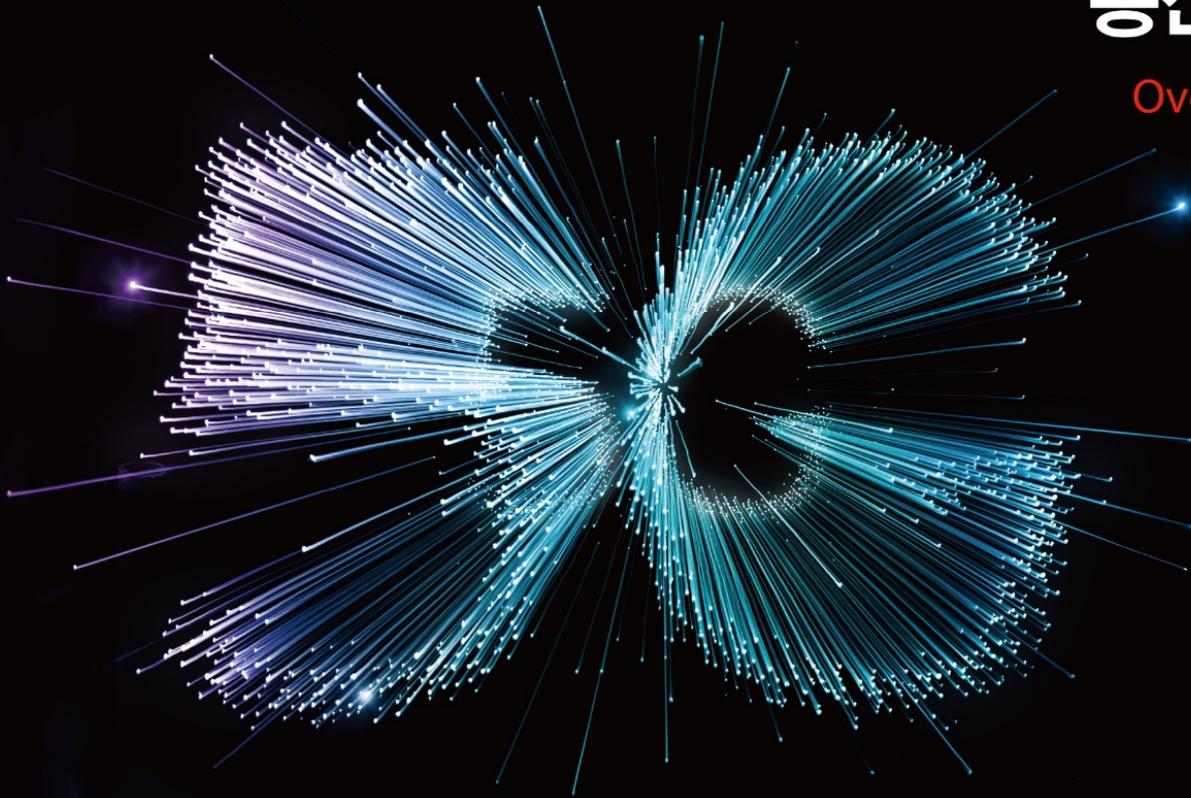


통신장비

Overweight



5G 통신장비 2021년 실적 전망

5G 투자 길라잡이 3

Part I 2021년 상반기 5G 통신장비 산업 Review

Part II 2021년 5G 통신장비 업종 전망

Part III 2021년 실적 전망 및 Valuation



통신/미디어 Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
대한광통신 (010170)	Not Rated	-

관심종목

종목	투자판단	적정주가
서진시스템 (178320)	Not Rated	-
RFHIC (218410)	Buy	50,000원
원스 (136540)	Buy	22,000원

5G 통신장비 2021년 실적 전망

5G 투자 길라잡이 3

Contents

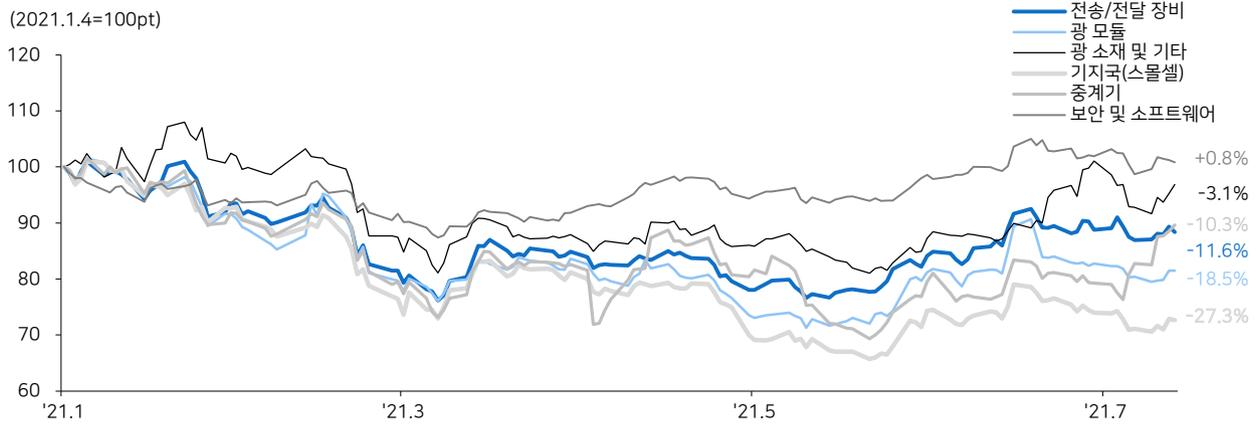
Summary	3
Key Chart	4
1. 2021년 상반기 5G 통신장비 산업 Review	8
1) 2021년 상반기 주가 Review	8
2) 2020년 & 1Q21 실적 Review	10
2. 2021년 5G 통신장비 업종 전망	11
1) 글로벌 5G 투자 현황	11
2) Samsung Networks: 언더독의 반란	20
3) 글로벌 광섬유 시장 재도약	26
3. 2021년 실적 전망 및 Valuation	45
1) 2Q21 실적 Preview	45
2) 투자전략 및 Valuation	48
기업분석	
대한광통신 (010170) 3년 만에 찾아온 기회	50
서진시스템 (178320) 5G에 이어 배터리팩 양산 시작	54
RFHIC (218410) 질주하는 전력 반도체	58
원스 (136540) 조용히 오래가는 주식	61

Summary

1H21 주가 및 실적 Review	1H21 국내 네트워크 장비 섹터 주가는 대부분 부진한 수익률을 기록하고 있다. 조사 대상 27개 종목 중 2020년 매출액이 전년 대비 증가한 업체는 9개, 영업이익 증가나 흑자전환을 달성한 종목은 6개에 불과했으나, 1Q21 매출액과 영업이익이 전년 대비 개선된 업체는 각각 18개, 12개로 2020년 코로나19로 인해 지연된 5G 투자가 재개되면서 소폭 개선된 것으로 파악된다.
글로벌 5G 투자 본격화	2021년 5월 기준 전세계 70개 국가, 167개 통신사들이 5G 상용화에 성공했다. 현재 전세계 5G 서비스 이용자수는 약 3억명으로 단말기 라인업 확대에 2026년에는 35억명을 돌파할 전망이다. 선제적으로 대규모 투자를 단행한 한국의 2021년 CAPEX는 전년 수준을 유지하나, 중국과 미국의 2021년 CAPEX는 각각 530억달러(+9.8% YoY), 508억달러(+15.2% YoY)로 올해부터 5G 인프라 구축을 본격적으로 시작할 전망이다.
삼성전자의 유럽 공략	2020년 코로나19 확산으로 주춤했지만 글로벌 네트워크 장비 시장에서 삼성전자의 위상은 계속 커지고 있다. 우수한 제품 경쟁력과 미중 무역분쟁 반사수혜까지 더해져 삼성전자는 미국에 이어 일본, 인도, 동남아 시장으로 진출하고 있으며, 최근 영국 Vodafone과도 5G 공급 계약을 체결하면서 유럽 시장 진출의 교두보를 마련했다. 삼성전자 네트워크사업부 매출액은 2020년 3.6조원(-27.0% YoY)을 기록했으나, 2021년에는 전년 대비 +32.8% 증가한 4.8조원을 전망한다.
글로벌 광섬유 시장 재도약	글로벌 광섬유 시장은 지난 3년 간의 침체기를 지나 향후 장기적인 호황기를 맞이할 전망이다. 글로벌 광섬유 시장 성장 배경은 초고속인터넷 보급 확대, 글로벌 5G 수요 증가, 대규모 데이터센터 구축 등이다. 특히, 코로나19 사태로 비대면 근무 환경에 대한 요구가 증가하면서 전세계 주요 국가들은 앞다투어 초고속인터넷 인프라 정책들을 발표하고 있다. 중국발 공급 파장으로 일시적인 약세 사이클에 진입해 있는 글로벌 광섬유 시장은 2021년 507M f.km로 성장을 재개해 2024년에는 619M f.km에 달할 전망이다. 국내 광섬유 수출 데이터를 살펴보면, 최근 5~6월 수출증량이 호황기였던 2016년 수준까지 회복된 것을 확인할 수 있으며, 대한광통신, LS전선 등 장기간 실적 부진이 이어졌던 국내 광섬유/광케이블 업체들 역시 점진적으로 실적이 개선될 전망이다.
2021년 실적 전망 및 Top Pick : 대한광통신(010170)	2021년에는 27개의 국내 네트워크 장비 업체 대부분 외형 성장 및 이익 개선이 가능할 전망이다. 이 중 글로벌 광섬유 수요 회복에 따른 실적 턴어라운드 기대되는 대한광통신(010170)을 Top Pick으로 제시한다. 서진시스템(178320)의 통신장비 매출은 삼성전자의 해외 사업이 호조를 보이면서 매 분기 성장이 예상되며, 하반기부터 시작되는 전기차 배터리팩 모넨텀이 추가되면서 투자 심리가 빠르게 회복될 전망이다.

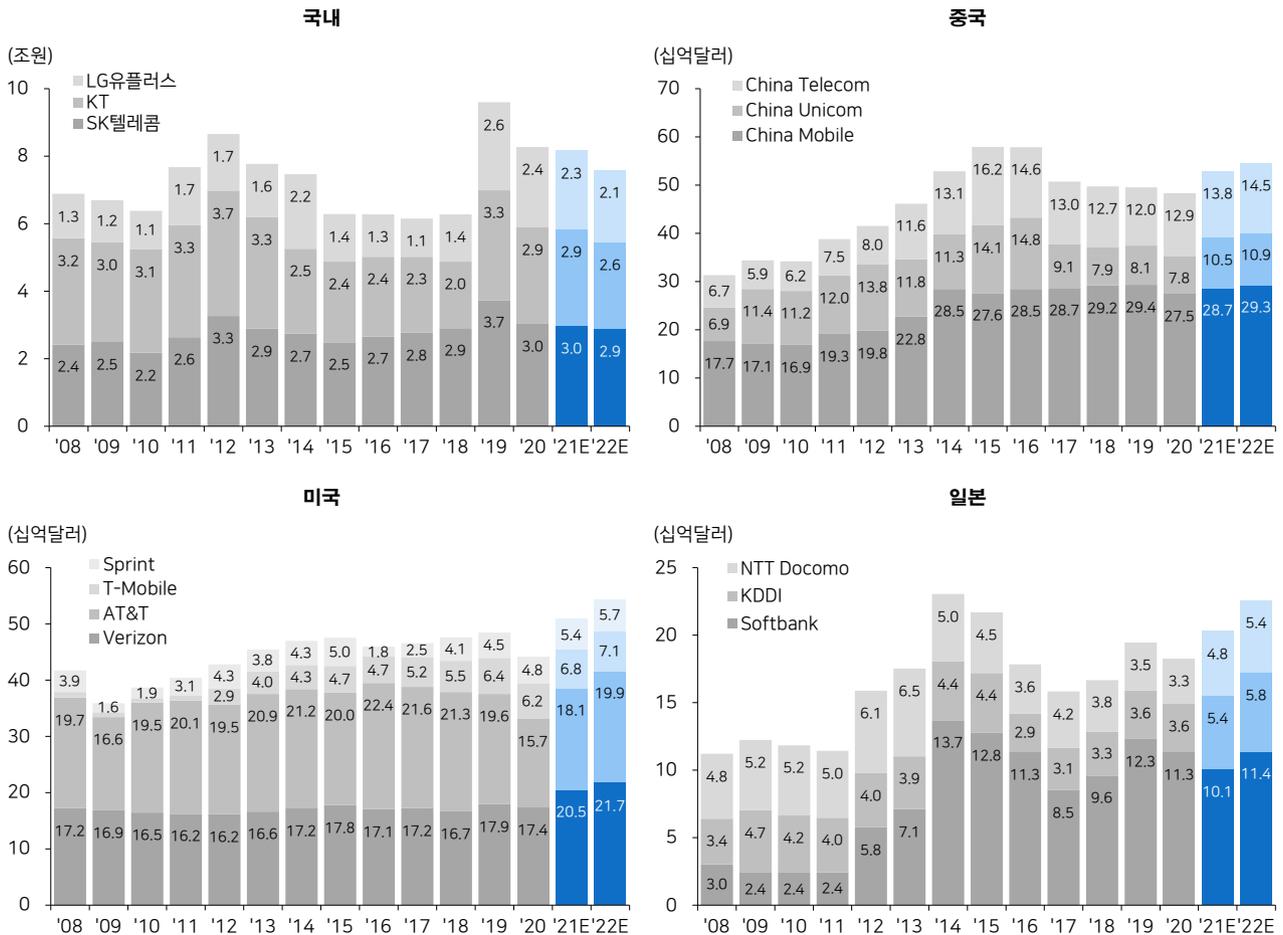
Key Chart

그림1 2021년 상반기 국내 네트워크 장비 분야별 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 국가별 CAPEX 추이 및 전망



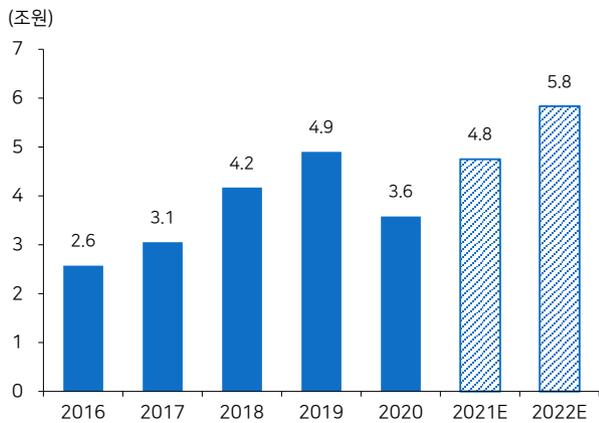
자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자 5G 장비 공급 체결 국가 및 통신사



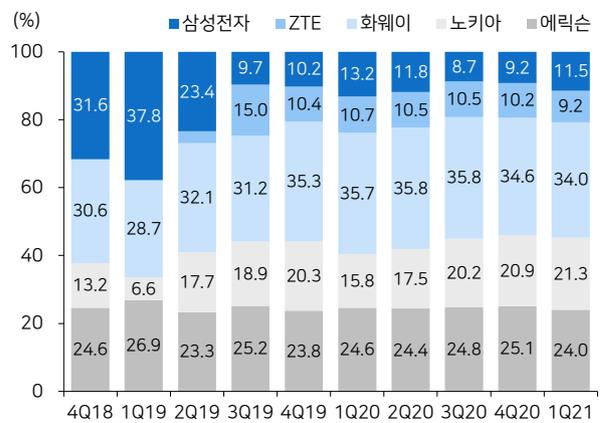
자료: 삼성전자, 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전자 네트워크사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

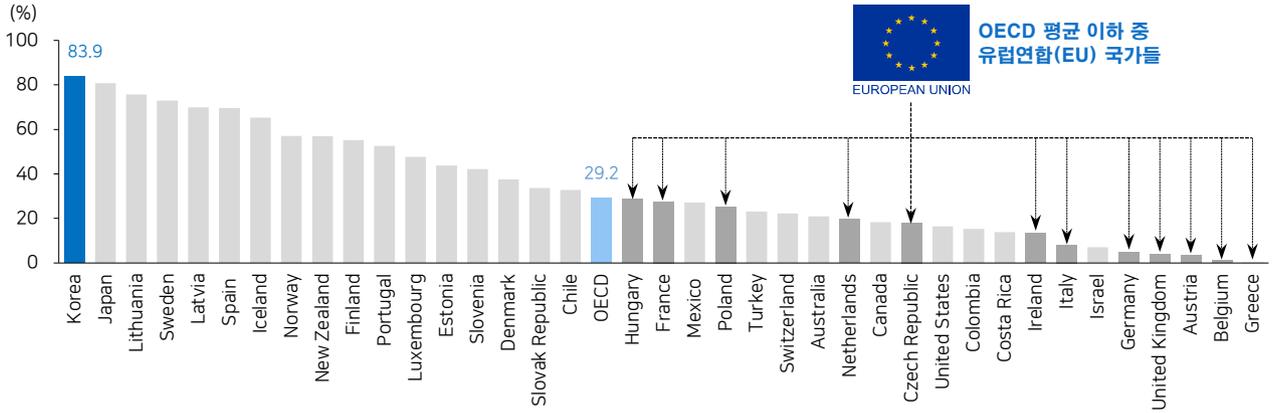
그림5 글로벌 RAN 장비 시장 점유율 추이



주: 2Q20부터 1Q21까지 시장 점유율은 당사 추정치

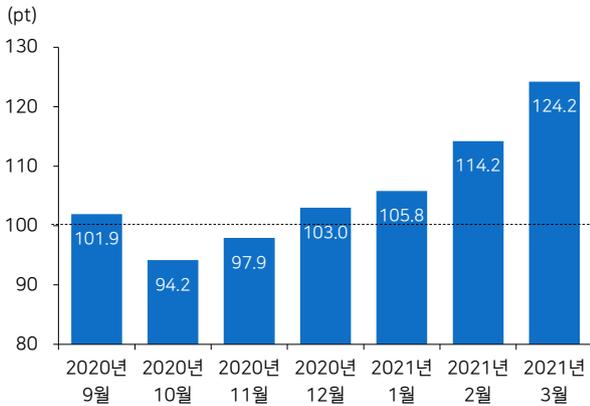
자료: Dell'oro, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 통신망 내 광케이블 설치 비율 현황 (2020년 6월 기준)



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

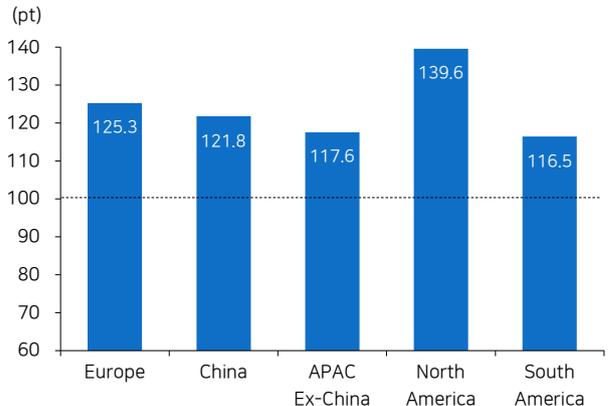
그림7 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI) 월별 추이



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

주: 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면

그림8 글로벌 광케이블 인덱스(FOCI) 지역별 추이



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

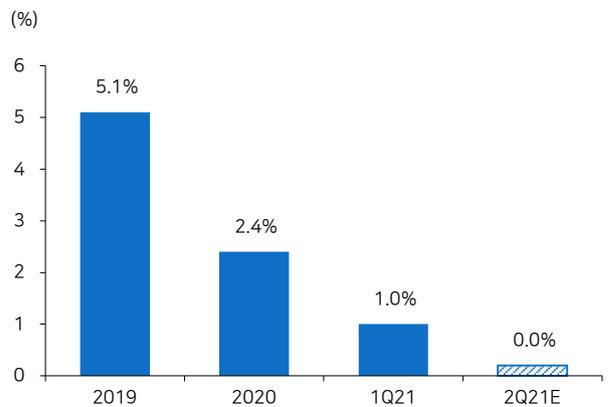
주: 100 이상일 경우 시장 확장 국면, 100 이하일 경우 시장 축소 국면

그림9 글로벌 광섬유 수요 비교



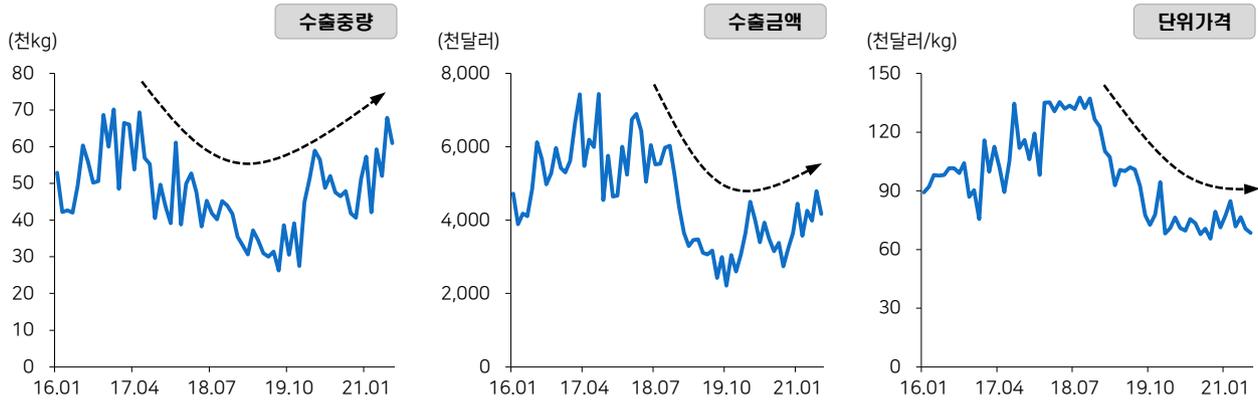
자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 광섬유 재고 정상화



자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 광섬유 수출 데이터



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 광섬유 가격과 대한광통신 주가 추이



자료: CRU, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 광섬유/광케이블 Peer 밸류에이션

	사기총액 (십억원)	사기총액 (백만달러)	PER (x)		PBR (x)		매출액*		영업이익*		당기순이익*		EV/EBITDA (x)		
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
글로벌	FYBR	8,245	7,227	20.8	73.9	N/A	N/A	6,550.5	6,052.0	858.0	488.0	N/A	N/A	5.6	6.6
	OCC	33	29	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Corning	38,676	33,901	19.0	16.7	2.5	2.5	13,720.4	14,405.3	2,546.1	2,818.3	1,984.6	1,928.3	10.2	9.6
	COMM	4,796	4,204	10.6	8.8	6.1	4.5	8,710.2	8,977.0	1,163.9	1,275.6	-180.5	-47.0	10.4	9.3
	BDC	2,399	2,103	12.8	11.7	2.3	2.0	2,163.9	2,233.1	265.3	284.7	113.1	142.0	9.8	8.7
	STRETCH	1,823	1,598	23.7	17.4	5.2	4.4	848.6	1,010.6	131.5	163.3	70.3	97.7	12.3	9.7
중국	Fiberhome	3,721	3,213	31.9	27.1	1.6	1.6	4,022.5	4,438.4	N/A	N/A	115.6	130.2	11.6	10.1
	YOFC	2,202	1,930	32.2	26.0	1.9	1.8	1,376.8	1,524.4	87.1	115.7	87.7	108.7	13.5	11.2
	ZTT	5,572	4,884	9.6	8.6	1.2	1.1	7,630.8	8,037.6	622.3	695.9	511.5	578.0	N/A	N/A
	HTGD	5,029	4,408	17.6	14.6	1.4	1.3	5,611.9	6,334.3	330.6	449.6	227.4	264.9	10.5	9.8
	Kaile Science	1,427	1,251	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tdii	868	760	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
국내	대한광통신	274	240	N/A	12.0	1.9	1.7	139.7	203.6	-12.2	24.7	-10.9	22.8	N/A	N/A

주: *국내업체는 십억원, 해외업체는 백만 달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
대한광통신 (010170)	Not Rated	-
서진시스템 (178320)	Not Rated	-
RFHIC (218410)	Buy	50,000원
원스 (136540)	Buy	22,000원

Industry Indepth
2021. 7. 19

대한광통신 010170

3년 만에 찾아온 기회

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

- ✓ 광섬유 코어 제조 핵심기술을 보유한 국내 유일 광섬유 일괄 생산업체
- ✓ 2021년 매출액 1,397억원(+2.6% YoY), 영업적자 -122억원(적축 YoY) 전망
- ✓ 2H21부터 글로벌 광섬유 시장 회복에 따른 실적 개선이 동반될 전망
- ✓ 비용 효율화 및 생산단가 절감 노력이 지속된 만큼 영업 레버리지 효과 기대
- ✓ 글로벌 광섬유 시장은 비대면 영업 활동 강화로 중장기 호황 Cycle 진입

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (7.16) 3,710 원
상승여력 -

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	2,736억원
발행주식수	7,374만주
유동주식비율	73.77%
외국인비중	2.24%
52주 최고/최저가	4,500원/3,050원
평균거래대금	41.0억원

주요주주(%)
티에프오인더스트리 외 3 인 26.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.9	-9.4	-6.9
상대주가	9.0	-16.9	-31.4

주가그래프



국내 유일의 광섬유 일괄 생산업체

동사는 광섬유/광케이블을 생산하는 업체로 코어 모재부터 드로잉까지 전체 공정을 자체적으로 수직 계열화하면서 글로벌 선두 업체인 일본 스미토모, 미국 코닝 등과 동일한 경쟁력을 갖추었다. 코로나19 팬데믹 지속으로 전세계 주요 국가의 초고속인터넷 보급 정책이 확대됨에 따라 관련 수혜가 예상된다.

글로벌 광섬유 시장 반등에 따른 2H21 실적 개선 전망

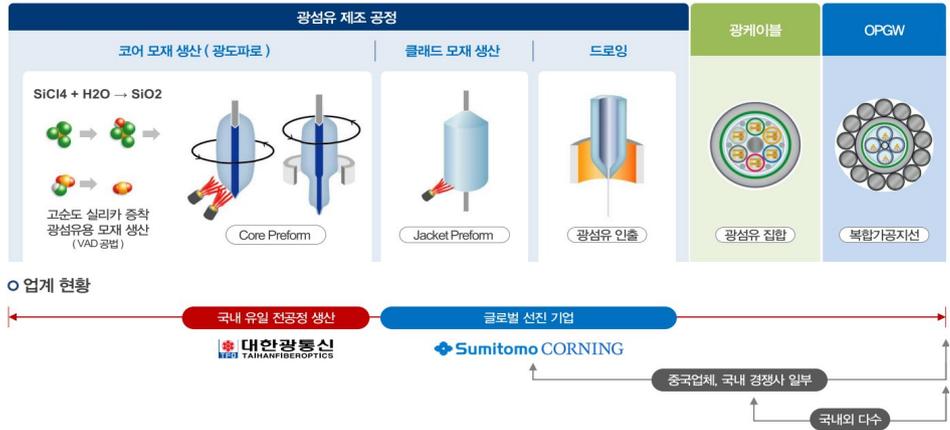
동사는 2018년 대규모 증설에 따른 고정비 부담과 글로벌 광섬유 가격 하락으로 2019년과 2020년 각각 -96억원, -227억원의 대규모 영업적자를 기록했다. 2021년 연결 실적 역시 매출액 1,397억원(+2.6% YoY), 영업적자 -122억원(적축 YoY)으로 부진할 전망이다. 상반기(영업적자 -121억원) 대비 하반기(영업적자 -1억원) 뚜렷한 실적 개선이 나타날 전망이다. 투자포인트는 크게 세 가지로 ①장기간 영업적자에 따른 비용 구조 개선 및 생산단가 절감 노력으로 영업 레버리지 효과가 기대되며, ②유럽/일본 제품 대비 가격 경쟁력이, 중국 제품 대비로는 품질 경쟁력에서 앞선 유리한 시장 포지셔닝, 그리고 ③낮은 밸류에이션(2022년 예상 PER 12.0배) 매력 등이다.

글로벌 광섬유 시장은 중장기 호황 Cycle 진입

2020년 글로벌 광섬유 시장은 470M f.km로 전년 대비 -1.5% 역성장을 기록했으나, 2021년 507M f.km로 성장을 재개해 2024년에는 619M f.km에 달할 전망이다. 코로나19 확산에 따른 비대면 영업 활동 강화로 인터넷 속도가 느린 선진국 위주로 브로드밴드 관련 대규모 인프라 정책들이 도입되고 있으며, 이러한 정책 기조 확산으로 글로벌 광섬유 시장은 중장기 호황 Cycle에 진입할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	116.5	-1.5	-12.6	-258	840.4	1,240	-5.6	1.2	14.4	-18.8	110.4
2017	139.7	15.0	13.3	259	-199.4	1,558	24.6	4.1	19.6	16.9	61.5
2018	167.2	15.5	21.5	314	20.9	2,591	16.2	2.0	16.9	15.0	65.9
2019	154.3	-9.6	-11.7	-159	-151.1	2,433	-20.9	1.4	-103.0	-6.3	61.5
2020	136.1	-22.7	-27.4	-372	134.2	2,069	-10.4	1.9	-22.7	-16.5	76.3

그림75 광섬유 생산 공정



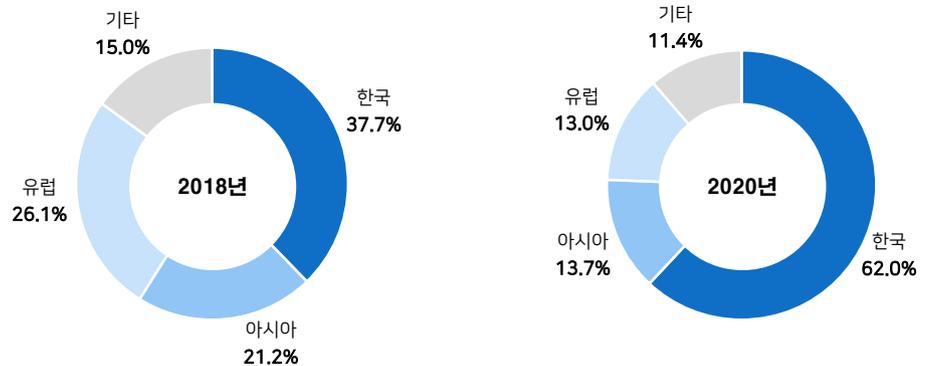
자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림76 대한광통신 고객사 현황



자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림77 대한광통신 지역별 매출 비중



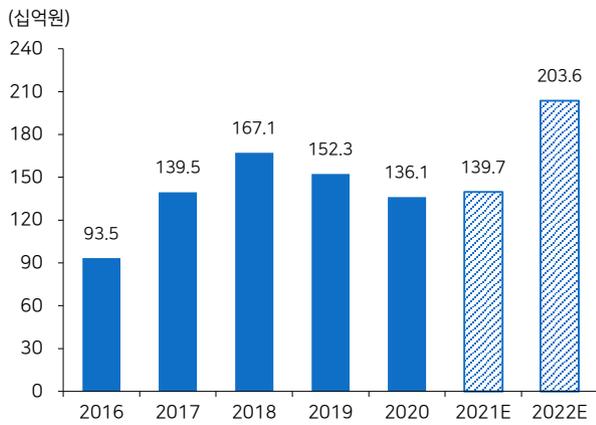
자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

표19 대한광통신 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	35.1	33.7	35.1	32.3	25.5	29.3	39.0	45.8	167.1	152.3	136.1	139.7	203.6
영업이익	-3.0	-7.4	-6.1	-6.1	-6.9	-5.2	-1.9	1.8	15.5	-9.6	-22.7	-12.2	24.7
세전이익	-2.5	-7.8	-7.0	-5.3	-4.9	-4.4	-1.1	1.4	13.0	-13.0	-22.6	-9.0	23.7
당기순이익	-2.5	-7.8	-7.0	-10.1	-6.9	-4.3	-1.1	1.4	21.3	-11.7	-27.4	-10.9	22.8
영업이익률(%)	-8.6	-22.1	-17.3	-18.9	-27.1	-17.9	-4.9	4.0	9.3	-6.3	-16.7	-8.8	12.2
당기순이익률(%)	-7.1	-23.2	-19.9	-31.3	-27.1	-14.5	-2.7	3.0	12.7	-7.7	-20.1	-7.8	11.2

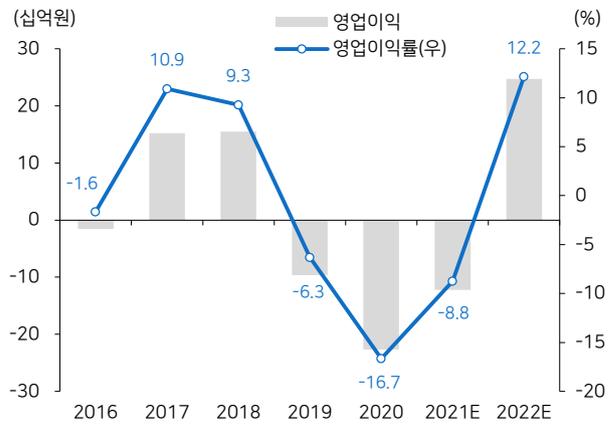
자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림78 대한광통신 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

그림79 대한광통신 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한광통신, 메리츠증권 리서치센터

대한광통신 (010170)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	116.5	139.7	167.2	154.3	136.1
매출액증가율 (%)	6.9	19.9	19.7	-7.7	-11.8
매출원가	102.4	109.6	134.2	142.8	134.6
매출총이익	14.1	30.1	32.9	11.5	1.5
판매관리비	15.6	15.1	17.5	21.2	24.1
영업이익	-1.5	15.0	15.5	-9.6	-22.7
영업이익률	-1.3	10.8	9.3	-6.2	-16.7
금융손익	-3.5	-0.6	-2.0	-2.7	1.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.0	-1.3	-0.5	-0.7	-1.8
세전계속사업이익	-15.1	13.2	13.1	-13.0	-22.6
법인세비용	-2.5	-0.0	-8.2	-1.3	4.8
당기순이익	-12.6	13.2	21.3	-11.7	-27.4
지배주주지분 순이익	-12.6	13.3	21.5	-11.7	-27.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	10.8	8.3	-8.3	-3.3	-12.3
당기순이익(손실)	-12.6	13.2	21.3	-11.7	-27.4
유형자산상각비	7.0	4.3	4.7	7.0	8.4
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.3	0.6
운전자본의 증감	5.0	-10.4	-28.2	-3.1	-1.4
투자활동 현금흐름	13.0	-14.7	-56.1	-21.4	-12.3
유형자산의증가(CAPEX)	-15.3	-11.1	-38.1	-21.4	-9.2
투자자산의감소(증가)	-0.8	0.9	-3.9	0.7	-8.0
재무활동 현금흐름	-18.7	11.3	137.8	-16.8	7.0
차입금의 증감	-16.4	-11.1	63.3	-11.7	7.5
자본의 증가	0.0	22.7	49.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.8	4.6	73.7	-41.5	-17.7
기초현금	15.3	20.1	24.7	98.3	56.8
기말현금	20.1	24.7	98.3	56.8	39.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	68.3	90.3	204.9	161.3	139.6
현금및현금성자산	19.4	24.2	98.2	56.8	39.1
매출채권	26.1	36.8	46.1	32.7	33.0
재고자산	18.3	19.5	35.2	45.7	40.3
비유동자산	58.7	65.4	112.2	128.4	129.3
유형자산	56.6	63.9	100.8	114.6	111.3
무형자산	0.8	0.8	0.6	1.2	2.3
투자자산	1.1	0.2	4.1	3.4	11.3
자산총계	127.1	155.8	317.0	289.7	268.9
유동부채	56.4	43.7	83.4	80.0	71.3
매입채무	19.7	24.2	24.4	16.4	16.2
단기차입금	18.8	13.4	45.4	35.3	34.5
유동성장기부채	11.5	0.0	2.0	12.1	6.0
비유동부채	10.3	15.7	42.5	30.3	45.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	6.9
장기차입금	4.0	10.0	39.0	26.9	34.0
부채총계	66.7	59.3	126.0	110.3	116.4
자본금	23.5	29.9	36.9	36.9	36.9
자본잉여금	76.0	92.4	135.1	135.1	135.1
기타포괄이익누계액	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.2
이익잉여금	-41.0	-27.8	19.1	7.4	-19.6
비지배주주지분	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
자본총계	60.4	96.4	191.1	179.4	152.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
SPS	2,391	2,717	2,440	2,092	1,846
EPS(지배주주)	-258	259	314	-159	-372
CFPS	151	385	300	21	-129
EBITDAPS	118	383	298	-32	-186
BPS	1,240	1,558	2,591	2,433	2,069
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.6	24.6	16.2	-20.9	-10.4
PCR	9.5	16.5	17.0	158.9	-30.1
PSR	0.6	2.3	2.1	1.6	2.1
PBR	1.2	4.1	2.0	1.4	1.9
EBITDA	5.7	19.7	20.4	-2.4	-13.7
EV/EBITDA	14.4	19.6	16.9	-103.0	-22.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-18.8	16.9	15.0	-6.3	-16.5
EBITDA 이익률	4.9	14.1	12.2	-1.5	-10.1
부채비율	110.4	61.5	65.9	61.5	76.3
금융비용부담률	2.9	1.3	0.9	1.7	1.5
이자보상배율(x)	-0.5	8.6	10.7	-3.7	-11.1
매출채권회전율(x)	4.4	4.4	4.0	3.9	4.1
재고자산회전율(x)	6.6	7.4	6.1	3.8	3.2

Industry Indepth
2021. 7. 19

서진시스템 178320

5G에 이어 배터리팩 양산 시작

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

- ✓ 2020년 실적 부진에도 1Q21 연결 영업이익 92억원(+66.5% YoY)으로 고성장
- ✓ 미주/인도 공격적 5G 투자 예고, 삼성전자 유럽 시장 진출 소식도 긍정적
- ✓ 통신장비 사업은 삼성전자 외 글로벌 1위 고객사향 장비 공급 시작
- ✓ '21년 매출액 6,790억원(+110.9% YoY), 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY) 전망
- ✓ 삼성SDI향 이차전지 부품 공급 시작으로 중장기 기타 사업부 매출 고성장 전망

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (7.16) 42,000 원
상승여력 -

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	7,892억원
발행주식수	1,879만주
유동주식비율	67.15%
외국인비중	5.69%
52주 최고/최저가	54,900원/34,750원
평균거래대금	102.8억원
주요주주(%)	
전통규 외 14 인	31.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	-13.8	8.8
상대주가	-6.4	-21.0	-19.8

주가그래프



가능성을 확인한 1H21 실적

불확실한 대외 환경으로 2020년에는 연결 매출액 3,219억원(-17.9% YoY), 영업이익 49억원(-91.0% YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 다만, 5G 투자 재개와 ESS 및 기타 사업 부문 성과에 힘입어 1Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,346억원(+76.6% YoY), 92억원(+66.5% YoY)으로 크게 반등했다. 특히, 지속적인 사업 다각화 노력으로 신규 사업 매출이 증가하며 통신장비 의존도를 낮춘 점이 고무적이었다.

2021년 연결 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY) 전망

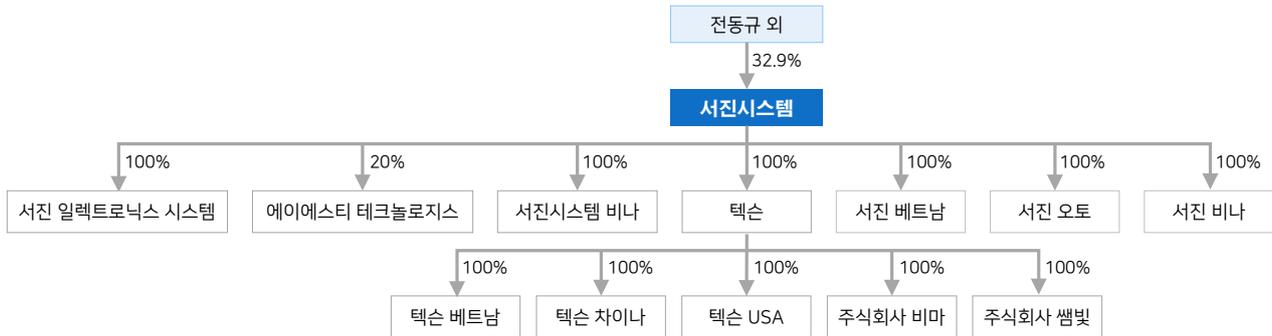
2Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,398억원(+83.0% YoY), 124억원(흑전 YoY)을 전망한다. 지난 1Q21 서프라이즈를 기록한 ESS 사업 부문이 잠시 주춤했으나, 미국 Verizon향 물량 증가로 통신장비 부문 성장이 두드러지게 나타날 전망이다. 삼성전자 5G 기지국 합체 대부분을 생산하는 만큼 삼성전자의 해외 사업이 본격화되는 올해 하반기부터 큰 폭의 외형 성장이 가능할 전망이다. 2021년 연결 매출액은 6,790억원(+110.9% YoY), 영업이익 739억원(+1,406.2% YoY)을 전망한다.

7월부터 전기차 배터리팩 양산 시작

동사는 7월부터 삼성SDI에 이차전지 부품 공급을 시작했다. 초기 물량은 크지 않으나, 수율 안정화와 고객 다변화가 진행되면서 매출 사이즈는 점차 확대될 전망이다. 이차전지 사업이 포함된 기타 사업부 매출액은 2020년 1,066억원(+15.0% YoY), 2021년 1,917억원(+79.7% YoY), 2022년 3,622억원(+89.0% YoY)으로 고성장할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.9	24.4	19.6	2,426	-12.5	7,418	0.0	0.0	2.0	36.9	213.5
2017	238.0	17.9	5.4	424	-79.5	8,657	37.7	1.8	9.3	5.6	113.7
2018	324.6	36.9	30.1	1,941	319.4	11,982	8.9	1.4	4.5	17.9	97.5
2019	392.4	54.4	48.7	2,688	29.8	14,558	10.7	2.0	8.1	20.3	111.0
2020	321.9	4.9	-5.5	-304	-111.9	13,364	-166.3	3.8	32.3	-2.2	186.1

그림80 서진시스템 계열사 현황



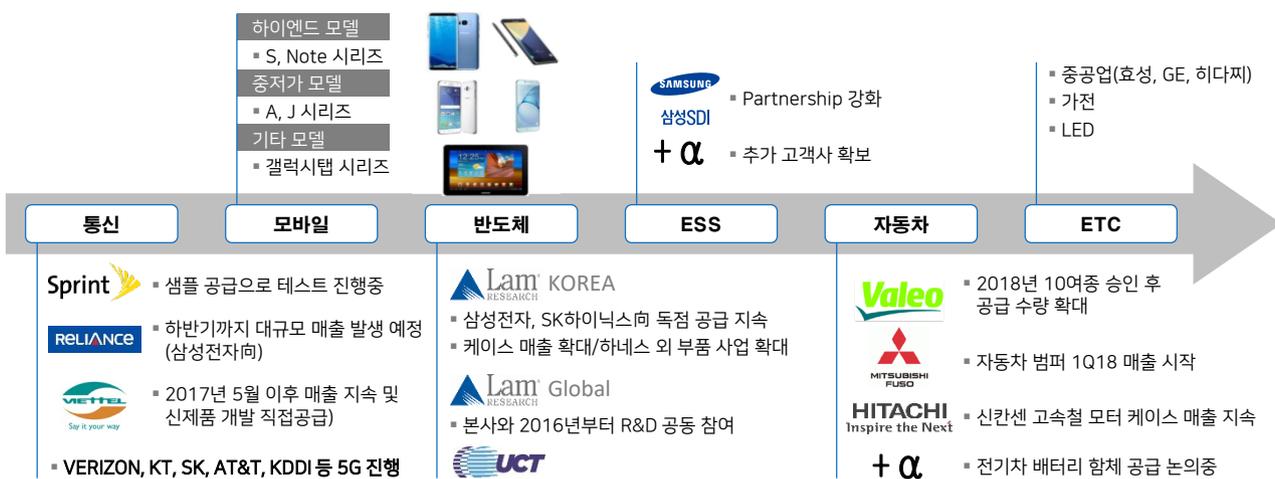
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림81 서진시스템 제조 공정도



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

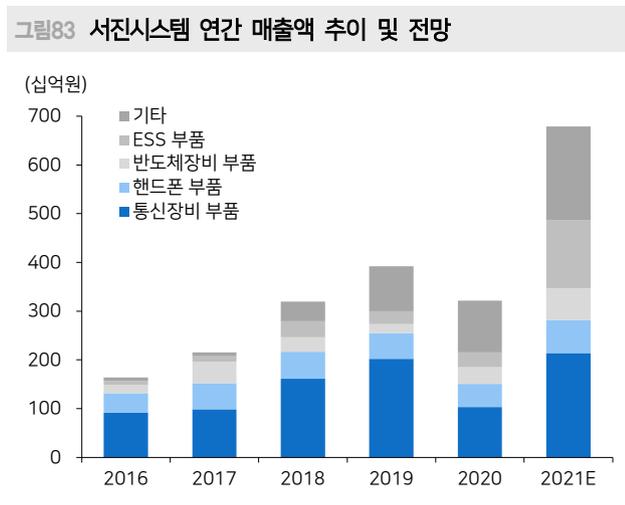
그림82 서진시스템 사업 다각화 진행 상황



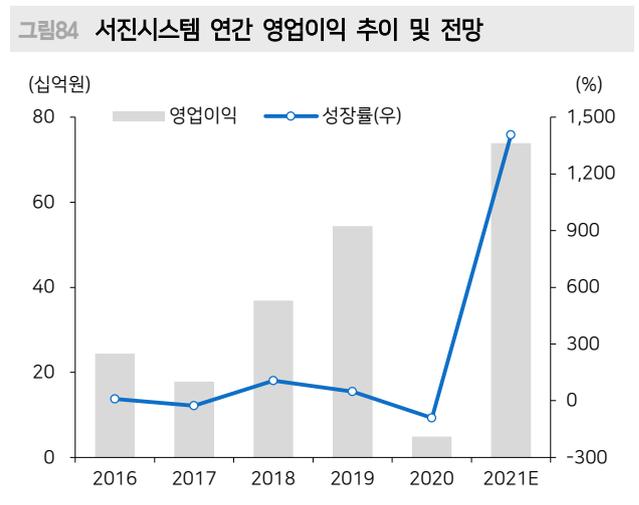
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	76.2	76.4	86.1	83.2	134.6	139.8	188.2	216.4	392.3	321.9	679.0
% YoY	-24.8%	-28.8%	-21.1%	11.5%	76.6%	83.0%	118.6%	160.0%	20.9%	-17.9%	110.9%
통신장비 부품	19.3	26.4	26.7	30.9	32.9	48.0	61.0	72.0	202.2	103.3	213.9
핸드폰 부품	11.7	10.8	13.5	11.8	13.8	14.5	18.2	20.9	53.1	47.8	67.5
반도체장비 부품	9.2	8.2	10.0	6.4	14.2	15.6	17.9	18.2	18.5	33.8	65.9
ESS 부품	8.1	9.1	6.5	6.7	35.6	24.2	36.8	43.4	25.9	30.4	140.1
기타	27.9	21.9	29.4	27.5	38.0	37.4	54.3	61.9	92.7	106.6	191.7
판관비	59.5	65.8	78.8	65.5	111.5	115.7	153.9	170.4	300.3	269.6	551.5
매출원가율	78.2%	86.1%	91.5%	78.7%	82.9%	82.7%	81.7%	78.7%	76.6%	83.7%	81.2%
판관비	11.1	10.7	12.6	13.0	13.8	14.0	14.3	14.7	37.7	47.4	56.7
판관비율	14.6%	14.1%	14.6%	15.6%	10.2%	10.0%	7.6%	6.8%	9.6%	14.7%	8.3%
영업이익	5.6	-0.1	-5.3	4.8	9.2	12.4	22.8	29.4	54.4	4.9	73.9
% YoY	-64.1%	적전	적전	-20.9%	66.5%	흑전	흑전	517.3%	47.5%	-91.0%	1406.2%
영업이익률	7.3%	-0.2%	-6.1%	5.7%	6.9%	8.9%	12.1%	13.6%	13.9%	1.5%	10.9%
법인세차감전순이익	6.1	-7.8	-7.3	6.8	4.9	11.4	21.0	27.1	54.8	-2.2	64.4
법인세비용	0.0	2.2	5.6	-4.2	0.3	0.0	0.0	0.0	5.8	3.6	3.3
당기순이익	6.1	-10.0	-12.9	11.0	4.6	10.9	19.9	25.7	49.0	-5.8	61.1
당기순이익률	8.0%	-13.1%	-15.0%	13.2%	3.4%	7.8%	10.6%	11.9%	12.5%	-1.8%	9.0%

자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 (178320)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	165.9	238.0	324.6	392.4	321.9
매출액증가율 (%)	113.4	43.5	36.4	20.9	-18.0
매출원가	123.3	194.4	261.3	300.3	269.6
매출총이익	42.6	43.6	63.2	92.1	52.3
판매관리비	18.2	25.7	26.4	37.7	47.4
영업이익	24.4	17.9	36.9	54.4	4.9
영업이익률	14.7	7.5	11.4	13.9	1.5
금융손익	-3.8	-10.2	-2.0	0.8	-8.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.3	1.8	-2.4	1.4
세전계속사업이익	20.6	7.4	36.6	52.8	-2.2
법인세비용	1.0	1.1	4.3	3.8	3.6
당기순이익	19.6	6.3	32.3	49.0	-5.8
지배주주지분 손이익	19.6	5.4	30.1	48.7	-5.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	38.4	-8.0	70.5	-18.5	-36.1
당기순이익(손실)	19.6	6.3	32.3	49.0	-5.8
유형자산상각비	10.0	12.9	16.2	34.0	33.4
무형자산상각비	0.2	0.8	0.5	0.2	0.2
운전자본의 증감	4.9	-33.9	13.8	-98.4	-62.5
투자활동 현금흐름	-40.7	-35.6	-144.4	-61.3	-110.7
유형자산의증가(CAPEX)	-38.8	-36.2	-147.3	-62.4	-110.5
투자자산의감소(증가)	0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	11.9	50.0	79.1	81.0	142.4
차입금의 증감	-2.0	7.3	14.2	110.9	133.6
자본의 증가	19.0	38.2	68.2	0.0	15.9
현금의 증가(감소)	9.8	6.4	5.3	1.3	-4.5
기초현금	3.6	13.3	19.7	25.0	26.2
기말현금	13.3	19.7	25.0	26.2	21.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	98.2	110.3	154.4	215.6	281.6
현금및현금성자산	13.3	19.7	25.0	26.2	21.8
매출채권	34.5	27.1	35.9	38.7	54.3
재고자산	45.1	52.5	71.2	115.7	158.1
비유동자산	129.2	148.9	283.4	347.5	410.5
유형자산	119.8	129.2	259.9	300.4	365.9
무형자산	6.2	16.5	16.0	0.9	4.5
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.4	0.6
자산총계	227.3	259.2	437.8	563.0	692.1
유동부채	130.0	125.0	189.8	213.8	260.8
매입채무	59.3	34.7	91.7	60.5	66.7
단기차입금	52.9	68.5	73.6	128.1	116.8
유동성장기부채	8.0	12.3	11.0	9.9	48.8
비유동부채	24.8	12.9	26.3	82.4	189.4
사채	5.6	0.0	1.2	0.0	79.1
장기차입금	15.3	10.8	17.9	75.4	86.0
부채총계	154.8	137.9	216.1	296.2	450.2
자본금	2.2	3.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	28.8	66.0	128.2	128.2	144.1
기타포괄이익누계액	1.7	-3.4	0.3	1.7	-20.9
이익잉여금	39.7	43.9	72.8	118.8	107.7
비지배주주지분	0.0	2.6	4.8	3.4	0.0
자본총계	72.5	121.3	221.7	266.9	241.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
SPS	20,630	18,740	20,920	21,677	17,784
EPS(지배주주)	2,426	424	1,941	2,688	-304
CFPS	4,500	2,643	3,812	5,178	2,539
EBITDAPS	4,308	2,484	3,454	4,892	2,129
BPS	7,418	8,657	11,982	14,558	13,364
DPS	169	46	200	300	0
배당수익률(%)	0.0	0.3	1.2	1.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	37.7	8.9	10.7	-166.3
PCR	0.0	6.0	4.6	5.6	19.9
PSR	0.0	0.9	0.8	1.3	2.8
PBR	0.0	1.8	1.4	2.0	3.8
EBITDA	34.6	31.5	53.6	88.6	38.5
EV/EBITDA	2.0	9.3	4.5	8.1	32.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	36.9	5.6	17.9	20.3	-2.2
EBITDA 이익률	20.9	13.3	16.5	22.6	12.0
부채비율	213.5	113.7	97.5	111.0	186.1
금융비용부담률	3.0	1.6	1.2	2.2	3.9
이자보상배율(x)	4.9	4.7	9.7	6.2	0.4
매출채권회전율(x)	6.4	7.7	10.3	10.5	6.9
재고자산회전율(x)	5.0	4.9	5.2	4.2	2.4

Industry Indepth
2021. 7. 19

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **50,000 원**
현재주가 (7.16) **38,250 원**
상승여력 **30.7%**

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	9,122억원
발행주식수	2,665만주
유동주식비율	61.61%
외국인비중	11.44%
52주 최고/최저가	47,466원/32,587원
평균거래대금	101.0억원
주요주주(%)	
조덕수 외 9 인	37.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-16.6	-0.1
상대주가	-5.7	-23.5	-26.4

주가그래프



RFHIC 218410

질주하는 전력 반도체

- ✓ 2Q21 연결 매출액 304억원(+106.7% YoY), 영업이익 27억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 미국 Verizon 대응 중이며, 일본 KDDI, 캐나다 Telus는 하반기부터 공급 시작
- ✓ 삼성전자 기지국 내 GaN 트랜지스터 공급 물량의 70% 차지하며 경쟁력 입증
- ✓ 2021년 매출액 1,234억원(+75.2% YoY), 영업이익 124억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 2H21 준비 과정을 거쳐, 2022년부터 전력 반도체 사업 본격적으로 시작

느리지만 꾸준히 개선되는 실적

동사는 미중 무역분쟁 영향으로 주요 고객사였던 화웨이향 제품 공급이 중단 되면서 2020년 연결 매출액 705억원(-34.6% YoY), 영업이익자 -30억원(적전 YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 삼성전자의 해외 사업이 본격화되는 2021년에는 2019년 이상의 실적 회복이 기대되며, 2Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 304억원(+106.7% YoY), 27억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다.

2021년은 도약을 위한 준비 시기

2021년 연결 실적은 매출액 1,234억원(+75.2% YoY), 영업이익 124억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 미국 Verizon으로 공급되는 GaN 트랜지스터 물량은 연초부터 꾸준히 증가하고 있으며, 하반기에는 일본 KDDI, 캐나다 Telus, 인도 Reliance Jio 등으로 공급이 시작된다. 삼성전자의 해외 5G 사업 관련 매출은 3Q21보다는 4Q21에 집중될 전망이다. 삼성전자 기지국 장비 내 GaN 트랜지스터 공급 물량의 70%를 차지하는 만큼 삼성전자 성과와 연동되어 하반기 실적 개선이 가능할 전망이다.

2022년 전력 반도체 사업 본격화

동사는 지난 4월 유상증자를 통해 830억원의 자금을 조달했다. 자금 대부분은 운영자금 및 시설투자에 사용되며, 전력 반도체 사업 확대를 위해 활용될 계획이다. 이미 산업통상자원부 주관 GaN 반도체 국산화 과제에 SK실트론, LIG넥스원과 함께 선정되어 연구개발을 진행해 왔으며, 2021년 하반기 준비 과정을 거쳐 2022년부터 본격적으로 사업을 시작할 전망이다. 투자이견 Buy와 적정주가 50,000원을 유지한다.

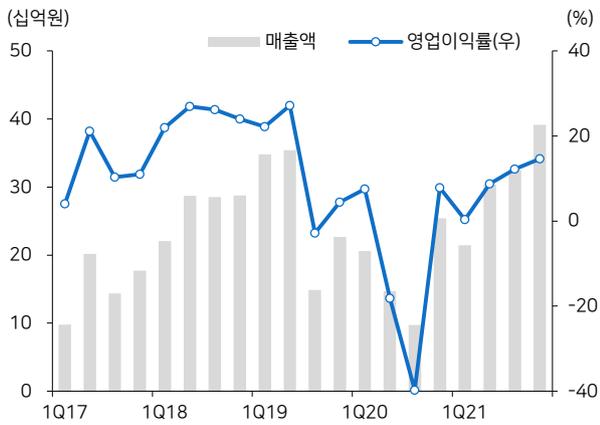
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	107.8	17.9	20.0	835	-24.1	8,144	43.0	4.4	34.2	11.2	20.7
2020	70.5	-3.0	2.0	83	-92.4	8,057	526.8	5.4	408.2	1.0	43.8
2021E	123.4	12.4	14.5	570	588.7	7,842	67.2	4.9	34.2	7.1	50.9
2022E	179.7	30.4	37.7	1,415	148.4	9,159	27.0	4.2	19.0	16.6	54.1
2023E	218.3	38.9	48.1	1,803	27.5	10,866	21.2	3.5	15.0	18.0	52.8

표21 RFHIC 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	20.6	14.7	9.7	25.4	21.4	30.4	32.4	39.1	108.1	107.8	70.5	123.4	179.7
영업이익	1.6	-2.7	-3.9	2.0	0.1	2.7	4.0	5.7	27.4	17.9	-3.0	12.4	30.4
세전이익	2.7	-1.7	-4.9	4.4	-0.2	2.7	4.0	5.8	27.9	20.3	0.5	12.4	34.5
당기순이익	2.5	-1.1	-4.8	4.9	-0.3	2.5	3.7	5.4	25.2	19.6	1.6	11.3	29.1
영업이익률 (%)	7.6	-18.2	-39.8	7.8	0.3	8.7	12.3	14.7	25.4	16.6	-4.3	10.1	16.9
당기순이익률 (%)	12.2	-7.3	-49.2	19.3	-1.4	8.2	11.4	13.7	23.3	18.2	2.2	9.1	16.2

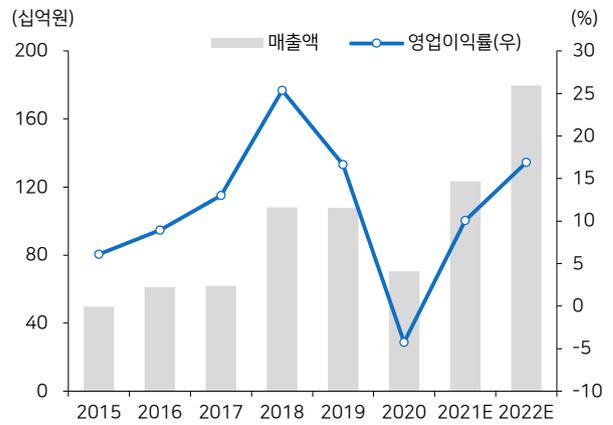
자료: RFHIC, 메리츠증권 리서치센터

그림85 RFHIC 분기 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: RFHIC, 메리츠증권 리서치센터

그림86 RFHIC 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: RFHIC, 메리츠증권 리서치센터

RFHIC (218410)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	107.8	70.5	123.4	179.7	218.3
매출액증가율 (%)	-0.3	-34.6	75.2	45.6	21.5
매출원가	68.2	50.2	73.5	100.1	120.7
매출총이익	39.6	20.2	49.9	79.6	97.6
판매관리비	21.6	23.2	37.5	49.3	58.8
영업이익	17.9	-3.0	12.4	30.4	38.9
영업이익률	16.6	-4.3	10.1	16.9	17.8
금융손익	2.1	3.3	0.9	1.2	3.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	-1.0	2.9	5.8
세전계속사업이익	20.3	0.5	12.4	34.5	47.7
법인세비용	0.2	-1.0	1.1	5.3	10.3
당기순이익	20.2	1.6	11.3	29.3	37.3
지배주주지분 손이익	20.0	2.0	14.5	37.7	48.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	27.1	-24.2	46.2	30.2	38.6
당기순이익(손실)	20.2	1.6	11.3	29.3	37.3
유형자산상각비	4.2	4.6	11.5	12.4	13.3
무형자산상각비	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
운전자본의 증감	3.5	-32.9	22.8	-11.9	-10.9
투자활동 현금흐름	-8.3	-112.6	2.9	-10.2	-11.7
유형자산의증가(CAPEX)	-8.9	-26.4	-14.0	-15.0	-16.0
투자자산의감소(증가)	-7.6	2.1	-0.4	-0.4	-0.3
재무활동 현금흐름	10.2	54.7	-2.2	-1.7	-1.7
차입금의 증감	-19.9	56.1	0.1	0.9	0.8
자본의 증가	26.8	6.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	29.0	-82.4	46.8	18.2	25.2
기초현금	80.6	109.6	27.3	74.1	92.3
기말현금	109.6	27.3	74.1	92.3	117.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	190.9	213.2	239.5	285.5	332.9
현금및현금성자산	109.5	27.2	74.0	92.2	117.4
매출채권	13.3	10.0	17.0	19.0	23.1
재고자산	52.1	74.8	62.0	90.3	109.7
비유동자산	69.4	99.1	101.2	103.6	106.1
유형자산	45.3	75.8	78.3	80.9	83.7
무형자산	5.5	6.9	6.2	5.5	5.0
투자자산	15.9	13.7	14.1	14.5	14.8
자산총계	260.2	312.3	340.7	389.2	439.1
유동부채	42.6	45.0	62.8	82.2	95.4
매입채무	10.9	6.5	11.4	16.6	20.1
단기차입금	12.3	19.7	19.3	18.9	18.5
유동성장기부채	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.1	50.2	52.2	54.5	56.4
사채	0.7	29.4	30.4	31.6	32.8
장기차입금	0.0	19.3	19.3	19.3	19.3
부채총계	44.7	95.2	115.0	136.7	151.8
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	86.9	92.9	92.9	92.9	92.9
기타포괄이익누계액	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	99.5	96.7	108.6	143.8	189.2
비지배주주지분	16.5	20.1	16.8	8.4	-2.3
자본총계	215.6	217.1	225.8	252.5	287.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	4,511	2,881	4,849	6,743	8,193
EPS(지배주주)	835	83	570	1,415	1,803
CFPS	1,049	317	930	1,737	2,195
EBITDAPS	956	103	969	1,627	1,976
BPS	8,144	8,057	7,842	9,159	10,866
DPS	195	98	98	98	98
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	43.0	526.8	67.2	27.0	21.2
PCR	34.3	137.5	41.1	22.0	17.4
PSR	8.0	15.1	7.9	5.7	4.7
PBR	4.4	5.4	4.9	4.2	3.5
EBITDA	22.8	2.5	24.7	43.3	52.7
EV/EBITDA	34.2	408.2	34.2	19.0	15.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	1.0	7.1	16.6	18.0
EBITDA 이익률	21.2	3.6	20.0	24.1	24.1
부채비율	20.7	43.8	50.9	54.1	52.8
금융비용부담률	1.0	1.6	1.5	1.0	0.9
이자보상배율(x)	16.0	-2.7	6.7	16.1	20.4
매출채권회전율(x)	6.0	6.0	9.1	10.0	10.4
재고자산회전율(x)	2.2	1.1	1.8	2.4	2.2

Industry Indepth
2021. 7. 19

원스 136540

조용히 오래가는 주식

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21 별도 매출액 202억원(+3.2% YoY), 영업이익 37억원(+0.5% YoY) 전망
- ✓ 트래픽 증가로 고사향 제품 비중 확대. 일본 5G 투자로 일본 수출 2H21 재개
- ✓ '21년 별도 매출액 1,072억원(+14.2% YoY), 영업이익 196억원(+7.2% YoY) 전망
- ✓ 2014년(200원)부터 2020년(400원)까지 매년 DPS 상향되며 배당 매력 부각
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 기존 20,500원에서 22,000원으로 +7.3% 상향

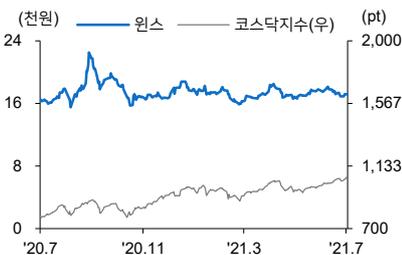
Buy

적정주가 (12개월) **22,000 원**
현재주가 (7.16) **17,200 원**
상승여력 **27.9%**

KOSDAQ	1,051.98pt
시가총액	2,100억원
발행주식수	1,221만주
유동주식비율	52.22%
외국인비중	6.45%
52주 최고/최저가	22,550원/15,500원
평균거래대금	15.4억원
주요주주(%)	
금융통신 외 4 인	33.44

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	-2.3	5.5
상대주가	-7.0	-10.4	-22.3

주가그래프



2Q21 실적은 전년 동기 수준 유지

2Q21 별도 실적은 매출액 202억원(+3.2% YoY), 영업이익 37억원(+0.5% YoY)을 전망한다. 일본 대형 통신사향 IPS 장비 교체 Cycle이 종료되면서 올해 상반기에는 일본 수출 물량은 급감했으나, 내수 관련 매출이 증가하면서 전년 동기 수준의 실적을 기록할 전망이다. 신규 진입한 차세대 방화벽(NGFW) 장비 매출도 꾸준히 증가하면서 제품 다변화에 성공하는 모습이다.

2021년 별도 영업이익 196억원(+7.2% YoY) 전망

2021년 별도 매출액은 1,072억원(+14.2% YoY), 영업이익 196억원(+7.2% YoY)을 전망한다. 데이터 트래픽이 증가함에 따라 100G IPS 장비와 같은 고사향 제품 비중이 확대되고 있으며, KT 목동 클라우드 데이터센터에 관제 서비스를 제공하는 등 새로운 클라우드 보안 시장에 대한 준비도 철저히 하고 있다. 일본의 5G 상용화 도입이 예고된 만큼 이르면 올해 하반기부터 고사향 IPS 장비 공급이 시작될 가능성이 높아 주춤하던 수출 실적도 완만하게 회복될 전망이다. 국내 굴지의 대기업과 진행하는 IT 사업도 하반기부터 시작되며, 국내 사업장 구축에 이어 해외 사업장까지 공급이 확대될 전망이다.

실적과 함께 매년 늘어나는 배당금

동사는 2014년 DPS(주당배당금) 200원에서 2020년 400원에 이르기까지 매년 배당금을 상향 지급하고 있다. 배당성향 30% 이상을 유지하고 있으며, 실적 개선에 따라 2021년과 2022년 DPS 상향 가능성이 높다고 판단한다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 20,500원에서 22,000원으로 +7.3% 상향한다.

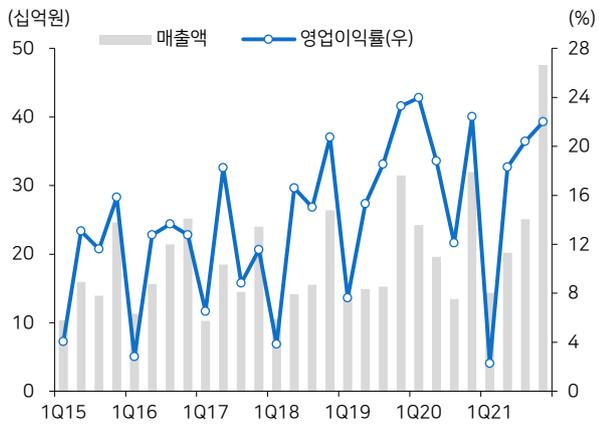
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	75.3	13.5	13.3	1,099	18.9	9,145	12.1	1.5	8.6	12.5	42.6
2020	89.3	18.3	18.4	1,515	37.9	10,279	12.4	1.8	8.3	15.6	34.6
2021E	107.2	19.6	18.2	1,491	-1.6	11,370	11.5	1.5	5.8	13.8	31.9
2022E	120.1	23.9	22.0	1,800	20.8	12,738	9.6	1.4	4.5	14.9	27.3
2023E	133.0	27.1	25.2	2,063	14.6	14,333	8.3	1.2	3.5	15.2	25.4

표22 원스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	24.2	19.6	13.5	32.0	14.3	20.2	25.1	47.6	67.2	66.6	75.3	89.3	107.2
영업이익	5.8	3.7	1.6	7.2	0.3	3.7	5.1	10.5	8.1	10.6	13.5	18.3	19.6
세전이익	6.5	3.6	3.9	7.4	0.3	3.8	5.3	10.9	9.7	12.0	15.8	21.3	20.3
당기순이익	5.7	3.2	3.2	6.4	0.4	3.4	4.7	9.7	8.6	10.8	13.3	18.4	18.2
영업이익률 (%)	24.0	18.8	12.1	22.4	2.3	18.3	20.4	22.0	12.0	15.9	17.9	20.5	18.3
당기순이익률 (%)	23.4	16.2	23.9	19.9	2.7	16.7	18.9	20.4	12.9	16.2	17.7	20.6	17.0

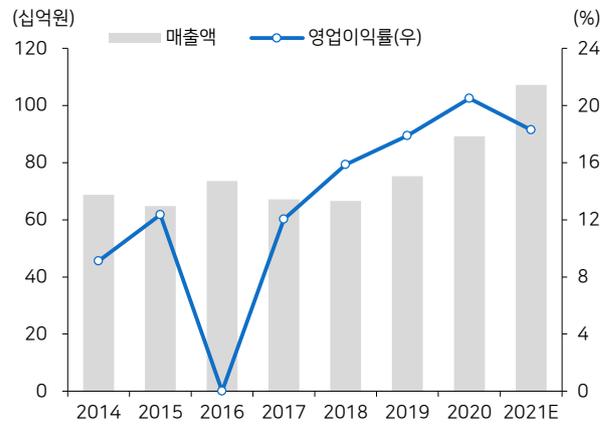
자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림87 원스 분기 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

그림88 원스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 원스, 메리츠증권 리서치센터

표23 원스 적정주가 Valuation

구분	내용	비고
12M FW 지배주주순이익 (십억원)	18.2	
12M FW EPS (원)	1,645	
Target PER (배)	13.4	과거 5년 평균
적정주가 (원)	22,105	

자료: 메리츠증권 리서치센터

원스 (136540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	75.3	89.3	107.2	120.1	133.0
매출액증가율 (%)	13.1	18.5	20.1	12.0	10.8
매출원가	39.8	48.6	58.4	65.4	72.5
매출총이익	35.6	40.6	48.8	54.6	60.5
판매관리비	22.1	22.3	29.2	30.7	33.4
영업이익	13.5	18.3	19.6	23.9	27.1
영업이익률	17.9	20.5	18.3	19.9	20.4
금융손익	2.8	3.2	0.4	0.6	0.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.2	0.3	-0.2	-0.4
세전계속사업이익	15.8	21.3	20.3	24.4	27.7
법인세비용	2.5	2.9	2.1	2.4	2.5
당기순이익	13.3	18.4	18.2	22.0	25.2
지배주주지분 순이익	13.3	18.4	18.2	22.0	25.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	16.7	26.8	27.2	29.8	31.3
당기순이익(손실)	13.3	18.4	18.2	22.0	25.2
유형자산상각비	2.7	3.4	5.8	5.6	5.5
무형자산상각비	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
운전자본의 증감	0.1	5.0	2.4	1.3	-0.3
투자활동 현금흐름	2.8	-0.0	-8.4	-7.8	-10.3
유형자산의증가(CAPEX)	-0.7	-1.0	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	3.4	-2.2	-1.5	-1.6
재무활동 현금흐름	-4.2	-11.1	-6.4	-8.7	-5.2
차입금의 증감	0.7	-6.0	-2.0	-4.0	0.0
자본의 증가	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.3	15.5	12.5	13.3	15.8
기초현금	7.4	22.7	38.2	50.7	64.0
기말현금	22.7	38.2	50.7	64.0	79.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	73.7	88.6	101.5	115.3	135.7
현금및현금성자산	22.7	38.2	50.7	64.0	79.8
매출채권	16.3	11.1	11.2	11.3	12.6
재고자산	5.7	4.9	4.9	5.0	5.5
비유동자산	84.6	80.2	81.7	82.7	83.9
유형자산	26.8	24.1	23.3	22.7	22.2
무형자산	2.9	2.2	2.4	2.5	2.6
투자자산	29.4	26.0	28.1	29.7	31.2
자산총계	158.3	168.8	183.2	198.0	219.6
유동부채	46.5	41.5	42.1	40.0	41.9
매입채무	1.3	1.8	2.1	2.4	2.7
단기차입금	2.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	1.9	2.2	2.4	2.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	47.2	43.4	44.3	42.4	44.5
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	46.9	47.7	47.7	47.7	47.7
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	69.5	84.0	97.5	114.2	133.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	111.0	125.4	138.9	155.6	175.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	6,219	7,339	8,782	9,833	10,895
EPS(지배주주)	1,099	1,515	1,491	1,800	2,063
CFPS	1,519	1,932	2,179	2,476	2,713
EBITDAPS	1,398	1,844	2,151	2,488	2,744
BPS	9,145	10,279	11,370	12,738	14,333
DPS	350	400	430	480	520
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.5	2.8	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	12.4	11.5	9.6	8.3
PCR	8.8	9.7	7.9	6.9	6.3
PSR	2.1	2.6	2.0	1.7	1.6
PBR	1.5	1.8	1.5	1.4	1.2
EBITDA	16.9	22.4	26.3	30.4	33.5
EV/EBITDA	8.6	8.3	5.8	4.5	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	15.6	13.8	14.9	15.2
EBITDA 이익률	22.5	25.1	24.5	25.3	25.2
부채비율	42.6	34.6	31.9	27.3	25.4
금융비용부담률	1.6	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.2	20.3	24.9	33.9	41.8
매출채권회전율(x)	4.4	6.5	9.6	10.7	11.1
재고자산회전율(x)	10.2	16.8	21.9	24.3	25.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 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)	

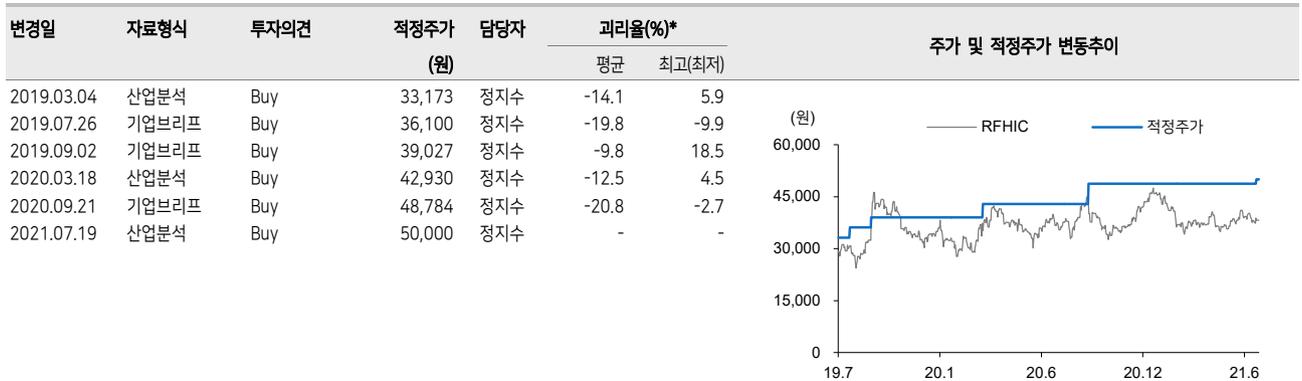
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

RFHC (218410) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



원스 (136540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

