

가온미디어(078890, KQ)

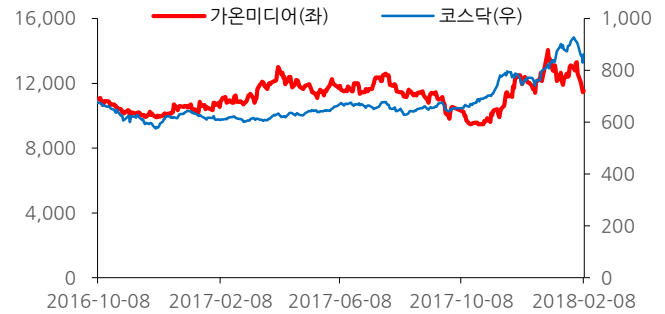
셋톱박스 시장에서 AI로 날개를 달다

시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
1,886	Positive	14,700	11,200	31.27%↑

비즈니스 이슈

연결기준 17년 연간 매출액은 5,283억원(+20.9% YoY)으로 컨센서스를 상회했고, 영업이익은 212억원(+4.2% YoY)으로 컨센서스를 소폭 하회했다. 당기순이익은 75억원(-57% YoY)을 기록했다. 그러나 이는 부정적 환율 영향에 의한 영업외부분의 일시적 이벤트일 뿐이다. 운용효율화가 이뤄진다면 낮은 기저 대비 2018년 주가상승 모멘텀은 매력적이다. AI셋톱박스의 성장, IPTV 셋톱박스의 견조한 실적, 해외시장으로의 확대 등을 고려해 중장기적 시각에서 접근할 것을 추천한다.

코스닥 지수 및 가온미디어 주가 추이 (단위: 원, pt)



투자포인트

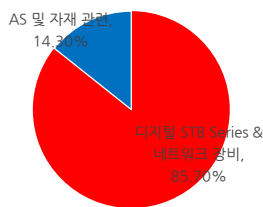
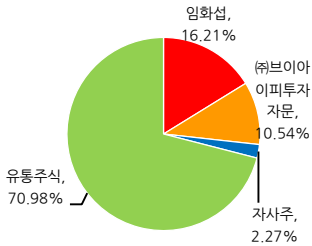
- ① 4차 산업혁명의 핵심인 AI로 새로운 시장을 발견한 주역, '기가지니'와 함께 2018년에도 실적 호조를 보일 전망
- ② IPTV 위주 제품 믹스 개선으로 경쟁사와 차별을 두어 국내 셋톱박스 1위업체라는 우월적 지위 확보
- ③ 아날로그TV에서 디지털TV로 급격히 전환되고 있는 라틴아메리카향 셋톱박스 매출로 호실적 기대
- ④ 홈IoT의 핵심인 스마트 게이트웨이, CES 2018의 화두이자 국책 사업인 스마트시티의 영향으로 향후 시장 성장 기대
- ⑤ 적정주가 산정은 2018년 예상 EPS 896원에 PER Multiple 16.4배를 적용

주주현황

매출구성 (3Q17)

투자자 거래종합 (단위: 주)

최근 공시 내용



날짜	외국인	개인	기관	날짜	내용
02/09	+29,901	-47,889	+15,957	02/05	현금·현물배당결정
02/08	+18,654	+80,413	-93,853		매출액또는손익구조 30%이상변동
02/07	-38,118	+68,414	-28,329	01/10	전환청구권행사
02/06	+34,190	+31,787	-57,040		주식등의대량보유상황보고
02/05	+28,007	-39,828	+9,713	12/14	주식명의개서정지
02/02	-63,746	+114,765	-48,110	12/08	주식등의대량보유상황보고

가온미디어 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위: 십억원, 배, %)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	191.9	289.3	343.4	375.8	436.9	528.3	620.1	742.5	874.5	1,023.7	1,154.9	1,272.9
IPTV 셋톱박스	53.4	145.8	177.1	199.3	245.0	285.3	347.7	425.3	519.1	634.1	732.6	812.0
YoY		173.25%	21.46%	12.55%	22.92%	16.46%	21.85%	22.32%	22.04%	22.16%	15.53%	10.84%
AI 셋톱박스						95.1	128.3	172.2	201.4	228.9	257.1	293.8
YoY							34.90%	34.26%	16.94%	13.65%	12.30%	14.30%
기타 제품매출(홈게이트웨이 포함)	115.8	122.8	111.6	133.5	153.1	113.5	105.1	103.2	111.2	117.5	122.0	123.8
기타 매출(AS 및 자재 관련)	22.8	20.6	54.7	42.9	38.8	34.4	39.1	41.7	42.9	43.2	43.3	43.3
영업이익	61.5	122.2	176.0	202.5	203.7	212.3	247.0	436.9	347.5	356.9	388.1	528.6
영업이익률	3.20%	4.22%	5.12%	5.39%	4.66%	4.02%	3.98%	5.88%	3.97%	3.46%	3.36%	4.15%
순이익	44.0	74.9	113.0	93.3	175.3	75.3	154.0	248.9	302.6	374.6	425.5	484.8
EPS	438	703	940	696	1,307	562	970	1,474	1,494	1,797	1,695	1,930
PER	11.22	8.32	9.78	15.52	8.11	21.63	16.40					

투자포인트 1 : 국내 유일 AI셋톱박스 제조사, 대형 통신사의 러브콜을 받는다

**고성장하는
글로벌/국내
AI스피커 시장**

글로벌 AI스피커 시장은 2016년부터 2021년까지 CAGR 37.35%로 성장할 것으로 전망된다. AI셋톱박스 시장도 AI스피커 시장과 함께 고성장할 것으로 보인다. AI셋톱박스는 IPTV와의 연결 분리 시 AI스피커로도 사용이 가능하기 때문이다. comScore에 따르면 2020년에는 웹검색의 50% 이상이 음성으로 이루어질 것으로 전망된다. 빅데이터 축적이 기능 정교화로 직결되어 시장선점이 중요한 산업 특성상, 국내에서는 통신사를 중심으로 기존 고객들 대상의 AI스피커 시장이 확대되고 있다. 현재 국내에서는 KT를 선두주자로, SK브로드밴드, CJ헬로비전, LG유플러스가 앞다투어 개발에 뛰어들면서 국내 AI셋톱박스 시장의 고성장 이 기대된다.

**국내 유일
AI셋톱박스 제조사,
KT, SKB 독점공급**

동사는 국내 유일 AI셋톱박스 제조사로, 국내 IPTV M/S 1위인 KT의 AI셋톱박스 기가지니를 독점공급하고 있다. 지난해 1월에 출시된 KT 기가지니의 판매량은 16년 8월 출시된 SK텔레콤의 AI스피커 NUGU의 판매량을 빠르게 따라잡으며 국내 AI 스피커 M/S 50%로 1위를 기록했다. KT에서는 기존 IPTV 가입자를 대상으로 프로모션을 진행하는 등의 적극적인 마케팅 전략을 통해 시장 선점에 총력을 다하고 있으며 동사는 이에 따른 수혜를 받을 것으로 보인다. 더불어 최근 SK브로드밴드에서 신규 출시한 AI셋톱박스 B tv x NUGU에도 동사의 기술이 탑재됨으로써 동사는 국내 시장점유율 1,2위의 통신사에 모두 AI셋톱박스를 공급하는 경쟁력을 갖추게 되었다.

**동사의 성장동력
AI셋톱박스**

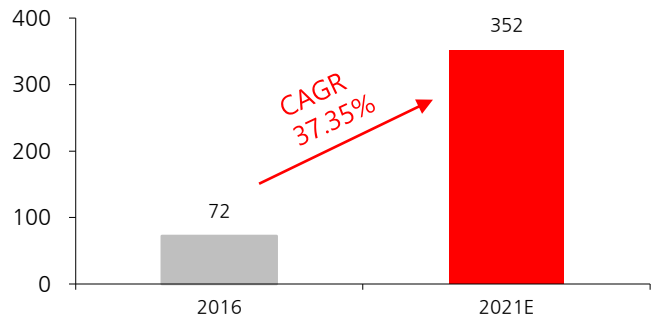
AI셋톱박스의 매출이 증가함에 따라, 동사의 AI셋톱박스를 포함하는 고사양 제품군의 3Q17년 매출액 비중이 25%에 달했다. KT와의 끈끈한 파트너십으로 올해 2월 홈 IoT 제어 기능을 강화한 기가지니2를 출시하면서 동사의 AI셋톱박스의 매출액 비중은 지난해 18%에서 올해 26%를 기록할 전망이다. AI셋톱박스는 고부가가치 제품으로서 기존 셋톱박스 대비 가격이 2배 가까이 높아 동사의 수익성 개선에 기여할 전망이다.

[그림 1] KT 기가지니와 SK브로드밴드 B tv x NUGU



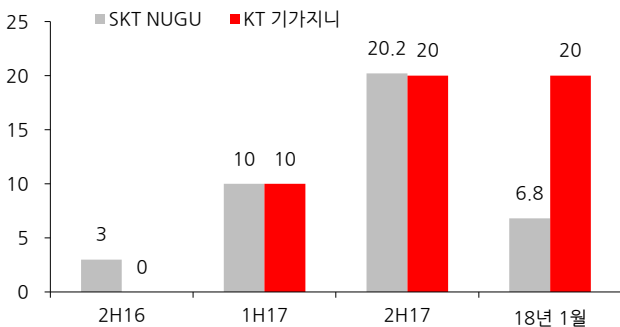
자료 : 각 사, EIA.PPLE

[그림 2] 글로벌 AI스피커 시장 (단위 : 천만 달러)



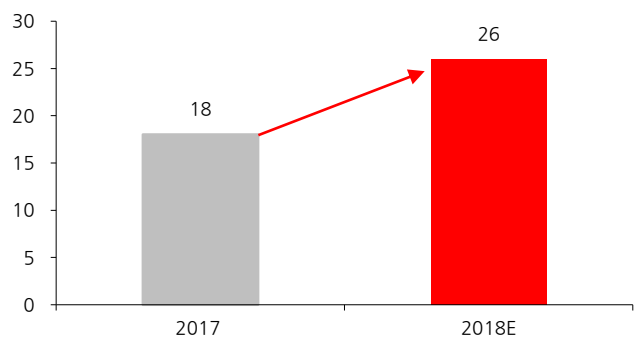
자료 : Gartner, EIA.PPLE

[그림 3] KT 기가지니 판매량 추이 (단위 : 만대)



자료 : SKT, KT, EIA.PPLE

[그림 4] 가온미디어 AI셋톱박스 매출액 비중 (단위 : %)



자료 : 가온미디어, EIA.PPLE

투자포인트 2 : IPTV에 집중한 전략, 국내 셋톱박스 1위 업체로 보답받았다

케이블 TV를 따라잡는 IPTV

인터넷망을 이용한 양방향 서비스를 제공하는 IPTV는 수요 측면에서 케이블TV를 따라잡고 있다. 국내 유료방송 가입자수 중 IPTV의 침투율은 점점 증가하고 있으며, 2017년 10월 전체 유료방송 내에서 55.58%의 점유율을 기록했다. 국내 IPTV 셋톱박스 2017년 1월-10월 기준 매출액 또한 전년동기간대비 17.8% 증가했다.

국내 통신3사에 IPTV 셋톱박스 납품

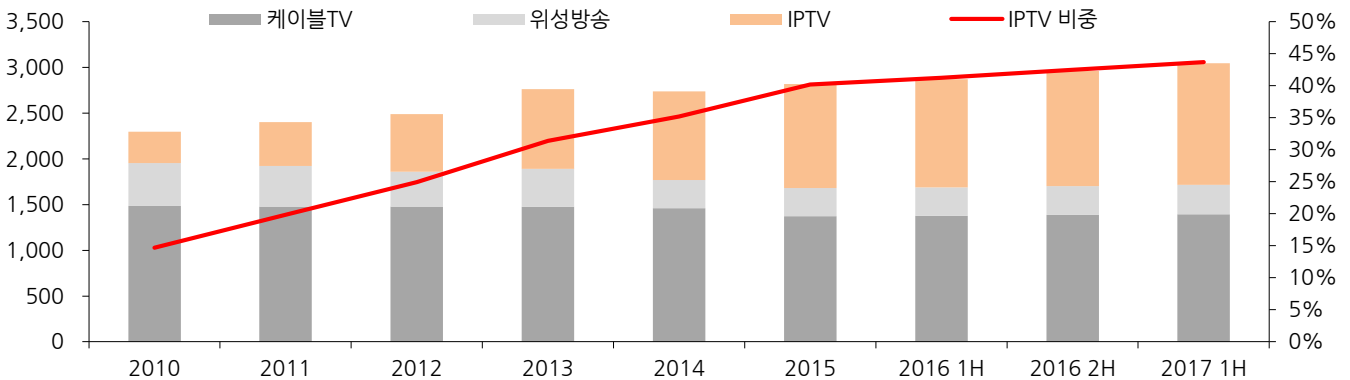
동사는 국내 통신3사에 모두 IPTV 셋톱박스를 납품하며 시장 성장의 수혜를 입고 있다. 고객사 내에서 동사의 점유율은 KT 80%, SK브로드밴드 80%에 해당한다. LG 유플러스 또한 2017년부터 동사로부터 셋톱박스 공급을 받기 시작하였다. 특히 IPTV 가입자 수를 가장 많이 보유한 KT와는 KT 파트너어워드 2017에서 대상을 수상하며 끈끈한 유대관계를 증명했다. 최근 가장 큰 경쟁자인 휴맥스를 대체하면서 통신3사의 IPTV 신제품 제작업체로 꾸준히 선정되고 있으며, 추후에도 IPTV향 매출액이 증가할 것으로 전망한다.

IPTV 위주 제품믹스 개선으로 국내 1위 업체 등극

동사는 고사양 고마진 셋톱박스 위주로 제품 믹스 개선을 하면서, 다른 사업 영역으로 진출한 기존 경쟁사들과 차별화를 두었다. 휴맥스는 IPTV 셋톱박스의 매출액 대비 비중이 10% 미만 수준에 머물렀던 반면, 동사는 2014년부터 꾸준히 50%를 유지했다. 그 결과 2016년 기준으로 휴맥스보다 1.38배 큰 670억원이라는 IPTV 셋톱박스 매출액을 기록했으며, 국내 셋톱박스 시장에서 49.48%의 점유율을 차지하며 1위 업체로 성장했다.

[그림 5] 국내 IPTV 셋톱박스 침투율

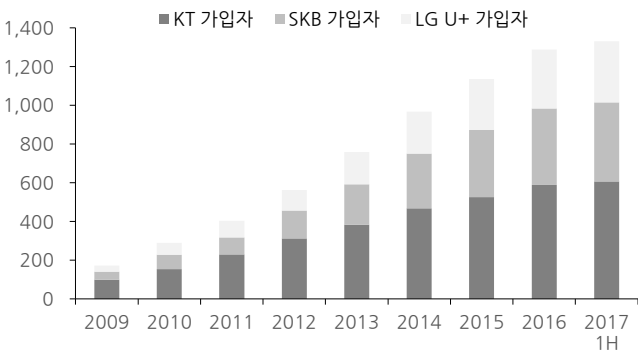
(단위 : 만 단자/단말장치, %)



자료 : 과학기술정보통신부, EIA.PPLE

[그림 6] IPTV 내 국내 통신3사 가입자 수

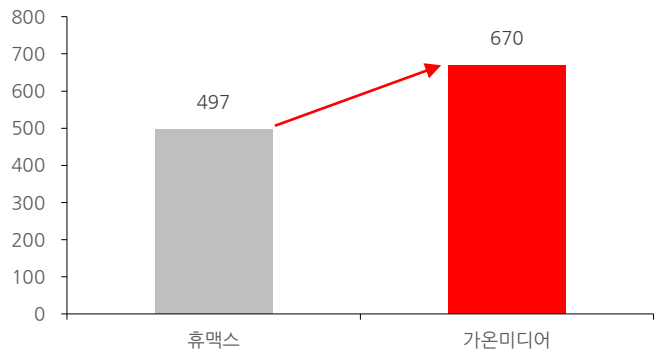
(단위 : 만 명)



자료 : 과학기술부, 방송통신위원회, 한국전자정보통신산업진흥회, EIA.PPLE

[그림 7] 2016년 IPTV STB 매출액

(단위 : 억원)



자료 : 가온미디어, 휴맥스, EIA.PPLE

이슈

**탄탄한 고객사와
라틴아메리카
디지털 TV 시장 공략**

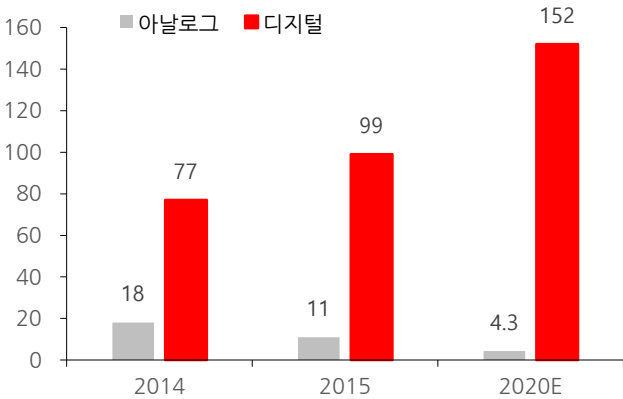
가온미디어의 관전 포인트는 라틴아메리카 시장에서의 매출 성장 잠재력이다. 현재 라틴아메리카는 정부 주도하에 아날로그 방송에서 디지털 방송으로 빠르게 전환 중이며, 디지털 TV 전환율은 15년 51%에서 20년 98%로 전망된다. 디지털 전환 시 셋톱박스가 반드시 필요하므로 이에 따라 셋톱박스 수요가 증가하는 추세를 보인다. 동사는 중남미 최대 통신사업자인 텔멕스, 텔레포니카와 공급계약을 맺었으며 16년에 신규매출이 발생한 바 있다. 특히 텔멕스는 멕시코 독점 1,2위 통신사업자로 멕시코 DSL 접속회선의 90%를 보유하고 있는 탄탄한 고객사다. 라틴아메리카 시장진출이 본격화되면, 셋톱박스 수요 증가와 탄탄한 거래처 확보로 매출 성장에 기여할 것으로 판단한다.

**홈 IoT의 핵심인
홈 게이트웨이**

홈 IoT 장치들을 위한 네트워크 장치를 지칭하는 홈 게이트웨이(이하 스마트 게이트웨이)는 가정 내 사물 인터넷 환경을 위한 핵심 장치다. 국내 스마트 게이트웨이 시장은 2017년부터 2019년까지 CAGR 36.45%로 성장할 전망이다. 2017년 아파트 브랜드파워 종합순위 Top 10에 드는 아파트 브랜드는, 이미 모두 스마트 게이트웨이를 사용하고 있다. 올해 1월 정부는 세종시와 부산에 스마트시티를 조성하겠다고 밝히며, 스마트 게이트웨이 산업이 주목받을 전망이다.

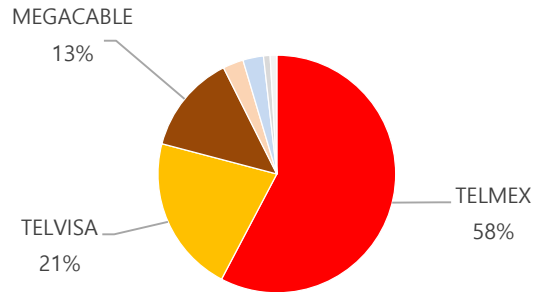
동사의 경우 스마트 IoT 허브, 스마트 플러그, Door Contacts, 스마트 IoT 솔루션 등의 라인업을 보유하고 있다. 2018년 전방 산업인 건설 산업이 현 정부의 국토균형발전계획 등을 바탕으로 전환기가 나타나고 있는 바, 디지털 라이프 스타일을 TV 기반의 서비스로 가져와 확장시킬 수 있는 능력을 가진 동사의 수혜가 예상된다.

[그림 8] 중남미 디지털 TV 전환 추이 (단위 : 백만 가구)



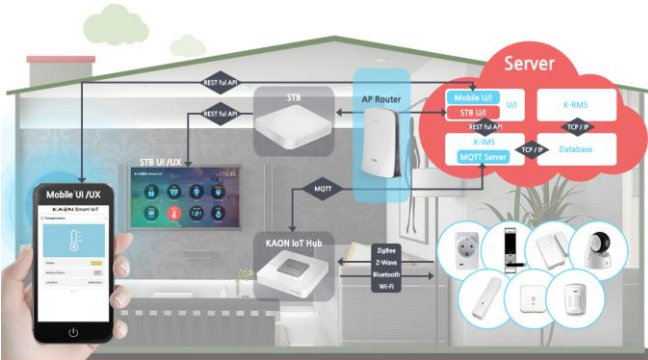
자료 : Digital TV research, EIA.PPLE

[그림 9] 멕시코 고정 브로드밴드 M/S (2016)



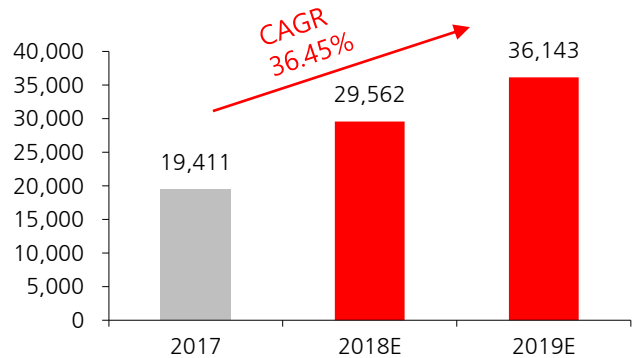
자료 : IFT, EIA.PPLE

[그림 10] 가온미디어 홈 IoT 제품군



자료 : 가온미디어, EIA.PPLE

[그림 11] 국내 스마트 게이트웨이 시장 (단위 : 억원)



자료 : 한국스마트홈산업협회, EIA.PPLE

리스크 & 헷지

**신제품 개발로
시장 성숙기에 맞서다**

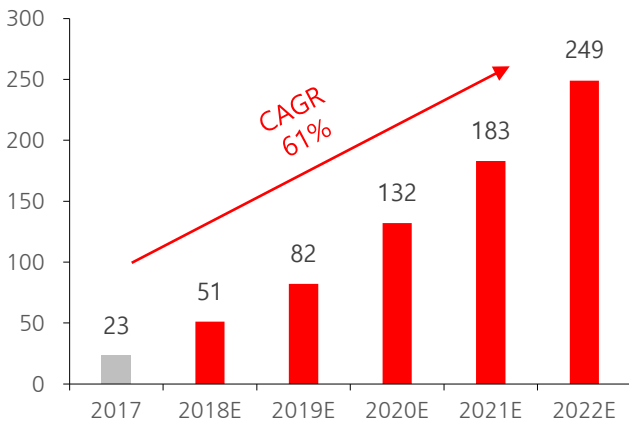
AI스피커는 AI셋톱박스 시장을 포함함과 동시에 리스크 요인 또한 될 수 있다. 그러나 이러한 리스크는 제한적일 것으로 판단된다. AI스피커에 맞선 AI셋톱박스의 경쟁력은 고도의 기술력과 UHD(초고화질)이다. AI셋톱박스는 사실상 셋톱박스에 스피커 기능을 더한 것으로 AI스피커와 다름없지만 기존 AI스피커와 달리 자체 통신기능을 갖춰 인터넷 신호(Wifi) 없이 LTE를 이용할 수 있다는 장점을 가지고 있다.

**독점적 기술로
UHD 전환 수요
흡수 기대**

세계 UHD TV시장은 22년까지 CAGR 61%로 급성장할 전망이다. 기존 셋톱박스의 교체 수요와 UHD 전환이 맞물려 출하량이 크게 늘어날 것으로 예상된다. 그러나 이에 기술적으로 대응가능한 업체는 소수이므로 높은 진입장벽이 작용한다. AI기능 및 음성인식 소프트웨어와 셋톱박스의 기능을 연결할 수 있는 기업은 전세계에서 동사가 유일하므로 UHD전환과 더불어 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다.

[그림 12] 글로벌 UHD 시장 성장

(단위: 백만 개)



자료 : Strategy Analytics, EIA.PPPE

[그림 13] 가온미디어 UHD TV 셋톱박스 제품



자료 : 가온미디어, EIA.PPPE

Appendix-기업개요

가온미디어
기업개요

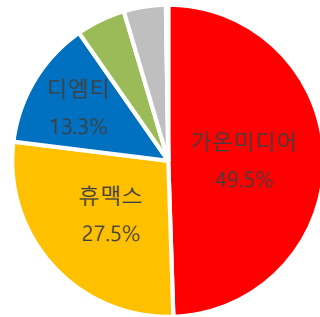
동사는 2001년 설립된 디지털 셋톱박스, 디지털 복합기기 등의 제조 및 판매를 하는 업체로 2005년 7월 코스닥에 상장되었다. 세계 전역에 IP-hybrid, 스마트박스, 홈 게이트웨이 등을 제조 및 판매하고 있으며 국내 셋톱박스 M/S 1위 기업으로 굳건한 자리를 지키고 있다. 매출액에서 수출이 큰 비중을 차지하고 있으며 국내외 방송통신 사업자 시장을 주력 시장으로 삼고 있다. 국내에서는 주요 통신사 3사를 모두 고객사로 보유하고 있으며 고마진 제품 중심의 믹스 개선과 시장 트렌드의 변화에 유연적으로 대처한 덕분에, 구조조정 중인 셋톱박스 시장에서 국내 1위 업체로 부상하는 성과를 거두었다.

[그림 14] 디지털 셋톱박스 분류

송출 방식	세부기술
케이블 방송용	디지털 케이블 방송을 수신하는 셋톱박스
위성 방송용	방송위성, 통신위성을 수신하는 셋톱박스
지상파 방송용	디지털 지상파 방송을 수신하는 셋톱박스
IPTV 방송용	디지털 방송과 인터넷을 접속하는 셋톱박스

자료 : 중소기업청, EIA.PPLE

[그림 15] 국내 셋톱박스 시장 점유율 (2016)



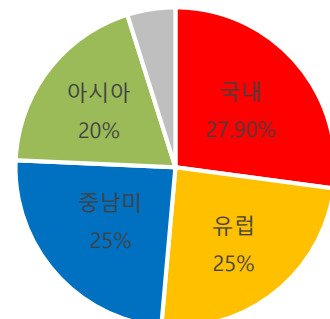
자료 : 한국스마트홈산업협회, EIA.PPLE

[그림 16] 가온미디어 제품 종류

제품	설명
디지털 셋톱박스	디지털 TV 방송을 아날로그 TV 또는 HDTV를 통해 수신해 볼 수 있도록 하는 장치
스마트 박스	일반 TV에서 스마트폰 기능을 구현할 수 있는 장치
홈 게이트웨이	TV를 통해 가정 내 모든 기기를 작동할 수 있는 네트워크 연결 장치

자료 : 가온미디어, EIA.PPLE

[그림 17] 가온미디어 국가별 매출 비중



자료 : 가온미디어, EIA.PPLE

매출액, 손익계산서 추정

매출액 추정

동사의 매출액을 투자포인트에 따라 AI 셋톱박스/IPTV 셋톱박스/기타 제품과 AS 및 자재 관련 매출인 기타 매출로 분류했다.

AI 셋톱박스 부문은 기존 셋톱박스 대비 2배인 ASP와 1)AI 시장 개화로 인한 국내 유효수요, 2) 해외로 수출을 고려하는 동사의 사업전략을 반영해 추정했다.

IPTV 셋톱박스 부문은 글로벌 IPTV 셋톱박스 매출액과 글로벌 IPTV 셋톱박스 Shipment 자료를 바탕으로 ASP를 추정했다. 판매량의 경우 2012~2013년 국내 IPTV 침투율이 높았던 시기의 변동률을 감안, IPTV 라틴아메리카 수출 실적이 반영될 시기인 2019년에 소폭 상승하게 산출했다.

기타 제품 부문은 공급 물량과 제품 스펙에 따라 차이가 있겠으나, IPTV 셋톱박스 ASP의 0.7배라는 업계 추정을 감안해 ASP를 추정했다. 판매량의 경우 보수적으로 기존 추세를 따라가게 추정했으나 1) 국내 스마트시티 추진 계획, 2) 2018 CES를 계기로 성장하고 있는 사물인터넷 시장 트렌드를 반영해 산출했다.

기타 매출은 고장 빈도에 따라 매출이 변동되므로 추이에 따라가되, 신제품인 AI 셋톱박스가 본격적으로 매출에 반영되는 시기인 2017년과 2018년에는 큰 폭으로 증가하도록 보수적으로 추정했다.

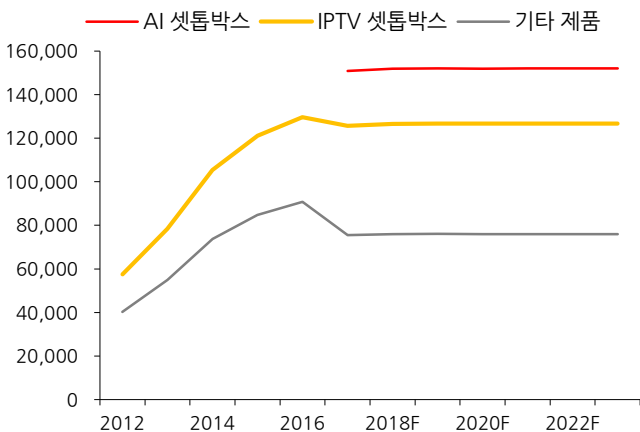
손익계산서 추정

동사가 영위하는 셋톱박스는 메모리가 전체 원가의 약 50%를 차지하며, D램은 원재료 중 20%의 비중을 구성하고 있다. 2017년과 2018년의 매출원가율은 과거에 비해 높고 2019년부터 안정되는데, D램의 가격 변화가 반영되었기 때문이다. D램익스체인지에 따르면, 2017년 DRAM 가격은 작년 말 가격 1.94달러보다 85.1% 인상되었고 이 추세는 2018년까지 계속될 전망이다. 그러나 2019년부터 공급 초과로 DRAM 가격이 하락된다는 전망이 우세해 이를 반영해 주었다.

동사는 판관비에서 연구개발비와 물류비를 분리하였다. 16년에 연구개발에 필요한 인력을 대부분 충원하여 판관비의 급여 항목이 대폭 증가하여 향후에는 소폭 상승하도록 추정하였다. 법인세 비용은 15년에 회계법인을 변경하여 이를 고려하여 산출하였다. 발행주식수는 과거 유상증자, 전환사채의 행사 등의 추이를 고려하여 추정하였다.

[그림 18] 제품별 ASP 추이 및 전망 (단위: 원)

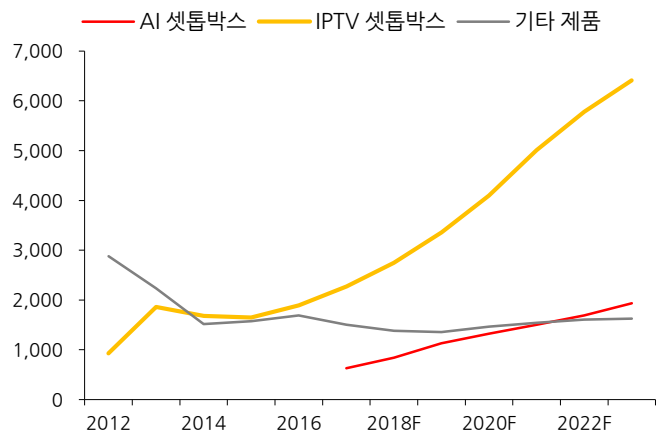
(단위: 원)



자료 : IHS, Frost&Sullivan, Futuresource, Technavio, Infonetics, EIA,PPLE

[그림 19] 제품별 판매량 추이 및 전망 (단위: 천 개)

(단위: 천 개)



자료 : IHS, Frost&Sullivan, Futuresource, Technavio, Infonetics, EIA,PPLE

밸류에이션

주가전망 '긍정적'
적정주가
14,700원 제시

동사에 대한 투자의견 '긍정적', 적정주가 14,700원을 제시한다. 2017년 부정적 환율 영향으로 인한 영업 외부문의 변동으로 당기순이익이 크게 감소했다. 하지만 전년 대비 매출액과 영업이익이 각각 20.9%, 4.2% 상승하며 환율변동에도 불구하고 견조한 실적을 유지했다. 2018년 매출액은 6201억원(+17.37%, YoY)으로 영업이익은 247억원(+3.98%, YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

목표주가 산출에는 PER Valuation을 이용하였다. Peer group으로는 국내 기업인 휴맥스와 인포마크를 선정하였다. 휴맥스는 셋톱박스과 자동차 전장 사업을 영위하며, 인포마크는 NAVER에 AI 스피커를 공급하는 기업이다. 동사의 경우, 탄탄한 고객사로 IPTV 셋톱박스 사업에서 견조한 실적을 내고 있고 AI스피커 시장에서 보다 고성능인 AI셋톱박스로 수익성이 개선될 것으로 전망되기 때문에 Peer group의 평균 수준인 16.4배는 충분히 적용 가능하다는 판단이다.

[그림 18] 월별 PER 밴드



자료 : 가온미디어, EIA.PPLE

[그림 19] 가온미디어 적정주가 산정 내용 정리

2018 예상 순이익	19,556,182,000 (원)
현재 상장 주식수	13,408,230 (주)
Peer group 평균 P/E	16.4 (배)
적정주가	14,700 (원)
현주가	11,200 (원)
상승여력	31.27 (%)

자료 : IHS, Frost&Sullivan, Futuresource, Technavio, Infonetics, EIA.PPLE

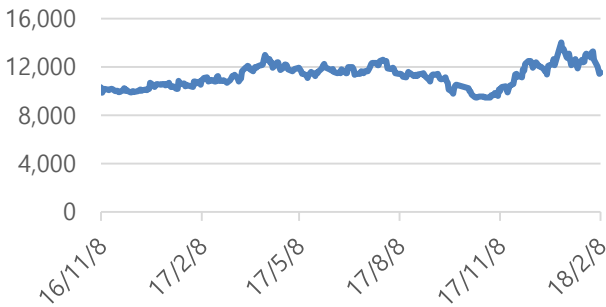
Compliance Notice

- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 최성환)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

가온미디어 주가추이



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2018.02.10	14,700원	Positive



Research Team Member

박일선
ilsunnov@ewhain.net

이수연
clara0110@ewhain.net

장시은
aksa99149@ewhain.net

독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다