

가온미디어
(078890.KQ)

센터장 김장열
(02-3779-3531)

투자의견 : 매수(신규)

목표주가 : 17,000원 / 현재주가 : 12,500원 (상승여력 +36.0%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

3가지 기대 > 3가지 기우, Then Up!

<차익실현 욕구? 2분기 실적 확인, 우려 요인은 기우, 기대요인은 하반기 전개>

주가가 18년 11월 바닥에서는 2배이상, 19년초와 비교해도 50%이상 상승했다. 차익실현하고 싶을 때이다. 잠시, 결정하기 전에 3가지 포인트를 점검하자. 첫째, 1분기 호실적 (매출 1579억, 영업이익 74억 yoy 3.2배)에 이어 2분기도 QoQ 영업이익 +30%이상이 예상된다. 둘째, 3가지 리스크 요인이다. 그것은 주요 원가요인 중 하나인 DRAM 가격 상승 가능성, 환율 변동성 확대 가능성, 사람들이 스마트폰만 보고 TV 시청은 하지 않을 가능성. 셋째, 3가지 기대요인이다. 그것은 셋탑박스 업계의 구조조정 효과, AI솔루션 글로벌 시장 확대 가능성, 5G융합 제품 개발 및 해외 시장 공략 가능성이다. 필자는 아래사항을 기억하기를 권고한다. 차익실현은 최소한 2분기 실적 발표까지 기다릴 필요가 있다. 3가지 리스크 요인은 당분간 기우(杞憂, 앞일에 대한 쓸데없는 것)이다. 기대요인은 하반기에 더욱 가시화된다. 밸류에이션 배수 본격 상승은 하반기부터이다.

<기술력+ 우호적 환경=> 주식시장 평균에 수렴 방향, PER 8.8배/목표가 1.7만원>

19년 매출은 7000억 이상, 영업이익은 400억 이상 (yoy 4~5배) 예상된다. 19년 하반기 기대요인의 전개 상황에 따라 20년 매출 성장률은 +20% 수준의 성장이 가능할 것으로 보인다. 일반적인 셋탑박스시장에 대한 낮은 밸류에이션 (저성장) 적용은 타당하다. 하지만, 가온미디어는 기술력과 업계구조조정 효과 그리고 부품가격 하락 요인까지 가세하고 있다. 높은 성장성에 점수를 주어야 마땅하다. 최소한 주식시장 평균 PER에 수렴하는 방향을 보일 것이다. 주식시장 평균 PER 대비 20% 할인한 (소형주 할인 요인) 19년 컨센서스 PER 8.8배 를 적용한 17,000원을 목표주가로 산출했다. 투자의견 BUY를 제시한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	528.4	21.0	9.4	6.2	512	-61.8	24.4	23.7	7.7	1.3	5.7
2018	609.8	9.3	6.6	5.2	358	-30.1	13.4	22.3	15.5	0.8	3.9
2019E	710.0	41.0	32.6	28.0	1,948	444.5	45.3	6.4	6.2	1.1	18.5

자료 : 가온미디어, 컨센서스, K-IFRS 연결기준

<3가지 기우: DRAM가격/환율/ TV시청>

3가지 기우를 먼저 살펴 보겠다. 1) 주요 부품인 DRAM의 가격 상승 가능성은 당분간 거의 없다. 가격 하락 폭이 서서히 라도 둔화될 가능성은 있다. 메모리 시황으로 판단하면 연말까지 하락폭의 둔화는 가능해도 상승 반전 가능성은 매우 낮다 (자세한 사항은 5월 30일자 SK하이닉스 리포트 ('뚝 떨어지는 반도체 회복 기대감', 투자의견 보유로 하향) 참조). 최근 미.중 무역분쟁 해결 기미가 낮다. 매크로 불확실성이 커졌다. 또, 서버 DRAM 수요도 가격 탄력도 (가격 하락이 수요 자극하는 정도)가 낮다. 반도체 가격 반전 시기는 요원하다. 참고로 분기의 실적에 반영될 제품은 전분기에서 이월된 재고와 해당분기 생산 제품이 섞여 있다. 따라서, 통상 전분기말~해당분기초 (이번에는 6월말~7월초) 이루어지는 가격 협상결과가 해당분기 (3Q) 부품가격으로 적용된다.

2) 환율 변동성 확대 가능성은 당분간 낮다. 수출이 70% 비중 수준이고 외화매출의 90%이상은 미 달러로 결제된다. 자동헛지되는 부분이 상당하다. 따라서, 영업이익단까지는 영향이 거의 없다. 하지만, 영업외단으로는 이자비용과 외화보유자산에 대한 환평가가 반영된다. 현재 원화 약세는 영업외단으로 긍정적이다. 영업이익률이 5~6% 수준으로 절대적으로 높은 수준은 아니다 (그것이 셋탑박스 사업 밸류에이션의 일반적 할인요인 작용). 원화강세/약세에 따라 순이익에 영향을 주게된다. 국내 경제 성장을 전망을 감안, 현재 1180원 대/미 달러 환율이 1150원 이하로 다시 내려갈 (원화강세로 전환) 가능성은 낮아 보인다. 미국 금리 인하에 따른 원화강세 가능성은 있다. 이 경우 미 금리 인하의 가장 큰 전제 요건은 성장을 둔화 가능성이다 (미.중 무역 분쟁 격화, 중장기화로 글로벌 경제 성장을 둔화되고 이것이 미국으로 영향을 피드백되는 것). 따라서, 수출 중심의 한국 경제 역시 부메랑을 피할 길이 없을 것이다. 원화강세 폭 또한 제한적일 것이다. 결론적으로 당분간, 미.중 무역분쟁 등 가시적 매크로 안정화 이전에는 현 수준 환율에서 변동폭은 제한적일 것이다.

3) 또 다른 우려는 셋탑박스 시장의 기본 전제요인인 TV시청이 현격히 떨어지는 것이다. 사람들이 스마트폰만 보고 TV 시청은 하지 않을 가능성이 있다. 몇가지 인간의 본성을 살펴 볼 필요가 있다. 영화/드라마 등은 스마트폰으로는 근본적으로 불편할 수 밖에 없다 (아무리 커져도 한계가 있는 크기로 인한). 집안에서의 Hub역할로서의 TV/셋탑박스의 기능적 장점과 스마트폰의 모바일 특성에 더 부합한 (Out of house, 이동하면서, 개별적)기능이 어느 정도 구분되었다. 당분간 시장은 각자 강점 영역을 차지한 상태가 지속될 것이다. 물론 장기적으로 좀 더 경쟁우위를 더 뚜렷하게 보이는 device의 지배력 확대 가능성은 지켜 볼 사항이다.

<3가지 기대: 업계구조조정/ AI솔루션 해외 확대/ 5G융합 제품>

3가지 기대 요인을 살펴 보겠다. 1) 셋탑박스 업계의 구조조정 효과이다. 국내외 시장 구조조정이 마무리 단계로 업계가 재편되었다. 미국의 Arris는 2018년에 통신 네트워크 인프라 솔루션 기업인 Commscop에 매각되었다. Arris는 셋탑박스 사업 보다는 Network사업으로 집중할 가능성이 크다. 프랑스의 Technicolor도 (17년 LG전자의 셋탑사업부 인수) 셋탑 박스 사업이 경쟁력 약화되고 있고 매각 가능성이 대두되고 있다. 국내의 기본 경쟁사 2개 역시 신사업 (전장 등)으로 무게 중심을 이동하거나 중단한 상태이다.

2) AI솔루션 글로벌 시장 확대 가능성이다. 19년 하반기 홀로그램 셋탑박스 계획중이다. 세계 최초 AI 셋탑 개발및 국내 상용화 경험을 바탕으로 해외 대형 사업자 사업을 공략하고 있다. 당초 계획보다는 AI셋탑박스 보급이 더딘 이유중의 하나가 가격이다. 따라서, 가온 AI미니스피커 (10만원대의 저렴)와 고객맞춤형 가온 AI서비스를 One-package 사업자에 공급하는 것을 추진 중이다. 하반기 중 유럽지역 공략 고객의 가시화를 기대해 본다.

3) 5G융합 제품 개발및 해외 시장 공략 가능성이다. 5G+ WAN to Wi-Fi 게이트웨이이다. 국책과제 수주도 했다. 18년 4분기에 미국향으로 일부 네트워크 제품을 공급한 경험을 바탕으로 19년 연내 고객공략이 구체화되면 20년 실적 가시성이 확보될 것이다.

<기업 개요>

2001년에 설립되어 AI Set-top box, Broadband CPE (네트워크 사업부로 AP 라우터, 인터넷공유기 등), IP hybrid, Smart box, Home Gateway를 공급, 임직원 390명 (연구개발 234명). 생산기지 8곳은 전부 아웃소싱/위탁생산. 2005년 코스닥 상장. 2007년 인도, 중동,독일 법인 설립. 2010년 러시아지사 설립, 세계최초 안드로이드 기반 셋탑 박스 출시. 2012년 SK브로드밴드, KT (Skylife) IPTV/Hybrid 셋탑박스 사업자 선정. 2013년 Video Gateway유럽 출시, 구글TV OEM 파트너 공식 선정. 2014년 브라질 법인 설립, 세계최초 4K IPTV런칭. 2015년 일본/멕시코 법인 설립. 2017년 세계최초 AI 셋탑박스 런칭 (KT), 미국/네덜란드 법인 설립. 2018년 싱가포르 법인 설립. 2019년 세계 최초 Wi-Fi Alliance EasyMesh 인증, 5G융합 디바이스 개발 정부과제 수주

Stock Data

KOSDAQ(6/4)	702.5pt
시가총액	1,814 억원
발행주식수	14,515 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	12,500/5,100 원
90 일 일평균거래대금	27 억원
외국인 지분율	4.8%
배당수익률(19.12E)	0.8%
BPS(19.12E)	11,452 원

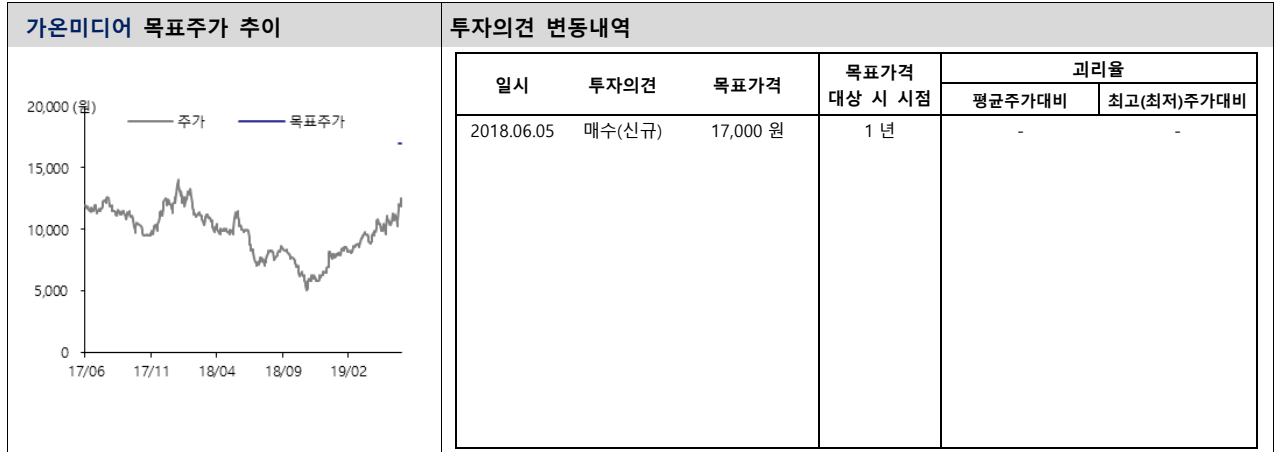
주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	16.2	14.6	97.4	26.6
상대수익률	16.3	22.5	98.3	46.6

주주구성

임화섭 (외 2 인)	16.5%
가온미디어 자사주	2.0%
김철민	0.1%

Stock Price





Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.2%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	0.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	46.2%	
		합계		100.0%	