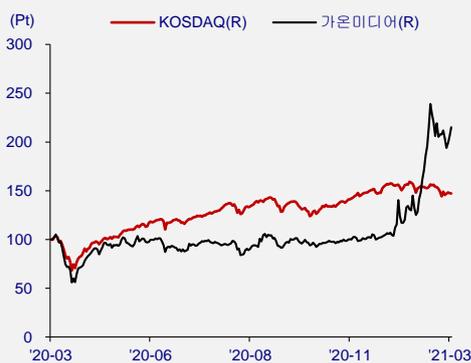


Buy(유지)

목표주가	53,400 원		
현재주가	13,200 원		
Upside	308 %		
Key Data	2021년 03월 07일		
산업분류	코스닥 IT		
KOSDAQ(pt)	923.48		
시가총액 (억원)	2,021		
발행주식수 (천주)	15,312		
외국인 지분율 (%)	3.7		
52 주 고가 (원)	15,000		
저가 (원)	3,400		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	24.9		
주요주주	(%)		
임화섭 외 2 인	16.8		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	25.7	133.2	104.8
상대주가	31.7	118.6	44.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 한유건

yghan@leading.co.kr

02-2009-7220

가온미디어(078890)

NDR 후기: 통신장비 업체 중 가장 싼 종목

셋탑박스도 AI 첨단화

1) 글로벌 셋탑박스 업계 구조조정: 전세계 셋탑박스 업계 구조조정으로 인해 국내에는 뚜렷한 경쟁사가 없는 상황이며 해외도 2~3 개 업체를 제외하고는 관련 사업부를 매각 및 비중을 축소. 과거 경쟁이 심할 때에는 마진이 박했으나 업계 구조조정으로 가격 경쟁이 완화되고 있는 추세

2) AI 셋탑박스 국내 업체 최초 수출: 3 월 중에 해외 최대 통신사 중 하나인 '에티살라트(Etisalat)'에 AI 셋탑박스 공급할 예정이며 계약규모는 300 억원 규모로 파악됨. AI 셋탑박스 해외 수출은 국내 업체 최초이며 향후 글로벌 통신사로 공급 가능한 중요한 트랙레코드로 작용

3) 시장 지배력 확보: AI 셋탑박스는 일반 셋탑 대비 2~3 배 가량 제품 단가가 높고 자체 AI 기술을 적용하여 KT(GiGa-Genie, 독점), 카카오에는 AI 스피커(헤이카카오)를 공급 중. 올해 LGU+에도 신규 셋탑박스 공급 예정으로 향후 몇 년 동안 업계 구조조정에서 살아남은 동사에게 많은 기회 요인으로 작용할 전망

가온브로드밴드의 폭발적 성장

1) 뚜렷한 실적 성장: 4 차산업 혁명 및 코로나 19 영향으로 네트워크 수요가 확대됨 따라 동사의 매출도 매년 2 배 가량 증가 추세. 일본 및 국내 통신사 신규 매출 발생으로 국내 비중이 20%까지 확대될 전망(약 1,000 억원 추가 매출)

2019 년 580 억 → 2020 년 1,100 억 → 2021 년 2,500 억 → 2022 년 3,600 억원의 매출을 시현할 것으로 예상. 영업이익률은 7~8%이나 매출 증가 폭 확대 시 레버리지 효과로 두자릿대 마진 달성도 가능

2) LGU+에 AP 라우터 공급: 안테나 내장형 'Wi-Fi6 AP'를 LGU+에 공급. 외장형 제품과 비교하여 동등 이상의 성능을 보유하고 있으며 향후 KT, SK 브로드밴드에도 공급 예정. AP 라우터 공급에 따른 예상 매출액은 200 억이며 향후 800 억원까지 확대될 전망

3) 충분한 메모리 재고 확보: 원재료에서 가장 높은 비중을 차지하는 부품 중 하나인 메모리 재고 1 년치 선 확보, 메모리 가격의 급상승을 가정하더라도 2018 년과 같은 수익성 훼손은 없을 것으로 예상(기타 원재료 수익단 영향은 1%)

가온브로드밴드 가치만 3,000 억 이상(100% 지분 보유)

2021 년 연결 매출액은 6,386 억원(YoY+25%), 영업이익 332 억원(YoY+165%), 지배순이익 249 억원(YoY+232%)을 시현할 전망. 특히 가온브로드밴드는 일본 및 국내 신규 고객사 확보로 올해 매출액 2,500 억원(YoY+127%), OPM 7~8%(매출액 증가 시 GP 마진 확대로 OPM 10%도 가능)를 기록할 것으로 예상. 가온브로드밴드 가치만 3,000 억 이상으로 추정되며 전사 가치는 현저히 저평가

구분	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (억원)	6,098	6,010	5,109	6,386	7,025
영업이익 (억원)	93	291	125	332	373
영업이익률 (%)	1.5	4.8	2.5	5.2	5.3
지배순이익 (억원)	51	180	75	249	281
PER (배)	22.6	6.9	13.1	4.7	4.2
PBR (배)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	3.9	12.1	4.7	14.2	14.0
EPS (원)	347	1,200	497	1,619	1,789

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

주요 Q&A

① 중국 업체 동향

현재 미국, 중국 무역분쟁 및 보안 문제로 기존 중국업체는 현재 시장에서 거의 퇴출된 상황으로 봐도 무방. 중국 업체는 현재 아프리카, 아시아 시장에서만 사업을 영위하고 있음

② 지역별 고객사 비중

지역별로는 국내 25%, 북미 35%, 유럽 30%, 기타 15% 비중을 차지하고 있음. 국내에서는 KT 비중이 5~10%로 가장 높은 비중을 차지. 매출액 대부분이 글로벌 통신사에 골고루 분산되어 있음

③ KT 향 제품 믹스 흐름

KT 신규 가입자가 큰 폭으로 늘어나는 건 아니지만 공급업자가 없어 가온미디어가 수혜를 받고 있음. KT 는 현재 교체수요가 많은 상황이며 KT 내부적으로도 기존 일반 셋탑박스 → AI 셋탑박스로 전략적 전환을 진행 중에 있음

올해 KT 기가지니는 교체수요와 맞물려 40 만대 가량 출하 예정

④ 가온브로드밴드 매출 2 배 성장 동력

국내 주요 통신업체의 가장 큰 목표가 해외 시장 진출인데 동사는 이미 글로벌 통신사향 해외 매출 비중이 70%가 넘으며, 가온미디어의 해외 고객사를 기반으로 가온브로드밴드는 상대적으로 수월하게 글로벌 고객사를 확보

2020 년 가온브로드밴드 해외 매출 비중 90%, 국내 10%, 올해 북미, 국내 및 일본향 신규 매출만 1,000 억원 가량 증가할 전망

⑤ KRMS 공급 현황

현재 미국/일본과 공급계약 체결해서 공급 중에 있으며 B2B 형태로 진행 중
미국의 경우 단말기가 10 만원이라 가정하면 현장 기사 방문 시 인건비가 8 만원으로 2~3 번 방문 비중 낮춰도 오펙스 비중 줄일 수 있어 관심 증폭
미국 NCTC(케이블 방송 연합회)를 통해 49 개 사업자에 공급 중

⑥ 5G 융합 서비스 관련

해외 Tier 1 통신사업자 요구 받아 개발 완료 상태로 미국/남미 출시 일정 조율 중에 있음

⑦ 배당

순이익의 10% 정도 배당 지급이 회사의 정책

표 1. Valuation Table

	2018	2019	2020	2021E	2022E
EPS(원)	350	1,200	497	1,619	1,789
BPS(원)	9,418	10,553	10,815	12,155	13,655
ROE(%)	4%	12%	4%	14%	14%
적용 EPS(원)	350	1,200	497	1,619	1,789
Target PER(배)				33	33
목표주가(원)				53,400	59,100
현재가(03.05)				13,200	13,200
상승여력				305%	348%

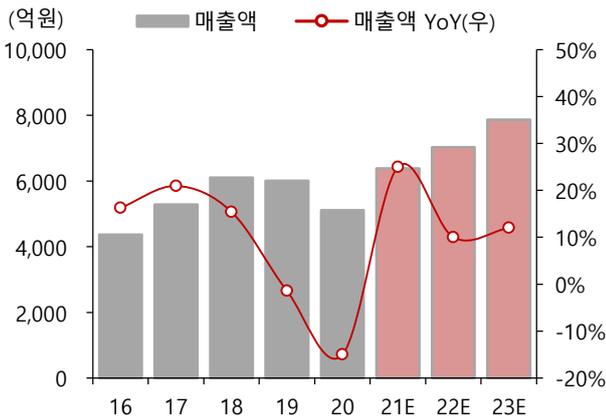
자료: 가온미디어, 리딩투자증권

표 2. 연간 실적 추이(연결)

단위: 억원	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	5,284	6,098	6,010	5,109	6,386
영업이익	210	93	291	125	332
순이익	62	52	178	69	248
지배순이익	69	51	180	75	249
영업이익률	4%	2%	5%	2%	5%
지배순이익률	1%	1%	3%	1%	4%
EPS(원)	502	350	1,200	497	1,619
BPS(원)	9,138	9,418	10,553	10,815	12,155
매출액 yoy	21%	15%	-1%	-15%	25%
영업이익 yoy	3%	-56%	211%	-57%	165%
지배순이익 yoy	-62%	-25%	249%	-58%	232%

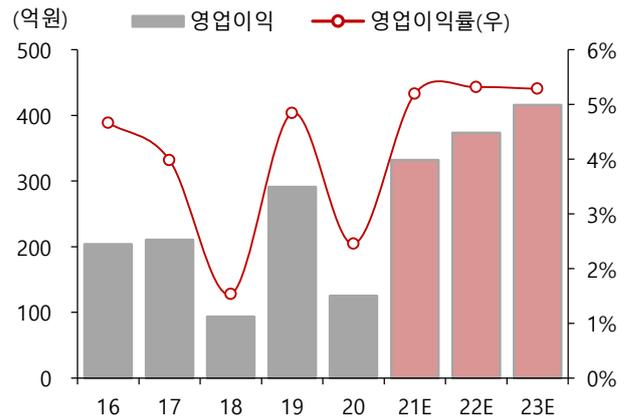
자료: 가온미디어, 리딩투자증권

그림 1. 매출액 및 매출액 증가율



자료: 가온미디어, 리딩투자증권

그림 2. 영업이익 및 영업이익률



자료: 가온미디어, 리딩투자증권

Peer Valuation

표 3. 국내 주요 통신장비 업체와 비교해도 지나친 저평가

단위: 억원	가온미디어*	머큐리**
매출액	6,386	1,253
영업이익	332	58
지배순이익	249	71
영업이익률	5%	5%
순이익률	4%	6%
종가(3/5)	13,200	9,510
EPS(원)	1,619	483
PER(배)	8	20
시가총액	2,021	1,404

자료: 리딩투자증권

* 각사 실적은 2021년 실적 가이드스 및 추정치 기준

** 머큐리 2021년 실적 추정치는 과거 4년 평균 적용(2017~2020)

표 4. Peer Group Valuation

		Casa Systems Inc.	Inseego Corp.	Wistron NeWeb Corp.	ASUS
단위		\$mil	\$mil	TWD mil	TWD mil
통화		USD	USD	TWD	TWD
주가(\$, TWD)		8	20	76	288
시가총액		697	1,943	29,531	213,544
P/E(배)	2019	-	-	20	12
	2020F	71	-	19	10
	2021F	27	118	14	11
P/B(배)	2019	8.9	-	1.8	1.0
	2020F	12.8	-	1.8	1.2
	2021F	10.2	-	1.7	1.1
EV/EBITDA(배)	2019	93	440	10	7
	2020F	18	140	9	6
	2021F	13	49	7	6
매출액	2019	282	219	62,240	351,330
	2020F	379	312	62,600	408,578
	2021F	421	365	70,605	434,703
영업이익	2019	-9	-20	1,595	11,617
	2020F	29	-8	1,703	24,148
	2021F	47	18	2,652	24,082
순이익	2019	-48	-40	1,461	12,139
	2020F	9	-45	1,607	21,732
	2021F	24	7	2,204	19,811
영업이익률(%)	2019	-3%	-9%	3%	3%
	2020F	8%	-3%	3%	6%
	2021F	11%	5%	4%	6%
순이익률(%)	2019	-17%	-18%	2%	3%
	2020F	-	-	3%	5%
	2021F	6%	2%	3%	5%
ROE(%)	2019	-78%	-	9%	8%
	2020F	23%	-	10%	12%
	2021F	39%	-	13%	11%

자료: Bloomberg, 리딩투자증권

그림 3. 가온미디어 주요제품

KAON Remote Management Solution (KRMS) & KAON Audience Management Solution (KAMS)



자료: 가온미디어, 리딩투자증권

그림 4. 가온브로드밴드 주요제품

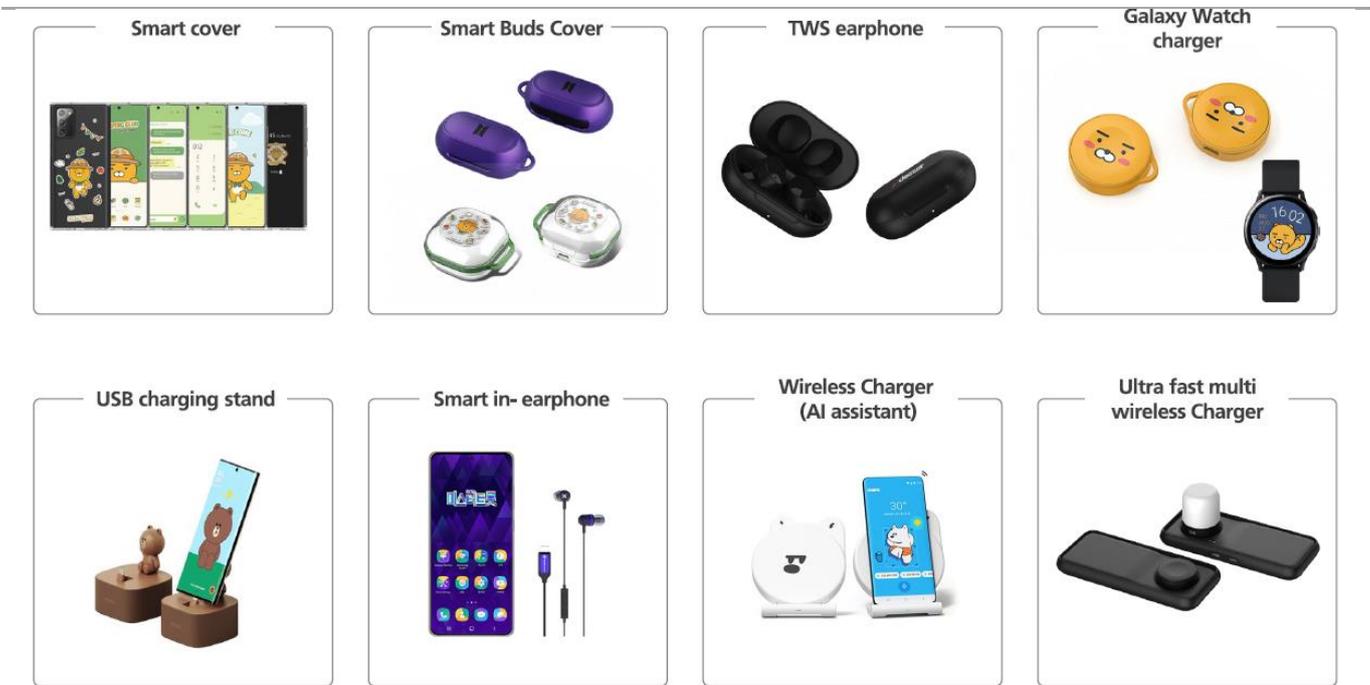
KRMS (KAON Remote Management Solution)

Mobile Application for BB CPE



자료: 가온미디어, 리딩투자증권

그림 5. 모비케이 주요제품(마진 40%)



자료: 가온미디어, 리딩투자증권

그림 6. 실감형 미디어(AR/VR) 통한 AI Platform 구축

AI 단말 혁신(업그레이드)



최신의 AI 솔루션 개발 능력

세계 최초 AI 기반 단말 개발 이력을 바탕으로 단말 혁신 지속

특화된 기술력을 바탕으로 KT '기가지니' / SK '누구' 등 AI 단말 시장 점유율 85% 선점

실감형 미디어(AR/VR) 시장 공략



자기주도 AR/VR 미디어

AR/VR 분야를 시작으로 실감형 미디어 시장 진입 및 공략

언택트 가속화로 현장에 있지 않아도 내가 주도하는 소비, 엔터테인먼트 등 미디어 콘텐츠 시장 확대

AI Platform

해외 시장 공략

국내 AI 단말시장 석권 경험 및 기술을 통해 유럽 및 중동 Top-tier 사업자 프로젝트 수주 근접

AI Platform

첨단 Kaon AI Hub 구축
가온브로드밴드 및 타사 제품까지 융합하는 기술로 가온 생태계 구축

B2G 시장 공략

과학기술정보통신부의 미래 성장동력으로 선정된 실감형 콘텐츠 시장을 적극 공략하여 관련 레퍼런스 확대(AR/VR)

* 2020년도 실감콘텐츠 신시장 창출 프로젝트 국책과제 수주

B2C 시장 공략

AI Home 플랫폼 활용한 B2C 사업기회 창출 및 콘텐츠 개발

Ex) AI Stadium
AI Hologram Secretary

글로벌 확장 가속화

자료: 가온미디어, 리딩투자증권

그림 7. 가온브로드밴드 5G Hybrid Gateway



자료: 가온미디어, 리딩투자증권

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	3,258	3,076	3,975	5,665	8,073
유동자산	2,960	2,766	3,753	4,267	5,949
현금및현금성자산	167	280	505	720	1,026
단기금융자산	17	2	6	9	12
매출채권및기타채권	1,449	1,660	1,935	2,151	2,420
재고자산	1,288	770	1,194	1,226	2,261
비유동자산	298	310	222	1,398	2,125
장기금융자산	36	45	45	64	91
관계기업등투자자산	0	0	11	16	22
유형자산	221	217	238	340	484
무형자산	13	9	52	74	106
부채총계	1,882	1,517	2,368	3,820	5,957
유동부채	1,842	1,133	1,964	2,799	3,990
단기차입부채	1,058	428	867	1,235	1,761
기타단기금융부채	0	5	0	1	1
매입채무및기타채무	725	583	1,026	1,462	2,083
비유동부채	39	384	404	1,019	1,965
장기차입부채	39	384	286	407	580
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,376	1,559	1,607	1,845	2,117
지배주주지분*	1,394	1,579	1,630	1,869	2,142
비지배주주지분	-18	-20	-24	-24	-25

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-755	437	140	-30	-53
당기순이익	51	178	69	248	280
현금유입(유출)이없는수익	101	205	148	152	193
자산상각비	40	44	53	77	109
영업자산부채변동	-862	108	22	-361	-446
매출채권및기타채권	3	-410	-459	-216	-269
재고자산감소(증가)	-559	477	-455	-32	-1,035
매입채무및기타채무	-288	49	708	436	621
투자활동현금흐름	-32	-37	-219	-230	-328
투자활동현금유입액	22	1	4	0	0
유형자산	0	0	1	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	54	38	223	230	328
유형자산	41	23	65	172	245
무형자산	1	2	36	28	40
재무활동현금흐름	681	-295	315	480	691
재무활동현금유입액	1,252	1,118	814	498	711
단기차입부채	1,242	390	785	369	525
장기차입부채	9	713	24	121	173
재무활동현금유출액	555	1,399	485	3	6
단기차입부채	555	1,396	461	0	0
장기차입부채	0	3	4	0	0
기타현금흐름	0	0	-1	-5	-3
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	11	9	-9	0	0
현금변동	-95	113	225	215	306
기초현금	261	167	280	505	720
기말현금	167	280	505	720	1,026

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	6,098	6,010	5,109	6,386	7,025
매출원가	5,395	5,045	4,357	5,344	5,873
매출총이익	703	966	752	1,042	1,152
판매비와관리비	609	675	627	710	779
영업이익	93	291	125	332	373
EBITDA	134	335	178	408	483
비영업손익	-28	-56	-29	-13	-12
이자수익	4	4	3	4	4
이자비용	29	38	25	2	3
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-14	-11	-18	-6	-4
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	12	-10	10	-8	-9
세전계속사업이익	66	235	96	319	361
법인세비용	14	57	27	71	81
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	52	178	69	248	280
지배주주순이익*	51	180	75	249	281
비지배주주순이익	0	-2	-6	-1	-1
기타포괄손익	1	-1	9	4	7
총포괄손익	53	177	79	253	287

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표 및 증가배수					
EPS*	347	1,200	497	1,619	1,789
BPS*	9,418	10,553	10,815	12,155	13,655
CFS*	-5,101	2,920	928	-196	-338
SPS	41,205	40,173	33,891	41,533	44,791
EBITDAPS	903	2,240	1,182	2,656	3,077
DPS (보통,현금)	98	98	96	96	96
배당수익률 (보통,현금)	1.2	1.2	1.5	1.2	1.3
배당성향 (보통,현금)	27.5	8.1	19.2	5.9	5.4
PER*	22.6	6.9	13.1	4.7	4.2
PBR*	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PCFR	-	2.8	7.0	-	-
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	15.8	5.4	9.3	5.2	5.2
재무비율					
매출액증가율	15.4	-1.4	-15.0	25.0	10.0
영업이익증가율	-55.6	211.2	-56.9	164.9	12.5
지배주주순이익증가율*	-16.3	244.0	-61.0	258.0	12.8
매출총이익률	11.5	16.1	14.7	16.3	16.4
영업이익률	1.5	4.8	2.5	5.2	5.3
EBITDA이익률	2.2	5.6	3.5	6.4	6.9
지배주주순이익률*	0.8	3.0	1.4	3.9	4.0
ROA	3.2	9.2	3.6	6.9	5.4
ROE	3.9	12.1	4.7	14.2	14.0
ROIC	4.0	10.3	4.5	9.4	7.1
부채비율	136.8	97.3	147.4	207.1	281.4
차입금비율	79.8	52.1	71.7	89.0	110.6
순차입금비율	67.6	34.1	40.3	50.0	62.1

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

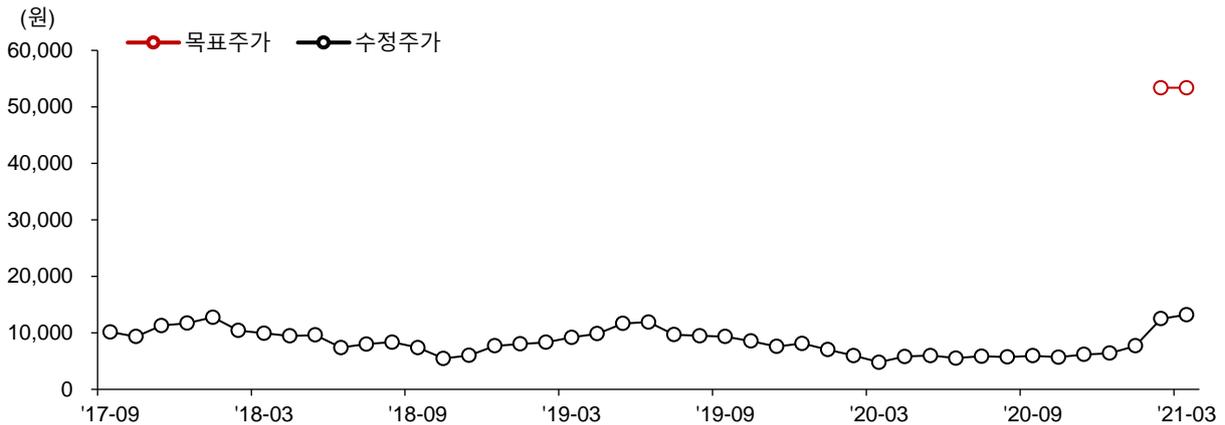
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

가온미디어(078890)

일자	2021-02-08	2021-03-08
투자의견	Buy(신규)	Buy(유지)
목표주가	53,400 원	53,400 원
과리율(%)		
평균주가대비		
최고(최저)주가대비		

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%