

누리텔레콤 (040160)

BUY(Initiate)

주가(8/29) 10,650원
목표주가 17,000원

2017. 8. 30

2017년 하반기, 본격 성장의 초입

키움증권은 누리텔레콤의 강력한 하반기와 2018년 고성장을 전망한다. 하반기 소리아 프로젝트의 본격 매출 인식과 모임스톤의 연결 반영이 시작될 것이다. 2018년은 해외AMI 수주잔고의 이월물량이 실적 안정성을 담보하는 가운데 가나 등의 추가 수주가 기대되며, 국내는 마이크로그리드, 저압AMI, 계량기 사업의 확장이 전망된다. 나주산단으로의 공장 이전에 따른 지역제한입찰 수혜와 5년간의 법인세 면제 혜택을 고려하면 순이익 증가는 더욱 가파를 것이다. 강력매수를 권고한다.



스몰캡

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

키움증권

누리텔레콤(040160)



Stock Data

KOSPI (8/29)	653.96pt		
시가총액(억원)	1,284 억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	11,200 원	8,000 원	
최고/최저가 대비 등락율	-4.91%	33.13%	
수익률	절대	상대	
	1M	19.7%	19.5%
	6M	16.4%	9.0%
	1Y	6.0%	7.5%

Company Data

발행주식수(천주)	12,056 천주
일평균 거래량(3M)	196 천주
외국인 자본율	32.51%
배당수익률(17.E)	n/a
BPS(17.E)	5,042 원
주요 주주	1105354B.C 외 41.71%

Price Trend



연간 매출액 추이 및 전망 (연결기준)



Contents

Summary 3

- > 소리아프로젝트 하반기 매출 본격 반영 시작 전망 3
- > 국내 AMI 사업도 긍정적: 마이크로그리드, 저압AMI, 계량기 사업 3
- > 17년 강력한 상저하고, 5년간 법인세 면제, 2018년 고성장에 주목 3

I. 스마트그리드란 무엇인가? 4

- > 스마트그리드에 대한 이해 4
- > 스마트그리드 시장 현황 및 성장성 6

II. 경쟁력 8

- > 국내외 다양한 AMI (Advanced Metering Infrastructure) 구축 실적 8
- > AMI관련 토탈솔루션 보유 9
- > 세계 최초의 무선 선불식 AMI 시스템 구축 9

III. 투자포인트 10

- > 소리아프로젝트 하반기 매출 본격 반영 시작 전망 10
- > 국내 AMI 사업도 긍정적: 마이크로그리드, 저압AMI, 계량기 11
- > 2017년 강력한 상저하고, 5년간 법인세 면제, 2018년 고성장 12

VI. Valuation 14

- > 투자의견 BUY, 목표주가 17,000원 (상승여력 60%) 14

IV. Appendix 15

- > Apivio systems 인수에 따른 영향 15
- > 주요 자회사 소개 16

Compliance Notice

- 당사는 8월 29일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

Summary

>>> 소리아프로젝트 하반기 매출 본격 반영 시작 전망

키움증권은 노르웨이 소리아프로젝트의 본격적 매출 인식이 3분기부터 시작될 것으로 전망. 2분기 일부 인식 시작된 것으로 파악되며, 올해 320억원 수준의 매출 인식 예상. 소리아 프로젝트 매출 인식이 기존 대비 우호적으로 변경되었고, 2분기 말 별도기준 재고자산은 203억원 수준 (최근 2년 분기 평균 재고 30억원)이라는 점 감안하면 3Q 본격 인식 가시성 매우 높음. 공시로 확인되는 해외 수주 중 단기적으로 가시성이 낮다고 판단하는 남아공, 이라크를 제외한 노르웨이, 베트남 프로젝트의 수주잔고는 2분기 말 기준 746억원 수준. 베트남 프로젝트는 연내 모두 매출 인식될 것

>>> 국내 AMI 사업도 긍정적: 마이크로그리드, 저압AMI, 계량기 사업

국내 사업도 긍정적. 2016년까지 없던 저압AMI (Wi-Sun, LTE 등) 사업 시작되었고, 마이크로그리드 사업 역시 2016년 시작된 대구 스마트시티 사업이 지속되는 가운데 순천만/동신대학교 사업 등 추가. 또한 한전이 1,600억원 규모의 역대 최대규모의 스마트미터 입찰에 나서 하반기 출시 예정인 누리텔레콤의 자체 계량기 사업의 수해도 가능. 올해부터는 전력량계 품목에서도 지역제한입찰 제도가 도입되어 나주산단에 입주해 있는 누리텔레콤의 중장기 수주 기대

>>> 17년 강력한 상저하고, 5년간 법인세 면제, 2018년 고성장에 주목

누리텔레콤의 2017년 연결 실적은 매출액 1,104억원 (+115% YoY), 영업이익 94억원 (+20% YoY)으로 강력한 상저하고 예상. 이는 소리아프로젝트의 본격 반영 시작 효과와 모임스톤의 반기 연결효과. 2018년 고성장 가시성도 높다고 판단. 하반기 해외 추가수주가 없다는 극히 보수적 가정으로도 430억원 수준의 수주잔고가 2018년으로 이월될 것이며, 노르웨이 프로젝트의 납기일 감안하면, 추가 지연가능성 제한적. 또한 스마트그리드의 효용 (전력 사용의 효율화, 도전방지 등)을 고려하면 기 수주 국가인 가나, 베트남 등의 추가 수주 가시성도 높다고 판단, Apivio를 통한 북미 영업 강화 효과도 기대

국내 사업 역시 저압AMI, 마이크로그리드, 계량기 사업의 지속 성장 예상. 국내 AMI의 경우 여전히 초기 시장이며, 한전은 2017년 268만대, 2018년 400만대, 2019년 520만대, 2020년 550만대의 AMI를 보급할 계획. 2017년 하반기부터 본격적으로 이익을 내기 시작하는 구간에 진입한다는 점과 나주산단 공장 이전효과에 의한 5년간 법인세 면제 혜택 감안하면, 순이익 기준 성장은 더욱 두드러질 전망. 현주가 수준은 2018E 8X 수준에 불과. 본격 성장하는 초입에서 강력매수를 권고

투자지표	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액(억원)	389	584	513	1,104	1,477
영업이익(억원)	13	88	79	94	200
EBITDA(억원)	34	108	96	111	216
세전이익(억원)	17	46	60	66	177
순이익(억원)	15	44	65	58	156
지분법적용순이익(억원)	15	44	65	58	156
EPS(원)	124	368	538	483	1,295
증감율(%YoY)	-77.6	197.2	46.2	-10.3	168.1
PER(배)	37.6	37.2	16.7	22.0	8.2
PBR(배)	1.4	3.4	2.0	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	17.3	15.7	10.5	11.6	5.7
영업이익률(%)	3.3	15.0	15.3	8.5	13.5
ROE(%)	3.8	10.0	12.6	10.1	13.8

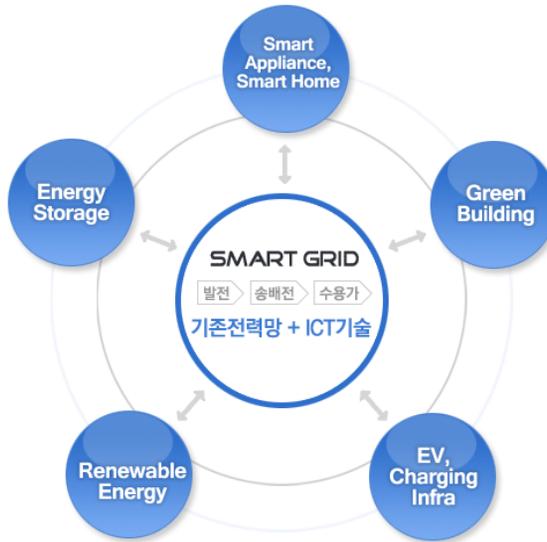
I. 스마트그리드란 무엇인가?

>>> 스마트그리드에 대한 이해

스마트그리드의 정의

스마트그리드란 기존 사업자 위주의 에너지 공급 방식 뿐 아니라 소비자 결정권을 반영해 효율적인 에너지 생산과 수송을 가능하게 하는 기술이다. 전력을 예로들면, 전력망에 정보통신기술을 적용해 전기 공급자와 사용자가 실시간으로 정보를 양방향으로 교환하는 등의 방법으로 전기를 공급함으로써 이용 효율을 극대화 할 수 있는 미래지향적 기술이다. 에너지의 이용효율을 극대화 한다는 측면에서 화석연료 고갈에 대비할 수 있고, 저탄소 녹색성장을 위한 인프라가 될 수 있다.

스마트그리드의 개념



자료: 한국스마트그리드협회, 키움증권

기존 전력망과 스마트그리드의 비교

	기존 전력망	스마트그리드
통신방식	단방향 비실시간	양방향 및 다양성 실시간
전력량 측정방식	전자기계적 미터링	디지털미터링 RTP 방식
운전방식	수동감시 정기적 유지보수	자동감시 상태 기반 유지보수
발전방식	집중식 형태	집중식 및 분산전원방식의 혼합형태
전력제어방식	제한적	자동화 광범위
신뢰성 비교	신뢰도 낮음 사고 파급 수동 대비	신뢰도 높음 자동복구 방식 자동 대비
장애복구 기능	수동	자가 복구기능

자료: 한국과학기술정보연구원, 키움증권

스마트그리드의 효용

스마트그리드의 구축을 통해 얻을 수 있는 효용은 에너지를 효율적으로 사용할 수 있다는 것이다. 공급자는 사용자의 에너지 사용량을 실시간으로 체크해 수요처별 사용량 데이터를 통해 효율적으로 수요를 파악할 수 있다. 또한 ToU (Time of Use), RTP (Real-time Pricing), CPP (Critical Peak Pricing) 등의 고도화 된 요금제를 지원할 수 있으며, 양방향 통신의 장점을 이용해 실시간 정전관리, 부하예상 및 제어, 에너지 품질 모니터링으로 효율적 전력 수급 계획을 세울 수 있다.

결국 에너지를 생산하기 위한 연료의 효율적 사용으로 이어질 수 있고, 생산시설의 합리적 이용 및 과도한 투자를 예방할 수 있다. 기후협약 이행 및 저탄소경제를 위한 신재생에너지 확산 트렌드에도 부합하는 기술이기 때문에 국가 별 확산 속도의 차이가 있을 뿐 글로벌 트렌드에 부합한다.

기존 전력망은 전력 부하율이 높아지면, 저렴한 연료인 원자력, 석탄화력 발전의 이용률이 높아지고 이에 따라 전력가격이 안정화되는 효과로 이어져 전력요금이 상승하지 않는 구조였다. 낮아진 전력 요금은 전력을 더 사용하게 만들고, 저렴한 연료를 더 사용하게 되는 악순환은 스마트그리드를 통해 해결될 수 있을 것이다.

스마트그리드를 위한 투자 비용은 발전기 건설의 회피로 절감되는 금액과 열효율 증가로 인한 연료비 절감 등의 방법으로 회수될 수 있고, 소비자들에게도 다양한 전기 소비 방식에 대한 선택권이 부여될 수 있다는 점에서 공급자, 소비자, 환경 등 사회 전체적으로 긍정적 효과를 가져올 수 있다고 판단한다.

스마트그리드 구축효과

편익	내용
발전소건설 회피편익	전력시스템의 최대부하가 줄어들게 됨으로써 발전소 건설을 회피할 수 있는 편익
송배전건설 회피편익	최대전력수요가 감소하면서 동시에 송배전설비의 건설수요가 감소함에 따라 발생하는 사회적 편익
에너지사용 회피편익	전기에너지 및 가스에너지비용 절감과 ESS 설치에 따른 에너지비용 절감
탄소배출 저감편익	전력 및 가스 소비 감소로 탄소배출 감소해 발생하는 사회적 편익
대기오염물질 저감편익	전력 및 가스소비의 감소로 대기환경 오염물질 배출 감소해 발생하는 사회적 편익
기타편익	검침비용 절감편익, 역률개선 편익, 전기차나 자동차가 이륜차 대체해 발생하는 사회적 편익

자료: 한국개발연구원, 기움증권

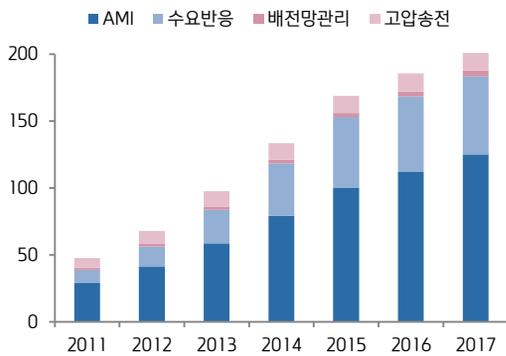
>>> 스마트그리드 시장 현황 및 성장성

글로벌 스마트그리드 시장은 2011년 289억 달러에서 2017년 1,252억 달러로 연평균 28% 성장할 것으로 전망된다. 스마트그리드의 효용과 현재 북미/유럽/아시아/아프리카 등 수 많은 스마트그리드 사업 또는 계획이 진행 중이라는 점을 고려하면 중장기적 성장 가시성이 매우 높다.

또한 현재 전체 계량기 중 스마트미터가 차지하는 비중이 10% 초반이라는 점을 고려하면, 스마트미터로의 대체 시장의 잠재 성장성도 높다고 판단한다. BNEF에 따르면 2020년까지 스마트미터 보급률은 유럽, 북미, 중동 등의 시장이 50~100%에 도달할 것으로 전망되고 있지만, 그 외 아시아, 아프리카 등의 지역은 여전히 낮은 보급률이 전망되기 때문에 신규 시장에 대한 성장성도 배제할 수 없다.

스마트그리드가 전 세계적으로 확산될 것이라고 판단하는 또 다른 이유는 선진국이든, 개발도상국이든 스마트그리드를 통한 각자의 니즈가 있다고 판단하기 때문이다. 선진국의 경우 에너지 시스템 효율 개선, 신재생에너지 기반의 발전 등을 위한 스마트그리드 투자, 개발도상국은 전력망 자체의 신뢰성 제고와 도전(전력절도)을 방지하기 위한 선불식 스마트그리드 시스템에 대한 수요가 바로 그것이다.

글로벌 스마트그리드 시장 규모



자료: Frost&Sullivan, 키움증권

2020년 스마트미터 보급률 전망



자료: BNEF, 키움증권

선진국 및 개발도상국의 스마트그리드 추진 동인

순위	개발도상국	선진국
1	전력망 신뢰성 확보	시스템 효율 개선
2	시스템 효율 개선	신재생에너지 기반 발전
3	전력사 수익보호	신제품, 서비스 또는 시장의 영향
4	신재생에너지 기반 발전	소비자 선택 및 참여
5	경제적 이점	전력망 신뢰성 개선
6	발전량 확보	자산 이용률 증가

자료: IEA, 키움증권

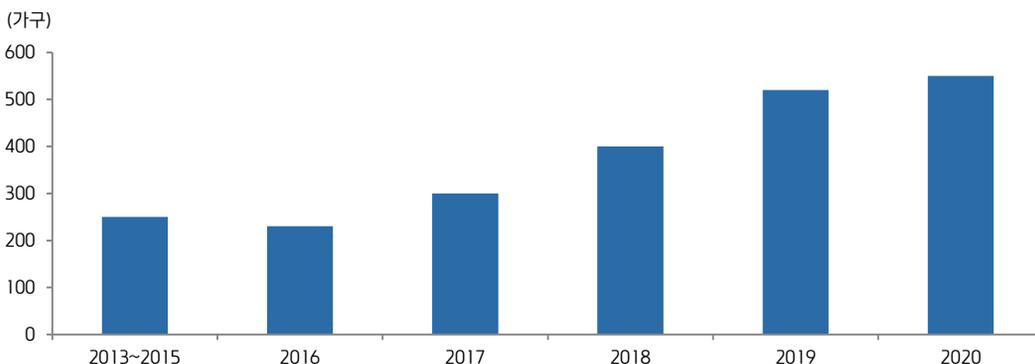
글로벌 스마트미터링 도입 현황 및 계획

지역	국가	추진현황
Europe	EU	20~20~20 (온실가스 배출량, 재생에너지 보급, 에너지효율) 2020년까지 스마트미터링 보급율 72% 목표 28개 회원국 중 16개국 스마트보급사업 진행 중
	UK	가정 3천만대, 소규모 사업장 2,300만대 스마트미터 설치 계획
	Italy	스마트미터 설치계획 발표 (2015년 11월) 2019년까지 3,200만대 설치 계획
	France	2016년 말까지 300만대 설치 계획
America	USA/Canada	미국, 캐나다 기설치 스마트미터 (전기, 가스) 약 7,000만대 북미투자 2017년부터 확대 전망 미국 20개 시, 스마트미터 도입률 25% 예상
	Brazil	2020년까지 총 31만대 이상의 스마트미터 설치 전망
	Mexico	2020년까지 전력공급 인프라 현대화 및 전력절도 해소위한 스마트미터 투자
Asia	Korea	산업부, 전기AMI 사업에 2조원 투자 (2016~2020) 전기 (1.5조원/2,250만호), 가스 (5천억원/1,600만호) 고압AMI 19만호 사업 추진 (도입률 100%), 전기 저압AMI 480만호 도입 (도입률 21%) 저압고객 2,250만호 중 480만호 도입
	Japan	2020년까지 도쿄전력 2,700만호 AMI시스템 도입 계획
	Iran	전기, 수도, 가스 약 1억가구 AMI 도입계획
Africa	S.Africa	시장규모 약 1,000~1,200만호 Smart Prepayment Vending Solution으로 전환계획 시장규모: 약 600만대 (단순 선불식미터 설치 가구) 사업대상: 40만호 (2020년까지)
	Ghana	ECG, 2020년까지 Smart Prepayment Meter 구축 시장규모: 1억2천3백만 달러 투자 사업대상: 50만가구

자료: 에너지경제연구원, 누리텔레콤, 키움증권

국내 역시 스마트그리드에 대한 투자가 지속 증가할 전망이다. 한국전력은 AMI 보급계획을 2016년 230만호에서, 2017년 300만호, 2018년 400만호, 2019년 520만호, 2020년 550만호로 잡고있기 때문이다. 이제 기계식 계량기가 실효년수 10년을 채우지 않았어도 전부 스마트미터로 바뀌고 있는 상황으로 현재 70%까지 스마트미터로 교체된 것으로 파악되지만, 계량기는 시간이 지날수록 지능화되어야 한다는 점을 고려해보면 교체수요는 지속 늘어날 수 있다.

한국전력 AMI 보급계획



자료: 언론보도, 키움증권

II. 경쟁력

>>> 국내외 다양한 AMI (Advanced Metering Infrastructure) 구축 실적

누리텔레콤은 1998년 국내 최초로 원격검침 시스템 (AMI)을 개발한 이후 다양한 국가에 AMI를 구축한 실적이 있다. AMI의 경쟁력은 각 지역별로 적합한 통신망을 이용해 성능을 최적화 하는데 있으며, 이 레퍼런스 자체가 진입장벽으로 작용한다. 전력, 가스 등 국가 기간망과 연관되어 있는 사업이기 때문에 각 지역 환경에 시스템을 최적화 시킨 경험 및 운영 경험이 매우 중요하다.

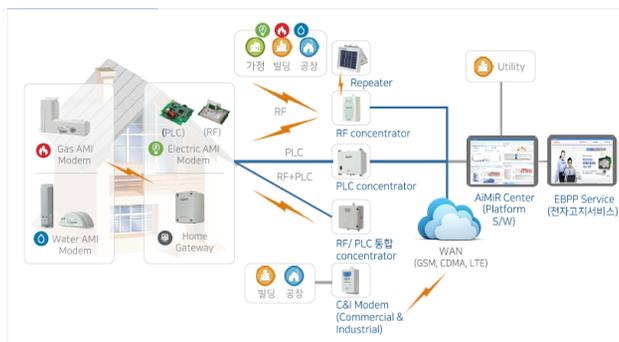
누리텔레콤은 2005년 이후 태국AMI 사업을 시작으로, 이후 스웨덴, 노르웨이, 남아공, 가나 등 다양한 국가의 AMI 사업을 수주해 사업을 진행 (누적 46개 해외전력사 148만호)해 오고 있다.

누리텔레콤의 국내외 주요 사업 실적

지역	수출국	사업구분	내용
유럽	노르웨이	본사업	전기/수도 Hafslund 4,500호 (2006) 전기 SORIA 741,874호 (2016~2019)
	스웨덴	본사업	전기/수도 Goteborg Energy 276,450호 (2007) 전기 Lerum Energy 15,000호 (2009)
아프리카	가나	시범사업	전기 ECG 시범 100호 (2013)
		본사업	전기 ECG 100,000호 (2013~2015) 전기 ECG 추가사업 27,000호 (2016)
	남아공	본사업	전기 Tshwane 4,000호 (2011) 전기 Lephalale 7,000호 (2013)
아시아	한국	본사업	전기 고압 한전 191,398호 (2000~2015) 전기 가정용 한전 90,000호 (2013) 전기 가정용 한전 가스/수도 등 65,000호 (2005~2009)
		태국	시범사업
	일본	본사업	지그비 통신모듈 (2007~2017)
	베트남	본사업	베트남 지역배전회사 95,000호 (2017)
중동	이라크	본사업	전기 MOE 110,000호 (2015~2016)
남미	아이티	시범사업	전기 100호 시범 (2014)

자료: 누리텔레콤, 키움증권

AMI 시스템 구성도 및 누리텔레콤의 유/무선 기술 보유 라인업



항목	HAN(Home Area Network)	NAN(Neighbor Area Network)	Backhaul Network
무선기술	2.4Ghz, 900Mhz, 800Mhz, 6LoWPAN etc. (SUN, ZigBee, M-Bus, Z-Wave)	2.4Ghz, 900Mhz, 800Mhz, 6LoWPAN etc. (SUN, ZigBee, M-Bus, Z-Wave)	CDMA, GPRS, GSM, LTE, Wi-Fi etc.
유선기술	PLC, M-Bus, RS-485, RS-232 etc.	PLC, Ethernet etc.(Fiber-Optic)	PLC, Ethernet etc. (Fiber-Optic, Coaxial)

자료: 누리텔레콤, 키움증권

>>> AMI관련 토탈솔루션 보유

스마트그리드 구현을 위한 핵심 인프라인 AMI는 전력량 계측을 위한 스마트미터, 데이터의 송수신을 위한 DCU (Data Concentration Unit: 집중기), 데이터의 관리/보관을 위한 MDMS (Meter Data Management System)로 구성된다. 누리텔레콤은 AMI 관련 모든 시스템 라인업을 보유하고 있으며 상대적으로 저마진 사업인 스마트미터의 경우 자체 모델에 LS산전, Kamstrup, Kaifa 등 해외 업체들의 계량기를 이용해 해외 사업을 진행하고 있다.

누리텔레콤의 AMI 시스템 제품 라인업

Smart Meter (국내향/해외향)	Modem (전기,수도,가스)		DCU (Data Concentrator Unit)		Smart Devices		Platform S/W
저압 전력량계 (DLMS)	전기저압 통신모뎀 (PLC)	전기저압통신 모뎀 (RF- ZigBee)	RF Concentrator	BPLC Concentrator	In Home Display	Appliance Control Device	Platform S/W
저압 전력량계 (E-type)	가스통신모뎀 (RFZigBee)	수도통신모뎀 (RF- ZigBee)	유/무선 Concentrator (RF+PLC+SubGiga)	집중기 (Outdoor)	Home Gateway	Home Metering Unit	전자고지 서비스 (EBPP)
GE Smart Meter	수도통신모뎀 (RFZigBee)	고압 CDMA 무선/열량계모뎀	중계기	중계기	Wearable Device	IoT GateWay	
Kamstrup Smart Meter	전기저압통신 모뎀 (LTE)	수도통신모뎀 (RF- ZigBee)	집중기 (Outdoor -PLC)				

자료: 누리텔레콤, 기움증권

>>> 세계 최초의 무선 선불식 AMI 시스템 구축

2013년 누리텔레콤은 세계 최초로 개발한 무선 선불식 AMI 시스템으로 가나 전력청 (ECG) 향 10만 호 사업을 수주했는데, 선불식 AMI를 통해 새로운 시장을 개척했다는 점에서 의미가 있다.

동상 아프리카 등의 개발도상국은 요금미납, 도전 등의 이슈로 전력 사용의 효율화를 달성하기 어렵고, 이에 따른 추가투자에 대한 부담이 있는데, 선불식 AMI 시스템은 이를 해결할 수 있게 하는 솔루션이기 때문이다. 누리텔레콤이 수주했던 가나, 남아공, 이라크 사업은 선불식AMI였으며, 가나의 경우 2013년 첫 사업 진행 이후 추가 수주가 이어지고 있다.

최초의 무선 선불식 AMI시스템을 개발한 업체이며, 새로운 시장을 개척한 이후 쌓은 레퍼런스는 선불식 AMI시스템 시장에서의 진입장벽으로 작용할 것으로 판단되기 때문에 누리텔레콤은 향후의 입찰 경쟁에서 우위를 점할 수 있을 것이라 판단한다.

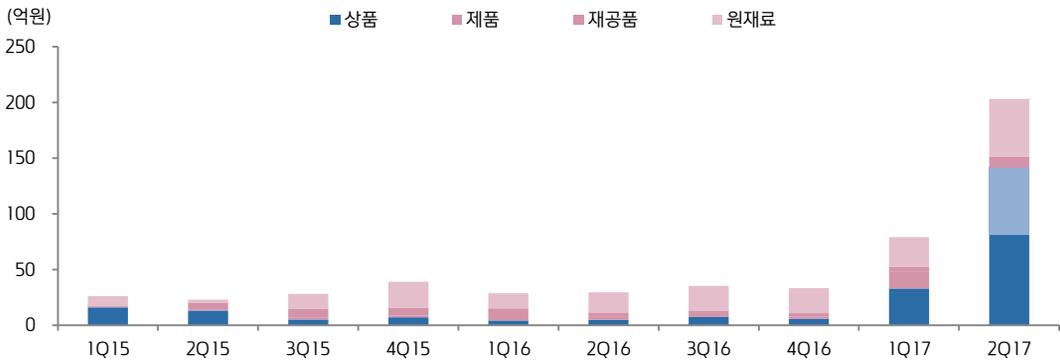
III. 투자포인트

>>> 소리아프로젝트 하반기 매출 본격 반영 시작 전망

키움증권은 그 동안 누리텔레콤의 주가 하락 및 실적 부진의 주 원인이었던 노르웨이 소리아 프로젝트의 본격적 매출인식이 3분기부터 시작될 것으로 전망한다. 이미 2분기에 65억원 수준의 인식이 시작된 것으로 추정되며, 남은 하반기에 250억원 수준의 매출인식이 가능할 것으로 전망된다.

2Q17 말 누리텔레콤의 재고자산의 장부가액은 203억원 수준으로 최근 2년간 분기 평균재고인 30억원 수준을 크게 웃돌고 있는 상황이며, 소리아프로젝트가 2019년 1월까지 모두 종료되어야 한다는 점과 누리텔레콤의 생산능력을 감안하면 추가 매출 인식 지연 가능성은 제한적이라고 판단하기 때문이다.

누리텔레콤 별도기준 재고자산 추이 (장부금액 기준)



자료: 전자공시, 키움증권

공시로 확인되는 해외 AMI 수주 중 단기적으로 매출인식 가시성이 낮다고 판단하는 남아공, 이라크를 제외한 노르웨이, 베트남 프로젝트의 수주잔고는 2Q17 말 기준 746억원 수준이며 베트남 프로젝트는 순조롭게 진행 중인 상태로 연내 모두 인식 가능할 것이다.

키움증권은 스마트그리드의 효용 (전력 사용의 효율화, 도전방지)을 고려하면 최소한 기 수주 국가인 가나, 베트남, 유럽 등의 추가 수주 가능성이 매우 높다고 판단한다. 만약 2017년 하반기 해외 추가수주가 없다는 극히 보수적인 가정으로도 430억원 수준 해외 AMI 수주잔고가 2018년으로 이월될 것이며, 해당 수주잔고의 전부가 2019년 1월까지 완료되어야 하는 소리아 프로젝트라는 점을 고려하면 2018년 매출 인식 지연에 따른 실적 부진 가능성은 제한적일 것이라 전망된다.

>>> 국내 AMI 사업도 긍정적: 마이크로그리드, 저압AMI, 계량기

누리텔레콤의 국내에서 진행하는 마이크로그리드, 저압AMI, 계량기 사업도 긍정적이다.

마이크로그리드 사업의 경우 2016년 대구시 스마트시티 사업 1개뿐이었지만 올해는 대구시 사업이 지속되는 가운데 순천만 국가정원 사업, 동신대학교 스마트캠퍼스 사업이 추가되면서 2016년 마이크로그리드 부문 50억원 수준의 매출액이 올해는 120억원 수준으로 크게 증가할 것으로 예상된다.

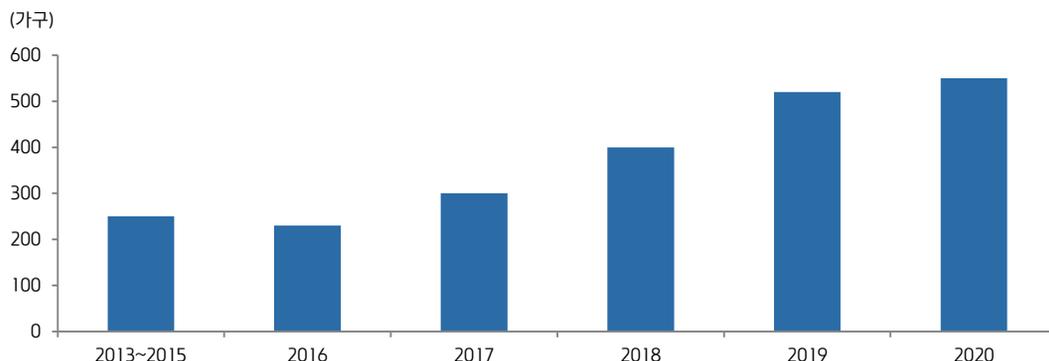
국내 AMI 사업의 포트폴리오도 추가될 것으로 예상된다. 3년만에 재개된 한전의 국내 AMI 구축 사업이 누리텔레콤의 주력인 무선방식이 아닌 PLC (유선 전력망 통신) 위주로 발주가 진행되면서 누리텔레콤의 국내 AMI 사업에 대한 시장의 우려가 많았지만 올해 처음으로 저압AMI (Wi-SUN, LTE 등) 매출이 기대되며, 중장기적으로 국내 AMI 시장 내 무선 비중도 증가할 것으로 전망된다.

또한 하반기 누리텔레콤의 자체계량기 출시에 따른 수혜도 기대된다. 올해 한전은 268만대 (총 1,600억원 수준) 규모의 역대 최대 스마트미터 입찰에 나선 상태다. 268만대 중 20% 수준인 53만대 (330억원 수준)은 지역제한입찰로 진행될 예정이다.

지역제한입찰은 한 업체가 최대 40%의 물량을 배정받을 수 있다는 점을 고려하면 지역제한입찰에 참여 가능한 7개 업체 중 최소 3개 업체가 수주 받을 수 있어 2016년 말 나주산단으로 이전한 누리텔레콤에도 올해 뿐 아니라 중장기적으로 기회가 있을 것으로 예상된다.

스마트미터 발주확대가 지속될 수 있다고 예상하는 이유는 과거의 기계식 계량기가 실효년수 10년과 관계없이 전부 스마트미터로 바뀌고 있는 상황이며, 중장기적으로 계량기는 점점 지능화되어야 하기 때문에 교체 수요가 늘어날 수 있다고 판단하기 때문이다.

한국전력 AMI 보급 추이 및 계획



자료: 언론보도, 키움증권

>>> 2017년 강력한 상저하고, 5년간 법인세 면제, 2018년 고성장

키움증권은 누리텔레콤의 2017년 실적을 매출액 1,104억원 (+115% YoY), 영업이익 94억원 (+20% YoY)으로 강력한 상저하고의 패턴을 예상한다. 이는 노르웨이 소리아프로젝트의 본격 매출 반영 시작과 모임스톤의 반기 연결효과 때문이다. 3분기 실적은 영업이익 59억원 (흑자전환 YoY)를 기록하면서 본격적으로 이익을 시현하는 구간에 진입할 것이며, 2018년 고성장 가시성도 높다.

2017년 하반기 해외AMI의 추가수주가 없다는 극히 보수적 가정으로도 430억원 수준의 수주잔고가 2018년으로 이월되면서 2018년 실적 안정성을 담보할 것이며, 2018년에는 모임스톤의 실적이 온기로 반영될 것이다. 스마트그리드의 효용가치 (전력 사용의 효율화, 도전방지 등)와 누리텔레콤의 레퍼런스를 고려하면 기 수주 국가인 가나, 베트남, 유럽 수주 가시성도 높다. 또한 Apivio의 해외 영업망을 통한 북미 및 해외 수주 활동 강화효과도 기대된다.

국내 사업 역시 저압AMI, 마이크로그리드, 계량기 사업을 통한 지속 성장이 예상된다. 한전은 2020년까지 총 1.3조원을 투자해 2,250만대의 AMI를 보급할 계획인 가운데 중장기적으로는 무선 비중의 상승이 예상되고, 하반기 자체 계량기 사업 시작을 통한 중장기적인 수혜가 기대되기 때문이다.

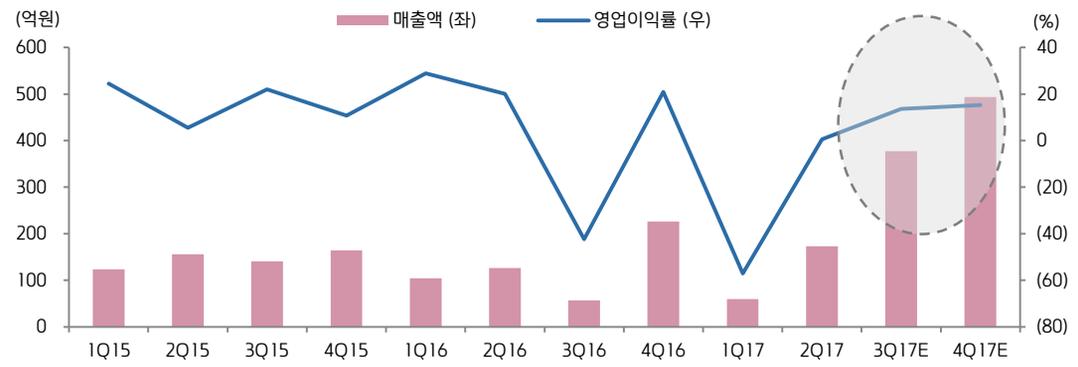
또한 당장 3분기부터 본격 이익을 내는 구간에 진입하고, 나주산단 공장 이전에 따른 지역제한입찰 수혜, 법인세 면제 혜택 감안하면 2017년 하반기 및 2018년의 누리텔레콤의 실적은 과거 실적 및 타 업체 대비 순이익 기준의 성장이 차별화 될 것으로 전망된다.

누리텔레콤의 연결기준 분기, 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	104.2	126.1	57.2	225.8	59.4	173.4	377.1	493.7	584.2	513.2	1,103.8	1,477.0
YoY %	-16%	-19%	-59%	38%	-43%	38%	559%	119%	50%	-12%	115%	34%
QoQ %	-36%	21%	-55%	295%	-74%	192%	117%	31%				
AMI 해외	46.9	47.2	12.9	55.9	12.8	111.1	140.0	205.0	226.8	162.8	468.9	505.0
AMI 국내	20.5	6.8	45.2	97.3	23.3	15.4	95.4	113.1	158.6	169.9	247.2	315.5
RFID	24.4	(6.6)	34.8	30.4	12.8	8.8	21.4	32.0	87.0	83.0	75.0	75.0
기타	4.7	11.3	12.3	32.0	2.2	30.7	11.1	11.4	60.0	60.3	55.5	50.0
연결법인	10.3	14.6	13.3	14.9	11.5	11.2	112.9	135.7	57.4	53.1	271.3	547.4
영업이익	30.1	25.4	(24.2)	47.4	(33.9)	0.9	51.6	75.7	87.7	78.6	94.3	199.5
YoY %					적전	-96%	흑전	60%	593%	-10%	20%	112%
QoQ %		-16%	적전	흑전	적전	흑전	5433%	47%				
지배순이익	25.3	21.4	(27.6)	45.8	(49.8)	8.7	49.7	49.7	44.2	64.9	58.3	155.7
영업이익률	29%	20%	-42%	21%	-57%	1%	14%	15%	15%	15%	9%	14%
지배순이익률	24%	17%	-48%	20%	-84%	5%	13%	10%	8%	13%	5%	11%

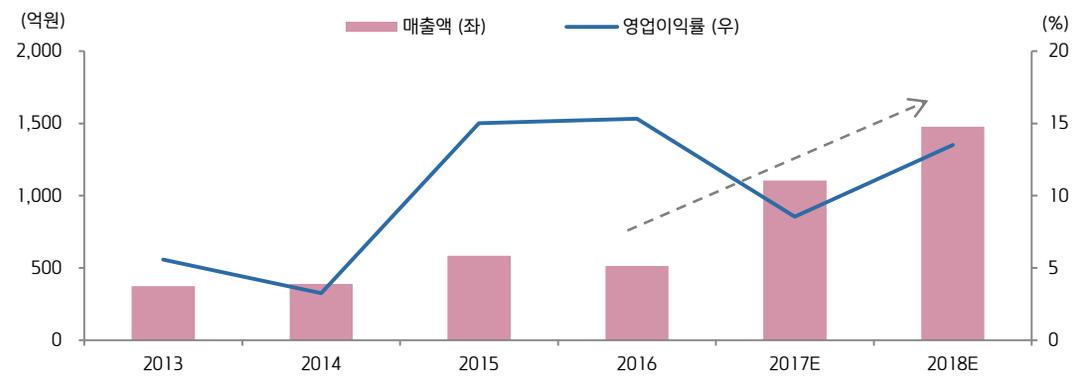
자료: 전자공시, 키움증권 추정

누리텔레콤 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

누리텔레콤 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

VI. Valuation

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 17,000원 (상승여력 60%)

키움증권은 누리텔레콤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 17,000원 (상승여력 60%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 17,000원은 2017E, 2018E 평균 EPS에 Target multiple 19X를 적용한 수치이다.

2013년 이후 누리텔레콤의 주가는 12M Fwd PER 7~31X 수준에 형성되어 왔는데,

- 1) 소리아프로젝트 매출 본격 반영에 의한 2017년 하반기 실적 모멘텀,
- 2) 가나, 베트남, 유럽 등 기 수주지역에서의 추가 발주 기대감,
- 3) 2016년 말 나주산단 이전에 따른 5년간 법인세 면제 효과에 따른 순이익을 증가,
- 4) 하반기 자체 계량기 사업을 통한 2020년까지의 한전 AMI 제한입찰경쟁 수혜에 대한 기대감,
- 5) Apivio의 해외 영업망을 통한 신시장 (북미 등) 개척 가능성 및 영업망 강화,
- 6) 2018년 고성장 (해외AMI 이월 수주잔고, 국내 성장, 모임스톤 운기반영 등)에 대한 높은 가시성을 고려하면,

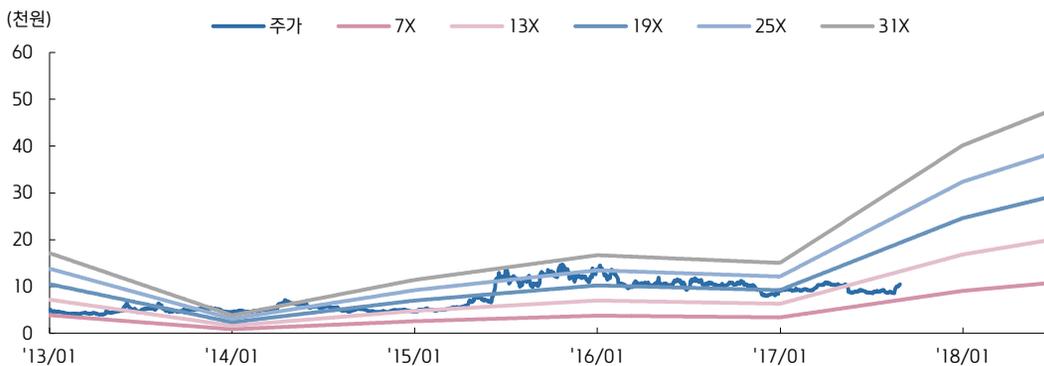
본격 성장하는 초입에서 12M Fwd PER Band 중단에 불과한 Target multiple인 PER 19X는 합리적인 수준이라고 판단하며, 현 주가 수준은 2018E PER 8X 수준에 불과하다. 강력매수를 권고한다.

목표주가 산정 요약

단위: 억원, X	2017E	2018E	비고
EPS	485	1,295	
Target PER	19.0	19.0	역사적 12M Fwd PER Band Chart 중단
	9,218	24,608	
적정주가	16,913	2017년, 2018년 적정주가의 평균	
목표주가	17,000		
현재주가	10,650		
Upside	60%		

자료: 키움증권 추정

누리텔레콤 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

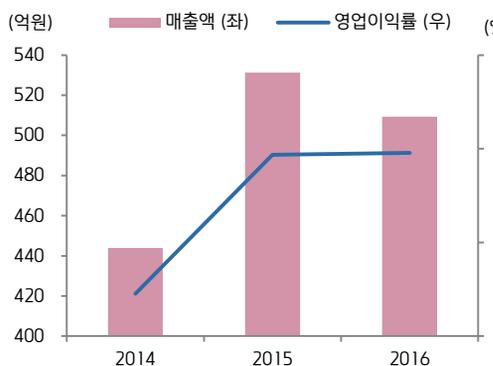
IV. Appendix

>>> Apivio systems 인수에 따른 영향

2017년 5월 누리텔레콤은 캐나다 상장법인 Apivio Systems (이하 Apivio)를 인수했다. 인수 목적은 Apivio의 해외 영업망을 활용한 북미 시장 진출 및 글로벌 영업 강화와 Apivio의 자회사인 모임스톤(유무선 VoIP 사업 등, 국내 이통 3사 향)과의 시너지 등이다. 누리텔레콤은 북미 레퍼런스가 없었기 때문에 캐나다 상장 업체 인수를 통한 인지도 상승과 해외 영업 강화가 가능할 전망이다. 모임스톤의 통신 관련 기술을 통해 AMI 기술력 강화 등 기존 누리텔레콤 사업부와의 시너지가 기대된다.

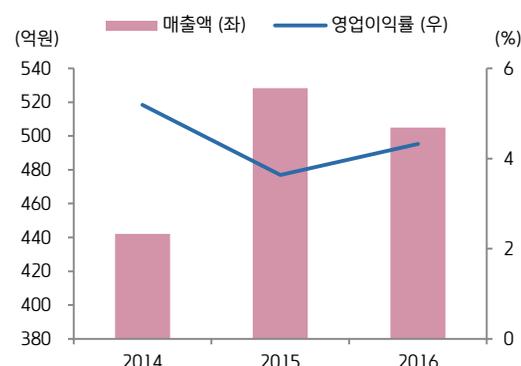
누리텔레콤은 Apivio 지분의 추가 매입으로 지분분산요건 미충족에 따라 캐나다 증시에서 상장폐지를 공시했으며, 2018년 상반기 중 캐나다 TSX 시장에 재상장을 추진할 계획이다.

Apivio systems의 연간 실적 추이 (연결기준)



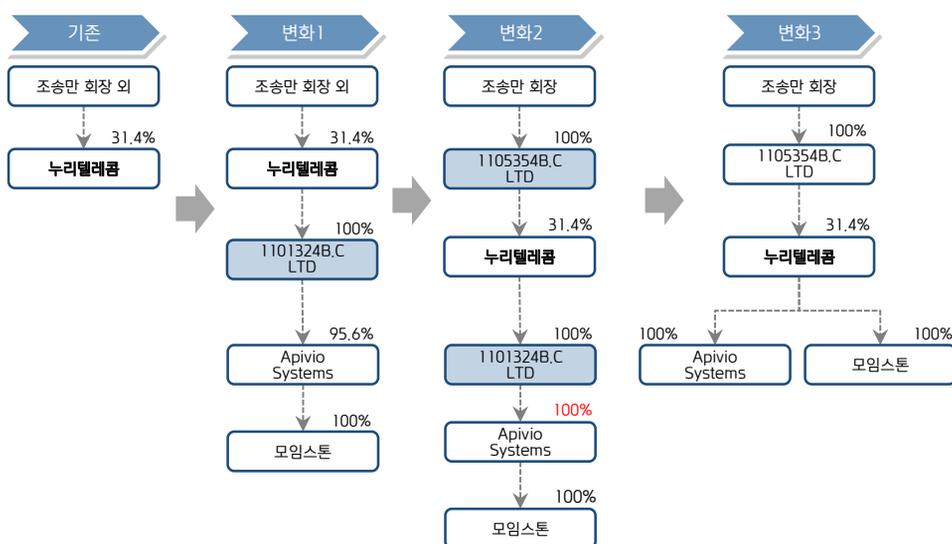
자료: Bloomberg, 키움증권
주: 모임스톤 100% 연결 반영 후 기준

모임스톤 (기존 Apivio의 100% 자회사) 실적 추이



자료: 전자공시, 키움증권

누리텔레콤 지배구조의 변화 (Apivio Systems 인수부터)



자료: 전자공시, 키움증권
주: 기존 누리텔레콤의 자회사 및 연결법인 제외

누리텔레콤의 Apivio Systems 인수 과정 및 이벤트

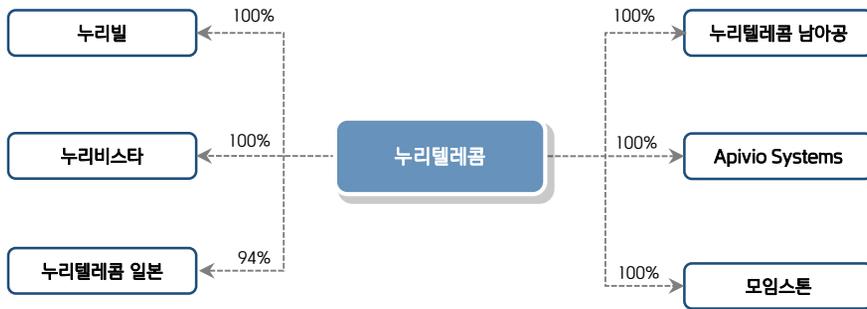
일시	내용
2017-04-25	전환사채 발행 (100억원 규모, 표면이자율 0%)
2017-05-04	Apivio Systems (이하 Apivio) 인수를 위해 SPC 설립 (1101324 B.C LTD)
2017-05-17	Apivio 공개매수 완료 (지분율 95.6%)
2017-08-15	Apivio 추가 지분매입 (지분율 100%)
2017-08-16	Apivio 캐나다 증시 상장폐지 (지분분산요건 미충족)
2017-08-25	1101324 B.C LTD와 Apivio 합병 (합병대가로 누리텔레콤에게 Apivio 신주 23,590,100주 지급) 누리텔레콤의 모임스톤 (Apivio의 기존 자회사) 주식 100% 양수 Apivio (합병 후 신설법인) 유상감자 (감자비용 99.99%)

* 감자 후 누리텔레콤에 지급할 유상감자 대금과 모임스톤 주식 양도대금 상계처리

자료: 전자공시, 키움증권

>>> 주요 자회사 소개

누리텔레콤 주요계열사 지분현황



자료: 전자공시, 키움증권

누리빌 (100% 자회사)

인터넷/모바일 전자고지 서비스 사업. 국내 EBPP (Electric Bill Presentment and Payment, 전자 대금 고지 및 납부 서비스) 국내 1위. 250만호 대상 전기/가스 EBPP 서비스 중 2016년 매출액 25억원, 순이익 -2억원 기록

누리비스타 (100% 자회사)

나노소재 사업. 나노소재 활용해 개발한 MLCC용 니켈페이스트 사업 진행. 2016년 매출액 8억원, 순이익 -12억원 기록

누리텔레콤 일본 (94%), 남아공 (100%)

누리텔레콤 일본과 남아공은 해외 AMI 영업법인. 일본은 2016년 매출액 7억원, 순이익 -0.1억원, 남아공은 매출액 1.7억원, 순이익 0.3억원 기록

Apivio, 모임스톤 (100% 자회사)

모임스톤은 유무선 VoIP 전화기 사업. 국내 이동통신 3사향 매출액 95%. 2016년 매출액 505억원, 영업이익 22억원, 순이익 12억원 기록. Apivio는 과거 모임스톤을 100% 지배하던 지주회사. 모임스톤 연결 반영 당시 2016년 매출액 509억원, 영업이익 10억원, 순이익 8억원 기록

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	584	513	1,104	1,477	1,699
매출원가	331	270	649	842	951
매출총이익	253	243	455	635	747
판매비및일반관리비	165	164	361	436	498
영업이익(보고)	88	79	94	200	249
영업이익(핵심)	88	79	94	200	249
영업외손익	-42	-19	-28	-23	-4
이자수익	2	1	1	1	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	14	15	7	7	4
이자비용	5	3	4	4	4
외환손실	3	7	12	7	8
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타	-4	-1	0	0	0
기타	-45	-23	-21	-20	2
법인세차감전이익	46	60	66	177	245
법인세비용	2	-5	8	20	28
유효법인세율 (%)	3.8%	-8.4%	11.6%	11.6%	11.6%
당기순이익	44	65	58	156	217
지배주주지분순이익(억원)	44	65	58	156	216
EBITDA	108	96	111	216	266
현금순이익(Cash Earnings)	64	82	75	173	234
수정당기순이익	48	66	58	156	217
증감률(% YoY)					
매출액	50.4	-12.1	115.1	33.8	15.0
영업이익(보고)	592.5	-10.3	20.0	111.5	25.0
영업이익(핵심)	592.5	-10.3	20.0	111.5	25.0
EBITDA	220.9	-11.0	15.4	95.3	23.2
지배주주 당기순이익	197.2	46.2	-10.3	168.1	38.6
EPS	197.2	46.2	-10.3	168.1	38.6
수정순이익	172.2	38.0	-12.1	168.1	38.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-12	173	-15	141	201
당기순이익	44	65	58	156	217
감가상각비	13	12	11	12	13
무형자산상각비	8	5	5	5	4
외환손익	-4	-8	5	1	4
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-130	89	-90	-31	-33
기타	57	10	-5	-1	-4
투자활동현금흐름	-56	-88	-97	-115	-179
투자자산의 처분	-1	-26	-46	-29	-17
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-4	-23	-23	-23	-23
무형자산의 처분	-46	-38	0	0	0
기타	-5	-1	-29	-63	-139
재무활동현금흐름	-12	43	0	0	0
단기차입금의 증가	-16	27	1	0	0
장기차입금의 증가	-45	0	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	49	16	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-80	133	-112	26	22
기초현금및현금성자산	137	57	190	78	104
기말현금및현금성자산	57	190	78	104	126
Gross Cash Flow	118	84	75	173	234
Op Free Cash Flow	-75	130	-13	139	182

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	337	435	581	746	864
현금및현금성자산	57	190	78	104	126
유동금융자산	6	31	66	89	102
매출채권및유동채권	233	178	368	462	531
재고자산	42	36	69	91	105
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	351	380	437	521	673
장기매출채권및기타	9	10	22	29	33
투자자산	49	50	60	67	70
유형자산	202	210	221	232	243
무형자산	80	86	81	76	72
기타비유동자산	11	24	53	117	255
자산총계	688	815	1,018	1,266	1,537
유동부채	195	260	400	488	540
매입채무및기타유동채무	70	119	255	341	393
단기차입금	112	139	140	140	140
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	-1
기타유동부채	13	3	6	7	8
비유동부채	8	5	10	14	16
장기매입채무및비유동채무	8	5	10	14	16
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	203	265	410	502	556
자본금	60	60	60	60	60
주식발행초과금	317	317	317	317	317
이익잉여금	54	119	177	334	550
기타자본	53	53	53	53	53
지배주주지분자본총계	484	550	608	764	980
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	484	550	608	764	981
순차입금	50	-82	-5	-54	-89
총차입금	112	139	139	139	139

투자지표

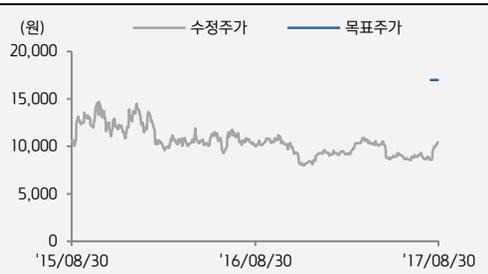
(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	368	538	483	1,295	1,795
BPS	4,016	4,559	5,042	6,337	8,133
주당EBITDA	895	796	918	1,794	2,210
CFPS	534	682	619	1,434	1,938
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	37.2	16.7	22.0	8.2	5.9
PBR	3.4	2.0	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	15.7	10.5	11.6	5.7	4.5
PCFR	25.7	13.2	17.2	7.4	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.0	15.3	8.5	13.5	14.7
영업이익률(핵심)	15.0	15.3	8.5	13.5	14.7
EBITDA margin	18.5	18.7	10.0	14.6	15.7
순이익률	7.6	12.7	5.3	10.6	12.7
자기자본이익률(ROE)	10.0	12.6	10.1	22.8	24.8
투자자본이익률(ROIC)	19.7	19.7	18.9	34.7	40.4
안정성(%)					
부채비율	42.0	48.2	67.5	65.7	56.7
순차입금비율	10.2	-14.9	-0.8	-7.0	-9.1
이자보상배율(배)	16.9	26.2	24.2	51.2	64.0
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	2.5	4.0	3.6	3.4
재고자산회전율	17.2	13.3	21.1	18.4	17.3
매입채무회전율	9.1	5.4	5.9	5.0	4.6

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
누리텔레콤 (040160)	2017/08/30	BUY(Initiate)	17,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%