



2018년 3월 22일 | Equity Research

솔리드 (050890)

5G 핵심 장비주인데 저평가 매력까지 보유

매수/목표가 7,500원 유지, 실적/멀티플 감안 시 매수 적기

솔리드에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 2018년 하반기 국내를 시작으로 2019년 미국, 일본 지역의 5G CAPEX 집행이 예정되어 있어 국내 인빌딩 최대 장비업체로서 큰 수혜가 예상되고, 2) 일부 투자자들의 우려와 달리 5G 시대에서도 중계기가 인빌딩 메인 장비로서의 역할을 지속적으로 수행할 전망이며, 3) 미국/일본에 이어 이젠 유럽 지역에서도 인빌딩 투자에 적극적인 성향을 보이고 있고, 4) 지난 10여 년간 많은 중계기 업체들이 사업을 중단함에 따라 사실상 국내 4~5개 업체로 사업자수가 줄어들었으며, 5) 팬택 매각으로 재무 리스크가 제거되었고, 6) 2018년부터 본격 실적 호전이 예상되는 상황인데 반해 Multiple은 아직도 역대 최저 수준에 머물러 있기 때문이다. 12개월 목표가는 기존의 7,500원을 유지한다.

미국/일본에 이어 유럽도 인빌딩 투자에 나서는 점에 주목

최근 미국/일본에 이어 유럽도 인빌딩 투자에 적극적이다. 가장 큰 이유는 안전상의 문제 때문이다. 사실상 미국도 중계기 시장이 확대된 데에는 9/11테러가 적지 않은 영향을 미쳤는데 최근 유럽 각국이 테러에 노출되면서 항공/항만/철도 등 공공장소, 금융기관 및 각종 랜드마크 건물 등을 중심으로 인빌딩 투자가 늘어나는 추세이다. 국내와의 차이점은 투자 주체가 통신사가 아닌 공공기관, 빌딩관리업체, 부동산업체라는 것인데 소위 엔터프라이즈업체(비통신사)들을 중심으로 시장이 급성장하는 모습을 나타내고 있어 솔리드에겐 기회 요인이다. 낙관적으로 보면 2019년 영국에서만 400억원 이상의 매출 발생이 기대된다.

스몰셀의 중계기 대체효과 보단 플레이어 감소 효과 더 커

5G 시대엔 스몰셀이 중계기를 대체하지 않을까라는 투자자들의 우려가 적지 않다. 물론 일정부분 중계기 시장의 위축은 불가피해 보인다. 하지만 여전히 중계기는 5G 시대에서도 주력 장비로서의 역할을 수행할 전망이다. 스몰셀이 트래픽 분산에 효과적이지만 통신사들이 스몰셀로 새롭게 망구성을 시도하는 부담이 적지 않기 때문이다. 이러한 이유로 이미 통신사들이 5G 중계기 개발에 들어간 상황이며 결국 5G 시대에서도 인빌딩 장비 중 80%는 중계기가 차지할 공산이 크다. 반면 3G/4G를 거치면서 국내 중계기 업체는 10여 개에서 4~5개 업체로 급감하였다. 거의 1/3 수준이다. 5G 시대에서 스몰셀 시장 성장을 감안해도 솔리드의 매출 성장 폭이 커질 수 밖에 없다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 7,500원 | CP(3월 21일): 4,275원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	885.55
52주 최고/최저(원)	5,730/1,880
시가총액(십억원)	149.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	34,847.8
60일 평균 거래량(천주)	1,099.2
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
17년 배당금(예상, 원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.95
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	18.93
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.9) 61.6 62.5
상대	(7.9) 20.7 11.9

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	251.3	N/A
영업이익(십억원)	(13.2)	N/A
순이익(십억원)	(21.1)	N/A
EPS(원)	(610)	N/A
BPS(원)	1,243	N/A

Stock Price



Financial Data

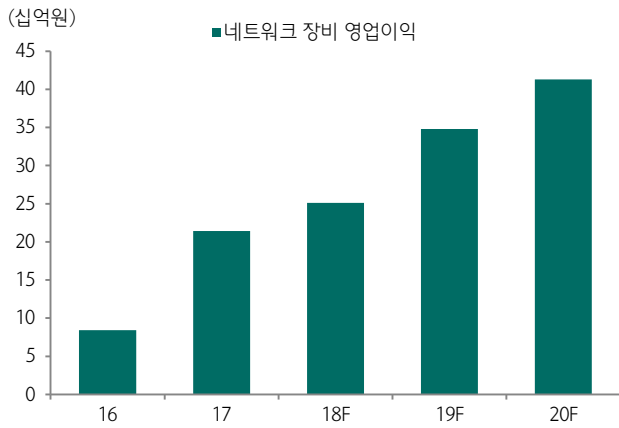
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	190.0	291.5	259.3	219.0	226.0
영업이익	십억원	5.3	(51.3)	18.2	24.2	34.1
세전이익	십억원	8.9	(71.0)	10.7	18.4	29.1
순이익	십억원	3.8	(68.8)	(13.9)	19.3	29.8
EPS	원	159	(2,823)	(422)	417	642
증감률	%	(74.5)	적전	적지	흑전	54.0
PER	배	32.26	N/A	N/A	10.26	6.66
PBR	배	1.09	1.35	3.10	2.36	1.75
EV/EBITDA	배	19.92	N/A	7.03	5.75	3.89
ROE	%	3.75	(73.49)	(20.02)	26.95	30.93
BPS	원	4,702	2,520	1,424	1,808	2,450
DPS	원	50	0	0	0	0



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

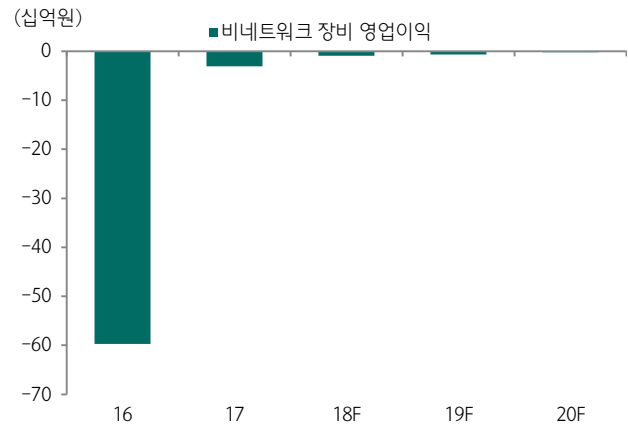
RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

그림 1. 쉘리드 네트워크장비 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: 쉘리드, 하나금융투자

그림 2. 쉘리드 비네트워크장비(팬택 등) 부문 영업이익 추이 및 전망



주 : 2017년도 팬택 매각으로 연결 제외

자료: 쉘리드, 하나금융투자

표 1. 쉘리드의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	39.7	51.3	57.2	70.8	52.1	50.6	58.3	65.0
영업이익	2.6	4.3	6.7	10.6	7.1	6.7	9.0	11.3
(영업이익률)	6.5	8.4	11.7	15.0	13.6	13.2	15.4	17.4
세전이익	1.1	2.8	5.3	9.2	5.8	5.4	7.8	10.1
순이익	1.4	3.0	5.4	9.5	5.9	5.6	8.0	10.3
(순이익률)	3.5	5.8	9.4	13.4	11.3	11.1	13.7	15.8

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: 쉘리드, 하나금융투자

표 2. 쉘리드의 연간 수익예상 변경

(단위: 십억원, %)

구분	2018F				2019F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	219.0	255.9	-36.9	-14.4	226.0	298.5	-72.5	-24.3
영업이익	24.2	26.2	-2.0	-7.6	34.1	34.4	-0.3	-0.9
순이익	19.3	23.7	-4.4	-18.6	29.8	25.8	4.0	15.5

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: 하나금융투자

통신사 CAPEX 증가 시 집중 수혜 예상, 2018년 4분기부터 이익 급증 전망

5G 투자 시기 및 규모에 대한 투자자들의 의구심이 존재하지만 상식적으로 보면 2018년 9~10월부터 5G 투자에 들어갈 공산이 크며 쉘리드의 경우 금년 4분기부터 국내 SKT/KT를 중심으로 5G 매출 발생이 예상된다. 이러한 판단을 하는 이유는 금년 6월 주파수 경매가 예정되어 있으며 2019년 3월 수도권 지역을 중심으로 5G 상용화가 예정되어 있기 때문이다.

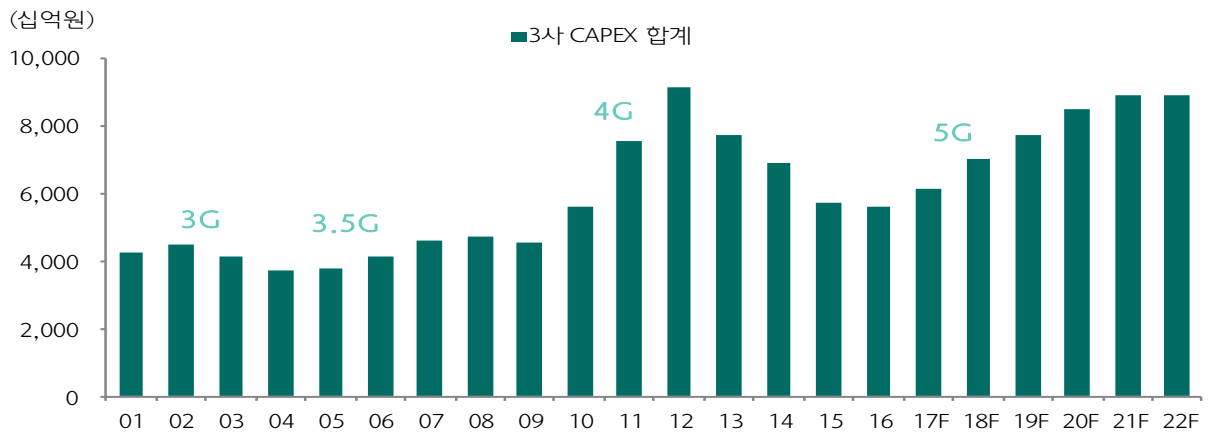
이에 따라 2018년 4분기부터 쉘리드의 급격한 이익 성장을 기대해도 좋을 것 같다. 5G Ready 장비가 구축되지 않았다는 점을 감안 시 금년도 4분기부터 국내 중계기 매출 급증이 예상되며 이후 미국/일본 시장으로의 중계기 매출 증대가 예상되기 때문이다. 여기에 2019년 1분기 영국 공공부문 중계기 매출 발생도 예상되어 2019년 340억원에 달하는 영업이익 달성이 무난하다는 판단이다.

표 3. 국내 5G 주파수 할당 계획

구분	주파수 대역	주파수 폭	경매 시기
저주파 대역	3.5GHz	300MHz	2018년 6월
고주파 대역	27GHz	1GHz	논의 중
	28GHz	1GHz	2018년 6월
	29GHz	1GHz	논의 중

자료: 과기부, 언론매체, 하나금융투자

그림 3. 국내 이동통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	190.0	291.5	259.3	219.0	226.0
매출원가	140.7	208.6	147.6	144.3	136.7
매출총이익	49.3	82.9	111.7	74.7	89.3
판매비	43.9	134.3	93.6	50.5	55.2
영업이익	5.3	(51.3)	18.2	24.2	34.1
금융손익	1.5	(9.1)	(7.2)	(6.2)	(5.4)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.4	(10.9)	(3.2)
기타영업외손익	2.1	(10.6)	(0.6)	11.3	3.6
세전이익	8.9	(71.0)	10.7	18.4	29.1
법인세	5.1	0.4	6.8	0.0	0.0
계속사업이익	3.8	(71.4)	3.9	18.4	29.1
중단사업이익	0.0	0.0	(20.2)	0.0	0.0
당기순이익	3.8	(71.4)	(16.3)	18.4	29.1
비배주주지분 순이익	(0.0)	(2.6)	(2.4)	(0.9)	(0.7)
지배주주순이익	3.8	(68.8)	(13.9)	19.3	29.8
지배주주지분포괄이익	4.2	(68.2)	(15.1)	18.8	29.7
NOPAT	2.3	(51.6)	6.7	24.2	34.1
EBITDA	9.4	(26.0)	33.9	35.9	43.3
성장성(%)					
매출액증가율	(5.3)	53.4	(11.0)	(15.5)	3.2
NOPAT증가율	(84.0)	적전	흑전	261.2	40.9
EBITDA증가율	(52.5)	적전	흑전	5.9	20.6
영업이익증가율	(68.3)	적전	흑전	33.0	40.9
(지배주주)순이익증가율	(72.9)	적전	흑전	흑전	54.4
EPS증가율	(74.5)	적전	적지	흑전	54.0
수익성(%)					
매출총이익률	25.9	28.4	43.1	34.1	39.5
EBITDA이익률	4.9	(8.9)	13.1	16.4	19.2
영업이익률	2.8	(17.6)	7.0	11.1	15.1
계속사업이익률	2.0	(24.5)	1.5	8.4	12.9

투자지표	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	159	(2,823)	(422)	417	642
BPS	4,702	2,520	1,424	1,808	2,450
CFPS	470	(684)	372	450	768
EBITDAPS	391	(1,066)	1,029	775	935
SPS	7,910	11,957	7,876	4,727	4,877
DPS	50	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	32.3	N/A	N/A	10.3	6.7
PBR	1.1	1.4	3.1	2.4	1.7
PCFR	10.9	N/A	11.9	9.5	5.6
EV/EBITDA	19.9	N/A	7.0	5.8	3.9
PSR	0.6	0.3	0.6	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	3.8	(73.5)	(20.0)	26.9	30.9
ROA	1.5	(20.8)	(4.4)	6.7	10.7
ROIC	2.2	(41.7)	6.1	25.1	39.7
부채비율	181.9	343.2	380.9	265.8	152.2
순부채비율	53.8	110.4	152.0	77.1	21.5
이자보상배율(배)	1.6	(5.9)	2.8	8.0	17.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	131.8	142.5	117.0	126.3	120.2
금융자산	25.5	39.5	32.8	35.7	37.1
현금성자산	16.0	28.5	24.6	20.4	23.0
매출채권 등	63.9	38.6	32.6	35.1	32.2
재고자산	25.1	56.4	44.9	48.3	44.3
기타유동자산	17.3	8.0	6.7	7.2	6.6
비유동자산	187.1	200.2	172.1	160.8	151.0
투자자산	10.5	8.0	5.9	6.4	5.9
금융자산	10.5	8.0	5.9	6.4	5.9
유형자산	33.2	39.3	32.9	28.0	24.2
무형자산	57.3	71.0	58.8	52.0	46.6
기타비유동자산	86.1	81.9	74.5	74.4	74.3
자산총계	319.0	342.7	289.0	287.0	271.2
유동부채	175.5	201.8	206.5	187.8	145.4
금융부채	82.3	84.0	118.6	93.6	58.6
매입채무 등	83.0	97.9	72.8	78.3	71.9
기타유동부채	10.2	19.9	15.1	15.9	14.9
비유동부채	30.3	63.6	22.5	20.8	18.3
금융부채	4.0	40.8	5.6	2.6	1.6
기타비유동부채	26.3	22.8	16.9	18.2	16.7
부채총계	205.8	265.4	228.9	208.6	163.7
지배주주지분	110.4	76.8	62.0	81.3	111.1
자본금	10.7	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	34.0	57.6	57.5	57.5	57.5
자본조정	(9.1)	(10.0)	(9.9)	(9.9)	(9.9)
기타포괄이익누계액	(0.2)	8.1	7.4	7.4	7.4
이익잉여금	75.0	5.5	(8.7)	10.6	40.4
비지배주주지분	2.7	0.5	(1.9)	(2.8)	(3.5)
자본총계	113.1	77.3	60.1	78.5	107.6
순금융부채	60.8	85.4	91.4	60.5	23.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	0.6	(40.6)	(10.8)	20.1	33.3
당기순이익	3.8	(71.4)	(16.3)	18.4	29.1
조정	2.0	44.2	19.4	0.4	5.7
감가상각비	4.0	25.3	15.7	11.8	9.2
외환거래손익	1.4	(0.6)	0.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(1.1)	(0.4)	0.0	0.0
기타	(3.4)	20.6	3.3	(11.4)	(3.5)
영업활동 자산부채 변동	(5.2)	(13.4)	(13.9)	1.3	(1.5)
투자활동 현금흐름	(25.7)	(3.6)	14.8	(7.6)	1.8
투자자산감소(증가)	(0.9)	4.0	2.1	(0.5)	0.5
유형자산감소(증가)	(1.6)	(2.1)	1.4	0.0	0.0
기타	(23.2)	(5.5)	11.3	(7.1)	1.3
재무활동 현금흐름	17.0	56.4	(7.3)	(26.8)	(34.6)
금융부채증가(감소)	26.1	38.6	(0.7)	(28.0)	(36.0)
자본증가(감소)	0.0	28.5	(0.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(6.8)	(9.6)	(6.5)	1.2	1.4
배당지급	(2.3)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(8.0)	12.5	(3.9)	(4.2)	2.6
Unlevered CFO	11.3	(16.7)	12.2	20.9	35.6
Free Cash Flow	(1.2)	(44.3)	(14.0)	20.1	33.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

솔리드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.12.15	BUY	7,500		
17.8.20	1년 경과		-66.41%	-45.66%
16.8.20	1년 경과		-66.31%	-48.53%
15.8.19	BUY	8,024	-40.52%	-26.11%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	8.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 3월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 3월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.