

20180919

SK INDUSTRY ANALYSIS

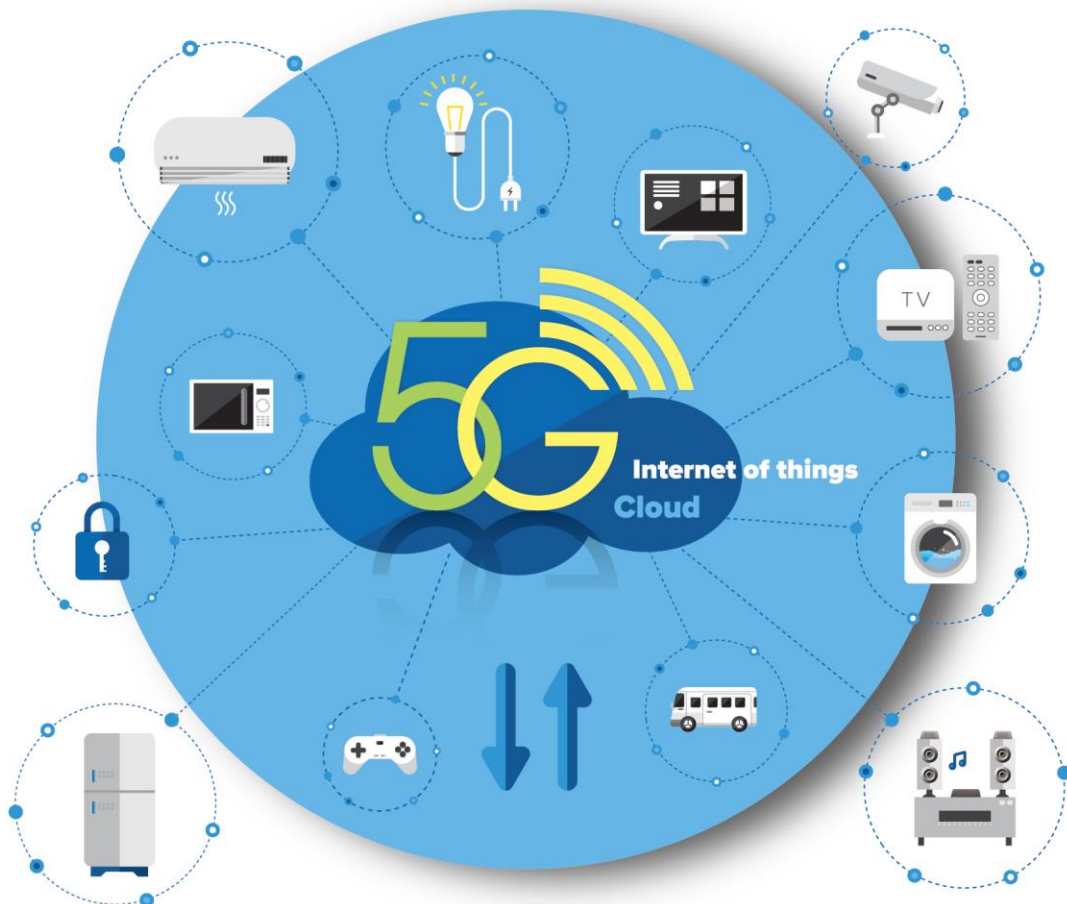
스몰캡 인사이드

5G 조기 상용화, 통신장비 발주 본격화

스몰캡. 이지훈, 3773-8880

스몰캡. 나승두, 3773-8891

통신·지주인터넷·게임. 최관순, 3773-8812



SK INDUSTRY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com
02-3773-8880



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다

Contents

2018-09-19

Market Insight

5G 상용화가 순조롭게 진행되고 있다. 6월 5G 용 주파수 경매가 성공적으로 마무리 되었으며, 7 월에는 통신 3 사가 공동으로 5G 상용화에 합의하였다.

KT 는 네트워크 투자를 위해 향후 5 년간 9.6 조원 투자를 발표하였으며, SK 텔레콤이 5G 용 장비 공급 우선협상대상자로 삼성전자, 에릭슨, 노키아를 선정하는 등 5G 투자가 구체화되고 있다.

최근 AT&T 의 연내 5G 상용화 발표 이후 국내에서도 연내 5G 조기상용화에 대한 구체적 논의가 진행되고 있다. 이에 장비업체의 실적 개선 시기도 앞당겨질 가능성이 높아졌다. NSA 방식의 초기 5G 서비스를 고려한다면 LTE 를 구축했던 장비업체들의 장비 채택률이 증가할 것으로 예상되며, 고대역 주파수를 사용하고 대용량의 데이터 전송이 이루어진다는 점에서 스몰셀, 안테나 등의 수요도 증가할 전망이다

기업분석

서진시스템	모든 길은 서진시스템으로 통할 가능성이 크다
대한광통신	글로벌 광섬유 수요는 아직 끝나지 않았다
텔코웨어	가치주 + 성장주
이노와이어리스	이제는 기대감이 아닌 구체적인 실적이 확인되는 시기
에이스테크	본격적인 개화기에 진입
오이솔루션	5G 가 야기한 트랜시버 수요 증가

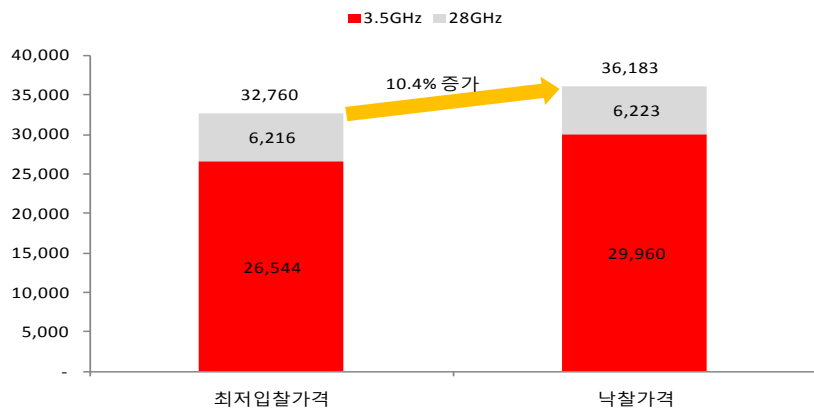
예상보다 빠르게 진행되고 있는 5G 상용화

6월, 주파수 경매 완료 5G 상용화를 위한 기반 확보

5G 상용화는 현재 순항하고 있다. 우선 지난 6월 5G 용 주파수 경매가 성공적으로 완료되었다. 3.5GHz(280MHz)와 28GHz(2800MHz) 대역이 최저 경매가 대비 10.4% 증가한 합리적인 가격으로 통신 3사에 분배되었으며, 향후 추가적으로 5G 용 주파수가 공급될 가능성도 높아 5G 상용화를 위한 주파수 조달이 무리없이 진행될 전망이다. 이번 분배 받은 주파수는 오는 12월부터 사용이 가능하며, 5G 초기에는 3.5GHz 중심으로 서비스가 시작될 것으로 예상된다.

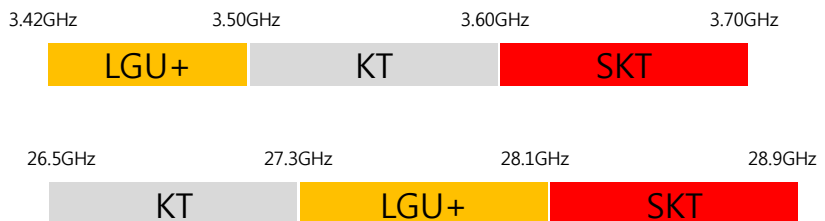
5G 용 주파수 최저입찰 가격과 낙찰가격

(단위: 억원)



자료: SK 증권

통신 3사 5G 용 확보 주파수 대역



자료: 과학기술정보통신부

5G 주파수 경매 결과

구분	3.5GHz		28GHz		낙찰금액합계
	낙찰 대역	낙찰금액	낙찰 대역	낙찰금액	
SK텔레콤	100MHz	1조 2,185억원	800MHz	2,073억원	1조 4,258억원
KT	100MHz	9,680억원	800MHz	2,078억원	1조 1,758억원
LG유플러스	80MHz	8,095억원	800MHz	2,072억원	1조 167억원
합계	280MHz	2조 9,960억원	2400MHz	6,223억원	3조 6,183억원

자료: 과학기술정보통신부

7월, 통신 3사 5G 공동상용화 합의 관련 정부지원 확대 전망

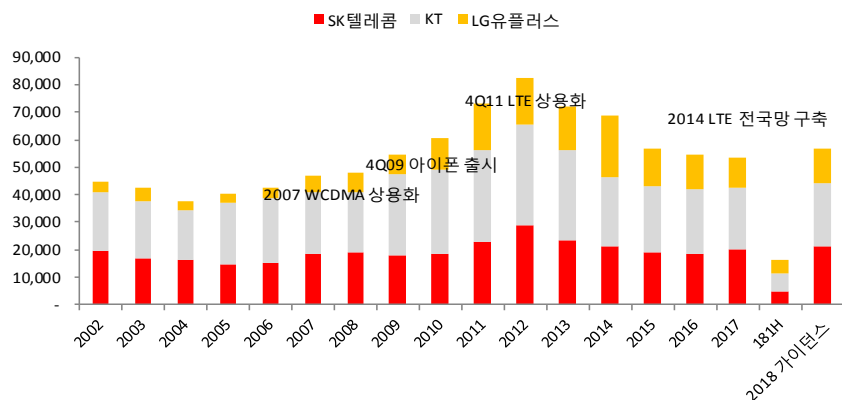
7월에는 유영민 과학기술정보통신부 장관 주재로 통신 3사 CEO가 만났다. 이 자리에서 박정호 SK텔레콤 사장과 황창규 KT 회장, 하현희 LG유플러스 부회장은 5G 세계 최초 상용화와 통신 3사의 동시 상용화에 합의하였다. 이는 이례적인 일로 자칫하면 자율경쟁이 저해될 소지도 있다. 하지만 이는 최초 타이틀을 위한 국내 통신사 간의 소모적인 경쟁을 지양하고 5G가 산업과 경제에 미칠 긍정적 파급력을 우선 고려한 결정이며, 정부 차원에서도 대한민국의 세계 최초 5G 상용화를 위해 필수설비 공용화, 공동투자 등의 지원을 확대할 것으로 예상된다.

구체화되고 있는 5G 투자계획

통신사의 5G 투자 계획도 구체화되고 있다. KT는 5년 동안 총 23조원을 투자하기로 결정하였으며, 이 중 5G 등 네트워크 투자에 9.6조원을 투자하기로 하였다. 이는 유선과 무선을 통합하는 수치로 과거 네트워크 투자 금액과 비교했을 때 크게 늘어난 수치는 아니다. 하지만 국내 장비업체의 기술 발전, 정부의 국산 장비 도입 의지 등 국산 장비 채택률이 과거 네트워크 투자 시기 대비 증가할 요인이 많아 국내 장비업체에는 수혜가 예상된다.

통신 3사 CAPEX 추이 및 2018년 가이드런스

(단위: 억원)



자료: 각 사

5G 용 장비채택 구체화 4 분기, 본격적인 수주 확대

5G 용 장비 채택도 구체화되고 있다. SK 텔레콤은 최근 5G 장비 공급 우선협상대상자로 삼성전자, 에릭슨, 노키아 등 3사를 선정했다고 발표했다. 화웨이는 배제된 것이다. KT와 LG 유플러스는 아직 공식적으로는 5G 장비 공급업체를 발표하지 않은 상태이나, 빠른 시일 내에 결정할 것으로 보인다. 현재로써는 LG 유플러스가 화웨이 장비를 일부 도입할 가능성이 높으며, KT는 화웨이 장비를 배제시킬 가능성이 높다. 어떤 장비업체를 선정하더라도 일단 기지국 장비가 확정되면 순차적으로 장비 채택이 확정될 것이므로 4분기 장비업체의 수주 확대가 본격화될 것이다.

5G, 연내 조기상용화 논의

최근에는 5G 조기 상용화에 대한 논의도 구체화되고 있다. 당초 우리나라는 2019년 3월 세계 최초 5G 상용화를 계획하고 있었다. 하지만 미국의 AT&T가 연내 5G 상용화를 발표하면서 우리나라도 조기 상용화에 대한 논의가 시작되었다. AT&T는 델러스와 오클라호마시티를 비롯하여 휴스턴, 뉴올리언스, 샌안토니오 등 19곳에서 연내 5G 상용화를 준비 중에 있다. 이에 국내 통신사도 5G 조기 상용화에 대한 논의가 본격화되며 올해 12월 5G 상용화를 추진중이다. 5G 조기상용화는 완벽한 5G 상용화라기보다는 일부 지역을 중심으로 스마트폰이 아닌 휴대용 통신모뎀이나 라우터를 활용하는 방식이다. 2011년 LTE가 상용화되기 시작할 때도 이런 방법으로 상용화가 시작된 사례가 있다.

5G 조기상용화 시 장비업체 실적 개선 시기 빨라질 전망

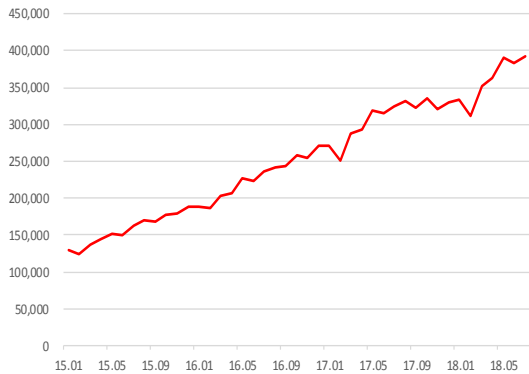
5G 조기상용화 조건은 일부 지역이지만 5G 네트워크가 완벽히 구축되어야 하므로 통신사의 5G 투자가 조기에 집행될 가능성이 있다. 이에 장비업체의 실적 개선 시점이 빨라질 것으로 예상된다. 우리나라가 가장 빠르게 5G를 상용화한다면 그 시기는 올해 12월 1일이 될 전망이다. 지난번 주파수 경매로 할당받은 주파수는 전파법에 따라 12월 1일부터 사용 가능하기 때문이다. 5G가 조기상용화되고 안정적인 서비스가 구현된다면 한국 5G 기술의 해외 수출이 확대될 것이며, 관련 장비업체의 해외수출도 함께 증가할 것으로 예상된다.

초기 5G는 NSA 방식으로 기존 LTE 장비공급업체 채택률 높을 전망

초기 5G는 NSA(Non-Standalone) 방식으로 구현되며 이는 기존 LTE와의 호환을 의미한다. 따라서 장비 선정에 있어서도 LTE와의 호환을 고려해야 하기 때문에 LTE 장비를 공급했던 업체의 장비가 다수 채택될 가능성이 높다. 또한 전파의 도달거리가 짧은 고대역의 주파수를 사용하는 5G의 특성상 스몰셀 등 LTE에서 채택률이 낮았던 장비에 대한 수요가 증가할 것으로 예상된다. LTE 환경 하에서도 지속적으로 데이터 사용량이 증가하고 있는 가운데 5G 상용화 이후 데이터 사용량은 더욱 빠르게 증가할 가능성이 높아 대용량 데이터 처리에 필수적인 안테나와 같은 장비 수요도 증가할 것으로 예상된다.

총 무선데이터 트래픽 추이

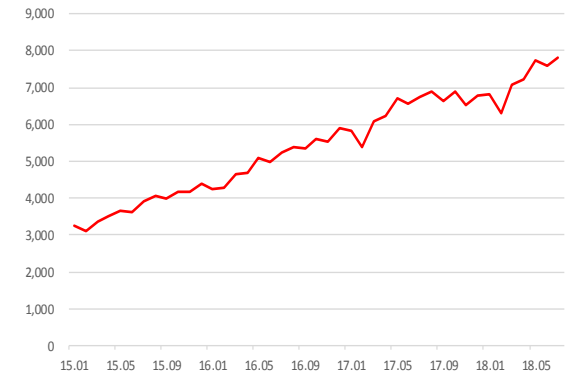
(단위: TB)



자료: 과학기술정보통신부

국내 LTE 가입자 당 월 사용 데이터 트래픽

(단위: MB)

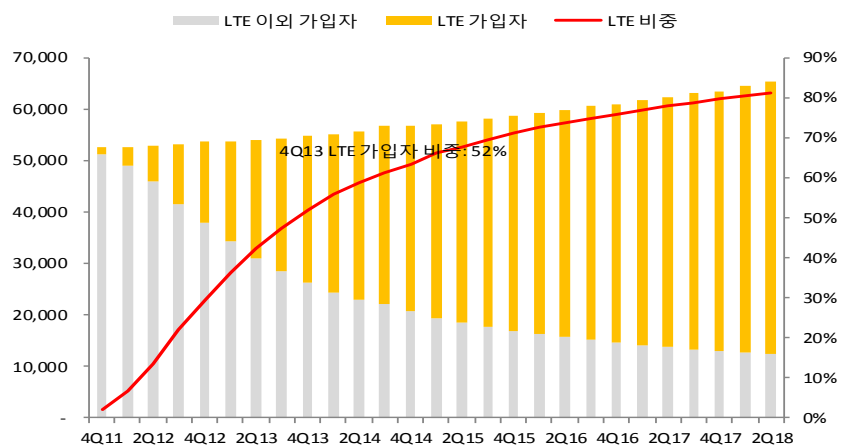


자료: 과학기술정보통신부

5G 상용화 이후에도 빠르게 5G
사용자 증가할 전망

LTE 상용화 이후 2 년만에 LTE 가입자 비중 50% 돌파

(단위: 천명)

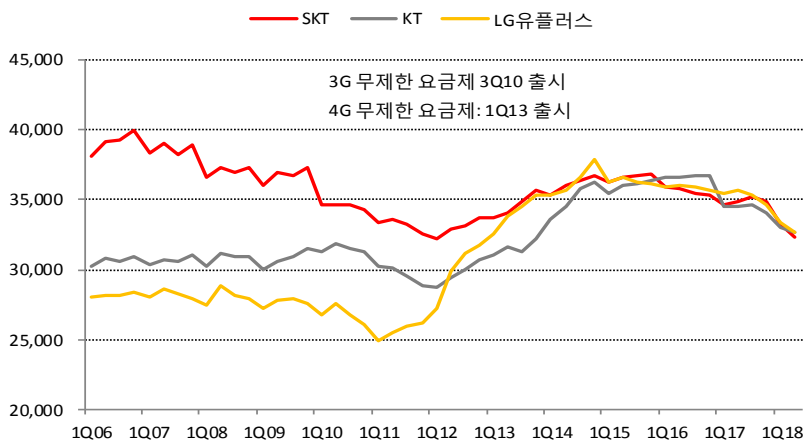


자료: 과학기술정보통신부

5G 상용화 이후 이동통신 ARPU
반등이 예상되기 때문에 적극적인
5G 투자가 예상됨

통신 3 사 이동전화 ARPU 추이. 5G 상용화 이후 반등 전망

(단위: 원)



자료: 각 사

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	32 억원
발행주식수	905 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,448 억원
주요주주	
전동규(외18)	45.06%

외국인지분률	4.60%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(18/09/18)	37,300 원
KOSDAQ	831.85 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	42,067 원
52주 최저가	25,750 원
60일 평균 거래대금	34 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다.

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

모든 길은 서진시스템으로 통할 가능성이 크다

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000 원으로 상향 조정
- 내년 3 월 상용화 앞두고 있는 5G, 시기상 통신장비 발주 곧 진행될 가능성 높아
- 5G 통신장비 국산화 비중 높아질 것, 우리나라가 5G 속도 내는 가장 큰 이유
- 서진시스템은 베트남 내 규모의 경제 및 생산 공정 수직계열화 이룬 유일한 기업
- 다양한 사업군(群)의 성장성 감안하면 향후 실적 성장 속도 더 빨라질수도

통신장비의 국적 논란, 팔은 안으로 굽는다

내년 3 월 세계 최초로 5G 상용화 서비스 제공을 목표로 하는 국내 통신사들의 장비 투자가 올 하반기부터 시작될 것으로 예상됨에 따라 서진시스템의 통신장비 사업 분야 매출 추가 성장이 기대된다. 5G 서비스가 개시된 이후에도 전국망 도입을 위해서는 향후 3~4 년간 꾸준한 투자가 필요하다는 점에서 서진시스템 통신장비 매출도 함께 우상향 할 것으로 판단된다. 5G 상용화를 앞두고 어느 국적 어느 기업의 통신장비를 사용할 것인지에 대한 갑론을박이 진행 중이지만, 4G 도입 당시 터무니 없이 낮았던 국산 통신장비 비중을 높여야 한다는 점만큼은 모두가 공감대를 형성하는 분위기이다. 우리나라가 5G 상용화를 서두르고 있는 가장 큰 이유이기도 하다. 내년 3 월 5G 상용화 서비스 제공을 위해서는 시기상 올해 4 분기부터는 통신장비 발주에 대한 움직임이 나타나야 할 것으로 예상되며, 실제로 일부 통신장비/부품사들을 중심으로 사전 준비 작업이 진행되는 중인 것으로 파악된다. 이 경우 베트남에서 규모의 경제 및 생산 공정 수직계열화를 이뤄낸 서진시스템이 가장 큰 수혜를 입을 것으로 판단된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000 원으로 상향

서진시스템에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 50,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 통신장비 사업 분야의 추가적인 매출 성장이 기대됨에 따라 올해 연간 실적을 비롯한 향후 실적을 상향 조정함에 기인한다. 목표주가 50,000 원은 내년도 예상 EPS 기준 P/E 9X 에 불과하다. 현재 영위 중인 다양한 사업군(群)의 성장성을 함께 감안한다면, 향후 실적 성장 속도는 더 빨라질 가능성이 높다고 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	777	1,659	2,379	3,389	4,408	5,375
yoy	%	58.2	113.4	43.5	42.4	30.1	21.9
영업이익	억원	224	244	178	423	562	680
yoy	%	373.5	8.7	-26.8	137.0	32.9	21.0
EBITDA	억원	288	346	315	564	685	792
세전이익	억원	179	206	74	395	523	647
순이익(지배주주)	억원	182	196	54	348	467	582
영업이익률%	%	28.9	14.7	7.5	12.5	12.8	12.7
EBITDA%	%	37.1	20.9	13.3	16.7	15.5	14.7
순이익률	%	23.5	11.8	2.7	10.8	11.0	11.1
EPS	원	5,474	4,275	905	4,657	6,250	7,785
PER	배	0.0	0.0	35.3	8.2	6.1	4.9
PBR	배	0.0	0.0	1.7	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	9.3	7.4	5.6	4.3
ROE	%	94.4	37.0	5.6	25.2	25.7	24.7
순차입금	억원	824	709	718	680	326	-138
부채비율	%	333.0	212.2	113.7	113.5	94.2	78.5

생산 공정 수직계열화를 통한 생산 효율 극대화



자료 : 서진시스템 SK 증권

서진시스템 사업부문별 현황 및 예정 사항

구분	고객사	공급장비	사업현황 및 예정	End-User
통신	KMW	안테나	공급 진행 중	Sprint
	삼성전자	통신장비합체	공급 진행 중(4Q17 ~ 4Q18)	Reliance
	삼성전자	5G 통신장비합체(3.5G)	금형 제작중, 4Q18 공급 진행 예정	국내 통신사
	삼성전자	5G 통신장비합체(3.5G)	금형 제작예정, 4Q18 공급 진행 예정	KDDI(일본)
	Viettel	하우징, 필터, RU, DU	공급 진행 중	Viettel
모바일	삼성전자	방수폰(TRI공정)	공급 진행 중	삼성전자
	삼성전자	탭(아노다이징)	공급 진행 중	삼성전자
	삼성전자	SUB-A'SSY	공급 진행 중	삼성전자
	삼성전자	갤럭시노트9	공급 진행 중	삼성전자
반도체	Lam Research KOREA	하네스 등 부품	공급 및 개발 중	Lam Research(미국)
	Lam Research KOREA	증착/식각 장비	공급 진행 중	Lam Research(미국)
	UCT	증착/식각 장비	공급 진행 중	Lam Research(미국)
ESS	삼성SDI	ESS 합체	공급 진행 중	삼성SDI
기타	LS산전	고압안전 차단기	2019년 양산예정	LS산전
	LS산전(Vina 공장)	고압 배전반 부품	2018년 하반기 양산예정	LS산전(베트남)
중공업	효성	발전기, 전동기 프레임	공급 진행 중	효성
	General Electric	발전기, 전동기 프레임	승인 완료 후 양산 예정	General Electric
	Hitachi	발전기, 전동기 프레임	공급 진행 중	Hitachi
자동차	Valeo	모터케이스 외 26종	공급 진행 중	Valeo
	Valeo	EPS 하우징	개발 진행 중, 연내 양산 예정	Valeo
	Hitachi sanki	인버터 시스템	시제품 공급 완료	Honda
	Borg-Warner	EGR밸브(람다3)	3Q18 금형 착수 예정	Borg-Warner
	Borg-Warner	EGR밸브(카파)	3Q18 금형 착수 예정	Borg-Warner
	Gentex	룸밀러 브라켓	금형 제작 완료, 4Q18 양산 예정	Gentex
	Mito	트럭용 범퍼	공급 진행 중	Mitsubishi fuso
	Hitachi	신칸센 고속철 모터케이스	공급 진행 중	Hitachi

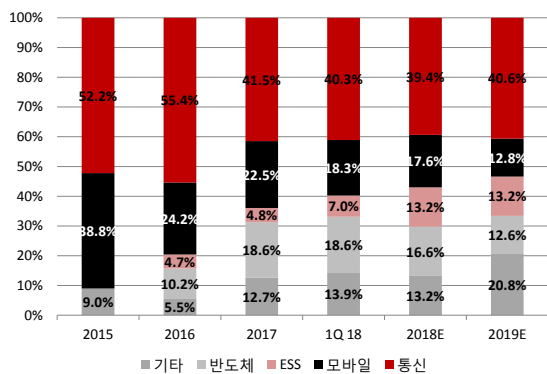
자료 : 서진시스템 SK 증권

서진시스템 실적 추정

구분	2017					2018E		2019E	2020E
	합계	1Q	2Q	3Q	4Q	합계	1H		
매출액	2,379.5	632.0	639.0	508.0	600.5	3,389.2	1,710.9	4,407.9	5,374.7
통신장비	988.2	343.0	319.0	140.0	186.2	1,529.0	940.82	2,045.5	2,618.4
모바일	534.3	116.0	110.0	156.0	152.3	540.6	281.01	508.7	493.9
반도체	441.7	108.0	117.0	110.0	106.7	507.9	214.02	502.4	546.2
ESS	113.6	16.0	34.0	51.0	12.6	405.7	143.73	523.6	675.7
기타(자동차 포함)	301.7	49.0	59.0	51.0	142.7	405.9	131.3	827.6	1,040.4
영업이익	178.0	68.0	19.0	38.0	53.5	417.7	202.7	562.0	673.8
(OPM)	(7.5%)	(10.8%)	(3.0%)	(7.5%)	(8.9%)	(12.3%)	(11.8%)	(12.7%)	(12.5%)

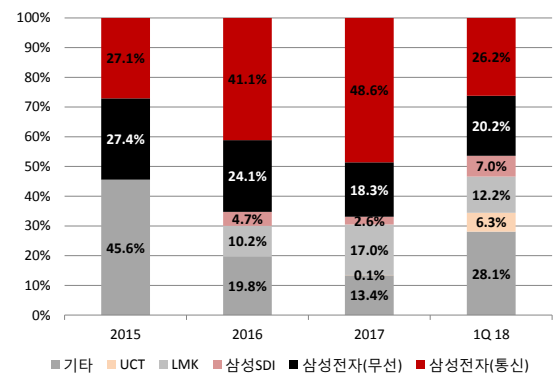
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

서진시스템 사업부문별 매출 비중 추이



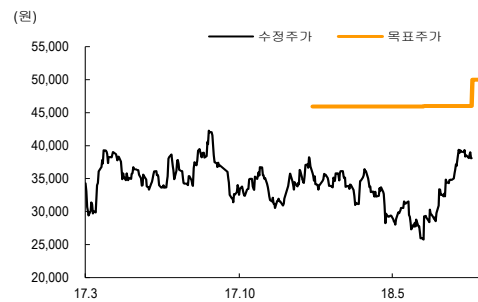
자료 : 서진시스템 SK 증권 추정

서진시스템 주요 거래처별 매출 비중



자료 : 서진시스템 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.19	매수	50,000원	6개월		
2018.07.10	매수	46,000원	6개월	-25.74%	-14.35%
2018.02.05	매수	45,924원	6개월	-29.55%	-20.60%
2017.07.26	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 기관투자자 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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	978	1,103	1,734	2,475	3,307
현금및현금성자산	133	197	444	797	1,261
매출채권및기타채권	358	278	395	514	627
재고자산	451	525	748	973	1,187
비유동자산	1,286	1,489	1,716	1,642	1,583
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	1,198	1,292	1,474	1,377	1,292
무형자산	61	165	200	217	232
자산총계	2,263	2,592	3,450	4,117	4,889
유동부채	1,296	1,250	1,392	1,582	1,762
단기금융부채	618	808	762	762	762
매입채무 및 기타채무	624	406	578	751	916
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	242	129	441	415	388
장기금융부채	226	108	362	362	362
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,538	1,379	1,834	1,997	2,150
지배주주지분	725	1,187	1,573	2,057	2,656
자본금	22	31	32	32	32
자본잉여금	288	660	710	710	710
기타자본구성요소	2	91	65	65	65
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	397	439	777	1,244	1,825
비지배주주지분	0	26	44	64	84
자본총계	725	1,213	1,616	2,121	2,740
부채외자본총계	2,263	2,592	3,450	4,117	4,889

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	393	-32	94	441	550
당기순이익(손실)	196	63	365	484	598
비현금성항목등	166	273	211	201	194
유형자산감가상각비	100	129	128	97	85
무형자산감가상각비	2	8	14	25	27
기타	13	47	14	-2	-2
운전자본감소(증가)	49	-339	-444	-204	-193
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-141	-38	-139	-119	-113
재고자산감소(증가)	-239	-74	-223	-225	-214
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	448	-216	-135	174	165
기타	-19	-12	54	-33	-32
법인세납부	-18	-28	-38	-40	-49
투자활동현금흐름	-406	-355	-41	-39	-37
금융자산감소(증가)	3	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-357	-314	0	0	0
무형자산감소(증가)	-16	-42	-42	-42	-42
기타	-37	1	1	3	5
재무활동현금흐름	110	451	193	-48	-48
단기금융부채증가(감소)	-89	31	-63	0	0
장기금융부채증가(감소)	190	72	274	0	0
자본의증가(감소)	18	414	20	0	0
배당금의 지급	0	-17	-6	0	0
기타	-9	-49	-32	-48	-48
현금의 증가(감소)	98	63	247	353	464
기초현금	36	133	197	444	797
기말현금	133	197	444	797	1,261
FCF	-5	-354	287	396	505

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,659	2,379	3,389	4,408	5,375
매출원가	1,233	1,944	2,593	3,357	4,109
매출총이익	426	435	796	1,051	1,266
매출총이익률 (%)	25.7	18.3	23.5	23.8	23.6
판매비와관리비	182	257	373	489	586
영업이익	244	178	423	562	680
영업이익률 (%)	14.7	7.5	12.5	12.8	12.7
비영업손익	-38	-104	-28	-39	-33
순금융비용	50	37	38	46	44
외환관련손익	14	-65	8	5	9
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	206	74	395	523	647
세전계속사업이익률 (%)	12.4	3.1	11.6	11.9	12.0
계속사업법인세	10	11	30	40	49
계속사업이익	196	63	365	484	598
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	196	63	365	484	598
순이익률 (%)	11.8	2.7	10.8	11.0	11.1
지배주주	196	54	348	467	582
지배주주귀속 순이익률(%)	11.83	2.26	10.27	10.59	10.82
비지배주주	0	9	17	17	17
총포괄이익	195	9	386	505	619
지배주주	195	0	365	484	599
비지배주주	0	10	20	20	20
EBITDA	346	315	564	685	792

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	113.4	43.5	42.4	30.1	21.9
영업이익	8.7	-26.8	137.0	32.9	21.0
세전계속사업이익	15.1	-64.0	433.0	32.6	23.7
EBITDA	20.2	-9.0	78.9	21.3	15.7
EPS(계속사업)	-21.9	-78.8	414.7	34.2	24.6
수익성 (%)					
ROE	37.0	5.6	25.2	25.7	24.7
ROA	10.5	2.6	12.1	12.8	13.3
EBITDA마진	20.9	13.3	16.7	15.5	14.7
안정성 (%)					
유동비율	75.4	88.2	124.5	156.5	187.7
부채비율	212.2	113.7	113.5	94.2	78.5
순차입금/자기자본	97.8	59.2	42.1	15.4	-5.0
EBITDA/이자비용(배)	6.9	8.3	14.3	14.1	16.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,275	905	4,657	6,250	7,785
BPS	15,641	18,998	17,376	22,727	29,346
CFPS	6,507	3,205	6,548	7,891	9,285
주당 현금배당금	0	100	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	46.7	8.5	6.3	5.1
PER(최저)	0.0	32.5	5.5	4.1	3.3
PBR(최고)	0.0	2.2	2.3	1.7	1.3
PBR(최저)	0.0	1.6	1.5	1.1	0.9
PCR	0.0	10.0	5.8	4.8	4.1
EV/EBITDA(최고)	0.0	11.5	7.6	5.8	4.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.1	4.8	3.4	2.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	369 억원
발행주식수	7,374 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,147 억원
주요주주	
설윤석(외)	26.84%
티에프오인더스트리	14.56%
외국인지분률	1.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/09/18)	6,600 원
KOSDAQ	831.85 pt
52주 Beta	0.96
52주 최고가	7,811 원
52주 최저가	3,226 원
60일 평균 거래대금	86 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다.

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

글로벌 광섬유 수요는 아직 끝나지 않았다

- 현재 글로벌 광섬유 시장을 주도하는 국가는 중국, 연 15~20% 수요 증가
- 중국 국영 통신사, 광통신망 사업 국외로 확장하면서 광섬유 수요 꾸준히 늘어
- 아프리카/북유럽 지역 광섬유 수요도 증가, 데이터센터 등의 추가 설립도 긍정적
- 초과 수요 당분간 이어질 것, 광섬유 판매 단가 하락도 쉽지 않을 것으로 전망
- 고객사와 장기 공급계약을 성사시킨 대한광통신의 실적 안정성에도 주목

대한광통신과 광섬유 시장을 바라보는 두 가지 시선

① 광섬유 수요, 아직 끝나지 않았다

2018 년 상반기까지 중국의 광섬유 수요는 전년동기 대비 약 15% 늘어났다. 지난해에 이어 지역별 최고 성장률을 기록 중이다. 내년에도 글로벌 광섬유 수요는 중국이 주도할 것으로 예상된다. 중국 3 대 국영 통신사들을 중심으로 5G 네트워크 구축이 활발하게 이루어지고 있기 때문이다. 자국 내에서는 정부의 통신요금 인하 압박으로 인한 CAPEX 축소 우려도 있지만, 광통신망 사업을 국외로 확장하면서 광섬유/광케이블에 대한 수요는 꾸준히 늘어나는 중이다. 따라서 글로벌 광섬유 초과 수요(Shortage) 국면이 조금 더 이어질 수 있을 것으로 판단된다.

② 광섬유 단가 변동에 자유로운 대한광통신

광섬유 가격 하락에 대한 우려가 불거지고 있지만, 앞서 언급한 바와 같이 중국이 주도하는 초과 수요 국면은 당분간 지속될 수 있을 것으로 판단됨에 따라 광섬유 가격도 곧 안정세를 되찾을 것으로 판단된다. 특히 아프리카/북유럽 지역 중심의 광섬유 수요가 지속적으로 늘어나는 중이고, 광섬유/광케이블이 많이 소비되는 데이터센터 등의 증설이 이어지고 있어 광섬유 판매 단가 하락은 쉽지 않을 것으로 예상된다. 대한광통신의 경우 광섬유 단가 인상기에 주요 고객사와 장기 공급 계약을 통해 안정적인 실적을 확보해 놓았다는 점을 주목할 필요가 있다. 가격 변동에 민감한 기업들은 대부분 1 년 미만의 단기 공급 계약을 맺는 기업들이다. 반면 대한광통신과 같이 장기 공급계약을 성사시킨 기업들의 경우 Spot 가격 변동에 큰 영향을 받지 않는다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	억원	1,090	1,165	1,397	1,829	2,316
yoy	%	2.8	6.9	19.9	31.0	26.6
영업이익	억원	-44	-15	150	367	386
yoy	%	적전	적지	흑전	144.4	5.2
EBITDA	억원	28	57	197	414	424
세전이익	억원	-19	-151	132	359	377
순이익(지배주주)	억원	-13	-126	133	360	377
영업이익률%	%	-4.1	-1.3	10.8	20.1	16.7
EBITDA%	%	2.5	4.9	14.1	22.6	18.3
순이익률	%	-1.2	-10.8	9.5	19.6	16.3
EPS	원	-27	-255	255	522	546
PER	배	N/A	N/A	24.9	13.4	12.8
PBR	배	0.8	1.2	4.1	3.9	3.0
EV/EBITDA	배	35.4	15.1	19.8	11.6	10.5
ROE	%	-1.8	-18.9	16.9	31.4	24.9
순차입금	억원	351	129	-83	-395	-708
부채비율	%	108.4	110.4	61.6	63.0	55.3

광섬유 판매 단가 추이

(단위 : \$/Fkm)

Standard Single	Nov-17	Jan-18	Mar-18	May-18	Jul-18
<Europe>					
High	12.75	12.75	12.75	12.75	12.0
Low	9.5	9.75	10	9.75	8.75
<Developing World>					
High	12.75	14.5	14.5	14.5	12.5
Low	9.75	10.0	10.0	10.0	9.5

자료 : CRU, 대한광통신 SK 증권

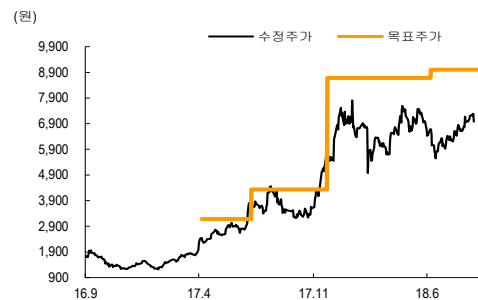
글로벌 광섬유 수요 추이

(단위 : 백만 Fkm)

Optical Cable Consumption	2016	2017	1Q 18	2Q 18	YoY (16-17)	YoY (1H17-1H18)
N. America	51	58	14	16	14.7%	-0.2%
Europe	43	48	13	13	10.8%	9.5%
China	244	286	75	83	17.4%	15.0%
Other Asia-Pac.	56	61	15	16	9.9%	1.5%
Rest of World	37	39	11	11	5.4%	10.0%
World Total	429	493	127	138	14.9%	10.5%

자료 : CRU, 대한광통신 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.19	매수	9,000원	6개월		
2018.06.26	매수	9,000원	6개월	-27.09%	-13.21%
2018.04.12	매수	8,679원	6개월	-23.95%	-10.00%
2018.03.02	매수	8,679원	6개월	-26.07%	-10.00%
2018.02.05	매수	8,679원	6개월	-23.11%	-10.00%
2017.12.15	매수	8,679원	6개월	-22.62%	-10.00%
2017.11.14	매수	4,340원	6개월	-10.92%	31.31%
2017.07.26	매수	4,340원	6개월	-15.55%	2.88%
2017.06.02	매수	3,182원	6개월	-12.66%	19.55%
2017.04.24	매수	3,182원	6개월	-20.58%	-13.01%
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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	683	903	1,544	2,061
현금및현금성자산	194	242	681	993
매출채권및기타채권	280	385	504	639
재고자산	183	195	256	324
비유동자산	587	654	614	579
장기금융자산	11	2	2	2
유형자산	566	639	595	558
무형자산	8	8	5	3
자산총계	1,271	1,558	2,158	2,641
유동부채	564	437	561	666
단기금융부채	305	134	164	164
매입채무 및 기타채무	235	279	365	462
단기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	103	157	274	274
장기금융부채	40	100	217	217
장기매입채무 및 기타채무	2	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	667	593	834	940
지배주주지분	604	966	1,326	1,703
자본금	235	299	299	299
자본잉여금	760	924	658	658
기타자본구성요소	21	21	21	21
자기주식	0	0	0	0
이익잉여금	-410	-278	348	725
비지배주주지분	0	-2	-2	-2
자본총계	604	964	1,323	1,701
부채외자본총계	1,271	1,558	2,158	2,641

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	124	94	328	323
당기순이익(손실)	-126	132	359	377
비현금성항목등	200	66	56	47
유형자산감가상각비	70	43	44	37
무형자산감가상각비	3	3	3	2
기타	95	-1	2	0
운전자본감소(증가)	50	-104	-87	-101
매출채권및기타채권의 감소(증가)	13	-113	-120	-134
재고자산감소(증가)	-21	-8	-60	-68
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	65	35	87	97
기타	-7	-17	7	4
법인세납부	0	0	0	0
투자활동현금흐름	130	-146	-25	4
금융자산감소(증가)	-25	-42	-22	0
유형자산감소(증가)	-152	-111	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
기타	308	6	-3	4
재무활동현금흐름	-204	102	136	-15
단기금융부채증가(감소)	-164	10	29	0
장기금융부채증가(감소)	40	0	117	0
자본의증가(감소)	0	100	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타	-80	-9	-10	-15
현금의 증가(감소)	48	46	439	312
기초현금	153	201	247	685
기말현금	201	247	685	998
FCF	-41	9	324	323

자료 : 대한광통신, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,165	1,397	1,829	2,316
매출원가	1,024	1,096	1,279	1,708
매출총이익	141	301	550	608
매출총이익률 (%)	12.1	21.6	30.1	26.3
판매비와관리비	156	151	183	222
영업이익	-15	150	367	386
영업이익률 (%)	-1.3	10.8	20.1	16.7
비영업손익	-135	-18	-8	-9
순금융비용	32	16	10	11
외환관련손익	-1	-9	2	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	-151	132	359	377
세전계속사업이익률 (%)	-13.0	9.4	19.6	16.3
계속사업법인세	-25	0	0	0
계속사업이익	-126	132	359	377
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	-126	132	359	377
순이익률 (%)	-10.8	9.5	19.6	16.3
지배주주	-126	133	360	377
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.81	9.52	19.69	16.29
비지배주주	0	-1	-1	0
총포괄이익	-128	134	359	377
지배주주	-128	134	360	377
비지배주주	0	-1	-1	0
EBITDA	57	197	414	424

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E
성장성 (%)				
매출액	6.9	19.9	31.0	26.6
영업이익	적지	흑전	144.4	5.2
세전계속사업이익	적지	흑전	172.7	5.0
EBITDA	107.2	242.6	110.2	2.5
EPS(계속사업)	적지	흑전	104.4	4.7
수익성 (%)				
ROE	-18.9	16.9	31.4	24.9
ROA	-9.0	9.3	19.3	15.7
EBITDA마진	4.9	14.1	22.6	18.3
안정성 (%)				
유동비율	121.3	206.8	275.4	309.4
부채비율	110.4	61.6	63.0	55.3
순차입금/자기자본	21.4	-8.6	-29.9	-41.6
EBITDA/이자비용(배)	1.7	11.3	35.4	27.8
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	-255	255	522	546
BPS	1,224	1,538	1,798	2,310
CFPS	-107	345	589	602
주당 현금배당금	0	0	0	0
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	N/A	24.9	15.0	14.3
PER(최저)	N/A	4.8	9.5	9.1
PBR(최고)	1.6	4.1	4.3	3.4
PBR(최저)	0.9	0.8	2.8	2.2
PCR	-13.4	18.5	11.8	11.6
EV/EBITDA(최고)	19.5	19.8	12.6	11.6
EV/EBITDA(최저)	12.4	-0.3	6.6	5.7

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	1,334 억원
주요주주	
텔코웨어 자사주	42.01%
금한태	21.36%
외국인지분률	2.60%
배당수익률	4.20%

Stock Data

주가(18/09/18)	14,100 원
KOSPI	2308.98 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	16,500 원
52주 최저가	11,850 원
60일 평균 거래대금	3 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다.

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

가치주 + 성장주

5G 투자를 계기로 성장 정체가 해소될 전망이다. IoT-HSS, 네트워크 가상화, 5G EPC 수주 등 실적 개선을 이끌 요인들이 풍부하다. 다소 부진했던 상반기 실적도 하반기에 회복되면서 전년대비 성장이 예상된다. 7 백억원을 상회하는 순현금, 4%를 상회하는 배당 수익률, 보유자사주 지분율 42% 등 가치주 조건은 이미 지냈다. 이제는 5G 시대를 맞이해 성장주로서의 관점이 부각될 시점이다.

5G 투자를 계기로 성장 정체 해소

5G 투자를 계기로 성장 정체가 해소될 전망이다. 4G 투자 이후 이동사들의 설비투자가 주춤하면서 동사의 실적도 제자리 걸음을 멈추지 못했다. 그러나 5G 시대가 개화되면서 성장 모멘텀이 재부각될 것이다. 이미 가시적인 성과를 내고 있다. IoT 단말기의 위치등록과 가입자를 관리하는 IoT-HSS는 SKT에 테스트 장비를 납품하였고 후속 발주도 4분기에 예정되어 있다. 네트워크의 가상화 수혜도 예상된다. 무선망 사업자뿐만 아니라 유선망사업자들의 투자도 이어지고 있다. 핵심 시스템인 5G EPC(패킷 교환기, 단말 인증, 세션관리, IP 할당 등의 기능)의 업체 선정도 목전에 두고 있다.

실적은 상저하고

상반기 매출액은 119 억원으로 전년대비 32% 감소하고 영업이익은 -6 억원으로 적자 전환하였다. 그러나 주주 추이를 감안할 때 하반기 실적개선이 빠르게 이루어지면서 매출액 458 억원(YoY +11%), 영업이익 59 억원(YoY +14%) 달성에는 무리가 없어 보인다. 5G 관련 매출이 본격화되는 2019년에는 매출액 630 억원, 영업이익 117 억원으로 금년대비 각각 38%, 97% 증가가 예상된다.

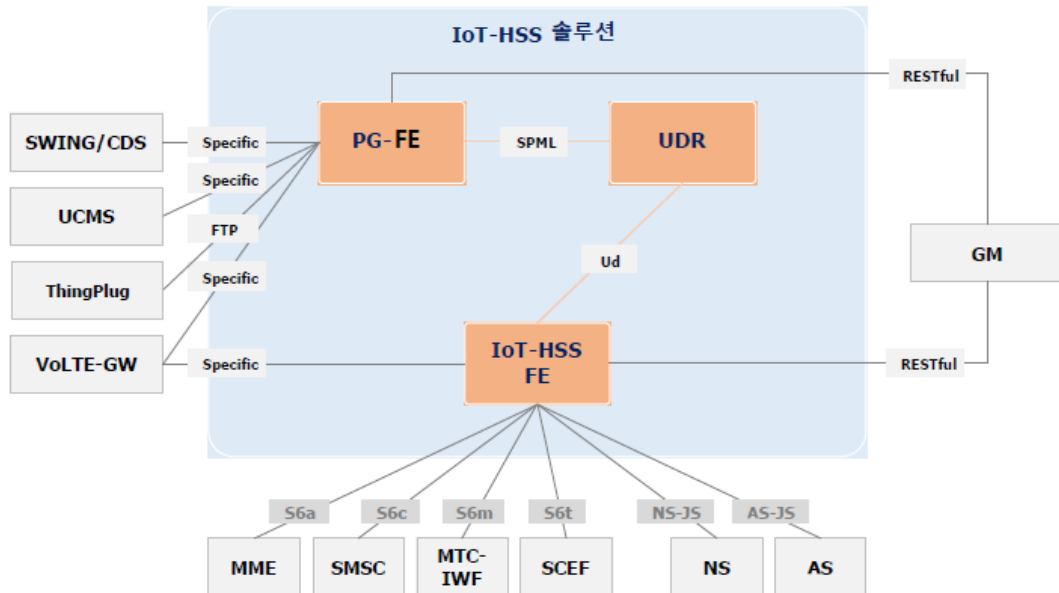
가치주 + 성장주

7 백억원을 상회하는 순현금, 7%의 부채비율, 1,650%의 유동비율(1H18 기준), 보유자사주 지분율 42%, 5년 연속 4%를 상회하는 배당수익률 등 전형적인 가치주 성격을 지녔다. 여기에 5G 시대를 맞이해 실적의 성장 모멘텀도 장착하면서 성장주로서의 성격도 갖추게 된 것으로 판단된다. 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

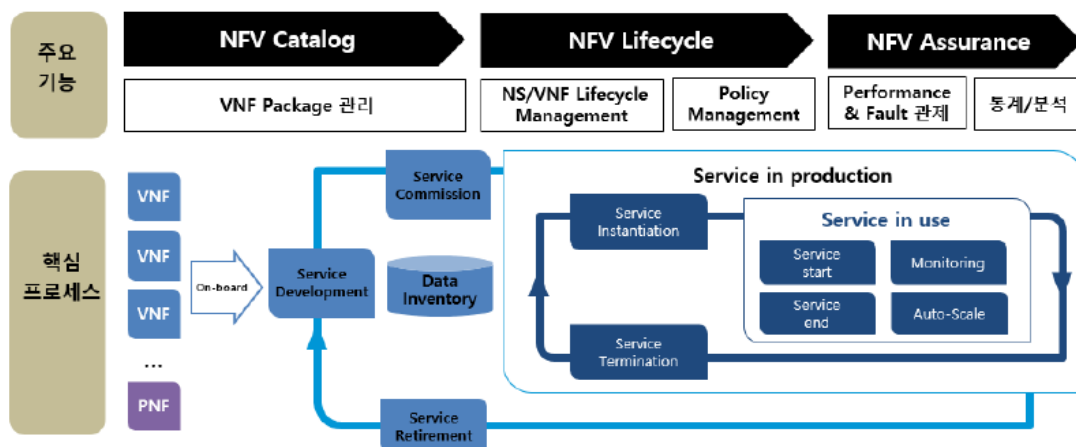
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	594	409	414	458	630	750
yoy	%	17.2	-31.1	1.2	10.6	37.6	19.1
영업이익	억원	84	46	52	59	117	159
yoy	%	4.9	-45.1	12.8	13.9	96.7	36.3
EBITDA	억원	100	62	69	70	142	181
세전이익	억원	94	55	59	76	121	165
순이익(지배주주)	억원	81	44	53	68	105	144
영업이익률%	%	14.2	11.3	12.6	13.0	18.5	21.2
EBITDA%	%	16.8	15.2	16.7	15.4	22.5	24.2
순이익률	%	13.6	10.8	12.8	14.9	16.7	19.2
EPS	원	835	455	547	704	1,085	1,482
PER	배	16.8	25.3	22.0	19.5	12.7	9.3
PBR	배	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.7	6.5	5.2	6.4	2.2	0.8
ROE	%	7.9	4.2	5.0	6.2	9.2	11.6
순차입금	억원	-696	-713	-807	-893	-1,037	-1,201
부채비율	%	144	102	105	13.9	19.7	21.9

IoT-HSS 솔루션



자료 : 텔코웨어

NFV MANO 솔루션



자료 : 텔코웨어

실적추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
음성핵심망	116	159	240	87	134	155	210
무선데이터	504	344	350	319	277	298	405
기타	37	3	4	3	3	5	15
매출합	657	506	594	409	414	458	630
영업이익	131	80	84	46	52	59	117
영업이익률	19.9%	15.8%	14.1%	11.2%	12.6%	12.9%	18.6%
세전이익	127	93	91	56	59	76	121
순이익	108	76	78	45	53	68	105

자료: 텔코웨어, SK 증권 추정

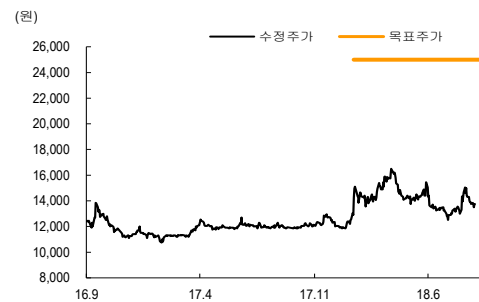
분기실적추이

(단위: 억원)

(억원)	1Q17	2Q	3Q	4Q	1Q18	2Q	3QE	4QE	1Q19E	2QE	3QE	4QE
매출액	62	113	102	138	49	69	155	184	82	96	213	239
영업이익	-5	29	17	11	-13	8	36	28	5	18	58	36
세전이익	-3	31	20	11	-9	11	36	38	10	23	55	32
순이익	-3	27	20	9	-9	10	33	34	9	20	48	28
YoY (%)												
매출액	-14	1.7	-0.3	3.3	-19.9	-38.5	52.2	33.8	65.7	37.6	37.6	30.0
영업이익	적지	199.2	21.1	-72.1	적지	-73.9	116.9	151.2	흑전	135.3	58.2	27.5
세전이익	적지	140.1	20.8	-73.5	적지	-63.6	82.9	233.9	흑전	106.6	50.9	-14.4
순이익	적지	203.2	25.6	-76.1	적지	-61.9	64.9	287.9	흑전	98.5	45.0	-17.7
QoQ (%)												
매출액	-53.7	83.0	-9.9	35.1	-64.1	40.7	123.0	18.7	-55.5	16.8	123.0	12.2
영업이익	적전	흑전	-42.2	-32.7	적전	흑전	380.7	-22.1	-82.4	257.1	223.0	-37.2
세전이익	적전	흑전	-35.7	-43.5	적전	흑전	222.7	3.2	-72.2	122.8	135.7	-41.4
순이익	적전	흑전	-25.4	-56.1	적전	흑전	222.7	3.2	-73.3	122.8	135.7	-41.4

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.19	매수	25,000원	6개월		
2018.06.26	매수	25,000원	6개월	-42.98%	-34.00%
2018.02.05	매수	25,000원	6개월	-41.27%	-34.00%
2018.01.31	매수	25,000원	6개월	-40.93%	-39.60%
2016.10.25	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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	762	839	926	1,083	1,256
현금및현금성자산	453	387	475	618	782
매출채권및기타채권	36	21	28	38	46
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	398	352	342	335	315
장기금융자산	22	22	19	19	19
유형자산	237	232	226	202	181
무형자산	74	49	39	31	22
자산총계	1,160	1,192	1,268	1,418	1,571
유동부채	83	87	117	161	192
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	71	75	100	138	164
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	25	26	38	72	90
장기금융부채	10	8	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	9	9	9
장기충당부채	11	15	19	41	48
부채총계	107	113	155	233	282
지배주주지분	1,053	1,078	1,114	1,185	1,289
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	956	983	1,018	1,089	1,194
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,053	1,078	1,114	1,185	1,289
부채외자본총계	1,160	1,192	1,268	1,418	1,571

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	34	88	88	158	182
당기순이익(손실)	44	53	68	105	144
비현금성항목등	28	27	6	37	38
유형자산감가상각비	11	10	9	24	21
무형자산감가상각비	5	7	2	1	1
기타	12	9	6	8	8
운전자본감소(증가)	-25	15	28	32	22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	30	15	-7	-10	-7
재고자산감소(증가)	5	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-34	3	25	38	26
기타	-26	-2	10	5	3
법인세납부	-13	-8	-14	-16	-21
투자활동현금흐름	160	-126	32	20	22
금융자산감소(증가)	148	-160	10	0	0
유형자산감소(증가)	-4	-4	-3	0	0
무형자산감소(증가)	-7	18	7	7	7
기타	24	20	18	12	14
재무활동현금흐름	-37	-28	-33	-34	-39
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-28	-33	-34	-39
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	157	-66	88	144	164
기초현금	296	453	387	475	618
기말현금	453	387	475	618	782
FCF	60	109	89	166	190

자료 : 텔코웨어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	409	414	458	630	750
매출원가	244	252	281	384	450
매출총이익	165	162	177	246	300
매출총이익률 (%)	40.5	39.2	38.6	39.0	40.0
판매비와관리비	119	110	117	129	141
영업이익	46	52	59	117	159
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.0	18.5	21.2
비영업손익	9	7	17	4	6
순금융비용	-12	-12	-11	-12	-14
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	-6	0	0	0
세전계속사업이익	55	59	76	121	165
세전계속사업이익률 (%)	13.4	14.4	16.6	19.2	22.0
계속사업법인세	11	6	8	16	21
계속사업이익	44	53	68	105	144
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	44	53	68	105	144
순이익률 (%)	10.8	12.8	14.9	16.7	19.2
지배주주	44	53	68	105	144
지배주주귀속 순이익률(%)	10.78	12.82	14.92	16.71	19.17
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	44	54	68	105	143
지배주주	44	54	68	105	143
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	62	69	70	142	181

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-31.1	1.2	10.6	37.6	19.1
영업이익	-45.1	12.8	13.9	96.7	36.3
세전계속사업이익	-41.7	8.2	28.1	58.8	36.6
EBITDA	-37.8	11.8	1.5	101.8	27.8
EPS(계속사업)	-45.6	20.4	28.8	54.1	36.6
수익성 (%)					
ROE	4.2	5.0	6.2	9.2	11.6
ROA	3.7	4.5	5.6	7.8	9.6
EBITDA마진	15.2	16.7	15.4	22.5	24.2
안정성 (%)					
유동비율	922.3	959.5	791.6	672.5	655.0
부채비율	10.2	10.5	13.9	19.7	21.9
순차입금/자기자본	-67.8	-74.8	-80.2	-87.5	-93.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	455	547	704	1,085	1,482
BPS	10,850	11,115	11,477	12,209	13,280
CFPS	617	724	817	1,345	1,712
주당 현금배당금	500	580	600	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	30.7	23.7	23.4	15.2	11.1
PER(최저)	24.4	19.7	16.8	10.9	8.0
PBR(최고)	1.3	1.2	1.4	1.4	1.2
PBR(최저)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
PCR	18.6	16.7	16.8	10.2	8.0
EV/EBITDA(최고)	10.3	6.5	10.2	4.1	2.3
EV/EBITDA(최저)	5.9	3.4	3.8	0.9	-0.2

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	1,351 억원
주요주주	
정종태(외1)	18.72%
신영자산운용	11.02%
외국인지분률	130%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/09/18)	22,450 원
KOSDAQ	831.85 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	23,500 원
52주 최저가	11,050 원
60일 평균 거래대금	22 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다

이노와이어리스 (073490/KQ | Not Rated)

이제는 기대감이 아닌 구체적인 실적이 확인되는 시기

SKT의 기지국, 교환장비 업체 선정을 계기로 5G 관련 투자 모멘텀이 부각되고 있다. 무선망 최적화 제품군의 경우 금년말부터 본격적인 발주가 예상된다. 국내 상용화를 바탕으로 해외업체와의 구체적인 제품개발도 활기를 띌 것이다. 또한 차세대 성장동력인 스몰셀은 외형을 한 단계 높이는 역할을 할 것이다. 이제는 5G 투자에 대한 기대감이 아닌 구체적인 숫자로 확인되는 시기가 도래했다. 각국의 상용화 일정과 투자규모를 감안할 때 최소한 2021년까지는 실적 성장이 예상된다.

주력 사업인 무선망 최적화 제품군 매출은 내년 상반기부터 본격화

SKT의 기지국, 교환장비 업체 선정을 계기로 5G 관련 투자 모멘텀이 부각되고 있다. 우선 무선망 최적화 제품군의 매출 증가가 예상된다. 5G 도입기에는 최적의 효율성을 발휘할 수 있는 통신기반시설의 구축을 위해 이동통신 사업자, 네트워크장비업체의 수요가 늘어날 것으로 보인다. 또한 데이터 트래픽 정보를 수집하여 네트워크 품질에 영향을 주는 장애요인들을 진단, 분석, 모니터링 할 수 있는 Big Data 제품군도 필요하다. 메크로 기지국과 단말기의 개발이 완료되는 금년말부터 본격적인 발주가 시작될 것이다. 우선 국내 상용화를 바탕으로 미국 등 해외업체와의 구체적인 제품개발도 활기를 띌 것이다.

스몰셀은 성장의 견인차 역할

특히 차세대 성장 동력인 스몰셀은 외형을 한 단계 높이는 역할을 할 것이다. 세계 최초로 LTE 스몰셀 장비를 상용화하면서 매년 1 백억원 이상의 매출이 발생하고 있다. 5G 시대에 서비스 품질 개선과 투자비 효율성을 이루기 위해 스몰셀의 중요성은 점점 커지고 있다. 현재 국내 이동사를 대상으로 개발 용역이 마무리 단계에 있다. 내년에는 일본, 미국, 영국, 인도 등으로 확대될 예정이다.

이제는 기대감이 아닌 구체적인 실적이 확인되는 시기

5G 투자에 대한 기대감이 구체적인 숫자로 확인되는 시기가 도래했다. 각국의 상용화 일정과 투자 규모를 감안할 때 최소한 2021년까지는 실적 성장이 이어질 것이다. IoT, 자율주행차 등 디바이스의 보급 확대와 아울러 실적 정점은 연장될 가능성이 있다. 참고로 금년 매출액 610 억원, 영업이익 4 억원으로 지난해와 유사한 수준이 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	749	560	549	527	607
yoy	%	-2.5	-25.2	-1.9	-4.1	15.1
영업이익	억원	44	-3	-25	-37	6
yoy	%	-62.6	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	억원	64	16	-4	-18	25
세전이익	억원	43	37	-27	-42	-2
순이익(지배주주)	억원	46	18	-45	-98	-2
영업이익률%	%	5.9	-0.5	-4.5	-7.1	1.0
EBITDA%	%	8.5	2.8	-0.8	-3.4	4.1
순이익률	%	6.2	2.4	-8.2	-18.6	-0.4
EPS	원	854	213	-747	-1,636	-36
PER	배	14.1	54.6	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.8	2.0
EV/EBITDA	배	6.2	33.1	N/A	N/A	48.9
ROE	%	5.9	2.2	-5.7	-13.6	-0.3
순차입금	억원	-336	-173	-170	-155	-107
부채비율	%	16.8	21.0	17.4	22.3	29.7

주요 제품군



자료 : 이노와이어리스

스몰셀 장비 밸류체인

세팅장비 및 서비스 구분			공급업체
기술개발: 스몰셀 하드웨어 및 솔루션	하드웨어	SoC (모뎀칩)	Intel, TI, Qualcomm, Broadcom, Cavium, Coherent Logic, Freescale
		RF/PAU/안테나	ADI, TI, MAXIM
	동기모듈 (GPS, 소프트웨어)		Qusar, Innos, Trimble, U-blox
	L1 소프트웨어		Intel, TI, CommAgility, Broadcom, Freescale, Qualcomm
스몰셀 제조: 제품개발 및 생산자	L2/L3 솔루션 (프로토콜 스택+응용 소프트웨어)		ETR, Aircel, Radsys, Cavium, CommAgility, Qualcomm
	스몰셀 장비		콘벨라, 이노와이어리스, 주니, 유게스트, 삼지전자 등 SpiderCloud, Commscope, ipaccess, Airvana 등 Ericsson, Nokia, Huawei, ZTE, 삼성전자 등 기지국 장비 공급업체
	스몰셀 관련 장비	소형 ePC HeNB GW, SeGW	이노와이어리스, 콘벨라, 주니, Polaris, Cisco, Aircel
		HeMS, SON	유게스트, 이노와이어리스, 콘벨라, 주니
		UE 에뮬레이터	Cobham, AmeriSoft, IXA
		DM	이노와이어리스, SpireTech, Qualcomm, Qubicomm
시장진출:	통신사업자		SKT, KT, LGU+이상 한국, Verizon(미국), British Telecom(영국), Softbank(일본) 등
수요자	해산업		서울교통공사, 부산교통공사, 인천도시철도공사, 국방부, 국민안전처 등

자료 : 5G 포럼

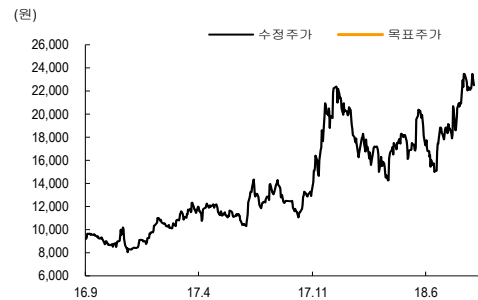
실적추이

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	1H18
무선망 최적화 제품군	174	195	169	155	75
Big data 제품군	169	113	91	85	41
Smallcell 제품군	37	75	68	122	67
기타	180	166	199	245	96
합계	560	549	527	607	279
(수출)	329	336	302	372	170
(내수)	231	213	225	235	109
영업이익	-3	-25	-37	6	-17
영업이익률	-0.5%	-4.6%	-7.0%	1.0%	-6.1%
세전이익	37	-27	-42	-2	-13
순이익	18	-45	-98	-2	-19

자료: 이노와이어리스 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.19	Not Rated				
2018.06.26	Not Rated				
2018.02.05	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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	563	434	380	362	393
현금및현금성자산	314	223	170	204	159
매출채권및기타채권	175	160	155	92	138
재고자산	46	46	47	57	54
비유동자산	366	544	523	460	465
장기금융자산	6	13	6	2	1
유형자산	122	434	381	373	336
무형자산	30	25	24	20	19
자산총계	928	978	903	822	858
유동부채	120	151	119	140	181
단기금융부채		50		50	80
매입채무 및 기타채무	60	59	70	48	62
단기충당부채					
비유동부채	13	19	15	10	16
장기금융부채					
장기매입채무 및 기타채무	7	5	4	3	1
장기충당부채		4	4	4	3
부채총계	134	170	134	150	197
지배주주지분	788	806	769	672	661
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	131	131	133	133	133
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식					
이익잉여금	646	663	619	520	518
비지배주주지분	6	2	0		
자본총계	795	808	769	672	661
부채외자본총계	928	978	903	822	858

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	101	14	19	-6	-24
당기순이익(손실)	47	13	-45	-98	-2
비현금성항목등	50	12	60	81	22
유형자산감가상각비	11	12	14	14	14
무형자산감가상각비	8	6	6	5	5
기타	30	-7	39	62	3
운전자본감소(증가)	4	-1	13	27	-40
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-76	15	7	64	-55
재고자산감소(증가)	64	-6	-8	-16	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	11	-4	-27	20
기타	-138	9	32	135	-104
법인세납부	-5	-15	-10	-17	-4
투자활동현금흐름	-47	-152	-24	-11	-44
금융자산감소(증가)	-12	14	0	2	-24
유형자산감소(증가)	-18	-321	-6	-4	-9
무형자산감소(증가)	-26	-26	-28	-16	-10
기타	54	91	72	45	28
재무활동현금흐름	-18	50	-50	50	30
단기금융부채증가(감소)	-9	50	-50	50	30
장기금융부채증가(감소)					
자본의증가(감소)					
배당금의 지급	9				
기타	0			0	
현금의 증가(감소)	24	-90	-53	34	-45
기초현금	290	314	223	170	204
기말현금	314	223	170	204	159
FCF	85	-306	30	-52	20

자료 : 이노와이어리스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	749	560	549	527	607
매출원가	510	363	367	361	399
매출총이익	239	197	182	166	208
매출총이익률 (%)	31.9	35.2	33.2	31.5	34.2
판매비와관리비	194	200	207	203	201
영업이익	44	-3	-25	-37	6
영업이익률 (%)	5.9	-0.5	-4.5	-7.1	1.0
비영업손익	-1	40	-3	-5	-8
순금융비용	-4	-4	-1	-1	1
외환관련손익	-13	-3	1	3	-8
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	43	37	-27	-42	-2
세전계속사업이익률 (%)	5.8	6.6	-5.0	-8.0	-0.3
계속사업법인세	-9	28	18	56	1
계속사업이익	52	8	-45	-98	-2
중단사업이익	-5	5			
*법인세효과	0	23			
당기순이익	47	13	-45	-98	-2
순이익률 (%)	6.2	2.4	-8.2	-18.6	-0.4
지배주주	46	18	-45	-98	-2
지배주주귀속 순이익률(%)	6.11	3.18	-8.15	-18.63	-0.35
비지배주주	1	-4	0		
총포괄이익	38	13	-39	-97	-11
지배주주	37	18	-39	-97	-11
비지배주주	1	-4	0		
EBITDA	64	16	-4	-18	25

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	-2.5	-25.2	-1.9	-4.1	15.1
영업이익	-62.6	적전	적지	적지	흑전
세전계속사업이익	-57.5	-15.2	적전	적지	적지
EBITDA	-53.3	-75.0	적전	적지	흑전
EPS(계속사업)	-46.2	-75.0	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	5.9	2.2	-5.7	-13.6	-0.3
ROA	5.1	1.4	-4.8	-11.4	-0.3
EBITDA마진	8.5	2.8	-0.8	-3.4	4.1
안정성 (%)					
유동비율	466.9	286.5	319.4	258.5	217.3
부채비율	16.8	21.0	17.4	22.3	29.7
순차입금/자기자본	-42.2	-21.5	-22.1	-23.1	-16.3
EBITDA/이자비용(배)	269.4	49.4	-4.1	-55.5	17.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	854	213	-747	-1,636	-36
BPS	13,135	13,432	12,808	11,194	11,013
CFPS	1,090	608	-407	-1,316	280
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	22.3	69.9	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	12.0	46.6	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.5	1.1	1.1	1.0	2.0
PBR(최저)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8
PCR	11.1	19.2	-24.4	-6.9	79.4
EV/EBITDA(최고)	12.8	45.9	-152.7	-29.9	49.1
EV/EBITDA(최저)	4.5	27.2	-95.3	-18.4	16.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	159 억원
발행주식수	3,225 만주
자사주	34 만주
액면가	500 원
시가총액	1,613 억원
주요주주	
구관영(외8)	29.41%

외국인지분률	1.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/09/18)	4,955 원
KOSDAQ	831.85 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	6,320 원
52주 최저가	3,390 원
60일 평균 거래대금	21 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다.

에이스테크 (088800/KQ | Not Rated)

본격적인 개화기에 진입

SKT를 시작으로 기지국 등 핵심장비 업체 선정이 시작되었다. 이에 따라 기지국 안테나 시장을 선도하고 있는 동사의 수혜가 구체화될 전망이다. MIMO와 Beamforming 기술이 적용되면서 필요 안테나의 수와 ASP의 증가가 동시에 나타날 것이다. 선진지역을 중심으로 매출처도 다양화되고 있다. 미국 등 선진지역의 5G 상용화도 내년부터 확산되면서 거래처 다변화는 심화될 전망이다.

5G 기지국 핵심장비 업체 선정 => 기지국 안테나 수요 급증

SKT를 시작으로 기지국 등 핵심장비 업체 선정이 시작되었다. 이에 따라 기지국 안테나 시장을 선도하고 있는 동사의 수혜가 구체화될 전망이다. 폭증하는 데이터를 처리하기 위한 MIMO(다중입출력 Multiple Input Multiple Output)와 Beamforming 기술이 적용되면서 필요 안테나의 수와 ASP의 증가가 동시에 나타날 것이다. 수출도 긍정적이다. 대용량 다중입출력 안테나 및 필터 개발수주로 에릭슨향 매출 증대도 기대된다.

선진시장을 중심으로 매출처 다변화

매출처도 다변화되고 있다. 신흥국뿐만 아니라 일본 소프트뱅크, 미국 AT&T 등 선진지역의 매출도 증가하고 있다. 미국 등 선진지역의 5G 상용화도 내년부터 확산되면서 거래처 다변화는 심화될 전망이다. 또한 차량용 레이더 및 방위산업도 순항하고 있다. 차량용 안테나 및 레이더는 스마트카, 자율주행차의 발전으로 성장모멘텀이 부각되고 있다. 이미 24GHz, 77GHz 차량용 레이더 특허기술을 보유하고 있다. 방위산업(레이더, 유도무기, 지휘통신체계 등에 쓰이는 방산용 안테나)은 현대전에서 무선통신망의 중요성이 강조되면서 관련 안테나 수요도 증가하는 추세이다.

2018 년은 턴어라운드의 원년

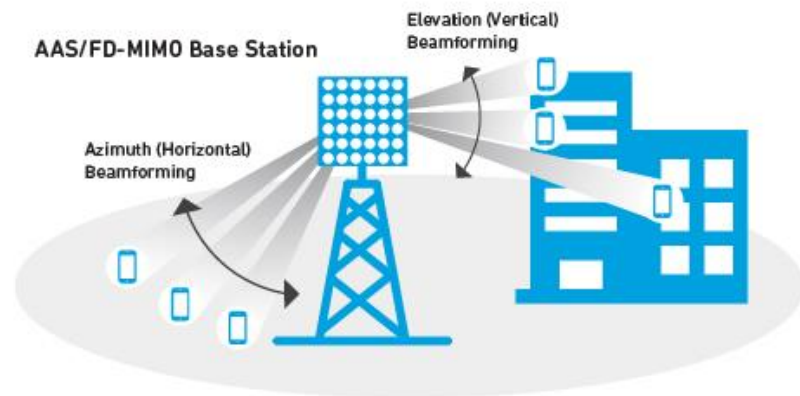
2018 년은 턴어라운드의 원년이 될 것이다. 매출액은 3,650 억원으로 전년과 비슷하지만 영업이익은 131 억원으로 흑자전환(대규모 개발비 상각 등 일회성 비용 감소)이 예상된다. 의미 있는 실적개선은 2019 년부터다. 5G 매출이 본격화되면서 외형과 수익성 개선이 동시에 이루어질 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	2,853	3,156	4,275	4,219	3,221	3,516
yoy	%	84.5	10.6	35.5	-1.3	-23.7	9.2
영업이익	억원	-98	200	251	151	-138	-145
yoy	%	적지	흑전	25.3	-40.0	적전	적지
EBITDA	억원	66	358	417	324	74	82
세전이익	억원	-213	119	176	108	-336	-555
순이익(지배주주)	억원	-222	101	116	100	-323	-547
영업이익률%	%	-3.5	6.4	5.9	3.6	-4.3	-4.1
EBITDA%	%	2.3	11.3	9.8	7.7	2.3	2.3
순이익률	%	-7.5	3.3	2.9	2.6	-10.0	-15.8
EPS	원	-1,129	493	512	418	-1,169	-1,866
PER	배	N/A	8.2	8.6	10.6	N/A	N/A
PBR	배	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	2.3
EV/EBITDA	배	29.5	5.9	6.0	9.3	33.3	41.8
ROE	%	-20.8	10.3	10.6	7.9	-25.5	-61.2
순차입금	억원	1,328	1,186	1,420	1,787	1,563	1,944
부채비율	%	243.8	237.8	244.3	243.2	253.5	456.9

빔포밍 기술

Antenna Beam Forming



QORVO

©2017 Qorvo, Inc.

자료 : Qorvo

매출다변화의 초석인 해외 사업장



자료 : 에이스테크

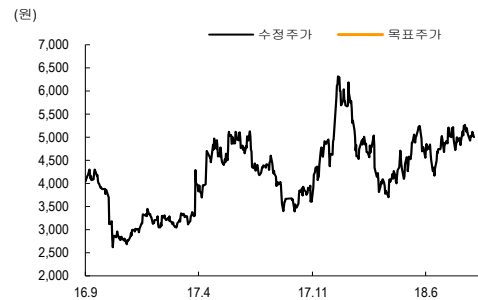
실적추이

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	1H18
RF부품	1,981	1,871	1,430	1,254	980
기지국안테나외(중계기/방산)	1,589	1,567	1,176	1,782	717
(수출)	959	1,287	1,002	1,592	665
RRH(Remote Radio Head)	367	437	221	95	33
모바일 안테나	338	313	280	231	116
차량용 안테나	0	31	114	153	84
매출합	4,275	4,219	3,221	3,515	1,932
영업이익	251	151	-138	-145	49
영업이익률	5.9%	3.6%	-4.3%	4.1%	2.5%

자료: 에이스테크, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.19	Not Rated				
2018.06.26	Not Rated				
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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	1,724	2,367	2,874	2,251	2,044
현금및현금성자산	257	217	173	364	161
매출채권및기타채권	760	1,349	1,739	1,129	1,027
재고자산	505	642	766	604	651
비유동자산	1,921	1,917	2,049	2,086	1,691
장기금융자산	55	70	69	57	37
유형자산	1,007	1,027	1,052	1,172	1,115
무형자산	447	481	537	457	155
자산총계	3,645	4,283	4,924	4,337	3,735
유동부채	2,212	2,384	2,716	2,591	2,760
단기금융부채	1,193	1,083	1,308	1,524	1,957
매입채무 및 기타채무	849	1,135	1,329	992	741
단기충당부채	6	1	0	0	0
비유동부채	354	656	773	519	304
장기금융부채	282	578	694	435	255
장기매입채무 및 기타채무	13	8	13	15	13
장기충당부채					
부채총계	2,566	3,039	3,489	3,110	3,064
지배주주지분	1,016	1,179	1,372	1,165	623
자본금	104	114	129	142	147
자본잉여금	764	812	893	982	1,008
기타자본구성요소	0	-13	-16	-18	-14
자기주식	-3	-15	-18	-18	-14
이익잉여금	172	269	357	27	-512
비지배주주지분	63	65	63	62	48
자본총계	1,079	1,244	1,435	1,227	671
부채외자본총계	3,645	4,283	4,924	4,337	3,735

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	326	-42	-8	382	-228
당기순이익(손실)	119	176	108	-336	-555
비현금성항목등	282	277	255	451	675
유형자산감가상각비	106	104	104	104	115
무형자산감가상각비	52	62	69	108	112
기타	124	112	82	238	448
운전자본감소(증가)	5	-419	-272	365	-261
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-84	-554	-212	602	51
재고자산감소(증가)	-102	-119	-108	153	-172
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	172	251	160	-376	-128
기타	-149	-1,105	-536	1,190	90
법인세납부	-15	-19	-29	-15	-1
투자활동현금흐름	-108	-177	-405	-222	-265
금융자산감소(증가)	73	15	-193	42	-109
유형자산감소(증가)	-37	-85	-124	-198	-130
무형자산감소(증가)	-145	-96	-127	-69	-28
기타	1	11	3	7	2
재무활동현금흐름	-106	182	372	41	289
단기금융부채증가(감소)	6	-1	-17	-3	-20
장기금융부채증가(감소)	-108	203	314	-49	315
자본의증가(감소)		10	100	100	3
배당금의 지급	5	18	22	6	9
기타					0
현금의 증가(감소)	110	-40	-43	190	-202
기초현금	147	257	217	173	364
기말현금	257	217	173	364	161
FCF	236	-293	-413	287	46

자료 : 에이스테크, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	3,156	4,275	4,219	3,221	3,516
매출원가	2,432	3,393	3,396	2,701	2,896
매출총이익	724	882	823	520	621
매출총이익률 (%)	23.0	20.6	19.5	16.2	17.7
판매비와관리비	524	631	672	658	765
영업이익	200	251	151	-138	-145
영업이익률 (%)	6.4	5.9	3.6	-4.3	-4.1
비영업손익	-82	-75	-43	-198	-410
순금융비용	81	79	75	81	98
외환관련손익	2	20	30	-52	-86
관계기업투자등 관련손익	-2	0	30	8	-9
세전계속사업이익	119	176	108	-336	-555
세전계속사업이익률 (%)	3.8	4.1	2.6	-10.4	-15.8
계속사업법인세	15	55	0	-14	1
계속사업이익	104	122	108	-322	-556
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	104	122	108	-322	-556
순이익률 (%)	3.3	2.9	2.6	-10.0	-15.8
지배주주	101	116	100	-323	-547
지배주주귀속 순이익률(%)	3.19	2.72	2.37	-10.03	-15.55
비지배주주	3	6	8	1	-9
총포괄이익	105	133	116	-301	-582
지배주주	104	129	107	-301	-576
비지배주주	1	4	9	0	-6
EBITDA	358	417	324	74	82

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	106	35.5	-1.3	-23.7	9.2
영업이익	흑전	25.3	-40.0	적전	적지
세전계속사업이익	흑전	48.2	-38.8	적전	적지
EBITDA	440.8	16.5	-22.4	-77.0	10.5
EPS(계속사업)	흑전	4.0	-18.3	적전	적지
수익성 (%)					
ROE	10.3	10.6	7.9	-25.5	-61.2
ROA	2.9	3.1	2.3	-7.0	-13.8
EBITDA마진	11.3	9.8	7.7	2.3	2.3
안정성 (%)					
유동비율	77.9	99.3	105.8	86.9	74.1
부채비율	237.8	244.3	243.2	253.5	456.9
순차입금/자기자본	109.9	114.2	124.6	127.4	289.9
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.1	4.2	0.9	0.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	493	512	418	-1,169	-1,866
BPS	4,883	5,248	5,405	4,174	2,175
CFPS	1,262	1,243	1,141	-400	-1,092
주당 현금배당금	50	50	25		
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.1	9.8	13.2	N/A	N/A
PER(최저)	6.7	6.2	8.3	N/A	N/A
PBR(최고)	1.1	1.0	1.0	1.3	2.4
PBR(최저)	0.7	0.6	0.6	0.6	1.4
PCR	3.2	3.5	3.9	-7.5	-4.5
EV/EBITDA(최고)	6.8	6.2	9.9	43.2	42.5
EV/EBITDA(최저)	5.1	5.4	8.4	32.6	35.3

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	39 억원
발행주식수	774 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,103 억원
주요주주	
박찬(외6)	29.91%

외국인지분률	4.30%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(18/09/18)	14,200 원
KOSDAQ	831.85 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	14,250 원
52주 최저가	8,590 원
60일 평균 거래대금	11 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를
통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다.

오이솔루션 (138080/KQ | Not Rated)

5G 가 야기한 트랜시버 수요 증가

- 10Gbps 이상급 트랜시버 및 스마트 트랜시버 매출 성장으로 턴어라운드 구간 진입
- 5G 의 경우 고가 장비인 10~25Gbps 급 트랜시버가 주를 이룰 전망
- 해외에서 반응 좋은 스마트 트랜시버, 올해 연간 100 억원 이상 매출 전망
- 올해 4 분기부터 국내 5G 관련 장비 발주 시작될 것으로 예상
- 내년부터 본격적으로 5G 투자 예상되는 해외는 또 다른 기회로 작용할 것

턴어라운드 국면 진입

10Gbps 이상급 트랜시버 및 스마트 트랜시버(Smart SFP) 매출 성장과 함께 본격적인 턴어라운드 구간에 접어들 것으로 예상된다. 국내외 고객사의 투자 감소로 잠시 성장 정체기에 빠졌었지만, 5G 도입과 함께 다시금 성장성이 주목 받고 있다. 4G 의 경우 2.5Gbps 급 트랜시버가 주를 이뤘다면 5G 의 경우 보다 고가의 장비인 10~25Gbps 급 트랜시버가 주를 이룰 것으로 예상된다. 또 5G 는 소형기자국/중계기/스몰셀의 보급이 늘어날 것으로 예상되는 만큼 트랜시버 수요 자체도 늘어날 전망이다.

글로벌 시장의 관심을 받는 스마트 트랜시버

스마트 트랜시버(Smart SFP)는 일반 트랜시버와는 달리 S/W 기능이 가미되어 있는 고효율 트랜시버이다. 통신시스템을 통해서만 구현되던 기능을 트랜시버가 수행할 수 있게 됨에 따라 별도의 시스템을 구축할 필요가 없어지는 것이다. 지난해 연간 약 53 억 원 정도 매출을 기록했던 스마트 트랜시버는 Nokia/Cisco 등 글로벌 장비사들의 관심 확대와 함께 올해 연간 100 억원 이상의 매출 달성이 가능할 전망이다.

우리나라부터 시작되는 5G 관련 투자

내년 3 월 5G 상용화를 앞두고 있는 우리나라의 경우 시기상 올해 4 분기부터는 통신 장비 관련 발주가 시작될 것으로 예상되며, 동사도 4 분기부터는 국내 매출 비중이 확대될 것으로 판단된다. 북미/일본 등 해외의 경우도 내년부터는 5G 관련 투자가 본격적으로 이뤄질 예정이어서 동사에게는 또 다른 기회로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	605	720	594	797	766
yoy	%	-9.2	19.0	-17.4	34.2	-3.9
영업이익	억원	85	107	5	47	-19
yoy	%	30.6	26.3	-95.3	833.7	적전
EBITDA	억원	106	133	39	85	27
세전이익	억원	76	119	13	61	-38
순이익(지배주주)	억원	76	117	19	61	-18
영업이익률%	%	14.0	14.9	0.9	5.9	-2.5
EBITDA%	%	17.5	18.5	6.6	10.6	3.5
순이익률	%	12.5	16.3	3.2	7.7	-2.3
EPS	원	1,392	1,876	294	959	-255
PER	배		8.1	30.8	12.3	N/A
PBR	배		2.0	1.2	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	1.3	7.3	14.6	10.4	32.6
ROE	%	54.6	35.4	3.8	11.7	-2.9
순차입금	억원	141	-29	-26	99	-27
부채비율	%	225.9	43.5	50.9	62.6	43.5

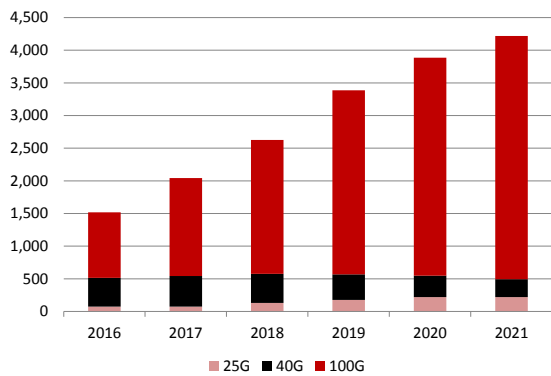
광트랜시버의 역할



자료 : 오이솔루션 SK 증권

Datacom Transceivers Forecast

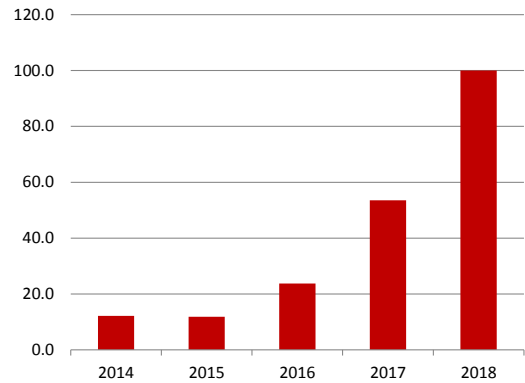
(단위 : \$M)



자료 : Ovum2016, 오이솔루션 SK 증권

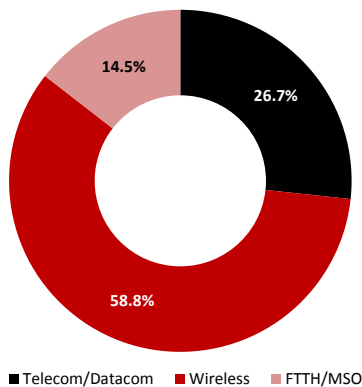
Smart SFP 실적 추이 및 전망

(단위 : 억원)



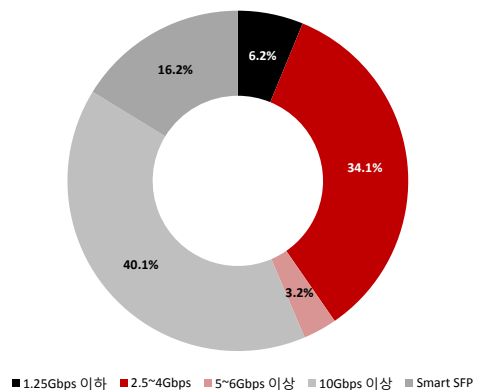
자료 : 오이솔루션 SK 증권

2Q18 응용 산업별 매출 비중



자료 : 오이솔루션 SK 증권

2Q18 전송 속도별 매출 비중



자료 : 오이솔루션 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.09.19	Not Rated				
2017.04.24	매수	15,080원	6개월	-22.42%	-2.35%
2017.01.19	매수	15,080원	6개월	-13.51%	-6.77%



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 9월 18일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	369	384	415	529	572
현금및현금성자산	140	130	151	93	219
매출채권및기타채권	114	88	119	230	146
재고자산	96	133	127	177	188
비유동자산	198	319	332	370	388
장기금융자산	1	1	1	0	0
유형자산	150	268	267	300	296
무형자산	2	2	7	8	8
자산총계	567	703	747	899	961
유동부채	268	161	186	284	248
단기금융부채	202	105	130	200	200
매입채무 및 기타채무	39	32	36	62	32
단기충당부채					
비유동부채	125	53	65	62	43
장기금융부채	82	0			
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	393	213	252	346	291
지배주주지분	174	490	495	553	669
자본금	22	26	26	26	39
자본잉여금	71	141	141	141	272
기타자본구성요소	-110	23	23	23	23
자기주식					0
이익잉여금	192	301	306	363	339
비지배주주지분					
자본총계	174	490	495	553	669
부채외자본총계	567	703	747	899	961

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	65	114	40	-47	41
당기순이익(손실)	76	117	19	61	-18
비현금성항목등	52	51	48	63	67
유형자산감가상각비	19	26	33	37	45
무형자산감가상각비	2	0	1	1	1
기타	31	25	14	26	21
운전자본감소(증가)	-59	-49	-21	-165	-3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-44	28	-25	-102	43
재고자산감소(증가)	-26	-51	1	-66	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	17	-6	0	22	5
기타	-95	35	-46	-224	62
법인세납부	-3	-5	-4	-4	-2
투자활동현금흐름	-119	-144	-35	-79	-43
금융자산감소(증가)	4	-1	0	-3	1
유형자산감소(증가)	-93	-143	-32	-70	-42
무형자산감소(증가)	-2		-6	-1	-1
기타	30	33	45	36	31
재무활동현금흐름	41	20	15	65	137
단기금융부채증가(감소)	45	-47	25	70	
장기금융부채증가(감소)					
자본의증가(감소)		74			143
배당금의 지급	4	7	10	5	6
기타					
현금의 증가(감소)	-16	-9	21	-59	127
기초현금	156	140	130	151	93
기말현금	140	130	151	93	219
FCF	-29	-46	-7	-127	41

자료 : 오이솔루션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	605	720	594	797	766
매출원가	377	432	397	531	540
매출총이익	228	288	197	266	226
매출총이익률 (%)	37.7	40.0	33.2	33.4	29.5
판매비와관리비	143	181	192	219	245
영업이익	85	107	5	47	-19
영업이익률 (%)	14.0	14.9	0.9	5.9	-2.5
비영업손익	-9	12	8	14	-19
순금융비용	11	0	2	3	4
외환관련손익	-1	6	7	11	-21
관계기업투자등 관련손익	-1	2	-1	1	1
세전계속사업이익	76	119	13	61	-38
세전계속사업이익률 (%)	12.5	16.6	2.2	7.6	-5.0
계속사업법인세	0	2	-6	-1	-20
계속사업이익	76	117	19	61	-18
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	76	117	19	61	-18
순이익률 (%)	12.5	16.3	3.2	7.7	-2.3
지배주주	76	117	19	61	-18
지배주주귀속 순이익률(%)	12.5	16.3	3.16	7.69	-2.33
비지배주주					
총포괄이익	76	115	16	62	-20
지배주주	76	115	16	62	-20
비지배주주					
EBITDA	106	133	39	85	27

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	-9.2	19.0	-17.4	34.2	-3.9
영업이익	30.6	26.3	-95.3	833.7	적전
세전계속사업이익	42.0	58.1	-88.9	359.9	적전
EBITDA	29.2	25.7	-70.5	115.3	-68.4
EPS(계속사업)	41.2	34.8	-84.3	226.0	적전
수익성 (%)					
ROE	54.6	35.4	3.8	11.7	-2.9
ROA	15.5	18.5	2.6	7.4	-1.9
EBITDA마진	17.5	18.5	6.6	10.6	3.5
안정성 (%)					
유동비율	137.5	238.8	222.9	186.1	230.8
부채비율	225.9	43.5	50.9	62.6	43.5
순차입금/자기자본	81.3	-6.0	-5.2	17.8	-4.0
EBITDA/이자비용(배)	7.7	49.4	11.3	23.7	5.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,392	1,876	294	959	-255
BPS	3,206	7,666	7,754	8,658	8,652
CFPS	1,782	2,294	831	1,546	400
주당 현금배당금	150	200	100	125	100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		9.8	68.7	12.3	N/A
PER(최저)		6.6	25.2	8.1	N/A
PBR(최고)		2.4	2.6	1.4	1.7
PBR(최저)		1.6	1.0	0.9	1.0
PCR		6.6	10.9	7.7	29.0
EV/EBITDA(최고)	1.7	9.3	34.8	11.1	41.2
EV/EBITDA(최저)	1.7	6.3	13.4	7.9	25.4

memo
