



INDUSTRY ANALYSIS

중소성장기업분석팀

중소형 통신장비주(株) 중간점검

- 1) 중소형 통신장비 지난해 말부터 실적 개선세
- 2) 글로벌 통신장비 업체 Vendor에 관심 가질 시점
- 3) 중소형 통신장비 업체들의 날씨는 올해도 맑음

스몰캡. 나승두, 3773-8891

연구원. 박찬솔, 3773-9955

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891



R.A

박찬술

rightsearch@sk.com
02-3773-9955

Contents

〈Summary〉

우리나라는 지난해 말부터 5G 통신서비스 시범 운영을 시작으로 조기 상용화를 위한 과감한 선제투자를 단행했습니다. 이에 우리나라 통신장비 업체의 글로벌 M/S는 상승했고, 중소형 통신장비 업체들의 실적은 개선되는 모습을 보였습니다.

곧 글로벌 통신장비 업체들의 국내 장비 납품도 본격화 될 전망입니다. 이 경우 국내 통신장비 업체의 M/S 상승으로 인한 수혜기업은 물론, 글로벌 통신장비 업체들을 고객사(社)로 두고 있는 Vendor 들에 대한 관심이 필요하다고 생각됩니다.

중국/유럽/일본 등 여타 국가들의 5G 도입 시점도 순차적으로 다가옵니다. 중국 기업들이 여러 보안과 관련된 이슈로 주춤한 사이 삼성전자/Ericsson/Nokia 삼원체제를 선호하는 양상은 더욱 짙어지고 있습니다. 중소형 통신장비 업체들의 날씨는 올해도 맑음입니다.

〈기업분석〉

서진시스템	또 한번의 도약 구간 진입
에이스테크	작년보다 올해가 더 기대된다
오이솔루션	성장 모멘텀의 시작
쏠리드	글로벌 경쟁력 갖춘 중계기 전문기업
RFHIC	Huawei 의 굴기, 제 1 의 수혜주
라이트론	미래 먹거리 확보를 위한 사업 재편
에치에프알	해외 시장 개척에 나선 우리나라 터줏대감
다산네트웍스	글로벌 시장 영역 확대 중

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
지분시장 혁신 방안』의
결론으로 작성된 보고서입니다.

중소형 통신장비주(株) 중간점검

**지난해 말부터 삼성전자 통신장비
Vendor 들의 실적 개선이 이어지고
있다.**

중소형 통신장비 시장이 빠르게 변화하고 있다. 전세계 국가 중 5G 통신서비스 상용화를 가장 서두르고 있는 곳이 우리나라라는 점을 감안한다면 당연한 일인지도 모른다. 삼성전자는 5G 통신서비스 개화기를 맞아 글로벌 통신장비 M/S 확대를 위한 과감한 투자에 나섰다. 이에 중소형 통신장비 업체(Vendor)들도 지난해 4 분기부터 본격적인 수혜를 입기 시작했고, 이는 곧 실적 개선으로 이어지고 있다.

하지만 여전히 논란은 남아있다. ① 서두르고 있지만 아직까지 국내 이동통신 3 사 대부분 5G 기지국 설치(커버리지 구축)가 원활하지 않고, ② 5G 통신서비스 사용이 가능한 단말기(스마트폰 등 디바이스)의 보급이 아직 이뤄지지 않았으며, ③ 5G 통신서비스에 적합한 다양한 콘텐츠의 개발이 더디다는 점에서 5G 상용화 시점에 대한 갑론을박이 이어지고 있다.

**글로벌 통신장비 업체들의 본격적인
장비 납품, 5G 전용 단말기 출시를
앞두고 있다.**

가장 중요한 5G 기지국은 지난해 11 월 기준 전국 총 5,804 곳에 설치된 곳으로 알려졌다. 이중 LG유플러스는 4,133 곳에, SK 텔레콤과 KT는 각각 817 곳과 854 곳의 기지국을 보유 중인 것으로 나타났다. 이는 곧 기지국 구축에 필요한 통신장비의 수급 문제와 직결되는데, Huawei 통신장비의 활용 여부에 따라 큰 차이가 발생했던 것으로 보인다. 이달 말부터 글로벌 통신장비 업체들의 장비 보급이 본격적으로 이뤄지면 이동통신 3 사의 5G 기지국 숫자는 빠르게 늘어날 것으로 예상된다. 5G 전용 단말기는 오는 4 월 출시 예정인 삼성전자 'Galaxy S10 5G' 모델을 시작으로 시장 보급이 늘어날 전망이며, 이에 발맞춰 통신사와 미디어 기업들의 제휴를 통한 5G 콘텐츠 개발에도 속도가 붙을 것으로 예상된다.

**삼성전자의 통신장비 글로벌 M/S
상승, 글로벌 통신장비 업체들의 5G
관련 매출 본격화 시점에 주목한다.**

이러한 상황 속에서 중소형 통신장비 업체들은 두 가지 측면에서 기회를 맞이할 것으로 판단된다. 첫째, 삼성전자의 통신장비 글로벌 M/S 상승이다. 4G 보완투자와 더불어 5G 통신장비 투자의 결과가 나타나고 있는 것으로 보이며, 관련 Vendor 들의 실적 전망도 긍정적이다. 둘째, 글로벌 통신장비 업체들의 본격적인 5G 장비 매출 확대 시점에 주목할 필요가 있다. 5G 상용화에 가장 앞서있는 우리나라를 제외한 여타 국가들은 올해 하반기부터 순차적인 5G 통신서비스 도입이 예정되어 있다. 글로벌 통신장비 업체들도 올해 하반기부터 본격적인 5G 장비 매출 확대가 예상됨에 따라 관련 Vendor 들에 대한 관심을 가져야 할 시점이 도래했다는 판단이다.

국내 이동통신 3 사 지역별 통신장비 채택 현황(4G 기준)

구분	삼성전자	Ericsson	Nokia	Huawei
SK텔레콤	수도권/충청	경상	전라/강원	-
KT	수도권/부산/울산	강원/충북/경상	충남/전라	-
LG유플러스	충청/전라	충청/전라/강원	경상/수도권 남부	서울/수도권북부/강원

자료 : 각 사, SK증권

삼성전자의 글로벌 M/S 상승, 4G 보완투자 + 5G

**삼성전자 통신장비 글로벌 M/S,
1년여만에 수직 상승
(약 3% → 약 9%)**

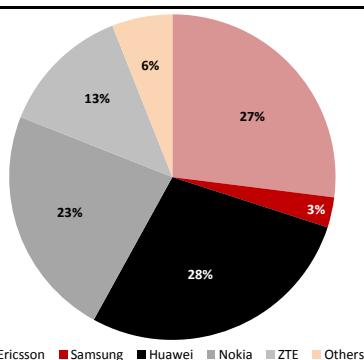
삼성전자 통신장비의 글로벌 점유율(M/S)은 2017년 약 3%에서 2018년 상반기 기준 약 9%까지 수직 상승했다. 반면 2017년 기준 약 13% M/S를 차지하고 있던 중국 기업 ZTE는 보안 문제의 영향으로 1년여만에 약 4%대까지 M/S가 급격하게 축소되었다. 그 밖에 글로벌 통신장비 업체인 Ericsson/Nokia/Huawei의 M/S는 큰 변화가 없었던 가운데 삼성전자의 M/S가 빠르게 상승 중이라는 점은 매우 고무적이다.

**인도/베트남 비롯한 동남아시아 4G
추가/보완투자 지속, 5G 통신장비
선도**

삼성전자의 M/S 상승 배경으로는 크게 두 가지 이유가 꼽힌다. 첫째, 4G 통신서비스에 대한 추가/보완투자가 지속되었기 때문이다. 특히 삼성전자가 압도적인 M/S를 기록 중인 인도를 중심으로 베트남 등 동남아시아 지역의 4G 통신장비 수요는 여전히 견고하다. 둘째, 5G 통신장비 매출이 발생하기 시작했다. 중국 업체 Huawei가 보안 이슈(도청 및 정보수집 등)로 주춤한 사이, 우리나라를 중심으로 5G 통신장비 선도 업체로서의 입지를 분명히 다지는 모습이다. 이에 삼성전자를 주요 고객사로 두고 있는 중소형 통신장비 업체(Vendor)들의 실적도 지난해 하반기를 기점으로 Turn-around 국면에 접어든 상태다.

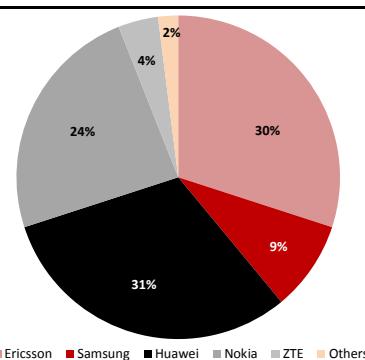
**삼성전자를 주요 고객사로 둔
중소형 통신장비 업체들도
실적 Turn-around**

2017년 글로벌 통신장비업체 M/S



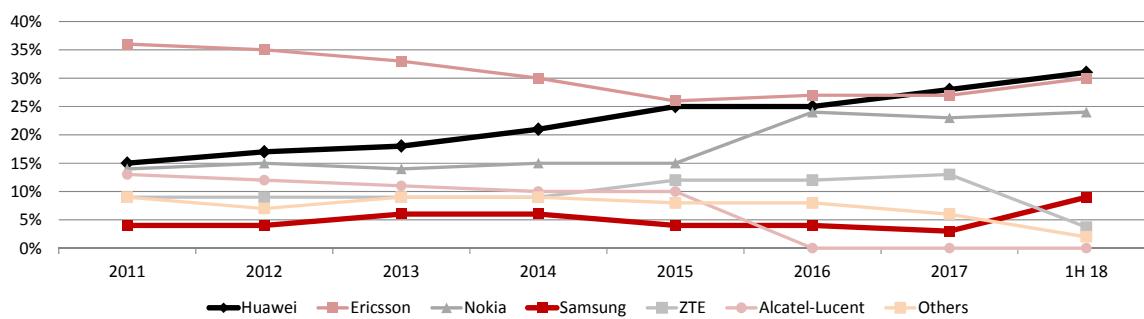
자료 : IHS, SK증권

2018년 상반기 글로벌 통신장비업체 M/S



자료 : IHS, SK증권

글로벌 통신장비업체 M/S 추이



자료 : ETRI, IHS, SK증권

해외 통신장비 업체 Vendor에 관심을

Huawei 반격 거세지만

삼성전자/Ericsson/Nokia

삼원체제 선호 양상

올해는 글로벌 통신 업체들의 경쟁이 더욱 거세질 전망이다. 특히 지난 2월 스페인 바르셀로나에서 열린 MWC 2019를 기점으로 Huawei의 반격이 거세다. 무단 정보수집이나 도청 가능성에 대한 의혹이 불거지며 미국/호주/영국 등에서 Huawei를 배제시키겠다고 밝혔었지만, 경쟁사 대비 약 30~40% 저렴한 가격과 기술경쟁력을 바탕으로 글로벌 5G 통신장비 시장의 문을 지속적으로 두드리고 있다. 특히 3.5GHz 대역에서의 안정성과 뛰어난 '빔 포밍(Beam Forming)' 기술은 압도적인 수준으로 평가 받는다. 그럼에도 불구하고 아직까지는, 5G 상용화에 가장 앞서 있는 우리나라와 미국의 주요 통신사들은 삼성전자/Ericsson/Nokia 삼원체제를 선호하는 상황이다.

Ericsson/Nokia 통신장비

우리나라 이달 말부터 본격 도입

5G 도입 국가 늘면서

**글로벌 통신장비 업체 기지개 시작
관련 Vendor 들에 대한 관심 필요**

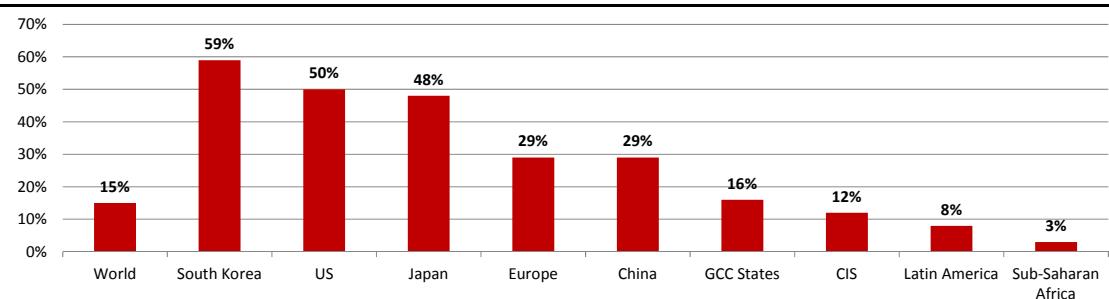
우리나라 5G 통신장비 구축은 삼성전자가 주도(LG유플러스는 Huawei)하고 있지만, 이달 말부터는 Ericsson/Nokia 등 글로벌 통신장비 업체들의 장비가 본격적으로 도입될 예정이다. 또 올해는 유럽/일본/호주 등 해외 국가들의 5G 통신서비스 도입이 순차적으로 예정되어 있어, 글로벌 통신장비 업체들의 기지개가 시작될 것으로 판단된다. 글로벌 통신장비 업체들을 고객사로 보유 중인 중소형 통신장비 업체에 대한 관심이 필요한 시점이다.

국가별 5G 도입 예정 시기 및 주요 일정

2018년 4분기	2019년			
	1분기	2분기	3분기	4분기
한국	핀란드	호주	중국	포르투갈
미국	사우디아라비아	카타르	오스트리아	영국
	스위스		홍콩	
	바레인		쿠웨이트	
	체코		스페인	
	에스토니아		UAE	
3GPP Release 15 완료		5G 스마트폰 시장 개화	-	WRC 2019 (ITU)

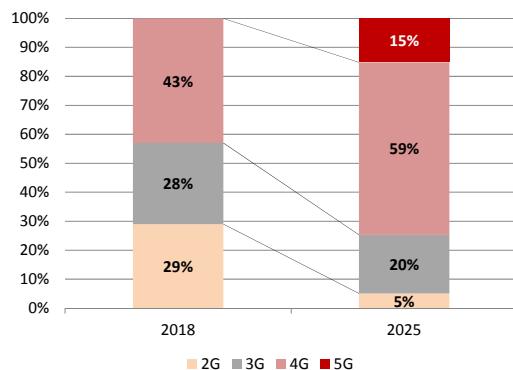
자료 : GSMA Intelligence, SK 증권

2025년 5G 통신서비스 채택률 전망



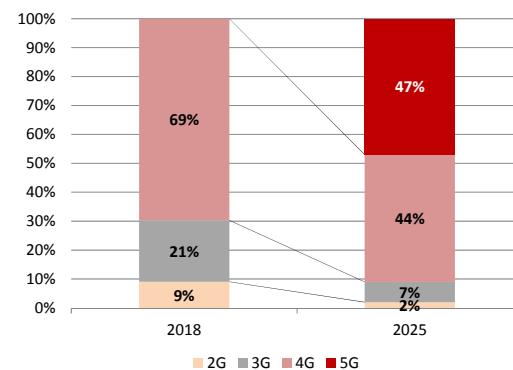
자료 : GSMA, SK 증권

통신세대별 전망 - World



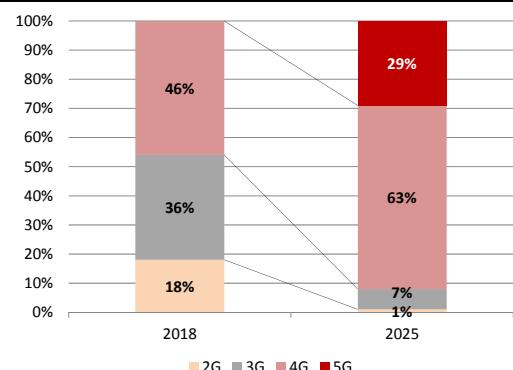
자료 : GSMA, SK 증권

통신세대별 전망 - North America



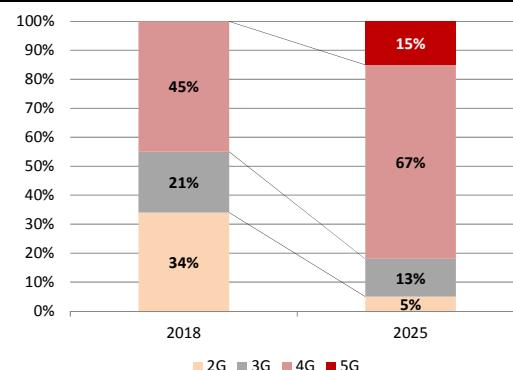
자료 : GSMA, SK 증권

통신세대별 전망 - Europe



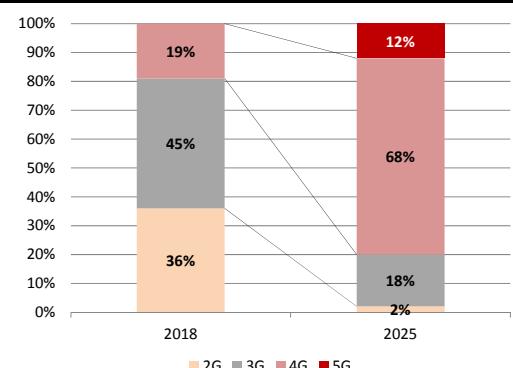
자료 : GSMA, SK 증권

통신세대별 전망 - Asia Pacific



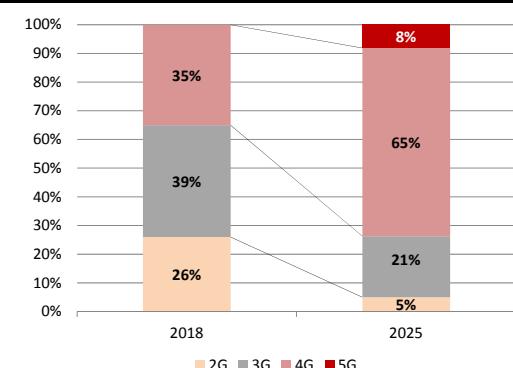
자료 : GSMA, SK 증권

통신세대별 전망 - CIS(Commonwealth of Independent States)



자료 : GSMA, SK 증권

통신세대별 전망 - Latin America



자료 : GSMA, SK 증권

통신장비 Peer 실적 비교

(단위 : 억원, 배)

구분	시가총액	2017			2018E			2019E(Consensus)			12M fwd PER
		매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	
서진시스템 (A178320)	3,285	2,379	178	63	3,246	369	323	4,281	472	423	7.8
에이스테크 (A088800)	1,977	3,516	-145	-556	3,773	138	17	4,796	304	207	9.6
케이엠더블유 (A032500)	4,505	2,037	-30	-87	2,963	-264	-318	3,839	296	229	19.7
오이솔루션 (A138080)	1,637	766	-19	-18	815	2	26	1,351	134	130	12.6
쏠리드 (A050890)	1,198	2,593	202	-259	2,178	16	160	3,188	258	174	6.9
RFHIC (A218410)	6,294	621	81	61	1,081	271	256	1,493	363	316	19.9
라이트론 (A069540)	1,325	823	1	-30	385	-33	-129	821	126	128	10.4
에치에프알 (A230240)	1,284	1,308	28	31	1,358	31	10	-	-	-	-
다산네트웍스 (A039560)	1,965	3,071	0	-25	3,400	121	-209	4,353	210	173	11.4
알에프텍 (A061040)	1,090	2,871	104	37	2,403	58	66	-	-	-	-

자료 : Dataguide, SK 증권

통신장비 Peer 주요 매출 비중

종목코드	종목명	주요 매출비중
A178320	서진시스템	통신장비 55.0% / 핸드폰 부품 16.7% / 반도체 장비 부품 10.2% / ESS 부품 8.6% / 기타 9.4%
A088800	에이스테크	제품 92.9% / 상품 6.6%(RF부품,기지국안테나,증계기,RRH외) / 기타 0.5%
A032500	케이엠더블유	RF(RRH류) 14.5% / RF(ANTENNA류) 29.1% / RF(FILTER류 및 기타) 48.4% / LED 8.0%
A138080	오이솔루션	광통신용 모듈 98.5% / 광통신용 소자 1.5%
A050890	쏠리드	유무선 통신장비 93.3% / 기타매출 6.7%
A218410	RFHIC	GaN 트랜지스터 73.7% / 레이더용 전력증폭기 17.5% / 통신용 전력증폭기 6.6% / GaAs MMIC 2.2%
A069540	라이트론	ODL(네트워크용 광부품) 38.3% / FTTH(광송수신 모듈) 11.1% / 상품 47.6% / 기타 3.0%
A230240	에치에프알	Fronthaul 32.1% / Wi-Fi AP 12.2% / Giga ONU 12.1% / 상품 32.9% / 제품 기타 8.5% / 기타 2.2%
A039560	다산네트웍스	경영서비스(서비스, 임대 등) 35.7% / 네트워크(제품, 상품) 18.9% / 기타 45.4%
A061040	알에프텍	휴대폰 충전기 등 45.7% / Data Link Cable 등 17.9% / 악세서리 등 22.2% / 기타 3.3%

자료 : DART 공시, SK 증권 주 : 2018년 3Q 분기보고서 기준(에치에프알은 1H 기준)

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	45 억원
발행주식수	1,810 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,204 억원
주요주주	
전동규(외18)	44.91%
외국인지분률	4.10%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/03/14)	17,550 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	19,700 원
52주 최저가	12,875 원
60일 평균 거래대금	46 억원

이보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
입력으로 작성된 보고서입니다.

서진시스템 (178320/KQ | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

또 한번의 도약 구간 진입

- 5G 통신장비 및 모바일 사업부문 영향으로 지난해 큰 폭의 이익 성장 시현
- 공정 수직계열화를 통한 규모의 경제 시현에 성공한 유일한 기업
- 5G RRH 장비는 일체형, ASP 상승 요인, 5G 커버리지 확대는 Q 상승 요인
- 한국형 EMCS(위탁 생산 전문 기업)으로서의 성공 가능성 높아
- 글로벌 생산기지로 떠오르는 베트남, 동사에 다양한 기회 제공 중

이익률 개선에 앞장선 5G

서진시스템은 지난해 매출액 약 3,245 억원(YoY +36.4%), 영업이익 약 369 억원(YoY +106.6%), 순이익 약 323 억원(YoY +412.5%)의 잠정실적을 기록했다. 분기별 실적 변동에 따라 연간 실적에 대한 우려도 일부 있었지만, 지난해 4 분기부터 본격적으로 생산된 5G 통신장비 및 모바일 사업부문의 영향으로 큰 폭의 이익 성장을 시현했다. 동사의 5G 통신장비 생산 기술은 경쟁사와 비교했을 때 압도적인 수준으로 평가 받는다. CNC 및 다이캐스팅 장비의 규모, 기술력 및 Know-how 등에서 큰 차이를 보이는 것으로 판단된다. 특히 공정 수직계열화를 통한 규모의 경제 시현에 성공한 유일한 기업이라는 점에서 당분간은 견고한 시장 지배력 유지가 가능할 전망이다. 동사가 주력으로 생산하는 RRH 핵심의 경우 4G 와 달리 5G 는 안테나와 RRH 가 함께 있는 일체형이기 때문에 ASP 상승이 기대된다. 더불어 이달 말부터 5G 통신서비스 상용화를 위한 본격적인 커버리지 확대 투자가 기대되는 만큼 Q 의 동반 상승도 기대해 볼만 하다.

한국형 EMCS(Engineering Manufacturing Customer Services)

소니가 처음 도입한 것으로 알려진 EMCS는 설비투자에 대한 위험을 줄이기 위해 생산을 위탁 받아 전문적으로 개발/제조/서비스를 담당하는 생산 전담회사를 의미하는 개념이다. 특히 동사가 공정 수직계열화를 완성시킨 베트남은 중국에 이어 글로벌 생산 기지로 떠오르고 있는 만큼, 동사에게 다양한 기회를 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 자동차/중공업 등 금속 가공을 필요로 하는 글로벌 기업들의 관심이 이어지고 있으며, 실제로 관련 생산 제품 및 매출이 꾸준히 우상향 중이다. 향후 매출 비중 1 위 사업분야인 통신장비 부문을 넘어설 가능성도 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	777	1,659	2,379	3,246	4,415	5,375
yoY	%	58.2	113.4	43.5	36.4	36.0	21.7
영업이익	억원	224	244	178	369	499	598
yoY	%	373.5	8.7	-26.8	106.7	35.3	19.9
EBITDA	억원	288	346	315	505	623	709
세전이익	억원	179	206	74	355	501	601
순이익(자배주주)	억원	182	196	54	301	434	526
영업이익률%	%	28.9	14.7	7.5	11.4	11.3	11.1
EBITDA%	%	37.1	20.9	13.3	15.6	14.1	13.2
순이익률	%	23.5	11.8	2.7	10.0	10.3	10.2
EPS	원	2,654	2,041	418	1,932	2,399	2,907
PER	배	0.0	0.0	38.2	9.0	7.4	6.1
PBR	배	0.0	0.0	1.8	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	9.3	6.8	5.2	4.1
ROE	%	94.4	37.0	5.6	18.2	18.5	18.6
순차입금	억원	824	709	718	252	-39	-434
부채비율	%	333.0	212.2	113.7	73.3	68.2	62.0

서진시스템 통신장비 주요 제품

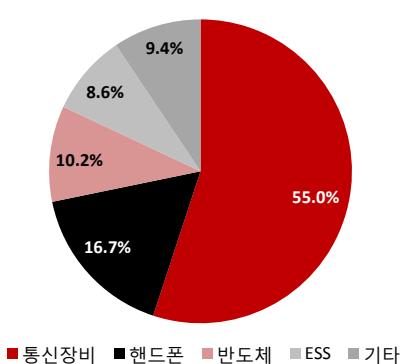
자료 : 서진시스템 SK증권

서진시스템 자동차부품 주요 제품

자료 : 서진시스템 SK증권

생산 공정 수직계열화를 통한 생산 효율 극대화

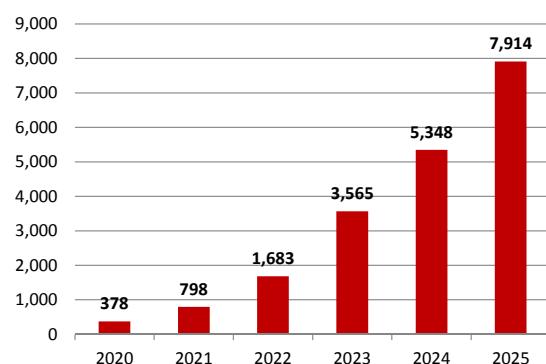
자료 : 서진시스템 SK증권

사업부문별 매출 비중(3Q 18 누적기준)

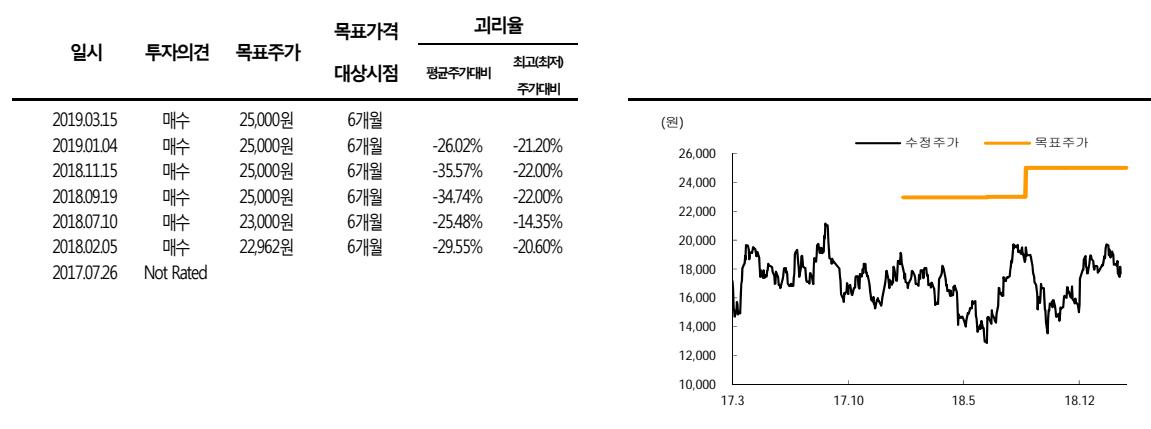
자료 : 서진시스템 SK증권

글로벌 5G 시장 규모 전망

(단위 : 억 달러)



자료 : 한국인터넷진흥원, 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	978	1,103	1,957	2,651	3,403
현금및현금성자산	133	197	455	746	1,142
매출채권및기타채권	358	278	379	502	612
재고자산	451	525	717	951	1,158
비유동자산	1,286	1,489	1,828	1,785	1,754
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	1,198	1,292	1,584	1,471	1,373
무형자산	61	165	206	238	267
자산총계	2,263	2,592	3,785	4,436	5,157
유동부채	1,296	1,250	1,305	1,503	1,677
단기금융부채	618	808	702	702	702
매입채무 및 기타채무	624	406	553	734	894
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	242	129	296	296	297
장기금융부채	226	108	272	272	272
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,538	1,379	1,601	1,799	1,974
지배주주지분	725	1,187	2,135	2,570	3,096
자본금	22	31	45	45	45
자본잉여금	288	660	1,328	1,328	1,328
기타자본구성요소	2	91	65	65	65
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	397	439	729	1,164	1,690
비자본주주지분	0	26	48	68	88
자본총계	725	1,213	2,183	2,638	3,184
부채와자본총계	2,263	2,592	3,785	4,436	5,157

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	393	-32	-69	367	470
당기순이익(순실)	196	63	323	456	548
비현금성항목등	166	273	201	167	161
유형자산감가상각비	100	129	128	113	98
무형자산상각비	2	8	9	11	13
기타	13	47	5	-20	-20
운전자본감소(증가)	49	-339	-552	-212	-186
매출채권및기타채권의 감소증가)	-141	-38	-57	-124	-109
재고자산감소(증가)	-239	-74	-191	-234	-207
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	448	-216	-267	181	160
기타	-19	-12	-35	-35	-30
법인세납부	-18	-28	-41	-44	-53
투자활동현금흐름	-406	-355	-308	-38	-36
금융자산감소(증가)	3	0	-265	0	0
유형자산감소(증가)	-357	-314	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-16	-42	-42	-42	-42
기타	-37	1	0	5	6
재무활동현금흐름	110	451	635	-38	-38
단기금융부채증가(감소)	-89	31	-211	0	0
장기금융부채증가(감소)	190	72	242	0	0
자본의증가(감소)	18	414	651	0	0
배당금의 지급	0	-17	-6	0	0
기타	-9	-49	-40	-38	-38
현금의 증가(감소)	98	63	259	291	396
기초현금	36	133	197	455	746
기말현금	133	197	455	746	1,142
FCF	-5	-354	257	325	428

자료 : 서진시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,659	2,379	3,246	4,415	5,375
매출원가	1,233	1,944	2,600	3,585	4,370
매출총이익	426	435	646	830	1,005
매출총이익률 (%)	25.7	18.3	19.9	18.8	18.7
판매비와관리비	182	257	277	331	407
영업이익	244	178	369	499	598
영업이익률 (%)	14.7	7.5	11.4	11.3	11.1
비영업순익	-38	-104	-14	2	3
순금융비용	50	37	38	34	32
외환관련손익	14	-65	7	15	15
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	206	74	355	501	601
세전계속사업이익률 (%)	12.4	3.1	10.9	11.3	11.2
계속사업법인세	10	11	32	44	53
계속사업이익	196	63	323	456	548
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	196	63	323	456	548
순이익률 (%)	11.8	2.7	10.0	10.3	10.2
지배주주	196	54	301	434	526
지배주주구속 순이익률(%)	11.83	2.26	9.29	9.84	9.79
비지배주주	0	9	22	22	22
총포괄이익	195	9	321	454	546
지배주주	195	0	302	435	527
비지배주주	0	10	20	20	20
EBITDA	346	315	505	623	709

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	113.4	43.5	36.4	36.0	21.7
영업이익	8.7	-26.8	106.7	35.3	19.9
세전계속사업이익	15.1	-64.0	379.2	41.1	20.2
EBITDA	20.2	-9.0	60.3	23.3	13.8
EPS(계속사업)	-23.1	-79.5	362.2	24.2	21.2
수익성 (%)					
ROE	37.0	5.6	18.2	18.5	18.6
ROA	10.5	2.6	10.1	11.1	11.4
EBITDA/마진	20.9	13.3	15.6	14.1	13.2
안정성 (%)					
유동비율	75.4	88.2	149.9	176.4	202.9
부채비율	212.2	113.7	73.3	68.2	62.0
순차입금/자기자본	97.8	59.2	11.5	-1.5	-13.6
EBITDA/이자비용(배)	6.9	8.3	12.8	16.2	18.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,041	418	1,932	2,399	2,907
BPS	7,464	8,713	11,794	14,196	17,106
CFPS	3,106	1,480	2,807	3,085	3,521
주당 현금배당금	0	100	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	50.6	10.2	8.2	6.8
PER(최저)	0.0	35.2	6.7	7.3	6.0
PBR(최고)	0.0	24	1.7	1.4	1.2
PBR(최저)	0.0	1.7	1.1	1.2	1.0
PCR	0.0	108	6.2	5.7	5.0
EV/EBITDA(최고)	0.0	11.5	7.7	5.8	4.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.1	4.5	5.1	4.0

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승우

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	161 억원
발행주식수	3,456 만주
자사주	33 만주
액면가	500 원
시가총액	1,935 억원
주요주주	구관영(외7)
	26.45%
외국인지분률	1.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/14)	5,590 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	6,500 원
52주 최저가	3,315 원
60일 평균 거래대금	64 억원

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

에이스테크 (088800/KQ | Not Rated)

작년보다 올해가 더 기대된다

- 기지국/모바일 안테나, 중계기, RF 부품 및 RRH 등 무선통신 관련 장비 업체
- 국내 5G 통신 커버리지 구축으로 인한 기지국 안테나 등의 매출 본격 발생
- 베트남으로 제조 공장 이관 완료되면서 수익성 크게 개선
- 올해 해외 매출 확대 예상, 주요 국가들 순차적으로 5G 통신서비스 도입 예정
- 주요 고객사를 통한 해외 통신사업로의 매출 확대 기대

무선통신 네트워크 전문 업체

에이스테크는 기지국/모바일 안테나, 중계기, RF 부품 및 RRH 등 무선통신 관련 통신 장비 전문 업체이다. 지난해 매출액 약 3,773 억원(YoY +7.3%), 영업이익 약 137 억원 (흑자전환), 순이익 약 17 억원(흑자전환)의 잠정실적을 기록했다. 5G 통신 네트워크 구축을 위한 안테나 등의 매출이 본격적으로 발생하기 시작했고, 베트남으로의 제조 공장 이관이 완료되면서 수익성이 크게 개선된 것으로 해석된다.

작년보다 올해가 더 기대되는 이유

첫째, 국내 5G 통신 커버리지 확대를 위한 본격적인 투자가 예상된다. 지난해 하반기부터 5G 시범서비스 시행을 위한 투자가 이뤄졌지만 상용화를 위한 본격적인 투자는 올해 상반기 중에 시작될 것으로 판단된다. 이 과정에서 기지국 안테나와 주파수 필터의 역할은 매우 중요한데, 통신 1 세대부터 참여했던 reference 와 기술력을 바탕으로 국내에서는 압도적인 M/S를 기록 중인 동사의 가장 큰 수혜가 예상된다.

둘째, 해외 매출 확대가 예상된다. 인도를 비롯한 동남아시아 지역을 중심으로 4G 추가 투자가 이뤄지고 있고, 미국 등 북미지역은 4G 보완투자+5G 투자가 병행되고 있다. 더불어 올해는 주요 국가들이 순차적으로 5G 통신서비스 도입을 앞두고 있다. 동사의 주요 고객사들을 통한 해외 통신사업자로의 매출 확대가 기대된다.

셋째, 수익성 개선 효과가 지속될 것으로 예상된다. 4G 와 달리 5G 는 일체형 기지국 안테나가 사용됨에 따라 ASP 상승이 기대된다. 여기에 베트남으로의 제조 공장 이관 효과가 더해져 올해 수익성 개선폭은 더 크게 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

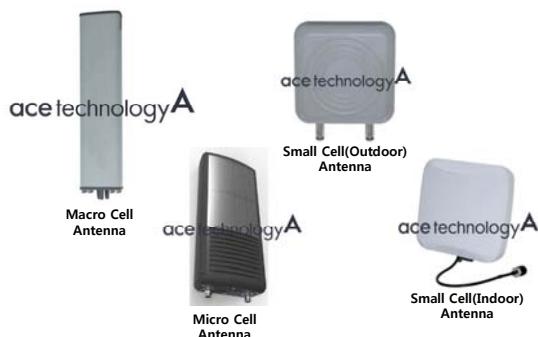
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	억원	3,156	4,275	4,219	3,221	3,516	3,773
yoY	%	10.6	35.5	-1.3	-23.7	9.2	7.3
영업이익	억원	200	251	151	-138	-145	138
yoY	%	25.3	40.0	적전	적지	흑전	
EBITDA	억원	358	417	324	74	82	293
세전이익	억원	119	176	108	-336	-555	-42
순이익(자배주주)	억원	101	116	100	-323	-547	-17
영업이익률%	%	6.4	5.9	3.6	-4.3	-4.1	3.7
EBITDA%	%	11.3	9.8	7.7	2.3	2.3	7.8
순이익률	%	3.3	2.9	2.6	-10.0	-15.8	-0.7
EPS	원	493	512	418	-1,169	-1,866	-49
PER	배	8.2	8.6	10.6	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.8	0.8	0.8	0.7	2.3	2.5
EV/EBITDA	배	5.9	6.0	9.4	34.1	42.4	12.6
ROE	%	10.3	10.6	7.9	-25.5	-61.2	-2.5
순차입금	억원	1,186	1,420	1,787	1,563	1,944	1,860
부채비율	%	237.8	244.3	243.2	253.5	456.9	437.6

국가별 5G 도입 예정 시기 및 주요 일정

2018년 4분기	2019년			
	1분기	2분기	3분기	4분기
한국	핀란드	호주	중국	포르투갈
미국	사우디아라비아	카타르	오스트리아	영국
	스위스		홍콩	
	바레인		쿠웨이트	
	체코		스페인	
	에스토니아		UAE	
	3GPP Release 15 완료	5G 스마트폰 시장 개화	-	WRC 2019 (ITU)

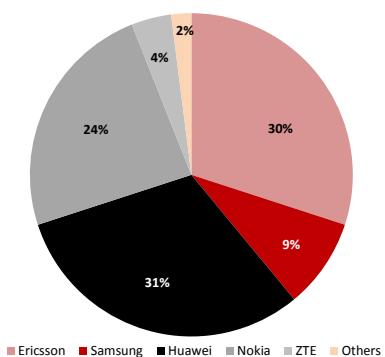
자료 : GSMA Intelligence, SK 증권

에이스테크 주요 제품군 - 안테나



자료 : 에이스테크, SK 증권

2018년 상반기 글로벌 통신장비업체 M/S



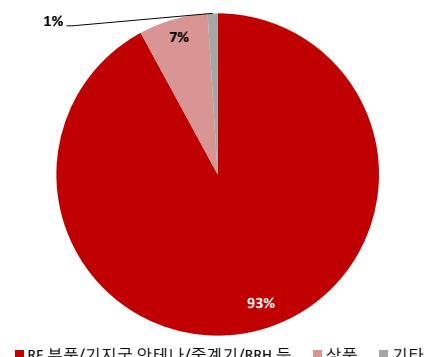
자료 : IHS, SK 증권

에이스테크 주요 제품군 - RF



자료 : 에이스테크, SK 증권

주요 제품 매출 비중(3Q 18 기준)



자료 : 에이스테크, SK 증권

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 3월 15일 기준)				
매수	89.76%	증립	10.24%	매도

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
유동자산	2,367	2,874	2,251	2,044	2,311
현금및현금성자산	217	173	364	161	321
매출채권및기타채권	1,349	1,739	1,129	1,027	1,102
재고자산	642	766	604	651	698
비유동자산	1,917	2,049	2,086	1,691	1,613
장기금융자산	70	69	57	37	58
유형자산	1,027	1,052	1,172	1,115	1,032
무형자산	481	537	457	155	141
자산총계	4,283	4,924	4,337	3,735	3,924
유동부채	2,384	2,716	2,591	2,760	2,657
단기금융부채	1,083	1,308	1,524	1,957	1,795
매입채무 및 기타채무	1,135	1,329	992	741	796
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	656	773	519	304	537
장기금융부채	578	694	435	255	470
장기매입채무 및 기타채무	8	13	15	13	13
장기충당부채			0	0	0
부채총계	3,039	3,489	3,110	3,064	3,194
지배주주지분	1,179	1,372	1,165	623	694
자본금	114	129	142	147	161
자본잉여금	812	893	982	1,008	1,087
기타자본구성요소	-13	-16	-18	-14	-14
자기주식	-15	-18	-18	-14	-14
이익잉여금	269	357	27	-512	-542
비자본주주지분	65	63	62	48	36
자본총계	1,244	1,435	1,227	671	730
부채와자본총계	4,283	4,924	4,337	3,735	3,924

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
영업활동현금흐름	-42	-8	464	-142	804
당기순이익(순실)	176	108	-336	-555	-23
비현금성항목등	277	255	451	675	355
유형자산감가상각비	104	104	104	115	112
무형자산상각비	62	69	108	112	43
기타	112	82	119	314	-20
운전자본감소(증가)	-419	-272	365	-261	457
매출채권및기타채권의 감소증가)	-554	-212	602	51	367
재고자산감소(증가)	-119	-108	153	-172	-33
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	251	160	-376	-128	135
기타	-1,105	-536	-14	-11	-12
법인세납부	-19	-29	-15	-1	15
투자활동현금흐름	-177	-405	-214	-247	-425
금융자산감소(증가)	15	-193	42	-109	-378
유형자산감소(증가)	-85	-124	-198	-130	0
무형자산감소(증가)	-96	-127	-69	-28	-28
기타	11	3	11	20	-18
재무활동현금흐름	182	372	-50	185	-212
단기금융부채증가(감소)	-1	-17	-3	-20	57
장기금융부채증가(감소)	203	314	-49	315	-93
자본의증가(감소)	10	100	100	3	0
배당금의 지급	18	22	-6	-9	0
기타			-91	-104	-176
현금의 증가(감소)	-40	-43	190	-202	159
기초현금	257	217	173	364	161
기말현금	217	173	364	161	321
FCF	-293	-413	300	-210	151

자료 : 에이스테크, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	4,275	4,219	3,221	3,516	3,773
매출원가	3,393	3,396	2,701	2,896	2,868
매출총이익	882	823	520	621	906
매출총이익률 (%)	20.6	19.5	16.2	17.7	24.0
판매비와관리비	631	672	658	765	768
영업이익	251	151	-138	-145	138
영업이익률 (%)	5.9	3.6	-4.3	-4.1	3.7
비영업순익	-75	-43	-198	-410	-179
순금융비용	79	75	81	98	105
외환관련손익	20	30	-52	-86	-59
관계기업투자등 관련손익	0	30	8	-9	-11
세전계속사업이익	176	108	-336	-555	-42
세전계속사업이익률 (%)	4.1	2.6	-10.4	-15.8	-11
계속사업법인세	55	0	-14	1	-16
계속사업이익	122	108	-322	-556	-26
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	122	108	-322	-556	-26
순이익률 (%)	2.9	2.6	-10.0	-15.8	-0.7
지배주주	116	100	-323	-547	-17
지배주주구속 순이익률(%)	2.72	2.37	-10.03	-15.55	-0.44
비자매주주	6	8	1	-9	-10
총포괄이익	133	116	-301	-582	-22
지배주주	129	107	-301	-576	-10
비자매주주	4	9	0	-6	-12
EBITDA	417	324	74	82	293

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
성장성 (%)					
매출액	35.5	-1.3	-23.7	9.2	7.3
영업이익	25.3	-40.0	적전	적지	흑전
세전계속사업이익	48.2	-38.8	적전	적지	적지
EBITDA	16.5	-22.4	-77.0	10.5	256.0
EPS(계속사업)	4.0	-18.3	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	10.6	7.9	-25.5	-61.2	-25
ROA	3.1	2.3	-7.0	-13.8	-0.7
EBITDA/마진	9.8	7.7	2.3	2.3	7.8
안정성 (%)					
유동비율	99.3	105.8	86.9	74.1	87.0
부채비율	244.3	243.2	253.5	456.9	437.6
순차입금/자기자본	114.2	124.6	127.4	289.9	254.9
EBITDA/이자비용(배)	5.1	4.2	0.9	0.8	2.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	512	418	-1,169	-1,866	-49
BPS	5,248	5,405	4,111	2,126	2,034
CFPS	1,243	1,141	-400	-1,092	406
주당 현금배당금	50	25	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.8	13.2	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	6.2	8.3	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.0	1.0	1.3	2.4	3.1
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	1.4	1.6
PCR	3.5	3.9	-7.5	-4.5	12.6
EV/EBITDA(최고)	6.2	9.9	43.2	42.5	13.2
EV/EBITDA(최저)	5.4	8.4	32.6	24.8	10.5

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	1,614 억원
주요주주	
박찬(외)	29.86%
외국인지분률	9.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/03/14)	20,550 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	22,600 원
52주 최저가	9,640 원
60일 평균 거래대금	43 억원

이보고서는

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

오이솔루션 (138080/KQ | Not Rated)

성장 모멘텀의 시작

- 지난해 영업이익/순이익 흑자전환 성공
- 국내 주요 고객사향(向) 5G 관련 장비 매출 발생이 큰 역할한 것으로 풀이
- 향후 5G 통신서비스에 대한 글로벌 투자 확대 예상, 본격적인 성장 모멘텀 구간
- 고부가가치 창출하는 스마트 트랜시버 매출 급성장, 이익률 개선에도 큰 영향
- 1 분기도 실적 훈풍 지속, 우리나라를 중심으로 한 5G 관련 매출 성장

성장 모멘텀 회복의 원년이 될 2019년

오이솔루션은 광(光)신호화 전기신호를 서로 변환해주는 모듈인 광트랜시버(Optical Transceiver) 전문 업체이다. 통신 트래픽이 늘어날수록 광통신에 대한 중요도가 높아지는 만큼, 광트랜시버의 역할도 부각되는 상황이다. 지난해 매출액 약 815 억원(YoY +6.4%), 영업이익 약 2 억원(흑자전환), 순이익 약 26 억원(흑자전환)의 잠정실적을 기록했다. 지난해 4 분기부터 국내 주요 고객사향(向) 5G 관련 장비(10Gbps) 매출 발생이 큰 역할을 했던 것으로 풀이된다. 향후 5G 통신서비스에 대한 글로벌 투자가 늘어날 것으로 예상됨에 따라 동사도 본격적인 성장 모멘텀이 시작되었다는 판단이다.

고부가가치 창출하는 스마트 트랜시버(Smart SFP)

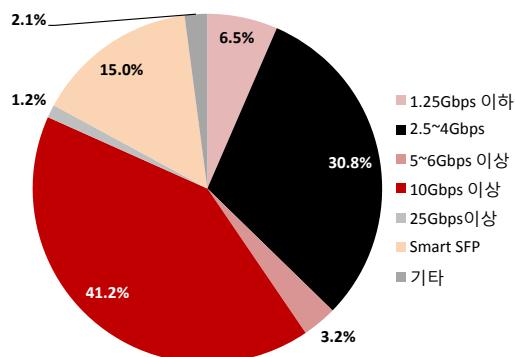
일반 트랜시버와 달리 S/W 기능이 가미되어 있는 고효율 제품인 스마트 트랜시버는 해외에서 인기가 더 많은 제품이다. 통신시스템을 별도로 갖추고 있어야만 구현되던 기능을 트랜시버가 직접 수행할 수 있게 됨에 따라 통신시스템 구축 비용 절감이 가능해졌다. 저비용으로 네트워크 Migration 구축이 가능해진 세계 최초의 독자 기술이다. 2015년 약 10 억원 수준의 매출을 기록했던 스마트 트랜시버는 지난해 약 120 억원까지 매출이 급성장 했으며, 이익률 개선에도 큰 영향을 미치고 있다.

2019년 1 분기도 성장세 지속

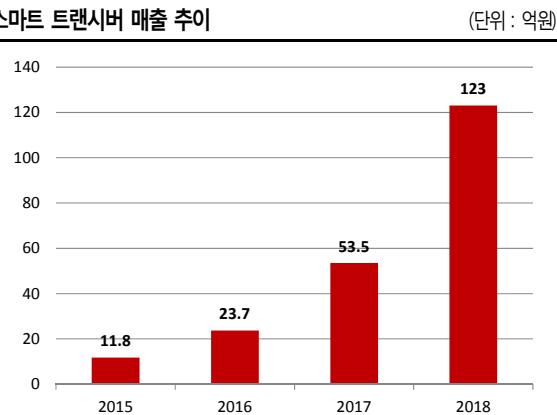
올해도 훈풍은 이어질 것으로 예상된다. 1 분기에만 지난해 연간 매출액의 절반 수준인 약 400 억원 이상의 매출 발생이 가능할 것으로 판단된다. 5G 통신서비스 구축에 가장 속도를 내고 있는 우리나라를 중심으로 국내 주요 고객사향(向) 매출이 실적 상승을 견인할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	억원	348	455	594	797	766	815
yoY	%	5.6	30.8	-17.4	34.2	-3.9	6.4
영업이익	억원	4	43	5	47	-19	2
yoY	%	-88.8	1,038.8	-95.3	833.7	적전	흑전
EBITDA	억원	24	71	39	85	27	47
세전이익	억원	-3	37	13	61	-38	19
순이익(자배주주)	억원	-3	30	19	61	-18	26
영업이익률%	%	1.1	9.4	0.9	5.9	-2.5	0.3
EBITDA%	%	6.8	15.5	6.6	10.6	3.5	5.8
순이익률	%	-0.9	6.6	3.2	7.7	-2.3	3.2
EPS	원	-44	436	294	959	-255	333
PER	배			30.8	12.3	N/A	51.0
PBR	배			1.2	1.4	1.3	1.9
EV/EBITDA	배	9.0	3.3	16.1	11.1	34.1	27.2
ROE	%	-3.1	25.6	3.8	11.7	-2.9	3.8
순차입금	억원	214	235	-26	99	-27	-65
부채비율	%	277.4	357.2	50.9	62.6	43.5	41.8

주요 제품별 매출 비중

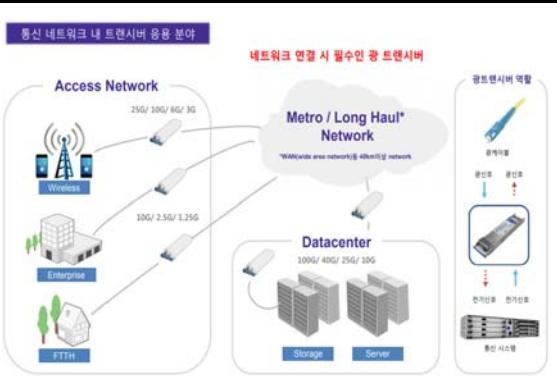
자료 : 오이솔루션, SK증권

스마트 트랜시버 매출 추이

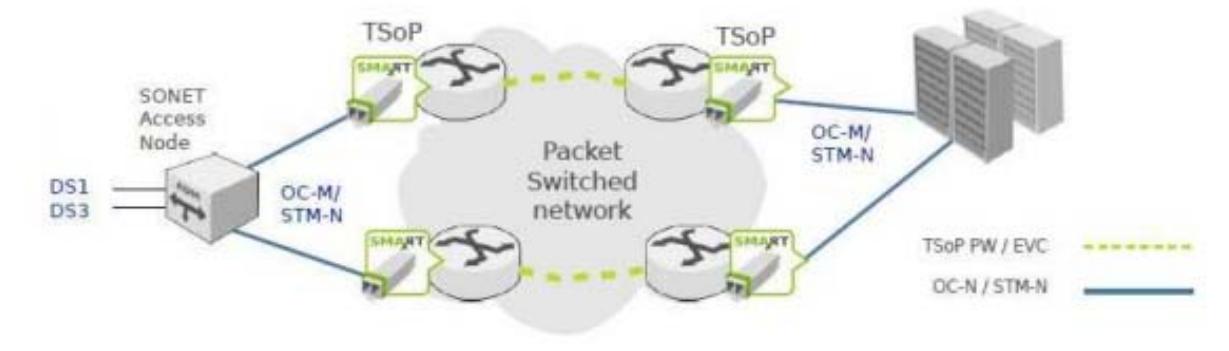
자료 : 오이솔루션, SK증권

오이솔루션의 주요 제품

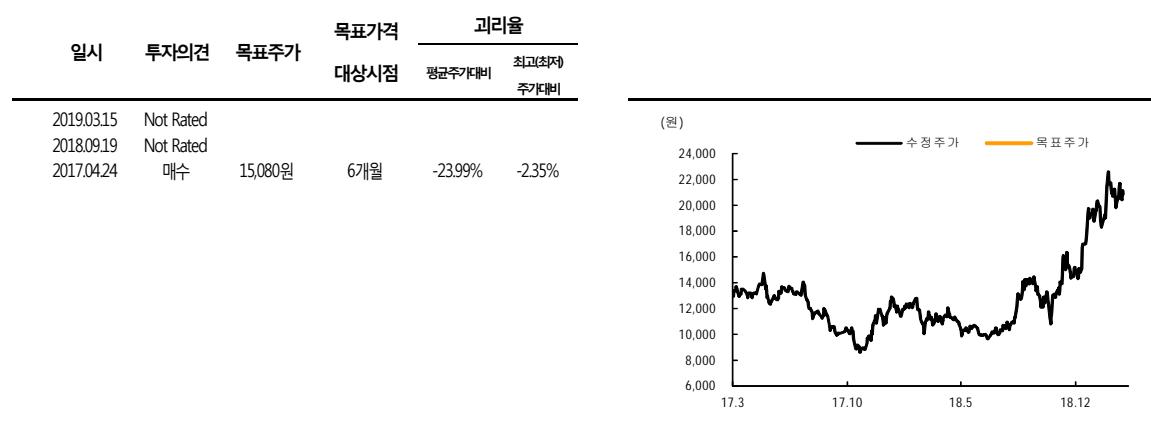
자료 : 오이솔루션, SK증권



자료 : 오이솔루션, SK증권

스마트 트랜시버의 활용 예시

자료 : 오이솔루션, 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	증립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
유동자산	384	415	529	572	627
현금및현금성자산	130	151	93	219	201
매출채권및기타채권	88	119	230	146	156
재고자산	133	127	177	188	200
비유동자산	319	332	370	388	352
장기금융자산	1	1	0	0	0
유형자산	268	267	300	296	252
무형자산	2	7	8	8	8
자산총계	703	747	899	961	979
유동부채	161	186	284	248	245
단기금융부채	105	130	200	200	194
매입채무 및 기타채무	32	36	62	32	34
단기충당부채			0	0	0
비유동부채	53	65	62	43	44
장기금융부채	0		0	0	0
장기매입채무 및 기타채무			0	0	0
장기충당부채			0	0	0
부채총계	213	252	346	291	289
지배주주지분	490	495	553	669	690
자본금	26	26	26	39	39
자본잉여금	141	141	141	272	272
기타자본구성요소	23	23	23	23	23
자기주식			0	0	0
이익잉여금	301	306	363	339	358
비자본주주지분			0	0	0
자본총계	490	495	553	669	690
부채와자본총계	703	747	899	961	979

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
영업활동현금흐름	114	40	-45	44	35
당기순이익(순실)	117	19	61	-18	26
비현금성항목등	51	48	63	67	54
유형자산감가상각비	26	33	37	45	44
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	25	14	30	19	11
운전자본감소(증가)	-49	-21	-165	-3	-49
매출채권및기타채권의 감소증가)	28	-25	-102	43	8
재고자산감소(증가)	-51	1	-66	-27	-23
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-6	0	22	5	-16
기타	35	-46	-19	-24	-17
법인세납부	-5	-4	-4	-2	4
투자활동현금흐름	-144	-35	-78	-42	-38
금융자산감소(증가)	-1	0	-3	1	-49
유형자산감소(증가)	-143	-32	-70	-42	0
무형자산감소(증가)		-6	-1	-1	-1
기타	33	45	-4	0	12
재무활동현금흐름	20	15	62	132	-17
단기금융부채증가(감소)	-47	25	70	0	-6
장기금융부채증가(감소)			0	0	0
자본의증가(감소)	74		0	143	0
배당금의 지급	7	10	-5	-6	-6
기타			-4	-5	-5
현금의 증가(감소)	-9	21	-59	127	-18
기초현금	140	130	151	93	219
기말현금	130	151	93	219	201
FCF	-46	-7	-127	40	28

자료 : 오이솔루션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	720	594	797	766	815
매출원가	432	397	531	540	541
매출총이익	288	197	266	226	274
매출총이익률 (%)	40.0	33.2	33.4	29.5	33.6
판매비와관리비	181	192	219	245	272
영업이익	107	5	47	-19	2
영업이익률 (%)	14.9	0.9	5.9	-2.5	0.3
비영업손익	12	8	14	-19	17
순금융비용	0	2	3	4	3
외환관련손익	6	7	11	-21	11
관계기업투자등 관련손익	2	-1	1	1	3
세전계속사업이익	119	13	61	-38	19
세전계속사업이익률 (%)	16.6	22	7.6	-5.0	24
계속사업법인세	2	-6	-1	-20	-7
계속사업이익	117	19	61	-18	26
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	117	19	61	-18	26
순이익률 (%)	16.3	3.2	7.7	-2.3	3.2
지배주주	117	19	61	-18	26
지배주주구속 순이익률(%)	16.3	3.16	7.69	-2.33	3.16
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	115	16	62	-20	28
지배주주	115	16	62	-20	28
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	133	39	85	27	47

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
성장성 (%)					
매출액	19.0	-17.4	34.2	-3.9	64
영업이익	263	-95.3	833.7	적전	흑전
세전계속사업이익	58.1	-88.9	359.9	적전	흑전
EBITDA	25.7	-70.5	115.3	-68.4	77.5
EPS(계속사업)	34.8	-84.3	226.0	적전	흑전
수익성 (%)					
ROE	354	3.8	11.7	-2.9	3.8
ROA	18.5	2.6	7.4	-1.9	2.7
EBITDA마진	18.5	6.6	10.6	3.5	5.8
안정성 (%)					
유동비율	238.8	222.9	186.1	230.8	255.7
부채비율	43.5	50.9	62.6	43.5	41.8
순차입금/자기자본	-6.0	-5.2	17.8	-4.0	-9.4
EBITDA/이자비용(배)	49.4	11.3	23.7	5.5	9.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	294	959	-255	333
BPS	7,666	7,754	8,658	8,650	8,919
CFPS	2,294	831	1,546	400	916
주당 현금배당금	200	100	125	100	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.8	68.7	123	N/A	51.0
PER(최저)	6.6	25.2	8.1	N/A	28.9
PBR(최고)	2.4	2.6	1.4	1.7	1.9
PBR(최저)	1.6	1.0	0.9	1.0	1.1
PCR	6.6	10.9	7.7	29.0	18.6
EV/EBITDA(최고)	9.3	34.8	11.1	41.2	27.2
EV/EBITDA(최저)	6.3	13.4	7.9	0.5	152

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	249 억원
발행주식수	4,317 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	1,175 억원
주요주주	
정준(외10)	37.35%
외국인지분률	2.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/14)	3,080 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	5,180 원
52주 최저가	2,565 원
60일 평균 거래대금	15 억원

이보고서는

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

쏠리드 (050890/KQ | Not Rated)

글로벌 경쟁력 갖춘 중계기 전문기업

- 유무선 네트워크 장비 전문 업체, 5G 초기 건물 내부 중계기 중요성 부각 예상
- 지난해 매출/영업이익 감소했지만 순이익은 흑자전환 성공
- 미국 등 주요 통신업체들의 5G 관련 투자 올해부터 본격 시작 예상
- 계열사 지분 매각 및 청산 등으로 부실 논란 마무리, 재무부담 덜어
- 해외 공공시설 통신 네트워크 구축 사업 추진, 동사의 수혜 기대

5G, 중계기 역할 커져

쏠리드는 유무선 네트워크(Access & Core Network) 장비 전문 업체이다. 5G 통신서비스는 전파 도달거리가 짧아 기지국(or 중계기)을 보다 꼼꼼하게 배치해야 하는 필요성이 대두되고 있다. 또 건물 안에서 생활하는 사람들의 비중이 높아 초기에는 건물 안 네트워크 트래픽 관리가 중요할 것으로 예상되는데, 건물 내부 중계기(In-Building)를 주력으로 하는 동사의 수혜가 예상된다. 지난해 매출액 약 2,178 억원(YoY -16.0%), 영업이익 약 16 억원(YoY -92.2%), 순이익 약 160 억원(흑자전환)의 잠정실적을 기록했다. 북미 및 해외 지역에서의 매출 감소와 충당금 설정기준 변경 등으로 인한 영업이익 감소는 다소 아쉽지만, 미국 등 주요 통신업체들의 5G 관련 투자가 올해부터 본격적으로 이어진다는 점에서 올해는 실적 Turn-around 가능할 것으로 판단된다.

계열사 부실논란 이제는 끝

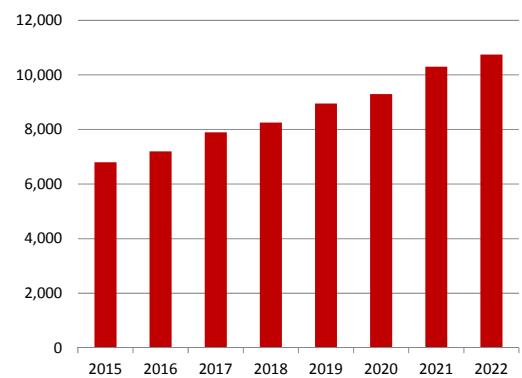
콘텐츠 제작 및 교육 기자재 유통 등을 담당했던 자회사 지분 매각과 함께 패택 인수를 위해 설립했던 SMA 솔루션홀딩스도 청산함에 따라 계열사 교통정리도 어느 정도 마무리 국면에 진입한 것으로 판단된다. 계열사들이 모기업인 쏠리드를 대상으로 발행한 RCPS/CB 등으로 인해 재무구조 부담이 있었던 것이 사실이지만, 지난해를 기점으로 대부분 정리된 상태이다. 따라서 2019년은 5G 가 야기한 통신장비 수요 증가 혜택을 충분히 누릴 수 있을 전망이다. 특히 해외에서는 5G 와 더불어 정부 중심의 공공시설/건물 통신 네트워크 구축 사업에 열을 올리고 있기 때문에 건물 내 통신 중계기의 역할이 더욱 부각될 전망이다. 통신 강국으로써 글로벌 경쟁력을 갖고 있는 우리나라 기업의 수혜가 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	억원	1,720	2,006	1,900	2,398	2,593	2,178
yoY	%	13.5	16.6	-5.3	26.2	8.1	-16.0
영업이익	억원	191	167	53	111	202	16
yoY	%	52.3	-12.5	-68.0	106.8	82.9	-92.2
EBITDA	억원	220	198	94	364	319	82
세전이익	억원	162	167	89	101	126	-17
순이익(자배주주)	억원	144	140	38	-688	-220	-6
영업이익률%	%	11.1	8.3	2.8	4.6	7.8	0.7
EBITDA%	%	12.8	9.9	4.9	15.2	12.3	3.8
순이익률	%	8.2	7.2	2.0	-29.8	-10.0	0.8
EPS	원	794	698	146	440	349	-12
PER	배	8.6	11.7	35.1	7.8	12.6	N/A
PBR	배	1.7	1.8	1.2	1.4	2.4	1.7
EV/EBITDA	배	8.0	10.5	21.7	5.6	5.6	16.6
ROE	%	22.0	16.8	3.8	-73.5	-27.6	-0.7
순차입금	억원	470	308	608	854	325	114
부채비율	%	163.3	105.5	181.9	343.2	252.9	183.1

글로벌 DAS 시장 전망

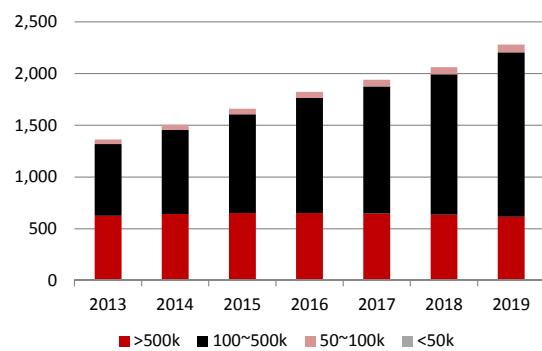
(단위 : 100 만 달러)



자료 : Market and Market, 쓸리드, SK 증권

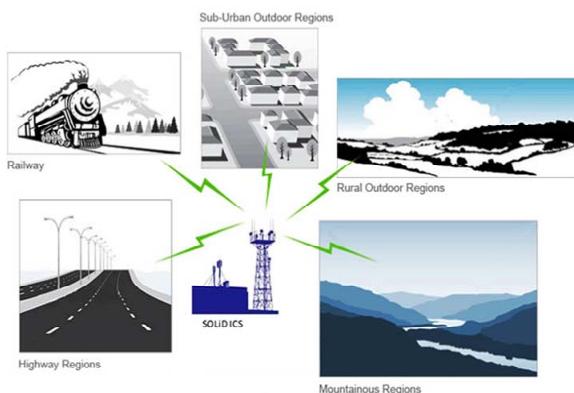
건물 크기별 북미 DAS 시장 전망

(단위 : 100 만 달러)



자료 : ABI Research, 쏠리드, SK 증권

ICS(Interference Cancellation System)의 활용



자료 : 쏠리드, SK 증권

쏠리드 해외 법인 및 주요 고객사



자료 : 쏠리드, SK 증권

DAS 개념도

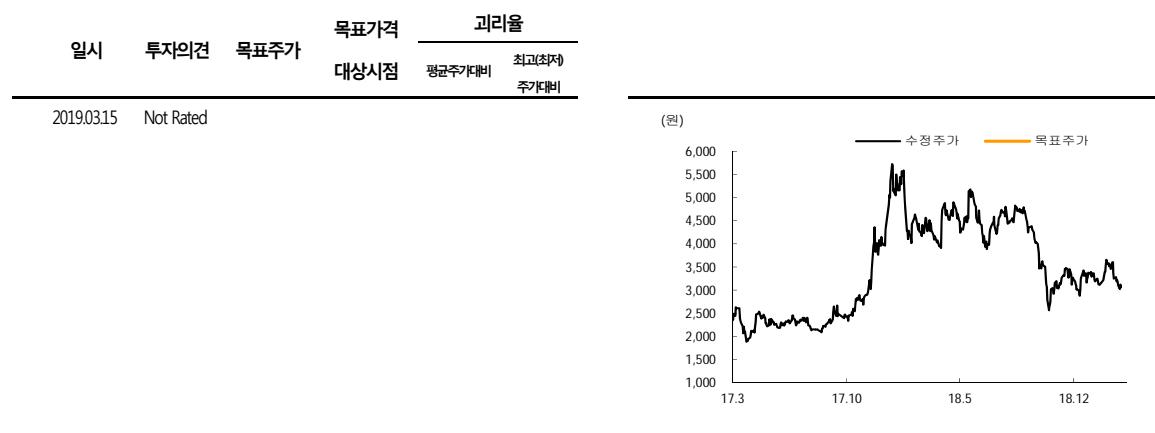


자료 : 쓸리드, SK증권

전환사채 및 상환전환우선주 현황 (기준일: 2019년 1월 30일)

구분	잔액	전환가
전환사채(3회차 사모전환사채)	50억원	2,817원
전환사채(4회차 사모전환사채)	14억원	2,701원
상환전환우선주(3자 배정 유상증자)	250억원	2,175원

자료 : 쓸리드, 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 제3자에게 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
유동자산	1,131	1,318	1,425	1,392	1,342
현금및현금성자산	240	160	285	447	576
매출채권및기타채권	482	607	368	423	355
재고자산	310	251	564	389	326
비유동자산	809	1,653	2,002	1,417	1,328
장기금융자산	72	105	80	30	34
유형자산	187	332	393	322	282
무형자산	104	573	710	344	301
자산총계	1,940	2,972	3,427	2,809	2,669
유동부채	948	1,755	2,018	1,930	1,575
단기금융부채	561	823	840	870	684
매입채무 및 기타채무	310	386	280	372	313
단기충당부채			0	0	0
비유동부채	48	270	636	83	152
장기금융부채	41	40	408	2	62
장기매입채무 및 기타채무	3	3	2	0	0
장기충당부채			0	0	0
부채총계	996	2,025	2,654	2,013	1,726
지배주주지분	929	920	769	830	949
자본금	107	107	157	226	249
자본잉여금	340	340	575	787	621
기타자본구성요소	-91	-91	-99	-99	-102
자기주식	-25	-25	-25	-25	-25
이익잉여금	574	565	55	-166	95
비자본주주지분	15	27	5	-34	-6
자본총계	944	947	773	796	943
부채와자본총계	1,940	2,972	3,427	2,809	2,669

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
영업활동현금흐름	131	6	-330	216	25
당기순이익(순실)	143	10	-714	-259	16
비현금성항목등	102	103	548	242	66
유형자산감가상각비	30	37	99	63	47
무형자산상각비	1	12	154	54	19
기타	71	54	234	5	-23
운전자본감소(증가)	-62	-52	-134	292	-91
매출채권및기타채권의 감소증가)	152	-117	-160	-53	0
재고자산감소(증가)	-52	61	-92	175	66
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-205	50	-177	211	-106
기타	348	-280	297	-40	-51
법인세납부	-31	-30	-30	-60	33
투자활동현금흐름	-13	-257	-18	81	110
금융자산감소(증가)	25	-1	-3	24	48
유형자산감소(증가)	-13	-16	-21	12	0
무형자산감소(증가)	-10	-16	-136	39	39
기타	62	419	142	6	23
재무활동현금흐름	-4	170	469	-123	-11
단기금융부채증가(감소)	-68	154	-83	-119	52
장기금융부채증가(감소)		40	480	-220	10
자본의증가(감소)	80		182	250	0
배당금의 지급	19	23	-11	0	-3
기타	8		-99	-34	-71
현금의 증가(감소)	114	-80	125	162	129
기초현금	126	240	160	285	447
기말현금	240	160	285	447	576
FCF	101	-435	494	514	91

자료 : 쏠리드, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	2,006	1,900	2,398	2,593	2,178
매출원가	1,455	1,415	1,648	1,685	1,459
매출총이익	551	484	750	908	719
매출총이익률 (%)	27.5	25.5	31.3	35.0	33.0
판매비와관리비	383	439	639	706	703
영업이익	167	45	111	202	16
영업이익률 (%)	8.3	2.4	4.6	7.8	0.7
비영업손익	-1	11	-10	-76	-33
순금융비용	21	16	73	72	51
외환관련손익	5	20	1	-32	4
관계기업투자등 관련손익			11	4	0
세전계속사업이익	167	56	101	126	-17
세전계속사업이익률 (%)	8.3	2.9	4.2	4.9	-0.8
계속사업법인세	23	46	11	42	-34
계속사업이익	143	10	90	84	16
중단사업이익			-805	-343	0
*법인세효과			0	0	0
당기순이익	143	10	-714	-259	16
순이익률 (%)	7.2	0.5	-29.8	-10.0	0.8
지배주주	140	10	-688	-220	-6
지배주주구속 순이익률(%)	6.99	0.54	-28.7	-8.5	-0.28
비지배주주	3	0	-26	-38	23
총포괄이익	143	13	-631	-257	22
지배주주	140	14	-605	-219	-1
비지배주주	3	0	-26	-38	23
EBITDA	198	94	364	319	82

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
성장성 (%)					
매출액	13.5	16.6	26.2	8.1	-16.0
영업이익	523	-12.5	106.8	82.9	-92.2
세전계속사업이익	218.4	2.7	13.2	25.2	적전
EBITDA	44.3	-10.0	287.7	-12.2	-74.5
EPS(계속사업)	183.4	-12.1	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	22.0	16.8	-73.5	-27.6	-0.7
ROA	7.6	7.4	-21.6	-8.3	0.6
EBITDA/마진	12.8	9.9	15.2	12.3	3.8
안정성 (%)					
유동비율	108.1	119.3	70.6	72.1	85.2
부채비율	163.3	105.5	343.2	252.9	183.1
순차입금/자기자본	63.7	32.6	110.4	40.8	12.1
EBITDA/이자비용(배)	5.3	6.4	4.2	3.3	1.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	794	698	440	349	-12
BPS	4,045	4,443	2,442	1,833	1,902
CFPS	952	851	-1,647	-294	120
주당 현금배당금	100	110	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.4	12.7	13.0	12.6	N/A
PER(최저)	4.2	8.1	5.0	5.4	N/A
PBR(최고)	1.8	2.0	2.4	2.4	3.0
PBR(최저)	0.8	1.3	0.9	1.0	1.4
PCR	7.2	9.6	-2.1	-15.0	272
EV/EBITDA(최고)	8.3	10.9	6.4	5.6	252
EV/EBITDA(최저)	4.8	7.1	4.2	0.9	134

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	112 억원
발행주식수	2,248 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	6,125 억원
주요주주	
조덕수(외11)	40.16%
외국인지분률	12.80%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/03/14)	26,900 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	29,950 원
52주 최저가	17,850 원
60일 평균 거래대금	67 억원

이보고서는

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

RFHIC (218410/KQ | Not Rated)

Huawei 의 굴기, 제 1 의 수혜주

- 중국 통신 업체들의 보안 문제 불거졌지만 Huawei 의 M/S는 소폭 상승
- 뛰어난 가성비를 바탕으로 한 Huawei 5G 통신장비, 글로벌 경쟁 우위
- 지난해 해외 방산 매출 증가로 이익 성장세 두드러져
- 통신용 GaN 제품 매출 상승에 더욱 주목, Huawei 에 대한 우려 기우에 그칠 것
- GaN 소재 활용하는 뚜렷한 경쟁사 없다는 점도 동사의 시장 지배력 강화에 긍정적

글로벌 통신장비 기업들의 점유율 변화

지난해 글로벌 통신장비 업체들의 점유율 변화를 살펴보면, 삼성전자의 약진도 눈에 띠지만 Huawei 의 선방이 더욱 눈에 띈다. 전세계적으로 중국 업체들에 대한 보안 문제가 불거지며 실제로 ZTE는 2017년 글로벌 통신장비 M/S 약 13%에서 2018년 상반기 기준 약 4%까지 수익 하락했다. 반면 Huawei 는 2017년 기준 약 28%에서 2018년 상반기 기준 약 31%로 오히려 3%pt 상승했는데, ① 자국 내 Huawei 장비 채택의 증가와 ② 뛰어난 가성비를 바탕으로 한 5G 통신장비 매출 상승이 주요 원인으로 풀이된다.

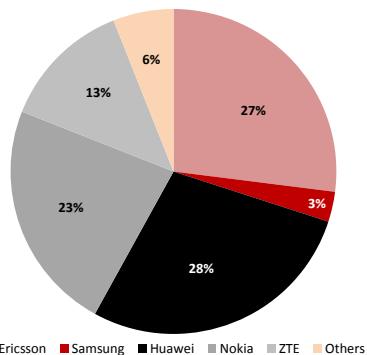
Huawei 에 대한 우려, 기우에 그칠 듯

RFHIC는 무선통신 및 방위 산업에서 활용되는 GaN 트랜지스터 및 전력증폭기 전문 업체이다. 고(高)주파수 대역을 사용하는 5G 통신서비스의 특성 상 GaN 트랜지스터의 활용은 더욱 확대될 것으로 예상되며, Huawei 를 비롯한 삼성전자/Nokia 등 글로벌 통신업체들도 모두 GaN 소재에 주목하고 있다. 동사는 현재 Huawei 에 GaN 트랜지스터를 주로 납품 중이다. 지난해 매출액 약 1,081 억원(YoY +74.2%), 영업이익 약 270 억원(YoY +235.1%), 순이익 약 255 억원(YoY +317.1%)d 의 잠정실적을 기록했다. 해외 방산업체향(向) 매출 증가로 이익 성장세가 두드러지게 나타났지만, 통신용 GaN 제품 매출 상승에 더욱 주목해본다. 일부 국가에서 주요 고객사인 Huawei 에 대한 보이콧 우려가 존재하지만, 글로벌 통신장비 M/S 변화로 견증되었듯 기우에 그칠 가능성이 높아 보인다. 특히 GaN 소재를 활용하는 경쟁업체가 뚜렷하게 나타나지 못하고 있다는 점에서 동사의 시장 지배력은 더욱 높아질 가능성이 크다

영업실적 및 투자지표

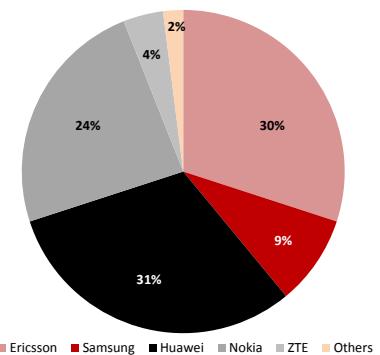
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	억원	772	642	497	612	621	1,081
yoy	%	66.1	-16.8	-22.6	23.2	1.4	74.2
영업이익	억원	213	151	30	55	81	271
yoy	%	219.0	-28.7	-79.9	79.9	47.7	235.6
EBITDA	억원	229	171	52	81	111	306
세전이익	억원	220	158	46	58	66	290
순이익(자배주주)	억원	180	131	45	56	61	251
영업이익률%	%	27.5	23.6	6.1	8.9	13.0	25.1
EBITDA%	%	29.7	26.7	10.5	13.2	17.8	28.3
순이익률	%	23.3	20.5	9.0	9.1	9.9	23.7
EPS	원	922	658	381	474	520	1,118
PER	배			27.3	21.1	32.3	22.0
PBR	배			1.2	1.1	3.0	3.5
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	1.6	-0.4	32.1	18.0
ROE	%	42.3	18.0	4.7	5.5	5.4	17.9
순차입금	억원	-91	-162	-61	-166	-206	-96
부채비율	%	63.7	34.1	27.0	26.6	21.7	28.3

2017년 글로벌 통신장비업체 M/S



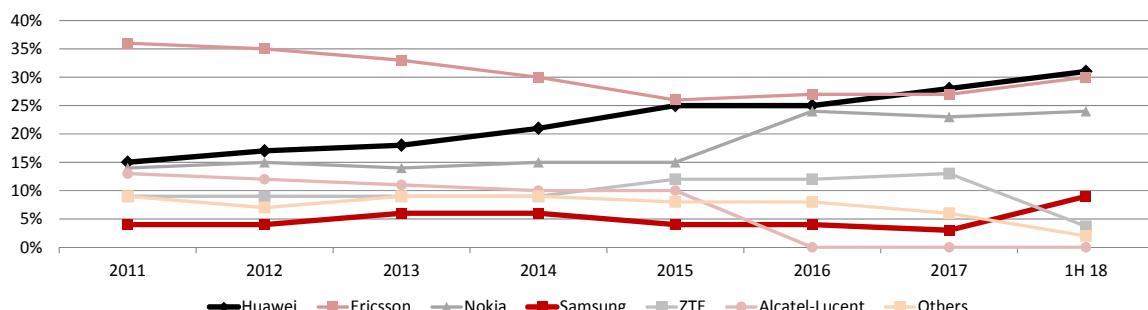
자료 : IHS, SK 증권

2018년 상반기 글로벌 통신장비업체 M/S



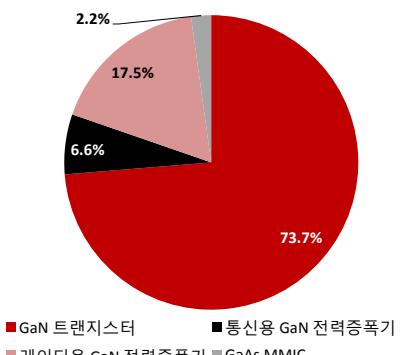
자료 : IHS, SK 증권

글로벌 통신장비업체 M/S 추이



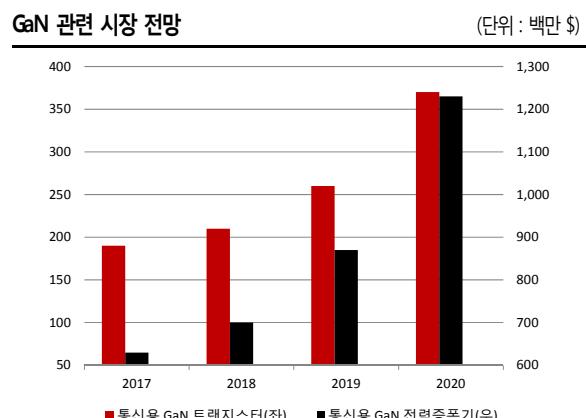
자료 : ETRI, IHS, SK 증권

주요 제품 매출 비중(3Q 18 기준)

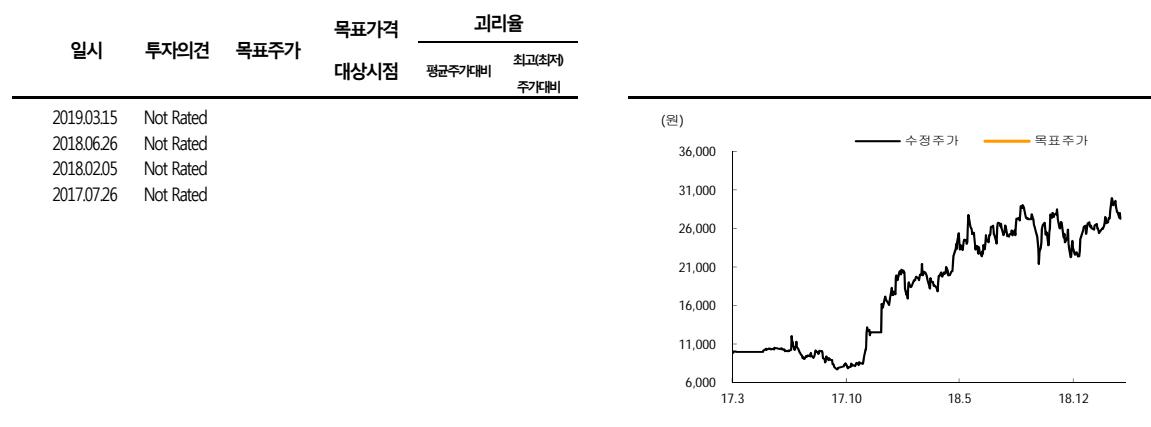


자료 : RFHIC, SK 증권

GaN 관련 시장 전망



자료 : Yole Developpement, GaN RF Device Market, RFHIC, 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	증립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
유동자산	958	925	964	1,072	1,595
현금및현금성자산	276	223	293	355	229
매출채권및기타채권	23	126	131	165	288
재고자산	554	516	501	497	865
비유동자산	288	320	350	479	503
장기금융자산	4	5	9	36	79
유형자산	266	296	300	360	331
무형자산	12	10	16	62	57
자산총계	1,246	1,245	1,314	1,551	2,099
유동부채	223	245	272	249	207
단기금융부채	105	198	151	168	65
매입채무 및 기타채무	93	37	103	65	114
단기충당부채			0	0	0
비유동부채	94	19	4	27	256
장기금융부채	94	19	2	14	243
장기매입채무 및 기타채무			2	4	4
장기충당부채			0	0	0
부채총계	317	265	276	276	463
지배주주지분	929	980	1,038	1,231	1,575
자본금	58	59	59	110	112
자본잉여금	417	421	421	525	610
기타자본구성요소	3	3	5	-15	4
자기주식			0	-19	0
이익잉여금	451	496	551	613	849
비자본주주지분			0	43	60
자본총계	929	980	1,038	1,274	1,635
부채와자본총계	1,246	1,245	1,314	1,551	2,099

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
영업활동현금흐름	-95	-53	151	50	-190
당기순이익(순실)	131	45	56	61	256
비현금성항목등	44	40	55	56	58
유형자산감가상각비	15	19	22	24	25
무형자산상각비	5	3	4	6	10
기타	24	19	28	21	-2
운전자본감소(증가)	-270	-114	48	-53	-477
매출채권및기타채권의 감소증가)	-8	-102	-23	-16	104
재고자산감소(증가)	-212	10	9	24	-366
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-19	-38	65	-47	28
기타	-48	-187	-2	-14	-242
법인세납부	-25	-8	-14	-27	
투자활동현금흐름	-132	-22	-15	36	-187
금융자산감소(증가)	-39	30	24	99	-186
유형자산감소(증가)	-89	-55	-26	-21	0
무형자산감소(증가)	-4	0	-11	-5	-5
기타	1	11	-3	-37	3
재무활동현금흐름	256	25	-67	-22	242
단기금융부채증가(감소)	-67	18	0	-11	-85
장기금융부채증가(감소)	60		0	0	287
자본의증가(감소)	262	3	0	-8	47
배당금의 지급			0	0	-11
기타	3	15	-3	-2	3
현금의 증가(감소)	29	-49	70	62	-127
기초현금	248	277	228	298	360
기말현금	277	228	298	360	233
FCF	-195	N/A(IFRS)	111	6	-179

자료 : RFHIC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	642	497	612	621	1,081
매출원가	370	335	402	410	627
매출총이익	272	162	211	210	454
매출총이익률 (%)	42.4	32.6	34.4	33.9	42.0
판매비와관리비	121	132	156	129	183
영업이익	151	30	55	81	271
영업이익률 (%)	23.6	6.1	8.9	13.0	25.1
비영업손익	7	15	4	-15	19
순금융비용	-3	-2	-1	-2	-2
외환관련손익	-2	3	-3	-7	11
관계기업투자등 관련손익			0	0	0
세전계속사업이익	158	46	58	66	290
세전계속사업이익률 (%)	24.7	9.2	9.6	10.6	26.8
계속사업법인세	27	1	3	4	34
계속사업이익	131	45	56	61	256
중단사업이익			0	0	0
*법인세효과			0	0	0
당기순이익	131	45	56	61	256
순이익률 (%)	20.5	9.0	9.1	9.9	23.7
지배주주	131	45	56	61	251
지배주주구속 순이익률(%)	2048	8.96	9.09	9.89	23.19
비지배주주			0	0	5
총포괄이익	131	47	57	57	257
지배주주	131	47	57	57	252
비지배주주			0	0	5
EBITDA	171	52	81	111	306

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
성장성 (%)					
매출액	-16.8	N/A(IFRS)	23.2	1.4	74.2
영업이익	-28.7	N/A(IFRS)	79.9	47.7	235.6
세전계속사업이익	-28.0	N/A(IFRS)	27.7	12.2	342.2
EBITDA	-25.2	N/A(IFRS)	55.4	36.7	176.7
EPS(계속사업)	-28.6	N/A(IFRS)	24.5	9.6	115.1
수익성 (%)					
ROE	180	N/A(IFRS)	5.5	5.4	17.9
ROA	124	N/A(IFRS)	4.4	4.3	14.0
EBITDA/마진	26.7	10.5	13.2	17.8	28.3
안정성 (%)					
유동비율	430.0	376.9	354.0	430.3	7714
부채비율	34.1	27.0	26.6	21.7	28.3
순차입금/자기자본	-174	-6.2	-16.0	-16.2	-5.9
EBITDA/이자비용(배)	64.5	20.5	26.3	37.2	94.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	658	205	474	520	1,118
BPS	4,293	4,493	8,847	5,587	7,018
CFPS	758	304	697	772	1,273
주당 현금배당금			0	50	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		59.5	21.9	33.0	26.0
PER(최저)		46.6	20.5	14.8	14.4
PBR(최고)		2.7	1.2	3.1	4.1
PBR(최저)		2.1	1.1	1.4	2.3
PCR		32.5	14.3	21.8	19.3
EV/EBITDA(최고)		-0.9	22	-0.3	32.8
EV/EBITDA(최저)		-0.9	1.5	-0.4	11.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두
nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	71 억원
발행주식수	1,417 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,323 억원
주요주주	
오증간(외8)	24.73%
라이트론 자사주	7.77%
외국인지분율	0.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/14)	9,070 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	12,550 원
52주 최저가	7,070 원
60일 평균 거래대금	99 억원

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

라이트론 (069540/KQ | Not Rated)

미래 먹거리 확보를 위한 사업 재편

- 광트랜시버 모듈 및 OSA 등 광통신용 모듈 전문 업체
- 지난해 유통사업부문 영업 정지 결정 통해 외형 축소 및 영업적자 기록
- 올해 5G 통신장비에 대한 투자 본격화되면 광모듈 사업부문 매출 큰 폭 상승 기대
- 지난해 2 월 액체수소 연구개발 전문기업 메타비스타 지분 인수
- 액화수소 보관/운송 기술 상용화 시 수소 활용폭 기하급수적으로 늘어날 수 있어

광통신용 모듈 전문 업체

라이트론은 광트랜시버 모듈 및 OSA(Optical Sub-Assembly) 등 광통신용 모듈 전문 업체이다. 지난해 매출액 약 384 억원(YoY -53.3%), 영업손실 약 -33 억원(적자전환), 순손실 약 -129 억원(적자지속)의 잠정실적을 기록했다. 그 동안 영위하던 샤오미/애플 제품 및 기타 상품 유통 사업 영업 정지 결정으로 인해 큰 폭으로 외형이 축소되었고, 중단사업 손실 및 이자비용 증가로 인하여 영업적자를 기록하였다.

5G 모멘텀 맞은 광모듈 사업부문

지난해 4 분기부터 시작된 국내 5G 통신장비 투자는 올해 좀더 본격화 될 것으로 판단된다. 특히 5G 상용화 및 커버리지 확대를 위한 본격적인 투자를 앞두고 있는 상황에서 이미 2 월 기준 누적 수주액이 약 200 억원을 넘어선 것을 감안한다면, 올해 광모듈 사업부문은 큰 폭의 외형 성장이 가능할 것으로 판단된다. 북미 지역 주요 고객사의 발주도 점점 회복세를 보일 것으로 예상된다.

미래 먹거리, 액화수소 사업

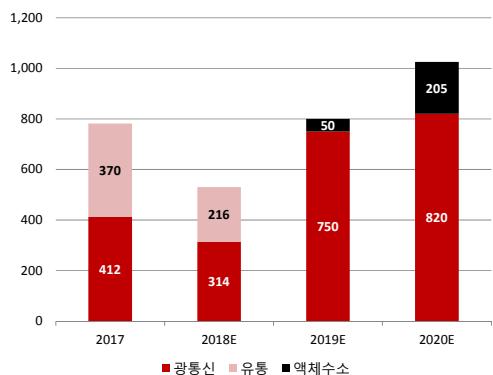
지난해 2 월, 액체수소 연구개발 전문기업 메타비스타의 지분 약 15%를 인수했으며, 현재는 약 33%의 지분을 보유 중이다. 수소경제 바람이 불고 있는 우리나라를 중심으로 액화수소에 대한 필요성은 더 커질 것으로 예상된다. 특히 수소는 기화점이 매우 낮아 많은 양의 수소를 보관/운송하기 힘들다는 단점이 있었는데, 메타비스타가 연구/개발 중인 액화수소 보관/운송 기술이 상용화되면 수소의 활용폭은 기하급수적으로 늘어날 가능성이 높다. 현재 다양한 분야에 적용을 위한 연구가 지속되고 있어 꾸준한 관심이 필요해 보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	440	437	517	297	415	823
yoY	%	17.2	-0.7	18.2	-42.6	39.8	98.4
영업이익	억원	37	16	25	-50	6	1
yoY	%	-6.6	-56.4	55.0	적전	흑전	-78.5
EBITDA	억원	48	30	42	-34	21	16
세전이익	억원	41	20	34	-46	12	-34
순이익(자배주주)	억원	53	25	32	-44	6	-31
영업이익률%	%	8.5	3.7	4.9	-17.0	1.4	0.2
EBITDA%	%	10.9	6.9	8.0	-11.3	5.0	2.0
순이익률	%	12.1	5.7	6.2	-14.8	1.3	-3.7
EPS	원	842	402	511	-693	91	-412
PER	배	4.1	8.7	8.0	N/A	76.1	N/A
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.8	1.2	0.9
EV/EBITDA	배	3.5	6.8	3.6	N/A	25.4	33.4
ROE	%	17.0	7.3	8.5	-11.6	1.5	-7.4
순차입금	억원	-48	-17	-107	-61	22	143
부채비율	%	43.3	43.8	36.0	27.6	46.8	83.9

라이트론 사업 부문별 매출 전망

(단위 : 억원)



자료 : 라이트론, SK 증권

드론 충전용 소형 액화기



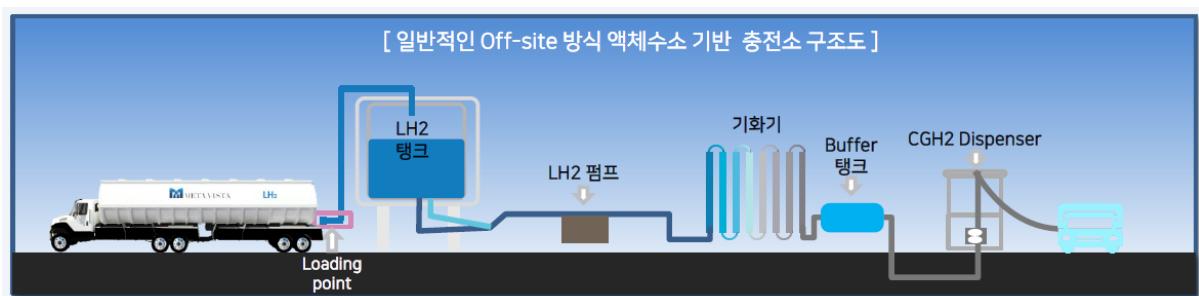
자료 : 라이트론, SK 증권

기체 수소 vs 액체수소

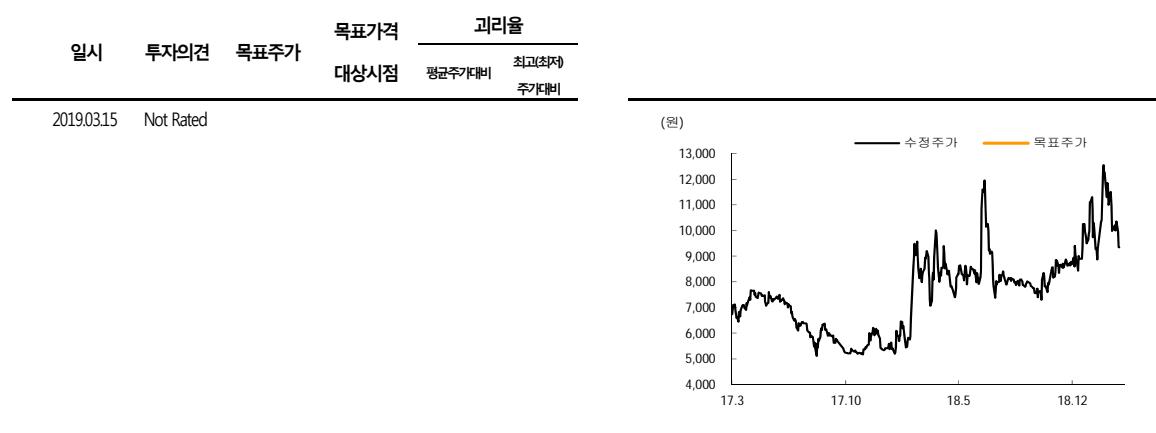


자료 : 라이트론, SK 증권

Off-Site 방식 액체수소 기반 충전소 구조도



자료 : 라이트론, 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	증립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	360	383	305	412	495
현금및현금성자산	29	85	40	51	43
매출채권및기타채권	130	38	51	141	139
재고자산	153	166	141	151	134
비유동자산	162	159	154	197	260
장기금융자산	12	10	11	57	73
유형자산	125	125	118	114	113
무형자산	5	5	4	7	5
자산총계	522	542	459	609	755
유동부채	112	108	50	163	317
단기금융부채	38	61	31	99	270
매입채무 및 기타채무	67	38	12	51	39
단기충당부채					
비유동부채	47	36	49	31	28
장기금융부채	20	4	19	2	5
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	159	144	99	194	344
지배주주지분	362	398	358	415	410
자본금	32	32	32	36	37
자본잉여금	121	121	121	170	201
기타자본구성요소	-11	-11	-11	-11	-22
자기주식	-11	-11	-11	-11	-22
이익잉여금	224	258	217	223	200
비자본주주지분	1	1	1	0	1
자본총계	363	399	359	415	410
부채와자본총계	522	542	459	609	755

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	-8	106	-36	-72	19
당기순이익(순실)	25	32	-44	5	-30
비현금성항목등	12	28	21	29	60
유형자산감가상각비	13	16	16	14	14
무형자산상각비	1	1	1	0	1
기타	-2	12	4	14	45
운전자본감소(증가)	-47	44	-14	-110	-13
매출채권및기타채권의 감소증가)	-32	92	-12	-89	-5
재고자산감소(증가)	-17	-13	25	-10	16
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-1	-21	-27	33	-7
기타	-61	170	-24	-222	-27
법인세납부	-1	0	-1	-1	0
투자활동현금흐름	-8	-57	8	-20	-208
금융자산감소(증가)	9	-41	17	-9	-143
유형자산감소(증가)	-17	-15	-9	-8	-16
무형자산감소(증가)	-1	0	0	-3	-1
기타	0				48
재무활동현금흐름	4	6	-18	105	184
단기금융부채증가(감소)	-15	8	-32	42	-29
장기금융부채증가(감소)	20		16	15	223
자본의증가(감소)				50	10
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)	-13	57	-45	11	-8
기초현금	42	29	85	40	51
기말현금	29	85	40	51	43
FCF	-41	71	-51	-95	-92

자료 : 라이트론, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	437	517	297	415	823
매출원가	384	422	277	340	714
매출총이익	54	95	20	75	110
매출총이익률 (%)	12.3	18.3	6.7	18.1	13.3
판매비와관리비	37	69	70	69	108
영업이익	16	25	-50	6	1
영업이익률 (%)	3.7	4.9	-17.0	1.4	0.2
비영업손익	4	9	4	6	-35
순금융비용	-1	-1	-1	-1	23
외환관련손익	-1	2	1	2	3
관계기업투자등 관련손익					1
세전계속사업이익	20	34	-46	12	-34
세전계속사업이익률 (%)	4.6	6.7	-15.6	2.8	-41
계속사업법인세	-5	2	-2	7	-3
계속사업이익	25	32	-44	5	-30
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	25	32	-44	5	-30
순이익률 (%)	5.7	6.2	-14.8	1.3	-3.7
지배주주	25	32	-44	6	-31
지배주주구속 순이익률(%)	5.81	6.24	-14.74	1.43	-3.72
비지배주주	-1	0	0	-1	0
총포괄이익	25	36	-39	2	-27
지배주주	25	36	-39	3	-27
비지배주주	-1	0	0	-1	0
EBITDA	30	42	-34	21	16

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	-0.7	18.2	-42.6	39.8	98.4
영업이익	-56.4	55.0	적전	흑전	-78.5
세전계속사업이익	-51.1	71.9	적전	흑전	적전
EBITDA	-37.1	37.5	적전	흑전	-21.1
EPS(계속사업)	-52.2	26.9	적전	흑전	적전
수익성 (%)					
ROE	7.3	8.5	-11.6	1.5	-7.4
ROA	4.9	6.1	-8.8	1.0	-4.5
EBITDA/마진	6.9	8.0	-11.3	5.0	2.0
안정성 (%)					
유동비율	321.5	356.4	608.9	252.1	156.3
부채비율	43.8	36.0	27.6	46.8	83.9
순차입금/자기자본	-4.7	-26.8	-16.9	5.4	34.8
EBITDA/이자비용(배)	21.3	22.6	-23.8	12.3	0.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	402	511	-693	91	-412
BPS	5,909	6,471	5,848	5,938	5,786
CFPS	622	768	-425	318	-210
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.5	12.5	N/A	119.5	N/A
PER(최저)	8.2	6.7	N/A	43.2	N/A
PBR(최고)	1.1	1.0	0.9	1.8	1.3
PBR(최저)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9
PCR	5.6	53	-11.3	21.8	-25.7
EV/EBITDA(최고)	134	7.9	-9.5	36.1	45.0
EV/EBITDA(최저)	7.2	3.4	-6.0	14.7	33.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	25 억원
발행주식수	5,891 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	1,290 억원
주요주주	
정종민(외2)	37.68%
스톤브릿지벤처스(외1)	8.16%
외국인지분율	0.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/14)	2,150 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.42
52주 최고가	2,935 원
52주 최저가	1,715 원
60일 평균 거래대금	27 억원

이보고서는

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

에치에프알 (230240/KQ | Not Rated)

해외 시장 개척에 나선 우리나라 터줏대감

- 지난해 11 월 스팩합병을 통해 상장한 유/무선 네트워크 장비 전문 업체
- 국내 이동통신 3 사 모두 고객사로 확보, 올해부터 해외 고객사 확충
- 합병상장 비용으로 인한 일시적 순이익 감소, 올해 해외 중심 실적 성장 예상
- 우리나라 3 월 말 기점으로 5G 커버리지 확대 위한 투자 본격화 예상
- 4G 보완투자 이뤄지고 있는 북미 지역 중심 프론트홀 수주 증가

스팩합병 통해 상장한 유/무선 네트워크 장비 전문 업체

에치에프알은 지난해 11 월 스팩합병을 통해 상장한 유/무선 네트워크 장비 전문 업체이다. 2000년 SK 텔레콤으로부터 Spin-off 하여 설립되었으며, 프론트홀 장비 및 RF 중계기/WiFi AP 등을 주력으로 하고 있다. 국내 이동통신 3사를 모두 고객사로 확보 중이며, 올해부터 본격적으로 해외 시장 진출을 추진 중이다. 지난해 매출액 약 1,357 억원(YoY 3.8%), 영업이익 약 31 억원(YoY +8.2%), 순이익 약 9 억원(YoY -69.7%)의 잠정실적을 기록했다. 합병상장으로 인한 상장 비용이 발생하며 순이익이 감소했지만, 올해부터는 해외시장 중심의 실적 성장이 기대된다.

5G 프론트홀 투자 증가 + 해외 시장으로 영역 확대

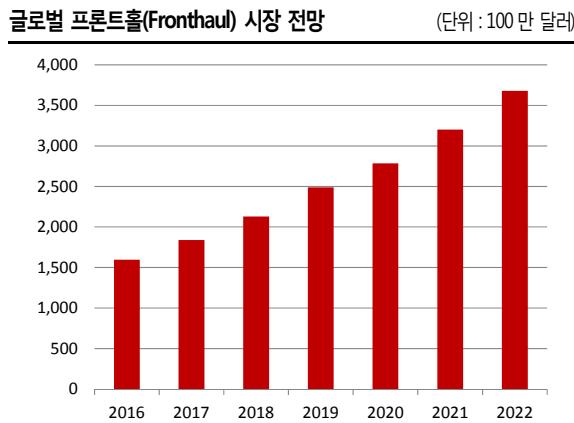
국내 이동통신 3사의 5G 커버리지 확대를 위한 투자는 올해 2 분기부터 본격화될 전망이다. 일부 기자국 장비 도입 과정에서 논란이 있었지만, 3 월 말을 기점으로 글로벌 통신장비 업체로부터의 장비 수급이 원활해질 것으로 예상되기 때문이다. 이 경우 5G 전용 단말기 출시 등과 더불어 프론트홀 구축을 위한 투자가 함께 진행될 것으로 판단됨에 따라 동사의 수혜가 기대된다. 더불어 4G 보완투자가 이뤄지고 있는 북미지역을 중심으로 4G 용 프론트홀 수주도 늘어나고 있기 때문에 올해부터 해외 시장으로의 매출 영역이 확대 될 것으로 예상된다.

액면 병합 결정, 유통주식수 축소

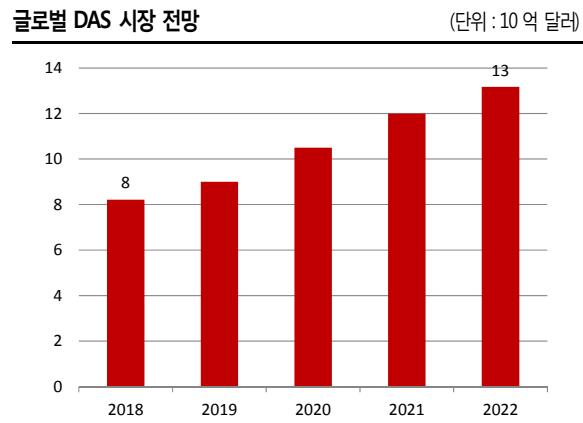
지난 5 일 공시를 통해 1 주당 액면가를 100 원에서 500 원으로 변경하는 주식병합을 결정했다. 유통주식수 축소를 통한 주가 안정화 및 주주가치 제고 목적으로 판단된다. 오는 4 월 30 일부터 5 월 16 일까지 거래정지 기간을 거쳐 5 월 17 일 신주 상장 예정이다.

영업실적 및 투자지표

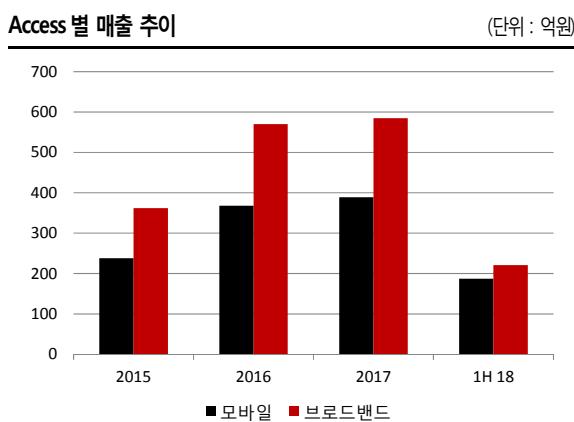
구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	942	551	441	601	939	974
yoY	%	N/A(IFRS)	-41.5	-20.1	36.4	56.3	3.7
영업이익	억원	111	30	19	18	58	31
yoY	%	N/A(IFRS)	-73.2	-35.3	-7.4	227.4	-47.2
EBITDA	억원	124	42	33	34	81	51
세전이익	억원	94	-34	-11	18	51	30
순이익(자배주주)	억원	79	-36	-7	41	46	39
영업이익률%	%	11.8	5.4	4.4	3.0	6.2	3.2
EBITDA%	%	13.2	7.5	7.6	5.7	8.7	5.3
순이익률	%	8.4	-6.6	-1.7	6.9	4.9	4.0
EPS	원	158	-73	-15	82	91	76
PER	배				26.0	22.8	27.4
PBR	배				2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	3.3	4.0	2.9	5.1
ROE	%	N/A(IFRS)	-9.3	-2.1	10.8	10.9	8.2
순차입금	억원	-3	-90	110	-27	74	100
부채비율	%	87.7	106.1	84.9	86.2	95.9	85.7



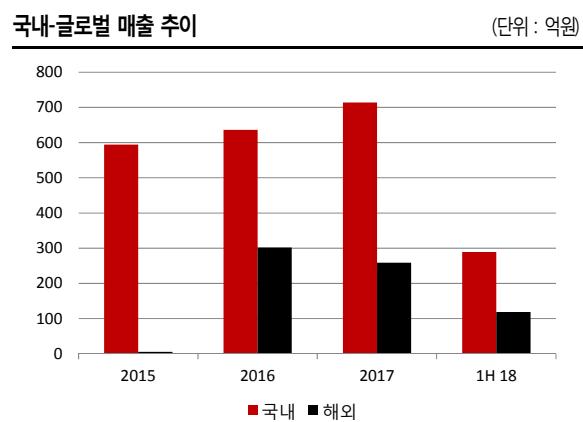
자료 : SNS Research, 에치에프알, SK 증권



자료 : Market and Market, 에치에프알, SK 증권

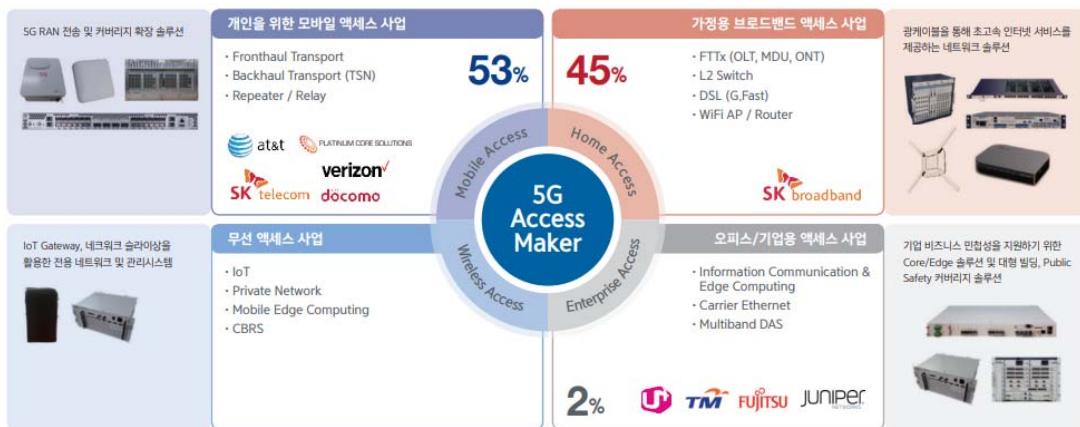


자료 : 에치에프알, SK 증권

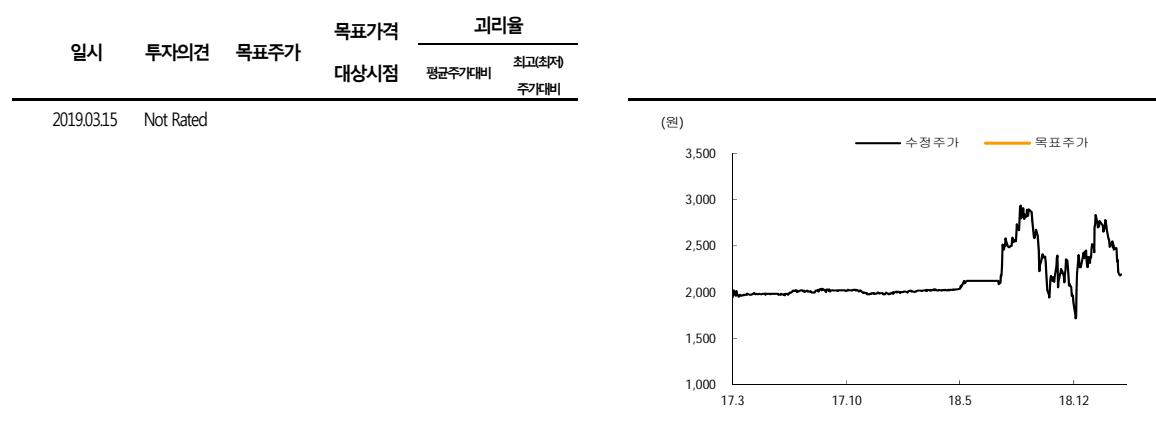


자료 : 에치에프알, SK 증권

에치에프알 주요 제품 및 고객사



자료 : 에치에프알, 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	증립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	492	383	535	632	661
현금및현금성자산	156	33	192	72	13
매출채권및기타채권	247	249	255	418	443
재고자산	52	67	61	112	140
비유동자산	269	285	216	248	271
장기금융자산	20	19	34	24	43
유형자산	43	37	35	33	33
무형자산	34	81	100	86	86
자산총계	761	668	751	881	931
유동부채	334	251	269	393	364
단기금융부채	60	143	134	169	140
매입채무 및 기타채무	262	96	122	210	202
비유동부채	58	55	78	38	66
장기금융부채	36	30	50		20
부채총계	392	307	348	431	430
지배주주지분	369	361	403	450	502
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	21	21	21	21	25
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금	324	316	358	404	439
비자본주주지분					
자본총계	369	361	403	450	502
부채와자본총계	761	668	751	881	931

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	137	-147	62	-21	-18
당기순이익(순실)	-36	-7	41	46	39
비현금성항목등	81	45	4	54	8
유형자산감가상각비	7	7	7	7	6
무형자산상각비	5	7	9	16	15
기타	69	30	-12	31	-12
운전자본감소(증가)	96	-185	14	-117	-61
매출채권및기타채권의 감소증가)	28	-1	-6	-151	-29
재고자산감소(증가)	44	-16	0	-62	-30
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	36	-166	26	100	-8
기타	44	-4	-17	-305	-51
법인세납부	-5		-1	-3	-2
투자활동현금흐름	-72	-54	87	-86	-32
금융자산감소(증가)	-32	-2	-3	-5	-4
유형자산감소(증가)	-4	-2	-7	-7	-5
무형자산감소(증가)	-17	-48	-28	-14	-14
기타	3	1	6	5	1
재무활동현금흐름	-1	77	12	-15	-8
단기금융부채증가(감소)	-33	63	-53		
장기금융부채증가(감소)	36	14	64	-15	-5
자본의증가(감소)					
배당금의 지급	4				3
기타			1		
현금의 증가(감소)	63	-123	160	-120	-59
기초현금	92	156	33	192	72
기말현금	156	33	192	72	13
FCF	112	-207	45	-53	-15

자료 : 에치에프알 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	551	441	601	939	974
매출원가	461	353	514	777	854
매출총이익	90	87	87	162	120
매출총이익률 (%)	16.4	19.8	14.4	17.3	12.3
판매비와관리비	60	68	69	104	89
영업이익	30	19	18	58	31
영업이익률 (%)	5.4	4.4	3.0	6.2	3.2
비영업순익	-64	-30	0	-8	-1
순금융비용	-3	-2	-2	0	1
외환관련손익	0	0	0	15	-22
관계기업투자등 관련손익	-66	-28	-2	-3	-3
세전계속사업이익	-34	-11	18	51	30
세전계속사업이익률 (%)	-6.2	-2.4	2.9	5.4	3.1
계속사업법인세	2	-3	-24	5	-9
계속사업이익	-36	-7	41	46	39
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-36	-7	41	46	39
순이익률 (%)	-6.6	-1.7	6.9	4.9	4.0
지배주주	-36	-7	41	46	39
지배주주구속 순이익률(%)	-6.58	-1.7	6.89	4.93	3.99
비지배주주					
총포괄이익	-36	-8	42	46	50
지배주주	-36	-8	42	46	50
비지배주주					
EBITDA	42	33	34	81	51

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	-41.5	-20.1	36.4	56.3	3.7
영업이익	-73.2	-35.3	-7.4	227.4	-47.2
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	188.4	-41.2
EBITDA	-66.6	-194	1.6	139.2	-36.9
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	11.2	-16.2
수익성 (%)					
ROE	-9.3	-21	10.8	10.9	8.2
ROA	-4.7	-11	5.8	5.7	4.3
EBITDA/마진	7.5	7.6	5.7	8.7	5.3
안정성 (%)					
유동비율	147.3	152.7	198.7	161.0	181.4
부채비율	106.1	84.9	86.2	95.9	85.7
순차입금/자기자본	-24.3	30.4	-6.7	16.4	20.0
EBITDA/이자비용(배)	12.2	8.5	6.3	25.6	14.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-73	-15	82	91	76
BPS	738	722	792	883	975
CFPS	-49	13	114	136	116
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)			26.3	24.9	28.0
PER(최저)			25.6	22.4	26.3
PBR(최고)			2.7	2.6	2.2
PBR(최저)			2.6	2.3	2.1
PCR			18.7	15.3	18.0
EV/EBITDA(최고)	-1.7	4.0	4.9	3.5	6.0
EV/EBITDA(최저)	-1.7	4.0	4.7	3.2	5.8

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	158 억원
발행주식수	2,996 만주
자사주	237 만주
액면가	500 원
시가총액	1,965 억원
주요주주	
다산인베스트(외5)	26.76%
다산네트웍스 자사주	79.1%
외국인지분율	3.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/14)	6,340 원
KOSDAQ	755.42 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	7,700 원
52주 최저가	5,400 원
60일 평균 거래대금	23 억원

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

다산네트웍스 (039560/KQ | Not Rated)

글로벌 시장 영역 확대 중

- 유/무선 네트워크 솔루션 개발 및 서비스 공급 전문 업체
- 초저지연 TSN 스위치 장비 기술은 가장 앞서있는 것으로 평가
- 지난해 독일 장비회사 인수자금 반영 등 일부 1 회성 비용 반영되며 순손실 기록
- 미국 자회사 다산존솔루션즈의 성장과 더불어 올해 실적 Turn-around 예상
- 올해 해외 국가들의 5G 통신서비스 구축 순차적으로 예정되어 있기 때문

초저지연 스위치의 중요성

다산네트웍스는 네트워크 솔루션 개발 및 서비스 공급 전문 업체로, 유/무선 통신망의 가입자로부터 집선망(Backbone)까지의 제품/솔루션을 주력으로 하고 있다. 특히 5G 통신서비스 초저지연 TSN(Time Sensitive Networking) 스위치 장비 기술은 국내 통신 장비 업체들 중 가장 앞선 것으로 평가 받고 있다. 5G 통신서비스를 활용한 스마트시티/스마트팩토리/자율주행차 등이 도입될 경우 신뢰성/안전성이 크게 부각될 가능성이 높은데, 이 경우 초저지연 스위치의 중요성이 강조될 가능성이 높다는 점에서 동사의 수혜가 기대된다. 지난해 매출액 약 3,399 억원(YoY +10.8%), 영업이익 약 120 억원(흑자전환), 순손실 약 -209 억원(적자확대)의 잠정실적을 기록했다. 주요 연결자회사인 다산존솔루션즈(DZS)의 매출 증가와 함께 매출/영업이익의 성장이 있었지만, 독일 장비회사 Keymile 인수자금 반영 및 일부 지분법평가 손실 등 1 회성 비용이 반영되며 순손실을 기록했다.

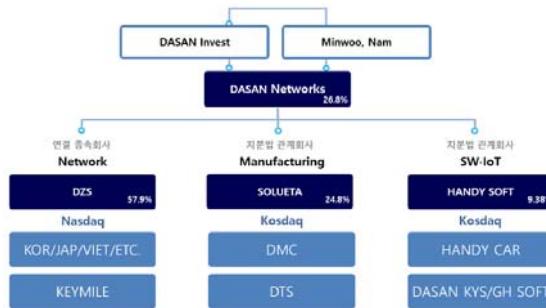
시장 영역의 확대는 긍정적

미국 자회사 다산존솔루션즈(DZS)의 성장세에 주목해 본다. 미국/일본/유럽 등 해외 국가들의 5G 통신서비스 구축을 위한 투자가 올해부터 순차적으로 예정되어 있기 때문이다. 따라서 추가적인 장비회사 인수 등을 통해 시장 영역을 확대해 나가고 있다는 점은 매우 긍정적이다. 지난해 인수한 독일의 Keymile社는 유럽과 남미 지역에서 탄탄한 입지를 갖추고 있는 통신장비 업체로, 올해 약 600 억원 수준의 외형 성장 효과를 가져다 줄 것으로 기대된다.

영업실적 및 투자지표

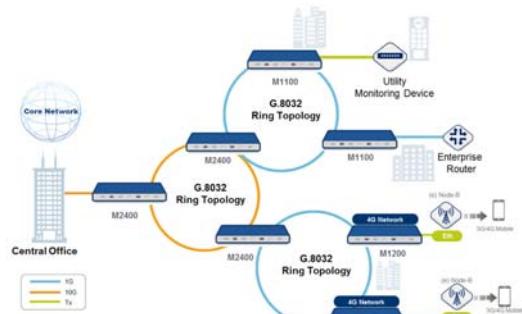
구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	1,339	1,427	1,640	1,640	1,640	1,640
yoY	%	-7.1	6.5	14.9	0.0	0.0	0.0
영업이익	억원	60	57	24	24	24	24
yoY	%	453.2	-4.1	-58.7	0.0	0.0	0.0
EBITDA	억원	123	101	65	63	59	55
세전이익	억원	-115	42	-29	-42	-39	-36
순이익(자배주주)	억원	-99	14	-27	-32	-29	-27
영업이익률%	%	4.5	4.0	1.5	1.5	1.5	1.5
EBITDA%	%	9.2	7.1	3.9	3.9	3.6	3.4
순이익률	%	-8.6	2.3	-1.7	-1.9	-1.8	-1.6
EPS	원	-432	55	-148	-172	-160	-147
PER	배	N/A	100.2	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	6.9	10.9	24.4	24.6	28.6	34.2
ROE	%	-7.1	1.0	-2.0	-2.4	-2.3	-2.2
순차입금	억원	-13	60	364	306	246	187
부채비율	%	59.5	74.1	93.8	99.2	104.5	110.0

다산그룹 구조도



자료 : 다산네트웍스, SK 증권

이더넷 스위칭 네트워크 구성도



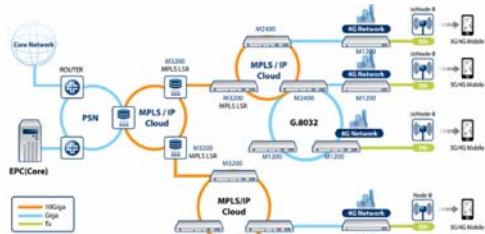
자료 : 다산종솔루션즈 SK증권

다산존솔루션즈 인수 이후 글로벌 M/S 상승



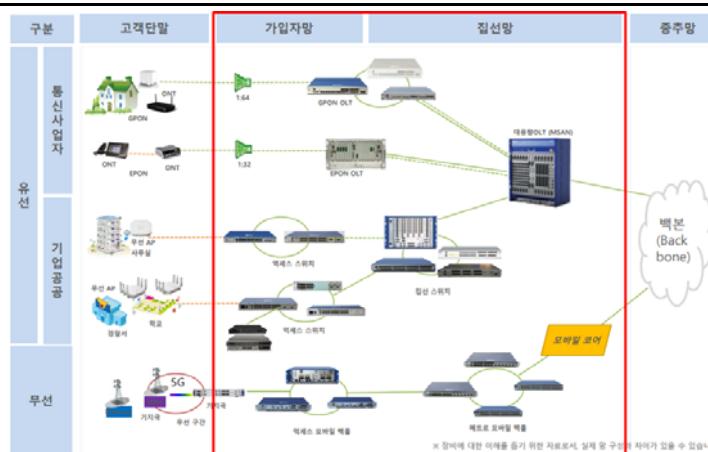
자료 : 다산네트웍스, SK 증권

모바일 백홀(Backhaul) 네트워크 구성도

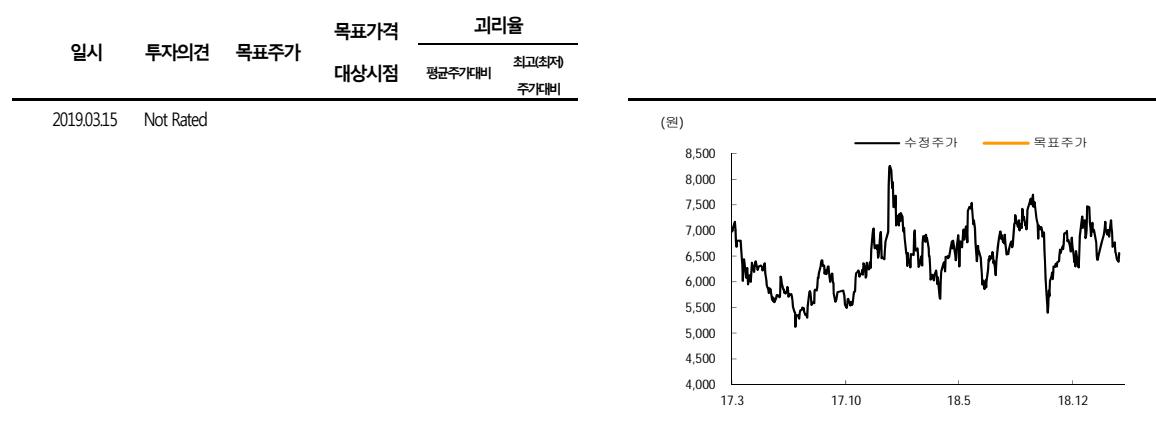


자료 : 다사존속로션즈 SK증권

다산네트웍스 주요 사업 영역



자료 : 다산네트웍스, 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 (2019년 3월 15일 기준)

매수	89.76%	증립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,265	1,442	1,499	1,560	1,619
현금및현금성자산	262	107	165	226	285
매출채권및기타채권	472	802	802	802	802
재고자산	193	208	208	208	208
비유동자산	1,146	1,148	1,089	1,027	969
장기금융자산	155	173	173	173	173
유형자산	424	431	396	366	339
무형자산	135	119	119	120	120
자산총계	2,410	2,590	2,589	2,587	2,588
유동부채	706	990	990	990	990
단기금융부채	412	535	535	535	535
매입채무 및 기타채무	198	279	279	279	279
단기충당부채	6	7	7	7	7
비유동부채	320	263	299	332	365
장기금융부채	228	243	243	243	243
장기매입채무 및 기타채무	3	4	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,026	1,253	1,289	1,322	1,356
지배주주지분	1,367	1,334	1,297	1,262	1,229
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	1,094	1,094	1,094	1,094	1,094
기타자본구성요소	-53	-53	-53	-53	-53
자기주식	-53	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	205	177	145	115	88
비자본주주지분	18	3	3	3	4
자본총계	1,385	1,337	1,300	1,265	1,232
부채와자본총계	2,410	2,590	2,589	2,587	2,588

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	-42	-69	69	68	64
당기순이익(순실)	32	-27	-31	-29	-27
비현금성항목등	87	69	95	88	82
유형자산감가상각비	38	36	35	31	27
무형자산상각비	6	4	5	5	5
기타	23	21	15	15	15
운전자본감소(증가)	-148	-111	-5	0	0
매출채권및기타채권의 감소증가)	-182	-222	0	0	0
재고자산감소(증가)	-26	-12	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	76	61	0	0	0
기타	-16	63	-5	0	0
법인세납부	-12	0	10	9	9
투자활동현금흐름	-72	-142	16	19	22
금융자산감소(증가)	-35	-107	0	0	0
유형자산감소(증가)	-28	-50	0	0	0
무형자산감소(증가)	-15	-5	-5	-5	-5
기타	6	20	21	24	27
재무활동현금흐름	230	84	-27	-27	-27
단기금융부채증가(감소)	263	110	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-6	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-4	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-23	-25	-27	-27	-27
현금의 증가(감소)	117	-155	58	60	59
기초현금	145	262	107	165	226
기말현금	262	107	165	226	285
FCF	-57	-260	48	48	44

자료 : 다산네트웍스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,427	1,640	1,640	1,640	1,640
매출원가	944	1,150	1,150	1,150	1,150
매출총이익	483	490	490	490	490
매출총이익률 (%)	33.9	29.9	29.9	29.9	29.9
판매비와관리비	426	466	466	466	466
영업이익	57	24	24	24	24
영업이익률 (%)	4.0	1.5	1.5	1.5	1.5
비영업순익	-15	-53	-65	-62	-59
순금융비용	-4	-1	6	3	0
외환관련손익	10	11	-13	-13	-13
관계기업투자등 관련손익	-12	-32	-32	-32	-32
세전계속사업이익	42	-29	-42	-39	-36
세전계속사업이익률 (%)	3.0	-18	-25	-24	-22
계속사업법인세	14	-2	-10	-9	-9
계속사업이익	29	-27	-31	-29	-27
중단사업이익	4	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	32	-27	-31	-29	-27
순이익률 (%)	2.3	-1.7	-1.9	-1.8	-1.6
지배주주	14	-27	-32	-29	-27
지배주주구속 순이익률(%)	0.96	-1.67	-1.93	-1.8	-1.66
비지배주주	19	0	0	0	0
총포괄이익	49	-33	-37	-35	-32
지배주주	30	-33	-37	-35	-33
비지배주주	19	0	0	0	0
EBITDA	101	65	63	59	55

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	6.5	14.9	0.0	0.0	0.0
영업이익	-4.1	-58.7	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA	-18.3	-35.9	-22	-6.8	-6.4
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	10	-20	-24	-23	-22
ROA	14	-11	-12	-11	-10
EBITDA/마진	7.1	3.9	3.9	3.6	3.4
안정성 (%)					
유동비율	179.2	145.6	151.4	157.5	163.5
부채비율	74.1	93.8	99.2	104.5	110.0
순차입금/자기자본	4.3	27.2	23.6	19.4	15.2
EBITDA/이자비용(배)	4.2	2.7	2.4	2.2	2.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	55	-148	-172	-160	-147
BPS	7,399	7,220	7,018	6,828	6,651
CFPS	309	73	42	30	23
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	131.2	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	80.3	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1
PBR(최저)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
PCR	17.7	89.3	148.8	216.2	298.3
EV/EBITDA(최고)	14.0	30.7	28.8	33.1	34.2
EV/EBITDA(최저)	8.9	20.3	21.2	23.9	3.6

memo
