

20180919

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

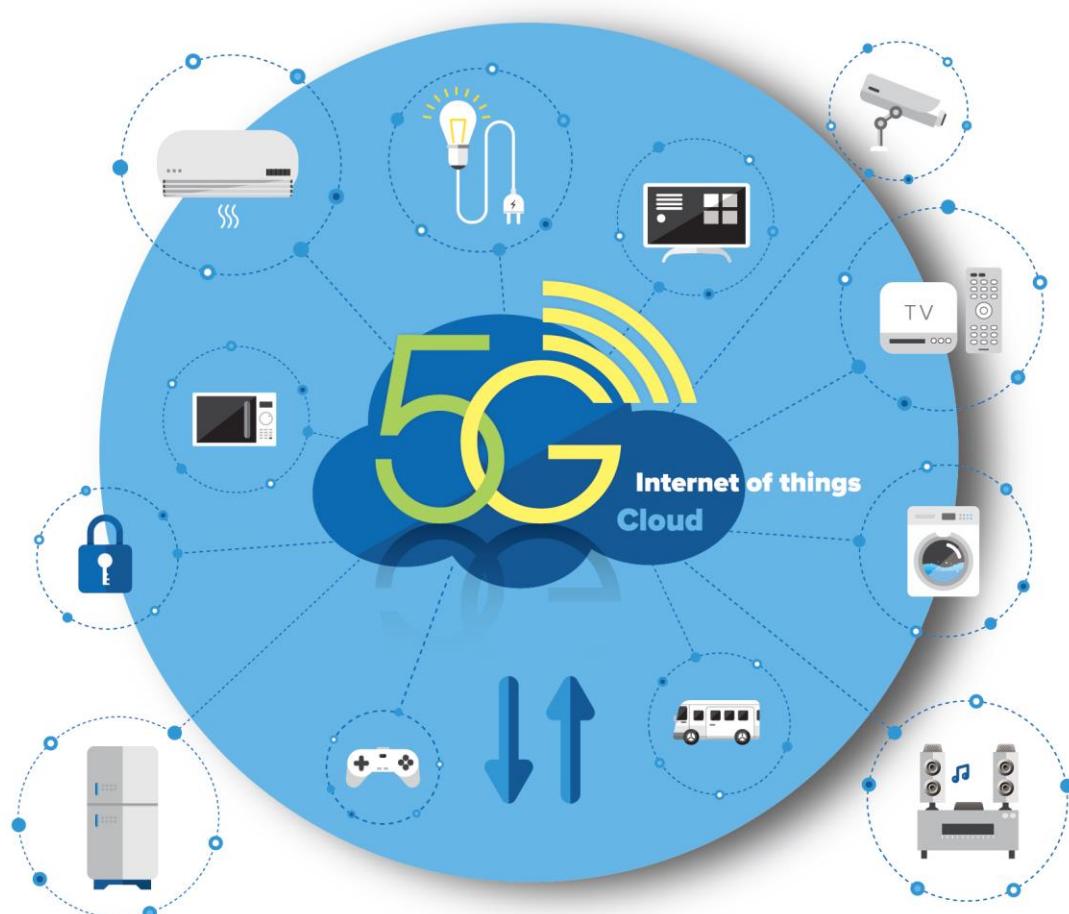
스몰캡 인사이트

5G 조기 상용화, 통신장비 발주 본격화

스몰캡. 이지훈, 3773-8880

스몰캡. 나승두, 3773-8891

통신·자주·인터넷·게임. 최관순, 3773-8812



SK INDUSTRY Analysis



Contents

2018-09-19



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

Market Insight

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

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

최근 AT&T의 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 LTE를 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 5G가 야기한 트랜시버 수요 증가

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

예상보다 빠르게 진행되고 있는 5G 상용화

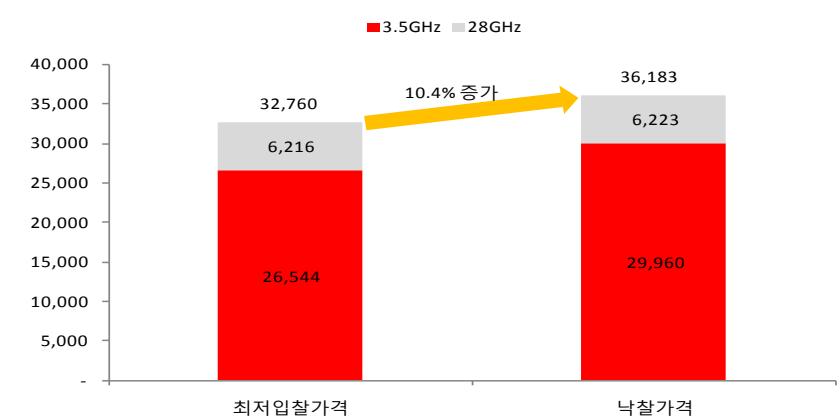
6월, 주파수 경매 완료

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. 이번에 분배 받은 주파수는 오는 12월부터 사용이 가능하며, 5G 초기에는 3.5GHz 중심으로 서비스가 시작될 것으로 예상한다.

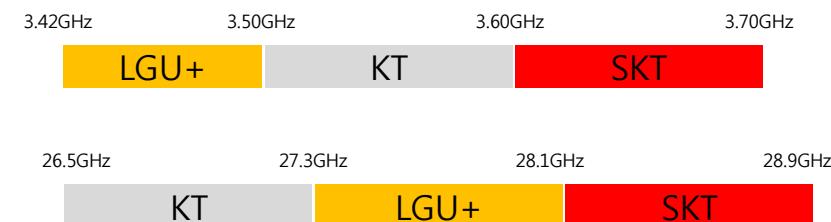
5G 용 주파수 최저입찰 가격과 낙찰가격

(단위: 억원)



자료 SK증권

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

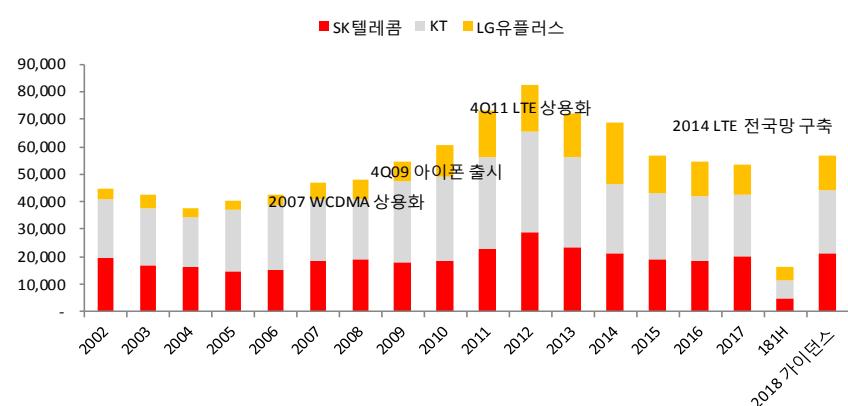
7월에는 유영민 과학기술정보통신부 장관 주재로 통신 3사 CEO가 만났다. 이 자리에서 박정호 SK 텔레콤 사장과 황창규 KT 회장, 하현희 LG 유플러스 부회장은 5G 세계 최초 상용화와 통신 3사의 동시 상용화에 합의하였다. 이는 이례적인 일로 자칫하면 자율경쟁이 저해될 소지도 있다. 하지만 이는 최초 타이틀을 위한 국내 통신사 간의 소모적인 경쟁을 지양하고 5G가 산업과 경제에 미칠 긍정적 파급력을 우선 고려한 결정이며, 정부 차원에서도 대한민국의 세계 최초 5G 상용화를 위해 필수설비 공용화, 공동투자 등의 지원을 확대할 것으로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

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 가이던스

(단위: 억원)



자료 각 사

5G 용 장비채택 구체화**4분기, 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. KT 와 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

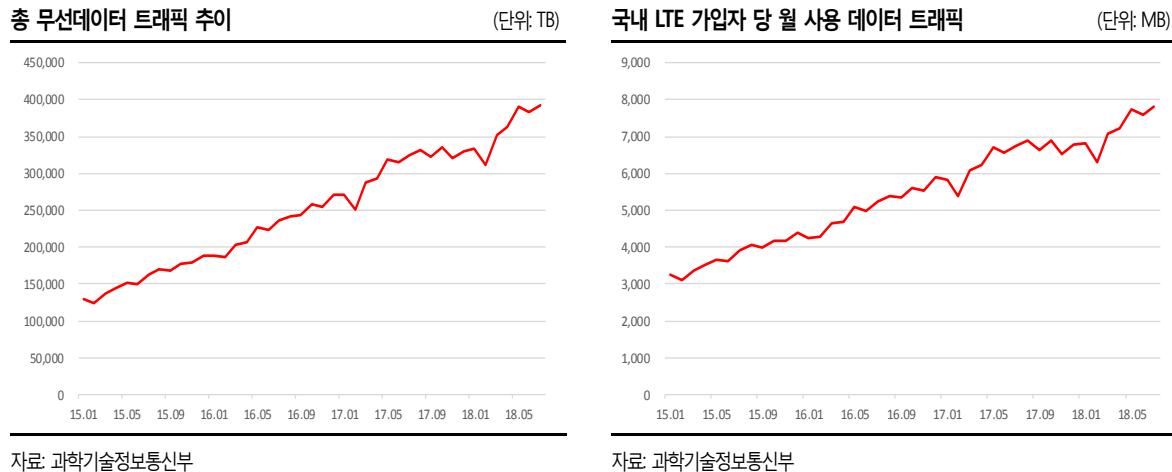
최근에는 5G 조기 상용화에 대한 논의도 구체화되고 있다. 당초 우리나라는 2019년 3월 세계 최초 5G 상용화를 계획하고 있었다. 하지만 미국의 AT&T가 연내 5G 상용화를 발표하면서 우리나라로 조기 상용화에 대한 논의가 시작되었다. AT&T는 댈러스와 오클라호마시티를 비롯하여 휴스턴, 뉴올리언스, 샌안토니오 등 19곳에서 연내 5G 상용화를 준비 중에 있다. 이에 국내 통신사도 5G 조기 상용화에 대한 논의가 본격화되며 올해 12월 5G 상용화를 추진중이다. 5G 조기상용화는 완벽한 5G 상용화라기보다는 일부 지역을 중심으로 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**

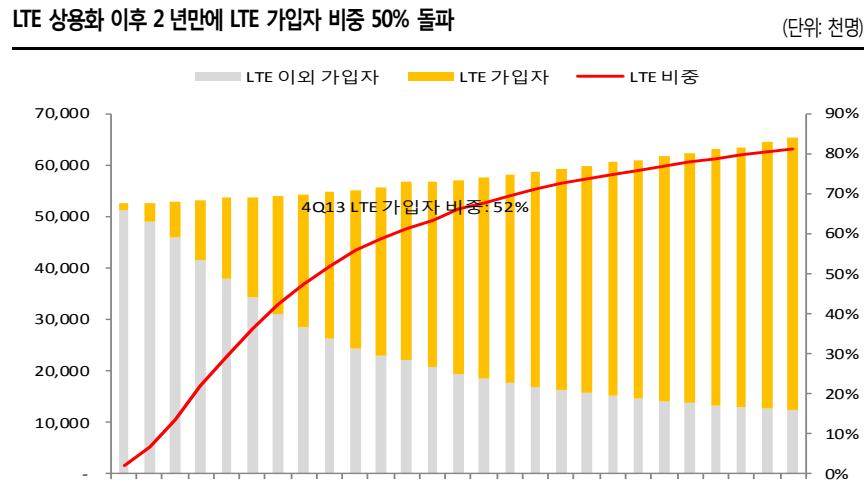
5G 조기상용화 조건은 일부 지역이지만 5G 네트워크가 완벽히 구축되어야 하므로 통신사의 5G 투자가 조기에 집행될 가능성이 있다. 이에 장비업체의 실적 개선 시점이 빨라질 것으로 예상한다. 우리나라가 가장 빠르게 5G를 상용화한다면 그 시기는 올해 12월 1일이 될 전망이다. 지난번 주파수 경매로 할당받은 주파수는 전파법에 따라 12월 1일부터 사용 가능하기 때문이다. 5G가 조기상용화되고 안정적인 서비스가 구현된다면 한국 5G 기술의 해외 수출이 확대될 것이며, 관련 장비업체의 해외수출도 함께 증가할 것으로 예상한다.

초기 5G는 NSA 방식으로 기존**LTE 장비공급업체 채택률 높을 전망**

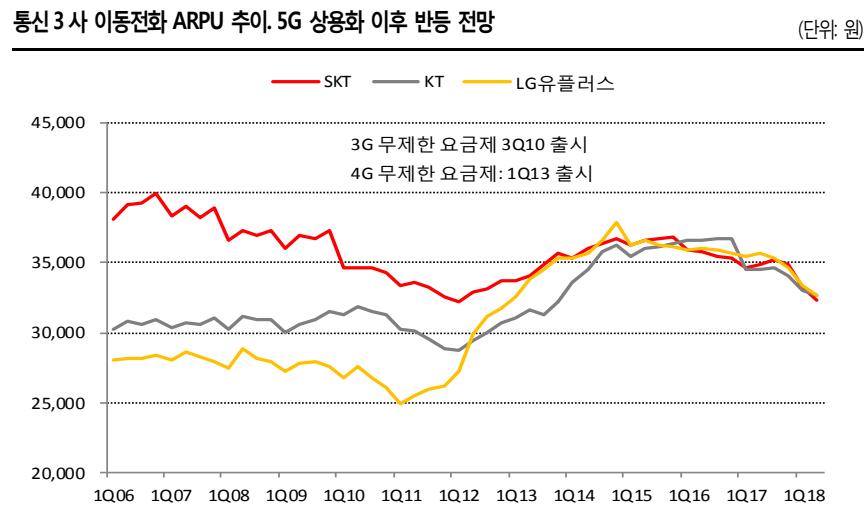
초기 5G는 NSA(Non-Standalone) 방식으로 구현되며 이는 기존 LTE 와의 호환을 의미한다. 따라서 장비 선정에 있어서도 LTE 와의 호환을 고려해야 하기 때문에 LTE 장비를 공급했던 업체의 장비가 다수 채택될 가능성이 높다. 또한 전파의 도달거리가 짧은 고대역의 주파수를 사용하는 5G의 특성상 스몰셀 등 LTE에서 채택률이 낮았던 장비에 대한 수요가 증가할 것으로 예상한다. LTE 환경 하에서도 지속적으로 데이터 사용량이 증가하고 있는 가운데 5G 상용화 이후 데이터 사용량은 더욱 빠르게 증가할 가능성이 높아 대용량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



5G 상용화 이후에도 빠르게 5G 사용자 증가할 전망



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



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 3월 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 3월 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 3~4년간 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 분위기다. 우리나라가 5G 상용화를 서두르고 있는 가장 큰 이유이기도 하다. 내년 3월 5G 상용화 서비스 제공을 위해서는 시기상 올해 4분기부터는 통신장비 발주에 대한 움직임이 나타나야 할 것으로 예상되며, 실제로 일부 통신장비/부품사들을 중심으로는 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 9X에 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(자배주주) | 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'SYY | 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 함체 | 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 브리켓 | 금형 제작 완료, 4Q18 양산 예정 | Gentex |
| | Mito | 트럭용 범퍼 | 공급 진행 중 | Mitsubishi fuso |
| | Hitachi | 신칸센 고속철 모터케이스 | 공급 진행 중 | Hitachi |

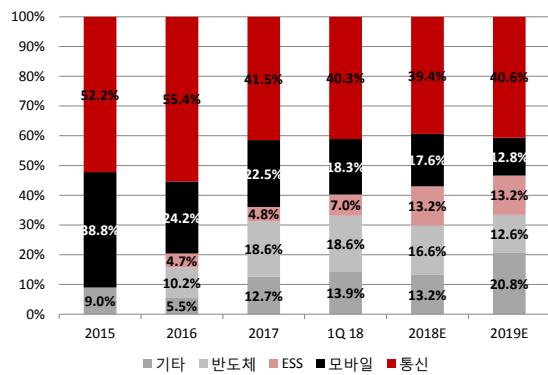
자료 : 서진시스템 SK 증권

서진시스템 실적 추정

| 구분 | 합계 | 2017 | | | | 2018E | | 2019E | 2020E |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | | 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%) |

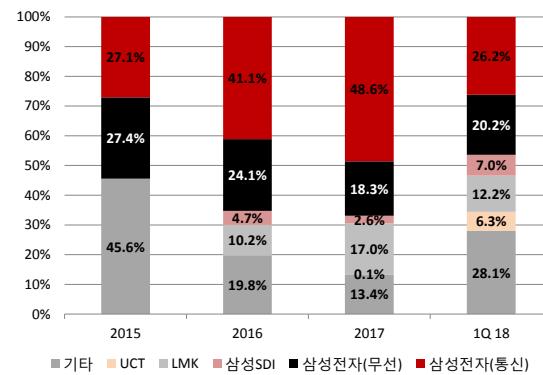
자료 : 서진시스템 SK증권 추정

서진시스템 사업부문별 매출 비중 추이

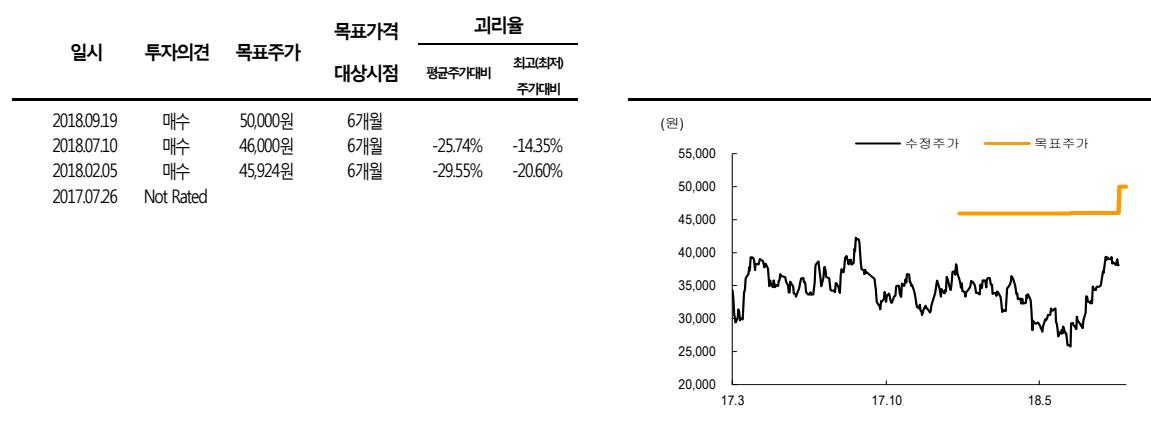


자료 : 서진시스템 SK증권 추정

서진시스템 주요 거래처별 매출 비중



자료 : 서진시스템 SK증권



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (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 |
| 비자매주주지분 | 0 | 26 | 44 | 64 | 84 |
| 자본총계 | 725 | 1,213 | 1,616 | 2,121 | 2,740 |
| 부채와자본총계 | 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(순실) | 196 | 63 | 365 | 484 | 598 |
| 비현금성항목등 | 166 | 273 | 211 | 201 | 194 |
| 유형자산감가상각비 | 100 | 129 | 128 | 97 | 85 |
| 무형자산상각비 | 2 | 8 | 14 | 25 | 27 |
| 기타 | 13 | 47 | 14 | -2 | -2 |
| 운전자본감소(증가) | 49 | -339 | -444 | -204 | -193 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -141 | -38 | -139 | -119 | -113 |
| 재고자산감소(증가) | -239 | -74 | -223 | -225 | -214 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소) | 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 |
| 지배주주구속 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 | 424 | 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 |
| EBITDA/마진 | 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 | 100 | 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

나승우

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 | |
| 설운석(외4) | 26.84% |
| 티에프오인더스트리 | 14.56% |
| 외국인지분율 | 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

2018년 상반기까지 중국의 광섬유 수요는 전년동기 대비 약 15% 늘어났다. 지난해에 이어 지역별 최고 성장률을 기록 중이다. 내년에도 글로벌 광섬유 수요는 중국이 주도 할 것으로 예상된다. 중국 3대 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 주도 하는 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 1년 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 | 1444 | 5.2 |
| EBITDA | 억원 | 28 | 57 | 197 | 414 | 424 |
| 세전이익 | 억원 | -19 | -151 | 132 | 359 | 377 |
| 순이익(자배주주) | 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 : \$/F.km) |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| Standard Single | Nov-17 | Jan-18 | Mar-18 | May-18 | Jul-18 | |
| <Europe> | | | | | | |
| High | 12.75 | 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 | 14.5 | 12.5 |
| Low | 9.75 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 9.5 |

자료 : CRU, 대한광통신, SK 증권

| 글로벌 광섬유 수요 추이 | | | | | | | (단위 : 백만 F.km) |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|----------------|--------------------|----------------|
| 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 or World | 37 | 39 | 11 | 11 | 5.4% | 10.0% | |
| World Total | 429 | 493 | 127 | 138 | 14.9% | 10.5% | |

자료 : CRU, 대한광통신, SK 증권

| SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 9월 18일 기준) | | | | |
|--------------------------------------|--------|----|-------|----|
| 매수 | 93.08% | 중립 | 6.92% | 매도 |

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 |
| 단기증당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 103 | 157 | 274 | 274 |
| 장기금융부채 | 40 | 100 | 217 | 217 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 장기증당부채 | 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 |
| 부채와자본총계 | 1,271 | 1,558 | 2,158 | 2,641 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 124 | 94 | 328 | 323 |
| 당기순이익(순실) | -126 | 132 | 359 | 377 |
| 비현금성활동등 | 200 | 66 | 56 | 47 |
| 유형자산감가상각비 | 70 | 43 | 44 | 37 |
| 무형자산상각비 | 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 |
| 비영업순익 | -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 |
| 지배주주가속 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 | 1444 | 5.2 |
| 세전계속사업이익 | 적지 | 흑전 | 1727 | 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% |
| 외국인지분율 | 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 아끼 오인들이 풍부하다. 다소 부진했던 상반기 실적도 하반기에 회복되면서 전년대비 성장이 예상된다. 7 백억원을 상회하는 순현금, 4%를 상회하는 배당수익률, 보유자지분율 42% 등 가치주 조건은 이미 지녔다. 이제는 5G 시대를 맞이해 성장주로서의 관점이 부각될 시점이다.

5G 투자를 계기로 성장 정체 해소

5G 투자를 계기로 성장 정체가 해소될 전망이다. 4G 투자 이후 이통사들의 설비투자가 주춤하면서 동사의 실적도 제자리 걸음을 면치 못했다. 그러나 5G 시대가 개화되면서 성장 모멘텀이 재부각될 것이다. 이미 가시적인 성과를 내고 있다. IoT 단말기의 위치등록과 가입자를 관리하는 IoT-HSS 는 SKT 에 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, 단말인증, 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 수주 추이를 감안할 때 하반기 실적개선이 빠르게 이루어지면서 매출액 458 억원(YoY +11%), 영업이익 59 억원(YoY +14%) 달성을에는 무리가 없어 보인다. 5G 관련 매출이 본격화되는 2019년에는 매출액 630 억원, 영업이익 117 억원으로 금년대비 각각 38%, 97% 증가가 예상된다.

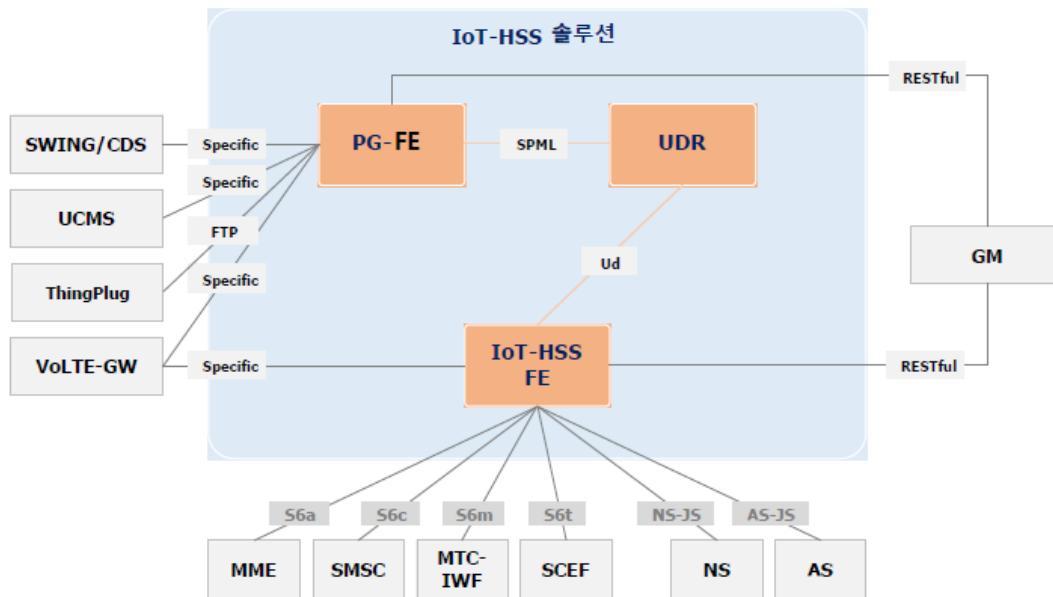
가치주 + 성장주

7 백억원을 상회하는 순현금, 7%의 부채비율, 1,650%의 유동비율(1H18 기준), 보유자지분율 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

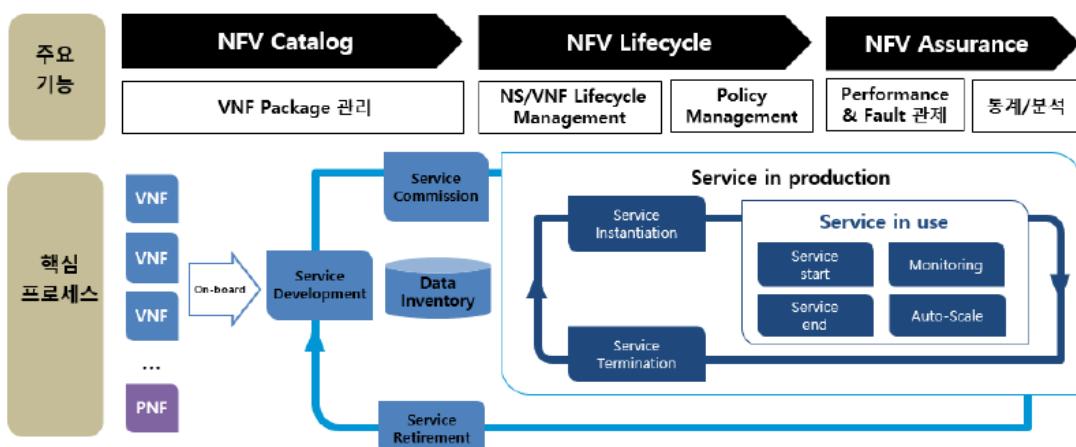
| 구분 | 단위 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----|------|-------|------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 594 | 409 | 414 | 458 | 630 | 750 |
| yoY | % | 17.2 | -31.1 | 1.2 | 10.6 | 37.6 | 19.1 |
| 영업이익 | 억원 | 84 | 46 | 52 | 59 | 117 | 159 |
| yoY | % | 4.9 | -45.1 | 12.8 | 13.9 | 96.7 | 36.3 |
| EBITDA | 억원 | 100 | 62 | 69 | 70 | 142 | 181 |
| 세전이익 | 억원 | 94 | 55 | 59 | 76 | 121 | 165 |
| 순이익(자배주주) | 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 | % | 14.4 | 10.2 | 10.5 | 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 |

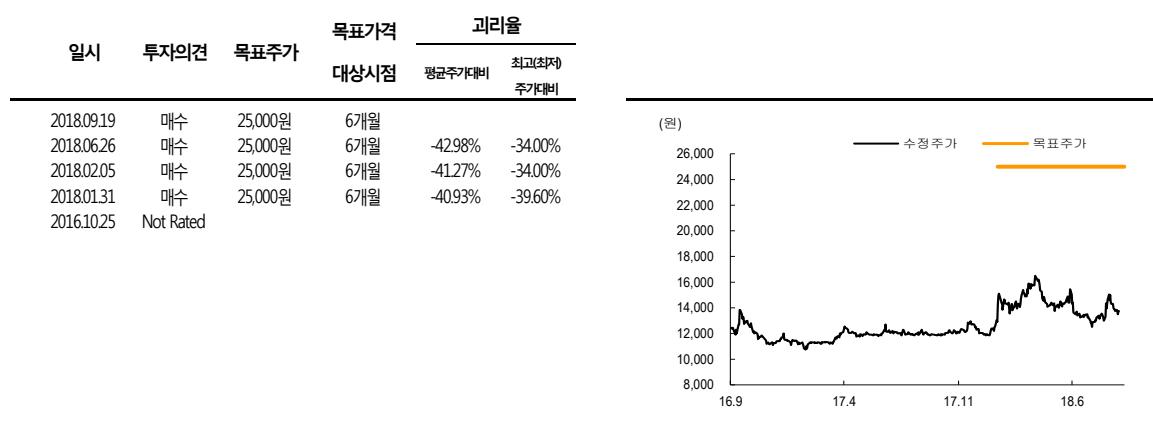
자료: 텔코웨어, SK증권 추정

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 | -1.4 | 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: SK증권 추정



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (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 |
| 비자본주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,053 | 1,078 | 1,114 | 1,185 | 1,289 |
| 부채와자본총계 | 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(순실) | 44 | 53 | 68 | 105 | 144 |
| 비현금성항목등 | 28 | 27 | 6 | 37 | 38 |
| 유형자산감가상각비 | 11 | 10 | 9 | 24 | 21 |
| 무형자산상각비 | 5 | 7 | 2 | 1 | 1 |
| 기타 | 12 | 9 | 6 | 8 | 8 |
| 운전자본감소(증가) | -25 | 15 | 28 | 32 | 22 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | 30 | 15 | -7 | -10 | -7 |
| 재고자산감소(증가) | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소) | -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 |
| 지배주주구속 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 | 42 | 5.0 | 6.2 | 9.2 | 11.6 |
| ROA | 3.7 | 4.5 | 5.6 | 7.8 | 9.6 |
| EBITDA/마진 | 15.2 | 16.7 | 15.4 | 22.5 | 24.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 922.3 | 959.5 | 791.6 | 672.5 | 655.0 |
| 부채비율 | 102 | 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 기자국, 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 띨 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 기자국, 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 늘어나게 된다. 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 띨 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 이통사를 대상으로 개발 용역이 마무리 단계에 있다. 내년에는 일본, 미국, 영국, 인도 등으로 확대될 예정이다.

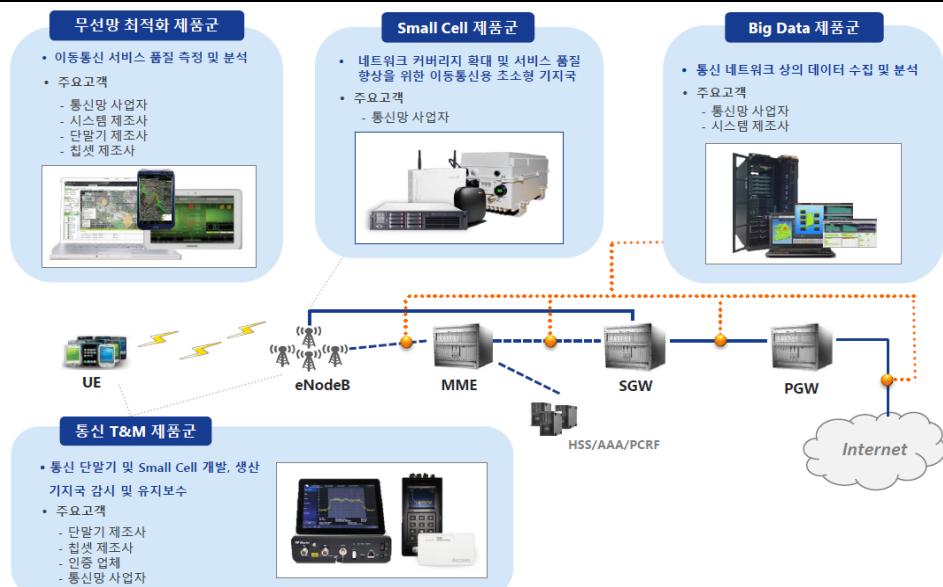
이제는 기대감이 아닌 구체적인 실적이 확인되는 시기

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

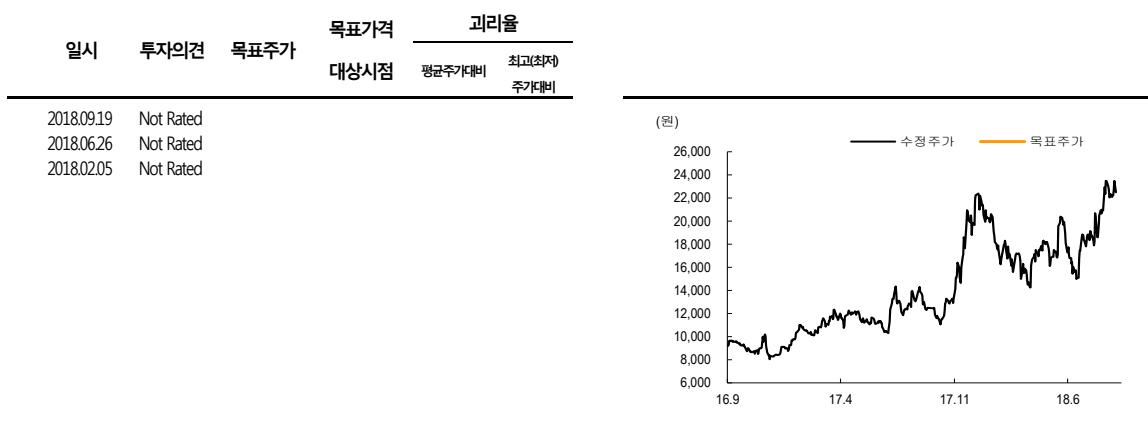
스몰셀 장비 밸류체인

| 세부장비 및 서비스 구분 | | | 공급업체 |
|----------------------|---------------------------------|---|--|
| 기술개발: | 하드웨어 | SoC (모뎀칩) | Intel, TI, Qualcomm, Broadcom, Cavium, Coherent Logix, Freescale |
| | | RF/PAL/인테리나 | ADI, TI, MAXIM |
| 스몰셀 하드웨어 및 솔루션 | 동기모듈 (GPS, 소프트웨어) | Qulsar, Innos, Trimble, U-blox | |
| | L1 소프트웨어 | Intel, TI, CommAgility, Broadcom, Freescale, Qualcomm | |
| | L2/L3 솔루션 (프로토콜 스택+응용 소프트웨어) | ETR, Aricent, Radisys, Cavium, CommAgility, Qualcomm | |
| 스몰셀 제조 : | 스몰셀 장비 | | 콘텔라, 이노와이어리스, 주니, 유케스트, 심지전자 등 |
| | | | SpiderCloud, Commscope, ip.access, Airvana 등 |
| | | | Ericsson, Nokia, Huawei, ZTE, 삼성전자 등 기지국 장비 공급업체 |
| | 스몰셀 관련 장비 | 소형 EPC HeNB GW, SeGW | 이노와이어리스, 콘텔라, 주니, Polaris, Cisco, Aricent, |
| | | HEMS, SON | 유케스트, 이노와이어리스, 콘텔라, 주니 |
| | | UE 애플리케이터 | Cobham, AmariSoft, IXA, |
| | | DM | 이노와이어리스, SpireTech, Qualcomm, Cubicomm |
| 시장진출: | 통신사업자 | | SKT, KT, LGU+(이상 한국), Verizon(미국), British Telecom(영국), Softbank(일본) 등 |
| 수요자 | 他산업 | | 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



Compliance Notice

- 작성자(이지홍)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (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 |
| 단기증당부채 | | | | | |
| 비유동부채 | 13 | 19 | 15 | 10 | 16 |
| 장기금융부채 | | | | | |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 7 | 5 | 4 | 3 | 1 |
| 장기증당부채 | | 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 |
| 부채와자본총계 | 928 | 978 | 903 | 822 | 858 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름 | 101 | 14 | 19 | -6 | -24 |
| 당기순이익(순실) | 47 | 13 | -45 | -98 | -2 |
| 비현금성활동등 | 50 | 12 | 60 | 81 | 22 |
| 유형자산감가상각비 | 11 | 12 | 14 | 14 | 14 |
| 무형자산상각비 | 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 |
| 지배주주가속 순이익률(%) | 61.1 | 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 | -252 | -1.9 | -4.1 | 151 |
| 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 | 22 | -5.7 | -13.6 | -0.3 |
| ROA | 5.1 | 14 | -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 | 168 | 21.0 | 174 | 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) | 223 | 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 | 192 | -24.4 | -6.9 | 79.4 |
| EV/EBITDA(최고) | 12.8 | 45.9 | -152.7 | -29.9 | 491 |
| EV/EBITDA(최저) | 4.5 | 27.2 | -95.3 | -18.4 | 169 |

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.

2018년은 턴어라운드의 원년

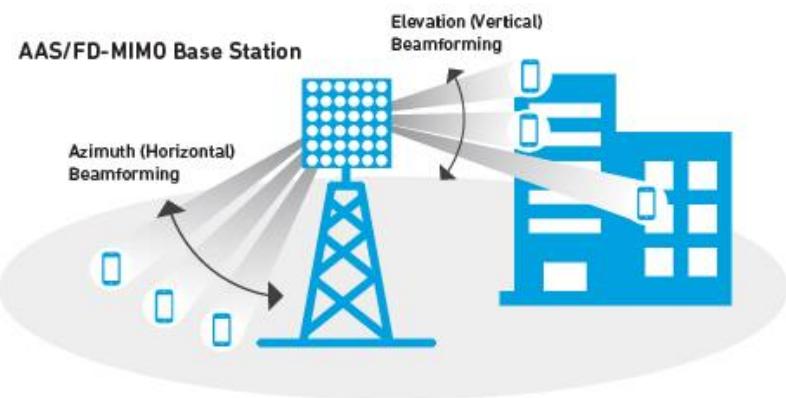
2018년은 턴어라운드의 원년이 될 것이다. 매출액은 3,650 억원으로 전년과 비슷하지만 영업이익은 131 억원으로 흑자전환(대규모 개발비 상각 등 일회성 비용 감소)이 예상된다. 의미 있는 실적개선은 2019년부터다. 5G 매출이 본격화되면서 외형과 수익성 개선이 동시에 이루어질 전망이다.

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(자배주주) | 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

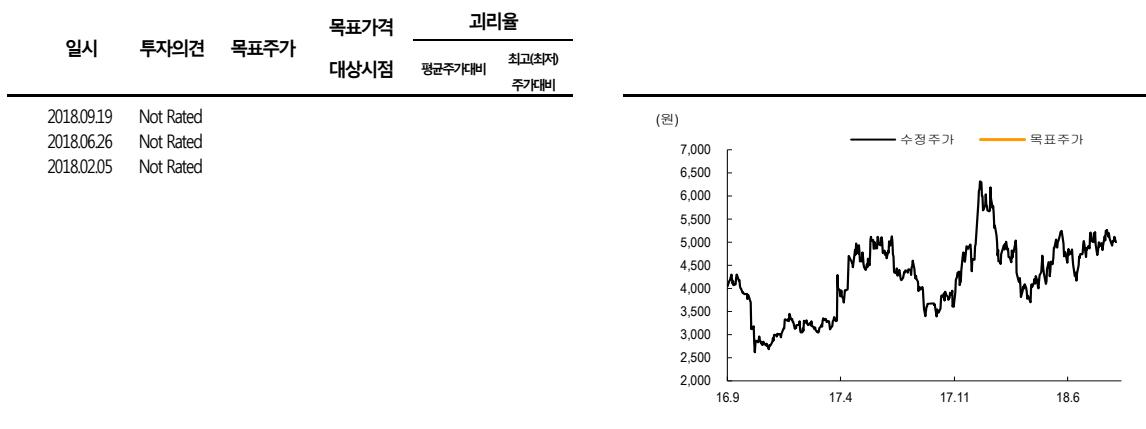
매출다변화의 초석인 해외 사업장



자료 : 에이스테크

| 실적추이 | | (단위: 억원) | | | | |
|-------------------------|--|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 1H18 |
| RF부품 | | 1,981 | 1,871 | 1,430 | 1,254 | 980 |
| 기지국안테나외(종계기/방산) (수출) | | 1,589 | 1,567 | 1,176 | 1,782 | 717 |
| 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



Compliance Notice

- 작성자(이지홍)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (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 |
| 비자본주주지분 | 63 | 65 | 63 | 62 | 48 |
| 자본총계 | 1,079 | 1,244 | 1,435 | 1,227 | 671 |
| 부채와자본총계 | 3,645 | 4,283 | 4,924 | 4,337 | 3,735 |

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 |
| 지배주주구속 순이익률(%) | 31.9 | 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 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|------|--------|------|-------|------|
| 영업활동현금흐름 | 326 | -42 | -8 | 382 | -228 |
| 당기순이익(순실) | 119 | 176 | 108 | -336 | -555 |
| 비현금성항목등 | 282 | 277 | 255 | 451 | 675 |
| 유형자산감가상각비 | 106 | 104 | 104 | 115 | |
| 무형자산상각비 | 52 | 62 | 69 | 108 | 112 |
| 기타 | 124 | 112 | 82 | 238 | 448 |
| 운전자본감소(증가) | 5 | -419 | -272 | 365 | -261 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -84 | -554 | -212 | 602 | 51 |
| 재고자산감소(증가) | -102 | -119 | -108 | 153 | -172 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소) | 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 | 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

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 10.6 | 35.5 | -1.3 | -23.7 | 9.2 |
| 영업이익 | 25.3 | -40.0 | 적전 | 적지 | |
| 세전계속사업이익 | 48.2 | -38.8 | 적전 | 적지 | |
| EBITDA | 440.8 | 165 | -22.4 | -77.0 | 105 |
| EPS(계속사업) | 4.0 | -18.3 | 적전 | 적지 | |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 103 | 106 | 7.9 | -25.5 | -612 |
| ROA | 2.9 | 3.1 | 2.3 | -7.0 | -13.8 |
| EBITDA/마진 | 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 텐어라운드 구간 진입
- 5G 의 경우 고가 장비인 10~25Gbps급 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

텐어라운드 국면 진입

10Gbps 이상급 트랜시버 및 스마트 트랜시버(Smart SFP) 매출 성장과 함께 본격적인 텐어라운드 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 소형기지국/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 고 효율 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 확 대될 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(자배주주) | 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 |

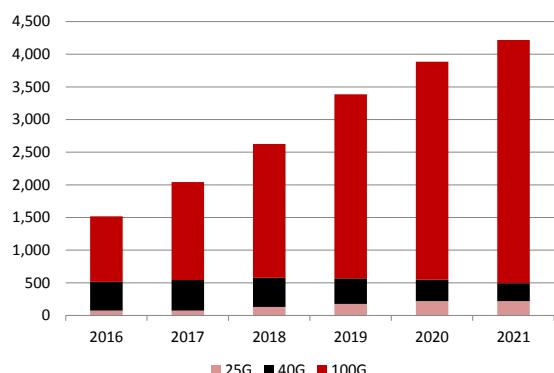
광트랜시버의 역할



자료 : 오이솔루션, SK 증권

Datacom Transceivers Forecast

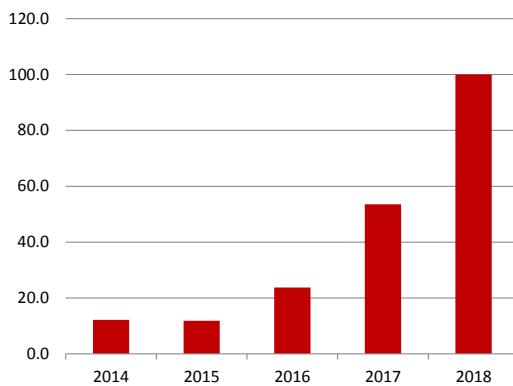
(단위 : \$M)



자료 : Ovum2016, 오이솔루션, SK 증권

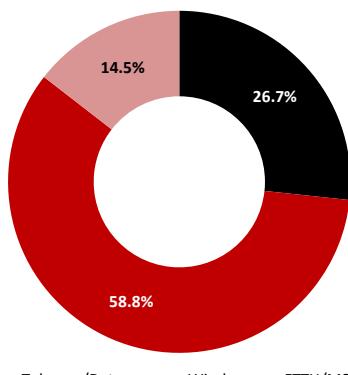
Smart SFP 실적 추이 및 전망

(단위 : 억원)



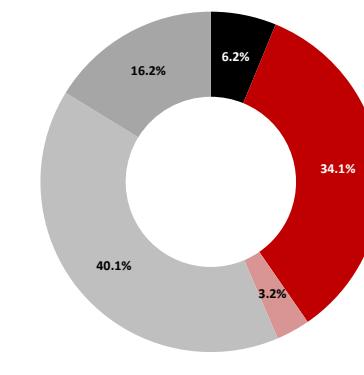
자료 : 오이솔루션, SK 증권

2Q18 응용 산업별 매출 비중

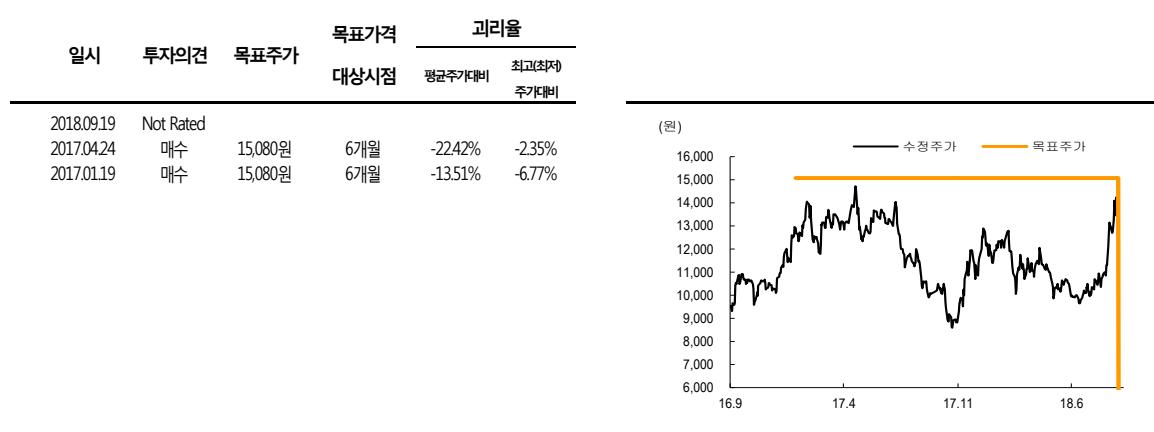


자료 : 오이솔루션, SK 증권

2Q18 전송 속도별 매출 비중



자료 : 오이솔루션, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (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 |
| 단기증당부채 | | | | | |
| 비유동부채 | 125 | 53 | 65 | 62 | 43 |
| 장기금융부채 | 82 | 0 | | | |
| 장기매입채무 및 기타채무 | | | | | |
| 장기증당부채 | | | | | |
| 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 |
| 부채와자본총계 | 567 | 703 | 747 | 899 | 961 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름 | 65 | 114 | 40 | -47 | 41 |
| 당기순이익(순실) | 76 | 117 | 19 | 61 | -18 |
| 비현금성활동등 | 52 | 51 | 48 | 63 | 67 |
| 유형자산감가상각비 | 19 | 26 | 33 | 37 | 45 |
| 무형자산상각비 | 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 |
| 지배주주기록 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 | -174 | 342 | -3.9 |
| 영업이익 | 30.6 | 263 | -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 | 93 | 348 | 11.1 |
| EV/EBITDA(최저) | | 1.7 | 63 | 13.4 | 412 |
| | | | | | 254 |

memo
