

유비쿼스 BUY(신규)

유비쿼터스 기가인터넷 투자의 수혜

투자의견 BUY, 목표주가 16,000원

글로벌 유비쿼터스 기가인터넷 투자의 수혜

국내 PON/스위치장비 업계의 강자, 글로벌 시장으로 영역 확대

CONTENTS

SUMMARY – 유비쿼터스 기기인터넷 투자의 수혜

I. 밸류에이션 및 투자의견	5
II. 글로벌 유비쿼터스 기기인터넷 투자	8
III. 유비쿼스 투자포인트	15

유비쿼스 (078070)

| Analyst 이준희 02) 709-2724 jhlee74@taurus.co.kr

유비쿼터스 기가인터넷 투자의 수혜

투자의견

BUY(신규)

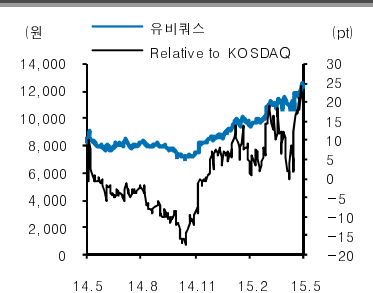
목표주가	16,000원
현재주가 (5월 15일)	12,200원
Upside	31.1%

KOSDAQ	705.40pt
시가총액(보통주)	2,586 억원
발행주식수	21,200 천주
액면가	500 원
자본금	106억원
60일 평균거래량	206 천주
60일 평균거래대금	2,248백만원
외국인 지분율	3.8%
52주 최고가	12,500원
52주 최저가	7,030원
주요 대주주	
이상근 외	30.13%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.4	7.7
3M	31.0	13.0
6M	63.1	25.3

주가차트



전방산업의 호조; 글로벌 유비쿼터스 기가인터넷 투자

- 국내 초고속인터넷 시장은 세계 최고 수준의 인프라를 구축한 2007년 이후 고도화 투자 정체. 2013년 하반기부터 정부 주도로 10배 이상 빠른 기가인터넷에 대한 투자 논의를 본격화하며 2014년 말 KT를 필두로 기가인터넷 상품 출시 및 투자 본격화. 2017년에는 전국 90% 지역에서 기가인터넷 서비스를 제공할 계획
- 미국 정부는 2009년부터 broadband 활성화 계획을 수립. 2010~20년 사이 미국 내 최소 1억가구에서 인터넷 다운로드 속도 100Mbps를 보장하기 위한 'National Broadband Plan' 을 발표. 2012년에는 향후 5년간 최고 1Gbps의 기가급 네트워크 구축을 위한 이니셔티브 'US Ignite' 출범. 구글 fiber의 등장과 MSO의 적극적인 투자로 향후 미국 초고속인터넷 환경은 급격하게 개선될 것
- 일본의 경우에도 NTT와 같은 대형 통신사와 MSO를 위주로 정책 이니셔티브 '유비쿼터스 사회 실현' 을 위한 적극적인 기가인터넷 인프라 구축 및 응용 기술 개발 진행

국내 PON/스위치 장비 업계의 강자, 글로벌 시장으로 영역 확대

- 유비쿼스는 초고속인터넷 인프라 투자의 핵심 장비인 PON(Passive Optical Network) 과 액세스에서 코어에 이르는 스위치/라우터를 생산할 수 있는 국내 유일의 통신장비 전문기업
- 특화된 IP 기술 보유 및 효율적인 자원운용으로 높은 수익성을 확보한 단단한 기업. 국내 주요 거래선 및 해외 MSO의 기가인터넷 투자로 향후 수년간 성장성과 수익성을 확보하게 될 것. 또한 상대적으로 수익성이 낮은 액세스급 스위치에서 엣지급은 물론 코어망용 라우터를 공급할 계획으로 제품믹스 개선 및 거래선 다변화의 효과를 동시에 누릴 것으로 예상

투자의견 BUY, 목표주가 16,000원으로 기업분석 시작

- 유비쿼스에 대한 투자의견을 BUY로 목표주가를 16,000원으로 제시하며 기업분석을 시작. 목표주가는 FWD 12M EPS 1,481원에 목표 P/E 11.1배를 적용하여 산정
- 글로벌 기가인터넷 투자 본격화에 따른 성장성 확보, 제품믹스 고도화 등으로 실적 레벨업 기대. 또한 IT산업에서 상대적으로 낮지 않은 수준인 배당수익률도 실적 성장에 따라 높아질 가능성이 있어 현재 시점이 투자의 적기라는 판단

Financial Data

12월 결산 (억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,184	1,199	1,694	2,212	2,427
영업이익	206	214	322	439	481
세전이익	255	261	356	483	545
순이익	214	212	285	387	436
Net debt	-490	-479	-537	-684	-963
BPS(원)	7,537	8,448	9,617	11,267	13,148
EPS(원)	992	1,013	1,359	1,845	2,079
PER(H/L) (배)	9.6/5.0	9.3/6.9	9.0	6.6	5.9
PBR(H/L) (배)	1.3/0.7	1.1/0.8	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA(H/L) (배)	6.8/2.6	5.9/4.2	5.8	4.0	3.1
ROE (%)	14.0	12.7	15.0	17.7	17.0

자료: 토러스투자증권 리서치센터

I. 밸류에이션 및 투자의견

투자의견 BUY, 목표주가
16,000원 제시

실적과 밸류에이션이 동반 상승하는 구간

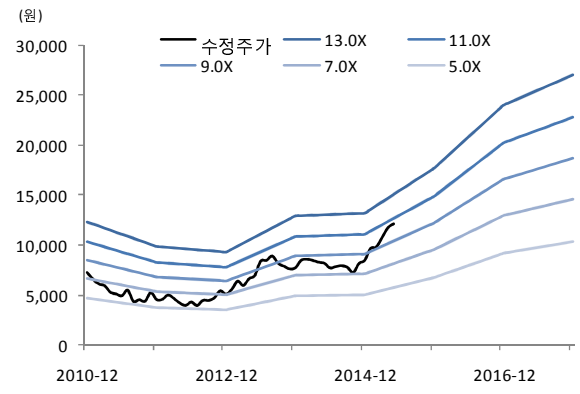
유비쿼스에 대한 투자의견을 BUY로 목표주가를 16,000원으로 제시하면 기업분석을 시작한다. 목표주가는 FWD 12M EPS인 1,481원에 글로벌 동종기업의 2015E P/E Multiple에 30% 할인율을 적용한 목표 P/E 11.1배를 적용하여 산정하였다. 할인율을 적용한 이유는 높은 수익성을 보이고 있음에도 아직은 국내 시장 위주로 영업을 진행하고 있어 성장성이 제한적으로 보여지기 때문이다. 그러나 국내외 기가인터넷 투자와 수출 확대를 위한 다양한 노력이 진행되고 있어 향후 실적과 밸류에이션이 동반 상승할 가능성이 매우 높다.

동종기업	2015E P/E	유비쿼스	
Cisco	13.5	적용 P/E	15.9
ALU	17.6	할인율	30%
Ericsson	17.5	목표 P/E	11.1
CommScope	15.0	FWD 12M EPS	1,481
ZTE	30.3	목표주가	16,000
Fujitsu	10.6	현재가	12,200
Average	17.4	상승여력	31.1%

자료: DataGuide, 토러스투자증권 리서치센터

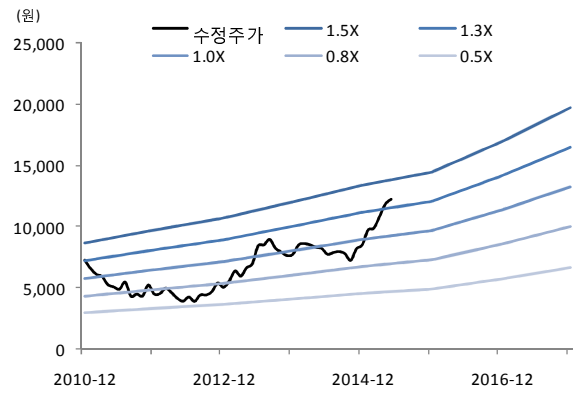
실적과 밸류에이션의 동반 상승 유비쿼스 밸류에이션의 추이는 지속적으로 상향되는 추세이다. PER 및 PBR 밴드의 범위는 완만하게 확장되고 있어 기본적으로 안정적인 실적성장을 실제 수치로 보여주고 있다. 최근에는 주가 상승으로 밸류에이션의 상단에 도달해 있으나 전방산업의 성장이 이제 막 시작되는 단계로 실적과 밸류에이션이 동시에 상승하며 기업가치가 레벨업되는 구간의 초입에 진입하고 있는 것으로 판단한다.

그림1 유비쿼스 PER 밴드차트



자료: DataGuide, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 유비쿼스 PBR 밴드차트

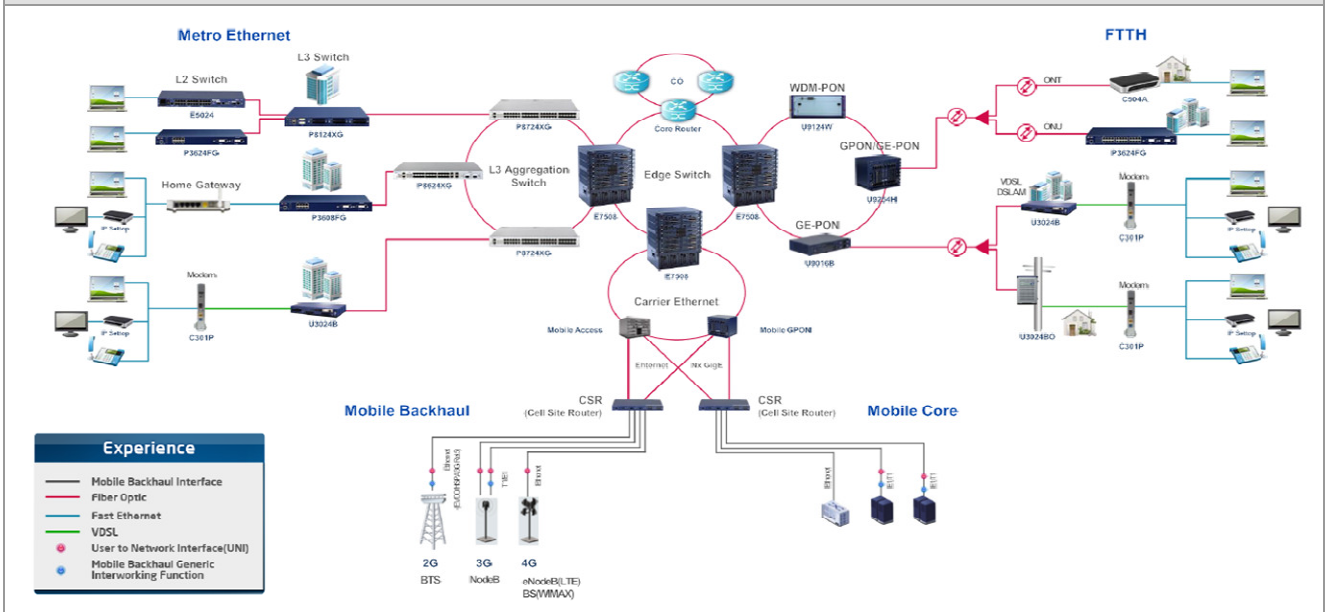


자료: DataGuide, 토러스투자증권 리서치센터

액세스에서 코어까지 토탈 솔루션을 제공

유비쿼스는 국내의 대표적인 유선통신장비 기업으로 대표적인 아이템은 스위치/라우터 및 FTTH 장비 등이 있다. 스위치와 FTTH(Fiber To The Home, PON) 및 xDSL 모델 등은 유선 네트워크에서 가입자의 네트워크 접속을 위한 액세스 장비이며 비교적 경쟁도 치열하다. 그러나 동사는 옛지급 라우터의 공급은 물론 코어망용 라우터의 양산도 임박한 것으로 추정되어 독보적인 IP(Internet Protocol) 기술을 확인시켜주고 있다.

그림3 토탈 솔루션을 제공하는 유비쿼스

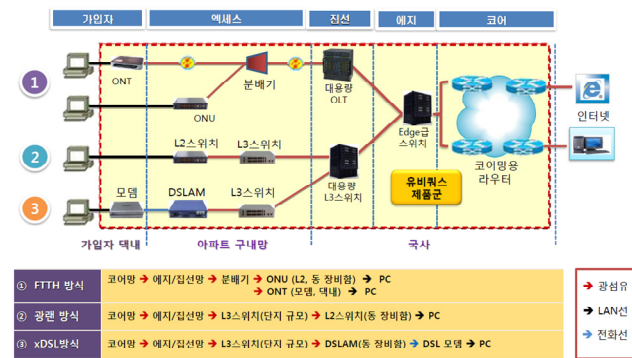


자료: 유비쿼스, 토러스투자증권 리서치센터

주력 PON 기술은 EPON, 테라급 라우터 개발

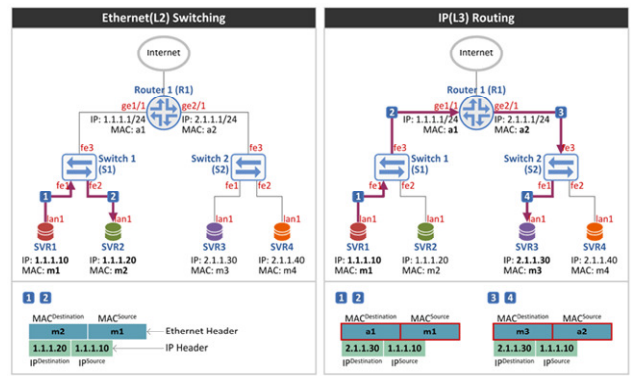
PON(Passive Optical Network) 장비의 경우 각기 다른 통신 규격을 바탕으로 발전하고 있는 EPON(Ethernet PON)과 GPON(Giga-capable PON) 기술을 모두 보유하고 있으며 주력은 EPON이다. 라우터는 백본망에 사용될 수 있는 코어급의 개발이 완료된 상태로 조만간 상용화가 가능할 것으로 보인다. 액세스급 스위치보다 엣지/코어망용 라우터는 높은 수익성을 보장하는 아이টে므로 향후 본격적인 제품 공급 시 현재도 높은 수준을 보이고 있는 수익성의 추가적인 개선이 기대된다.

그림4 유비쿼스 주요 아이템



자료: 유비쿼스, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 이더넷 스위칭 및 IP 라우팅



자료: netmanias, 토러스투자증권 리서치센터

글로벌 기가인터넷 투자로 기가 EPON 장비의 수요 증가, 수출로 거래선 다변화 및 제품 믹스 개선

일반적으로 주가 상승의 동인은 밸류에이션의 상승과 실적 성장이다. 성장성이 크지 않아도 투자 환경의 변화에 따라 밸류에이션이 상승할 수도 있으나 트렌드를 유지하기는 어렵다. 그러나 실적 성장이 예상될 경우 밸류에이션은 미리 상승하며 이와 더불어 실적 성장이 동반될 경우 밸류에이션과 실적이 동반 성장하여 기업가치는 크게 상승할 수 있다. 유비쿼스는 그간 안정적인 실적을 유지하며 꾸준한 주가 상승을 보인 바 있으며 향후에는 글로벌 기가인터넷 투자라는 전방산업의 구조적인 성장으로 밸류에이션은 물론 실적 성장도 동반될 가능성이 높다. 주요 실적 성장의 동인은 기가인터넷 투자에 따른 PON장비의 업그레이드 및 해외 거래선향 매출과 엣지 라우터에 이은 코어망용 라우터의 공급 등이다.

표2 유비쿼스 실적전망

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액													
Switch	83	107	88	172	255	194	121	141	467	450	711	680	708
FTTH	47	90	90	225	168	128	133	164	338	452	592	1,002	1,176
기타	80	75	56	86	87	85	98	122	379	297	391	530	543
Total	210	272	234	483	510	407	352	427	1,184	1,199	1,694	2,212	2,427
영업이익	35	42	42	95	100	77	65	80	206	214	322	439	481
영업이익률	16.7%	15.4%	17.9%	19.7%	19.6%	18.9%	18.5%	18.7%	17.4%	17.8%	19.0%	19.8%	19.8%

주: 아이템별 매출액은 토러스증권 리서치센터 추정치

자료: 토러스투자증권 리서치센터

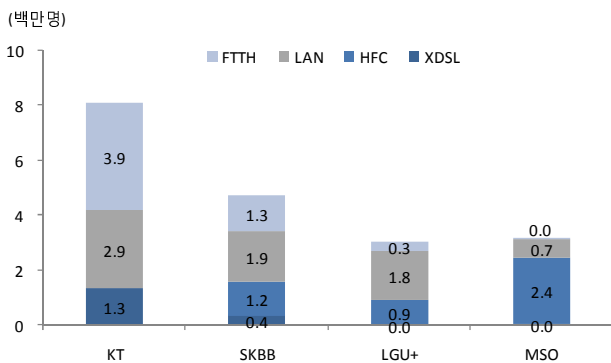
II. 글로벌 유비쿼터스 기가인터넷 투자

KT가 선도하는 국내 기가인터넷 투자

국내 기가인터넷 투자는 KT가 선도, 여타 통신사도 투자 시작

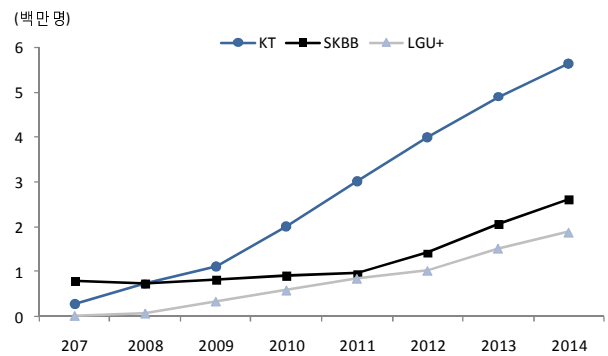
현재 국내 초고속인터넷 가입자수는 약 19백만명이며 이중 KT는 42.4%를 점유하고 있다. SK브로드밴드와 LGU+는 각각 24.8%와 15.8%의 점유율을 보이고 있으며 나머지는 케이블사업자(MSO)가 차지하고 있다. 통신3사의 IPTV 가입자는 현재 총 10.1백만명 수준이다. 점유율 측면에서는 KT가 55.7%로 1위를 보이고 있으며 SK브로드밴드와 LGU+는 각각 25.8%와 18.5%를 차지하고 있다

그림6 국내 초고속인터넷 가입자수



자료: 미래창조과학부, 토러스투자증권 리서치센터

그림7 국내 IPTV 가입자수

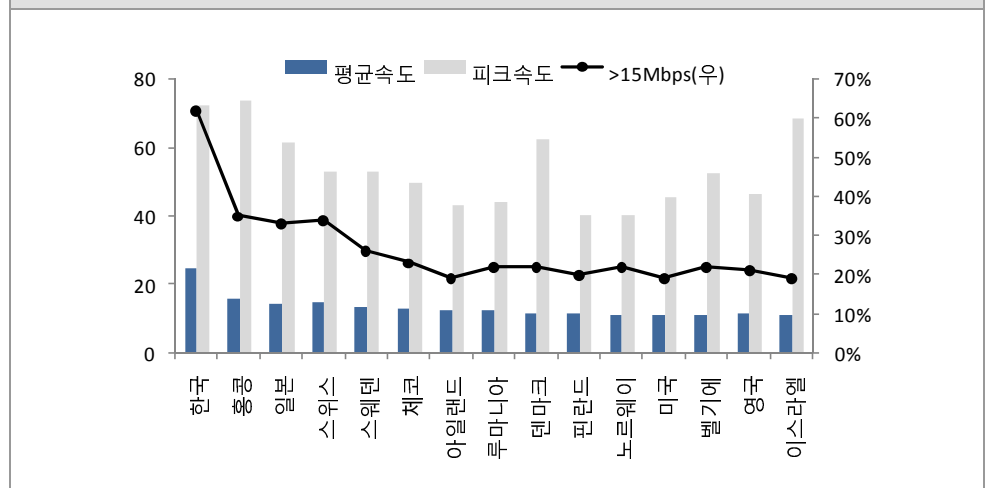


자료: 미래창조과학부, 토러스투자증권 리서치센터

현재 국내 초고속인터넷 서비스는 세계 최고 수준

국내 초고속 인터넷 시장은 단순 가입자수 측면에서는 세계 9위 수준으로 브라질 및 멕시코와 유사한 규모를 보이고 있다. 인구 대비 침투율은 6위인 39% 수준으로 프랑스 및 벨기에와 유사한 수준이다. 일찍부터 초고속인터넷 서비스를 시작하여 초기에는 침투율 측면에서는 최상위 수준을 유지하였으나 이후 정채국면을 보이면서 순위는 지속적으로 하락하고 있다.

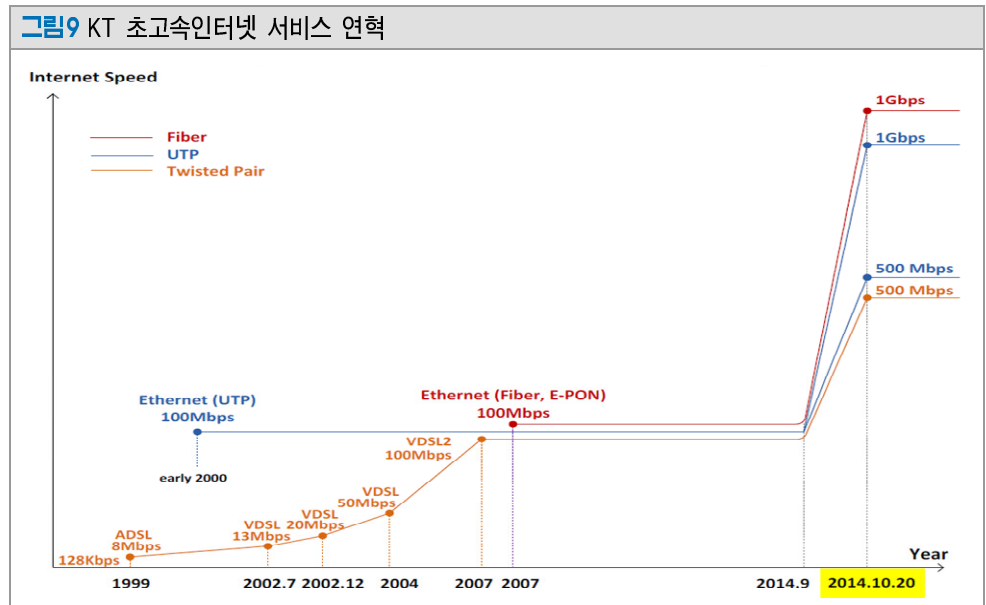
그림8 초고속인터넷 품질비교



자료: AKAMI, 토러스투자증권 리서치센터

KT의 기가인터넷 투자로
8년만의 초고속인터넷 서비스
경쟁 재 점화

기가인터넷(Gigainternet)은 국내 최대의 유선 네트워크 사업자인 KT의 초고속인터넷 상품으로 기존 초고속 인터넷의 최대 속도(초당 데이터 전송 용량)인 100Mbps(bits per second) 대비 10배 이상의 속도를 제공하는 상품이다. KT는 지난해 5월에 유무선 브로드밴드 서비스의 속도를 기가급으로 제공하는 기가토피아 프로젝트를 발표했으며 10월에는 기가인터넷 서비스를 시작했다. 이후 국내 통신사들도 이와 유사한 상품을 판매하기 시작했다.

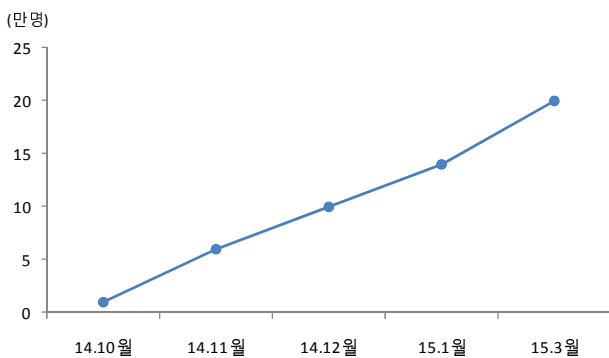


자료: netmanais, 토러스투자증권 리서치센터

아직은 기가인터넷 투자 초기
단계, 향후 침투율 증가와 함께
인프라 투자 본격화

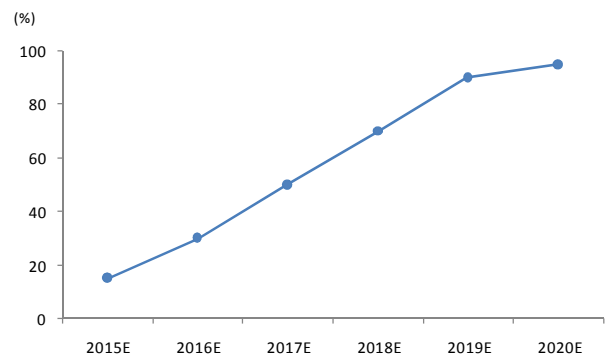
KT 이전에 2011년부터 MSO인 CJ헬로비전이 기가인터넷 서비스를 제공했으나 일부 지역에 국한된 서비스였다. KT를 시작으로 통신3사가 기가인터넷 전국 서비스를 제공하면서 이제 국내 초고속 인터넷 시장은 8년 만에 속도 경쟁이 재현될 전망이다. 올해 3월말 현재 KT의 기가인터넷 가입자는 20만명 수준으로 꾸준한 증가 추세를 보이고 있다. 향후 매력적인 서비스를 적정 요금에서 제공하게 될 경우 가입자는 급증할 것이며 성장성이 높은 침투율 30% 전후의 시기는 2016~17년이 될 것으로 전망한다.

그림10 KT 기가인터넷 가입자수 추이



자료: KT, 토러스투자증권 리서치센터

그림11 기가인터넷 가입률 전망



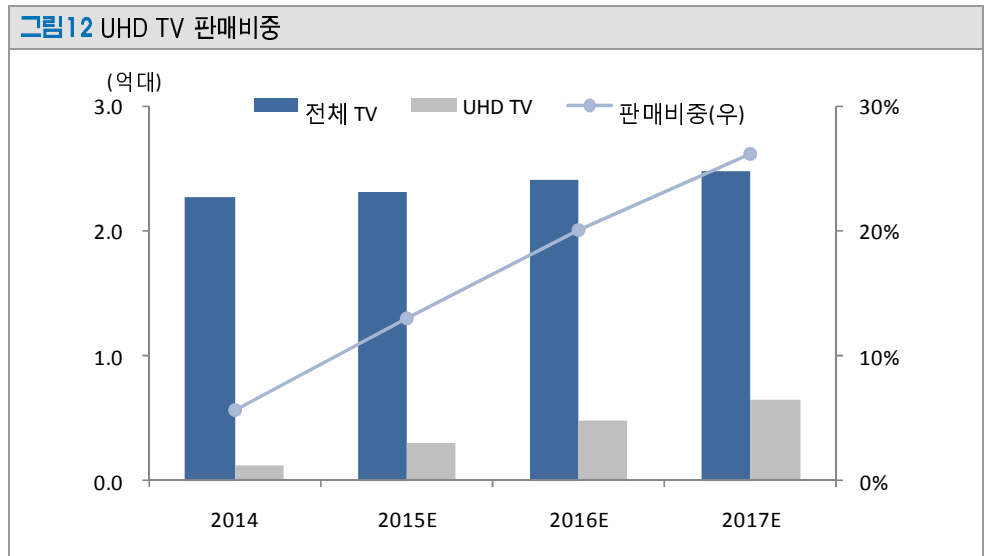
자료: 한국산업조직학회, 토러스투자증권 리서치센터

유선브로드밴드의 고도화로 IPTV를 통한 초고화질 콘텐츠의 스트리밍 서비스 가능

유선브로드밴드의 속도가 기가급으로 상승할 경우 직접적으로는 IPTV의 초고화질 콘텐츠의 스트리밍 서비스가 가능해질 전망이다. 통신3사의 IPTV 가입자는 현재 총 10.1백만명 수준이다. 점유율 측면에서는 KT가 55.7%로 1위를 보이고 있으며 SK브로드밴드와 LGU+는 각각 25.8%와 18.5%를 차지하고 있다.

초고해상도 스마트폰 뿐만 아니라 UHD TV의 보급율도 확산 추세

UHD 초고화질 콘텐츠의 전송이 가능해질 경우 우선적으로는 유료 VOD의 가격 인상 요인이 될 수 있고 화질 개선으로 가입자의 추가적인 콘텐츠 소비도 촉발할 전망이다. 이는 최근 보급이 확산되고 있는 UHD TV와 맞물려 댁내에서의 고품질 콘텐츠 소비를 증가시킬 것으로 보인다. 이와 더불어 광고 수입 및 온라인 커머스의 활성화도 가능해질 전망이다.



자료: Displaysearch, 토러스투자증권 리서치센터

KT의 초고속인터넷은 특징적으로 xDSL 방식이 존재

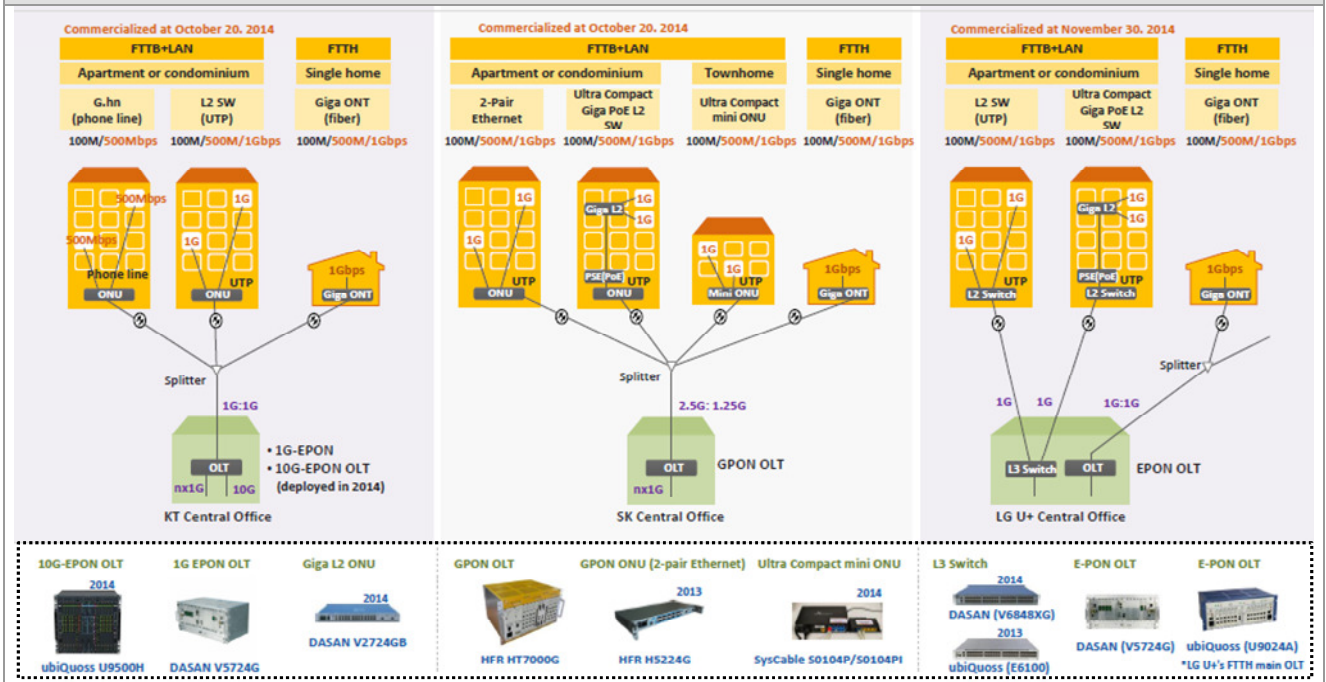
KT에서 촉발된 기가인터넷은 이제 통신3사 모두 상품을 제공하고 있으며 레거시망의 차이에 의해 각기 다른 방식으로 서비스를 구현하고 있어 장비 공급업체 또한 차이를 보이고 있다. KT는 여타 통신사와는 다르게 전화서비스를 제공하고 있는 관계로 전화선을 이용한 초고속인터넷인 xDSL이 특징적으로 존재한다.

유비쿼스와 다산네트웍스는 각기 다른 핵심기술로 통신사 기가인터넷 투자의 수혜

KT의 경우 UTP(Untwisted Pair, LAN) 및 Fiber(FTTH)는 다른 통신사와 유사한 방식으로 가입자 규모가 크고 가장 강하게 상품을 프로모션하고 있어 장비 투자규모도 클 것으로 판단한다. 전화선을 이용한 초고속인터넷은 최고 300Mbps 정도의 속도를 구현하며 장비(GAM+GNT) 벤더는 유비쿼스(078070)로 추정된다. 국내 업체 중 PON장비와 스위치는 유비쿼스와 다산네트웍스가 주력 벤더로 EPON을 사용하는 KT와 LGU+는 유비쿼스가 GPON을 사용하는 SK브로드밴드는 다산네트웍스가 PON장비를 공급하고 있다. 또한 아직은 액세스망에서 10G OLT(Optical Line Terminal)장비가 필요할 정도로 가입자가 급증하지는 않고 있는 만큼 기존의 PON장비를 이용하여 제한된 세대에 기가인터넷 서비스를 실시하기 위한 스위치류의 수요가 당분간은 증가할 것으로 예상된다.

KT는 액세스망에서도 10G OLT 한편 현재 가입자 수준에서도 기존의 PON장비가 기가급 서비스를 제공할 수 있으나 상용화, 경쟁사도 도입 전망 가입자 증가에 따른 트래픽의 급증을 궁극적으로 수용하기 위해서는 액세스 장비도 10G로 업그레이드 할 필요가 있다. 이미 KT는 이미 2014년부터 10G OLT를 실제 액세스망에 사용하고 있는 것으로 추정된다. 여타 통신사의 경우에도 가입자의 증가에 따라 유사한 장비 업그레이드 패턴을 보일 것으로 판단한다. 아직은 위에서 언급한 바와 같이 가입자가 크게 증가하지 않고 있어 일부 세대를 위한 스위치의 수요증가가 기가인터넷 투자의 큰 부분을 차지하고 있으나 향후에는 이러한 OLT의 업그레이드가 본격화될 전망이다.

그림13 통신3사의 기가인터넷 서비스와 주요 장비벤더

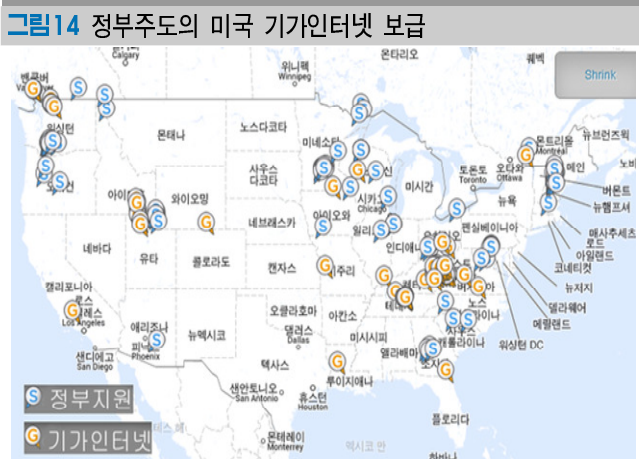


자료: netmanias, 토러스투자증권 리서치센터

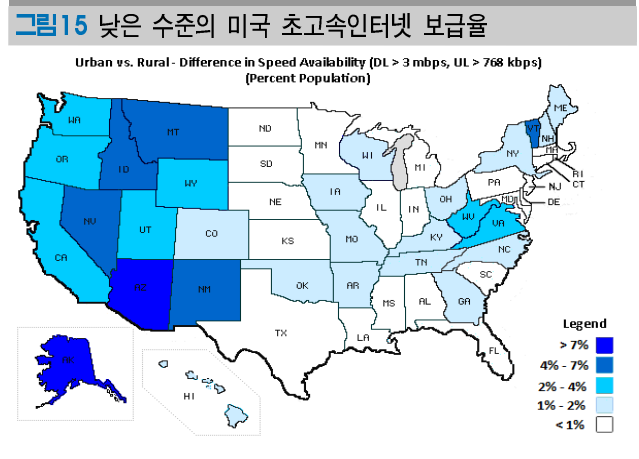
미국 시장: Google Fiber에서 촉발된 초고속인터넷 경쟁 가속화

미국, 'National Broadband Plan' 및 기기인터넷 인프라 구축을 위한 'US Ignite' 출범

미국 오바마 대통령은 지난 2010년에 취임 후 2020년까지 모든 가구에서 초고속 인터넷 이용이 가능하도록 인프라를 개발하겠다고 발표했다. 낮은 속도와 높은 요금제를 보이고 있는 인터넷 환경이 부의 불평등을 초래한다고 판단했기 때문이다. 커버리지 지역에서 소수의 ISP(Internet Service Provider)가 과점체제로 높은 가격을 유지하고 있는 미국 인터넷 환경의 특성상 보급률이 낮은 것은 물론 도시와 농촌, 빈부 격차에 따라 인터넷 접근성에 큰 차이를 보이고 있는 것이 현재의 상황이다.



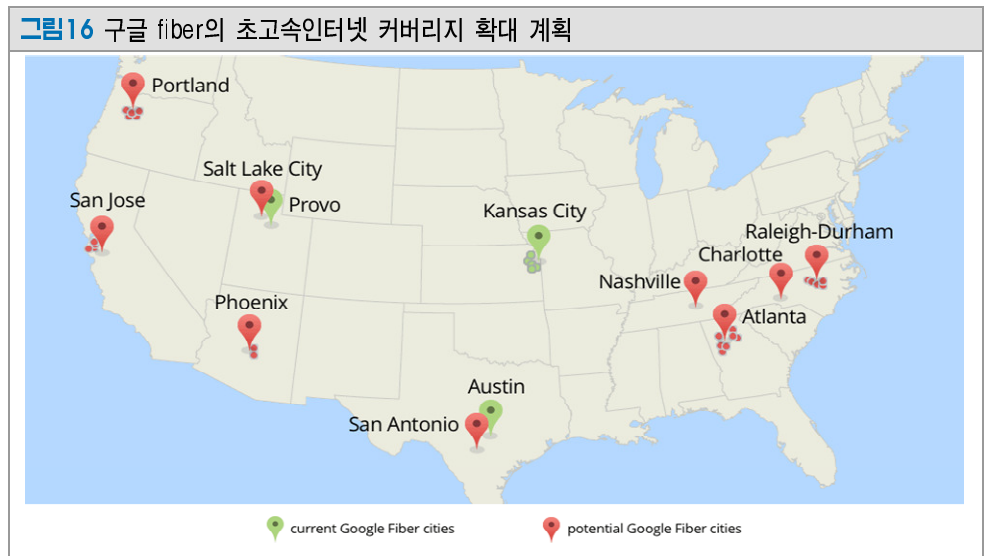
자료: 언론, 토러스투자증권 리서치센터



자료: NTIA, 토러스투자증권 리서치센터

도농간의 인터넷 접근성 격차 해소를 위한 보조금 지급, 구글 fiber의 등장은 서비스 경쟁의 신호탄

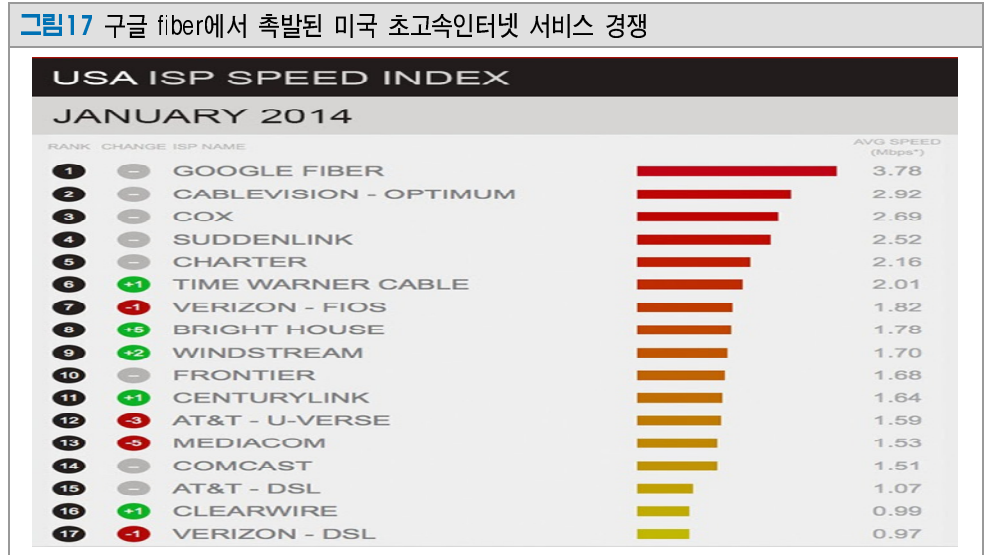
이러한 인터넷 환경 개선에 대한 정책에 따라 농림부와 상무부는 7.8조원 규모의 'Broadband USA' 기금을 조성하여 지방의 중소 ISP의 기기인터넷 구축을 지원 중이다. 그러나 이러한 지원에도 기존 통신사들은 그간 별다른 움직임을 보이지 않았다. 그러나 구글(Google fiber)이 초고속인터넷 서비스 사업에 진입하면서 모든 것이 빠르게 변하고 있다. 구글은 인터넷 환경이 낙후되어 있고 미국의 중앙부에 위치한 캔자스시티에서 초고속인터넷 서비스를 파격적인 가격에 시작했고 점차 커버리지를 확대하고 있다.



자료: Google fiber, 토러스투자증권 리서치센터

통신사, MSO 등 ISP사업자의
커버리지 확대, 품질 개선 및
요금제 경쟁 본격화

지난해 초 미국 ISP가 제공하는 초고속인터넷의 품질 평가에서 구글 fiber는 단독으로 3Mbps 이상의 속도를 보이며 1위를 차지했다. 나머지는 대부분 MSO(Multiple System Operator)가 상위권에 올랐으며 대형 통신사들의 경우 중위권 이하에 머물렀다. 가격적인 측면에서는 구글 fiber가 월 약정 70\$의 파격적인 조건으로 공급하고 있는 반면 여타 사업자의 상품은 최고 200\$에 이를 정도로 높았으며 구글의 진입 이후 가격은 경쟁적으로 하락하고 있다. 또한 보급율도 매우 낮은 상황이어서 초고속인터넷 사업자간 인프라 구축 및 서비스 경쟁은 향후 더욱 치열해질 전망이다.

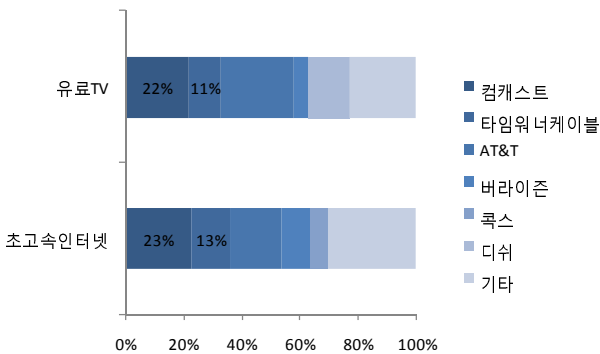


자료: Netflix, 토러스투자증권 리서치센터

미국 초고속인터넷 시장에서
MSO는 절반 이상을 차지

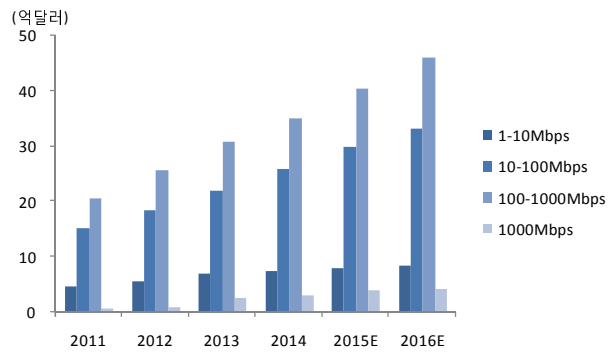
미국 초고속인터넷 시장의 특성은 MSO가 ISP에서 과반 이상의 비중을 차지한다는 점이다. 점유율 측면에서는 컴캐스트(Comcast)가 23%로 1위를 차지하고 있으며 타임워너케이블(TWC)이 2위이다. MSO중에서 기가인터넷 서비스의 경우 콕스(Cox)가 이미 준비를 마친 것으로 알려져 있으며 여타 메이저 업체는 기존에 사용하던 광동축혼합망(HFC, Hybrid Fiber Coaxial)을 이용하여 기가인터넷 서비스를 위한 준비를 진행하고 있으며 조만간 대규모 투자를 집행할 것으로 예상된다.

그림 18 미국 초고속인터넷 서비스 시장점유율



자료: Gartner, 토러스투자증권 리서치센터

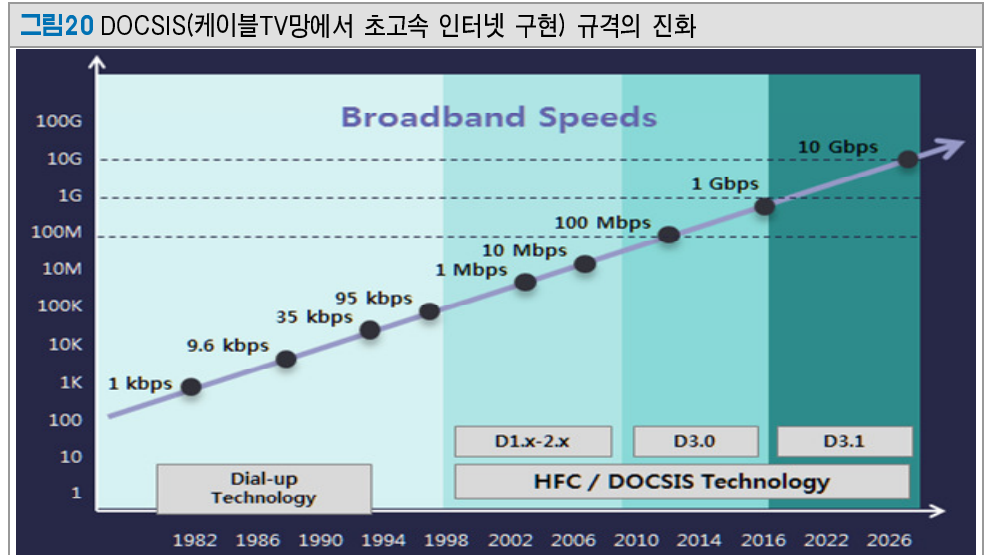
그림 19 미국 초고속인터넷 서비스 시장 전망



자료: Alcatel Lucent, 토러스투자증권 리서치센터

MSO는 기존 인프라를 이용한
 기가인터넷 제공 추진,
 HFC/D3.1 규격 도입으로
 내년부터 MSO의 기가인터넷
 투자 본격화

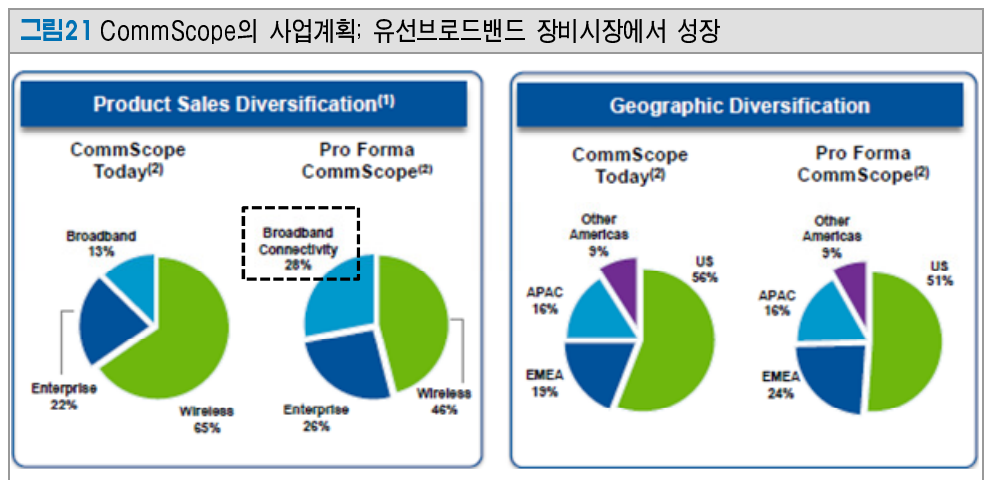
대형 MSO인 컴캐스트와 타임워너케이블은 기가인터넷에 대한 전략을 약간은 다르게 가져가는 것으로 알려져 있다. 타임워너케이블의 경우 기존 HFC 망에서 뉴욕, LA 등 대도시를 위주로 300Mbps의 서비스를 실시하고 있으며 올해에는 7개 도시에 서비스를 확대할 계획이다. 최대 MSO인 컴캐스트의 경우 현재 150Mbps 서비스를 제공하고 있으며 올해 말 이후에는 HFC/D3.1 규격 기반으로 기가인터넷 서비스를 업그레이드할 계획이다. MSO가 주로 사용하는 HFC망의 경우 EPON 장비와의 호환성이 높아 향후 기가급 이상의 EPON 장비 수요 증가를 견인하는 요인으로 작용할 전망이다.



자료: Cisco, 토러스투자증권 리서치센터

통신장비 및 SI 업체인 미국
 컴스코프의 성장전략도 MSO의
 기가인터넷 투자를 반영

이러한 미국 초고속인터넷 시장의 성장은 통신장비 공급 및 SI를 담당하는 컴스코프 (CommScope)의 성장전략에서도 확인이 가능하다. 지난해 실적을 기준으로 동사의 Application별 매출에서는 브로드밴드의 비중이 13%에 불과했으며 무선통신향 매출이 65%를 차지하였다. 그러나 올해 계획에서는 무선통신의 비중이 현저하게 축소되며 대신 브로드밴드향 매출비중이 대폭 증가할 것임을 제시하고 있음이 확인된다.



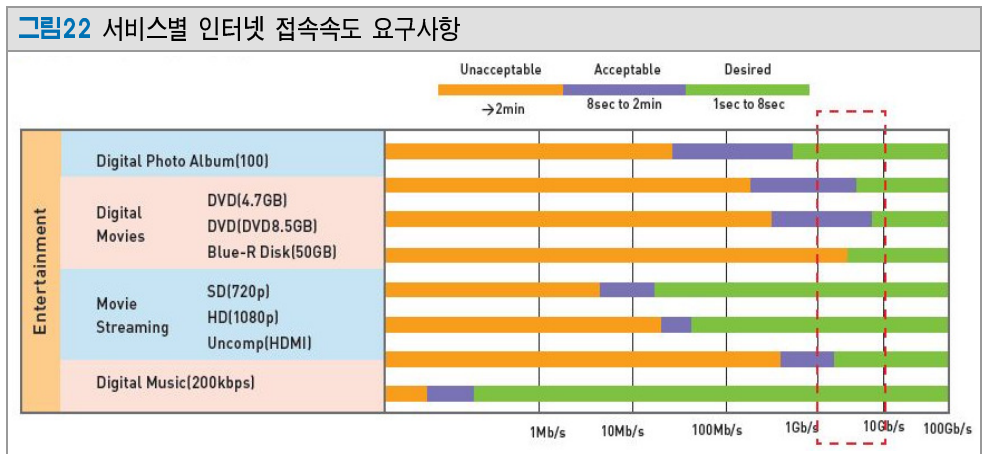
자료: CommScope, 토러스투자증권 리서치센터

III. 유비쿼스 투자포인트

1) 기가인터넷 투자, 피할 수 없는 현실

고해상도 비디오 스트리밍 서비스를 위한 초고속인터넷 인프라 고도화 투자는 필연적

세계적으로도 초고속인터넷 서비스가 고도화된 국내의 경우 대내망 인터넷의 평균 속도는 25Mbps를 보이고 있으며 실제 최대속도는 75Mbps 수준이다. 일반적인 인터넷 서핑을 위해서라면 충분한 수준이나 고해상도의 비디오 스트리밍 서비스를 제공하기에는 부족하다. UHD TV의 판매비중은 지속적으로 상승하고 있으며 하이엔드급 스마트폰에는 QHD 디스플레이가 일반적으로 탑재되고 있는 만큼 유무선 브로드밴드를 이용한 초고해상도 비디오 스트리밍 서비스에 대한 요구는 지속적으로 커질 전망이다.

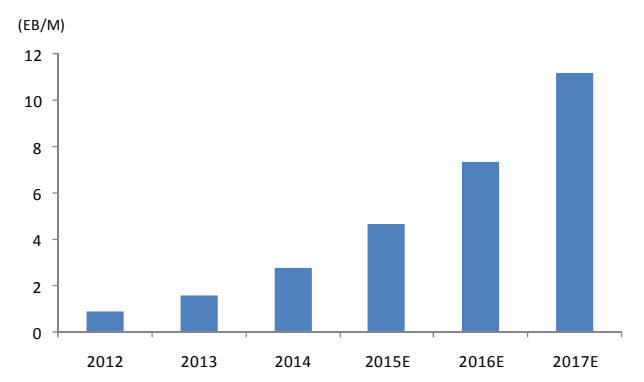


자료: ETRI, 토러스투자증권 리서치센터

모바일브로드밴드의 속도는 이미 유선브로드밴드를 초월

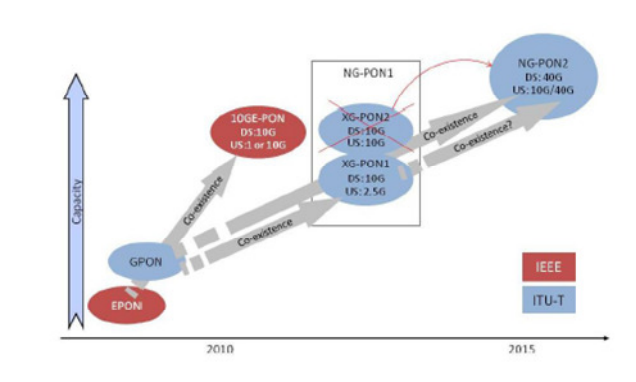
모바일 데이터 트래픽의 급증도 피할 수 없는 현실이다. 이미 최신 스마트폰용 모뎀칩의 경우 3CA(Carrier Aggregation)으로 450Mbps의 다운로드 속도를 지원하는 Cat.9 규격이 채용되고 있다. 유비쿼터스 기가인터넷 환경을 위해서는 유선브로드밴드를 이용한 AP(Access Point)의 경우에도 기가인터넷을 지원해야 하며 결국 이는 유선네트워크의 고도화가 요구로 이어진다.

그림23 모바일 데이터 트래픽 급증



자료: FTTH Council Europe, 토러스투자증권 리서치센터

그림24 PON 기술의 진화



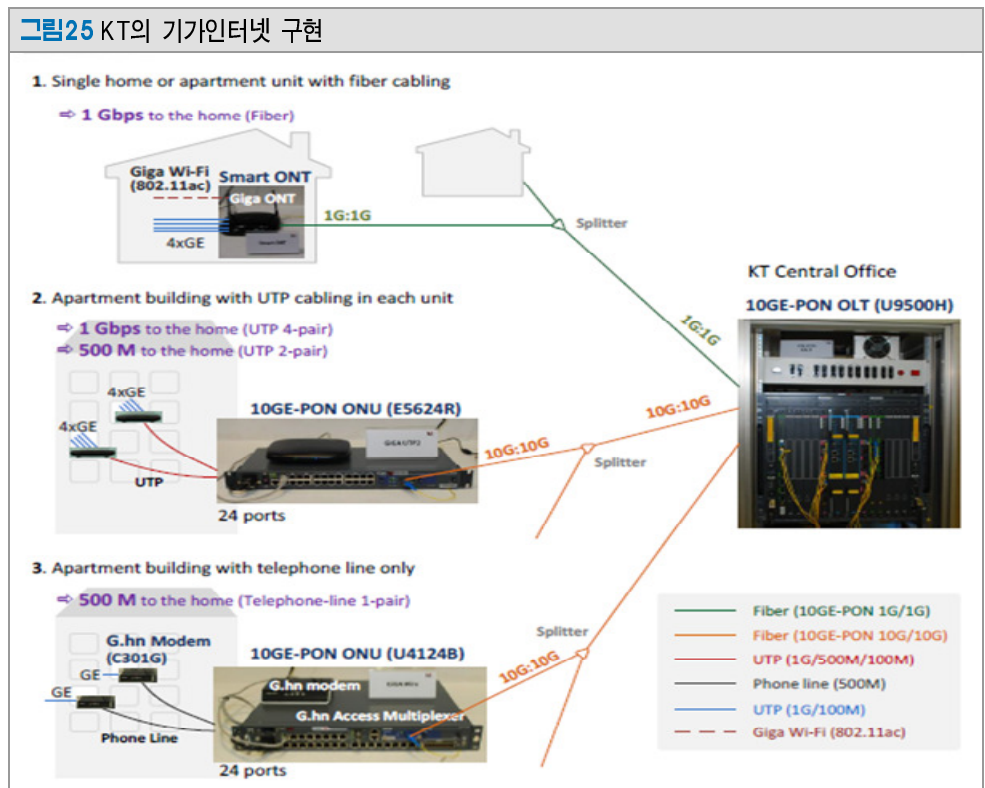
자료: FTTH Council Europe, 토러스투자증권 리서치센터

PON은 초고속인터넷의 가입자 접근을 위한 비용 효율적인 방식, EPON과 GPON 방식이 각기 진화

KT와 LGU+는 EPON 적용, 유비쿼스의 주요 거래선

PON(Passive Optical Network)는 비용효율적으로 다수의 가입자가 초고속인터넷망에 접속하게 해주는 기술이며 통신규격에 따라 각각 EPON과 GPON으로 발전하고 있다. 각각의 장점을 바탕으로 ISP의 레거시망과 투자비를 고려한 선택에 따라 각기 다른 기술이 적용되고 있으며 PON 업체도 주로 한 기술에 특화된 장비를 공급하고 있다.

국내에서 기가인터넷 투자를 선도하고 있는 최대 ISP인 KT의 경우 EPON기술을 적용하고 있으며 주요 벤더는 유비쿼스이다. 또한 국내에서는 가장 먼저 가입자 증가에 따른 트래픽을 해소할 수 있는 10G OLT(기존 1.25G)를 상용화하고 있다. 아직은 제한적인 서비스 가입자의 증가에 따라 스위치를 이용하여 서비스를 진행하고 있으나 사용자의 증가에 따른 트래픽 해소를 위한 OLT의 업그레이드 투자는 분명하게 발생할 것으로 전망한다.



자료: netmanias, 토러스투자증권 리서치센터

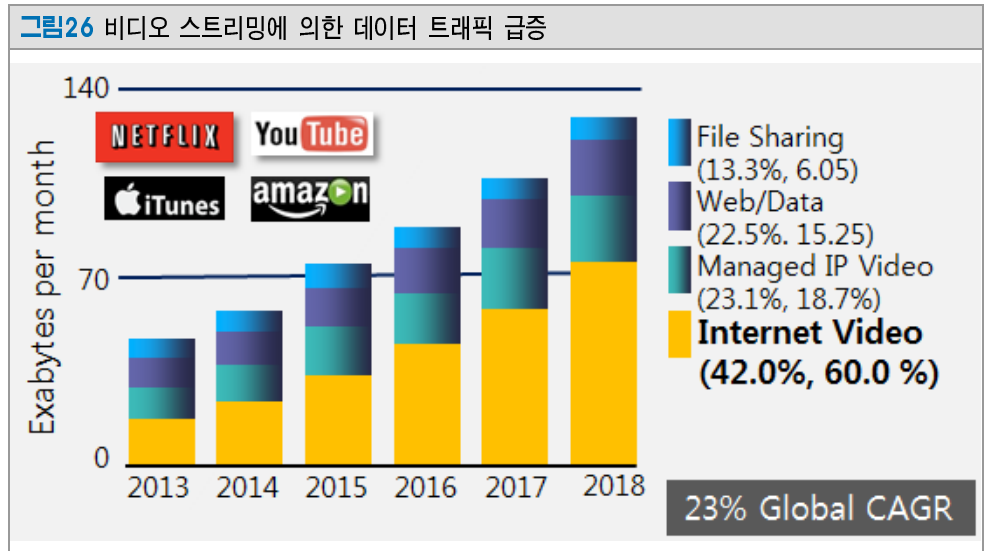
KT의 xDSL 가입자에 대한 기가인터넷 서비스를 위한 장비는 유비쿼스가 공급

이러한 가입자의 증가에 따른 스위치 장비의 수요 증가와 향후 일어날 PON 장비 자체의 업그레이드는 분명 주요 장비 벤더인 유비쿼스에게 수혜요인이다. 또한 KT의 경우 여타 통신사에 없는 (SKB는 아주 일부 가입자 존재) xDSL 가입자가 있으며 이를 300Mbps의 속도로 서비스를 하기 위해서는 별도 규격(Ghn, Group Home Network)의 스위치와 단말기가 필요하다. 이러한 장비는 유비쿼스가 독점적으로 공급하고 있고 KT의 xDSL 가입자수는 1.3백만명에 이르는 만큼 기존의 UTP (Untwisted pair, LAN)와 FTTH 가입자를 위한 장비 이외 부가적인 장비 수요도 기대된다.

2) 글로벌 MSO의 기가인터넷 투자의 수혜

유튜브, OTT 등에 기인하는 비디오 스트리밍 트래픽은 향후 폭발적으로 성장

유선네트워크의 고도화에 대한 필요성은 국내에만 국한되는 현상은 아니다. 미국의 경우에도 향후 데이터 트래픽은 주로 인터넷 비디오 스트리밍 증가에서 촉발될 것으로 예상된다. 이러한 비디오 스트리밍에 의한 데이터 트래픽은 향후 2018년까지 CAGR +23%로 증가할 전망이며 이를 뒷받침하는 초고속인터넷에 대한 투자는 빠른 속도로 이뤄질 전망이다.



자료: Cisco, 토러스투자증권 리서치센터

일본의 기가인터넷 정책 이니셔티브는 '유비쿼터스 사회 실현', ISP의 투자 본격화

일본의 경우에도 정책 이니셔티브를 '유비쿼터스 사회 실현'으로 정하여 기가인터넷 네트워크 구축을 진행하고 있다. NTT 도코모와 같은 통신사업자는 FTTH에 대한 고도화 투자를 진행하고 있으며 MSO는 미국과 마찬가지로 기존 인프라를 이용하여 기가인터넷 구현이 가능한 DOCSIS3.1 규격의 상용화를 겨냥한 케이블 확장 투자를 진행 중이다. MSO는 고해상도 비디오 스트리밍 서비스의 구현이 경쟁력인 만큼 4K(UHD급) 이상의 IP 비디오 트래픽 수요에 선제적으로 대처하고 있다.

표3 해외 초고속인터넷 액세스 망 고도화 동향

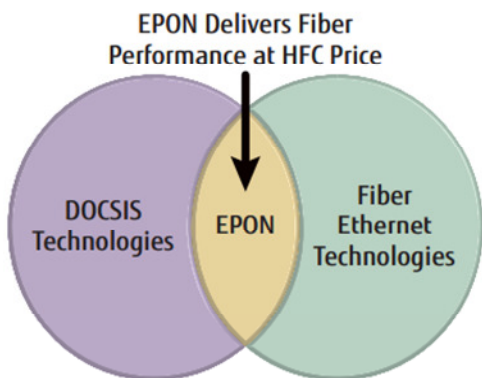
국가	정책 이니셔티브	정부 동향	주요 사업자 동향
미국	기가인터넷 인프라 구축	- FCC의 기가시티 서비스 프로젝트 추진 - 펀딩 및 정책 지원 - LA에서 기가시티 프로젝트 RFI 진행	- 구글, AT&T, Verizon 등은 FTTH 기반 300Mbps~1G 인터넷 서비스 확대 - 컴캐스트, 타임워너케이블 등 MSO: 도시 지역 중심으로 DOCSIS3.0을 통한 300Mbps 서비스 런칭, 향후 3.1 업그레이드로 전지역 1Gbps 확대 계획
일본	유비쿼터스 사회 실현	- 유비쿼터스 네트워크 전략 - 차세대 네트워크 기술, 커뮤니케이션, 안심/안전기술 등 중점 연구 개발	- NTT: 적극적인 FTTH 투자 - J.COM(KDDI와 스미토모의 JV): 일본 최대 MSO로 KDDI의 모바일 서비스를 J:Com 가입자에게 번들 형태로 제공, DOCSIS3.1을 겨냥, 케이블 확장투자, 4K/8KIP 비디오 트래픽 수요 대처

자료: Cisco, 토러스투자증권 리서치센터

EPON은 ISP의 Capex를 줄여주는 초고속인터넷 액세스 장비, GPON은 레거시망을 수용하는 확장성이 장점

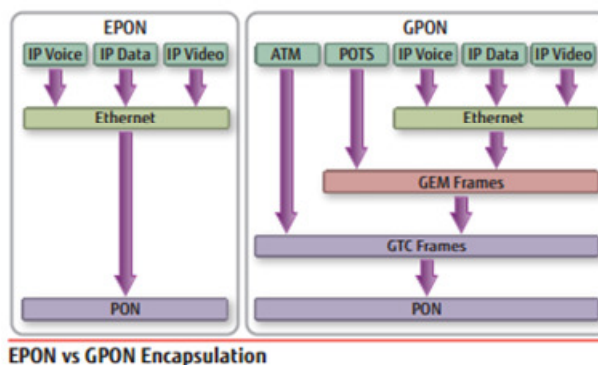
PON장비는 이미 언급한 바와 같이 가입자의 초고속인터넷 액세스를 위한 장비이다. 통신사의 경우 초고속인터넷의 서비스를 위해서는 IP데이터뿐만 아니라 기존의 레거시망을 수용해야 하는 관계로 투자비는 비싸나 확장성이 뛰어난 GPON을 주로 사용한다. EPON의 경우에는 MSO가 사용하는 네트워크 인프라인 HFC망을 이용할 수 있어 투자비를 줄여주는 장점이 있다.

그림27 EPON의 투자비 절감 효과



자료: EEweb, 토러스투자증권 리서치센터

그림28 EPON과 GPON의 차이

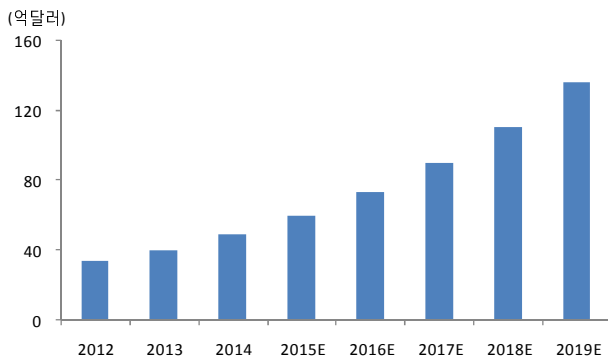


자료: EEweb, 토러스투자증권 리서치센터

EPON은 주로 중국, 한국, 일본의 ISP 및 미국의 MSO가 사용

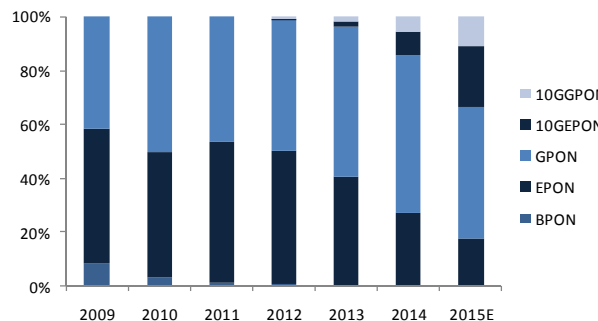
초고속인터넷 서비스 사업자의 투자비를 줄여줄 수 있는 EPON 기술은 중국, 한국, 일본 및 MSO가 주로 사용하고 있다. 중국의 ISP는 대부분 EPON을 사용하므로 최근 EPON 시장은 중국을 위주로 급속하게 성장하고 있다. 북미를 위주로 MSO는 기존 인프라인 HFC망을 이용하여 투자비를 절감하면서 기가인터넷 서비스가 가능하도록 하는 기가급 PON장비의 도입을 추진하고 있다. 바탕이 되는 기술 규격은 DOCSIS (Data over Cable Interface Specification)로 이미 2013에 확립된 3.1버전의 경우 최대 다운로드 속도는 기가급 이상을 지원한다. 실제 상용화되는 시기는 2016년 이후로 예상되며 이에 따라 미국 및 일본 MSO의 기가급 EPON장비 투자가 본격화될 전망이다.

그림29 PON 장비 시장전망



자료: pnewswire, 토러스투자증권 리서치센터

그림30 기술별 PON 장비 비중전망



자료: pnewswire, 토러스투자증권 리서치센터

국내 기가인터넷 투자를 선도하는 KT 및 LGU+, 미국과 일본 MSO 등의 기가인터넷 인프라 구축을 위한 EPON 장비 및 업그레이드 수요 증가 본격화

이러한 국내외 기가인터넷 투자의 변화에 따라 결국 EPON에 강점을 보유한 유비쿼스는 국내외의 KT와 LGU+, 미국과 일본 MSO의 기가인터넷 투자에 의한 성장의 기회를 확보할 전망이다. 꾸준한 실적과 높은 수익성을 유지해온 동사의 밸류에이션이 낮았던 이유는 수출비중이 극히 낮아 국내 통신사의 투자 사이클에 실적이 연동되었기 때문이다. 그러나 중국을 제외한 일본과 미국의 경우 동사의 EPON 기술로 충분히 진입할 수 있는 시장이며 10G OLT에 대한 수요도 병행될 것으로 예상되는 만큼 중장기 실적 성장을 위한 좋은 여건이 마련되고 있는 상황이다. 기가인터넷의 투자에 따른 수혜를 국내외에서 모두 얻을 수 있다면 이전과는 다른 모습으로 기업 실적이 레벨업 될 것이 분명하며 향후 실적과 밸류에이션의 동반 상승 가능성은 높은 것으로 판단한다.

Income Statement					
12월 결산 (억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,184	1,199	1,694	2,212	2,427
매출원가	670	652	975	1,303	1,426
매출총이익	514	546	719	909	1,001
매출총이익률(%)	43.4	45.6	42.4	41.1	41.2
판매비	308	332	397	470	520
영업이익	206	214	322	439	481
영업이익률(%)	17.4	17.8	19.0	19.8	19.8
EBITDA	224	244	355	473	518
EBITDA Margin	18.9	20.3	21.0	21.4	21.3
영업외손익	49	47	34	44	64
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	51	60	40	50	69
금융비용	5	7	1	1	1
기타	4	-6	-6	-6	-6
법인세비용차감전순이익	255	261	356	483	545
법인세비용	42	48	71	97	109
계속사업순이익	214	212	285	387	436
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	212	285	387	436
당기순이익률(%)	18.0	17.7	16.8	17.5	18.0
지배지분순이익	210	215	288	391	441
비지배지분순이익	3	-2	-3	-4	-5
매도가능금융자산평가	528	519	519	519	519
기타포괄이익	-3	1	1	1	1
포괄순이익	211	214	286	388	437
지배지분포괄이익	207	216	290	392	442
비지배지분포괄이익	3	-2	-3	-4	-5

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
비유동자산	1,065	1,172	1,219	1,274	1,335
유형자산	360	434	488	546	609
관계기업투자금	27	29	30	31	32
기타금융자산	81	133	133	133	133
기타비유동자산	596	575	568	564	561
유동자산	827	1,084	1,372	1,757	2,138
현금및현금성자산	98	185	212	324	565
매출채권 및 기타채권	197	359	505	658	722
재고자산	106	191	270	353	387
기타유동자산	426	349	384	422	465
자산총계	1,892	2,256	2,591	3,031	3,474
비유동부채	62	81	81	81	81
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	19	19	19	19	19
기타비유동부채	43	62	62	62	62
유동부채	223	376	466	561	610
매입채무 및 기타채무	149	307	398	493	541
단기차입금	9	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	65	68	68	68	68
부채총계	284	456	547	642	690
지배지분	1,598	1,791	2,039	2,389	2,787
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	69	69	69	69	69
이익잉여금	1,506	1,698	1,944	2,292	2,690
기타자본변동	-83	-82	-80	-79	-78
비지배지분	10	9	5	1	-4
자본총계	1,608	1,800	2,044	2,390	2,783

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Cashflow Statement					
12월 결산 (억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	117	46	179	276	418
당기순이익	214	212	285	387	436
비현금항목의 가감	61	74	65	82	77
감가상각비	10	22	26	30	35
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	-2	1	1	1
기타	51	54	39	51	42
자산부채의 증감	-151	-222	-138	-144	-54
기타현금흐름	-51	-58	-71	-97	-109
투자활동 현금흐름	-187	62	-39	-50	-62
투자자산	-90	-45	0	0	0
유형자산	-211	-104	-80	-88	-97
기타	113	211	41	38	35
재무활동 현금흐름	-17	-16	-22	-22	-22
단기차입금	-46	-9	0	0	0
단기사채	0	0	0	0	0
장기차입금	19	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
현금배당	23	38	38	38	38
기타	10	-7	-22	-22	-22
현금의 증감	-88	89	25	112	241
기초 현금	186	98	187	212	324
기말 현금	98	187	212	324	565
NOPLAT	154	161	258	351	385
FCF	-183	-125	73	153	271

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산 (원, 배)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	992	1,013	1,359	1,845	2,079
PER	7.8	8.4	9.0	6.6	5.9
BPS	7,537	8,448	9,617	11,267	13,148
PBR	1.0	1.0	1.3	1.1	0.9
EBITDAPS	1,056	1,149	1,675	2,232	2,443
EV/EBITDA	5.2	5.5	5.8	4.0	3.1
SPS	5,583	5,654	7,991	10,434	11,448
PSR	1.4	1.5	1.5	1.2	1.1
CFPS	1,294	1,348	1,652	2,208	2,419
DPS	120	200	200	200	200

Financial Ratio					
12월 결산 (%)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	58.2	1.3	41.3	30.6	9.7
영업이익 증가율	68.0	3.7	50.5	36.3	9.6
순이익 증가율	42.8	-0.6	34.2	35.7	12.7
수익성					
ROIC	43.5	27.7	34.1	37.1	34.9
ROA	12.0	10.2	11.8	13.8	13.4
ROE	14.0	12.7	15.0	17.7	17.0
안정성					
부채비율	17.7	25.4	26.7	26.9	24.8
순차입금비율	-30.5	-26.6	-26.3	-28.6	-34.6
이자보상배율	162.2	365.8	550.6	750.6	822.4

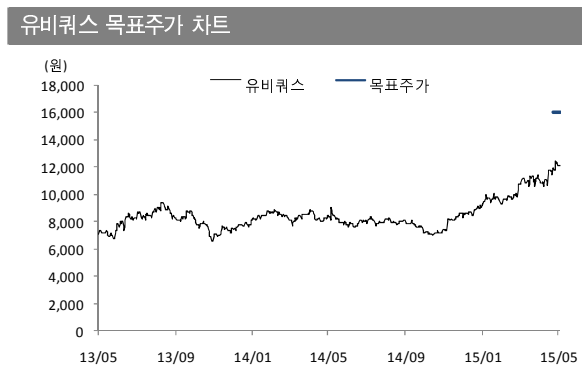
자료: 토러스투자증권 리서치센터

Compliance Notice

투자의견			
기업	STRONG BUY BUY TRADING BUY WATCH SELL	BUY 등급 중 더 높은 수익률이 예상되는 경우 20% 또는 30% 이상의 투자수익이 예상되는 경우 0%~20% 이내의 등락이 예상되는 경우 기회가 오면 BUY 의견을 제시할 수 있는 경우 0% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우	단, 업종 및 기업특성을 고려해 ±10% 내의 조정치 감안 가능
업종	OVERWEIGHT NEUTRAL UNDERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2015년 5월 17일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
- 투자등급 비율공시(2014.4.1~2015.3.31)

구분	투자의견 비율(%)
STRONG BUY(매수)	2.5
BUY(매수)	79.7
TRADING BUY(매수)	13.9
WATCH(중립)	3.8
SELL(매도)	0



유비쿼스 투자의견

날짜	투자의견	목표주가
2015년 5월 18일	BUY	16,000원

www.taurus.co.kr

본사 서울 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 3층 T. 02 709 2300
영업부 서울 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 17층 T. 02 709 2313