



유비쿼스 (264450)

5G 시대 개화의 이정표가 되다

2018년 7월 18일

스몰캡 Analyst 이병화

02-6114-1669 bh.yi@kbfj.com

**기업개요: 네트워크 장비 제조기업으로
고객사 직납을 통한 안정적인 실적구조와
높은 점유율을 유지**

유비쿼스는 네트워크 장비 제조 전문기업이다. 인터넷 통신사업자 및 MSO (Multiple System Operator: 종합유선방송사업자)를 주요 고객으로 확보하고 있다. FTTH (Fiber to the home: 가정 내 광케이블) 서비스 제품과 LAN 서비스에 쓰이는 스위치, xDSL (x digital subscriber line: 디지털 가입자 회선을 총칭) 관련 제품 등 유선인터넷 데이터 전송장비를 주력으로 생산하고 있다. 고객사 직납으로 백홀장비 (backhaul: 주요 통신망과 이용자를 연결하는 체계) 부분의 안정적인 실적구조 및 주요 고객사 내 통신단말장비의 점유율 60% 수준을 유지 중이다.

유비쿼스는 초고속 인터넷망 구축에 필요한 가입자망 (Access망) 장비의 전 제품군을 보유하고 있다. 유선 네트워크장비 시장에서 설치 및 운영 경험이 중요한 경쟁 요소 및 진입장벽으로 형성되면서 성공적으로 시장에 안착한 국내 선도업체들에게 유리한 시장이 전개되고 있다.

체크 포인트:

- 1) 5G 상용화에 따른 인프라 투자 시 수혜
- 2) 기업시장 및 해외시장의 매출 기여도 상승

1) 네트워크 장비산업은 정부와 통신사업자의 정책 및 기술 변화, 그리고 신규 투자 사이클의 영향력이 절대적이다. 2019년 3월 국내 5G 상용화를 앞두고, 네트워크 장비 업체들에 대한 기대감이 부각될 수 있다. 주요 통신 3사는 지난 6월 주파수 경매를 완료하였고, 3분기부터 5G 상용장비 선전에 이어 4분기부터 5G망 구축사업이 본격화될 것으로 전망된다. 2) 기업시장과 북미 MSO 진출의 성과가 구체화되는 점도 긍정적이다. 기업시장과 해외시장 매출 비중 확대는 유비쿼스 실적의 질을 높일 수 있다. 통신사의 투자 사이클에 실적이 연동되면서 실적의 중장기적인 안정성이 부족했다. 이러한 불확실성을 해소하기 위해서라도 통신사 외 기업 및 해외 시장에 대한 매출 기여도 확대는 중요한 체크 포인트이다.

**리스크 요인 점검: 고객사 투자 사이클에
대한 높은 의존도, 예상치 못한 경쟁사 출현**

고객사 투자에 대한 의존도가 절대적이다. 이에 투자 사이클 후반에는 감익 리스크에 노출될 수 있다. 예상치 못한 경쟁사의 출현 또는 5G 관련 매출발생 지연 시 주가 변동성이 확대될 수 있다.

Not Rated

목표주가 (원)	NA
Upside / Downside (%)	NA
현재가 (7/18, 원)	25,450
Consensus Target Price (원)	35,000
시가총액 (억원)	1,304

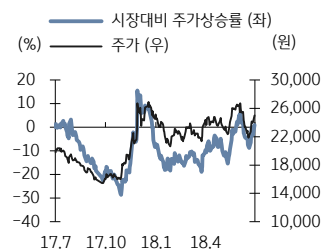
Trading Data	
Free float (%)	58.5
거래대금 (3M, 십억원)	0.7
외국인 지분율 (%)	8.5
주요주주 지분율 (%)	유비쿼스홀딩스 외 3인 41.4
	가치투자자문 5.6

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	4.2	-0.6	25.9
시장대비 상대수익률	-0.3	13.1	8.5	-0.2

Forecast earnings & valuation

결산기말	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 (십억원)	120	162	121	76
영업이익 (십억원)	21	30	24	14
지배주주순이익 (십억원)	21	30	24	12
EPS (원)	10,127	13,920	11,288	2,861
증감률 (%)	2.1	37.5	-18.9	NA
PER (X)	5.8	5.9	6.7	9.1
EV/EBITDA (X)	5.5	3.9	3.6	5.8
PBR (X)	0.7	0.8	0.7	2.0
ROE (%)	12.7	15.4	11.3	18.1
배당수익률 (%)	2.3	2.5	2.3	1.9

주: 2017년 이전 실적은 인적분할 전 유비쿼스 + 유비쿼스홀딩스 연결 실적 기준



자료: 유비쿼스, KB증권

I. 기업개요

주요 사업

유비쿼스는 네트워크 장비 제조 전문기업이다. KT·LG유플러스 등 인터넷 통신사업자 및 CJ헬로비전과 같은 MSO (Multiple System Operator: 종합유선방송사업자)를 주요 고객으로 확보하고 있다. FTTH (Fiber to the home: 가정 내 광케이블) 서비스 제품과 LAN 서비스에 쓰이는 스위치, xDSL (x digital subscriber line: 디지털 가입자 회선을 총칭) 관련 제품 등 유선인터넷 데이터 전송장비를 주력으로 생산하고 있다. 고객사 직납으로 백홀장비 (backhaul: 주요 통신망과 이용자를 연결하는 체계) 부문의 안정적인 실적구조 및 주요 고객사 내 통신단말장비의 점유율 60% 수준을 유지 중이다.

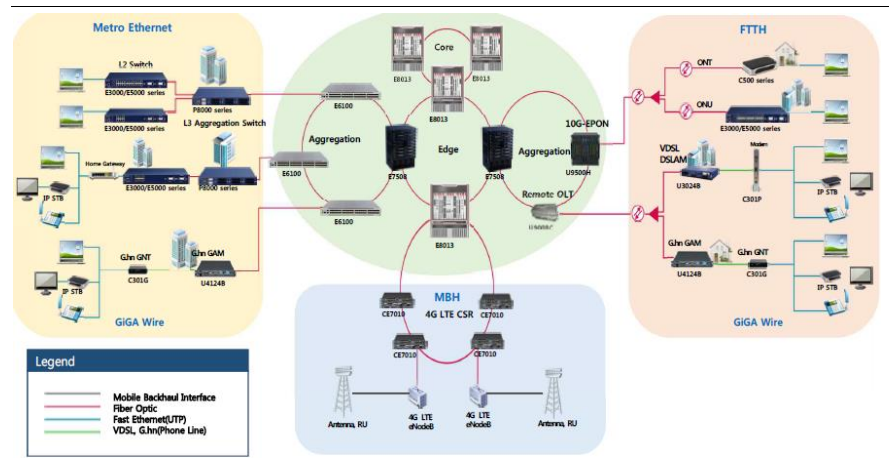
매출 비중

매출 비중은 2018년 1분기 기준으로 스위치 관련 제품 62.2%, FTTH 32.1%, 기타 (유지 보수 등) 5.6%로 구성되어 있다.

사업자시장 내 주요 고객사에게 장비를 직납하는 구조, 고객사와의 협업을 통해 유선 네트워크 장비내 핵심 장비들의 제품화에 성공

이에 안정적인 실적구조 및 고객사 내 높은 점유율을 기록 중

그림 1. 유비쿼스 제품군 및 인터넷 망구조

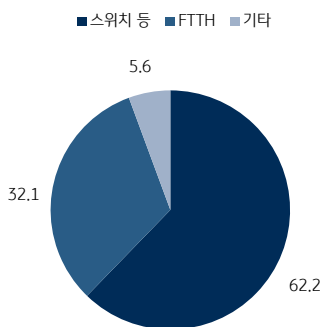


자료: 유비쿼스

주요 주주

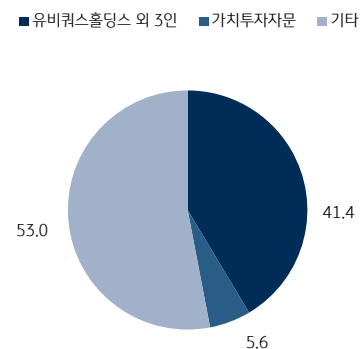
2018년 현재 주요 주주는 유비쿼스홀딩스 및 주요 임원 3인 41.4%, 가치투자자문 5.6% 등이다. 유비쿼스는 2017년 3월 네트워크사업부문 인적분할을 통해 코스닥에 재상장했다.

그림 2. 매출비중



자료: 유비쿼스, KB증권 정리
주: 2018년 1분기 기준, 단위는 %

그림 3. 주주구성



자료: 유비쿼스, KB증권 정리
주: 2018년 1분기 기준, 단위는 %

II. Business model

사업 모델

유비쿼스는 초고속 인터넷망 구축에 필요한 가입자망 (Access망) 장비의 전 제품군을 보유하고 있다. 국내 인터넷 네트워크 장비 시장은 크게 기업시장 (Enterprise market)과 사업자시장 (Carrier market)으로 구분된다. 기업시장은 Cisco 등 글로벌 기업들의 벽이 높지만, 사업자시장에서는 유비쿼스 등 국산 장비 업체들이 우위를 점하고 있다. 성능 대비 가격 매력, 고객사들의 요구에 최적화된 제품 적시 공급, A/S 기술지원 등이 글로벌 업체 대비 높은 경쟁력으로 작용하고 있다.

주요 고객사 내 안정적인 점유율 확보로 신규투자 확대 시 의미 있는 매출 성장 가능

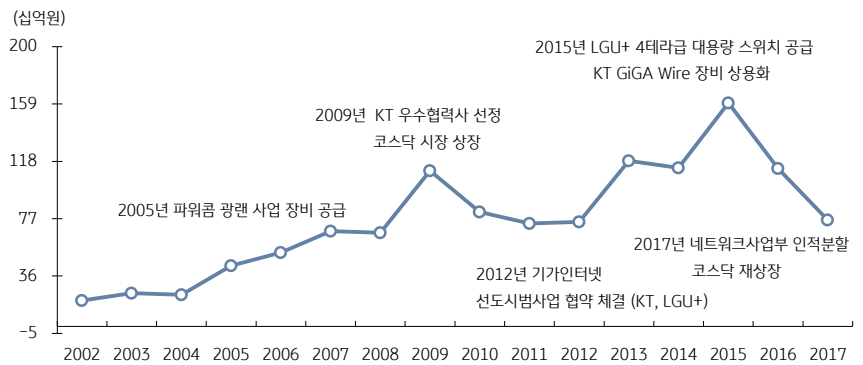
사업자시장이 성숙기로 진입하면서 장비 설치 및 운영 경험이 중요한 경쟁 요소로 자리 잡았다. 이와 같은 업력이 진입장벽으로 형성되면서 성공적으로 시장에 안착한 국내 선도업체들에게 유리한 시장이 전개되고 있다. 주요 고객사 내 높은 신뢰도와 점유율 확보를 통해 유비쿼스는 고객사의 투자 규모가 확대될 때마다 의미 있는 외형 성장세를 기록하였다.

주요 고객사의 투자 사이클과 동행하는 모습이 매출 실적에 비교적 뚜렷하게 반영

장비 설치 및 운영 경험이 중요한 경쟁 요소 및 진입장벽으로 형성

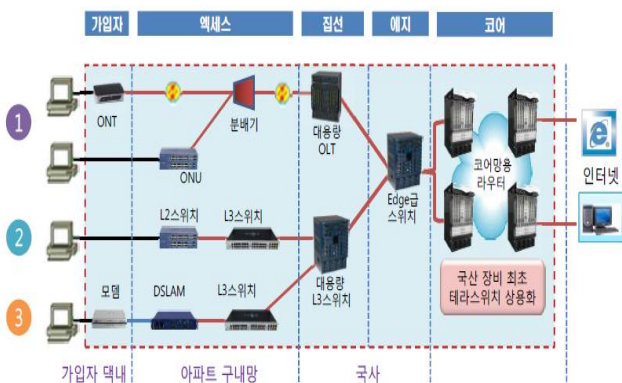
유비쿼스는 주요 고객사의 협업을 통한 프로젝트 수행과 그에 따른 신뢰도 축적 및 높은 점유율을 유지, 고객사의 투자규모 확대 시 의미 있는 실적 성장세를 실현

그림 4. 유비쿼스 매출액 추이 및 주요 연혁



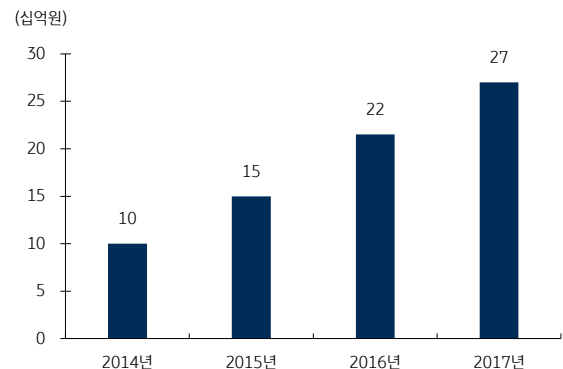
자료: 유비쿼스, KB증권 정리

그림 5. 사업자시장의 인터넷 서비스 방식



자료: 유비쿼스

그림 6. 기업/공공시장 매출 추이



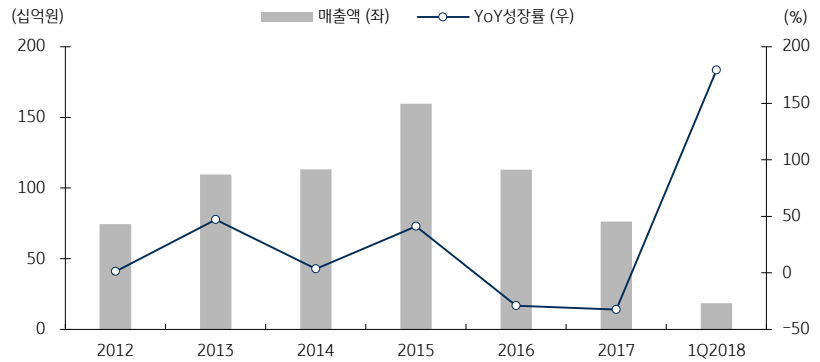
자료: 유비쿼스, KB증권 정리

그림 7. 매출액 및 YoY 성장률 추이

기존 100Mbps급 인터넷 인프라를 1G급으로 고도화하는 사업이 지속, 트래픽 증가에 따른 대용량 트래픽 관리 장비 수요 증가 등으로 2015년 1,600억원 수준의 매출을 기록

2015년 이후 주요 고객사의 대규모 투자 사이클이 마무리되면서 2016 ~ 2017년 매출 역성장세

2018년 1분기 해외 수주 호조 및 주요 고객사의 발주 확대 등으로 전년동기 대비 큰 폭의 매출 성장세 기록 (2017년 1분기 66억원 → 2018년 1분기: 184억원)

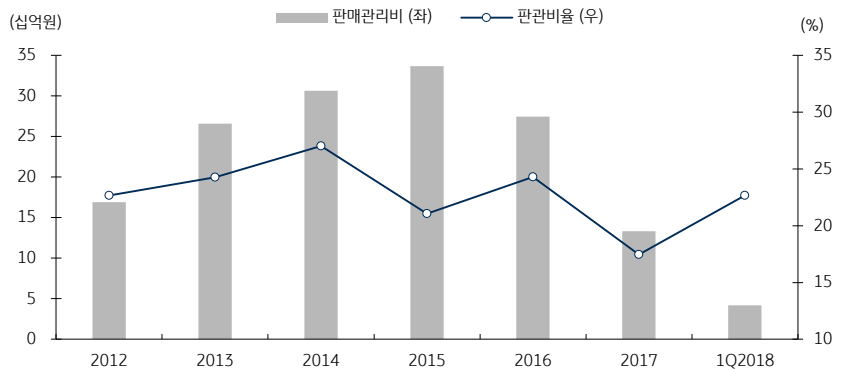


자료: 유비쿼스, KB증권 정리 *주: 2017년 이전 실적은 인적분할 전 유비쿼스 + 유비쿼스홀딩스 연결 실적 기준

그림 8. 판매관리비 및 판관비율 추이

신규 인력 채용에 따른 인건비 상승과 연구개발비 증가 등으로 판관비율은 상승

매출 증가에 수반되는 비용 상승인 점을 감안하면, 부정적인 비용 증가 요인은 아닌 것으로 파악

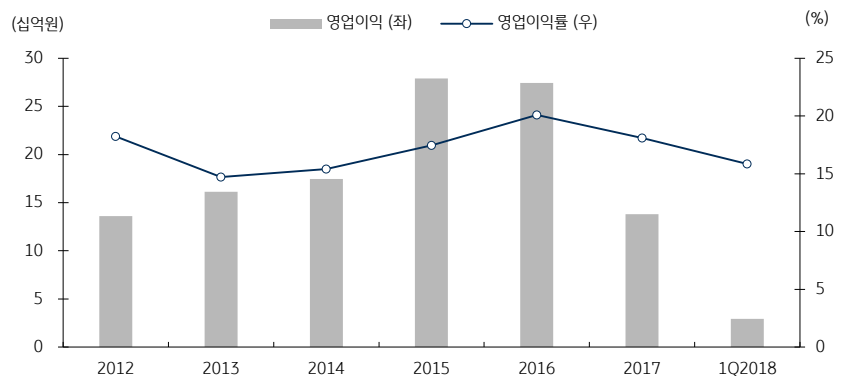


자료: 유비쿼스, KB증권 정리 *주: 2017년 이전 실적은 인적분할 전 유비쿼스 + 유비쿼스홀딩스 연결 실적 기준

그림 9. 영업이익 및 영업이익률 추이

고객사 직접 납품으로 안정적인 수익 구조 구축하면서 15~20% 사이의 양호한 영업이익률 기록 중

인적분할 후 네트워크 사업에 집중함으로써 본업 외 사업에 대한 비용 부담 리스크 해소, 신사업 및 신규 투자사업은 유비쿼스홀딩스가 담당



자료: 유비쿼스, KB증권 정리 *주: 2017년 이전 실적은 인적분할 전 유비쿼스 + 유비쿼스홀딩스 연결 실적 기준

III. 체크 포인트

네트워크 장비산업은 신규 투자 사이클의 영향력이 절대적, 5G 인프라 투자 본격화 시 관련 업체 수혜 기대

사업자시장의 네트워크 장비산업은 정부와 통신사업자의 정책 및 기술 변화, 그리고 신규 투자 사이클의 영향력이 절대적이다. 2019년 3월 국내 5G 상용화를 앞두고, 네트워크 장비 업체들에 대한 기대감이 부각될 수 있다. 주요 통신 3사는 지난 6월 주파수 경매를 완료하였고, 3분기부터 5G 상용장비 선정에 이어 4분기부터 5G망 구축사업이 본격화될 것으로 전망된다.

5G 투자 시 무선 기지국을 연결해주는 유선 인프라에 선제적으로 투자, 이에 유비쿼스의 주요 장비 수요 증가 기대

5G 신규 투자 시 무선 기지국들을 연결해주는 광대역 (고속의 전송 속도 제공이 가능한 통신 채널)의 유선 인터넷 인프라 구축이 선제적으로 이루어진다. 5G는 4G 대비 기지국의 서비스 반경이 좁고 데이터 용량의 대형화로 인해 더 많은 무선 기지국 설치가 필요하다. 이에 투입되는 유선 네트워크 장비의 총량이 늘어날 수밖에 없는 구조이다. 이는 유비쿼스의 유선 데이터 전송장비의 수요가 증가하는 것을 의미한다. 향후 주력 장비에 대한 수요 증가 효과가 유비쿼스의 실적에 본격적으로 반영될지 여부가 주목된다.

기업시장과 해외시장 비중 확대 긍정적

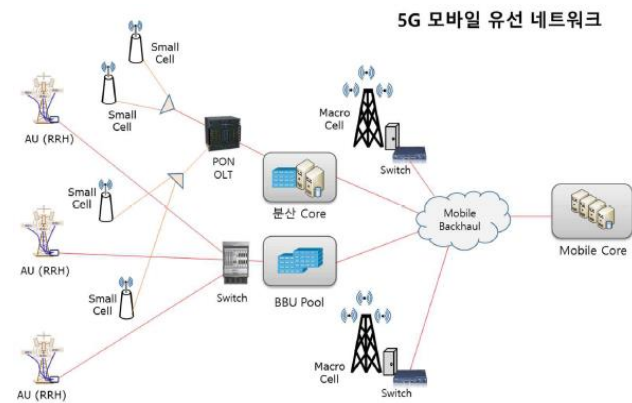
기업시장 (Enterprise market)과 북미 MSO 진출의 성과가 구체화되는 점도 긍정적이다. 기업시장과 해외시장 매출 비중 확대는 유비쿼스 실적의 질을 높일 수 있다. 통신사의 투자 사이클에 실적이 연동되면서 실적의 중장기적인 안정성이 부족했다. 이러한 불확실성을 해소하기 위해서라도 통신사 외 기업 및 해외 시장에 대한 매출 기여도 확대는 중요한 체크 포인트이다.

기업시장 부문 매년 견조한 성장세 기록, 해외시장은 북미 MSO를 중심으로 본격적인 매출 성장을 기대

기업시장은 해외 업체들의 공고한 시장지배력이 유지되고 있다. 유비쿼스는 사업자 시장에서 입증된 경쟁력을 바탕으로 기업시장에서도 견조한 성장세 (2014년 100억원 → 2017년 270억원)를 기록하고 있다. MSO (종합유선방송사업자), 공공부문, 건설사, IDC (Internet Data Center) 등 다양한 고객사들을 확보하였고, 삼성전자 및 신세계그룹 향 장비 구축 등 대기업 대상으로도 운영 경험 등이 축적되고 있다.

해외시장에서는 북미 최대 MSO인 Charter의 공급사로 선정되었다. 관련 매출은 2017년에 40억원 정도로 현재 실적 기여도는 낮은 수준이지만, 2018년 본격적인 FTTH 구축 사업 진행 시 의미있는 실적이 확인될 것으로 기대된다.

그림 10. 5G 네트워크 인프라



자료: 유비쿼스

그림 11. 기업시장의 주요 고객 리스트

MSO	CSH (HLLUOYON)	t-broad	D'LIVE (KUMHO TV)	한화네트	CS (KORUM)
	IBN (이벤방송)	서경방송	JCN (울산종합방송)	CMB	NIB (NIB)
건설사	삼성물산	대우건설	한화건설	SK (SK)	
	롯데건설	GS (GS)	현대건설		
파트너-공공기관	SK (SK)	NAVER	SK (SK)	SHINSEGAE	MG (MG)
	IBK (IBK)	KEPCO	한국전력공사 (KORAIL)	CDNetworks	
	한국농수산식품공사	한국농수산식품공사	한국농수산식품공사	SEAM (SEAM)	
	국립중앙도서관	KNN (KNN)	DONG (DONG)	SINDOH	
	MBC (MBC)	SK (SK)	KNU (KNU)	NIA (NIA)	

자료: 유비쿼스

IV. 리스크

리스크 요인 점검

유비쿼스와 같은 유선네트워크 장비업체는 100% 수주산업이다. 주력사업인 사업자시장은 주요 고객의 투자 사이클 의존도가 절대적으로 높다. 현재는 5G 시장 개화와 망구축에 따른 실적 성장을 기대하지만, 투자 사이클 후반에는 또 다시 감익 리스크에 노출되는 구조이다. 향후 기업시장 및 해외시장 매출 확대를 통해 매출처 다변화가 필요하다.

5G 개화를 앞두고 신규 투자에 대한 기대와 관련업체들에 대한 관심이 점증하고 있다. 그러나 실제 매출 발생 여부 또는 시장 기대치에 못 미치는 실적 기록 시 주가의 변동성 확대는 불가피하다.

주요 고객사 내 안정적인 점유율로 5G 인프라 구축 초기, 수혜에 대한 기대치가 높아지고 있다. 반면 예상하지 못했던 경쟁사의 도약 또는 대체 장비 출현 등 점유율을 하락시킬 요인에 대해서는 항상 주의할 필요가 있다고 판단된다.

현재 BW·CB 등 주가 희석요인은 없다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2013A (IFRS-C)	2014A (IFRS-C)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-S)
매출액	118	120	162	121	76
매출원가	67	65	98	66	49
매출총이익	51	55	64	55	27
판매비와관리비	31	33	35	31	13
영업이익	21	21	30	24	14
EBITDA	22	24	32	27	15
영업외손익	5	5	7	5	0
이자수익	4	3	3	3	0
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	1	0	0
기타영업외손익	0	-1	1	2	0
세전이익	26	26	36	30	14
법인세비용	4	5	7	6	2
당기순이익	21	21	30	24	12
지배주주순이익	21	21	30	24	12
수정순이익	21	21	30	24	12

성장성 및 수익성 비율 (%)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 성장률	58.2	1.3	35.4	-25.7	NA
영업이익 성장률	68.1	3.7	38.0	-17.7	NA
EBITDA 성장률	66.5	8.8	33.3	-15.5	NA
지배기업순이익 성장률	39.1	2.1	37.5	-18.9	NA
매출총이익률	43.4	45.6	39.5	45.5	35.6
영업이익률	17.4	17.9	18.2	20.1	18.1
EBITDA이익률	18.9	20.3	20.0	22.7	20.0
세전이익률	21.6	21.7	22.4	24.5	18.6
당기순이익률	18.1	17.7	18.2	19.8	16.1

현금흐름표 (십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	12	5	49	15	13
당기순이익	21	21	30	24	12
유무형자산상각비	2	3	3	3	1
기타비현금손익 조정	4	4	5	7	3
운전자본증감	-15	-22	16	-15	-4
매출채권감소 (증가)	-9	-17	10	9	-5
재고자산감소 (증가)	-4	-9	4	4	2
매입채무증가 (감소)	0	17	1	-14	2
기타영업현금흐름	-1	-2	-4	-5	0
투자활동 현금흐름	-19	6	-37	-2	-23
유형자산투자감소 (증가)	-21	-10	-1	-1	0
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-1	0	0
투자자산감소 (증가)	-8	15	-14	-21	-22
기타투자현금흐름	10	4	-20	15	-1
재무활동 현금흐름	-2	-2	-2	-12	0
금융부채 증감	-3	-1	0	-2	0
자본의 증감	0	0	0	-5	0
배당금 당기지급액	-2	-2	-4	-6	0
기타재무현금흐름	3	2	1	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-9	9	9	1	-11
기말현금	10	19	28	29	23
잉여현금흐름 (FCF)	-9	-6	48	14	13
순현금흐름	-18	-1	75	8	0
순현금 (순차입금)	49	48	124	131	45

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2013A (IFRS-C)	2014A (IFRS-C)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-S)
자산총계	189	226	260	250	90
유동자산	83	108	167	160	68
현금 및 현금성자산	10	19	28	29	23
단기금융자산	42	31	97	102	22
매출채권	19	35	24	16	11
재고자산	11	19	15	11	10
기타유동자산	1	1	2	2	2
비유동자산	107	117	93	90	23
투자자산	64	68	43	0	5
유형자산	36	43	42	40	10
무형자산	4	2	3	2	2
기타비유동자산	0	0	0	43	4
부채총계	28	46	56	32	23
유동부채	22	38	48	24	18
매입채무	6	19	17	8	8
단기금융부채	1	0	2	0	0
기타유동부채	15	18	28	17	10
비유동부채	6	8	8	8	5
장기금융부채	2	2	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	0	0
자본총계	161	180	204	218	68
자본금	11	11	11	11	3
자본잉여금	7	7	7	7	53
기타자본항목	-10	-10	-10	-15	0
기타포괄손익누계액	1	2	1	1	0
이익잉여금	151	170	195	214	12
지배자본 계	160	179	204	218	68
비지배자본	1	1	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
Multiples					
PER	5.4	5.8	5.9	6.7	9.1
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	2.0
PSR	2.2	1.5	2.1	1.4	1.5
EV/EBITDA	5.2	5.5	3.9	3.6	5.8
EV/EBIT	5.6	6.2	4.3	4.1	6.5
배당수익률	1.5	2.3	2.5	2.3	1.9
EPS	9,915	10,127	13,920	11,288	2,861
BPS	75,373	84,481	96,425	102,712	13,226
SPS (주당매출액)	55,825	56,533	76,571	56,920	17,803
DPS (주당배당금)	120	200	300	250	500
배당성향 (%)	10.9	17.9	19.5	19.5	20.9
수익성지표					
ROE	14.0	12.7	15.4	11.3	18.1
ROA	12.1	10.3	12.2	9.4	13.6
ROIC	45.4	29.5	46.3	33.8	152.8
안정성지표					
부채비율	17.7	25.4	27.2	14.9	33.3
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.7	2.9	3.5	6.6	3.8
이자보상배율 (배)	172.2	406.0	811.5	2,744.0	0.0
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.5	0.0
매출채권회전율	8.3	4.4	5.4	5.9	0.0
재고자산회전율	13.8	8.1	9.5	9.5	0.0

자료: 유비쿼스, KB증권 *주: 2017년 이전 실적은 인적분할 전 유비쿼스 + 유비쿼스홀딩스 연결 실적 기준

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



유비쿼스 (264450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-07-18	Not Rated			

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.2	25.8	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.