

# 오이솔루션 (138080)

## 5G 연결성의 핵심



▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

### Buy (신규)

목표주가(신규): 89,500원

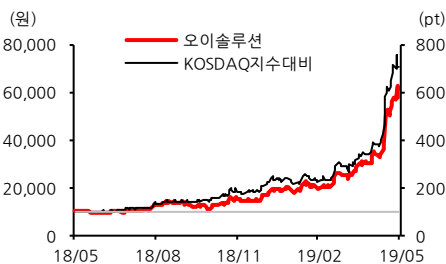
|                |                 |
|----------------|-----------------|
| 현재 주가(5/30)    | 57,800원         |
| 상승여력           | ▲54.8%          |
| 시가총액           | 4,473억원         |
| 발행주식수          | 7,740천주         |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 63,100 / 9,640원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 193.88억원        |
| 외국인 지분율        | 4.3%            |
| 주주 구성          |                 |
| 박찬(외 6 인)      | 29.9%           |
| 이상호            | 1.0%            |

| 주가수익률(%)      | 1개월  | 3개월   | 6개월   | 12개월  |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률         | 70.0 | 191.9 | 275.3 | 466.7 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 78.7 | 197.7 | 276.2 | 487.8 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------|------|------|-------|-------|
| 매출액       | 77   | 82   | 201   | 265   |
| 영업이익      | -2   | 0    | 45    | 63    |
| EBITDA    | 3    | 5    | 51    | 71    |
| 지배주주순이익   | -2   | 3    | 40    | 52    |
| EPS       | -246 | 334  | 5,133 | 6,732 |
| 순차입금      | -3   | 3    | 1     | -19   |
| PER       | -    | 50.9 | 11.3  | 8.6   |
| PBR       | 1.3  | 1.9  | 4.2   | 2.8   |
| EV/EBITDA | 32.6 | 26.7 | 8.8   | 6.1   |
| 배당수익률     | 0.9  | 0.7  | 0.2   | 0.2   |
| ROE       | -2.9 | 3.8  | 45.4  | 39.3  |

### 주가 추이



오이솔루션은 2003년 설립된 국내 1위 광트랜시버 제조업체입니다. 동사는 글로벌 통신장비 업체들을 고객사로 확보하여 현재 진행중인 글로벌 5G 투자 Cycle에서 큰 수혜가 기대됩니다.

### 국내 광트랜시버 1위 업체

오이솔루션은 광트랜시버를 제조 및 판매하는 업체로 국내에서 점유율 기준 1위 업체다. 광트랜시버는 광통신 장치에서 전기 신호를 광신호로, 또는 광신호를 전기 신호로 바꿔주는 역할을 하는 부품이다. 네트워크 망에서 유선 Access와 무선 Access에서 모두 필수적으로 필요한 부품으로 5G 투자 Cycle에서 가장 큰 수혜가 기대되는 업체들 중 하나다. 고객사의 스펙별 요구사항에 대응하기 위해 속도별로 1.25Gbps에서 25Gbps까지 제품 포트폴리오를 다양하게 구축해놓은 상황이다.

### 1분기 서프라이즈, 2분기는 더 좋다

동사는 1분기에 매출액 434억 원(+151.6% y-y), 영업이익 97억 원(흑자전환 y-y)를 기록하며 분기 사상최대 실적을 달성하였다. 실적의 주요 배경으로는 국내 통신 3사의 5G 투자 본격화로 인한 광트랜시버 수요 급증이였다. 5G 관련 매출액은 분기 매출액의 73%를 차지하였고, 신제품 효과로 인한 수익성 상승으로 분기 영업이익률 22.4%를 기록하였다. 이러한 흐름은 2분기에도 이어되면서 실적 호조세가 지속될 것으로 예상된다.

### 2020년은 해외수주 기대, 투자의견 Buy, 목표주가 89,500원

당사는 오이솔루션의 3분기 실적 추정치에 주요 고객사의 판가인하 압박 risk를 반영하였다. 하지만 4분기부터 동사의 실적 성장세가 2020년까지도 지속될 것으로 추정한다. 이유는 1) 경쟁사의 기업우려 의식에 대한 이슈발생으로 주요 고객사 KT, LG유플러스 외에 SK텔레콤의 물량이 확대되고 있으며, 2) 2020년에는 미국 Verizon의 5G 투자 본격화되고, 3) 2020년 도쿄 올림픽 이전 5G 상용화에 나선 일본 통신사들의 투자 확대가 예상되기 때문이다. 당사는 2019년 오이솔루션 실적으로 매출액 2,015억 원, 영업이익 448억 원을 예상한다. 당사 추정치 기준 현 주가는 PER 11.3배 수준으로 국내 통신장비 업체 평균 PER multiple 감안시 상승여력이 충분히 남아있다고 생각한다. 따라서 오이솔루션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 89,500원을 제시한다.

1. 투자의견 Buy, 목표주가 89,500 원 제시

오이솔루션에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 89,500원을 제시한다. 동사의 적정주가를 산출하기 위해 Target PER multiple로 국내 주요 통신장비 업종 Peer 5개(다산네트웍스, 에치에프알, RFHIC, 케이엠더블유, 에이스테크)의 2019E PER 평균치 17.4배를 적용하였다. 적용 순이익으로는 당사의 2019년 예상 순이익 397억 원을 반영하였다.

1) 국내 광트랜시버 1위 업체라는 점, 2) 글로벌 주요 통신사들을 고객사로 확보했다는 점, 3) 국내뿐만 아니라 해외 5G 시장에서도 수혜가 기대된다는 점을 감안시 현 주가의 밸류에이션(2019E PER 11.8배)은 Peer 평균치대비 저평가받고 있다고 생각한다. 산출된 목표주가 89,500원은 현 주가 57,800원 대비 상승여력 54.8%가 기대되는 수준이다.

[표7] 오이솔루션 목표주가 산출

(단위: 십억원)

| 구분                     |           | 주석              |
|------------------------|-----------|-----------------|
| 1) 오이솔루션 12M Fwd 순이익   | 39.7      |                 |
| 2) Target PER multiple | 17.4      | (A+B+C+D+E) ÷ 5 |
| A) 다산네트웍스              | 14.3      | 2019E PER       |
| B) 에치에프알               | 13.4      |                 |
| C) RFHIC               | 21.1      |                 |
| D) 케이엠더블유              | 19.7      |                 |
| E) 에이스테크               | 18.7      |                 |
| 3) Target 시가총액         | 692.8     |                 |
| 4) 주식수                 | 7,739,532 |                 |
| 5) 적정주가(원)             | 89,511    |                 |
| 6) Upside              | 54.8%     |                 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

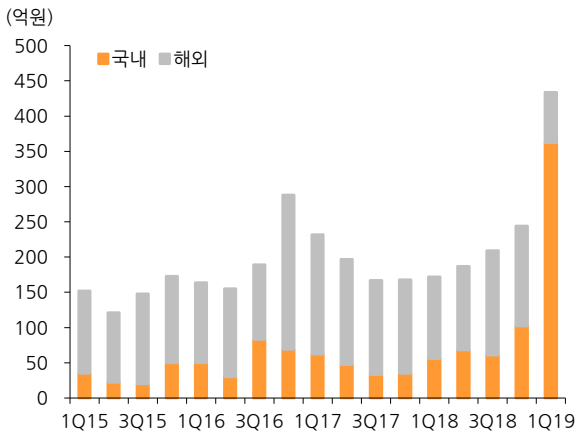
[표8] 오이솔루션 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

|       | 2018 | 2019E     | 2020F | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18  | 1Q19   | 2Q19E  | 3Q19F  | 4Q19F  |
|-------|------|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액   | 81.5 | 201.5     | 264.7 | 17.3   | 18.7   | 20.9   | 24.7  | 43.4   | 54.4   | 49.1   | 54.6   |
| -y-y  | 6.4% | 147.2%    | 31.4% | -26.0% | -5.0%  | 25.2%  | 45.7% | 151.6% | 191.6% | 134.3% | 121.5% |
| -q-q  | -    | -         | -     | -47.7% | 289.9% | -18.9% | 62.8% | -54.5% | 79.1%  | 6.1%   | 66.3%  |
| 영업이익  | 0.2  | 44.8      | 63.4  | -2.3   | -0.2   | 1.0    | 1.7   | 9.7    | 13.3   | 9.9    | 11.9   |
| -y-y  | 흑자전환 | 19,067.7% | 41.5% | 적자전환   | 적자전환   | 흑자전환   | 흑자전환  | 흑자전환   | 흑자전환   | 849.2% | 599.7% |
| -q-q  | -    | -         | -     | 적자지속   | 적자지속   | 흑자전환   | 62.9% | 474.4% | 37.0%  | -26.0% | 20.1%  |
| 영업이익률 | 0.3% | 22.2%     | 23.9% | -13.4% | -1.0%  | 5.0%   | 6.9%  | 22.4%  | 24.5%  | 20.1%  | 21.7%  |

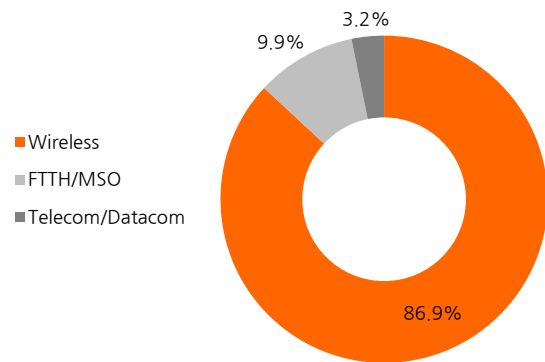
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 오이솔루션 분기별 매출추이



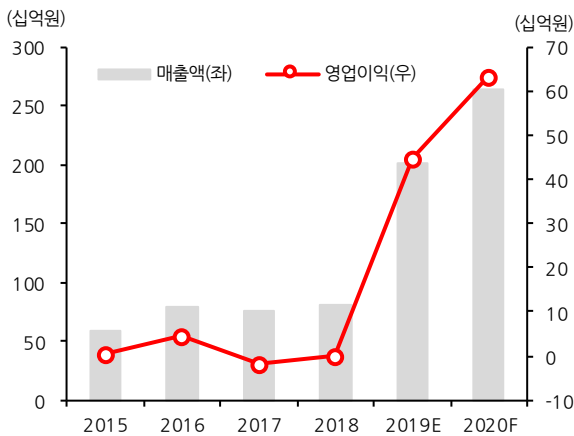
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 1분기 응용산업별 매출비중



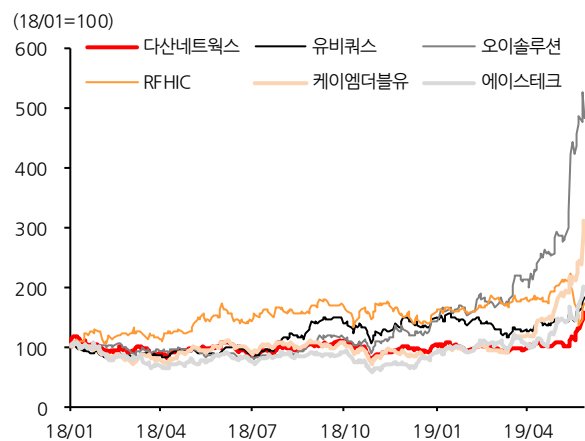
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 오이솔루션 실적성장 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 국내 주요 통신장비 업체 추가 추이



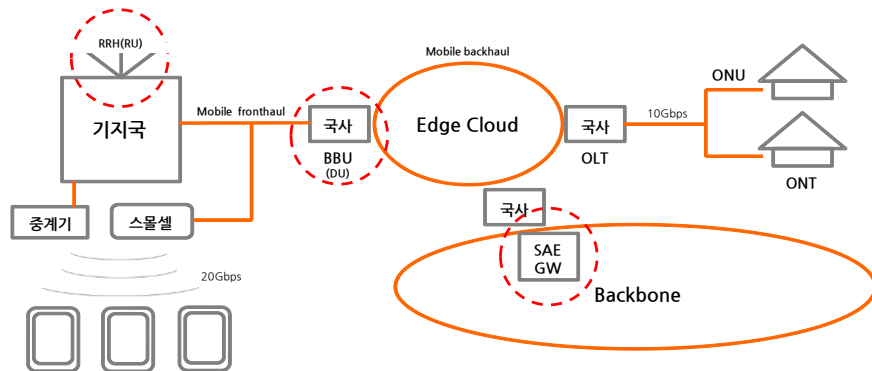
자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 광트랜시버의 수요증가는 단기에 그치지 않을 것

광트랜시버는 송신기(Transmitter)와 수신기(Receiver)의 합성어로 광통신 장비 또는 네트워크 망에서 광신호를 전기신호로 바꾸거나, 전기신호를 광신호로 바꿔주는 역할을 한다. 예로, 유선망에서 무선망으로 가는 과정에서 광섬유케이블에서 받는 광신호를 안테나에 전자신호로 바꿔주는 역할이다. 주로 기지국, 전화국사 등에서 요구되는 부품으로, 5G 기지국 숫자 증가에 따른 물량증가가 기대된다. 광트랜시버는 속도별로 제품이 다르며, 5G에서는 20Gbps이상의 전송 속도가 유선과 무선 네트워크 망에서 모두 요구되기 때문에 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 예상된다.

당사는 오이솔루션의 실적 호조세가 지속될 것으로 보는 근거로 1) 통신사의 CAPEX 투자가 하반기에는 더 집중된다는 특성, 2) 경쟁사의 기업윤리 의식 관련 이슈로 인한 SK텔레콤 물량증가세가 기대된다는 점, 3) 미국, 일본의 5G 투자가 2019년말 또는 2020년부터 본격화 될 것이라는 점을 제시한다. 동사의 매출액이 주로 KT와 LG유플러스에 집중돼 있었다는 점을 볼 때 SK텔레콤 물량확대는 실적 레벨업에 크게 기여할 수 있는 요인이라고 생각한다. 더불어, 일본의 경우 2020년 도쿄 올림픽 전에 5G 상용화를 마친다고 선언을 한 상황이기 때문에 본격적인 투자가 2020년부터는 불가피하다고 생각되어 동사의 해외 물량 증가를 예상한다. 당사는 2019년 오이솔루션 실적을 매출액 2,015억 원(+147.2% y-y), 영업이익 448억 원(+19,067.7% y-y)으로 전망한다.

[그림18] 5G 네트워크 내 광트랜시버 구간(빨간색)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서** (단위: 십억 원)

| 12월 결산        | 2016  | 2017  | 2018 | 2019E    | 2020E |
|---------------|-------|-------|------|----------|-------|
| 매출액           | 80    | 77    | 82   | 201      | 265   |
| 매출총이익         | 27    | 23    | 27   | 74       | 96    |
| 영업이익          | 5     | -2    | 0    | 45       | 63    |
| EBITDA        | 8     | 3     | 5    | 51       | 71    |
| 순이자손익         | 0     | 0     | 0    | 0        | 0     |
| 외화관련손익        | 1     | -2    | 1    | 0        | 0     |
| 지분법손익         | 0     | 0     | 0    | 0        | 0     |
| 세전계속사업손익      | 6     | -4    | 2    | 46       | 64    |
| 당기순이익         | 6     | -2    | 3    | 40       | 53    |
| 지배주주순이익       | 6     | -2    | 3    | 40       | 52    |
| <b>증가율(%)</b> |       |       |      |          |       |
| 매출액           | 34.2  | -3.9  | 6.4  | 147.2    | 31.4  |
| 영업이익          | 833.7 | 적전    | 흑전   | 19,067.7 | 41.5  |
| EBITDA        | 115.3 | -68.4 | 88.5 | 905.2    | 39.6  |
| 순이익           | 226.0 | 적전    | 흑전   | 1,447.1  | 31.5  |
| <b>이익률(%)</b> |       |       |      |          |       |
| 매출총이익률        | 33.4  | 29.5  | 33.6 | 36.6     | 36.2  |
| 영업이익률         | 5.9   | -2.5  | 0.3  | 22.2     | 23.9  |
| EBITDA 이익률    | 10.6  | 3.5   | 6.2  | 25.1     | 26.7  |
| 세전이익률         | 7.6   | -4.9  | 2.4  | 22.6     | 24.3  |
| 순이익률          | 7.7   | -2.3  | 3.2  | 19.8     | 19.9  |

**현금흐름표** (단위: 십억 원)

| 12월 결산         | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>영업현금흐름</b>  | -5   | 4    | 1    | 17    | 39    |
| 당기순이익          | 6    | -2   | 3    | 40    | 53    |
| 자산상각비          | 4    | 5    | 5    | 6     | 7     |
| 운전자본증감         | -17  | 0    | -8   | -29   | -21   |
| 매출채권 감소(증가)    | -10  | 4    | -4   | -12   | -8    |
| 재고자산 감소(증가)    | -7   | -3   | -2   | -24   | -18   |
| 매입채무 증가(감소)    | 2    | 1    | 0    | 7     | 5     |
| <b>투자현금흐름</b>  | -8   | -4   | -11  | -14   | -18   |
| 유형자산처분(취득)     | -7   | -4   | -5   | -13   | -17   |
| 무형자산 감소(증가)    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 투자자산 감소(증가)    | 0    | 0    | -6   | 0     | 0     |
| <b>재무현금흐름</b>  | 7    | 14   | -1   | -1    | -1    |
| 차입금의 증가(감소)    | 7    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소)     | 0    | 14   | -1   | -1    | -1    |
| 배당금의 지급        | 0    | 1    | 1    | 1     | 1     |
| <b>총현금흐름</b>   | 12   | 5    | 9    | 46    | 60    |
| (-)운전자본증가(감소)  | 14   | -5   | 4    | 29    | 21    |
| (-)설비투자        | 7    | 4    | 5    | 13    | 17    |
| (+)자산매각        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Free Cash Flow | -9   | 5    | -1   | 4     | 21    |
| (-)기타투자        | 3    | 5    | 3    | 1     | 1     |
| 잉여현금           | -12  | 0    | -3   | 3     | 20    |
| <b>NOPLAT</b>  | 3    | -1   | 0    | 39    | 52    |
| (+) Dep        | 4    | 5    | 5    | 6     | 7     |
| (-)운전자본투자      | 14   | -5   | 4    | 29    | 21    |
| (-)Capex       | 7    | 4    | 5    | 13    | 17    |
| OpFCF          | -14  | 4    | -5   | 3     | 20    |

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표** (단위: 십억 원)

| 12월 결산       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|--------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>  | 53   | 57   | 57   | 95    | 140   |
| 현금성자산        | 10   | 23   | 17   | 19    | 39    |
| 매출채권         | 23   | 15   | 19   | 31    | 39    |
| 재고자산         | 18   | 19   | 20   | 44    | 61    |
| <b>비유동자산</b> | 37   | 39   | 42   | 50    | 61    |
| 투자자산         | 6    | 8    | 11   | 11    | 12    |
| 유형자산         | 30   | 30   | 30   | 38    | 48    |
| 무형자산         | 1    | 1    | 1    | 1     | 1     |
| <b>자산총계</b>  | 90   | 96   | 99   | 145   | 201   |
| <b>유동부채</b>  | 28   | 25   | 25   | 32    | 37    |
| 매입채무         | 6    | 3    | 4    | 11    | 16    |
| 유동성이자부채      | 20   | 20   | 19   | 19    | 19    |
| <b>비유동부채</b> | 6    | 4    | 6    | 6     | 6     |
| 비유동이자부채      | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>  | 35   | 29   | 31   | 38    | 43    |
| 자본금          | 3    | 4    | 4    | 4     | 4     |
| 자본잉여금        | 14   | 27   | 27   | 27    | 27    |
| 이익잉여금        | 36   | 34   | 35   | 74    | 125   |
| 자본조정         | 2    | 2    | 2    | 2     | 2     |
| 자기주식         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>  | 55   | 67   | 68   | 107   | 158   |

**주요지표** (단위: 원, 배)

| 12월 결산                 | 2016  | 2017   | 2018  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| <b>주당지표</b>            |       |        |       |        |        |
| EPS                    | 929   | -246   | 334   | 5,133  | 6,732  |
| BPS                    | 8,385 | 8,650  | 8,792 | 13,805 | 20,417 |
| DPS                    | 125   | 100    | 120   | 120    | 120    |
| CFPS                   | 1,885 | 675    | 1,202 | 5,940  | 7,713  |
| ROA(%)                 | 7.4   | -1.9   | 2.6   | 32.5   | 30.1   |
| ROE(%)                 | 11.7  | -2.9   | 3.8   | 45.4   | 39.3   |
| ROIC(%)                | 6.5   | -2.3   | 0.3   | 45.9   | 43.3   |
| <b>Multiples(x, %)</b> |       |        |       |        |        |
| PER                    | 12.7  | -47.2  | 50.9  | 11.3   | 8.6    |
| PBR                    | 1.4   | 1.3    | 1.9   | 4.2    | 2.8    |
| PSR                    | 1.0   | 1.1    | 1.6   | 2.2    | 1.7    |
| PCR                    | 6.3   | 17.2   | 14.1  | 9.7    | 7.5    |
| EV/EBITDA              | 10.4  | 32.6   | 26.7  | 8.8    | 6.1    |
| 배당수익률                  | 1.1   | 0.9    | 0.7   | 0.2    | 0.2    |
| <b>안정성(%)</b>          |       |        |       |        |        |
| 부채비율                   | 62.6  | 43.5   | 45.7  | 35.9   | 27.3   |
| Net debt/Equity        | 17.8  | -4.0   | 4.0   | 0.6    | -12.0  |
| Net debt/EBITDA        | 116.4 | -100.5 | 53.5  | 1.2    | -26.7  |
| 유동비율                   | 186.1 | 230.8  | 224.8 | 293.6  | 379.6  |
| 이자보상배율(배)              | 13.2  | n/a    | 0.5   | 88.6   | 127.6  |
| <b>자산구조(%)</b>         |       |        |       |        |        |
| 투자자본                   | 79.1  | 66.2   | 70.8  | 77.4   | 72.9   |
| 현금+투자자산                | 20.9  | 33.8   | 29.2  | 22.6   | 27.1   |
| <b>자본구조(%)</b>         |       |        |       |        |        |
| 차입금                    | 26.6  | 23.0   | 22.4  | 15.5   | 11.0   |
| 자기자본                   | 73.4  | 77.0   | 77.6  | 84.5   | 89.0   |