



2020년 6월 30일 | Equity Research



네트워크장비 7~10월 랠리 가능성에 대비해야

트래픽 증가로 인한 전세계적 망 투자 붐에 주목할 시점

- | 최고의 언택트 수혜주는 5G 장비주라는 점을 고민할 시점
- | 중국/일본 이미 시작, 미국/인도 확인하고 매수하면 늦을 듯
- | 하반기 M/S 상승할 삼성전자 벤더에 주목할 시점
- | Top Picks는 KMW/다산네트웍스, RFHIC/쏠리드도 투자 유망

Issue Focus

Top picks 및 관심종목

케이엠더블유(032500) | BUY | TP 100,000원 | CP(6월29일) 64,500원
 다산네트웍스(039560) | BUY | TP 12,000원 | CP(6월29일) 8,000원
 쏠리드(050890) | BUY | TP 8,000원 | CP(6월29일) 5,870원
 알에프에이치아이씨(218410) | BUY | TP 50,000원 | CP(6월29일) 36,750원



Analyst 김홍식
 02-3771-7505
 pro11@hanafn.com

RA 이재서
 02-3771-7541
 jaeseo.lee@hanafn.com



CONTENTS

트래픽 증가로 인한 전세계적 망 투자 붐에 주목할 시점	2
1) 코로나 19로 인한 글로벌 트래픽 폭증 양상은 결국 네트워크 투자 늘릴 것	3
2) 미/중/일 통신사간 경쟁 상황도 핫 이슈, 5G 투자 증가는 필연적	6
3) 2분기 실적보다는 6월 이후 장비 수출 흐름에 주목할 시점	8
4) 장비업종 정상적으로는 3분기, 늦어도 4분기엔 사상 최대 이익 갱신할 듯	10
5) 2Q 중국/일본 매출 본격화 시동, 하반기 미국/인도 확인하면 늦는다	11
6) 미/중 무역 분쟁은 국내 장비 업체에 더 많은 기회 요인을 제공	13
7) 오픈 랜 방식으로의 전환은 중소 네트워크장비 업체에게는 오히려 기회 요인	15
8) 무선 수출/인빌딩/유선 가입자 장비 업체가 투자 유망한 것으로 평가	16
9) 하반기엔 삼성이 살아날 것, 삼성전자 벤더에 주목	17
10) 진정한 Untact 관련 수혜주는 네트워크장비주, 7~10월 주가 크게 오를 것	19
11) Top Picks는 KMW와 다산네트웍스, 쉐리드/RFHIC는 장기 투자 유망	22
Top Picks 및 관심종목	24
KMW(032500)	25
다산네트웍스(039560)	29

2020년 6월 30일 | Equity Research

네트워크장비 7~10월 랠리 가능성에 대비해야

트래픽 증가로 인한 전세계적 망 투자 붐에 주목할 시점

최고의 언택트 수혜주는 5G 장비주라는 점을 고민할 시점

코로나 19 발생 이후 가장 큰 특징은 트래픽이 폭증하고 있다는 점이다. 국내 4월 게임 트래픽이 전년 대비 94% 증가, 1~4월 스마트폰 방송 시청 시간이 전년 대비 23% 증가한 것이 대표적인 사례이다. 얼마 전엔 노키아에서 최근 전세계 트래픽이 전년 동기 대비 40% 증가했으며 당초 예상보다 트래픽 증가 속도가 3~4년 빠르게 진행되고 있다는 발표도 있었다. 코로나 19로 인해 상반기 장비 투자가 지연되는 양상이 나타났지만 현실은 네트워크장비 투자 급증이 예고되는 상황이다. 과거 20년 동안 트래픽 증가는 항상 네트워크 장비 투자 증가를 가져왔다. 최고의 언택트 수혜주는 5G 네트워크 장비주라는 사실을 다시 한번 짚어볼 시점이다.

중국/일본 이미 시작, 미국/인도 확인하고 매수하면 늦을 듯

향후 국내 네트워크장비 업종은 수출로 인해 실적/주가가 결정될 공산이 크다. 그런데 6월 들어 분위기가 반전이 이루어지고 있다. 중국 수출이 본격 성장하는 추세이고 대규모는 아니지만 일본 통신 4개사로의 수출이 서서히 시작되는 양상이다. 미국/인도/호주/유럽에선 아직 나온 결과물은 없지만 일부 업체들을 중심으로 수주 가능성이 점쳐지고 있다. 항상 그렇지만 확인하고 매수하면 늦다. 미국/인도 시장까지 열린다면 장비사들의 사상 최고치 실적 달성은 보장각서나 다름없다는 점을 생각해볼 시점이다.

하반기 M/S 상승할 삼성전자 벤더에 주목할 시점

투자 전략상 현 시점에서는 삼성전자 벤더에 주목할 필요가 있다. 주력인 일본/미국/인도 시장이 하반기에 본격적으로 열릴 가능성이 높기 때문이다. 이미 친미 성향인 이들 국가들은 중국 장비 배제 방침을 밝혔으며, 삼성/노키아/에릭슨이 물량을 나누어 가질 것으로 보인다. RFHIC/KMW/서진시스템을 주목할 필요가 있겠다.

Top Picks는 KMW/다산네트웍스, RFHIC/솔리드도 투자 유망

하나금융투자에서는 국내 네트워크장비 업종 Top Picks로 KMW와 다산네트웍스를 제시한다. 올해 2~4분기 실적 흐름, 2021년 이익 전망, 수출 성과, 트래픽 증가에 따른 국내외 수혜 정도, 매출처 다변화, 글로벌 경쟁 상황, Valuation상 매력도를 종합적으로 평가한 데 따른 결과이다. RFHIC와 솔리드 역시 좀 더 길게 보면 투자 유망하다는 판단이다.

Issue Focus

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(6월29일)
케이엠더블유(032500)	BUY	100,000원	64,500원
다산네트웍스(039560)	BUY	12,000원	8,000원
솔리드(050890)	BUY	8,000원	5,870원
알에프에이치아이씨(218410)	BUY	50,000원	36,750원



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

1) 코로나 19로 인한 글로벌 트래픽 폭증 양상은 결국 네트워크 투자 늘릴 것

전세계적으로 트래픽 급증하는 양상, 인터넷 속도 이슈화되면서 네트워크 투자 증가 전망

코로나 19 사태 확산 이후 각 국가별로 트래픽이 급증하는 양상이다. 중국에 이어 최근엔 미국, 유럽의 트래픽이 급증하면서 사회적 문제로까지 번지고 있다. 트래픽이 감당되지 않으면서 구글은 유튜브를 SD급으로 제공 중이며, 넷플릭스 등 여타 업체들의 사정도 별반 다르지 않다. 글로벌 플랫폼 업체들이 인터넷 속도를 낮추는 작업에 한창이다. 아무래도 대면이 어렵다 보니 통신 네트워크 활용을 통한 의사 소통이 더 많아질 수 밖에 없고 동영상 시청이 증가할 수 밖에 없는데 네트워크 용량이 따라가지 못하여 발생하는 현상이라고 볼 수 있다.

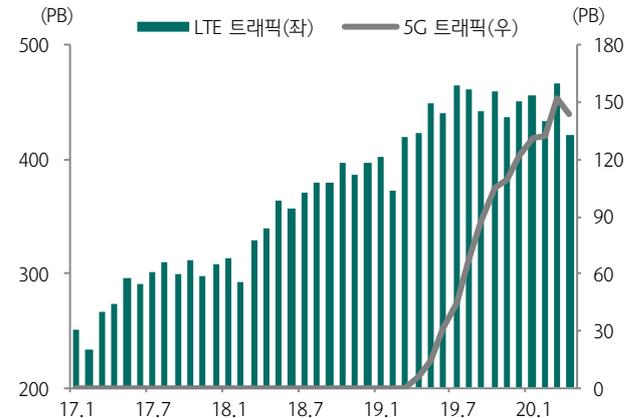
국내의 경우엔 네트워크 문제가 크게 부각되고 있진 않지만 트래픽 증가 양상은 비슷하다. 코로나 19발 트래픽 폭증 양상이 지속 중이며, 국내 4월 게임 트래픽 전년대비 94% 증가, 1~4월 스마트폰 방송 시청 시간이 전년 대비 23% 증가한 것이 대표적인 사례이다. 특이한 점은 대면 기피 현상이 지속되면서 5G 뿐만 아니라 가입자가 감소로 돌아선 LTE 가입자들의 총 트래픽도 증가 양상을 지속 중이라는 점이다. 단 국내는 아직은 망 부하에 따른 트래픽이 문제가 되진 않고 있다. 5G가 전체 모바일 트래픽을 30% 감당해주고 있기 때문이다.

그림 1. 국내 월간 데이터 트래픽 추이



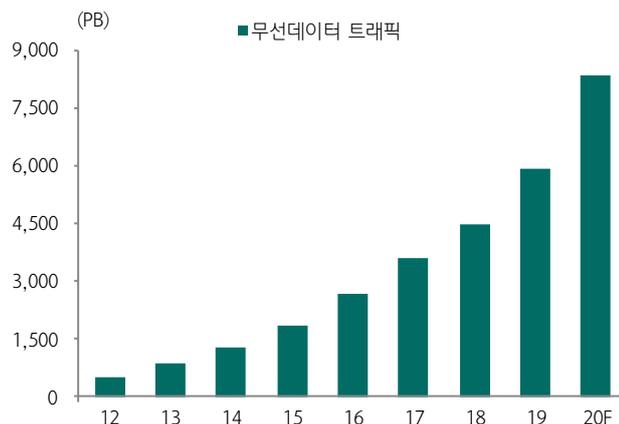
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 2. 국내 월간 5G/LTE 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 3. 국내 연간 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 4. 코로나 19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화

- 1 중국 2월 데이터 트래픽 전월대비 20% 이상 증가
- 2 구글 유튜브 SD급으로 전환
- 3 넷플릭스 유럽에서 화질 낮춰 전송

자료: 하나금융투자

결국 트래픽 증가는
5G 조기 투자 확대 및
백홀/스위치 등 제반 네트워크 장비의
투자를 증가시킬 듯,
과거 아이폰 도입 당시를
상기할 필요 있어

당장은 코로나 19 사태 확산으로 네트워크장비 업체들이 장비 생산, 설치 측면에서 피해를 보는 양상이지만 장기적으로 볼 때 전세계적인 트래픽 폭증 양상은 네트워크장비 업체 입장에선 크게 반길 일이라고 볼 수 있다. 그렇지 않아도 5G 상용화로 전세계 통신사들이 네트워크 투자를 늘리는 상황에서 트래픽 증가는 5G 조기 투자 확대 및 백홀/스위치 등 제반 네트워크 장비의 투자를 증가시킬 수 있기 때문이다.

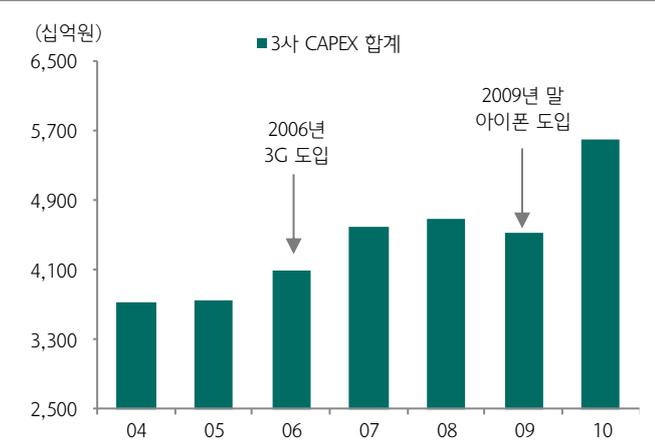
이미 국내 기준으로 5G 가입자들의 평균 인당 트래픽은 27GB에 달하고 있으며 LTE 가입자들의 월 평균 트래픽도 10GB 수준을 기록하여 당초 예상과 달리 떨어지지 않고 있다. 데이터 해비 유저들이 5G 무제한 데이터 요금제로 상당히 빠져나갔음에도 그러하다. 그런데 코로나 19로 5G 뿐만 아니라 LTE 가입자들의 트래픽도 더 증가할 것으로 보인다. 국내에서 2월 이후 많은 기업들이 재택 근무를 시행하고 외부인들의 접촉을 금한 데다가 학교/학원들이 개학 연기, 동영상 수업 위주로 방향을 틀었음을 감안 시 그렇다. 조만간 5G 가입자들의 인당 트래픽은 30GB를 넘어설 공산이 크다.

이미 5G 가입자들의 월 평균 트래픽이 30GB에 육박하고 있는 데다가 인빌딩 커버리지 확대, 코로나 19 영향 등을 고려하면 머지 않아 3.5GHz 대역 고도화 및 추가 주파수 확보가 필요할 것으로 보인다. 여기에 기존에 확보해 놓은 28GHz 대역에 대한 투자 집행도 예상된다. 해외에선 mmWave를 포함하여 다양한 주파수에 5G CAPEX를 집행할 전망이다. 이와 투자할 것이면 LTE 망 보완 투자보다는 5G를 겨냥한 투자가 통신사 입장에서 훨씬 더 효율적이기 때문이다.

결국 아이러니하게도 코로나 19 사태로 인해 장기적으로 국내 네트워크장비 업체들은 큰 수혜를 받을 전망이다. 트래픽 증가로 통신사들이 요금제 업셀링을 기대한 투자에 나설 수 밖에 없고 네트워크장비 업체들은 통신사 투자 증대에 따른 수혜를 받을 것이기 때문이다. 이미 트래픽 증가에 따른 속도 저하 양상은 전세계 이슈로 급부상 중이다. 28GHz 등 mmWave로의 조기 진화도 장기적인 이슈로 부상하겠지만 당장 3.5/2.6GHz 주파수 대역 신규 투자가 업계의 큰 화두로 떠오를 전망이다.

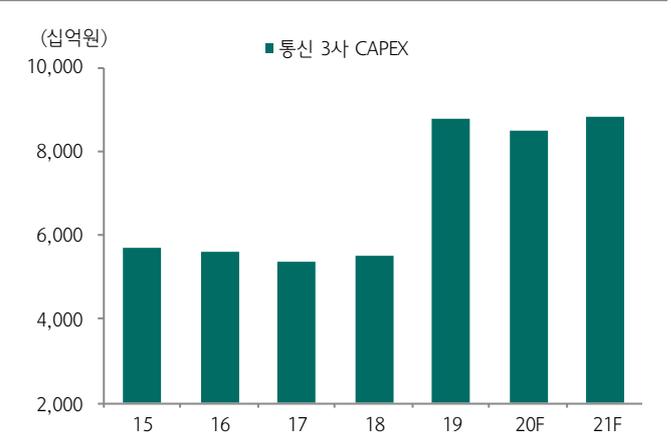
이번 코로나 19 사태로 인해 통신사들은 5G 투자 증대를 더 가속화할 가능성이 높다. 국내 통신 3사 총 CAPEX 규모는 2019년 이후 2022년까지 8조원대를 유지할 것으로 보여 네트워크장비 시장의 장기 슈퍼사이클 도래가 예상된다. 미국/일본/중국도 별반 다르지 않다. 연초 올해 가이드를 제시할 때만 해도 당장 크게 CAPEX를 늘리지 않을 것이라 언급했지만 이미 버라이즌이 5G CAPEX를 상향 조정해 발표하고 있으며 중국 통신 3사가 5G CAPEX 급증 가능성을 이미 공식화한 상황이다. 5G에 코로나 19 사태까지 겹치면서 국내 네트워크장비 업체들의 수혜 폭이 예상보다 더 커질 전망이다. 과거 2009년 아이폰 3GS를 국내에 도입하면서 뒤늦은 3G/LTE Ready 장비 투자 수혜를 받았던 것을 연상하게 한다.

그림 5. 아이폰 3GS 국내 도입 당시 통신 3사 CAPEX 합계 추이



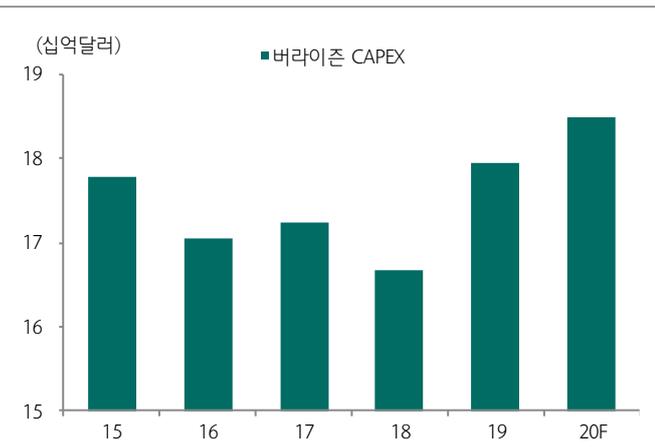
자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 국내 통신 3사 연간 CAPEX 추이 및 전망



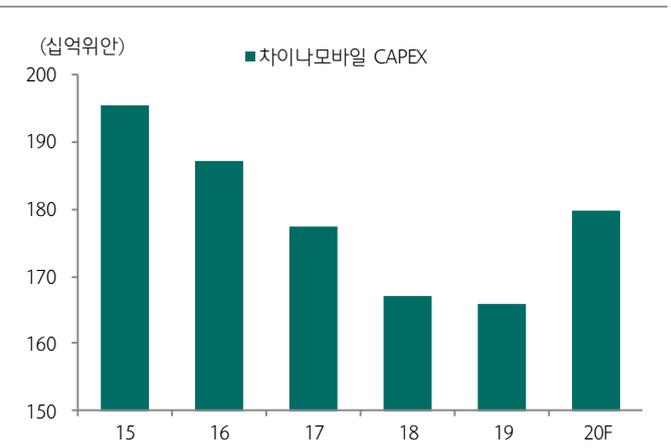
자료: 각사, 하나금융투자

그림 7. 버라이즌 CAPEX 추이 및 전망



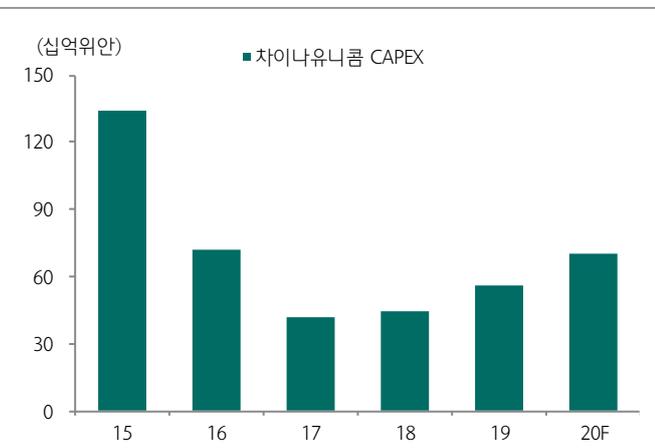
자료: 버라이즌, 하나금융투자

그림 8. 차이나모바일 CAPEX 추이 및 전망



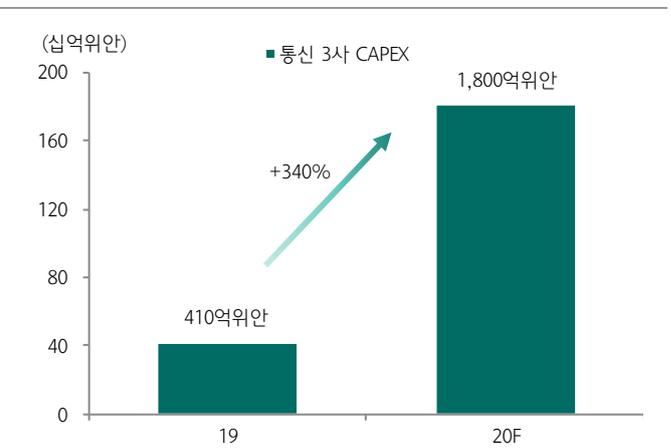
자료: 차이나모바일, 하나금융투자

그림 9. 차이나유니콤 CAPEX 추이 및 전망



자료: 차이나유니콤, 하나금융투자

그림 10. 중국 통신 3사 2019/2020 5G CAPEX 전망



자료: 각사, 하나금융투자

미국/중국/일본 통신사 간
경쟁 강도 어느 때보다 높은 상황,
5G 조기 도입 통한
우량 가입자 유지 경쟁 심화 예상

2) 미/중/일 통신사간 경쟁 상황도 핫 이슈, 5G 투자 증가는 필연적

최근 20년간 그 어느 때보다도 중국/일본/미국에서 통신사업자간 M/S 및 우량 가입자 유치 경쟁이 활발하게 전개될 가능성이 높다는 점도 관전 포인트이다. High ARPU 가입자 유치를 위해 통신사들이 5G 보급 확대에 적극적으로 나설 가능성이 높다는 점을 생각해 볼 필요가 있다.

먼저 중국은 차이나모바일이 60%에 달하는 M/S를 지키기 위한 전략으로 LTE 도입 당시와 마찬가지로 5G 조기 확산을 추진할 공산이 크다. 반면 3G 도입 당시 선전했던 차이나유니콤, 모바일 사업 육성이 절실한 차이나텔레콤은 5G가 우량 가입자를 유치할 절호의 기회일 수 있다. 특히 B2C 비즈니스가 점점 무선 쪽으로 무게 중심이 쏠림에 따라 고민이 커지고 있는 유선의 강자 차이나텔레콤의 동향에 주목할 필요가 있겠다.

일본의 경우엔 동경 올림픽보다는 제 4 이동통신사업자인 라쿠텐 시장 진입에 따른 기존 통신 3사의 가입자 유치 전략이 5G 활성화를 촉진할 공산이 크다. 특히 최근 일본시장에서 선전하고 있는 KDDI와 LTE를 근간으로 재차 성장의 기반을 마련한 선발업체 NTT Docomo가 라쿠텐의 시장 침투를 어떻게 방어할 지가 흥미거리이다.

미국은 T-모바일/스프린트간 합병에 따른 사업자간 우량 가입자 유치 경쟁 심화가 5G 투자를 이끌 전망이다. 2020년 하반기로 예정된 3.5GHz 주파수 경매도 투자 증대 요인이 될 것으로 보인다. 특히 미국의 경우 향후 스프린트/T-모바일 합병 법인이 우량 가입자 유치에 어떻게 나설지가 관건이다. 버라이즌 대비 스프린트/T-모바일의 후불 가입자 비중이 크게 차이가 나는 상황이며, 선발사업자로의 우량 가입자 쏠림 현상이 여전하기 때문이다. 버라이즌/AT&T가 올 가을 5G 아이폰을 가지고 어떻게 우량 가입자 유치에 나설지도 흥미거리이다.

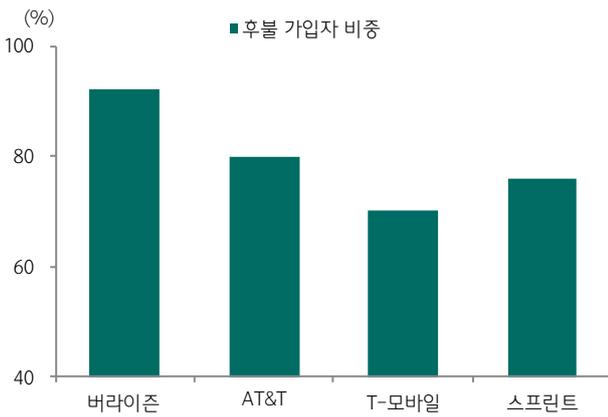
국내의 경우엔 상대적으로 과거와 같은 치열한 우량 가입자 유치 경쟁이 이루어지기는 어려울 전망이다. 하지만 SKT가 5G M/S 40% 이상을 고수하는 전략을 펼칠 전망이고 LGU+도 25~26%에 달하는 5G M/S를 유지할 공산이 커 어느 정도의 경쟁 강도는 유지될 것으로 예상되며 빠른 5G 보급률 확산이 전망된다. 2019년 말부터 최근까지 5G 가입자 유치전이 주춤한 상황이지만 6월 이후 마케팅 경쟁이 다소 심화되는 양상을 전개 중이라 5G 투자도 증대될 공산이 크다. 특히 정부가 5G 투자세액공제 범위를 최대 3+1%로 적용할 것이 유력해 적용이 예상되는 2020~2022년까지는 통신사 CAPEX 증대에 적지 않은 영향을 미칠 전망이다. 하반기 이후 트래픽 증가에 따른 3.5GHz 보완 투자 및 연말 28GHz 투자 개시가 예상되고, 인빌딩 및 백홀/스위치 투자도 필요해 2020~2021년 매년 8.5조원 이상의 CAPEX 집행이 예상된다.

그림 11. 2020년 중국/일본/미국/한국 5G 투자 이슈 점검



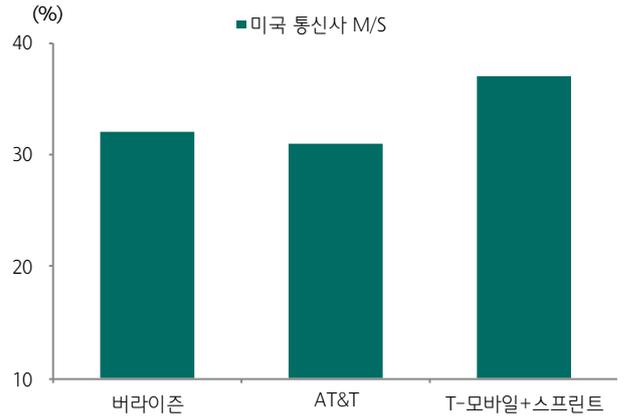
자료: 하나금융투자

그림 12. 미국 통신사 후불 가입자 비중 현황



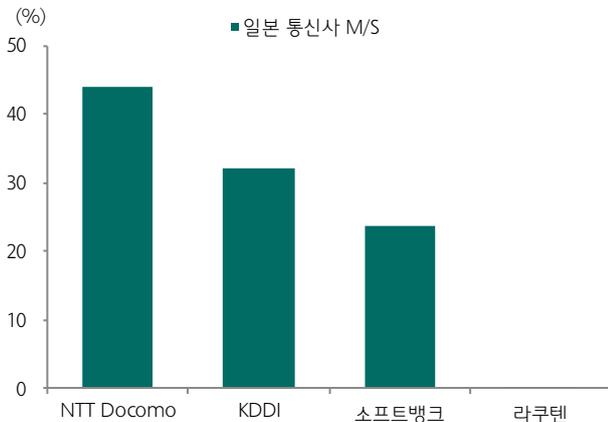
자료: 각사, 하나금융투자

그림 13. 미국 통신사 가입자 M/S 현황



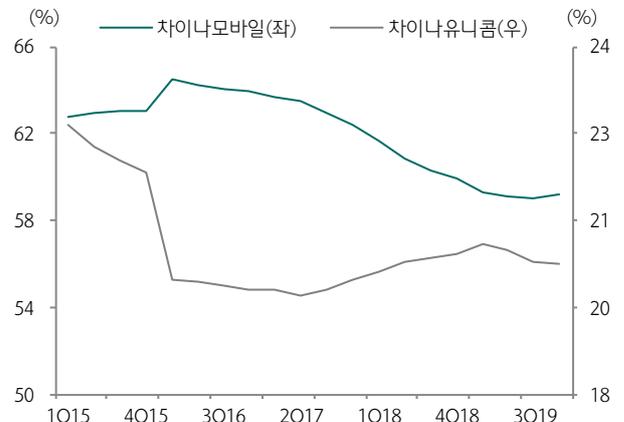
자료: 각사, 하나금융투자

그림 14. 일본 통신사 4개사 M/S 현황



자료: 각사, 하나금융투자

그림 15. 중국 차이나모바일/차이나유니콤 이동전화 M/S 추이



자료: 각사, 하나금융투자

국내 네트워크장비 업체들의 2분기 실적은 지난해 대비 좋지 않을 전망, 하지만 6~7월 매출 흐름은 양호하다는 점에 주목

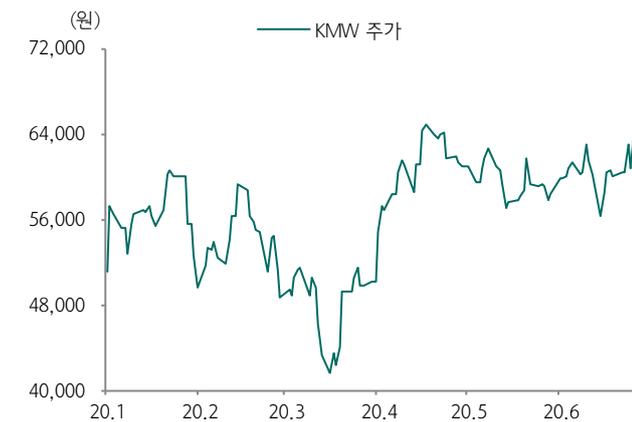
3) 2분기 실적보다는 6월 이후 장비 수출 흐름에 주목할 시점

최근 네트워크장비 업종 주가 흐름이 좋지 못하다. 가장 큰 이유는 2분기에도 국내 네트워크장비 업체들의 실적이 썩 좋지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 2분기 들어 중국 통신사들의 CAPEX가 증가하는 모습을 나타내고 있지만 국내 통신사 CAPEX가 5월 말 이후에나 본격화된 데다가 일본 수출이 6월 들어서 제대로 이루어져 양호한 실적을 내기엔 버거워 보인다. 주요 매출처인 국내/일본 매출이 예상보다 부진하게 나타나면서 대다수의 업체들이 2020년 1분기보다는 실적이 개선되지만 2019년 2분기 대비로는 부진한 실적을 달성할 전망이다. 특히 일부 업체들의 경우엔 영업 적자를 기록할 것으로 보여 투자자 입장에서 네트워크장비주를 매수하는 데 부담이 적지 않은 상황이다.

하지만 현 시점에서는 6월 이후 분위기가 달라지는 양상을 나타내고 있으며 하반기엔 네트워크장비 업종 실적이 크게 개선될 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 중국 통신사들의 네트워크 투자가 활발한 가운데 국내 통신 3사와 일본 라쿠텐, 소프트뱅크 투자가 본격화되고 있고 여기에 NTT Docomo와 KDDI가 가세하는 양상이기 때문이다. 더불어 아직 가시화된 부분은 적지만 9월 전후엔 미국, 12월 전후엔 인도 수출이 시작될 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.

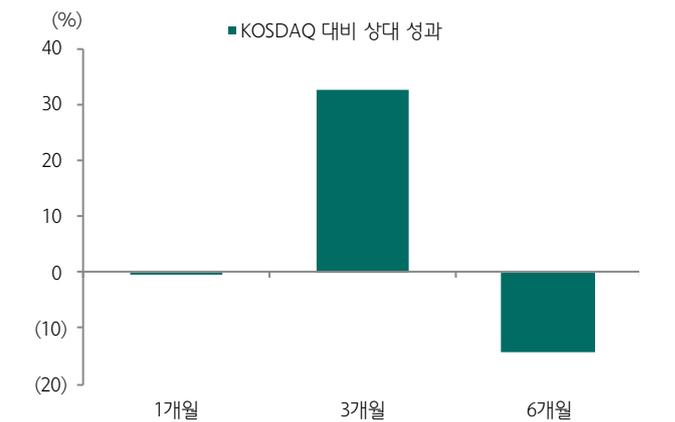
물론 올해 상반기만 보면 국내 네트워크장비 업체들 중 일부는 전년대비 영업이익이 감소하는 양상을 보일 수도 있을 것이다. 하지만 현 시점에서는 2020년 하반기부터~2021년 상반기까지 향후 1년간 영업이익에 관심을 높일 것을 권고한다. 주가 측면에서 보면 어차피 현 시점에는 향후 1년간 실적을 선반영해 나갈 것이기 때문이다.

그림 16. KMW 2020년 주가 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 17. 다산네트웍스 KOSDAQ 대비 상대 성과



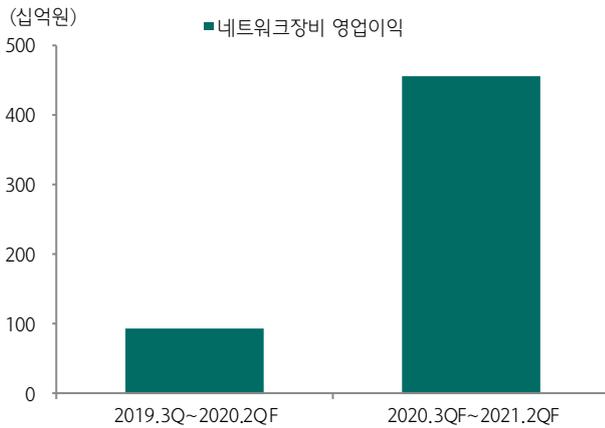
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 18. 국내 네트워크장비 2020년 기간별 매출 성장 동력

3월	중국 차이나모바일 수출 재개
5월	국내 통신 3사 CAPEX 증대 본격화
6월	일본 라쿠텐 네트워크 투자 개시
7월	일본 NTT Docomo 5G 투자 개시
9월	미국 버라이즌/T-모바일 5G 투자 개시
12월	인도 릴라이언스 5G 투자 개시

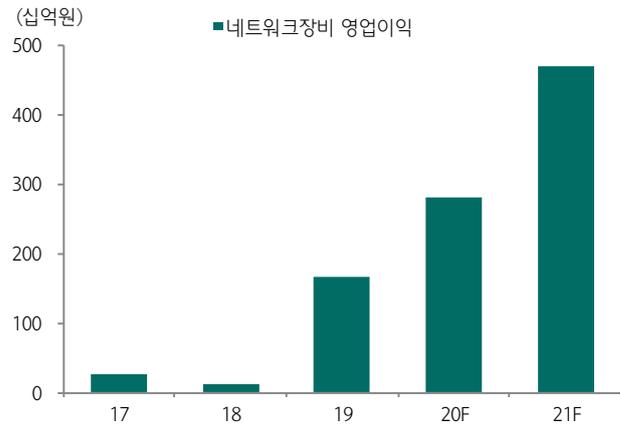
자료: 하나금융투자

그림 19. 네트워크장비 과거 1년간 영업이익과 향후 1년간 영업이익



주: KMW/RFHIC/다산네트웍스/솔리드/이노와이어리스 합산 기준
 자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 국내 네트워크장비 5개사 연간 영업이익 합계 전망



주: KMW/RFHIC/다산네트웍스/솔리드/이노와이어리스 합산 기준
 자료: 각사, 하나금융투자

4) 장비업종 정상적으로는 3분기, 늦어도 4분기엔 사상 최대 이익 갱신할 듯

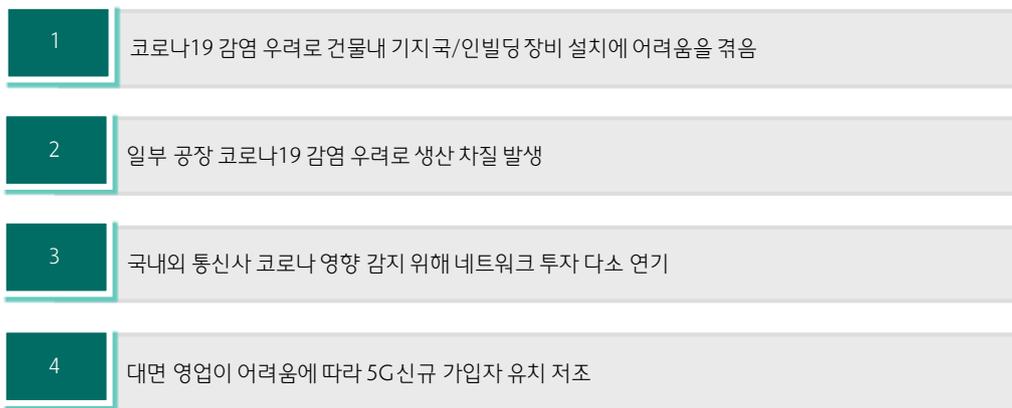
국내 네트워크 장비
업종 실적 하반기에 급호전 예상,
늦어도 4분기엔
사상 최대 실적 달성 전망

당초 예상보다 국내 네트워크장비 업종 실적 개선 시점이 늦어지고 있다. 연초만 해도 하나금융투자에서는 국내 네트워크장비 업체들의 이익 회복 시점을 올해 2분기로 예상했는데 당초 전망보다 늦어져 아마도 빠르면 올해 3분기, 늦으면 4분기에 괄목할만한 실적을 낼 것으로 예상된다. 코로나 19 여파로 단기적으로 수급에 차질을 빚고 있고 현 추세로 보면 당초 하나금융투자 예상보다 3~4개월 투자가 지연되는 흐름이기 때문이다.

하지만 아무리 보수적으로 전망해도 올해 내엔 국내 네트워크장비 업체들이 분기 사상 최대 실적을 갱신할 가능성이 높다는 판단이다. 결국 올해 국내 네트워크장비 업체 실적은 국내/중국/일본/미국/인도 매출이 결정할 공산이 큰데 의외의 상황이 발생하지 않는다면 국내/일본/중국은 6월 이후 매출 증가 추세가 유지될 것이 유력해 보이고 미국/인도 역시 아무리 늦어도 연내엔 매출이 발생할 것으로 판단되기 때문이다.

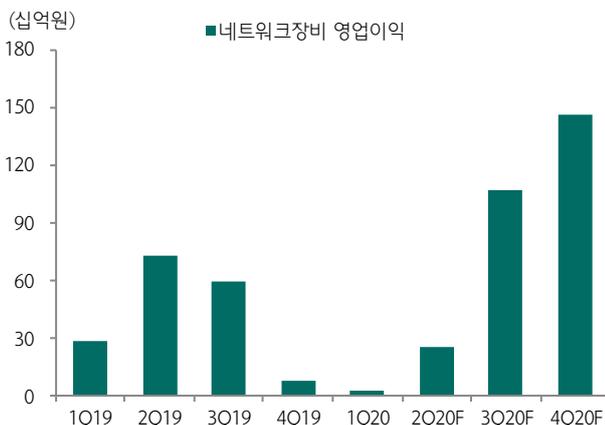
결국 3분기 아니면 4분기에 국내 네트워크장비 업체들이 사상 최대 실적을 낼 것임을 감안하면 주가는 7월부터 선반영하여 서서히 움직일 가능성이 높다는 판단이다.

그림 21. 국내 네트워크장비 업체들의 실적 회복 시기 지연 사유



자료: 하나금융투자

그림 22. 국내 네트워크장비 5개사 분기별 영업이익 합계 전망



주: KMW/RFHIC/다산네트웍스/솔리드/이노와이어리스 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 23. 3Q/4Q 국내 네트워크장비 영업이익 증감률



주: KMW/RFHIC/다산네트웍스/솔리드/이노와이어리스 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

이미 중국/일본 수출은 본격화되는 양상, 미국 매출 확인하기 전 주가 폭등할 것, 최근 수주 동향에 주목

5) 2Q 중국/일본 매출 본격화 시동, 하반기 미국/인도 확인하면 늦는다

연초부터 하나금융투자에서는 2020년 국내 네트워크장비 업종 실적은 해외에서 좌우될 공산이 크다고 언급한 바 있다. 국내만 보면 이미 지난해 5G 투자가 크게 증가한 상황이라 더 이상 네트워크투자가 늘기 어려운 상황이라고 보면 그렇다. 그런데 2분기 말 이후 서서히 수출 소식이 들려오고 있어 기대를 갖게 한다. 다소 늦어지긴 했지만 당초 예상대로 올해 상반기 중국과 일본이 5G 투자에 돌입했기 때문이다.

2분기 들어 중국이 통신 3사가 이미 장비 발주를 내고 5G 기지국 투자에 본격적으로 나섬에 따라 이미 국내 네트워크장비 수출은 본격화되었다. 특히 국산화장비 이슈로 중국 화웨이와 ZTE가 차이나모바일, 차이나유니콤, 차이나텔레콤으로부터 많은 물량을 확보함에 따라 KMW를 비롯한 국내 업체들의 중국 수출 전망을 밝게 하고 있다.

일본 역시 제 4 이동통신사업자로서 이동전화 상용 서비스를 개시한 라쿠텐이 6월부터 적극적으로 네트워크 투자에 돌입한 가운데 NTT Docomo, KDDI와 더불어 소프트뱅크가 7월부터 5G 투자에 나설 전망이어서 이제 일본 수출 물량 증대가 본격화될 조짐을 나타내고 있다. 상반기 수출액은 미미하겠지만 3분기부터는 일본 지역이 효자 노릇을 할 것으로 예상된다.

문제는 하반기 세계 최대 네트워크장비 시장인 미국이 5G 기지국 투자에 나설 것인지와 더불어 또 하나의 거대 시장인 인도 시장이 올해 내 5G Ready 투자에 돌입할 수 있겠느냐인데 현 시점에서는 확률이 높으며 전략상 긍정적 관점에서의 접근이 유리해 보인다. 코로나 19 영향 및 트래픽 추이로 보면 누가 봐도 추가 주파수 활용 및 네트워크 투자에 나서는 것이 맞고 주가 측면에서 볼 때 미국과 인도 시장이 열린다면 폭등 각일 것이 뻔하기 때문이다.

최악의 경우가 발생하지 않는다면 당초 버라이즌, T-모바일이 언급한 것처럼 5G 아이폰이 출시될 9월부터는 미국에서 5G 기지국 투자가 이루어지고 올 가을 인도에서 주파수 경매가 이루어지고 나면 연말부터는 5G Ready 투자가 개시될 공산이 커 보인다.

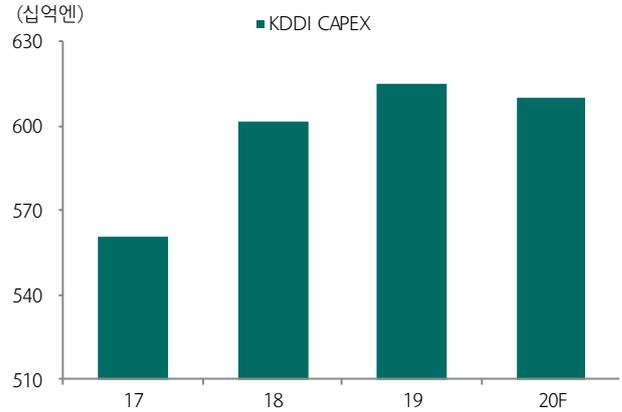
일부 투자자들은 미국과 인도에서의 5G 투자가 보다 확실해지면 네트워크장비주 매수에 나서라고 얘기하지만 하나금융투자에선 확인하면 늦을 것으로 판단한다. 과거 경험상 대형 시장이 열리기 전 주가가 선반영할 공산이 크기 때문이다. 현 시점에서 2018년 5G 시장 개화 기대감, 2019년 초 국내 통신 3사 5G CAPEX 집행 기대감으로 국내 네트워크장비 업체들의 주가가 미리 크게 상승한 경험을 상기할 필요가 있다는 판단이다.

그림 24. 중국 통신 3사 5G 장비 수주 물량 점유율 현황



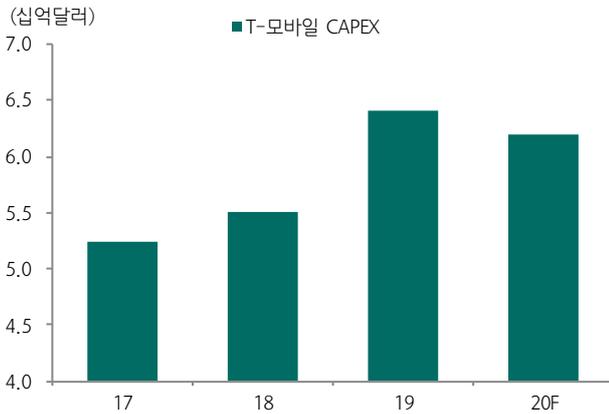
자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 25. 일본 KDDI CAPEX 추이 및 전망



자료: KDDI, 하나금융투자

그림 26. 미국 T-모바일 CAPEX 추이 및 전망



자료: T-모바일, 하나금융투자

그림 27. KMW 분기별 영업이익 및 추가 추이



자료: KMW, 하나금융투자

그림 28. 하반기 5G 투자 이슈가 다시 거세질 것으로 판단하는 이유

1. 코로나19 영향력 축소, 중국/일본/한국 경제 활동 정상화 국면
2. 트래픽 폭증 양상, 세계 각국 신규 주파수 활용 불가피한 상황
3. 미국/인도 7~10월 신규 주파수 경매 예정, 신규 주파수 투자이슈 부상
4. 5G 이어폰 9~10월 출시 예정, 28GHz 이상 주파수 지원하는 mmWave 탑재 폰 생산 증대 예정

자료: 하나금융투자

미국의 화웨이 제재는 사실상 더 심해지는 양상, 국내 장비업체들의 경우 미국/일본/인도/호주/유럽 시장에서 큰 기회 맞이할 것

6) 미/중 무역 분쟁은 국내 장비 업체에 더 많은 기회 요인을 제공

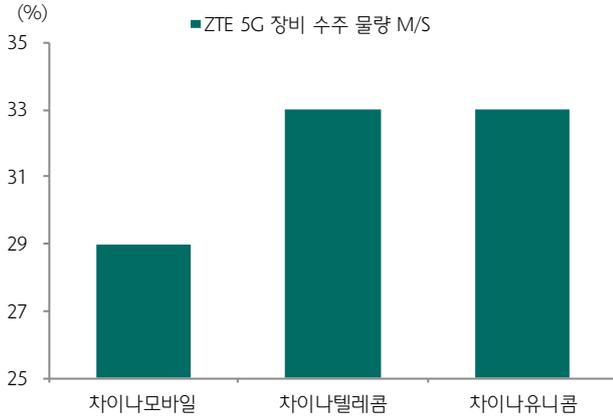
2019년 이후 본격화된 미국과 중국간 무역 분쟁, 미국 화웨이 제재 조치도 국내 네트워크장비 업체에게는 장기적으로 더 많은 성장의 기회를 제공할 것으로 보인다. 물론 과거와 달리 국내 무선 네트워크장비 업체들의 경우 중국 화웨이/ZTE와 협업 관계를 구축 중이라 화웨이 제재에 따른 부정적 영향을 받을 수 있다. 하지만 일부 언론에서의 보도와 달리 피해를 받을 것으로 예상하긴 어렵다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 화웨이/ZTE에 대한 중국 통신 3사의 장비 공급 물량 밀어주기가 심화되는 양상이며, 2) 중국에서 피해를 보는 대신 친미 성향의 국가에선 수혜를 받을 수 있기 때문이다.

물론 중국이 자국 업체 보호 및 친미국업체 물량 배분 감소 정책을 펼침에 따라 국내 네트워크장비 업체들의 중국 내 M/S가 하락할 가능성이 존재한다. 하지만 중국 통신 3사의 자국 장비사 발주 물량이 크게 증가하고 있다는 점을 동시에 고려해야 한다. 여기에 미국/일본/인도/한국/영국/호주/캐나다 시장에선 미중 무역 전쟁에 따른 화웨이와 ZTE 수출 저조로 삼성/노키아/에릭슨으로의 매출이 증가할 수 있다. 중국 내 수출 물량이 크게 감소하기 어려운 반면 친미 성향의 국가에선 수출 물량이 증가할 수 있어 국내 무선 네트워크장비 업체들의 경우에도 일부 업체들의 경우엔 오히려 수혜가 더 크게 나타날 수 있을 전망이다. 아직까지는 중국 수출이 많은 반면 일본/미국/인도 수출 물량이 미미해 피해가 더 크게 느껴질 수 있지만 일본/미국/인도 매출이 증가할 하반기 이후엔 수혜 폭이 더 클 것이란 판단이다.

일부에선 화웨이 제제가 약화될 수 있다는 낙관적인 전망을 내놓고 있지만 현실은 별로 그렇지 않다. 당장 6월 말만 해도 미국이 우방국에 화웨이 장비 사용 자제를 촉구하고 삼성/에릭슨/노키아 제품 사용을 추천한 바 있기 때문이다. 하반기 미국/일본/인도/캐나다/호주 5G 투자에 적지 않은 영향을 미칠 전망이다. 실제로 호주/캐나다에 이어 전주엔 인도도 중국 5G 장비 배제 방침을 밝힌 상태이다. 하반기 삼성전자 벤더들에 큰 수혜가 예상된다.

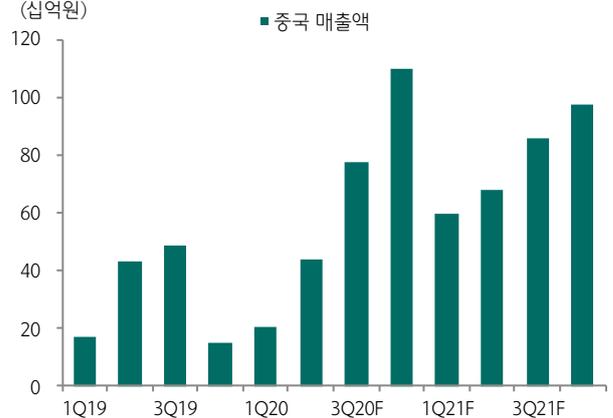
유선장비 업체들의 경우엔 미국 화웨이 제재로 당연히 큰 수혜가 예상된다. 어차피 중국 매출이 사실상 없는 상황이며 주요 수출 국가인 미국, 일본, 영국에서 유리한 경쟁 환경이 예상되고 국내에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 화웨이 영향력이 커지고 있는 국내에서도 미국 화웨이 제재는 그나마 향후 국내 통신 3사 및 학내망 수주에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 또 올해 하반기~내년 상반기 미국 백홀/스위치 투자, 미국/일본/유럽 관공서 네트워크 장비 발주가 본격화될 시 수주에 긍정적 영향이 예상된다.

그림 29. 중국 통신 3사 ZTE 5G 장비 수주 물량 M/S



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 30. KMW 중국 매출액 전망



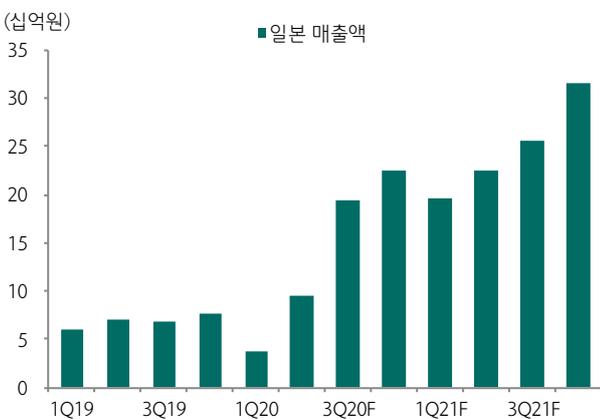
자료: KMW, 하나금융투자

그림 31. 미중 무역 분쟁이 국내 네트워크장비 업체에 악재가 아닌 이유

- 1 중국 화웨이/ZTE 매출 감소하는 대신 삼성/에릭슨/노키아 매출 증대 예상
- 2 중국 매출 감소 예상되지만 미국/일본/영국/호주 등에서 매출 증가 예상
- 3 중국 내 M/S 하락 예상되지만 2019년 기저 낮아 올해 이후 영향 부정적이지 않음
- 4 국내에서도 중국 장비 업체 수용 어려워 국내 중소 네트워크장비 업체에게 유리

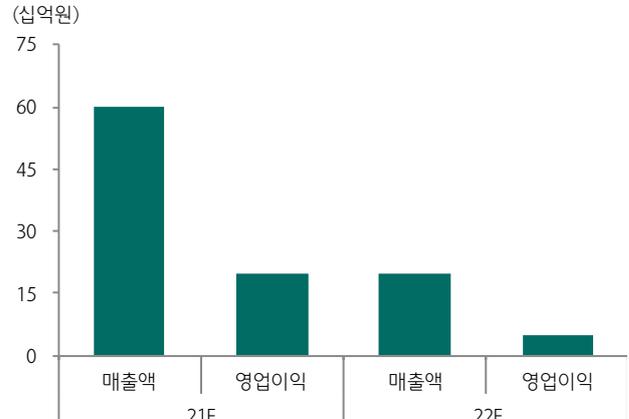
자료: 하나금융투자

그림 32. 다산네트웍스 일본 매출액 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 33. 쉘리드 유럽 철도 중계기 예상 매출액/영업이익 기여도 전망



자료: 하나금융투자

장기적으로 신설 통신사 중심으로
오픈랜 도입 확대될 전망,
업종 내 긍정적 요소라고
보긴 어려우나
국내 중소네트워크장비 업체들에게는
호재로 작용할 소지 커

7) 오픈 랜 방식에서의 전환은 중소 네트워크장비 업체에게는 오히려 기회 요인

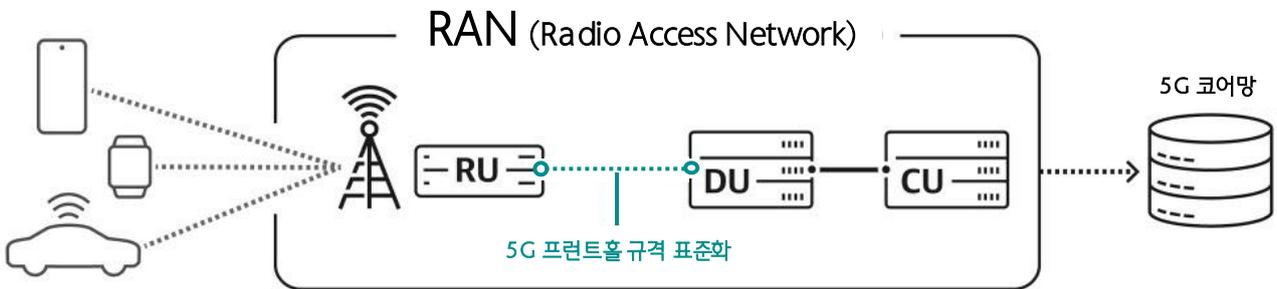
최근 네트워크장비 시장에서 오픈랜(Open-Radio Access Network)으로의 시장 변화 가능성을 주목하는 시장 참여자들이 적지 않다. 2019년까지만 해도 일부 신설 통신사를 중심으로 제한적인 범위 내에서 거론된 바 있지만 최근엔 네트워크장비 업체, 언론사뿐만 아니라 투자자들까지도 관심을 높이는 상황이다. 오픈랜으로 시장이 변화할 시 국내 중소 네트워크 장비 업체들에게 미칠 영향이 적지 않기 때문이다.

이미 국내의 경우 2020년 6월 개방형 5G 프런트홀 워킹 그룹 출범식을 열고 오픈랜 기술 개발과 생태계 활성화를 선언했다. 현재 SKT, KT, LGU+, 삼성전자, 에릭슨, 노키아, 다산네트웍스, 한국전자통신연구원(ETRI), 한국네트워크산업협회(KANI) 등이 참여 중이다.

원론적으로 오픈랜이란 무선 기지국 연결에 필요한 인터페이스와 기지국 운용체계(OS)를 개방형 표준으로 구축하는 것을 의미한다. 즉 기지국 소프트웨어(SW)와 HW를 완전히 분리하는 것을 말한다. 통신사 입장에서는 망 구축 비용이 절감되는 효과가 있고 하드웨어에 강점이 있지만 소프트웨어 기술이 약한 중소 네트워크장비업체들의 경우엔 하드웨어로만 승부를 볼 수 있는 장점이 있다.

물론 오픈랜이 활성화되면 시장 전체적으로 보면 글로벌 네트워크장비 업종 매출액이 감소하는 효과가 나타날 수 있어 업종 전체적으로는 긍정적이라고 보긴 어렵다. 또 기존 통신사들의 경우엔 기존 장비와의 호환성을 따져야 하기 때문에 당장 오픈랜 방식으로 전환하기도 쉽지 않다. 하지만 오픈랜 방식이 활성화될 경우 특화된 소프트웨어와 하드웨어를 동시에 공급하면서 고마진을 취하던 글로벌 SI 입장에서는 기회가 상실될 수 있는 반면 하드웨어 부문에서 강점을 갖고 있는 중소 네트워크장비 업체에게는 분명히 기회 요인이 될 수 있다. 대체적으로 과거 PC 기반에서 리눅스가 OS로 채택되면서 하드웨어 업체들이 큰 부흥기를 맞았던 것과 비슷한 영향이 예상된다.

그림 34. 오픈 랜 개념도



자료: 전자신문, 하나금융투자

8) 무선 수출/인빌딩/유선 가입자 장비 업체가 투자 유망한 것으로 평가

현 시점에서는 수출 성과 나타나는 무선 장비 업체나 인빌딩 및 유선 가입자 장비 업체를 중심으로 투자 집중하는 것이 유리할 듯

업체별로 보면 이제부터는 무선 네트워크장비 업체들의 경우엔 미국/일본/중국/인도에서 수출 성과가 나타날 수 있는 업체와 국내 인빌딩/유선 가입자 장비 업체에 관심을 높일 것을 권한다. 냉정히 따져볼 때 국내 무선 기지국 수요만 보면 2019년이 고점일 가능성이 높기 때문이다. 물론 2021년까지도 5G 전국망 커버리지 확보 및 5G 트래픽을 소화하기 위한 기지국 투자는 지속될 전망이다. 하지만 그 규모는 줄어들 수 밖에 없다. 연간 기지국 투자 규모를 감안하면 그렇다.

하지만 해외 기지국 투자는 2020년 상반기 중국을 시작으로 하반기엔 일본, 미국, 인도가 순차적으로 이루어질 공산이 크다. 꼭 5G만을 생각하지 않더라도 최근의 글로벌 모바일 트래픽 추이를 감안하면 그렇다. 코로나 19 영향으로 국내외 모든 국가들이 트래픽이 급증하는 상황이고 심지어 필수 인터넷 사용에서까지 문제점이 도출되고 있기 때문이다. 이미 중국은 차이나모바일을 중심으로 5G 기지국 투자에 적극적인 상황이며 일본도 NTT Docomo와 KDDI가 5G 투자에 가세하는 7월부터는 높은 CAPEX 증가가 예상된다. 미국과 인도는 각각 주파수 경매가 종료되는 8월과 10월부터 본격적인 5G 투자에 나설 것으로 보인다.

국내의 경우에도 인빌딩과 유선 가입자 장비 시장은 실제로 2020년 하반기부터 시장 개화가 예상된다. 국내 통신사들이 무선 기지국 투자에만 열을 올려 정작 커버리지 및 트래픽 처리에 중요한 건물 내 및 백홀/스위치 투자에 소홀했기 때문이다.

최근 인빌딩 커버리지 부족은 국정감사, 소비자단체 등을 통해 이슈화되고 있으며 5G 가입자 유치에도 영향을 미치는 양상이다. 소비자들이 체감할 수 있는 5G 커버리지가 적다는 것이 가장 큰 문제다. 실제 트래픽의 대부분은 건물 안에서 발생하고 있기 때문이다. 정부/국회는 5G 투자세액공제 확대 계획을 발표하면서까지 통신사 5G CAPEX를 독려하는 양상이다. 이미 KT를 시작으로 인빌딩 투자가 진행 중이며 SKT/LGU+의 중계기 투자 증가가 예상된다.

유선의 경우엔 2020년 4분기부터 투자 증대가 예상된다. 2019년엔 프론트홀 위주였다면 2020년엔 백홀 투자를 시작으로 2021년 스위치 투자까지 이어질 전망이다. 기존 기지국 투자 중심에서 트래픽 증가를 대비한 투자로 변화가 필요하며, 2020년 연말 진짜 5G가 개시된다고 보면 2021년에는 초저지연 기술을 지원하는 스위치 보강이 필수적이기 때문이다.

그림 35. 통신사 CAPEX 증가에 따른 국내 네트워크장비 수혜군 전망

2019년	국내용 안테나/필터/프론트홀 관련주
2020년	중국/일본/미국 기지국 수출 관련주
2021년	국내용 인빌딩/백홀/스위치 관련주, 인도 기지국 수출주

자료: 하나금융투자

올해 상반기 극도로 부진했던
삼성전자 벤더를 공략하는 것도
좋은 투자 전략,
하반기 주력인
미국/일본/인도 시장에서
삼성이 선전할 가능성이 높기 때문

9) 하반기엔 삼성이 살아날 것, 삼성전자 벤더에 주목

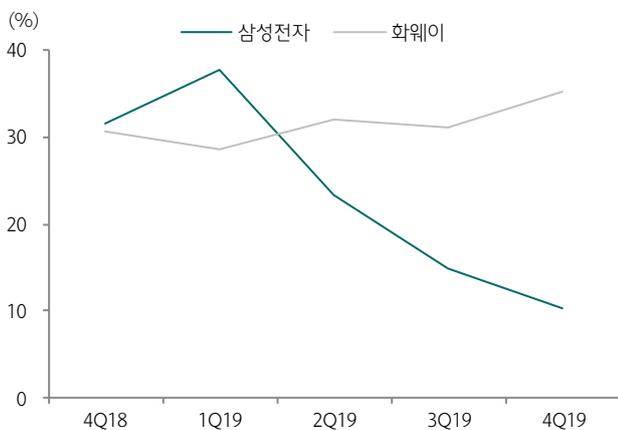
2020년 상반기 전세계 네트워크장비 업종은 당초 예상과는 달리 극도의 매출 부진 양상을 나타냈다. 코로나 19 영향으로 통신사들이 투자 계획을 당초 예상보다 연기한 것이 가장 큰 이유였다. 글로벌 SI 벤더들 중에선 삼성전자의 타격이 가장 컸다. 아무래도 국내 시장에서의 5G 투자가 부진한 가운데 주력 수출 국가인 미국/일본/인도 시장에서의 5G 투자가 지연된 것이 부정적인 영향을 미쳤다.

하지만 현 시점에서는 투자 전략상 삼성전자 벤더에 대한 관심을 높일 필요가 있다는 판단이다. 하반기엔 네트워크장비 업종 내에서 삼성전자의 M/S가 크게 상승할 가능성이 높기 때문이다. 일본에 이어 전세계 최대 시장인 미국, 새롭게 떠오르는 인도 시장에서 삼성전자가 잘할 것임을 감안하면 그렇다. 물론 일본 시장은 5G 투자가 이제 막 시작되는 양상이며 미국과 인도 시장은 각각 9월, 12월 정도는 되어야 의미있는 매출 규모가 될 것으로 보인다. 코로나 19 여파로 당초 하나금융투자 예상보다는 3개월 정도 각국 투자가 지연되는 양상이기 때문이다.

하지만 하나금융투자에선 2020년 하반기엔 삼성전자가 상반기 부진을 딛고 괄목할만한 성과를 보일 것으로 판단한다. 고주파수에서의 강점을 바탕으로 미국/일본/인도 시장에서 시장 확대에 나설 가능성이 높기 때문이다. 지난해 삼성 이재용 부회장은 네트워크장비 M/S 20% 달성을 목표로 제시한 바 있다. 하반기엔 삼성전자 경영진들이 주력 시장인 미국/일본/인도 시장을 통해 기필코 M/S를 크게 상승시킬 가능성이 높다는 판단이다.

아직 확정된 것은 아니지만 이미 미국 시장에서 삼성전자의 네트워크장비 수주 가능성은 높아진 상황이다. 얼마전 버라이즌 5G 기지국 수주 가능성이 보도된 데 이어 최근엔 AT&T 공급 가능성까지 언급되고 있는 상황이다. 근본적인 배경에는 코로나 19 사태 이후 미국 시장에서의 모바일 트래픽 폭증에 따른 5G 투자 필요성 대두, 미중 무역분쟁 심화에 따른 중국 네트워크장비 업체 수주 배제 가능성, 아이폰 5G 모델 9월 말 출시 예정 때문이다.

그림 36. 최근 삼성전자/화웨이 네트워크장비 M/S 추이



자료: 델로로, 하나금융투자

그림 37. 하반기 삼성전자 벤더에 주목해야 하는 이유

- 1 네트워크장비 M/S 20% 달성이 그룹 목표
- 2 하반기 주력 시장인 미국/인도/일본 5G 시장 개화
- 3 친미 성향 국가들의 화웨이 장비 배제 움직임 지속

자료: 하나금융투자

삼성전자가 올해 하반기에 M/S가 급성장한다고 보면 가장 주목해야할 업체는 KMW/RFHIC/서진시스템/에이스테크라고 판단

2019년 버라이즌의 CAPEX는 22조원 수준이다. 이중 네트워크 CAPEX 비중이 70%, 네트워크 장비 CAPEX 중 기지국 비중이 60%, 삼성전자의 벤더 내 M/S가 30%에 달한다고 보면 연간 3조원에 달하는 장비 공급이 예상된다. 여기에 AT&T까지 5G CAPEX에 가세한다고 보면 연간 5조원 이상의 매출 달성도 이론적으로 가능하다.

하나금융투자에서는 지난해부터 2020년 상반기엔 중국과 일본, 하반기엔 미국과 인도 시장이 5G 네트워크장비 업종 실적의 방향성을 결정할 것이라고 여러 차례 언급한 바 있다. 당초 예상보다 3~4개월 늦어지고는 있지만 이미 중국/일본의 5G 투자는 현실화 되었으며 이젠 미국/인도 시장이 열릴 것으로 예측되고 있다. 글로벌 SI 중에서 2020년 하반기에 가장 주목할만한 업체는 삼성전자이다.

올해 하반기에 삼성전자 M/S가 급성장한다고 보면 가장 주목해야할 업체는 KMW/RFHIC/서진시스템/에이스테크이다. KMW는 미국 버라이즌/스프린트에 안테나/필터를 공급한 경험이 있어 삼성전자의 가장 유력한 미국 시장 진출 협력업체이며, 에이스테크는 미국 시장에서의 과거 성과는 미미하지만 삼성전자 공급 물량을 맞추기 위한 또 하나의 안테나/필터 공급 업체로 선정될 가능성이 높은 상황이다. 서진시스템은 분야가 다르긴 하지만 기존의 삼성과의 협업 관계를 미국에서도 이어나갈 공산이 크다. 마지막으로 RFHIC는 올해 하반기부터 삼성전자를 통한 가장 큰 수혜가 예상된다. 삼성전자가 고주파수에서의 강점을 바탕으로 미국/일본/인도 시장에서 시장 확대에 나설 가능성이 높는데 가장 중요시할 협력업체 중 하나가 RFHIC이기 때문이다.

드디어 전세계 최대 시장인 미국이 트래픽 증가에 대응하기 위해 5G 투자에 돌입하는 양상이며 올해 가을엔 인도도 5G Ready 투자에 나설 것으로 판단되는 상황이다. 아마도 미국/인도 주파수 경매에 맞춰 7월과 8월에 미국/인도 시장에서의 기회에 언론이 주목할 가능성이 높다. 하반기 삼성전자를 통한 5G 수출로 수혜를 입을 업체를 지금부터 적극 공략할 필요가 있다는 판단이다.

그림 38. 미국/일본/인도 성과로 삼성전자가 하반기에 M/S가 상승할 시 수혜주 정리

RFHIC	TR 업체로서 고주파에 강점을 갖고 있는 삼성전자가 미국/인도 시장에 진출할 시 대표적인 파트너 업체
KMW	삼성전자 기지국 안테나/필터 최대 공급 업체, 기존 미국/일본 시장에서의 성과 우수한 편
서진시스템	삼성전자 기지국/휴대폰 부분에서 돈독한 관계 유지 중, 삼성전자 M/S 상승 시 큰 수혜 기대
에이스테크	기지국 안테나 필터 공급 업체로서 인도/중국 성과 우수, 삼성전자 통한 미국 시장 공급 가능성 높은 편

자료: 하나금융투자

사실상 코로나 19 시대 진정한 언택트 관련 수혜주는 네트워크장비 업종, 곧 트래픽 문제되며 주가 급등할 것

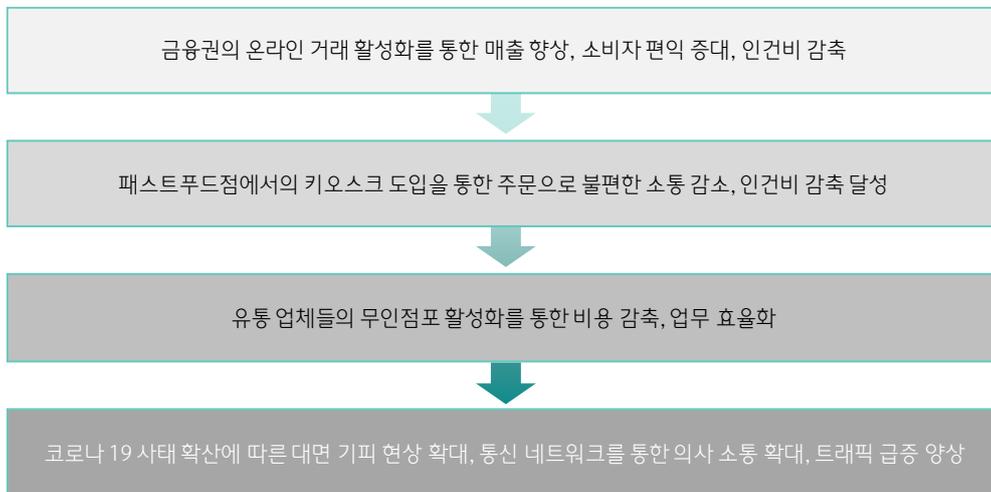
10) 진정한 Untact 관련 수혜주는 네트워크장비주, 7~10월 주가 크게 오를 것

최근 주식 시장에서 비대면(untact) 관련 수혜주에 대한 관심이 높다. 국내에서도 대면을 꺼려하는 분위기이지만 해외 일부 국가들의 경우 아예 특정 지역을 봉쇄하고 국가간 이동을 불허하거나 국가/지자체에서 직접 나서서 외출을 최소화하는 정책을 펴고 있기 때문이다. 기업/학교에서도 별반 다르지 않다.

비대면 사업 구조로의 전환은 일부 업체들의 업무 효율성 향상, 인건비 절감 목적으로 활성화 되었지만 최근엔 전혀 다른 형태로 변화하고 있다. 결국 통신 인프라 확충과 더불어 4차 산업의 조기 활성화로 결론 날 가능성이 높아지는 상황이라 큰 관심을 가질 필요가 있어 보인다.

얼마 전까지만 해도 언택트는 무인 서비스를 함축하는 개념으로 주로 통용이 되었다. 하지만 코로나 19가 세계적 빅 이슈로 부상하면서 언택트는 다른 개념으로 전환하고 있다. 즉 접촉(contact)을 꺼려하는 추세가 심해지면서 관련 산업에 대한 관심이 높아지는 상황이라고 볼 수 있다. 과거엔 금융권에서 인터넷을 통해 거래함으로써 고객 편의성을 향상시키고 비용을 감축하는 용도, 패스트푸드점에서 키오스크를 이용해 메뉴를 주문하고 무인점포에서 불편한 소통을 없애고 인건비를 절감하는 방법 정도로 사용하였지만 이제 상황이 달라졌다. 이제 비대면이 선택이 아닌 필수가 되어버린 상황이다.

그림 39. 비대면(언택트) 유행의 흐름 양상



자료: 하나금융투자

월별 매출 흐름, 수주 동향,
트래픽 이슈 감안하면 7~10월
국내 네트워크장비 업종 주가
급등 예상

코로나 19 사태가 종결되면 다시 완전히 예전으로 돌아갈 것인가를 생각해보면 그 가능성은 높지 않다. 이미 비대면의 편리함이 새로운 문화로 자리잡고 있기 때문이다. 항상 과거에도 산업 혁명은 특별한 계기를 통해 이루어졌다. 따라서 이번 코로나 19 사태를 4차 산업 혁명의 결정적 계기로 볼 필요가 있겠다. 어쩌면 5G를 기반으로 스마트팩토리, 인공지능, 스마트시티, 원격진료가 보편화되는 사회가 4차산업 혁명이자 비대면 시대로의 진화라고 볼 수 있기 때문이다.

과거에도 위기는 새로운 기회를 만들어냈다. 이번에도 역사는 반복될 가능성이 충분히 존재한다. 이러한 측면으로 볼 때 네트워크장비 업종은 어느 섹터와 비교해도 높은 주가 상승을 기록할 유망주로 손색이 없어 보인다. 트래픽 증가는 초고파수 조기 사용 및 5G 커버리지 확대를 촉진함과 동시에 장기적으로 요금제 업셀링을 기대할 수 있어 통신사 CAPEX 증가에 따른 네트워크장비 업체들의 수혜를 기대할 수 있기 때문이다. 무엇보다 장기 호황 국면 진입에 따른 네트워크장비 업체들의 Multiple 확장 기대감을 부수적으로 얻을 수 있어 긍정적이라는 판단이다.

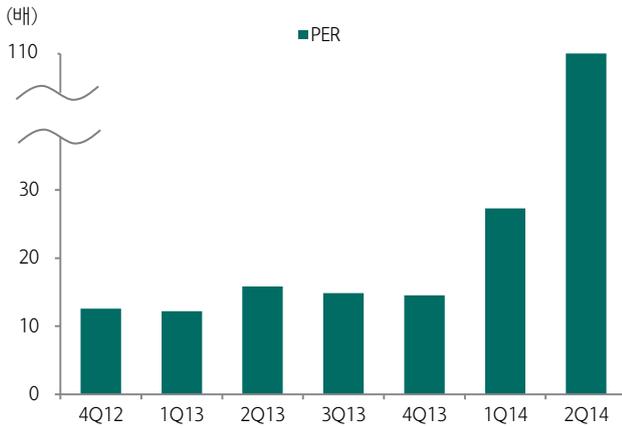
1분기 KOSPI대비 압도적인 주가 성과를 나타냈던 5G 네트워크장비주는 2분기들어 지지부진한 주가 흐름을 나타냈다. 주식시장에서 언택트 관련주에 대한 관심이 커졌음에도 불구하고 2분기 실적이 당초 기대치에 크게 못 미치고 일부 업체들의 경우 적자 기초를 지속할 것으로 예상되었기 때문이다. 이러한 이유로 하나금융투자에서는 5월부터 주간 통신 전략/이슈 자료 등 여러 리포트를 통해 향후 2개월 정도는 네트워크장비 업체 주가가 기간 조정을 거칠 수 있다고 언급한 바 있다.

하지만 6월 중순 이후부터 하나금융투자에서는 기존의 입장을 바꿔 네트워크장비 업체들이 7~10월 주가가 크게 오를 수 있으므로 다시 서서히 매수에 나설 것을 권고 중이다. 비록 2분기 실적은 좋지 않지만 6~7월 국내 네트워크장비 업체들의 매출 흐름이 양호할 것으로 판단해서다.

이미 대다수 투자자들은 국내 네트워크장비 업체들의 실적이 좋지 않음을 인지하고 있는 반면 상반기 부진한 실적으로 인해 하반기 실적 호전 가능성에 대한 신뢰가 약한 상황이다. 따라서 3분기 이후 국내 네트워크장비 실적 호전이 유력해진다거나 일부 업체들을 중심으로 기대감이 낮은 미국/인도 지역에서 수주 공시가 나온다면 의외의 폭발적인 주가 상승도 기대할 수 있다. 그런데 이미 일본 지역 수출 성과가 나타나고 있고 미국 통신사 수주 가능성도 높은 상황이어서 기대를 갖게 한다.

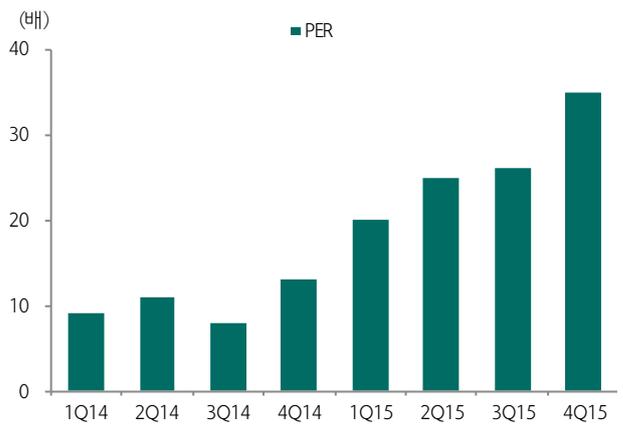
아직 뚜렷하지는 않지만 국내 네트워크장비 업체들의 실적은 5월 말 이후 점진적인 회복 양상을 기록 중이다. 국내 통신 3사 투자가 연초보다는 높게 나타나고 있고 중국은 이미 투자가 크게 증가한 상황이며 일본도 6월부터 수출이 개시되었다. 아직 미국/인도/호주 등에서의 수출 성과가 나타나고 있지는 않지만 앞서 언급했듯이 삼성전자를 통한 가시적인 수주 성과가 곧 들려올 가능성이 높아지는 상황이다. 7월 이후 국내 네트워크장비주 밸리를 염두에 둔 투자 전략 설정이 요구된다.

그림 40. KMW 흑자기간 분기별 PER 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 41. 쉘리드 흑자기간 분기별 PER 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 42. 7~10월 국내 네트워크장비주가 높은 주가 상승을 기록할 것으로 판단하는 이유

- 1 2분기 실적 부진하지만 1분기보다는 개선 전망
- 2 대다수국내 네트워크장비 업체 6월부터 점진적 매출 회복 중
- 3 7월 일본 NTT Docomo/KDDI 수출 개시 전망
- 4 7월 미국 통신사 네트워크장비 대규모 수주 가능성 고조
- 5 인도 중국 장비 배제, 8~9월 주파수 경매 예정

자료: 하나금융투자

국내 네트워크장비 업종 내 Top Picks로는 KMW와 다산네트웍스를 선정, 장기적으로 보면 쉘리드와 RFHIC도 매력적으로 평가

11) Top Picks는 KMW와 다산네트웍스, 쉘리드/RFHIC는 장기 투자 유망

국내 네트워크 장비 업종 Top Picks로는 KMW와 다산네트웍스를 제시한다. 올해 2~4분기 실적 흐름, 2021년 이익 전망, 수출 성과, 트래픽 증가에 따른 국내외 수혜 정도, 매출처 다변화, 글로벌 경쟁 상황, Valuation상 매력도를 종합적으로 평가한 데 따른 결과이다.

먼저 KMW는 1) 6~7월 매출 흐름 및 지역별 네트워크 CAPEX 전망을 감안할 때 빠르면 3분기, 늦어도 4분기엔 사상 최대 실적 달성이 예상되고, 2) 트래픽 동향을 감안 시 금년 하반기 미국/인도 지역에서의 매출 발생 가능성이 높으며, 3) 올해 실적이 당초 예상보다는 부진할 전망이나 향후 1년간으로 보면 높은 이익 성장이 기대되고, 4) 미/중 무역 분쟁에도 불구하고 중국 내에선 ZTE의 선전, 일본/미국에선 화웨이 배제 움직임에 따른 적지 않은 수혜가 예상되어 투자 유망하다고 평가한다.

다음으로 다산네트웍스는 1) 2분기 영업적자가 예상되나 주가에 선반영되었고, 2) 6월부터 일본 통신사들의 매출이 본격화됨에 따라 3분기 이후 실적 전망을 밝게 해주고 있으며, 3) 미/중 무역 분쟁이 지속됨에 따라 하반기 유선 가입자 시장 정상화 시 미국/일본/영국 등에서 유리한 수주 여건 조성이 예상되고, 4) 코로나 19로 인한 전세계 트래픽 증가가 장기적으로 광(Fiber) 수요 증대로 이어질 수 있다는 기대감이 형성되고 있어 적극 매수 추천한다.

RFHIC와 쉘리드 역시 장기적으로는 투자 유망하다고 평가하는데 구체적으로 언급하면 다음과 같다.

RFHIC의 경우엔 이익 모멘텀이 출현하려면 다소 시간이 걸릴 것으로 보인다. 하지만 조금 길게 보면 아주 매력적인 종목이다. 1) 상반기 실적 부진으로 올해 순이익 증가가 불투명한 상황이지만 2020년 하반기~2021년 상반기 실적으로 보면 가파른 이익 성장이 예상되고, 2) 하반기 미국/인도/일본 시장 성장 및 삼성전자 M/S 상승 시 최대 수혜주로 부상할 것이며, 3) 화웨이에 대한 우려가 충분히 주가에 반영된 상태이기 때문이다. 특히 앞서 언급한 것처럼 삼성전자가 하반기 미국/인도/일본 시장에서 크게 성공한다고 가정하면 RFHIC는 반드시 포트폴리오에 편입해야 할 종목이다.

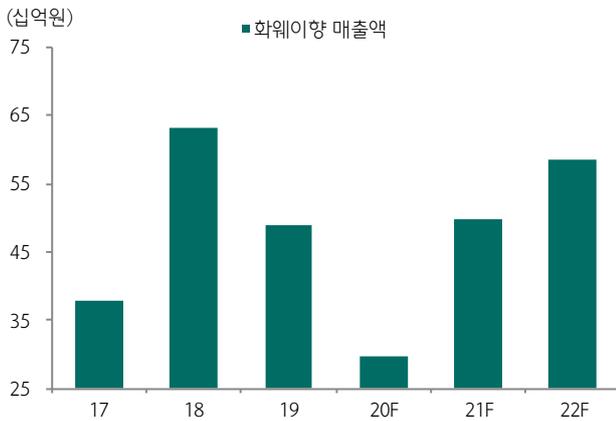
쉘리드는 금년 들어 주가 성과가 좋지 않지만 역시 장기적으로 보면 어느 종목보다도 투자 유망하다고 평가한다. 현 시점이 매수 적기라고 판단하는 데 그 이유는 다음과 같다. 1) 국내 및 북미 투자가 증가할 3분기부터는 점진적 실적 회복이 기대되고, 2) 콧스코프 특허 소송으로 인한 미국/영국 지역에서의 피해를 예상하기 어려우며, 3) 7월 말로 예상되는 유럽 대규모 인빌딩 중계기 사업자 선정에서 쉘리드가 단독 벤더로 선정될 가능성이 여전히 높은 상황이고, 4) 아직은 KT 위주로만 국내 중계기 공급이 이루어지고 있지만 하반기 SKT와 LGU+의 광중계기 투자가 본격화될 전망이며, 5) 2020년 하반기~2021년 상반기 향후 1년간 영업이익 기준으로 보면 현 시가총액이 너무 적은 것으로 판단되기 때문이다.

표 1. 통신 서비스/네트워크장비 업종 투자 유망 종목

종목	투자의견	목표주가	PER(20년)	PER(20년)	현재 시가총액	2020~2021년 최대 시가총액	추천 사유
KMW	매수	100,000원	14.6	6.5	2.6조원	6.0조원	• 중국/일본/미국/인도 수출 물량 증대로 실적 호전 전망
다산네트웍스	매수	12,000원	28.6	1.6	0.3조원	0.7조원	• 일본 통신사 수출 물량, 국내 스위치 공급 증대 기대
RFHIC	매수	50,000원	47.1	4.1	0.9조원	1.5조원	• 하반기 이후 삼성전자 M/S 상승 시 최대 수혜주
솔리드	매수	8,000원	23.3	2.0	0.3조원	0.6조원	• 7월 유럽지역 수주 기대, 국내 중계기 매출 증가 전망

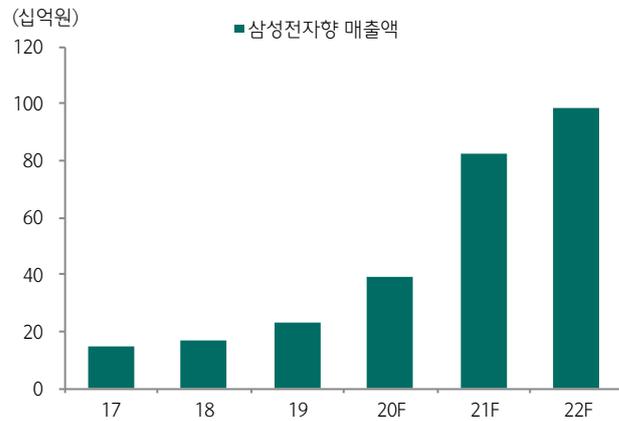
주: 6월 29일 종가 기준
자료: 하나금융투자

그림 43. RFHIC 연간 화웨이향 매출액 추이 및 전망



자료: RFHIC, 하나금융투자

그림 44. RFHIC 연간 삼성전자향 매출액 추이 및 전망



자료: RFHIC, 하나금융투자

그림 45. 2020년 하반기~2021년 상반기 솔리드 실적이 개선될 것으로 판단하는 근거

- 1 정부/소비자단체 통신사에 인빌딩 커버리지 확충 권고
- 2 국내 통신 3사 올해 상반기 CAPEX 및 인빌딩 중계기 투자 저조
- 3 일본 KDDI/NTT Docomo 향 WDM 및 DAS 매출 증가 양상
- 4 하반기 이후 미국 DAS 매출 증가 전망
- 5 유럽 관공서 대규모 입찰에서 단독 밴더로 선정 예상, 2021년 상반기 매출 반영 전망

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

KMW (032500)

25

다산네트웍스 (039560)

29

2020년 6월 30일

KMW(032500)

매출/수주 전망 감안할 때 3분기 신고가 돌파 시도 예상

매수/TP 100,000원 유지, 이젠 랠리에 대비한 투자 필요

KMW에 대한 투자의견을 매수로 제시하며, 다산네트웍스와 함께 국내 네트워크장비 업종 내 Top Picks 의견을 제시한다. 추천 사유는 1) 6~7월 일본, 8~12월 미국/인도 시장에서 본격적인 수출 성과 도출이 예상되고, 2) 전세계 지역별 네트워크 CAPEX 전망을 감안할 때 빠르면 3분기, 늦어도 4분기엔 사상 최대 실적 달성이 예상되며, 3) 삼성전자가 주력 시장을 바탕으로 하반기 네트워크 장비 시장에서 M/S 상승을 시도한다고 보면 RFHIC와 더불어 KMW가 대표적인 수혜를 받을 전망이다이고, 4) 코로나 19 사태로 인한 Untact 문화 확산 및 트래픽 폭증으로 인한 네트워크장비 투자 증대의 대표 수혜주이며, 5) 미/중 무역 분쟁에도 불구하고 중국 내에선 ZTE의 선전, 일본/미국에선 화웨이 배제 움직임에 따른 적지 않은 수혜가 예상되고, 6) 2020년 하반기~2021년 상반기 실적을 토대로 보면 저평가 상황이기 때문이다. 12개월 목표가는 기존의 10만원을 유지한다. 4Q Forward EPS를 이전 수준으로 유지하였기 때문이다.

일본에 이어 미국/인도 시장 개화 가능성에 주목할 시점

최근 일본 시장이 열리는 가운데 미국, 인도 시장이 서서히 개화할 조짐을 보이고 있다. 6월 라쿠텐, 소프트뱅크에 이어 NTT Docomo와 KDDI가 7월부터 5G CAPEX 투자에 나설 것으로 보이며, 미국 통신사들이 이미 공급 장비사 선정 작업에 들어간 가운데 7월 주파수 경매 이후 서서히 CAPEX를 늘려 나갈 전망이다. 여기에 연말엔 인도가 가을 주파수 경매 이후 5G Ready 투자에 나설 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 가장 큰 수혜가 예상되는 종목은 단연 KMW이다.

주가 7~10월 큰 폭 상승할 가능성 높다는 판단

아직 투자자들의 신뢰가 높진 않지만 KMW 주가는 7~10월 큰 폭 상승할 가능성이 높다. 왜냐하면 2020~2021년 KMW 실적에 가장 중요한 변수인 수출 부문에서의 성과가 이 시기에 대부분 도출될 것이기 때문이다. 아직도 2분기 영업이익 레벨과 3분기 사상 최대 실적 달성 여부에만 관심을 갖고 있는 투자자라면 이제 시각 전환을 추천한다. 향후 KMW 주가는 일본/미국/인도/호주 수출 성과 및 삼성/노키아/에릭슨/후지쯔 수주 규모에 따라 움직일 가능성이 높기 때문이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(6월 29일): 64,500원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	734.69
52주 최고/최저(원)	77,700/39,300
시가총액(십억원)	2,568.4
시가총액비중(%)	0.94
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,525.2
60일 평균 거래대금(십억원)	92.2
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.20
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	35.48
국민연금공단	5.06
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.6 25.0 56.6
상대	7.5 12.5 47.1

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	899.6	1,161.7
영업이익(십억원)	184.1	245.1
순이익(십억원)	151.7	196.0
EPS(원)	3,758	4,922
BPS(원)	9,296	14,344

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	296.3	682.9	1,075.4	1,578.9	1,731.6
영업이익	십억원	(26.2)	136.7	217.5	318.1	354.5
세전이익	십억원	(29.8)	129.4	224.6	318.7	355.6
순이익	십억원	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
EPS	원	(927)	2,652	4,428	6,243	6,965
증감률	%	적지	폭전	67.0	41.0	11.6
PER	배	N/A	19.27	14.57	10.33	9.26
PBR	배	4.77	9.39	6.46	3.98	2.78
EV/EBITDA	배	N/A	14.30	11.14	7.37	5.99
ROE	%	(45.51)	67.76	57.43	47.66	35.35
BPS	원	2,311	5,444	9,977	16,220	23,185
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

7월엔 일본, 3분기 미국, 4분기엔 인도가 가세할 전망

하반기 KMW 실적 전망 낙관적, 중국/일본에 미국과 인도가 가세하면서 실적 큰 폭 개선 전망

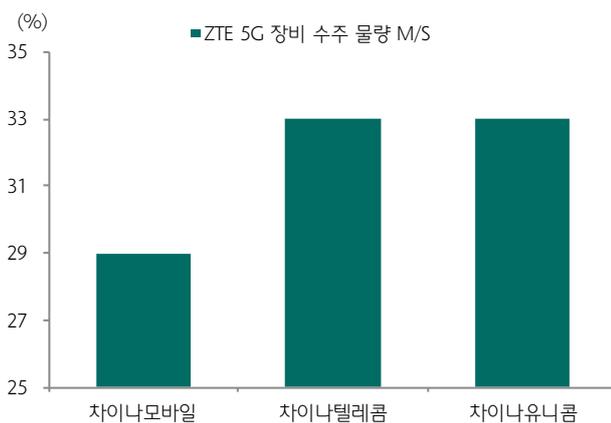
아직도 KMW 실적 우려가 적지 않다. 2분기 실적이 1분기보다는 개선되었지만 작년대비로는 감소가 불가피할 전망이다. 이에 따라 상반기 실적만 보면 올해 영업이익 증가를 확실하게 어렵기 때문이다.

하지만 하나금융투자에서는 여전히 지난해 대비 올해의 영업이익 증가를 예상한다. 하반기 실적이 개선될 것이며 이미 월별로 보면 실적이 개선되는 양상이기 때문이다.

이미 중국 시장에서 KMW의 예상외 선전이 나타나는 가운데 일본 시장이 열리고 있으며 미국, 인도 시장이 서서히 개화할 조짐을 보이고 있다. 당초 장비 국산화 이슈로 중국 시장에서 KMW의 피해가 예상되었지만 우려보다는 선전하는 양상이다. ZTE 벤더 내 M/S는 당초 기대치에 미치지 못할 전망이지만 ZTE가 중국 통신 3사로부터 많은 수주를 따냈기 때문이다. 여기에 학수고대하던 일본 시장이 드디어 열리기 시작했다. 6월 라쿠텐, 소프트뱅크에 이어 NTT Docomo와 KDDI가 7월부터 5G CAPEX 투자에 나설 것으로 보인다.

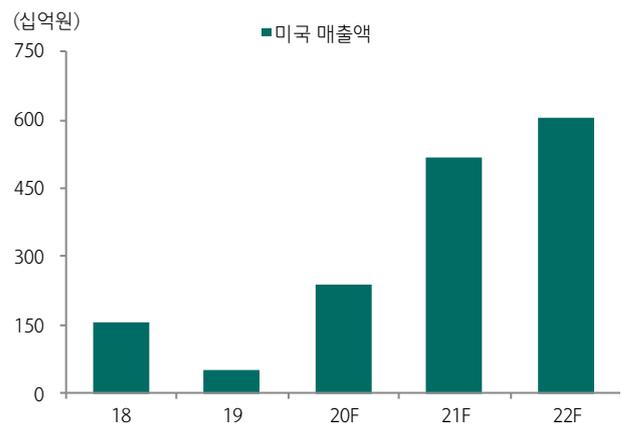
하반기엔 세계 최대 시장인 미국과 새로운 기회의 시장인 인도가 네트워크 CAPEX를 집행할 전망이다. 미국 통신사들이 이미 공급 장비사 선정 작업에 들어간 가운데 7월 주파수 경매 이후 서서히 CAPEX를 늘려 나갈 전망이다. 이미 삼성전자를 비롯한 개별 업체들의 수주 가능성 소식이 언론에서 들려오고 있다. 여기에 연말엔 인도가 가을 주파수 경매 이후 5G Ready 투자에 나설 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 인도 역시 중국 장비 배제 가능성을 언급하고 있어 삼성전자 벤더들의 수혜가 예상된다. 미국/인도 시장에서 가장 큰 수혜가 예상되는 종목은 단연 KMW이다.

그림 1. 중국 통신 3사 ZTE 5G 장비 수주 물량 M/S



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 2. KMW 연간 미국 매출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

3분기 신고가 기록, 당사 목표가 달성 가능성 높다고 판단

분기 실적 흐름, 월별 매출, 수주 성과, 각종 재료 감안하면 3분기 당사 목표가인 10만원 달성 가능성 충분

최근 2개월간 KMW 주가는 지루한 기간 조정 양상을 보였다. 당초 하나금융투자 전망과 비슷한 흐름이다. 하지만 7~10월 중에는 높은 주가 상승을 기록할 가능성이 높으므로 6월 여러 자료를 통해 언급했듯이 이젠 KMW에 대해 재차 적극 매수로 임할 것을 권고한다. 희망적으로 보면 3분기 당사 12개월 목표가인 10만원 달성 가능성이 있다는 판단이다.

물론 상반기 실적만 보면 KMW 주가 상승에 대한 확신을 갖기엔 많이 부족하다. 하지만 현 시점에서 올해 분기별 이익 흐름과 2020년 3분기~2021년 2분기까지 향후 1년간 실적 전망에 더 주목할 것을 권한다. 또 올해 상반기까지 실적은 현 주가에 충분히 반영되어 있는 반면 하반기 실적 및 내년도까지 장기 실적 밑그림은 주가에 반영되지 못하고 있다는 점도 고려해야할 요소이다.

6~7월 단기 매출 전망 토대로 보면 KMW 하반기 실적 전망은 낙관적이다. ZTE로의 필터 매출이 양호한 가운데 라쿠텐에 이어 NTT Docomo 매출이 본격화되면서 일본 매출이 서서히 증가할 전망이다. 국내 매출도 사실상 6월부터 증가 추세이기 때문이다. 만약 기존 미국 버라이즌, AT&T, T-모바일이 트래픽 이슈로 당초 계획대로 투자를 집행하고 삼성전자/노키아가 많은 물량을 받아낸다면 하반기 의외의 어닝 서프라이즈가 발생할 가능성도 충분하다. 여기에 에릭슨도 KMW 납품처로 곧 이름을 올릴 가능성이 높다.

이러하다고 보면 낙관적인 판단을 배제해도 KMW는 빠르면 올해 3분기, 늦어도 4분기엔 사상 최대 실적을 갱신할 가능성이 높다. 결국 국내/중국/일본/미국/인도 매출이 실적을 결정할 공산이 큰데 의외의 상황이 발생하지 않는다면 국내/일본/중국은 6월 이후 매출 증가 추세가 유지될 것이 유력해 보이고 미국/인도 역시 아무리 늦어도 연내엔 매출이 발생할 것으로 판단되기 때문이다. 결국 3분기 아니면 4분기에 사상 최대 실적을 낼 것임을 감안하면 주가는 7월부터 움직일 가능성이 높다는 판단이다.

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	77.5	153.2	381.1	463.6	335.1	378.2	414.2	451.4
영업이익	6.6	27.4	79.6	103.9	66.9	75.4	83.3	92.5
(영업이익률)	8.5	17.9	20.9	22.4	20.0	19.9	20.1	20.5
세전이익	15.2	26.5	79.1	103.8	66.8	75.5	83.4	93.0
순이익	13.0	20.7	61.7	81.0	52.1	58.9	65.1	72.5
(순이익률)	16.8	13.5	16.2	17.5	15.5	15.6	15.7	16.1

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KMW, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	296.3	682.9	1,075.4	1,578.9	1,731.6
매출원가	236.0	465.1	524.9	927.2	1,017.7
매출총이익	60.3	217.8	550.5	651.7	713.9
판매비	86.5	81.1	333.0	333.6	359.4
영업이익	(26.2)	136.7	217.5	318.1	354.5
금융손익	(3.4)	(8.2)	5.1	0.4	1.0
종속/관계기업손익	0.1	1.1	0.3	0.3	0.1
기타영업외손익	(0.2)	(0.2)	1.6	(0.1)	0.0
세전이익	(29.8)	129.4	224.6	318.7	355.6
법인세	1.5	26.8	48.2	70.1	78.2
계속사업이익	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
지배주주지분포괄이익	(30.2)	104.4	180.5	248.6	277.4
NOPAT	(27.6)	108.4	170.8	248.1	276.5
EBITDA	(16.6)	145.6	229.6	331.3	368.7
성장성(%)					
매출액증가율	45.5	130.5	57.5	46.8	9.7
NOPAT증가율	적지	흑전	57.6	45.3	11.4
EBITDA증가율	적전	흑전	57.7	44.3	11.3
영업이익증가율	적지	흑전	59.1	46.3	11.4
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	71.7	41.0	11.6
EPS증가율	적지	흑전	67.0	41.0	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	20.4	31.9	51.2	41.3	41.2
EBITDA이익률	(5.6)	21.3	21.4	21.0	21.3
영업이익률	(8.8)	20.0	20.2	20.1	20.5
계속사업이익률	(10.6)	15.0	16.4	15.7	16.0

투자지표	(단위: 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(927)	2,652	4,428	6,243	6,965
BPS	2,311	5,444	9,977	16,220	23,185
CFPS	(229)	4,144	5,863	8,388	9,281
EBITDAPS	(492)	3,761	5,766	8,321	9,259
SPS	8,781	17,638	27,007	39,650	43,485
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	19.3	14.6	10.3	9.3
PBR	4.8	9.4	6.5	4.0	2.8
PCFR	N/A	12.3	11.0	7.7	6.9
EV/EBITDA	N/A	14.3	11.1	7.4	6.0
PSR	1.3	2.9	2.4	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	(45.5)	67.8	57.4	47.7	35.4
ROA	(12.9)	29.3	32.5	30.4	24.6
ROIC	(21.8)	49.6	48.2	50.8	47.3
부채비율	217.2	97.0	65.4	51.6	38.5
순부채비율	43.8	22.5	(2.8)	(19.4)	(39.0)
이자보상배율(배)	(4.1)	24.1	59.5	75.5	81.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	173.1	313.3	522.5	832.6	1,124.5
금융자산	54.1	50.0	108.3	224.9	461.1
현금성자산	53.6	49.6	107.6	223.8	459.8
매출채권 등	63.4	186.9	294.4	432.2	471.9
재고자산	52.3	73.6	115.9	170.1	185.8
기타유동자산	3.3	2.8	3.9	5.4	5.7
비유동자산	100.4	113.7	134.5	146.8	153.9
투자자산	5.1	7.9	12.0	17.2	18.7
금융자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	88.0	97.7	114.0	121.4	127.7
무형자산	3.1	3.5	3.4	2.7	2.2
기타비유동자산	4.2	4.6	5.1	5.5	5.3
자산총계	273.5	427.0	657.0	979.4	1,278.4
유동부채	163.0	179.2	213.6	270.5	287.4
금융부채	90.8	90.1	86.1	88.1	89.1
매입채무 등	66.1	70.0	110.2	161.8	176.7
기타유동부채	6.1	19.1	17.3	20.6	21.6
비유동부채	24.3	31.0	46.1	63.0	67.8
금융부채	1.1	8.8	11.1	11.6	11.7
기타비유동부채	23.2	22.2	35.0	51.4	56.1
부채총계	187.3	210.3	259.7	333.5	355.2
지배주주지분	86.2	216.8	397.3	645.9	923.3
자본금	9.4	19.9	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	117.1	132.0	132.0	132.0	132.0
자본조정	(0.1)	0.6	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	1.2	2.8	7.0	7.0	7.0
이익잉여금	(41.4)	61.4	237.7	486.3	763.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	86.2	216.8	397.3	645.9	923.3
순금융부채	37.8	48.8	(11.2)	(125.3)	(360.3)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(37.4)	(3.7)	84.6	139.7	256.3
당기순이익	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
조정	18.0	42.2	2.3	13.2	14.1
감가상각비	9.6	8.9	12.2	13.2	14.2
외환거래손익	(3.4)	4.4	(5.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(1.1)	(0.0)	0.0	0.0
기타	11.1	30.0	(4.1)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(24.1)	(148.6)	(94.0)	(122.1)	(35.2)
투자활동 현금흐름	(21.9)	(17.8)	(29.8)	(26.0)	(21.4)
투자자산감소(증가)	0.7	(2.8)	(4.0)	(5.2)	(1.5)
유형자산감소(증가)	(20.4)	(14.2)	(24.6)	(20.0)	(20.0)
기타	(2.2)	(0.8)	(1.2)	(0.8)	0.1
재무활동 현금흐름	90.1	17.5	(3.4)	2.5	1.1
금융부채증가(감소)	17.8	7.0	(1.7)	2.5	1.1
자본증가(감소)	59.6	25.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.7	(14.9)	(1.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	31.1	(4.2)	58.0	116.3	236.0
Unlevered CFO	(7.7)	160.4	233.5	334.0	369.6
Free Cash Flow	(58.3)	(21.6)	59.7	119.7	236.3

2020년 6월 30일

다산네트웍스(039560)

이제부터는 5G 주도주로 부상할 가능성이 높다

매수/TP 12,000원 유지, 실적 가시화 되기 전 매수해야

다산네트웍스에 대한 투자의견을 매수로 제시하며, KMW와 함께 국내 네트워크장비 업종 내 Top Picks 의견을 제시한다. 추천 사유는 1) 6월부터 일본 통신사들의 매출이 본격화됨에 따라 3분기 이후 실적 전망이 밝은 상황이고, 2) 하반기 미국 네트워크 CAPEX 증가 시 연결 미국 자회사인 DZS의 실적 호전이 예상되며, 3) 코로나 19로 인해 전세계 트래픽이 급증하는 양상인데 결국은 스위치를 포함한 가입자 장비 투자 증대로 이어질 공산이 커 보이고, 4) 친미 성향 국가들의 중국 장비 배제 움직임이 더욱 확산됨에 따라 하반기 유선 가입자 시장 투자 증가 시 미국/일본/영국 등에서 유리한 수주 여건 조성이 예상되며, 5) 향후 1년간 실적 흐름, 트래픽 증가에 대한 수혜, 5G 초저지연 스위치 이슈 등을 감안하면 높은 Multiple 형성이 가능할 것으로 판단되기 때문이다.

일본 투자 수혜주, 트래픽 증가 수혜주로 동시 부상할 전망

다산네트웍스는 일본 수혜주임과 동시에 언택트 관련 트래픽 증가 수혜주이다. 그런데 최근 일본 수출이 본격화되고 있어 실적 개선 기대감이 높아지고 있다. 6월 일본 라쿠텐에 이어 7월엔 S사도 장비 공급이 본격화되는 양상이기 때문이다. 일본 복수 통신사들의 매출이 올해 3분기부터 내년 상반기까지 집중적으로 이루어질 전망이어서 향후 1년간 실적 전망은 낙관적이라는 판단이다. 여기에 사실상 언택트 대표 수혜주로 거듭날 수 있다는 점도 긍정적이다. 최근 글로벌 트래픽 급증으로 망고도화 이슈가 재차 거세지는 양상이기 때문이다. 과거 아이폰 출시 이후 국내뿐만 아니라 일본/미국 등지에서 백홀/스위치 투자가 급증한 사례가 있는데 이번 코로나 19 사태가 또 한번 광(Fiber) 장비 투자 수요 증대를 이끌 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.

주가는 올해 하반기에 가장 많이 오를 것으로 판단

다산네트웍스 주가 전망은 어느 때보다도 낙관적이다. 최근 실적 흐름과 재료를 감안하면 그렇다. 2분기 적자는 이미 알려진 악재인 반면 일본 수출 및 이에 따른 이익 개선 정도에는 투자자들의 신뢰가 약한 편이다. 미국 DZS 대비 주가 상승 폭도 적다. 올해 하반기 일본 수혜 및 가입자장비 투자 증가가 이슈화되면서 주가가 큰 폭으로 상승할 가능성이 높다는 판단이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 12,000원 | CP(6월 29일): 8,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	734.69		
52주 최고/최저(원)	10,350/3,755	매출액(십억원)	433.4 569.3
시가총액(십억원)	256.6	영업이익(십억원)	12.5 45.8
시가총액비중(%)	0.09	순이익(십억원)	3.5 36.5
발행주식수(천주)	32,078.3	EPS(원)	246 1,019
60일 평균 거래량(천주)	1,190.6	BPS(원)	5,386 6,431
60일 평균 거래대금(십억원)	8.8		
20년 배당금(예상, 원)	0		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	1.74		
주요주주 지분율(%)			
다산인베스트 외 3인	24.82		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.8 0.4 (22.7)		
상대	3.8 (9.7) (27.4)		

Stock Price



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	356.8	446.6	434.9	610.5	676.9
영업이익	십억원	12.2	(0.2)	11.2	50.7	58.9
세전이익	십억원	(22.0)	(6.3)	4.7	50.3	58.5
순이익	십억원	(26.1)	1.6	9.1	42.7	49.7
EPS	원	(913)	52	277	1,212	1,410
증감률	%	적지	흑전	432.7	337.5	16.3
PER	배	N/A	157.48	28.90	6.60	5.67
PBR	배	1.40	1.58	1.61	1.29	1.05
EV/EBITDA	배	15.39	31.53	11.81	5.61	4.64
ROE	%	(20.04)	1.10	5.52	22.37	20.96
BPS	원	4,929	5,181	4,974	6,186	7,596
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

단기적으로 일본 수출 동향
양호한 것이 가장 큰 재료이지만
장기적으로 보면
최근의 트래픽 증가에 따른
가입자장비 수요 증가가
메가폰 급 호재라고 평가

단기 일본, 장기 트래픽 증가로 인한 수혜 예상

다산네트웍스의 장/단기 실적 전망은 낙관적이다. 올해 실적 회복의 결정적 계기로 봤던 일본 수출이 본격화되고 있고 가입자장비 시장 성장의 원천인 트래픽이 급증하는 양상이기 때문이다.

무엇보다 6월 일본 라쿠텐에 이어 S사도 7월부터 장비 공급이 본격화되는 상황이라 기대를 갖게 한다. 일본 양사 매출이 2020년 3분기부터 2021년 2분기까지 집중적으로 이루어질 전망이어서 향후 1년간 실적 전망은 낙관적이란 판단이다. 여기에 최근 주춤했던 프랑스와 더불어 대만 칭화텔레콤과 베트남 비에텔에도 오랜만에 의미있는 매출이 이루어질 것으로 보여 향후 1년간 실적 전망은 어느 때보다도 밝다. 상반기 대규모 적자로 인해 올해 하반기 실적 호전에도 불구하고 2020년 전체 영업이익은 100억원 수준에 그치겠지만 향후 1년간 영업이익은 400억원에 달할 전망이다.

최근 미/중 무역분쟁이 재차 심화되는 양상이라는 점도 다산네트웍스에게는 기회 요인이다. 화웨이가 국제 보안 인증을 취득했지만 이와 상관없이 미국/일본/영국/호주/캐나다 등에서 화웨이 장비 배제 움직임이 지속될 가능성이 높고 국내에서도 화웨이 장비를 채택하는 부담이 여전히 커 이 시장에 주력하고 있는 다산네트웍스의 장기 수혜가 예상된다.

여기에 코로나 19 사태 이후 언택트 바람이 불면서 트래픽이 급증하고 있는 점도 장기적으로는 큰 기대를 가질 만 하다. 트래픽 증가로 국내외 가입자망 고도화 이슈가 불거질 수 있기 때문이다. 항상 트래픽 증가는 가입자 장비 증설을 불러왔다. 최근 코로나 19 사태 이후 전세계는 트래픽 급증 양상을 나타내고 있으며 2022년으로 예상했던 수준의 트래픽이 이미 발생 중이다. 상당수의 국가에선 정보 검색, 교육 동영상 시청과 같은 필수 인터넷까지도 상당히 큰 제약을 받고 있다. 속도 저하 현상이 뚜렷하기 때문이다. 결국 이번 코로나 19 사태가 또 한번 광(Fiber) 장비 투자 수요 증대를 이끌 공산이 크다.

그림 1. 미/중 무역 분쟁이 다산네트웍스에 호재인 이유



자료: 하나금융투자

그림 2. 2020년 다산네트웍스 주요 실적 향상 계기 점검



자료: 하나금융투자

실적/재료 감안하면 장/단기 주가 큰 폭 상승 전망

하반기 이후 이익 성장과 더불어
Multiple 할증 국면 나타나며
주가 크게 오를 듯

앞서 살펴보았듯이 다산네트웍스는 올해 3분기부터 드라마틱한 실적 개선을 나타냄과 동시에 트래픽 증가에 따른 수혜가 기대되면서 언택트 관련주로 부상할 공산이 크다. 특히 트래픽 증가는 5G 투자 증가와 더불어 백홀, 스위치 투자를 유인할 것으로 예상되어 기대를 갖게 한다. 폭증하는 트래픽을 해결하는 유일한 방법이 가입자장비 증설이기 때문이다. 과거 다산네트웍스는 트래픽이 급증할 때마다 큰 수혜를 맞이하였다. 대표적인 사례가 10년전 아이폰 도입 당시이다. 이 당시 다산네트웍스 주가는 큰 폭으로 상승한 바 있다.

5G는 모든 사물에 네트워크를 연결하는 개념으로 발전할 것이고 최근의 언택트 바람은 4차 산업으로 연결되며 단기 트렌드가 아닌 장기 산업 고도화 추세로 정착할 공산이 커지는 상황이다. 이렇다고 보면 다산네트웍스의 장/단기 주가 전망은 낙관적이다. 높은 Multiple 형성이 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 향후 1년간 실적 흐름이 어느 때보다 양호할 전망이다. 인데다가 트래픽 증가에 대한 수혜가 예상되며 진짜 5G로의 진화 시 초저지연 스위치가 급부상할 가능성이 높다는 점에서 보면 30배 수준의 PER 적용도 무리가 아니라는 판단이다.

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	67.5	86.3	126.8	154.3	134.3	143.2	155.2	177.8
영업이익 (영업이익률)	(8.7) (12.9)	(2.9) (3.4)	9.5 7.5	13.3 8.6	8.7 6.5	11.4 8.0	13.2 8.5	17.4 9.8
세전이익	(13.7)	(4.1)	9.3	13.2	8.6	11.3	13.1	17.3
순이익 (순이익률)	(7.9) (11.7)	(2.1) (2.4)	7.9 6.2	11.2 7.3	7.3 5.4	9.6 6.7	11.1 7.2	14.7 8.3

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	356.8	446.6	434.9	610.5	676.9
매출원가	235.4	296.9	257.5	386.2	426.9
매출총이익	121.4	149.7	177.4	224.3	250.0
판매비	109.2	149.9	166.2	173.6	191.1
영업이익	12.2	(0.2)	11.2	50.7	58.9
금융손익	(8.2)	(3.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	(8.8)	(3.7)	(6.3)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(17.3)	1.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	(22.0)	(6.3)	4.7	50.3	58.5
법인세	1.2	3.1	3.4	7.5	8.8
계속사업이익	(23.3)	(9.4)	1.3	42.8	49.7
중단사업이익	(1.5)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(24.8)	(9.5)	1.3	42.8	49.7
비배주주지분 손익	1.3	(11.2)	(7.8)	0.1	0.0
지배주주순이익	(26.1)	1.6	9.1	42.7	49.7
지배주주지분포괄이익	(25.6)	(5.5)	0.4	14.3	16.6
NOPAT	12.9	(0.3)	3.2	43.1	50.1
EBITDA	17.4	11.7	29.2	67.4	76.4
성장성(%)					
매출액증가율	16.3	25.2	(2.6)	40.4	10.9
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	1,246.9	16.2
EBITDA증가율	128.9	(32.8)	149.6	130.8	13.4
영업이익증가율	흑전	적전	흑전	352.7	16.2
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	468.8	369.2	16.4
EPS증가율	적지	흑전	432.7	337.5	16.3
수익성(%)					
매출총이익률	34.0	33.5	40.8	36.7	36.9
EBITDA이익률	4.9	2.6	6.7	11.0	11.3
영업이익률	3.4	(0.0)	2.6	8.3	8.7
계속사업이익률	(6.5)	(2.1)	0.3	7.0	7.3

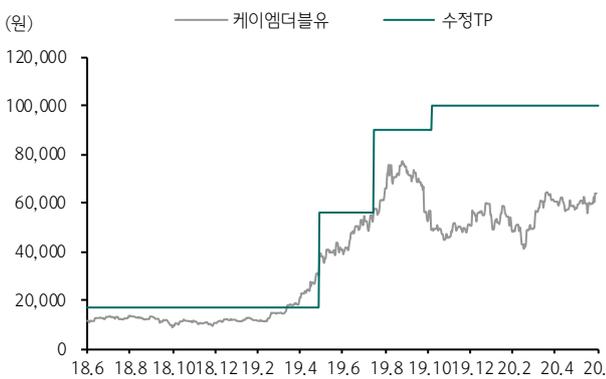
투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(913)	52	277	1,212	1,410
BPS	4,929	5,181	4,974	6,186	7,596
CFPS	817	737	784	2,026	2,269
EBITDAPS	610	380	889	1,913	2,168
SPS	12,497	14,444	13,232	17,325	19,209
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	157.5	28.9	6.6	5.7
PBR	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1
PCFR	8.4	11.1	10.2	3.9	3.5
EV/EBITDA	15.4	31.5	11.8	5.6	4.6
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	(20.0)	1.1	5.5	22.4	21.0
ROA	(7.3)	0.4	2.0	8.1	8.1
ROIC	9.5	(0.2)	1.4	16.8	16.3
부채비율	118.5	95.2	98.6	112.7	96.3
순부채비율	17.2	15.7	10.3	20.9	10.3
이자보상배율(배)	3.8	(0.0)	2.9	9.3	11.4

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	248.2	294.4	291.5	396.6	438.2
금융자산	66.7	70.5	73.4	91.0	99.5
현금성자산	41.2	44.7	48.3	55.7	60.4
매출채권 등	113.8	149.0	145.1	203.6	225.8
재고자산	46.4	45.5	44.3	62.1	68.9
기타유동자산	21.3	29.4	28.7	39.9	44.0
비유동자산	117.8	159.1	172.4	191.0	201.9
투자자산	38.7	50.6	49.5	64.9	70.8
금융자산	3.1	11.1	10.8	15.2	16.8
유형자산	43.6	60.4	68.9	70.9	75.4
무형자산	9.2	20.2	25.9	27.2	27.8
기타비유동자산	26.3	27.9	28.1	28.0	27.9
자산총계	366.0	453.5	463.9	587.7	640.1
유동부채	172.4	143.7	163.6	227.1	221.0
금융부채	75.8	61.4	62.1	108.2	88.6
매입채무 등	78.4	68.7	88.2	101.6	113.7
기타유동부채	18.2	13.6	13.3	17.3	18.7
비유동부채	26.1	77.5	66.7	84.3	93.0
금융부채	19.8	45.5	35.5	40.5	44.5
기타비유동부채	6.3	32.0	31.2	43.8	48.5
부채총계	198.5	221.2	230.3	311.3	314.0
지배주주지분	129.6	160.5	169.6	212.2	262.0
자본금	15.8	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	196.2	222.6	222.6	222.6	222.6
자본조정	(32.6)	(24.0)	(24.0)	(24.0)	(24.0)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
이익잉여금	(49.4)	(49.3)	(40.2)	2.5	52.2
비배주주지분	37.9	71.8	64.0	64.1	64.1
자본총계	167.5	232.3	233.6	276.3	326.1
순금융부채	28.9	36.4	24.2	57.7	33.6

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(4.5)	(29.1)	43.5	1.8	52.5
당기순이익	(24.8)	(9.5)	1.3	42.8	49.7
조정	47.3	31.5	18.0	16.6	17.6
감가상각비	5.2	11.9	18.0	16.7	17.5
외환거래손익	(1.5)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	9.8	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	33.8	20.4	0.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(27.0)	(51.1)	24.2	(57.6)	(14.8)
투자활동 현금흐름	(0.2)	(23.3)	(30.6)	(45.5)	(32.2)
투자자산감소(증가)	17.0	(11.9)	1.0	(15.4)	(5.8)
유형자산감소(증가)	(1.7)	(3.1)	(20.0)	(12.0)	(15.0)
기타	(15.5)	(8.3)	(11.6)	(18.1)	(11.4)
재무활동 현금흐름	10.4	55.4	(9.3)	51.1	(15.6)
금융부채증가(감소)	(6.7)	11.3	(9.3)	51.1	(15.6)
자본증가(감소)	22.8	27.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.7)	16.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	10.8	3.5	3.6	7.4	4.7
Unlevered CFO	23.3	22.8	25.8	71.4	80.0
Free Cash Flow	(6.3)	(32.2)	23.5	(10.2)	37.5

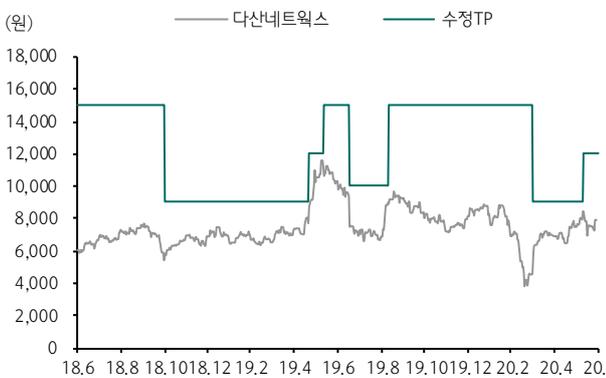
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



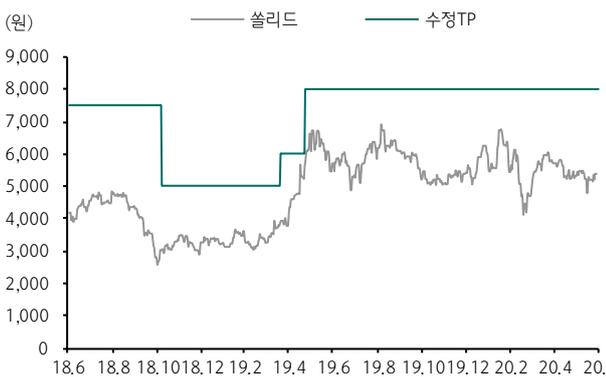
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.5	BUY	100,000		
19.8.14	BUY	90,000	-25.12%	-13.67%
19.5.28	BUY	56,000	-20.01%	-1.07%
18.7.5	BUY	16,912	-18.01%	85.67%
17.12.11	BUY	9,664	19.76%	45.50%

다산네트웍스



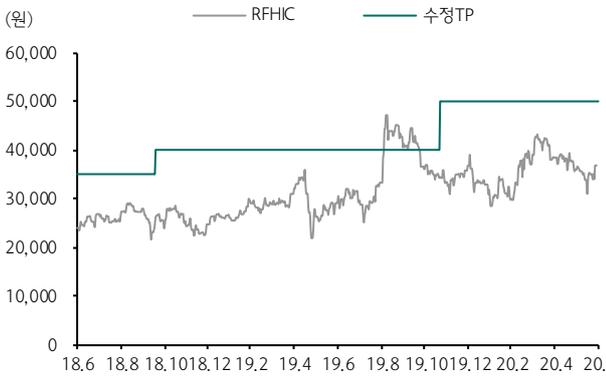
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.9	BUY	12,000		
20.3.30	BUY	9,000	-22.76%	-10.67%
19.9.10	BUY	15,000	-47.52%	-35.33%
19.7.17	Neutral	10,000	-27.99%	-11.50%
19.6.11	BUY	15,000	-31.29%	-24.67%
19.5.21	BUY	12,000	-15.81%	-2.92%
18.10.31	BUY	9,000	-24.19%	-10.56%
18.8.2	BUY	15,000	-53.52%	-48.67%

솔리드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.22	BUY	8,000		
19.4.18	BUY	6,000	-24.79%	-5.83%
18.11.5	BUY	5,000	-33.95%	-21.70%
18.8.2	BUY	7,500	-44.60%	-35.60%

RFHIC



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.21	BUY	50,000		
18.10.18	BUY	40,000	-24.23%	18.50%
18.7.5	BUY	35,000	-25.62%	-17.00%
18.5.28	BUY	25,000	-3.10%	11.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 6월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 6월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 6월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.