

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	369 억원
발행주식수	7,374 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,197 억원
주요주주	
설윤석(외)	26.84%
티에프오인더스트리	14.56%
외국인지분률	3.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/03/28)	4,050 원
KOSDAQ	719.72 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	7,590 원
52주 최저가	4,335 원
60일 평균 거래대금	82 억원

이 보고서는

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

대한광통신 (010170/KQ | 중립(하향) | T.P 4,500 원(하향))

광섬유 단가 하락으로 인한 충격, 올해 안정화 될 것

- 지난해 4분기 기점으로 글로벌 광섬유 판매 단가 급락, 최근 급락세 진정 국면
- 광섬유 생산량 급증한 중국, 재고 덤핑(Dumping) 나선 것으로 풀이
- 지난해 공장 증설 과정에서 발생한 수출 저하 문제는 올해 1분기 중 모두 해소
- 광케이블 판매 비중 높으면서 외형은 성장, 광섬유 단가 급락으로 이익은 감익 예상
- 중국 광섬유 재고 소진+수요 회복 기대, 내년부터 다시 실적 회복 전망

재고 물량 출회에 따른 광섬유 판매단가 하락, 1분기부터 진정국면 진입

지난해 4분기를 기점으로 글로벌 광섬유 판매 단가가 급락했다. 광섬유 생산량을 크게 늘렸던 중국 기업들이 5G 관련 투자가 지연되면서 재고 덤핑(Dumping)에 나선 것으로 풀이된다. 하지만 올해는 광섬유 판매 단가 급락세가 마무리되고 안정화될 것으로 판단한다. ① 중국 3대 통신사업자의 광섬유 입찰이 재개되고, ② 중국 정부 차원에서 중소형 도시 개발(스마트 시티 등) 프로젝트가 추진되며, ③ 단가 급락에 따른 중국 내 군소 광섬유 생산 업체들의 구조조정이 활발히 진행될 가능성이 높기 때문이다.

불가피한 감익, 그렇지만 외형 성장은 지속

투자 의견 중립, 목표주가는 4,500 원으로 하향 조정한다. 지난해 공장 증설 과정에서 발생한 수출 저하 문제는 모두 해소되었지만, 글로벌 광섬유 판매 단가 급락의 영향으로 올해는 감익이 예상되기 때문이다. 목표주가 4,500 원은 올해 예상 EPS 기준 P/E 약 25 배수준으로, 중국 YOFC를 비롯한 Peer Group P/E가 약 24 배 수준에서 형성되어 있음을 감안하면 적절한 수준인 것으로 판단한다. 반면 외형 성장세는 유지할 수 있을 것으로 판단한다. 올해 하반기부터는 공장 증설 이후 수출 회복과 더불어 광섬유 생산량 증가가 기대되고, 범용 광섬유의 직접 판매보다 단가가 높은 광케이블 판매 비중이 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 앞서 언급한 바와 같이 올해는 광섬유 판매 단가 급락도 마무리되고 안정화 국면에 진입할 것으로 판단되기 때문에 감익은 올해 1회에 그칠 가능성이 높다. 단기적으로는 중국의 광섬유 재고 소진 및 수요 회복이 기대되고, 중장기적으로는 5G 통신서비스 실현을 위한 광통신망 투자가 지속될 것으로 예상됨에 따라 내년부터는 다시 점진적인 실적 회복세를 보일 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	억원	1,165	1,397	1,672	1,976	2,454
yoy	%	6.9	19.9	19.7	18.2	24.2
영업이익	억원	-15	150	155	128	167
yoy	%	적지	흑전	3.2	-17.1	29.9
EBITDA	억원	57	197	204	213	241
세전이익	억원	-151	132	130	118	161
순이익(지배주주)	억원	-126	133	215	121	158
영업이익률%	%	-1.3	10.8	9.3	6.5	6.8
EBITDA%	%	4.9	14.1	12.2	10.8	9.8
순이익률	%	-10.8	9.5	12.7	6.0	6.4
EPS	원	-255	255	312	164	215
PER	배	N/A	24.9	16.4	26.5	20.2
PBR	배	1.2	4.1	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	15.1	19.8	17.1	13.2	11.4
ROE	%	-18.9	16.9	15.0	6.1	7.5
순차입금	억원	129	-83	-309	-416	-492
부채비율	%	110.4	61.6	65.9	65.9	66.4

예상치 못한 빠른 단가 하락 전환, 중국 재고 물량 소진 때문

지난해 광섬유 생산 확대했던 중국, 통신사업자들의 투자 지연으로 재고 부담 증가. 이는 광섬유 판매 단가 급락으로 연결

지난해 4분기를 기점으로 글로벌 광섬유 판매 단가는 빠르게 하락했다. 중국의 광섬유 재고 덩핑(Dumping) 때문으로 판단한다. 2017년을 기점으로 광통신망(Backbone+FTTx) 구축을 위한 글로벌 광섬유 수요가 늘어났고, 이에 광섬유 판매 단가도 빠르게 상승했다. 특히 중국은 자국 내 5G 투자+해외 사업 추진을 위해 광섬유 생산량을 크게 늘렸는데, 지난해 중국 3대 통신사업자의 5G 관련 투자가 지연되면서 광섬유 소비가 급감했고 이는 곧 재고 부담 및 판매 단가 하락 압력으로 작용했다.

단가 급락세는 진정 국면 진입, 중국 내 통신사업자들의 광케이블 입찰 재개, 5G 테스트 진행 중

하지만 올해는 광섬유 판매 단가의 급락세가 마무리되고 안정화될 것으로 판단한다. 첫째, 중국 통신사업자의 광케이블 입찰이 재개되었다. 현재 중국은 5G 테스트 주파수 라이선스 발급(작년 12월) 이후 기지국 테스트를 위한 시범 설치가 진행되고 있다. 이에 지난해 잠시 중단되었던 광케이블 입찰이 1분기에 재개됨에 따라 광섬유 수요도 회복될 것으로 판단된다. 둘째, 정부(국가개혁위원회) 차원에서 중국 내 중/서부 지역 중소도시 인프라 개선 프로젝트를 시행 중이다. 더불어 허북성의 쑹안(Xiong'an)신구 등 스마트 시티 건설 프로젝트도 함께 진행 중인데, 도시의 90% 이상을 스마트 인프라로 구축할 계획을 갖고 있기 때문에 광케이블 수요를 끌어올릴 수 있을 것으로 판단한다.

글로벌 광섬유 판매 단가 추이

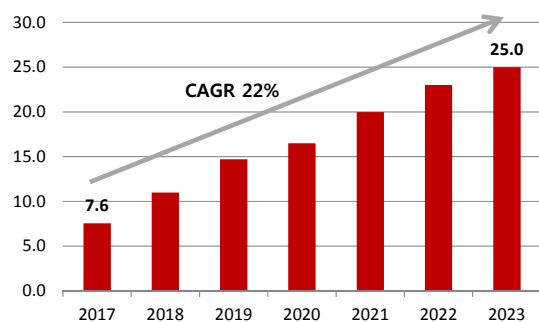
(단위 : Fkm/달러)

Standard Single		16.03	16.11	17.01	17.07	18.05	18.07	18.09	18.11	19.01	19.03
Europe	High	8.00	10.00	10.00	12.50	12.75	12.00	10.50	8.50	8.50	8.50
	Low	-	-	-	-	9.75	8.75	8.00	6.25	6.25	6.25
Developing	High	8.00	10.75	10.75	12.75	14.50	12.50	10.50	8.75	8.75	7.50
	Low	-	-	-	-	10.00	9.50	8.75	6.50	6.50	6.25

자료 : CRU, 대한광통신, SK 증권

중국 내 광섬유 모재(Preform) Capacity 전망

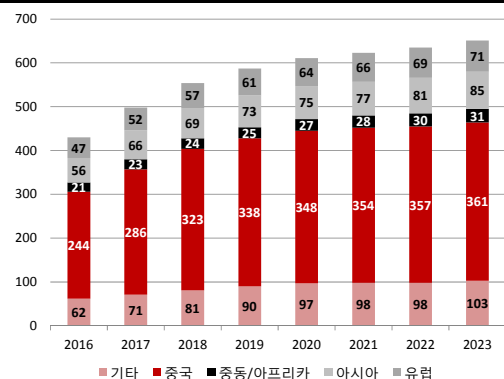
(단위 : kt)



자료 : Report Linker 2017, SK 증권

글로벌 광섬유 수요 전망

(단위 : 백만 Fkm)



자료 : CRU, 대한광통신, SK 증권

특수광섬유+반도체용 퀴츠, 제 2 의 성장동력

의료용/산업용 특수광섬유 매출 확대 예상

암의 광역학 치료에 사용되는 의료용 Probe와 같은 특수광섬유 시장의 성장이 기대된다. 국내 임상에서만 사용되었던 의료용 특수광섬유는 올해 미국 등으로 거래처가 다변화될 전망이다. 산업용 및 국방용으로 사용되는 고출력 레이저용 광섬유 또한 현재 개발 완료 단계에 진입함에 따라 올해 중 매출 발생이 가능할 것으로 판단한다.

반도체 포토마스크용 퀴츠, 광섬유 Preform 과의 유사성 때문에 국내에서는 유일하게 동사만이 진입할 수 있는 사업 분야

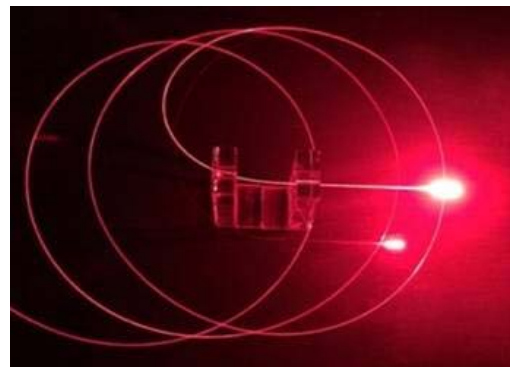
3월 21일 개최된 주주총회에서 새로운 사업목적으로 추가된 반도체용 석영 유리제품 제조/판매 부문도 관심을 가져야 할 부분이다. 퀴츠(Quartz, 석영) 소재로 이루어진 반도체 포토마스크(Photo Mask) 기판은 광섬유 생산을 위한 모재(母材, Preform) 생산 과정과 유사한 과정을 거쳐 생산된다. 따라서 국내에서는 모재 가공/생산 기술을 보유한 동사만이 유일하게 진입할 수 있는 사업 분야이기도 하다.

포토마스크용 퀴츠(Quartz Photomask Glass)



자료 : China Highbom, SK 증권

의료용 광섬유 Probe



자료 : 대한광통신, SK 증권

광섬유 및 광케이블 제조 공정



자료 : 대한광통신, SK 증권

불가피한 감익, 그렇지만 외형성장은 지속

투자 의견 중립, 목표주가는 4,500 원으로 하향 조정한다. 지난해 공장 증설 과정에서 발생한 수출 저하 문제는 모두 해소되었지만, 글로벌 광섬유 판매 단가 급락의 영향으로 올해는 감익이 예상되기 때문이다. 목표주가 4,500 원은 올해 예상 EPS 기준 P/E 약 25 배 수준이다. YOFC 를 비롯한 중국 내 4 대 광섬유 전문 생산 업체들의 평균 P/E 가 약 24 배 수준에서 형성되어 있음을 감안하면 적절한 수준인 것으로 판단한다.

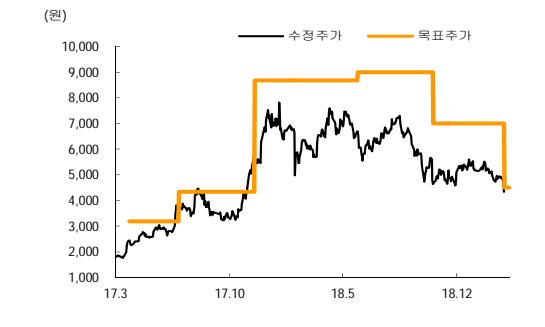
글로벌 Peer Group 12M fwd Multiple

(단위: 배)

종목명	12M fwd P/E	12M fwd P/B
Yangtze Optical Fiber and Cable	8.67	1.99
Hengtong Optic-Electric	15.60	3.20
Tongding Interconnection Info.	21.77	2.79
Hangzhou Cable	48.15	2.07
Average	23.54	2.51

자료 : Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.03.29	중립	4,500원	6개월		
2018.11.15	매수	7,000원	6개월	-27.70%	-20.00%
2018.09.19	매수	9,000원	6개월	-28.57%	-13.21%
2018.06.26	매수	9,000원	6개월	-27.08%	-13.21%
2018.04.12	매수	8,679원	6개월	-23.95%	-10.00%
2018.03.02	매수	8,679원	6개월	-26.07%	-10.00%
2018.02.05	매수	8,679원	6개월	-23.11%	-10.00%
2017.12.15	매수	8,679원	6개월	-22.62%	-10.00%
2017.11.14	매수	4,340원	6개월	-10.92%	31.31%
2017.07.26	매수	4,340원	6개월	-15.55%	2.88%
2017.06.02	매수	3,182원	6개월	-12.66%	19.55%
2017.04.24	매수	3,182원	6개월	-20.58%	-13.01%
2017.04.12	Not Rated				



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 3 월 29 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	683	903	2,049	2,314	2,640
현금및현금성자산	194	242	982	1,089	1,166
매출채권및기타채권	280	385	500	591	734
재고자산	183	195	352	416	517
비유동자산	587	654	1,122	1,039	968
장기금융자산	11	2	41	41	41
유형자산	566	639	1,008	925	852
무형자산	8	8	6	4	3
자산총계	1,271	1,558	3,170	3,354	3,609
유동부채	564	437	834	899	1,001
단기금융부채	305	134	477	477	477
매입채무 및 기타채무	235	279	319	377	468
단기충당부채		0	0	0	0
비유동부채	103	157	425	433	438
장기금융부채	40	100	390	390	390
장기매입채무 및 기타채무	2	1	2	2	2
장기충당부채		0	0	0	0
부채총계	667	593	1,260	1,333	1,440
지배주주지분	604	966	1,911	2,024	2,174
자본금	235	299	369	369	369
자본잉여금	760	924	1,351	1,351	1,351
기타자본구성요소	21	21	0	0	0
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금	-410	-278	191	311	470
비지배주주지분		-2	0	-2	-5
자본총계	604	964	1,911	2,021	2,169
부채외자본총계	1,271	1,558	3,170	3,354	3,609

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동현금흐름	108	94	-78	117	86
당기순이익(손실)	-126	132	213	118	156
비현금성항목등	200	66	-7	94	85
유형자산감가상각비	70	43	47	83	73
무형자산감가상각비	3	3	2	2	1
기타	127	-1	-59	2	1
운전자본감소(증가)	50	-104	-282	-96	-150
매출채권및기타채권의 감소(증가)	13	-113	-107	-91	-143
재고자산감소(증가)	-21	-8	-153	-64	-101
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	65	35	-5	58	91
기타	19	-17	-17	1	2
법인세납부		0	-1	0	-5
투자활동현금흐름	130	-146	-552	12	13
금융자산감소(증가)	-25	-42	-161	0	0
유형자산감소(증가)	-152	-111	-381	0	0
무형자산감소(증가)		0	0	0	0
기타	2	6	-11	12	13
재무활동현금흐름	-187	102	1,366	-23	-23
단기금융부채증가(감소)	-164	10	323	0	0
장기금융부채증가(감소)	40	0	310	0	0
자본의증가(감소)		103	749	0	0
배당금의 지급		0	0	0	0
기타	63	-12	-16	-23	-23
현금의 증가(감소)	48	46	737	107	76
기초현금	153	201	247	983	1,090
기말현금	201	247	983	1,090	1,166
FCF	349	9	-314	117	86

자료 : 대한광통신 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,165	1,397	1,672	1,976	2,454
매출원가	1,024	1,096	1,342	1,646	2,025
매출총이익	141	301	329	330	430
매출총이익률 (%)	12.1	21.6	19.7	16.7	17.5
판매비와관리비	156	151	174	202	263
영업이익	-15	150	155	128	167
영업이익률 (%)	-1.3	10.8	9.3	6.5	6.8
비영업손익	-135	-18	-24	-10	-6
순금융비용	32	16	7	10	9
외환관련손익	-1	-9	-2	2	4
관계기업투자등 관련손익		0	0	0	0
세전계속사업이익	-151	132	130	118	161
세전계속사업이익률 (%)	-13.0	9.4	7.8	6.0	6.5
계속사업법인세	-25	0	-82	0	5
계속사업이익	-126	132	213	118	156
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	-126	132	213	118	156
순이익률 (%)	-10.8	9.5	12.7	6.0	6.4
지배주주	-126	133	215	121	158
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.81	9.52	12.88	6.11	6.45
비지배주주		-1	-2	-2	-2
총포괄이익	-128	134	205	110	148
지배주주	-128	134	207	113	150
비지배주주		-1	-2	-2	-2
EBITDA	57	197	204	213	241

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	6.9	19.9	19.7	18.2	24.2
영업이익	적지	흑전	3.2	-17.1	29.9
세전계속사업이익	적지	흑전	-1.0	-9.6	36.1
EBITDA	107.2	242.6	3.9	4.1	13.1
EPS(계속사업)	적지	흑전	22.1	-47.5	31.1
수익성 (%)					
ROE	-18.9	16.9	15.0	6.1	7.5
ROA	-9.0	9.3	9.0	3.6	4.5
EBITDA마진	4.9	14.1	12.2	10.8	9.8
안정성 (%)					
유동비율	121.3	206.8	245.6	257.4	263.7
부채비율	110.4	61.6	65.9	65.9	66.4
순차입금/자기자본	21.4	-8.6	-16.2	-20.6	-22.7
EBITDA/이자비용(배)	1.7	11.3	14.1	9.3	10.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-268	255	312	164	215
BPS	1,286	1,538	2,591	2,744	2,948
CFPS	-113	345	383	278	315
주당 현금배당금		0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	24.9	25.1	34.2	26.1
PER(최저)	N/A	4.8	14.7	26.5	20.2
PBR(최고)	1.5	4.1	3.0	2.0	1.9
PBR(최저)	0.9	0.8	1.8	1.6	1.5
PCR	-12.7	18.5	13.3	15.6	13.8
EV/EBITDA(최고)	19.5	19.8	26.0	17.6	15.3
EV/EBITDA(최저)	12.4	-0.3	13.7	13.2	11.4