유진투자증권
EUGENE Research
2017. 12. 19

유진 스몰캡의
Hot Issue





스몰캡 박종선
Tel. 02)368-6076/ jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139/ sangwoung@eugenefn.com

Issue Report

미국, 망중립성 폐기에 따른 중소형주 수혜주 점검

미국 트럼프 정부, 오바마 정부의 망중립성 정책을 폐기하기로 결정

- 지난 12/14일, 트럼프 행정부의 연방통신위원회가 오바마 행정부의 망중립성 정책을 폐기하기로 최종 결정함. 오바마 행정부의 망중립성 4대 원칙(투명성, 차단금지, 조절금지, 보상에 의한 우선처리금지)을 폐기로 인하여 기존 컨텐츠사업자(CP: Contents Provider)보다는 인터넷서비스사업자(ISP: Internet Service Provider)의 손을 들어준 것으로 판단함
- 망중립성 폐기는 결론적으로 CP 및 인터넷기업에게 인터넷사용료를 분담하라는 것이며, 이로 인하여 ISP의 수익성은 개선되며, CP, 인터넷기업의 비용은 증가할 것으로 전망함
- 국내 초고속인터넷은 미국과는 달리 기간통신사업으로 분류, ISP의 불합리한 차별, 차단 행위 등에 대해 망중립성 원칙에 준하는 규제를 적용하고 있으며, 현 정부의 정책방향 등을 고려하면 단기간에 국내 통신시장에 미치는 영향은 거의 없을 것으로 판단함

망중립성 폐기가 산업에 미치는 영향: 중기적으로 상생전략, 5G에 대한 투자 활발 등

- 미국은 망중립성 폐기와 함께 ISP와 CP, 인터넷기업간의 상생을 통해, 망 사업자는 네트워크 투자가 증가하고, CP 등은 프리미엄 서비스를 지향할 수 있게 될 것으로 보여 원윈할 것으로 판단함. 이미 망중립성이 유지되던 2014년에 이미 FCC와 Verizon간 소송에서 ISP가 차별, 차단금지를 강제로 적용할 수 없다는 성과를 얻어내면서 넷플릭스와 같은 CP에게 프리미엄 서비스를 제공할 수 있는 기회를 제공하기도 했음. 전세계 트래픽 증가를 주도하고 있는 Netflix는 이미 2014년 2월에 ISP인 Comcast와 직접접속협약(Paid Peering)을 체결하여 네트워크 이용분담을 전격 합의한 바가 있고, 노르웨이 ISP인 Telnor와도 2014년 3월에 체결한 것으로 알려지고 있음
- 미국 ISP는 CP와 인터넷 기업의 비용 분담에 따라 망투자가 활발히 진행될 것으로 보이며, 특히 5G에 대한 공격적인 투자가 진행될 것으로 판단함. 5G 구축을 통해서 CP와 인터넷기업 등에 대한 다양한 서비스를 개발, 제공하게 됨으로써 수익을 개선할 수 있기 때문임. 즉, 수익성이 좋지 않은 가운데 투자를 보수적으로 추진해왔던 미국 ISP는 '네트워크에 대한 투자 → 서비스 활성화 → 매출 확대'로 연결되는 선순환 구조가 정상화되기 위해서는 이를 사용하는 생태계 구성원인 CP, 인터넷기업 등의 합리적인 비용 분담을 통해 투자가 확대될 것으로 예상함

미국 수출 중심의 통신장비 및 부품업체에 주목

- 미국 ISP사업자의 투자가 활발하게 진행되고, 특히 5G에 대한 투자를 진행하여 이를 기반으로 프리미엄 서비스 확대를 노릴 것으로 예상됨. 따라서 국내 기업 중에서 미국을 중심으로 매출 비중이 높거나, 향후 진출이 확대되는 기업에 관심을 가지는 것이 필요함
- 국내 통신장비업체 중에서는 미국 수출 비중이 높은 기업을 살펴보면, 오이솔루션(138080.KQ), 케이엠더블유(032500.KQ), 쏠리드(050890.KQ)가 유망하며, 더불어 최근 미국기업 인수를 통해 영업을 강화하고 나선 다산네트웍스(039560.KQ)도 관심을 가져 볼만함

Recommendations

- ✓ 오이솔루션(138080.KQ)
  투자의견: NR
- ✓ 케이엠더블유(032500.KQ)
  투자의견: NR
- ✓ 쏠리드(050890.KQ)
  투자의견: NR
- ✓ 다산네트웍스(039560.KQ)
  투자의견: NR

I. 미국, 망중립성 폐기

1. 미국 트럼프 행정부, 망중립성 폐기

트럼프 행정부는 기간망인 ISP의 손을 들어 줌

지난 12/14일, 트럼프 행정부의 연방통신위원회가 오바마 행정부의 망중립성 정책을 폐기하기로 최종 결정하였다. 오바마 행정부의 망중립성 4대 원칙(투명성, 차단금지, 조절금지, 보상에 의한 우선처리금지)을 폐기로 인하여 기존 컨텐츠사업자(CP: Contents Provider)보다는 인터넷서비스사업자(ISP: Internet Service Provider)의 손을 들어준 것으로 판단한다.

트럼프 행정부가 과거 발언한 내용을 보면, 망중립성 폐기는 시작일 수도 있다는 생각이 들 정보도 대부분 ICT업계에 비판적인 의견을 가지고 있었다. ICT업계에서는 피터틸(Peter Thiel, 페이팔 공동창업자, 유일지지자로 125만 달러 후원, 대통령직 인수위원회 집행위원 포함)을 제외하고는 대부분의 지도자가 우려를 표명했었다. 전체적으로 컴퓨터와 인터넷에 대한 가치를 낮게 평가하고, 망중립성 및 개인정보암호화 반대 등으로 업계와는 다른 의견을 가지고 있는 것으로 보인다.

도표 1 **망중립성 관련 이해당사자간 입장**



자료: KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 2 **트럼프의 과거 발언 내용**

시기	발언 내용
2014.11	. 망중립성은 정부의 겸열수단이며, 보수 매체를 겨냥한 것임
2014.12	. 인터넷과 모든 컴퓨터 시대는 그냥 잡동시니(mixed bag)일 뿐
2015.12	. 테러리스트가 커뮤니케이션을 위해 이용하는 인터넷의 일부를 셧다운 할 수 있음
2016.01	. 애플은 그들의 컴퓨터를 다른 나라가 아닌 미국에서 만들어야 함
2016.02	. 이슬람 테러리스트에 대한 정보를 정부 당국에 제공할 때까지 애플 제품을 보이콧 . 암호화된 소프트웨어에 정부가 접근할 수 있도록 백도어를 설치해야 함
2016.05	. 아마존에는 반독점문제가 있음
2016.09	. ICANN의 민간이양을 반대하며, 아는 러시아나 중국과 같은 국가에 인터넷 통제권을 줄 수 있음
2016.10	. AT&T-Time Warner 인수합병은 권력집중이므로 철회되어야 함 . 2011년에 이루어진 Comcast-NBCUniversal 합병도 분리가 필요

참고: ICANN(Internet Corporation for Assigned Names and Numbers, 국제인터넷주소관리기구
자료: KT경제경영연구소, 유진투자증권

2. 망중립성 폐기가 의미하는 것: 망 사용료를 지불하라

ISP, 수익성 개선 vs. CP, 비용 증가

망중립성 폐기는 결론적으로 컨텐츠사업자(CP: Contents Provider)에게 인터넷사용료를 분담하라는 것이며, 이로 인하여 ISP의 수익성은 개선되며, 컨텐츠사업자는 비용이 증가할 것으로 판단한다.

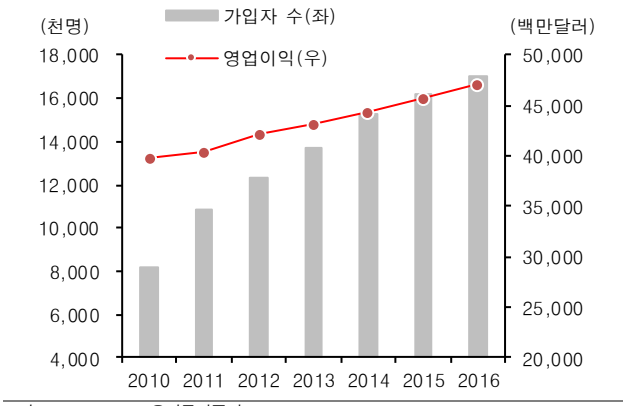
유무선 데이터트래픽이 폭발적으로 증가하면서, 통신사업자는 데이터망 구축 및 확장에 대한 비용이 지속적으로 증가하였다. 그러나 망중립성으로 인하여 비용은 증가하면서도 수익으로 이어지지 않아 수익성은 지속적으로 하락하여 왔다. 반면 콘텐츠 사업자는 망을 무료로 사용하면서 가입자 증가 및 컨텐츠 사용 급증으로 인한 수익이 지속적으로 개선되면 주가 상승으로 이어왔다. 따라서 국가의 기간망을 책임지고 있으며, 국내 투자를 통한 일자리 창출도 가능한 통신사업자를 지원하는 것을 미국 정부가 선택한 것이다.

도표 3 망 중립성 기본 원칙

항목	주요 내용
투명성	-ISP는 네트워크 운영방법과 정보를 공개 - 온라인 웹사이트를 통해 공개함으로써 접근성을 높이고, 일반인 또한 알수 있도록 쉽게 작성되어야 함
차단금지 (Not Blocking)	- ISP는 합법적 콘텐츠, 앱, 서비스, 무해한 단말기를 차단하지 못함
조절 금지 (Not Trotting)	- ISP는 인터넷 트래픽 속도를 낮추거나 억제하는 등 임의로 조절할 수 없음
보상에 의한 우선처리금지 (Not Paid Prioritization)	- ISP는 다른 인터넷트래픽에 우선하여 특정트래필을 배려할 수 없음

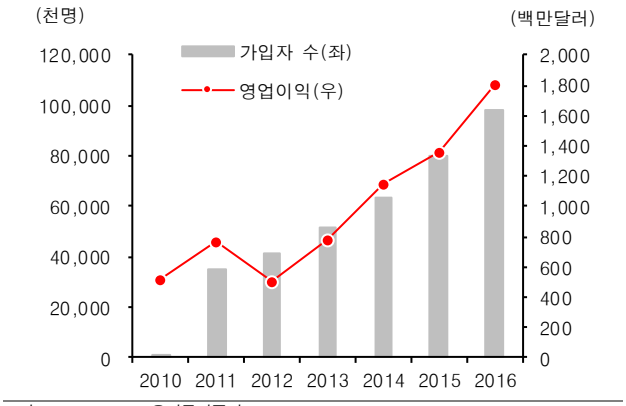
자료: KT경제경영연구소, 유진투자증권

도표 4 Comcast: 가입자 증가 불구 영업이익 증가세 둔화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 5 Netflix: 사용자 증가세보다 수익성 증가세 뚜렷



자료: Bloomberg, 유진투자증권

3. 국내통신사업에 미치는 영향은 없을 것으로 판단

국내는 망중립성을 유지, 현 정부는 유지할 전망

국내 초고속인터넷은 미국과는 달리 기간통신사업으로 분류, 인터넷서비스사업자의 불합리한 차별, 차단 행위 등에 대해 망중립성 원칙에 준하는 규제를 적용하고 있으며, 현 정부의 정책방향 등을 고려하면 단기간에 국내 통신시장에 미치는 영향은 거의 없을 것으로 판단한다.

우리 정부는 2011년에 '망중립성 가이드라인'을 제정한 바 있고, 2013년 12월 미래부가 '통신망의 합리적 트래픽 관리 기준'을 발표하였다. 문재인 정부는 망중립성 유지가 공약으로 되어 있은 바 당장은 큰 변화는 없을 것으로 예상된다.

또한 한국인터넷기업협회도 망중립성 폐기가 인터넷기업의 혁신과 스타트업의 도전의지를 꺾어 생태계 전반을 위협하게 될 것이며, 인터넷을 통한 표현의 자유와 평등권 등 기본적인 가치를 훼손할 가능성이 있다고 주장하였다. 특히 4차산업혁명의 뿌리가 될 망중립성을 오히려 강화해야 한다고 주장하고 있다.

국내 통신사업자들은 유선 및 무선 트래픽 급증에 따른 트래픽의 합리적인 관리 필요성과 ICT 생태계 구성원간의 새로운 네트워크 투자비 분담체계를 지속적으로 요구하고 있다. 컨텐츠사업자 및 플랫폼 사업자의 망 사용료를 제고하는 계기로 보고 있다. 국내는 망중립성을 유지하고 있으면서도 네이버나 카카오는 자신들의 서버를 통신망에 접속할 때 접속료 명분으로 일부 망 사용료를 내고 있다. 그러나 구글, 페이스북 등은 국내에 서버를 두지 않아 망 사용료를 전혀 내지 않고 있으나, 미국 망중립성 폐기에 따라 국내 ISP에게는 속도 제한이 가능해질 경우 협상이 가능할 것으로 예상된다.

도표 6 미국의 망중립성 폐기에 따른 국내 각계 입장

구분	주요 내용
정부	- 문대통령의 공약이 망중립 유지 - 당장 변화는 없을 것
이통사 (KT, SKT, LG유플러스)	- 적정 망 사용료 제고하는 계기 되어야
인터넷업계 (포털, 동영상 등)	- 폐기 때는 혁신 사라지고, 4차 산업혁명에서도 뒤쳐질 것

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 7 국내 망중립성 주요 쟁점

쟁점	망중립성 찬성론자	망중립성 반대론자
혁신	- 망 개방정책은 인터넷서비스의 진화를 위한 필수조건	- 가격 및 품질차별화를 통해 다양한 형태의 혁신이 가능
공정경쟁	- 망사업자가 이해관계에 따라 특정트래픽을 차단, 지연 등 차별할 우려	- 사업자간 경쟁에 의해 트래픽 차별은 해소 가능
전송차별화	- 전송기술의 발전 등으로 망 혼잡가능성은 높지 않음 - 공정성 전제하에 신규서비스 품질보장 필요성 일부 인정	- 신규서비스의 특서에 맞는 전송방식 인정 - 별도로 구축된 프리미엄 망에 대한 중립성 요구는 과다
망 투자 유인	- 망 사업자의 겨쟁력 제고를 위해 자발적 투자가 예상	- 망 고도화 투자의 전제조건으로 요금차별화, 망 이용대가 부과 등 새로운 수익모형 필요

자료: KISDI, 유진투자증권

II. 망중립성이 산업에 미치는 영향

1. ISP와 CP의 상생: 프리미엄 서비스 등장

통신사업자와 컨텐츠사업자 윈윈 전략을 찾을 것임

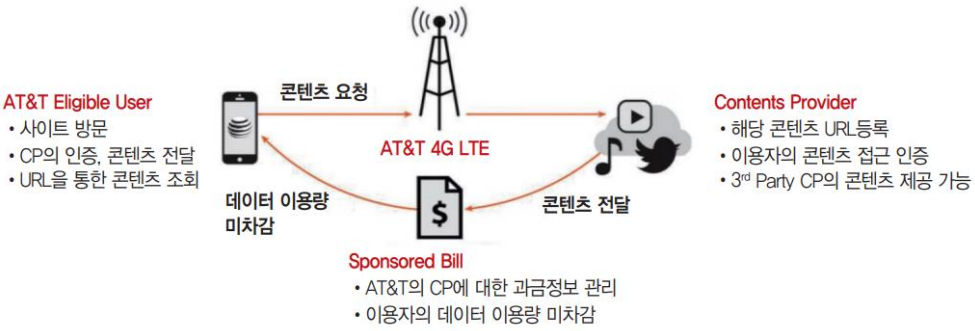
미국은 망중립성 폐기와 함께 인터넷서비스사업자인 통신사업자와 컨텐츠사업자간의 상생을 통해, 망 사업자는 네트워크 투자가 증가하고, 컨텐츠사업자는 프리미엄 서비스를 지향할 수 있게 될 것으로 보여 윈윈할 것으로 판단한다.

이미 망중립성이 유지되던 2014년에 이미 FCC와 Verizon간 소송에서 ISP가 차별, 차단금지를 강제로 적용할 수 없다는 성과를 얻어내면서 넷플릭스와 같은 CP에게 프리미엄 서비스를 제공할 수 있는 기회를 제공하기도 했다. 이때 당시 이미 '망중립성의 종말'(Net Neutrality's Demise)이라는 말이 언급되기도 하였다.

전세계 트래픽 증가를 주도하고 있는 Netflix는 이미 2014년 2월에 ISP인 Comcast와 직접접속협약(Paid Peering)을 체결하여 네트워크 이용분담을 전격 합의한 바가 있다. 또한 노르웨이 ISP인 Telnor와도 2014년 3월에 체결한 것으로 알려지고 있다.

ISP인 AT&T사는 이미 이용자 대신에 CP가 데이터 이용료를 부담하는 과금형 모바일 데이터요금제(Sponsored Data 요금제) 도입을 발표한 바 있다. 향후 이러한 다양한 서비스가 등장할 것으로 예상한다.

도표 8 AT&T: Sponsored Data 서비스 개념도



자료: AT&T, KT경제경영연구소, 유진투자증권

2. 차세대네트워크인 5G에 대한 투자 활발 전망

ISP의 투자확대, 5G에 대한 투자 활발 전망

미국 ISP는 CP와 인터넷 기업의 비용 분담에 따라 망투자가 활발히 진행될 것으로 보이며, 특히 5G에 대한 공격적인 투자가 진행될 것으로 판단한다. 5G 구축을 통해서 CP와 인터넷기업 등에 대한 다양한 서비스를 개발, 제공하게 됨으로써 수익을 개선할 수 있기 때문이다.

즉, 수익성이 좋지 않은 가운데 투자를 보수적으로 추진해왔던 미국 ISP는 '네트워크에 대한 투자 → 서비스 활성화 → 매출 확대'로 연결되는 선순환 구조가 정상화되기 위해서는 이를 사용하는 생태계 구성원인 CP, 인터넷기업 등의 합리적인 비용 분담을 통해 투자가 확대될 것으로 예상한다.

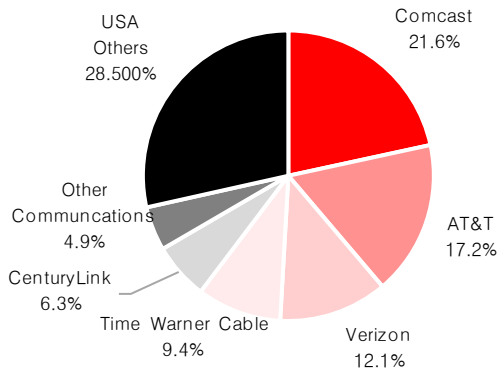
5G네트워크의 초고속, 초저지연, 초연결 등의 서비스를 통해 ISP는 물론 CP, 인터넷기업 들은 AR기반 서비스, 자율주행자동차, 스마트센서 서비스 등의 다양한 지능정보형 서비스를 개발, 제공할 수 있게 될 것으로 전망한다.

도표 9 글로벌 5G 도입 추진 현황



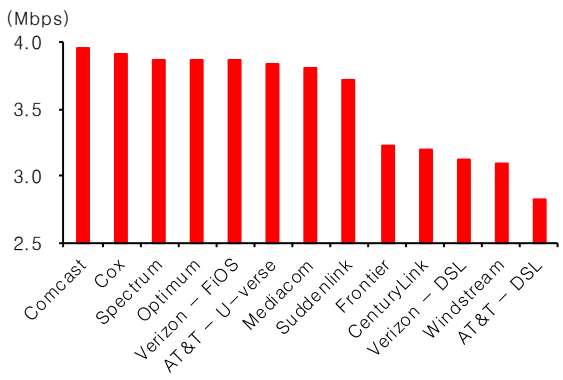
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 10 미국의 ISP사업자 현황



자료: Statista(2014), 유진투자증권

도표 11 미국의 ISP Speed 현황 (다운로드 속도)



자료: Netflix, 유진투자증권

III. 중소형주 수혜주 점검

미국 수출 중심의 통신장비 및 부품업체에 주목

미국 수출 비중 높은 오이솔루션, 케이엠더블유, 쏠리드

미국 ISP사업자의 투자가 활발하게 진행되고, 특히 5G에 대한 투자를 진행하여 이를 기반으로 프리미엄 서비스 확대를 노릴 것으로 예상된다. 따라서 국내 기업 중에서 미국을 중심으로 매출 비중이 높거나, 향후 진출이 확대되는 기업에 관심을 가지는 것이 필요하다.

국내 통신장비업체 중에서는 미국 수출 비중이 높은 기업에 관심이 필요하다고 보며, 오이솔루션, 케이엠더블유, 쏠리드 등의 수혜가 예상되며, 더불어 최근 미국기업 인수를 통해 영업을 강화하고 나선 다산네트웍스도 관심을 가져 볼만하다.

오이솔루션(138080.KQ): NR

- 광커넥터 국내 시장점유율 1위
- 5G 구축시 소형 기지국 수가 증가하면서 광커넥터 수요 크게 증가할 것으로 전망
- 세계 통신장비 주요 10대기업 중 8개 기업에 납품
- 북미 매출 비중이 높아지고 있으며, 특히 노키아를 중심으로 매출이 확대되고 있음

케이엠더블유(032500.KQ): NR

- 상반기 기준, 유무선통신용 매출비중은 RF부품이 90.3%, LED조명이 9.7%
- 상반기 기준 해외 수출비중이 91.8%, 이 중 대부분이 북미 수출이 대부분임
- 노키아, 스프린트, 삼성전자가 주요고객
- 북미 스프린트의 4G 보완투자는 물론 기타 고객의 5G에 대한 투자가 2018년에 진행될 전망

쏠리드(050890.KQ): NR

- 국내 무선 장비 1위, 팬택 매각과 함께 본업에 충실
- 5G 구축시 기지국 장비의 수요 증가 전망
- 해외 수출비중(3분기 기준) 60.8%이며, 주력국가는 미국, 일본, 중동, 유럽 등임

북미는 버ㄹ이존, AT&T, 스프린트, T-모바일 등에서 주로 매출 발생

다산네트웍스(039560.KQ): NR

- 국내 유선 장비 1위, 미국 나스닥 상장사인 다산존솔루션즈 인수로 미국 시장 본격 진출
- 5G 구축시 모바일 백홀장비의 수요 증가 전망
- 주력시장인 미국, 일본 등의 실적 성장과 함께 자회사 실적 개선 전망
- 단, 최근 전환사채물량 출회에 따른 주가 조정이 지속되고 있음

도표 12 Peer Valuation 비교

		케이엠더블유	오이솔루션	유비쿼스	서진시스템	대한광통신	쏠리드
2017-12-18(원)		22,950	11,450	25,350	34,450	5,640	3,960
시가총액(십억원)		369.5	88.6	129.9	215.3	336.9	124.6
PER(배)							
	FY15A	-2.4	31.9	-	-	-44.6	32.3
	FY16A	30.6	12.7	-	-	-5.6	-1.2
	FY17F	47.4	-	-	13.0	19.6	-6.5
	FY18F	**18.8**	**-**	**-**	**7.8**	**12.6**	**7.6**
PBR(배)							
	FY15A	2.4	1.2	-	0.0	0.8	1.1
	FY16A	2.3	1.4	-	0.0	1.2	1.4
	FY17F	6.4	-	-	-	4.5	3.2
	FY18F	4.7	-	-	-	3.3	2.2
매출액(십억원)							
	FY15A	219.8	59.4	-	77.7	109.0	190.0
	FY16A	210.5	79.7	-	165.9	116.5	291.5
	FY17F	240.9	-	-	240.0	142.9	251.3
	FY18F	300.5	-	-	288.0	174.4	255.9
영업이익(십억원)							
	FY15A	-44.9	0.5	-	22.5	-4.4	5.4
	FY16A	-14.5	4.7	-	24.4	-1.5	-51.3
	FY17F	10.4	-	-	20.6	16.3	-13.2
	FY18F	22.2	-	-	37.0	29.3	26.2
영업이익률(%)							
	FY15A	-20.4	0.9	-	28.9	-4.1	2.8
	FY16A	-6.9	5.9	-	14.7	-1.3	-17.6
	FY17F	4.3	-	-	8.6	11.4	-5.3
	FY18F	7.4	-	-	12.9	16.8	10.2
순이익(십억원)							
	FY15A	-47.8	1.9	-	18.3	-1.3	3.8
	FY16A	3.7	6.1	-	19.6	-12.6	-71.4
	FY17F	7.7	-	-	-	15.2	-21.1
	FY18F	19.4	-	-	-	28.2	26.0
EV/EBITDA(배)							
	FY15A	-8.8	11.5	-	-	9.8	12.8
	FY16A	18.1	8.7	-	-	-18.1	-5.1
	FY17F	19.6	-	-	-	16.0	-
	FY18F	11.8	-	-	-	9.5	-
ROE(%)							
	FY15A	-59.2	3.8	-	94.4	-1.8	3.6
	FY16A	7.1	11.7	-	37.0	-18.9	-75.0
	FY17F	15.6	-	-	-	22.4	-31.8
	FY18F	30.8	-	-	-	31.7	38.3

자료: 유진투자증권
주: 2017.12.18 종가기준, 컨센서스 기준

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2017.9.30 기준)