

20180205

SK INDUSTRY ANALYSIS

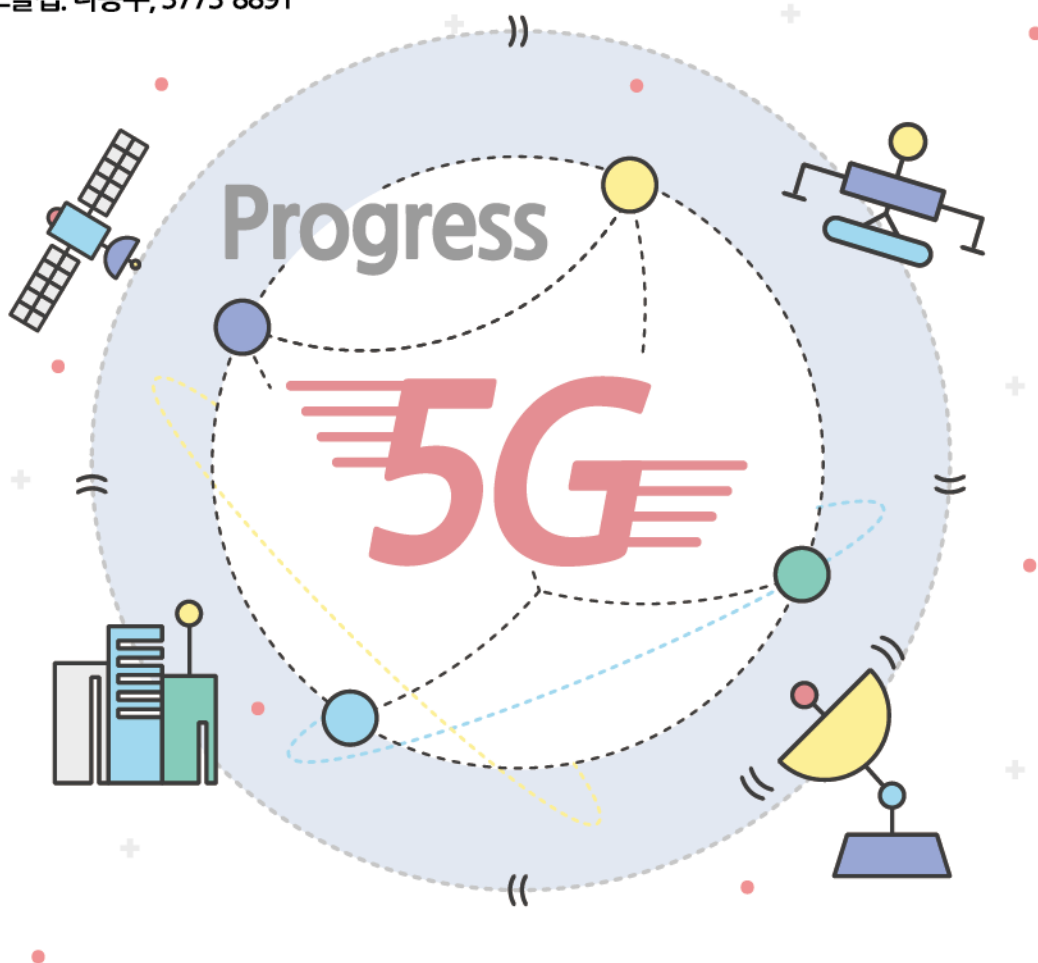
통신서비스

5G 바로 알기: 통신장비 편

통신·지주·인터넷·게임, 최관순, 3773-8812

기계·스몰캡, 이지훈, 3773-8880

스몰캡, 나승두, 3773-8891



SK INDUSTRY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

통신서비스/통신장비

5G 바로알기: 통신장비 편

5G 선점을 위한 국가간 경쟁이 치열해 지는 가운데 우리나라는 2018년 6월 5G 주파수 경매 이후 본격적인 통신장비 업체의 수혜가 예상됨. 5G 주파수 특성상 통신사의 5G 투자는 커버리지 확대 및 빠른 전송속도 구현에 집중될 것으로 예상. 연초 대비 관련 통신장비 업체는 높은 주가 상승률을 기록했으나 2018년 연중 5G에 대한 관심과 조가 예상되고 실적개선의 초기단계라는 측면에서 지속적인 관심이 필요하다고 판단.

미룰 수 없는 5G 투자

5G 기술 선점을 위한 글로벌 경쟁이 치열하다. 5G는 이종산업과의 융합을 통해 국가경쟁력 제고를 위한 필수요소이기 때문이다. 미국, 중국, 일본 등 이미 글로벌 5G 주도권 확보를 위한 국가차원의 경쟁은 시작되었다. 우리나라도 2018년 6월 5G 용 주파수 경매, 2019년 3월 5G 조기상용화를 확정하였다. 5G 투자는 더 이상 미룰 수 없는데, 5G 용 주파수의 특성상 통신사업자의 5G 투자는 커버리지 확대에 집중될 것이다. 대용량의 데이터 처리를 위해 안테나 수요가 증가할 것이며, 전파의 짧은 도달거리로 인해 스몰셀이 대거 활용될 전망이다. 또한 낮은 회절각도로 인해 중계기 수요 증가도 예상된다.

5G 투자수혜 1: 텔코웨어, 삼지전자, 이노와이어리스, 에이스테크

정부의 적극적인 선행기술 지원과 업체들의 투자에 힘입어 장비업체들의 수혜가 예상된다. 텔코웨어(078000)는 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화되고 있다. 7백억원에 달하는 순현금, 보유 자사주 지분을 42%, 배당 수익률이 5년 연속 4%를 상회한다. 삼지전자(037460)는 자체사업의 회복과 자회사 보유지분 가치가 부각되면서 연초 이후 주가가 78%상승하였다. 실적개선이 초기 국면인 만큼 추가적인 상승세는 이어질 것이다. 이노와이어리스(073490)는 스몰셀이 성장의 원동력, 에이스테크(088800)는 안테나가 실적 호조를 주도할 것이다.

5G 투자수혜 2: 대한광통신, 이노인스트루먼트, 서진시스템, RFHIC

광섬유/광케이블의 수요는 올해도 꾸준히 늘어날 전망이다. 5G 시대를 맞아 기존 통신사들이 투자를 늘리는 것은 물론, 인터넷 콘텐츠 기업들의 독자적인 통신 인프라 구축도 진행되기 때문이다. 특히 광섬유의 Shortage 현상은 쉽게 해소되지 않을 것으로 예상됨에 따라 대한광통신(010170)에 대한 관심은 여전히 유효하다. 또 광케이블 신규 포설 및 유지/보수에 사용되는 광섬유 용착접속기를 만드는 이노인스트루먼트(215790)도 가시적인 성과를 낼 수 있을 것으로 판단된다. 서진시스템(178320)은 통신 장비를 비롯하여 모바일/반도체/ESS 등 각 산업부문별 전방산업이 호황기에 접어들어 따라 고른 성장이 예상된다. RFHIC(218410)는 5G 도입과 함께 고주파수 대역 사용이 불가피한 상황에서, GaN 소재 사용 증가로 인한 수혜가 예상된다.

Contents

1. 5G 주도권 확보를 위한 글로벌 경쟁	3
2. 미룰 수 없는 5G 투자.	5
3. 통신사 CAPEX 증가	7
4. 5G 에 필요한 투자지출	8
개별기업 분석	13
텔코웨어	
대한광통신	
이노인스트루먼트	
서진시스템	
삼지전자	
이노인스트루먼트	
RFHIC	
에이스테크	

Compliance Notice

- 작성자(최관순 이지훈 나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

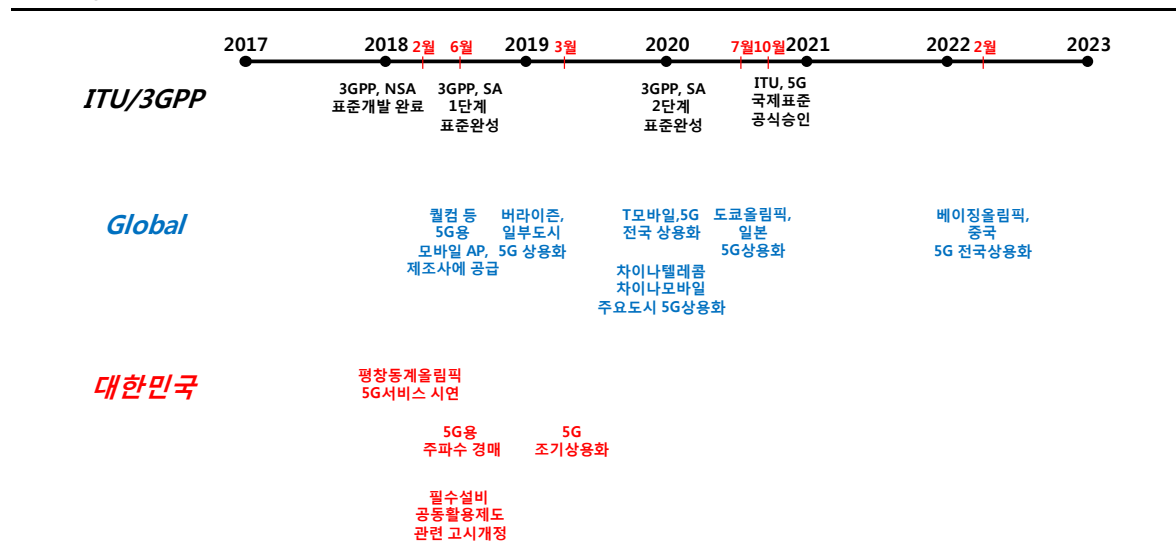
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 2 월 5 일 기준)

매수	89.66%	중립	10.34%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

1. 5G 주도권 확보를 위한 글로벌 경쟁

지난 1월 9일 미국 Las Vegas에서 개최된 CES 2018의 슬로건은 “The Future of Smart Cities”로 스마트 시티의 핵심기술인 AI와 5G가 가장 높은 관심을 받았다. 2월 26일 개최되는 MWC 2018의 슬로건은 “Creating a Better Future”로 5G는 CES 2018에 이어 MWC2018에서도 가장 주목 받는 기술이 될 것이다. 이에 앞서 1월 31일부터 차기 ITU(International Telecommunication Union) 회의가 서울에서 열리고 있으며, 2월 9일에는 평창에서 동계올림픽이 개최되는데 5G 서비스가 세계 최초로 구현될 예정이다. 6월에는 3GPP(3rd Generation Partnership Project)에서 1차 5G 기술표준이 완성되며, 직후 국내에서 5G 용 주파수 경매가 실시될 예정이다. 2018년 연중 5G에 기대감이 고조될 것으로 예상된다.

5G 관련 주요 일정



자료: SK 증권

3GPP는 지난 12월 5G 상용화를 위한 NSA(Non-StandAlone) 표준을 승인하였다. NSA는 LTE 코어망에 가상화 기술을 이용하여 LTE와 5G 기지국을 동시에 연결하게 한다. 즉, 완전한 5G 상용화 이전 LTE 망을 활용하는 것이다. NSA 승인 과정에서 5G 서비스를 위해 기존 LTE 주파수뿐 아니라, 3.5GHz 등 신규대역 발굴과 24GHz 이상의 초고주파 대역을 새롭게 도입하였다. 이를 기반으로 관련 장비 개발이 진행 중에 있으며, 향후 2018년 6월 LTE 망을 이용하지 않고 5G 코어망으로 이동성 관리를 하는 SA(StandAlone) 표준을 완료할 예정이다. 이를 기반으로 ITU는 2020년 10월 5G 국제표준을 최종 승인할 예정이다.

3GPP의 5G SA(좌)와 NSA(우) 비교



자료 TTA

5G 표준화 일정이 순조롭게 진행되는 가운데 국가별로도 5G 로드맵이 확정되고 있다. 중국은 2018 년 대규모 테스트, 2019 년 5G 네트워크 구축, 2020 년 5G 상용화를 준비하고 있는데, 3 대 통신사와 통신장비업체의 협력을 통해 다양한 5G 네트워크 테스트를 진행 중에 있다. 특히 화웨이, ZTE 등 중국 민간 장비업체가 적극적으로 참여하고 있다. 일본도 총무성 주도로 2020 년 도쿄올림픽을 5G 상용화 시점으로 잡고 있는데, 5G 비즈니스 모델 개발과 생태계 조성에 초점을 맞추고 있다. 미국은 FCC(Federal Communications Commission)가 주도하는 가운데 세계 최초로 고대역 주파수 대역을 5G 주파수로 확정하였다. 특히 망중립성 폐지를 확정하며, 정부차원에서 통신서비스 업체 CAPEX 부담을 경감시켜 줄 것으로 기대된다. 미국 최대 가입자를 보유하고 있는 Verizon 은 2018 년 말까지 일부 도시에서 5G 상용화 서비스를 계획하고 있다.

우리나라도 5G 주도권 확보를 위해 노력하고 있다. KT 는 2018 년 2 월 개최될 평창동계올림픽을 통해 평창과 강릉지역에서 28GHz 를 활용한 5G 서비스를 선보일 예정이다. 2018 년 6 월에는 5G 용 주파수 경매가 예정되어 있는데, 28GHz 의 1GHz 와 3.5GHz 의 300MHz 대역의 경매가 확정된 상태이다. 5G 용 주파수 경매가 완료된 이후 2019 년 3 월 5G 를 조기 상용화할 예정이며, 2022 년까지 전국망 구축을 완료할 예정이다. 5G 시장 선점을 위해 필수설비 공용화를 추진하고 있는 등 정부차원의 노력도 지속되고 있다.

2. 미룰 수 없는 5G 투자

우리나라를 비롯한 각 국가는 정부 차원에서 5G 투자에 대해 적극적이다. 그 이유는 5G가 4차 산업혁명의 필수요소로서 타산업과의 융합을 통해 신규 부가가치를 창출할 수 있기 때문이다. 5G가 응용될 수 있는 분야는 자율주행자동차, 스마트팩토리, 스마트그리드 등 매우 다양하다. 미래시대 국가 경쟁력 제고를 위해 5G는 핵심 기술이 될 것이며, 5G 에코시스템 선점을 위한 국가 차원의 경쟁은 계속될 전망이다.

5G가 활용될 수 있는 분야 중 가장 잠재력이 높은 분야는 자율주행자동차이다. 자율주행자동차는 0단계 위험경고, 1단계 선택적 능동제어, 2단계 통합 능동제어, 3단계 제한적 자율주행, 4단계 완전 자율주행의 추진체계로 나눌 수 있는데, 전송지연 1ms, 이동속도 500km/h 등 5G를 통해야만 완성될 수 있을 전망이다. 자율주행자동차는 단순 주행뿐 아니라 차량유지 보수를 비롯하여 다양한 서비스가 구현되며 인포테인먼트 서비스, 보험 등 다양한 콘텐츠가 융합될 것이다. 즉 관련 산업에 미치는 파급력이 막대하다. CES2018에서 Intel의 CEO Brian Matthew Krzanich에 따르면 자율주행차는 하루에 4TB의 데이터를 생성할 것으로 예측했다. 이는 한달 7GB를 사용하는 LTE 가입자 17,000명의 데이터 사용량보다도 많은 데이터 사용량이다. 특히 안전성 측면에서 5G는 자율주행의 필수요소인데, LTE의 10ms(0.01초) 전송지연이면 시속 100km/h의 속도로 주행 시 28cm 가량 더 주행하게 되는데 반해 5G의 1ms(0.001초) 전송지연이면 100km/h 기준 2.8cm만 더 주행하면 된다.

SK 텔레콤의 자율주행차



자료 언론자료

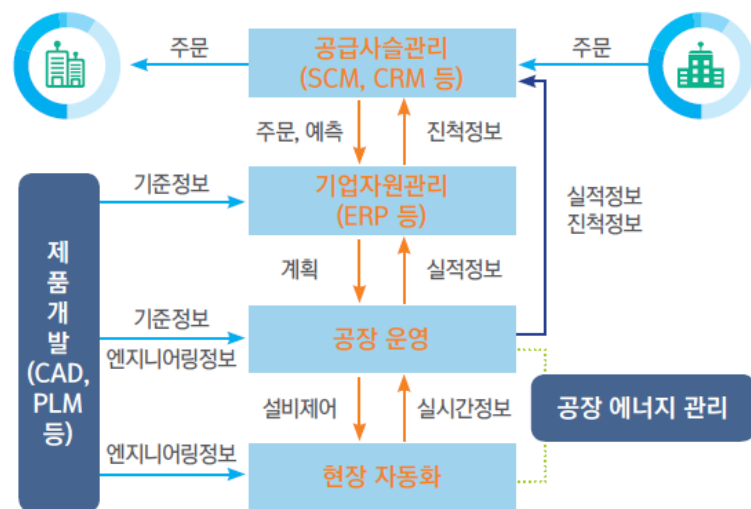
현대차의 자율주행차



자료 언론자료

스마트팩토리 구축을 통해 5G 는 제조업에도 변화를 가져올 것이다. 스마트팩토리란 기획·설계, 생산, 유통/판매 등 전 과정을 IoT, AI, 빅데이터 등으로 통합하여 자동화 및 디지털화를 구현하는 것이다. 2016 년 말까지 구축완료된 1,661 개사의 구축 전후 성과를 비교한 결과 생산성은 23% 상승, 불량률 46% 감소, 원가 16% 절감, 납기 35%가 단축된 것으로 조사되었다. 5G 가 스마트팩토리에 활용된다면 데이터의 처리속도 증가 및 연결기기수 확대로 LTE 대비 훨씬 높은 효율성을 달성할 수 있을 것이다.

스마트공장 적용범위



자료: 산업통상자원부

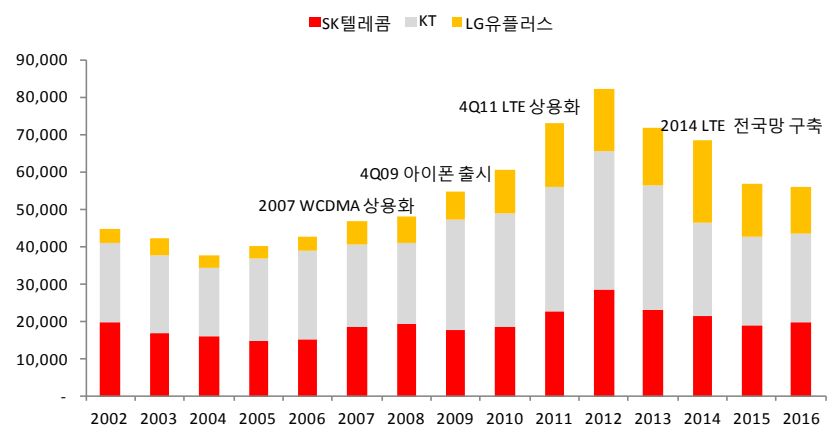
에너지 문제의 해결도 5G 로 가능하다. 전력의 제어부터 전력데이터 분석이 가능한 스마트그리드 부문에서 5G 는 필수적이다. 대표적으로 IoT 를 통한 효율적인 전력망 관리시스템은 5G 기반 스마트그리드 적용사례이다. 또한 데이터가 폭발적으로 증가함에 따른 전력 효율화 문제도 5G 로 해결할 수 있다. 에너지 문제는 최근 통신업계에서 중요한 문제로 부각되고 있는데 데이터 처리에 따른 에너지 소모가 빅데이터 시대의 걸림돌이 될 수 있기 때문이다. 5G 는 LTE 대비 에너지 효율이 100 배 증가하기 때문에 대용량의 데이터를 처리하는 과정에서 발생하는 에너지 소모를 최소화할 수 있다.

3. 통신사 CAPEX 증가

2000년대 중반까지 통신 3사의 합산 CAPEX는 안정적으로 4조원 내외에서 집행되었다. 하지만 2007년 WCDMA 상용화와 2009년 아이폰 출시에 따른 데이터 사용량 증가, 2011년 LTE 상용화를 거치며 2012년에 통신 3사 CAPEX 규모는 8조원을 넘어섰다. 2014년 LTE 전국망 완성 이후 CAPEX는 안정화 단계로 접어들며 5조원대로 회복하게 되었다. 2018년부터 CAPEX는 다시 증가할 것으로 예상하는데 2018년 6월 5G 용 주파수 경매가 있기 때문이다. 주파수 경매 이후 즉각적인 투자지출이 시작될 것이다. 2019년 5G 상용화 서비스가 시작된 이후에도 2022년 전국망 완성까지 통신사의 CAPEX 부담 증가는 불가피할 전망이다. 특히 세계최초 5G 상용화를 위해 2018년과 2019년 CAPEX 지출이 집중될 것이다. 회절각도가 작고, 도달거리가 짧은 5G 용 고대역 주파수의 특성상 통신사의 CAPEX는 기지국, 중계기, 스몰셀 등 커버리지 확대에 집중될 것이다.

통신 3사 CAPEX 추이

(단위: 억원)



자료 각 사

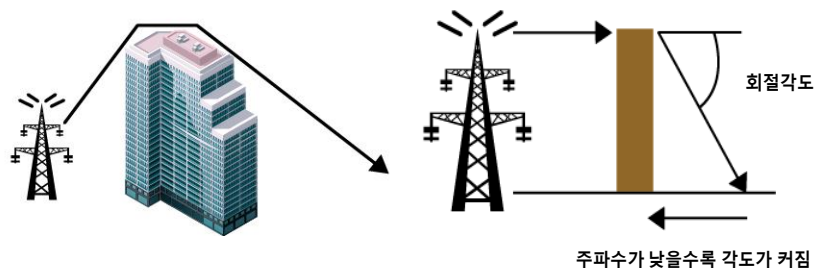
4. 5G 에 필요한 투자지출

(1) 5G 용 주파수의 특징

2018 년 6 월 5G 용 주파수 경매가 진행될 예정이다. 현재 5G 용으로 경매가 확정된 주파수 대역은 28GHz 대역 1GHz 와 3.5GHz 대역 300MHz 이다. 추가적으로 27GHz 와 29GHz 대역도 5G 용으로 경매가 진행될 가능성이 높다. 기존 LTE 의 주력 주파수는 1.8GHz, 2.1GHz, 2.6GHz 등으로 이보다 고대역의 주파수가 5G 용으로 사용될 예정이다. 5G 에서 고대역의 주파수가 필요한 것은 대용량의 데이터가 발생하기 때문이다. 고대역의 주파수는 저대역 주파수 대비 많은 데이터를 처리할 수 있다. 또한 1GHz 이상의 넓은 대역의 주파수를 통해 빠른 전송속도를 구현할 수 있다. 전송 속도는 주파수 대역폭과 비례한다.

하지만 고대역의 주파수는 대용량의 데이터 처리에 적합함에도 불구하고, 전파의 도달 거리가 짧고, 회절각도가 작아 음영지역이 생기는 단점이 발생한다. 그리고 이를 보완하기 위해서는 LTE 대비 촘촘한 기지국 건설이 불가피한 상황이다. 통신서비스 업체의 CAPEX 부담요인이다. 실제 SK 텔레콤은 LTE 전국망 구축까지 8 조원 가량의 CAPEX 를 투자한 것으로 알려졌는데, 5G 의 경우 10 조원 이상이 소요될 것으로 예상된다. 5G 의 경우 2022 년 전국망 구축이 완료될 것으로 예상되어 5 년 가량 CAPEX 지출이 필요할 것으로 예상된다. 사업자 당 5G 구축을 위해서 20% 내외의 CAPEX 증가가 불가피하다. 하지만 전국망 구축까지 LTE 대비 긴 시간이 소요될 것으로 예상되며, 필수설비 공용화 등을 통해서 일부 CAPEX 경감요인도 있으므로 통신사의 5G 구축을 위한 연간으로 부담해야하는 CAPEX 수준은 크게 부담스럽지 않을 것으로 예상된다. 반면 통신장비 업체는 총 CAPEX 증가가 기회요인이 될 것이다.

전파의 회절 개념

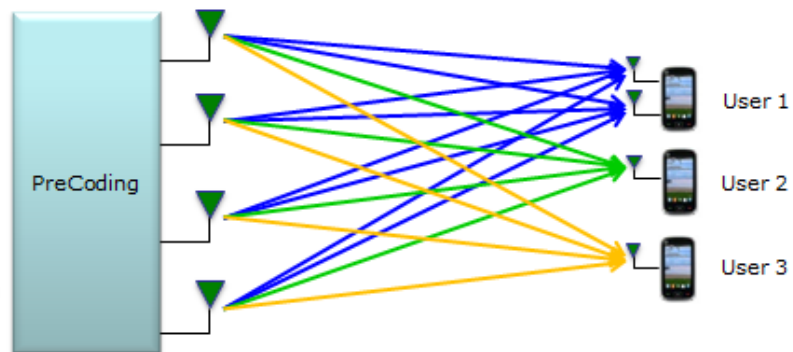


자료 SK 증권

(2) 안테나

5G 용 주파수는 도달거리가 짧기 때문에 LTE 대비 많은 수의 기지국 건설이 필요하다. 5G는 대용량의 데이터를 빠른 전송속도로 구현해야 하기 때문에 기지국에 다수의 안테나를 설치하는 방법이 5G에 채택될 것으로 예상된다. 이것이 Massive MIMO(Multi Input Multi Output)기술이다. 다중입출력을 의미하는 것으로 다수의 안테나를 사용하여 전송속도를 증가시키고 간섭 확률을 줄이는 것을 말한다. 현재 갤럭시 S8, 갤럭시 노트 8 등의 모델은 4×4 MIMO이 지원된다. 이는 기지국에 4개의 안테나, 단말기에 4개의 안테나를 사용하여 기존 2×2 MIMO 대비 LTE 속도를 2배로 구현할 수 있다. 참고로 애플의 아이폰 8과 아이폰 X는 2×2 MIMO만 지원하고 있다. 향후 5G 시대에는 4개의 안테나가 기하급수적으로 증가하면서 보다 빠른 속도를 구현해 나갈 수 있을 것이다. 따라서 기지국과 단말기에 들어가는 안테나에 대한 수요가 기하급수적으로 증가할 수 있을 전망이다.

MIMO 개념



자료: Google

안테나의 길이는 파장간 길이에 반비례 한다. 파장간 길이는 골과 골, 마루와 마루 사이의 길이를 의미한다. 전파는 빛의 속도 300,000km/s 이고 5G 의 주파 주파수는 28GHz 이므로 28GHz 주파수의 파장간 길이는 약 1.1cm 이다. 적정 안테나 길이는 파장간 길이의 절반이므로 이론상으로 대략 0.54cm 가 이론상 적당한 안테나 길이가 된다. 5G 용 고대역의 주파수를 활용함으로써 안테나 길이는 작아지고 이에 따라 다수의 안테나가 집적될 수 있어 안테나에 대한 수요 증가가 예상된다.

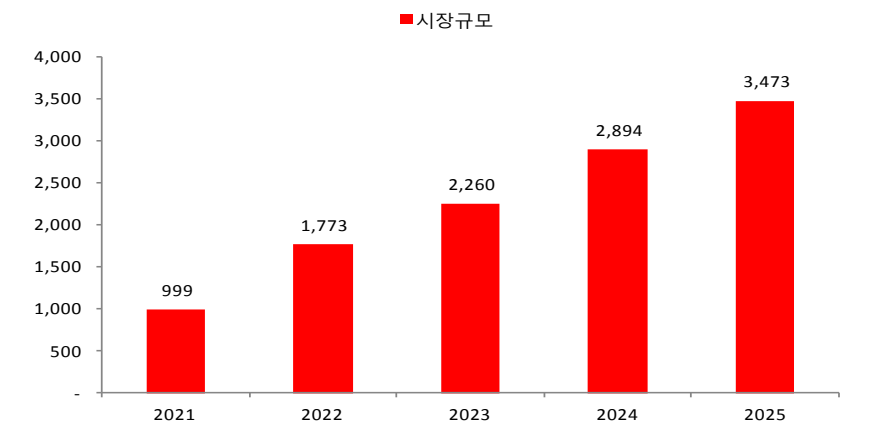
5G 용 28GHz 의 이론상 적정 안테나 길이

구분	내용	비고
전파의 속도	300,000km/s	빛의 속도
5G용 주파수 대역	28GHz	18년 6월 경매 예정
파장간 길이	1.1cm	전파속도 ÷ 주파수
적정 안테나 길이	0.54cm	파장간 길이의 1/2

자료 SK 증권

글로벌 5G 안테나 시장규모

(단위: 백만달러)



자료 ETRI

국내외 안테나 생산업체 현황

국내업체	해외업체
에이스테크놀로지, 하이게인 안테나, 감마뉴, EMW, AT&S	Kathrein, Andrew, Ubidyne

자료 5G Forum

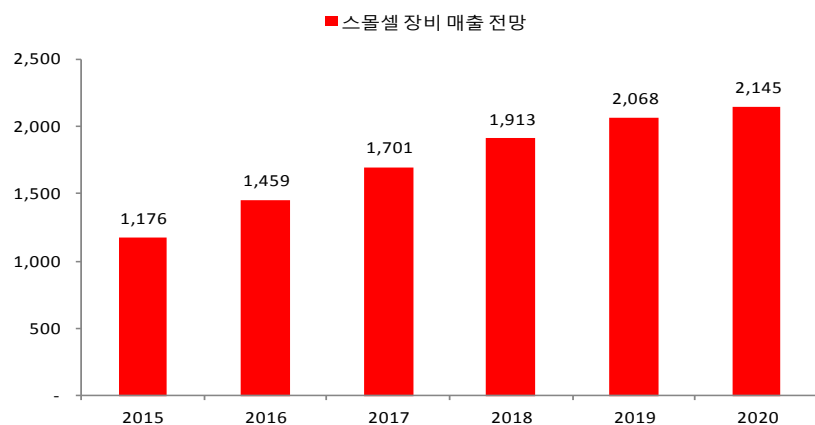
(3) 스몰셀

5G 용 주파수는 도달거리가 짧기 때문에 LTE 대비 다수의 기지국 설치가 필요하다. 현재 LTE 대비 5G 용 주파수 28GHz 는 LTE 용 주파수 1.8GHz 대비 커버리지가 20~40%에 불과한 것으로 알려져 있다. 하지만 기지국은 건설비용에 대한 부담이 높다. 세대별, 서비스별 차이가 있지만 일반적으로 하나의 기지국을 건설하기 위해서는 1억원 이상의 건설비용이 소요된다. 전국에 1만개의 기지국 건설을 위해 1조원의 비용이 필요한 것이다. 또한 유지 보수에도 많은 비용이 소요된다. 따라서 높은 건설비용과 유지비용 부담이 있는 기지국 대신 스몰셀이 대안으로 부각되고 있다. 스몰셀은 중계기와 다르게 자체 데이터 처리가 가능하며, 구축비용이 기지국 대비 저렴하고, 유지비용도 거의 들지 않는 장점이 있다.

스몰셀은 이미 LTE 환경 하에서도 개발되었으나, 당시에는 크게 주목 받지 못했다. 단순히 전파를 이어주는 저렴한 중계기가 그 역할을 대신 했기 때문이다. 하지만 5G 에서는 스몰셀이 주목받을 것으로 예상하는데, 자체 데이터 처리능력을 보유하고 있어 대용량 데이터 처리에 적합하며, 과거와 달리 듀얼주파수의 처리가 가능(현재 5G 용 주파수는 3.5GHz 와 28GHz 가 활용될 전망이기 때문에 듀얼주파수 처리가 필수임)해 과거보다 스몰셀의 활용도가 높아졌기 때문이다.

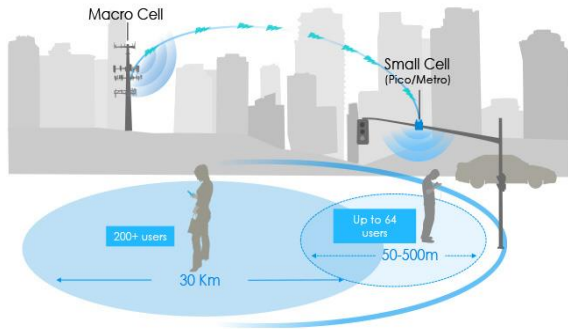
글로벌 스몰셀장비 매출 전망

(단위: 백만달러)



자료: IHS

스몰셀 개념



자료: betakit.com

스몰셀



자료: betakit.com

(4) 중계기

5G 용 28GHz 대역은 고주파수로 회절각도가 작아 음영지역이 다수 발생한다. 특히 건물안에서는 벽으로 인해 전파 손실율이 높기 때문에 5G 상용화를 위해 실내에서의 통신서비스 품질 확보가 필수적이다. 기지국의 대안으로 스몰셀과 함께 중계기에 대한 수요도 증가할 전망이다. 중계기의 경우 자체 데이터 처리 능력은 없지만 스몰셀 대비 구축비용이 저렴한 것이 최대 장점이다. 5G의 고대역 주파수, 전송지연 등에 부합해야 하므로 기존 중계기에 대한 교체수요도 2018년 5G 주파수 경매 이후 증가할 것으로 예상된다.

SK 텔레콤의 5G 중계기술



자료: SK 텔레콤

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	50 억원
발행주식수	970 만주
자사주	408 만주
액면가	500 원
시가총액	1,465 억원
주요주주	
텔코웨어 자사주	42.01%
금한태 외	29.19%
외국인지분률	2.60%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(18/02/02)	15,100 원
KOSPI	2525.39 pt
52주 Beta	0.17
52주 최고가	15,100 원
52주 최저가	10,750 원
60일 평균 거래대금	8 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	25.3%	23.0%
6개월	25.3%	20.5%
12개월	36.7%	12.1%

텔코웨어 (078000/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

저평가 해소는 이제 시작

5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화되고 있다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 7 백억원에 달하는 순 현금, 보유 자사주 지분을 42%, 배당수익률이 5 년 연속 4%를 상회하고 있기 때문이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 투자 의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다.

5G 투자확대에 따른 수혜 가능한 이유 3 가지

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 주요 소프트웨어 수요가 늘어날 것이기 때문이다. 첫째, IoT 의 위치등록과 상태관리 등을 관리하는 IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션이다. 둘째, 효율성을 극대화한 네트워크의 가상화이다. 셋째, 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템인 5G EPC(Evolved Packet Core)이다. 최근 5G 관련 하드웨어업체들의 주가는 단기간에 큰 폭의 상승세를 시현했지만 동사와 같은 소프트웨어업체들은 주목을 받지 못했다. 그러나 망투자는 하드웨어와 소프트웨어 투자가 함께 이루어진다. 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체가 소외 받을 이유가 없다.

2018 년 매출 및 영업이익 증가율은 각각 28%, 34%

IMS 와 HLR 의 증가, 신규서비스 런칭으로 인해 2018 년 매출액은 530 억원, 영업이익 75 억원, 전년대비 각각 28.3%, 33.9% 증가가 예상된다. 중장기적인 상황은 더 긍정적이다. 2018 년 하반기 이후 5G 투자가 본격화됨에 따라 IoT-HSS, NFV MANO 등 관련 제품의 매출이 크게 증가할 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원

투자의견 매수, 목표주가 25,000 을 유지한다. 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화되고 있다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 7 백억원에 달하는 순 현금, 보유 자사주 지분을 42%, 배당 수익률이 5 년 연속 4%를 상회하고 있기 때문이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	506	594	409	413	530	715
yoy	%	-23.0	17.2	-31.1	1.1	28.2	34.9
영업이익	억원	80	84	46	56	75	126
yoy	%	-38.8	4.9	-45.1	20.9	33.7	68.5
EBITDA	억원	96	100	62	74	95	144
세전이익	억원	96	94	55	73	92	145
순이익(지배주주)	억원	79	81	44	63	76	119
영업이익률%	%	15.8	14.2	11.3	13.5	14.1	17.6
EBITDA%	%	18.9	16.8	15.2	17.8	17.8	20.2
순이익률	%	15.5	13.6	10.8	15.1	14.3	16.6
EPS	원	810	835	455	644	780	1,221
PER	배	15.2	16.8	25.3	18.7	19.4	12.4
PBR	배	1.2	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	6.7	6.7	6.5	5.4	6.7	3.6
ROE	%	8.0	7.9	4.2	5.8	6.8	10.0
순차입금	억원	-556	-696	-713	-774	-836	-939
부채비율	%	15.4	14.4	10.2	10.5	11.6	14.7

5G 시대에 수혜가 가능한 이유 3 가지

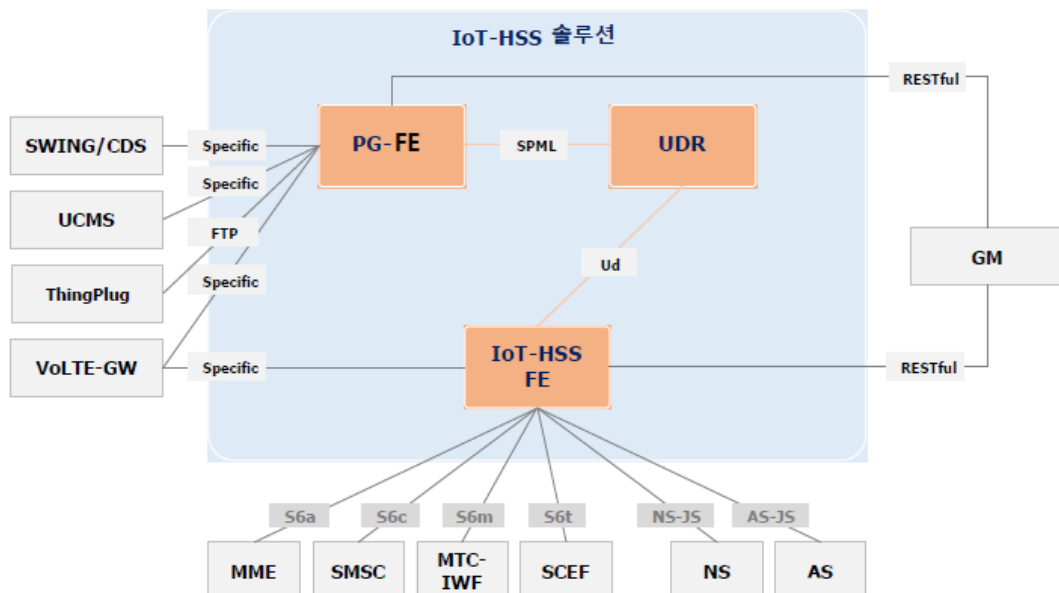
5G 투자확대에 따른 수혜 가능,
실적이나 모멘텀 측면에서
소프트업체도 소외 받을 이유 없음

5G 투자확대에 따른 손해가 예상된다. 최근 스몰셀, RF 부품, 중계기 등 5G 관련 하드웨어업체들의 주가는 단기간에 큰 폭의 상승세를 시현했지만 동사와 같은 소프트웨어 업체들은 주목을 받지 못했다. 그러나 망투자는 하드웨어와 소프트웨어 투자가 함께 이루어진다. 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체가 소외 받을 이유가 없는 것이다. 텔코웨어의 경우 다음과 같은 소프트웨어 수요의 수혜를 받을 것이다.

첫째, IoT-HSS 솔루션 IoT 단말기가
늘어날수록 관련 투자는 증가,
사물인터넷 디바이스 폭증할 것

첫째, IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션이다. IoT 단말의 위치등록과 상태관리, 가입자 DB 등을 관리하는 것으로 IoT 단말기의 대수가 늘어날수록 관련 투자는 증가한다. 5G 시대는 전송속도와 응답속도가 획기적으로 개선되면서 사물인터넷 디바이스가 폭증할 것으로 예상된다. 이러한 디바이스를 효율적으로 관리하기 위해 통신사들의 IoT-HSS 투자도 자연스럽게 증가할 것이다. 과거 이동사 가입자 증가에 따른 HLR 투자확대가 그 예라 할 수 있다. 자율주행차, VR/AR 기기 증가도 투자증가를 견인하는 요인이다. IoT-HSS는 단말기의 위치등록과 상태관리를 처리하는 IoT-HSS FE, 통합 가입자 DB 서버 시스템인 UDR, 고객관리 시스템과 연동하여 가입/해지를 관리하는 PG-FE로 구성되어 있다.

IoT-HSS 솔루션



자료 : 텔코웨어

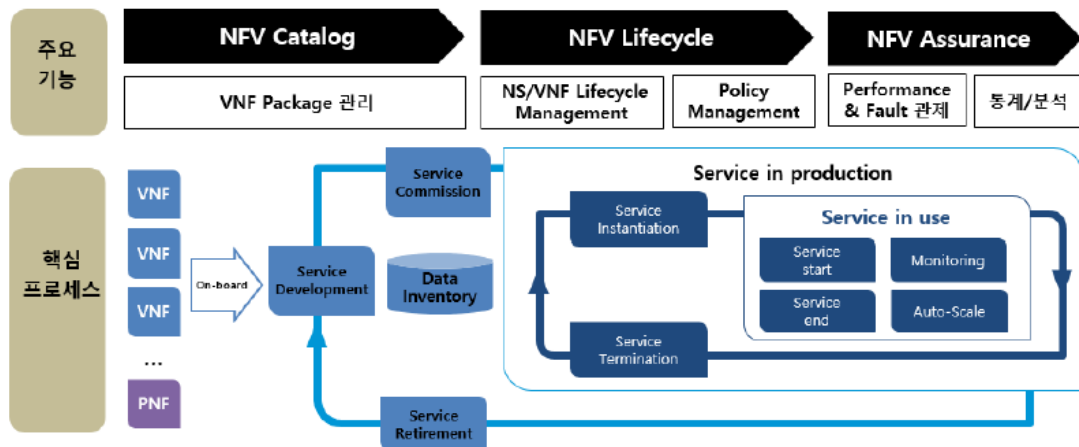
둘째, 네트워크의 가상화로 주된 사업영역인 코어망도 가상화, 최근 가상화 기반의 IMS를 준비중

둘째, 네트워크의 가상화이다. 네트워크의 가상화가 진행됨에 따라 동사의 주된 사업영역인 코어망도 가상화되기 때문이다. 최대 고객사인 SKT는 5G 시대를 선도하고자 SDN(Software-Defined Networks, 소프트웨어 정의 네트워크)과 NFV(Network Functions Virtualization, 네트워크 기능 가상화)구현에 박차를 가하고 있다. SDN과 NFV의 가장 큰 특징은 하드웨어와 소프트웨어를 분리하는 것이다. 통신장비와 소프트웨어가 분리되면 개방적이고 유연한 네트워크의 운영이 가능해진다. 하드웨어의 역할이 감소하면서 장비기능이 가상화되는 것이다. SDN 환경하에서는 필요에 따라 네트워크를 쪼개어 사용할 수 있다. IoT, 비디오, 음성 등을 서비스별로 최적화해 고객 맞춤형 서비스를 제공하게 된다.

NFV NANO 솔루션 개발, 하드웨어가 추상화된 가상화 기반에서 서비스 소프트웨어를 탑재시켜 운영하는 클라우드 서비스

SKT는 이미 LTE 코어 네트워크망에 SDN과 NFV를 상용화시켰고, 동사도 삼성전자, HPE 등과 함께 참여하였다. 최근에는 가상화 기반의 IMS를 준비중에 있다. 동사가 개발한 NFV NANO(Management and Orchestration)솔루션은 하드웨어가 추상화된 가상화 기반에서 서비스 소프트웨어를 탑재시켜 운영하는 클라우드 관리서비스이다.

NFV MANO 솔루션



자료 : 텔코웨어

셋째, 5G EPC(Evolved Packet Core), 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템, 노키아와 공동 개발 및 통신사 공급을 위한 MOU 체결

셋째, 5G EPC(Evolved Packet Core)이다. 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템으로, 패킷 교환기로도 불린다. 단말 인증이나 세션관리는 물론 IP 할당, 외부 인터넷 망 연결 등의 기능을 수행하는 다양한 제품으로 구성되어 있는 인프라시스템이다. 현재 노키아와 함께 제품을 개발하고 있으며 국내외 주요 통신사 공급을 위해서 지난해 9월 MOU를 체결하였다.

실적 및 밸류에이션

2017년부터 실적회복 시작,
금년부터 실적개선 본격화, 2018년
매출액 및 영업이익 각각 28%,
34% 증가 예상

2017년 매출액 413억원, 영업이익 56억원으로 전년대비 각각 1.0%, 21.7% 증가가 예상된다. 외형증가에 비해 수익개선폭이 큰 것은 IoT 관제서비스 감소 등 제품믹스 개선에 기인한다. 2018년에도 실적개선 추세는 이어질 것이다. IMS와 HLR의 증가, 신규서비스 런칭이 예정되어 있기 때문이다. 2018년 매출액은 530억원, 영업이익 75억원으로 각각 28.3%, 33.9% 증가가 예상된다. 중장기적인 상황은 더 긍정적이다. 2018년 하반기 이후 5G 투자가 본격화됨에 따라 IoT-HSS, NFV MANO 등 관련 제품의 매출이 크게 증가할 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 25,000원,
5G 투자확대와 신규서비스
매출증가에 힘입어 턴어라운드
본격화

투자의견 매수, 목표주가 25,000원을 유지한다. 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드가 본격화되고 있다. 현 주가는 7백억원에 달하는 순현금과 자사주 보유분 42%만을 반영하고 있다. 5G라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 목표주가는 영업가치와 자산가치를 고려하여 산출(2018~19년 평균)하였다. 참고로 배당매력도 뛰어나다. 5년 연속 배당수익률이 4%를 상회하고 있다.

실적추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
음성핵심망	116	159	240	87	163	205	240
무선데이터	504	344	350	319	247	320	460
기타	37	3	4	3	3	5	15
매출합	657	506	594	409	413	530	715
영업이익	131	80	84	46	56	75	126
영업이익률	19.9%	15.8%	14.1%	11.2%	13.6%	14.2%	17.6%
세전이익	127	93	91	56	73	93	146
순이익	108	76	78	45	63	76	119

자료: SK 증권 추정

목표주가 산출내역

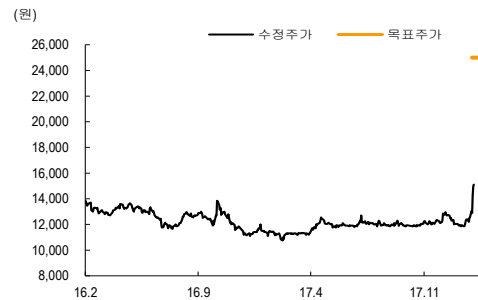
(단위: 억원 배, 원)

	2018E	2019E
EBITDA	95	144
Multiple(x)	10.0	10.0
영업가치(A)	950	1,440
순차입금(B)	-868	-1,005
자사주(C)	353	353
기업가치(D=A-B+C)	2,171	2,798
주당기업가치(E)	22,379	28,843

자료: SK 증권 추정

주: 자사주는 30%할인 적용, 순차입금은 연말 기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.05	매수	25,000원	6개월		
2018.01.30	매수	25,000원	6개월		
2016.10.25	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 5일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	787	762	825	896	1,016
현금및현금성자산	296	453	223	286	389
매출채권및기타채권	65	36	38	46	62
재고자산	5	0	0	0	0
비유동자산	409	398	379	374	390
장기금융자산	15	22	21	21	21
유형자산	243	237	230	224	219
무형자산	74	74	62	52	43
자산총계	1,197	1,160	1,204	1,270	1,406
유동부채	121	83	88	105	141
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	105	71	76	91	123
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	30	25	26	27	39
장기금융부채	18	10	10	10	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	9	11	12	14	23
부채총계	151	107	114	132	180
지배주주지분	1,046	1,053	1,090	1,138	1,225
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	383	383	383	383	383
기타자본구성요소	-337	-337	-337	-337	-337
자기주식	-337	-337	-337	-337	-337
이익잉여금	950	956	991	1,036	1,121
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,046	1,053	1,090	1,138	1,225
부채외자본총계	1,197	1,160	1,204	1,270	1,406

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	149	34	66	84	127
당기순이익(손실)	81	44	63	76	119
비현금성항목등	20	28	17	19	26
유형자산감가상각비	11	11	10	13	13
무형자산감가상각비	4	5	8	7	5
기타	7	12	1	-5	-5
운전자본감소(증가)	58	-25	0	6	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	71	30	-3	-7	-16
재고자산감소(증가)	-5	5	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-34	5	15	32
기타	-9	-26	-2	-1	-7
법인세납부	-10	-13	-13	-17	-26
투자활동현금흐름	-78	160	-268	10	10
금융자산감소(증가)	-87	148	-292	0	0
유형자산감소(증가)	-7	-4	-3	-7	-8
무형자산감소(증가)	5	-7	4	4	4
기타	11	24	24	13	14
재무활동현금흐름	-34	-37	-28	-31	-34
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-37	-28	-31	-34
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	38	157	-229	63	103
기초현금	258	296	453	223	286
기말현금	296	453	223	286	389
FCF	148	60	69	84	127

자료 : 텔코웨어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	594	409	413	530	715
매출원가	397	244	245	319	436
매출총이익	196	165	168	211	279
매출총이익률 (%)	33.1	40.5	40.7	39.8	39.0
판매비와관리비	112	119	113	136	153
영업이익	84	46	56	75	126
영업이익률 (%)	14.2	11.3	13.5	14.1	17.6
비영업손익	10	9	17	18	19
순금융비용	-13	-12	-12	-13	-14
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	2	-1	0	0	0
세전계속사업이익	94	55	73	92	145
세전계속사업이익률 (%)	15.9	13.4	17.5	17.4	20.2
계속사업법인세	13	11	10	17	26
계속사업이익	81	44	63	76	119
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	44	63	76	119
순이익률 (%)	13.6	10.8	15.1	14.3	16.6
지배주주	81	44	63	76	119
지배주주귀속 순이익률(%)	13.64	10.78	15.12	14.29	16.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	81	44	65	79	121
지배주주	81	44	65	79	121
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	100	62	74	95	144

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	17.2	-31.1	1.1	28.2	34.9
영업이익	4.9	-45.1	20.9	33.7	68.5
세전계속사업이익	-1.6	-41.7	32.0	27.3	56.5
EBITDA	4.2	-37.8	19.1	28.1	52.7
EPS(계속사업)	3.1	-45.6	41.8	21.1	56.5
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.2	5.8	6.8	10.0
ROA	6.9	3.7	5.3	6.1	8.9
EBITDA마진	16.8	15.2	17.8	17.8	20.2
안정성 (%)					
유동비율	652.5	922.3	936.3	854.2	718.3
부채비율	14.4	10.2	10.5	11.6	14.7
순차입금/자기자본	-66.5	-67.8	-71.0	-73.5	-76.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	835	455	644	780	1,221
BPS	10,782	10,850	11,234	11,725	12,629
CFPS	995	617	829	985	1,412
주당 현금배당금	660	500	550	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.7	30.7	20.1	19.4	12.4
PER(최저)	14.0	24.4	16.7	15.2	9.7
PBR(최고)	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2
PBR(최저)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
PCR	14.1	18.6	14.5	15.3	10.7
EV/EBITDA(최고)	9.0	10.3	6.6	6.7	3.6
EV/EBITDA(최저)	4.4	5.9	3.7	3.3	1.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	235 억원
발행주식수	5,974 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,385 억원
주요주주	
설윤석(외4)	31.99%

외국인지분률	2.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	7,050 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	7,800 원
52주 최저가	1,260 원
60일 평균 거래대금	204 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	26.8%	7.8%
6개월	87.7%	42.1%
12개월	441.7%	271.1%

대한광통신 (010170/KQ | 매수(유지) | T.P 9,000 원(유지))

망중립성 폐지는 광섬유 수요 촉진

- 작년 12월부터 이번 달까지 광섬유 장기공급계약 공시 잇따라
- 지난해부터 불거진 글로벌 광섬유 Shortage 현상이 장기공급계약 체결로 이어져
- 올해도 Shortage는 지속될 전망, 공급 제한적인 가운데 수요는 더 증가할 가능성
- 글로벌 광케이블 보급률은 여전히 낮고, 백본망 구축 시작하는 국가들도 등장
- 망중립성 폐지 확대되면 광섬유 업체에는 또 다른 호재로 작용할 것

광섬유 장기공급계약이 증명한다

대한광통신은 작년 12월부터 이번 달까지 연달아 3 건(500 억원/550 억원/151 억원)의 광섬유 공급계약 체결 공시를 한 바 있다. 세부적으로 살펴보면 공급지역이 유럽/이란 등 다양할 뿐만 아니라 3 건 모두 2021~2022 년까지의 장기공급계약이다. 지난해부터 불거졌던 글로벌 광섬유 Shortage 현상이 장기공급계약 체결로 이어지고 있음이 증명되고 있는 것이다.

올해도 Shortage는 지속

올해도 광섬유 Shortage는 계속될 전망이다. 우선 공급이 급격하게 늘어날 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 광섬유 생산량은 모재(母材) preform 으로부터 광섬유를 인출(Drawing)해 내는 것이 관건인데, 무섭게 추격하는 중국 기업들도 인출 공정 CAPA를 늘리는데 1 년 이상의 시간이 걸릴 것으로 추측된다. 반면 수요는 더 증가할 가능성이 높다. 5G 시대가 성큼 다가왔지만 여전히 글로벌 광케이블 보급률은 낮고, 백본망(기간망, Backbone Network) 구축을 이제 시작하는 국가들도 있기 때문이다.

망중립성 폐지는 광섬유 업체에 호재

미국으로부터 시작된 망중립성 폐지 논란은 광섬유/광케이블 업체에게는 호재로 작용할 전망이다. 기존 통신사 네트워크 이용료가 너무 과도하다 생각될 경우, 글로벌 IT 기업들이 자체 네트워크 구축에 나설 가능성이 있기 때문이다. 대표적인 예가 알파벳이 시도했던 '구글 파이버(Goole Fiber)' 사업이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	1,060	1,090	1,165	1,458	1,829	2,316
yoy	%	-0.4	2.8	6.9	25.2	25.5	26.6
영업이익	억원	8	-44	-15	150	334	376
yoy	%	7.7	적전	적지	흑전	122.2	12.6
EBITDA	억원	79	28	57	204	384	419
세전이익	억원	-263	-19	-151	133	319	363
순이익(지배주주)	억원	-273	-13	-126	132	316	359
영업이익률%	%	0.8	-4.1	-1.3	10.3	18.3	16.2
EBITDA%	%	7.5	2.5	4.9	14.0	21.0	18.1
순이익률	%	-25.7	-1.2	-10.8	9.1	17.3	15.5
EPS	원	-581	-29	-268	266	529	601
PER	배	N/A	N/A	N/A	24.8	13.9	12.2
PBR	배	0.6	0.8	1.2	5.4	4.2	3.1
EV/EBITDA	배	12.1	35.4	15.1	19.5	10.7	9.0
ROE	%	-31.0	-1.8	-18.9	19.7	35.4	29.2
순차입금	억원	520	351	129	-8	-312	-634
부채비율	%	112.4	108.4	110.4	97.4	75.2	62.9

Google Fiber 사례로 보는 광섬유 수요 전망

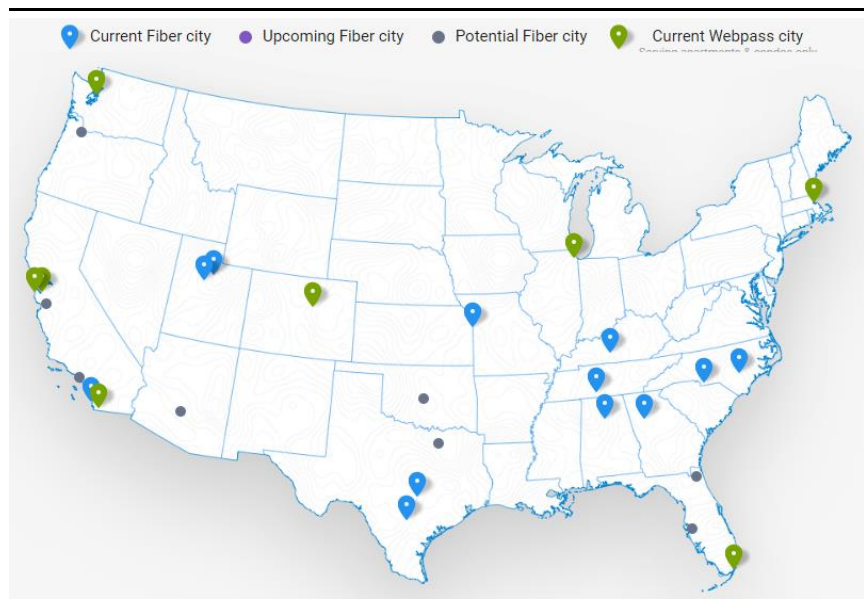
**망중립성 폐지가 본격적으로
시행되면, 콘텐츠 서비스 기업들은
추가 이용료를 지불하게 된다.**

'망중립성(Network Neutrality)'이란 통신망을 제공하는 통신 사업자들이 모든 콘텐츠에 대해 차별 없이 동등하게 서비스를 제공해야 된다는 원칙을 말한다. 즉, 데이터 소모량이 많고 트래픽도 잘 유발하는 콘텐츠나, 그렇지 않은 콘텐츠나 동등한 대우를 해야 된다는 것이다. 하지만 미국이 망중립성 원칙 폐지를 선언함에 따라 그 후폭풍이 어디까지 영향을 미칠지 이목이 집중되고 있다. 망중립성 폐지가 본격적으로 시행되면 각 통신사는 특정 웹사이트나 어플리케이션 등의 트래픽 속도를 제어할 수 있게 되고, 해당 웹사이트나 어플리케이션을 운영하는 기업은 보다 빠른 통신서비스를 이용하기 위해 추가 이용료를 지불해야 되는 경우가 발생한다.

**통신사에 지불하는 추가적인
비용보다, 자체 통신망을 구축하는
것이 더 유리할 수도 있다.**

하지만 콘텐츠 기업들에게도 방법은 있다. 바로 자체 통신망을 구축하는 것이다. 가장 대표적인 예가 알파벳(Alphabet)이 시도했던 '구글 파이버(Google Fiber)' 사업이다. '구글 파이버(Google Fiber)' 사업은 Youtube/Netflix/Google 등을 원활하게 사용하기 위한 초고속 인터넷/TV 서비스를 미국 전역에 제공하는 것을 목표로 한다. 현재 미국 내 20 개 도시에서 서비스되는 중이며, 서비스 범위를 점차 확대하고 있다. 하지만 구글 파이버 사업이 순탄했던 것 만은 아니다. 인프라 구축에 드는 막대한 비용으로 인해 사업이 추진되던 중 중단되는 경우도 잦았다. 하지만 망중립성 원칙이 폐지되면서 판이 바뀌고 있다. 빠른 속도의 통신 서비스를 이용하기 위해 통신사에게 추가적인 비용을 지불해야 한다면, 자체 통신망을 구축하는 것이 더 유리할 수 있기 때문이다.

구글 파이버(Google Fiber 서비스 지역)



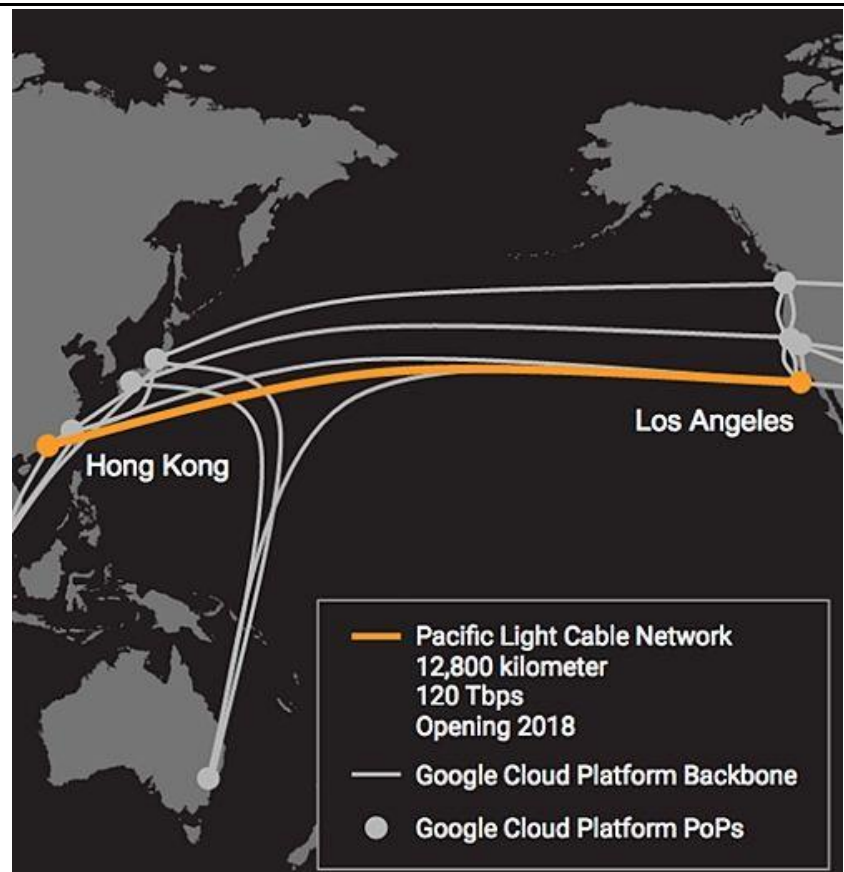
자료 : Google Fiber, SK 증권

Google & Facebook 해저케이블 올해 개통예정

글로벌 공룡 기업들은 이미 자체 인프라에 대한 투자를 진행 중이다. 망중립성 폐지가 더해지면서 광섬유 수요는 쉽게 잠잠해지기 어렵게 되었다.

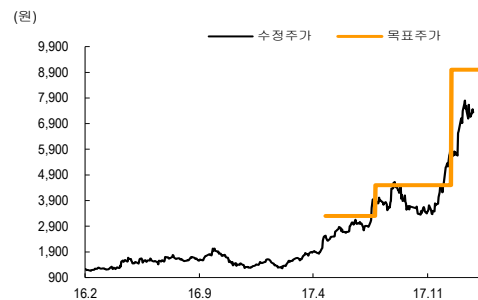
대형 콘텐츠 서비스 기업들의 인프라 투자는 비단 어제오늘의 일이 아니다. 이미 구글(Google)과 페이스북(Facebook)은 지난 2016년부터 홍콩과 LA를 연결하는 해저 광케이블 구축을 진행 중이며, 올해 완공을 목표로 하고 있다. 약 1만 3,000km에 달하는 광케이블은 LA와 홍콩을 연결하는 가장 빠른 통신수단이 될 것으로 예상된다. 아마존/소프트뱅크 등도 아시아와 미국 등 대륙간 해저케이블 연결에 적극적으로 투자하고 있다. 지난해 10월에는 일본 소프트뱅크와 NTT, 미국의 아마존과 페이스북이 컨소시엄을 이뤄 일본/필리핀과 미국을 연결하는 약 1만 4,000km 광케이블 투자 소식이 전해지기도 했다. 이미 글로벌 공룡 기업들의 투자가 진행되고 있는 가운데 망중립성 폐지까지 광섬유 수요가 쉽게 잠잠해지기 어려운 이유다.

구글 파이버(Google Fiber 서비스 지역)



자료 : Google, Cnet, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.05	매수	9,000원	6개월		
2017.12.15	매수	9,000원	6개월	-23.80%	-13.33%
2017.11.14	매수	4,500원	6개월	-10.91%	31.33%
2017.07.26	매수	4,500원	6개월	-15.53%	2.89%
2017.06.02	매수	3,300원	6개월	-12.67%	19.55%
2017.04.24	매수	3,300원	6개월	-20.61%	-13.03%
2017.04.12	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 5일 기준)

매수	89.4%	중립	10.6%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	618	683	889	1,326	1,822
현금및현금성자산	153	194	294	598	920
매출채권및기타채권	286	280	313	393	497
재고자산	171	183	204	256	324
비유동자산	907	587	562	513	471
장기금융자산	3	11	1	1	1
유형자산	875	566	553	504	462
무형자산	9	8	5	4	3
자산총계	1,525	1,271	1,451	1,840	2,294
유동부채	706	564	608	681	778
단기금융부채	509	305	319	319	319
매입채무 및 기타채무	172	235	263	330	418
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	87	103	109	108	108
장기금융부채	0	40	40	40	40
장기매입채무 및 기타채무	1	2	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	793	667	716	790	886
지배주주지분	732	604	735	1,050	1,408
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	760	760	760	760	760
기타자본구성요소	21	21	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-285	-410	-278	38	397
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	732	604	735	1,050	1,408
부채외자본총계	1,525	1,271	1,451	1,840	2,294

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	123	124	163	320	336
당기순이익(손실)	-13	-126	132	316	359
비현금성항목등	71	200	75	68	60
유형자산감가상각비	70	70	51	49	42
무형자산감가상각비	2	3	3	2	1
기타	-39	95	5	0	0
운전자본감소(증가)	66	50	-48	-61	-79
매출채권및기타채권의 감소(증가)	20	13	-32	-80	-105
재고자산감소(증가)	41	-21	-20	-52	-68
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	65	13	67	88
기타	4	-7	-10	4	6
법인세납부	0	0	5	-3	-4
투자활동현금흐름	94	130	-62	2	3
금융자산감소(증가)	125	-25	-41	0	0
유형자산감소(증가)	-36	-152	-25	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	4	308	4	2	3
재무활동현금흐름	-89	-204	0	-18	-18
단기금융부채증가(감소)	-62	-164	8	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	40	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-27	-80	-8	-18	-18
현금의 증가(감소)	130	48	100	304	322
기초현금	23	153	201	301	605
기말현금	153	201	301	605	927
FCF	84	-41	155	320	336

자료 : 대한광통신 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,090	1,165	1,458	1,829	2,316
매출원가	975	1,024	1,162	1,312	1,718
매출총이익	115	141	295	517	598
매출총이익률 (%)	10.5	12.1	20.3	28.3	25.8
판매비와관리비	159	156	145	183	222
영업이익	-44	-15	150	334	376
영업이익률 (%)	-4.1	-1.3	10.3	18.3	16.2
비영업손익	25	-135	-17	-15	-13
순금융비용	44	32	16	16	15
외환관련손익	6	-1	-1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-19	-151	133	319	363
세전계속사업이익률 (%)	-1.8	-13.0	9.2	17.5	15.7
계속사업법인세	-6	-25	1	3	4
계속사업이익	-13	-126	132	316	359
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	-126	132	316	359
순이익률 (%)	-1.2	-10.8	9.1	17.3	15.5
지배주주	-13	-126	132	316	359
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.23	-10.81	9.06	17.27	15.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-12	-128	131	315	358
지배주주	-12	-128	131	315	358
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	28	57	204	384	419

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	28	6.9	25.2	25.5	26.6
영업이익	적전	적지	흑전	122.2	12.6
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	139.2	13.7
EBITDA	-65.0	107.2	255.1	88.3	9.1
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	98.4	13.7
수익성 (%)					
ROE	-1.8	-18.9	19.7	35.4	29.2
ROA	-0.9	-9.0	9.7	19.2	17.4
EBITDA마진	2.5	4.9	14.0	21.0	18.1
안정성 (%)					
유동비율	87.5	121.3	146.3	194.7	234.4
부채비율	108.4	110.4	97.4	75.2	62.9
순차입금/자기자본	47.9	21.4	-1.1	-29.8	-45.0
EBITDA/이자비용(배)	0.6	1.7	12.0	21.7	23.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-29	-268	266	529	601
BPS	1,558	1,286	1,231	1,758	2,357
CFPS	125	-113	375	613	673
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	24.8	14.8	13.0
PER(최저)	N/A	N/A	4.7	13.1	11.5
PBR(최고)	0.9	1.6	5.4	4.4	3.3
PBR(최저)	0.6	0.9	1.0	3.9	2.9
PCR	10.2	-13.2	17.6	12.0	10.9
EV/EBITDA(최고)	36.8	19.5	19.5	11.4	9.7
EV/EBITDA(최저)	28.9	12.4	0.1	10.0	8.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	100 억원
발행주식수	10,044 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	2436 억원
주요주주	
조봉일(외8)	79.04%
Tongguang Group	5.57%
외국인지분률	22.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	2210 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	3,140 원
52주 최저가	1,800 원
60일 평균 거래대금	18 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	23.4%	4.5%
6개월	-13.7%	-35.6%
12개월	22.8%	-16.7%

이노인스트루먼트 (215790/KQ | 매수(유지) | T.P 3,500 원(유지))

아쉬움은 뒤로하고 다시 시작한다

- 글로벌 5G 상용화 및 관련 투자 속도 내면서 실적 회복 기대
- 망중립성 폐지 논란과 함께 대형 인터넷 기업들의 자체 통신망 구축도 고무적
- 광섬유 융착접속기는 광케이블 신규 포설 및 유지/보수에 반드시 필요한 장비
- 미국 주요 통신사 및 중국 국영 통신사 reference 보유, 기술력은 충분히 검증
- 광섬유/광케이블 수요 꾸준히 늘고 있어 광섬유 융착접속기 수요 동반 증가 기대

아쉬웠던 2017 년

작년 하반기부터 반등 국면에 접어들 것으로 예상했던 것과 달리 부진이 다소 길어졌다. 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 중국 시장 내 경쟁 심화로 인한 ASP 하락과 사드(Thaad) 간접 영향이 있었으며, 둘째, 북미지역 고객사의 발주 및 신규 거래처 확보가 지연됐기 때문이다. 글로벌 광섬유 생산량의 약 50%를 소비하고 있는 중국은 성장 잠재력이 가장 큰 시장임에는 틀림없다. 하지만 산업군(郡)을 가리지 않고 자국 기업 우선 정책을 선호하는 중국의 특성 상 경쟁 심화로 인한 ASP 하락은 불가피했던 것으로 판단된다.

큰 그림이 다시 그려지는 2018 년

조기 상용화를 서두르고 있는 5G 관련 투자가 늘면서 북미 지역 중심의 매출 성장이 기대된다. 과거 북미 지역 주요 통신사(向) 수주 등을 통해 기술력은 충분히 검증됐다. 지난해 기존 고객사 추가 발주 및 신규 거래처 확보가 예상됐었지만, 그 시점이 다소 지연되면서 올해 가시적인 성과가 나올 것으로 판단된다. 전통적인 통신사 외 대형 인터넷 기업들의 통신망 관련 투자가 늘고 있는 점도 고무적이다. 특히 미국은 망중립성 폐지를 선언하면서 인터넷 서비스를 제공하는 주요 기업들을 중심으로 자체 통신망 구축에 나서고 있다. 이 때, 광섬유/광케이블의 수요도 증가하겠지만 신규 광통신망 포설 및 기존 통신망 정비에 필요한 '광섬유 융착접속기'의 수요도 함께 늘어날 것으로 예상된다. 신규 사업의 성과도 기대해볼 만 하다. OTDR(Optical Time Domain Reflectometer), PA(Power Analyzer) 등의 제품테스트도 꾸준히 진행되고 있어 연내 기존 제품과 함께 패키지 판매도 가능할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	429	574	884	712	1,008	1,302
yoy	%	0.0	33.9	54.0	-19.5	41.6	29.2
영업이익	억원	50	145	245	74	197	252
yoy	%	0.0	189.9	69.3	-69.8	165.2	28.1
EBITDA	억원	59	154	256	98	218	269
세전이익	억원	48	145	248	43	163	219
순이익(지배주주)	억원	41	124	210	17	124	166
영업이익률%	%	11.7	25.2	27.8	10.4	19.5	19.4
EBITDA%	%	13.7	26.8	29.0	13.7	21.6	20.7
순이익률	%	9.5	21.6	23.8	2.3	12.3	12.7
EPS	원	600	1,827	3,089	250	124	165
PER	배	0.0	1.1	0.6	7.9	19.6	14.7
PBR	배	0.0	0.6	0.3	3.1	3.0	2.4
EV/EBITDA	배	0.0	1.0	0.6	18.1	10.0	7.7
ROE	%	41.2	77.3	64.8	3.2	17.0	18.0
순차입금	억원	55	3	18	-214	-282	-389
부채비율	%	175.9	75.2	60.4	45.4	42.0	38.6

광(光)통신망 확대에 꼭 필요한 기업

'광섬유 용착접속기'는 광섬유 다발로 이루어져 있는 광케이블의 포설 및 유지/보수에 반드시 필요한 장비다. 전 세계적으로 5G 관련 투자가 활발히 진행되고 있어 '광섬유 용착접속기' 시장 Fundamental은 유지되고 있다는 판단이다. 여전히 글로벌 광케이블 보급률은 낮고 백본망(기간망, Backbone Network) 구축을 이제 시작하는 국가들도 있다. 미국 내 망중립성 폐지로 인한 인터넷 콘텐츠 기업들이 자체 통신망 구축에 나서는 점도 고무적이다.

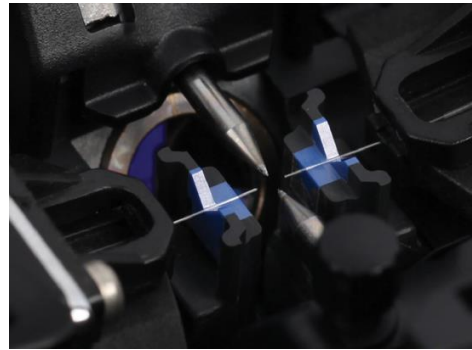
이노인스트루먼트는 미국 내 주요 통신사 및 중국 국영 통신사 등 다양한 거래처를 확보하면서 제품 기술력에 대한 검증은 충분히 이루어졌다고 판단된다. 따라서 광섬유/광케이블 수요가 늘어나고 있는 만큼, 현장 포설 작업에 쓰이는 '광섬유 용착접속기' 동반 수요 증가가 기대된다.

광섬유 용착접속기



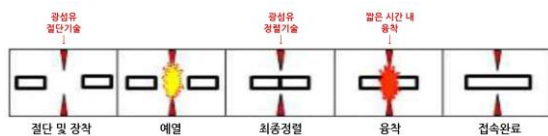
자료 : 이노인스트루먼트, SK 증권

광섬유 용착접속 준비 모습



자료 : 이노인스트루먼트, SK 증권

광섬유 용착접속기 접속 과정




자료 : 이노인스트루먼트, SK 증권

접속장비 간 특징 비교

기계식접속기	분류	광섬유 용착접속기
<p>Mechanical Splice</p>		<p>Fusion Splice</p>
두 개의 광섬유를 정확하게 위치에 배열하여 묶어주는 방식	접속 방법	두 개의 광섬유를 정렬시키고 아크방전으로 녹여서 접속
높은 손실률 단순 장비 소량 작업	특징	낮은 손실률 특수 장비 대량 작업 가능

자료 : 이노인스트루먼트, SK 증권

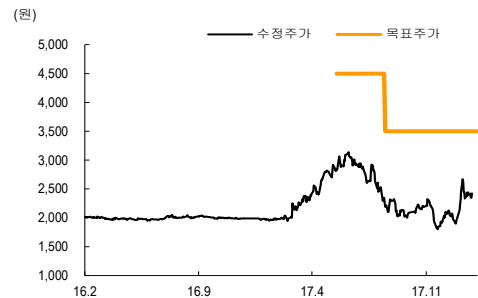
융착접속기 제품별 사양 비교

구분	A사	B사	이노스트루먼트
디자인	 기능에 충실	 기능에 충실	 LCD 터치패널 적용으로 사용자 편의성 극대화 (2016 레드닷 디자인 어워드 선정)
Splicing Time	10초	8초	7초
Heating Time	13초/14초/9초	23초	13초
배터리 용량	약 200회	약 200회	약 355회
가격	\$ 5,143	\$ 5,437	\$4,260

자료 : 이노스트루먼트, SK 증권

주 : 2016 년 3 분기 기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.05	매수	3,500원	6개월		
2017.08.16	매수	3,500원	6개월	-38.60%	-23.71%
2017.07.26	매수	4,500원	6개월	-37.49%	-30.22%
2017.06.02	매수	4,500원	6개월	-35.62%	-30.22%
2017.05.17	매수	4,500원	6개월	-34.89%	-31.89%
2017.04.24	Not Rated				
2017.04.05	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 2 월 5 일 기준)

매수	89.4%	중립	10.6%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	316	522	716	938	1,198
현금및현금성자산	74	62	314	382	489
매출채권및기타채권	132	280	226	319	413
재고자산	89	160	129	183	236
비유동자산	74	161	220	218	226
장기금융자산	0	0	3	3	3
유형자산	62	131	181	161	146
무형자산	8	20	21	21	21
자산총계	390	683	936	1,157	1,424
유동부채	111	238	247	300	352
단기금융부채	32	80	120	120	120
매입채무 및 기타채무	54	125	100	142	184
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	56	19	46	42	44
장기금융부채	45	0	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	3	5	8	10
부채총계	167	257	292	342	397
지배주주지분	223	426	643	815	1,028
자본금	7	7	100	100	100
자본잉여금	0	0	66	66	66
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	214	424	478	602	768
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	223	426	644	815	1,028
부채외자본총계	390	683	936	1,157	1,424

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	58	55	155	75	113
당기순이익(손실)	124	210	41	124	166
비현금성항목등	38	65	46	94	103
유형자산감가상각비	9	10	23	20	16
무형자산감가상각비	0	0	0	1	1
기타	10	18	4	27	27
운전자본감소(증가)	-96	-191	89	-103	-103
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-44	-154	-65	-94	-93
재고자산감소(증가)	-30	-78	40	-54	-53
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	43	70	42	41
기타	-6	-1	43	3	2
법인세납부	-7	-29	-20	-40	-53
투자활동현금흐름	3	-66	-1	-1	-1
금융자산감소(증가)	7	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-3	-65	0	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-1	-1	-1	-1
기타	6	0	0	1	1
재무활동현금흐름	-12	-1	-3	-6	-6
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-3	-6	-6
현금의 증가(감소)	49	-12	88	68	107
기초현금	25	74	62	151	219
기말현금	74	62	151	219	326
FCF	37	-12	135	65	104

자료 : 이노스트루먼트, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	574	884	712	1,008	1,302
매출원가	279	360	349	479	604
매출총이익	295	524	363	529	698
매출총이익률 (%)	51.4	59.3	51.0	52.4	53.6
판매비와관리비	150	279	289	332	446
영업이익	145	245	74	197	252
영업이익률 (%)	25.2	27.8	10.4	19.5	19.4
비영업손익	0	3	-32	-33	-33
순금융비용	3	3	3	5	5
외환관련손익	3	4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	145	248	43	163	219
세전계속사업이익률 (%)	25.2	28.1	6.0	16.2	16.8
계속사업법인세	21	38	26	40	53
계속사업이익	124	210	17	124	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	124	210	17	124	166
순이익률 (%)	21.6	23.8	2.3	12.3	12.7
지배주주	124	210	17	124	166
지배주주귀속 순이익률(%)	21.64	23.76	2.39	12.32	12.76
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	124	210	17	124	166
지배주주	124	210	17	124	166
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	154	256	98	218	269

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	33.9	54.0	-19.5	41.6	29.2
영업이익	189.9	69.3	-69.8	165.2	28.1
세전계속사업이익	203.9	71.3	-82.8	283.4	33.9
EBITDA	162.5	66.3	-61.8	122.5	23.6
EPS(계속사업)	204.7	69.0	-91.9	-50.5	33.8
수익성 (%)					
ROE	77.3	64.8	3.2	17.0	18.0
ROA	37.5	39.1	2.1	11.8	12.9
EBITDA마진	26.8	29.0	13.7	21.6	20.7
안정성 (%)					
유동비율	283.8	219.0	290.2	313.1	340.2
부채비율	75.2	60.4	45.4	42.0	38.6
순차입금/자기자본	1.3	4.3	-33.2	-34.6	-37.9
EBITDA/이자비용(배)	51.2	73.9	27.8	37.6	46.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,827	3,089	250	124	165
BPS	3,275	6,266	644	811	1,024
CFPS	1,959	3,244	598	144	182
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15	0.7	12.6	21.6	16.1
PER(최저)	1.1	0.6	7.2	17.3	12.9
PBR(최고)	0.9	0.3	4.9	3.3	2.6
PBR(최저)	0.6	0.3	2.8	2.6	2.1
PCR	1.0	0.6	3.3	16.8	13.3
EV/EBITDA(최고)	1.3	0.7	30.0	11.0	8.5
EV/EBITDA(최저)	1.0	0.6	-2.1	8.6	6.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	31 억원
발행주식수	625 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,584 억원
주요주주	
전동규(외20)	43.82%

외국인지분률	2.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	40,150 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	46,050 원
52주 최저가	32,000 원
60일 평균 거래대금	40 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.8%	4.5%
6개월	0.6%	-27.6%
12개월	%	%

서진시스템 (178320/KQ | 매수(신규편입) | T.P 50,000 원(신규편입))

다섯 가지 '성장동력'을 갖춘 기업

- 알루미늄 소재를 가공한 통신/반도체/ESS 장비, 스마트폰 부품 등 생산 전문 기업
- 5G 조기 상용화를 위한 글로벌 4G/5G 투자 확대, 통신 장비 수요 증가 예상
- 모바일 부문, EMS 비중 확대 및 베트남 생산 증가로 매출 성장 지속
- 슈퍼사이클 맞은 반도체 산업 설비 투자 이어질 전망, 추가적인 매출 확대 기대
- ESS 장비/전기자 부품 등 성공적인 사업 다각화, 올해 본격 성장기 맞을 것

다양한 분야에서 활용되는 금속 가공 기술

서진시스템은 알루미늄 소재 중심의 금속 가공 기술을 바탕으로 통신 장비, 반도체 장비, 스마트폰 부품 등을 생산하는 기업이다. 1996 년 설립되어 작년 3 월 코스닥 시장에 신규 상장했다. 지난해 3 분기 기준 매출 비중은 통신 약 45%, 모바일 약 21%, 반도체 약 19%, ESS 약 6%, 기타 약 9%로 구성되어 있다.

성공적인 사업 다각화, 전방산업이 이끄는 성장

알루미늄 소재를 활용하는 메탈 가공 기술을 토대로 모바일, 반도체, ESS, 자동차 부품 등 사업 다각화에 성공했다. 사업 부문별 전방 산업의 전망이 밝아 고른 성장이 기대된다. 통신 부문은 4G 통신망 구축에 적극적으로 나서고 있는 인도/베트남 등 동남아시아 국가들과, 5G 조기 상용화를 준비 중인 미국 등 주요 선진국들의 투자 확대에 인한 수혜가 예상된다. 베트남 생산 비중이 늘고 있는 모바일 부문의 실적 개선도 기대된다. 2015 년 텍스 인수와 함께 새롭게 시작된 ESS 부문은 또 하나의 성장축으로 자리매김할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 50,000 원 신규편입

2018 년은 각 사업부문 모두 고른 성장세가 나타날 것으로 예상된다. 특히 4G/5G 관련 글로벌 투자가 확대되고 있는 통신부문과, 친환경/신재생 에너지 보급 확대와 더불어 수요가 늘고 있는 ESS 부문의 성장에 주목한다. 각 사업부문별로 따로 또 같이 성장해나가는 모습을 꾸준히 추적 관찰하는 것만으로도 즐거운 2018 년이 될 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	492	777	1,659	2,453	3,087	3,703
yoy	%	41.3	58.2	113.4	47.9	25.9	20.0
영업이익	억원	47	224	244	297	374	475
yoy	%	1,156.2	373.5	8.7	21.8	25.9	27.0
EBITDA	억원	78	288	346	424	476	566
세전이익	억원	16	179	206	255	327	426
순이익(지배주주)	억원	10	182	196	248	294	383
영업이익률%	%	9.7	28.9	14.7	12.1	12.1	12.8
EBITDA%	%	15.8	37.1	20.9	17.3	15.4	15.3
순이익률	%	2.0	23.5	11.8	10.1	9.5	10.4
EPS	원	291	5,474	4,275	4,171	4,704	6,136
PER	배	0.0	0.0	0.0	8.3	8.8	6.7
PBR	배	0.0	0.0	0.0	1.6	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	5.3	5.0	3.5
ROE	%	12.9	94.4	37.0	24.2	20.0	21.4
순차입금	억원	380	824	709	59	-245	-632
부채비율	%	1,296.1	333.0	213.5	145.5	136.4	123.9

통신 - 글로벌 4G/5G 투자 확대에 따른 수혜

동남아시아(4G) 및 주요
선진국(5G)들의 통신 인프라 투자가
확대되며 통신 장비 수요도 늘고
있다.

통신 사업부문은 서진시스템의 모태 사업 영역이자 지난해 기준 매출의 약 45%를 차지하고 있는 핵심 사업군(群)이다. 소형 통신기지국 장비인 RRH(Remot Radio Head)와 RRU(Remote Radio Unit)용 알루미늄 함체(艦體), 통신네트워크 장비에 사용되는 각종 금속 기구물 등을 생산한다. 주요 고객사로는 삼성전자, KMW, 베트남 최대 통신사 VIETTEL 등이 있다.

글로벌 4G/5G 투자가 늘고 있다. 인도/베트남 등 동남아시아 지역은 4G 통신망 구축에 적극적으로 나서는 중이며, 미국을 비롯한 주요 선진국들은 5G 조기 상용화를 위한 투자를 늘리고 있다. 특히 인도는 4G LTE 스마트폰 보급 확대와 더불어 통신 인프라 구축에 열을 올리고 있다. 궁극적으로는 2020 년 5G 상용화를 준비하는 과정이지만, 그 동안 열악했던 통신 인프라 개선이 빠르게 진행되고 있는 것으로 판단된다. 세계 2위의 인구 규모와 세계 7 위 면적을 자랑하는 만큼, 통신 장비의 수요도 크게 늘고 있다. 5G 시대를 준비하는 주요 선진국(向) 장비 매출 증가도 기대된다. 높은 주파수 대역을 사용하는 5G 는 전송 속도는 빠르지만 전파 도달 거리가 짧다는 단점이 있다. 따라서 스몰셀과 같은 소형 통신 기지국의 추가 설치가 반드시 필요하다. 세계 각국에서 5G 조기 상용화를 서두르고 있는 만큼 올해부터 본격적인 통신 장비 수요가 늘어날 가능성이 높아 보인다.

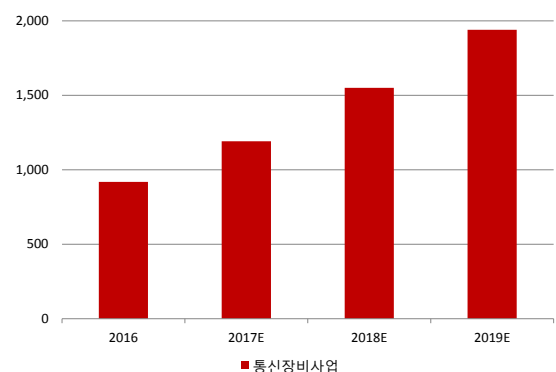
서진시스템 글로벌 고객사 Target 현황



자료 : 서진시스템 SK 증권

통신 사업부문 매출 전망

(단위 : 억원)



자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

모바일/반도체/ESS/전기차 - 전방산업이 이끄는 성장

통신 부문은 베트남 공장 CAPA 증설과 함께 고객사 대응 물량이 늘고 있다.

2014 년부터 납품을 시작한 스마트폰 메탈케이스 및 EMS(Electronic Manufacturing Service)는 약 20%의 매출 비중을 차지하며 또 하나의 핵심 사업군(群)으로 자리잡았다. 주요 고객사인 삼성전자의 스마트폰의 메탈케이스 채택이 늘어남과 동시에, 서진시스템은 삼성전자 베트남 법인과 물리적으로 가까운 곳에 CAPA 를 늘리면서 대규모 물량 수주가 가능했다. 현재 High-end 모델부터 중저가형 모델까지 모두 공급 중이다. 서진시스템비나/서진비나/텍스비나 등 베트남 공장 CAPA 증설과 함께 베트남 생산 비중이 늘면서 실적 개선도 기대된다.

반도체 산업의 호황은 올해 장비 산업에도 긍정적인 영향을 미치는 중이다.

2016 년부터는 글로벌 반도체 증착/식각 장비 업체인 '램리서치(Lam Research) 코리아'에 금속 구동장치 및 구조물 등을 공급하고 있다. 지난해 슈퍼사이클을 맞이 했던 반도체 산업은 올해도 투자가 지속될 것으로 예상됨에 따라 서진시스템의 수혜가 예상된다. 또 2016 년 이후 '램리서치 글로벌'과의 공동 R&D 에 꾸준히 참여하고 있으며, 베트남 현지 법인이 벤더에 정식 등록됨에 따라 추가적인 매출 확대도 기대해 볼만 하다.

ESS 와 전기차 부품은 새롭게 떠오르는 성장 동력이다.

2015 년 텍스 인수와 함께 새롭게 시작된 ESS 사업의 성장도 기대된다. 친환경/신재생 에너지 보급 확대와 더불어 ESS 의 활용도가 다양해 지면서, ESS 파워장치 및 배터리를 제외한 나머지 부분의 제조/조립을 담당하는 서진시스템의 수혜가 기대된다. 전기차/자동차 부품 매출도 늘어날 전망이다. 일본 Mitsubishi, 프랑스 Valeo 등과 샘플 테스트 및 벤더 등록은 마무리 되었고, 올해 텍스 2 공장 준공 완료와 함께 본격적인 매출 증가가 기대된다.

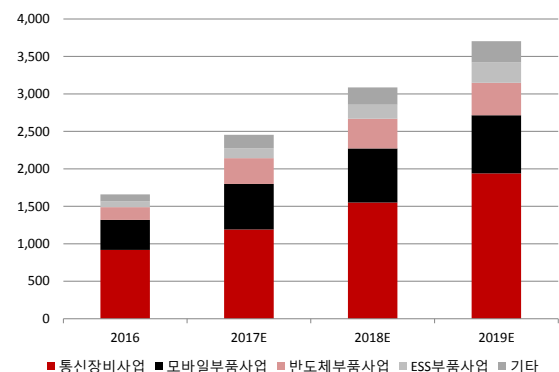
다이캐스팅/후가공 기술 등을 바탕으로 사업 영역 확대



자료 : 서진시스템 SK 증권

사업부문별 매출 전망

(단위 : 억원)

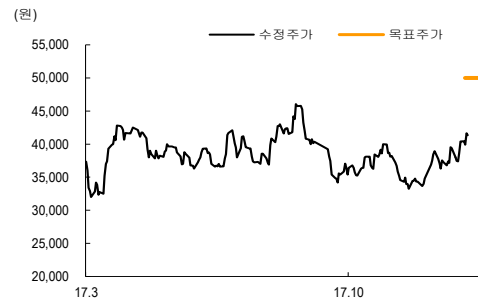


자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

투자의견 매수, 목표주가 50,000 원 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 50,000 원을 제시하고 신규 편입한다. 2018 년은 각 사업부문 모두 고른 성장세가 나타날 것으로 예상된다. 특히 4G/5G 관련 글로벌 투자가 확대되고 있는 통신부문과, 친환경/신재생 에너지 보급 확대와 더불어 수요가 늘고 있는 ESS 부문의 성장에 주목한다. 목표주가 50,000 원은 2018 년 예상 순이익 대비 P/E Multiple 약 11 배로, 통신장비 관련 종목 12M fwd P/E 평균 약 15.3 배에 비해 약 40% 낮은 수준이다. 각 사업부문별로 따로 또 같이 성장해나가는 모습을 꾸준히 추적 관찰하는 것만으로도 즐거운 2018 년이 될 것으로 판단된다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.05	매수	50,000원	6개월		
2017.07.26	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 2 월 5 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	479	982	2,093	2,721	3,422
현금및현금성자산	36	133	840	1,144	1,530
매출채권및기타채권	195	358	530	667	800
재고자산	213	451	667	840	1,008
비유동자산	981	1,292	1,165	1,078	1,005
장기금융자산	2	1	0	0	0
유형자산	917	1,198	937	843	761
무형자산	45	61	165	172	179
자산총계	1,461	2,273	3,257	3,799	4,427
유동부채	792	1,300	1,770	2,031	2,285
단기금융부채	555	618	760	760	760
매입채무 및 기타채무	207	624	923	1,161	1,393
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	331	248	161	161	165
장기금융부채	309	226	138	138	138
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,124	1,548	1,931	2,192	2,450
지배주주지분	337	725	1,327	1,607	1,977
자본금	15	22	31	31	31
자본잉여금	104	288	660	660	660
기타자본구성요소	0	2	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	202	397	629	923	1,306
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	337	725	1,327	1,607	1,977
부채외자본총계	1,461	2,273	3,257	3,799	4,427

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	152	393	344	371	453
당기순이익(손실)	182	196	248	294	383
비현금성항목등	113	166	179	182	183
유형자산감가상각비	63	100	121	94	82
무형자산감가상각비	1	2	6	8	8
기타	8	13	7	-4	-4
운전자본감소(증가)	-134	49	-60	-72	-70
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8	-141	-271	-137	-133
재고자산감소(증가)	-83	-239	-216	-173	-168
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-25	448	294	238	232
기타	-17	-19	133	-1	-1
법인세납부	-10	-18	-23	-33	-43
투자활동현금흐름	-567	-406	-10	-14	-14
금융자산감소(증가)	-1	3	1	0	0
유형자산감소(증가)	-457	-357	0	0	0
무형자산감소(증가)	-37	-16	-16	-16	-16
기타	-72	-37	4	1	2
재무활동현금흐름	396	110	374	-53	-53
단기금융부채증가(감소)	0	-89	176	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	190	-37	0	0
자본의증가(감소)	0	18	323	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-20	-9	-71	-53	-53
현금의 증가(감소)	-19	98	706	304	387
기초현금	55	36	133	840	1,144
기말현금	36	133	840	1,144	1,530
FCF	-383	-5	308	351	433

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	777	1,659	2,453	3,087	3,703
매출원가	451	1,233	1,901	2,383	2,836
매출총이익	327	426	552	704	867
매출총이익률 (%)	42.0	25.7	22.5	22.8	23.4
판매비와관리비	102	182	255	330	392
영업이익	224	244	297	374	475
영업이익률 (%)	28.9	14.7	12.1	12.1	12.8
비영업손익	-46	-38	-42	-47	-49
순금융비용	34	50	49	51	51
외환관련손익	-5	14	-3	0	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	179	206	255	327	426
세전계속사업이익률 (%)	23.0	12.4	10.4	10.6	11.5
계속사업법인세	-4	10	7	33	43
계속사업이익	182	196	248	294	383
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	182	196	248	294	383
순이익률 (%)	23.5	11.8	10.1	9.5	10.4
지배주주	182	196	248	294	383
지배주주귀속 순이익률(%)	23.47	11.83	10.13	9.52	10.35
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	184	195	235	280	370
지배주주	184	195	235	280	370
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	288	346	424	476	566

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	58.2	113.4	47.9	25.9	20.0
영업이익	373.5	8.7	21.8	25.9	27.0
세전계속사업이익	1,001.9	15.1	23.9	28.1	30.4
EBITDA	271.8	20.2	22.4	12.2	18.9
EPS(계속사업)	1,779.1	-21.9	-2.4	12.8	30.4
수익성 (%)					
ROE	94.4	37.0	24.2	20.0	21.4
ROA	17.0	10.5	9.0	8.3	9.3
EBITDA마진	37.1	20.9	17.3	15.4	15.3
안정성 (%)					
유동비율	60.5	75.5	118.2	134.0	149.8
부채비율	333.0	213.5	145.5	136.4	123.9
순차입금/자기자본	244.3	97.8	4.5	-15.3	-32.0
EBITDA/이자비용(배)	8.5	6.9	8.6	9.1	10.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,474	4,275	4,171	4,704	6,136
BPS	10,122	15,641	21,231	25,719	31,638
CFPS	7,389	6,507	6,306	6,335	7,591
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	11.0	8.9	6.8
PER(최저)	0.0	0.0	7.7	7.7	5.9
PBR(최고)	0.0	0.0	2.2	1.6	1.3
PBR(최저)	0.0	0.0	1.5	1.4	1.2
PCR	0.0	0.0	5.5	6.5	5.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	7.0	5.0	3.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	4.4	4.3	2.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

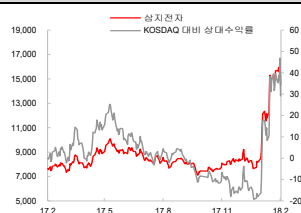
Company Data

자본금	83 억원
발행주식수	1,632 만주
자사주	78 만주
액면가	500 원
시가총액	2,366 억원
주요주주	
이기남 외 11인	46.53%
삼지전자 자사주	4.80%
외국인지분률	0.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	14,500 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	16,650 원
52주 최저가	7,110 원
60일 평균 거래대금	85 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	70.8%	54.3%
6개월	69.2%	23.7%
12개월	89.5%	29.2%

삼지전자 (037460/KQ | Not Rated)

실적개선은 이제 시작에 불과

5G 투자확대에 따른 수혜와 자회사 보유 지분 가치가 부각되면서 연초 이후 주가는 78% 상승하였다. 그럼에도 추가적인 주가 상승이 예상되는 이유는 5G 라는 모멘텀이 중장기적인 성격을 띄기 때문이다. 주파수 경매가 완료되면 이통사들의 투자는 본격화 될 것이다. 투자규모를 감안할 때 적어도 2020년까지는 투자확대가 예상된다

유무선 통신장비 + 2 차전지 장비 + 태양광 EPC

중계기, 스몰셀과 같은 유무선통신장비와 2 차 전지(충방전 시스템, 셀 테스트 장비) 관련 장비를 생산하는 기업이다. 신규 사업으로 태양광 패널 판매 및 시공, 운영관리를 시작하였다. 계열회사로는 전자부품 유통업을 하는 에스에이엠티(상장사, 지분율 49.8%, 시가총액 1,985 억원)와 세일이엔에스(비상장사, 지분율 58%, 반도체 클린룸 등 시공)를 보유하고 있다.

5G 투자확대에 따른 수혜

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 동사는 LGU+의 메인 벤더로서 무선중계기 분야에서는 60%의 점유율(LGU+내)을 차지하고 있다. 5G 시대를 맞이하여 스몰셀 등 관련 장비의 투자가 급증할 것으로 예상된다. 스몰셀 기본기술을 확보하였으며 국제기술 표준 확정지 본격적인 매출이 발생할 전망이다. 참고로 SKT 는 콘텔라, KT 는 이노와 이어리스, LGU+는 삼지전자와 스몰셀 부문에서 협업하고 있다.

자체실적이 성장정체를 탈피

주요 고객사의 투자가 본격화되는 가운데 2 차 전지 시장성장에 따라 배터리 생산용 충전시스템의 매출이 증가하고 있으며, 생산장비신규제품 양산으로 외형성장이 예상된다. 2018 년 매출액은 전년대비 35% 증가한 162 억원이 예상된다. 태양광발전 시공과 ESS 배터리를 공급하는 에너지부문도 본궤도 진입이 예상된다. 지난해 11 월 첫 주주에 성공하면서 금년 매출액은 1 백억원을 상회할 전망이다. 전 부문에 걸친 고른 성장에 힘입어 2017 년 360 억원에 그쳤던 매출액이 2018 년 575 억원, 2019년에는 1 천억원을 상회할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	715	592	343	8,318	11,016
yoy	%	13.2	-17.2	-42.1	2,326.2	32.4
영업이익	억원	24	40	-38	257	303
yoy	%	395.7	63.3	적전	흑전	18.0
EBITDA	억원	33	52	-24	273	319
세전이익	억원	43	-45	-33	286	329
순이익(지배주주)	억원	39	-34	-25	144	196
영업이익률%	%	3.4	6.7	-11.1	3.1	2.8
EBITDA%	%	4.6	8.7	-7.1	3.3	2.9
순이익률	%	5.4	-5.7	-7.3	3.3	3.5
EPS	원	312	-269	-196	703	723
PER	배	10.9	N/A	N/A	8.0	15.5
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.8	1.2
EV/EBITDA	배	3.3	1.7	N/A	8.0	9.8
ROE	%	6.0	-5.1	-3.7	16.7	17.1
순차입금	억원	-311	-310	-191	883	669
부채비율	%	33.5	27.3	34.7	114.7	76.8

유무선 통신장비 + 2 차전지 장비 + 태양광 EPC

이동통신사업자들의 5G 투자는
적어도 2020 년까지 증가할 것

5G 투자확대에 따른 수혜와 자회사 보유 지분 가치가 부각되면서 연초 이후 주가는 78% 상승하였다. 그럼에도 추가적인 주가 상승이 예상되는 이유는 5G 라는 모멘텀이 중장기적인 성격을 갖기 때문이다. 주파수 경매가 완료되면 이동사들의 투자는 본격화 될 것이다. 투자규모를 감안할 때 적어도 2020 년까지는 투자확대가 예상된다.

주요 사업부는 유무선 통신장비 +
2 차전지 생산관련 장비 + 태양광
EPC, 계열회사로는 전자부품 유통의
에스에이엠티, 세일이엔에스

삼지전자는 중계기, 스몰셀과 같은 유무선통신장비와 2 차 전지(충방전 시스템, 셀 테스트 장비)관련 장비를 생산하는 기업이다. 신규 사업으로 태양광 패널 판매 및 시공, 운영관리를 시작하였다. 계열회사로는 전자부품 유통업을 하는 에스에이엠티(상장사, 지분을 49.8%, 시가총액 1,985 억원)와 세일이엔에스(비상장사, 지분을 58%, 반도체 클린룸 등 시공)를 보유하고 있다.

연결 실적추이

(단위: 억원)

		2015	2016	3Q17(누적)
통신/네트워크 장비, 충방전시스템 등	수출	14	48	52
	내수	237	302	156
	합계	251	350	208
전자부품 유통		8,002	10,542	9,037
중계기 설치 및 유지보수 등	수출	50	83	86
	내수	7	21	23
	합계	57	104	109
부동산 임대		8	19	13
매출합		8,318	11,015	9,367
영업이익		257	303	288

자료: 삼지전자

스몰셀



Femto eNB

자료: 삼지전자

2 차전지 충방전 장비



Cycler

자료: 삼지전자

5G 투자확대에 따른 수혜

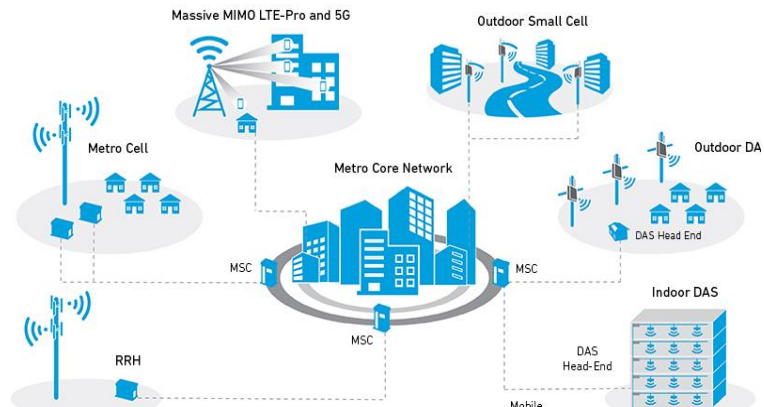
스몰셀은 5G 네트워크의 중심축이 될 것
동사는 LGU+의 메인 벤더

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 동사는 LGU+의 메인 벤더로서 무선중계기 분야에서는 60%의 점유율(LGU+내)을 차지하고 있다. 5G 시대를 맞이하여 스몰셀 등 관련 장비의 투자가 급증할 것으로 예상된다. 스몰셀 기본기술을 확보하였으며 국제기술 표준 확정시 본격적인 매출이 발생할 전망이다. 참고로 SKT는 콘텔라, KT는 이노와 이어리스, LGU+는 삼지전자와 스몰셀 부문에서 협업하고 있다.

스몰셀은 초기 설치비 적고
단기간에 구축 가능, 소규모
공간에서 하나의 기지국 역할

스몰셀은 높은 전송파워와 넓은 커버리지를 지닌 매크로셀과 다르게 낮은 전송파워와 좁은 커버리지를 갖는 소형 기지국이다. 스몰셀은 안테나당 10W 급 이하의 소출력 기지국 장비나 피코셀(최대출력 24dBm 이하), 펌토셀(21dBm 이하) 등을 통칭한 것이다. 스몰셀은 매크로셀에 비해 구축비용이 적게 들고 크기가 작다. 초기 설치비가 적고 단기간에 구축이 가능해 필요 데이터가 급증하는 5G 시대에는 필수적인 장비로 부각되고 있다. 동사는 2013년에 처음으로 펌토셀을 개발하였고 2017년에는 고출력 펌토셀 개발에 성공하여 LGU+에 공급하였다.

무선통신망 개념도



자료: 업계자료

새로운 성장동력, 에너지 솔루션 사업

에너지솔루션 사업의 성장이다. 주요 고객사의 투자가 본격화되는 가운데 2차 전지 시장 성장에 따라 배터리 생산용 충방전시스템의 매출이 증가하고 있으며, 생산장비신규 제품 양산으로 외형성장이 예상된다. 2018년 매출액은 전년 대비 35% 증가한 162억 원이 예상된다. 태양광발전 시공과 ESS 배터리를 공급하는 에너지부문도 본격도 진입이 예상된다. 지난해 11월 첫 수주에 성공하면서 금년 매출액은 1백억원을 상회할 전망이다.

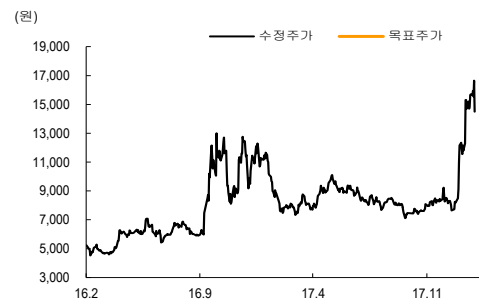
**에스에이엠티의 실적호조 지속,
배당수익률도 5%에 달함, 지난
10 월 인수한 세일이엔에스는
수주잔고를 감안할 때 금년에도
무난한 실적 예상됨**

반도체, 휴대폰 등 삼성전자의 국내 최대 유통업체인 에스에이엠티는 전방산업 호조에 힘입어 외형 및 수익개선 추세가 지속되고 있다. 지난해 매출액 1.25 조원, 영업이익은 360 억원에 달한 것으로 추정된다. 배당수익률도 5%에 달한다. 지난 10 월 인수를 완료한 세일이엔에스는 반도체 클린룸 등을 시공하는 업체이다. 수주잔고를 감안할 때 금년에도 무난한 실적이 예상된다.

**5G 투자확대, 2 차전지 시장성장,
태양광 EPC 수주증가에 힘입어
자체실적이 성장정체를 탈피할 전망**

5G 투자확대와 2 차전지 시장성장, 태양광 EPC 수주증가에 힘입어 자체실적이 성장정체를 탈피할 전망이다. 2017 년 360 억원에 그쳤던 매출액이 2018 년 575 억원, 2019 년에는 1 천억원을 상회할 것으로 예상된다. 현 주가는 영업가치가 온전히 반영된 상태는 아니다. 5G 투자를 계기로 자체 실적이 부각되면서 주가의 상승추세는 지속될 것으로 전망된다.

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2018.02.05	Not Rated			
2018.01.04	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 2 월 5 일 기준)

매수	89.66%	중립	10.34%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	613	555	472	1,934	2,266
현금및현금성자산	27	57	124	59	27
매출채권및기타채권	132	73	49	1,057	1,125
재고자산	88	71	64	637	925
비유동자산	265	281	473	1,389	1,496
장기금융자산	146	159	317	223	268
유형자산	57	54	44	282	277
무형자산	19	25	19	172	182
자산총계	879	836	944	3,323	3,761
유동부채	141	178	236	1,545	1,349
단기금융부채		94	165	882	563
매입채무 및 기타채무	93	66	57	608	662
단기충당부채					2
비유동부채	80	2	7	230	285
장기금융부채	75			200	226
장기매입채무 및 기타채무					0
장기충당부채					
부채총계	220	179	243	1,775	1,634
지배주주지분	658	657	701	1,019	1,279
자본금	63	65	66	71	73
자본잉여금	446	452	463	483	492
기타자본구성요소	-53	-55	-24	-27	-27
자기주식	-58	-62	-27	-27	-27
이익잉여금	239	197	201	346	543
비지배주주지분				529	849
자본총계	658	657	701	1,548	2,127
부채외자본총계	879	836	944	3,323	3,761

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	21	73	6	400	182
당기순이익(손실)	39	-34	-25	273	385
비현금성항목등	8	92	6	1	-4
유형자산감가상각비	6	8	9	11	10
무형자산감가상각비	2	3	5	5	5
기타	-1	80	-8	-14	-20
운전자본감소(증가)	-25	9	20	187	-243
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-31	61	24	179	-7
재고자산감소(증가)	30	11	7	186	-290
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-53	-24	-13	-96	44
기타	-33	82	50	276	-5
법인세납부				-22	
투자활동현금흐름	-40	-53	-27	-246	-178
금융자산감소(증가)	3	-37	-21	206	44
유형자산감소(증가)	-30	-6	-1	-4	-5
무형자산감소(증가)	-13	-10	-5	1	-14
기타			1	10	61
재무활동현금흐름	-5	9	88	-220	-36
단기금융부채증가(감소)	-97	20	49	-445	-354
장기금융부채증가(감소)	99			200	40
자본의증가(감소)	4		45	25	278
배당금의 지급	11	11	5		
기타					
현금의 증가(감소)	-25	30	68	-65	-33
기초현금	51	27	57	124	59
기말현금	27	57	124	59	27
FCF	-25	47	9	-1,189	62

자료 : 삼지전자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	715	592	343	8,318	11,016
매출원가	584	452	261	7,881	10,378
매출총이익	131	140	82	437	638
매출총이익률 (%)	18.3	23.7	23.9	5.3	5.8
판매비와관리비	107	100	120	180	335
영업이익	24	40	-38	257	303
영업이익률 (%)	3.4	6.7	-11.1	3.1	2.8
비영업손익	19	-85	5	29	26
순금융비용	8	5	4	48	49
외환관련손익	-2	-1	0	40	10
관계기업투자등 관련손익	2	-2	1	52	97
세전계속사업이익	43	-45	-33	286	329
세전계속사업이익률 (%)	6.0	-7.6	-9.5	3.4	3.0
계속사업법인세	4	-12	-8	60	38
계속사업이익	39	-34	-25	226	291
중단사업이익				47	94
*법인세효과				0	34
당기순이익	39	-34	-25	273	385
순이익률 (%)	5.4	-5.7	-7.3	3.3	3.5
지배주주	39	-34	-25	144	196
지배주주귀속 순이익률(%)	5.41	-5.68	-7.31	1.73	1.78
비지배주주				130	189
총포괄이익	12	3	-29	424	433
지배주주	12	3	-29	309	250
비지배주주				115	184
EBITDA	33	52	-24	273	319

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	13.2	-17.2	-42.1	2,326.2	32.4
영업이익	395.7	63.3	적전	흑전	18.0
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	15.0
EBITDA	183.0	57.3	적전	흑전	16.8
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	2.8
수익성 (%)					
ROE	6.0	-5.1	-3.7	16.7	17.1
ROA	4.3	-3.9	-2.8	12.8	10.9
EBITDA마진	4.6	8.7	-7.1	3.3	2.9
안정성 (%)					
유동비율	436.0	312.2	199.6	125.2	167.9
부채비율	33.5	27.3	34.7	114.7	76.8
순차입금/자기자본	-47.2	-47.2	-27.2	57.0	31.4
EBITDA/이자비용(배)	25	6.1	-3.3	5.4	6.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	312	-269	-196	703	723
BPS	5,786	5,658	5,661	7,529	9,108
CFPS	381	-174	-88	1,163	1,496
주당 현금배당금	100	50			
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.3	N/A	N/A	8.4	18.0
PER(최저)	9.6	N/A	N/A	3.8	6.3
PBR(최고)	0.7	0.9	0.8	0.8	1.4
PBR(최저)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.5
PCR	8.9	-18.0	-31.2	4.8	7.5
EV/EBITDA(최고)	5.2	6.8	-15.3	8.2	10.6
EV/EBITDA(최저)	2.1	1.6	-4.6	6.4	6.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

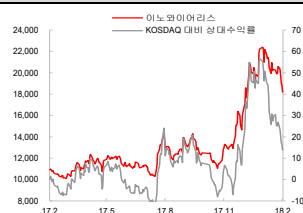
Company Data

자본금	30 억원
발행주식수	600 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,125 억원
주요주주	
정종태	22.86%
신영자산운용	18.53%
외국인지분률	3.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	18,200 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	22,400 원
52주 최저가	10,100 원
60일 평균 거래대금	23 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.7%	-25.9%
6개월	35.9%	-2.3%
12개월	70.5%	17.1%

이노와이어리스 (073490/KQ | Not Rated)

스몰셀이 성장 주도할 것

통신용 시험/계측기 및 스몰셀 사업을 영위하고 있다. 차세대 성장동력으로 육성한 스몰셀 사업부문이 향후 외형성장을 주도할 것으로 전망된다. 5G 시대에서는 네트워크의 핵심 구성요소로 진화할 것이다. 금년 하반기 이후 국내 통신사들의 투자 증가에 힘입어 매출증가가 본격화될 전망이다. 의미 있는 개선은 5G 투자가 가시화되는 하반기부터 시작되고, 본격적인 숫자는 내년부터 확인할 수 있을 것이다.

스몰셀 사업부문이 성장 주도할 것

차세대 성장동력으로 육성한 스몰셀 사업부문이 향후 외형성장을 주도할 것으로 전망된다. 이통사들은 커버리지 확대와 폭증하는 데이터의 효율적 관리를 위해 스몰셀의 채택을 늘리고 있다. 특히 5G 시대에서는 네트워크의 핵심 구성요소로 진화할 것이다. 2016 년 68 억원에 그쳤던 스몰셀 매출이 일본 물량이 확대되면서 2017 년 3 분기 누적으로 104 억원까지 증가하였다. 금년 하반기 이후 국내 통신사들의 투자 증가에 힘입어 매출증가가 본격화될 전망이다.

기존 주력제품인 무선망 최적화 제품군도 매출 증가 예상

기존 주력제품인 무선망 최적화 제품군도 매출 증가가 기대된다. 5G 도입기에는 최적의 효율성을 발휘할 수 있는 통신기반시설의 구축을 위해 이동통신 사업자, 네트워크장비업체의 수요가 늘어나게 된다. 데이터 트래픽의 급격한 증가로 네트워크의 효율적 관리도 필요하다. 데이터 트래픽 정보를 수집하여 네트워크 품질에 영향을 주는 장애요인들을 진단, 분석, 모니터링 할 수 있는 Big Data 제품군도 외형이 성장할 것이다.

의미 있는 실적개선은 하반기부터

단, 단기간에 실적이 급격히 개선될 가능성은 낮다. 지난해 매출액 549 억원, 영업이익 -47 억원으로 외형은 전년 대비 4.2% 증가, 영업이익은 적자지속이 예상된다. 이통사들의 기존 투자가 주춤한 가운데 큐셀네트워크의 매출액도 고정비를 커버하기에는 부족한 수준이다. 하지만 5G 투자가 가시화되는 하반기부터 의미 있는 개선이 시작되어, 본격적인 숫자를 내년부터 확인할 수 있을 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	768	749	560	549	527
yoy	%	5.0	-2.5	-25.2	-1.9	-4.1
영업이익	억원	118	44	-3	-25	-37
yoy	%	-27.1	-62.6	적전	적지	적지
EBITDA	억원	137	64	16	-4	-18
세전이익	억원	102	43	37	-27	-42
순이익(지배주주)	억원	95	46	18	-45	-98
영업이익률%	%	15.4	5.9	-0.5	-4.5	-7.1
EBITDA%	%	17.8	8.5	2.8	-0.8	-3.4
순이익률	%	12.9	6.2	2.4	-8.2	-18.6
EPS	원	1,586	854	213	-747	-1,636
PER	배	10.9	14.1	54.6	N/A	N/A
PBR	배	1.4	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	5.5	6.2	33.1	N/A	N/A
ROE	%	13.1	5.9	2.2	-5.7	-13.6
순차입금	억원	-291	-336	-173	-170	-155
부채비율	%	19.2	16.8	21.0	17.4	22.3

주요 제품군은 무선망 최적화, 스몰셀, Big Data

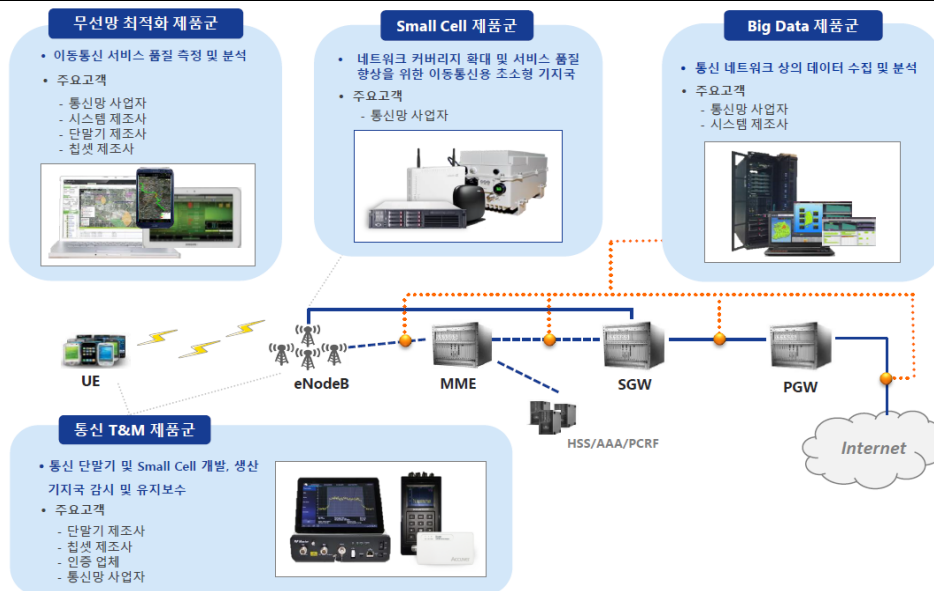
매출비중은 무선망 최적화 26%,
스몰셀 26%, Big Data 10%

통신용 시험/계측기 및 스몰셀 사업을 영위하고 있다. 주요 제품군은 무선망 최적화, Big Data, 스몰셀이 있다. 2017 년 3 분기 기준으로 매출비중은 무선망 최적화 제품 26%, Big Data 10%, 스몰셀 26%, 기타 38%이다. 주요 고객사로는 국내 이동통신 3사와 단말기 제조업체, 해외는 주요 이동사들과 네트워크 장비업체가 있다. 수출비중이 69%에 달한다.

무선망 최적화는 음영지역,
간섭지역 찾아내고 문제점 해결, Big
Data는 네트워크 문제를
종합적으로 분석, 스몰셀은 매크로
셀과 대비되는 개념

무선망 최적화 제품군은 이동통신망에서 음성과 데이터 서비스 상태를 실시간으로 측정하여 서비스 품질이 좋지 않은 음영지역, 간섭지역을 찾아내고 문제점을 해결하는 장비이다. 회사 설립 이후 현재까지 주요 매출원으로 자리매김하고 있다. Big Data는 네트워크 문제를 종합적으로 분석하여 네트워크의 관리 효율성을 증대시키는 제품이다. 폭증하는 데이터 트래픽으로 인해 네트워크의 과부하를 해결하기 위한 수요가 늘어나고 있다. 2012년 국내 이동사들을 중심으로 매출이 발생하고 있다. 스몰셀은 낮은 전송파워와 좁은 커버리지를 가지는 셀로, 기존의 높은 전송 파워와 넓은 커버리지를 가지는 매크로 셀(macro cell)에 대비되는 개념이다. 데이터 통신이 확대되면서 통신사들이 음영 지역까지 포섭하기 위하여 대형 기지국과 함께 스몰셀을 구축하고 있다.

주요 제품군



자료 : 이노와이어리스

스몰셀 사업부문이 성장 주도할 것

스몰셀 사업부문이 향후 외형성장을 주도할 것. 5G 시대에 네트워크의 핵심 구성요소로 진화

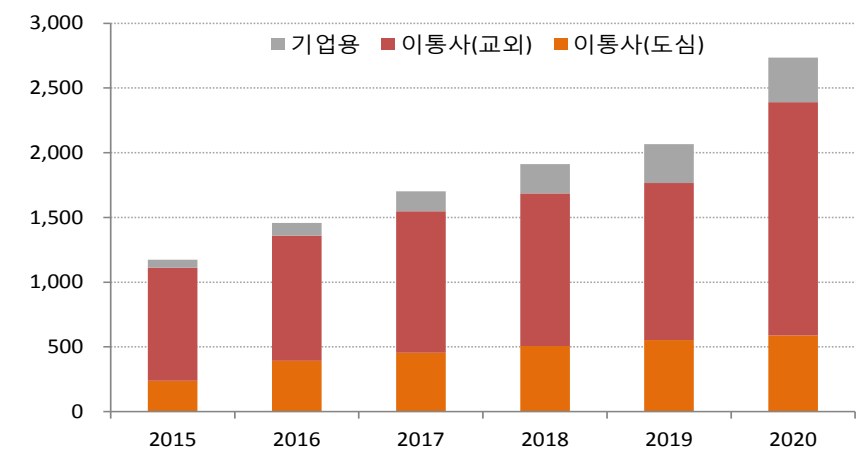
차세대 성장동력으로 육성한 스몰셀 사업부문이 향후 외형성장을 주도할 것으로 전망된다. 이통사들은 커버리지 확대와 폭증하는 데이터의 효율적 관리를 위해 스몰셀의 채택을 늘리고 있다. 특히 5G 시대에서는 네트워크의 핵심 구성요소로 진화할 것이다. 시장 조사기관에 따르면 2015년 11.7억달러였던 스몰셀시장이 2020년에는 21.5억달러까지 확대될 전망이다. 또한 LTE 투자에서 보듯 기술 미비로 외산업체에게 시장을 내주었던 과거를 교훈 삼아 정부는 ETRI를 중심으로 핵심 솔루션과 기반기술을 국내 중소기업에게 제공하였다.

사업강화를 위해 스몰셀 사업부를 Qucell Networks로 물적 분할, 지난해 3분기 누적 매출액 100억원 돌파

2012년 KT의 스몰셀 공급업체로 선정된 이후 세계 최초로 LTE 스몰셀 장비 상용화에 성공하였다. 이후 일본, 말레이시아, 영국 등 해외진출도 시작했다. 지난해에는 사업강화를 위해 스몰셀 사업부를 Qucell Networks로 물적 분할하였다. 2016년 68억원에 그쳤던 스몰셀 매출은 일본 물량이 확대되면서 2017년 3분기 누적으로 104억원까지 증가하였다. 특히 금년 하반기 이후에는 국내 통신사들의 투자 증가에 힘입어 매출증가가 본격화될 전망이다.

전세계 스몰셀 장비 시장 전망

(단위: 백만달러)



자료: IHS 2016.9

기존 주력제품인 무선망 최적화 제품군도 매출 증가 예상

기존 주력제품인 무선망 최적화 제품군도 매출 증가가 기대된다. 5G 도입기에는 최적의 효율성을 발휘할 수 있는 통신기반시설의 구축을 위해 이동통신 사업자, 네트워크장비업체의 수요가 늘어나게 된다. 데이터 트래픽의 급격한 증가로 네트워크의 효율적 관리도 필요하다. 데이터 트래픽 정보를 수집하여 네트워크 품질에 영향을 주는 장애요인들을 진단, 분석, 모니터링 할 수 있는 Big Data 제품군도 외형이 성장할 것이다.

단기간에 급격한 실적개선은 힘들어, 지난해에도 영업적자 지속, 그러나 하반기부터 이통사들의 투자확대로 턴어라운드 예상됨

단, 단기간에 실적이 급격히 개선될 가능성은 낮다. 지난해 매출액 549 억원, 영업이익 -47 억원으로 외형은 전년대비 4.2%증가, 영업이익은 적자지속이 예상된다. 이통사들의 기존 투자가 주춤한 가운데 큐셀네트워크의 매출액도 고정비를 커버하기에는 부족한 수준이다. 하지만 5G 투자가 가시화되는 하반기부터 의미있는 개선이 시작되어, 본격적인 숫자를 내년부터 확인할 수 있을 것이다. 스몰셀 매출을 중심으로 5G 의 서비스 질을 개선시키기 위한 무선망 최적화 제품(단말기, 시험장비 계측기)의 매출확대도 예상된다

실적추이

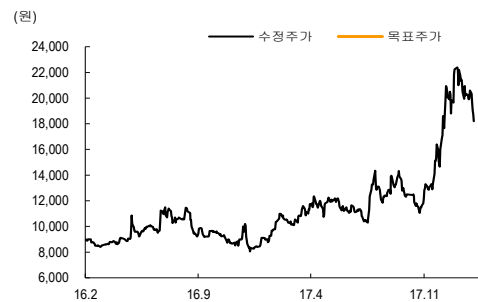
(단위: 억원)

	2014	2015	2016	3Q17
무선망 최적화 제품군	174	195	169	105
Big data 제품군	169	113	91	41
Smallcell 제품군	37	75	68	104
기타	180	166	199	156
합계	560	549	527	406
(수출)	329	336	302	280
(내수)	231	213	225	126
영업이익	-3	-25	-37	-36
영업이익률	-0.5%	-4.6%	-7.0%	-8.9%
세전이익	37	-27	-42	-38
순이익	18	-45	-98	-42

자료: 이노와이어리스

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2018.02.05 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 5일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	584	563	434	380	362
현금및현금성자산	290	314	223	170	204
매출채권및기타채권	118	175	160	155	92
재고자산	142	46	46	47	57
비유동자산	328	366	544	523	460
장기금융자산	6	6	13	6	2
유형자산	114	122	434	381	373
무형자산	29	30	25	24	20
자산총계	913	928	978	903	822
유동부채	106	120	151	119	140
단기금융부채	9		50		50
매입채무 및 기타채무	81	60	59	70	48
단기충당부채					
비유동부채	41	13	19	15	10
장기금융부채	0				
장기매입채무 및 기타채무		7	5	4	3
장기충당부채			4	4	4
부채총계	147	134	170	134	150
지배주주지분	761	788	806	769	672
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	131	131	131	133	133
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식					
이익잉여금	609	646	663	619	520
비지배주주지분	5	6	2	0	
자본총계	766	795	808	769	672
부채외자본총계	913	928	978	903	822

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	130	101	14	19	-6
당기순이익(손실)	99	47	13	-45	-98
비현금성항목등	60	50	12	60	81
유형자산감가상각비	10	11	12	14	14
무형자산감가상각비	8	8	6	6	5
기타	41	30	-7	39	62
운전자본감소(증가)	-9	4	-1	13	27
매출채권및기타채권의 감소(증가)	64	-76	15	7	64
재고자산감소(증가)	-49	64	-6	-8	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	1	11	-4	-27
기타	95	-138	9	32	135
법인세납부	-24	-5	-15	-10	-17
투자활동현금흐름	-26	-47	-152	-24	-11
금융자산감소(증가)	-8	-12	14	0	2
유형자산감소(증가)	-9	-18	-321	-6	-4
무형자산감소(증가)	-29	-26	-26	-28	-16
기타	46	54	91	72	45
재무활동현금흐름	-50	-18	50	-50	50
단기금융부채증가(감소)	5	-9	50	-50	50
장기금융부채증가(감소)					
자본의증가(감소)					
배당금의 지급	11	9			
기타	45	0			0
현금의 증가(감소)	43	24	-90	-53	34
기초현금	246	290	314	223	170
기말현금	290	314	223	170	204
FCF	115	85	-306	30	-52

자료 : 이노와이어리스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	768	749	560	549	527
매출원가	454	510	363	367	361
매출총이익	314	239	197	182	166
매출총이익률 (%)	40.9	31.9	35.2	33.2	31.5
판매비와관리비	196	194	200	207	203
영업이익	118	44	-3	-25	-37
영업이익률 (%)	15.4	5.9	-0.5	-4.5	-7.1
비영업손익	-16	-1	40	-3	-5
순금융비용	-6	-4	-4	-1	-1
외환관련손익	-9	-13	-3	1	3
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	102	43	37	-27	-42
세전계속사업이익률 (%)	13.3	5.8	6.6	-5.0	-8.0
계속사업법인세	4	-9	28	18	56
계속사업이익	99	52	8	-45	-98
중단사업이익		-5	5		
*법인세효과		0	23		
당기순이익	99	47	13	-45	-98
순이익률 (%)	12.9	6.2	2.4	-8.2	-18.6
지배주주	95	46	18	-45	-98
지배주주귀속 순이익률(%)	12.4	6.11	3.18	-8.15	-18.63
비지배주주	3	1	-4	0	
총포괄이익	93	38	13	-39	-97
지배주주	89	37	18	-39	-97
비지배주주	4	1	-4	0	
EBITDA	137	64	16	-4	-18

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	50	-2.5	-25.2	-1.9	-4.1
영업이익	-27.1	-62.6	적전	적지	적지
세전계속사업이익	-41.9	-57.5	-15.2	적전	적지
EBITDA	-23.5	-53.3	-75.0	적전	적지
EPS(계속사업)	-33.9	-46.2	-75.0	적전	적지
수익성 (%)					
ROE	13.1	5.9	2.2	-5.7	-13.6
ROA	11.0	5.1	1.4	-4.8	-11.4
EBITDA마진	17.8	8.5	2.8	-0.8	-3.4
안정성 (%)					
유동비율	553.6	466.9	286.5	319.4	258.5
부채비율	19.2	16.8	21.0	17.4	22.3
순차입금/자기자본	-38.0	-42.2	-21.5	-22.1	-23.1
EBITDA/이자비용(배)	179.2	269.4	49.4	-4.1	-55.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,586	854	213	-747	-1,636
BPS	12,670	13,135	13,432	12,808	11,194
CFPS	1,898	1,090	608	-407	-1,316
주당 현금배당금	150				
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.9	22.3	69.9	N/A	N/A
PER(최저)	10.7	12.0	46.6	N/A	N/A
PBR(최고)	2.4	1.5	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	1.3	0.8	0.7	0.8	0.7
PCR	9.1	11.1	19.2	-24.4	-6.9
EV/EBITDA(최고)	11.1	12.8	45.9	-152.7	-29.9
EV/EBITDA(최저)	5.4	4.5	27.2	-95.3	-18.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,204 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,451 억원
주요주주	
조덕수(외9)	44.01%
스틱인베스트먼트(외3)	14.04%
외국인지분률	15.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	18,150 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	0.07
52주 최고가	20,450 원
52주 최저가	7,690 원
60일 평균 거래대금	65 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	28.7%	9.5%
6개월	113.9%	61.9%
12개월	106.2%	41.3%

RFHIC (218410/KQ | Not Rated)

'GaN'의 쓰임새에 주목하자

- 국내 유일의 GaN(질화갈륨) 소재 통신 부품 전문 기업
- 기존 LDMOS 소재는 고(高)주파수 대역에서 사용하기 힘든 물성을 갖고 있음
- 극한 환경에서 효율적인 성능 유지가 가능한 'GaN'의 쓰임새에 주목해야
- 4 차 산업혁명 시대를 맞아 통신/국방 외 다양한 분야에서 활용될 가능성 높음
- 국내 유일의 GaN 소재 전문 기업 지위 굳건히 유지할 것

5G 필수 아이템 GaN 트랜지스터

RFHIC 는 무선통신 및 방위 산업에서 활용되는 GaN(질화갈륨)트랜지스터/전력증폭기를 생산/판매하는 기업이다. 그 동안 전략 수입에 의존했던 GaN 소재 부품의 국산화에 성공했고, 현재는 국내 유일의 GaN 소재 부품 생산 기업으로 성장했다. 고(高)주파수 대역 사용이 확실시 되는 5G 의 글로벌 상용화를 앞두고, GaN 소재 통신 부품 시장을 선점할 수 있을 것으로 예상된다.

'GaN'의 쓰임새에 주목하자

5G 의 도입과 함께 GaN(GaN on SiC)의 사용 확대를 예상하는 이유는 고주파수 대역에서의 안정적인 성능 유지가 가능하기 때문이다. 이는 GaN 이 기존 소재(실리콘, Si)보다 극한 환경에서 효율적인 성능 유지가 가능하다는 것을 의미한다. 기존 실리콘(Si) 소재보다 '열전도도'와 '전력전달 효율성'이 높은 것으로 알려져 있는 GaN 은 전력반도체 시장 내에서도 점차 점유율을 높여가고 있다. GaN 소재의 전력반도체칩은 사용처가 무궁무진하다. 4 차 산업혁명 시대를 맞아 각광받고 있는 AI/홈 IoT/스마트팩토리 및 AI 로봇/자율주행차 등 데이터 트래픽의 급증이 예상되는 곳 어디든 고효율 전력반도체가 필요하기 때문이다. 현재 국방/통신 분야에 집중하고 있는 RFHIC 는 5G 시대를 맞이한 통신 부문 주도의 성장이 예상되지만, 다양한 전방 산업의 문은 언제든지 열릴 가능성이 높다. 더불어 GaN on SiC 의 다음 소재로 관심을 받는 'GaN on Diamond'에 대한 연구개발도 꾸준히 진행 중이다. 국내 유일의 GaN 소재 전문 기업의 지위를 굳건히 유지할 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	465	772	642	497	612
yoy	%	31.3	66.1	-16.8	N/A(IFRS)	23.2
영업이익	억원	67	213	151	30	55
yoy	%	382.8	219.0	-28.7	N/A(IFRS)	79.9
EBITDA	억원	79	229	171	52	81
세전이익	억원	66	220	158	46	58
순이익(지배주주)	억원	64	180	131	45	56
영업이익률%	%	14.3	27.5	23.6	6.1	8.9
EBITDA%	%	17.0	29.7	26.7	10.5	13.2
순이익률	%	13.8	23.3	20.5	9.0	9.1
EPS	원	358	922	658	205	255
PER	배				48.3	38.7
PBR	배				2.2	2.1
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	1.6	N/A
ROE	%	25.1	42.3	18.0	N/A(IFRS)	5.5
순차입금	억원	-131	-91	-162	-61	-166
부채비율	%	54.4	63.7	34.1	27.0	26.6




GaN(질화갈륨) 트랜지스터

5G 도입과 함께 고주파수 대역을 사용할 경우 LDMOS의 GaN 전환은 필수 불가결한 부분이다.

트랜지스터(TR, Transistor)는 전자회로 내에서 전류/전압을 조절하는 역할을 담당하며, 주로 전류/전압을 증폭시키거나 공급/차단 하는데 쓰인다. 트랜지스터는 3 개의 반도체가 쌓여있는 적층(積層)구조로 이루어져 있기 때문에 실리콘(Si)이 기본 소재로 사용(LDMOS)된다. 하지만 실리콘은 고(高)주파수를 이용할 경우 잡신호가 많아지는 등 성능이 저하되고, 끓임 현상이 자주 나타난다. 또 고주파수는 상당한 열을 발생시키는데 실리콘의 물성적 변화를 유발할 가능성이 높다. 때문에 실리콘 소재는 3GHz 이하 주파수 대역에서 주로 사용되며, 3GHz 이상의 고주파수 사용이 불가피한 경우에는 탄화규소(SiC)와 질화갈륨(GaN)을 활용한 GaN on SiC 소재를 활용한다.

상용화에 속도가 붙고 있는 5G에서는 3~28GHz 사이의 고(高)주파수 대역을 사용할 것이 확실시 된다. LDMOS 트랜지스터 사용이 불가능한 환경이 조성되는 것이다. 이미 삼성전자를 비롯하여 화웨이/노키아 등 글로벌 통신 장비 업체들은 GaN 트랜지스터/GaN 전력증폭기의 비중을 늘리고 있다. 5G의 상용화가 예정되어 있는 2020 년까지 GaN 소재 부품 수요 급증이 예상된다.

주요 소재별 성능 비교

구분	Si(LDMOS)	GaN on SiC	GaN on Diamond
Ingot & Wafer			
Device wafer size	8" wafer	4" wafer	6" wafer
RF 사용 주파수	~ 3GHz	~ 40GHz	~ 100GHz 이상
주파수 대역폭	200MHz	400MHz	800MHz
열전도도	70W/mK	350W/mK	1,500W/mK

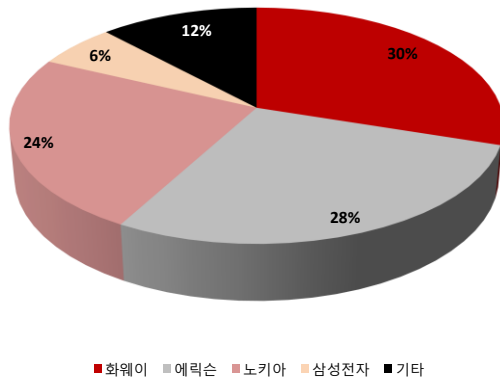
자료 : RFHIC, SK 증권

글로벌 경쟁 업체별 주요 제품 비교

구분	RFHIC	Sumitomo	NXP	Infineon	Ampleon
소재	GaN	GaN	LDMOS	LDMOS	LDMOS
주파수(GHz)	24~25	21~22	24~25	24~25	24~25
출력(W)	320	316	300	300	250
효율(%)	70	65	60.5	58	57

자료 : Yole Developpement, GaN RF Device Market, RFHIC, SK 증권

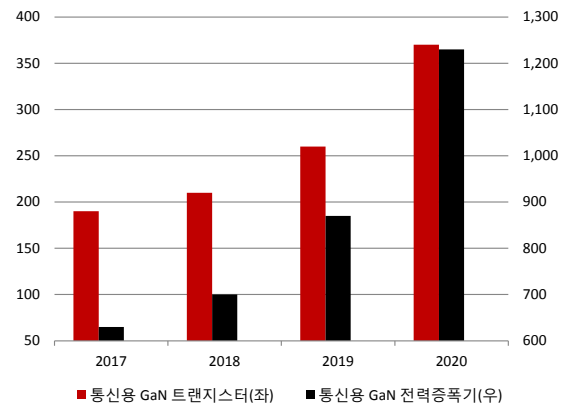
통신장비업체 시장 점유율



자료 : Dell'Oro Group, RFHIC, SK 증권

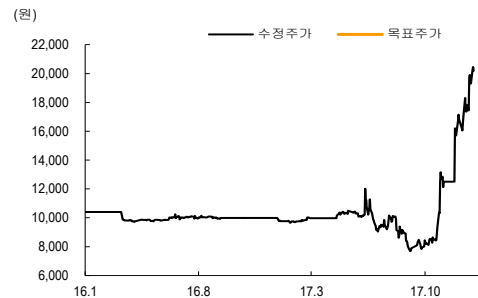
GaN 관련 시장 전망

(단위 : 백만 \$)



자료 : Yole Developpement, GaN RF Device Market, RFHIC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2018.02.05	Not Rated					
2017.07.26	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 5일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	396	665	958	925	964
현금및현금성자산	133	248	276	223	293
매출채권및기타채권	61	14	23	126	131
재고자산	172	341	554	516	501
비유동자산	95	205	288	320	350
장기금융자산			4	5	9
유형자산	60	197	266	296	300
무형자산	5	4	12	10	16
자산총계	491	870	1,246	1,245	1,314
유동부채	173	289	223	245	272
단기금융부채	27	157	105	198	151
매입채무 및 기타채무	125	112	93	37	103
단기충당부채					
비유동부채		49	94	19	4
장기금융부채		49	94	19	2
장기매입채무 및 기타채무					2
장기충당부채					
부채총계	173	338	317	265	276
지배주주지분	318	531	929	980	1,038
자본금	17	18	58	59	59
자본잉여금	188	195	417	421	421
기타자본구성요소	-30	1	3	3	5
자기주식					
이익잉여금	145	320	451	496	551
비지배주주지분					
자본총계	318	531	929	980	1,038
부채외자본총계	491	870	1,246	1,245	1,314

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	46	73	-95	-53	152
당기순이익(손실)	64	180	131	45	56
비현금성항목등	24	59	44	40	55
유형자산감가상각비	9	14	15	19	22
무형자산감가상각비	3	2	5	3	4
기타	11	43	24	19	29
운전자본감소(증가)	-42	-166	-270	-114	48
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-32	30	-8	-102	-23
재고자산감소(증가)	-78	-175	-212	10	9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	70	-13	-19	-38	65
기타	-65	53	-48	-187	-49
법인세납부				-25	-8
투자활동현금흐름	-35	-142	-132	-22	-20
금융자산감소(증가)	21	-48	-39	30	24
유형자산감소(증가)	-20	-119	-89	-55	-26
무형자산감소(증가)			-4	0	-11
기타	3	27	1	11	137
재무활동현금흐름	25	181	256	25	-63
단기금융부채증가(감소)	-43	123	-67	18	-53
장기금융부채증가(감소)		56	60		-11
자본의증가(감소)	68	3	262	3	0
배당금의 지급					
기타	1	0	3	15	34
현금의 증가(감소)	36	112	29	-49	70
기초현금	98	136	248	277	228
기말현금	133	248	277	228	298
FCF	35	-103	-195	N/A(IFRS)	110

자료 : RFHIC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	465	772	642	497	612
매출원가	322	447	370	335	402
매출총이익	143	325	272	162	211
매출총이익률 (%)	30.7	42.1	42.4	32.6	34.4
판매비와관리비	76	112	121	132	156
영업이익	67	213	151	30	55
영업이익률 (%)	14.3	27.5	23.6	6.1	8.9
비영업손익	0	7	7	15	4
순금융비용	-1	-4	-3	-2	-1
외환관련손익	1	1	-2	3	-3
관계기업투자등 관련손익	-12				
세전계속사업이익	66	220	158	46	58
세전계속사업이익률 (%)	14.2	28.5	24.7	9.2	9.6
계속사업법인세	2	40	27	1	3
계속사업이익	64	180	131	45	56
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	64	180	131	45	56
순이익률 (%)	13.8	23.3	20.5	9.0	9.1
지배주주	64	180	131	45	56
지배주주귀속 순이익률(%)	13.75	23.26	20.48	8.96	9.09
비지배주주					
총포괄이익	64	180	131	47	57
지배주주	64	180	131	47	57
비지배주주					
EBITDA	79	229	171	52	81

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	31.3	66.1	-16.8	N/A(IFRS)	23.2
영업이익	382.8	219.0	-28.7	N/A(IFRS)	79.9
세전계속사업이익	309.9	232.3	-28.0	N/A(IFRS)	27.7
EBITDA	211.1	190.5	-25.2	N/A(IFRS)	55.4
EPS(계속사업)	268.7	157.5	-28.6	N/A(IFRS)	24.5
수익성 (%)					
ROE	25.1	42.3	18.0	N/A(IFRS)	5.5
ROA	15.6	26.4	12.4	N/A(IFRS)	4.4
EBITDA마진	17.0	29.7	26.7	10.5	13.2
안정성 (%)					
유동비율	229.0	229.8	430.0	376.9	354.0
부채비율	54.4	63.7	34.1	27.0	26.6
순차입금/자기자본	-41.1	-17.2	-17.4	-6.2	-16.0
EBITDA/이자비용(배)	45.0	117.3	64.5	20.5	26.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	358	922	658	205	255
BPS	1,645	2,697	4,293	4,493	4,757
CFPS	427	1,007	758	304	375
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)				59.5	39.7
PER(최저)				46.6	37.7
PBR(최고)				2.7	2.1
PBR(최저)				2.1	2.0
PCR				32.5	26.3
EV/EBITDA(최고)	-1.7	-0.4	-0.9	2.2	-0.3
EV/EBITDA(최저)	-1.7	-0.4	-0.9	1.5	-0.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	142 억원
발행주식수	3,171 만주
자사주	33 만주
액면가	500 원
시가총액	1,662 억원
주요주주	
구관영(외8)	30.75%

외국인지분률	250%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/02)	5,360 원
KOSDAQ	899.47 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	6,320 원
52주 최저가	3,045 원
60일 평균 거래대금	59 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.4%	-17.2%
6개월	20.9%	-11.7%
12개월	72.6%	17.7%

에이스테크 (088800/KQ | Not Rated)

5G 시대, 안테나 시장도 동반 성장

5G 시대가 본격화되면 안테나 시장도 동반성장이 예상된다. 폭증하는 데이터를 원활히 처리하기 위해 MIMO, 빔포밍 기술이 적용되기 때문이다. 매출처도 다변화되고 있다. 4G 투자가 활발한 동남아시아, 일본, 미국 등 선진 지역 매출도 꾸준히 늘어나고 있다. 차량용 레이더 및 방위산업도 기대된다. 특히 차량용 안테나 및 레이더는 스마트카, 자율주행차의 발전으로 성장모멘텀이 부각되고 있다.

무선통신 + 방산 및 차량용 레이더 안테나

RF 부품, 기지국안테나, 모바일안테나, 중계기 등의 무선통신 사업과 무선통신에 기반한 방산 및 차량용 레이더안테나 등을 제조하고 있다. 제품별 매출비중(17년 3분기 누적)은 RF 부품 35%, 기지국안테나 외(중계기, 방산 포함) 53%, 모바일안테나 6%, 차량용 안테나 4%이다. 중국 5 곳을 비롯해 인도, 베트남에 생산시설을 보유하고 있다.

5G 시대 도래에 따른 투자포인트 3 가지

첫째, 5G 시대가 본격화되면 안테나 시장도 동반 성장이 예상된다. 폭증하는 데이터를 원활히 처리하기 위해 Multiuser MIMO(다중입출력 Multiple Input Multiple Output), Beamforming 기술이 적용되기 때문이다. 둘째, 매출처도 다변화되고 있다. 과거에는 국내와 중국을 중심으로 성장하였다. 이후 인도를 시작으로 베트남, 태국, 인도네시아 등으로 매출처를 확대하고 있다. 또한 일본 소프트뱅크, 미국 AT&T 등 선진 지역의 매출도 점진적으로 증가하고 있다. 셋째, 차량용 레이더 및 방위산업도 기대된다. 특히 차량용 안테나 및 레이더는 스마트카, 자율주행차의 발전으로 성장모멘텀이 부각되고 있다.

투자 본격화에 따라 내년에는 뚜렷한 실적 개선 예상

지난해 매출액은 3,920 억원으로 21.7% 증가하고 영업이익은 88 억원으로 흑자전환이 예상된다. 금년에도 실적개선세는 지속될 것이다. 상반기에는 지난 11 월에 인도 릴라 이언스로부터 받은 안테나 수주(수주금액 1,026 억원, 계약종료일 2018/08/31)가 본격적으로 반영되고 하반기에는 5G 관련 수주가 시작되기 때문이다. 투자가 본격화되는 2019년에는 실적개선 속도가 한층 더 빨라질 것으로 전망된다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	2,853	3,156	4,275	4,219	3,221
yoy	%	84.5	10.6	35.5	-1.3	-23.7
영업이익	억원	-98	200	251	151	-138
yoy	%	적지	흑전	25.3	-40.0	적전
EBITDA	억원	66	358	417	324	74
세전이익	억원	-213	119	176	108	-336
순이익(지배주주)	억원	-222	101	116	100	-323
영업이익률%	%	-3.5	6.4	5.9	3.6	-4.3
EBITDA%	%	2.3	11.3	9.8	7.7	2.3
순이익률	%	-7.5	3.3	2.9	2.6	-10.0
EPS	원	-1,129	493	512	418	-1,169
PER	배	N/A	8.2	8.6	10.6	N/A
PBR	배	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	29.5	5.9	6.0	9.3	33.3
ROE	%	-20.8	10.3	10.6	7.9	-25.5
순차입금	억원	1,328	1,186	1,420	1,787	1,563
부채비율	%	243.8	237.8	244.3	243.2	253.5

5G 시대, 안테나 시장도 동반 성장

RF 부품, 기지국안테나,
모바일안테나, 방산 및 차량용
레이더안테나 전문업체

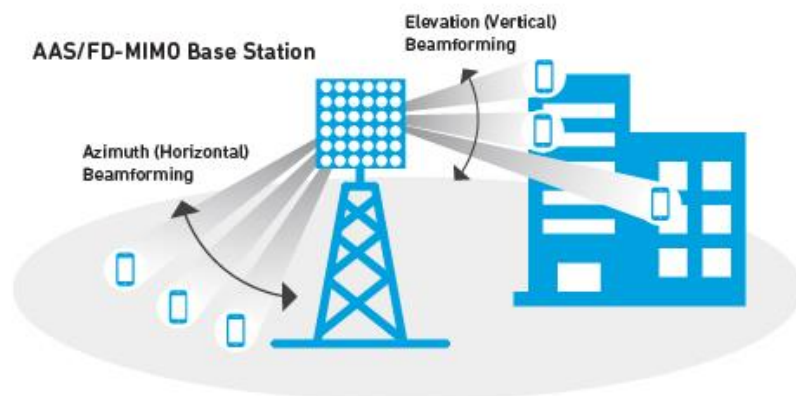
RF 부품, 기지국안테나, 모바일안테나, 중계기 등의 무선통신 사업과 무선통신에 기반한 방산 및 차량용 레이더안테나 등을 제조하고 있다. 제품별 매출비중(17년 3분기 누적)은 RF 부품 35%, 기지국안테나 외(중계기, 방산 포함) 53%, 모바일안테나 6%, 차량용 안테나 4%이다. RF 부품의 경우 중국 5 곳을 비롯해 인도에도 생산법인을 보유하고 있으며 에릭슨, 화웨이, 삼성전자 등에 납품하고 있다. 기지국안테나는 국내 시장점유율 50%로 최대 사업자이다. 2014년 인도시장 진출로 성장이 본격화되었으며 베트남에 제조법인 설립으로 베트남, 태국, 인도네시아 등 동남아시아 비중이 확대되고 있다.

5G 시대, 안테나 시장도 동반 성장,
MIMO와 빔포밍 기술의 보편화

5G 시대가 본격화되면 안테나 시장도 동반 성장이 예상된다. 폭증하는 데이터를 원활히 처리하기 위해 Multiuser MIMO(다중입출력 Multiple Input Multiple Output), Beamforming 기술이 적용되기 때문이다. MIMO는 2개 이상 복수의 안테나를 사용하는 기술이다. 서로 다른 데이터를 여러 송수신 안테나에 의해 복수의 경로로 동시에 전송하는 방식이다. 동일한 면적에서 2,3층의 공간을 마련해 3차원 구조를 구현하면서 트래픽 증가를 감당하게 된다. 전송속도, 도달거리도 획기적으로 향상된다. 빔포밍 기술은 전파의 세기를 원하는 방향으로 한 곳에 모아주면서 간섭을 감소시켜 통신 품질을 높여 준다. 배열 안테나를 수평과 수직으로 배치하여 3차원 빔을 형성한다.

빔포밍 기술

Antenna Beam Forming



QORVO

©2017 Qorvo, Inc.

자료 : Qorvo

**매출처 다변화에 성공, 국내
중국에서 인도, 동남아시아, 이제는
미국, 일본 등으로 거래처 확대**

매출처도 다변화되고 있다. 과거에는 국내와 중국을 중심으로 성장하였다. 2014 년부터 인도시장의 LTE-TDD 가 본격화됨에 따라 인도비중이 크게 증가하였고 최근에는 인도뿐만 아니라 베트남, 태국, 인도네시아 등 동남아시아 사업자들도 4G 투자를 늘리고 있다. 2015 년 5 월에 설립한 베트남 제조법인은 이를 감안한 결정이었다. 또한 일본 소프트뱅크, 미국 AT&T 등 선진 지역의 매출도 점진적으로 증가하고 있다.

매출다변화의 초석인 해외 사업장



자료 : 에이스테크

**차량용 레이더 및 방위산업도 기대,
특히 차량용 안테나 및 레이더는
스마트카, 자율주행차의 발전으로
성장모멘텀 부각**

차량용 레이더 및 방위산업도 기대되는 사업부문이다. 특히 차량용 안테나 및 레이더는 스마트카, 자율주행차의 발전으로 성장모멘텀이 부각되고 있다. 24GHz, 77GHz 차량용 레이더 특허기술을 보유하고 있으며 2016 년에는 ‘차량용 레이더와 통합형 차량간 통신 안테나’ 국책과제에 사업자로 선정되어 79GHz 레이더 기술을 확보할 전망이다. 이를 바탕으로 2015 년부터 현대차그룹에 차량용 통합안테나를 납품하기 시작했다. 또한 모든 차량간 통신시스템을 지원하는 통합 안테나 개발도 착수하였다. 방위산업은 레이더, 유도무기, 지휘통신체계 등 방산용 안테나 부문에 진출해 있다. 현대전에서 무선 통신망의 중요성이 강조되면서 관련 안테나 제품 수요도 증가하는 추세이다. 네트워크 중심전에 대비한 소형, 경량화 무전기 안테나 개발기술과 전자식빔 조향방식 레이더 시스템의 핵심부품인 송수신 다기능칩(MMIC), 고출력증폭기, 송수신 모듈을 보유하고 있다.

금년도 실적개선은 지속, 상반기는
인도 물량 반영, 하반기는 5G 관련
수주 개시, 투자가 본격화되는
2019년에 실적개선 속도 빨라질 것

지난해 매출액은 3,920 억원으로 21.7% 증가하고 영업이익은 88 억원으로 흑자전환이
예상된다. 금년에도 실적개선세는 지속될 것이다. 상반기에는 지난 11월에 인도 릴라
이언스로부터 받은 안테나 수주(수주금액 1,026 억원, 계약종료일 2018/08/31)가 본격
적으로 반영되고 하반기에는 5G 관련 수주가 시작되기 때문이다. 투자가 본격화되는
2019년에는 실적개선 속도가 한층 더 빨라질 것으로 전망된다.

실적추이

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	3Q17
RF부품	1,981	1,871	1,430	1,053
기지국안테나외(중계기/방산)	1,589	1,567	1,176	1,604
(수출)	959	1,287	1,002	1,464
RRH(Remote Radio Head)	367	437	221	72
모바일 안테나	338	313	280	170
차량용 안테나	0	31	114	117
매출합	4,275	4,219	3,221	3,016
영업이익	251	151	-138	76
영업이익률	5.9%	3.6%	-4.3%	2.5%

자료: 에이스테크

전환가액을 고려한
전환가능주식수는 937 만주

참고로 미상환 전환사채 발행현황은 다음과 같다. 제 12,16,17,18 회차 발행금액은 총
600 억원이다. 이 중에서 전환청구가 가능한 12 회차는 지난해 11월 9일 이후 전환이
가능해지면서 미전환 금액은 91.5 억원이다. 16,17 회 일부는 만기전 콜옵션 행사로 인
해 미상환사채는 각각 70, 75 억원이다. 18 회까지 총 336.5 억원의 잔액이 남아있으며
전환가액을 고려한 전환가능주식수는 937 만주이다. 발행주식수의 30%에 해당하는 물
량이다.

미상환 전환사채 발행현황

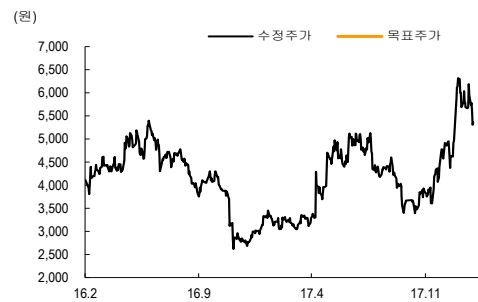
(단위: 백만원, 원, 만주)

종류	권면총액	전환청구기간	전환가액	미상환사채	전환가능주식수
제 12회	20,000	2017/11/09~2021/10/09	3,211	9,150	285
제 16회	15,000	2018/06/29~2019/05/29	3,749	7,000	187
제 17회	15,000	2018/07/05~2019/06/05	3,743	7,500	200
제 18회	10,000	2018/07/28~2019/06/29	3,767	10,000	265
합계	60,000			33,650	937

자료: 에이스테크

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2018.02.05 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 5일 기준)

매수	89.66%	중립	10.34%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	1,534	1,724	2,367	2,874	2,251
현금및현금성자산	147	257	217	173	364
매출채권및기타채권	724	760	1,349	1,739	1,129
재고자산	417	505	642	766	604
비유동자산	1,921	1,921	1,917	2,049	2,086
장기금융자산	51	55	70	69	57
유형자산	1,068	1,007	1,027	1,052	1,172
무형자산	365	447	481	537	457
자산총계	3,455	3,645	4,283	4,924	4,337
유동부채	1,744	2,212	2,384	2,716	2,591
단기금융부채	923	1,193	1,083	1,308	1,524
매입채무 및 기타채무	623	849	1,135	1,329	992
단기충당부채		6	1	0	0
비유동부채	706	354	656	773	519
장기금융부채	616	282	578	694	435
장기매입채무 및 기타채무	19	13	8	13	15
장기충당부채	9				
부채총계	2,450	2,566	3,039	3,489	3,110
지배주주지분	943	1,016	1,179	1,372	1,165
자본금	98	104	114	129	142
자본잉여금	767	764	812	893	982
기타자본구성요소	0	0	-13	-16	-18
자기주식	-3	-3	-15	-18	-18
이익잉여금	107	172	269	357	27
비지배주주지분	62	63	65	63	62
자본총계	1,005	1,079	1,244	1,435	1,227
부채외자본총계	3,455	3,645	4,283	4,924	4,337

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	-248	326	-42	-8	382
당기순이익(손실)	-213	119	176	108	-336
비현금성항목등	286	282	277	255	451
유형자산상각비	106	106	104	104	104
무형자산상각비	58	52	62	69	108
기타	122	124	112	82	238
운전자본감소(증가)	-207	5	-419	-272	365
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-216	-84	-554	-212	602
재고자산감소(증가)	58	-102	-119	-108	153
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-49	172	251	160	-376
기타	-432	-149	-1,105	-536	1,190
법인세납부	-26	-15	-19	-29	-15
투자활동현금흐름	-146	-108	-177	-405	-222
금융자산감소(증가)	-39	73	15	-193	42
유형자산감소(증가)	-99	-37	-85	-124	-198
무형자산감소(증가)	-12	-145	-96	-127	-69
기타	1	1	11	3	7
재무활동현금흐름	200	-106	182	372	41
단기금융부채증가(감소)	36	6	-1	-17	-3
장기금융부채증가(감소)	167	-108	203	314	-49
자본의증가(감소)			10	100	100
배당금의 지급	4	5	18	22	6
기타					
현금의 증가(감소)	-204	110	-40	-43	190
기초현금	351	147	257	217	173
기말현금	147	257	217	173	364
FCF	-129	236	-293	-413	287

자료 : 에이스테크, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	2,853	3,156	4,275	4,219	3,221
매출원가	2,308	2,432	3,393	3,396	2,701
매출총이익	545	724	882	823	520
매출총이익률 (%)	19.1	23.0	20.6	19.5	16.2
판매비와관리비	644	524	631	672	658
영업이익	-98	200	251	151	-138
영업이익률 (%)	-3.5	6.4	5.9	3.6	-4.3
비영업손익	-114	-82	-75	-43	-198
순금융비용	79	81	79	75	81
외환관련손익	-19	2	20	30	-52
관계기업투자등 관련손익	6	-2	0	30	8
세전계속사업이익	-213	119	176	108	-336
세전계속사업이익률 (%)	-7.5	3.8	4.1	2.6	-10.4
계속사업법인세	2	15	55	0	-14
계속사업이익	-214	104	122	108	-322
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-214	104	122	108	-322
순이익률 (%)	-7.5	3.3	2.9	2.6	-10.0
지배주주	-222	101	116	100	-323
지배주주귀속 순이익률(%)	-7.79	3.19	2.72	2.37	-10.03
비지배주주	8	3	6	8	1
총포괄이익	-259	105	133	116	-301
지배주주	-253	104	129	107	-301
비지배주주	-6	1	4	9	0
EBITDA	66	358	417	324	74

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	84.5	10.6	35.5	-1.3	-23.7
영업이익	적지	흑전	25.3	-40.0	적전
세전계속사업이익	적전	흑전	48.2	-38.8	적전
EBITDA	흑전	440.8	16.5	-22.4	-77.0
EPS(계속사업)	적전	흑전	4.0	-18.3	적전
수익성 (%)					
ROE	-20.8	10.3	10.6	7.9	-25.5
ROA	-6.1	2.9	3.1	2.3	-7.0
EBITDA마진	2.3	11.3	9.8	7.7	2.3
안정성 (%)					
유동비율	88.0	77.9	99.3	105.8	86.9
부채비율	243.8	237.8	244.3	243.2	253.5
순차입금/자기자본	132.1	109.9	114.2	124.6	127.4
EBITDA/이자비용(배)	0.8	4.2	5.1	4.2	0.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,129	493	512	418	-1,169
BPS	4,805	4,883	5,248	5,405	4,174
CFPS	-293	1,262	1,243	1,141	-400
주당 현금배당금		50	50	25	
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	11.1	9.8	13.2	N/A
PER(최저)	N/A	6.7	6.2	8.3	N/A
PBR(최고)	0.9	1.1	1.0	1.0	1.3
PBR(최저)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	-11.5	3.2	3.5	3.9	-7.5
EV/EBITDA(최고)	32.6	6.8	6.2	9.9	43.2
EV/EBITDA(최저)	27.9	5.1	5.4	8.4	32.6

memo
