



코위버

(KOSDAQ 056360)

2007년 광통신 설비투자 확대에 주목하라

SMIC Research Team 1

김주영 장재원 심민규 김근영 김한슬

투자 포인트

1. 2007년 통신설비 투자 확대가 예정되어 있어 매출 증대가 예상됨
2. 재무구조 안전성, 배당 매력 등으로 안정적인 투자처로 적합
3. 기술 경쟁력을 바탕으로 경쟁우위를 유지할 것으로 기대

#0. 들어가며

‘빠른 인터넷’ 을 무기로 돌풍을 이어나가고 있는 LG파워콤의 등장으로 촉발된 통신유선 사업자간의 속도 전쟁이 점입가경이다. 광랜’ 으로 대표되는 100M이상 급 인터넷 망을 전국적으로 확장하기 위하여 KT, 하나로텔레콤, LG파워콤 등 3社は 2007년 대규모 설비 투자를 공언하고 있다. 이는 최근 가장 큰 화두인 BcN 구축, IPTV 서비스 등 대용량 컨버전스 서비스의 현실화를 위해 그에 필요한 인프라를 구축하기 위한 경쟁이다. 자, 그럼 이들의 치열한 전투에서 최후의 승자는 누가 될 것인가? 한편, 이들이 치열한 전투를 벌이면 벌일수록 조용히 뒤에서 웃고 있는 기업이 있다. 어부지리(漁夫之利)의 격. 이들에게는 누가 이기든 상관 없다. 더욱 공격적으로 물량 공세를 퍼부어 투자 총력전에 임해주길 응원 하면서 그 흐름에 소외되지 않으면 그만이다. 그 기업, 바로 코위버이다.

#1. 광전송 장비 제조업체 코위버

코위버가 파는 제품은 우리나라의 통신망에 쓰이는 광 전송 장비이다. 따라서 광 전송 장비가 무엇인지 알기 위해서는 우리나라 통신망의 대략적인 구조에 대해 알 필요가 있다.

Backbone으로 접속하라

우리가 ‘인터넷’ 에 접속한다 라고 할 때, 우리는 실제로 어디에 접속하게 되는 것일까? 우리 아파트에서 나온 신호는 어디로 향하게 되는 것일까? 우리가 인터넷에 접속할 때 우리는 이른바 Backbone이라고 불리는 통신망의 가장 중심적인 구조에 접속하게 된다. 다음 그림을 보자.

〈그림〉 국내 통신망 Backbone 구조



자료: 홍익대학교 Photonics Research Lab

위 그림은 우리나라 통신망의 구조를 Backbone 위주로 나타낸 것이다. 각 대도시별로 기지국이 하나씩 있고 기지국끼리는 광 케이블을 통해 연결되어 있다. 그리고 이것이 말 그대로 우리 나라 통신망의 척추라고 보면 된다. 이곳을 통해서 우리 나라의 모든 음성 데이터와 인터넷 데이터가 빛의 형태로 전송되고 있다. 즉, 우리가 인터넷이라고 부르던 것의 실체는 바로 Backbone 통신망이었던 것이다. 예를 들어 우리가 Snumidas.com 에 접속한다고 할 때, 컴퓨터 <-> Backbone 망 <-> 서버(Snumidas.com) 식으로 데이터 전송이 이루어지는 것이다.

물론 우리가 Backbone 망에 직접적으로 바로 접속하는 것은 아니다. Backbone의 중심 구성 요소인 기지국으로부터 뻗어 나온 신호는 도시를 중심으로 하여 다시 하나의 망을 이루는데, 이것을 Metro라고 하며 넓은 의미에서의 Backbone이라고 볼 수 있다. 그리고 그렇게 이루어진 망으로부터 다시 한번 분기가 일어나 뻗어 나간 선들이 아파트단지, 기업, 빌딩, 병원, 관공서 등으로 들어가고 이것이 광 신호 전달의 마지막 단계를 이루게 된다. 그리고 이러한 마지막 단계를 Access라고 부른다. 즉, 광 통신망은 대용량의 데이터가 오고가는 Backbone과 최종사용자에게 도달하는 Access 두 부분으로 구분할 수 있다. 이 두가지 개념은 앞으로 자주 등장하게 될 것이므로 확실하게 익혀 두는 것이 좋다. Backbone은 대동맥, Access는 모세혈관이라고 이해하면 편할 것이다.

Backbone은 누구 것?

통신망의 중심을 이루는 Backbone은 기지국 중심으로 이루어지며 각 통신사마다 기지국을 포함한 이러한 Backbone을 가지고 있다. KT, 파워콤, 데이콤, 그리고 정부기관은 자체적으로 Backbone망을 가지고 있으며 하나로는 KT와 데이콤으로부터 Backbone망을 임대하여 사용하고 있다. 이러한 각 통신사의 Backbone들은 서로 연결되어 있어 자유롭게 데이터의 전송이 이루어진다.

코워버는 뭘 팔지?

앞서 말했듯이 통신망에서의 데이터 전송은 빛을 통하여 이루어진다. 이 때 광케이블을 사이에 두고 양쪽에서 신호를 주고 받는 장비가 필요하게 되는데, 이것이 코워버가 생산하는 광 전송 장비이다. 그리고 코워버는 Backbone용 대용량 전송 장비는 생산하지 못하고, Access쪽의 소용량 전송장비를 생산한다. KT, 파워콤 등의 망사업자가 망을 확충할 때는 이러한 장비가 필요하기 때문에 코워버의 주요 고객은 KT와 파워콤이다. 하나로는 자체 Backbone망은 없지만 Access서비스를 공급하기 때문에 소용량 전송장비를 생산하는 코워버는 하나로 또한 고객으로 가지고 있다. 그리고 광 통신이 인터넷 망에만 사용되는 것이 아니기 때문에 광통신을 사용하는 기타 소규모 사업자들에게도 일부 납품이 이루어지고 있다.

주력 제품을 알아봅시다

코워버가 만드는 제품은 크게 3가지이다. 기본적으로 모두 광 전송 장비라는 것은 같지만 그 종류가 조금씩 다르다. 그 종류는 다음과 같다.

1. STM (Access용)
2. MSPP (Access, 소규모 Backbone용)
3. 음성급 전송장비 (Access 용)

이것을 이해하기 위해서는 기술에 대한 이해가 선행되어야 한다. 간략하게만 짚고 넘어가 보자. 우리나라 광 통신망에서 주로 사용하고 있는 광 전송 방식은 SONET/SDH 방식이다. 일종의 규격이라고 이해하면 된다. 그리고 이러한 SONET/SDH 망을 통해 음성신호 또는 인터넷 Data가 전송될 수 있다.

1번 STM 장비는 SONET/SDH망을 통해 이러한 신호를 전송하는 장비로, 음성이나 인터넷 Data 하나만을 전송할 수 있다. 따라서 음성과 인터넷Data를 모두 전송하기 위해선 적어도 STM 장비 4대와, 광 케이블 2개가 필요하다. 속도에 따라 STM-0, 1, 4로 나뉘며 이중 STM-1이 거의 대부분이다. 그런데 일부 망을 제외한 곳에서는 향후 MSPP 장비로 대체될 가능성이 높다.

2번 MSPP는 음성과 인터넷 Data를 모두 전송할 수 있는 장비이다. 그리고 이것은 기존의 SONET/SDH 망을 통해 이루어진다. 새로 광 케이블을 설치할 필요가 없는 것이다. 따라서 두 종류의 신호를 전송할 경우 기존에 각각 따로따로 물려있던 STM 장비를 MSPP 장비로 대체함으로써 기기운영에 필요한 공간과 관리 노력을 대폭 줄일 수 있게 된다. 이에 따라서 통신사들은 새로 망을 설치하는 경우나 기존의 망을 확장하는 경우 MSPP를 선택하고 있을뿐더러 기존 STM 장비를 대대적으로 MSPP로 교체하고자 하는 계획도 가지고 있다. 차세대 주력제품으로 기대되고 있지만, 올해는 예상과 달리 매출 증대가 눈에 띄지 않았다.

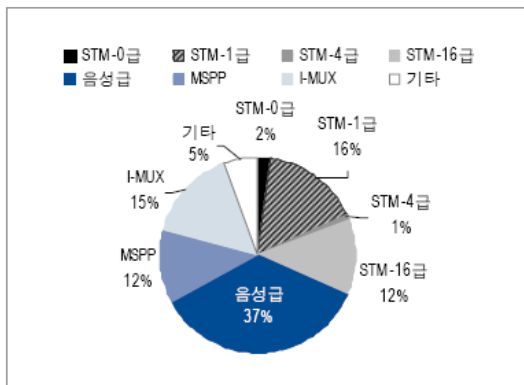
3번 음성급장비는 기업이나 빌딩과 같은 광 통신망의 End-User들이 주로 사용하는 것으로, 음성을 Data형태로 변조하여 기존의 Data회선을 이용하여 전송한다. 인터넷 전화와 비슷한 원리로, 개별적인 음성 신호와 인터넷 신호가 분리되어 전송되는 MSPP와는 분명히 다르다. 이 장비를 이용하면 굳이 전화선을 이용한 전화 서비스를 받을 필요가 없기 때문에 기업 입장에서는 전화비 절감 효과가 있다. 기업이 제품을 직접 구매해 가는 것은 아니고 KT, 파워콤 등의 ISP가 서비스를 제공한다. 현재 가장 큰 매출 비중을 차지하며 당기 가장 큰 성장을 보인 품목이다.

〈표〉 코위버 제품별 매출 추이

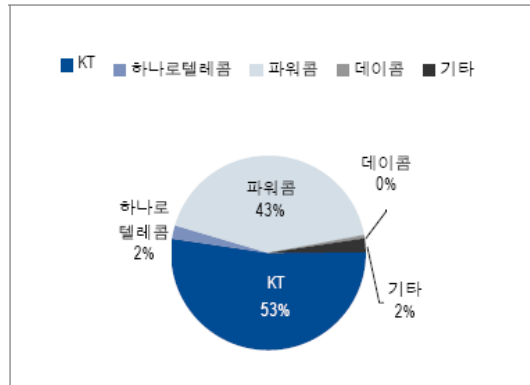
품목	제 07기 연간	제 06기 연간	제 05기 연간
STM-0	817	1,964	3,082
STM-1	6,075	9,237	8,883
STM-4	353	583	1,055
대용량광전송	4,664	9,346	4,045
MSPP	4,478	4,254	385
전용가입자장비	5,778	3,118	1,785
음성급장비	13,329	8,066	7,411
기 타	468	143	13
자재 매출등	838	411	352
장비 개발등	13	6	871
합계	36,813	37,128	27,882

주) 07기는 예상 매출

〈표〉 코위버 매출 비중



〈표〉 코위버 매출처 비중



자료: 코위버 분기보고서, 우리투자증권

#2. 코위버가 매력적인 이유 세가지

첫째. 성장성의 측면에서 매력적이다

1) 광 통신망 투자 재개 움직임

한 때 VDSL이다 100M 광랜이다 해서 KT를 비롯한 통신사업자들이 설비투자를 과도하게 늘릴 때가 있었다. 소위 통신버블이라 불리는 기간으로, 확충되는 통신망에 비해 콘텐츠가 따라가지 못하자 과잉투자 논란이 불거지고 결국 2003년 이후 설비투자가 위축 되게 되었다. 이들이 설비투자를 줄이니 후방에 있는 장비업체들은 길고 긴 겨울을 날 수 밖에

없었다. 겨울 동안 쉬고 있을 수도 없었던 것이 해외업체들의 기술력에 맞추지 못하면 아예 설 자리가 없어지기 때문에 지속적으로 기술 개발을 통해 불황을 버텨내야 했다.

그러나 이제 침체의 끝이 보이려 한다. 최근 들어 고 사양 온라인 게임 및 실시간 방송 서비스 등을 비롯한 다양한 인터넷 서비스에서 대용량/ 고속도 데이터 통신을 필요로 하게 되었다. 정부의 BcN 사업 계획 추진 및 통신사들의 신 성장동력으로 IPTV 등의 음성과 데이터의 컨버전스 서비스가 부각됨에 따라 얼어 있던 장비 투자 시장에 햇볕이 들기 시작하였다. 기존의 동축 케이블/ 통신망으로는 불가능한 IPTV 등 고차원 서비스가 대중화될 것으로 전망되는 가운데 각 가정에서 100M 급의 광통신망 수요자가 증가할 것이고, 이것은 FTTH와 같은 광 통신망의 확장 추세와 기존 광 통신망에서의 전송장비 효율성 증대를 위한 교체 추세가 나타날 것을 말해준다. 일단 기본이 되는 Backbone망에서 통신사들의 대규모 투자계획이 완성되었으며, 이제 하위 구조로 투자가 내려오게 될 것을 기대할 수 있다.

이처럼 2007년 BcN 원년을 대비하여 작년부터 조금씩 커지고 있는 광통신망으로의 교체/ 확장의 추세 가운데에 광 전송 장비 업체들에게 다시 한번 기회가 찾아 오게 되었지만 경쟁환경의 변화로 마냥 관련 업체들이 수혜를 볼 것이라고 보서는 안 된다. 과거의 경우와 다르게 통신 사업자들간에도 통신 서비스에 대한 무한 경쟁 체제가 도입되고 있고 이로 인하여 장비업체 군들도 저가격으로 고품질의 장비를 납품할 수 있기 위한 승부에 돌입하는 소위 완전 경쟁체제로 변화하고 있기 때문이다. 따라서 이러한 추세에서는 구매자(통신업체)가 필요로 하는 기술을 적기에 개발해서 제품화하고 경쟁사 대비 우수한 품질 및 가격, A/S 등의 서비스로 어필할 수 있는 업체가 살아남을 것이라 보여진다. 국내에서는 코위버가 바로 그런 기업의 대표격이다.

2) MSPP와 코위버의 저력

코위버의 매출에서 아직은 약 12% 정도의 비중을 차지하고 있는 MSPP는 앞서 살핀 바와 같이 국내의 광통신망 설비 확장에 있어서 기존 SONET/SDH망 자산을 활용할 수 있어 효율성 측면에서 보면 최적화될 수 있는 제품이다. 따라서 국외의 우수 업체들이 MSPP 시장을 차지하기 위한 경쟁이 치열하다. MSPP 장비는 그 용량에 따라 용도가 다른데, 시장의 구도를 보면 Backbone망에서는 용량이 큰 장비가 필요해서 MSPP 10G 급 이상이 쓰이며 외국 선진업체 제품이 대세이고, Access 망에서는 용량이 작은 MSPP 155M이나 622M 급이 사용되는데, 여기서는 기존 국내 업체인 코위버와 네오웨이브 그리고 중국 업체들이 두각을 드러내려 한다.

수요 측면에서 보면 Backbone망에 MSPP는 기존 SONET/SDH 망을 갈아 얹지 않고도 음성 데이터와 인터넷 데이터를 동시에 전송할 수 있도록 하는 효율성 증대를 위한 KT 등

대형 통신사의 교체 수요가 있으며, 각 지역의 Access 망에서는 KT 뿐 아니라 하나로텔 레콤이나 기타 SI업체들의 설비 교체수요가 있으면서, 동시에 FTTH의 확대에 따른 신규 수요가 증대가 예측된다. 좀 더 부연 설명을 덧붙이자면 FTTH는 현재 신규 아파트 단지 등에만 한정된 100M 광랜 서비스를 일반 주택가를 비롯한 다양한 Access 망에까지 확장할 수 있도록 하는 Fiber to the Home 정책인데, 이것은 복잡하게 생각할 것 없이 광 통신망 사용량이 증가하게 된다는 것을 의미하며 음성과 인터넷 데이터를 동시에 사용하려는 목적에서 설치되는 것이므로 MSPP가 가장 효율적인 장비로서 수요 증가를 예측하는 것은 자명하다.

코위버의 경우, MSPP 155M, 622M, 10G 급으로 제품 포트폴리오를 갖추었다. 이 중 10G급은 국내 최초 개발하였으며, 올해 1분기에 SNH가 뒤이어 개발에 성공하였으나 아직 매출이 없는 점, 네오웨이브는 외국 제품을 국내 판매하고 있는 수준이라는 것을 볼 때, 현재까지는 코위버가 중국 등 외국업체와 나란히 KT 등의 기간 Backbone망에 사용될 제품을 자체 납품하는 유일한 국내업체이다.

그 예로 코위버는 지난 6월 27일 KT에 13억 7천5백 만원 가량의 10G급 공급 계약을 수주했는데 이는 지난 05년에 이어 두 번 연속 MSPP로 BMT를 통과한 것이라는 의미가 있으며 그 직전에는 하나로 통신으로 6억 7천 만원의 Access망 용 MSPP 공급 계약도 수주했다. 확충될 수 밖에 없는 MSPP 장비 수요와 제품의 경쟁력으로 볼 때, 향후로도 코위버가 MSPP 제품으로부터의 성장 혜택을 받을 수 있다는 것은 자명하다.

KT는 또한 올해의 1200억 규모의 OXC로의 설비 업그레이드에 이어 07년에 약 300억 규모로 MSPP로의 업그레이드를 노릴 계획이다. 지난 2년 간 그랬던 것처럼 내년의 발주 계약도 잘 따올 수만 있다면, 향후 무리 없이 코위버의 매출이 증가할 것을 예측할 수 있다. 이처럼 MSPP로 코위버가 획기적으로 성장한다고는 볼 수 없지만, 분명 지난 3년 간 위축되어 있던 통신 설비 투자가 재개되고 있으며, 그것이 모두 광 통신 활성화를 위한 투자라는 점, 그리고 광 전송 장치의 처리용량에 대한 요구가 높아질수록 다양한 광 전송 장치를 만들어주는 코위버에게 기회가 된다는 점은 확실하다. 코위버의 저력은 성장하는 시장에서 폭 넓은 제품 포트폴리오를 가졌다는 것에서 가장 크게 우러나오고 있다.

둘째. 안심성의 측면에서 매력적이다

사실, 성장성에 관한 예측은 투자에 있어서 어느 정도 승부수를 거는 셈이다. 기업의 성장 가능성에 대한 확신으로 매수 결정을 내린다고 하더라도 지나치게 공격적인 성장성 예측이 있을 가능성, 알 수 없는 변수의 등장 등으로 투자 위험을 안고 가게 마련이다. 투자를 결정함에 있어서 이러한 리스크 부분을 완화시킬 수 있는 안전 장치, 즉 위험성을 완화시킬

수 있을 만큼의 안정적인 요소가 뒷받침이 되면 조금 더 안심하고 매수 주문을 낼 수 있을 것이다. 코위버에게서 그러한 의미의 안심성을 몇가지 꼽아본다.

1) 시가 수익률 4% 수준의 연말 배당을 기대

지난 5년간의 배당 내역을 살펴보면 코위버는 배당에 대단히 충실한 기업임을 알 수 있다.

〈표〉 5년간 배당 현황

	배당 수익률(시가 기준)	주식 배당
2001년	-	1주당 0.2주(20%)
2002년	0.94%	1주당 0.15주(15%)
2003년	4.31%	-
2004년	5.10%	-
2005년	-	1주당 0.2주(20%)

자료 : 코위버 공시 자료

따라서 올해도 이러한 배당의 성향을 지속한다는 쪽에 무게가 실린다. 현재 회사의 현금 보유 수준이 100억이 넘기 때문에 현금 배당을 예측하며 배당 시가 수익률은 최소 4% 정도로 예상해 본다.

2) 걱정할 것 없는 튼튼한 재무구조

코위버는 재무구조에 있어서 상당히 안정적인 모습을 보여주고 있어 안심이 되는 기업이다. 다음의 안정성 지표 몇 가지에서 그러한 부분을 확인할 수 있다.

〈표〉 코위버 안정성 지표

	(단위: 천원, %)				
	2005.12	2006.9		2005.12	2006.9
유동비율	636.74	516.41	단기금융상품	4,908,932	10,500,000
당좌비율	544.55	344.93	차입금액	2,000,000	2,000,000
부채비율	24.43	25.17	차입금의존도	4.74	4.28

자료 : 코위버 공시 자료

코위버는 등록일 이후로 단기 차입금을 한 번도 사용한 적이 없고 2005년에 Backbone용 MSPP 연구 개발 목적으로 20억 원을 장기차입 한 것이 유일하다. 그것도 정부 지원 자금으로 저리에 장기 분할 상환 방식의 자금이다. 운영 자금과 시설 자금은 대부분 영업 활동에서 나오는 현금 흐름으로 충당하고 있고 2005년에는 유상 증자를 통하여 84억 원을 모집하였다.

현금 흐름표를 살펴보면 영업 활동으로 인한 현금 흐름은 2003년 이후로 꾸준히 증가하고 있는 추세에 있으며 여기서 얻은 현금 여력을 투자 활동에 쏟아 넣고 있는 것을 알 수 있다. 투자 활동은 금융 상품에의 투자, 토지 취득 등의 시설 투자가 대부분으로 안정적인 영업 활동을 바탕으로 성장을 시도하는 단계의 전형적인 현금 흐름 양상이라고 할 수 있다.

〈표〉 현금 흐름 내역

(단위: 천원)

	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12	2006/09
영업활동으로 인한 현금흐름	1,685,419	-97,379	2,373,161	3,308,104	5,867,739	2,128,360
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,664,868	-3,390,822	-1,571,630	511,919	-6,965,617	-12,586,933
재무활동으로 인한 현금흐름	3,110,565	-730,729	-149,913	-872,401	10,550,502	685

자료: 코위버 공시 자료

3) 저평가된 소외주

현재 코위버의 PBR은 1.1 수준, PER은 5.4 수준이다. PER을 동종 업계의 어느 기업과 비교를 해야 하는 것인가에 대한 부분은 이견이 있겠지만, 적어도 총 470억의 자산 중에서 당좌 자산이 210억이며, PBR이 1.1 수준이라는 것은 확실히 저평가의 범주에 넣을 수 있는 충분한 근거가 될 것으로 본다. 따라서 지금 매수에 들어가면 높은 가격에 들어가는 것은 아닐까라는 걱정은 다른 기업에 비해서 확실히 적게 해도 될 것이라고 본다. 또한 거래량도 하루 평균 10만주를 하회하는데, 이것은 현재 시장의 관심을 받고 있지 못하는 소외주라는 반증이다. 물론 유동성의 문제가 발생할 수도 있겠지만, 뒤집어 생각해 보면 성장주를 바라보는 장기적인 관점에서는 저가에 선취매할 수 있는 기회로 여겨진다.

셋째. 기술 경쟁력의 측면에서 매력적이다

1) KT의 검증을 받은 제품의 기술력

코위버는 전통적으로 KT에 납품하는 비율이 50% 이상이 되는 기업이다. KT가 북미 및 유럽 업체들에게 대부분의 장비를 발주 하는데도 불구하고, 코위버가 이러한 납품 비중과 함께 매출 규모를 계속 유지할 수 있었던 이유는 타 업체에 비하여 기술적인 면에서 전혀 떨어지는 부분이 없고 코위버만의 장점이 있기 때문이라고 볼 수 있다. 특히 차세대 장비 MSPP에 관해서 KT는 오랜 기간의 BMT(시범테스트)를 통하여 단 4개의 납품 업체만을 최종적으로 선정하였는데, 이에 유일하게 국내 업체로는 코위버가 선정이 되었다. 긴 기간과 까다로운 심사 조건을 가진 KT의 BMT를 통과하고 납품 계약을 맺게 되면, 일단 KT의 측면에서는 기술력을 검증하였다고 판단하고 추후에도 해당 제품의 발주를 계속 이어나가

는 경향이 있다.

2) 해외 선진 업체와 대비하여 경쟁력 있는 부분이 확실히 있다

우리나라에서 현재의 큰 단위의 망은 대부분 외국 선진업체의 장비로 구성되어 있다. 기술력에 있어서 외국의 선진 업체가 선도했던 부분이 있었고, 정부나 공기업의 입장에서는 여유 있는 자금의 집행 능력을 보유함과 동시에 검증된 안정적인 장비를 사용하려고 하는 욕구가 있었기 때문이다.

그러나 해외 장비를 대체할 수 있는 우리나라 업체만의 장점이 파고들어갈 수 있는 부분이 존재한다. 해외 경쟁사들은 Global Market을 대상으로 한 제품을 만들기 때문에 국내 ISP 사업자들이 원하는 사양보다 필요 이상으로 많은 기능과 높은 사양을 가지고 있다. 따라서 가격이 비싸고 ISP 입장에서는 필요 없는 기능 때문에 더 비싼 비용을 지불하는 셈이 된다. 또한 국내 상황에서 특별하게 필요한 부분이 부족한 부분도 있다. 따라서 우리나라에서 필요 없는 기능을 줄이고 가격을 낮춘 우리나라 환경에 최적화된 제품에 대한 수요가 생기고 경쟁력을 가진다. 또한 유지 보수 측면에서도 우리나라 업체는 언제든지 직접 빠른 시간 내에 적절한 A/S를 할 수 있다는 장점이 있다.

특히 Local 단위의 장비는 이러한 국내 업체의 특징이 더욱 실효성이 있고, 그 선두에 코위버가 있다. 외산 장비는 기존의 망을 구성하는 제품이 주로 외산으로 이루어져 있기 때문에 연동성 측면에서 유리한 측면이 있는 것은 사실이나, Local 단위의 장비는 이제 국내 장비가 많이 보급이 되어 있어 연동성 측면의 문제도 거의 문제가 되고 있지 않다. 따라서 Local 단위에 한해서는 국내 장비가 앞으로도 계속 점유율을 크게 늘려나갈 것으로 생각되며, 그 이상의 단위에서도 기대해 볼 만한 부분이 있다.

#3. 짚고 넘어가야 할 몇 가지

취약한 교섭력

코위버 매출의 대부분은 통신사업자인 KT와 파워콤에서 발생하고 있다. 매출처가 우월한 교섭력의 소수 대기업이기 때문에 코위버의 성장성과 실제 매출 실적은 이들 통신사업자의 투자 계획에 좌우되어진다. KT의 경우 1월 초중반에 발주 금액을 확정해서 발표하면 코위버는 이에 맞추어 1년 매출 목표를 세우는 식으로 수동적인 경영이 이루어질 수밖에 없다. 더군다나 통신사업자의 투자계획은 어디까지나 '계획'이기 때문에 투자가 연기되면 코위버의 매출은 다음 분기 또는 다음 회계연도로 지연되고 있다. 예를 들어 보면 2006년 3분기 실적 발표 시 코위버의 매출은 252억으로 전년 동기 대비하여 오히려 3억이 줄어들어 통신사업자간 광통신망 확대경쟁으로 인한 매출 증가를 기대하던 시장의 예상치를 하회

하였다. 이에 대해 코위버는 BMT가 길어짐에 따라 MSPP 매출이 발생하지 않았다고 설명하였다. 한정된 수요자만을 매출 기반으로 가지고 있는 공급자이기 때문에 수요자의 사정에 따라 코위버의 실적은 크게 흔들리는 구조적인 취약점을 가지고 있다.

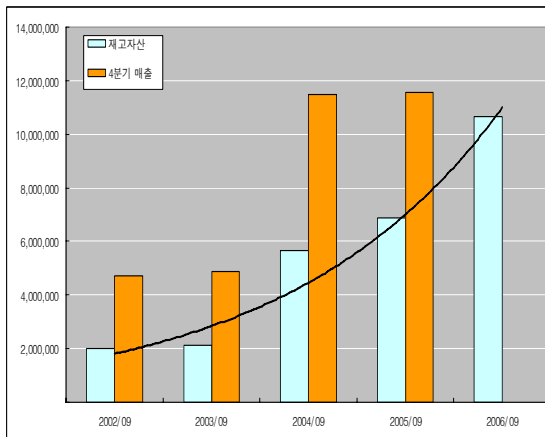
재고자산

코위버의 재고수준은 자체적인 수요 예측에 의해서 결정되지 않고 통신사업자의 발주계획의 영향을 받는다. 2003년까지는 발주가 들어오면 제작을 시작하여 납품하는 방식이어서 재고수준이 낮았으나 2004년 이후에 매출액이 급증하면서 생산완료 후 납품 대기 재고가 늘어났다. 전년 동기대비 매출 신장세가 저조함에도 불구하고 2006년 3분기에 재고수준이 높은 것은 MSPP의 매출지연에 기인한 바가 크다. 06년 3분기 재고에서 MSPP가 차지하는 비중은 106억 중 38억으로 이는 BMT가 종료됨에 따라 실질적인 매출로 전환될 것으로 전망된다. MSPP 외에 60억 재고에는 팔리지 않아 이월되고 있는 재고도 일부 포함되어 있지만 코위버의 생산방식이 대량생산 후 재고부담을 안고 시장에 Push하는 것이 아니기 때문에 대부분의 재고는 시차를 두고 실제 매출로 연결된다.

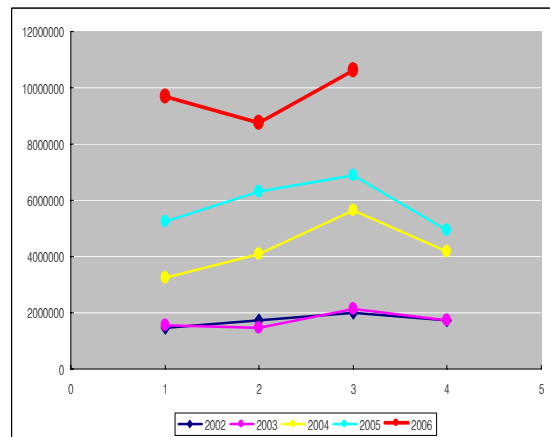
다음 2개의 그래프 중 좌측은 1년 중 재고수준이 가장 높은 3분기말의 재고자산과 그에 이은 4분기 매출을 나타내고 있다. 최근 5년간 재고자산은 아래의 추세선과 같이 꾸준한 속도로 증가해 왔다는 것을 알 수 있다. 그리고 3분기 말의 재고수준이 4분기에 대부분 실현되면서 두 변수가 양의 상관관계를 보이고 있다. 2006년 4분기 실적 발표 시 베스트 시나리오인 재고자산 수준이 감소하면서 매출 신장세를 회복하는 것이다. 그러나 재고수준이 소폭 감소하면서 매출 수준이 기대에 못 미친다면 여전히 주가 하락의 위험성을 안고 있다.

우측 그래프는 최근 5년간 분기별 재고자산 잔액을 보여주는 그래프이다. 통신사업자들의 투자가 4분기에 집중되면서 3분기에 재고를 증가시키고 4분기에 해소시키는 양상을 보여주고 있다.

〈표〉 연도별 재고자산 및 매출액



〈표〉 최근 5년간 분기별 재고자산



(자료: SMIC Research Team 1)

단가하락

2006년 공시자료에 따르면 코위버의 제품 대부분에서 가격 하락 현상이 일어났다. 이는 환율하락으로 인하여 원재료 가격이 떨어지고 납품업체간 경쟁심화, 중국업체들의 시장 진출 등으로 인한 것이다. 특히 MSPP의 경우 기술도입기의 가격 프리미엄이 사라지고 성장기에 진입함에 따라 보급 확대에 의한 단가 인하가 이루어진 것으로 보인다. 이는 기술진부화가 진행되며 자연스럽게 발생하는 현상이고 코위버에 내재하는 고유위험은 아니다.

〈표〉 제품별 가격 변화 추이 (단위 : 원)

품 목	제 07 기 분기	제 06 기 연간	제 05 기 연간
STM-0(51Mbps)	2,763,730	3,452,259	2,294,807
STM-1(155Mbps)	4,075,049	4,060,026	3,880,698
MSP	3,649,165	8,010,368	-
STM-4	4,107,848	4,781,496	3,332,341
대용량 광전송장비	14,614,565	17,404,826	17,067,118
음성급장비	1,556,397	1,337,899	1,273,602

(자료: 코위버 공시자료)

매출총이익률도 단가하락에도 불구하고 안정적으로 유지되고 있는데 이는 매입단가의 하락이 매출단가의 하락과 동시에 일어났기 때문이다.

〈표〉 매출총이익률 변화추이

	2005년	2006. 1분기	2006. 2분기	2006. 3분기
매출총이익률	33.91	34.91	32.82	32.66

(자료: 코위버 공시자료)

황색경보

KT의 MSPP 프로젝트에 중국 업체들의 공세가 계속되고 있다. 중국 3대 통신장비업체인 화웨이, 유티스타컴, ZTE가 2006년 10월 실시된 KT의 MSPP 프로젝트 입찰제안평가를 통과하여 BMT를 받게 된 것이다. 입찰제안평가를 통과한 5개 업체 중 BMT를 거쳐 최종적으로 2~3개의 업체가 선정될 예정이어서 중국업체의 수주 가능성이 더욱 높아지는 것이다. 중국의 경쟁업체들은 그 동안 우위를 점해왔던 가격경쟁력뿐만 아니라 기술력에 있어서도 유럽의 우수장비업체와 제후를 맺어 국내시장을 잠식해오고 있는 실정이다. 3년 전만 해도 기술력을 검증 받지 못하여 가격만으로 입찰을 따내야 했던 중국 업체들이 이제는 품질 면에서 국내 업체들과 무차별해졌다. 미국의 시스코나 프랑스의 알카텔 등 해외 업체들에 대해서는 가격경쟁력을 무기로 국내 시장을 지켜올 수

있었지만 막대한 R&D 투자, 기술제휴를 통한 품질향상, 낮은 제품가격을 무기로 등장하는 중국 업체들의 약진은 국내 통신장비업체에는 커다란 걸림돌이 될 것이다.

현금화기간

2005년 상장회사협의회 조사에 따르면 자산 750억 미만의 중규모 회사의 평균 매출채권회수기간이 64.13일이었다. 광전송장비 납품업체인 네오웨이브와 SNH의 회수기간을 비교해 보아도 코위버의 회수기간은 지나치게 길다. 이는 코위버의 현금흐름이 원활하지 않다는 것을 말해주는데 매출의 55%가 위탁업체를 통하여 발생시키기 때문에 매출액 회수가 늦어지는 것으로 보인다. 이러한 현금흐름 상의 리스크 요인은 존재하지만 재무구조의 안정성에서 밝혔듯이 영업활동으로 축적해 놓은 여유현금흐름이 있기 때문에 단기 유동성 문제에 부딪히지는 않을 것이다.

〈표〉 회전률 관련지표

	2005/12	2006/03	2006/06	2006/09
매출채권평균회수기간	105.19	467.95	221.21	137.74
재고자산평균회전기간	44.84	354.37	147.18	112.65
매입채무평균지급기간	39.63	251.72	79.00	62.29
1 회전운전기간	110.40	570.60	289.39	188.10

(자료: 코위버 공시자료)

〈표〉 경쟁사 회전률 관련지표

	네오웨이브		SNH	
	2005/12	2006/9	2005/12	2006/9
매출채권평균회수기간	76.68	53.76	33.61	77.17
재고자산평균회전기간	60.23	97.86	19.77	66.97
매입채무평균지급기간	59.06	73.29	6.20	20.52
1 회전운전기간	77.85	78.33	47.18	123.62

(자료: 각사 공시자료)

대손충당금

2006년 3분기 실적발표가 이루어졌을 때 순이익이 시장의 예상치에 못 미친 것은 MSPP의 매출 부진과 더불어 대손충당금의 회계변경이 이루어졌기 때문이다. 담당 회계사의 권유에 의하여 발생한 지 1년 이상 되는 매출채권에 대하여 100% 대손충당금을 설정하였는데 동 금액이 약 8억 원이며 해당 채권은 대부분 소규모 SI 업체들에 대한 것이었다. 1년 이상의 채권에 대하여 100% 대손충당금을 설정하는 것은 매우 보수적인 가정이기 때문에

8억 원 중 일부는 4분기 또는 다음 회계연도에 환입될 것으로 보인다. 대손상각비에 설정에 의한 순이익감소와 이에 따른 주가 하락은 실제 코위버의 Fundamental과 관계없이 회계정책의 보수적 변경에 의한 것으로 투자자들에게는 오히려 일시적 저평가에 의한 투자기회를 제공하는 호재라고 생각된다.

〈표〉 매출채권 대비 대손충당금

	2005/12	2006/03	2006/06	2006/09
매출채권(A)	11,434,476	8,661,918	9,965,180	9,217,963
대손충당금(B)	421,137	393,412	344,200	1,189,782
B/A	3.68%	4.54%	3.45%	12.91%

(자료: 코위버 공시자료)

#4. Valuation

코위버와 같은 기업은 전방산업의 KT, LG파워콤 등 통신업체들의 설비투자계획에 따라 수동적으로 매출이 움직인다. 따라서 이들의 07년 투자계획을 반영한 07년 매출을 예상하고, 적절한 조절과정을 거쳐 07년 예상 당기순이익을 구한 후 PM법을 통해 07년 말의 적정주가를 생각해보도록 한다. 앞서 재고 수준 설명에서 잠깐 언급하였듯이 업계 통상적으로 보통 4분기에 매출이 집중되어 다른 분기보다 매출이 더 크다. 그런데도 IR담당자와의 통화에서는 06년 4분기 매출이 05년 4분기 매출과 비슷할 것으로 내부적으로 예상하고 있었다. 공시된 자료는 아니지만 연말까지 발주가 된 것이 그 정도 수준이기 때문이므로 결국 06년 3/4분기 누적 매출 25,262,894천원에 05년 4분기 매출을 더하여 36,813,973천원, 단위 조정하여 2006년 매출예상 368억을 얻었다.

이제 이것을 기초로 07년 매출액을 예상해본다. 우선 매출의 증대는 메이저 고객들의 네트워크 효율 개선을 위한 설비투자 증대 계획을 따라 증가할 것으로 가정하였다. 각사의 언론 발표 등의 자료들을 바탕으로 KT는 06년 대비 07년의 네트워크 업그레이드 투자가 2000억에서 4000억으로 2배, 하나로 텔레콤은 1000억에서 1200억으로 1.2배, LG파워콤과 데이콤의 경우 발표된 자료는 없지만 하나로 텔레콤과 유사한 1.2배 수준으로 설비투자를 증대할 것으로 예측을 하였다. 이 증가 예상과 매출처 별 비중에 따라 예상 매출액을 계산하면 368억 * (KT 58% * 200% + 하나로 텔레콤 32% * 120% + LG파워콤 5% * 120% + 데이콤 5% * 120%)로 계산할 수 있으며 이 값은 약 612억이다.

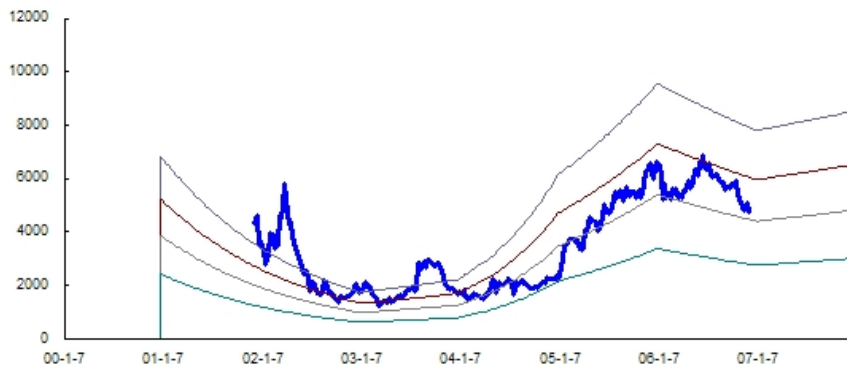
매출은 수량 * 가격인데, 전방산업의 통신업체들이 예산을 책정할 때, 예산에 맞게 설비를 늘리는지, 설비 확대 규모(증설/ 교체 대수 등)에 따라 예산이 책정되는지 정확하게 알 수는 없지만, 통상 설비 증설 계획을 세운다 함은 후자대로 책정하고 예상 입찰가격은 전

년 대비로 계획서 초안을 작성하게 된다. 때문에 수량과 가격을 명확하게 예상하는 것은 어렵기에, 위의 수치를 적어도 우리가 납득할 수 있는 수준으로 조정을 해야 한다. 제품별 가격 추이를 보면 전반적으로 소폭 하락하는데 MSPP의 가격은 05년과 06년을 비교해보면 약 45%로 감소했다. 하지만 이는 05년은 대용량의 고가 장비에서만 매출이 발생했고, 올해는 소규모 MSPP 장비의 매출도 발생했기에, 공시자료에서 급수에 관계없이 MSPP 부문 총 판매액/ 총 판매대수로 공시한 가격이 급락한 것으로 보여지는 것이다. 그러나 내년 중국업체 대비 가격 경쟁으로 인해 가격 전망이 좋지 않은 것은 사실이므로 전체적으로 제품군의 평균단가는 하락할 것으로 예상된다.

또한 통신사들이 공표한 투자규모 대로 다 투자한다는 보장도 없다. 하나로 통신은 IPTV 서비스를 이미 시작했고, 이에 주력하고 있으므로 이들로부터의 발주는 확실하게 증대될 것으로 보지만 KT 등에 대해서는 06년 만 해도 MSPP 매출이 지금보다 더 클 것으로 예상했었기 때문에 코위버 투자자로서는 다소 실망이었다. 따라서 처음에 예상한 612억 매출을 바를 다 반영하는 것은 불안하며 이를 조정하기 위해 KT, 파워콤, 데이콤은 75%로 매출증대 예상 비율을 재조정한다. 그 결과 2007년 매출예상액은 368억 * (58% * 200% * 0.75 + 32% * 120% + 5% * 120% * 0.75 + 5% * 100% * 0.75) = 약 492.5억으로 추정된다.

예상 매출액 492.5억에 예상 순 이익률은 역사적 데이터를 반영하여 15% 수준으로 본다면, 07년 말의 예상 당기순이익은 74.2억 원으로 예상할 수 있다. 이 때 최근 보여주는 PER band의 하한인 5에서 상한으로 6.5를 범위로 PM법에 적용하면 07년 말 적정주가는 74.2억 * (5 ~ 6.5) / 7,536,000주로 계산하여 4920원에서 6400원으로 기대된다. 현재 주가가 4720원(12월 1일 종가)이므로 내년까지 보유 시 최대 35.6%의 수익률을 기대할 수 있다.

〈표〉 코위버의 Per band [아래부터 PER 3 / 5 / 6.5 / 8.5 band]



참고로 코위버와 비슷한 위치에 있는 기업, 즉 대기업급 업체에 납품하는 후방업체의 지위로서 매출액과 자기자본 및 이익규모가 비슷한 코스닥 상장주 16개를 선정하여 그 중 최상위 최하위 2개 표본을 제외한 12개 사의 평균 PER를 내어 본 결과 13.5라는 수치를 얻었다. 남들이 저렇게 받는다고 꼭 똑같이 평가 받는다는 법은 없지만, 코위버가 현재로서 저평가 상태에 있다는 것을 간접적으로 말해준다.

#5. 결론

투자하기에 충분히 매력적인 기업 코위버

2007년부터 재개될 것으로 보이는 광통신망의 대규모 투자의 수혜를 바탕으로 코위버는 매출 증가를 통한 본격적인 성장가도를 달릴 수 있을 것으로 판단된다. 단순히 ‘투자가 늘어나면 수혜를 입을 것이다’ 수준의 논리가 아닌, MSPP를 필두로 하는, 코위버만의 장점과 경쟁력이 바탕으로 되어 괄목할만한 결과를 보여줄 것이다. 또한 안정적인 재무구조를 바탕으로 배당까지 기대해 볼 수가 있는 점까지 생각한다면 충분히 매력이 있다.

낙관보다는 냉철한 지속적 관찰을 병행해야

그러나 앞서 제시한 대로 짚어보아야 할 부분은 분명히 존재한다. 그 중에서도 가장 필연적이면서도 결정적인 KT 등 대규모 통신사업자의 투자 규모에 의해서 부침이 심할 수 밖에 없는 사업 구조라는 것은 가장 조심해야 할 부분으로 생각된다. 투자자는 반드시 KT 등 통신사업자의 투자 규모를 확인해가며 코위버의 매출 전망을 지속적으로 갱신해야 할 필요성이 있다. 이 외의 앞서 말한 짚어볼 점들도 투자에 있어서 반드시 참고하는 것이 좋겠다.

우리는 매수를 추천한다

앞서 책정한 적정주가를 바탕으로 우리는 매수를 추천한다. 시장의 관심이 가장 멀어진, 소위 잡주로 전락한 바로 지금 시점에 선취매하여 2007년의 호황을 기다린다면 좋은 결과를 얻을 수 있을 것으로 판단하는 바이다.