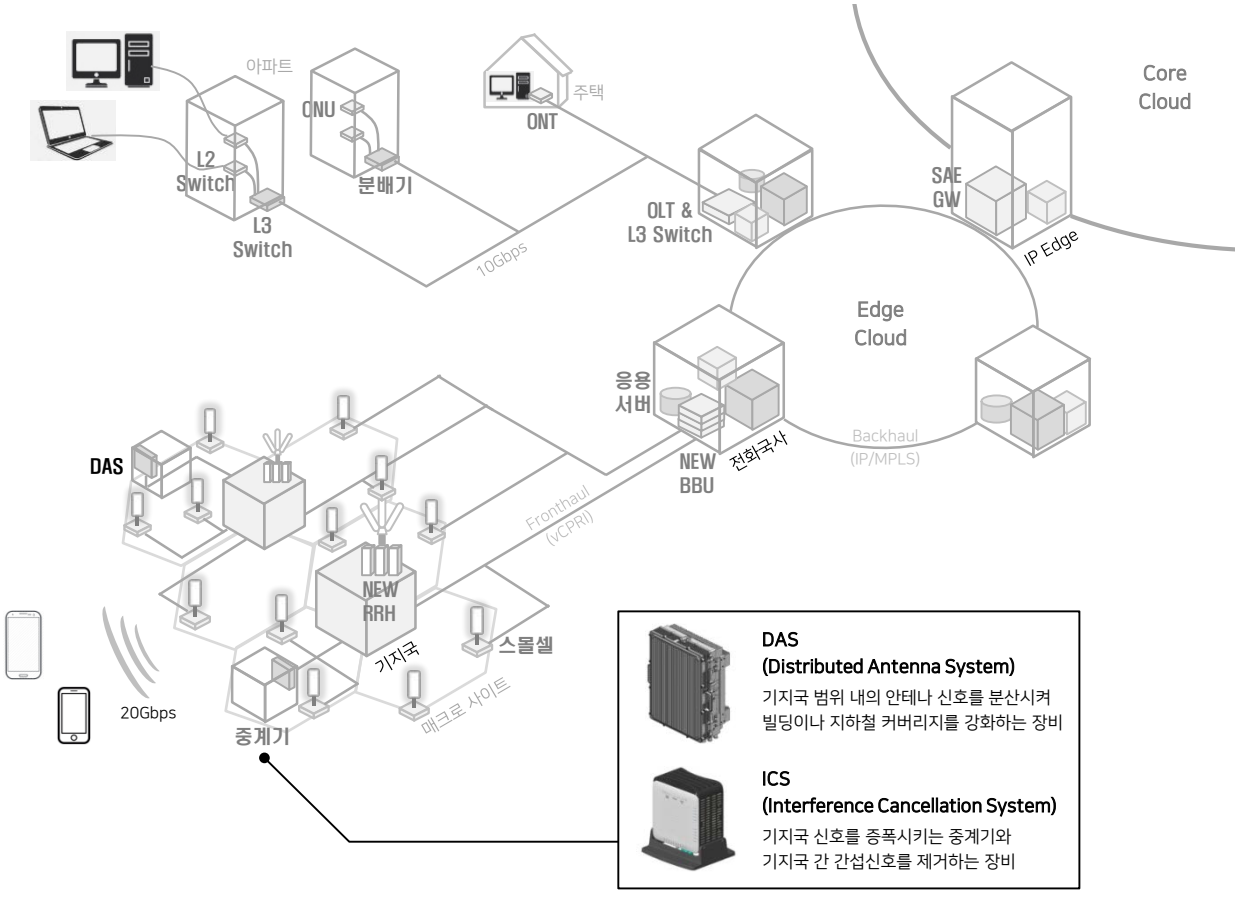
자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

광중계기, RF 중계기 등 각종 중계기 제조 업체

주력 제품인 중계기는 지하 상가, 터널, 지하 주차장 등 전파 음영지역에서 미세한 기지국 신호를 증폭하여 안테나를 통해 재방사하는 역할을 한다. 전파가 짧고 음영 지역이 많이 생기는 5G 주파수 특성 상 수요는 꾸준할 것으로 예상된다. 매출 비중이 가장 높은 광중계기 외에도 소형 ICS 중계기와 DAS(분산안테나 시스템) 장비의 해외 신규 수주가 지속되고 있다. 특히, 해외 주력 시장인 일본의 경우 작년 말 NTT Docomo와 제품 공급 계약을 체결해 2Q18부터 일본 전국망에 공급 중이다.

그림71 CS 주력 제품: 광중계기, RF중계기, ICS 등 각종 중계기 제품



자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

생산 안정화로 3Q18 부터 외형 성장 및 수익성 개선 전망

2Q18 연결 실적은 매출액 154억원(+61.4% YoY), 영업이익 4억원(흑자전환 YoY)을 기록했다. 국내 SK텔레콤과 일본 NTT Docomo 모두 2Q18부터 본격적인 투자에 들어가면서 매출액이 크게 증가했다. 영업이익은 납품한 신제품에 대한 생산 초기 비용이 들면서 마진율이 소폭 감소했다. 국내와 해외에서 기 수주한 물량을 바탕으로 3Q18 매출액은 200억원 이상을 예상하며, 생산 안정화로 이익률도 개선될 전망이다.

제조 혁신으로 작년 처음으로 흑자전환 성공

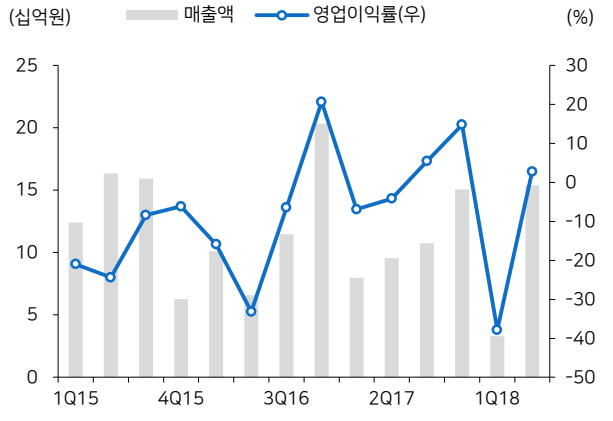
동사는 2016년까지 6년 연속 적자를 기록하며 경영난을 겪었다. 경영진 교체 후 매출원가 절감 작업과 인력 재배치 및 비용구조 최소화로 고정비를 크게 절감하며 수익성을 개선했고, 작년 3분기부터는 완연한 흑자 기조로 돌아섰다. 이러한 제조 혁신 노력으로 올해도 작년과 마찬가지로 영업흑자 구조를 이어갈 전망이다.

표15 CS 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	10.1	6.6	11.5	20.3	8.0	9.5	10.8	15.1	3.3	15.4	48.5	43.3	18.7
영업이익	-1.6	-2.2	-0.7	4.2	-0.6	-0.4	0.6	2.2	-1.2	0.4	-0.3	1.9	-0.8
세전이익	-2.0	-6.8	-1.1	4.2	-0.8	-0.6	0.4	2.1	0.8	0.6	-5.8	1.1	1.4
당기순이익	-2.7	-7.5	-1.0	3.4	-0.8	-0.6	0.4	2.0	0.8	0.6	-7.8	1.0	1.4
영업이익률(%)	-15.9	-33.1	-6.5	20.6	-6.9	-4.2	5.4	14.8	-37.8	2.7	-0.7	4.3	-4.4
당기순이익률(%)	-27.0	-113.8	-8.9	16.7	-9.4	-6.6	3.7	13.2	24.6	3.7	-16.1	2.3	7.4

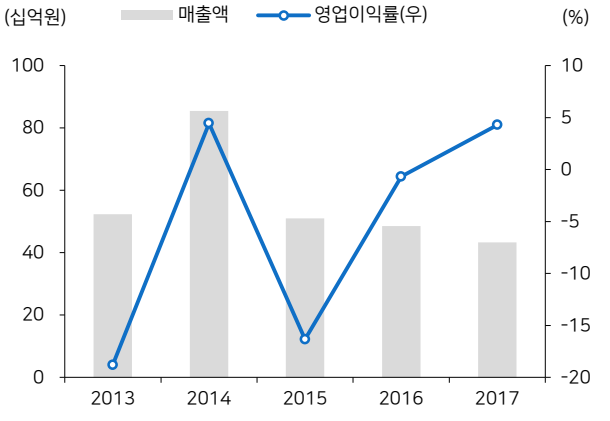
자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림72 CS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림73 CS 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: CS, 메리츠종금증권 리서치센터

CS (065770)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**51.9**	**85.3**	**51.0**	**48.4**	**43.3**
매출액증가율 (%)	-12.4	64.2	-40.2	-4.9	-10.5
매출원가	45.8	71.0	49.7	40.8	35.7
매출총이익	6.2	14.3	1.3	7.7	7.6
판매관리비	14.7	8.2	9.6	8.0	5.8
영업이익	**-8.5**	**6.2**	**-8.4**	**-0.3**	**1.9**
영업이익률	-16.3	7.2	-16.4	-0.6	4.4
금융손익	-2.7	-18.8	-3.4	-5.3	-0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-11.1	11.2	-5.5	0.2
세전계속사업이익	-11.1	-23.8	-0.5	-11.1	1.2
법인세비용	-1.6	-5.9	8.0	-0.7	0.1
당기순이익	**-9.5**	**-17.9**	**-8.5**	**-10.4**	**1.0**
지배주주지분 순이익	-9.5	-17.9	-8.5	-10.4	1.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**-4.0**	**3.2**	**-6.5**	**-0.5**	**1.4**
당기순이익(손실)	-9.5	-17.9	-8.5	-10.4	1.0
유형자산상각비	1.2	1.1	1.0	0.9	1.0
무형자산상각비	0.7	0.4	0.3	0.4	0.3
운전자본의 증감	3.3	-1.3	1.4	-0.9	-1.2
투자활동 현금흐름	**-1.4**	**-2.5**	**13.8**	**1.5**	**21.9**
유형자산의증가(CAPEX)	0.5	0.3	0.3	0.2	0.5
투자자산의감소(증가)	1.2	-9.2	-3.8	-5.2	-0.7
재무활동 현금흐름	**4.6**	**-0.7**	**-7.4**	**5.4**	**-24.0**
차입금의 증감	9.9	2.0	-2.7	0.0	15.0
자본의 증가	-11.3	-4.9	0.1	-2.2	-2.5
현금의 증가(감소)	-0.9	-0.0	-0.1	6.4	-0.8
기초현금	1.0	0.1	0.1	0.1	6.5
기말현금	0.1	0.1	0.1	6.5	5.7

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	28.7	29.8	18.2	16.3	45.8
현금및현금성자산	0.1	0.0	0.1	6.5	5.7
매출채권	7.5	6.6	1.5	2.5	4.5
재고자산	6.5	10.2	8.2	6.5	3.2
비유동자산	51.7	53.8	41.8	38.6	4.4
유형자산	22.5	34.1	33.2	35.4	0.4
무형자산	1.8	0.7	1.4	1.1	1.4
투자자산	20.0	10.8	7.1	1.8	1.2
자산총계	**80.3**	**83.5**	**60.0**	**54.9**	**50.2**
유동부채	49.6	57.2	42.4	32.4	30.4
매입채무	11.2	14.6	10.8	9.3	7.5
단기차입금	24.6	32.5	24.9	15.3	0.0
유동성장기부채	11.1	6.7	5.8	7.1	0.0
비유동부채	10.5	5.7	5.0	2.8	0.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	10.3	4.9	3.7	1.6	0.0
부채총계	**60.1**	**62.8**	**47.5**	**35.2**	**31.3**
자본금	6.0	6.0	6.0	9.4	9.4
자본잉여금	21.4	21.4	22.0	31.0	31.0
기타포괄이익누계액	-8.4	9.9	10.5	12.0	10.0
이익잉여금	8.0	-9.9	-18.7	-30.4	-29.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**20.2**	**20.7**	**12.6**	**19.8**	**19.0**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	4,328	7,106	4,246	3,389	2,301
EPS(지배주주)	-795	-1,488	-708	-728	54
CFPS	39	1,808	2,423	309	269
EBITDAPS	-553	636	-592	71	170
BPS	1,686	1,727	1,046	1,049	1,007
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.1	-1.5	-3.7	-3.0	33.3
PCR	63.8	1.2	1.1	7.0	6.7
PSR	0.6	0.3	0.6	0.6	0.8
PBR	1.5	1.3	2.5	2.1	1.8
EBITDA	-6.6	7.6	-7.1	1.0	3.2
EV/EBITDA	-4.5	3.5	-4.5	30.6	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-47.2	-86.2	-67.6	-52.7	5.4
EBITDA 이익률	-12.8	8.9	-13.9	2.1	7.4
부채비율	297.1	303.1	378.2	178.0	164.8
금융비용부담률	5.4	3.7	5.1	3.7	2.0
이자보상배율(x)	-3.0	2.0	-3.2	-0.2	2.2
매출채권회전율(x)	6.5	12.1	12.6	24.3	12.4
재고자산회전율(x)	7.3	10.2	5.5	6.6	9.0

Industry Indepth
2018. 8. 20

기산텔레콤 035460

수주 감소로 아쉬운 2Q18 실적

- ✓ RF중계기부터 DAS 중계기까지 다양한 중계기를 개발하는 업체
- ✓ 다수의 통신사업자를 위한 중립형(Neutral) 중계기 개발로 일본 시장 진출
- ✓ 2Q18 매출액 86억원(-38.6% YoY), 영업적자 32억원(적자확대 YoY) 기록
- ✓ 제품 믹스 측면에서 마진율이 낮은 제품 비중이 높아 수익성 부진
- ✓ 전방 통신사업자의 투자 성향 상 하반기 매출액 개선 전망

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	2,930 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	427억원
발행주식수	1,458만주
유동주식비율	63.37%
외국인비중	1.83%
52주 최고/최저가	3,825원/2,595원
평균거래대금	8.2억원
주요주주(%)	
박병기 외 2 인	35.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	-3.9	-19.7
상대주가	3.3	5.5	-33.3

주가그래프

25 년 업력의 중계기 제조 업체

동사는 RF중계기부터 건물 내부 통신을 위한 솔루션인 DAS 중계기까지 다양한 중계기를 개발하는 업체이다. 자회사로 방위산업을 영위하는 현대제이콤, 항공산업을 영위하는 모피언스 등이 있다. 1H18 기준 사업별 매출 비중은 통신산업 62.4%, 방위산업 25.6%, 항공산업 12.0%로 구성되어 있다.

주력인 중계기와 WiFi AP 제품에 강점

주력 제품은 건물 내부(In-building) 솔루션인 DAS 중계기와 WiFi AP 장비이다. 다수의 통신사업자를 위한 중립형(Neutral) 중계기를 개발해 일본 시장에 진출했고, VAR(Value Added Reseller)와 협력해 유럽 진출도 모색하고 있다. 유선 네트워크 분야에서는 와이파이 무선접속장치(WiFi AP) 기술력을 보유하고 있다. 지난 평창 동계올림픽에서 KT와 함께 802.11ax 기반 WiFi AP 시연을 선보이기도 했다.

수주 실적 부진으로 매출액 감소

2Q18 연결 실적은 매출액 86억원(-38.6% YoY), 영업적자 32억원(적자확대 YoY)을 기록했다. 국내와 일본 수주 감소로 매출액이 전년 대비 감소했다. 지난 5월 KT로부터 수주 받은 67억원 규모의 중계기 계약은 이번 2분기 일부 인식됐고, 나머지는 3, 4분기 나누어 인식될 전망이다. 제품 믹스 측면에서 마진율이 낮은 제품 비중이 높아 수익성 측면에서도 부진했다. 전방 통신사업자들이 하반기에 투자를 집중하는 경향이 있어 매출액은 하반기로 갈수록 개선될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	79.5	5.1	3.4	239	-308.7	2,341	8.0	0.8	3.4	10.9	115.5
2014	74.5	1.8	2.5	173	-30.1	2,470	10.3	0.7	6.4	7.2	102.7
2015	79.7	1.6	1.5	102	-38.0	2,699	35.7	1.4	10.9	3.9	79.9
2016	59.2	-2.9	-2.5	-171	-252.7	2,513	-20.6	1.4	-42.3	-6.6	86.1
2017	63.5	-3.2	-4.8	-327	109.8	2,225	-8.9	1.3	-27.2	-13.8	100.4

1. 기업개요

회사 소개

1994년 설립된 기산텔레콤은 RF중계기부터 건물 내부 통신을 위한 솔루션인 DAS 중계기까지 다양한 중계기를 개발하는 업체이다. 자회사로 방위산업을 영위하는 현대제이콤, 항공산업을 영위하는 모피언스 등이 있다.

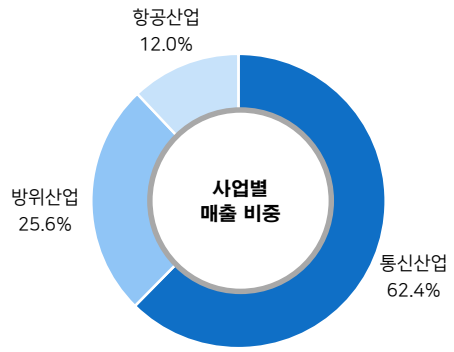
매출 비중

1H18 기준 사업별 매출 비중은 통신산업 62.4%, 방위산업 25.6%, 항공산업 12.0%로 구성되어 있다. 수출 비중은 14.1%로 매출의 대부분이 국내에서 발생한다. 2012년부터 일본 소프트뱅크향으로 DAS 장비와 Giga AP 장비를 공급하고 있으며, 유럽으로의 시장 확장을 준비 중이다. 국내에서는 KT와 협력 관계를 맺고 있으며, 지난 5월에는 67억원 규모의 중계기 공급계약을 체결한 바 있다.

주주현황

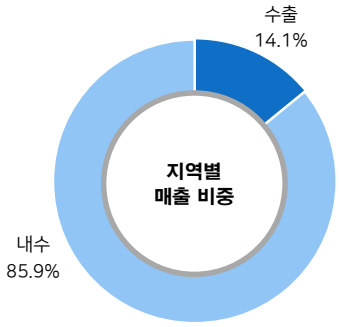
주요 주주로는 대표이사 박병기 외 특수 관계인이 35.2% 지분을 차지하고 있으며, 자사주 1.4% 외 나머지는 소액주주로 구성되어 있다.

그림74 기산텔레콤 사업별 매출 비중



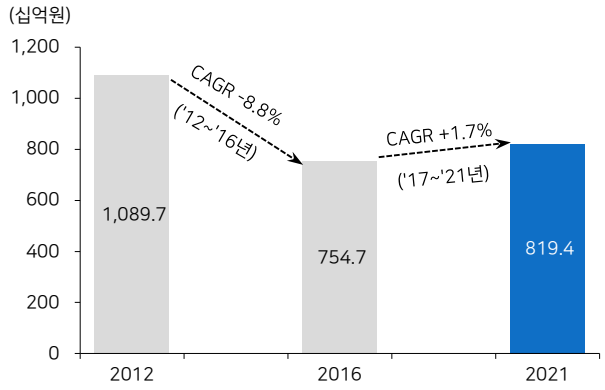
자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

그림75 기산텔레콤 지역별 매출 비중



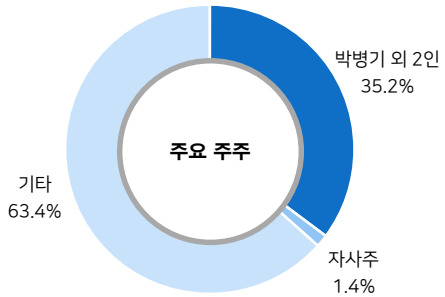
자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

그림76 국내 무선 중계기 출하금액 추이 및 전망



자료: 한국신용정보원, 메리츠종금증권 리서치센터

그림77 주요 주주현황



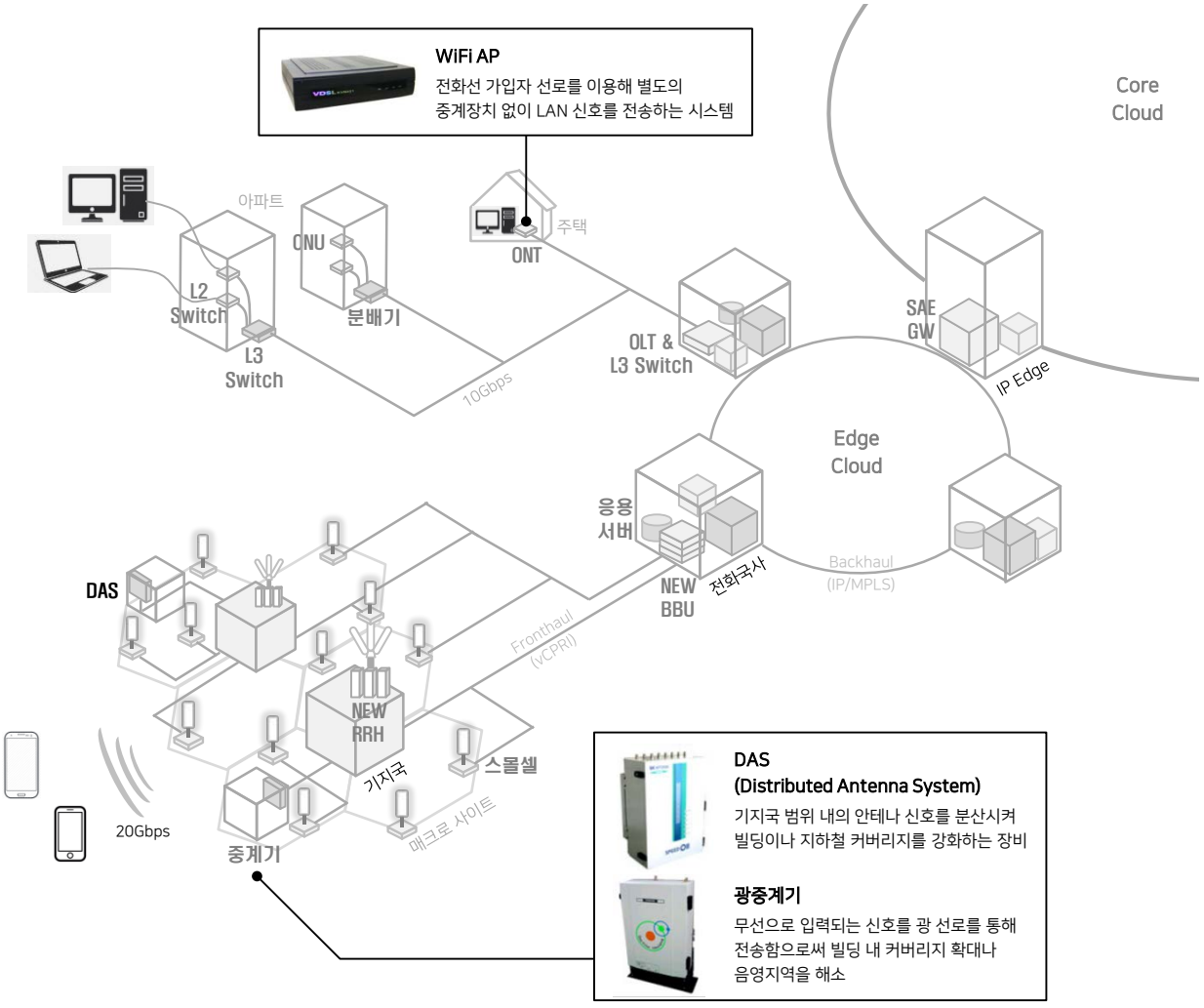
자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은
각종 중계기와 WiFi AP

주력 제품은 건물 내부(In-building) 솔루션인 DAS 중계기와 WiFi AP 장비이다. 다수의 통신사업자를 위한 중립형(Neutral) 중계기를 개발해 일본 시장에 진출했고, VAR(Value Added Reseller)와 협력해 유럽 진출도 모색하고 있다. 유선 네트워크 분야에서는 와이파이 무선접속장치(WiFi AP) 기술력을 보유하고 있다. 지난 평창 동계올림픽에서 KT와 함께 802.11ax 기반 WiFi AP 시연을 선보이기도 했다.

그림78 기산텔레콤 주력 제품: 각종 중계기 장비와 WiFi AP



자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

수주 실적 부진으로 매출액 감소
제품 믹스 영향으로 수익성 부진

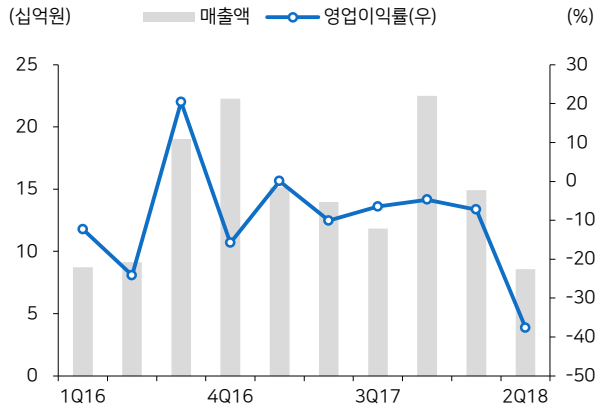
2Q18 연결 실적은 매출액 86억원(-38.6% YoY), 영업적자 32억원(적자확대 YoY)을 기록했다. 국내와 일본 수주 감소로 매출액이 전년 대비 감소했다. 지난 5월 KT로부터 수주 받은 67억원 규모의 중계기 계약은 이번 2분기 일부 인식됐고, 나머지는 3, 4분기 나누어 인식될 전망이다. 제품 믹스 측면에서 마진율이 낮은 제품 비중이 높아 수익성 측면에서도 부진했다. 전방 통신사업자들이 하반기에 투자를 집중하는 경향이 있어 매출액은 하반기로 갈수록 개선될 전망이다.

표16 기산텔레콤 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	8.7	9.1	19.0	22.3	15.1	14.0	11.8	22.5	14.9	8.6	59.2	63.5	23.5
영업이익	-1.1	-2.2	3.9	-3.5	0.0	-1.4	-0.8	-1.1	-1.1	-3.2	-2.9	-3.2	-4.3
세전이익	-1.2	-2.2	3.4	-2.7	-1.0	-0.8	-1.0	-2.5	-1.0	-2.7	-2.7	-5.3	-3.7
당기순이익	-1.1	-1.9	3.1	-2.6	-0.7	-0.9	-0.8	-2.3	-0.6	-2.6	-2.5	-4.8	-3.3
영업이익률(%)	-12.3	-24.2	20.4	-15.8	0.0	-10.1	-6.5	-4.7	-7.2	-37.7	-4.9	-5.1	-18.3
당기순이익률(%)	-12.2	-21.3	16.2	-11.5	-4.7	-6.5	-7.1	-10.3	-4.2	-30.8	-4.2	-7.5	-13.9

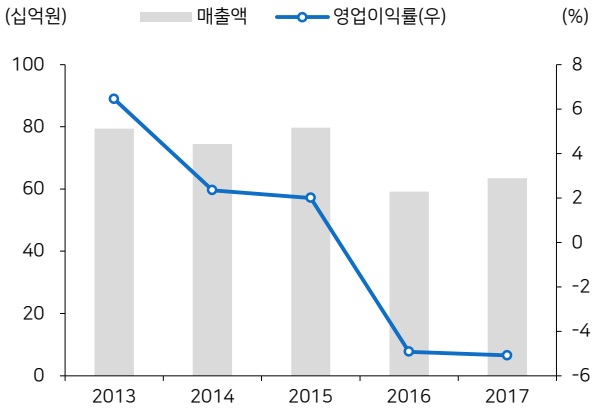
자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

그림79 기산텔레콤 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

그림80 기산텔레콤 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 기산텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

기산텔레콤 (035460)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**79.5**	**74.5**	**79.7**	**59.2**	**63.5**
매출액증가율 (%)	6.9	-6.2	7.0	-25.8	7.3
매출원가	62.3	59.3	66.2	49.4	54.4
매출총이익	17.2	15.3	13.5	9.8	9.1
판매관리비	12.1	13.5	11.9	12.7	12.3
영업이익	**5.1**	**1.8**	**1.6**	**-2.9**	**-3.2**
영업이익률	6.4	2.3	2.0	-4.9	-5.1
금융손익	-0.7	-0.2	-0.4	-0.2	-0.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	0.7	0.2	0.4	-1.9
세전계속사업이익	4.0	2.3	1.4	-2.7	-5.4
법인세비용	0.0	-0.5	-0.3	-0.1	0.2
당기순이익	**3.9**	**2.7**	**1.7**	**-2.6**	**-5.5**
지배주주지분 순이익	3.4	2.5	1.5	-2.5	-4.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**-1.7**	**-0.9**	**9.0**	**-2.1**	**0.6**
당기순이익(손실)	3.9	2.7	1.7	-2.6	-5.5
유형자산상각비	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
무형자산상각비	2.0	1.9	1.9	1.2	1.1
운전자본의 증감	-10.0	-7.6	2.9	-3.3	1.3
투자활동 현금흐름	**9.6**	**0.3**	**-0.3**	**-9.2**	**-0.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.7	-0.9	-0.5	-0.9	-0.5
투자자산의감소(증가)	0.9	0.5	0.2	-0.1	-0.9
재무활동 현금흐름	**-8.3**	**0.7**	**-0.1**	**4.5**	**-0.2**
차입금의 증감	-8.4	0.6	-2.7	2.0	-0.4
자본의 증가	0.0	0.2	0.9	0.9	0.6
현금의 증가(감소)	-0.5	0.1	8.6	-6.7	-0.3
기초현금	14.5	14.1	14.1	22.7	16.1
기말현금	14.1	14.1	22.7	16.1	15.8

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	64.1	64.8	64.5	62.9	58.4
현금및현금성자산	13.9	13.9	22.0	15.4	15.5
매출채권	29.7	24.7	22.5	22.2	16.9
재고자산	15.2	22.0	18.2	17.3	21.2
비유동자산	14.6	13.2	11.6	11.3	11.8
유형자산	2.0	2.3	2.0	2.3	2.1
무형자산	7.6	6.5	5.3	4.7	4.4
투자자산	5.0	4.5	4.3	4.3	5.3
자산총계	**78.7**	**78.1**	**76.0**	**74.2**	**70.1**
유동부채	35.6	33.9	26.0	30.6	25.2
매입채무	16.2	15.4	13.1	0.0	0.0
단기차입금	10.9	9.0	7.1	0.0	0.0
유동성장기부채	0.1	3.5	0.3	0.0	0.0
비유동부채	6.5	5.7	7.8	3.8	10.0
사채	3.2	1.8	4.2	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.7	0.7	0.0	0.0
부채총계	**42.2**	**39.6**	**33.8**	**34.3**	**35.2**
자본금	7.2	7.2	7.2	7.3	7.3
자본잉여금	43.9	44.1	45.0	45.7	46.3
기타포괄이익누계액	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8
이익잉여금	-16.1	-14.1	-12.5	-15.2	-20.0
비지배주주지분	3.0	3.1	3.4	3.2	2.6
자본총계	**36.5**	**38.5**	**42.3**	**39.9**	**35.0**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	5,542	5,197	5,558	4,060	4,354
EPS(지배주주)	239	173	102	-171	-327
CFPS	627	507	477	109	-29
EBITDAPS	540	298	287	-78	-101
BPS	2,341	2,470	2,699	2,513	2,225
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	10.3	35.7	-20.6	-8.9
PCR	3.0	3.5	7.6	32.3	-98.9
PSR	0.3	0.3	0.7	0.9	0.7
PBR	0.8	0.7	1.4	1.4	1.3
EBITDA	7.7	4.3	4.1	-1.1	-1.5
EV/EBITDA	3.4	6.4	10.9	-42.3	-27.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	7.2	3.9	-6.6	-13.8
EBITDA 이익률	9.7	5.7	5.2	-1.9	-2.3
부채비율	115.5	102.7	79.9	86.1	100.4
금융비용부담률	1.3	0.9	0.7	0.8	0.8
이자보상배율(x)	5.0	2.5	2.7	-5.8	-6.4
매출채권회전율(x)	3.7	2.7	3.4	2.6	3.2
재고자산회전율(x)	5.6	4.0	4.0	3.3	3.3

Industry Indepth
2018. 8. 20

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

스카이문스테크놀로지 033790

과도기 진행 중

- ✓ 국내 대표 이동통신용 중계기 제작 업체. 최근 게임 퍼블리싱 산업에 진출
- ✓ 2Q18 매출액 40억원(+34.3% YoY), 영업적자 15억원(적자확대 YoY) 기록
- ✓ 중계기 판가 하락 영향과 인력 충원에 따른 인건비 부담으로 수익성 부진
- ✓ 출시 준비 중인 〈드래곤라자2〉는 지난 3월 1차 CBT 종료 후 2차 CBT 예정
- ✓ 180억원 규모의 전환사채 및 신주인수권부사채로 오버행 이슈 존재

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	3,285 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	562억원
발행주식수	1,712만주
유동주식비율	71.05%
외국인비중	52.59%
52주 최고/최저가	5,000원/3,005원
평균거래대금	8.9억원
주요주주(%)	
Earn Wide International Limited	27.20
Skywinds Technology Co., Ltd	20.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	-14.6	-28.7
상대주가	16.0	-6.2	-40.7

주가그래프

중계기 전문 제작 회사, 게임 사업에 진출!

스카이문스테크놀로지의 전신은 서화정보통신으로 1990년 설립되어 이동 통신용 중계기 사업을 시작했다. 2017년에는 중국 스카이문스 그룹이 우회 상장 목적으로 서화정보통신을 인수하면서 사명을 스카이문스테크놀로지로 변경했다. 2017년 9월 종속회사 스카이문스이아이게임즈 설립으로 게임 퍼블리싱 산업에 진출했으며, 현재 설립 후 첫 번째 게임인 〈드래곤라자2〉의 출시를 준비 중이다.

신규 게임 사업 확대에 따른 비용 증가

2Q18 연결 실적은 매출액 40억원(+34.3% YoY), 영업적자 15억원(적자확대 YoY)을 기록했다. 매출액은 전년 대비 증가했으나, 중계기 판가 하락과 인력 충원에 따른 판관비 증가 영향으로 영업적자폭이 확대됐다. 게임 출시작의 부재로 게임 사업 부문 매출은 없으며, 출시를 준비 중인 〈드래곤라자2〉의 경우 지난 3월 중국 1차 CBT를 종료하고, 곧 2차 CBT를 진행할 예정이다.

오버행 이슈 부담 & 게임 업종과 주가가 동행

2017년 6월 중국 스카이문스 그룹의 우회상장 당시 발행한 약 180억원 규모의 전환사채와 신주인수권부사채로 오버행 이슈가 존재한다. 또한, 게임 사업을 전략적 미래 성장 사업으로 채택하면서 국내 게임 업종과 주가가 동행하는 모습을 보이고 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013											
2014											
2015											
2016											
2017	13.5	-4.3	-4.7	-324	0.0	2,301	-13.4	1.9	-16.4	-11.9	58.5

1. 기업개요

회사 소개

스카이문스테크놀로지의 전신은 서화정보통신으로 1990년 설립되어 이동통신용 중계기 사업을 시작했다. 2017년에는 중국 스카이문스 그룹이 우회 상장 목적으로 서화정보통신을 인수하면서 사명을 스카이문스테크놀로지로 변경했다. 2017년 9월 종속회사 스카이문스이아이게임즈 설립으로 게임 퍼블리싱 산업에 진출했으며, 현재 설립 후 첫 번째 게임인 <드래곤라자2>의 출시를 준비 중이다.

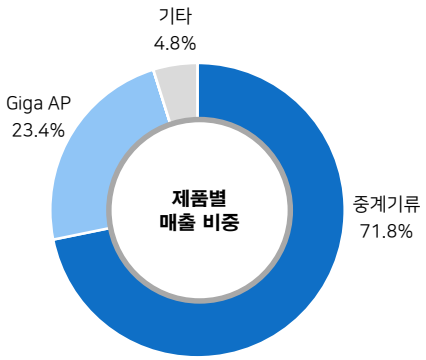
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 중계기류 71.8%, Giga AP 23.4%, 기타 4.8%로 구성되어 있다. SK텔레콤향 중계기 매출 점유율 1위를 차지하고 있으며, 수출 매출은 발생하지 않는다.

주주현황

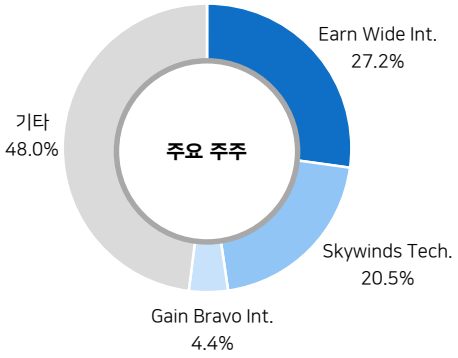
주요 주주로는 최대주주 및 특수관계인이 52.0% 지분을 보유하고 있다. 최대주주 Earn Wide International은 중국 사천성 청두 지역의 게임사 스카이문스의 관계사이며, 2대 주주 Skywinds Technology는 스카이문스의 홍콩법인이다.

그림81 스카이문스테크놀로지 제품별 매출 비중



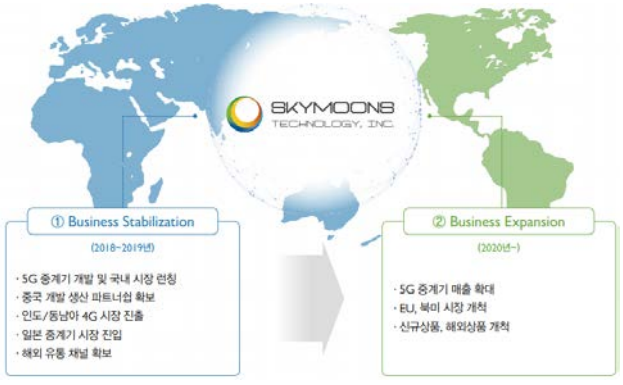
자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림82 주요 주주현황



자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림83 중계기 사업 글로벌 시장 확대 전략



자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림84 게임 사업 3대 원칙

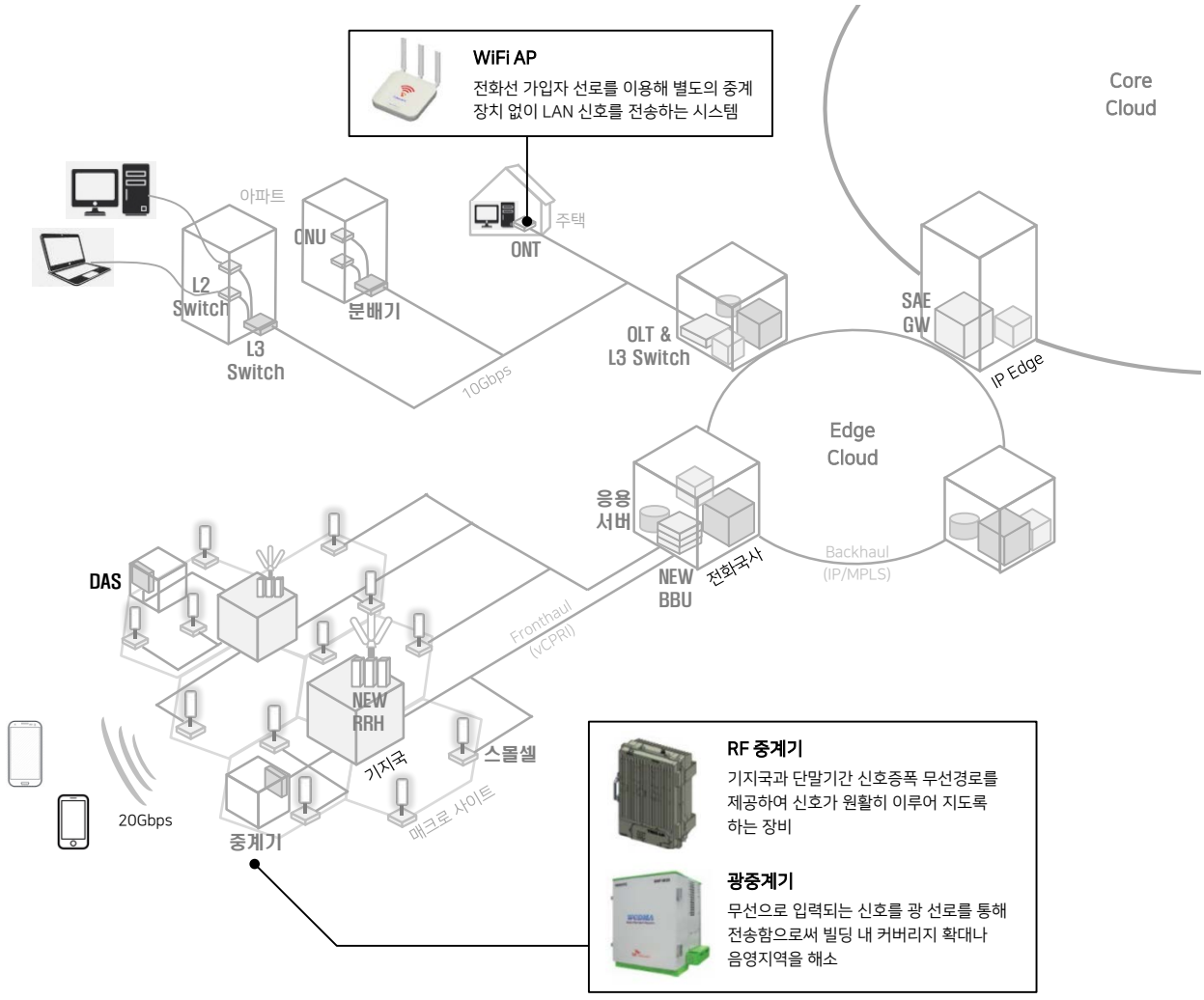
자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

중계기 제품 및 WiFi AP 가 주력 제품

주력 제품은 광중계기, RF중계기, WiFi AP 등으로 구분된다. 중계기는 주로 지하 주차장, 상점 등 전파 음영지역의 통화품질 및 데이터 이용 환경을 개선하는 역할을 한다. 안정적 기술력을 바탕으로 지난 1Q18에는 SK텔레콤으로부터 16억원 규모의 RF중계기 공급 계약을 맺었다. 또한, 2019년까지 5G 중계기를 개발하고, 인도 및 동남아, 일본 등 해외 시장 진출도 모색할 전망이다.

그림85 스카이문스테크놀로지 주력 제품: 중계기 제품 및 WiFi AP 등



자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

영업적자 확대는 중계기 판가 하락과 판관비 증가 영향

2Q18 연결 실적은 매출액 40억원(+34.3% YoY), 영업적자 15억원(적자확대 YoY)을 기록했다. 매출액은 전년 대비 증가했으나, 중계기 판가 하락과 인력 충원에 따른 판관비 증가 영향으로 영업적자폭이 확대됐다. 게임 출시작의 부재로 게임 사업 부문 매출은 없으며, 출시를 준비 중인 <드래곤라자2>의 경우 지난 3월 중국 1차 CBT를 종료하고, 곧 2차 CBT를 진행할 예정이다.

180 억원 규모 오버행 이슈 부담

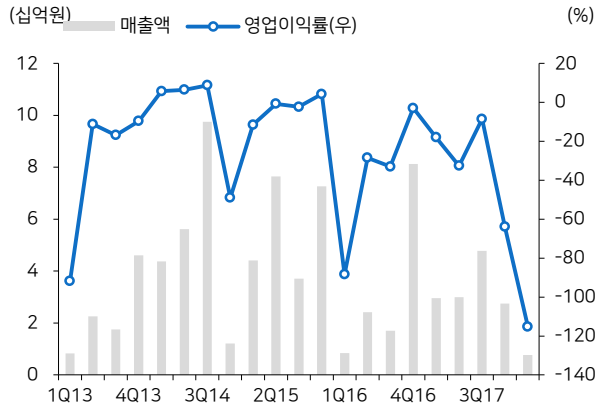
2017년 6월 중국 스카이문스 그룹의 우회상장 당시 발행한 약 180억원 규모의 전환사채와 신주인수권부사채로 오버행 이슈가 존재한다. 또한, 게임 사업을 전략적 미래 성장 사업으로 채택하면서 국내 게임 업종과 주가가 동행하는 모습을 보이고 있다.

표17 스카이문스테크놀로지 개별 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	0.8	2.4	1.7	8.1	3.0	3.0	4.8	2.7	0.8	4.0	13.1	13.5	4.8
영업이익	-0.7	-0.7	-0.6	-0.2	-0.5	-1.0	-0.4	-1.8	-0.9	-1.5	-2.2	-3.7	-3.3
세전이익	-0.3	-0.5	-0.5	-0.7	-0.2	-0.8	-0.4	-2.4	-0.9	-3.0	-2.0	-3.8	-4.7
당기순이익	-0.3	-0.5	-0.5	-0.8	-0.2	-0.8	-0.4	-2.7	-0.9	-3.0	-2.1	-4.1	-4.7
영업이익률(%)	-88.3	-28.5	-33.0	-3.0	-17.9	-32.6	-8.5	-63.9	-115.2	-38.3	-17.1	-27.2	-68.4
당기순이익률(%)	-30.7	-20.9	-29.5	-10.0	-7.9	-26.9	-7.9	-99.0	-118.7	-74.3	-15.9	-30.7	-99.1

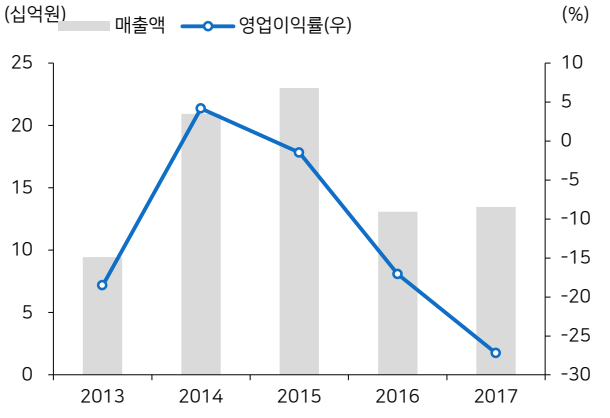
자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림86 스카이문스테크놀로지 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림87 스카이문스테크놀로지 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 스카이문스테크놀로지, 메리츠종금증권 리서치센터

스카이문스테크놀로지 (033790)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액					**13.5**
매출액증가율 (%)					0.0
매출원가					12.8
매출총이익					0.6
판매관리비					4.9
영업이익					**-4.3**
영업이익률					-31.9
금융손익					-0.2
종속/관계기업손익					0.0
기타영업외손익					0.1
세전계속사업이익					-4.4
법인세비용					0.4
당기순이익					**-4.8**
지배주주지분 순이익					-4.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름					**-5.2**
당기순이익(손실)					-4.8
유형자산상각비					0.4
무형자산상각비					0.0
운전자본의 증감					-1.5
투자활동 현금흐름					**-9.4**
유형자산의증가(CAPEX)					0.2
투자자산의감소(증가)					0.3
재무활동 현금흐름					**39.8**
차입금의 증감					0.0
자본의 증가					13.6
현금의 증가(감소)					25.2
기초현금					1.7
기말현금					26.9

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산					49.2
현금및현금성자산					26.9
매출채권					0.8
재고자산					0.2
비유동자산					13.5
유형자산					12.7
무형자산					0.5
투자자산					0.3
자산총계					**62.7**
유동부채					9.6
매입채무					1.5
단기차입금					0.0
유동성장기부채					0.0
비유동부채					13.6
사채					10.2
장기차입금					3.0
부채총계					**23.1**
자본금					8.6
자본잉여금					26.8
기타포괄이익누계액					0.3
이익잉여금					4.0
비지배주주지분					0.1
자본총계					**39.5**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS					927
EPS(지배주주)					-324
CFPS					-93
EBITDAPS					-264
BPS					2,301
DPS					0
배당수익률(%)					0.0
Valuation(Multiple)					
PER					-13.4
PCR					-46.6
PSR					4.7
PBR					1.9
EBITDA					-3.8
EV/EBITDA					-16.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)					-11.9
EBITDA 이익률					-28.5
부채비율					58.5
금융비용부담률					3.8
이자보상배율(x)					-8.4
매출채권회전율(x)					35.9
재고자산회전율(x)					112.2

Industry Indepth
2018. 8. 20

유비쿼스 264450

실적 우등생의 5G 준비기

- ✓ 스위치, FTTH, OLT 등 종합 솔루션을 갖춘 유선 가입자망 장비 업체
- ✓ 2Q18 매출액 289억원(+28.7% YoY), 영업이익 60억원(+84.3% YoY) 기록
- ✓ 10기가 인터넷은 정부 로드맵에 따라 2022년 주요 도시 50%까지 확대 계획
- ✓ 북미 Charter 공급사 선정으로 그 동안 부진했던 해외 매출 확대 기대
- ✓ 당기순이익의 20% 배당성향으로, 이익 성장에 따른 DPS 상향 가능성 존재

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	30,500 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,563억원
발행주식수	512만주
유동주식비율	58.54%
외국인비중	10.04%
52주 최고/최저가	32,150원/15,450원
평균거래대금	11.2억원
주요주주(%)	
유비쿼스홀딩스 외 3 인	41.42
가치투자자문	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.3	38.3	62.7
상대주가	28.7	51.9	35.2

주가그래프

꾸준한 실적이 강점인 유선 가입자망 장비 업체

동사는 유선 가입자망 장비를 생산 및 공급하는 업체다. 2017년 3월 지주회사인 유비쿼스홀딩스와 사업회사인 유비쿼스로 인적분할을 단행했다. 국내 최초로 백본 스위치를 개발할 만큼 기술력을 갖추었으며, 이더넷 스위치, FTTx 솔루션 등 인터넷 통신 네트워크 장비의 End-to-End 토탈 솔루션을 보유하고 있다.

유선 인프라 고도화에 따른 수혜

2Q18 실적은 매출액 289억원(+28.7% YoY), 영업이익 60억원(+84.3% YoY)을 기록했다. KT가 9월부터 추진 중인 10기가 인터넷 관련 수주 물량 증가로 전년 대비 개선된 실적을 기록했다. 10기가 인터넷은 정부 로드맵에 따라 2022년 주요 도시의 50%까지 확대한다는 계획으로 투자는 지속적으로 증가할 전망이다. 현재 북미 MSO 사업자들과 FTTH 전환 시범서비스를 진행 중이며, 하반기 구축 계획이 구체화될 경우 해외 매출 및 수주 물량이 크게 늘어날 전망이다.

해외 수출 비중 확대 + 배당정책 유지

내수 비중이 90.2%를 차지할 정도로 해외 매출 비중이 적은 점은 아쉬웠으나, 최근 북미 Charter의 공급사로 선정되며 해외 매출을 늘려나갈 예정이다. 주주환원 정책으로 당기순이익의 20%라는 배당정책을 유지하고 있으며, 올해 실적 개선에 따른 DPS 상향 가능성이 존재한다. 현재 M&A를 다각도로 검토 중이나 200~300억원 수준의 매물을 고려한 만큼 재무적인 부담은 크지 않을 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	118.4	20.6	21.0	992	42.9	7,537	7.8	1.0	7.4	13.2	17.7
2014	119.9	21.4	21.5	1,013	-0.7	8,448	8.4	1.0	7.5	12.0	25.4
2015	162.3	29.5	29.5	1,392	39.1	9,643	8.5	1.2	7.8	14.4	27.2
2016	7.7	2.5	23.9	1,129	-18.9	10,271	9.6	1.1	41.2	11.0	14.9
2017	76.2	13.8	12.3	2,861		13,226	9.1	2.0	5.8	18.1	33.3

주: 2016년까지는 분할 전 유비쿼스 실적, 2017년부터는 분할 후 유비쿼스 실적

1. 기업개요

회사 소개

유비쿼스는 유선 가입자망 장비를 생산 및 공급하는 업체다. 2017년 3월 지주회사인 유비쿼스홀딩스와 사업회사인 유비쿼스로 인적분할을 단행했다. 국내 최초로 백본 스위치를 개발할 만큼 기술력을 갖추었으며, 이더넷 스위치, FTTx 솔루션 등 인터넷 통신 네트워크 장비의 End-to-End 토탈 솔루션을 보유하고 있다.

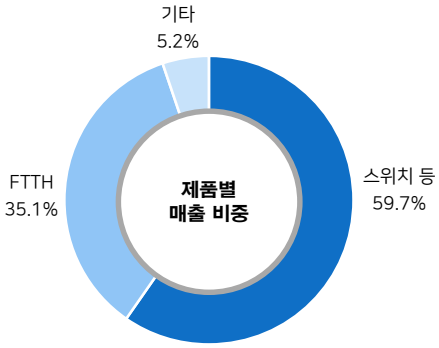
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 스위치 장비 59.7%, FTTH 35.1%, 기타 5.2%를 차지하고 있다. KT와 LG유플러스에 주로 공급하며, 전체 매출의 60~70%가 LG유플러스에서 나오고 있다. 내수 비중이 90.2%를 차지할 정도로 해외 매출 비중이 적은 점은 아쉬웠으나, 최근 북미 Charter의 공급사로 선정되며 해외 매출을 늘려나갈 예정이다.

주주현황

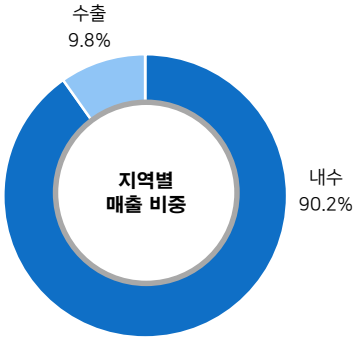
주요 주주로는 유비쿼스홀딩스 및 특수관계인이 41.5%를 소유하고 있으며, 가치투자자문이 5.6%를 소유하고 있다.

그림88 유비쿼스 제품별 매출 비중



자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림89 유비쿼스 지역별 매출 비중

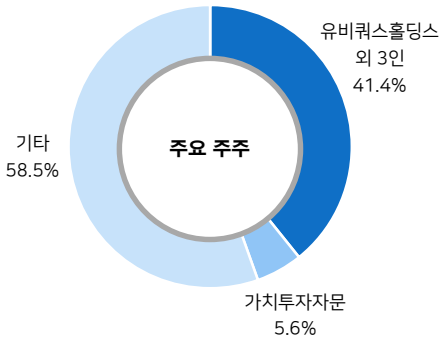


자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림90 주요 고객사

자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림91 유비쿼스 주요 주주현황



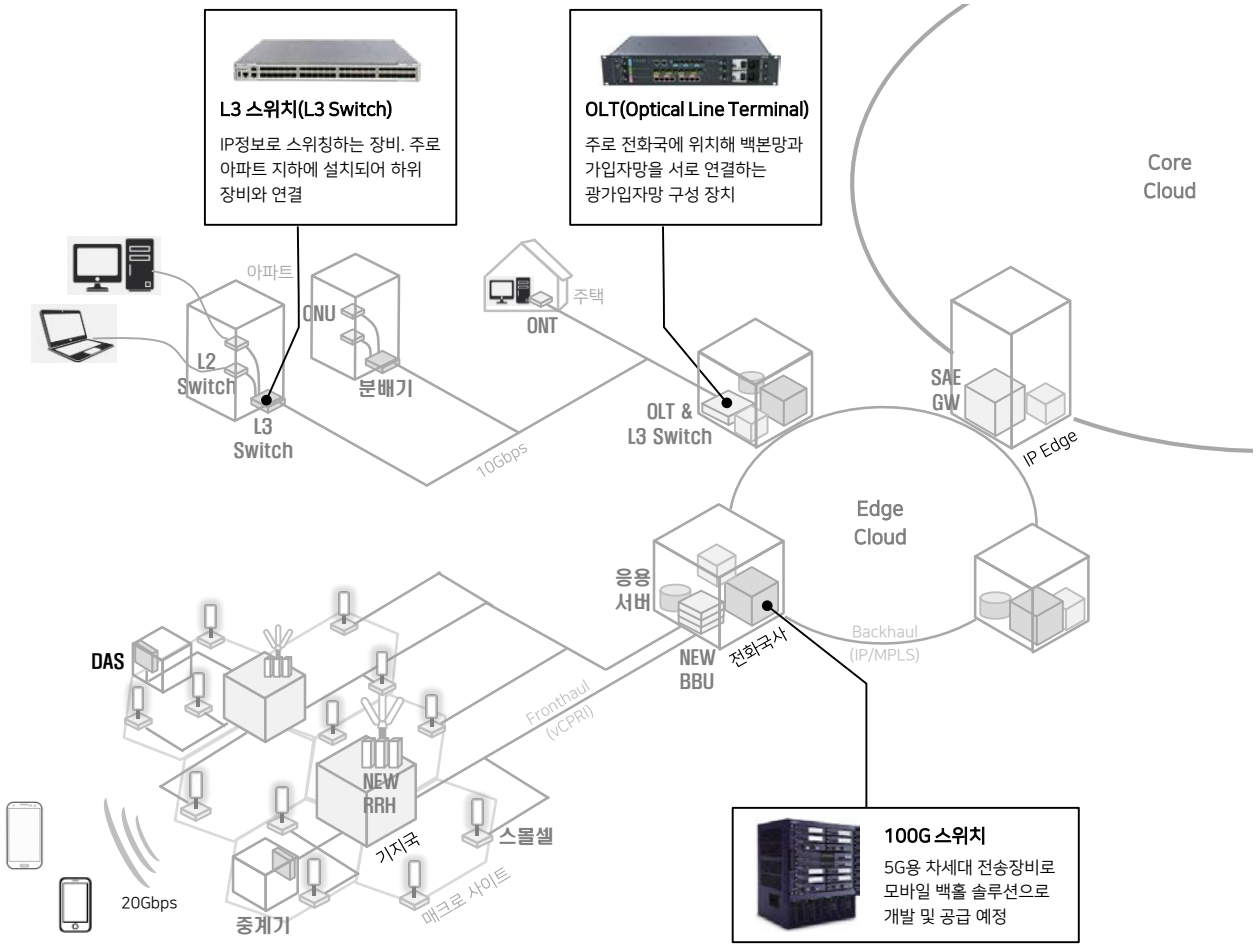
자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

광가입자망 장비 외 모바일 백홀 장비도 개발

주력 제품은 L2/L3 스위치, FTTH, OLT 등 인터넷 통신 네트워크 관련 모든 장비를 보유하고 있다. 스위치는 데이터를 서로 다른 MAC주소 혹은 IP주소로 스위칭 해주는 역할을 하며, FTTH는 광케이블을 통해 초고속 인터넷 서비스를 제공한다. 최근 KT의 10기가 인터넷 상용화에 따라 관련 물량이 증가 추세이며, LG유플러스와는 5G용 모바일 백홀 장비를 개발 중이다.

그림92 유비쿼스 주력 제품: L2/L3 스위치, OLT, 모바일 백홀 장비 등



자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

유선 인프라 고도화에 따른 하반기 실적 개선 전망

2Q18 실적은 매출액 289억원(+28.7% YoY), 영업이익 60억원(+84.3% YoY)을 기록했다. KT가 9월부터 추진 중인 10기가 인터넷 관련 수주 물량 증가로 전년 대비 개선된 실적을 기록했다. 10기가 인터넷은 정부 로드맵에 따라 2022년 주요 도시의 50%까지 확대한다는 계획으로 투자는 지속적으로 증가할 전망이다. 현재 북미 MSO 사업자들과 FTTH 전환 시범서비스를 진행 중이며, 하반기 구축 계획이 구체화될 경우 해외 매출 및 수주 물량이 크게 늘어날 전망이다.

주주친화적 배당 정책 유지

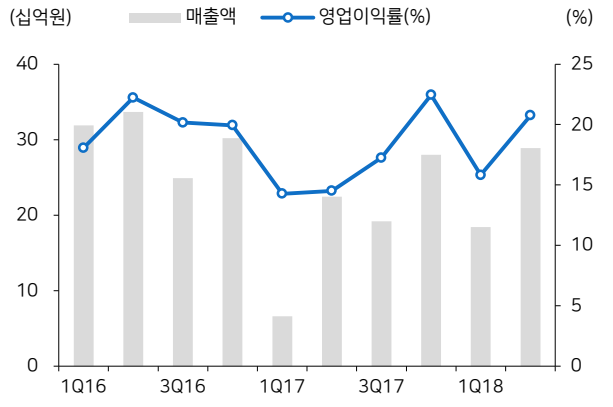
동사는 당기순이익의 20%라는 배당정책을 유지하고 있으며, 올해 실적 개선에 따른 DPS 상향 가능성이 존재한다. 현재 M&A를 다각도로 검토 중이나 200~300억원 수준의 매물을 고려한 만큼 재무적인 부담은 크지 않을 전망이다.

표18 유비쿼스 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	31.9	33.7	24.9	30.2	6.6	22.5	19.2	28.0	18.4	28.9	120.7	76.2	43.1
스위치 등	17.3	14.0	13.9	33.4	4.4	13.4	12.0	11.2	11.5	14.3	78.6	40.9	25.7
FTTH	7.1	5.8	6.0	7.8	1.4	5.7	6.1	13.2	5.9	9.2	26.7	26.3	15.1
기타	7.4	14.0	5.0	-11.0	0.9	3.4	1.1	3.6	1.0	1.2	15.4	8.9	2.2
영업이익	5.8	7.5	5.0	6.0	0.9	3.3	3.3	6.3	2.9	6.0	24.3	13.8	8.9
세전이익	7.4	8.6	5.8	7.8	0.9	3.5	3.5	6.3	2.8	4.0	29.6	14.2	6.8
당기순이익	6.0	7.0	4.8	6.2	0.7	2.9	3.4	5.2	2.5	4.0	23.9	12.2	6.5
영업이익률(%)	18.1	22.2	20.2	19.9	14.3	14.5	17.2	22.4	15.8	20.8	20.1	18.1	20.7
당기순이익률(%)	18.7	20.8	19.2	20.5	10.7	13.1	17.6	18.7	13.7	13.8	19.8	16.1	15.1

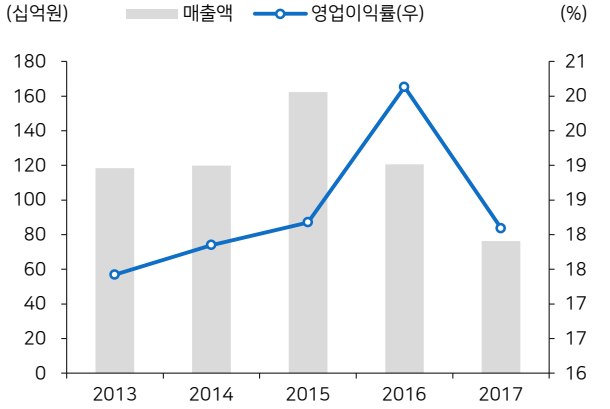
주: 2016년까지는 분할 전 유비쿼스 실적, 2017년부터는 분할 후 유비쿼스 실적
자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림93 유비쿼스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림94 유비쿼스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유비쿼스, 메리츠종금증권 리서치센터

유비쿼스 (264450)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**118.4**	**119.9**	**162.3**	**7.7**	**76.2**
매출액증가율 (%)	58.2	1.3	35.4	-95.3	
매출원가	67.0	65.2	98.2	1.6	49.1
매출총이익	51.4	54.6	64.1	6.1	27.1
판매관리비	30.8	33.2	34.6	3.6	13.3
영업이익	**20.6**	**21.4**	**29.5**	**2.5**	**13.8**
영업이익률	17.4	17.8	18.2	32.4	18.1
금융손익	4.6	5.2	4.8	3.3	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.1	1.0	0.4	0.0
기타영업외손익	0.4	-0.6	1.1	0.1	0.0
세전계속사업이익	25.5	26.1	36.3	6.2	14.2
법인세비용	4.2	4.8	6.8	5.7	1.9
당기순이익	**21.4**	**21.2**	**29.5**	**23.9**	**12.3**
지배주주지분 순이익	21.0	21.5	29.5	23.9	12.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**11.7**	**4.6**	**49.3**	**14.8**	**13.0**
당기순이익(손실)	21.4	21.2	29.5	23.9	12.3
유형자산상각비	1.0	2.2	2.6	2.7	1.1
무형자산상각비	0.8	0.8	0.4	0.5	0.4
운전자본의 증감	-15.1	-22.2	15.6	-14.8	-3.7
투자활동 현금흐름	**-18.7**	**6.2**	**-37.3**	**-1.8**	**-23.3**
유형자산의증가(CAPEX)	21.1	10.4	1.3	0.6	-0.1
투자자산의감소(증가)	9.0	4.6	-24.3	0.2	-4.7
재무활동 현금흐름	**-1.7**	**-1.6**	**-2.4**	**-12.4**	**-0.1**
차입금의 증감	-1.6	-0.6	8.8	-10.7	0.0
자본의 증가	4.0	1.9	-0.1	-0.0	55.7
현금의 증가(감소)	-8.8	8.9	9.5	0.5	-10.6
기초현금	18.6	9.8	18.7	28.2	33.5
기말현금	9.8	18.7	28.2	28.7	23.0

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	82.7	108.4	166.7	160.0	67.6
현금및현금성자산	9.8	18.5	28.2	28.7	23.0
매출채권	18.9	35.2	24.5	16.2	10.8
재고자산	10.6	19.1	15.0	10.6	9.9
비유동자산	106.5	117.2	93.3	90.1	22.8
유형자산	36.0	43.4	42.0	39.9	10.0
무형자산	4.3	1.7	2.6	2.2	2.0
투자자산	63.6	68.1	42.8	42.7	4.7
자산총계	**189.2**	**225.6**	**260.0**	**250.1**	**90.4**
유동부채	22.3	37.6	47.6	24.4	17.8
매입채무	14.9	30.7	32.0	19.4	7.6
단기차입금	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0
비유동부채	6.2	8.1	8.0	8.0	4.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.9	1.9	0.0	0.0	0.0
부채총계	**28.4**	**45.6**	**55.6**	**32.4**	**22.6**
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	2.6
자본잉여금	6.9	6.9	6.9	6.9	53.2
기타포괄이익누계액	1.5	1.6	1.3	1.4	-0.2
이익잉여금	150.6	169.8	195.5	213.6	12.3
비지배주주지분	1.0	0.9	0.0	0.0	0.0
자본총계	**160.8**	**180.0**	**204.4**	**217.8**	**67.8**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	5,583	5,653	7,657	361	17,803
EPS(지배주주)	992	1,013	1,392	1,129	2,861
CFPS	1,774	2,098	2,617	2,207	3,846
EBITDAPS	1,056	1,150	1,531	266	3,555
BPS	7,537	8,448	9,643	10,271	13,226
DPS	120	200	300	250	500
배당수익률(%)	1.5	2.3	2.5	2.3	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	7.8	8.4	8.5	9.6	9.1
PCR	4.4	4.1	4.5	5.0	6.8
PSR	1.4	1.5	1.6	30.3	1.5
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	2.0
EBITDA	22.4	24.4	32.5	5.6	15.2
EV/EBITDA	7.4	7.5	7.8	41.2	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	12.0	14.4	11.0	18.1
EBITDA 이익률	18.9	20.3	20.0	73.5	20.0
부채비율	17.7	25.4	27.2	14.9	33.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	158.6	356.5	737.5	0.0	
매출채권회전율(x)	8.3	4.4	5.4	0.4	7.1
재고자산회전율(x)	13.8	8.1	9.5	0.6	7.7

주: 2016년까지는 분할 전 유비쿼스 실적, 2017년부터는 분할 후 유비쿼스 실적

Industry Indepth
2018. 8. 20

다산네트웍스 039560

유선의 강자, 무선을 넘보다

- ✓ 국내 1위 유선 가입자망 장비 업체. 최근에는 무선 장비 개발에 주력
- ✓ 하반기 SK브로드밴드 10기가 인터넷 상용화에 따른 수혜 가능
- ✓ 내년 상용화를 목표로 5G 서비스 구현이 가능한 '초저지연 스위치' 개발 중
- ✓ 최근 LG유플러스의 '모바일 백홀' 장비인 100기가 스위치 공급사로 선정
- ✓ 2Q18 매출액 1,022억원(+1.6% YoY), 영업이익 24억원(+198.8% YoY) 기록

▲ 통신/미디어
Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	6,630 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,918억원
발행주식수	2,893만주
유동주식비율	64.32%
외국인비중	2.15%
52주 최고/최저가	8,260원/5,490원
평균거래대금	19.6억원
주요주주(%)	
다산인베스트 외 5 인	27.72
신영자산운용 외 1 인	7.29

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	1.4	13.9
상대주가	6.9	11.3	-5.3

주가그래프

국내 1 위 유선 가입자망 장비 업체

동사는 가정이나 기업에서 원활한 인터넷 서비스 제공이 가능하도록 유선 가입자망 장치를 공급하는 업체이다. 글로벌 공급선 다변화와 해외 매출 비중 확대를 위해 지난 2016년 9월 미국 나스닥 상장사인 존테크놀로지(現 다산존솔루션즈)와 인수합병을 완료했다. 주요 자회사로는 DTS, DMC, 솔루에타, 핸디소프트 등이 있다.

우호적인 영업 환경

2Q18 실적은 매출액 1,022억원(+1.6% YoY), 영업이익 24억원(+198.8 YoY)을 기록했다. 다만, 대손충당금 약 50억원이 반영되면서 당기순손실 15억원 (적자축소 YoY)을 기록했다. 미국 다산존솔루션즈는 작년 하반기부터 올해 상반기까지 안정적인 실적 성장을 지속하고 있다. 솔루에타, 핸드소프트 등 상반기 실적이 저조했던 주요 자회사들 역시 손실폭을 축소 중이며, 하반기에는 손익분기점(BEP) 이상의 실적도 가능할 전망이다.

5G 관련 장비 개발도 순항 중

5G 관련 장비 개발도 순항 중이다. 내년 상용화를 목표로 개발 중인 '초저지연 스위치'는 AR/VR등 5G 핵심 서비스 구현을 위한 '초저지연'이 강조됨에 따라 향후 관련 매출 증가가 기대된다. 또한, 최근에는 LG유플러스의 5G 전송장비 공급사로 선정됐다. 해당 '모바일 백홀' 장비는 무선 기지국과 유선 네트워크 간 데이터 트래픽을 전달해주는 100기가 스위치 장비이며, 4G LTE 당시 활용도가 높지 않았으나, 5G에서는 수요가 확대될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	142.7	5.7	1.4	74	-128.0	7,399	73.8	0.7	10.8	1.0	74.1
2014	164.0	2.4	-2.7	-149	-184.1	7,220	-43.6	0.9	24.2	-2.0	93.8
2015	180.6	-4.1	-5.1	-266	15.2	6,390	-23.3	1.0	73.1	-3.9	159.6
2016	188.9	-13.9	-34.7	-1,708	1,093.2	5,177	-3.9	1.3	-44.7	-29.0	151.4
2017	307.1	0.0	-1.6	-71	-94.4	5,128	-94.9	1.3	30.0	-1.3	111.4

1. 기업개요

회사 소개

다산네트웍스는 가정이나 기업에서 원활한 인터넷 서비스 제공이 가능하도록 유선 가입자망 장치를 공급하는 업체이다. 글로벌 공급선 다변화와 해외 매출 비중 확대를 위해 지난 2016년 9월 미국 나스닥 상장사인 존테크놀로지(現 다산존솔루션즈)와 인수합병을 완료했다. 주요 자회사로는 DTS, DMC, 솔루에타, 핸디소프트 등이 있다.

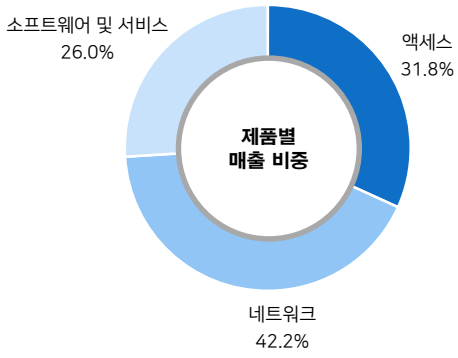
매출 비중

1H18 기준 주요 제품별 매출 비중은 액세스 31.8%, 네트워크 42.2%, 소프트웨어 및 서비스 26.0%이며, 지역별로는 아시아 52.7%, 미국 31.5%, 유럽 및 중동이 12.3%를 차지하고 있다. 전략적 협력 관계를 맺은 소프트뱅크를 통해 미국 스프린트와 거래 중이며, 일본 KDDI에 10기가 인터넷 장비를 납품하고 있다.

주주현황

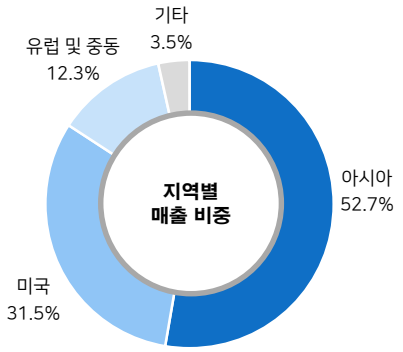
주주 구성을 보면, 다산인베스트, 남민우 대표가 각각 23.95%, 3.06%을 보유하고 있다. 또한 신영자산운용이 7.29%를 소유하고 있으며, 자사주가 7.96% 있다.

그림95 다산네트웍스 제품별 매출 비중



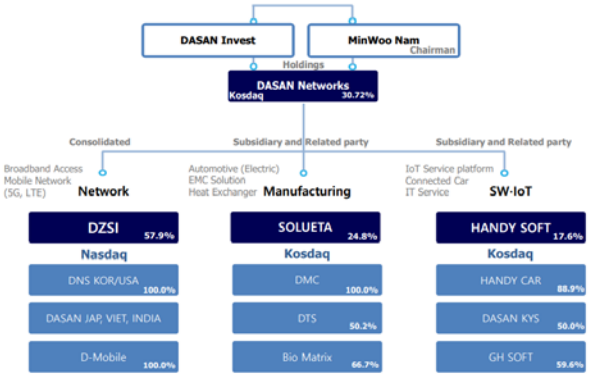
자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림96 다산네트웍스 지역별 매출 비중



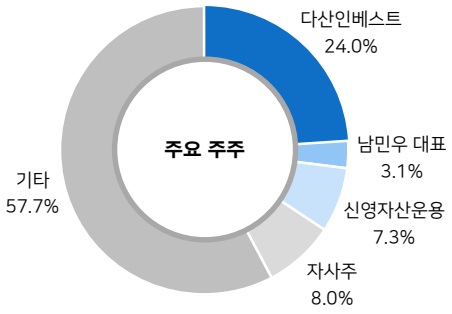
자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림97 다산그룹 지배구조 현황



자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림98 주요 주주현황



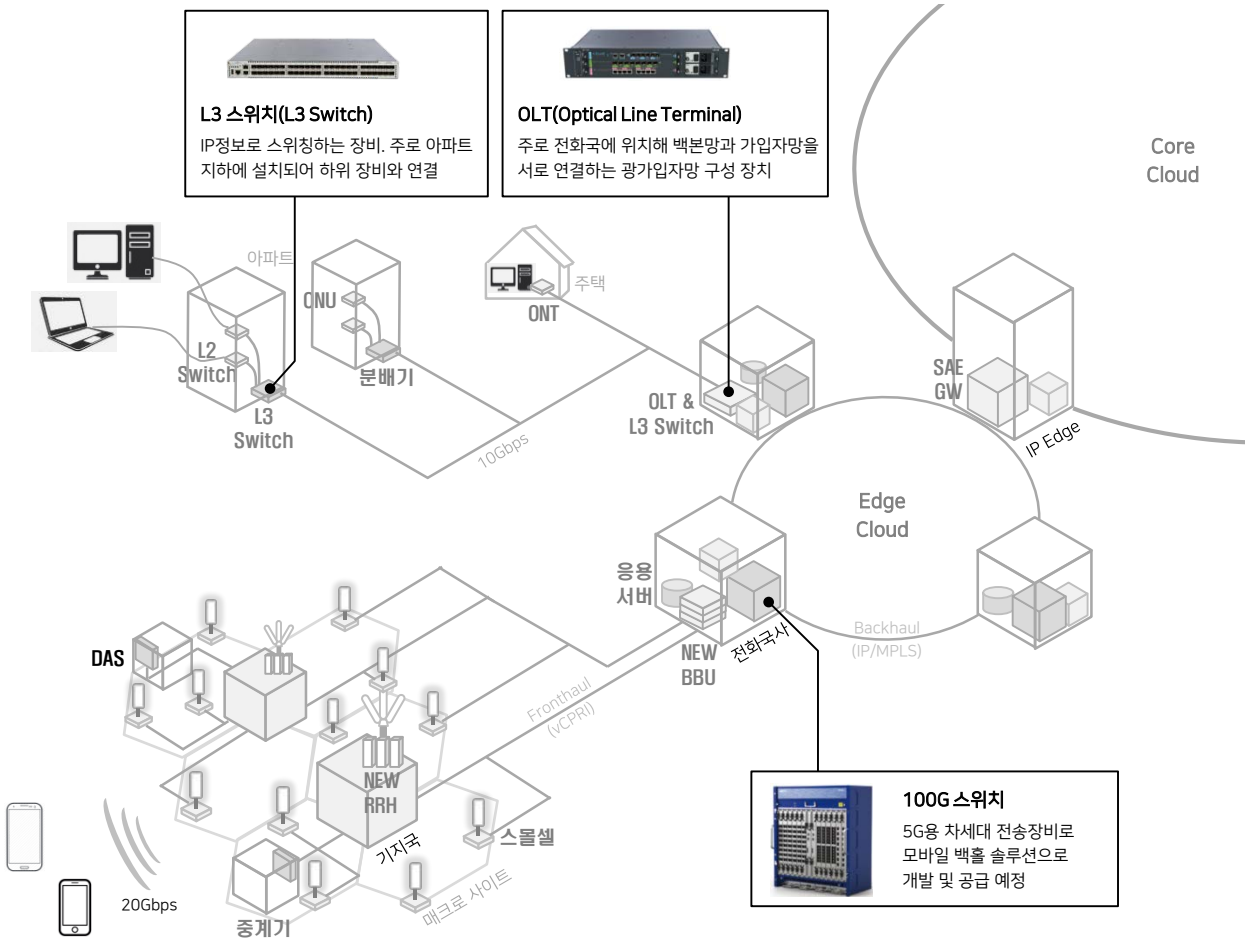
자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

기존 FTTx 제품 보급 확대, 5G 신제품 개발 순항 중

주력 제품은 주택이나 아파트, 회사 건물에 설치되는 L2/L3 스위치와 OLT 등 유선 가입자망 장비다. 전세계 FTTx 보급 확대와 맞물려 국내뿐만 아니라 미국, 일본 등 해외 매출이 회복되는 추세다. 5G 관련 장비 개발도 순항 중이다. 내년 상용화를 목표로 개발 중인 '초저지연 스위치'는 AR/VR등 5G 핵심 서비스 구현을 위한 '초저지연'이 강조됨에 따라 향후 관련 매출 증가가 기대된다. 또한, 최근에는 LG유플러스의 5G '모바일 백홀' 전송장비 공급사로 선정됐다. 이 장비는 무선 기지국과 유선 네트워크 간 데이터를 전달해주는 100기가 스위치 장비이며, 4G LTE 당시 활용도가 높지 않았으나, 5G에서는 수요가 확대될 전망이다.

그림99 다산네트웍스 주력 장비



자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

미국 법인 실적 호조 지속
주요 자회사 손실폭 축소 기조

2Q18 실적은 매출액 1,022억원(+1.6% YoY), 영업이익 24억원(+198.8 YoY)을 기록했다. 다만, 대손충당금 약 50억원이 반영되면서 당기순손실 15억원(적자축소 YoY)을 기록했다. 미국 다산존솔루션즈는 작년 하반기부터 올해 상반기까지 안정적인 실적 성장을 지속하고 있다. 솔루에타, 핸드소프트 등 상반기 실적이 저조했던 주요 자회사들 역시 손실폭을 축소 중이며, 하반기에는 손익분기점(BEP) 이상의 실적도 가능할 전망이다.

대손 관련 순이익 부담 및
사채 관련 수급부담 이슈 존재

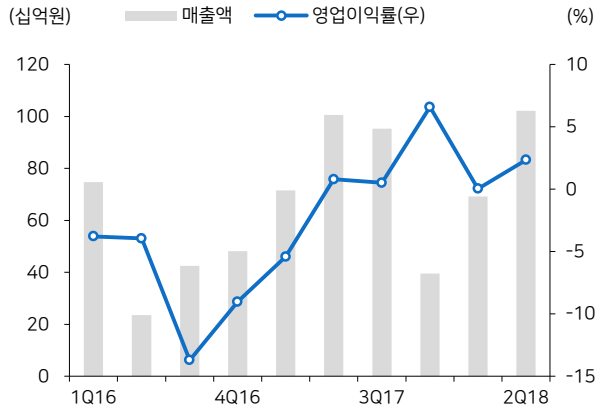
올해 하반기에 이어 내년까지도 우호적인 시장 환경이 예상됨에 따라 안정적인 영업이익 성장이 가능할 전망이다. 다만, 올해까지는 미회수채권에 대한 대손 설정 가능성이 남아 있어 순이익단에서는 부담이 남아 있는 상황이다. 한편, 동사는 지난 5월 장비 매입대금 및 운영자금으로 총 200억원 규모의 사채를 발행했다. 남아 있는 전환사채를 포함해 약 290억원 규모의 미상환사채는 부담 요인이다.

표19 다산네트웍스 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	74.7	23.6	42.5	48.1	71.6	100.6	95.3	39.6	69.2	102.2	188.9	307.1	171.4
영업이익	-2.8	-0.9	-5.8	-4.3	-3.9	0.8	0.5	2.6	0.0	2.4	-13.9	0.0	2.4
세전이익	-3.1	-2.5	-8.4	-28.1	-5.4	-3.5	2.4	1.6	-2.0	-2.0	-42.1	-4.9	-4.0
당기순이익	-3.1	2.8	-8.3	-32.6	-5.2	-5.3	2.4	5.6	-1.8	-1.5	-34.7	-1.6	-3.3
영업이익률(%)	-3.8	-3.9	-13.7	-9.0	-5.4	0.8	0.5	6.6	0.0	2.3	-7.4	0.0	1.4
당기순이익률(%)	-4.1	11.8	-19.6	-67.7	-7.3	-5.2	2.5	14.2	-2.5	-1.5	-18.4	-0.5	-1.9

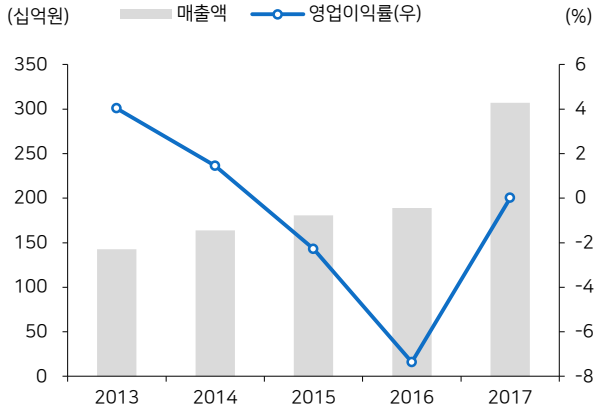
자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림100 다산네트웍스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림101 다산네트웍스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 다산네트웍스, 메리츠종금증권 리서치센터

다산네트웍스 (039560)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**142.7**	**164.0**	**180.6**	**188.9**	**307.1**
매출액증가율 (%)	6.5	14.9	10.1	4.6	62.6
매출원가	94.4	115.0	134.6	130.9	202.2
매출총이익	48.3	49.0	46.0	58.1	104.9
판매관리비	42.6	46.6	50.1	72.0	104.9
영업이익	**5.7**	**2.4**	**-4.1**	**-13.9**	**0.0**
영업이익률	4.0	1.4	-2.3	-7.4	0.0
금융손익	-2.0	-1.9	-3.5	-4.5	4.7
종속/관계기업손익	-3.4	-3.2	1.4	-2.7	-2.3
기타영업외손익	3.9	-0.2	-1.2	-21.0	-7.4
세전계속사업이익	4.2	-2.9	-7.4	-42.1	-4.9
법인세비용	1.4	-0.2	0.7	3.0	-1.3
당기순이익	**3.2**	**-2.7**	**-3.3**	**-41.2**	**-2.5**
지배주주지분 순이익	1.4	-2.7	-5.1	-34.7	-1.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**-1.4**	**-22.0**	**10.8**	**-18.9**	**9.0**
당기순이익(손실)	3.2	-2.7	-3.3	-41.2	-2.5
유형자산상각비	3.8	3.6	6.4	5.2	4.6
무형자산상각비	0.6	0.4	0.9	2.9	3.1
운전자본의 증감	-12.4	-25.9	5.8	-11.3	-1.0
투자활동 현금흐름	**-9.0**	**-5.8**	**-31.6**	**3.1**	**-36.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-2.8	-5.0	-6.9	-6.9	-3.6
투자자산의감소(증가)	-13.0	-3.1	-31.5	13.2	-7.1
재무활동 현금흐름	**22.2**	**12.4**	**34.5**	**30.0**	**19.5**
차입금의 증감	18.0	13.8	65.6	-2.3	-38.9
자본의 증가	-0.1	-0.1	10.5	36.3	22.7
현금의 증가(감소)	11.7	-15.5	13.8	15.2	-9.3
기초현금	14.5	26.2	10.7	24.5	39.7
기말현금	26.2	10.7	24.5	39.7	30.4

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	126.5	144.2	167.1	217.8	205.5
현금및현금성자산	26.2	10.7	24.5	39.7	30.4
매출채권	42.5	64.5	80.8	72.2	75.7
재고자산	19.3	20.8	27.1	48.4	34.3
비유동자산	114.6	114.8	188.5	153.5	140.1
유형자산	42.4	43.1	79.8	61.5	42.9
무형자산	13.5	11.9	15.0	17.2	11.6
투자자산	34.0	33.9	66.8	50.9	55.7
자산총계	**241.0**	**259.0**	**355.5**	**371.3**	**345.6**
유동부채	70.6	99.0	153.6	164.5	159.5
매입채무	17.4	25.5	42.1	43.1	35.4
단기차입금	36.0	53.5	73.9	57.0	44.0
유동성장기부채	5.2	0.0	12.8	39.9	48.0
비유동부채	32.0	26.3	65.0	59.1	22.6
사채	0.0	0.0	33.7	27.8	0.0
장기차입금	22.8	24.3	22.9	16.1	9.4
부채총계	**102.6**	**125.3**	**218.6**	**223.6**	**182.1**
자본금	10.5	10.5	11.2	12.0	14.0
자본잉여금	109.4	109.3	119.1	154.5	175.3
기타포괄이익누계액	1.5	1.1	0.6	0.3	-1.0
이익잉여금	20.5	17.7	12.7	-22.1	-23.5
비지배주주지분	1.8	0.3	9.4	35.7	33.0
자본총계	**138.5**	**133.7**	**137.0**	**147.7**	**163.5**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	7,722	8,875	9,424	9,285	13,949
EPS(지배주주)	74	-149	-266	-1,708	-71
CFPS	644	224	439	-196	612
EBITDAPS	546	350	167	-287	350
BPS	7,399	7,220	6,390	5,177	5,128
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	73.8	-43.6	-23.3	-3.9	-94.9
PCR	8.5	28.9	14.1	-33.6	11.1
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5
PBR	0.7	0.9	1.0	1.3	1.3
EBITDA	10.1	6.5	3.2	-5.8	7.7
EV/EBITDA	10.8	24.2	73.1	-44.7	30.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-2.0	-3.9	-29.0	-1.3
EBITDA 이익률	7.1	3.9	1.8	-3.1	2.5
부채비율	74.1	93.8	159.6	151.4	111.4
금융비용부담률	1.7	1.5	2.2	2.1	1.3
이자보상배율(x)	2.4	1.0	-1.0	-3.5	0.0
매출채권회전율(x)	4.0	3.1	2.5	2.5	4.2
재고자산회전율(x)	7.7	8.2	7.5	5.0	7.4

Industry Indepth
2018. 8. 20

오이솔루션 138080

데이터 트래픽 해소를 위한 필수 모듈

- ✓ 글로벌 고객사를 다수 보유한 국내 광트랜시버 선두 기업
- ✓ 2Q18 매출액 187억원(-5.0% YoY), 영업적자 2억원(적자전환 YoY) 기록
- ✓ 3Q18 매출액 가이던스 205억원(+22.6% YoY) 제시, 영업이익은 흑자전환 예상
- ✓ 스마트 트랜시버의 2018년 매출액 가이던스 상향 조정으로 실적 기대감 상승
- ✓ 삼성전자향 비중 30%로 삼성전자 네트워크 사업부 투자에 따른 수혜 가능

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	10,900 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	844억원
발행주식수	774만주
유동주식비율	67.97%
외국인비중	1.71%
52주 최고/최저가	12,900원/8,590원
평균거래대금	3.6억원
주요주주(%)	
박찬 외 5 인	29.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	-11.7	-6.8
상대주가	11.8	-3.1	-22.5

주가그래프

글로벌 고객사를 다수 보유한 광트랜시버 업체

동사는 광트랜시버를 제조 및 판매하는 업체이다. 광트랜시버는 송신기(Transmitter)와 수신기(Receiver)의 합성어로, 광통신 장치에서 전기 신호를 광신호로 바꾸거나, 광신호를 전기 신호로 바꾸는 역할을 한다. 전송속도별로 1.25Gbps 이하부터 10Gbps 이상까지 다양한 광트랜시버 제품군을 보유하고 있다.

하반기 완연한 흑자전환 가능

2Q18 연결 실적은 매출액 187억원(-5.0% YoY), 영업적자 2억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 작년 부진했던 수주와 LTE 프로젝트 진행 중 판가 하락 영향으로 최근 4분기 연속 영업적자를 기록하고 있으나, 적자폭은 크게 줄였다. 스마트 트랜시버의 판매 호조와 단독 수주한 KT의 10기가 인터넷 물량으로 인해 3Q18 매출액 가이던스는 전년 동기 대비 +22.6% 성장한 205억원을 제시했다. 최근 제품 가격도 회복세를 보이고 있어 하반기에는 수익성 측면에서도 완연한 흑자전환이 가능할 전망이다

데이터 트래픽 증가로 광트랜시버 수요 증가

광트랜시버는 기지국뿐만 아니라 스몰셀 제품 안에 탑재되는 핵심 부품이다. 광트랜시버의 수요는 데이터 트래픽의 증가와 비례하여 상승하며, 5G시대에는 20Gbps 이상의 데이터 전송속도가 필요할 것으로 예상된다. 한편, 자체 개발한 스마트 트랜시버 매출액이 매년 꾸준히 증가하고 있다. 2018년 스마트 트랜시버의 매출액 가이던스는 66억원 → 87억원 → 100억원으로 상향 조정되면서 실적 기대감을 높이고 있다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	60.5	8.5	7.6	1,346	41.2	3,100	0.0	0.0	1.4	54.6	225.9
2014	72.0	10.7	11.7	1,813	34.7	7,412	8.3	2.0	7.3	35.4	43.5
2015	59.4	0.5	1.9	285	-84.3	7,497	31.9	1.2	14.7	3.8	50.9
2016	79.7	4.7	6.1	928	226.0	8,371	12.7	1.4	10.4	11.7	62.6
2017	76.6	-1.9	-1.8	-251	-127.1	8,650	-46.2	1.3	32.8	-2.9	43.5

1. 기업개요

회사 소개

오이솔루션은 광트랜시버를 제조 및 판매하는 업체이다. 전송속도별로 1.25Gbps 이하부터 10Gbps 이상까지 다양한 광트랜시버 제품군을 보유하고 있으며, 자체 개발한 스마트 트랜시버를 통해 매출 다변화를 가져가고 있다.

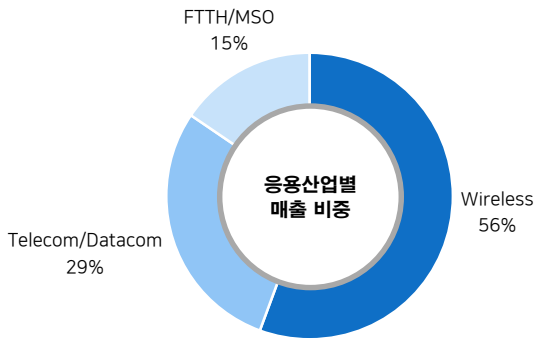
매출 비중

1H18 기준 응용산업별 매출 비중은 Wireless(기지국/중계기) 56%, Telecom/Datacom(장거리망/사무실 및 빌딩) 29%, FTTH/MSO(가정 내) 15%로 구분된다. 지역별로는 해외가 70%, 내수가 30% 비중을 차지하고 있다. 현재 삼성전자, 화웨이, 시스코, 에릭슨 등 글로벌 상위 10개 사 중 8개 사를 고객으로 확보한 상태다.

주주현황

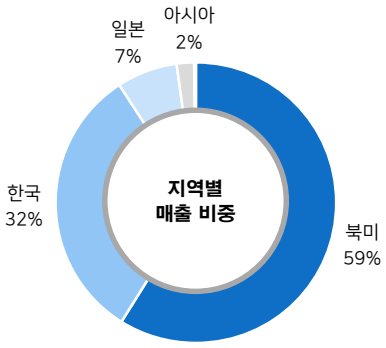
주요 주주로는 박찬 외 특수관계인이 34.7% 지분을 보유하고 있으며, 이외에는 소액 주주로 구성되어 있다.

그림102 오이솔루션 응용산업별 매출 비중



자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림103 오이솔루션 지역별 매출 비중

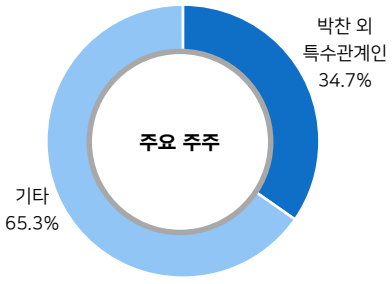


자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림104 광트랜시버 설명

자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림105 주요 주주현황



자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

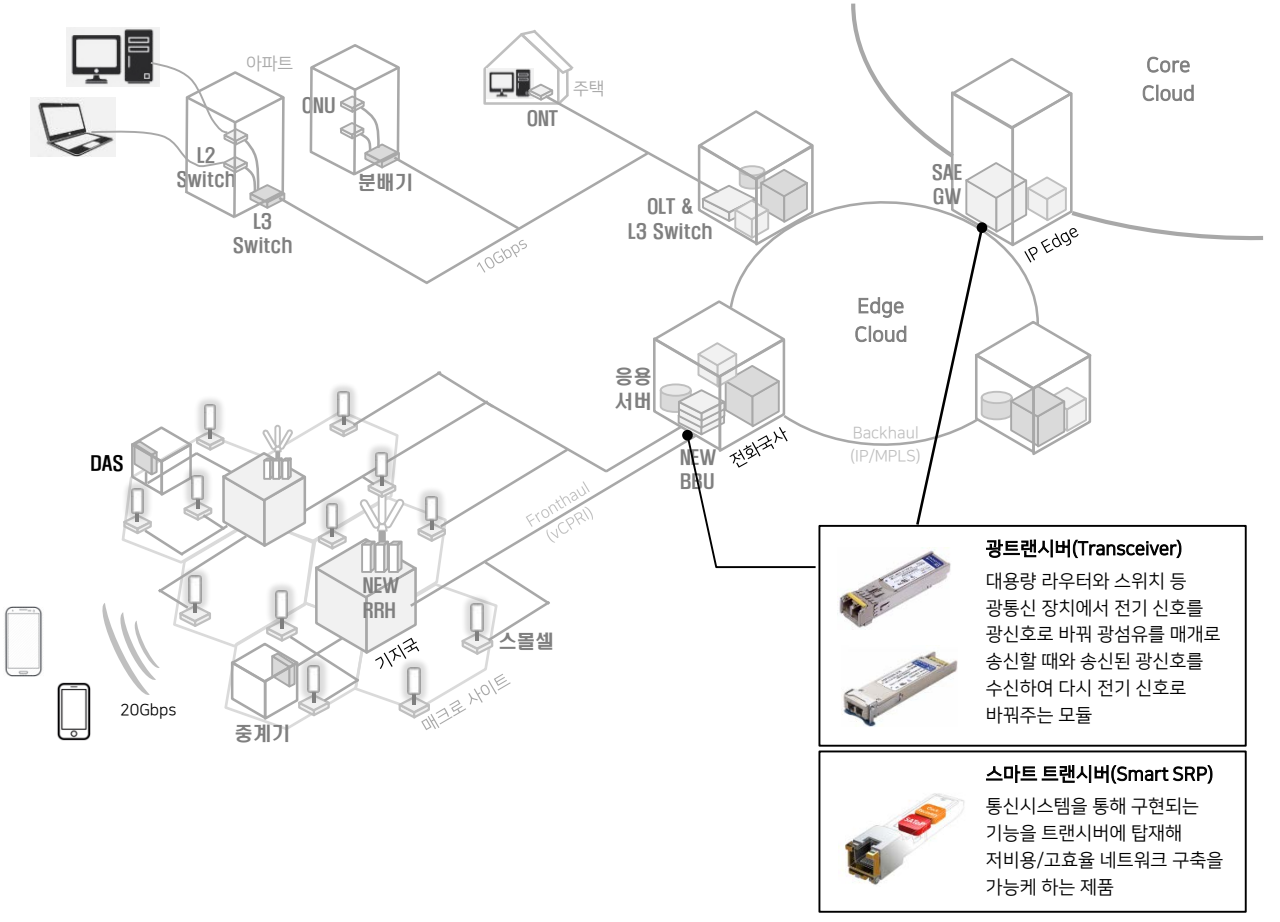
데이터 트래픽 증가에 따른 광트랜시버 교체 수요 발생

주력 제품인 광트랜시버는 송신기(Transmitter)와 수신기(Receiver)의 합성어로, 광통신 장치에서 전기 신호를 광신호로 바꾸거나, 광신호를 전기 신호로 바꾸는 역할을 한다. 광트랜시버는 기지국뿐만 아니라 스몰셀 제품 안에 탑재되는 핵심 부품이다. 광트랜시버의 수요는 데이터 트래픽의 증가와 비례하여 상승한다. 5G 시대에는 20Gbps 이상의 데이터 전송 속도가 필요할 전망이며, 국내에서는 동사가 25Gbps급 광트랜시버 양산 기술을 보유하고 있다.

매년 꾸준히 성장 중인 스마트 트랜시버

자체 개발한 스마트 트랜시버는 기존 설치된 통신장비에 새로운 장비를 추가할 경우 호환성을 높여주는 제품으로, 매년 매출액이 꾸준히 증가하고 있다. 2018년 스마트 트랜시버의 매출액 가이던스는 66억원 → 87억원 → 100억원으로 상향 조정되면서 실적 기대감을 높이고 있다.

그림106 **오이솔루션 주력 제품: 광트랜시버 & 스마트 트랜시버**



자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

2018년 연간 흑자전환 가능

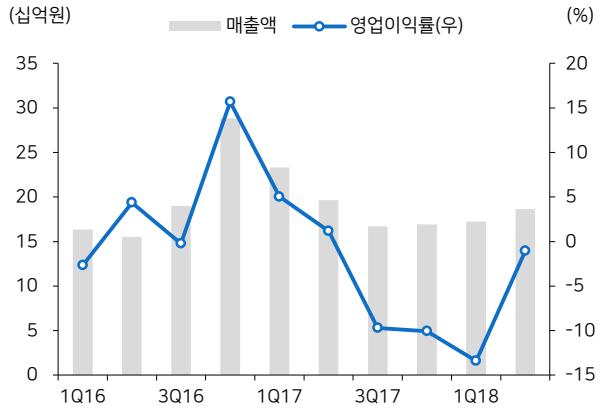
2Q18 연결 실적은 매출액 187억원(-5.0% YoY), 영업적자 2억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 작년 부진했던 수주와 LTE 프로젝트 진행 중 판가 하락 영향으로 최근 4분기 연속 영업적자를 기록하고 있으나, 적자폭은 크게 줄였다. 스마트 트랜시버의 판매 호조와 단독 수주한 KT의 10기가 인터넷 물량으로 인해 3Q18 매출액 가이던스는 전년 동기 대비 +22.6% 성장한 205억원을 제시했다. 최근 제품 가격도 회복세를 보이고 있어 하반기에는 수익성 측면에서도 완연한 흑자전환이 가능할 전망이다. 한편, 동사는 전체 매출액의 약 30%가 삼성전자 네트워크향으로 발생한다. 삼성전자가 본격적으로 미래 성장사업으로 선정한 5G에 투자할 경우 그에 따른 수혜도 기대할 수 있다.

표20 오이솔루션 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	16.4	15.5	19.0	28.8	23.3	19.6	16.7	16.9	17.3	18.7	79.7	76.6	35.9
광통신용 모듈	16.0	14.3	17.9	26.4	21.4	18.6	16.7	16.9	17.3	18.8	74.5	73.5	36.0
광통신용 소자	0.4	1.2	1.0	2.4	1.8	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	3.0	0.0
상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-0.4	0.7	0.0	4.5	1.2	0.2	-1.6	-1.7	-2.3	-0.2	4.7	-1.9	-2.5
세전이익	0.2	1.1	-0.6	5.5	0.1	0.5	-1.6	-2.8	-2.0	0.5	6.1	-3.8	-1.5
당기순이익	0.2	1.4	-0.6	5.2	0.1	1.1	-1.6	-1.4	-2.0	1.6	6.1	-1.8	-0.4
영업이익률(%)	-2.7	4.4	-0.2	15.7	5.0	1.2	-9.7	-10.1	-13.4	-1.0	5.9	-2.5	-7.0
당기순이익률(%)	1.0	8.9	-3.4	18.1	0.4	5.7	-9.4	-8.4	-11.6	8.8	7.7	-2.3	-1.0

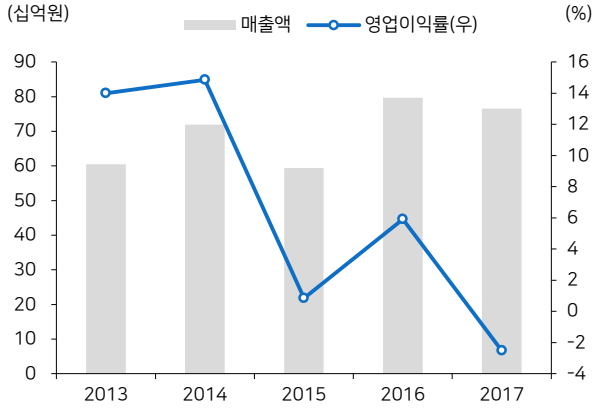
자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림107 오이솔루션 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림108 오이솔루션 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 오이솔루션, 메리츠종금증권 리서치센터

오이솔루션 (138080)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**60.5**	**72.0**	**59.4**	**79.7**	**76.6**
매출액증가율 (%)	-9.2	19.0	-17.4	34.2	-3.9
매출원가	37.7	43.2	39.7	53.1	54.0
매출총이익	22.8	28.8	19.7	26.6	22.6
판매관리비	14.3	18.1	19.2	21.9	24.5
영업이익	**8.5**	**10.7**	**0.5**	**4.7**	**-1.9**
영업이익률	14.0	14.9	0.9	5.9	-2.5
금융손익	-1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-1.0
종속/관계기업손익	-0.1	0.3	-0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	0.5	1.1	1.0	1.4	-1.0
세전계속사업이익	7.6	11.9	1.3	6.1	-3.8
법인세비용	0.0	0.2	-0.6	-0.1	-2.0
당기순이익	**7.6**	**11.7**	**1.9**	**6.1**	**-1.8**
지배주주지분 순이익	7.6	11.7	1.9	6.1	-1.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**6.5**	**11.5**	**4.0**	**-4.7**	**4.1**
당기순이익(손실)	7.6	11.7	1.9	6.1	-1.8
유형자산상각비	1.9	2.6	3.4	3.7	4.5
무형자산상각비	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-5.9	-4.9	-2.1	-16.5	-0.3
투자활동 현금흐름	**-11.9**	**-14.4**	**-3.5**	**-7.9**	**-4.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-9.3	-14.3	-3.2	-7.0	-4.2
투자자산의감소(증가)	-2.9	0.3	0.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**4.1**	**2.0**	**1.5**	**6.5**	**13.7**
차입금의 증감	5.1	-17.8	2.5	6.9	0.1
자본의 증가	0.0	7.4	0.0	0.0	14.4
현금의 증가(감소)	-1.6	-0.9	2.1	-5.9	12.7
기초현금	15.6	14.0	13.0	15.1	9.3
기말현금	14.0	13.0	15.1	9.3	21.9

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	36.9	38.4	41.5	52.9	57.3
현금및현금성자산	14.0	13.0	15.1	9.3	21.9
매출채권	11.4	8.8	11.9	23.0	14.6
재고자산	9.6	13.3	12.7	17.7	18.8
비유동자산	19.8	31.9	33.2	37.0	38.8
유형자산	15.0	26.8	26.7	30.0	29.6
무형자산	0.2	0.2	0.7	0.8	0.8
투자자산	3.6	3.5	3.3	3.3	3.4
자산총계	**56.7**	**70.3**	**74.7**	**89.9**	**96.1**
유동부채	26.8	16.1	18.6	28.4	24.8
매입채무	2.8	1.6	2.5	4.1	1.0
단기차입금	14.4	10.5	13.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.5	5.3	6.6	6.2	4.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**39.3**	**21.3**	**25.2**	**34.6**	**29.1**
자본금	2.2	2.6	2.6	2.6	3.9
자본잉여금	7.1	14.1	14.1	14.1	27.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0	-0.4
이익잉여금	19.2	30.1	30.6	36.3	33.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**17.4**	**49.0**	**49.5**	**55.3**	**67.0**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	10,769	11,124	8,995	12,069	10,780
EPS(지배주주)	1,346	1,813	285	928	-251
CFPS	2,280	2,606	1,013	1,882	690
EBITDAPS	1,885	2,057	595	1,282	376
BPS	3,100	7,412	7,497	8,371	8,650
DPS	118	157	78	98	100
배당수익률(%)		1.0	0.9	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	8.3	31.9	12.7	-46.2
PCR	0.0	5.8	9.0	6.3	16.8
PSR	0.0	1.4	1.0	1.0	1.1
PBR	0.0	2.0	1.2	1.4	1.3
EBITDA	10.6	13.3	3.9	8.5	2.7
EV/EBITDA	1.4	7.3	14.7	10.4	32.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	54.6	35.4	3.8	11.7	-2.9
EBITDA 이익률	17.5	18.5	6.6	10.6	3.5
부채비율	225.9	43.5	50.9	62.6	43.5
금융비용부담률	2.3	0.4	0.6	0.4	0.6
이자보상배율(x)	6.2	39.7	1.5	13.2	-4.0
매출채권회전율(x)	6.6	7.1	5.8	4.6	4.1
재고자산회전율(x)	7.0	6.3	4.6	5.2	4.2

Industry Indepth
2018. 8. 20

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

코위버 056360

국내 1위 광전송장비 업체

- ✓ MSPP, WDM, PTN 등 광전송장비 분야 국내 1위 업체
- ✓ 2Q18 매출액 85억원(-52.2% YoY), 영업적자 41억원(적자전환 YoY) 기록
- ✓ 상반기 부진에도 불구하고 2018년 매출액 600억원 무난히 달성 전망
- ✓ 5G 시대 보안이 화두인 만큼 양자암호 기술이 도입된 장비에 시장 관심
- ✓ SK텔레콤과 공동 개발한 양자암호 광전송장비 라인업 상용화 임박

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	6,850 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	671억원
발행주식수	980만주
유동주식비율	66.52%
외국인비중	3.68%
52주 최고/최저가	9,550원/5,690원
평균거래대금	9.7억원
주요주주(%)	
황인환 외 4 인	28.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	-14.8	12.3
상대주가	-1.2	-6.4	-6.6

주가그래프

국내 1 위 광전송장비 업체

동사는 PTN, WDM, MSPP, SDH 등 광전송장비를 생산하는 기업이다. 광전송장비는 여전히 외산제품이 주류를 이루고 있으나, 국산화 노력이 지속되고 있다. 현재 광전송장비 국내 1위 업체로, 동사가 33%의 지분을 보유한 세티밸류업 사모투자펀드는 경쟁사인 우리넷의 최대주주다.

하반기에 집중된 투자로 실적 턴어라운드 전망

2Q18 실적은 매출액 85억원(-52.2% YoY), 영업적자 41억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 사업 특성상 3, 4분기에 전방 투자가 집중되는 경향이 있고, 인력 충원에 따른 고정비 증가로 수익성에 부정적인 영향을 미쳤다. 상반기 부진한 매출 성장에도 불구하고 올해 매출액 가이던스는 약 600억원을 제시했다. 최근 잇따른 수주 공시를 감안할 때 충분히 달성 가능한 목표라는 판단이며, 매출액 성장에 따른 이익 레버리지 효과도 기대된다.

양자암호 기술 기반 광전송장비 준비 완료

주력 제품은 MSPP, PTN, WDM 등 다양한 광전송장비로 최근에는 이보다 한 단계 더 진화한 POTN(Packet Optical Transport Network; 패킷 광전송망 장치) 시장에 진출했다. 5G 시대에는 보안이 화두인 만큼 양자암호 기술이 도입된 장비에 대한 관심이 높아지고 있다. 동사는 SK텔레콤과 3년 전부터 양자정보통신 관련 공동 기술 개발을 해왔고, 올해 내 제품 상용화를 앞두고 있다. 양자암호 기술이 도입된 ROADM, PTN, POTN 장비는 기존 장비 대비 높은 단가로 수익성에도 긍정적일 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	61.4	4.8	6.3	643	117.9	6,708	5.4	0.5	5.0	10.0	22.7
2014	58.7	7.2	7.5	767	19.3	7,353	6.4	0.7	4.6	10.9	18.1
2015	60.0	6.2	9.3	948	23.7	8,437	5.2	0.6	3.6	12.0	23.4
2016	58.7	5.2	6.6	676	-28.7	9,025	8.6	0.6	5.0	7.7	29.7
2017	54.3	6.0	6.5	665	-1.6	9,630	12.3	0.8	8.7	7.1	25.5

1. 기업개요

회사 소개

2000년 설립된 코위버는 PTN, WDM, MSPP, SDH 등 광전송장비를 생산하는 기업이다. 광전송장비는 여전히 외산제품이 주류를 이루고 있으나, 국산화 노력이 지속되고 있다. 현재 광전송장비 국내 1위 업체로, 동사가 33%의 지분을 보유한 세티밸류업 사모투자펀드는 경쟁사인 우리넷의 최대주주다.

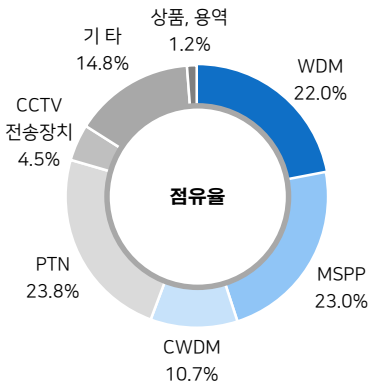
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 WDM 22.0%, MSPP 23.0%, CWDM 10.7%, PTN 23.8% 등으로 구성된다. 주요 고객사는 국내 통신 3사와 한국전력공사, 한국도로공사 등 주요 공공기관이다. 내수 비중 94.3%로 매출의 대부분이 국내에서 발생하며, 최근에는 중국, 중동, 동남아 시장을 대상으로 수출 증대를 꾀하고 있다.

주주현황

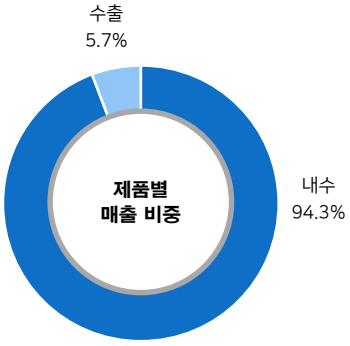
주요 주주로는 대표이사 외 특수관계인이 28.9% 지분을 소유하고 있으며, 자사주 4.6% 외 대부분은 소액 주주로 구성되어 있다.

그림109 코위버 제품별 매출 비중



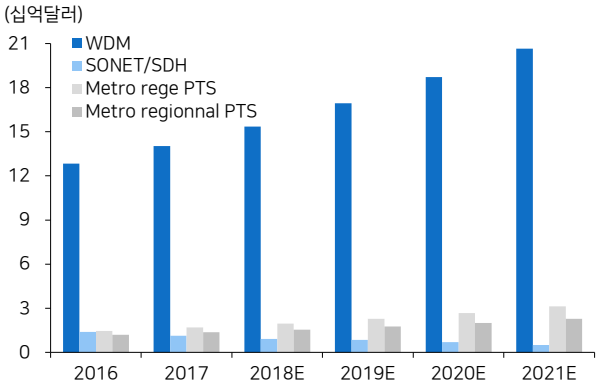
자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

그림110 코위버 지역별 매출 비중



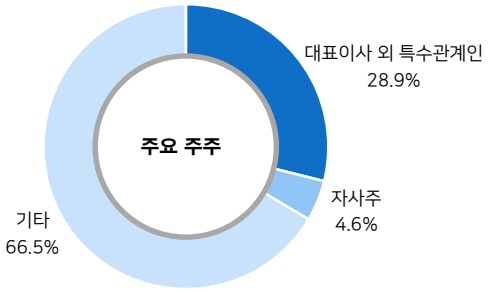
자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

그림111 글로벌 광네트워크 시장 전망



자료: Gartner, 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

그림112 주요 주주현황



자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

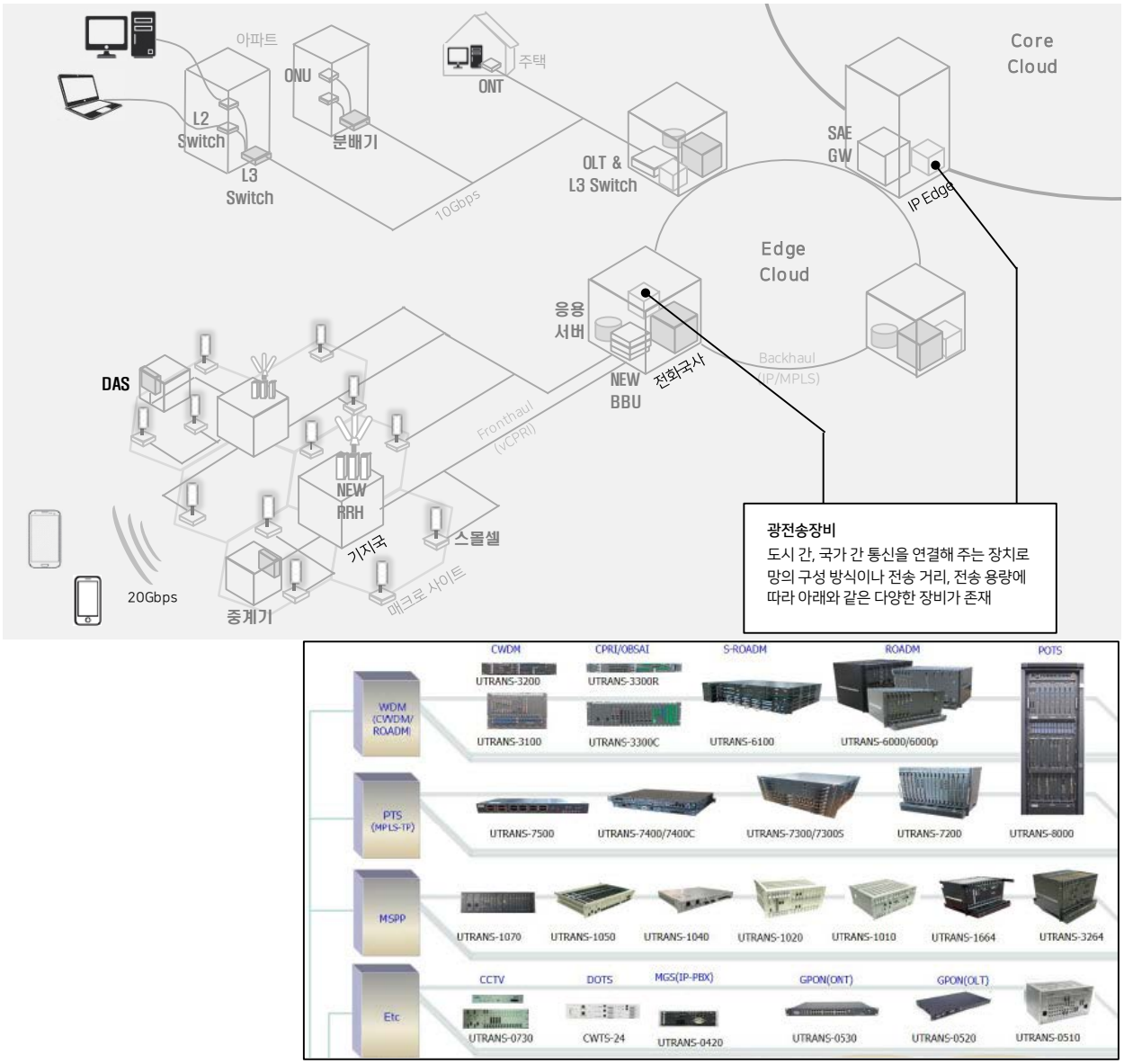
2. 주력 제품

MSPP, PTN, WDM 등 광전송장비가 주력 제품

주력 제품은 MSPP, PTN, WDM 등 다양한 광전송장비다. MSPP(Multi-Service Provisioning Platform; 다중서비스 지원 플랫폼)는 음성과 데이터 통합 장비이며, 이 보다 진화한 PTN(Packet Transport Network; 패킷 전달망)은 다양한 유무선 서비스를 단일 통신망에서 제공하는 장비다.

최근에는 데이터를 더욱 효율적으로 처리할 수 있는 POTN(Packet Optical Transport Network; 패킷 광전송망 장치) 시장에 진출했으며, SK텔레콤과 협업해 WDM 장비 일종인 ROADM 장비에 양자암호 통신 기능을 통합한 장비 개발을 완료했다.

그림113 코위버 주력 제품: MSPP, PTN, ROADM 등 광전송장비



자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

올해 600 억원 매출액 전망

2Q18 실적은 매출액 85억원(-52.2% YoY), 영업적자 41억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 사업 특성상 3, 4분기에 전방 투자가 집중되는 경향이 있고, 인력 충원에 따른 고정비 증가로 수익성에 부정적인 영향을 미쳤다. 상반기 부진한 매출 성장에도 불구하고 올해 매출액 가이던스는 약 600억원을 제시했다. 최근 잇따른 수주 공시를 감안할 때 충분히 달성 가능한 목표라는 판단이며, 매출액 성장에 따른 이익 레버리지 효과도 기대된다.

양자암호 기술이 도입된 장비 올해 상용화 전망

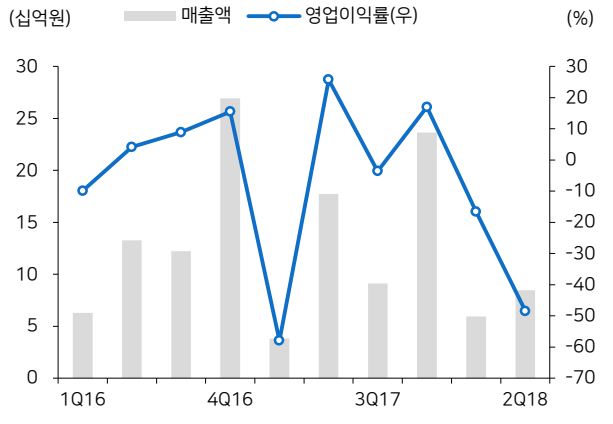
5G 시대에는 보안이 화두인 만큼 양자암호 기술이 도입된 장비에 대한 관심이 높아지고 있다. 동사는 SK텔레콤과 3년 전부터 양자정보통신 관련 공동 기술 개발을 해왔고, 올해 내 제품 상용화를 앞두고 있다. 양자암호 기술이 도입된 ROADM, PTN, POTN 장비는 기존 장비 대비 높은 단가로 수익성에도 긍정적일 전망이다.

표21 코위버 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	6.3	13.3	12.2	26.9	3.8	17.7	9.1	23.7	6.0	8.5	58.7	54.3	14.4
영업이익	-0.6	0.6	1.1	4.2	-2.2	4.6	-0.3	4.0	-1.0	-4.1	5.2	6.0	-5.1
세전이익	-1.5	1.1	0.9	6.6	-3.3	4.2	0.4	5.5	-0.7	1.3	7.2	6.8	0.6
당기순이익	-0.8	1.1	1.0	5.4	-2.3	3.6	0.6	4.6	-0.2	1.4	6.6	6.5	1.1
영업이익률(%)	-9.9	4.2	8.9	15.5	-57.9	25.8	-3.6	17.0	-16.6	-48.5	8.8	11.1	-35.3
당기순이익률(%)	-13.1	8.0	8.3	20.0	-61.0	20.3	7.1	19.5	-4.2	16.2	11.3	12.0	7.8

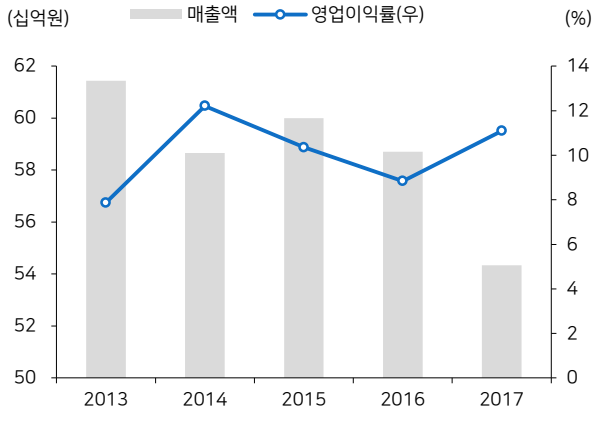
자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

그림114 코위버 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

그림115 코위버 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 코위버, 메리츠종금증권 리서치센터

코위버 (056360)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**61.4**	**58.7**	**60.0**	**58.7**	**54.3**
매출액증가율 (%)	35.8	-4.5	2.3	-2.2	-7.4
매출원가	45.2	39.1	41.4	39.5	34.8
매출총이익	16.3	19.6	18.6	19.3	19.6
판매관리비	11.4	12.4	12.4	14.1	13.5
영업이익	**4.8**	**7.2**	**6.2**	**5.2**	**6.0**
영업이익률	7.9	12.2	10.4	8.8	11.1
금융손익	0.7	0.2	0.3	0.2	0.3
종속/관계기업손익	1.2	1.4	3.3	0.4	-0.4
기타영업외손익	-0.3	1.1	0.9	1.4	0.9
세전계속사업이익	6.5	9.9	10.7	7.2	6.8
법인세비용	0.2	2.3	1.4	0.6	0.3
당기순이익	**6.3**	**7.5**	**9.3**	**6.6**	**6.5**
지배주주지분 순이익	6.3	7.5	9.3	6.6	6.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**1.7**	**8.6**	**11.9**	**4.8**	**7.8**
당기순이익(손실)	6.3	7.5	9.3	6.6	6.5
유형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
무형자산상각비	0.8	1.1	1.1	0.9	0.9
운전자본의 증감	-5.5	-0.4	3.8	-2.3	-0.8
투자활동 현금흐름	**-2.5**	**-4.6**	**-1.7**	**-1.2**	**-12.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-0.6	-0.5	-0.3	-14.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	-2.0	-1.3	0.6	-1.2
재무활동 현금흐름	**0.1**	**-0.9**	**1.7**	**3.3**	**2.3**
차입금의 증감	0.6	0.0	0.0	4.0	3.0
자본의 증가	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.7	3.1	11.9	6.9	-2.3
기초현금	5.9	5.2	8.3	20.2	27.1
기말현금	5.2	8.3	20.2	27.1	24.7

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	37.2	39.3	52.5	66.5	56.8
현금및현금성자산	5.2	8.2	20.1	27.0	24.6
매출채권	18.5	15.6	20.5	18.5	17.0
재고자산	11.9	12.0	8.5	15.9	12.5
비유동자산	43.4	45.8	49.5	48.1	61.6
유형자산	14.8	14.8	14.8	14.6	28.2
무형자산	5.4	4.3	3.6	2.7	1.9
투자자산	15.7	19.1	23.7	23.5	24.3
자산총계	**80.6**	**85.1**	**102.0**	**114.6**	**118.4**
유동부채	14.4	11.0	16.6	20.3	18.5
매입채무	10.1	5.4	10.2	12.8	8.0
단기차입금	3.0	3.0	3.0	4.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.5	2.0	2.7	5.9	5.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	3.0	3.0
부채총계	**14.9**	**13.0**	**19.3**	**26.2**	**24.0**
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	12.1	12.1	13.2	13.2	13.2
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
이익잉여금	51.5	57.8	65.9	71.5	77.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**65.7**	**72.0**	**82.7**	**88.4**	**94.3**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	6,272	5,987	6,125	5,992	5,546
EPS(지배주주)	643	767	948	676	665
CFPS	729	907	946	843	900
EBITDAPS	623	875	779	661	744
BPS	6,708	7,353	8,437	9,025	9,630
DPS	100	130	100	70	100
배당수익률(%)	2.9	2.7	2.0	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	6.4	5.2	8.6	12.3
PCR	4.7	5.4	5.2	6.9	9.1
PSR	0.6	0.8	0.8	1.0	1.5
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.8
EBITDA	6.1	8.6	7.6	6.5	7.3
EV/EBITDA	5.0	4.6	3.6	5.0	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.0	10.9	12.0	7.7	7.1
EBITDA 이익률	9.9	14.6	12.7	11.0	13.4
부채비율	22.7	18.1	23.4	29.7	25.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
이자보상배율(x)	58.8	95.7	106.2	89.7	29.4
매출채권회전율(x)	4.7	3.4	3.3	3.0	3.1
재고자산회전율(x)	5.6	4.9	5.9	4.8	3.8

Industry Indepth
2018. 8. 20

우리넷 115440

IoT 로 사업 다각화

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

- ✓ MSPP 등 광전송장비와 음성서비스 기반 AGW 장비 개발 및 제조 업체
- ✓ 작년 10월 팬택 IoT 부문 인수로 사업 다각화 진행 중
- ✓ 2Q18 매출액 69억원(+19.3% YoY), 영업적자 8억원(적자축소 YoY) 기록
- ✓ IoT 사업 진출에 따른 초기 공통비 부담으로 수익성 부진
- ✓ 전방 통신사들의 하반기 집중 투자로 3, 4분기 점진적인 실적 개선 전망

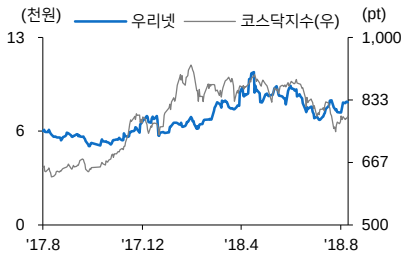
Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	8,420 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	536억원
발행주식수	637만주
유동주식비율	54.69%
외국인비중	3.80%
52주 최고/최저가	10,450원/5,380원
평균거래대금	5.1억원
주요주주(%)	
세티밸류업홀딩스유한회사	45.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	17.3	40.6
상대주가	9.4	28.8	16.9

주가그래프



안정적인 광전송장비 사업 + IoT 사업 다각화

동사는 MSPP 등 광전송장비와 음성서비스 기반의 AGW장비를 생산하는 업체이다. 기존 MSPP등 광전송장비 사업에서 2008년 삼성전자로부터 AGW 장비의 영업권을 양도받아 유무선 통합 접속장비 시장으로 사업 영역을 확장했다. 작년 10월에는 팬택 IoT 부문 인수로 사업 다각화를 진행 중이다.

주력 제품은 MSPP/PTN/AGW

MSPP/PTN/POTN 장비는 우리가 사용하는 음성전화 및 다양한 데이터 트래픽을 운반하는 장비다. 전송 용량에 따라 대용량, 중용량, 소용량으로 나뉘며, 대용량 PTN/POTN 장비는 광역 전화국, 중용량 PTN 장비는 일반 전화국, 소용량 PTN 장비는 아파트나 빌딩 내 통신실에 위치하게 된다. AGW 장비 역시 용량에 따라 제품이 구분되며 수용할 수 있는 가입자를 기준으로 1,024명까지는 대용량 AGW, 512명 이하는 소용량으로 구분된다.

연말 실적 개선 기대. 단, 수익성은 다소 둔화

2Q18 실적은 매출액 69억원(+19.3% YoY), 영업적자 8억원(적자축소 YoY)을 기록했다. 전방 통신사업자들은 1분기 사업계획을 수립하고 2분기부터 사업을 시작해, 하반기에 집중적인 투자가 이루어지는 경향이 있다. 기존 광전송장비 사업은 전년 동기 대비 크게 달라진 내용은 없으나, IoT 사업 진출에 따른 초기 공통비 부담으로 수익성이 부진했다. IoT 사업 편입에 따른 수익성 부진은 3Q18까지 이어지며, 4Q18부터 소폭 개선될 전망이다. 당장 눈에 띄는 실적 개선은 어려우나 연말 통신사업자들의 5G 초기 투자가 집행될 경우 수혜가 가능하다는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	44.7	4.2	4.0	628	-15.9	5,970	5.2	0.6	4.2	10.5	49.4
2014	45.3	4.9	4.4	691	10.0	6,512	5.6	0.6	4.4	10.6	31.3
2015	49.6	6.3	5.6	884	28.0	7,245	5.0	0.6	4.1	12.2	40.8
2016	43.4	2.2	2.7	427	-51.7	7,522	14.5	0.8	15.2	5.7	36.3
2017	51.7	3.2	3.4	539	26.1	7,941	11.7	0.8	11.0	6.8	42.6

1. 기업개요

회사 소개

2000년 설립된 우리넷은 MSPP 등 광전송장비와 음성서비스를 기반으로 한 AGW 장비를 생산하는 업체이다. 기존 MSPP 등 광전송장비 사업에서 2008년 삼성전자로부터 AGW 장비의 영업권을 양도받아 유무선 통합의 접속장비 시장으로 사업 영역을 확장했다. 작년 10월에는 팬택 IoT 부문 인수로 사업 다각화를 진행 중이다.

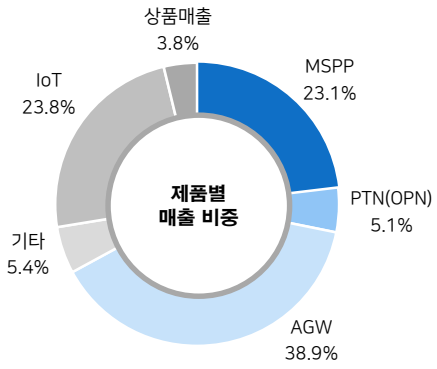
매출 비중

1Q18 기준 주요 제품별 매출 비중은 MSPP 23.1%, PTN(OPN) 5.1%, AGW 38.9%이며 IoT와 상품매출이 각각 23.8%와 3.8%를 차지하고 있다. 주요 매출처별로는 KT와 SK텔레시스가 전체 매출의 12.1%, 6.9%를 차지하고 있다.

주주현황

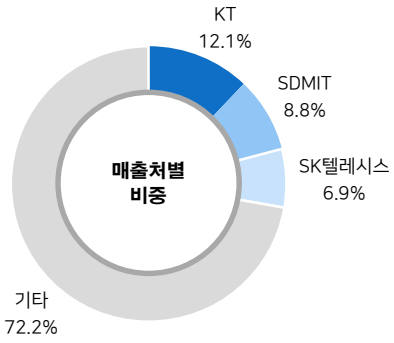
최대주주는 세티밸류업 유한홀딩스로 약 45.3% 지분을 보유하고 있으며, 나머지는 기타 소액주주이다.

그림116 우리넷 제품별 매출 비중



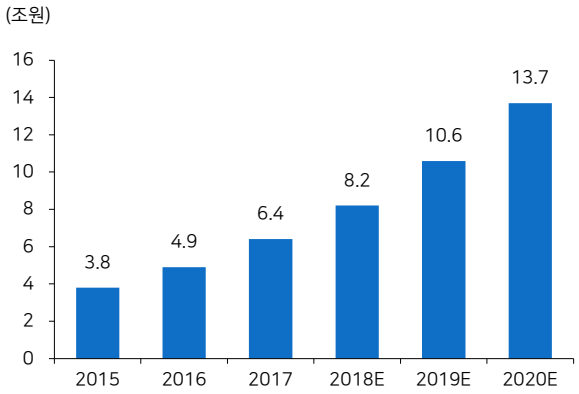
자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

그림117 우리넷 주요 매출처별 비중



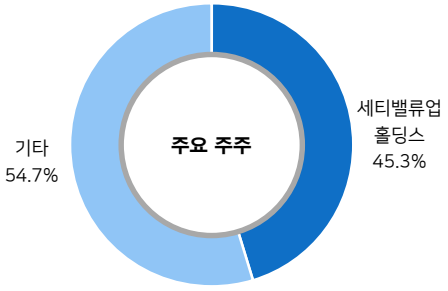
자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

그림118 국내 IoT 모듈 및 디바이스 시장 전망



자료: KT경제경영연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

그림119 주요 주주현황



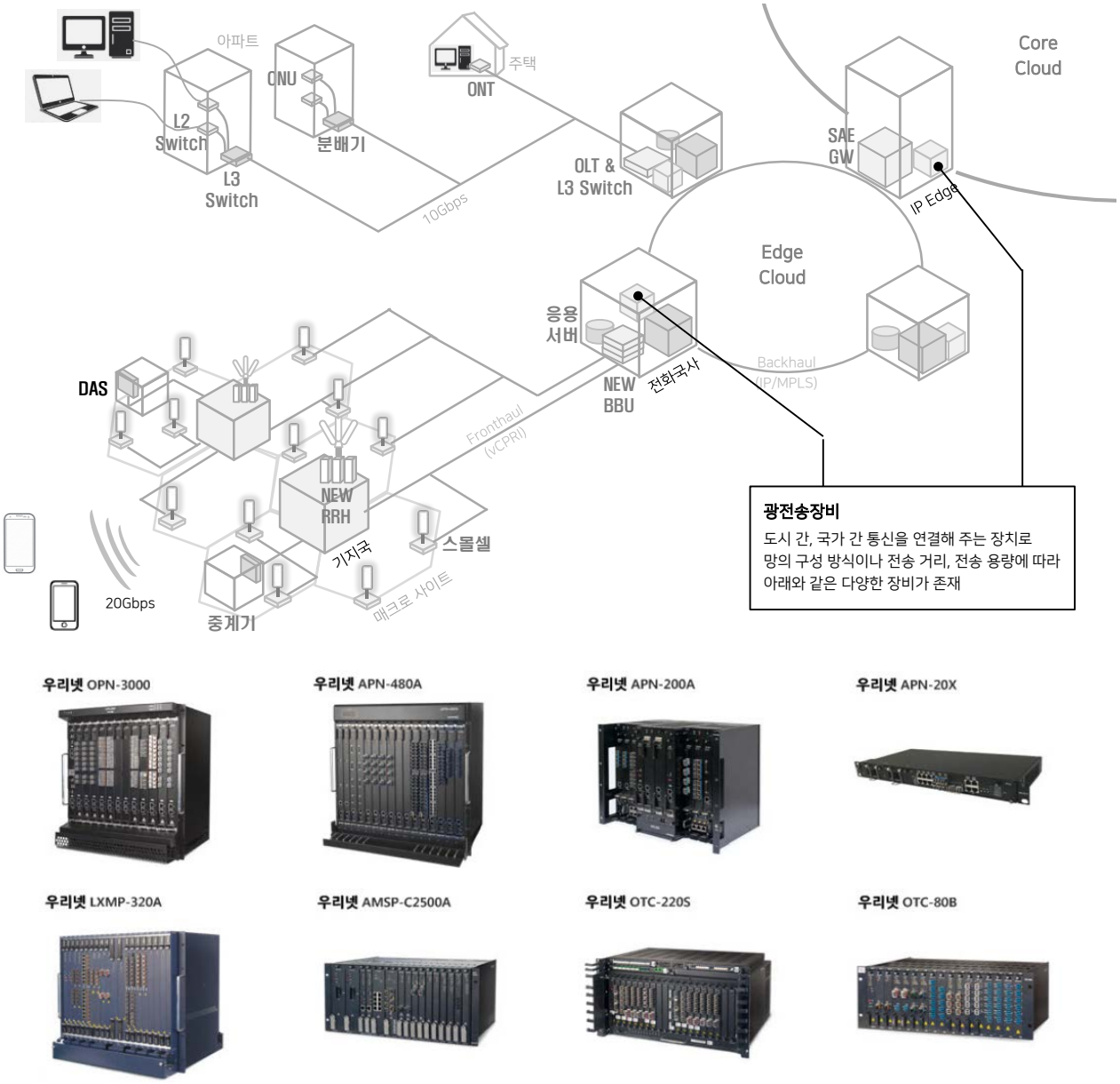
자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은
MSPP/PTN/POTN & AGW

MSPP/PTN/POTN 장비는 우리가 사용하는 음성전화 및 다양한 데이터 트래픽을 운반하는 장비다. 전송 용량에 따라 대용량, 중용량, 소용량으로 나뉘며, 대용량 PTN/POTN 장비는 광역 전화국, 중용량 PTN 장비는 일반 전화국, 소용량 PTN 장비는 아파트나 빌딩 내 통신실에 위치하게 된다. AGW 장비 역시 용량에 따라 제품이 구분되며 수용할 수 있는 가입자를 기준으로 1,024명까지는 대용량 AGW, 512명 이하는 소용량으로 구분된다.

그림120 우리넷 주력 제품: MSPP/PTN/POTN/AGW



자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

IoT 사업부 편입으로 수익성 부진 연말 실적 정상화 가능

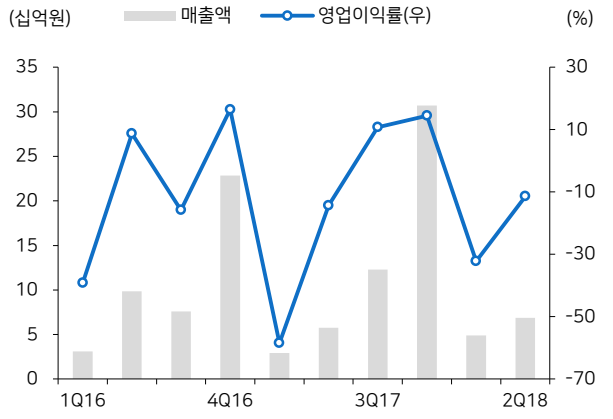
2Q18 실적은 매출액 69억원(+19.3% YoY), 영업적자 8억원(적자축소 YoY)을 기록했다. 전방 통신사업자들은 1분기 사업계획을 수립하고 2분기부터 사업을 시작해, 하반기에 집중적인 투자가 이루어지는 경향이 있다. 기존 광전송장비 사업은 전년 동기 대비 크게 달라진 내용은 없으나, IoT 사업 진출에 따른 초기 공통비 부담으로 수익성이 부진했다. IoT 사업 편입에 따른 수익성 부진은 3Q18까지 이어지며, 4Q18부터 소폭 개선될 전망이다. IoT 통신 모듈 사업은 버스나 택시 결제 단말기 관련 협상이 진행 중이며, 내년까지 사업을 정상화시켜 BEP에 달성한다는 전략이다. 당장 눈에 띄는 실적 개선은 어려우나 연말 통신사업자들의 5G 초기 투자가 집행될 경우 수혜가 가능하다는 판단이다.

표22 우리넷 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	3.1	9.8	7.6	22.9	2.9	5.8	12.3	30.7	4.9	6.9	43.4	51.7	11.8
광전송 장비 제조	2.0	5.6	4.0	18.2	1.6	4.8	9.3	19.1	4.1	4.6	29.8	34.9	8.7
용역매출액	1.0	4.1	1.7	3.6	1.0	0.8	1.7	5.7	0.5	2.1	10.4	9.2	2.6
광전송 장비 상품	0.1	0.2	1.9	3.6	0.3	0.1	1.3	5.8	0.3	0.1	5.7	7.6	0.4
조정	0.0	0.0	0.0	-2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.5	0.0	0.0
영업이익	-1.2	0.9	-1.2	3.8	-1.7	-0.8	1.3	4.4	-1.6	-0.8	2.2	3.2	-2.4
세전이익	-1.1	0.9	-1.0	3.6	-1.5	-0.8	1.4	4.5	-1.5	-1.2	2.4	3.6	-2.7
당기순이익	-0.7	1.0	-0.6	3.0	-1.0	-0.5	1.3	3.7	-1.0	-0.6	2.7	3.4	-1.6
영업이익률(%)	-39.1	8.7	-15.8	16.5	-58.5	-14.3	10.8	14.5	-32.2	-11.4	5.1	6.2	-20.1
당기순이익률(%)	-33.8	9.3	-13.7	15.7	-52.2	-13.4	11.4	14.5	-30.5	-17.1	5.6	6.9	-22.7

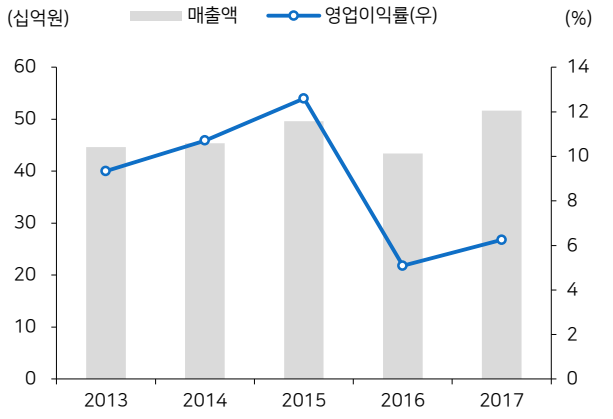
자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

그림121 우리넷 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

그림122 우리넷 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 우리넷, 메리츠종금증권 리서치센터

우리넷 (115440)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**44.7**	**45.3**	**49.6**	**43.4**	**51.7**
매출액증가율 (%)	-5.2	1.5	9.4	-12.5	19.1
매출원가	29.9	30.5	33.3	30.5	36.5
매출총이익	14.8	14.8	16.3	12.9	15.2
판매관리비	10.6	10.0	10.1	10.7	12.0
영업이익	**4.2**	**4.9**	**6.3**	**2.2**	**3.2**
영업이익률	9.3	10.7	12.6	5.1	6.3
금융손익	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.4	-0.3	-0.0	-0.1
세전계속사업이익	3.9	4.8	6.3	2.4	3.6
법인세비용	-0.1	0.4	0.7	-0.3	0.1
당기순이익	**4.0**	**4.4**	**5.6**	**2.7**	**3.4**
지배주주지분 순이익	4.0	4.4	5.6	2.7	3.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**6.4**	**2.5**	**12.8**	**-6.4**	**7.0**
당기순이익(손실)	4.0	4.4	5.6	2.7	3.4
유형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
무형자산상각비	0.6	0.5	0.3	0.0	0.1
운전자본의 증감	1.2	-4.9	5.5	-9.1	2.1
투자활동 현금흐름	**-4.1**	**-8.0**	**-11.6**	**3.1**	**-4.4**
유형자산의증가(CAPEX)	15.5	0.1	0.3	0.2	0.6
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.6	0.7	0.5
재무활동 현금흐름	**4.4**	**-1.5**	**-0.2**	**-0.7**	**-0.8**
차입금의 증감	1.8	-1.7	-0.1	-0.9	3.2
자본의 증가	3.2	0.0	-0.1	-0.1	-3.0
현금의 증가(감소)	6.7	-7.1	1.0	-4.1	1.7
기초현금	5.5	12.2	5.1	6.1	2.0
기말현금	12.2	5.1	6.1	2.0	3.8

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	37.9	36.8	47.5	46.6	51.4
현금및현금성자산	12.2	4.9	6.0	2.0	3.8
매출채권	9.5	10.8	10.8	14.3	13.3
재고자산	8.8	7.6	6.5	9.8	11.3
비유동자산	18.9	17.7	17.4	18.7	20.7
유형자산	15.7	15.5	15.3	15.2	15.4
무형자산	1.7	1.0	0.4	0.8	2.1
투자자산	0.3	0.3	0.9	1.6	2.1
자산총계	**56.8**	**54.4**	**64.9**	**65.3**	**72.1**
유동부채	15.6	9.8	15.7	14.4	21.5
매입채무	8.8	5.2	10.4	9.6	13.6
단기차입금	4.2	3.7	4.4	4.7	4.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
비유동부채	3.2	3.2	3.1	3.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.0	3.0	3.0	3.0	0.0
부채총계	**18.8**	**13.0**	**18.8**	**17.4**	**21.5**
자본금	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	27.4	30.8	35.5	37.3	39.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**38.0**	**41.5**	**46.1**	**47.9**	**50.6**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	7,016	7,123	7,795	6,818	8,117
EPS(지배주주)	628	691	884	427	539
CFPS	1,114	1,305	1,406	753	911
EBITDAPS	790	895	1,098	407	572
BPS	5,970	6,512	7,245	7,522	7,941
DPS	150	150	150	120	150
배당수익률(%)	4.6	3.8	3.4	1.9	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	5.2	5.6	5.0	14.5	11.7
PCR	2.9	3.0	3.2	8.2	6.9
PSR	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8
PBR	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
EBITDA	5.0	5.7	7.0	2.6	3.6
EV/EBITDA	4.2	4.4	4.1	15.2	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	10.6	12.2	5.7	6.8
EBITDA 이익률	11.3	12.6	14.1	6.0	7.0
부채비율	49.4	31.3	40.8	36.3	42.6
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
이자보상배율(x)	52.0	37.3	56.8	18.4	29.4
매출채권회전율(x)	4.1	4.5	4.6	3.5	3.7
재고자산회전율(x)	5.7	5.5	7.0	5.3	4.9

Industry Indepth
2018. 8. 20

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

대한광통신 010170

하반기 광섬유 증산 효과 기대

- ✓ 글로벌 경쟁력을 갖춘 광섬유, 광케이블 생산 업체
- ✓ 2Q18 별도 매출액 및 영업이익 360억원(-3.4% YoY), 71억원(+35.0% YoY)
- ✓ 콩고 광백본망 공사는 9월부터 재개되며 4Q18 실적에 본격적으로 반영 예상
- ✓ 2018년 매출액 1,640억원(+21% YoY), 영업이익 344억원(+114% YoY) 제시
- ✓ 글로벌 광섬유 Shortage로 작년에 이어 내년 상반기 약 20% 추가 증설 예정

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	6,810 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	5,022억원
발행주식수	7,374만주
유동주식비율	73.63%
외국인비중	2.02%
52주 최고/최저가	7,811원/3,226원
평균거래대금	87.6억원
주요주주(%)	
티에프오인더스트리 외 4 인	26.37

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.0	0.6	100.6
상대주가	15.7	10.5	66.8

주가그래프

글로벌 경쟁력을 갖춘 광통신 기업

동사는 광섬유와 광케이블을 생산 및 판매하는 기업으로, 원천 기술을 활용해 강도가 높은 광섬유의 대량 생산이 가능하다. 코어 모재 생산부터 드로잉까지 광섬유 관련 전공정의 자체 생산으로 수직 계열화에 성공하면서 글로벌 선진 기업인 일본 스미토모, 미국 코닝 등과 동일한 경쟁력을 갖추었다.

9 월 콩고 광백본망 공사 재개

2Q18 별도 매출액과 영업이익은 각각 360억원(-3.4% YoY), 71억원(+35.0% YoY)을 기록했다. 콩고 광백본망 공사 지연으로 매출 인식이 지연됐으나, 9월부터는 지연 이슈가 해소되며 공사가 재개될 전망이다. 상반기 진행된 광섬유 공장 증설은 마무리 단계에 접어들어 9월부터 광섬유 증산 효과로 이어질 전망이다. 2018년 연간 실적 가이던스는 매출액 1,640억원(+21.0% YoY), 영업이익 344억원(+114.0% YoY)으로 연초 제시한 가이던스 대비 소폭 하향 조정됐으나, 콩고 사업 재개로 성장세는 지속될 전망이다.

글로벌 광섬유 Shortage 로 실적 호조 지속 전망

타이트한 글로벌 광섬유 수급 상황을 전망해 작년 11월 약 40%의 캐파 증설에 착공했으며, 올해 9월부터 양산에 돌입할 예정이다. 해당 재원 마련을 위해 지난 2Q18 유상증자를 단행했으며, 이를 통해 763억원 자금 조달에 성공했다. 글로벌 광섬유 공급 부족 현상은 당분간 지속될 전망이며, 이에 내년 상반기 약 20%의 추가 증설도 예정 중이다. 최근 광섬유 스팟 가격 하락에도 대부분 고객과 장기 공급 계약을 체결해 당장의 단가 인하 가능성은 제한적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013											
2014	106.0	0.9	-27.3	-560		1,527	-1.5	0.6	11.7	-36.7	112.4
2015	109.0	-4.4	-1.3	-28	-95.1	1,502	-44.6	0.8	34.2	-1.8	108.4
2016	116.5	-1.5	-12.6	-258	840.4	1,240	-5.6	1.2	14.4	-18.8	110.4
2017	139.7	15.0	13.3	259	-199.4	1,558	24.6	4.1	19.6	16.9	61.5

1. 기업개요

회사 소개

대한광통신은 자체 생산한 광섬유를 이용해 광케이블까지 제작하며, 원천 기술을 활용해 강도가 높은 광섬유의 대량 생산이 가능한 것이 장점이다. 타이트한 글로벌 광섬유 수급 상황을 전망해 작년 11월 약 40%의 캐파 증설에 착공했으며, 올해 9월부터 양산에 돌입할 예정이다. 해당 재원 마련을 위해 지난 2Q18 유상증자를 단행했으며, 이를 통해 763억원 자금 조달에 성공했다.

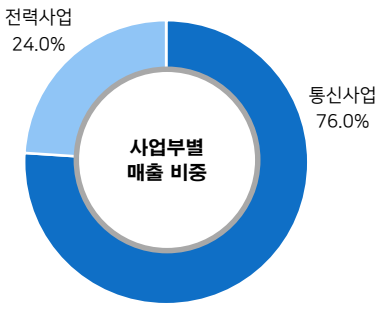
매출 비중

사업 부문은 크게 광통신 사업과 전력 사업으로 구분되며, 1H18 기준 연결 매출 비중은 각각 76.0%와 24.0%를 차지한다. 주력인 광통신 사업의 경우 국내 통신 3사와 글로벌 통신사업자들이 주요 고객이며, 전력 사업은 한국전력과 해외 EPC 건설사, 해외 주요 통신청 및 전력청을 고객으로 두고 있다. 국가별 매출 비중은 한국 40.9%, 아시아 22.2%, 유럽 17.6%, 기타 19.3%로 구분된다.

주주현황

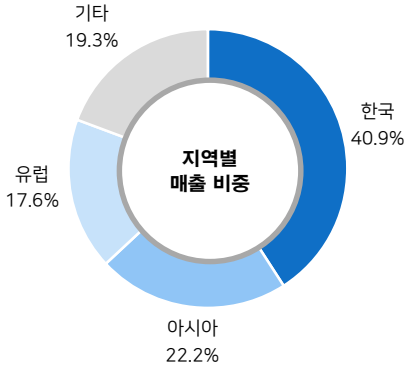
주요 주주로는 특수관계인이 32.0% 지분을 보유하고 있으며, 최대주주로 티에프오인더스트리가 18.6%의 지분을 소유하고 있다.

그림123 대한광통신 사업부별 매출 비중



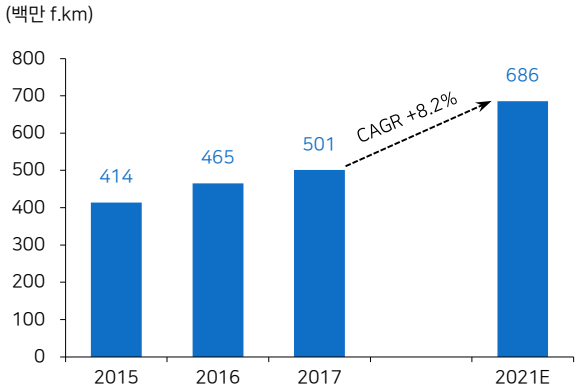
자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

그림124 대한광통신 지역별 매출 비중



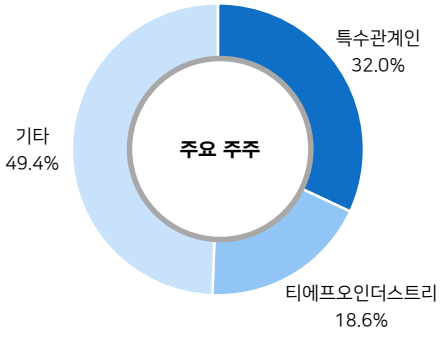
자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

그림125 글로벌 광섬유 수요 전망



자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

그림126 주요 주주현황



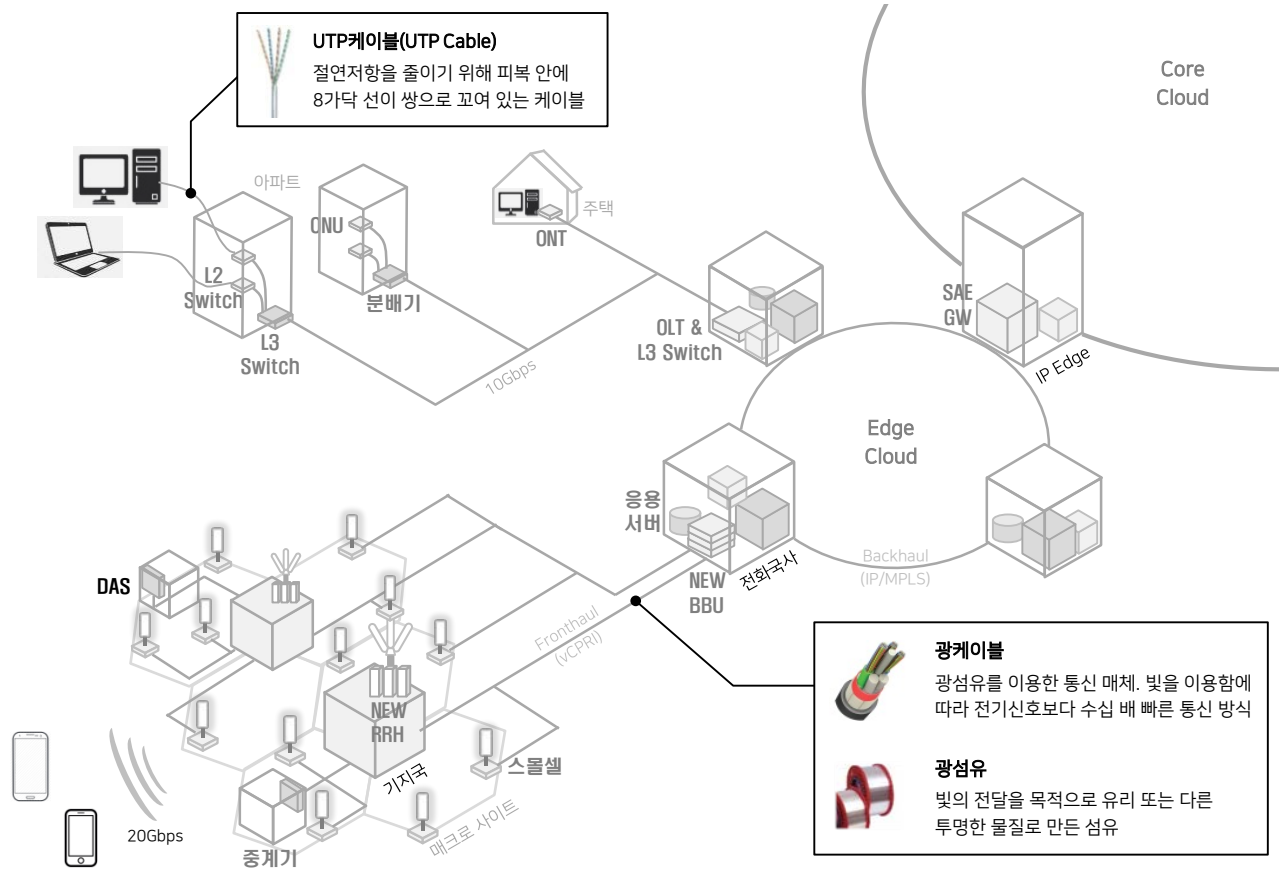
자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

광섬유(매출 비중 41%)와 광케이블(59%)이 주력 제품

주요 제품은 광섬유와 광케이블로, 2017년 별도 기준 광섬유가 557억원(매출 비중 41.1%), 광케이블이 798억원(58.9%)의 매출을 기록했다. 코어 모재 생산부터 드로잉까지 광섬유 관련 전공정의 자체 생산으로 수직 계열화에 성공하면서 글로벌 선진 기업인 일본 스미토모, 미국 코닝 등과 동일한 경쟁력을 갖추었다. 향후 고수익으로 분류되는 '구부림 강화 광섬유(일명 A2)' 제품을 확대할 계획이며, 최근 국내의 FTTH 보급 확대 기조와 맞물려 수요가 증가할 전망이다.

그림127 대한광통신 주력 제품: 광섬유와 광케이블



자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

2018년 실적 가이던스 매출액 1,640억원(+21% YoY), 영업이익 344억원(+114% YoY)

대한광통신 별도 기준 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 360억원(-3.4% YoY), 71억원(+35.0% YoY)을 기록했다. 콩고 광백본망 공사 지연으로 매출 인식이 지연되며 시장 기대치를 소폭 하회했다. 9월부터는 지연 이슈가 해소되며 공사 재개가 예상된다. 상반기 진행된 광섬유 공장 증설은 마무리 단계에 접어들어 9월부터 광섬유 증산 효과로 이어질 전망이다. 2018년 연간 실적 가이던스는 매출액 1,640억원(+21.0% YoY), 영업이익 344억원(+114.0% YoY)으로 연초 제시한 가이던스 대비 소폭 하향 조정됐으나, 콩고 사업 재개로 성장세는 지속될 전망이다.

글로벌 광섬유 공급 부족 현상은 당분간 지속

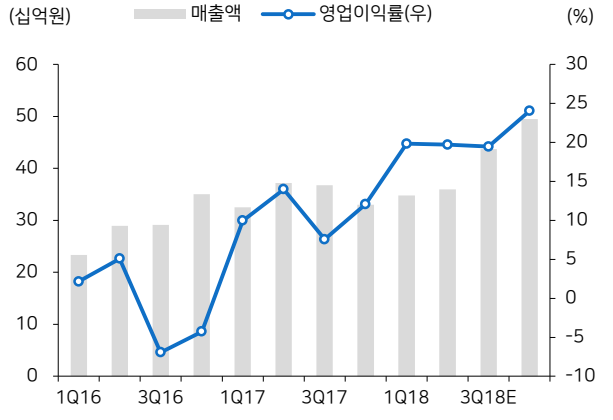
최근 광섬유 스팟 가격 하락에 대한 우려가 존재하나, 글로벌 광섬유 공급 부족 현상은 지속될 전망이다. 광섬유 고객 대부분과 4~5년 장기 공급 계약을 체결해 당장의 단가 인하로 이어질 가능성은 제한적이다.

표23 대한광통신 별도 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	32.3	37.2	36.0	30.0	34.8	36.0	43.7	49.5	116.0	135.5	164.0
영업이익	3.3	5.2	3.0	4.5	6.9	7.1	8.5	11.9	-1.3	16.1	34.4
세전이익	3.0	4.5	2.5	4.3	6.6	5.6	8.1	11.3	-14.9	14.3	31.0
당기순이익	3.1	4.5	2.5	4.2	6.6	13.4	8.1	11.3	-12.4	14.3	38.8
영업이익률(%)	10.2	14.1	8.3	15.1	19.8	19.7	19.5	24.0	-1.1	11.9	21.0
당기순이익률(%)	9.4	12.0	7.1	14.1	18.9	37.2	18.5	22.8	-10.7	10.5	23.6

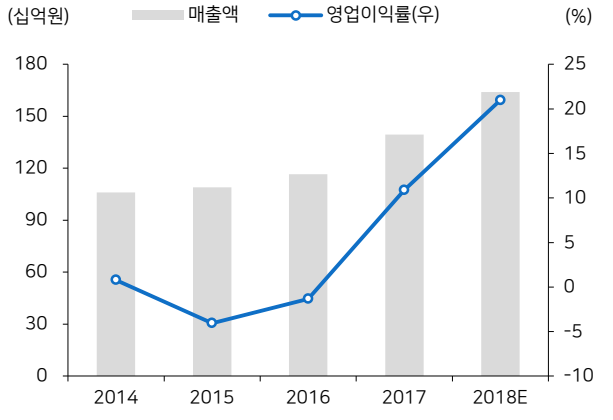
자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

그림128 대한광통신 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

그림129 대한광통신 별도 기준 연간 실적 추이 및 전망



자료: 대한광통신, 메리츠종금증권 리서치센터

대한광통신 (010170)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액		**106.0**	**109.0**	**116.5**	**139.7**
매출액증가율 (%)			2.8	6.9	19.9
매출원가		93.7	97.5	102.4	109.6
매출총이익		12.3	11.5	14.1	30.1
판매관리비		11.5	15.9	15.6	15.1
영업이익		**0.9**	**-4.4**	**-1.5**	**15.0**
영업이익률		0.8	-4.1	-1.3	10.8
금융손익		-26.8	-4.6	-3.5	-0.6
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-0.4	7.1	-10.0	-1.3
세전계속사업이익		-26.3	-1.9	-15.1	13.2
법인세비용		1.0	-0.6	-2.5	-0.0
당기순이익		**-27.3**	**-1.3**	**-12.6**	**13.2**
지배주주지분 순이익		-27.3	-1.3	-12.6	13.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름		**-2.0**	**9.7**	**10.8**	**8.3**
당기순이익(손실)		-27.3	-1.3	-12.6	13.2
유형자산상각비		7.0	7.0	7.0	4.3
무형자산상각비		0.1	0.2	0.3	0.3
운전자본의 증감		-6.8	6.6	5.0	-10.4
투자활동 현금흐름		**-1.0**	**9.4**	**13.0**	**-14.7**
유형자산의증가(CAPEX)		-1.1	-3.6	-15.3	-11.1
투자자산의감소(증가)		-6.1	5.9	-0.8	0.9
재무활동 현금흐름		**4.0**	**-6.2**	**-18.7**	**11.3**
차입금의 증감		55.1	-4.2	-16.4	-11.1
자본의 증가		99.5	0.0	0.0	22.7
현금의 증가(감소)		1.1	13.0	4.8	4.6
기초현금		1.2	2.3	15.3	20.1
기말현금		2.3	15.3	20.1	24.7

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산		57.5	61.8	68.3	90.3
현금및현금성자산		2.3	15.3	19.4	24.2
매출채권		30.1	26.8	26.1	36.8
재고자산		21.3	17.1	18.3	19.5
비유동자산		100.5	90.7	58.7	65.4
유형자산		90.9	87.5	56.6	63.9
무형자산		0.9	0.9	0.8	0.8
투자자산		6.1	0.3	1.1	0.2
자산총계		**158.1**	**152.5**	**127.1**	**155.8**
유동부채		75.8	70.6	56.4	43.7
매입채무		14.5	14.2	19.7	24.2
단기차입금		30.2	32.0	18.8	13.4
유동성장기부채		24.9	18.9	11.5	0.0
비유동부채		7.9	8.7	10.3	15.7
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	4.0	10.0
부채총계		**83.7**	**79.3**	**66.7**	**59.3**
자본금		23.5	23.5	23.5	29.9
자본잉여금		76.0	76.0	76.0	92.4
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	-0.2	0.0
이익잉여금		-27.3	-28.5	-41.0	-27.8
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	-0.2
자본총계		**74.4**	**73.2**	**60.4**	**96.4**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS		2,176	2,237	2,391	2,717
EPS(지배주주)		-560	-28	-258	259
CFPS		162	118	151	385
EBITDAPS		162	57	118	383
BPS		1,527	1,502	1,240	1,558
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		-1.5	-44.6	-5.6	24.6
PCR		5.2	10.4	9.5	16.5
PSR		0.4	0.5	0.6	2.3
PBR		0.6	0.8	1.2	4.1
EBITDA		7.9	2.8	5.7	19.7
EV/EBITDA		11.7	34.2	14.4	19.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		-36.7	-1.8	-18.8	16.9
EBITDA 이익률		7.5	2.5	4.9	14.1
부채비율		112.4	108.4	110.4	61.5
금융비용부담률		3.9	4.0	2.9	1.3
이자보상배율(x)		0.2	-1.0	-0.5	8.6
매출채권회전율(x)		3.5	3.8	4.4	4.4
재고자산회전율(x)		5.0	5.7	6.6	7.4

Industry Indepth
2018. 8. 20

이노인스트루먼트 215790

실적 부진은 당분간 지속

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

- ✓ 글로벌 3위(2017년 기준 M/S 11%)의 광섬유 융착접속기 제조 업체
- ✓ 광섬유 융착접속기는 광섬유 보급 확대에 따라 수요가 증가하는 경향
- ✓ 2Q18 매출액 121억원(-9.9% YoY), 영업적자 12억원(적자전환 YoY) 기록
- ✓ 중국 로컬 업체의 시장 진입으로 수주 물량 감소와 단가 인하 지속
- ✓ 기존 사업 부진을 만회하기 위해 '디지털 도어락' 중국 시장 진출

Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	6,580 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,335억원
발행주식수	2,028만주
유동주식비율	31.36%
외국인비중	21.46%
52주 최고/최저가	13,350원/6,580원
평균거래대금	3.7억원
주요주주(%)	
조봉일 외 4 인	68.64
Tongguang Group Co., Ltd.	5.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.3	-35.8	-40.6
상대주가	-8.0	-29.5	-50.6

주가그래프

글로벌 경쟁력을 갖춘 광융착접속기 제조 업체

동사는 광섬유 융착접속기를 제조 및 판매하는 업체다. 광섬유 융착접속기는 전기를 통한 고열을 발생시켜 단절된 광섬유를 연결시키는 장치로, 광케이블 설치 전문가의 손에 들려 광케이블의 유지/보수를 위해 쓰인다. 2017년 기준 전세계 시장 점유율 11%로 글로벌 3위 시장 지위를 차지하고 있다.

중국 시장 반등은 아직 시기상조

광섬유 융착접속기는 광섬유의 보급이 높아짐에 따라 수요가 증가하는 경향을 가진다. 다만, 다수의 중국 업체들이 광섬유 융착접속기 시장에 진출함에 따라 중국 시장 수주 물량이 감소하고 있다. 반면, 북미 시장은 수요가 꾸준히 늘어나고 있다. 2016년 1월 AT&T와 3년 계약을 체결했으며, 계약 종료 뒤에는 무리 없이 자동 연장될 전망이다. Verizon과도 연내 계약 체결을 위해 입찰에 들어가 있는 상태다.

하반기 실적 턴어라운드 기대

2Q18 실적은 매출액 121억원(-9.9% YoY), 영업적자 12억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 주요 거래처인 중국 시장에 로컬 업체들이 진입하면서 수주 물량 감소와 단가 인하가 동시에 진행됐다. 이러한 현상은 하반기에도 일부 지속될 전망이다. 기존 사업의 부진을 만회하기 위해 최근에는 '디지털 도어락' 사업에 진출했다. 국내 디지털 도어락 보급률이 80% 이상인 반면, 중국은 전체 2%에 불과해 시장성이 있다는 판단이다. 한편, 지난 5월 약 300억원 규모 전환사채를 발행했다. 신규 IoT 사업 투자 및 운용자금 목적이며, 전체 주식수 대비 12.8%로 수급부담 우려가 존재한다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013											
2014											
2015	57.4	14.5	12.4	622		1,114	16.2	9.0	0.9	55.8	75.2
2016	88.4	24.5	21.0	1,051	69.0	2,132	9.4	4.6	0.6	64.7	60.4
2017	68.5	7.8	4.3	213	-80.0	3,037	46.3	3.3	19.2	8.2	34.4

1. 기업개요

회사 소개

2007년 설립된 이노인스트루먼트는 광섬유 융착접속기를 제조 및 판매하는 업체다. 2017년 기준 글로벌 시장 점유율 11%로 일본 Fujikura, Sumitomo, Furukawa 등 3개 업체와 함께 견고한 위치를 차지하고 있다. 세계 최대 시장인 중국에서는 판매 대수 기준 1위를 기록하고 있다.

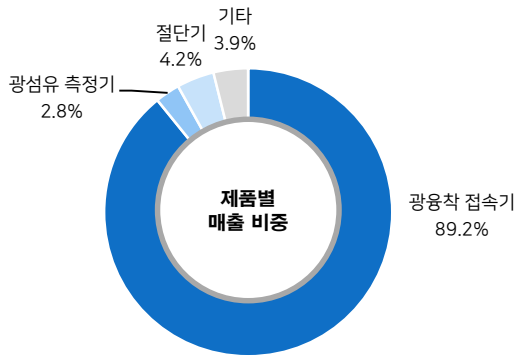
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 광융착접속기 89.2%, 광섬유측정기 2.8%, 절단기 4.2%, 기타 3.9%로 대부분의 광융착접속기 판매를 통해 매출이 발생하고 있다. 중국, 북미, 유럽, 중동, 북아프리카, 아시아 등 해외 매출이 전체 매출의 90.2%를 차지하고 있으며, 특히 중국이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 2016년부터는 AT&T에 공급을 시작하면서 북미 향 매출도 상당 부분 발생하고 있다.

주주현황

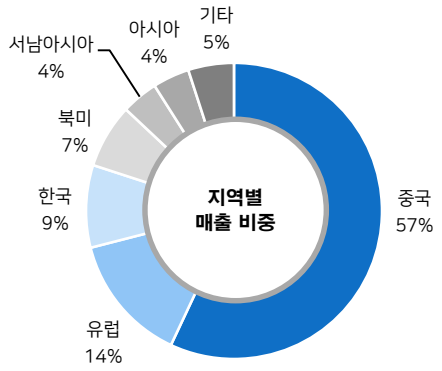
주요 주주는 조봉일 외 특수관계인이 68.6%를 소유하고 있으며, 중국 에너지 기업인 Tongguang Group이 5.5%를 소유하고 있다.

그림130 이노인스트루먼트 제품별 매출 비중



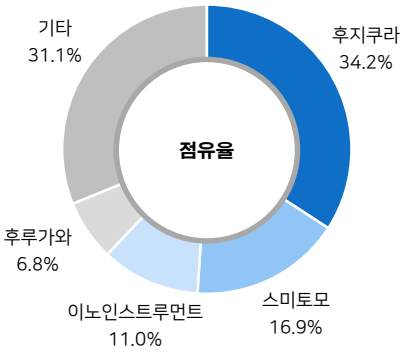
자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림131 이노인스트루먼트 지역별 매출 비중



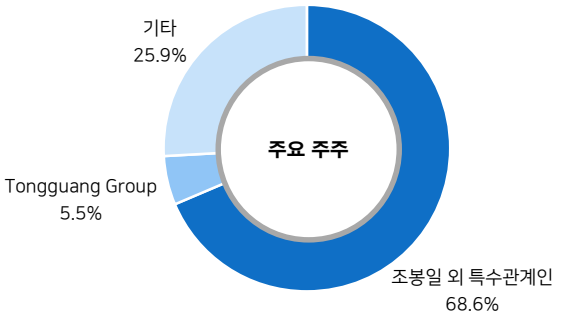
자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림132 2017년 광섬유 융착접속기 글로벌 시장 점유율 현황



자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림133 주요 주주현황



자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

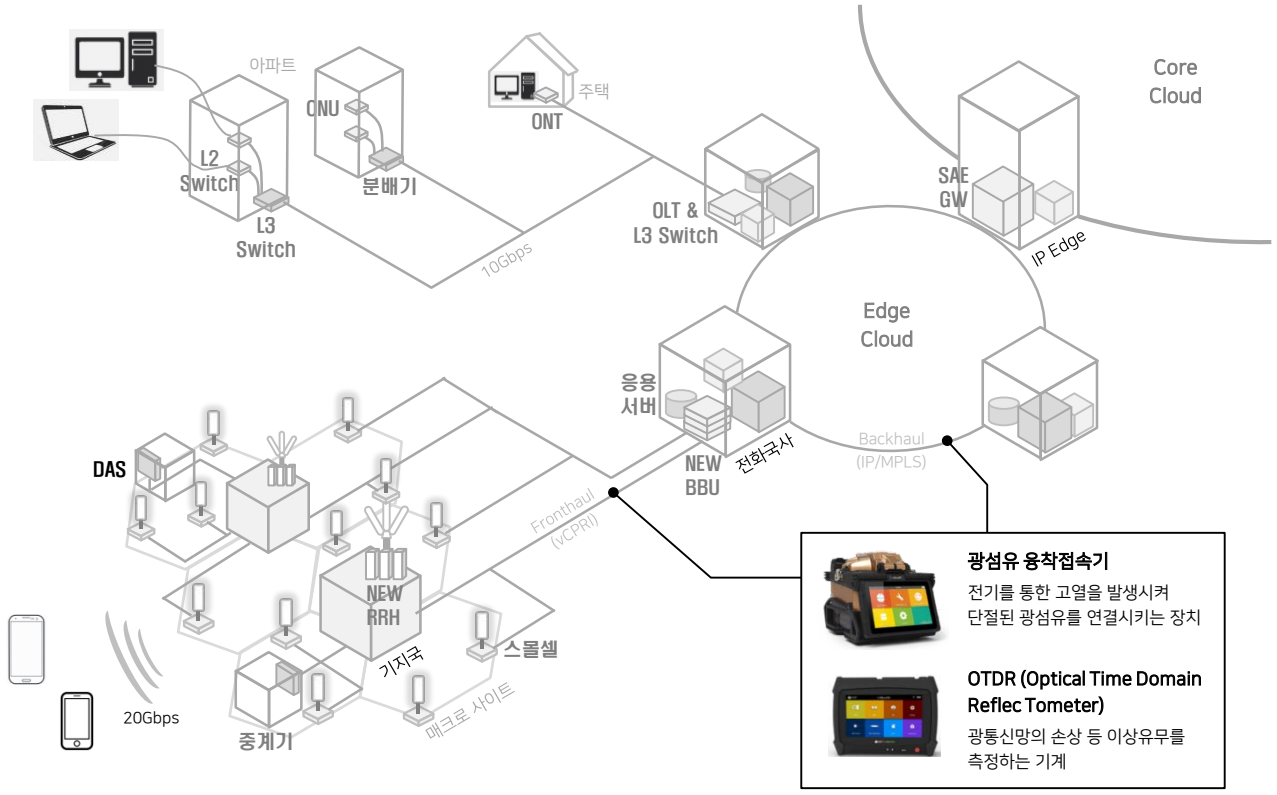
광섬유 보급 확대에 따른 광융착접속기 수요 증가

주력 제품인 광섬유 융착접속기는 전기를 통한 고열을 발생시켜 단절된 광섬유를 연결시키는 장치로, 광케이블 설치 전문가의 손에 들려 광케이블의 유지/보수를 위해 쓰인다. 따라서 광섬유의 보급이 높아짐에 따라 광섬유 융착접속기 수요 역시 증가하는 경향을 가진다.

중국 시장 점유율 하락 추세 반면, 북미 시장 회복

우려스러운 점은 중국 시장 점유율 하락이 지속되고 있는 부분이다. 다수의 중국 업체들이 광섬유 융착접속기 시장에 진출함에 따라 수주 물량 자체가 감소하고 있다. 반면, 북미 시장은 수요가 꾸준히 늘어나고 있다. 2016년 1월 AT&T와 3년 계약을 체결했으며, 계약 종료 뒤에도 무리 없이 자동 연장될 전망이다. Verizon과도 연내 계약 체결을 위해 입찰에 들어가 있는 상태다.

그림134 이노인스트루먼트 주력 제품: 광섬유 융착접속기 & OTDR



자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

중국 로컬 업체 시장 진입으로 실적 부진 지속

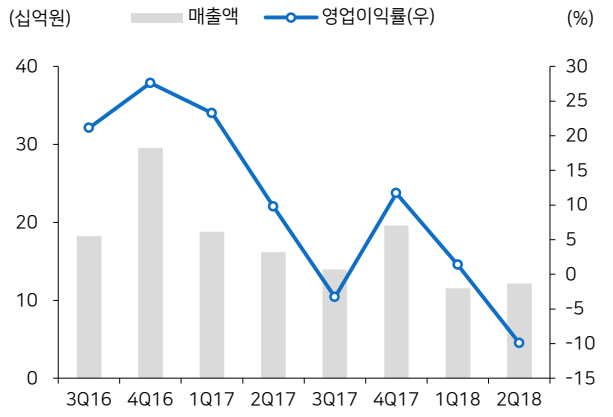
2Q18 실적은 매출액 121억원(-9.9% YoY), 영업적자 12억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 주요 거래처인 중국 시장에 로컬 업체들이 진입하면서 수주 물량 감소와 단가 인하가 동시에 진행됐다. 이러한 현상은 하반기에도 일부 지속될 전망이다. 기존 사업의 부진을 만회하기 위해 최근에는 '디지털 도어락' 사업에 진출했다. 국내 디지털 도어락 보급률이 80% 이상인 반면, 중국은 전체 2%에 불과해 시장성이 있다는 판단이다. 한편, 지난 5월 약 300억원 규모 전환사채를 발행했다. 신규 IoT 사업 투자 및 운용자금 목적이며, 전체 주식수 대비 12.8%로 수급부담 우려가 존재한다.

표24 이노인스트루먼트 실적 추이

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2015	2016	2017	1H18
매출액	18.8	16.2	14.0	19.6	11.5	12.1	57.4	88.4	68.5	23.7
영업이익	4.4	1.6	-0.5	2.3	0.2	-1.2	14.5	24.5	7.8	-1.0
세전이익	4.5	-0.8	-0.3	2.0	0.2	-0.7	14.5	24.8	5.3	-0.5
당기순이익	3.7	-1.7	-0.7	2.9	0.0	-0.9	12.4	21.0	4.3	-0.9
영업이익률(%)	23.3	9.8	-3.3	11.7	1.4	-9.9	25.2	27.8	11.4	-4.4
당기순이익률(%)	19.8	-10.2	-5.3	15.0	0.3	-7.4	21.6	23.8	6.2	-3.6

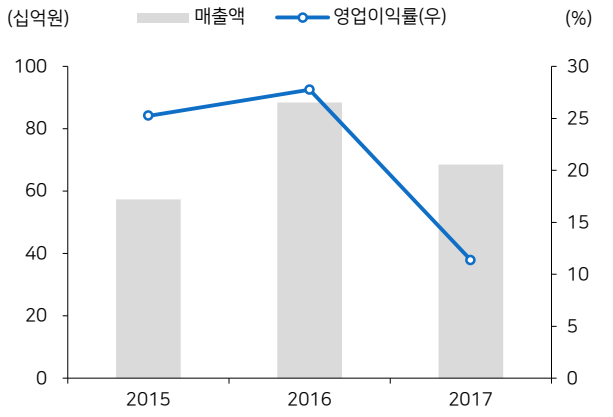
자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림135 이노인스트루먼트 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림136 이노인스트루먼트 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이노인스트루먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

이노인스트루먼트 (215790)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액			**57.4**	**88.4**	**68.5**
매출액증가율 (%)				54.0	-22.5
매출원가			27.9	36.0	27.7
매출총이익			29.5	52.4	40.8
판매관리비			15.0	27.9	33.1
영업이익			**14.5**	**24.5**	**7.8**
영업이익률			25.2	27.8	11.4
금융손익			-0.3	-0.3	-0.4
종속/관계기업손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			0.3	0.6	-2.1
세전계속사업이익			14.5	24.8	5.4
법인세비용			2.1	3.8	1.1
당기순이익			**12.4**	**21.0**	**4.2**
지배주주지분 순이익			12.4	21.0	4.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름			**5.6**	**5.2**	**4.0**
당기순이익(손실)			12.4	21.0	4.2
유형자산상각비			0.9	1.0	2.4
무형자산상각비			0.0	0.1	0.1
운전자본의 증감			-9.6	-19.1	-5.5
투자활동 현금흐름			**0.2**	**-6.6**	**-1.7**
유형자산의증가(CAPEX)			-1.1	-7.4	-14.4
투자자산의감소(증가)			0.0	0.0	-0.4
재무활동 현금흐름			**-0.9**	**0.3**	**3.3**
차입금의 증감			7.8	0.3	3.1
자본의 증가			0.7	0.0	15.9
현금의 증가(감소)			4.9	-1.2	5.3
기초현금			2.5	7.4	6.2
기말현금			7.4	6.2	11.5

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산			31.6	52.2	56.7
현금및현금성자산			7.4	6.2	11.5
매출채권			12.7	27.2	20.8
재고자산			8.9	16.0	17.3
비유동자산			7.4	16.1	24.9
유형자산			6.2	13.1	21.9
무형자산			0.8	2.0	1.9
투자자산			0.0	0.0	0.4
자산총계			**39.0**	**68.3**	**81.6**
유동부채			11.1	23.8	14.9
매입채무			4.7	7.5	4.3
단기차입금			3.2	3.7	7.1
유동성장기부채			0.0	4.4	0.1
비유동부채			5.6	1.9	6.0
사채			0.0	0.0	1.3
장기차입금			4.5	0.0	2.7
부채총계			**16.8**	**25.7**	**20.9**
자본금			0.7	0.7	10.0
자본잉여금			0.0	0.0	6.6
기타포괄이익누계액			0.2	-0.5	-2.9
이익잉여금			21.4	42.4	47.0
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			**22.3**	**42.6**	**60.7**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS			2,873	4,423	3,429
EPS(지배주주)			622	1,051	213
CFPS			812	1,375	629
EBITDAPS			770	1,281	513
BPS			1,114	2,132	3,037
DPS			0	0	0
배당수익률(%)			0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER			16.2	9.4	46.3
PCR			12.4	7.2	15.7
PSR			3.5	2.2	2.9
PBR			9.0	4.6	3.3
EBITDA			15.4	25.6	10.2
EV/EBITDA			0.9	0.6	19.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			55.8	64.7	8.2
EBITDA 이익률			26.8	28.9	14.9
부채비율			75.2	60.4	34.4
금융비용부담률			0.5	0.4	0.6
이자보상배율(x)			48.2	70.9	20.0
매출채권회전율(x)			4.5	4.4	2.9
재고자산회전율(x)			6.5	7.1	4.1

Industry Indepth
2018. 8. 20

윈스 136540

5G 시대 중요해지는 보안 장비

- ✓ IPS, DDX, 차세대 방화벽 등 핵심 솔루션을 제공하는 네트워크 보안 장비 업체
- ✓ 기존 10G IPS 제품에서 5G 시대를 맞아 40G/100G 대용량 IPS 출시 준비
- ✓ 차세대 방화벽(NGFW)은 9월 인증절차 종료 후 하반기 본격적인 매출 발생
- ✓ 2Q18 별도 매출액 142억원(-23.3% YoY), 영업이익 24억원(-30.2% YoY) 기록
- ✓ 전방 통신사업자 수주 트렌드 감안 시 올해 연간 800억원 매출 달성 가능 전망

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

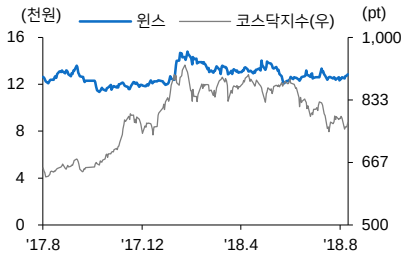
Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	12,850 원
상승여력	-

KOSDAQ	772.30pt
시가총액	1,485억원
발행주식수	1,155만주
유동주식비율	56.51%
외국인비중	6.41%
52주 최고/최저가	14,800원/11,350원
평균거래대금	6.2억원
주요주주(%)	
금양통신 외 6 인	35.08
신영자산운용	6.37

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	-7.6	3.6
상대주가	4.5	1.5	-13.8

주가그래프



국내 네트워크 보안 1 위 업체

동사는 국내 네트워크 보안 분야 1위 사업자로 IPS(침입방지솔루션), DDX(디도스공격대응솔루션), 지능형공격(APT) 대응솔루션 등 핵심 솔루션을 제공하는 업체이다. 특히, 국내 IPS 시장에서 약 50%의 점유율을 확보하고 있으며, DDX 분야에서도 국내 시장 점유율 1위를 차지하고 있다.

5G 를 맞아 대용량 IPS 제품 준비

주력 제품인 IPS는 네트워크나 전산망의 불법적인 침입을 막고자 서버 앞단에 설치되는 소프트웨어/하드웨어 일체형 장비다. IPS는 기존 10G 장비에서 5G 시대를 준비해 40G/100G 대용량 IPS 제품인 '스나이퍼 원'을 출시하고, 해외 시장 진출을 준비 중이다. 작년에는 사업 양수를 통해 차세대 방화벽(NGFW) 시장에 새롭게 진출했다. 6월 제품인증절차를 걸쳐 9월 인증절차가 종료될 예정이며, 하반기에 본격적인 시장 진출로 매출 성장이 나타날 전망이다.

IPS 장비 교체 사이클 도래 & 차세대 방화벽 제품 기대

2Q18 별도 실적은 매출액 142억원(-23.3% YoY), 영업이익 24억원(-30.2% YoY)을 기록했다. 전반적으로 매출액이 감소했고, 개발 인력 충원 등 고정비 부담이 증가하면서 수익성도 하락했다. 다만, 전방 통신사업자들의 수주 물량이 하반기에 집중되고, 출시 준비 중인 차세대 방화벽 역시 하반기 실적화가 예상됨에 따라 올해 연간 약 800억원 수준의 매출액 달성은 가능할 전망이다. 한편, 작년 하반기부터 진행해온 일본 NTT Docomo향 IPS 장비 교체 사업은 성능테스트인 PoC(개념검증) 필드테스트를 통과했으며, 하반기 이후 약 2년간 300억 규모로 매출이 발생할 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	72.4	12.4	12.8	1,169	-4.6	5,989	14.9	2.9	13.4	18.9	24.5
2014	68.8	6.3	6.4	563	-51.9	6,485	15.2	1.3	11.3	8.7	27.6
2015	64.9	8.0	10.2	906	61.0	7,114	11.0	1.4	10.8	12.7	27.0
2016	73.6	8.5	8.8	775	-14.5	7,603	14.9	1.5	12.0	10.2	46.5
2017	67.2	8.1	8.7	758	-2.2	7,916	16.3	1.6	13.5	9.5	40.4

1. 기업개요

회사 소개

윈스는 국내 네트워크 보안 분야 1위 사업자로 IPS(침입방지솔루션), DDX(디도스공격대응솔루션), 지능형공격(APT) 대응솔루션 등 핵심 솔루션을 제공하는 업체이다. 특히, 국내 IPS 시장에서 약 50%의 점유율을 확보하고 있으며, DDX 분야에서도 국내 시장 점유율 1위를 차지하고 있다.

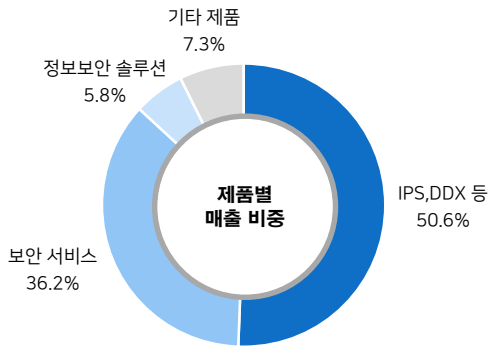
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 IPS/DDX 등 보안 제품이 50.6%, 보안 서비스(기술지원 및 보안관제 컨설팅 등)가 36.2%, 정보보안 솔루션이 5.8%, 기타 제품이 7.3%를 차지하고 있다. 주요 매출처는 공공기관, 통신사, 금융기관 등이 전체의 80% 이상을 차지하고 있어 경기변동에 크게 영향을 받지 않는다.

주주현황

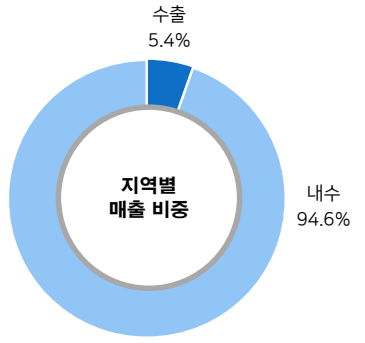
주요 주주로는 금양통신 외 특수관계인이 40.3%, 신영자산운용이 6.4% 지분을 보유하고 있으며, 자사주 8.0%를 제외한 나머지는 소액주주로 구성된다.

그림137 윈스 제품별 매출 비중



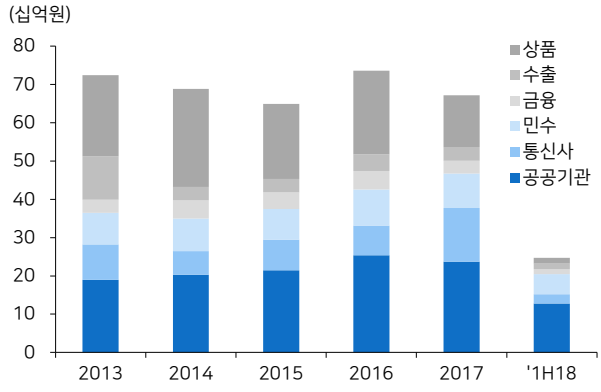
자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림138 윈스 지역별 매출 비중



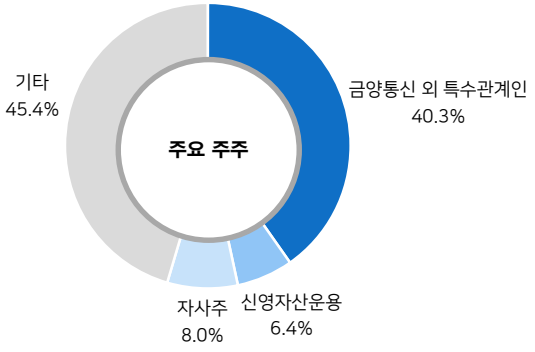
자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림139 윈스 고객군별 매출 추이



자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림140 주요 주주현황



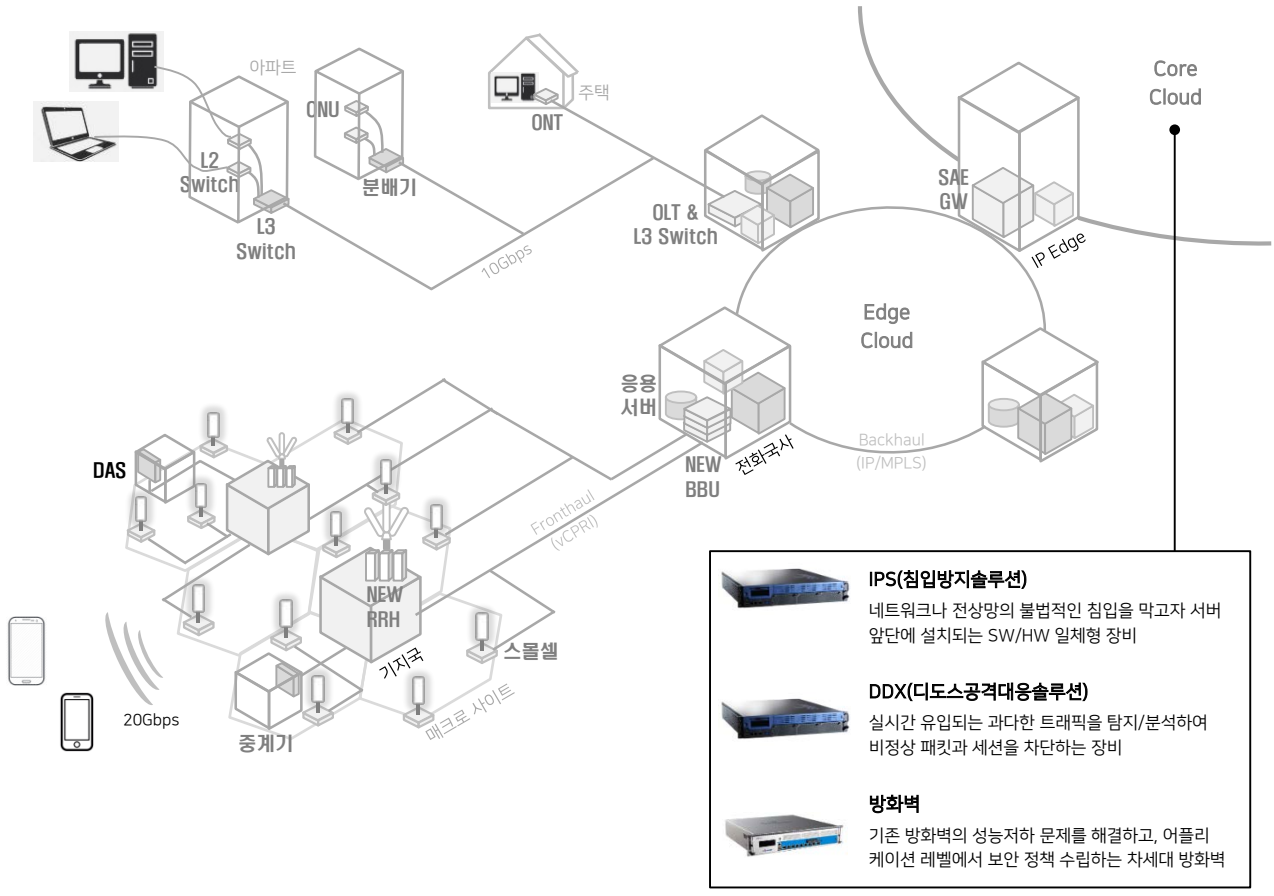
자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

IPS, DDX, 방화벽 등 네트워크 보안 솔루션 Full 라인업 구축

주력 제품인 IPS(침입방지솔루션)는 네트워크나 전산망의 불법적인 침입을 막고자 서버 앞단에 설치되는 소프트웨어/하드웨어 일체형 장비다. 다양한 형태의 침입 행위를 실시간 탐지 및 분석한 후 비정상으로 판단된 패킷을 차단한다. IPS는 기존 10G 장비에서 5G 시대를 준비해 40G/100G 대용량 IPS 제품인 '스나이퍼 원'을 출시하고, 해외 시장 진출을 준비 중이다. 작년에는 사업 양수를 통해 차세대 방화벽(NGFW) 시장에 새롭게 진출했다. 6월 제품인증절차를 걸쳐 9월 인증절차가 종료될 예정이며, 하반기 본격적인 시장 진출로 관련 매출 성장이 나타날 전망이다.

그림141 윈스 주력 제품: IPS, DDX, 차세대 방화벽 등



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

2Q18 실적은 개발 인력 충원 등 고정비 부담 증가로 수익성 하락

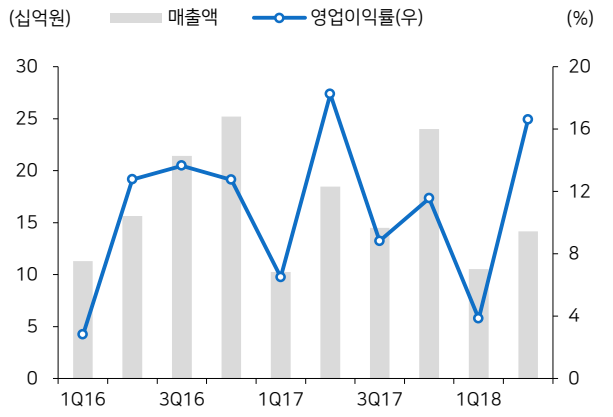
2Q18 별도 실적은 매출액 142억원(-23.3% YoY), 영업이익 24억원(-30.2% YoY)을 기록했다. 전반적으로 매출액이 감소했고, 개발 인력 충원 등 고정비 부담이 증가하면서 수익성도 하락했다. 다만, 전방 통신사업자들의 수주 물량이 하반기에 집중되고, 출시 준비 중인 차세대 방화벽 역시 하반기 실적화가 예상됨에 따라 올해 연간 약 800억원 수준의 매출액 달성은 가능할 전망이다. 한편, 작년 하반기부터 진행해온 일본 NTT Docomo향 IPS 장비 교체 사업은 성능테스트인 PoC(개념검증) 필드테스트를 통과했으며, 하반기 이후 약 2년간 300억 규모로 매출이 발생할 것으로 예상된다.

표25 윈스 별도 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	11.3	15.6	21.4	25.2	10.3	18.5	14.5	24.0	10.5	14.2	73.6	67.2	24.7
영업이익	0.3	2.0	2.9	3.2	0.7	3.4	1.3	2.8	0.4	2.4	8.5	8.1	2.8
세전이익	1.4	2.4	3.4	2.9	0.7	4.0	1.5	3.5	1.8	2.6	10.1	9.7	4.3
당기순이익	1.2	2.2	2.8	2.5	0.6	3.7	1.3	3.1	1.6	2.3	8.8	8.6	4.0
영업이익률(%)	2.8	12.8	13.7	12.8	6.5	18.2	8.8	11.6	3.8	13.3	11.5	12.0	9.4
당기순이익률(%)	10.5	14.4	13.2	9.9	5.8	19.8	9.3	12.7	15.4	13.5	11.9	12.9	14.3

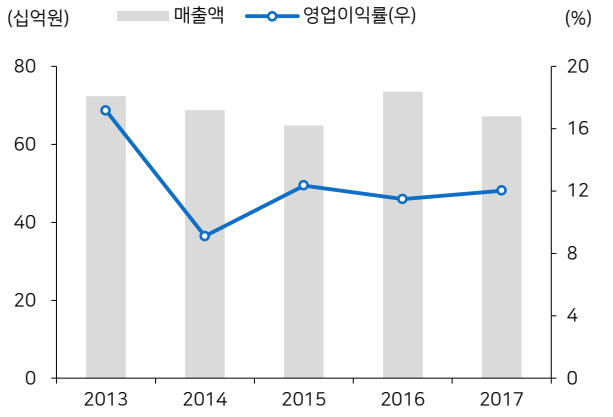
자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림142 윈스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림143 윈스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 윈스, 메리츠종금증권 리서치센터

윈스 (136540)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**72.4**	**68.8**	**64.9**	**73.6**	**67.2**
매출액증가율 (%)	16.4	-5.0	-5.7	13.4	-8.6
매출원가	42.0	42.6	37.6	45.5	38.9
매출총이익	30.4	26.2	27.3	28.0	28.3
판매관리비	18.0	19.9	19.2	19.6	20.2
영업이익	**12.4**	**6.3**	**8.0**	**8.5**	**8.1**
영업이익률	17.2	9.1	12.4	11.5	12.0
금융손익	2.6	1.2	4.8	2.6	0.7
종속/관계기업손익	0.2	0.0	0.1	-1.0	0.9
기타영업외손익	-0.3	-0.3	-0.3	0.1	0.1
세전계속사업이익	15.0	7.2	12.6	10.1	9.7
법인세비용	2.2	0.9	2.4	1.4	1.1
당기순이익	**12.8**	**6.4**	**10.2**	**8.8**	**8.7**
지배주주지분 순이익	12.8	6.4	10.2	8.8	8.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**1.6**	**8.8**	**1.9**	**7.5**	**16.6**
당기순이익(손실)	12.8	6.4	10.2	8.8	8.7
유형자산상각비	1.7	2.0	2.1	2.2	2.1
무형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	-10.9	0.3	-8.3	-2.4	5.7
투자활동 현금흐름	**-3.9**	**-5.3**	**-4.5**	**-22.6**	**-10.7**
유형자산의증가(CAPEX)	1.8	1.7	1.3	1.2	24.1
투자자산의감소(증가)	6.8	-0.1	4.5	-2.2	7.0
재무활동 현금흐름	**2.1**	**-2.2**	**-0.5**	**19.0**	**-4.8**
차입금의 증감	-0.3	1.5	0.2	-2.2	-0.6
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	21.8	0.7
현금의 증가(감소)	-0.2	1.4	-3.0	3.9	1.0
기초현금	6.0	5.7	7.1	4.1	8.0
기말현금	5.7	7.1	4.1	8.0	8.9

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	58.6	67.3	71.9	98.3	69.3
현금및현금성자산	5.7	7.1	4.1	8.0	8.9
매출채권	21.3	22.7	21.6	22.0	13.2
재고자산	6.3	6.4	11.0	9.3	6.9
비유동자산	25.8	26.3	30.2	27.6	58.3
유형자산	13.3	13.6	13.0	11.9	35.6
무형자산	1.1	0.8	0.6	0.7	3.1
투자자산	9.4	9.3	13.8	12.5	18.6
자산총계	**84.3**	**93.6**	**102.1**	**125.9**	**127.6**
유동부채	16.6	20.2	21.6	18.2	14.3
매입채무	14.3	16.4	15.7	14.4	11.1
단기차입금	0.0	0.0	2.0	2.0	2.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.1	0.1	0.1	21.8	22.4
사채	0.0	0.0	0.0	21.8	22.4
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**16.6**	**20.2**	**21.7**	**40.0**	**36.8**
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	35.6	35.6	35.6	37.5	39.7
기타포괄이익누계액	0.1	1.6	0.7	0.1	1.1
이익잉여금	28.3	32.5	40.5	46.6	52.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**67.7**	**73.3**	**80.4**	**86.0**	**90.9**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	6,599	6,086	5,738	6,507	5,892
EPS(지배주주)	1,169	563	906	775	758
CFPS	1,982	1,176	2,016	1,661	1,588
EBITDAPS	1,299	756	922	963	914
BPS	5,989	6,485	7,114	7,603	7,916
DPS	200	200	240	270	310
배당수익률(%)	1.1	2.3	2.4	2.3	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	14.9	15.2	11.0	14.9	16.3
PCR	8.8	7.3	5.0	7.0	7.8
PSR	2.6	1.4	1.7	1.8	2.1
PBR	2.9	1.3	1.4	1.5	1.6
EBITDA	14.3	8.6	10.4	10.9	10.4
EV/EBITDA	13.4	11.3	10.8	12.0	13.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.9	8.7	12.7	10.2	9.5
EBITDA 이익률	19.7	12.4	16.1	14.8	15.5
부채비율	24.5	27.6	27.0	46.5	40.4
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.6	1.4
이자보상배율(x)	0.0	0.0	200.5	20.6	8.3
매출채권회전율(x)	4.4	3.1	2.9	3.4	3.8
재고자산회전율(x)	12.8	10.8	7.5	7.2	8.3

Industry Indepth
2018. 8. 20

텔코웨어 078000

국내 대표 통신 소프트웨어 업체

- ✓ 코어 네트워크의 HLR, IMS 등 소프트웨어 솔루션을 보유한 업체
- ✓ HLR은 이동통신망에서 가입자의 위치와 서비스정보를 관리하는 솔루션
- ✓ 2Q18 연결 매출액 69억원(-38.5% YoY), 영업이익 8억원(-73.9% YoY) 기록
- ✓ 상반기 부진했던 전방 통신사업자 투자는 하반기에 본격화될 전망
- ✓ IoT-HSS 솔루션은 5G 도입으로 IoT 연결 단말기 증가 시 수혜 가능

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

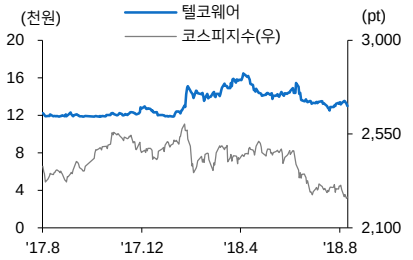
Not Rated (신규)

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (8.17)	13,000 원
상승여력	-

KOSPI	2,247.05pt
시가총액	1,261억원
발행주식수	970만주
유동주식비율	28.81%
외국인비중	2.49%
52주 최고/최저가	16,500원/11,850원
평균거래대금	3.4억원
주요주주(%)	
금한태 외 3 인	29.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-9.4	7.4
상대주가	-1.5	-2.4	12.9

주가그래프



국내 대표 통신 소프트웨어 업체

동사는 코어 네트워크 상의 IMS 솔루션, 데이터 트래픽 솔루션, WCDMA 솔루션 등을 공급하는 정보통신 소프트웨어 전문 개발업체이다. 동사는 소프트웨어 개발에 필요한 모든 요소기술을 자체 개발하여 사용 중이다.

HLR, IMS 등 다양한 솔루션 보유

주력 제품은 HLR(Home Location Register; 이동통신망에서 가입자의 위치정보와 서비스정보를 관리하는 솔루션)과 IMS(IP Multimedia Subsystem; IP를 기반으로 다양한 멀티미디어 통신을 가능하게 해 주는 기술)이며, GLR(Gateway Location Register; 이동통신 사업간 국제 로밍 서비스를 제공하는 솔루션), NPDB(Number Portability Data Base; 이동전화 가입자가 서비스 업체를 바꿔도 기존 사용하던 식별번호를 그대로 쓸 수 있는 솔루션) 등의 솔루션도 제공한다.

2Q18 주춤한 실적, 하반기 소폭 회복 전망

2Q18 연결 실적은 매출액 69억원(-38.5% YoY), 영업이익 8억원(-73.9% YoY)을 기록했다. 상반기 부진했던 전방 통신사업자들의 투자는 하반기에 본격화될 전망이다. 5G 관련 매출은 올해보다는 내년 상반기 기대감이 높은 편이며, 관련 제품 출시도 무리 없이 준비 중이다. 무선데이터 솔루션 중 IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션은 IoT 생태계 내에서 위치등록 관리, SMS 착/발신, 로밍 및 요금제 관리 기능을 수행한다. 향후 5G 도입으로 인한 IoT 연결 단말기 증가 시 수혜가 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	65.8	13.1	10.8	1,111	76.1	9,895	10.3	1.2	7.2	11.2	32.2
2014	50.6	8.0	7.9	810	-27.1	10,299	15.2	1.2	12.5	7.9	15.3
2015	59.4	8.4	8.1	835	3.0	10,782	16.8	1.3	13.7	7.7	14.4
2016	40.9	4.6	4.4	455	-45.6	10,851	25.3	1.1	18.0	4.2	10.2
2017	41.4	5.2	5.3	547	20.4	11,114	22.0	1.1	16.9	4.9	10.5

1. 기업개요

회사 소개

텔코웨어는 코어 네트워크 상의 IMS 솔루션, 데이터 트래픽 솔루션, WCDMA 솔루션 등을 공급하는 정보통신 소프트웨어 전문 개발업체이다. 동사는 소프트웨어 개발에 필요한 모든 요소기술을 자체 개발하여 사용 중이다.

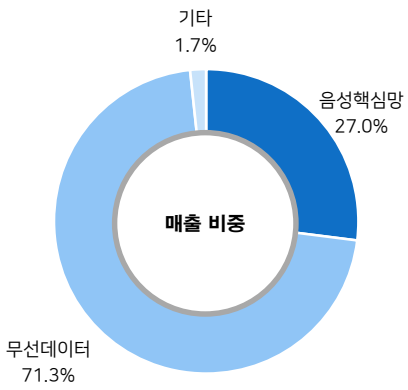
매출 비중

1H18 기준 제품별 매출 비중은 음성핵심망 27.0%, 무선데이터 71.3%, 기타 1.7%로 구성된다. 매출의 99%가 국내에서 발생하며, SK텔레콤과 LG유플러스가 최대 매출처이다. 최근 IoT 시장 확대로 무선데이터 솔루션 중 IoT-HSS(Home Subscriber Device) 솔루션 성장성이 주목 받고 있다.

주주현황

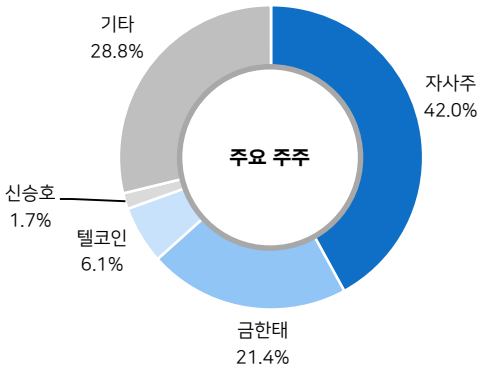
주요 주주로는 대표이사 금한태 21.4%, 계열회사 텔코인 6.1%, 자사주 42.0%로 이루어져있다. 자사주나 특수관계인 지분 비중이 높아 유동성이 낮은 편이다.

그림144 텔코웨어 제품별 매출 비중



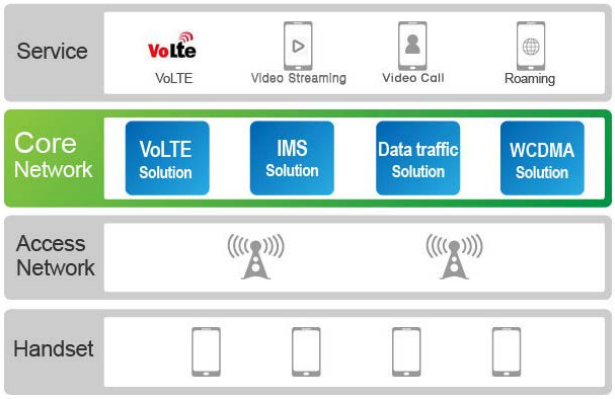
자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림145 주요 주주현황



자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림146 텔코웨어 사업분야



자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림147 텔코웨어 주요 고객사

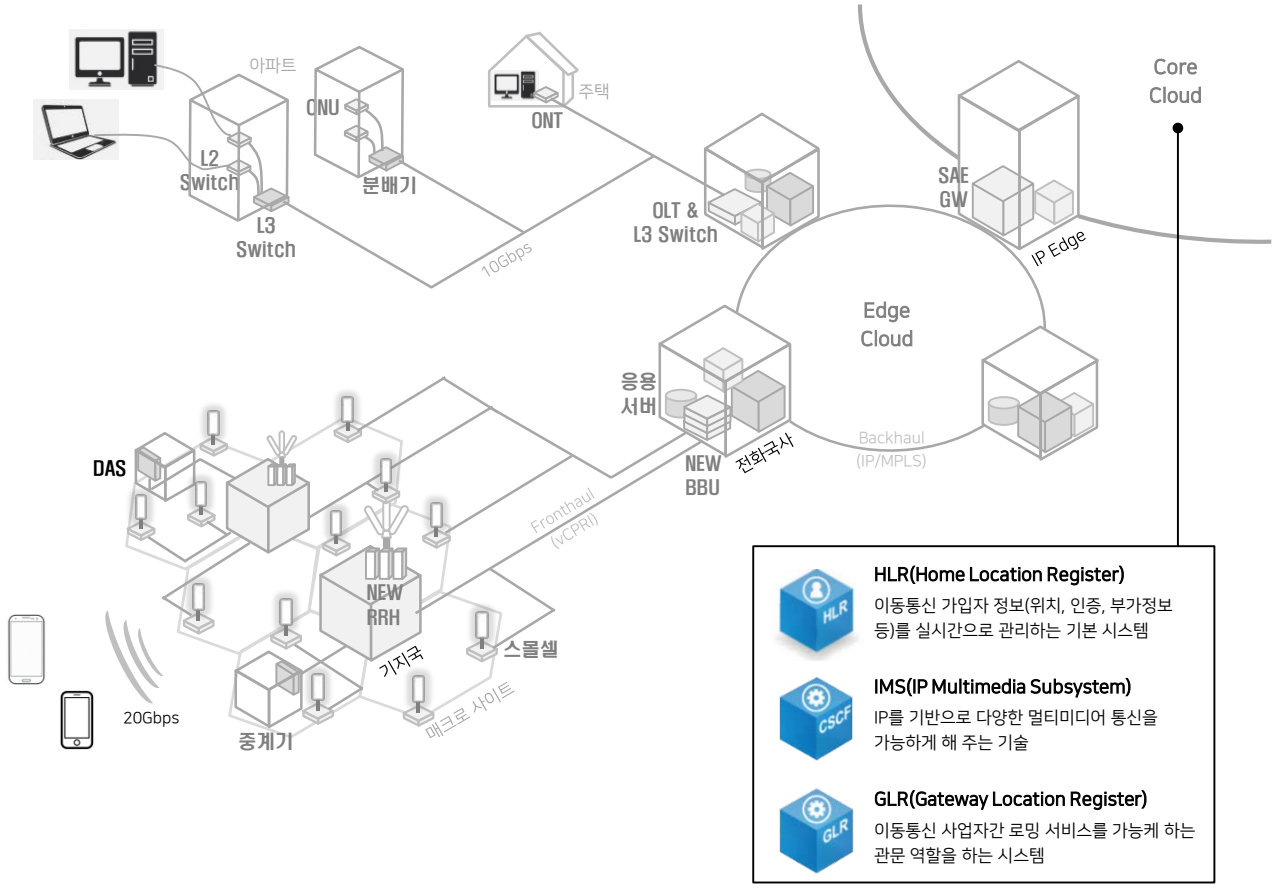
자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 주력 제품

주력 제품은 HLR, IMS 등 소프트웨어 기반 통신 제품

주력 제품은 HLR(Home Location Register; 이동통신망에서 가입자의 위치정보와 서비스정보를 관리하는 솔루션)과 IMS(IP Multimedia Subsystem; IP를 기반으로 다양한 멀티미디어 통신을 가능하게 해 주는 기술)이며, GLR(Gateway Location Register; 이동통신 사업간 국제 로밍 서비스를 제공하는 솔루션), NPDB(Number Portability Data Base; 이동전화 가입자가 서비스 업체를 바꿔도 기존 사용하던 식별번호를 그대로 쓸 수 있는 솔루션) 등의 솔루션도 제공한다.

그림148 텔코웨어 주력 제품: HLR, IMS 등 소프트웨어



자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 실적 및 특이사항

전방 투자 부진으로 실적 약세 하반기 소폭 회복 전망

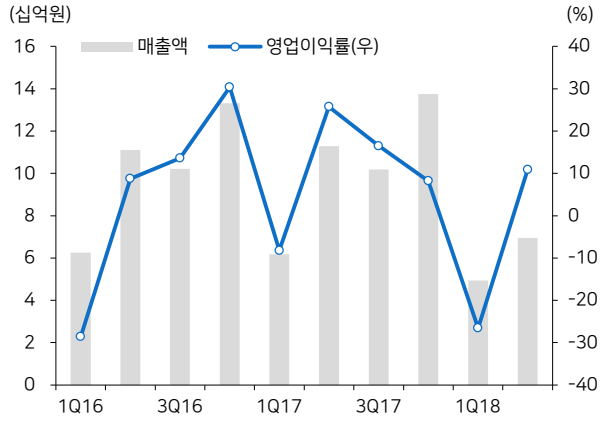
2Q18 연결 실적은 매출액 69억원(-38.5% YoY), 영업이익 8억원(-73.9% YoY)을 기록했다. 상반기 부진했던 전방 통신사업자들의 투자는 하반기에 본격화 될 전망이다. 5G 관련 매출은 올해보다는 내년 상반기 기대감이 높은 편이며, 관련 제품 출시도 무리 없이 준비 중이다. 무선데이터 솔루션 중 IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션은 IoT 생태계 내에서 위치등록 관리, SMS 착/발신, 로밍 및 요금제 관리 기능을 수행한다. 향후 5G 도입으로 인한 IoT 연결 단말기 증가 시 수혜가 예상된다.

표26 텔코웨어 연결 실적 추이

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	1H18
매출액	6.3	11.1	10.2	13.3	6.2	11.3	10.2	13.8	4.9	6.9	40.9	41.4	11.9
영업이익	-1.8	1.0	1.4	4.0	-0.5	2.9	1.7	1.1	-1.3	0.8	4.6	5.2	-0.6
세전이익	-1.6	1.3	1.6	4.3	-0.3	3.1	2.0	1.1	-0.9	1.1	5.6	5.9	0.2
당기순이익	-1.7	0.9	1.6	3.7	-0.3	2.7	2.0	0.9	-0.9	1.0	4.5	5.3	0.1
영업이익률(%)	-28.5	8.8	13.6	30.4	-8.2	25.7	16.5	8.2	-26.5	10.9	11.3	12.6	-4.6
당기순이익률(%)	-26.5	8.0	15.6	27.7	-4.2	23.8	19.7	6.4	-18.2	14.7	11.0	12.8	1.0

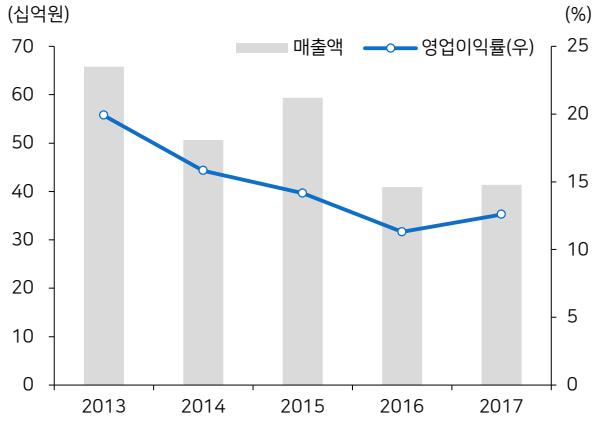
자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림149 텔코웨어 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림150 텔코웨어 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 텔코웨어, 메리츠종금증권 리서치센터

텔코웨어 (078000)

Income Statement

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**65.8**	**50.6**	**59.4**	**40.9**	**41.4**
매출액증가율 (%)	5.6	-23.0	17.2	-31.1	1.2
매출원가	37.6	30.9	39.7	24.4	25.2
매출총이익	28.1	19.8	19.6	16.5	16.2
판매관리비	15.0	11.8	11.2	11.9	11.0
영업이익	**13.1**	**8.0**	**8.4**	**4.6**	**5.2**
영업이익률	19.9	15.8	14.2	11.3	12.6
금융손익	1.5	1.8	1.3	1.2	1.6
종속/관계기업손익	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.8
세전계속사업이익	12.7	9.6	9.4	5.5	6.0
법인세비용	1.9	1.7	1.3	1.1	0.6
당기순이익	**10.8**	**7.9**	**8.1**	**4.4**	**5.3**
지배주주지분 순이익	10.8	7.9	8.1	4.4	5.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**32.7**	**-11.0**	**16.3**	**4.6**	**9.8**
당기순이익(손실)	10.8	7.9	8.1	4.4	5.3
유형자산상각비	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
무형자산상각비	1.0	0.3	0.4	0.5	0.7
운전자본의 증감	15.9	-19.9	5.8	-2.5	1.5
투자활동 현금흐름	**-7.3**	**2.0**	**-9.1**	**14.8**	**-13.6**
유형자산의증가(CAPEX)	6.1	2.7	0.7	0.5	0.4
투자자산의감소(증가)	1.8	-3.4	-0.7	-0.6	-1.6
재무활동 현금흐름	**0.1**	**-3.7**	**-3.4**	**-3.7**	**-2.8**
차입금의 증감	1.3	-1.4	0.2	-0.1	0.0
자본의 증가	0.2	0.8	-0.6	-0.6	0.1
현금의 증가(감소)	25.6	-12.7	3.8	15.7	-6.6
기초현금	12.9	38.5	25.8	29.6	45.3
기말현금	38.5	25.8	29.6	45.3	38.7

Balance Sheet

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	81.6	71.7	78.8	76.2	83.9
현금및현금성자산	38.5	25.8	29.6	45.3	38.7
매출채권	8.7	13.5	6.5	3.6	2.1
재고자산	0.2	0.0	0.5	0.0	0.0
비유동자산	45.4	43.6	40.9	39.8	35.2
유형자산	23.2	24.7	24.3	23.7	23.2
무형자산	8.8	8.7	7.4	7.4	4.9
투자자산	11.2	7.8	7.1	6.5	4.9
자산총계	**127.0**	**115.3**	**119.7**	**116.0**	**119.2**
유동부채	28.1	11.7	12.1	8.3	8.8
매입채무	26.3	11.3	11.5	7.8	8.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.9	3.6	3.0	2.5	2.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**30.9**	**15.3**	**15.1**	**10.7**	**11.3**
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	38.1	38.1	38.3	38.3	38.3
기타포괄이익누계액	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
이익잉여금	86.3	90.4	95.0	95.6	98.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**96.0**	**99.9**	**104.6**	**105.3**	**107.8**

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS	6,780	5,219	6,119	4,214	4,267
EPS(지배주주)	1,111	810	835	455	547
CFPS	1,992	1,413	1,446	984	1,151
EBITDAPS	1,583	985	1,027	638	713
BPS	9,895	10,299	10,782	10,851	11,114
DPS	650	600	660	500	580
배당수익률(%)	5.7	4.9	4.7	4.3	4.8
Valuation(Multiple)					
PER	10.3	15.2	16.8	25.3	22.0
PCR	5.7	8.7	9.7	11.7	10.5
PSR	1.7	2.4	2.3	2.7	2.8
PBR	1.2	1.2	1.3	1.1	1.1
EBITDA	15.4	9.6	10.0	6.2	6.9
EV/EBITDA	7.2	12.5	13.7	18.0	16.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	7.9	7.7	4.2	4.9
EBITDA 이익률	23.4	18.9	16.8	15.1	16.7
부채비율	32.2	15.3	14.4	10.2	10.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율(x)	4.6	4.6	5.9	8.1	14.7
재고자산회전율(x)	107.0	633.0	247.4	170.4	0.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

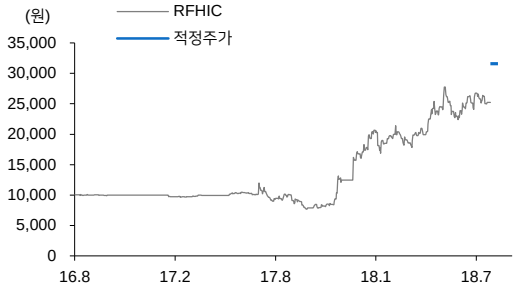
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

RFHIC (218410) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)	주가 및 적정주가 변동추이
2018.08.07	산업분석	Buy	32,000	정지수