

Company Visit

Analyst 김 장 원  
02) 6915-5661  
jwkim@ibks.com

Not Rated

목표주가	-
현재가 (7/17)	4,920원
KOSDAQ (7/17)	819.72pt
시가총액	102십억원
발행주식수	20,697천주
액면가	500원
52주 최고가	7,350원
최저가	4,875원

# 유비쿼스홀딩스 (078070)

## 뜰뜰한 자회사 덕 본다

- 5G 서비스의 가장 큰 특징은 데이터 전송속도 향상. 무선뿐만 아니라 유선도 업그레이드 필요
- 주력제품의 범위를 가입자에서 사업자까지 확대하였고, 매출처도 기업공공과 해외로 확장
- 자회사(유비쿼스)는 전방산업의 투자 확대에 따른 낙수효과와 해외 시장 진출로 실적 개선
- 지주로 전환한 이유가 신성장사업을 적극 추진하기 위함으로 지주도 관심 대상

### 제품군 확대 & 매출처 확산

국내 통신장비가 가입자 중심에서 사업자 장비로 확대되고 있다. 사업자와 고객의 요구를 수시로 처리해야 하는 가입자장비는 국내 업체가 발군의 실력을 갖고 있으며 그 중 하나가 동사의 자회사 유비쿼스로 유선네트워크 장비업체 대표주자다. 유비쿼스는 외산업체가 장악하던 장비시장에도 침투해 국내시장뿐만 아니라 해외시장에 진출할 수 있는 기반을 마련해 통신서비스와 기업공공시장에 이어 해외 시장에서도 의미있는 결과가 기대되고 있다.

### 유선망의 도움이 있어야 무선망이 빛을 발한다

4G(LTE)를 상용화한 지가 엇그제 같은데 5G 상용화를 앞두고 있다. 금년 4분기부터 5G 투자가 시작될텐데, 전송속도의 향상이 망 업그레이드의 가장 큰 핵심으로 무선에서의 속도 향상은 유선의 도움이 있어야 가능하다. 4G 상용화에 맞춰 초고속인터넷 전송속도를 1기가로 올렸던 점을 고려할 때 전송속도가 20배이상 빨라지는 5G도 유선 네트워크의 업그레이드가 진행되어야 한다. 데이터 트래픽은 데이터 전송속도에 정비례하기에 초고속인터넷의 전송속도도 10배 이상 높여야 할 것이다.

### 주력 자회사의 가치를 기반으로 또 다른 변화 가능성에 주목

자회사가 금년을 기점으로 밸류에이션 매력이 커질 전망이다. 자회사가 좋으면 지주도 좋으나, 후행 가능성은 염두에 뒀야 한다. 그렇지만 지주 전환이 신성장동력을 적극적으로 확보하기 위함이라는 점에서 지주도 주목할 이유가 충분하다.

(단위:억원 배)	2014	2015	2016	2017P	2018F
매출액	1,199	1,623	1,207	927	996
영업이익	214	295	243	166	182
순이익	212	295	239	160	170
EPS(원)	1,025	1,426	1,156	771	910
증가율(%)	-0.6	39.0	-18.9	-39.6	20.0
영업이익률(%)	17.8	18.2	20.1	17.5	17.9
순이익률(%)	17.7	18.2	19.8	15.6	15.7
ROE(%)	12.7	15.4	11.3	-	-
PER	8.5	8.6	9.7	9.0	5.4
PBR	0.9	1.1	0.9	0.5	0.6
EV/EBITDA	5.2	3.6	-	-	-

주: 2016년이전 분할전 연결실적, 2017년이후 추정, 2018년 EPS는 자사주 소각 반영. 자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

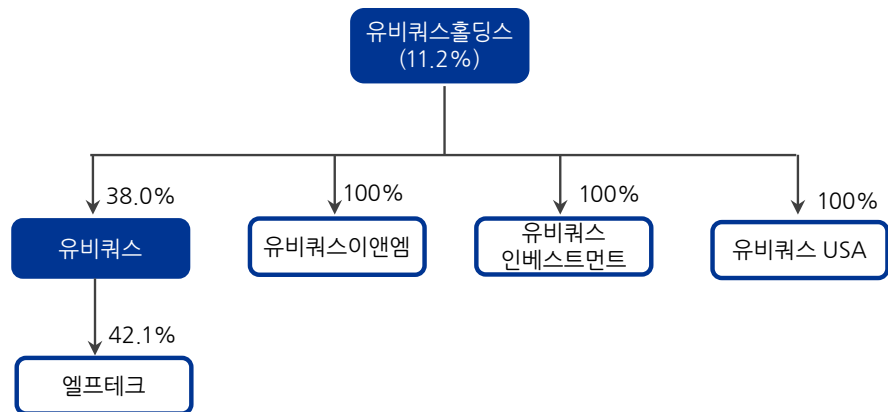
### 유선통신장비 전문생산업체

유선 네트워크의 전화국사에서 가입자에 이르는 통신장비를 생산하는 유선통신장비 전문생산업체로 국내 장비업체가 약했던 코어 장비까지 침투함으로써 제품라인업이 한층 더 강화됨과 동시에 넓어졌다.

매출처는 통신서비스, 기업/공공시장, 해외로 통신서비스가 지난해 기준 55%로 가장 높은 비중을 차지하고, 다음이 기업/공공, 해외 순으로 해외는 5%에 불과하다.

2000년에 설립된 유비쿼스는 2017년 네트워크사업부를 인적분할하여 기업 지배구조를 지주회사 체제로 전환했고, 최근 현물출자방식의 유상증자를 완료하여 유비쿼스홀딩스가 유비쿼스의 지분을 38% 갖고 있다. 주력사업과 신성장사업을 분리함으로써 신성장사업을 추진함에 따라 혹시 있을지 모를 위험부담을 전가시키지 않겠다는 것이 지주회사 전환의 이유로 바꿔 말하면 신성장사업을 적극 추진하겠다는 의미이기도 하다.

그림 1. 계열 구조



주: 유비쿼스홀딩스의 ( )는 자사주 비중, 7월 13일 자사주 2백만주 소각 반영. 자료: 사업보고서

### 5G 시대 도래

5G용 주파수는 금년 12월부터 사용할 수 있어 3.5GHz와 28GHz대역 두 개의 주파수를 확보한 통신서비스업체는 두 대역에 네트워크를 구축할 예정이다. 네트워크는 주파수 사용시점부터 3년 이내에 예상 기지국의 15%, 5년 이내에 30% 이상 구축하도록 의무화했다.

5G 이전 4G(LTE)가 상용화되었던 2012년을 전후로 통신서비스 3사의 CAPEX는 7~8조원을 기록했었다. 지난해에는 5조원 초반대를 기록할 정도로 많이 떨어졌는데, 내년 상용화를 앞두고 금년에는 5%, 내년에는 8% 정도 증가할 것 같다. 4G는 전국 단위 구축을 매우 빠르게 진행했었으나, 5G가 그 정도는 아닐 가능성이 높다. CAPEX의 증가폭은 적더라도 5G가 투자의 중심으로 5G 비중이 높을 전망이다.

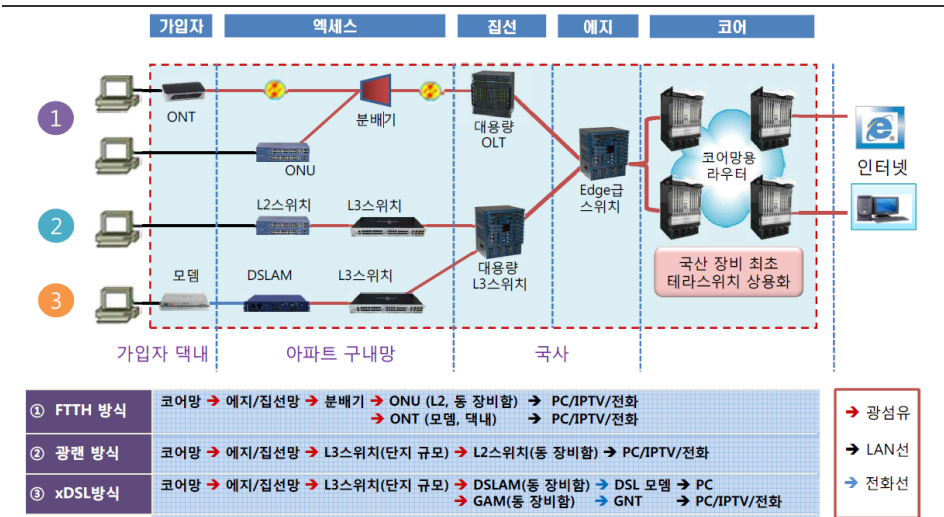
5G는 무선 서비스로 무선장비만 투자대상으로 생각할 수 있으나, 유선망이 무선망의 기반이 되기에 무선망의 고도화는 유선망의 고도화도 병행되어야 한다.

### 적극적인 기술 개발로 제품 범위 확대

유비쿼스는 전체 인력의 40%가 R&D 인력이고, 매년 매출액의 10%를 R&D에 투자하고 있다. 국내에 31건의 제품 특허를 갖고 있으며, 해외에도 6건을 갖고 있다. 적지 않은 금액을 개발비에 투여함에도 재무제표의 무형자산이 낮은 것은 발생 즉시 비용으로 처리해 수익 부담을 최소화하고 있다.

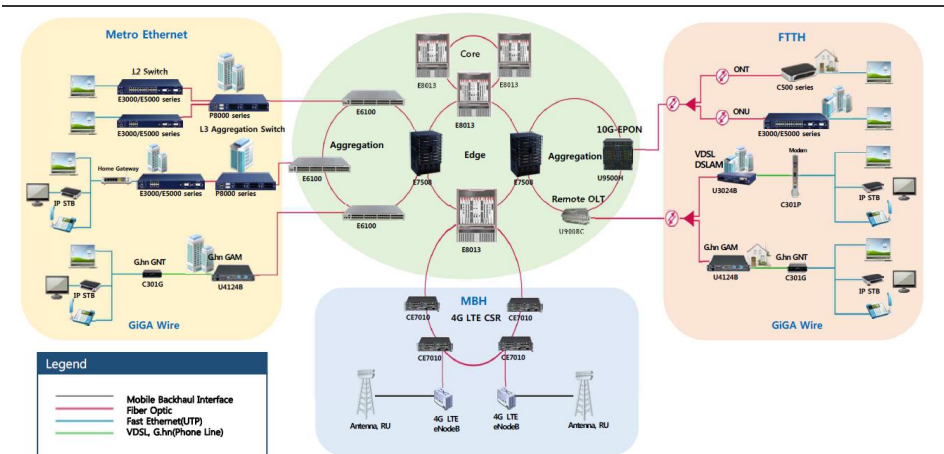
적극적인 R&D 투자로 테라급 대용량 스위치와 라우터, 미래 DSL 솔루션, CE·DPI 장비, 클라우드 가상화 최적화 스위치 및 SDN 장비 등을 개발했다. 가입자에 가까운 장비에서 점차 전화국소에 가까운 장비로 제품군이 다양해졌고, 이는 외산장비를 대체하는 긍정적인 효과를 얻게 되었다. 인터넷 서비스 방식에서 가입자·엑세스·집선·에지·코어 장비를 제공할 수 있는 기술력과 제품을 보유하고 있다.

그림 2. Carrier시장 인터넷 서비스 방식



자료: 유비쿼스

그림 3. 국내 유일의 End to End 토탈 솔루션 제공이 가능한 유비쿼스



자료: 유비쿼스

### 제품이 다양해진 만큼 사업 범위도 넓어져

통신장비를 가장 많이 필요로 하는 곳이 통신서비스로 전체 매출에서 가장 많은 비중을 차지하고 있으며, 통신서비스의 투자가 확대될 경우 통신서비스 매출 비중은 더 상승하게 된다. KT와 LG유플러스에 장비를 공급하며, 해당 사업자의 장비 수요에 60% 가량을 유비쿼스가 담당하고 있다.

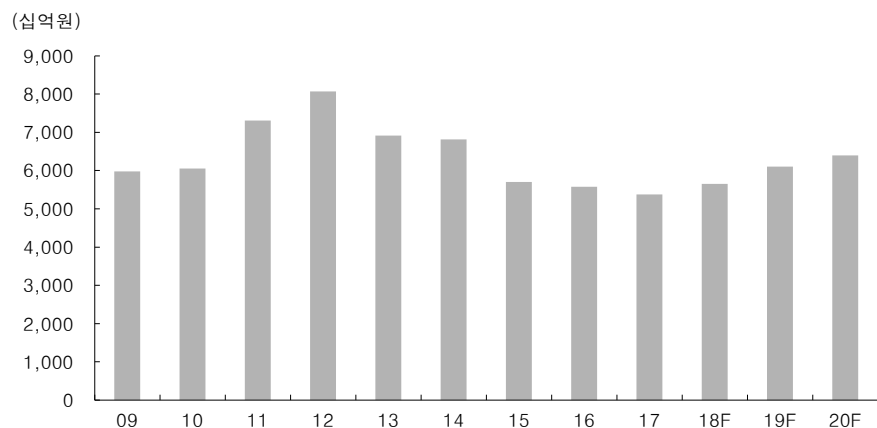
기업공공장비시장에서 의미있는 성과를 내고 있다. 케이블TV(MSO), 건설사, 인터넷 포털, IDC 등으로 사업 파트너가 늘어나면서 기존 외산장비업체가 장악하고 있던 높은 진입장벽을 극복하고 신뢰도를 쌓아가면서 매출이 늘어 2014년 100억원이었던 기업공공시장 매출이 2017년에는 270억원으로 늘어났다.

DPoE 기반의 10G-EPON 장비를 북미 최대 MSO Charter에 공급한다. 지난해부터 미국내 파트너를 통해 기술과 제품 검증을 끝내고 시범서비스까지 진행한 후 구축계획이 확정되어 금년말부터 공급할 예정이다. DPoE 기술은 케이블망을 이용한 데이터 통신 서비스 표준규격이다. 통신서비스업체의 망에 비해 상대적으로 취약한 케이블업체는 망 고도화가 절실히 필요한 상황으로 케이블업체, 미국내 네트워크 공급파트너, 유비쿼스 모두 서로를 필요로 하여 상호원인 관계가 형성되고, 구축 과정을 통해 매출처가 확산되어 해외사업이 확장되는 기회를 갖게 된다.

### 네트워크 고도화를 위해 투자 확대

2018년 4분기부터 5G 투자가 진행된다. 4G(LTE)에서 5G로 전이가 3G에서 4G로 전이될 때 느꼈던 파격적인 느낌은 아니라서 통신사업자가 망 투자에 아직은 확신이 덜한 것 같지만 네트워크 고도화가 성장에 단초라는 점에서 광역시를 중심으로 5G 투자가 집중될 전망이다. 다만 4G처럼 빠른 시간내에 집중적으로 투자되지는 않을 수 있다. 그래서 점진적 투자를 예상하고 있어 투자 규모가 파격적으로 늘지 않는 것처럼 보이겠지만, 이전 세대에 투자분이 줄고 이를 5G가 대체하는 만큼 투자 규모가 적다고 볼 수는 없을 것이다. 5G는 무선서비스이지만, 4G에 비해 전송속도가 20배이상 빨라지므로 무선에서의 속도를 유지하기 위해서는 유선망의 투자도 병행되어야 할 것이다.

그림 4. 국내 통신서비스의 CAPEX 전망



주: 통신서비스 3사 CAPEX 합산. 자료: 통신서비스 3사 IR 자료 및 IBK투자증권 추정

### 점차 기대되는 실적

2013년이전 지주와 자회사(유비쿼스)의 실적은 분할전 유비쿼스의 연결과 별도실적으로 연결실적을 지주실적으로 간주했다. 2014년이후는 회사측에서 제시한 유비쿼스 실적을 자회사 실적으로 적용했고, 2016년까지는 마찬가지로 분할전 유비쿼스의 연결 실적을 지주사 실적으로 간주했다. 2017년은 인적분할로 연결실적이 정상적으로 발표되지 않아 자회사(유비쿼스)의 실적을 과거 별도실적대비 연결실적의 비중을 근거로 지주회사 실적을 추정했다.

통신서비스향 매출은 금년까지 보릿고개일 것이나, 기업공공시장과 해외수출이 늘어 지난해보다는 좋아질 것 같다. 5G 투자가 4분기부터 본격화되면 무선의 빠른 전송속도를 지원하기 위해 유선도 전송속도 업그레이드가 필요할 것이기에 내년이후 실적은 개선될 전망이다. 실적 개선의 기반은 당연 국내 통신서비스의 투자 확대이지만, 기업공공시장과 해외수출도 늘어나며 특히 해외수출이 외형에 상당히 기여할 전망이다.

표 1. 지주와 사업회사 실적 비교 (억원, %)

회사구분	항목	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
지주	매출	737	748	1,184	1,199	1,623	1,207	927	996	1,170	1,448
	영업이익	135	123	206	214	295	243	166	182	222	289
	순이익	160	150	214	212	295	239	160	170	202	258
비중	매출	100.0	100.4	107.9	105.8	101.6	106.8	105.0	104.5	104.0	103.0
	영업이익	93.9	90.3	96.8	98.0	100.4	111.4	105.0	106.0	106.0	108.0
	순이익	94.8	91.8	121.6	117.6	119.6	127.9	116.0	114.0	113.0	114.0
이익률	영업이익	18.3	16.4	17.4	17.8	18.2	20.1	17.9	18.3	19.0	19.9
	순이익	21.7	20.0	18.0	17.7	18.2	19.8	17.2	17.1	17.3	17.8
자회사 (유비쿼스)	매출	737	745	1,097	1,133	1,598	1,130	883	953	1,125	1,406
	영업이익	143	136	213	218	294	218	158	172	209	267
	순이익	168	163	176	180	247	187	138	149	179	226

자료: 사업보고서, IR자료, IBK투자증권 추정

### 수익과 자산가치로 주목할 만한 지주

자회사 유비쿼스의 2017년 주당순이익이 2,639원으로 현재 주가기준 PER 9.3배 수준이며, 올초에 지급한 배당금을 기준한 배당기대수익률은 2.0%다. 자회사 유비쿼스는 예상실적을 감안할 때 PER가 2018년 8.8배에서 2019년 7.3배, 2020년 5.8배로 낮아진다. 이익이 늘어나면서 배당금도 늘릴 가능성이 높다. 밸류에이션 매력이 높아진다는 얘기다. 자회사의 밸류에이션이 좋아지는 만큼 지주회사도 혜택을 보게 된다.

다만 지주의 다른 비상장자회사가 아직은 사업적 의미를 부여할 만한 존재감이 높지 않다는 점이 다소의 아쉬운 점이나, 지주로 전환한 이유가 신성장동력을 위해 투자를 적극 하겠다는 의지로 이 과정에서 혹시나 주력사업(통신장비)에 미칠 수 있는 부정적인 요인을 막겠다는 생각이기에 신성장동력은 지주와 지주가 지배하는 비상장자회사가 추진하는 것으로 지주회사를 눈여겨 봐야 할 투자 포인트다. 수익성 관점에서 밸류에이션은 주력 자회사의 가치가 상승하고, 이를 반영해 지주가 상승하는 모습이 예상되어 우선은 자회사(유비쿼스)의 가치 상승에 주목하는 전략이 바람직하나, 자산가치 측면에서 지주는 주력 자회사뿐만 아니라 비상장자회사의 자산을 감안했을 때 내재가치 대비 저평가되어 있다.

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	121	84.0
중립	23	16.0
매도	0	0.0