

2022. 3. 7



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 22,000 원

현재주가 (3.4) 15,550 원

상승여력 41.5%

KOSDAQ 900.96pt

시가총액 2,148억원

발행주식수 1,381만주

유동주식비율 45.43%

외국인비중 3.42%

52주 최고/최저가 18,500원/14,400원

평균거래대금 6.7억원

주요주주(%)

금양통신 외 5 인 45.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 4.4 -2.5 -4.0

상대주가 4.6 14.0 -1.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	93.9	18.7	18.2	1,499	21.9	10,420	12.5	1.8	8.1	15.2	35.5
2021P	96.4	21.0	18.9	1,546	3.1	10,121	10.7	1.6	5.4	14.2	31.3
2022E	108.7	23.5	21.5	1,554	0.6	11,178	10.0	1.4	4.8	14.6	27.1
2023E	122.4	28.4	24.2	1,752	12.7	12,405	8.9	1.3	3.7	14.9	25.7
2024E	139.9	33.2	28.5	2,064	17.8	13,926	7.5	1.1	2.7	15.7	24.3

원스 136540

무관심에도 쑥쑥 자라나는 실적

- ✓ 2021년 연결 영업이익 210억원(+11.9% YoY)으로 4년 연속 최대 실적 경신
- ✓ 2022년 실적 가이드선으로 연결 매출액 1,100억원, 영업이익 240억원 제시
- ✓ 국내 대기업 국내외 사업장에 IPS 장비 공급 본격화, NGFW 등으로 제품 확대 예상
- ✓ 국내 클라우드 관계 협력 강화. KT와 국내 공공 클라우드 전환 사업에 적극 참여
- ✓ 오버행 리스크 해소+순현금의 안정적 재무구조+높은 배당성향+낮은 밸류에이션

코로나도 빚겨난 최대 실적

2021년 연결 실적은 매출액 964억원(+2.7% YoY), 영업이익 210억원(+11.9% YoY)으로 다시 한 번 사상 최대 실적을 기록했다. 일본 대형 통신사향 IPS 장비 교체 물량이 축소되면서 수출 실적은 2020년 151억원에서 2021년 69억원으로 감소했다. 다만, 2021년 말 국내 대기업 IPS 장비 교체 사업 계약 체결에 성공하면서 2022년부터 해외 성과가 다시 확대될 전망이다.

2022년 연결 영업이익 235억원으로 5년 연속 최대 실적에 도전

2022년 실적 가이드선으로 연결 매출액 1,100억원, 영업이익 240억원을 제시했으며, 최근 3년 평균 가이드선 달성률이 96.1%에 달하는 만큼 가시성이 높은 목표라고 판단한다. 2022년부터 국내 대기업 국내외 사업장에 IPS 장비를 본격적으로 공급할 예정이며, 판매 제품도 방화벽(NGFW) 등으로 확대될 계획이다. 정부가 2025년까지 행정/공공 클라우드 100% 전환 목표를 밝히는 등 국내 클라우드 보안 관계 시장 확대가 예상되는 만큼 기존 고객사인 KT, 아마존웹서비스(AWS)와 협업을 강화할 계획이며, 특히, KT와 공공 클라우드 전환 사업에 적극 참여할 계획이다.

높은 배당성향 대비 낮은 밸류에이션

200억원 전환사채가 지난 1월 5일 상장되며 오버행 리스크는 해소됐고, 3Q21 기준 순현금 430억원으로 안정적인 재무구조를 보유했다. 2021년 DPS(주당배당금)는 500원으로 증가했으며, 2022년 DPS는 550원(배당수익률 3.5%)을 전망한다. 국내 보안 업체 평균 PER(15.0배)과 비교해 10배 수준에 불과한 동사 밸류에이션은 현저히 저평가 되어 있다는 판단이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 22,000원을 유지한다.

시장 기대를 상회한 4Q21 실적
 사상 최대 실적 기록한 2021년

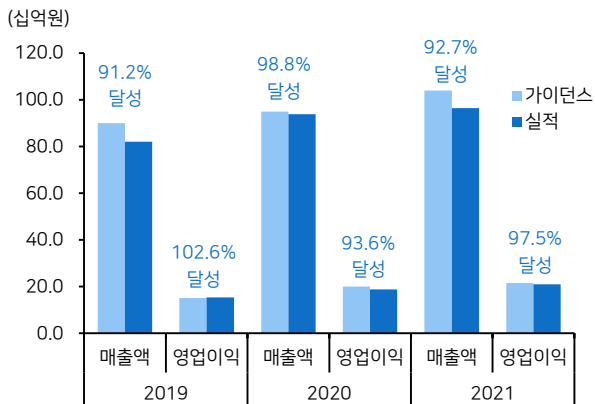
4Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 447억원(+32.2% YoY), 134억원(+81.9% YoY)으로 시장 기대치(영업이익 105억원)를 상회했다. 제품 판매 호조에 따른 솔루션 매출 증가(+30.1% YoY)와 자회사 시스메이트(+275.8% YoY)가 실적을 견인하면서 2021년 연간으로도 매출액 964억원(+2.7% YoY), 영업이익 210억원(+11.9% YoY)의 사상 최대 실적을 기록했다. 일본 대형 통신사향 IPS 장비 교체 물량이 축소되면서 수출 실적은 2020년 151억원에서 2021년 69억원으로 감소했다. 다만, 2021년 말 국내 대기업 IPS 장비 교체 사업 계약 체결에 성공하면서 2022년부터 해외 성과가 다시 확대될 전망이다.

표1 윈스 4Q21 실적 Review

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	44.7	33.8	32.2	18.6	139.7	47.6	-6.2	47.6	-6.2
영업이익	13.4	7.4	81.9	3.8	251.9	10.5	27.5	10.5	27.5
세전이익	14.4	7.0	106.2	4.9	193.5	10.9	31.8	10.9	31.8
순이익	11.7	6.2	89.0	4.0	190.1	9.7	21.1	9.7	21.1

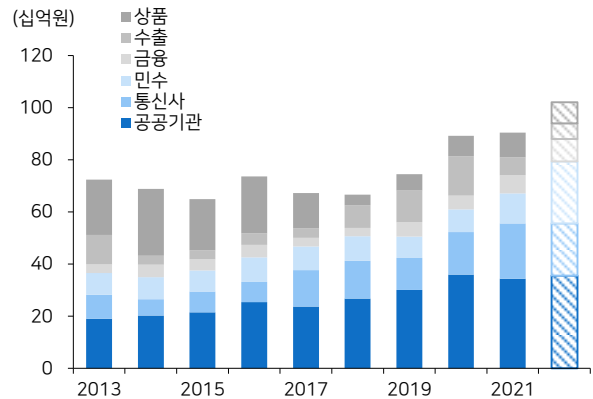
자료: 윈스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 윈스 최근 3년 가이던스 달성률



자료: 윈스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 윈스 고객군별 매출 현황



자료: 윈스, 메리츠증권 리서치센터

**'22년 연결 영업이익 235억원으로
5년 연속 최대 실적 경신 전망**

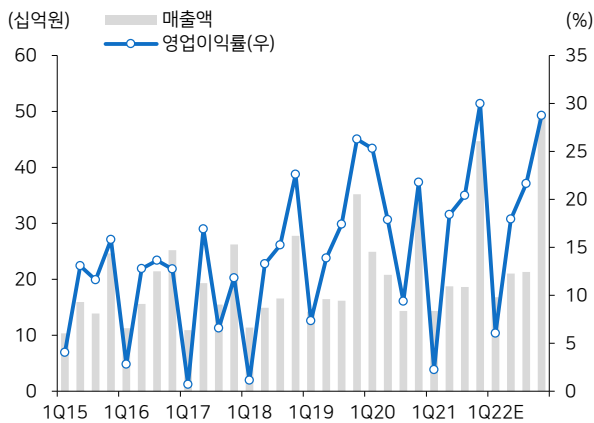
2022년 실적 가이드선으로 연결 매출액 1,100억원, 영업이익 240억원을 제시했으며, 최근 3년 평균 가이드선 달성률이 96.1%에 달하는 만큼 가시성이 높은 목표라고 판단한다. 2022년부터 국내 대기업 국내외 사업장에 IPS 장비를 본격적으로 공급할 예정이며, 판매 제품도 방화벽(NGFW) 등으로 확대될 계획이다. 정부가 2025년까지 행정/공공 클라우드 100% 전환 목표를 밝히는 등 국내 클라우드 보안 관제 시장 확대가 예상되는 만큼 기존 고객사인 KT, 아마존웹서비스(AWS)와 협업을 강화할 계획이며, 특히, KT와 공공 클라우드 전환 사업에 적극 참여할 계획이다. 2022년 연결 실적은 매출액 1,087억원(+12.8% YoY), 영업이익 235억원(+12.1% YoY)을 전망한다.

표2 원스 별도 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021P	2022E
매출액	14.3	18.8	18.6	44.7	16.8	21.0	21.3	49.5	70.7	82.1	93.9	96.4	108.7
솔루션	6.2	8.4	8.9	23.4	6.6	8.9	9.5	24.9	41.0	42.7	51.4	46.9	50.0
서비스	7.1	8.6	8.2	8.6	9.0	10.8	10.3	10.8	20.5	24.9	28.3	32.4	40.9
자회사	0.6	-0.7	0.2	6.0	0.7	-1.0	0.3	8.0	4.1	6.8	4.7	6.0	8.0
건물임대	0.5	0.5	0.5	0.2	0.5	0.5	0.5	0.2	1.0	1.4	1.6	1.7	1.8
타사상품(SI)	0.0	2.0	0.8	6.5	0.0	1.7	0.7	5.6	4.1	6.3	7.9	9.4	8.0
영업이익	0.3	3.4	3.8	13.4	1.0	3.8	4.6	14.2	10.9	15.4	18.7	21.0	23.5
세전이익	0.3	3.5	4.9	14.4	1.1	4.1	5.0	15.5	12.4	17.6	21.1	23.0	25.7
당기순이익	0.4	2.9	4.0	11.7	0.9	3.5	4.2	13.0	11.6	14.6	18.2	19.0	21.6
영업이익률(%)	2.3	18.4	20.4	30.0	6.0	18.0	21.6	28.7	15.5	18.7	20.0	21.7	21.6
당기순이익률(%)	2.7	15.3	21.7	26.3	5.5	16.4	19.8	26.3	16.4	17.8	19.4	19.8	19.9

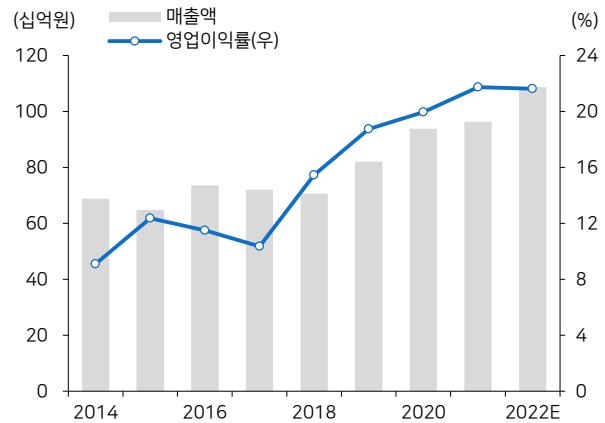
자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 원스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



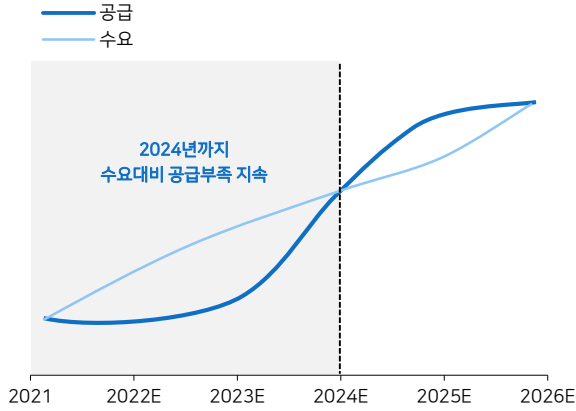
자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 원스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



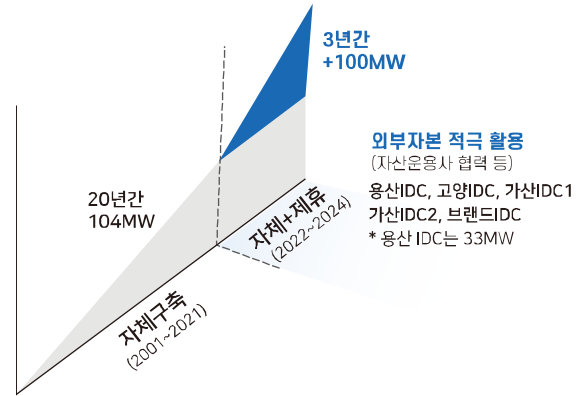
자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2024년까지 IDC 공급 부족 지속 전망



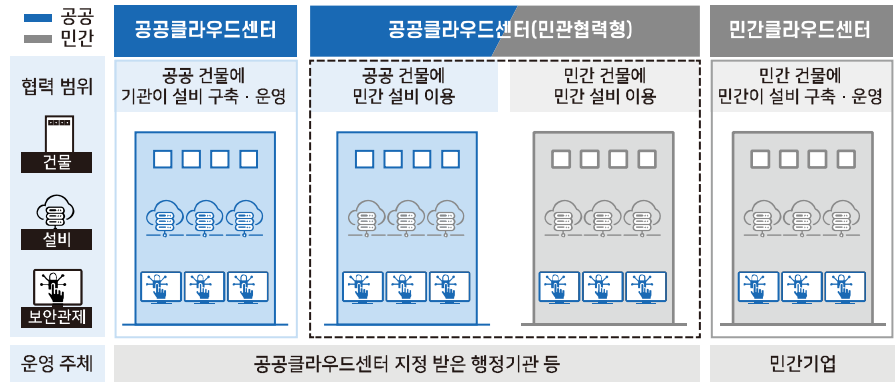
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KT는 공급 확대에 집중



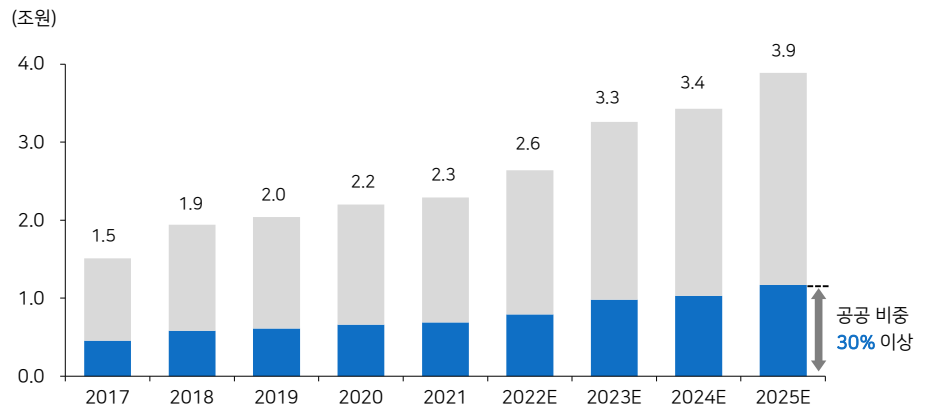
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림7 공공 및 민간 클라우드 이용계획



자료: 행정안전부, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 클라우드 서비스 시장 규모

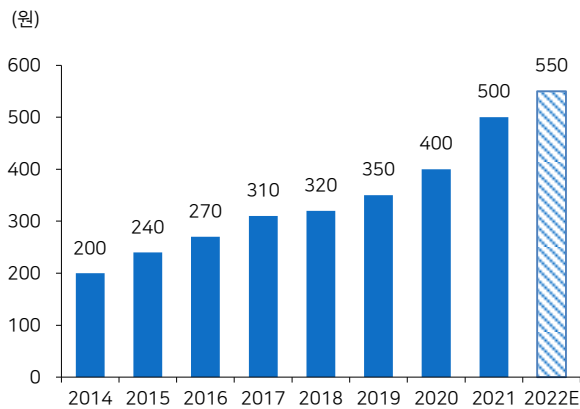


자료: Gartner, KT, 메리츠증권 리서치센터

오버행 리스크 해소
 +높은 배당매력
 +Peer 대비 낮은 밸류에이션

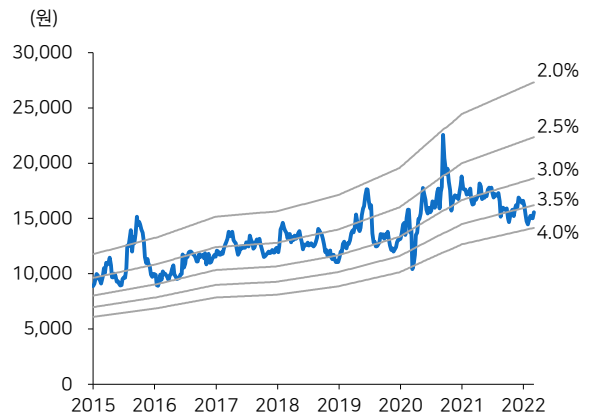
200억원 전환사채가 지난 1월 5일 상장되며 오버행 리스크는 해소됐고, 3Q21 기준 순현금 430억원으로 안정적인 재무구조를 보유했다. 2021년 DPS(주당배당금)는 500원으로 증가했으며, 2022년 DPS는 550원(배당수익률 3.5%)을 전망한다. 국내 보안 업체 평균 PER(15.0배)과 비교해 10배 수준에 불과한 동사 밸류에이션은 현저히 저평가 되어 있다는 판단이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 22,000원을 유지한다.

그림9 원스 DPS(주당배당금) 추이 및 전망



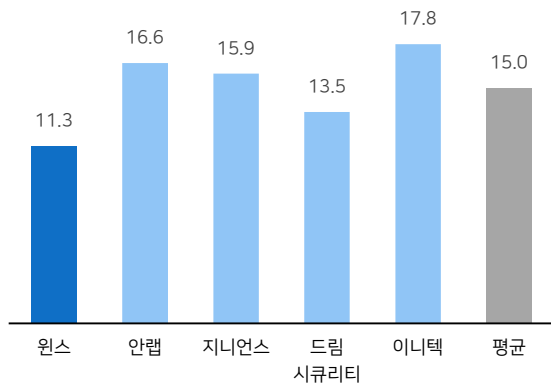
자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림10 원스 배당차트



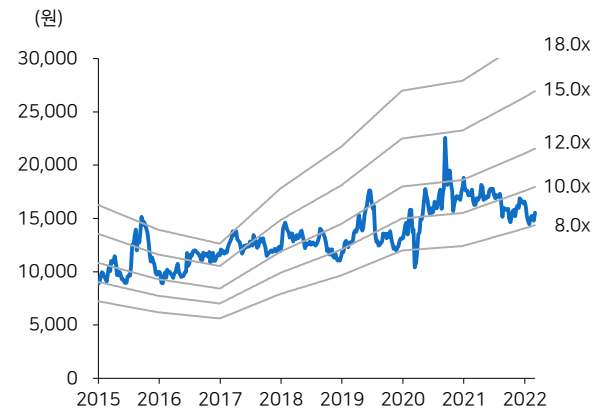
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Peer 밸류에이션 비교



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 원스 PER 밴드차트



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

원스 (136540)

Income Statement

(십억원)	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	93.9	96.4	108.7	122.4	139.9
매출액증가율 (%)	14.3	2.7	12.8	12.6	14.3
매출원가	50.0	51.3	57.9	65.2	74.5
매출총이익	43.9	45.1	50.8	57.3	65.4
판매관리비	25.2	24.1	27.3	28.9	32.2
영업이익	18.7	21.0	23.5	28.4	33.2
영업이익률	20.0	21.7	21.6	23.2	23.7
금융손익	3.2	0.3	0.6	0.8	1.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.8	1.8	1.6	-0.3	0.0
세전계속사업이익	21.1	23.0	25.7	29.0	34.3
법인세비용	2.8	4.0	4.1	4.6	5.6
당기순이익	18.3	19.0	21.6	24.3	28.7
지배주주지분 손이익	18.2	18.9	21.5	24.2	28.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
유동자산	97.4	109.3	122.3	141.6	165.5
현금및현금성자산	40.0	51.4	63.9	77.0	92.8
매출채권	12.3	12.4	12.5	14.1	16.1
재고자산	7.7	7.7	7.8	8.8	10.1
비유동자산	79.8	79.0	78.7	78.6	78.8
유형자산	25.9	24.9	24.1	23.5	23.0
무형자산	3.5	3.8	4.0	4.2	4.3
투자자산	17.6	17.7	18.0	18.3	18.7
자산총계	177.1	188.3	201.0	220.3	244.3
유동부채	43.5	41.8	39.6	41.6	44.0
매입채무	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
단기차입금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.0	3.2	3.5	3.8
사채	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	46.4	44.8	42.8	45.0	47.8
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	85.4	98.1	112.7	129.6	150.7
비지배주주지분	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1
자본총계	130.7	143.5	158.2	175.3	196.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	27.7	24.2	29.3	29.7	33.9
당기순이익(손실)	18.3	19.0	21.6	24.3	28.7
유형자산상각비	3.6	6.1	5.8	5.6	5.5
무형자산상각비	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
운전자본의 증감	4.8	-1.7	1.1	-1.0	-1.1
투자활동 현금흐름	-1.5	-6.3	-6.6	-9.8	-10.9
유형자산의증가(CAPEX)	-0.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	3.6	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4
재무활동 현금흐름	-11.0	-6.4	-10.2	-6.8	-7.2
차입금의 증감	-6.1	-2.0	-4.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.1	11.5	12.5	13.1	15.8
기초현금	24.8	40.0	51.4	63.9	77.0
기말현금	40.0	51.4	63.9	77.0	92.8

Key Financial Data

	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,717	7,869	7,870	8,862	10,131
EPS(지배주주)	1,499	1,546	1,554	1,752	2,064
CFPS	2,031	2,410	2,297	2,502	2,861
EBITDAPS	1,916	2,266	2,178	2,522	2,861
BPS	10,420	10,121	11,178	12,405	13,926
DPS	400	500	550	580	600
배당수익률(%)	2.1	3.0	3.5	3.7	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	10.7	10.0	8.9	7.5
PCR	9.3	6.9	6.8	6.2	5.4
PSR	2.4	2.1	2.0	1.8	1.5
PBR	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
EBITDA	23.3	27.8	30.1	34.8	39.5
EV/EBITDA	8.1	5.4	4.8	3.7	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	14.2	14.6	14.9	15.7
EBITDA 이익률	24.8	28.8	27.7	28.5	28.2
부채비율	35.5	31.3	27.1	25.7	24.3
금융비용부담률	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	18.8	23.9	29.6	38.6	45.0
매출채권회전율(x)	6.3	7.8	8.7	9.2	9.3
재고자산회전율(x)	10.8	12.5	14.0	14.7	14.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

원스 (136540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

