

# 가온미디어 (078890)

## 셋톱박스 구조조정 상황에 주목, 이익 증가 추세 불가피할 전망

### 커버리지 재개, 매수/TP 15,000원 제시, 업계 위상 감안하면 매력적인 주가

가온미디어에 대한 커버리지를 재개하며 목표주가를 15,000원으로 산정한다. 추천 사유는 1) 글로벌 셋톱박스 업체들의 M&A 및 청산 절차가 마무리 국면에 진입함에 따라 공급 측면에서의 큰 변화가 감지되고 있고, 2) 셋톱박스 시장에 대해 회의적인 시각이 존재하지만 셋톱박스가 시장에서 사라질 가능성은 희박하며, 3) D램 장기 공급 가격이 하락 추세에 있어 원자재 가격 부담은 낮아지는 상황이고, 4) 원화 약세로 인한 순이익 개선 효과가 기대되며, 5) 장단기 이익 성장이 지속될 것임에도 불구하고 막연한 우려로 주가 상승 폭이 낮아 Valuation상 매력도가 높아졌기 때문이다. 12개월 목표주가는 4Q Forward EPS에 Target PER을 8배로 적용한 것으로 보수적인 TP 산정이라는 판단이다.

### 셋톱박스 업계 구조조정 막바지, 현 상태라면 업계 최고도 가능

가온미디어의 가장 큰 매력은 대다수 글로벌 경쟁 셋톱박스 업체들이 사업을 정리하거나 매각 절차를 밟고 있다는 점을 들 수 있다. 세계 최대 셋톱박스 업체인 미국 아리스가 콰이크에 매각되면서 네트워크장비 부문으로 사업을 이동하고 있고 프랑스 테크니컬러가 현재 사업부분 매각을 추진 중이라는 점이 대표적이다. 여기에 최근 삼성전자가 셋톱박스 사업을 중단한 상황이며 휴맥스도 셋톱박스보다 자동차 전장 및 신사업 쪽으로 주력 사업분야를 이동시키고 있어 큰 기대를 갖게 한다. 현 추세가 지속된다면 가온미디어가 글로벌 최대 STB 업체로 떠오르고 미국 통신사/CATV 시장에서 주도권을 잡을 시점이 멀지 않았다는 판단이다.

### STB 성장 정체 전망되나 없어질 산업 아니라는 점에 유의해야

TV/PC 내장화에 따른 셋톱박스 산업 소멸 논쟁이 10여년째 지속되고 있지만 여전히 셋톱박스 산업은 건재하다. 형태는 네트워크장비 기능을 겸비한 인공지능 홈게이트웨이, OTT 형태로 변화하고 있지만 통신사/CATV 등 유료방송 업체를 통한 공급은 여전히 지속형이다. 앞으로도 변화 가능성은 낮다. 통신사가 PC/TV보다는 보조금/AS 부담이 낮은 STB를 선호할 것이기 때문이다. 형태가 바뀔 뿐 STB 사업은 영원할 것이란 판단이다.

### D램 가격 리스크 낮음, 환율 동향 긍정적, 투자환경 양호 평가

마진 측면에서도 양호한 흐름 전개가 예상된다. 원재료 부담이 큰 D램이 현물가는 급등 모드이지만 장기 공급 계약 가격은 여전히 하락 추세이며 가온미디어의 경우 최대 1년치까지 낮은 가격으로 D램 확보가 가능한 상황이기 때문이다. 원화 약세 역시 긍정적이다. STB 산업의 경우 낮은 영업이익률/높은 외화 매출채권 보유 비중으로 인해 환율 영향이 상대적으로 큰 편인데 최근 상황을 보면 분명히 가온미디어에 우호적이기 때문이다. 2019년 영업이익 420억원, 영업이익률 6% 달성에 무리가 없을 것으로 판단된다.

Relintiate

**BUY(신규)**

| TP(12M): 15,000원(신규) | CP(7월 31일): 10,050원

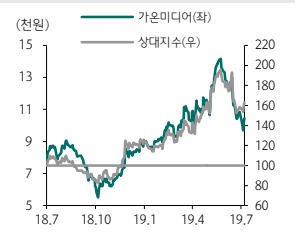
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	630.18
52주 최고/최저(원)	13,750/5,100
시가총액(십억원)	148.6
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	14,784.6
60일 평균 거래량(천주)	536.5
60일 평균 거래대금(십억원)	6.3
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.00
외국인지분율(%)	6.17
주요주주 지분율(%)	
임직원 외 2인	16.52
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.6) 20.6 20.9
상대	(10.8) 37.2 48.8

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	695.7	N/A
영업이익(십억원)	43.2	N/A
순이익(십억원)	30.0	N/A
EPS(원)	2,055	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	528.4	609.8	700.3	800.5	882.1
영업이익	십억원	21.0	9.3	42.2	49.8	59.5
세전이익	십억원	9.4	6.6	41.6	49.4	59.4
순이익	십억원	6.9	5.1	32.8	39.5	47.5
EPS	원	512	356	2,237	2,673	3,214
증감률	%	(61.8)	(30.5)	528.4	19.5	20.2
PER	배	23.75	22.42	4.49	3.76	3.13
PBR	배	1.27	0.82	0.86	0.71	0.58
EV/EBITDA	배	7.64	15.38	4.75	3.93	3.03
ROE	%	5.67	3.89	21.27	20.99	20.69
BPS	원	9,530	9,799	11,643	14,218	17,237
DPS	원	120	100	100	100	100



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

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

표 1. 가온미디어의 분기별 수익 예상

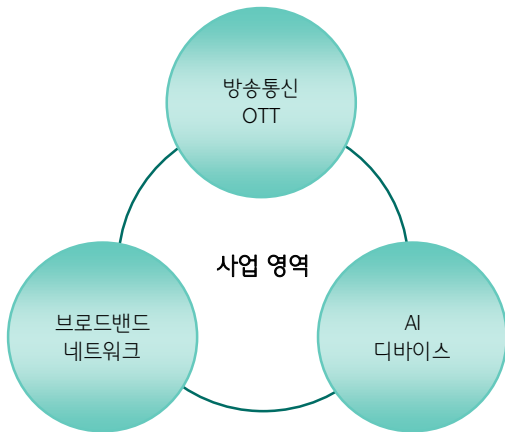
(단위: 십억원, %, %p)

구 분	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2QF	19.3QF	19.4QF
매출액	129.0	148.1	158.3	174.3	157.9	174.8	179.2	188.4
영업이익 (영업이익률)	2.3 1.8	1.9 1.3	2.4 1.5	2.8 1.6	7.2 4.6	11.1 6.4	11.5 6.4	12.4 6.6
세전이익	0.1	2.0	0.2	4.3	6.2	11.4	11.0	13.0
순이익 (순이익률)	(0.2) (0.2)	1.6 1.1	0.3 0.2	3.4 2.0	4.5 2.8	9.1 5.2	8.8 4.9	10.4 5.5

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

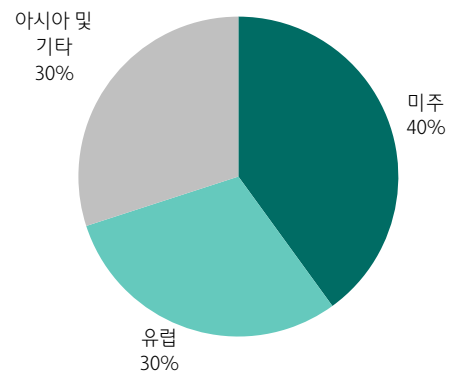
자료: 가온미디어, 하나금융투자

그림 1. 가온미디어 사업 영역



자료: 가온미디어, 하나금융투자

그림 2. 세계 셋톱박스 시장 지역별 비중 현황



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 셋톱박스 업체 최근 현황



자료: 언론보도, 하나금융투자

추정 재무제표

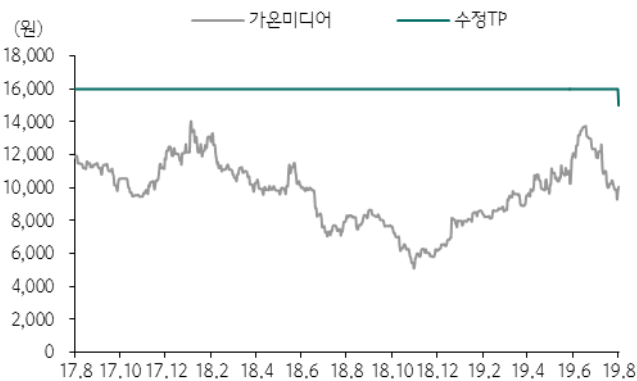
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	528.4	609.8	700.3	800.5	882.1
매출원가	447.5	539.5	616.3	704.1	775.9
매출총이익	80.9	70.3	84.0	96.4	106.2
판매비	59.9	60.9	41.8	46.6	46.7
영업이익	21.0	9.3	42.2	49.8	59.5
금융손익	(10.5)	(1.7)	(1.4)	0.1	0.4
중속/관계기업손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	(1.1)	0.8	(0.5)	(0.5)
세전이익	9.4	6.6	41.6	49.4	59.4
법인세	3.2	1.4	9.0	9.9	11.9
계속사업이익	6.2	5.2	32.6	39.5	47.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.2	5.2	32.6	39.5	47.5
비배주주지분 순이익	(0.7)	0.0	(0.2)	0.0	0.0
지배주주순이익	6.9	5.1	32.8	39.5	47.5
지배주주지분포괄이익	7.9	5.3	32.9	40.0	48.2
NOPAT	13.9	7.3	33.1	39.8	47.6
EBITDA	24.4	13.4	46.2	52.8	61.7
성장성(%)					
매출액증가율	20.9	15.4	14.8	14.3	10.2
NOPAT증가율	(11.5)	(47.5)	353.4	20.2	19.6
EBITDA증가율	5.2	(45.1)	244.8	14.3	16.9
영업이익증가율	2.9	(55.7)	353.8	18.0	19.5
(지배주주)순이익증가율	(61.7)	(26.1)	543.1	20.4	20.3
EPS증가율	(61.8)	(30.5)	528.4	19.5	20.2
수익성(%)					
매출총이익률	15.3	11.5	12.0	12.0	12.0
EBITDA이익률	4.6	2.2	6.6	6.6	7.0
영업이익률	4.0	1.5	6.0	6.2	6.7
계속사업이익률	1.2	0.9	4.7	4.9	5.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	512	356	2,237	2,673	3,214
BPS	9,530	9,799	11,643	14,218	17,237
CFPS	1,725	1,060	3,401	3,829	4,433
EBITDAPS	1,819	926	3,149	3,569	4,175
SPS	39,407	42,256	47,727	54,144	59,663
DPS	120	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	23.7	22.4	4.5	3.8	3.1
PBR	1.3	0.8	0.9	0.7	0.6
PCFR	7.0	7.5	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.6	15.4	4.7	3.9	3.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	5.7	3.9	21.3	21.0	20.7
ROA	2.7	1.7	9.4	10.0	10.7
ROIC	10.9	4.0	14.4	16.0	17.4
부채비율	116.8	136.8	120.8	103.8	89.3
순부채비율	20.5	66.4	43.6	29.7	16.1
이자보상배율(배)	13.1	3.2	9.5	11.1	13.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	237.7	296.0	342.3	394.3	450.9
금융자산	26.3	18.4	42.2	54.0	74.8
현금성자산	26.1	16.7	40.4	52.0	72.5
매출채권 등	130.0	144.9	156.6	177.6	196.4
재고자산	76.5	128.8	139.2	157.9	174.6
기타유동자산	4.9	3.9	4.3	4.8	5.1
비유동자산	29.2	29.8	27.0	24.2	22.2
투자자산	1.6	2.8	3.0	3.2	3.4
금융자산	1.6	1.6	1.8	2.0	2.2
유형자산	21.1	22.1	19.3	16.6	14.6
무형자산	1.8	1.3	0.8	0.5	0.3
기타비유동자산	4.7	3.6	3.9	3.9	3.9
자산총계	267.0	325.8	369.2	418.5	473.1
유동부채	127.6	184.2	198.0	209.2	219.2
금융부채	35.3	105.8	111.1	111.1	111.1
매입채무 등	85.3	72.5	78.3	88.9	98.3
기타유동부채	7.0	5.9	8.6	9.2	9.8
비유동부채	16.3	3.9	4.0	4.0	4.0
금융부채	16.3	3.9	4.0	4.0	4.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	143.8	188.2	202.0	213.2	223.2
지배주주지분	124.9	139.4	169.2	207.3	252.0
자본금	6.7	7.3	7.3	7.3	7.3
자본잉여금	48.2	58.5	58.5	58.5	58.5
자본조정	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	73.5	77.1	107.0	145.1	189.8
비지배주주지분	(1.8)	(1.8)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
자본총계	123.1	137.6	167.2	205.3	250.0
손금유부채	25.2	91.4	72.8	61.0	40.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(18.9)	(75.5)	21.8	14.0	24.4
당기순이익	6.2	5.2	32.6	39.5	47.5
조정	12.1	5.5	6.5	3.5	2.8
감가상각비	3.4	4.0	4.0	3.0	2.2
외환거래손익	8.1	0.3	(0.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	1.4	3.3	0.5	0.6
영업활동 자산부채 변동	(37.2)	(86.2)	(17.3)	(29.0)	(25.9)
투자활동 현금흐름	(5.7)	(3.2)	(1.7)	(0.5)	(0.4)
투자자산감소(증가)	0.1	(1.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(4.7)	(4.1)	(0.8)	0.0	0.0
기타	(1.1)	2.1	(0.8)	(0.3)	(0.2)
재무활동 현금흐름	8.7	68.1	2.6	(1.4)	(2.9)
금융부채증가(감소)	9.9	58.2	5.3	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.1	10.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.7	(1.3)	0.0	0.0
배당지급	(1.3)	(1.6)	(1.4)	(1.4)	(2.9)
현금의 증감	(19.1)	(9.5)	23.6	11.6	20.6
Unlevered CFO	23.1	15.3	49.9	56.6	65.5
Free Cash Flow	(23.7)	(79.6)	21.0	14.0	24.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

가온미디어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.1	BUY	15,000		
19.8.1	커버리지 재개			
17.7.20	BUY	16,000	-39.01%	-12.19%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.1%	10.3%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 08월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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